

4월 & 2Q 증시 전망 및 투자전략 | 2025. 3. 31

# 공매도, 상호관세 변동성을 이겨낼 펀더멘털. 1Q 실적과 중국 경기 (Feat. 정치 리스크 해소, 외국인 수급)

Strategist 이경민

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

Quant Strategist 조재운

02) 769-2694 / jaeun.jo@daishin.com



# Contents

## 4월 & 2Q 증시 전망 및 투자전략

<b>Summary</b>	<b>3</b>
<b>주식시장 전망</b>	<b>6</b>
3월 Review : 2개월 연속 상승, 전강후약. 잔존해 있는 불확실성에 따른 등락 불가피	6
4월 KOSPI Band : 2,530 ~ 2,750p	11
반복되는 월말, 월초 급락은 기존 악재들의 확대 재생산 영향. 비중확대 기회	16
미국 스태그플레이션 공포는 기우일까?	23
점점 강해지는 트럼프 관세정책. 자동차에 이은 상호관세. 그 다음은?	31
4월 전망 : 미국 증시는 박스권 하단에서 반등, KOSPI는 2,700선을 향하는 흐름	40
상승 동력 1. 반복되어 온 관세부과 & 협상/유예	50
상승 동력 2. 선수요 모멘텀과 중국 경기회복, 유럽 재정확대의 콜라보	60
Issue Check. 중국으로 간 삼성전자 & 미국으로 간 현대차	76
상승 동력 3. 낮아진 실적 눈높이를 넘어설 1분기 실적. 미국도?	83
상승 동력 4. 경기 불안 + 물가 안정 = 금리인하 확대	93
상승 동력 5. 국내 정치 리스크 해소. 통화/재정 정책 동력 유입	109
상승 동력 6. 연기금 순매수 지속 & 외국인 수급 개선 가능성	117
상승 동력 7. 공매도 재개의 순기능. 업종/종목 대응에는 옥석가리기 필요	125
2025년 KOSPI Target 3,000p. 전강후약 패턴 예상(6 ~7월 고점 가능성)	134
<b>투자전략</b>	<b>139</b>
투자 전략 : 낙폭과대 & 실적대비 저평가 업종/종목 트레이딩 강화	128
<b>퀀트전략</b>	<b>162</b>
반도체 + 방산 쏠림 속 균형이 될 자동차, 금융	162
멀티 팩터 모델 4월 Update	168

## Summary. 공매도 재개, 트럼프 상호관세발 변동성은 비중확대 기회. 선수요, 中 경기 회복, 1Q 실적 호조 등 펀더멘털 동력 유입

- 4월 KOSPI Band 2,530 ~ 2,750p. 전약후강 패턴 예상  
하단 2,530p : 확정실적 기준 PBR 0.864배, 선행 PBR 0.826배(24년 이후 평균의 -1Std)  
상단 2,750p : 선행 PBR 0.894배, 확정실적 기준 PBR 0.959배(24년 2H 이후 평균의 +1Std), 선행 PER 9.67배(24년 2H 이후 평균의 +2Std)는 KOSPI 2,770선
- 2월말에 이어 3월말에도 미국 스태그플레이션 우려에 트럼프 관세정책 불안심리가 가세하면서 KOSPI를 비롯한 글로벌 증시 급락 이슈, 이벤트, 트럼프 워딩에 일희일비할 수록 펀더멘털 변화에 집중할 때. 2월초, 2월말 모두 트럼프 관세 충격 이후 빠르게 상승추세로 복귀 미국 경기 불안, 트럼프 정책 리스크는 투자심리를 자극하는 트리거 역할. 경기, 정책, 투자심리, 수급 간의 악순환의 고리가 단기 급락으로 이어졌다고 판단  
1) 실제 미국 경기가 침체로 갈 가능성은 극히 낮다고 판단. 현재 미국 경기는 과열이 식어가는, 정상화되는 과정. 예상보다 큰 경기 둔화 폭이 공포심리 자극  
2) 트럼프의 미치광이 전략이 미국 경기 불안을 더욱 자극하면서 3) 심리를 더욱 공포로 몰아넣고, 수급의 급격한 위축으로 이어진 것
- 4월 글로벌 금융시장, 증시는 3월말 불확실성 변수들이 안정을 찾으면서 정상화되고, 펀더멘털 동력이 유입되며 상승추세를 재개해 나갈 전망  
1) 트럼프 관세 정책은 협상 수단임을 다시 강조. 한편, 트럼프 관세 정책의 반대급부인 선수요 유입 뚜렷, 글로벌 제조업과 교역 회복/개선 가시화  
2) 미국 소비/경기, 고용 둔화는 불가피하지만, 악화는 아님. 물가 안정 재개시 금리인하 기대 강화 예상. 미국 경기와 통화정책 간의 상호보완 관계 고려 이 경우 달러와 채권금리 하향 안정이 지속될 것. 위험 선호심리 회복 및 Non-US 증시에 우호적인 투자환경 조성  
3) 중국 강력한 경기 부양 정책 시행. 내수 부양 강화 & 정책 신뢰 회복 = 중국 유동성 모멘텀 개선 및 실물 경제 회복. 레거시 반도체 수요 회복 기대 가시화  
4) 1Q KOSPI 실적시즌 기대. 선수요 유입, 중국 경기/소비 회복, 환율 효과 등으로 1분기 실적 호조 예상. 낮은 눈높이는 오히려 예상 상회, 서프라이즈로 전환 가능  
5) 국내 정치 리스크 해소. 4월 중 탄핵 결정 예상. 리스크 해소와 동시에 새로운 정권에 대한 기대 유입 가능. 금리인하, 재정정책으로 내수 경기 반등  
6) 연기금 판매수 지속(국내 주식 비중 확대)되는 가운데 국내 정치 리스크 완화/해소, 달러화 안정, 원화 강제 압력 확대시 외국인 수급 개선 가세할 전망  
7) 3월 31일 공매도 재개는 외국인 수급에 활력을 더하는 변화. 과거 3번 공매도 재개 이후 3개월 수익률 +. 다만, 가격/밸류에이션 매력에 근거한 비중/포트 조정 필요  
4월초 변동성은 또 한 번의 이보전진을 위한 일보후퇴. 4월 중반 부터 이후 펀더멘털에 근거한 상승추세 전개 예상. **상반기 KOSPI Target 3,000p 유지**

### 투자전략

#### 4월초 등락은 저점 확인/분위기 반전 과정. 이보전진을 준비할 시점

실적대비 저평가된 낙폭과대 업종인 소프트웨어, 2차전지, 은행, 보험, 에너지, 디스플레이 중심의 단기 트레이딩 유효

**25년 이익 기여도 개선, 이익 모멘텀 견고 + 낙폭과대 = 반도체, 기계, 조선, 2차전지, 제약/바이오, 인터넷, 자동차, 방산, 화장품/의류, 음식료**

KOSPI 2,500선 초반에서 비중확대 전략 유효 & 지속. 1) 미국 채권금리/달러화 안정과 2) Non-US 경기부양 드라이브, 3) 업황/실적 불안심리 진정, 저평가 매력 부각, 4) 연기금 매수 지속 & 외국인 수급 개선 = 낙폭과대 & 실적대비 저평가 대형주 분위기 반전, 상승 동력

**조선, 기계** 업종은 본격적인 조정국면 진입으로 인해 시간적 여유를 두고 변동성을 활용한 분할매수, 매집전략 유효

### 퀀트 전략

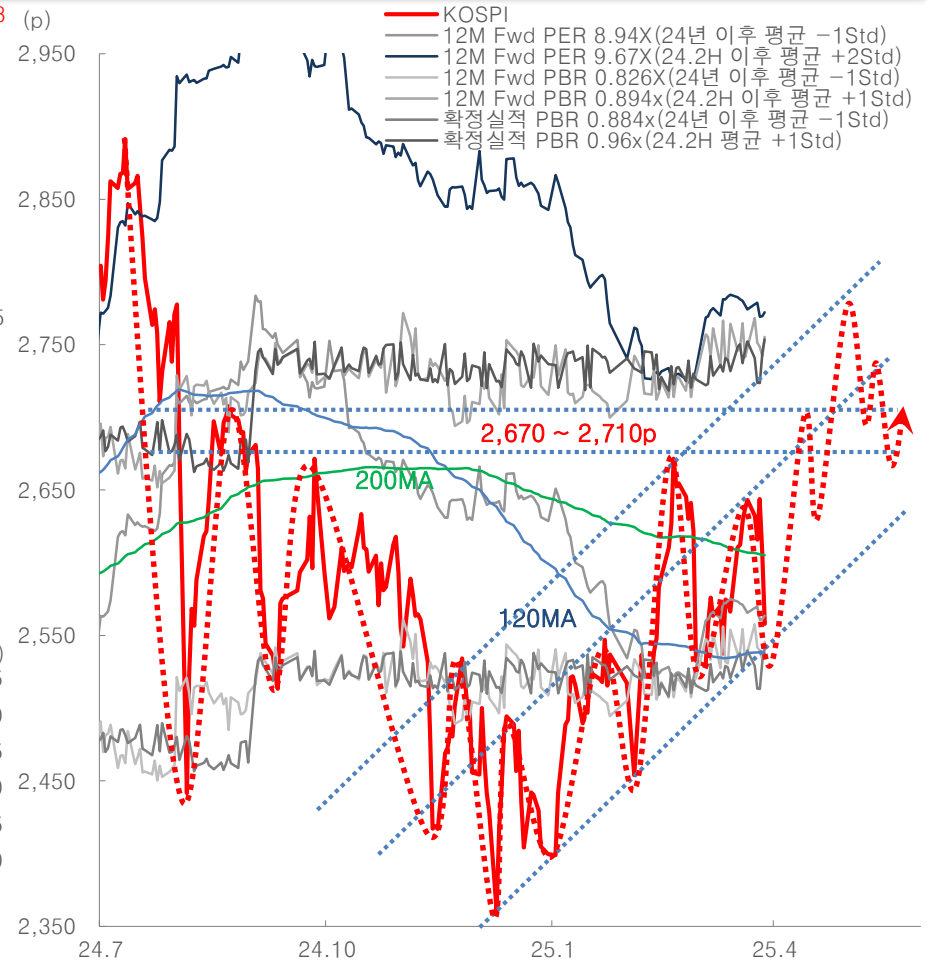
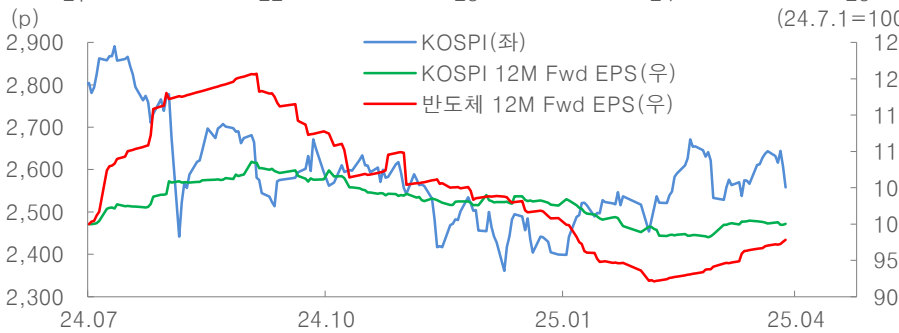
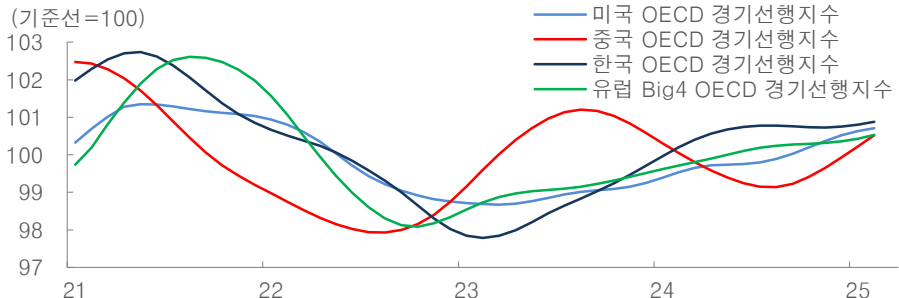
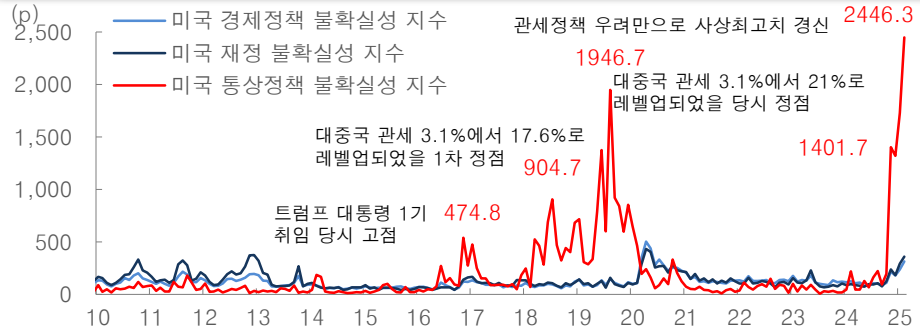
4월 KOSPI는 반도체 업황 회복 기대와 관세/공매도 불확실성이 혼재된 환경. 퀀트 전략 관점에서, 밸류에이션 매력(저PBR), 이익 모멘텀(EPS 상황 조정), 퀄리티(안정적 ROE), 그리고 수급(외국인 판매수 강도) 팩터를 종합적으로 고려한 접근 권고. **핵심적으로 반도체 업종에 대한 긍정적 시각을 유지**하되, 관세 불확실성 완화 시 **자동차 등 저평가 대형주로의 분산 투자** 제안. 주주환원 강화 기조에 부합하는 **금융/지주 업종 편입은 포트폴리오 안정성을 제고**

공매도 재개 초기 단기 변동성 유의. 밸류에이션 수준 등 계량 지표를 감안해 위험 중목은 피하고, 펀더멘털이 견조한 낙폭과대 중목은 기회로 활용. 주요 리스크 요인으로는 ① 예상보다 강한 관세 부과 및 무역 분쟁 심화(글로벌 교역 위축), ② 공매도 재개 이후 과도한 시장 충격 및 외국인 자금 이탈(수급 불안), ③ 미국 경기 경착륙 및 스태그플레이션 우려 재부상(글로벌 위험 회피 심리 강화), ④ 반도체 실적 개선 지연(핵심 동력 약화)등

# [4월 KOSPI Band 2,530 ~ 2,750p] 일보후퇴 이후에는 펀더멘털 동력에 근거한 이보전진 가능할 것

트럼프 관세정책은 결국 협상. 불안심리 완화 & 금리, 달러 하향 안정. 선수요 + 중국 경기 회복 + 수출/실적 개선 = KOSPI 2,700p 돌파

**트럼프 관세정책 우려 선유입. 불안심리 정점 통과. 물가 안정 확인시 통화정책 기대, 경기 불안심리 진정, 달러, 금리 안정 지속 선수요 유입에 이어 중국 경기회복은 글로벌 제조업, Non-US 경기 회복, 수출 및 실적 개선으로 이어져 KOSPI 상승 동력이 될 것**



자료: EPU, Bloomberg, FnGuide, 대신증권 Research Center

# [4월 투자전략] 낙폭과대 & 실적대비 저평가 업종/종목 순환매. 주도주는 조정시 매수

KOSPI 2,500선대에서는 반도체, 자동차, 인터넷, 제약/바이오, 2차전지 비중 확대. 순환매 대응은 낙폭과대주 중심

## 투자환경

### MACRO & 통화정책

미국 경기 둔화 & 중국/유럽 경기 회복 가시화  
한국 수출 모멘텀 지속  
미국 금리인하 기대 강화  
채권금리, 환율 하향안정

### 실적 전망

실적 불확실성 선반영, 낙폭과대 업종/종목 변곡점 통과  
12개월 선행 EPS, 순이익 상승 전환  
실적대비 저평가 지속  
이익 개선 유효. 밸류에이션 매력 부각

### 수급

글로벌 전반의 유동성 개선. 연기금 순매수 기조 지속.  
국내 정치적 리스크 해소, 채권금리, 원/달러 환율 하향 안정시 외국인 수급 개선 가시화

美 ISM지수, 고용지표, 결과에 따른 등락 불가피

한국 수출 모멘텀 견조 & 선수요 + 중국 경기 개선 & KOSPI 저평가 매력 부각

비중확대 기회

### 변곡점

2일 상호관세 부과  
4일 미국 고용,  
10일 CPI, 11일 PPI  
16일 미국 / 중국 소매판매, 산업생산 등  
17일 4월 ECB,  
30일 미국 1Q GDP, 소득, 소비, PCE 물가

**KOSPI 2,500선대에서는 낙폭과대 주도주 & 실적 대비 저평가주 매집**

## Stocks

단기 트레이딩 : 순환매 대응 + 이슈 Play

**화학** : 코오롱인더, HS효성첨단소재

**자동차** : 한온시스템, 세방전지 / **화장품/의류** : F&F

**운송** : HMM, 현대글로벌비스 / **건설** : DL이앤씨 / **소매(유통)** : 이마트

4분기 변동성 활용한 비중확대, 추세반전에 대비한 업종/종목(Top 10 +  $\alpha$ )

**반도체** : 삼성전자, SK하이닉스 / **조선** : HD현대중공업 / **통신** : KT, LG유플러스

**인터넷** : NAVER, 크래프톤 / **2차전지** : 삼성SDI, 엘앤에프

**금융** : 메리츠금융지주, 한국금융지주 / **제약/바이오** : 셀트리온, 삼성바이오로직스

**자동차** : 현대차, 에스엘, 만도 / **유틸리티** : 한국전력, LS, LS일렉트릭

KOSPI200 4팩터 스코어 상위 기업

대한항공, CJ대한통운, 팬오션, LG유플러스, 세아베스틸지주, 한국가스공사, HD현대, LX인터내셔널, 대우건설, OCI홀딩스

주: 위 종목군은 이익전망, 밸류에이션, 주가 수익률 등 퀀트 측면에서 추출한 것으로 추천 종목 아님을 말씀드립니다.

3월 Review :

상승을 주도한 Two-Top : 반도체와 자동차.  
또다시 트럼프 관세가 발목을 잡아

---

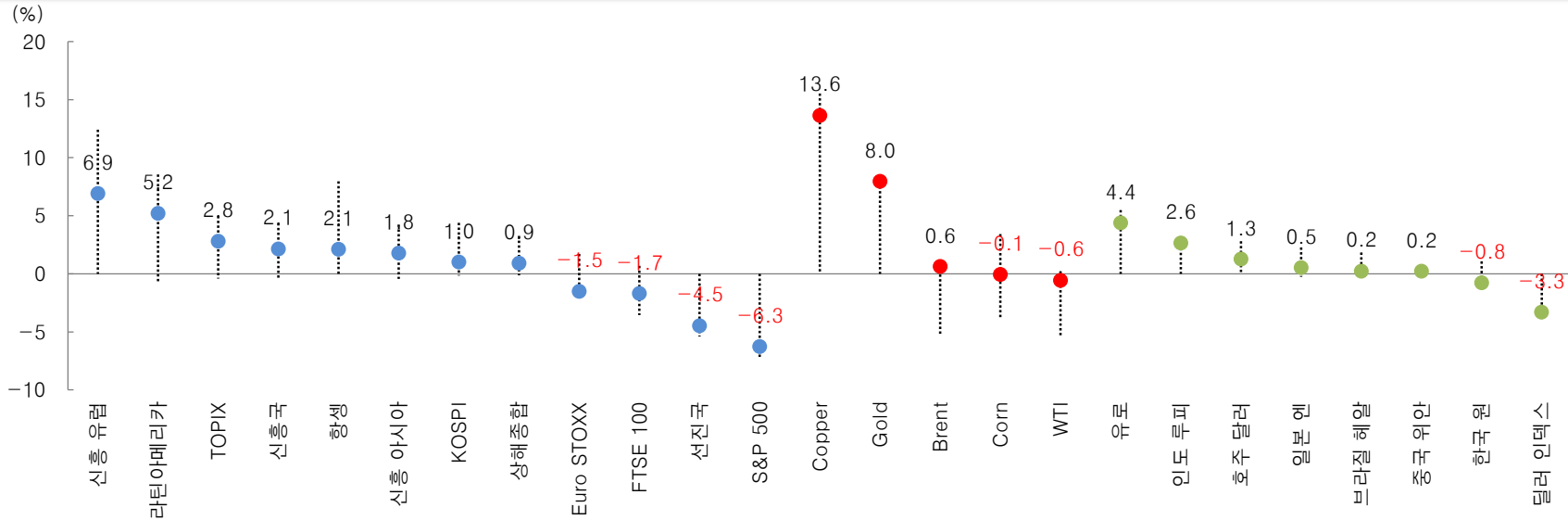
Strategist 이경민

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

텔레그램 채널 daishinstrategy

# 미국 관세 불확실성에도 불구하고 중국 경기회복 기대, 달러, 채권금리 하락에 신흥국 증시 상대적 강세

## 3월 글로벌 금융시장 수익률



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center  
 주: 3월 28일 종가 기준

3월 글로벌 증시 중 신흥국 Outperform한데 반해, 선진국 증시는 트럼프 행정부의 관세 정책 불확실성으로 인해 미국경기의 침체, 스태그플레이션 우려가 확산되며 S&P500 등 미국증시가 글로벌 증시 중 Underperform. 강한 상승을 보였던 유럽 증시도 급등 이후 과열해소 국면에 들어간 모습. 한편, 홍콩 항셩지수는 양회 이후 선반영된 기대감의 정상화 국면 진입. 훈조세를 보이는 중국 실물지표에 지난달의 상승 탄력 둔화, 미국의 경기침체 우려에도 중국 경기 개선 기대와 채권금리, 달러화 레벌다운 영향으로 아시아증시는 대체로 견조한 상승을 유지. 유럽은 독일의 경기부양정책 공개로 유로화 강세가 전개되며 신흥 유럽 차별적 강세 전개. 라틴 아메리카도 달러 약세에 반등을 이어가는 중

미국의 경기침체 우려 반영되며 달러약세 나타난 한편 유로화는 유럽의 재정부양, 경기개선 기대감에 강세가 나타났음. 원화는 정치적 불확실성이 지속, 장기화됨에 따라 주요국 증시 중 차별적인 약세를 기록

한편, 원자재 시장에서 구리는 미국의 경기침체 우려에도 관세 위협으로 인한 선수요 모멘텀과 중국 경기개선 기대감에 강세. 금 선물은 관세와 경기침체 불안심리속에서 안전자산 선호심리로 상승세 지속. 금 가격은 사상 처음으로 온스당 3,000달러를 돌파한 뒤 3,100달러 선을 향하는 중

# 월말~월초마다 반복되는 관세이슈, 자동차 기습적 관세에 불안심리 증폭



자료: 대신증권 Research Center

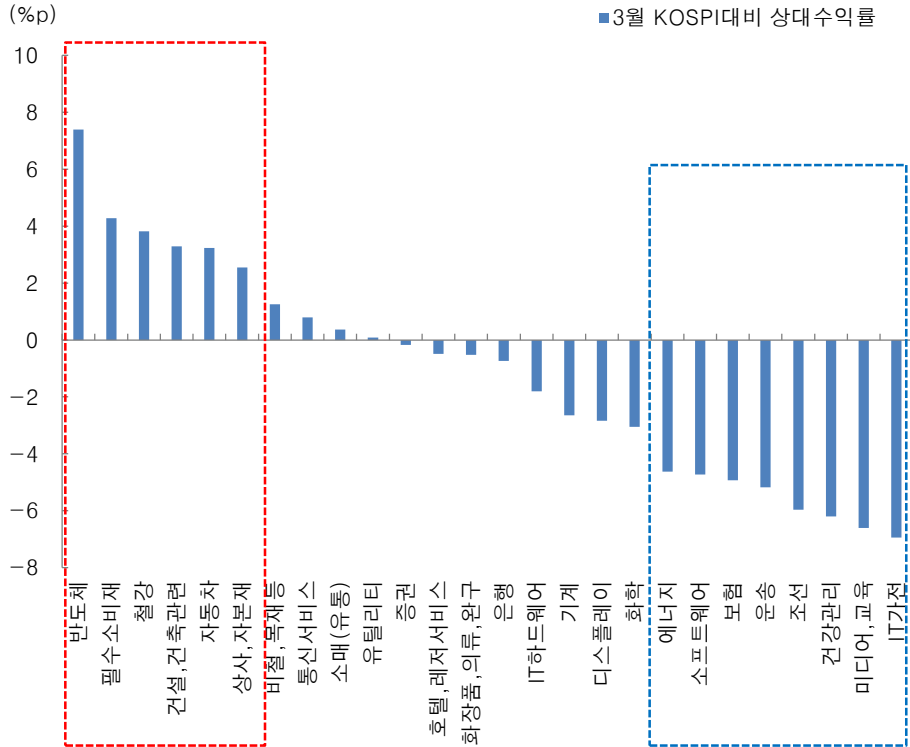


자료: 대신증권 Research Center

3월 KOSPI는 0.99% 상승한 2,557.98p에 마감. 2월 말 트럼프 행정부가 펜타닐 관세부와 강행 의지를 보이며 나타난 하락을 만회, 관세부과가 4월로 다시 한 번 연기된 이후 낙관론과 함께 미국 경기침체우려 등 불확실성 소화. 중국 소비진작, 경기부양 정책 기대감과 반도체 업황 턴어라운드 기대감 유입되며 삼성전자 등 반도체 업종 훈풍, 유럽 재무장과 미국의 중국 견제 등 정책 기대감으로 방산&조선 업종 모멘텀 등 지속되며 하면서 코스피 한때 2,650선을 회복. 이후 공매도 재개를 앞두고 경계심 강화. 4월 2일 상호관세를 앞두고 기습적으로 발표된 자동차 관세에 정책 불확실성 급속도로 확산. KOSPI는 갭하락 나타나며 2,540~2,550 구간에 위치한 추세적 지지선 부근에 도달, 지지선 지켜낸다면 불확실성 완화 시 기술적 반등을 기대할 수 있는 구간. KOSDAQ은 12월 이후 형성된 상승 밴드를 이탈한 뒤 상승 흐름 지속. 690~700 구간에서 지지력 확인 필요. 과매도 구간에서 상승 다이버전스 나타나면서 기술적 반등 가능, 상승추세 전환 기대

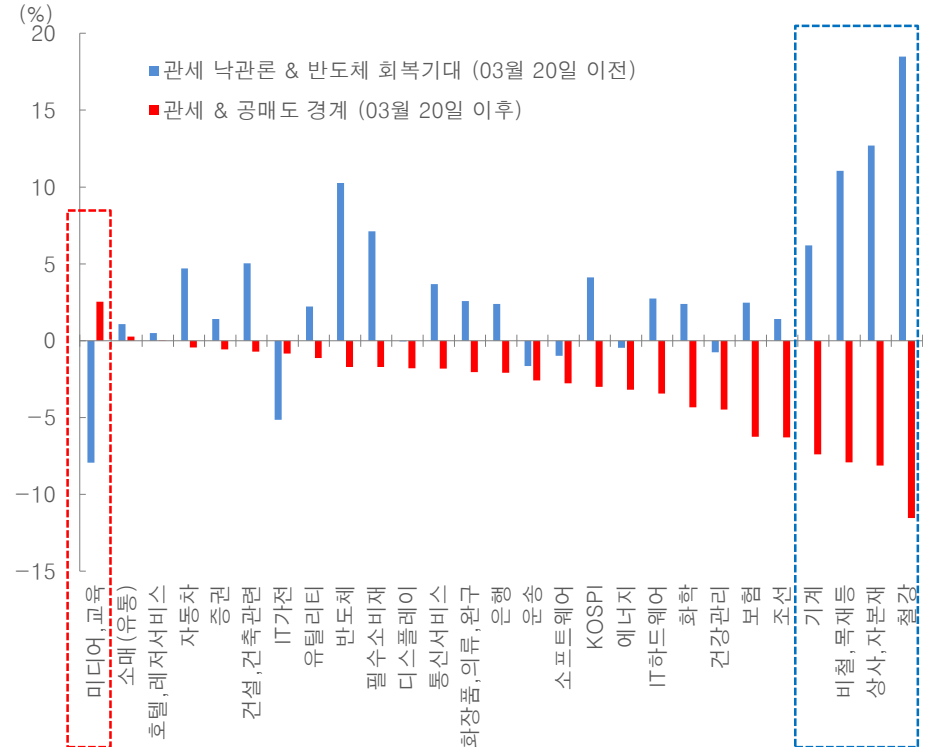
# 낙폭과대 저평가 업종들의 Outperform, 공매도 앞두고 경계심리 유입

## KOSPI Outperform: 반도체, 필수소비재, 철강, 건설 등



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center  
주: 3월 28일 종가 기준

## 공매도 재개 앞두고 급등업종 상승 반납

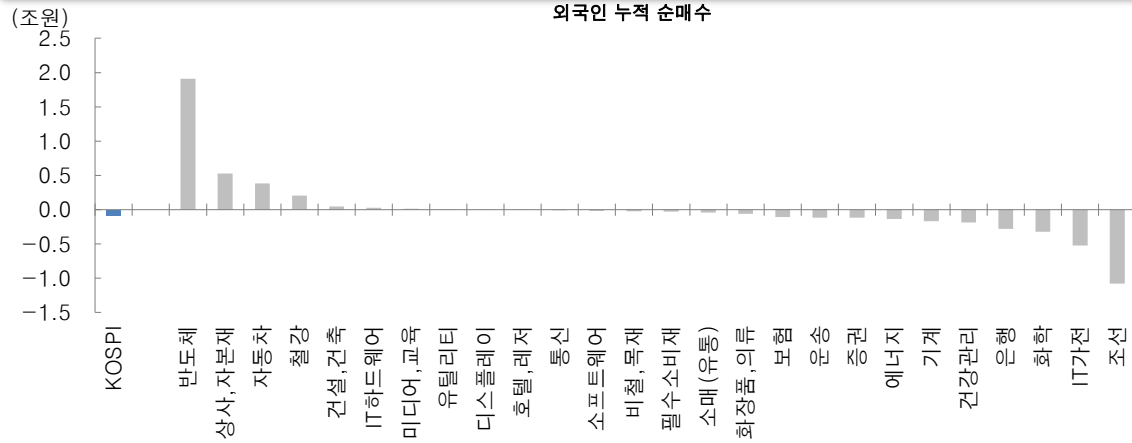


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center  
주: 3월 28일 종가 기준

3월 KOSPI를 Outperform한 업종은 반도체, 필수소비재, 철강, 건설, 자동차, 상사/자본재 등 10개 업종. 중국 이구환신 정책 등 레거시 반도체 업황 턴어라운드 기대감 확산. 이어서 필수소비재와 철강, 건설, 자동차 등 낙폭과대 저평가 업종들의 상승추세 주목. 한편, 2차전지, 미디어/교육, 바이오, 소프트웨어 등 성장 업종들이 약세를 보였고, 미국발 정책 모멘텀 등으로 상승했던 조선, 운송, 에너지 업종 또한 하락 추세가 나타났음. 3월 20일 이후 투자심리 약화되면서 공매도 재개에 대한 경계심 증가, 3월 상순에 상승한 철강, 상사/자본재 비철/목재, 기계 등 하락전환

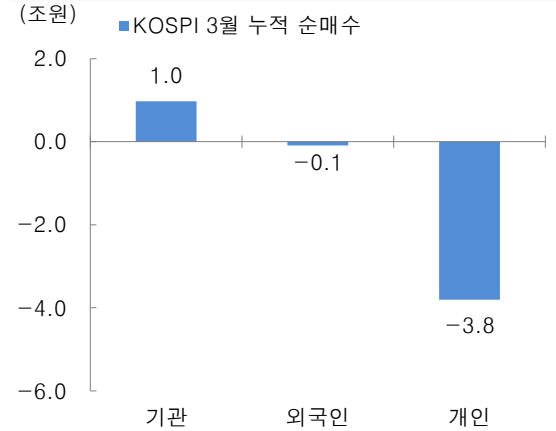
# 반도체 저가매수에 나선 외국인, 기관도 동시 순매수

## 외국인: 반도체, 상사/자본재, 자동차, 철강 매수 / 조선, IT가전, 화학 매도



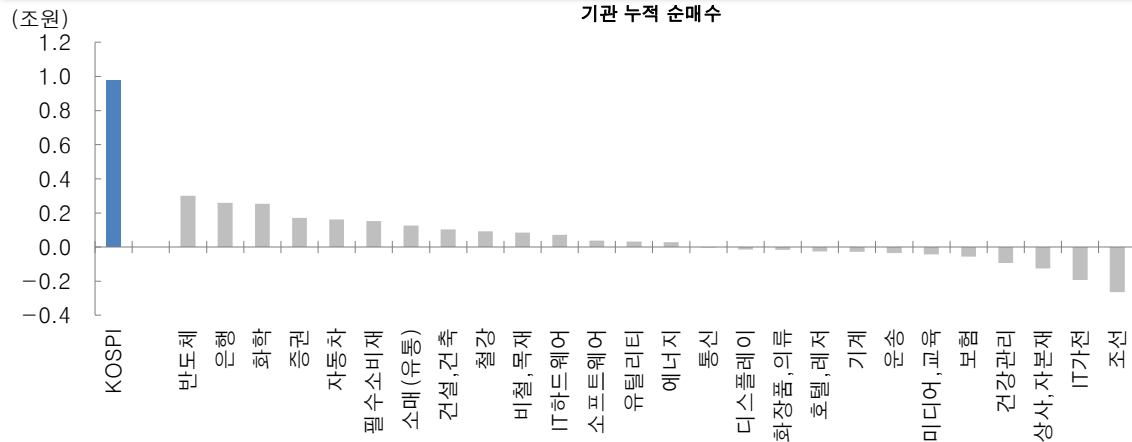
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## KOSPI 기관 매수, 외국인 포함



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## 기관투자자: 반도체, 은행, 화학 등 매수 / 조선, IT가전, 상사/자본재 등 매도



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 반도체 업황 턴어라운드 전망에 외국인 과 기관은 반도체 동시 순매수, 특히 외국인은 반도체만 1.9조원 순매수하며 저가 매집 움직임
- 자동차 업종도 외국인/기관 동시 순매수
- 한편, 조선, 2차전지, 건강관리 업종은 동시 순매도

# 4월 KOSPI Band : 2,530 ~ 2,750p

---

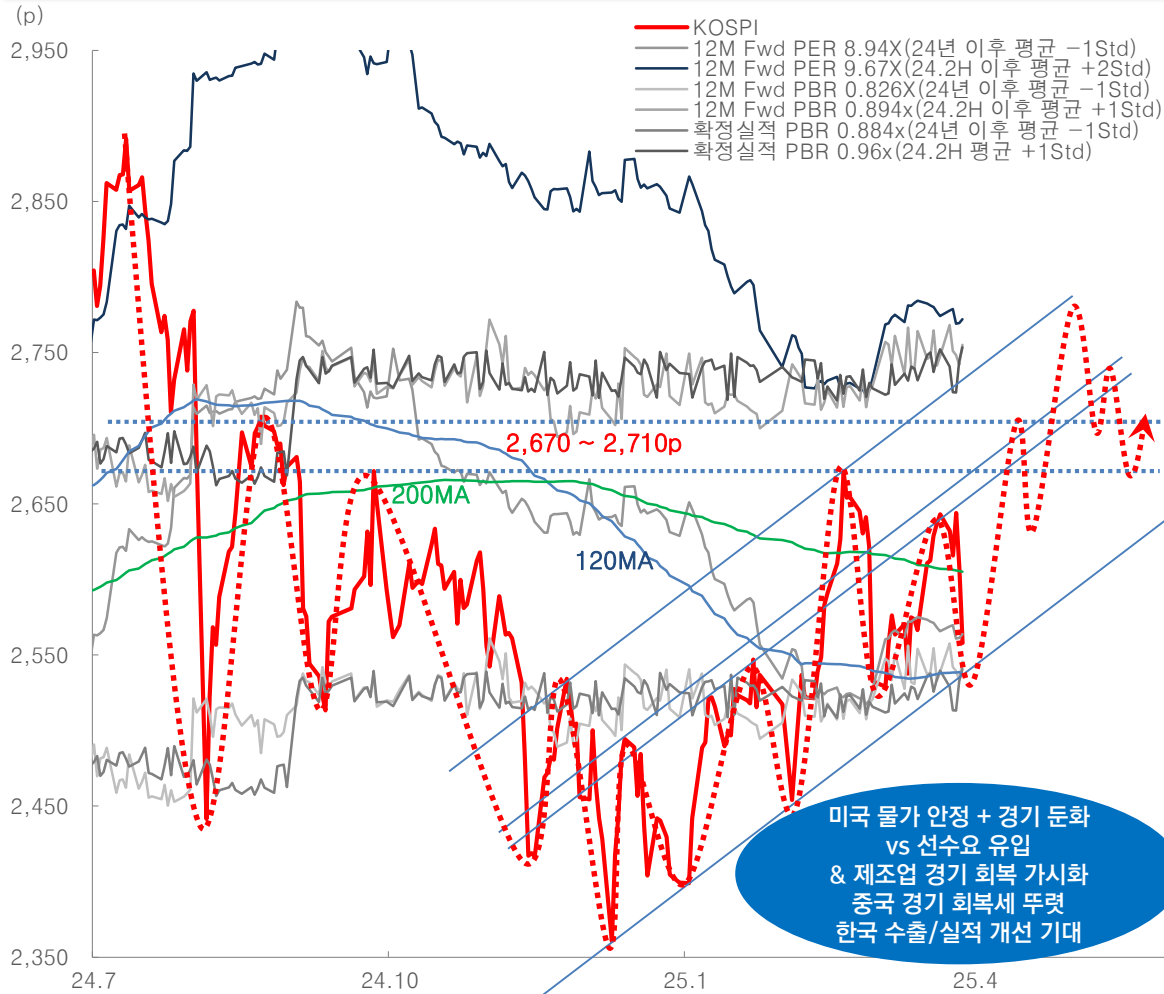
Strategist 이경민

02) 769-3840 / [kyoungmin.lee@daishin.com](mailto:kyoungmin.lee@daishin.com)

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

# 4월 KOSPI, 일보후퇴 뒤 이보전진. 글로벌 제조업, 중국 경기 회복 + 정치 리스크 해소가 KOSPI 상승 동력

미국 경기불안, 트럼프 정책 우려 선반영, KOSPI 2,500선 이탈은 매수 기회.  
미국 물가 안정 + Non-US / 제조업 경기 회복 + 정치 리스크 해소가 상승 재개

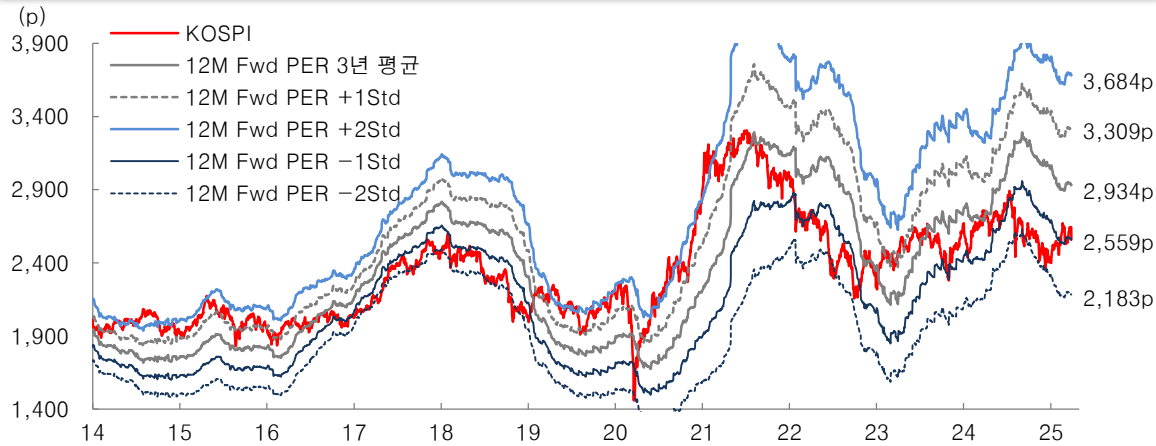


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 최근 몇 개월 동안 월말 또는 월초 KOSPI 급락 전개. 미국 경기 불안, 트럼프 정책 리스크가 투자심리를 자극하는 트리거 역할을 하며 경기, 정책, 투자심리, 수급 간의 악순환의 고리가 증폭, 단기 급락으로 이어졌다고 판단
- 하지만, 기존 악재와 투자심리, 수급 변수로 인한 변동성 확대 재생산 국면은 단기 과열 해소, 매물 소화 국면. 이후 상승추세로 빠르게 복귀
- 4월 글로벌 금융시장, 증시는 3월말 불확실성 변수들이 안정을 찾으면서 정상화되고, 펀더멘탈 동력이 유입되며 상승추세를 재개해 나갈 전망
- 특히, 선수요 유입으로 글로벌 제조업과 교역 회복/개선이 가시화되는 가운데 중국 경기 회복 가시화 및 유럽 경기 회복 기대가 유입될 것. KOSPI 1분기 실적 시즌 또한 낮아진 실적 눈높이를 상회하며 실적 기대를 자극할 전망
- 여기에 공매도 재개, 국내 정치 리스크 해소는 완화 강세 압력 확대, 외국인 수급 개선으로 이어져 KOSPI 반등 탄력 강화 예상
- 4월초 KOSPI 등락은 비중확대 기회

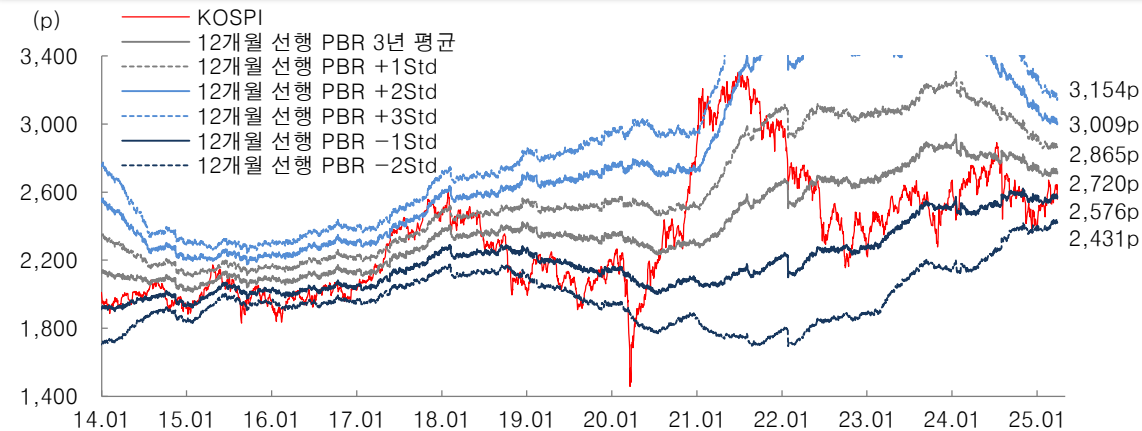
# 4월 KOSPI Band : 2,530 ~ 2,750p

## 12개월 선행 PER Band



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## 12개월 선행 PBR Band

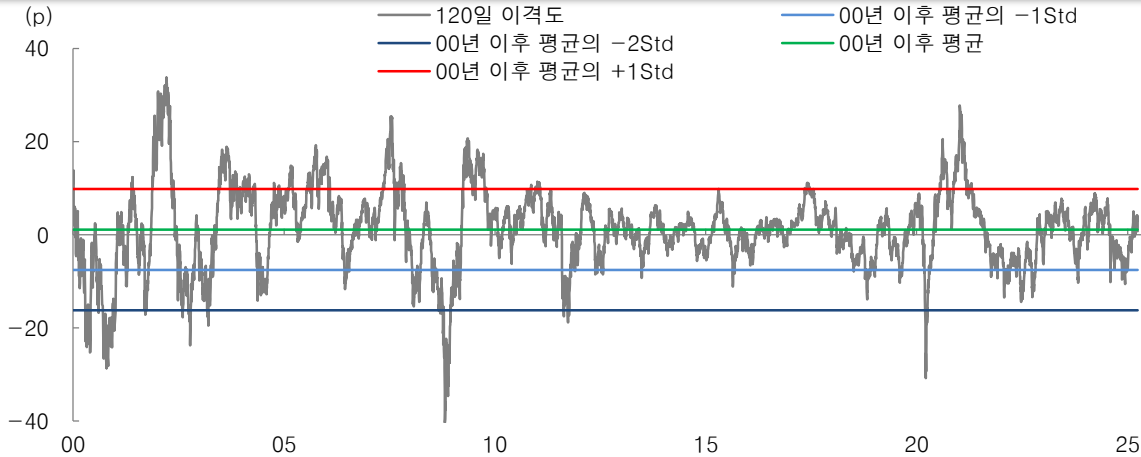


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 4월 KOSPI Band 2,530 ~ 2,750p. 전약 후강 패턴 예상
- 하단 2,530p : 확정실적 기준 PBR 0.864배, 선행 PBR 0.826배(24년 이후 평균의 -1Std)
- 상단 2,750p : 선행 PBR 0.894배, 확정 실적 기준 PBR 0.959배(24년 하반기 이후 평균의 +1Std)
- 선행 PER 9.67배(24년 하반기 이후 평균의 +2Std)는 KOSPI 2,770선에 위치
- 현재 KOSPI 2,530선 전후는 24년 중요 지지/저항선이자 PER, PBR 측면에서 의미있는 지지권. 투자심리, 수급 위축을 감안할 때 UnderShooting 가능
- 동 밸류에이션 수준에서 단기 등락, 과열 해소, 매물 소화 과정은 이보전진을 위한 일보후퇴로 비중확대 기회
- 1분기 상승은 불확실성 완화, 불안심리 진정이 동력이었다면, 4월 이후 상승은 실적 시즌과 맞물려 선수요 유입, 중국 경기 회복, 한국 기업실적 호조 등 펀더멘탈 동력 유입 예상

# 이격도 1차 정상화 이후 레벨업을 위한 진통과정. 단기 과열 해소 이후 상승 재개 전망

## KOSPI 120일 이동평균선 이격도. 00년 이후 평균 수준에서 등락 반복



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## KOSPI 200일 이동평균선 이격도. 00년 이후 평균 돌파/안착 시도 중



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- KOSPI 120일, 200일 이동평균선과의 이격도 1차 가격 정상화 목표인 2000년 이후 평균 수준, 2,650 ~ 2,670선에 도달 이후 등락 반복
- 미국 스태그플레이션 우려, 트럼프 정책 리스크, 관세 부담에 대한 불안심리가 증폭되고 있지만, 중국 경기회복, 유럽 재정 동력, 반도체 업황 개선 기대와 실적 전망 상향조정 동력에 힘입어 반등을 이어가는 양상
- 가격 정상화를 넘어 레벨업되기 위해서는 불안심리 진정, 불확실성 완화를 넘어서는 펀더멘털 동력이 유입되어야 하는 상황
- 불안심리 진정 시 이격도 00년 이후 평균을 넘어 레벨업 될 전망
- 이 경우 KOSPI는 1차 2,780선(120일 이격도 2000년 이후 평균의 +1Std), 2차 2,950선(200일 이격도 2000년 이후 평균의 +1Std)까지 상승 여력 확대

## 4월 주요 경제지표 및 이슈/이벤트 일정 :

	4월 1일 ~ 10일	4월 11일 ~ 20일	4월 21일 ~ 30일
<b>통화정책</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>9일 3월 FOMC 회의록 공개</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>17일 유로존 ECB 금리결정 한국은행 금통위</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>21~26일 세계은행/IMF 총회</li> <li>23일 연준 베이지북</li> </ul>
<b>경제지표</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>1일 한국 3월 수출입 유로존 3월 HCOB 유로존 제조업 PMI 미국 3월 S&amp;P글로벌 제조업 PMI (수정) <b>미국 3월 ISM 제조업지수</b> 미국 2월 JOLTs 보고서</li> <li>2일 한국 3월 CPI 미국 2월 제조업수주</li> <li>3일 중국 3월 차이신 서비스업 PMI 미국 3월 S&amp;P글로벌 서비스업 PMI (수정) 미국 3월 ISM 서비스 지수</li> <li>4일 <b>미국 3월 비농업부동산보고서 (고용자수, 실업률)</b></li> <li>7일 일본 2월 노동자 현금수입</li> <li>9일 중국 3월 M2 통화규모</li> <li>10일 중국 3월 PPI / CPI <b>미국 3월 CPI</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>11일 미국 3월 PPI <b>미국 4월 미시간대학교 소비자신뢰</b> 중국 3월 수출입</li> <li>16일 중국 3월 광공업생산 <b>중국 1분기 GDP</b> <b>중국 3월 소매판매 / 광공업생산 / 고정자산</b> 유로존 3월 CPI <b>미국 3월 소매판매</b> 미국 3월 광공업생산</li> <li>17일 미국 필라델피아 연준 경기 전망</li> <li>18일 일본 3월 CPI</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>21일 미국 3월 선행지수</li> <li>23일 유로존 4월 HCOB 유로존 제조업/서비스업 PMI 미국 4월 S&amp;P 글로벌 제조업/서비스업 PMI</li> <li>24일 한국 1분기(속보) GDP (전년동기대비) 미국 3월 내구재 주문 미국 3월 기존주택매매</li> <li>25일 미국 4월 미시간대학교 소비자신뢰 (수정)</li> <li>30일 중국 4월 제조업/비제조업 PMI 중국 4월 차이신 중국 제조업 PMI 유로존 1분기 GDP <b>미국 1분기 GDP</b> 미국 1분기 개인소비 / 물가지수 <b>미국 3월 PCE 물가지수</b> 미국 3월 개인소비/소득</li> </ul>
<b>기타일정</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2일 <b>미국 상호관세 부과</b></li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>24일 애플, 아마존 실적</li> <li>29일 테슬라, 마이크로소프트, 알파벳 실적</li> </ul>

주: 날짜는 한국시간 기준  
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

트럼프 행정부는 4월 2일을 미국 해방의 날로 선언하며 교역국들 간의 상호관세를 부과할 예정. 관세정책을 포함한 트럼프 행정부의 정책 불확실성이 기업들의 투자와 고용, 가격 상승에 미치는 영향에 대한 우려로 소비자 신뢰지수와 구매관리자 지수 등 서베이 지표들에서 경기 불확실성과 스태그 플레이션에 대한 우려 증가. 4월부터 실제로 부과되는 관세의 강도와, 관세에 대응하는 기업과 소비자들의 경제활동이 실제 Hard Data에서 어떻게 반영되는지 여부에 관심. 4일 발표되는 비농업 고용보고서와 10일과 11일 각각 발표되는 CPI, PPI, 30일 발표되는 미국 1분기 GDP 속보치와 PCE 물가지수 등. 또한 17일 발표되는 중국의 실물지표, 3월 초 양회 이후 중국의 경기부양이 실물경제에 반영되기 시작하는지 확인

반복되는 월말, 월초 급락.  
기존 악재들의 확대 재생산 영향.  
비중확대 기회

---

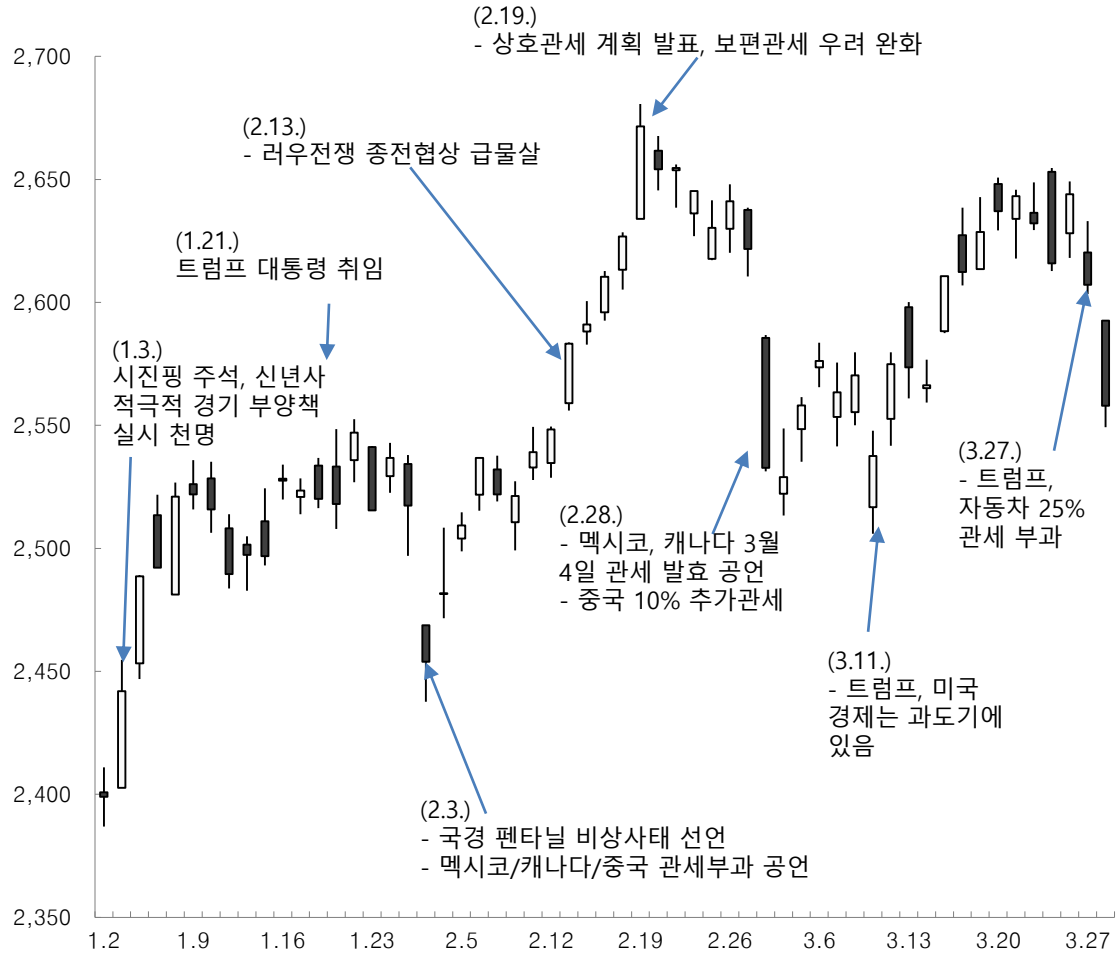
Strategist 이경민

02) 769-3840 / [kyoungmin.lee@daishin.com](mailto:kyoungmin.lee@daishin.com)

텔레그램 채널 [daishinstrategy](#)

# 트럼프 관세정책 쇼크로 월말, 월초 KOSPI 급락 반복. 비중확대 기회

2월초, 2월말, 3월말 트럼프의 관세 정책에 KOSPI 급락 반복 이후에는 강한 반등 전개

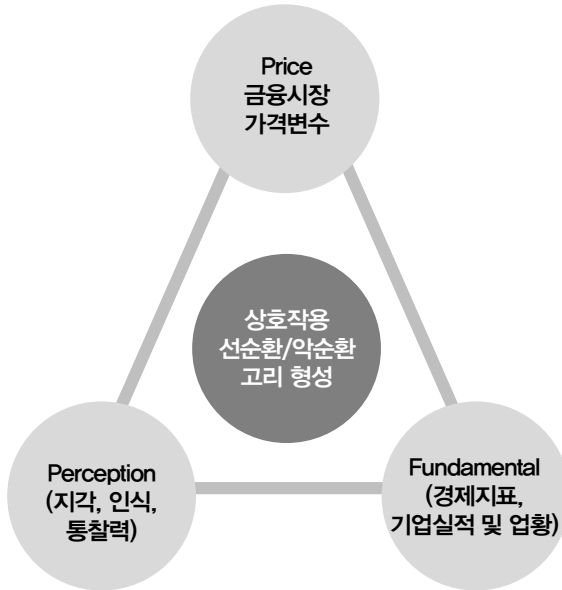


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 최근 몇 개월 동안 월말 또는 월초 KOSPI 급락의 중심에는 트럼프 관세 정책이 자리
- 2월 3일 멕시코, 캐나다, 중국 관세 부과를 발표. 28일에는 유예되었던 멕시코, 캐나다에 4일 관세부과하고, 중국에 10% 추가 관세 부과를 공개
- 3월 27일에도 예상 밖의 자동차 25% 관세 부과를 발표하면서 4월 2일 예정된 상호관세 부과와 맞물려 증시 변동성 증폭
- 되돌아서 생각해 보면 현재 관세 부과 국가는 중국 뿐. 다른 국가들에 대한 관세는 협상을 통해 유예
- 이로 인해 매월 말과 초반에 증시 급락 이후 빠르게 반등세를 보여왔음
- 트럼프 관세 정책 스탠스를 보면 이번에도 매수 기회일 가능성 높음
- 서베이 데이터 충격에도 견조한 하드 데이터를 확인할 경우 금융시장 회복력은 빨라질 전망

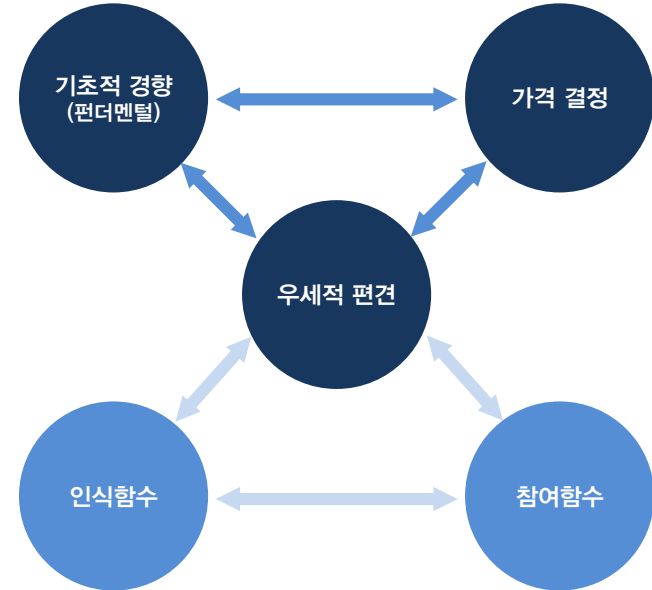
# [재귀성 이론] 자기강화 현상 & 악순환 고리. 경제지표 부진 → 경기 불안 + 트럼프 리스크 = 공포 & 매물 출회

## 소로스의 재귀성 이론



자료: 조지 소로스 금융시장의 새로운 패러다임, 대신증권 Research Center

## 편견에 의한 자기강화 현상



자료: 조지 소로스 금융시장의 새로운 패러다임, 대신증권 Research Center

소로스의 '재귀성(Reflexivity) 이론': 세상은 불완전하므로 시장 참가자들이 서로 영향을 주고, 그 영향이 다시 시장 가격에 미치는 과정을 반복함으로써 가격이 급등하거나 급락할 수 있다는 주장

즉, 행위 주체, 투자자들 간 상호작용이 Positive, Negative 피드백을 만들어 내면서 평균수준을 벗어나는 과열과 침체를 만든다는 것

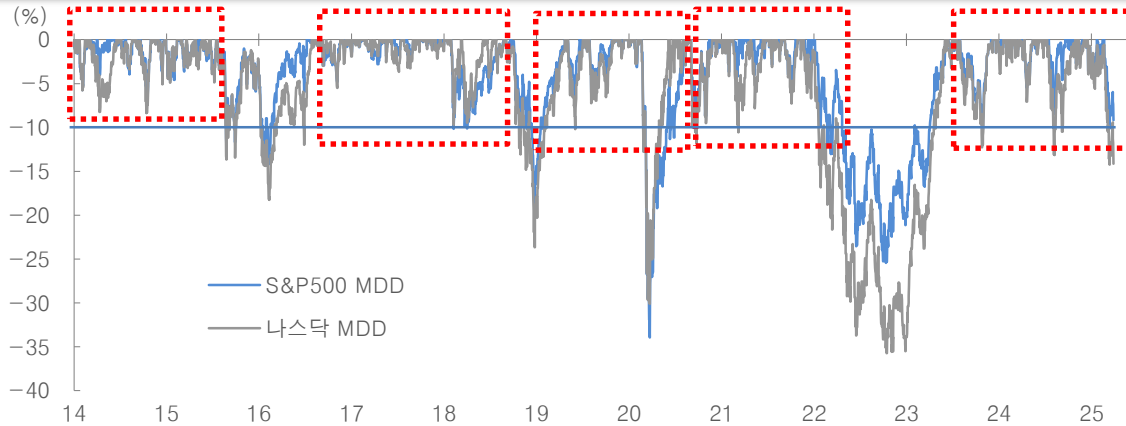
투자자들은 비이성적 판단을 내릴 수 있어 가격이 지속해서 오르거나 떨어질 경우 합리적인 지점을 찾지 못하고 오히려 한 방향으로만 몰리는 '자기강화 현상' 전개. 자기강화 현상은 영원하지 않지만, 현재는 글로벌 금융시장(1차 채권시장, 2차 주식시장)과 가격변수, 투자심리 간에 악순환의 고리 형성 중 향후 재귀적인 현상의 고리가 악화되고, 끊어진 이후에나 추세반전을 가능할 수 있음

최근 미국 증시 조정과 2월말, 3월말 KOSPI 급락은 연이은 미국 경제지표 부진, 그로 인해 고조된 경기 불안심리가 트럼프 정책 리스크와 맞물려 실적 불안, 밸류에이션 부담 가중, 투자심리 위축, 매물 출회라는 악순환 고리 형성.

