

4월 전망 Update | 2025. 04. 07

역대급 트럼프 관세 쇼크, 미국 폭락, KOSPI 선방 이유와 향후 전망 & 투자전략

Strategist 이경민

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

텔레그램 채널 daishinstrategy



Summary. 트럼프 관세 충격, 코로나19에 버금가... 가격 조정은 충분, 분위기 반전을 위해서는 트럼프 풋, 파월 풋 필요

- 예상보다 강했던 트럼프의 보편관세 + 상호관세 공개는 글로벌 금융시장 전반에 충격을 가하는 상황 그동안 지속되었던 스태그플레이션 우려가 이번 트럼프의 고강도 관세정책을 공포 심리 확대 재생산 국면 진입
- MSCI 글로벌 지수 기준 2거래일 동안 8.59% 급락. 이머징 유럽과 선진국 충격이 더 컸음
아이러니하게도 국가별 수익률을 보면 관세정책 발표 이후 2거래일 동안 나스닥 -11.44%, S&P500 -10.53%, 다우지수 -9.26%로 수익률 최하위 기록
미국 증시 충격이 여타 국가들보다 큰 이유는 1) 스태그플레이션 공포심리가 확대 재생산되는 가운데 2) 기업 실적 악화 우려가 가세한 결과.
3) 물가 상승 우려와 실적 악화는 고밸류에이션 부담으로 이어졌기 때문으로 판단
- 지난주 금요일 미국 증시와 글로벌 위험자산에는 투매현상 발생. 미국 증시에서는 상대적으로 견조했던 내수주, 경기방어주들이 4월 3일 급락 반전
대표적인 안전자산인 금가격도 지난 주말에는 2.5% 하락. 매도 Climax에 근접했다는 의미이기도 함
워낙 공포심리가 지배하고, 이로 인해 투매가 발생하는 시점이라는 점에서 단기 UnderShooting이 강하게 발생할 수 있지만, 이 또한 기회라고 판단
2024년 8월 당시를 되돌아 보면 투매가 투매를 불러오던 시장에 엔캐리 청산 이슈로 인해 KOSPI는 2700선 후반에서 장 중 2,400선 이하로 급락
하지만, 이내 급반등이 나오면서 2,700선 돌파시도에 나섬. 현재 미국 증시는 매도 실익이 없는 구간이며 분할매수로 대응이 유효하다는 판단
- 리스크 지표와 변동성 지표 또한 최악의 상황임을 시사. 극단적인 투자심리 위축, 공포심리 증폭구간이라는 점에 단기 급등락은 감안해야겠지만, 역발상 투자가 필요
단기 매크로 리스크 인덱스는 1에 도달했고, 동시에 중기 매크로 리스크 인덱스도 0.8을 상회, Risk Off 시그널 정점권 도달
금융위기를 제외하고, 과거 이와 같은 상황은 2007년 8월, 2011년 8월, 2015년 8월, 2020년 3월, 2022년 3월 이후 이번이 여섯번째
평균적인 흐름을 보면 동시에 극단적인 Risk Off 시그널 도달 이후 급락세에 제동이 걸리고 10일 이후 분위기 반전 모색, 3개월 동안 급락분의 절반을 되돌렸음
VIX가 45% 도달한 이후 흐름을 보면 등락은 있지만, 120일 뒤에는 평균 10% 수익률 기록
금융위기와 코로나19를 제외할 경우 100% 가까운 확률로 45% 도달 시점을 정점으로 분위기 반전 모색, 120일 뒤 평균 16.95% 수익률 기록
즉, 현재 미국 증시는 경기침체, 위기국면 진입만 아니라면 가격적으로 불확실성을 선반영한, 충분히 매력적인 레벨임을 시사
- S&P500 4,800 ~ 5,000선 지지력 확보 여부 주목. 나스닥은 중기 상승추세 하단에 근접, 1차 지지선인 15,000선 중후반, 2차 14,600p(200MA)에서 지지력 확보 중요
- 분위기 반전을 위해서는 트럼프 풋이나 파월 풋이 나와야 하는 상황이지만, 현재로서는 강경대응 중
트럼프는 강경한 태도를 이어가는 가운데 정책 지지도가 하락 중. 정재계에서 경고, 비난의 발언들이 이어지는 가운데
반 트럼프 시위 확산. 일론 머스크를 비롯한 공화당 내 의원과 인사들 또한 반발의 목소리가 커지는 상황. 트럼프 정치적 입지 약화가 어떤 결과로 이어질지 주목
트럼프 대통령이 인플레이션 하락을 이유로 파월 의장에게 정치적 행보를 멈추고 금리를 인하하라고 촉구했으나
파월 의장은 오히려 관세가 고용과 물가 두 목표 달성을 모두 어렵게 만들 수 있다고 인정하는 한편, 금리인하에 대한 신중함을 피력
최악의 상황에서 변화는 가능하지만, 그 전에 트럼프 풋이나 파월 풋이 나오기를 기대
한편, 이번주 3월 CPI 결과와 이후 시장 스탠스 변화 체크.
CPI와 Core CPI 동반 둔화가 예상되는 가운데 물가 둔화, 하드데이터가 여전히 견고함을 확인할 경우 스태그플레이션 우려가 완화될 수 있음
이 경우 채권금리, 달러화 하향안정 변수가 스태그플레이션에서 물가 안정으로 전환되며 증시에 우호적으로 전환 가능

Summary. 신흥국, 신흥 아시아 증시 상대적 강세 속에 KOSPI 2,400선 전후 지지력 확보 예상. 단기 쇼크는 비중확대 기회

- **최근 급락과정에서 특이점은 신흥국 증시의 선방.** 선진국 증시가 24년 8월 수준까지 급락한데 반해, 신흥국 증시는 25년 3월 저점 수준에 불과. 상대적 강세 뚜렷 우선, 그동안 상대적 약세를 이어왔던 신흥국, 신흥 아시아 증시의 가격 메리트 영향
최근 강한 상대적 강세를 보였지만, 아직 23년 1월 이후 선진국대비 10% 정도 저평가 영역에 위치. 가격 갭 축소 차원에서 추가 상승 여력은 충분하다고 판단
- 미국은 경기 과열 국면에서 가파른 둔화를 우려하는 상황인데 반해, 중국, 유럽은 경기 부진이 장기화된 이후 저점 통과 국면이라는 인식 강화. 엇갈린 경기 방향성 확인
한편, 미국은 금리인하 속도 조절과 트럼프 정책 리스크가 맞물려 25년, 26년 GDP 성장률 전망이 빠르게 하향조정 중.
이에 반해 중국과 독일을 필두로 한 유럽은 경제성장률 전망이 안정적. 오히려 26년 전망은 소폭 상향조정되면서 경기부양 기대가 반영되는 양상
미국의 압도적인 경제성장률과 부진을 면치 못하는 Non-US 경기라는 기존의 경기 흐름이 바뀌면서 신흥국, 신흥 아시아 증시의 상대적 강세 전개
밸류에이션 수준 또한 신흥국, 신흥 아시아 상대적 강세 원인. 선진국대비 신흥국, 신흥 아시아 증시의 PER 상대 강도는 금융위기 이후 최저치 경신
최근 신흥국, 신흥 아시아 증시 상대적 강세에도 불구하고 PER 상대강도는 Deep Value 구간을 벗어난 상황. 신흥국, 신흥 아시아 증시의 상대적 강세는 지속될 전망
- 최근 중국 경기회복 가시화. 트럼프 고강도 관세정책이 지속될수록 중국은 보복관세와 더불어 경기부양정책 강화 예상
이 경우 최근 경기 저점을 통과하고 있는 중국 경기회복 가시화는 물론 정책 신뢰도를 높이며 신흥 아시아 증시에 우호적인 분위기 형성 가능.
여기에 독일을 필두로 한 유럽도 재정 확대에 나서는 상황. 이는 미국 경기침체 우려가 완화되더라도 달러 약세 압력을 높이는 부분
- 선수요 유입에 이는 중국, 독일 주도의 경기회복, 경기부양 드라이브는 한국 수출 호조, 기업이익 개선으로 이어질 전망
미국 관세 부담은 불가피하지만, 이로 인한 증시, 주가 충격 이후에는 긍정적인 변화를 반영해 나갈 것으로 예상
1분기 실적 시즌은 시장 우려보다 양호할 것으로 예상되는 가운데 KOSPI 상대적 강세의 주된 동력이 될 전망
- KOSPI도 단기 충격 불가피하지만, 향후 추가적인 급락은 제한적일 전망. KOSPI 선행 PER이 8.6배 수준으로 레벨다운, PBR도 0.8배 수준으로 중요 지지권/분기점 진입
중국 경기회복 가시화와 중국, 독일의 강력한 경기부양 기대 유입에 달러 약세도 상대적 강세를 지지하는 요인
게다가 한국 정치적 리스크 해소도 그동안 부진했던 흐름에서 벗어날 수 있는 원동력
KOSPI 2,380 ~ 2,410선은 PBR 측면에서 의미있는 지지권 투자심리, 수급 악화로 인한 UnderShooting 가능성은 경계하지만, Deep Value 구간으로 판단
KOSPI 2,400선대 또는 그 이하에서 등락은 비중확대 기회, 매집 전략 유지
- 국내 정치적 리스크 해소, 외국인의 차별적인 순매수가 나타난 소프트웨어, 유틸리티, 호텔/레저, 통신, 필수소비재로 안정성 확보하되 비중확대 기회를 노릴 필요 있음
- Trading 전략 : 실적대비 저평가주 & 낙폭과대 업종인 2차전지, 자동차, 에너지, 화학, 은행, 보험, 디스플레이, 유틸리티, 화장품/의류 주목
다수 업종들이 실적대비 저평가 영역 진입. 향후 KOSPI 2,400선 전후에서 지지력 확보, 분위기 반전을 염두에 대응력 강화 기회
실적대비로도, 주가 측면에서도 낙폭과대 업종인 2차전지, 자동차, 에너지, 화학, 은행, 보험, 디스플레이, 유틸리티, 화장품/의류의 반등시도 뚜렷해질 것
한편, 다수의 업종들이 단기, 중기 측면에서 중요 지지권, 변곡점 진입. 단기 트레이딩은 물론, 중기 전략 측면에서 매집 가능
대표적으로 반도체, 자동차, 2차전지, 인터넷, 제약/바이오는 현재 가격/지수대부터 단기 등락을 활용한 비중확대 가능. 가격, 밸류에이션 매력 충분
조선, 기계, 방산은 조정국면 진입으로 단기 변동성 확대 경계. 조망가 현재보다 낮은 가격대에서 매수할 기회가 올 전망

주간 리뷰 :

예상보다 강한 트럼프 상호 + 보편관세.

미국의 스태그플레이션 공포 확대 재생산

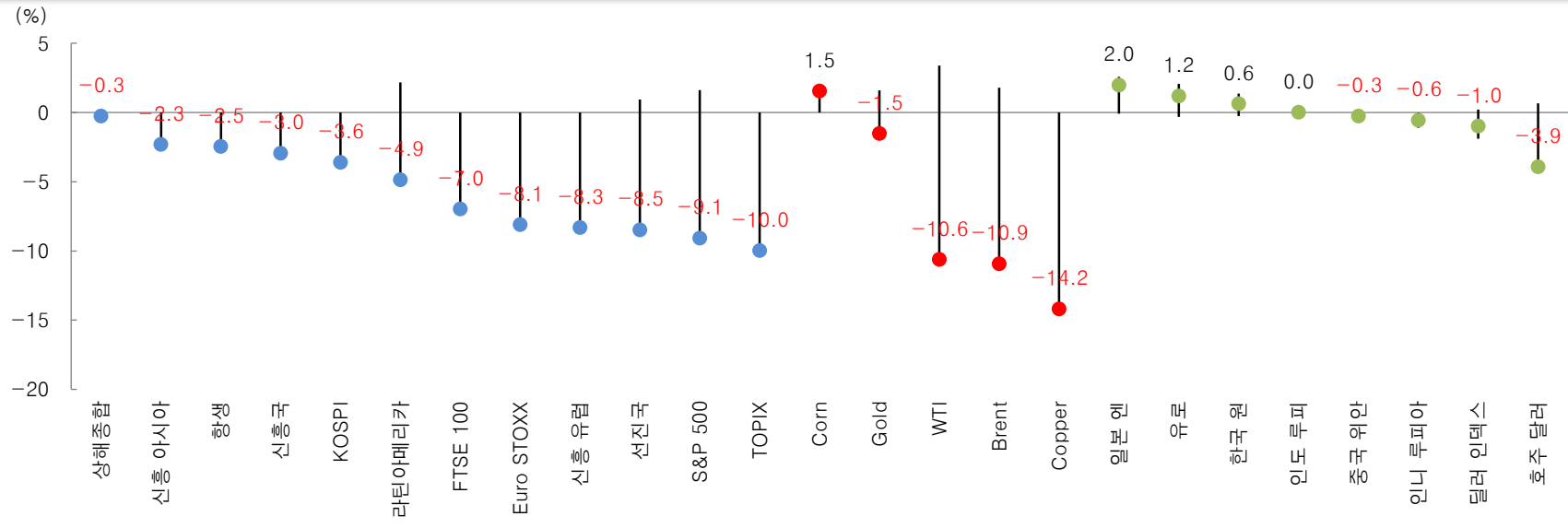
Strategist 이경민

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

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

미국 자유의 날, 관세는 글로벌 경기 우려, 미국 스태그플레이션 공포로 확산되며 글로벌 위험자산 급락

3월 31일 ~ 4월 4일 글로벌 금융시장 수익률



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center
 주: 4월 4일 종가 기준

4월 1주차 글로벌 증시는 미국 해방의 날로 명명된 광범위한 상호관세 발표 이후 급락, 위험자산 회피심리 강하게 반영된 모습. 시장의 예상을 뛰어넘은 공격적인 관세정책이 글로벌 교역과 경제 성장에 부정적인 영향을 미칠 것이라는 우려 확산. 트럼프 행정부는 협상을 통해 관세를 낮출 수 있을 것이라는 선택지를 열어 두었으나 중국이 미국과 같은 34%의 보복관세를 발표함으로써 대응하며 관세 전쟁 확대양상. 관세 중심에 있는 미국의 주요 교역국과 선진국 증시는 10%에 가까운 급락, 중화권 증시가 비교적 견조한 이유는 2월부터 중국에 대한 관세 조치가 먼저 시행되며 우려 선반영된 영향과 4월 4일 청명절 휴일로 글로벌 증시 하락이 반영되지 않은 결과

미국발 경기 우려 확산, 글로벌 공급망 혼란 가능성에 산업금속인 구리와 유가가 큰 폭으로 하락. 미국 달러 인덱스도 약세. 한편 일본 엔화가 미국 경기우려를 회피한 안전자산으로 부각되면서 주요국 통화 중 가장 강한 모습을 보였음, EU에 부과된 20%의 관세 또한 여타 국가대비 온전하다는 평가에 유로화 또한 상승하는 모습

한국은 정치 불확실성 해소로 상대적으로 낙폭이 상쇄되었고 원화도 비교적 강한 모습이 나타났음

자동차 관세에 이어 상호관세 충격, 전 저점 테스트



자료: 대신증권 Research Center

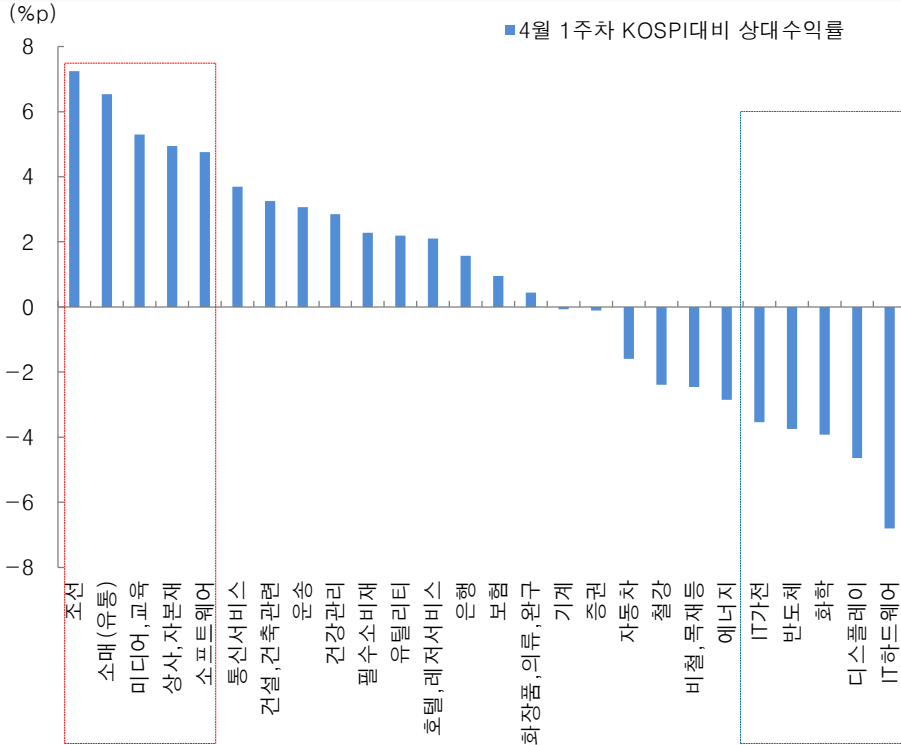


자료: 대신증권 Research Center

4월 1주차 KOSPI는 -3.62% 하락, 2,465.42pt로 마감. 지난주 발표된 자동차 관세부와 이후 미국의 상호관세 부과 까지 하락추세 지속. 글로벌 증시가 일제히 하락하면서 국내 증시도 관세 우려를 피해가지 못하였으며, 12월부터 이어진 상승 밴드 하단을 이탈, 2월 초 멕시코/캐나다/중국에 대한 관세 부과로 처음 관세전쟁 우려가 확산되었던 때의 2,440p선 지지력을 테스트 중. 한편, 국내 이슈로 코스피 상승을 제한했던 대통령 부채상황이 탄핵 인용으로 결정되며 정치적 불확실성 해소되었고 원화 상대적으로 강한 흐름 나타나면서 글로벌 증시대비 낙폭은 비교적 양호했던 것으로 평가. 3월 약세를 보였던 KOSDAQ은 하락 선반영 되면서 주간 -0.92%로 낙폭 비교적 제한되었음

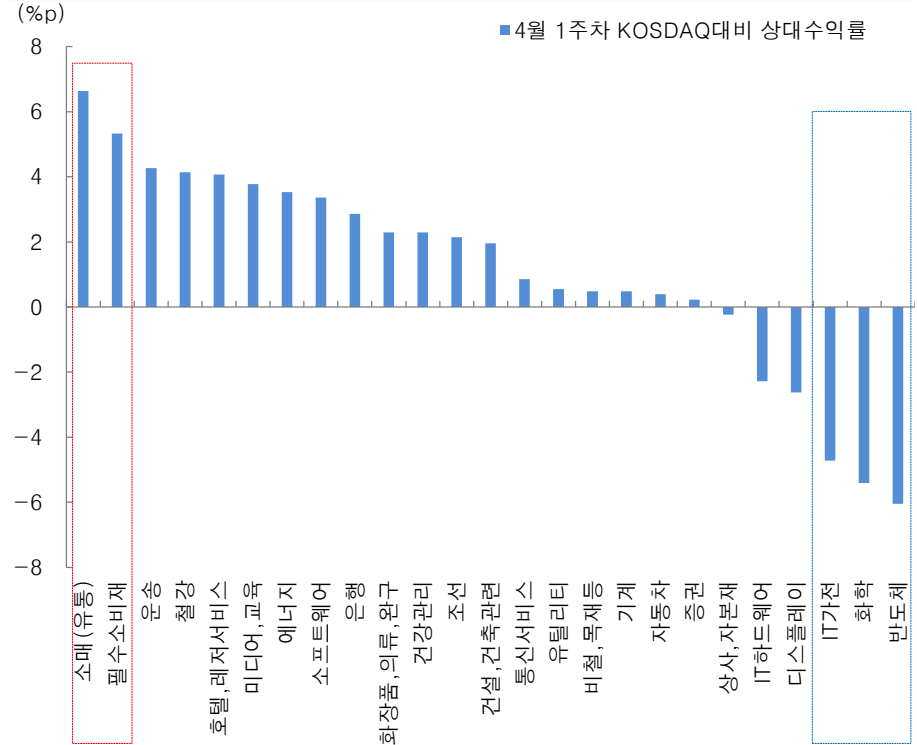
미국발 관세에서 벗어나 있거나, 내수경기 회복 기대감 유입된 업종 상대적 강세

KOSPI Outperform: 조선, 소매/유통, 미디어/교육 등



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center
주: 4월 4일 종가 기준

KOSDAQ Underperform: 소매/유통, 필수소비재, 운송 등

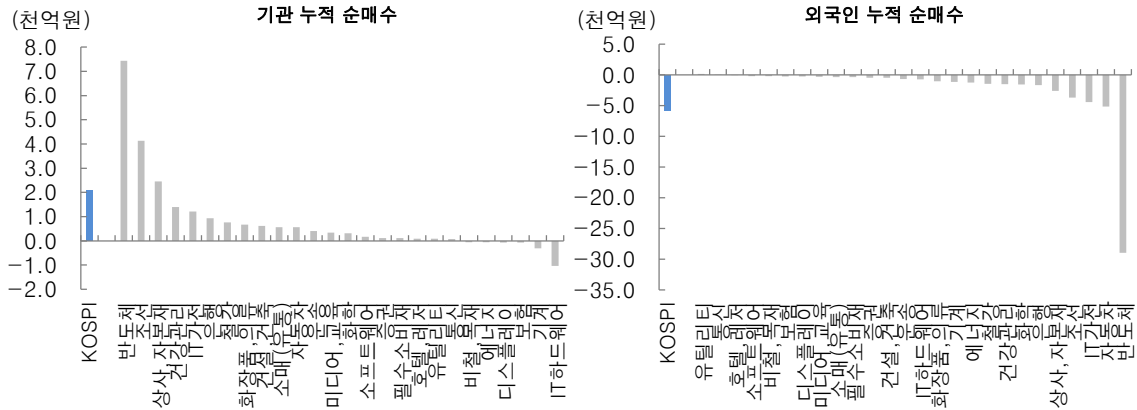


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center
주: 4월 4일 종가 기준

4월 1주차 KOSPI를 Outperform한 업종은 조선, 소매/유통, 미디어/교육, 상사자본재, 소프트웨어 등 15개 업종 미국발 상호관세 우려에서 벗겨 있는 업종들이 상승하는 모습을 보였으며 IT하드웨어, 디스플레이, IT가전 등 베트남 등지에 생산망이 구축되어 있는 IT 업종들의 하락폭이 가장 크게 나타났음. 반도체 업종은 이번 관세 품목에서는 벗어났으나, 이후 관세부과 가능한 품목으로 지목되면서 우려 선반영되는 모습. 한편 코스닥 시장에서는 소매/유통, 필수소비재 업종 등이 상승하였는데, 국내 대통령 탄핵 이후 정치 불확실성 해소, 소비심리 회복과 경기부양정책 기대감 유입. 해당 업종은 코스피, 코스닥 시장에서 모두 상대적 강세

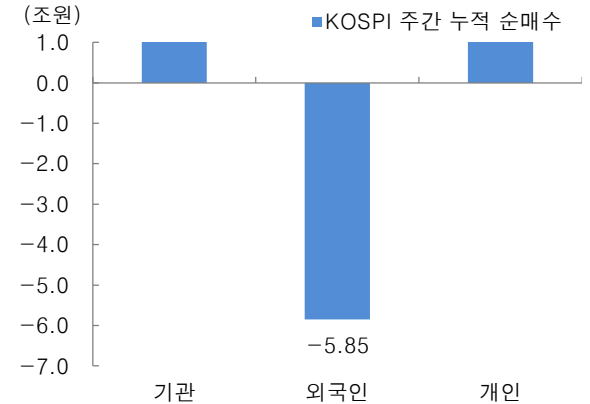
4월 1주차 외국인 & 기관의 동시 순매수 집중된 반도체 업종

KOSPI, 기관은 반도체, 조선, 상사/자본재 순매수, 외국인은 반도체에 매도 집중



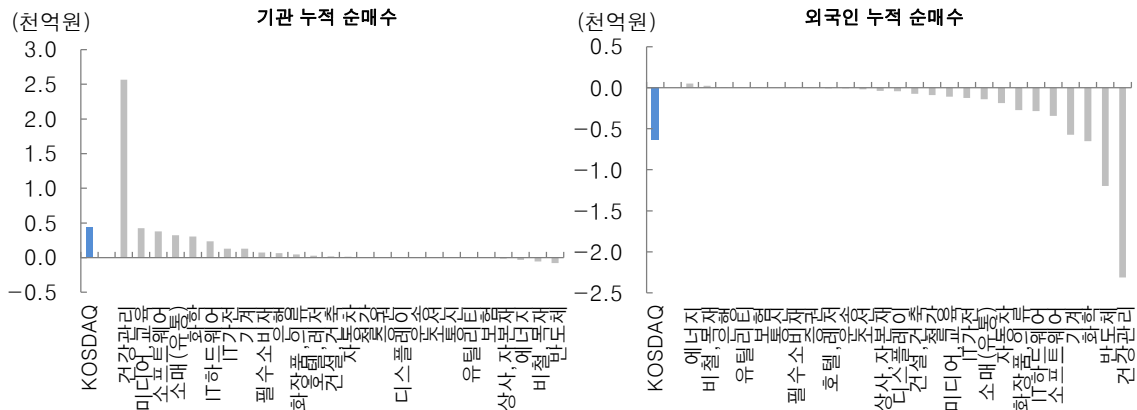
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

KOSPI 외국인 순매도, 위험자산 회피



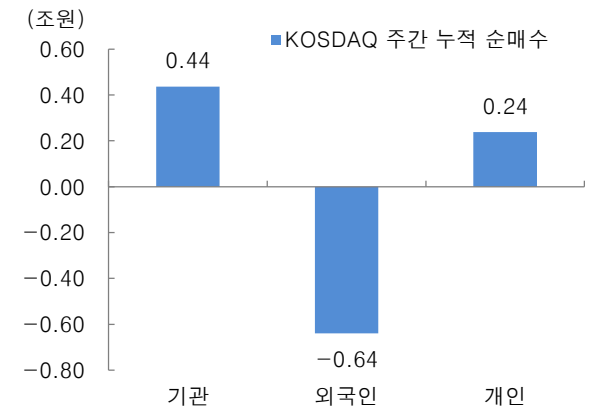
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

KOSDAQ, 건강관리 업종에서 갈린 기관/외국인 수급. 반도체 동시 순매도



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

KOSDAQ도 외국인 이탈 뚜렷



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

트럼프 보편 + 상호관세 충격. 미국 증시를 집중 포화

Strategist 이경민

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

텔레그램 채널 [daishinstrategy](#)

트럼프 상호관세 발표

미국의 구조적 무역적자를 “국가비상사태”로 규정하고, 그 원인으로 “비상호적 관세와 비관세장벽”, “불균형한 내수 억제정책”, “글로벌 무역체제의 실패”를 지목하며, 이에 대응하기 위해 **전면적인 관세 부과 체제**를 도입

기본 10% 관세 도입 + 국가별 상향 관세체계 확정

- 기본 조치: 4월 5일부터 전세계 수입품에 대해 **10% 기본 관세 부과**
- 특별 조치: 4월 9일부터 지정국가(Annex I)에 대해 **국가별 고율 관세**
각국의 전체 무역장벽의 **50% 수준 상호관세 부과**

면제 품목

- 철강·알루미늄, 자동차 부품 (이미 Section 232 관세 적용 중)
- 에너지, 의약품, 반도체, 희귀광물 등 향후 Section 232로 제재될 수 있는 품목
- USMCA 기준 충족 품목 (멕시코, 캐나다)
- 홍콩, 마카오는 중국과 동일한 세율 적용

* 불이행 국가에 대한 단계적 관세 상향 가능성 명시

* 무역대표부(USTR)와 상무부 권한 하에 실시간 관세율 조정 가능

- 트럼프 대통령은 미국의 구조적 무역적자를 “국가비상사태”로 규정
- 관세의 명분은 미국의 국내 제조업 및 국방산업 기반을 복원하는 것을 목표로 함
- 상호관세의 적용 기준을 “상대국이 미국에 부과하는 세율”이 아닌, “미국과의 무역수지를 0으로 만들기 위한 세율”로 정의 (USTR 발표 근거)

[트럼프 보편 + 상호관세] 관세율 함의는 무역적자 축소

USTR이 공개한 관세 계산법

$$\Delta\tau_i = \frac{x_i - m_i}{\varepsilon * \varphi * m_i}$$

- $\Delta\tau$: 적용해야 할 관세율 (목표치)
- $x_i - m_i$: 미국의 대외수지 균형을 위한 목표 수입 감축량
 x_i : 기준년도(2024년) 미국의 해당국가에 대한 수출액
 m_i : 기준년도(2024년) 미국의 해당국가로부터의 수입액
- ε : 수입수요의 가격탄력성 (USTR은 4로 설정)
- φ : 관세의 가격전가율 (25%로 설정)
- X : 미국의 해당국가에 대한 수출액

자료: USTR, 대신증권 Research Center

주요국 부과 관세율

국가	미국에 대한 종합 장벽	미국의 적용 관세율	국가	미국에 대한 종합 장벽	미국의 적용 관세율
중국	67%	34%	영국	10%	10%
베트남	90%	46%	브라질	10%	10%
한국	50%	25%	태국	72%	36%
EU	39%	20%	스위스	61%	31%
일본	46%	24%	파키스탄	58%	29%
인도	52%	26%	콜롬비아	10%	10%

자료: 백악관, 대신증권 Research Center

- USTR은 단순히 상대국의 평균 관세율을 반영하여 미국의 관세율을 맞추는 접근 대신, 무역수지 균형을 달성할 수 있는 관세율을 도출하는 방식을 채택
- 미국의 지속적이고 구조적인 무역수지 적자는 상대국의 관세 및 비관세 장벽의 결과로 발생했다는 전제하지만
- 각국의 관세, 규제, 소비억제 정책, 환율 정책 등의 **복합적 비대칭 요소를 모두 정량화하기 어려우므로**
- 이들을 단일 관세율로 환산하여 적자를 상쇄할 수 있는 이론적 관세율을 도출하였다고 주장
- 한편, 분자에 들어가는 수치가 무역적자 금액으로 설정된 부분에서 무역 불균형을 해소하겠다는 의지 해석. 앞으로 국가 간 협상이 진행될 경우 에너지 수입 등을 방법으로 무역 적자를 줄이는 방안이 협상카드로 고려될 가능성이 높음

중국을 겨냥한 추가 관세, de minimis 면세 폐지

관세 회피 차단

- de minimis 조항을 이용해 고의로 세금을 회피하거나
- 위조품, 위험 물품을 유입하는 사례 차단

펜타닐 유입 경로 봉쇄

- 중국, 홍콩을 거친 소액 국제 우편물에 대한 통제를 강화
- 합성 오피오이드의 유통 경로를 근본적으로 차단

주요 내용: de minimis 면세 폐지

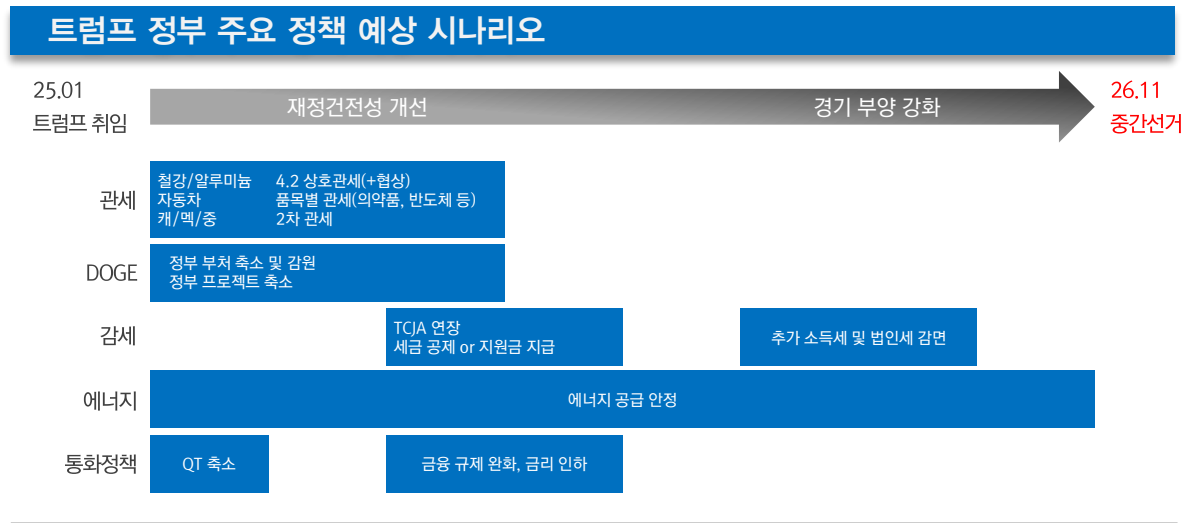
- **일반 물품:** 중국 및 홍콩발 \$800 이하의 물품에 대해 모든 기존 관세 적용 (25.5.2.~)
- **국제 우편물:** 품목당 30달러 또는 물품가의 30% 중 높은 금액 관세 부과 (25.5.2.~)
- * 2025년 6월 1일부터는 품목당 고정 관세를 50달러로 상향

확대 가능성

- 상무부 장관은 90일 내에 이번 행정명령의 마카오 확대 적용 여부를 보고

- 국제 비상경제권법(IEEPA)의 권한을 근거로 하여, 중국발 저가 수입품에 적용되는 de minimis 제도를 폐지
- 특히 합성 오피오이드 위협에 대응하기 위한 새로운 관세 조치를 담은 행정명령을 발표
- 이번 조치는 단순한 무역정책이 아니라, 미국 내 공중보건 위기, 특히 펜타닐을 중심으로 한 마약 위기에 대응하는 국가 안보 조치의 성격
- Temu, Shein 등 중국 기반 플랫폼 및 물류 네트워크는 직격탄을 맞을 것으로 예상되며 수백만 건의 중국-미국 간 소액 전자상거래에 구조적 타격을 줄 수 있음
- ‘상호관세 체계’와는 별개로, 이번 조치는 국가안보 위기 대응을 근거로 한다는 점에서 관세 부과의 법적 근거와 목적이 다름

[트럼프 정책 시나리오] 향후 관세정책보다 감세, 경기부양정책 강화 가능성



자료: 대신증권 Research Center

250405 미 상원 공화당, 트럼프 감세·지출 삭감 위한 예산안 통과

감세·지출 삭감 위한 예산안 통과

- 공화당이 주도하는 수조 달러 규모의 감세 및 지출 삭감 예산안(framework)을 51대 48, 대부분 당론에 따라 통과
- 트럼프 대통령은 이를 자신의 핵심 의제인 "크고 아름다운 법안"이라고 칭함

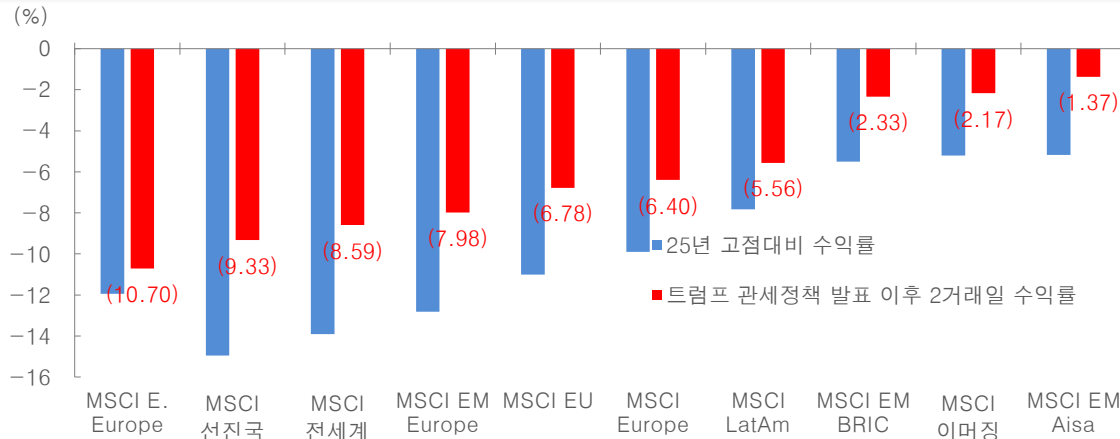
부채 한도를 5조 달러 증액하는 내용, 다음 중간선거 이후까지 추가 표결을 미루고자 함. (하원안은 4조 달러 증액)

자료: 국내외 주요언론, 대신증권 Research Center

- 현재까지 임기 초 트럼프 행정부의 정책은 관세와 정부효율화 등 시장에 충격을 줄 수 있는 정책들을 먼저 시행하는 중
- 그러나, 26년 11월 중간선거 승리가 필요한 트럼프, 현재와 같이 지지율을 하락시키는 정책만을 중심으로 한다면 중간선거에서 의석 확보가 힘들 가능성
- 현재 트럼프 행정부의 강한 정책 추진력은 공화당이 우위를 정한 상하원 의석수에서 나오기 때문은 중. 중간선거에서 패배한다면 행정부의 정책 모멘텀 약화

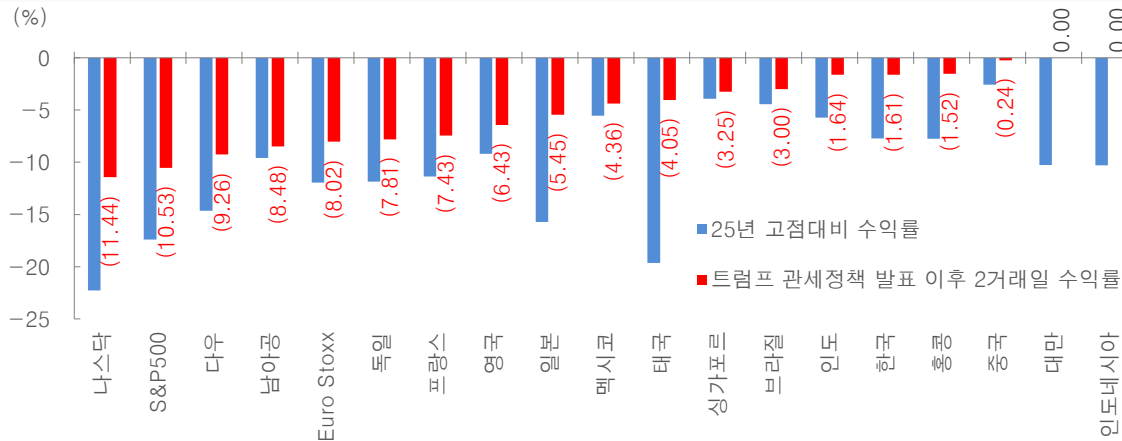
[미국 증시 급락] 관세 부과 이후 증시 충격이 가장 큰 나라는 미국. 2거래일 동안 10% 이상 급락

관세 충격에 이머징 유럽, 선진국 증시 급락. 이머징 증시는 상대적으로 선방



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

트럼프 관세정책 발표 이후 2거래일 동안 증시 충격이 가장 큰 미국



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 트럼프 관세 정책 공개 이후 글로벌 증시는 전반적으로 충격을 받은 상황
- MSCI 글로벌 지수 기준 2거래일 동안 8.59% 급락. 이머징 유럽과 선진국 충격이 더 컸음
- 아이러니하게도 국가별 수익률을 보면 관세정책 발표 이후 2거래일 동안 나스닥 -11.44%, S&P500 -10.53%, 다우지수 -9.26%로 수익률 최하위 기록
- 반면, 홍콩, 한국, 인도, 브라질, 싱가포르, 태국 등 신흥국, 신흥 아시아는 상대적으로 낙폭 제한적
- 미국 증시 충격이 여타 국가들보다 큰 이유는 1) 스태그플레이션 공포심리가 확대 재생산되는 가운데 2) 기업 실적 악화 우려가 가세한 결과. 3) 물가 상승 우려와 실적 악화는 고밸류에이션 부담으로 이어졌기 때문으로 판단

미국 증시 낙폭이 큰 이유. 미국 스태그플레이션 공포 & 기업 실적 악화 불가피

Strategist 이경민

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

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

[미국 Stagflation] 트럼프 관세 정책 리스크(경기 불안, 물가 상승) 공포. 현실화될 가능성

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)

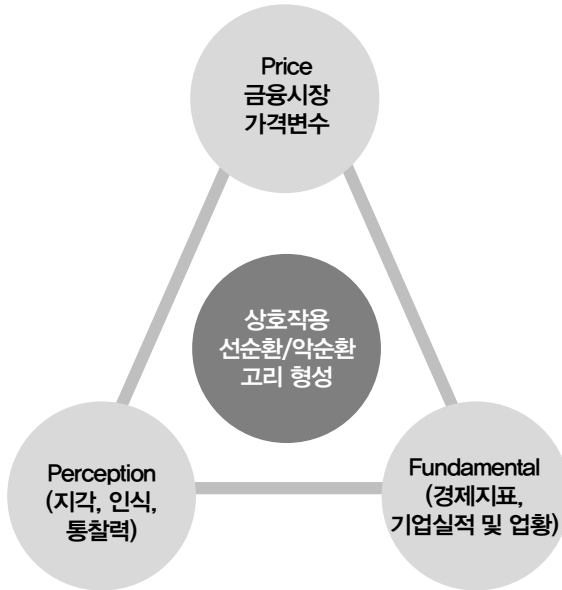
시나리오 구분	미국		캐나다		멕시코		중국	
	GDP	Inflation	GDP	Inflation	GDP	Inflation	GDP	Inflation
1) 멕시코, 캐나다, 중국에 관세 부과 시	-0.06	0.54	-0.22	1.68	-0.18	2.27	-0.16	0.17
2) 멕시코, 캐나다에 관세 부과 시	-0.04	0.43	-0.22	1.68	-0.19	2.29		
- 멕시코, 캐나다가 보복관세 부과 시	-0.10	0.90	-0.50	3.00	-0.40	4.10		
3) 중국에 관세 부과 시	0.01	0.06					-0.15	-0.03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

자료: 피터슨 경제연구소, 대신증권 Research Center

- 물가에 대한 경계와 관심이 높아짐에 따라 트럼프 관세 정책, 타국가들에 대한 관세 부과가 물가 상승압력을 자극할 수 있다는 전망에 글로벌 금융시장은 흔들리 수 밖에 없었던 상황
- 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
- 이 상황에서 보편관세 + 상호관세 부과는 미국 경기 부진, 물가 상승 압력 확대로 이어질 것이라는 공포가 현실화될 것이라는 공포심리로 확대 재생산

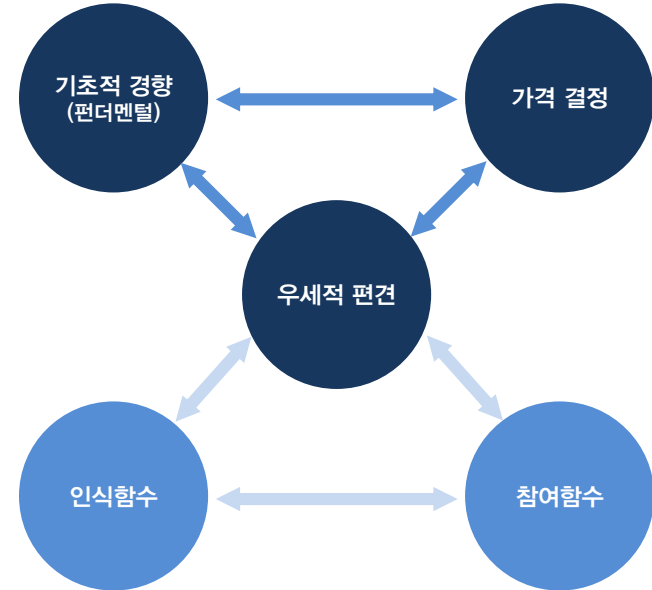
[재귀성 이론] 자기강화 현상 & 악순환 고리. 경제지표 부진 → 경기 불안 + 트럼프 리스크 = 공포 & 매물 출회

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 불안전하므로 시장 참가자들이 서로 영향을 주고, 그 영향이 다시 시장 가격에 미치는 과정을 반복함으로써 가격이 급등하거나 급락할 수 있다는 주장

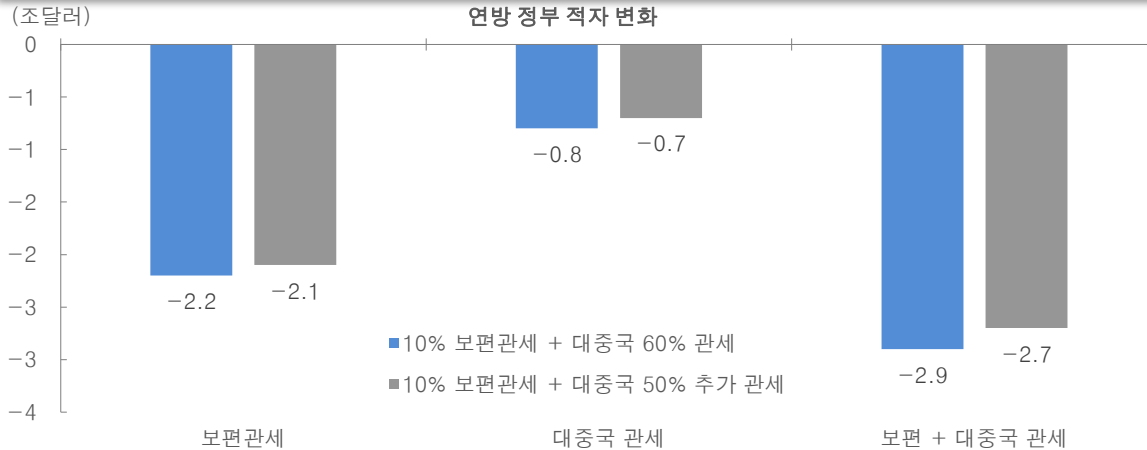
즉, 행위 주체, 투자자들 간 상호작용이 Positive, Negative 피드백을 만들어 내면서 평균수준을 벗어나는 과열과 침체를 만든다는 것

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

그동안 미국 경제지표 부진, 그로 인해 고조된 경기 불안심리가 트럼프 정책 리스크와 맞물려 실적 불안, 밸류에이션 부담 가중, 투자심리 위축, 매물 출회라는 악순환 고리 형성되어 왔음. 이번 트럼프의 고강도 관세정책을 계기로 이러한 악순환의 고리가 강화되었고, 공포심리는 확대 재생산된 것

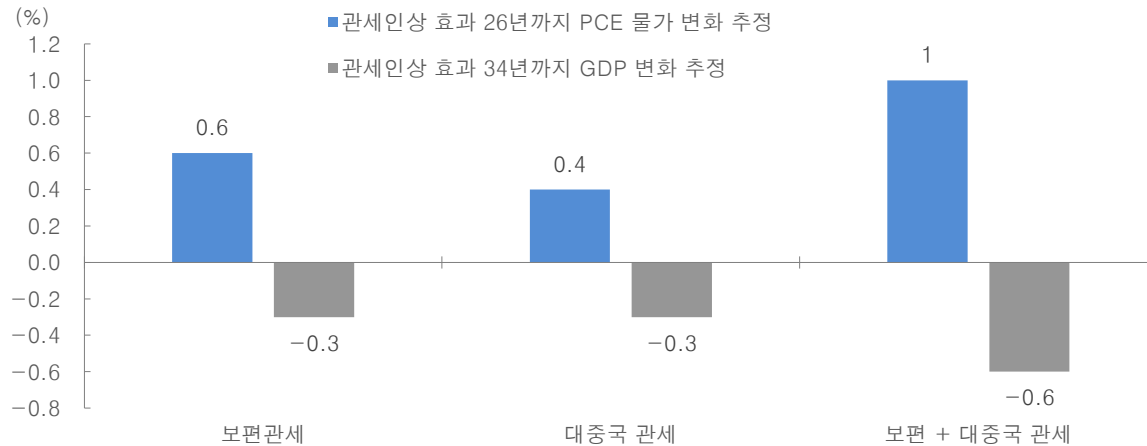
[미국 Stagflation] 트럼프의 고강도 관세정책으로 스태그플레이션이 현실화될 수 있다는 공포

