

Weekly Outlook & Strategy | 2025. 03. 24

[주간 퀀틴전시 플랜] KOSPI 4번타자 반도체 부활. 5번, 6번 타자는?

Strategist 이경민

02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 daishinstrategy



Summary. 반도체 업황/실적 개선 기대에 KOSPI 상대적 강세. 펀더멘털 동력 유입이 KOSPI 2,700선 돌파로 이어질 전망

- KOSPI는 미국 증시 부진에도 불구하고 지난주 3% 상승. 글로벌 증시 중 가장 강한 흐름을 보인 국가 중 하나
반도체 부활의 힘. 지난 한 주 동안 KOSPI 상승을 주도한 것은 물론, 3월 KOSPI 상승의 75%를 반도체가 이끌어가고 있음
삼성전자 주가가 5개월만에 6만원을 회복. 업황 및 실적 개선 기대와 외국인 대량 순매수가 맞물린 결과. 2017년 1분기 반도체 상승 반전과 유사한 모습
3월 20일까지 반도체 수출은 전월대비 16%, 전년대비 21%(일평균 수출 금액 기준) 증가. 글로벌 선수요 유입과 중국 경기/수요 회복 등의 영향
1분기 실적 호조 기대를 넘어 상반기 중 예상보다 양호한 실적을 기대. 강한 반등 이후 단기 등락은 감안해야겠지만, 7만원 돌파시도는 가능할 전망
- 이번주 미국 3월 S&P글로벌 PMI(24일)와 컨퍼런스보드 소비자신뢰지수(25일), 실업수당 청구건수(27일)와 PCE물가 & 소득/소비 지표(28일) 결과 주목
미국 물가 둔화, 3월 FOMC를 확인하며 스태그플레이션 우려 해소와 함께 글로벌 금융시장 정상화 국면 진입 가시화
서베이 지표 결과에 따른 등락은 감안해야겠지만, 파월 연준의장의 발언(서베이 데이터와 하드 데이터 괴리)으로 금융시장 영향력은 약화될 것으로 예상
한편, 실업수당 청구건수 감소(연속 기준), PCE 물가 둔화/정체 및 소득, 소비 전월대비 증가를 확인하면서 글로벌 금융시장의 정상화는 가속될 전망
이번주는 미국 증시 반등이 KOSPI 추가 상승 시도에 힘을 실어줄 것. Macro Risk Index는 0.9 이상에서 하락 반전 Risk On 시그널로 전환되었고, VIX도 20% 하회
그동안 KOSPI 반등 과정에서 발목을 잡아왔던 미국 나스닥과 S&P500 모두 기술적 반등을 기대할 수 있는 상황
- 국내 정치 리스크 해소시 완화 강세 압력 확대와 함께 외국인 순매수 강도 강화 기대. KOSPI 반등 탄력을 강화시켜주는 또다른 변수가 될 전망
이번주 주요 이슈/이벤트 결과 확인 과정에서 KOSPI 등락이 있다면 비중확대 기회로 판단. 이번주 중 KOSPI 2,700선 돌파시도 예상
- 한편, 4월 2일 예고된 트럼프 대통령의 상호관세 부과와 3월 31일 공매도 재개에 대한 경계심리 유입으로 단기 변동성 확대 가능성 존재
트럼프 관세정책 공포심리가 선반영(통상정책 불확실성 지수 사상 최고)되었고, 트럼프 직무 수행 지지도가 부정 평가가 긍정 평가를 앞섬에 따라 불확실성 완화 기대
공매도 재개 또한 외국인 수급에 긍정적인 변화로 판단. 가격/밸류에이션 수준에 근거한 **순환매 대응 강화 변수. 반도체, 자동차, 2차전지 매력도 높은 상황**
- Issue 1. 3월 FOMC, 시장이 안도했던 이유. 스태그플레이션 공포 선반영
점도표 분포의 매파적 변화, GDP 성장률 하향조정과 물가전망 상향조정은 금리인하 기대 후퇴와 스태그플레이션 우려 확대로 이어질 수 있었음
그러나 스태그플레이션 공포를 선반영한 글로벌 금융시장은 예상보다 빠른 QT 축소 결정과 파월 연준 의장의 기자회견에 긍정적인 반응을 보임
특히, 파월 연준 의장의 경기 침체 가능성을 일축한 발언은 스태그플레이션 우려 완화, 글로벌 증시 정상화의 트리거가 되었다고 판단
- Issue 2. 반도체 업황 회복의 시작. 가격 반등 & 수출 호조(20일 기준)
3월 KOSPI 110p 상승에 반도체 업종이 74p 기여, 삼성전자, SK하이닉스 두 종목만으로도 77p의 상승을 주도
반도체 업종의 강세에는 턴어라운드 기대가 자리. 여기에 외국인 순매수가 유입되면서 강한 상승세 전개
반도체 업종이 바닥을 확인하고 반등한다면 25년 상반기 KOSPI 랠리를 주도하는 가장 큰 요인일 것
선수요 유입과 중국 경기/수요회복에 근거한 반도체 가격 강한 반등, 수출 호조 지속, 업황 개선 기대를 넘어서 업황 개선, 실적 회복 가시화 전망
- Issue 3. 미국 나스닥, 엔비디아, 바닥 다지기 이후에는 기술적 반등
나스닥과 엔비디아 모두 충분한 가격조정을 거쳤고, 밸류에이션은 24년 저점 저점권에서 강한 반등시도 중
이익 성장이 지속되는 상황에서 현재 지수, 밸류에이션 수준에서는 추가 급락보다 **반등시도 예상**

Summary. 공매도 재개를 앞둔 시점에서 주목해야 할 단기 낙폭과대, 저평가주, 반도체, 자동차, 2차전지 주목

- **Inflection Point 1. 심리지표 확인 과정에서 등락 불가피. 28일 PCE물가와 소득/소비가 변곡점**
따라서 미국 3월 PMI(24일)와 컨퍼런스보드 소비자신뢰지수(25일) 전월대비 부진 예상. 관건은 컨센서스와 괴리율. 결과에 따른 등락 감안
주 후반 27일 실업수당 청구건수 둔화, 28일 PCE 물가 정체/둔화와 소득, 소비 전월대비 개선 확인 가능
주 초반 서베이 지표 확인 과정에서 등락이 있겠지만, 이후 하드 데이터 확인 과정에서는 불안심리 완화, 안도감 유입 기대
- **Inflection Point 2. 실적 전망 상향조정, 선행 EPS의 반등세 뚜렷**
3월 들어서면서 25년 1분기 영업이익 전망은 상향조정 가시화. 프리어닝 시즌 돌입과 함께 낮아진 눈높이가 정상화되는 과정으로 판단
1분기 영업이익 전망은 52조원대를 회복. 반도체, 소프트웨어, 조선, 상사/자본재, 비철/목재, 유틸리티, 유통 업종 실적 개선세 뚜렷
- **Inflection Point 3. 국내 정치 리스크 해소 여부 결정**
이번주 중 헌법재판소의 탄핵심판 선고 예상. 가시화되는 정치 리스크 해소 기대가 KOSPI 안정성을 높이고, 원화 강제 압력을 높일 전망
금통위 기준금리 25bp 인하(2.75%), 재정 정책 강화에 이어 정치 리스크 해소, 정권 교체 및 대선 후보들의 경기 부양정책 기대 등이 맞물리며 KOSPI 상대적 강세 가능
- **Inflection Point 4. 연기금 매수 + 환차익 노린 외국인 선매수. 환율만 안정되면 외국인 매수 강화 예상**
최근 달러화 레벨다운에도 불구하고 원/달러 환율의 정체로 인해 달러대비 원화 급격한 약세 전개. 미국 물가 안정, 국내 정치 리스크 해소 확인시 원화 강제 반전 예상
반도체 업황 개선 기대와 환차익을 노린 외국인 선매수 유입, 달러대비 원화 강세 국면 진입시 환차익을 노린 외국인 현선물 수매수 강화 전망
- **Inflection Point 5. 4월 2일 트럼프 상호관세를 앞둔데 따른 경계심리 유입 가능성**
트럼프는 취임 직후 무역적자 원인 조사와 무역 상대국들과 체결한 기존 무역협정 재검토 등을 조사해 4.1일까지 권고안 제출 지시.
4월 2일 상호관세 부과, 이후 본격적인 관세 전쟁 예고, 4월 1일 발표된 결과를 통해 주요국들을 대상으로 한 현상 카드로 활용 가능성 높다고 판단
최근 트럼프 정치적 입지 약화도 투자자들의 우려보다 강하게 상호관세를 밀어붙이기 어려울 전망. 긍정 지지는 47.9%로 레벨다운, 부정적인 의견은 48.8%로 레벨업
관세 부과가 현실화되는 과정에서 투자심리 영향으로 등락은 불가피하나, 현상 국면 진입 가능성이 높은 만큼 단기 등락은 포트폴리오 조정, 매수기회로 판단
- **Inflection Point 6. 3월 31일 공매도 재개. 변동성은 관리하되 겁먹을건 없어**
3월 31일부터 공매도 재개 예정. 투자자들의 불안심리가 크지만, 과거 공매도 재개 이후 흐름은 긍정적. 세 번의 공매도 재개 당시 KOSPI는 단기 등락 이후 상승
이번에도 시장 유동성과 효율성을 높이는 긍정적 효과(외국인 수급 개선) 예상. 다만, 가격/밸류에이션 고평가 종목은 단기 주가 하락 압력 경계(포트폴리오 재점검 필요)
조선, 상사/자본재(방산), 기계, IT하드웨어, 건설 등 연초대비 대차잔고 급증 업종/종목에 대해서는 경계 필요
주가 및 밸류에이션 저평가 영역에 위치한 반도체, 자동차, 유틸리티, 통신 등은 상대적으로 공매도 부담이 크지 않을 것으로 전망
- **Trading 전략 : 실적대비 저평가주 & 낙폭과대 업종인 2차전지, 에너지, 건설, 디스플레이, 소매(유통), 보험, 은행 주목**
KOSPI 2,600선 지지력을 바탕으로 2,700p 돌파를 염두에 둔 순환대 대응력 강화 기회. 2차전지, 에너지, 건설, 디스플레이, 소매(유통), 보험, 은행 주목
실적대비로도, 주가 측면에서도 낙폭과대 업종. 추가 반등 또는 단기 등락 이후 반등 국면에서 실적대비 저평가 업종들의 반등시도 뚜렷해질 것
한편, 다수의 업종들이 단기, 중기 측면에서 중요 지지권, 변곡점 진입. 단기 트레이딩은 물론, 중기 전략 측면에서 매집 가능
대표적으로 반도체, 자동차, 2차전지, 인터넷, 제약/바이오는 현재 가격/지수대부터 단기 등락을 활용한 비중확대 가능. 가격, 밸류에이션 매력 충분
조선, 기계, 방산은 중단기 과열, OverShooting 국면. 단기 변동성 확대 경계. 1개월 뒤 낮은 가격대에서 매수할 기회가 올 전망

주간 리뷰 : 삼성전자의 6만원대 회복 반도체 턴어라운드 기대에 외국인 귀환

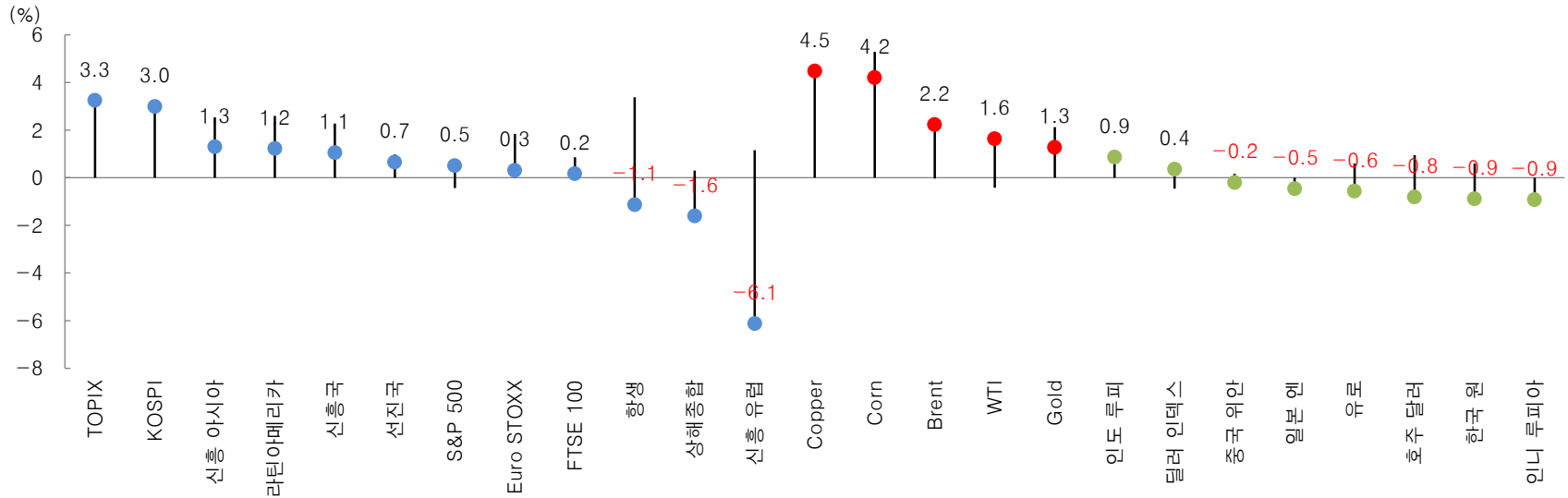
Strategist 이경민

02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 [daishinstrategy](https://t.me/daishinstrategy)

글로벌 증시는 FOMC, BOJ, 인민은행 등 주요 중앙은행 이벤트 소화

3월 17일 ~ 3월 21일 글로벌 금융시장 수익률



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center
 주: 3월 21일 종가 기준

3월 3주차 글로벌 증시는 이번주 미국 FOMC를 포함해 일본, 중국, 영국 등 중앙은행의 금리결정을 소화하며 대체로 소폭 상승 마감. 중앙은행들은 대부분 금리를 동결하였는데 미국의 관세부과를 앞두고 불확실성을 언급하며 신중한 스탠스를 취하는 모습. BOJ의 매파적 스탠스에 대한 경계심이 선반영되었던 일본 증시는 금리 동결 이후 글로벌 증시 Outperform. 반대로 인민은행의 완화적 정책 기대감이 선반영되었던 중화권 증시는 금리동결 이후 차익 실현 매물 출회되며 Underperform 하였음. 한편, 러-우 전쟁 종전 타임라인 지연되면서 그동안 급등세를 이어오던 신용 유럽 증시의 되돌림 움직임이 나타났음

원자재 가격은 대체로 상승세가 지속되고 있는데, 관세 우려와 중국의 경기부양정책 기조로 구리와 농산물 가격이 크게 상승하는 모습. 중동지역의 교전 재개와 미국의 이란 제재로 원유가격 또한 상승했으며 안전자산 선호 심리로 상승세 이어오던 금 가격 추세 또한 지속되고 있음

환율 시장은 중앙은행 이벤트 소화하며 뚜렷한 움직임은 없었으나, 관세부과로 인한 성장률 저하 우려가 유럽 등 비미국 지역으로도 확산되면서 달러 소폭 강세, 비미국 통화 소폭 약세 흐름이 나타남

파월 발언에 경기우려 완화, 반도체 훈풍에 KOSPI 상승추세



자료: 대신증권 Research Center

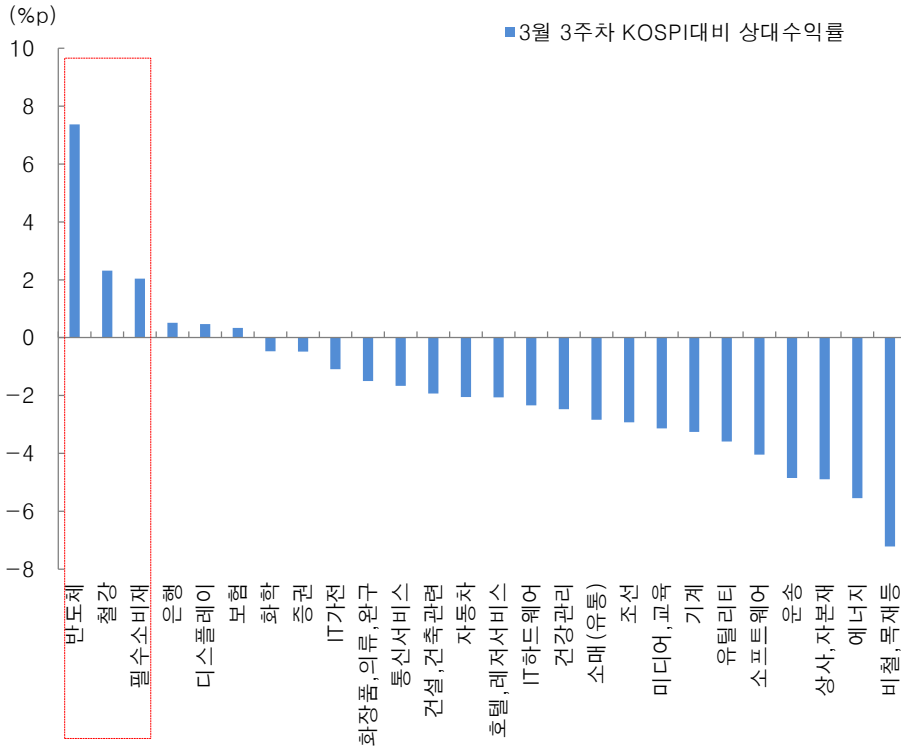


자료: 대신증권 Research Center

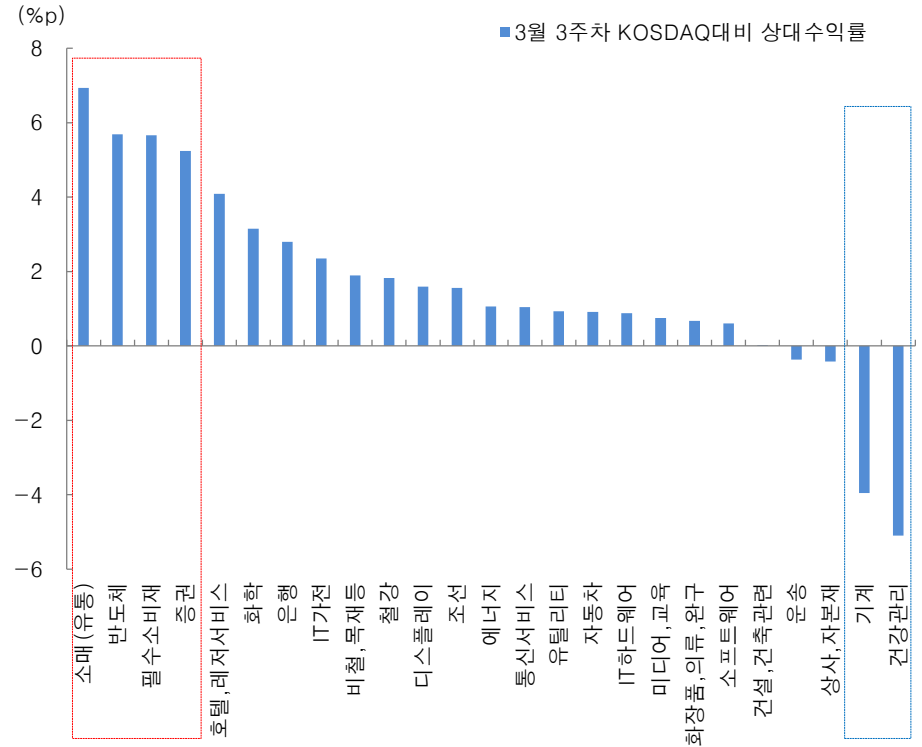
3월 3주차 KOSPI는 2.99% 상승, 2,643.13pt로 마감. FOMC와 BOJ 등 주요 매크로 이벤트 속에서도 반도체 업종을 중심으로 상승세 지속되며 글로벌 증시 Outperform. 특히 반도체 업종은 모건스탠리의 상향 리포트 등 업황 턴어라운드 기대감 고조되며 삼성전자는 5개월만에 박스권 상단을 돌파하여 6만원대 복귀. 미국 섯다운 우려 완화, FOMC 파월의장 발언으로 부터 미국 경기우려 완화되며 미국발 불확실성 요소들이 어느 정도 해소되었고, 예상치를 상회한 중국 실물지표로 유입된 중국 경기 턴어라운드 기대감이 반도체를 중심으로 국내 주요 산업에 훈풍으로 가세. 한편 KOSDAQ은 주요 바이오 업종을 중심으로 하락하며 상승밴드 복귀 실패

반도체와 바이오, KOSPI와 KOSDAQ에서 각각 시가총액 비중이 가장 큰 업종이 상승/하락 견인

KOSPI Outperform: 반도체, 철강, 필수소비재 등



KOSDAQ Underperform: 건강관리, 기계 등



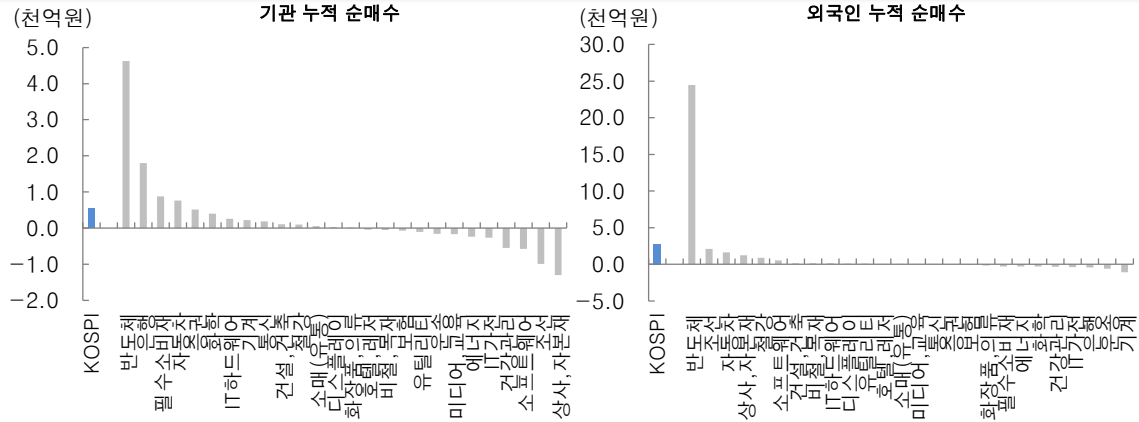
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center
주: 3월 21일 종가 기준

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center
주: 3월 21일 종가 기준

3월 3주차 KOSPI를 Outperform한 업종은 반도체, 철강, 필수소비재 등 6개 업종. 주 초반 발표되었던 중국의 실물지표 예상치 상회, 중국의 내수 회복 기대와 반도체 가격 반등 추세 등 반도체 업황 턴어라운드 기대감이 반도체 업종 훈풍으로 작용. 철강 업종은 중국 회복과 함께 지난주 철강&알루미늄 관세 부과 이후 정상궤도 복귀 움직임. 필수소비재 업종에서는 농심 등 판매가격 인상으로 실적 성장 기대감 더해지는 모습. 한편, KOSPI 시가총액의 약 25%를 차지하는 반도체 업종이 시장을 견인하며 비철/목재, 에너지 등 대다수 업종이 KOSPI를 Underperform. KOSDAQ 시장은 시가총액의 약 30%를 차지하는 바이오 업종이 신약 승인 불발로 인해 급락한 HLB를 중심으로 약세, 코스피 지수 하락을 견인하였음

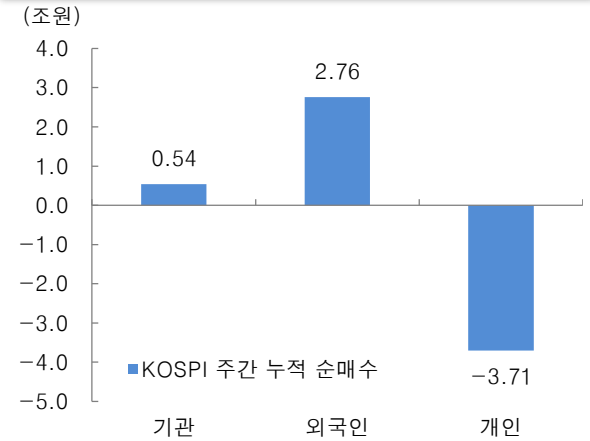
3월 3주차 외국인 & 기관의 동시 순매수 집중된 반도체 업종

KOSPI 기관과 외국인은 반도체 동시 순매수, 기관은 상사/자본재 순매도



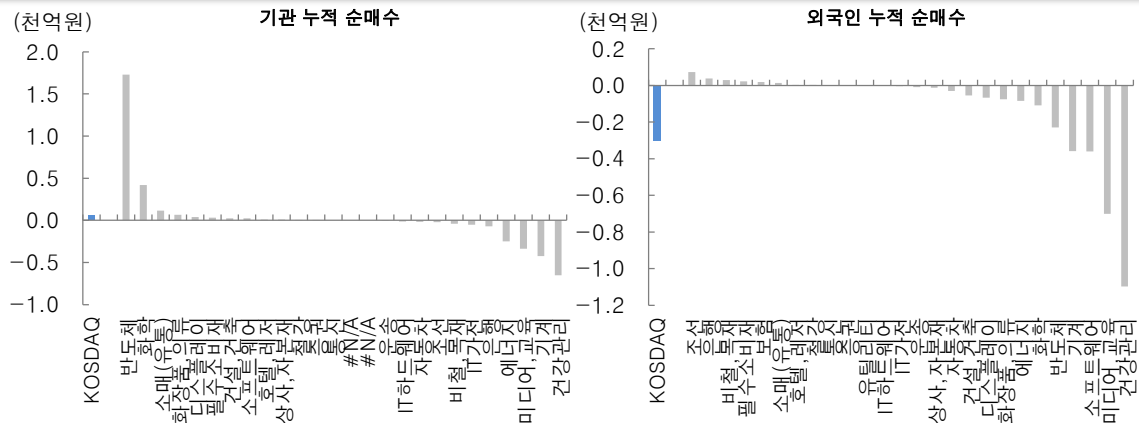
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

KOSPI 외국인 10주 만에 순매수 전환



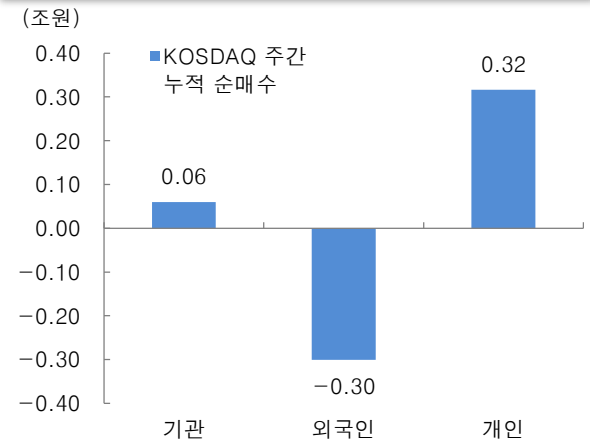
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

KOSDAQ 기관과 외국인 건강관리, 미디어/교육 동시 순매도, 기관 반도체 매수



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

KOSDAQ 하락은 외국인이 주도



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

Issue 1.

3월 FOMC, 시장이 안도했던 이유.

스태그플레이션 공포 선반영

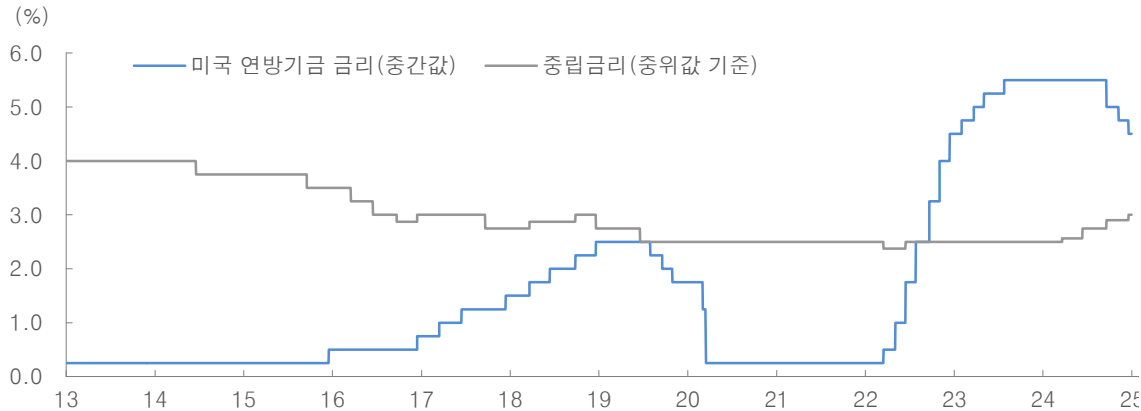
Strategist 이경민

02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 daishinstrategy

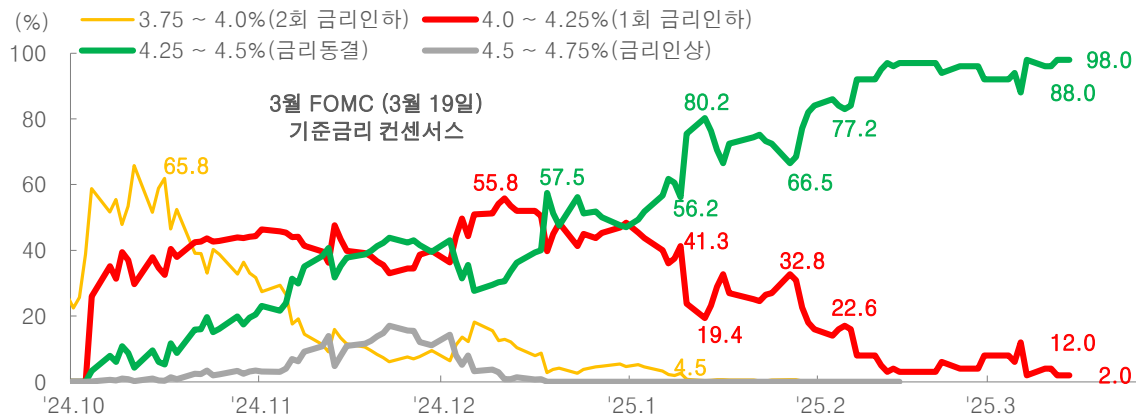
[3월 FOMC] 5번만에 기준금리 동결(4.25% ~ 4.5%) 결정. 예상했던 것

3월 FOMC 기준금리 동결 결정. 중립금리 3%로 유지, 5번만에 전망치 동결



자료: FED, Bloomberg, 대신증권 Research Center

3월 FOMC에서 기준금리 동결을 기정사실화했던 상황

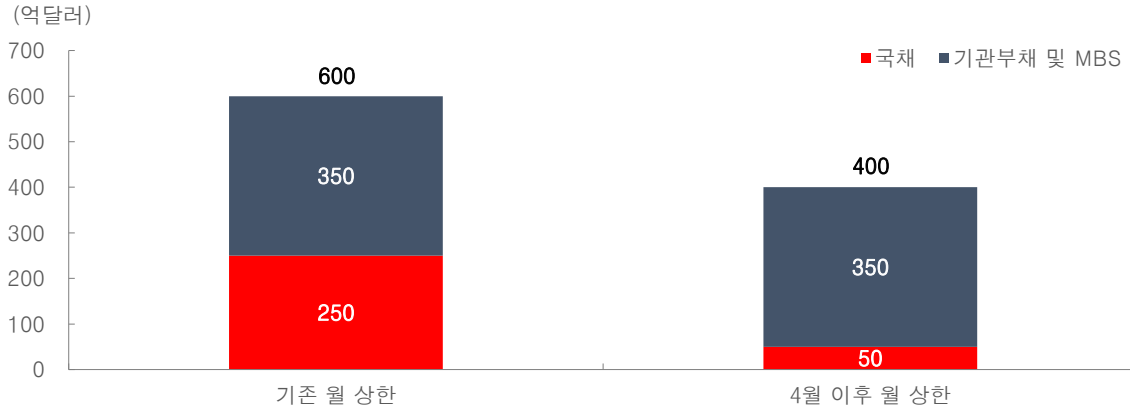


자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

- Fed는 3월 19일(현지시각) FOMC를 통해 기준금리를 4.25% ~ 4.5%로 동결을 결정
- 이미 CME Fed Watch 기준 3월 금리동결을 95% 이상 반영했던 만큼 이번 결정은 시장 컨센서스에 부합한 결과
- 금리 동결에 대해선 연준 위원 전원 찬성했지만, 크리스토퍼 월러 연준 이사는 양적긴축 속도 둔화(국채 상환한도 축소)에 반대표를 행사

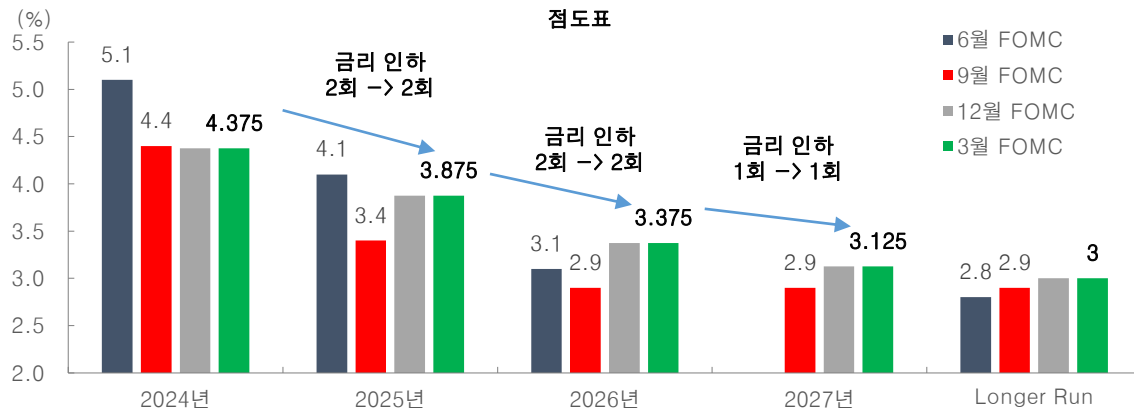
[3월 FOMC] 국채 상환 한도 50억달러로 축소 = 서프라이즈 모멘텀. 점도표 유지는 안도할 수 있던 변수

4월부터 월 국채 상환 한도 기존 250억달러에서 50억달러로 축소. 예상보다 빠른 결정에 시장은 환호



자료: FED, Bloomberg, 대신증권 Research Center

점도표는 12월과 동일. 다만, 분포도 측면에서는 매파적인 스탠스 보여

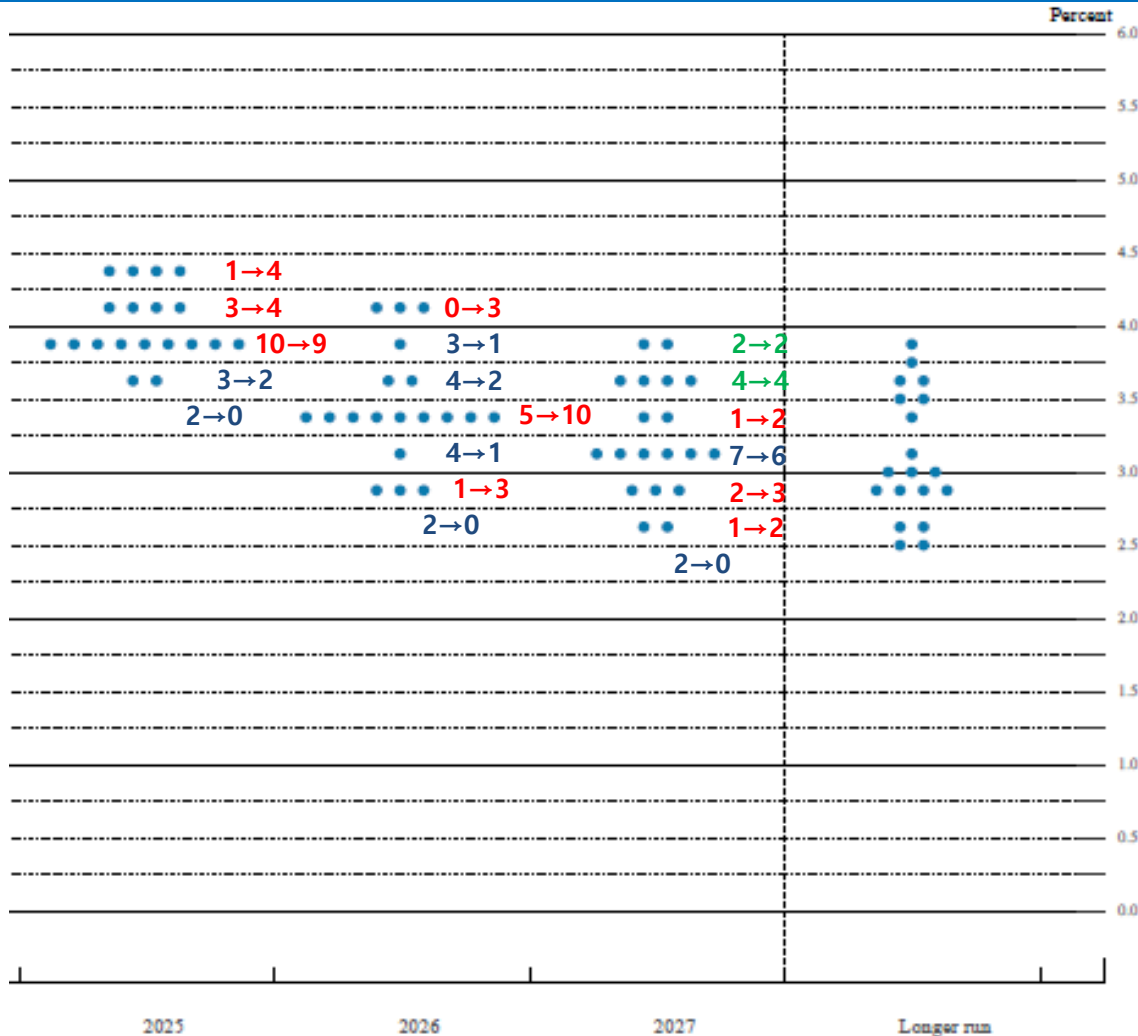


자료: FED, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 한편, 국채 보유량 축소 속도를 늦추는 결정을 성명서에 추가했다. 4월부터 월 국채 상환 한도를 기존 250억달러에서 50억달러로 축소
- 기관 채무 및 주택저당증권(MBS)의 월 상환 한도는 350억달러로 유지
- 점도표는 12월 FOMC와 동일했다. 25년 2번, 26년 2번, 27년 1번, 총 5번의 금리 인하 전망이 유지된 것
- 다만, 분포도에 있어서는 매파적인 스탠스가 었보였다. 12월에는 연준 위원 19명 중 15명이 25년 중 2번 이상 금리인하를 예상했지만, 3월 FOMC 점도표에서는 11명이 연내 2번 이상 금리인하를 전망

[3월 FOMC] 점도표 분포도는 여준 위원들의 매파적인 스탠스를 엿볼 수 있어

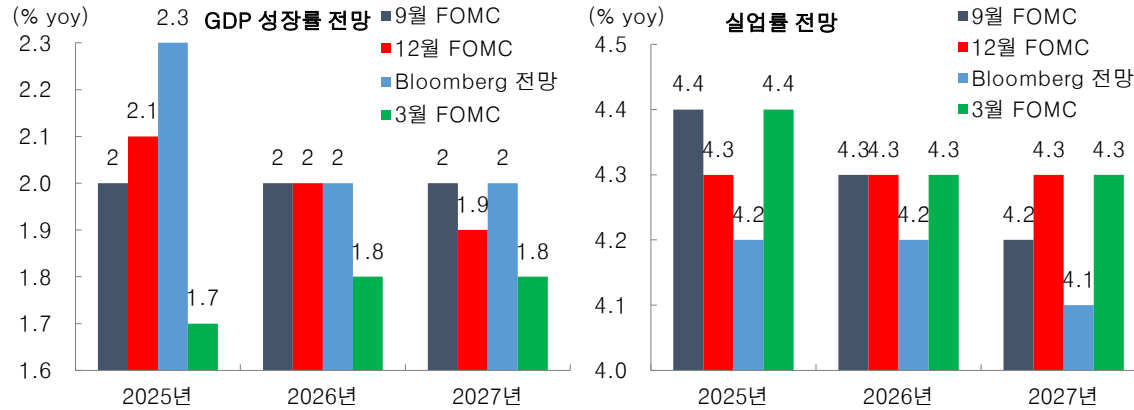
파월 연준의장 기자회견 주요 내용



- 연준 위원들은 2025년 말 기준금리 예상치 중간값을 종전 3.9%를 그대로 유지
- 그러나 12월 전망에서는 3회 이상 금리 인하를 기대한 위원이 5명 있었던 반면 이번에는 2명의 위원만이 3회 인하 예상
- 금리동결과 1회 인하를 예상한 연준 위원은 각각 4명으로 12월 1명과 3명에서 증가한 수치
- 이전보다 다수의 위원이 금리 인하 시기를 좀 더 늦출 필요가 있다는 시각에 동조하고 있음을 시사하는 대목이자 트럼프 정책 변화의 영향이 좀 더 명확해질 때까지 통화정책 결정을 서두르지 않겠다는 의지를 내비친 것으로 평가
- 파월 의장은 지난 7일 포럼 공개연설에서 "우리는 서두를 필요가 없으며 (정책 변화 영향이) 좀 더 명확해질 때까지 기다릴 수 있을 만큼 (통화정책이) 잘 자리 잡고 있다" 라고 말해 '서두르지 않겠다' 는 기존 입장에 변화가 없음을 재확인한 바 있음
- 파월 의장은 "신호와 소음(noise)을 구분하는 데 초점을 맞추고 있다"며 서로 상쇄되는 효과를 가질 수 있는 개별 정책의 효과가 아닌 경제 정책 전반의 순효과(net effect)를 주시하겠다고 강조

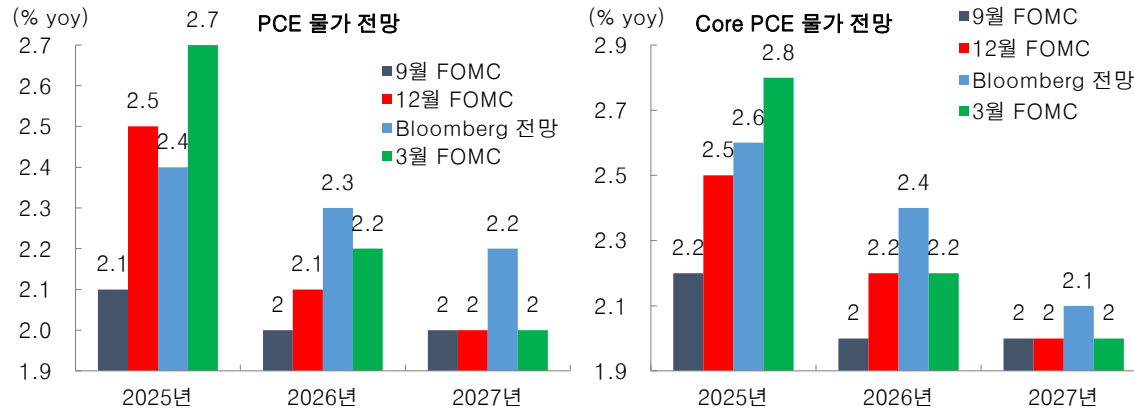
[3월 FOMC] GDP 성장률은 하향조정, Core PCE는 상향조정. 스태그플레이션 반영?

GDP 성장률 전망 하향조정. 경기 불확실성 확대 반영



자료: FED, Bloomberg, 대신증권 Research Center

PCE 전망 상향조정. 시장 컨센보다 물가 불안 높이 평가

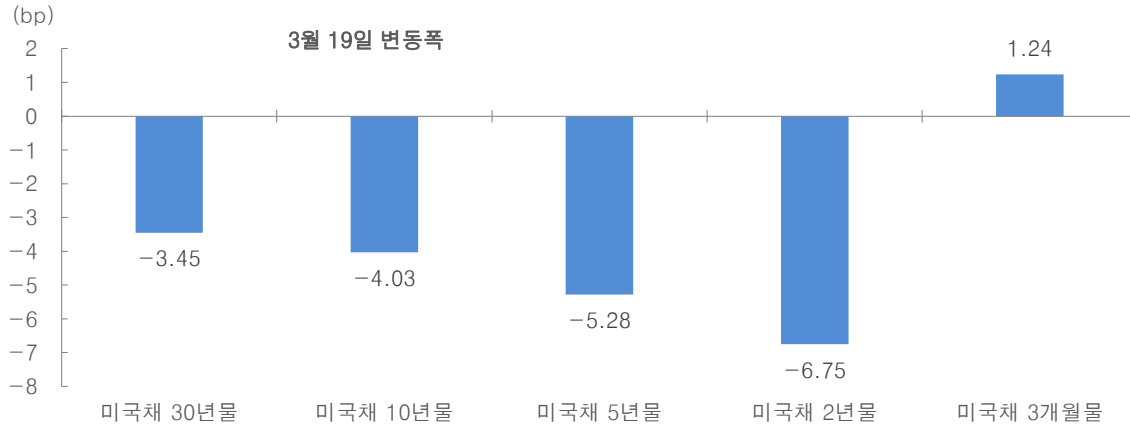


자료: FED, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- GDP 성장률은 하향조정, 물가 전망은 상향조정
- 25년 GDP 성장률 전망은 12월 2.1%에서 1.7%로 하향조정되었는데, 이는 블룸버그 컨센서스 2.3%보다 0.6%p 낮은 수치
- 26년, 27년 GDP 성장률도 각각 0.2%p, 0.1%p 하향조정하며 블룸버그 예상보다 경기에 대한 우려가 더 커졌음을 시사
- 이에 반해 PCE 물가 전망은 25년 수치를 2.5%에서 2.7%로, 26년은 2.1%에서 2.2%로 상향조정
- Core PCE 물가 전망도 25년을 2.6%에서 2.8%로 상향조정했지만, 26년과 27년 전망치는 유지

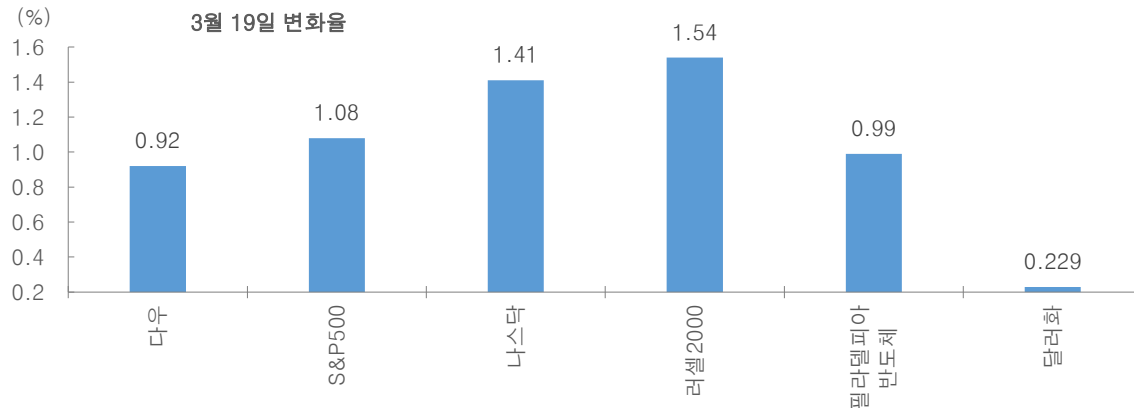
[3월 FOMC] 매파적 해석이 가능했음에도 불구하고 채권, 외환, 주식시장이 안도하고 환호했던 이유

미국채 동반 하락, 단기채 낙폭 커



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국 증시 1% 전후 강세. 달러화 상승 폭 축소

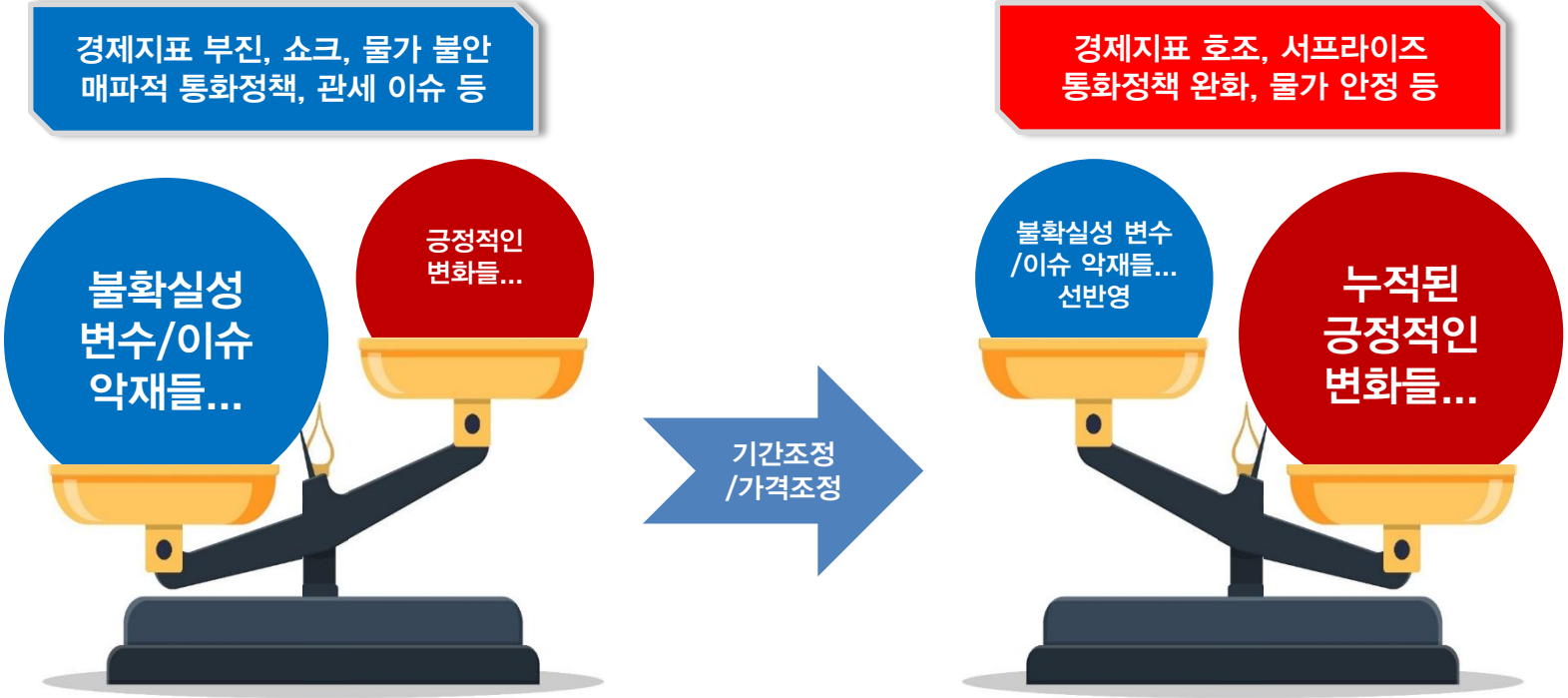


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 점도표 분포의 매파적 변화, GDP 성장률 하향조정과 물가전망 상향조정은 금리인하 기대 후퇴와 스태그플레이션 우려 확대로 이어질 수 있음
- 그러나 금융시장 반응은 안도와 환호. 파월 연준의장의 기자회견을 통해 시장에 안도심리가 강하게 유입되었기 때문
- 미국 증시는 장 중 2% 전후까지 상승세를 확대하기도 함. 채권금리는 하락, 달러화는 상승폭 축소 전개
- 파월 연준의장의 기자회견 내용은 원론적인 수준이었고, 기존의 스탠스에서 크게 벗어났다고 평가할 수 있음
- 그러나 이번에는 시장의 불안심리 진정 시켜었고, 시장의 환호를 이끌어낸 것

[호재 Vs. 악재] 변수보다 무게감의 변화에 주목. 스태그플레이션 우려 선반영이 3월 FOMC를 호재로 인식

아무리 많은 악재라도 가격에 선반영, 무게감/영향력이 적어지고, 누적된 호재이 무게감/영향력이 커지면 증시는 반전



자료: 대신증권 Research Center

여전히 악재가 많은 것이 현실. 그렇다고 언제 글로벌 금융시장에 악재가 없었던 적이 있을까?

