

2024-10-25



[2025 주식 연간전망]

절장보단(絶長補短)

퀀트. 황지우 / jeewoo.hwang@sk.co.kr 주식시황. 조준기 / junkee.cho@sk.co.kr
R.A. 박유진 / youjin.park@sk.co.kr

Summary

2025년 글로벌 증시 주요 변수 점검

주식시황. 조준기

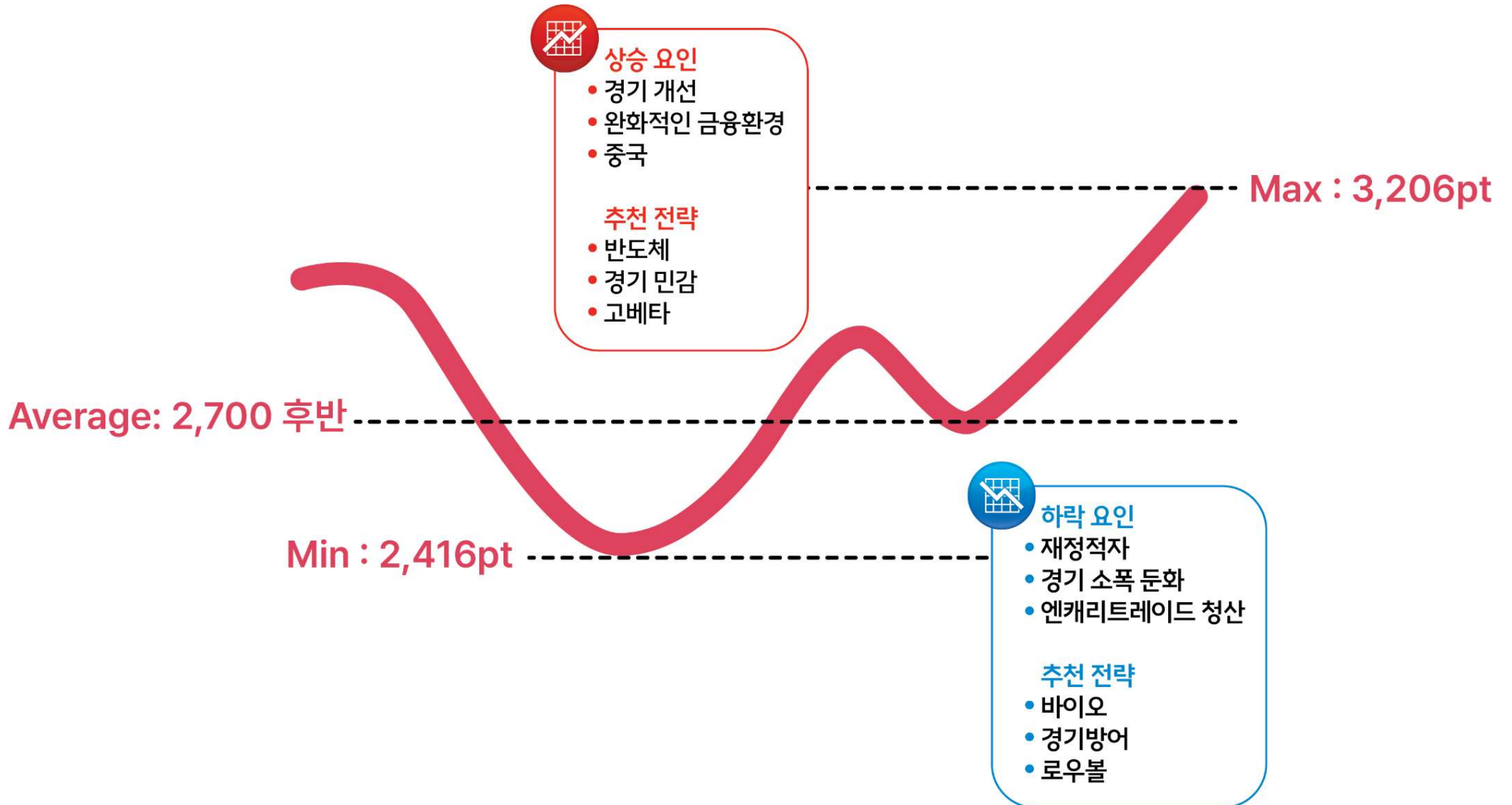
- 내년 글로벌 증시에 영향을 미칠 수 있는 주요 변수로 1) 경기, 2) 금융환경, 3) 재정적자, 4) 엔캐리 트레이드 청산, 5) 중국, 6) AI를 제시
- 해당 요소들에 대해 1) 경기는 상저하고의 흐름을 예상, 2) 금융환경은 완화적인 통화정책 및 재정정책 영향으로 추가 개선에 무게, 3) 재정적자는 노이즈들이 겹칠 수 있는 올해 말~내년 초 조정 요인으로 작용할 수 있으나 적극적인 재정정책의 방향성 자체만 유지된다면 장기적인 이슈는 아니라고 판단, 4) 엔캐리 트레이드 수익률은 미일 금리차 축소 및 엔화 절상 예상에 따라 저하 가시화되고, 실제 엔캐리 트레이드 청산 발생할 수 있으나 이는 증시 방향성보다는 변동 폭을 결정하는 요인으로 생각, 5) 중국 또한 적극적인 재정 및 통화정책에 따른 중장기적 주식시장 강세를 예상, 6) AI는 갈수록 시장의 눈높이와 난이도 상승하는 가운데 Killer App의 등장 여부가 중요
- 이들을 종합해 보았을 때 내년 증시에 대해 유불리 요인들이 존재하지만 장점들이 단점들을 보완하는, 절장보단(絶長補短)의 상황을 목격하게 될 가능성이 높을 것으로 판단해 긍정적 의견 제시

2025년 주식 시장 전망

퀀트전략. 황지우

- 탐다운 리스크 심화될 수 있는 연초는 조심할 필요가 있으며, 이후 점차 우호적인 주식시장 분위기 전개 예상. 이에 맞추어 초반에는 경기 방어주, 이후부터는 경기민감주 비중을 점차 늘리는 전략을 추천하며, 시장 주도주 측면에서는 제약/바이오에서 반도체로의 전환 염두
- 증시의 핵심 요인인 ROE와 Risk Premium의 예상 변동 범위로 가늠해본 코스피의 예상 평균값은 2,700pt 후반이며, 확대된 매크로 리스크의 영향력과 변동성을 고려했을 때 발생 가능한 연저점 및 연고점의 편차는 상당히 높을 수 있다고 판단하여 2,416 ~ 3,206 pt 제시
- 향후 약 2분기동안 경기 및 물가지표의 변화율을 예상하는 경기 국면 모델은 연말/연초 기간 동안 증시에 우호적인 국면을 전망 중이나 강도는 다소 약할 것으로 판단. 해당 국면에서는 WICS 업종분류 기준 IT, 소재, 산업재, 경기소비재 등의 업종이 확률적으로 호성과를 시현
- 최근 국내 Value가 Growth를 outperform한 것으로 관찰되나 이는 명확한 정량적 기준 부재에서 발생한 노이즈가 다소 포함된 결과라고 해석됨. 지수 방향성의 결정 주체인 외국인의 입장에서 저성장 리스크에 노출되어 있는 국내 기업들은 매수할 이유가 없으며, 따라서 재무제표 전반의 성장성을 고려한 팩터로 구성된 포트폴리오는 유의미하게 벤치마크를 outperform하는 것을 확인. 최근 해당 포트폴리오에서 비중이 상향 조정된 업종은 IT, 건강관리, 소재, 유틸리티, 산업재 등

