

2025년 주식시장 전망

# BROOD WAR



## 주식전략팀



**노동길** 연구위원  
주식전략파트장 / 국내주식전략  
02) 3772-4455  
dk.noh@shinhan.com



**김성환** 수석연구원  
주식전략팀장 / 글로벌주식전략  
02) 3772-2637  
shwan.kim@shinhan.com



**신승웅** 수석연구원  
중국주식전략  
02) 3772-3175  
aidenshin@shinhan.com



**강진혁** 연구원  
주식시황  
02) 3772-2329  
kjinhyeok@shinhan.com



**오한비** 연구원  
글로벌주식전략 (Jr.)  
02) 3772-1525  
hanbi.oh@shinhan.com



**홍지연** 연구원  
글로벌자산배분 (Jr.)  
02) 3772-1554  
jiyeon.h@shinhan.com



**이재원** 연구원  
국내주식전략 (Jr.)  
02) 3772-2328  
jayone@shinhan.com



**조민규** 연구원  
국내주식전략 (Jr.)  
02) 3772-2633  
minkyu.cho@shinhan.com

# Contents

<b>I. 주식시장 전망</b>	
Who can Fly higher?	5
<b>II. 미국 주식시장 전략</b>	
Harder better faster stronger	51
<b>III. 중국 주식시장 전략</b>	
전환, 그리고 반격	77
<b>IV. 한국 주식시장 전략</b>	
달라진 play book	103
<b>V. 포트폴리오 아이디어</b>	
다기망양(多岐亡羊), 반도체의 빈 자리	131



# Summary

한국인의 민속놀이 '스타크래프트'엔 세 종족, 프로토스와 저그 그리고 테란이 출현해 종족(Brood)의 흥망성쇠를 걸고 전장에서 치열한 전쟁(War)을 펼친다. 프로토스는 범접할 수 없는 고위기술로, 테란은 기계공학과 공장으로, 저그는 기술은 열위이나 무지막지한 저가유닛 물량으로 대변된다. 이들의 이야기는 테란 자치령에 저그 생명체들이 침범하자, 뒤이어 프로토스 함대가 등장해 테란 자치령과 저그 생명체들을 동반 초토화하며 시작된다.

2025년 주식시장을 전망하는 과정에서 이 스토리를 떠올린 이유는 현재 글로벌 주식시장 구도가 놀랍도록 세 종족의 이야기와 닮아있기 때문이다. AI 라는 최고위 하이테크를 독점한 미국은 신경제를 모두 통제할 참이며 프로토스에 비유된다. 기술규제로 AI 논의에서 배제된 중국은 양적 성장을 지키기 위해 수출 물량 공세를 펴면서 제조업 업황을 초토화시키고 있고 이는 저그에 대응한다. 종족의 운명을 둘러싸고 프로토스(미국)와 저그(중국)의 운명을 건 승부가 임박한 가운데, 과거 독자적 지위를 구축했었던 한국 주식시장은 이제 프로토스(미국)와 저그(중국) 사이에 끼인 테란의 신세다.

우리는 2025년 글로벌 주식시장 환경을 긍정적으로 전망한다. 미국이 이끄는 국제 지형 변화와 AI 투자 사이클이 구조적 강세를 지지하는 가운데 미국 금리 인하와 대선 이후 순환적 투자 유입, 중국의 부양책은 주식시장에 우호적인 환경을 만들어 줄 것이다. 미국과 중국은 모두 각자의 계획을 갖고 있다. 미국의 AI 투자 사이클은 3년 더 이어질 전망이며, 자국 중심의 공급망 재편도 차기 대통령 임기 내 완성될 공산이 크다. 이 계획은 미국의 우위를 구조적으로 만들어줄 것이다. 중국은 기술굴기의 꿈을 이어가면서도, 재정 집행으로 내수안정을 도모할 전망이다. AI를 위시한 미국 주식시장의 추세 추종 기회, 중국 증시의 역발상 투자기회가 모두 유효하다. S&P500의 2025년 밴드는 5,600 ~ 6,600p, 상해종합은 2,900 ~ 3,700p 등락을 전망한다.

미국과 중국 사이에 한국 증시의 방향성을 쉽게 도출하기 어려운 현실이다. 지정학적 축복은 막을 내렸고, 주도주인 삼성전자가 온몸으로 시장 의구심에 직면하고 있다. 단기적으로는 Passive보다는 Active 관점에서 시장을 바라보는 게 유리하다는 판단이고, 장기적으로는 자본시장 구조 개혁 프로그램 이 이끌 주식시장 체질 개선에 주목한다. 2024년 길을 잃은 듯 보였던 한국 증시는 미-중 중심 반등 구도에 동참할 수 있을 전망이다. 2025년 KOSPI는 2,600 ~ 3,100p 등락을 예상한다. 모멘텀, 배당 스타일의 우위를 전망하며 주도 업종군으로 헬스케어/2차전지/방산/미디어엔터/금융에 주목한다.



# I. 주식시장 전망

Who can Fly higher?



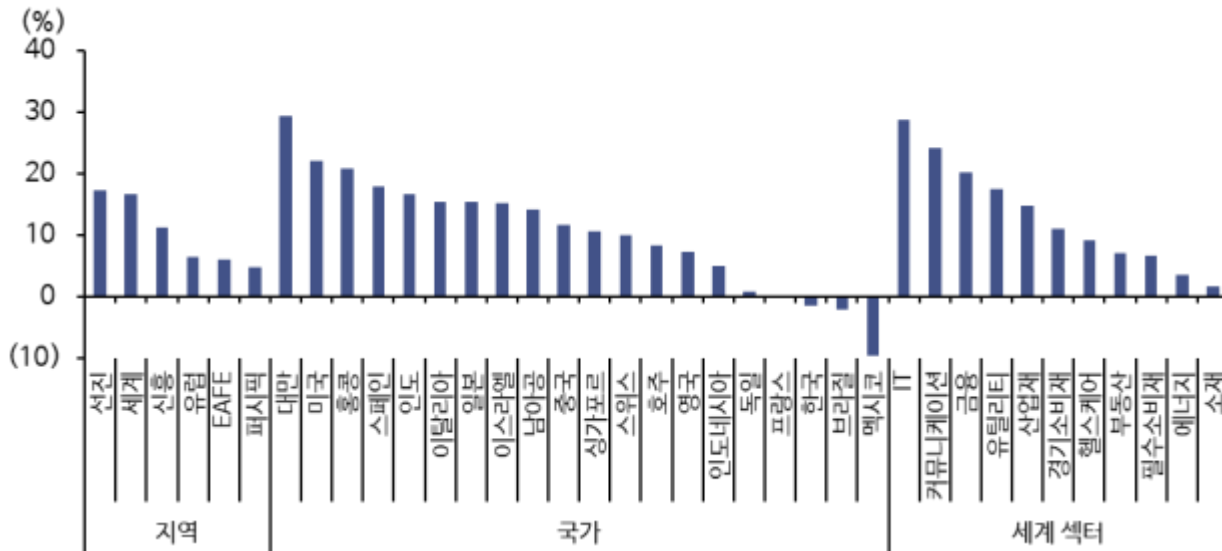
# 2024년 주식시장 복기



## IT와 비IT, 서비스와 제조업 간 격차 확대됐던 양극화의 2024년 주식시장

- 2024년 세계 주식시장은 IT 성과에 따라 극명하게 엇갈려. AI 반도체 설계와 생산 도맡고 있는 대만, 미국 주식시장 수익률 상위 포진 : 디스인플레이션 속도감 있게 전개되면서 3Q 중 IT 수익률 오히려 하락. AI 초과공급 우려 딛고 강력한 회복력 이번에도 증명 : 한국은 AI 반도체로 패러다임 시프트에서 상대적으로 소외되면서 마이너스(-) 수익률 기록. 반도체 초대형주와 2차전지 동시 부진
- 경기 침체 위험을 디스인플레이션으로 타파하면서 IT, 커뮤니케이션 외에 금융, 산업재, 경기소비재 등 민감주 분류 섹터 아웃퍼폼 : 제조업 경기 영향에 소재, 에너지 등 구경제 수익률 동반 하락. 2024년 세계 주식시장은 IT와 비IT, 서비스와 제조업 간 격차 확대

### 2024년 주식시장 리뷰: 디스인플레 환경 속 IT와 비 IT 간 공방전 전개



자료: LSEG, 신한투자증권  
 주: 2024년 누적수익률 10월 28일 기준

### 글로벌 IT 상대수익률과 핵심 물가



자료: LSEG, 신한투자증권

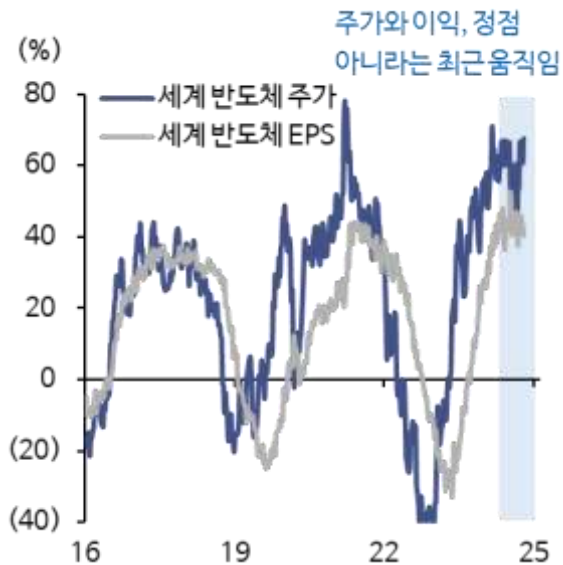
# 2024년 주식시장 복기



## 2024년 핵심 변수: AI 초과공급 우려 타파, 통화정책 변곡점에 유동성 급변, 제조업 부진 장기화

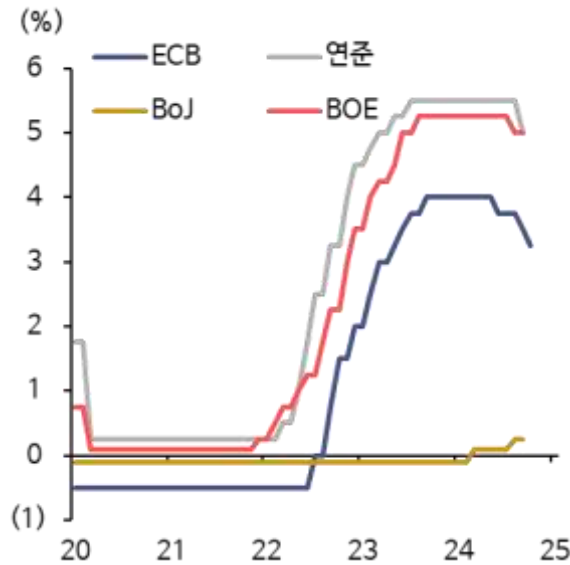
- AI 의구심은 4Q 들어 일단락되는 모습. AI 초과공급 우려는 현실 아니었고 여전히 강력한 이익 모멘텀 유지, IT 상대수익률 회복세
- 미국, 유럽 등 선진국 중앙은행 금리 인하로 전환했으나 일본 금리 인상으로 위험자산 내 유동성 이탈 발생. 여전히 뇌관으로 작용 중
- 글로벌 제조업 경기는 뚜렷하게 회복되고 않은 재화 소비 및 4Q 미국 대선 불확실성에 서비스업과 격차 확대. 국가 및 섹터 수익률에 영향

반도체, 겨울론 일축



자료: LSEG, 신한투자증권

세계 주요국 엇갈린 통화정책



자료: LSEG, 신한투자증권

여전히 부진한 글로벌 제조업 경기 상황



자료: LSEG, 신한투자증권  
주: S&P Global PMI

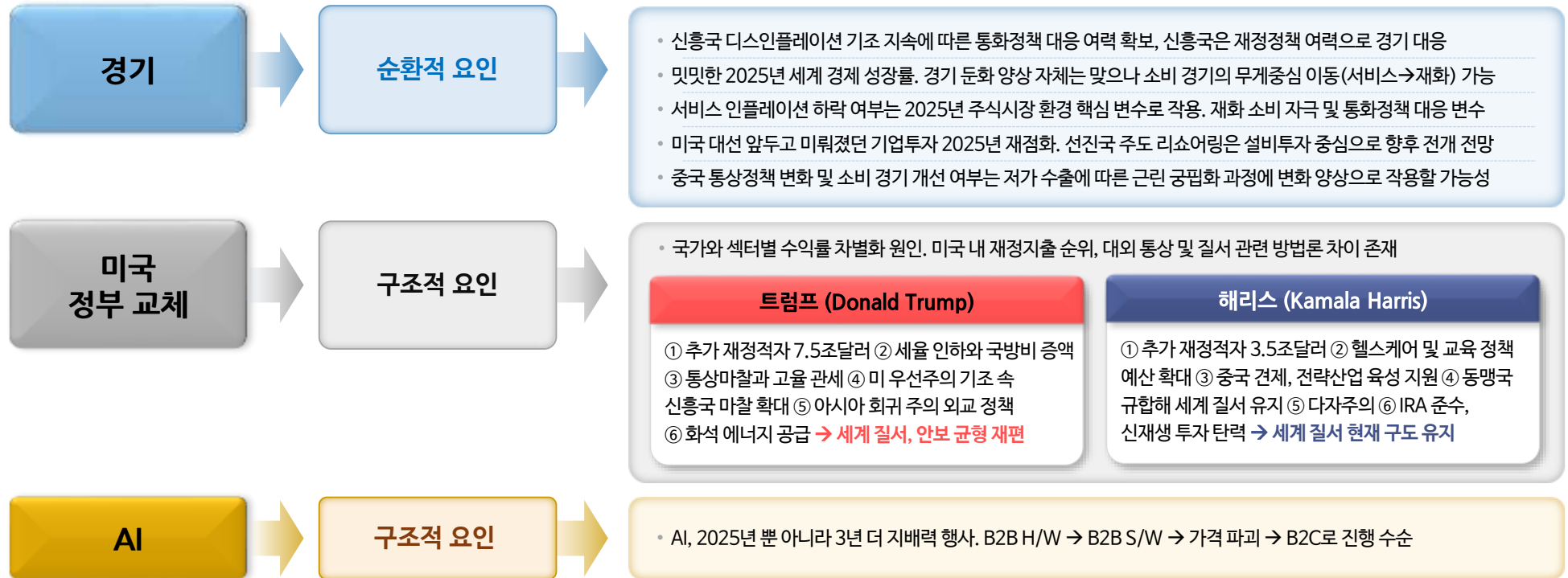
# 2025년 주식시장 구조도



## AI 투자 사이클 지속과 서비스 → 재화 소비 이동 환경 고려 시 2025년 주식시장 전망 우호적

- 2025년 주식시장 순환적 변수는 경기. 구조적 변수는 미국 대선 이후 새 행정부 출범에 따른 국제 지형 변화 및 AI 투자 사이클 수순
- 세계 경기 모멘텀 둔화 자체는 맞으나 제조업과 서비스업 격차 축소, 서비스에서 재화로 넘어가는 소비 환경 고려 시 주식시장 우호적

### 2025년 주식시장 구조도



자료: 신한투자증권



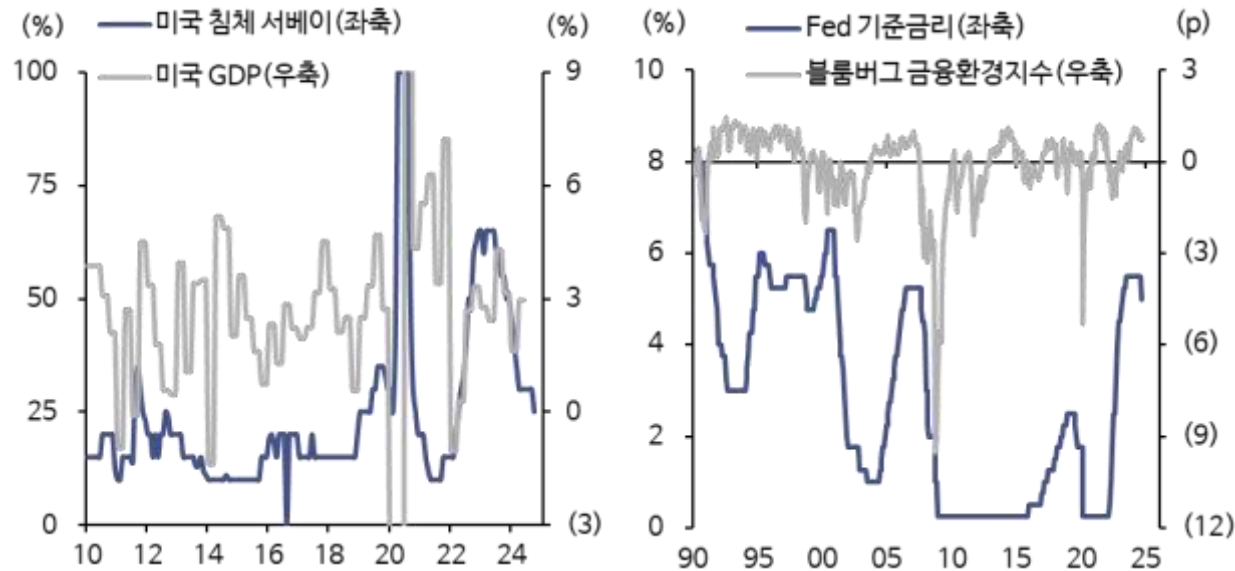
# 2025년 주식시장 환경 1) 순환적 요소



## 선진국 정책 대응 여력 확보로 경기 침체 우려 완화

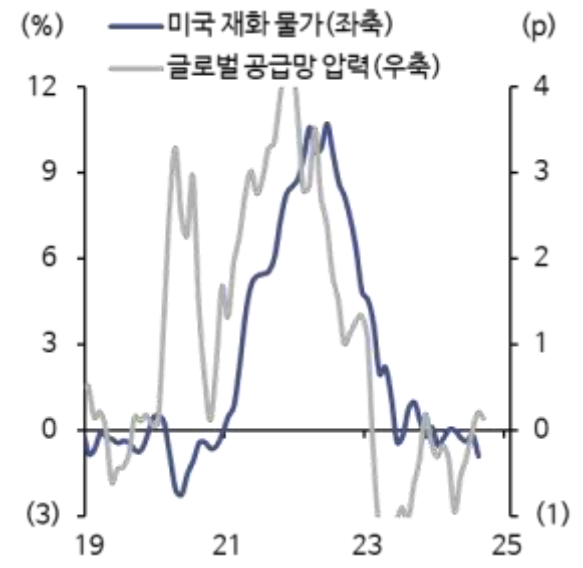
- 핵심은 침체 피할 미국 경기 상황. 고용시장 모멘텀 위축되는 등 여파 있었지만 디스인플레이션 환경으로 정책 대응 여력 확보 : 1) 고용시장 미스매치 완화, 2) 재화에 이은 서비스 물가 안정화 조짐, 3) 신흥국 과잉 생산에 따른 인플레이션 위험 외피 : 공급 차질 부재한 상황에서 인플레이션 위험 재발 가능성 제한적으로 판단. 정책 여력 확보 판단의 기저는 디스인플레이션
- 9월 Fed 기준금리 인하 이후 2024년 연말까지 추가 인하 가능성 차단 → 시장금리 반등에도 금융환경 여전히 완화적이고 안정적

미국 양호한 경기 상황과 Big cut으로 침체 위험 25%로 하락



자료: LSEG, 신한투자증권

글로벌 공급망 안정화로 재화 물가 하락



자료: LSEG, 신한투자증권

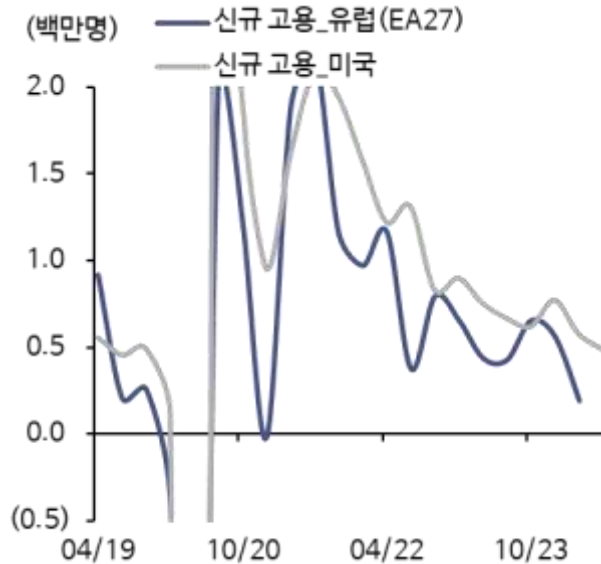
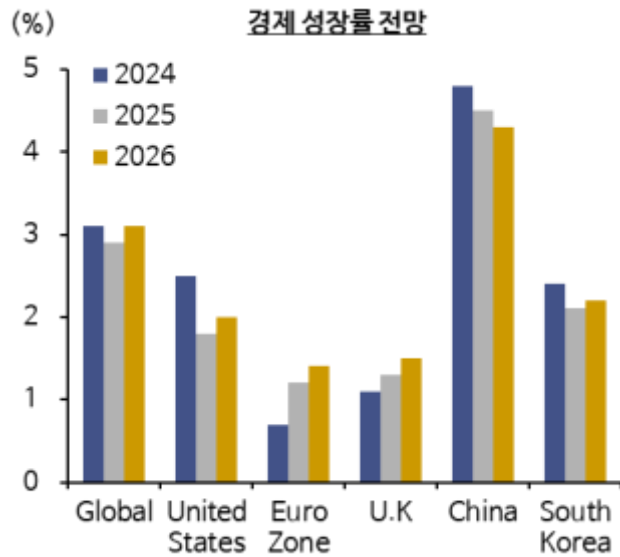
# 2025년 주식시장 환경 1) 순환적 요소



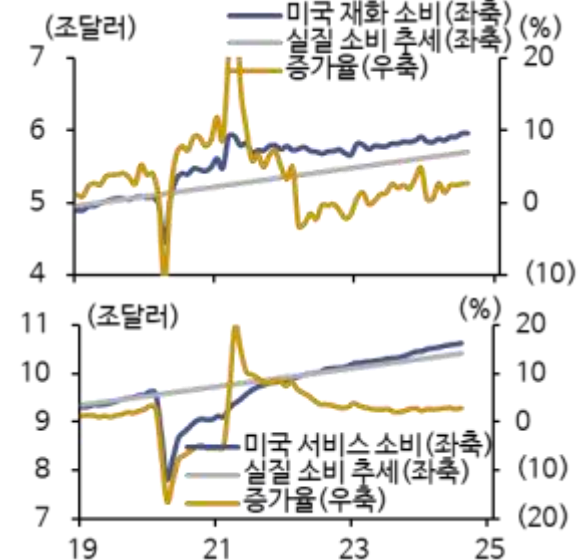
## 경기 둔화 양상 자체는 맞으나 소비 경기 무게중심 이동 가능성 검토

- 세계 경제성장률 2024년 3.1%에서 2025년 2.9%로 하락 전망(컨센서스). 2025년 경기 모멘텀 둔화 자체는 맞는 상황  
 : 미국 2024년, 2025년 각각 2.5%, 1.8% 성장 전망. 유로존 성장률 반등하지만 1%대 초반의 상대적으로 낮은 수준  
 : 미국과 유럽 신규고용 모멘텀 감소. 1) 팬데믹 당시 축적한 가계 현금 고갈, 2) 고용 모멘텀 약화로 가계 처분 소득 둔화 예상
- 세계 소비 경기에 우호적 매크로 환경 아니지만 재화와 서비스 간 자리 이동 가능성 고려 시 주식시장 투자자 다르게 해석 가능할 듯  
 : 통상적으로 주식시장 투자자는 제조업 경기 상황에 방점 찍는 경향. 주식시장 내 제조업 비중 높고 기업이익과 직결되기 때문

### 세계 경제 성장률 전망과 유럽, 미국 신규 고용



### 미국 재화 및 서비스 실질 소비 현황



자료: LSEG, 신한투자증권

자료: LSEG, 신한투자증권

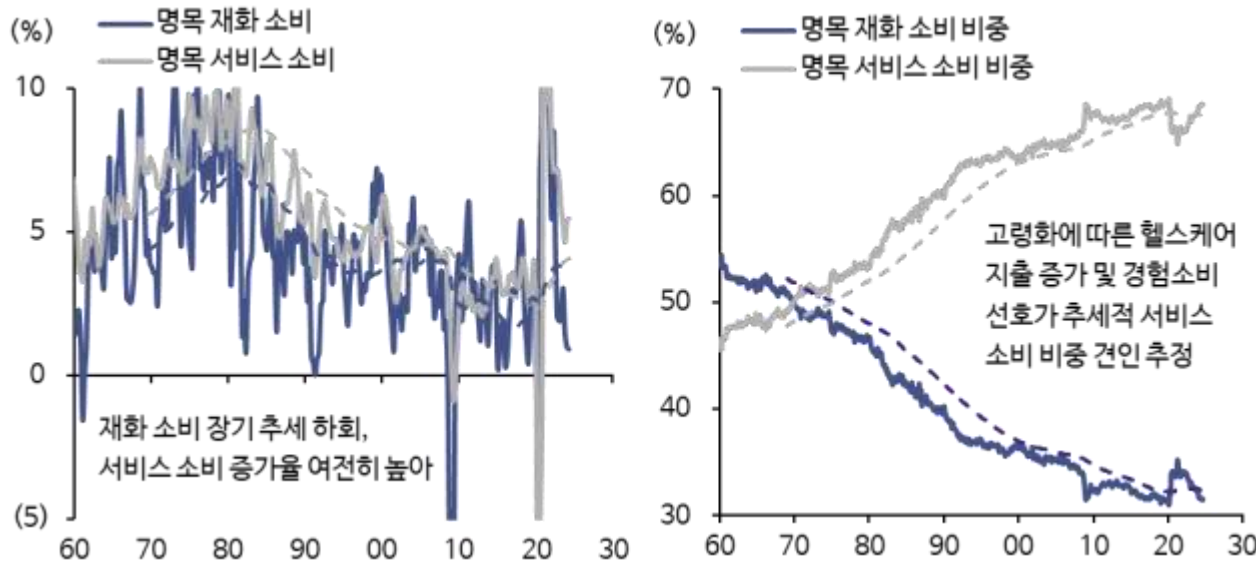
# 2025년 주식시장 환경 1) 순환적 요소



## 인플레이션 위험 재발 가능성 제한적인 가운데 서비스 시프트 도래 시점 중요

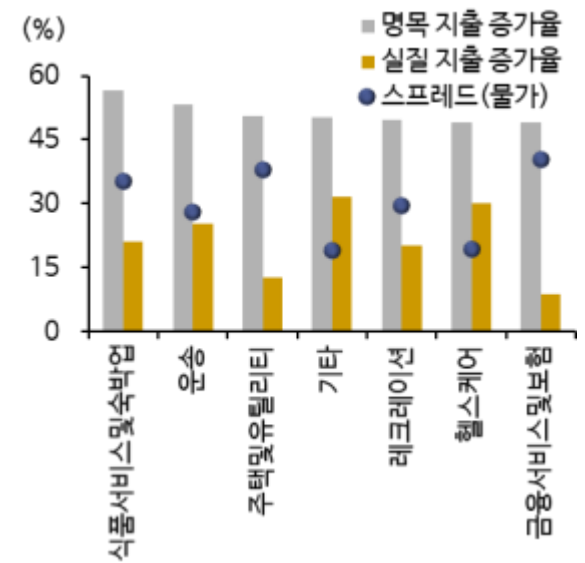
- 현재 상황에서 인플레이션 위험 재발 가능성 제한적으로 판단. 낮은 리플레이션 가능성 염두에 둔 투자전략 구사 필요
- 명목 재화 소비 증가율은 1960년 이후 장기 추세선 하회하며 정상화 국면 진입했으나 서비스 소비 여전히 비중 높아
  - : 높아진 서비스 소비 비중은 고령화에 따른 헬스케어 지출 증가 및 경험소비 선호 영향으로 추정
  - : 실제로 지난 10년간 명목지출 증가 식품서비스 및 숙박, 운송, 레크레이션, 헬스케어 등에 집중
- 서비스 중점 국면은 불가피하나 팬데믹 이후 왜곡된 구성 부분 되돌림 필요. 주거비 및 레저 부문 인플레이션 둔화 선결 요인

### 재화 및 서비스 소비 증가율 및 소비 비중 비교



자료: LSEG, 신한투자증권  
주: 점선은 10년간 이동평균

### 지난 10년간 미국 서비스 소비 지출



자료: LSEG, 신한투자증권 / 주: 기타는 정보통신서비스, 교육, 전문서비스, 사회서비스, 가정유지모수, 해외여행순액 등으로 구성

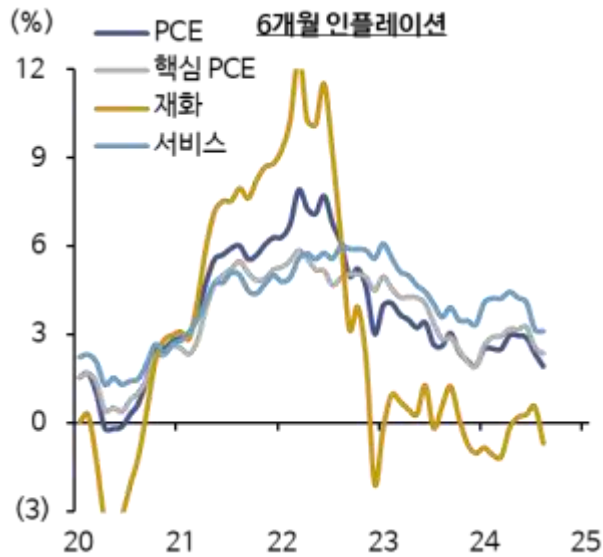
# 2025년 주식시장 환경 1) 순환적 요소



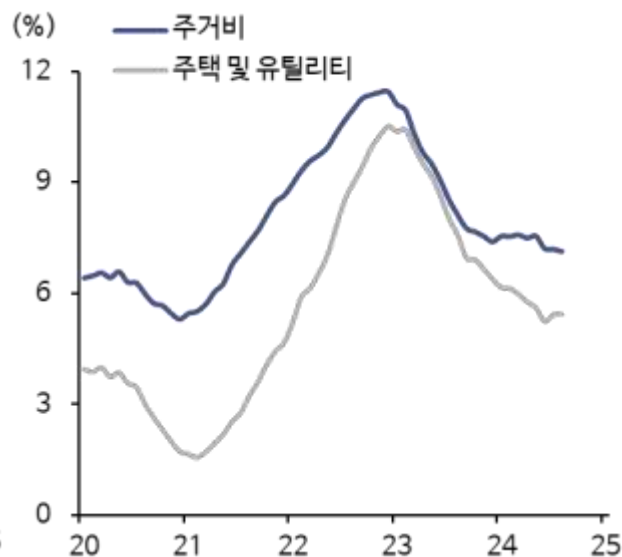
## 서비스 물가 모멘텀 하향 관찰은 2025년 주식시장 환경 핵심 변수

- 디스인플레이션 구간에서 여전히 살아 있었던 서비스 인플레이션 모멘텀도 최근 들어 하락하는 기저 보이는 상황
- 특히 주거비와 주택 및 유틸리티 인플레이션 하락. 주거비에 선행하는 임대료 모멘텀 약화 고려 시 서비스 물가 안정화 가능  
: 재화 소비 회복 더뎠던 핵심 원인 약화 실마리 나타났다는 점에서 2025년 주식시장 환경 및 기업이익 전망에 우호적 변수
- 시장금리 하락 및 금융환경 안정화에 따른 주택경기 바닥 통과 가능성 고려하면 2025년 하반기 리플레이션 우려도 존재  
: 기존주택판매 여전히 저조하지만 모기지 금리 하락에 따른 신규주택판매 바닥 지나면서 임대료 상승으로 전이될지 여부 판단

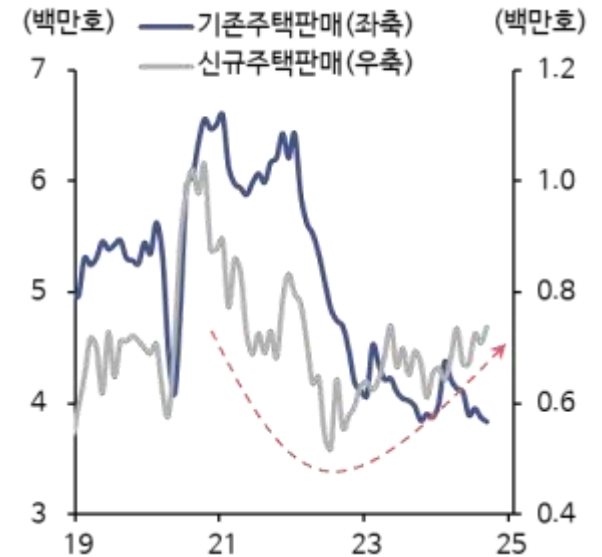
서비스 PCE 물가 하락, 주거비 하락세



자료: LSEG, 신한투자증권



미국 주택경기 바닥 통과 중



자료: LSEG, 신한투자증권



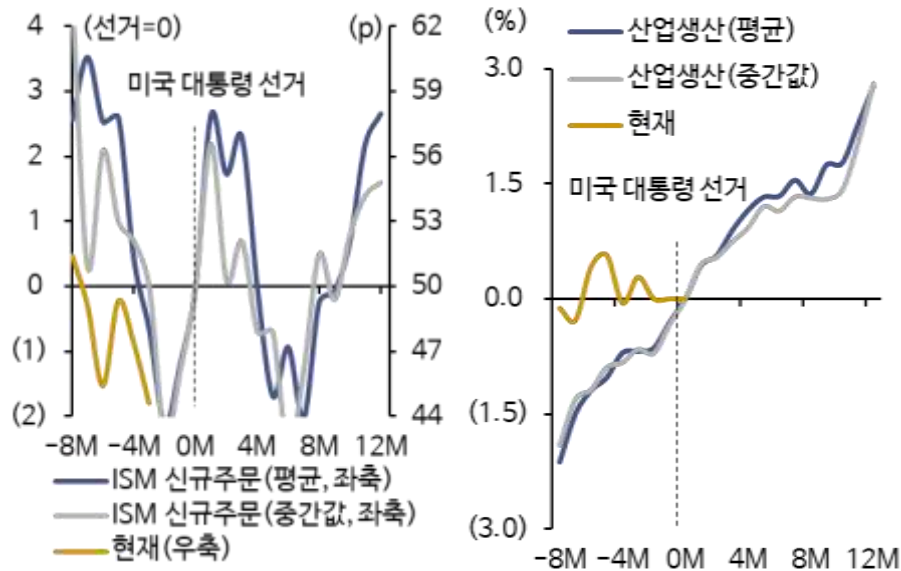
# 2025년 주식시장 환경 1) 순환적 요소



## 기업들 미뤘던 투자도 2025년 재점화 → 설비투자 재개

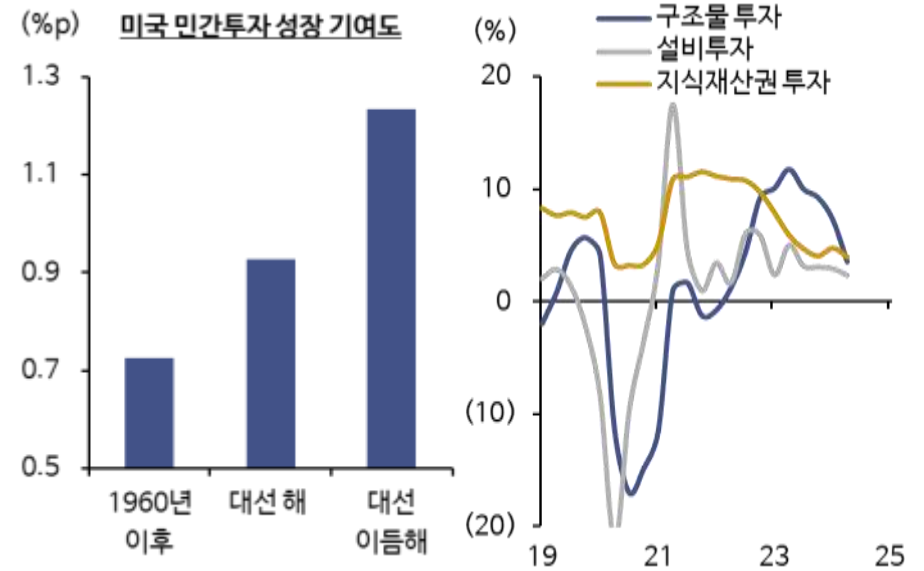
- 2024년 하반기 기업들의 투자 수요 중단 관찰. 4Q 미국 대선 전후 경제 정책 불확실성으로 투자 및 생산 모멘텀 약화  
 : 1984년 이후 미국 대통령 선거 국면에서 제조업 신규주문 주춤. 대선 종료 후 1년간 모멘텀 다시 확대되는 패턴  
 : 올해는 미국 산업생산까지 영향 받았던 상황. 미국 경제 정책 불확실성 완화 이후 투자와 생산 등 수요 재개 전망
- 미국 민간투자 성장 기여도는 대선 이듬해 최대치. 구조물 투자 모멘텀 약화 이후 설비투자로 바톤 터치 지연된 상황  
 : 2025년 설비투자 및 지식재산권 투자 확대 시 관련 산업(IT, 산업재, 경기소비재) 이익 신뢰성 제고 전망

정책 불확실성 완화 이후 투자 수요 재개



자료: LSEG, 신한투자증권  
 주: 1984년 이후 기준

미국 민간투자 성장 기여도, 민간투자 세부 지표



자료: 금융감독원, LSEG, 신한투자증권

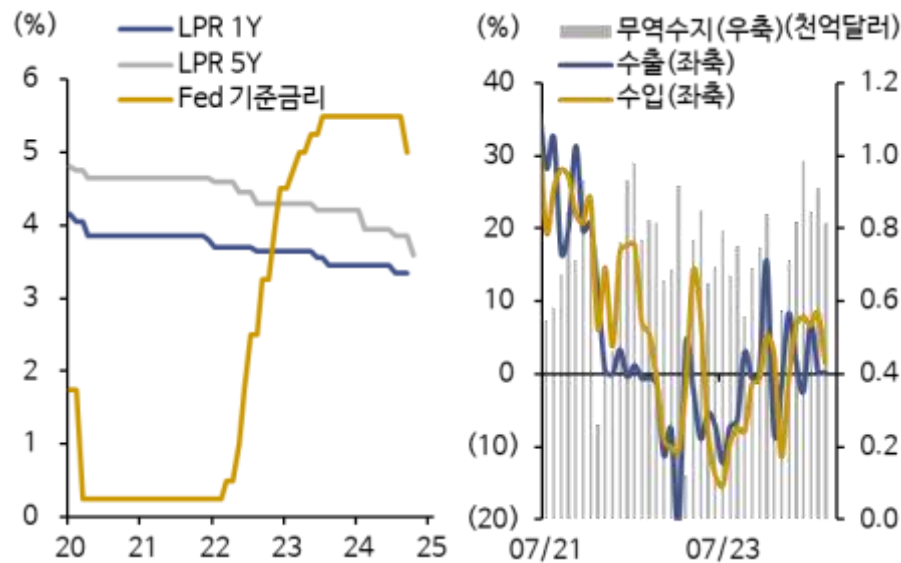
# 2025년 주식시장 환경 1) 순환적 요소



## 세계 주식시장 변곡점 형성할 중국 역할론 1) 통상 정책

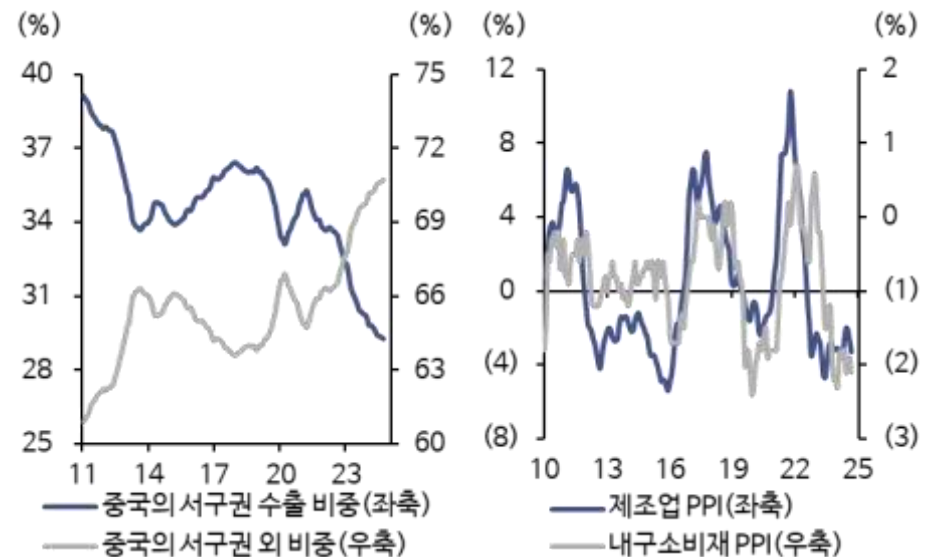
- 중국은 2024년 9월 정책 전환 시행. 디레버리징과 리스크 관리에서 탈피해 통화 및 재정정책으로 주가와 경기 부양 의지 확인 : 변화 배경은 1) Fed 통화정책 전환으로 숨통 트였고 2) 경상수지 확보 정책이 통상마찰로 어려워졌으며 3) 세계 경기 둔화 때문 : 2024년 상반기 저가 수출 공세 및 선제적 수요 대응으로 경상수지 확보했으나 미국, 유럽 관세 부과 조치로 미래 전망 불투명
- 중국은 미국, 유럽 외 비서구권 교역 비중 확대, 저가 수출로 디플레이션 타국에 수출. 재화 물가 안정화에 영향 줬다고 볼 수 있겠으나 세계 시장에서 중국과 경쟁하거나 수입 비중 높은 국가에 부정적으로 영향. 대표적으로 한국 반도체 및 구경제 산업으로 판단

### 중국의 정책 전환



자료: LSEG, 신한투자증권

### 중국 통상정책 근간: 비서구권 수출 확대 및 디플레 확산



자료: LSEG, 신한투자증권

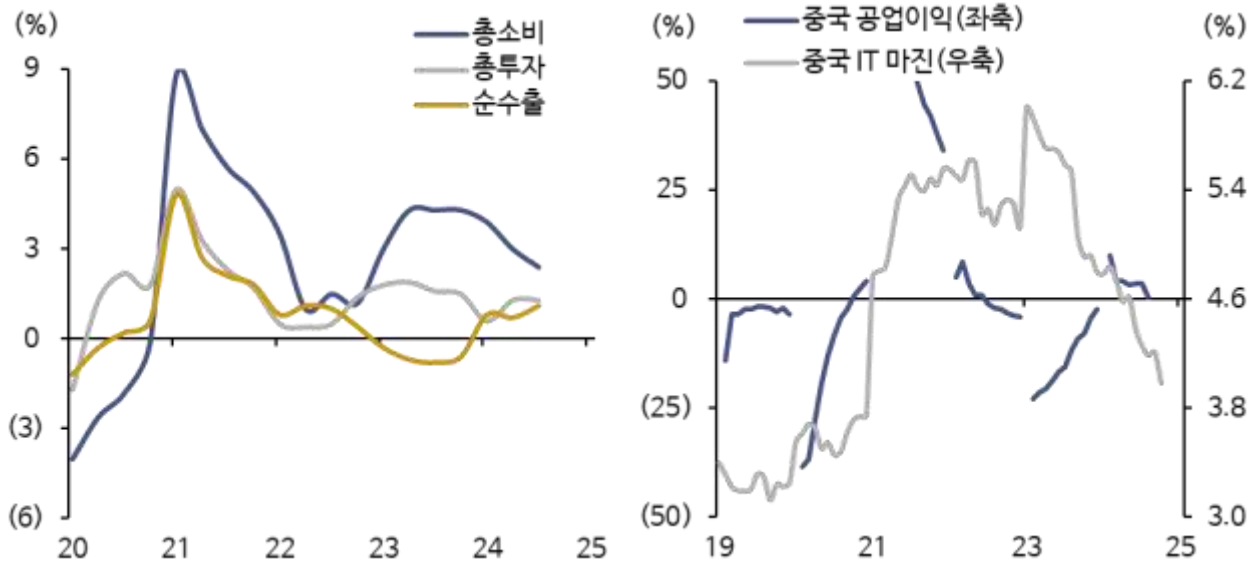
# 2025년 주식시장 환경 1) 순환적 요소



## 세계 주식시장 변곡점 형성할 중국 역할론 2) 소비 경기

- 중국 디플레이션 수출 원인은 부족한 소비 경기. 외식 중심 소비로 집중된 탓에 디플레이션과 제조업 재고 증가 불가피했던 상황
- 중국 저마진, 디플레이션 수출은 중장기 관점에서 지속되기 어려운 상황. 중국 공업이익 급감과 IT, 자동차 기업 마진 축소 전개
- 2025년 중국 성장률 전망치 주요국 중 여전히 가장 높고 성장 기여 견인. 중국 정부 정책이 경기 부양인지, 리스크 관리에 그칠지 여부 따라서 2025년 세계 주식시장 기업이익 신뢰성 판가름. 통화 및 재정 부양책 구체적으로 확인 시 디플레이션 수출 공포 완화 가능

중국 수요 성장 기여도, 중국 공업이익과 IT 마진



자료: LSEG, 신한투자증권

미국 소비자물가와 중국 생산자 물가



자료: LSEG, 신한투자증권

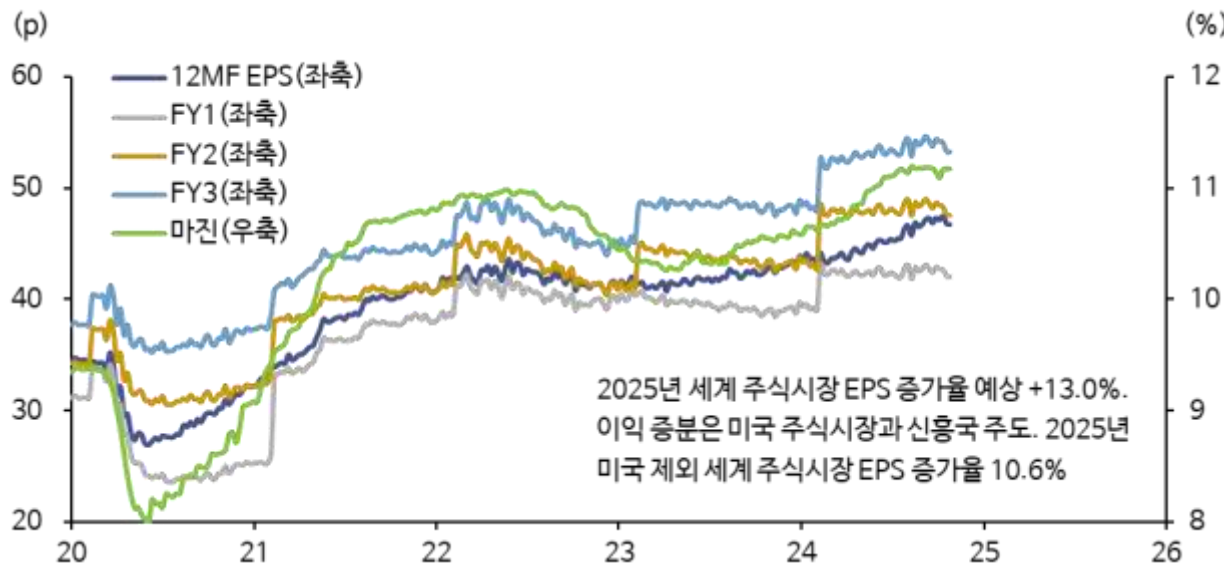
# 2025년 주식시장 환경 1) 순환적 요소



## 세계 주식시장 2025년 이익 증가율 +13.0%, 미국과 신흥국 기업 주도

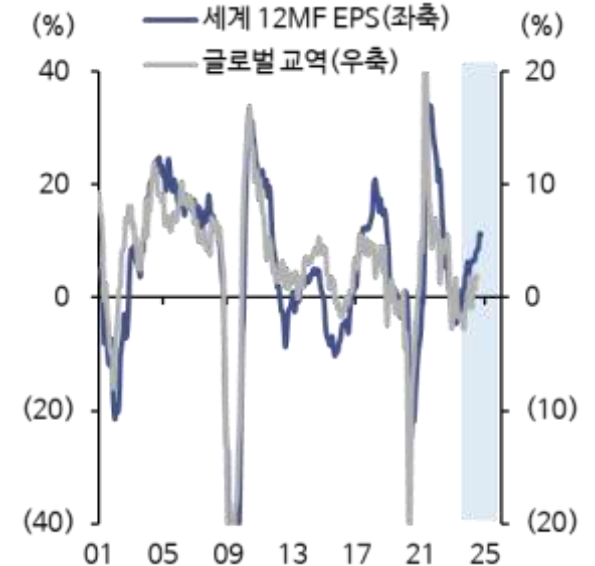
- 세계 주식시장 12MF EPS는 2023년 바닥으로 모멘텀 개선 중인 국면. 2025년에도 전년대비 +13%, 2026년 11.9% 예상
- 2025년 세계 주식시장 이익 견인하는 주체는 IT 중심 미국과 신흥국. 신흥국 EPS 증가율 15.5%로 상위 포진  
: 미국 제외 글로벌 주식시장 12MF EPS 증가율 10.6%도 하락. 전통적 교역과 기업이익 간 상관관계 과거에 비해 약화
- 이익 최근 하향 조정 중이나 마진 전망 공고한 점과 경착륙 위험 약화 고려 시 추세적이지 않을 것으로 기대. 중국 역할론 핵심 변수

MSCI Ac World 12MF EPS: 2025년 13% 이익 성장 기대



자료: LSEG, 신한투자증권

글로벌 기업이익 전통적 관계 약화



자료: LSEG, 신한투자증권



# 2025년 주식시장 환경 1) 순환적 요소



## 이익 주도력은 IT, 헬스케어 주도 속 투자(소재, 산업재) 중심, 투자 사이클 재개 시 신뢰성 확보

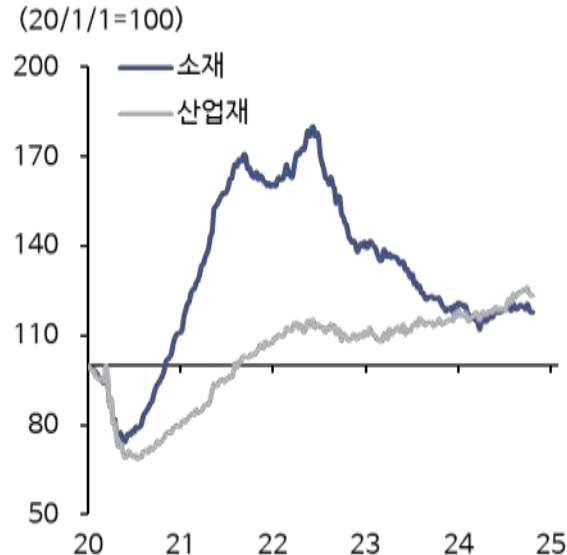
- 세계 주식시장 2025년 이익 증가율 견인 섹터는 IT, 헬스케어, 소재 중심으로 구성. 각각 20.6%, 18.4%, 15.8% 전년대비 증가 전망 : 커뮤니케이션 EPS 증가율 15.1%와 동시에 고려 시 2025년 IT 내에서도 반도체와 소프트웨어 중심 역할론 중요할 전망
- 투자 관련인 소재 및 산업재 각각 15.8%, 11.9%로 여전히 두 자릿수 성장률 기대. 미국 대선 이후 투자 사이클 재개 시 이익 신뢰성 확보
- 중국 소비 경기 영향으로부터 민감한 IT 및 경기소비재 이익 전망 신뢰성 확보 여부 중요. 경기소비재 EPS 증가율 예상치 12.4% 기록

글로벌 기술주 이익 경로



자료: LSEG, 신한투자증권

글로벌 투자주 이익 경로



자료: LSEG, 신한투자증권

글로벌 소비재 종목 이익 경로



자료: LSEG, 신한투자증권

# 2025년 주식시장 환경 2) 미 대선 후 새로운 질서



## 2024년 미국 대선 이후 투자자 관심은 새로운 질서로 진입

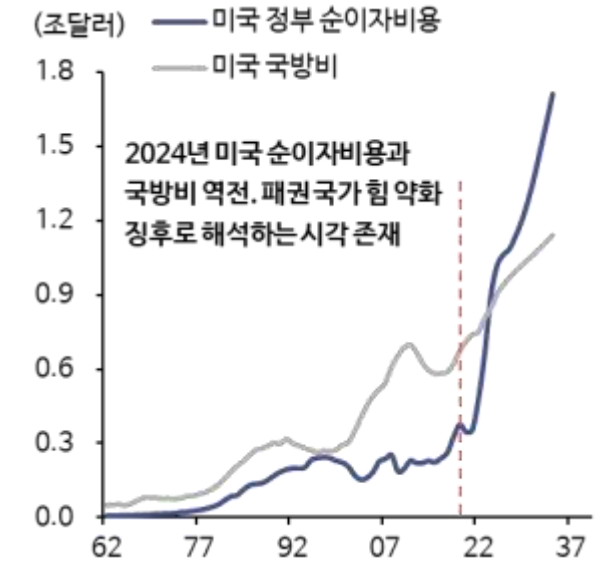
- 미 대선은 당사국 미국은 물론 세계 대부분 국가에 영향 미치는 중요한 글로벌 이벤트로 인식
- 이번 미국 대선은 현직 대통령 중도 후보 사퇴, 전임 대통령 재출마 등으로 여러 이슈 물고 온 상황. 중장기 관점에서는 팬데믹 이후 다시 낮아지고 있는 성장 전망 어떻게 제고할 수 있을지, 미국과 중국의 장기 패권 전쟁 중장기 방향성 결정할 변수로 인식되는 상황
- 대선 후보 정책 공약은 많은 부분에서 뚜렷한 차이 보이고 있어 결과에 따라 변화 초래 가능성. 여기에 재정지출 관련 입장 차 있어 대통령 선거 직후에도 채권시장 및 주식시장 경유한 급변동 발생 가능. 과거 대선 불복 시사 또는 수검표 요구에 따른 장기화 사례도 존재

### 2024년 미국 대선 후보별 정책 구조도

분야	도널드 트럼프 (Donald Trump) 공화당 대통령 후보	카멀라 해리스 (Kamala Harris) 민주당 대통령 후보
추가 재정적자	7.5조달러	3.5조달러
2035년 부채비율	142%(중간 경향)	133%(중간 경향)
핵심 공약 사항	세율 인하, 국방비 증액	헬스케어, 교육 정책
통상 정책 시각	통상 마찰, 고율 관세	중국 견제, 전략산업 지원
동맹국 정책	신흥국으로 통상마찰 확대	동맹국 규합해 중국 견제
국제 질서	아시아 회귀 주의	다자주의 통한 균형
에너지	화석 에너지 공급 확대	IRA 준수, 신재생 탄력

자료: 신한투자증권

### 중장기 패권 이동의 전조일까?



자료: LSEG, 신한투자증권

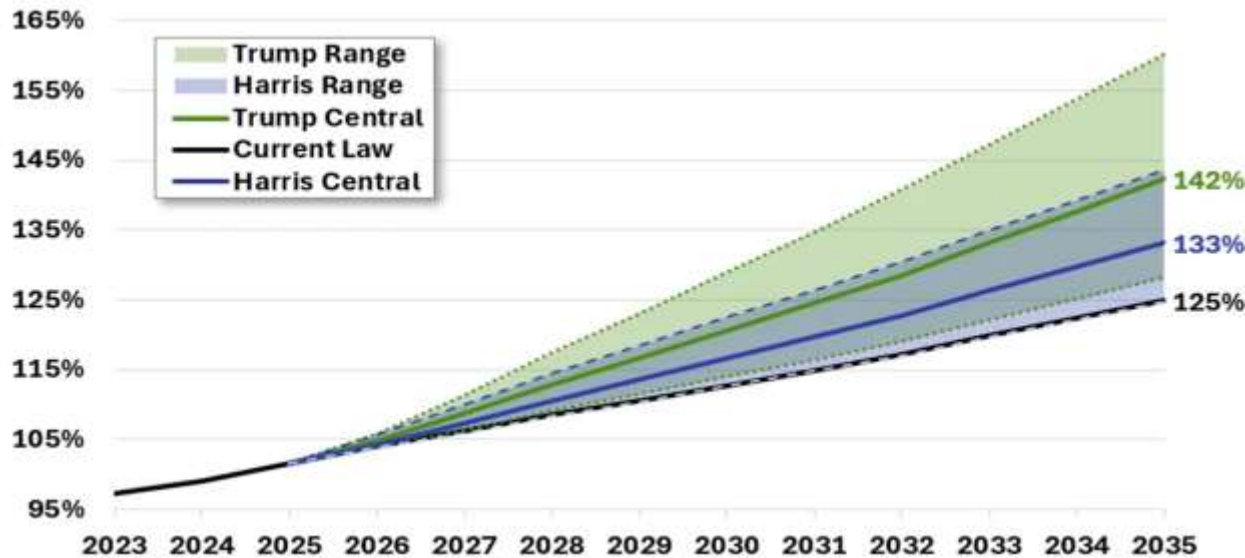
# 2025년 주식시장 환경 2) 미 대선 후 새로운 질서



## 트럼프, 해리스 캠페인 계획의 재정적 영향

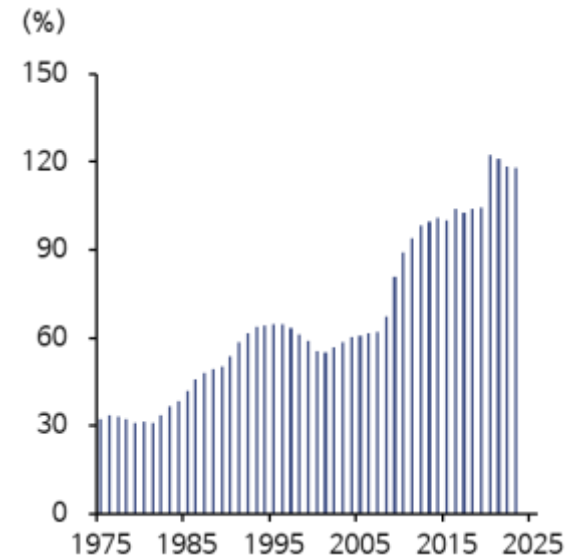
- 미국 대통령 선거 이후 기록적 부채 수준, 대규모 구조적 적자, 이자 부담, 부채한도 협상 등 재정 리스크에 직면할 가능성 지배적  
: 국가 부채는 경제성장률을 낮추고 장기금리를 높일 수 있으며 직접적으로 국가안보 약화에 영향. 과거 패권 소멸국에서 공통 반복
- CFRB(Committee for a Responsible Federal Budget) 추산에 따르면 트럼프와 해리스 캠페인 계획에 의한 미국 정부부채 비율은  
현행 법적 한도 초과할 전망. 2035년 현행 125%에서 트럼프 또는 해리스 집권 시 각각 142%, 133%에 도달 예상  
: 이는 중립적 가정이며 고비용 추정 시나리오에 따르면 해당 비율 각각 160%, 144%로 상승할 전망

트럼프, 해리스 후보 캠페인에 따른 향후 10년 GDP 대비 미국 정부부채 비율



자료: CRFB, 신한투자증권

미국 GDP 대비 정부부채 비율



자료: LSEG, 신한투자증권

# 2025년 주식시장 환경 2) 미 대선 후 새로운 질서



## 재정지출 항목에서 뚜렷하게 드러나는 트럼프, 해리스 공약 차이

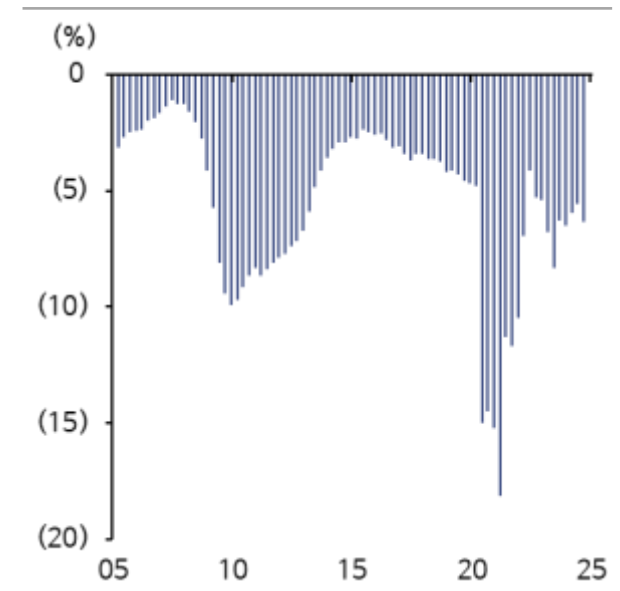
- CFRB, 트럼프와 해리스 공약에 따른 2025~35년 재정적자 각각 7.5조달러, 3.5조달러 증가 추산. 재정지출 확대보다 세금감면 공약 통해 재정적자 확대 전망(트럼프 10.2조달러, 해리스 7.3조달러). 트럼프는 일자리법(TCJA) 및 소득세 인하에서 결정적 차이 : TCJA, 트럼프 행정부 당시 연방 법인세율 15~35%에서 21%로 단일 세율로 인하. 개인소득세율 2~3%p 인하 : 해리스는 트럼프와 유사한 방식의 세금감면 시사했으나 헬스케어 및 교육지원 정책에서 차별점 보여. 트럼프 국방비 4천억달러 증액
- 재정 개선 요인으로 기업 및 고소득자 증세(해리스, 4조달러), 관세 인상(트럼프, 2.7조달러)에서 차이 발생했으나 상대적으로 작은 수준

### 후보별 2026년-2035년 예산에 따른 적자 증가/감소액 추정치

항목 (십억달러)	해리스	트럼프
세금 감면 및 일자리법(TCJA)의 일부 연장 및 수정	(3,000)	(5,350)
개인 소득세 인하 및 세제 혜택 확대	(1,600)	(3,600)
법인세 인하 및 세제 혜택 확대	(150)	(200)
헬스케어, 장기 요양을 위한 자원 마련	(750)	(150)
국방비 증액		(400)
유급휴가, 유치원 등 보육 및 교육 지원	(1,400)	-
이민 제한 및 국경 보안 강화	(100)	(350)
주택 관련 지출 및 세제 혜택 증가	(250)	(150)
<b>총합: 적자 확대 정책</b>	<b>(7,250)</b>	<b>(10,200)</b>
기업 및 고소득층에 대한 세금 인상	4,000	-
관세 인상	-	2,700
기타 지출 및 세금 감면 축소	250	1,000
<b>총합, 적자 감축 정책</b>	<b>4,250</b>	<b>3,700</b>
순이익	(500)	(1,000)
<b>총계: 순 적자 영향</b>	<b>(3,500)</b>	<b>(7,500)</b>