항상 시장에는 악재와 호재가 공존. 무게감의 변화에 따라 증시의 상승, 하락 결정. 여기서 더 중요한 것은 펀더멘털. 펀더멘털 동력이 견고하고, 강하다면 악재로 인한 변동성은 비중확대 기회가 될 것. 반대로 펀더멘털 동력이 부재하고, 약하다면 악재가 증시에 미치는 영향력은 배가되고, 호재로서의 영향력은 제한되면서 반등시 비중축소 전략이 유효. 현재 글로벌 금융시장의 흐름에 있어서 부재했던 펀더멘털 동력이 유입되고 있는 상황. 기존의 악재들, 대부분의 투자자들이 알고 있는 악재들은 일정부분 증시에 선반영. 새로운 펀더멘털 동력의 무게감이 무거워질 전망 3월 FOMC도 같은 맥락에서 이해 가능. 시장에 선반영된 스태그플레이션 우려가 오히려 QT 축소화 파월 연준 의장발언에 환호하는 계기가 됨

[3월 FOMC] 성명서 문구 변경 : 4월부터 QT 축소 시작 명시

트럼프 관세정책 불확실성 변영 & 4월부터 QT 축소 문구 추가

3월 FOMC 성명에서 연준은 기존 "경제 전망이 불확실하다"는 문구를 "경제 전망을 둘러싼 불확실성이 증가했다"고 문구를 변경

인플레이션과 관련해서는 1월 성명에서 6회 언급된 반면 3월 성명에선 5회 언급

1월 성명에 있었던 "고용과 인플레이션 목표를 달성하는 위험은 대략 균형을 맞추고 있다고 위원회는 판단한다" 문구

=> 이같은 변화는 트럼프 대통령의 관세 정책으로 인한 경제 전망이 어려워 졌다는 점을 반영한 것으로 판단

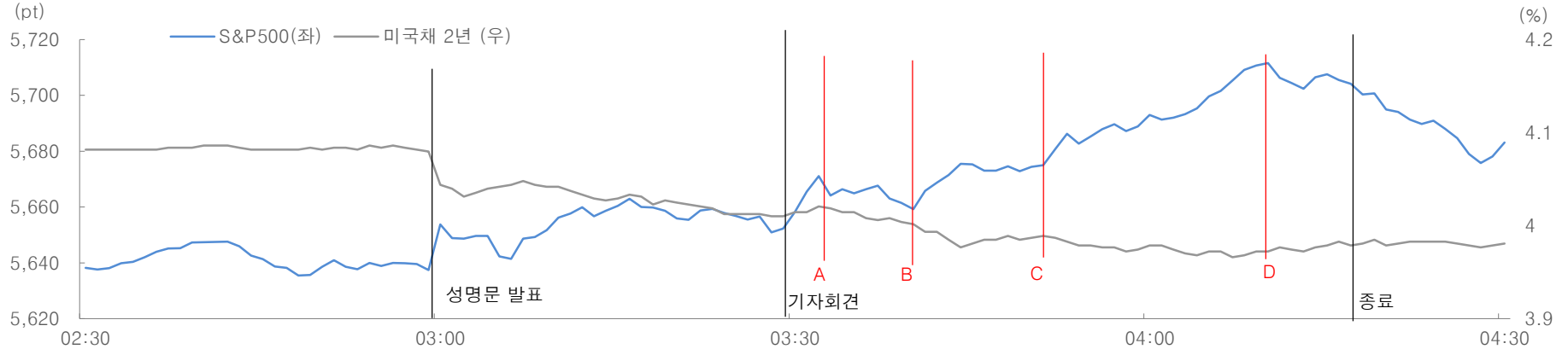
연준은 4월부터 국채 보유량 축소 속도를 늦추겠다(기존 250억달러에서 50억달러로)는 문구를 추가

기관 채무 및 주택저당증권(MBS)의 월 상환 한도는 350억달러로 유지

- 스태그플레이션 공포를 선반영한 글로벌 금융시장은 연준의 경제 전망 및 물가 불안에 대한 문구 변경에 반응하지 않았음
- 오히려 QT축소가 4월부터 시작된다는 점에 주목. 시장 예상보다 빠른 결정이었기 때문
- 따라서 성명서 공개 직후 달러화와 채권 금리는 레벨다운되었고, 증시는 상승폭을 확대해 나갔다. 기존 악재보다
- 게다가 파월 연준의장의 기자회견을 통해 시장은 환호
- 관세 정책으로 인한 경기와 물가 불안이 커졌음을 인정하면서 '신호와 소음'이라는 기준점을 통해 관세로 인한 물가, 경기불안은 일시적인 영향임을 피력했던 것이 시장에 주효했다고 생각
- 파월 연준의장은 인플레이션 기대치를 모니터링 중이라면서 장기 물가상승 기대치는 견조하다고 언급
- 경기 측면에서는 서베이 데이터는 실제 경제와 다를 수 있고 하드 데이터에서 경기우려 신호 없음을 명확히 함. 스태그플레이션 가능성을 일축

[3월 FOMC] 스태그플레이션 우려를 선반영한 금융시장. 경기침체 가능성을 일축한 파월 연준 의장

S&P500, 미국채 2년물 등락에서 의미있었던 파월 연준의장 기자회견 내용, 포인트



- 발표문** 경제 안정적, 임금 인플레이션보다 빠르게 증가. 노동시장 영향 감소
 관세로 인한 인플레 우려가 있으나 장기적으로 2% 접근
 관세, 이민, 재정, 규제 정책의 순 효과를 보면서 통화정책 결정할 것. 관세정책이 불확실성 높일 수 있음.
 현재 불확실성 높고 정해진 경로는 없으나 **노동시장 둔화 또는 물가 빠르게 내려가면 정책 변화 가능**, 현재는 좋은 위치
- A** 관세의 인플레이션 영향 정확히 평가 어려움, 관세와 비관세 인플레이션 영향을 나누어 관세 영향이 일시적인지 면밀히 평가할 것
 관세의 장기적 인플레이션 영향 없다면 경로 변화 없을 것, 불확실한 상황에서는 기다리는 것이 좋음
- B** 인플레이션 기대치 모니터링 중, 단기적으로는 물가인상 기대치 증가하지만, **장기 물가상승 기대치는 견조**
 서베이데이터는 경기 하방위험 우려 증가, 서베이데이터는 실제 경제와 다를 수 있고 **하드 데이터에서 경기우려 신호 없음**
- C** 항상 경기침체 가능성은 존재해왔으나, 지금 상황에서 **연준은 경기침체 예측하지 않음, 지난해와 비교하면 오히려 지금이 침체 우려 낮음**
 SEP 물가 전망 상향은 불확실성의 표현. 1, 2월 재화 물가 상승 요인은 몇 개월 지나야 알 것. **서비스, 특히 주택서비스물가 둔화 경로 양호**
 대차대조표 축소 속도조절 결정은 현재 TGA의 입출을 보았을 때 적절한 시기라고 판단했기 때문. 숨은 의도 없음
- D** 5월 금리인하에 대해 서두르지 않을 것임. **현재 통화정책은 추가인하 또는 동결을 모두 고민할 수 있는 좋은 위치**
 물가 낮추기 위해 경기침체 감내하는 것은 고려하고 있지 않음. 관세 영향으로 물가, 성장, 고용 중 일부 요인이 목표 이탈할 가능성은 있음
 DOGE의 영향에 대해서는 코멘트하지 않을 것, 정부고용도 민간고용과 같은 고용, 관세, 보복관세 등 여러 시나리오 고려,
 데이터가 확인되어야 영향 평가 가능. QT 축소 결정은 TGA 자금흐름으로 인해 시작된 것이 맞으나, 전반적인 상황 고려

Issue 2.

반도체 업황 회복의 시작.

가격 반등 & 수출 호조(20일 기준)

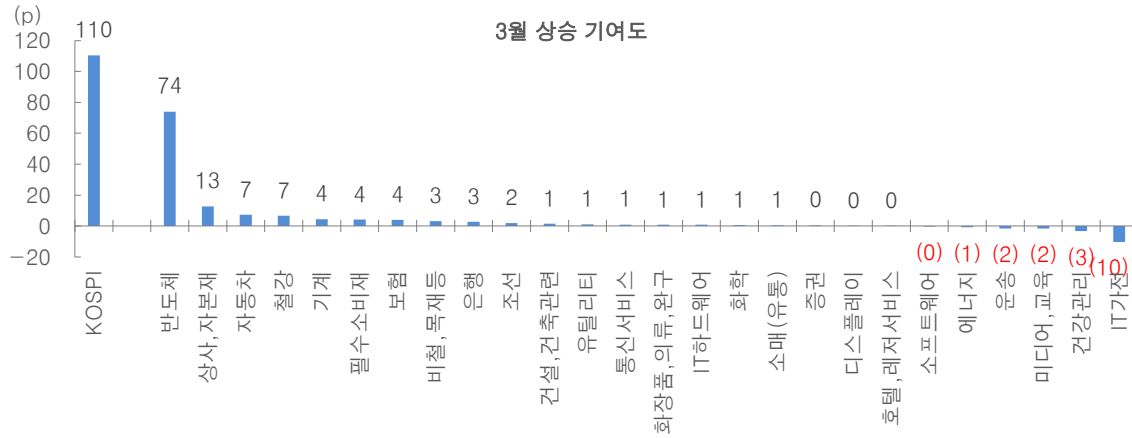
Strategist 이경민

02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 daishinstrategy

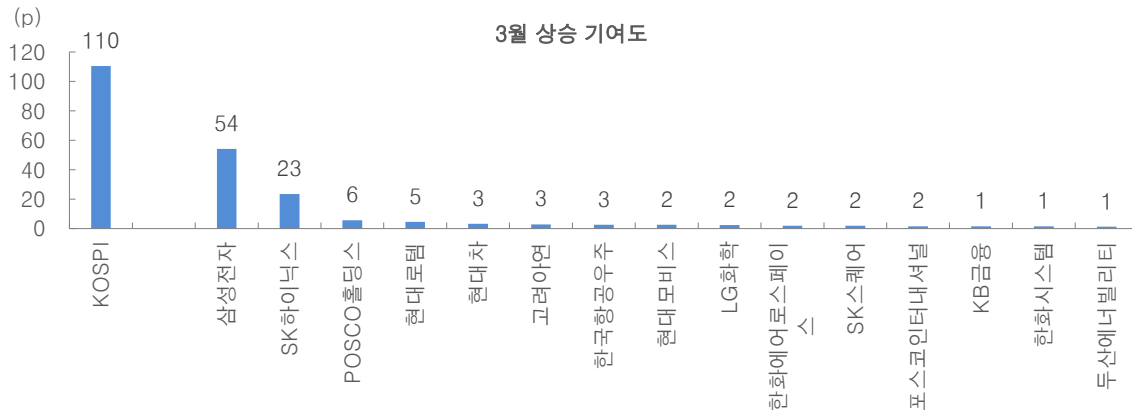
[반도체 강세] KOSPI 시가총액 비중이 가장 큰 반도체. 업황 턴어라운드 기대에 KOSPI 상승 주도

3월 KOSPI 지수 상승을 지켜낸 반도체 업종



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

SK하이닉스와 삼성전자가 3월 KOSPI 상승 110pt 중 77pt에 기여

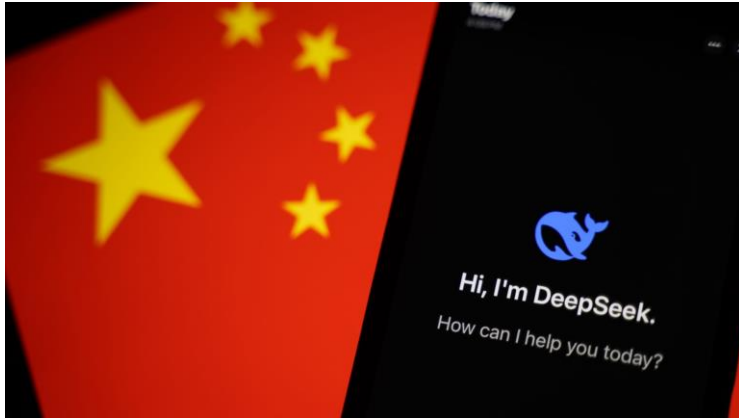


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- W126 업종구분을 기준으로 반도체 업종은 KOSPI 시가총액의 25.4%로 가장 큰 부분을 차지하고 있음
- 지난주 글로벌 증시 조정에서 KOSPI가 견조했던 가장 큰 이유는 반도체 업종의 차별적인 강세
- 3월 KOSPI 110p 상승에 반도체 업종이 74p 기여를 했고, 삼성전자, SK하이닉스 두 종목만으로도 77p의 상승을 주도
- 이처럼 반도체 업종의 강세에는 턴어라운드 기대가 자리
- 여기에 외국인 순매수가 유입되면서 강한 상승세 전개
- 반도체 업종이 바닥을 확인하고 반등한다면 25년 상반기 KOSPI 랠리를 주도하는 가장 큰 요인일 것

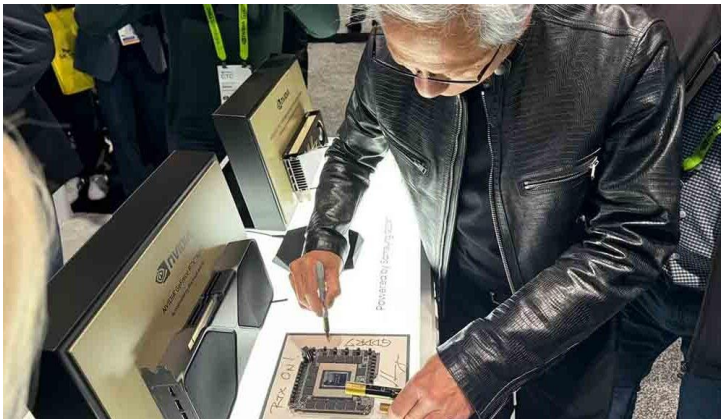
[반도체 강세] '겨울'은 끝나간다

중국발 반도체 훈풍, 예상 못한 모건스탠리



자료: 국내외 주요언론, 대신증권 Research Center

젠슨황, 삼성전자 부스 GDDR7 전시품에 또 다시 서명

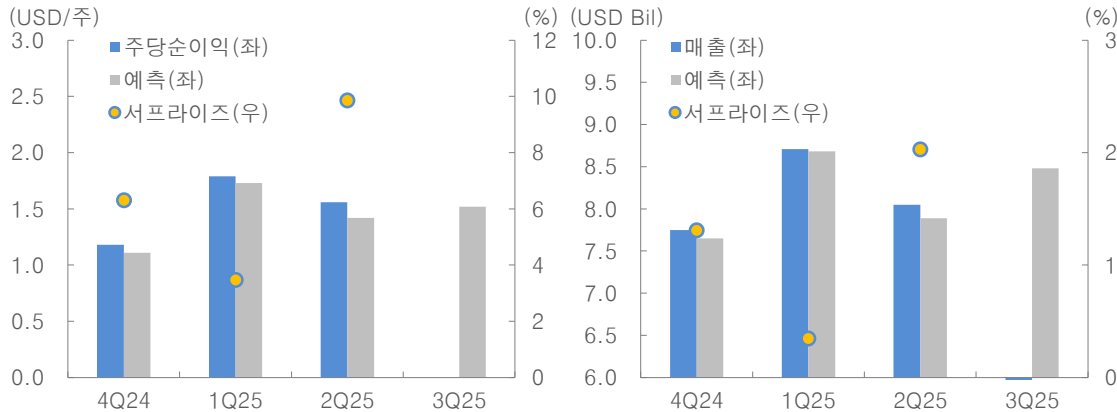


자료: 국내외 주요 언론, 대신증권 Research Center

- 중국의 AI급기 현실화로 전체 AI 반도체 시장이 미국에서 중국을 포함한 글로벌 시장으로 확산된 것 또한 국내 반도체 업체에는 훈풍으로 작용
- 특히 그동안 반도체 겨울론을 주장하던 모건스탠리는 중국의 이구환신 정책의 효과를 예상하지 못했다고 인정하며 반도체 업황에 대한 턴어라운드를 시사
- 최근 GTC2025 행사에서는 젠슨황 CEO가 삼성전자의 참여를 기대한다는 발언, 기시감이 드는 발언이지만 글로벌 AI반도체 경쟁이 격화되며 삼성전자의 엔비디아향 HBM3E 공급에 대한 가시성도 높아지는 중

반도체 풍향계 마이크론의 어닝 서프라이즈, 반도체 업황 기대감 고조

중국발 반도체 훈풍, 예상 못한 모건스탠리



자료: Micron, LSEG, 대신증권 Research Center

여전히 강력한 AI 데이터센터향 반도체 수요

주요 사업 성과

- 데이터센터 DRAM 매출이 전년 대비 3배 증가
- HBM 분기 매출 10억 달러 돌파
- FQ3 매출 가이던스: \$8.5B 예상 → \$8.8B 제시

2025년 HBM 시장 규모(TAM)를 350억 달러로 예상

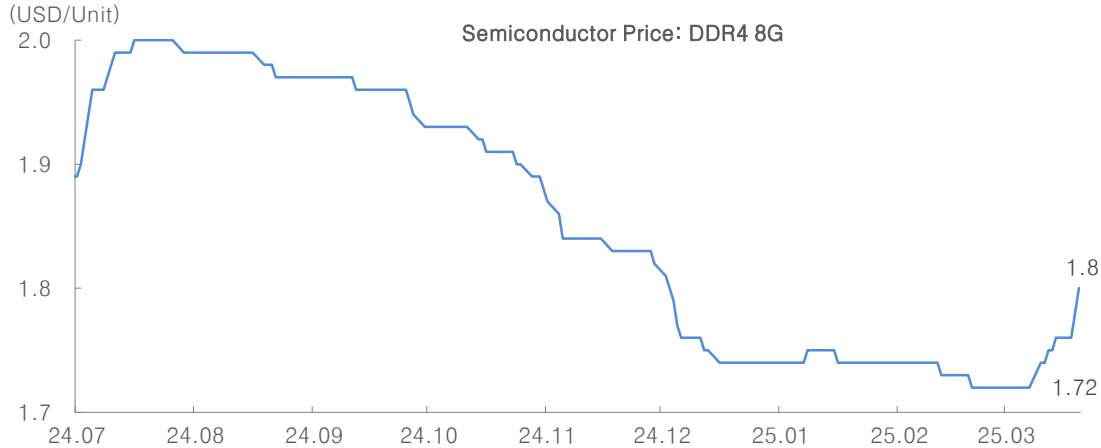
“2025년 예정된 HBM 생산량 Sold Out, 여전히 메모리 대역폭 병목 문제가 산업 전반의 bottleneck으로 인식”

자료: Micron, 대신증권 Research Center

- 마이크론 테크놀로지의 어닝 서프라이즈는 AI 데이터센터 시장의 고점론을 잠재우는데에 성공
- 전체 매출의 76%를 차지하는 DRAM 매출은 61.2억 달러로 전년 대비 47% 증가했고, NAND 매출도 18.6억 달러로 전년 대비 18% 증가
- HBM 매출도 사상 최고치를 기록하였으며, 데이터센터향 DRAM의 수요가 증가하면서 평균판매단가도 증가하며 AI 서버 증가로 DRAM 및 HBM 수요가 여전히 견조함을 입증
- 이는 최근 국내에서도 삼성전자를 중심으로 한 반도체 업황의 바닥론과도 궤를 함께하는 결과
- 삼성전자와 하이닉스 등 국내 반도체 업종으로도 훈풍으로 작용

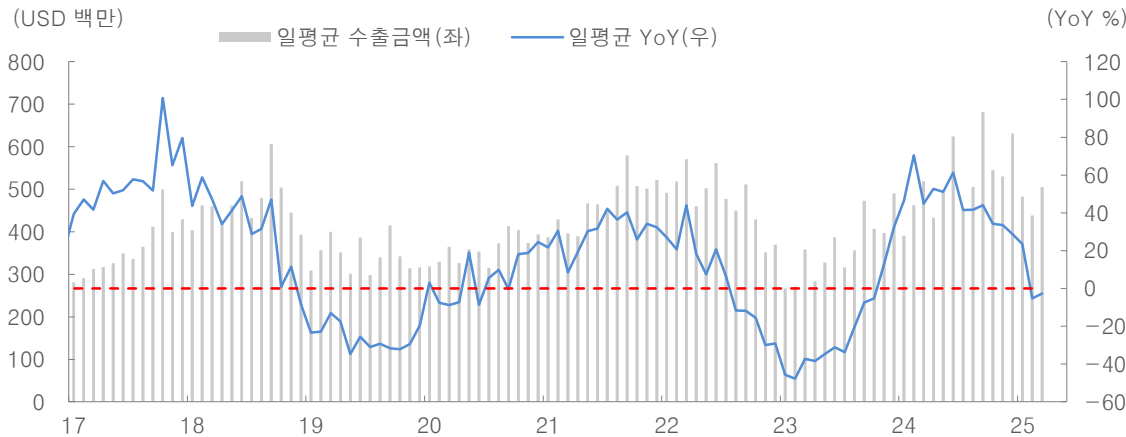
[반도체 가격] 여전히 강한 AI 산업 수요 & 중국, Non-US 경기 회복. 레거시 반도체 업황 변화로 이어져

7월 이후 부진했던 레거시 반도체 판매가격의 반등세 뚜렷



자료: CEIC, 산업통상자원부, 대신증권 Research Center

반도체 일평균 수출금액, 3월 20일까지 집계된 금액은 반등조짐?

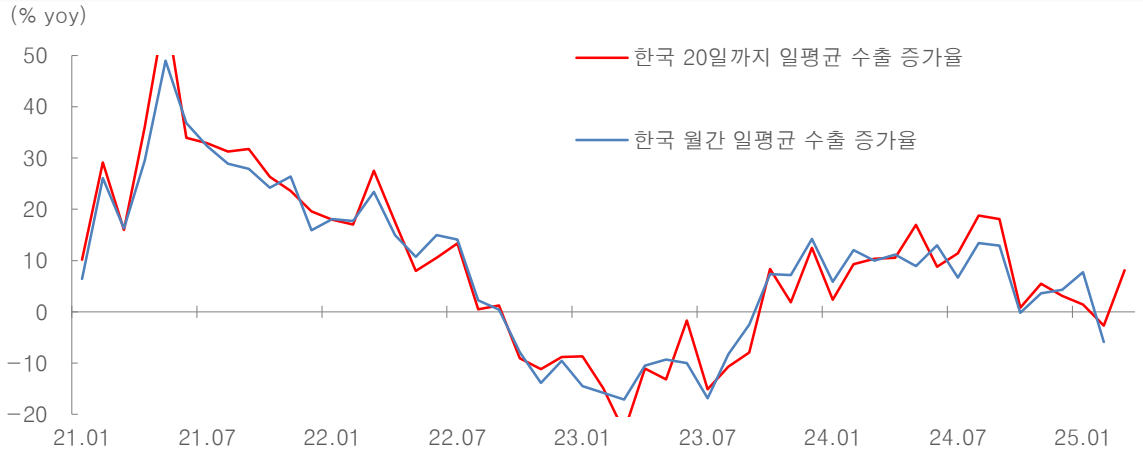


자료: CEIC, 관세청, 대신증권 Research Center

- 트렌드포스에 따르면 최근 반도체 시장에서 SK하이닉스의 DDR5를 중심으로 약 7개월만에 DRAM 가격이 회복세에 접어든 것으로 분석
- 구형인 DDR4의 가격까지 반등하며 레거시 반도체 업황 바닥 확인에 대한 기대감이 고조되는 중
- 특히 딥시크 공개 이후 중국 AI업계의 구매수요가 확대되었고, 이구환신 보조금 증가로 레거시 반도체 시장의 훈풍 유입 기대감이 전이되는 중
- 디램보다 낸드 업황이 취약하다고 알려져 있었으나, 낸드 시장에서도 공급업체들의 생산 감축으로 예상보다 낮은 재고 상황, 향후 가격이 견조할 것으로 예상
- 3월 20일까지의 일평균 반도체 수출금액은 전년 3월(운기) 대비 -2.6% 감소했으나, 전월의 -5.2%에서 반등
- 전년 동기대비 1~20일의 데이터만 비교할 경우 일평균 수출금액은 +21% 증가 추세가 나타났음

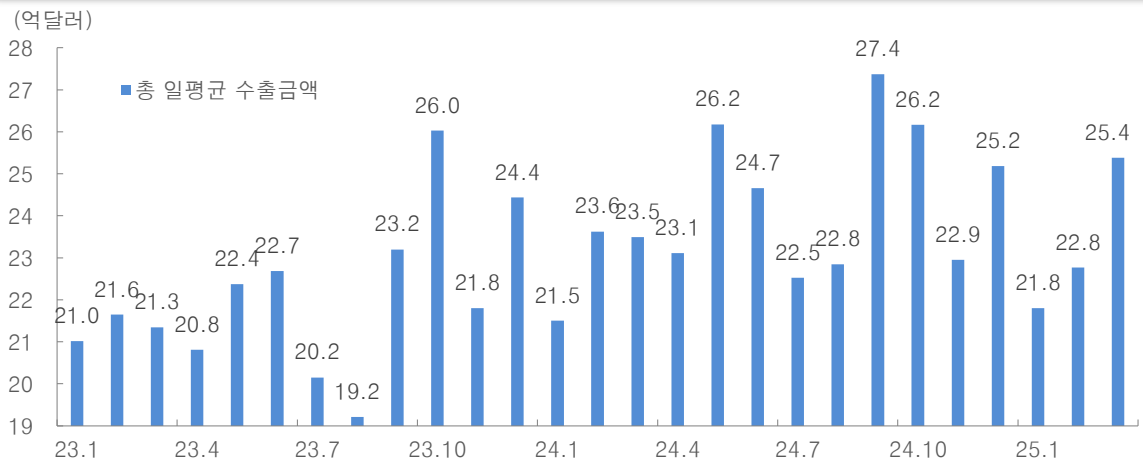
[한국 수출] 3월 20일까지 수출 전년대비 4.5% 증가. 일평균 수출 8.2%로 플러스 반전

3월 20일까지 한국 수출 +4.5%. 일평균 금액 기준 +8.2%



자료: 산업통상자원부, 관세청, CEIC, 대신증권 Research Center

일평균 수출금액 2월대비 11.5% 급증. 23년 이후 5번째로 높은 평균 수출 금액

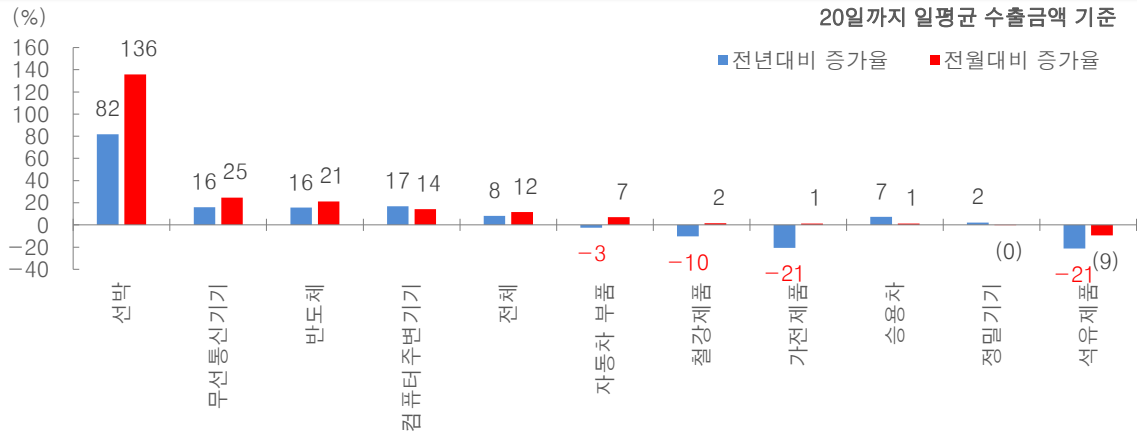


자료: 산업통상자원부, 관세청, CEIC, 대신증권 Research Center

- 3월 1~20일 우리나라 수출이 반도체·선박 호조세에 힘입어 전년 같은 기간보다 4% 이상 증가
- 다만 트럼프 도널드 2기 미국 행정부가 3월 12일부터 25%의 관세를 부과하고 있는 철강은 11%가량 감소
- 21일 관세청에 따르면 이달 1~20일 수출액은 355억달러로 작년 같은 기간보다 4.5%(15억3000만 달러) 증가
- 조업일수를 고려한 일평균 수출액은 25억4000만달러로 8.2% 증가. 이달 20일까지 조업일수는 14.0일로 작년 같은 기간(14.5일)보다 0.5일 적었음
- 24년 12월까지 15개월 연속 증가한 수출은 올해 1월 설 연휴 등 영향으로 10.2% 감소한 후 지난달 다시 소폭(1%) 반등
- 올해 1월부터 3월 1~20일까지 누적 수출액은 1371억7300만달러로 전년 같은 기간보다 2.6% 감소
- 20일까지 평균 수출 금액 기준으로는 23년 이후 5번째로 높은 금액 기록. 수출 호조세 뚜렷

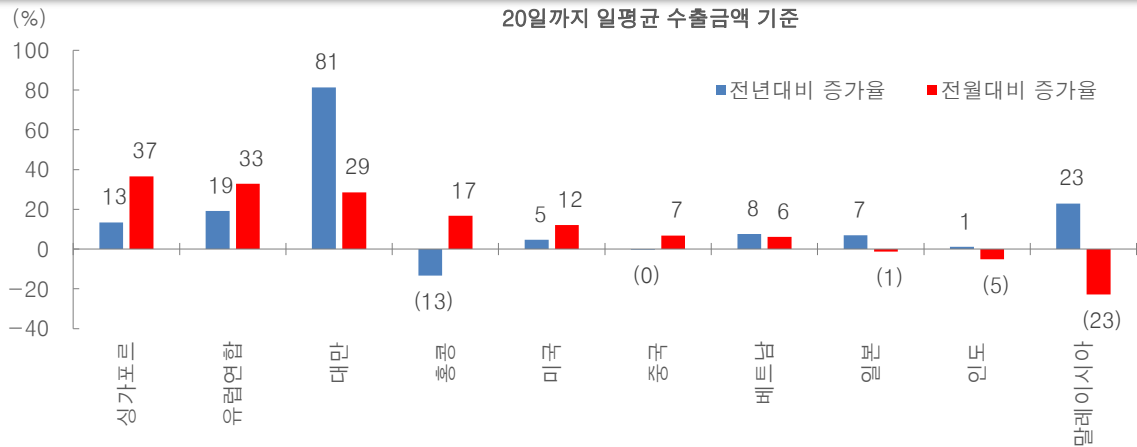
[한국 수출] 여전히 견조한 반도체 수출. 그리고 IT 수출 호조 지속

선박, 무선통신기기, 반도체, 컴퓨터주변기기 증가세 뚜렷



자료: 산업통상자원부, 관세청, CEIC, 대신증권 Research Center

싱가포르, 유럽연합, 대만 수출 급증

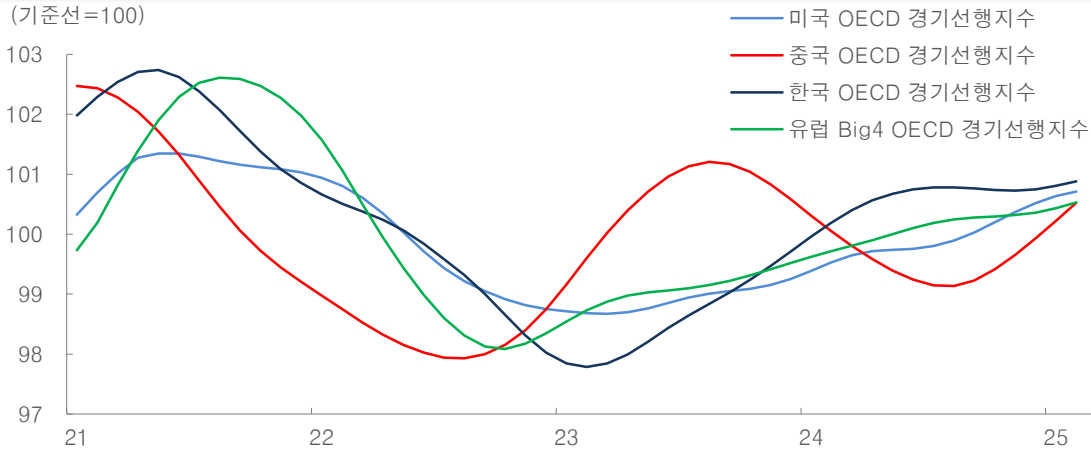


자료: 산업통상자원부, 관세청, CEIC, 대신증권 Research Center

- 20일까지 수출액을 품목별로 보면 반도체(11.6%), 승용차(3.7%), 선박(80.3%) 등에서 증가세를 보였음. 반도체 수출 비중은 19.9%로 1.3%포인트 상승
- 반면, 철강(-10.7%), 석유제품(-24.6%), 자동차 부품(-5.9%), 가전제품(-23%) 등 주력 10개 품목 중 4개 품목 수출은 감소
- 철강은 중국발 공급과잉에 따른 업황 악화와 12일부터 미국의 철강·알루미늄 25% 관세 부과로 복합 위기를 맞음
- 트럼프 2기의 25% 관세가 부과되는 대상은 제조용 원자재로 활용되는 철강·알루미늄 뿐만 아니라 볼트·너트, 스프링 등 166개 파생상품
- 국가별로는 미국(2.5%), 유럽연합(EU·15.2%), 베트남(4.0%) 등으로의 수출은 늘었고 중국(-3.8%), 홍콩(-16.4%) 등은 줄었음
- 우리의 최대 수출국인 미국으로의 수출은 66억8500만달러로 중국(63억9500만달러)보다 3억달러 많았음

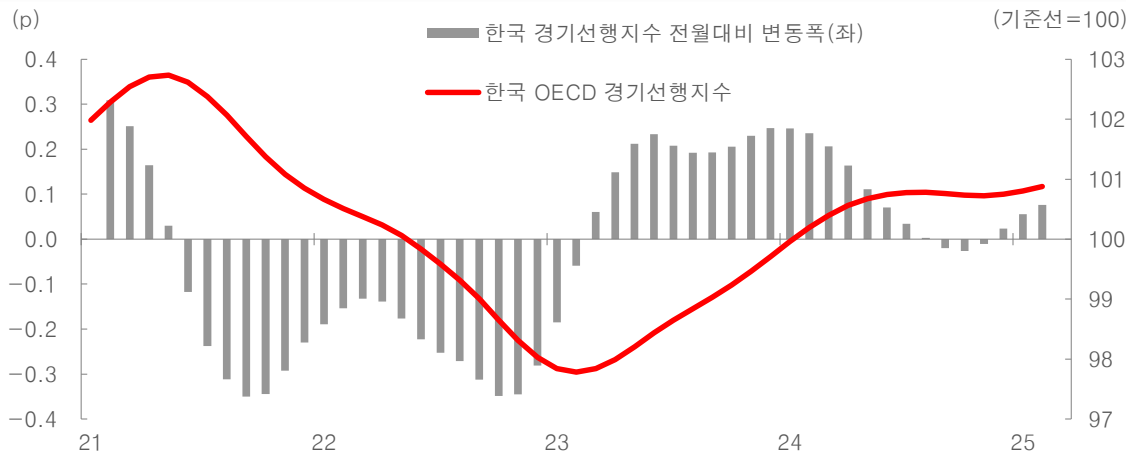
[글로벌 경기] OECD 경기선행지수 상승세 지속. 한국도 상승 반전

미국, 중국 경기선행지수 상승세 뚜렷. 한국도 상승 반전



자료: OECD, CEIC, 대신증권 Research Center

한국 OECD 경기선행지수, 3개월 연속 상승



자료: OECD, CEIC, 대신증권 Research Center

- 글로벌 경기 사이클 개선세 지속
- 미국은 23개월째 상승 중. 둔화되던 개선 폭도 24년 하반기 이후 재차 확대. 다시 상승폭 둔화되고 있지만, 상승세 장기간 지속되고 있음
- 중국도 그동안 경기 둔화 사이클에서 벗어나 6개월째 상승세를 이어가고 있음. 상승폭 확대
- 유럽만 다소 정체되는 양상이지만, 경기 사이클 하락은 아님. 12월 이후 상승폭 다시 확대 중
- 한편, 글로벌 경기 사이클 개선, 특히 중국 경기 사이클이 상승 반전하면서 한국 경기선행지수도 상승 반전
- 24년 12월 이후 3개월 연속 한국 OECD 경기선행지수 상승
- 최근 관세 우려로 인한 선수요 유입, 글로벌 제조업 경기 회복이 가시화되는 상황에서 한국 경기 회복 사이클은 당분간 지속될 전망
- 이 과정에서 한국 기업 실적 또한 우려했던 것보다 양호한 결과를 보여줄 가능성 높다고 판단

Issue 3.

미국 나스닥, 엔비디아.

바닥 다지기 이후에는 기술적 반등

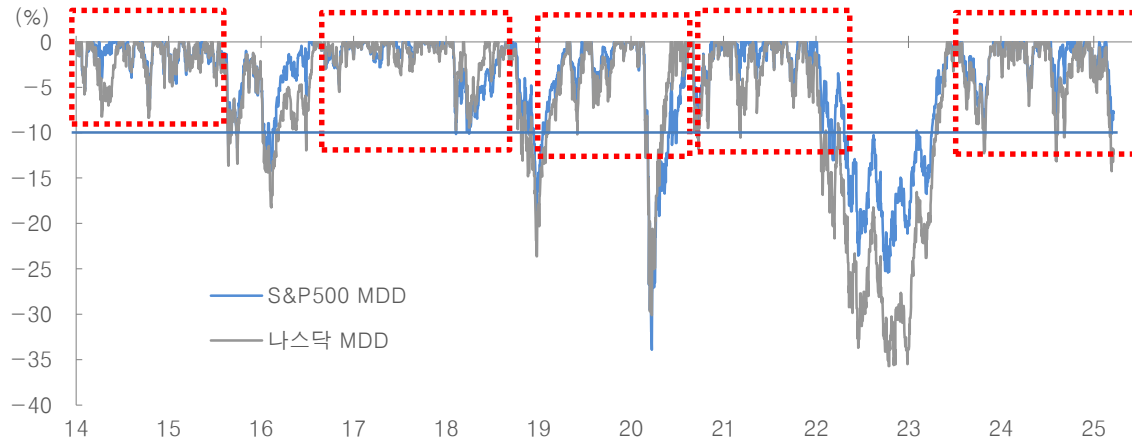
Strategist 이경민

02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 [daishinstrategy](https://t.me/daishinstrategy)

[미국 증시 급락] 나스닥 고점대비 14% 하락. 기술적 조정인가? 추세 하락인가?

고점대비 10 ~ 15% 하락은 상승추세 전개 중 나타나는 기술적 조정



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

12개월 선행 PER, 나스닥은 이미 24년 저점, 중요 분기점에 도달

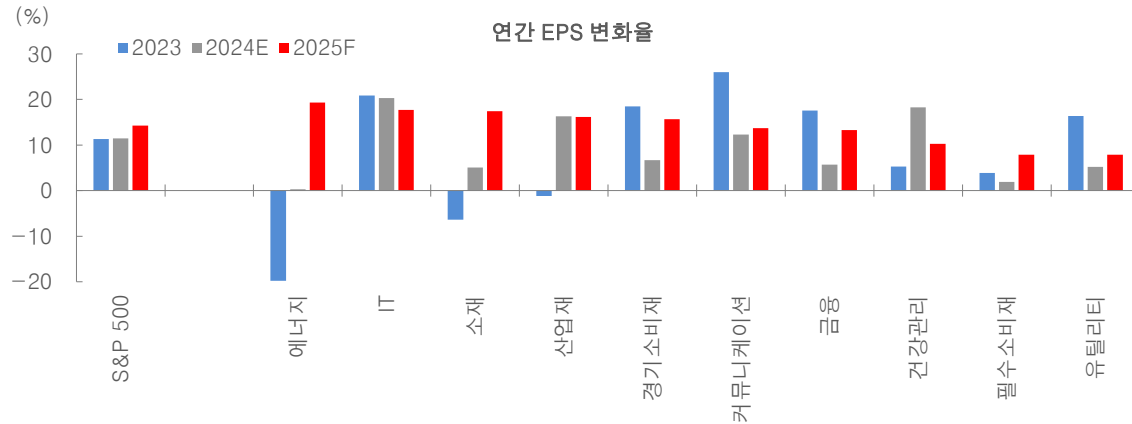


자료: 엔비디아, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 글로벌 증시대비 미국 증시는 유독 약세를 기록 중. S&P500은 고점대비 10.1% 하락했고, 나스닥은 14.23% 레벨다운
- 추세 하락이나, 기술적 조정이냐의 갈림길에 위치했다는 평가는 많지만, 과거 경기 침체, 위기국면 돌입이 아니면 비중확대 기회가 되었음
- 최근 고점대비 S&P500은 -7.76%, 나스닥은 -11.85%로 낙폭 축소
- 향후 반등 강도와 탄력에서 관건은 밸류에이션과 펀더멘털. 현재 나스닥 12개월 선행 PER은 24배 수준에 불과. 24년 하반기 저점권이자, 22년, 23년 중요 분기점이 되었던 밸류에이션 수준
- 반면, S&P500과 다우지수 밸류에이션 레벨은 25년 저점을 이탈한 정도
- 나스닥이 선제적으로 조정받은 만큼 가격과 밸류에이션 측면에서 빠르게 분기점에 도달
- 실적 뒷받침 여부가 중요한 시점

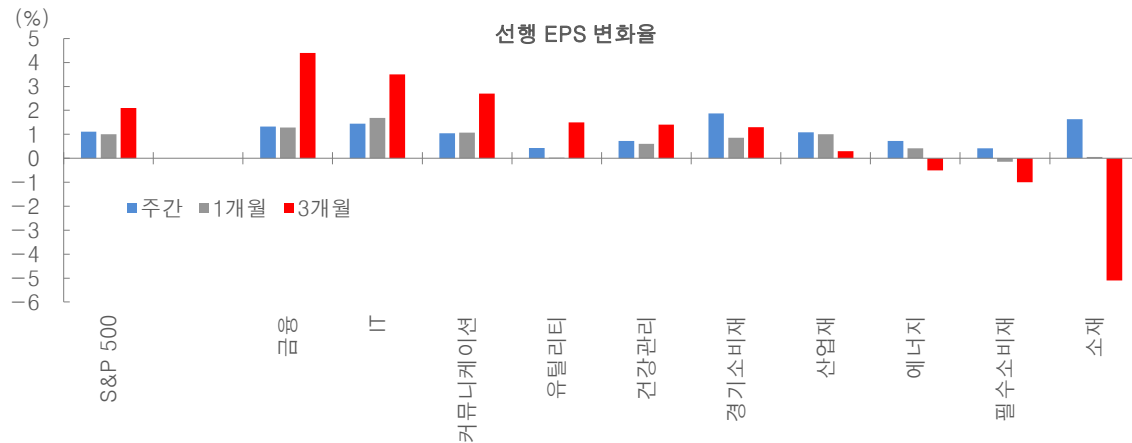
[이익 모멘텀] 25년 미국 증시 이익모멘텀을 이끌어가는 IT. 최근 실적 전망 상향조정 지속

3년 연속 S&P500 이익 개선세를 주도하고 있는 IT



자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

IT 실적 전망 상향조정 이어가고 있어...

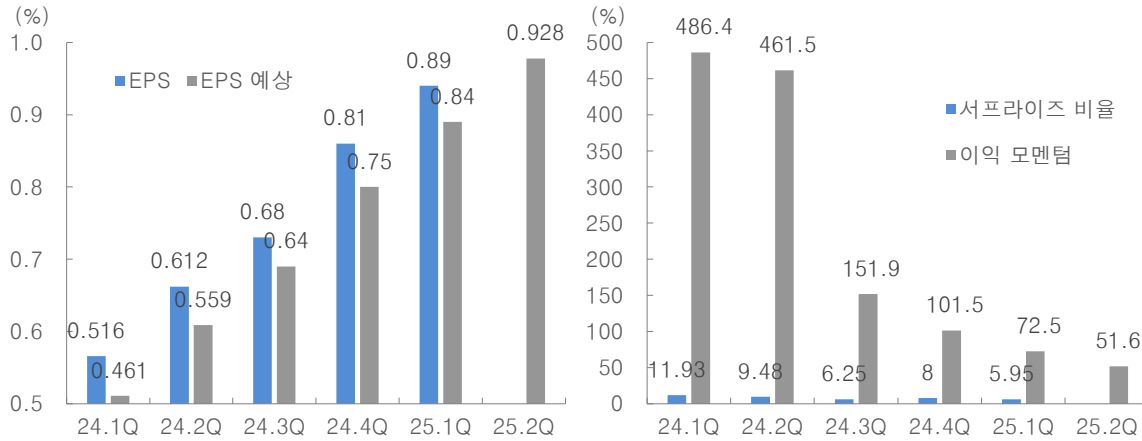


자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

- S&P500은 25년에도 이익 개선세를 이어가고, 이익모멘텀은 24년보다 더 강해질 전망
- 그 중심에 여전히 IT가 자리. 에너지, 소재, 산업재는 23년 최악의 상황에서 턴어라운드함에 따라 기저효과가 강하지만, IT만에 이익 모멘텀 고공행진 중
- 24년대비 모멘텀이 소폭 둔화됨에 따라 주가 상승탄력은 둔화될 수 있어도 밸류에이션 플레이는 충분히 가능함을 시사
- 주간, 월간 12개월 선행 EPS 변화율 또한 IT는 플러스 권역
- 주가 하락에도 불구하고 견고한 이익모멘텀을 지키는 것은 물론, 이익 전망 상향조정이 가세하면서 빠르게 밸류에이션 정상화 전개
- 현 가격대, 밸류에이션 수준에서는 비중 확대 전략 유효

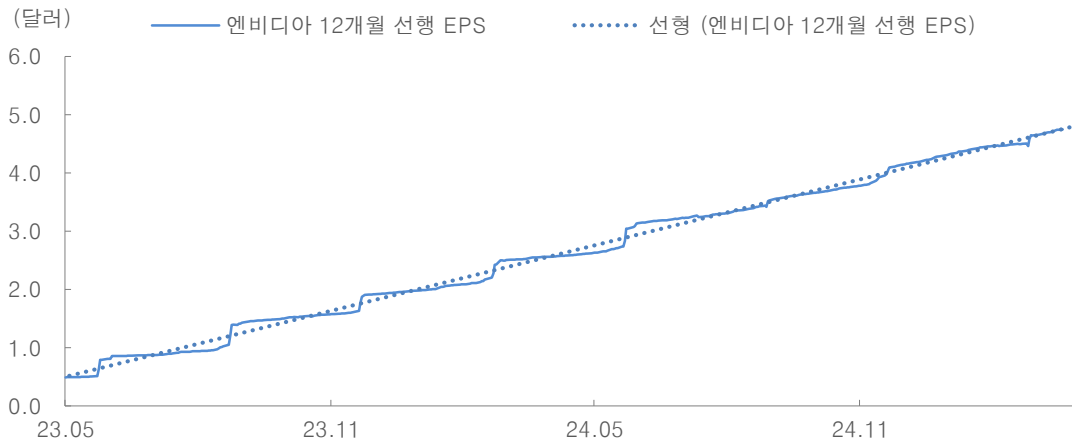
[빅테크 쇼크] 엔비디아 실적 예상 상회. 서프라이즈 비율, 모멘텀 둔화 뚜렷하지만, 이익 성장은 유효

엔비디아 실적, 예상 상회했지만, 서프라이즈 비율, 이익 모멘텀 둔화 뚜렷



자료: 엔비디아, Bloomberg, 대신증권 Research Center

12개월 선행 EPS 상승추세 여전히 유효. 밸류에이션 플레이 가능

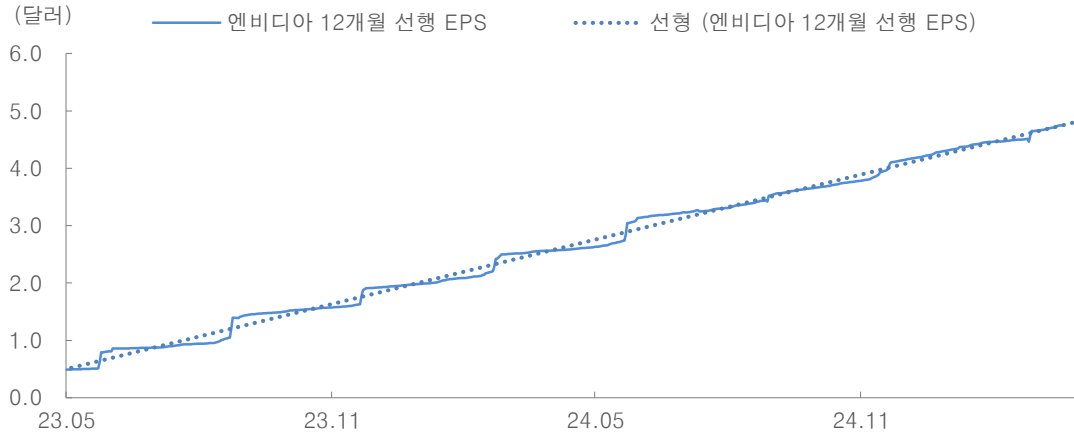


자료: 엔비디아, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 미국 증시 폭락, 홍콩 증시 급락의 또 다른 트리거는 엔비디아 급락으로 촉발된 기술주 동반 하락
- 엔비디아 실적이 예상보다 양호했지만, 서프라이즈 모멘텀이 약했고, 시장의 기대에 못미쳤다는 평가
- 1분기 매출 가이드선으로 430억달러 ±2%로 제시하면서 예상치 417.8억달러를 상회했지만, 시장에서는 480억달러에 육박할 것으로 기대하기도 했기 때문
- 여기에 매출총이익률은 73.0%로, 전분기에 비해서 1.5%p, 전년 동기대비로는 3.2%p 낮아졌다는 점에서 실적 성장 우려 자극
- 엔비디아 이익모멘텀이 빠르게 둔화되고, 서프라이즈 비율도 이제 한자리수대가 고착화됨에 따라 24년과 같은 이익 고성장, 추가 급등을 기대하기는 어려운 상황
- 하지만, 이익 성장이 유효한 경우 밸류에이션에 근거한 매매는 가능하다고 판단

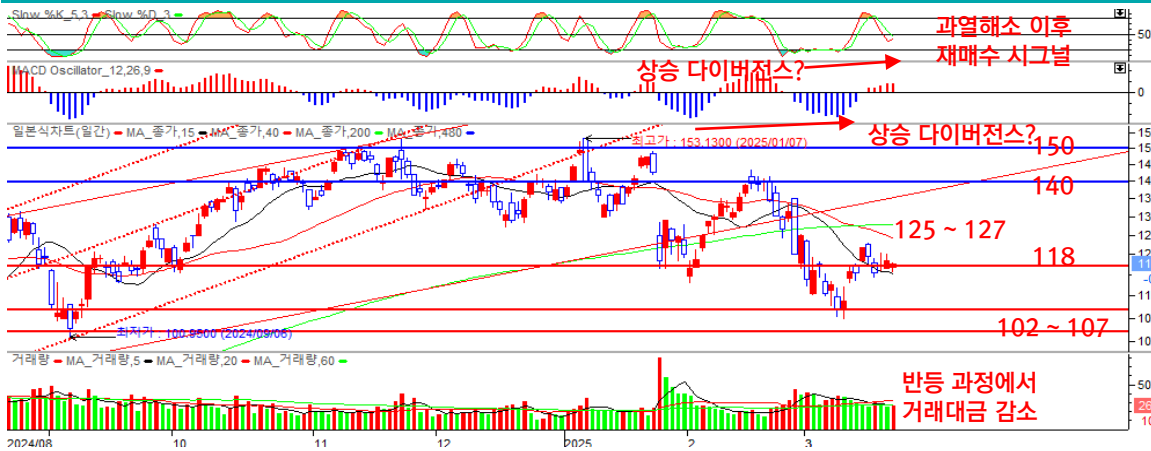
[빅테크 쇼크] 엔비디아 12개월 선행 PER 23배, 주가 110달러 이하는 저평가 영역