2025년 코스피 전망



Contents

Summary	2
Part 1 2025년 글로벌 증시 주요 변수 점검	5
Part 2 2025년 주식 시장 전망	44
Part 3 SK증권 기업분석부 업종별 의견 및 Top-Picks	73

Compliance Notice

- 작성자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

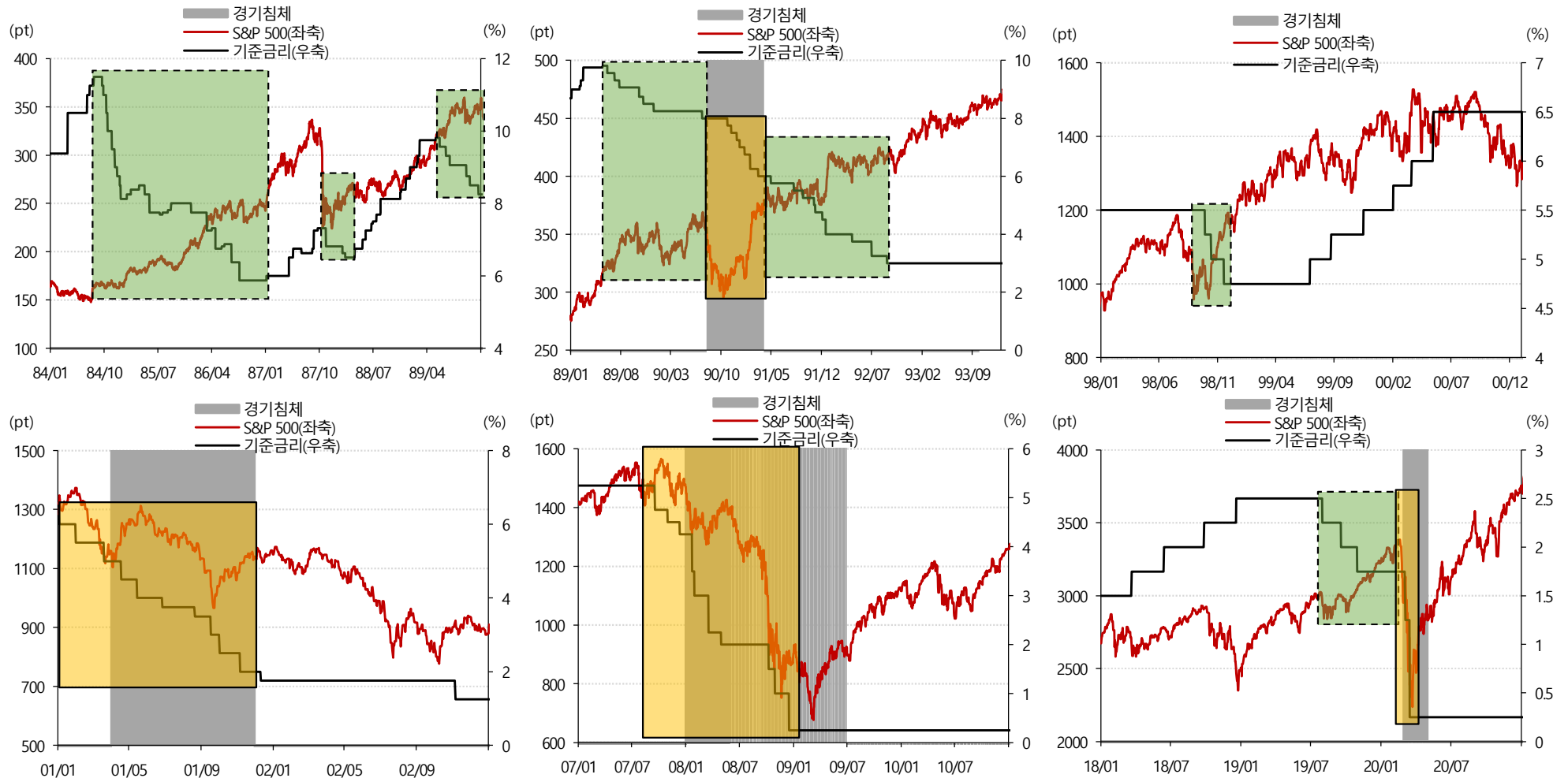


Part 1.

2025년 글로벌 증시 주요 변수 점검

[경기] 침체 없는 인하 사이클이라면 상당한 업사이드 리스크

[1] 연준 기준금리 인하 사이클과 주가지수 흐름: 경기 침체 동반한 인하면 주가 하락, 침체 없는 인하면 주가 강세였던 것이 공통적으로 확인



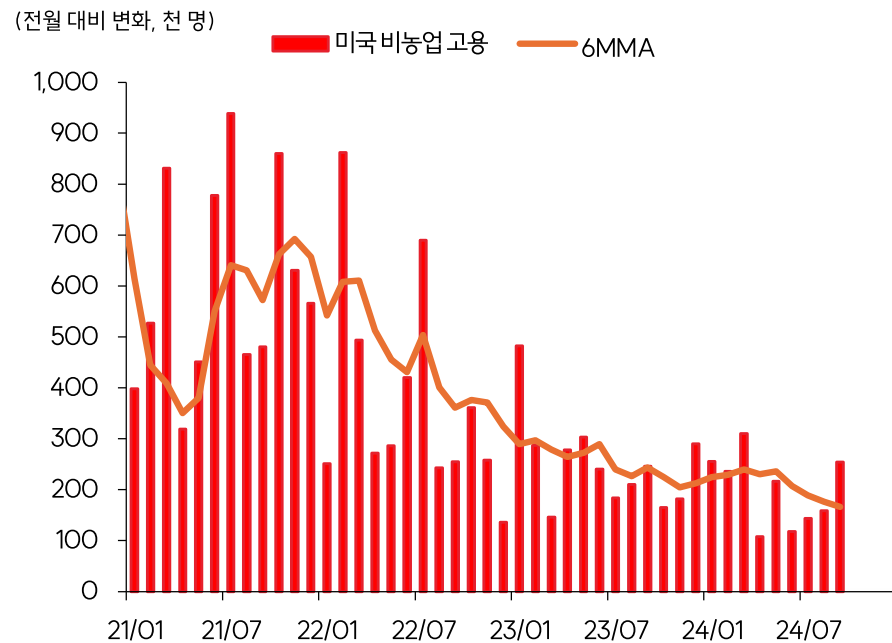
자료 : FRED, Refinitiv, SK증권

주: 노란색 음영 부분은 경기침체와 기준금리 인하가 동반된 사례, 초록색 음영 부분은 경기침체를 동반하지 않은 기준금리 인하 사례, 경기 침체 기간은 NBER 판정 기준