반대로 보면 미국 경기불안이 진정되고 트럼프 정책 불안이 완화될 경우 악순환 고리가 약해지고, 선순환 고리 형성 가능성 높다고 판단

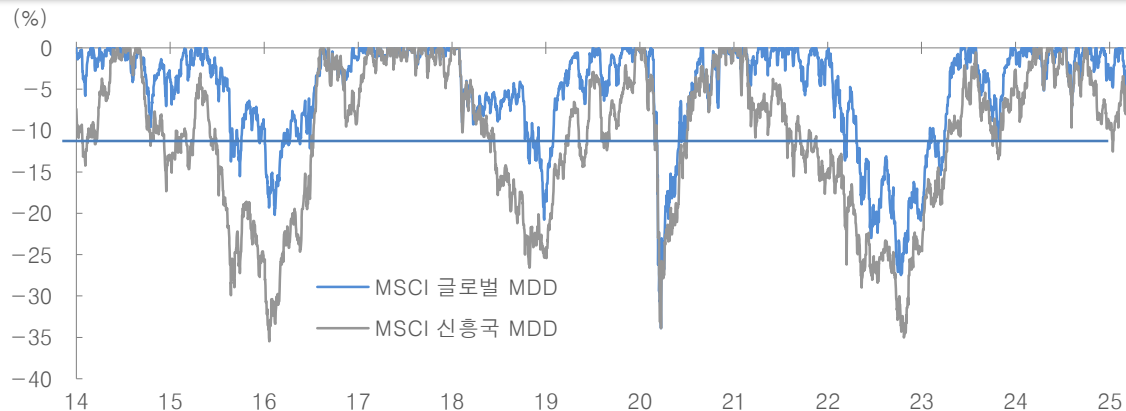
# [조정에 대한 판단] 위기 국면에 따른 급락이 아닌 자연스러운 매물소화, 과열해소 국면. 비중확대 기회

상승추세 진행 중에도 고점대비 5 ~ 10% 조정은 빈번하게 발생  
2월 중순 이후 하락/조정국면을 위기 국면 진입, 버블 붕괴로 해석하기는 무리



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

MCSI도 상승추세 속에 고점대비 단기 등락 반복  
단기 추세반전은 어렵더라도 이번 하락을 과대해석 할 필요는 없어

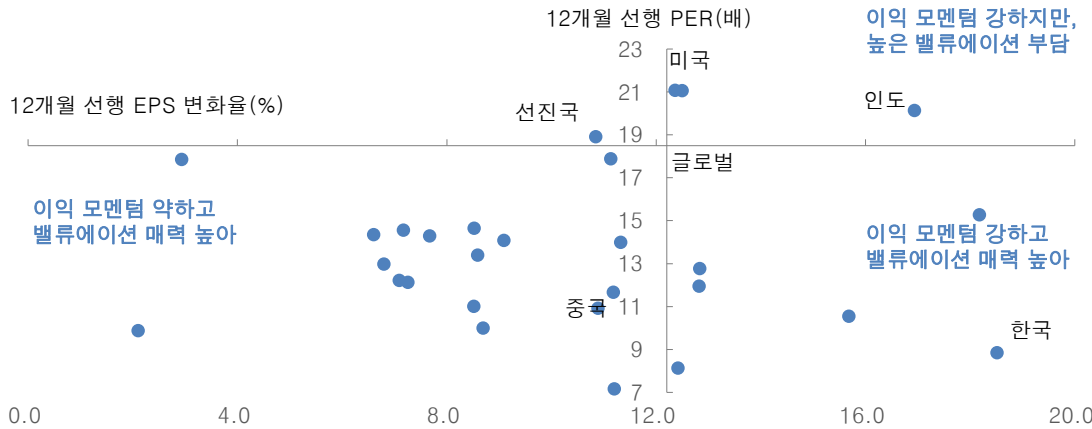


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 이번 미국 증시 조정과 KOSPI 단기 급락은 상승추세 진행 중이 나타나는 단기 과열 해소, 매물소화 과정으로 판단
- 실질적인 경기 충격, 금융시장 충격보다 공포심리 확대 재생산, 이로 인한 수급 악화가 원인
- 경기 불안심리와 트럼프 정책이 경기를 더 악화시키고, 물가 불안을 더 자극할 것이라는 공포심리가 가세한 결과
- 과거 미국을 비롯한 글로벌 증시는 상승추세 진행 중에도 5 ~ 10% 조정은 빈번하게 발생
- 추세 하락을 예단하기에는 무리가 있다고 생각
- 이처럼 투자심리, 수급적 영향에 의한 조정은 의외로 빠른 정상화 국면 전개 가능
- 불안심리, 수급 악화를 자극한 변수들이 완화되거나 이를 극복할만한 펀더멘털 모멘텀이 유입되는 경우
- 현재로서는 불확실성 변수가 잦아들면서 글로벌 금융시장, 증시는 정상화되고, 펀더멘털 동력 유입으로 추세적인 상승세를 재개해 나갈 전망

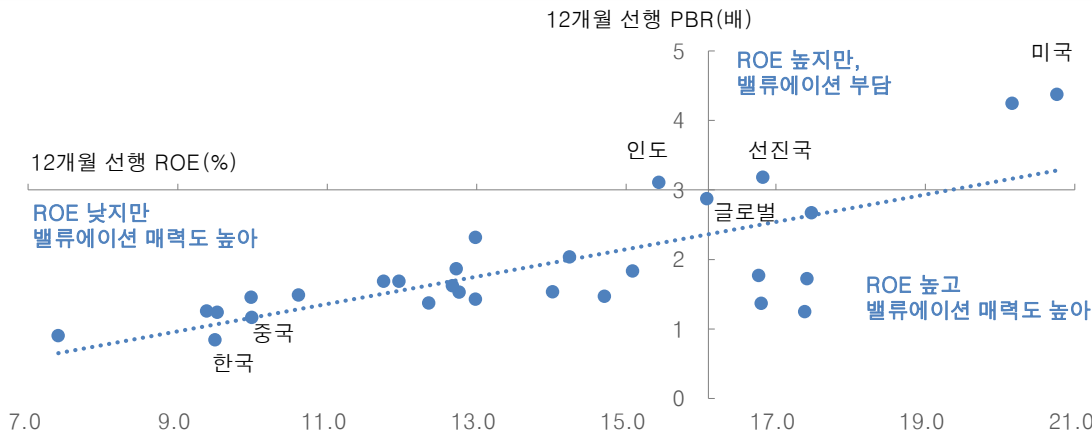
# [불안한 미국 vs 견조한 한국] 밸류에이션 매력 비교. 높은 ROE만으로 고밸류 정당화?

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

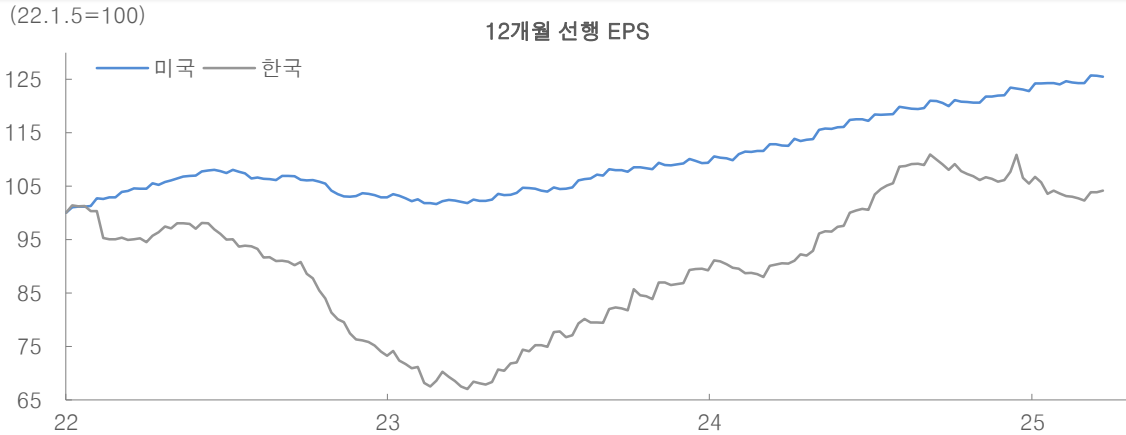


자료: I/B/E/S, 대신증권 Research Center

- 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

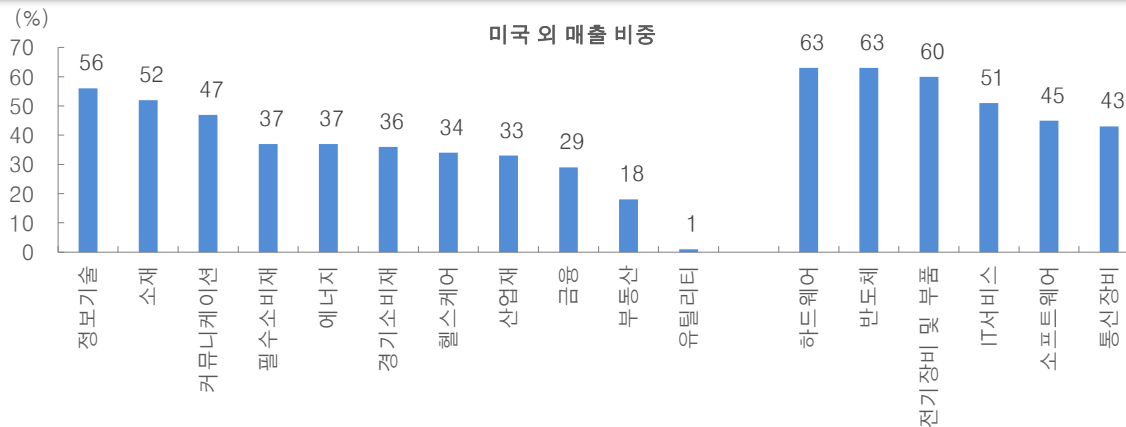
# [불안한 미국 vs 견조한 한국] 실적 기대가 강한 미국. 강달러 여파를 감내할 수 있을까?

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

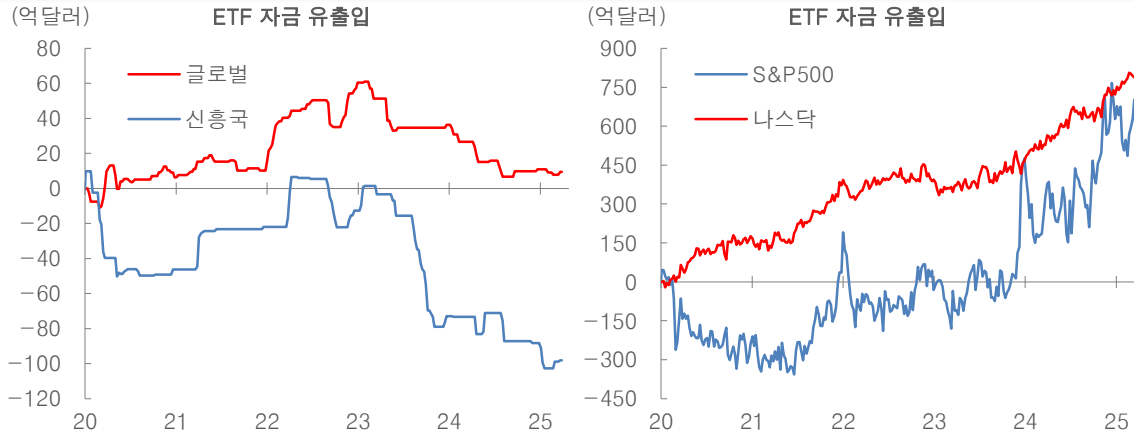


자료: I/B/E/S, 대신증권 Research Center

- 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 기업이 이익 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

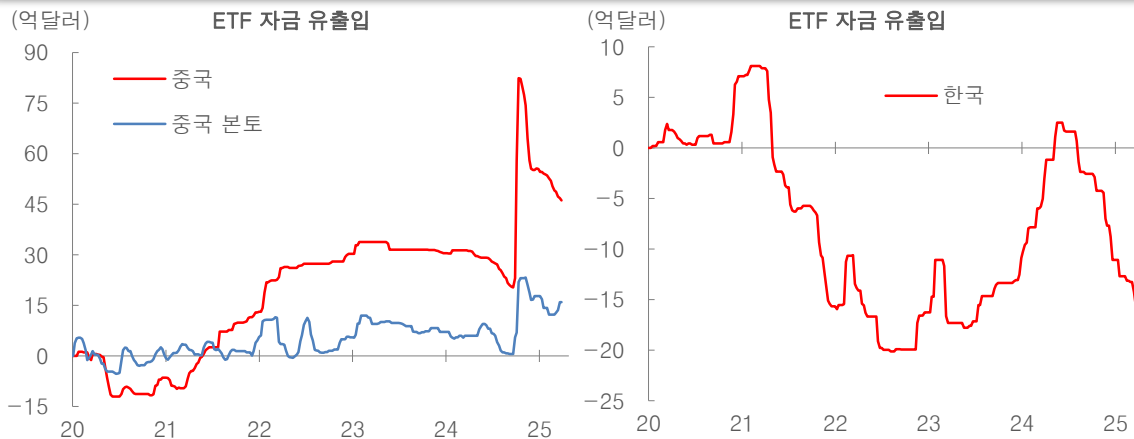
# [불안한 미국 vs 견조한 한국] 미국으로 유동성 쏠림 현상 완화 가시화

3개월만에 글로벌, 9개월만에 신흥국 자금 유입.  
 나스닥 5주만에 자금 유입 & S&P500 25년들어 153.6억달러 자금 유출



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

중국 본토로 3개월만에, 3주 연속 자금 유입, 한국에서 자금 유출은 여전



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
- 올해 들어 S&P500에서 153.6억달러 ETF 자금 유출. 최근 나스닥 시장에서 3주 연속 ETF 자금 유출 확인
- 일부 규모의 자금 이탈만으로도 신흥국 증시유동성에 큰 힘이 될 전망
- 23년 9월 이후 24년까지 S&P500과 나스닥 ETF로 1천억달러 유입. 글로벌과 신흥국 ETF에서 39억달러, 53억 달러 유출대비 10배 이상
- 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

# 미국 스태그플레이션 공포는 기우일까?

---

Strategist 이경민

02) 769-3840 / [kyoungmin.lee@daishin.com](mailto:kyoungmin.lee@daishin.com)

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

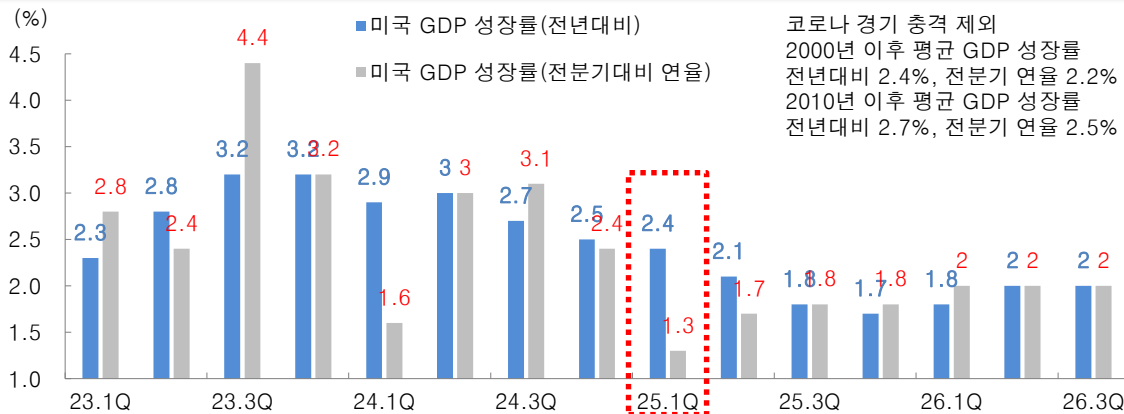
# [미국 Stagflation] 연이은 경제지표 부진에 경기 불확실성 확대. 미국 경기 둔화는 불가피하지만...

미국 경제지표 서프라이즈 인덱스, -16.5%로 24년 9월 이후 최저치  
3월 마지막주 -3.1%로 마이너스 폭 축소했지만, 경제지표 부진 지속



자료: CITI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

너무 뜨거웠던 미국 경기. 장기화되면서 익숙해진 투자자들...  
경기 과열 국면에서 정상화되는 과정에서 불안심리 반복

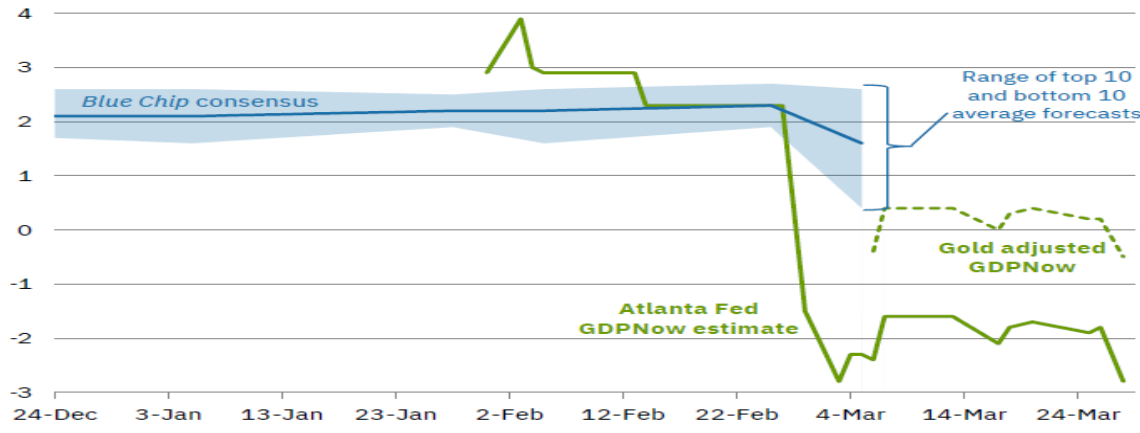


자료: 미국 상무부, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 2월 이후 미국 경제지표는 연이어 예상치를 하회하는 중
- 그 결과 미국 경제지표 서프라이즈 인덱스는 -16.5%까지 하락, 24년 9월 이후 최저치 기록, 3월 마지막주 -3.1%로 회복했지만, 여전히 마이너스 권
- 경제지표 서프라이즈 인덱스 하락, 마이너스권 등락은 미국 경제지표가 예상보다 못했음을 보여주는 것. 전월대비 개선되었더라도 기대치가 높았던 상황이라면 하락하는 지표
- 즉, 경제지표 서프라이즈 인덱스 하락, 마이너스 폭 확대가 미국 경기 악화, 침체를 시사하는 것은 아님
- 현재 미국 경제는 너무 과열되었던 국면에서 정상화되는 과정으로 판단
- 미국 분기별 GDP 성장률 전망을 보면 23년 하반기부터 24년 3분기까지 3% 전후로 과열된 경기상황 지속. 이후 미국 GDP 성장률은 과거 평균 수준인 2% 중 초반대로 내려앉을 전망
- 25년 1분기 전분기대비 연율 기준 2.2%로 둔화 예상되지만, 현재 미국 경제상황을 경기 악화, 경기 침체로 보는 것은 과도하다는 판단

# [미국 Stagflation] 1분기 역성장 가능성은? 애틀란타 연은 GDP Now 1분기 전망 -2.8%의 실체

애틀란타 연은 25년 1분기 GDP 성장률(전분기대비 연율)전망, 2월 26일 2.3% 전망에서 마이너스로 급전직하. 3월 19일 기준 전망은 -2.8%



자료: 애틀란타 연은, 대신증권 Research Center

GDP 성장률 전망을 끌어내린 것은 순수출. 수출은 +1.8%, 수입은 +41.5%. 선수요 & 금수입 폭증 영향으로 판단. 그런데 소비는 0%대 성장?

Date	Major Releases	GDP	PCE	Equip-ment	Intell. prop. prod.	Nonres. struct.	Resid. inves.	Govt.	Net exports	CIPI
27-Feb	Latest BEA estimate for 24:Q3	3.1	2.48	0.54	0.17	-0.16	-0.18	0.86	-0.43	-0.22
27-Feb	Latest BEA estimate for 24:Q4	2.5	2.70	-0.47	-0.03	0.09	0.22	0.52	0.26	-0.84
31-Jan	Initial GDPNow 25:Q1 forecast	2.9	2.05	0.20	0.31	-0.12	0.09	0.36	-0.37	0.37
28-Feb	Adv. Man. (M3-1) (2/27), Q4 GDP (2/27), Adv. Econ. Ind., Pers. Inc. & outlays	-1.5	0.87	0.31	0.31	-0.06	0.06	0.34	-3.70	0.40
5-Mar	M3-2 Manuf., ISM Services Index	-2.3	0.40	0.11	0.29	-0.06	-0.16	0.31	-3.61	0.42
6-Mar	International trade, Wholesale trade	-2.4	0.30	0.32	0.29	-0.06	-0.16	0.31	-3.84	0.43
7-Mar	Employment Situation	-1.6	0.73	0.44	0.27	-0.02	-0.02	0.34	-3.92	0.57
12-Mar	Consumer Price Index, Monthly Treasury Statement	-1.6	0.73	0.44	0.27	-0.02	-0.02	0.33	-3.92	0.58
13-Mar	Producer Price Index	-1.6	0.73	0.43	0.27	-0.01	-0.02	0.34	-3.92	0.58
17-Mar	Retail trade	-2.1	0.27	0.43	0.27	-0.01	-0.05	0.33	-3.91	0.60
18-Mar	Housing starts, Import/Export Prices, Industrial production	-1.8	0.30	0.48	0.27	0.01	0.11	0.34	-3.95	0.68
20-Mar	Existing-home sales	-1.7	0.30	0.48	0.27	0.01	0.17	0.34	-3.95	0.68
25-Mar	New-home sales, Wholesale trade revision	-1.9	0.30	0.48	0.27	0.01	0.10	0.34	-3.95	0.60
26-Mar	Advance Manufacturing (M3-1)	-1.8	0.30	0.53	0.27	0.01	0.10	0.34	-3.95	0.60
28-Mar	Adv. Econ. Ind. (3/27), Q4 GDP (3/27), Personal income & outlays	-2.8	0.19	0.68	0.27	0.01	0.10	0.33	-4.79	0.41

자료: 애틀란타 연은, 대신증권 Research Center

- 2월말 이후 경제침체 공포를 자극한 트리거는 애틀란타 연은에서 발표하는 GDP Now. 2월 26일까지 2.3%(전분기 연율) 성장을 기대했던 1분기 GDP가 2월말 -1.5%, 3월말 -2.8%로 급전직하
- 갑작스러운 역성장 전망이 유입되며 글로벌 금융시장은 한 순간에 경기침체 공포에 휩싸임
- 하지만, 이번 GDP Now 전망은 실제보다 지나치게 비관적일 수 있다고 판단
- 1) 이번 GDP 전망 쇼크는 순수출이 큰 폭으로 마이너스(-32.3%p)를 기록하면서 GDP성장률 전망에서 -4.79%를 끌어내림
- 2) 이번 순수출 증가의 핵심은 수입 증가율이 41.5%까지 폭증했기 때문. 이는 관세부과를 피하려는 선수요와 금 수입 급증 영향으로 추정
- 3) 소비 증가율 전망은 0.19%에 그침. 수요와 소비 간의 상관관계가 어그러진 상황
- 과도하게 비관적인 GDP 전망에 몰입될 필요는 없음

# [미국 Stagflation] 트럼프 관세 정책 리스크(경기 불안, 물가 상승) 공포. 현재 관세부과 국가는 중국뿐

## 미국의 관세 정책이 북미 3국의 지표에 미치는 영향 (증감률, Brookings)

시나리오 구분			GDP(%p)	일자리(%)	수출(%)	Inflation(%p)
미국 25% 관세 부과 시나리오	미국		-0.24	-0.11	-6.00	1.33
	캐나다		-1.16	-1.34	-9.30	-2.99
	멕시코		-1.14	-2.32	-13.90	-9.03
캐나다와 멕시코, 25% 보복관세 부과 시나리오	미국		-0.32	-0.25	-9.00	0.77
	캐나다		-3.02	-2.46	-19.00	4.23
	멕시코		-3.14	-3.61	-25.70	-6.00

자료: 브루킹스 경제연구소, 대신증권 Research Center

## 시나리오별 GDP, 인플레이션 효과(2025년 한정, PIIE, 단위 %p)

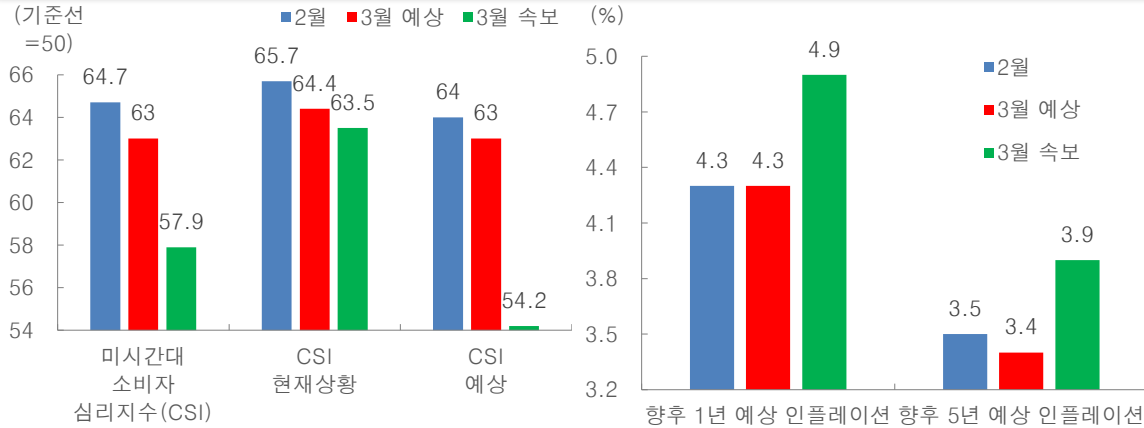
시나리오 구분	미국		캐나다		멕시코		중국	
	GDP	Inflation	GDP	Inflation	GDP	Inflation	GDP	Inflation
1) 멕시코, 캐나다, 중국에 관세 부과 시	-0.06	0.54	-0.22	1.68	-0.18	2.27	-0.16	0.17
2) 멕시코, 캐나다에 관세 부과 시	-0.04	0.43	-0.22	1.68	-0.19	2.29		
- 멕시코, 캐나다가 보복관세 부과 시	-0.10	0.90	-0.50	3.00	-0.40	4.10		
3) 중국에 관세 부과 시	0.01	0.06					-0.15	-0.03
- 중국이 보복관세 부과 시	-0.01	0.12					-0.14	0.17

자료: 피터슨 경제연구소, 대신증권 Research Center

- 인플레이션에 대한 우려는 25년 내내경계해야 하는 변수. 대신증권 상고하자 전망의 핵심 지표도 물가
- 물가에 대한 경계와 관심이 높아짐에 따라 트럼프 관세 정책, 타국가들에 대한 관세 부과가 물가 상승압력을 자극할 수 있다는 전망에 글로벌 금융시장은 흔들리 수 밖에 없음
- 브루킹스 연구소에서 미국, 캐나다, 멕시코에 대한 미국의 25% 관세 부과는 1.33%p, 세 나라의 보복 관세부과 시 0.77%p의 추가 물가 상승 압력이 발생한다고 영향을 추산
- 미국 피터슨국제연구소(PIIE, Peterson Institute for International Economics) 분석에서도 캐나다와 멕시코 그리고 중국에 관세 부과 시 2025년 미국 물가는 0.54%p 상승 압력을 받고 멕시코와 캐나다 보복관세 시 0.90%p, 중국 보복관세 시 0.12%p 상승을 유발한다고 분석
- 어떤 시각에서든 관세부과로 인한 물가 부담을 피하기 어려운 것이 사실
- 그러나 현재 관세부과가 현실화된 것은 대중국, 캐나다, 멕시코는 1개월 유예
- 물가에 미치는 영향은 극히 제한적인 상황

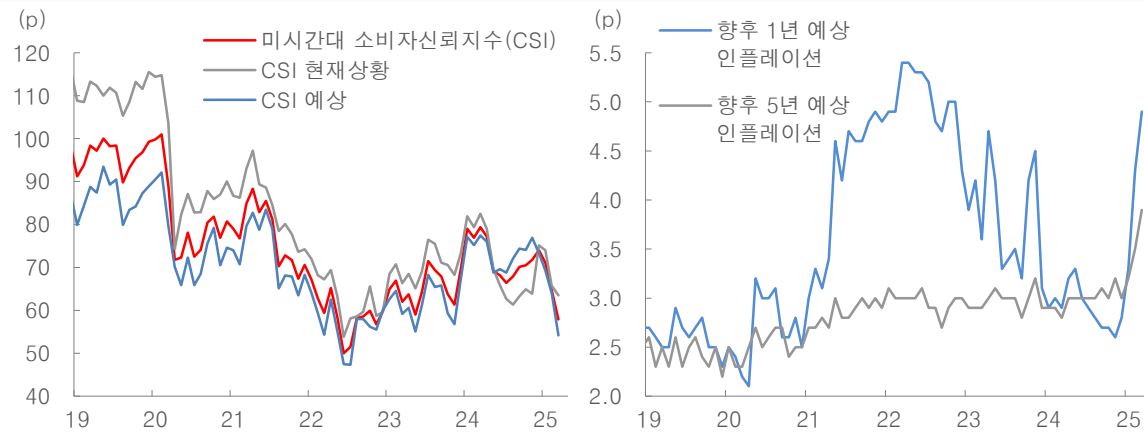
# [소비심리, 기대 인플레이션] 글로벌 금융시장에 선반영. 심리지표로서의 한계점 인식

## 미시간대 소비자심리지수 쇼크, 기대 인플레이션은 서프라이즈



자료: 미시간대, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 22년 11월 이후 소비자심리지수 최저. 5년 기대인플레이션은 93년 2월 이후 최고

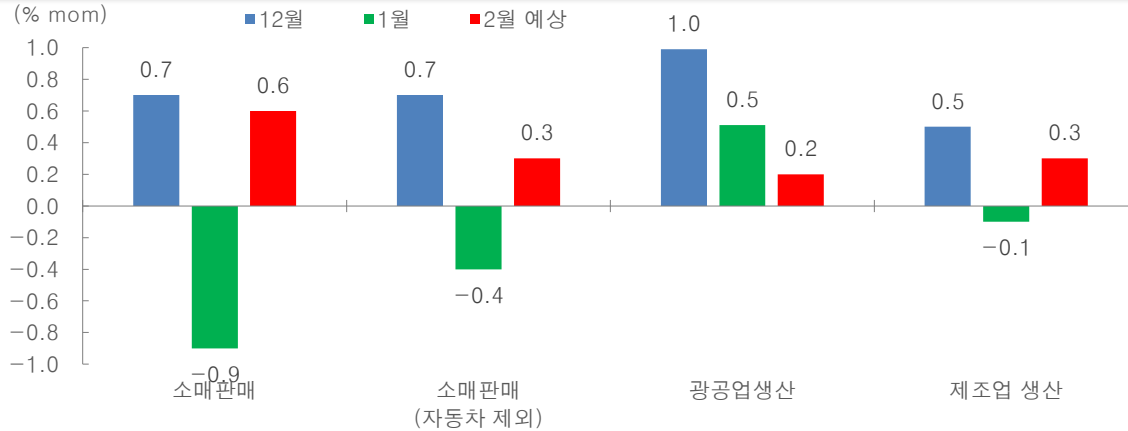


자료: 미시간대, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 미시간대 3월 소비자심리지수 예비치는 57.9. 2022년 11월 이후 최저치. 2월 확정치 64.7과 비교하면 6.8p(10.5%) 레벨 다운. 불과 두 달 사이에 13.8p 급락
- 반면, 기대인플레이션은 추가 급등. 1년 예상 인플레이션은 4.3%에서 4.9%로 레벨업되면서 2011년 11월 이후 최고치 경신
- 5년 기대 인플레이션은 2월 3.5%에서 3.4%로 둔화될 것으로 예상되었지만, 3.9%로 급등, 레벨업. 1993년 2월(4.1%) 이후 최고 수준
- 2월 소비자심리지수와 기대 인플레이션은 이번 급락장의 단초를 제공
- 하지만, 지난 주말 글로벌 금융시장은 안정적이었고, 미국 증시는 급등. 이미 소비 심리 악화, 기대 인플레이션 급등은 선반영되었기 때문
- 한편, 그동안 심리지표와 기대인플레이션에 증시가 레벨다운되었지만, CPI, PPI와 같은 실물지표의 안정으로 심리지표로서 한계점 인식
- 실물지표 결과가 투자자들의 불안심리, 공포심리를 되돌릴 수 있을 것

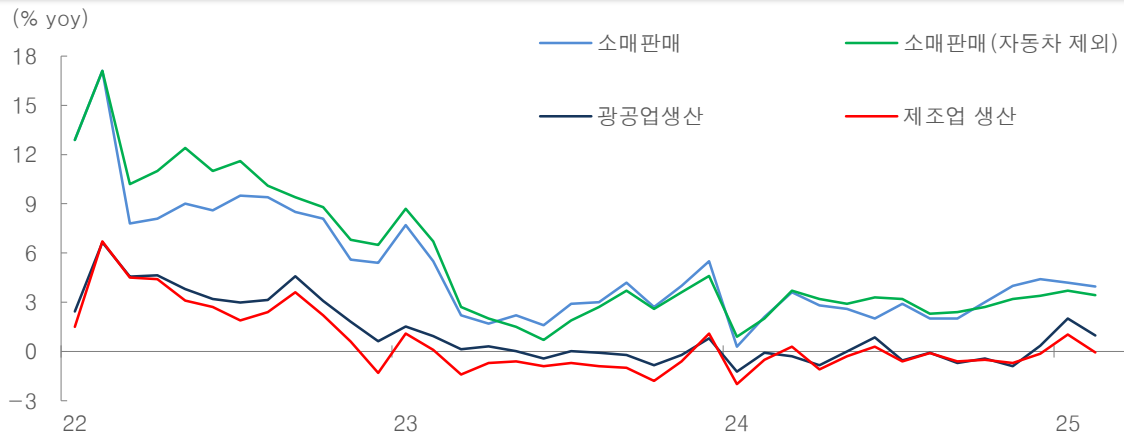
# [미국 실물지표] 소매판매 반등 = 경기불안심리 진정. 제조업 경기 회복 = 선수요 유입 반영

## 한 달만에 소매판매 다시 플러스 반전. 광공업생산은 3개월 연속 플러스 성장



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

## 전년대비 변화, 소매판매 고공행진. 광공업생산은 둔화되지만, 견조한 흐름

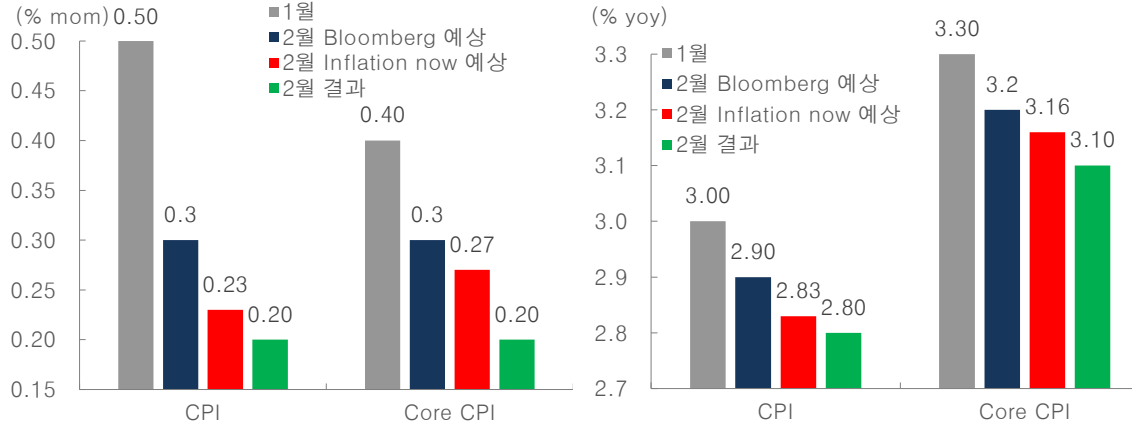


자료: 미국 상무부, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 미국 2월 소매판매 지표는 1월 0.9% 감소를 뒤로 하고 0.6% 반등 예상
- 미국 중서부 일대를 강타한 한파와 캘리포니아 대형 산불 영향에서 벗어나 소비 모멘텀은 여전히 견조함을 시사할 전망
- 핵심 소매판매도 0.3% 증가할 것으로 컨센서스 형성 중
- 미국 광공업 생산은 3개월 연속 전월대비 개선세를 이어갈 전망. 제조업 생산도 한 달만에 플러스 반전 가능
- 미국 소비 둔화에도 불구하고 관세 부과를 앞둔데 따른 선수요 유입 영향
- 실물지표 개선세가 확인될 경우 소비심리 악화를 뒤로 하고 경기 불안심리 진정 예상
- 심리지표보다는 실물지표 결과가 더 중요한 상황. 심리지표는 관세, 트럼프 정책 불확실성 등이 영향을 미친 것
- 만약 소비, 제조업 경기 개선세가 지속되고 있음을 확인할 경우 관세 정책으로 인한 불안심리까지 진정될 수 있다고 판단

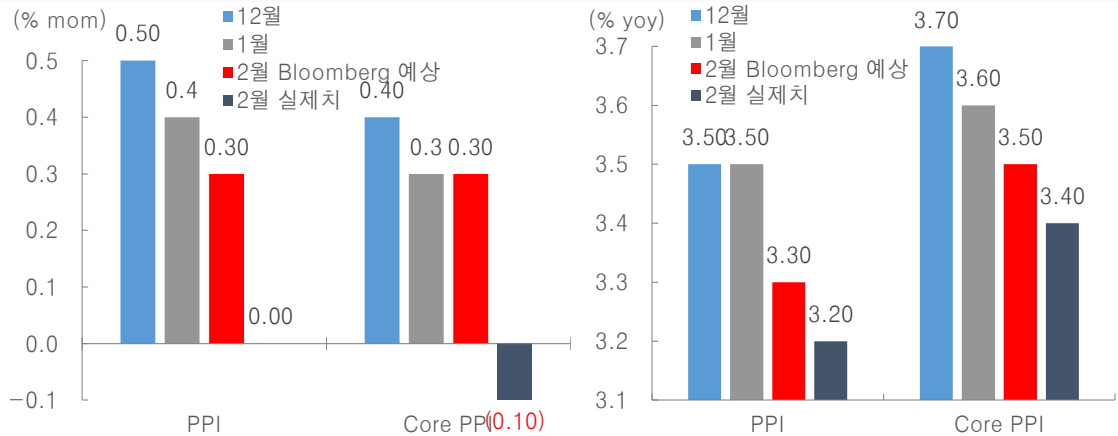
# [CPI와 PPI] 2월 물가 둔화로 스태그플레이션 우려 후퇴. 증시 급락세는 제동이 걸린 상황

## 2월 CPI, Core CPI, 전월대비, 전년대비 모두 둔화 예상



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

## 2월 PPI, Core PPI, 전월대비, 전년대비 모두 둔화



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

- 2월 CPI 예상치 하회. 산불(중고차, 호텔비)과 조류독감 영향 감소하며 1월 일시적인 물가상승요인 소멸. 주거비 상승세 역시 완만한 속도지만 둔화 지속
- 관세 위협이 판매가격에 반영될 가능성이 재기되었으나, 아직 미반영. 향후 물가상방압력으로 작용할 여지. 또한 의류를 포함하여 PCE에 연동되는 부문의 일부 상승세가 확대된 점도 부담 요인
- 미 CPI 발표 이후 5월 연준 금리인하 기대 하향 조정. 3월 FOMC 전 14일 미시간대 기대인플레이션, 17일 소매판매 등 확인 필요
- 2월 PPI 또한 1월대비 둔화. 6개월만. 특히 Core PPI는 전월대비 마이너스 기록
- 기대 인플레이션이 아닌 실물지표 결과로 미 통화정책 방향성을 가능하는 과정에서 글로벌 위험선호 심리가 유지되는지, 스태그플레이션 우려가 확산하는지 등 분위기가 점차 명확해질 것
- 현재로서는 스태그플레이션 우려가 빠르게 후퇴하고, 금리인하 기대가 강화될 전망

## [3월 FOMC] 파월 연준 의장의 주요 기자회견 내용

### 스태그플레이션 우려, 서베이 데이터 쇼크를 일축했던 파월 연준의장 기자회견 주요 내용

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

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

인플레이션 기대치 모니터링 중, 단기적으로는 물가인상 기대치 증가하지만, 장기 물가상승 기대치는 견조

서베이 데이터는 경기 하방위험 우려 증가, 서베이 데이터는 실제 경제와 다를 수 있고 하드 데이터에서 경기우려 신호 없음

항상 경기침체 가능성은 존재해왔으나, 현재 연준은 경기침체 예측하지 않음, 지난해와 비교하면 지금이 침체 우려 낮음

SEP 물가 전망 상황은 불확실성의 표현. 1, 2월 재화 물가 상승 요인은 몇 개월 지나야 알 것.

서비스, 특히 주택서비스 물가 둔화 경로 양호

대차대조표 축소 속도조절 결정은 현재 TGA의 입출을 보았을 때 적절한 시기라고 판단했기 때문. 숨은 의도 없음

5월 금리인하에 대해 서두르지 않을 것임. 현재 통화정책은 추가인하 또는 동결을 모두 고민할 수 있는 좋은 위치

물가 낮추기 위해 경기침체 감내는 고려하지 않음. 관세 영향으로 물가, 성장, 고용 중 일부 요인이 목표 이탈할 가능성 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

# 점점 강해지는 트럼프 관세정책. 자동차에 이은 상호관세. 그 다음은?

---

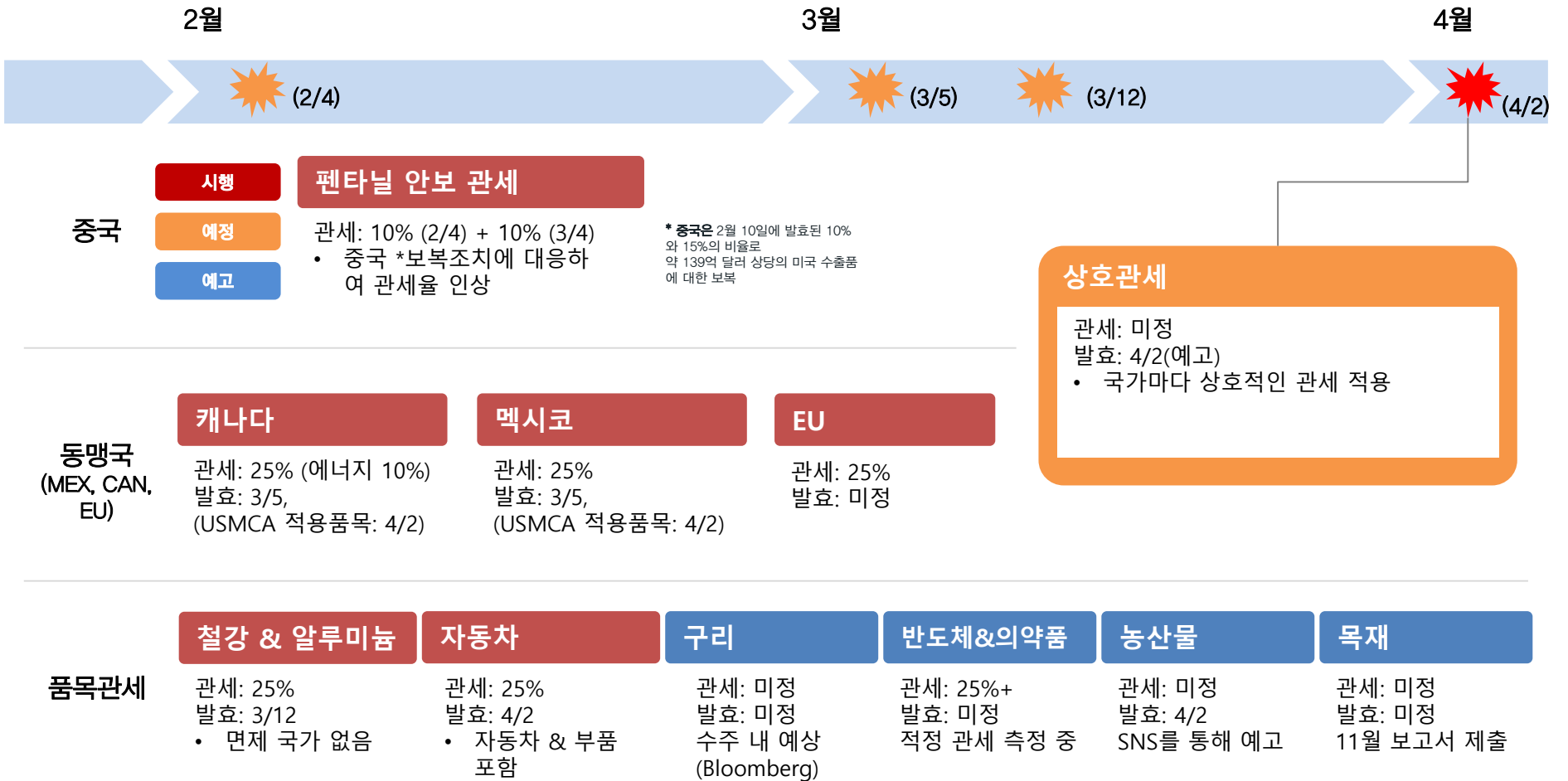
Strategist 이경민

02) 769-3840 / [kyoungmin.lee@daishin.com](mailto:kyoungmin.lee@daishin.com)

텔레그램 채널 [daishinstrategy](#)

# 트럼프 행정부 관세정책 개요

트럼프가 행정부의 관세 대상은 크게 중국 / 동맹국 / 주요 산업 품목 관세로 나뉨



자료: Tax foundation, 백악관, 국내외 주요언론, 대신증권 Research Center

## 채찍과 당근, 자동차 관세 기습시행 and 관대한 상호관세 예고

### 트럼프 행정부, '미국산 아닌' 모든 자동차에 25% 관세 부과

항목	내용
2024년 미국인 구매 차량	• 약 1,600만 대 (자동차, SUV, 경트럭)
2024년 수입 차량 비율	• 50% (약 800만 대)
미국 내 조립 차량의 평균 국내 콘텐츠 비율	• 약 40~50%
미국인이 구매한 차량 중 'Made in America' 비율	• 자동차 부품 포함 전체 콘텐츠 비율 약 25%
2024년 자동차 부품 무역 적자	• 935억 달러
미국 자동차 산업 고용자 수	• 약 100만 명 부품 산업 약 553,300명 (2000년 이후 286,000명 감소)
자동차 관세를 통한 연간 예상 세수	• 1,000억 달러 이상

자료: 백악관, 대신증권 Research Center

### 250326, 트럼프 – 4월 2일 상호관세는 관대할 것

- 4월 2일 여러 관세가 발효, 관대할 것
  - 실제 부과될 관세가 '상호주의적이기보다는 관대할 것'
  - 완전한 상호 관세는 사람들에게 매우 힘들 것이기 때문
  - 일부 예외(exceptions)가 있을 수 있으나 많지 않을 것
  - 3월 21일에는 상호관세 계획에 대해 “유연성” 을 언급
- 비관세 장벽은 고려하지 않을 것
  - 상호 관세율을 결정할 때 부가가치세(VAT), 임금 억제, 통화조작과 같은 비관세 장벽(non-tariff barriers)은 더 이상 고려하지 않을 것

자료: 국내외 주요언론, 대신증권 Research Center

- 트럼프 대통령은 3월 26일 자동차 관세에 서명. 해당 관세는 이전에 언급되었던 바는 있으나 당일 예고 후 기습 발표
- 관세 그 자체보다는 사전 예고 없이 발표, 서명된 추진 방식이 앞으로의 관세정책에 대한 예측 불확실성을 더하며 시장에 충격으로 다가왔음
- 같은날 트럼프는 4월 2일 부과될 관세가 공언했던 것 대비 관대할 것임을 예고
- 채찍과 당근이 동시에 시장에 노출되었으나 시장은 미래의 당근보다는 당장의 채찍에 더 크게 반응하였고
- 증가한 불확실성이 기업과 소비자들의 소비계획을 주저하게 만들 것이라는 논리에 경기침체 우려까지 확대되는 모습

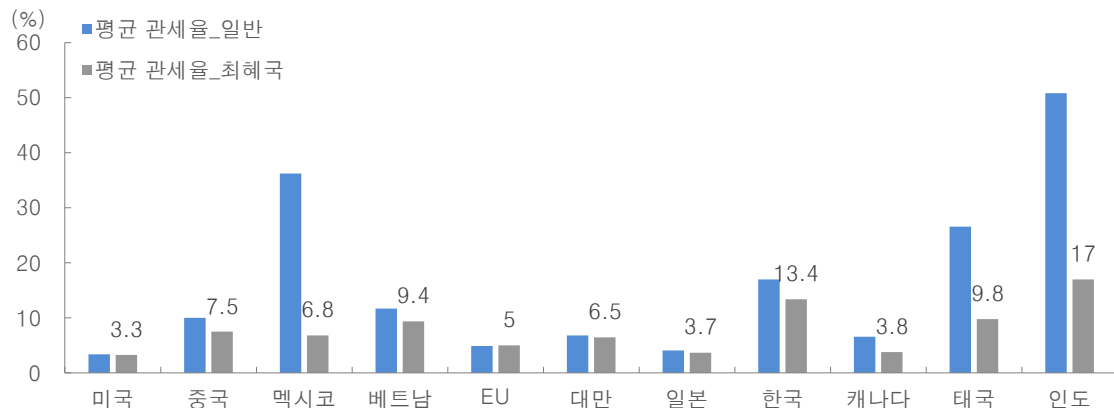
### 트럼프 상호관세 4월 2일 부과 예고, 시행 시점이 중요

- 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
- 관세 부과 현실화 우려로 투자심리 영향으로 등락은 불가피하나, 단기 등락을 활용해 포트폴리오 조정, 매수기회로 활용하는 대응을 제시

## 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, 미국과의 FTA에서 쇠고기, 농산물 등 일부 품목을 제외한 대다수 상품군에서 상호 무관세 적용 중
- 산업통상자원부는 FTA 규정에 대해 미국 정치권 이해도가 부족했던 것이 한국에 대한 언급의 원인이며, 무역대표부 등 실무진을 통해 상호 무관세 교역중인 사실을 충분히 소통, 오해를 해소했음을 밝힘
- 미국이 보편관세가 아닌 상호관세 정책을 통해 각국과의 협상에 나선다면 한국에 유독 강압적으로 나설 이유가 없다고 판단
- 부가가치세(VAT, 10%)를 관세와 동일시할 경우 일부 영향이 있을 수 있으나, 트럼프가 직접 비관세장벽을 고려사항에서 제외한다고 언급, 한국에 실질적 영향은 없을 것으로 예상

## 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
<b>KR 영업이익</b>			<b>259,857.8</b>
(-) 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%	-
<b>영업이익 조정</b>			<b>246,778.7</b>
		<b>영업이익 조정:</b>	<b>-5.0%</b>

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
<b>KR 영업이익</b>			<b>259,857.8</b>
(-) 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
<b>영업이익 조정</b>			<b>221,324.0</b>
		<b>영업이익 조정:</b>	<b>-14.8%</b>

자료: 산업통상자원부, FnGuide, 대신증권 Research Center

## 미국이 예의주시하는 중국의 무역관행으로 피해를 받는 산업 목록

### 제조업 및 첨단기술: Made in China 2025 정책의 보조금 지원 및 덤핑

- 첨단기술산업: **반도체**, 5G 및 통신장비, 의료기기 및 **바이오산업**
- 저가 과잉생산 & 시장 잠식 정책: **철강 및 알루미늄**, 배터리 및 전기차, 태양광 패널, 드론

### 자국(중국) 산업 보호를 위해 외국 기업 차별

- **자동차**, 화학, 플라스틱 산업: 미국산 제품에 반덤핑 관세 부과
- 해운 및 조선: 국영 조선소에 대규모 보조금을 지급
- 철도 및 고속철: 중국철도공사 등을 지원하여 고속철 및 철도 시장을 장악

### 위생·검역(SPS) 기준을 비관세 장벽으로 활용

- 농업 및 식품: 대두, 육류(돼지고기 및 소고기), 와인 및 주류, 유제품

### 지적재산권: 데이터 규제, 지적재산권(IP) 침해, 기술 강제 이전 등 불공정 관행

- 소프트웨어 및 클라우드 컴퓨팅: 외국 기업들이 중국 내에 데이터 저장 의무 부과
- 인공지능(AI) 및 빅데이터(Big Data): 중국의 AI 기업들은 정부 보조금을 통해 급성장
- 지적재산권(IP) 침해: 중국 시장 진입하는 외국 기업에 기술이전 강요

- 2025년 1월 20일, 미국 의회에 제출된 USTR의 보고서에 미국이 미중 패권전쟁에서 예의주시하는 품목들을 확인 가능
- 트럼프 행정부는 철강&알루미늄, 자동차에 이어 반도체, 의약품에 대한 품목 관세 조치를 예고한 바 있음
- 해당 품목들은 모두 USTR의 중국 관계법 보고서에 포함된 품목으로 미국이 바라보는 해당 품목들의 수출 상황에 대한 힌트를 제공



4월 전망 :  
미국 증시는 박스권 하단에서 반등,  
KOSPI는 2,700선을 향하는 흐름

---

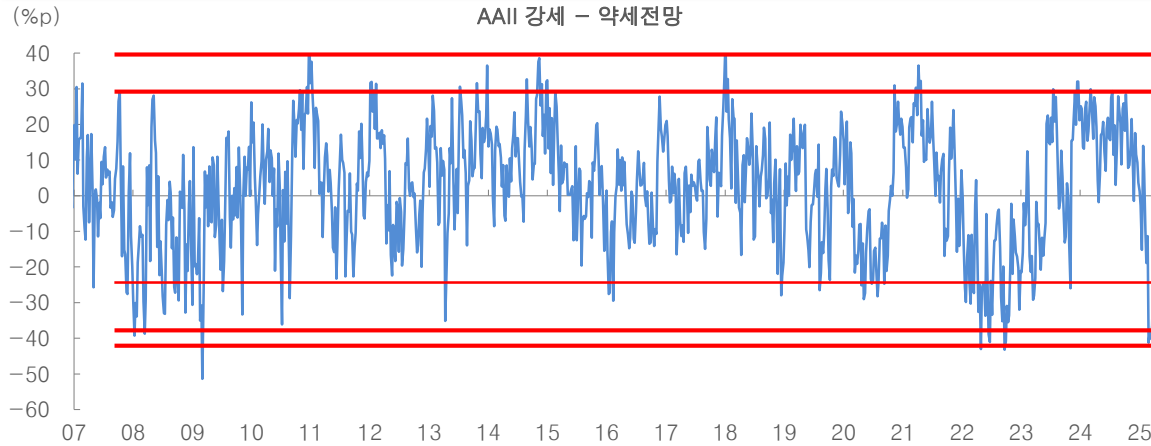
Strategist 이경민

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

텔레그램 채널 daishinstrategy

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

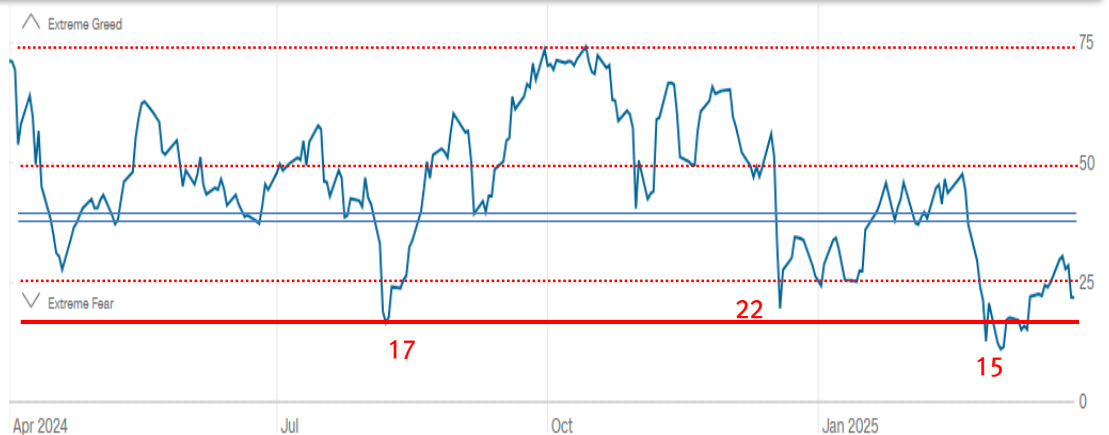
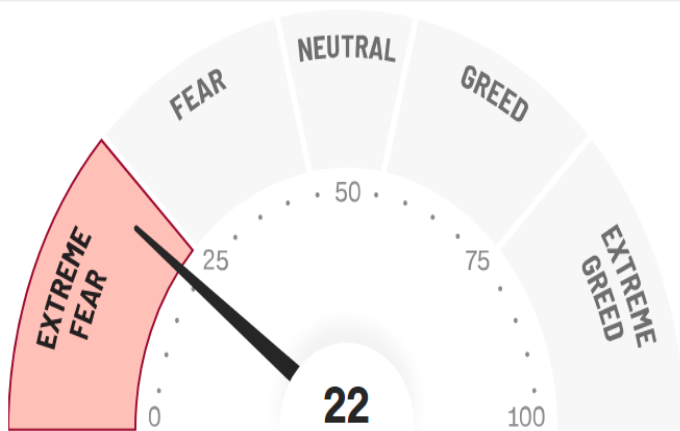
## AAII 강세-약세전망, 역사적 저점권에서 등락 중



- AII 강세-약세 전망 Spread  $-24.8\%$ 로 5주만에  $-30\%$  이내로 진입했지만, 여전히 역사적 저점권에서 등락 중. 투자심리가 극도로 위축된 상황 지속
- 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

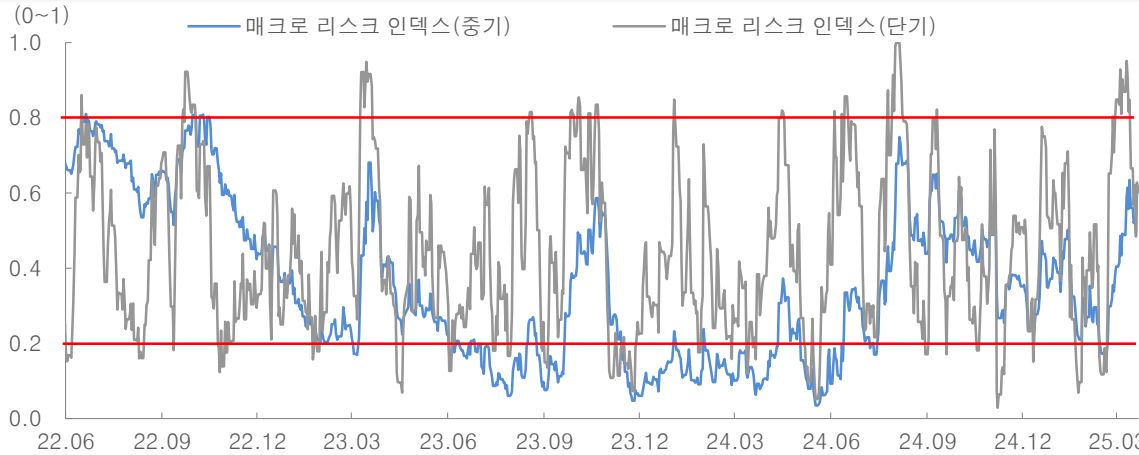
## Fear & Greed Index는 극단적 공포 구간 재진입. 최악의 투자심리를 반영 중인 증시, 그만큼 추가 하락은 제한적



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% 하회 시 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
- 0.5선으로 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
- 트럼프 관세 정책 우려로 추가 등락이 있다면 비중확대 기회로 활용할 필요가 있음

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

## S&P500 주간차트. 박스권 등락 예상. 박스권 하단 이탈, 50주 이동평균선 도달



자료: 대신증권 Research Center

## S&P500 일간차트. 24년 하반기 중요 분기점인 5,650선 회복/안착 여부 관건



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 반등에 나섰지만, 5,800선에서 스태그플레이션 우려와 트럼프 자동차 관세 부과, 상호 관세 우려로 급락 반전
- 직전 저점인 5,500선에서 지지력 확보 기대. 24년 7월 ~ 8월 분기점이자 12개월 선행 PER 19배 수준
- 이후에는 5,650선 돌파/안착 여부 중요. 동 지수대는 24년 하반기 중요 분기점으로 저항/지지선 역할을 해왔던 지수대. 주간 차트 기준 50주, 200일 이동평균선도 위치
- 5,650 ~ 5,700선 회복/안착 성공시 기존 박스권 하단인 5,850선 회복 시도 가능할 전망
- 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 하락추세대 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, 성장 동력 우려로 인한 단기 과열 해소, 매물 소화 국면 빈번해질 전망
- 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 전고점 수준인 20,000선
- 18,000선 이하에서 등락은 단기 트레이딩 기회로 활용할 필요가 있음