엔비디아 12개월 선행 PER 23배 하회 이후 급반등



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

엔비디아 일간 차트. 110달러 이하 Undershooting 이후 급반등



자료: 대신증권 Research Center

- 실적 개선 방향성이 유효하다면 엔비디아는 밸류에이션 플레이 가능
- 최근 급락 이후 하락세가 지속되면서 30배였던 12개월 선행 PER 23배로 레벨다운. 10일에는 22.58배까지 하락
- 22년 이후 밸류에이션 저점권인 23 ~ 24배 도달. 23배 수준은 트레이딩 측면에서 비중 확대 유효. 23배 이하의 저평가 영역으로 판단
- 기술적 분석 측면에서도 110달러 전후가 중요 지지권. 박스권 하단이자, 전 저점권
- 주 중 105달러를 하회하는 UnderShooting 국면이 있기도 했지만, 동 가격대에서 급반등 전개, 단숨에 120달러 회복
- 단기적으로는 125 ~ 127달러 회복 시도 가능. 단기 등락은 감안해야겠지만, 140달러까지 상승 여력 충분

미국 증시는 박스권 하단에서 반등,
KOSPI는 2,700선을 향하는 흐름

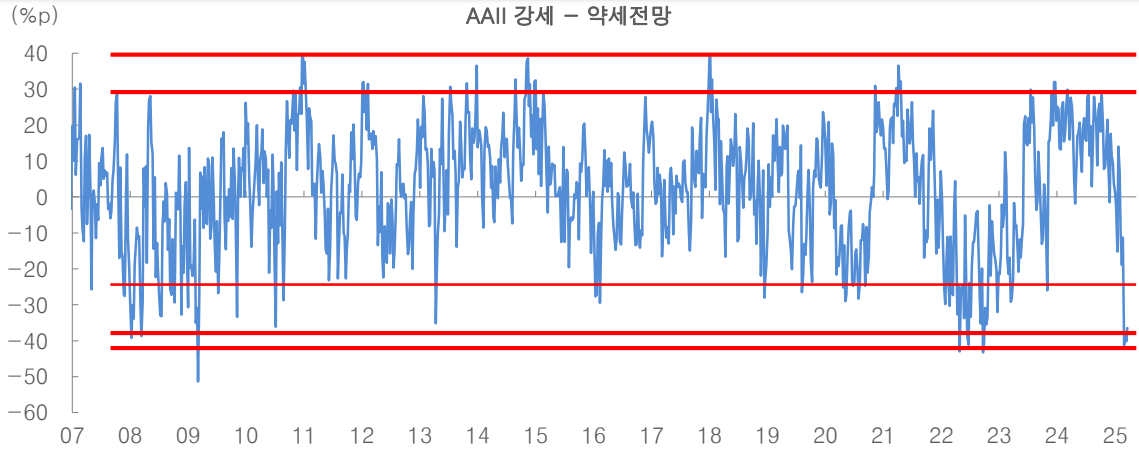
Strategist 이경민

02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 [daishinstrategy](https://t.me/daishinstrategy)

[투자심리] 극단적인 상황으로 내몰린 투자심리. 역발상 투자가 필요함을 시사

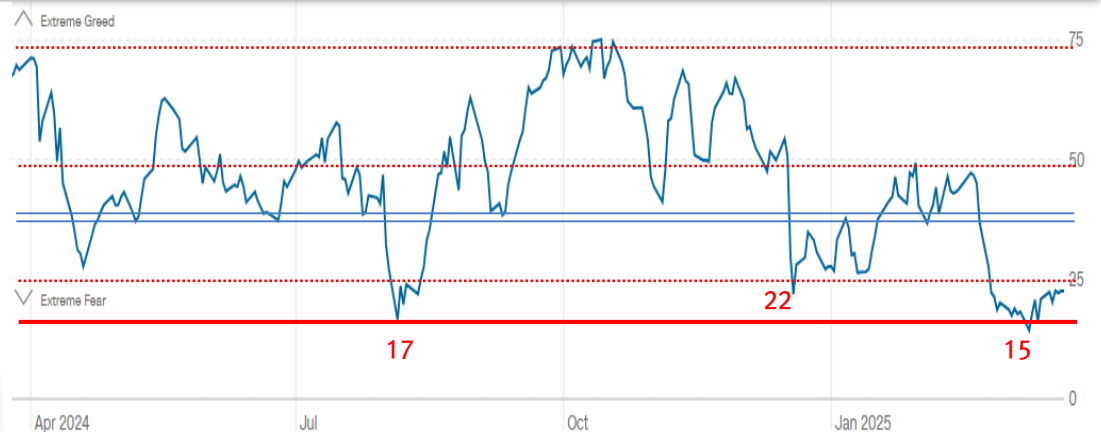
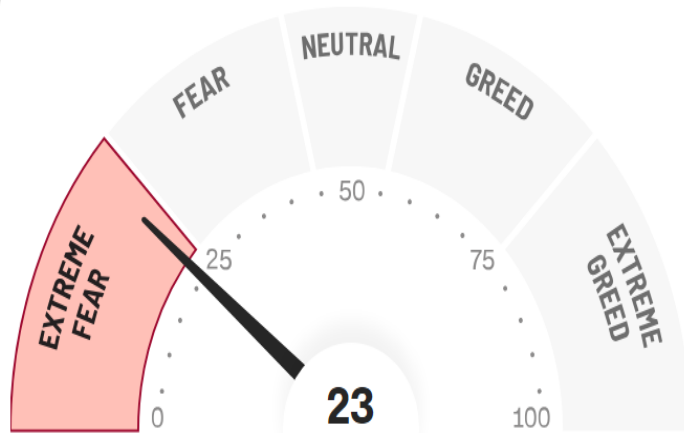
AAII 강세-약세전망, 역사적 저점권에서 등락 중



- AII 강세-약세 전망 Spread -40.1% 로 역사적 저점권에서 등락 중. 투자심리가 극도로 위축된 상황, 최근 증시 약세는 이러한 심리를 반영한 결과
- CNN Money에서 제공하는 Fear & Greed Index도 빠르게 Extreme Fear 권역 재진입. 극단적인 공포심리를 증시에 녹아들어가고 있는 것
- 그만큼 추가 하락은 제한적일 가능성 확대. 한편으로는 현재 시점부터는 역발상 투자 관점에서 접근이 유효. 저점권에 근접, 멀지 않는 시점에 분위기 반전 예상

자료: AII, Bloomberg, 대신증권 Research Center

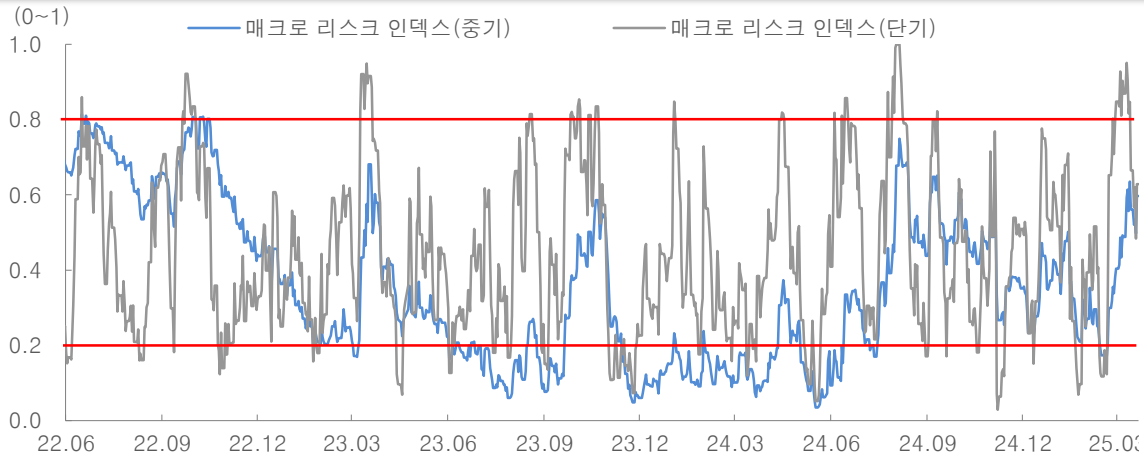
Fear & Greed Index는 극단적 공포 구간 재진입. 최악의 투자심리를 반영 중인 증시, 그만큼 추가 하락은 제한적



자료: CNN Money, 대신증권 Research Center

[리스크/변동성 지표] 단기 Risk On 시그널 + VIX 20% 하회 = 증시 저점 통과 & 기술적 반등

단기 Macro Risk Index 0.9에서 하락 반전, Risk On 시그널 진행 중



자료: CITI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

VIX 27%에서 하락 반전, 변동성 정점 통과, 20% 하회로 변동성 완화 국면 진입



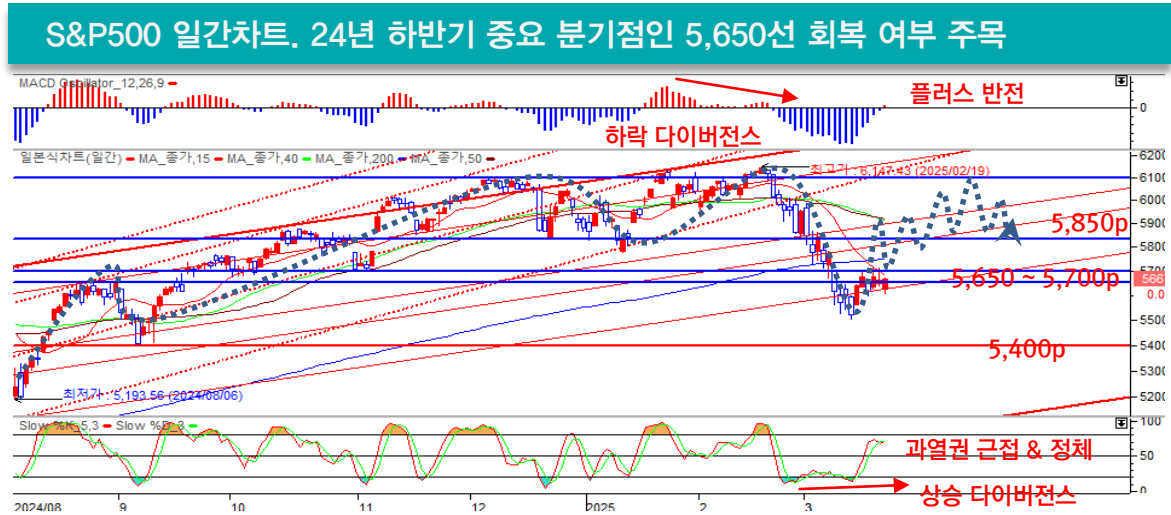
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 글로벌 증시 등락은 매크로 리스크 인덱스(MRI)에 좌지우지
- 3월 4일 0.928까지 상승했던 단기 매크로 리스크 인덱스는 하락 반전, Risk Off 시그널 정점 통과
- 0.6선으로 레벨다운되면서 Risk On 시그널 전환, 진행 중
- 미국 스태그플레이션 공포, 트럼프 정책 불확실성 선반영 이후 물가지표와 3월 FOMC를 지나며 분위기 반전 모색 중
- 증시 변동성을 보여주는 VIX도 27%에서 19%대로 레벨다운
- 변동성 완화 국면 진입 가능성 시사
- 미국 증시는 다양한 악재 속에 급락했지만, 역발상 투자가 필요함을 시사하는데 이어 기술적 반등이 시작되었음을 시사하는 심리, 변동성 지표 곳곳에서 확인
- 단기 등락이 이어진다면 비중확대 기회로 활용할 필요가 있음

[미국 증시] S&P500, 박스권 하단 이탈로 중요 분기점인 5,650선 회복 여부가 관건



자료: 대신증권 Research Center



자료: 대신증권 Research Center

- S&P500은 5,850 ~ 6,100p 박스권 등락에서 벗어나 박스권 하단 하향이탈
- 10월, 11월 저점권이자 단기 상승추세대 중단이 위치한 5,850선을 하회함에 따라 5,500선까지 레벨다운 이후 5,650선 돌파/안착 시도 중
- 동 지수대는 24년 하반기 중요 분기점으로 저항/지지선 역할을 해왔던 지수대. 주간 차트 기준 50주, 200일 이동평균선도 위치
- 5,650 ~ 2700선 회복/안착 성공시 기존 박스권 하단인 5,850선 회복 시도 가능할 전망
- 미국 증시의 중장기 상승추세는 견조하다고 판단. 이동평균선 간의 정배열이 진행 중이고, 중장기 이동평균선 모두 상승추세 진행 중
- 중장기 상승추세는 유효하지만, 역사적 고점 경신이 단기 정점 통과 시그널이 되면서 단숨에 단기 과열해소, 매물소화 국면 반복할 것
- 밸류에이션 부담은 여전한 상황에서 경기, 기업 이익 개선에 대한 의구심이 커졌기 때문. 검증과정이 반복될 것

[미국 증시] 나스닥은 단기간에 하락추세 하단 이탈. 18,000선 회복 여부가 관건

나스닥 주간차트. 완만한 하락추세 하단, 50주 이동평균선 도달



자료: 대신증권 Research Center

나스닥 일간차트. 18,000 회복/안착 여부가 중요. 이후에는 200일선까지 반등



자료: 대신증권 Research Center

- 나스닥 지수 또한 상승추세는 견조. 이동평균선 간의 정배열이 진행 중이고, 중장기 이동평균선 모두 상승추세 진행 중
- 중장기 상승추세는 유효하지만, 역사적 고점 경신이 단기 정점 통과 시그널이 되면서 급락 패턴 반복
- 나스닥은 중요 지지선이었던 18,500선과 200일 이동평균선이 위치한 18,350선은 물론 24년 하반기 중요 변곡점이자 50주 이동평균선이 위치한 18,000선마저 하향 이탈하며 단기 언더슈팅 국면 진입
- Stochastics 상승 다이버전스와 MACD OSC 마이너스 폭 축소로 추가 급락보다는 반등 시도 예상
- 1차적으로는 18,000선 회복, 안착 여부가 중요. 1차 반등 목표는 40일, 50일선이 위치한 19,000선 전후. 2차 목표는 전 고점 수준인 20,000선
- 18,000선 이하에서 등락은 단기 트레이딩 기회로 활용할 필요가 있음

[KOSPI 3월 전망 Update] 단기 매물소화, 과열해소 이후 이보전진 시작. 2,700선을 향하는 상승추세 재개

중요 변곡점에서 단기 과열 해소, 매물 소화 국면 전개. 일보후퇴 이후 이보전진. 단기적으로는 2,600선, 3월 중 2,700선을 향하는 흐름 전개 예상

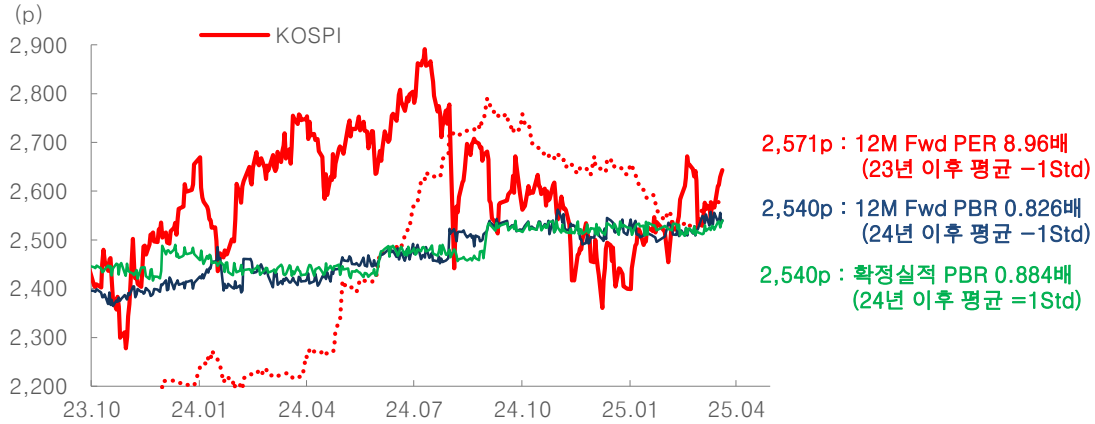


자료: 대신증권 Research Center

- 2월 KOSPI는 밸류에이션 1차 정상화 목표치인 2,660 ~ 2,670선 도달 이후 급락 반전. 이는 단기 과열 해소, 매물 소화 국면. MACD OSC 하락 다이버전스와 Stochastics 극단적 과열권 부담을 빠르게 덜어냄
- 2,520 ~ 2,540선에 밸류에이션 측면에서 의미있는 지지권 밀집. 40일 50일 이동평균선도 2,510 ~ 2,520선에 위치해 있어 동 지수대에서 지지력 확보 이후 회복 시도 중
- 미국 스태그플레이션 우려 완화와 미국 금리인하 기대가 강해지는 가운데 반도체 업황/실적 개선 기대와 외국인 현선물 매수가 유입되면서 차별적인 반등세를 이어가는 중
- 이번주 국내 정치 리스크 해소를 트리거로 추가적인 레벨업 전개 예상. 원화 강세 압력 확대 시 외국인 투자자 입장에서 환차익을 노린 매수 강화 가능
- 다음 상승 목표는 2,750선 전후
- 2,600선대에서는 단기 등락을 활용한 비중확대, 매집 전략 유지

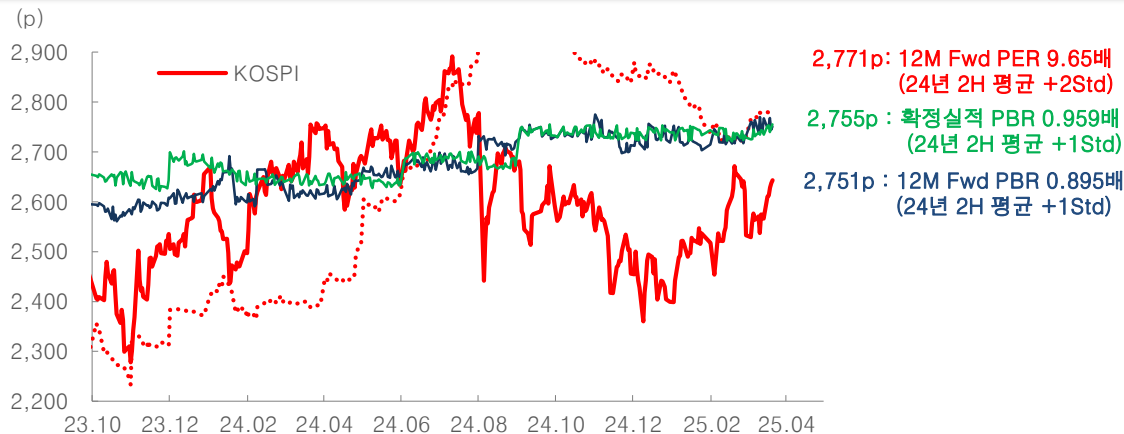
[KOSPI 지지/저항선] 2,500선 중후반 지지력 기대. 이후 레벨업 1차 타겟은 2,750선 전후

23년, 24년 이후 의미있는 밸류에이션 지지권.
2,540 ~ 2,570선에 위치. 동 지수대 이하는 저평가 영역으로 판단



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

밸류에이션 측면에서 1차 상승 타겟은 2,750 ~ 2,770선

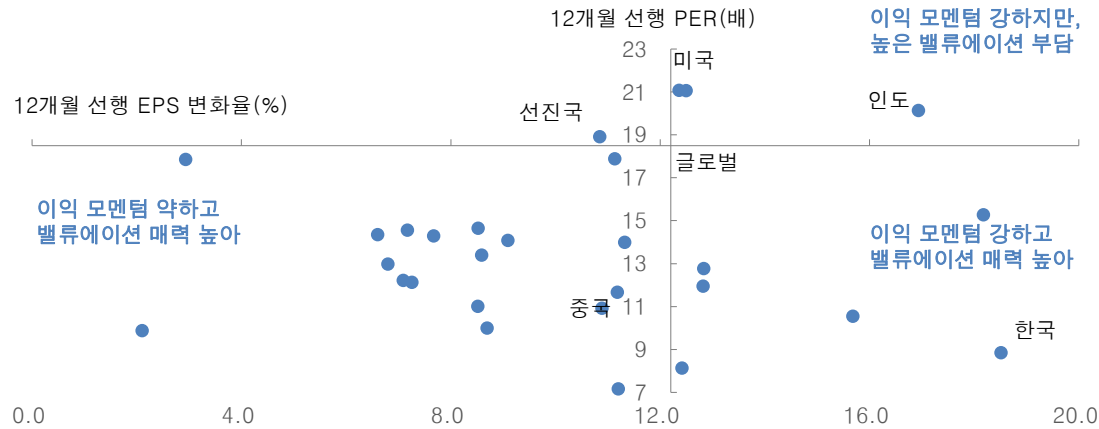


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 단기 과열해소, 매물소화 국면에서 지지권은 KOSPI 2,500선 초중반. 실제로 3월 초 장 중 2,513p에서 지지력 확인 이후 반등시도 중
- 동 지수대는 PER, PBR 측면에서 23년, 24년 이후 의미있는 밸류에이션 레벨
- KOSPI 2,520선에 40일, 50일 이동평균선과 2,500선에 12월 저점에서 형성된 상승추세 하단이 위치해 있다는 점도 지지력을 견고히하는 부분
- 향후 조정 국면에서도 2,600선 이탈 가능성은 낮다고 생각. 이탈 시에도 2,500선 중후반에서 지지력 확보 가능
- 한편, KOSPI 2,500선에서 지지력 확보 이후 가능한 상승 목표는 2,750 ~ 2,770선
- PBR 측면에서 24년 하반기 이후 평균의 +1, +2표준편차 수준으로 밸류에이션 확장의 1차 목표치
- KOSPI 2,600선에서 단기 등락 이후 5% 전후의 상승 여력 존재

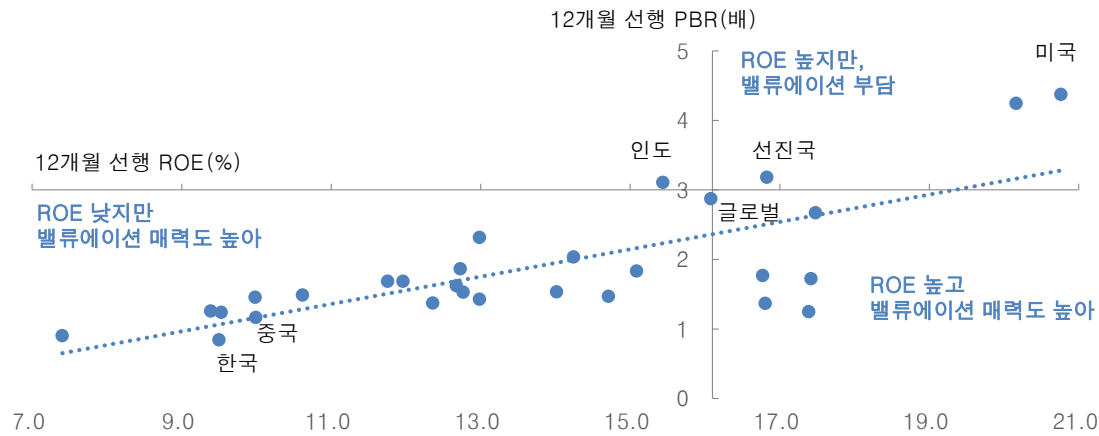
[미국 박스권 vs. KOSPI 2차 반등] 밸류에이션 매력 비교. 높은 ROE만으로 고밸류 정당화?

국가별 12M F EPS 변화율과 PER Matrix. 미국 이익모멘텀 글로벌대비 저조, 밸류에이션은 주요국 중 가장 높아. 한국은 이익모멘텀은 가장 강하지만 밸류 매력 높아



자료: I/B/E/S, 대신증권 Research Center

국가별 12M F ROE와 PBR Matrix. 글로벌 추세대비 고평가 미국. 저평가 한국

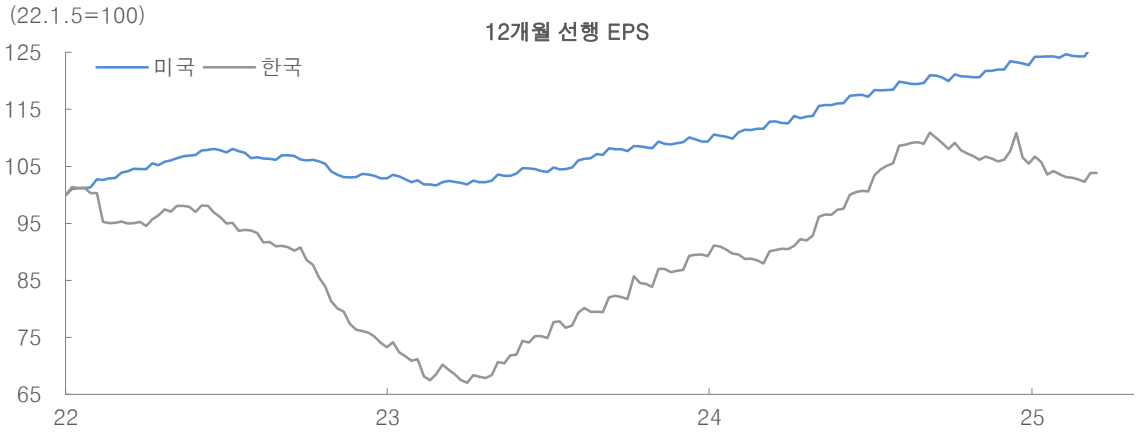


자료: I/B/E/S, 대신증권 Research Center

- 미국 증시의 박스권 등락에도 불구하고 KOSPI 2차 반등을 예상하는 것은 그동안 패턴과 정 반대
- 미국이 흔들리면 KOSPI는 더 흔들리고, 미국이 상승하면 KOSPI가 덜 상승하는 패턴을 그려왔음
- 하지만, 지난 6개월 동안의 엇갈림, 디커플링과 반대의 디커플링도 가능한 상황
- 미국은 PER, PBR 밸류에이션은 글로벌 주요국 중 가장 높은 수준. 글로벌 주요국 중 ROE가 가장 높다는 것만으로 고밸류에이션이 정당화되기는 어렵다고 판단
- 특히, 최근 실적 전망 불안으로 미국 EPS 변화율은 글로벌대비 저조한 상황. 실적 불확실성이 커지거나 실적 성장성에 대한 의구심이 유입되는 것만으로도 밸류에이션 부담이 가중될 수 밖에 없는 상황
- 반면, 한국은 낮은 ROE만큼 PBR은 저평가 받고 있고, 강한 이익모멘텀대비 PER은 극심한 저평가 영역에 위치
- 미국 경기, 고용 둔화가 가시화되면서 미국만의 독보적인 성장성에 대한 의구심은 더욱 커질 수 있음

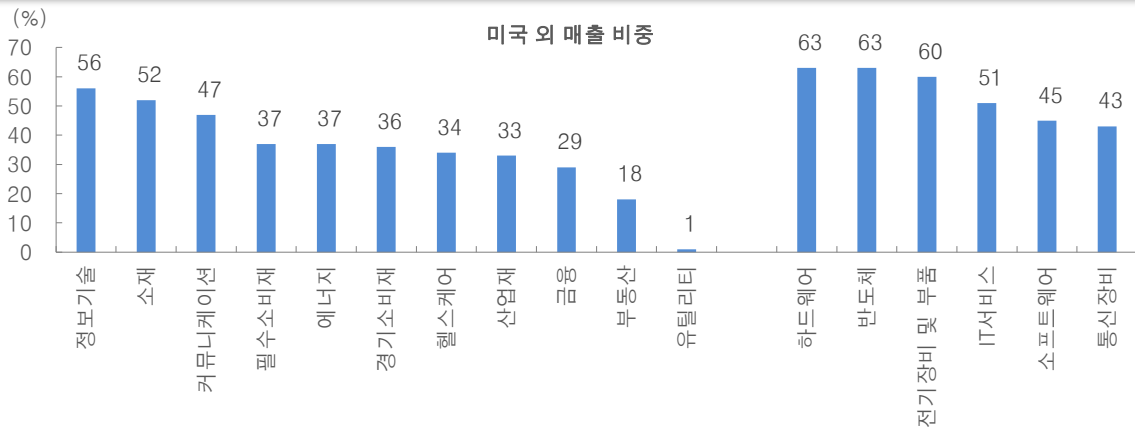
[미국 박스권 vs. KOSPI 2차 반등] 실적 기대가 강한 미국. 강달러 여파를 감내할 수 있을까?

미국과 한국의 12개월 선행 EPS 추이. 12년 이후 상승세 주춤해진 미국, 정체 24년 하반기부터 지속된 실적 전망 하향조정. 3월 둘째주 반등 확인



자료: I/B/E/S, 대신증권 Research Center

S&P500 업종별 해외 매출 비중. 실적 개선을 이끌어 온 정보기술이 가장 높아

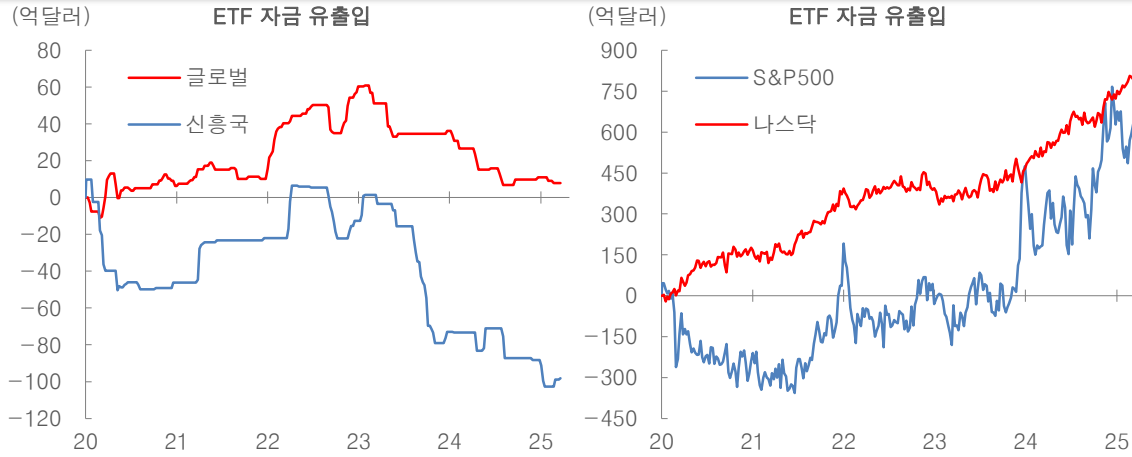


자료: I/B/E/S, 대신증권 Research Center

- 한편, 미국 고밸류 정당화의 또다른 이유는 실적 성장 기대라고 볼 수 있음
- 미국 12개월 선행 EPS는 23년 3월 저점 이후 최근까지 쉬지않고 상승세를 이어 왔음. 실적이 좋았다는 의미도 있지만, 실적에 대한 기대가 꺾이지 않았음을 시사
- 하지만, 1월 첫째주 273.927p를 기록한 이후 정체, 3월 첫째주 274.057p로 두 달재 정체가 이어지고 있음. 3월 둘째주 277p로 반등, 성장 우려 완화 예상
- 다만, 실적 개선 기대가 이전처럼 강화될 수 있을지는 확인 필요. 그동안 미국 기업이의 개선을 주도해 온 빅테크 기업들의 추가적인 실적 서프라이즈를 장담하기 어려워졌기 때문
- IT의 해외매출 비중이 60%에 육박하고, 하드웨어, 반도체, 전기장비 등은 60%를 상회. 강달러 여파를 견뎌야 할 것
- 실적 부진이라기보다는 예상은 상회하지만, 시장 기대에 못미치는 결과가 공개될 가능성이 높고, 이는 차익 실현 심리를 자극할 수 있음
- 반면, 한국은 낮아진 실적 기대를 뒤로 3월 둘째주부터 강한 반등 확인

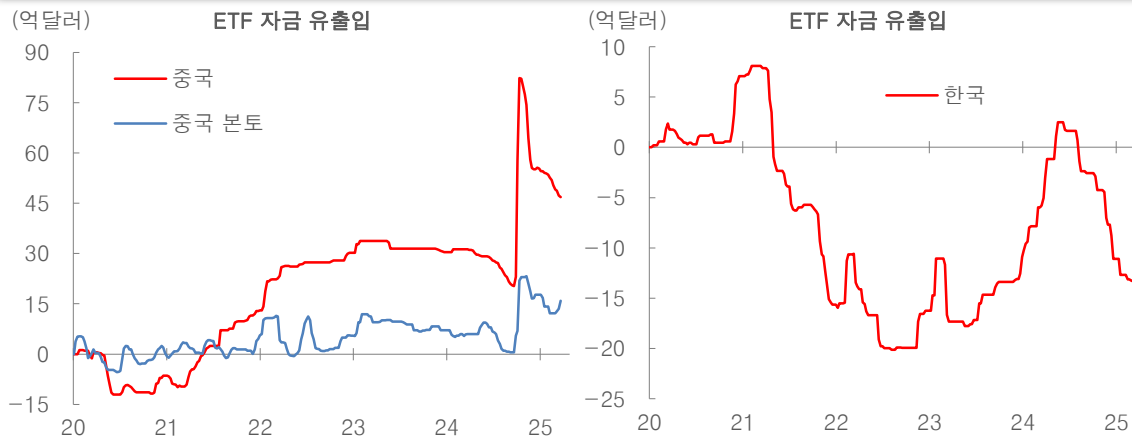
[미국 박스권 vs. KOSPI 2차 반등] 미국으로 유동성 쏠림현상이 완화된다면?

9개월만에 신흥국 자금 유입, 나스닥 3주 연속 자금 유출 & S&P500 자금 유출



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

중국 본토로 3개월만에 자금 유입, 한국에서 자금 유출 강도 완화

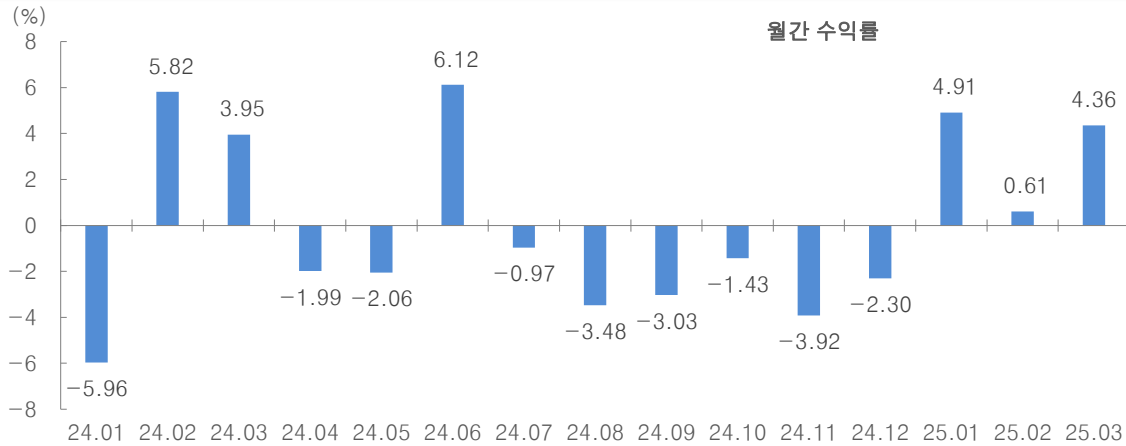


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 그동안 글로벌 유동성은 미국으로만 집중되어 왔음. 반면, 신흥국, 중국, 한국 ETF에서는 자금 이탈 지속
- 최근 미국 ETF 내에서는 나스닥과 S&P500 등락으로 상호 자금 이동이 나타나고 있지만, 강했던 동반 유입세에 균열 가시화
- 향후 미국 증시 상승 정체/둔화 시 미국 ETF에서 자금 이탈 가능성 확대. 최근 나스닥 시장에서 3주 연속 ETF 자금 유출
- 일부 규모의 자금 이탈만으로도 신흥국 증시유동성에 큰 힘이 될 전망
- 24년 이후 나스닥 ETF로만 297억달러 유입. 글로벌과 신흥국 ETF에서는 27억 달러, 30억 달러 유출대비 10배 규모
- 즉, 미국 증시의 추가 상승에 대한 기대가 약해질 경우 글로벌 유동성 흐름에도 큰 변화가 있을 수 밖에 없다고 판단
- 미국 ETF에서 일부 자금 이탈의 나비효과를 클 것
- 실제로 3월들어 신흥국과 중국 본토로 자금 유입 감지. 유동성 흐름의 변화 가시화

[KOSPI 반전] 5개월, 6개월 연속 하락 이후에는 강한 반전. 3개월 연속 반등 시도 중

KOSPI 7개월만에 상승 반전 이후 3개월 연속 반등 시도 중



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

5개월, 6개월 연속 하락 이후 3개월 평균 10.5% 반등. 현재는 6.38%

구분	등락률 (연속 하락 마지막 달 이후)			
	1개월	3개월	6개월	12개월
2000년 12월(6개월)	22.5 %	3.7 %	17.9 %	37.5 %
2004년 7월(5개월)	9.3 %	13.5 %	26.8 %	51.1 %
2008년 11월(6개월)	4.5 %	- 1.2 %	29.7 %	44.6 %
2021년 11월(5개월)	4.9 %	- 4.9 %	- 5.4 %	- 12.9 %
평균	8.9 %	10.5 %	21.0 %	25.2 %
24년 11월 (6개월, 현재)	4.91%	10.15%		

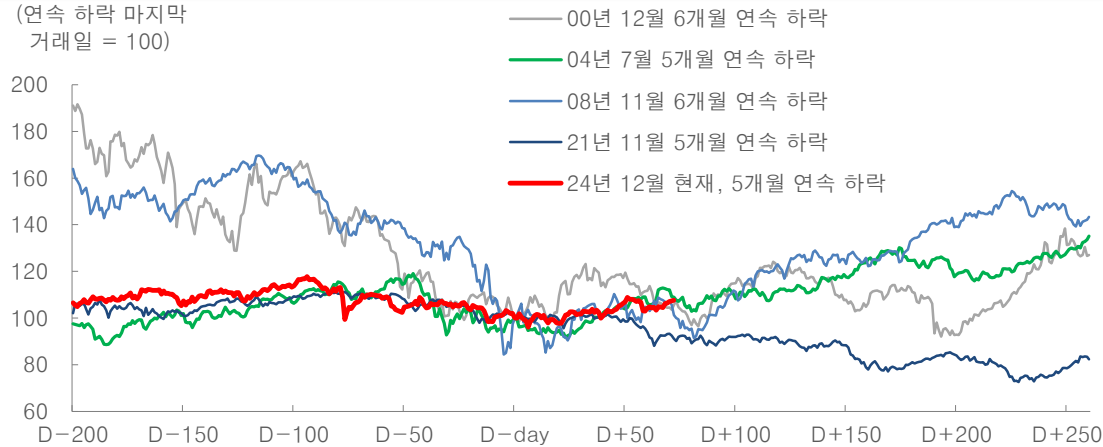
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 연초 이후 KOSPI는 3개월 연속 반등 시도 중. 3월 21일까지 4.36% 상승률 기록 중
- 이는 5개월, 6개월 연속 하락 한 이후 KOSPI에서 나타난 전형적인 반등 패턴
- 중장기 조정으로 불확실성, 펀더멘털 우려를 선반영했고, 이후 불확실성 완화 및 사이클상 펀더멘털 동력 개선 등에 힘입어 상승세를 이어간 것
- 6개월 수익률 평균 21%, 12개월 평균 25.2% 수익률을 기록했고, 네 번 중 한 번만 마이너스 수익률 기록
- 3개월째 반등 중인 KOSPI는 3월 21일까지 10.15% 누적 수익률 기록 중. 과거 네 번의 평균 10.5%에 버금가는 반등세로, 과거와 유사한 궤적을 그려가고 있음
- 6개월 수익률이 평균 21%임을 감안할 때 상반기 중 상승추세 지속될 전망. 이제 절반 정도 올라온 상황으로 판단

[KOSPI 반전] 단기 등락은 감안해야하지만, 강한 기술적 반등 이후에는 추세 반전 확률 높아

지금까지 증시 흐름은 2004년 7월 또는 21년 11월과 유사. 앞으로는?

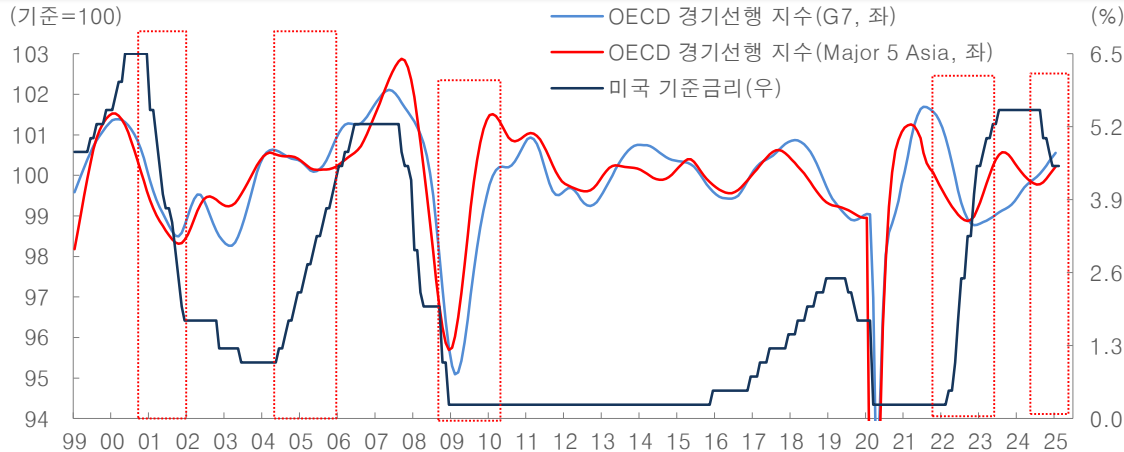
(연속 하락 마지막 거래일 = 100)



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

유독 약세를 보였던 21년 11월에는 경기 둔화 & 금리인상 사이클 국면

(기준=100)



자료: OECD, FED, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 과거 연속 하락과 현재 KOSPI를 비교해 보면 2004년 7월과 2021년 11월과 유사한 흐름
- 현재는 글로벌 금융위기, 경기침체 국면이 아니고, 앞으로도 현실화될 가능성 낮은 것이 사실
- 증시 흐름과 국면을 감안할 때 2004년 7월과 유사한 흐름이 전개될 가능성 높다고 판단. 당시 KOSPI 약세는 글로벌 경기 둔화와 금리인상 사이클에 대한 우려가 반영되기도 했지만, 카드사태에서 비롯된 것
- 이후 사태 해결과 글로벌 경기회복, 중국 경기 모멘텀 확대 등의 영향으로 빠른 분위기 반전 가시화
- 현재 글로벌 경기선행지수도 저점을 통과하는 과정. 국내 내수 불안, 자체 동력 부재가 KOSPI의 차별적인 조정 원인. 내부 동력 약화 속에 금리인하 단행, 글로벌 경기 회복 조짐으로 수출 회복 가능
- 현편, 2021년 11월은 경기 정점통과와 증시 고점 통과 속에 이후에는 경기 둔화와 금리인상 사이클이 동시에 전개되었던 국면
- 현재 경기 저점 통과와 금리인하 사이클 진행 중과는 정반대 흐름

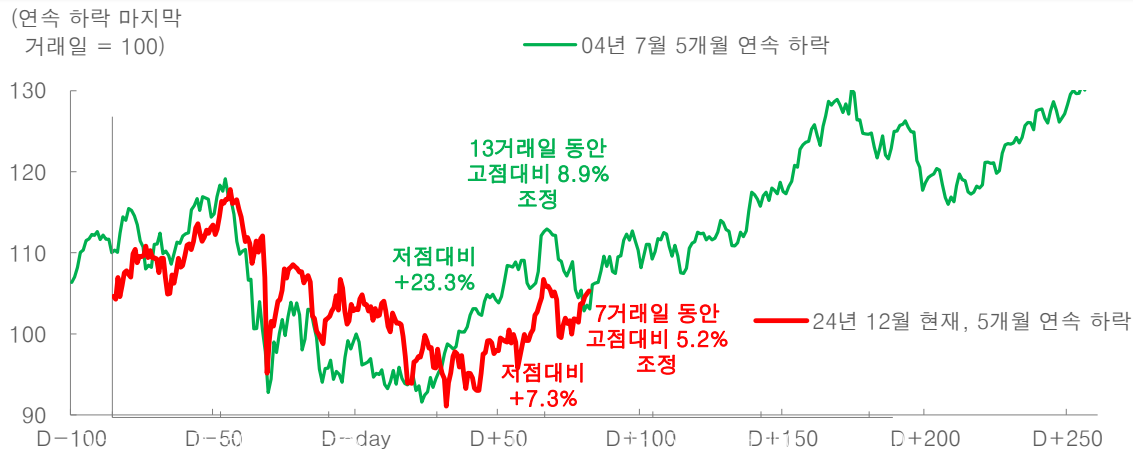
[KOSPI 반전] 두 번은 강한 추세 반전. 한 번은 박스권. 스케일은 다르지만, 2004년 7월과 유사한 흐름

00년 12월 박스권 등락. 04년 7월, 08년 11월 단기 등락 이후 추세 반전



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

2004년과 유사한 경로를 그려가는 2024년 KOSPI



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 2000년 12월은 1999년 ~ 2000년 IT버블이 붕괴되는 국면. 급격한 산업 사이클, 경기 악화와 함께 위기성 금리인하 단행
- 2004년 7월은 한국 카드사태 당시로 글로벌 경기와는 차별화된 한국 경기와 내수 영향으로 증시가 악세를 보였던 국면
- 2008년 11월은 글로벌 금융위기의 저점 국면. 경기 악화, 제로금리 도달 이후 조정을 마무리하는 과정에서 과도한 투자 심리 위축, 수급 악화로 급격한 변동성 확대
- 전반적으로 시점의 차이는 있지만, 1년 정도의 투자시계를 감안할 때 추세 반전의 전환점일 가능성 높음
- 25년 1월 KOSPI의 강한 상승 반전은 기술적 반동이라고 볼 수 있지만, 시차를 두고 봤을 때 추세 반전의 시작이라고 판단
- 2월 조정도 상승추세 형성 과정에서 자연스러운 매물소화, 과열해소 국면
- 이후 2차 상승, KOSPI 레벨업을 염두에 두고 대응해 나가야 할 것

Inflection Point 1.

심리지표 확인 과정에서 등락 불가피.
28일 PCE물가와 소득/소비가 변곡점

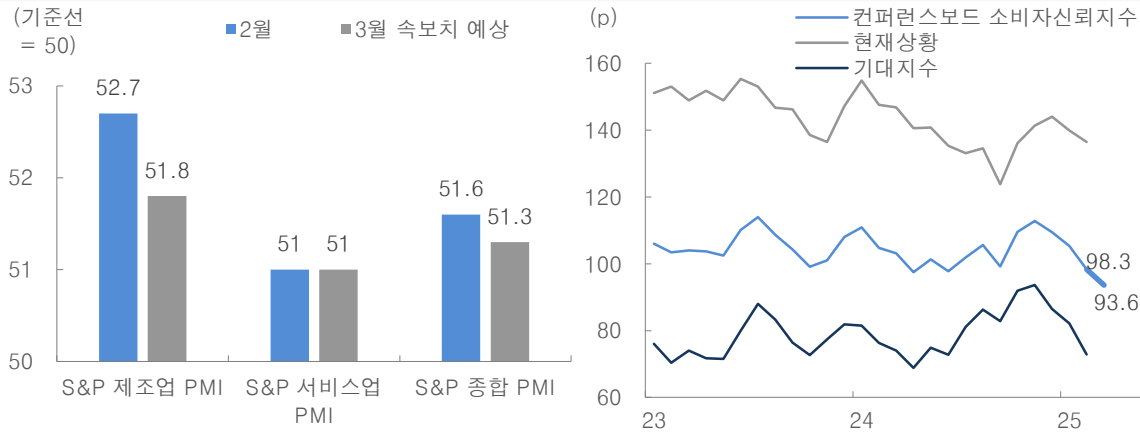
Strategist 이경민

02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 [daishinstrategy](https://t.me/daishinstrategy)

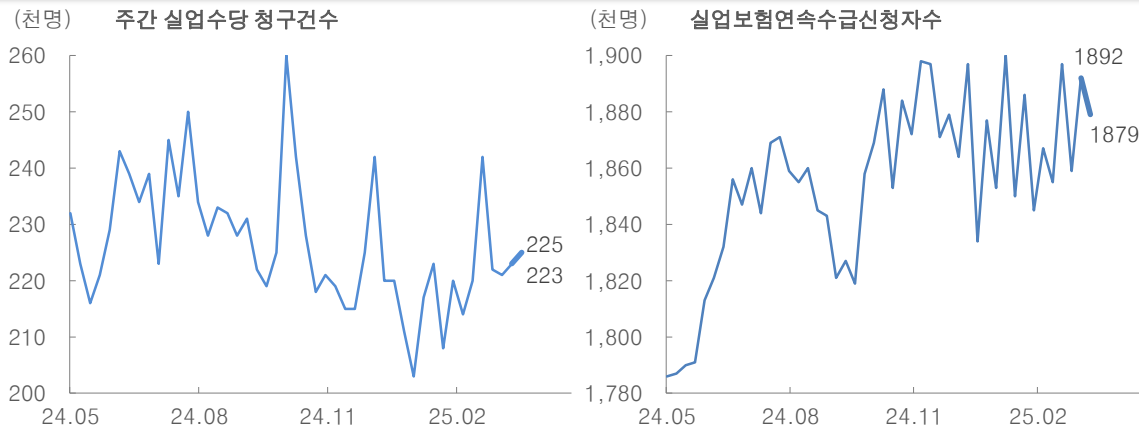
[서베이 vs 하드 데이터] PMI와 소비심리 둔화 가능성. 실업수당 청구건수는 엇갈려...