[경기] 미국 경기는 고용 빼곤 매우 강함

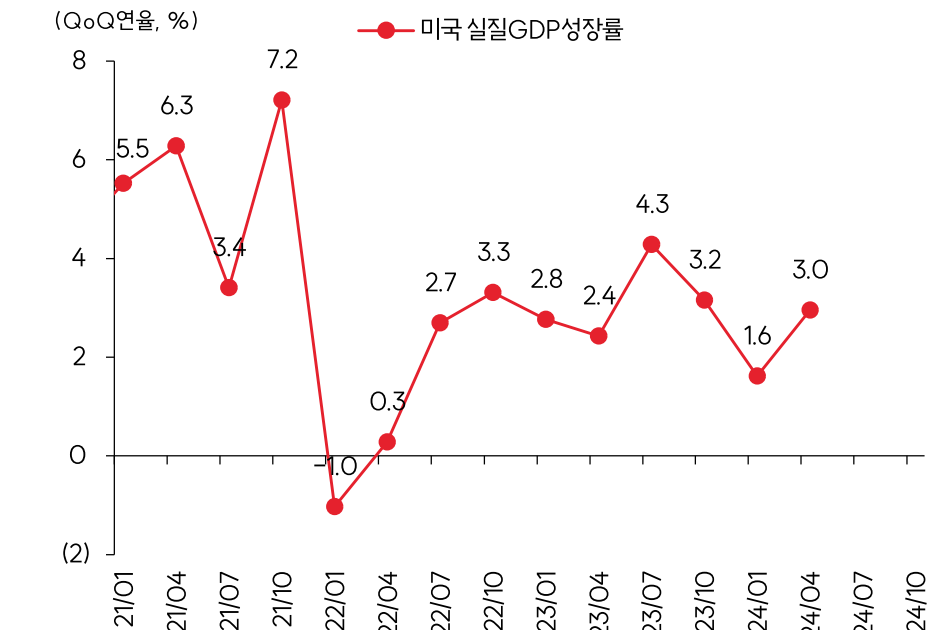
- 미국 경기를 우려하는 목소리의 주 논거는 고용. 고용 자체가 추세적으로 둔화세를 그리고 있는 것은 맞으며 실업률도 상당히 상승
- 하지만 10월 초 발표된 고용은 크게 반등 및 실업률도 재차 하락. 지속성을 확인할 필요는 있겠으나 최소한 더 급격하게 악화되지는 않는 방향성 예상
- 경제성장률도 굉장히 높은 수준을 유지하고 있음. 아직 실제치가 발표된 것은 아니지만 Atlanta Fed의 3분기 GDPNow 예상치는 3.4%(10/23 기준)로 매우 강한 경기 상황을 나타내고 있음

[2] 미국 비농업 고용 추이



자료 : FRED, SK증권

[3] 미국 실질 GDP 성장률 추이



자료 : FRED, SK증권

[경기] NBER 기준으로 봐도 침체와는 거리가 먼 상황



[4] NBER의 경기침체 판단 시 고려 지표들의 과거 침체 구간과 최근 추이: 지금 나온 숫자들로 침체 판정 내리긴 매우 힘들

침체 시작	침체 종료	기간	(전분기 대비 변화, 천명)		(YoY, %)				(QoQ연율)		역성장 지표 개수
			비농업 고용	고용수준	산업생산	실질 제조업/무역업 매출	실질개인소득	실질개인지출	실질GDP	실질GNI	
1980년 2월	1980년 8월	1Q80	317.0	225.3	0.3		(0.4)	11.1	1.3	(0.3)	2
		2Q80	(435.7)	(909.0)	(3.8)		(0.4)	10.8	(8.0)	(6.3)	6
		3Q80	(406.0)	(54.3)	(5.1)		(0.7)	10.6	(0.5)	3.0	5
1981년 8월	1982년 12월	3Q81	191.3	(318.7)	5.5		4.5	8.7	4.9	5.9	1
		4Q81	(399.0)	(405.3)	(0.8)		2.3	7.7	(4.3)	(4.0)	5
		1Q82	(628.0)	(368.0)	(3.0)		2.2	6.3	(6.1)	(3.1)	5
		2Q82	(480.0)	36.3	(4.5)		2.2	5.5	1.8	1.5	2
		3Q82	(685.0)	(201.7)	(6.8)		(0.3)	5.5	(1.5)	(1.5)	6
		4Q82	(534.3)	(423.7)	(6.4)		(0.1)	5.0	0.2	(1.7)	5
1990년 8월	1991년 3월	3Q90	(135.7)	(283.3)	2.2		1.7	4.5	0.3	(0.3)	3
		4Q90	(396.0)	(351.0)	0.3		(0.3)	5.0	(3.6)	(1.8)	5
		1Q91	(472.0)	(578.7)	(2.3)		(1.4)	4.1	(1.9)	(0.8)	6
2001년 4월	2001년 12월	2Q01	(357.3)	(636.3)	(2.8)	(2.2)	2.1	2.4	2.5	(0.7)	5
		3Q01	(401.3)	(368.7)	(4.1)	(2.6)	0.4	1.8	(1.6)	(2.2)	6
		4Q01	(793.7)	(493.7)	(4.9)	(0.8)	(0.9)	1.3	1.1	(3.2)	6
2008년 1월	2009년 7월	1Q08	37.7	(64.7)	1.3	0.3	0.8	3.3	(1.6)	(0.2)	3
		2Q08	(467.7)	(281.0)	(1.4)	(1.0)	(1.0)	3.4	2.3	(0.8)	6
		3Q08	(705.0)	(655.3)	(4.7)	(4.6)	(1.6)	3.9	(2.1)	(0.5)	7
		4Q08	(1590.0)	(1180.0)	(9.1)	(9.7)	(1.0)	1.2	(8.5)	(8.8)	7
		1Q09	(2272.0)	(2590.7)	(14.0)	(11.9)	(4.6)	(0.3)	(4.6)	(6.6)	8
		2Q09	(1858.7)	(1195.3)	(15.1)	(13.0)	(5.0)	(0.8)	(0.7)	1.4	7
		3Q09	(972.0)	(900.7)	(10.7)	(8.7)	(5.6)	(1.2)	1.5	1.6	6
		4Q09	(111.0)	(111.0)	(10.7)	(8.7)	(5.6)	(1.2)	1.5	1.6	6
2020년 3월	2020년 5월	1Q20	180.0	(1069.0)	(2.7)	(1.9)	2.2	1.6	(4.6)	(0.4)	5
		2Q20	(18102.7)	(20027.0)	(14.7)	(8.5)	(3.4)	0.5	(29.9)	(30.6)	7
최근		3Q23	667.0	528.7	(0.1)	1.9	2.5	3.4	4.4	2.7	1
		4Q23	617.0	23.3	(0.1)	2.7	3.3	2.8	3.2	5.1	1
		1Q24	770.7	(247.7)	(0.5)	1.8	3.4	2.7	1.6	3.0	2
		2Q24	576.7	62.3	0.1	2.6	3.3	2.6	3.0	3.4	0
		3Q24	485.3	263.7	(0.4)	2.8	3.1	2.3			1