자료: CRFB, 신한투자증권

### 미국 GDP 대비 재정적자 비율



자료: LSEG, 신한투자증권



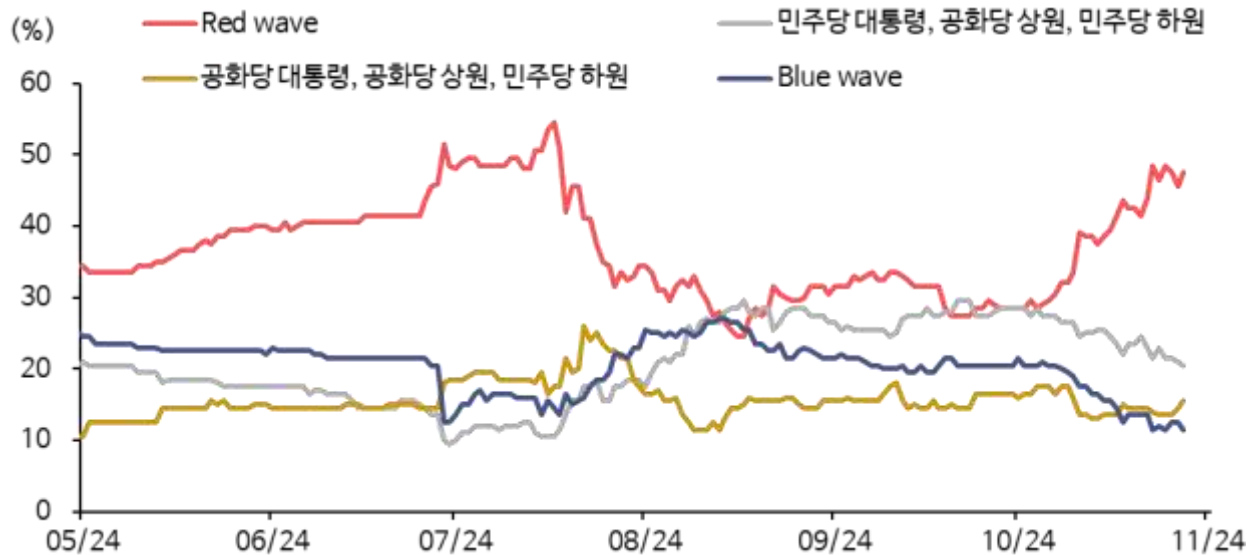
# 2025년 주식시장 환경 2) 미 대선 후 새로운 질서



## 대선 이후 단기적 변동성은 Red 혹은 Blue wave 때 강화

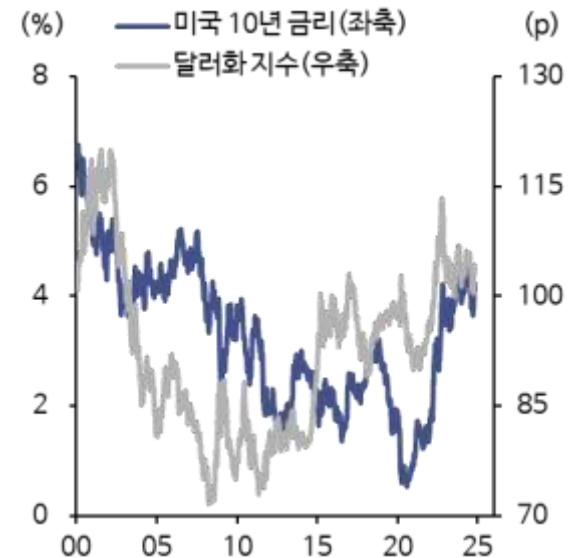
- 공화당과 민주당 대통령 후보 공약이 모두 정부부채와 재정적자 규모 확대하기 때문에 단기적 금융시장 방향성 크게 다르지 않을 전망  
: 미국 의회는 강력한 조세 법률주의 통해 행정부 견제 권한 보유. 대통령과 상하원 동시에 장악하는 경우와 아닌 경우에 따라 다른 반응
- Polymarket, 2024년 10월 중순부터 Red wave(공화당 상하원 및 행정부 장악) 가능성 높게 점쳐. 이에 트럼프 트레이드 재점화  
: Polymarket은 이번 대선 기간 중 일론 머스크로부터 홍보 대상되며 급격하게 인지도 확대. 파생상품과 같은 베팅 가능한 장점  
: 단기적 관점에서는 장기금리 상승, 달러화 강세 등 트럼프 트레이드 영향력 재점화된 탓에 선반영됐을 가능성 염두에 둘 필요

### 2024년 미국 대통령 및 의회 선거 시나리오별 확률



자료: Polymarket, 신한투자증권

### 미국 장기금리 및 달러화 추이



자료: LSEG, 신한투자증권

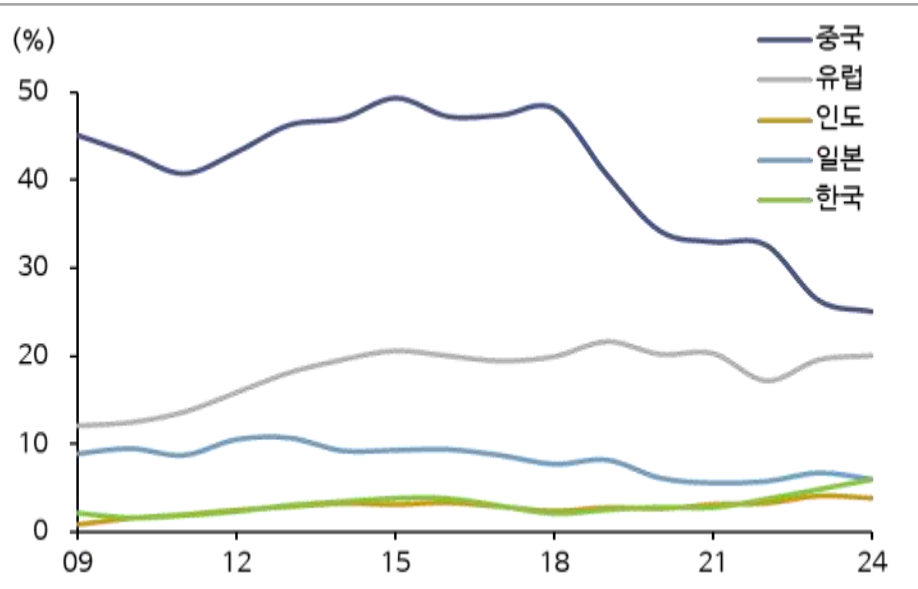
# 2025년 주식시장 환경 2) 미 대선 후 새로운 질서



## 미국 대선 이후 질서 1) 통상 마찰

- 트럼프 재집권시 현재의 비상호적 무역구조로 발생한 미국 무역수지 적자문제 우선 대응 방침. 미국 보수 정가, WTO 최혜국 대우 조치로 인해 광범위한 상품에 낮게 부과하는 비대칭적 수입 관세율 원인으로 지목 → 상호무역법 입법화 주장 힘 얻을 전망  
: 상호무역법 입법화 시 미국 대상 무역수지 큰 국가 순으로 통상마찰 확대 전망
- 해리스 당선 시 바이든 정부 정책 기조 계승. 대중 디리스팅, 다자간 및 동맹, 파트너와 협력 강화(IPEF 등). 기존 전략산업인 반도체, 헬스케어, 2차전지 및 전기차, 희토류 산업 집중 육성. 인프라법, IRA, CHIPS 활용해 전략산업 분야 미국 중심 공급망 확보 흐름 지속

### 미국의 무역수지 적자국 점유율 추이(주요국)



자료: LSEG, 신한투자증권

### “2025 Mandate for Leadership” 무역 부문 주요 내용

저자	주요 내용
피터 나바로	<ul style="list-style-type: none"> <li>- (1) 불공정하고 비호혜적인 WTO 체제로 인한 미국의 무역수지 적자 확대와 이를 시정하기 위한 미국 상호무역법 입법화 주장</li> <li>- (2) 경제적 강압, 물리적 및 사이버 기술 탈취, 정보 수집, 정부 주도 기술 추구형 투자 등을 통한 중국의 경제적 공세에 대한 견제</li> </ul>
켄트 라스만	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 시장 개방을 중심으로 하는 보수적인 통상정책에 대한 관점 대변</li> <li>- 무역법 232, 301, 301조 관세 폐지, 공급망에서 불필요한 규제 제거, 우방국과 상호 인정 정책 수립, 존스법 폐지, WTO 분쟁해결절차 복원, TPP 재가입 및 IPEF의 통상 부문 강화</li> </ul>

자료: The Heritage Foundation, 산업연구원, 신한투자증권

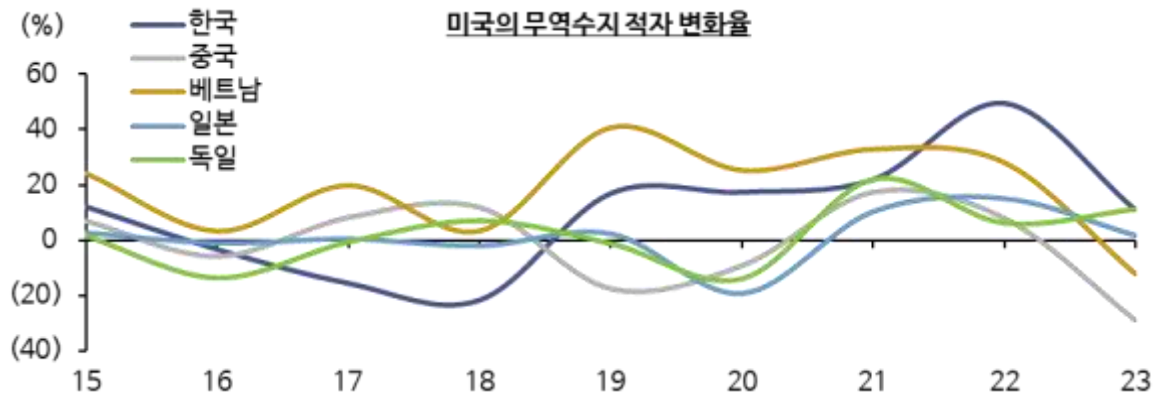
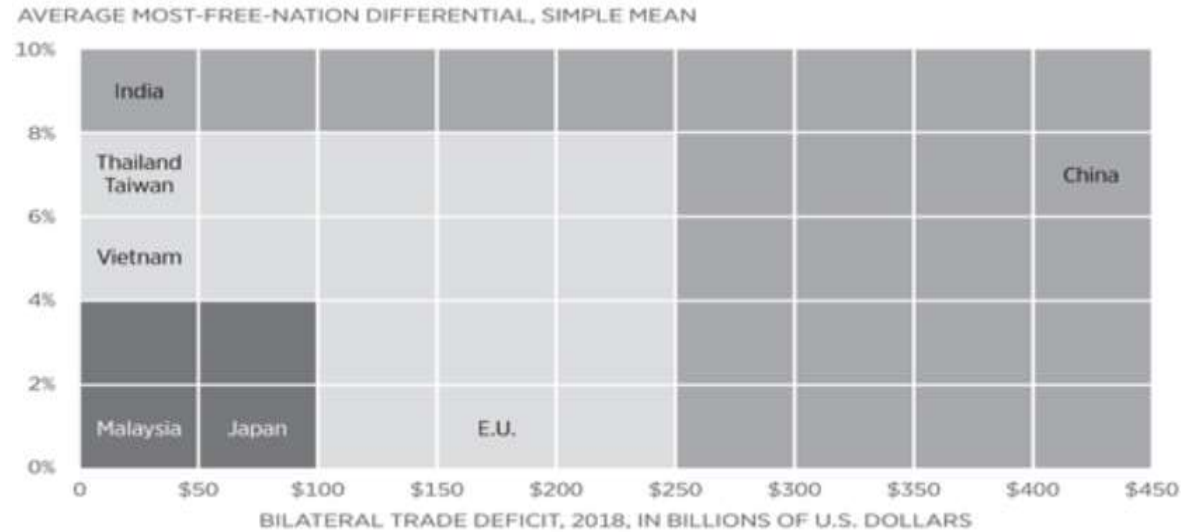
# 2025년 주식시장 환경 2) 미 대선 후 새로운 질서



## 미국 대선 이후 질서 2) 전장 변화

- 트럼프 행정부 출범 시 통상 정책 관련 주요 전장 1기 때 중국, 유럽이었지만 베트남, 인도, 태국 등 신흥국 전반으로 확대될 가능성
- 트럼프 1기 행정부 당시 미중 무역분쟁 겪었고 팬데믹 이후 상황 변화. 주요 다국적 기업 생산기지 인도 및 동남아시아 국가로 재편(탈중국 영향). 특히 베트남 대미국 수출 및 무역수지 증가. 미국 보수계에서는 해당 신흥국 무역수지 개선 필요성 제기하고 있는 상황. 대표적으로 헤리티지 재단 제안
- 트럼프가 여기에 대해 100% 동의하지 않았고 선거 기간 중 헤리티지 재단 보고서와 거리 두려고 노력. 그러나 보고서 작성자들은 트럼프 행정부 전직 관리 다수 포진해 있어 정책 유사성 없다고 보기 어려워

교역대상국 무역수지 적자규모와 관세율 격차 매트릭스, 무역수지 적자 변화율



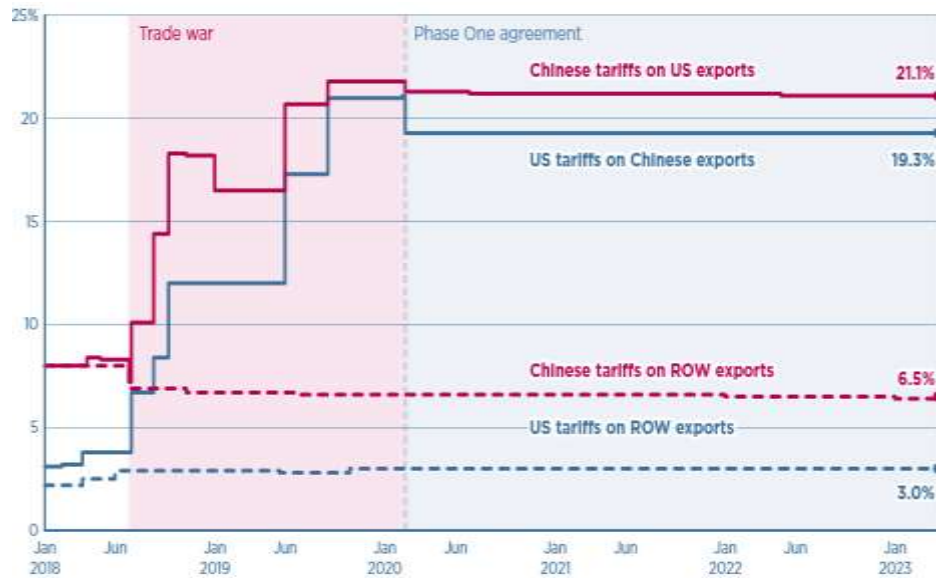
자료: The Heritage Foundation, LSEG, 신한투자증권

# 2025년 주식시장 환경 2) 미 대선 후 새로운 질서



## 미국 대선 이후 질서 3) 자국 우선주의

- 미국 통상 정책 및 국제 구도는 점차 다자주의 질서에 기반한 자유무역 기조에서 자국 중심 보호무역 기조 선회. 중국과 무역확대로 인한 제조업의 쇠퇴 및 노동자 계층 경제적 어려움이 미국 정가에서 주목받는 상황. 바이든 행정부에서도 대중 관세 대부분 유지
  - WTO 신뢰 하락, 냉전 종식에 따른 국제질서 유지 유인 감소도 미국 통상기조 및 국제 구도 정책 변화 요인으로 작용. WTO가 중국 중상주의 및 경제적 강압에 제대로 대처하지 못했다는 인식 팽배. 자국 우선주의 기조 정도 차이 있겠으나 변함 없으며 FTA도 위협 : 해리스와 트럼프 모두 미국 노동자 권익 보호에 높은 가치 부여한다는 점에서 최근 통상기조 상당 부분 유지될 것으로 예측 : 트럼프 모든 국가에 10% 관세 부과, 중국 대상 60% 고율관세 부과 방침. 미 사법부 개입은 무역관련 행정부 조치 무효화 어려워
- 미중 무역분쟁 이후 관세 변화: 바이든 행정부에서도 관세율 유지**



자료: PIIE, 신한투자증권

## 중국 대상 통상 정책 공화당, 민주당 입장 차이

	트럼프	해리스(바이든 정책 계승)
원칙	무역수지 적자 개선 집중	반도체 등 첨단기술 영역 집중
수단	관세	대중 반도체 수출통제 입법 통한 자국 산업 정책 등 다양한 수단 활용
동맹국 활용	양자주의 기반으로 활용도 낮음	다자주의, 동맹과 협력 중시
중국 시각	반드시 이겨야 한다	관리되어야 한다
무역 인식	제로섬 게임	무역 참가국 더 나은 결과 획득 가능

자료: 신한투자증권

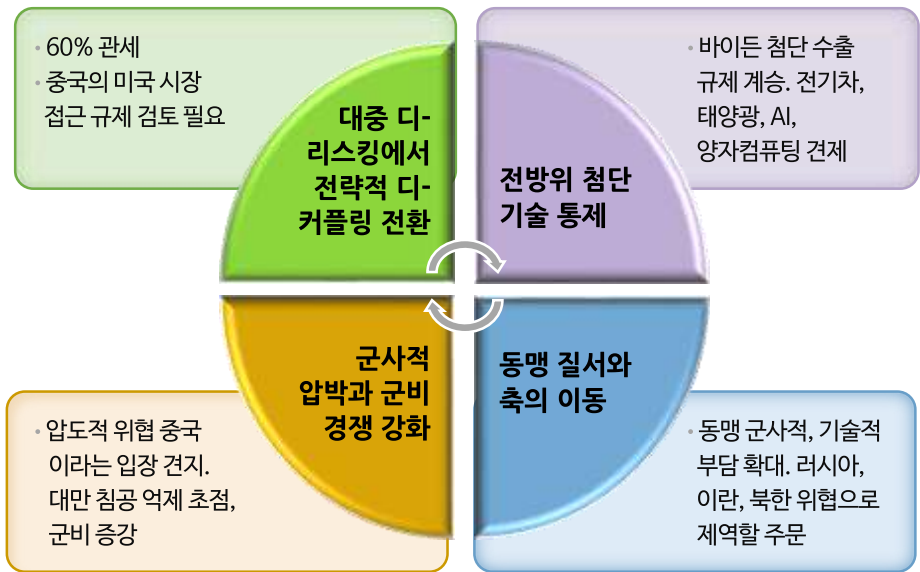
# 2025년 주식시장 환경 2) 미 대선 후 새로운 질서



## 미국 대선 이후 질서 4) New pivot to Asia

- 트럼프 2기 출범 시 미국 핵심이익 아시아에 있음을 규정하고 미국 자원 배분과 미래 질서 결정할 전략 축 아시아로 이동 전망  
: 러-우크라 전쟁 중임에도 21세기 미국에 가장 큰 위협 중국이라는 입장. 미국이 유럽에 병력 뭉치면 중국 패권 억제 불가하다는 견해
- 미국이 중국과 아시아에 집중할 가능성 높아진 상황에서 유럽 홀로서기 필요성 제기. 유럽은 국가력 강화, 기술주권 확보, 유럽 우선주의 논의 동시에 부상. 프랑스 마크롱 대통령은 독립된 초강대국화 길 걷자고 주장하는 등 국제 사회 중심 축 이동(New Pivot to Asia)  
: 따라서 중국 패권 억제와 완전히 결부되지 않는 지역의 문제는 미국 불개입주의 또는 재래 병력 투입하지 않는 소극적 관여 지속

### 트럼프 2기 출범 시 추진할 국제 질서



자료: 신한투자증권

### 미국의 국제 질서: New pivot to Asia



자료: 중앙일보, 신한투자증권



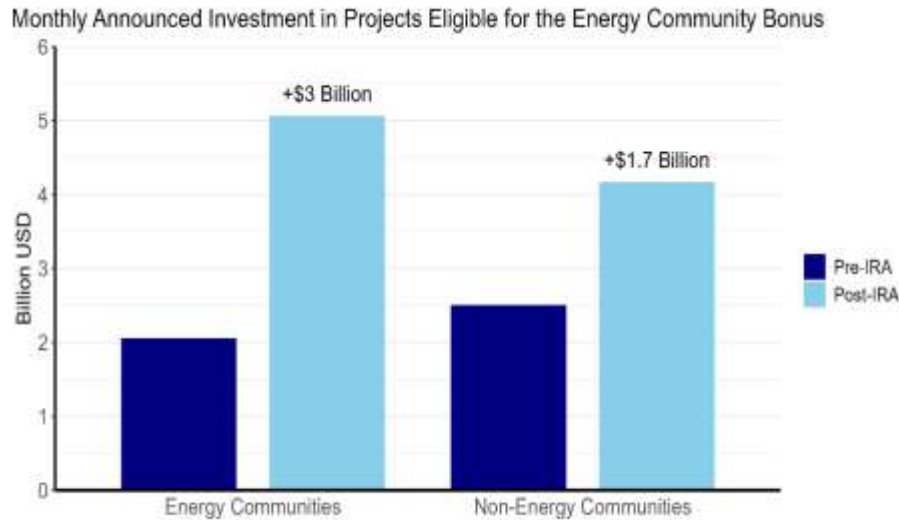
# 2025년 주식시장 환경 2) 미 대선 후 새로운 질서



## 미국 대선 이후 질서 5) 에너지 패러다임 전환 속도 약화

- 에너지 정책은 대선 결과에 따라 가장 극명하게 엇갈릴 수 있는 분야. 해리스는 바이든 정부 에너지 정책 계승하면서 IRA를 비롯한 기후변화 대응 정책 유지 및 탄력성 띠 가능성. 트럼프 당선 시 파리기후협약 재탈퇴 및 IRA 수정, 전기차 세액공제 폐기 입장
- 트럼프 에너지 정책 비교적 뚜렷한 입장임에도 불구하고 IRA 전면 폐기는 정치적으로 어려운 결정. IRA에 따른 신재생 에너지 투자가 전통 화석연료 사용량 많은 지역이고 저소득층의 소득 증대에 실질적으로 도움 제공하고 있기 때문. 의회 견제 및 내부 반발 예상 : 원유 생산 확대, 신재생 에너지로 의무 전환 약화 등은 가계 구매력 창출과 소비 여력 증대에 우호적으로 영향 미칠 가능성

### IRA 신재생 에너지 투자 집중 현황



자료: 미국 재무부, 신한투자증권

### 국제유가와 미국 가계 소비 성향



자료: LSEG, 신한투자증권

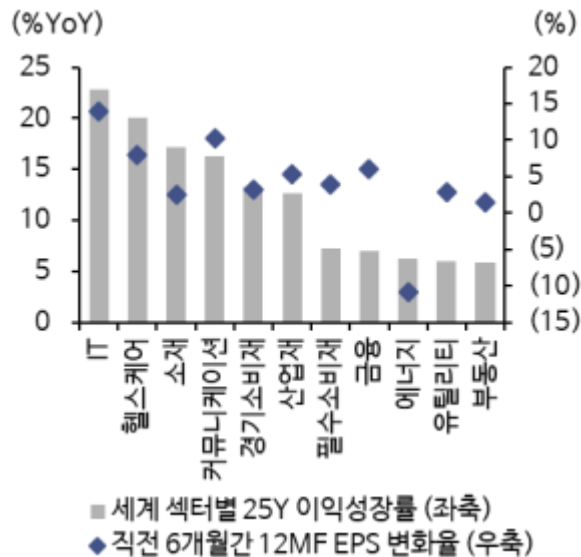
# 2025년 주식시장 환경 3) AI 주도력 유지



## AI가 2025년에도 '계속' 주식시장을 지배할 수 있을 것인가?

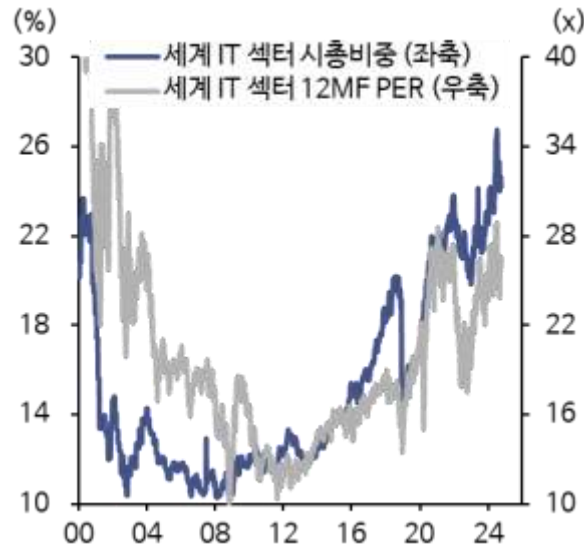
- 2025년 세계 주식시장을 선도할 업종으로 여전히 AI와 IT가 지목받는 중  
: IT 섹터의 내년 이익 증가율은 23.3%로 내년 세계 이익 증분의 28%를 설명할 전망. 가장 빠른 속도의 12MF EPS 증가세를 구가 중
- 명백한 이익 개선 흐름에도 불구하고, 과연 내년에도 주가 주도력을 유지할 수 있을까라는 시장의 의구심 존재  
시장의 우려: 1) 닷컴 버블에 근접한 IT 섹터의 밸류에이션은 버블 논란을 상기. 지난 2년간 집중됐던 쓸림도 추가적인 고민을 낳게 함  
시장의 우려: 2) 성장 자체는 우월하지만 peak에 근접한 게 아니냐는 우려의 반복. 금년대비 내년의 이익 성장률은 낮아지는 컨센서스

### 내년에도 성장을 주도할 것으로 기대되는 AI



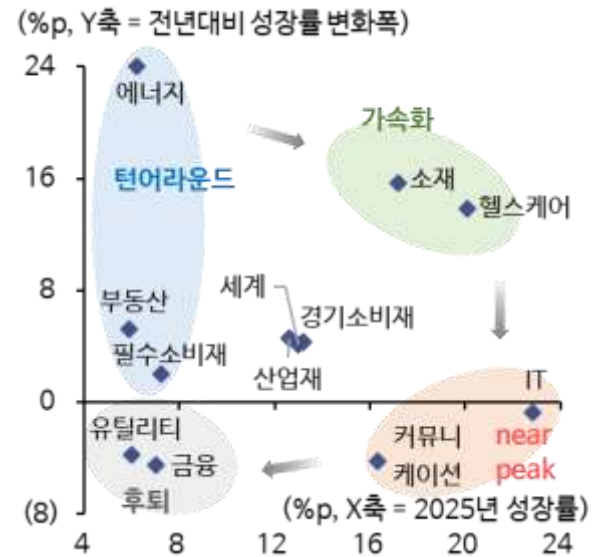
자료: LSEG, 신한투자증권

### 우려: 1) 그러나 비싼데다 쓸림 여전히하고



자료: LSEG, 신한투자증권

### 우려: 2) Peak-out 우려를 넘어설 수 있나



자료: LSEG, 신한투자증권

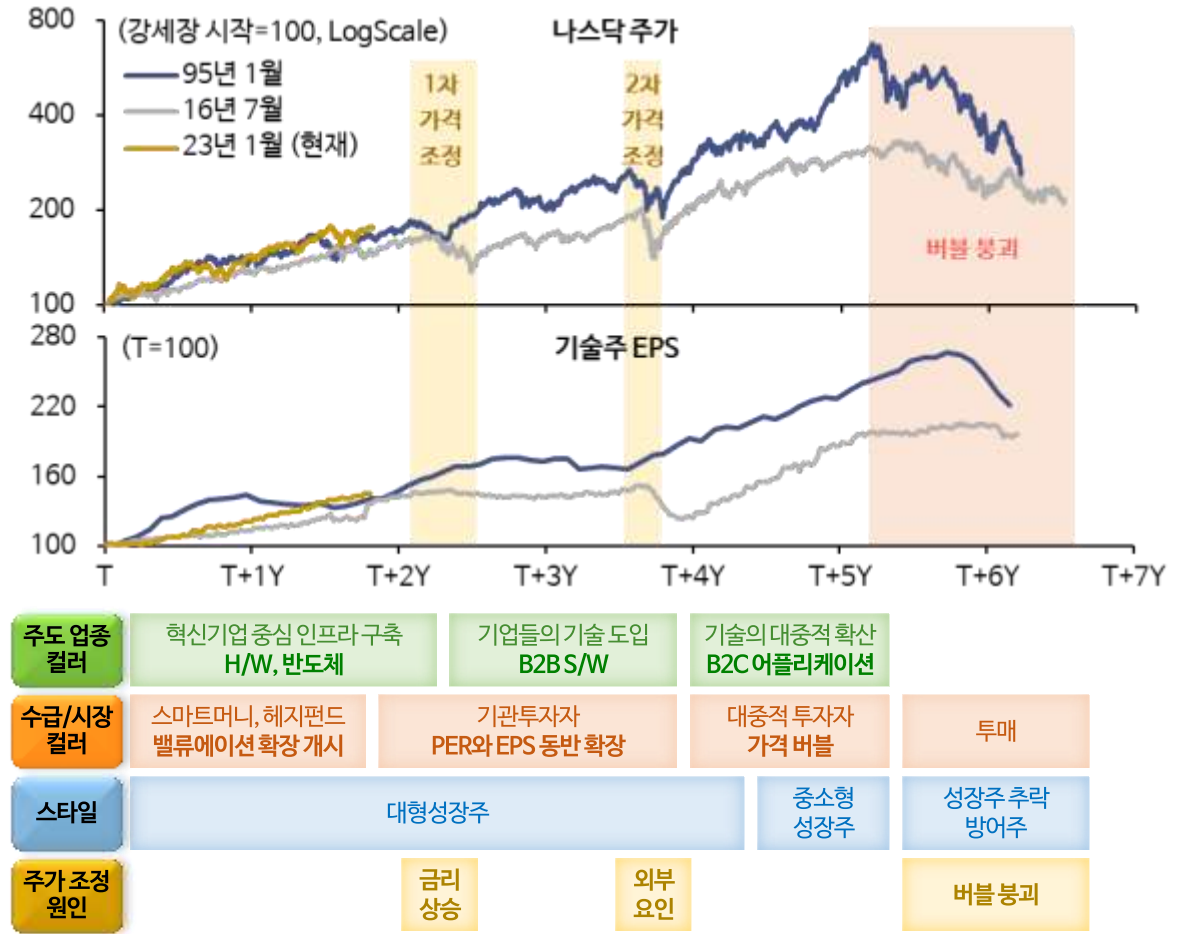
# 2025년 주식시장 환경 3) AI 주도력 유지



## AI, 2025년 뿐만이 아니라 향후 3년간 지배력을 행사할 것

- 그러나 우리는 현재의 AI 사이클이 비단 2025년 뿐만 아니라 향후 3년동안 주식시장에서 지배적인 영향력을 행사할 것이라고 전망
- 과거 굵직한 기술혁신이 주식시장을 주도했었던 90년대 후반과 (닷컴 버블) 10년대 후반 (클라우드)의 궤적을 그대로 따라가는 나스닥
- 비단 주가 궤적 뿐만 아니라
  - ① 주도 업종 컬러의 순서와
  - ② 수급/시장/스타일 컬러의 순서도
 동일하게 진행되고 있다는 정황까지 고려할 필요. 당면한 가격 부담보다 3년 이상의 시계열에서 AI 투자전략을 고민할 시점

## AI, 향후 주식시장에서 3년은 지배력을 행사할 것



자료: LSEG, 신한투자증권

# 2025년 주식시장 환경 3) AI 주도력 유지



## AI 투자 사이클이 밝아나갈 수순: ① B2B H/W → ② B2B S/W → ③ 가격 파괴 → ④ B2C

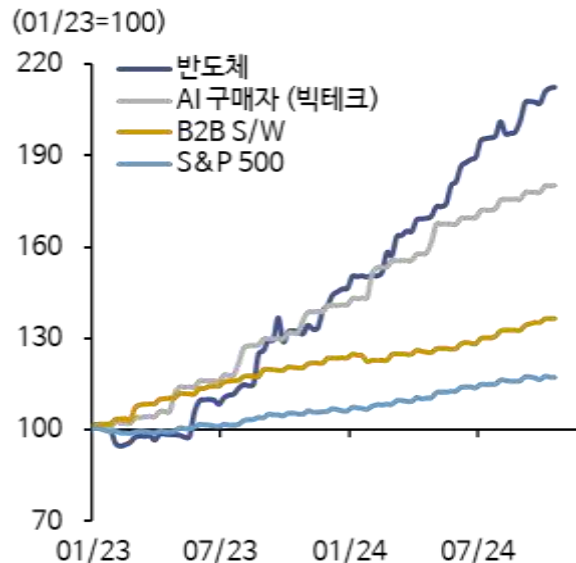
- 2024년말 기준으로, 주식시장 관점에서 AI 사이클의 위치는  
: ① 반도체가 먼저 시세를 분출 → ② 하반기부터 S/W 기업들의 주가 반등 시작 → ③ 아직 B2C 종목은 부재. 중소형주 상승 미미
- 향후 주가 차원에서 AI 사이클 수순을 고민할 필요. 과거 굵직한 테크 사이클들은 정형화된 패턴을 보여준 적이 있었기에 참고할 필요
  - 인프라에 해당하는 H/W의 강세 → 기술혁신으로 기술(특히 H/W)의 가격이 파괴적으로 하락한 후 B2B S/W 강세 → B2C
  - 대형성장주가 3~4년 랠리를 주도하고 → 사이클 막판 중소형 성장주가 1년간 버블에 가깝게 폭등한 뒤 → 버블 붕괴하면서 마무리

AI 산업군별 주가 추이



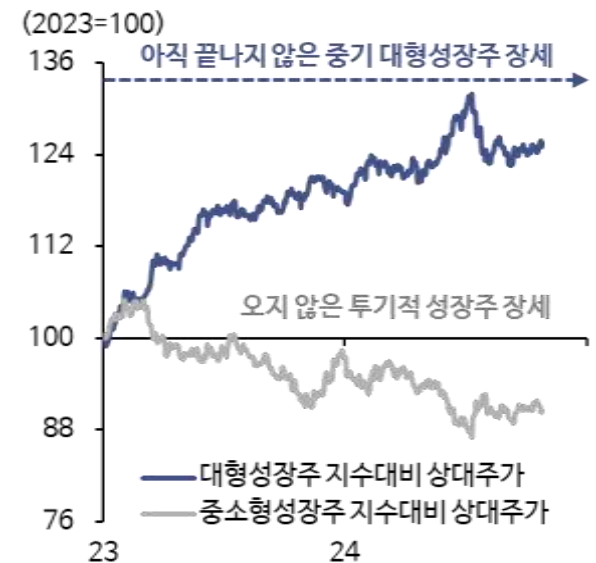
자료: LSEG, 신한투자증권 / 주: B2B S/W = ORCL + IBM + SAP + SNOW + AI + TTD + NOW + CRM + IT

AI 산업군별 12MF EPS 추이



자료: LSEG, 신한투자증권 / 주: B2B S/W = ORCL + IBM + SAP + SNOW + AI + TTD + NOW + CRM + IT

스타일별 주가 추이



자료: LSEG, 신한투자증권

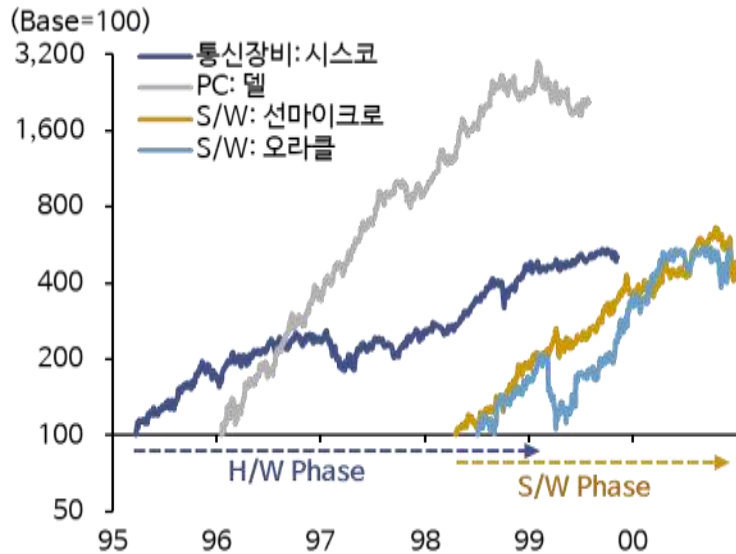
# 2025년 주식시장 환경 3) AI 주도력 유지



## 테크 버블 복기: ① 무어의 법칙 → ② PC, 통신장비 가격 파괴와 수요 급증 → ③ 닷컴 피날레

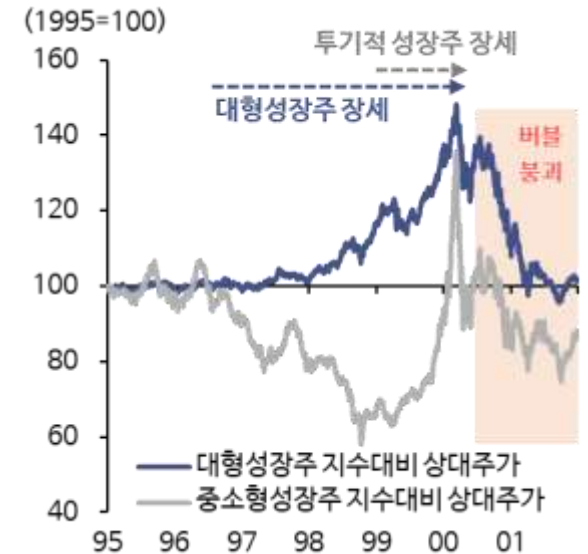
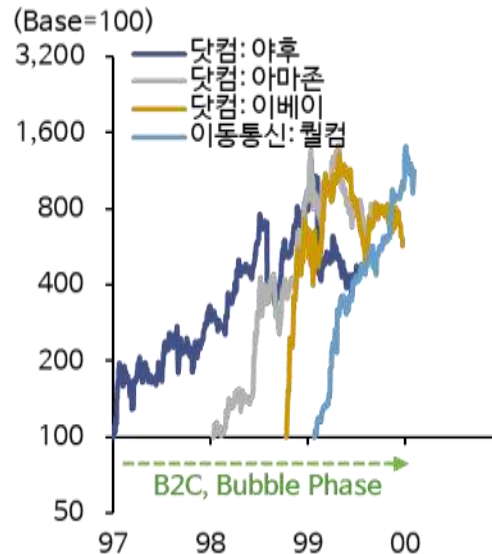
- **Case 1.** 1995년부터 본격적으로 불을 뿜기 시작한 테크 버블
  - : '무어의 법칙'이 작동하면서 PC, 통신장비 등 H/W 가격 파괴적으로 하락. '80~'00 구간 연평균 단가 16% 하락, 수량 40% 증가
  - : 혁신은 수많은 주도주 잉태. 95년 인텔, 시스코 주도주 등장 → 96년 마소, 델 주도주로 등장 → 99년 쉘컴, 선마이크로, 닷컴기업 부상
  - : 버블 중후반부까진 혁신 주도하는 대형성장주의 우위 지속 → 버블 막판 혁신에 '편승하는' 중소형주 1년간 투기적 강세 → 버블 붕괴
- 우리가 참고할 것은 ① H/W의 파괴적 가격 하락이 사이클을 S/W로 이행시키고, ② 중소형주가 1년간 뿜으면 시장이 끝이라는 점

닷컴 버블 시기 주도주 변천사: 나스닥 지수 상대주가 추이



자료: LSEG, 신한투자증권

대형성장주 랠리 → 99년부터 투기주 랠리



자료: LSEG, 신한투자증권



# 2025년 주식시장 환경 3) AI 주도력 유지



## 클라우드 사이클 복기: ① 서버 투자와 메모리 랠리 → ② 클라우드 랠리 → ③ 플랫폼 대거 부상

- Case 2.** 2016년 하반기부터 시작된 FANG 주식들의 랠리라고 쓰고 클라우드라고 읽는 사이클
  - : 사이클 초반부를 주도한 것은 클라우드의 재료에 해당하는 하드웨어, 커머리티 강세. '16 ~ '17년 삼성전자와 하이닉스 랠리
  - : 메모리 가격이 18년부터 하락하자, 비용 부담을 덜어낸 클라우드(AWS, 애저) 기업들의 이익 고성장 부각 → '20년 상반기까지 강세
  - : 팬데믹 이후, 클라우드라는 인프라 위에서 각종 B2C 어플리케이션들이 투기적 초강세를 띄기 시작 → '21년 상반기까지 폭발적 상승
- 이 사이클에서 참고할 것은 ① H/W → S/W → B2C 순으로 사이클이 변화하고, ② 중소형주가 1년간 뿔으면 시장이 끝이라는 점

클라우드 사이클에서 주도주들의 변천사: 나스닥 대비 상대주가 추이



자료: LSEG, 신한투자증권

초반부 대형성장주, 후반부는 투기적 성장주



자료: LSEG, 신한투자증권

# 2025년 주식시장 환경 3) AI 주도력 유지



## 주식시장 관점에서 기술혁신 사이클의 핵심 결과물은 '가격 파괴'. 지금은 어떤가?

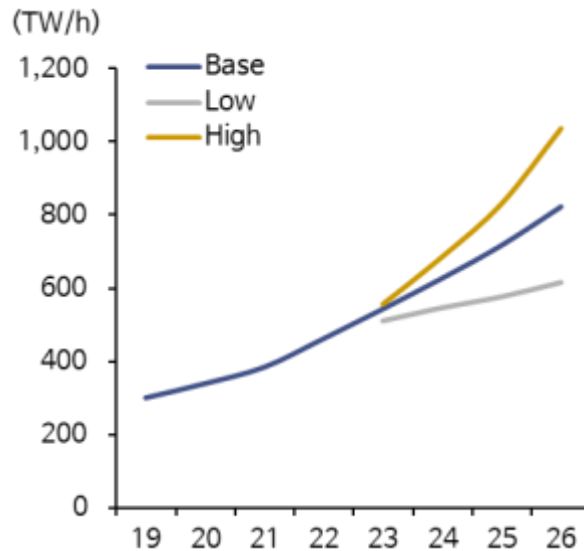
- 앞의 두 사이클을 조망해보면, 주가 차원에서 기술혁신 사이클의 핵심 결과물이자 사이클을 이끌어가는 동력은 가격 파괴  
: 공급이 극도로 제약된 기술혁신 초반부 혁신에 지불하는 가격은 초고가 → 혁신이 가격 파괴를 낳으면 대중화 → 다음 사이클로 전개
- 지금은 어떤가? AI가 확산되고 다음 사이클로 이행하려면 AI를 훈련하고 서버를 유지하는 비용이 낮아져야 하나, 그럴 징후는 전혀 없음  
: 대규모 언어 모델의 훈련비용은, 기업들이 더 강력한 AI를 추구함에 따라 세대를 거치면서 기하급수적으로 증가  
: 초기 투자 비용에 해당하는 AI 서버와 GPU 가격 뿐만 아니라 전력 등 유지비용도 떨어질 기미가 없음

### LLM 모델 별 training cost

모델명	훈련비용 (\$)	개발사	연도
Transformer	930	Google	2017
BERT-Large	3,288	Google	2018
RoBERTa Large	160,018	Meta	2019
GPT-3 175B (davinci)	4,324,883	OpenAI	2020
Megatron-Turing NLG 530B	6,405,653	Microsoft/ NVIDIA	2021
LaMDA	1,319,586	Google	2022
PaLM (540B)	12,389,056	Google	2022
GPT-4	78,352,034	OpenAI	2023
Llama 2 70B	3,931,897	Meta	2023
Gemini Ultra	191,400,000	Google	2023

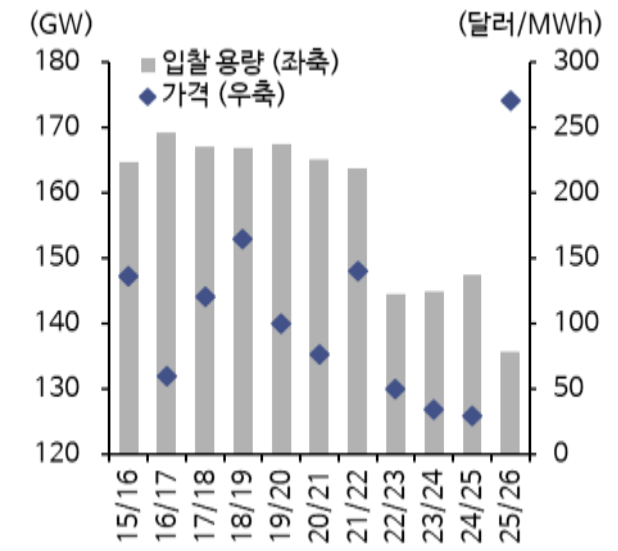
자료: Stanford HAI, 신한투자증권

### AI로 인한 전력수요 증가 전망 (01/24)



자료: IEA, 신한투자증권

### 미국 전력 경매 결과



자료: PJM, 신한투자증권

# 2025년 주식시장 환경 3) AI 주도력 유지



## 아직 떨어질 기미 없는 training cost → 하드웨어 혁신과 인프라 Capex 사이클 더 가야한다

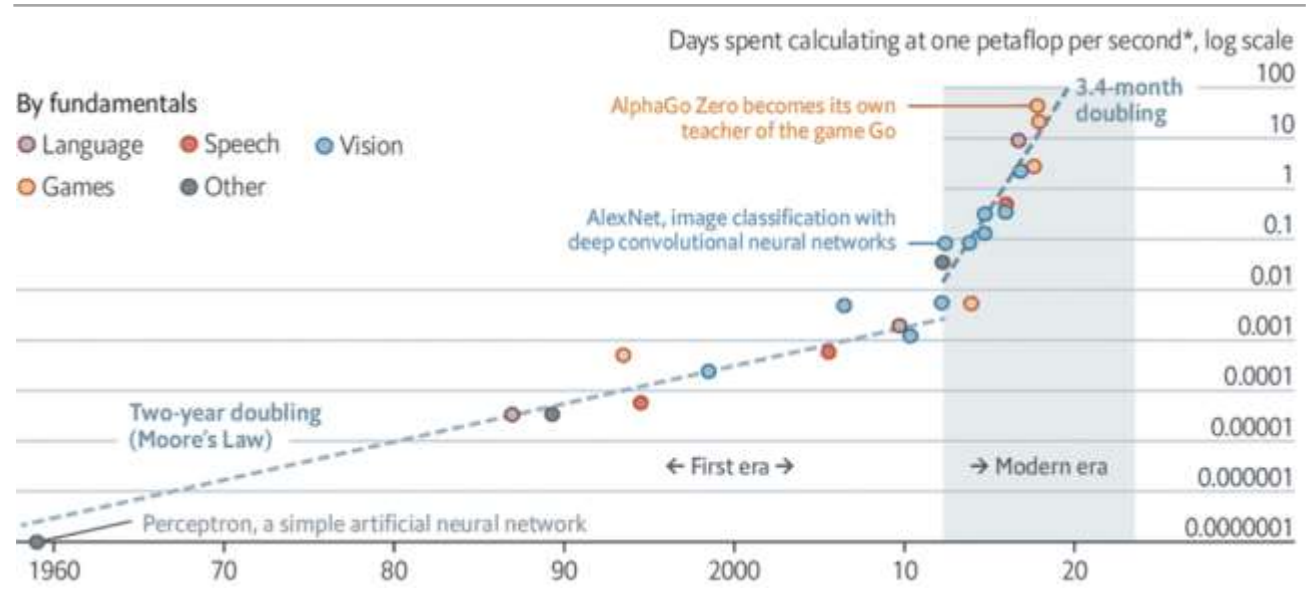
- 아직 AI training cost가 낮아질 기미가 없기 때문에, 하드웨어의 진일보와 유지비용을 낮춰줄 AI 인프라 투자가 더욱 필요한 상황
  - : 칩 가격 관점에서, 미세공정이 난항에 부딪힌 상황에서 결국 다음 stage로 넘어가려면 엔비디아가 부리는 마술에 기대를 걸어야
  - : 전력/유지비용을 절감하기 위한 투자도 지속적으로 이슈가 될 것. 소형 원자로, 냉각, 전력망, 양자컴퓨터 등의 파생 테마
  - : 기대감은 유효. 무어의 법칙은 더 이상 작동하지 않지만, 그래도 지표 상 AI GPU의 연산 능력은 2년마다 2배씩 강력해지는 중
- 종합하면 내년에도 엔비디아가 주도력을 잃지 않을 것 시장 상황. 엔비디아가 더 치고 나가야 후속 AI 업종들도 랠리가 가능하다는 판단

### 엔비디아 칩 스펙 변화: 세대마다 2배 증가

	A100	H100	B100
공개일자	20년 5월	22년 10월	24년 3월
VRAM 용량	80GB	80GB	192GB
VRAM 대역폭	2TB/s	3.35TB/s	8TB/s
TF32	312T	989T	1.75P
FP16	624T	1,979T	3.5P
INT8	1,248T	3,958T	7P
FP6	X	X	7P
FP4	X	X	14P
전력 소모량	400w	700w	700w
서버 가격	\$199,000 (DGX A100)	\$ 400,000 (DGX H100)	\$510,000~ (DGX B200)

자료: 언론 종합, 신한투자증권

### 집적도가 더 늘지는 못하지만, 연산 속도는 이전보다 더 빨라지는 중



자료: OpenAI, Economist 재인용, 신한투자증권

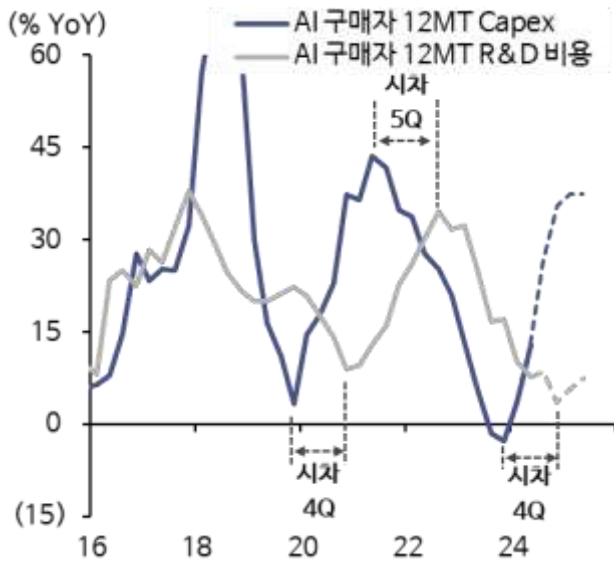
# 2025년 주식시장 환경 3) AI 주도력 유지



## 하드웨어 Capex 사이클 속 서서히 강화될 소프트웨어와 R&D 지출

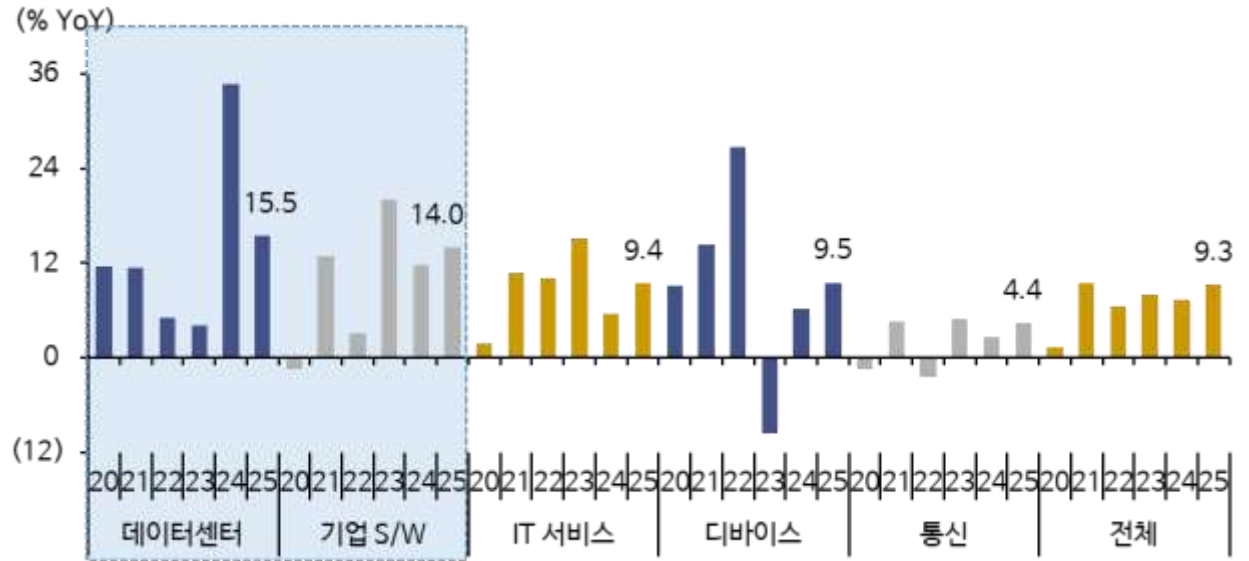
- 하드웨어 혁신과 인프라 Capex 사이클의 주도력이 이어지는 가운데, 소프트웨어와 R&D 지출 사이클도 궤도에 올라올 전망 : 빅테크들의 R&D 지출은 Capex에 4~5개분기 후행하는 경향. 하드웨어를 잘 써먹기 위한 R&D 투자가 후행할 공산
- 지금까지는 엔비디아 ↔ 빅테크 간의 거래만이 주요했다면, 이제는 빅테크 및 S/W 기업 ↔ 일반 기업 간의 거래도 추가 : 작년까지 웅크렸던 빅테크 외 일반 기업들이 AI를 업무에 적용하기 위한 S/W 투자를 시작하는 단계

H/W를 써먹으려면: S/W와 R&D 비용 후행



자료: LSEG, 신한투자증권  
주: MSFT + GOOGL + META + AMZN + ORCL

IT 지출 전망: 2025년 IT 지출은 데이터센터, 기업 S/W가 주도



자료: Gartner, 신한투자증권

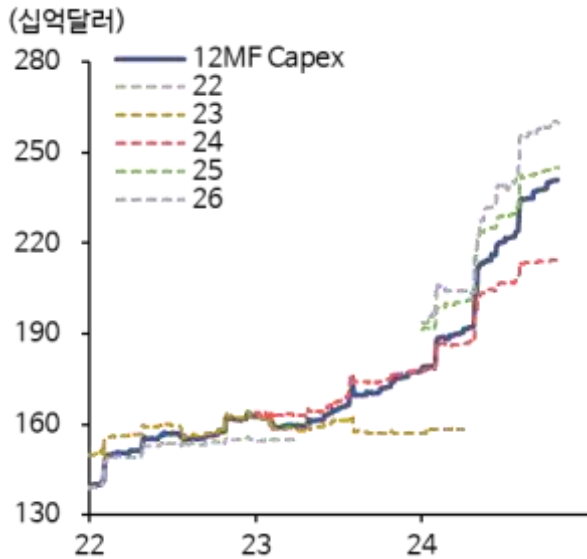
# 2025년 주식시장 환경 3) AI 주도력 유지



## AI 사이클을 이어나갈 '자금력'도 고갈될 조짐이 없다

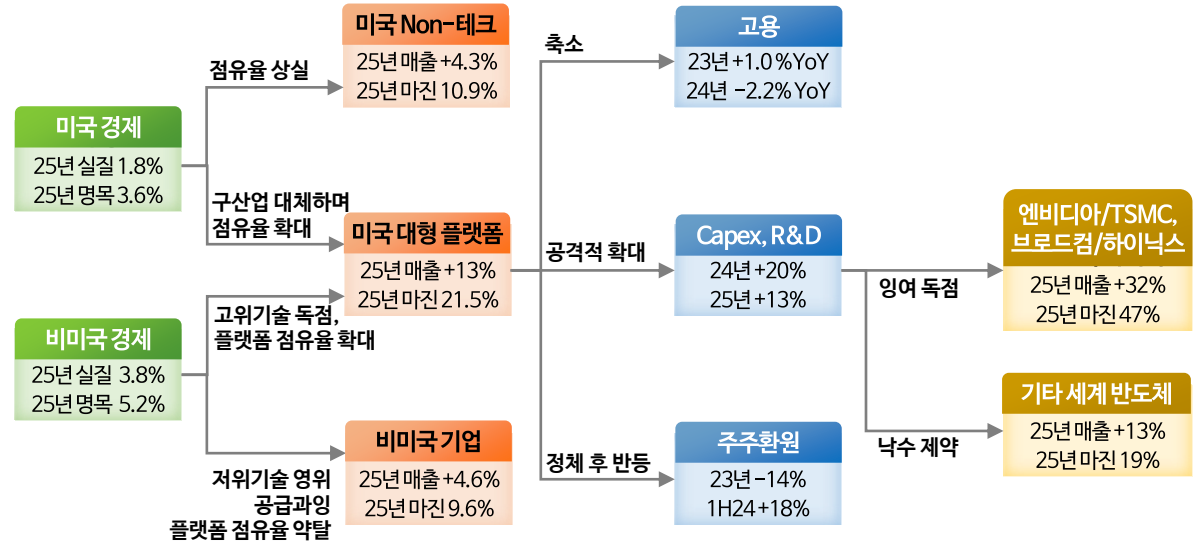
- 버블 논란에 이어 금융시장이 AI를 공격했던 또다른 지점은 빅테크가 그렇게 돈을 썼는데도 투자를 더 늘릴수 있냐는 것. 있다는 판단
- AI Capex 자원배분의 구도를 이해할 필요
  - ① AI의 핵심 투자주체인 빅테크는 구경제를 대체하고 비미국 기업들을 시장의 변두리로 밀어내면서 세계경제 내 점유율 상승을 구가
  - ② 빅테크, 자원배분 우선순위를 Capex/R&D > 주주환원 > 고용으로 설정 → 매출보다 빠른 속도로 Capex, R&D를 늘릴 수 있는 동력
  - ③ Capex 수혜는 전방위적인 반도체/하드웨어 강세를 견인하는게 아니라, AI 관련 밸류체인으로 집중 → AI 고성장의 배경

### AI 구매자들의 Capex 전망 상향 일로



자료: LSEG, 신한투자증권  
주: MSFT + GOOGL + META + AMZN + ORCL

### AI 자원배분 구도: ① 플랫폼의 아웃퍼폼이 ② Capex 여력을 뒷받침하는데 ③ 엔비디아에 집중



자료: LSEG, 신한투자증권



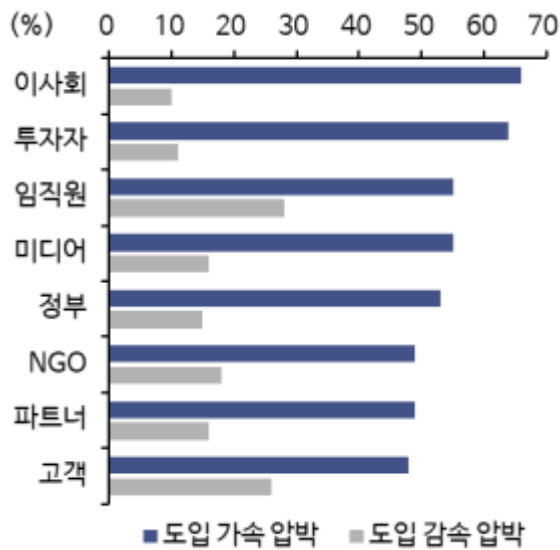
# 2025년 주식시장 환경 3) AI 주도력 유지



## 빅테크의 구경제, 비미국 기업 영역 파괴: 1) 클라우드

- 결론적으로 AI 투자 지속 가능성은 최전방의 빅테크 이익, 현금흐름을 통해 가능할 수 있음. 우리는 빅테크의 현금 창출력이 ① 구산업과 ② 비미국 기업들의 영역을 파괴하면서 발생하는 구조적인 성장이기에, 여간 강한 경기 침체가 아니라면 당분간 깨지지 않는다고 판단
- 빅테크 이익 (= AI 투자 재원)의 구조적 성장을 견인하는 키워드는 세 가지. 첫 번째 키워드는 클라우드  
: 작년까지 투자에 미온적이었던 일반 기업들에 AI를 도입하라는 top-down 압박이 전개. 클라우드 인프라 지출 최우선 순위 지위 유지  
: AI 도입에 필수적인 클라우드 시장 고성장 지속 → 클라우드 3사(AWS, 마소 애저, 구글 클라우드)의 지배력 계속 확대되는 중

### 기업들, 'AI' 도입하라는 하향식 압박에 직면



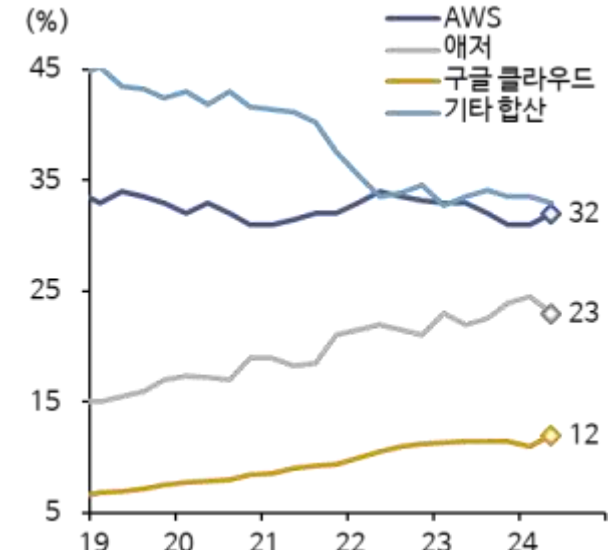
자료: Deloitte, 신한투자증권

### 기업들의 IT 지출 우선순위 변화

	3Q22	1Q23	3Q23	1Q24
클라우드 인프라	클라우드 인프라	클라우드 인프라	클라우드 인프라	클라우드 인프라
데이터 웨어하우징	데이터 웨어하우징	데이터 웨어하우징	데이터 웨어하우징	생성형AI
기업 보안	기업 보안	기업 보안	기업 어플리케이션	데이터 웨어하우징
데이터 오퍼레이션	기업 어플리케이션	기업 어플리케이션	기업 보안	기업 보안
기업 어플리케이션	자동화	생성형AI	생성형AI	데이터 오퍼레이션

자료: Battery, 신한투자증권

### 클라우드 점유율 추이



자료: Synergy Research, 신한투자증권

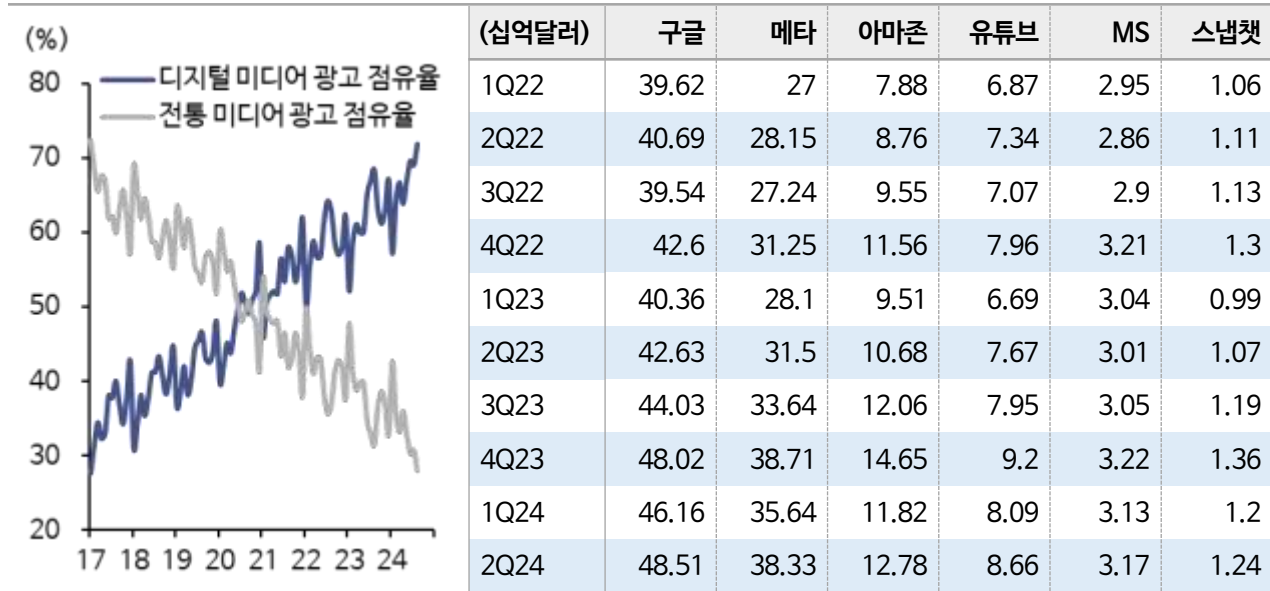
# 2025년 주식시장 환경 3) AI 주도력 유지



## 빅테크의 구경제, 비미국 기업 영역 파괴: 2) 디지털 광고

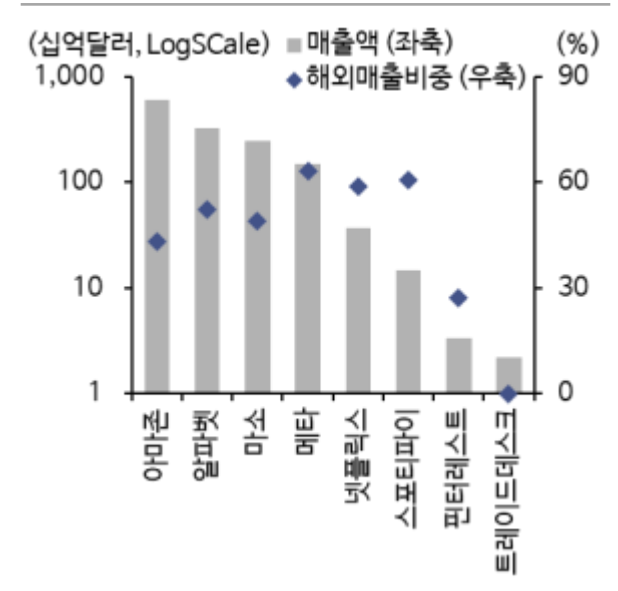
- 빅테크 이익 (= AI 투자 재원)의 구조적 성장을 견인하는 두 번째 키워드는 디지털 광고
  - : 미국 광고 시장에서 디지털 미디어의 점유율은 팬데믹을 전후해 폭발적으로 증가. 2017년 30%에서 2024년 70%를 상회 중
  - : 미국에서의 영역 파괴뿐만 아니라, 비미국에서의 지배력도 확대. 아마존/알파벳/마이크로소프트/메타의 해외매출 비중 50% 육박
  - : AI 광고를 도입하는 빅테크와 달리, 팬데믹 시기 각국에서 부상한 로컬 플랫폼의 영향력이 희미한 현실 고려 시 지배력 확대 지속될 것
- 미국 내 디지털 광고 점유율은 목에 찬 게 사실. 다만 비미국의 내수 경기가 반등한다면 이 수혜를 외려 미국 플랫폼이 다 가져갈 것