# [KOSPI 4월 전망] 단기 매물소화, 과열해소 이후 이보전진. 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

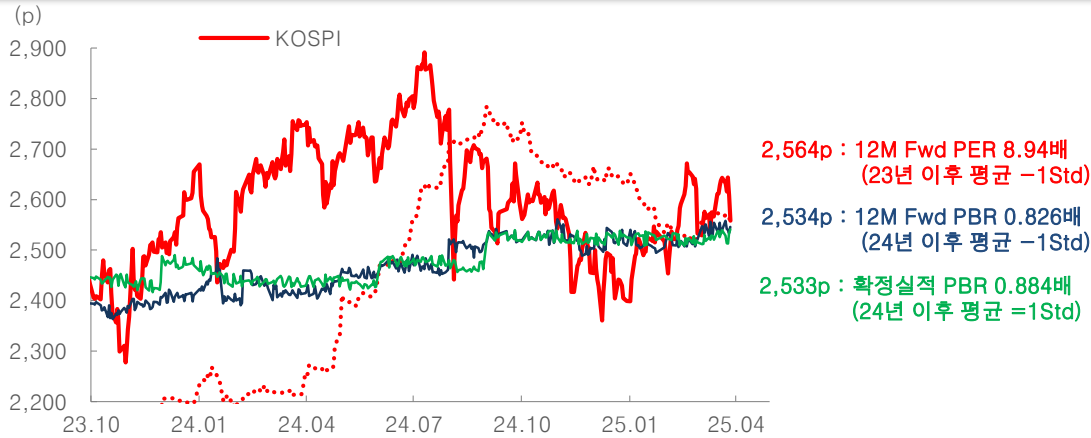


자료: 대신증권 Research Center

- 미국 증시 약세에도 불구하고 3월 KOSPI는 차별적 상승세 전개
- 중국 경기회복, 강력한 경기부양 기대 유입에 달려 약세, 채권금리 레벨다운 영향
- 하지만, 3월 마지막주 경제지표 불안과 트럼프의 갑작스러운 자동차 관세 부과, 4월 2일 상호관세 예고 등의 여파로 급락 반전
- KOSPI는 밸류에이션 1차 정상화 목표인 2,660 ~ 2,670선을 넘어서지 못하고 재차 과열 해소, 매물 소화 국면 진입. MACD OSC 하락 다이버전스와 Stochastics 과열권 부담을 빠르게 해소
- 2,530선에 밸류에이션 측면에서 의미있는 지지권 밀집. 공매도 재개도 맞물려 있어 투자심리, 수급 악화로 인한 UnderShooting 가능성 경계
- 하지만, 상호관세 부과 이후 불안심리 완화 예상. 이후 공매도 재개와 국내 정치적 리스크 해소로 인한 외국인 수급 개선, 양호한 중국 경기와 1분기 기업 실적 호조 등에 힘입은 KOSPI 상승 재개 전망
- KOSPI 2,500선대에서 등락은 비중확대 기회, 매집 전략 유지

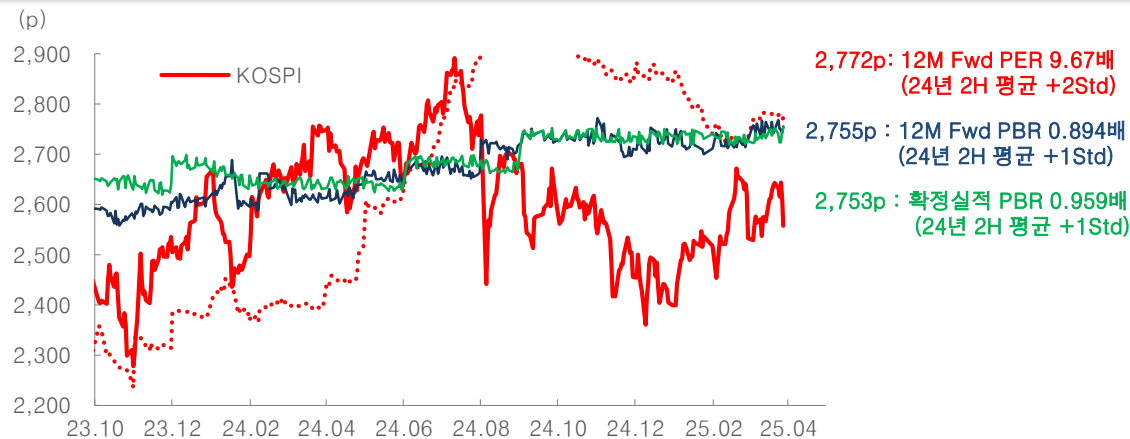
# [KOSPI 지지/저항선] 2,530선 전후에서 지지력 기대. 이후 레벨업 1차 타겟은 2,750선 전후

1차 지지권인 2,570 ~ 2,580선 하회  
23년, 24년 이후 의미있는 밸류에이션 지지권, 2,530선에서 지지력 확보 예상



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

밸류에이션 측면에서 1차 상승 타겟은 2,750 ~ 2,770선

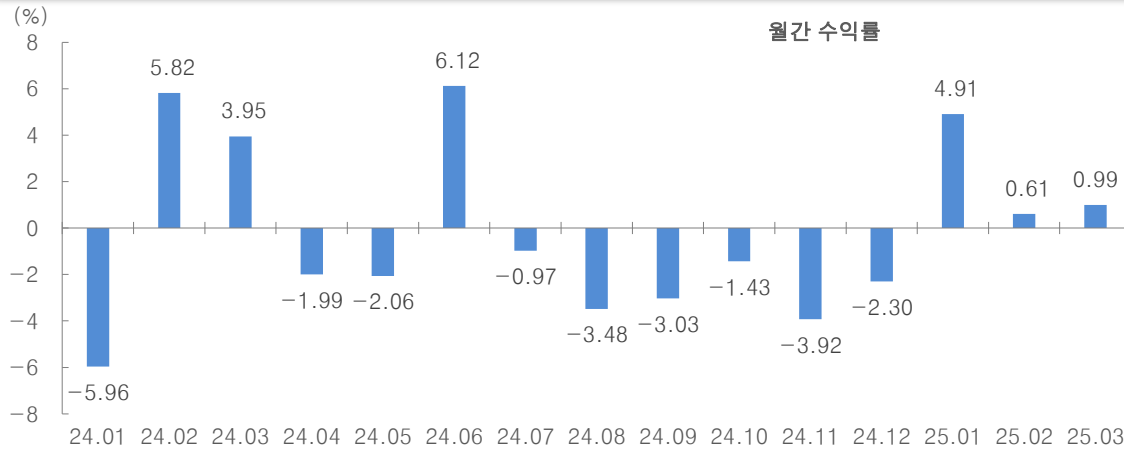


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 단기 과열해소, 매물소화 국면에서 지지권은 KOSPI 2,530선 전후 3월초 장 중 2,513p에서 지지력 확인 이후 반등시도
- 동 지수대는 PER, PBR 측면에서 23년, 24년 이후 의미있는 밸류에이션 레벨
- 다만, 40일, 50일 이동평균선과 12개월 선행 PER 8.94배가 위치한 2,570 ~ 2,590선을 하향이탈함에 따라 단기 등락은 감안. 단기 UnderShooting 가능성도 경계
- 반등 과정에서 1차적으로 2,600선 돌파/안착 여부가 관건
- 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 8% 전후의 상승 여력 존재

# [KOSPI 반전] 6개월 연속 하락 이후 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 6.61%

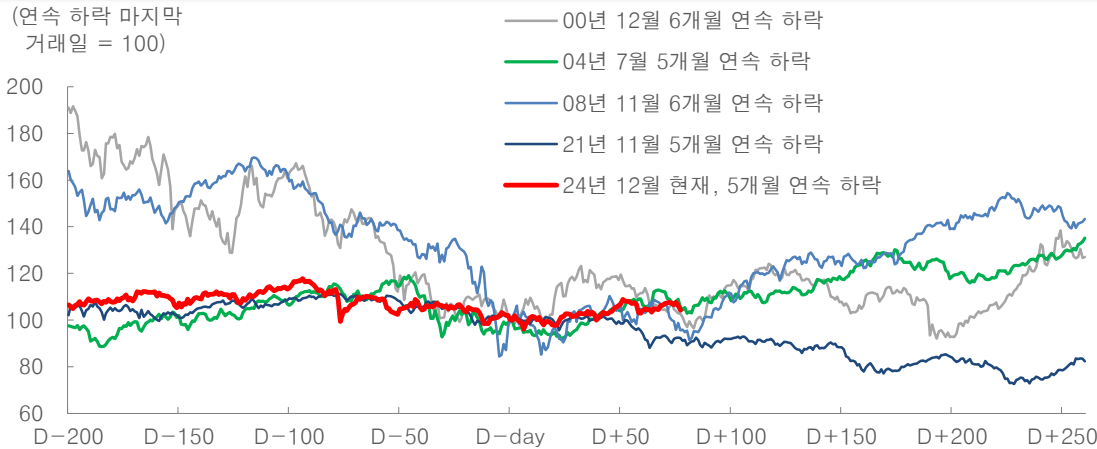
구분	등락률 (연속 하락 마지막 달 이후)			
	1개월	3개월	6개월	12개월
2000년 12월(6개월)	22.5 %	3.7 %	17.9 %	37.5 %
2004년 7월(5개월)	9.3 %	13.5 %	26.8 %	51.1 %
2008년 11월(6개월)	4.5 %	- 1.2 %	29.7 %	44.6 %
2021년 11월(5개월)	4.9 %	- 4.9 %	- 5.4 %	- 12.9 %
<b>평균</b>	<b>8.9 %</b>	<b>10.5 %</b>	<b>21.0 %</b>	<b>25.2 %</b>
24년 11월 (6개월, 현재)	4.91%	6.61%		

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 연초 이후 KOSPI는 3개월 연속 반등 시도 중. 3월 28일까지 월간 0.99% 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 28일까지 6.61% 누적 수익률 기록 중. 지난주까지 과거 네 번의 평균 10.5%에 버금가는 반등세를 보였지만, 3월말 급락 반전으로 상승폭 축소
- 하지만, 과거와 유사한 궤적을 그려가고 있다고 판단
- 6개월 수익률이 평균 21%임을 감안할 때 상반기 중 상승추세 지속될 전망. 이제 1/3 정도 올라온 상황

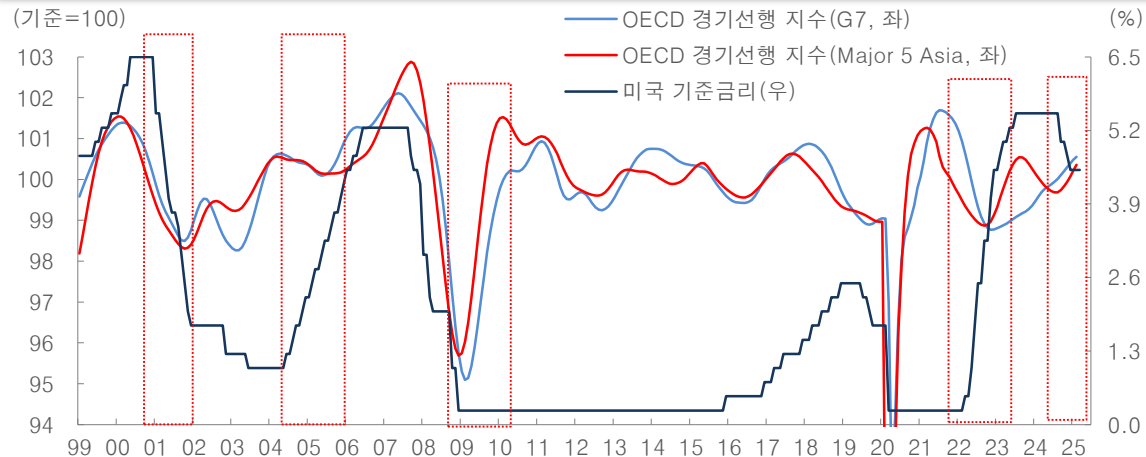
# [KOSPI 반전] 단기 등락은 감안해야하지만, 강한 기술적 반등 이후에는 추세 반전 확률 높아

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



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

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



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

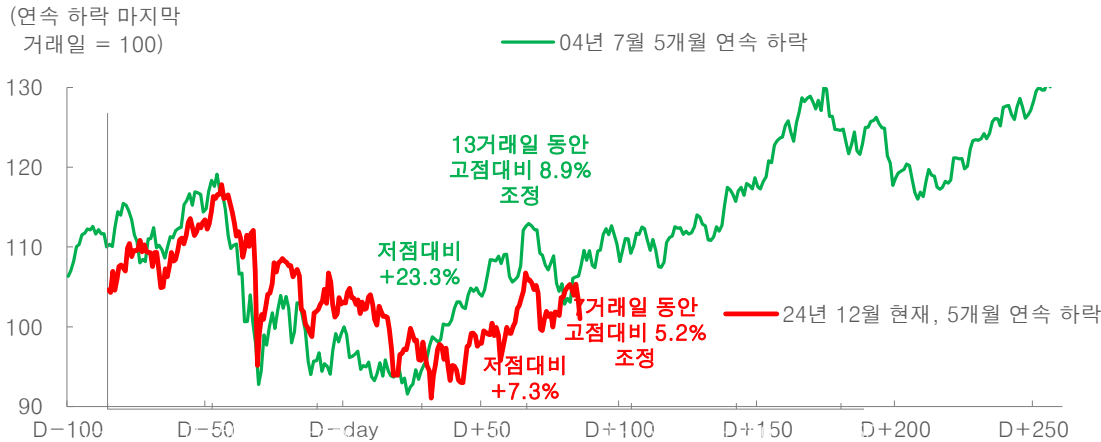
# [KOSPI 반전] 두 번은 강한 추세 반전. 한 번은 박스권. 스케일은 다르지만, 2004년 7월과 유사한 흐름

## 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

# 상승 동력 1. 반복되어 온 관세부과 & 협상/유예

---

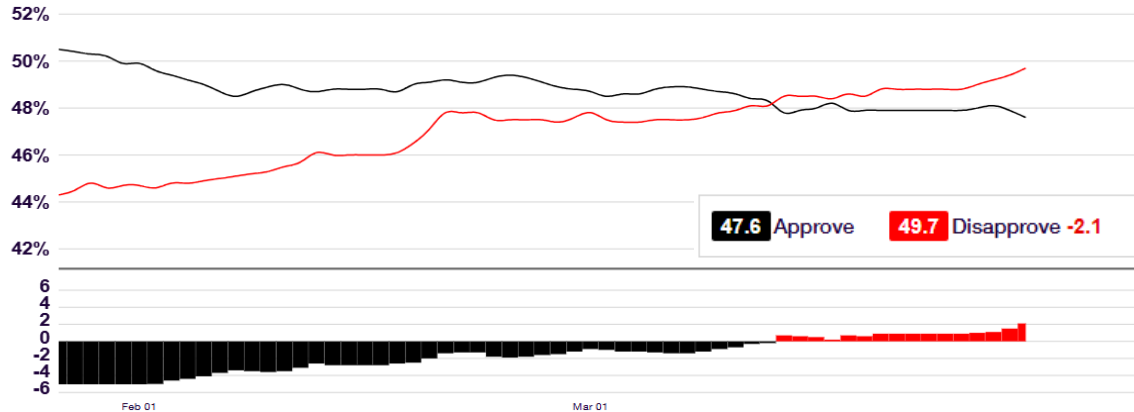
Strategist 이경민

02) 769-3840 / [kyoungmin.lee@daishin.com](mailto:kyoungmin.lee@daishin.com)

텔레그램 채널 [daishinstrategy](#)

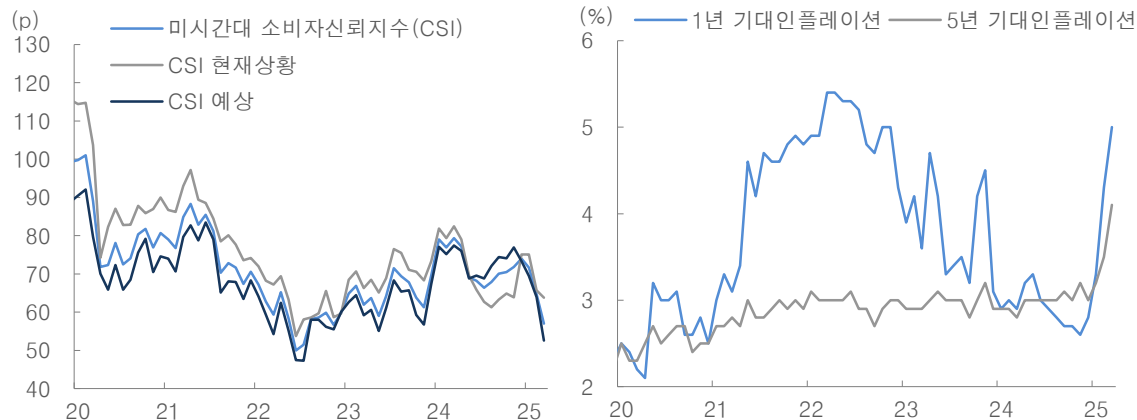
## 트럼프는 강경한 관세 정책을 끌고갈 수 있을까?

### 트럼프 직무 수행 지지도, 부정 평가가 긍정 평가를 앞서기 시작



자료: RealClear Politics, 대신증권 Research Center

### 소비자 신뢰지수는 공화당에서도 빠르게 하락, 기대 인플레이션 급등

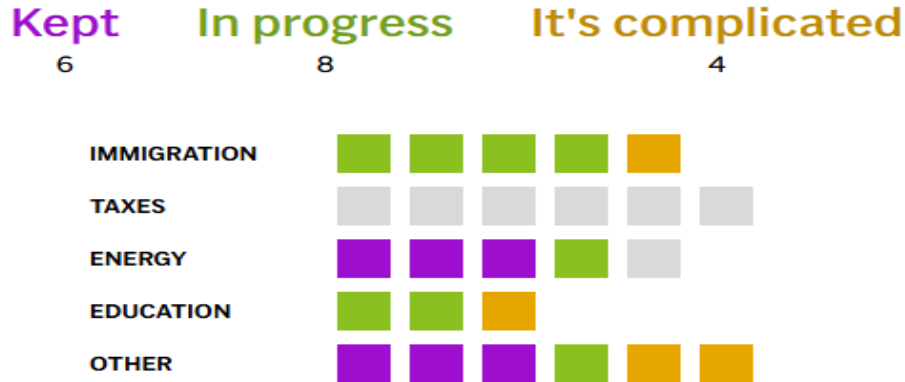


자료: 미시간대, CEIC, 대신증권 Research Center

- Real Clear Politics에 따르면 3월 12일을 기점으로 트럼프 대통령을 지지하지 않는다는 미국인이 더 많아졌음
- 공교롭게도 이 시기는 트럼프의 철강&알루미늄 관세 시행이 강행된 이후
- 이후 4월 2일 시행 예정인 상호관세에 대해 "유연성" 과 함께 몇몇 국가에 혜택을 줄 수 있다고 언급
- 3월 미시간대 소비자신뢰지수 빠르게 하락, 기대인플레이션 급등하는 모습이 나타났는데, 특히 이번 조사에서는 무소속 및 공화당 지지자들의 기대인플레이션이 비관적으로 변하는 모습이 확인
- 트럼프는 1기 집권당시 중간선거에서 패배하며 레임덕을 경험한 바 있음. 내년 11월 중간선거까지 지지율을 관리해야 하는 상황에서 강경 일변도로 갈 수 없는 이유

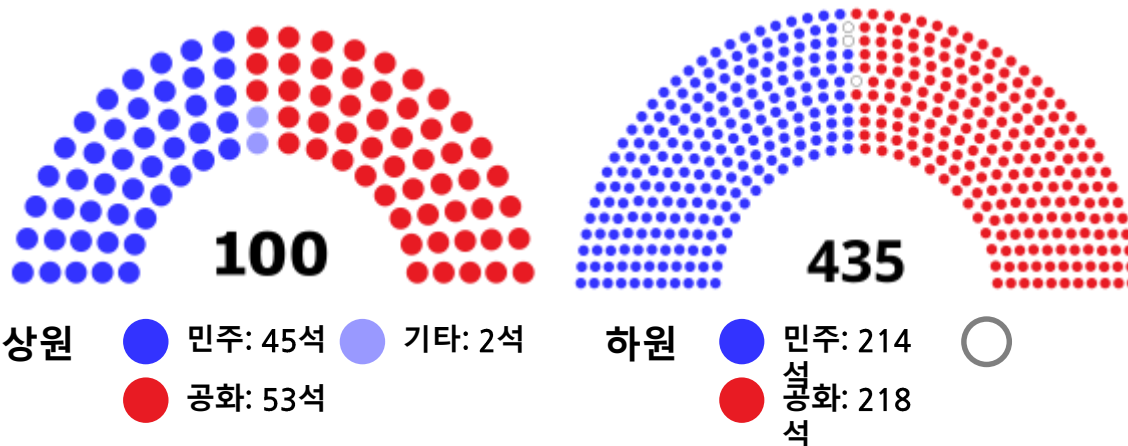
# 트럼프의 조삼모사, 매(관세)를 먼저 때리고 당근(감세)은 아끼는 중

3월 26일 기준 트럼프의 공약 이행도, 감세 정책은 아직 시행되지 않는 중



자료: AP News, 대신증권 Research Center

현재 트럼프의 정책 추진력은 근소한 차이로 상하원을 차지한 공화당에서 나옴

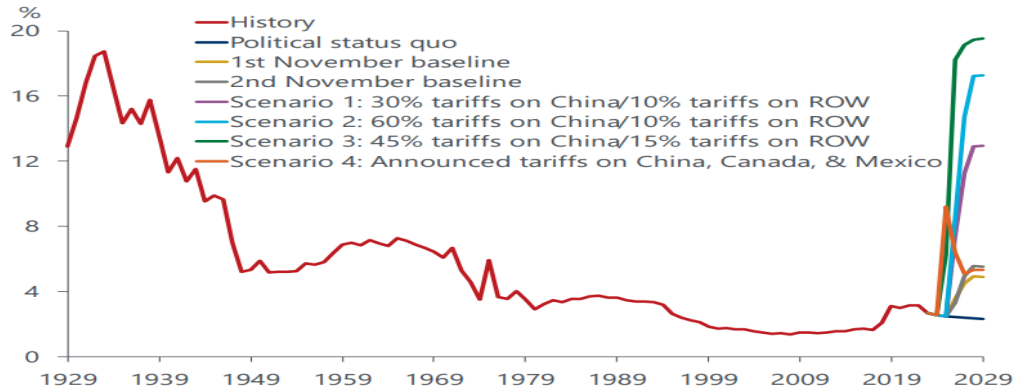


자료: Wikipedia, 대신증권 Research Center

- 현재 트럼프 행정부에서 우선적으로 추진되는 분야는, 관세와 정부 효율화 등 행정부 수입 증대와 재정감축, 국채금리 안정을 통해 자금 여력을 확보하는 방향
- 재정 여력을 확보한 뒤 부채한도 협상, 법인세율 인하, 팁/초과근무 면세, 사회보장세 폐지 등 지지율을 올릴 수 있는 정책이 시행될 것으로 예상
- 현재 관세 뿐만 아니라 이민, 에너지, 교육, 정부효율화 등 광범위한 정책분야에서 추진력을 내는 배경은 정권 초기의 강한 추진력과 함께 상-하원을 차지한 공화당의 RedWave 덕분
- 트럼프는 1기 당시 중간선거에서 패배하면서 레임덕을 경험한바 있기에 선거에서 승리하기 위해 유권자들의 지지율 회복이 중요한 상황
- 트럼프 행정부는 내년 11월 중간선거를 앞두고 있음. 정책이 강경 일변도로 갈 수 없으며 2분기 관세정책과 부채한도협상 이후에는 감세안과 같은 시장 우호적 정책이 나올 가능성이 높음

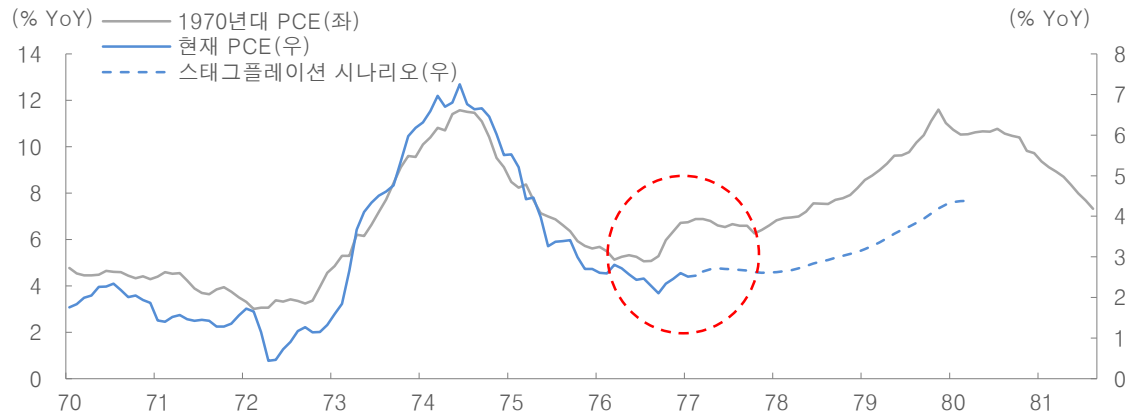
# 트럼프 관세정책, 말한대로 모두 시행된다면 침체를 피할 수 없다

## 트럼프 관세정책이 공언한대로 모두 실행된다면 대공황 당시 수준으로 상승



자료: Oxford Economics, Haver Analytics, 대신증권 Research Center

## 1970년대 스태그플레이션 vs 현재 인플레이션 경로



자료: BEA, 대신증권 Research Center

- 트럼프의 관세정책이 예고된 것과 같이 완전히 시행된다면 실효관세율은 대공황 당시 스무트-홀리 관세와 비슷한 수준으로 상승
- 일각에서는 관세 정책과 그에 따른 무역전쟁은 제조업 부문의 위축으로 이어질 가능성이 있고, 공급망과 산업이 비경제적이 되면서 미국 경제에 악영향을 미칠 것이며
- 이 경우 향후 1~2년 내에 경기 침체가 와 스태그플레이션이 올 수 있다고 분석
- 경기 침체를 피할 수 있는 방법은 관세 정책이 축소되어야 함을 경고

### 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 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

## 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: 국내외 주요언론, 대신증권 Research Center

### 250215, 뮌헨 국무장관 회담, 관세는 전면에 논의되지 않아

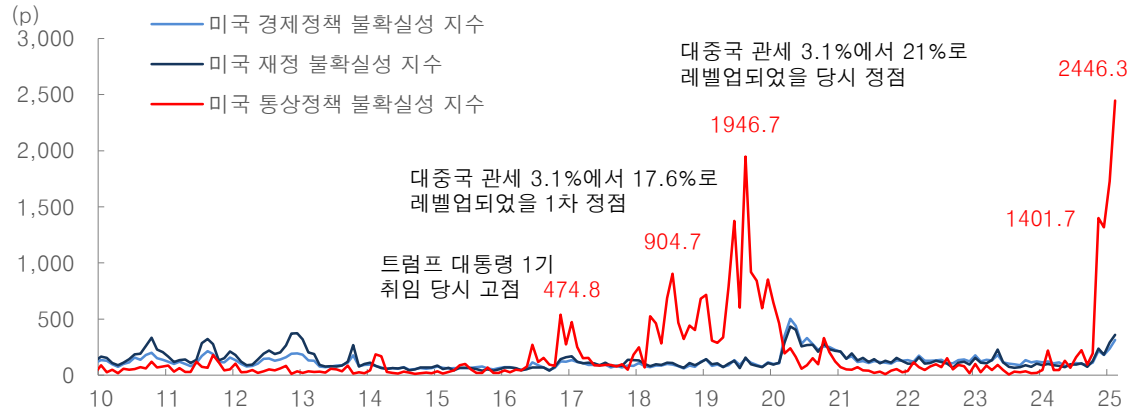
- 조선, 반도체, 에너지 분야에서 협력을 확대
  - 미국 액화천연가스(LNG) 수출 증가 환영
  - 트럼프 대통령의 아젠다에 따른 경제 협력을 계속 발전시킬 필요성
  - 중요하고 새로운 기술 및 공동 사업 이니셔티브에 대한 긴밀한 협력 필요
- 한미동맹 신뢰 강조
  - 남중국해에서 중국의 침략에 대한 우려를 공유
  - 미국의 북한 비핵화 의지 재확인

자료: 미국 국무부, 국내외 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

# 상승 동력 2. 선수요 모멘텀과 중국 경기회복, 유럽 재정확대의 콜라보

---

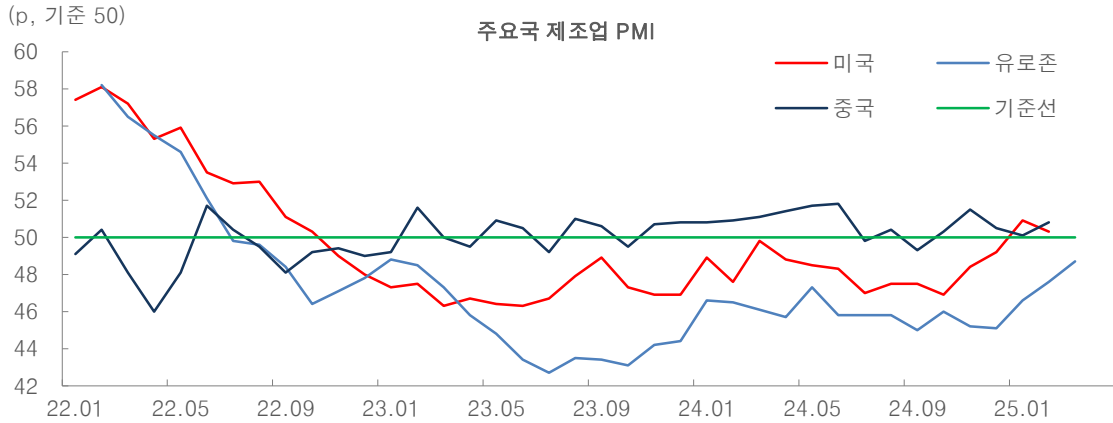
Strategist 이경민

02) 769-3840 / [kyoungmin.lee@daishin.com](mailto:kyoungmin.lee@daishin.com)

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

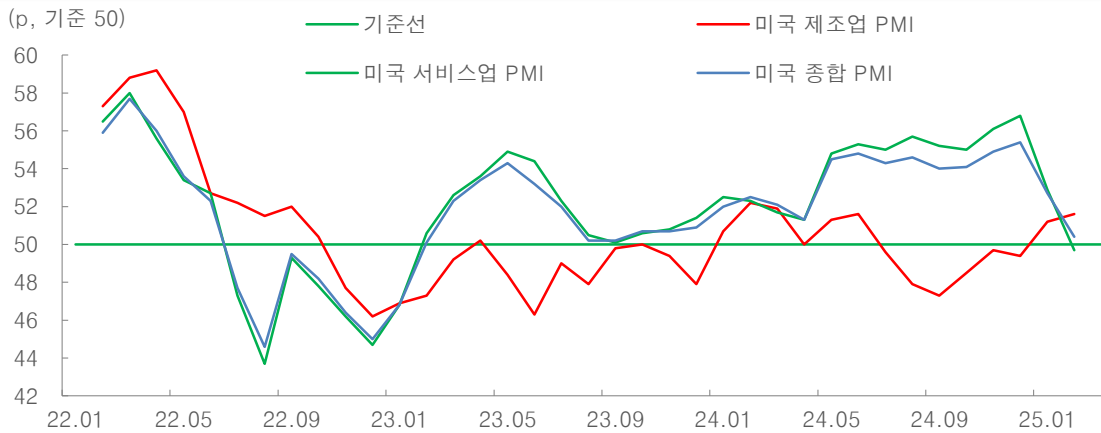
# [글로벌 제조업 경기] 미국, 중국 확장국면 지속. 유럽, 3개월 연속 반등. 선수요 유입 영향

## 미국, 중국 확장국면 지속. 유럽 3개월 연속 제조업 경기 반등 중



자료: S&P Global, HCOB, 차이신, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 미국 서비스업 PMI 급락에도 제조업 PMI는 반등세 이어가

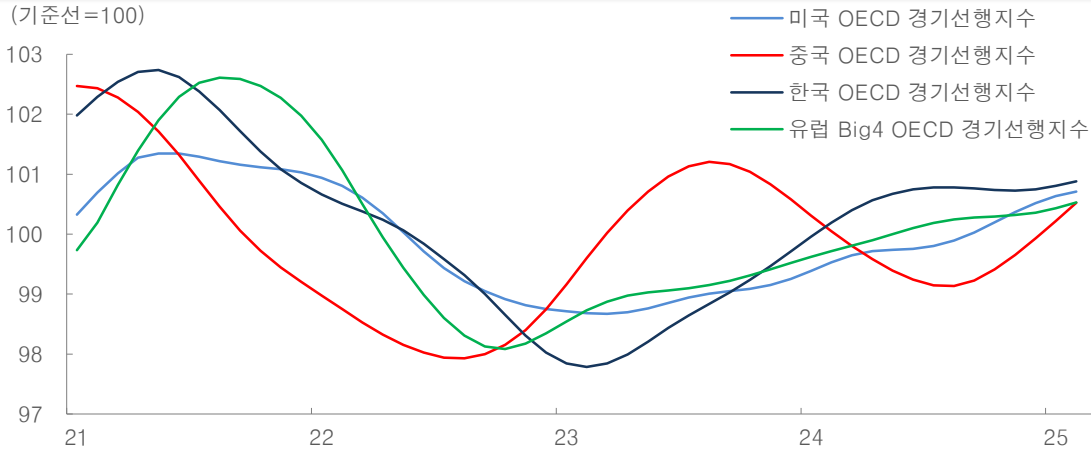


자료: S&P Global, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 3월에도 유럽 제조업 PMI(S&P Global 기준) 반등세 지속. 빠르게 50선에 다가서고 있음
- 미국은 소폭 둔화되었지만, 확장국면을 유지했고, 중국도 5개월 연속 확장국면에서 반등 성공
- 미국은 서비스업 PMI 급락, 수축국면 전환에도 불구하고 제조업 PMI는 2개월 연속 반등, 예상 상회
- 미국은 물론, 글로벌 서비스업 PMI와 별개로 제조업 PMI 반등이 지속되고 있다는 점은 선수요 영향으로 판단

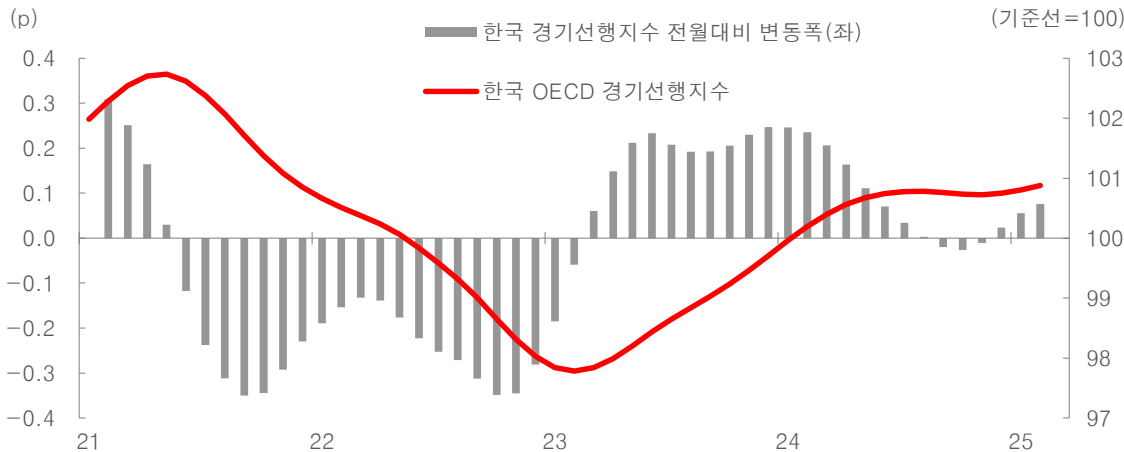
# [글로벌 경기] OECD 경기선행지수 상승세 지속. 한국도 상승 반전

## 미국, 중국 경기선행지수 상승세 뚜렷. 한국도 상승 반전



자료: OECD, CEIC, 대신증권 Research Center

## 한국 OECD 경기선행지수, 3개월 연속 상승

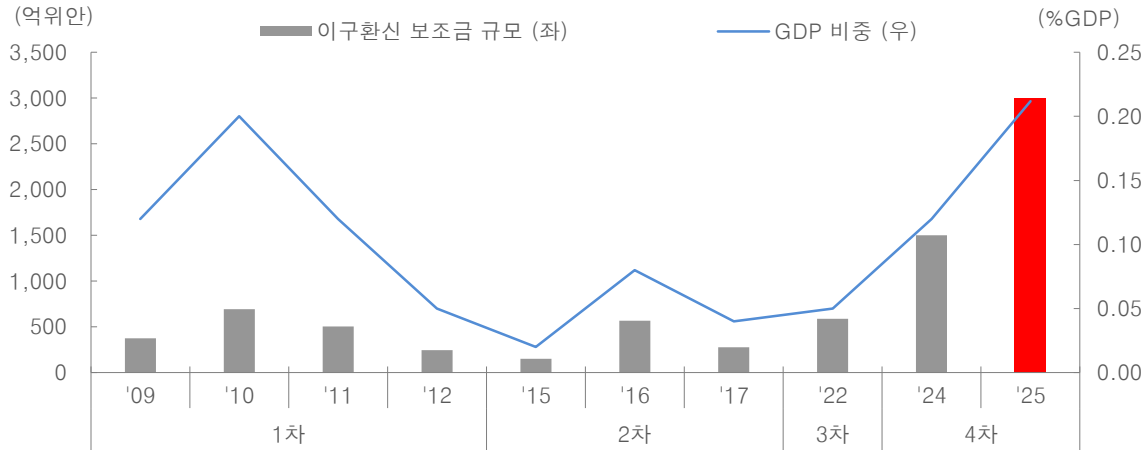


자료: OECD, CEIC, 대신증권 Research Center

- 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

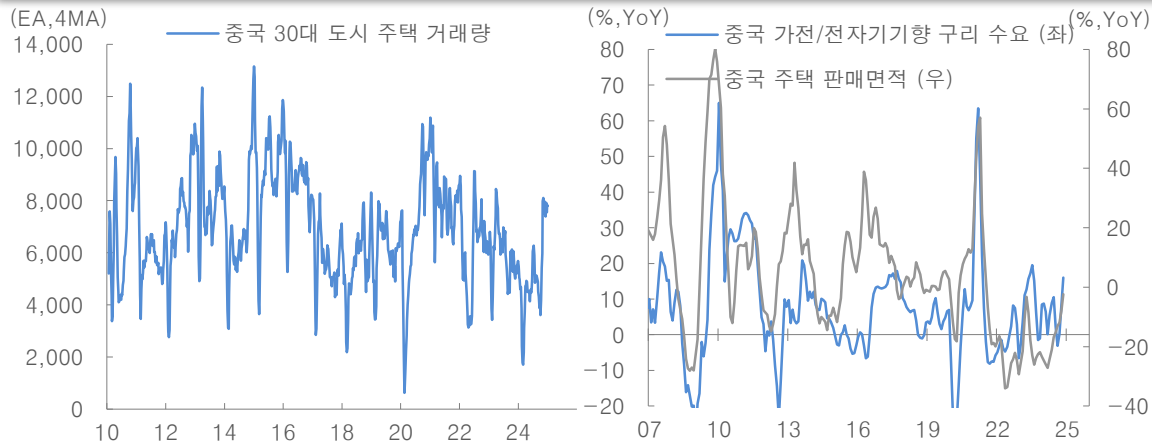
# [중국 정책 드라이브] 더 강력해진 이구환신 정책. 소비 부양 패키지로 부동산 거론 중

## 금융위기 이후 최대 이구환신 정책 규모 및 GDP대비 비중



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

## 소비 패키지로 다시 부동산 거론되기 시작. 주택 관련 내구재의 소비 비중 30%

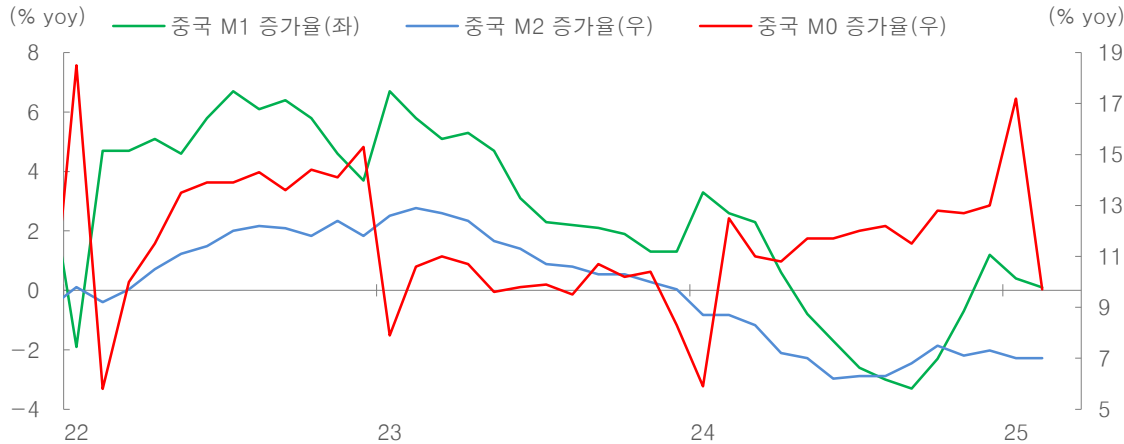


자료: 중국 통계국, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 소비 촉진을 위해 이번에도 1)이구환신 정책 추진. 1월 8일 결정된 것과 마찬가지로 보조금 지급 대상은 기존 자동차와 가전/가구에서 전자기기로 확장. 2)중저소득계층에 대한 조세/준조세 부담 완화에 이어, 3)피부·미용, 여행 등 서비스 소비까지 장려할 것이라 전해짐 3)문화/여행 관련 시설 투자 확대 강조
- 소비 부양 패키지로 부동산이 다시 거론. 부동산은 인테리어, 가구, 가전/전자기기, 자동차 등 전체 소비의 30% 이상을 좌우하는 것으로, 이구환신의 핵심
- 이를 위해 주택 매입 보조금 지급을 강화하기로 결정. 미분양 문제가 심각한 지역은 1)유휴 토지 매입과 2)先교통 인프라, 後주택 공급 3)신규 택지 공급 통제 등 방안 도출. 당 중앙경제공작회의에서의 결정대로 1/4분기 중 기존 주택에 대한 LTV 금리가 더 낮아질 시(50bp) 회복은 한층 더 빨라질 수 있을 것
- 향후 소비-부동산 패키지가 추진될 시 미분양 주택 비율(내수 경기)은 2022년 레벨로 회귀가 가능할 전망

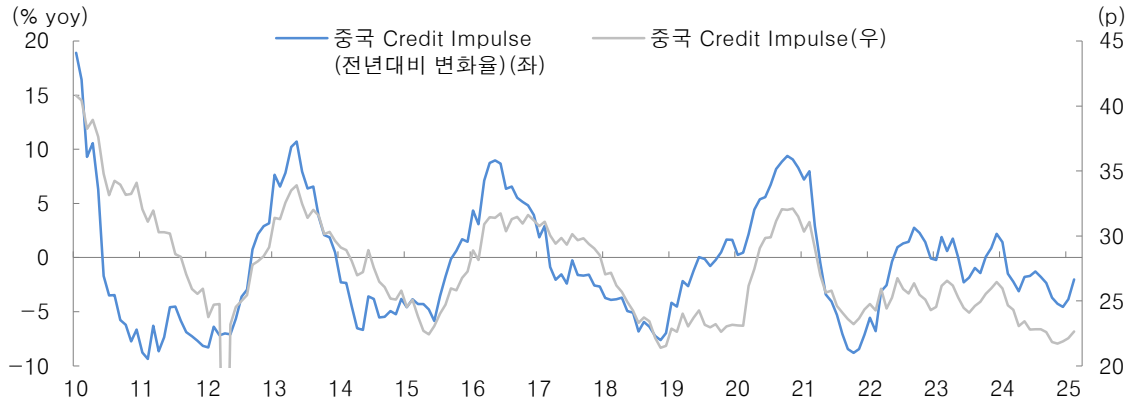
# [중국 유동성/정책 효과] 유동성 모멘텀 빠른 속도로 개선/확장. 정책 효과 유입 가시화

## M0증가율 22년 이후 최고치에서 둔화. M1에 이어 M2 증가율도 개선 예상



자료: 중국 통계국, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 정책 효과로 Credit Impulse 저점에서 반등

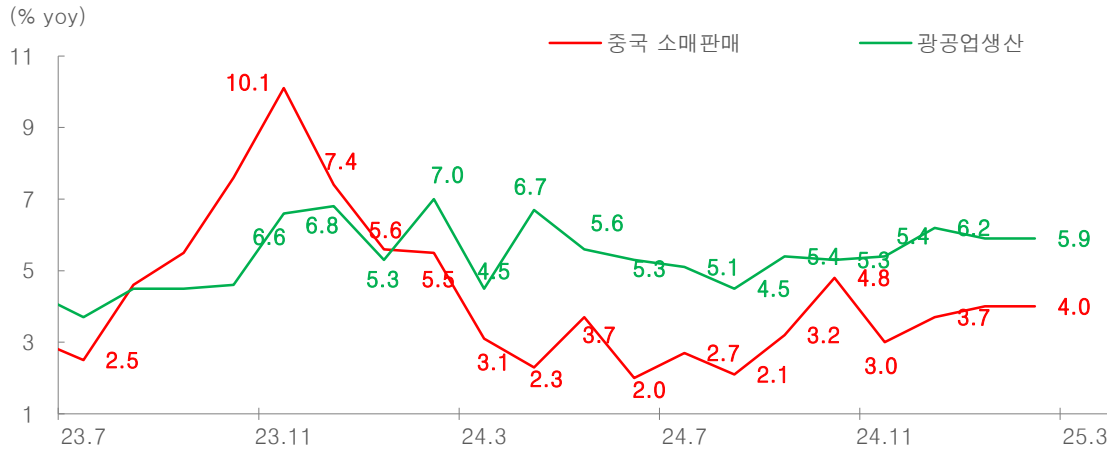


자료: 중국 통계국, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 통화/재정 정책을 비롯한 전방위적인 경기부양정책으로 가시적인 변화 전개
- 중국 유동성 모멘텀은 빠른 개선세를 보이면서 중국 내 돈의 흐름이 원활해지고 있음을 시사
- M0가 강한 반등/상승세를 보인만큼 시차를 두고 M1, M2 증가율도 개선세를 보이며 정책 효과 유입 가능할 것
- 연속적이고 강력한 경기부양정책이 빠르게 시행되면서 Credit Impulse는 저점권에서 회복세를 보이기 시작
- 유동성 모멘텀 회복에 이어 이구환신 등 보조금, 재정정책이 시행될 경우 경기 부양효과도 더욱 뚜렷해질 전망

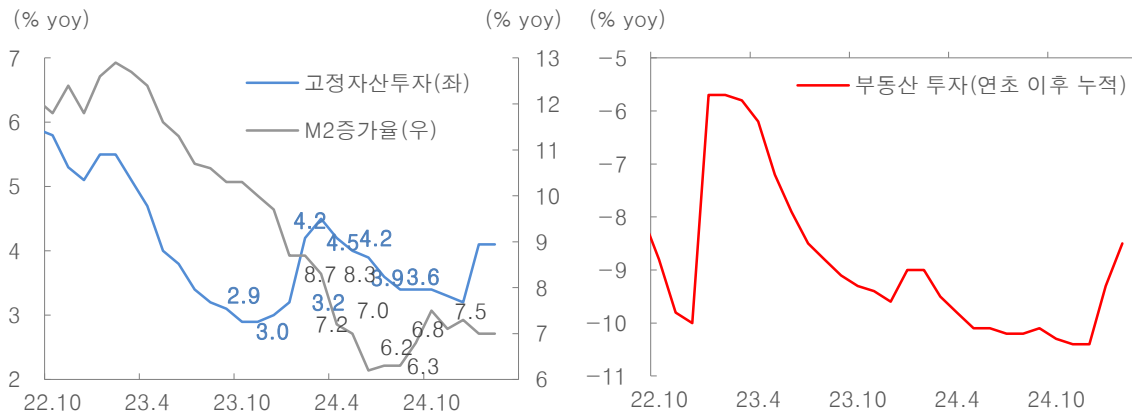
# [중국 실물지표] 소매판매는 개선, 광공업생산은 둔화되었지만, 예상 상회

## 소비모멘텀 전월대비 개선, 기저효과 영향으로 예상 상회



자료: 중국 통계국, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 고정자산 투자는 정체 지속, 부동산 투자 가파른 회복세?

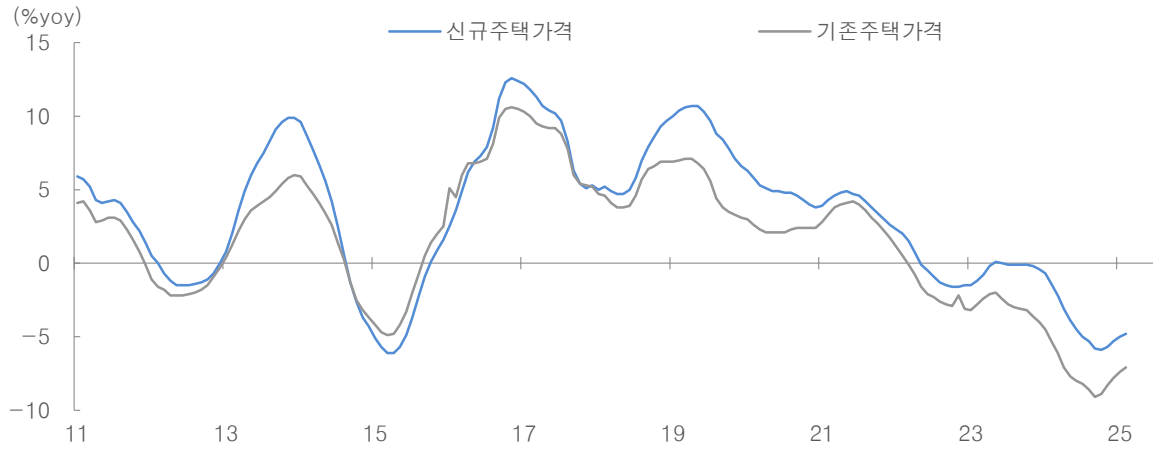


자료: 중국 통계국, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 중국 1~2월 실물지표 모두 예상치 상회. 투자, 생산, 소비 모두 증가폭 확대. 광업과 제조업 생산 모두 증가폭 확대
- 제품별로 자동차, 3D 프린팅, 산업용 로봇 생산이 큰 폭으로 증가. 투자의 경우, 제조업 투자 증가율은 소폭 축소되었으나, 인프라 투자가 확대. 부동산 투자는 감소폭 축소
- 춘절기간 소비 관련 긍정적인 소식이 전해져 관심이 컸던 소매판매도 예상보다 큰 폭으로 증가
- 통신장비, 가구, 가전 및 시청각 장비 소비 증가가 견조했던 것으로 파악. 이구환신 정책이 이를 뒷받침한 것으로 해석
- 최근 중국 내수 부양 정책의 효과가 조금씩 가시화되는 가운데, 향후 소비 흐름은 중국이 기대만큼 적극적으로 정책을 시행하며 신뢰를 회복하는지에 따라 달라질 것

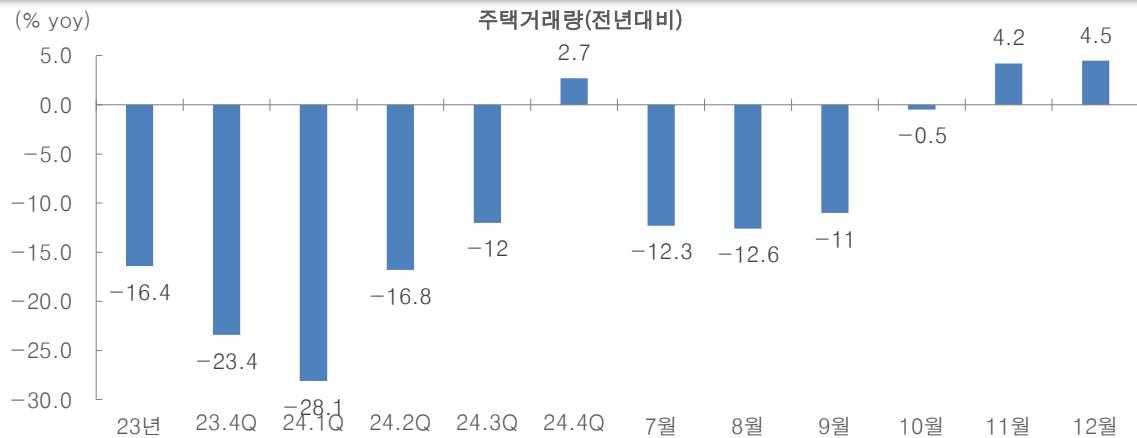
# [중국 부동산] 주택가격 하락세 진정. 주택 거래량은 전년대비 플러스 반전

## 주택 가격 변화율 마이너스 폭 축소



자료: 중국 통계국, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 주택 거래량은 전년대비 플러스 반전



자료: 중국 통계국, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 주택가격 하락세가 12월(-0.31%, mom) 까지 이어졌으나 하락 폭 둔화. 4분기 주택가격 변화율은 -0.4%로 3분기 -0.9% 대비 큰 폭 회복
- 주택 거래량은 11월 4.2%(yoy)로 20개월 만에 반등한 뒤 12월에도 4.5%로 회복. 4분기 주택 거래량은 +2.7%로 3분기 -12%대비 큰 폭으로 개선
- 전반적인 부동산 경기 개선까지는 시간이 필요하다고 보이지만, 부동산 경기가 저점은 지나고 점진적인 회복세가 가시화될 가능성 확대
- 주택 가격 / 거래량 회복은 가전, 가구 수요가 회복으로 이어질 수 있음

# [중국/홍콩증시] 저평가 영역에서 급반등, 단기 과열해소/매물소화 이후 추가적인 레벨업 전개 예상

## 중국 상해종합지수 주간 차트. 일보후퇴 이후 이보전진 시작, 4,000선 돌파 예상



자료: 대신증권 Research Center

## 홍콩 H지수 주간 차트. 8,000선 안착 과정을 거친 이후 1만선을 향해...

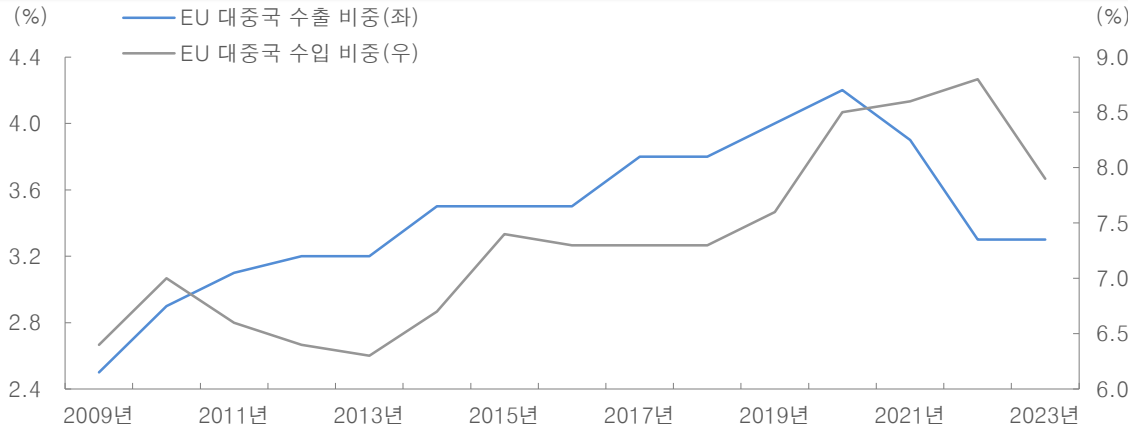


자료: 대신증권 Research Center

- 중국 상해종합지수는 대규모 경기 부양 정책의 연속적인 공개로 중요 지지권에서 급반등
- 안정화를 넘어선 부양 의지를 피력했고, 곧바로 정책이 시행되면서 증시 분위기 반전에 힘이 실린 것
- 하지만, 정책 기대 효용성과 실물지표 회복에 대한 회의적인 시각에 급반등 이후 급락. 이는 단기 급등 이후 과열 해소, 매물 소화 과정
- 중국 상해종합지수는 3,200선 전후에서 지지력 확보 이후 4,000선을 향하는 흐름 시작. 내수 부양정책 강화시 상대적으로 부진했던 상해종합지수의 반등탄력 강화 예상
- 홍콩 H지수도 단숨에 8,000선 돌파. 단기 등락, 8,000선 안착 과정은 감안해야겠지만, 9,400 ~ 9,500선은 물론, 1만선 돌파 시도는 가능할 전망
- 단기 변동성 확대는 이보전진을 위한 일보후퇴. 비중확대 전략 유효
- 중국 금융시장 안정, 증시 강세는 한국에 우호적인 변화

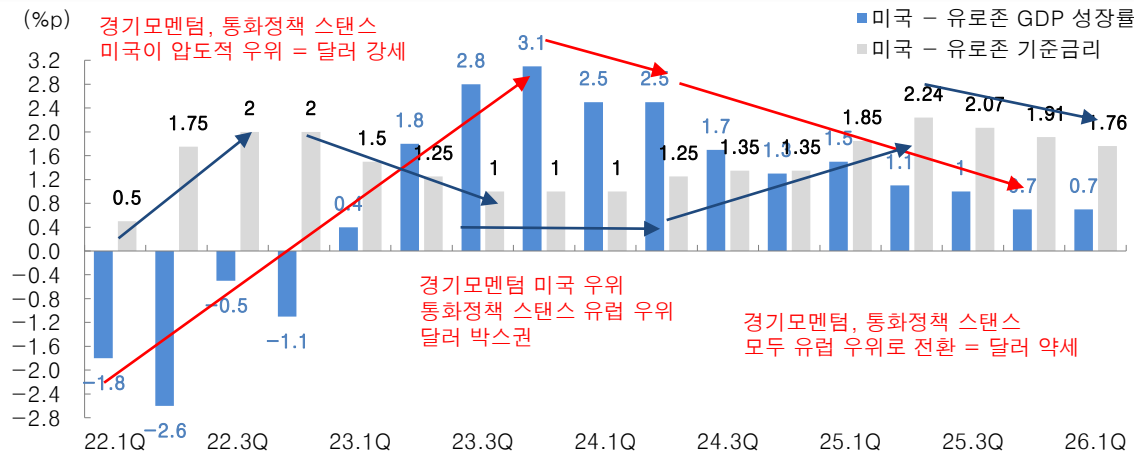
# [중국] 경기 회복의 나비효과. 유럽 경기 안정 & 달러 약세 압력 확대

## EU 대중국 수출입 비중 확대. 중국 경기 회복 = 유럽 경기에 긍정적 변화 기대



자료: 중국 국가통계국, EU Stat, CEIC, 대신증권 Research Center

## 순환적 유럽 경기/통화정책 모멘텀 우위 = 예정된 달러 약세. 유럽이 더 강해지면?



자료: Fed, BEA, ECB, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 순환적 유럽 경기회복 국면. 예정된 달러 약세 국면에 중국 경기 회복이 약세 압력을 높일 전망이다

- 중국 경기회복은 중화권, 신흥아시아 권역에 긍정적인 영향을 미치는 것은 물론, EU 경기에도 훈풍을 불러올 수 있다고 생각. 실제로 금융위기 이후 EU는 교역 측면에서 중국 의존도가 높아졌음. 대중국 수출은 5 ~ 7위권으로 올라왔고, 대중국 수입은 독일에 이어 2위권으로 레벨업. 23년 EU 경기부진 심화에 중국 경기악화가 있었던 만큼 중국 경기회복시 EU 경기회복에도 플러스 동력이 될 전망이다

- 이 경우 달러 약세 압력 확대 예상. 현재 순환적인 구도만으로도 24년 2분기 정점으로 미국, 유로존 경기 격차 축소, 25년 상반기에는 유럽과 미국 GDP 성장률 격차가 0에 수렴할 전망이다. 여기에 추가적인 경기 모멘텀 회복이 가세할 경우 유럽과 미국 GDP 성장률 격차는 커지고, 달러 약세 압력도 확대될 것

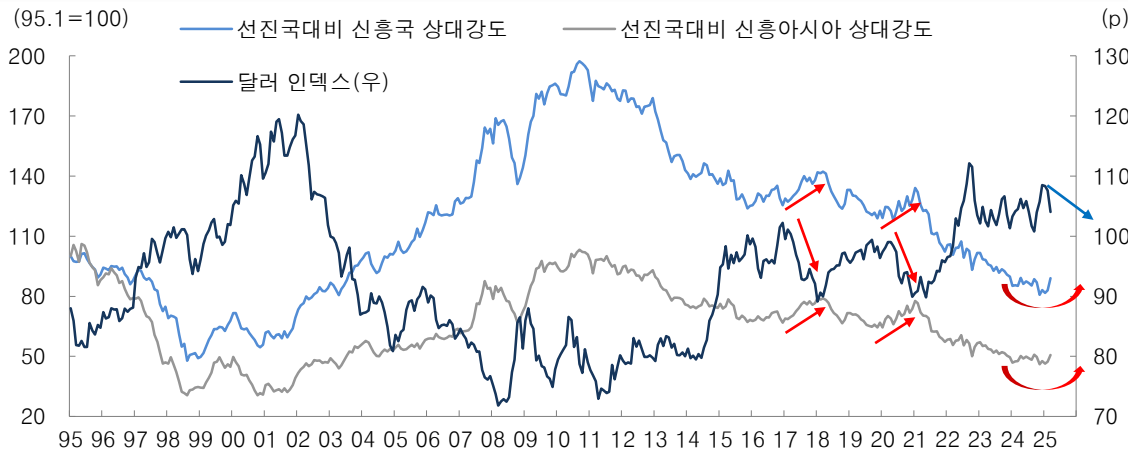
# [중국] 달러 약세 압력 확대 = 신흥국, 신흥 아시아 증시 상대적 강세