자료 : FRED, SK증권

주: 3분기 미발표 지표 등의 경우 7-8월 데이터 기준

[경기] 인하 사이클에 힘입어 일단 한 번 더 띄워질 가능성

- 침체 없는 인하 사이클에 의해 경기도 일단 위로 한 번 더 올라갈 확률이 높다는 판단
- 경기가 더 올라간 후에 연준 기준금리 인하 중단 등의 변수에 따라 정점에서 내려오면서 생길 수 있는 우려들은 물론 있을 것. 하지만 걱정은 일단 어느 정도 위로 올라간 후에 해도 늦지 않을 것

[5] OECD 경기선행지수와 당사 향후 경기 궤적 전망

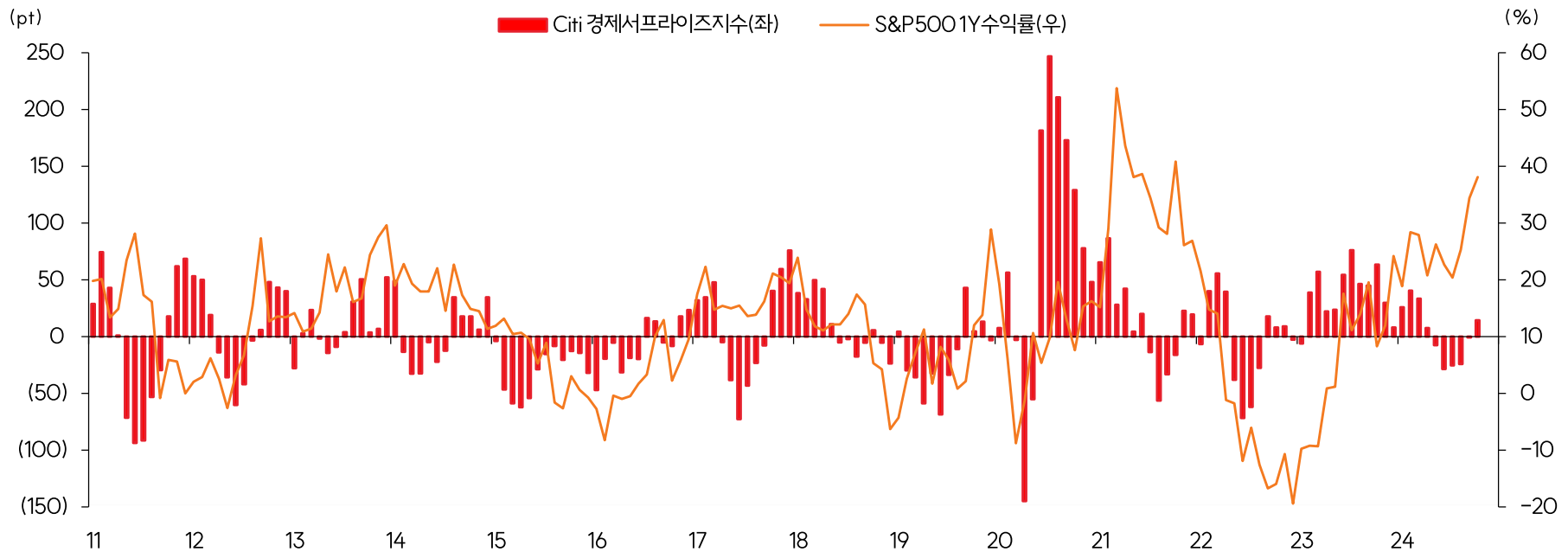


자료: Bloomberg, SK증권

[경기] 시장의 변덕: 어제의 호재가 내일의 악재로

- 경제지표가 시장 예상보다 잘 나오는 것이 무조건적으로 주식시장에 호재가 아님을 최근 경험
- 시장은 예상치 대비 결과값에 단기적으로 반응. 예상치 대비 결과의 상회 혹은 하회보다는 그 시점시점마다 시장의 내러티브에 맞는 결과가 도출되는 것이 훨씬 더 중요하고, 침체가 아닌 그냥 나쁘지도 좋지도 않은 상황에서 금융환경만 완화적이라면 주식은 상승함