트럼프 관세 인상 효과 추정 : 연방 정부 적자 3조달러 가까이 축소



자료: CBO, 대신증권 Research Center

트럼프 관세 인상 효과 추정 : 보편관세 부과시 경기 부진, 물가 상승

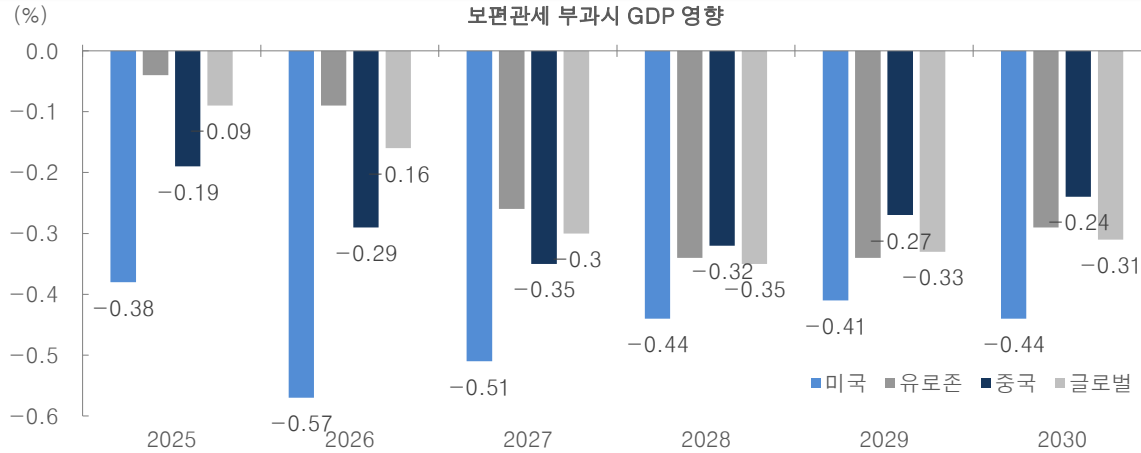


자료: CBO, 대신증권 Research Center

- 감세, 내수부양, 미국 우선주의 정책 시행을 위한 재정 확보에 포커스가 맞춰지며 보편관세 부과
- 연방 정부 적자 축소, 트럼프 감세정책 시행을 위한 재정 마련에 가장 효과적인 관세정책은 보편관세이기 때문
- 미국 CBO(의회예산국) 분석, 대중국 60% 관세부과(0.7 ~ 0.8조달러)보다 10% 보편관세(2.1조 ~ 2.2조달러)가 3 배 정도 정부적자 축소 효과 지남
- 트럼프 행정부가 보편관세로 인한 미국 경기, 물가 충격은 감세, 내수부양정책, 자국 우선주의 정책으로 상쇄할 수 있다고 판단함에 따라 단행했다고 생각
- 의회예산국에서는 보편관세와 대중국 관세가 부과될 경우 미국 물가는 1%, GDP는 0.6% 감소 예상
- 여기에 상호관세까지 맞물린 상황임에 따라 경기 부진, 물가 불안은 가중될 수 밖에 없는 상황

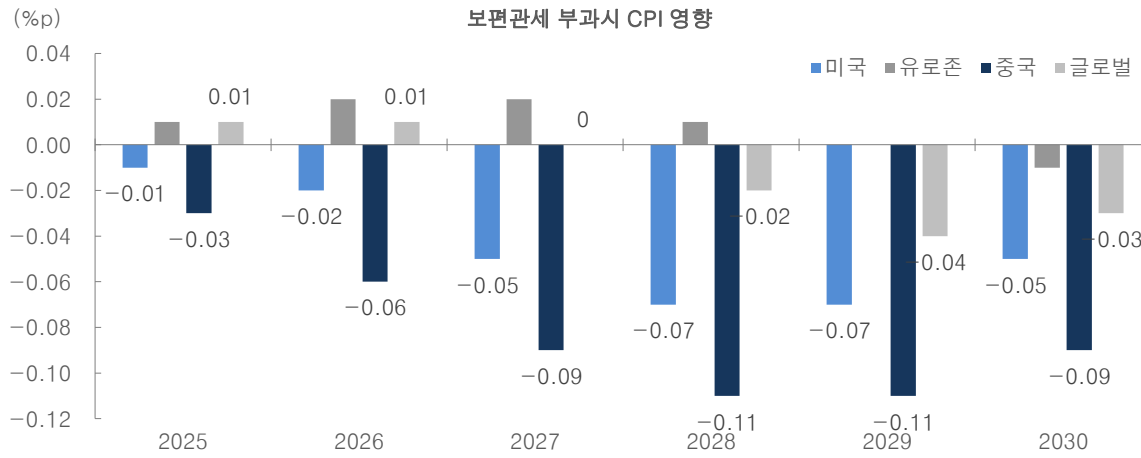
[미국 Stagflation] IMF는 미국 경기충격이 커서 물가는 하락할 것이라는 전망 제시

보편 관세 부과시 연간 GDP 성장률 영향 : 미국 충격이 가장 클 것으로 전망



자료: CBO, 대신증권 Research Center

보편 관세 부과시 연간 GDP CPI 영향 : 경기충격에 물가 하락 가능성 제시

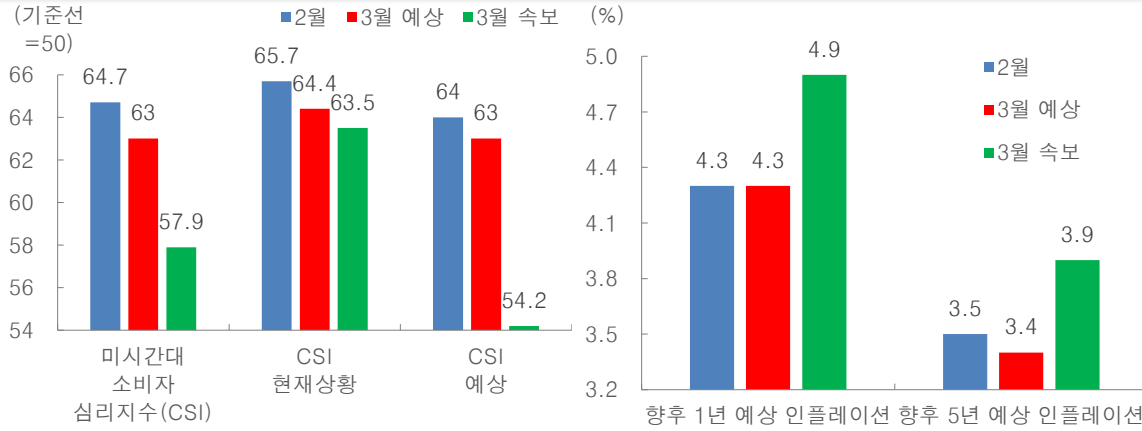


자료: CBO, 대신증권 Research Center

- IMF는 트럼프가 글로벌 전체에 보편관세를 부과할 경우 경기 충격은 미국이 가장 크고, 물가는 경기 충격의 여파로 오히려 하락할 수 있다고 분석
- 가능성은 낮고, 최악의 사나리오라고 생각했던 보편관세가 상호관세가 가세하며 유입된 상황
- 경기 및 물가 불안이 가중될 수 밖에 없는 상황

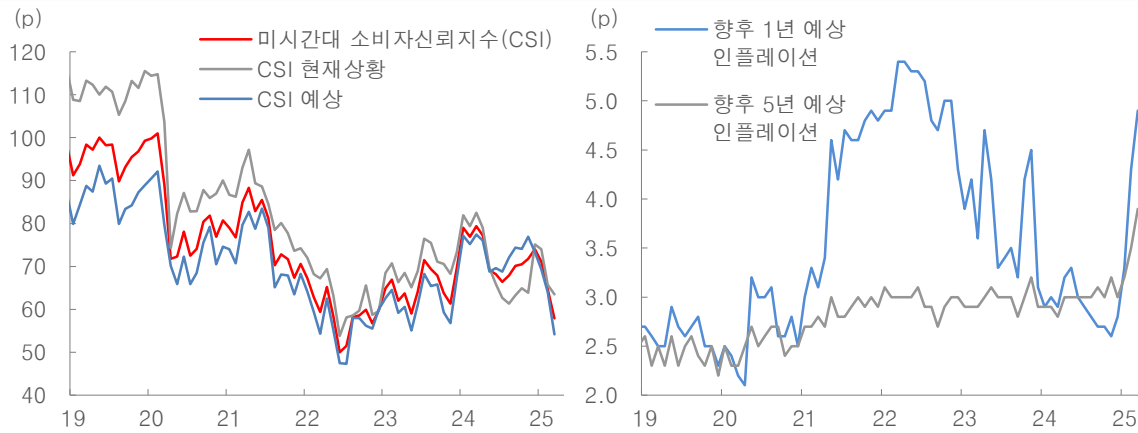
[소비심리, 기대 인플레이션] 소프트 데이터는 이미 경기침체, 물가 폭등을 반영하는 중

미시간대 소비자심리지수 쇼크, 기대 인플레이션은 서프라이즈



자료: 미시간대, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

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

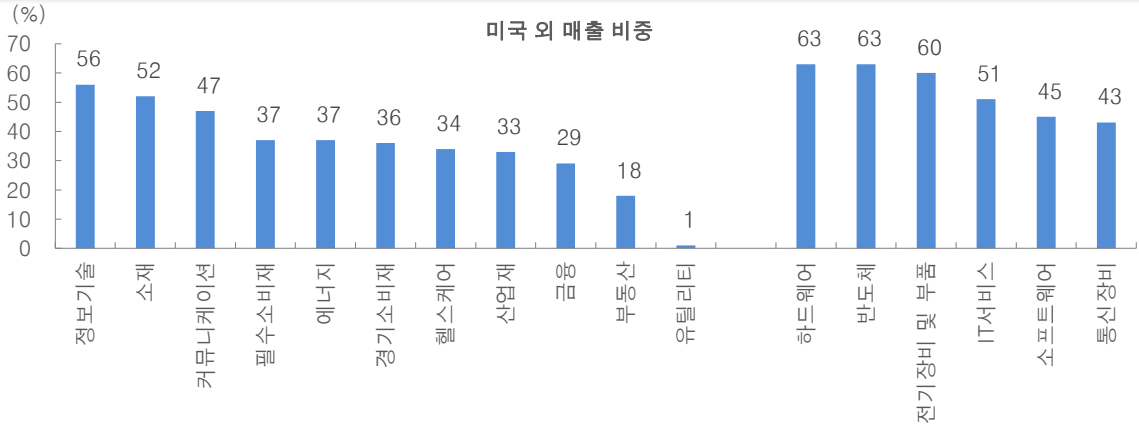


자료: 미시간대, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 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
- 이처럼 소프트 데이터의 변화와 트럼프 관세정책이 맞물리며 스테그플레이션 공포를 확대 재생산 중
- 하드데이터의 견고함을 신뢰하기보다는 소프트 데이터의 변화가 하드 데이터 악화로 이어질 것이라는 전망 강화
- 이 또한 자기 강화 현상의 하나로 악재만을 반영해가는 시장 상황이라고 해석 가능

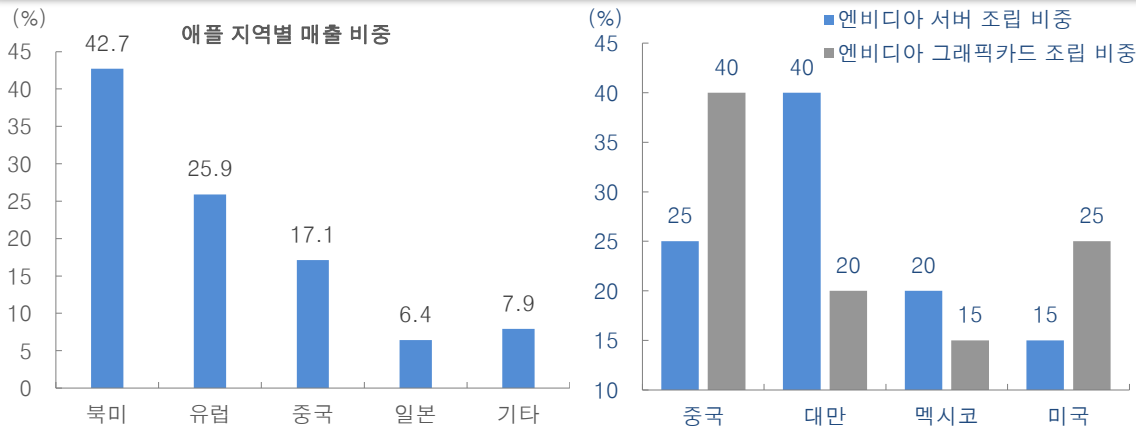
[흔들리는 미국 실적] 해외 매출 비중이 60%를 상회하는 미국 IT

S&P500 업종별 해외 매출 비중. 실적 개선을 이끌어 온 정보기술이 가장 높아
트럼프 관세정책의 충격이 만만치 않은 상황



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

애플 해외 매출 비중 50% 이상.
중국, 대만, 멕시코 엔비디아 제품 조립의 75 ~ 85% 차지

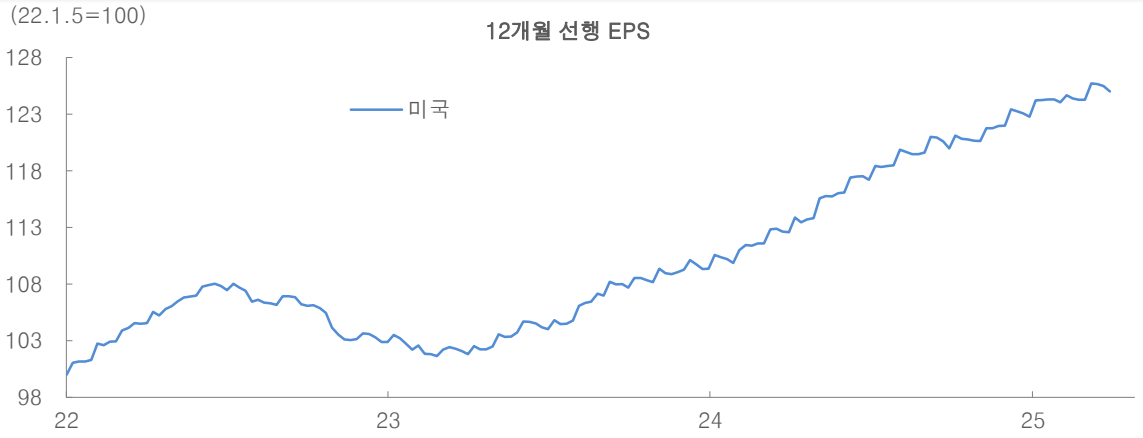


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 경기불안, 물가 상승압력 확대 만으로도 미국 기업은 수요 둔화, 비용 부담 증가 불가피
- 게다가 관세라는 점을 감안할 때 해외 매출 비중이 높은 기업들의 직간접적인 타격 불가피
- 특히, 미국 기업이 실적 개선을 주도해 온 빅테크 기업들의 실적 악화 우려까지 가세하는 상황
- IT의 해외매출 비중이 60%에 육박하고, 하드웨어, 반도체, 전기장비 등은 60%를 상회
- 이번 트럼프 고강도 관세 정책으로 관세로 인한 비용 상승과 더불어 보복관세 부과, 여론 악화 시 매출 악화는 불가피하다는 공포심리 유입

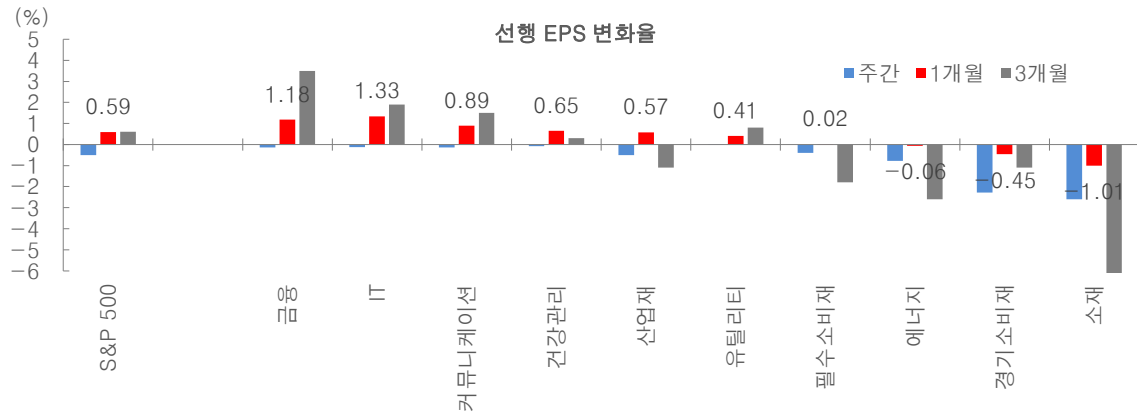
[흔들리는 미국 실적] 해외 매출 비중이 60%를 상회하는 미국 IT

25년들어 정체되어 있는 미국 12개월 선행 EPS 성장에 대한 의구심이 커질 수 밖에 없는 상황



자료: I/B/E/S, 대신증권 Research Center

선행 EPS 주간 변화율 모든 업종에서 마이너스 반전. 소재, 경기소비재, 에너지, 필수소비재 실적 불안 확대

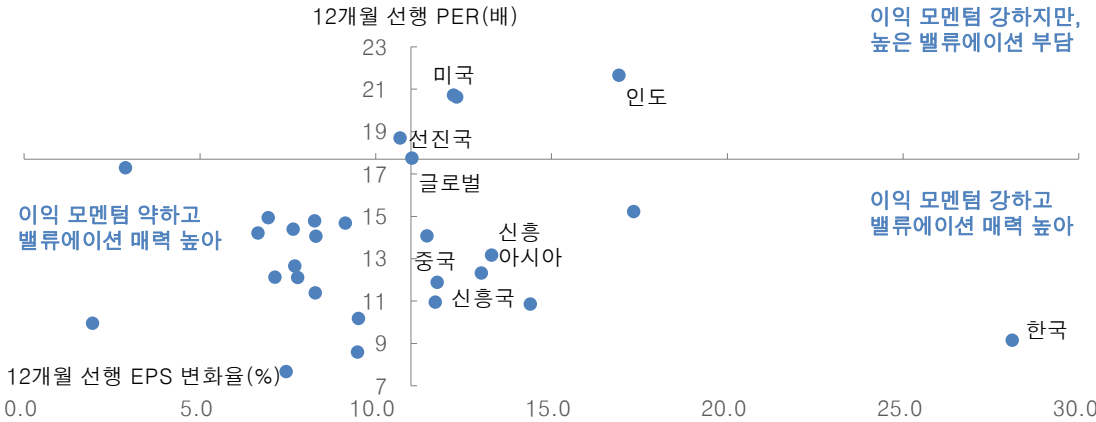


자료: I/B/E/S, 대신증권 Research Center

- 올해 들어 상승세가 주춤한 12개월 선행 EPS 하락 우려 가중
- 그동안 미국 증시의 고밸류에이션은 경제성장, 이익성장으로 정당화되어 왔던 것
- 하지만, 이익 성장이 정체되고, 둔화/악화 가능성이 확대될 경우 고밸류에이션은 정당화될 수 없을 것
- 실제로 미국 선행 EPS 변화율은 전주대비 하락. 그동안 실적이 불안했던 소재, 경기소비재, 에너지, 필수소비재 뿐만 아니라 실적 개선 기대가 여전히 양호했던 금융, IT, 커뮤니케이션까지 실적 전망 하향조정
- 미국 기업 이익 불확실성 증폭

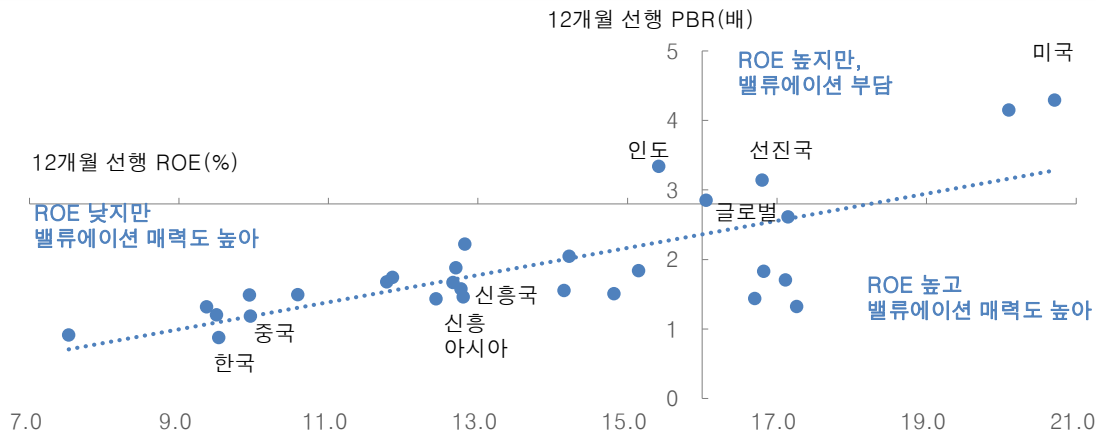
[미국 고밸류 부담] 밸류에이션 매력 비교. 압도적으로 밸류에이션 부담이 높은 미국

국가별 12M F EPS 변화율과 PER Matrix. 미국 이익모멘텀 글로벌대비 저조, 밸류에이션은 주요국 중 가장 높아



자료: I/B/E/S, 대신증권 Research Center

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

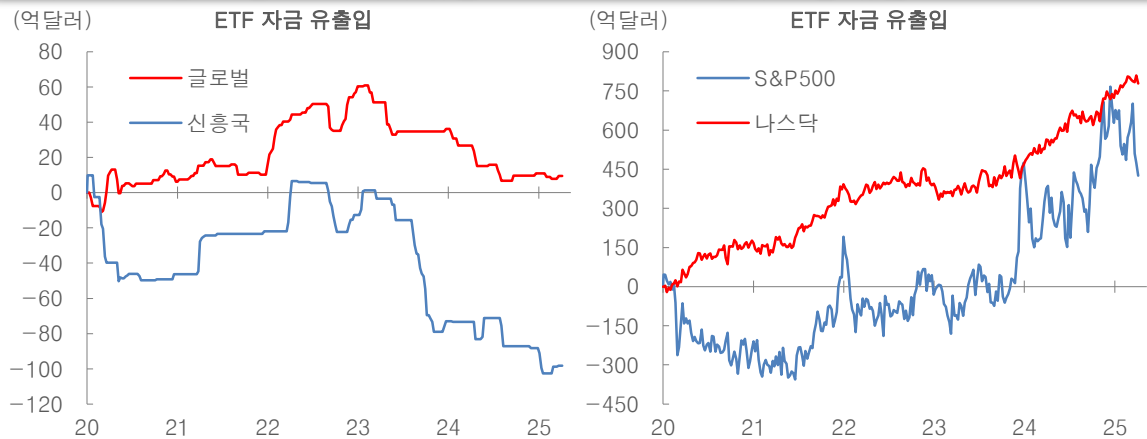


자료: I/B/E/S, 대신증권 Research Center

- 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
- 게다가 트럼프 관세정책으로 스태그플레이션 우려를 넘어 미국 기업 실적 악화 공포까지 가세
- 성장에 대한 의구심을 넘어 역성장 우려가 유입되며 밸류에이션 부담은 더욱 가중되면서 미국 증시 급락이 두드러졌던 것으로 판단

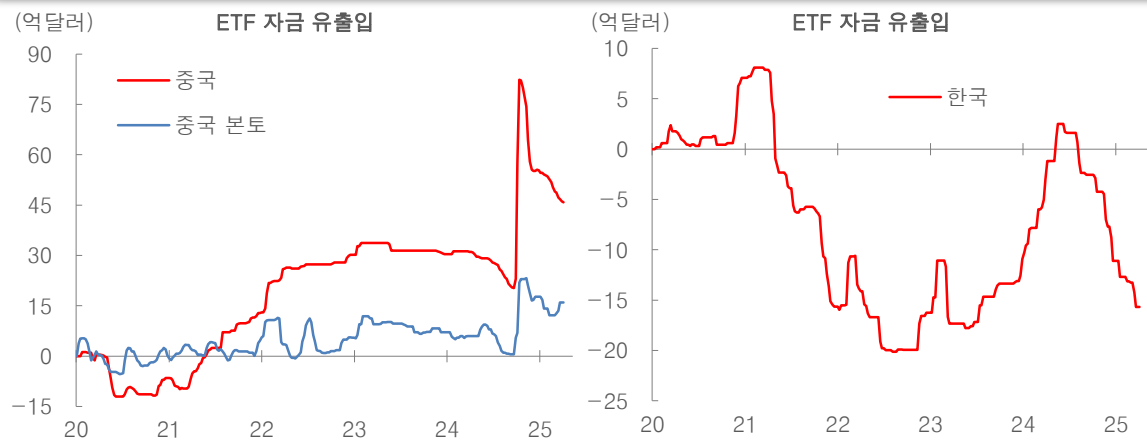
[유동성 역전 가능성] 미국으로 유동성 쏠림 현상 완화 가시화. 역전 현실화 가능성

3개월만에 글로벌, 9개월만에 신흥국 자금 유입.
 나스닥 24년 10월 이후 최대 유출 & S&P500 3주 연속 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

단기 충격이 컸던 미국 증시. 기술적 반등은 가능

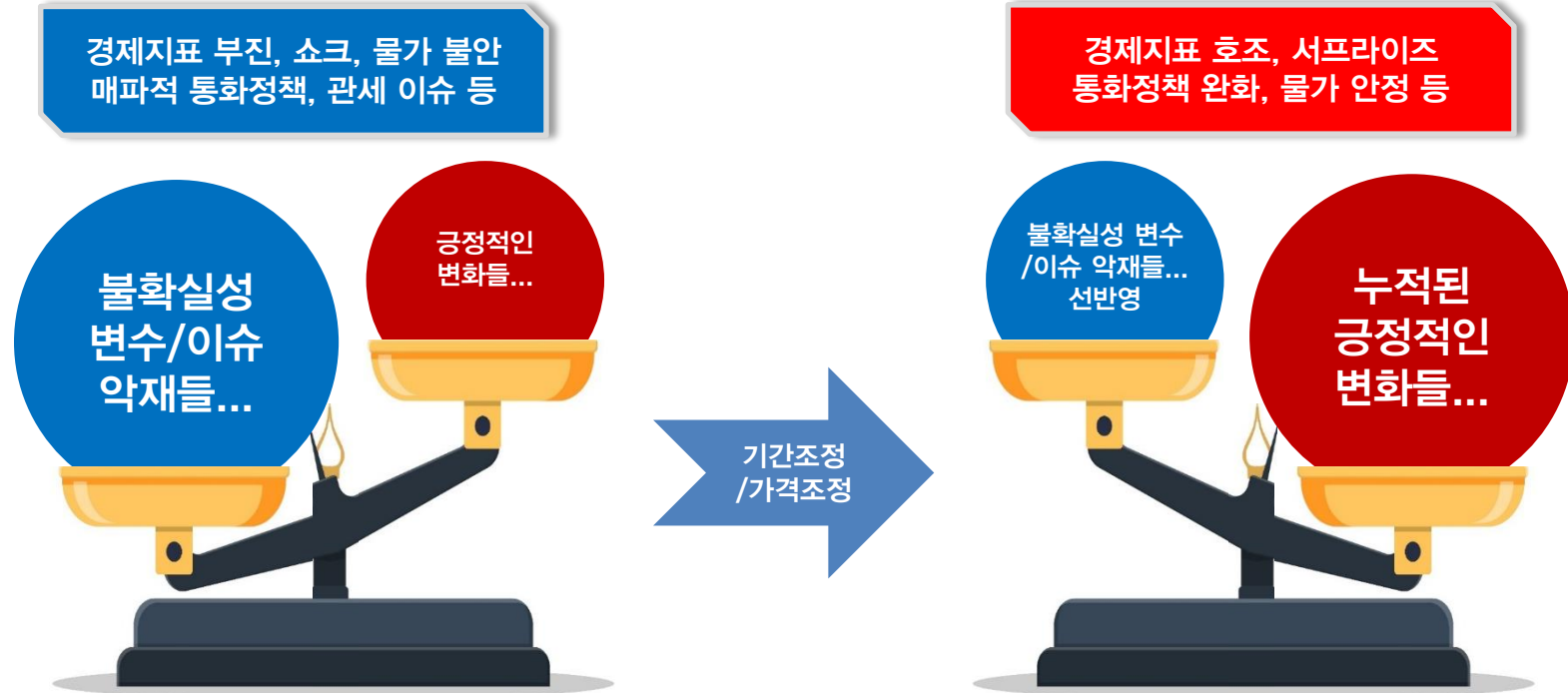
Strategist 이경민

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

텔레그램 채널 [daishinstrategy](#)

[호재 Vs. 악재] 변수보다 무게감의 변화에 주목. 트럼프 관세 충격으로 글로벌 증시 급락, 선반영?

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

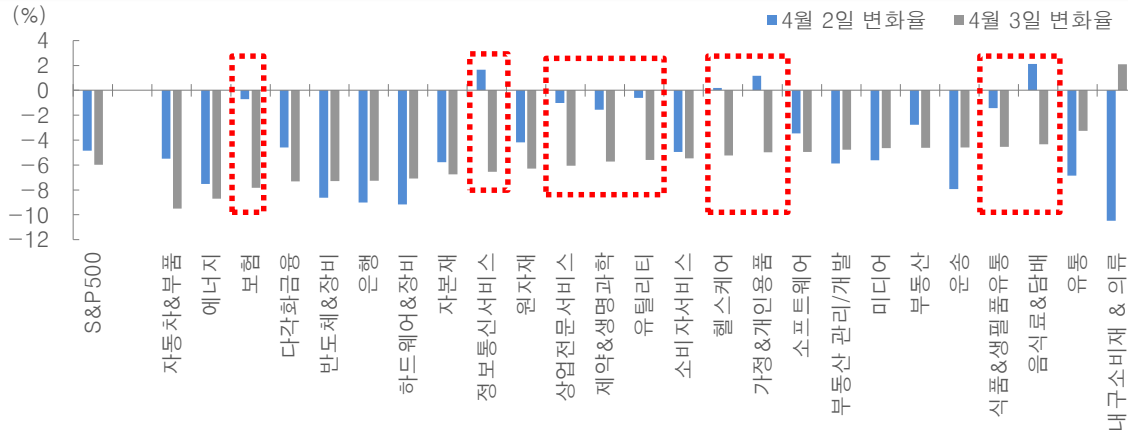


자료: 대신증권 Research Center

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 증시에 선반영. 새로운 펀더멘털 동력의 무게감이 무거워질 전망. 트럼프 관세 충격도 같은 맥락에서 이해 가능. 코로나19에 버금가는 주가 충격이 있었던 만큼 빠르고 강하게 악재를 선반영. 멀지 않은 시점에 기술적 반등, 분위기 반전에 나설 것으로 예상

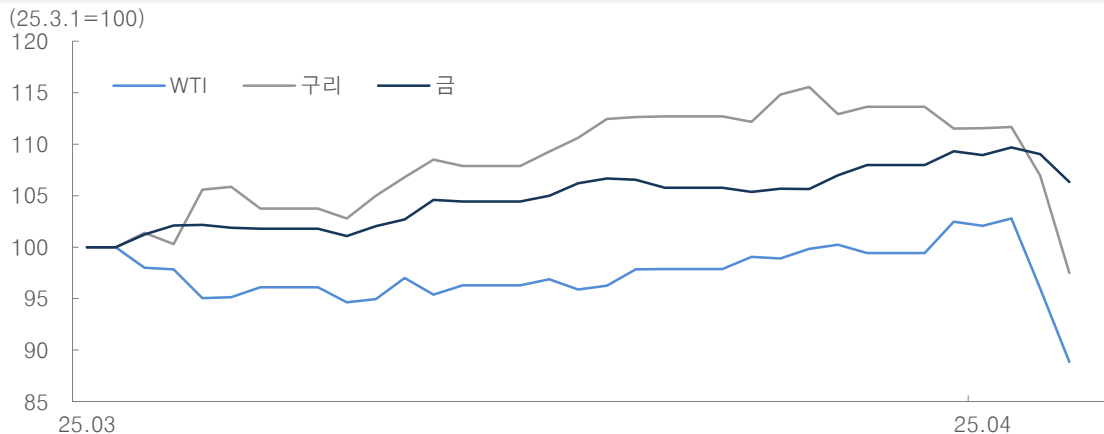
[투매] 4월 3일 미국 증시 급락은 투매 성격이 강해

4월 2일 상대적으로 강하고, 견조했던 내수주, 경기 방어주. 4월 3일 급락



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

안전자산으로 차별적 상승세를 보이던 금까지 2.5% 하락 반전

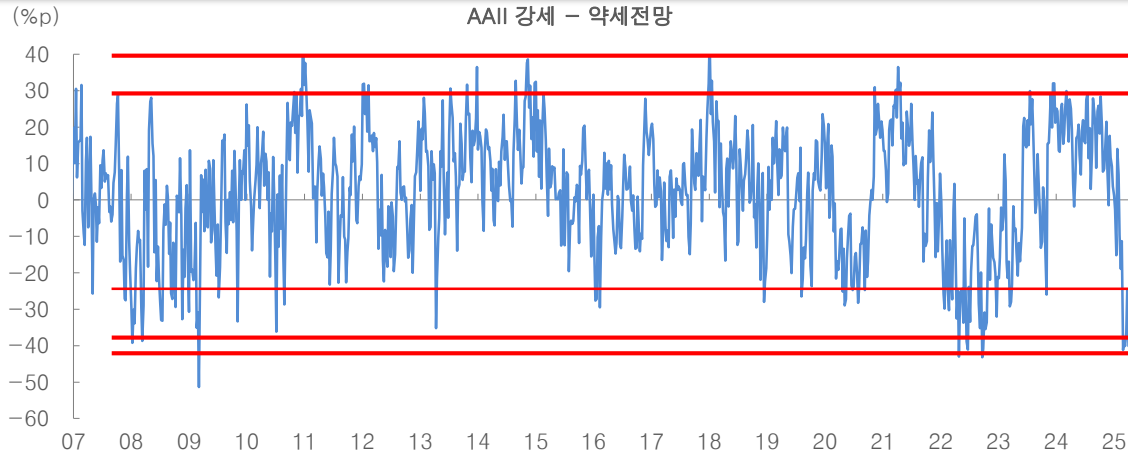


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 지난주 금요일 미국 증시와 글로벌 위험 자산에는 투매현상 발생
- 미국 증시에서는 상대적으로 견조했던 내수주, 경기방어주들이 4월 3일 급락 반전
- 대표적인 안전자산인 금가격도 지난 주 말에는 2.5% 하락
- 또다른 위기의 시작일 수도 있지만, 주식과 자산의 성격에 상관없이 동반 급락했다는 점은 투매가 발생했고, 매도 Climax에 근접했다는 의미이기도 함
- 워낙 공포심리가 지배하고, 이로 인해 투매가 발생하는 시점이라는 점에서 단기 UnderShooting이 강하게 발생할 수 있지만, 이 또한 기회라고 판단
- 2024년 8월 당시를 되돌아 보면 투매가 투매를 불러오던 시장에 엔캐리 청산 이슈로 인해 KOSPI는 2700선 후반에서 장중 2,400선 이하로 급락
- 하지만, 이내 급반등이 나오면서 2,700선 돌파시도에 나섬
- 현재 미국 증시는 매도 실익이 없는 구간이며 분할매수로 대응이 유효하다는 판단

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

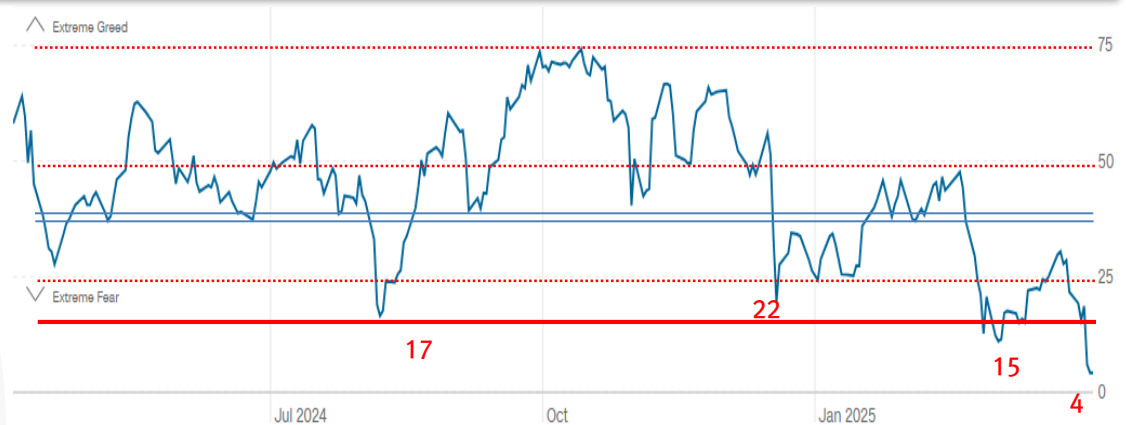
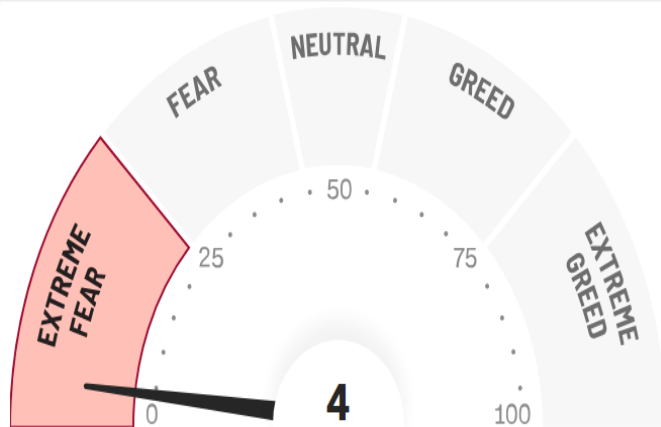
AAII 강세-약세전망, -40%p 대 재진입



- AII 강세-약세 전망 Spread -40.1%p로 다시 역사적 최저점 수준 도달. 투자심리가 극도로 위축된 상황 지속
- CNN Money에서 제공하는 Fear & Greed Index도 빠르게 Extreme Fear 권역 재진입한 이후 급락세 지속. 4p까지 레벨다운
- 극단적인 투자심리 위축으로 인해 시장 공포심리 극대화. 한편으로는 현재 시점부터는 역발상 투자 관점에서 접근이 유효함을 시사. 미국 증시는 저점권에 근접, 멀지 않는 시점에 분위기 반전 예상

자료: AII, Bloomberg, 대신증권 Research Center

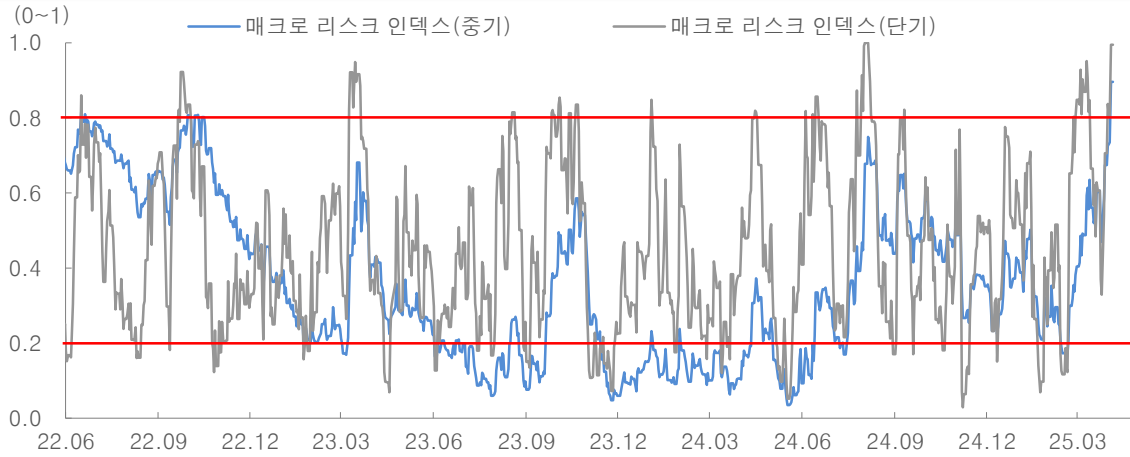
Fear & Greed Index는 극단적 공포 구간에서 급락. 최악의 투자심리를 반영 중인 증시, 그만큼 추가 하락은 제한적



자료: CNN Money, 대신증권 Research Center

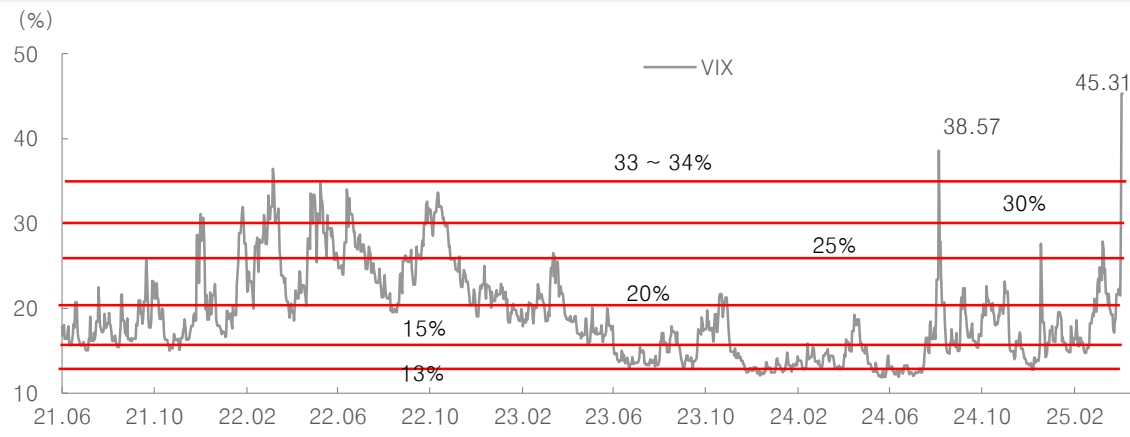
[리스크/변동성 지표] 중단기 Risk Off 시그널 정점 + 2020년 이후 첫 VIX 45% 돌파 = 극단적인 상황

단기 Macro Risk Index 다시 1 도달. 중기는 22년 9월 이후 처음 0.8 상회



자료: CITI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

VIX는 단숨에 45% 상회. 2020년 이후 처음...

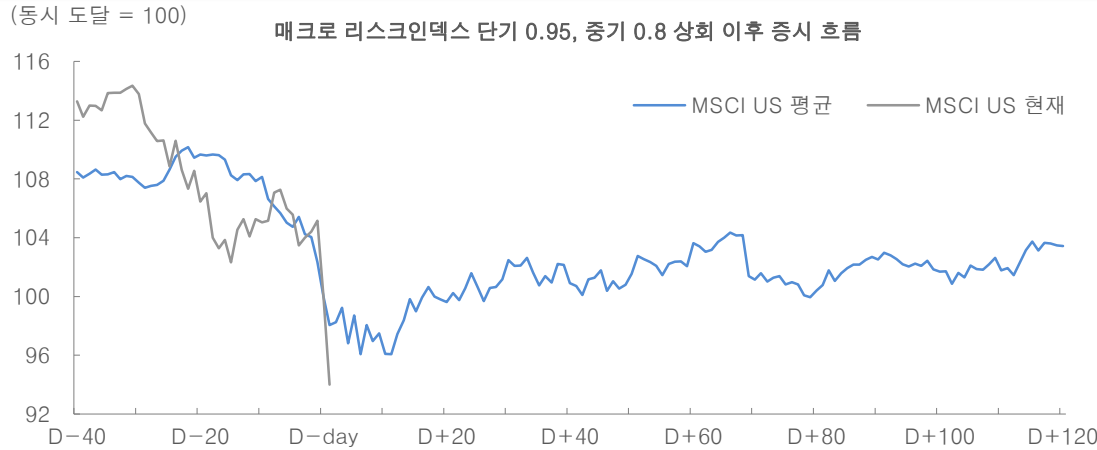


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 글로벌 증시 등락은 매크로 리스크 인덱스(MRI)에 좌지우지
- 단기 매크로 리스크 인덱스는 24년 8월 이후 처음으로 1에 도달. 중기 매크로 리스크 인덱스 또한 0.8을 상회하며 Risk Off 시그널 정점권 도달
- 미국 스태그플레이션 공포가 트럼프 보편관세, 상호관세 공개로 확대 재생산되면서 나타난 결과
- 증시 변동성을 보여주는 VIX도 45% 상회. 2020년 3월 이후 최고치로 코로나 국면 이후 처음으로 45%를 넘어선 것
- 리스크 지표와 변동성 지표 또한 최악의 상황임을 시사
- 극단적인 투자심리 위축, 공포심리 증폭 구간이라는 점에 단기 급등락은 감안해야겠지만, 역발상 투자가 필요함을 시사
- 트럼프 관세 정책 우려로 추가 등락이 있다면 비중확대 기회로 활용할 필요가 있음

[공포심리 선반영] 리스크 인덱스 정점 도달, VIX 45% 상회 이후 미국 증시. 단기 등락 이후 상승 반전

중단기 매크로 리스크 인덱스 동시 Risk Off 시그널 정점 통과 전후 미국 증시동



자료: CITI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

VIX 45% 상회 이후 S&P500 기간별 수익률

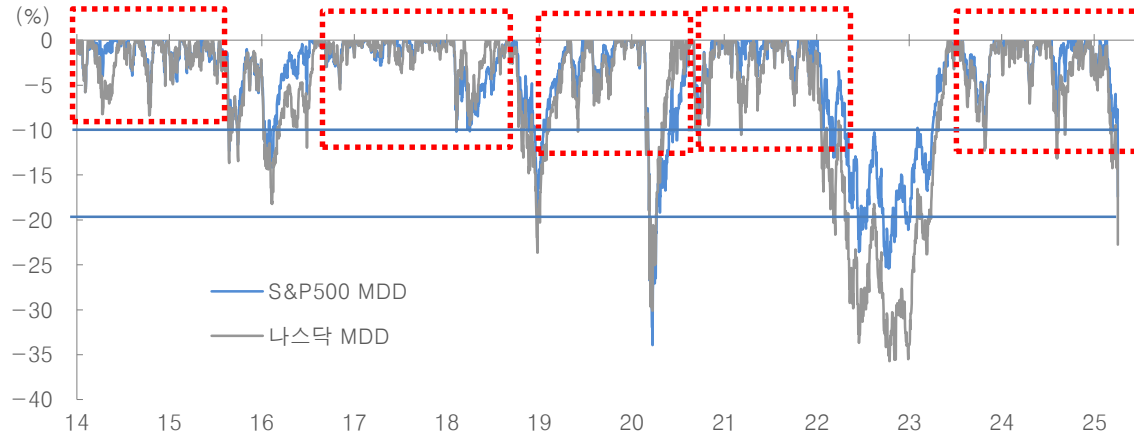
VIX 45 도달이후 S&P 500 기간별 수익률(%)											
VIX 45 도달	S&P 500	MDD	+1T	+2T	+3T	+4T	+5T	+10T	+20T	+60T	+120T
2002-08-05	834.6	-45.4	2.99	5.05	8.49	8.87	8.29	13.91	9.76	6.67	8.05
2008-09-29	1106.39	-29.3	5.42	4.94	0.71	-0.65	-4.47	-9.31	-23.27	-21.22	-31.86
2010-05-20	1071.59	-31.5	1.50	0.19	0.23	-0.34	2.94	2.91	4.15	1.12	13.95
2011-08-08	1119.46	-28.5	4.74	0.12	4.75	5.30	7.60	0.39	4.87	11.96	17.56
2011-10-03	1099.23	-29.8	2.25	4.08	5.98	5.12	8.70	9.25	14.02	15.11	28.25
2020-03-09	2746.56	-18.9	4.94	-0.19	-9.68	-1.29	-13.12	-18.54	-3.02	11.26	24.93
2025-04-04	5074.08	-17.4									
평균 수익률(%)			3.64	2.36	1.75	2.83	1.65	-0.23	1.08	4.15	10.15
상승 확률(%)			100.0	83.3	83.3	50.0	66.7	66.7	66.7	83.3	83.3
금융위기, 코로나19 제외 평균 수익률(%)			2.87	2.36	4.86	4.74	6.88	6.62	8.20	8.71	16.95
금융위기, 코로나19 제외 상승 확률(%)			100.0	100.0	100.0	75.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 리스크, 변동성 지표가 동시 다발적으로 이례적인 수준 도달
- 단기 매크로 리스크 인덱스는 1에 도달했고, 동시에 중기 매크로 리스크 인덱스도 0.8을 상회, Risk Off 시그널 정점권 도달
- 금융위기를 제외하고, 과거 이와 같은 상황은 2007년 8월, 2011년 8월, 2015년 8월, 2020년 3월, 2022년 3월 이후 이번이 여섯번째
- 평균적인 흐름을 보면 동시에 극단적인 Risk Off 시그널 도달 이후 급락세에 제동이 걸리고 10일 이후 분위기 반전 모색, 3개월 동안 급락분의 절반을 되돌렸음
- VIX가 45% 도달한 이후 흐름을 보면 등락은 있지만, 120일 뒤에는 평균 10% 수익률 기록
- 금융위기와 코로나19를 제외할 경우 100% 가까운 확률로 45% 도달 시점을 정점으로 분위기 반전 모색, 120일 뒤 평균 16.95% 수익률 기록
- 즉, 현재 미국 증시는 경기침체, 위기국면 진입만 아니라면 가격적으로 불확실성을 선반영한, 충분히 매력적인 레벨임을 시사

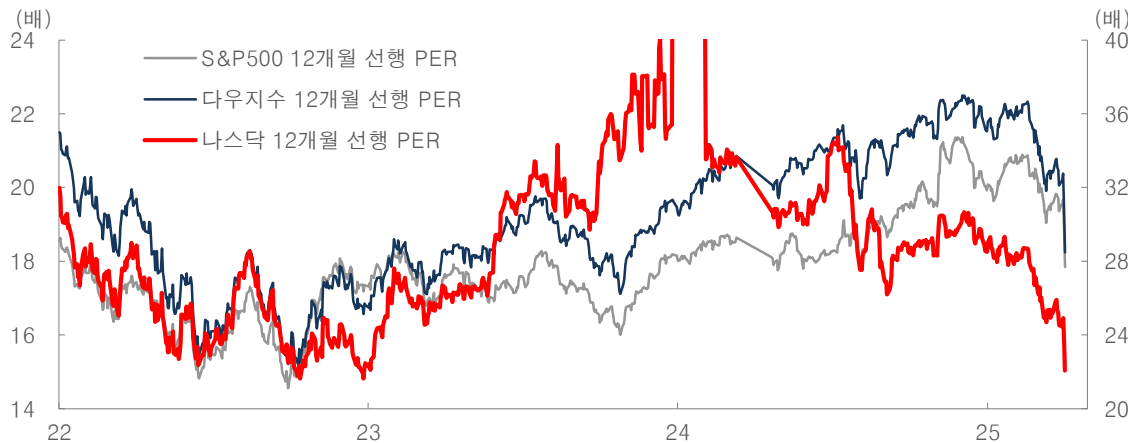
[공포심리 선반영] 고점대비 20% 급락 = 경기 우려 선반영.