전통 미디어 vs. 디지털 광고 점유율 추이와 주요 플랫폼들의 광고 수익



자료: SMI, eMarketer, 신한투자증권

비미국 경기 반등 시 해외매출 반등 기대



자료: LSEG, 신한투자증권  
 주: 매출액과 해외매출비중은 직전 마감 회계연도 기준

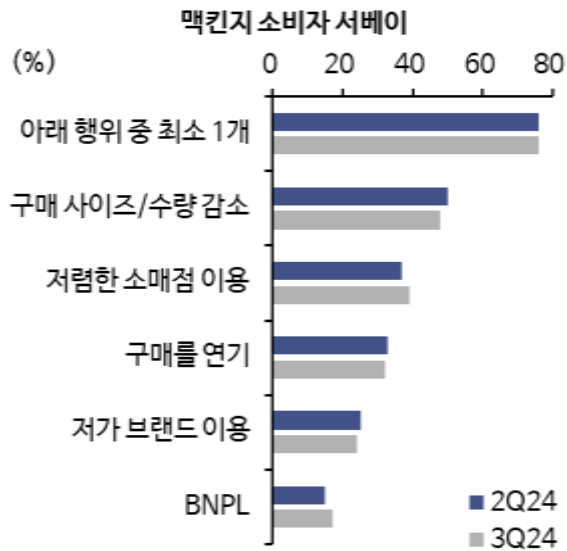
# 2025년 주식시장 환경 3) AI 주도력 유지



## 빅테크의 구경제, 비미국 기업 영역 파괴: 3) 이커머스

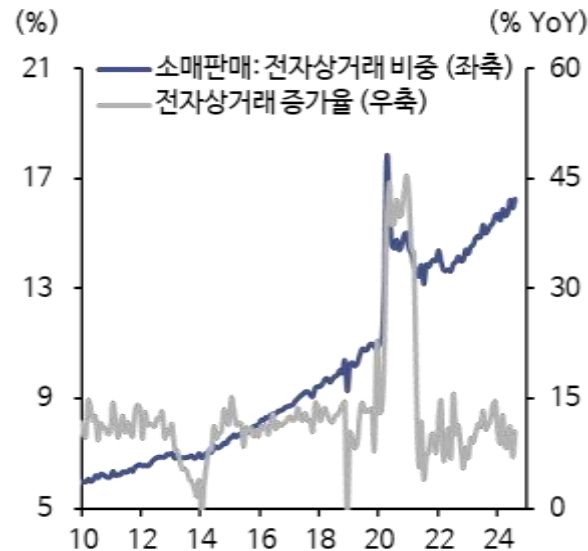
- 빅테크 이익 (= AI 투자 재원)의 구조적 성장을 견인하는 세 번째 키워드는 이커머스
  - : 최근 물가 상승률 자체는 낮아졌지만, 물가 레벨 자체가 높아졌다보니 소비자들은 여전히 소비 과정에서 가격 스트레스를 토로
  - : '가격 발견' 기능이 있는 전자상거래. 높은 서비스 물가를 부담해야하는 오프라인 소매채널을 구조적으로 대체하면서 점유율 확대
- 최근 중국 저가 플랫폼의 공습을 받았지만 여전히 이커머스 성장의 핵심으로 남아있을 아마존 → 이커머스 이익을 시에 활용 가능

‘브랜드’보다 ‘가격’을 따지는 소비자들



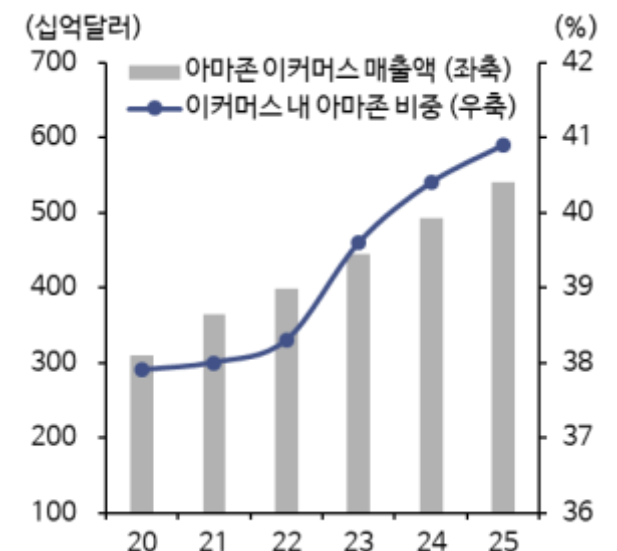
자료: McKinsey, 신한투자증권

전체 소매판매 내에서 이커머스 비중



자료: LSEG, 신한투자증권

미국 이커머스에서 아마존의 비중



자료: eMarketer, 신한투자증권

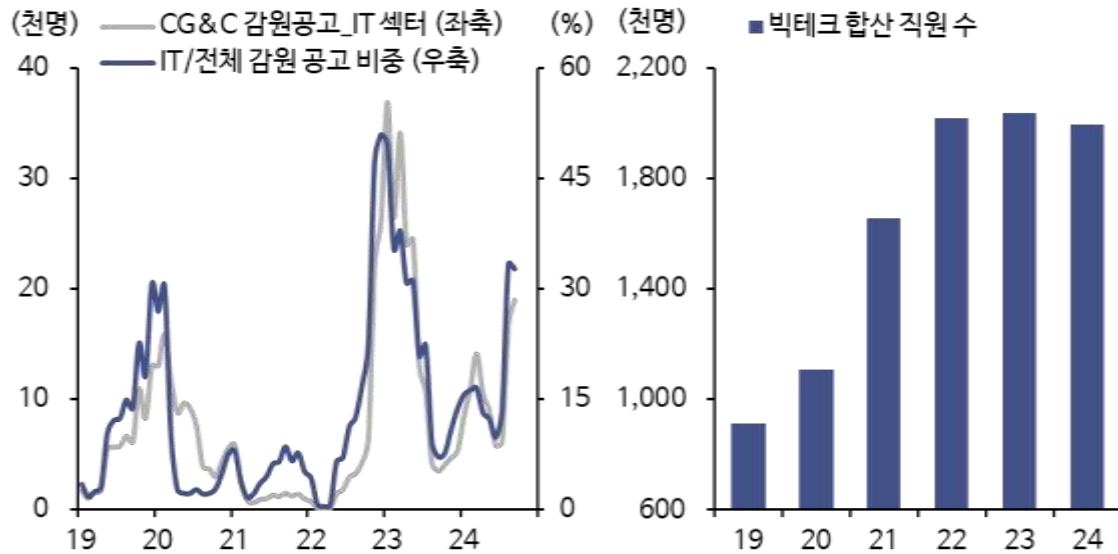
# 2025년 주식시장 환경 3) AI 주도력 유지



## 빅테크, 이렇게 벌어들인 돈의 우선순위를 AI로 집중하고 있는데다

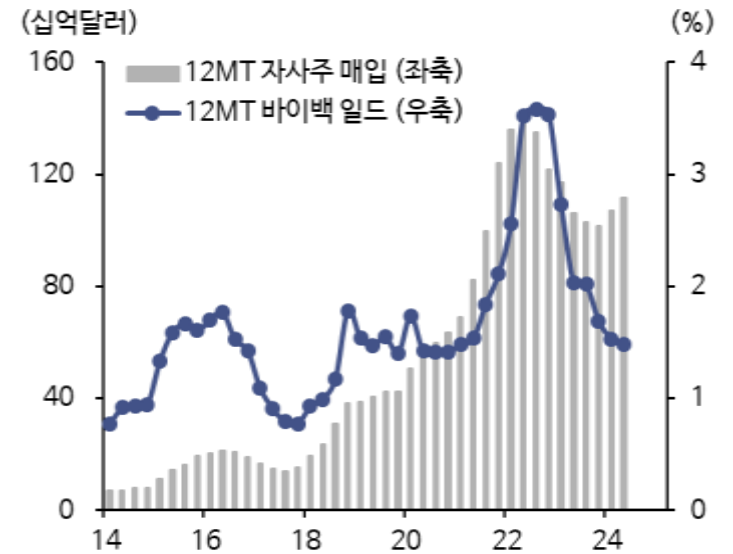
- 갑자기 반독점법의 범위를 확대하지 않는 이상 빅테크들의 구조적 현금 창출력 우위는 깨지지 않을 것  
: 2025F 빅테크 매출 +13%, 순이익률 21.5% vs. 미국 non-IT 섹터 매출 +4.3%, 순이익률 10.9%
- 빅테크, 이렇게 벌어들인 돈의 우선순위를 AI로 집중: Capex와 R&D > 주주환원 > 고용  
: 2023년부터 IT 섹터 인력 구조조정과 비용통제 지속되는 중. 이를 주도하는 것은 빅테크. 2023년 고용 +1.0%, 2024년 고용 -2.2%  
: 주주환원에도 그다지 적극적이지 않음. AI 구매자들의 자사주 매입 + 배당은 2022년의 고점 대비 17% 낮은 수준

### AI 투자에 집중: 1) 감원 단행



자료: LSEG, 신한투자증권  
주: MSFT + AMZN + GOOGL + META

### AI 투자에 집중: 2) 자사주 매입 지지부진



자료: LSEG, 신한투자증권  
주: MSFT + AMZN + GOOGL + META

# 2025년 주식시장 환경 3) AI 주도력 유지



## 이 판에 끼고 싶은 월스트리트는 돈을 AI에 쓰고 싶다

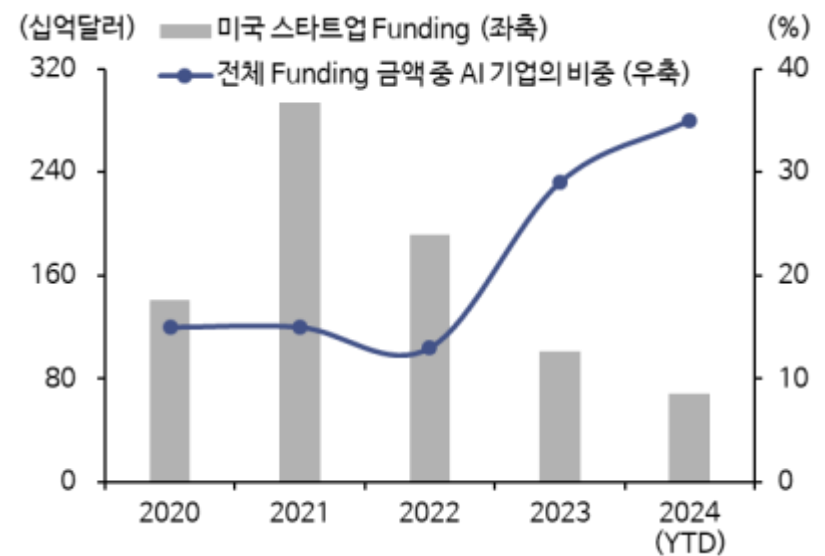
- 흥미로운 건 아직까지 AI 투자에 사용될 재원을 대부분 빅테크가 부담했다는 점  
: 디스인플레이로 인한 금리 하락이 만들어낼 금융시장의 잉여자본은 결국에는 생산성과 수익성이 가장 높은 곳으로 투사될 공산 → AI  
: 주가는 상승했지만, 금융자본이 Capex 과거처럼 회사채 발행이나 PE/VC 지분투자를 경로로 실물(AI)에 본격적으로 유입되지 않았음
- 금융시장은 기업들에게 돈을 쥐어주면서 뭐라도 만들어달라고 할 공산  
: 블랙락-마소의 1천억달러 규모 AI 펀드 조성은 실물 유입의 신호탄. 작년 급감했던 스타트업 펀딩, 2024년들어 AI 중심으로 펀딩 반등

### 금리가 하락하면, 보통 수익성/성장성 높은 쪽으로 실물자금 이동



자료: LSEG, 신한투자증권

### Money move의 시작?: VC 펀딩에서 AI가 차지하는 비중



자료: Crunchbase, 신한투자증권

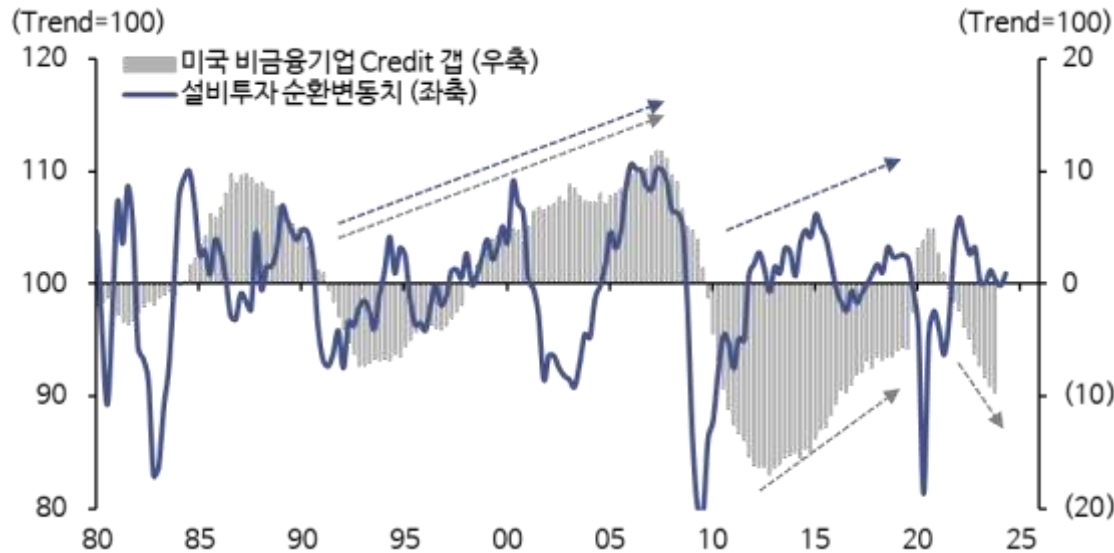
# 2025년 주식시장 환경 3) AI 주도력 유지



## 기술혁신 버블의 조건: 1) 현금흐름을 희생하면서까지 늘리는 과잉투자? 해당하지 않음

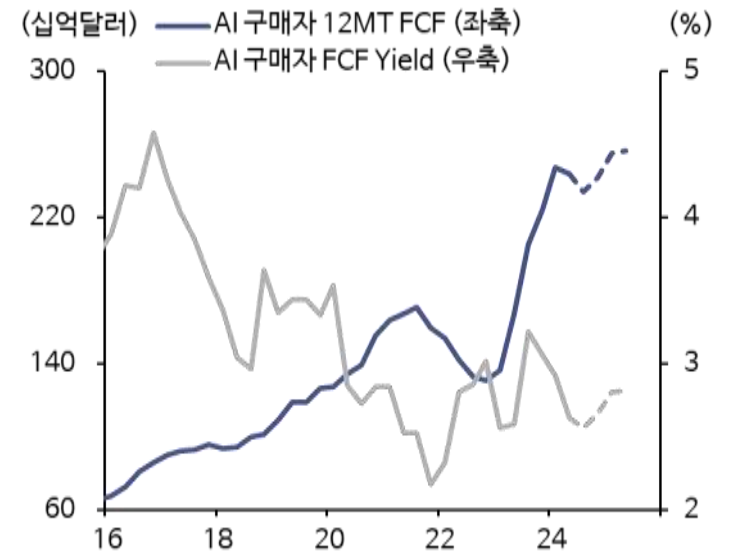
- AI는 버블일까? 성장은 과대포장됐고, 주가는 감당 못할 버블일까? 우리는 이에 동의하지 않음. AI는 여전히 향후 시장을 주도할 것
- AI가 버블이 아니라고 생각하는 첫 번째 이유는 기업들이 현금을 소진하고, 부채를 써가면서까지 투자하고 있지 않다는 것
  - : 공장 건설 등을 수반하는 과거 old economy의 Capex는 부채 위에 구축. 2020년까지의 Capex, Credit 사이클이 동행했던 이유
  - : 그러나 2020년 이후의 Capex는 오히려 민간 기업들의 부채가 디레버리징되면서 진행. 기업들은 전혀 무리한 투자를 하고 있지 않음
  - : AI 투자 주체들의 현금흐름이 너무나도 견고하기 때문. 빅테크가 AI에 돈을 쏟아붓고 있음에도 내년 현금흐름은 오히려 개선될 전망

### 과거 Capex 사이클은 레버리지를 수반했지만, AI 사이클은 그런 조짐이 아예 없음



자료: LSEG, 신한투자증권  
주: 순환변동치는 HP 필터 ( $\lambda=1600$ )를 적용해 추세를 제거한 순환변동치

### AI 투자 주체들의 현금흐름이 견고하기 때문



자료: LSEG, 신한투자증권  
주: MSFT + GOOGL + AMZN + META + ORCL



# 2025년 주식시장 환경 3) AI 주도력 유지



## 기술혁신 버블의 조건: 2) 마진 하락과 공급 과잉의 초기 징후? 해당하지 않음

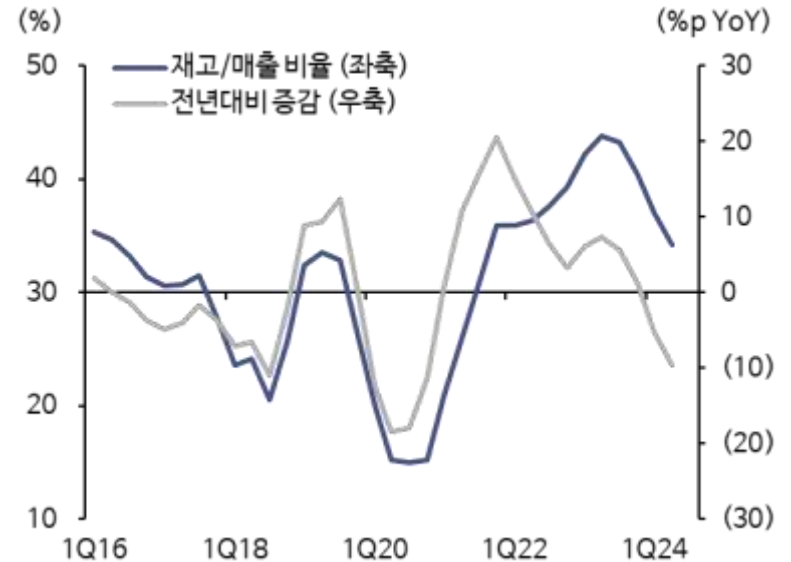
- AI가 버블이 아니라고 생각하는 두 번째 이유는 공급 과잉의 초기 징후조차 보여지지 않고 있기 때문
  - : 닷컴 버블 막판 (97년 ~ 00년) 미국 기업들은 순이익률이 하락하는데도 불구하고 IT 투자에 열중 → 과잉투자의 징후
  - : 현재 미국 기업들의 순이익률은 1900년 이래 최고치. 그에 반해 전체 경제 차원에서의 IT 투자는 이제 갓 고개를 든 상황
  - : 엔비디아/TSMC 등 핵심 AI 반도체 기업들의 재고매출비율은 1Q24에 2024년에 하락 시작. 4년 주기 감안 시 2025년말까지 여유
- 요약하면, 'AI 업황/실물' 차원에서 과도한 자금 소진과 공급 과잉의 신호는 전혀 보여지지 않고 있음. 사이클 상 추가진행여력 여전

미국 기업 순이익률과 IT 투자



자료: LSEG, 신한투자증권

엔비디아, TSMC, 브로드컴, AMD 합산 재고매출비율



자료: LSEG, 신한투자증권

# 2025년 주식시장 환경 3) SI 주도력 유지



## 기술혁신 버블의 조건: 3) Dumb money의 유입? 해당하지 않음

- 과거 주식시장의 크고작은 버블들의 붕괴는 항상 대중적 투기가 절정에 달하면서 붕괴. 이제 '주식시장'에 버블이 있는지 점검해볼 차례
- 시가 아직 버블이 아니라 생각하는 세 번째 이유는 신용매수로 대변되는 투기 수요의 부재. 저점대비 30% 증가에 불과
  - '광란의 20년대'로 알려진 1920년대는 라디오/자동차/운송이 혁신 주도 → 시장 붕괴 직전 신용매수와 주식담보대출 금리 폭등
  - 테크 버블 당시, 인터넷 주식 거래가 활성화되며 개인들의 데이트레이딩 극에 달해 → 버블 붕괴 직전 2년간 신용매수 2배 증가
  - 팬데믹 버블 당시에도 저점대비 2배 가까운 신용매수세 폭증이 있었음. ARK로 대변되는 투기적 성장주들이 주 투기 대상

광란의 1920년대, 신용매수와 신용매수 금리



자료: FRED, 신한투자증권

닷컴 버블 이후 신용매수 규모



자료: FINRA, FRED, 신한투자증권

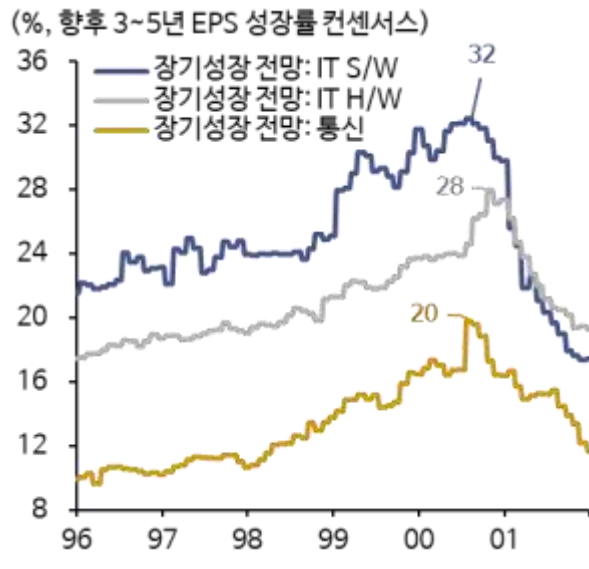
# 2025년 주식시장 환경 3) AI 주도력 유지



## 기술혁신 버블의 조건: 4) 이익 전망에 거품이 끼었고 쇼크가 빈번히 이어지는가? 해당하지 않음

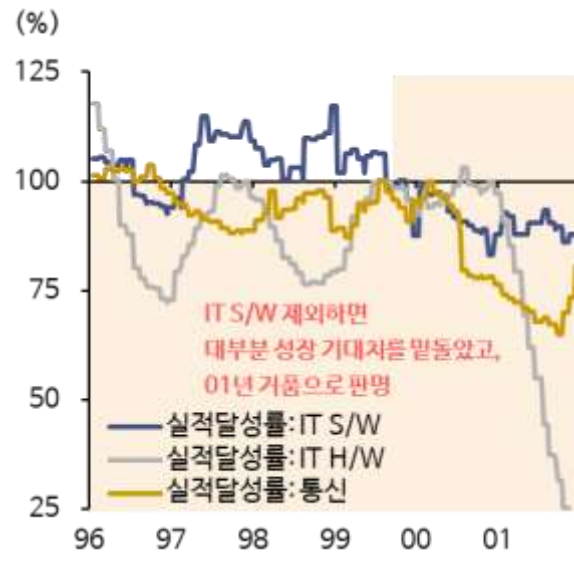
- AI가 아직 버블이 아니라고 생각하는 네 번째 이유는 '금융시장에 EPS 전망의 버블'이 끼어있지 않은 것으로 보이기 때문
- 투자자들은 PER 버블을 경계하지만, EPS 전망이 과대평가된 버블이 훨씬 위험. 대표적인 사례가 테크 버블  
: 테크 버블 기간 내내, IT 기업들에 대한 셀 사이트의 중장기(3~5년) 이익 성장 전망 고공행진. 고점에서 30%에 달하는 성장 기대 부여  
: 그러나 마이크로소프트를 제외한 대다수가 성장 전망 충족하지 못해 → EPS 컨센서스에 거품이 있었고, 이는 대규모 주가 붕괴로 귀결
- 현재 나스닥 100의 장기 성장 전망은 18%로 과도하다고 볼 수 없고, 작년 하반기 이후 실적 전망은 서프라이즈로 귀결되고 있음

테크 버블, 높은 성장 기대 부여받았지만



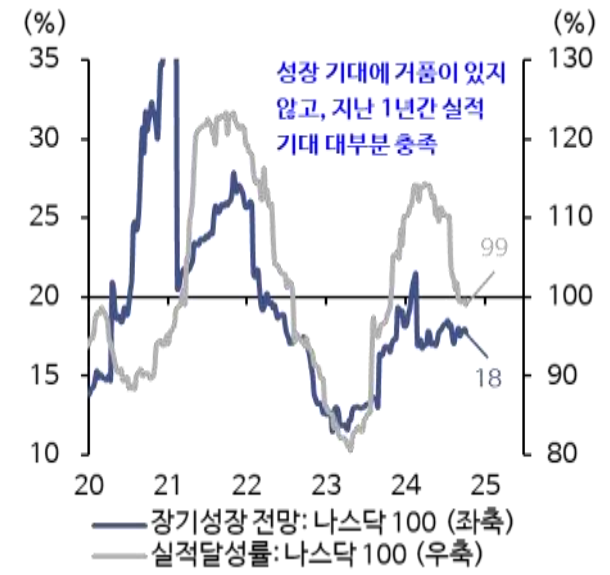
자료: LSEG, 신한투자증권

대부분 충족하지 못해 → 성장 전망에 거품



자료: LSEG, 신한투자증권

성장 전망에 과한 거품은 없는 현재 AI 랠리



자료: LSEG, 신한투자증권

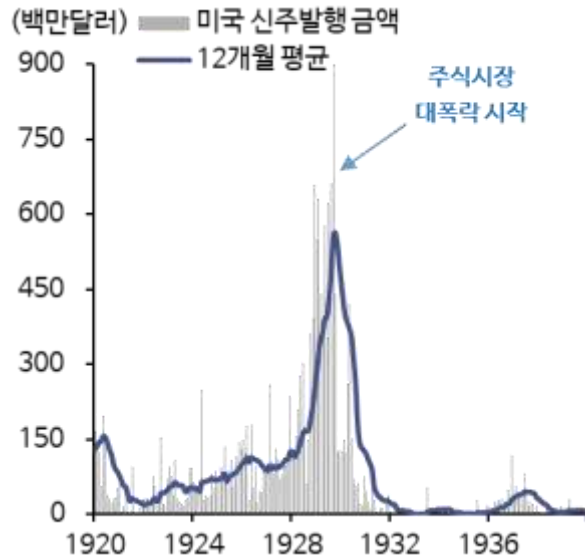
# 2025년 주식시장 환경 3) AI 주도력 유지



## 기술혁신 버블의 조건: 5) 신주발행과 IPO 급증? 해당하지 않음

- AI가 버블이 아니라고 생각하는 다섯 번째 이유는 현재 '주식 공급'이 극도로 제약되고 있다는 점
  - : 시장에 거품이 끼면 비상장 주식들이 비싼 가격으로 IPO를 통한 시장 진입을 노리게 되고, 기존 상장기업들도 유상증자할 유인이 커짐
  - : 단적인 사례가 투기 수요가 폭발한 대공황 직전. 1928년부터 2년간 신주 공급은 연평균 100% 증가하는 폭발적 속도로 이뤄짐
  - : 테크 버블과 팬데믹 버블 당시에조차 실체가 없지만 시장 투기 수요 분위기에 편승한 폭발적인 IPO와 유상증자가 이뤄짐
- 2023년 AI 붐 이후 IPO와 유상증자는 극도로 제약되고 있음. 워낙 진입장벽이 높기도 하고, AI 수혜주가 철저히 선별되고 있기 때문

### 대공황 직전 버블 시기 신주발행의 급증



자료: FRED, 신한투자증권

### 테크 버블과 팬데믹 때도 IPO 급증이 있었지만, 기술적 해자 높은 AI는 IPO가 극도로 부재



자료: LSEG, 신한투자증권

# 2025년 주식시장 환경 3) AI 주도력 유지



## 주가는 사이클의 초입처럼 보여지며, PER도 과거 버블의 정점에 비하면 비싸다고 보기 어렵다

- 나스닥은 2023년 이후 75% 상승, 12MF PER은 29배에 육박. 언뜻 비싸고 많이 오른 듯 하나 과거와 대비하면 절대적 부담 ↓
  - : 현재 나스닥 주가는 폭발적인 장기 기술주 랠리가 시작된 95년, 16년 이후의 주가 경로 초반 부분에 해당
  - : 폭발적인 기술주 사이클은 중간에 두번 정도 크고작은 위기를 거쳐 통상 5년 가량 지속 후 진정한 버블로 비화 경향 → 3년 여유 시사
  - : 12MF PER은 테크 버블 당시 IT 섹터 PER 고점의 절반 수준에 불과하고, 팬데믹 당시의 PER에도 미치지 못함
- 전체적인 여건을 종합하면, AI는 아직 버블에 있지 않고 주식시장은 건전. 근 미래에 버블 상황에 근접하지도 못할 것으로 보임

### 나스닥, 과거 테크 사이클의 초반부에 불과



자료: LSEG, 신한투자증권

### 주요 테크 버블 시기와의 12MF PER 비교 (랠리 시작 ~ 고점 6개월 뒤 구간)



자료: LSEG, 신한투자증권



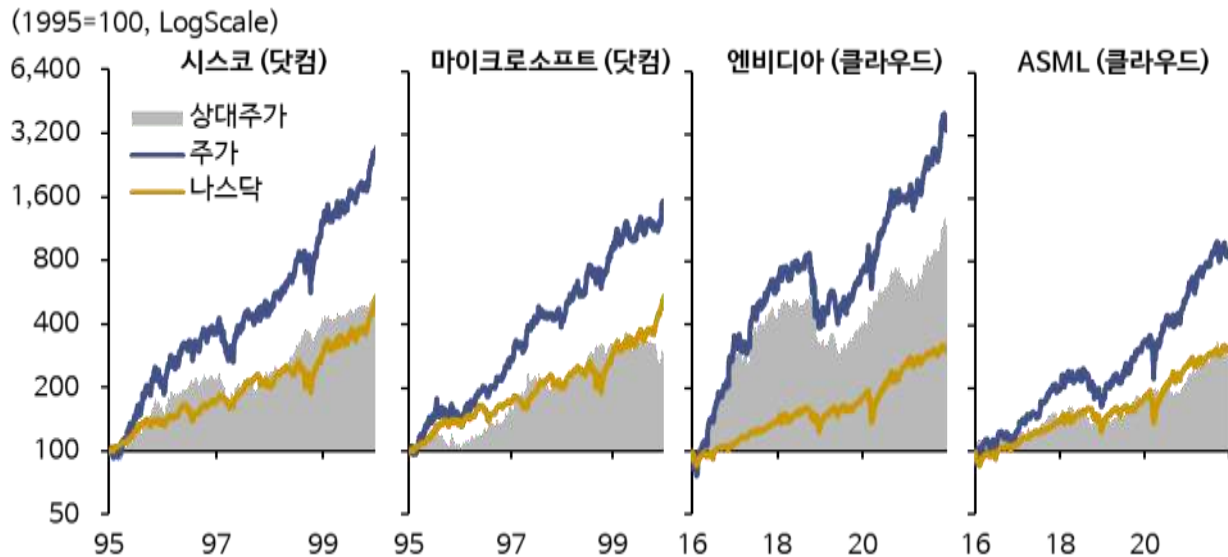
# 2025년 주식시장 환경 3) AI 주도력 유지



## 결론: AI 사이클은 이제 중반부로 진입하는 국면. 주도주에 대한 장기적인 확신이 필요

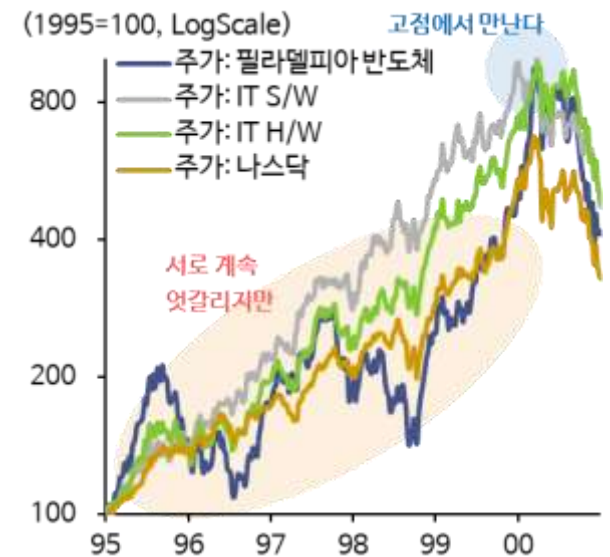
- 버블 형성 여부, 그리고 빅테크 펀더멘탈을 고려하면, 현재 AI 사이클은 중반부로 진입하는 국면. 향후 3~4년 정도 추가 확장 여력 존재
- 테크 사이클이 중반부라면, 사이클을 이끌어가는 최선주 주도주(엔비디아, TSMC, 브로드컴)에 대한 장기적인 확신 필요  
: 시대를 주도하는 주도주들은 강세장이 종료될때까지 아웃퍼폼을 이어나감 (ex. 과거 시스코, 마이크로소프트, 엔비디아, ASML)
- AI 밸류체인 내에서 업종별 주가는 앞서거나 뒤서거나 하겠지만, 고점에서 결국 만날 공산 높음. 업종 순환매 전략은 필요

### 과거 주도주들의 상대주가 추이: 강세장이 이제 중반부라면, 최선주 주도주는 hold해야한다



자료: LSEG, 신한투자증권

### 주도주 이외, 업종별 주가는 나선형 흐름 예상



자료: LSEG, 신한투자증권



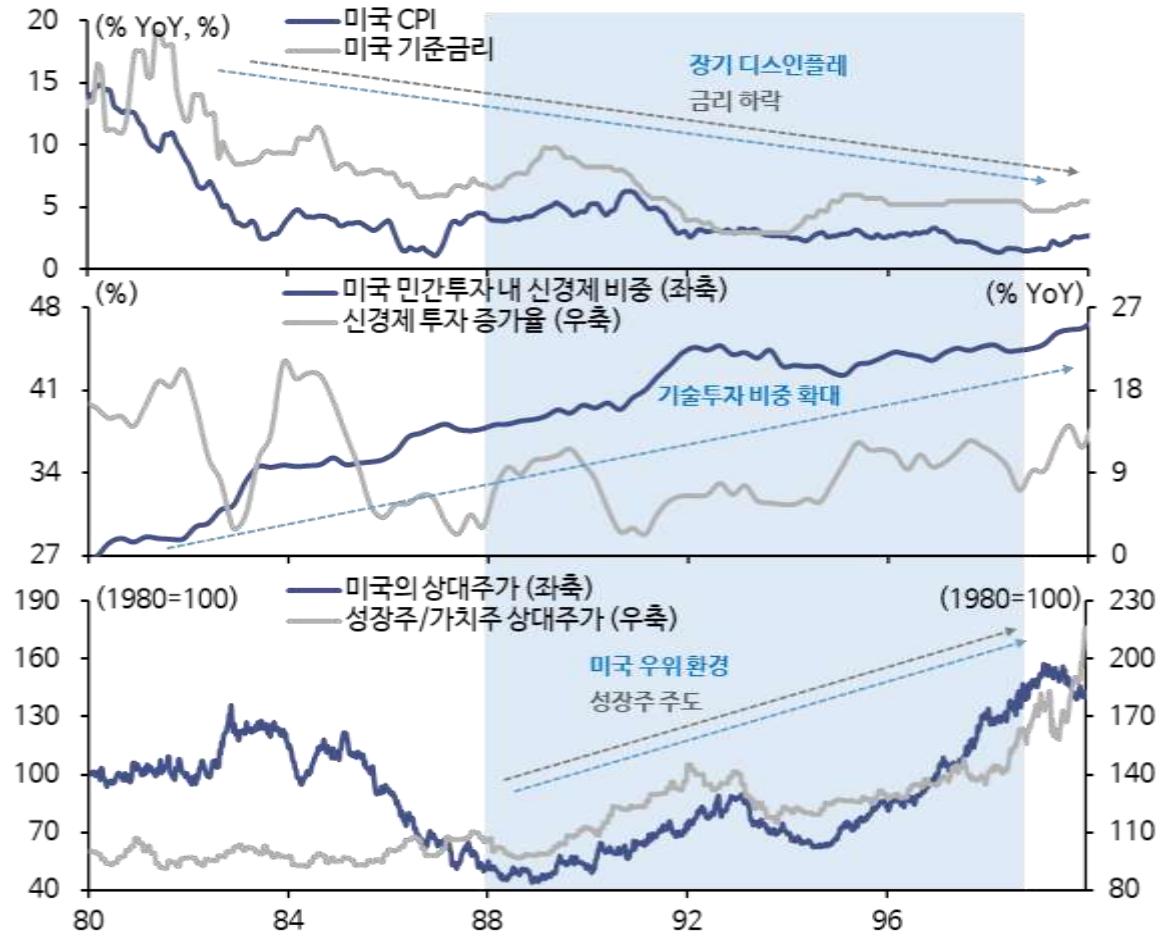
# 2025년 주식시장 환경 3) AI 주도력 유지



## 디스인플레, AI 사이클을 지원

- 디스인플레, 금리 인하라는 거대한 사이클은 AI 업황 개선을 더욱 돋보이게 만들 전망
- 테크 버블은 80년대 디스인플레로 인한 물가와 금리 하락, 그리고 유동성 확장이 신경제로 유입되며 10년에 걸친 IT 섹터 중심의 상승세를 형성
- 현재 미국 주식시장이 처한 상황은 80~90년대의 거시적 환경이 압축된 국면. 경기가 초호황으로 가면서 물가가 높아지지 않는다면 AI 투자 강세는 이어질 전망
- 과거 해당 국면에서 미국과 성장주의 구조적 우위가 관찰됐던 바, AI 사이클이 3년 더 이어진다면 이번 사이클에서도 미국과 성장주 우위 지속

80년대 대 디스인플레는 90년대 거대한 테크 랠리의 토대 → 미국, 성장주 구조적 우위



자료: LSEG, 신한투자증권

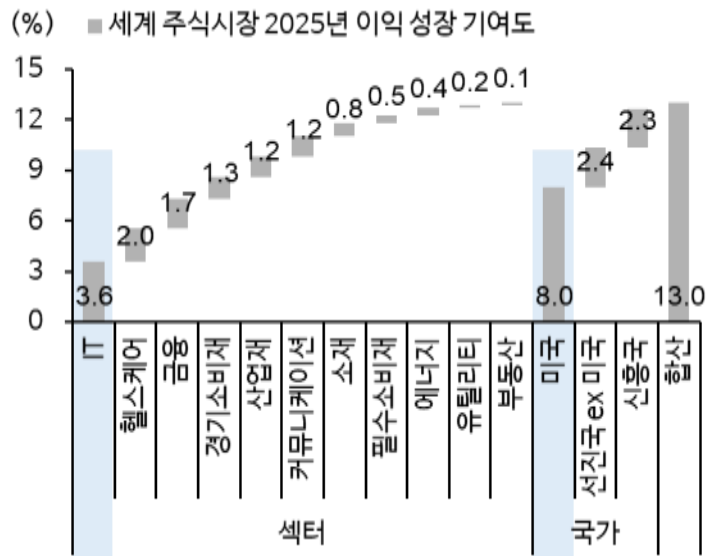
# [결론] 2025년 주식시장 방향성



## 세계 주식시장 경로, 미국/AI가 이끌고 신흥국/민감주가 따라오는 실적 장세. Fly higher

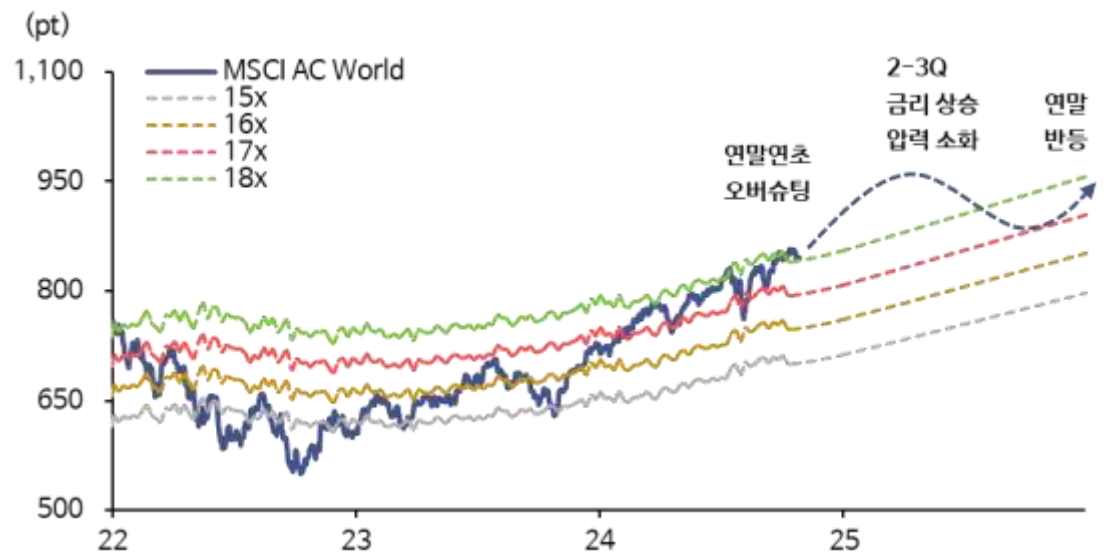
- 1) 경기 순환적 반등, 2) 대선 이후 새로운 질서, 3) AI 전망을 고려하면 내년 세계 주식시장의 이익 증가율 13% 컨센서스 신뢰 가능
- 결론적으로 2025년 세계 주식시장의 경로는 실적 장세 컬러를 이어나갈 전망
  - : 실적의 주도력은 AI와 미국에 위치. AI와 미국의 구조적 이익 개선세는 향후 3년간 이어질 수 있을 전망
  - : 그간 눌러왔던 민감주 (금융, 산업재, 소재)와 신흥국은 AI와 미국 중심의 이익 개선을 뒷받침할 전망

### 세계 주식시장 국가, 섹터별 이익 기여도 분해



자료: LSEG, 신한투자증권

### 2025년 글로벌 주식시장 방향성: 실적이 주도하는 상승 추세 지속



자료: LSEG, 신한투자증권 / 주: 점선은 컨센서스

# [결론] 2025년 국가별 선호도



## 2025 국가 전략: 미국 > 한국, 중국 > 일본 > 유럽 순 선호

- 2025년 국가별 구도를 가르는 핵심 변수 역시 AI  
: IT 섹터의 비중이 높은 국가들의 내년 성장성, 이익 모멘텀 공고. 미국의 구조적 우위 뚜렷한 가운데, 한국/대만/일본이 이에 편승  
: 미국을 가장 선호. 한국, 일본은 미국 컬러에 편승 가능. 비미국에선 IT 섹터 비중도 낮고 경제/이익 전망이 모두 정체된 유럽을 비선호
- 변수는 지난 3년간 가장 부진했던 중국의 반전 가능성. 중국의 부양 의지가 실제 경기 개선으로 연결되면 국가 구도 급변할 것  
: 밸류에이션 상 하방 위험이 낮고 부양책에 따른 상방 위험이 비대칭적인 중국, 한국 증시 차순위 선호

### 주요국 주식시장 key factor (음영은 2025년 국가 전략에서 중시하는 핵심 factor)

선호 국가	EPS 성장률 (%)		이익 모멘텀 (%)			퀄리티 (%)		밸류에이션 (x)				추가 모멘텀 (%)		매크로		베타			
	24F	25F	12MF EPS (3M)	이익 수정 비율	25F EPS (3M)	ROE	순이익률	12MF PER		12MT PBR		3M	12M	금리_3M (bp)	환율_3M (%)	경기-이익 (120M)	금리-추가 (52W)	달러-추가 (52W)	크레딧-추가 (52W)
								현재 (x)	Z-Score (5Y)	현재 (x)	Z-score (5Y)								
세계	8.8	13.0	0.8	(13.0)	(2.3)	17.2	11.2	18.1	0.6	3.1	1.7	5.4	31.3	-	-	1.60	(5.15)	(0.80)	(17.5)
선진	6.7	12.6	0.3	(17.9)	(2.7)	17.8	12.0	19.2	0.7	3.4	1.8	5.4	32.3	-	-	1.53	(5.45)	(0.84)	(17.6)
미국	9.3	15.0	2.0	(15.0)	(1.4)	22.5	13.4	21.8	1.1	4.9	1.9	7.1	36.8	(8)	(0.3)	1.48	(4.68)	(0.56)	(16.5)
유로존	(2.2)	8.5	(2.7)	(46.9)	(5.2)	14.9	9.7	13.4	(0.2)	2.0	0.8	1.5	21.4	(19)	(0.1)	0.51	(3.24)	(0.68)	(19.6)
영국	(1.6)	7.4	(1.7)	(14.4)	(4.0)	15.6	10.8	11.7	(0.1)	1.8	1.2	1.4	11.9	8	(0.3)	1.48	(1.77)	(0.33)	(6.5)
일본	8.9	9.0	2.5	(0.5)	(0.4)	9.8	7.0	13.5	(0.4)	1.3	0.3	(5.6)	17.6	(12)	(0.9)	1.03	1.53	0.36	(18.5)
신흥	22.7	15.3	3.0	(7.7)	(0.7)	14.3	8.2	12.2	(0.2)	1.8	0.5	4.8	23.2	-	-	2.06	(2.50)	(0.53)	(16.9)
한국	89.8	24.0	2.1	(19.0)	(3.6)	10.7	7.0	8.7	(1.7)	0.9	(0.6)	(6.4)	8.3	(6)	(0.3)	2.48	(4.39)	(0.51)	(21.6)
중국	12.0	10.9	(0.3)	(9.9)	(3.0)	10.6	7.3	12.0	0.8	1.3	(0.3)	13.0	10.7	(9)	(1.9)	0.88	8.32	1.36	(20.8)
인도	6.7	15.9	2.3	(16.0)	(0.9)	18.0	12.9	21.3	0.7	3.8	1.3	(0.1)	26.5	(14)	0.4	1.00	(6.31)	(1.03)	(10.7)
브라질	(4.5)	17.0	(9.9)	(26.9)	(10.4)	17.7	10.4	8.2	(0.3)	1.5	(0.6)	2.0	7.1	62	1.5	3.94	(6.94)	(1.56)	(7.3)
인니	0.5	7.4	0.8	27.8	(1.3)	18.3	19.3	13.0	(0.9)	2.4	0.1	4.8	5.5	(22)	(3.9)	0.31	(6.11)	(1.30)	(10.4)

자료: LSEG, 신한투자증권

주: 매출액, EPS 성장률은 CY(Calendar Year) 기준. 수익성, 밸류에이션 지표는 12MF 기준. 경기-이익 베타는 ISM 제조업지수와 이익증가율 기준

## II. 미국 주식시장 전략

Harder better faster stronger



# Harder, Better, Faster, Stronger



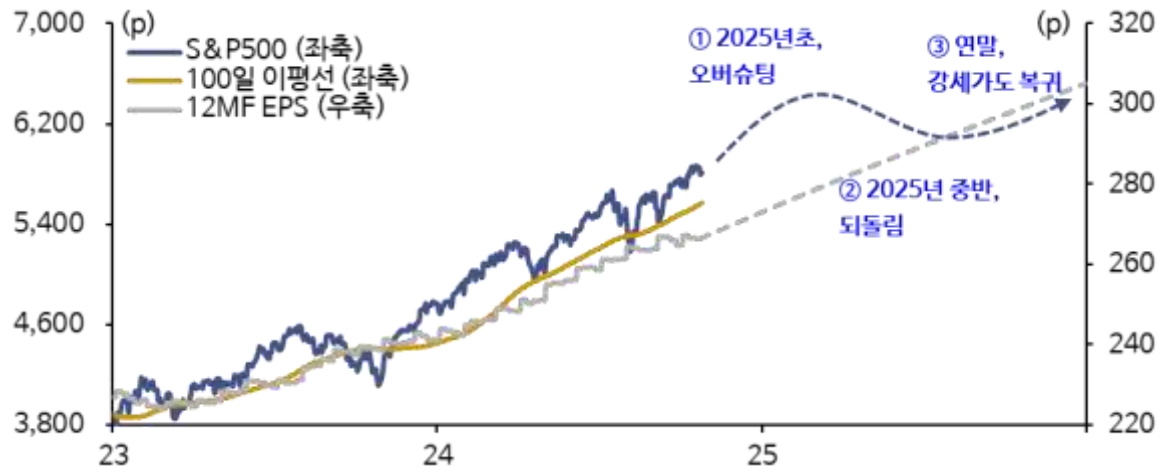
## '25년 미국 증시, 구조적 낙관 속 전술적 기동의 묘를 살릴 시점

- 1) 과거 주요 테크 사이클과의 비교
  - 2) 구조적 빅테크들의 현금 창출력
  - 3) 건전해보이는 수급 토대들
- 을 감안하면 미국 기업과 증시에 대한 구조적인 낙관 거두기 이른 시점. 3년의 추가 확장 여력 有
- 프랑스 일렉트로니카 듀오 Daft punk의 히트곡 Harder, Better, Faster, Stronger엔 다음과 같은 가사가 수록되어 있음

“Work it, make it, do it, makes US  
Harder, better, faster, stronger”

- 이미 놀랍게 견고한 해자를 쌓은 미국 기업들이, 열심히 일하고 (work) 더 강력한 AI를 구축하는 과정 (make)에서 미국 (US) 주식시장은 타 국가 증시에 우위를 점하고 (better), 더 빠른 (faster) 속도로 강력한 (stronger) 상승을 구가할 전망
- 다만 디스인플레 기대감이 후퇴하면서 할인율 압박을 받을 가능성 상존. 구조적 낙관과 전술적 회피기동의 묘를 같이 살려야 할 2025년 시장

2025년 미국 증시, 구조적 낙관 속 전술적 회피기동의 묘를 살릴 시점



시장 주도권	AI	건축	AI	침체 공포	AI	금리	AI
경기 인식	경기 침체 임박 침체 아니더라도 둔화 불가피			침체 공포	인식 개선		
할인율	완화적	건축 공포에 속등	제한적 등락	침체 공포에 급락	되돌림	디스인플레 후퇴 가능성	안정화
시장 쉐어	스마트 머니 stage, 실적 장세 낙관편향, 주도주 쏠림			기관 Stage, 오버슈팅, 다수 종목 랠리가담		강세장 3년차 기술적 조정	강세장 복귀
주도 업종	AI (M7 + 반도체), 인프라			가치 주	AI, H/W에서 S/W로 확산 민감주 (금융, 소비재, 산업재)		

자료: LSEG, 신한투자증권

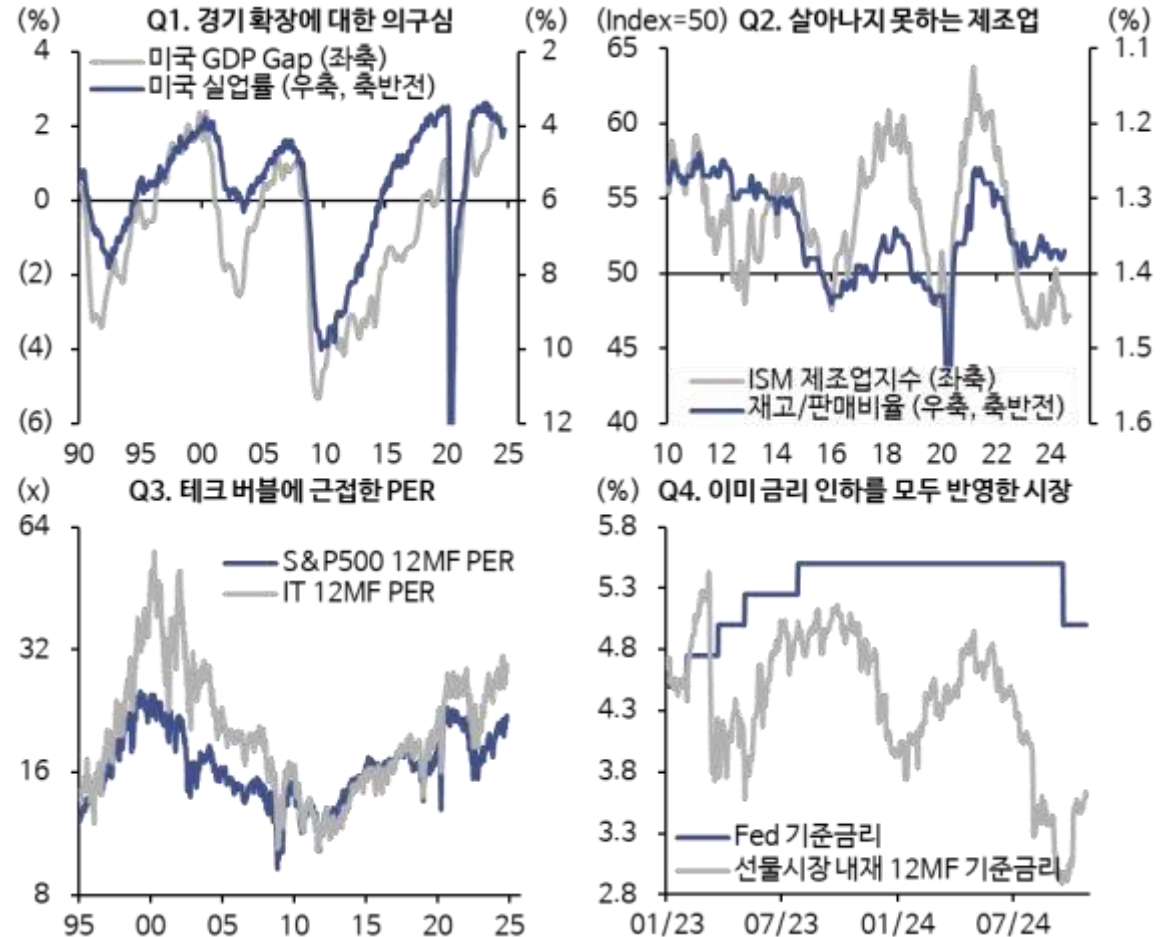
# Intro: 미국 증시가 짊어진 의심의 벽



## 미국 증시, 여기서 더 간다고?

- 미국 주식시장은 지난 2년간 거침없는 강세장을 구가해왔지만 그 결과 가격 부담에 노출. 이외에 여러 고민거리와 우려 요인에 직면
- ① 경기 upside 제약: 더 확장되기 어려워 보이는 고용시장. 잠재 수준 상회하는 GDP. 내년 미국 경제가 더 확장될 upside가 제약되는 현실
- ② 제조업 부진: 대표적 이익 선행지표인 제조업 업황 부진 지속. 좀처럼 해소가 어려운 재고 부담, 주식시장 강세에 대한 의문과 도전을 제기
- ③ 가격 부담: 테크 버블에 근접한 주식시장 PER. IT 섹터, 나스닥 PER 30x 육박. 단순한 가격 부담 이상의 버블 논란까지 수시로 제기되는 중
- ④ 금리인하 선반영: 금융시장 한때 내년 말 기준 금리 2.75% (9회 인하) 반영. 기대감 선반영해둔 금융시장. 인하 전망 되돌림될 가능성 상존
- 가격 부담과 조합된 각종 부담들은 약세 논리의 주요한 배경. 버블 붕괴를 거론하는 시각도 존재

## 2025년 미국 주식시장이 이겨내야 할 도전



자료: LSEG, 신한투자증권



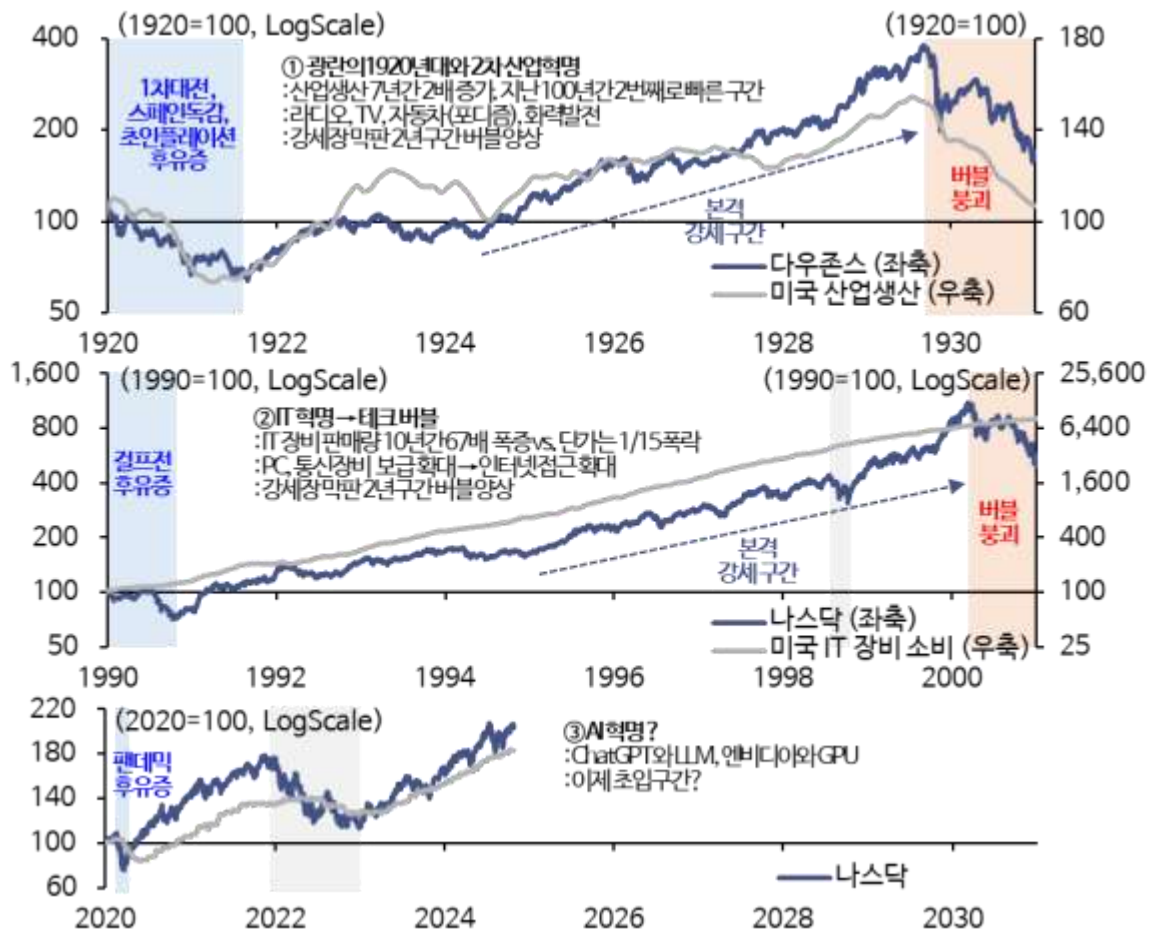
# 2025년 미국 증시가 따라갈 세 가지 국면



## 구조적 낙관 근거: ① 기술혁신

- 우리가 2025년 미국 주식시장을 구조적으로 낙관하는 이유는, 현재 시장을 둘러싼 환경이 과거 굵직한 강세장들의 그것들과 닮아있기 때문
- 첫 번째 요소는 기술혁신 사이클. 미국 주식시장은 1920년대와 1990년대 기술혁신에 기반한 강세장을 10년 이상 이어나갔음
- 1920년대는 통계 이래 2번째로 빠른 생산 속도 증가를 경험한 시기. 라디오, TV 등의 신제품과 대량생산(포디즘)이 기술혁신 강세장을 주도
- 1990년대는 IT 혁명, 무어의 법칙이 주식시장을 주도했던 시기. 혁신에 따른 하드웨어 (PC, 통신 장비) 가격 파괴와 인터넷 접근성 확대를 구가
- 2020년대는 AI 기술혁신이 시장을 주도. 엔비디아의 AI 칩과 기업들이 개발한 AI 기능은 더 빠르고(faster) 강력(stronger) 해지는 중
- 공히 전쟁에 준하는 위기와 인플레이션을 겪은 후 기술혁신과 강세장이 10년 사이클로 진행되고, 막판 버블 붕괴로 막을 내렸다는 공통점

## 2025년 미국 증시가 위치할 국면: ① 기술혁신 Cycle



자료: LSEG, FRED, 신한투자증권

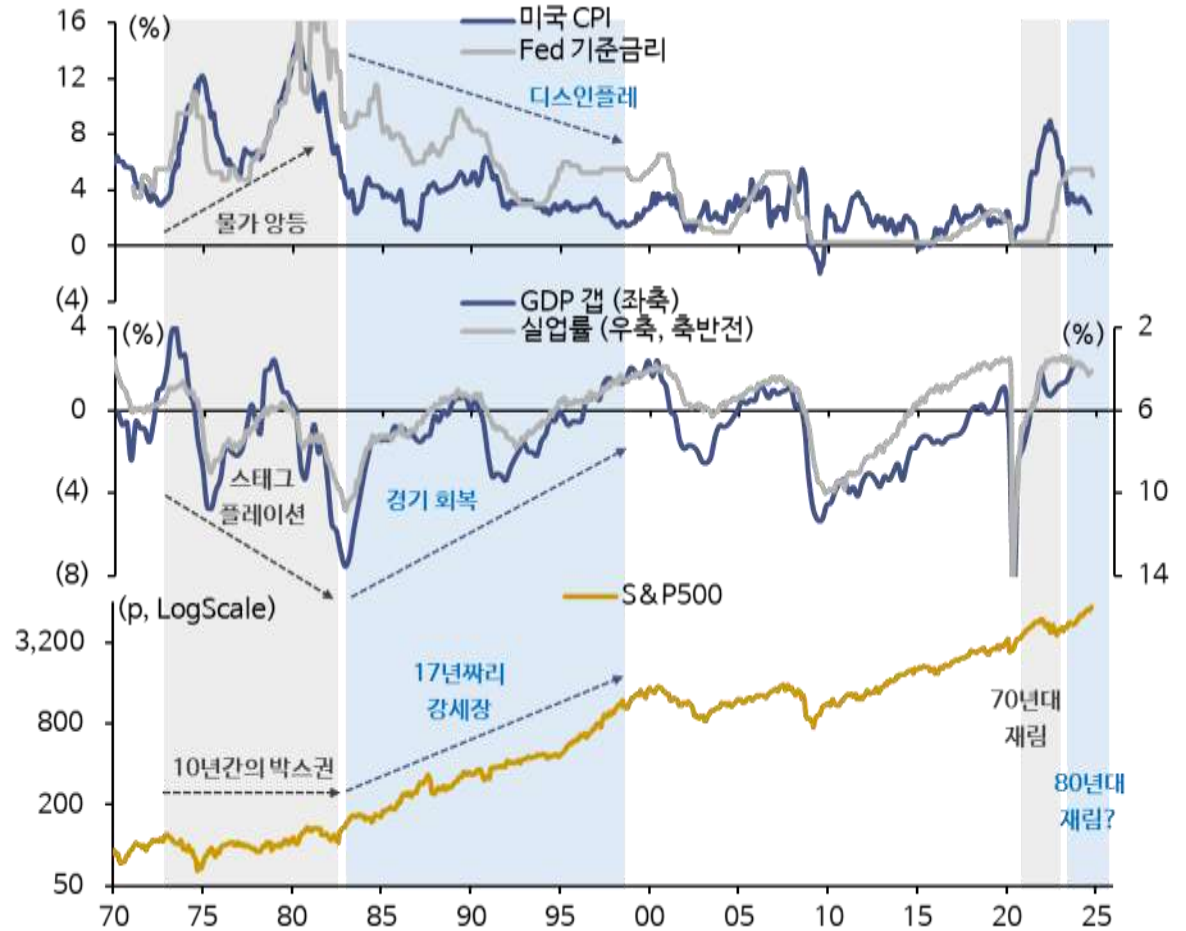
# 2025년 미국 증시가 따라갈 세 가지 국면



## 구조적 낙관 근거: ② 디스인플레

- 내년 시장의 컬러를 좌우할 두 번째 요소는 디스인플레. 경로가 다소 울퉁불퉁 할수는 있지만, 경기의 훼손없이 2~3% 레인지 내의 물가 수준이 유지될 전망
- 인하 기대치의 재조정, 장기금리의 상승은 가능할 수 있지만, 기준금리가 인상되고 단기금리가 급등하는 시나리오가 연출되기는 어려울 것
- 디스인플레를 견인하는 동력은
  - 1) 고용시장 수급 불균형 정상화
  - 2) 중국의 구산업 공급과잉과 밀어내기 수출
  - 3) OPEC+의 원유시장 지배력 후퇴
 → 수요 훼손이 아닌, 공급 정상화 꾀 물가안정
- 극심한 인플레이션을 겪은 이후, 디스인플레가 전개됐다는 수순 80~90년대와 상당 유사. 당시 주식시장은 역사상 강력한 강세장 구가
- 디스인플레 환경이 완연해진 90년대에 시장을 주도했던 업종이 IT (닷컴과 AI) 였다는 공통점도 발견. 90년대와의 유사성 상당히 높다는 판단