## 미국 달러화 주간 차트. 오버슈팅 국면에서 하락 반전. 104p가 1차 하락 목표



자료: 대신증권 Research Center

## 달러 약세는 신흥국, 신흥 아시아 증시 강세로 이어져

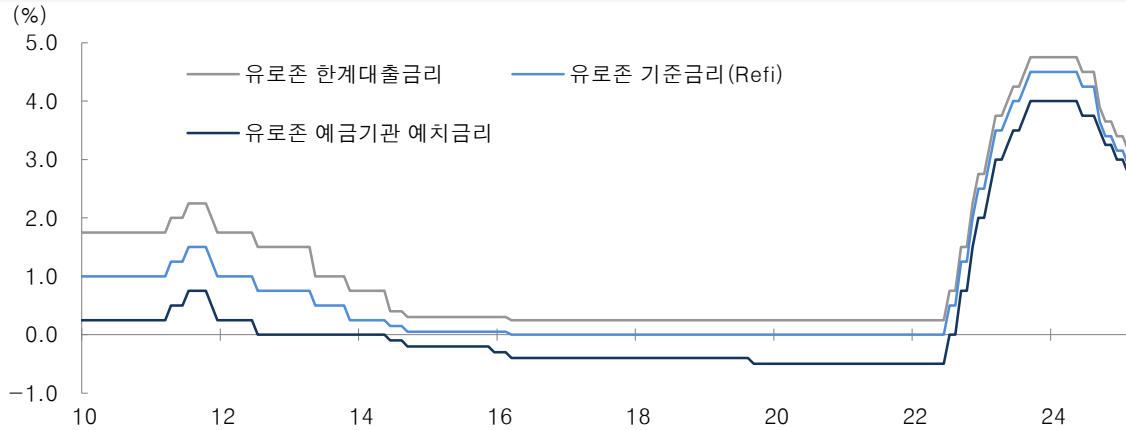


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 달러화는 24년 하반기 하락세 재개. 9월 100p 지지력으로 반등시도 중
- 트럼프 당선으로 단기 오버슈팅 국면 진행 중
- 하지만, 미국 경기둔화, 유럽, 중국 경기 회복 국면에서 달러 약세는 지속, 25년 상반기 중 100p 중반 이하로 레벨다운될 전망
- 달러 약세 압력 확대는 최근까지 상대적으로 부진했던 신흥국, 신흥 아시아 증시에 우호적인 변화. 미국 이외의 지역으로 글로벌 유동성이 이동할 것
- 중국 경기 회복이 가시화되고, 글로벌 유동성이 신흥국으로 이동할 경우 한국 증시, KOSPI 수급도 개선될 수 있음
- 최근 중국 증시 강세구간에서도 한국 증시 부진은 신흥국으로 유동성 이동이 제한적인 상황에서 중국 증시의 FOMO 현상 때문으로 판단. 중국 경기회복 가시화될 경우 한국 증시 동반 강세 예상

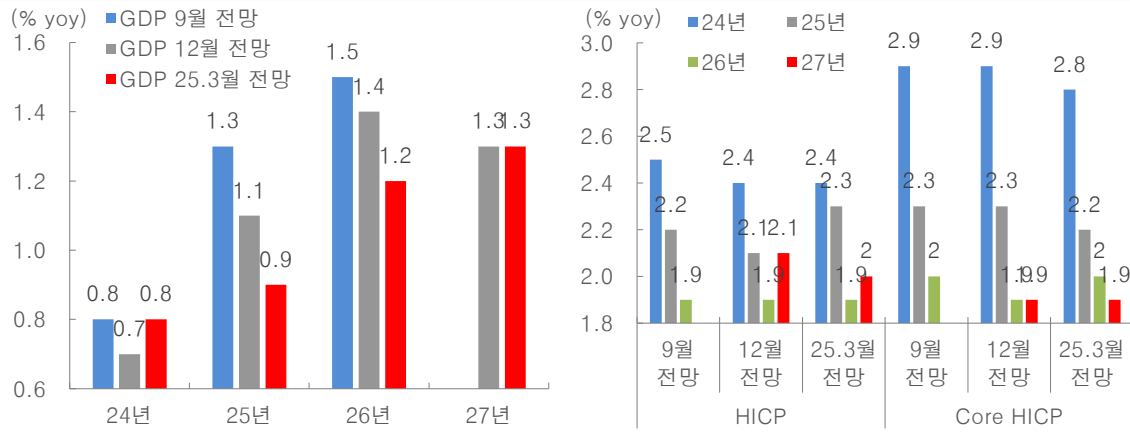
# [3월 ECB] 5회 연속 금리인하 단행(25bp). 경제전망 하향조정을 통해 경기부양이지 피력

## 뒤쳐져가는 독일의 경제성장



자료: ECB, CEIC, 대신증권 Research Center

## 지난해 독일 주식에서 총 73억 달러 유출, 독일 전체 AUM의 약 2%



자료: ECB, CEIC, 대신증권 Research Center

- ECB는 9월 이후의 5회 연속 금리 인하 (수신금리 2.75%→2.5%, 리파이낸싱금리 2.9%→2.65%, 한계대출금리 3.15%→2.9%) 및 양적긴축 지속 (APP·PEPP 재투자 중단) 결정
- 기초적 물가지표는 인플레이션의 2% 중기 목표 안착 가능성을 시사하며 통화정책은 신규 차입 비용이 감소하고 대출이 증가하는 등 유의미하게 덜 제약적으로 변화
- 경제 불확실성이 높아진 점을 감안해 데이터 기반 data dependent 회의별 금리 결정 방식 견지
- 경제·물가 전망 : 성장 전망은 '25년과 '26년 모두 하향 조정되었으나 근원 물가 전망은 대체로 불변. 이는 독일의 재정지출 확대 계획 등은 반영하지 않은 수치
- 전반적으로는 계속 소비 주도 회복을 기대하나 높은 지정학적·정책적 불확실성이 수출과 투자에 부담을 주면서 경기 회복이 당초 예상보다 지연될 것으로 예상
- 물가 전망 수정은 에너지 가격 전망 변화를 반영한 것으로 것으로 근원 물가 전망은 25년, 26년 전망이 소폭 수정되었으나 27년은 유지

## 메르츠 & 연합정당, 독일의 부채 브레이크로 알려진 오랜 재정수칙 개혁 계획 발표

10년동안 교통, 에너지, 교육, 시민 보호 및 기타 인프라를 위한 5,000억 유로(5,350억 달러)의 새로운 특별 기금 계획

독일 GDP의 1%를 넘는 국방비는 부채 상한액에 포함되지 않음

독일 중앙은행은 화요일에 광범위한 개혁안을 제안, 10년 동안 국방과 투자를 위해 최대 2,200억 유로 상당의 추가 자금을 조달 가능

**부채브레이크:** 연방 정부의 구조적 예산 적자 규모가 국가 연간 GDP의 0.35%를 초과할 수 없다고 규정 되어있었음

자료: 국제금융센터, 주요 언론, 대신증권 Research Center

## 폰데어라이엔(EU 집행위원장), EU 국방 지출 확대 제안

### 1) EU 방위 지출 확대 제안

회원국 GDP의 1.5%까지 국방 지출 확대할 경우 6,500억 유로의 재정 여력 창출 가능 언급

2) 회원국에게 국방비 투자 위한 1,500억 유로 대출 제공 제안. EU는 회원국들이 공동으로 국방 투자를 확대하고 군사 장비를 공동 조달할 수 있도록 1,500억 유로의 대출을 제공하여 방위 산업을 강화하고 우크라이나 지원을 확대

### 3) EU 예산 활용해 국방 관련 직접 투자 확대 제안

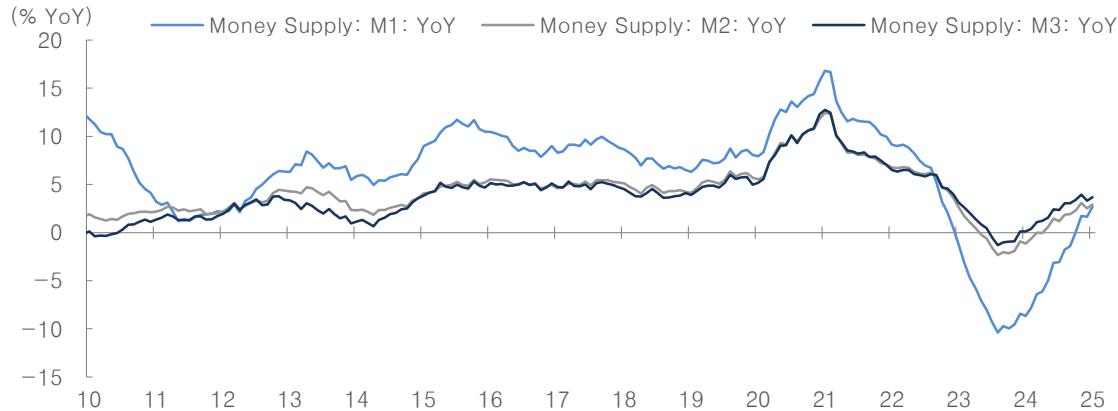
\* 'Stability and Growth Pact' 에 의해 현재 EU 회원국들의 재정 적자는 GDP 대비 3%로 제한됨

- 유력한 차기 총리인 메르츠 기민당 대표가 예상보다 빠른 시점에 예상을 상회하는 대규모 재정 부양책 발표
- 부채 브레이크 면제를 위한 개헌 정족수(2/3이상) 확보를 위해서는 재정 부양책에 동의한 기독교민주당(CDU), 기독교사회당(CSU), 사회민주당(SPD) 외에도 녹색당(Grünen) 의석 필요. 현 의회에서의 개헌 달성을 위해 3/25일전 개헌안 통과 필요
- 여기에 EU 국방지출 확대 제안까지 감안할 경우 10년간 약 1조원의 군비 증강과 인프라 투자에 대해 재정 집행 예정.
- 이는 극도의 부진을 겪고 있는 독일 경제 회복에 긍정적인 변화로 판단. 인프라 투자만으로도 매년 GDP의 1% 재정 집행 가능
- 여기에 국방비 지출 확대와 맞물려 인프라 투자 확대, 방위산업 발전, 고용창출 등 긍정적 파급 효과 기대
- 독일의 변화를 시작으로 주변 국가의 재정정책 기조에도 변화를 야기할 전망. 그동안 EU 재정조치보다 더 엄격한 잣대를 적용해왔던 독일이기 때문
- 재정 건전성을 유지하는 상황에서 저축율이 높은 네덜란드, 오스트리아, 아일랜드 등 변화 주목

자료: 국제금융센터, 주요 언론, 대신증권 Research Center

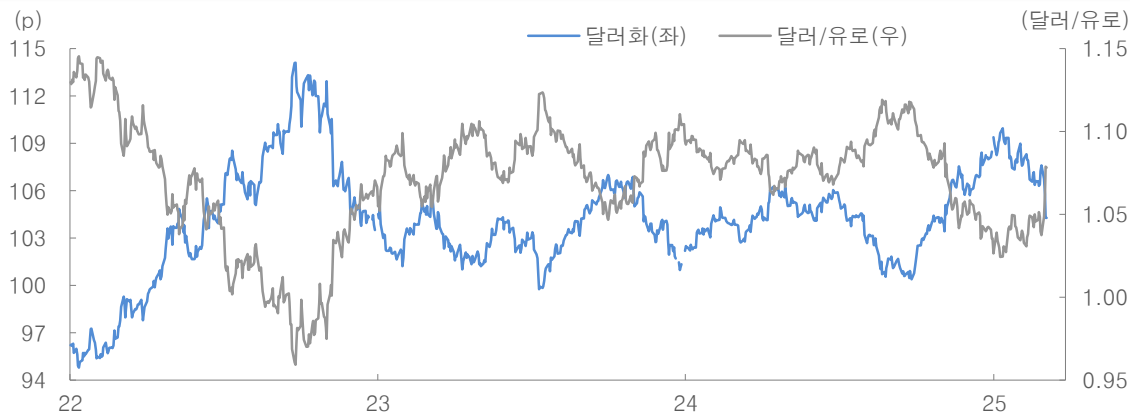
# [독일 정책 드라이브] 금리인하에 재정확대, 경기부양정책 기대 가세. 유로화 강제 압력 확대 예상

## ECB 통화량 확장국면 전환. 유동성 모멘텀 강화 중



자료: ECB, CEIC, 대신증권 Research Center

## 달러와 유로 간 상관관계 -0.913. 유로화 강제 압력 확대 = 달러 약세 압력 확대

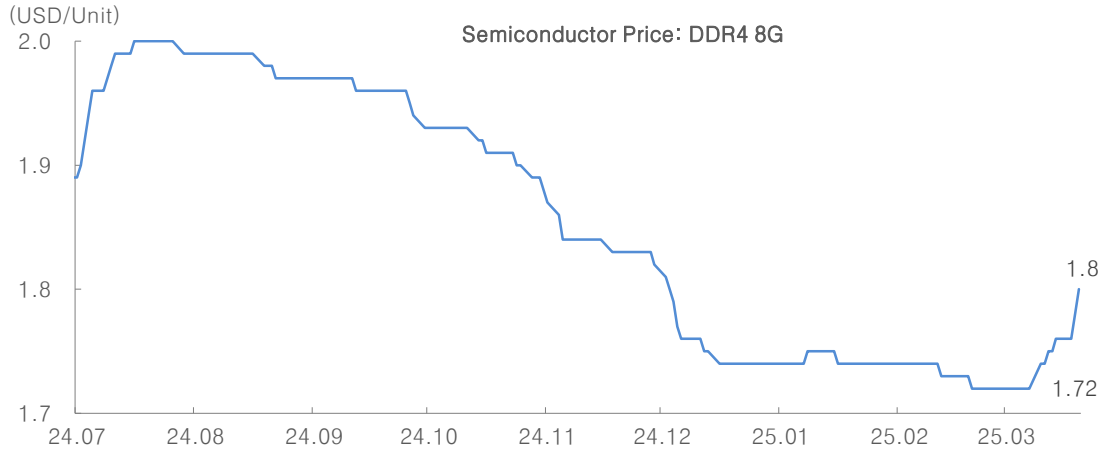


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 유럽 경기부양, 시장금리 하락압력 완화되며 유로화 강제 압력 점차 높아갈 것으로 전망
- 최근 유럽 경제지표 서프라이즈 인덱스 플러스 반전, 상승폭 확대가 달러 약세 압력을 높이는 또다른 변수로 작용
- 이러한 상황에서 금리인하와 경기부양 정책 확대가 가세할 경우 독일을 비롯한 유로존 경기회복 기대로 이어질 수 있음
- 기준금리 수준이 그동안 상당부분 하향 조정되며 통화량 증가, 통화정책 확대 기조는 그동안 침체되어있던 유럽 경기의 반등 가능성을 시사
- 이는 유로화 강제 압력 확대로 이어지고, 역의 상관관계를 보이는 달러화 약세 압력 확대 예상
- 달러 약세 압력 확대는 글로벌 위험자산 선호심리 회복과 함께 Non-US 자산가치 재평가를 가속화시킬 수 있다고 판단

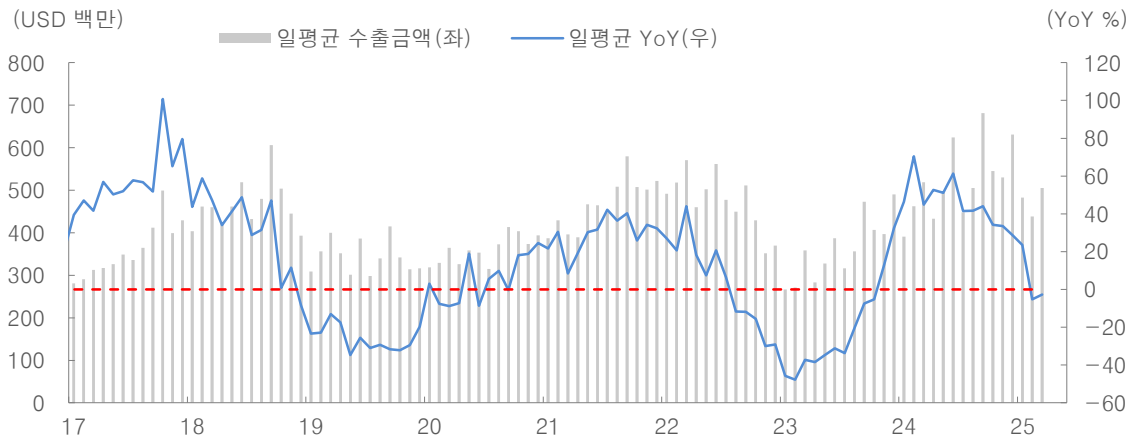
# [반도체 가격] 여전히 강한 AI 산업 수요 & 중국, Non-US 경기 회복. 레거시 반도체 업황 변화로 이어져

## 7월 이후 부진했던 레거시 반도체 판매가격의 반등세 뚜렷



자료: CEIC, 산업통상자원부, 대신증권 Research Center

## 반도체 일평균 수출금액, 3월 20일까지 집계된 금액은 반등조짐?

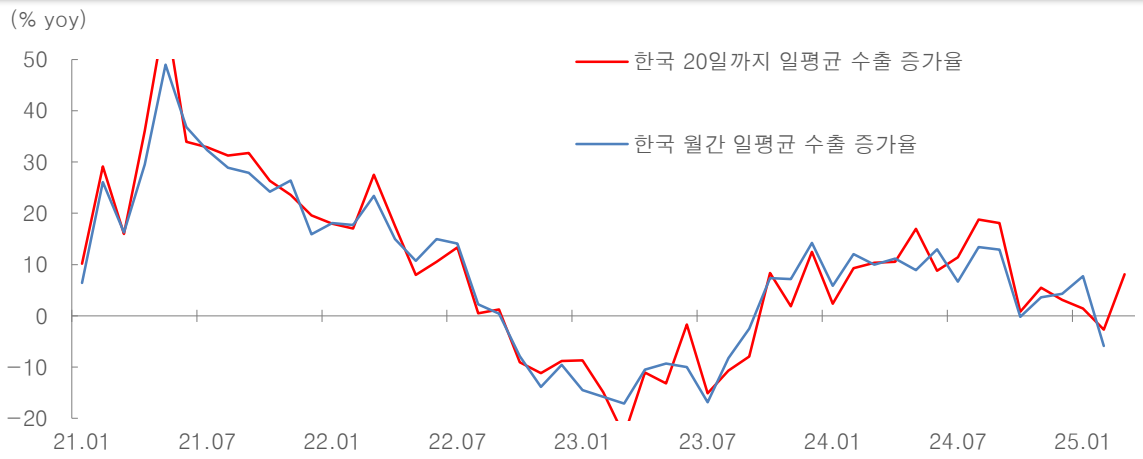


자료: CEIC, 관세청, 대신증권 Research Center

- 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

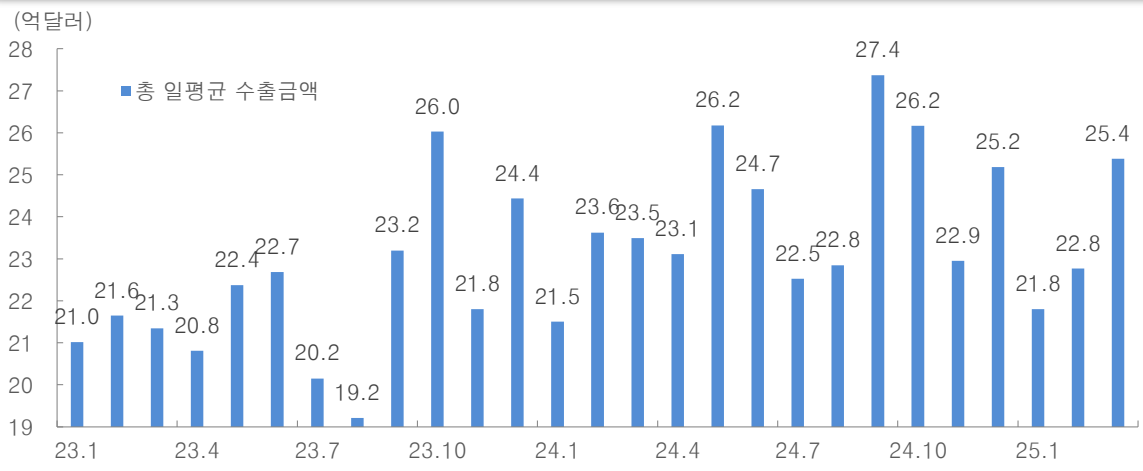
# [한국 수출] 3월 20일까지 수출 전년대비 4.5% 증가. 일평균 수출 8.2%로 플러스 반전

## 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

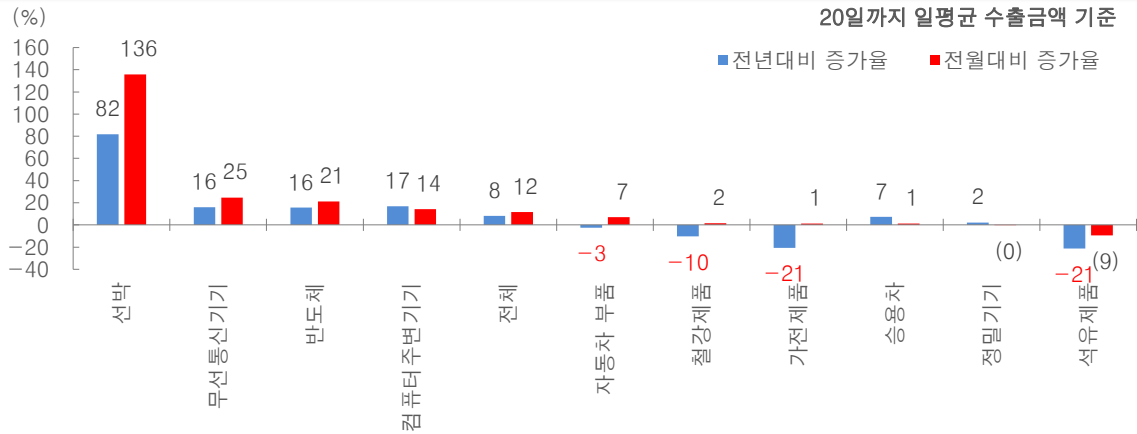


자료: 산업통상자원부, 관세청, CEIC, 대신증권 Research Center

- 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

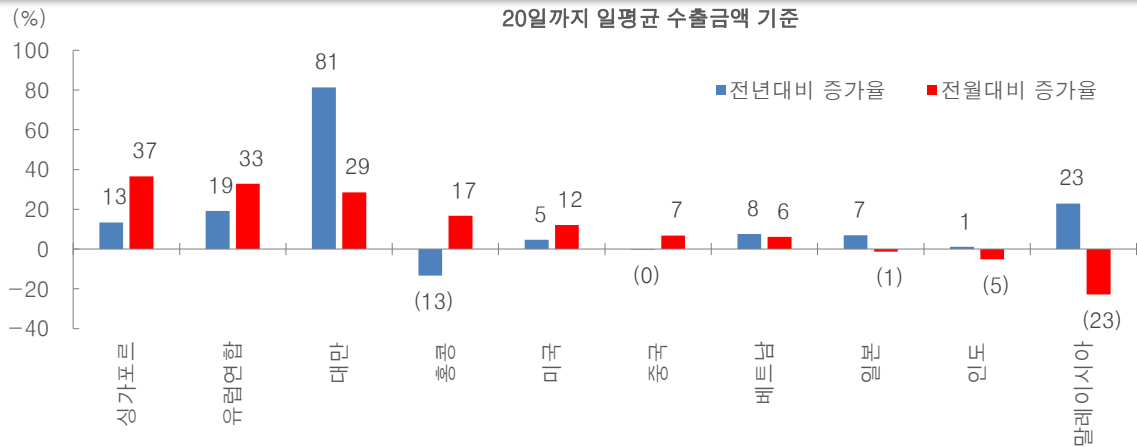
# [한국 수출] 여전히 견조한 반도체 수출. 그리고 IT 수출 호조 지속

## 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

# Issue Check.

## 중국으로 간 삼성전자 & 미국으로 간 현대차

---

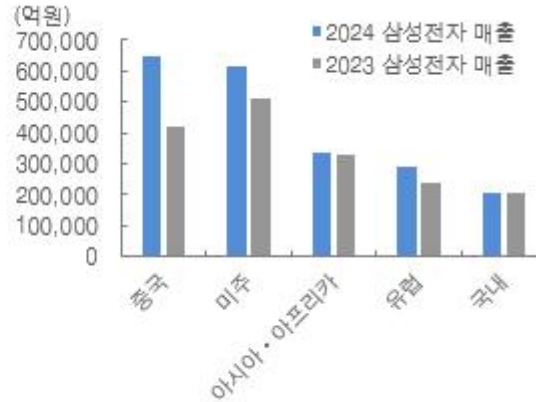
Strategist 이경민

02) 769-3840 / [kyoungmin.lee@daishin.com](mailto:kyoungmin.lee@daishin.com)

텔레그램 채널 [daishinstrategy](#)

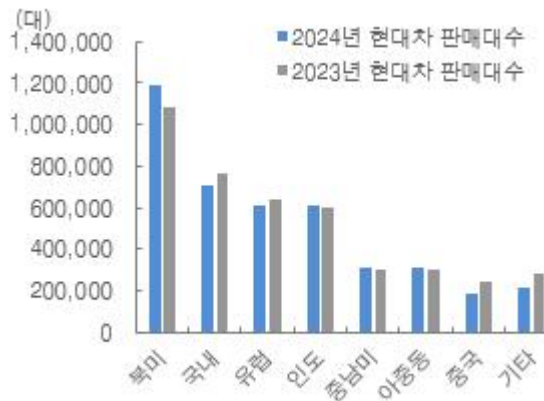
# 삼성전자 – 현대차, 각각의 최대 시장에서 관계구축 중

## 중국으로 간 삼성전자, 여전히 삼성의 주요 고객은 중국



자료: 국내외 주요언론, Dart, 삼성전자, 대신증권 Research Center

## 미국 현지투자계획 발표한 현대차, 북미는 현대차의 가장 큰 시장

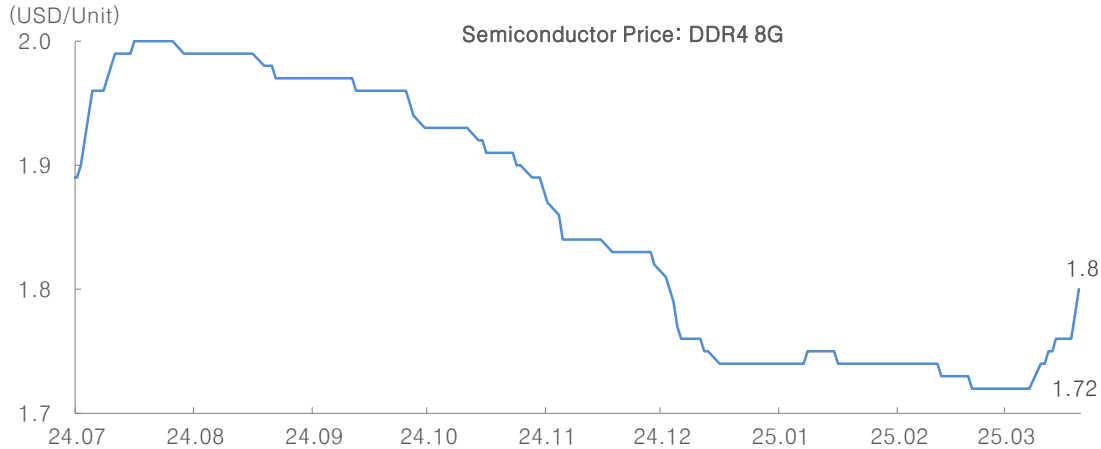


자료: 백악관, 현대자동차, 대신증권 Research Center

- 지난주 현대차그룹의 정의선 회장은 미국 현지에서 210억 달러의 투자계획 발표
- 현대차의 가장 큰 시장인 북미에 현지화 계획을 밝힘으로써 트럼프의 관세 정책에 대응하고 매출 & 이익 극대화 전략을 택한 것
- 한편, 삼성전자의 이재용 회장은 시진핑이 주최한 “중국발전고위급포럼”에 참석하기 위해 중국을 방문
- 해당 회의에는 브릿지워터의 레이달리오 회장, 애플의 팀 쿡 CEO 등 주요 재계 인사들이 참여

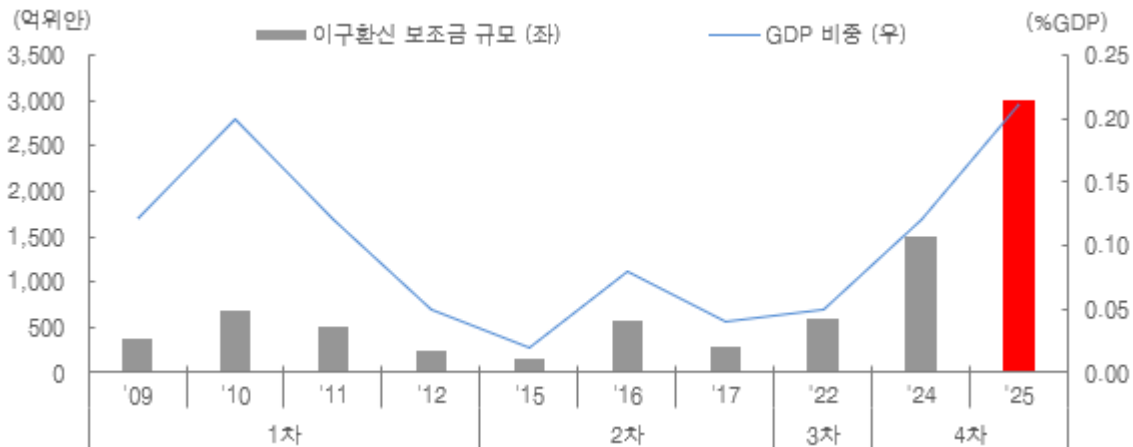
## [반도체 가격] 중국, Non-US 경기 회복. 레거시 반도체 업황 변화로 이어져

### 7월 이후 부진했던 레거시 반도체 판매가격의 반등세 뚜렷



자료: CEIC, 산업통상자원부, 대신증권 Research Center

### 금융위기 이후 최대 이구환신 정책 규모 및 GDP대비 비중

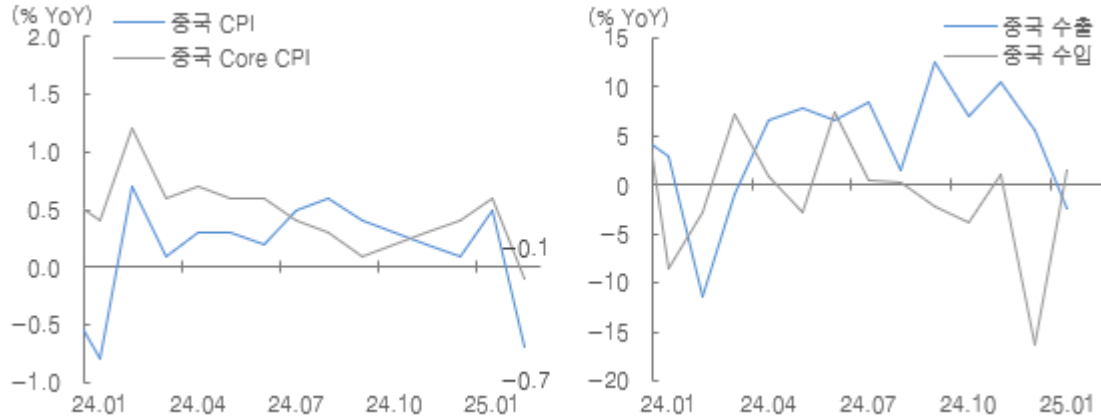


자료: CEIC, 대신증권 Research Center

- 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 시업계의 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

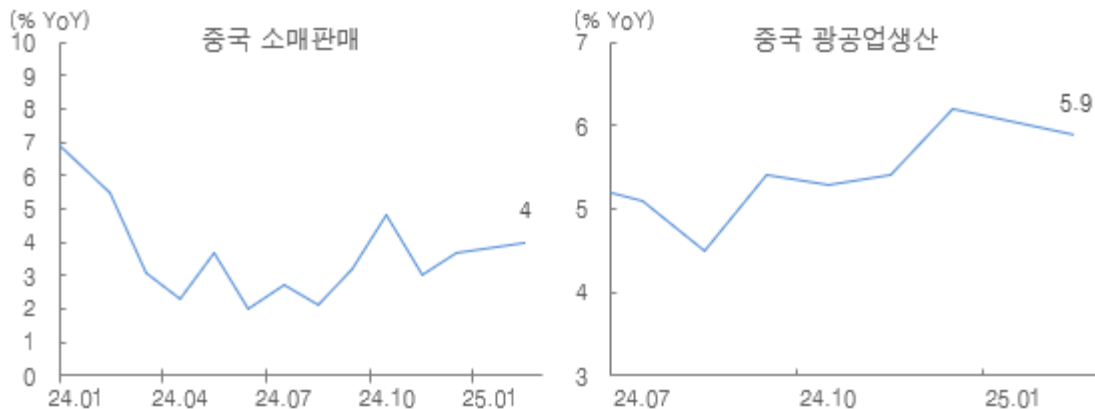
## 중국 실물지표 회복, 반도체 업황 신뢰도 높여줄 수 있을 것

### 소비자 물가와 수출입 부진으로 아직 투자자 신뢰도 부족



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

### 16일 발표될 중국 실물지표, 경기회복 신뢰도 확인



자료: 중국 통계국, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 소비 촉진을 위해 이번에도 1)이구환신 정책 추진. 1월 8일 결정된 것과 마찬가지로 보조금 지급 대상은 기존 자동차와 가전/가구에서 전자기기로 확장. 2)중저소득계층에 대한 조세/준조세 부담 완화에 이어, 3)피부·미용, 여행 등 서비스 소비까지 장려할 것이라 전해짐 3)문화/여행 관련 시설 투자 확대 강조
- 소비 부양 패키지로 부동산이 다시 거론. 부동산은 인테리어, 가구, 가전/전자기기, 자동차 등 전체 소비의 30% 이상을 좌우하는 것으로, 이구환신의 핵심
- 이를 위해 주택 매입 보조금 지급을 강화하기로 결정. 미분양 문제가 심각한 지역은 1)유휴 토지 매입과 2)先교통 인프라, 後주택 공급 3)신규 택지 공급 통제 등 방안 도출. 당 중앙경제공작회의에서의 결정대로 1/4분기 중 기존 주택에 대한 LTV 금리가 더 낮아질 시(50bp) 회복은 한층 더 빨라질 수 있을 것
- 향후 소비-부동산 패키지가 추진될 시 미분양 주택 비율(내수 경기)은 2022년 레벨로 회귀가 가능할 전망

## 생성형 AI의 소비자 수요 견조, 과잉투자 우려는 과도

### 생성형 AI를 활용한 지브리 스타일 Meme, 꾸준히 새로운 수요와 니즈 발견 중



ChatGPT의 이미지 생성 유행으로 GPU 과부하 일시적으로 속도 제한을 도입할 예정  
앞으로 무료이용자는 하루 3회로 이미지 생성 제한

주: Chat GPT 활용, BTS 이미지 재가공  
자료: X, Sam Alman, 대신증권 Research Center

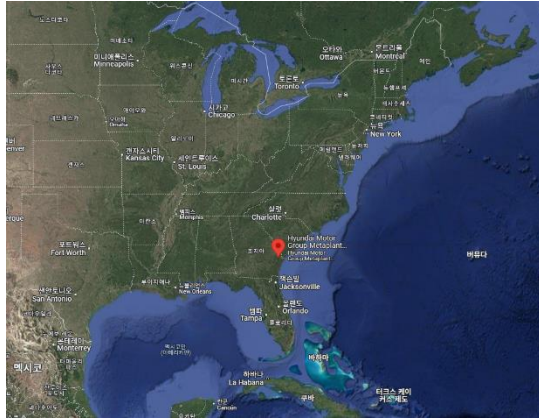
### 생성형 AI의 GPU 수요는 여전히 견조, 유저 수도 증가하는 중

	생성형 AI	LLMs 모델명	AI시장 점유율	분기 유저 증가율
1	ChatGPT	GPT-3.5, GPT-4	59.70%	+8%
2	Microsoft Copilot	GPT-4	14.40%	+6%
3	Google Gemini	Gemini	13.50%	+5%
4	Perplexity	Mistral 7B, Llama 2	6.20%	+10%
5	Claude AI	Claude 3	3.20%	+14%
6	Grok	Grok 2, Grok 3	0.80%	+12%
7	Deepseek	DeepSeek V3	0.70%	+10%

자료: Firstpagesage, 대신증권 Research Center

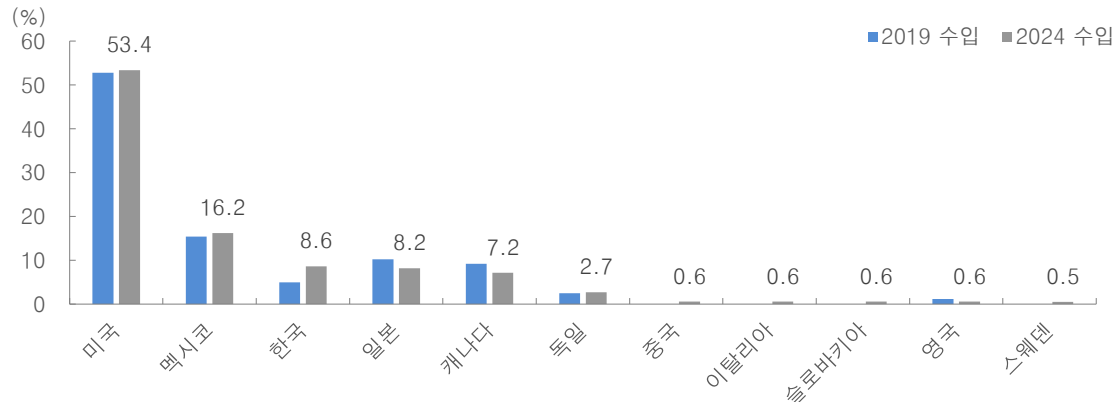
- 이번주 반도체 기술주들의 하락을 야기한 우려 중 하나는 데이터센터 과잉투자 와 AI 거품 우려
- TD코웬은 2월부터 마이크로소프트의 데이터센터 임대 취소와 확대계획 연기 정보를 입수한 것을 근거로 AI 데이터센터의 과잉투자 우려를 제기
- 그러나 Chat GPT 측에서는 여전히 사용자들의 이용량 증가로 GPU가 부족함을 언급
- 인물사진을 지브리, 심슨 등 애니메이션 스타일의 그림으로 재가공 하는 등 새로운 밈과 수요들이 끊임없이 발견되는 중
- 생성형 AI 유저수 증가 또한 지속되고 있는 상황, 수 많은 빅테크 기업들의 참전으로 버블 우려가 제기되는 것은 이해할 수 있으나, 버블 붕괴를 우려할 상황은 아님

## 현대차, 미국 조지아주에 HMGMA 신공장 준공



자료: 주요언론, 대신증권 Research Center

## 2019 to 2024 미국 시장의 국가별 자동차 수입비율, 한국산 비중 증가



자료: CNBC, 대신증권 Research Center

- 2024년 기준으로 현대차의 미국시장 판매량은 119.1만대, 기아와 합친 그룹사 전체로는 170.8만대 규모
- 지난주 발표된 HMGMA는 연 30만대를 생산할 수 있는 CAPA로, 기존의 앨라배마주 공장, 기아의 조지아 공장을 합칠 경우 100만대 규모의 생산이 가능, 앞으로 HMGMA의 생산 CAPA를 50만대까지 확대예정, 미국 생산 120만대 규모로 확대한다는 계획
- 연 180만대(기아 포함 시 330만대)에 달하는 국내 생산능력의 중요도 하락은 아쉬우나, 미국 현지 생산으로 경쟁력 확보 시 현대차 그룹을 필두로 확대중인 미국 시장 점유율 증가 가속화 가능성



상승 동력 3.  
낮아진 실적 눈높이를 넘어설 1분기 실적.  
미국도?

---

Strategist 이경민

02) 769-3840 / [kyoungmin.lee@daishin.com](mailto:kyoungmin.lee@daishin.com)

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

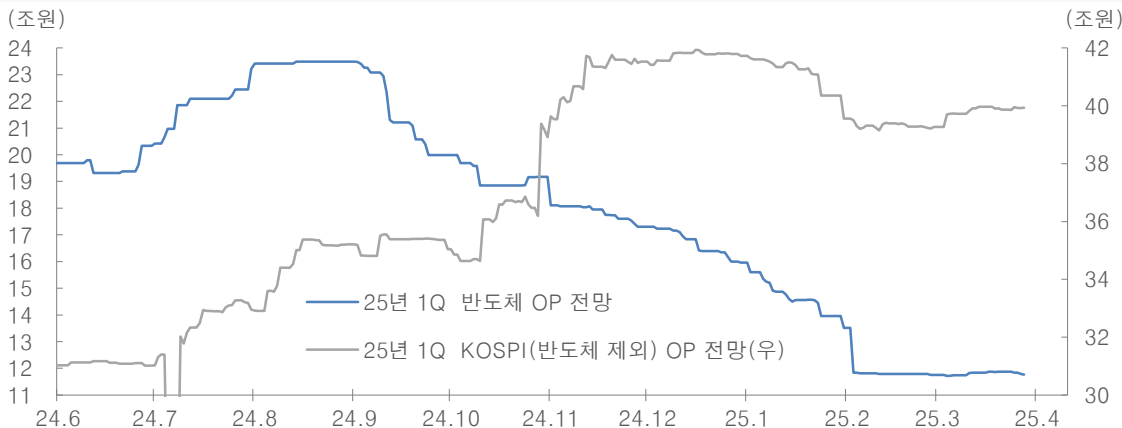
# [실적 전망] 프리어닝 시즌 돌입과 함께 1분기 영업이익 전망 52조원 회복

## 25년 1분기 영업이익 전망 최근 52조원대로 회복



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## 반도체 실적 전망 소폭 개선, Non-반도체 실적 전망 상승

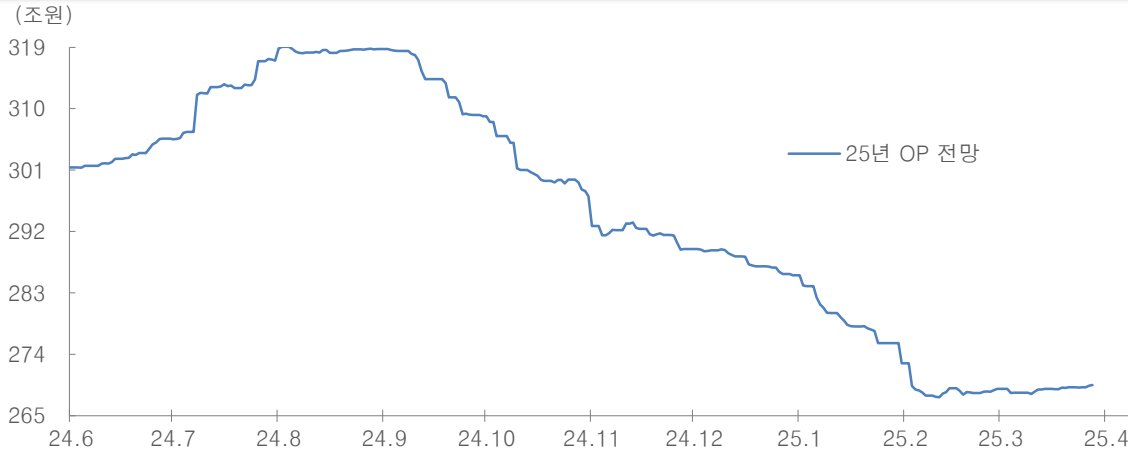


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 3월 들어서면서 25년 1분기 영업이익 전망은 상향조정 가시화
- 프리어닝 시즌 돌입과 함께 낮아진 눈높이 조정이 진행 중인 것으로 판단
- 1분기 영업이익 전망은 52조원대를 회복. 25년 저점대비 7,517억원, 1.5% 상향조정된 수치
- 반도체 업종은 저점대비 0.4% 반등에 그쳤지만, 반도체를 제외한 업종들의 영업이익 전망이 2% 상향조정된 결과

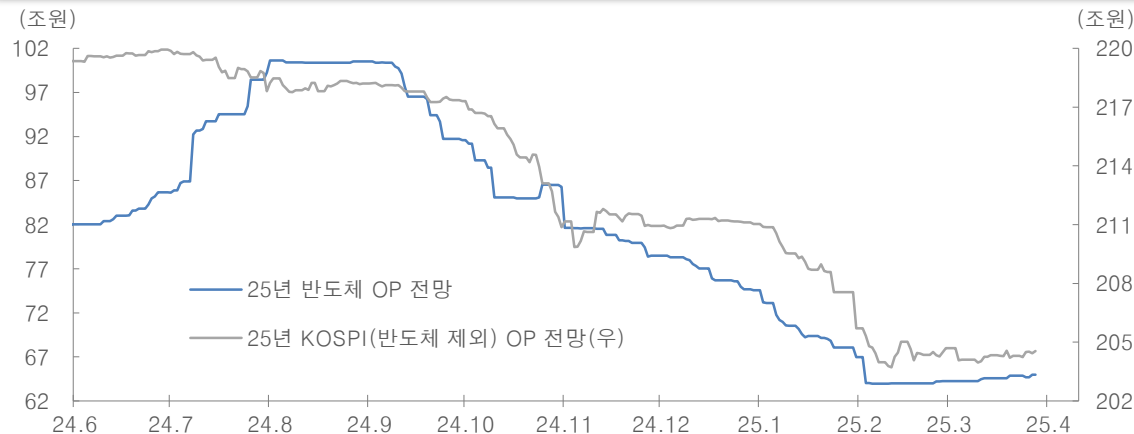
## [실적 전망] 25년 이익 전망 상향조정은 반도체가 주도

### 25년 연간 영업이익 전망도 3월 들어 전망치 상향조정 조짐



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

### 반도체 실적 전망 회복세 뚜렷. Non-반도체는 저점권에서 등락 중

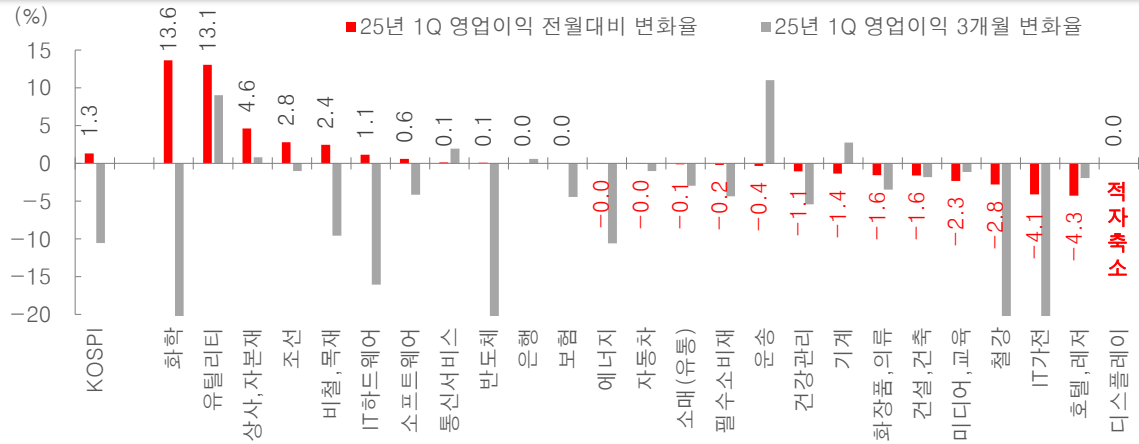


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 25년 연간 영업이익의 전망도 등락 국면에서 벗어나 반등 시도 중
- 특히, 25년 연간 전망은 KOSPI 전체 실적 상향조정을 반도체가 이끌고 있음
- KOSPI 25년 연간 영업이익의 전망은 올해 저점대비 1.8조원, 0.7% 상향조정
- 이 중 반도체가 1조원 개선을 주도했고, 25년 저점대비 1.6% 상향조정
- 반도체를 제외할 경우에도 영업이익의 전망 상향조정 시도 중
- 다만, 실적 개선 폭이 8천억원 수준에 불과. 실적 불확실성이 진정되고, 있지만, 이러한 온기가 확산되지 않고 있는 상황
- 1분기 실적 시즌 돌입과 함께 이익 개선 강도와 속도 변화에 주목해야 할 것

# [실적 전망] 전월대비 변화율 플러스 반전. 반도체, 소프트웨어, 상사/자본재, 비철/목재, 유틸리티, 통신

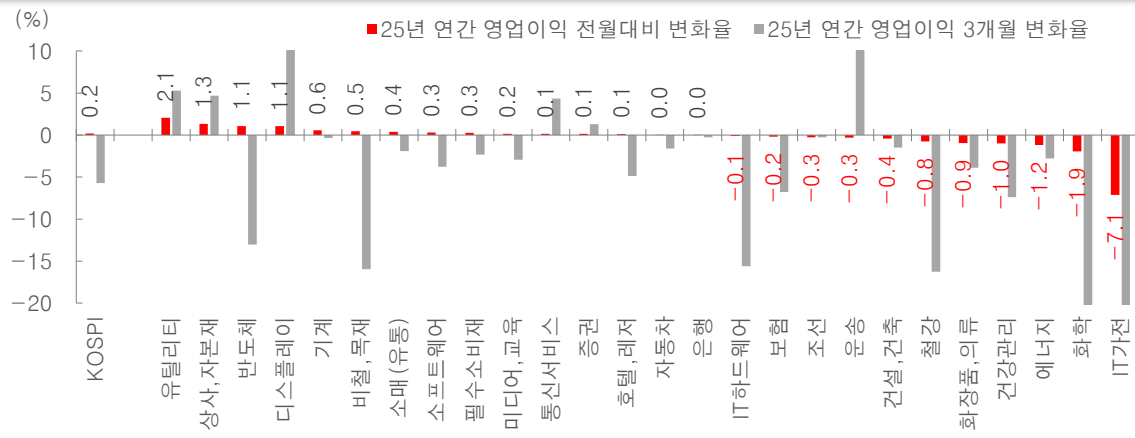
## 25년 1분기 영업이익의 전망 1개월, 3개월 변화율



- 25년 1분기 영업이익의 전망 상향조정 업종에는 화학, 유틸리티, 상사/자본재, 조선, 비철/목재, IT하드웨어, 소프트웨어, 통신, 반도체 등이 있음
- 25년 연간 영업이익의 전망 상향조정 업종은 유틸리티, 상사/자본재, 반도체, 디스플레이, 기계, 비철/목재, 소매(유통), 필수소비재, 미디어/교육, 통신, 증권
- 동시에 상향조정된 업종은 반도체, 소프트웨어, 상사/자본재, 비철/목재, 유틸리티, 통신
- 4분기 실적 호전 업종에 반도체가 가세한 것
- 미국 경기 정점 통과, 스태그플레이션 우려에도 불구하고 선수요 유입과 중국 경기 회복 가시화, 환율 효과 등이 반영된 결과로 판단
- 실적 컨센서스의 변화가 KOSPI 반등 탄력 강화로 이어지는 양상

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

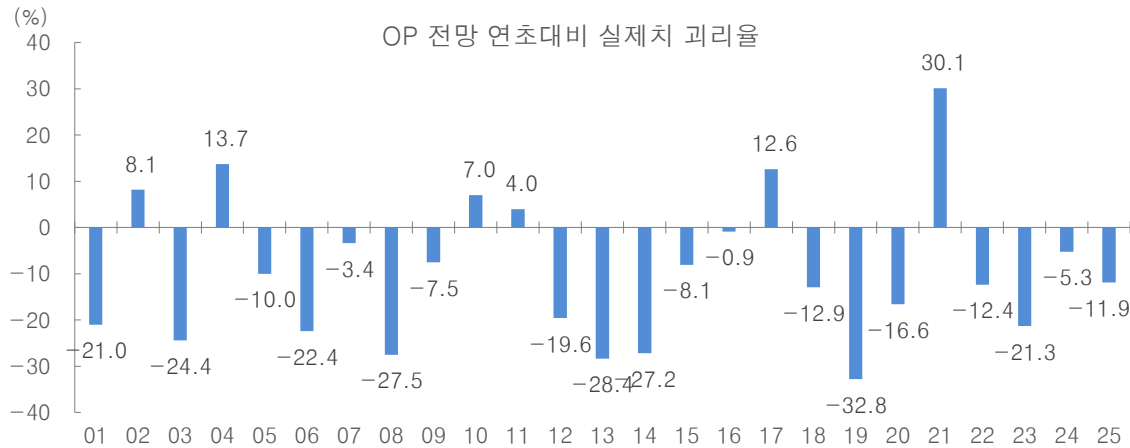
## 25년 연간 영업이익의 전망 1개월, 3개월 변화율



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

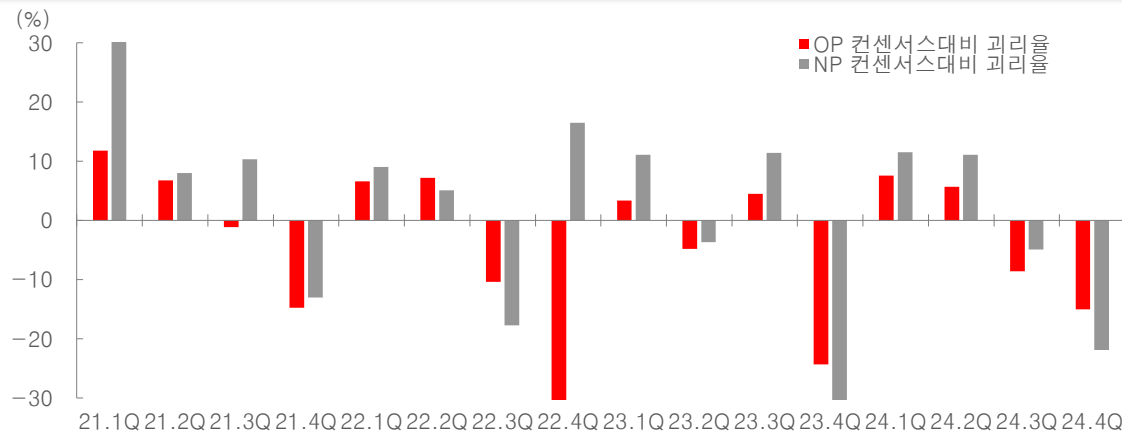
# [실적 기대와 현실] 낮아질대로 낮아진 실적 기대. 시장 우려보다 약간이라도 좋으면 서프라이즈? 실적 계절성

## 연초 컨센서스대비 실제치 괴리율, 하향조정시 20% 전후



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

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

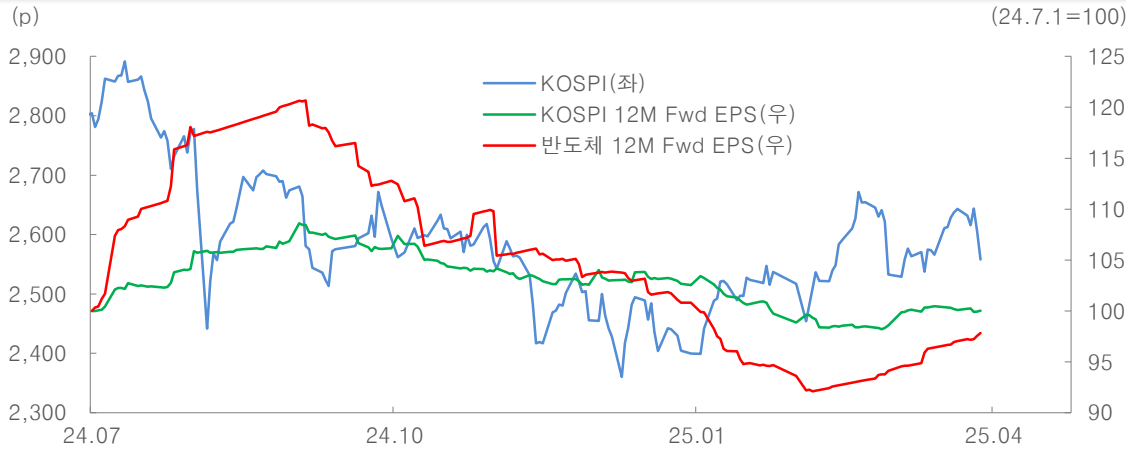


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 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 28일 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

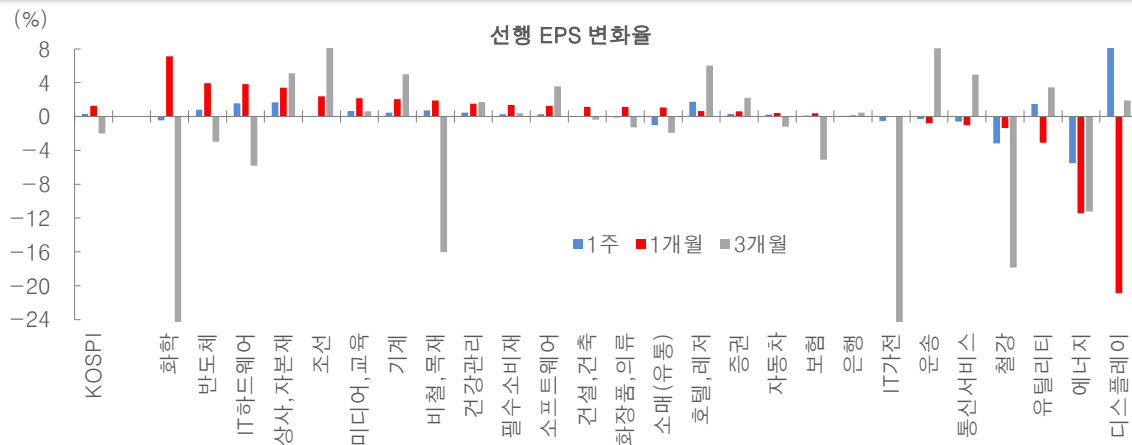
# [선행 EPS] 반도체가 주도로 KOSPI 선행 EPS 상승 반전

## 12개월 선행 EPS 하락세가 멈추면서 KOSPI 반등 탄력 강화



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## 디스플레이, 에너지, 유틸리티, 철강, 통신 등을 제외한 대부분 업종 선행 EPS 상승

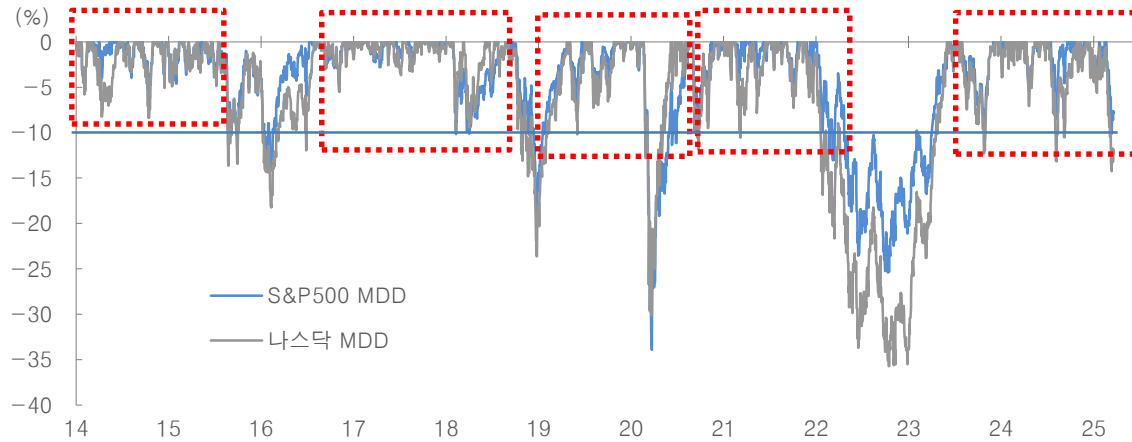


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 선수요 유입으로 인한 글로벌 제조업 경기 및 교역 개선 가시화, 중국 경기 회복과 국내 환율 효과 등이 반영되면서 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
- 선행 EPS 변화율(1개월)을 보면 디스플레이, 에너지, 유틸리티, 철강, 통신, 운송을 제외한 20개 업종에서 상승세 기록 중
- 화학, 반도체, IT하드웨어, 상사/자본재, 조선, 미디어/교육, 기계, 비철/목재, 건강관리 등이 12개월 선행 EPS 상승을 주도

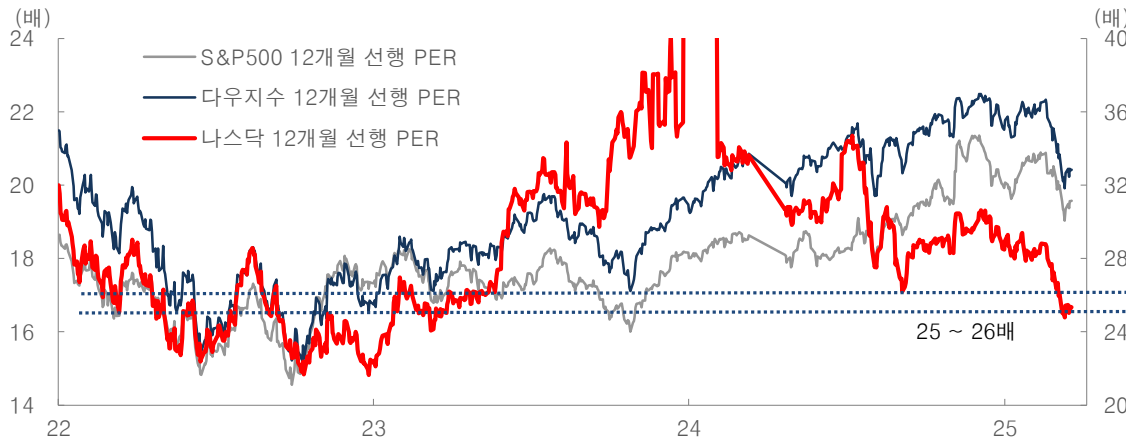
# [미국 증시 급락] 2월, 3월 약세로 밸류에이션 매력 부각. 특히, 나스닥 선행 PER은 25배 하회

## 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

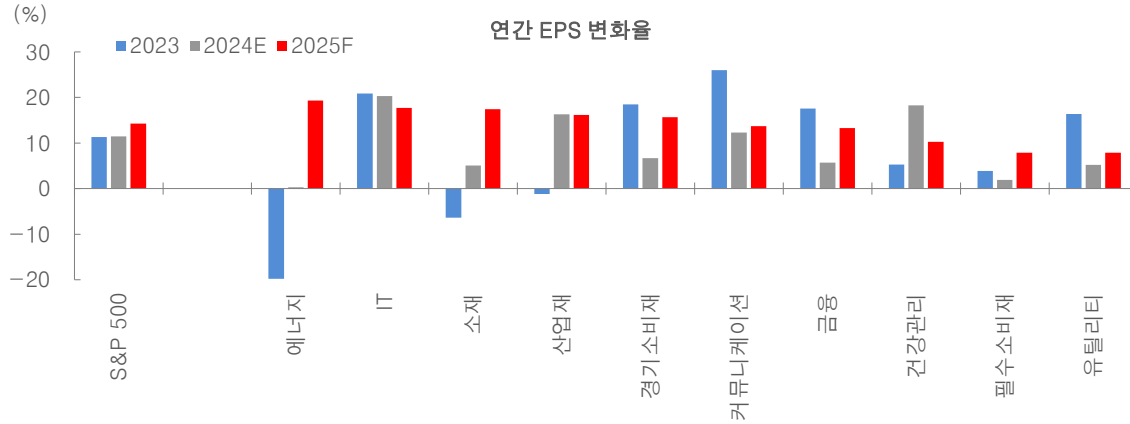


자료: 엔비디아, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 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

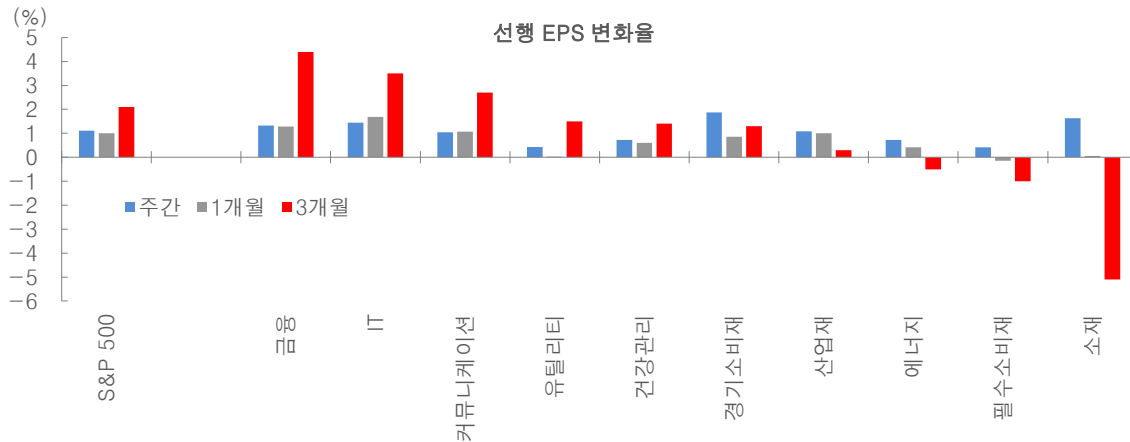
# [이익 모멘텀] 25년 미국 증시 이익모멘텀을 이끌어가는 IT. 최근 실적 전망 상향조정 지속

## 3년 연속 S&P500 이익 개선세를 주도하고 있는 IT



자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

## IT 실적 전망 상향조정 이어가고 있어...

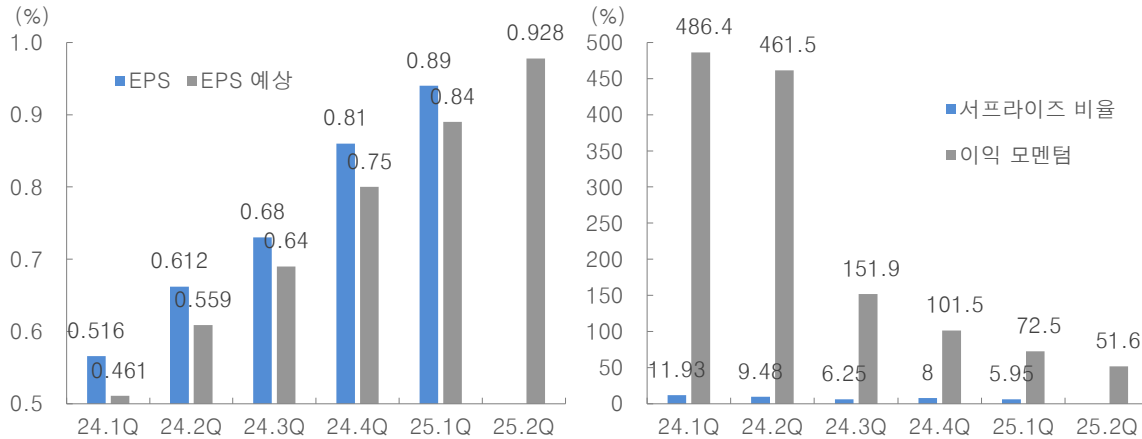


자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

- 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

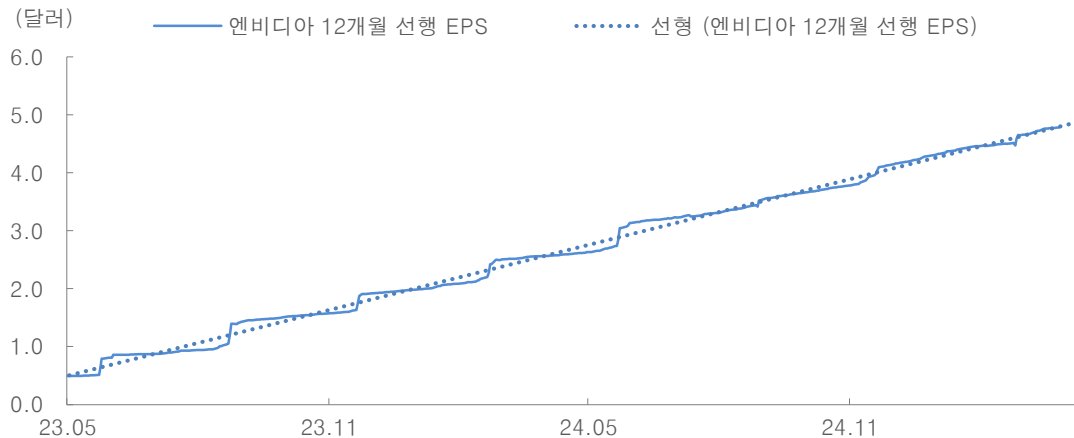
# [빅테크 쇼크] 엔비디아 실적 예상 상회. 서프라이즈 비율, 모멘텀 둔화 뚜렷하지만, 이익 성장은 유효

## 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 가이드ansom으로 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

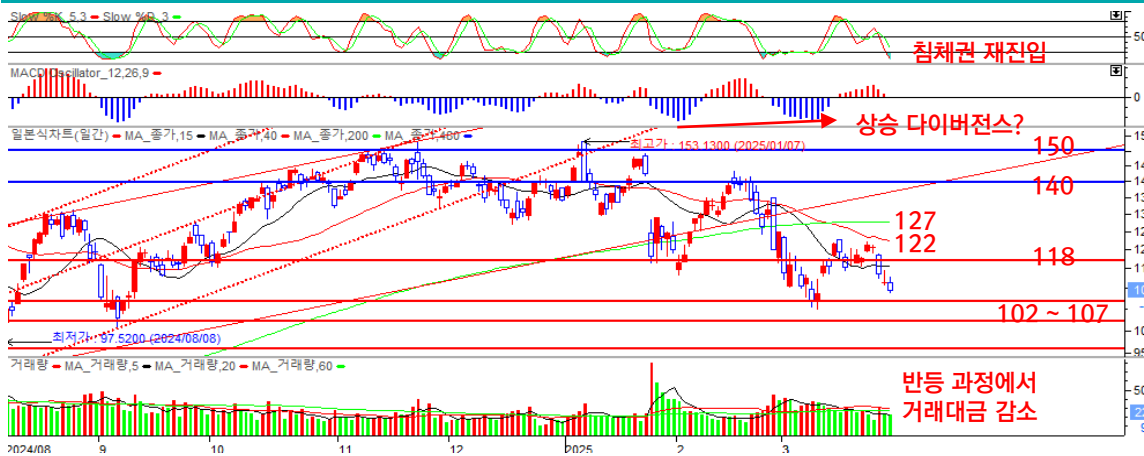
# [빅테크 쇼크] 엔비디아 12개월 선행 PER 23배, 주가 110달러 이하는 저평가 영역

## 엔비디아 12개월 선행 PER 다시 23배 하회. 저평가 매력 부각



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. 31일에도 22.92배로 다시 레벨다운
- 22년 이후 밸류에이션 저점권인 23 ~ 24배 하회. 23배 수준은 트레이딩 측면에서 비중 확대 유효. 23배 이하는 저평가 영역으로 판단
- 기술적 분석 측면에서도 110달러 전후가 중요 지지권. 박스권 하단이자, 전 저점권
- 주 중 105 달러를 하회 하는 UnderShooting 국면이 있기도 했지만, 동 가격대에서 급반등 전개, 단숨에 120 달러 회복
- 단기적으로는 122 ~ 127달러 회복 시도 가능. 단기 등락은 감안해야겠지만, 멀지 않은 시점에 140달러까지 상승 여력 충분

상승 동력 4.