[6] 경제 서프라이즈 지수와 주가 수익률: 시장의 분위기가 Good is Good이냐, Bad is Good이냐에 따라 결과에 대한 해석 변화



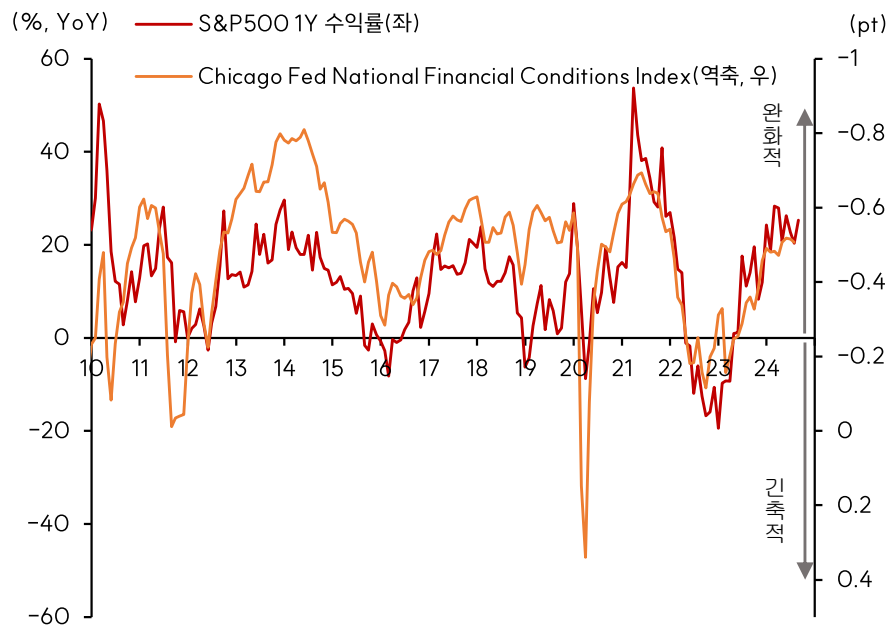
자료 : Refinitiv, SK증권

[금융환경] 추가 완화 가시화: 방향성 여전히 위로 보는 이유



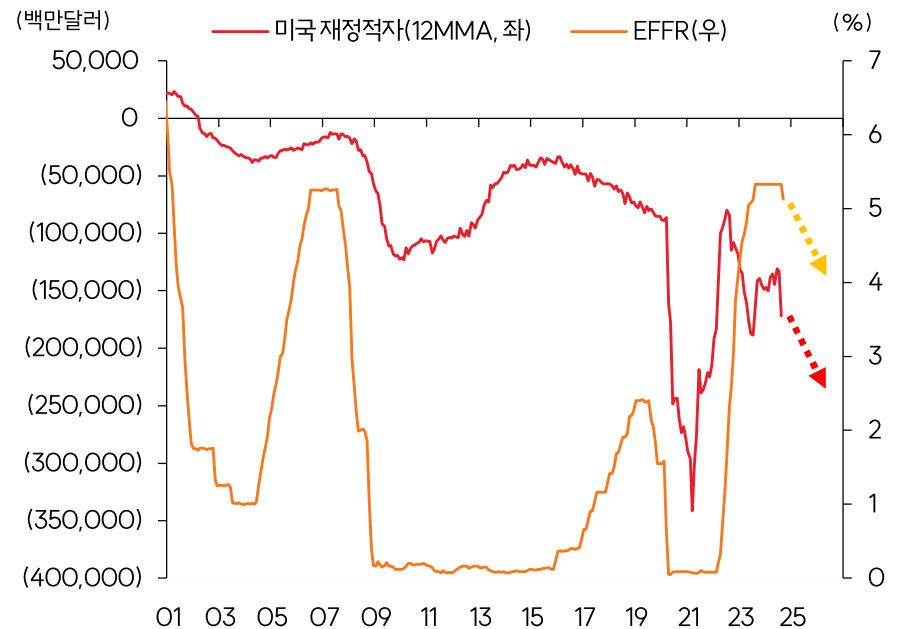
- 글로벌 증시 분위기에 가장 큰 영향을 미치는 것은 금융환경. 특히 이 기조는 금융위기 전후로 더욱 강화
- 그동안 연준이 긴축을 했지만 그 이상으로 바이든 행정부가 재정정책을 강하게 사용하면서 금융환경은 계속 완화되어 왔으며 이제 기준금리 인하 사이클에 따라 통화정책 추가 완화 사이클 진입. 재정정책과 통화정책 동반 완화 국면이 지속된다면 증시도 긍정적으로 볼 만하다는 생각