## 2025년 미국 증시가 위치할 국면: ② 디스인플레 Cycle



자료: LSEG, 신한투자증권

# 2025년 미국 증시가 따라갈 세 가지 국면

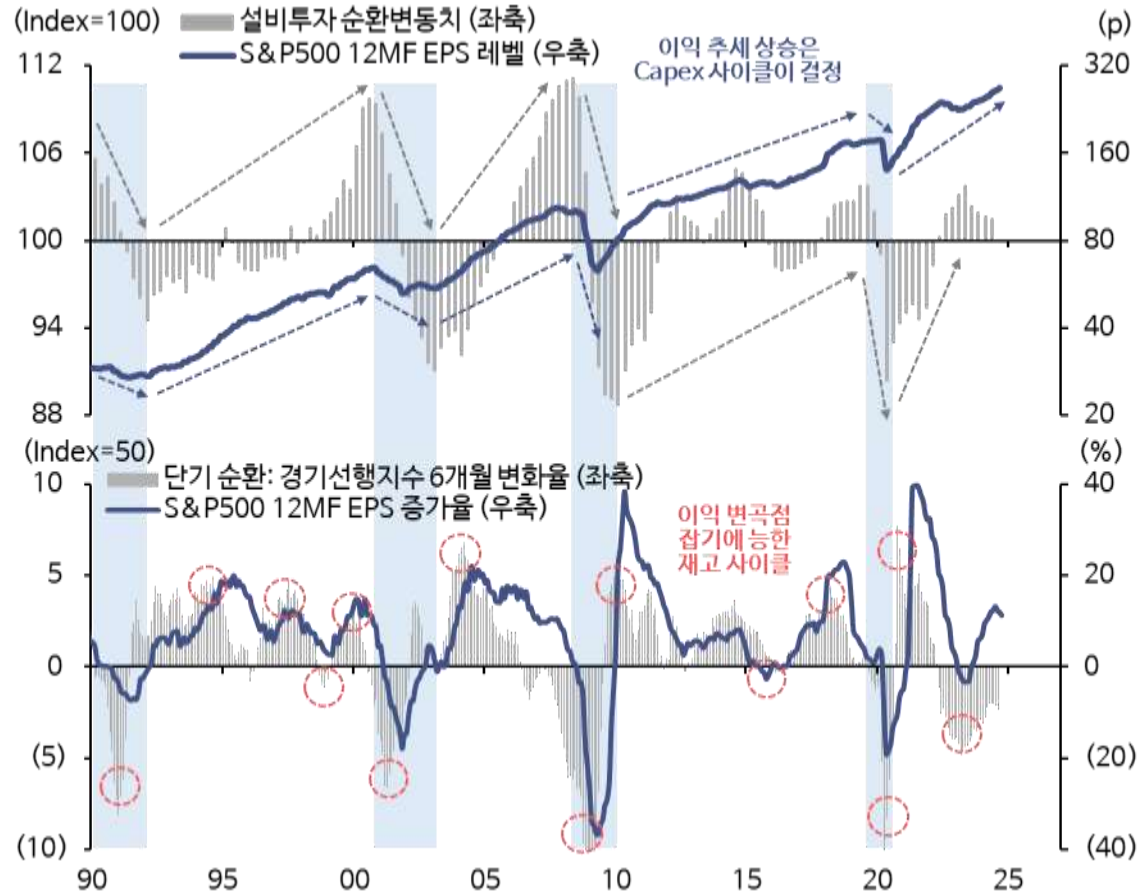


## 구조적 낙관 근거:

### ③ AI 중심 Capex 사이클

- 미국 주식시장을 구조적으로 낙관하는 세 번째 이유는 여전히 유효한 Capex 사이클
- 2023년을 지배했던 공급망 재편과 인프라 투자 모멘텀이 다소 약화했지만, AI 투자가 가속화하면서 사이클을 지탱하는 중
- Capex 사이클의 주기는 8~11년. 현대 미국 경제에서도 중간중간 부침이 있지만, Capex 순환 주기는 평균 9년을 주기로 두고 등락. 상승 구간 7년, 하강 구간 2년
- 이번 사이클의 저점은 지난 팬데믹이었고, 본격적인 불이 붙은 것은 2023년 상반기. 평균적인 순환주기 상 3년 정도의 여유가 남아있음
- 강세장의 핵심 동력은 기업이익이고, 미국 주식 시장의 12MF EPS는 Capex 사이클이 확장하는 구간에서 추세적 상승. 향후 기업이익 개선세와 미국 주식시장의 상승 추세를 낙관하는 이유

### 2025년 미국 증시가 위치할 국면: ③ AI 중심 Capex 사이클



자료: LSEG, 신한투자증권

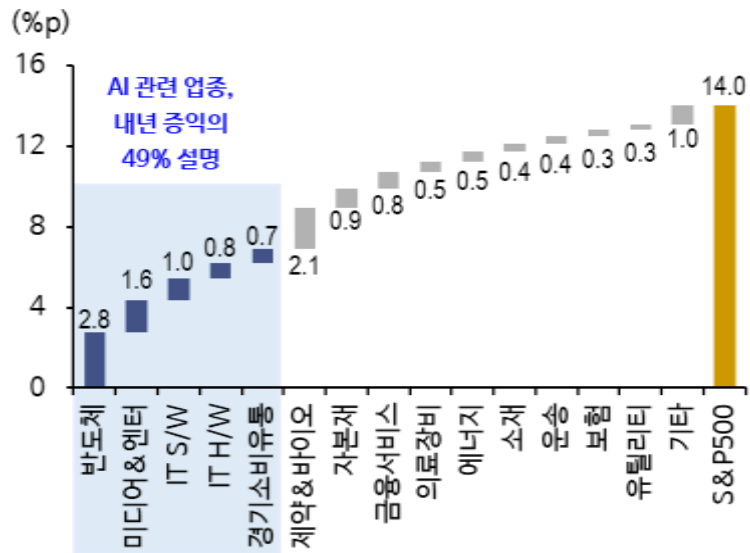
# EPS: Harder, better, faster



## AI는 2025년에도 지배적인 키워드. AI의 실적 주도력은 수년간 이어질 전망

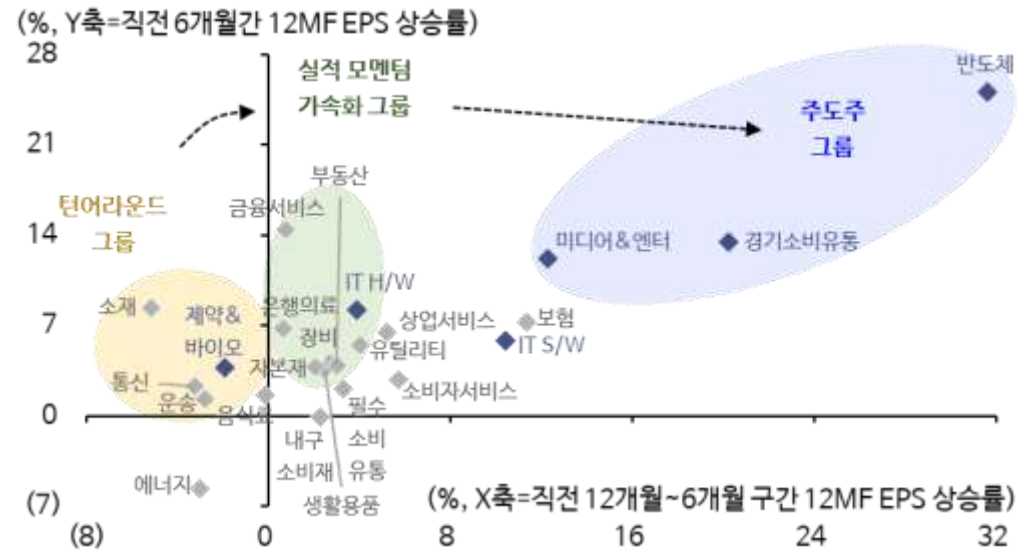
- 앞서 우리가 살펴본 미국 증시가 위치한 우호적인 사이클들은 결국 기업이익 개선세로 치환될 것
- ① 기술혁신 사이클과 AI는 단연 내년에도 지배적인 키워드일 것. 반도체, 미디어&엔터, IT S/W, IT H/W, 경기소비유통이 해당 : 해당 업종들의 내년 증익 기여도는 49%로 합산 시가총액 비중 (41%)보다 큰 기여를 보일 전망 : 이번 사이클이 개막한 이래 실적 주도주의 위치를 놓치지 않고 있고, 내년에도 다른 업종을 압도하는 외형/EPS 성장률을 보일 것
- 다만 증익을 철저히 AI에 의존했던 2024년 상반기까지와는 달리, 이익 개선에 동참하는 업종의 숫자가 점차 많아지는 중

### 내년 S&P500 증익의 49%는 AI 관련 업종에서 발생



자료: LSEG, 신한투자증권

### 다만, AI 뿐만 아니라 이익 개선 동참하는 업종들이 많아지기 시작



자료: LSEG, 신한투자증권

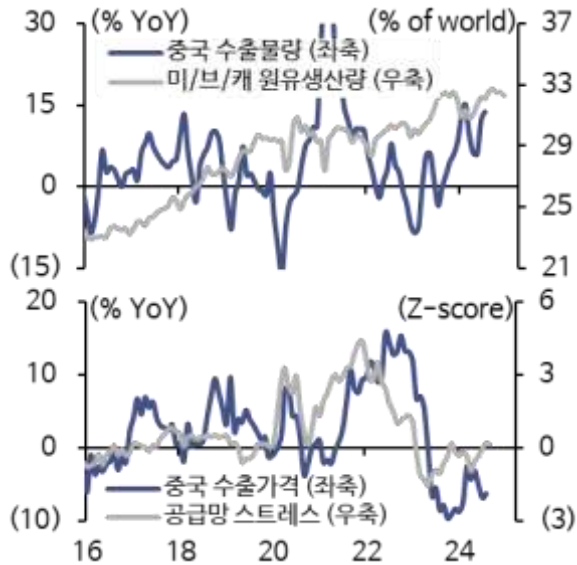
# EPS: Harder, better, faster



## 디스인플레이의 파급효과: 소비재, 금융, 부동산 이익 저점 통과 기대

- ② 디스인플레이는 그간 소외됐던 업종들의 실적 개선에 긍정적으로 작용할 전망  
 : 현재 디스인플레이가 진행되는 동인을 짚어볼 필요. 미국 경기가 약해져서가 아니라, 공급이 원활한 가운데 비미국 수요가 미진하기 때문  
 : 이는 미국 소비자 구매력 개선으로 귀결될 것. 실질임금은 2년째 (+) 영역, 실질 소비 전망도 견고. 지금까지 부진했던 심리 저점 지지  
 : 시작된 기준금리 인하 사이클은 소비자들의 신용 가용성을 높일 것 → 내구재 소비 여력을 지탱할 것
- 소비 심리 개선 + 대출 저점 통과의 조합 → 미국 비중 높은 소비재, 은행, 부동산, 홈빌더 이익 저점 통과 기대

### 제조업체엔 답답한 소식이나, 공급은 원활



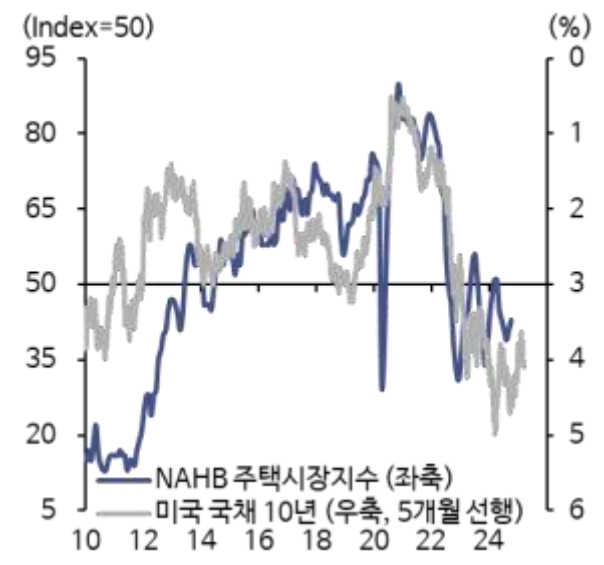
자료: LSEG, 신한투자증권

### ① 물가 하락 → 구매력과 소비여력 확보



자료: LSEG, 신한투자증권

### ② 주택/내구재/대출 저점 통과 기대



자료: LSEG, 신한투자증권



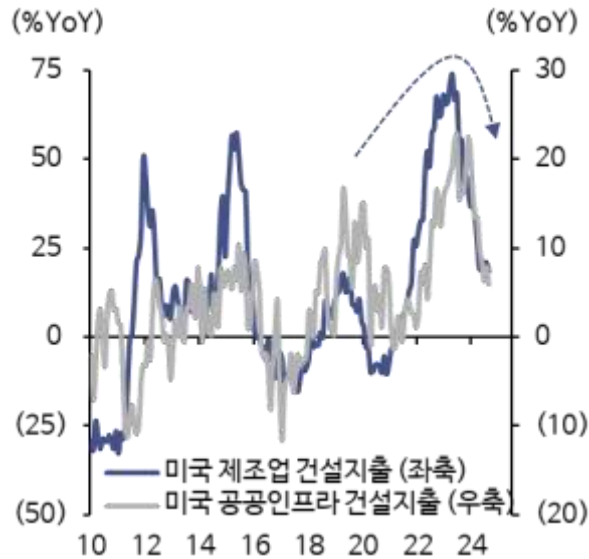
# EPS: Harder, better, faster



## 인프라/공급망 Capex 소강상태 vs. 빅테크 Capex로 동력 전환: 자본재 이익 개선 연장

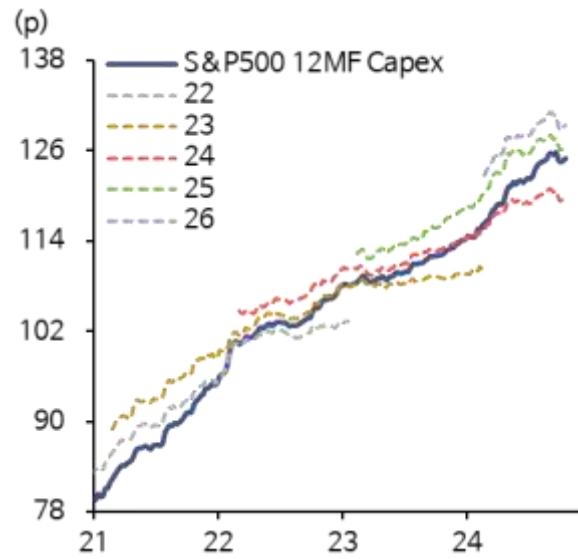
- ③ 현재 진행중인 Capex 사이클은 미국 주식시장의 전체적인 실적을 뒷받침할 뿐만 아니라 관련 업종의 이익도 지탱할 것 : Capex 축의 동력 변화에 주목. 2024년초까지 Capex를 이끌어왔던 인프라 투자와 공급망 재편 모멘텀은 약화 : 빅테크가 주축이 된 S&P500의 Capex 컨센서스는 상향 중. GDP 상 민간투자 24년, 25년 컨센서스도 상향 중 → 인프라 투자와 공급망 재편 모멘텀 약화를 상회할 정도로 AI에서 Capex 수요가 발생하고 있다는 것
- 발전원, 전력망, 데이터센터 건설 등 AI Capex 사이클에 편승하는 종목군들 중심 이익 개선 연장

Capex 축의 변화: 공공/건설지출, 소강국면



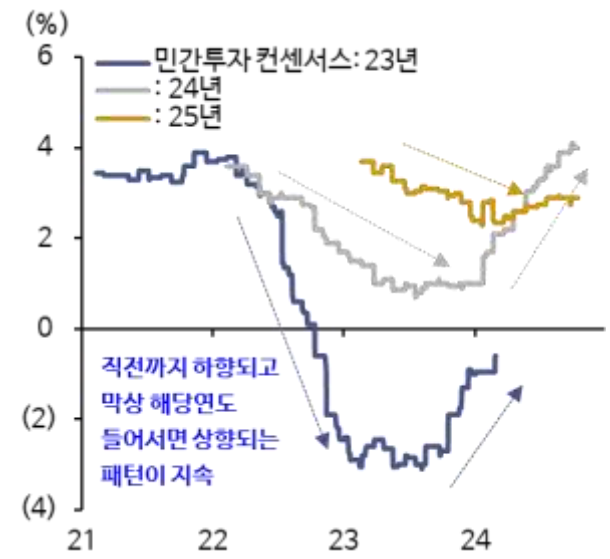
자료: LSEG, 신한투자증권

추정치 상향 일변도의 기업 중시 Capex



자료: LSEG, 신한투자증권

인프라/공급망 투자 약화에도 투자전망 상향



자료: Bloomberg, 신한투자증권



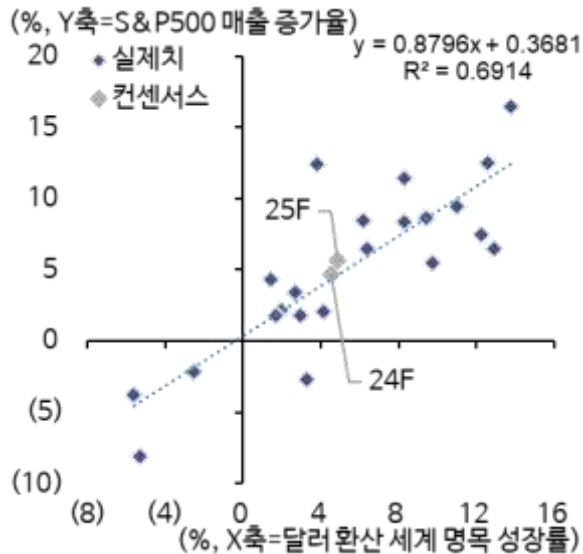
# EPS: Harder, better, faster



## Top-down 관점에서 현재 이익 추정 합리적 → Upside 있음

- 결론적으로 이익 개선세 이어지면서 주식시장의 상승 추세 토대는 견고하게 유지될 전망  
: 2025년 S&P500 EPS는 275p로 2024년 대비 15% 증가할 전망. 2025년말 12MF EPS는 300p 상회할 전망
- 시장의 2025년 실적 기대치는 과도하지 않고 합리적. 따라서 충분히 upside도 열려있다는 판단  
: 세계 경제전망(달러환산 명목 2025년 +4.8%)을 크게 벗어나지 않는 매출 컨센서스 (+5.7%). 미국 기업의 outperform 여지 존재  
: 순이익률은 2021년의 전고점 돌파할 전망. 경기를 타는 구경제 순이익률이 부진하나, AI 업황의 독보적인 강세가 순이익률 개선 견인

### 매출 증가율과 세계 GDP



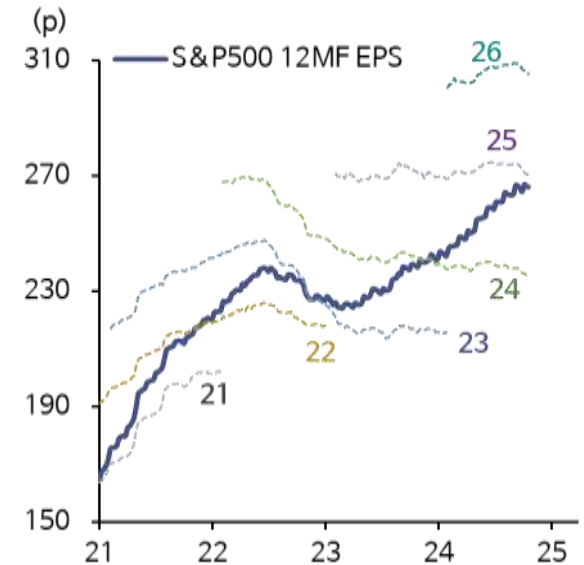
자료: LSEG, 신한투자증권

### 마진: 2016년 이후 업종별 순이익률 추이



자료: LSEG, 신한투자증권

### 연간 EPS 컨센서스 변화



자료: LSEG, 신한투자증권

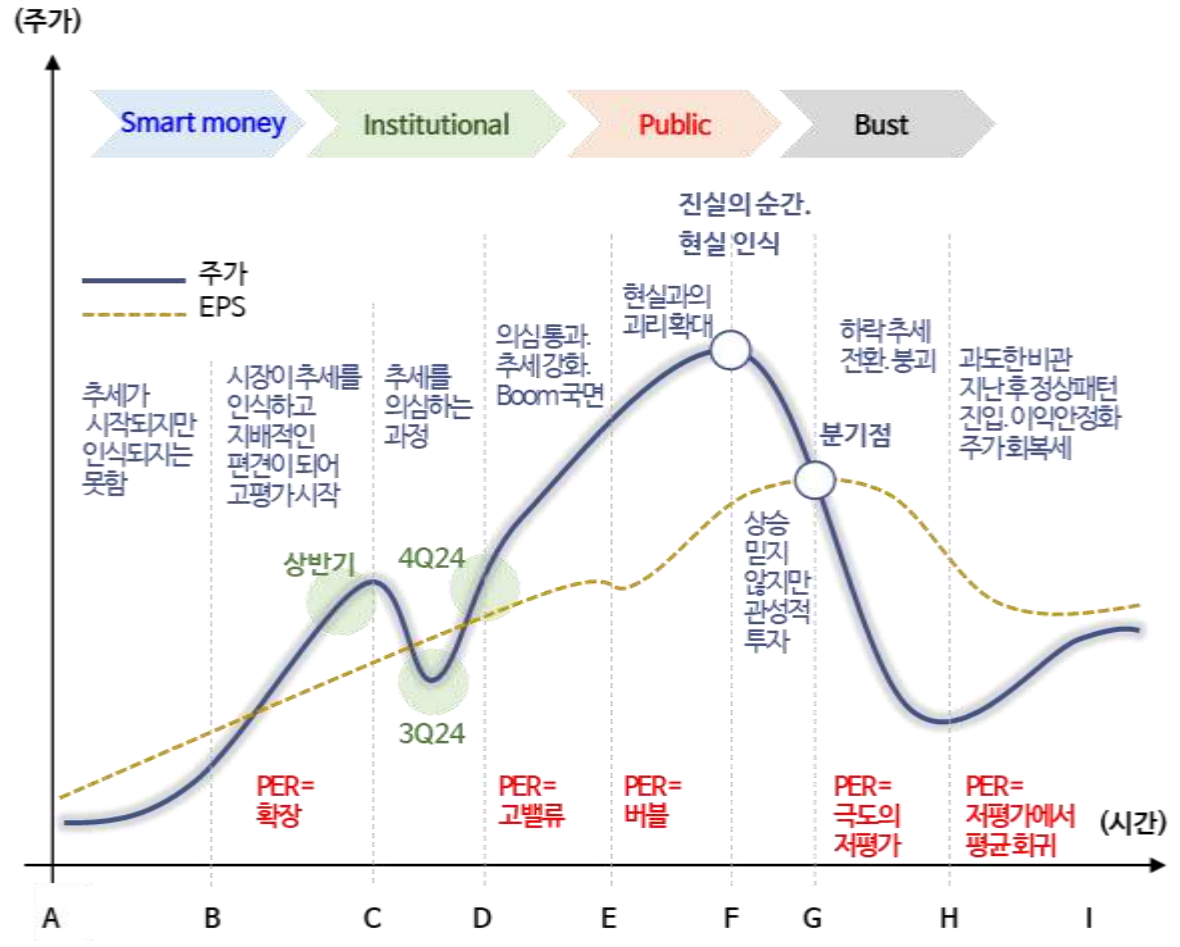
# PER: 균형 PER은 위로 이동



## PER 부담되나 게임 체인저 아니다

- 이익에 대한 고민보다는 높은 가격이 2025년 미국 주식시장을 바라보는 고민일 것. 높은 PER이 장기투자 매력을 낮추는 건 분명하며, 일각의 버블 붕괴 우려도 계속 제기되는 상황
- 가격이 높을 뿐 2025년을 마주한 시점에서 전형적인 버블은 없다는 것이 우리의 결론. 질적 수급 지표로 보면 미국 주식시장의 질서는 건전. 비싸다는 사실이 주식을 피할 이유는 아니라는 판단
- 미국 주식시장의 수급은 매수 우위의 불균형 상황. 스마트 머니가 주도하는 초기 수급 단계는 지나갔지만, 기관투자자의 주식 비중확대와 자사주 매입이 2025년 주식시장 수급을 견인할 것
- 개인 투자자가 대거 참여하는 버블은 내년 당장 도래하지 않을 전망. 대중적인 AI 제품이 등장하며 대중이 환호해야 투기 버블이 도래할 것
- 고민은 금리에 대한 생각. 디스인플레이가 율통불통하게 진행되며 금리 인하 경로가 틀어질 가능성은 충분. 과도했던 인하 기대의 되돌림이 일시적인 PER 디레이팅 낱을 공산도 충분

하이먼-민스키 모델 + Boom-bust 모델



자료: 신한투자증권

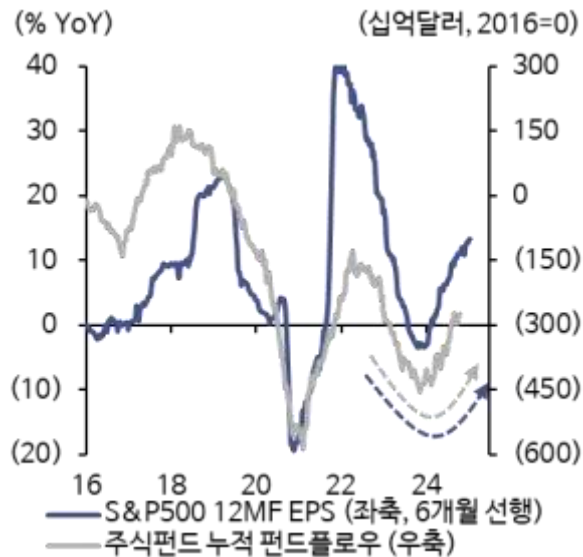
# PER: 균형 PER은 위로 이동



## 수급 불균형: 2025년 미국 주식시장은 수급 상 Institutional phase. 아직 수급 유입 여력 많다

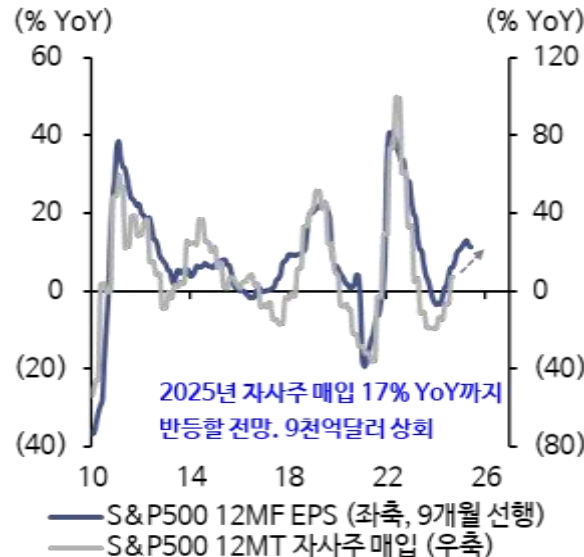
- 미국 주식시장의 수급은 매수 우위의 수급 불균형 상태. '수급'만 고려하면 과거와는 달리 균형 PER이 위로 이동했을 가능성  
: 미국 기업들, 철저히 이익에 연동된 자사주 매입 단행 → 내년 S&P500 자사주 매입 9천억달러 예상. 주식 공급 감소를 의미  
: 해외투자자들의 유입. 2022년을 제외하면 지난 5년간 외국인 순유입 지속. 동아시아, 특히 한국 투자자들의 유입 주목할 부분
- 해당 요소들이 미국 주식시장을 지탱하는 구조적 수급 요소로 남아있는 가운데, 기관투자자들의 유입 역시 내년까지 이어질 전망  
: 2024년초까지 경기 침체 우려 속 채권 대규모로 매집했던 기관투자자들, 2025년은 실적 개선을 확인 후 주식 비중을 늘리는 단계

### 2025년을 주도할 수급: 1) 기관투자자



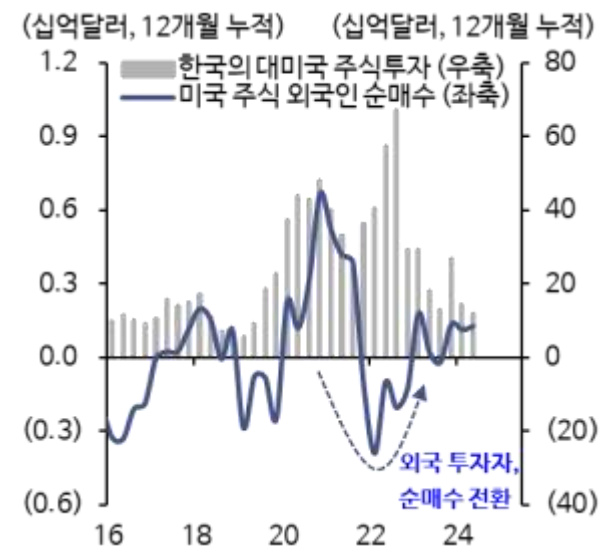
자료: LSEG, 신한투자증권

### 2025년을 주도할 수급: 2) 자사주 매입



자료: LSEG, Bloomberg, 신한투자증권

### + 알파 요소: 해외투자자들의 유입



자료: LSEG, 신한투자증권

# PER: 균형 PER은 위로 이동



## 성장주 주도 시장에서, PER = EPS

- 높은 PER보다는 EPS에 훨씬 예의주시해야 한다는 판단. 현재 미국 주식시장은 성장주 주도 시장인데, 성장주 시장에서는 PER = EPS 이기 때문
- 성장주 시장(1990년대, 2010년대)에서는 이익 개선이 지속되는 동안 PER은 지속적인 상승. 높은 PER 만으로는 주가 조정이 나타나지 않았음
- 성장주 시장에서는 이익이 peak-out에 근접하면 PER이 지지선을 이탈하면서 약세장으로 반전했던 사례가 많았음을 유념할 필요
- 높은 PER은 기업이이익이 개선되는 강세장에서가 아니라, 이익이 후퇴하는 약세장에서 주가 낙폭을 증폭시키는 요소
- ① 우리는 내년 기업이이익 전망을 낙관하고, ② 이익 주도력이 이어질 것이라 전망하기에 높은 PER에 다소 둔감해져도 된다고 판단

PER 증장기적 결정 구조: 성장주 주도 시장에서, PER은 이익 꺾일 때 까지 확장



자료: LSEG, 신한투자증권

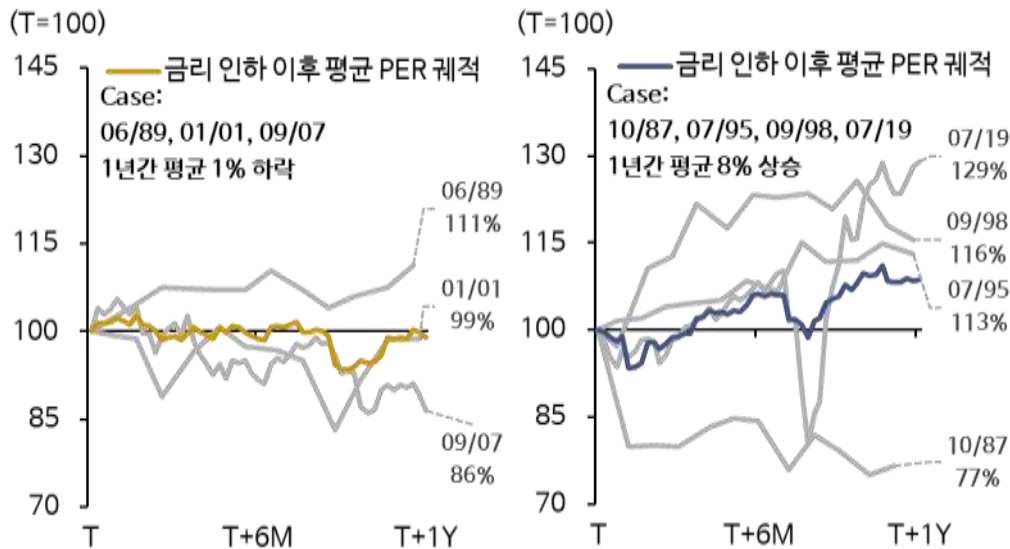
# PER: 균형 PER은 위로 이동



## ‘빅 컷’ 스타트는 전술적 불안 요소: 시장에 대폭 금리 인하라는 착시가 되돌림될 여지

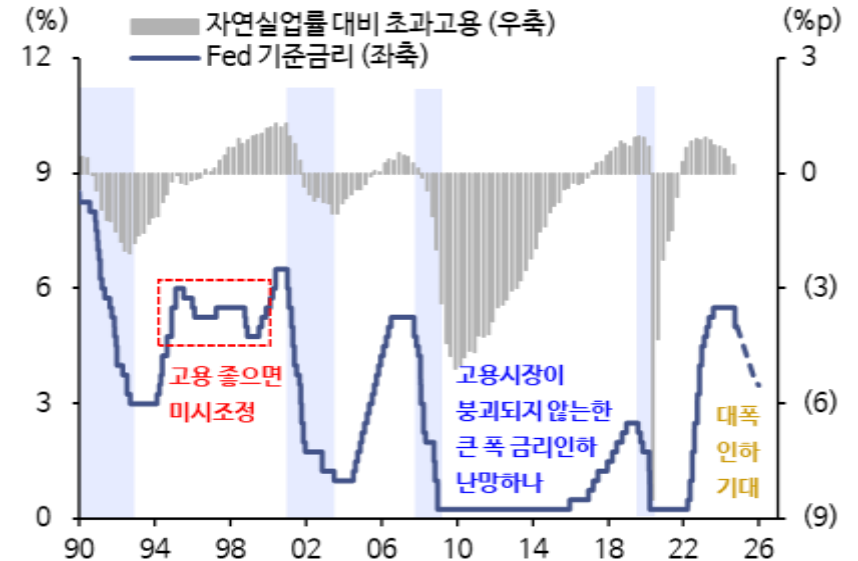
- ① 수급 구도, ② 성장주 중심의 이익 구도가 구조적으로 PER을 지탱하는 가운데 연준 금리인하 개시도 PER에 긍정적으로 작용 : 실적이 부진한 상황에서 금리 인하가 개시되면 PER에 미치는 영향 미미하나, 실적이 개선되는 상황에서는 1년간 평균 10% 상승
- 다만 ‘빅 컷’ 스타트로 인해 시장의 인하 기대감이 다소 과도했었다는 점이 불안 요소 : 금융시장 내년 연말 기준금리 3.3% 반영, 최대 9회 인하 반영. 그러나 고용이 붕괴되지 않은 상황에서 이 정도 인하를 경험한 적 없음 : 과거처럼 고용이 견고할 때 4~5회 인하 정도로 마무리된다면 주식시장도 일시적인 할인율 부담을 겪을 가능성 농후

### 우호적 실적과 금리 인하가 조합되면 → PER은 오르나



자료: LSEG, 신한투자증권

### ‘빅 컷’ 스타트가 만든 착시: 대폭 금리 인하 기대 과도



자료: LSEG, 신한투자증권  
주: 음영은 고용시장 붕괴와 대규모 금리 인하가 겹친 시점



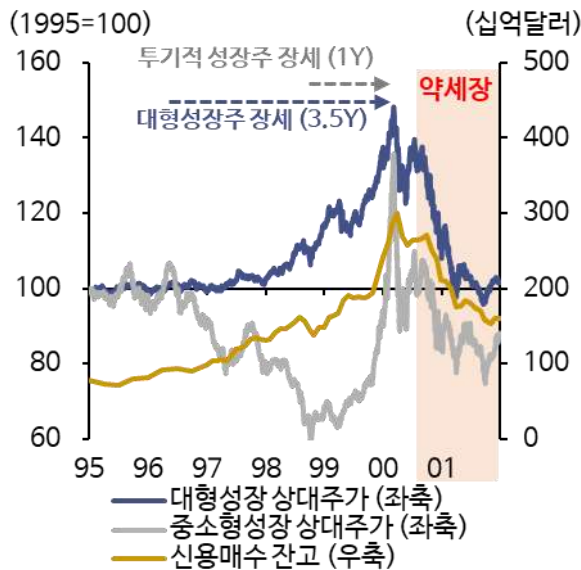
# PER: 균형 PER은 위로 이동



## 투기 버블이 낀다면, 이를 알아차릴 수 있는 징후: 1) 투기적 성장주 초강세, 2) 신용매수

- 만약 내년 투기 버블이 형성된다면 이를 감지할 지표로 두 가지를 주목. 1) 투기적 성장주, 2) 신용매수
  - : 성장주 투기 버블이 낀 1999년, 2021년 공통적으로 확인되는 사실은 중소형 성장주의 폭등과 연평균 50% 이상의 신용매수 증가세
  - : 두 가지 요소가 동시에 출현한 1년 이후 주식시장은 공통적으로 크고 작은 버블 붕괴를 경험했기에 해당 변수 예의주시할 필요
- 위 지표들로 미루어보면 2024년말 현재 투기 버블은 없음. 버블 붕괴를 걱정할 단계는 아니라는 판단
  - : 실제로 실적이 뒷받침되는 대형성장주 중심의 강세가 전개돼왔고, 신용매수는 연평균 10% 정도로 더디게 상승 중

투기 버블 복기: 1995년 ~ 2000년



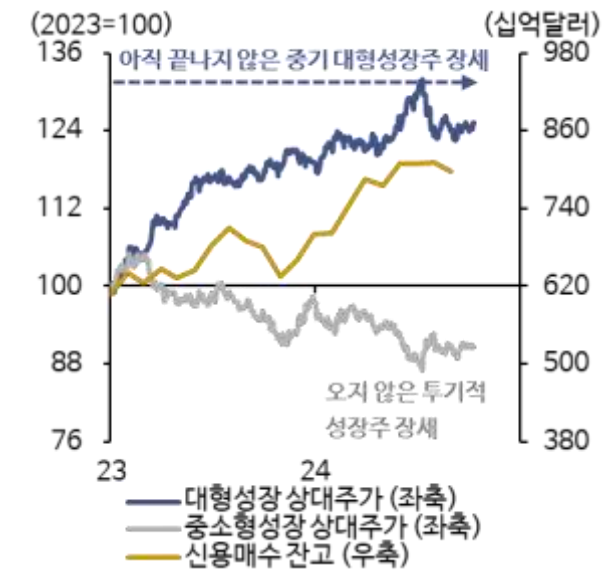
자료: LSEG, FINRA, 신한투자증권

투기 버블 복기: 2016년 ~ 2021년



자료: LSEG, FINRA, 신한투자증권

투기 버블 점검: 현재는 버블 징후 없음



자료: LSEG, FINRA, 신한투자증권



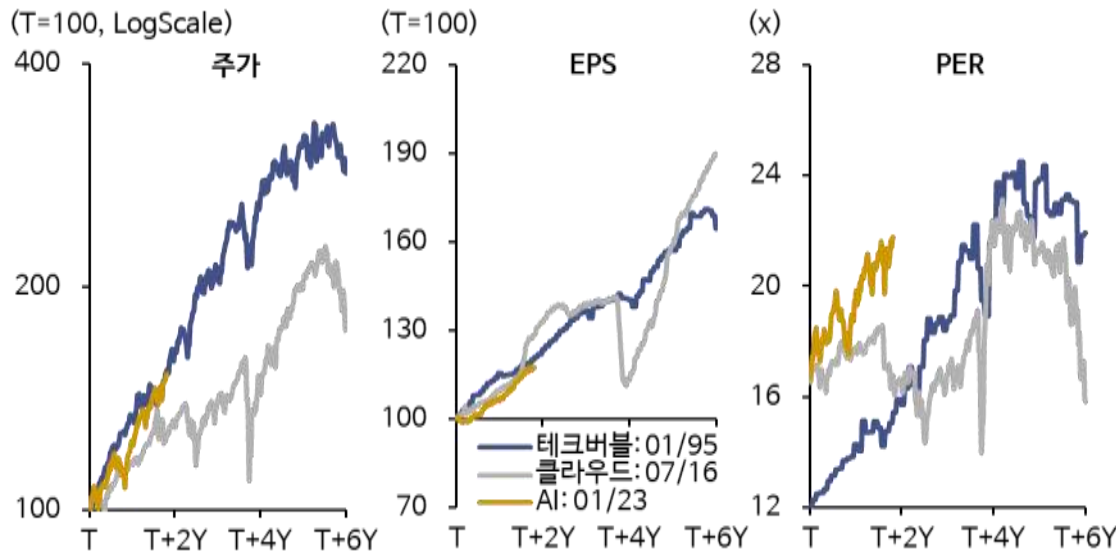
# 투자전략: Stronger



## ① 2025년 미국 주식시장은 AI 강세장 3년차. 실적이 견인하는 대세 상승장 지속

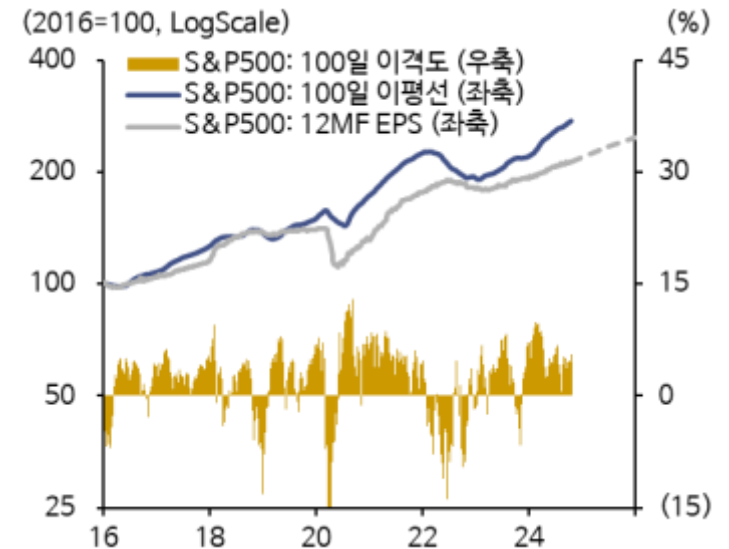
- 앞서 논의한 내용을 요약하면, 기술혁신(AI)이 이끄는 실적 개선세가 2025년 미국 주식시장을 여전히 주도해나갈 전망  
: 미국 주식시장은 실적 개선이 지속되는 구간에서 100일선을 지지선으로 삼아 추세적으로 상승하는 모습을 보여왔음
- 과거 기술혁신이 실적 개선을 주도했던 굵직한 강세장과 현재 주식시장의 경로가 상당히 닮아있다는 점에 주목  
: 테크 버블이 본격화된 시작된 1995년, 클라우드 사이클이 시작된 2016년과 주가, EPS 상승 속도가 상당히 흡사  
: 과거 테크 사이클이 주도하는 강세장은 5년 가까이 지속됐던 경험 → 2025년은 3년차. 2027년까지 강세 이어질 수 있음을 시사

### 과거 테크 사이클과의 S&P500 주가, EPS, PER 비교



자료: LSEG, 신한투자증권

### 이익, 이평선과 이격도: 실적 개선 = 100일선 지지



자료: LSEG, 신한투자증권

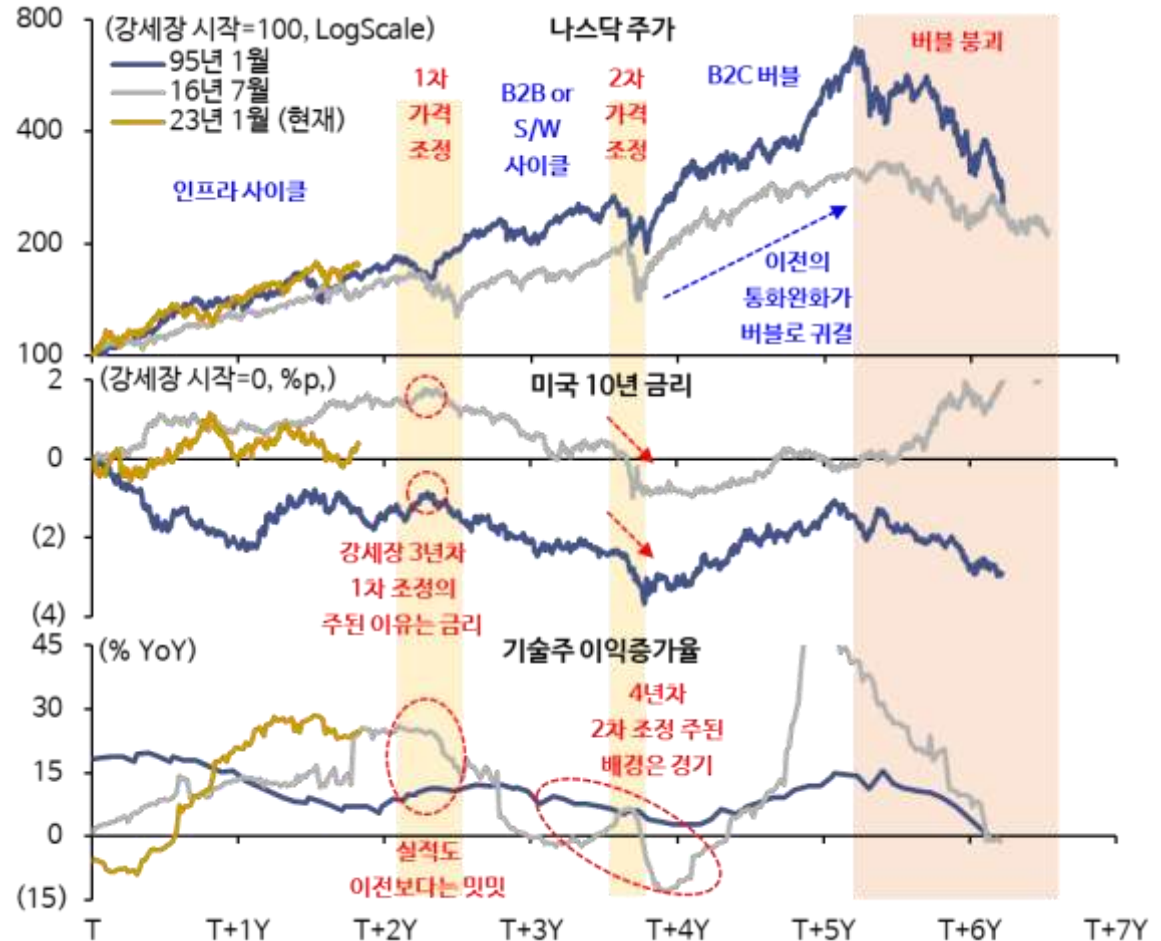
# 투자전략: Stronger



## ② AI 강세장 3년차: 우상향 vs. 기술적 조정 가능성

- 앞서 언급한 기술혁신 주도 강세장은 5년이라는 기간을 두고 추세 상승 하나 과거 3년차 구간에서 공통적으로 가격 조정을 겪었던 점을 주목
- 3년차 구간에서 주도주인 나스닥인 15~20%에 달하는 조정을 공통점으로 경험. 흥미로운 점은 조정의 배경이 모두 '금리'였다는 것
- 강세장 3년차에도 실적 자체는 우상향하나 증가율은 사이클 초반부인 1~2년차보다 둔화될 공산이 큼. 실적이 둔화한 가운데 시장금리가 52주 신고가를 경신할 경우 기술주에 거친 조정 발생
- 미국 10년 금리가 2024년 4월 기록했던 고점인 4.7%를 근접해간다면 거친 조정 염두에 둘 필요
- 다만 해당 조정은 강세장의 끝이 아니라는 점도 염두에 둘 필요. 15% 정도의 조정이 출현한다면 남은 3년 사이클을 노린 비중확대 전략 필요

고비가 온다면, 그 이유는 실적 기저효과와 시장금리 상승이 맞물리기 때문일 것



자료: LSEG, 신한투자증권



## ③ AI 강세장 3년차 주가 조정 야기할 수 있는 리스크: 금리와 실적 peak 우려의 조합

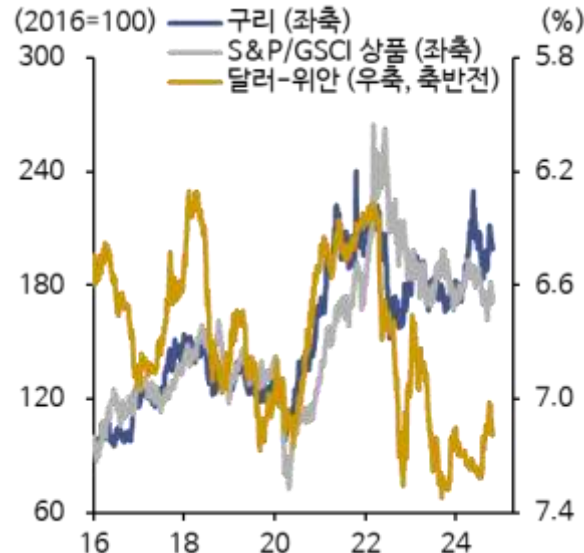
- 기술혁신 강세장 3년차에 거친 가격 조정을 만들 수 있을만한 변수들을 점검해볼 필요
  - 실물과 디커플링된 자산시장 과열 경계감. 96년 12월 그린스펀이 '비이성적 과열' 발언을 남기고 97년 3월 금리를 인상했던 루트
  - 중국 부양책. 부양책으로 2025년 2~3분기 중 중국 경기가 반등한다면, 글로벌 디스인플레 압력과 금리 인하 기대도 약화될 공산
  - AI 주도주들의 이익 둔화. 컨센서스 상 AI 주도주들의 이익 성장 둔화. 컨센서스대로 흘러간다면 금리 상승에 시장 취약점 드러낼 것
- 시기적으로 기술주 주가 조정이 야기되는 구간은 내년 중반이 될 가능성이 높다는 판단

디스인플레 핫릴 변수: 1) 자산시장 과열



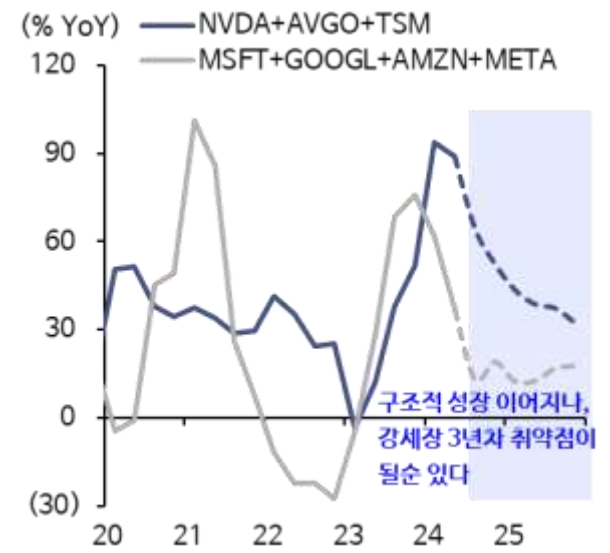
자료: LSEG, 신한투자증권

디스인플레 핫릴 변수: 2) 중국 부양책



자료: LSEG, 신한투자증권

AI 주도주 이익: 3년차 취약성 발미될 수도



자료: LSEG, 신한투자증권  
주: 점선은 컨센서스



## ④ 상반기 오버슈팅 나올 가능성. 1분기까지는 승부를 봐야한다

- 상반기, 연말연초에 수익률이 집중되면서 오버슈팅 가능성을 고려할 필요
  - : 대선을 전후해 미국 경기 모멘텀이 바닥을 치고 반등해왔던 패턴에 주목 → 연말연초 펀더멘탈 반등 모멘텀 극대화되는 구간
  - : 통상 대선부터 다음해 5월까지 주가 방향성이 뚜렷하게 전개됐던 패턴에 주목. 해당 구간 평균 상승률 10%, 상승 확률 80%
  - : 실적이 우호적인데 금리 인하 개시가 조합될 경우 향후 6개월까지는 대부분 상승하고, 6~12개월 상승세 둔화됐던 패턴 고려할 필요
- 1분기까지는 상승 추세에 편승하되, 2분기로 진입하면서 금리 리스크에 유의하면서 전술적 기동을 펼칠 필요

연말연초, 펀더멘탈 모멘텀 극대화되는 구간



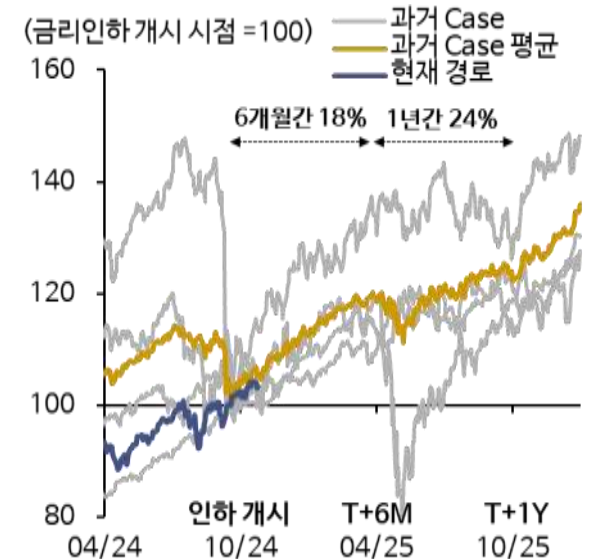
자료: LSEG, 신한투자증권

대선 ~ 다음해 5월 구간까지 방향성 뚜렷



자료: LSEG, 신한투자증권  
주: 직전 10번의 대선 전후 평균 주가 추이

실적 개선 + 인하 개시 구간 평균주가



자료: LSEG, 신한투자증권  
주: 12MF EPS 개선되는 상황에서 금리 인하 조합된 국면

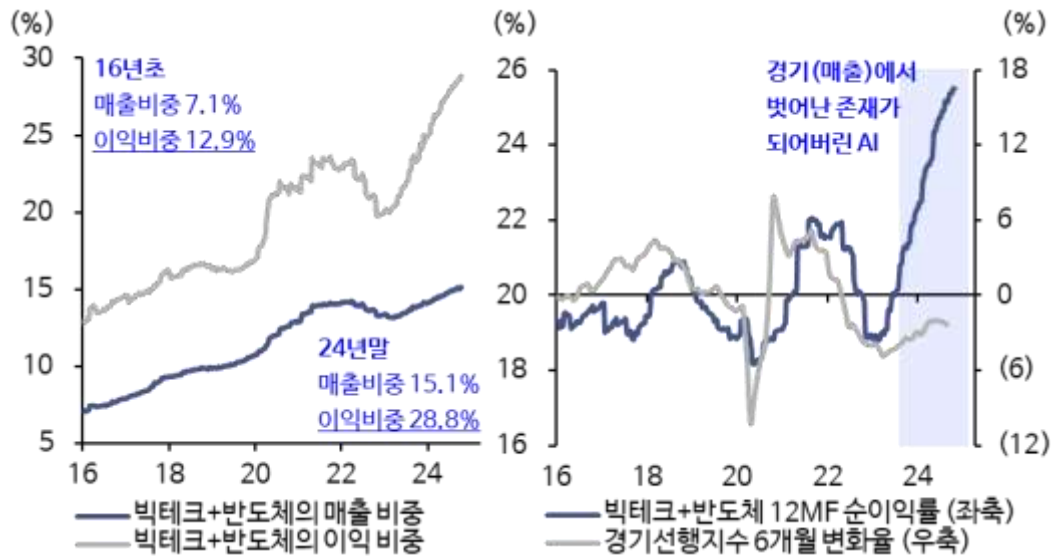
# 투자전략: Stronger



## ⑤ 경기 침체 논란과 대선 결과는 주식시장의 운명을 결정하지 못할 것

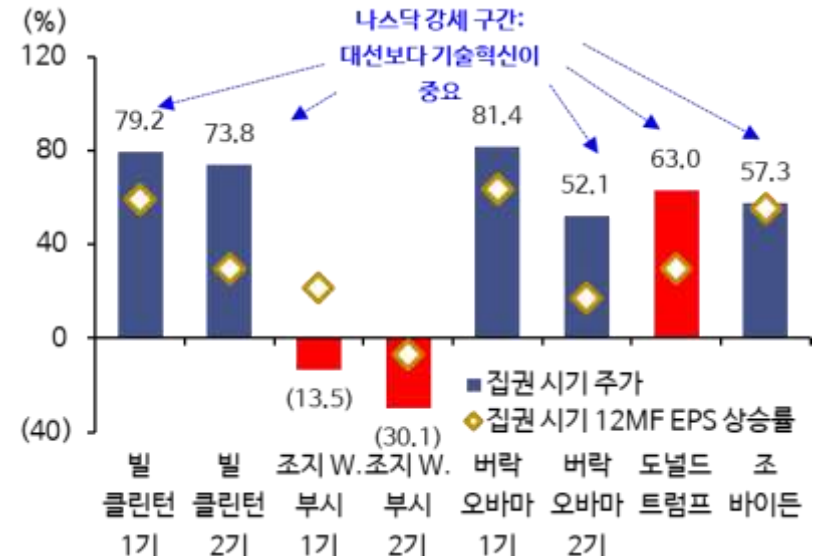
- 내년 주식시장, 최소한 미국 주식시장에 추세적인 영향을 미치지 못할 것으로 예상되는 변수들은 ① 경기 침체와 ② 대선, ③ 중동 risk : 미국 주식시장의 구조는 경기와 아득하게 멀어졌음. 구경제는 실제 경기를 따라가나, 실적을 이끄는 기술주는 경기에 속박되지 않음 : 대선, 통계적으로 주식시장에 유의하지 않음. 대선보다 중요한 것은 기술혁신. 트럼프 집권 초기와 달리 미국 IT와 중국의 관계는 단절 : 중동 분쟁, 상호확증파괴 원리 감안 시 핵 확산 가능성은 배제. 과거보다 낮아진 중동의 원유 생산량 감안 시 유가 급등 위험 제약
- 세 변수로 인한 주가 조정이 전개된다면 전술적 매수 기회로 인식

### 경제 성장(매출)보다, 해자와 상대적 수급(마진)이 이익을 더 결정



자료: LSEG, 신한투자증권

### 대선의 선행성 통계적으로 없음. 대선은 AI의 하위 사이클



자료: LSEG, 신한투자증권



# 투자전략: Stronger



## S&P500 2025년 밴드: 5,600 ~ 6,600p 등락

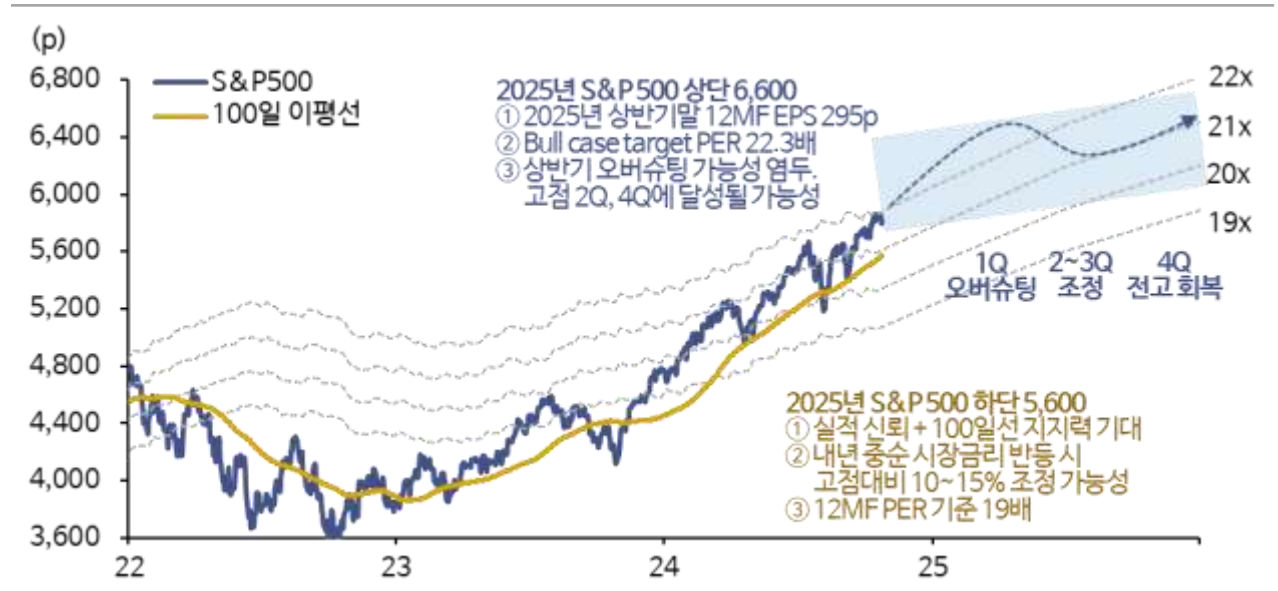
- 2025년 S&P500 밴드 5,600 ~ 6,600p 제시. 각종 불확실성과 의구심 있지만 이를 딛고 실적이 우상향 기조 뚜렷하게 형성해 줄 전망  
: 상단은 2025년 중반 12MF EPS 295p에 12MF PER 22.3x 적용. 우호적 환경 집중된 연초 오버슈팅 염두. 2Q, 4Q 중 고점 달성 기대  
: 하단은 2025년 중반 12MF EPS 295p에 12MF PER 19.0x 적용. 시장금리 반등이 전개될 경우 고점대비 10~15% 조정 염두에 둔 하단
- N자형 상승 패턴 예상. 상반기 오버슈팅 → 2025년 중반 기술주 3년차 주가 조정 리스크 고려 → 연말 상승 추세로의 복귀를 전망

### PER \* EPS 테이블

		12MF EPS					
		278 (24년말)	286	294	302	310 (25년말)	318 (bull)
P E R	19	5,282	5,434	5,586	5,738	5,890	6,042
	19.5	5,421	5,577	5,733	5,889	6,045	6,201
	20	5,560	5,720	5,880	6,040	6,200	6,360
	20.5	5,699	5,863	6,027	6,191	6,355	6,519
	21	5,838	6,006	6,174	6,342	6,510	6,678
	21.5	5,977	6,149	6,321	6,493	6,665	6,837
	22	6,116	6,292	6,468	6,644	6,820	6,996

자료: LSEG, 신한투자증권

### S&P500 12MF PER 밴드: 2025년중 5,600 ~ 6,600p 등락



자료: LSEG, 신한투자증권

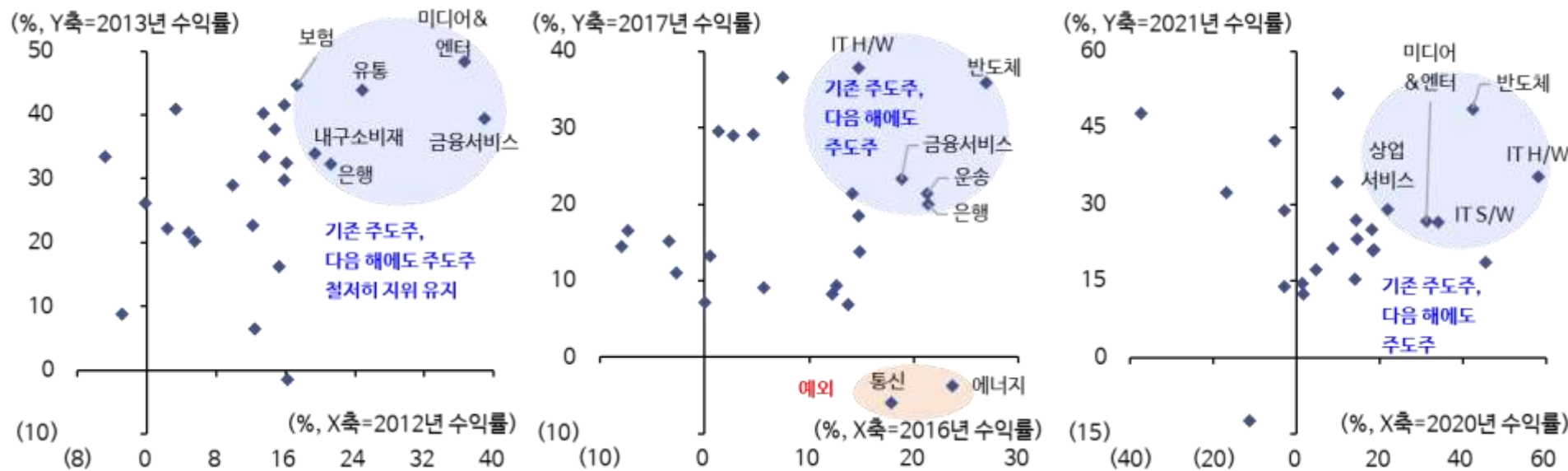




## 스타일/업종 전략: 1) 최선두 주도주는 누가 뭐래도 자기 갈 길을 간다

- 2025년 스타일/업종 전략의 첫 번째 키워드는 주도주. 2024년을 주도했던 최선두 업종은 2025년에도 주도력을 이어갈 전망  
: 미국 주식시장에서 주가, 실적 측면에서 공히 최선두인 주도 업종은 강세장이 끝날 때까지 아웃퍼폼 지속하는 경향  
: 특히 지난 세 번의 대선 전후, 업종별 주도권 변화를 살펴보면 전년의 최선두 주도주가 다음 해에도 매년 주도주였던 경험
- 업종 차원에서 2024년 주도주는 단연 반도체 (82.9%). AI 관련 밸류체인이 내년에도 주도력을 이어갈 것으로 예상되는 이후  
: 보험 (29.9%), 미디어&엔터 (29.5%), 유틸 (28.3%), 은행 (27.2%), 자본재 (24.7%), 금융서비스 (23.1%) 등은 차순위 그룹에 해당