제조업 PMI 둔화 예상되나 여전히 확장 국면. 소비심리 둔화 꼭 체크



자료: S&P, 컨퍼런스보드, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

주간 실업수당 청구건수 반등 vs 연속 수급자 감소

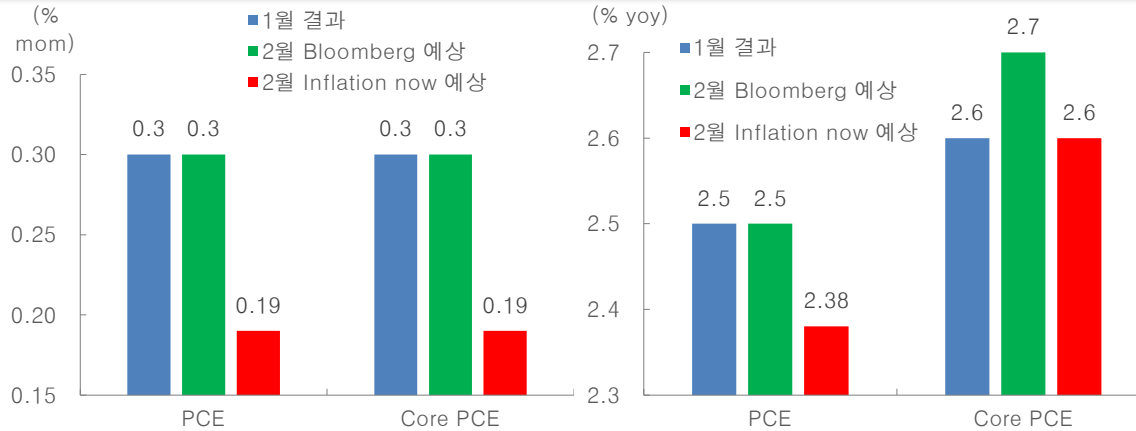


자료: 미국 노동부, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 파월 연준의장이 3월 FOMC에서 서베이 데이터와 하드 데이터 간의 괴리를 언급
- 따라서 서베이 데이터의 시장 영향력은 다소 줄어들 것으로 보임
- 그럼에도 불구하고 취약한 투자심리 상황에서 서베이지표 쇼크는 증시 불안심리 증폭으로 이어질 수 있음
- 따라서 미국 3월 PMI(24일)와 컨퍼런스보드 소비자신뢰지수(25일) 확인 필요
- 서베이 지표 모두 전월대비 둔화/부진할 것으로 예상. 관건은 컨센서스와 괴리율
- 예상에 부합하는 결과라면 스태그플레이션을 선반영한 증시는 오히려 안도할 수 있을 전망
- 한편, 주 후반 27일에는 하드 데이터인 실업수당 청구건수 공개. 주간 청구건수는 전주대비 소폭 증가가 예상되지만, 연속신청자수는 감소 예상
- 고용 불안심리 진정 가능성
- 주 초반 서베이 지표 확인 과정에서 등락이 있겠지만, 이후 하드 데이터 확인 과정에서 불안심리 완화, 안도감 유입 기대

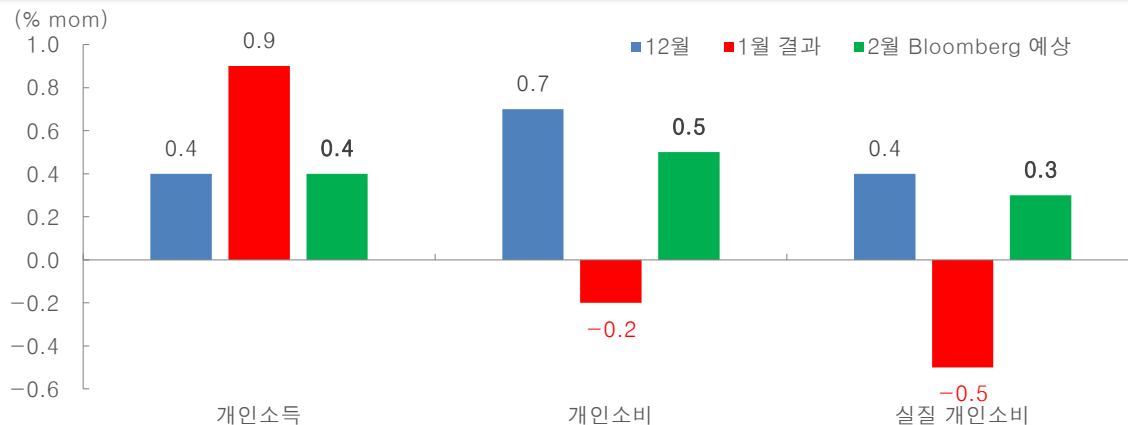
[PCE 물가와 소득/소비] 물가는 정체 또는 둔화되고, 소득, 소비는 전월대비 증가 예상

물가 안정이 예상되는 가운데 관건은 Core PCE 반등 여부



자료: 미국 상무부, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

개인 소비, 실질 개인소비는 전월대비 증가세 반전

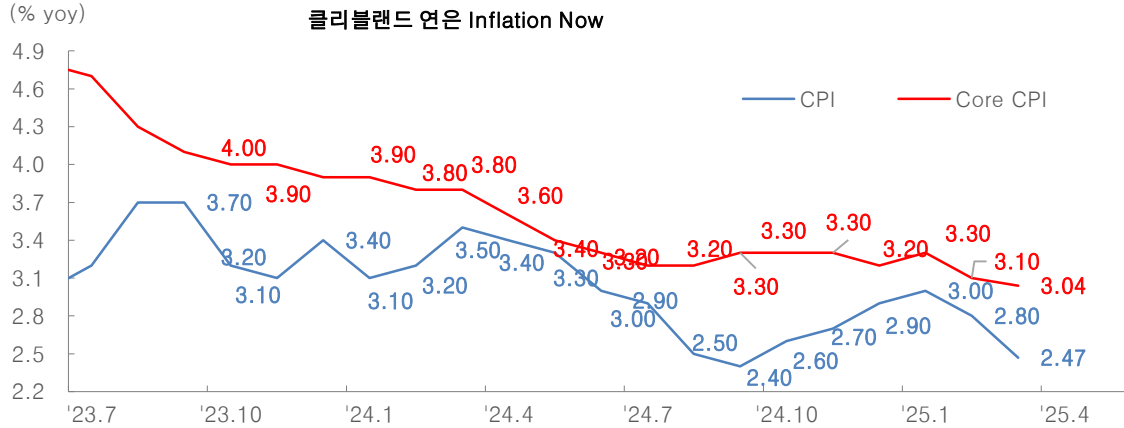


자료: 미국 상무부, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 28일 발표되는 PCE물가와 소득, 소비 지표는 시장에 우호적인 영향을 줄 전망
- 일단 PCE 물가는 전월대비 정체/둔화가 예상되고, 전년대비로도 정체/둔화 가능성 높은 상황
- 관건은 Core PCE 반등 여부. 현재 블룸버그 컨센서스 기준 Core PCE는 1월 2.6%에서 2.7%로 반등 예상
- 반등시 물가 안정 기대가 일부 후퇴할 수밖에 없을 것
- 한편, 2월 중순 이후 미국 경기 불안심리를 자극했던 소비 둔화 우려도 제어될 가능성 높음
- 개인 소비는 전월대비 0.5%, 실질 개인 소비는 전월대비 0.3% 증가하면서 1월 역성장 쇼크에서 벗어날 전망
- 이 경우 경기 침체 우려, 스태그플레이션 공포에서 벗어나며 증시에 안도감 유입 가능

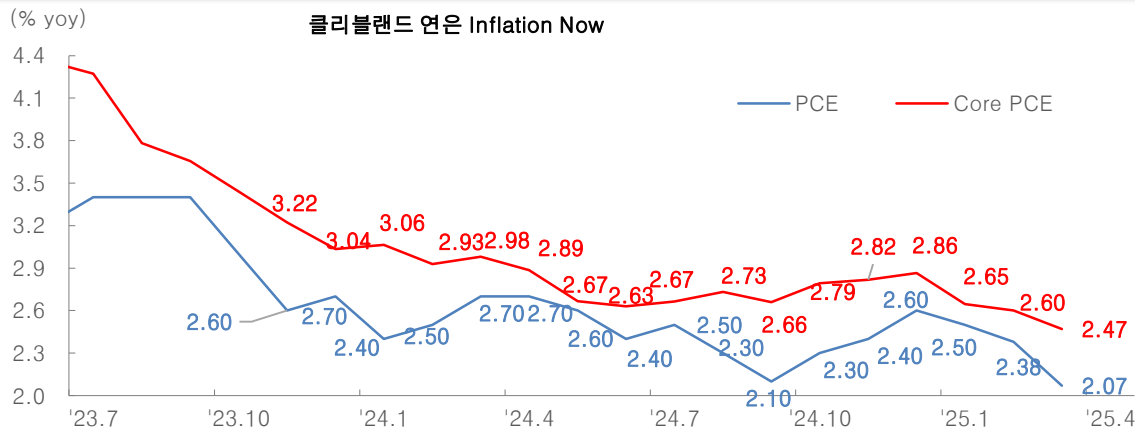
[물가 전망] 12월을 정점으로 둔화 재개, 3월까지 CPI, PCE 동반 레벨다운 국면 지속될 전망

1월 CPI, Core CPI 반등은 일시적. 2월, 3월 물가 둔화 예상



자료: 미국 상무부, 클리블랜드 연은, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

12월 정점으로 1월, 2월, 3월 연속적인 PCE와 Coer PCE 레벨다운 기대



자료: 미국 상무부, 클리블랜드 연은, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 클리블랜드 연은의 Inflation now 기준 물가 전망은 12월, 1월을 정점으로 둔화 예상
- CPI는 2월 2.8%, 3월 2.47%로 크게 둔화될 것으로 예상되고, Core CPI도 2월 3.1%, 3월 3.04%로 둔화 예상
- 특히, PCE와 Core PCE는 12월 2.6%, 2.8%를 정점으로 1월 2.5%, 2.65% 둔화, 이후 3월까지 PCE는 2.08%, Core PCE는 2.5%까지 큰 폭 레벨다운 전망
- 일회성 요인 완화와 연말 소비시즌 이후 미국 경기 둔화가 가시화됨에 따라 예상보다 물가 안정 폭이 커질 수 있음
- 이 경우 스태그플레이션 한 축인 물가 불안이 빠르게 진정되면서 금리인하 기대 강화와 함께 채권금리, 달러화 및 증시 안정성 확대 예상

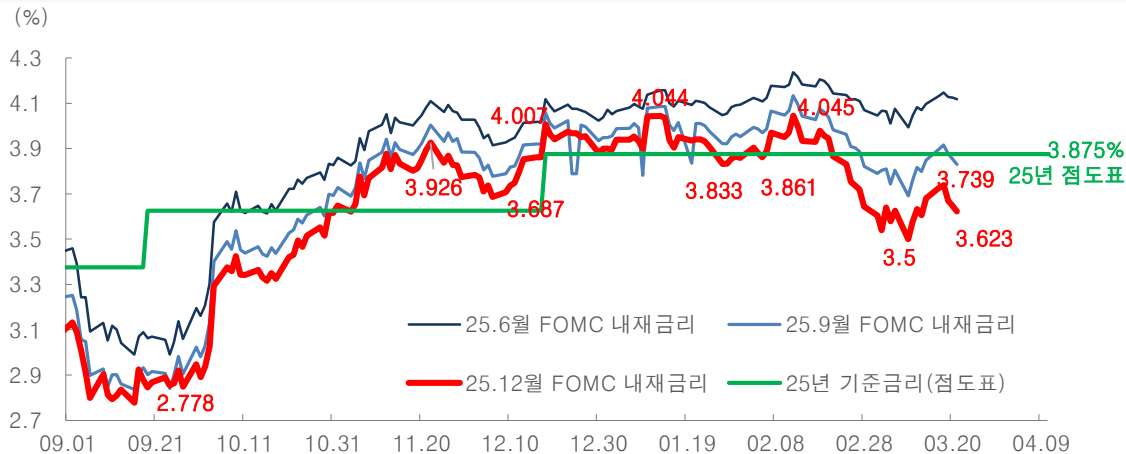
[통화정책 컨센서스] 연내 3회 금리인하 기대. PCE 확인 이후 비둘기적인 통화정책 스탠스 강화 예상

25년 3번, 26년 1번 금리인하 예상(점도표 2회씩). 연준 점도표 부합

MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025-05-07					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.3%	85.7%
2025-06-18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.6%	67.3%	22.1%
2025-07-30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.8%	36.4%	46.7%	12.0%
2025-09-17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.2%	25.5%	43.2%	24.0%	4.1%
2025-10-29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	11.3%	32.0%	36.2%	16.8%	2.6%
2025-12-10	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	6.1%	21.3%	34.0%	26.8%	9.9%	1.4%
2026-01-28	0.0%	0.0%	0.1%	1.4%	8.4%	23.3%	32.9%	24.2%	8.6%	1.1%
2026-03-18	0.0%	0.0%	0.5%	3.5%	12.8%	26.1%	30.3%	19.5%	6.4%	0.8%
2026-04-29	0.0%	0.1%	0.8%	4.5%	14.2%	26.6%	29.2%	18.2%	5.8%	0.7%
2026-06-17	0.0%	0.2%	1.4%	6.2%	16.4%	27.0%	27.2%	16.0%	4.9%	0.6%
2026-07-29	0.0%	0.3%	1.7%	6.8%	17.1%	27.0%	26.5%	15.3%	4.6%	0.6%
2026-09-16	0.0%	0.3%	1.9%	7.1%	17.4%	27.0%	26.2%	15.0%	4.5%	0.5%
2026-10-28	0.0%	0.3%	1.7%	6.7%	16.5%	26.2%	26.3%	16.0%	5.4%	0.9%
2026-12-09	0.3%	1.6%	6.0%	15.2%	24.9%	26.3%	17.3%	6.8%	1.5%	0.2%

자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

12월 FOMC 내재금리 3.6%대 진입. 24년 11월 이후 최저... 더 내려갈 수 있을까?



자료: Bloomberg WIRP, 대신증권 Research Center

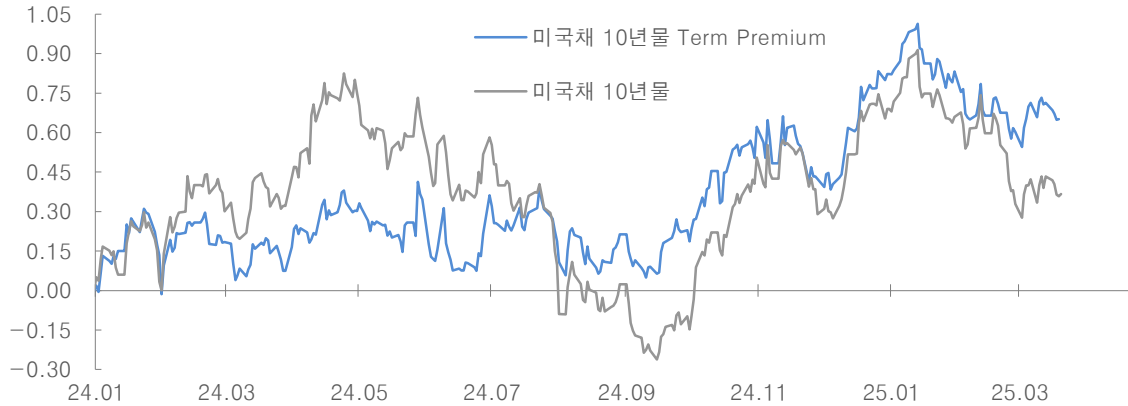
- 최근 연이은 경제지표 부진 영향으로 통화정책 컨센서스 정상화. 연내 1회 금리인하에서 6월, 9월, 12월 3회 금리인하 기대로 연준 점도표보다 비둘기파적
- 26년 금리인하 컨센서스는 연내 1회로 연준의 점도표(2회)보다 매파적
- 25년 12월 FOMC 내재금리 변화 주목. 지난 주 미국 증시가 경기우려에 시달리는 동안 내재금리는 3.54%까지 하락하며 24년 10월 이후 최저치 경신
- 3월 FOMC를 앞두고 반등했던 내재금리는 이후 다시 3.6%대 진입
- 2월 PCE와 4월초 고용지표, 중순 CPI를 확인하면서 시장에서 투자자들의 통화정책 스탠스와 컨센서스가 과도하게 비둘기파적으로 전환될 가능성도 배재할 수 없음
- 24년 9월에는 점도표보다 70bp 낮은 내재금리 수준을 형성하기도 했음
- 이 과정에서 채권금리, 달러화의 추가적인 하향 안정세 예상

[채권금리 등락 분석] 10년물 Term Premium(투자심리, 수급), 추가 하락 여지가 커

12월 이후 10년물 국채금리 등락을 주도하는 Term Premium

(1월 1일 = 0%)

24년 연초 이후 Term Premium과 10년물 국채금리 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

2주 연속 미국 중장기 국채 ETF로 자금 유입

(억달러)

미국 ETF 자금 Flow

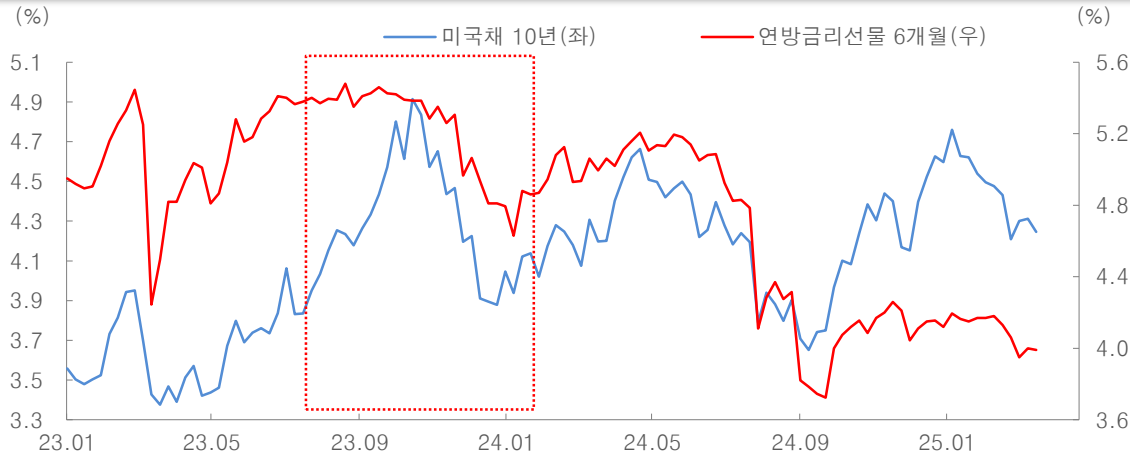


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 24년 12월 이후 채권금리 급등락의 중심에 Term Premium이 자리
- 12월 6일 10년물 국채금리 단기 저점 이후 1월 14일까지 61.6bp 상승. Term Premium은 63bp 상승. 그동안 채권금리 급등락의 대부분 또는 그 이상이 심리, 수급적인 영향이었음을 시사
- 1월 14일 고점 이후 3월 20일까지 미국 채 10년물은 55.55bp, Term Premium은 36.2bp 하락
- 최근 채권금리 레벨다운에는 투자심리 안정, 수급 개선보다 통화정책 불안심리 정상화가 더 큰 영향을 미친 것으로 판단
- 기대 인플레이션 급등으로 Term Premium 하락 폭이 제한적인 상황. 물가 안정 기대가 강해질 경우 채권금리 하락 폭 확대 가능성 시사
- 미국에 상장된 미국채 중기 채권 ETF에서 11월 이후 자금 이탈이 지속되고 있어왔음. 이는 채권 입찰 부진으로 이어졌던 상황. 최근 2주 연속 자금 유입
- 통화정책 우려 완화와 투자심리, 수급 변화가 맞물릴 경우 예상보다 강한 채권금리 하락세 전개 가능성이 높지만, 수급 불안으로 인한 등락은 감안해야 할 것

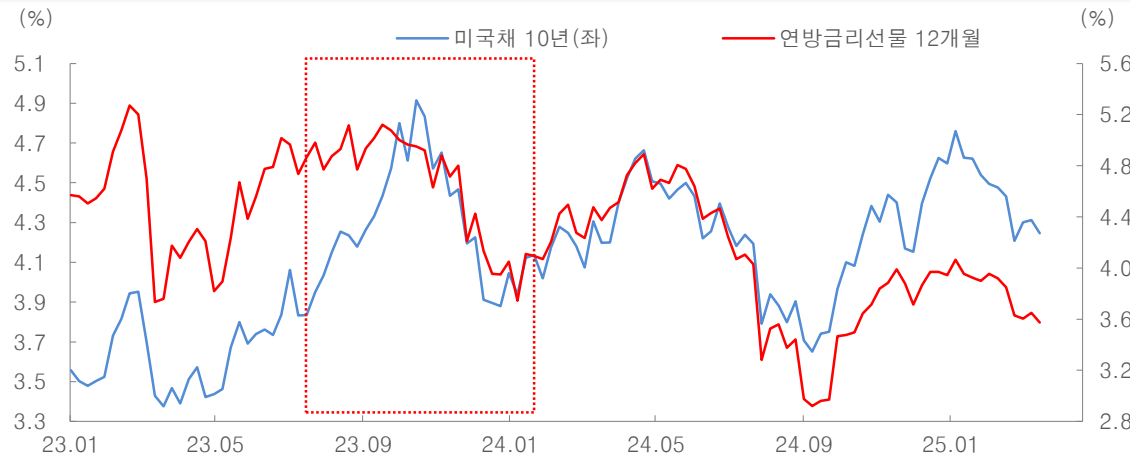
[채권금리 등락 분석] 23년 8월 ~ 10월 채권금리 급등, 11월, 12월 채권금리 레벨다운 국면과 유사

23년 8월 ~ 12월 채권금리 급등락 국면과 유사한 흐름 전개



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

투자심리 변화와 통화정책 안도/기대 동시 유입시 급격한 채권금리 레벨다운 가능



자료: Bloomberg WIRP, 대신증권 Research Center

- 미국채 10년물은 4.7%를 상회, 2년물은 4.3%를 넘어서는 과정에서 금리인하 기대가 후퇴한 정도는 제한적
- 25년 타이트한 통화정책 우려가 지속되는 가운데 미국채 입찰 부진, 수급/심리적인 변수가 채권금리, 달러화 레벨업으로 이어졌다고 판단
- 채권금리 하락 과정에서도 마찬가지로었지만, 최근 금리인하 기대가 가세하면서 하락 폭 확대
- 미국채 10년물은 고점대비 51.3bp, 연방금리 선물 6개월, 12개월물은 각각 20.5bp, 49p 하락. 투자심리, 수급 변화에 이어 통화정책 기대가 채권금리 레벨다운을 가속화시키는 양상
- 이러한 흐름은 23년 8월 ~ 12월과 유사. 당시에 통화정책 불안이 정점권에서 등락을 보였지만, Term Premium 급등과 수급 불안으로 채권금리 5%까지 레벨업
- 하지만, 수급 안정과 투자심리 개선, 통화정책 기대감이 동시에 반영되면서 채권금리는 두 달만에 3.8%로 레벨다운
- 경기 호조, 트럼프 정책 우려 완화로 채권금리 하락 중. 통화정책 기대까지 유입될 경우 하락 폭 확대, 속도 빨라질 전망

[미국 채권금리] 단기 오버슈팅 국면에서 하락 반전. 이제 1차 정상화 전개, 아직 갈 길이 멀다



자료: 대신증권 Research Center



자료: 대신증권 Research Center

- 큰 흐름에서 보면 경기 침체가 아닌 상황에서 금리인하 사이클 전개는 글로벌 증시와 위험자산에 강한 상승동력이 되기 마련
- 현재 상황을 보면 통화정책 속도 조절에 대한 과도한 해석 영향으로 반등했던 채권금리가 미국 경기불안과 물가 안정을 확인하면서 레벨다운
- 실제로 1월 PCE는 물론, 1월 CPI와 PPI까지 전월대비 둔화세를 확인했고, 예상보다 낮은 물가 수준을 보여줌
- 이로 인해 시장 컨센서스는 빠르게 정상화되면서 미국채 10년물 4.2%대 진입. 그동안 언급해왔던 1차 지지권
- 3월 FOMC를 소화하는 과정에서 등락이 불가피했던 상황. 연준의 스탠스를 확인하면서 안도했지만, 점도표 변화나 SEP 전망은 다소 매파적인해석이 가능했기 때문
- 하지만, 2월 PCE를 확인하는 과정에서 연준의 스탠스 전환에 대한 기대가 시장 심리를 더 비둘기파적으로 이끌어갈 전망
- 단기 등락 이후 미국채 10년물은 3.8% 수준(상반기 목표)까지 레벨다운될 전망

Inflection Point 2.

실적 전망 상행조정. 선행 EPS의 반등세 뚜렷

Strategist 이경민

02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 [daishinstrategy](https://t.me/daishinstrategy)

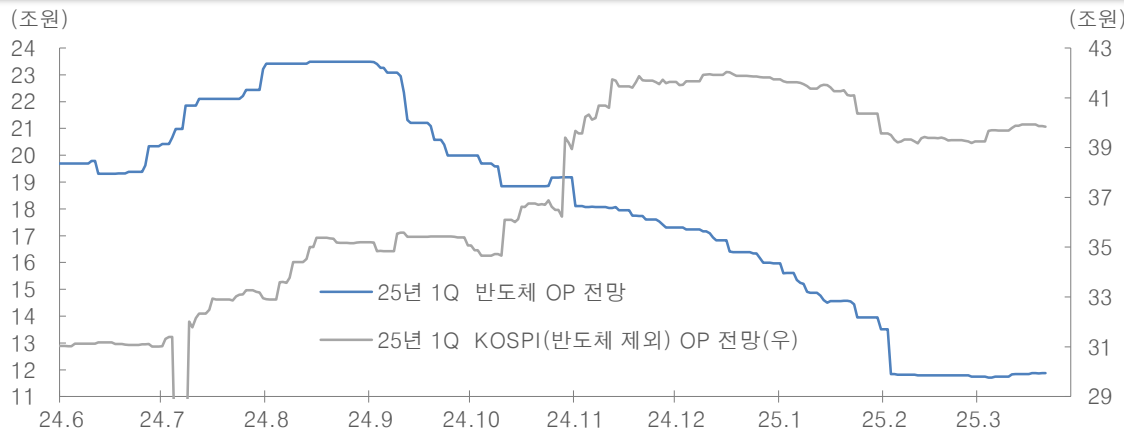
[실적 전망] 프리어닝 시즌 돌입과 함께 1분기 영업이익 전망 52조원 회복

25년 1분기 영업이익 전망 최근 52조원대로 회복



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

반도체 실적 전망 소폭 개선, Non-반도체 실적 전망 상승

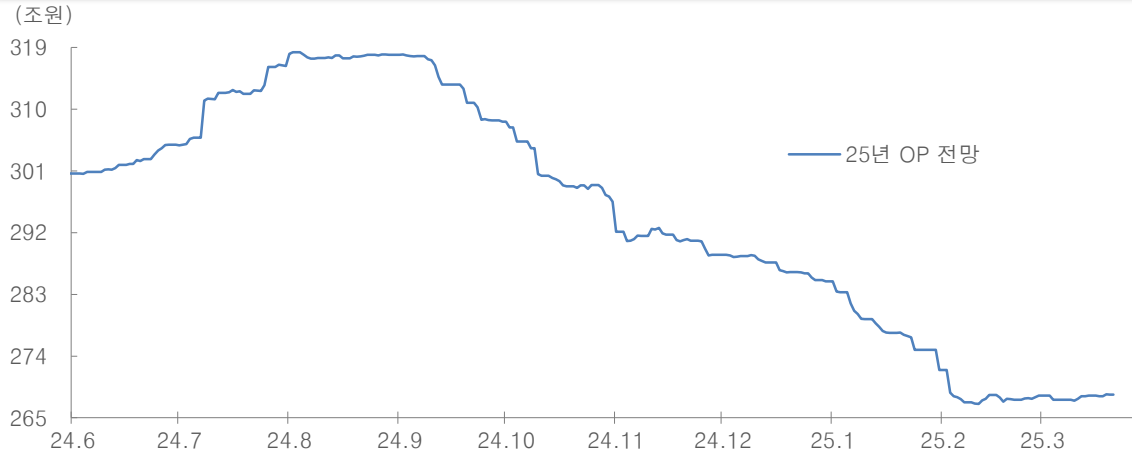


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 24년 4분기 실적 쇼크로 25년 1분기 영업이익 전망 큰 폭으로 레벨다운
- 하지만, 3월 들어서면서 25년 1분기 영업이익 전망은 상향조정 가시화
- 프리어닝 시즌 돌입과 함께 낮아진 눈높이 조정이 진행 중인 것으로 판단
- 1분기 영업이익 전망은 52조원대를 회복
- 최근 유틸리티, 상사/자본재, 비철/목재, 조선, 에너지는 물론, 반도체, IT하드웨어, 소프트웨어 등의 실적 전망 상향조정에 힘입은 결과

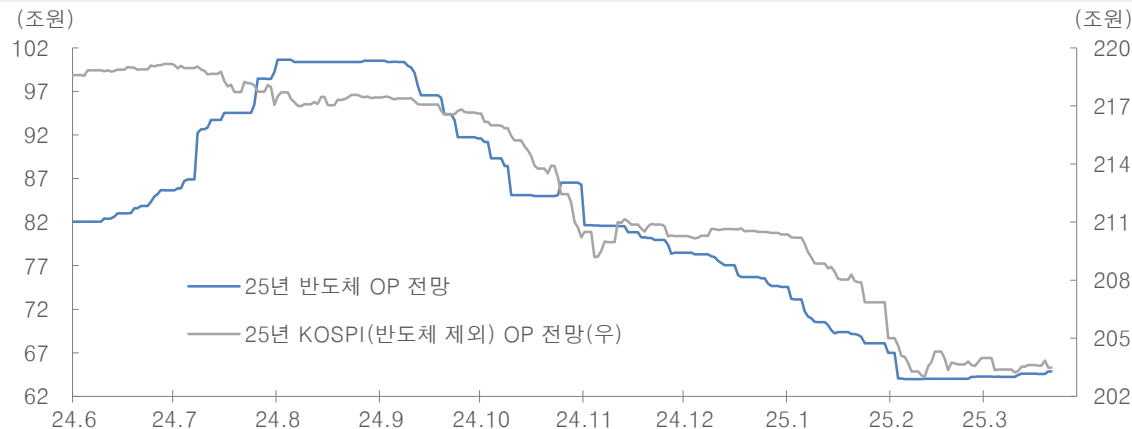
[실적 전망] 25년 이익 전망, 하향조정을 멈추고 반등 시도 중

25년 연간 영업이익 전망도 2월 이후 정체, 3월 들어 전망치 상향조정 조짐



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

레벨다운된 반도체 실적 전망, 반등. Non-반도체는 상향조정 시도 중

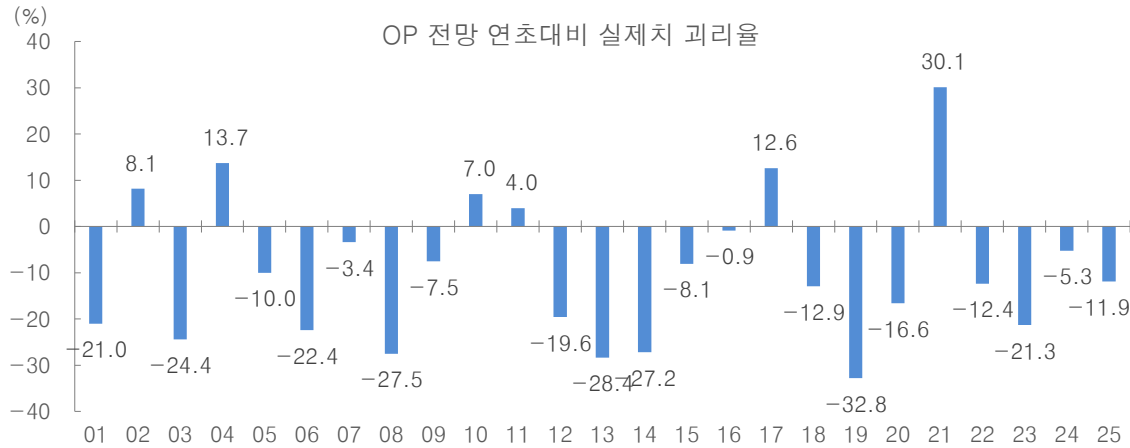


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 25년 연간 영업이익 전망도 등락 국면에서 벗어나 반등 시도 중
- 특히, 25년 연간 전망은 KOSPI 전체 실적 상향조정을 반도체가 이끌고 있음
- 반도체 25년 연간 영업이익 전망은 1개월 전 대비 1.4% 상향조정
- 반도체를 제외할 경우에도 영업이익 전망 상향조정 시도 중
- 실적 불확실성이 진정되고, 분위기 반전 가능성을 시사하는 변화

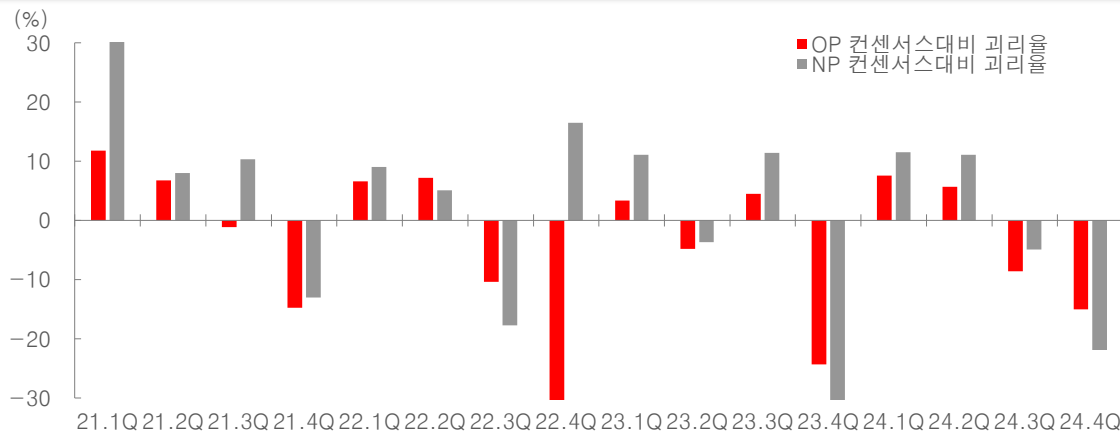
[실적 기대와 현실] 낮아질대로 낮아진 실적 기대. 시장 우려보다 약간이라도 좋으면 서프라이즈? 실적 계절성

연초 컨센서스대비 실제치 괴리율, 하향조정시 20% 전후



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

한국 증시 실적 시즌 계절성 반복. 4Q 실망감이 1Q 서프라이즈로...

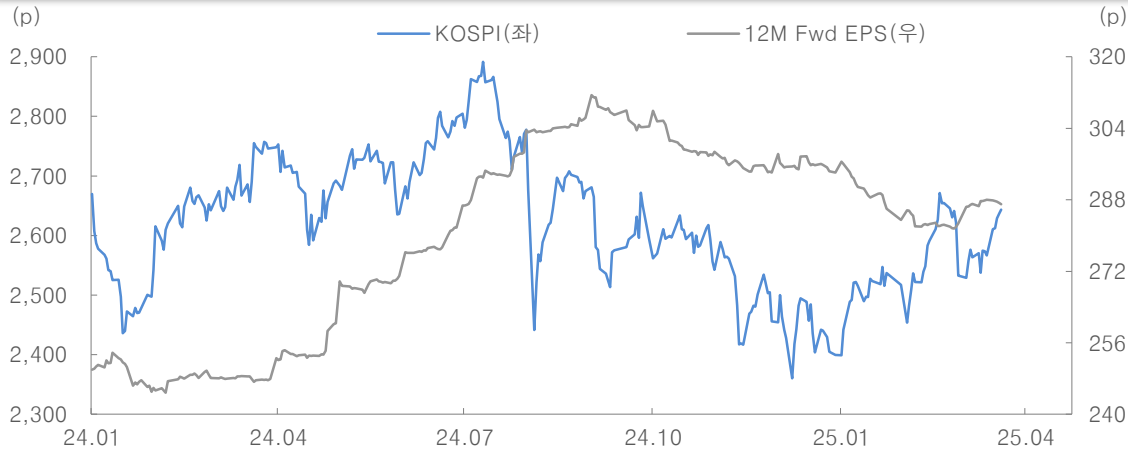


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 글로벌 경기나 산업 업황이 불안할 때 실적전망보다 실제 실적이 부진한 경우가 많음
- 특히, 한국 증시 특성상 전반적으로 연초 시장 예상 실적을 상회하기 어려운 것이 사실
- 2001년, 2004년, 2010년, 2017년, 2021년과 같이 실적 쇼크, 경기침체 또는 금융위기와 같은 충격이 있는 다음해 실적이 연초 컨센서스를 상회
- 시장, 실적에 대한 기대가 그만큼 낮으면 예상보다 양호한 실적이 공개될 확률이 높다는 역설적 의미
- 한국 실적시즌 계절성도 같은 맥락에서 이해할 수 있는 부분. 한국 실적시즌은 1분기 서프라이즈, 2분기 예상 상회, 3분기 예상 하회, 4분기 실적쇼크 패턴 반복
- 3분기 실적 부진, 4분기 실적 쇼크로 인한 기대치 하향조정이 1분기 서프라이즈로 이어진 것
- 3월 20일 기준 24년 7월 이후 25년 연간 영업이익 전망은 11.9% 하향조정. 실적 기대가 낮아졌고, 환율효과, 양호한 미국, 중국 경기 등을 감안할 때 시장의 1분기 실적 우려보다 양호한 실적 결과를 기대할 수 있을 전망

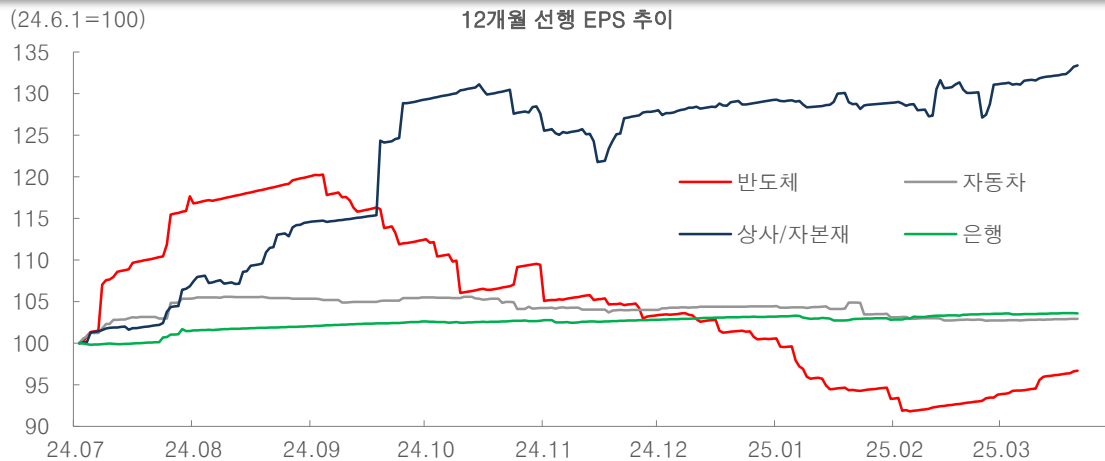
[선행 EPS] 하락세를 멈추고 반등 모색 중. 반도체도 상승세 지속

12개월 선행 EPS 하락세가 멈추면서 KOSPI 반등 탄력 강화



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

반도체 선행 EPS도 하락세 멈추고 반등 모색 중



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 글로벌 제조업 경기 및 교역 개선 가시화, 국내 환율 효과 등을 감안할 경우 4분기 실적 시즌 종료 이후 실적 전망, 12개월 선행 EPS 상승 반전 뚜렷
- 실제로 4분기 실적 시즌이 종반부로 가면서 선행 EPS 하락세는 멈추고 KOSPI 반등 탄력 강화
- 실적 불안심리 진정만으로도 밸류에이션 매력 재평가 가능성을 시사
- 반도체 선행 EPS도 2월 삼성전자 실적 쇼크를 저점으로 1개월 이상 상승세를 이어가는 중
- KOSPI 실적에 있어 절대적인 자리, 위치를 차지하고 있는 반도체 실적 전망 상향 조정이 시장 전반의 실적 우려 완화, 기대심리 회복으로 이어지는 양상

Inflection Point 3.

국내 정치 리스크 해소.

통화/재정 정책 동력 유입

Strategist 이경민

02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 [daishinstrategy](https://t.me/daishinstrategy)

[정치적 불확실성] 늦어지는 탄핵 심판 선고. 불안심리 확대는 원화 약세 압력으로 이어져

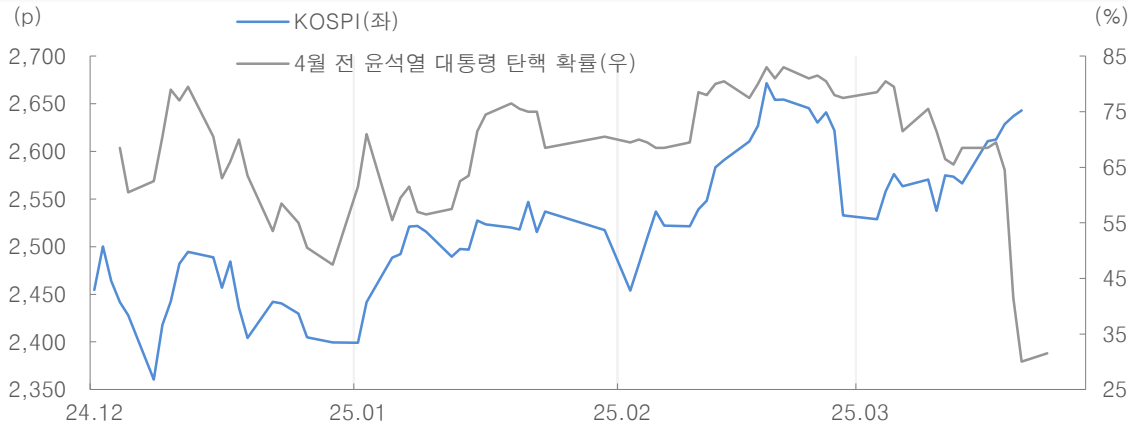
2월 25일 변론 종결. 탄핵 심판 결의는 시간문제



- 헌법재판소의 탄핵심판이 마무리 국면에 돌입했지만, 선고가 늦춰지는 양상
- 주 2회씩 진행되었던 재판 일정이 2월 20일 10차 변론으로 마무리되었고, 25일 변론 종결
- 통상적으로 변론종결 이후 10 ~ 14일 뒤 선고가 있었지만, 이번에는 1개월 가 까지 지연되는 양상
- 헌법재판소의 탄핵심판 결의가 늦어지면 서 투자심리가 흔들리고, 원화 약세 압력 이 커지는 등 탄핵 이슈 장기화에 따른 부작용 가시화
- 정치적 리스크 해소 시점에 따라 국내 금 융시장 변화가 결정될 전망

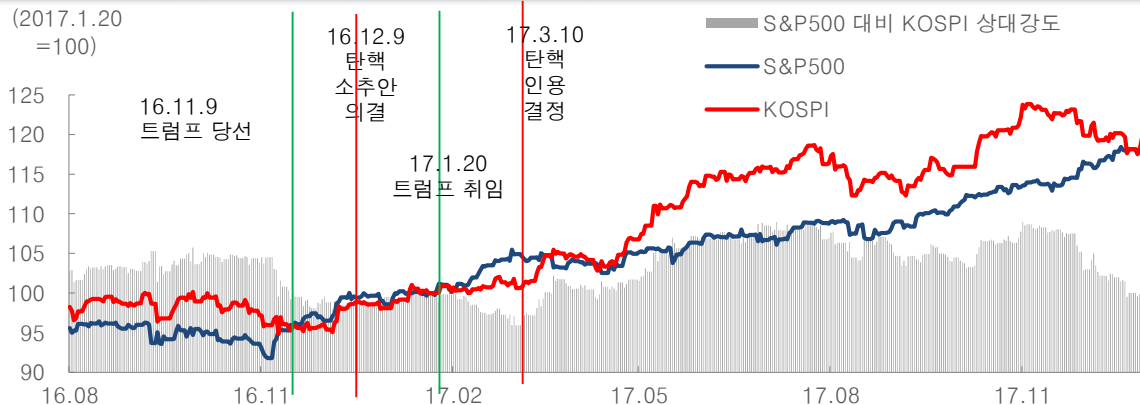
[정치적 불확실성] 탄핵 인용 확률과 궤를 같이 하는 KOSPI. 탄핵 인용 결정시 강한 반등탄력 기대

4월 전 윤석열 대통령 탄핵 확률과 KOSPI 등락 탄핵 확률 급락에도 불구하고 KOSPI 상승 지속. 반도체의 힘



자료: PolyMarket, FnGuide, 대신증권 Research Center

탄핵 인용 결정 이후 글로벌 증시대비 부진에서 벗어나 이후 5개월 동안 미국 증시 대비 상대적 강세 전개

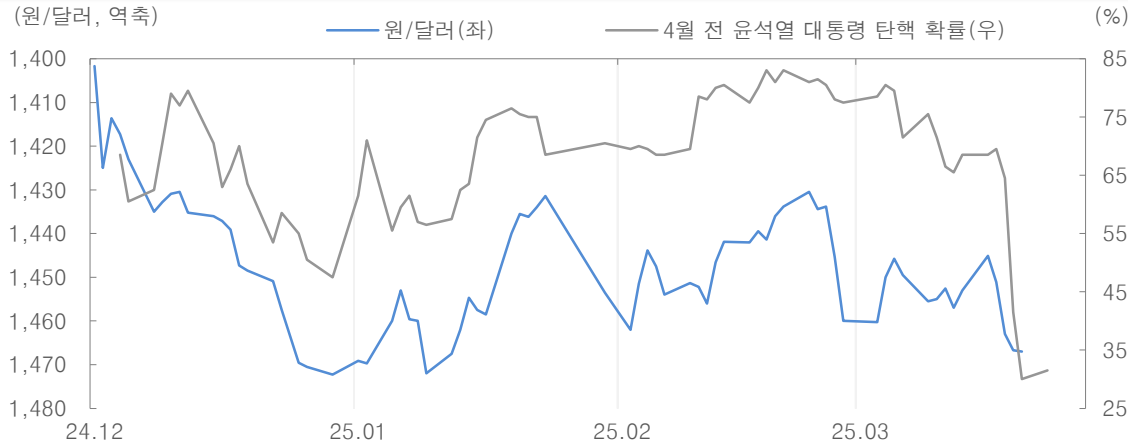


자료: Bloomberg, FnGuide, 대신증권 Research Center

- 이번 탄핵 국면에서도 정치적 리스크와 KOSPI는 궤를 같이 하는 흐름 관찰
- Polymarket의 4월 전 윤석열 탄핵 인용 확률과 KOSPI 등락이 매우 유사한 것으로 보임
- 확률이 낮아지면 원화 약세 압력 확대, 외국인 매도 강화로, 확률이 상승하면 원화 강세 압력 확대, 외국인 매수 전환으로 KOSPI 등락에 영향을 준 것으로 판단
- 최근 탄핵 확률이 30%대로 레벨다운되었음에도 불구하고 KOSPI 견조한 상승세가 지속된 데에는 반도체의 힘이 컸음
- 이 과정에서 반도체 외 업종들은 약세
- 탄핵 국면 시작 종료되고, 조기 대선이 결정될 경우 2017년 경우와 같이 KOSPI의 상대적 강세 기대
- 당시에 탄핵 인용 결정 직후 KOSPI가 레벨업되었고, 이후 정권 교체, 경기부양 정책 기대가 가세하면서 S&P500대비 상대적 강세가 6개월 가까이 전개

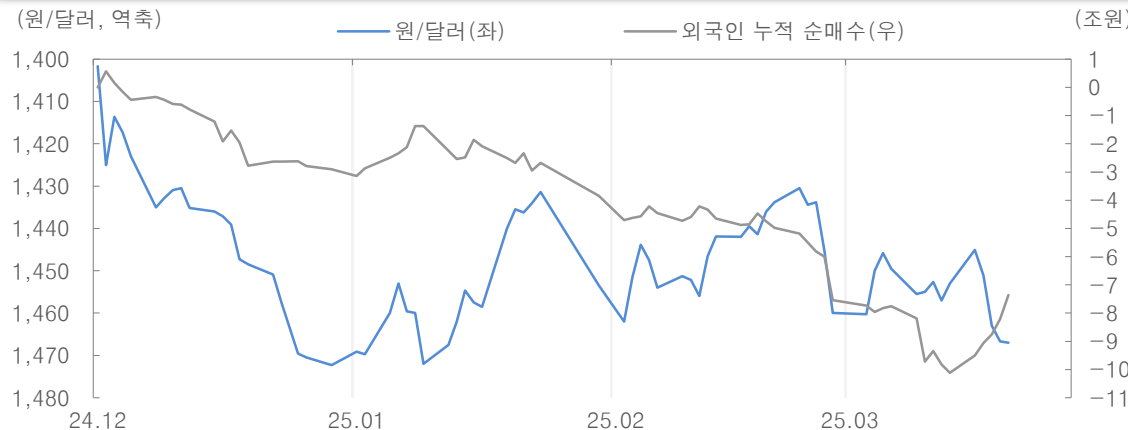
[정치적 불확실성] 탄핵 인용 확률 레벨다운은 원화 약세 압력 확대로...

4월 전 윤석열 대통령 탄핵 확률과 원/달러 환율 등락, 상당히 유사한 흐름



자료: PolyMarket, FnGuide, 대신증권 Research Center

원화 강제 압력 확대 시 외국인 수급 개선 가속화 전망

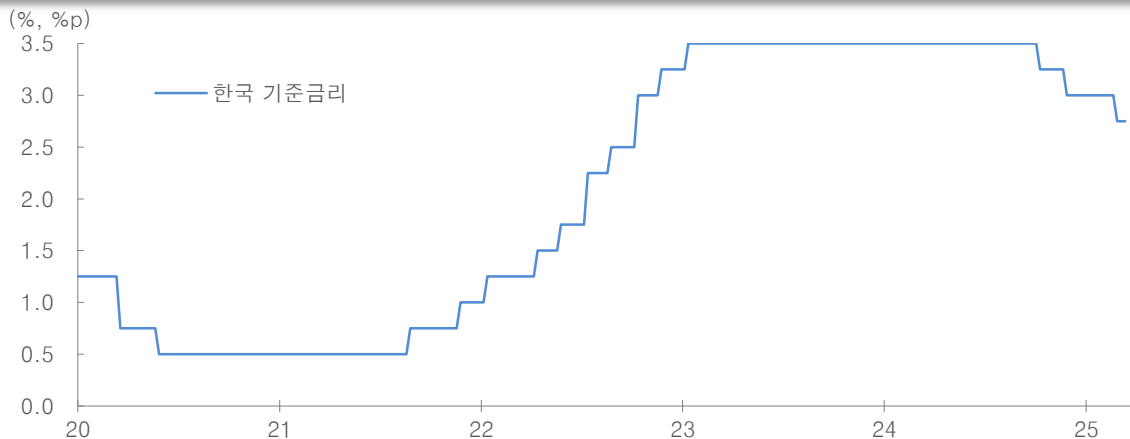


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 정치적 리스크에 더 민감한 것은 원/달러 환율
- 윤석열 대통령이 4월 전 탄핵 확률이 30%로 레벨다운되면서 원/달러 환율은 다시금 재차 1,460원 상회
- 확률이 낮아지면 원화 약세 압력 확대, 외국인 매도 강화로, 확률이 상승하면 원화 강제 압력 확대, 외국인 매수 전환으로 이어지며 KOSPI 등락에 영향을 줌
- 최근 외국인 대량매수는 반도체 업종으로 쏠린 것. 반도체 이외 업종에서 매도세는 여전히 강한 상황
- 외국인 수급 확산을 위해서는 탄핵 결정이 수반되어야 할 것

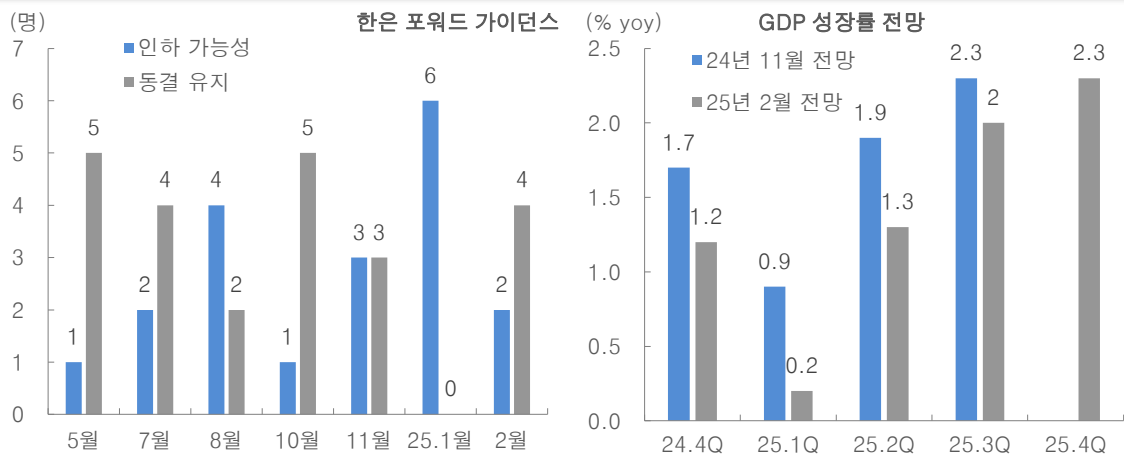
[2월 금통위] 기준금리 2.75%로 25bp 금리인하. 추가 금리인하 가능성도 열려 있어...