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



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

12개월 선행 PER, 나스닥은 22년 저점 도달



자료: 엔비디아, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 글로벌 증시대비 미국 증시는 유독 약세를 기록 중. S&P500은 고점대비 17.4% 하락했고, 나스닥은 22.7% 레벨다운
- 기술적 조정을 넘어서 추세 하락, 약세장 진입 시사
- 다만, 과거 경기 침체, 위기국면 돌입이 아니면 비중확대 기회가 되었음
- 밸류에이션 부담도 빠르게 털어낸 상황. 22배에 불과. 22년 저점 수준. S&P500 과 다우지수 PER 또한 17.8배, 18.2배 수준으로 5년 평균 수준에 근접
- 경기 및 실적 악화가 단기간에 보여지지 않는다면 선반영된 스태그플레이션 공포가 진정되는 것만으로도 반등시도 가능한 지수, 밸류에이션 레벨 도달

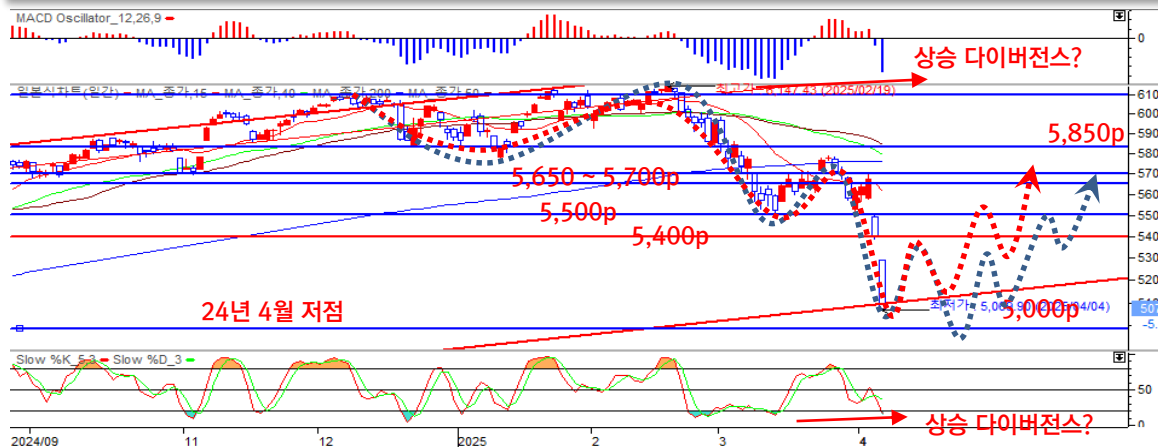
[미국 증시] S&P500, 코로나19 이후 최대 낙폭 기록 중. 4,800 ~ 5,000선 지지력 확보 여부 주목

S&P500 주간차트. 코로나19 이후 최대 급락, 4,800 ~ 5,000선 지지력 체크



자료: 대신증권 Research Center

S&P500 일간차트. 22년 이후 상승추세 하단, 24년 4월 저점에서 지지력 확보



자료: 대신증권 Research Center

- S&P500은 주요 지지선을 하향이탈하고 단숨에 5,000선 초반으로 레벨다운
- 스태그플레이션 우려에 시달리던 미국 증시는 트럼프 관세 정책으로 인해 공포 심리가 확대 재생산되며 매물이 출회되는 악순환의 고리 형성
- 현재 S&P500은 4,800 ~ 5,000선 전후에서 지지력 테스트가 전개될 가능성 높음
- 동 지수대는 21년 11월, 12월 고점권이 자 24년 4월 저점권으로 상승추세 형성 과정에서 중요 분기점이었던 수준
- 단기적으로는 MACD OSC와 Stochastics가 동시에 상승 다이버전스이 전개 중임에 따라 추가 급락보다는 저점 확인, 분위기 반전 시도 예상
- 반등시 200일선 회복 여부가 관건이 될 전망

[미국 증시] 나스닥은 중기 상승추세 하단 근접. 1차 지지선은 15,000선 중후반. 2차는 14,600p(200MA)

나스닥 주간차트. 장기 상승추세 하단에 근접, 지지력 확보 가능성 높아



자료: 대신증권 Research Center

나스닥 일간차트. 15,000선 전후에서 급락세 제동, 상승 다이버전스 가능성.



자료: 대신증권 Research Center

- 나스닥 지수도 18,300선을 저항으로 급락 반전, 단숨에 15,000선대 진입
- 또한 상승추세는 건조, 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 반등시도 예상
- 1차적으로는 18,000선 회복, 안착 여부가 중요. 1차 반등 목표는 40일, 50일선이 위치한 19,000선 전후. 2차 목표는 전 고점 수준인 20,000선
- 18,000선 이하에서 등락은 단기 트레이딩 기회로 활용할 필요가 있음

분위기 반전에 필요한 것은 트럼프 풋, 파월 풋, 물가 안정

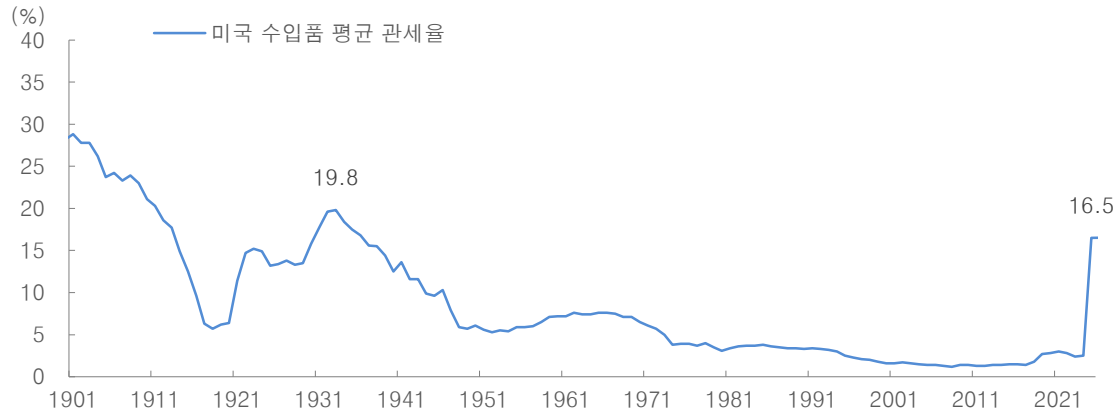
Strategist 이경민

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

텔레그램 채널 [daishinstrategy](#)

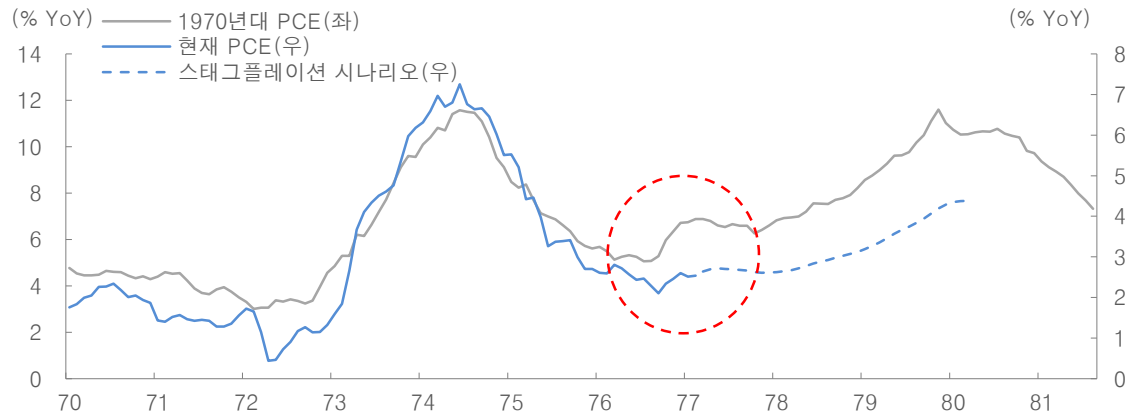
트럼프 관세정책, 말한대로 모두 시행된다면 침체를 피할 수 없다

트럼프 관세정책 실행 시, 대공황 당시 수준에 근접



자료: TaxFoundation, 대신증권 Research Center

1970년대 스태그플레이션 vs 현재 인플레이션 경로

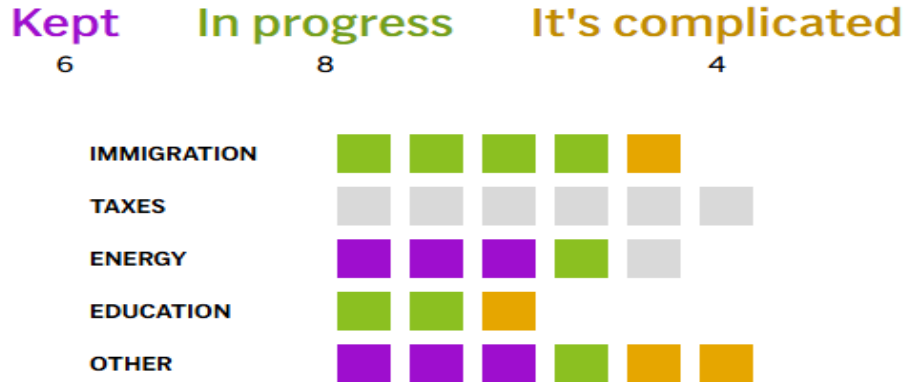


자료: BEA, 대신증권 Research Center

- 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 경기에 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

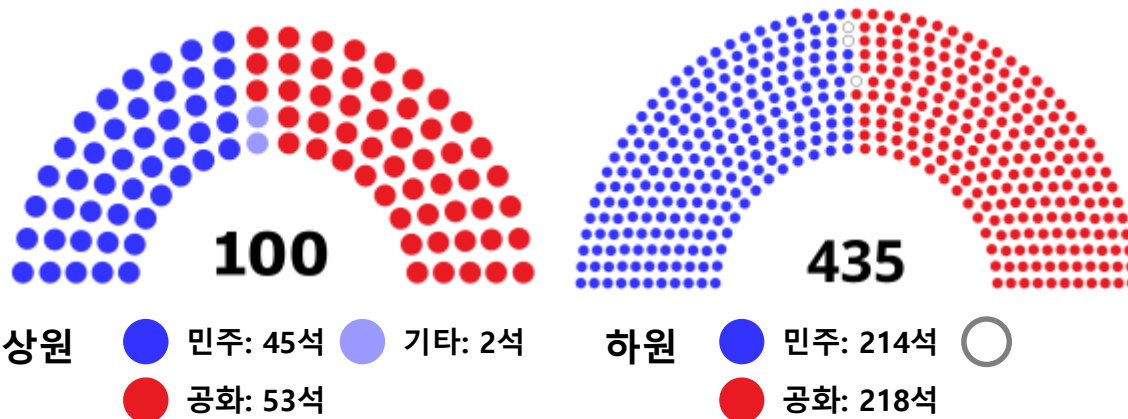
트럼프의 조삼모사, 매(관세)를 먼저 때리고 당근(감세)은 아끼는 중

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

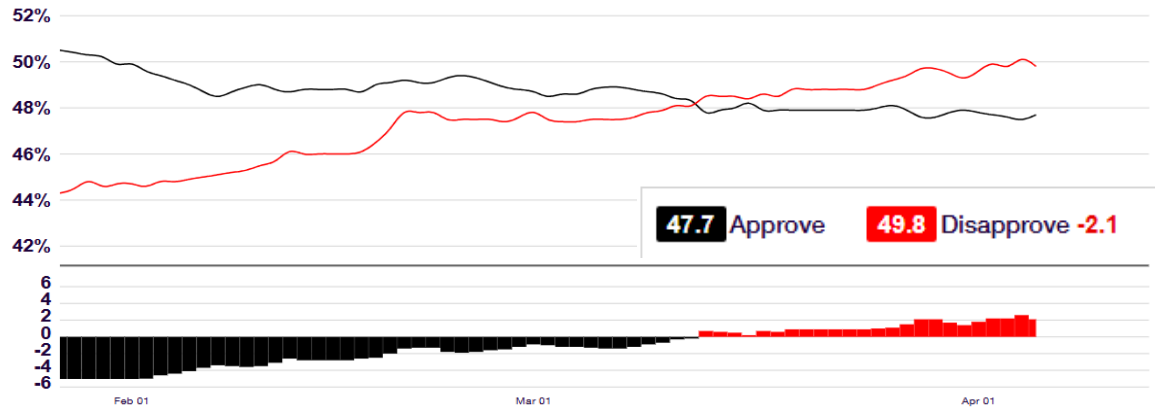


자료: Wikipedia, 대신증권 Research Center

- 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

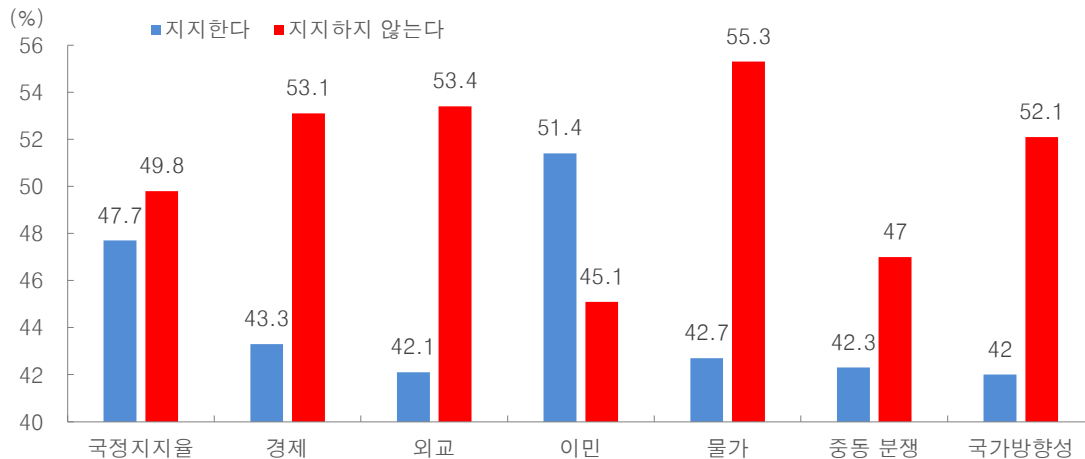
트럼프는 강경한 관세 정책을 끌고갈 수 있을까?

트럼프 직무 수행 지지도, 부정 평가가 긍정 평가를 앞서기 시작



자료: RealClearPolitics, 대신증권 Research Center

이민 분야를 제외한 모든 분야에서 지지받지 못하고 있는 트럼프



자료: RealClearPolitics, 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

격화되는 미국 내 트럼프 반대 시위. 일론 머스트의 비관세 발언 & 피터 나바로 비판

Hands Off!, 트럼프 대통령과 일론 머스크의 정책 반대시위



자료: AP News, 대신증권 Research Center

내각 인사들 사이에서도 의견 엇갈리는 모습



일론 머스크(4월 5일),
• 피터 나바로 비판: "하버드 경제학 박사? 그건 단점이다."
• "미-EU 무관세 자유무역지대 창설" 제안. 탈정치적 무역협력 강조.

자료: 국내외 주요 언론, 대신증권 Research Center

- 토요일(4월 5일), 미국 전역 50개 주 1,200개 이상의 장소에서 도널드 트럼프 대통령과 일론 머스크의 정책에 반대하는 대규모 'Hands Off!' 시위 개최
- 연방 공무원 해고 등 급격한 정부 축소 조치와 사회 보장, 메디케어, 메디케이드 등 복지 프로그램 축소, 이민 및 인권 관련 정책 후퇴에 반발
- 특히 일론 머스크가 이끄는 신설 부서인 '정부 효율성 부서(DOGE)'가 이러한 정책을 주도하는 것에 대한 비판
- 백악관은 시위와 관련하여 "트럼프 대통령은 항상 적격 수혜자를 위해 사회 보장, 메디케어, 메디케이드를 보호할 것"이라며, 오히려 "불법 체류자에게 혜택을 주려는 민주당의 입장이 이 프로그램들을 파산시킬 것"이라고 반박
- 한편, 일론머스크는 백악관 수석 전략가이자 고문인 피터 나바로에 대해 비판하며 이번 고율 관세정책의 배후로 지목

주요국 반응은 보복 또는 협상을 타진. 중국, EU는 보복관세 대응 중

트럼프 관세에 대한 주요국 반응

보복 및 제소

중국 - "시장이 관세를 평가한 것"

- 관세 대응: 4월 10일부터 모든 미국산 제품에 대해 34%의 보복 관세 부과
- 기타 조치: 희토류 수출 통제, 미국 기업 11곳을 신뢰할 수 없는 기업 리스트에 추가

유럽연합 (EU) & 영국(공동대응)

- 관세 대응: 미국산 철강·알루미늄에 대한 기존 보복관세 재개, 버번위스키 등 정치적 상품 중심의 신규 보복관세 발표 (4월 15일 발효 예정)
- 추가 조치 예고: 180억 유로 규모의 미국산 제품에 대한 2차 보복 패키지 준비 중

캐나다

- 관세 대응: 미국산 자동차(USMCA 미준수 차량)에 대해 25%의 동일 관세 부과

터키: 중국 또는 EU와 공조 가능성 타진

남아프리카공화국 아프리카연합 공동 대응 제안
이집트, UAE: 중동내 공조 외교 모택

협상 및 조율

베트남

- 관세 반응: 46% 상호관세 부과
- 외교적 접근: 총서기와 트럼프 대통령 간 직접 통화, 관세를 0%로 낮추는 협상 가능성 언급

일본

- 정부 대응: 24%의 상호관세에 "매우 유감" 표명
- 외교적 대응: 이시바 총리가 직접 미국 방문 의지 표명, 트럼프 대통령과의 협상 희망

대한민국

- 정부 대응: 미국과의 관세 인하 협상 추진

이스라엘: 관세에 대해 논의하기 위해 월요일에 백악관을 방문할 예정

멕시코: "한시적 승리"로 해석하되, 기존 미국의 자동차·철강·알루미늄 관세에 대한 재논의 요청

태국, 아르헨티나, 스위스 등

비판 및 비보복 대응

호주

- 관세 반응: 앤서니 알버니지 총리 "우호국의 행위라 보기 어렵다"고 강하게 비판
- 대응: 관세 보복은 "비생산적"이라며 비채택

대만

- 공식 반응: 공식적인 보복조치나 WTO 제소 없이 미국과의 양자 대화 채널 유지 시도

ASEAN

- 아세안 의장국인 말레이시아 중심 대응 고려 중

유럽 기타 국가들

- 다수 국가들은 EU 집행위 차원 공동대응 대기

브라질, 인도, 사우디아라비아, 칠레

미국 주요산업 협회 또는 기업 반응

1. 자동차 산업

- Stellantis**: 캐나다와 멕시코의 두 개 조립공장의 생산 일시 중단, 이로 인해 미국 내 약 900명의 노동자가 임시 해고
- Ford, Stellantis**: 소비자 불안 완화를 위해 전 차종에 대해 '임직원 가격제(employee pricing)' 적용.
- Hyundai**: 6월 2일까지 가격을 동결하는 '가격 보호 프로그램' 시행.
- Nissan**: 미국 내 생산공정 1교대 축소 방침을 철회, 2교대 유지 결정. 반면, 멕시코에서 미국으로 수출되는 QX50, QX55 생산 무기한 중단
- Volkswagen**: 멕시코에서 철도 운송되던 미국 수출 차량의 출고 중단 및 차량 스티커 가격에 수입 비용 전가 검토 중.

2. 전자 및 게임 산업

- IPC(전자 제조 산업 협회)**: 관세로 인해 대부분의 소비자 전자제품 가격이 10~30% 상승할 수 있다고 경고.
- Nintendo**: Switch 2의 미국 내 사전 예약 판매를 연기하며, 관세 영향 분석 후 출시 일정 검토 중. IPC는 게임 콘솔 가격이 50%까지 상승할 수 있다고 추정.

3. 소비재 및 의류 산업

- Yale Budget Lab 추정**: 의류, 가죽제품, 장갑, 핸드백, 울/실크 등 10~20% 가격 인상 예상
- 완구류(The Toy Association 발표)**: 대부분 중국과 베트남에서 제조되어 수입되는 제품으로, 35~50% 가격 인상 가능성

4. 항공우주 및 방산 산업

- Aerospace Industries Association (AIA)**: 1980년 체결된 항공기 부품 자유무역 규정 유지 요청.
- Boeing, GE Aerospace, Airbus**: 자유무역 규칙 유지에 공동 대응 중

학계와 전문가, 이번 상호관세 정책은 국내 소비자에게 부담을 전가하는 조치

Kevin Corinth, Stan Veuger (AEI, 미국 기업연구소):

- 트럼프 행정부가 설정한 관세의 가격전가율은 **0.25로 가정**했지만, 실제로는 0.945에 가까움.
- 저소득층일수록 **소비 지출에서 수입재 비중이 높아** 더 큰 부담을 지게 됨.
- 가격 민감도가 높은 상품(식료품, 의약품, 의류 등)에 관세가 집중되면서 **소비 위축 → 경기 침체 가속** 우려.

Wendy Cutler (Asia Society):

- 이번 정책은 무역정책이라기보다 **정치적 메시지**에 가깝다며, 글로벌 공급망을 무시한 채 이루어진 결정이라고 평가.

Oxford Economics:

- GDP 성장률 전망: 1.4% (기존보다 약 1%p 하향)

Capital Economics:

- CPI 인플레이션 전망: 약 4.5%

Jim Reid (Deutsche Bank):

- 시장 반응을 통해 볼 때, **정책 지속 가능성 자체에 대한 의구심**이 반영되고 있다고 지적.
- 투자자들이 '합리적인 조정'보다는 '과잉반응' 상태에 있다는 것이 아니라, 실제로 **정책의 근본 논리 자체가 불안정하다**는 인식이 확산되고 있음.

WTO Director-General Ngozi Okonjo-Iweala:

- 미국의 조치는 **WTO 최혜국대우(MFN) 원칙 위반** 가능성.
- “무역전쟁의 선제 개시자”로서 미국이 스스로 질서를 훼손하는 중이라고 경고.

트럼프 파월 의장에게 금리인하를 촉구



Donald J. Trump
@realDonaldTrump

This would be a PERFECT time for Fed Chairman Jerome Powell to cut Interest Rates. He is always "late," but he could now change his image, and quickly. Energy prices are down, Interest Rates are down, Inflation is down, even Eggs are down 69%, and Jobs are UP, all within two months - A BIG WIN for America. CUT INTEREST RATES, JEROME, AND STOP PLAYING POLITICS!

12.7k ReTruths 53.9k Likes

Apr 05, 2025, 12:08 AM

제롬 파월 연준 의장이 금리를 인하하기에 완벽한 시기입니다
그는 항상 '늦은 감이 있지만' 이제 이미지를 빠르게 바꿀 수 있습니다
두달 동안 에너지 가격 하락, 금리 하락, 인플레이션 하락, 심지어 계란 가격도 69%
하락, 일자리가 증가했습니다. 파월은 정치를 그만하고 금리를 내려야합니다.

자료: Truthsocial, 대신증권 Research Center

250404, 파월의장은 관세가 인플레이션에 미칠 영향을 우려

“예상보다 훨씬 크고 광범위한 신규 관세가 미국 경제에 인플레이션과 성장 둔화를 초래할 가능성이 높다”

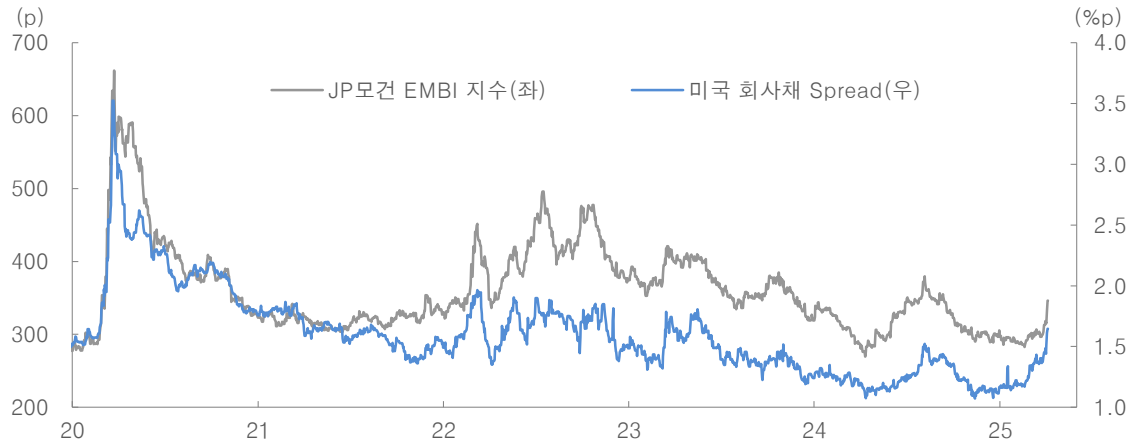
- 연준은 관세 부과 조치로 인해 "매우 불확실한 전망(highly uncertain outlook)"에 직면
- 통화 정책 기조 조정을 고려하기 전에 더 명확한 상황을 파악하기 위해 기다릴 것
- 관세가 최소한 일시적인 인플레이션 상승을 유발할 가능성이 높지만, 그 효과가 더 지속될 수도 있으며, 인플레이션 기대 심리를 안정적으로 관리하는 것이 중요함을 강조
- 경제는 건조한 노동 시장을 바탕으로 양호한 상태에 있지만, 최근 소비자 조사에서는 인플레이션 우려 확대, 미래 성장에 대한 기대는 약화되고 있다고 지적

자료: 국내외 주요언론, 대신증권 Research Center

- 트럼프 대통령이 인플레이션 하락을 이유로 파월 의장에게 정치적 행보를 멈추고 금리를 인하하라고 촉구했으나
- 파월 의장은 연설 후 질의응답 시간에 선출직 공직자의 발언에 직접 대응하지 않는 것이 원칙이라고 답변
- 일각에서는 관세가 경제를 약화시키고 고용을 위협하며 물가를 상승시킬 것으로 예상하고 있으며, 파월의장은 관세가 고용과 물가 두 목표 달성을 모두 어렵게 만들 수 있다고 인정한 모습
- 이는 연준에게 어려운 상황. 경기 부양을 위해 금리를 인하해야 할 수도 있지만, 인플레이션 억제를 위해 금리를 동결하거나 인상해야 할 수도 있기 때문

극단적인 상황까지 가야 변할 것인가?

미국 회사채 Spread와 EMBI지수 급등



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

상대적으로 안정적인 중국 단기 유동성 시장

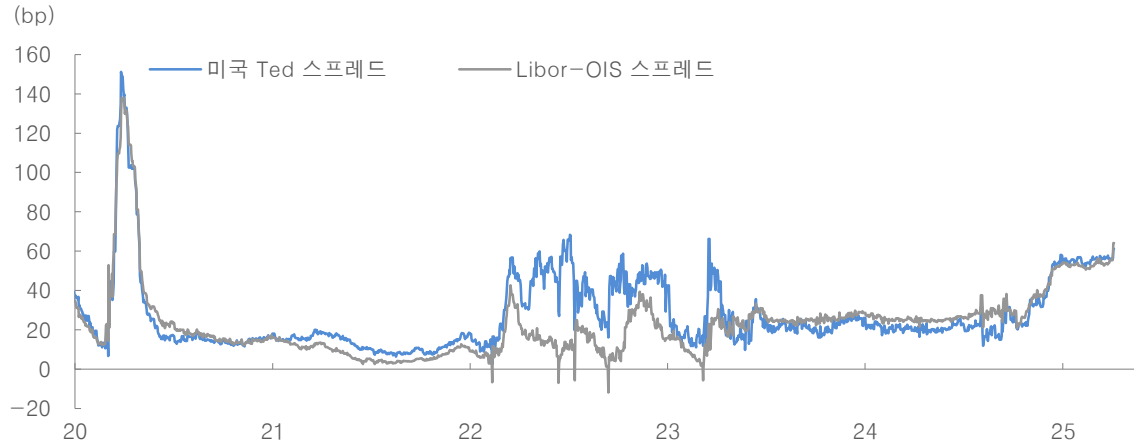


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 곳곳에서 위험시그널 감지
- 미국 회사채 스프레드는 3월말대비 단숨에 20bp 급등, 24년 수준에 근접
- EMBI 지수 또한 최근 24년 고점을 상회, 23년 고점 수준에 근접
- 경기침체, 물가 불안을 넘어 신용 불안을 자극할 수 있는 변화
- 다행히 중국, 홍콩 단기 금융시장은 안정적인 상황
- 이는 중화권 금융시장의 안정성을 보여주는 한편, 글로벌 신용불안으로 확산될 가능성은 아직 낮음을 시사

단기 유동성 스프레드는 이미 코로나19 이후 고점 상황. 미국 CDS 프리미엄 급등시 연준 개입 가능

단기 유동성 스프레드는 코로나19 이후 최고치 수준에 도달



자료: Truthsocial, 대신증권 Research Center

23년 4월 CDS 폭등으로 연준의 개입

미국 CDS 1년물 USD **▲ 39.59 +1.35 (+3.53%)**



자료: 국내외 주요언론, 대신증권 Research Center

- 단기 금융시장의 신용, 유동성 위험을 가늠할 수 있는 Ted-Spread와 Libor-OIS Spread는 이미 코로나19 이후 최고치를 경신하기 시작
- 22년, 23년 당시 연준의 과격함 금리인상 여파로 단기 유동성 불안이 가중되었던 상황
- 그 결과 23년 4월에는 미국 CDS 1년물 기 폭등을 하면서 미국 경기침체, 신용 불안 증폭
- 결국, 23년 4월에 연준이 단기 유동성 창구를 열어 유동성을 공급하며 진정시켜 줌

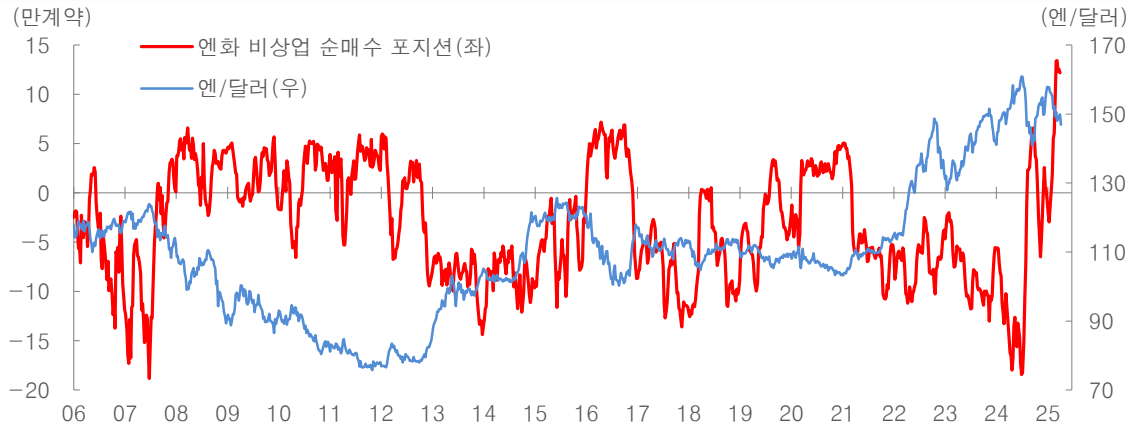
이 과정에서 수급 변동성을 증폭시킬 수 있는 엔캐리 청산 이슈

145엔 이탈로 엔캐리 청산 공포 유발



자료: 대신증권 Research Center

엔화 강세 포지션은 여전히 역사적 최대 수준

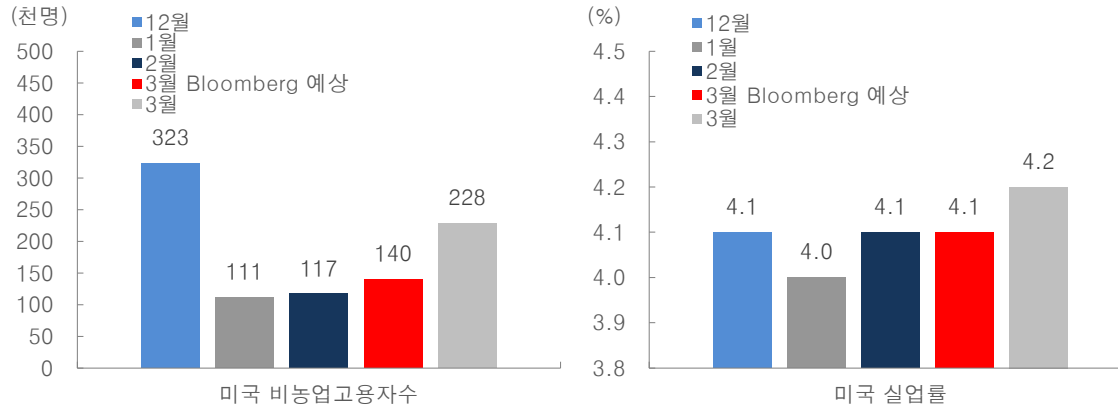


자료: CEIC, CFTC, 대신증권 Research Center

- 안전자산 선호현상과 미국 경기침체 우려가 맞물리면서 엔/달러 환율 강세 뚜렷
- 장 중 145엔을 하회하기도하면서 엔캐리 청산 공포 유발
- 그러나 단기 수급 충격을 줄 수는 있어도 24년 7월, 8월과 같은 쇼크는 제한적일 전망
- 24년 7월에는 BOJ의 매파적 행보를 예상하지 못했던 시장에는 엔화 약세에 배팅한 세력이 우세했음(18.4만계약)
- 하지만 현재는 엔화 강세 베팅 압도적. 13.4만계약으로 사상 최대 순매수 규모
- BOJ의 매파적 스탠스가 선반영되어 있음을 감안할 때 트럼프 변수만 제어될 경우 엔화 강세 압력을 높여갈 전망

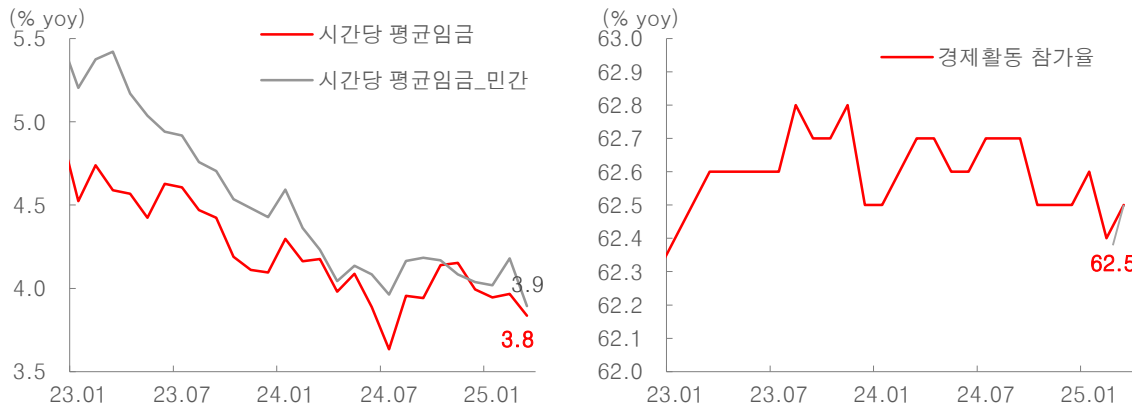
예상보다 강했던 고용시장, 금리인하에 부정적으로 해석

3월 신규 고용 22만 8천명 증가, 실업률은 4.2%로 상승



자료: BLS, CEIC, 대신증권 Research Center

임금 상승압력 완화, 실업률 증가는 경제활동 참가율의 상승때문

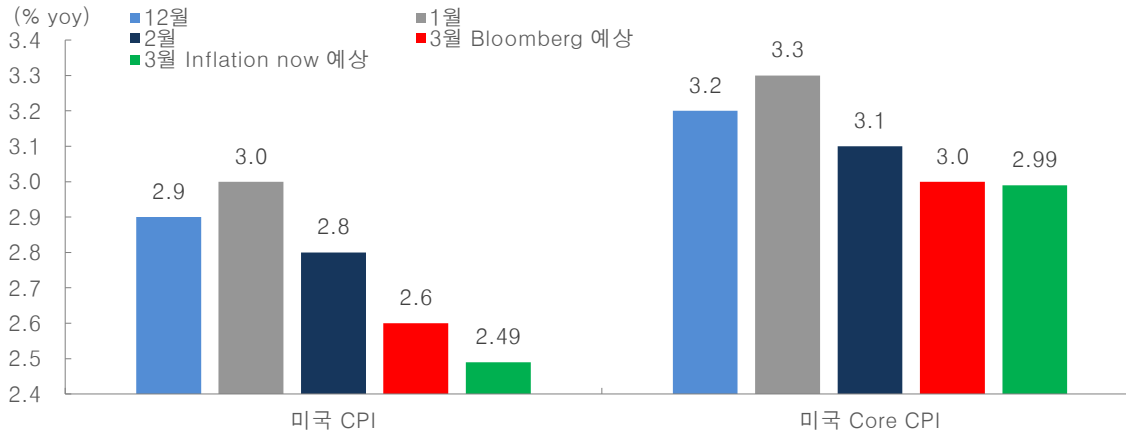


자료: 미국 국무부, 국내의 주요언론, 대신증권 Research Center

- 미국 노동부는 3월 비농업 부문 신규 고용이 22만 8천 명 증가했다고 발표. 이는 2월 증가치(11만 7천 명)와 예상치(14만 명)를 크게 웃도는 수치
- 실업률은 노동시장 참가율 증가로 인해 예상치(4.1%)보다 높은 4.2%로 상승
- 시간당 평균 임금은 예상치 4.0%를 하회, 3.8%로 둔화되어 2024년 7월 이후 가장 낮은 수준을 기록. 이는 임금 상승 압력이 다소 완화되고 있음을 시사
- 이번 고용 지표가 단기적인 노동 시장의 안정성을 보여주지만 시장의 주요 관심사는 고용 지표 자체보다는 관세의 영향에 집중
- 이번 데이터는 관세 조치가 발표되기 이전인 3월 중순까지의 상황을 반영. 향후 관세가 고용 시장에 미칠 실제 영향은 불확실하다고 평가
- 한편, 트럼프 대통령은 소셜 미디어를 통해 "예상보다 훨씬 좋은 훌륭한 일자리 수치"라고 평가

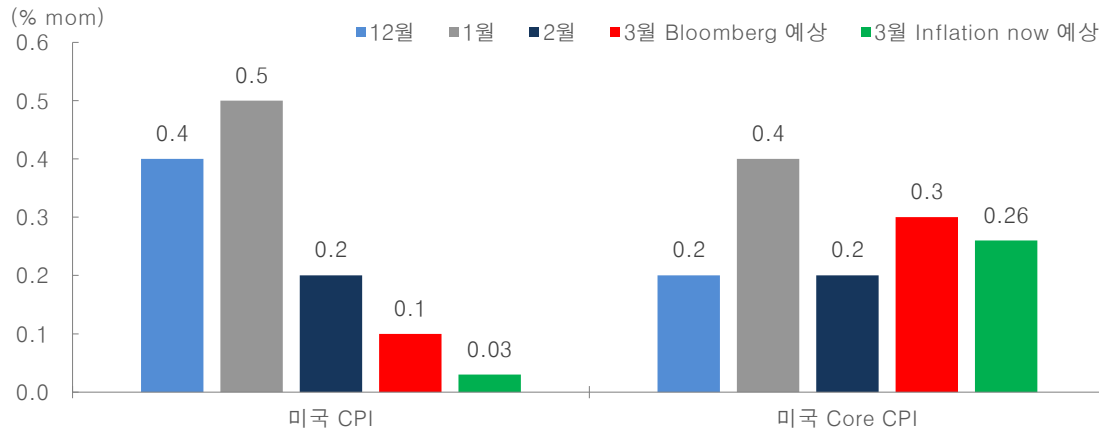
3월 CPI(10일 발표) 둔화 예상, 스태그플레이션 우려 완화시킬까

3월 전년대비 물가 하드데이터는 둔화 예상



자료: BLS, CEIC, 대신증권 Research Center

전월대비로도 물가 둔화 예상, 심리지표로 인한 우려 완화 가능

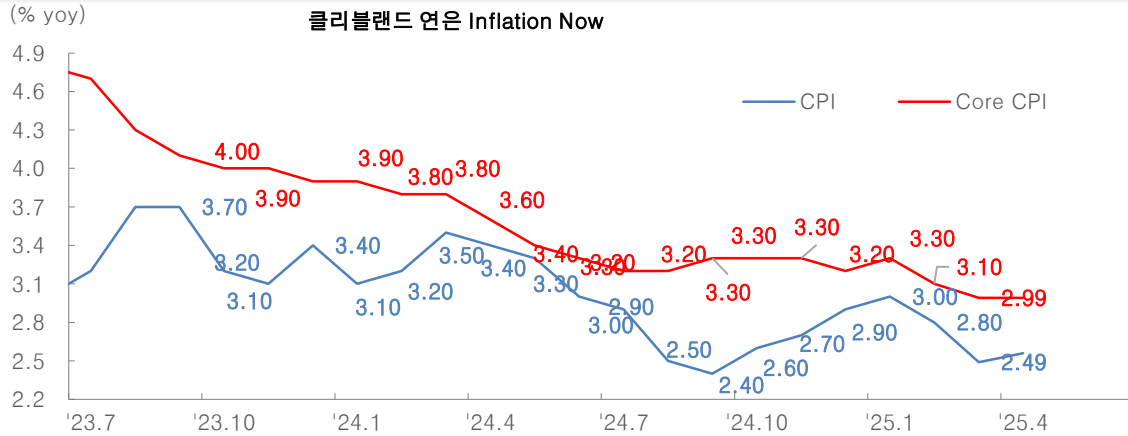


자료: BLS, CEIC, 대신증권 Research Center

- 한편, 시장의 기대인플레이션 상승으로 인한 우려와는 다르게 3월 CPI는 둔화 추세 지속될 것으로 예상
- 서베이 지표에서 관세정책으로 인한 스태그플레이션 우려 증가하고 있으나, 오히려 소비심리 둔화, 수요위축이 수입품목을 제외한 전체 품목의 물가상승은 둔화시킬 수 있음을 함의
- 3월 물가지표는 4월 관세부와 이전의 수치이지만 기대인플레이션과 사재기 우려가 높아졌던 시기. 물가지표가 컨센서스 부합한다면 기대인플레이션의 물가 전이와 스태그플레이션 우려를 상당부분 완화시킬 수 있을 것
- 한편, 최근 연준의원들의 관세의 물가전이 가능성에 대한 경계심이 높아진 모습. 관세부와 현실화된 4월 이후 물가를 확인하기 전까지 물가지표 둔화로 인한 금리인하 기대감 상승은 제한될 것으로 예상

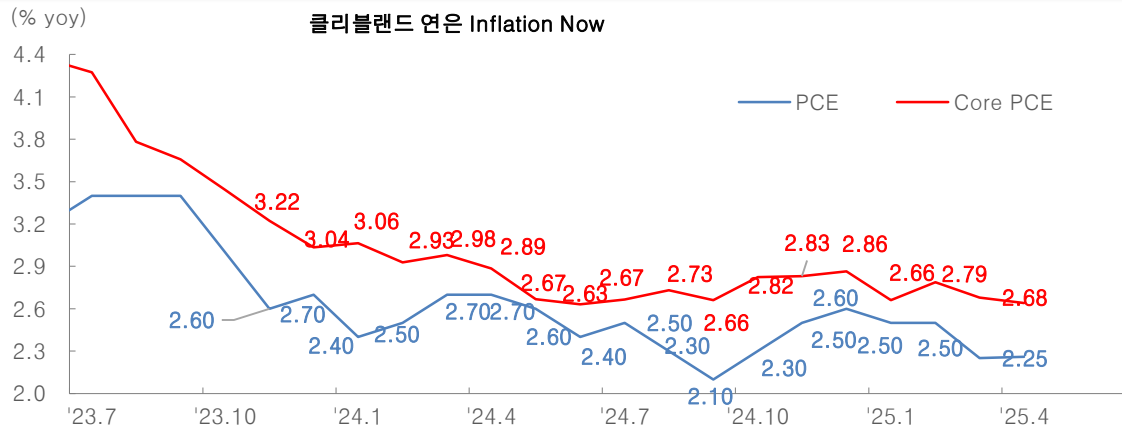
[물가 전망] 3월 CPI, PCE 동반 둔화 이후 하향안정 예상

3월 CPI 둔화, 4월에도 하향안정 예상



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

PCE도 2%대 초반 진입, Core PCE 둔화 예상



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

- 클리블랜드 연은의 Inflation now 기준 물가 전망은 12월, 1월을 정점으로 둔화 예상
- CPI는 3월 2.49%로 2월 2.8%대비 큰 폭으로 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 2.25%, 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

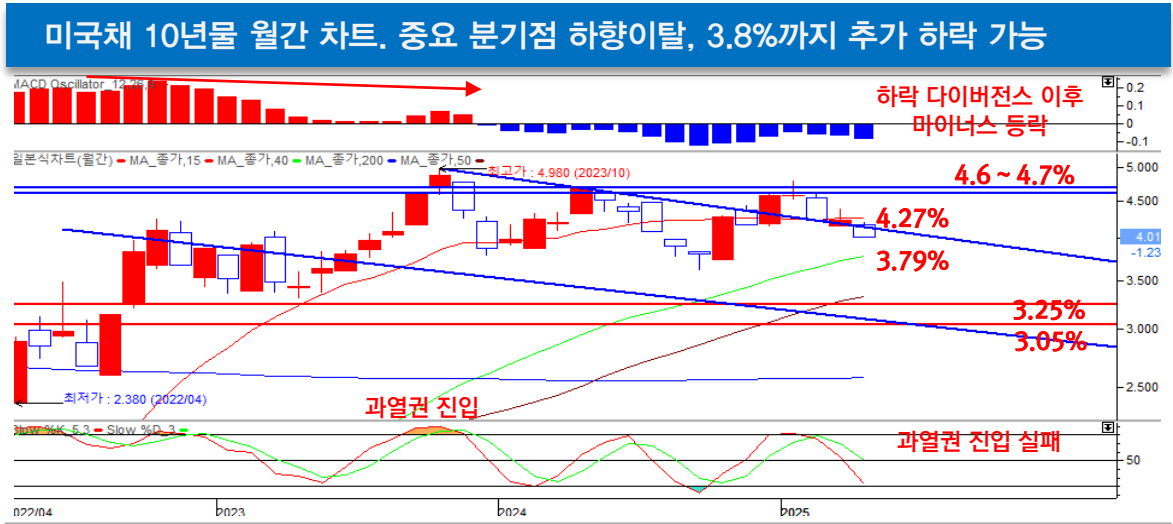
채권금리, 달러화 급락 이후 향배. 경기침체가 아닌 물가 안정 기대 유입시 변화