경기 불안 + 물가 안정 = 금리인하 확대

---

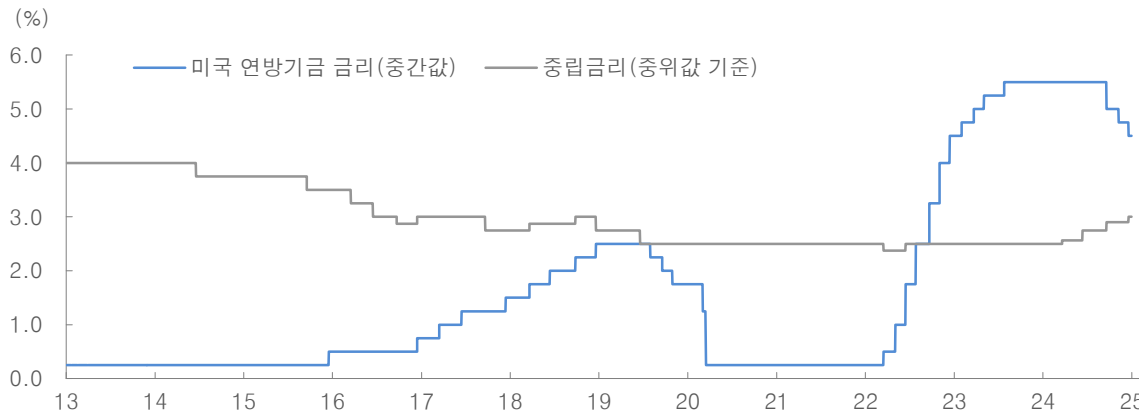
Strategist 이경민

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

텔레그램 채널 daishinstrategy

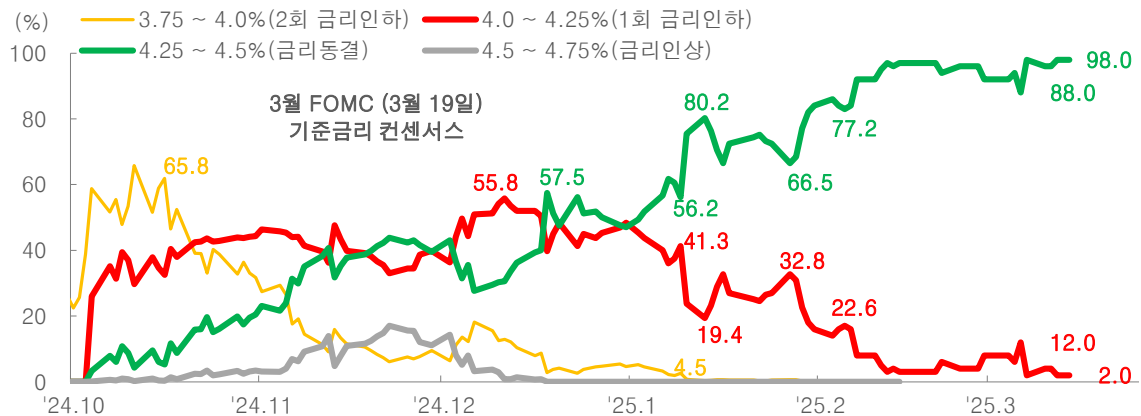
# [3월 FOMC] 5번만에 기준금리 동결(4.25% ~ 4.5%) 결정. 예상했던 것

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



자료: FED, Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 3월 FOMC에서 기준금리 동결을 기정사실화했던 상황

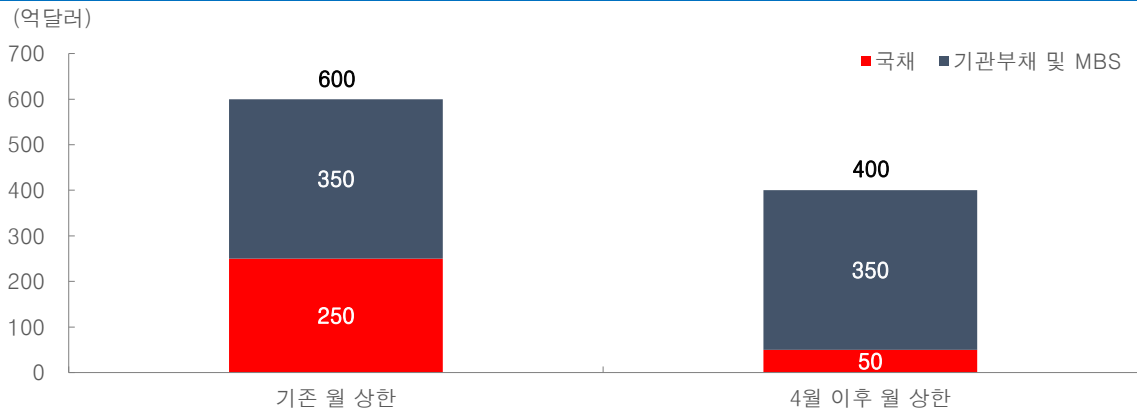


자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

- 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

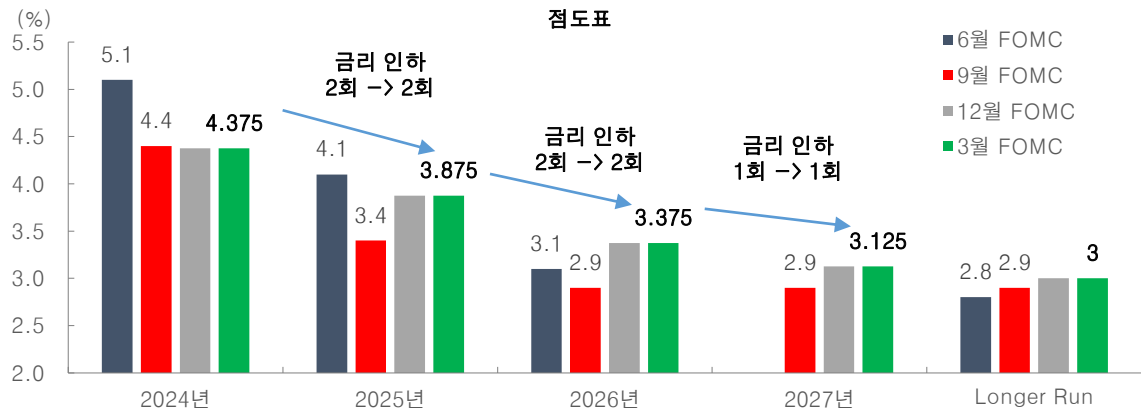
# [3월 FOMC] 국채 상환 한도 50억달러로 축소 = 서프라이즈 모멘텀. 점도표 유지는 안도할 수 있던 변수

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

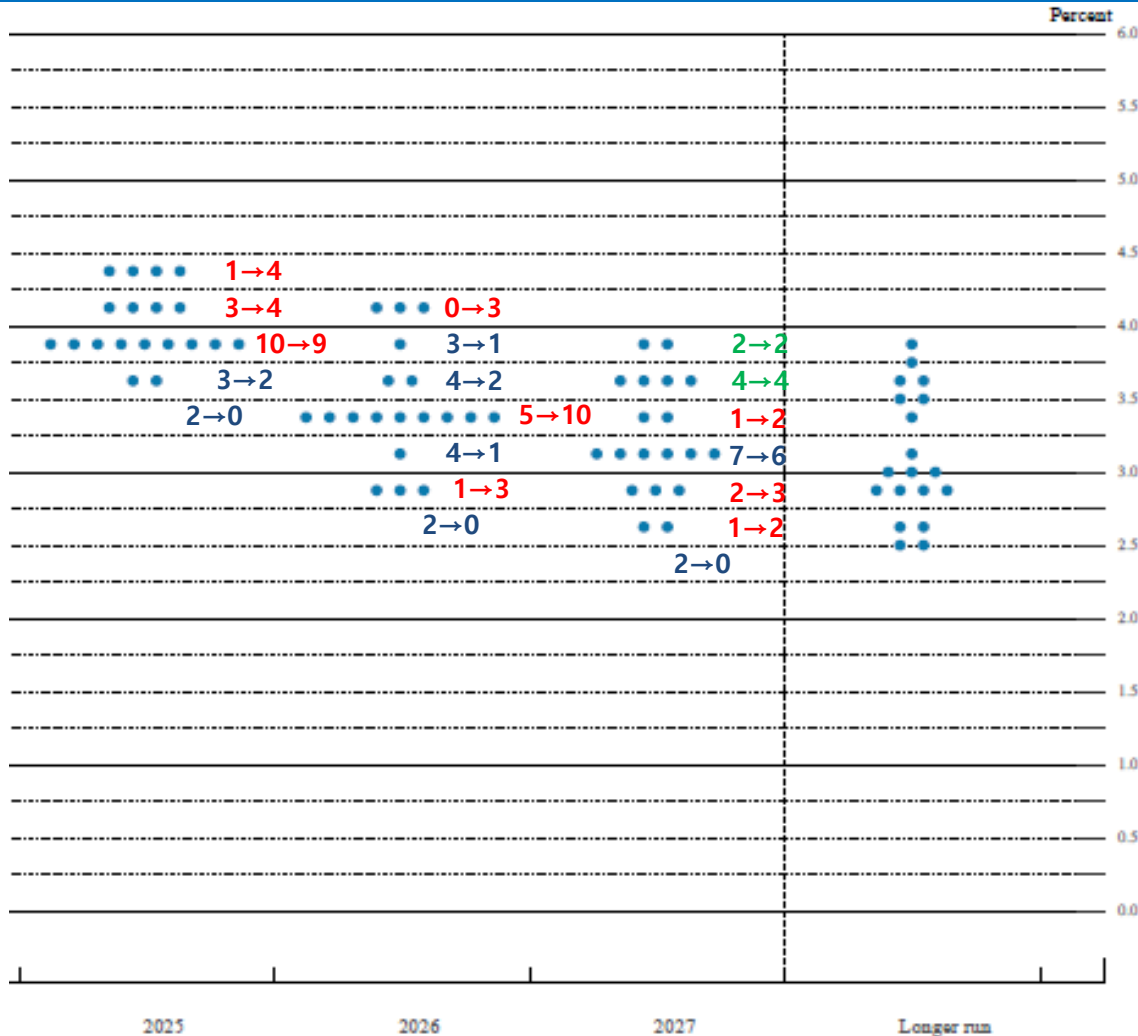


자료: FED, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 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

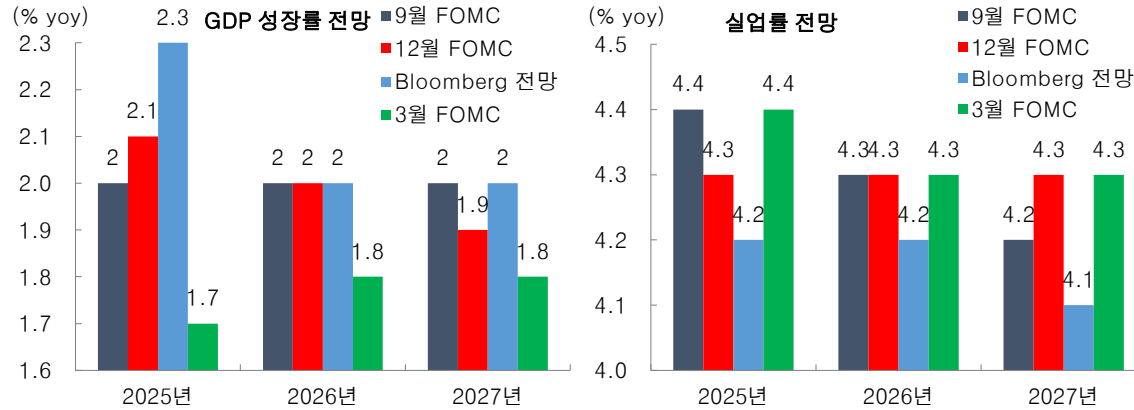


- 연준 위원들은 2025년 말 기준금리 예상치 중간값을 종전 3.9%를 그대로 유지
- 그러나 12월 전망에서는 3회 이상 금리 인하를 기대한 위원이 5명 있었던 반면 이번에는 2명의 위원만이 3회 인하 예상
- 금리동결과 1회 인하를 예상한 연준 위원은 각각 4명으로 12월 1명과 3명에서 증가한 수치
- 이전보다 다수의 위원이 금리 인하 시기를 좀 더 늦출 필요가 있다는 시각에 동조하고 있음을 시사하는 대목이자 트럼프 정책 변화의 영향이 좀 더 명확해질 때까지 통화정책 결정을 서두르지 않겠다는 의지를 내비친 것으로 평가
- 파월 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

자료: FED, 대신증권 Research Center

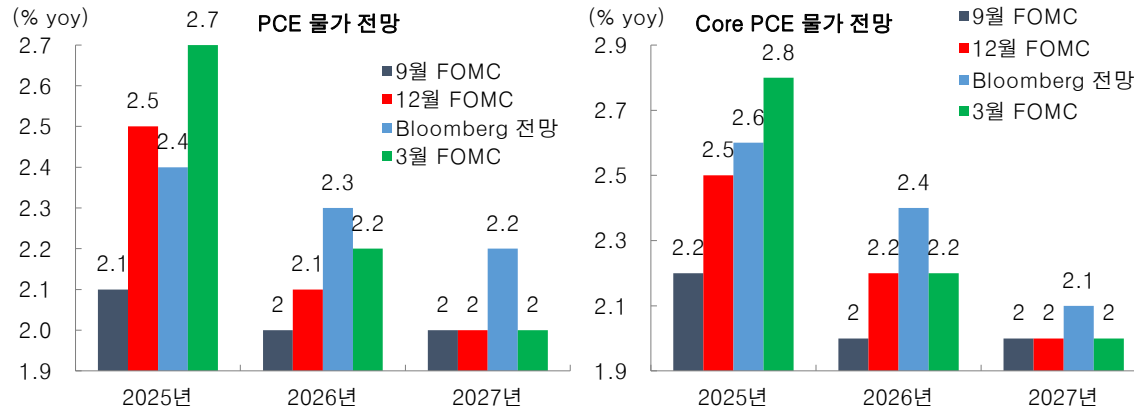
# [3월 FOMC] GDP 성장률은 하향조정, Core PCE는 상향조정. 스태그플레이션 반영?

## GDP 성장률 전망 하향조정. 경기 불확실성 확대 반영



자료: FED, Bloomberg, 대신증권 Research Center

## PCE 전망 상향조정. 시장 컨센보다 물가 불안 높이 평가

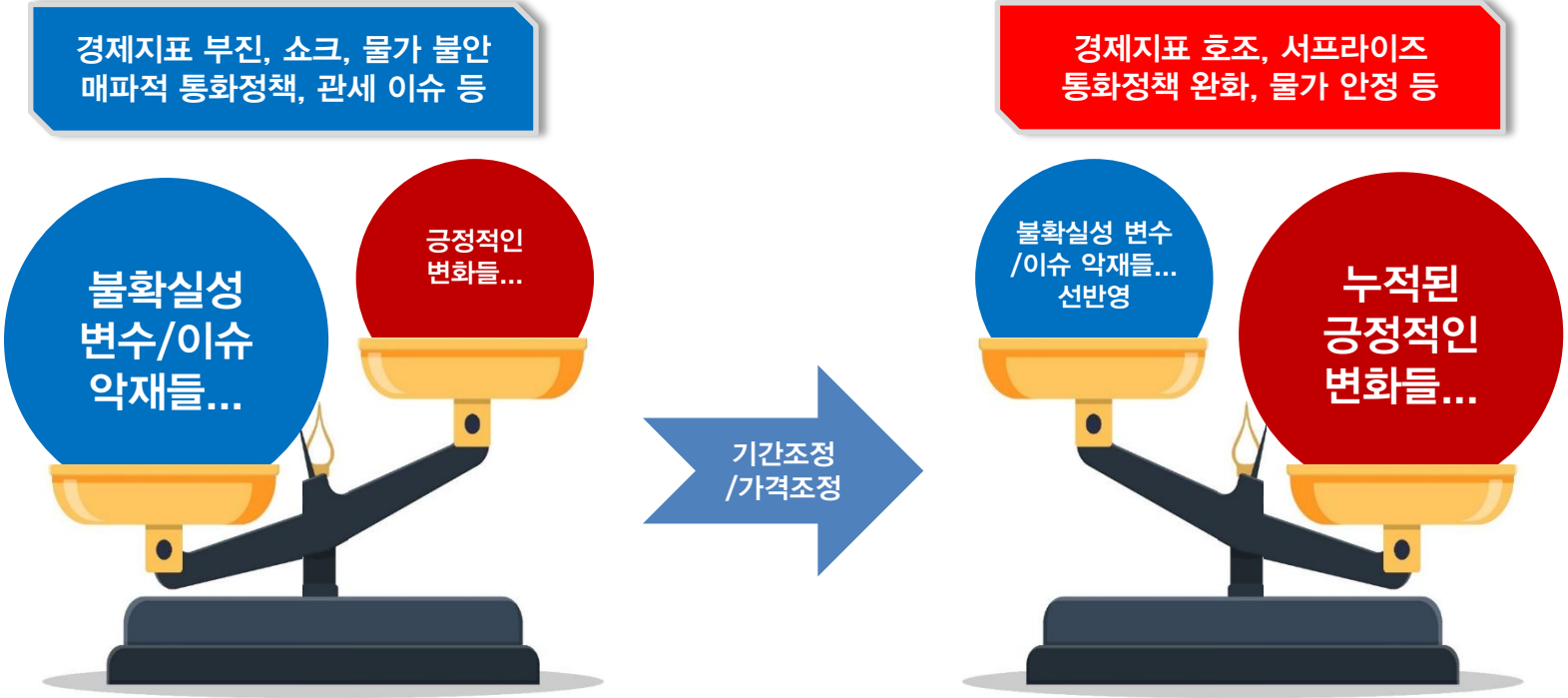


자료: FED, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 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

# [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



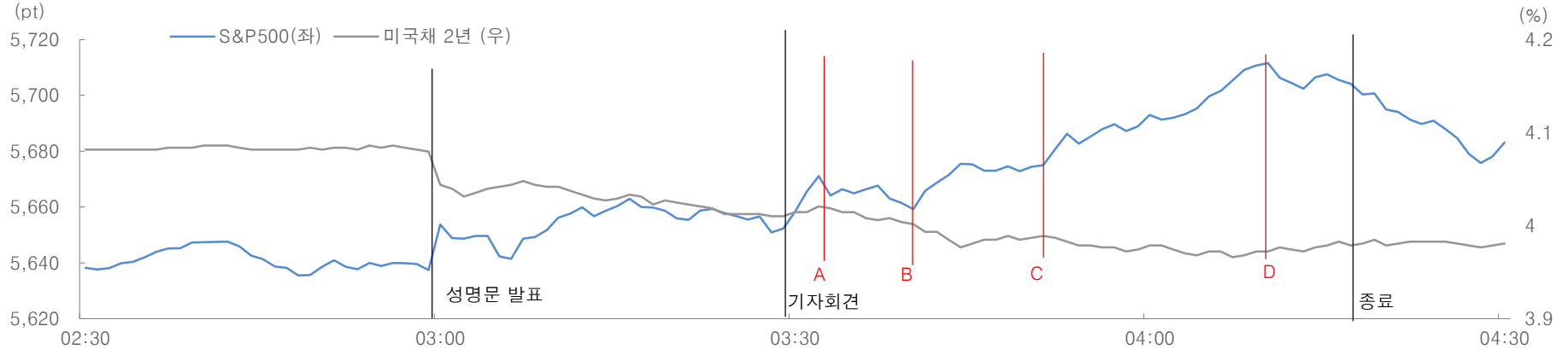
자료: 대신증권 Research Center

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] 스태그플레이션 우려를 선반영한 금융시장. 경기침체 가능성을 일축한 파월 연준 의장

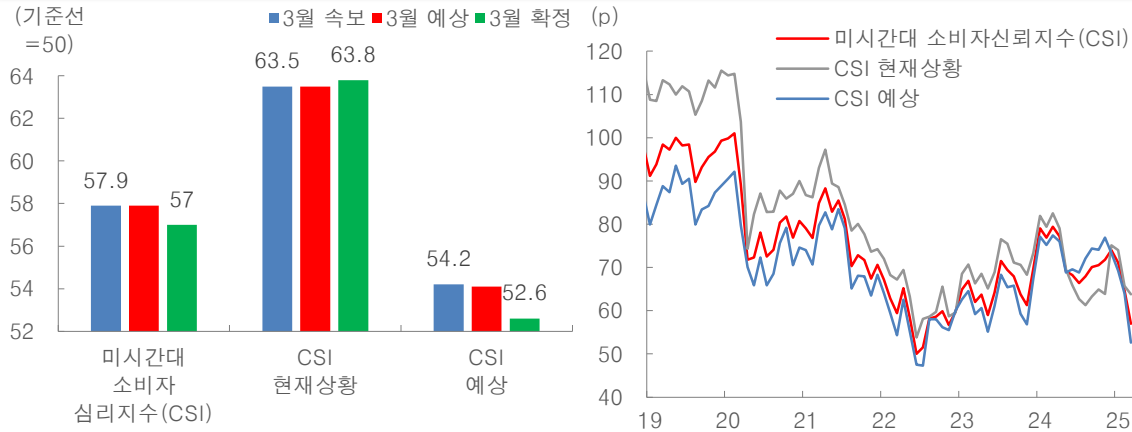
## S&P500, 미국채 2년물 등락에서 의미있었던 파월 연준의장 기자회견 내용, 포인트



- 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 상황은 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

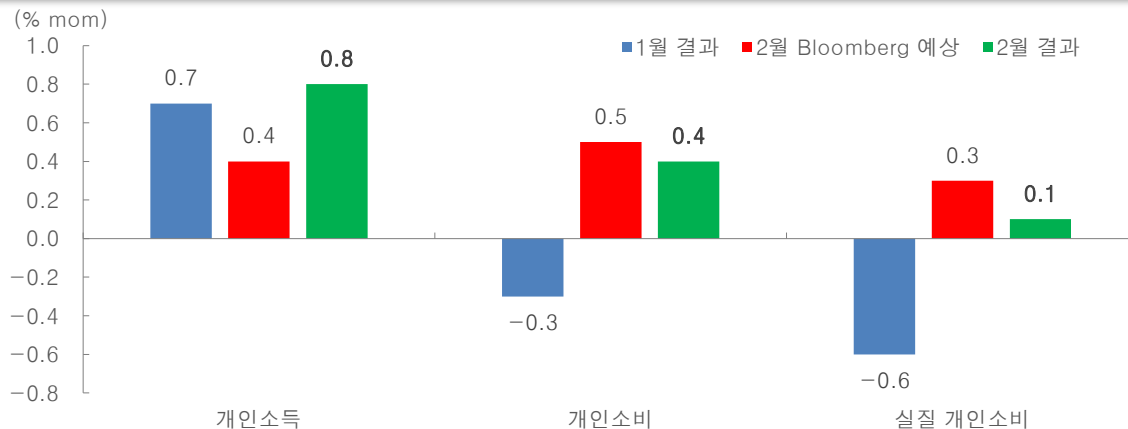
# [서베이 vs 하드 데이터] 소비심리 추가 하락. 예상보다 부진했지만, 반등에 성공한 개인소비

## 제조업 PMI 둔화 예상되나 여전히 확장 국면. 소비심리 둔화 폭 체크



자료: 미시간대, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 주간 실업수당 청구건수 반등 vs 연속 수급자 감소

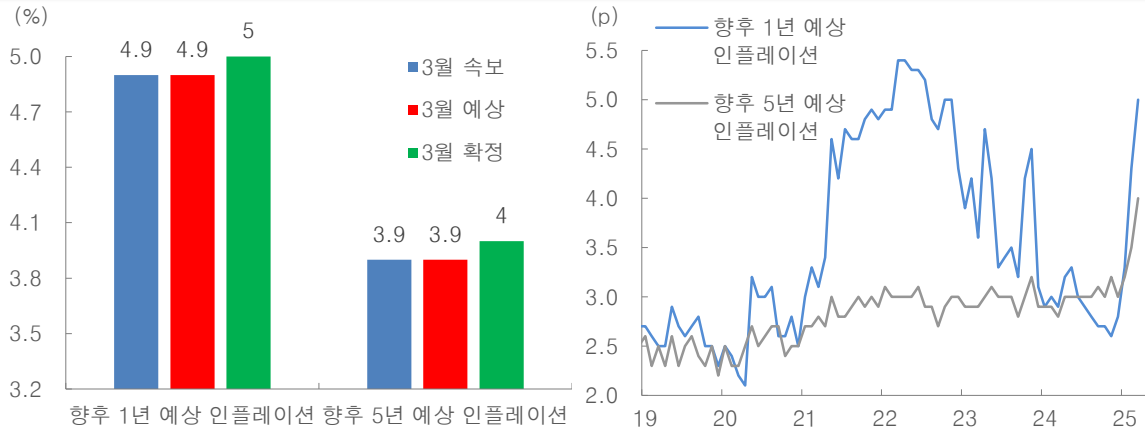


자료: 미국 상무부, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 트럼프 행정부의 관세정책으로 경제 불확실성 확대 여파로 미국의 소비심리 예상보다 더 악화
- 미시간대 소비자심리지수 확정치가 3월 57.0으로 지난 14일 발표한 잠정치 대비 0.9포인트 추가로 하락. 2022년 11월 이후 2년 4개월 만에 가장 낮은 수준
- 반면, 2월 개인 소비는 0.4%, 실질 개인 소비는 0.1% 증가. 예상보다 부진했지만, 전월 마이너스 성장에서 플러스 반전한 것
- 소비자들은 2월들어 외식과 숙박 등 서비스 분야에서 전년 대비 15.0%의 지출을 줄인 것으로 타남
- 반면 상품 분야인 '기타 비내구재'에 대한 지출은 21.1% 증가. 이는 소비자들이 관세를 앞두고 상품 가격 인상에 대비하기 위해 외식을 줄인 비용으로 상품을 구비한 것으로 풀이
- 현재 서베이 데이터에 반영되어 있는 공포심리보다 하드 데이터는 여전히 견조한 흐름

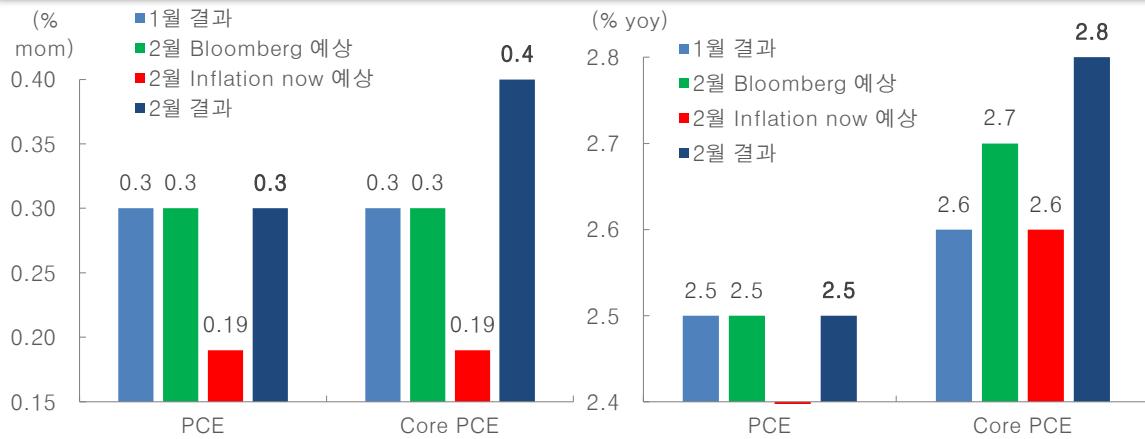
# [서베이 vs 하드 데이터] 기대인플레이션 추가 상승. PCE는 정체, Core PCE는 소폭 반등

## 1년, 5년 예상 인플레이션 추가 상승. 물가 불안 지속



자료: 미시간대, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

## PCE는 예상 부합 & 정체, Core PCE는 예상 상회하며 반등



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

- 향후 1년 기대 인플레이션은 5.0%로 2월 대비 0.7%포인트 상승. 2022년 11월과 같은 수치
- 5년 기대 인플레이션은 4.1%로 2월 (3.5%) 대비 0.6%포인트 상승. 장기 인플레이션 증가 폭은 1993년 2월 이후 32년 만에 가장 큰 수치
- 2월 PCE물가는 전년 대비 2.5% 상승. 이는 시장 전망치, 전월 상승률과도 동일
- 에너지와 식료품을 제외한 근원 PCE 가격지수 상승률은 전년 동월 대비 2.8% 기록. 1월(2.7%) 대비 상승폭 확대, 시장 전망치(2.7%) 상회
- 물가 둔화세가 더디기는 하지만, 서베이 데이터만큼 급등세로 전환될 가능성 낮다고 판단

## 미국 경기 둔화는 지속될 것. 관건은 컨센서스대비 괴리율

### 4월 첫째주 미국 경제지표 발표 일정

일자	국가	일정	단위	예상치	전기치
2025-04-01	미국	3월 ISM 제조업 PMI	pt	49.8	50.3
	미국	2월 JOLTs 구인건수	백만 건	-	7.7
	미국	3월 S&P 글로벌 제조업 PMI(확정치)	pt	49.8	52.7
2025-04-02	미국	3월 ADP 비농업 신규고용	천명	118	77
2025-04-03	미국	3월 ISM 비제조업 PMI	pt	53.2	53.5
	미국	3월 S&P 글로벌 서비스/종합 PMI(확정치)	pt	54.3/53.5	51.0/51.6
2025-04-04	미국	3월 비농업 신규고용자수	천명	120	151
	미국	3월 실업률	%	4.2	4.1
	미국	3월 시간당 임금	%yoy/ %mom	-/0.3	4.0/0.3

주: 날짜는 한국 기준이며 예상치는 Bloomberg 기준

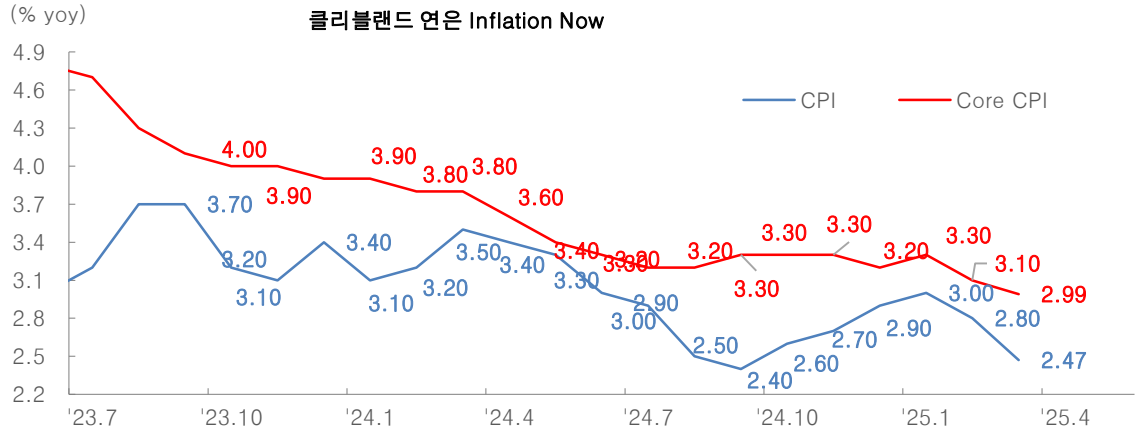
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

관세에 따른 경기 하방 및 물가 상방리스크가 소프트 데이터에 가시화. 4월 첫째주 고용지표를 앞두고 ISM PMI 발표. 실물지표와 괴리가 지속되는지, 미국의 성장 둔화 우려를 확대하는지 모니터링해야 할 것. 컨센서스대비 괴리도 확인해야 할 것

4/2 불공정무역조사 및 상호관세 발표 전후로 변동성이 재차 확대될 가능성은 감안. 앞으로 각 국가가 협상을 시도하는 과정에서 상당한 시간이 소요될 것으로 보이나, 기존 예상에서 크게 벗어나지 않는 수준이라면 정책 불확실성은 완화될 공산이 큼. 실물지표 결과와 관세 내용에 따라 연초 상대적으로 저조했던 미국 주식 투자에 우호적인 분위기가 형성되는지, 성장에 대한 우려가 커져 안전 선호 심리가 확산되는지가 결정될 전망

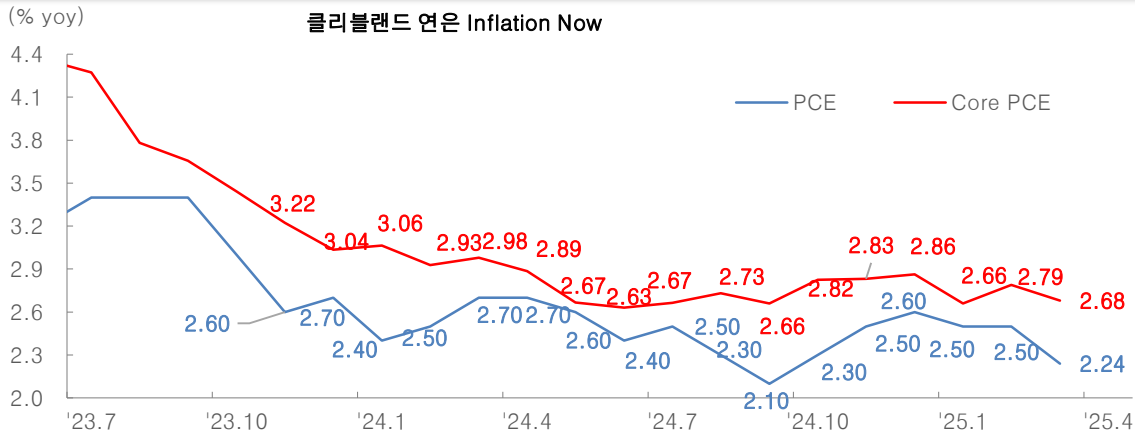
# [물가 전망] 12월을 정점으로 둔화 재개, 3월까지 CPI, PCE 동반 레벨다운 국면 지속될 전망

## 1월 CPI, Core CPI 반등은 일시적. 2월에 이어 3월도 물가 둔화 예상



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

## 12월 정점으로 물가 둔화 재개. 2월 정체/반등은 일시적



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 2.99%로 둔화 예상
- PCE와 Core PCE는 12월 2.6%, 2.8%를 정점으로 3월 PCE는 2.24%, Core PCE는 2.68%까지 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

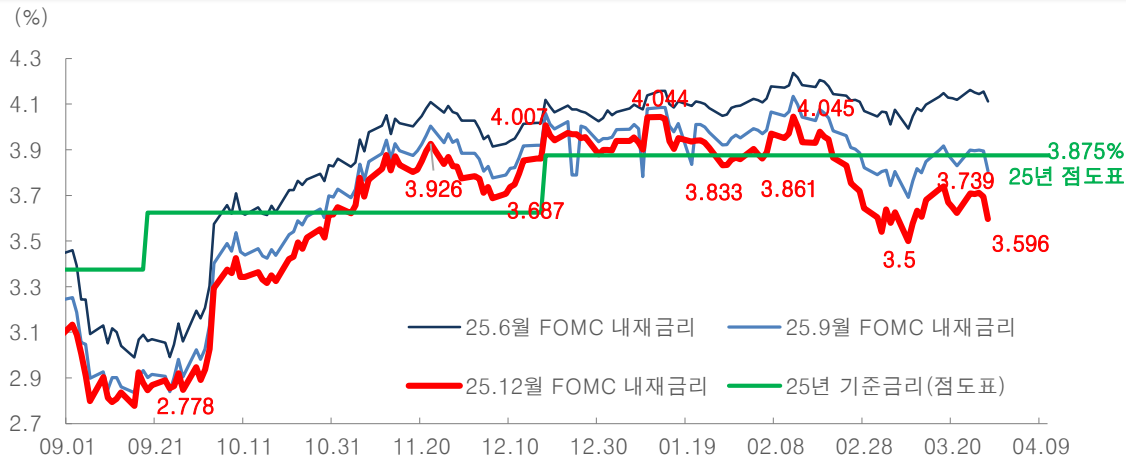
# [통화정책 컨센서스] 연내 3회 금리인하 기대. 비둘기적인 통화정책 스탠스 강화 예상

## 25년 3번, 26년 2번 금리인하 예상(점도표 2회씩). 연준 점도표보다 비둘기파적

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%	18.5%	81.5%
2025-06-18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	13.7%	64.9%	21.5%
2025-07-30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.6%	42.2%	40.7%	9.5%
2025-09-17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.7%	29.0%	41.3%	21.4%	3.6%
2025-10-29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	13.5%	33.4%	34.1%	15.0%	2.3%
2025-12-10	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	7.6%	23.5%	33.7%	24.5%	8.6%	1.2%
2026-01-28	0.0%	0.0%	0.2%	2.1%	10.5%	25.3%	32.1%	21.6%	7.3%	0.9%
2026-03-18	0.0%	0.0%	0.7%	4.5%	14.9%	27.3%	29.0%	17.4%	5.4%	0.7%
2026-04-29	0.0%	0.1%	1.2%	5.8%	16.4%	27.6%	27.6%	15.9%	4.8%	0.6%
2026-06-17	0.0%	0.3%	2.0%	7.7%	18.4%	27.6%	25.5%	14.0%	4.1%	0.5%
2026-07-29	0.0%	0.4%	2.4%	8.4%	19.0%	27.4%	24.8%	13.3%	3.8%	0.5%
2026-09-16	0.1%	0.5%	2.5%	8.7%	19.2%	27.3%	24.4%	13.1%	3.7%	0.4%
2026-10-28	0.1%	0.4%	2.4%	8.1%	18.3%	26.6%	24.7%	14.1%	4.6%	0.7%
2026-12-09	0.4%	2.1%	7.4%	17.0%	25.6%	24.9%	15.4%	5.8%	1.2%	0.1%

자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

## 12월 FOMC 내재금리 3.6%대 하회... 더 내려갈 수 있을까?

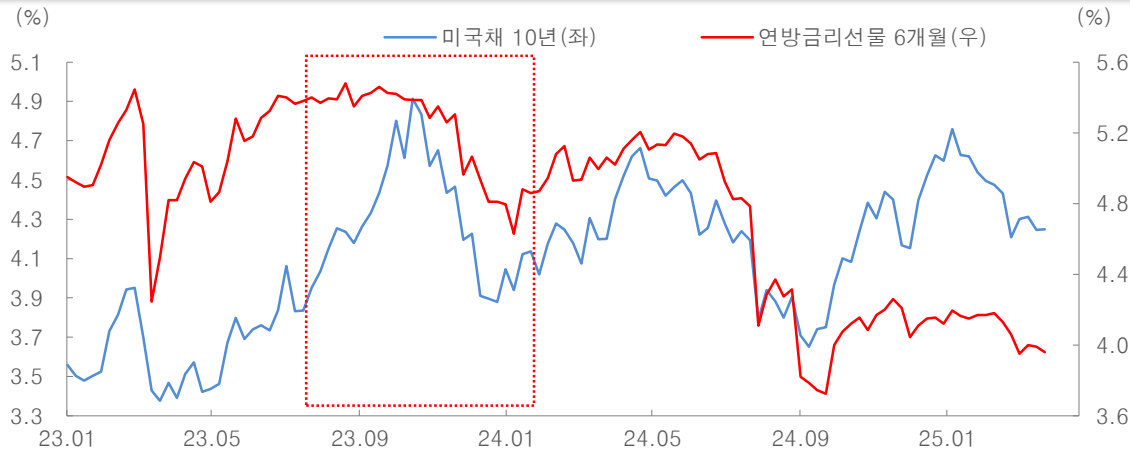


자료: Bloomberg WIRP, 대신증권 Research Center

- 최근 연이은 경제지표 부진 영향으로 통화정책 컨센서스 정상화. 연내 1회 금리인하에서 6월, 9월, 12월 3회 금리인하 기대로 연준 점도표보다 비둘기파적
- 26년 금리인하 컨센서스는 연내 2회로 연준의 점도표(2회)에 부합
- 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 하회
- 4월초 고용지표, 중순 CPI를확인하면서 시장에서 투자자들의 통화정책 스탠스와 컨센서스가 과도하게 비둘기파적으로 전환될 가능성도 배재할 수 없음
- 24년 9월에는 점도표보다 70bp낮은 내재금리 수준을 형성하기도 했음
- 이 과정에서 채권금리, 달러화의 추가적인 하향 안정세 예상

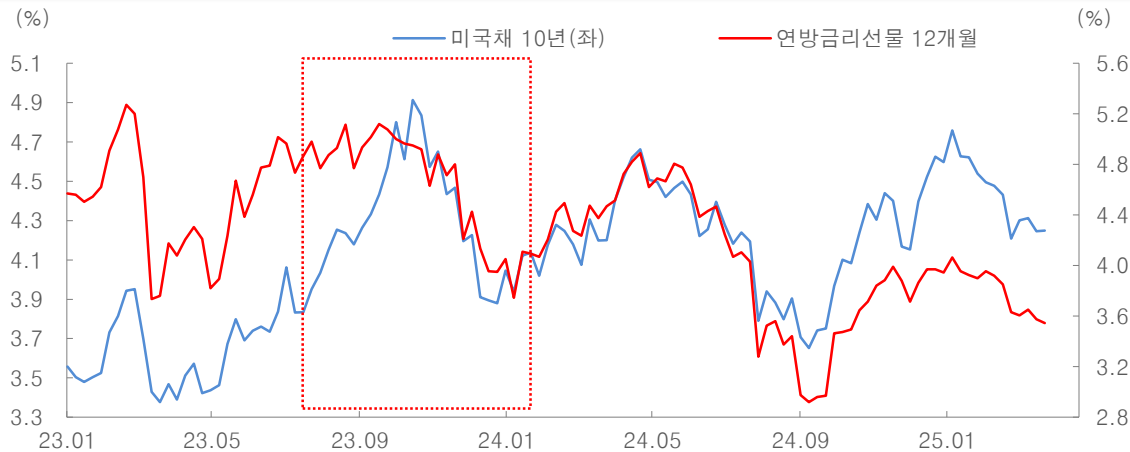
# [채권금리 등락 분석] 23년 8월 ~ 10월 채권금리 급등, 11월, 12월 채권금리 레벨다운 국면과 유사

## 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

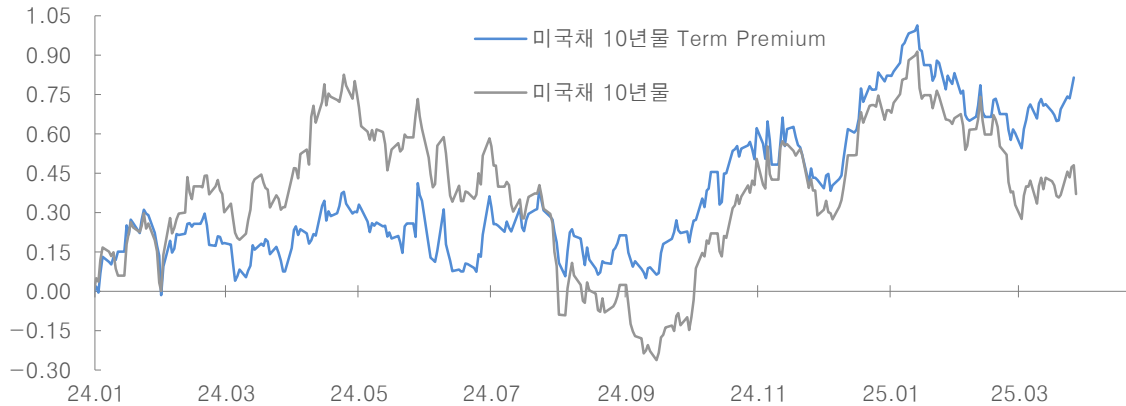
- 미국채 10년물은 4.7%를 상회, 2년물은 4.3%를 넘어서는 과정에서 금리인하 기대가 후퇴한 정도는 제한적
- 25년 타이트한 통화정책 우려가 지속되는 가운데 미국채 입찰 부진, 수급/심리적인 변수가 채권금리, 달러화 레벨업으로 이어졌다고 판단
- 채권금리 하락 과정에서도 마찬가지로었지만, 최근 금리인하 기대가 가세하면서 하락 폭 확대
- 미국채 10년물은 고점대비 51bp, 연방금리 선물 6개월, 12개월물은 각각 23.5bp, 52p 하락. 투자심리, 수급 변화보다 통화정책 기대가 채권금리 레벨다운을 가속화시키는 양상
- 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

# [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



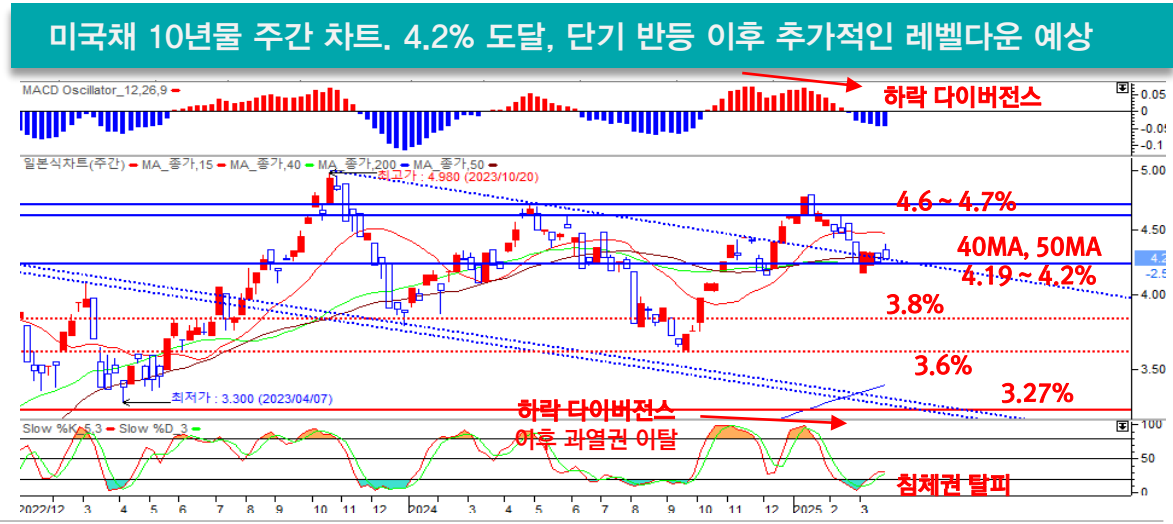
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 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 27일까지 미국채 10년물은 54.3bp, Term Premium은 19.8bp 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 3주 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

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



자료: 대신증권 Research Center



자료: 대신증권 Research Center

- 통화정책 속도 조절에 대한 과도한 해석 영향으로 4.7%를 상회했던 채권금리가 미국 경기불안과 물가 안정을 확인하면서 레벨다운
- 실제로 1월 PCE는 물론, 1월 CPI와 PPI 까지 전월대비 둔화세를 확인했고, 예상 보다 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 확인 하면서 안도했지만, 점도표 변화나 SEP 전망은 다소 매파적인해석이 가능했기 때문
- 다만, 2월 PCE가 예상치를 상회했음에도 불구하고 경기 불안심리로 인해 채권금리 하방압력 여전
- 미국 경기 둔화 지속 및 물가 안정을 감안할 경우 단기 등락 이후 미국채 10년 물은 3.8% 수준(상반기 목표)까지 레벨다운될 전망
- 경기 불안심리가 진정되는 가운데 물가 안정에 근거한 금리인하 기대 강화가 증시에 우호적일 것

# [미국 달러] 1차 목표는 105p 하향이탈. 자율 반등 이후 100p 초반을 향하는 흐름 전개 예상



자료: 대신증권 Research Center



자료: 대신증권 Research Center

- 달러화가 109p 상회한 것은 오버슈팅. 반등시 비중축소 전략 제안해왔음
- 금리인하 기대가 실망감, 경계감으로 전환된데 이어 과도한 후퇴를 반영. 여기에 트럼프 정책 불확실성이 가세하면서 급반등
- 향후 금리인하 사이클, 미국 경기둔화 가능성 등을 감안할 때 달러화 상승추세 전개 가능성 낮다고 판단
- 여기에 금리인하 기대가 정상화되고, 되살아날 경우 달러 약세 압력 확대 중
- 특히, 독일 재정확대 기대에 경제지표 호조, 통화정책 스탠스 정상화(과도한 비둘기에서...)가 가시화될 경우 유로 강세 압력 확대도 달러 약세 압력으로 이어지고 있음
- 그동안 1차 목표로 언급해왔던 105p를 장대음봉으로 하향이탈. 단기 급락에 따른 자율 반등은 가능하지만, 상반기 중 100p 초반 지지력 테스트 가능성 높다고 판단
- 미국 경기 둔화 속에 물가 안정이 가시화되고, 금리인하 사이클에 대한 신뢰를 회복하며 달러화는 재차 하향안정세를 이어가고, 레벨다운 될 전망

상승 동력 5.  
국내 정치 리스크 해소.  
통화 + 재정 정책 동력 = 내수 회복 기대

---

Strategist 이경민

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

텔레그램 채널 daishinstrategy

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

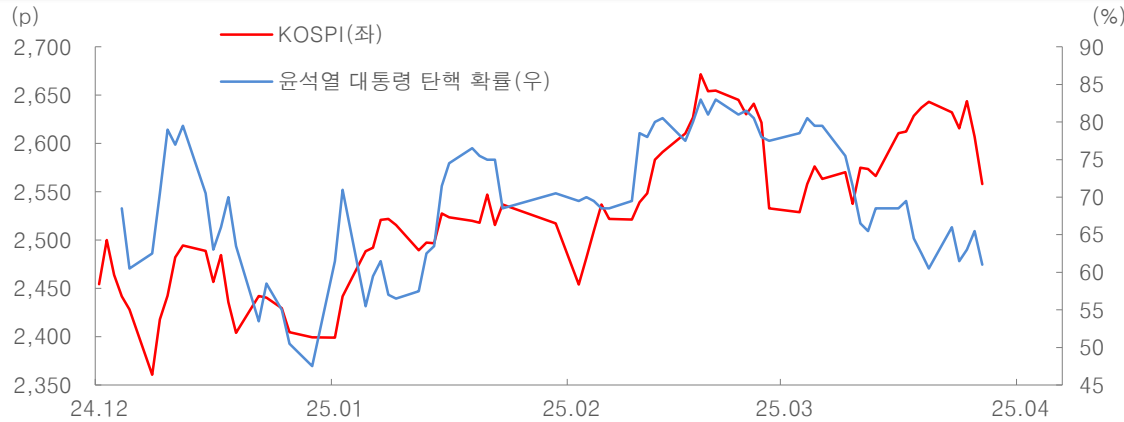
## 2월 25일 변론 종결. 탄핵 심판 결의는 시간문제



- 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

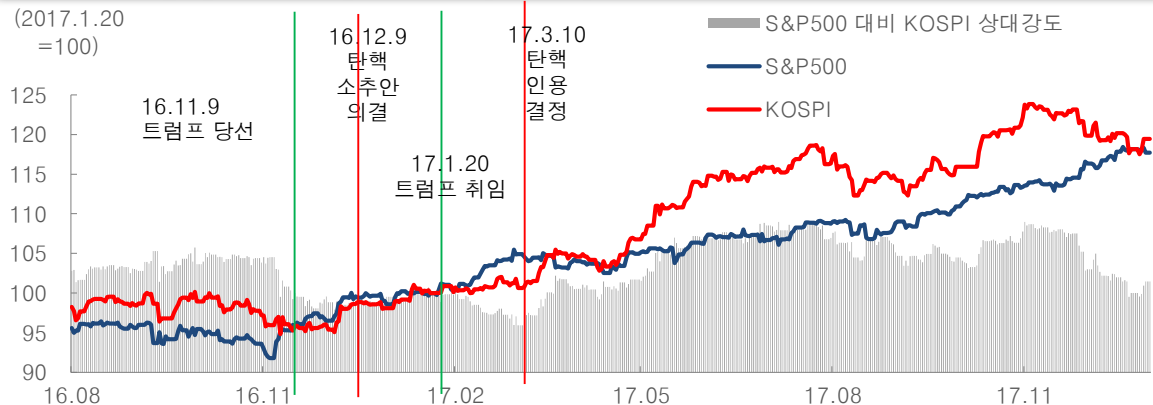
# [정치적 불확실성] 탄핵 인용 확률과 궤를 같이 하는 KOSPI. 탄핵 인용 결정시 강한 반등탄력 기대

## 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

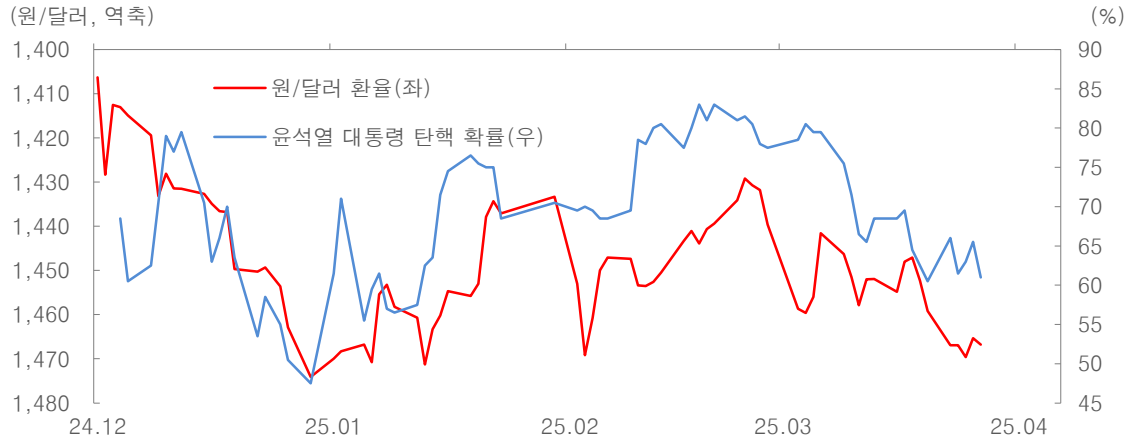


자료: Bloomberg, FnGuide, 대신증권 Research Center

- 이번 탄핵 국면에서도 정치적 리스크와 KOSPI는 궤를 같이 하는 흐름 관찰
- Polymarket의 4월, 5월 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 60%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

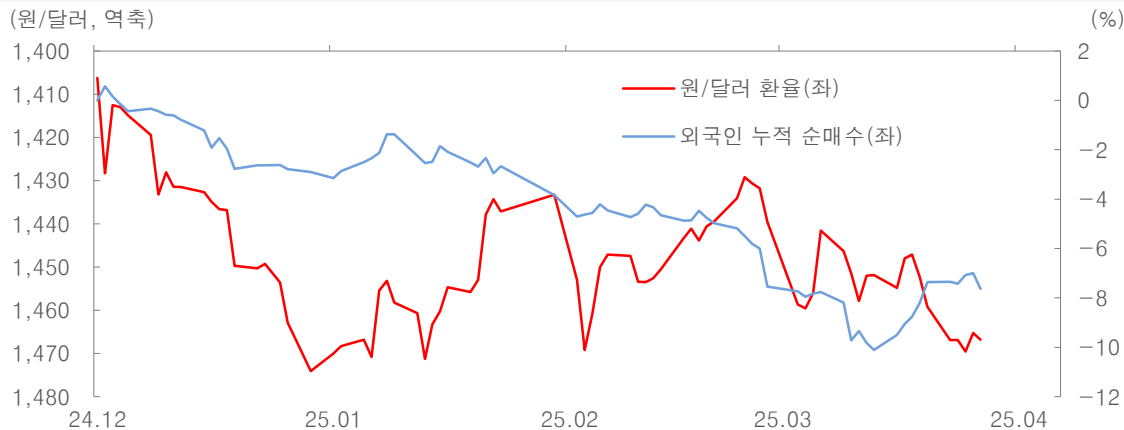
# [정치적 불확실성] 탄핵 인용 확률 레벨다운은 원화 약세 압력 확대로...