[7] 미국 S&P 500 지수 수익률과 금융환경지수



자료 : FRED, Refinitiv, SK증권

[8] 미국 재정과 통화정책이 모두 완화적으로 쓰이는 국면 예상

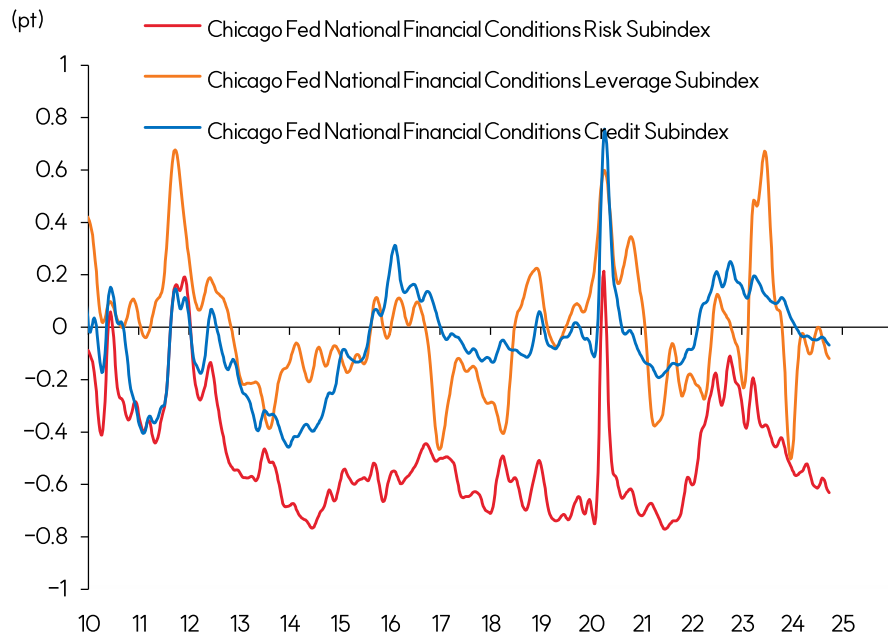


자료 : FRED, SK증권

[금융환경] 지금은 세부 항목 내 리스크 지표들만 완화적

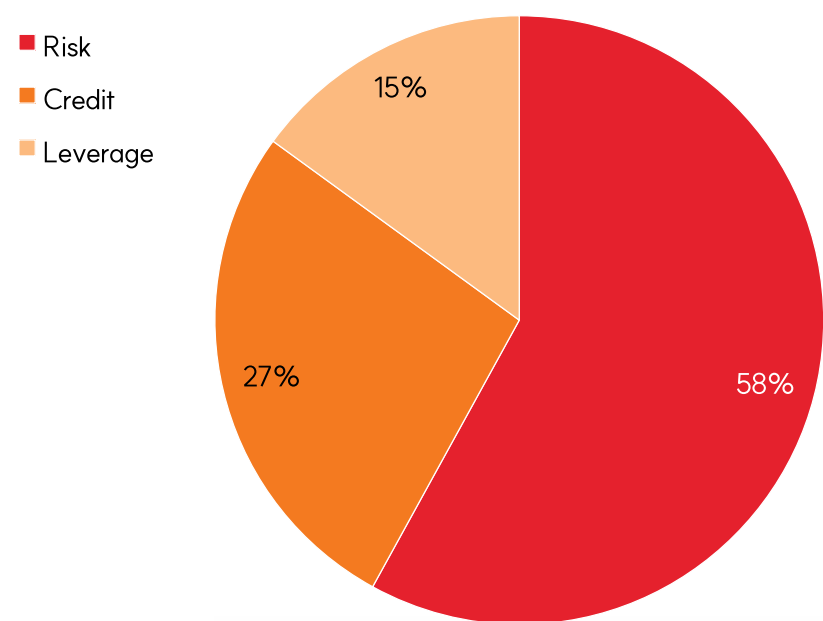
- 연준은 금융환경을 3가지로 구분: 1) 리스크, 2) 크레딧, 3) 레버리지. 현재는 가장 큰 비중을 차지하고 있는 리스크 관련 지표는 상당히 완화되어 있는 상황이나 크레딧과 레버리지 관련 지표들은 아직 그렇지 않은 상황
- 일반적으로 레버리지는 선행, 리스크는 동행, 크레딧은 후행지표로 해석되는 경향. 앞에서 나열했던 시나리오대로 전개될 경우 금융환경이 더욱 완화될 가능성이 높음

[9] 시카고 연은의 금융환경지수 내 분류별 추이



자료 : FRED, SK증권

[10] 시카고 연은의 금융환경지수 내 분류별 비중

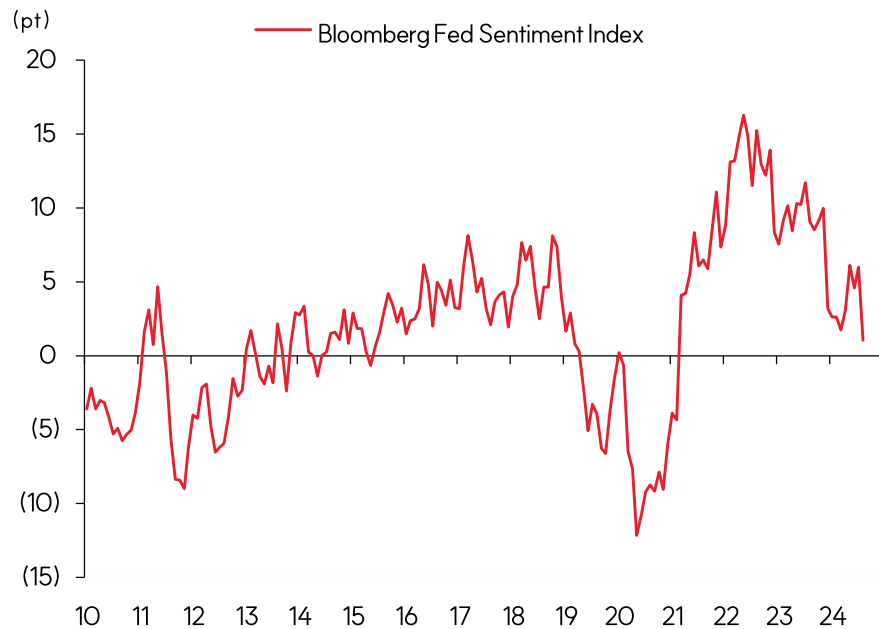


자료 : FRED, SK증권

[금융환경] 싸울 마음 없는 중앙은행들

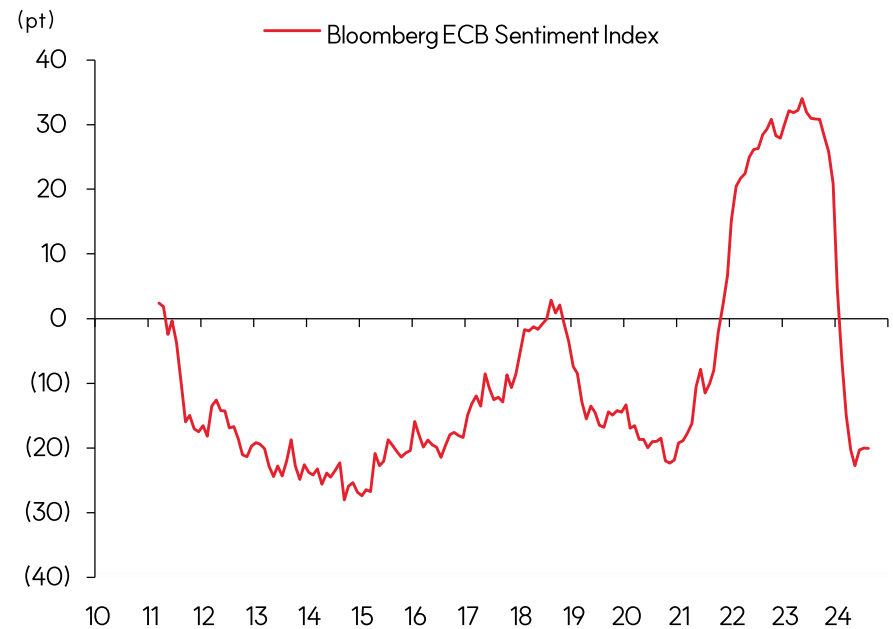
- 실리콘밸리뱅크(SVB) 사태를 기점으로 연준 위원들도 스탠스를 바꾸어 시장과 싸울 의지가 없음. 연준 초점도 이제는 물가보다는 고용과 경기로 이동한 가운데 연준과 유럽중앙은행(ECB)의 태도도 매우 도비쉬하게 바뀌고 있음
- 이들의 스탠스는 대체로 주가에 선행하는 경향이 있는데, 이들의 태도가 크게 바뀌지 않을 경우 긍정적인 영향 지속될 가능성에 무게