### 지난 세 번의 대선 전후 업종별 주도권 변화: 최선두 주도주는 변하지 않는다



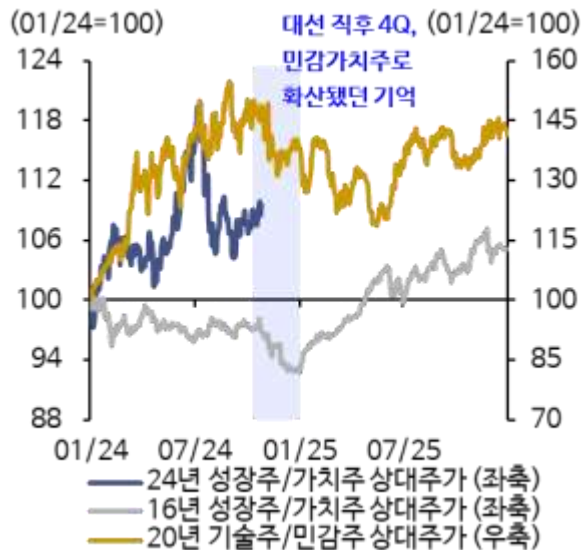
자료: LSEG, 신한투자증권



## 스타일/업종 전략: 2) 연말연초, 하이베타 플레이

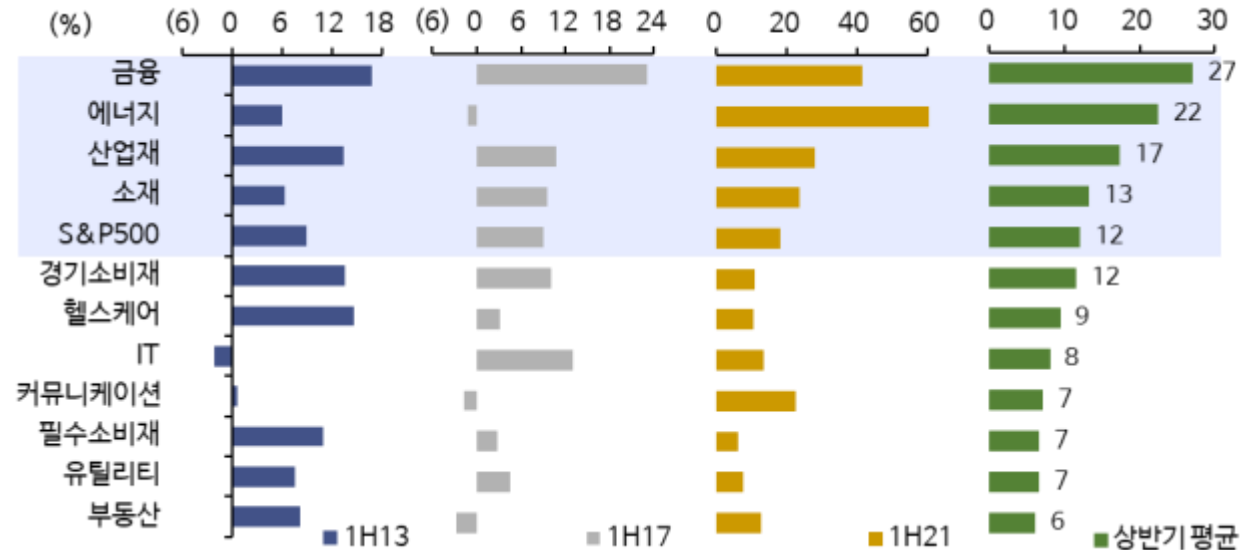
- 이익 확산이 광범위해지는 구간에서 최선두 주도주인 엔비디아를 제외한 M7 종목들의 상대적 우위는 다소 희석될 수 있음
- 연말연초 ~ 상반기 구간에서 주식시장이 오버슈팅을 경험할 가능성이 있다면, 하이베타 플레이의 필요성이 높아짐  
: 2016년, 2020년 대선 직후 주도주 중심의 강세가 low quality 스타일 (민감주, 중소형주)로도 확산됐던 경험 공히 확인  
: 대선 이후 다음 상반기 업종별 수익률을 비교해봐도 금융, 산업재, 소재 등 high beta 업종의 강세가 동반 확인

대선 전후, 소규모 스타일 로테이션 빈번



자료: LSEG, 신한투자증권

대선 이후 다음 상반기 업종별 수익률 비교



자료: LSEG, 신한투자증권



## 스타일/업종 전략: 3) 흑조(적자 성장주)에서 백조(턴어라운드)가 된 주식들

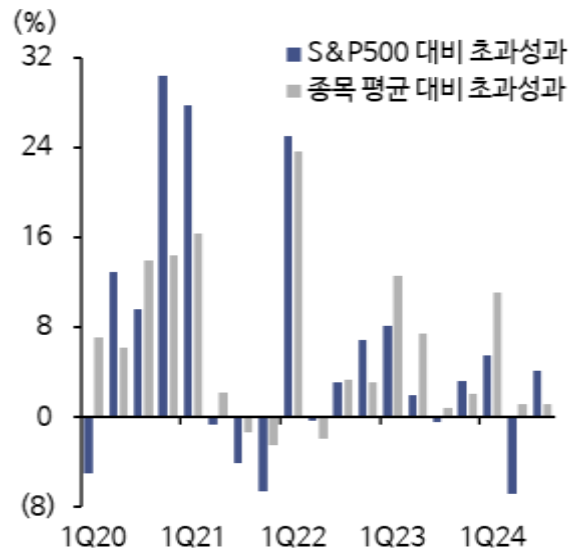
- 대형주 이외에 중소형주에서 기회를 찾는다면, 턴어라운드와 흑자 전환에 성공한 주식들의 가파른 랠리 가능성에 주목  
 : 팬데믹 → 금리 인상 구간에서 적자 성장주로 매도당했던 종목들 중 일부는 꾸준히 탑라인 고성장을 이어온 후 턴어라운드에 성공  
 : 턴어라운드에 성공한 대표 중소형 성장주들은 저금리 유동성 장세가 아님에도 불구하고 가파른 랠리를 시현 중  
 : 2020년 이후, 턴어라운드를 포착하는 전략은 시장 상황과 무관하게 항상 알파를 가져다주는 전략이었던 점도 고려할 필요
- 이제는 흑자로 턴한, 과거 적자 성장주들에 관심 필요. 이들이 다수 포진한 핀테크, 이커머스, MZ소비, 그리드 ETF 주목

‘적자 성장주’ 대표주들의 완벽한 생환



자료: LSEG, 신한투자증권 / 주: UBER + SE + PLTR + SPOT + SOFI + HOOD + CEG + CART + CVNA + ZG

턴어라운드 포트폴리오: 일관된 알파 전략



자료: LSEG, 신한투자증권  
 주: S&P 1500 내 12MF EPS가 흑전하는 기업들 분기 평균 수익률

턴어라운드 성장주 다수 포진된 ETF들

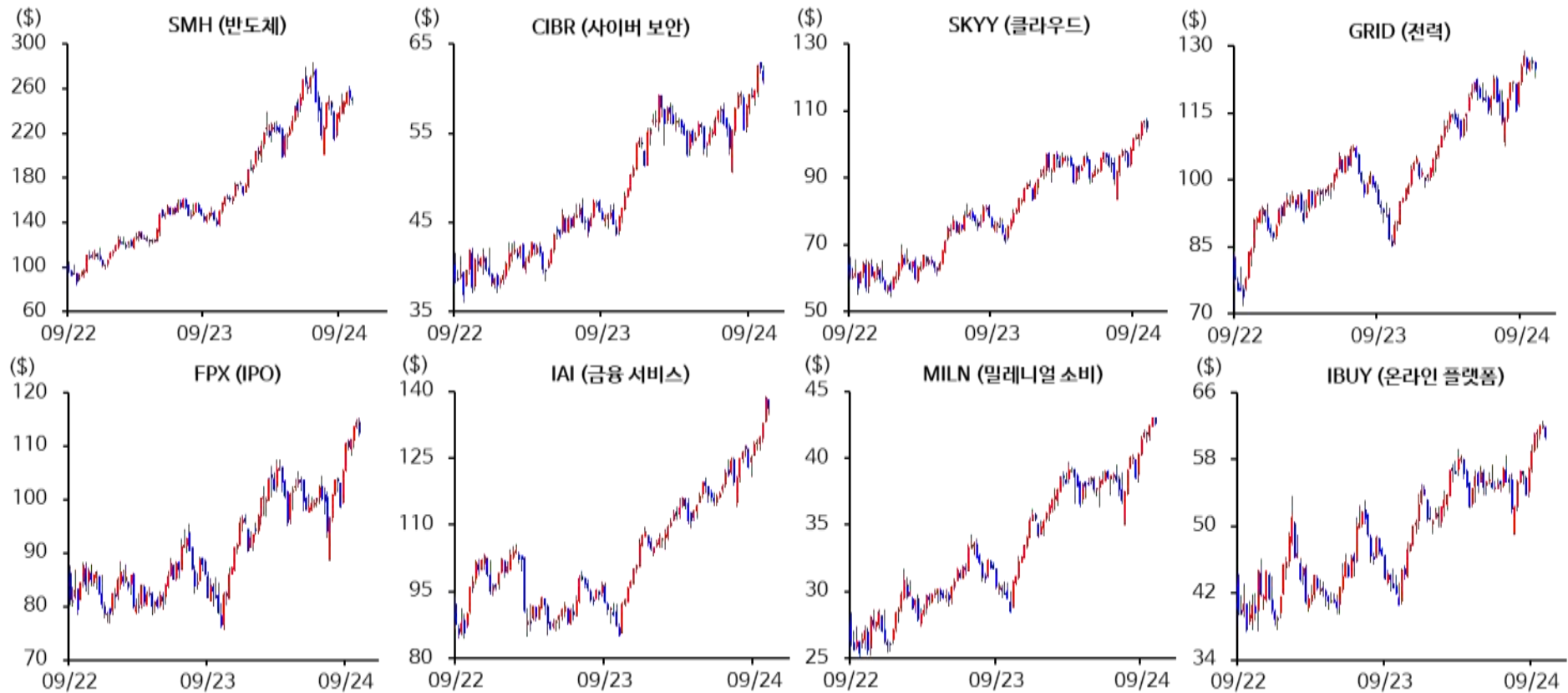


자료: LSEG, 신한투자증권

# 투자전략: 미국 주식시장 투자 아이디어 관련 ETF



## 관심 테마 ETF 추가 추이



자료: LSEG, 신한투자증권

# 투자전략: 미국 주식시장 투자 아이디어 관련주



## 관심 테마 내 주요 종목 리스트

업종/테마	종목명	티커	섹터 (GICS Lv.1)	업종 (GICS Lv.3)	시총 (bil \$)	주가모멘텀 (%)		이익모멘텀 (%)		이익증가율 (% YoY)		실적 추이 및 전망 (mil \$)			
						3M	6M	3M	6M	24F	25F	CY22	CY23	CY24F	CY25F
AI H/W	엔비디아	NVDA	IT	반도체	3,525	16.3	80.7	20.3	45.6	131.1	45.4	8,757	28,757	67,101	97,567
	TSMC	TSM	IT	반도체	868	19.3	55.6	21.2	34.5	35.3	27.6	34,492	26,904	36,003	45,956
	브로드컴	AVGO	IT	반도체	841	11.8	47.0	9.4	20.8	25.4	26.8	17,021	18,892	23,975	30,409
AI S/W	오라클	ORCL	IT	소프트웨어	481	24.0	51.7	6.2	10.1	13.8	14.3	13,570	15,357	17,048	19,483
	IBM	IBM	IT	IT 서비스	213	25.8	27.4	4.3	4.0	7.9	6.2	8,325	8,870	9,462	10,052
	팔란티어	PLTR	IT	소프트웨어	96	50.0	103.6	14.7	24.6	51.8	21.9	135	572	850	1,036
민감: 금융	골드만삭스	GS	금융	투자은행	164	6.3	24.1	3.7	12.9	66.0	10.5	10,764	8,288	12,299	13,588
	블랙락	BLK	금융	투자은행	160	18.7	31.6	10.6	18.2	18.3	15.8	5,391	5,692	6,572	7,608
민감: 산업재	GE버노바	GEV	산업재	전자장비	76	65.8	102.2	39.3	-	-	62.0	-	-	1,111	1,801
	닥터호튼	DHI	경기소비재	가정용 내구재	61	5.1	30.2	4.6	6.0	5.6	6.3	5,675	4,734	4,889	5,197
턴어라운드	콘스텔레이션	CEG	유틸리티	전력 유틸리티	86	43.7	49.4	6.0	17.1	25.4	4.5	(159)	1,624	2,646	2,766
	스포티파이	SPOT	커뮤니케이션	엔터테인먼트	77	29.3	40.3	39.2	103.9	흑전	39.8	(589)	(389)	1,204	1,684
	도어대쉬	DASH	경기소비재	레스토랑	63	46.3	20.1	110.5	219.0	적축	흑전	(1,365)	(558)	(2)	710
	씨	SE	커뮤니케이션	엔터테인먼트	57	46.9	66.7	36.9	126.5	64.9	147.8	(1,722)	156	463	1,148
	애플로빈	APP	IT	소프트웨어	53	90.8	134.1	28.9	67.9	294.2	31.1	(193)	355	1,223	1,604
	버티브	VRT	산업재	전력장비	42	27.6	47.4	12.6	29.3	40.9	31.9	202	684	952	1,257
	로빈후드	HOOD	금융	자본시장	24	15.2	56.9	36.9	136.2	흑전	3.8	(942)	(541)	656	681
	드래프트킹스	DKNG	경기소비재	여행&레저	18	0.9	(8.4)	67.5	628.3	적축	흑전	-	(682)	(140)	360
	질로우	ZG	부동산	부동산 운영	14	17.5	35.8	8.9	6.8	10.9	37.4	415	319	335	461
소파이	SOFI	금융	소비자금융	11	37.9	43.4	49.8	120.5	흑전	104.0	(320)	(107)	150	307	

자료: LSEG, 신한투자증권

### III. 중국 주식시장 전략

전환, 그리고 반격





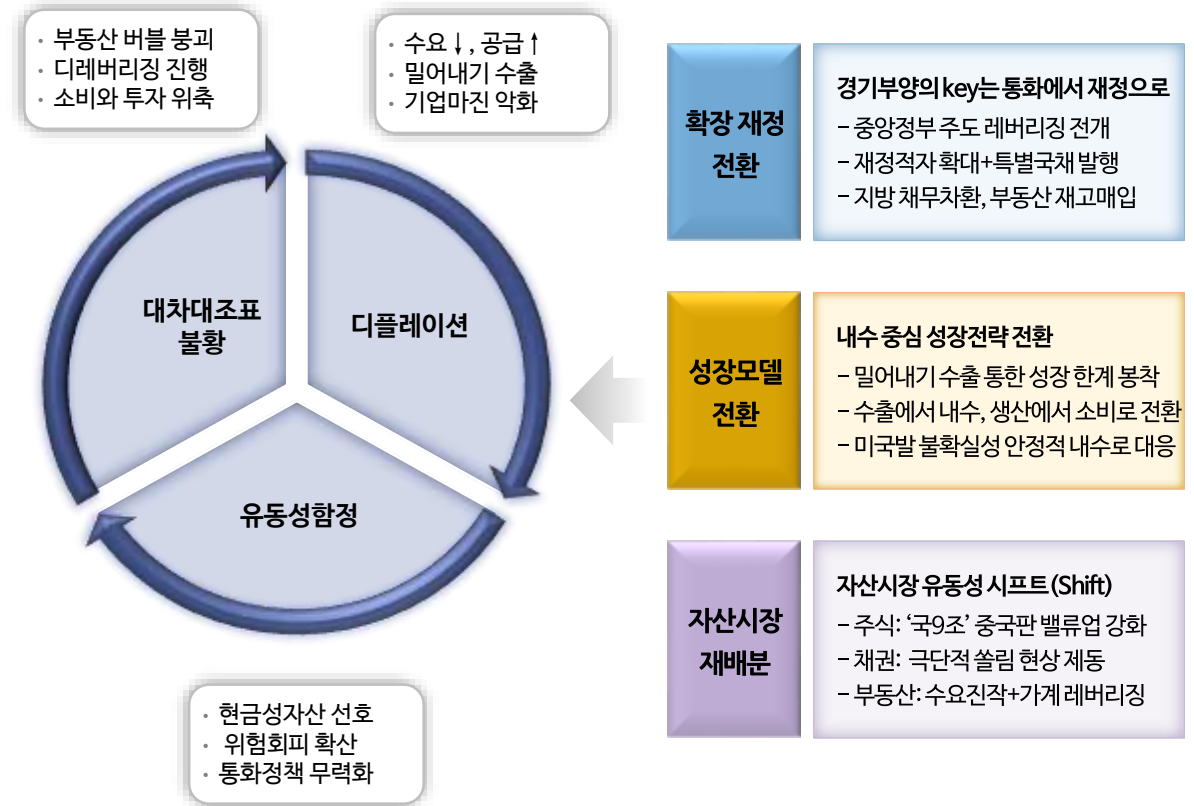
# Summary: 2025년 중국 자산시장 전망



## 중국이 직면한 위험과 세 가지 패러다임 변화

- 중국은 대차대조표 불황, 디플레이션, 유동성 함정 삼중고에 직면하며 구조적 위험에 노출. 정부는 세 가지 전환을 통해 이를 타개할 전망
- 1) 확장 재정 전환: 재정적자 확대와 특별국채 발행으로 중앙정부 주도 레버리징 전개. 지방 정부 채무차환, 국영은행 증자, 미분양 부동산 재고매입 등 구조적 리스크 적극 해소
- 2) 성장모델 전환: 밀어내기 수출 한계 봉착. 생산 경제에서 소비 경제로 전환. 안정적 내수 육성을 통해 미국의 압박에 대응할 수 있는 경제적 회복력 구축
- 3) 자산시장 재배분(Reallocation): 안전자산(예금+채권)으로 유동성 쓸림은 민간부문 투자와 소비 위축을 초래. 주식시장과 부동산 부양을 통한 부의 효과(Wealth effect) 유도
- 2025년은 전면적 정책 전환이 동반할 China Upside Risk에 대비해야 할 시점

## 2025년 중국이 직면한 위험과 기회



자료: 신한투자증권

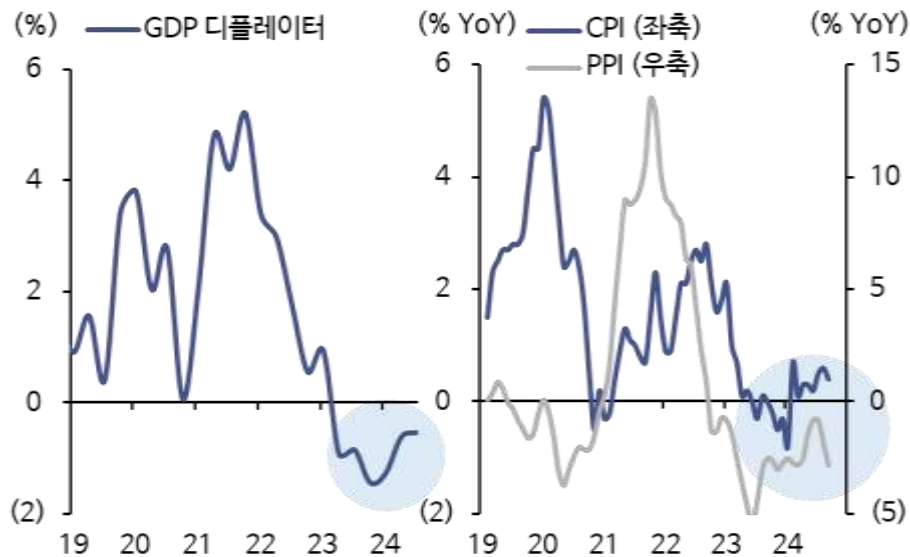
# 중국이 직면한 위험과 정책 전환



## 디플레이션 덩어리 빠진 중국

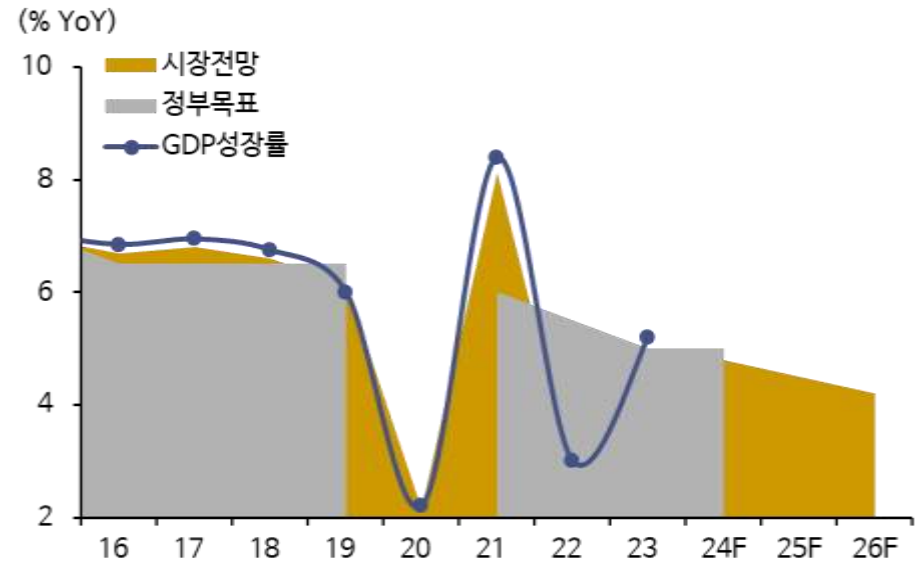
- 부동산 침체와 내수 부진 속 전례 없는 디플레이션에 노출. 기업 마진 악화와 실질 부채 증가는 고용 축소와 소비 위축의 악순환을 야기 : GDP 디플레이터 6개 분기 연속 (-), CPI 0%대 증가율 기록. 2022년 이후 GDP 갭 (-) 지속하며 실질성장률이 잠재성장률을 하회
- 공급 과잉을 밀어내기 수출로 해소함과 동시에 전 세계에 디플레이션을 수출. 자동차, 전자기기, 철강, 태양광 등 전방위적 영향력 투사
- 2024년 '5%' 성장 제시했으나 사실상 목표 달성에 실패. 향후 3~4년 4%대 L자형 침체 경로 유력. 일본식 장기 불황 가능성까지 점증

GDP 디플레이터와 물가지표 추이: 디플레이션 압력 지속



자료: WIND, 신한투자증권

L자형 경기 침체 위기 직면



자료: Bloomberg, 신한투자증권

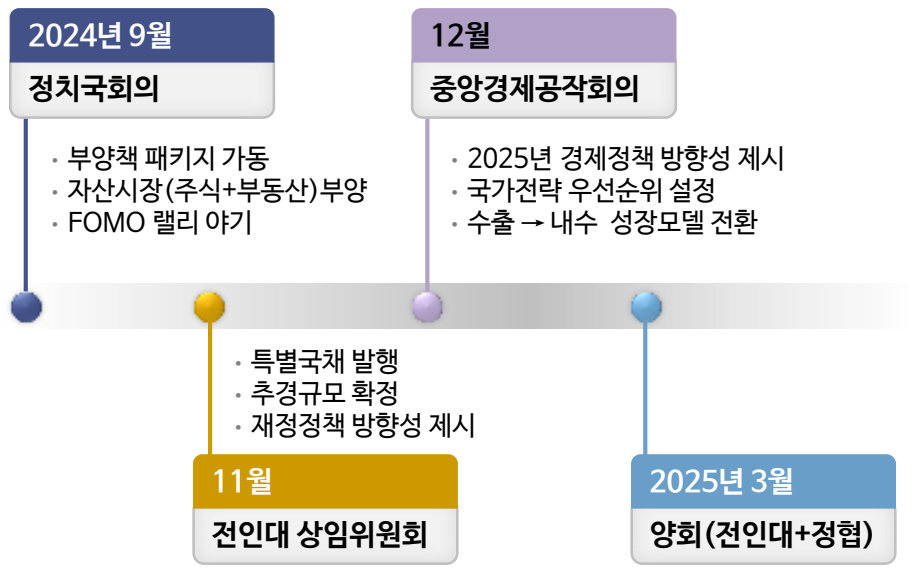
# 중국이 직면한 위험과 정책 전환



## 재정+통화+부동산 트리플 부양

- 디플레이션과 유동성 함정에 대응해 대규모 경기부양책 집행 예고. 재정+통화+부동산 트리플 부양에 갖는 기대는 FOMO 랠리를 동반 : 9월 FOMC를 기점으로 인민은행(PBoC) 통화정책 기존 미세조정에서 적극적 완화로 전환. 부동산 규제완화 및 미분양 재고매입 확대
- 금번 부양책 사이클의 핵심은 재정정책. 과거와 정책 방향성은 상이하나 2010년 중반에 준하는 확장 재정 강도에 기대감을 갖기 충분
- 11월 전인대 상임위원회(추경)부터 12월 경제공작회의(수출→내수 전환), 내년 3월 양회(재정규모 확정)까지 정책 사이클 강화 기대

### 중국의 부양책 사이클 타임라인



자료: 신한투자증권

### 2025년 중국 부양책 가이드라인

분야	세부내용
재정정책	재정지출 확대, 초장기특별국채와 지방정부 특별채권 활용한 정부투자 강화
통화정책	고강도 금리 인하, 지급준비율 인하. 재정정책과 조함해 경기부양 강화
부동산	부동산시장 하락방지 및 회복 유도, '화이트리스트' 대상 대출 확대
자본시장	자본시장 활성화 조치 강화, 중장기자금의 주식시장 유입 유도, 개인투자자 보호
기업지원	민간경제 촉진법 도입, 비공유제 경제 발전 환경 조성, 기업법 감독 규범화
소비 촉진	중저소득 계층 소득 확대, 소비시장의 구조적 성장 추진
외자유치	외국인직접투자 확대, 제조업 관련 해외자본 진입 규제 완화
민생보장	청년, 농민공 등 주요 취약계층 고용 확대, 저소득층 지원 강화

자료: 정치국회의 회의록, 신한투자증권

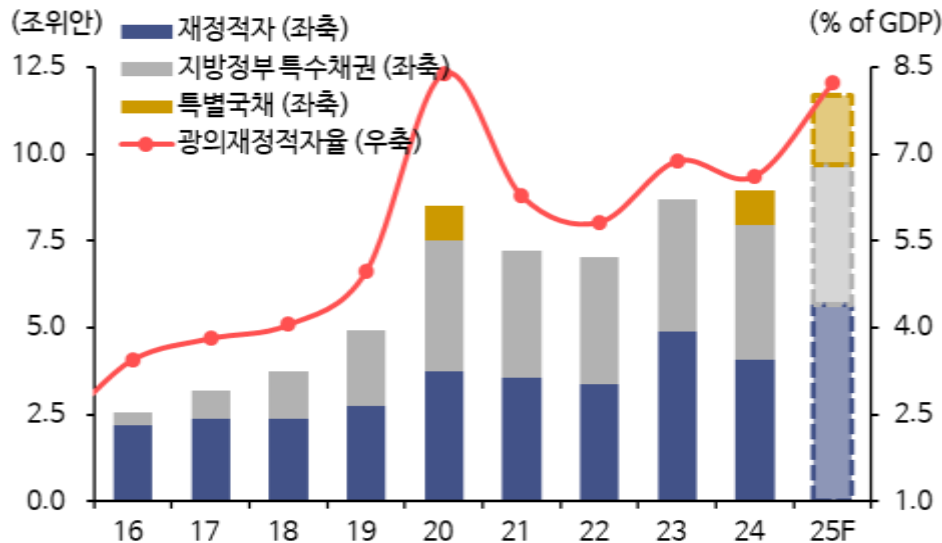
# 확장 재정 사이클의 시작



## 확장 재정 규모에 갖는 기대

- 2025년 양회에서 GDP 대비 재정적자비율 파격적 상향 가능성 점증. 정부도 암묵적 레드라인 '3%'에 종속되기보다 유연한 접근 강조 : 2024년 재정적자비율(3.0%), 재정적자 4.06조위안 제시. 2025년 재정적자비율 4.0% 가정 시 재정적자 규모 5.5~5.8조위안 예상
- 향후 3년간 최소 매년 2조위안 이상 특별국채 발행 통한 재정 집행 예상. 지방정부 채무차환, 부동산 재고소진 등 구조적 문제 해결 목적
- 재정적자+지방특수채+특별국채 포함한 광의재정적자비율 8% 상회 예상. 특별국채+감세 중심 적극적 재정 집행한 2020년 수준 상회

### 확장 재정을 전개하는 중국 정부



자료: WIND, 신한투자증권

### 역대 특별국채 발행 사례 비교

분야	1998년	2007년	2020년	2024년
발행규모	0.27조위안	1.55조위안	1조위안	1조위안
자금용도	국유은행 증자	외환투자공사 설립	코로나19 방역	제조업설비 교체, 소비재 이구환신
발행방식	지정 발행	지정/공개 발행	공개 발행	공개 발행
만기	30년	10년, 15년	10년	20년, 30년, 50년
동반 조치	기준금리 인하	인민은행 재매입	역레포 유동성 공급	MLF 유동성 공급

자료: WIND, 신한투자증권

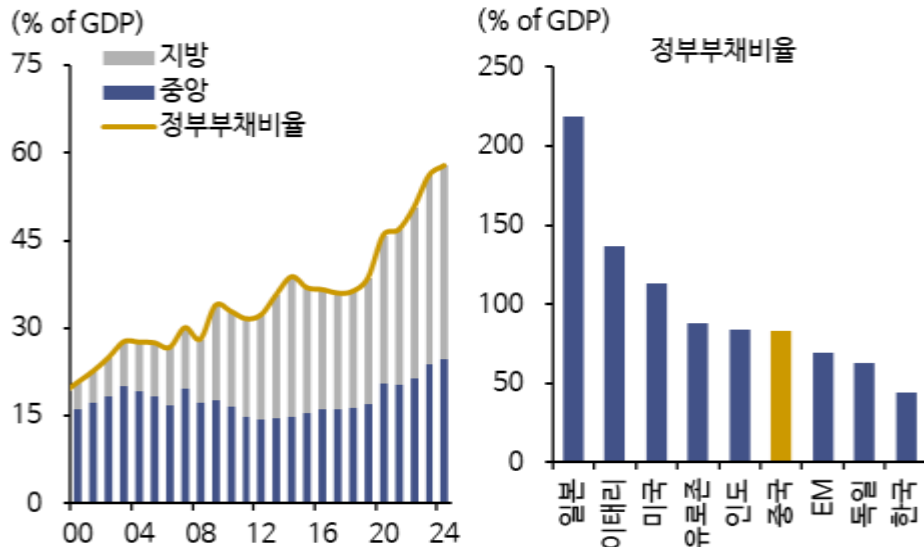
# 확장 재정 사이클의 시작



## 레버리징의 주체는 중앙정부

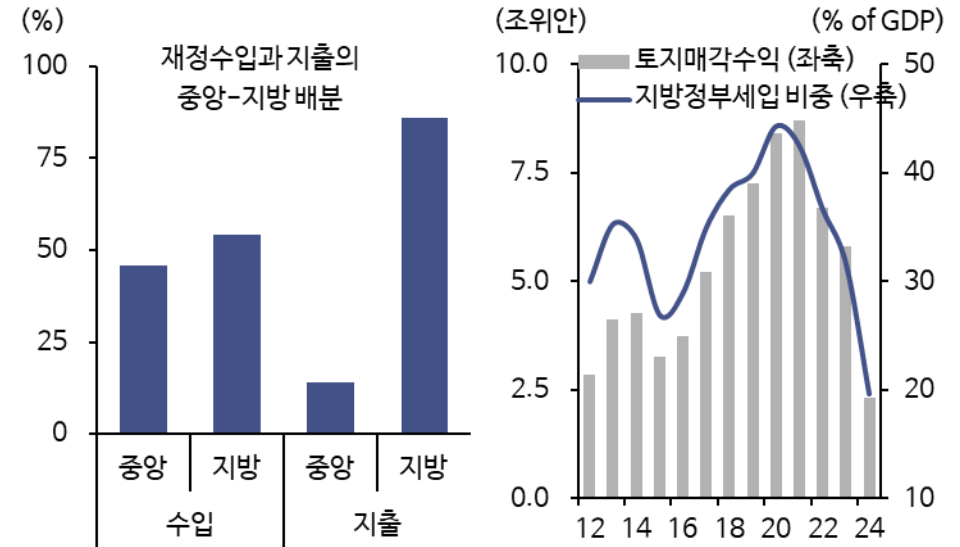
- 중국 국가부채의 핵심은 기업(174.3%)과 지방정부(33.2%). BIS가 집계한 중국 정부부채비율(중앙+지방) 84.8%로 비교적 양호
- 분세제(分税制) 개편은 중앙과 지방정부 간의 재정 관계를 재정립, 지방정부의 재정 부담 확대와 그림자금융(LGFV) 확산을 야기 : 지방정부가 토지사용권 매각에 의존하게 된 주요 배경. 팬데믹 이후 부동산 침체로 토지사용권 매각수익 급감하며 재정 위기 가중
- 중국 재정부부는 레버리징 확대할 여력 충분하다고 강조하며 유효수요 확대를 위한 경기부양 예고. 소비를 중심으로 내수 회복에 중점

### 중국 중앙정부 재정건정성 양호



자료: LSEG, BIS, 신한투자증권

### 분세제 이후 지방정부 구조적 채무 위기 확대



자료: WIND, 신한투자증권

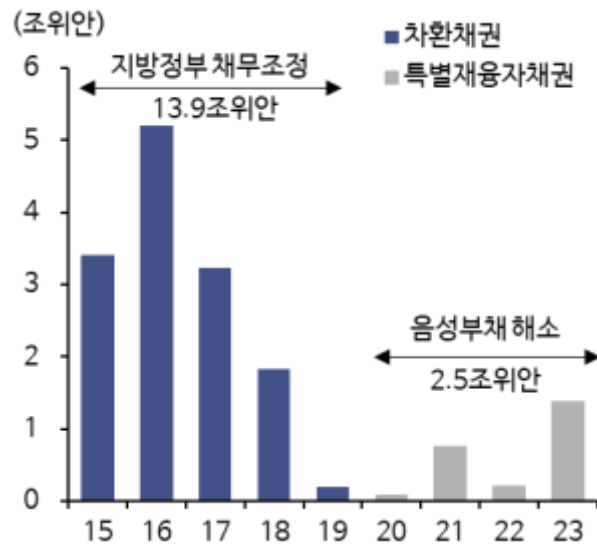
# 확장 재정 사이클의 시작



## 과거와 상이한 재정정책 방향성

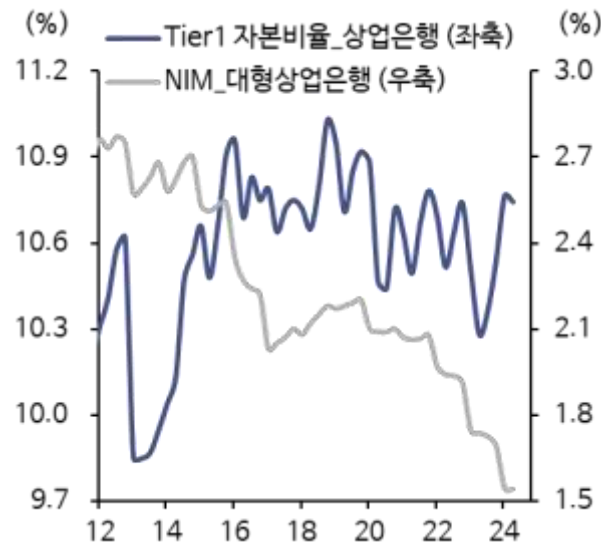
- 1) 지방정부 부채 차환: 지방정부 부채리스크 완화 및 음정부채 해소 목적. 지방 재정 여력 강화는 인프라투자와 소비진작의 선결조건
- 2) 국유은행 자본금 확충: 경기부양 위한 신용공급 확대와 부동산발 금융리스크 완화. 통화 완화로 인한 순이자마진 훼손 영향도 고려
- 3) 부동산 부양: 정부주도 미분양 주택재고 및 유휴 토지 매입, 공공주택 건설 확대. 우량 디벨로퍼 중심 산업 구조조정도 동반  
: 2024년 3분기 말 기준 미분양 주택재고 약 370만채(100m2 기준). 정상화 위해 2018~19년 수준인 200~250만채까지 해소될 필요

### 지방정부 부채차환 사이클 재개



자료: WIND, 신한투자증권

### 상업은행 기본자기자본비율과 NIM 추이



자료: LSEG, 신한투자증권

### 부동산 위기의 본질



자료: WIND, 신한투자증권



# 확장 재정 사이클의 시작



## 재정확대-물가상승-ROE 반등의 연결고리

- 디플레이션과 유동성 함정 타개 위한 가장 효과적인 정책 수단은 재정정책. 과거 재정적자 확대 구간에서 물가(PPI) 상승을 동반한 경험 : 금리 인하에도 불확실성을 우려해 소비와 투자를 주저하면서 신용 창출에 제약. 경기부양의 중심을 통화에서 재정으로 전환한 배경
- 금융위기 이후 네 번의 대세 상승랠리 중 세 번은 재정 드라이브가 촉발. 금번 사이클에서는 2016~2018년 수준의 재정 부양 예상
- 과거와 달리 재정정책 방향성이 직접적인 건설경기 부양이 아닌 만큼 수요 회복에 시차 필요. 중국발 인플레이션 재점화 우려는 과도

### 확장 재정 - 물가상승 - ROE 반등



자료: WIND, 신한투자증권

### 네 번의 +40% 이상 상승랠리 중 세 번은 재정 드라이브가 촉발



자료: LSEG, 신한투자증권

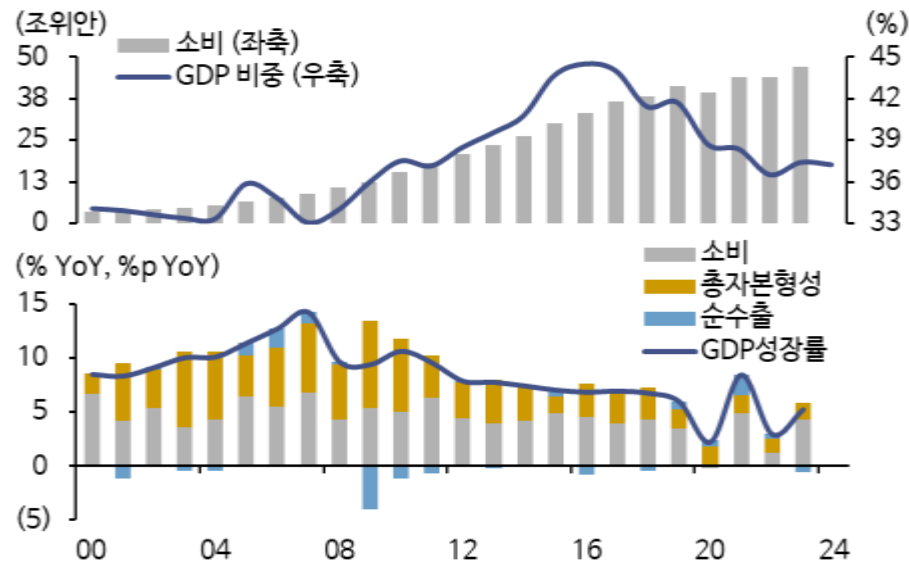
# 내수 중심 성장모델 전환



## 미국에 대응하는 중국의 전략: 안정적 내수를 기반으로 성장동력 확보

- 미국의 2인자 제재 전략은 무역통상에서 출발해 첨단기술과 에너지 자원 통제, 금융 제재, 군사 갈등으로 확장되는 패턴. 동맹국과 협력 체제를 구축하며 제재 효과를 극대화 하는 경향. 견제 수단은 상이할 수 있으나 공화당과 민주당 정권 공히 대중 견제 강도 확대 예상
- 중국은 안정적 내수를 기반으로 성장동력 확보하는 쌍순환 전략으로 대응. 내수 육성을 통해 미국의 압박에 대응할 수 있는 경제적 회복력 구축. 밀어내기 수출을 통한 경제성장 한계에 봉착하며 순수출 성장기여도 하락. 수출에서 내수로, 생산에서 소비로 성장전략 전환

### 중국 GDP 내 소비비중과 성장기여도 분해



자료: LSEG, 신한투자증권

### 미국 트럼프와 해리스 대중 정책 비교

	트럼프	해리스
중국	복합적 위협	전략적 경쟁자
외교·통상	미국 우선주의, 양자협상 강화	동맹국 중심, 다자간 통상 확대
對中 노선	디커플링 기반 전략적 독립	디리스팅 기반 전략적 경쟁
견제 수단	최혜국 대우 지위 철회 필수 재화 중국발 수입 단계적 중단	AI, 반도체 등 첨단기술 수출 제한 핵심 광물/기술 공급망 리쇼어링
관세	보편·상호적 관세 확대 (중국 60% 관세 부과)	중국산 철강, 알루미늄 등에 전략적 표적 관세
에너지	전기차 의무화 등 친환경 정책 철회 친환경 산업 중국 의존 종식	국내 청정에너지 생산 및 보급 확대 중국 의존도 탈피
인권	임기 중 인권 탄압 제재 법안 서명	인권 탄압에 대해 강경한 입장 견지
양안관계	전략적 모호성 유지	대만해협 안정 보장

자료: 신한투자증권

# 내수 중심 성장모델 전환



## 내수 부양 경로의 핵심은 부동산

- 중국 내수 활성화의 경로는 [통화 확대] ⇨ [부채 증가] ⇨ [부동산 상승] ⇨ [재산성소득 증가] ⇨ [소비 확대]. 부동산을 중심으로 한 가계의 자발적 디레버리징이 내수 부진의 배경. 지난 20년 간 성장 매커니즘인 가계-부동산(디벨로퍼)-지방정부(재정수입)의 연결고리도 단절 : 가계의 주택구매, 부동산 개발업체의 대규모 신용창출, 지방정부의 토지매각을 통한 재정 확보가 유기적으로 맞물린 구조
- 부동산 시장 회복은 1) 가계의 소비심리 회복, 2) 개발업체 신용 안정, 3) 지방정부의 재정 강화로 이어지는 내수부양 전략의 출발점

부동산경기와 동행하는 소비심리



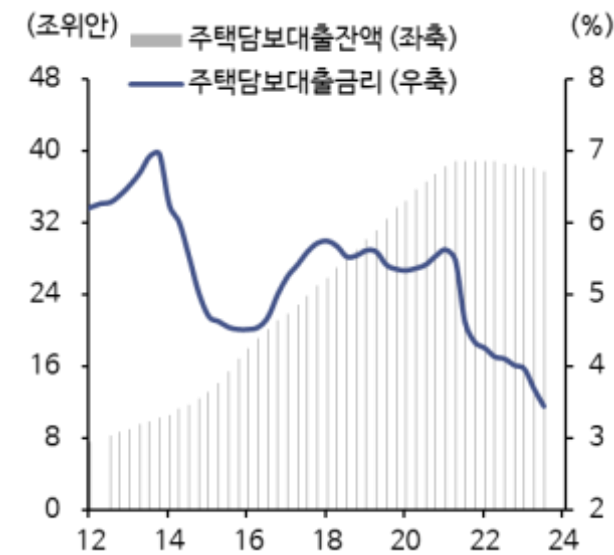
자료: LSEG, 신한투자증권

속절없이 무너진 부동산 가격



자료: WIND, 신한투자증권

팬데믹 이후 중단된 가계 레버리징



자료: WIND, 신한투자증권

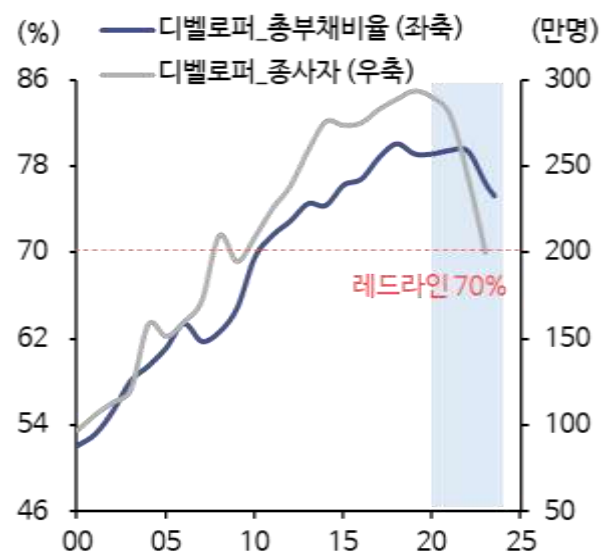
# 내수 중심 성장모델 전환



## 부동산 구조조정 7부능선 통과

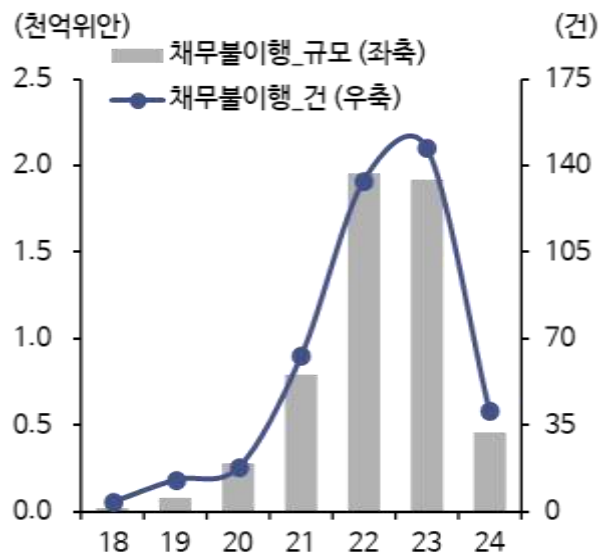
- 팬데믹 이후 세계 각국이 유동성 확대를 통해 경기부양을 시도한 반면, 중국은 부동산 디레버리징을 통한 구조조정을 단행. 부동산 디벨로퍼에 3대 레드라인 규정 적용하며 신용공급 억제. 강도 높은 구조조정의 여파로 실물경제와 금융시장에 복합적 위험 발생
- 대규모 채무불이행 동반했으나 구조조정 성과 상당부분 확인. 화이트리스트를 중심으로 부동산 시장 재편하며 구조조정 속도 조절 예상
- 1) 민간 부채의 정부 부채 전환, 2) 금융시장을 통한 부실 소화의 구간 진입. 우호적 경기 여건이 필요해 소비 육성정책 가속화 기대

부동산 디벨로퍼 구조조정 성과



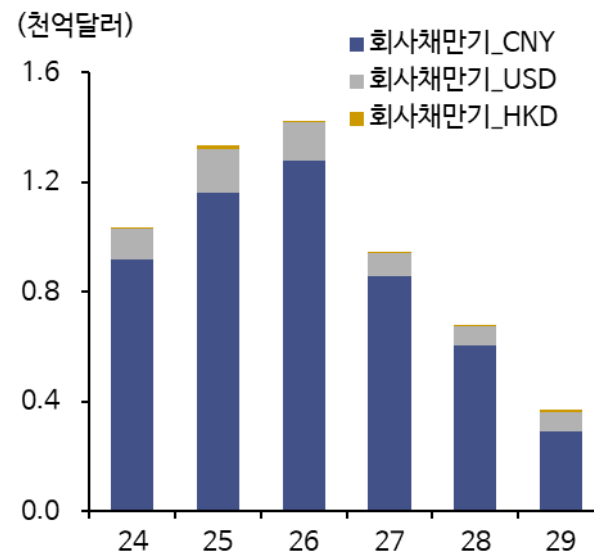
자료: WIND, 신한투자증권

부동산 채무불이행 규모 감소



자료: WIND, 신한투자증권

부실확정 + 부채 소화의 시간



자료: Bloomberg, 신한투자증권

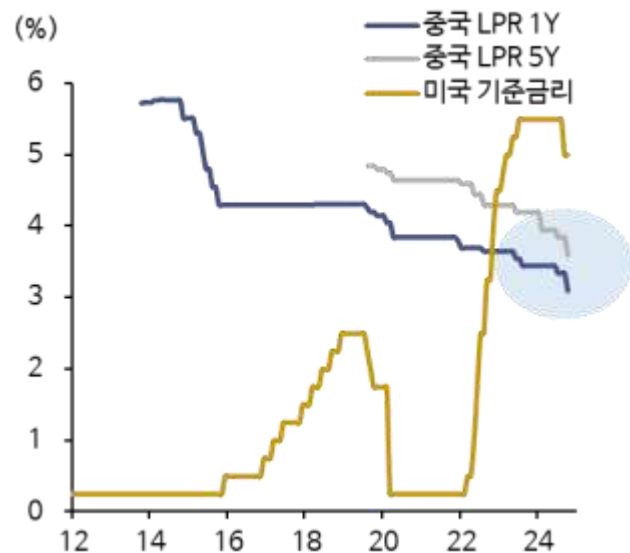
# 내수 중심 성장모델 전환



## 부동산 회복 경로 [수요 진작] ⇨ [거래량 회복] ⇨ [가격 반등] ⇨ [신규투자 확대]

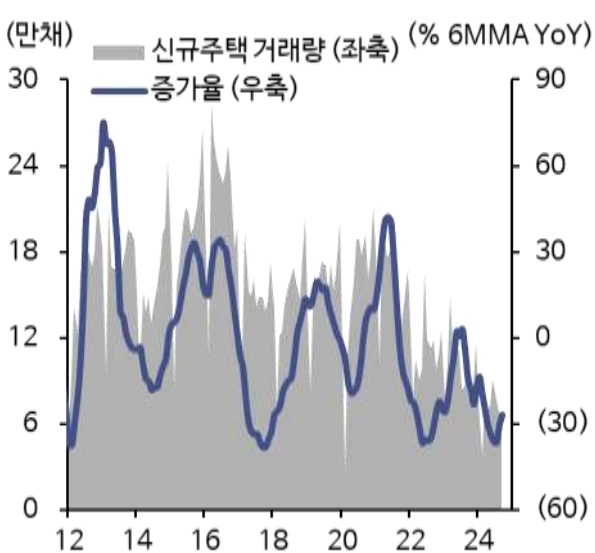
- 정치국회의외에서 최고지도부는 부동산 하락 방지와 회복 유도(止跌回穩)를 천명. 공급측 구조조정 속도 조절 속 수요측 레버리징 재개 : 1) LPR 5년물 인하 사이클 강화, 주택담보대출 사상 첫 2%대 진입 목전. 기존 주담대금리도 일괄 인하(50bp) 적용하며 이자 경감 : 2) 부동산 구매제한(限购) 조치 1선도시 제외 전부 해제. 규제의 최정점에 있는 상하이, 외곽 지역부터 규제 완화 시작
- 중국 부동산의 회복은 [레버리징 확대] ⇨ [거래량 회복] ⇨ [가격 반등] ⇨ [디벨로퍼 투자 확대] 순으로 진행. 2025년 상반기 중 대도시 중심으로 수요 회복 나타날 전망. 단, 신규투자는 수요에 6개월~1년 가량 후행하는 경향. 시크리컬/원자재 회복 시기 지연될 가능성

PBoC 금리 인하 사이클 강화 전망



자료: LSEG, 신한투자증권

부동산 거래량 내년 상반기 반등 기대



자료: LSEG, 신한투자증권

부동산 신규투자 시기에 보수적 시각 견지



자료: LSEG, 신한투자증권



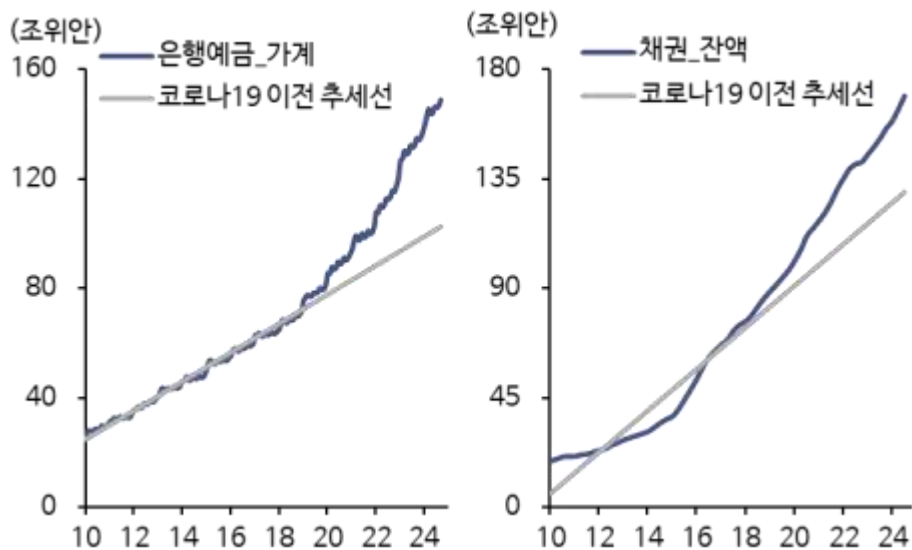
# 자산시장 유동성 시프트



## 안전자산에서 위험자산으로 시프트(Shift)

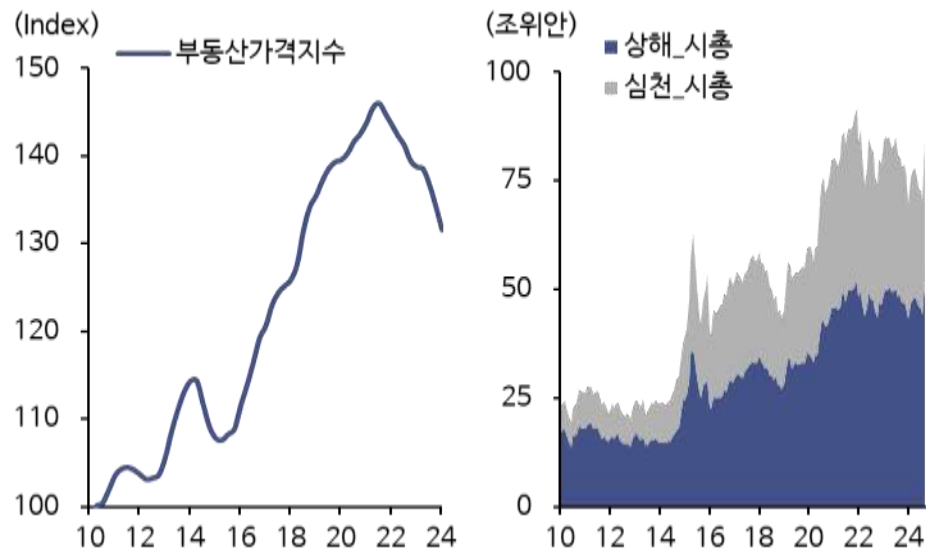
- 부동산과 주식시장 동반 침체 속 안전자산(예금+국채)으로 극단적 유동성 쏠림 심화. 민간투자자와 소비 위축, 금융시스템 약화 초래
- 가계의 자발적 디레버리징(저축↑, 대출↓)은 유동성 함정의 주된 원인. 정부는 자산시장(주식+부동산) 부양을 통한 부의 효과를 유도
- 과거와 달리 정부가 직접적으로 자산시장 가격을 언급하며 시장 개입에 나선 배경. 1) 투자 접근성 차이, 2) 위험 선호 회복 속도, 3) 정책 효과 반영 시차 측면에서 자산가격 회복은 주식시장이 부동산에 선행. 2025년 상반기는 주식시장, 하반기는 부동산 시장 회복 기대

### 안전자산으로 쏠리는 시중 유동성



자료: WIND, 신한투자증권

### 위험자산 부양을 예고한 정부



자료: LSEG, 신한투자증권



## 디플레이션 우려가 가져온 채권시장 버블

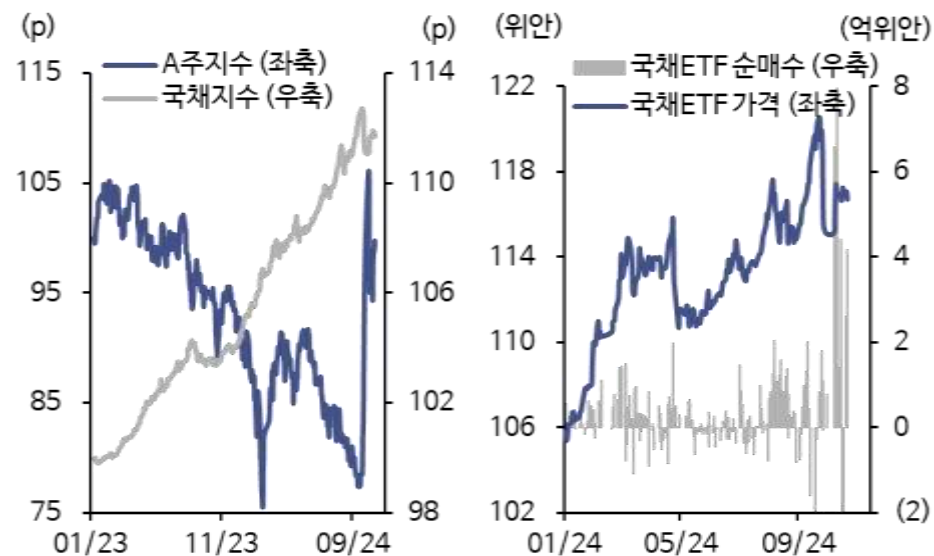
- 디플레이션 우려 속 로컬 기관은 금리 하락(채권가격 상승)에 베팅하며 국채매입 확대. 국채 거래대금과 ETF 순매수 사상 최고치 기록 : 인민은행은 채권시장 과열을 경고하며 통제 강화. 지방은행과 주요 금융기관에 국채 매입 제한하는 창구지도 시행 후 과열 다소 진정
- 채권 버블은 실물경제로의 자금흐름 약화를 야기. 국공채 발행 확대, 유동성 조절 통해 채권가격 하락과 주식시장으로 자금 유입 유도
- 대규모 재정 집행은 주식시장과 채권시장 구도 반전을 이끌어낼 핵심 트리거. 정책 전환에 따라 채권 대비 주식자산의 상대 우위 기대

### 채권 버블 제동에 나선 정부



자료: WIND, 신한투자증권

### 주식시장과 채권시장 구도 전환될까?



자료: WIND, 신한투자증권

# 자산시장 유동성 시프트



## 주식시장 부양에 진심인 정부

- 주식시장에 미온적이던 중국 정부는 적극적 대응으로 전환. 시장 기대관리(expectation management) 강화에 나서며 주식시장 지원
- 1) 중국판 밸류업 프로그램 '국9조': 상장사 퀄리티 제고와 주주환원정책 강화. 춘절 전 배당, 연 1회 배당 등 구체적 가이드라인 제시 : 저배당 기업에 패널티를 주는 강제성이 특징. 최근 3년 누적 현금배당 규모가 연평균 순이익의 30% 미만인 기업 특별관리종목(ST) 지정
- 2) 국유기업 KPI에 '시가총액관리' 항목 추가. 주식시장 성과가 경영진 평가에 직접적인 영향. 중앙국유기업 PBR는 1.6배로 민영기업 3.2 배 대비 크게 저평가. A주 시총의 과반을 차지하는 국유기업 저평가 해소 노력은 본토증시 밸류에이션 리레이팅에 긍정적으로 작용

### 2024년 중국 자본시장 부양책 타임라인

일자	발표기관	내용
1/22	국무원	리창 총리, 상무위원회 회의에서 자본시장 안정화 대책 지시
1/24	국자위	'상장사 시총관리'를 국유기업 경영진 KPI에 포함
2/6	CIC	지수형 ETF 매수 통한 증시부양 공식화
2/20	증감회	알고리즘 트레이딩 규제 강화 및 악성 공매도 방지 TF 추진
4/12	국무원	주주환원 정책 강화 유도 위해 '신(新) 국9조' 발표
4/19	증감회	중국 기업의 홍콩 상장 지원 등 홍콩증시 활성화 조치 발표
7/22	증감회	개인투자자 및 사모펀드 공매도 증거금 요율 상향
9/26	정치국회의	자본시장 활성화 조치 강화, 중장기 자금 주식시장 유입 추진
10/18	인민은행	증시 유동성 지원 위한 5,000억위안 스왑제도(SFISF) 출범

자료: 언론 종합, 신한투자증권

### 국유기업 성과측정지표(KPI) 변화: 시가총액 추가



자료: 신한투자증권

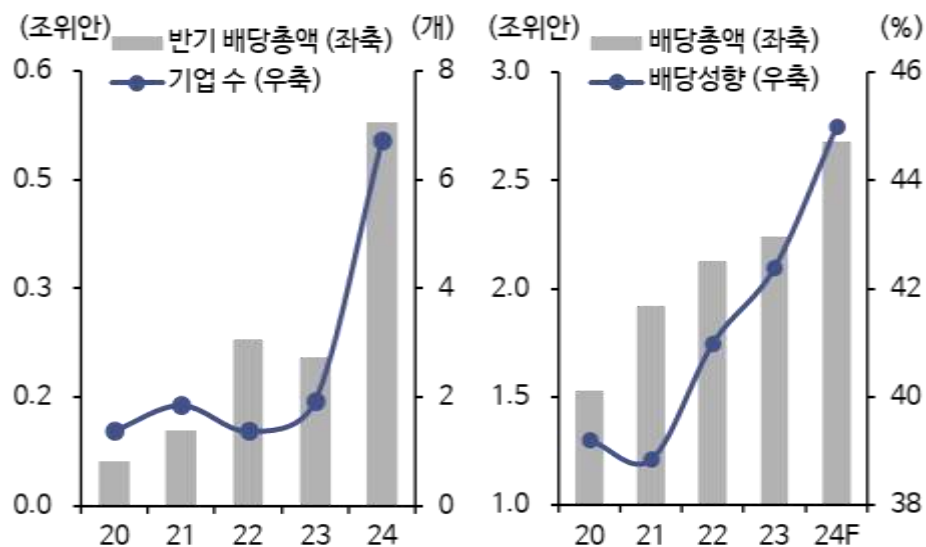
# 자산시장 유동성 시프트



## 주식시장 정책 변화에 동참하는 기업들

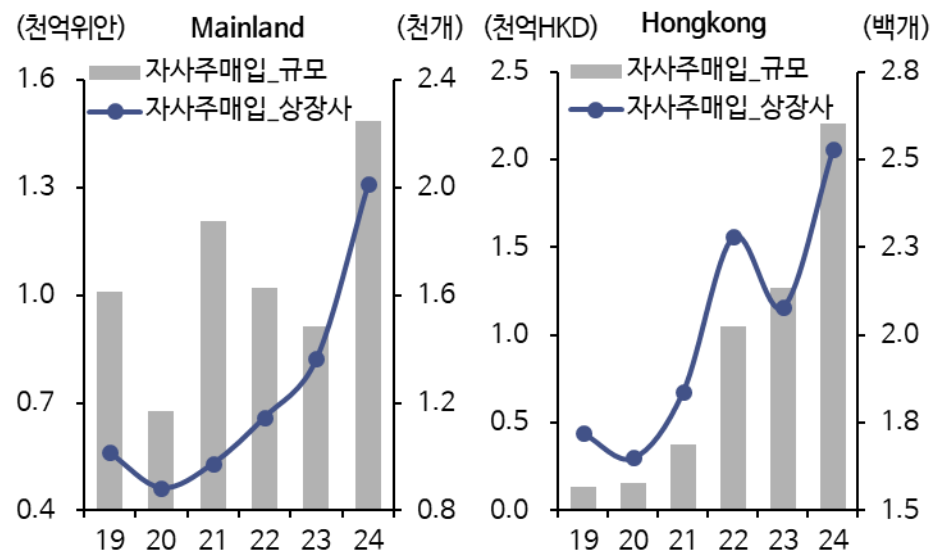
- 인민은행(PBoC) 사상 처음으로 주식시장 지원 조치 발표하며 주가 부양 공식화. 증권당국이 주도했던 미시적인 정책 대응과 차별화
  - 1) 3,000억위안 규모 재대출 프로그램: 상업은행은 상장사에 저금리로 재대출을 제공해 자사주 매입과 지분 확대에 사용
  - 2) 5,000억위안 규모 스왑 프로그램(SFISF): 기관투자자의 위험자산(주식+ETF)을 담보로 인민은행이 안전자산(국채) 제공
- 2024년 A주 반기 배당총액 전년동기대비 158% 급증. A주와 홍콩주 자사주매입 규모 전년동기대비 각각 62.5%, 74.0% 증가