한국은행 25일 금통위에서 25bp 금리인하



자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

포워드 가이드언스는 중립적이지만, GDP 성장률 하향조정으로 추가 금리인하 가능



자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

- 2월 한국은행 금융통화위원회가 기준금리를 기존 3.00%에서 2.75%로 0.25%p 인하. 2024년 10월 이후 3번째 인하.
- 높아진 대외 불확실성, 정치적 불안 등으로 하강 위험이 커진 경기를 부양하기 위한 목적. 이번 기준금리 결정은 만장일치
- 포워드가이드언스는 동결 4명, 인하 2명으로 동결 우세. 추가 금리 인하 여력의 빠른 소진을 우려했기 때문
- 하지만, 경기 상황을 감안할 경우 추가 금리인하 가능성 유호
- 수정 경제전망에서 올해 성장률 전망치를 기존 1.9%뿐만 아니라 중간 점검에서 제시했던 수치인 1.6~1.7%에 비해서도 낮은 수치인 1.5%로 제시
- 당국의 정책적인 드라이브에 대한 방향성을 시사. 즉 1.5%라는 큰 폭의 성장률 전망치 하향을 통해 통화당국이 경기를 견인하기 위해 정책 역량을 집중하겠다는 의미
- 물가 전망도 2% 이하로 하향조정
- 당사는 5월 기준금리 추가 인하 예상

[2월 금통위] 정책 공조와 추가 금리인하 시그널 명확. 한미 금리차 영향은 제한적

한은 총재 기자회견 주요 내용 : 재정정책과 함께 공조, 2 ~ 3회 금리인하 유효

2025년 2월에 제시한 2025년 성장률 전망치 1.5% 산출에는 한국은행 내부의 기준금리 경로 반영. 2025년 2월을 포함해 연내 2~3회 기준금리 인하 전제

현재 시장에서 형성된 2~3번 기준금리 인하 예상은 현재의 한국은행 기대와 크게 다르지 않음

경제성장률이 추가 하락한다면 재정정책 공조가 당연히 필요한 상황

재정정책이 없다는 것을 전제로 기준금리를 더 내리면 환율, 물가, 가계부채 등 지금까지 소중히 여겨온 금융안정기조 등이 위협받을 여지

기준금리와 경제성장률 간의 관계는 계량적으로는 25bp 인하할 경우 경제성장률

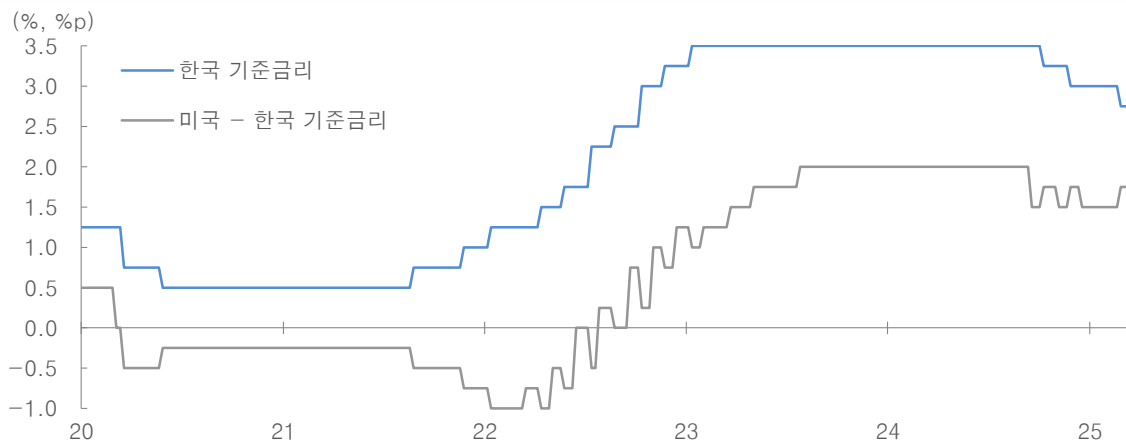
0.07%p 상승효과

추경 규모 15~20조원 집행할 경우 성장률을 약 0.2%p 증가할 것을 기대

확고한 의지로 부동산PF 연착륙 이어갈 필요

자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

한미 기준금리 차이. 등락을 반복할 뿐...



자료: FED, 한국은행, 대신증권 Research Center

- 한국은행 총재의 기자회견을 통해 연내 2 ~ 3회 금리인하 가능성을 시사. 연내 두 번 정도 추가 금리인하 예상
- 이와 함께 추경 편성과 재정정책 드라이브 등 정책 공조에 대한 언급을 하면서 경기 부양 의지를 곳곳에서 피력
- 한편, 일각에서 우려하는 미국과 금리차로 인한 외환시장 변동성 확대는 제한적
- 미국-한국 기준금리 차이는 등락을 반복할 뿐 방향성 변화는 제한적
- 단기적으로 원화 등락은 불가피하지만, 경기 회복 기대가 유입될 경우 오히려 원화 강세 압력 확대 가능성 높다고 판단

[정책대응 강화] 최상목 경제 부총리, 대통령 권한대행 주재로 강력한 경기안정/부양외지 피력

2025년 경제정책방향

정책
목표

대내외 불확실성 확대에 대응해
경제를 최대한 안정적으로 관리

4대 정책 분야

민생경제 회복

경기

- ✓ 경기보강 강화 + 민생 신속지원
- ✓ 소비·건설 등 부문별 활력 제고

민생

- ✓ 서민 생계비 부담 경감
- ✓ 취약부문 맞춤형 지원
(청년·중고령층·소상공인·취약근로자)

통상환경 불확실성 대응

- ✓ 新대외경제전략 추진
- ✓ 전략적 수출 지원
- ✓ 공급망 안정

※ 역동성 회복 강화 노력 지속

대외신인도 관리

- ✓ 금융·외환시장 안정적 관리와
국제사회 소통
- ✓ 자본시장 선진화
- ✓ 외국인 투자(FDI) 촉진
- ✓ 잠재리스크 관리

산업경쟁력 강화

- ✓ 주력산업 혁신
- ✓ 유망 신산업·서비스업 경쟁력 제고
- ✓ 핵심인프라 확충(전력·인재 등)
- ✓ 투자환경 개선 및 중소·벤처 활성화

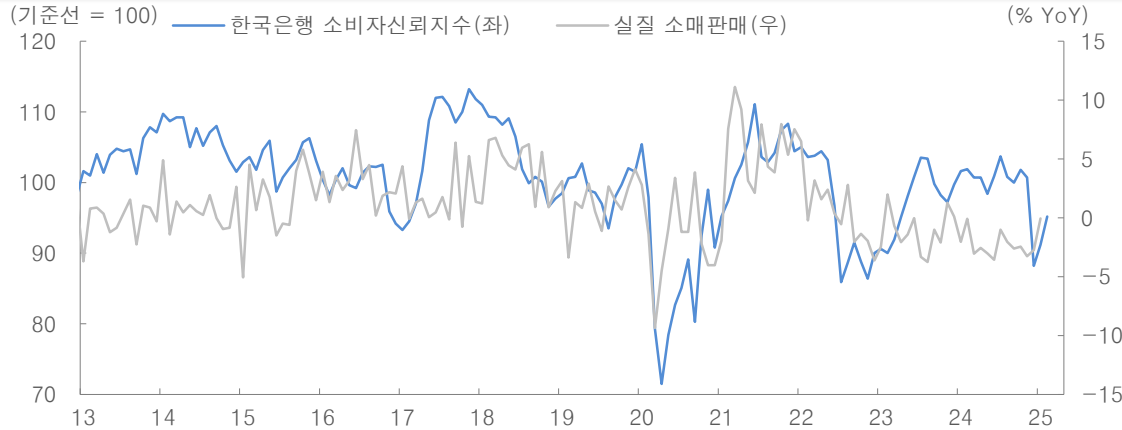
추진
방식

- ① 가용 정책수단 총동원
- ② 국회·민간부문과 소통·협력 강화
- ③ 즉각적 Action + 대응 Frame 구축 병행

- 최상목 대통령 권한대행 경제부총리 겸 기획재정부 장관은 2일 2025년 경제정책방향을 발표
- 정부의 25년 예상 경제성장률 1.8%. 이전 전망치 2.2%에 비해 0.4%p 낮은 수준 이자 2%로 추정되는 잠재성장률도 하회하는 수준
- 한국은행(1.9%)이나 한국개발연구원(2.0%)보다 더 낮은 전망치
- 정부가 내놓은 경제정책방향의 핵심은 민생경제의 조속한 회복, 수출도 부진한 상황에서 내수회복 없이 경제성장률 목표를 달성하기 어렵다고 판단한 것
- 정부는 올해 예산안에 포함된 85조원 수준의 민생·경기 사업은 1·4분기에 40%, 상반기에 70%가량 집행. 중앙·지방 공공기관도 상반기 역대 최고 수준 집행률(중앙 57%, 지방 58%) 달성을 목표로 철저한 집행관리를 추진
- 또 정부는 내수회복을 위해 상반기에 세제·재정 인센티브를 대대적으로 투입
- 위기국면을 타개하기 위한 적극적인 경기부양, 재정정책 투입으로 그동안 부재했던 정책 동력 유입 기대

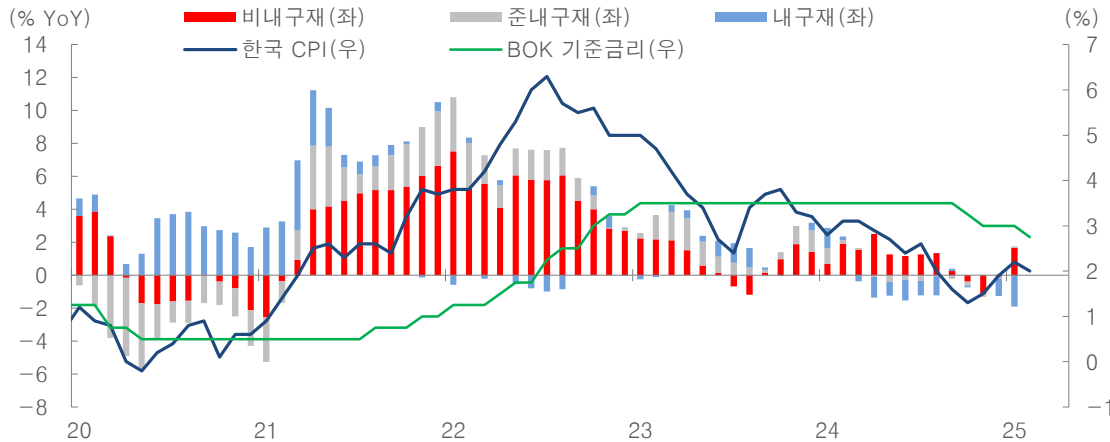
[내수 반등] 재정 드라이브에 이어 추경, 정치적 불확실성 해소시 경기 반등탄력 가능

2016년 박근혜 전 대통령 탄핵 당시 수준으로 내려앉은 소비심리, 급반등 가능성



자료: 통계청, 한국은행, CEIC, 대신증권 Research Center

완화적 통화정책, 소비재(비내구재) 판매는 반등 조심 감지



자료: 통계청, 한국은행, CEIC, 대신증권 Research Center

- 정치적 리스크가 경기 불안과 원화 약세 압력 확대를 동시에 높여놓음
- 정치적 리스크 완화 시 오히려 추가 금리 인하 단행이 가능하다고 판단. 현재 원/달러 환율은 1480원대에서 1460원대로 레벨다운
- 한편, 정치적 리스크 해소 시 역설적으로 경기 불확실성 완화와 원화 약세 압력 진정/강세 압력 확대가 예상되는 상황
- 경기 회복 기대가 되살아나는 가운데 금리 인하까지 가세하면서 소비심리, 투자심리 회복에 힘이 실릴 전망
- 박근혜 전 대통령 탄핵 국면에서도 소비심리 지수가 급반등세를 보인 바 있음
- 국내 소비 회복 가능성에 근거한 소매(유통), 음식료, 의류 등 내수 소비 관련주 주목

Inflection Point 4.

연기금 매수 + 환차익 노린 외국인 선매수.
환율만 안정되면 외국인 매수 강화 예상

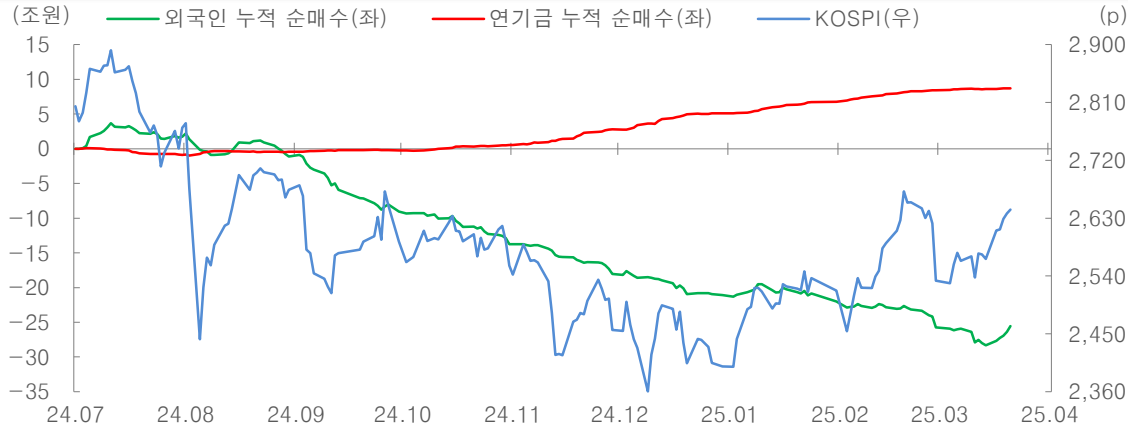
Strategist 이경민

02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 [daishinstrategy](https://t.me/daishinstrategy)

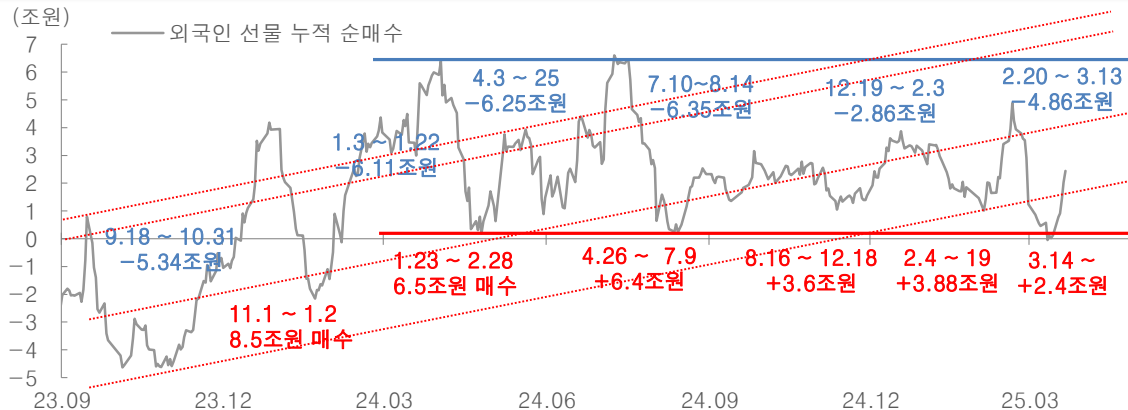
[연기금 + 외국인 수급] 연기금 매수로 KOSPI 방향성 유지. 외국인 현선물 매수 반전 = KOSPI 반등 탄력 강화

연기금 순매수로 급락을 제어하고 버티던 KOSPI 외국인 수급 변화(매수 전환) 시 KOSPI 2,600선 회복



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

외국인 현물 매수 전환의 전조현상. 선물 매수 강화 누적 선물 매매 박스권 매매 하단에서 강한 매수 반전



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 2월 20일 이후 외국인 투자자들은 현선물 시장에서 동시 매물 출회. 현물 시장에서는 5.67조원, 선물 시장에서는 4.76조원 순매도
- 이로 인해 KOSPI 하방압력이 커졌고, 28일 단 하루에만 현물 1.66조원, 선물 1.56조원 대량 매도가 집중되면서 KOSPI 3%대 급락 야기
- 하지만, 연기금 순매수 기초가 지속되면서 KOSPI는 단기 급락 이후 2,500선에서 등락 중. 장 중 2,600선 돌파시도에 나서기도 했음
- 이 과정에서 외국인 현물 누적 순매수 규모는 23년 11월 수준까지 내려앉았고, 선물 누적 순매수 규모는 2월 4일 ~ 19일 매수를 되돌린 상황
- 이후 외국인 투자자는 선물 시장에서 매수 전환. 미국 스태그플레이션 우려 완화 속에 원/달러 환율 정점 통과와 함께 엔화 강세로 인한 엔/캐리 청산 공포가 진정되면서 나타난 변화
- 게다가 3월 중순 이후 현물 수급까지 변화. 연기금 순매수 속에 외국인 수급 개선은 KOSPI 레벨업, 반등 탄력 강화 동력

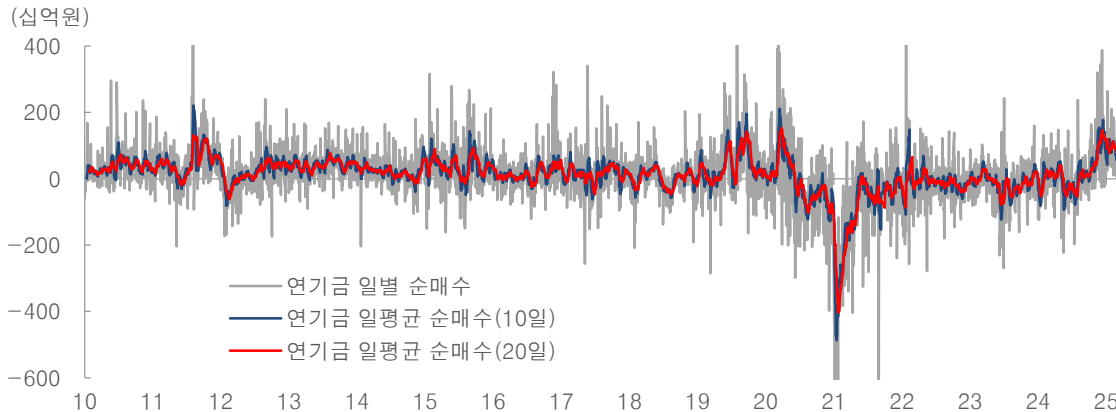
[KOSPI 연기금 순매수] 24년 8월 이후 9.67조원 순매수. 매수 기조 지속되는 가운데 매수 강도 약화

2024년 8월 이후 연기금 9.67조원 누적 순매수.
매수세는 지속되고 있지만, 매수 강도는 약화



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

연기금 순매수 강도(20일 평균 순매수)는 1,463억원(20년 3월 이후 최대) 이후
고공행진 국면에서 벗어나 둔화. 3월 20일 기준 230억원대로 레벨다운

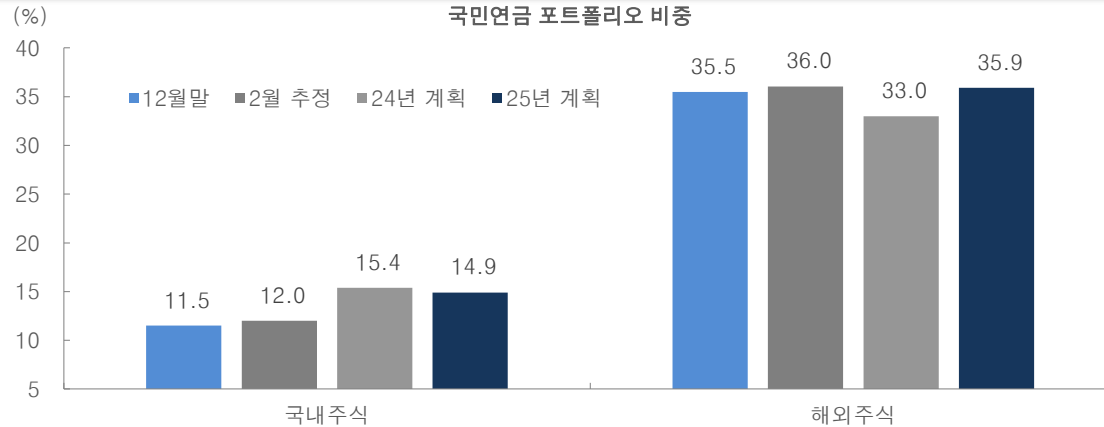


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 24년 11월 이후 KOSPI 낙폭이 제어되고, 25년 KOSPI 분위기 반전, 7개월만에 상승 반전, 3개월 연속 상승을 주도한 수급의 주축은 연기금
- 연기금은 8월 2일 이후 9.67조원 순매수 중. 특히, KOSPI 부진국면에서 꾸준히 매수세를 보여오다가 11월 급락, 12월 계엄령 사태를 전후로 매수 강도 강화
- 12월 27일 이후 3월 5일까지 42거래일 연속 순매수 기록. 누적 순매수 규모는 3.54조원에 달함. 3월 6일 순매도로 연속 순매수 기록은 끝났지만, 매수 기조 유효
- 20일 평균 연기금 순매수 규모는 로나 사태 이후 최고 기록을 경신한 이후 고공행진 중이었지만, 최근 230억원대로 레벨다운
- 연기금 순매수는 국내 주식 비중 확대 차원에서 기초적인 흐름으로 판단
- 25년들어 KOSPI 상대적 강세가 지속되는 만큼 매수 강도는 약화될 수 밖에 없지만, KOSPI 수급에 있어 든든한 버팀목이 될 전망

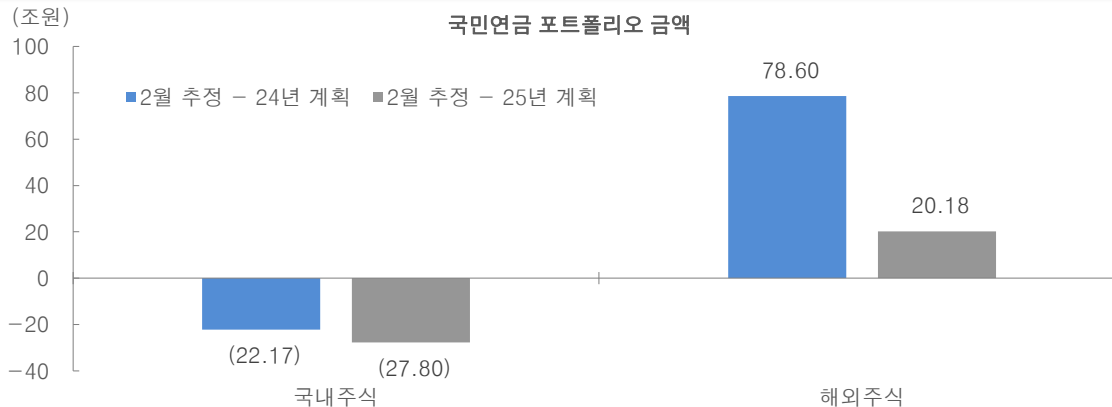
[KOSPI 연기금 순매수] 현재 국내 주식 Under Weight(2.9%p 추정) 중. 매수 여력 충분

연금 포트 내 국내 주식 비중 12월말 기준 11.5%로 레벨다운. 25년 2월말 기준 12% 추정. 25년 예상치도 2.9%p 하회



자료: 국민연금 기금운용본부, FnGuide, 대신증권 Research Center

25년 계획 금액대비 국내 주식은 27.8조원이 낮은 상황. 해외주식은 계획 상 보유금액이 많은 상황. 해외주식 축소, 국내주식 비중확대 가능

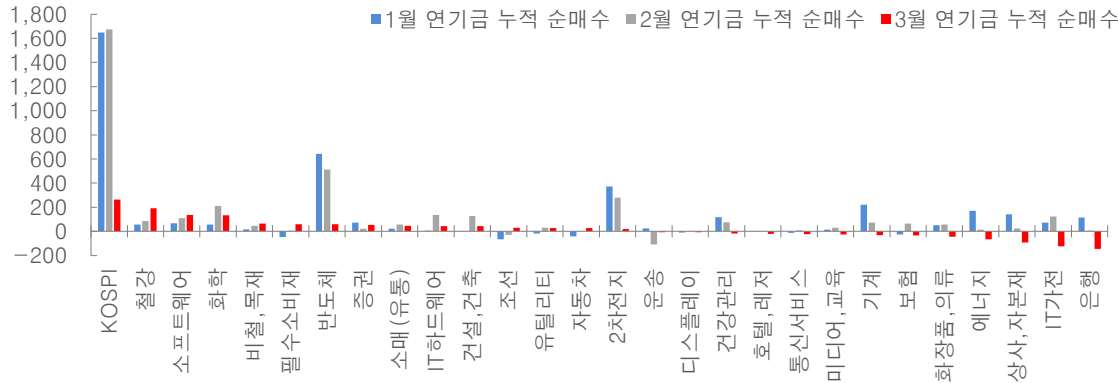


자료: 국민연금 기금운용본부, FnGuide, 대신증권 Research Center

- 현재 연기금 순매수가 강화되는 이유는 포트폴리오 배분 때문이라고 생각
- 연금은 2020년 21.2%였던 주식비중을 21년 17.5%로 줄였고, 22년부터 14%대를 유지해왔음
- 24년 5월 31일에는 25년 ~ 29년 포트폴리오 배분 방안을 발표했는데, 제시된 예상 국내 주식 비중은 25년 14.9%. 이후 매년 0.5%p씩 줄여 29년에는 13%로 낮춘다는 계획
- 하지만, 24년 12월말 기준 연금 포트폴리오 내 국내 주식 비중은 11.5%에 불과. 9월말 12.7%대비 큰 폭으로 레벨다운
- 25년 2월까지 추정(KOSPI +5.55%, MSCI 선진국 +2.63% 상승)할 경우 12%로 반등. 하지만, 25년 계획대비 2.9%p UnderWeight
- 연금 운용규모 1227조원을 2.9%로 환산할 경우 최소 20조 이상 25년까지 연기금 매수 여력 존재
- 실제로 25년 국내 주식 포트폴리오 예상 금액과 2월 추정 예상 금액 간에는 27.8조원의 Gap이 존재하는 상황

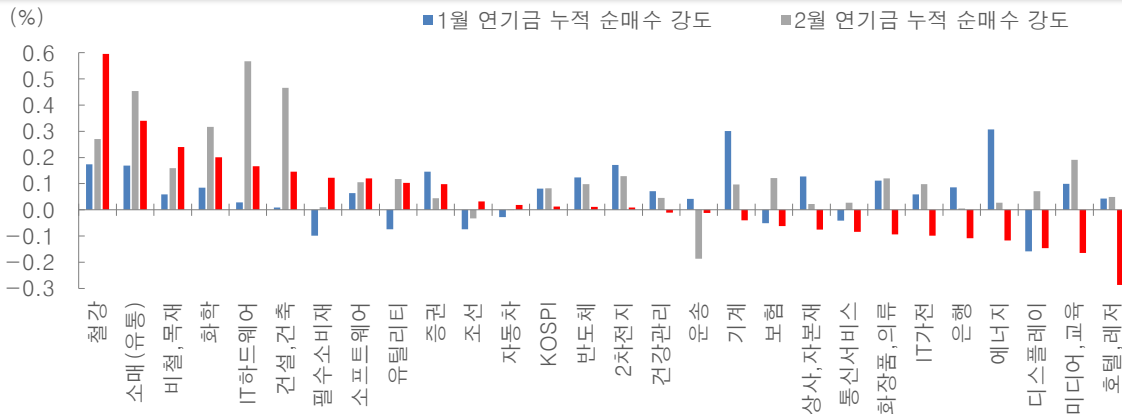
[KOSPI 연기금 매수] 매수 강도 상위 : 철강, 소매(유통), 비철/목재, 화학, 소프트웨어, IT하드웨어 등

연기금 3개월 연속 순매수 업종 : 철강, 소프트웨어, 화학, 비철/목재, 반도체, 증권, 소매(유통), 2차전지 등 은행, IT가전, 상사/자본재, 에너지 등 매도 전환 (십억원)



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

시총 대비 매수 강도 상위 업종 : 철강, 소매(유통), 비철/목재, 화학, IT하드웨어, 건설/건축, 필수소비재, 소프트웨어, 유틸리티, 증권, 조선, 자동차 등

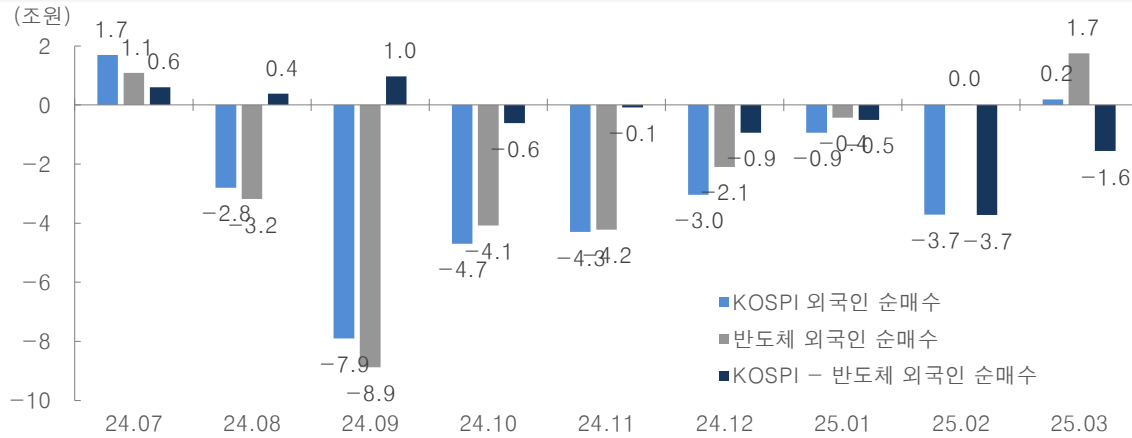


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 2월까지 연기금은 시장을 사고 있는 것처럼 보였음. 하지만, 3월에는 업종별 차별화 뚜렷
- 1월, 2월에는 반도체, 2차전지, 에너지, 은행 등 순매수 상위, 3월에는 철강, 소프트웨어, 화학, 비철/목재, 필수소비재, 반도체, 증권, 소매(유통), IT하드웨어, 건설 등 순매수
- 매수 강도 측면에서는 차별화 더 심화. 철강, 소매(유통), 비철/목재, 화학, IT하드웨어, 필수소비재, 소프트웨어, 유틸리티, 증권, 조선, 자동차 등 중국 관련주나 내수/소비주가 상위권에 포진
- 반면, 호텔/레저, 미디어/교육, 디스플레이, 에너지, 은행, IT가전, 화장품/의류 등은 순매도 비중 높아
- 내수주, 수출주 중에서도 가격 메리트가 높은 업종들 중심으로 매수 강화 중
- 반면, 최근 강한 상승 또는 반등으로 가격 메리트가 약해지거나 부담스러워진 호텔/레저, 미디어/교육, 디스플레이, 은행, 기계, 통신 등은 연기금 매수 강도 약화. 매도 반전

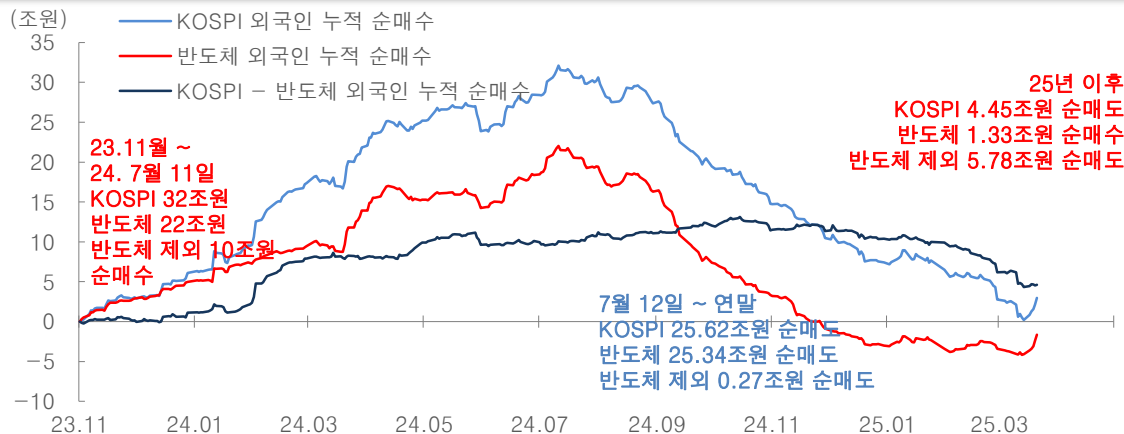
[외국인 수급] 한 주 만에 순매수 전환. 반도체 1.7조원 순매수의 힘

KOSPI 8개월만에 매수 전환 가능성. 반도체 대량 매수의 힘



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

외국인 반도체 매수 반전. Non-반도체 매도세는 다소 진정되는 양상

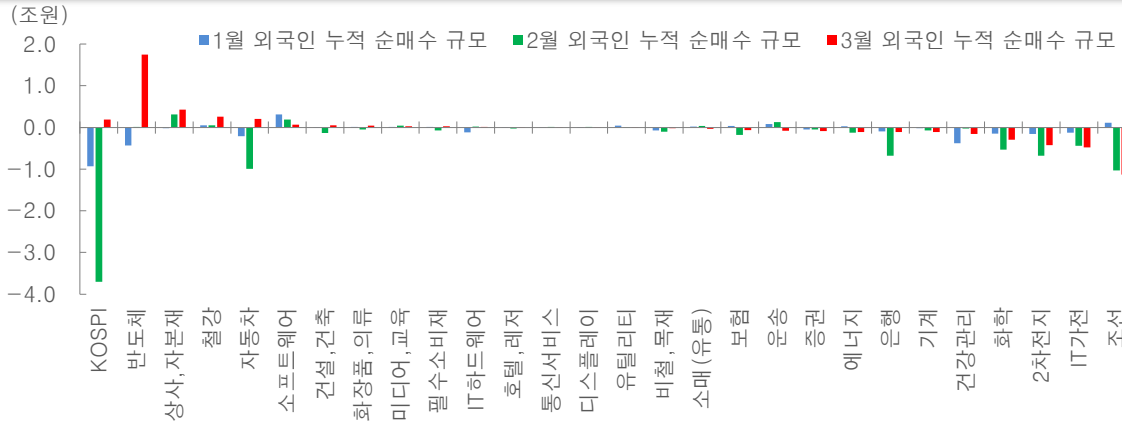


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 3월 셋째주까지 2.6조원에 달했던 외국인 매도는 한 주만에 2,000억원 순매수 전환
- 반도체로 1.7조원 매수가 집중되면서 급반전 전개
- 이로써 KOSPI는 7개월만에 매수 반전 가능성 확대
- 그동안 외국인 매도는 반도체에 집중되었지만, 25년 들어서 반도체 매도는 크게 축소, Non-반도체 매도 강화 양상
- 반도체는 악재와 업황/실적 불안을 선반영한 상황. 오히려 중국 경기 회복 기대, 반도체 업황 저점 통과, 반도체 가격 반등 기대가 유입되면서 수급 개선 가시화
- 실제 반도체 가격 반등이 확인되면서 외국인 투자자들의 수급, 심리 급반전
- 반면, Non-반도체 업종 중에서는 미국 경기, 트럼프 발언, 국내 정치적 변수 등에 일희일비
- 단기 가격, 밸류에이션 매력에 근거한 차별화 현상에 주목

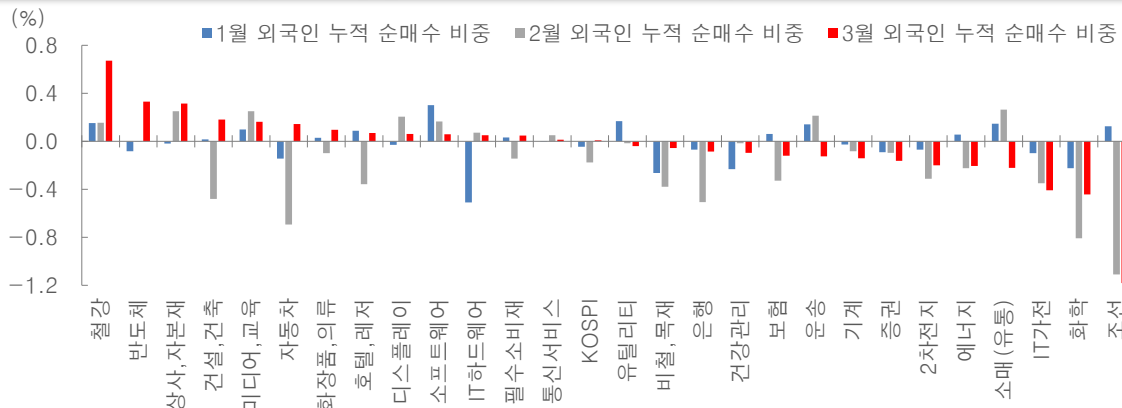
[외국인 수급] 매수 강도 상위 업종 :: 철강, 상사/자본재, 미디어/교육, 건설, 화장품/의류, 필수소비재 등

외국인 반도체, 상사/자본재, 철강, 자동차, 소프트웨어, 건설, 화장품/의류 순매수 조선, IT가전, 2차전지, 화학, 건강관리, 기계, 은행, 에너지 등 순매도



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

시가총액 대비 매수 강도 상위 업종 :: 철강, 반도체, 상사/자본재, 건설, 미디어/교육, 자동차, 화장품/의류, 호텔/레저, 디스플레이 등



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 3월 외국인 누적 순매수를 보면 반도체, 상사/자본재, 철강, 자동차, 소프트웨어, 건설, 화장품/의류 등 차별적 순매수 기록 중
- 특히, 반도체는 3월 셋째주 누적 순매도 2위에서 한 주만에 누적 순매수 1위로 급반전
- 조선, IT가전, 2차전지, 화학, 건강관리, 기계, 은행, 에너지 등은 순매도 기록 중
- 시가총액 대비 매수 강도를 철강, 반도체, 상사/자본재, 건설, 미디어/교육, 자동차, 화장품/의류, 호텔/레저, 디스플레이 등이 상위권에 포진
- 대부분 업종이 낙폭 과대이거나 최근 조정을 거친 업종. KOSPI 반등을 노린 대응 전략 강화로 판단
- 순매도 강도 상위 업종에는 조선, 화학, IT가전, 소매(유통), 에너지, 2차전지, 증권, 기계, 운송 등이 있음
- 주가 부담이 크거나 업황/실적 불확실성이 높은 업종들이 자리하고 있음

[외국인 수급] 원화 약세/강세 압력 등락에 따라 외국인 수급 결정. 현재 약세 압력 정점권 근접

달러대비 원화 약세 강도 폭등 이후 정체. 환차익 노린 선제적 매수 강하게 유입



자료: FnGuide, Bloomberg, 대신증권 Research Center

원/달러 주간 차트. 트럼프, 정치, 경기 변수에 오버슈팅. 25년 1H 레벨다운 전망



자료: 대신증권 Research Center

- 현재 원화 상대적 약세 압력 급등. 2월말 외국인 대량매도, 3월초 외국인 매도 지속의 이유
- 하지만, 25년 상반기 원화 강제 압력 확대 예상. 외국인 순매수 전환/강화 변수
- 트럼프 당선, 계엄령 사태 이후 정치적 불확실성 확대 여파가 지속되면서 원/달러 환율은 여전히 불안정한 상황
- 최근에는 원화 약세강도가 고점을 넘어 급등. 미국, 유럽 변화로 인해 달러 인덱스가 급락했지만, 원/달러 환율은 경기 불안과 정치적 리스크 여파고 여전히 1,450원선 전후에서 등락 반복
- 그럼에도 불구하고 외국인 대량 순매수 유입. 반도체 업황/실적 기대 속에 환차익 기대감 반영 예상
- 달러대비 원화 약세 압력이 정점권에서, 향후 원화 강제 전환을 기대한 외국인 투자자들의 수급 변화가 가시화된 것
- 이번주 국내 정치 리스크 해소를 트리거로 원/달러 환율은 25년 상반기 중 1,300원선 중반대 진입 예상

Inflection Point 5.

4월 2일 트럼프 상호관세를 앞둔데 따른
경계심리 유입 가능성

Strategist 이경민

02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 [daishinstrategy](https://t.me/daishinstrategy)

트럼프 행정부 관세정책 개요

트럼프가 행정부의 3가지 관세, 징벌적 관세, 상호관세, 특정품목 관세

주제	국가안보 비상사태 해결	상호무역 조치	특정상품 산업 보호
명분	<ul style="list-style-type: none"> 마약·인신매매 근절, 불법이민 통제 등 다양한 사안을 “국가 비상사태”로 규정 	<ul style="list-style-type: none"> 타국이 미국산 제품에 적용하는 관세&비관세 장벽에 상응하는 수준의 관세를 부과 미국의 일방적 저관세 정책으로 적자가 누적 	<ul style="list-style-type: none"> 중국, 남미 등 국가들의 과잉생산 동맹국을 통한 우회수출로 미국 산업 침해
행정명령 조치	<ul style="list-style-type: none"> 캐나다 & 멕시코에 25%의 추가관세 부과 (캐나다 에너지·자원 분야 등 10% 차등 적용) 중국산 제품에 10+10% 추가 관세 소액면세(de-minimis) 검토 	<ul style="list-style-type: none"> “각 국가별 비상호적 관세·비관세장벽 조사” 지시 (180일 이내) 무역적자 원인 조사와 무역 상대국들과 체결한 기존 무역협정 재검토 등을 조사해 4.1일까지 권고안 제출 지시 	<ul style="list-style-type: none"> 철강&알루미늄에 대해 캐나다·멕시코·EU·한국·일본 등에 대한 관세 면제를 중단, 모두 25% 관세로 일원화 구리 & 목재 11월까지 수입에 대한 232조 국가안보 조사 지시
이후 전개	<ul style="list-style-type: none"> <u>캐나다/멕시코 4월 2일 부과 연기</u> <ul style="list-style-type: none"> USMCA 적용 품목(캐나다 38%, 멕시코 49%) 이외에는 3/4 관세 부과 <u>중국산 제품 관세</u> <u>2/4 10% + 3/4 10% 추가 = +20% 부과</u> 중국, 무역 보복조치 단행 <ul style="list-style-type: none"> 미국 일부 수입품 관세부과, (2/10~) 중국, 텅스텐 등 핵심광물 수출 통제 구글, 엔비디아 등 반독점법 위반 조사 (3/11) 캐나다-미국 보복관세 이후 철회 	<ul style="list-style-type: none"> 4월 2일 대부분 국가에 상호관세 시행 예고 4월 2일 EU 수입품에 25% 관세 부과 예고 4월 1일까지의 USTR 조사 결과를 토대로 동일 수준의 ‘거울 관세(mirroring tariff)’ 혹은 대응 조치 예정 EU, 4월부터 보복 관세 부과 예정 <ul style="list-style-type: none"> 260억 유로 규모의 미국산 제품 여전히 협상 여지는 남겨둠 한국 산업통상자원부, 상호관세 면제 요청 	<ul style="list-style-type: none"> 철강(+25%): 3월 12일 부과 예정 자동차(+25%), 농산물(+?): 4월 2일 예고 구리, 목재(+?): 11월 보고서 제출 예정 반도체, 제약(+25%): 관세 발효일 미상 한국 산업통상자원부, 관세 면제 요청 일본, 호주 자국 기업 제외 요청

자료: 백악관, 국내외 주요언론, 대신증권 Research Center

트럼프 상호관세 4월 2일 부과 예고, 시행 시점이 중요

- 무역적자 및 무역협정 재검토 지시
- 트럼프 대통령은 취임일 “미국 우선주의 통상정책” 메모랜덤을 통해 무역적자 원인 조사와 무역 상대국들과 체결한 기존 무역협정 재검토 등을 조사해 **4.1일까지 권고안 제출 지시**
 - 1) 기존 무역협정(미-멕시코-캐나다 등) 영향평가,
 - 2) 상품 무역 적자 및 안보 영향 조사, 글로벌 관세 등 해결방안 강구,
 - 3) 중국 무역관계 재평가(지적재산권 관련 301조 조사, 무역협정 준수여부),
 - 4) 국가안보 평가(펜타닐 유입, 원자재 공급망, 커넥티드카 통제, 수출통제)
- EU에 관세 부과 가능성 시사
- 2월 중순(2월 18일)까지 반도체, 의약품, 철강, 알루미늄, 구리, 석유, 가스를 포함한 수입품에 대한 새로운 관세를 부과할 계획 공개

- 트럼프는 취임 직후 무역적자 원인 조사와 무역 상대국들과 체결한 기존 무역협정 재검토 등을 조사해 4.1일까지 권고안 제출 지시
- 4월 이후 본격적인 관세 전쟁을 예고한 상황. 하지만, 권고안 제출 이후에도 관련 국가, 기업들과 의견 수렴 기간이 있음
- 트럼프가 예고한 4월 2일 전후로 관세 부과를 앞둔 불확실성이 유입될 수 있으나, 실질적인 관세 전쟁 가시성이 높아지는 시기는 5월 이후
- 그 전까지는 4월 1일 발표된 결과를 통해 주요국들을 대상으로 한 협상 카드로 활용 가능
- 협상 과정에서 투자심리 영향으로 등락은 불가피하나, 단기 등락을 활용해 포트폴리오 조정, 매수기회로 활용하는 대응을 제시

관세에 대한 세가지 관점 피력. 협상 수단임을 강조

관세 공약은 다른 나라의 불공정한 무역 관행을 바로잡기 위한 조치

트럼프 행정부에서 관세를 바라보는 3가지 방식

- 1) 산업이나 국가별로 불공정한 무역 관행을 바로잡기 위한 것 : 중국이 특히 불공정한 무역 관행을 고수하고 있다며 **대중국 관세는 그런 관행을 바로잡기 위한 협상 도구**
- 2) 연방 정부 예산의 세수를 증대하기 위한 차원의 관세
- 3) **제재 대신 협상에 활용되는 수단으로서 관세**

달리는 세계의 기축통화를 유지해야 함. 10%의 관세를 부과하면 달러 가치는 4% 상승할 수 있음

트럼프 1기 행정부 당시 중국과 체결한 농산물 무역협정은 미국산 농산물 구매를 강제하지 않았음
베센트는 "중국과 합의에 포함된 구매 약속의 이행을 촉구하기 시작할 것"
"중국은 세계 역사상 가장 불균형한 경제" "중국은 심각한 경기 침체와 불황을 겪고 있고 어쩌면 마이너스(-) 4% 디스인플레이션인데 정작 필요한 내부 구조조정 대신 수출로 문제를 해결하려 한다"고 지적

2017년 도입된 세금 감면 조치는 갱신. 영구적으로 유지. 연장하지 않으면 경제적 재앙에 직면하게 될 것. **친성장 규제 완화와 세금 감면으로 경제를 되살릴 것이라고 강조**

연방 정부가 지난 4년간 국내총생산(GDP)의 7%에 달할 정도로 역사적으로 높은 재정적자를 기록하면서 심각한 지출 문제가 있었음
우리는 재정을 정리하고 지난 4년간 놀랍게도 40%나 증가한 연방 국내 재량 지출을 조정하기 위해 노력해야 함

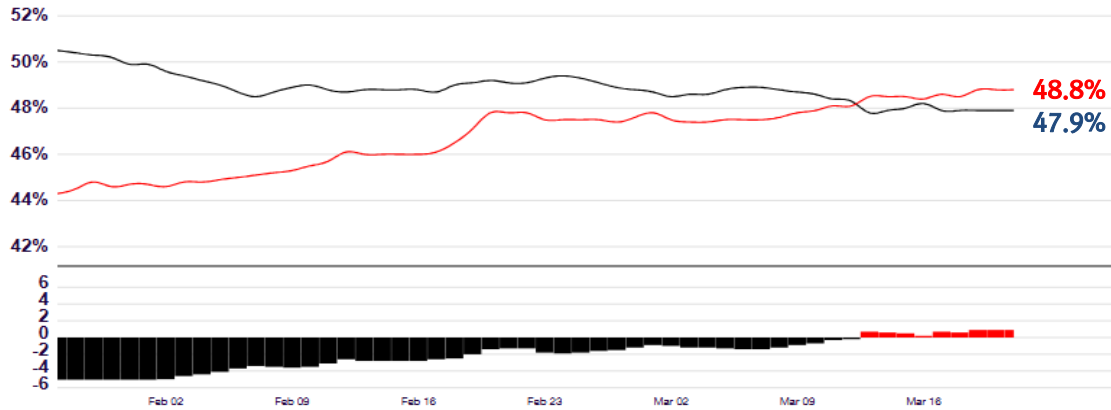
미국 정부의 부채 한도 폐지에 동의

연방준비제도(Fed·연준)의 금리 결정에 있어 독립성 지지

- 트럼프 취임 이후 수많은 관세 관련 발언과 부과 경고 등으로 글로벌 금융시장이 크게 흔들림
- 하지만, 현재 시점에서 관세부과가 현실화된 것은 중국뿐. 콜롬비아, 캐나다, 멕시코 관세 부과는 유예. 이 과정에서 협상을 통해 관세 부과 시점을 지연시켜 왔음
- 트럼프 2기 행정부에서 관세 정책은 부과 그 자체에 목적이 있기보다는 협상 도구로 활용할 생각이라고 스콧 베센트 미국 재무부 장관 지명자가 밝힘
- 스콧 베센트 재무장관 지명자는 16일(현지시간) 연방 상원 재무위원회의 인준 청문회에 출석해 도널드 트럼프 미국 대통령 당선인의 관세 공약은 다른 나라의 불공정한 무역 관행을 바로잡기 위한 조치라고 언급
- 강경 일변도인 트럼프 행정부 진용에서 베센트가 중재자 역할을 하며 대외 무역을 매끄럽게 조정하길 바라고 있는 상황
- 베센트의 이 같은 발언은 월가와 시장의 기대에 부응하는 것이자, 과도한 불안심을 진정시키는 계기로 판단

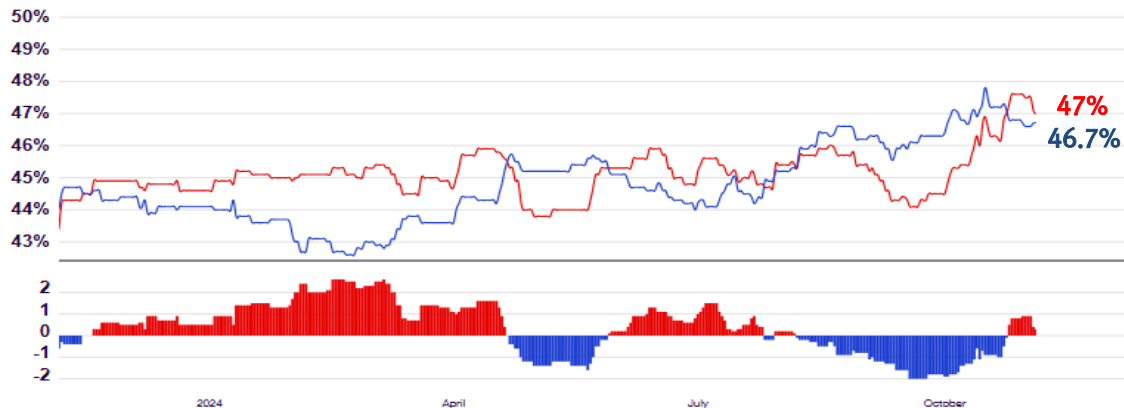
트럼프 직무 수행 지지도 부정평가가 우위. 반대 여론이 강한 관세정책을 밀어붙일 수 있을까?

트럼프 직무 수행 지지도, 부정 평가가 긍정 평가를 앞서기 시작 관세정책을 밀어붙일 수 있을까?