## 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

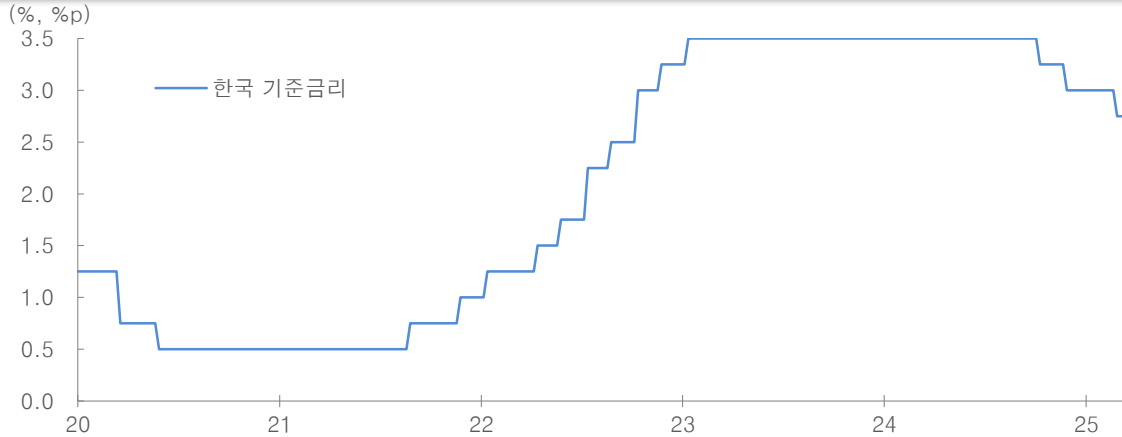


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 정치적 리스크에 더 민감한 것은 원/달러 환율
- 윤석열 대통령이 4월 전 탄핵 확률이 60%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

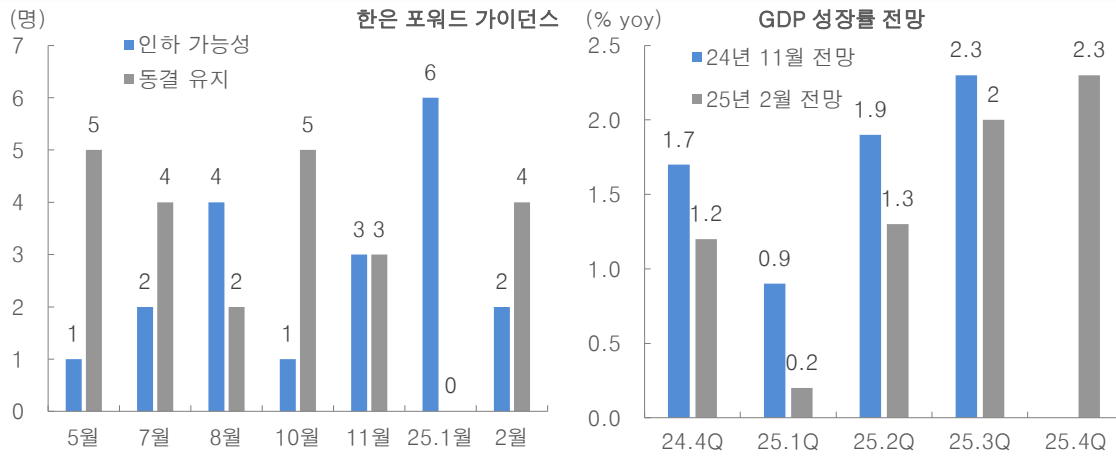
# [2월 금통위] 기준금리 2.75%로 25bp 금리인하. 추가 금리인하 가능성도 열려 있어...

## 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

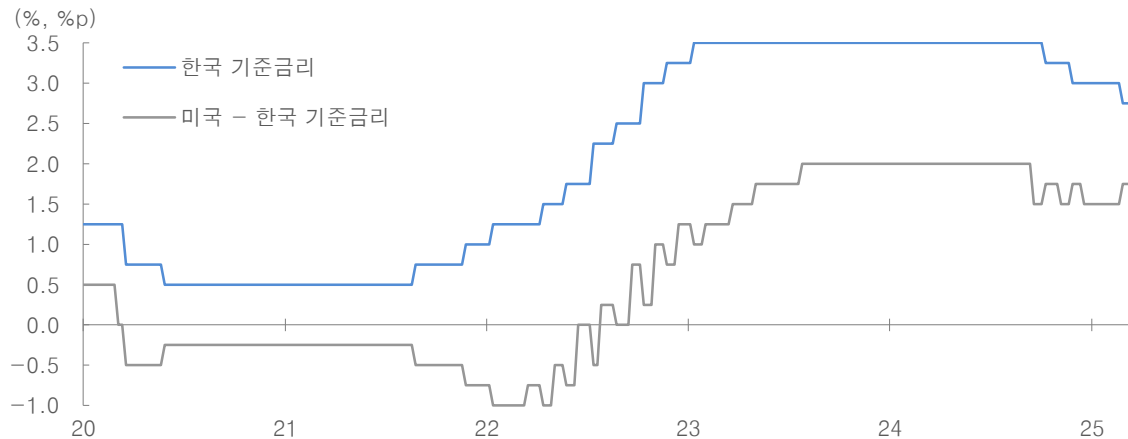
2025년 2월에 제시한 2025년 성장률 전망치 1.5% 산출에는 한국은행 내부의 기준금리 경로 반영. **2025년 2월을 포함해 연내 2~3회 기준금리 인하 전제**  
 현재 시장에서 형성된 **2~3번 기준금리 인하 예상은 현재의 한국은행 기대와 크게 다르지 않음**

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

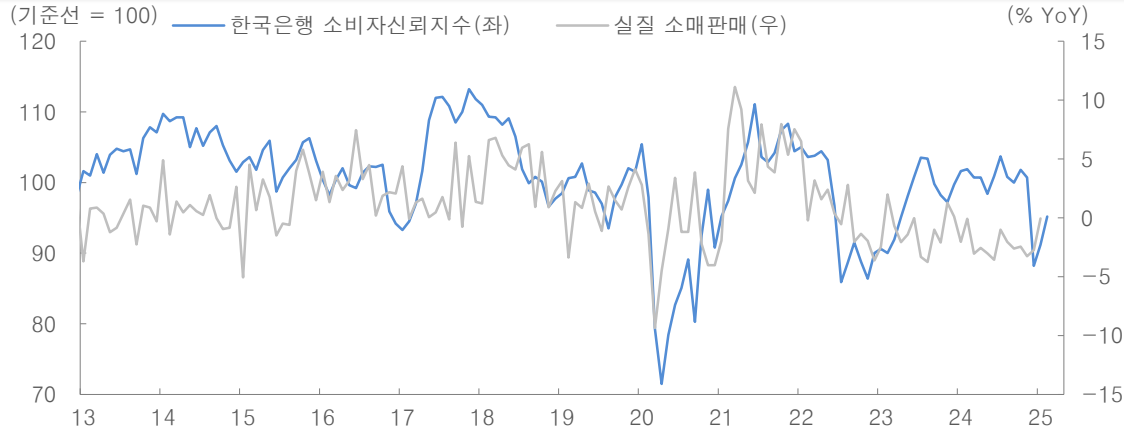
추진  
방식

- 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

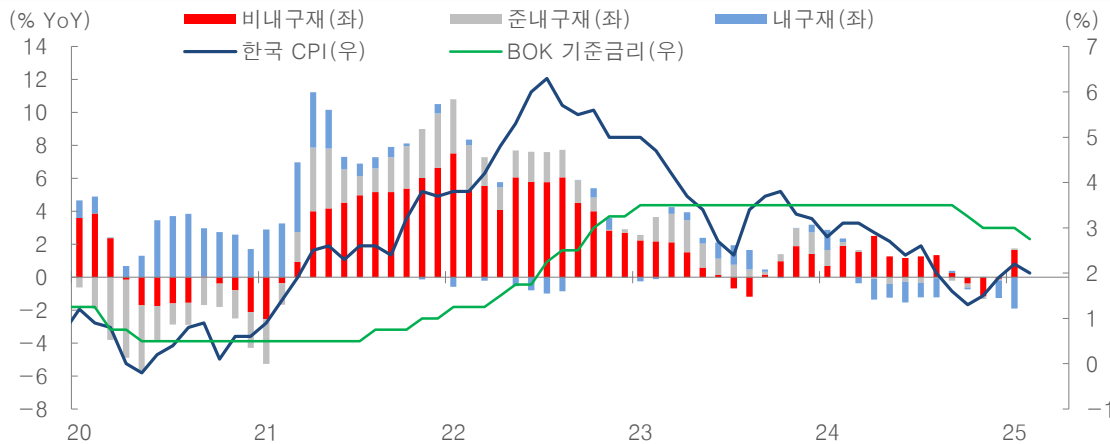
# [내수 반등] 재정 드라이브에 이어 추경, 정치적 불확실성 해소시 경기 반등탄력 가능

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



자료: 통계청, 한국은행, CEIC, 대신증권 Research Center

## 완화적 통화정책, 소비재(비내구재) 판매는 반등 조짐 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

# 상승 동력 6. 연기금 순매수 지속 & 외국인 수급 개선 가능성

---

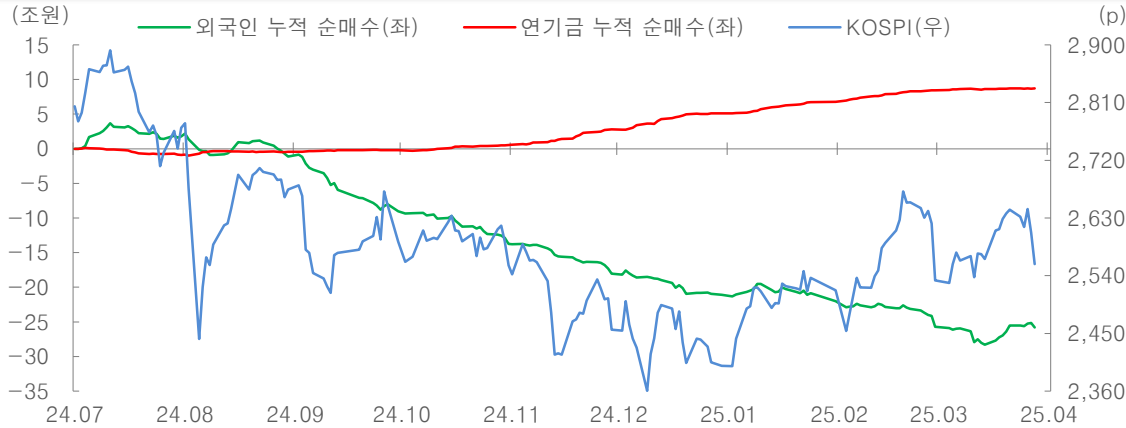
Strategist 이경민

02) 769-3840 / [kyoungmin.lee@daishin.com](mailto: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 순매수 강도 약화 이후 외국인 대량 매도에 크게 출렁이는 KOSPI 반면, 매도 진정, 매수 전환 시 KOSPI 반등 탄력 강화



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## 외국인 현선물 매수 전환의 전조현상. 선물 매수 강화 누적 선물 매매 박스권 매매 하단에에서 강한 매수 반전



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 3월 마지막주 외국인 투자자들은 현선물 시장에서 동시 매물 출회. 현물 시장에서는 28일 6,420억원, 선물 시장에서는 27일, 28일 이틀 동안 1.19조원 순매도
- 이로 인해 KOSPI 하방압력이 커졌고, 2,650선에 근접했던 KOSPI는 2,550선대로 레벨다운
- 연기금 순매수 기초가 지속되면서 외국인 매도로 인한 KOSPI 충격은 제한적이었지만, 2월 이후 연기금 매수 강도가 약화되면서 KOSPI 등락 폭 확대
- 그럼에도 불구하고 연기금 순매수가 지속되는 한 KOSPI 방향성은 우상향으로 지속될 전망
- 3월말 외국인 현선물 매도 또한 일시적이라고 판단. 현선물 매수 기초는 여전히 유효. 3월 17일 이후 외국인 현물 3.1조원, 선물 2.7조원 매수 이후 일시적인 매물 출회로 판단
- 미국 스태그플레이션 우려 완화 속에 원/달러 환율 정점 통과와 함께 중국 경기, 한국 수출/기업이익 개선 확인되면서 외국인 수급 개선 기대
- 연기금 순매수 속에 외국인 수급 개선은 KOSPI 레벨업, 반등 탄력 강화 동력

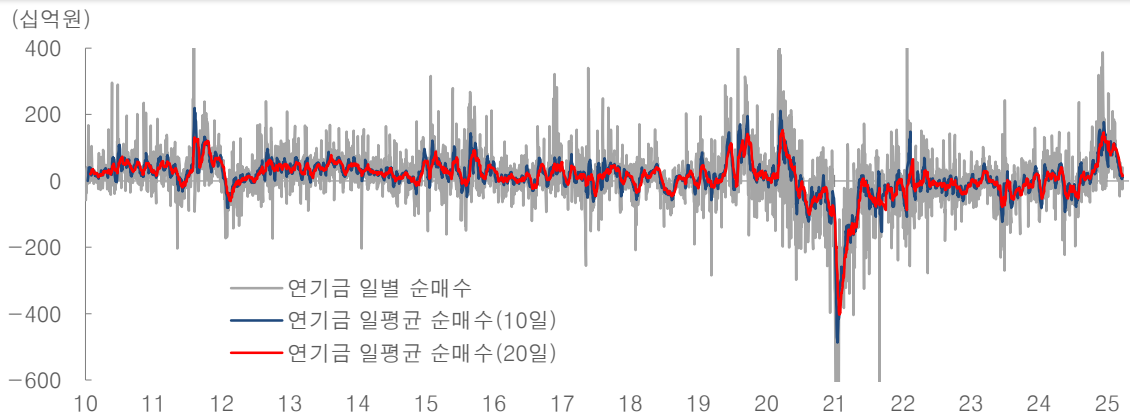
# [KOSPI 연기금 순매수] 24년 8월 이후 9.68조원 순매수. 매수 기조 지속되는 가운데 매수 강도 약화

2024년 8월 이후 연기금 9.68조원 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 140억원대로 레벨다운

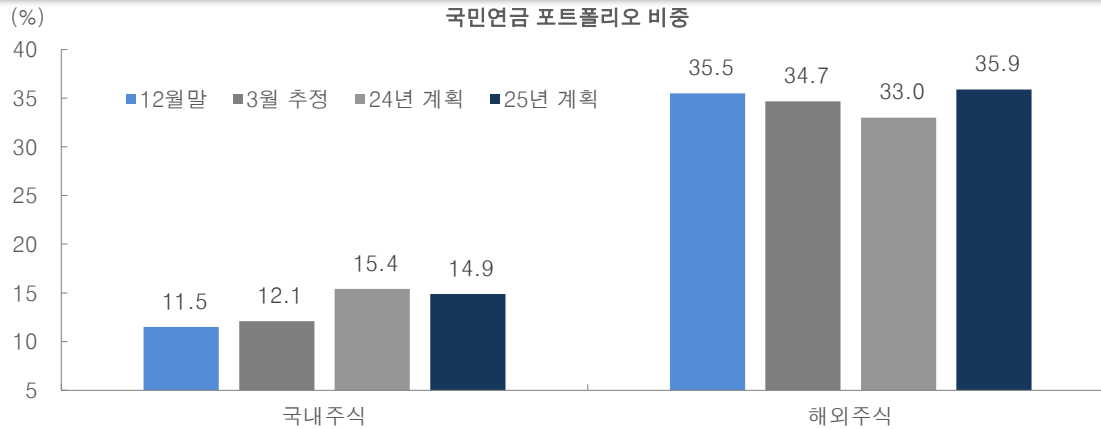


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 24년 11월 이후 KOSPI 낙폭이 제어되고, 25년 KOSPI 분위기 반전, 7개월만에 상승 반전, 3개월 연속 상승의 중심을 잡아 준 것은 연기금 순매수
- 연기금은 8월 2일 이후 9.68조원 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 140억원대로 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

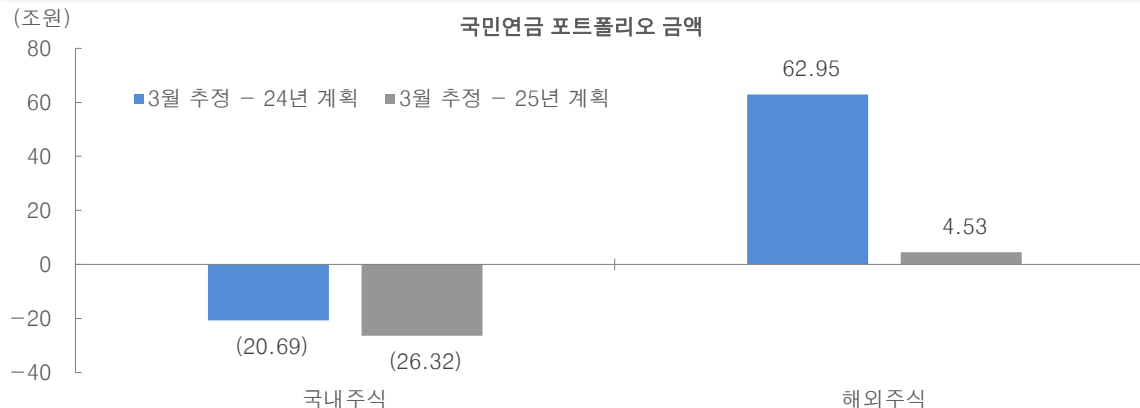
# [KOSPI 연기금 순매수] 현재 국내 주식 Under Weight(2.8%p 추정) 중. 매수 여력 충분

연금 포트 내 국내 주식 비중 12월말 기준 11.5%로 레벨다운.  
25년 3월말 기준 12.1% 추정. 25년 예상치도 2.8%p 하회



자료: 국민연금 기금운용본부, FnGuide, 대신증권 Research Center

25년 계획 금액대비 국내 주식은 26.3조원이 낮은 상황  
해외주식은 계획 상 보유금액이 많은 상황. 해외주식 축소, 국내주식 비중확대 가능



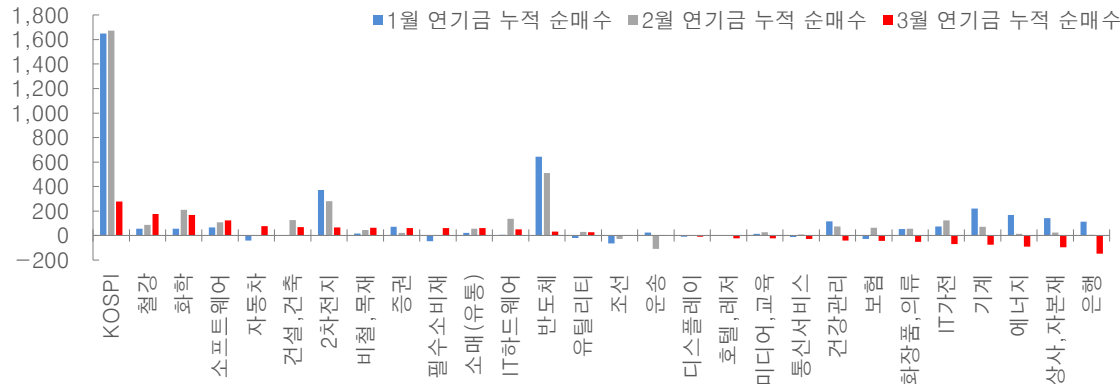
자료: 국민연금 기금운용본부, FnGuide, 대신증권 Research Center

- 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 3월까지 추정(KOSPI +6.61%, MSCI 선진국 -1.97% 상승)할 경우 12.1%로 반등. 하지만, 25년 계획대비 2.8%p UnderWeight
- 연금 운용규모 1,227조원을 2.8%로 환산할 경우 최소 20조 이상 25년까지 연금 매수 여력 존재
- 실제로 25년 국내 주식 포트폴리오 예상 금액과 3월 추정 예상 금액 간에는 26.3조원의 Gap이 존재하는 상황

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

## 연기금 3개월 연속 순매수 : 철강, 화학, 소프트웨어, 건설, 2차전지, 비철/목재, 증권, 소매(유통), IT하드웨어, 반도체 등. 자동차는 매수 전환

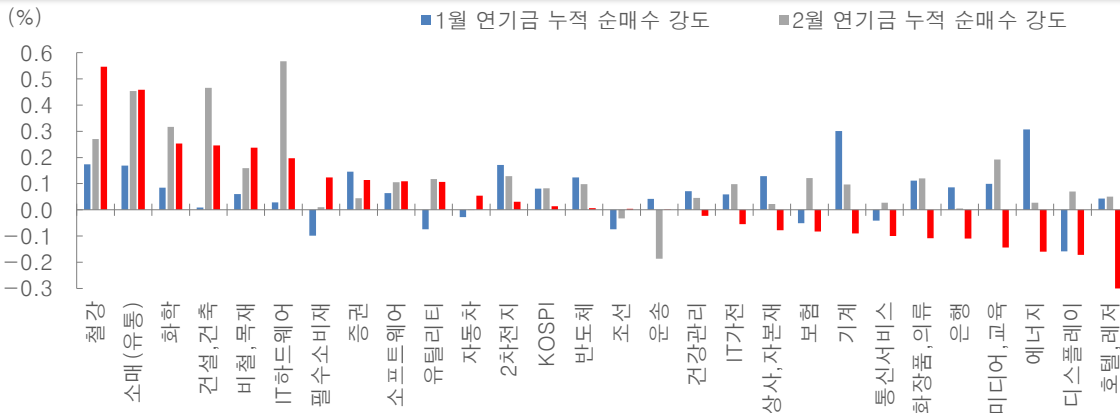
(십억원)



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## 시총 대비 매수 강도 상위 업종 : 철강, 소매(유통), 화학, 건설/건축, 비철/목재, IT하드웨어, 필수소비재, 증권, 소프트웨어, 유틸리티, 자동차, 2차전지 등

(%)

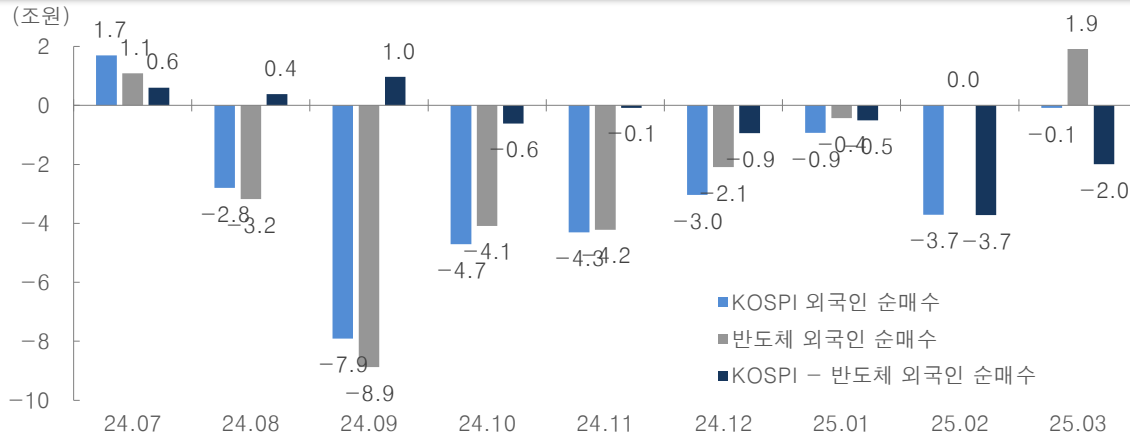


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

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

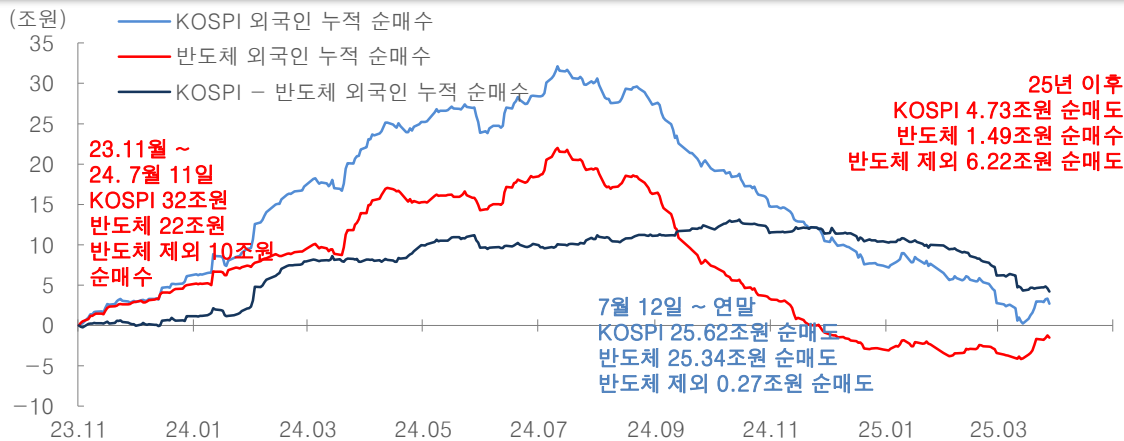
# [외국인 수급] 8개월만에 순매수 반전 시도. 반도체 1.9조원 순매수의 힘

## KOSPI 8개월만에 매수 전환 가능성. 반도체 대량 매수의 힘



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

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



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 3월 셋째주까지 2.6조원에 달했던 외국인 매도, 한 주만에 2,000억원 순매수 전환. 3월 마지막주에는 소폭 순매도 전환
- 반도체로 1.9조원 매수가 집중되면서 급반전 전개
- 이로써 KOSPI는 7개월만에 매수 반전 가능성 확대
- 그동안 외국인 매도는 반도체에 집중되었지만, 25년 들어서 반도체 매도는 크게 축소, 매수전환. 반면, Non-반도체 매도 강화 양상
- 반도체는 악재와 업황/실적 불안을 선반영한 상황. 오히려 중국 경기 회복 기대, 반도체 업황 저점 통과, 반도체 가격 반등 기대 유입
- 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

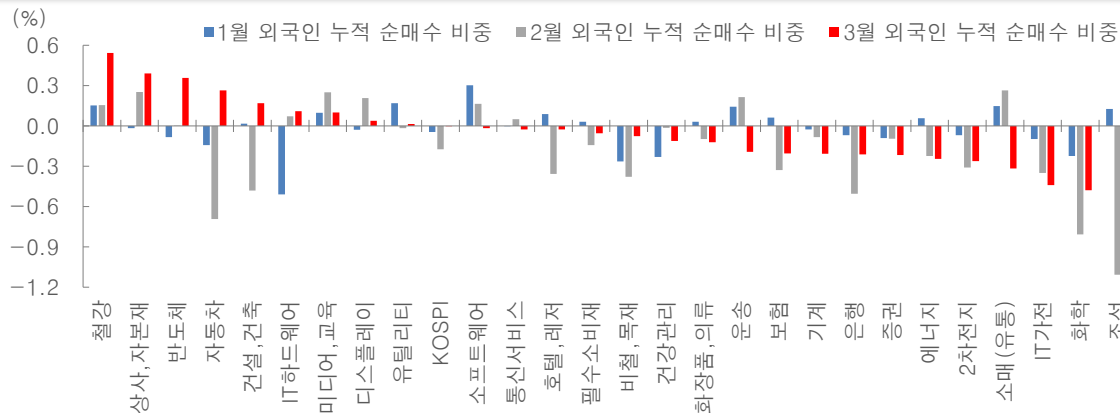
# [외국인 수급] 매수 강도 상위 업종 : 철강, 상사/자본재, 반도체, 자동차, 건설/건축, IT하드웨어 등

## 외국인 반도체 집중 매수, 상사/자본재, 자동차, 철강, 건설 차별적 순매수 조선, 2차전지, IT가전, 화학, 은행, 건강관리, 기계, 에너지, 증권 등 순매도



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## 시가총액 대비 매수 강도 상위 업종 : 철강, 상사/자본재, 반도체, 자동차, 건설/건축, IT하드웨어, 미디어, 교육, 디스플레이, 유틸리티

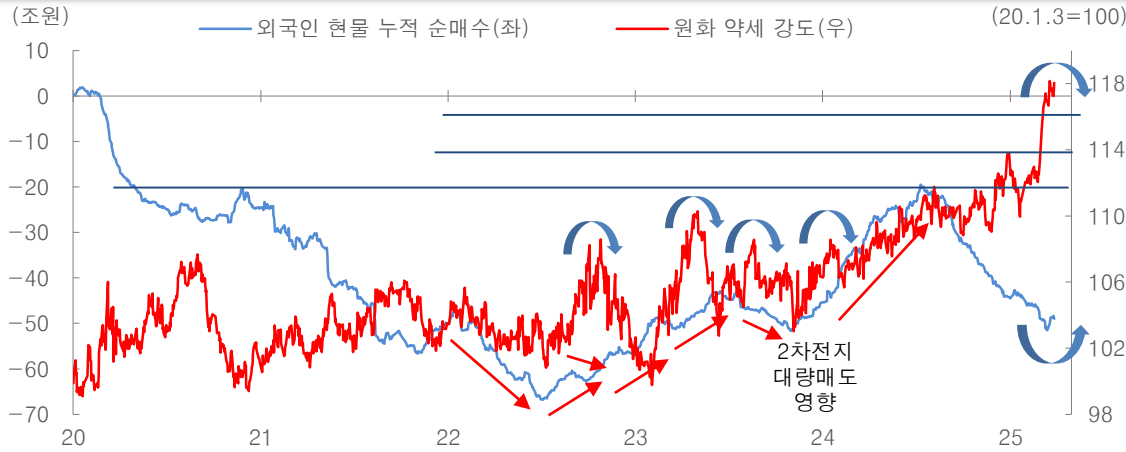


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 3월 외국인 누적 순매수를 보면 반도체 대량 매수를 필두로 상사/자본재, 자동차, 철강, 건설 등 차별적 순매수 기록 중
- 특히, 반도체는 3월 셋째주 누적 순매도 2위에서 한 주만에 누적 순매수 1위로 급반전
- 조선, 2차전지, IT가전, 화학, 은행, 건강관리, 기계, 에너지, 증권 등은 순매도 기록 중
- 시가총액 대비 매수 강도는 철강, 상사/자본재, 반도체, 자동차, 건설/건축, IT하드웨어, 미디어, 교육, 디스플레이, 유틸리티 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), 2차전지, 에너지, 증권, 은행, 기계, 보험, 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

- 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 강세 전환을 기대한 외국인 투자자들의 수급 변화가 가시화된 것
- 이번주 국내 정치 리스크 해소와 정치적 리스크 해소 이후 분위기를 반전을 트리거로 원/달러 환율은 25년 상반기 중 1,300원선 중반대 진입 예상
- 국내 내수 경기 회복 기대도 경기 불안심리 진정, 원화 강세 압력 확대로 이어질 전망

상승 동력 7.  
구매도 재개의 순기능.  
업종/종목 대응에는 옥석가리기 필요

---

Strategist 이경민

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

텔레그램 채널 daishinstrategy

## [공매도 재개] 3월 31일 공매도 전면 재개

### 공매도 제도개선 추진, 3월 31일 개선된 공매도 시행 예정

#### 공매도 제도개선 방안( '24.6.13.) 후속조치

기관투자자 중앙점검시스템 NSDS(Naked Short-Selling Detecting System) 준비

- 위반거래 적출 기능, 고의적 무차입 공매도에 대한 **형사처벌 강화**
- 공매도 목적 **대차거래의 상환기간 제한\*(90일, 연장포함 12개월) 적용**  
\* 시장조성자 · 유동성공급자에 우선 적용 중(' 24.11월~)
- 증권사 대주의 **담보비율이 인하(120%→105%)**되며, 상환기간은 대차와 동일
- 2개월간 **공매도 과열종목 지정제도**를 단계적으로 확대·운영

자료: 금융위원회, 대신증권 Research Center

#### 17개월만에 재개된 공매도, 역대 최장기간

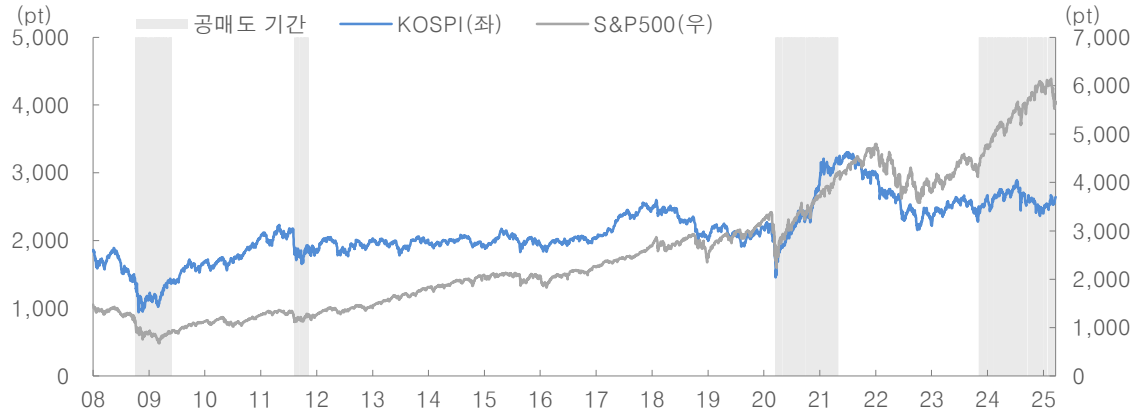
금지 시작일	금지 종료일	금지 사유	재개 범위
2008년 10월	2009년 6월 (부분)	글로벌 금융 위기	전 종목
2011년 8월	2011년 11월	유럽 재정 위기	전 종목
2020년 3월	2021년 5월 (부분)	코로나19 팬데믹	코스피 200 및 코스닥 150 구성 종목
2023년 11월	2025년 3월 31일 (예정)	불법 무차입 공매도 우려 및 제도 개선 필요	전 종목

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- ' 25.3.31일(월) 예정대로 공매도가 전면 재개.
- 코스피200 · 코스닥150 종목은 17개월, 그 외 종목은 약 5년 만에 공매도가 재개 되는 것으로 최장기간 공매도 금지
- 금융감독원은 그동안 일부 기관투자자들의 무차입 공매도에 대해 문제를 제기해 옴
- 불법 무차입 공매도 방지에 초점을 맞춘 규제 강화 후 모든 종목에 대한 전면 재개 예정으로, 기관과 외국인 투자자 참여 증가를 기대
- 2025년 3월 공매도 재개는 이전 사례와 같은 시장 충격을 방지하기 위한 목적이 아닌
- 규제 강화라는 새로운 환경과 목적에서 재개되므로 과거 사례를 참고하되 현재 시장 상황과 투자 심리를 종합적으로 고려

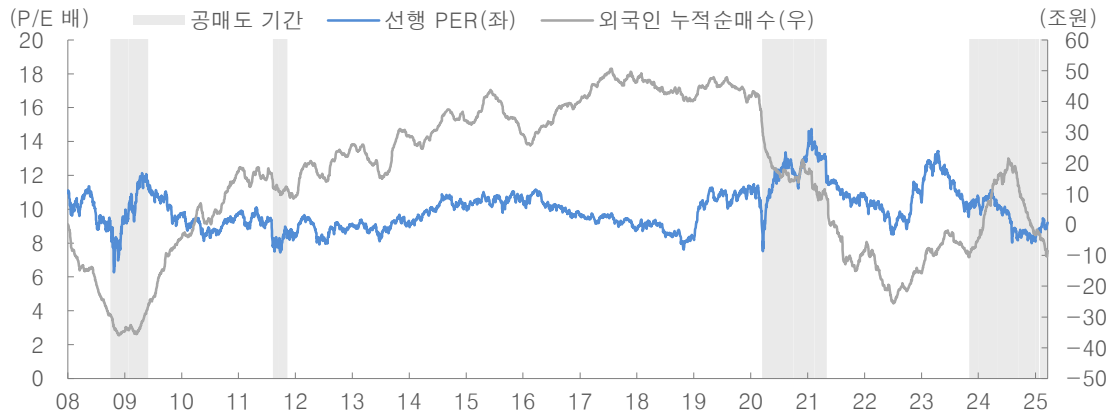
# [공매도 재개] 3월 31일 공매도 재개. KOSPI는 하락할까? 상승할까?

## 과거 공매도 재개 이후 KOSPI는 상승, 금융시장 흐름을 바꾸지는 못해



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## 코스피 등락에는 밸류에이션, 외국인 수급이 핵심 변수



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 투자자들의 불안심리가 크지만, 과거 공매도 재개 당시, 그리고 이후 흐름은 긍정적
- 공매도 재개가 증시 방향성(추세 상승 vs. 추세 하락)을 결정했다고 보기 어려움
- 2009년 6월 공매도 재개 이후 KOSPI가 상당 기간 우상향을 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
- 시장 유동성과 효율성을 높이는 긍정적 효과(외국인 수급 개선), 고평가 종목은 단기 주가 하락 압력 경계(포트폴리오 재점검 필요)
- 다만, 현재 KOSPI 밸류에이션 매력은 어느 때보다 높고, 외국인 지분율은 금융위기 이후 낮은 레벨에 위치
- 공매도 재개가 시장 전반에 부정적인 영향을 주지는 않을 것으로 전망

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

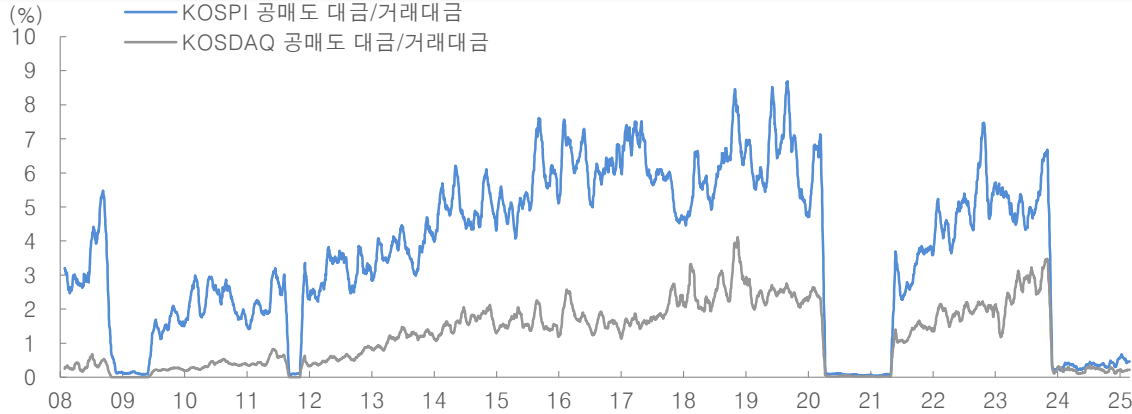
단기 등락은 불가피하지만, 3개월 수익률은 모두 플러스

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	<b>+14.7%</b>	<b>+10.0%</b>	<b>+2.84%</b>
	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 대량 매수가 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 재개 시 수급 변화에 의한 단기 등락은 있겠지만, 외국인 순매수를 중심으로 KOSPI 추가적인 레벨업 시도 예상

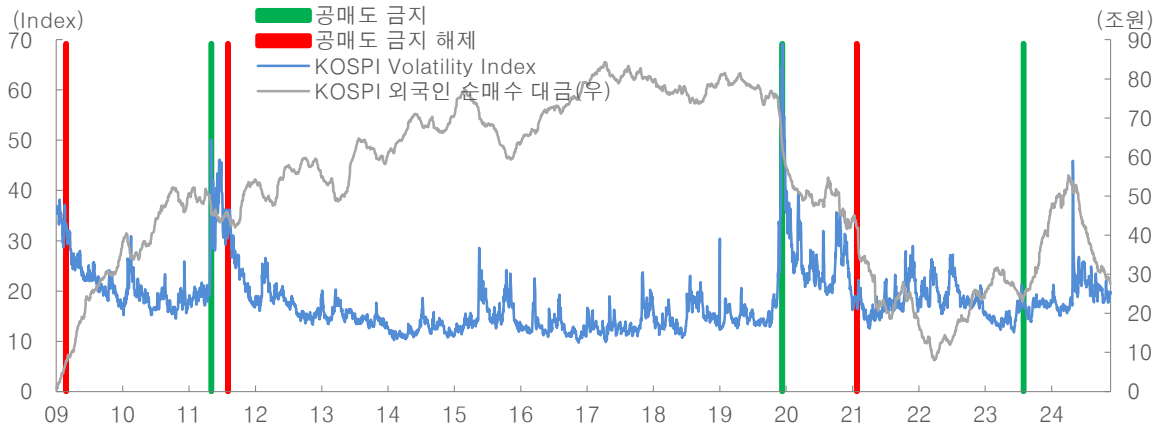
# [공매도 재개] 과거 공매도 재개 이후 공매도 금액은 증가, 변동성은 감소

## 과거 공매도 재개 이후 공매도 대금 추이



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## 공매도 대금 증가하나 변동성이나 수급은 다양한 요인에 의해 복합적으로 결정

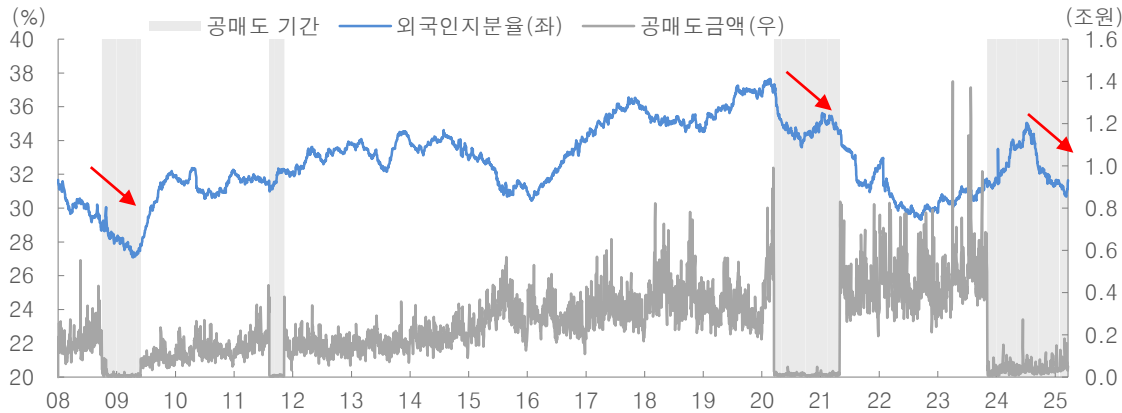


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 공매도 재개가 예고된 상황, 개별종목 단에서는 단기적인 ‘수급 쇼크’ 가능성이 있으므로 변동성 관리는 불가피
- 높은 밸류에이션이나 단기 이슈로 상승했던 종목은 공매도 표적이 되기 쉽고, 하락 폭도 더 크게 나타날 수 있으므로 투자 시 유의가 필요
- 공매도 재개 이후 공매도 거래대금이 증가하며 단기적 변동성은 축소되는 경향
- 공매도 재개는 외국인 투자자의 시장 참여를 촉진하는 요인 중 하나일 수 있지만, 외국인 자금의 유입 및 유출은 글로벌 경제 상황, 금리, 환율 등 거시경제 환경 변화에 더 민감하게 반응
- 궁극적으로 개별 종목단에서도 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 증가하더라도, 시간이 지나면 결국 “실질적인 이익 창출 능력과 미래 업황 전망”이 주가 방향을 결정

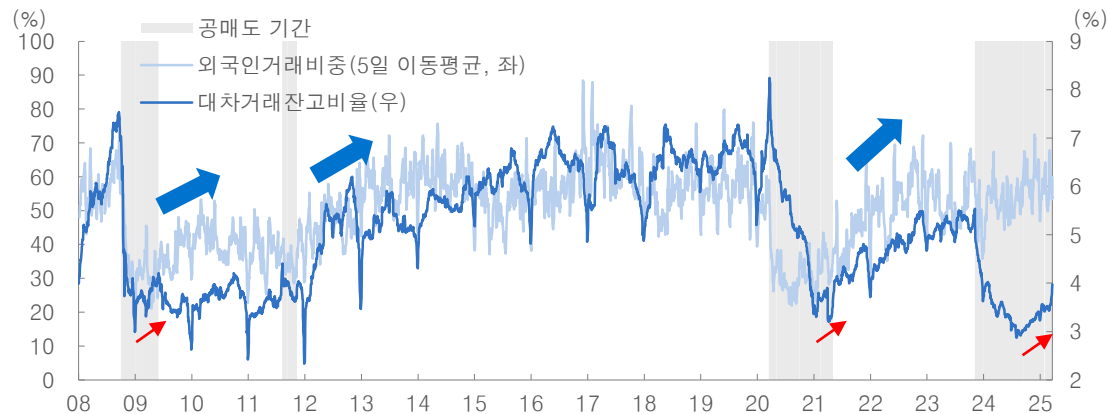
# [공매도 재개] 공매도 재개로 외국인 투자자 참여 기대

## 17개월 만에 재개된 공매도, 금지기간 감소한 외국인 지분



자료: 금융위원회, 대신증권 Research Center

## 17개월 만에 재개된 공매도, 재개 이후 외국인 거래 활성화 예상



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 공매도 도입 시 단기적으로는 시장 내 변동성이 확대될 가능성이 있으나, 장기적으로는 주가가 과도하게 상승하는 사례가 줄어드는 긍정적 효과 존재
- 불법 무차입 공매도 방지에 초점을 맞춘 규제 강화 후 모든 종목에 대한 전면 재개, 규제 당국의 감시가 더욱 강화된 만큼, 장기적으로 보면, 외국인 투자자의 시장 참여 비중이 증가할 것으로 기대
- 중소형주에서는 유동성 및 가격 발견 기능이 개선될 수 있음
- 롱숏(long/short) 전략을 운영하는 기관 투자자들은 시장에서 총 포지션(롱 및 숏)을 확대할 가능성이 높기 때문에 시장에 참여하는 전체 외국인 투자자는 증가할 것으로 예상

# [공매도 재개] 연초 대비 대차잔고가 크게 증가한 업종 : 상사/자본재, IT하드웨어, 기계, 조선, 건설 등

## 대차잔고가 크게 증가한 업종은 상사자본재, 조선, IT하드웨어, 기계, 건설 등

#	종목명	대차잔고/ 유동시가 총액 (%)	연초대비 대차잔고 증가율 (%)	신용용자 비율 (%)	12M Fwd P/E	수익률 (%)		
						1개월	12개월	연초 대비
1	상사,자본재	5.6	170.6	1.2	8.7	3.1	17.4	27.2
2	IT하드웨어	4.5	110.2	3.6	13.0	-5.2	-22.8	3.7
3	기계	5.0	106.5	2.7	14.9	-3.1	28.7	17.7
4	조선	5.9	97.4	1.7	18.4	-5.0	76.4	7.0
5	건설,건축관련	3.2	92.0	1.8	6.2	2.2	-9.3	7.4
6	화장품,의류,완구	4.7	73.9	1.9	9.7	-0.8	-1.8	3.1
7	미디어,교육	4.7	72.6	2.5	19.7	-6.7	-9.6	9.9
8	IT가전	15.1	62.2	2.1	40.6	-7.3	-44.4	-7.9
9	필수소비재	3.4	61.0	1.1	9.5	5.1	14.6	3.0
10	소매(유통)	4.3	57.4	1.8	8.9	1.0	-10.9	5.4
11	화학	9.0	54.8	2.7	24.1	-3.4	-44.3	3.8
12	에너지	4.4	45.1	1.5	10.0	-3.8	-11.3	3.7
13	보험	2.4	40.0	0.2	5.3	-3.8	-0.7	-5.4
14	증권	4.1	38.9	0.5	6.4	0.8	22.5	11.1
15	운송	2.5	35.6	0.6	6.5	-4.2	9.8	3.4
16	소프트웨어	3.9	35.0	1.6	16.9	-4.4	-9.8	1.3
17	호텔,레저서비스	5.0	34.5	1.4	10.9	0.5	-12.8	3.7
18	반도체	3.3	23.6	0.6	8.8	7.6	-18.8	13.3
19	건강관리	6.0	21.2	2.1	39.3	-7.6	-1.4	-1.3
20	은행	2.5	19.3	0.3	5.1	0.2	4.7	1.9
21	자동차	3.6	18.6	0.7	4.0	3.9	-12.2	0.2
22	디스플레이	4.2	13.4	3.1	19.6	-3.9	-26.0	-1.8
23	비철,목재등	3.5	4.3	1.7	30.7	2.1	17.9	-12.9
24	철강	3.9	3.0	1.6	11.8	4.5	-28.5	14.2
25	통신서비스	2.9	1.8	0.1	8.2	1.8	14.6	6.1
26	유틸리티	2.6	-5.2	1.4	2.7	1.0	3.7	6.8
평균		4.6	49.5	1.5	13.8	-1.0	-2.1	4.8

- 시장 전체적인 관점에서 공매도의 시장 영향은 제한적이지만, 공매도 재개가 예고된 상황에서 순환매가 빨라지며 업종/종목별 차별화 현상이 나타날 가능성
- 대차잔고 증가한 업종을 중심으로 공매도 유입 가능성 높음
- 단기적인 '수급 쇼크' 가능성 있으므로 변동성 관리 필요
- 현재 공매도 대차잔고가 크게 증가한 업종으로는 방산 섹터를 중심으로 급등한 상사/자본재 업종과 기계, 조선 등 연초 대비 상승이 뚜렷한 업종이거나, IT하드웨어 등 신용용자 비율이 높고 모멘텀이 약한 업종

# 대차잔고 비율이 높은 업종 : IT가전, 화학, 건강관리, 조선, 상사/자본재, 호텔/레저, 기계 등

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

#	종목명	대차잔고/ 유동시가 총액 (%)	연초대비 대차잔고 증가율 (%)	신용용자 비율 (%)	12M Fwd P/E	수익률 (%)		
						1개월	12개월	연초대비
1	IT가전	15.1	62.2	2.1	40.6	-7.3	-44.4	-7.9
2	화학	9.0	54.8	2.7	24.1	-3.4	-44.3	3.8
3	건강관리	6.0	21.2	2.1	39.3	-7.6	-1.4	-1.3
4	조선	5.9	97.4	1.7	18.4	-5.0	76.4	7.0
5	상사,자본재	5.6	170.6	1.2	8.7	3.1	17.4	27.2
6	호텔,레저서비스	5.0	34.5	1.4	10.9	0.5	-12.8	3.7
7	기계	5.0	106.5	2.7	14.9	-3.1	28.7	17.7
8	화장품,의류,완구	4.7	73.9	1.9	9.7	-0.8	-1.8	3.1
9	미디어,교육	4.7	72.6	2.5	19.7	-6.7	-9.6	9.9
10	IT하드웨어	4.5	110.2	3.6	13.0	-5.2	-22.8	3.7
11	에너지	4.4	45.1	1.5	10.0	-3.8	-11.3	3.7
12	소매(유통)	4.3	57.4	1.8	8.9	1.0	-10.9	5.4
13	디스플레이	4.2	13.4	3.1	19.6	-3.9	-26.0	-1.8
14	증권	4.1	38.9	0.5	6.4	0.8	22.5	11.1
15	소프트웨어	3.9	35.0	1.6	16.9	-4.4	-9.8	1.3
16	철강	3.9	3.0	1.6	11.8	4.5	-28.5	14.2
17	자동차	3.6	18.6	0.7	4.0	3.9	-12.2	0.2
18	비철,목재등	3.5	4.3	1.7	30.7	2.1	17.9	-12.9
19	필수소비재	3.4	61.0	1.1	9.5	5.1	14.6	3.0
20	반도체	3.3	23.6	0.6	8.8	7.6	-18.8	13.3
21	건설,건축관련	3.2	92.0	1.8	6.2	2.2	-9.3	7.4
22	통신서비스	2.9	1.8	0.1	8.2	1.8	14.6	6.1
23	유틸리티	2.6	-5.2	1.4	2.7	1.0	3.7	6.8
24	운송	2.5	35.6	0.6	6.5	-4.2	9.8	3.4
25	은행	2.5	19.3	0.3	5.1	0.2	4.7	1.9
26	보험	2.4	40.0	0.2	5.3	-3.8	-0.7	-5.4
	평균	4.6	49.5	1.5	13.8	-1.0	-2.1	4.8

- 한편, 대차잔고 비율 자체가 높은 업종으로는
- 부진한 주가 수준을 벗어나지 못하고 있지만 업황 불확실성이 큰 2차전지(IT가전) 업종과 화학 업종
- 그동안 상승세가 지속되면서 가격/밸류에이션 부담이 커진 조선과 상사/자본재(방산) 업종이 자리
- 이와 함께 연초대비 모멘텀 약화된 건강관리 업종 등이 상위권에 위치
- 가격, 밸류에이션 부담이 커진 업종들 중심으로 대차잔고가 큰 폭 증가하거나 시가총액 대비 대차잔고 비율이 높아진 상황
- 공매도 재개 시 과열 해소, 매물 소화 국면 진입 가능성 높다고 판단

# 대차잔고 높고, P/E 배수 과도하게 높은 종목의 변동성 관리 필요

## 대차잔고비율 & 대차잔고 증가율 Top 30

#	종목명	대차잔고/ 유동시가 총액 (%)	연초대비 대차잔고 증가율 (%)	신용용자 비율 (%)	12M Fwd P/E	수익률 (%)			#	종목명	대차잔고/ 유동시가 총액 (%)	연초대비 대차잔고 증가율 (%)	신용용자 비율 (%)	12M Fwd P/E	수익률 (%)		
						1개월	12개월	연초대비							1개월	12개월	연초대비
1	포스코퓨처엠	35.0	72.1	4.3	571.6	-9.1	-57.5	-9.6	1	KG모빌리티	5.7	672.4	0.5	0.0	-14.9	-42.6	0.7
2	에코프로비엠	31.4	50.0	4.0	331.9	-13.0	-62.7	-5.8	2	두산로보틱스	6.8	551.7	5.1	0.0	-17.6	-41.1	-0.6
3	LG에너지솔루션	26.6	70.9	0.6	103.6	1.1	-11.3	2.3	3	한화에어로스페이스	8.4	526.5	0.7	17.7	6.1	203.6	93.0
4	한미반도체	20.3	79.7	3.9	17.6	-18.2	-42.9	-7.3	4	에이피알	4.1	494.7	3.0	18.4	19.6	34.2	40.6
5	포스코DX	18.9	134.1	4.5	0.0	9.5	-47.9	32.6	5	이수스페셜티케미컬	3.8	466.8	3.0	76.5	-28.4	-37.1	45.6
6	엘앤에프	18.2	38.1	3.7	-89.3	-18.0	-63.3	-20.1	6	지아이이노베이션	6.1	406.3	1.5	0.0	-15.0	14.1	69.5
7	유한양행	17.1	81.9	3.9	57.7	-6.5	47.3	-4.6	7	한화시스템	8.1	360.8	4.9	24.6	4.6	85.7	41.4
8	에코프로	16.8	63.6	2.4	0.0	-8.7	-56.0	0.7	8	에코프로머티	13.7	351.2	3.4	313.1	-26.2	-52.0	-2.6
9	차바이오텍	16.7	71.6	2.6	0.0	-4.5	-42.4	-3.1	9	한화비전	7.7	308.7	4.3	16.3	16.4	0.0	76.6
10	SKC	16.0	47.6	6.0	-26.5	-15.4	-8.0	4.7	10	금호석유	4.9	298.3	0.9	8.9	12.8	-12.0	36.5
11	LS ELECTRIC	13.7	64.2	3.0	15.7	-25.2	82.4	11.6	11	한화	5.8	268.7	1.8	4.4	2.0	46.6	53.7
12	에코프로머티	13.7	351.2	3.4	313.1	-26.2	-52.0	-2.6	12	효성중공업	4.8	257.6	1.2	12.1	-0.5	55.1	9.5
13	아모레퍼시픽	13.3	127.5	1.7	20.9	-10.8	-13.8	-0.3	13	한화오션	8.3	217.5	2.6	38.2	-9.8	144.5	79.4
14	넥슨게임즈	12.3	18.8	7.3	76.0	-5.2	-7.4	-4.0	14	심텍	12.3	212.6	7.3	42.9	-0.7	-34.9	81.8
15	콜마비엔에이치	12.3	35.6	3.9	14.6	-0.2	-13.8	11.4	15	HD현대중공업	8.1	211.2	0.8	24.8	-5.4	135.9	-2.6
16	심텍	12.3	212.6	7.3	42.9	-0.7	-34.9	81.8	16	현대로템	3.6	206.3	1.0	16.3	30.1	195.6	104.6
17	두산퓨얼셀	12.3	14.5	2.8	180.3	-9.9	-27.7	-6.6	17	LG이노텍	5.8	193.2	2.2	8.0	1.9	-16.3	2.1
18	솔브레인홀딩스	12.0	-42.6	8.9	0.0	-9.2	-50.3	-17.7	18	두산	7.1	181.4	2.5	28.6	-9.2	94.0	14.9
19	천보	11.7	-11.9	3.7	-52.5	-11.5	-61.2	-6.2	19	더블유게임즈	5.6	175.7	1.8	6.0	5.9	19.7	-5.9
20	SK아이이테크놀로지	11.7	83.9	4.2	-17.7	-16.1	-67.9	4.2	20	S-Oil	5.3	171.2	0.5	9.3	0.7	-26.4	4.6
21	이오테크닉스	11.2	24.1	4.2	22.9	8.8	-26.5	1.3	21	농심	6.4	164.8	0.8	13.7	20.7	10.5	10.0
22	메디톡스	10.9	9.8	3.9	0.0	4.0	-11.1	5.1	22	젬백스	10.8	164.5	0.0	0.0	-7.1	195.9	135.1
23	젬백스	10.8	164.5	0.0	0.0	-7.1	195.9	135.1	23	KCC	4.0	164.2	0.7	6.3	1.9	-0.2	12.3
24	덕산네오룩스	10.7	20.4	4.6	10.3	-10.4	-27.2	-0.4	24	HD현대인프라코어	6.4	162.1	3.2	10.2	2.6	1.9	26.6
25	SFA반도체	10.5	7.9	8.1	37.0	-3.1	-49.0	0.2	25	클래시스	9.4	151.9	2.5	25.3	-7.6	64.2	22.4
26	오스코텍	10.4	28.1	0.9	34.1	-0.5	3.4	19.5	26	삼성E&A	3.6	149.4	0.9	6.4	21.3	-21.2	20.1
27	원익IPS	10.3	27.4	1.8	18.0	-2.8	-32.5	10.3	27	유진테크	8.3	148.2	1.5	11.4	-6.7	-8.0	25.2
28	동진세미캠	10.1	90.0	4.2	0.0	14.5	-35.6	43.5	28	하이브	5.8	145.3	1.4	34.8	-6.6	5.0	24.4
29	셀트리온제약	10.1	-11.1	7.3	0.0	-6.5	-48.6	-10.4	29	두산에너지빌리티	5.0	141.0	2.9	35.1	-4.1	39.0	38.8
30	ISC	10.1	10.8	4.0	18.0	-14.1	-44.4	-23.3	30	LS	4.8	139.3	2.7	8.3	-3.8	-5.5	14.4