[11] 연준 인사들의センチ먼트도 도비쉬하게 진행 중



자료 : Bloomberg, SK증권

[12] 유로존 인사들의センチ먼트는 더욱 가파르게 완화적으로 변화

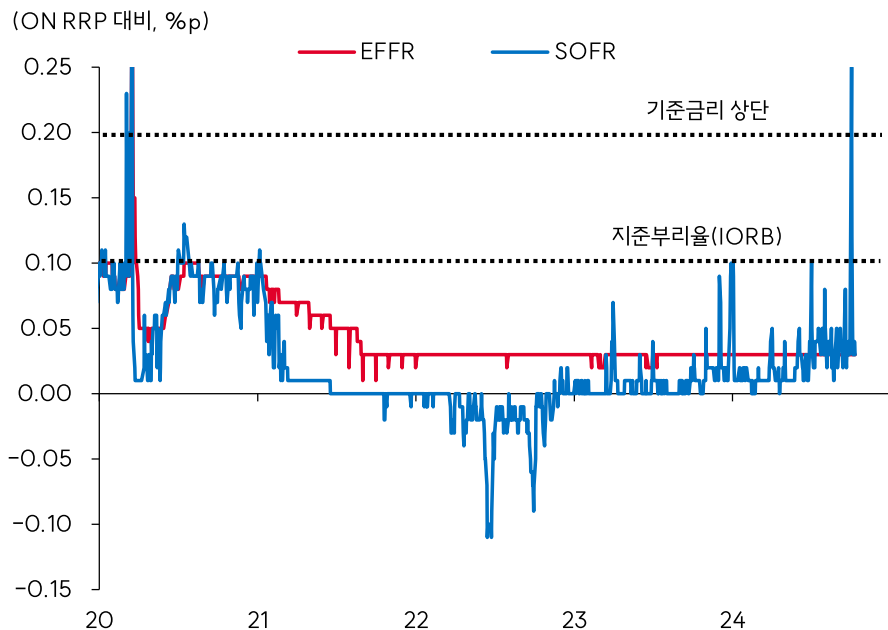


자료 : Bloomberg, SK증권

[금융환경] QT 종료도 테이블에 슬슬 올라갈 것

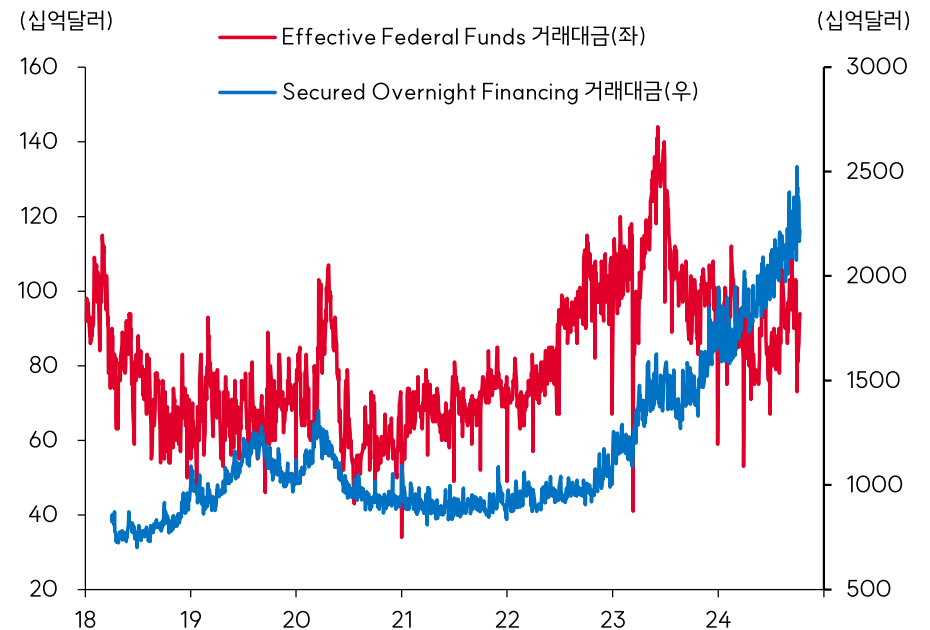
- 현재 연준의 기준금리는 내렸지만 양적 긴축(QT)은 지속하고 있는 상황
- 단기자금시장은 평시에는 극도로 안정되어 있고 거래 자체도 굉장히 활발함. 그나마 불편한 점은 분기 말마다 있는 자금의 일시적 회수로 인해 레포금리가 튀는 것이 지속적으로 확인되고 있고, 3분기 말에는 SOFR이 일시적이거나 기준금리 상단을 상회하는 모습을 보임
- 물론 연준이 공식적으로 관리하는 금리는 EFFR이지만 시장에서 거래의 대부분을 차지하고 있는 금리는 SOFR이기에 해당 시장 변동성이 커지는 것은 연준 입장에서 불편할 것
- 시차를 두고 QT 종료도 점차 가시화될 가능성에 무게

[13] 분기말 맞아 한번 크게 튀어오르긴 했지만 빠르게 다시 안정화



자료 : FRED, SK증권

[14] 거래도 잘 되고 있어서 당장 크게 걱정할 필요는 없을 것

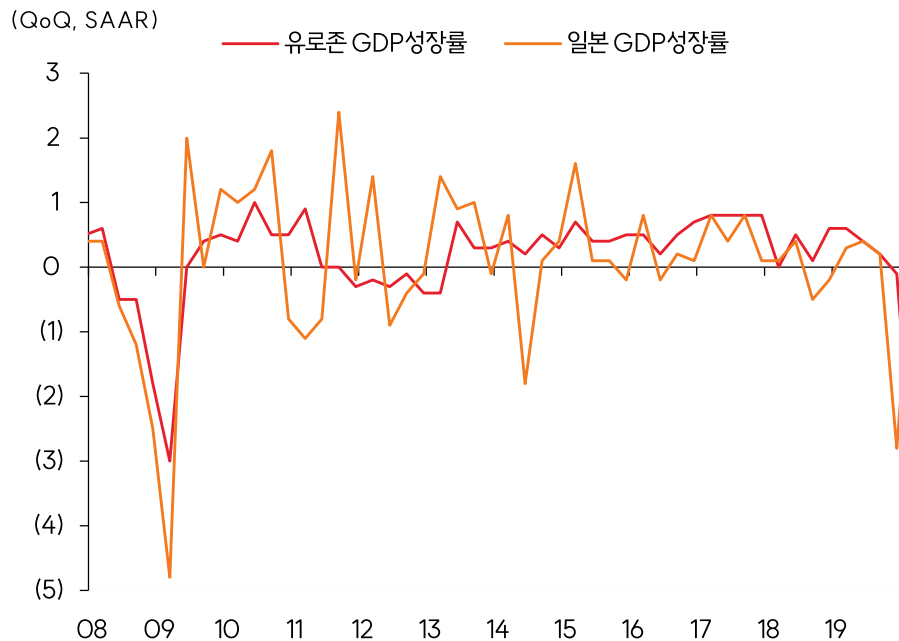


자료 : FRED, SK증권

[금융환경] 유로존이랑 일본이 경기가 좋아서 주가가 올랐을까?