자료: RealClearPolitics, 대신증권 Research Center

공화당, 민주당 지지율도 0.3%p 격차로 붙어있어

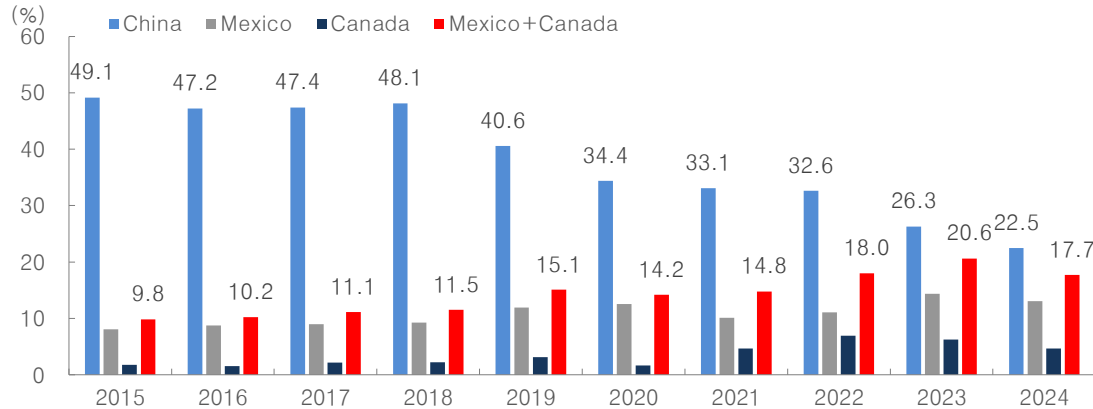


자료: RealClearPolitics, 대신증권 Research Center

- 트럼프 관세 정책은 협상 수단임이 명확한 상황에서 최근 정치적 입지도 투자자들의 우려보다 강하게 상호관세를 밀어붙이기 어려울 전망
- 임기 초반 50%를 넘던 긍정 지지는 47.9%로 레벨다운되었고, 부정적인 의견은 44% 수준에서 48.8%로 레벨업
- 부정적인 의견이 현재 0.9%p 앞서는 상황
- 민주당과 공화당 간의 지지율 격차도 0.3%p에 불과
- 26년 중간선거를 앞두고 여론을 신경쓸 수 밖에 없을 것
- 트럼프 1기 당시 중간선거 패배가 조기 레임덕으로 이어진 만큼 트럼프 2기에서는 여론의 눈치를 볼 수 밖에 없을 전망

트럼프의 타겟은 중국의 우회수출 경로

미국의 대중국 무역적자 비중 축소, 멕시코/캐나다 우회수출 증가



자료: 국내외 주요 언론, 대신증권 Research Center

미국과 FTA 체결되어있는 한국은 멕시코, 캐나다와 함께 0% 수준의 관세

산업	한국	일본	중국	베트남	유럽	캐나다	멕시코
반도체	0.00	0.00	25	0.00	0.00	0.00	0.00
자동차	0.00	1.94	26.94	1.94	1.94	0.00	0.00
전자	0.00	3.47	24.1	3.47	3.47	0.00	0.00
전기전자	0.00	1.02	21.92	1.14	1.14	0.00	0.00
화학	0.00	3.46	26.25	3.66	3.66	0.00	0.00
석유정제	0.00	2.85	26.14	2.85	2.85	0.00	0.00
비금속광물	0.00	2.28	25.83	2.28	2.28	0.00	0.00
비철금속	0.00	1.79	25.29	5.57	5.57	0.00	0.00
기계류	0.00	1.71	26.15	2.09	2.09	0.00	0.00
섬유의복	0.00	10.48	29.83	10.48	10.48	0.00	0.00
음식료	0.00	3.83	22.92	3.93	3.93	0.53	0.53
기타수송	0.00	1.34	19.34	1.34	1.34	0.00	0.00
기타제조업	0.00	0.56	14.45	0.83	0.83	0.00	0.00

자료: KIET, 대신증권 Research Center

- 미국의 무역적자 중 중국의 비중이 축소 되었으나, 멕시코, 캐나다를 포함한 여타 국가들의 비중 확대
- 트럼프가 펜타닐의 유통 경로로 지목한 멕시코, 캐나다는 무역협정을 체결한 국가로, 0%에 가까운 관세율 부과
- 트럼프 1기 당시 중국에 20% 이상의 고율관세가 부과된 이후 중국은 멕시코와 캐나다를 우회수출 경로로 사용한 것으로 추정
- 관세는 막대한 무역적자 축소 및 패권 확보가 목표, 중국의 우회수출을 통한 조세 회피를 차단하고자 하는 것이 트럼프의 궁극적 목적일 것

멕시코, 캐나다 관세 유예, 미국도 스스로 피해를 입는 것은 원하지 않아

트럼프, 미국 피해가 예상되자 관세조치 철회

(3/4) 리트닉 상무부장관, 멕시코와 캐나다 관세 완화 가능성 시사

- 멕시코 정부, 25% 관세를 피하기 위해 중국산 수입품 관세 인상 제안

(3/5) 자동차 제조업체에 대해 한 달간 복미 관세 면제

- GM, 포드 등 자동차 제조업체들이 트럼프 대통령에게 촉구한 결과

- 특정 농산물을 제외하는 것을 고려

(3/6) 자동차 제조업체에 대해 한 달간 복미 관세 면제

- 무역 전쟁으로 인한 경제적 파장을 우려

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

한편, 해운 분야에서 추가적인 중국 압박 지속

(2/24) USTR, 중국 선박에 대한 수수료 부과 제안

- 중국에서 건조된 선박은 미국 항구 기항 시 최대 150만 달러
- 중국에서 건조된 선박을 보유하거나 중국조선소에 발주한 선박 운영자 50만 달러

(3/7) 동맹국에 유사 조치 압박 행정명령 예정

- 유사 조치 시행하지 않을 경우 보복 조치 위협 예정
- 중국산 화물 처리 장비에도 관세를 부과할 것을 요구

자료: USTR, 백악관, 국내외 주요언론, 대신증권 Research Center

- 트럼프 대통령은 3월 4일 예정대로 멕시코-캐나다에 대한 관세부과를 강행하였으나 자국 피해가 예상되는 자동차, 농산물에 이어 결국 대부분 품목에 대한 관세 조치를 유예
- 미국 기업과 소비자들에게 피해가 우려되자 한발 후퇴, 관세가 실제로 부과되고, 보복조치가 시행되면 더 이상 협상이 어렵기 때문에 관세 카드를 협상카드로 남겨두는 모습
- 한편, 백악관 측에 따르면 캐나다에서 수입되는 제품의 62%는 USMCA를 준수하지 않으며, 중국에 대해 부과한 10% 추가관세는 그대로 진행, 결과적으로 중국에 대한 우회수출과 추가관세 조치만이 3월 4일 부과되었음
- 미국은 관세 이외에도 중국의 조선, 해운업에 대한 미국과 USTR의 강한 견제의지 확인, 대중국 관세 압박은 지속/강화
- 중국이 이에 대해 어떠한 방식으로 대응할 것인가가 중요 포인트일 것

250207, 미국-일본 정상 공동 성명, 직접투자과 에너지 수입 확대

- **미국-일본 경제협력**
 - 일본은 미국의 긴밀한 경제 파트너로서 서로의 국가에 가장 많은 **해외 직접 투자를 제공하고 양질의 일자리를 창출**
 - 산업 기반을 강화하고 AI, 양자 컴퓨팅, 최첨단 반도체, 국제우주정거장 및 아르테미스계획 등 우주항공기술 등 중요한 기술 개발에서 협력할 것
 - 일본에 대한 미국의 **LNG 수출을 늘려 에너지 안보를 강화**
 - **중요광물 공급망 다각화, 소형 모듈형 원자로 개발 협력**
- **미국-일본 안보협력**
 - 수출 통제를 포함하여 중요하고 민감한 기술을 보호하기 위한 정책협력
 - 기술 도용, 범죄자 이송, 불법 이민을 퇴치하기 위한 정보공유
 - 인도태평양 지역 안보 협력 및 중국 견제, 미일 상호 협력 및 안전보장 조약 제5조가 센카쿠 열도에 적용된다는 것을 재확인
- **(이시바 총리와의 회견 중)** 일본과의 무역적자를 줄이고 싶으며, 관세 가능성을 배제하지 않지만, **처벌 조치 없이도 문제가 해결될 수 있다고 믿는다**

- 일본은 미국에 대해 한국과 비슷한 무역 흑자를 거두고 있으며 한국과 비슷하게 FTA를 통해 무관세 조약을 맺은 국가
- 트럼프 대통령이 2월 7일 상대국 상호관세 이야기를 한 자리는 일본 이시바 총리와의 회견 중 기자들에게 언급한 말임에도 백악관에서 발표된 성명에는 관세에 대한 이야기가 없었음
- FTA 국가인 일본에게 관세는 목적이 아닌 협상 수단이었을 뿐 트럼프는 일본의 US Steel 등 일본의 직접 투자, 미국의 LNG수출, 광물 공급망 다각화, 소형원자로 기술 및 개발 협력 등의 성과를 얻어 내었음
- 일본은 관세에 대한 회피와 함께 미국과의 안보협력, 센카쿠 열도에 대한 약속 등 실리를 얻어낸 모습
- 관세는 목적이 아닌 수단, 관세 영향보다는 한국도 일본과 유사한 방법으로 관세를 피할 수 있다면 선반영된 관세우려로 인한 불확실성 해소 및 미국과의 교역 변화에 따른 산업 영향이 새로운 모멘텀이 될 수 있을 것

250213, 미국-인도 정상 공동 성명, 관세 수준 통일

- 양국 무역 협력 및 투자 확대
 - 인도 최혜국(MFN) 대상 17%의 높은 평균 관세를 부과. 반면, 미국은 MFN 평균 3.3%. 모디 총리: “원원할 수 있는 상호 협정을 신속히 도출할 것”
 - 트럼프 대통령: “(인도가) 일부 관세를 낮춘 것을 환영한다”
 - 2030년까지 양국 무역을 5,000억 달러 규모로 2배 이상 확대 농업 · 공업 · 의약품 등에서 상호 시장 개방 및 무역장벽 완화
- 기술 · 에너지 · 공급망 협력
 - 인도, 미국의 LNG, 원유, 석유제품 등 에너지 무역 확대 추진
 - 전략적 광물(리튬, 코발트, 희토류 등) 공급망 구축, 첨단산업 경쟁력 증진
 - AI, 반도체, 양자기술, 바이오기술, 우주기술 상호 협력
- 인태(Indo-Pacific) 지역 안보 및 역내 협력
 - 미국은 인도에 대한 군사판매 확대하고, 향후 F-35 스텔스 전투기제공
 - 인도-태평양 지역에서 쿼드(Quad) 및 역내 동맹국 협력

- 트럼프 대통령이 두 번째로 정상회담을 가진 국가는 인도
- 인도는 트럼프가 언급한 상호관세를 적용할 수 있는 대표적인 국가로, 미국 대비 상대적으로 높은 관세율을 부과
- 트럼프 대통령이 인도 모리총리와의 회담을 앞두고 상호관세를 발표한 것은 협상에서 압박용 카드로 활용하고자 하는 정치적 노림수
- 한편, 인도는 미국에 대한 농산품 등 각종 상품의 관세율 인하와 LNG 등 에너지 수입 확대, 무기 수입 확대 등 무역수지 개선 조치 등을 트럼프에게 선물로 안겨 주며 협상에 임한 모습
- 일본과 마찬가지로 AI, 반도체 등 첨단기술에 대한 협력과 인도태평양 지역 안보 강화 등 동맹을 확인

250221, 한국 정부 대표단, 워싱턴 방문

한국 정부 대표단, 미국의 상호관세 & 철강/알루미늄 관세 면제 요청

- 박종원 차관: FTA 협정에 따라 양국간 거의 모든 관세가 이미 철폐되었음
- 한국 기업들의 미국 투자를 강조
 - 한국이 지난 2년 동안 미국에 다른 어떤 나라보다 더 많이 투자
 - 트럼프 행정부와 관세 협상테이블에 반영되어야 함 (최상목 권한대행)
- 트럼프 행정부와 추가 협력을 논의하기 위한 고위급 회담 개최를 제안
- 한국 기업이 미국에서 사업을 하는 인센티브(IRA & CHIPS 등) 유지 요구

자료: 국내의 주요언론, 대신증권 Research Center

250215, 뮌헨 국무장관 회담, 관세는 전면에 논의되지 않아

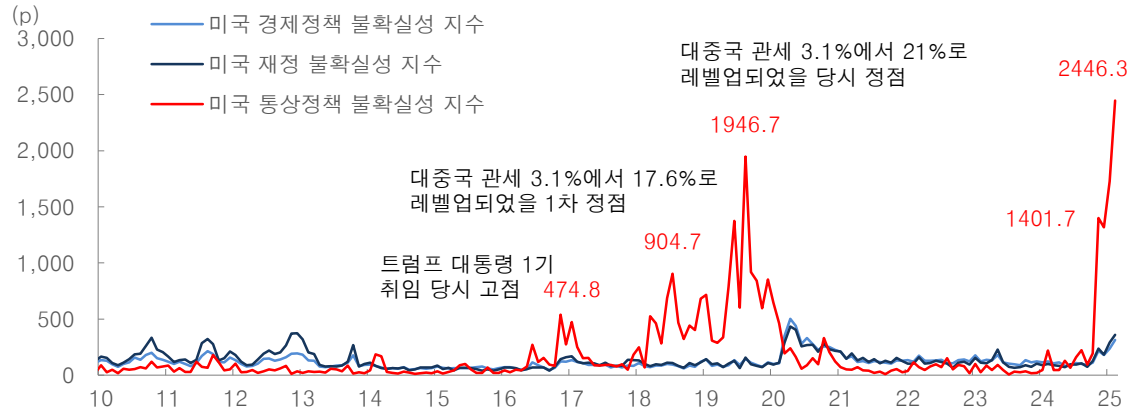
- 조선, 반도체, 에너지 분야에서 협력을 확대
 - 미국 액화천연가스(LNG) 수출 증가 환영
 - 트럼프 대통령의 아젠다에 따른 경제 협력을 계속 발전시킬 필요성
 - 중요하고 새로운 기술 및 공동 사업 이니셔티브에 대한 긴밀한 협력 필요
- 한미동맹 신뢰 강조
 - 남중국해에서 중국의 침략에 대한 우려를 공유
 - 미국의 북한 비핵화 의지 재확인

자료: 미국 국무부, 국내의 주요언론, 대신증권 Research Center

- 중국에 대한 철강 관세 부과가 안건으로 올려진 다음날 산업통상자원부는 중국에 공식적으로 관세 면제 요청 전달
- FTA 협정과 한국 기업들의 미국 투자가 강조되었으며 고위급 회담을 통한 협상 테이블 구축 노력
- 한편, 지난 뮌헨 안보회의에서부터 제안되었던 LNG를 포함한 미국 에너지 수입 확대와 조선, 반도체 기술분야 등에서 협력 또는 투자제안 등이 추가적인 협상수단으로 제시될 것으로 예상
- 철강&알루미늄 관세 뿐만 아니라 반도체, 자동차, 의약품 등 국내 중요 산업이 품목관세의 영향권에 놓인 만큼 향후 트럼프와의 관세 협상 결과와 3월 12일 철강 &알루미늄 관세의 발효 여부는 중요한 지표가 될 수 있을 것

통상정책, 관세 리스크 선반영. 25년 상반기에는 오히려 기회 요인이 많아

시장에서는 이미 트럼프 정책 상당부분 선반영 중 대중국 관세 리스크 21% 부과 당시의 리스크 수준 상회



자료: EPU, Bloomberg, 대신증권 Research Center

트럼프 1기 주요 정책이던 대중국 강경책 실제 실행까지 18개월 소요

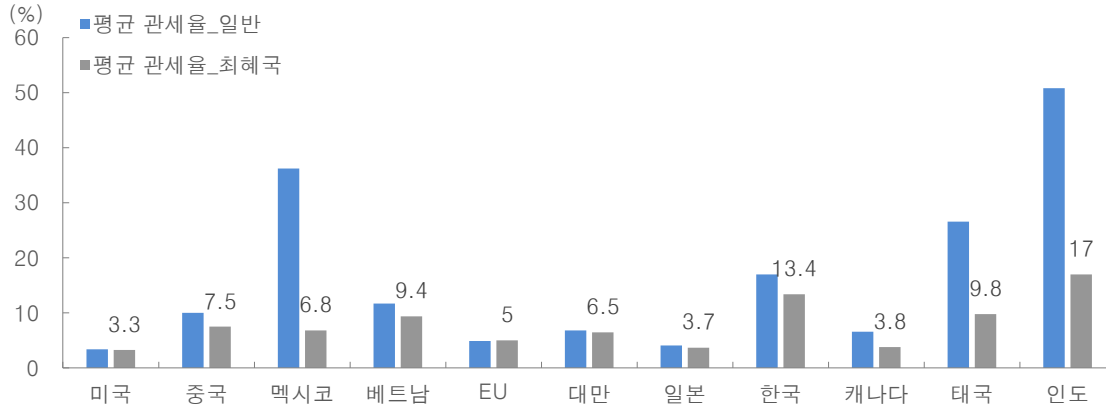


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 현재 시장에서 반영하고 있는 트럼프 통상정책, 관세정책 리스크는 이미 역사적 고점 경신
- 2018년 3.1%였던 대중국 관세가 21%까지 레벨업되었을 당시보다 통상정책 불확실성이 크다고 투자자들은 우려
- 하지만, 현재까지 관세부와 정책은 중국에만 시행된 상황. 향후 시행되더라도 국가별, 품목별 관세부과 가능성이 높고, 본격적인 관세정책을 펼치기까지 상당한 시간이 필요할 전망
- 실제로 트럼프 1기 당시에도 2018년 관세부과를 위한 무역관행 조사도 2017년 8월에 서명. 취임 이후 6개월 소요
- 이후 본격적인 시행은 2018년 2월, 3월
- 즉, 현재는 통상정책, 관세에 대한 우려가 과하게 반영되어 있다는 판단. 특히, 상반기 중에는 내각 구성과 관세 부과를 위한 포석을 마련하는 시간이 필요
- 따라서 25년 상반기 중에는 관세, 통상정책에 대한 불안심리가 진정되고, 선수요가 유입되면서 투자기회를 제공할 것으로 전망

상호관세, 오히려 한국에 미치는 영향은 제한적

WTO, 선진국 중 한국의 최혜국 관세율은 낮지 않은 편



주: 2024년 기준
 자료: WTO, 대신증권 Research Center

그러나, 한미 FTA로 대다수 대미국 수입품목의 관세는 0% 수준

품목	관세율	비고
곡물	0.0%	현미, 쌀등 미양허 / 보리, 밀 등 쿼터제
소고기	5.3%	설육(허, 간, 꼬리 등 부속물): 2.4%
돼지, 닭 등 기타육류	0.0%	건조하거나 훈제한 육류: 3.6%
자동차, 트랙터	0.0%	
의료용품	0.0%	
광물성연료, 에너지	0.0%	
무기/유기화합물	0.0%	
철강/철강제품	0.0%	
반도체/전자제품	0.0%	

자료: 관세청 FTA포털, 대신증권 Research Center

- 한국은 WTO 주요국 중 최혜국 관세율 13.4%로 상대적으로 높은 관세율을 부과
- 그러나, 미국을 비롯해 EU, 아세안, 역내 포괄적 동반자 협정(아세안, 호주, 일본, 중국, 뉴질랜드) 등 개별 국가들과의 협정을 통해 별도의 관세율을 적용하는 정책을 활용 중
- 미국과의 FTA에서 쇠고기, 농산물 등 일부 품목을 제외한 대다수 상품군에서 상호 무관세 적용 중
- 미국이 보편관세가 아닌 상호관세 정책을 통해 각국과의 협상에 나선다면 한국에 유독 강압적으로 나설 이유가 없다고 판단, 한국과 마찬가지로 FTA가 체결되어있던 일본의 경우 투자확대와 에너지 수입 확대 등으로 무난하게 미국과의 협상을 마쳤음
- 부가가치세(VAT, 10%)를 관세와 동일시할 경우 일부 영향이 있을 수 있으나, 글로벌 대부분 국가들이 부가세 시스템을 사용, 국가간 무역 경쟁력 관점에서 경쟁력 저하는 제한적

관세부과에 따른 기업 이익 전망

차등 상호관세 부과시 영업이익 영향

기본시나리오: 대중국 압박 지속, 국가/품목별 차등 상호관세 부과

2024 영업이익 (단위: 십억원)	수출금액	관세율 가정(%)	영업이익
KR 영업이익			259,857.8
(-) 영업이익 미국 관세 영향	212,675	5%	13,079.0
차량과 탈것	70,607	10%	7,060.7
전기 기계 및 장비	34,767	10%	3,476.7
철강 제품	5,120	25%	1,280.1
철강	2,922	25%	730.5
알루미늄 및 그 제품	1,692	25%	422.9
곡물, 밀가루, 전분 또는 우유의 조제 식품	1,081	10%	108.1
원자로, 보일러, 기계류 및 기계 부품	44,401	0%	-
광물성 연료, 오일 및 증류 제품	9,038	0%	-
플라스틱 및 그 제품	7,399	0%	-
광학·사진·측정·의료 기기 및 그 부품	4,066	0%	-
유기화학 제품	3,294	0%	-
에센셜 오일 및 레지노이드	3,047	0%	-
기타 화학 제품	2,469	0%	-
의약품	2,435	0%	-
고무 및 그 제품	2,194	0%	-
항공기, 우주선 및 그 부품	1,681	0%	-
무기화학 제품	1,482	0%	-
종이 및 판지; 종이 펄프 제품	1,093	0%	-
선박 및 부유 구조물	1,067	0%	-
진주, 귀석 및 반귀석	1,053	0%	-
기타	11,767	0%	-
영업이익 조정			246,778.7
		영업이익 조정:	-5.0%

자료: 산업통상자원부, FnGuide, 대신증권 Research Center

관세부과에 따른 기업 이익 전망

10% 보편관세 부과시 KOSPI 영업이익 변화

비관 시나리오: 대중국 압박 지속 + 상호관세에 이은 보편관세 부과

2024 영업이익 (단위: 십억원)	수출금액	관세율 가정(%)	영업이익
KR 영업이익			259,857.8
(-) 영업이익 미국 관세 영향	212,675	14%	38,533.8
차량과 탈것	70,607	25%	17,651.8
전기 기계 및 장비	34,767	25%	8,691.8
원자로, 보일러, 기계류 및 기계 부품	44,401	10%	4,440.1
철강 제품	5,120	25%	1,280.1
기타	11,767	10%	1,176.7
광물성 연료, 오일 및 증류 제품	9,038	10%	903.8
플라스틱 및 그 제품	7,399	10%	739.9
철강	2,922	25%	730.5
알루미늄 및 그 제품	1,692	25%	422.9
광학·사진·측정·의료 기기 및 그 부품	4,066	10%	406.6
유기화학 제품	3,294	10%	329.4
에센셜 오일 및 레지노이드	3,047	10%	304.7
기타 화학 제품	2,469	10%	246.9
의약품	2,435	10%	243.5
고무 및 그 제품	2,194	10%	219.4
항공기, 우주선 및 그 부품	1,681	10%	168.1
무기화학 제품	1,482	10%	148.2
종이 및 판지; 종이 펄프 제품	1,093	10%	109.3
곡물, 밀가루, 전분 또는 우유의 조제 식품	1,081	10%	108.1
선박 및 부유 구조물	1,067	10%	106.7
진주, 귀석 및 반귀석	1,053	10%	105.3
영업이익 조정			221,324.0
		영업이익 조정:	-14.8%

자료: 산업통상자원부, FnGuide, 대신증권 Research Center

Inflection Point 6.

3월 31일 공매도 재개

변동성은 관리하되 겁먹을건 없어

Strategist 이경민

02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 [daishinstrategy](https://t.me/daishinstrategy)

[공매도 재개] 3월 31일 공매도 재개. KOSPI는 하락할까? 상승할까?

과거 공매도 재개 이후 KOSPI는 상승. 밸류에이션, 외국인 수급이 핵심 변수



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 2025년 3월 31일부터 공매도 재개 예정
- 금융당국, 불법 공매도 방지와 개인 투자자 보호를 위해 제도 개선. 기관 투자자의 주식 대여 기간 90일로 제한, 최대 12개월까지 연장. 불법 공매도에 대한 처벌 강화 : 부당이득액의 최대 6배 벌금 또는 무기징역
- 시장 유동성과 효율성을 높이는 긍정적 효과(외국인 수급 개선), 고평가 종목은 단기 주가 하락 압력 경계(포트폴리오 재점검 필요)
- 투자자들의 불안심리가 크지만, 과거 공매도 재개 당시, 그리고 이후 흐름은 긍정적
- 세 번의 공매도 재개 이후 KOSPI는 단기 등락 이후 상승

[공매도 재개] 과거 세 번 공매도 재개 이후 3개월 수익률은 모두 플러스. 외국인 수급이 변수

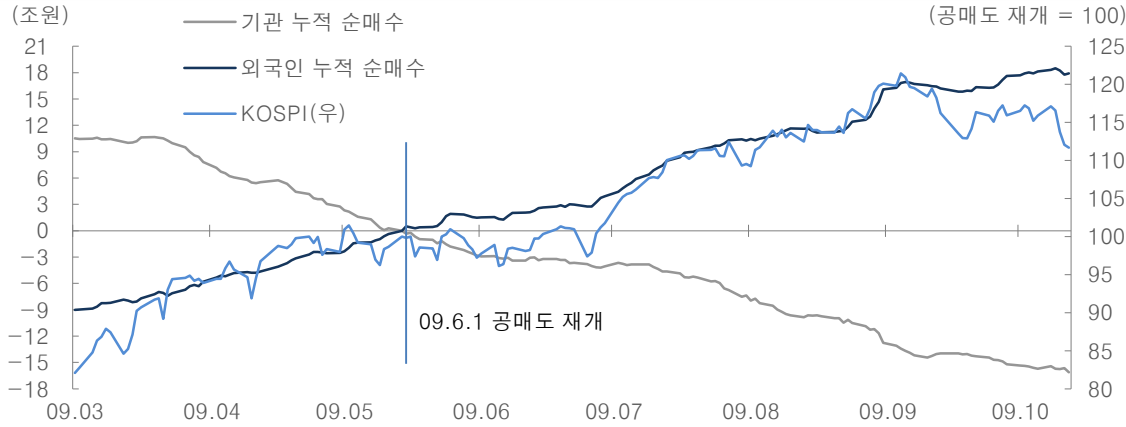
단기 등락은 불가피하지만, 3개월 수익률은 모두 플러스

공매도 재개		09년 6월 1일	11년 11월 10일	21년 5월 3일
당일	KOSPI 수익률	+1.38%	-4.94%	-0.66%
	외국인 순매수	+0.33조원	-0.50조원	-0.44조원
1개월	KOSPI 수익률	-0.24%	+4.77%	+2.93%
	외국인 순매수	+2.63조원	-2.17조원	-8.09조원
3개월	KOSPI 수익률	+14.7%	+10.0%	+2.84%
	외국인 순매수	+11.97조원	+5.89조원	-14.41조원
6개월	KOSPI 수익률	+10.93%	+1.96%	-5.47%
	외국인 순매수	+20.09조원	+6.35조원	-23.90조원
당시 선행 PER		11.67배	8.83배	13.02배
주요 내용		금융위기 이후 경기 회복	유럽 재정위기 이탈리아 쇼크	동학개미 운동 역사적 고평가

- 2009년 6월 1일, 2011년 11월 10일, 2021년 5월 3일 공매도 재개 이후 세 번 모두 상승
- 상승폭과 강도를 결정짓는 변수는 밸류에이션과 외국인 순매수 강도
- 2009년 6월과 2011년 11월에는 외국인 대량매수가 유입되면서 KOSPI 상승추세를 주도
- 21년에만 KOSPI 선행 PER이 13배를 상회함에 따라 외국인 대규모 매도 출회. 그럼에도 불구하고 기관 매수에 소폭 상승은 가능
- 현재 낮은 KOSPI 밸류에이션과 가격 메리트를 감안할 때 공매도 재개시 수급 변화에 의한 단기 등락은 있겠지만, 외국인 순매수를 중심으로 KOSPI 추가적인 레벨업 시도 예상

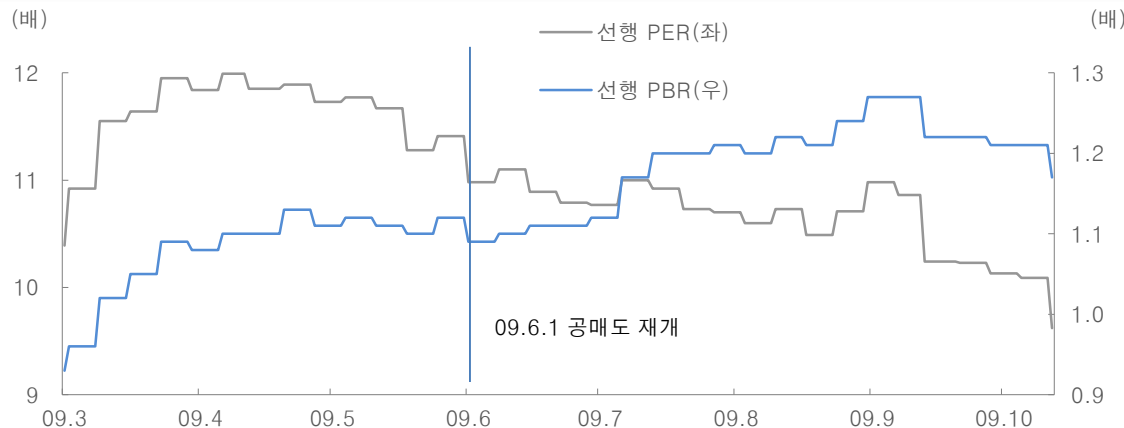
[공매도 재개] 2009년 6월 1일 공매도 재개 : 외국인 대량 매수, KOSPI 급등

외국인 매매 패턴에 KOSPI 정체 이후 급등



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

선행 PER 11배로 매력 낮지만, 증시 급등에도 밸류에이션 하락. 강력한 실적의 힘



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 재개 당일 코스피 지수는 전일 대비 1.4% 상승, 이후 3개월간 코스피 지수는 약 14.7% 상승.
- 공매도 재개 당일, 외국인은 약 3,299억 원을 순매수, 3개월 동안 11.95조원 순매수하며 지수 상승을 주도
- 당시 12개월 선행 PER이 11배 수준으로 매력도가 낮았지만, 실적 개선세로 증시 급등에도 불구하고 밸류에이션 하락
- 강력한 실적 개선에 힘입은 외국인 대량 매수가 KOSPI 상승을 이끌었던 것으로 판단

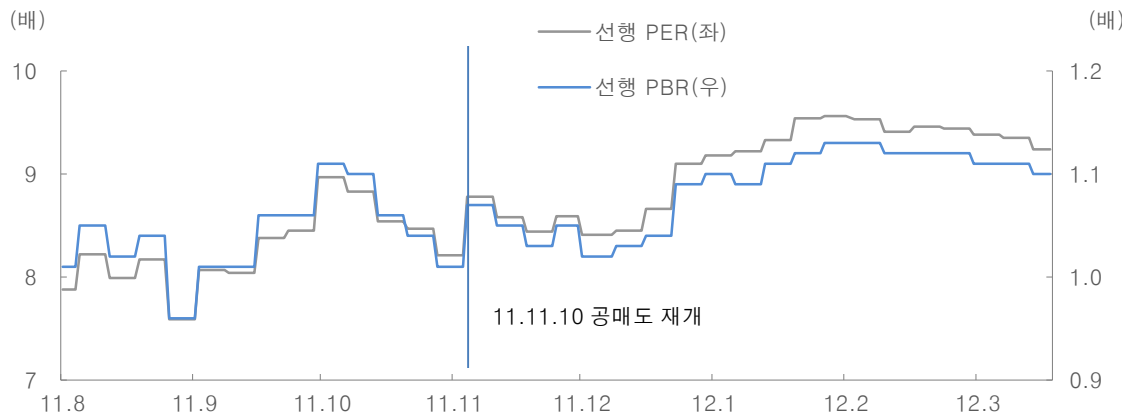
[공매도 재개] 2011년 11월 10일 공매도 재개 : 이탈리아 디폴트 쇼크를 극복하고, 상승세 전개

외국인 매매 패턴에 KOSPI 급등락 이후 상승



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

선행 PER 8.8배, PBR 1배 수준으로 밸류에이션 매력 높아

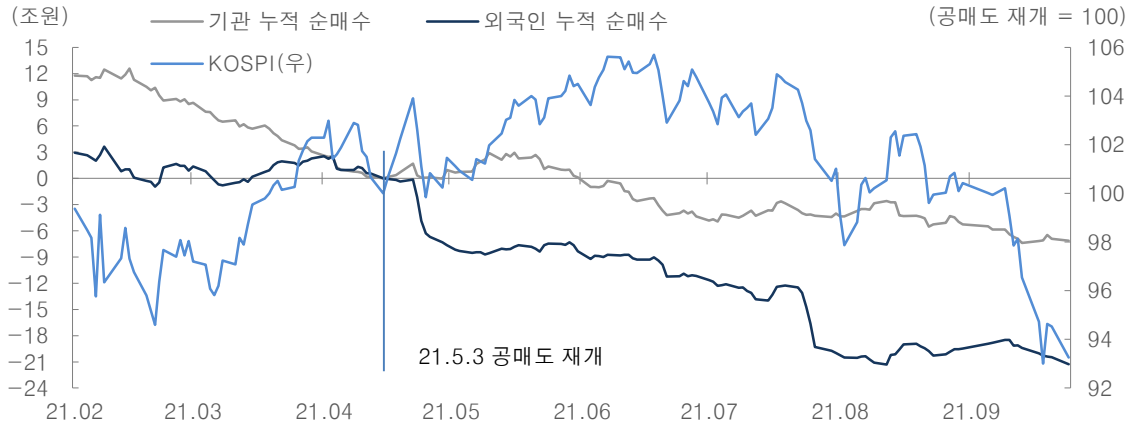


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 당일 -4.94% 급락
- 이탈리아 국채 금리 급등, 이탈리아 디폴트 우려 급증과 공매도 재개가 맞물린 결과
- 하지만, 이후 3개월간 코스피 지수는 약 9.9% 상승. 3개월 동안 외국인 5.89조원 순매수
- 유럽발 재정위기 우려가 진정되며 밸류에이션 매력 부각

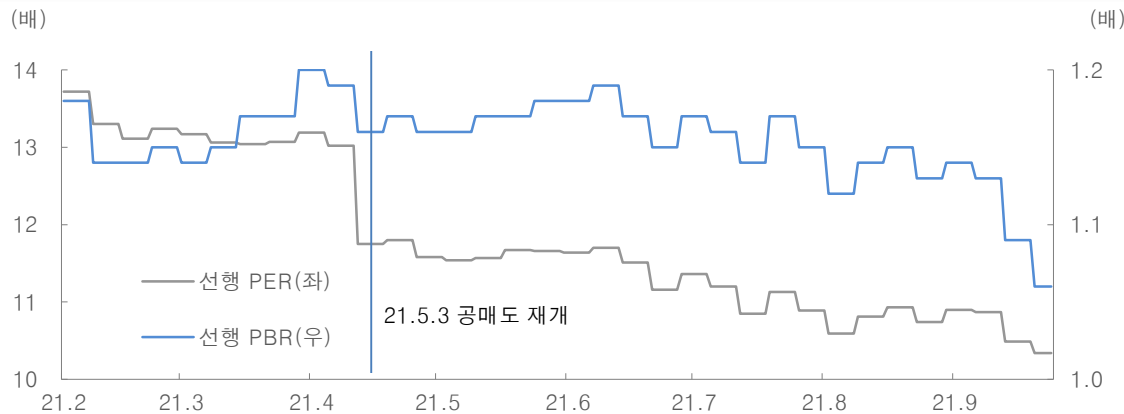
[공매도 재개] 2021년 5월 3일 공매도 재개 : 코로나 팬데믹 장세에서 공매도 재개 이후 고점 형성

외국인 매도에도 불구하고 KOSPI 고점 형성



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

선형 PER 13배 후반에서 하락 중. 밸류에이션 부담 가중

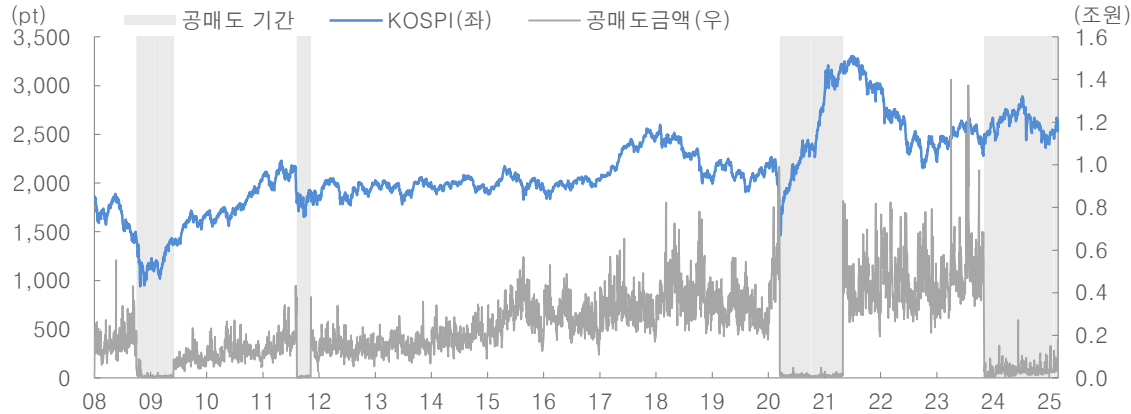


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 당일 0.66% 하락에 그침
- 3개월 동안 2.84% 상승에 그쳤는데, 외국인 13.75조원 순매도 영향
- 역사적 고점 통과 과정에서 종목별 급등락 활발

[공매도 재개] 금융위기 이후 공매도 금지 조치는 이번까지 총 4번의 사례

공매도, 금융시장 흐름을 바꾸지는 못해



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

과거 세 번 공매도 재개 시점보다 밸류에이션 매력 높고, 외국인 지분율 낮아...

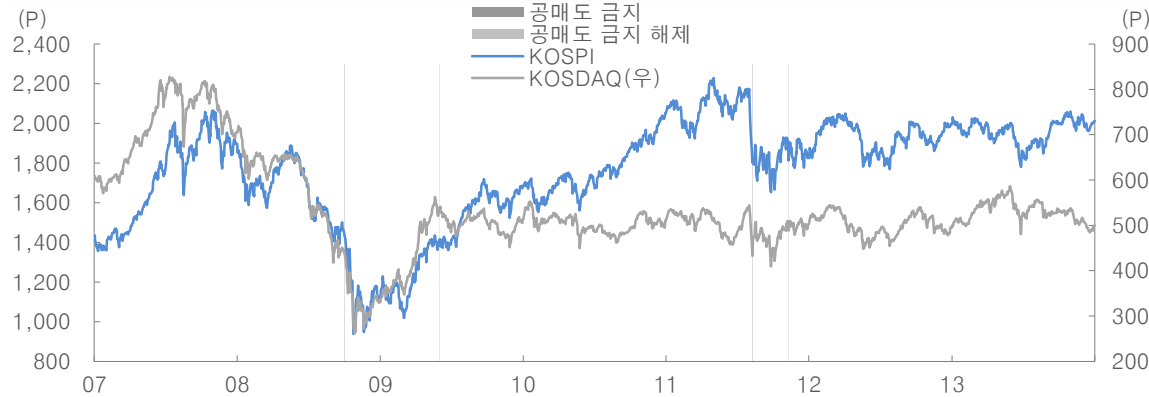


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 공매도 재개가 증시 방향성(추세 상승 vs. 추세 하락)을 결정했다고 보기 어려움
- 2009년 6월 공매도 재개 이후 KOSPI가 상당 기간 우상향세를 이어갔고, 2011년 11월 재개 시점과 2021년 5월 재개 시점 전후로도, 지수 자체는 일시적으로 상승한 뒤 결국 펀더멘털·유동성 환경 등이 더 크게 작용해 추후 흐름이 결정
- 다만, 현재 KOSPI 밸류에이션 매력은 여느때보다 높고, 외국인 지분율은 금융위기 이후 낮은 레벨에 위치
- 공매도 재개가 시장 전반에 부정적인 영향을 주지는 않을 것으로 전망
- 다만, 종목별로도 P/E가 급등했거나 적자 혹은 급격한 실적 변동을 겪는 종목들이 공매도 투자자들의 타겟이 될 수 있음
- 대표적으로 트럼프 정책으로 인해 급등했거나 하락추세를 나타낸 종목들이 공매도 재개 시점에 급락 변동성에 노출될 가능성은 경계
- 반면, 장기 저평가 영역에 위치한 업종, 종목은 가격 재평가가 전개되면서 외국인 수급에 의한 반등시도 가능

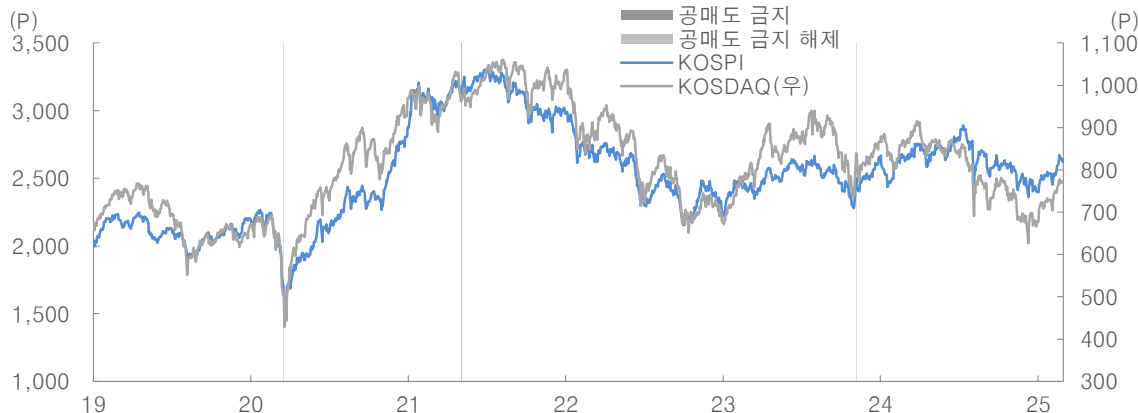
3월 공매도 재개, 공매도 재개는 지수 방향성을 결정짓는 핵심 변수는 아님

공매도 금지 및 해제 시 주가 추이(글로벌 금융위기, 유럽 재정위기)



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

공매도 금지 및 해제 시 주가 추이(코로나 19)

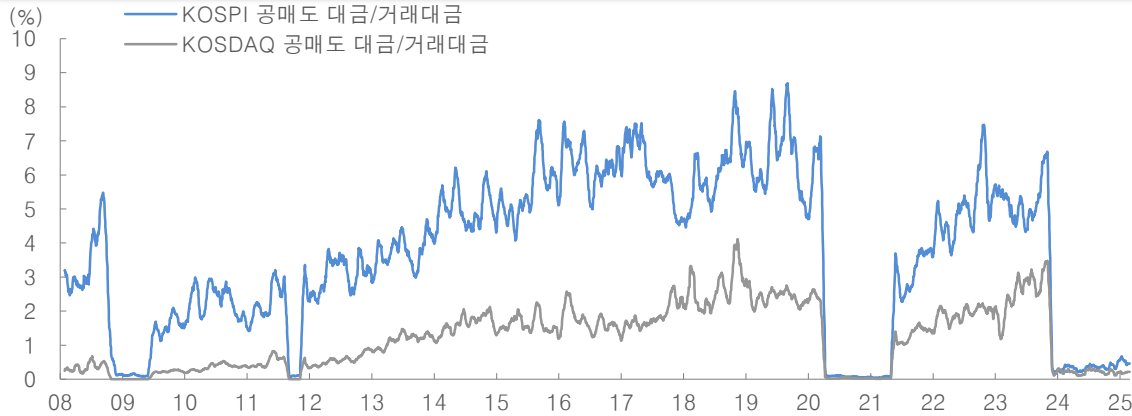


자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

- 공매도 재개와 코스피, 코스닥 지수 간의 직접적인 연관성은 명확하게 단정하기 어려움. 과거 사례를 종합적으로 검토해 볼 때, 공매도 재개 시점을 전후하여 지수 방향성은 일관된 패턴을 나타내지 않음
- 과거 사례 (2009년, 2011년, 2021년): 2009년과 2021년의 경우, 공매도 재개 이후 지수가 단기적인 하락세. 이는 공매도 자체의 영향보다는 당시 시장 전반의 상황과 투자 심리의 변화에 더 큰 영향을 받은 것으로 판단
- 2011년에는 유럽 재정위기라는 특수한 외부 요인이 겹치면서 지수 변동성이 확대되었으나, 이 역시 공매도 재개를 직접적인 원인으로 특정하기는 어려움
- 공매도 재개는 분명 시장 유동성, 투자 심리, 그리고 특정 종목의 수급 상황에 영향을 미칠 수 있는 요인. 그러나, 지수 전체의 방향성을 결정하는 변수라고 단정하기는 어려움
- 대내외 거시경제 환경, 기업들의 실적 추이, 밸류에이션 수준, 외국인 투자자 동향 등 다양한 변수가 작용

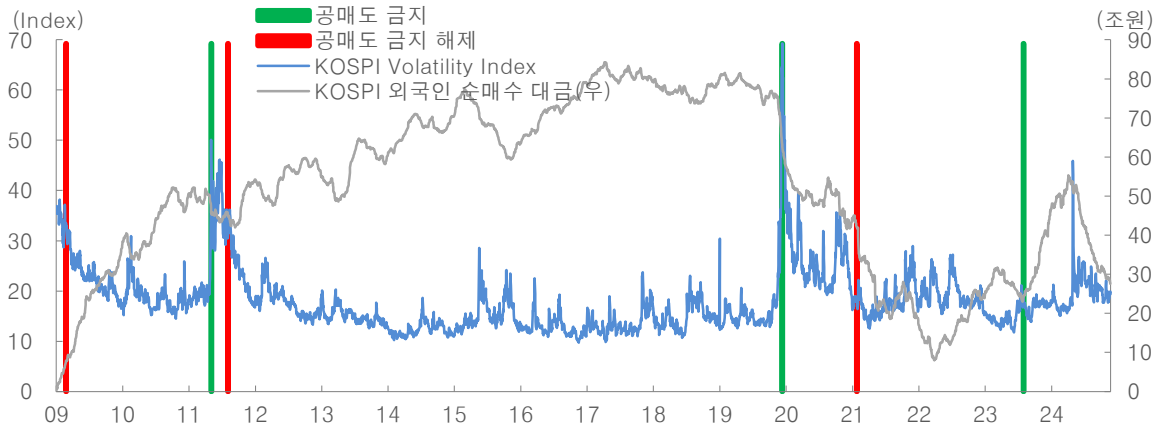
과거 공매도 재개 이후 공매도 금액은 증가, 변동성은 감소하나 외인 수급에 영향은 제한적

과거 공매도 재개 이후 공매도 대금 추이



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

공매도 대금 증가하나 변동성이나 수급은 다양한 요인에 의해 복합적으로 결정



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 공매도 거래대금: 공매도 재개 이후 KOSPI와 KOSDAQ 시장 모두에서 공매도 거래대금이 증가하는 경향. 공매도 재개로 인해 투자자들이 공매도 포지션을 구축하거나, 기존 포지션을 조정하는 과정에서 발생하는 자연스러운 현상으로 판단
- 시장 변동성: KOSPI와 KOSDAQ의 변동성은 공매도 재개 시점을 전후로 단기적인 변동성은 축소되는 경향
- 외국인 순매수: KOSPI 시장에서의 외국인 순매수 대금은 공매도 재개와 일관된 관계를 보이지 않음
- 공매도 재개는 외국인 투자자의 시장 참여를 촉진하는 요인 중 하나일 수 있지만, 외국인 자금의 유입 및 유출은 글로벌 경제 상황, 금리, 환율 등 다양한 대외 변수에 의해 복합적으로 결정
- 따라서, 외국인 투자 동향은 공매도 재개 자체보다는 거시경제 환경 변화에 더 민감하게 반응

외국인 수급 역시 공매도 재개 여부 보다는 밸류에이션과 업황에 좌우

공매도 재개 이후 섹터별 외국인 수급 수준

섹터	공매도 재개 이후 2개월 간 (외국인 순매수 금액/시가총액)		
	2008년	2011년	2020년
코스피	1.2	-0.3	-0.5
에너지	0.6	0.1	0.3
화학	-0.3	-0.3	0.3
비철,목재등	0.3	-0.7	-0.6
철강	1.6	-0.5	-0.7
건설,건축관련	0.9	0.2	0.0
기계	0.8	-0.2	-0.1
조선	0.0	-0.1	-1.3
상사,자본재	1.1	0.8	-0.6
운송	1.3	-0.6	0.4
자동차	1.6	0.1	-0.2
화장품,의류,완구	1.1	-0.5	0.5
호텔,레저서비스	0.7	-0.2	-0.7
미디어,교육	0.9	0.0	4.0
소매(유통)	1.2	-0.5	-0.7
필수소비재	1.7	1.0	-1.7
건강관리	0.9	0.2	-0.2
은행	1.4	-0.6	-0.7
증권	0.7	0.1	-0.1
보험	0.7	0.4	-0.4
소프트웨어	0.0	0.4	-0.6
IT하드웨어	1.3	-0.5	-1.4
반도체	2.7	-0.7	-1.1
IT가전	2.2	-1.5	-0.5
디스플레이	2.0	-2.1	-4.9
통신서비스	0.0	-1.2	1.5
유틸리티	-0.4	-0.3	-1.1

- 2009년 6월에는 글로벌 금융위기 이후 경기 회복에 대한 기대감이 커지면서 위험자산 선호 심리가 강화. 밸류에이션 매력과 기업 실적 개선 기대감으로 외국인 자금이 유입. 이 시기에는 에너지, 철강, 자동차, 반도체, IT가전 등 경기 민감 업종을 중심으로 외국인 순매수가 두드러졌는데, 이는 글로벌 경기 회복 기대와 해당 업종 기업들의 실적 개선 전망이 반영된 결과
- 2011년 11월에는 유럽 재정위기가 심화되면서 글로벌 경제 불확실성이 확대. 안전자산 선호 심리가 강해져 외국인 자금이 이탈했는데, 상사 및 자본재 업종을 제외한 대부분의 업종에서 외국인 순매도가 나타났고, 특히 글로벌 경기 둔화에 민감한 IT 하드웨어, 디스플레이 업종의 순매도 규모 확대
- 2021년 5월에는 코로나19 팬데믹 이후 경기 회복 국면에 진입했지만, 인플레이션 우려와 금리 인상 가능성이 제기되면서 시장 변동성이 확대. KOSPI는 과열 양상을 보였고, 높은 밸류에이션 부담과 차익 실현 욕구가 커지면서 외국인 자금이 이탈. 디스플레이(-4.9%), IT하드웨어(-1.4%), 반도체(-1.1%) 등에서 차익 실현 매물 확대

공매도 재개 이후 섹터별 수익률

공매도 재개 이후 섹터별 수익률

섹터	공매도 재개 후 2개월 수익률(%)		
	2008년	2011년	2020년
코스피	10.0	-3.4	4.9
에너지	-2.4	-13.1	7.5
화학	-0.7	-7.6	-3.4
비철,목재등	0.8	-7.2	1.4
철강	17.8	-2.1	-4.5
건설,건축관련	-1.4	-4.5	11.5
기계	-8.6	-2.0	28.3
조선	1.4	-6.4	-7.6
상사,자본재	-19.2	-3.1	-2.1
운송	-0.8	-7.1	16.6
자동차	19.4	-6.6	10.0
화장품,의류,완구	6.6	-6.2	6.6
호텔,레저서비스	1.9	-7.3	8.8
미디어,교육	8.2	-3.0	20.7
소매(유통)	9.3	-8.0	-3.0
필수소비재	4.4	4.5	3.8
건강관리	4.7	0.8	11.6
은행	25.3	-9.6	3.7
증권	5.9	-4.6	-0.1
보험	12.0	-3.2	5.1
소프트웨어	-15.4	-14.4	19.2
IT하드웨어	-1.4	-2.7	5.0
반도체	30.5	6.1	-2.8
IT가전	6.1	11.2	11.0
디스플레이	12.5	3.2	2.6
통신서비스	7.4	-8.2	7.3
유틸리티	12.3	11.0	12.0

2009년 6월 공매도 재개

- 글로벌 금융위기 극복을 위한 저금리 및 유동성 확대 정책이 지속되면서 위험자산 선호 심리가 회복되는 국면. 이 시기에는 상사/자본재(-19.2%), 소프트웨어(-15.4%), 기계(-8.6%) 섹터가 가장 부진한 수익률을 기록

2011년 11월 공매도 재개

- 유럽 재정위기가 심화되면서 글로벌 경기 둔화 우려가 확대되고 안전자산 선호 심리가 강화된 시기. 이 때는 은행(-9.6%), 소매/유통(-8.0%), 통신서비스(-8.2%) 섹터가 상대적으로 큰 폭의 하락세

2021년 5월 공매도 재개

- 코로나19 팬데믹 이후 백신 접종 확대와 경제 활동 재개에 대한 기대감이 커졌지만, 동시에 금리 인상 및 인플레이션 우려가 부각되던 시기. 이 시기에는 경기 민감 섹터와 소재 섹터가 동반 약세. 철강 및 화학 섹터는 중국의 경기 둔화 우려와 함께, 그동안 급등했던 원자재 가격이 조정을 받으면서 하락 압력을 받은 것으로 해석. 반도체 섹터는 IT 수요 둔화 우려와 더불어, 밸류에이션 부담, 그리고 메모리 반도체 가격 하락 전망 등이 복합적으로 작용하여 부진했던 것으로 판단