기준일: 2025년 3월 28일, KOSPI200 & KOSDAQ150 종목 중 대차잔고 비율&증가율 상위 종목을 기준으로 정렬

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

# 2025년 KOSPI Target 3,000p. 전강후약 패턴 예상(6 ~ 7월 고점 전망)

---

Strategist 이경민

02) 769-3840 / [kyoungmin.lee@daishin.com](mailto:kyoungmin.lee@daishin.com)

텔레그램 채널 [daishinstrategy](#)

# [KOSPI 전망] 3,000선 돌파 이후 상승 탄력 둔화

2025년 KOSPI 예상 경로. 양호한 경기 모멘텀 속에 물가/통화정책 변화가 핵심

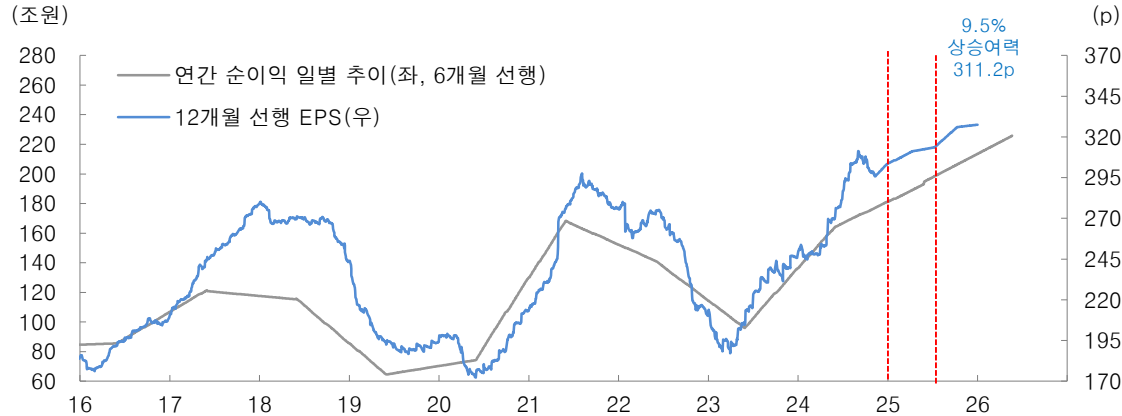


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 25년 1H 펀더멘털 + 금리인하 모멘텀 & 달러 약세로 강세. 2H 물가 불안 & 트럼프 리스크
- 25년 코스피는 상반기 탄력적인 상승세를 보일 것으로 예상. 24년 8월 중기 저점, 11월 단기 저점에서 시작된 상승세는 25년 상반기까지 지속될 전망
- 견고한 미국 경기 모멘텀에 중국, 유럽의 경기부양 드라이브, 금리인하 사이클 등이 경기/유동성 모멘텀 동반 회복/개선으로 이어질 것. Non-US 경기 회복은 한국 수출 모멘텀을 더욱 견고히 만들고, 3분기 실적 시즌 불안심리를 제어할 수 있다고 생각
- 25년 2분기 중후반부터 물가 변화 체크. 기저효과 소멸과 경기모멘텀이 양호한 상황에서 금리인하 사이클이 진행되는데 따른 물가 상승압력 확대 가능성 높기 때문
- 트럼프 2.0 시대도 상반기 중 내각 구성 이후 하반기에 본격화되면서 정책 불확실성 확대 예상. 규제 완화, 산업 정책 등은 긍정적일 수 있지만, 보편 관세, 대중국 60% 관세 부과 등은 글로벌 교역 위축, 한국 수출 불안을 야기할 뿐만 아니라 물가 상승압력을 자극할 수 있음

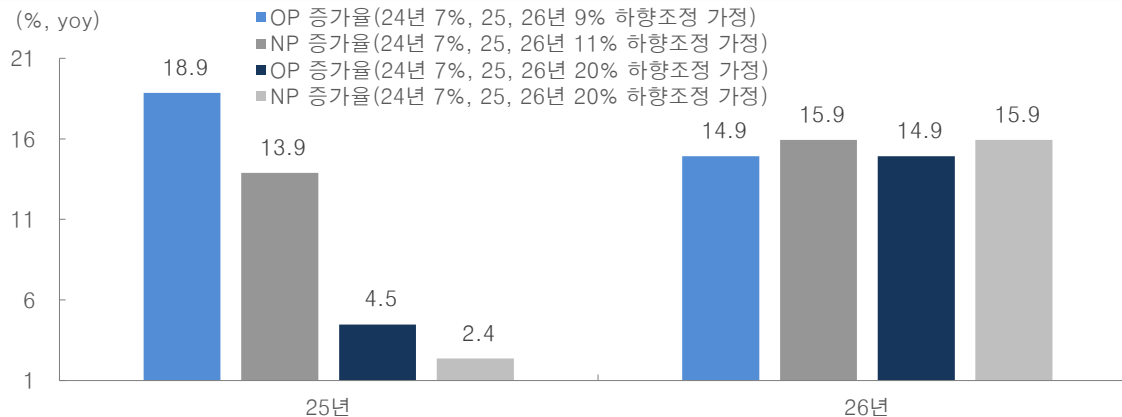
# [KOSPI 전망] 25년, 26년 이익 증가 유효. 선행 EPS 상승 지속

## 12개월 선행 EPS 상승세 지속. 25년 상반기 311.2p, 3Q 313.8p 도달 가능



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## 연간 이익 전망 레벨다운되더라도 26년까지 이익 증가세 유효



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 25년, 26년 OP 9%, NP 10% 하향조정은 2010년 이후 연초 컨센서스 대비 실제 실적 괴리율 전체 평균(OP -9%, NP -10%) 반영  
25년, 26년 OP, NP 20% 하향조정은 2010년 이후 연초 컨센서스 대비 실제 실적 괴리율 마이너스 평균(OP -9%, NP -10%) 반영

- 선행 EPS 상승추세 & 분기별 평균 10% 디스카운트 = 25년 상반기 314.5p 도달 가능
- 3분기 프리어닝 시즌 이후 12개월 선행 EPS 하락세 전개. 24년 3분기, 4분기 뿐만 아니라 25년 이익전망 하향조정 영향. 하지만, 12개월 선행 EPS 상승추세는 지속될 전망
- 현재 25년, 26년 순이익 증가율은 23.4%, 11.9%. 12개월 선행 EPS 상승탄력이 둔화되고, 상승 기운이 약해지겠지만, 상승 추세 유효. 24년 이익 전망을 7% 하향조정하고, 25년, 26년 이익을 10% 전후(10년 이후 평균), 20%(10년 이후 하향조정 국면 평균) 하향조정하더라도 26년까지 증익 가능
- 23년 3월말 저점 이후 상승추세 지속될 경우 선행 EPS 목표치 산출. 분기별 이익모멘텀 둔화를 감안해 평균 15% 디스카운트. 이 경우 24년 연말까지 304.26p, 25년 상반기 중 314.5p 도달 가능

# [KOSPI 전망] 25년 연간 Range: 2,500 ~ 3,000p

## 12개월 선행 EPS X 12개월 선행 PER에 따른 적정 KOSPI 지수 Matrix

EPS 조정 수준 (%)	12개월 선행 EPS	12개월 선행 PER						
		24년 저점 8.04X	22년 저점 8.5X	24년 2H 평균 8.86X	01년 이후 평균 9.5X	10년 이후 평균 10x	21년 6월 이후 평균 10.5X	24년 3월 고점 11.1X
20	341	2,740	2,897	3,019	3,238	3,408	3,578	3,783
15	327	2,626	2,776	2,894	3,103	3,266	3,429	3,625
12	318	2,557	2,704	2,818	3,022	3,181	3,340	3,531
10.4 (3Q 추정 고점)	314	2,522	2,666	2,779	2,979	3,136	3,293	3,481
9.5 (2Q 추정 고점)	311	2,500	2,643	2,755	2,954	3,110	3,265	3,452
5	298	2,398	2,535	2,642	2,833	2,982	3,131	3,310
현재	284	2,283	2,414	2,516	2,698	2,840	2,982	3,152
-5	270	2,169	2,293	2,390	2,563	2,698	2,833	2,995
-10	256	2,055	2,173	2,265	2,428	2,556	2,684	2,837
-15	241	1,941	2,052	2,139	2,293	2,414	2,535	2,680

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- PER 8.86배(24년 하반기 이후 평균) ~ 9.5배(2001년 이후 평균)
- 상단 3,000p : 12개월 선행 EPS 311p X KOSPI PER 9.5배 반영  
\* 선행 EPS 311p = 25년, 26년 순이익 컨센서스를 반영한 25. 2Q, 3Q 고점 평균  
23년 3월 이후 상승추세에서 분기별 30 ~ 80% 하향조정  
\*\* PER 9.5배 : 2001년 이후 평균
- 하단 2,500p: 12개월 선행 EPS 현재 (284p) X 24년 하반기 평균 PER 8.86 배 적용
- 글로벌 금리인하사이클 + 견고한 미국 경기 + Non-US 경기회복 + 달러 약세 = 상승추세 강화 전망
- KOSPI 반도체를 필두로 한 IT와 조선, 기계, 2차전지, 제약/바이오 등 이익 개선에 근거한 실적 레벨업

# [투자전략] 타이밍이 중요. 승부수는 상반기에 보자

반도체, 조선, 기계로 중심을 잡고, 성장주(2차전지, 인터넷, 제약/바이오)로 +α 수익률 확보

## 1Q (상승)

- 24년 11월 상승 반전, 상승추세 재개
- 미국 금리인하 사이클 지속, 완만한 경기 둔화 + 중국, 유럽 등 Non-US 경기 회복 가시화
- 한국 반도체 모멘텀 회복
- 트럼프 취임 이후 정책 우선 순위, 행정명령 시행 경계
- 2,500p 이하에서 비중 확대. 3,000선 이상에서 단기 변동성 경계

## 2Q (고점 통과)

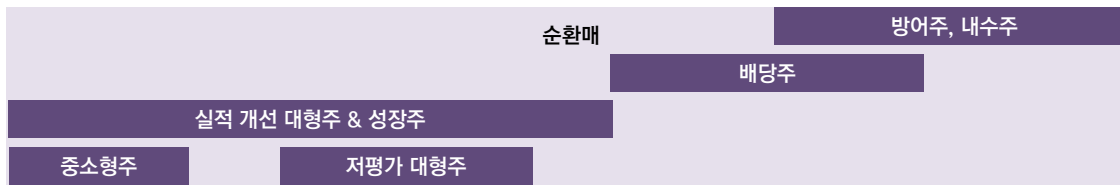
- 1분기 상승 동력 유효
- 미국 경기 저점 통과 시 오버슈팅 가능성
- 물가 반등 여부, 레벨 체크
- 물가 상승률 상승 반전시 금리인하 사이클 조기 종료 우려에 변동성 확대 가능
- 트럼프 내각 구성 완료, 정책 우선 순위 체크
- 트럼프 리스크 유입 가능
- Holding & 단기 트레이드

## 3Q (하락 반전)

- 물가 반등, 레벨에 따라 금리인하 사이클 조기 종료 경계심리 확대
- 채권금리, 달러화 항배 주목
- 금리 동결 결정시 하락 압력 확대 불가피
- 트럼프 정책 시행 과정에서 이해 득실 체크
- 외국인 순매도 전환, 금리 반등으로 성장주 약세 우려
- 3,000선 상회시 비중 축소

## 4Q (변동성 확대)

- 물가 반등, 레벨에 따라 금리 동결 국면 전개, 금리 인상 우려 확대
- 채권금리, 달러화 반등/레벨업
- 물가, 통화정책 불확실성에 트럼프 정책 시행, 트럼프 발 리스크 본격 반영
- 중국, 유럽 경기 정점 통과 우려, 26년 실적 불안심리 확대
- 반등시 비중 축소



- 상반기 비중 확대(수출주, 구조적 성장주). KOSPI 3,000선 이상에서는 차익 실현, 리스크 관리
- 25년 상반기 KOSPI는 24년 4분기 답답한 흐름에서 벗어나 탄력적인 반등세를 보일 전망. KOSPI 2,500선 이하는 25년 상반기 KOSPI 강세를 염두에 둔 비중 확대 전략 유효. 25년 상반기 중 KOSPI 3,000선을 향하는 흐름 예상
- 반도체, 특히 삼성전자의 시장 주도력 약화에도 불구하고 KOSPI 상승 전망. 이익 개선 기여도가 높고, 이익 모멘텀이 강한 조선, 기계 업종과 대표적인 성장주이면 장기 소외주인 2차전지, 인터넷, 제약/바이오가 KOSPI 반등을 주도할 전망. 이들 업종만으로도 시가총액 비중 35.9%. 반도체가 상승에 동참할 경우 62.3%, SK 하이닉스만 상승세를 보이더라도 44%
- 다만, KOSPI 3,000선 이상부터는 강한 상승세를 보인 업종/종목 중심으로 차익 실현을 염두에 둘 필요가 있음. 오버슈팅이 있더라도 하반기 변동성 확대에 대비하는 방어적 포트폴리오 구축이 유리할 전망

# 투자전략 : 낙폭과대 & 실적대비 저평가 업종/종목 트레이딩 강화 소프트웨어, 2차전지, 은행, 보험, 에너지, 디스플레이

---

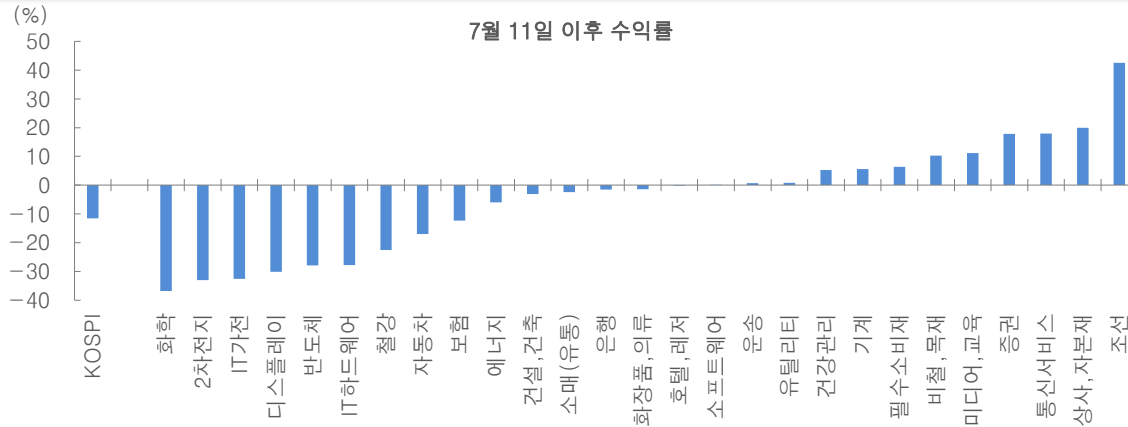
Strategist 이경민

02) 769-3840 / [kyoungmin.lee@daishin.com](mailto:kyoungmin.lee@daishin.com)

텔레그램 채널 [daishinstrategy](#)

## [낙폭과대] 중단기 가격 메리트에 근거한 순환매 장세 지속

24년 고점(7/11) 이후 수익률 : 화학, 2차전자, IT가전, 디스플레이, 반도체, IT하드웨어, 철강, 자동차, 보험, 에너지, 건설/건축, 소매(유통), 은행 등 약세



- KOSPI 2,650선 돌파시도 이후 급락 반전 과정에서 업종/종목별 차별화 반전 양상 더욱 뚜렷

- 24년 고점이었던 7월 11일 이후 업종별 수익률을 보면 조선, 상사/자본재, 통신, 증권, 미디어/교육, 비철/목재 등이 차별적 강세를 보였지만, 조선, 기계, 건강관리 등 상승폭 축소

- 화학, 2차전자, IT가전, 디스플레이, 반도체, IT하드웨어, 철강, 자동차 등 IT, 수출주 중심으로 약세

- 하지만, 최근 1개월 수익률을 보면 반도체, 필수소비재, 철강, 건설, 상사/자본재, 통신 등은 강세 지속

- 반면, 자동차, 비철목재는 강세 반전

- 그동안 강세를 이어왔던 미디어/교육, 조선, 운송, 소프트웨어, 에너지, 화학, 기계, IT하드웨어 등은 하락 반전

- KOSPI가 다시 2,600선을 회복하고, 2,700선을 넘어서는 국면에서도 중단기 낙폭과대, 또는 가격 메리트가 높아진 업종에 대한 관심을 더 높여가야 할 때라고 판단

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

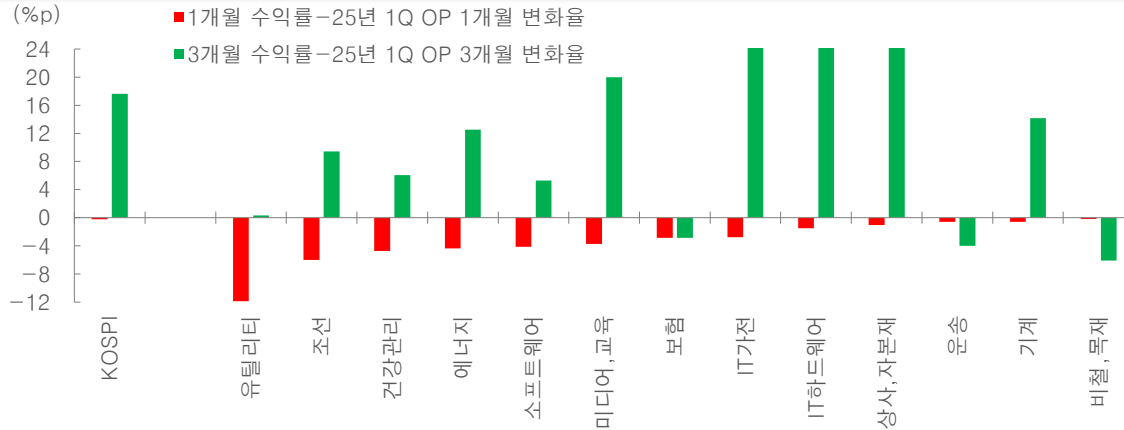
1개월 수익률 : 반도체, 필수소비재, 철강, 건설, 자동차, 비철/목재 상승 반전, 미디어/교육, 조선, 운송, 에너지, 기계 등 하락 반전



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

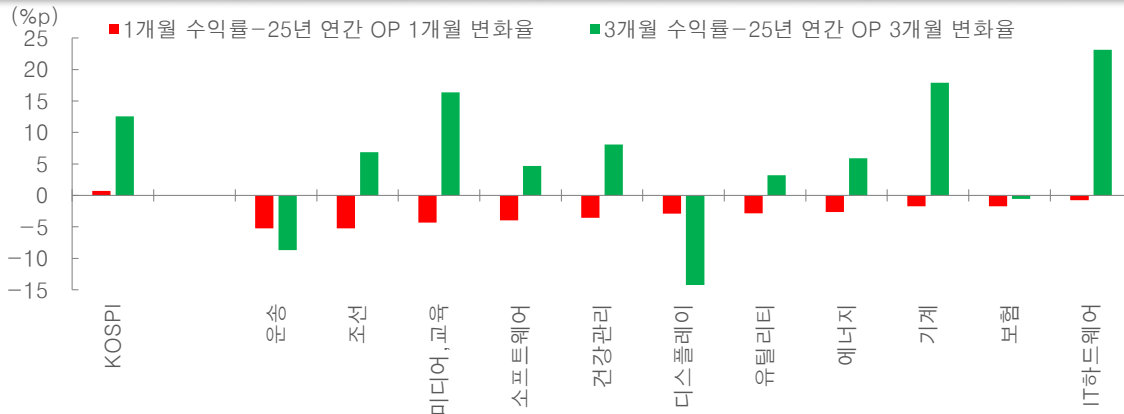
# [실적대비 저평가] IT하드웨어, 건강관리, 기계, 미디어/교육, 보험, 소프트웨어, 에너지, 운송, 유틸리티 등

## 25년 1분기 연간 영업이익 전망 변화율 대비 저평가 : 유틸리티, 조선, 건강관리, 에너지, 소프트웨어, 미디어/교육, 보험, IT가전, IT하드웨어, 상사/자본재, 운송 등



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## 25년 연간 영업이익 전망 변화율 대비 저평가 : 운송, 조선, 미디어/교육, 소프트웨어, 건강관리, 디스플레이, 유틸리티, 에너지, 기계, 보험, IT하드웨어 등

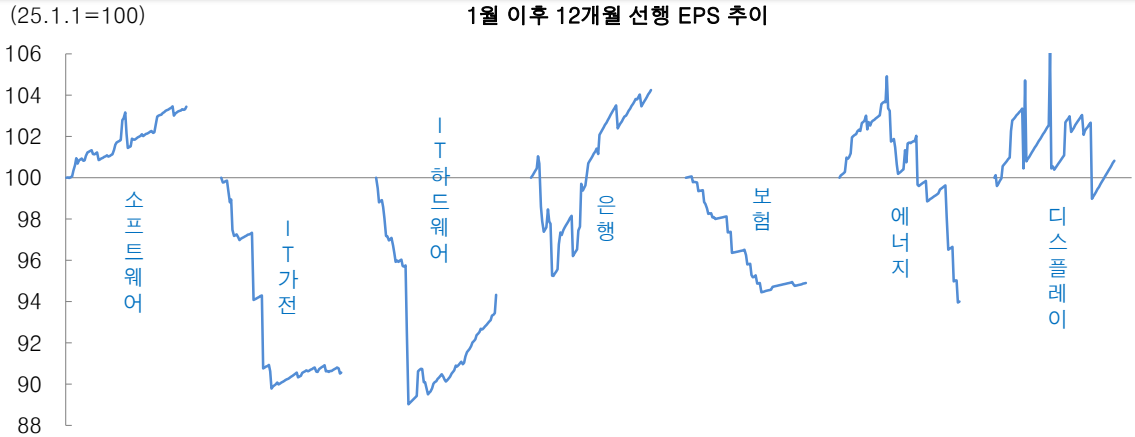


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 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 유틸리티, 조선, 건강관리, 에너지, 소프트웨어, 미디어/교육, 보험, IT가전, IT하드웨어, 상사/자본재, 운송 등이 있음
- 25년 연간 영업이익 전망 변화율 대비 저평가 업종은 운송, 조선, 미디어/교육, 소프트웨어, 건강관리, 디스플레이, 유틸리티, 에너지, 기계, 보험, IT하드웨어
- 25년, 25년 1분기 모두 실적대비 저평가 업종으로 IT하드웨어, 건강관리, 기계, 미디어/교육, 보험, 소프트웨어, 에너지, 운송, 유틸리티, 조선이 있음
- 반도체는 25년 1분기 실적 전망 상향조정에도 불구하고 주가 반등 영향으로 실적대비 저평가 매력 약해진 상황

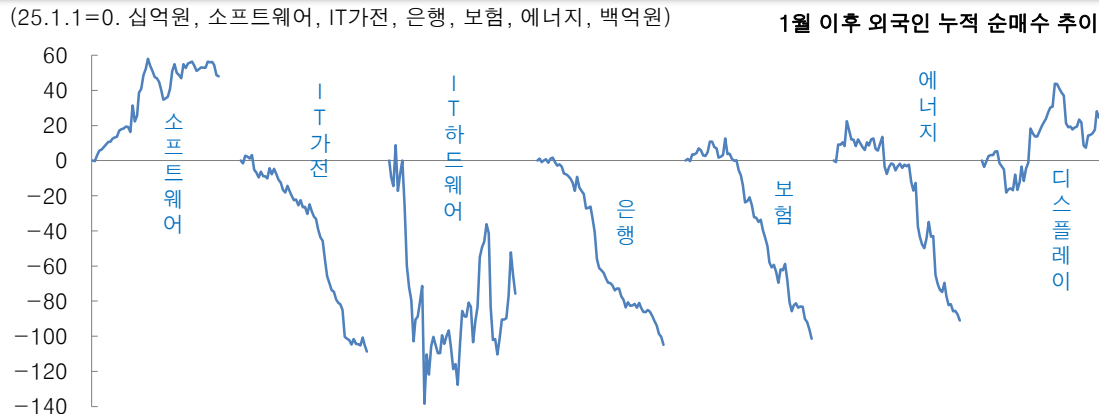
# [저평가 & 낙폭과대] 소프트웨어, IT가전, IT하드웨어, 은행, 보험, 에너지, 디스플레이

**실적 전망 상향 : 소프트웨어, IT하드웨어, 은행, 보험, 디스플레이**  
**정체/하향조정 : IT가전, 에너지**



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

**IT가전, 은행, 보험, 에너지 매도 지속/강화**  
**소프트웨어, IT하드웨어, 디스플레이 매도 전환 & 매도 전환 가시화**

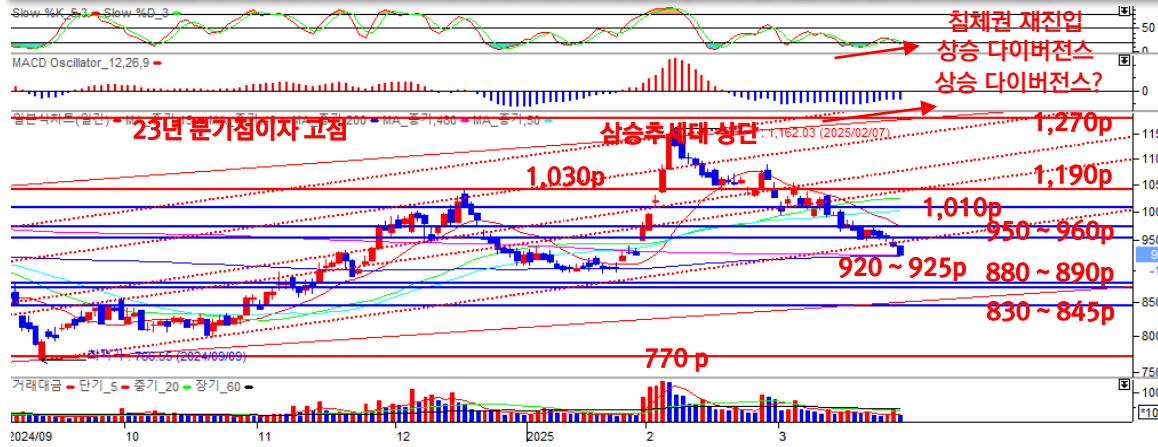


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 실적대비 저평가 업종이자 낙폭과대 업종에 소프트웨어, IT가전, IT하드웨어, 은행, 보험, 에너지, 디스플레이가 있음
- 이들 중 12개월 선행 EPS가 상승 중인 업종은 소프트웨어, IT하드웨어, 은행, 보험, 디스플레이
- 대부분 외국인 매도가 지속되거나 최근 외국인 매도 전환 조짐 감지
- 반면, 실적 전망이 정체 중인 IT가전, 에너지 업종도 외국인 매도 우위
- 실적/업황 이슈보다는 트럼프 정책 불확실성 확대, 미국 스태그플레이션 우려, 국내 정치적 리스크 장기화 등의 영향으로 판단
- 저평가 매력에 높은 상황임에 따라 프리어닝 시즌이 가까워지면서 실적 전망 향배가 외국인 수급 변화로 이어질 전망
- 실적 대비 저평가 업종에 관심이 필요한 이유. 대외 변수, 펀더멘털 외적인 변수로 인해 주가가 부진하다면 실적 변화에 따라 외국인 수급 변화에 따른 주가 등락이 빨라질 수 있음

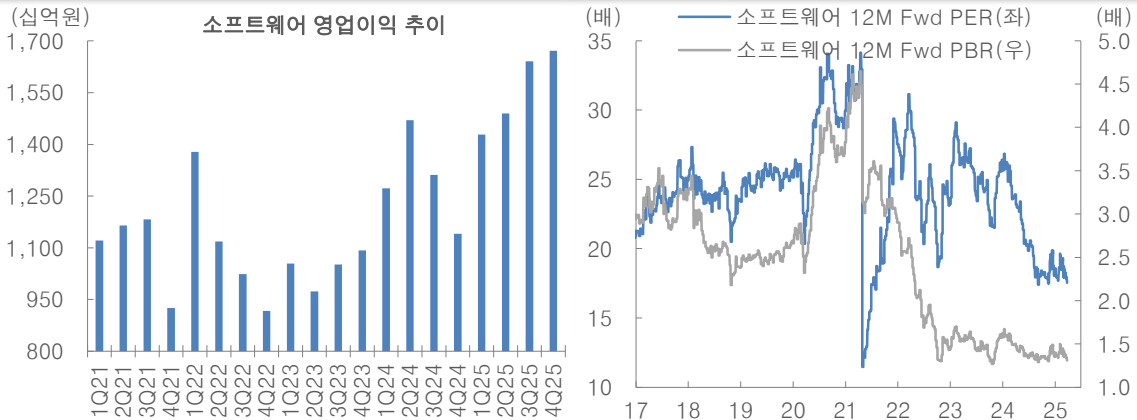
# [인터넷] 증기 지지권, 분기점에 도달. 세번째 상승 추세 전개 예상, 1차 목표는 1,000선 돌파/안착

KRX 인터넷 Top10 지수 일간차트. 단기 과열해소, 매물소화 진행 중.  
1차 920선, 2차 880 ~ 890 지지력 확보 이후 1,000선 돌파/안착 시도 예상



자료: 대신증권 Research Center

인터넷 25년 실적 레벨업 전망. 선행 PER은 17배 수준, 여전히 밸류에이션 저점권  
선행 PBR도 1.31배 수준으로 역사적 저점권에서 반등 시도 중

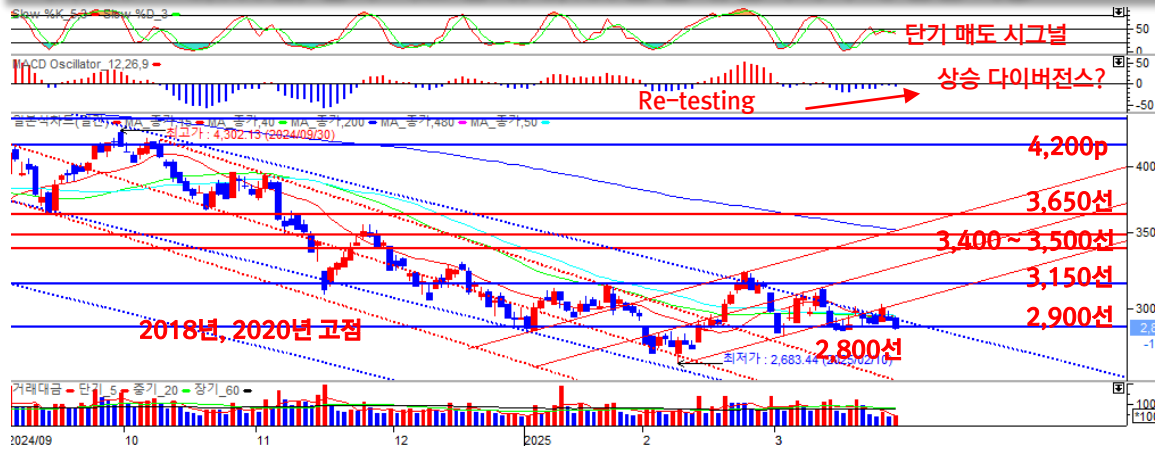


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 인터넷 업종은 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
- 1차적으로는 920 ~ 925p, 2차적으로는 880 ~ 890선 전후에서 지지력 테스트 가능성 높다고 판단
- 이후에는 1,270선까지 추가적인 상승 여력 존재. 여전히 강력한 상승추세 진행 중. 상승 과정에서 1차적으로는 1,000선 돌파/안착 여부가 중요
- 인터넷 업종 25년 실적 레벨업 기대. 채권금리 하향 안정과 맞물릴 경우 밸류에이션 매력이 배가되면서 추가적인 상승세 전개 예상

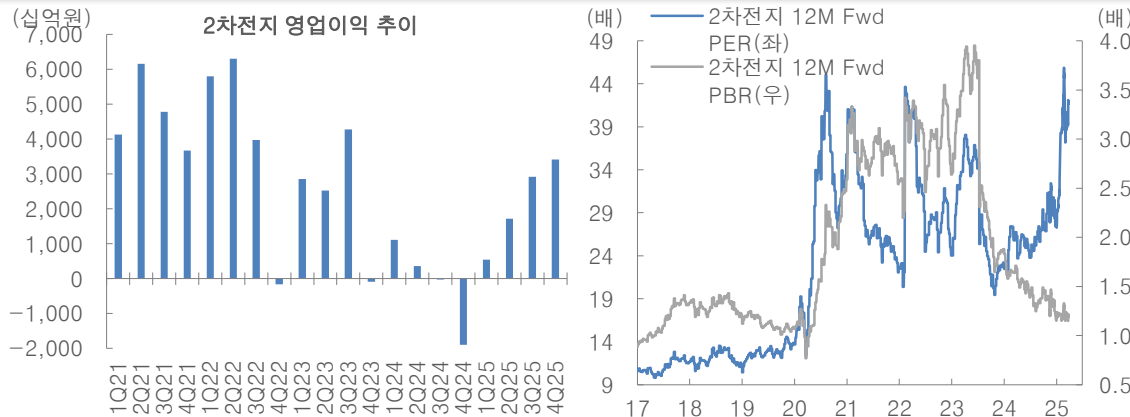
## [2차전지] UnderShooting 탈출기. 2,900 ~ 3,150선 단기 박스권 등락, 단기 상승추세 형성 중

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

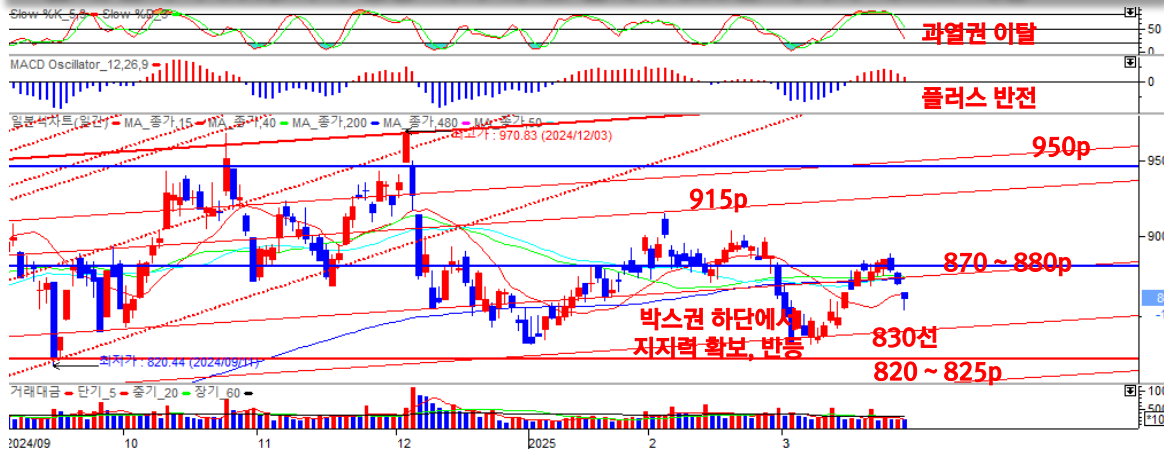


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 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

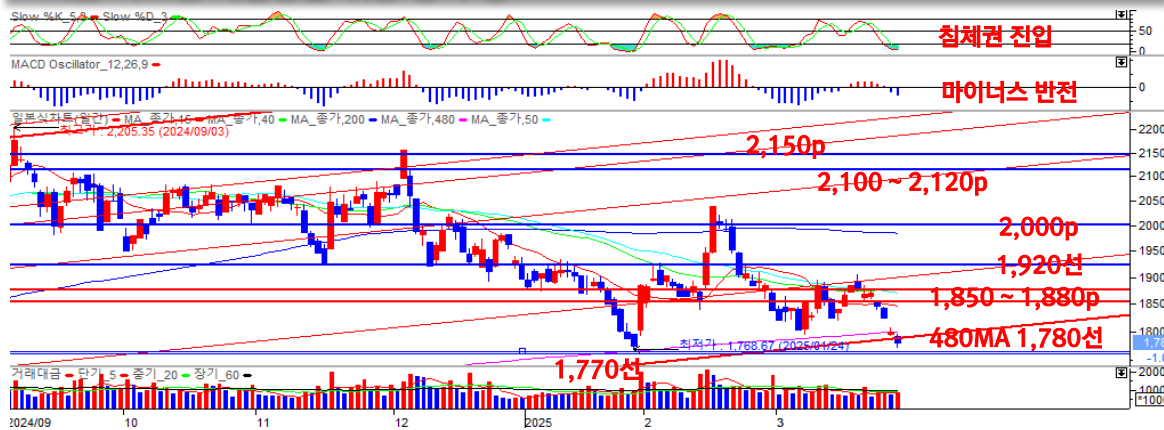
# [은행/보험] 박스권 중단까지 반등, 기로에 선 은행. 보험은 박스권 하단에서 등락 반복

## 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

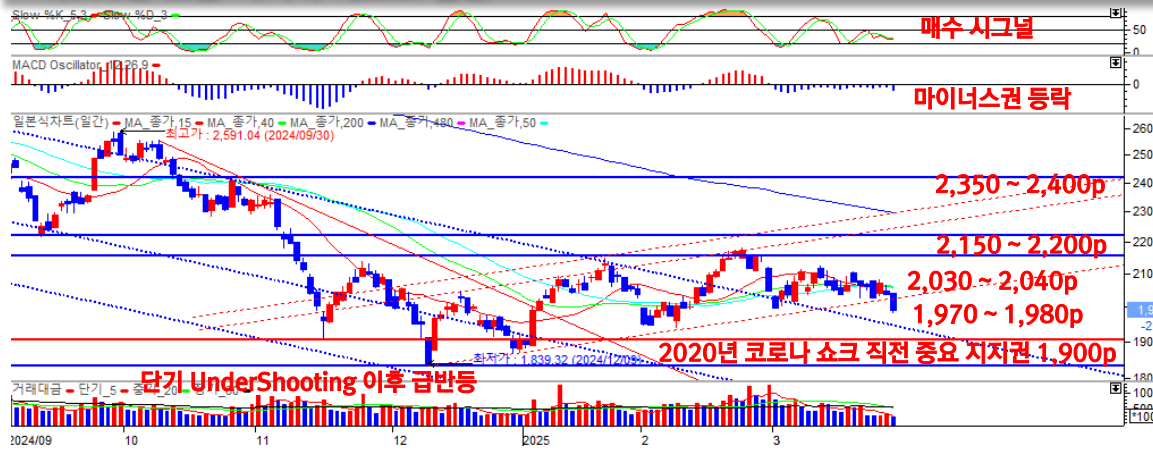


자료: 대신증권 Research Center

- 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

# [에너지화학/디스플레이] 에너지/화학, 레벨다운 경계. 디스플레이는 4개월째 레벨다운된 박스권 등락 중

## 에너지화학 일간 차트. 2,000선 장대 음봉으로 하향이탈. 1,900선 초반 지지력 테스트 감안



자료: 대신증권 Research Center

## 디스플레이 일간 차트. 레벨다운된 박스권, 중기 하락추세대 상향 돌파 시도 중 동 가격대를 넘어설 경우 1만원선 돌파시도 가능



자료: 대신증권 Research Center

- 에너지/화학 업종은 단기 과열 해소, 매물 소화 과정에서 단기 상승추세대 하단 이자 40일, 50일선이 위치한 2,000선 지지력 확보에 실패, 장대음봉으로 하향이탈
- 이 경우 25년 2월 저점 수준인 1,900선 초반과 24년 12월 저점권인 1,900선 초반에서 지지력 테스트 가능성 열어놔야 할 것
- 단기 상승 추세대를 하향이탈한 만큼 당분간 1,900 ~ 2,050p 박스권 매매에 집중
- 디스플레이는 전 저점권에서 지지력 확보, 2020년 이후 중요 분기점인 9,500원 돌파시도에 나섰지만, 하락 반전
- 동 가격대는 하락추세대 상단이 위치함에 따라 돌파/안착시 추세 반전 가능성 확대
- Stochastics 과열권 진입으로 인해 단기 등락은 감안해야겠지만, MACD OSC 상승 반전으로 1만원선까지 상승 여력 확대 예상

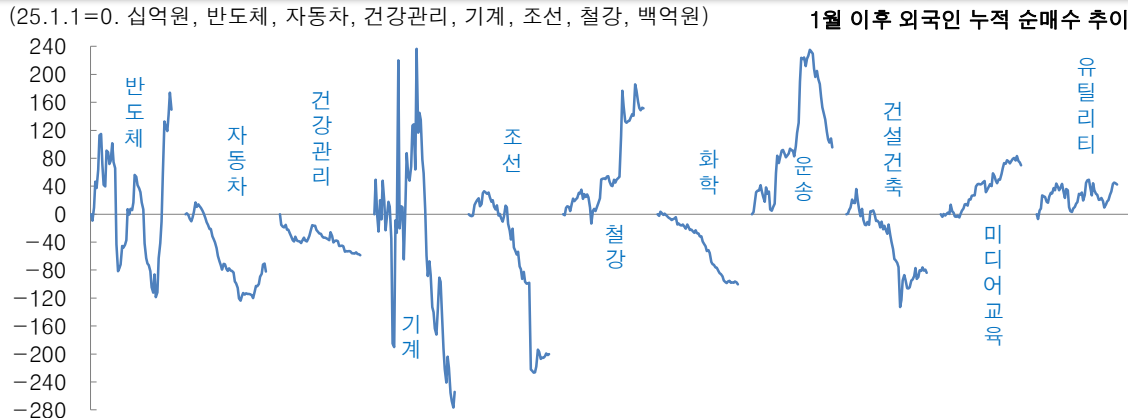
# [저평가 or 낙폭과대] 반도체, 자동차, 건강관리, 기계, 조선, 철강, 화학, 운송, 건설, 미디어/교육, 유틸리티

**실적 전망 상향 : 반도체, 자동차, 건강관리, 기계, 조선, 미디어/교육, 유틸리티**  
**정체/하향조정 : 철강, 화학, 운송**



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

**건강관리, 기계, 조선, 화학 매수 전환 가능성. 운송은 매도 지속**  
**반도체, 자동차, 철강, 건설, 미디어/교육, 유틸리티 매도 전환 가능성**



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 실적대비 저평가 업종이거나 낙폭과대 업종은 반도체, 자동차, 건강관리, 기계, 조선, 철강, 화학, 운송, 건설, 미디어/교육, 유틸리티
- 이들 중 12개월 선행 EPS가 상승 중인 반도체, 자동차, 건강관리, 기계, 조선, 미디어/교육, 유틸리티 업종
- 이 중 반도체, 자동차, 건설은 외국인 순매수 유입. 기계, 조선 업종은 매수 전환 가능성 감지
- 실적 전망 하향조정 중인 철강, 화학, 운송은 외국인 매도 우위. 철강은 매도 전환 가능성이 높은 가운데 운송은 매도 지속, 화학만 매도 강도 완화
- 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

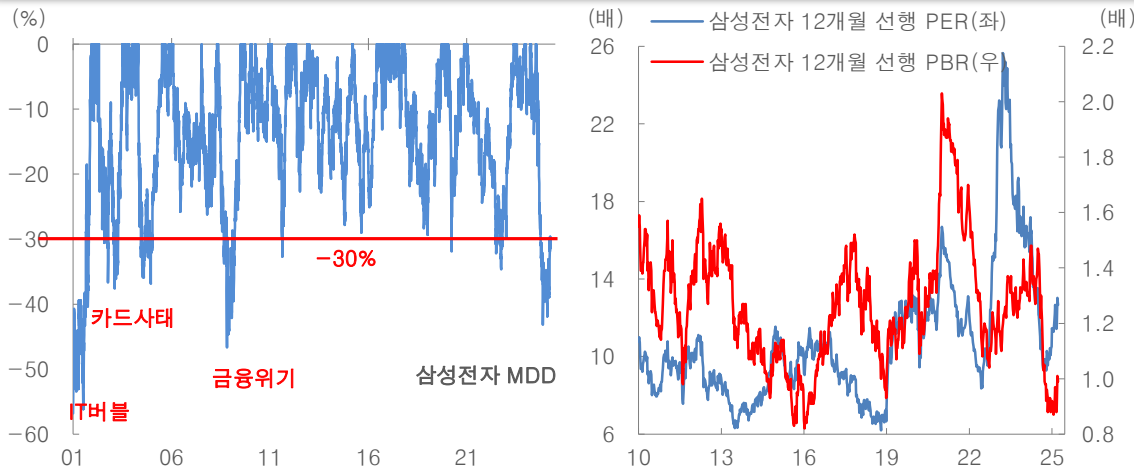
# [삼성전자] 5개월만에 6만원 상회, 박스권 상향 돌파로 6.5 ~ 6.7만원까지 상승 여력 확대

## 삼성전자 일간차트, 5개월만에 박스권 상단 돌파로 추가 레벨업 예상



자료: 대신증권 Research Center

## 삼성전자 고점대비 -31.4%, 선행 PER 12.6배, PBR 0.99배 수준



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

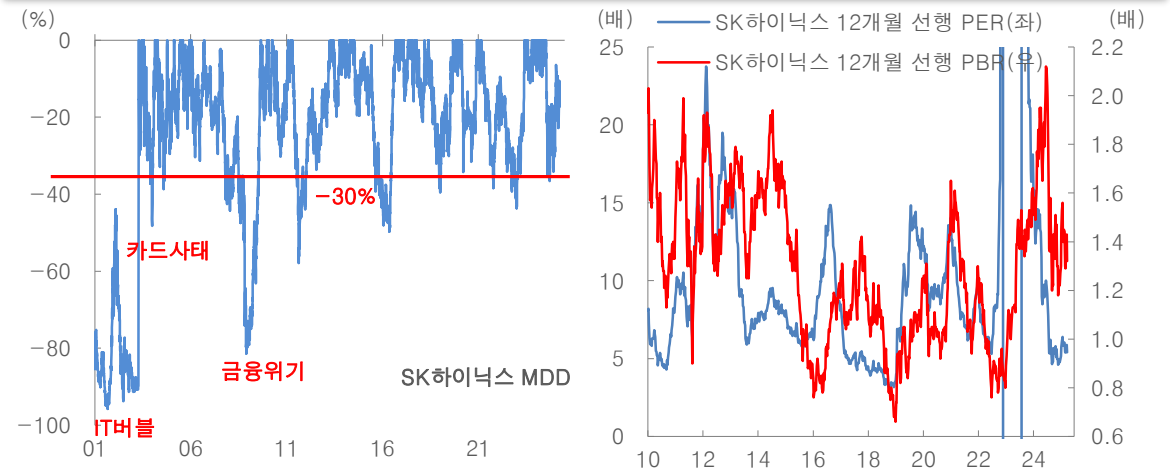
- 삼성전자는 실적 불확실성 선반영, 밸류에이션 매력 극대화에 따른 자율 반등에 이어 업황 개선 기대와 모건 스탠리의 투자 의견 상향 조정 등에 힘입어 5개월만에 6만원선 상회
- 번번히 실패했던 5.9 ~ 6만원선을 장대 음봉과 Gap으로 상향 돌파한 것
- 단기 과열권 진입으로 5.9만원 ~ 6만원에서 등락은 감안. 단기 과열 해소, 매물 소화 과정으로 판단
- 이후에는 6.5 ~ 6.7만원 회복 시도 가시화될 전망
- 중국 경기 회복이 가시화되는 상황에서 강력한 경기부양정책이 가세함에 따라 레거시 반도체 수요 개선 기대
- 삼성전자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

# [SK하이닉스] 다시 19만원대 진입은 매수 기회. 이후 23 ~ 24만원까지 상승 가능



자료: 대신증권 Research Center

### SK하이닉스 고점대비 -17.3%, 선행 PER 5.4배, PBR 1.32배에 불과

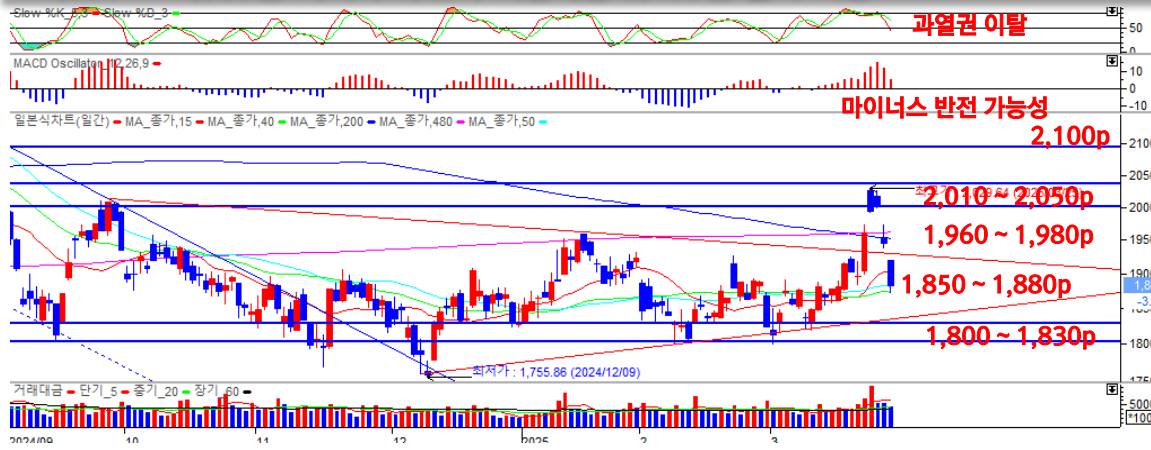


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 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 시도에 나섰지만, 세번째 하락 반전
- 향후 단기 등락은 감안하더라도 22만원, 23만원 돌파시도 가능할 전망. 변동성을 활용한 비중확대 전략 지속
- 박스권 하단이자 전 저점, 200일 이동평균선이 위치한 19만원 초반 수준은 의미 있는 지지권이자, 매수 포인트
- SK하이닉스 고점대비 하락률 -17.3%로 가격 메리트 다시 확대. 밸류에이션 매력도 여전히 높은 수준
- 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

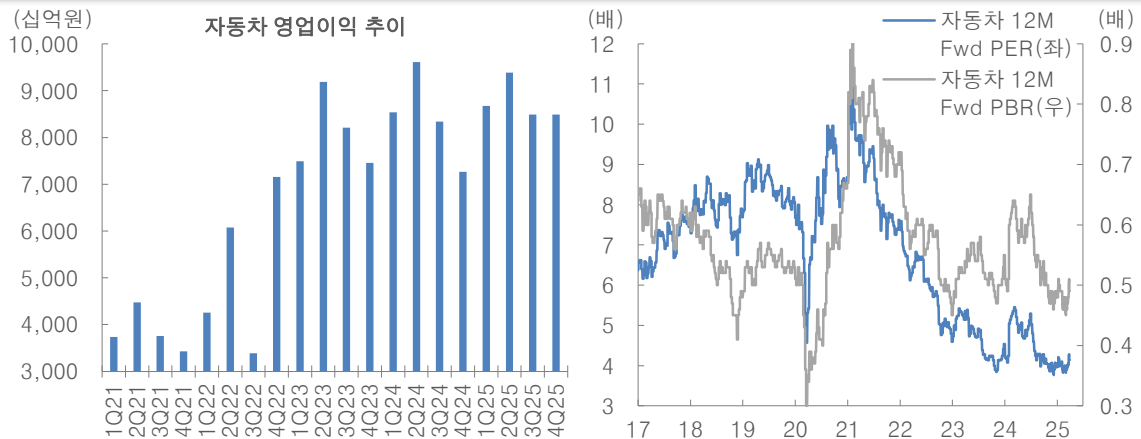
# [자동차] 2,000선 터치 이후 급락 반전. 40일, 50일선 지지력 확보시 이번에는 2,100선 돌파에 나설 것

KRX자동차 일간 차트. 현대차 대규모 미국 투자 발표로 2,000선까지 급반등  
1,850 ~ 1,880선 지지력 확보시 이번에는 2,100선 돌파 가능



자료: 대신증권 Research Center

자동차 선행 PER 4.13배, PBR 0.49배 수준. 극심한 저평가 영역에서 등락 중

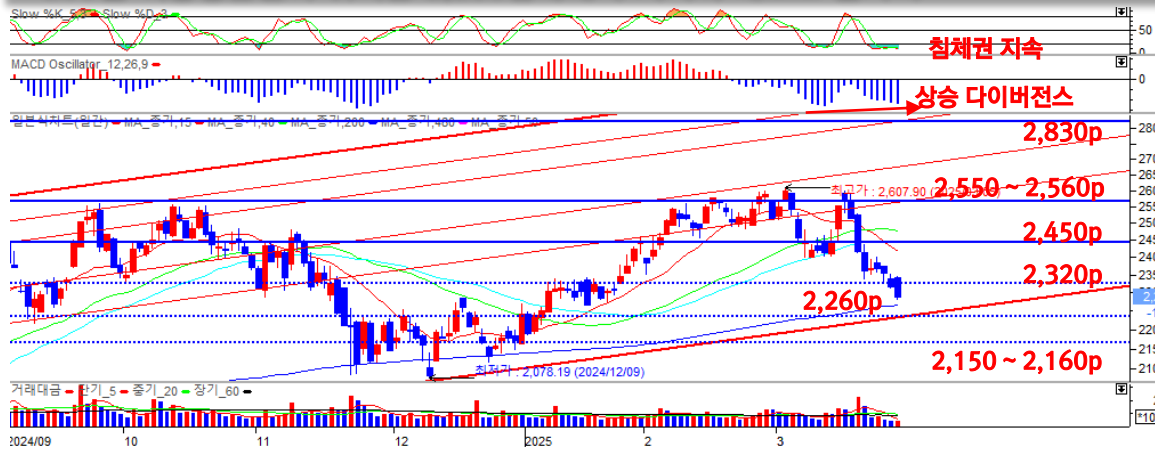


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 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 강한 반등에 나섬
- 현대차의 대규모 미국 투자 발표로 관세 우려 완화가 자동차 2,000선 돌파 시도의 주된 동력
- 하지만, 트럼프의 자동차 25% 관세 부과, 4월 2일 예고된 상호관세 등의 여파로 급락 반전
- 다시 한 번 40일, 50일 이동평균선이 위치한 1,850 ~ 1,880선에서 지지력 테스트 불가피. 동 지수대에서 등락은 있겠지만, 25년 상반기 중 2,100선 돌파 시도 가능
- 자동차 주가는 2000년 이후 저점권인 12개월 선행 PER 4배, PBR 0.5배 수준에 머물러 있음
- 저평가 매력 부각에 근거한 반등시도를 이어갈 전망

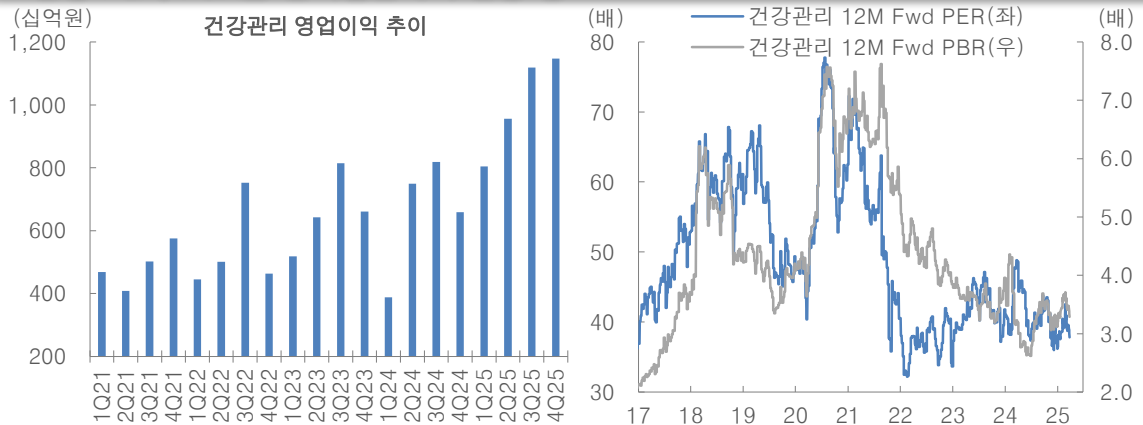
# [계약/바이오] 40일, 50일선 이탈, 200일선, 상승추세대 하단이 위치한 2,250선에서 지지력 확보 여부 중요

## KRX 바이오 Top10 지수 일간차트. 40일, 50일선 하향이탈로 200일 이동평균선이 위치한 2,250선대에서 지지력 테스트 불가피



자료: 대신증권 Research Center

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

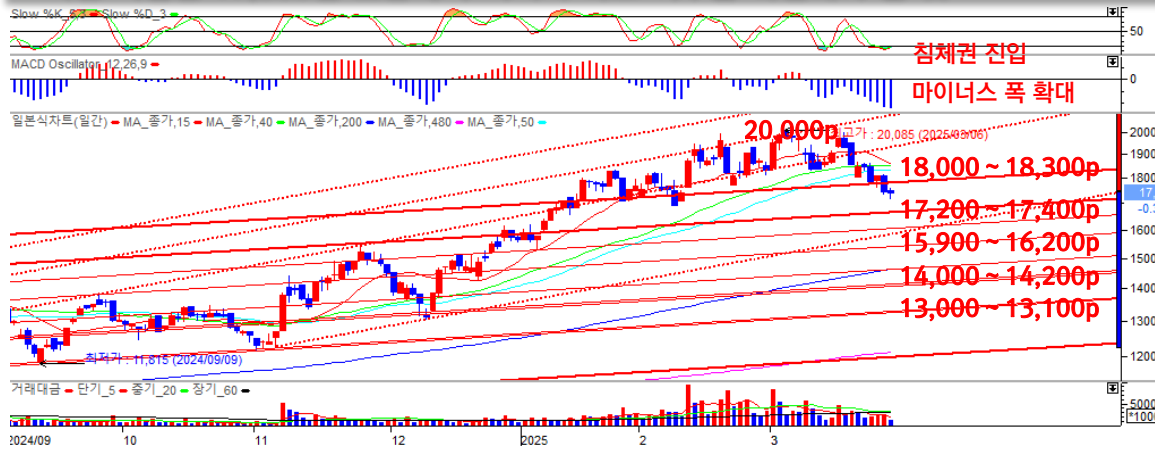


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

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

# [조선/기계] 조선은 17,000선 초반, 기계는 1,200선대에서 지지력 확보 여부가 관건. 아직은 하락 국면

## FN조선해운지수 일간차트. OverShooting 국면 진입, 18,000선 하향 이탈 직전 저점인 17,000선 초반에서 지지력 확보 여부를 확인해야 할 것



자료: 대신증권 Research Center

## 기계 일간 차트. 40일선, 50일선이자 중요 분기점인 1,400선 하향 이탈. 1,230 ~ 1,260선에서 지지력 테스트 불가피

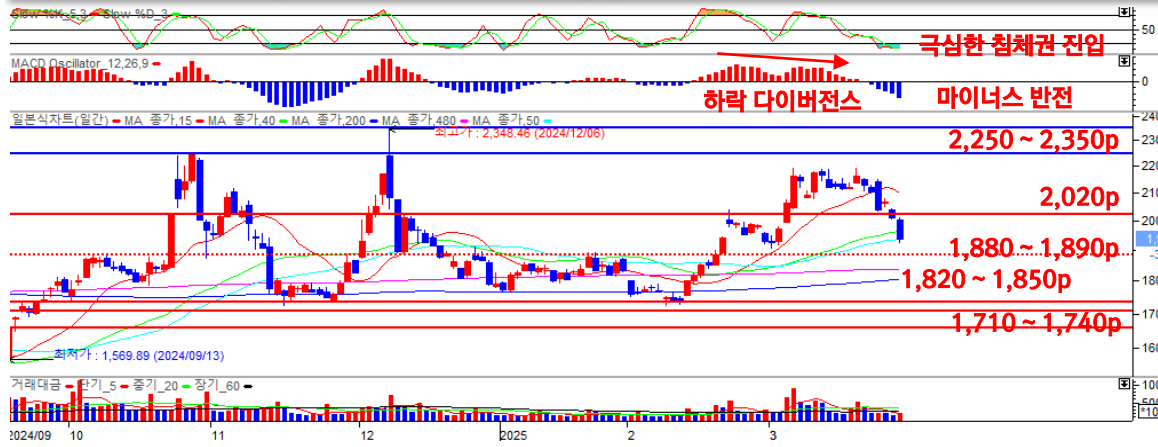


자료: 대신증권 Research Center

- 조선해운 업종은 24년 3월 이후 강력한 상승추세 진행 중
- OverShooting 국면 진입 과정에서 40일선, 50일선은 물론, 18,000선까지 하향 이탈함에 따라 17,000선 초반에서 지지력 확보 여부 체크
- 단기 급락에도 불구하고 조정 국면이 지속됨에 따라 매수는 최대한 자제하고, 단기 리스크 관리 강도를 높이는 가운데 지지력 확인 이후 비중확대를 모색해 나갈 필요가 있음
- 기계 업종은 2차 목표치를 넘어 단기 OverShooting 국면에 진입한 이후 하락 반전. 1차 지지권인 1,420 ~ 1,450선에서 지지력 확보 실패
- 전 저점 수준이자 중요 분기점이 위치한 1,230 ~ 1,260선에서 지지력 테스트 불가피
- 24년 상반기 강한 상승세를 보인 이후 충분한 조정을 거친 기계 업종은 실적 레벨업이 예상되는 만큼 상승추세는 유효
- 다만, 현재 시점에서는 지지력 확보를 확인 이후 대응력을 높여갈 필요가 있음