### 2024년 '국9조'의 핵심은 현금배당 확대



자료: WIND, 신한투자증권

### 본토와 홍콩 공히 자사주매입 사상 최대



자료: WIND, 신한투자증권  
주: 24년은 1~10월 누적 데이터

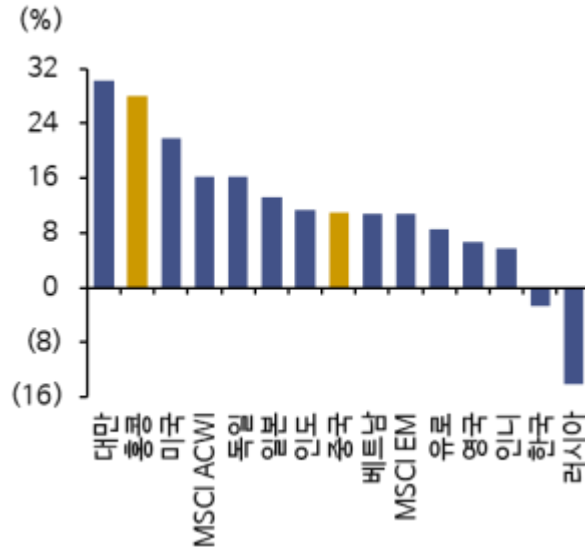
# 정책 전환이 동반할 China upside risk



## 2025년 중국 주식시장 초과성과 기대

- 팬데믹 이후 중국 주식시장은 매크로 경기 둔화와 정부의 기대관리 실패로 부진을 거듭. 9월 정치국회의를 기점으로 정책 연속성을 확보하며 시장 기대감을 충족. 1) 확장 재정 전개, 2) 내수주도 성장, 3) 자산시장 부양으로 요약되는 전면적인 정책 전환에 진입
- 2025년은 세계 주식시장 대비 중국의 초과 성과를 기대할 수 있는 국면. 과거 대규모 재정 집행 구간에서 중국자산 랠리 경험 상기
- 팬데믹 이후 중국과 非중국 신흥국 주식시장 간 괴리 확대. 특히 수급 측면에서 이미 trade-off 관계로 변모, 이탈한 외국인 복귀 기대

### 2024년 세계 주식시장 성과: 중화권 반전



자료: LSEG, 신한투자증권  
주: 10월 26일 기준

### 주요 주식시장 Key Factors 비교

	EPS 성장률 (%)		이익 모멘텀 (%)			퀄리티 (%)		밸류에이션 (x)				추가모멘텀 (%)	
	25F	26F	12MF EPS (3M)	이익 수정 비율	24F EPS (3M)	ROE	순이익률	12MF PER		12MT PBR		3M	12M
								현재 (x)	Z-Score (5Y)	현재 (x)	Z-score (5Y)		
세계	13.0	11.9	0.8	(13.0)	(2.3)	17.2	11.2	18.1	0.6	3.1	1.7	5.4	31.3
신흥	15.3	11.7	3.0	(7.7)	(0.7)	14.3	8.2	12.2	(0.2)	1.8	0.5	4.8	23.2
<b>중국</b>	<b>10.9</b>	<b>10.7</b>	<b>(0.3)</b>	<b>(9.9)</b>	<b>(3.0)</b>	<b>10.6</b>	<b>7.3</b>	<b>12.0</b>	<b>0.8</b>	<b>1.3</b>	<b>(0.3)</b>	<b>13.0</b>	<b>10.7</b>
인도	15.9	12.1	2.3	(16.0)	(0.9)	18.0	12.9	21.3	0.7	3.8	1.3	(0.1)	26.5
한국	24.0	12.3	2.1	(19.0)	(3.6)	10.7	7.0	8.7	(1.7)	0.9	(0.6)	(6.4)	8.3
인니	7.4	10.1	0.8	27.8	(1.3)	18.3	19.3	13.0	(0.9)	2.4	0.1	4.8	5.5
브라질	17.0	10.9	(9.9)	(26.9)	(10.4)	17.7	10.4	8.2	(0.3)	1.5	(0.6)	2.0	7.1
선진	12.6	11.9	0.3	(17.9)	(2.7)	17.8	12.0	19.2	0.7	3.4	1.8	5.4	32.3
미국	15.0	13.0	2.0	(15.0)	(1.4)	22.5	13.4	21.8	1.1	4.9	1.9	7.1	36.8
유로존	8.5	9.7	(2.7)	(46.9)	(5.2)	14.9	9.7	13.4	(0.2)	2.0	0.8	1.5	21.4
일본	8.5	9.7	(2.7)	(46.9)	(5.2)	14.9	9.7	13.4	(0.2)	2.0	0.8	1.5	21.4

자료: LSEG, 신한투자증권  
주: EPS 성장률은 CY(Calendar Year) 기준. 수익성, 밸류에이션 지표는 12MF 기준

# 정책 전환이 동반할 China upside risk



## 중국 주식시장을 결정하는 변수는 정책(=기울기)과 실적(=연속성)

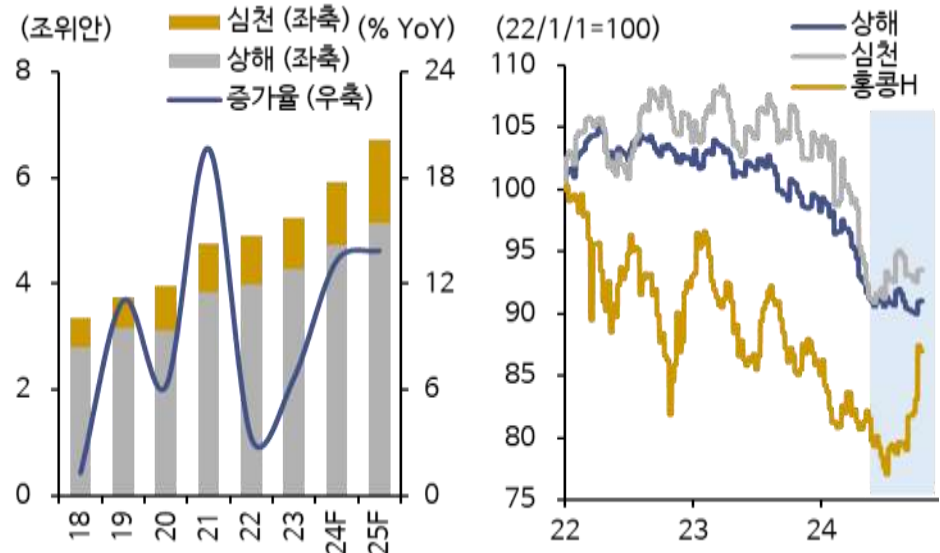
- 중국 주식시장 상승의 기울기는 매크로 정책(=Multiple), 연속성은 경기(=EPS)가 결정. 세계시장 대비 상대 성과가 돋보였던 시기 또한 대규모 재정 부양 집행 구간과 일치. 전면적 정책 전환(통화→재정, 생산→소비) 국면에서 China Upside Risk를 경계할 필요
- 2025년 A주 순이익 6.7조위안(+13.3% YoY) 전망. 전망치 신뢰도 높지 않으나 정책 사이클 강화에 따른 이례적 추정치 상향에 주목 : 기술주 중심 선전증시 가파른 이익 성장 예상되나 재정 부양에 따른 구경제 중심 상해증시 이익 성장기여도 확대 기대

중국 주식시장 상승의 기울기는 통화/재정정책이 결정



자료: LSEG, 신한투자증권

2025년 A주 순이익 +13.3% YoY 전망, 12MF EPS 반등 타진



자료: WIND, LSEG, 신한투자증권



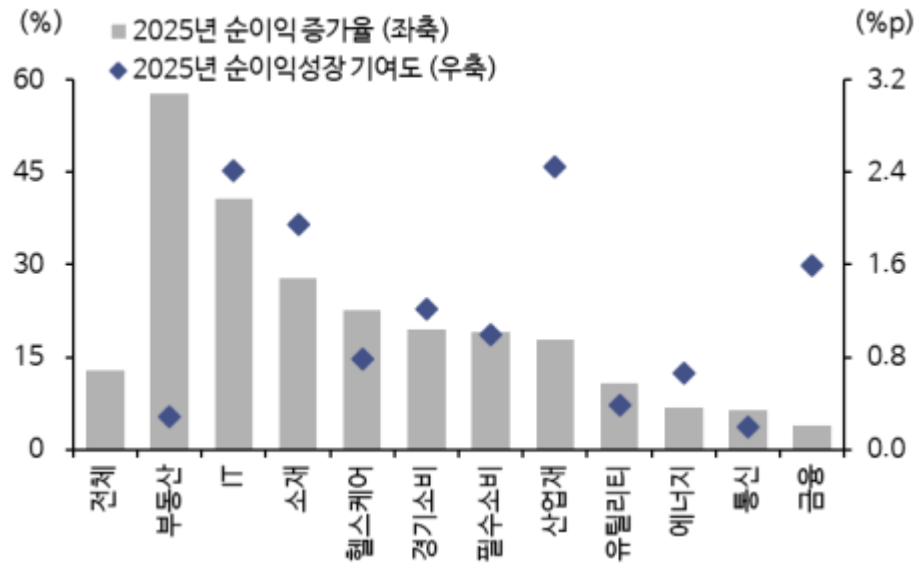
# 2025년 중국 투자전략



## 이익 구도의 변화: 신경제 우위 속 구경제 반등 기대

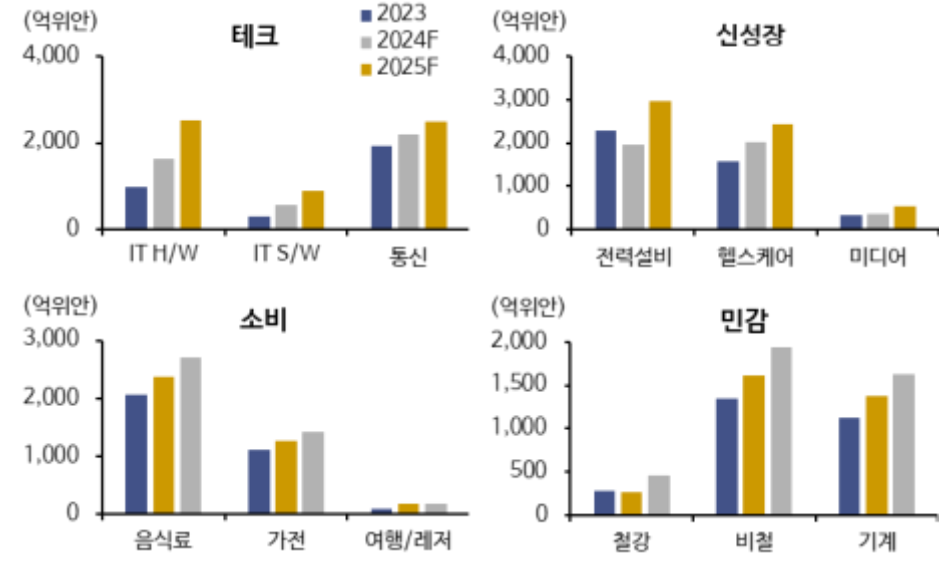
- 신경제(테크/AI/재생에너지) 업종 순이익 증가율과 성장기여도 공히 우위. 정책 수혜와 실적 개선 동반되는 반도체가 IT 이익 주도 : 2차전지는 과잉생산과 경쟁심화에도 탑플레이어 중심 세계 점유율 확장하며 차별적인 성장 예상. CATL 순이익률 지난 5년래 최고
- 구경제는 각기 다른 도전과 회복 요인이 상존하나 완만한 이익 개선 기대. 부양책 집행 규모와 부동산 경기, 소비심리 회복 강도가 변수 : 주택 지원 정책과 파격적 모기지 금리 인하로 부동산 경기 바닥 통과 예상. 신규투자 제한됨에 따라 소재/산업재에 보수적 의견 견지

A주 업종별 순이익 증가율과 성장 기여도: IT주도



자료: WIND, 신한투자증권

업종별 이익 모멘텀 추이: 테크 우위, 2차전지 반등, 소비 회복



자료: WIND, 신한투자증권

# 2025년 중국 투자전략



## 밸류에이션 리레이팅 여력 충분

- CSI300 12MF PER 12.9배로 5년 평균 13.9배 하회. 부동산 침체와 소비 냉각, 산업규제 리스크를 반영한 밸류로 여전히 저평가 국면 : 과거 밸류에이션 훼손을 야기한 공동부유 정책 기조 사실상 철회. 플랫폼/빅테크 규제 일변도에서 탈피해 민영경제 정책 지원으로 선회
- 과거 재정 부양 집행 구간 +1표준편차를 상회하는 멀티플 반등 수 차례 경험. 정책 규모가 관건이나 보수적 시각 적용해도 상승여력 충분
- 시각을 세계 주식시장으로 확장해도 중국자산 매력 유효. 非중국 신흥국 대장인 인도는 물론, 아세안 국가인 태국과 인니보다도 저평가

CSI300 12MF PER: 평균 하회



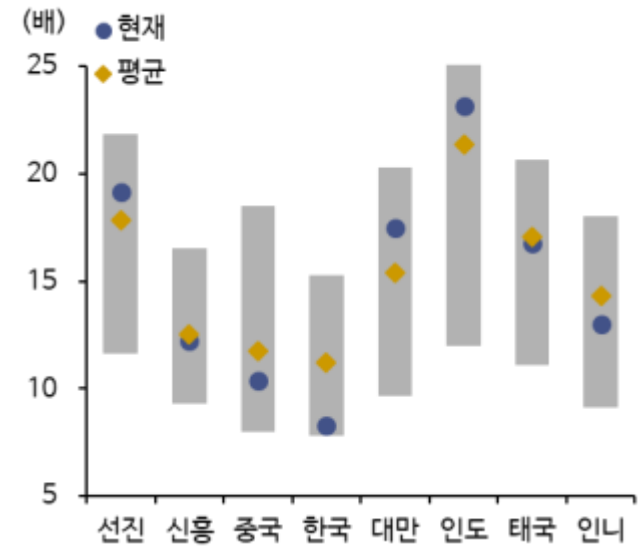
자료: LSEG, 신한투자증권

역사적 저금리 환경에서 돋보이는 배당수익



자료: WIND, 신한투자증권

주요국 밸류에이션 밴드: 중국 여전히 싸다



자료: LSEG, 신한투자증권  
주: MSCI 기준

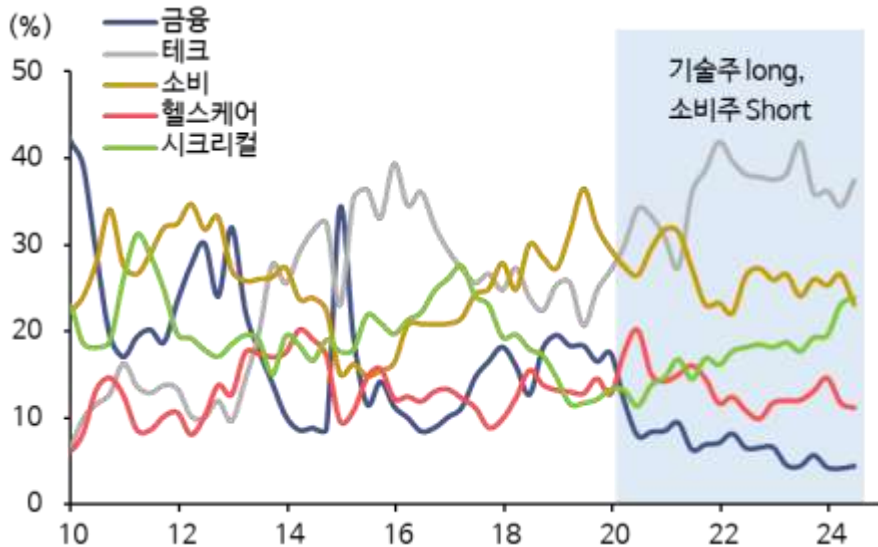
# 2025년 중국 투자전략



## Contrarian(역발상) 전략 고민할 시점

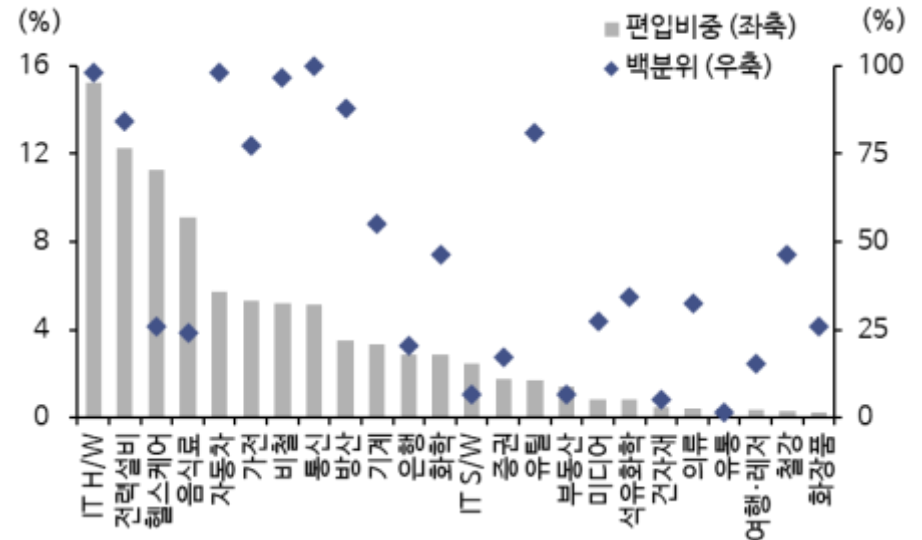
- 팬데믹 이후 중국 기관은 테크(반도체+AI) 중심의 기술주 Long, 내수주(금융+소비) Short 일변도로 대응. 매크로 환경과 정부 정책에 기인 : 부동산 충격이 가져온 부의 효과 상실, 고용과 소비의 동반 위축에도 미중갈등에 대응해 정부정책 방향성이 기술경쟁에 경도된 결과
- IT하드웨어, 전력설비(2차전지/태양광) 등 기술주 주도주 역할 이어질 공산 크나 편입비중 사상 최고 수준으로 과도한 수급 쓸림은 부담 : 역발상 관점에서 수급 빈집인 내수 소비주에 주목. 의류, 여행·레저, 화장품, 음식료 등 주요 소비재 섹터 편입비중 백분위 하위 25%

로컬 공모펀드 스타일 Overweight 추이



자료: WIND, 신한투자증권

로컬 공모펀드 섹터별 편입비중과 백분위 레벨



자료: WIND, 신한투자증권  
주: 2024년 3분기 말 기준

# 2025년 중국 투자전략



## 2025년 상해종합 밴드: 2,900~3,700p. 상고하저 경로 예상

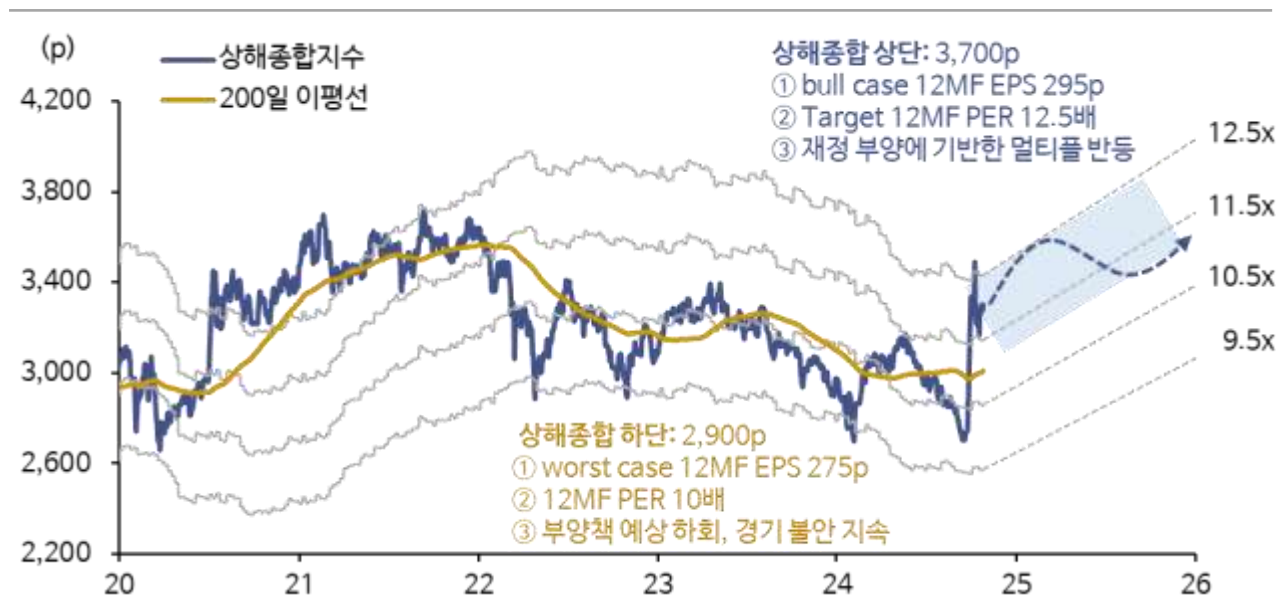
- 2024년 연말부터 2025년 2분기까지 정부 정책 사이클 강화 구간. 하반기 이후 정책 효과 검증에 직면하며 주가 조정 가능성 경계 : 상단 3,700p는 bull case(대규모 재정 집행과 순환적 경기 회복) 반영하며 12MF EPS 295p에 12MF PER 12.5배 적용 : 하단 2,900p는 worst case(부양책 규모 예상 하회 및 경기 불안 지속) 반영하며 12MF EPS 275p에 12MF PER 10.5배 반영
- 상반기는 매크로 정책(≡Multiple), 하반기는 경기(≡EPS)가 핵심 변수. 정책 민감도 높은 중국 특성상 상반기에 목표수익률 제고할 필요

PER \* EPS 테이블

P E R	12MF EPS					
	bear ← base → bull					
	275	280	285	290	295	300
9.5	2,613	2,660	2,708	2,755	2,803	2,850
10.0	2,750	2,800	2,850	2,900	2,950	3,000
10.5	2,888	2,940	2,993	3,045	3,098	3,150
11.0	3,025	3,080	3,135	3,190	3,245	3,300
11.5	3,163	3,220	3,278	3,335	3,393	3,450
12.0	3,300	3,360	3,420	3,480	3,540	3,600
12.5	3,438	3,500	3,563	3,625	3,688	3,750

자료: LSEG, 신한투자증권

상해종합지수 12MF PER 밴드



자료: LSEG, 신한투자증권

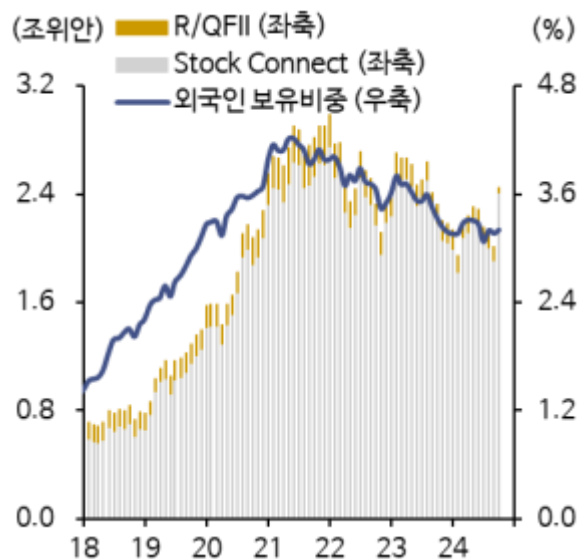
# 스타일/업종 전략



## 1) 스마트머니(외국인)의 선택: 내수 1등주

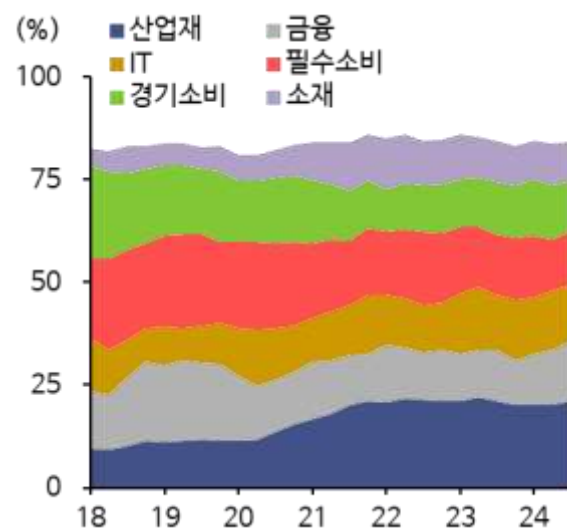
- A주 외국인 보유시총 21년 말 3.0조위안에서 24년 3분기 2.4조위안으로 급감. 빅테크 규제, 부동산 위기와 내수 위축, 정책 부재에 기인 : 업종 측면에서 경기소비/필수소비 비중 급감, IT와 산업재 비중은 상승. 국가전략의 우선순위가 기술 경쟁과 생산 확대에 경도된 영향
- 정부는 대규모 재정 집행과 내수 부양, 규제 완화로 정책 전환. 중국에서 이탈한 외국인 수급 다시 유입되며 주식시장 강세 견인할 전망
- 외국인은 전통적으로 ROE와 순이익률이 높은 내수 1등주를 선호하는 경향. 음식료(백주/조미료), 가전, 플랫폼/빅테크 비중 확대 예상

A주 외국인 보유비중



자료: WIND, 신한투자증권

A주 외국인 보유시총 업종별 비중



자료: WIND, 신한투자증권

A주 외국인 보유 Top10 종목 비교

	4Q20			3Q24		
	종목	섹터	(%)	종목	섹터	(%)
1	귀주모태	음식료	19.0	귀주모태	음식료	15.8
2	메이디	가전	22.6	CATL	2차전지	20.4
3	항서제약	헬스케어	21.1	메이디	가전	24.0
4	오량백	음식료	14.4	장강전력	유틸리티	17.5
5	격력전기	가전	24.7	초상은행	은행	12.5
6	평안보험	보험	8.1	매서의료	헬스케어	25.6
7	중국중면	면세점	21.8	평안보험	보험	7.4
8	초상은행	은행	6.8	회천기술	전기기계	30.7
9	CATL	2차전지	12.1	국전남서	전기기계	34.4
10	해천미업	음식료	24.4	자금광업	광업	12.0

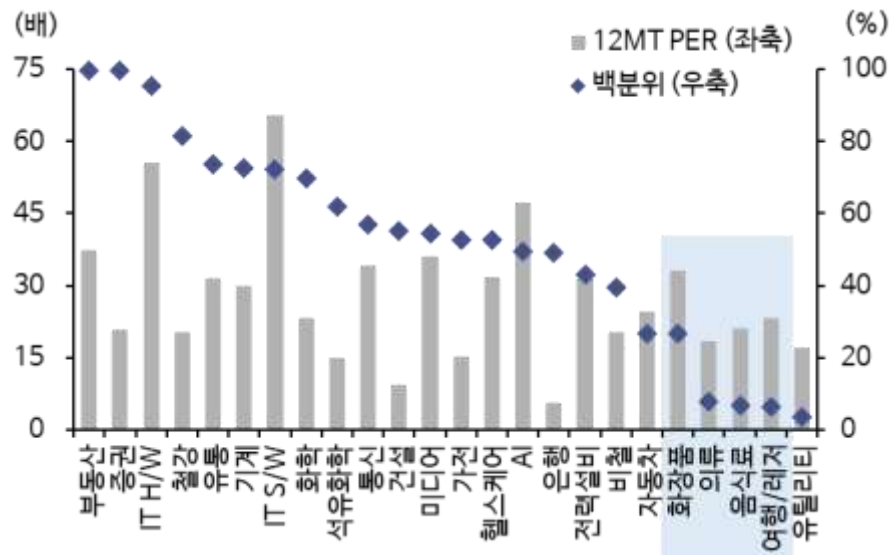
자료: WIND, 신한투자증권



## 2) 소비재: 비어있는 수급을 채워야 할 때

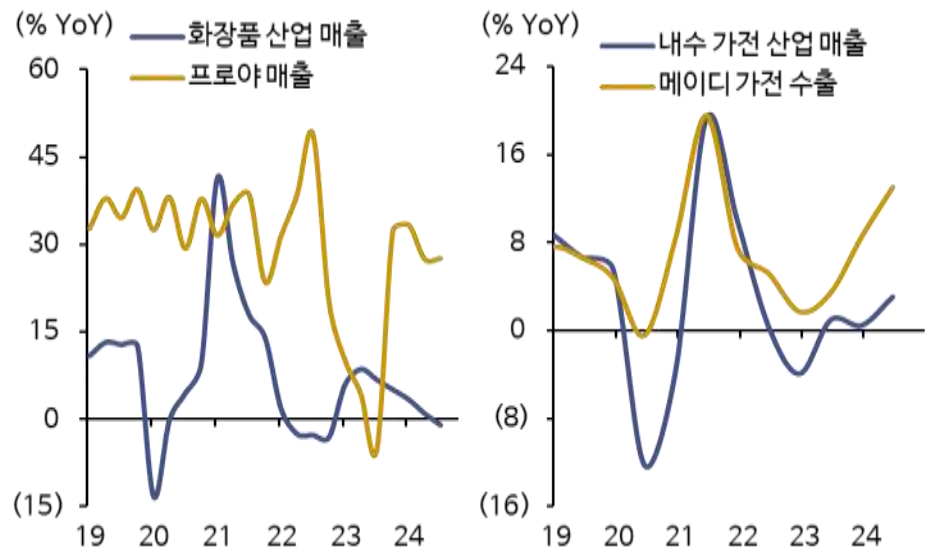
- 음식료, 의류, 여행/레저 등 주요 소비재 섹터 PER 백분위 하위 10% 수준으로 역사적 저평가 구간. 외국인과 기관 수급 공히 복귀 기대
- 업황 부진에도 차별적인 전략으로 활로를 개척하는 기업들은 존재. 업계 영향력 확대한 1등 기업, 경기 회복 국면에서 실적 우위 예상
  - ① 화장품: 소비심리 위축에도 프로야는 차별화된 마케팅, 온라인 유통 채널로 난관 타개. 외국인 지분율 상한(30%) 터치하며 수급 집중
  - ② 가전: 내수 가전 시장 부진을 해외 수출로 상쇄한 메이디그룹. 이구환신(소비재 교체 보조금) 정책 수혜에 내수 매출 안정적 성장 기대
  - ③ 백주: 귀주모태는 고가 백주 수요 둔화에 따른 가격 하락에도 압도적 브랜드 로열티로 고마진 유지. 외국인 최선호주로 투자매력 유효

A주 업종별 12MT PER 및 백분위 레벨



자료: WIND, 신한투자증권

업황 부진 구간에서도 차별적인 성장을 영위한 1등 기업



자료: WIND, 신한투자증권

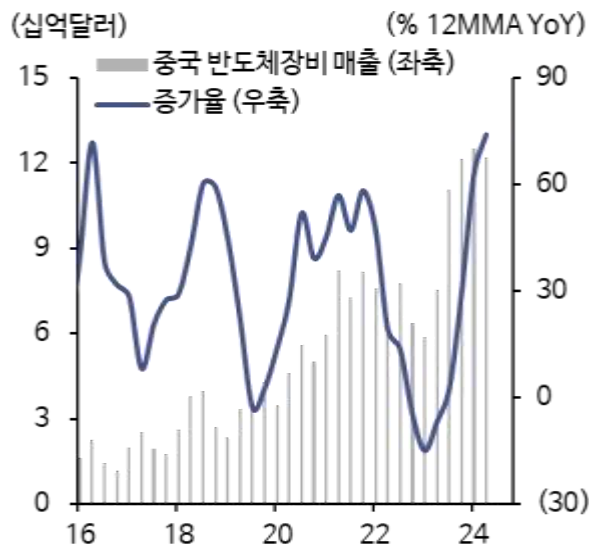




## 3) 반도체: 정책과 실적의 교집합

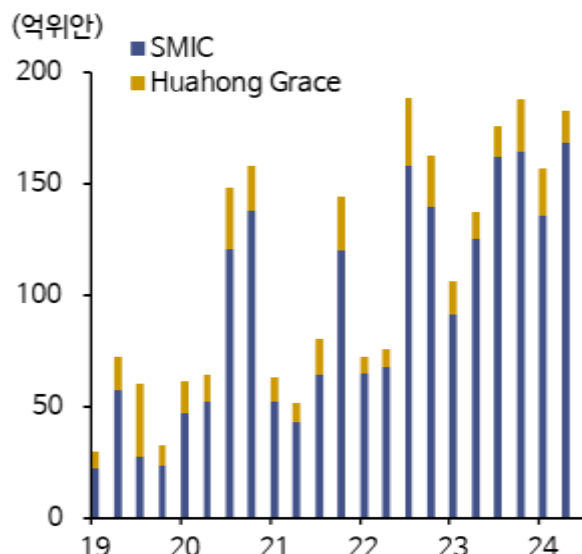
- 미국 반도체 규제에 대응한 강력한 정책 지원(반도체 3기 펀드)과 전방수요(스마트폰/전기차/AI) 회복에 중국 반도체 업황 호황 지속
- 첨단공정 돌파 지연에도 로컬 파운드리가 주도하는 레거시공정 중심 CapEx 확대에 전공정장비부터 패키징, 소재까지 수주잔고 증가  
: 파운드리에는 1) 높은 생산 비용(구형 장비 활용), 2) 저부가가치 공정 중심 매출 발생, 3) 높은 감가상각비로 인해 수익성에 부정적 영향  
: 중국 반도체 굴기의 최대 수혜주는 전공정 장비주. 베이팡화창과 AMEC는 식각, 증착, 세정 등 분야 수주 급증하며 차별적인 성장 지속

중국 반도체 매출 급증



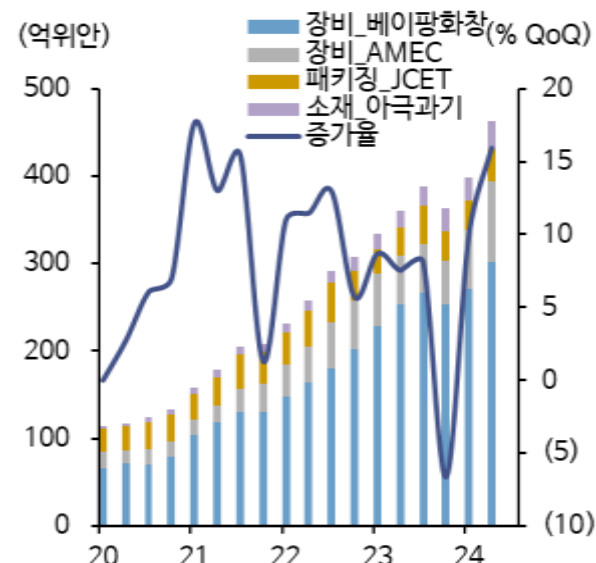
자료: WIND, 신한투자증권

중국 양대 파운드리 CapEx 확대



자료: WIND, 신한투자증권

주요 반도체 업체 수주잔고: 전공정 주도



자료: WIND, 신한투자증권

# 투자전략: 유망 테마와 투자 아이디어 관련주



테마	기업명	상장코드		시총 (조원)	매출액 성장률 (% YoY)			EPS 성장률 (% YoY)			수익성 (%)		PER		PBR	
					23	24F	25F	23	24F	25F	OPM	ROE	24F	25F	24F	25F
반도체	장전과기	600584.SH	글로벌 3위, 중국 1위 반도체 패키징 업체	13.4	(12.1)	15.7	15.3	(54.7)	40.5	41.5	5.5	7.4	33.5	23.7	2.5	2.3
	베이팡화창	002371.SZ	중국 반도체 국산화 선두 장비 업체	40.1	50.3	36.6	30.6	64.9	47.9	34.5	16.8	19.6	35.7	26.6	6.9	5.5
	ASMPT	0522.HK	HBM 등 첨단 패키징 장비 업체 (싱가포르)	6.6	(23.6)	(11.1)	19.6	(72.7)	(8.7)	121.4	4.2	4.3	56.5	25.5	2.3	2.2
AI	폭스콘산업인터넷	601138.SH	글로벌 1위 AI 서버 ODM, 엔비디아 유일 고객사	97.7	(6.9)	19.0	20.9	3.9	20.6	23.5	4.1	16.2	19.8	16.1	3.2	2.8
	아이플라이텍	002230.SZ	중국 1위 음성인식 AI 업체	20.1	4.4	17.8	19.1	16.7	(4.2)	57.0	1.8	3.5	166.6	106.4	5.9	5.7
	바이두	9888.HK	중국 최대 AI 기술 플랫폼	43.3	8.8	1.9	6.4	177.8	5.0	9.7	17.8	8.2	11.0	10.0	0.9	0.9
전력인프라	국전남서과기	600406.SH	중국 1위 특고압 전력 인프라 장비/부품 업체	41.3	10.1	11.6	12.2	(7.2)	11.4	12.9	14.9	15.7	26.4	23.4	4.1	3.7
	잉웨이커	002837.SZ	중국 1위 데이터센터 냉각 솔루션 공급사	4.6	20.7	36.4	32.1	(4.7)	18.9	32.2	9.8	18.8	43.8	32.9	8.0	6.7
로봇	탁보그룹	601689.SH	테슬라 휴머노이드 로봇 핵심 밸류체인	14.9	23.2	37.6	26.4	26.6	(10.7)	28.7	9.9	16.5	26.2	20.3	4.0	3.4
	유비테크	9880.HK	휴머노이드 로봇 전문 기업, 세계 유일 상장사	8.0	4.7	58.5	42.2	적지	적지	적지	-	-	-	-	29.7	22.7
모빌리티	BYD	002920.SZ	테슬라 제치고 글로벌 전기차 판매량 1위로	162.6	42.0	26.4	20.7	80.7	25.2	27.9	5.2	22.5	23.5	18.4	5.2	4.2
	더사이시웨이	002920.SZ	자율주행, 스마트 콕핏 사업 1위	13.1	46.7	28.8	25.1	31.5	35.6	29.9	6.0	22.5	32.0	24.6	7.0	5.6
	이항	EH.US	글로벌 최초로 UAM 상업화 승인 받은 eVTOL 업체	1.4	165.0	239.3	102.8	적지	적지	적지	-	-	-	-	137.5	199.7
밸류업	차이나모바일	600941.SH	중국 최대 국유 이동 통신사	283.2	7.7	4.0	4.6	4.6	5.6	5.6	16.3	11.0	15.7	14.9	1.6	1.6
	중국석유화학	600288.SH	중국 최대 국영 에너지 화학 업체	142.5	(3.2)	2.4	1.5	(7.8)	16.0	6.8	3.1	8.4	11.1	10.4	0.9	0.9
소비재	귀주모태주	600519.SH	중국 본토 증시 시가총액 1위 기업, 소비재 대장주	378.3	18.0	15.9	13.6	19.1	16.3	14.2	60.9	34.8	22.4	19.6	7.7	6.6
	메이디그룹	000333.SZ	중국 1위 가전 업체, 부동산+소비 회복 최대 수혜	111.6	8.1	8.6	7.8	13.6	0.6	10.3	10.2	20.6	15.3	13.9	3.2	2.8
	프로야	603605.SH	중국 내 적수가 없는 압도적 1위 화장품 브랜드	7.6	39.5	29.8	23.3	3.5	32.4	23.9	13.8	28.8	25.2	20.3	7.1	5.6
	메이투안	3690.HK	생활 소비 최대 수혜 플랫폼, BAT 압도하는 실적	202.6	25.8	20.3	16.0	적전	흑전	38.8	8.3	18.7	33.7	24.3	5.8	4.4

자료: WIND, 신한투자증권 / 주: 1) 종가기준일 2024년 10월 25일, 2) 수익성 2024년 전망치 기준, 3) 적지는 '적자 지속'

## IV. 한국 주식시장 전략

달라진 play book



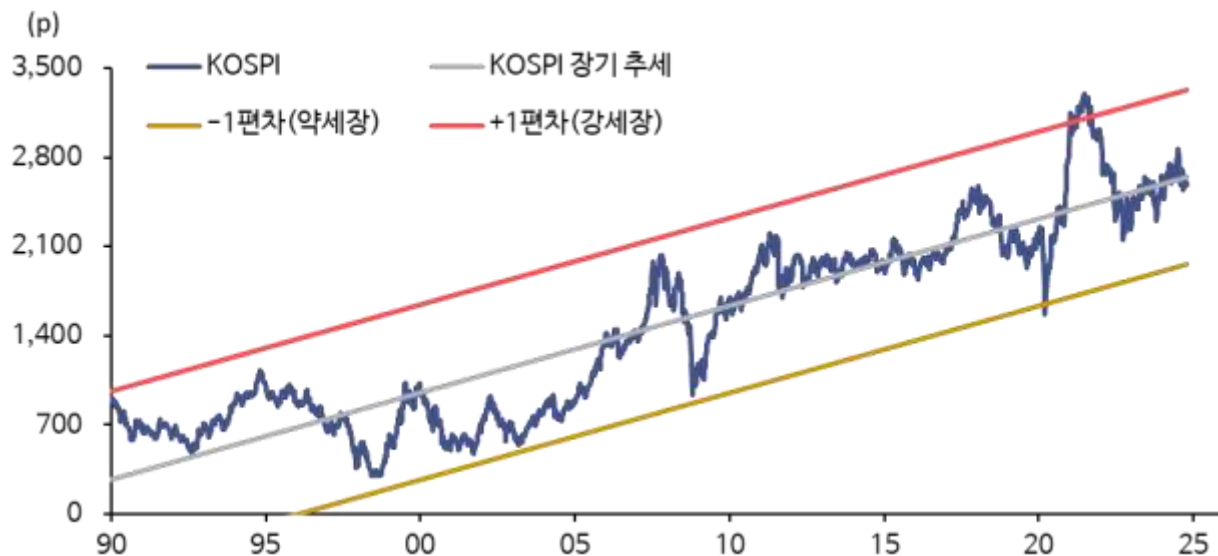
# 한국 주식시장 위기론 고조



## 한국 주식시장 투자자로 산다는 것의 의미

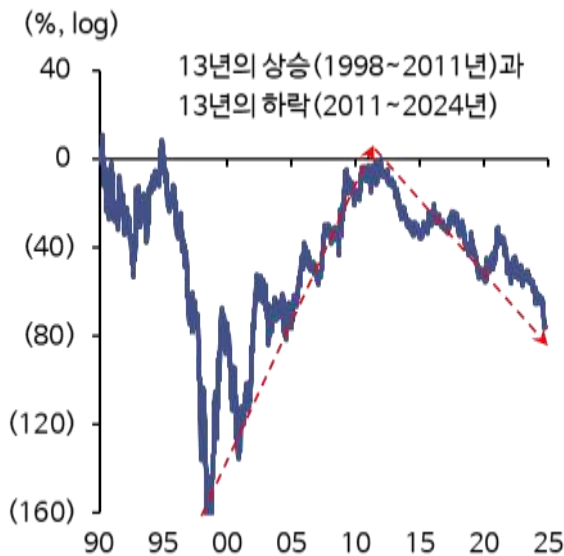
- KOSPI는 1990년 이후 장기 추세 가운데 놓고 위아래 1편차 내에서 등락  
: 2010년대 초중반 장기 박스권 고려했을 때 장기 추세선 완만한 기울기. 2024년에도 장기 추세 내에서 등락하며 지지부진한 성과
- 2024년 KOSPI, 장기 추세선 하향 이탈. 세계 주식시장 대비 KOSPI 누적 수익률은 13년간 상승과 13년간 하락 패턴 형성 중  
: 문제는 세계 주식시장 대비 KOSPI 상대수익률 하락세 장기화한 탓에 투자자들 인내심 잃어가고 있다는 점  
: 과거 패턴 고려 시 이제는 세계 주식시장 대비 상대수익률 제고할 때 됐으나 오히려 국내 주식시장 위기론 고조되고 있는 상황

### KOSPI 1990년 이후 장기 추세



자료: FnGuide, 신한투자증권

### 세계 주식시장 대비 KOSPI 누적수익률



자료: LSEG, 신한투자증권  
주: MSCI Ac World 대비 기준

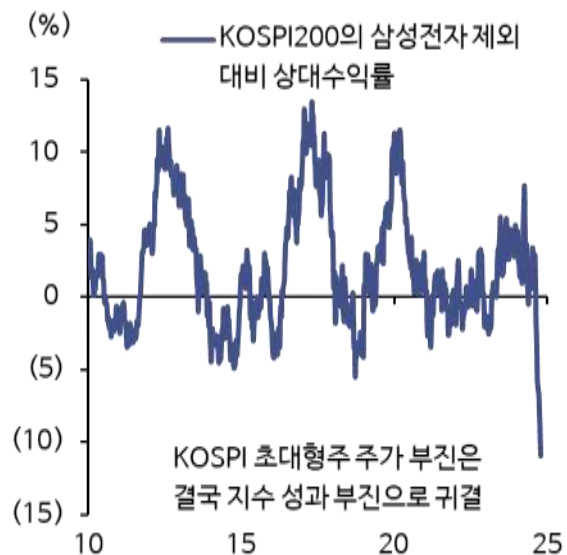
# 한국 주식시장 위기론 고조



## 한국 주식시장의 투자 당위성 찾기 어려워진 투자자

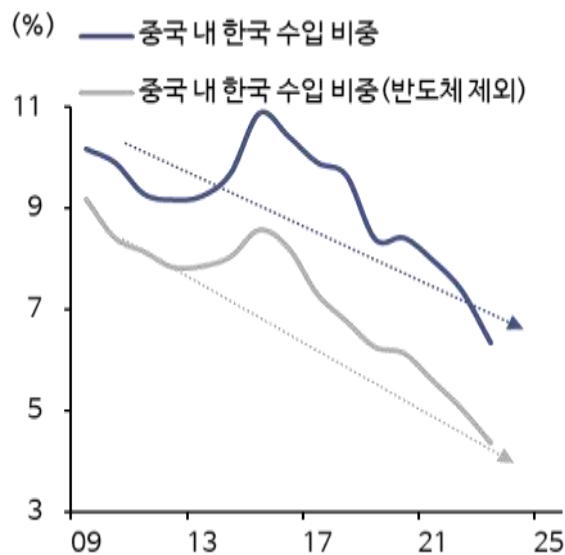
- 한국 주식시장 대표지수 KOSPI 중장기 부진 원인 셋
  - : 1) 초대형주 삼성전자 기술력 의구심 부상하며 전례 없는 부진 기록
  - : 2) 중국 제조업 내재화로 수출연계성 감소하며 중장기 불안 요소로 작용
  - : 3) 순이익률 하회하는 ROE 여전히 지속 중. 글로벌 스탠다드 대비 여전히 미달

초대형주 삼성전자가 오히려 발목 잡았고



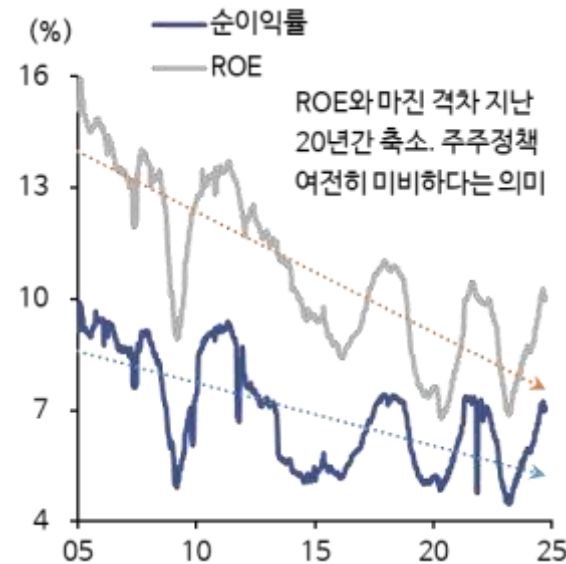
자료: FnGuide, 신한투자증권

중국의 제조업 내재화도 중장기 불안 요소



자료: FnGuide, 신한투자증권

주주가치 여전히 글로벌 스탠다드 미달



자료: LSEG, 신한투자증권

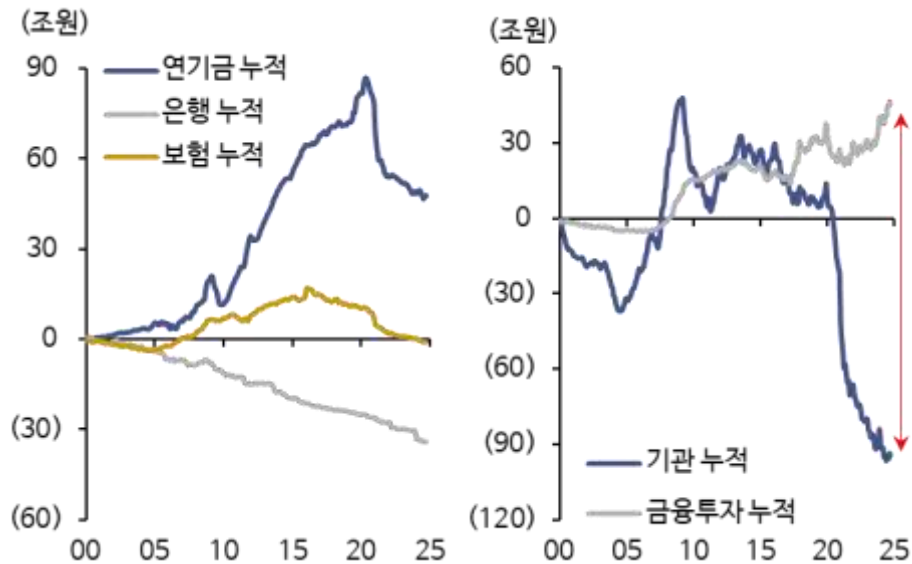
# 한국 주식시장 위기론 고조



## 기관 투자자 멀티에셋 전환, 글로벌 투자 전성 시대는 국내 증시 수급 이탈로 귀결

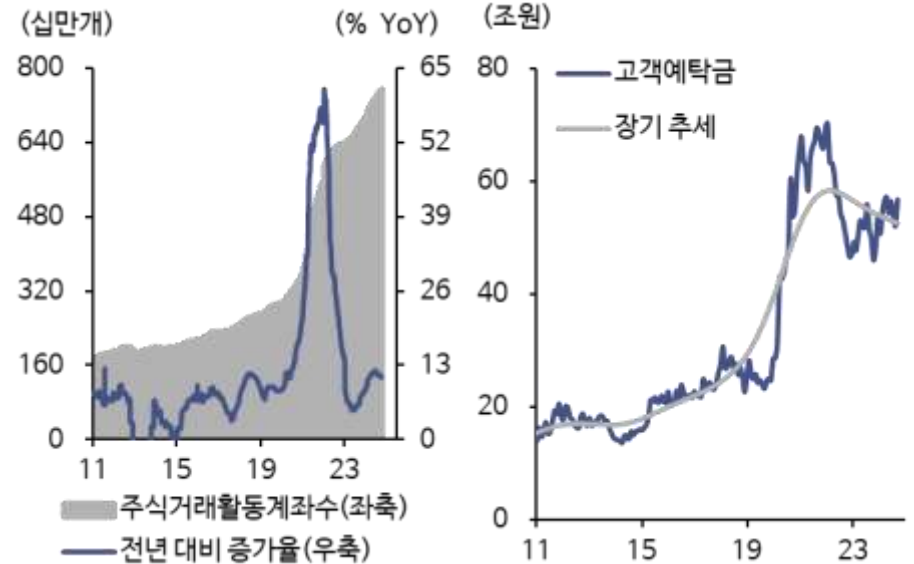
- 중장기 수급 주체인 연기금, 은행, 보험 각각 2010년대 중반 이후 국내 주식시장 이탈 속도 가속화. 기관 투자자 멀티에셋 형태로 운용 전략 전환하면서 한국 주식시장 투자 비중 하락. 기관 수급 금융상품 중심으로 재편되며 방향성 부재한 금융투자 유동성에 의존
- 팬데믹 당시 기관 유동성 대체했던 개인투자자도 주식거래 활동 둔화. 고객예탁금 장기 추세 2022년 정점으로 반락 중 : 개인의 해외투자 확대. 미국 잠재성장률 일부 신흥국과 역전 발생. 미국의 제조업 리쇼어링 및 밸류체인 내재화 정책 증시 강세 귀결

### 한국 주식시장 장기 수급 실종, 기관은 금융투자 상품 거래 중심 재편



자료: FnGuide, 신한투자증권  
주: 수급 데이터 KOSPI, KOSDAQ 전종목 기준

### 개인 투자자의 국내 투자 정점에서 주춤한 상황



자료: FnGuide, 신한투자증권



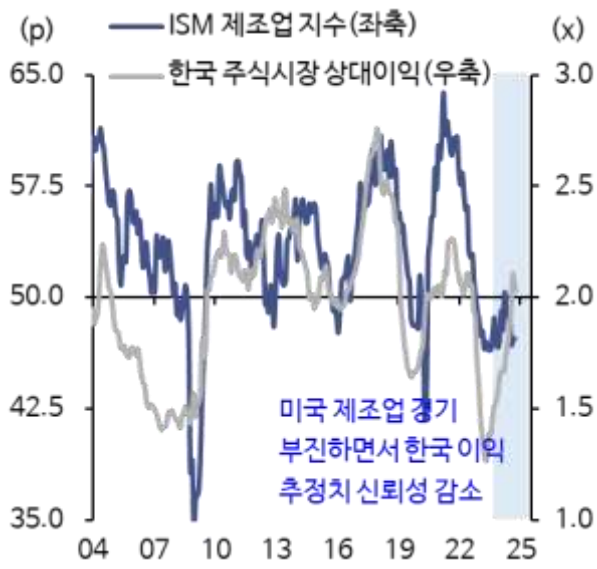
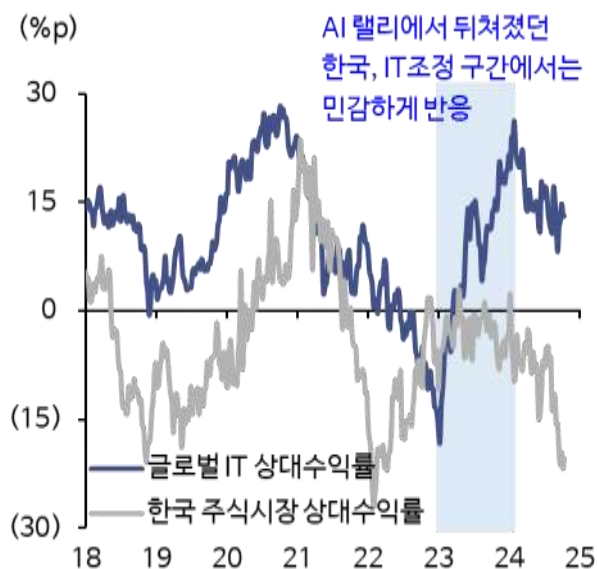
# 글로벌 시 붐 편승 못하다



## 삼성전자 부진 ① 글로벌 AI 붐에 편승하지 못하다

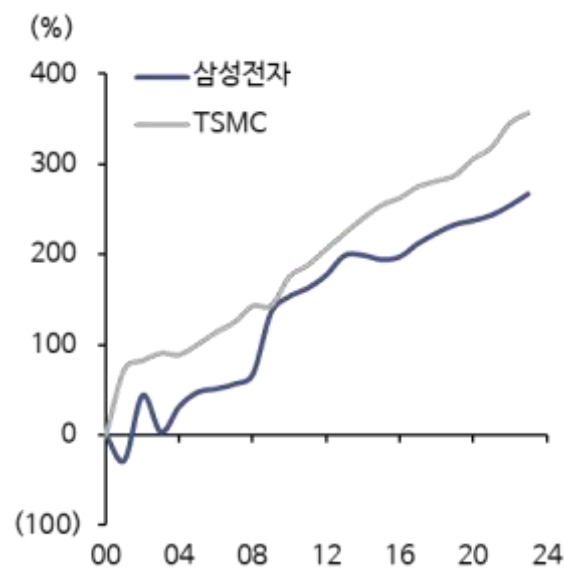
- 한국 주식시장 상대적 부진 견인 중인 주체 삼성전자. 시가총액 1위 초대형주 부진은 지수 투자 유인 약화시키는 요소로 작용
- 과거 한국 주식시장 상대수익률은 글로벌 IT 상대수익률과 유사한 궤적. 그러나 2023년 발생한 괴리는 2024년 심화 양상
  - : 한국 주식시장 높은 기술주 비중에도 불구하고 AI 중심 시장 상황에 뒤쳐져. 그러나 2024년 IT 조정 구간에서 더 크게 하락
  - : AI 외 기업이익은 높은 증가율 예상치 기록 중이었으나 신뢰성 낮았던 측면 존재. 선진국 중심 재화 소비 회복 지연
  - : 삼성전자 기술 관련 의구심 빠르게 해소되기 어려운 상황. 2010년대 들어 반도체 산업 내 R&D 추이에서 조짐 발생

글로벌 기술주 로테이션과 AI 과투자 의구심으로 한국 주식시장 상대적 부진 심화



자료: LSEG, 신한투자증권

주요 반도체 제조사 R&D 증가율



자료: LSEG, 신한투자증권

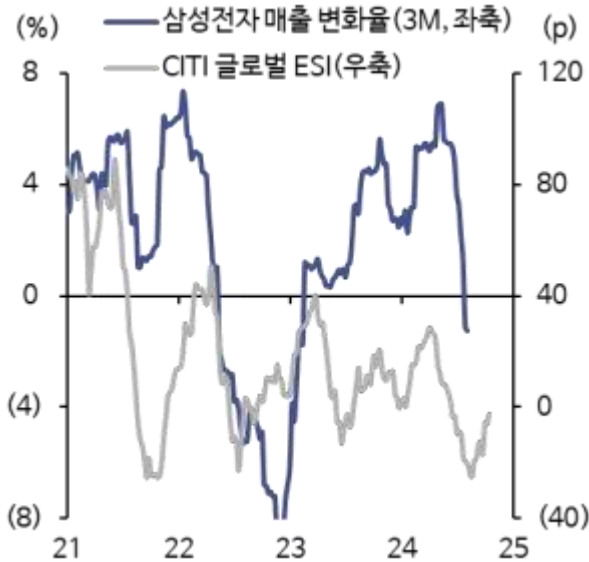
# 온몸으로 겪는 매크로 의구심, 중국 영향력



## 삼성전자 부진 ② 온몸으로 겪는 매크로 의구심, 중국 영향력 점차 확대

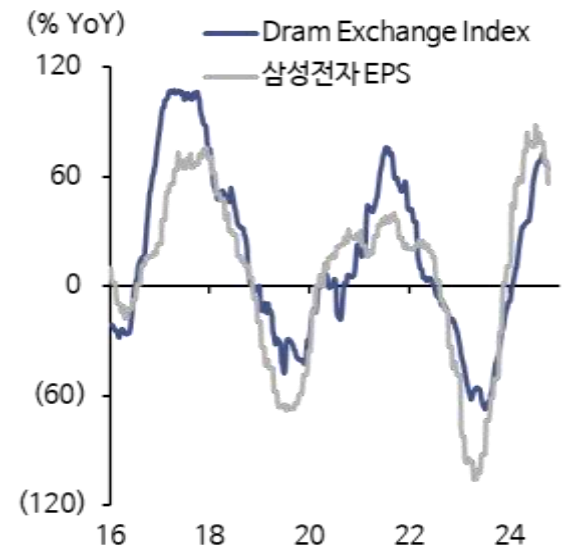
- AI 붐에서 상대적으로 소외된 탓에 매크로 의존도 강화. 세트 매출 비중 높은 상황에서 매크로 의구심으로부터 자유롭기 어려워
- 삼성전자 3개월 매출 변화율 CITI 글로벌 Economic Surprise Index에 후행 양상. 2024년 매크로 의구심 3분기 강화, 소비 회복 지연
- 메모리 가격 상승률 하락 전환은 삼성전자 마진 하향으로 직결. 삼성전자 이익 사이클 시에 따른 빅사이클보다 일반적으로 보는 시각 반영 : 중국 반도체 초과공급도 마진 관점에서 삼성전자 추정치 하향으로 연결. DRAM과 파운드리 여전히 경쟁력 격차 존재하나 NAND에서 시장 점유율 격차 축소 가능성 부상하며 우려 강화

AI 붐에서 상대적으로 멀었던 탓에 매크로 중요. 그러나 추정치 하향 빌미로 작용



자료: LSEG, 신한투자증권

이익 사이클을 '일반적'으로 보는 시각



자료: LSEG, 신한투자증권

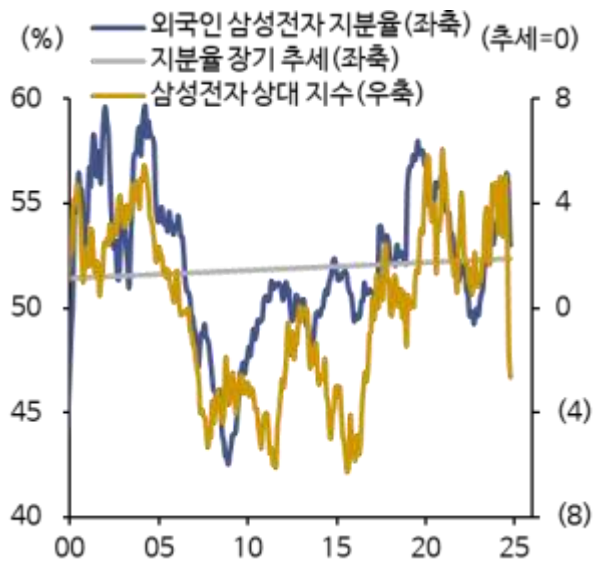
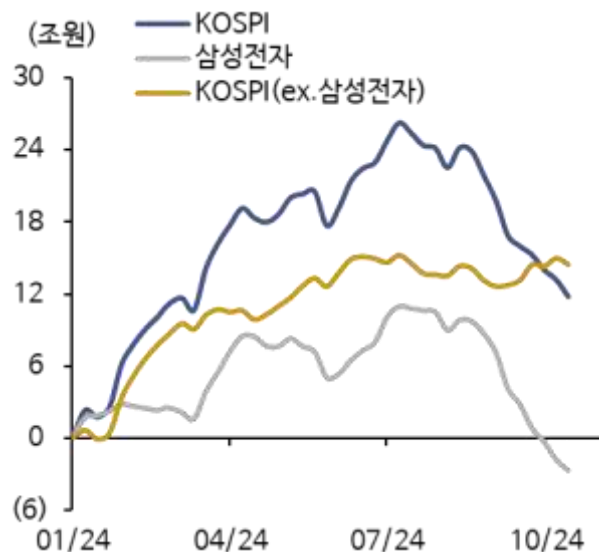
# 외국인 지분율 추세 이탈



## 삼성전자 부진 ③ 외국인 지분율, 추세 이탈 직전

- 삼성전자에 베팅했던 외국인, 3분기 기점으로 변심하며 KOSPI 순매도 강화. 특징은 삼성전자 제외 KOSPI 오히려 순매수 상태
- 외국인 삼성전자 지분율은 장기 추세 하향 이탈 직전. 과거 외국인 삼성전자 지분율 장기 추세 하회는 상대 지수 하락으로 직결
- 미국 반도체 대비 삼성전자 상대 PBR 2013년 초 반도체 붐 시작 이후 평균 하회 중. 2010년대 이후 역대급으로 낮은 상대 밸류에이션

글로벌 기술주 로테이션과 AI 과투자 의구심으로 한국 주식시장 상대적 부진 심화



자료: LSEG, 신한투자증권

삼성전자/미국 반도체 상대 PBR



자료: LSEG, 신한투자증권

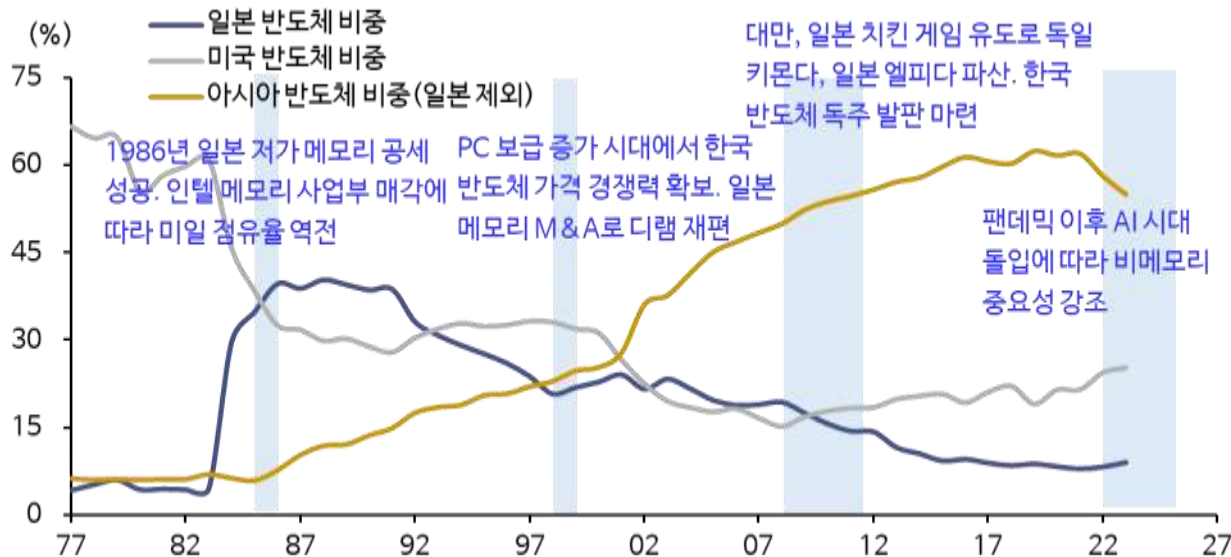
# 한국 투자, 달라진 play book



## 글로벌 반도체 흥망성쇠 역사, 트렌드 변화 과정에서 발생

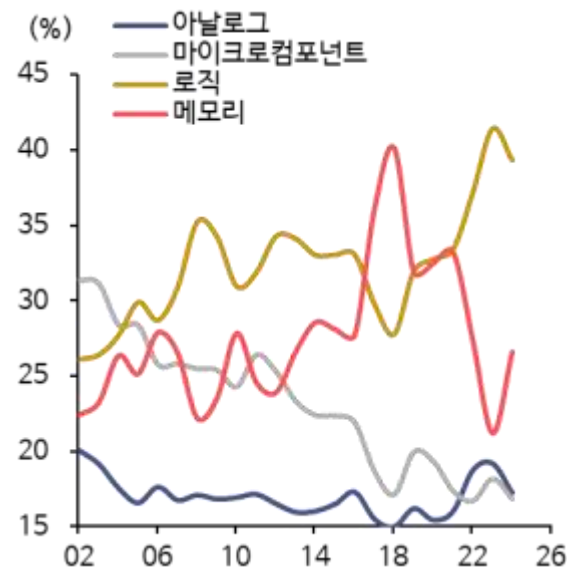
- 과거 반도체 패권 교체기 여럿 존재. 반도체 패권은 미국에서 일본으로 일본에서 아시아(한국, 대만)로 이동  
 : 과거 반도체 패권은 가격 경쟁력에서 해자 존재. 반도체 산업 가격 경쟁력은 결국 수율(기술력)에 기반  
 : 높은 마진 영위하던 기업들이 경쟁력 정점 통과할 때 주로 마진 하락 나타나면서 시장점유율 급격하게 빼앗기는 패턴
- 문제는 반도체 시장 중심 자체 이동. 2017~18년 IC(집적회로) 내 메모리 비중 급상승했지만 팬데믹 이후 로직 등 비메모리로 이동  
 : 이에 적응하는 기업들이 차별화 보이는 과정. 일본 반도체, 1990년대 PC 시대 적응 실패하며 헤게모니 소실했던 역사 존재