Strategist 이경민

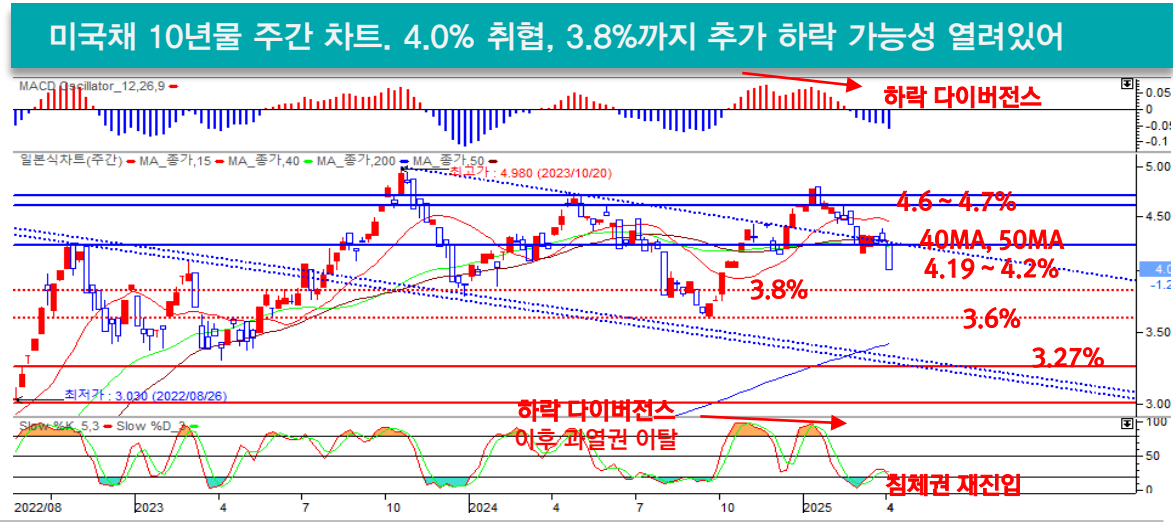
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 [daishinstrategy](#)

[미국 채권금리] 4% 초반으로 레벨다운. 3.8%까지 추가 하락 가능, 관건은 채권금리 하락의 이유



자료: 대신증권 Research Center



자료: 대신증권 Research Center

- 미국 경기불안과 물가 안정 영향으로 하락하던 미국채 10년물이 경기 침체와 트럼프 관세 쇼크 영향으로 4%를 위협하는 수준까지 급락
- 금리인하 시장 컨센서스가 빠르게 하락(비둘기파적)하면서 미국채 10년물 4.0%대 하회
- 문제는 금리 하락의 원인
- 최근 금리하락은 경기 침체, 트럼프 관세 쇼크 영향임에 따라 증시에 악재로 인식
- 경기 침체 우려가 완화되고, 트럼프 관세 쇼크가 진정될 경우 채권금리 반등시도는 가능할 것
- 하지만, 4.2%를 저항으로 3.8%대까지 하향안정세를 이어갈 전망
- 미국 경기 둔화는 불가피하지만, 물가 안정 변수가 유입될 경우 채권시장에 대한 경계심리와 수급 개선이 전개되면서 단기 등락 이후 미국채 10년물은 3.8% 수준(상반기 목표)까지 레벨다운될 전망
- 경기 불안심리가 진정되는 가운데 물가 안정에 근거한 금리인하 기대 강화가 증시에 우호적일 것

[미국 달러] 단기 Undershooting 이후 낙폭 축소, 등락 이후 100p 하회 가능성

미국 달러화 주간 차트, 102p 하회하는 급락 이후 제자리 회복, 2차 목표는 100p



자료: 대신증권 Research Center

미국 달러 일간 차트, 단기 반등은 가능하지만, 다음 목표는 100p 초반



자료: 대신증권 Research Center

- 금리인하 기대가 강화되고, 미국 경기침체 우려가 증폭되면서 달러화도 101p를 하회하는 급락세 전개
- 파월 풋 기대가 실망감으로 전환되고, 중국, 유럽 보복관세 우려가 현실화되면서 달러화는 빠르게 102p 회복
- 이 과정에서 미국 경기침체 공포로 인해 미국 증시를 더욱 위축시켰고, Non-US 증시에는 상대적으로 우호적인 투자환경 조성
- 미국 경기침체, 트럼프 관세 공포 우려가 완화되는 과정에서 등락은 불가피하지만, 미국 경기 둔화, 물가 안정과 중국, 독일을 중심으로 한 경기부양정책 강화가 현실화될 경우 달러화는 하향안정 지속 전망
- 단기 급락에 따른 자율 반등은 가능하지만, 상반기 중 100p 하회할 가능성 높다고 판단
- 미국 경기 둔화 속에 물가 안정이 가시화되고, 금리인하 사이클에 대한 신뢰를 회복하며 Non-US 경기 회복이 확인될 경우 달러화는 재차 하향안정세를 이어가고, 레벨다운 될 전망

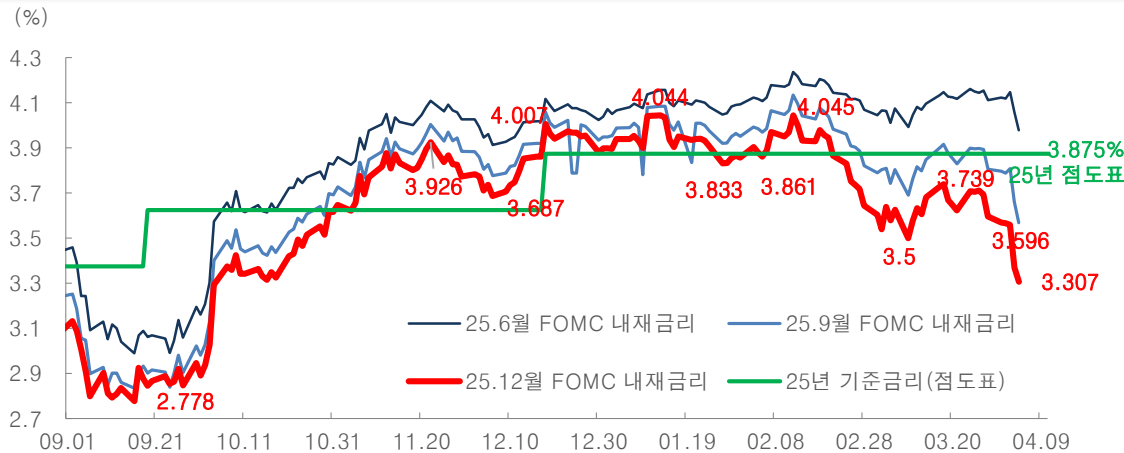
[통화정책 컨센서스] 연내 4회 금리인하 기대. 비둘기적인 통화정책 스탠스 강화 지속

25년 4번, 26년 2번 금리인하 예상(점도표 2회씩). 연준 점도표보다 비둘기파적

MEETING DATE	175-200	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%	33.3%	66.7%
2025-06-18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	30.6%	63.9%	5.6%
2025-07-30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	28.4%	61.6%	9.6%	0.4%
2025-09-17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	20.7%	52.6%	23.7%	2.9%	0.1%
2025-10-29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.2%	36.4%	38.4%	13.5%	1.5%	0.1%
2025-12-10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.8%	25.1%	37.5%	24.2%	6.7%	0.7%	0.0%
2026-01-28	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	11.8%	28.9%	33.4%	18.8%	4.8%	0.5%	0.0%
2026-03-18	0.0%	0.0%	0.6%	5.3%	17.8%	30.5%	28.2%	13.8%	3.3%	0.3%	0.0%
2026-04-29	0.0%	0.1%	1.6%	7.9%	20.5%	30.0%	25.2%	11.7%	2.7%	0.3%	0.0%
2026-06-17	0.0%	0.4%	2.8%	10.4%	22.3%	29.1%	22.6%	9.9%	2.2%	0.2%	0.0%
2026-07-29	0.1%	0.6%	3.3%	11.1%	22.8%	28.7%	21.8%	9.4%	2.1%	0.2%	0.0%
2026-09-16	0.1%	0.7%	3.5%	11.5%	22.9%	28.5%	21.4%	9.2%	2.0%	0.2%	0.0%
2026-10-28	0.1%	0.6%	3.3%	10.8%	21.9%	28.0%	22.0%	10.3%	2.7%	0.3%	0.0%
2026-12-09	0.5%	3.0%	9.8%	20.5%	27.2%	22.8%	11.8%	3.6%	0.6%	0.1%	0.0%

자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

12월 FOMC 내재금리 3.3%대 초반으로 레벨다운. 왜 내려갔는지가 중요

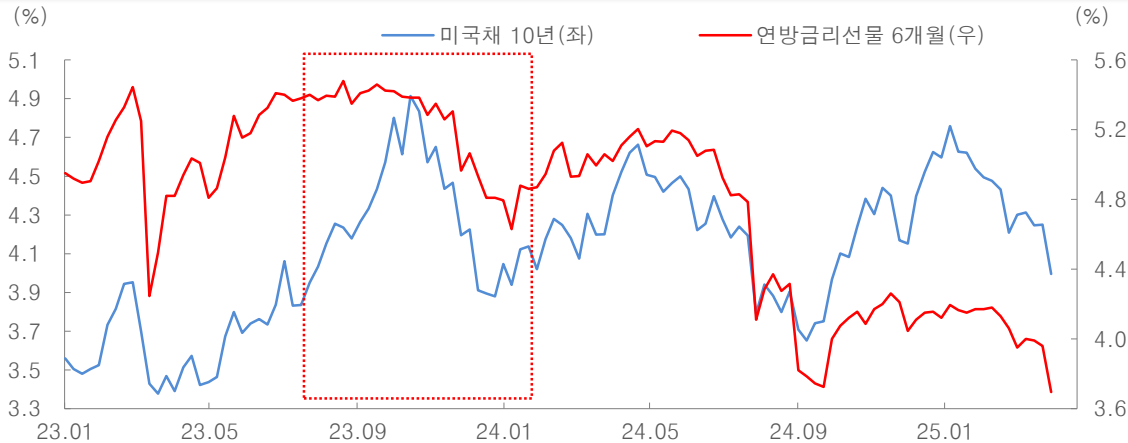


자료: Bloomberg WIRP, 대신증권 Research Center

- 연이은 경제지표 부진으로 정상화되었던 통화정책 컨센서스가 스태그플레이션 우려 고조, 트럼프 관세정책 쇼크 영향으로 비둘기파적인 스탠스 강화
- 통화정책 컨센서스는 연내 4회 금리인하 (6월, 7월, 9월, 12월)를 기대. 연준 점도표인 2회보다 비둘기파적인 기대 반영
- 26년 금리인하 컨센서스는 연내 2회로 연준의 점도표(2회)에 부합
- 25년 12월 FOMC 내재금리 변화 주목. 지난 주 미국 증시가 트럼프 관세정책 쇼크에 시달리는 동안 내재금리는 3.3%까지 급락하며 24년 10월 수준으로 회귀
- 문제는 4월초 고용지표 호조가 반영되지 않고 있을 정도로 시장에서는 경기침체 공포만을 반영하고 있는 상황
- 10일 CPI를 확인하면서 금리인하 기대 이유 경기침체가 아닌 물가 안정으로 전환된다면 시장은 빠르게 정상화될 수 있을 전망

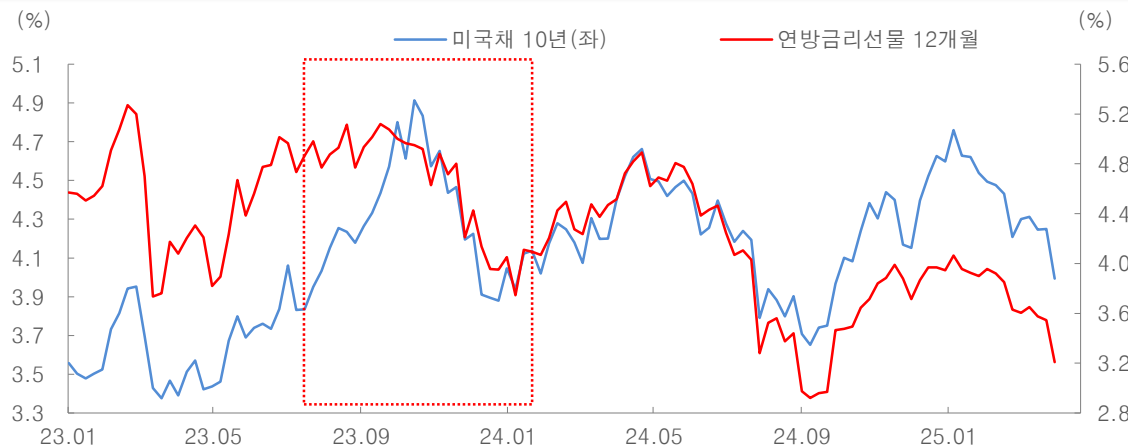
[채권금리 등락 분석] 23년 8월 ~ 10월 채권금리 급등, 11월, 12월 채권금리 레벨다운 국면과 유사

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

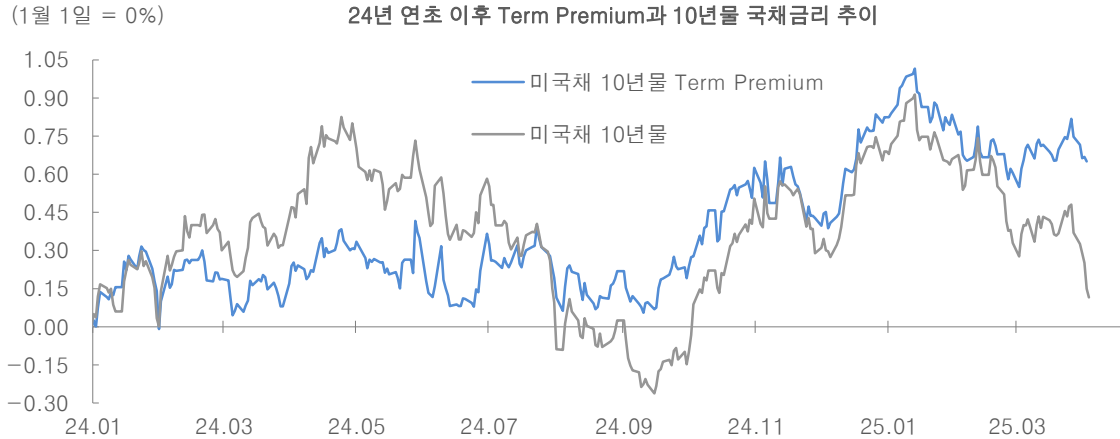


자료: Bloomberg WIRP, 대신증권 Research Center

- 금리인하 기대가 강해지면서 채권금리 하락폭 확대
- 미국채 10년물은 고점대비 76.5bp, 연방금리 선물 6개월, 12개월물은 각각 50bp, 85.5p 하락
- 투자심리, 수급 변화보다 통화정책 기대가 채권금리 레벨다운을 가속화시키는 양상
- 이러한 흐름은 23년 8월 ~ 12월과 유사. 당시에도 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
- 문제는 금리인하 기대가 물가 안정이 아닌 경기침체 공포라는 점
- 경기 불안심리가 제어되고, 트럼프 정책 우려가 정점을 통과하는 가운데 물가 안정이 가시화될 경우 채권금리 하향안정은 증시에 우호적인 영향을 줄 수 있을 것

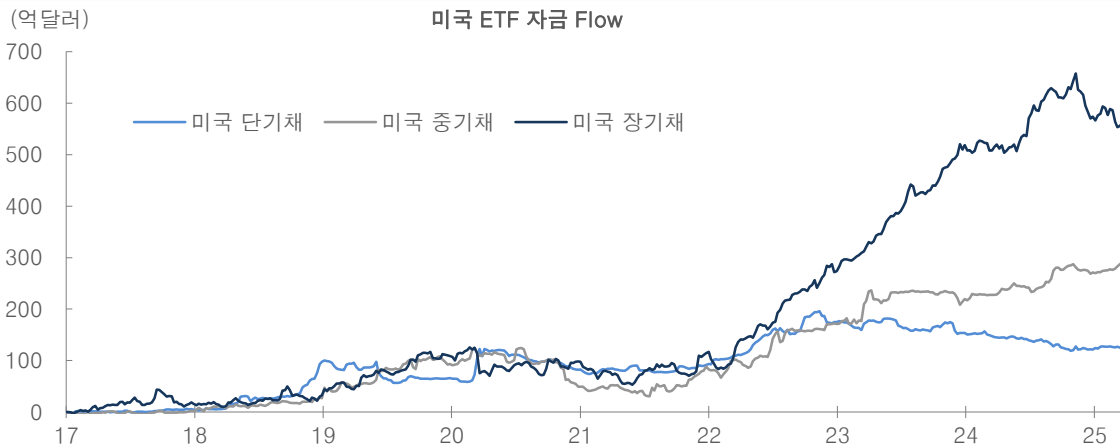
[채권금리 등락 분석] 10년물 Term Premium(투자심리, 수급), 추가 하락 여지가 커

12월 이후 10년물 국채금리 등락을 주도하는 Term Premium



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국 장기 국채 ETF로 자금 유출 반전. 중기채로 자금 유입 지속



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 금리인하 기대가 후퇴할 경우 채권금리 급등을 우려할 수 있지만, 투자심리 안정이 채권금리 추가 하향안정을 야기할 수 있을 전망
- 1월 14일 고점 이후 3월 27일까지 미국채 10년물은 79.8bp 하락한데 반해 Term Premium은 36.4bp 하락에 그침
- 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 4주만에 자금 유출
- 통화정책 기대가 일부 후퇴하더라도 투자심리, 수급 안정이 가시화될 경우 예상보다 견조한 채권금리 하향 안정세 기대

신흥국, 특히 신흥 아시아 증시가 상대적으로 견조한 이유

Strategist 이경민

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

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

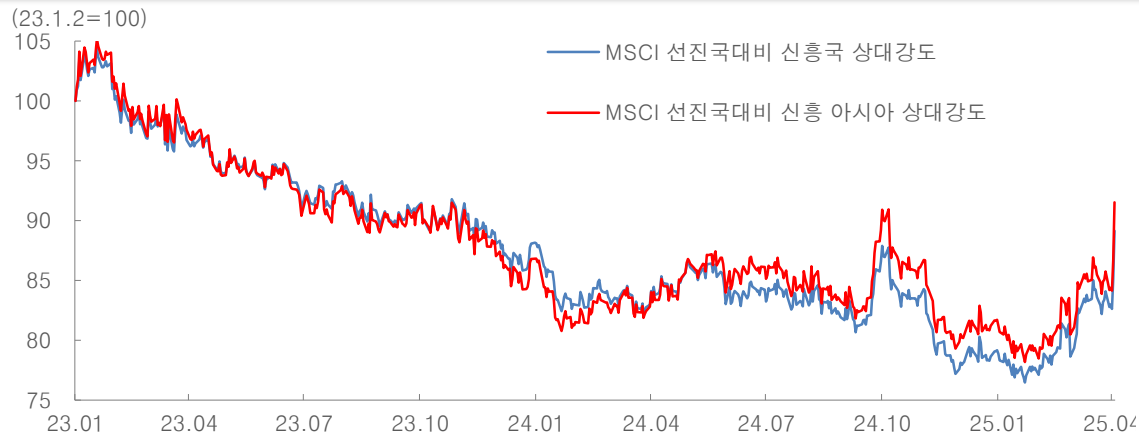
[선진국 vs 신흥국 증시] 24년 8월 수준으로 레벨다운된 선진국 증시. 신흥국은 올해 저점 상회

선진국 증시는 24년 8월 수준으로 회귀. 신흥국은 상대적으로 견조한 흐름



자료: MSCI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

23년 이후 극심한 저평가 영역에 위치해 있던 신흥국 증시의 반전

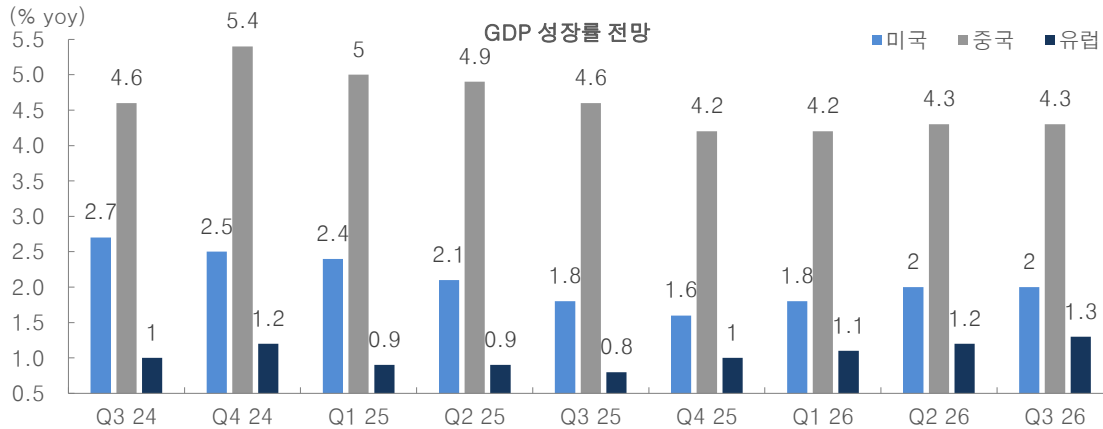


자료: MSCI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 최근 급락과정에서 특이점은 신흥국 증시의 선방
- 선진국 증시가 24년 8월 수준까지 급락한데 반해, 신흥국 증시는 25년 3월 저점 수준
- 중국을 필두로한 신흥 아시아 증시가 상대적으로 견조한 흐름(중국, 대만 휴장 영향도 일부 있음)
- 이는 그동안 상대적 약세를 이어왔던 신흥국, 신흥 아시아 증시의 가격 메리트 영향으로 판단
- 최근 강한 상대적 강세를 보였지만, 아직 23년 1월 이후 선진국대비 10% 정도 저평가 영역에 위치
- 가격 갭 축소 차원에서 추가 상승 여력은 충분하다고 판단

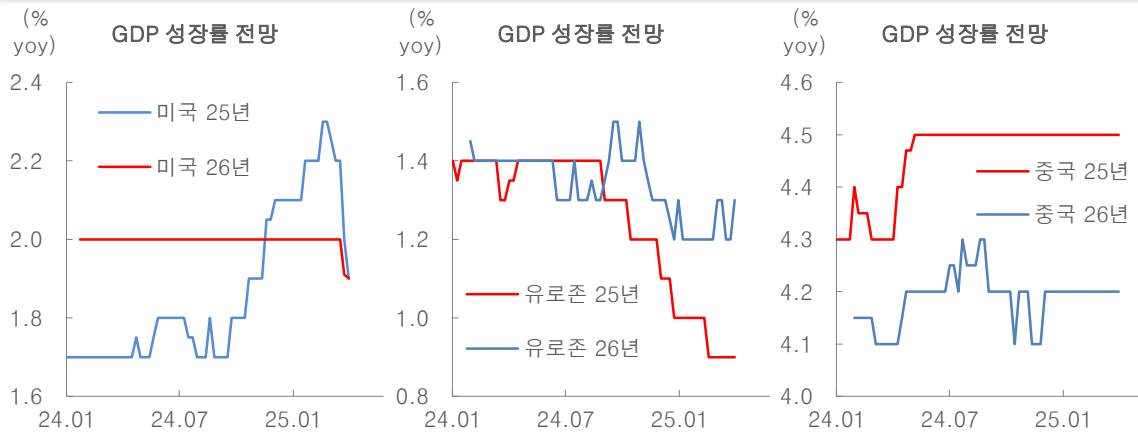
[선진국 vs 신흥국 증시] 미국, 중국, 유럽 경기 불안은 여전하지만, 중국, 유럽 경기 부양 정책 강화는 차이점

주요국 경기 둔화 불가피. 경기 둔화 폭은 미국이 큰 상황



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

GDP전망 하향조정 중인 미국 vs 중국, 유로존 경제성장률 전망은 안정/상향 조정



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- G3로 평가할 수 있는 미국, 중국, 유럽 경기 불안은 여전
- 미국은 경기 과열 국면에서 가파른 둔화를 우려하는 상황인데 반해, 중국, 유럽은 경기 부진이 장기화되는 과정에서 저점 통과 국면이라는 인식 강화
- 경기 방향성이 엇갈릴 수 있다는 의미
- 한편, 미국은 금리인하 속도 조절과 트럼프 정책 리스크가 맞물려 25년, 26년 GDP 성장률 전망이 빠르게 하향조정 중
- 이에 반해 중국과 독일을 필두로 한 유럽은 경제성장률 전망이 안정적. 오히려 26년 전망은 소폭 상향조정되면서 경기부양 기대가 반영되는 양상
- 미국의 압도적인 경제성장률과 부진을 면치 못하는 Non-US 경기라는 기존의 경기 흐름이 바뀌면서 신흥국, 신흥 아시아 증시의 상대적 강세 전개

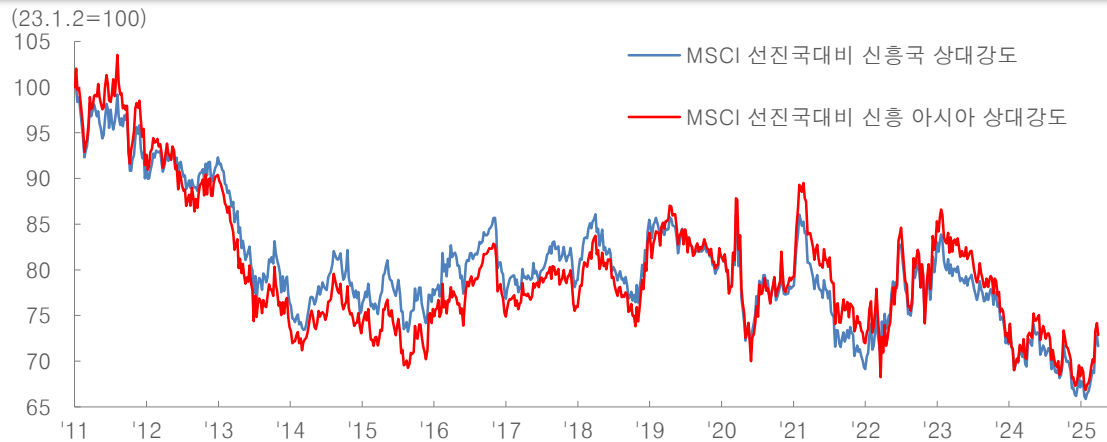
[선진국 vs 신흥국 증시] 밸류에이션 매력은 신흥국, 신흥 아시아가 여전히 높은 상황

12개월 선행 PER, 선진국은 21년 고점에서 하락 반전. 신흥국은 저점 수준



자료: I/B/E/S, 대신증권 Research Center

선행 PER 상대강도, 금융위기 이후 최저 수준에서 회복된 정도

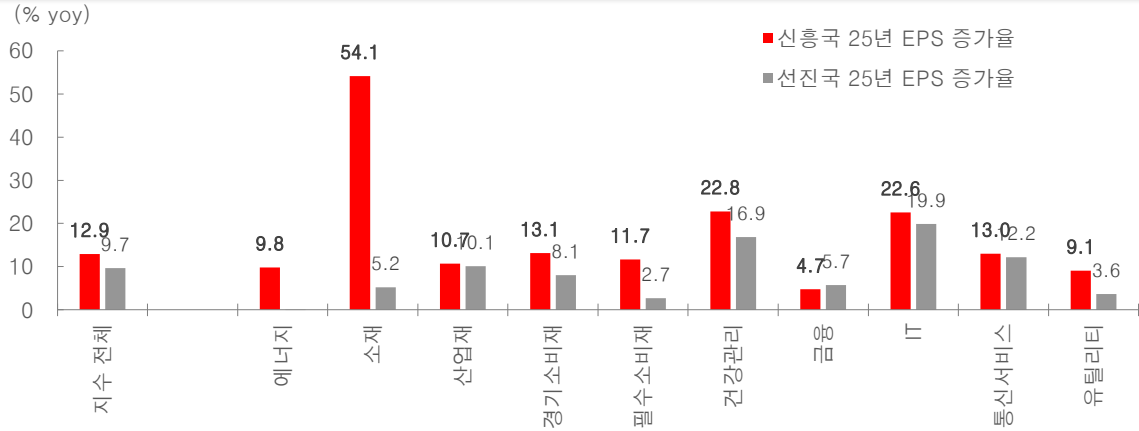


자료: I/B/E/S, 대신증권 Research Center

- 밸류에이션 수준 또한 선진국과 신흥국, 신흥 아시아 간의 차별화 원인
- 그동안 미국을 중심으로 한 선진국 경기와 기업이익 성장에 대한 신뢰도를 바탕으로 선진국 증시의 12개월 선행 PER은 20배 수준, 21배 수준에 근접
- 반면, 신흥국, 신흥 아시아 증시는 23년 이후 2년 이상 레벨다운된 박스권 등락 반복
- 그 결과 선진국대비 신흥국, 신흥 아시아 증시의 PER 상대 강도는 금융위기 이후 최저치 경신. 코로나 쇼크 수준을 하회
- 최근 신흥국, 신흥 아시아 증시 상대적 강세에도 불구하고 PER 상대강도는 Deep Value 구간을 벗어난 상황
- 미국 성장에 대한 우려가 커지는 가운데 트럼프 관세정책의 피해는 미국에 집중될 것이라는 분석이 우세한 상황에서 신흥국, 신흥 아시아 증시의 상대적 강세는 지속될 전망

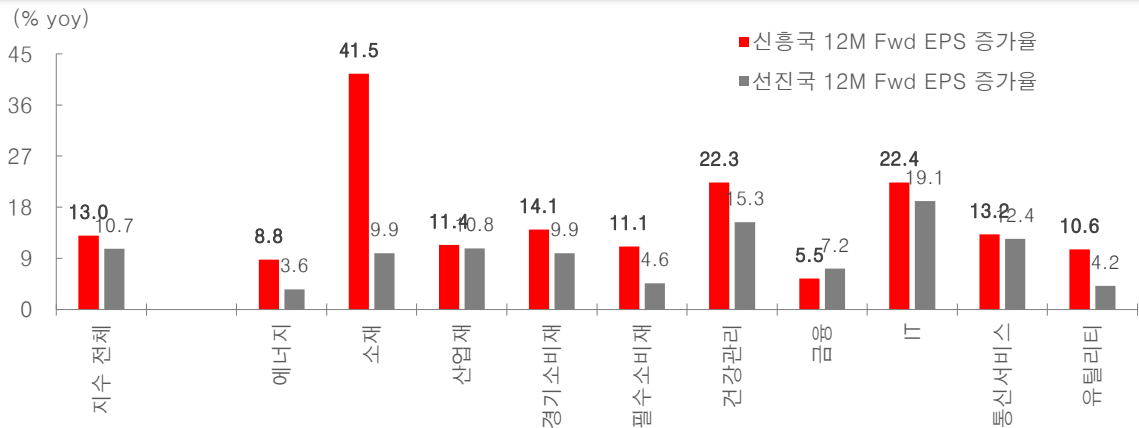
[선진국 vs 신흥국 증시] 이익모멘텀도 신흥국이 선진국 대비 우위에 있어...

선진국보다 우위에 있는 신흥국 25년 이익 모멘텀



자료: I/B/E/S, 대신증권 Research Center

12개월 선행 EPS 전년 대비 증가율도 신흥국이 선진국보다 우세



자료: I/B/E/S, 대신증권 Research Center

- 성장과 경기부양 정책에 대한 엇갈림이 신흥국 증시의 밸류에이션 매력을 높이는 가운데 이익 모멘텀도 신흥국, 신흥아시아 증시의 상대적 강세를 지지
- 25년과 12개월 선행 EPS 전년 대비 변화율을 보면 신흥국 이익모멘텀이 선진국보다 강한 상황
- 산업재, 금융을 제외한 전 업종에서 신흥국 이익모멘텀이 우위를 보이고 있음
- 트럼프 관세 쇼크에 신흥국, 신흥 아시아 증시가 자유로울 수 없지만, 상대적으로 견조한 흐름을 기대할 수 있을 것
- 트럼프 관세 쇼크가 진정될 경우에도 차별적인 가격, 밸류에이션 매력과 모멘텀을 재평가 받을 전망

선수요 모멘텀과 중국 경기회복, 유럽 재정확대의 콜라보

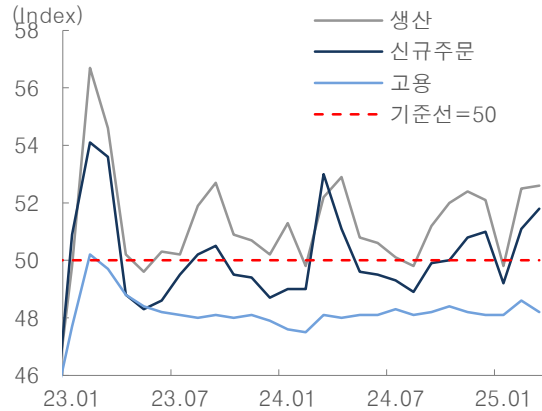
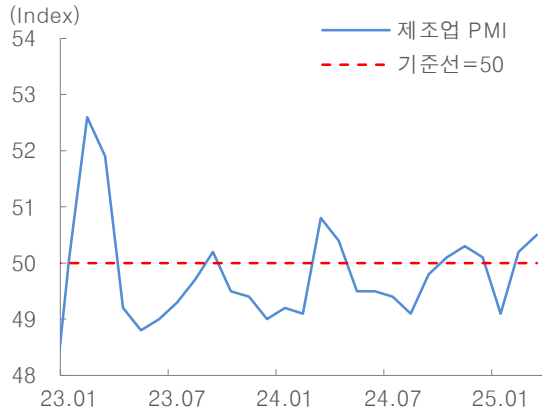
Strategist 이경민

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

텔레그램 채널 [daishinstrategy](#)

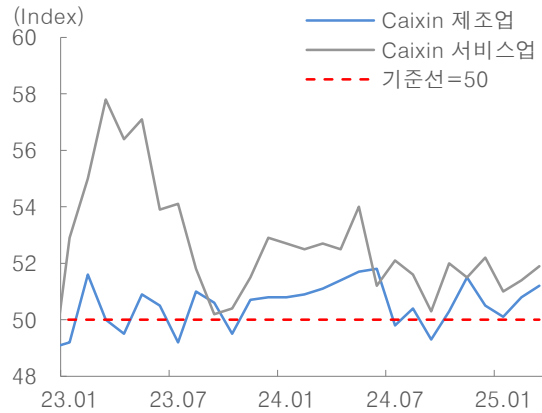
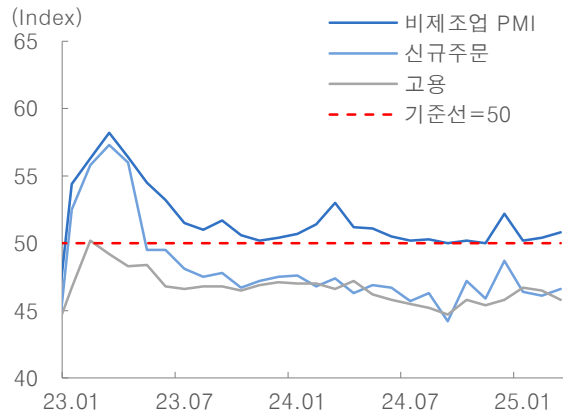
[중국 PMI] 확장세, 중국 정부 경기부양책 효과 가시화

제조업 PMI, 미국 관세 위협속에서도 2개월 연속 확장



자료: 중국 국가통계국, CEIC, 대신증권 Research Center

비제조업 PMI, 차이신 PMI(제조업&서비스업) 모두 1월 이후 반등 추세 지속

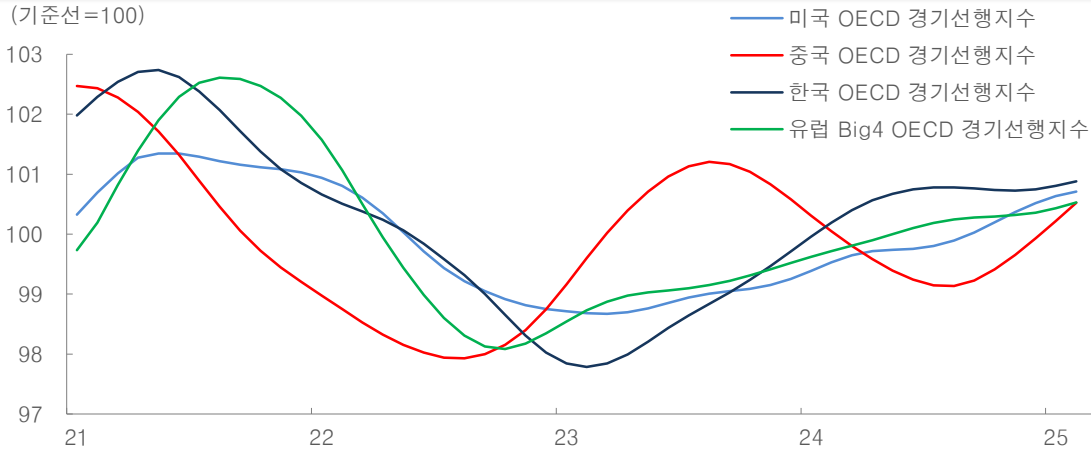


자료: 중국 국가통계국, CEIC, 대신증권 Research Center

- 중국의 3월 공식 제조업 구매관리자지수 (PMI)는 50.5로 발표되어, 작년 3월 이후 가장 높은 수치를 기록, 시장 예상치 (50.4)에 부합
- 신규주문이 다시 늘어나고 있으며, 수출은 지금까지 미국 관세에도 불구하고 회복력을 유지하고 있는 것으로 분석
- 세부적으로 제조업 생산 지수는 52.6으로, 신규 주문 지수는 51.8로 상승하여 제조업 공급과 수요 모두 개선
- 그러나 고용 지수는 48.2로 전월 대비 하락하며 위축 국면
- 비제조업 PMI 역시 50.8로 상승하여 3개월 최고치를 기록
- 하지만 비제조업 부문의 고용 지수도 45.8로 하락하여, 전반적인 노동 시장의 약세가 지속되고 있음

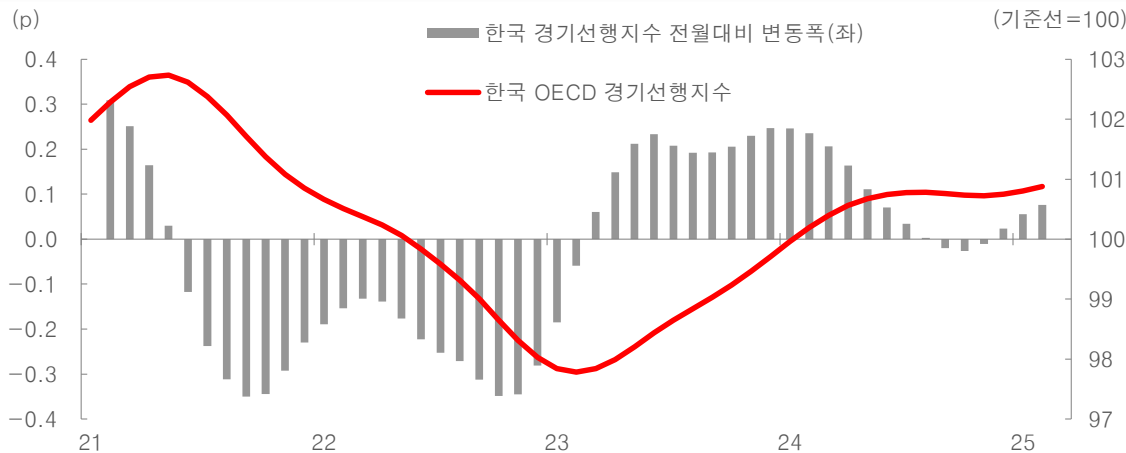
[글로벌 경기] OECD 경기선행지수 상승세 지속. 중국 상승세 강한 가운데 한국도 상승 반전

미국, 중국 경기선행지수 상승세 뚜렷. 한국도 상승 반전



자료: OECD, CEIC, 대신증권 Research Center

한국 OECD 경기선행지수, 3개월 연속 상승

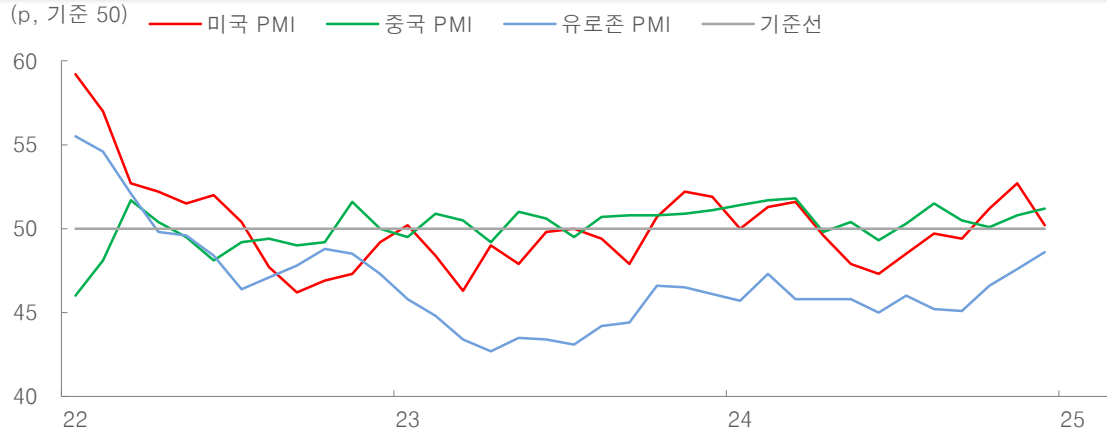


자료: OECD, CEIC, 대신증권 Research Center

- 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

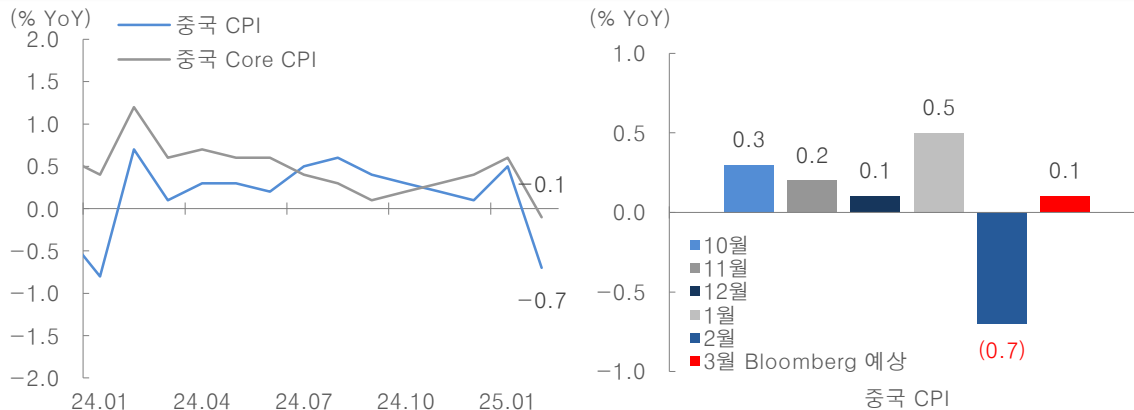
[선수요] 미국, 중국 확장국면 지속. 유럽, 3개월 연속 반등. 선수요 유입 영향. 중국 물가 반등 필요

미국, 중국 확장국면 지속. 유럽 3개월 연속 제조업 경기 반등 중



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

3월 CPI 플러스 반전 기대. 중국 디플레이션 국면 탈출할 수 있을까?