2009년 6월 1일 공매도 재개 : 경기회복 속도 우려 유입된 업종에 집중

2009년 6월 1일 공매도 재개, 공매도 비중 Top 30 기업

#	종목	공매도 재개 전 수익률(%)		P/E(TTM)	대차잔고 /유동시가 총액(%)	신용용자 /유동시가 총액(%)	공매도 재개일		공매도 재개 이후 수익률(%)			
		3개월	12개월				공매도 비중(%)	수익률(%)	1주일	3개월	6개월	12개월
	KOSPI	33.1	-23.6	11.5	4.1	0.6	1.4	1.4	-1.5	14.7	12.7	15.2
1	S-OIL	8.6	-22.9	13.3	5.8	0.1	46.7	-1.4	-1.4	3.2	-6.6	-8.8
2	HD한국조선해양	20.0	-43.2	6.3	11.1	0.3	12.4	-0.9	-3.3	-9.6	-29.6	0.5
3	현대모비스	49.0	20.9	8.3	2.0	0.1	11.8	-5.9	-11.3	25.7	47.8	73.0
4	대성합동지주	37.3	-51.5	30.9	1.7	1.5	10.9	1.4	-5.2	-5.0	3.1	5.4
5	대우송도개발(주)	117.9	-60.3	-2.7	2.9	0.0	10.7	1.7	12.7	15.6	-25.2	-77.3
6	GS건설	72.1	-37.1	12.0	13.8	0.7	9.9	1.9	-1.7	17.8	32.9	-4.2
7	오리온홀딩스	55.7	13.1	-26.3	2.9	0.1	6.9	-2.7	-10.1	-10.5	22.4	42.6
8	HD현대인프라코어	29.5	-50.6	-8.6	13.7	2.3	6.8	-1.5	-2.4	5.7	-10.5	2.7
9	DB하이텍	165.0	15.5	-1.0	6.0	0.8	6.3	3.2	22.1	-15.7	-36.8	2.2
10	신도리코	10.4	-19.7	7.5	1.4	0.1	5.9	0.7	-6.2	5.1	0.9	-13.1
11	기아	81.8	80.2	18.0	8.4	0.9	5.7	2.1	-5.3	45.1	42.3	146.3
12	코오롱	68.2	103.1	11.6	0.9	2.3	5.7	-0.2	-8.7	-1.8	-19.9	-53.5
13	금호타이어	51.3	28.2	-0.6	9.0	0.8	5.3	4.0	-6.5	8.9	-10.1	-37.3
14	HDC	51.2	47.1	17.2	5.1	0.2	5.1	6.0	6.2	7.5	-19.2	-41.6
15	LG생활건강	32.4	26.9	27.0	3.5	0.1	4.5	2.3	2.5	9.9	41.8	64.1
16	삼성E&A	101.6	128.0	17.5	2.8	0.3	4.1	1.3	-4.2	-9.4	26.7	19.3
17	LG디스플레이	12.6	32.3	151.9	9.5	1.1	3.5	-3.0	9.8	29.1	19.9	55.2
18	현대엘리베이	12.9	19.8	-4.8	1.1	0.2	3.3	-1.3	-0.5	0.3	-7.3	-34.8
19	한진	2.6	-3.3	-2.4	0.6	0.8	2.9	-3.6	-3.3	23.9	5.6	13.8
20	두산	12.2	49.8	10.1	3.9	1.4	2.8	1.4	-5.4	-24.3	-45.0	-13.1
21	청호ICT	40.9	121.3	115.0	1.0	5.5	2.7	-0.9	9.9	-29.9	-38.0	-44.9
22	현대제철	73.4	86.3	7.0	6.3	0.6	2.7	0.2	0.0	32.2	25.7	45.8
23	삼성중공업	37.3	49.0	11.3	14.4	0.8	2.6	-1.0	1.7	-0.7	-22.3	-24.7
24	LG	59.3	56.6	16.2	6.6	0.2	2.5	0.6	-4.8	20.0	4.2	2.9
25	(주)중앙건설	32.7	68.3	6.2	0.2	0.0	2.4	2.0	1.3	1.5	-21.0	-53.8
26	카카오	49.0	41.8	55.3	0.8	1.5	2.0	2.8	-1.3	24.5	65.4	104.7
27	NAVER	50.4	75.4	25.2	5.0	0.1	1.9	0.5	-10.0	-15.3	-1.3	-10.5
28	HD현대미포	18.1	8.1	5.5	13.3	0.6	1.8	1.8	-2.9	-11.7	-44.3	-13.2
29	한화에어로스페이스	148.0	120.4	91.7	1.5	0.4	1.8	-1.1	-7.6	6.4	28.1	33.8
30	아모레G	57.5	29.6	13.7	3.8	0.1	1.8	-4.0	-0.8	18.8	28.5	11.7
31	평균	52.0	31.1	21.1	5.3	0.8	6.4	0.2	-1.2	5.6	1.9	6.5

- 공매도 재개일 공매도비중 상위종목들은 최근 3개월 수익률이 52.4%, 12개월 수익률이 30.3%로 코스피를 아웃퍼폼했던 경향. 평균 P/E는 30.3배,
- 12개월 혹은 3개월 수익률이 과도하게 높았던 종목 가운데, 이익 대비 밸류에이션이 부담되는 상태(P/E가 20배 이상으로 높거나 음수인 경우가 많았음)
- 건설, 중공업 업종 등은 일반적으로 경기 변동에 민감하며, 부채 부담이 크거나 실적 변동 폭이 큰 편이었고
- 고P/E에도 불구하고 향후 성장성(특히 플랫폼·인터넷 서비스)이 크다고 평가되는 대형 IT·인터넷 기업들은 공매도가 몰린 뒤에도 시장 전반의 투자심리가 개선되면 주가가 다시 견조한 상승세를 보인 경우도 있었음(LG디스플레이, 한화에어로스페이스)
- 공매도 유입 종목들의 향후 12개월 수익률은 6.5%로 코스피 15.2% 대비 언더퍼폼하였으나
- 전반적으로 “공매도 재개로 인해 단기 변동성이 커졌지만, 결국 시간이 지날수록 기업의 펀더멘털(실적, 재무구조 등)이 주가 흐름을 좌우한 사례가 많았음

2011년 11월 10일 공매도 재개 : 조선, 해운 등 경기 민감주·구조조정 이슈

2011년 11월 10일 공매도 재개, 공매도 비중 Top 30 기업

#	종목	공매도 재개 전 수익률(%)		P/E(TTM)	대차잔고 /유동시가 총액(%)	신용용자 /유동시가 총액(%)	공매도 재개일		공매도 재개 이후 수익률(%)			
		3개월	12개월				공매도 비중(%)	수익률(%)	1주일	3개월	6개월	12개월
	KOSPI	0.4	-7.9	8.3	3.7	0.5	4.8	-4.9	3.5	10.0	2.9	-0.2
1	LG이노텍	-18.2	-51.6	-14.2	25.5	1.1	47.8	-11.3	1.8	45.8	26.0	15.4
2	HMM	15.6	-37.0	-127.6	8.4	0.1	41.7	-7.5	-3.5	17.0	3.2	-11.5
3	아모레퍼시픽	4.4	9.1	31.4	3.8	0.0	38.2	-4.7	-2.1	-16.3	-4.1	7.3
4	제일기획	32.2	51.2	22.0	1.0	0.3	31.0	-3.6	1.3	3.2	6.8	6.6
5	AK홀딩스	-25.5	-23.2	4.7	6.8	1.1	28.4	-5.0	-1.5	36.3	4.1	-18.4
6	한진해운	-37.8	-71.3	-1.9	14.4	2.2	25.8	-8.5	-6.4	81.4	48.2	7.6
7	메가스터디	-22.1	-37.0	10.8	5.6	0.2	20.0	-3.6	3.6	0.5	-10.0	-38.8
8	OCI홀딩스	-35.5	-38.7	5.1	32.0	3.1	19.3	-8.1	2.8	53.4	6.8	-28.2
9	팬오션	-4.8	-54.9	-34.0	23.2	1.7	19.1	-9.6	-1.9	28.5	-9.0	-52.6
10	락앤락	-17.2	1.3	60.5	3.2	0.6	16.9	-2.0	-3.3	-23.2	-20.0	-43.7
11	삼성중공업	-10.2	-29.9	7.8	5.1	0.7	16.1	-6.5	1.2	28.5	18.9	9.5
12	삼성SDI	-11.7	-30.9	591.3	7.9	0.8	15.7	-7.2	-2.3	17.9	27.3	8.7
13	코오롱생명과학	43.7	38.7	17.3	1.3	2.3	15.0	-3.9	-1.0	-8.7	21.1	121.1
14	현대하이스코	-6.1	-8.9	14.7	2.4	0.5	14.7	-6.1	2.5	0.4	-3.9	-4.0
15	흥신타워홀딩스	10.8	-20.2	23.3	1.3	5.9	14.3	7.2	-12.0	67.2	20.1	-7.5
16	셀트리온	-11.9	6.7	28.0	19.8	2.9	14.0	-7.7	3.0	-1.9	15.4	2.2
17	네오위즈	10.2	46.8	120.9	7.8	1.4	13.9	-2.3	-12.2	-42.9	-59.5	-64.9
18	LG전자	-2.1	-42.7	-17.2	9.4	0.8	13.8	-4.0	10.6	46.5	13.4	24.5
19	서부T&D	38.6	64.9	975.1	0.9	1.6	13.4	-4.2	-0.6	-16.1	-12.8	-1.0
20	NAVER	20.6	11.1	22.7	4.1	0.2	13.3	-4.9	6.9	-5.8	1.1	4.7
21	서울반도체	-17.3	-26.5	21.5	19.3	4.1	12.2	-8.2	0.4	19.1	-3.5	-11.6
22	H중공업	-13.9	-49.6	-5.4	18.8	1.4	12.0	-6.6	0.0	15.6	-20.0	-43.6
23	부광약품	10.6	32.8	16.3	0.9	4.4	10.7	-6.4	-0.9	-9.9	-20.5	-9.3
24	카카오	10.4	37.9	16.5	0.2	0.7	10.7	-1.5	0.3	-16.8	-22.2	-40.1
25	호plit신라	38.5	49.5	36.4	4.3	0.8	10.6	-3.0	-2.7	13.4	38.6	28.4
26	(주)케이조선	-23.5	-50.4	19.8	5.0	0.0	10.3	-6.2	4.5	18.5	-13.5	-49.9
27	삼성전기	20.2	-21.5	21.9	13.7	1.2	10.0	-5.3	-0.8	18.4	36.8	11.3
28	동양	-51.8	-59.4	-1.7	0.8	0.0	9.7	-6.0	3.3	34.1	7.3	-8.3
29	현대제철	-12.2	-26.4	10.5	2.9	0.5	9.6	-5.5	8.9	18.5	-8.8	-26.9
30	HD현대인프라코어	-15.3	-37.0	8.3	25.2	2.7	9.3	-7.1	12.1	15.1	-2.6	-15.0
	평균	-2.7	-12.2	62.8	9.2	1.5	17.9	-5.3	0.4	14.6	2.8	-7.6

- 공매도 재개일 공매도비중 상위종목들은 최근 3개월 수익률이 -2.7%, 12개월 수익률이 -12.2%로 KOSPI 대비 언더퍼폼한 종목들이 많았음
- 평균 P/E는 62.8배로 KOSPI 8.3배 대비 높았으나, 591배의 멀티플을 받던 삼성SDI와 975배를 받던 서부T&D 등 극단적인 종목 포함
- 기준에 3개월 수익률이 양호했으나(P/E 대비 고평가), 재개 이후에는 큰 폭의 조정을 받은 사례들이 일부 보임
- HMM, 팬오션, H중공업 등 해운, 조선 등 산업은, 당시 대외 리스크가 커지면서, 단기적으로 주가 반등이 있더라도 불안정성이 계속되었음
- 고PER 논란에도 불구하고 성장성 기대감이 높았던 IT·인터넷 업종(NAVER, 카카오 등)은 공매도이후 3개월간 하락했으나, 장기 실적에서는 상반된 결과
- 초기 공매도 압력이 강하게 작용하여 주가 변동성이 높아졌으나, 시간이 지나면서 결국 '이익 체력(펀더멘털)이 받쳐주는 종목'은 회복하였고, 실적이나 사업전망이 부진한 종목은 주가 하락

[공매도 재개] 2021년 5월 3일 공매도 재개 : 포스트 코로나 업황 전망에 따른 공매도 유입

2021년 5월 3일 공매도 재개, 공매도 비중 Top 30 기업

#	종목	공매도 재개 전 수익률(%)		P/E(TTM)	대차잔고 /유동시가 총액(%)	신용용자 /유동시가 총액(%)	공매도 재개일		공매도 재개 이후 수익률(%)			
		3개월	12개월				공매도 비중(%)	수익률(%)	1주일	3개월	6개월	12개월
	KOSPI	-0.1	60.6	11.8	3.5	1.0	4.9	-0.7	3.9	3.5	-4.8	-14.3
1	삼성카드	7.5	12.2	9.2	6.3	0.3	56.2	-4.7	2.8	3.0	1.8	-1.2
2	현대해상	17.4	-8.4	6.2	4.8	0.7	45.5	-1.9	4.2	7.7	9.4	31.2
3	다원시스	-5.0	17.2	39.4	9.1	3.5	41.6	-3.9	4.0	3.8	75.8	65.7
4	엔케이맥스	-30.1	24.6	-15.0	0.0	0.0	38.3	-4.5	4.4	-7.4	100.3	43.8
5	오뚜기	-3.2	0.7	15.9	9.9	0.4	37.8	-1.1	-0.6	-2.7	-13.6	-16.9
6	롯데지주	2.8	-13.3	-8.9	9.9	1.7	37.5	-5.1	11.9	7.9	-3.9	-1.3
7	동국제약	-10.5	48.5	23.9	4.1	1.9	34.1	-1.2	0.9	-7.9	-20.7	-19.6
8	씨젠	-2.7	84.4	7.4	10.6	7.3	33.9	-8.0	-3.3	-15.0	-36.2	-52.2
9	한진칼	-19.4	-41.8	-51.9	0.0	0.0	32.4	-8.8	9.7	27.7	11.3	12.7
10	에스엠	-4.8	7.6	-30.4	6.9	4.1	32.1	-1.3	9.4	110.4	159.4	129.2
11	셀론티제약	-10.0	-24.2	33.9	0.0	0.0	30.7	-2.6	0.1	6.5	-31.6	-57.4
12	솔브레인트홀딩스	-9.3	-5.7	0.4	6.9	6.3	30.5	-1.1	-0.7	-8.4	-9.2	-32.5
13	하이트진로	6.8	2.8	33.9	2.5	3.3	30.4	-0.6	3.8	-2.6	-1.7	9.1
14	한화	-12.4	18.0	24.2	3.2	1.7	30.2	-3.3	13.4	0.0	8.2	-1.0
15	LG디스플레이	5.9	62.3	-67.7	18.4	1.4	28.9	-0.8	2.3	-7.5	-16.8	-28.2
16	아이티엠반도체	-17.1	-18.4	73.5	3.4	6.0	28.8	-2.6	3.7	8.7	4.2	-17.7
17	삼양사	-9.3	14.5	14.2	0.0	0.0	28.7	-1.9	10.1	10.8	21.7	-3.0
18	넷마블	-13.4	3.3	21.2	0.0	0.0	28.6	-2.7	5.6	6.8	-0.4	-26.1
19	사람인	21.8	44.7	18.9	0.0	0.0	27.1	-3.0	0.3	54.2	33.8	37.5
20	메지온	5.4	-17.0	-88.4	0.0	0.0	27.0	0.5	11.9	-10.5	6.9	-62.1
21	서부T&D	-5.9	28.8	-26.8	6.1	2.5	26.6	-0.4	5.1	12.1	13.5	36.6
22	빙그레	7.0	8.6	14.6	6.6	1.1	26.0	-1.9	1.8	-1.8	-8.1	-9.9
23	카페24	-14.4	10.2	67.3	9.4	4.8	25.9	-3.1	-4.1	6.2	-9.5	-42.3
24	케이엠더블유	-33.0	-20.6	95.5	24.3	5.6	25.7	-8.0	0.2	1.1	-23.3	-37.2
25	케어젠	-11.9	6.4	23.5	0.0	0.0	25.1	-1.2	-0.9	8.2	3.4	79.4
26	풀어비스	-17.9	35.5	42.0	0.0	0.0	25.1	-2.5	11.5	28.9	90.9	19.5
27	한온시스템	-13.5	41.1	-606.3	4.3	0.8	24.5	0.6	4.9	-1.5	-10.7	-30.7
28	쿠쿠홀딩스	29.9	48.2	37.3	0.0	0.0	24.5	-1.1	0.7	-8.3	-18.0	-31.8
29	KCB텍	11.8	13.1	-29.2	4.3	7.3	24.5	-5.9	1.8	11.1	16.1	1.8
30	SPC삼립	-0.4	2.6	-134.0	7.1	1.3	24.4	0.1	15.2	17.8	8.4	27.6
31	평균	-4.3	12.9	-15.2	5.3	2.1	31.1	-2.7	4.3	8.6	12.0	0.8

- 2021년 공매도 재개 사례는, 이전 대비 시장 전반의 유동성과 개인투자자의 영향력이 커진 상황에서 발생한 것이 특징. 공매도 재개 직전 12개월 수익률이 평균 12.9%로 양호했으나, 3개월 수익률은 -4.3%로 하락세를 보이는 종목들이 많았고, 공매도 이후 수익률은 오히려 코스피 지수를 Outperform 하였음
- 평균 P/E는 12.9배, 아이티엠반도체(P/E 233.6), 메지온(P/E -102.9) 등, 고평가 논란이 있거나 실적 변동성이 큰 기업과 씨젠(진단키트), 엔케이맥스(면역치료제) 등 코로나 시기 급등종목들이 포함
- 공매도 재개일 당일은 평균 -2.7%로 하락했으나 에스엠이나 한진칼처럼 재개 직후에는 낙폭이 있었으나 이후 경영 이슈나 업황 개선 등에 힘입어 반등한 케이스도 있음. 반면, 씨젠처럼 코로나19 특수를 이미 상당 부분 반영한 종목은 단기 반등 후 하락 추세
- 결국 과거 사례(2009년·2011년 등)와 마찬가지로, 공매도 재개로 인한 단기 변동성이 모든 종목에 동일하게 작용하더라도, 시간이 지나면 결국 “실질적인 이익 창출 능력과 미래 업황 전망” 이 추가 방향을 결정

[공매도 재개] 대차잔고 높은 업종의 변동성 관리는 불가피, 그러나 결국 펀더멘털에 수렴

대차잔고 비율이 높은 업종은 IT가전, 화학, 조선, 건강관리, 상사자본재 등

#	종목명	대차잔고/ 유동시가 총액 (%)	연초대비 대차잔고 증가율 (%)	신용용자 비율 (%)	12M Fwd P/E	수익률 (%)		
						1개월	12개월	연초대비
1	IT가전	13.8	50.1	2.2	38.4	-12.3	-43.2	-6.2
2	화학	8.0	45.4	2.7	24.6	-3.9	-42.1	8.5
3	조선	5.3	87.2	1.7	19.6	1.8	79.3	14.6
4	건강관리	5.2	7.9	2.1	41.2	-5.8	0.9	0.8
5	상사,자본재	4.5	128.2	1.1	9.2	0.4	21.6	32.9
6	호텔,레저서비스	4.4	18.3	1.4	11.0	-0.6	-11.8	4.3
7	기계	4.0	78.6	2.6	16.2	-6.3	40.5	26.8
8	미디어,교육	3.8	39.1	2.6	19.5	-6.3	-6.5	8.5
9	증권	3.8	24.1	0.5	6.3	-1.9	18.0	10.9
10	에너지	3.8	27.3	1.4	9.6	-5.6	-10.3	6.2
11	화장품,의류,완구	3.8	43.1	1.9	9.9	0.5	1.3	5.7
12	IT하드웨어	3.7	82.0	3.5	13.8	-5.7	-17.8	8.8
13	철강	3.7	8.8	1.4	12.8	13.3	-22.2	26.7
14	소매(유통)	3.6	35.2	1.8	9.0	-2.0	-7.9	8.2
15	디스플레이	3.5	-0.9	3.0	23.4	-5.9	-24.5	2.1
16	반도체	3.4	33.4	0.6	9.2	4.3	-12.7	18.5
17	소프트웨어	3.4	18.6	1.6	17.3	-4.3	-6.1	4.4
18	유틸리티	3.3	25.0	1.4	2.8	0.2	3.1	9.0
19	자동차	3.2	6.3	0.7	4.0	0.6	-14.8	0.7
20	통신서비스	2.9	1.9	0.1	8.2	0.8	15.4	7.0
21	비철,목재등	2.9	-7.2	1.6	33.7	1.9	25.9	-6.4
22	필수소비재	2.8	34.0	1.1	9.8	2.8	18.2	4.7
23	건설,건축관련	2.5	51.2	1.9	6.0	-1.4	-9.8	8.5
24	은행	2.4	16.3	0.3	5.2	-1.6	0.2	3.8
25	보험	2.3	44.4	0.2	5.6	-1.5	-1.9	0.2
26	운송	2.3	27.5	0.6	6.7	-1.9	11.5	5.9
	평균	4.1	35.6	1.5	14.3	-1.5	0.2	8.3

- 공매도 재개가 예고된 상황에서는, 단기적인 '수급 쇼크' 가능성이 있으므로 변동성 관리는 불가피
- 그러나 궁극적으로 탄탄한 펀더멘털이 뒷받침되는 기업이나 구조적 성장산업에 속한 기업은 초기 충격 뒤에도 비교적 빨리 안정·회복하는 경향이 있었으며, 실적 모멘텀이 약했던 종목들은 하락세가 이어졌음
- 공매도 재개로 인한 단기 변동성이 모든 종목에 동일하게 작용하더라도, 시간이 지나면 결국 "실질적인 이익 창출 능력과 미래 업황 전망" 이 주가 방향을 결정
- 높은 밸류에이션이나 단기 이슈로 상승했던 종목은 공매도 표적이 되기 쉽고, 하락 폭도 더 크게 나타날 수 있으므로 투자 시 유의가 필요

[공매도 재개] 대차잔고 높은 종목의 변동성 관리는 불가피

KOSPI200 / KOSDAQ150 내 대차잔고비율 & 대차잔고 증가율 Top 30

#	종목명	대차잔고/ 유동시가 총액(%)	연초대비 대차잔고 증가율(%)	신용융자 비율(%)	12M Fwd P/E	수익률(%)			#	종목명	대차잔고/ 유동시가 총액(%)	연초대비 대차잔고 증가율(%)	신용융자 비율(%)	12M Fwd P/E	수익률(%)		
						1개월	12개월	연초대비							1개월	12개월	연초대비
1	포스코퓨처엠	32.1	69.2	4.0	691.3	-5.5	-56.8	-3.1	1	KG모빌리티	4.7	535.5	0.5	nan	-2.1	-47.3	0.4
2	에코프로비엠	29.9	54.7	3.8	372.0	-18.5	-59.4	1.9	2	지아이이노베이션	5.7	420.5	1.6	nan	1.2	31.0	87.6
3	LG에너지솔루션	25.6	51.6	0.7	95.2	-13.1	-20.4	-5.5	3	한화에어로스페이스	6.5	382.8	0.7	17.3	-4.9	224.2	92.3
4	포스코DX	17.6	138.1	4.1	nan	4.7	-48.3	44.7	4	에이피알	3.0	314.8	3.2	18.2	21.9	30.9	35.6
5	차바이오텍	16.9	81.5	2.5	nan	-4.4	-39.3	1.3	5	에코프로머티	11.3	305.2	3.1	127.2	-28.5	-54.5	4.3
6	엘앤에프	16.3	36.2	3.4	-98.5	-22.0	-59.6	-12.0	6	두산로보틱스	3.6	269.8	4.6	nan	-21.8	-38.7	7.7
7	유한양행	15.6	75.9	3.7	61.8	-1.0	58.9	1.4	7	HD현대중공업	7.8	219.5	0.9	25.9	-0.5	137.5	4.2
8	SKC	15.2	54.6	5.5	-29.2	-17.2	4.1	15.2	8	효성중공업	3.9	205.8	1.3	12.7	-6.2	79.3	14.8
9	한미반도체	14.9	56.1	3.4	20.7	-14.7	-3.7	9.5	9	이수스퍼셀티케미컬	1.8	198.5	3.3	84.3	-7.2	-31.7	60.6
10	에코프로	11.8	23.7	2.3	nan	-7.3	-49.5	8.3	10	한화오션	7.1	196.4	2.7	42.1	0.1	140.9	95.7
11	LS ELECTRIC	11.8	53.9	2.9	17.0	-29.3	110.7	21.3	11	한화시스템	4.5	196.4	4.5	28.3	8.7	110.7	61.1
12	콜마비엔에이치	11.4	31.8	3.9	15.3	2.4	-8.6	17.0	12	한화비전	5.7	195.4	4.5	nan	13.7	0.0	69.9
13	넥슨게임즈	11.3	8.2	7.8	75.1	-10.6	-6.8	-5.2	13	두산	6.7	189.3	2.0	31.3	-15.4	111.2	24.7
14	에코프로머티	11.3	305.2	3.1	127.2	-28.5	-54.5	4.3	14	현대로템	3.1	185.3	0.7	18.2	22.5	256.2	124.4
15	천보	10.9	-9.3	3.4	-58.2	-7.8	-58.1	4.0	15	유진테크	8.0	173.2	1.2	13.1	1.0	8.6	43.8
16	아모레퍼시픽	10.6	88.1	1.5	21.8	-8.6	-4.7	3.9	16	더블유게임즈	5.3	161.7	1.8	6.0	1.9	19.1	-6.3
17	이오테크닉스	10.5	26.1	3.8	25.0	0.3	-19.3	10.4	17	심텍	8.9	157.4	6.8	111.6	19.5	-26.7	107.2
18	오스코텍	10.4	31.1	0.8	34.9	12.5	4.2	22.4	18	한화	4.0	157.2	2.2	4.4	-3.4	42.8	54.5
19	메디톡스	10.4	9.1	3.9	nan	8.9	-3.6	8.8	19	젬백스	8.6	141.0	0.0	nan	23.1	233.9	170.3
20	와이지엔터테인먼트	10.1	109.1	2.7	22.0	6.2	35.0	34.3	20	포스코DX	17.6	138.1	4.1	nan	4.7	-48.3	44.7
21	SFA반도체	10.1	7.8	8.0	36.0	-10.1	-45.6	4.4	21	현대위아	7.6	135.4	1.4	8.0	7.1	-23.6	21.3
22	카카오게임즈	9.9	0.5	4.6	43.2	-4.8	-32.1	-4.3	22	LG이노텍	4.6	130.3	2.7	7.9	-1.5	-15.8	0.7
23	에스에프에이	9.9	28.4	1.7	7.5	2.7	-18.5	7.4	23	고영	7.9	130.1	4.0	32.4	-15.7	-20.3	96.6
24	케이엠더블유	9.8	-2.8	0.9	nan	-6.2	-45.5	-5.4	24	두산에너지빌리티	4.2	125.3	2.7	38.9	-6.7	49.4	53.9
25	솔브레인홀딩스	9.7	-49.1	8.3	nan	-14.1	-44.6	-9.7	25	제일기획	3.0	124.6	0.2	9.0	-0.5	-2.5	6.4
26	셀트리온제약	9.7	-9.9	7.1	nan	2.9	-50.7	-4.9	26	금호석유	2.9	124.6	1.0	8.4	-5.9	-17.9	27.7
27	파트론	9.6	12.7	3.3	9.1	-6.7	-11.7	1.2	27	포스코인터내셔널	6.3	122.3	2.6	14.6	26.8	5.6	48.8
28	원익IPS	9.6	27.8	1.7	19.5	-0.4	-29.1	19.2	28	삼성E&A	3.1	120.5	0.9	6.4	11.0	-19.6	23.9
29	휴젤	9.6	22.3	1.3	23.1	8.3	87.8	19.1	29	클래시스	8.1	117.9	2.8	25.5	-0.7	64.3	22.6
30	두산퓨얼셀	9.5	-8.5	2.6	186.4	-7.4	-23.0	-3.5	30	태광산업	3.2	109.8	0.5	nan	4.3	5.0	24.1

기준일: 2025년 3월 21일

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

투자전략 : 낙폭과대 & 실적대비
저평가 업종/종목 트레이딩 강화
2차전지, 에너지, 건설, 디스플레이, 소매(유통), 보험, 은행

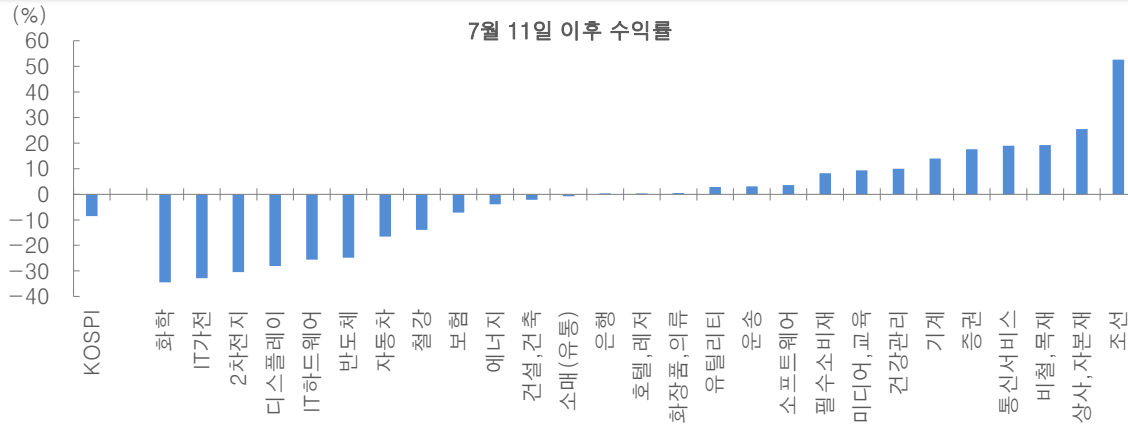
Strategist 이경민

02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 [daishinstrategy](https://t.me/daishinstrategy)

[낙폭과대] 중단기 가격 메리트에 근거한 순환매 장세 지속

24년 고점(7/11) 이후 수익률 : 조선, 상사/자본재, 비철/목재, 통신 등 강세
화학, IT가전, 2차전지, 디스플레이, IT하드웨어, 반도체, 자동차, 철강 등 약세



- KOSPI 2,600선 돌파/안착 과정에서 낙폭과대주들의 반등세 뚜렷. 연초 이후, 최근 1개월 흐름을 보면 반전 가시화
- 24년 고점이었던 7월 11일 이후 업종별 수익률을 보면 조선, 상사/자본재, 비철/목재, 통신, 증권, 기계, 건강관리 등이 차별적 강세를 보였지만, 조선, 기계, 건강관리 등은 상승폭 축소
- 화학, IT가전, 2차전지, 디스플레이, IT하드웨어, 반도체, 자동차, 철강 등 IT, 수출주 중심으로 약세
- 하지만, 최근 1개월 수익률을 보면 철강, 반도체, 필수소비재, 화장품/의류, 조선은 강세 지속
- 반면, 비철목재, 자동차는 강세 반전
- 그동안 강세를 이어왔던 디스플레이, 기계, 미디어/교육, IT하드웨어, 증권, 건강관리 등은 하락 반전
- KOSPI가 2,600선에서 추가 상승하고, 2,700선을 넘어서는 국면에서도 중단기 낙폭과대, 또는 가격 메리트가 높아진 업종에 대한 관심을 더 높여가야 할 때라고 판단

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

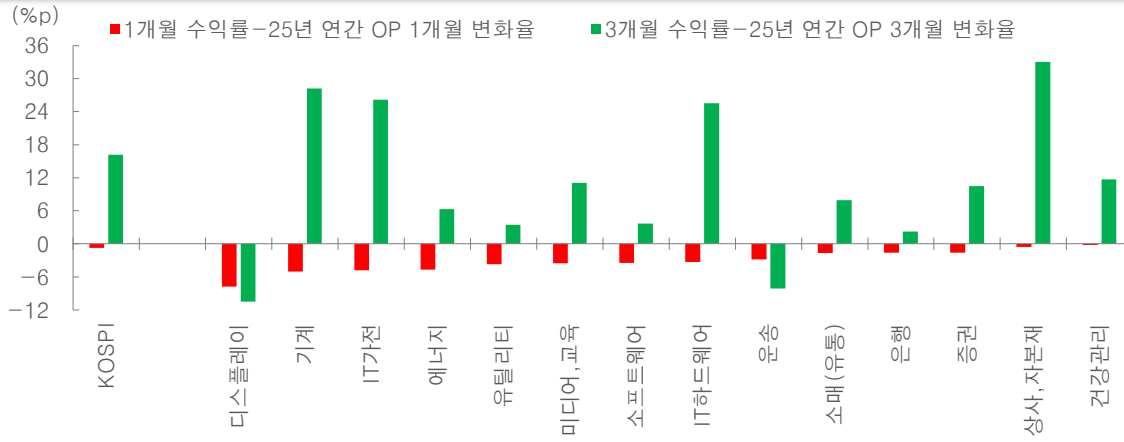
1개월 수익률 : 철강, 반도체, 필수소비재, 화장품/의류, 조선 상승 지속
디스플레이, 2차전지, 에너지, 기계, 미디어/교육 등 하락 반전



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

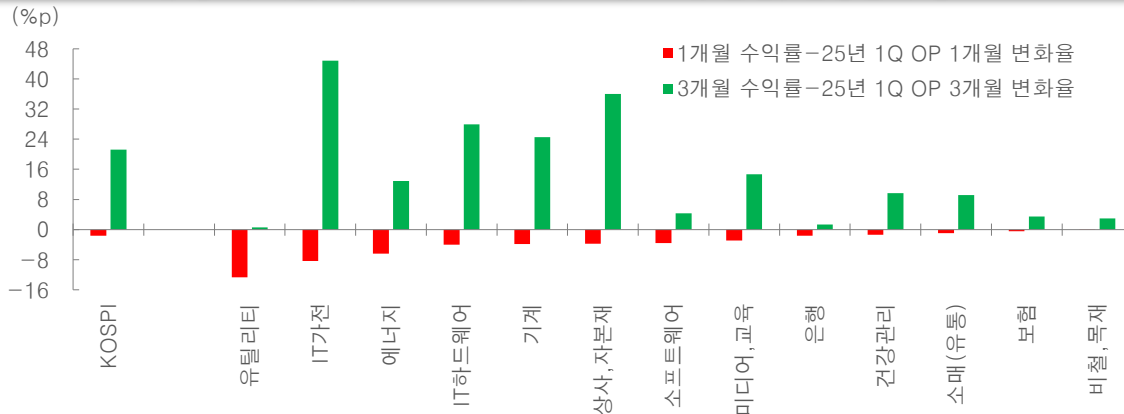
[실적대비 저평가] 유틸리티, 2차전지, 에너지, 기계, 상사/자본재, 소프트웨어, 미디어/교육, 은행 등

25년 1분기 연간 영업이익 전망 변화율 대비 저평가 : 디스플레이, 기계, IT가전, 에너지, 유틸리티, 미디어/교육, 소프트웨어, IT하드웨어, 운송, 소매(유통) 등



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

25년 연간 영업이익 전망 변화율 대비 저평가 : 유틸리티, IT가전, 에너지, 기계, IT하드웨어, 상사/자본재, 소프트웨어, 미디어/교육, 은행, 건강관리 등

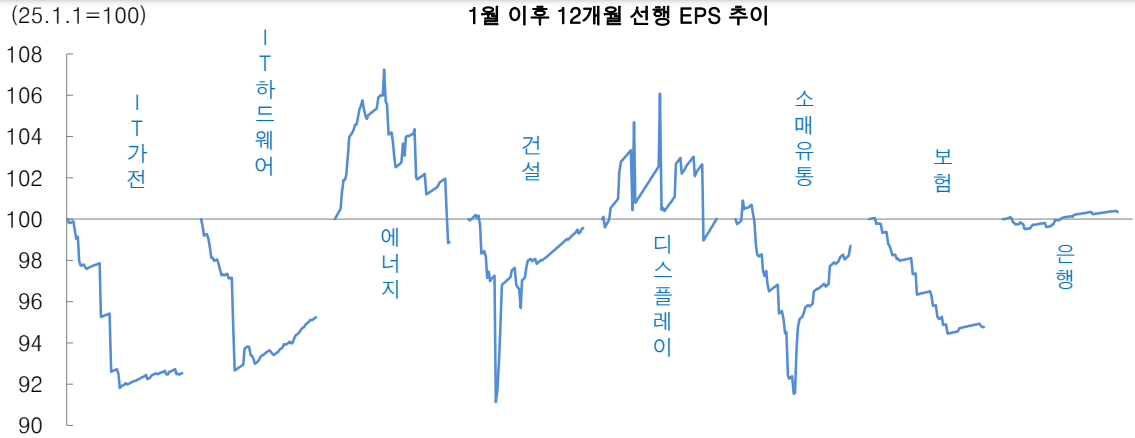


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 24년 하반기 KOSPI 레벨다운 이유 중 실적 변수가 자리. 그만큼 실적 전망 변화에 민감한 상황
- 25년 1분기 프리어닝시즌이 가까워짐에 따라 주가의 실적 민감도가 높아질 시점
- 주가가 실적을 얼마나 선반영하고 있는지에 주목. 이에 따라 25년 연간, 1분기 영업이익 변화율 대비 주가 변화율 체크
- 그 결과 25년 1분기 영업이익 전망 변화율 대비 저평가 업종에는 디스플레이, 기계, IT가전, 에너지, 유틸리티, 미디어/교육, 소프트웨어, IT하드웨어, 운송, 소매(유통) 등이 있음
- 25년 연간 영업이익 전망 변화율 대비 저평가 업종은 유틸리티, IT가전, 에너지, 기계, IT하드웨어, 상사/자본재, 소프트웨어, 미디어/교육, 은행, 건강관리
- 25년, 25년 1분기 모두 실적대비 저평가 업종으로 유틸리티, 2차전지, 에너지, 기계, 상사/자본재, 소프트웨어, 미디어/교육, 은행이 있음
- 반도체는 25년 1분기 실적 전망 상향조정에도 불구하고 주가 반등 영향으로 실적대비 저평가 매력 약해진 상황

[저평가 & 낙폭과대] IT가전, IT하드웨어, 에너지, 건설, 디스플레이, 소매(유통), 보험, 은행

실적 전망 상향 : IT가전, IT하드웨어, 건설, 소매(유통), 은행
정체/하향조정 : 에너지, 디스플레이, 보험



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

에너지 매도 지속. IT하드웨어, 건설, 디스플레이 순매수 전환 가능성
IT가전, 소매(유통), 보험, 은행 매도세 진정

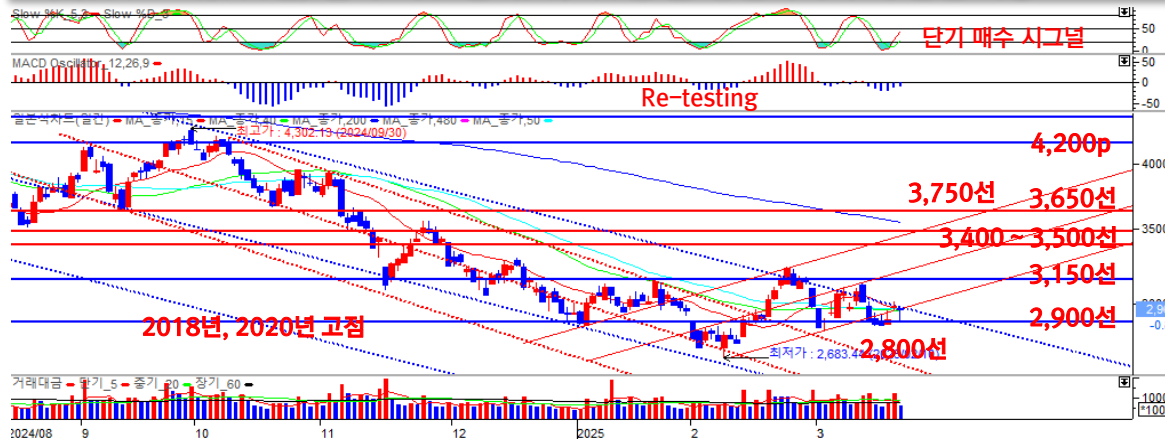


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 실적대비 저평가 업종이자 낙폭과대 업종에 IT가전, IT하드웨어, 에너지, 건설, 디스플레이, 소매(유통), 보험, 은행이 있음
- 이들 중 12개월 선행 EPS가 상승 중인 업종은 IT가전, IT하드웨어, 건설, 소매(유통), 은행
- IT가전, 소매(유통), 은행 업종은 매도세가 진정되었고, IT하드웨어, 건설 업종은 외국인 순매수 전환 가능성 확대
- 반면, 실적 전망이 정체 중인 에너지, 디스플레이, 보험 중에서는 에너지만이 매도를 이어가는데 반해, 디스플레이, 보험은 외국인 매도 진정, 매수 전환 조짐
- 저평가 매력 높은 상황에서 프리어닝 시즌이 가까워지면서 실적 전망 향배가 외국인 수급 변화로 이어지는 양상
- 실적 대비 저평가 업종에 관심이 필요한 이유. 실적 변화에 따라 외국인 수급 변화에 따른 주가 등락이 빨라질 수 있음
- KOSPI 반등 과정에서는 실적대비 저평가 및 낙폭과대 업종 중심으로 선제적으로 변화가 있을 전망

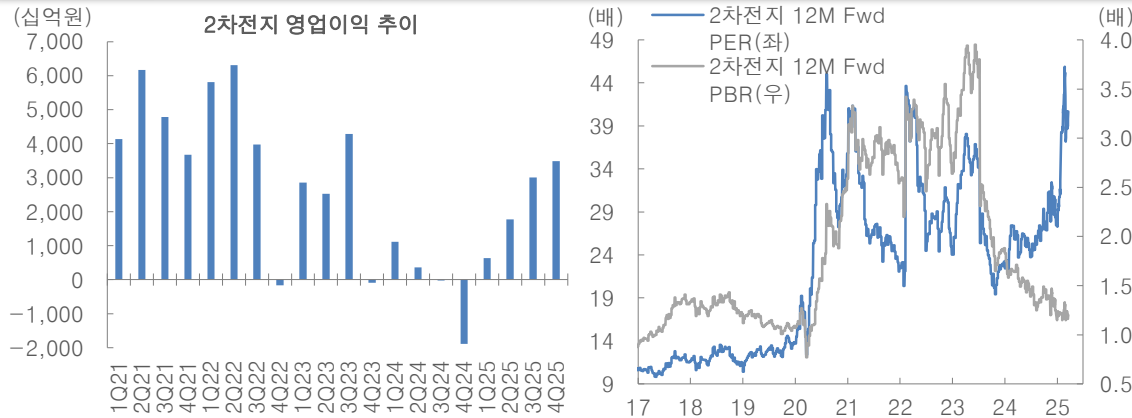
[2차전지] UnderShooting 탈출기. 2,900 ~ 3,150선 단기 박스권 등락, 단기 상승추세 형성 중

KRX 2차전지 Top10 지수 일간차트. 2,900선 지지력 확인, 40일선, 50일선 (2,950 ~ 3,000선) 돌파 시도 반복. 3,150선 돌파/안착시 추세 반전 가능



자료: 대신증권 Research Center

2차전지 25년 영업이익/순이익 레벨업 전망. 선행 PBR 1.2배에서 등락 중 PER은 실적 개선 가시화될 경우 안정될 것으로 예상

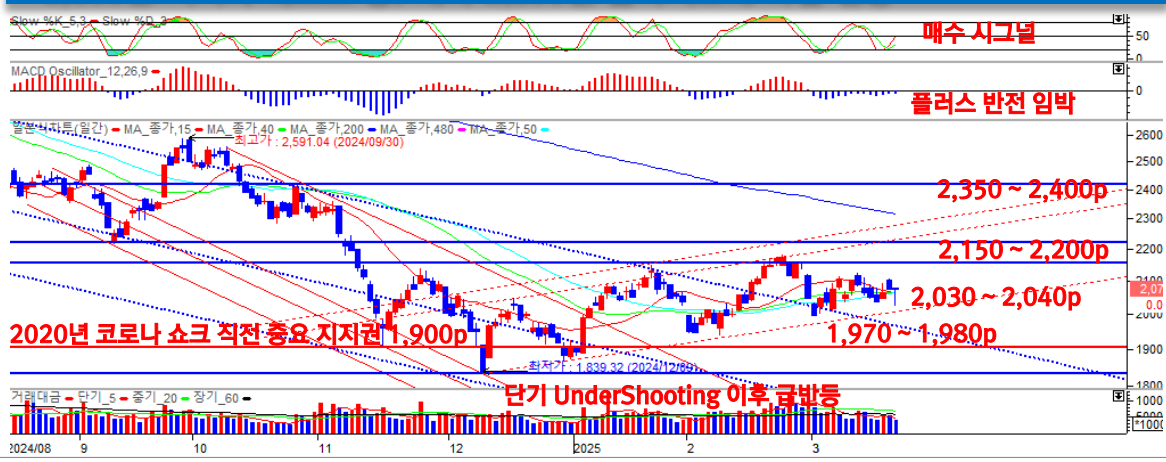


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 극심한 저평가 영역에서 벗어난 2차전지는 3,150선 안착에 실패, 2,900선 지지력 테스트 반복
- 미국 경기 불안과 트럼프의 관세 우려에 노출
- 저평가 매력 속에 미국 & 유럽향 2차전지, 소재 공급계약 이슈와 중국 경기회복 기대가 유입되며 3,150선 돌파 시도에 나섰지만, 번번히 실패
- 2,800 ~ 2,900선 지지력 확보는 물론, 번번히 저항대 역할을 해왔던 3,150선 돌파/안착 여부가 관건
- 3,150선 돌파시 3,400 ~ 3,500선까지 상승여력 확대 예상
- 최근 UnderShooting 국면에서 벗어나면서 단기 상승추세 형성 중
- 2차전지 영업이익은 25년 레벨업 전망. 23년 영업이익 수준에 근접할 가능성 높은 상황
- 실적 신뢰도가 낮지만, 아직까지는 25년 실적 레벨업 기대에 근거한 주가 정상화, 상승세 전개 가능성 높다고 판단

[에너지화학/건설] 에너지/화학은 단기 과열해소, 매물소화 국면. 상승추세를 견고히 해가는 건설

에너지화학 일간 차트. 2,150선 안착에 실패, 하락 반전 2,000선 지지력 테스트 중. 재차 2,200선 돌파시도에 나설 전망



자료: 대신증권 Research Center

KRX 건설 지수 일간차트. 상승 추세대 하단에서 지지력 테스트 중. 620선에서 지지력 확보시 상승추세대 상단이자 480일선이 위치한 660선 돌파시도 예상



자료: 대신증권 Research Center

- 에너지/화학 업종은 2,150선 돌파/안착에 실패, 하락 반전. 동 지수대는 24년 11월 이후 고점이자, 24년 상반기 저점
- 단기 과열 해소, 매물 소화 과정에서 단기 상승추세대 하단인 1,900선 후반에서 지지력 확보, 40일, 50일선이 위치한 2,030~2,040p 돌파/안착 과정 진행 중
- 향후 2,200선 돌파 예상. 이 경우 2400선까지 상승 여력 확대. 변동성을 활용한 분할매수 가능
- 건설 업종은 7월말 고점 이후 진행되어 온 하락추세를 넘어선 이후 상승추세 진행 중
- 다만, 상승추세대 상단을 넘어서는 단기 오버슈팅 이후 과열해소, 매물소화 국면 전개
- 40일, 50일 선이 위치한 580 ~ 590선에서 지지력 확보 이후 다시 강한 반등 전개, 660선까지 상승 여력 확대
- 단기 등락, 과열해소, 매물소화 과정을 거쳐가며 상승추세 지속될 전망

[디스플레이/유통] 중요 분기점 돌파에 나선 디스플레이. 유통은 중요 분기점 지지력 확보 이후 상승세 재개

디스플레이 일간 차트. 2020년 이후 중요 분기점인 9,500선 돌파 시도 중. 하락추세대 상향 돌파, 1만선 회복 시도 가능할 전망



자료: 대신증권 Research Center

유통업 일간 차트. 중요 지지권, 중요 분기점이자 200일, 480일선이 위치한 350선에서 지지력 테스트 이후 상승추세 재개. 다음 타겟은 375p

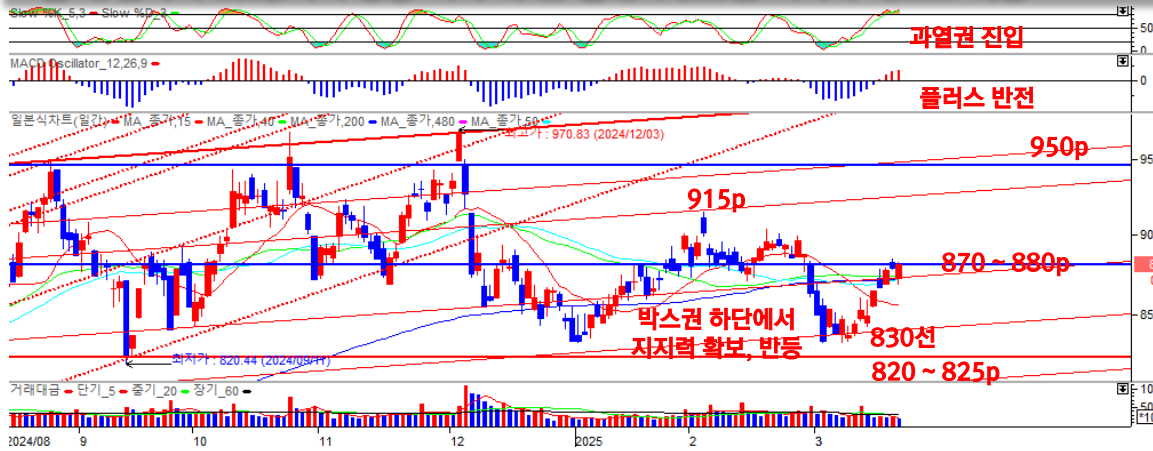


자료: 대신증권 Research Center

- 디스플레이는 전 저점권에서 지지력 확보, 2020년 이후 중요 분기점인 9,500원 돌파시도 중
- 동 가격대는 하락추세대 상향이 위치함에 따라 돌파/안착시 추세 반전 가능성 확대
- Stochastics 과열권 진입으로 인해 단기 등락은 감안해야겠지만, MACD OSC 상승 반전으로 1만원선까지 상승 여력 확대 예상
- 유통업은 1차 레벨업 이후 한 달간 200일선, 480일선에서 등락 반복. 이후 추가 상승 시도에 나섬
- 단기 과열권 진입에 따른 등락은 불가피하지만, 375선까지 상승 여력 확대

[은행/보험] 박스권 중단까지 반등, 기रो에 선 은행. 보험은 박스권 하단에서 등락 반복

KRX 은행 일간 차트. 박스권 중단이자 분기점인 870선 도달 돌파/안착시 950p까지 상승 여력 확대. 실패시 830선 지지력 테스트 예상



자료: 대신증권 Research Center

KRX 보험 지수 일간차트. 480일선이자 직전 저점인 1,780선 지지력 확보 기존 박스권 재탈환을 위한 등락 중

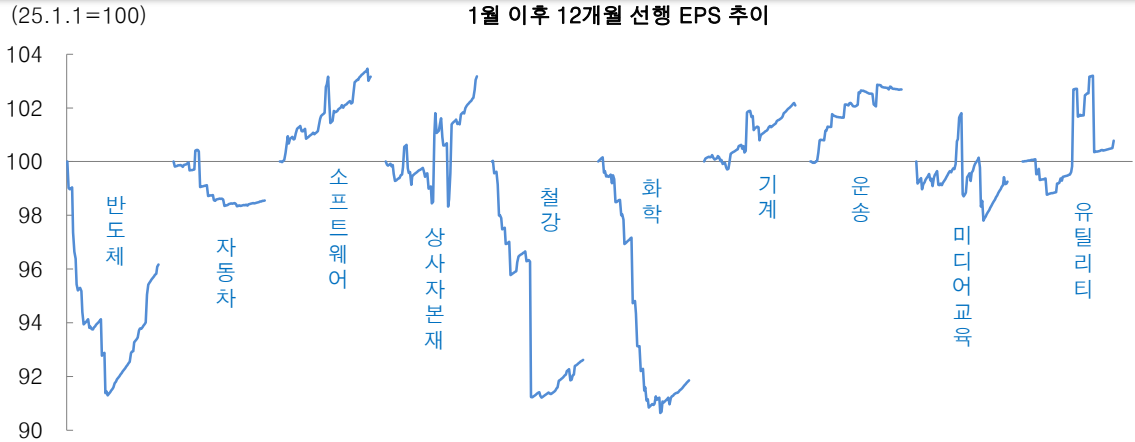


자료: 대신증권 Research Center

- 은행 업종은 레벨업 이후 박스권 등락 반복. 25년 들어서는 박스권 중단이자 반등 1차 목표치인 880선 안착에 실패하고 하락 반전
- 하지만, 박스권 하단이자 전 저점권인 820 ~ 830선에서 지지력 확보 이후 강한 반등 전개, 단숨에 박스권 중단 도달
- Stochastics 단기 과열 진입으로 등락은 불가피하지만, 안착 시 950선까지 상승 여력 확대 예상. 실패시 830선 지지력 테스트 불가피
- 보험도 박스권 등락 반복. 다만, 박스권 레벨이 낮아진 양상
- 보험은 기존 박스권 중간지수대인 2,000선 회복에 실패 이후 레벨다운, UnderShooting 구간 진입
- 480일 이동평균선이 위치한 1,780선 전후에서 지지력 확보 이후 반등 시도 중. 기존 박스권 하단(1,850 ~ 1,880선) 돌파/안착 여부가 관건
- 돌파시 2,000선까지 추가 상승 가능. 실패시 1,800선 전후 지지력 테스트 예상