### 글로벌 반도체 흥망성쇠 역사(미국 → 일본 → 아시아 → ?)



자료: LSEG, 신한투자증권  
 주: 매출 규모 추이

### 글로벌 IC(집적회로) 시장 규모 비율



자료: LSEG, 신한투자증권

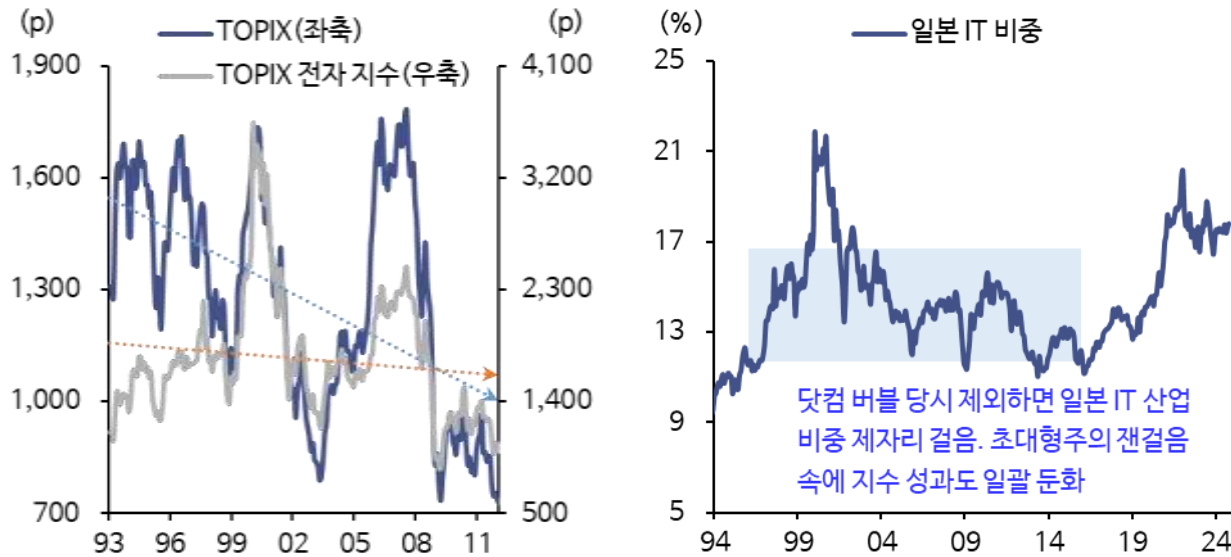
# 한국 투자, 달라진 play book



## 일본 반도체 비중 장기간 제자리 걸음 당시에도 비중 상승 업종 탄생

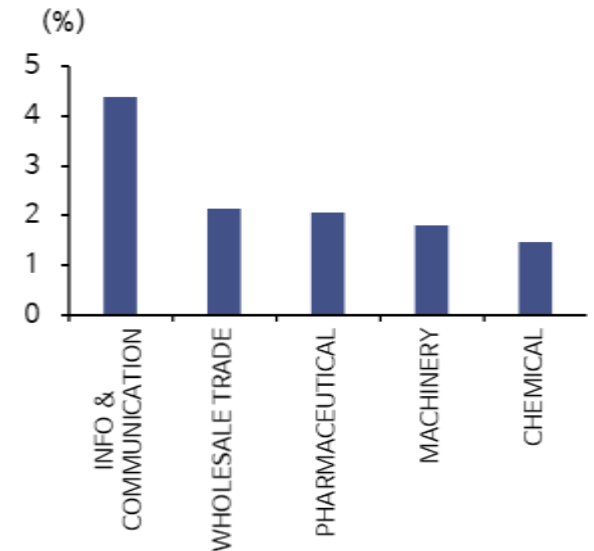
- 1990년대 일본 TOPIX 내 전자 지수 20년 가까이 횡보. 해당 구간에서 일본 벤치마크도 횡보 피하기 어려웠던 정황
- 1990년대 후반 닷컴 버블 때 제외하면 일본 IT 산업의 주식시장 내 비중 제자리 걸음. 시가총액 비중 1위 잔걸음에 지수 성과 둔화
- IT 및 은행 비중 횡보 혹은 하락기에도 정보기술, 홀세일, 헬스케어, 기계, 화학 등 당시 시장 환경 및 경제적 해자 보유한 업종 비중 상승 : 주도주 부진과 지수 성과 하락에도 신성장 및 기술력 창출 기업 우상향 할 수 있다는 교훈 시사

### 일본 주식시장 내 IT 지수 성과 및 시가총액 비중 추이



자료: LSEG, 신한투자증권

### IT 섹터 횡보기(97~12) 비중 상승 업종



자료: LSEG, 신한투자증권

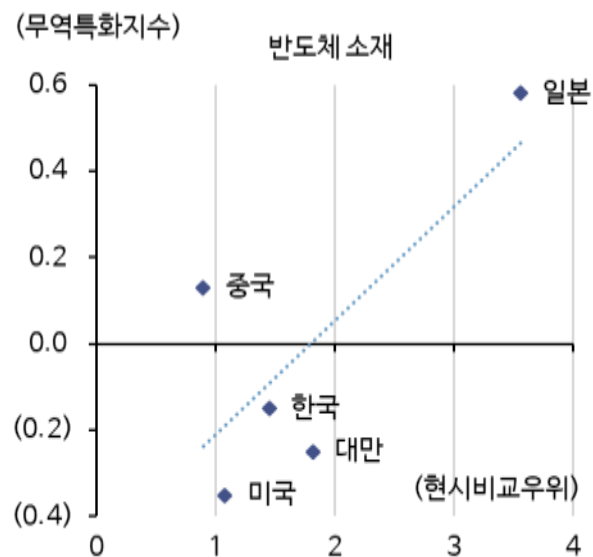
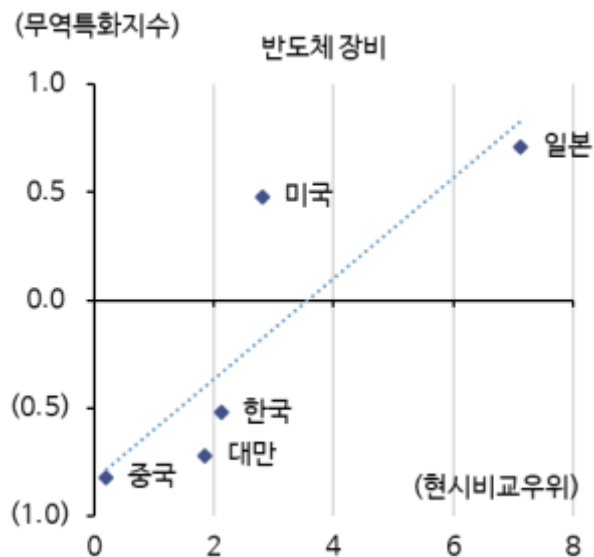
# 한국 투자, 달라진 play book



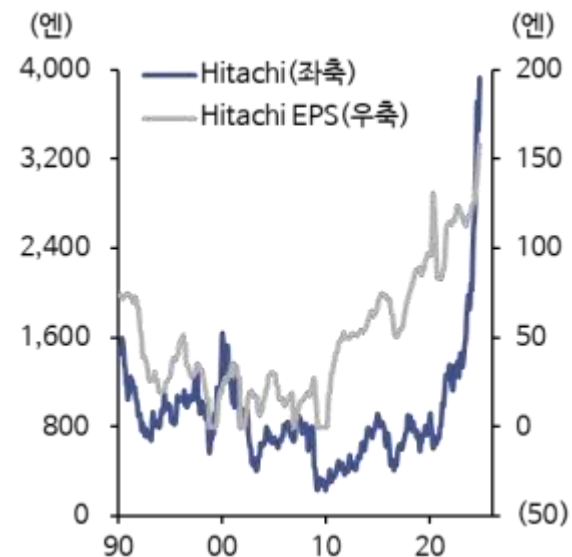
## 일본 반도체 기업은 구조조정, 사업 축소, 전환으로 비즈니스 탈바꿈 → 재평가

- 일본은 1990년대 후반 들어 각 산업에서 대형 합병, 경쟁사 간 통합 진행. 조선, 철강에서 경쟁력 회복했으나 반도체 3사 통합 실패 : 2003년 NEC, 히타치, 미쓰비시 등 메모리 3사 엘피다 통합. 그러나 치킨 게임에서 실패하면서 10년간 4조원 이상 부채 남기고 파산
- 일본 반도체 산업은 설계 및 제조 역량에서 글로벌 스탠다드에 미치지 못했으나 아날로그, 기초 소재에서 여전히 강점 보유 중 : 히타치와 같은 사례 존재. 당초 통신 및 전자장비, 전기 및 산업 중장비, 소비자 전자 제품 등 사업 영위했으나 강도 높은 구조조정과 사업 내용 축소로 영업이익률 향상. 현재 AI 서비스(매출 비중 29%), 그린 에너지&모빌리티(30%), 커넥티드 인더스트리(36%) 탈바꿈

### 일본 반도체 산업은 시스템 및 메모리에서 경쟁력 소실, 그러나 장비 및 소재에서 유지



### 구조조정, 사업구조 다각화 성공한 Hitachi



자료: LSEG, 신한투자증권

자료: LSEG, 신한투자증권



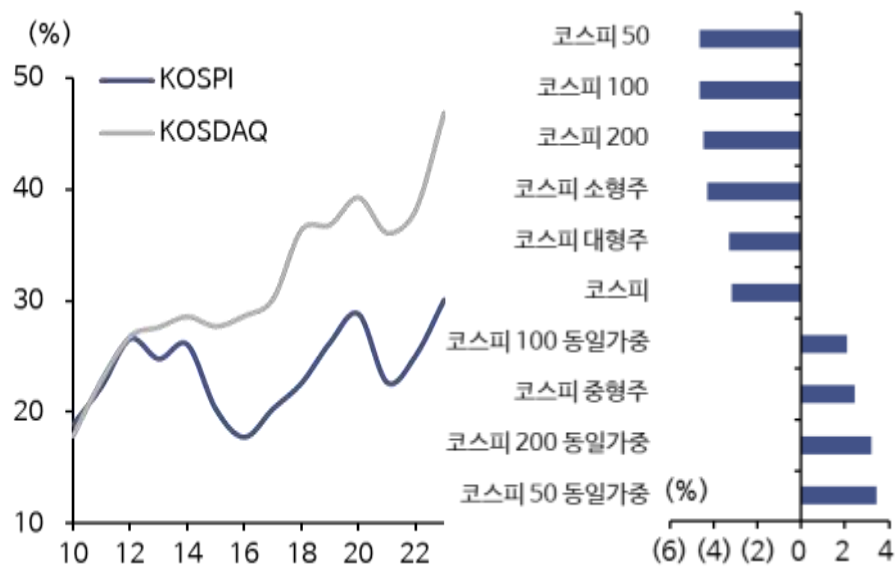
# ① Active 시대



## 시가총액 가중보다 동일가중 지수 상대 성과 개선

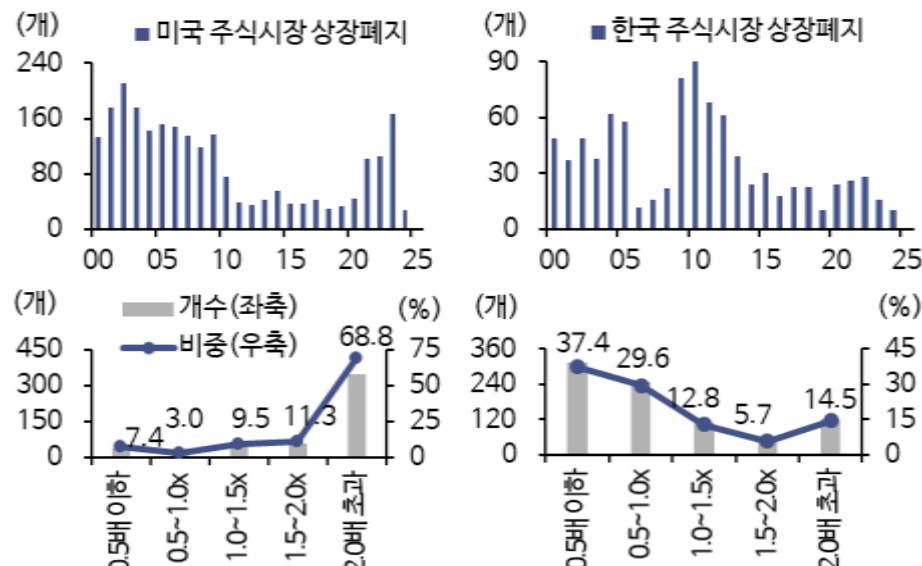
- KOSPI는 초대형주 부진 외에 펀더멘털 부진한 종목군 속아내지 못하는 문제도 발생. KOSPI 및 KOSDAQ 이자보상배율 1배 이하 종목 30.1%. 특히 KOSDAQ은 47% 기록하며 절반 가까운 기업 한계 상태에 직면
- 미국 주식시장과 비교했을 때 한국 주식시장 상장폐지 건수 제한적. 장기간 유지된 결과 한국 0.5배 이하 PBR 종목 비중 37.4% 내외 : 따라서 한국 주식시장 성과 지수로 판단한다면 과소평가할 수 있는 위험 있다고 판단

이자보상배율 1배 이하 종목 비중, 2024년 사이즈별 성과



자료: FnGuide, 신한투자증권

미국 및 한국 주식시장 상장폐지, PBR 구간 비교



자료: FnGuide, 신한투자증권

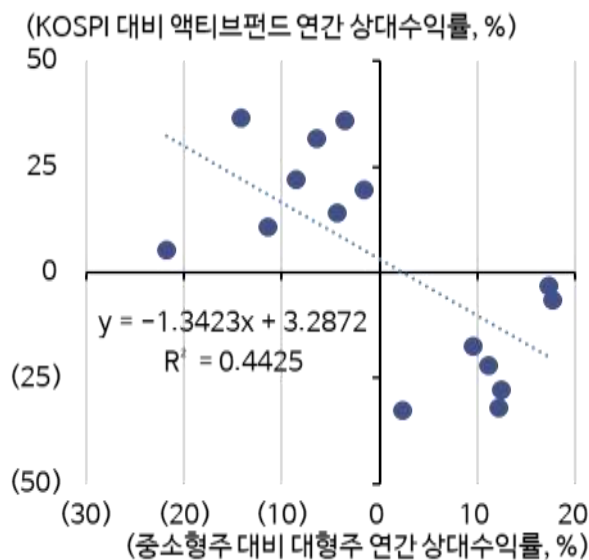
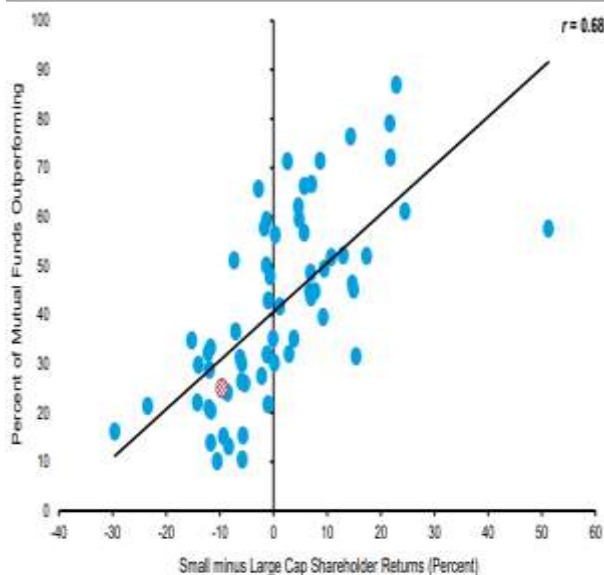
# ① Active 시대



## 액티브 펀드, ETF 등 금융상품 다양화 추세

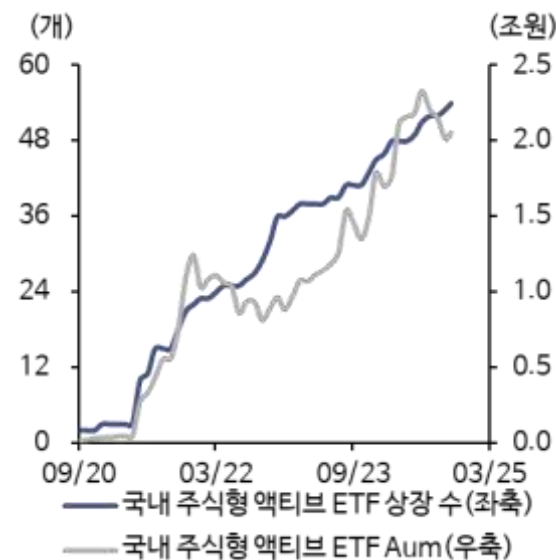
- 미국과 한국 주식시장 공통적으로 대형주 수익률 낮아지는 구간에서 액티브 성과 우호적으로 발생  
: 액티브 투자의 경우 지수 내 종목 비중보다 포트폴리오 비중 낮게 가져가는 경향 때문  
: 삼성전자 시장 주도력 낮아진 상황 길어질 가능성 존재하는 가운데 Active 시대로 전환 및 지속 가능성 염두
- 지수보다 종목, 업종 등 포트폴리오 전략 중요성 커질 전망. Active 중요성 높아진 상황에서 ETF 등 금융상품 다양화 추세

미국과 한국 중소형주 상대수익률과 액티브 펀드 상대 성과



자료: Morgan Stanley, Data Guide, 신한투자증권  
주: 액티브 펀드 상대수익률 5개사 대표 액티브 펀드 기준

한국 액티브 ETF AUM 및 상장 수 추이



자료: FnGuide, 신한투자증권

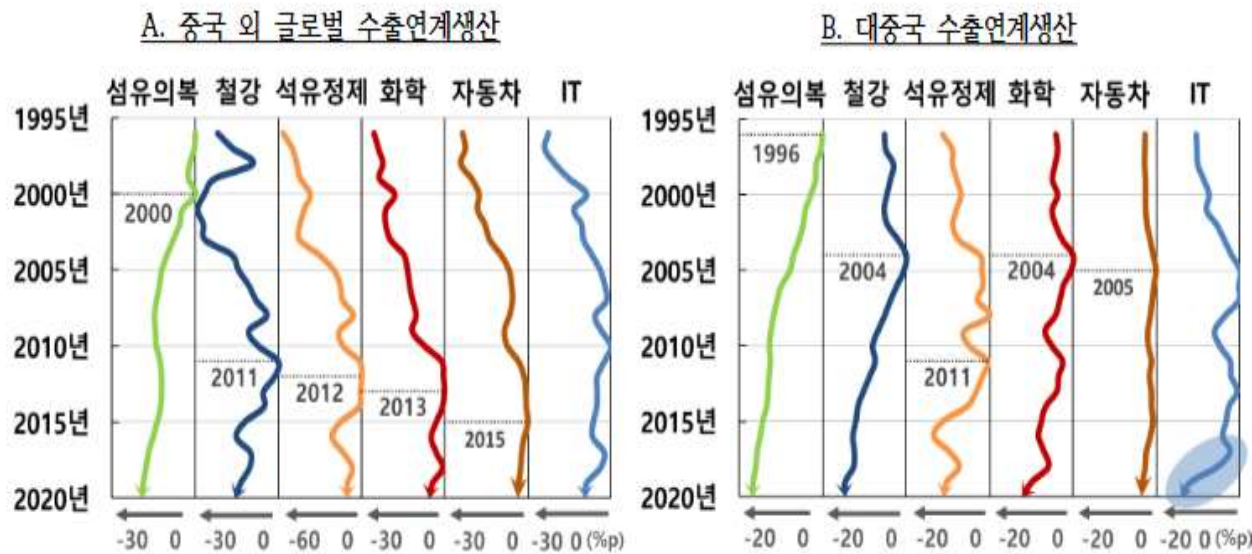
## ② 지정학적 축복 종말



### 중국과 경쟁 구도로 바뀐 한국

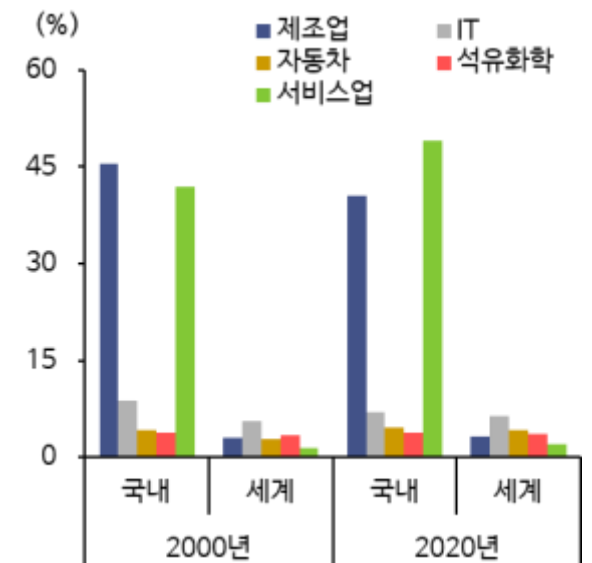
- 한국과 한국 주식시장은 2000년대 중국 고성장과 동행하며 Proxy로서 역할. 그러나 20년 지난 현재 지정학적 축복은 종말 수순 : 섬유·의복, 철강, 석유정제, 화학, 자동차 등 대중국 수출연계생산 둔화. IT 수출 2018년 이후부터 둔화되는 속도 가속화 양상 : 중국은 오히려 Dram, Nand 등 반도체 내에서도 한국과 경쟁 강도 높이는 양상. 중국 제조업 내재화로 샌드위치론 현실화 수순
- 글로벌에서 한국 밸류체인 중요성은 확대. IT 및 자동차의 세계 내 비중은 20년 전에 비해 상승. 석유화학도 3.3%에서 3.6%로 상승 : 중국이 한국에 의존하는 IT 중간재 정도는 약화되는 반면 세계 중국산 IT 중간재 의존도는 높아지는 상황. 중국의 IT 내재화 지속 중

#### 산업별 수출연계생산 변화: 대중국 수출연계생산은 더 빠르고 두드러지게 둔화



자료: 한국은행, 신한투자증권  
주: 수출연계생산 표준화해 최고점 0으로 놓고 차트 구성

#### 주요 산업 국내 및 글로벌 내 비중(총산출)



자료: OECD, 신한투자증권

## ② 지정학적 축복 종말

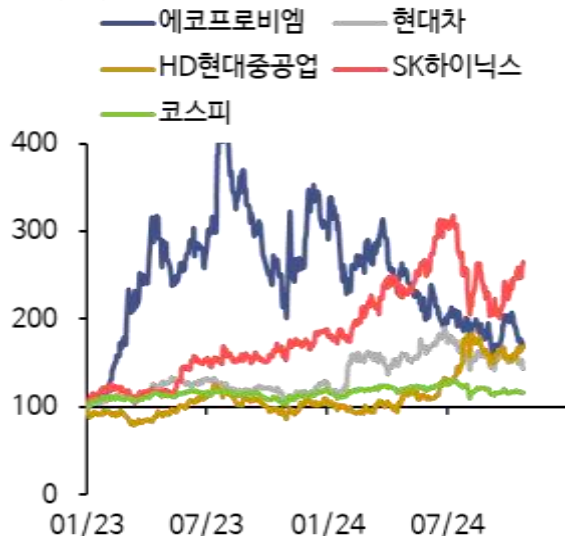


### 중국과 경쟁에서 벗어난 투자 대상들

- 중국 제조업 내재화, 밸류체인 변화 과정 속 한국 주식시장 내 중장기 투자 가능한 업종 차별화
  - : 1) 시장 절연 등으로 중국과 직접 경쟁하지 않는 2차전지, 자동차(전기차, 하이브리드), 반도체(고도화)
  - : 2) 글로벌 서비스 수출 가능한 엔터, 미디어, 게임
  - : 3) 가격 매력과 차별성으로 세계 시장 공략하는 헬스케어, 방산

#### 1) 중국과 세계 시장 내 경쟁 강도 낮고

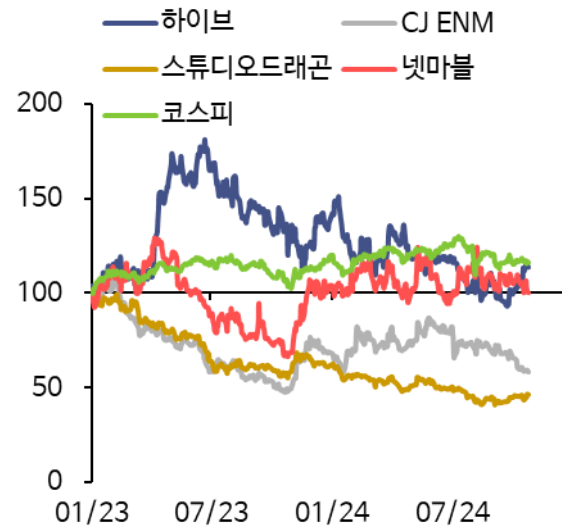
(23/01/01=100)



자료: FnGuide, 신한투자증권

#### 2) 서비스 수출 가능하거나

(23/01/01=100)



자료: FnGuide, 신한투자증권

#### 3) 가격 매력으로 세계 시장 공략하는 기업

(23/01/01=100)



자료: FnGuide, 신한투자증권

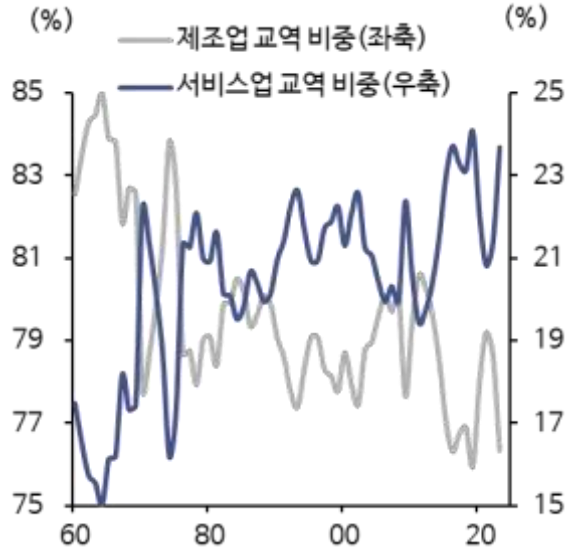
## ② 지정학적 축복 종말



### 제조업의 서비스화 및 서비스 수출 중요성 확대

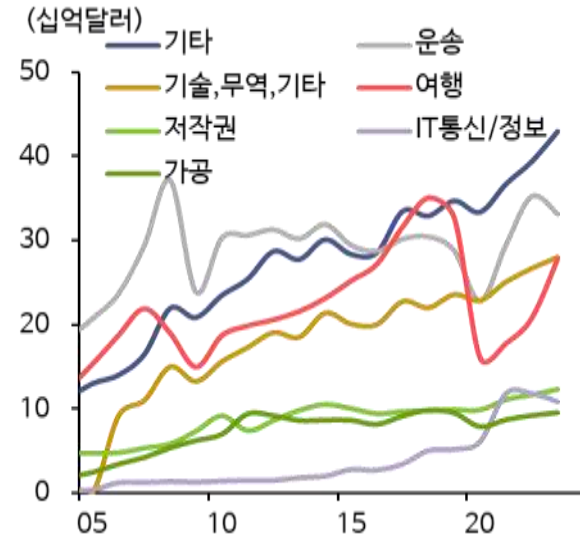
- 중장기 관점, 그리고 팬데믹과 세계 경제 분절화 겪으면서 제조업 교역 비중 축소 및 서비스 교역 중요성 확대
- 한국 주식시장은 제조업 중심으로 구성. 서비스 수출 잠재력 존재하나 성장 속도 가속화 필요한 상황. 서비스 수출은 제조업과 달리 이익 변동성 크지 않다는 장점 있어 밸류에이션 상승에 우호적으로 작용할 가능성
- 세계 경제 분절화 과정에서 ICT 서비스 수출 중요성도 높아지는 상황. 한국 기업들 소프트웨어 투자 및 제조업의 서비스화 전환 필요 : 제조업의 서비스화에 가장 잘 적응하고 사업 내용 확대할 수 있는 분야는 SI(시스템 통합)

글로벌 상품 및 서비스 교역 추이



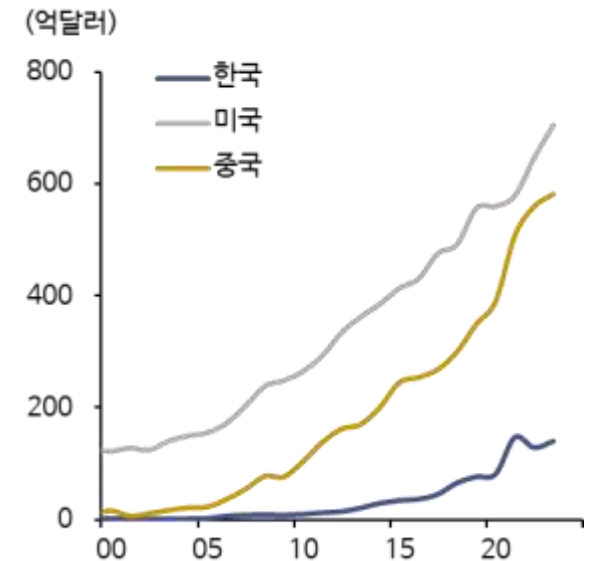
자료: Worldbank, 신한투자증권

한국 서비스 품목별 수출 추이



자료: 한국은행, 신한투자증권

한국, 미국, 중국 ICT 서비스 수출 추이



자료: Worldbank, 신한투자증권

# ③ 밸류업은 생산요소 활용도 제고 관점



## 국내 밸류업 정책은 자본 효율성 제고 관련 프로그램

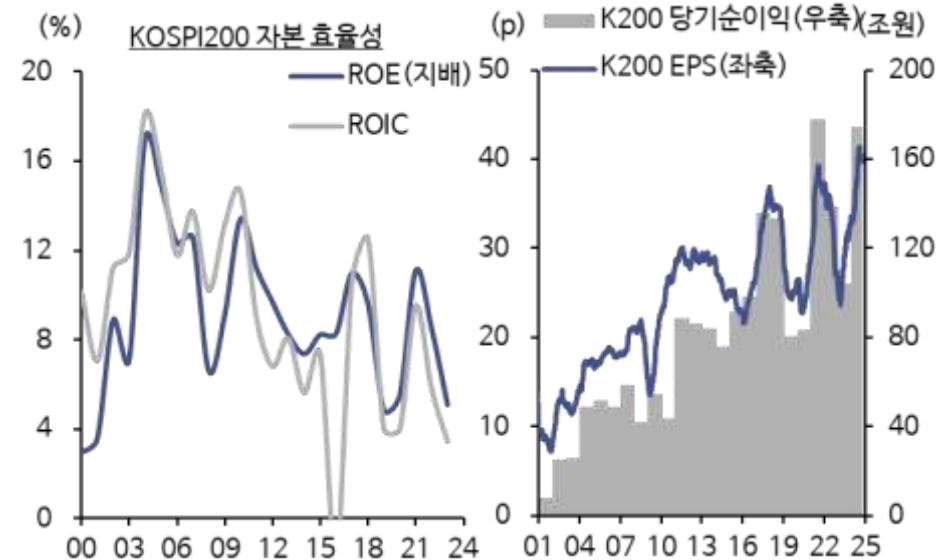
- 과거 정책 당국 주식시장 정책 노력은 여러 차례 벽에 부딪혔던 경험치. 2024년 밸류업 프로그램은 자본시장 구조 개혁 통한 생산요소 활용도 제고 관점에서 바라볼 필요
- 밸류업 프로그램은 최초로 정책 당국으로부터 시작된 주주환원, 코리아 디스카운트 개선 프로젝트. 과거 정책 당국 노력이 성장 (Growth) 중심에 있었다면(중소형주 활성화, BBIG 등) 이번에는 가치(Value)에 방점 뒀다는 점에서 뚜렷하게 차별화 : KOSPI200 자본 효율성 추세적으로 하락한 상황. 여기에 기업들의 자본시장 내 유동성 조달은 당기순이익과 EPS 간 괴리 창출

### 대한민국 역동 경제 로드맵: 생산요소 활용(효율성) 관련

3대 분야 10대 과제	
<b>Part1. 혁신생태계 강화</b>	
<b>1. 생산성 높은 경제시스템 구축</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>기업 성장사다리 구축</li> <li>서비스 新산업 육성</li> <li>디지털 대전환(DX) 선도국가 도약</li> </ul>
<b>2. 생산요소 활용도 제고</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>모험자본(벤처·스케일업·프로젝트 금융) 활성화</li> <li>기업 밸류업 통한 자본시장 선진화</li> <li>G10 수준 자본·외환시장 접근성 제고</li> <li>국가대표급 지역혁신 클러스터 육성</li> <li>기업 투자유치제도 전면 개편</li> <li>국토(도지·농지·산지) 재창조 프로젝트 착수</li> <li>혁신인재 확보(청년인재 양성 + 글로벌 인재유치)</li> </ul>
<b>3. 글로벌 네트워크 확장</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>글로벌 네트워크 1위 국가 도약 (新통상정책)</li> <li>전략적 ODA 확대</li> <li>공급망 안정화를 통한 경제안보 강화</li> <li>아시아-태평양 비즈니스 거점 도약</li> </ul>

자료: 대한민국 정책브리핑, 신한투자증권

### 자본시장 낮아진 효율성, 순이익 따라가지 못하는 EPS는 저밸류 원인



자료: FnGuide, 신한투자증권



### ③ 밸류업은 생산요소 활용도 제고 관점



#### 의구심 해소할 수 있다면 의심과 Sell-on 우려 이겨낼 듯

- 1월 17일 프로그램 최초 시사부터 9월 24일 밸류업 지수 방법론 공개까지 타임라인 진행되며 의구심과 확신이라는 도전과 응전 역사 반복 중
- 밸류업 프로그램 대명제는 한국 장기 저성장 국면 진입에 대응하기 위한 성장 재점화와 연관. 밸류업 프로그램은 자본 효율화와 동의어 : 여러 의구심에도 불구하고 밸류업 프로그램 정책 자체는 3년 이상 중장기 관점에서 추가 전개될 것으로 예상
- 중장기 정책 진행 관련 의구심 해소할 수 있다면 2024년 연간 내내 상존했던 의심과 Sell-on 우려 이겨낼 수 있을 것

#### 2024 밸류업 프로그램 타임라인: '밸류업은 의심을 벽을 타며 올랐다'



자료: KRX, FnGuide, 신한투자증권

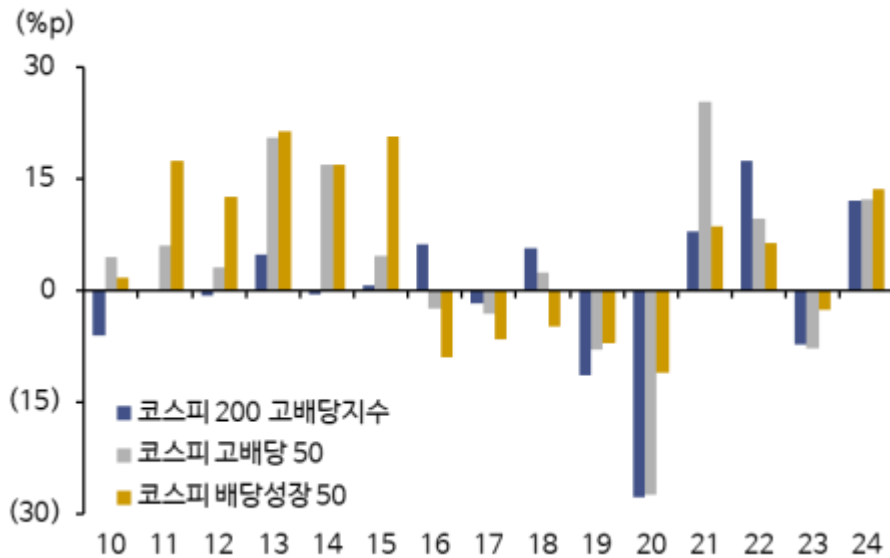
### ③ 밸류업은 생산요소 활용도 제고 관점



#### 단기적으로는 배당주 유망, 중장기 유형자산 활용도 높이는 구경제 주목

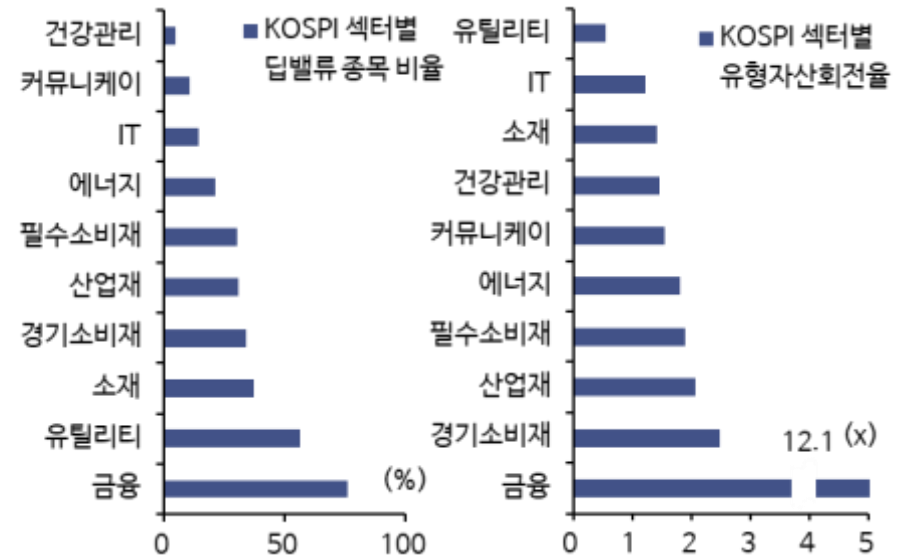
- 2024년 특징적 성과는 코스피200 고배당, 고배당50, 배당성장50 등 주요 배당 지수 동시에 10%p 이상 벤치마크 상회했다는 점 : 민간 기업 밸류업 정책 발맞추기 위한 변화 뿐만 아니라 배당 세액공제 신설, 분리과세 시행 예고, 기말 깜깜이 배당 해소 등 영향
- 자본시장 구조 개혁은 최종 단계에서 효율화로 연결될 필요. 주주환원 제고는 적정 수준 또는 최고점 존재. 주주환원 이후 시장 관심사는 좌초자산 효율화하는 딥밸류 종목 출현 여부에 쏠릴 전망. 밸류에이션과 유형자산 회전을 떨어져 있는 소재(철강, 화학 등 구경제) 중심

주요 배당 지수 벤치마크 대비 상대수익률 비교



자료: FnGuide, 신한투자증권

KOSPI 섹터별 딥밸류 종목 비율, 섹터 총자산회전을 평균(22~2Q24)



자료: FnGuide, 신한투자증권  
주: 딥밸류 종목 기준 PBR 0.5x 이하

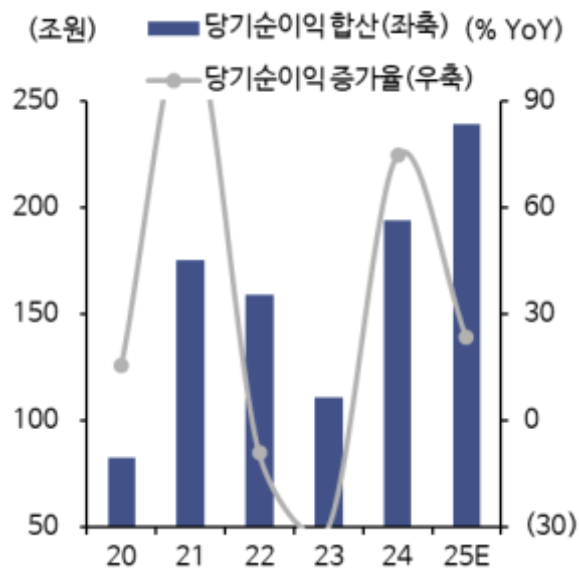
# 2025년 KOSPI 투자전략



## 2025년 KOSPI 당기순이익 컨센서스 238.3조원(+24.1% YoY)

- 2024년 3분기 추정치 하향, 4분기 어닝 쇼크 가능성에도 이익 전망 급격히 악화되지 않을 전망. 한국 수출 2025년에도 증가 유지 : 대미 수출 구조 변화에 따라 경기보다 비경기 요인 강화. 대중 수출도 경기 부양책에 따른 소비 경기 하방 경직성 확보 가능성
- IT 이익 증가율 전망 여전히 우호적인 가운데 산업재 여전히 20%대 육박하는 이익 증가율 전망 기록 중 : 소재, 에너지로 대변하는 2차전지는 각각 62.6%, 249.0% 이익 증가 기대로 턱어라운드 기대 중 : 자동차, 은행 등 이익 점유율 2위, 3위는 한 자릿수대 이익 성장 전망으로 주주환원 제고 여부 중요성 확대

KOSPI 연간 당기순이익 전망치



자료: FnGuide, 신한투자증권  
주: NAVER 2021년 일회성 이익 효과 제거

KOSPI 섹터별 당기순이익 전망치

(조원)	20	21	22	23	24	25E	25E 증가율 (%)	3Y CAGR (%)
KOSPI	82.6	175.3	158.9	111.3	192.0	238.3	24.1	46.3
IT	35.2	58.1	64.1	11.3	57.3	81.3	41.9	168.7
금융	23.1	34.0	35.2	33.4	39.3	40.9	4.0	10.5
경기소비재	7.1	21.6	21.3	30.6	38.9	39.9	2.5	14.1
산업재	3.8	23.8	28.7	20.7	29.2	34.9	19.5	29.9
소재	5.2	22.3	12.4	7.4	6.4	10.5	62.6	19.0
커뮤니케이	4.4	9.3	4.8	2.8	7.3	8.3	13.4	71.4
유틸리티	2.4	(3.7)	(22.6)	(4.5)	4.7	7.0	46.6	-
에너지	(3.5)	4.4	9.3	3.7	2.0	6.9	249.0	35.5
필수소비재	3.4	3.5	3.8	3.5	4.2	4.8	15.3	17.0
건강관리	1.5	2.1	2.0	2.4	2.6	3.9	48.8	28.3

자료: FnGuide, 신한투자증권  
주: NAVER 2021년 일회성 이익 효과 제거

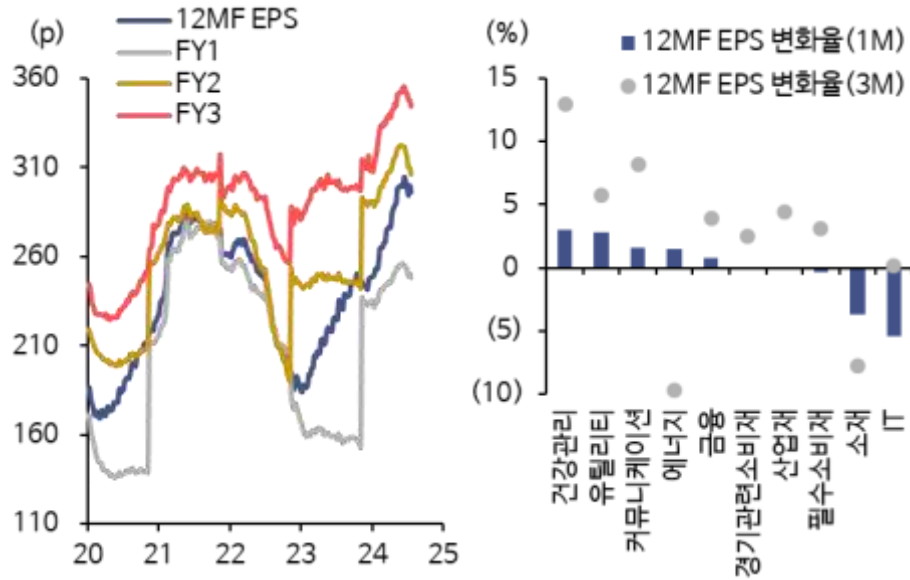
# 2025년 KOSPI 투자전략



## 이익 추정치 하향 조정 중, 미국 IT와 상관관계 고려 시 순환적 성격 가능성

- 2024년 및 2025년 EPS 추정치 동시에 하향 조정 중. EPS 하향은 주로 IT 및 2차전지 중심 소재에서 발생  
: 그러나 2차전지는 이익 하향 조정 속도 둔화되며 바닥 형성 기대 키우는 상황. 반도체 중심 IT 주로 이익 하향 조정 중
- 특징적인 부분은 S&P500 반도체 및 장비 EPS와 괴리 발생 중이라는 점. 2016년 클라우드 사이클 이후 미국 반도체와 한국 간 EPS 상관관계 강화. 변동성 자체는 한국 컷으나 방향성 대체로 유사. 미국 IT 이익에 문제 없다면 한국 반도체 EPS 순환적 하락일 가능성  
: 메모리, 비메모리 관점에서 한국과 미국 반도체 다르나 업황의 방향성 자체는 다르지 않을 것이라는 점에서 뒷받침

KOSPI 12MF EPS 추이 및 섹터별 변화율



자료: LSEG, FnGuide, 신한투자증권

S&P500, KOSPI 반도체 및 장비 12MF EPS



자료: LSEG, FnGuide, 신한투자증권

# 2025년 KOSPI 투자전략



## 반도체 산업 자체적 문제 요소는 뚜렷하지 않다

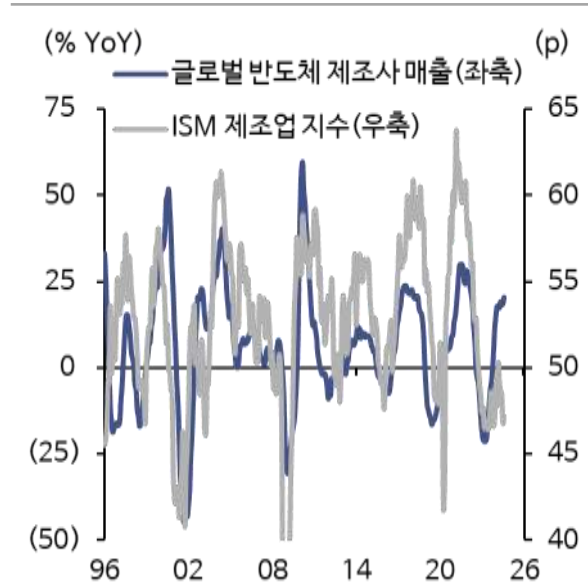
- 반도체 재고순환지표 관점에서는 급격한 후퇴 피하고 있는 상황. 반도체 생산 증가율 고점에서 내려오면서 재고 확대 회피 중 : 반도체 실적에서 Q 후퇴할 수 있지만 P에서 본격적으로 문제시되는 상황 아닐 것으로 판단
- 글로벌 반도체 제조사 매출에 영향 주는 제조업 경기는 미국 대선 이후 불확실성 해소에 따른 반등 시 급격한 감소 피할 가능성
- 반도체 기업 매출은 Capex 증가율보다 대금 자체로부터 영향. 미국 빅테크 Capex 문제 보고되지 않았고 세계 반도체 매출 전망도 유지

반도체 재고순환과 생산



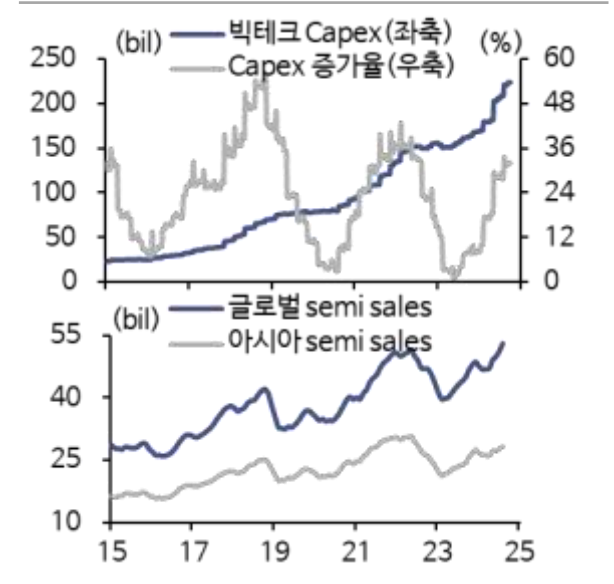
자료: LSEG, 신한투자증권

제조업과 매출



자료: LSEG, 신한투자증권

빅테크 Capex와 반도체 매출



자료: LSEG, 신한투자증권

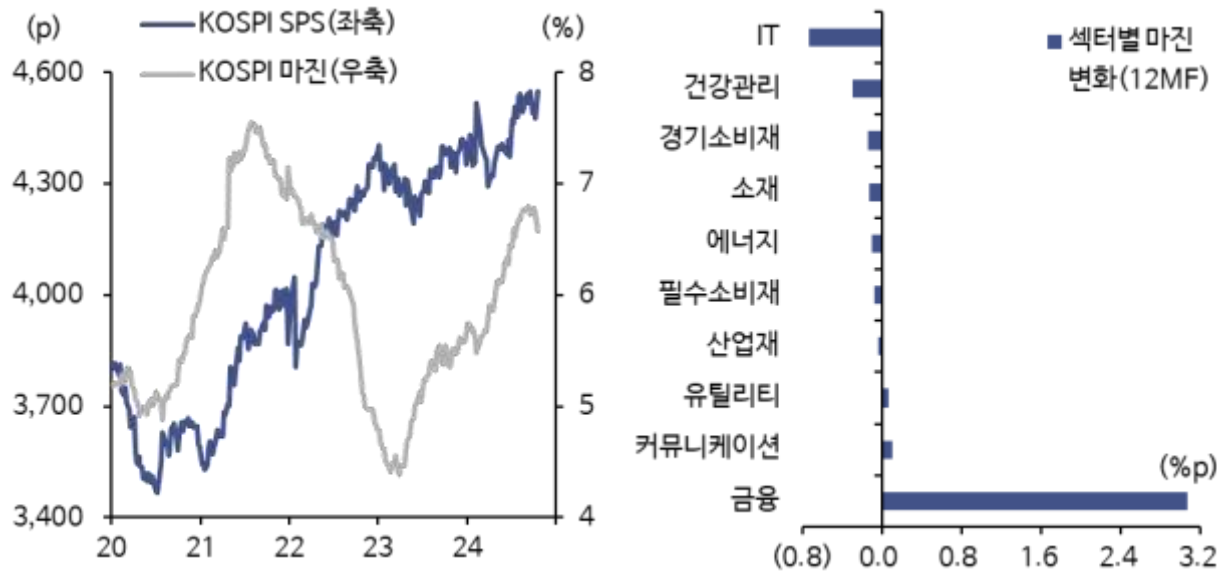
# 2025년 KOSPI 투자전략



## 반도체 이익 전망 하향은 중국 초과공급 우려 전부 반영 중인 상황으로 해석

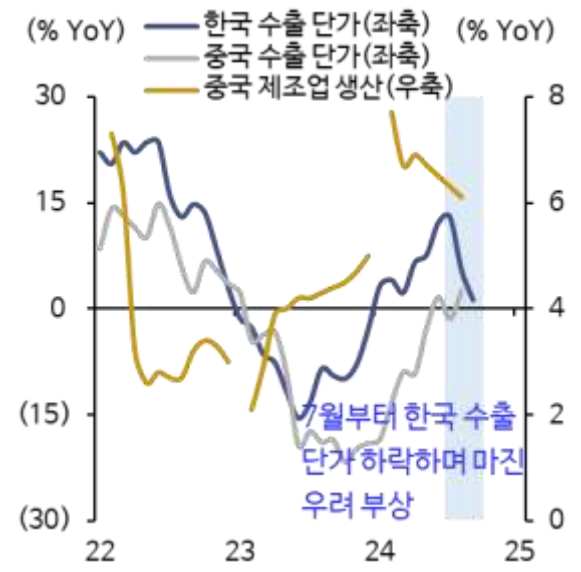
- KOSPI SPS(주당매출액)과 마진으로 이익 전망 분해해보면 매출 자체보다 마진 우려감 부상한 상황으로 해석 : 실적 하향 조정은 매출(수출 또는 거시적 경기)보다 마진(경쟁력, 경쟁 구도 등)에 집중
- 섹터별로 KOSPI 마진 하향 주도는 역시 IT, 헬스케어, 경기소비재, 소재, 에너지 등 수출주 일색. 반면 금융 등 내수주 마진 전망 강화
- 중국 저가 수출 문제 작용하는 것으로 추정. 2024년 중국의 저가 수출 전략은 7월부터 한국 수출 단가 하락에 일부 영향 :과거 Proxy로서 한국 주식시장이 현재는 중국 수출 전략 변화에 따라 가장 큰 피해를 보고 있는 것으로 해석

### 한국 기업 추정치 하향은 매출보다 마진 관련 문제



자료: FnGuide, 신한투자증권

### 중국 과잉생산 우려와 한국 수출 단가



자료: FnGuide, 신한투자증권



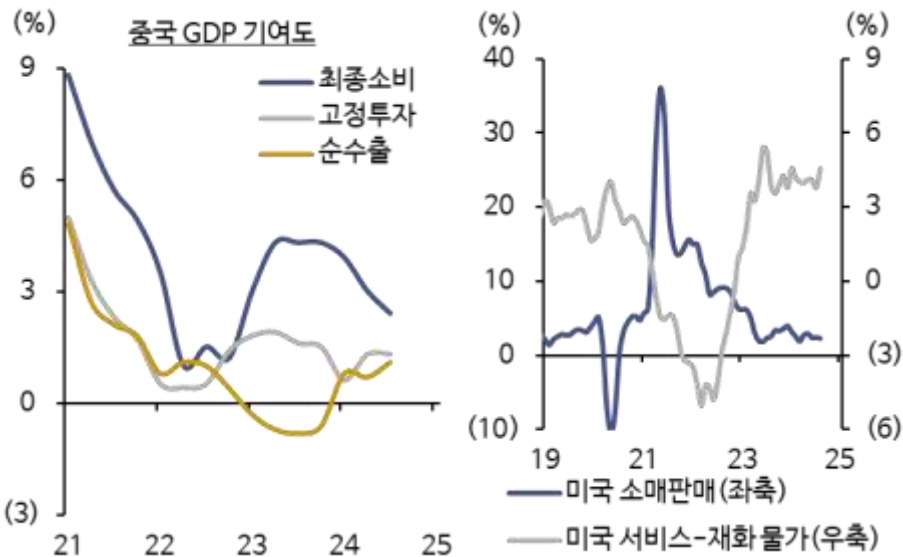
# 2025년 KOSPI 투자전략



## 2025년 KOSPI 이익, 중국 경상수지 정책 변화와 글로벌 서비스 물가 하락 여부에 영향

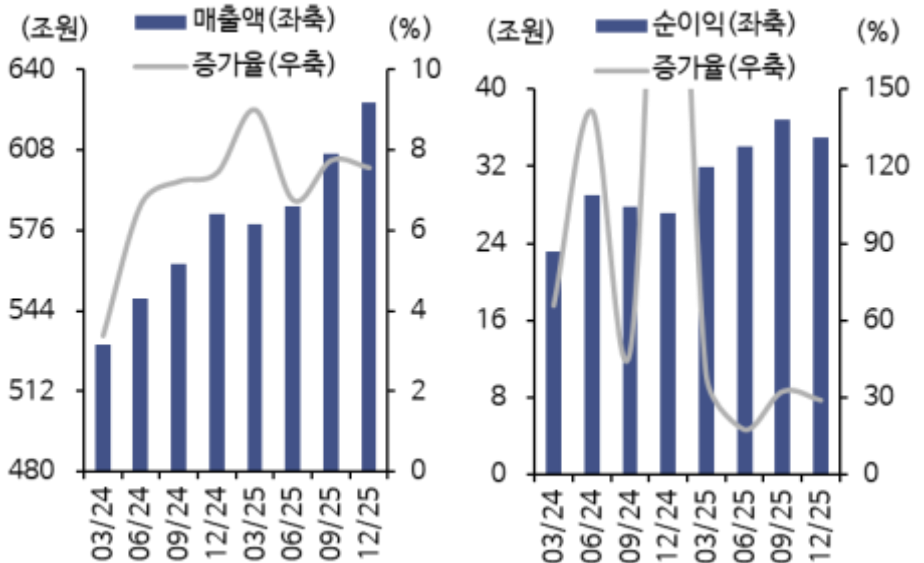
- 한국 주식시장은 중국 경기 부양책 실시에 따라 4Q 외국인 자금 이탈 겪었으나 중장기 방향성 측면에서 우호적 재료로 인식 필요 : 중국 저가 수출 정책 폐기 시 한국 제조업 마진 문제 추가로 심화하지 않을 가능성. 재정정책에 따른 소비 부양 여부 중요
- 재화 소비 회복세 더디게 만들었던 서비스 인플레이션 하락 여부도 한국 수출과 기업이익에 동시 영향. 기존 2025년 이익 컨센서스는 매출(Q) 성장에도 불구하고 마진(P) 우려 제기되며 3Q25 이익 정점 도달 예상 → 해당 전망 변화 여부 지수 방향성 결정 : 현재로서는 마진 의구심 존재하지만 악재 과도하게 반영한 국면. 중국 정책 변화 여부에 주목하며 이익 추정치 하향세 종료 기대 가능

### 중국 정책, 서비스 물가 안정화 여부 기업이익에 직접적으로 영향



자료: LSEG, 신한투자증권

### 2024~25년 분기별 KOSPI 이익 추정치 컨센서스



자료: FnGuide, 신한투자증권

# 2025년 KOSPI 투자전략



## 2025년 KOSPI 밴드 2,600~3,100p. 이익 추정치 하향 예상해 낮은 KOSPI PER로 선반영

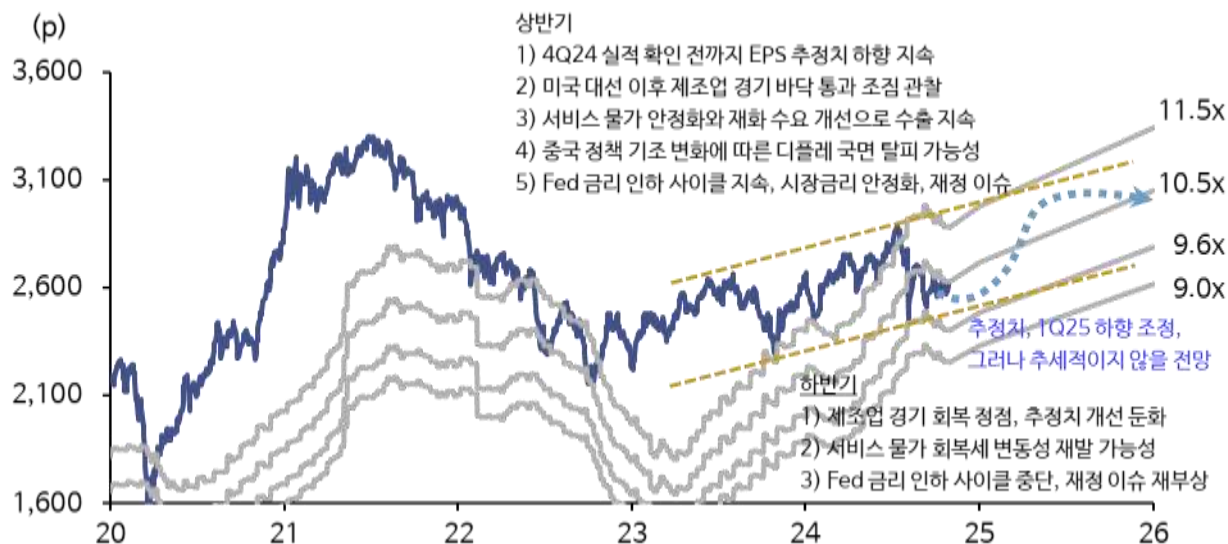
- 2025년 당사 한국 수출 전망 고려 시 (7,090억달러, +4% YoY) KOSPI 12MF EPS 평균 270p. 변동 범위는 240~290p 추정 : 현재 낮아져 있는 KOSPI PER은 내재적 문제 발생 원인보다 추정치 하락 선반영한 결과로 해석
- KOSPI 12MT BPS 2025년 연초 및 연말 각각 2,880p, 3,000p로 전망. 이익 추정치 하향 국면에서 장부가 회귀에 시차 소요
- KOSPI 12MF EPS 10% 하락 가능성 반영해 PER 9.0~11.5배 등락 고려. 2025년 KOSPI 밴드 2,600~3,100p로 전망

KOSPI 밸류에이션 테이블: 2,600~3,100p

			EPS (p)		
			비관 (20%)	중립 (70%)	낙관 (10%)
			240	270	290
PER (x)	비관 (10%)	9.0	2,160	2,430	2,610
	현재 (40%)	9.6	2,280	2,565	2,755
	중립 (40%)	10.5	2,520	2,835	3,045
	낙관 (10%)	11.5	2,760	3,105	3,335

자료: LSEG, 신한투자증권

KOSPI 12MF PER: 주식시장은 추정치 하향 가능성 반영한 지수 레벨 형성



자료: LSEG, 신한투자증권

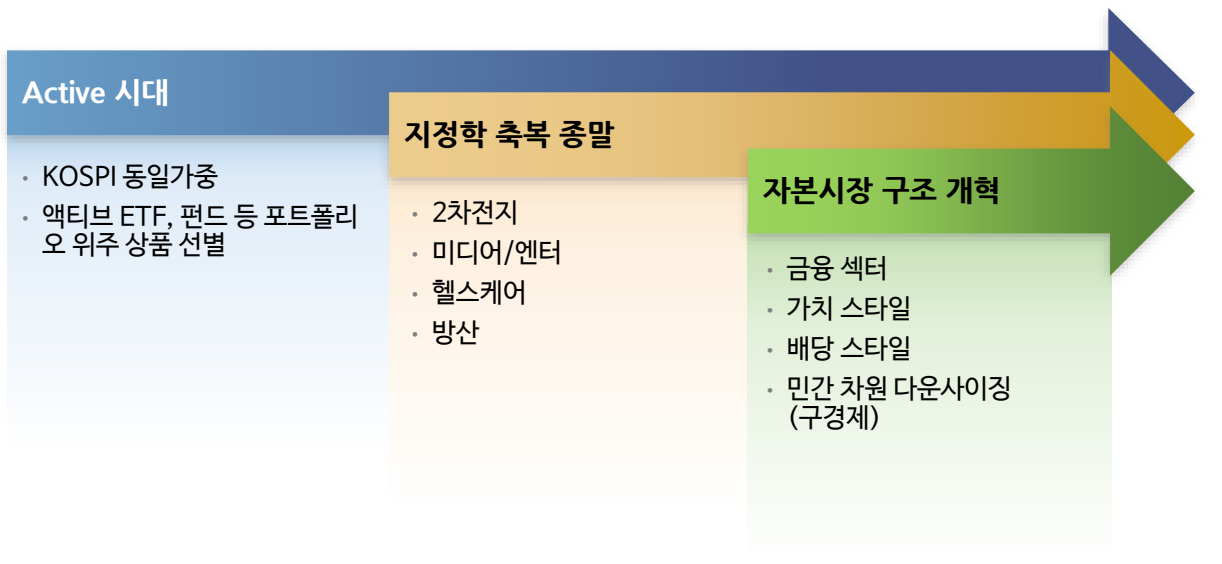
# KOSPI 섹터/스타일 전략



## 2025년 KOSPI 투자전략 유니버스

- 2025년 주요 변수는 1) Active 시대 도래, 2) 지정학 축복 종말, 3) 자본시장 구조 개혁 프로그램 등
- KOSPI로 한국 주식시장 성과 판단 시 과소평가 우려 있는 만큼 모든 주식 소유하기보다 포트폴리오 관점에서 접근
- KOSPI 동일가중 지수 전략 및 액티브 ETF, 펀드 통한 종목 선별 우위. 중국과 경쟁 제한적인 2차전지, 미디어, 헬스케어, 방산 선호
- 자본시장 구조개혁 프로그램은 2024년 높은 수익률에도 불구하고 지속적으로 알파 창출할 수 있다고 판단  
: 가치 및 배당 스타일 강세 및 민간 차원 다운사이징 발생하는 구경제 기업 탄생 여부에 주목