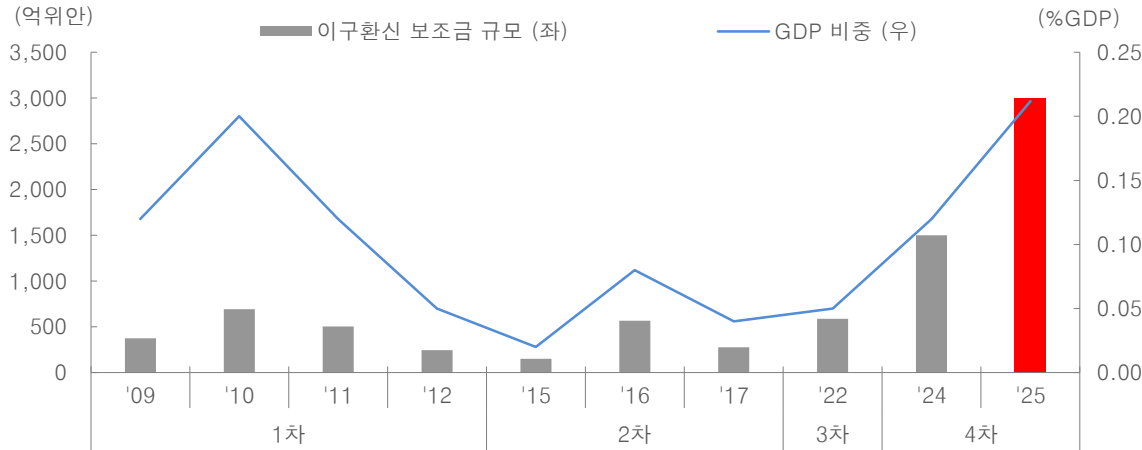


자료: 중국 국가통계국, Bloomberg, CEIC, 대신증권 Research Center

- 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
- 중국의 2월 CPI는 전년과 다른 춘절 기간 영향으로 하락, 디플레이션 흐름 지속
- 제조업은 비용 감소로 판매가격 하락이 지속되고 있는 반면, 서비스업은 투입비용 증가분을 기업이 일부 흡수, 판매 가격은 낮은 수준 유지
- 중국정부의 경기부양 의지가 강해지는 가운데, 3월 소비자물가 다시 플러스 전환할 것으로 예상
- 중국 디플레이션 탈출이 현실화된다면 선수요 모멘텀과 경기 부양정책 신뢰도 상승 예상

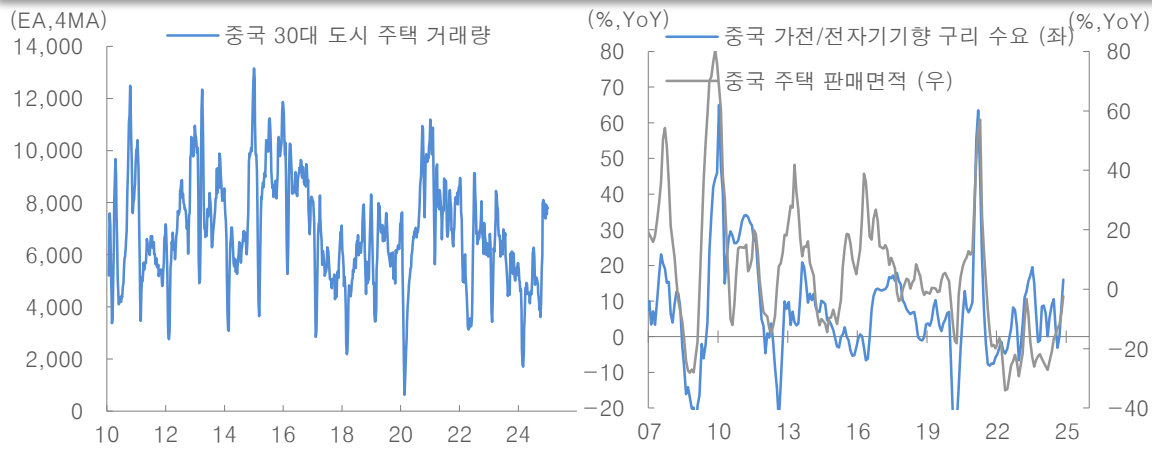
[중국 정책 드라이브] 더 강력해진 이구환신 정책. 소비 부양 패키지로 부동산 거론 중

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%

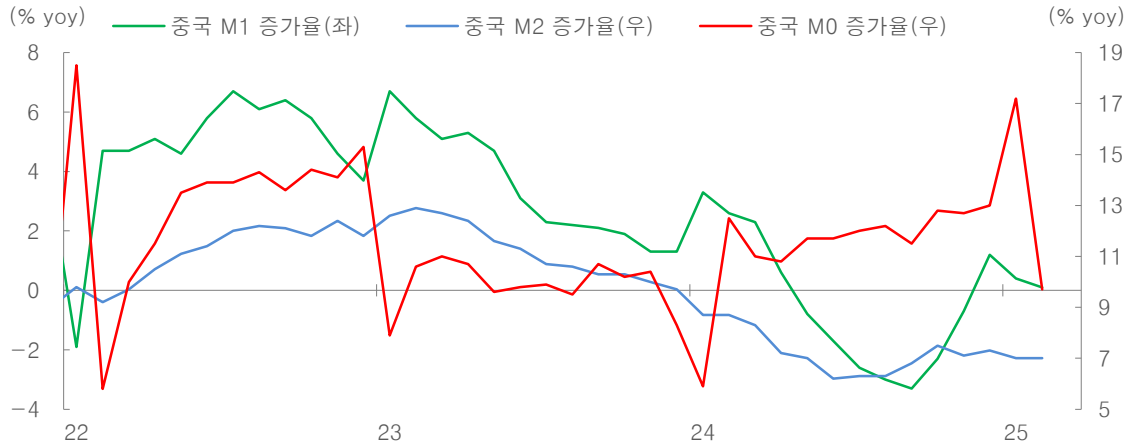


자료: 중국 통계국, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 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

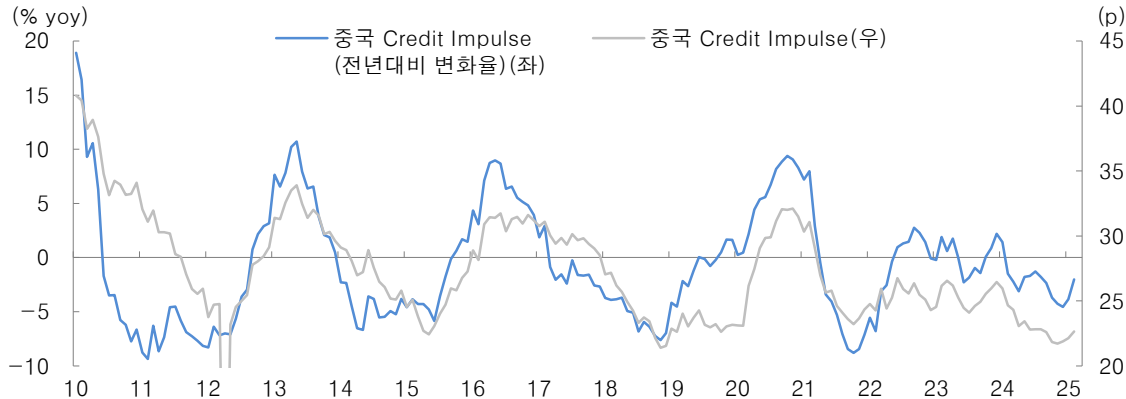
[중국 유동성/정책 효과] 유동성 모멘텀 빠른 속도로 개선/확장. 정책 효과 유입 가시화

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

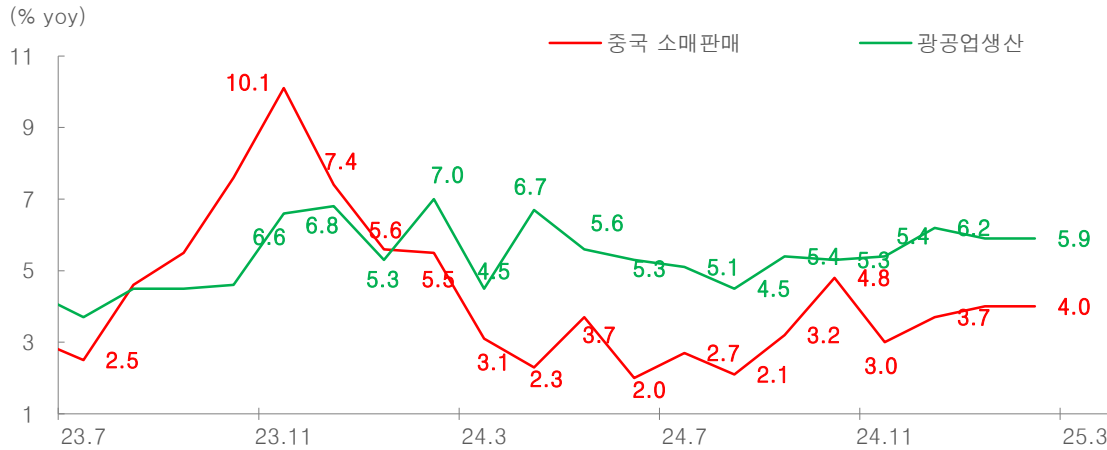


자료: 중국 통계국, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 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

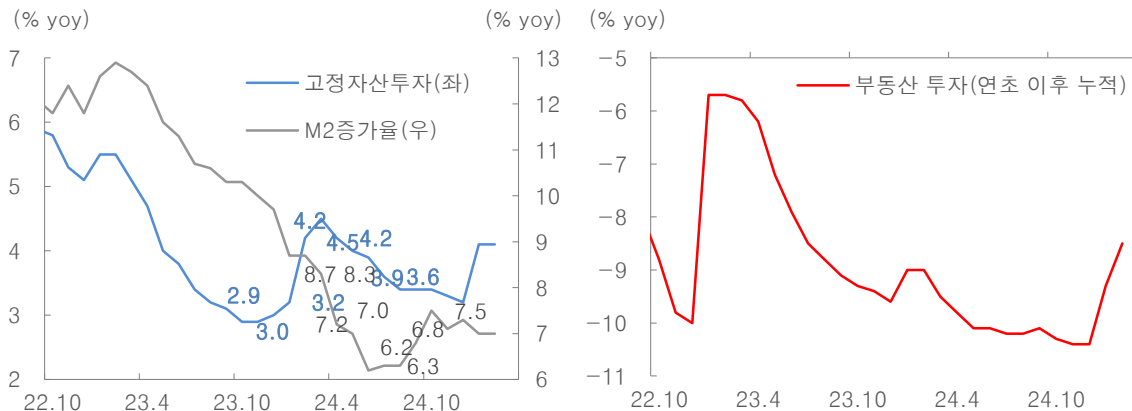
[중국 실물지표] 소매판매는 개선, 광공업생산은 둔화되었지만, 예상 상회

소비모멘텀 전월대비 개선, 기저효과 영향으로 예상 상회



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

고정자산 투자는 정체 지속, 부동산 투자 가파른 회복세?

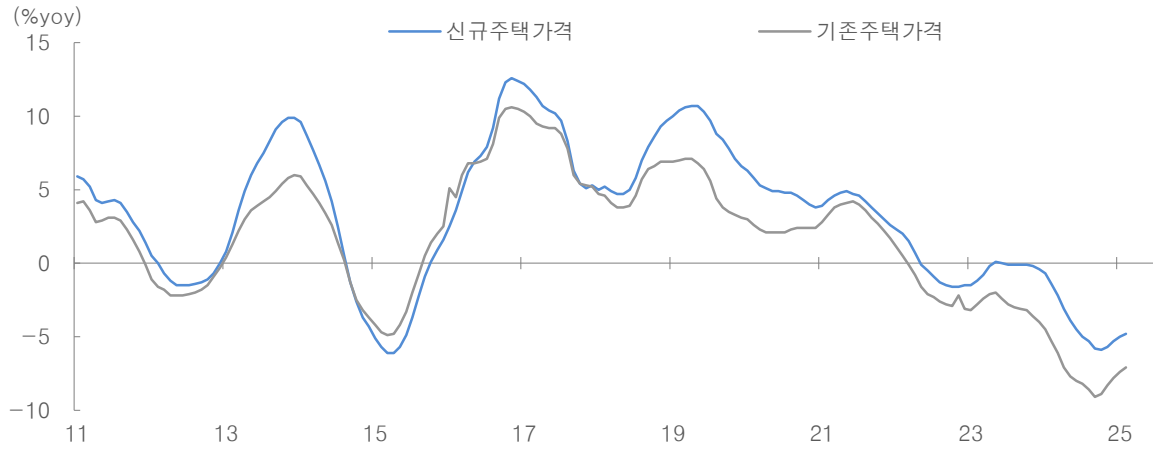


자료: 중국 통계국, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 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

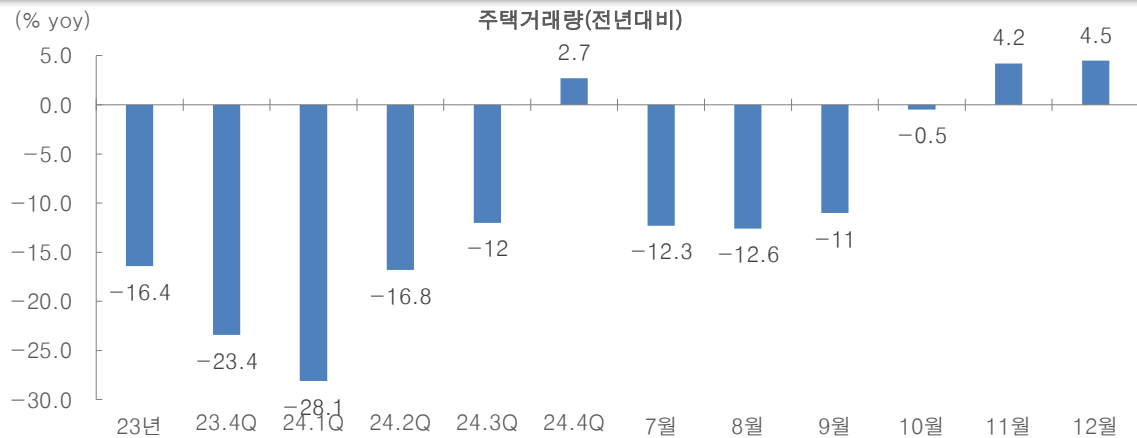
[중국 부동산] 주택가격 하락세 진정. 주택 거래량은 전년대비 플러스 반전

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...

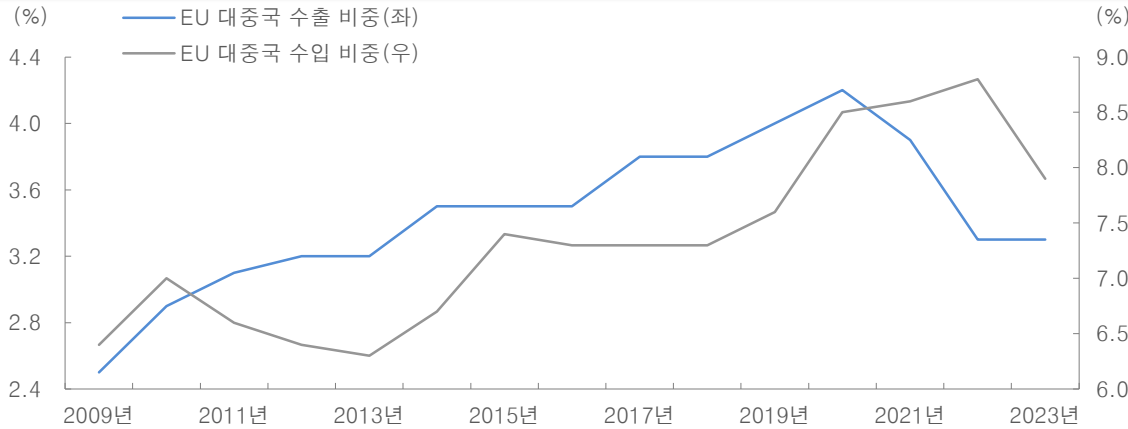


자료: 대신증권 Research Center

- 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

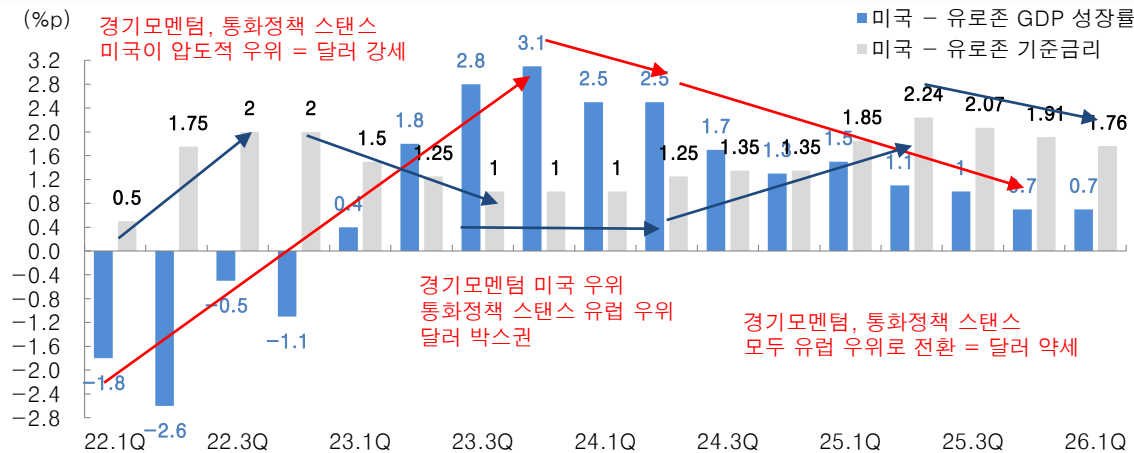
[중국] 경기 회복의 나비효과. 유럽 경기 안정 & 달러 약세 압력 확대

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

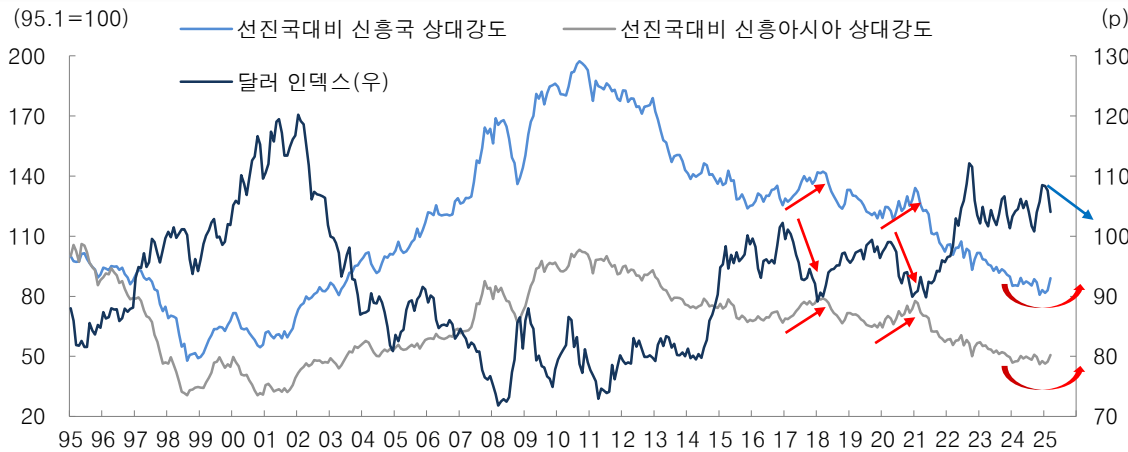
[중국] 달러 약세 압력 확대 = 신흥국, 신흥 아시아 증시 상대적 강세

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



자료: 대신증권 Research Center

달러 약세는 신흥국, 신흥 아시아 증시 강세로 이어져

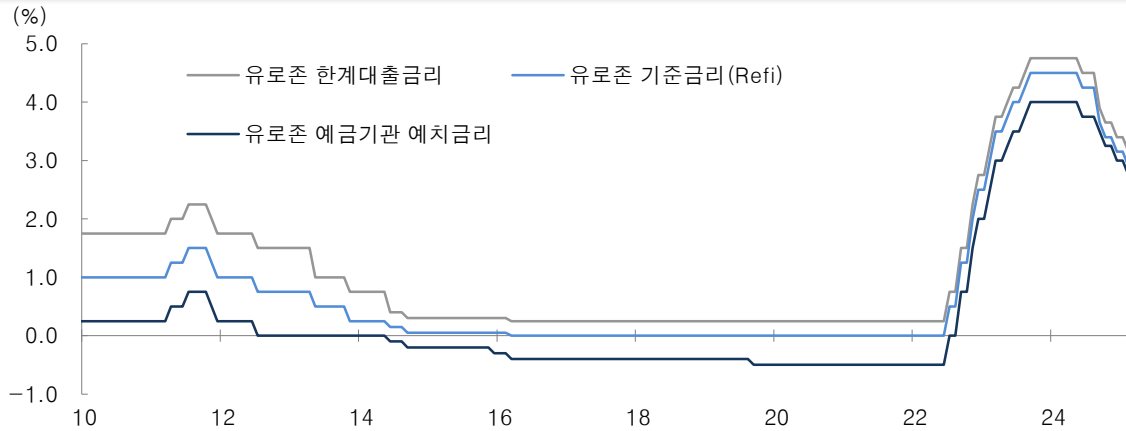


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 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

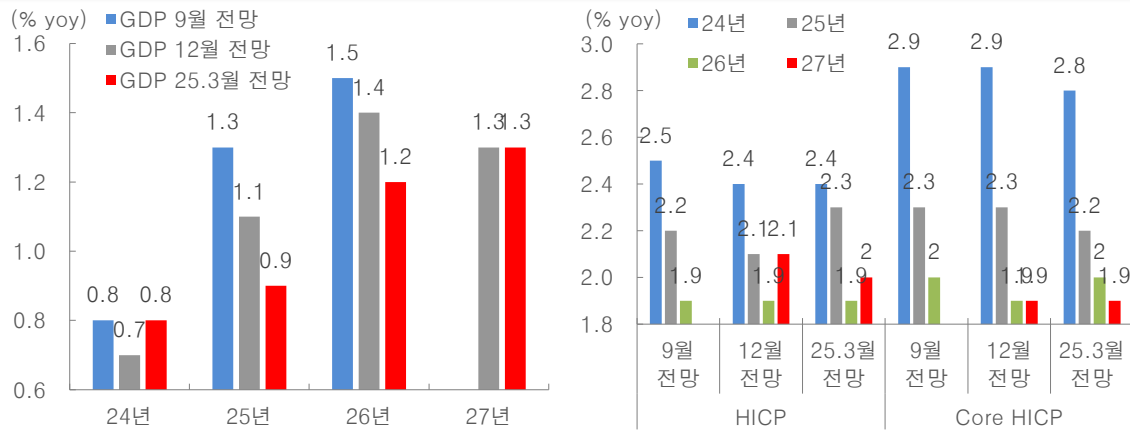
[3월 ECB] 5회 연속 금리인하 단행(25bp). 경제전망 하향조정을 통해 경기부양이지 피력

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

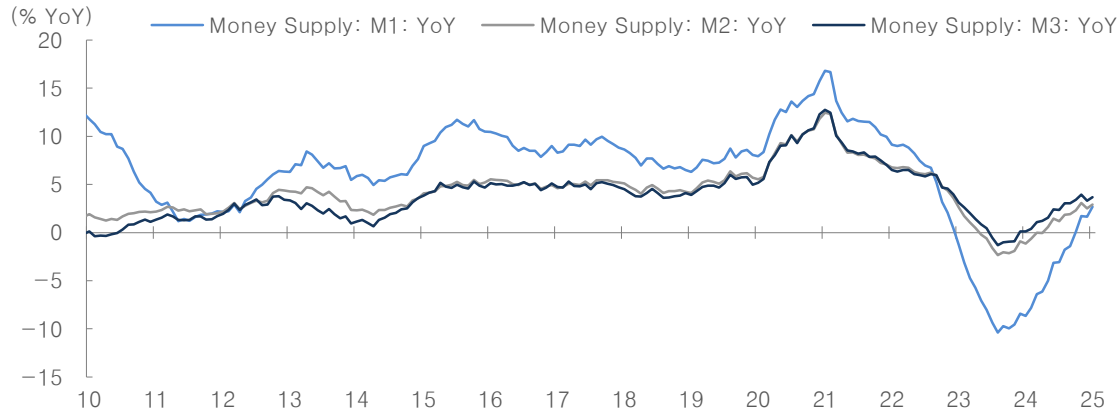
* 'Stability and Growth Pact' 에 의해 현재 EU 회원국들의 재정 적자는 GDP 대비 3%로 제한됨

- 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

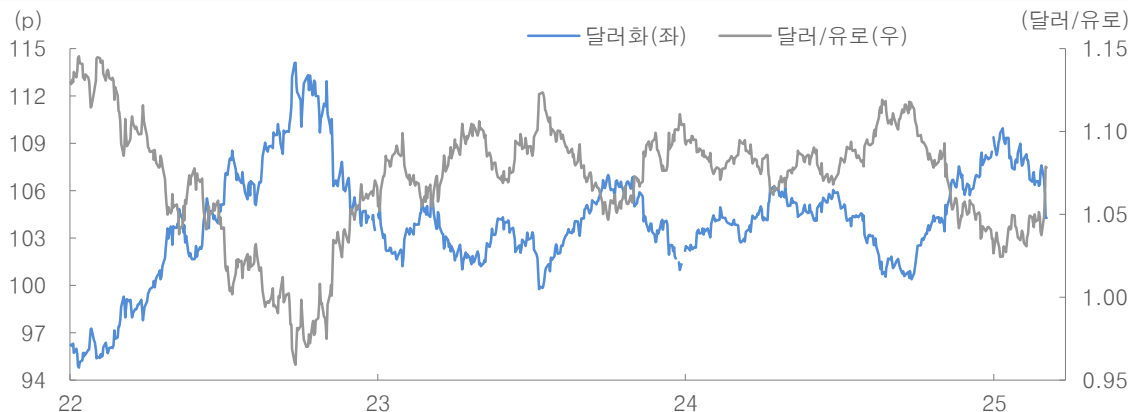
[독일 정책 드라이브] 금리인하에 재정확대, 경기부양정책 기대 가세. 유로화 강제 압력 확대 예상

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 업황 개선, 수출 호조 지속.
1분기 기업이익 개선 기대로 이어져...

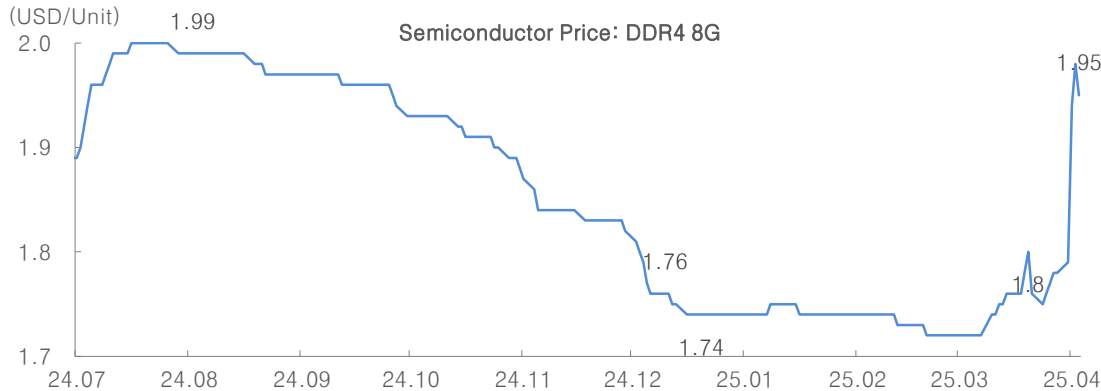
Strategist 이경민

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

텔레그램 채널 [daishinstrategy](#)

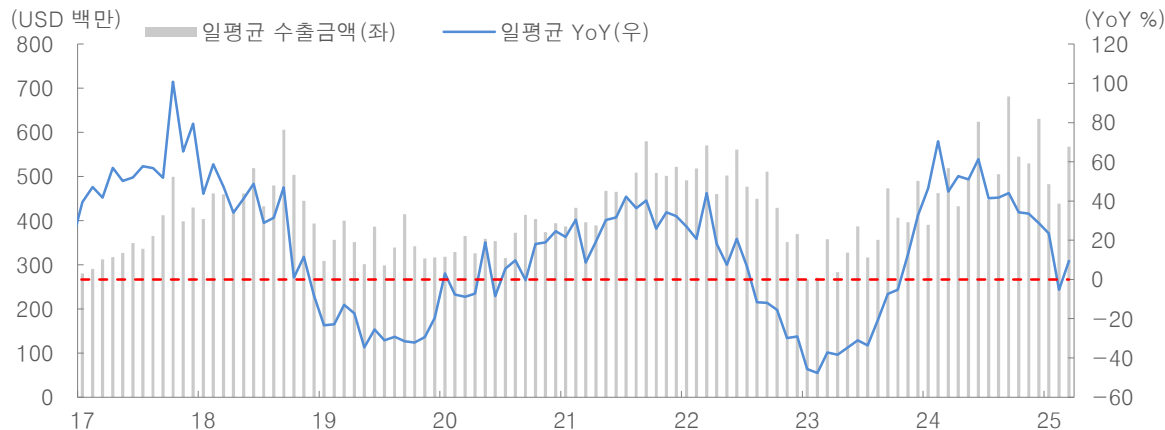
[반도체 가격] 여전히 강한 AI 산업 수요 & 중국, Non-US 경기 회복. 레거시 반도체 업황 변화로 이어져

7월 이후 부진했던 레거시 반도체 판매가격의 반등세 뚜렷



자료: CEIC, 산업통상자원부, 대신증권 Research Center

반도체 일평균 수출금액, 3월 반등조짐?

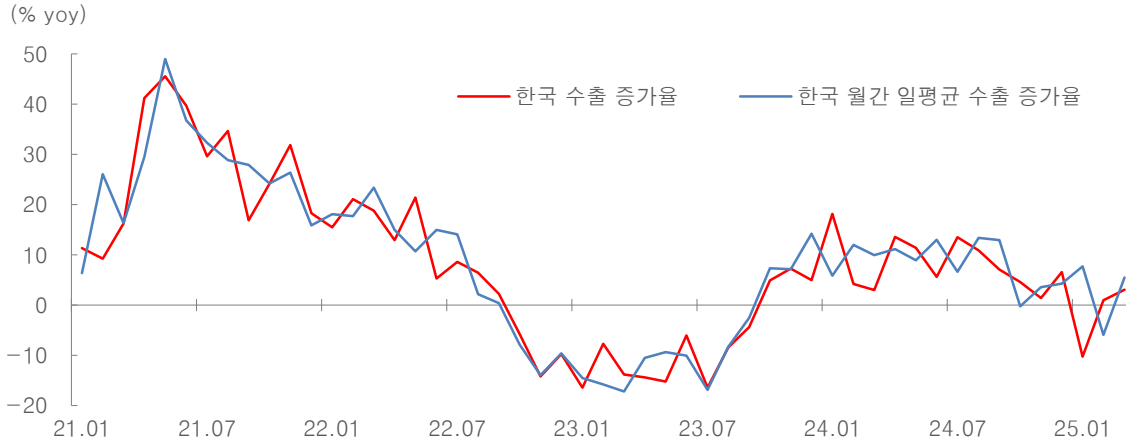


자료: CEIC, 관세청, 대신증권 Research Center

- 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 일평균 반도체 수출금액은 전년 대비 +9.5% 증가, 전월의 -5.2%에서 반등

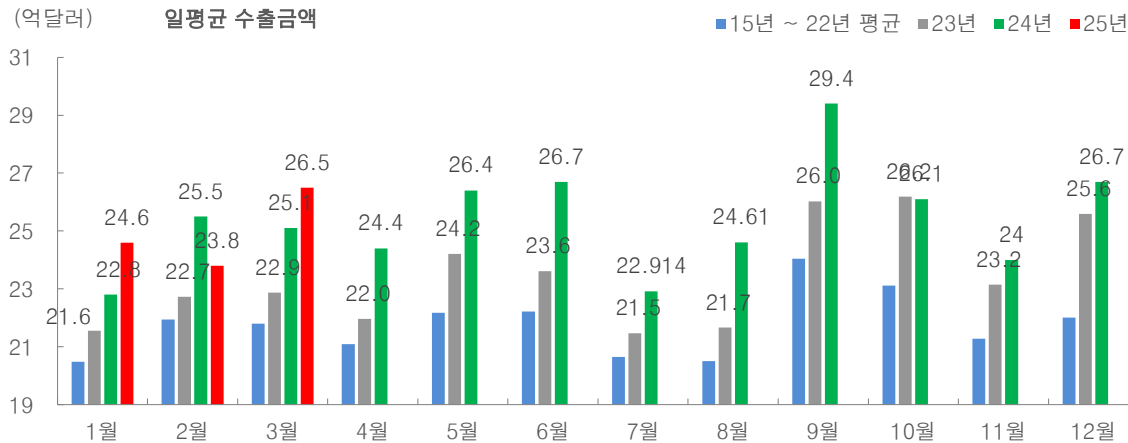
[한국 수출] 3월 수출 전년대비 3.1% 증가. 일평균 수출 5.5%로 플러스 반전

3월 수출 전년대비 3.1% 증가. 일평균 수출 5.5%로 플러스 반전



자료: 산업통상자원부, 관세청, CEIC, 대신증권 Research Center

3월 일평균 수출금액 26.5억달러에 달해. 이미 24년 5월, 6월 수준 근접

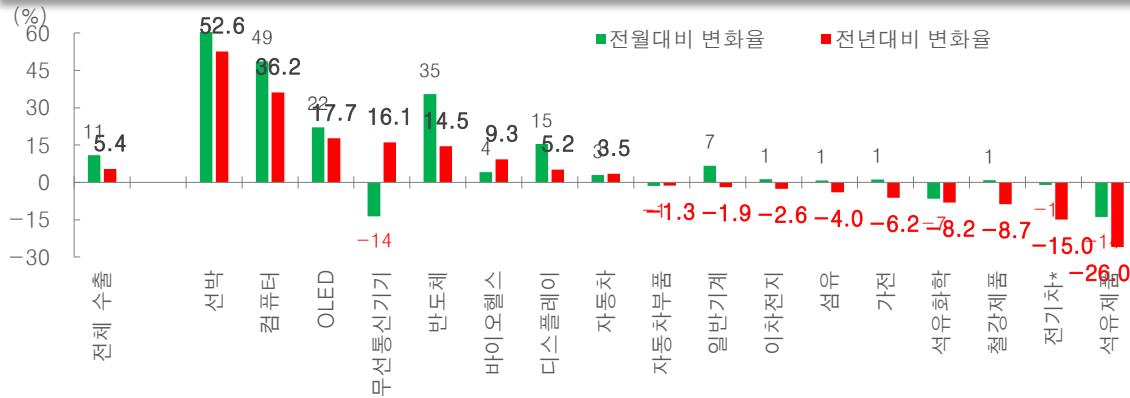


자료: 산업통상자원부, 관세청, CEIC, 대신증권 Research Center

- 25.3월 수출은 전년 동월 대비 +3.1% 증가한 582.8억 달러, 수입은 +2.3% 증가한 533.0억 달러, 무역수지는 +49.8억 달러 흑자를 기록
- 3월 수출은 582.8억 달러(+3.1%)로 역대 3월 중 2위 실적을 기록하면서 2개월 연속 증가. 조업일수를 고려한 일평균 수출도 +5.5% 증가한 26.5억 달러를 기록

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

선박, 무선통신기기, 반도체, 컴퓨터주변기기 증가세 뚜렷



- IT 전 품목 수출이 '24.7월 이후 8개월 만에 동시 플러스 기록
- 반도체 수출은 HBM·DDR5 등 고부가 메모리 호조세에 따라 131억 달러 (+11.9%)를 기록하면서 플러스 전환. 컴퓨터SSD 수출(12억 달러, +33.1%)은 15개월 연속, 무선통신기기 수출(13억 달러, +13.8%)은 2개월 연속 증가. 디스플레이 수출(15억 달러, +2.9%)은 24.8월 이후 8개월만에 플러스 전환

- 자동차 수출은 전기차(하이브리드차 제외) 수출이 크게 감소하였음에도 불구하고 하이브리드차·내연기관차 수출 증가하면서 +1.2% 증가한 62억 달러를 기록

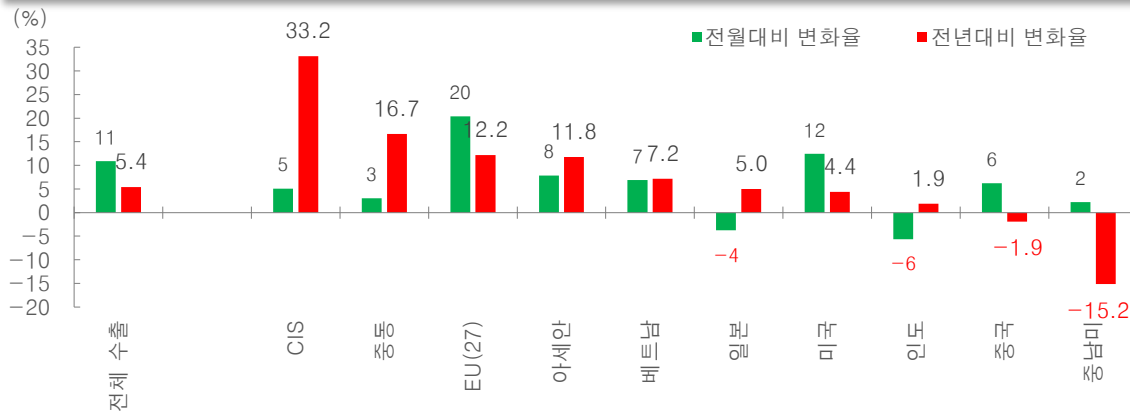
- 선박 수출은 ' 23.12월(37억 달러) 이후 15개월 만의 최대 실적인 32억 달러 (+51.6%)를 기록하면서 플러스 전환. 바이오헬스 수출은 의약품 (9억 달러, +13.2%)을 중심으로 +6.9% 증가하면서 14억 달러를 기록, 2개월 연속 증가

- 대(對)중국 수출은 2위 석유화학, 3위 무선통신기기 수출 호실적에도 불구하고, 1위 반도체 수출이 감소하면서 전체적으로 △4.1% 감소한 101억 달러를 기록. 대미국 수출은 +2.3% 증가 111억 달러

- 대아세안 수출은 반도체·디스플레이 등 IT 품목 수출 호조로 3월에도 대중국 수출실적 상회, 103억달러(+9.1%) 기록

자료: 산업통상자원부, 관세청, CEIC, 대신증권 Research Center

중동, EU, 아세안 급증



자료: 산업통상자원부, 관세청, CEIC, 대신증권 Research Center

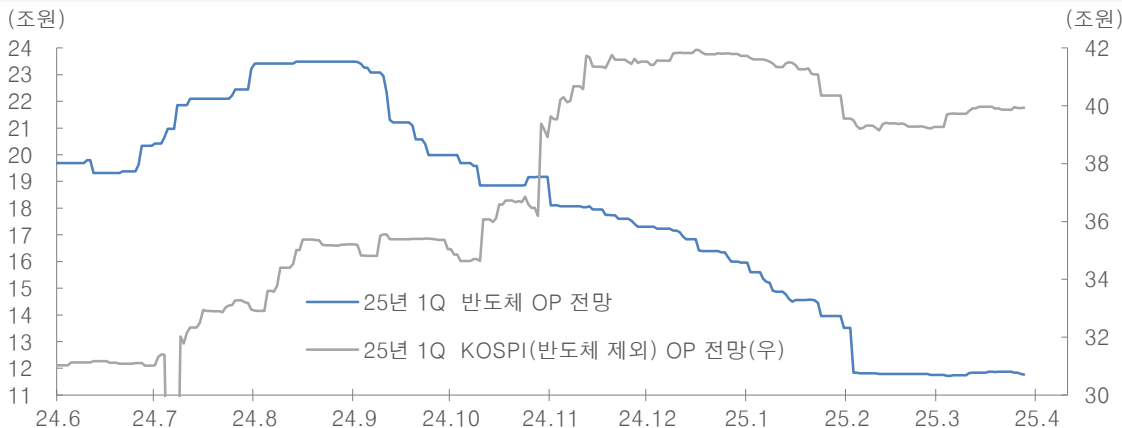
[실적 전망] 프리어닝 시즌 돌입과 함께 1분기 영업이익 전망 52조원 회복

25년 1분기 영업이익 전망 최근 52조원대로 회복



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

반도체 실적 전망 소폭 개선, Non-반도체 실적 전망 상승

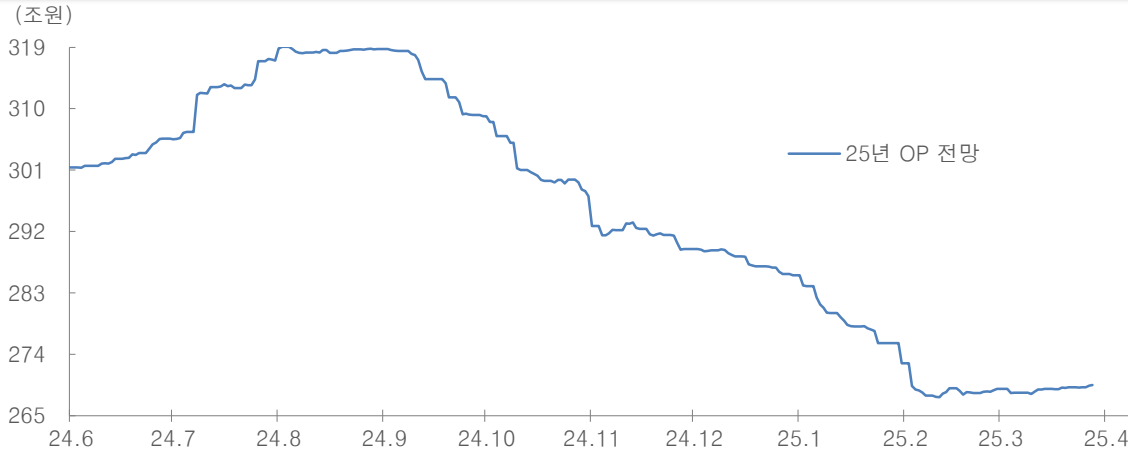


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 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

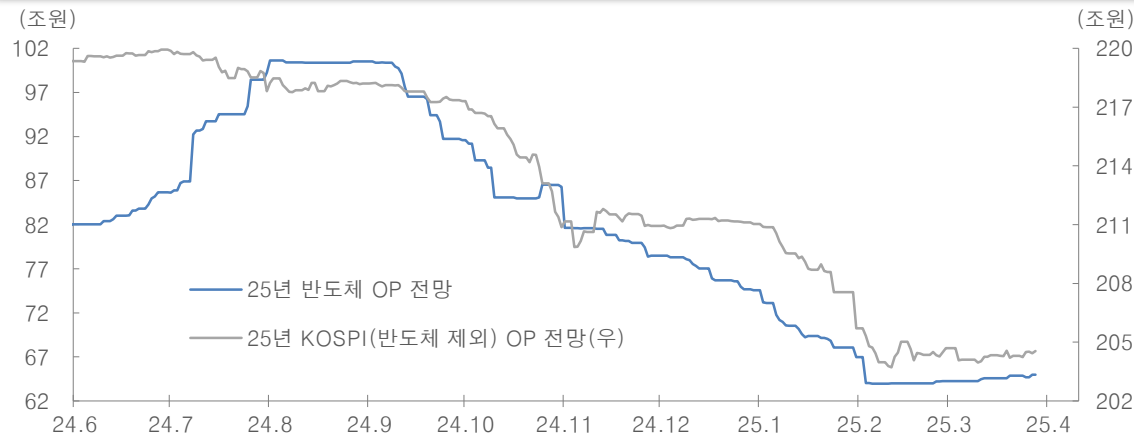
[실적 전망] 25년 이익 전망 상향조정은 반도체가 주도

25년 연간 영업이익의 전망도 3월 들어 전망치 상향조정 조짐



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

반도체 실적 전망 회복세 뚜렷. Non-반도체는 저점권에서 등락 중

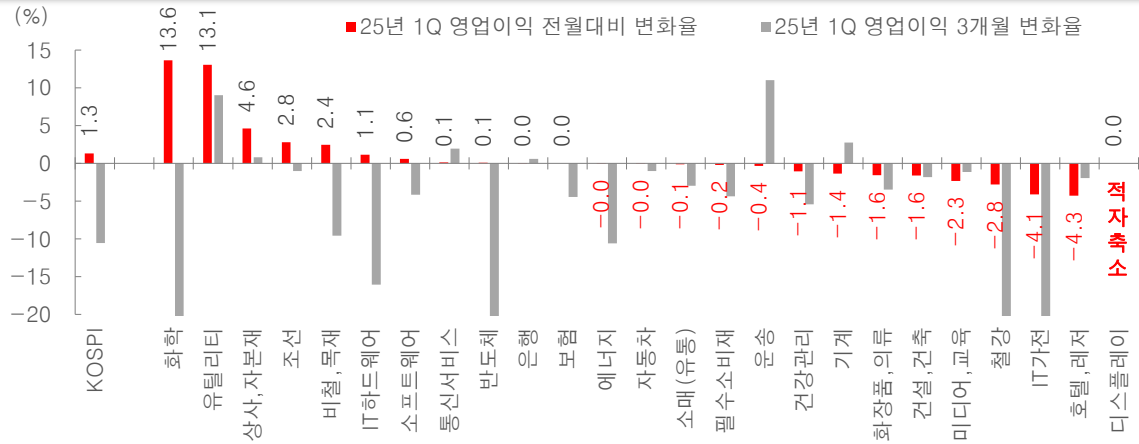


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 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

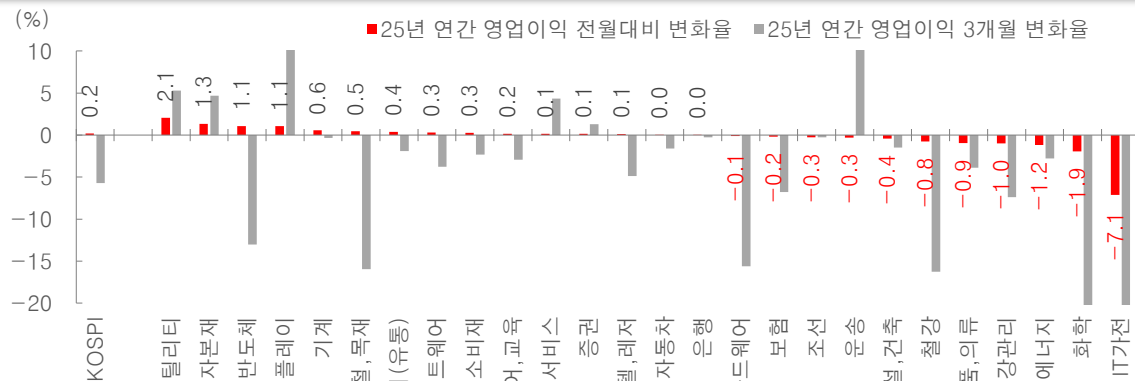
25년 1분기 영업이익의 전망 1개월, 3개월 변화율



- 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), 소프트웨어, 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

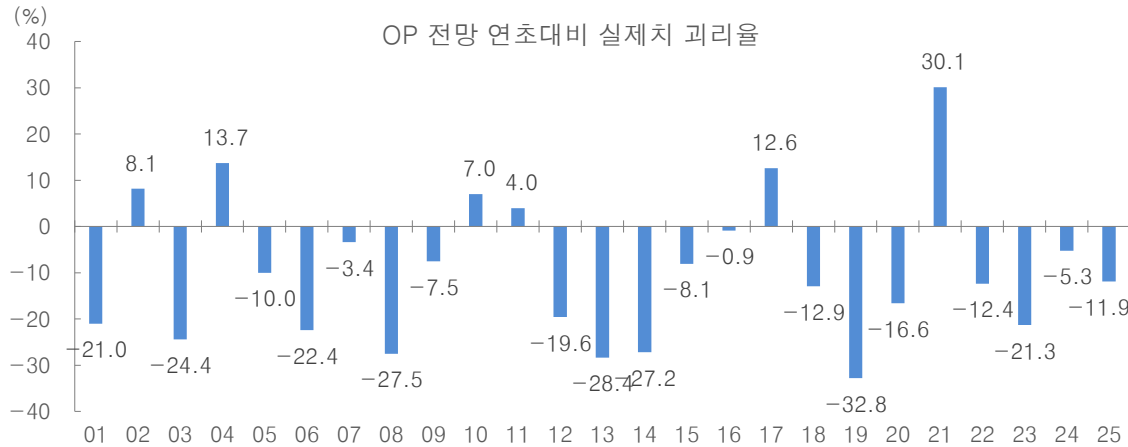
25년 연간 영업이익의 전망 1개월, 3개월 변화율



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

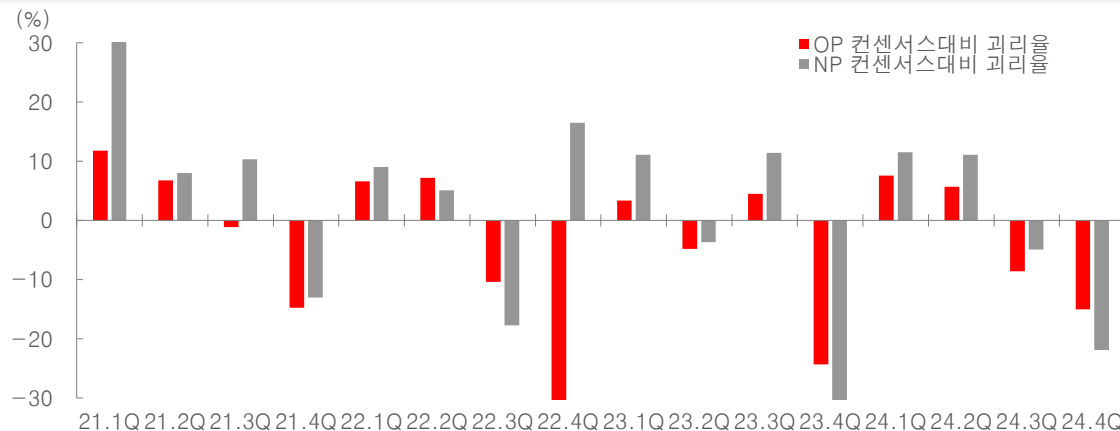
[실적 기대와 현실] 낮아질대로 낮아진 실적 기대. 시장 우려보다 약간이라도 좋으면 서프라이즈? 실적 계절성

연초 컨센서스대비 실제치 괴리율, 하향조정시 20% 전후



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

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

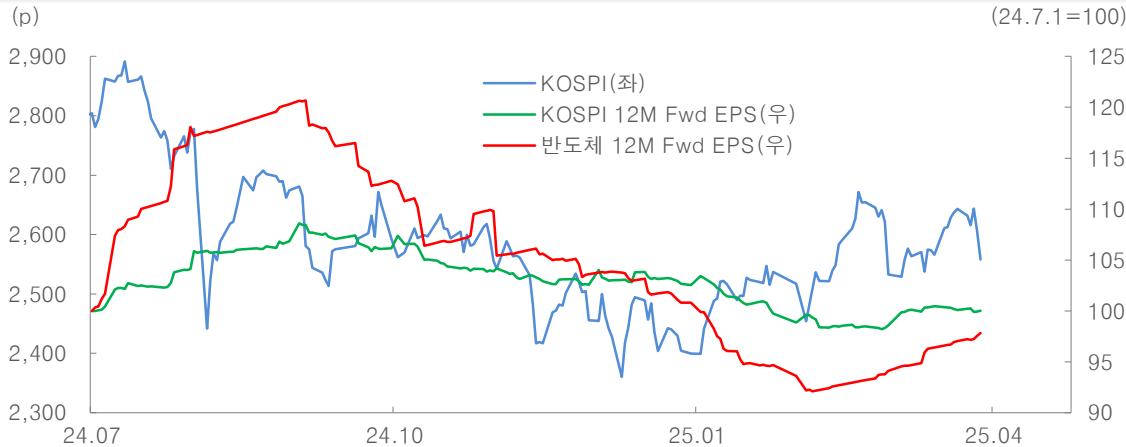


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 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