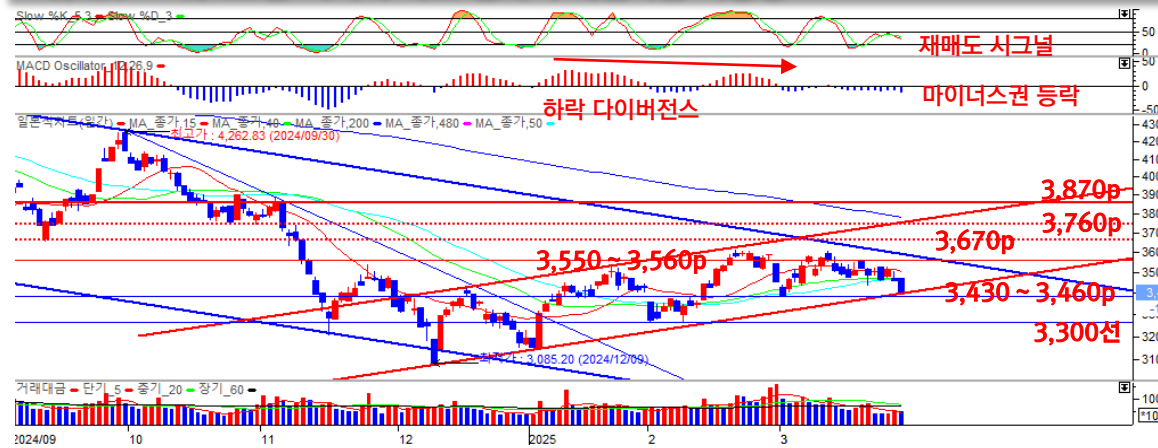
# [철강/화학] 1,800선대에서 지지력 테스트가 예상되는 철강. 화학은 중요 분기점에 도달

**KRX 철강 일간차트. 2,100선에서 급락 반전. 과열은 해소되었지만, 1차적으로 1,880 ~ 1,890선 지지력 확보 여부가 관건**



자료: 대신증권 Research Center

**화학지수 일간차트. 40일, 50일선 이탈, 단기 상승추세 하단 도달 3,430 ~ 3,460선 지지력 확보 실패시 레벨다운 가능성**



자료: 대신증권 Research Center

- 2,100선마저 상회하던 철강은 3월 중순 이후 급락 반전. 40일, 50일선이 위치한 1,930 ~ 1,960선 마저 위험한 상황
- 동 지수대 이탈시 급등세의 시작점이자 25년 1월 고점인 1,880 ~ 1,890p에서 지지력 테스트 불가피
- 상반기 중 2,250 ~ 2,350p까지 추가 상승 가능성을 높게 보고 있지만, 당분간은 1,900 ~ 2,100p 박스권을 염두에 둔 트레이딩 전략 유효
- 화학 업종은 중기 상승추세대에서 하락 반전, 40일, 50일 이동평균선 하회로 단기 상승추세 지속이 불확실한 상황
- 현 가격대가 전 저점이자, 단기 상승추세 하단이라는 점에서 분위기 반전의 기회가 있지만, 이탈시 3,300선에서 지지력 테스트 불가피
- 중요 지지권에서 등락을 확인한 이후 대응하는 전략이 유효

# [운송/건설] 운송은 960 ~ 980선 지지력 테스트 가능성. 상승추세를 벗어난 건설

**KRX 운송 지수 일간차트. 40일, 50일선은 물론, 200일선(1,015선)마저 장대음봉으로 하향이탈. 960 ~ 980선 지지력 테스트 가능성 확대**



자료: 대신증권 Research Center

**KRX 건설 지수 일간차트. 상승 추세를 벗어나 605p에서 지지력 테스트 중 40일, 50일선 이탈로 불안정한 흐름 지속. 580 ~ 590선 지지력 테스트 가능성**



자료: 대신증권 Research Center

- 운송 업종은 그동안 상승세를 이어왔던 지지선인 40일, 50일선은 물론, 200일선마저 하향이탈
- MACD OSC와 Stochastics 상승 다이버전스로 960 ~ 980선 지지력 확인 시 상승 재개 가능
- 1,000선 이하부터는 조정 시 비중확대 전략 유효, 반등시 1,060선 돌파/안착 여부가 관건
- 건설 업종은 12월 저점 이후 지속되어 온 상승추세 하향이탈
- 40일, 50일선이 이탈하며 24년 12월, 1월 고점이 위치한 605p에서 지지력 테스트 진행 중
- 동 지수대 지지력 확보시 반등시도는 가능하지만, 이탈시 580 ~ 590선에서 지지력 테스트 불가피
- MACD OSC, Stochastics 상승 다이버전스 진행 중이라 단기 등락, 과열해소, 매물소화 과정을 거친 이후 상승추세 재개 예상
- 단기 변동성 확대시 변동성을 활용한 비중확대 전략 유효

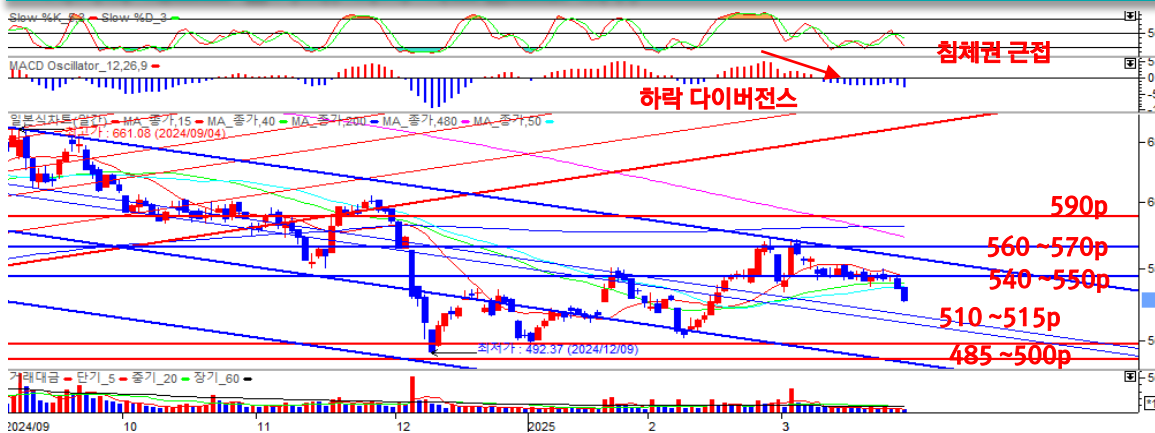
# [미디어&엔터/유틸리티] 미디어&엔터, 1,700선 지지력 테스트 예상. 유틸리티는 중요 지지권 하향이탈

**KRX미디어&엔터** 일간 차트. 상승추세대 하단(1,720선), 200일선(1,700선) 전후에서 지지력 확보 여부 중요. 상승 다이버전스 진행 중



자료: 대신증권 Research Center

**KRX 유틸리티** 일간차트. 40일선, 50일선 하향이탈. 510 ~ 515p 전후에서 지지력 테스트 불가피. 다시 박스권으로 회귀

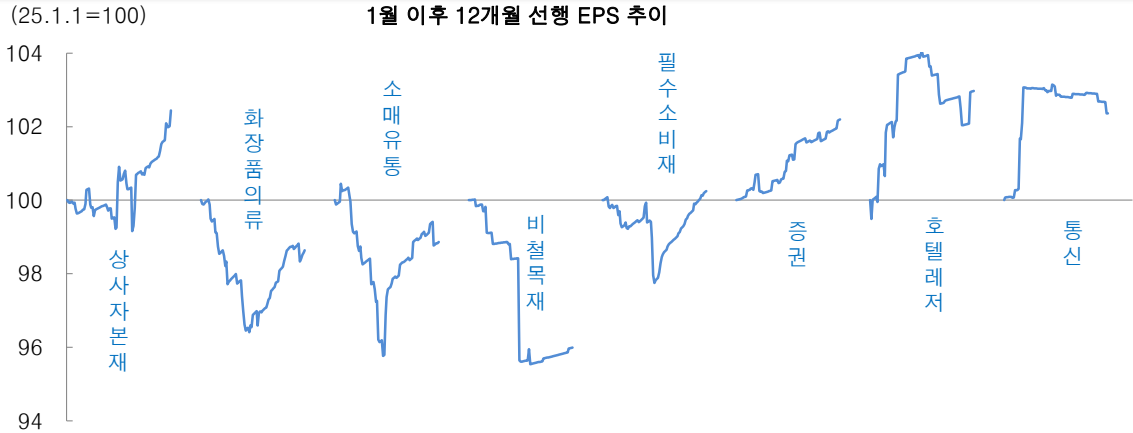


자료: 대신증권 Research Center

- 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 시도에 실패, 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 ~ 530p마저 하향이탈, 추가적인 레벨다운 감안
- 1차적으로는 510 ~ 515p 지지력 확보 감안
- 당분간 510 ~ 550p 박스권 등락을 염두에 둔 단기 트레이딩 전략 유효

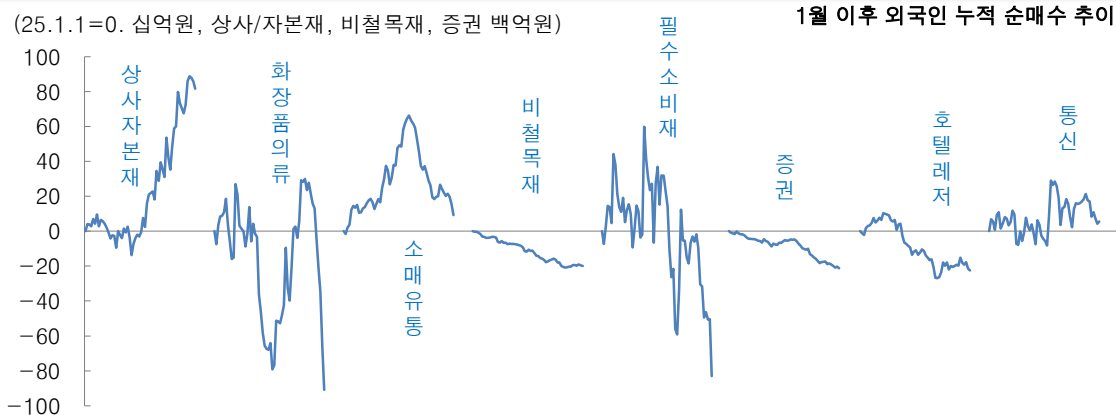
# [가격 메리트 약화] 상사/자본재, 화장품/의류, 소매(유통), 비철/목재, 필수소비재, 증권, 호텔/레저, 통신

**실적 전망 상향 : 상사/자본재, 비철/목재, 필수소비재, 증권, 호텔/레저**  
**정체/하향조정 : 화장품/의류, 소매(유통), 통신**



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

**화장품/의류, 소매(유통), 필수소비재, 증권, 호텔/레저, 통신 매도 지속 강화**  
**상사/자본재 매도 전환 가시화. 비철목재는 매수 전환 가능성**



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 실적대비 건조한 주가 흐름을 보여왔고, 7/11 고점 이후 KOSPI를 Outperform 중인 업종에는 상사/자본재, 화장품/의류, 소매(유통), 비철/목재, 필수소비재, 증권, 호텔/레저, 통신이 있음
- 프리어닝 시즌 돌입으로 상사/자본재, 비철/목재, 필수소비재, 증권, 호텔/레저 업종의 선행 EPS 상승세 뚜렷
- 가격 부담에 상사/자본재, 호텔/레저는 외국인 매도 전환, 필수소비재는 대규모 매도 출회, 비철목재만이 매수전환 징후 감지
- 실적 전망이 정체되거나 하향조정 중인 화장품/의류, 소매(유통), 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

# [방산/지주사] 당분간 조정국면 예상되는 방산. 그룹주는 하락 추세를 넘었지만, 저항에 하락 반전

**PLUS K방산 일간차트. OverShooting 국면에서 급락 반전, 장기 상승추세대 상단 하회. 1차 지지선은 28,000선, 2차 지지선은 24,600선**



자료: 대신증권 Research Center

**RISE 5대 그룹주 일간 차트. 하락추세대 상단 돌파 이후 가파른 상승세 전개. 6,220 ~ 6,250선 저항에 급락 반전. 5,800선 지지력 확보 여부 중요**

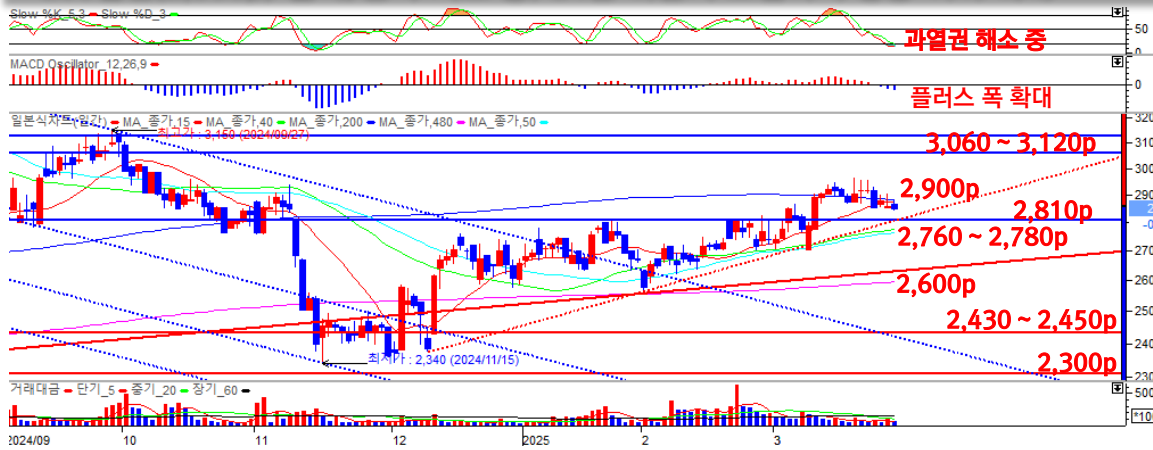


자료: 대신증권 Research Center

- 방산은 중장기 상승추세대 상단인 31,000 선 까지 단숨에 도달. OverShooting 국면임에도 불구하고 34,000선 마저 넘어섰지만, 급락 반전
- 단기 급등에 따른 과열/가격 부담이 컸던 만큼 당분간 과열 해소, 매물 소화 국면 전개 불가피
- 1차 28,000선, 2차 24,600선 지지력 확보 여부 주목
- 중기 상승추세는 강하지만, 단기 과열 해소, 매물소화 국면 감안. 추격 매수 자제
- 가격 조정을 염두에 두고 변동성을 활용 하더라도 점진적인 비중확대 전략 유효
- 지주사, 그룹주는 박스권 상단이자 하락 추세대 저항(6,100선)을 단숨에 상회. 그러나 200일, 480일선이 위치한 6,220 ~ 6,250p 저항으로 급락 반전
- 추세 반전 가능성은 높아졌지만, 상승추세 재개에는 시간이 필요. 5,800선에서 지지력 확보 시 다시금 6,220 ~ 6,250 선 돌파/안착 시도 가능
- 조정시 매수 전략은 가능한 상황

# [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 217p, 210p 지지력 확보 여부 중요**



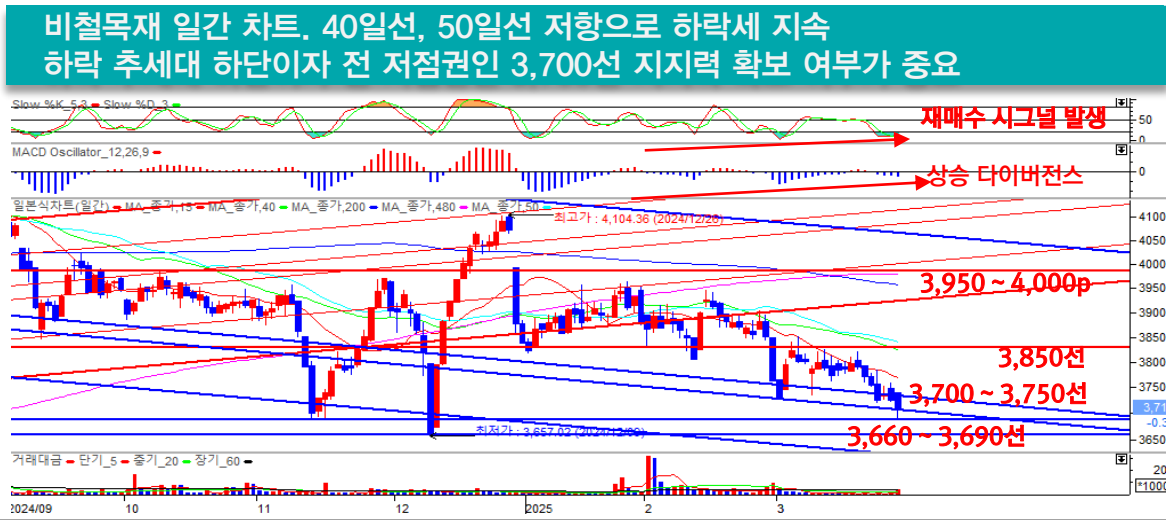
자료: 대신증권 Research Center

- 화장품 업종은 중기 하락추세대 상단을 넘어 40일, 50일 이동평균선 지지력을 바탕으로 2,800선은 물론, 200일선이 위치한 2,900선 돌파/안착시도에 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 성공하면서 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 210 ~ 217선 지지력 테스트 진행 중
- Stochastics 침체권 진입, MACD OSC 상승 다이버전스로 추가 급락보다는 단기 지지력 확보 이후 반등시도를 재개해 나갈 전망

# [유통/비철목재] 유통은 40일선, 50일선 지지력 확보 여부 체크. 비철목재는 상승 다이버전스 진행 중



자료: 대신증권 Research Center

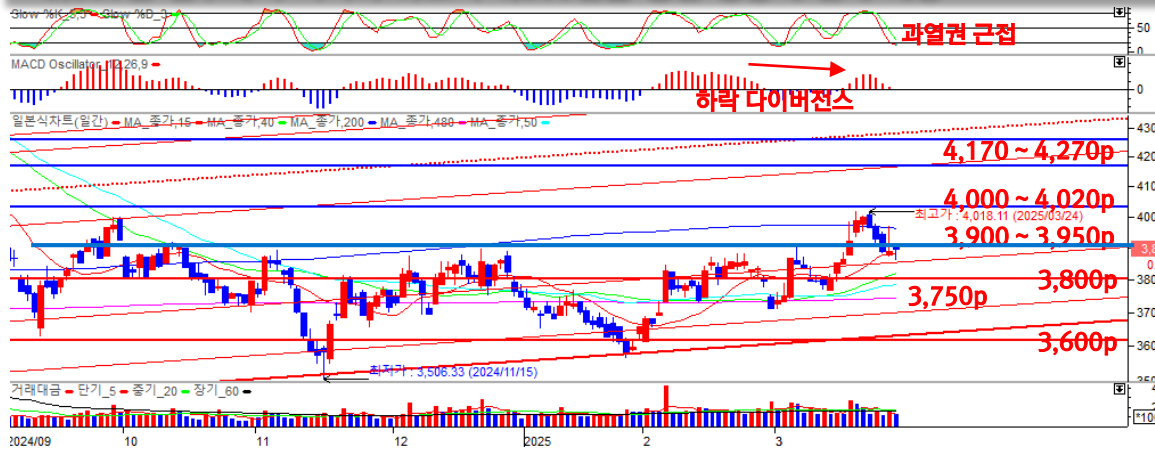


자료: 대신증권 Research Center

- 유통업은 1차 레벨업 이후 한 달간 200일선, 480일선에서 등락 반복. 이후 추가 상승 시도에 나섰지만, 이내 하락 반전
- 단기 과열 해소, 매물소화 과정이 전개된 만큼 40일, 50일선이 위치한 340 ~ 345p 지지력 확보시 빠르게 상승추세 회복 전망
- 다음 상승목표치는 375선
- 비철목재는 40일, 50일 이동평균선 안착에 실패, 하락 지속. 하락추세대 하단이자 전 저점권이 위치한 3,700선 전후에서 지지력 확보 여부가 관건
- 단기 변동성을 활용한 트레이딩 전략은 유효하지만, 매수를 서두를 필요는 없다고 생각
- 단기 등락 이후 3,850선 돌파/안착시도에 나설 전망

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

음식료품 일간 차트. 계단식 상승으로 4,000선 근접 이후 하락 반전. 3,900선 전후에서 지지력 확보시 4,200선을 향한 상승세 전개 예상



자료: 대신증권 Research Center

KRX 증권 일간차트. 박스권 돌파/안착에 실패. 단기 과열 해소, 매물 소화 시 770 ~ 780선 지지력 체크

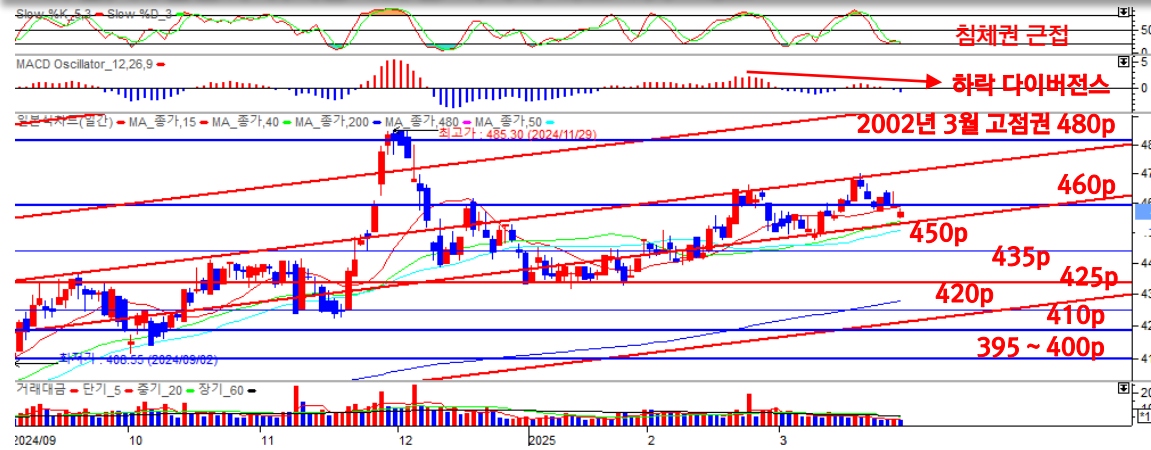


자료: 대신증권 Research Center

- 음식료 업종은 중요 지지선인 40일, 50 일선에서 지지력을 확보하고 박스권을 넘어 단숨에 4,000선 근접. 단기 과열, 매물 소화 국면 진행 중
- 기존 박스권 상단인 3,900 ~ 3,950선에서 지지력 확보시 4,200선까지 상승 여력 확대
- 단기 등락은 비중확대 기회
- 증권은 빠르게 박스권 상단에 도달했지만, 안착에 실패
- 박스권 1차 변곡점이자 40일, 50일 이동평균선이 위치한 770 ~ 780선에서 지지력 확보 여부가 관건
- 지지력 확보시 박스권 상단 돌파 가능
- 이탈시 박스권 하단인 740 ~ 750선에서 다시 한 번 지지력 테스트 불가피

# [통신/여행레저] 상승추세를 따라가는 통신. 여행레저는 박스권 하단 이탈 가능성 확대

통신 일간 차트. 상승추세대 상단 저항으로 하락 반전, 상승추세대 하단이자 40일, 50일선이 위치한 450선 지지력 확보 여부 체크



자료: 대신증권 Research Center

Tiger 여행레저 일간 차트. 전 저점권이자 1차 박스권 하단인 2,970선 까지 하향이탈. 빠른 회복 여부에 따라 단기 등락 결정될 것



자료: 대신증권 Research Center

- 통신은 상승추세를 견고히 해나가는 중
- 40일, 50일선(450 ~ 455선)에서 지지력 확보, 460선을 넘어섰지만, 상승추세대 상단에서는 다시 하락 반전
- 과열해소, 매물소화 이후 450선 전후에서 지지력 확보시 다시 한 번 상승추세대 상단을 향하는 상승세 전개 예상
- 여행레저는 하락추세대 상단(3,100선) 돌파에 실패하고 급락 반전. 이후 40일선, 50일선 까지 하향이탈, 저항대 역할
- 전 저점 수준인 2,970선도 장대 음봉으로 하향이탈. 동 지수대 회복 여부에 따라 단기 급등락 전개 예상
- 2,970선을 빠른 시간 내에 회복시 3,000선 돌파시도 가능
- 반면, 회복 실패 시 24년 11월 ~ 12월 저점 수준인 2,800선 중후반대에서 지지력 테스트 불가피
- 매수를 서두르기보다 지지력 확인 이후 대응력을 강화해 나가야 할 것

# 반도체 + 방산 쏠림 속 균형이 될 자동차, 금융

---

Quant Strategist 조재운

02) 769-2694 / [jaeun.jo@daishin.com](mailto:jaeun.jo@daishin.com)

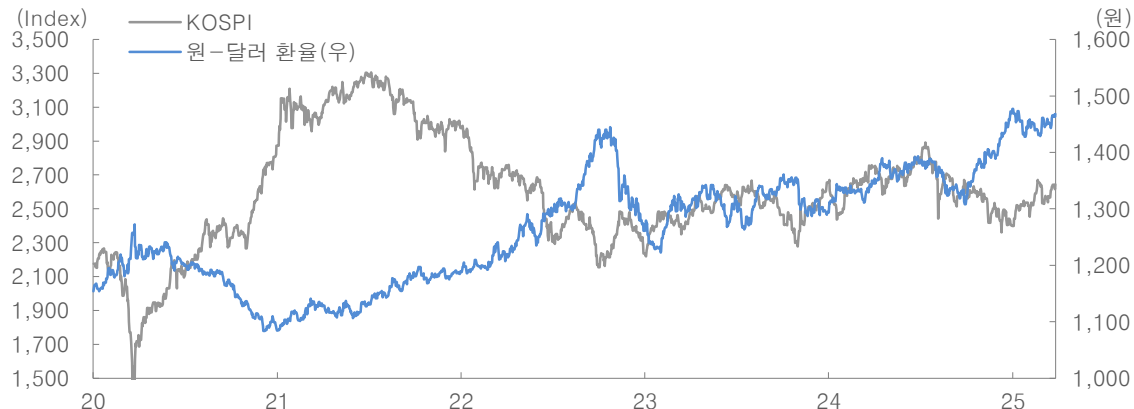
## 3월, 매크로 불확실성 속 반도체 펀더멘털 개선으로 외국인 매수 시작

### KOSPI 12개월 선행 EPS 추이 및 이익조정비율(ERR)



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

### KOSPI 지수와 원/달러 환율 추이

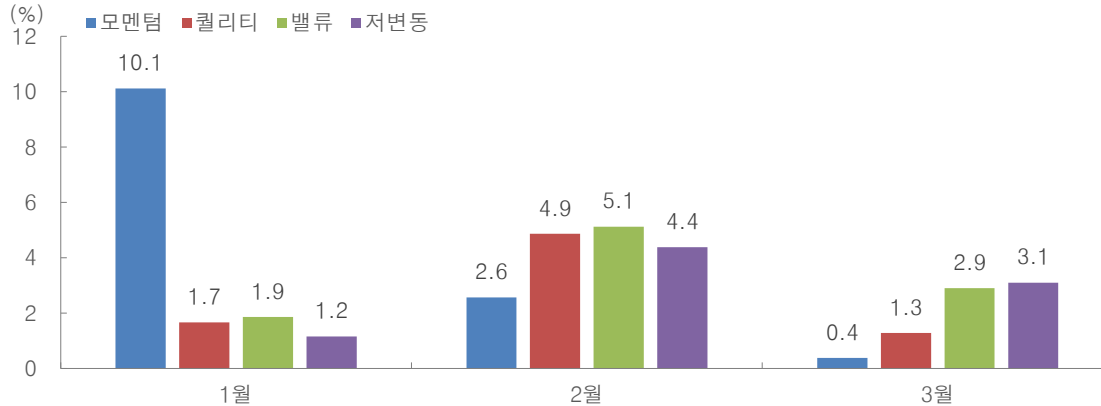


자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

- 3월 KOSPI는 미국발 관세 불확실성과 국내 정치적 이슈에도 불구하고 비교적 견조한 흐름
- 삼성전자를 중심으로 한 반도체 업종의 강세가 지수 상승을 견인하는 핵심 동력. 3월 FOMC는 시장 예상에 부합하는 수준으로 마무리되었으나, 연준의 경제 성장률 전망치 하향(2.1%→1.7%) 및 Core PCE 상향(2.6%→2.8%) 조정은 향후 **매크로 환경의 불확실성이 여전히 높음**을 시사
- VIX 지수는 20pt 내외에서 등락하며 과도한 공포 심리는 완화되었으나, 4월 2일 예정된 미국의 상호관세 발표와 3월 31일 공매도 전면 재개는 단기 변동성 확대 요인으로 작용 가능성
- 반도체 업황 회복 기대는 D램 현물가 반등 및 수출 데이터 개선 가능성으로 구체화되고 있으며, 이는 KOSPI 이익추정치(12M Fwd EPS) 하향 조정세가 멈추고 반등하는 긍정적 시그널
- 이익조정비율(ERR)의 상승 전환은 1분기 실적 시즌에 대한 기대를 높이는 요인. 달러 인덱스 약세에도 불구하고 원/달러 환율이 1,450원대에서 높은 수준을 유지하는 점은 외국인 수급에 부담 요인이지만, 반도체 중심의 선별적 매수세는 지속

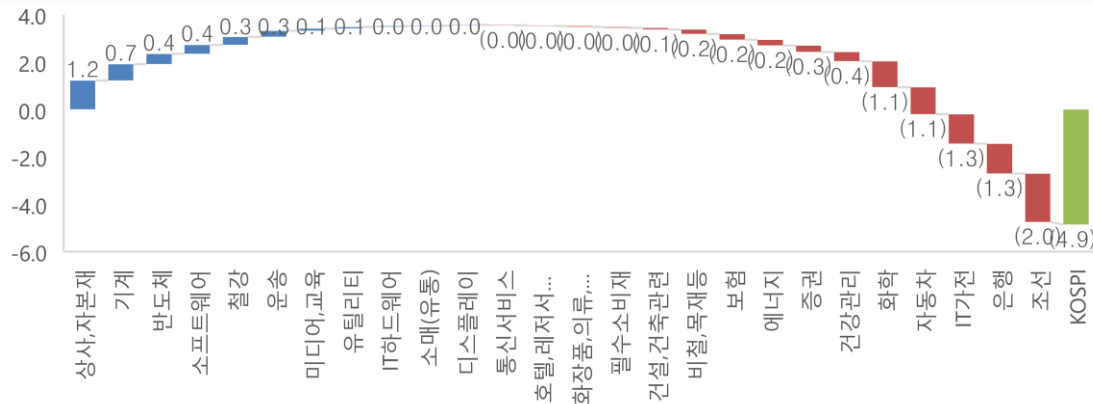
## 팩터 동향 및 수급: 최근 KOSPI는 특정 팩터의 일방적 강세보다는 팩터 간 순환매 양상

### KOSPI 주요 스타일 팩터별 누적 수익률



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

### KOSPI 외국인 누적 순매수 및 업종별 순매수 기여도

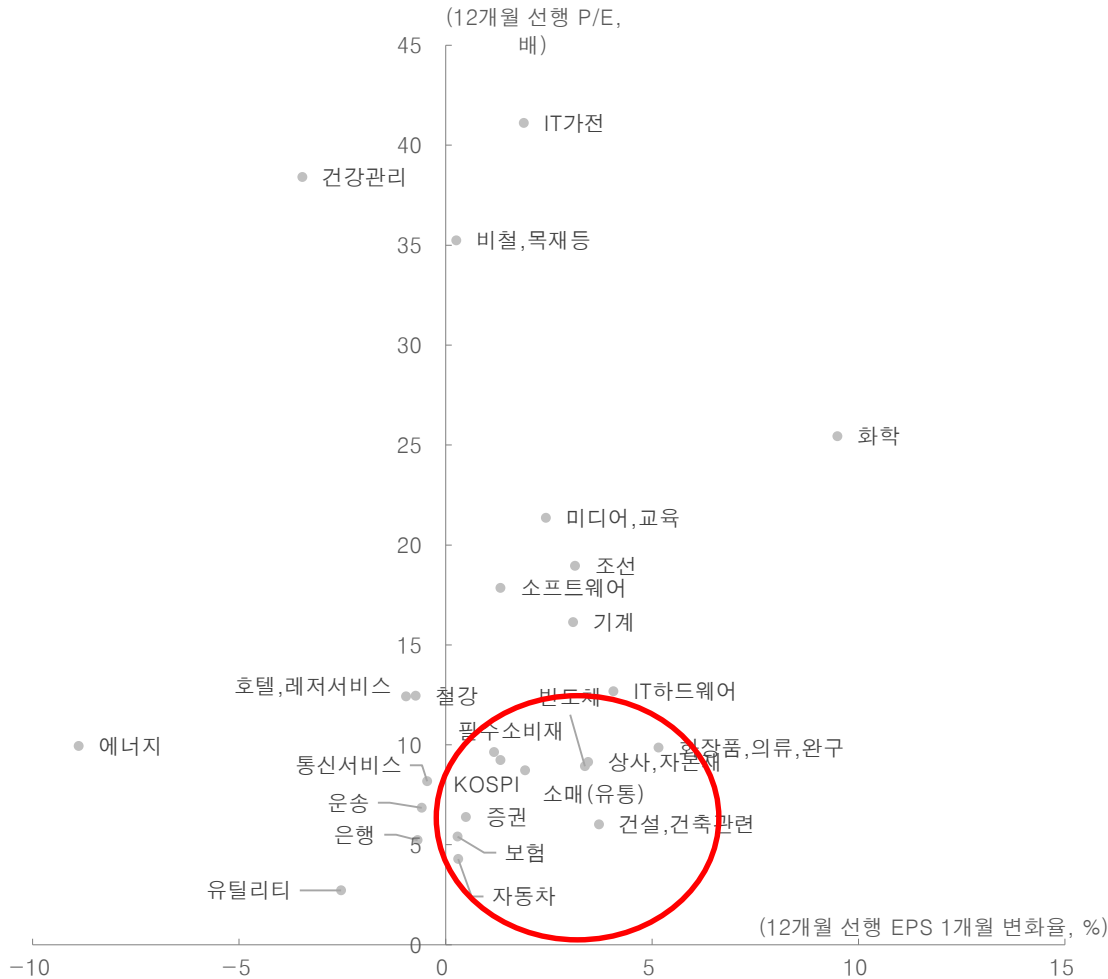


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 최근 KOSPI는 특정 팩터의 일방적 강세보다는 팩터 간 순환매 양상
- 연초 이후 강세를 보였던 모멘텀 팩터는 다소 주춤한 반면, 저PBR로 대표되는 밸류 팩터와 이익 안정성을 나타내는 퀄리티 팩터가 상대적으로 견조한 성과
- 특히, 반도체 업종 내에서도 밸류에이션 부담이 낮고 이익 개선 기대감이 높은 종목으로 수급이 이동하는 모습
- 외국인 수급은 지난 8주간 누적 순매도 이후 최근 반도체 대형주를 중심으로 순매수 전환 움직임을 보이고 있으며, 삼성전자에 대한 집중적인 매수세가 특히 두드러짐. 반도체 업황 개선 기대감과 낮은 밸류에이션 매력이 복합적으로 작용한 결과로 해석
- 다만, 외국인 매수세가 아직 시장 전반으로 확산되지 못하고 특정 섹터에 집중되는 양상은 지수 상단을 제한하는 요인
- 공매도 재개를 앞두고 대차잔고가 급증하는 종목들에 대한 모니터링이 필요하며, 특히 밸류에이션 부담이 높고 선물 등 헤지 수단이 없는 중소형 종목을 중심으로 위험 관리가 요구

# ① 펀더멘털 개선 가시성, ② 밸류에이션 매력, ③ 수급 변화 가능성을 종합적으로 고려

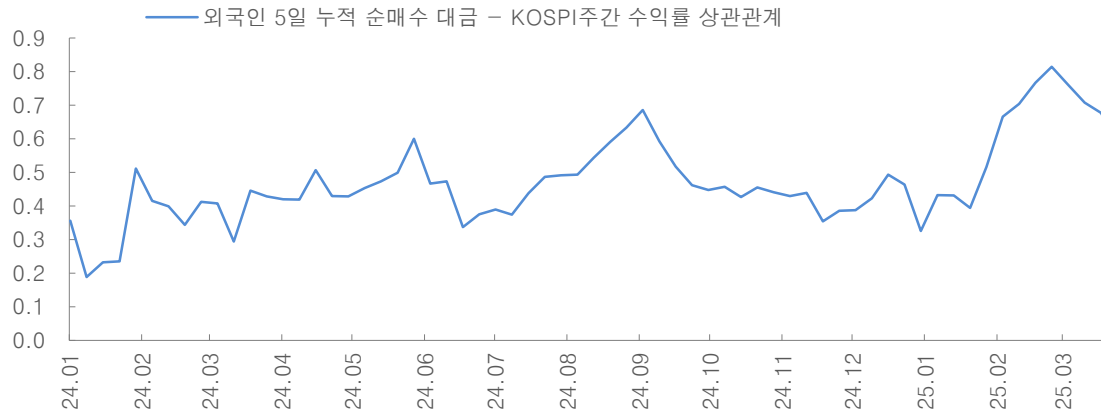
업종별 12개월 선행 ROE 변화율 vs. 12개월 선행 PBR 산점도



- 4월 KOSPI 쿼트 전략은 ① 펀더멘털 개선 가시성, ② 밸류에이션 매력, ③ 수급 변화 가능성을 종합적으로 고려한 전략을 권고
- 반도체 업종에 대한 비중 유지 권고. 1분기 실적 발표를 통해 이익 턴어라운드 가능성이 높고, 외국인 수급의 핵심 타겟이라는 점이 긍정적. 팩터 관점에서는 이익 모멘텀(Earnings Momentum)과 퀄리티(Quality) 점수가 높은 종목에 집중
- 관세 불확실성 완화 가능성을 고려하여 자동차 업종에 대한 점진적인 비중 확대를 제안. 자동차 업종은 낮은 PBR과 안정적인 이익 창출 능력(고ROE)을 보유하고 있으며, 외국인 순매도 이후 수급 개선 여지
- 밸류(Value) 팩터 노출도가 높다는 점도 긍정적. 상법 개정 등 정책 모멘텀과 맞물려 주주환원 강화가 기대되는 저PBR 금융(은행, 보험) 및 지주사 업종도 포트폴리오의 안정성을 높이는 요소

## 외국인 귀환과 펀더멘털 기반 장세 전환을 예상

### KOSPI 외국인 누적 순매수와 지수 수익률 상관관계



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

### KOSPI 대형주 지수 vs. 중소형주 지수 상대 강도 추이



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 현재 시장은 반도체 쏠림 현상과 개별 테마 중심의 종목 장세가 특징. 하지만 4월 이후 ① 관세 불확실성 완화, ② 공매도 재개를 통한 시장 접근성 개선, ③ 1분기 실적 시즌을 통한 펀더멘털 확인 과정 등을 거치면서 외국인 투자자의 본격적인 귀환과 함께 펀더멘털 기반의 장세로 전환될 가능성이 높을 것으로 예상
- 외국인 순매수 규모가 확대되고, 매수 대상 역시 반도체 외 저평가된 대형주(자동차, 금융 등) 및 실적 개선주 전반으로 확산될 것으로 예상
- 시장의 주도 팩터는 모멘텀에서 밸류와 퀄리티로 이동하며, 개별 테마보다는 실적과 밸류에이션의 중요성이 부각될 것. KOSPI와 외국인 누적 순매수 간의 상관관계가 다시 강화되고, 대형주 지수가 중소형주 지수 대비 아웃퍼폼하는 현상 전망
- 특히 공매도 재개는 외국인 투자자에게 헤지 수단을 제공함으로써 오히려 장기 투자 자금 유입을 촉진하는 긍정적 요인으로 작용. 반도체와 더불어 자동차, 금융, 일부 산업재 등 펀더멘털 대비 저평가된 대형주 중심의 포트폴리오 구축 권고

## 밸류에이션 매력을 기반으로 긍정적 시각 유지하나 리스크 관리의 필요

글로벌 증시 PER 기준 밸류에이션 수준

권역	현재	5년		Z-Score		고~저 %	평균	
		최고	최저	2년 Stdev	5년 Stdev		2년	5년
전세계	17.7	20.2	13.4	0.64	0.26	62.6	17.0	17.2
선진국	18.6	21.2	13.9	0.59	0.26	64.0	17.9	18.1
신흥국	12.4	16.3	10.2	1.52	-0.05	36.4	11.9	12.5
북미	20.5	23.4	15.2	0.32	0.23	64.5	20.0	20.0
유럽	14.5	18.0	10.6	2.05	0.18	52.6	13.2	14.2
퍼시픽	14.6	18.5	12.2	0.10	-0.21	38.9	14.6	15.0
라틴	8.6	16.9	6.8	0.15	-0.45	18.0	8.6	9.6
EM 유럽	7.9	9.2	3.9	3.06	1.00	75.7	6.7	7.0
EM 아시아	13.3	18.0	10.7	1.29	-0.06	36.1	12.8	13.4
S&P 500	20.5	23.1	15.2	0.26	0.26	66.9	20.1	20.0
NASDAQ	25.1	34.7	21.1	-1.62	-0.93	29.3	27.0	28.0
프랑스	14.8	18.7	10.3	1.99	0.13	53.5	13.5	14.5
독일	14.9	17.8	9.0	2.85	0.97	66.8	11.8	12.8
영국	12.2	15.9	8.5	1.86	0.32	50.2	11.0	11.7
일본	14.2	18.6	11.9	-0.35	-0.27	35.2	14.5	14.7
중국	12.1	18.3	8.2	3.16	0.21	38.7	9.7	11.6
인도	20.9	25.0	13.8	-0.62	-0.48	62.9	21.7	21.7
<b>한국</b>	<b>8.8</b>	<b>15.1</b>	<b>7.8</b>	<b>-0.90</b>	<b>-1.16</b>	<b>14.3</b>	<b>10.7</b>	<b>11.0</b>
유럽	14.5	18.0	10.6	2.05	0.18	52.6	13.2	14.2
브라질	7.7	17.7	5.6	0.34	-0.35	17.5	7.6	8.6

- 4월 반도체 업황 회복 기대와 관세/공매도 관련 불확실성이 혼재된 환경이 될 것으로 예상. 밸류에이션 매력, 이익 모멘텀(EPS 상향 조정), 수급(외국인 순매수 강도) 팩터를 종합적으로 고려한 접근이 중요
- 반도체 업종에 대한 긍정적 시각을 유지하되, 관세 불확실성 완화 시 자동차 등 저평가 대형주로의 분산 투자를 고려할 필요. 주주환원 강화 기조에 부합하는 금융/지주 업종 편입은 포트폴리오 안정성을 제고
- 공매도 재개 초기에는 단기 변동성에 유의하며, 대차잔고 비율, 밸류에이션 수준 등 계량 지표를 활용해 위험 증목을 회피하고, 펀더멘털 견조한 낙폭과대 증목은 기회로 활용
- 주요 리스크 요인으로는 ① 예상보다 강력한 관세 부과 및 무역 분쟁 심화(글로벌 교역 위축), ② 공매도 재개에 따른 과도한 시장 충격 및 외국인 자금 이탈(수급 불안), ③ 미국 경기 경착륙 및 스태그플레이션 우려 재부상(글로벌 위험 회피 심리 강화), ④ 반도체 실적 개선 속도 지연(핵심 동력 약화) 등을 지속적으로 모니터링 필요

# 멀티팩터 모델 4월 Update

---

Quant Strategist 조재운

02) 769-2694 / [jaeun.jo@daishin.com](mailto:jaeun.jo@daishin.com)

# [멀티팩터 모델 4월 Update]

KOSPI200 업종별 밸류 / 주가 역모멘텀 / 어닝 모멘텀/ 퀄리티 스코어 현황						
업종명	Value : 확정실적 P/B	Price Momentum : 1M 수익률	Earning Momentum : 12개월 선행 EPS 1M 변 화율	Profitability : CFOA(영업현금흐름/총 자산)	Multi	Factor Score
통신서비스	111	79	93	181		464
IT가전	44	121	132	127		424
반도체	72	25	135	184		416
에너지	137	111	42	96		386
보험	115	113	88	62		378
운송	79	78	94	117		368
유틸리티	121	95	47	91		354
소매(유통)	125	62	67	90		343
은행	139	82	77	34		332
소프트웨어	56	103	74	99		332
자동차	117	25	83	95		320
건강관리	19	120	67	113		319
상사,자본재	70	70	116	60		316
필수소비재	60	50	82	119		312
조선	27	102	77	72		278
화학	77	68	45	88		277
화장품,의류	46	49	83	95		274
철강	132	19	30	89		270
기계	32	84	82	69		268
IT하드웨어	48	40	82	92		262
디스플레이	98	75	2	63		238
미디어,교육	27	91	31	77		226
증권	79	75	64	8		225
호텔,레저	54	49	28	93		223
건설,건축	78	48	37	34		197
비철,목재	7	0	9	11		27

- 섹터별 밸류/주가 역모멘텀/어닝 모멘텀 /퀄리티 스코어 산출 방식

## 1) KOSPI200 구성종목에 대해

- 밸류: 확정실적 P/B
- 어닝 모멘텀 : 12개월 선행 EPS 최근 1개월 변화율
- 주가 역모멘텀 : 직전 1개월 주가 수익률
- 퀄리티 : 총자산 대비 영업현금흐름

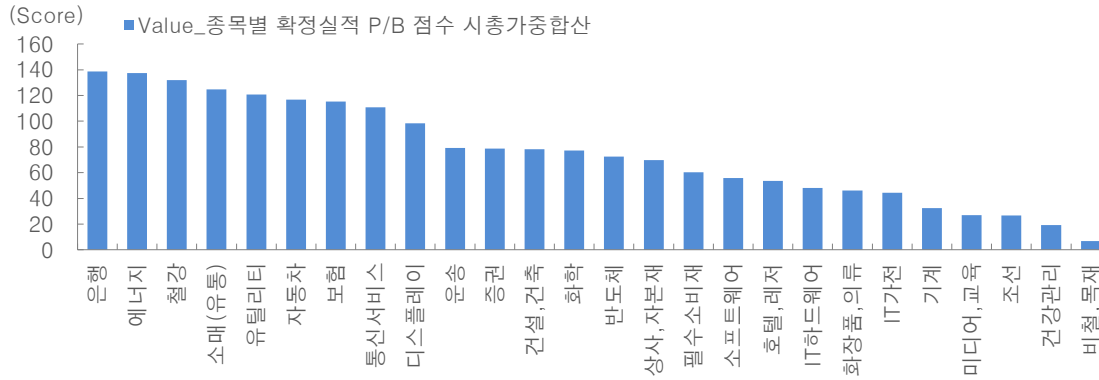
상기 지표의 순위에 따라 밸류/주가/어닝 모멘텀/퀄리티 스코어 부여하고 4개 팩터의 스코어를 합산하여 멀티 팩터 스코어 산출

2) 섹터별로 구성종목의 팩터 스코어를 시총가중 합산하는 방식으로 해당 섹터의 멀티 팩터 스코어를 계산

- 멀티 팩터 스코어 모델에서 상위 5개 업종

# [멀티팩터 모델 Update] 1) Value: 밸류에이션 매력 상위 업종은 은행, 철강, 에너지, 소매/유통 등

## KOSPI200 업종별 밸류 팩터 스코어 현황



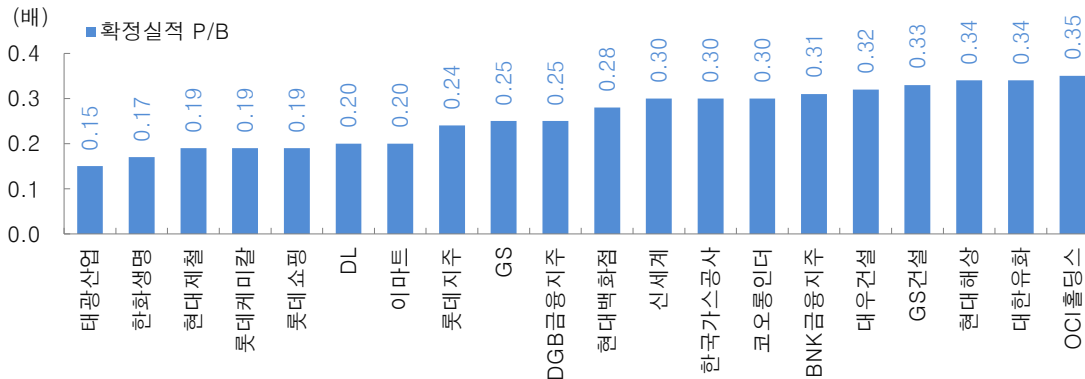
- 확정실적 P/B 기준 구성 종목의 밸류에이션 매력이 높은 업종은 은행, 철강, 에너지, 소매/유통 등
- Bottom-Up으로 접근하여 KOSPI200 내에서 절대적으로 확정실적 P/B 수준이 낮은 종목들을 살펴보면 현대제철, 롯데케미칼, 롯데쇼핑, 이마트 등 화학, 철강, 소매/유통 등 최근 주가가 부진한 업종 다수 분포

기준일: 2025년 3월 27일

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 각 섹터별 구성종목의 밸류 팩터 스코어를 시총가중 합산

## KOSPI200내 확정실적 P/B 하위 20개 종목

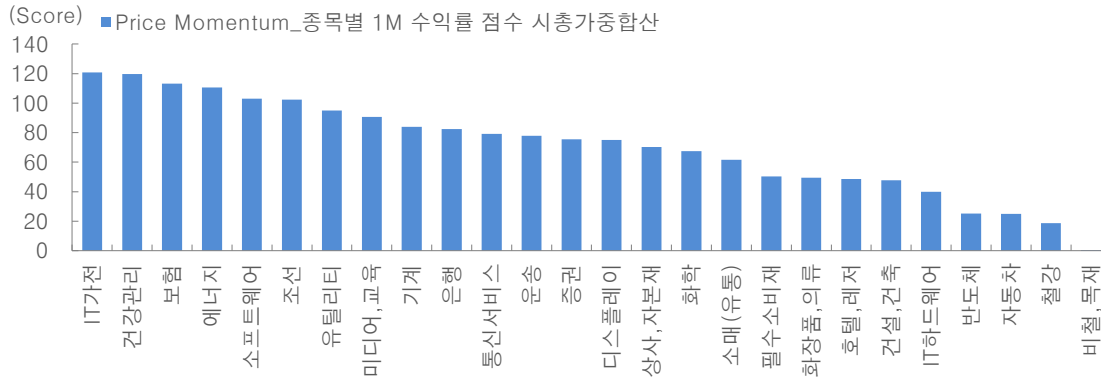


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

기준일: 2025년 3월 27일

# [멀티팩터 모델 Update] 2) Price Reverse Momentum: IT가전, 건강관리, 보험, 에너지, 소프트웨어 등

## KOSPI200 업종별 주가 역모멘텀 팩터 스코어 현황



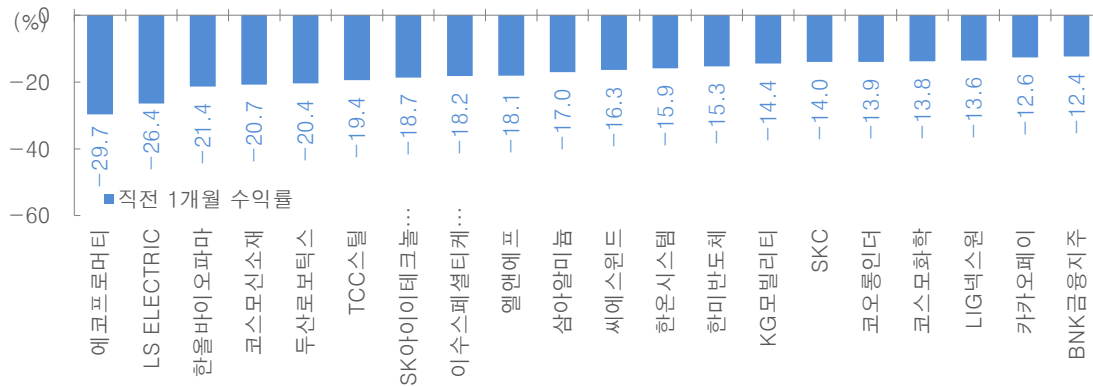
- 직전 1개월 수익률 기준 구성 종목의 주가 낙폭이 컸던 업종은 IT가전, 건강관리, 보험, 에너지, 소프트웨어 등
- Bottom-Up으로 접근하여 KOSPI200 내에서 절대적으로 직전 1개월 주가 하락 폭이 컸던 종목을 살펴보면 2차전지, 건강관리 종목 다수

기준일: 2025년 3월 27일

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 각 섹터별 구성종목의 주가 역모멘텀 팩터 스코어를 시총가중 합산

## KOSPI200내 직전 1개월 수익률 하위 20개 종목

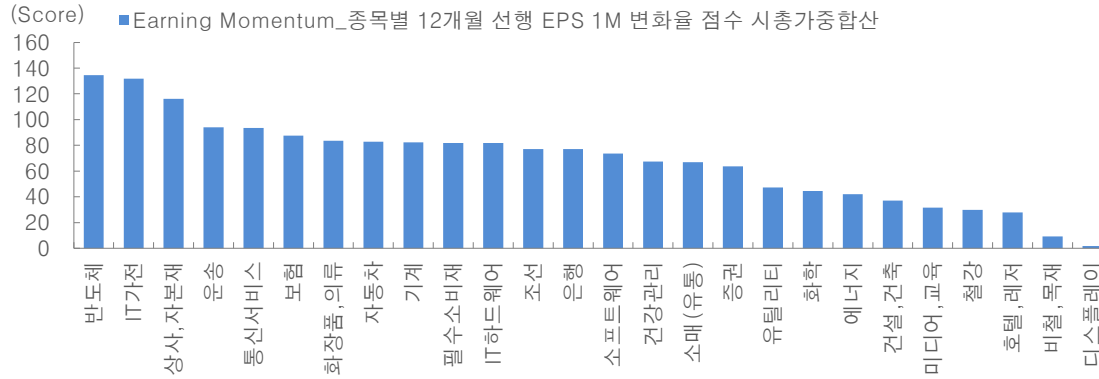


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

기준일: 2025년 3월 27일

# [멀티팩터 모델 Update] 3) Earning Momentum: 반도체, IT가전, 상사/자본재, 운송, 통신 등

## KOSPI200 업종별 어닝 모멘텀 팩터 스코어 현황



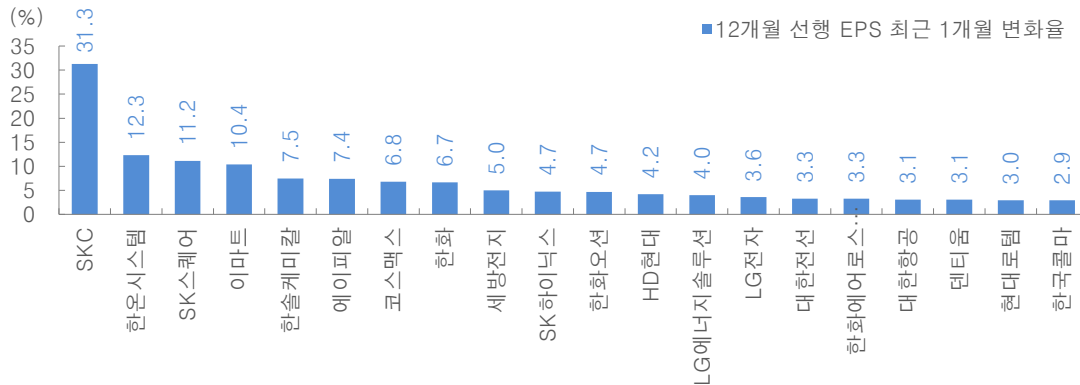
- 구성 종목의 12개월 선행 EPS 최근 1개월 상향조정 폭이 컸던 업종은 반도체, IT가전, 상사/자본재, 운송, 통신 등
- Bottom-Up으로 접근하여 KOSPI200 내에서 절대적으로 12개월 선행 EPS 상향조정 폭이 컸던 종목을 살펴보면 2분기 실적 턴어라운드 기대되는 종목 다수

기준일: 2025년 3월 27일

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 각 섹터별 구성종목의 어닝 모멘텀 팩터 스코어를 시총가중 합산

## KOSPI200내 12개월 선행 EPS 1M 변화율 상위 20개 종목

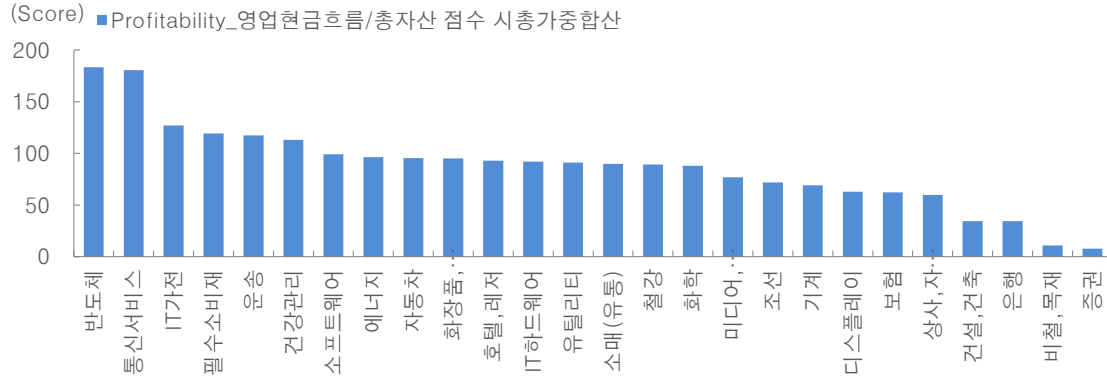


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

기준일: 2025년 3월 27일

# [멀티팩터 모델 Update] 4) Quality: 반도체, 통신, IT가전, 운송, 필수재, 운송 양호

## KOSPI200 업종별 퀄리티 팩터 스코어 현황



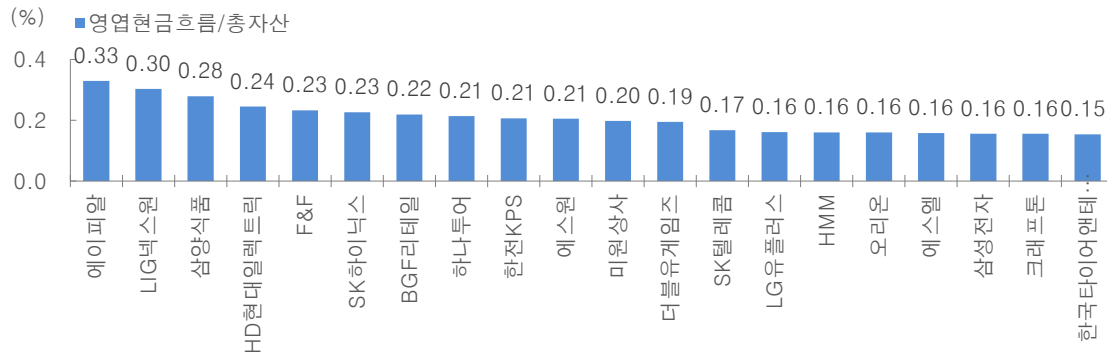
- 총자산 대비 영업현금흐름 기준 구성 종목의 수익성이 양호한 업종은 반도체, 통신, IT가전, 운송, 필수재, 운송 양호
- Bottom-Up으로 접근하여 KOSPI200 내에서 절대적으로 총자산 대비 영업현금흐름 지표 값이 높은 종목을 살펴보면 매출 내 수출 비중이 높은 기업 다수

기준일: 2025년 3월 27일

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 각 섹터별 구성종목의 퀄리티 팩터 스코어를 시총가중 합산

## KOSPI200내 총자산 대비 영업현금흐름(CFOA) 상위 20개 종목



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

기준일: 2025년 3월 27일

# [멀티팩터 모델 Update] KOSPI200 4팩터 스코어 상위 20개 기업

## KOSPI200 밸류 / 주가 역모멘텀 / 어닝 모멘텀/ 퀄리티 스코어 현황

Code	Name	W126업종명(대)	섹터 내 비중(%)	Value : 확정실적 P/B	Price Momentum : 1M 수익률	Earning Momentum : 12개월 선행 EPS 1M 변화율	Profitability : CFOA(영업현금흐름/총자산)	Multi Factor Score
A120110	코오롱인더	화학	1.3	189	185	106	114	594
A018880	한온시스템	자동차	1.9	100	189	174	129	592
A003490	대한항공	운송	13.8	106	151	159	174	590
A036460	한국가스공사	유틸리티	12.3	188	104	151	141	584
A383220	F&F	화장품, 의류, 완구	5.2	59	175	149	195	578
A000120	CJ대한통운	운송	3.3	150	174	134	119	577
A004490	세방전지	자동차	0.7	121	134	167	131	553
A011200	HMM	운송	30.3	133	76	152	185	546
A086280	현대글로벌비스	운송	16.1	87	143	128	179	537
A267250	HD현대	에너지	11.0	136	94	164	138	532
A001120	LX인터내셔널	상사, 자본재	0.8	178	159	90	101	528
A028670	팬오션	운송	3.1	173	167	35	148	523
A035420	NAVER	소프트웨어	29.6	79	178	150	113	520
A010060	OCI홀딩스	화학	2.1	181	133	124	75	513
A375500	DL이앤씨	건설, 건축관련	5.7	176	77	130	123	506
A298050	HS효성첨단소재	화학	1.3	80	126	129	162	497
A032640	LG유플러스	통신서비스	16.0	146	74	86	186	492
A001430	세아베스틸지주	철강	1.9	179	61	91	160	491
A139480	이마트	소매(유통)	16.6	195	28	172	87	482
A047040	대우건설	건설, 건축관련	4.7	185	160	132	2	479

기준일: 2025년 3월 27일

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## 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, 조재운)
- 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.