[저평가 or 낙폭과대] 반도체, 자동차, 인터넷, 상사/자본재, 철강, 화학, 기계, 운송, 미디어/교육, 유틸리티

실적 전망 상향 : 반도체, 자동차, 상사/자본재, 철강, 화학, 기계, 미디어/교육
정체/하향조정 : 소프트웨어, 운송, 유틸리티



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

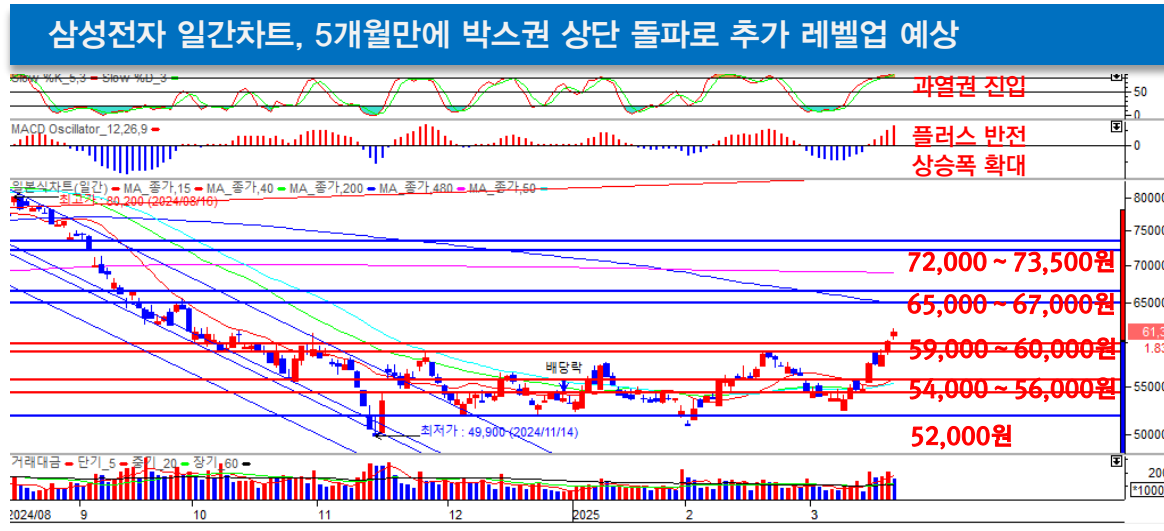
반도체, 철강 대량 매수 전환. 자동차, 기계, 미디어/교육, 유틸리티 매수 전환 조심
소프트웨어, 상사/자본재, 미디어/교육 매매 방향성 부재. 화학, 운송 매도 지속



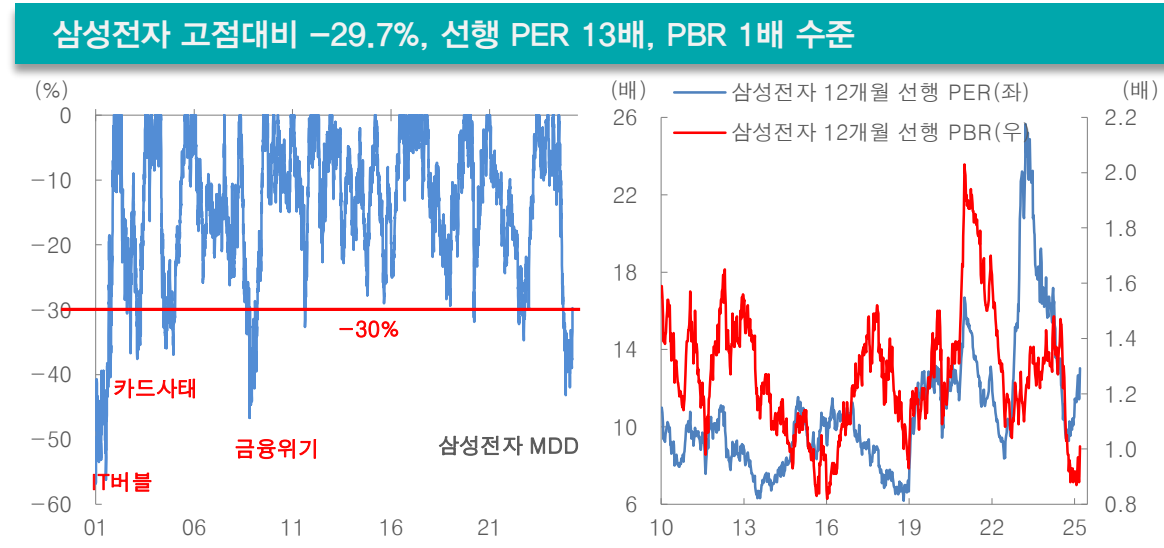
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 실적대비 저평가 업종이거나 낙폭과대 업종은 반도체, 자동차, 인터넷, 상사/자본재, 철강, 화학, 기계, 운송, 미디어/교육, 유틸리티
- 이들 중 12개월 선행 EPS가 상승 중인 반도체, 자동차, 상사/자본재, 철강, 화학, 기계, 미디어/교육 업종
- 이 중 반도체, 철강은 대량 매수세로 급반전되었고, 자동차, 상사/자본재, 기계, 미디어/교육은 외국인 순매수 전환 가능성이 높은 상황
- 실적 전망 하향조정 중인 소프트웨어, 운송, 유틸리티는 외국인 매매 방향성이 모호한 상황
- 단기 가격/밸류에이션 매력 확보 이후 외국인 순매수 재유입 가능성 높다고 판단
- 저평가 또는 낙폭과대 업종은 가격 메리트나 실적대비 저평가 정도가 약함에 따라 실적 등락에 민감도 높음
- 실적 전망 변화에 따라 외국인 수급 급변. 반도체, 자동차 업종이 대표적인 사례

[삼성전자] 5개월만에 6만원 상회, 박스권 상향 돌파로 6.5 ~ 6.7만원까지 상승 여력 확대



자료 : 대신증권 Research Center

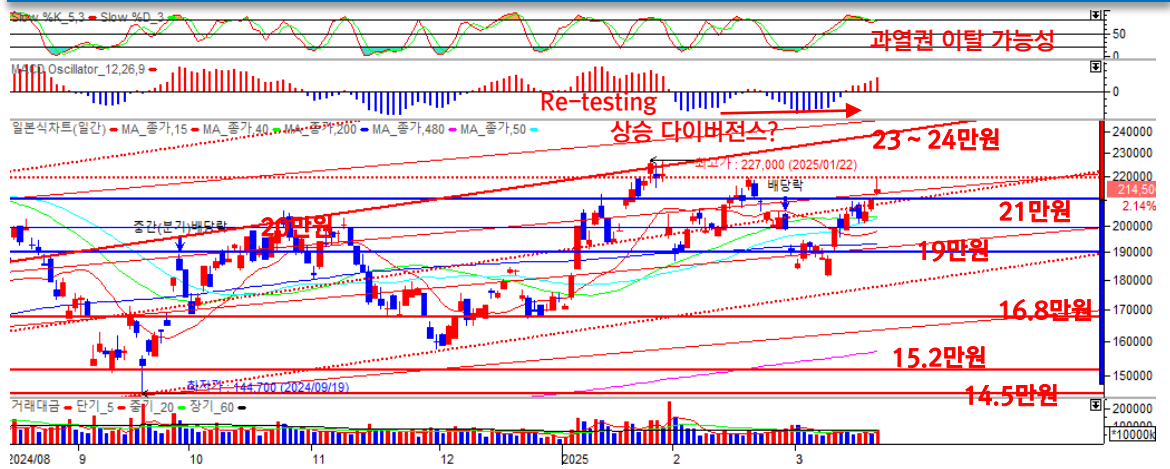


자료 : FnGuide, 대신증권 Research Center

- 삼성전자는 실적 불확실성 선반영, 밸류에이션 매력 극대화에 따른 자율 반등에 이어 업황 개선 기대와 모건 스탠리의 투자 의견 상향 조정 등에 힘입어 5개월만에 6만원선 상회
- 번번히 실패했던 5.9 ~ 6만원선을 장대 음봉과 Gap으로 상향 돌파한 것
- 단기 과열권 진입으로 등락은 감안하더라도 6.5 ~ 6.7만원 회복 시도 가시화될 전망
- 중국 경기 회복이 가시화되는 상황에서 강력한 경기부양정책이 가세함에 따라 레거시 반도체 수요 개선 기대
- 삼성전자 실적 우려 완화, 실적 기대 회복시 상승탄력 강화 가능
- 가격 및 밸류에이션 측면에서 여전히 저평가 매력이 높다고 판단

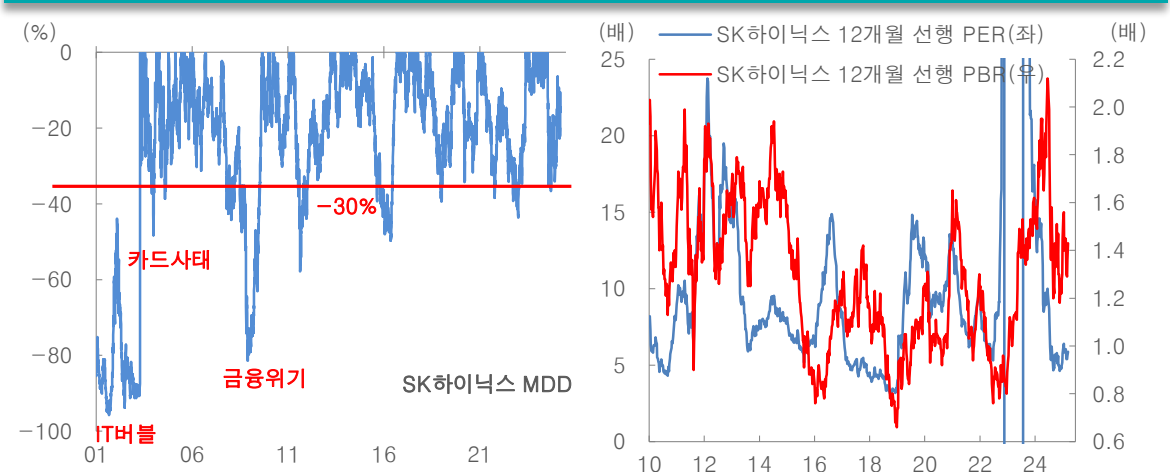
[SK하이닉스] 세번째 21만원 돌파. 23 ~ 24만원까지 상승 가능

SK하이닉스 2차 상승 국면 진행 중. 21만원 돌파, 전고점 상회 예상



자료: 대신증권 Research Center

SK하이닉스 고점대비 -10.58%, 선행 PER 5.87배, PBR 1.43배에 불과

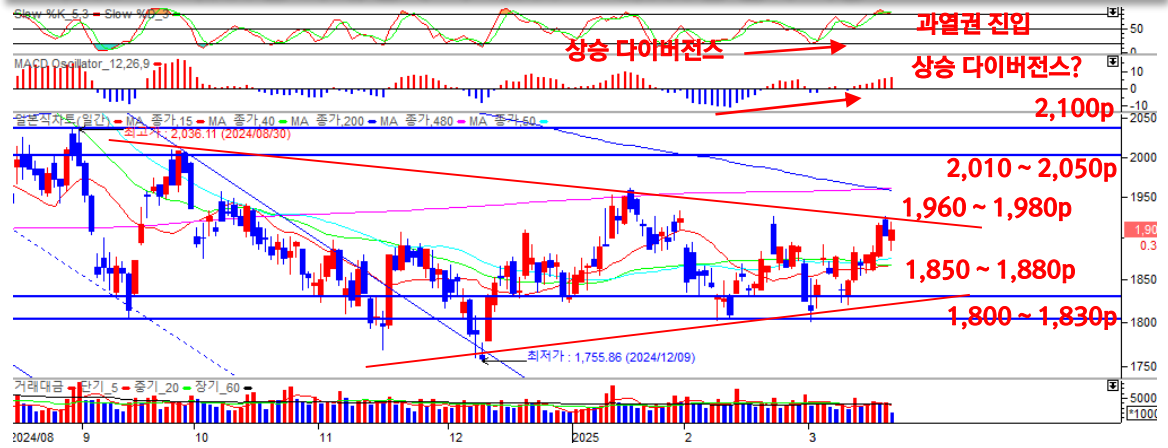


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- SK하이닉스, 9월에는 15만원 이하, 12월에는 17만원 이하 또는 17만원 수준에서 비중 확대할 것을 권고. 2월에는 18 ~ 19만원선에서 비중 확대 제안
- 미국 경기불안, 관세 우려, M7약세로 19만원선에 도달. 동 지수대에서 지지력 확보한 이후 21만원 돌파/안착 시도 중
- 향후 단기 등락은 감안하더라도 22만원, 23만원 돌파/안착도 가능할 전망. 변동성을 활용한 비중확대 전략 지속
- SK하이닉스 고점대비 하락률 -10.58%로 여전히 가격 메리트 높다고 볼 수 있음
- DeepSeek 쇼크가 AI 반도체 업황, 투자 사이클과 실적에 미치는 영향은 제한적이고, 미국 경기 불안도 실질적인 경기 충격은 제한적일 전망
- 엔비디아와 브로드컴 실적에서 확인할 수 있듯이 여전히 AI 반도체 수요는 견고하다고 생각

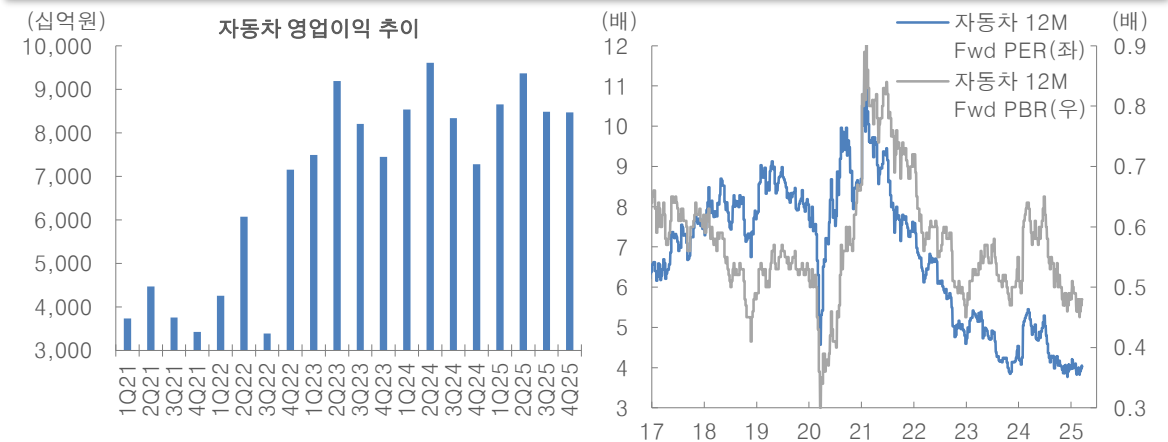
[자동차] 또 한번 중요 지지권(1,800선)에서 지지력 확보. 1,960 ~ 1,980p 돌파시 2,000선 가시권 진입

KRX자동차 일간 차트. 1,800선에서 지지력 확보 이후 반등 패턴 반복 1,850 ~ 1,880선 회복/안착 시 1,960 ~ 2,000선 돌파 가능



자료: 대신증권 Research Center

자동차 12개월 선행 PER 4배, PBR 0.48배 수준. 극심한 저평가 영역에서 등락 중



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 자동차는 미국 경기 불안과 트럼프 관세 리스크에 취약. 동일한 이슈가 발생할 때마다 1,800선에서 지지력 테스트 전개
- 이번에도 1,800선 전후에서 단기 UnderShooting, 지지력 확보 이후 반등 시도 중
- 15일, 40일, 50일 이동평균선이 위치한 1,850 ~ 1,880선 돌파/안착 이후 직전 고점이자 480일 이동평균선이 위치한 1,960선 돌파 시도 예상
- 등락은 있겠지만, 25년 상반기 중 2,100선 돌파도 가능할 수 있을 것
- 자동차 주가는 2000년 이후 저점권인 12개월 선행 PER 4배, PBR 0.5배를 다시 하회
- 저평가 매력 부각에 근거한 반등시도를 이어갈 전망

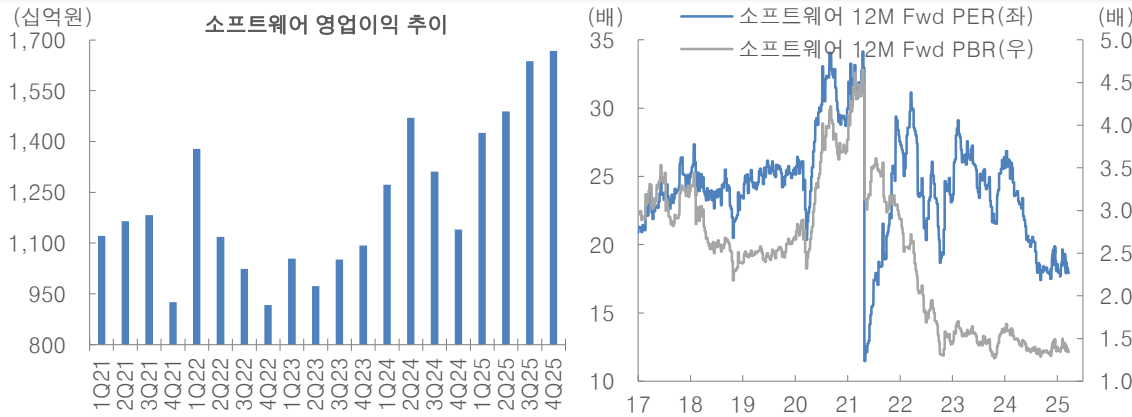
[인터넷] 증기 지지권, 분기점에 도달. 세번째 상승 추세 전개 예상, 다음 목표는 1,270선

KRX 인터넷 Top10 지수 일간차트. 단기 과열 해소, 매물소화 진행 중.
950선 지지력 확보 이후 1,270선까지 상승 가능



자료: 대신증권 Research Center

인터넷 25년 실적 레벨업 전망. 선행 PER은 18배 수준, 여전히 밸류에이션 저점권
선행 PBR도 1.34배 수준으로 역사적 저점권에서 반등 시도 중



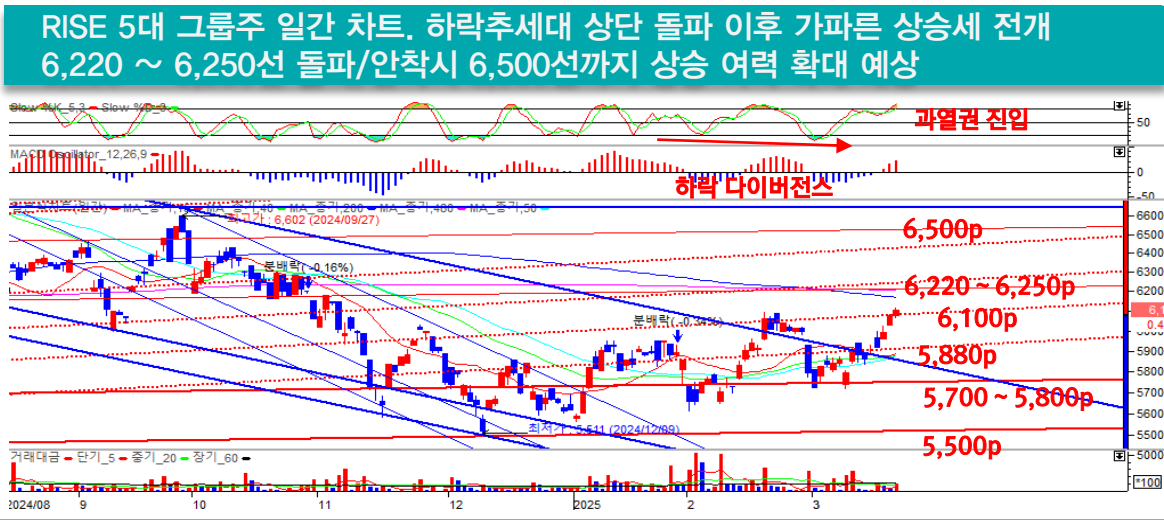
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 인터넷 업종은 하지만, 상승추세대 상단, 23년 분기점이자 고점권 저항과 Stochastics의 단기 과열권 진입으로 인해 단기 과열 해소, 매물 소화 국면 진행 중
- 40일, 50일 이동평균선이자 전 고점권이 위치한 1,000선마저 하향이탈로 조정 양상이 길어지는 상황
- 단기 UnderShooting을 감안하더라도 200일 이동평균선과 상승추세대 하단이 위치한 900 ~ 950선 전후에서 지지력 확보 예상
- 이후에는 1,270선까지 추가적인 상승 여력 존재. 여전히 강력한 상승추세 진행 중
- 인터넷 업종도 25년 실적 레벨업 기대. 채권금리 하향 안정과 맞물릴 경우 밸류에이션 매력이 배가되면서 추가적인 상승세 전개 예상

[방산/지주사] 극심한 과열권에서 급락 반전, 조정국면 예상되는 방산. 그룹주는 하락 추세 상향 돌파 성공



자료: 대신증권 Research Center



자료: 대신증권 Research Center

- 방산은 중장기 상승추세대 상단인 31,000 선 까지 단숨에 도달. OverShooting 국면임에도 불구하고 상승세 지속, 34,000선 마저 넘어섰지만, 지난주 급락 반전
- 단기 급등에 따른 과열/가격 부담이 컸던 만큼 당분간 과열 해소, 매물 소화 국면 전개 불가피
- 1차 27,000선, 2차 24,600선 지지력 확보 여부 주목
- 중기 상승추세는 강하지만, 단기 과열해소, 매물소화 국면 감안. 추격 매수 자제. 변동성을 활용한 비중확대 전략 유효
- 지주사, 그룹주는 24년 하반기 레벨다운된 이후 박스권(5,500 ~ 6,000선) 등락 중
- 박스권 상단이자 하락추세대 저항(6,100 선)을 단숨에 상회. 다만, 추세 반전을 확인하기 위해서는 200일, 480일선이 위치한 6,220 ~ 6,250p 돌파/안착이 필요
- 단기 등락은 불가피하지만, 본격적인 추세 반전 시도, 상승추세 전개 예상

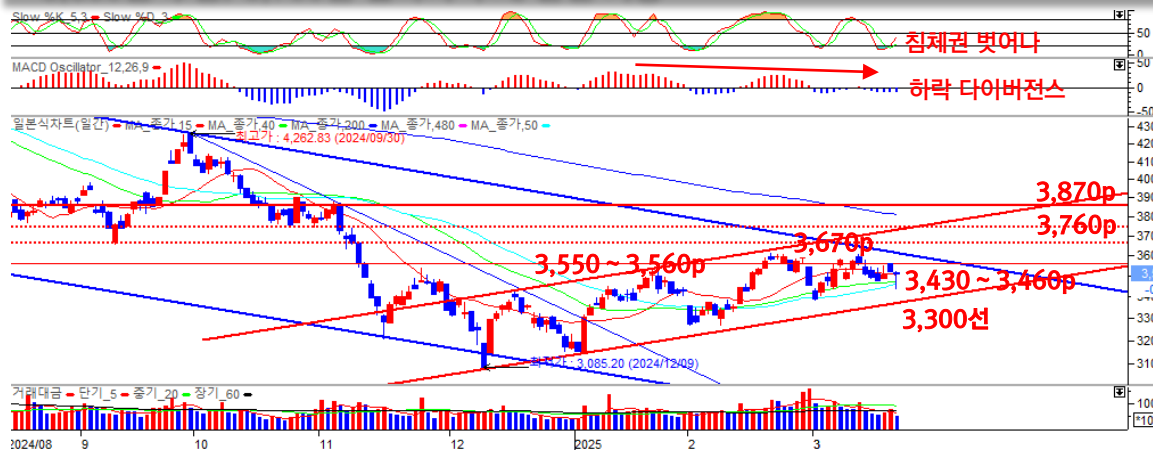
[철강/화학] 추가 상승 여력이 제한적인 철강. 화학은 추세 반전 모색 중

**KRX 철강 일간차트. 1,880 ~ 1,890선 지지력 확보 이후 급등
단순에 2,100선 넘어 2,200선 근접. 상승여력은 점차 제한되는 상황**



자료: 대신증권 Research Center

**화학지수 일간차트. 40일, 50일선 지지력 확보 이후 반등세 반복
3,600선 후반. 3,700선 돌파시 추세 반전 가능**

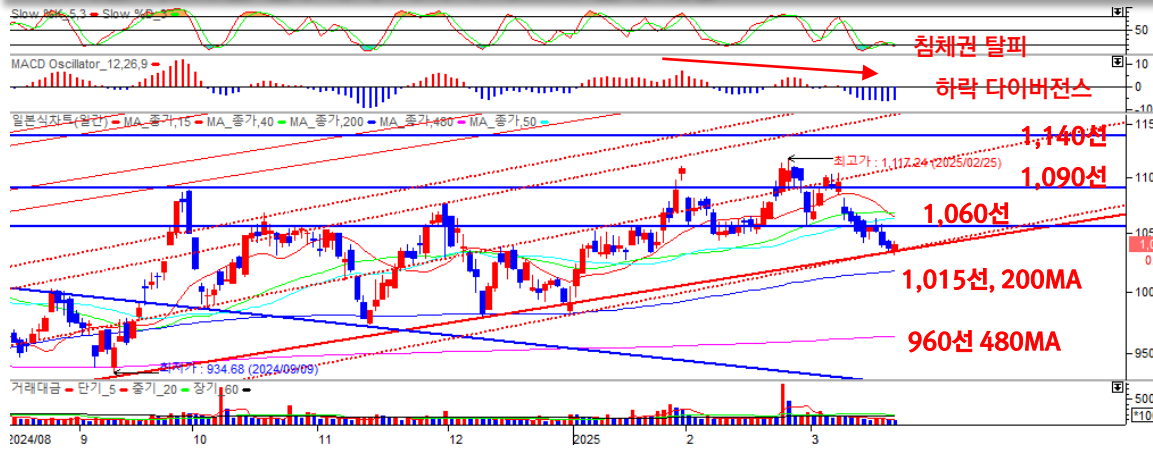


자료: 대신증권 Research Center

- 2월 급반등했던 철강은 2,000선 저항에 하락 반전했지만, 1차 지지선인 1,880 ~ 1,890p에서 지지력 확보 이후 급등으로 2,100선마저 상회
- 2,250 ~ 2,350p까지 추가 상승여력 존재하지만, 그 이상 상승여력 확보하기까지 시간이 필요
- 현 시점에서는 추격매수는 최대한 자제하고 추가 상승시 점진적으로 비중을 줄여나갈 필요가 있다고 생각
- 화학 업종은 단기 상승추세를 형성하며 분위기 반전 진행 중
- 1차 변곡점이자 상승추세대 상단인 3,670선에서 하락 반전, 단기 과열 해소, 매물소화 과정을 빠르게 마무리하고 2차 반등 시도 중
- 40일선, 50일선이 위치한 3,430 ~ 3,460선 지지력 확보 이후 하락추세대 상단(3,600선) 돌파/안착 시도에 나설 전망
- 하락추세대 상향 돌파시 3,800선 후반까지 상승여력 확대

[운송/기계] 운송은 200일선 지지력 테스트 예상. 기계는 40일, 50일선 지지력 테스트 중

KRX 운송 지수 일간차트. 40일, 50일선 이탈로 상승추세대 하단이자 200일선이 위치한 1,015선 전후에서 지지력 테스트 전개 예상



자료: 대신증권 Research Center

기계 일간 차트. 40일선, 50일선이자 중요 분기점인 1,400선 지지력 테스트. 지지력 확보 시 1,550 ~ 1,570선 돌파시에도 나설 전망



자료: 대신증권 Research Center

- 운송 업종은 그동안 상승세를 이어왔던 지지선인 40일, 50일 이동평균선 하회
- MACD OSC 하락 다이버전스 이후 하락세가 진행 중이지만, Stochastics가 침체권에 진입함에 따라 200일선이 위치한 1,015선 지지력 확보 가능성 높다고 판단
- 조정 시 비중확대 전략 유효, 200일선 지지력 확보시 1,100선 돌파시도 가능할 것
- 기계 업종은 중요 분기점이자 저점인 1,130선에서 급반등. 단숨에 2차 목표인 1,450선 돌파에 이어 중기 고점권인 1,550선마저 넘어섬
- 24년 상반기 강한 상승세를 보인 이후 충분한 조정을 거친 기계 업종은 실적 레벨업이 예상되는 만큼 추가 상승추세 전개 예상
- 다만, 2차 목표치를 넘어 단기 OverShooting 국면에 진입한만큼 단기 등락은 감안해야 하는 상황. 1,430선대에서 지지력 테스트 이후 1,500선 후반대 돌파 시도가 가능할 전망

[미디어&엔터/유틸리티] 미디어 & 엔터, 1,700선 지지력 테스트 예상. 유틸리티는 중요 지지권 진입

KRX미디어&엔터 일간 차트. 40일, 50일선(1,800p) 이탈로 상승추세대 하단이 위치한 1,700선 전후에서 지지력 테스트 예상



자료: 대신증권 Research Center

KRX 유틸리티 일간차트. 40일선, 50일선 지지력 확보 여부가 관건. 단기 과열 해소, 매물 소화 이후 560 ~ 590p 돌파시 추세 반전 가능성 확대

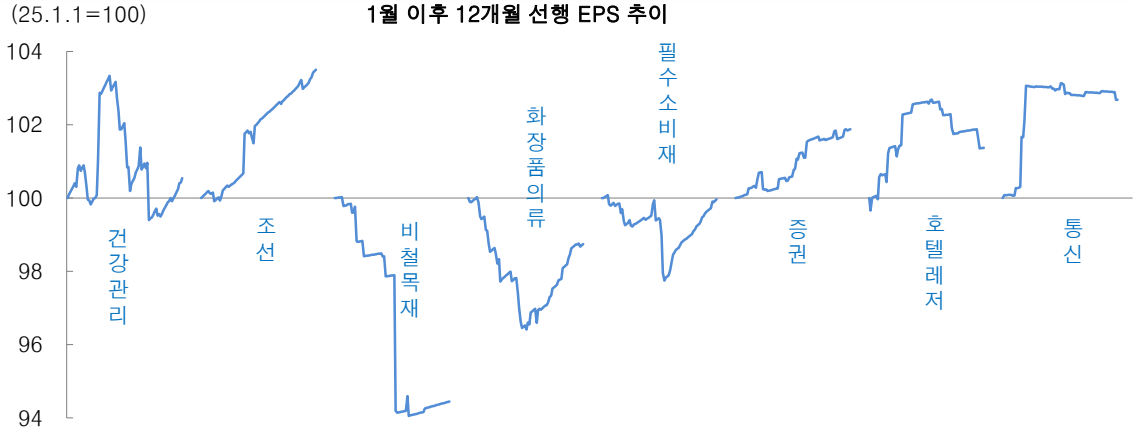


자료: 대신증권 Research Center

- 미디어/엔터는 상승 추세 진행 중인 가운데 단기 매물소화, 과열해소 과정 이후 레벨업, 상승추세대 상단에 도달하는 패턴 반복
- 이번에도 전 고점권인 1,900선 돌파/안착 시도 중, 1,800선이 위치한 40일, 50일 이동평균선 하향이탈로 1,700선 전후에서 지지력 테스트 불가피
- 상승추세대 하단에서 지지력 확보시 향후 1,900선 돌파/안착 시도에[나설 전망
- 유틸리티는 중요 변곡점(24년 중요 지지선)이자 200일선, 하락추세대 상단이 위치한 570선 돌파에 실패
- 단기 등락 과정에서 40일, 50일선이 위치한 525 ~ 530p 지지력 확보 이후 다시 한 번 하락추세대 상단이자 전 고점권인 560 ~ 570선 돌파 시도에 나설 전망
- 200일, 480일선이 위치한 590선까지 넘어설 경우 추세 반전 가능성 확대

[가격 메리트 약화] 건강관리, 조선, 비철/목재, 화장품/의류, 필수소비재, 증권, 호텔/레저, 통신

실적 전망 상향 : 건강관리, 조선, 비철/목재, 화장품/의류, 필수소비재
정체/하향조정 : 증권, 호텔/레저, 통신



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

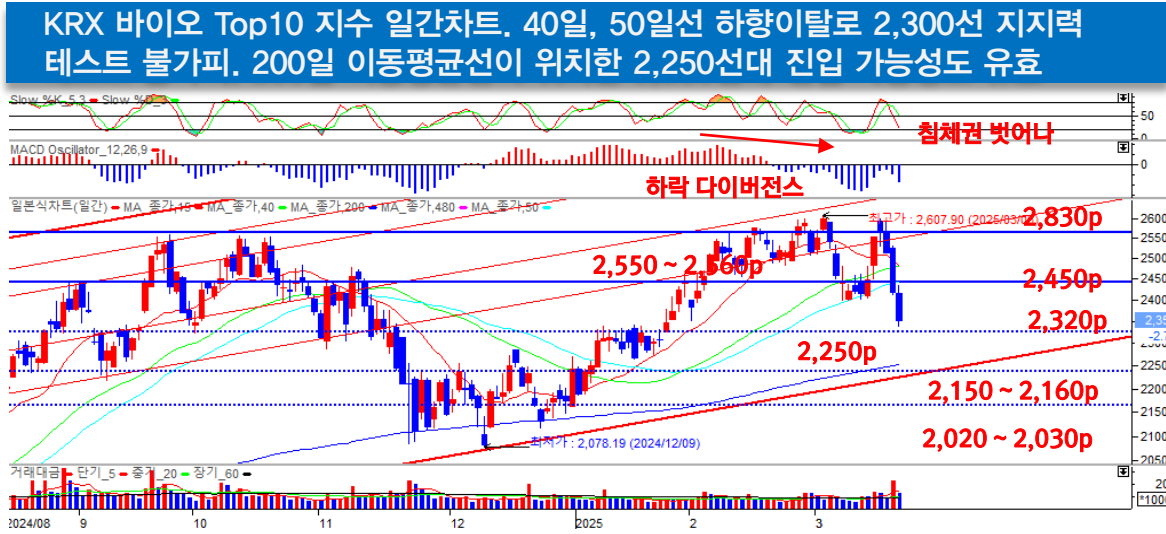
건강관리, 증권 매도 지속, 조선, 비철/목재, 호텔/레저 매수 전환 가능성
화장품/의류, 필수소비재, 통신 매도 전환 조심



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

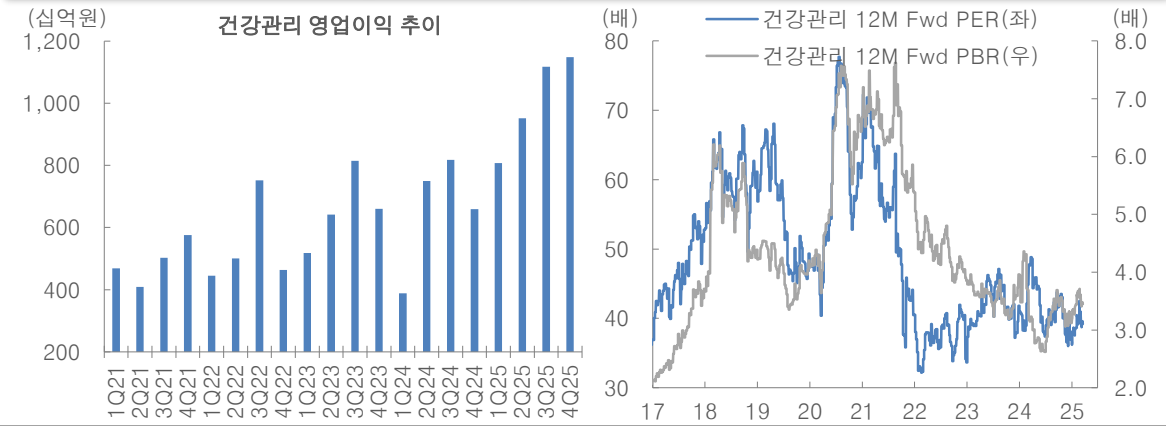
- 실적대비 견조한 주가 흐름을 보여왔고, 7/11 고점 이후 KOSPI를 Outperform 중인 업종에는 건강관리, 조선, 비철/목재, 화장품/의류, 필수소비재, 증권, 호텔/레저, 통신이 있음
- 프리어닝 시즌 돌입으로 건강관리, 조선, 비철목재, 화장품/의류, 필수소비재 업종의 선행 EPS 상승세 뚜렷
- 가격 부담에 건강관리는 외국인 매도, 조선, 비철목재는 외국인 순매수 전환 징후 감지. 반면, 화장품/의류, 필수소비재는 매도 전환 가능성
- 실적 전망이 정체되거나 하향조정 중인 증권, 호텔/레저, 통신 업종은 외국인 매도 진행 중
- 실적 대비 고평가 업종들 중 과열권에 진입했거나 확실한 모멘텀이나 실적 호전이 약화 또는 정체될 경우 외국인 차익 매물 출회 불가피
- 가격, 과열, 밸류에이션 부담이 큰 상황에서 이익전망 변화와 투자심리 변화에 따라 외국인 매매 패턴 빠르게 전환
- 업황/실적 기대감 선반영, 단기 과열해소, 매물소화 전개 여부에 따라 업종별 차별적인 등락 예상

[계약/바이오] 40일, 50일선 지지력 확보 실패로 2,300선대로 추가 하락 가능성



자료: 대신증권 Research Center

건강관리 25년 실적 레벨업/역사적 최대 실적 기록 전망. 선행 PER, PBR은 전자점권에서 반등 중



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 바이오 업종은 중장기 이익성장과 중단기 이동평균선 상승 반전에 힘입어 12월 200일선이 위치한 2,100선 지지력 바탕으로 분위기 반전
- 단숨에 직전 고점인 2,550선까지 레벨업 되었지만, 급락 반전
- 단기 과열 지속 및 MACD OSC 하락 다이버전스로 인해 단기 과열해소, 매물소화 국면 진행 중
- 40일, 50일 이동평균선이 위치한 2,400 선대를 장대 음봉으로 하향이탈함에 따라 1차적으로는 2,300선 초반(중요 분기점), 2차적으로는 200일선과 상승추세대 하단이 위치한 2,250선 전후에서 지지력 테스트 불가피
- 이러한 등락 이후 상승추세는 더욱 견고해지고, 강해질 것으로 전망
- 건강관리 밸류에이션 수준은 2020년 이후 저점권에 위치. 25년 실적 레벨업, 사상 최대 실적 기록할 전망. 실적 호전주 중심으로 대응 강화

[조선/비철목재] 조선은 18,000선 지지력 테스트 중. 비철목재는 상승 다이버전스 진행 중

FN조선해운지수 일간차트. 여전히 OverShooting 국면에서 등락 반복. 추격매수 자제하고, 단기 변동성 확대 경계. 18,000선 이탈 가능성 높아



자료: 대신증권 Research Center

비철목재 일간 차트. 40일선, 50일선 저항으로 하락세 지속. 하락 추세대 하단인 3,700 ~ 3,750선 지지력 확보 여부가 중요

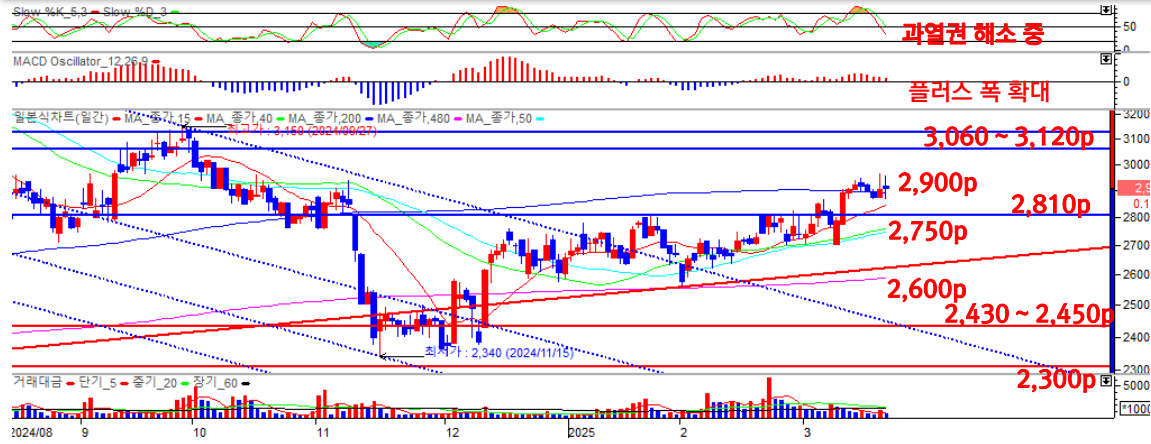


자료: 대신증권 Research Center

- 조선해운 업종은 24년 3월 이후 강력한 상승추세 진행 중
- OverShooting 국면 진입 이후에도 상승 추세대 상단인 20,000선을 넘어서며 상승세 지속. 하지만, Stochastics, MACD OSC 하락 다이버전스 전개
- 최근 40일선, 50일선을 하회하면서 18,000선 지지력 테스트 진행 중. 동 지수대 이탈시 17,000선 초반까지 추가 하락 가능
- 추격매수는 최대한 자제하고, 단기 리스크 관리 강도를 높이는 가운데 단기 과열 해소, 매물소화 과정을 비중확대 기회로 활용할 필요가 있음
- 비철목재는 40일, 50일 이동평균선 안착에 실패, 하락 지속. 하락추세대 하단인 3,700 ~ 3,750선 지지력 확보 여부가 관건
- 단기 변동성을 활용한 트레이딩 전략은 유효하지만, 매수를 서두를 필요는 없다고 생각
- 단기 등락 이후 3,850선, 4,000선 돌파시 도에 나설 전망

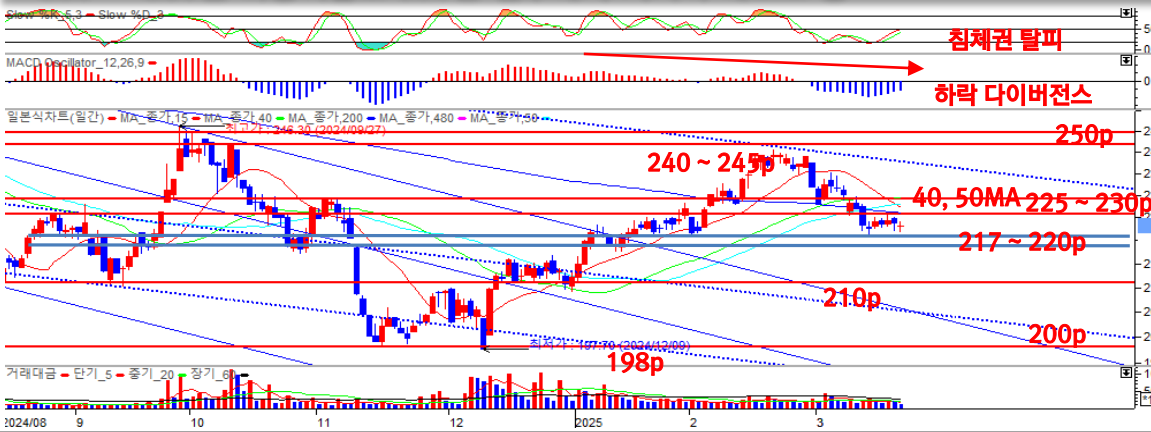
[화장품/섬유의복] 화장품, 3,000선까지 상승여력 확대. 섬유/의복은 중요 지지권 진입

Tiger 화장품 ETF 일간 차트. 40일, 50일선 지지력 바탕으로 2,800선을 넘어 200일선(2,900p) 돌파/안착 시도 중. 24년 하반기 고점까지 상승 여력 확대



자료: 대신증권 Research Center

섬유/의복 일간 차트. 전고점 도달 이후 하락 반전. 40일, 50일선 위치한 220 ~ 230선 하향이탈로 220선 전후에서 지지력 테스트 중



자료: 대신증권 Research Center

- 화장품 업종은 중기 하락추세대 상단을 넘어 40일, 50일 이동평균선 지지력을 바탕으로 2,800선은 물론, 200일선이 위치한 2,900선 돌파시도에 나서고 있음
- 1차적 상승 목표인 2,900선 안착시 2차적으로는 3,100선대까지 반등 가능
- 단기 등락은 비중확대 기회
- 섬유/의복은 단기 하락추세를 넘어 40, 50일 이동평균선 돌파/안착에 성공하면 240선에 근접
- 하지만, 240 ~ 240p는 중기 하락추세대 상단이자 24년 10월 고점. Stochastics 재매도 시그널로 단기 과열해소, 매물소화 국면 진입
- 40일, 50일선이 위치한 225 ~ 230p 하향이탈로 217 ~ 220선 지지력 테스트 진행 중
- Stochastics 침체권 진입으로 추가 급락보다는 단기 지지력 확보 이후 반등시도를 재개해 나갈 전망

[음식료/증권] 음식료, 박스권 돌파 & 1차 상승 목표(4,000선) 도달. 박스권 상단 돌파시도 중인 증권

음식료품 일간 차트. 3,700선 지지력 바탕으로 단숨에 3,900선 돌파, 4,000선 근접. 4,200선까지 상승 여력은 확대되었지만, 단기 등락 감안



자료: 대신증권 Research Center

KRX 증권 일간차트. 770 ~ 790선에서 지지력 확보 이후 다시 한 번 박스권 돌파 시도. 단기 과열 해소, 매물 소화 시 770 ~ 780선 지지력 체크

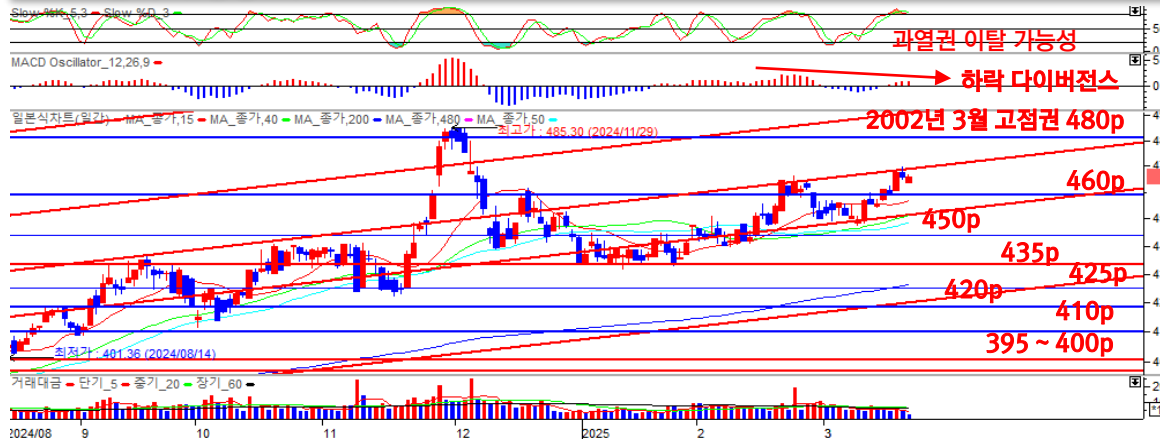


자료: 대신증권 Research Center

- 음식료 업종은 중요 지지선인 40일, 50일선에서 지지력을 확보하고 빠르게 3,800선은 물론, 2,900선까지 상향 돌파
- 단숨에 4,000선 근접. 단기 과열, 매물 소화 국면 진입 가능성
- 4,000선 돌파/안착시 4,200선까지 상승 여력 확대
- 중기 박스권 상단 돌파를 반복해가며 추세 반전을 모색 중
- 증권은 빠르게 박스권 상단 도달
- 박스권 1차 변곡점이자 40일, 50일 이동평균선이 위치한 770선에서 지지력 확보. 이후 급반등, 장대 양봉 발생
- 이후 단숨에 박스권 상단이 위치한 815p 도달. 830선까지 추가 상승 여력 존재하지만, 단기 등락은 감안해야 할 시점
- 전 저점이자 15일, 40일, 50일선이 위치한 770 ~ 780선 지지력 확보 여부가 중요

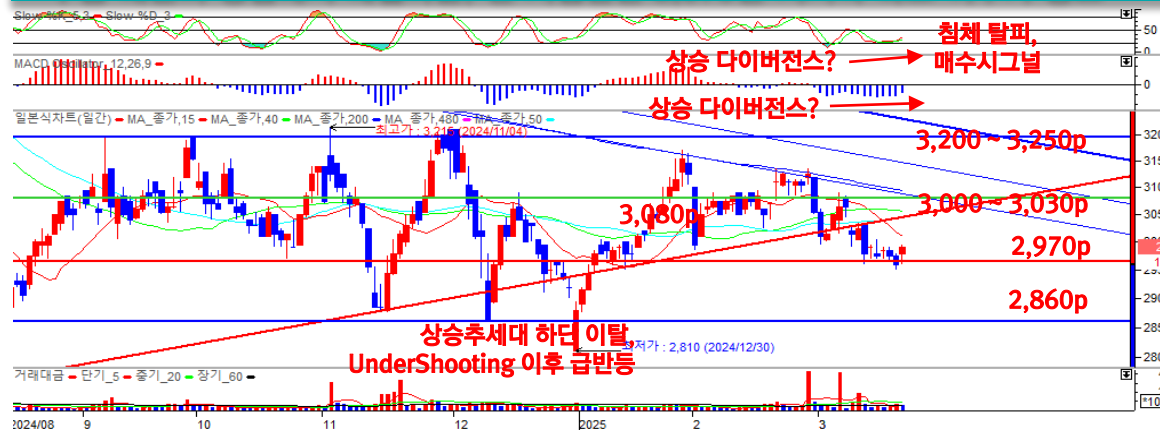
[통신/여행레저] 하락추세대 상단에 도달한 통신. 여행레저는 박스권 하단이자 전 저점 지지력 확보 여부 관건

통신 일간 차트. 450선 지지력 확보, 460선 돌파. 단기 등락은 불가피하지만 480선까지 상승 여력 확대



자료: 대신증권 Research Center

Tiger 여행레저 일간 차트. 3,000 ~ 3,030선 저항으로 상승추세대 하향이탈. 수렴 패턴의 정점에서 레벨다운, 전 저점권인 2,970선 지지력 확보 여부가 중요



자료: 대신증권 Research Center

- 통신은 상승추세를 견고히 해나가는 중
- 하지만, 2002년 3월 고점권인 480선 전후에서 하락 반전. 과도한 과열, OverShooting 국간에 진입함에 따라 과열해소, 매물소화과정 전개
- 460선에서 다시 한 번 주춤하지만, 40일, 50일선(450 ~ 455선)에서 지지력 확보, 460선 상회
- 480선까지 상승 여력 존재
- 다만, 단기 과열권 진입, MACD OSC 하락 다이버전스로 단기 등락은 감안해야 할 시점
- 여행레저는 하락추세대 상단(3,100선) 돌파에 실패하고 급락 반전. 이후 40일선, 50일선 마저 하향이탈, 저항대 역할
- 상승추세대 하단이자 직전 저점이 3,000 ~ 3,030선마저 하회하면서 전 저점 수준인 2,970선 전후에서 지지력 확보 여부가 관건
- MACD OSC, Stochastics 상승 다이버전스 가능성이 높아 추가 레벨다운보다는 반등 가능성 높다고 판단

Compliance Notice

- 금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: FICC리서치부 이경민)
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.