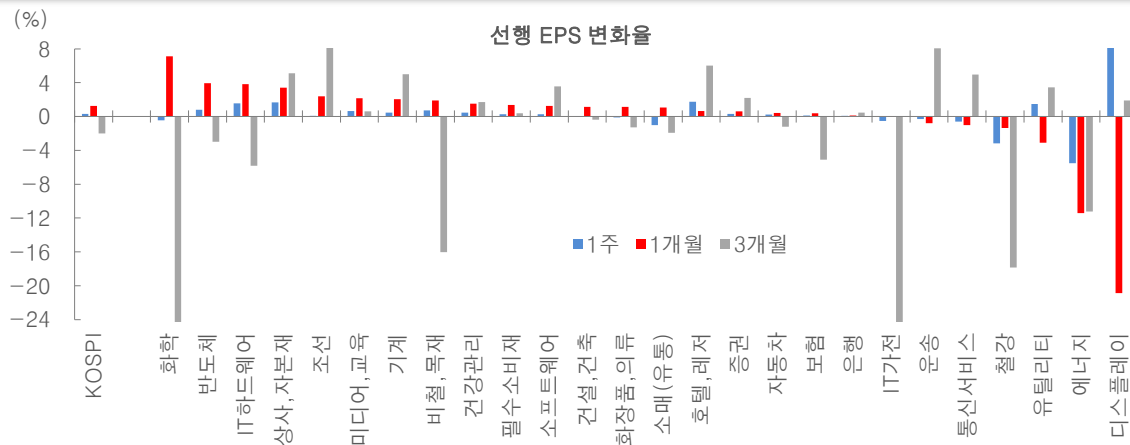
[선행 EPS] 반도체가 주도로 KOSPI 선행 EPS 상승 반전

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

KOSPI 2,400선 전후에서 지지력 확보. 상대적 강세 전개 예상

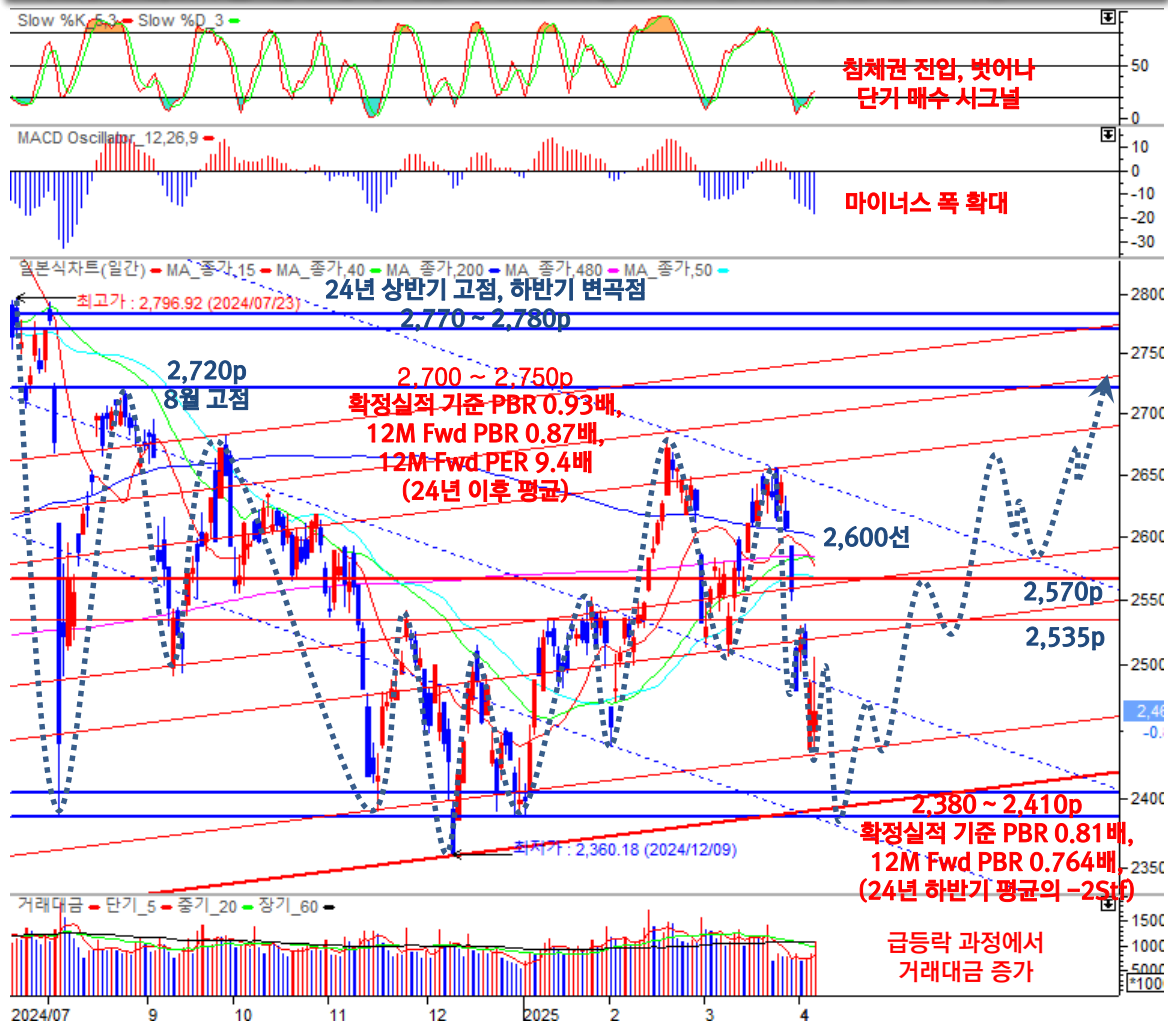
Strategist 이경민

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

텔레그램 채널 [daishinstrategy](#)

[KOSPI 4월 전망 Update] 트럼프 관세 쇼크로 인한 급락 전개. 2,400선 전후에서 지지력 확보 예상

미국 급락에도 불구하고 견조한 KOSPI. 신흥국, 신흥 아시아 증시 상대적 강세와 맞물려 2,400선 전후에서 지지력 확보 예상. 이후 분위기 반전 전개 가능

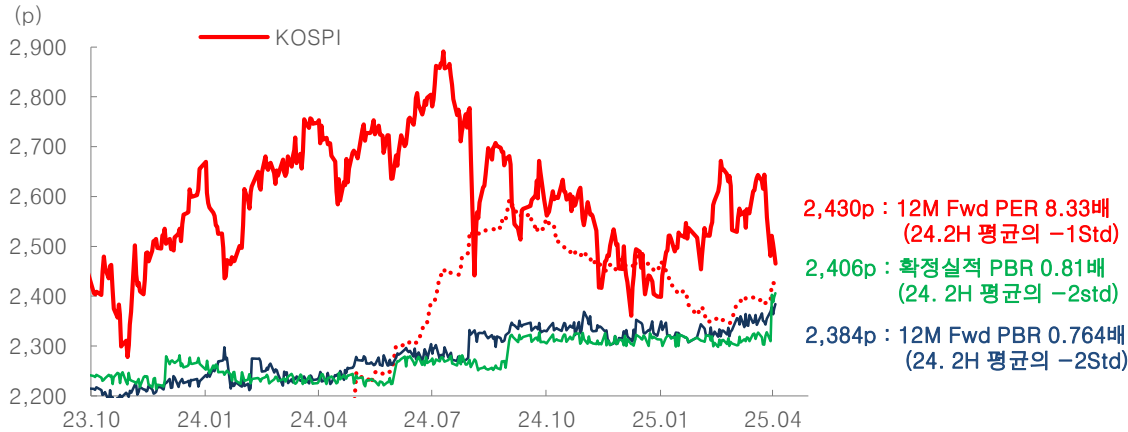


자료: 대신증권 Research Center

- 미국 증시 약세에도 불구하고 차별적 상승세를 보였던 KOSPI도 3월 마지막주 경제지표 불안과 트럼프의 갑작스러운 자동차 관세 부과, 4월 2일 보편 + 상호관세 쇼크로 2,400선대 진입
- 단기 충격은 불가피하지만, 향후 추가적인 급락은 제한적일 전망
- KOSPI 선행 PER이 8.6배 수준으로 레벨 다운되었고, PBR도 0.8배 수준으로 중요 지지권/분기점 진입
- 중국 경기회복 가시화와 중국, 독일의 강력한 경기부양 기대 유입에 달러 약세도 상대적 강세를 지지하는 요인
- 게다가 한국 정치적 리스크 해소도 그동안 부진했던 흐름에서 벗어날 수 있는 원동력
- KOSPI 2,380 ~ 2,410선은 PBR 측면에서 의미있는 지지권 투자심리, 수급 약화로 인한 UnderShooting 가능성은 경계하지만, Deep Value 구간으로 판단
- KOSPI 2,400선대 또는 그 이하에서 등락은 비중확대 기회, 매집 전략 유지

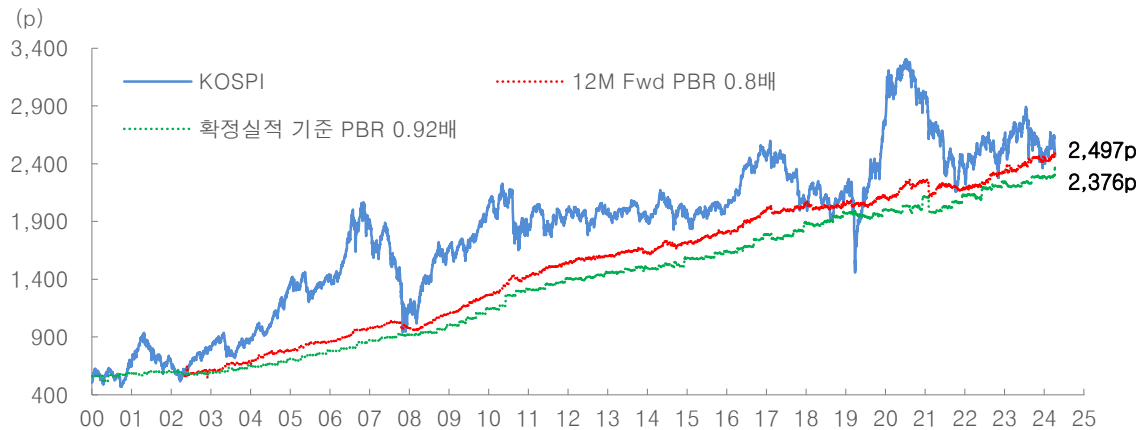
[KOSPI 지지선] 2,400선 전후에서 지지력 기대, Deep Value 구간으로 재진입. 약속의 PBR 0.8배

KOSPI 2,380 ~ 2,430선에는 선행 PBR, 확정실적 기준 PBR 저점권
KOSPI Deep Value 구간 재진입



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

역사적으로 매수기회였던 PBR 0.8배 수준

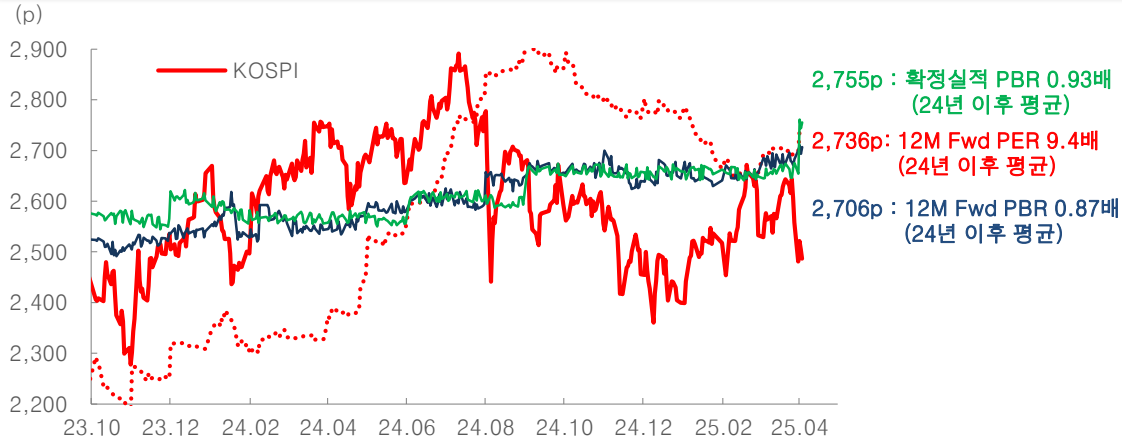


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 트럼프 관세 쇼크, 미국 증시 급락 과정에서도 KOSPI 2,380 ~ 2,410pts는 중요 지지권으로 판단
- 동 지수대는 PBR 측면에서 24년 하반기 저점을 하회하는 수준이자, 24년 하반기 이후 평균의 -2표준편차 수준
- Deep Value 구간이라고 볼 수 있음
- 한편, 과거 역사적으로 12개월 선행, 확정실적 기준 PBR 0.8배는 매우 좋은 투자기회였음
- 코로나19 쇼크를 제외할 경우 경기 불확실성 확대 국면 뿐만 아니라 금융위기 당시에도 의미있는 지지선으로 역할
- 코로나 19 쇼크 당시에도 과도한 UnderShooting이 있었던 만큼 강한 상승세 전개
- KOSPI 2,500선 이하는 점차 비중을 늘려가는 권역이고, KOSPI 2,400선 이하는 매도 실익은 없고, 적극적인 비중확대 전략이 유효한 구간

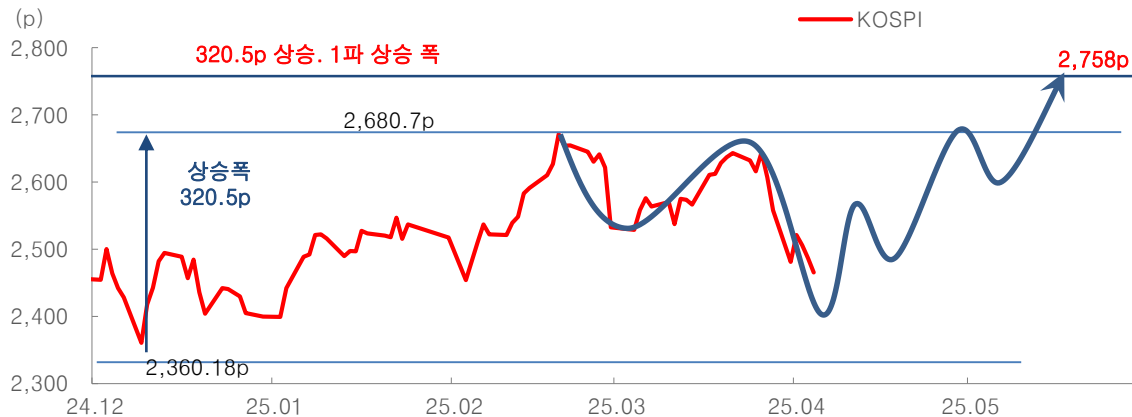
[KOSPI 반등 목표] 밸류에이션 정상화만으로 2분기 중 2,700선 회복시도는 가능할 전망

선행 EPS와 PBS, 확정실적 PBS 상승으로 밸류에이션 정상화 목표는 KOSPI 2,700 ~ 2,750선으로 추정



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

기술적 분석 측면에서 2,430선 지지력 확보시 최소 상승 목표치는 2,750p



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 이번 관세 쇼크가 진정되고, 밸류에이션이 정상화될 경우 KOSPI는 2,700선 회복시도가 가능할 전망
- 12개월 선행 EPS와 PBS, 확정실적 기준 PBS 상승으로 24년 이후 평균 밸류에이션 수준이 2,700 ~ 2,750선으로 레벨업
- 한국만의 차별적인 약세를 보였던 24년 하반기 밸류에이션 수준 회복만으로 가능한 KOSPI 지수대라는 의미
- 한편, KOSPI 저점 확인에 따라 달라질 수 있지만, 24년 12월 저점 이상에서 지지력을 확보할 경우 최소한 직전 고점인 2,680선 이상까지 상승 가능
- 이번 조정 이후에는 강력한 상승추세 전개 예상

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

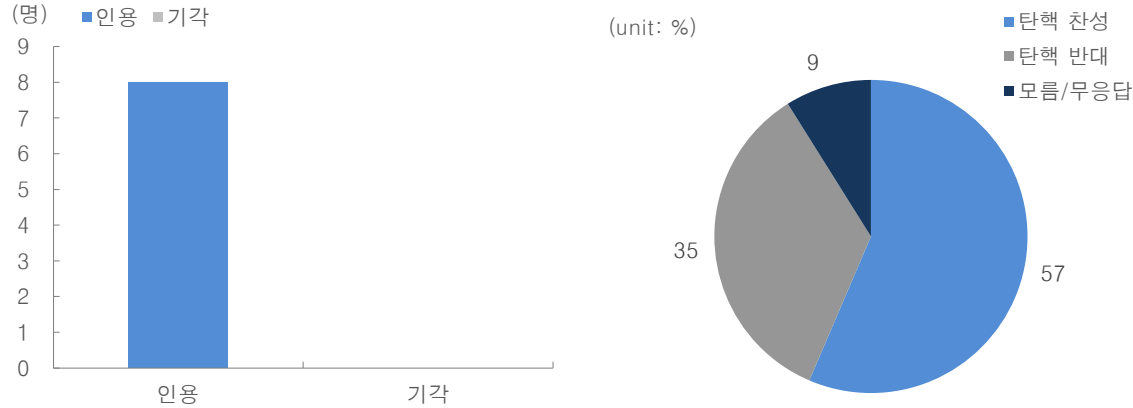
Strategist 이경민

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

텔레그램 채널 daishinstrategy

4월 4일, 헌법재판소 탄핵 인용 결정

헌법재판소, 만장일치로 탄핵인용



자료: 헌법재판소, NBS Survey, 대신증권 Research Center

헌법재판소 평결문 주요내용

대통령 파면으로 인한 국가적 손실보다 민주주의 수호가 더 중요

- 전시/사변에 또는 이에 준하는 국가 비상사태는 존재하지 않았음
: 정치적 고립, 국회와의 대립은 정치적 갈등이고 위기 상황은 아님
- 군경을 동원해 국회 등 헌법 기관을 훼손
: 국회 권한 침해, 민주주의 원리에 대한 심각한 훼손
- 헌법재판소의 전원 일치 의견으로 윤석열 파면

자료: 헌법재판소, 대신증권 Research Center

- 4월 4일 11시 22분, 헌법재판소가 윤석열 대통령 탄핵심판 선고에서 만장일치로 탄핵 인용을 결정
- 헌법상 대통령 권한의 최상위 수단인 계엄을 선포할 수 있었던 실제적 요건(비상 상황)과 절차적 요건(국무회의 심의, 포고 절차 등) 등 여러 조항을 위반하였다고 판단
- 군경을 동원한 국회 차단과 물리적 기능 제압 등 행위는 민주주의 원리에 대한 심각한 훼손
- 대통령의 정치적 고립, 국회와의 대립 상황 등이 정치적 갈등이고 '국정 마비'의 위기 상황은 아니며 헌법에 따라 해결해야 할 사안이라고 선을 그었음
- 정치적 판단이 헌법 위에 설 수 없다는 메시지. 전원일치 의견으로 파면 주문
- 정치적 리스크 해소, 3권분리 원칙에 따른 국가 시스템을 확인.
- 국내 금융시장 변화의 모멘텀 유입, 행정부 수장 부재에 따른 불확실성 해소

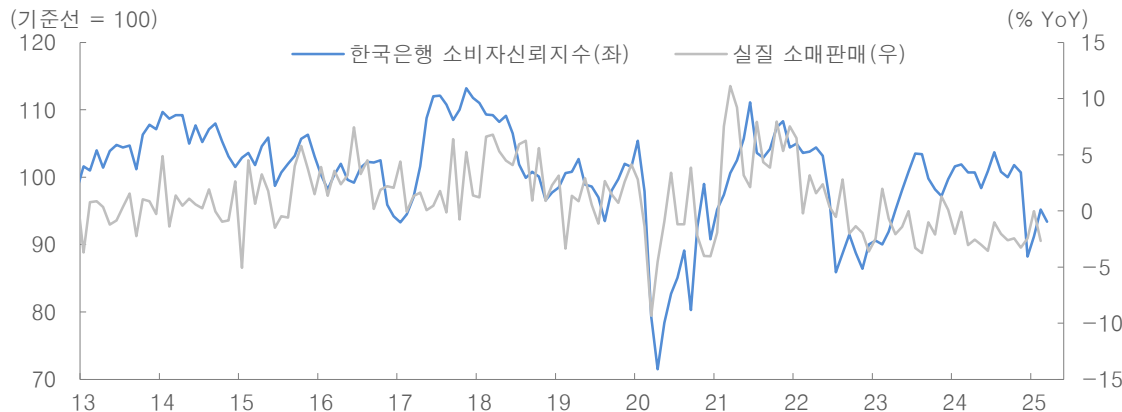
과거 탄핵 사례보다 높아졌던 정치적 불확실성, 되돌림 국면에서 강한 반등 기대

한국 경제정책 불확실성 지수는 박근혜/트럼프1기 때의 불확실성을 상회



자료: Bloomberg, Baker, Bloom&Davis, 대신증권 Research Center

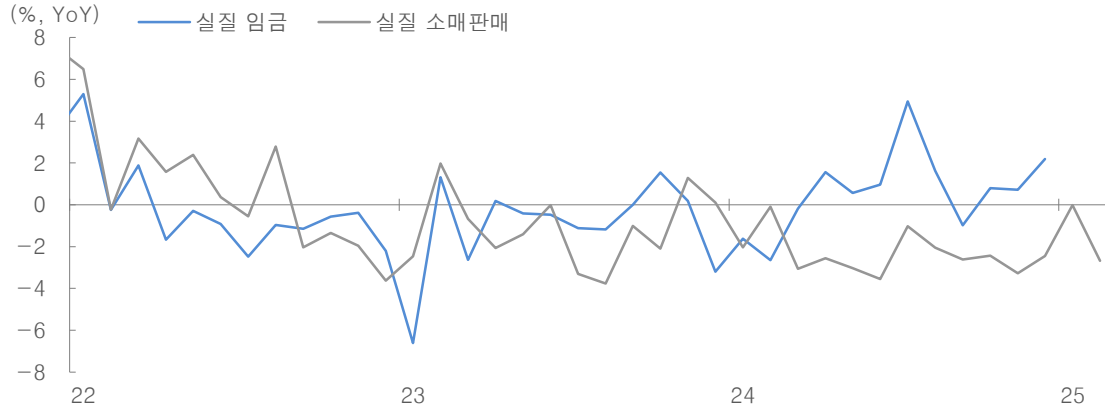
박근혜 전 대통령 탄핵 당시 수준으로 내려앉은 소비심리. 급반등 가능성



자료: 한국은행, 통계청, CEIC, 대신증권 Research Center

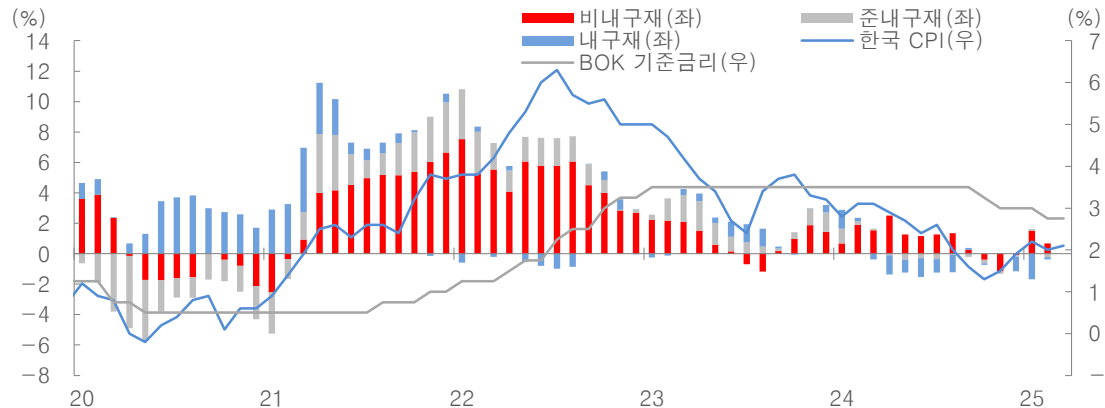
- 정치적 리스크가 경기 불안과 원화 약세 압력 확대를 동시에 높여 놓음. 정치적 리스크 완화로 환율 안정되며 오히려 추가 금리인하 단행이 가능하다고 판단
- 박근혜 전 대통령 당시보다 국민 여론과 정쟁 격화. 이번 탄핵 국면에서의 정치적 리스크 경기 불안이 2017년 당시보다 높았던 것으로 판단. 원화 약세 압력 증폭
- 역설적으로 경기 불확실성 완화와 원화 약세 압력 진정/강세 압력 확대가 예상. 1,480원대에 달했던 현재 원/달러 환율은 1,440원대까지 하락안정, 추가하락 가능성도 열어놓을 수 있음
- 정치적 국면 전환, 경기 회복 기대가 되살아나는 가운데 금리인하까지 가세하면 소비자심리, 투자심리 회복에 힘이 실릴 전망
- 박근혜 전 대통령 탄핵 국면에서도 소비심리 지수가 급반등세를 보인 바 있음

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



자료: 통계청, 한국은행, CEIC, 대신증권 Research Center

완화적 통화정책 전환, 소비재(비내구재) 판매는 반등 조짐 감지

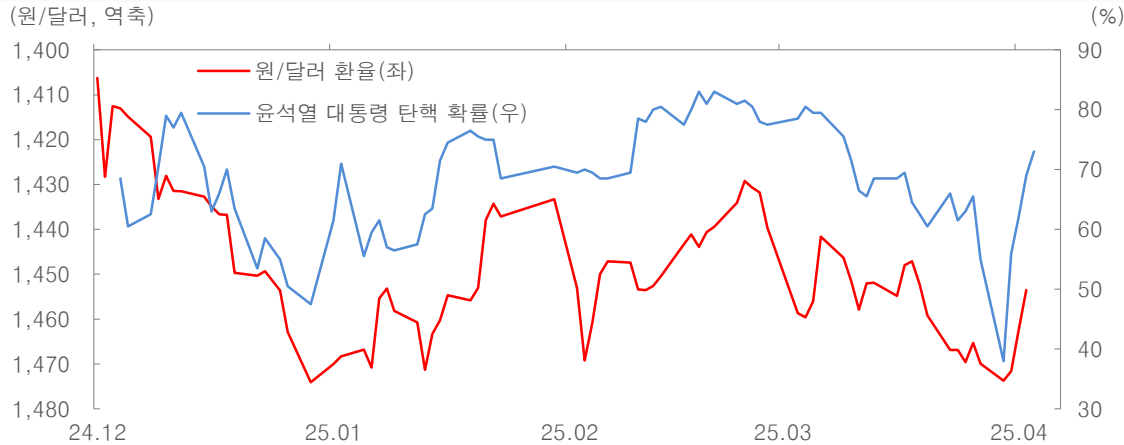


자료: 통계청, 한국은행, CEIC, 대신증권 Research Center

- 소비자물가지수 둔화로 실질임금 오히려 증가 추세가 나타나고 있던 가운데, 실질 소매판매 지수는 정치적 불확실성 완화 되면서 플러스 전환 가능한 위치
- 물가 안정된 상황에서 경기 회복 기대가 되살아나는 가운데 금리인하까지 가세하면서 소비심리, 투자심리 회복에 힘이 실릴 전망
- 비내구재(식품, 음료, 생활용품 등 소비재) 소비는 지난해 11월을 저점으로 회복추세 나타나는 중
- 내구재(자동차, 가전, 기계설비, 항공기 등) 판매는 여전히 하락 추세를 나타내고 있으나, 서민경기의 소비부분에서부터 회복 조짐 나타나고 있음
- 국내 소비 회복 가능성에 근거한 소매(유통), 음식료, 의류 등 내수 소비 관련주 주목

정치적 불확실성과 동조되었던 원화 약세 압력, 탄핵 인용 결정으로 원화 강제 압력 확대 전망

윤석열 대통령 탄핵 확률과 원/달러 환율 등락, 상당히 유사한 흐름



자료: PolyMarket, FnGuide, 대신증권 Research Center

일방적인 약세를 보여왔던 원화. 강제 반전시 외국인 순매수 유입 전환 예상

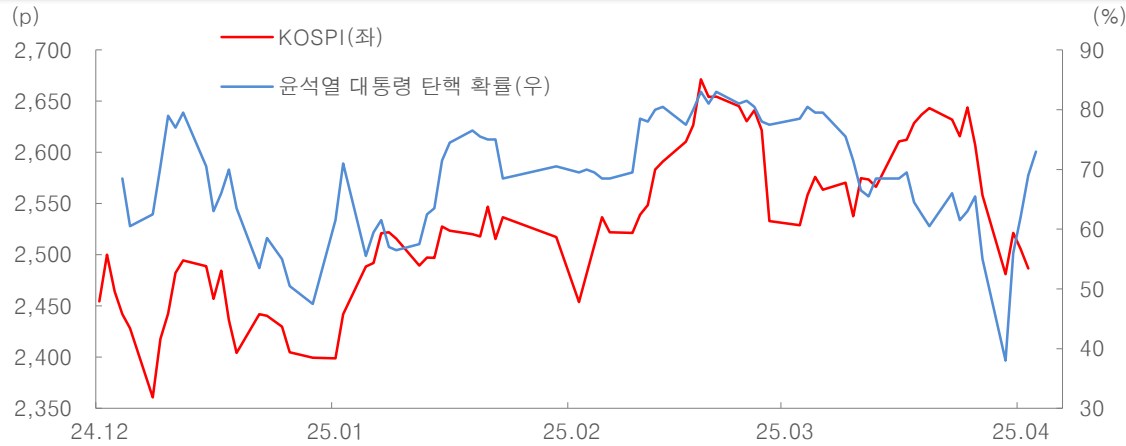


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 원/달러 환율은 정치적 리스크에 민감하게 반응
- 윤석열 대통령의 탄핵 확률과 원화 강세는 동조화 되는 흐름을 보였음
- 확률이 낮아지면 원화 약세 압력 확대, 외국인 매도 강화로, 확률이 상승하면 원화 강제 압력 확대, 외국인 매수 전환으로 이어지며 KOSPI 등락에 영향을 줌
- 국내 정치 리스크가 장기화되면서 달러 약세에도 불구하고 원화는 차별적인 약세를 기록해 왔음
- 달러대비 원화 약세 강도는 2023년 이후 최고치 경신. 이 과정에서 외국인 대량매도 출회
- 국내 정치적 리스크로 5%p 이상 일방적인 약세를 보여왔던 만큼 정치적 리스크 해소 시 원화 강제 압력 확대 가능
- 환차익을 노린 외국인 투자자들의 매수세 유입 강화 전망

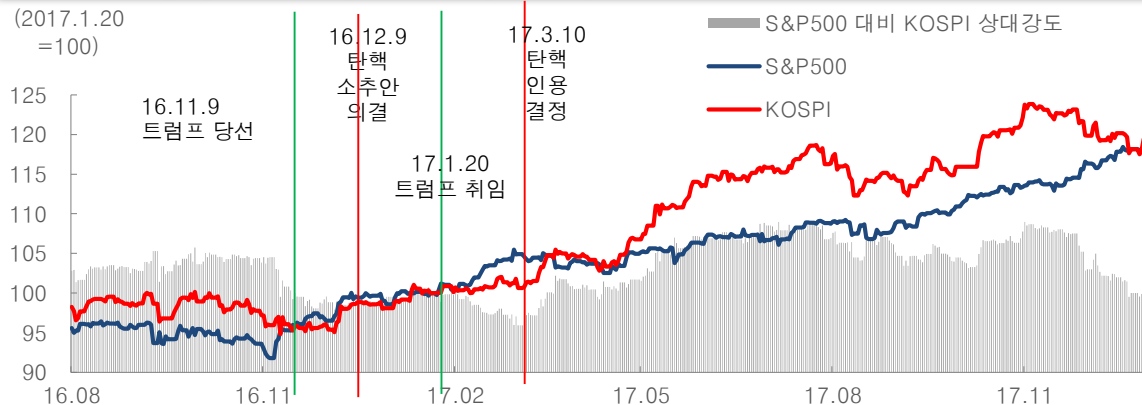
탄핵 인용 확률과 궤를 같이한 KOSPI. 탄핵 인용 결정으로 반등탄력 강화 & 상대적 강세 기대

윤석열 대통령 탄핵 확률과 KOSPI 등락



자료: PolyMarket, FnGuide, 대신증권 Research Center

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

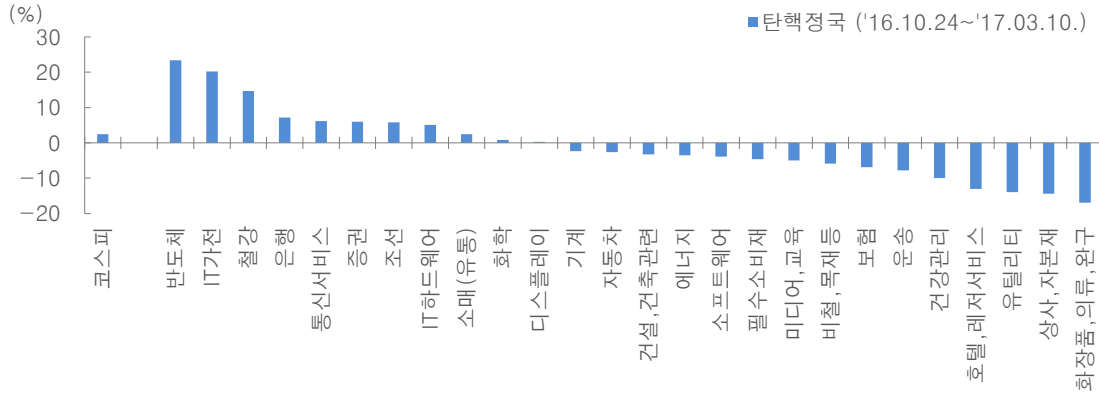


자료: Bloomberg, FnGuide, 대신증권 Research Center

- 이번 탄핵 국면에서 정치적 리스크와 KOSPI는 궤를 같이 하는 흐름 관찰
- Polymarket의 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

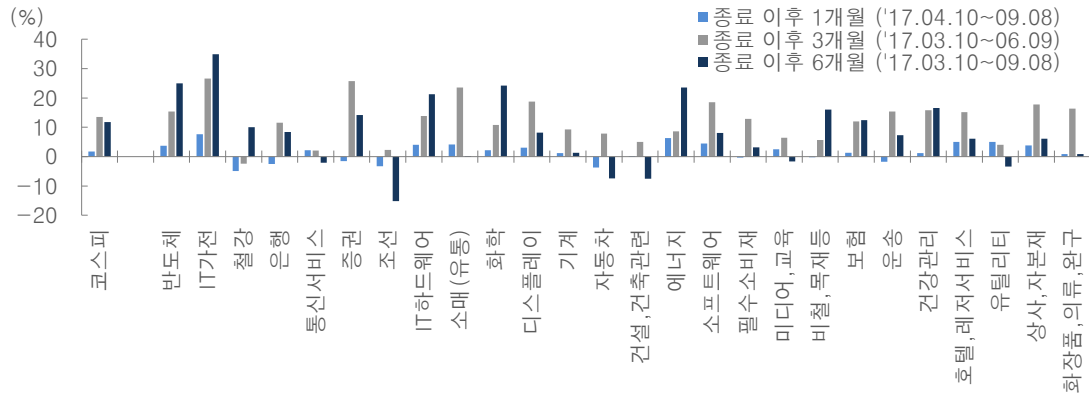
박근혜 전 대통령 탄핵 전후 업종별 수익률

과거 탄핵정국 수익률, 상승했던 반도체, IT가전(2차전지) 등



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

탄핵이후 반도체, IT가전 상승지속, 화장품/의류, 상사/자본재는 3개월 일시반등

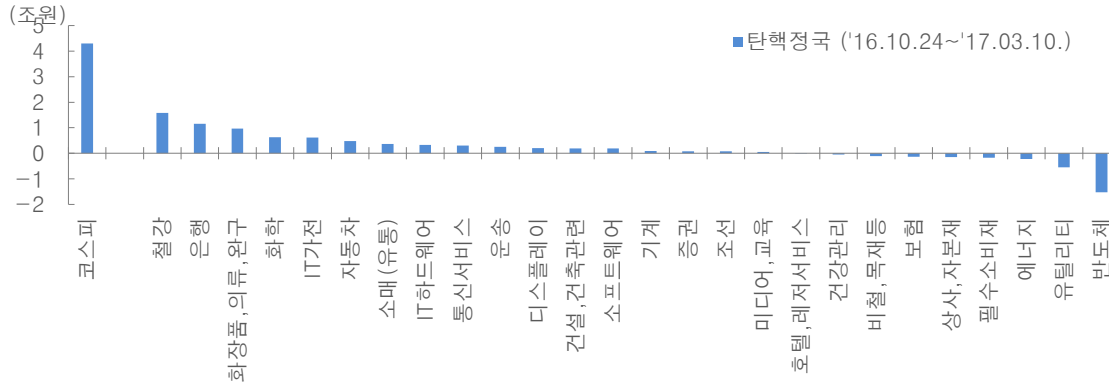


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 탄핵 정국 당시 업종별로 반도체, IT가전 (2차전지 포함), 철강, 은행, 통신서비스, 증권, 조선, IT하드웨어 등이 상대적으로 좋은 성과
- 반면, 화장품/의류, 상사/자본재, 유틸리티, 호텔/레저, 건강관리 등 업종은 상대적으로 낮거나 부진한 흐름
- 탄핵 정국 당시에도 반도체·IT 업종이 양호한 흐름을 보였고, 탄핵이 공식적으로 종료된 뒤에도 해당 업종이 가장 꾸준한 상승세를 이어간 것으로 파악
- 이에 비해 화장품/의류, 상사/자본재 등은 탄핵 정국 초반에는 부진하다가 정치적 불확실성이 해소된 뒤 단기적으로 반등했으나, 장기적인 추세는 반도체·IT 업종만큼 강하지 않았던 것으로 해석

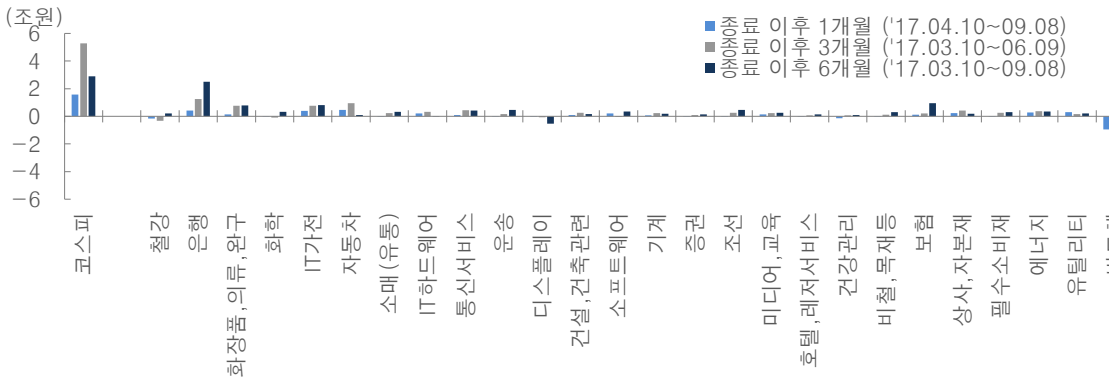
박근혜 전 대통령 탄핵 전후 외국인 순매수

과거 탄핵정국 외국인 순매수, 당시는 철강, 은행 중심으로 순매수 유입



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

탄핵이후 외국인 반도체 순매수에도 불구하고, 반도체 Outperform



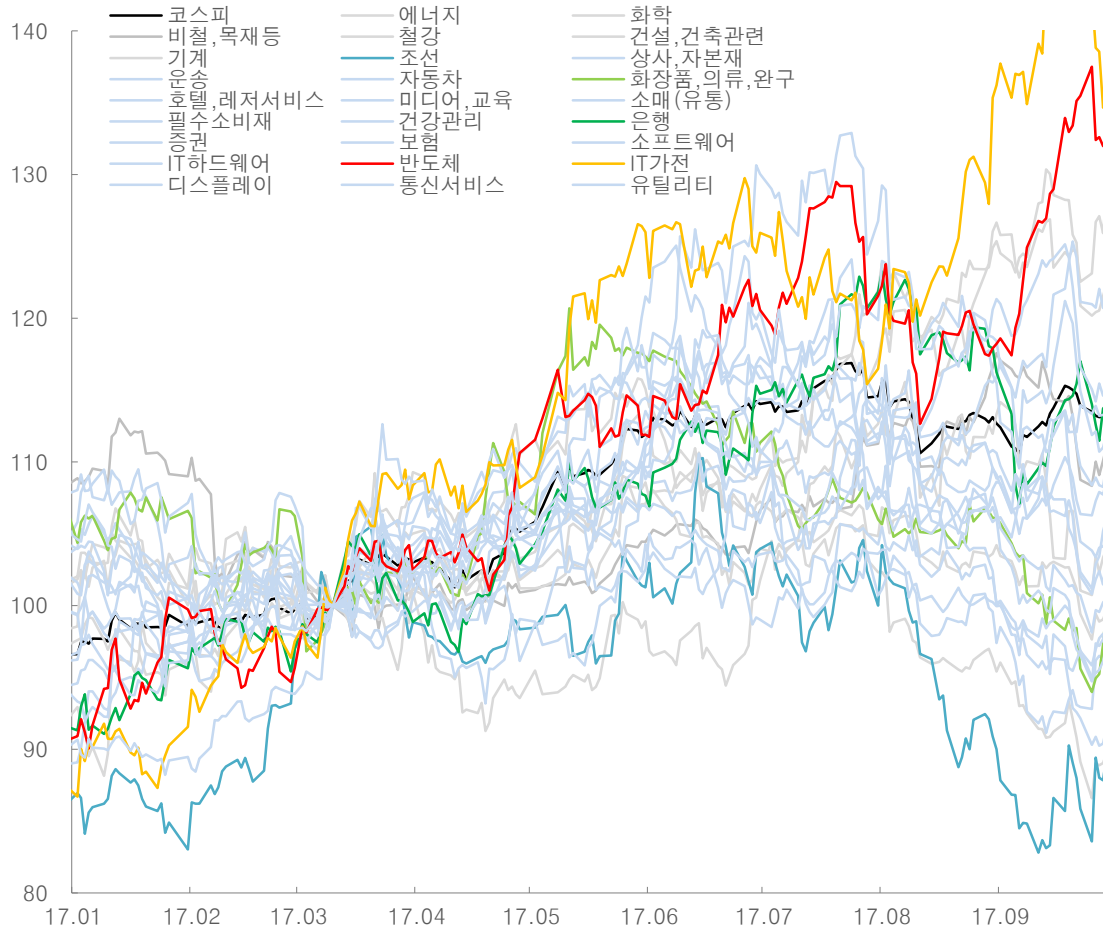
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 탄핵정국 당시에는 철강·은행주 위주로 외국인이 순매수했고, 반도체 업종은 외국인에게는 매도 대상이었지만
- 탄핵 종료 후에는 외국인의 반도체 매도가 이어져도 업황 기대감 등으로 반도체가 시장 평균 이상의 상승을 시현
- 탄핵 종료 후에도 반도체 업종은 상승기조가 이어지는 듯 보이지만, 그래프 상 순매도의 영역
- 그러나 앞에서 봤듯 해당 기간 실제 추가 흐름은 반도체 업종이 Outperform

박근혜 전 대통령 탄핵 전후 업종별 흐름, 경제 펀더멘털에 귀결

2017년 당시 업종별 (상승/하락 주요업종)

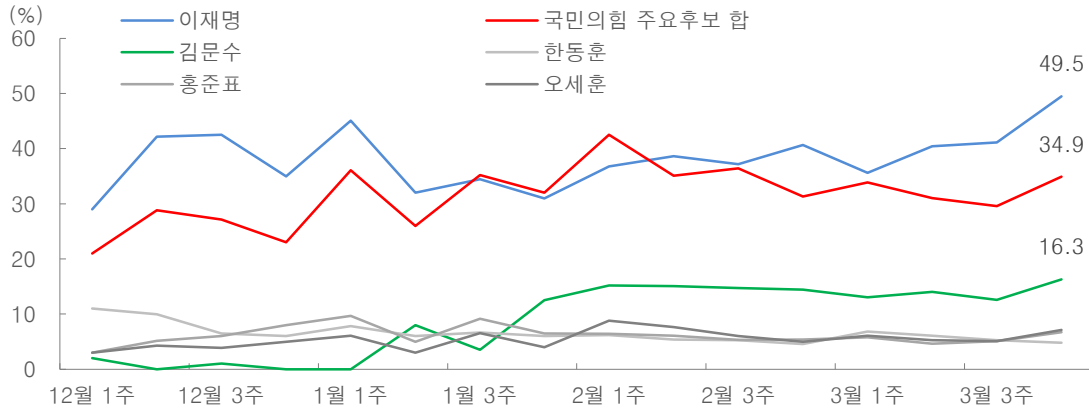
('17.3.10.=100)



- 2017년 KOSPI를 견인한 반도체 업종은 연준 강세 흐름을 보였음. 이는 외국인 순매도가 집중되었음에도 불구하고 랠리를 뽐낸 것
- IT가전 업종 또한 코스피 아웃퍼폼을 견인하였음
- 한편, 화장품 업종은 탄핵이후 3개월 상승한 뒤 하락반전
- 은행 업종은 7월까지 상승 이후 하락하는 모습
- 업종 전반적으로 6~7월 까지 상승흐름 보였으나, 8월 이후 업종별 펀더멘털에 따라 등락 엇갈리며 분산이 확대되는 모습

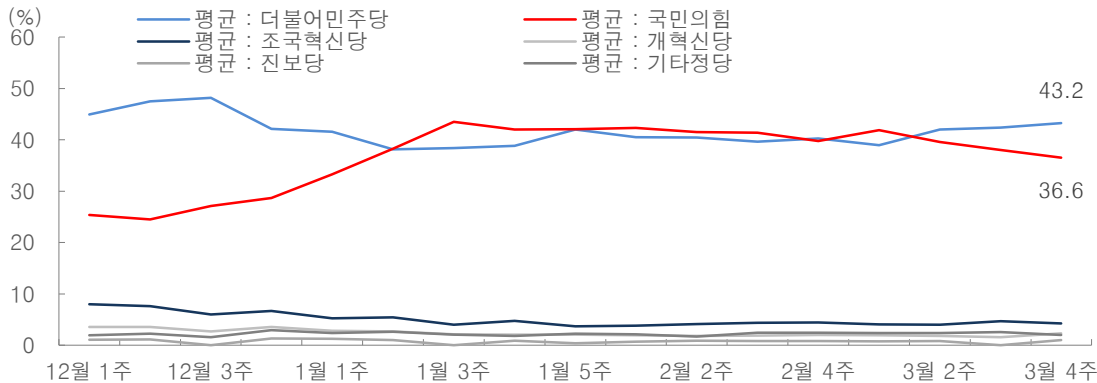
탄핵국면에서 대선국면으로 전환, 60일 이내 대선 도래

차기 대선주자 주간 조사 지지율 추이, 유력 후보자들의 정책 기대감 유입 가능성



자료: 한국갤럽, 조원씨앤아이, 엠브레인, 대선증권 Research Center

정당별 지지율 추이 (평균)



자료: 선거관리위원회, 대선증권 Research Center

- 대통령 파면으로 60일 내(6월 3일 이전) 대선을 치러야 함
- 조기대선일은 최대한 늦춰져 6월 3일이 될 가능성이 높음. 각 당이 대선 후보를 뽑는 당내 경선 일정, 이후 선거운동 기간 등을 고려
- 앞서 박근혜 전 대통령은 2017년 3월10일 파면, 조기 대선은 파면 선고 후 60일 째인 5월 9일(화)에 진행
- 정치적 불확실성 국면에서 대선 국면으로 국면 전환, 유력 후보자들의 정책 기대감 등 유입, 경기부양 정책 기대 가세 하면서 긍정적 모멘텀 유입될 수 있을 것으로 예상

더불어민주당 주도의 추경 가능성. 소비회복에 집중

더불어민주당이 제시한 35조원 추경안

분야	추경 예산(조원)	분야	추경 예산(조원)
민생회복	23.5	경제성장	11.2
전국민25만원소비쿠폰	13.1	AI, 반도체, R&D	5
소상공인/중소기업지원	2.8	지방재정보강	2.6
상생소비캐시백	2.4	RE100, 기후위기대응	1.8
지역화폐할인지원	2	공공주택/SOC투자, 일자리지원	1.6
농어업/취약계층지원	1.8	고교무상교육, 5세무상보육	1.2
국민안전강화	0.9		
8대소비바우처 (관광/외식/농수산물등)	0.5		

자료: 더불어민주당, 주요 언론보도, 대신증권 Research Center

향후 기대/예상되는 경기부양정책

분야	내용
소비	전국민25만원, 상생소비캐시백, 소비바우처 소상공인/중소기업지원
산업	수출기업무역금융/보험확대 AI/반도체/R&D
금융	증시 활성화대책, 소액주주보호 제도, 상법개정안 통과
세금	가상자산세유예, 상속세/증여세개정 (상속세부담 완화), 부동산세부담완화
건설	지방 SOC, 공공주택투자확대 건설사규제완화(책임준공확약조건 완화)

자료: 주요 언론보도, 대신증권 Research Center

- 기재부는 4월 10조원 규모의 1차 추경 실행 계획을 발표(산불 피해 대응, 통상/인공지능 경쟁력 강화, 소상공인 지원)
- 한국은행 총재는 15조~20조원을 한국 의 '26년 성장률을 훼손하지 않는 적정 규모로 보는 반면, 더불어민주당은 35조원 추경안을 제시
- 20조원 이상 규모의 추경 시 한국 경기 모멘텀이 강해질 전망
- 대선 레이스 기간 동안 경기부양, 추경에 대한 언급이 지속될 것
- 하반기 2차 추경에서 정책 모멘텀 소비, 세제, 금융까지 확산될 가능성 높음