### 2025년 KOSPI 투자전략 유니버스



자료: 신한투자증권

### KOSPI200 시총가중 vs. 동일가중



자료: FnGuide, 신한투자증권

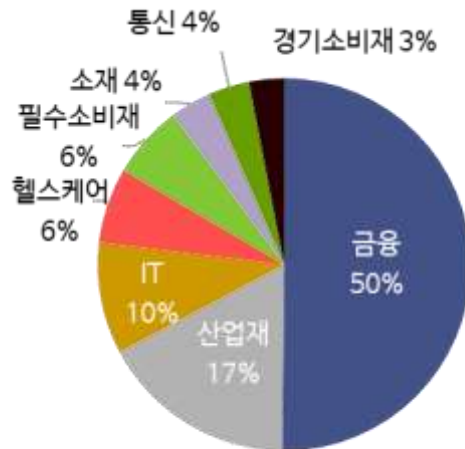
# KOSPI 섹터/스타일 전략



## 2024년 한국 주식시장 스타일 주도했던 모멘텀과 배당, 기존 전략 지속

- 2024년 모멘텀 및 배당 스타일 수익률 상위권 포진. 모멘텀 대비 퀄리티 및 벤치마크 수익률 밴드 하단으로 하락 중
  - 올해 스타일 관점에서 시장 주도했던 모멘텀은 금융, 산업재, IT, 헬스케어 등으로 구성
  - 모멘텀 상대수익률 부담 존재하나 밸류업 프로그램과 연동된 금융 섹터 우위 전략 2025년에도 지속 전망
  - 성장과 가치 간 전통적 이분법 스타일 접근은 2024년 중립적 위치 회귀

모멘텀 스타일 상대수익률, 모멘텀 팩터 구성 업종



자료: DataGuide, 신한투자증권

KOSPI 성장주 Vs. 가치주



자료: FnGuide, 신한투자증권

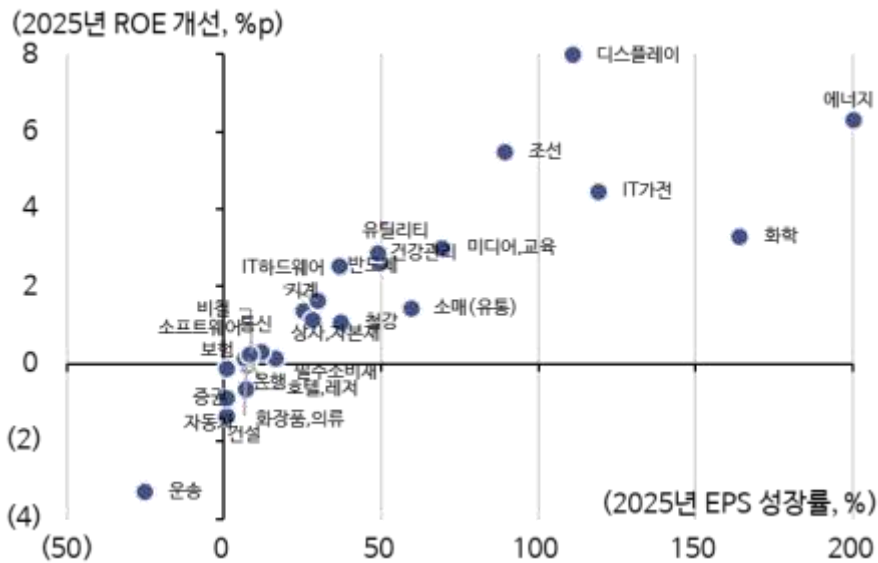
# KOSPI 섹터/스타일 전략



## 주요 수출주 이익 전망 궤적은 업종 내에서도 차별화. 2차전지, 내수주 이익 증가율 회복

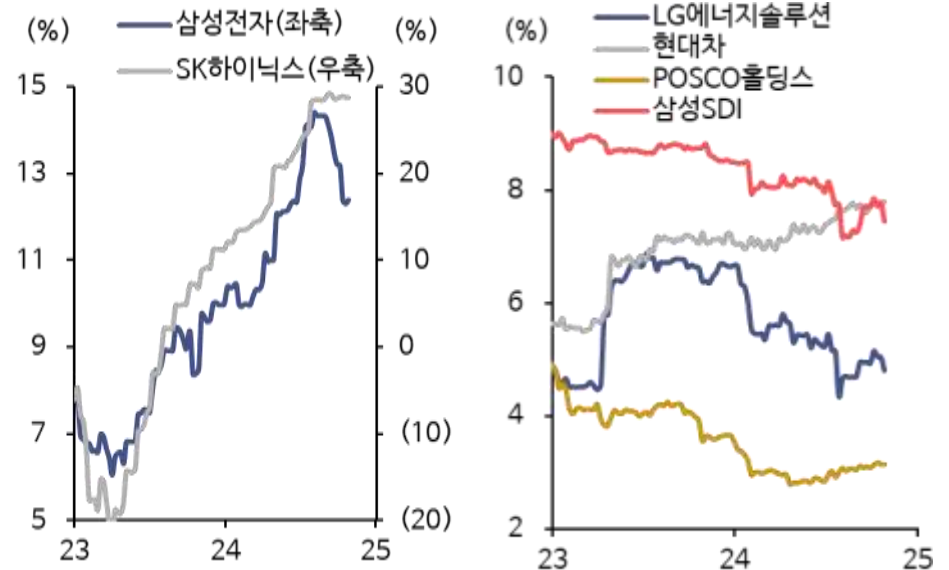
- 2025년 EPS 성장률 상위는 2차전지, 조선, 디스플레이로 주로 구성. 미디어 및 내수주 턴어라운드 가능성도 컨센서스 반영
- 반도체는 종목별로 엇갈리는 상황. SK하이닉스 HBM(고대역메모리) 매출 비중 확대에 고마진 유지, 반면 삼성전자 전망치 하향 : 삼성전자는 중국 통상 정책 변화 여부에 주목 필요. SK하이닉스는 2025년 AI 모멘텀 지속에 따라 고마진 전망 지속 가능성
- 완성차와 2차전지도 엇갈리는 상황. 현대차 마진 전망은 8%대에서 유지 중이나 LG에너지솔루션, 삼성SDI 등 배터리 제조사 이익 전망 여전히 하향 조정 중인 상황. 반면 POSCO홀딩스 등 밸류체인 내 중간재 이익 전망 바닥 통과 후 완만히 개선

### 2025년 EPS 성장률 및 ROE 개선 업종 산포도



자료: FnGuide, 신한투자증권

### 주요 수출주 순이익률(마진) 추이



자료: FnGuide, 신한투자증권



## 내수주 상대 수익률 회복 기대

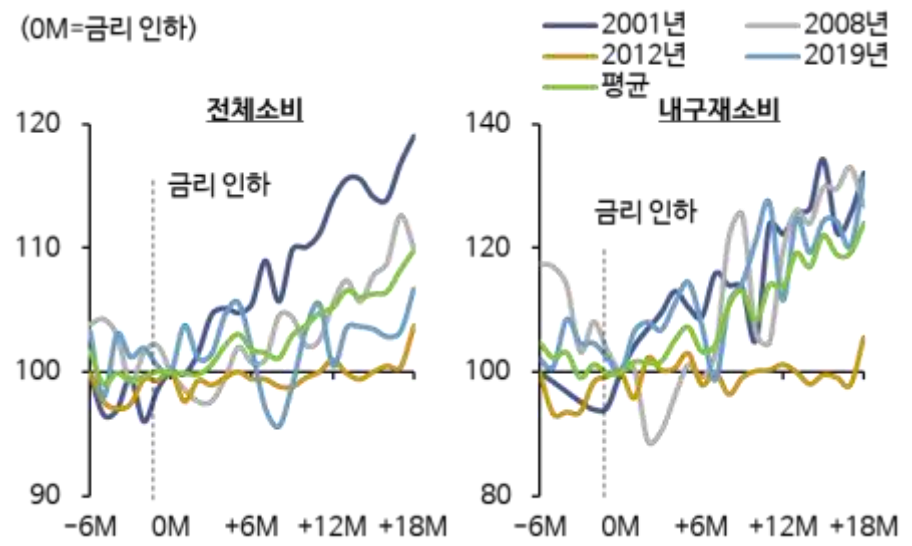
- 국내 소비 회복 지연 원인은 1) 인플레이션 2) 시장금리 상승에 따른 가계 이자 부담 3) 금리 영향에 내구재 소비 둔화 4) 실질 임금 감소 : 네 가지 지연 원인은 점차 약화하는 중. 한국 소비자물가 3% 이하로 하락했고 시장금리도 레벨 다운. 대기업 중심 소득 증가도 기대
- 한국은행 기준금리 인하와 시차 두고 전체 및 내구재 도/소매판매 회복 기대. 내구재 소비 18개월간 평균 20% 회복 패턴
- 주가 측면에서 내수주는 수출 증가율 종속 변수. 4분기 수출 증가율 기저효과 약화에 따라 둔화된다는 점 고려 시 내수주 회복 기대 : 내구소비재, 미디어, 유통, 음식료, 생활용품, 제약, 통신 등

### 한국 소비 데이터 및 가격 부채, 대출금리 추이



자료: LSEG, 신한투자증권

### 한국 금리 인하기 전후 전체 및 내구재 도/소매판매 추이



자료: LSEG, 신한투자증권



## V. 포트폴리오 아이디어

다기망양(多岐亡羊), 반도체의 빈 자리



# 메가트렌드 속 순환매 나타날 2025



## 관건은 반도체 의구심 해소 여부와 대안 주도주의 포착

- 올 하반기 시장 환경은 녹록치 않았음. 글로벌 AI 수익성에 대한 의구심과 함께 국내에서는 '반도체 겨울론'이 확산. 여기에 더해 美 대선, 중동 지정학적 리스크, 금투세 등 대내외 불확실성에 어느 투자 주체도 적극적인 매수세를 보이지 못하면서 지지부진한 흐름 연출
- 내년은 美 대선 불확실성 해소에 더해 금리 인하의 영향이 본격화. 유동성 환경 개선 가운데 G2 경기 개선 기대는 국내 수출 우호 요인. 다만 HBM 수급이나 범용제품을 둘러싼 우려 등 반도체 업황 의구심 지속. 반도체가 쉬어갈 때의 대안 주도주의 포착이 중요할 이유
- 주도력 이어갈 헬스케어, 내년 턴어라운드 기대되는 배터리, 구조적 성장주로 방산·미디어엔터·금융(은행<비은행, 보험<증권) 선호

### 2025년 KOSPI를 둘러싼 환경과 주도력 획득을 위한 요인들



자료: 신한투자증권

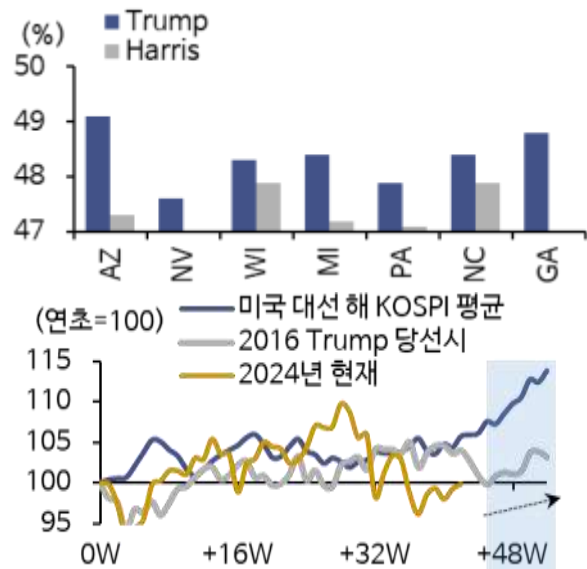
# Post 미국 대선과 유동성 환경



## 내년 Risk-On 심리에 영향을 미칠 매크로 이슈들

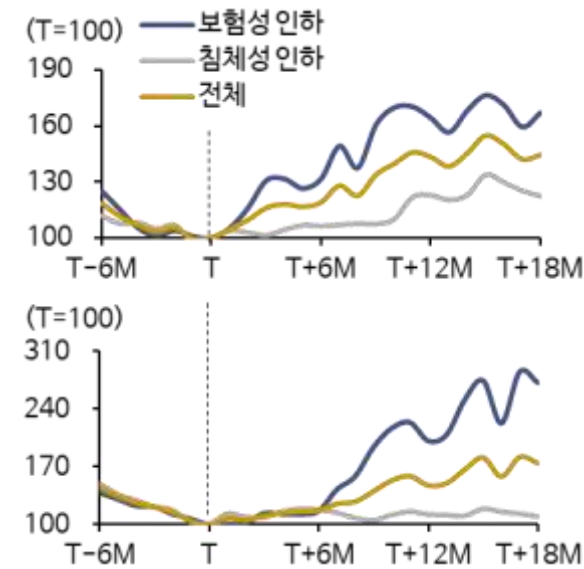
- 11월 초 미국 대선은 종료 그 자체가 불확실성 해소라는 호재로 작용. S&P500은 다음해 5월까지 강한 방향성을 보이고 KOSPI도 상승 패턴을 연출. 최근 경합주에서 Trump 우위 나타나며 시장 하방 충격 있었지만 2016년 Trump 당선 후에도 KOSPI 상승 경험
- 미국 금리 인하 사이클도 유동성 환경 개선으로 KOSPI에 우호적으로 작용. 미국을 중심으로 견조한 경기가 이어지는 만큼 이번 인하는 보험성 인하('95.'98.'19) 당시와 유사하게 증시에 상승 탄력으로 작용할 수 있을 전망. 다만 금리 인하의 폭이 제한적일 수 있다는 한계
- 중국 부양책 의구심은 잔존하나 중국 정부의 연속적인 정책 발표로 당국 의지는 확인. 시차 두고 투심·경기 개선시 민감주에 우호적 영향

### 대선 종료는 결과 무관하게 호재로 작용



자료: LSEG, Real Clear Politics, 신한투자증권

### 미국 보험성 금리 인하는 국내 증시 우호적



자료: FnGuide, 신한투자증권  
주: (위) 금리 인하 개시(T) 후 KOSPI 추이 (아래) KOSDAQ 추이

### 중국 유동성 공급도 내년 경기 기대 요인



자료: LSEG, 신한투자증권

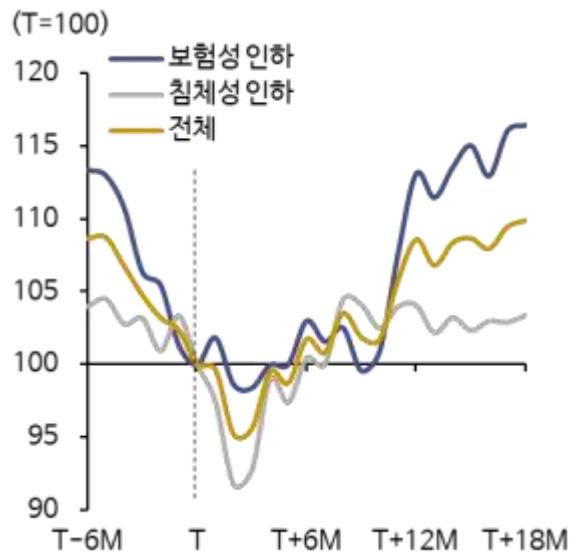
# 제조업, 설비투자 회복 기대감



## 미국 설비투자, 제조업 회복세는 한국 수출 모멘텀에 우호적

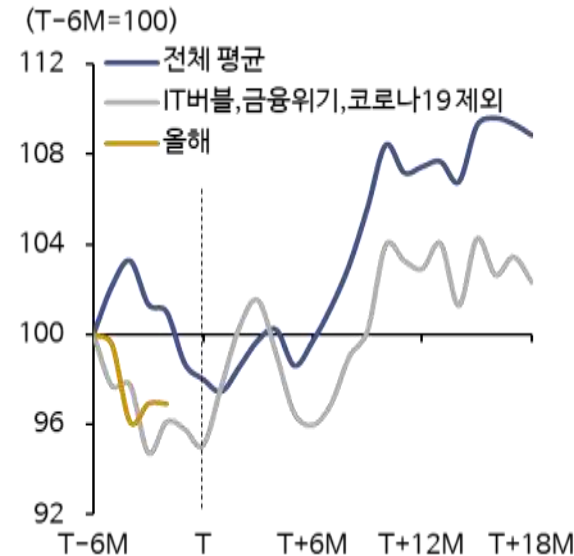
- 앞서 요인들은 미국 제조업과 설비투자 회복과도 밀접. 두 지표 모두 한국 수출과 높은 상관관계 보유('00년 이후 각각 0.6 내외)
- 과거 금리 인하기 미국 ISM 제조업지수는 첫 금리 인하에도 악화되는 흐름을 보이다 이내 반등. 보험성 인하시 개선 효과 강한 모습. 한편 미국 대선 사이클과도 밀접. 대선 이전 불확실성으로 인한 기업들의 관망세에 부진한 제조업지수는 대선 이후 반등하는 패턴
- 미국 제조업지수 회복이 기대된다고 하면 채권보다 주식, S&P500보다 KOSPI, 방어주보다 민감주가 유리. 경기 베타적 성격을 띠는 KOSPI에 외국인 매수세 확대 기대. 연말 금투세 관련 불확실성 해소도 개인 증시 유입으로 수급 채울 수 있는 요인

### 금리 인하 후 시차 두고 제조업지수 회복



자료: FnGuide, 신한투자증권

### 부진한 제조업지수는 대선을 기점으로 반등



자료: LSEG, 신한투자증권

### 미국 제조업지수 회복 국내 민감주에 우호



자료: LSEG, FnGuide, 신한투자증권

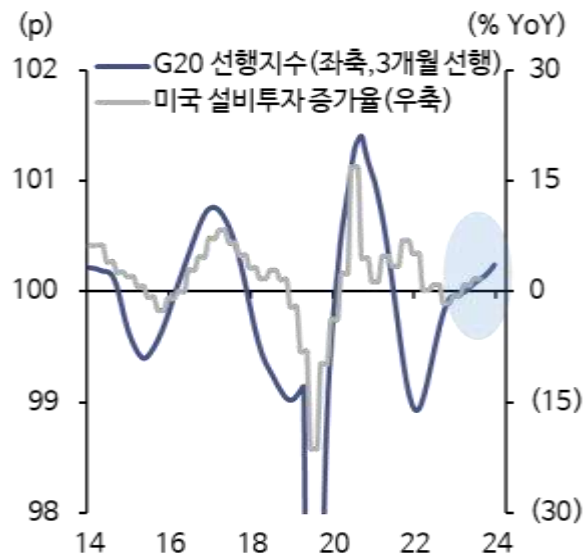
# 제조업, 설비투자 회복 기대감



## 내년 주도주도 수출 주력 업종 가운데 모색

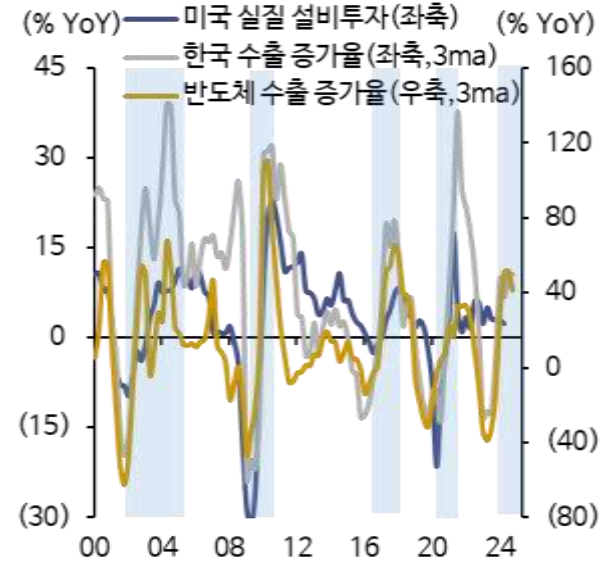
- G20 경기 선행지수 회복은 그간 서비스에 머물러 있던 소비가 재화로 확산되며 제조업·설비투자 회복 기대하게 하는 요소. 미국 설비투자 회복기에 한국도 수출 증가 추세 보이는 만큼 내년에도 수출 주력 업종 가운데서 주도주 찾을 필요
- 미국 설비투자·제조업지수와 상관관계 높은 업종은 반도체·자동차·에너지·화학·비철 등. 다만 자동차·에너지·화학 같은 舊경제는 중국의 저가 수출 공세에 취약. 반도체(HBM·DDR5·eSSD)·조선(VLCC·친환경 LNG운반선) 등 고부가 제품은 밀어내기 수출에 면역 보유
- 한편 EU·신흥국 등의 對중국 무역장벽은 2차전지 등 턴어라운드 업종에 우호적이고, 헬스케어도 CDMO, L/O 중심 모멘텀 회복 기대

### G20 선행지수 회복 → 미국 설비투자 증가



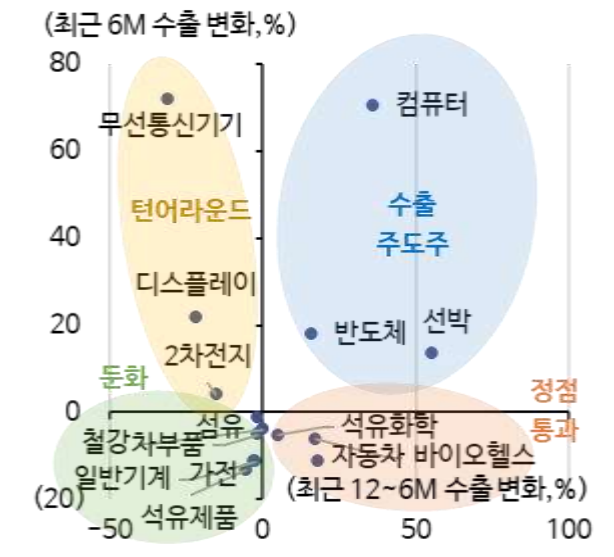
자료: FnGuide, 신한투자증권

### 미국 설비투자 회복기 한국 수출 증가 패턴



자료: LSEG, 신한투자증권  
주: 음영은 미국 실질 설비투자 회복기

### 반도체·선박 등 품질 차별화 통해 수출 주도



자료: FnGuide, 신한투자증권

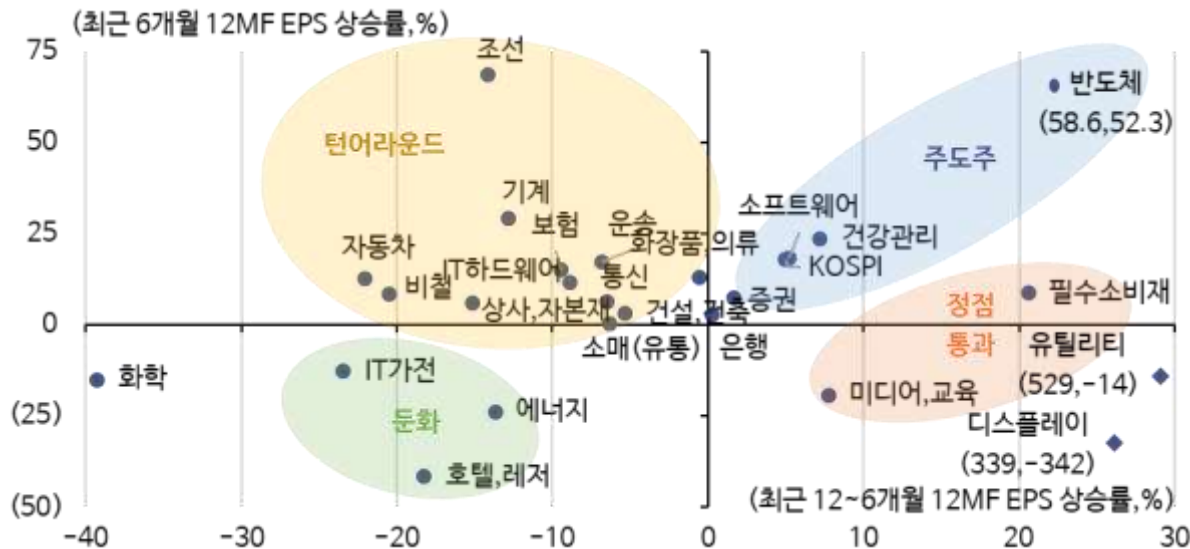
# 금리 인하와 견조한 이익 모멘텀 수혜



## 반도체가 쉬어갈 때 대안이 될 수 있을 헬스케어·배터리

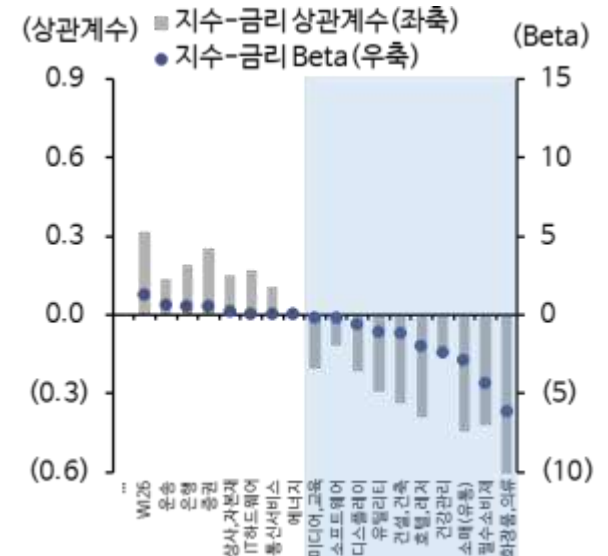
- 12MF EPS가 지속적으로 상향되고 있는 업종(반도체·헬스케어·SW·증권 등)은 상반기에도 이익 모멘텀 유효할 것으로 예상
- 또 한가지 살펴볼 측은 금리 인하와 관련된 수혜 업종. 최근 시장금리 재차 반등하기도 했지만 내년 경기 둔화와 함께 본격적인 금리 인하 사이클에 진입한 만큼 하향 안정 움직임은 이어질 것으로 예상. 헬스케어는 이익 모멘텀과 금리 인하 수혜를 동시에 받을 업종
- 현재는 주도주에 빗겨 있으나 금리 인하 수혜를 입으며 12MF EPS 회복 가능성 있는 업종으로 미디어·건설/건축 등 관심

### 이익 모멘텀 우수한 반도체·건강관리 주목. 주도주 전환 가능할 턴어라운드·정점 업종에도 관심



자료: FnGuide, 신한투자증권

### 금리 인하기 금리와 음(-)의 관계 업종 관심



자료: FnGuide, 신한투자증권  
주: 금리는 국고채 10년물 기준



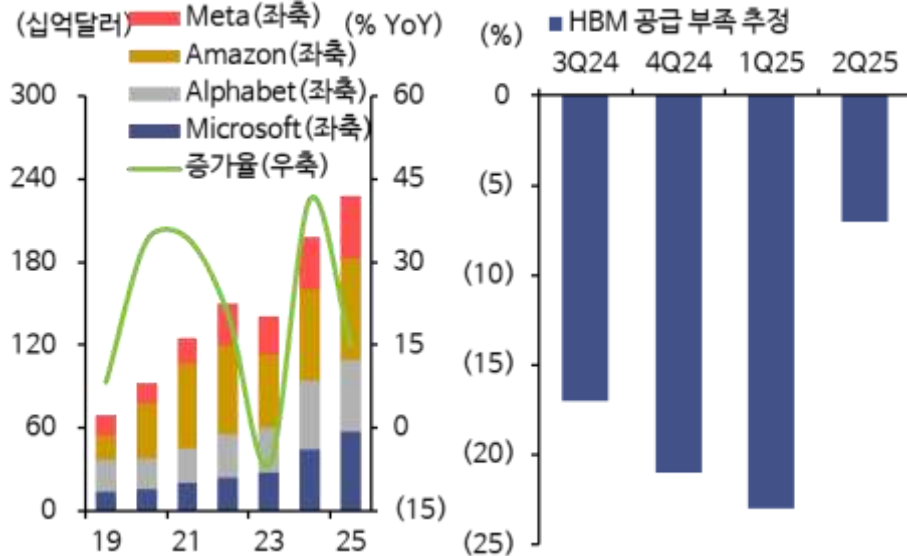
# 도전과 응전을 반복해 나갈 반도체



## HBM 수요 견조 예상하나 이익 추정치 하향 및 외국인 이탈은 과제

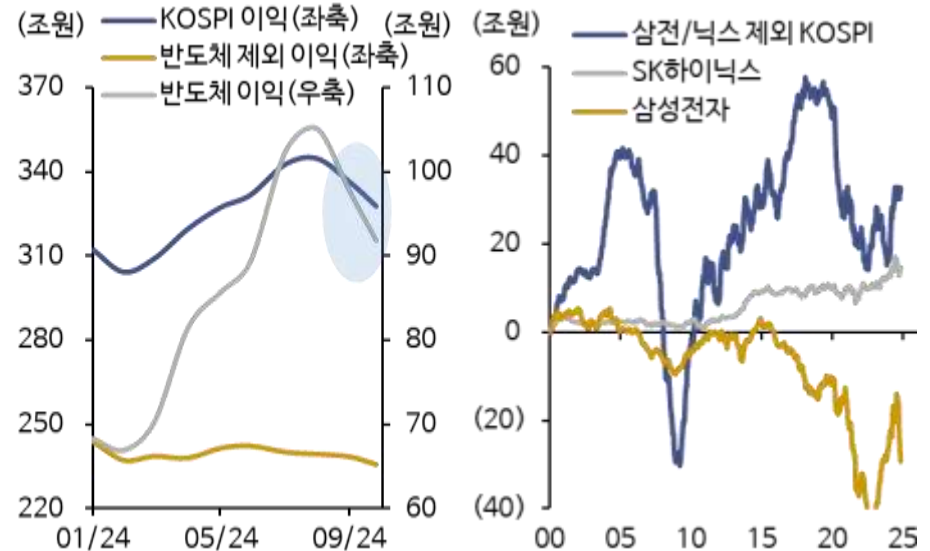
- 빅테크의 CapEx 투자 경쟁 내년에도 이어질 것으로 예상. SK하이닉스 등 HBM 관련주는 글로벌 AI 모멘텀과 주도력 이어갈 전망
- 다만, 우려 요인은 1) 가파른 반도체 이익 추정치 하향과 2) 삼성전자 외국인 수급 이탈. 8월 정점 이후 KOSPI 이익 하향의 80% 차지
- 관건은 삼성전자의 HBM 전략. 삼성전자의 HBM 노이즈 장기화가 예상되면서 HBM 쇼티지도 길어질 수 있지만 동시에 외국인 이탈도 지속 가능. 반면 노이즈 해소는 타이트한 HBM 수급 완화 요인이자 풍선효과 유발 가능하다는 점에서 파급력 예상하기 어려운 상황. 당장 연초부터 반도체 랠리가 나타나기보다 하향 어느 정도 마무리 된 후 ASP·범용제품 우려 등 진화하며 점치 반등 가능할 것으로 기대

### 내년에도 빅테크의 CapEx 경쟁과 HBM 쇼티지는 이어질 전망



자료: Bloomberg, TrendForce, 신한투자증권

### 이익 하향 조정과 외국인 삼성전자 매도세 진정은 반등의 필요조건



자료: FnGuide, 신한투자증권

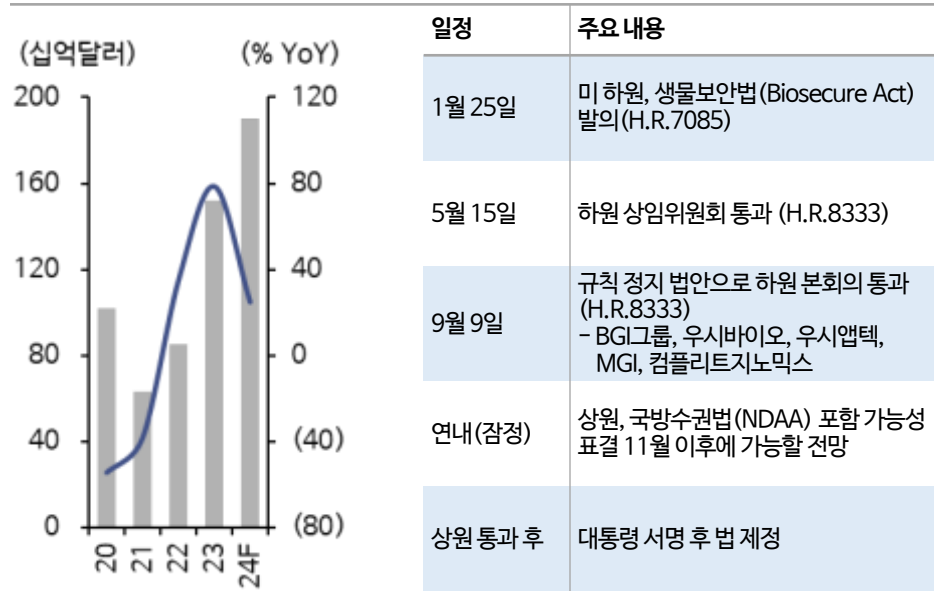
# 반도체 실 때 시장을 이끌 헬스케어&2차전지



## 단기 헬스케어, 장기 2차전지 부각 예상

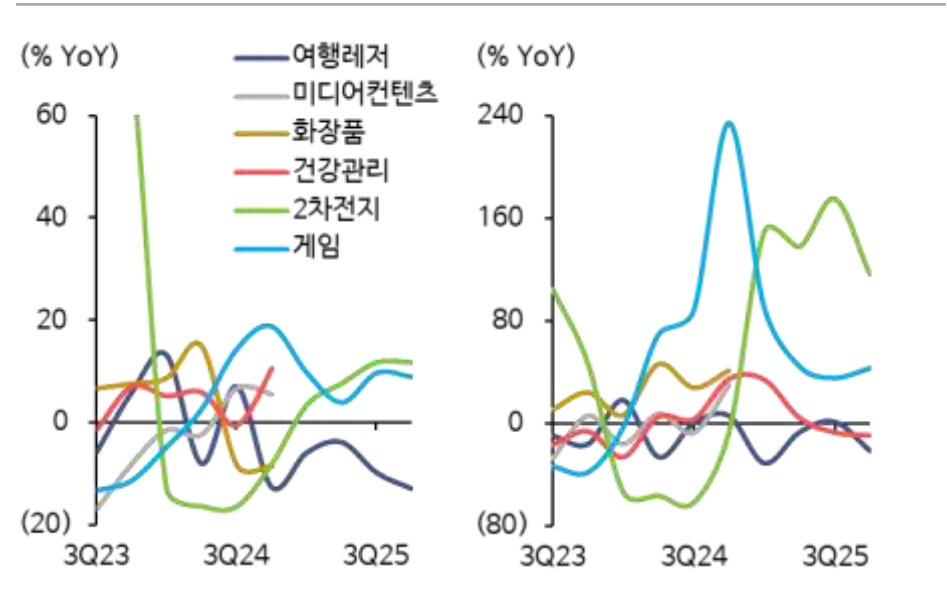
- 헬스케어는 1) 연말연초 '생물보안법' 통과 가능성이 있어 CDMO(삼성바이오로직스·에스티팜·바이넥스 등) 주목, 2) 계절적으로 3월 감사보고서 공시 앞둔 경계감 나타날 수 있으나 4월 이후 불확실성 해소나 AACR·ASCO 등 모멘텀 존재, 3) 플랫폼 바이오 기업 L/O 기대감, 4) 금리 인하 수혜, 5) 정책 모멘텀(11월 중 대통령 직속 국가바이오위원회 출범) 등에 상반기까지 강세 이어질 것으로 예상
- 2차전지는 1) 미중 갈등 과정에서 전략자산(반도체·배터리 헬스케어·희토류) 중요성 확대 2) EU·신흥국 등 對중국 관세 부과시 반사 수혜 3) Trump Trade 우려에도 실제 IRA 수혜는 공화당 우세 지역 다수 4) 금리 인하 수혜 5) 기저효과로 이익·수출 턴어라운드 현실화

### (헬스케어) 건강 관련 메가트렌드 수요와 생물보안법 반사 수혜 기대



자료: IQVIA, 언론 종합, 신한투자증권  
주: (좌측) 글로벌 M&A 추이와 증가율. M&A 시점에서 3상 이상 약물 비중 증가

### (2차전지) 부진한 펀더멘털 우려는 내년부터 일부 해소될 것으로 예상



자료: FnGuide, 신한투자증권  
주: (좌측) 주요 성장업종 매출액 성장률 (우측) 주요 성장업종 영업이익 성장률

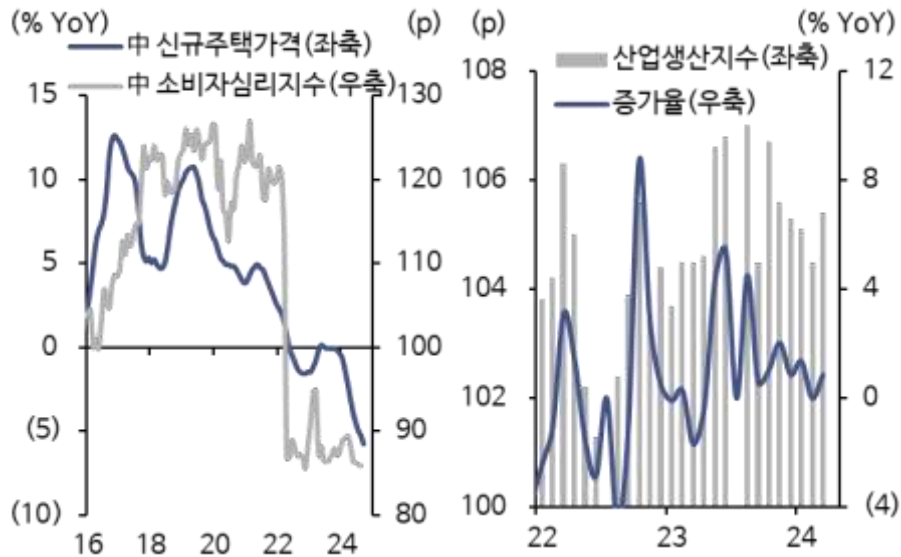
# 수출 활력 회복 위한 구조적 성장 업종 모색



## 중국 저가 밀어내기 위협에 대응하기 위한 타개책

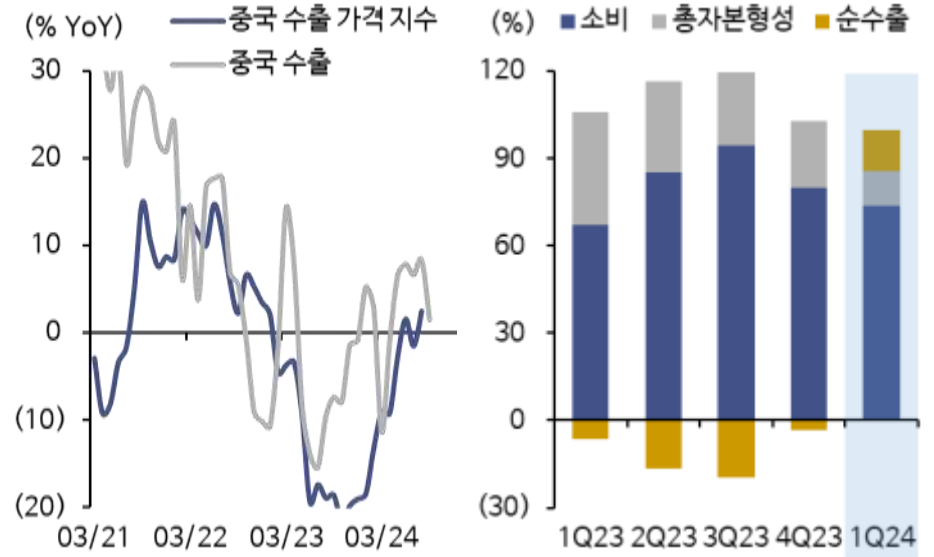
- 중국 부동산 부진에 따른 소비 위축과 완만한 생산 증가는 밀어내기 수출의 배경. 수출 가격 하락은 어느 정도 진정됐고, 1Q 순수출이 GDP 성장 기여 시작. 시진핑 주석이 직접 경제 부양 의지를 표명했고, 적극적인 재정·통화정책 추진 가운데 저가 수출도 이어질 전망
- 그 가운데서도 견조한 이익을 기대할 수 있는 한국의 차별화 수출 품목 존재. 1) 공급망 분절화 수혜. 대표적으로 방산(중동·유럽향 등), 배터리(EU·신흥국 관세 부과 따른 반사이익), 원전(전력 확보 경쟁) 2) 고부가 제품. 반도체(HBM·DDR5·eSSD)·조선(VLCC·친환경 LNG운반선), 3) 서비스. 지리적 제약 덜하면서 이질적 특성으로 차별화 가능. 미디어/엔터·게임·소프트웨어

### 수요 둔화+완만한 생산 증가로 누적된 재고는 밀어내기 수출의 배경



자료: LSEG, 신한투자증권

### 중국 수출단가 진정 추세이나 GDP 기여 본격화 측면에서 장기화 예상



자료: LSEG, 신한투자증권  
 주: (우축) 중국 GDP 성장률 요인별 기여율

# 수출 활력 회복 위한 구조적 성장 업종 모색



## 미디어/엔터 펀더멘털 턴어라운드 기대

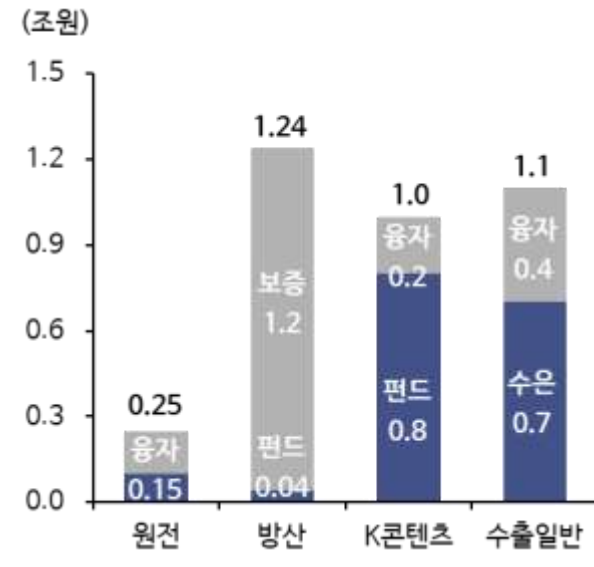
- 미디어/엔터는 1) 매크로 관점에서 금리 인하, 엔화 강세, 중국 경기 회복의 수혜를 동시에 받을 업종. 2) 영화·드라마 등 영상 콘텐츠, 음원 수출 등이 포함된 문화·여가는 유일하게 수출 특화이면서 비교우위인 업종. 금융 및 IT통신도 수출 특화이나 아직 비교열위 개선 중 3) 정책 모멘텀을 오는 정부 2025년 예산안에서 수출 모멘텀 확산을 위해 원전·방산·콘텐츠 등 수출금융 3.6조 지원
- 특히 이익 측면에서 구조적 턴어라운드 기대. 미디어는 지난 3년간 실적 악화 구조(P↓ Q↓ C↑)에서 개선 국면(해외 판권 리쿱비율 상승 P↑, 제작편수 확대 Q↑, 제작비 축소 C↓) 도래. 엔터는 내년 BTS·블랙핑크 완전체 컴백 + 앨범 부진 우려는 공연·굿즈로 팬덤 확대로 불식

### 부진한 서비스 속 문화·여가 등 경쟁력 보유

	무역특화지수 (TS)			대칭적 현시비교우위 (RSCA)		
	2013	2023	변화(Δ)	2013	2023	변화(Δ)
운송	0.11	(0.02)	(0.13)	0.31	0.19	(0.11)
여행	(0.20)	(0.29)	(0.09)	(0.28)	(0.22)	0.06
기타사업	(0.22)	(0.12)	0.10	(0.11)	0.05	0.16
가공	(0.49)	(0.55)	(0.06)	0.19	0.08	(0.11)
유지보수	(0.82)	(0.61)	0.21	(1.00)	(0.52)	0.48
건설	0.62	0.48	(0.14)	0.82	0.59	(0.23)
보험	(0.18)	(0.09)	0.08	(0.60)	(0.54)	0.06
금융	(0.23)	0.15	0.37	(0.76)	(0.27)	0.49
지적재산권	(0.39)	(0.15)	0.23	(0.19)	0.09	0.28
IT·통신	0.08	0.13	0.04	(0.61)	(0.10)	0.51
문화·여가	(0.05)	0.24	0.29	(0.32)	0.08	0.40

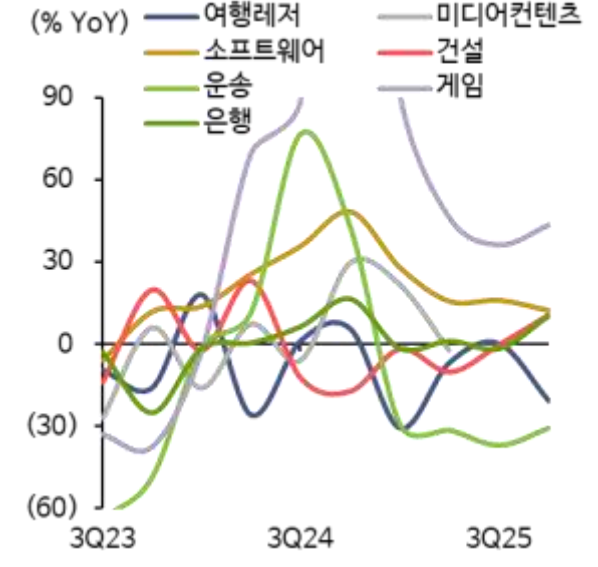
자료: 한국은행, 신한투자증권

### 내년 원전·방산·콘텐츠 등 수출금융 3.6조원



자료: 기획재정부, 신한투자증권

### 일부 서비스업 내년 이익 턴어라운드 기대



자료: FnGuide, 신한투자증권

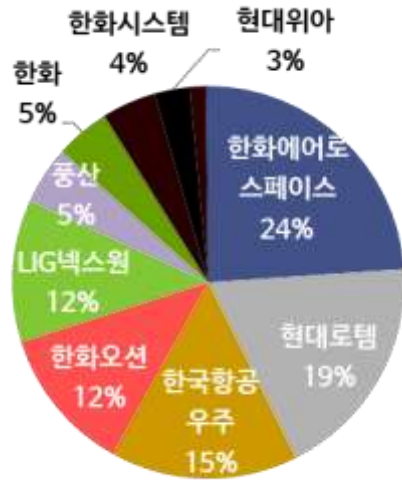
# 수출 활력 회복 위한 구조적 성장 업종 모색



## 방산·원전도 글로벌 메가 트렌드 가운데 장기 성장 기대

- 러-우크라 전쟁 및 중동 지정학적 리스크 장기화. 시장 피로도 누적에 시장 충격 완화에도 방산 펀더멘탈(천궁-2 등)+센티는 순항 중
- 'PLUS Korea Defense Industry Index ETF' 미국 상장 신청(한화, 10/9). 연초 상장 시 해외투자자 접근성 향상으로 긍정적 수급효과
- 원전은 AI 메가트렌드와 맞물려 활용도가 재차 증가. 탈원전을 주창했던 주요국도 원전 회귀 나타나고 있고 빅테크도 SMR 등 투자 확대
- 한국은 7월 체코 원전(두코바니 2기, 24조원 규모) 우선협상대상자 선정을 교두보로 체코 추가 2기(테믈린), 카자흐 등 모멘텀 연장

### 방위비 구조적 증가 가운데 국내 방산 ETF 美 시장으로 수급효과 기대



자료: SIPRI, 신한투자증권  
 주: (우축) PLUS K방산 ETF 구성

### 원전 회귀 또는 투자 확대 중인 주요국과 빅테크들

국가	내용
미국	· '원자력 프로젝트 관리 및 공급 워킹그룹' 신설(5/29일, 백악관 기후정책실·과학기술정책실·에너지부등 참여). 공사 지연, 비용 부족 등 애로 해소 목적 · 원자력·핵융합 등에 대한 투자도 IRA 세액공제 혜택 적용(재무부, 2025~)
일본	· '녹색전환 실현을 위한 기본방침' 내각회의 결정(2023.2월) 통한 원전 활용 계획
프랑스	· 탄소중립 달성 핵심으로 원자력 지목. 2050년까지 원전 최대 14기 건설
영국	· 차세대 SMR 도입, 원전 추가 건설 로드맵 발표(원전 용량 4배 확대 ~2025)
스웨덴	· 향후 20년간 원전 최소 10기 추가 건설
Microsoft	· Constellation Energy와 버지니아 데이터센터 전력 공급 계약 체결 · Constellation Energy와 Three mile 핵발전소 20년 전력 공급 계약(9/20)
Amazon	· 원자력 발전 데이터센터인 펜실베이니아주 Cumulus 인수 · SMR 관련 5억 달러 규모 3개 프로젝트 투자 발표(9월)
Alphabet	· SMR 스타트업 Kairos Power와 SMR 전력 구매 계약(9/14)
Terrapower	· Bill Gates 설립, SK 투자 원전 혁신기업. 美 첫 4세대 SMR 건설 착수(6/10일)

자료: 언론 종합, 신한투자증권



# 밸류업과 함께 주목 받을 배당 스타일



## 금리 인하와 정책 모멘텀에 배당 관심 구조적 증가 기대

- 연방기금 금리선물시장은 내년 미국 기준금리 3회 인하 예상. 시장금리의 가파른 하락은 기대하기 힘들으나 배당 매력은 점차 증가
- 밸류업 프로그램 추진도 배당에 대한 관심을 키우는 요인. 세법개정안에서 1) '주주환원 촉진세제(법인세 세액공제+배당소득 분리과세)' 신설, 2) ISA 세제지원 확대(납입·비과세 한도 확대) 포함. ISA 관련 여야 모두 긍정적인 만큼 통과 가능성은 낙관적인 상황
- 올해 주요 배당 지수 KOSPI 대비 10%p 이상 아웃퍼폼. 내년도 반도체 등 주도주 쉬어가는 구간에서 배당 스타일은 피난처로 부각 전망

### 국채 금리 하락으로 배당 매력 점차 증가중



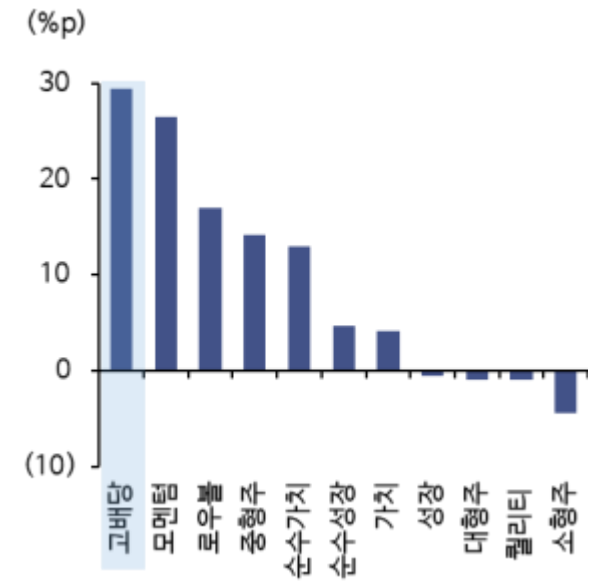
자료: LSEG, 신한투자증권

### 올해 세법개정안 통과시 ISA 혜택 확대

구분	현행	개편
납입 한도	연간 2천만원 총 1억원	연간 4천만원 총 2억원
비과세 한도	200만원 (서민형 400만원)	500만원 (서민형 1,000만원)
가입 대상	금융소득 종합과세자 가입 불가	국내주식 및 국내주식형 펀드에 투자하는 '국내투자형' 신설  금융소득종합과세자 가입 허용 (14% 분리과세)

자료: 금융위원회, 신한투자증권

### 올해 고배당 스타일 상대수익률 우수



자료: DataGuide, 신한투자증권  
주: MKF500 대비 상대수익률



# 밸류업과 함께 주목 받을 배당 스타일



## ISA(개인종합자산관리계좌) 혜택 확대로 개인 참여 증대

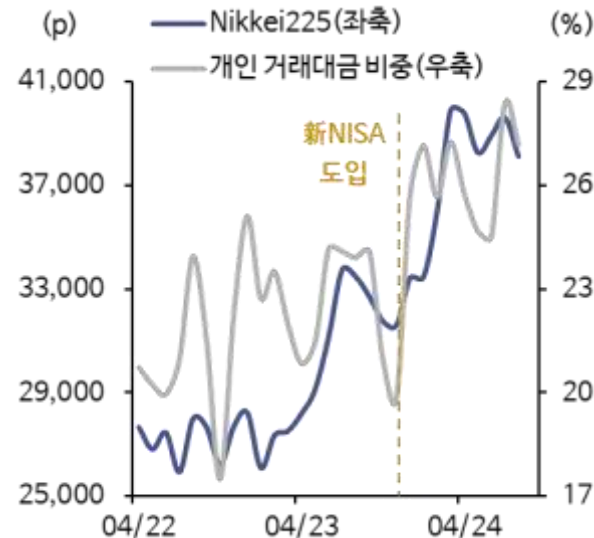
- 올해 개인을 비롯해 수급 환경이 악화된 상황. 개인은 삼성전자를 제외한 KOSPI 약 13.3조원 순매도했고, 외화증권 87.9억달러 순매수. 주요 수급 공백이 나타나면서 외국인의 매도세 하방 충격 확대(외국인 수급 1조원 유출입과 KOSPI 일일 변동성 추세 1.4% → 3.0%)
- 일본, 올 1월 투자한도·세제혜택 확대 담은 新NISA 시행. 개인 자금 시장 유입에 Nikkei225 잃어버린 30년 극복하고 신고가 랠리 진입
- 중개형 ISA 도입 후 은행 가입자수 감소한 반면 증권 가입자수 급증. 개인이 자산운용 측면에서 ISA를 위험자산 투자에 활용하고 있음을 확인. 세법개정안 통과로 국내투자형 ISA 신설시 그 취지에 따라 개인 자금 유입은 더욱 가속화할 것으로 예상

### 개인, KOSPI 이탈 & 해외 투자 유출 증가



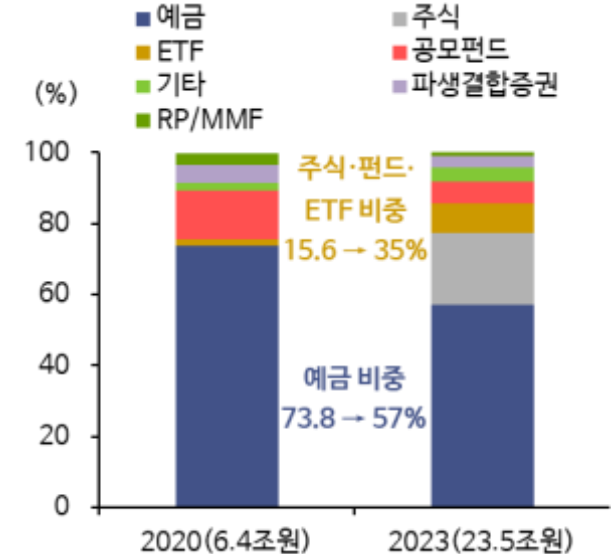
자료: FnGuide, 한국예탁결제원, 신한투자증권

### 日 新NISA 도입 후 잃어버린 30년 극복



자료: LSEG, JPX, 신한투자증권

### 개인 자산운용 측면에서 위험자산 비중 확대



자료: 금융투자협회, 신한투자증권

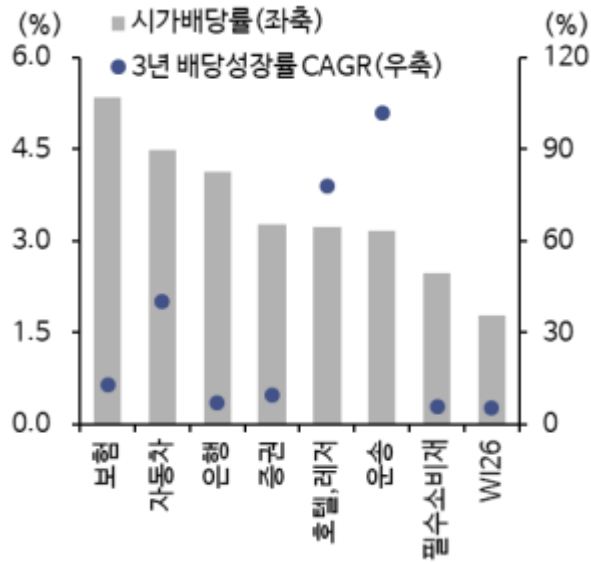
# 밸류업과 함께 주목 받을 배당 스타일



## 금융, 리츠 등 고배당 업종 주목

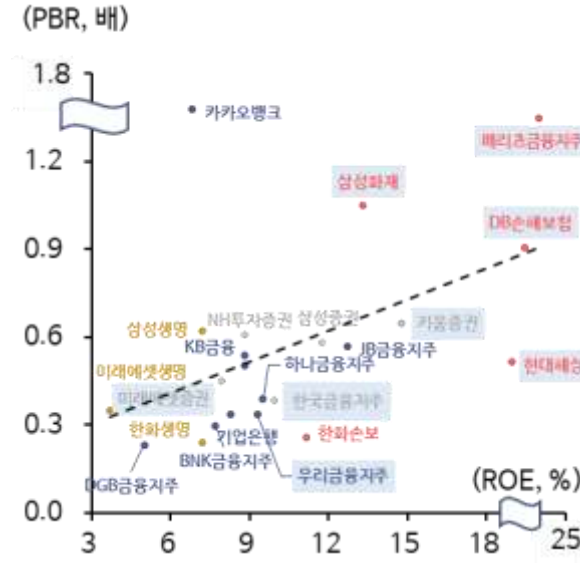
- 금융은 밸류업 프로그램의 대표적 수혜. 배당 및 자사주 매입·소각 등 적극적 주주환원을 통해 안정적으로 TSR 달성 기대
- 반도체 등 주도주 쉬어갈 때 밸류업과 함께 금융주 재차 부각 가능. 금리 인하기 은행<비은행. 보험<증권 선호
- 고배당 관련 리츠도 관심. 1) 리츠는 부채 통해 부동산에 투자하는 구조인 만큼 금리 인하 수혜 2) '리츠 배당 확대법(부동산투자회사법 개정안)' 통과(2월)로 배당 여력 훼손 방지 3) 리츠 투자 대상 확대(데이터센터 등 구조물) 및 월배당 허용 추진 등 정책 모멘텀 보유

### 배당률 및 배당성장률 양호 업종들



자료: FnGuide, 신한투자증권  
 주: 표시 업종은 W126 대비 시가배당률 및 성장률 모두 높은 업종

### 금리 인하기 은행<비은행(보험<증권) 선호



자료: 신한투자증권  
 주: 하늘색 음영은 밸류업 지수 편입 종목

### 리츠 활성화 위해 다양한 인센티브 제공 중

	부동산 직접 투자	REITs 투자
<b>수익</b>	· 오피스 투자수익률 1.02% (2022년 4분기 전국 기준)	· 평균 약 9% 배당수익률 제공 (2022년 전체 리츠 배당수익률)
<b>비용</b>	· 취득세, 재산세 등 발생	· 거래수수료 외 세금 X · ISA, IRP 사용 시 절세 효과 · 배당소득 분리과세 혜택 (3년 이상 보유시 15.4 → 9.9%)
<b>자본</b>	· 레버리지 활용 필요	· 소액 투자 가능

자료: 국토교통부, 언론 종합, 신한투자증권

# 2025년 KOSPI 업종 투자전략



## 신한투자증권 KOSPI 업종 투자전략

업종	2024년 4분기	2025년 상반기	2025년 하반기	업종 대표주
에너지				S-Oil
화학				효성티앤씨, 금호석유, LG화학
비철				풍산
철강				POSCO홀딩스
건설				현대건설, GS건설
기계				HD현대건설기계, 인프라코어, 일렉트릭, LS
조선				HD현대중공업
상사, 자본재				현대로템, 삼성물산
운송				대한항공
자동차				현대차
화장품, 의류				한국콜마, 코스맥스, F&F
호텔, 레저				
미디어				스튜디오드래곤, 하이브
소매				GS리테일, 코웨이
필수소비재				삼양식품
건강관리				알테오젠, 펩트론, 삼성바이오로직스
은행				KB금융, 하나금융지주
증권				한국금융지주, 삼성증권, NH투자증권
보험				메리츠금융지주
소프트웨어				넷마블, SOOP
IT하드웨어				삼성전기, 파크시스템스
반도체				SK하이닉스
IT가전				LG에너지솔루션, LG전자
디스플레이				LG디스플레이
통신				KT
유틸리티				한국가스공사

자료: 신한투자증권

# 2025년 투자 아이디어 관련주



## 2025년 투자 아이디어 관련주 성과 및 Valuation

업종	코드	종목명	시가총액 (십억원)	추가상승률(%)			PER(배)		PBR(배)		ROE(%)		EPS성장률(%)	
				1M	3M	1Y	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F
헬스케어	A207940	삼성바이오로직스	74,519.2	6.2	11.4	37.8	74.2	61.3	6.9	6.2	9.8	10.6	22.6	19.7
	A196170	알테오젠	20,581.1	16.3	29.3	291.9	(14,651.3)	623.7	140.3	114.5	(1.6)	24.6	적전	흑전
반도체	A000660	SK하이닉스	138,538.9	3.5	(2.7)	34.5	8.0	5.2	1.9	1.4	28.2	32.6	흑전	55.8
	A140860	파크시스템스	1,459.6	6.0	21.4	20.5	37.7	27.8	8.1	6.3	23.9	25.7	45.9	35.9
2차전지	A373220	LG에너지솔루션	95,706.0	(1.3)	24.1	(4.3)	(612.9)	75.8	4.7	4.4	3.3	8.6	(55.0)	187.0
	A005490	POSCO홀딩스	28,629.4	(10.4)	(4.6)	(30.6)	14.9	11.6	0.5	0.5	3.5	4.4	(18.3)	29.2
방산/조선	A064350	현대로템	7,039.7	19.4	29.1	142.5	19.0	13.4	3.5	2.8	19.4	21.7	151.7	36.2
	A329180	HD현대중공업	16,600.6	1.9	(10.1)	45.0	35.3	19.2	2.9	2.6	8.7	14.6	1,009.4	88.9
미디어엔터	A352820	하이브	8,184.6	13.7	12.6	(15.9)	53.6	28.0	2.6	2.4	4.2	8.1	(52.2)	107.5
	A253450	스튜디오드래곤	1,208.4	7.2	5.9	(21.9)	31.6	23.8	1.6	1.5	5.3	6.7	(24.8)	33.5
원자력	A034020	두산에너지빌리티	13,996.3	21.1	17.9	37.4	26.3	23.5	1.8	1.7	6.9	7.6	11.9	18.9
	A051600	한전KPS	2,016.0	6.5	16.1	31.6	11.1	11.0	1.5	1.4	14.0	13.4	29.0	1.3
금융	A105560	KB금융	37,582.0	14.0	5.2	76.5	7.5	6.9	0.6	0.6	8.5	8.7	6.5	8.4
	A071050	한국금융지주	4,391.2	4.8	7.4	28.6	4.7	4.7	0.5	0.5	11.6	10.5	32.5	(0.6)

자료: FnGuide, 신한투자증권

주: 10월 29일 종가 기준, 배열은 시가총액순

# Compliance Notice



## Compliance Notice

발행일: 2024년 10월 30일

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 노동길, 김성환, 신승용, 강진혁)
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 상기 회사 KB금융, LG전자, SK하이닉스, 삼성전기, 하나금융지주, 현대차, 엔디비아를 기초자산으로 ELS가 발행된 상태입니다.
- 당사는 상기 회사 HD현대일렉트릭, POSCO홀딩스, 코스맥스, 하나금융지주를 기초자산으로 한 주식선물의 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- 당사는 상기 회사 POSCO홀딩스, 하나금융지주를 기초자산으로 한 주식옵션의 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- 본 조사분석자료의 작성과 관련하여 당사의 조사분석 담당자 오강호는 상기 회사 LG전자의 기업설명회에 해당회사 비용으로 참석한 사실이 있음을 고지합니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당 자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.
- 본 자료에 표지이미지는 생성형 AI로 제작 후, 편집 디자인하여 활용되었습니다.

## 투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	섹터
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상</li> <li>• Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%</li> <li>• 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%</li> <li>• 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우</li> <li>• 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우</li> <li>• 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우</li> </ul>

www.shinhansec.com

2025년 주식시장 전망

# Brood War



고객지원센터: 1588-0365  
서울특별시 영등포구 의사당대로 96

 신한투자증권