연기금 순매수 강화 & 외국인 매도 Climax 통과

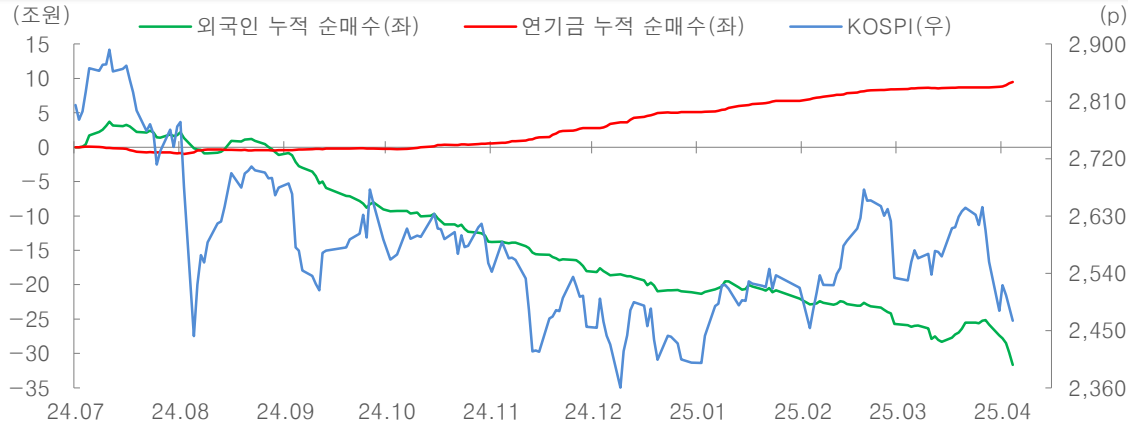
Strategist 이경민

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

텔레그램 채널 [daishinstrategy](#)

[연기금 + 외국인 수급] 외국인 현선물 대량 매도(6거래일 연속 10.3조원). 급락을 제어한 연기금 순매수

역대급 외국인 현선물 대량 매도에 크게 출렁이는 KOSPI. 연기금 순매수 재가 강화 외국인 매도 진정, 매수 전환 시 KOSPI 반등 탄력 강화 가능성



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

외국인 선물 7거래일 연속, 4.2조원 순매도. 누적 선물 매매 박스권 하단 이탈. 24년 외국인 선물 최대 순매도(6.3조원 전후) 감안할 경우 2조원 추가매도 가능



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 트럼프 자동차 관세에 이어 보편 + 상호 관세 부과 충격이 가해지면서 외국인 현선물 대량 매도 출회
- 이로 인해 KOSPI 하방압력이 증폭되었고, KOSPI는 2,400선대로 레벨다운
- 외국인은 현물 시장에서 6거래일 연속, 6.5조원 순매도했고, 선물 시장에서는 7거래일 연속 4.18조원 순매도
- 연기금 순매수가 재차 강화되면서 외국인 매도로 인한 KOSPI 충격은 일부 완화되었지만, 분위기 반전에는 실패
- 외부 충격으로 인한 외국인 패닉셀이 출회되고 있어 외국인 수급 변화를 예단하기 어려운 것이 사실이지만, 24년 하반기 고점대비 최대 선물 매도가 6.3조원 전후 있음을 감안할 때 2조원대 추가 매도 시점을 전후로 매도 Climax 통과 가능성
- 국내 정치 리스크 해소 속에 트럼프 관세 정책 우려 및 미국 스태그플레이션 우려 완화가 가시화될 경우 원화 강제 압력과 함께 중국 경기, 한국 수출/기업이익 개선 확인되면서 외국인 수급 개선 기대
- 연기금 순매수 속에 외국인 수급 개선은 KOSPI 레벨업, 반등 탄력 강화 동력

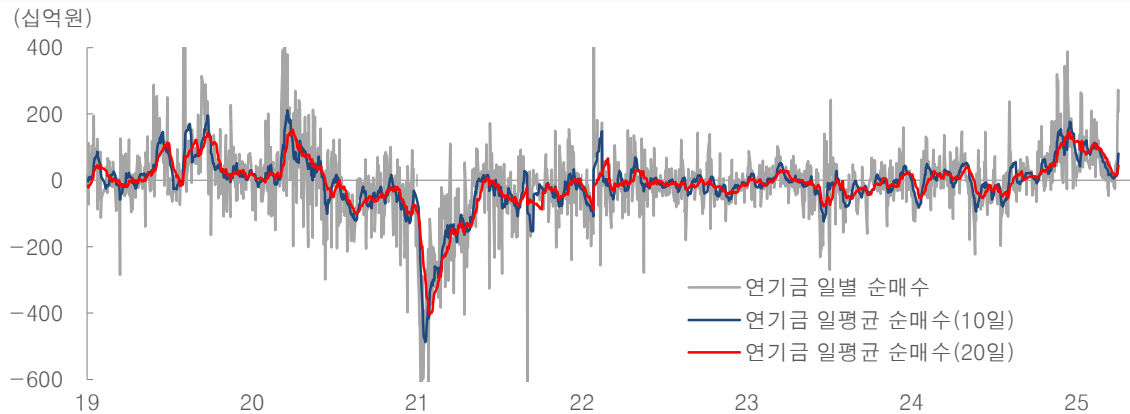
[KOSPI 연기금 순매수] 24년 8월 이후 10.47조원 순매수. 증시 급락에 연기금 매수 강도 강화

2024년 8월 이후 연기금 10.47조원 누적 순매수.
다소 정체되었던 연기금 매수 다시 강화. 4월에만 7,299억원 순매수



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

140억원대까지 레벨다운되었던 연기금 순매수 강도(20일 평균 순매수),
450억원대로 레벨업. 4월 3일, 4일에는 2거래일 연속 2,000억원 이상 순매수

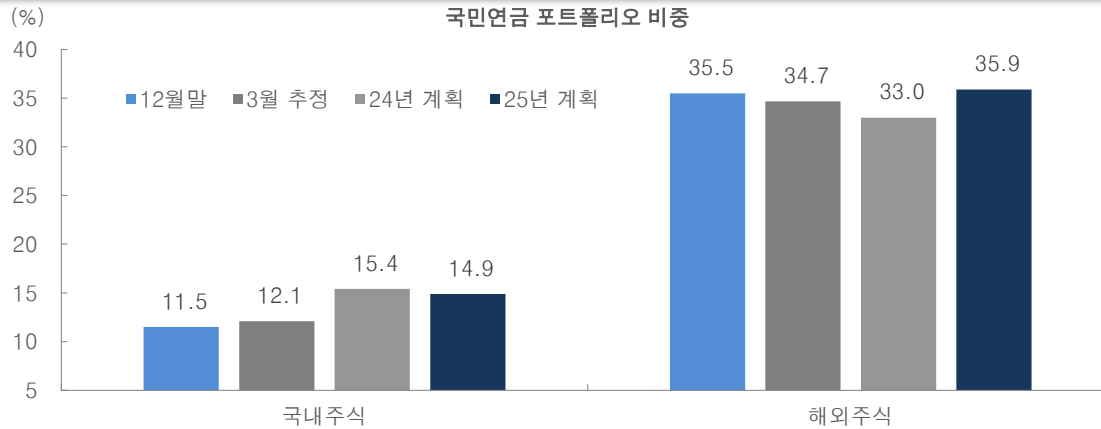


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 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 10.47조원 순매수 기록 중
- 20일 평균 연기금 순매수 규모는 로나 사태 이후 최고 기록을 경신한 이후 고공 행진 중이었지만, 최근 140억원대로 레벨다운
- 연기금 순매수 기초가 이어지는 가운데 최근 KOSPI 급락으로 외국인 순매수 강화. 20일 평균 순매수 규모는 140억원에서 450억원대로 레벨업되었고, 3일, 4일에는 2거래일 연속 2,000억원대 매수세 기록
- 24년에도 KOSPI 부진국면에서 꾸준히 매수세를 보여오다가 11월 급락, 12월 계엄령 사태를 전후로 매수 강도 강화
- 연기금 순매수는 KOSPI 수급에 있어 든든한 버팀목이 될 전망

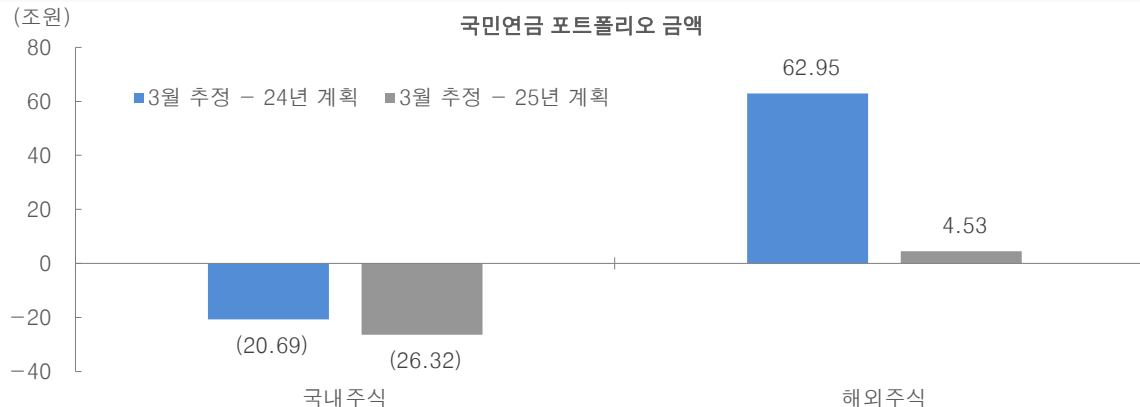
[KOSPI 연기금 순매수] 현재 국내 주식 Under Weight(2.8%p 추정) 중. 매수 여력 충분

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 3월 까지 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 : 조선, 소매(유통), 건설/건축, 미디어/교육, 상사/자본재, 철강 등

연기금 3개월 연속 순매수 : 반도체, 건설, 철강, 소매(유통), 소프트웨어, 필수소비재 등, 건강관리, 은행, 운송, 화장품/의류 등 순매수 전환

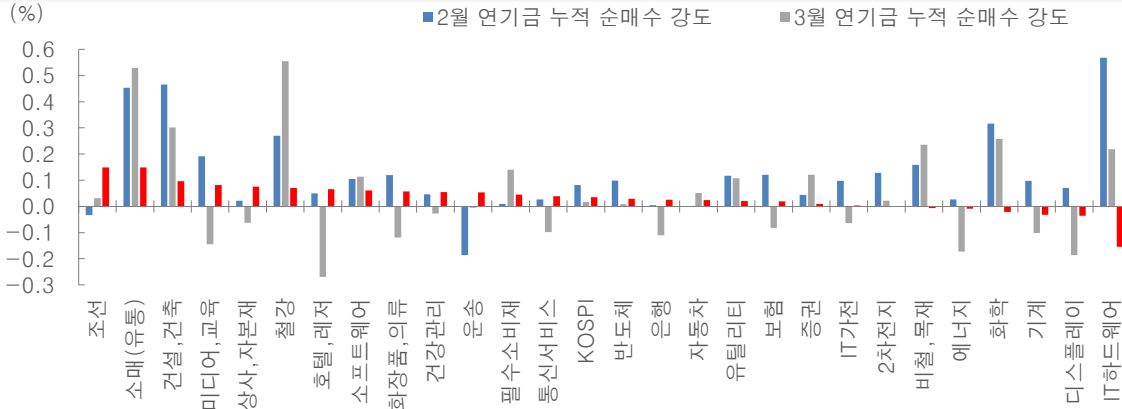
(십억원)



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

시총 대비 매수 강도 상위 업종 : 조선, 소매(유통), 건설/건축, 미디어/교육, 상사/자본재, 철강, 호텔/레저, 소프트웨어, 화장품/의류, 건강관리, 운송 등

(%)

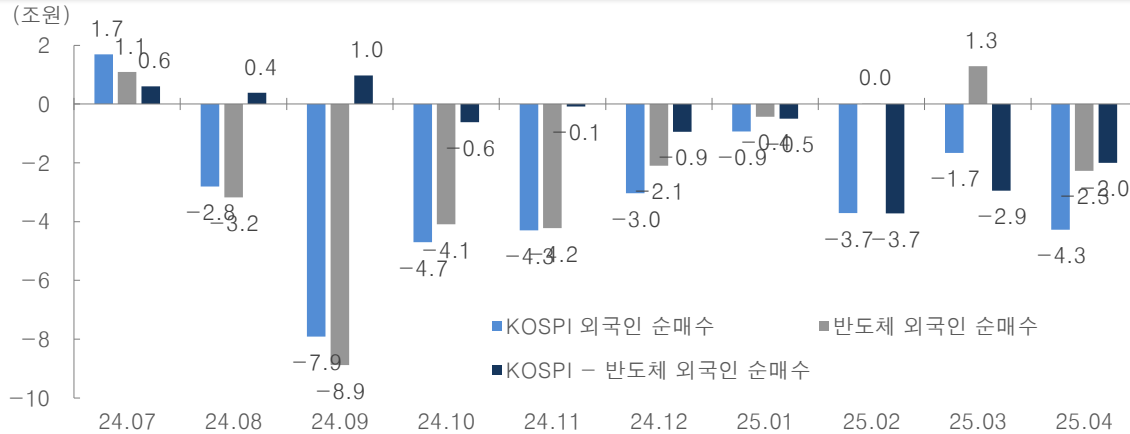


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 3월 업종별 차별화가 뚜렷했던 연기금 순매수는 4월 KOSPI 급락과 함께 다시 시장을 매수하는 스탠스로 전환
- 3월에는 철강, 화학, 소프트웨어, 건설, 2차전지, 비철/목재, 증권, 소매(유통), IT하드웨어, 반도체 등을 순매수했지만, 4월에는 반도체, 조선, 건강관리, 상사/자본재, 소프트웨어, 자동차, 은행 등 순매수
- 매수 강도 측면에서는 업종별 선호도 포착. 조선, 소매(유통), 건설/건축, 미디어/교육, 상사/자본재, 철강, 호텔/레저, 소프트웨어, 화장품/의류, 건강관리, 운송, 필수소비재 등이 KOSPI보다 매수 강도가 강한 업종
- 내수주가 다수 포진한 가운데 수주관련 실적 호전 업종도 연기금 순매수
- 트럼프 관세 정책의 피해주거나 실적 불확실성이 큰 IT하드웨어, 디스플레이, 기계, 화학, 에너지, 비철목재, 2차전지 등은 차별적인 매도 중

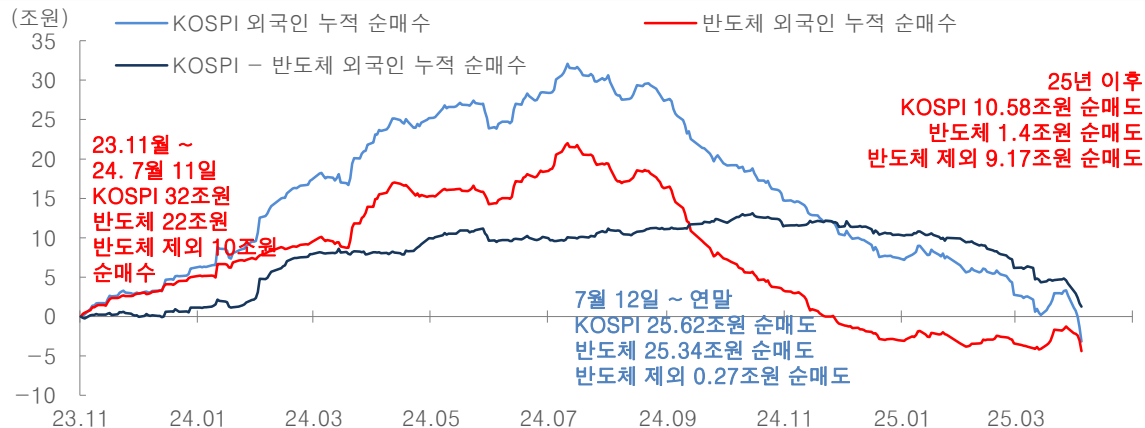
[외국인 수급] 외국인 매도 강화. 4월(4거래일)에만 외국인 현물매도 4.3조원

KOSPI 9개월 연속 순매도. 4거래일만에 4.3조원 매도 기록



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

외국인 반도체 매도 전환. Non-반도체 매도세는 강화



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 외국인 투자자들의 KOSPI시장에 대한 9개월 연속 순매도 기록 중, 4월들어 단 4거래일만에 4.3조원 매도를 기록할 정도로 대규모 매도 출회 중
- 트럼프의 자동차 관세, 보편, 상호관세 충격에 미국은 스태그플레이션 공포, 글로벌 경기 악화 우려가 반영된 결과
- 3월 매수 반전했던 반도체로 2.3조원 매도 집중. Non-반도체 매도 또한 2월 3.7조원, 3월 2.9조원에 이어 2조원대 기록 중
- 전방위적인 외국인 대규모 매도가 출회되면서 KOSPI 하방 압력 확대

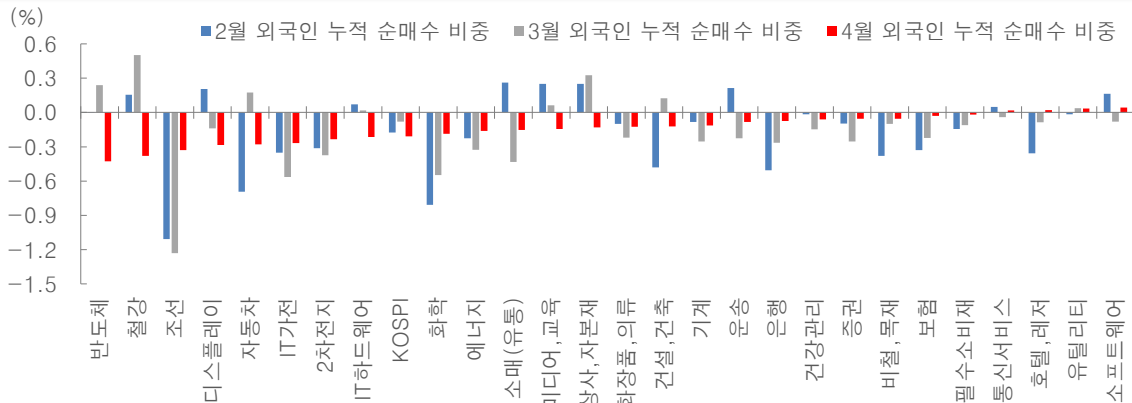
[외국인 수급] 전방위적인 매도 속에 소프트웨어, 유틸리티, 호텔/레저, 통신만 차별적 순매수

외국인 반도체, 2차전지, 자동차, IT가전, 조선, 상사/자본재, 철강, 화학 등 수출, 경기민감주 중심의 매도 출회. 소프트웨어, 유틸리티, 통신, 호텔/레저만 순매수



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

시가총액 대비 매도 강도 상위 업종 : 반도체, 철강, 조선, 디스플레이, 자동차, IT가전, 2차전지, IT하드웨어 등.

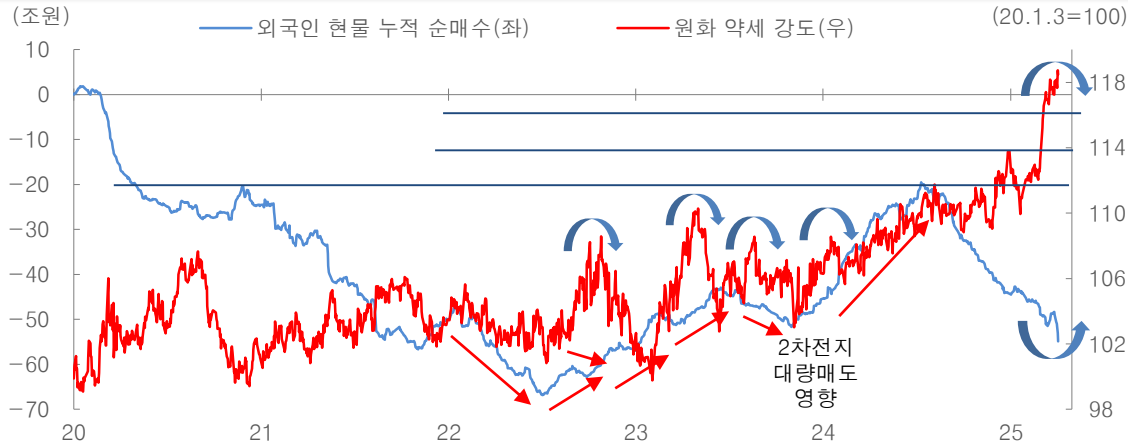


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 4월 외국인 누적 순매수를 보면 반도체 대량 매수를 필두로 차전지, 자동차, IT가전, 조선, 상사/자본재, 철강, 화학 등 수출, 경기민감주 중심의 매도 출회 중
- 순매수 업종은 소프트웨어, 유틸리티, 통신, 호텔/레저 뿐
- 전체 26개 업종 중 24개 업종에서 외국인 매도 출회
- 시가총액 대비 매도 강도는 반도체, 철강, 조선, 디스플레이, 자동차, IT가전, 2차전지, IT하드웨어 등이 상위권에 포진
- 대부분 업종이 수출 비중이 높거나 경기민감주. 반도체, 철강, 디스플레이, 자동차, IT하드웨어, 미디어/교육, 상사/자본재 등은 3월 매수에서 매도 전환
- 순매수 강도 상위 업종에는 소프트웨어, 유틸리티, 호텔/레저, 통신뿐. 필수소비재, 보험 등 매도 강도 약한 상황
- 내수주 중심으로 외국인의 차별적인 순매수 유입

[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

- 트럼프의 관세 쇼크로 원화 약세 강도는 여전히 고공행진 중
- 하지만, 국내 정치 리스크 해소를 계기로 원화의 일방적인 약세는 정점을 통과할 가능성 높음 상황
- 달러대비 원화 약세 압력이 정점권에서, 향후 원화 강세 전환이 가시화된다면 외국인 수급 변화 가능할 전망
- 지난주 국내 정치 리스크 해소 이후 트럼프 정책 리스크 완화, 경기 불안심리 진정 시 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

투자전략 : 낙폭과대 & 실적대비
저평가 업종/종목 트레이딩 강화
2차전지, 자동차, 에너지, 화학, 은행, 보험, 디스플레이,
유틸리티, 화장품/의류

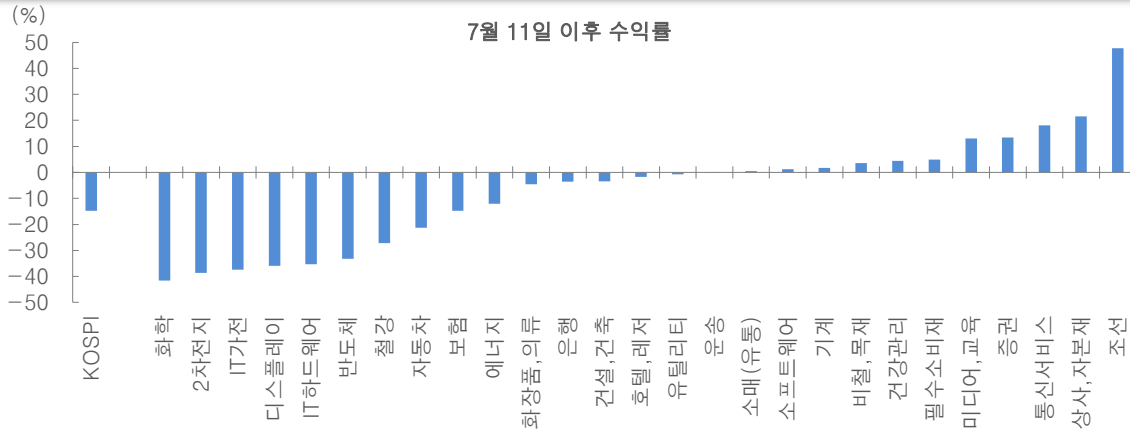
Strategist 이경민

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

텔레그램 채널 daishinstrategy

[낙폭과대] 중단기 가격 메리트에 근거한 순환매 장세 지속

24년 고점(7/11) 이후 수익률 : 화학, 2차전지, IT가전, 디스플레이, IT하드웨어, 반도체, 철강, 자동차, 보험 등 약세. 조선, 상사/자본재, 통신, 증권 등 상승



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

1개월 수익률 : 소매(유통), 건설, 필수소비재, 통신, 반도체, 호텔/레저 상승 지속. 조선, 기계, 화장품/의류, 미디어/교육, 증권, 상사/자본재, 유틸리티 등 하락 반전

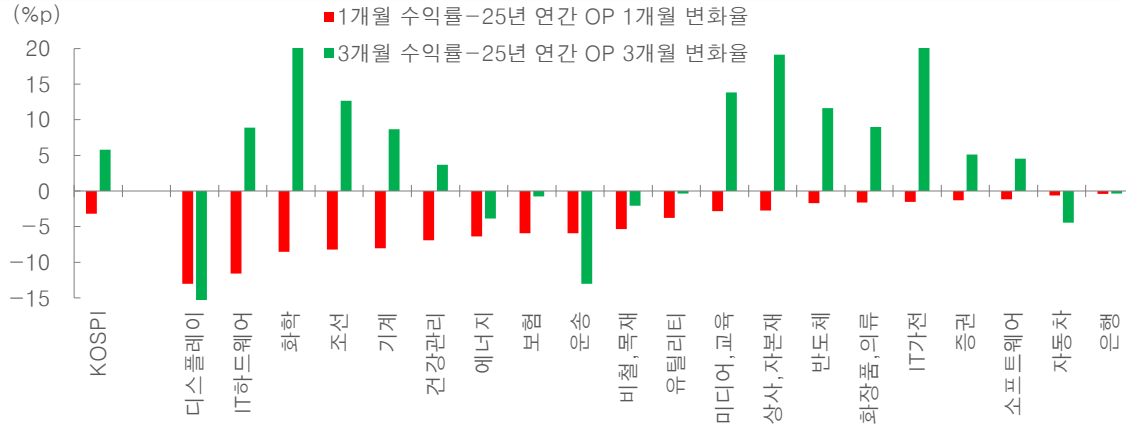


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- KOSPI 2,400선대로 레벨다운. 급락 과정에서도 업종별 차별화 뚜렷
- 24년 고점이었던 7월 11일 이후 업종별 수익률을 보면 조선, 상사/자본재, 통신, 증권, 미디어/교육, 필수소비재, 건강관리 등 플러스 수익률
- 화학, 2차전지, IT가전, 디스플레이, IT하드웨어, 반도체, 철강, 자동차 등 IT, 수출주 중심으로 약세
- 하지만, 최근 1개월 수익률을 보면 소매(유통), 건설, 필수소비재, 통신 등 내수주 강세 속에 반도체, 철강, 소프트웨어, 은행, 유틸리티, 자동차 등 그동안 부진했던 업종들의 반전 가시화
- 반면, 그동안 강했던 조선, 기계, 미디어/교육, 증권, 상사자본재 등은 약세 반전
- KOSPI가 다시 2,500선을 회복하고, 2,600선을 넘어서는 국면에서는 중단기 낙폭과대, 또는 가격 메리트가 높은 업종 중에서도 최근 분위기 반전을 모색하는 업종들이 중심에 자리할 전망

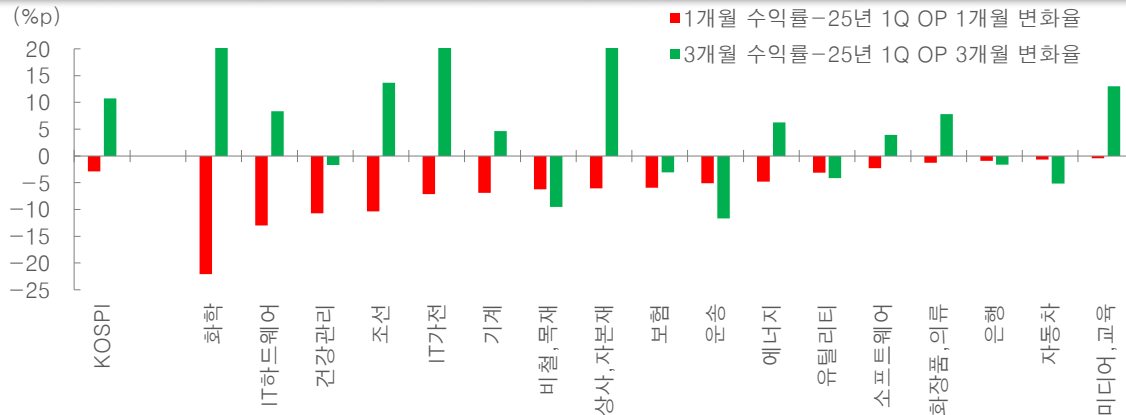
[실적대비 저평가] 2차전지, 제약/바이오, 자동차, 인터넷, 은행, 화학, 화장품/의류, 기계 등

25년 1분기 연간 영업이익 전망 변화율 대비 저평가 : 디스플레이, 2차전지, 화학, 조선, 기계, 건강관리, 에너지, 보험, 운송, 비철/목재, 유틸리티, 미디어/교육 등



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

25년 연간 영업이익 전망 변화율 대비 저평가 : 화학, IT하드웨어, 건강관리, 조선, IT가전, 기계, 비철/목재, 상사/자본재, 보험, 운송, 에너지, 유틸리티, 인터넷 등



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 25년 1분기 프리어닝시즌이 가까워지고 있음에도 불구하고 트럼프 관세정책 충격으로 실적 민감도는 낮아지고, 실적대비 저평가 업종이 많아짐
- 주가가 실적을 얼마나 선반영하고 있는지에 따라 증시 안정국면에서 등락이 엇갈릴 전망이다. 25년 연간, 1분기 영업이익 변화율 대비 주가 변화율 체크
- 그 결과 25년 1분기 영업이익 전망 변화율 대비 저평가 업종에는 디스플레이, IT하드웨어, 화학, 조선, 기계, 건강관리, 에너지, 보험, 운송, 비철/목재, 유틸리티, 미디어/교육, 상사/자본재, 반도체 등이 있음
- 25년 연간 영업이익 전망 변화율 대비 저평가 업종은 화학, IT하드웨어, 건강관리, 조선, IT가전, 기계, 비철/목재, 상사/자본재, 보험, 운송, 에너지, 유틸리티
- 25년, 25년 1분기 모두 실적대비 저평가 업종으로 2차전지, 제약/바이오, 자동차, 인터넷, 은행, 화학, 화장품/의류, 기계 등이 있음
- 반도체는 25년 1분기 실적 전망 상향조정에도 불구하고 주가 반등 영향으로 실적대비 저평가 매력 약해진 상황

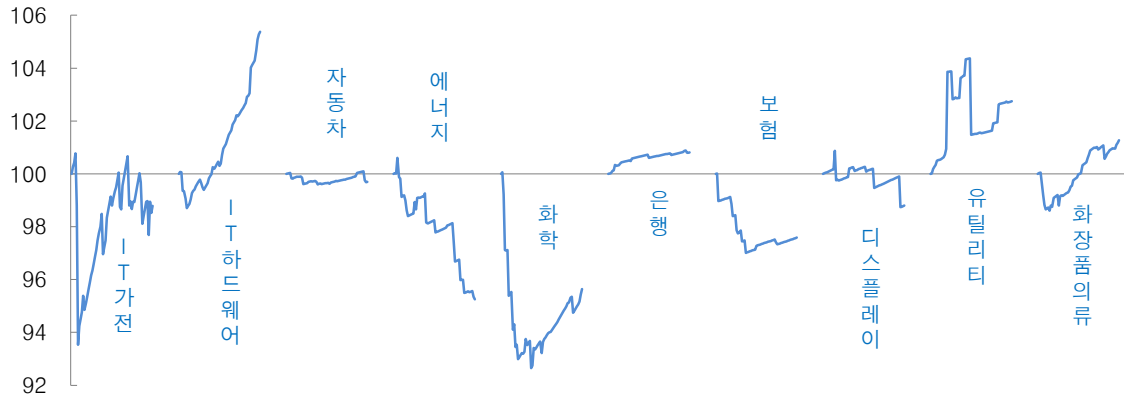
[저평가 & 낙폭과대] 2차전지, 자동차, 에너지, 화학, 은행, 보험, 디스플레이, 유틸리티, 화장품/의류

실적 전망 상향 : IT하드웨어, 화학, 은행, 보험, 유틸리티, 화장품/의류

정체/하향조정 : IT가전, 자동차, 에너지, 디스플레이

(25.2.1=100)

2월 이후 12개월 선행 EPS 추이

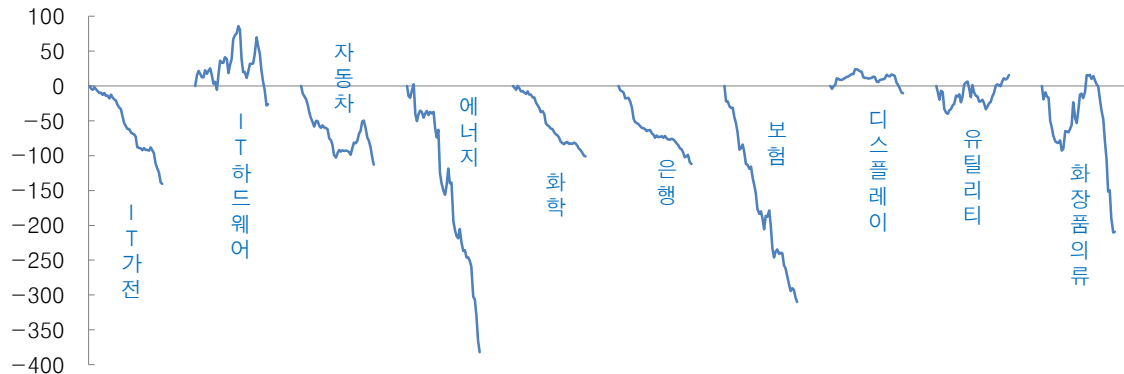


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

**유틸리티를 제외한 전 업종에서 외국인 매도 지속/강화
자동차, 디스플레이는 매도 전환**

(25.2.1=0. 십억원, IT가전, 자동차, 화학, 은행 백억원)

2월 이후 외국인 누적 순매수 추이

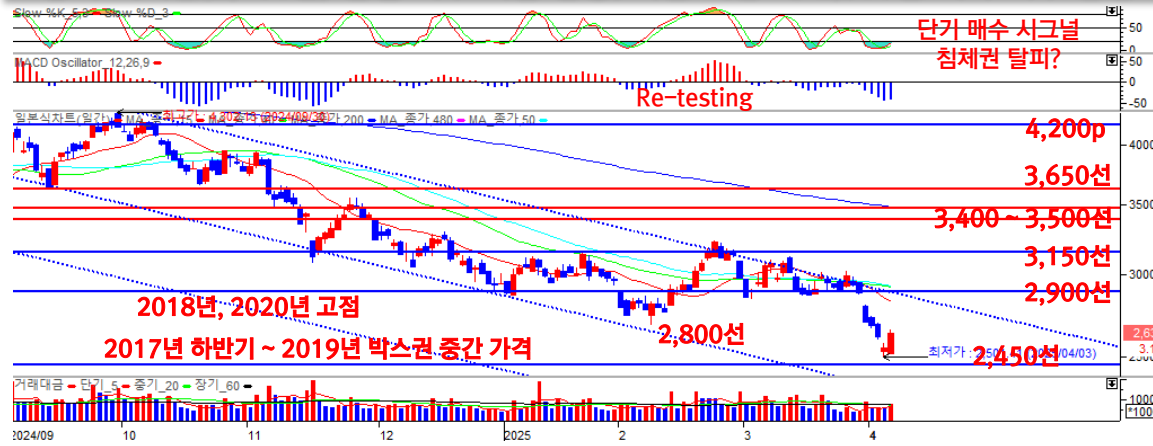


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 실적대비 저평가 업종이자 낙폭과대 업종에 2차전지, 자동차, 에너지, 화학, 은행, 보험, 디스플레이, 유틸리티, 화장품/의류가 있음
- 이들 중 12개월 선행 EPS가 상승 중인 업종은 IT하드웨어, 화학, 은행, 보험, 유틸리티, 화장품/의류. 정체/하향조정 중인 업종은 IT가전, 자동차, 에너지, 디스플레이
- 대부분 외국인 매도가 지속되거나 최근 외국인 매도 전환 조짐 감지
- 실적/업황 이슈보다는 트럼프 정책 불확실성 확대, 미국 스태그플레이션 우려 등의 영향으로 판단
- 저평가 매력에 높은 상황임에 따라 대외 불확실성이 진정되고, 본격적인 1분기 어닝 시즌에 돌입하면 실적 전망 향배가 외국인 수급 변화로 이어질 것
- 실적 대비 저평가 업종에 관심이 필요한 이유

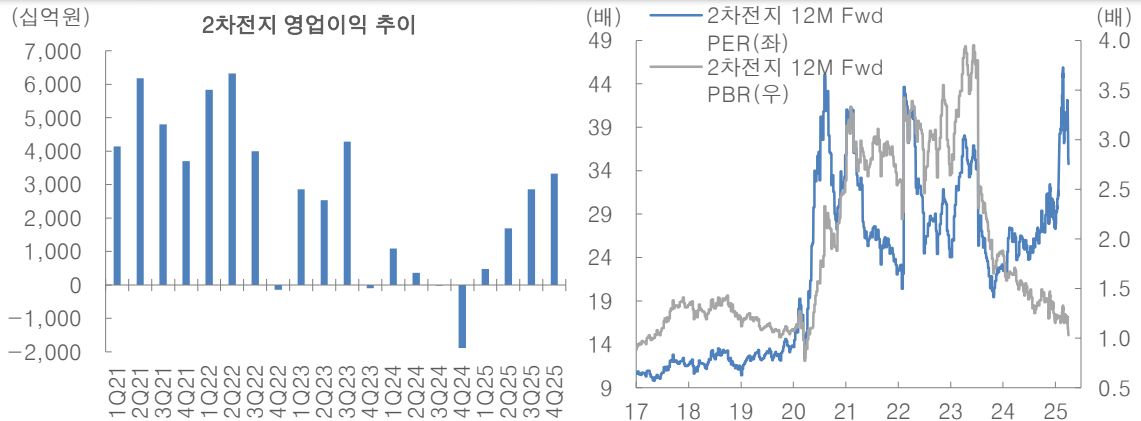
[2차전지] 전저점 하향이탈로 UnderShooting 심화. 2,800선 회복 여부가 관건

KRX 2차전지 Top10 지수 일간차트. 2,800선 하향이탈 이후 급락
중기 지지권(2,450선) 근접 이후 자율 반등. 빠른 시간 내 2,800선 회복 여부 관건



자료: 대신증권 Research Center

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

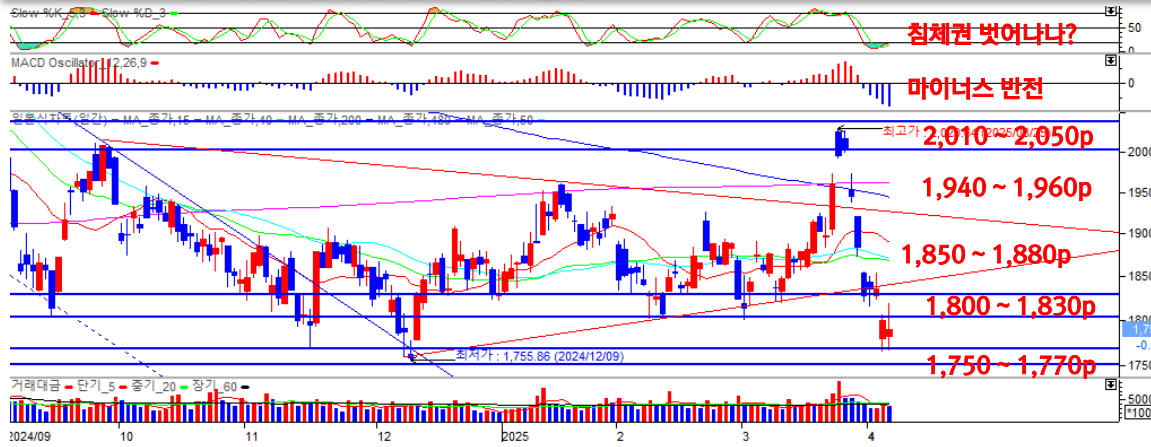


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 트럼프 관세 충격에 2차전지 급락. 가뜰이나 실적/업황 불안에 시달려온 상황임에 따라 대외 변수에 민감도가 높은 상황
- 전 저점(2,800선)을 하향이탈하며 급락 전개. 2017년 하반기 ~ 2019년 박스권 중간 지수대인 2,450선 전후에서 반등시도에 나서고 있음
- 전 저점 수준인 2,800선, 기존 박스권 하단인 2,900선을 얼마나 빨리 회복하느냐가 관건. 빠르게 회복시 최근 급락은 Fake 패턴으로 강한 반등 전개 가능
- 회복 실패/지연시 당분간 2,450 ~ 2,800/2,900선 박스권 등락 불가피
- 2차전지 영업이익은 25년 1분기 흑자전환에 이어 레벨업 전망. 1분기 실적 시즌에서 예상에 부합하거나 소폭 부진한 결과를 확인할 경우 반등탄력에 힘이 실릴 것
- 실적 신뢰도가 낮지만, 아직까지는 25년 실적 레벨업 기대에 근거한 주가 정상화, 상승세 전개 가능성 높다고 판단

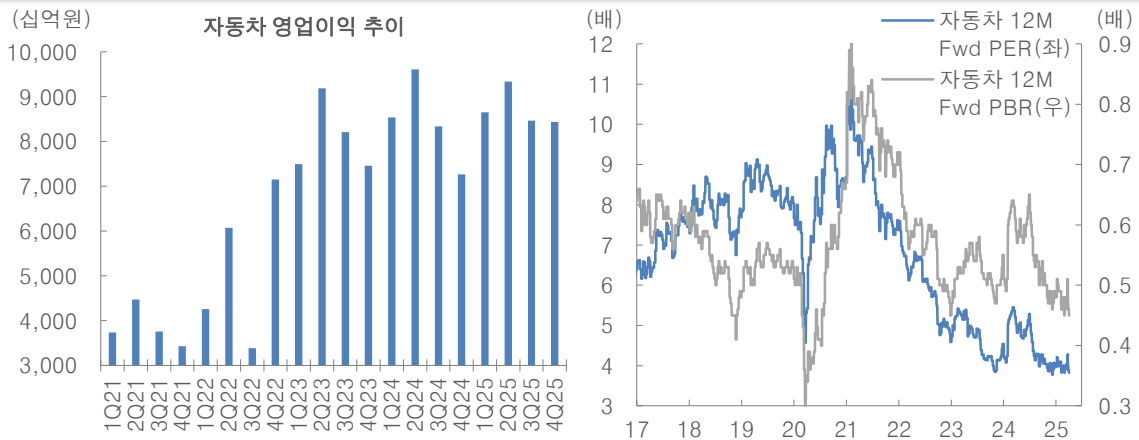
[자동차] 2,000선 터치 이후 급락 반전. 전 저점이자 박스권 하단에서 분위기 반전 모색 중

KRX자동차 일간 차트. 2,000선까지 급반등 이후 관세 이슈로 급락 반전.
1,750 ~ 1,770선 지지력 확보 여부 중요



자료: 대신증권 Research Center

자동차 선행 PER 3.82배, PBR 0.45배 수준. 극심한 저평가 영역에서 등락 중



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 자동차는 현대차의 대규모 미국 투자 발표로 관세 우려로 2,000선 돌파 시도에 나서기도 했음
- 하지만, 트럼프의 자동차 25% 관세 부과, 4월 2일 공개된 보편 + 상호관세 충격에 급락 반전
- 40일, 50일 이동평균선이 위치한 1,850 ~ 1,880선을 하향 이탈, 급락을 이어가며 전 저점(1,770선) 수준으로 회귀. 동 지수대에서 반등 시도 중
- 지지력 테스트, 단기 등락은 불가피하지만, 지지력 확보 이후에는 1차적으로는 1,850선, 2차적으로는 1,950선 돌파 시도 가능
- 자동차 주가는 2000년 이후 저점권인 12개월 선행 PER 4배, PBR 0.5배 수준 하회, 극심한 저평가 매력에 근거한 반등 시도를 이어갈 전망

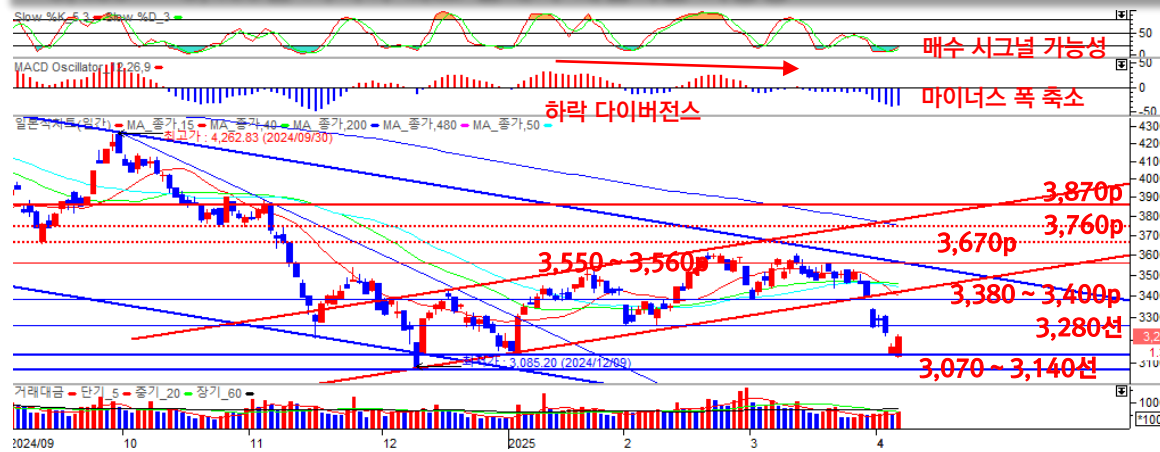
[에너지화학/화학] 에너지/화학 모두 마지노선에 위치. 분위기 반전 가능성 타진 중

에너지화학 일간 차트. 12월 저점 이탈 이후 반등.
1,835선 안착, 1,900선 회복 여부가 관건



자료: 대신증권 Research Center

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

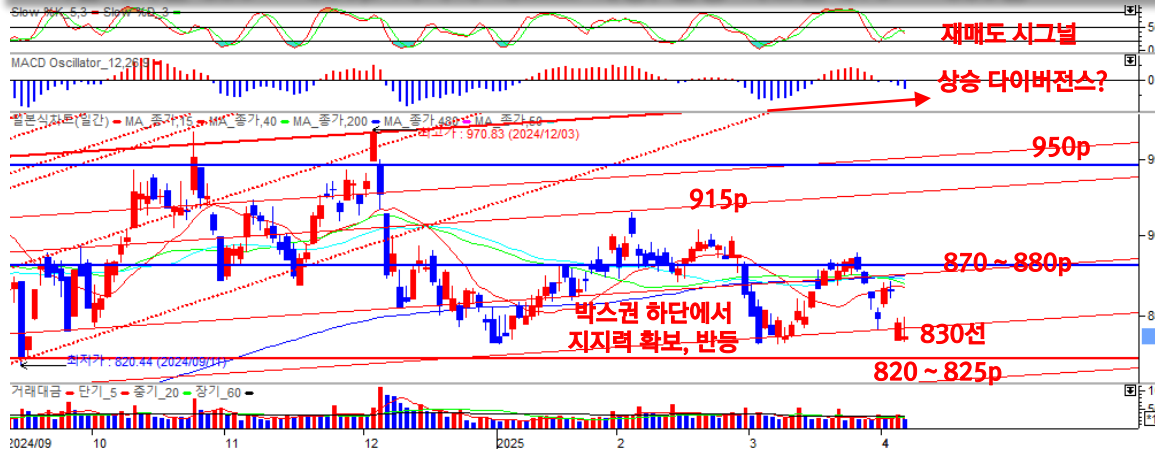


자료: 대신증권 Research Center

- 에너지/화학 업종은 트럼프 관세 쇼크에 스태그플레이션 공포, 유가 급락의 여파로 주기 레벨다운
- 40일, 50일선 저항에 약세를 보이던 에너지, 화학 업종은 직전 저점을 Gap으로 이탈, 24년 12월 저점권 근접
- 에너지는 중기 지지권이자 직전 저점을 하향이탈한 이후 반등시도 중
- 화학 업종은 24년 12월, 25년 1월 저점 수준에서 반등에 나섬
- 아직 불안정한 모습이지만, 현 지수대에서 지지력 확보시 40일, 50일선까지 반등시도 가능할 전망

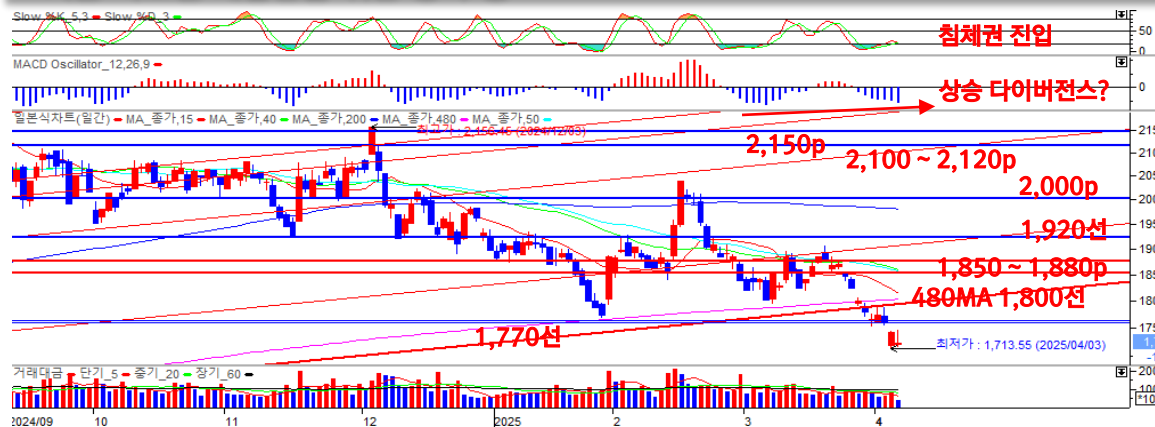
[은행/보험] 박스권 중단까지 반등, 기रो에 선 은행. 보험은 박스권 하단에서 등락 반복

KRX 은행 일간 차트. 박스권 하단인 830선 지지력 확보 여부 주목
이탈시에는 820 ~ 825p 지지력 테스트 예상. 반등 목표는 870 ~ 880선



자료: 대신증권 Research Center

KRX 보험 지수 일간차트. 480일선이자 직전 저점인 1,780선 이탈
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
- 빠르게 박스권 하단이자 전 저점권인 820 ~ 830선에서 지지력 테스트 중
- Stochastics 재매도 시그널로 단기 등락이 좀 더 이어질 수 있지만, 추후 반등에 나설 전망이다. MACD OSC 상승 다이버전스 가능성 높은 상황
- 반등시 870 ~ 880선 돌파시도 가능
- 보험도 레벨다운된 박스권 하단은 물론, 1월 저점마저 하향이탈. 1월 저점인 1,770선 회복 여부가 관건
- MACD OSC 상승 다이버전스가 진행 중임에 따라 멀지 않은 시점에 UnderShooting 구간을 벗어날 수 있을 것
- 다만, 반등시 1,800선 전후(480일선, 15일선, 40일선 등) 돌파/안착 시도는 확인해야 하는 상황

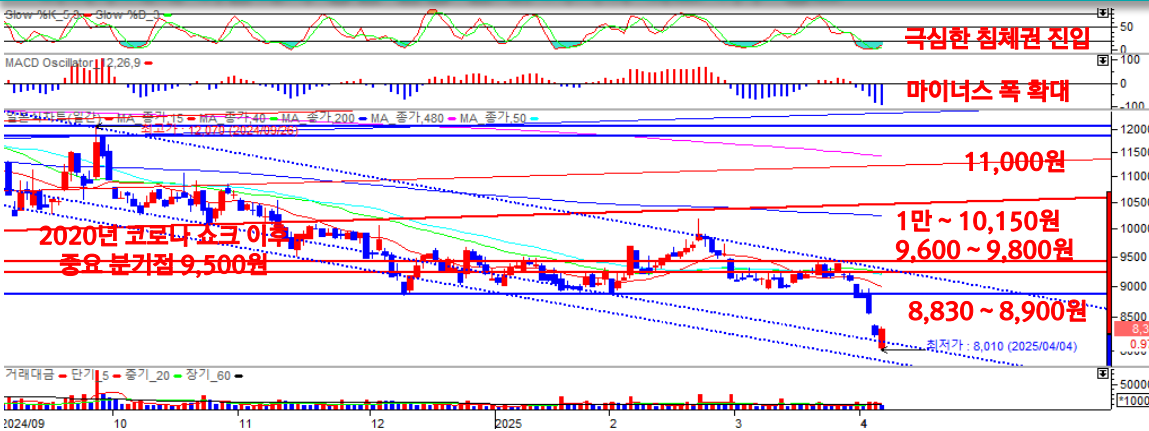
[유틸리티/디스플레이] 에너지/화학, 레벨다운 경계. 디스플레이는 4개월째 레벨다운된 박스권 등락 중

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



자료: 대신증권 Research Center

디스플레이 일간 차트. 전 저점 이탈로 역사적 저점 경신 하락추세대 하단에서 강한 반등 전개. 지지력 확보 여부 중요

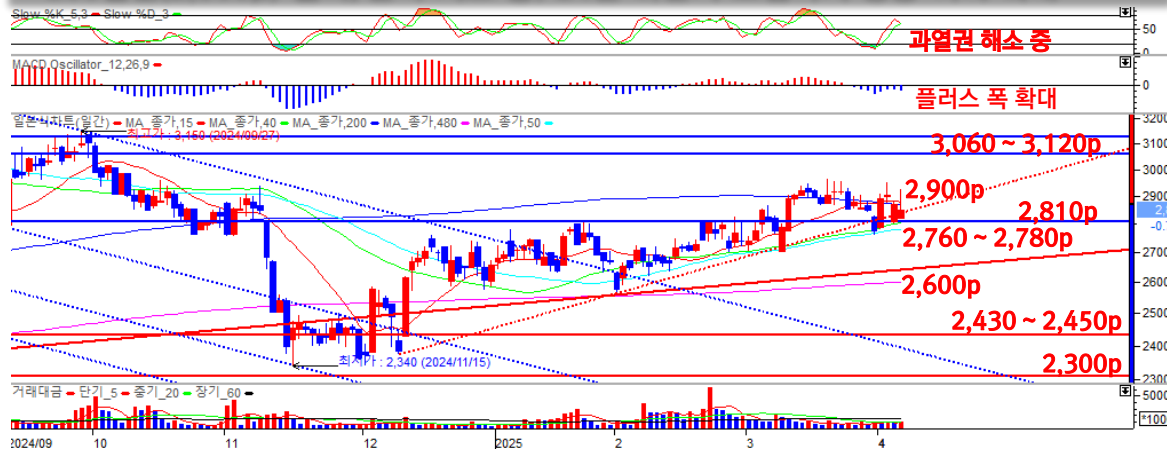


자료: 대신증권 Research Center

- 유틸리티는 중요 변곡점(24년 중요 지지선)이자 200일선, 하락추세대 상단이 위치한 570선 돌파에 실패
- 단기 등락 과정에서 40일, 50일선이 위치한 525 ~ 530p마저 하향이탈, 510 ~ 515p 지지력 테스트 진행 중
- 당분간 510 ~ 550p 박스권 등락을 염두에 둔 단기 트레이딩 전략 유효
- 디스플레이는 전 저점권이자 박스권 하단인 8,900선을 장대 음봉으로 하향이탈, 급락 전개
- 하락추세대 하단이 위치한 8,000선에서 분위기 반전 시도가 있지만, Gap하락 구간과 8,900원, 9,000원 중후반대에 만만치 않은 저항이 대기
- Stochastics 극심한 침체권으로 단기 반등 가능성 높지만, 저항대 돌파/안착 여부에 따른 단기 매매 집중 필요

[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 200 ~ 205p 지지력 확보 여부 중요

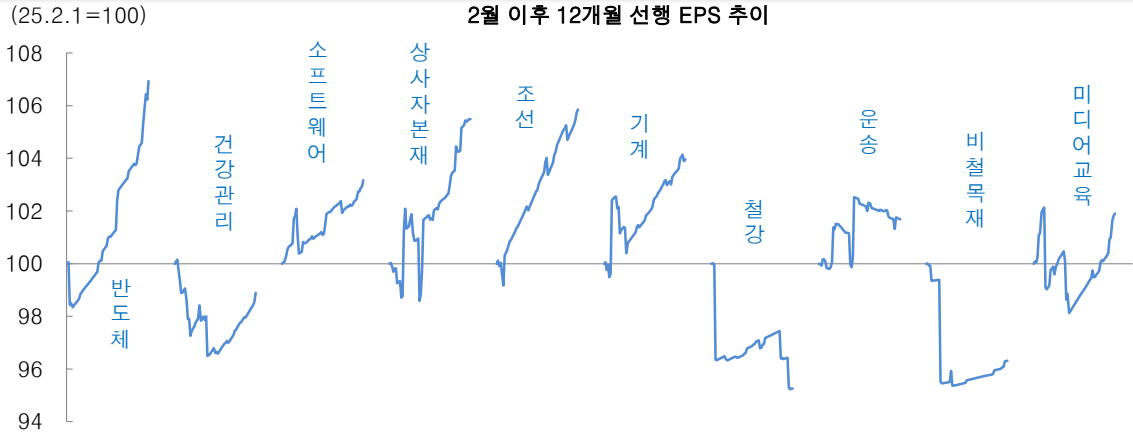


자료: 대신증권 Research Center

- 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 중기 하락추세대 상단(240 ~ 240p)이자 24년 10월 고점에서 하락 반전. Stochastics 재매도 시그널로 주가 레벨다운
- 연말 연초 중요 분기점이었던 210선 하향이탈. 안착 시도 중
- Stochastics 침체권 근접, MACD OSC 상승 다이버전스로 추가 급락보다는 단기 지지력 확보 이후 반등시도를 재개해 나갈 전망

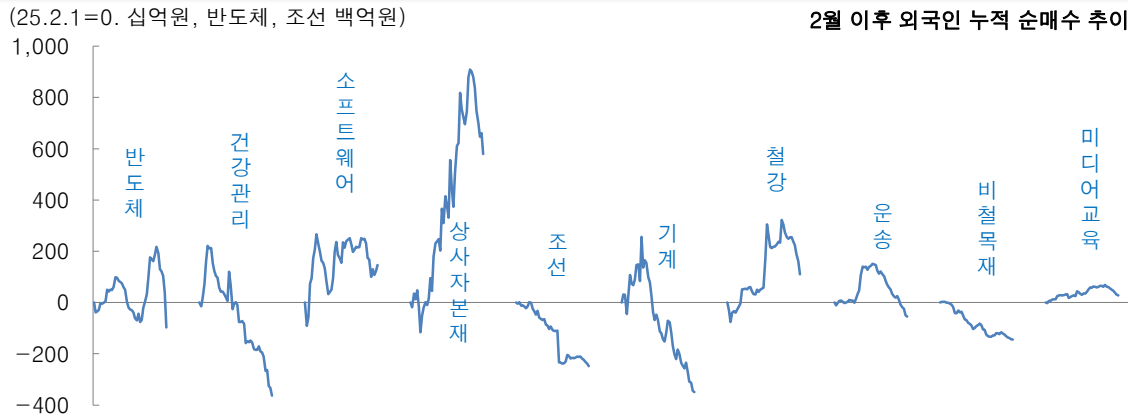
[저평가 or 낙폭과대] 반도체, 건강관리, 인터넷, 상사/자본재, 조선, 기계, 철강, 운송, 비철, 미디어/교육

실적 전망 상향 : 반도체, 건강관리, 소프트웨어, 상사/자본재, 조선, 비철/목재, 미디어/교육. 정체/하향조정 : 기계, 철강, 운송



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

소프트웨어 순매수 전환. 반도체, 상사/자본재, 조선은 매도 전환 대부분 업종에서 매도 지속, 강화

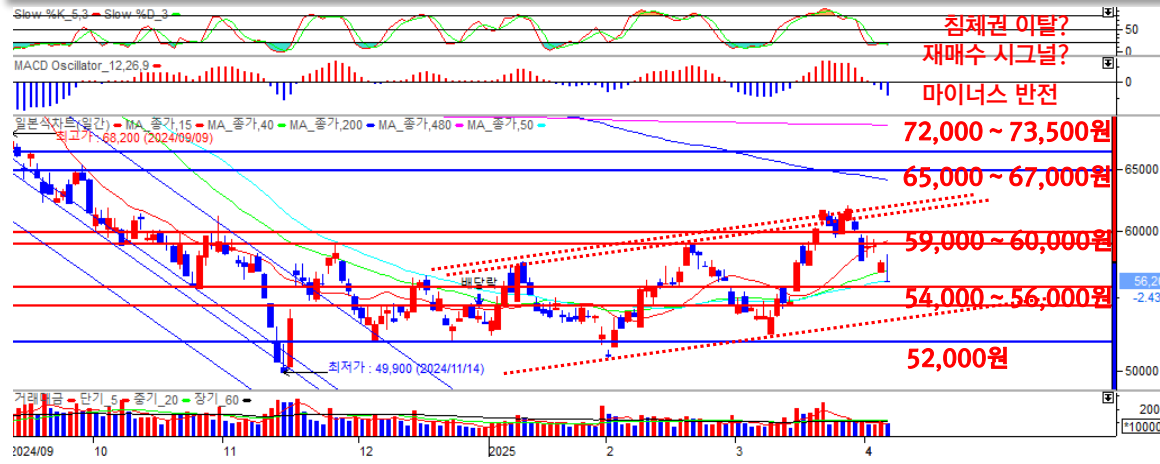


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 실적대비 저평가 업종이거나 낙폭과대 업종은 반도체, 건강관리, 인터넷, 상사/자본재, 조선, 기계, 철강, 운송, 비철, 미디어/교육
- 이들 중 12개월 선행 EPS가 상승 중인 반도체, 건강관리, 소프트웨어, 상사/자본재, 조선, 비철/목재, 미디어/교육 업종
- 소프트웨어만 순매수 전환 징후가 감지되는 가운데 배부분 외국인 매도 강화, 매도 반전, 트럼프 관세 충격의 영향
- 실적 전망 하향조정 중인 기계, 철강, 운송은 외국인 매도 우위, 지속 강화
- 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, 상사/자본재, 소프트웨어, 자동차 등이 대표적인 사례
- 대외 불확실성으로 인해 가격/밸류에이션 매력이 높아진다면 관심권에 두어야 할 것

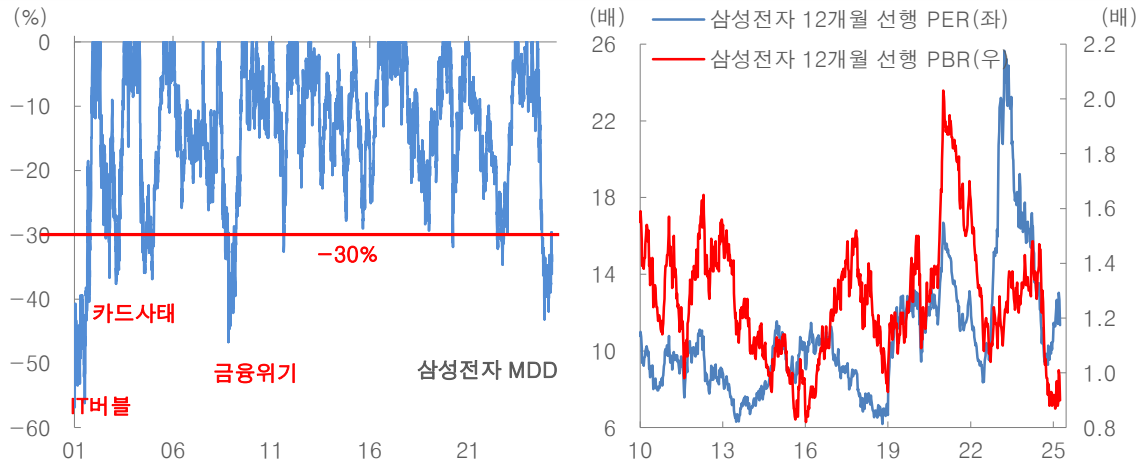
[삼성전자] 5.4 ~ 5.6만원선을 지켜야 단기간에 6만원 회복시도가 가능할 것

삼성전자 일간차트, 관세 충격에 5만원대 중반 재진입. 저점은 높아지고 있어...



자료: 대신증권 Research Center

삼성전자 고점대비 -36.1%, 선행 PER 11.3배, PBR 0.9배 수준



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

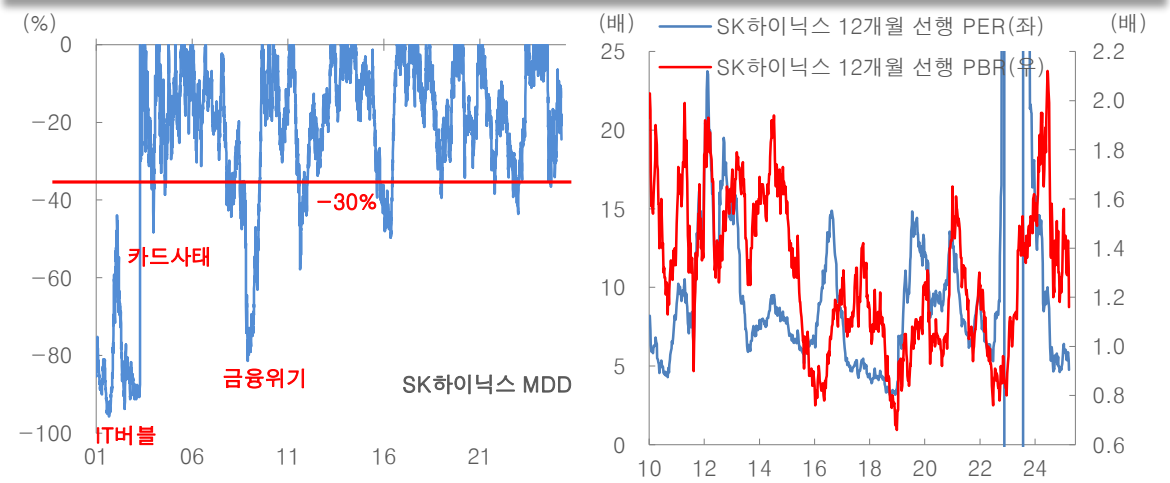
- 삼성전자는 실적 불확실성 선반영, 밸류에이션 매력 극대화에 따른 자율 반등에 이어 업황 개선 기대와 모건 스탠리의 투자 의견 상향 조정에 힘입어 5개월만에 6만원선 상회
- 번번히 실패했던 5.9 ~ 6만원선을 장대 음봉과 Gap으로 상향 돌파한 것
- 하지만, 단기 반등 이후 트럼프 고강도 관세정책, 이로 인한 글로벌 경기 불확실성 확대 여파로 다시 5만원대 중반으로 레벨다운
- 단기 과열 해소, 매출소화 국면에서 대외 변수로 인해 낙폭이 확대된 것
- 다만, 현재 삼성전자 주가는 저점과 고점을 높여가는 상승추세 진행 중. 5.4 ~ 5.6만원 지지력 테스트 이후 다시 6.5 ~ 6.7만원을 향하는 상승세 재개 예상
- 중국 경기 회복이 가시화되는 상황에서 강력한 경기부양정책이 가세함에 따라 레거시 반도체 수요 개선 기대는 여전히 유효. 삼성전자 실적 가이드스 결과에 따른 등락 예상. 삼성전자 실적 우려 완화, 실적 기대 회복시 상승 탄력 강화 가능

[SK하이닉스] 18만원 이탈시 16.8만원선까지 추가 하락 가능. 매도 실익은 없는 구간 진입



자료: 대신증권 Research Center

SK하이닉스 고점대비 -24.4%, 선행 PER 4.77배, PBR 1.16배에 불과



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- SK하이닉스는 19만원선을 하향이탈, 상승추세대 하단이자 전 저점권인 18만원선 초반으로 레벨다운
- 미국 경기불안, 관세 우려, M7약세에 고강도 관세정책 여파와 이로 인한 미국 빅테크 기업들의 폭락 영향
- 18만원선 지지력 확보에 실패할 경우 16.8만원선까지 추가 하락 가능성 열어둬야 할 것
- 이 과정에서 추격매도 실익은 없다고 판단. 오히려 비중확대 또는 비중유지 전략이 유효하다고 생각
- SK하이닉스 고점대비 하락률 -24.4%로 가격 메리트 다시 확대. 밸류에이션 매력도 여전히 높은 수준. 선행 PER은 5배 하회, PBR도 1배 초반에 불과
- 향후 관세 협상 결과를 지켜 볼 필요가 있음. 트럼프의 상호 + 보편 관세 충격에 증시가 급락했지만, 미국 스태그플레이션 현실화, 글로벌 경기 충격을 선반영한 것으로 판단
- 추가 하락은 새로운 상승추세 재개를 위한 진통과정이라고 볼 수 있음

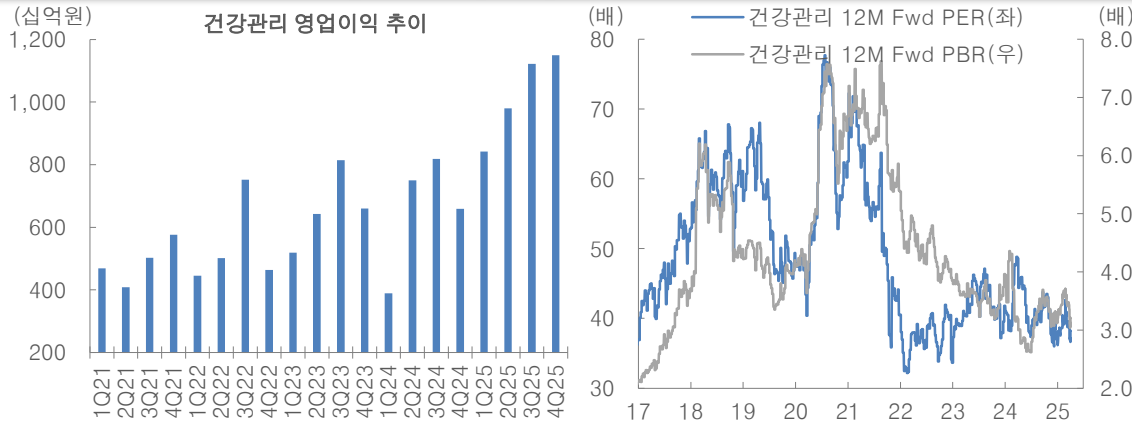
[계약/바이오] 2,250선에서 지지력 확보. 다시 전 고점을 향하는 상승세 재개 예상

KRX 바이오 Top10 지수 일간차트. 200일선 위치한 2,250선대 지지력 확보
상승추세 하단 지지력을 바탕으로 전고점 돌파시도에 나설 것



자료: 대신증권 Research Center

건강관리 25년 실적 레벨업/역사적 최대 실적 기록 전망.
선형 PER, PBR은 전저점권에서 등락 중

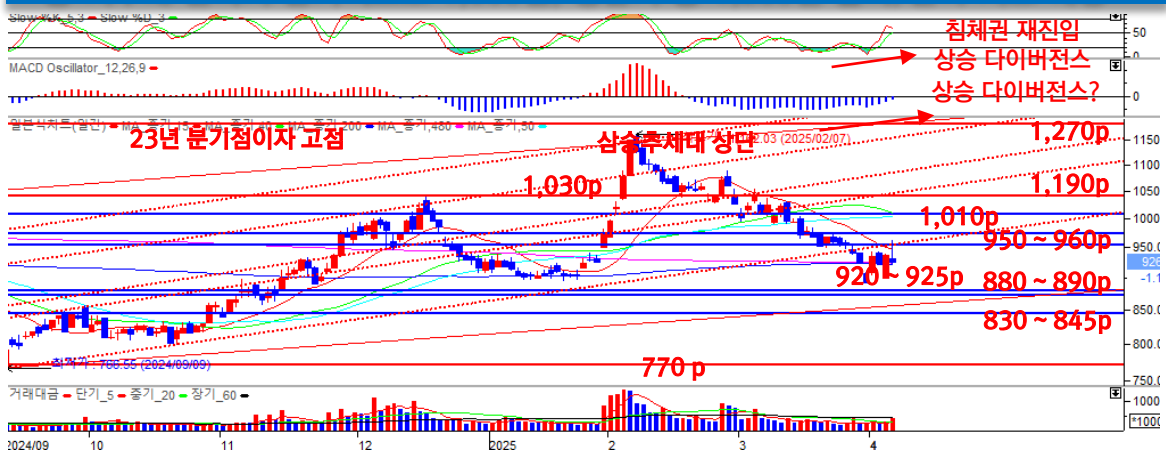


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 바이오 업종은 24년 12월에도 지켜냈던 200일선과 중기 상승추세대 하단에서 분 위기 반전 시도 중
- 40일, 50일 이동평균선이 위치한 2,400 선대를 장대 음봉으로 하향이탈함에 따라 200일선과 상승추세대 하단이 위치한 2,250선 전후에서 지지력 확인
- 이러한 등락 이후 상승추세는 더욱 견고 해지고, 강해질 것으로 전망
- 중장기 이익성장과 중단기 이동평균선 상승 반전 추세는 유효
- 2,250선에서 등락은 비중확대 기회로 판단
- 건강관리 밸류에이션 수준은 2020년 이후 저점권에서 등락 반복. 25년 실적 레벨업, 사상 최대 실적 기록할 전망
- 실적 호전, 대형주 중심으로 대응 강화

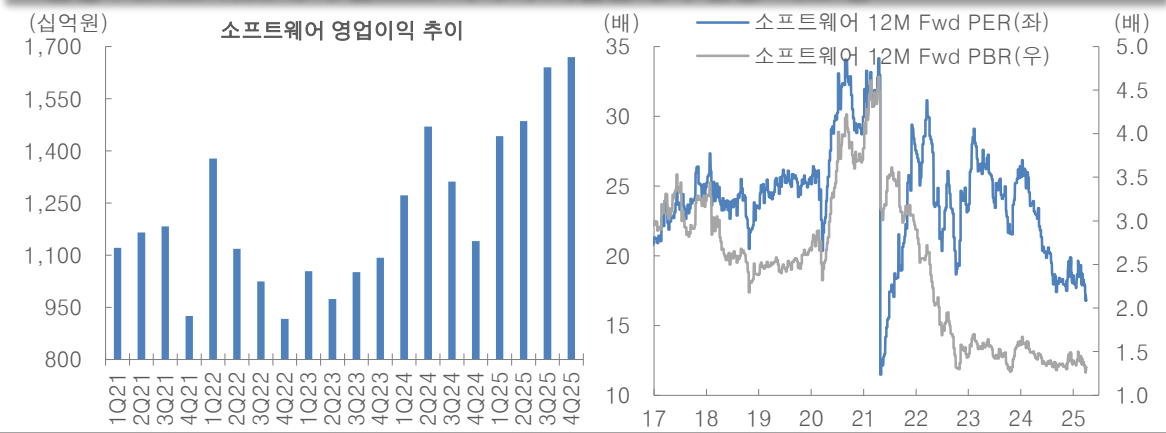
[인터넷] 증기 지지권, 분기점에 도달. 세번째 상승 추세 전개 예상, 1차 목표는 1,000선 돌파/안착

KRX 인터넷 Top10 지수 일간차트. 1차 지지선인 920선에서 분위기 반전 모색. 동 지수대 안착시 단기적으로 1,000선, 상반기 중 1,200선 돌파/안착 시도 예상



자료: 대신증권 Research Center

인터넷 25년 실적 레벨업 전망. 선행 PER은 16.8배, 여전히 밸류에이션 저점권 선행 PBR도 1.32배 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
- 중요 지지선인 1차적 920 ~ 925p, 2차 880 ~ 890선 전후에서 분위기 반전 모색 중
- 전 저점 수준이자 480일, 200일 이동평균선이 위치한 지수대
- 최근 200일선과 480일선 간의 Golden Cross 진행 중임에 따라 중기 조정이 불가피했던 것으로 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
- 국내 정치적 불확실성 해소, 내수 회복 기대 유입시에도 수혜 기대

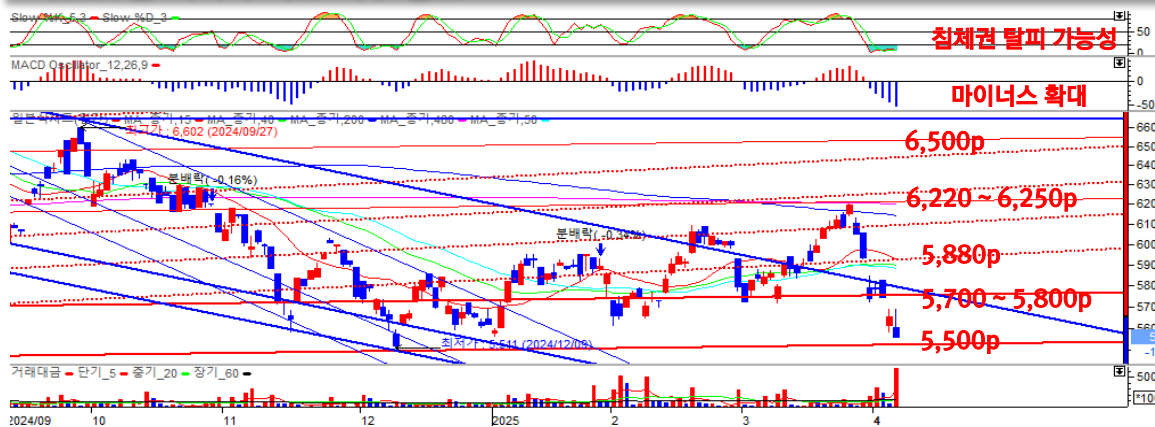
[방산/지주사] 당분간 조정국면 예상되는 방산. 그룹주는 전 저점 지지력 확보 여부 체크

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. 6,220 ~ 6,250선 저항에 급락 반전 5,500선 지지력 확보 여부 중요

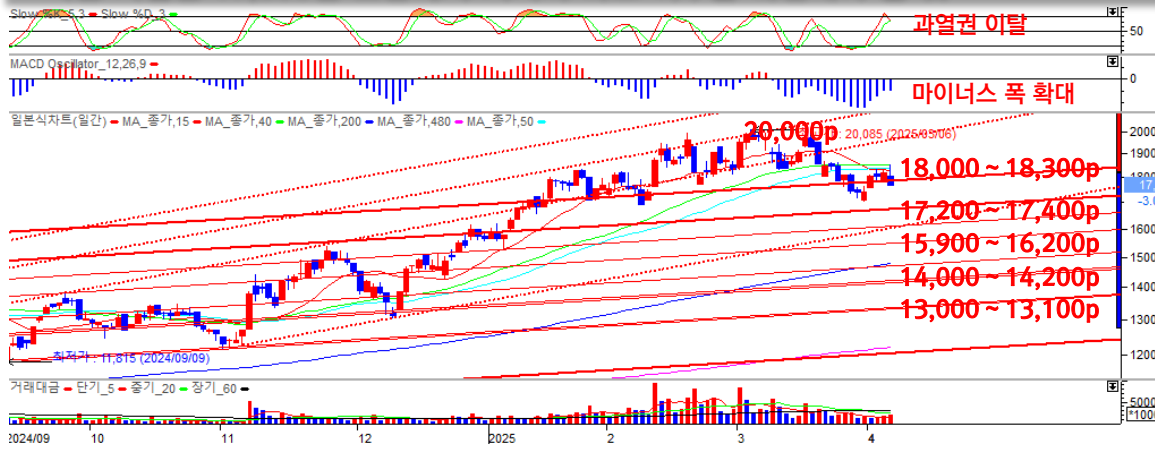


자료: 대신증권 Research Center

- 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. 5,500선에서 지지력 확보 여부 중요. 5,880선 돌파/안착 시도는 가능할 것
- 조정시 매수, 트레이딩 전략은 가능

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

FN조선해운지수 일간차트. OverShooting 국면 진정, 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 확보 여부가 중요한 시점



자료: 대신증권 Research Center

- 조선해운 업종은 24년 3월 이후 강력한 상승추세 진행 중
- OverShooting 국면 진정 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

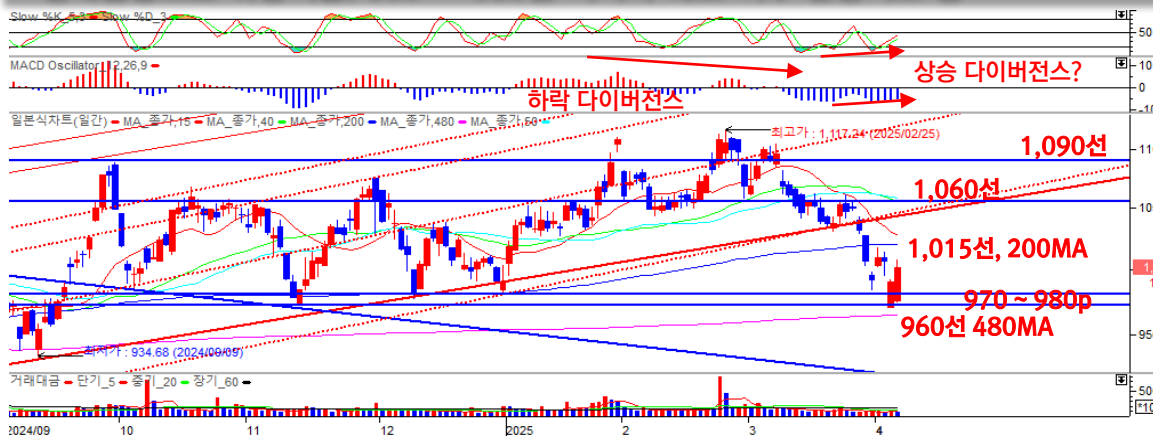
[철강/운송] 전 저점, 중요 지지권에서 지지력 테스트 중인 철강과 운송

KRX 철강 일간차트. 2,100선에서 급락 반전. 과열은 해소되었지만, 1,820 ~ 1,850선 안착 실패시 1,700선 초반에서 지지력 테스트 불가피



자료: 대신증권 Research Center

KRX 운송 지수 일간차트. 40일, 50일선은 물론, 200일선(1,015선)마저 장대음봉으로 하향이탈. 960 ~ 980선 지지력 확보 이후 반등시도 중

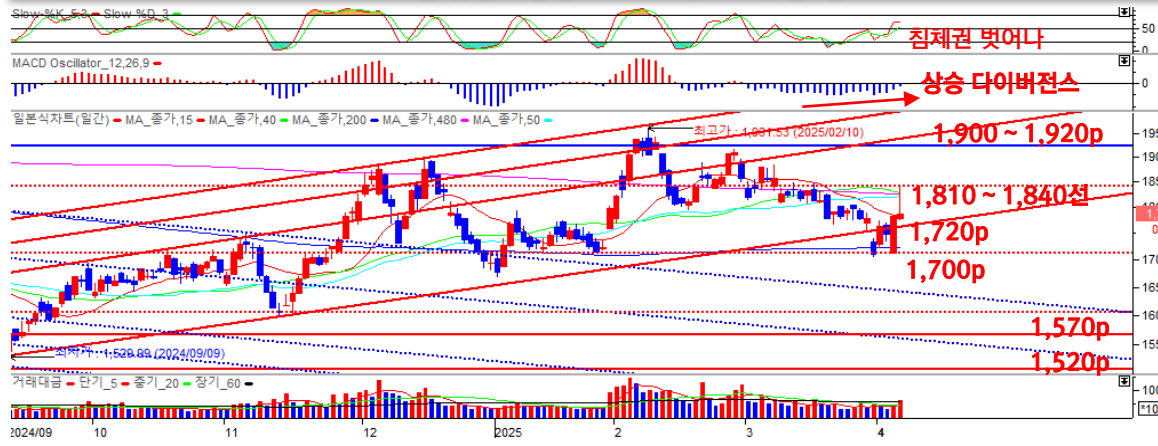


자료: 대신증권 Research Center

- 2,100선마저 상회하던 철강은 3월 종순 이후 급락 반전. 40일, 50일선이 위치한 1,930 ~ 1,960을 장대 음봉으로 하향이탈
- 단순에 급등세의 시작점이자 25년 1월 고점인 1,880 ~ 1,890p 지지력 확보 마저 실패
- 200일, 480일 이동평균선에서 분위기 반전을 모색하는 중. 안착시 빠르게 2,000선 회복시도에 나설 수 있지만, 실패시 1,700선 초반에서 지지력 테스트 불가피
- 상반기 중 2,250 ~ 2,350p까지 추가 상승 가능성을 높게 보고 있지만, 당분간은 지지력 확보 여부에 따른 분할매수, 트레이딩 전략 유효
- 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

[미디어&엔터/비철목재] 미디어&엔터, 1,700선에서 분위기 반전 모색. 유틸리티는 마지노선에 도달

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



자료: 대신증권 Research Center

비철목재 일간 차트. 하락 추세대 하단이자 전 저점권인 3,700선 지지력 테스트 이후 반등시도 중. 1차적으로 3,850p 회복/안착 여부가 중요

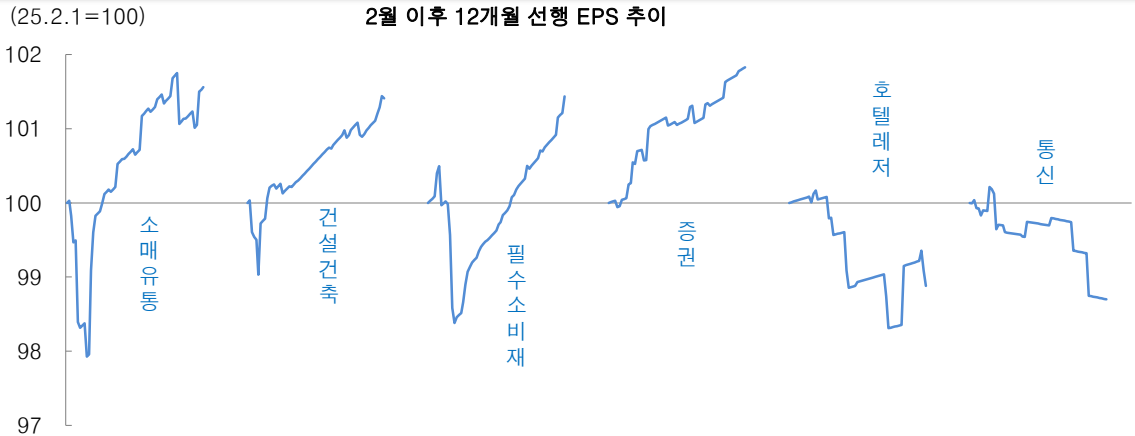


자료: 대신증권 Research Center

- 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
- 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/안착 시도에 나설 전망

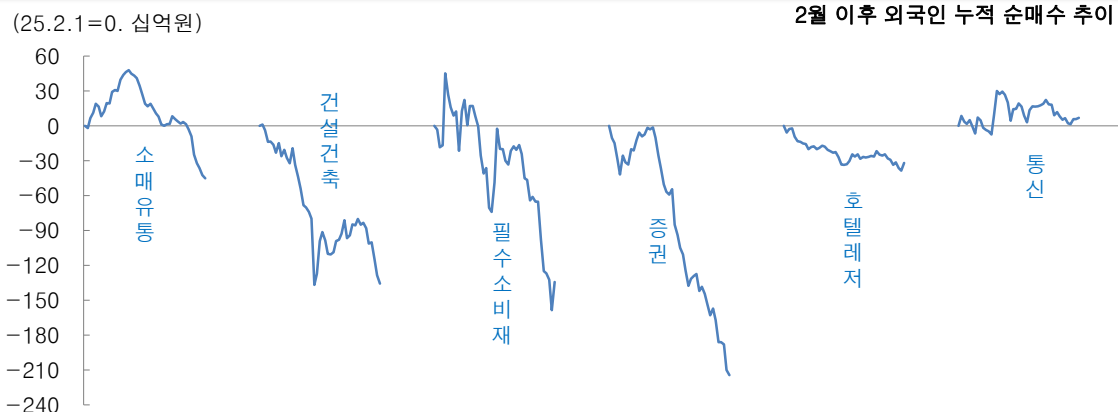
[가격 메리트 약화] 소매(유통), 건설/건축, 필수소비재, 증권, 호텔/레저, 통신

실적 전망 상향 : 소매(유통), 건설/건축, 필수소비재, 증권
정체/하향조정 : 호텔/레저, 통신



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

소매(유통), 증권 매도 강화. 건설 매도 전환
필수소비재, 호텔/레저, 통신 업종은 순매수 전환 조짐



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 실적대비 건조한 주가 흐름을 보여왔고, 7/11 고점 이후 KOSPI를 Outperform 중인 업종에는 소매(유통), 건설/건축, 필수소비재, 증권, 호텔/레저, 통신이 있음
- 프리어닝 시즌 돌입으로 소매(유통), 건설, 필수소비재, 증권 업종의 선행 EPS 상승세 뚜렷
- 가격 부담에 대외 불확실성 확대 여파로 외국인 대량매도 출회. 하지만, 필수소비재는 수출 호조에 국내 정치적 리스크 해소 영향으로 외국인 순매수 전환 조짐
- 호텔/레저, 통신은 실적 전망이 하향조정 중이지만, 경기 방어주 성격과 중국과 관계개선 기대에 외국인 순매수 전환 가능성 확대
- 실적 대비 고평가 업종들 중 과열권에 진입했거나 확실한 모멘텀이나 실적 호전이 약화 또는 정체될 경우 외국인 차익매물 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

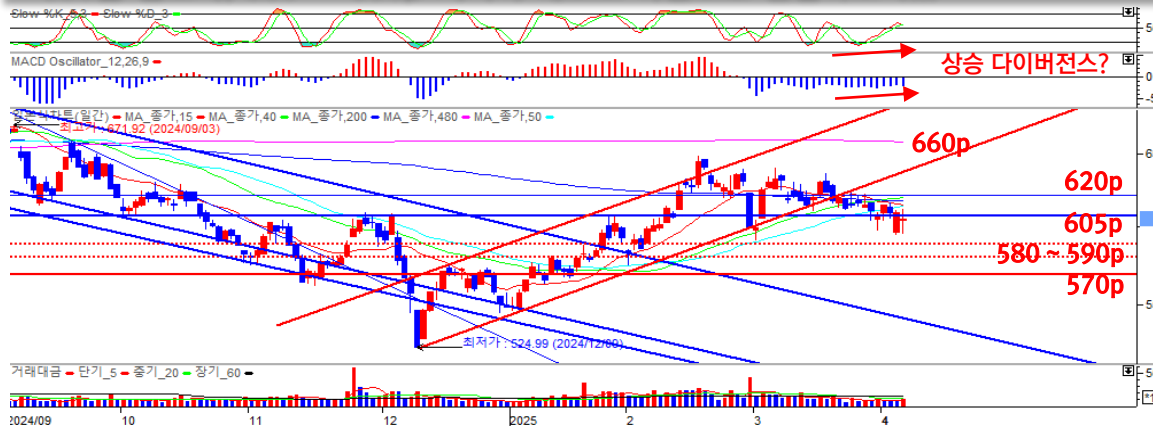
[유통/건설] 운송은 960 ~ 980선 지지력 테스트 가능성. 상승추세를 벗어난 건설

유통업 일간 차트. 330선 지지력 확보시 전고점 돌파 시도 가능
우선 340 ~ 345p(40일, 50일, 200일선) 돌파 안착 여부가 관건



자료: 대신증권 Research Center

KRX 건설 지수 일간차트. 상승 추세대를 벗어나 600선 지지력 확보 시도 중
620을 넘느냐, 580 ~ 590p 지지력 테스트 국면으로 진입하느냐...



자료: 대신증권 Research Center

- 유통업은 1차 레벨업 이후 한 달간 200 일선, 480일선에서 등락 반복. 이후 추가 상승 시도에 나섰지만, 이내 하락 반전
- 단숨에 24년 12월, 25년 1월 고점 수준인 330선대로 레벨다운. 단기 침체권 진입으로 추가 하락보다는 반등시도 가능성 높다고 판단
- 40일, 50일, 200일선이 위치한 340 ~ 345p 돌파/안착시 375선까지 추가 상승 가능할 것
- 건설 업종은 12월 저점 이후 지속되어 온 상승추세는 물론, 40일, 50일선마저 하향이탈하며 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

[음식료/증권] 음식료, 추가 상승을 위한 1차 지지권 진입. 박스권 하단에 근접하는 증권

음식료품 일간 차트. 계단식 상승으로 4,000선 근접 이후 하락 반전. 3,800선 전후에서 지지력 확보시 4,000선을 향한 상승세 재개 예상



자료: 대신증권 Research Center

KRX 증권 일간차트. 박스권 돌파/안착에 실패. 전 저점, 박스권 하단(740 ~ 750p) 근접한 이후 분위기 반전 시도 중

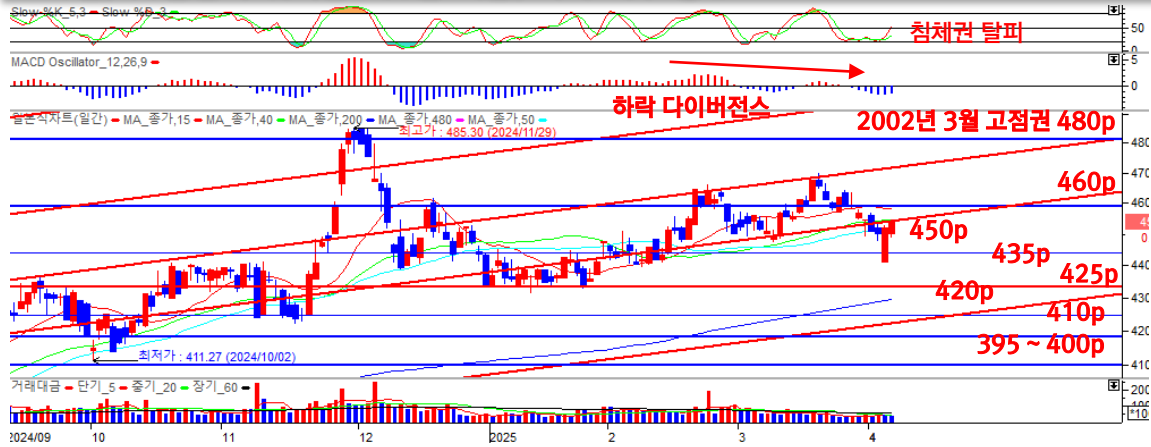


자료: 대신증권 Research Center

- 음식료 업종은 중요 지지선인 40일, 50 일선에서 지지력을 확보하고 박스권을 넘어 단숨에 4,000선 근접. 단기 과열, 매출 소화 국면 진행 중
- 기존 박스권 상단인 3,800선 전후에서 지지력 확보시 4,200선까지 상승 여력 확대. 3,800선 이탈하더라도 3,750선에서 지지력 확보 가능
- 단기 등락은 비중확대 기회
- 증권은 빠르게 박스권 상단에 도달했지만, 안착에 실패
- 박스권 1차 변곡점이자 40일, 50일 이동 평균선이 위치한 770 ~ 780선마저 향이탈하며 박스권 저점권 근접
- 740 ~ 750선에서 지지력 테스트 가능성 염두에 두고 분할 매수 가능
- 반등시 40일, 50선이 위치한 790선이 1차 분기점. 이후 815p 돌파/안착 여부 체크

[통신/여행레저] 통신, 상승추세대 하향이탈 이후 급반등. 여행레저도 박스권 하단, 전 저점에서 급반등

통신 일간 차트. 상승추세대 상단 저항으로 하락 반전, 상승추세대 하단이자 40일, 50일선이 위치한 450선 이탈, 회복 여부 중요



자료: 대신증권 Research Center

Tiger 여행레저 일간 차트. 전 저점권이자 박스권 하단인 2,860선에서 급반등. 빠른 시점에 3,000선 돌파/안착 여부가 중요



자료: 대신증권 Research Center

- 통신은 상승추세를 견고히 해나가는 중. 상승추세대 상단에서는 다시 하락 반전, 일시적으로 상승추세대 분기점을 이탈하기도 했지만, 곧바로 회복
- 얼마나 빠른 시간에 450선을 회복해 상승추세대 복귀하는지 여부가 관건
- 450선을 넘어 안착을 확인해야 다시 한번 상승추세대 상단을 향하는 상승세 전개 가능할 것
- 여행레저는 하락추세대 상단(3,100선) 돌파에 실패하고 급락 반전. 이후 40일선, 50일선 마저 하향이탈, 저항대 역할
- 전 저점 수준이자 박스권 하단이 2,860선에서 지지력을 확보하고 급반등에 나섬
- 빠른 시간 내에 회복시 3,000 ~ 3,030선 돌파시 추가적인 레벨업 전개 예상. 박스권 트레이딩 측면에서 중요 분수령이자 변곡점.
- 현재 수준에서 추격매수보다는 변동성을 활용한 비중확대 전략 유효

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.