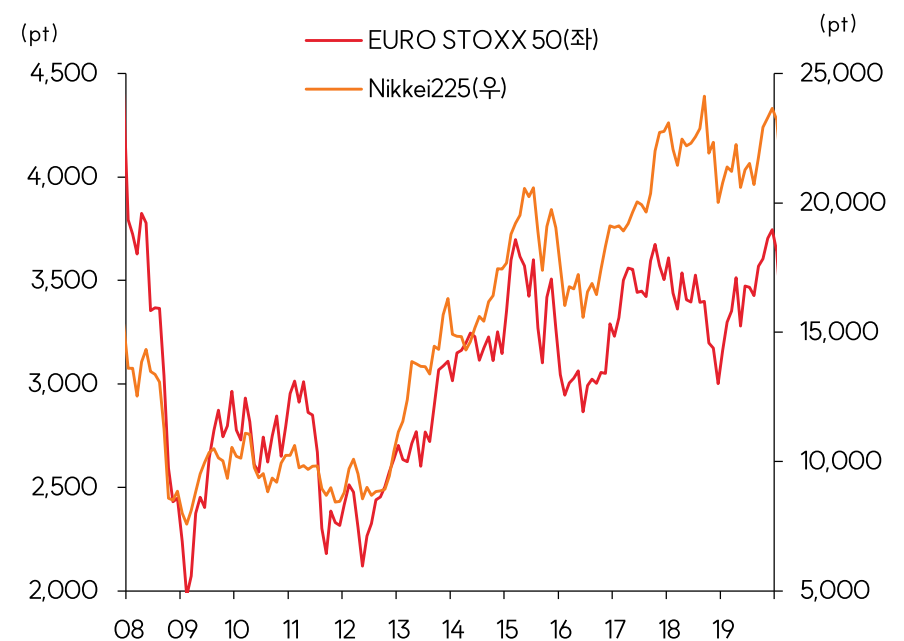
- 2010년대 유로존과 일본은 제로금리로 대표되는 초완화적 통화정책을 구사했음에도 불구하고 경제 성장으로 연결시키지 못함. 경제를 살리기 위해 부양책을 지속했지만 의미 있는 호황을 만나지 못함
- 하지만 시장에 돈이 많이 풀리며 주가는 매우 크게 상승

[15] 2010년대 유로존과 일본 GDP 성장률 추이



자료 : Bloomberg, SK증권

[16] 2010년대 유로존과 일본 대표 인덱스 추이

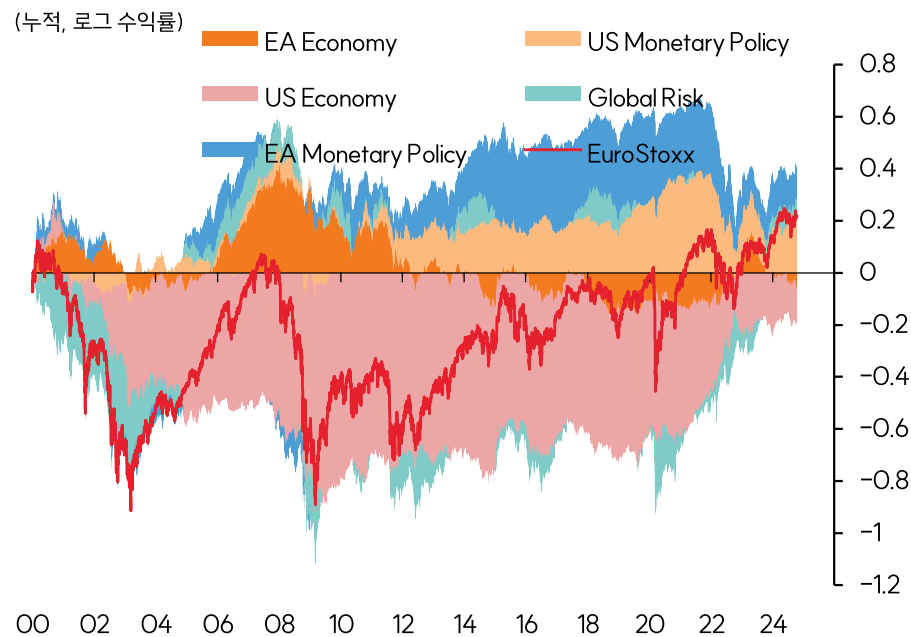


자료 : Bloomberg, SK증권

[금융환경] 경기보다는 자국과 미국의 통화정책이 더 큰 영향

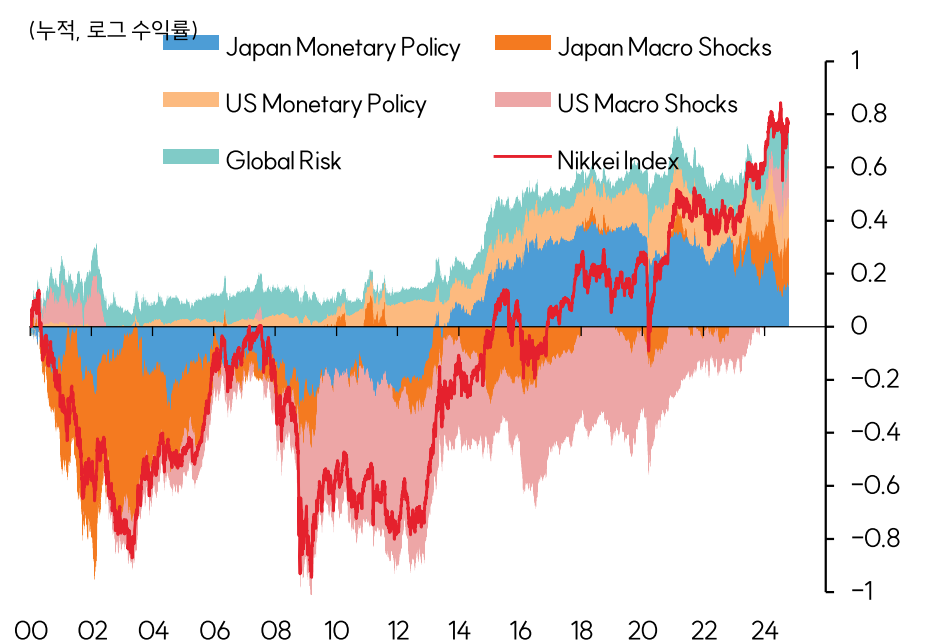
- 유로존의 유로스톡스50지수와 일본 니케이225 지수의 변수별 수익률 기여도를 보았을 때 실제 자국 경제 상황이 수익률에 기여하는 정도는 극도로 미미한 수준이었음
- 그보다는 자국과 미국의 통화정책이 가장 큰 영향을 미쳤고 미국 경제와 글로벌 리스크 등도 상당한 영향을 미침
- 결국 통화정책 방향성이 주가에 큰 영향을 미친다는 것이며 이것이 완화적으로 돌고 있는 것이 향후에도 긍정적인 요소로 작용할 가능성

[17] 유로스톡스50 주요 변수별 수익률 기여도 추이



자료 : Bloomberg, SK증권

[18] 니케이225 주요 변수별 수익률 기여도 추이

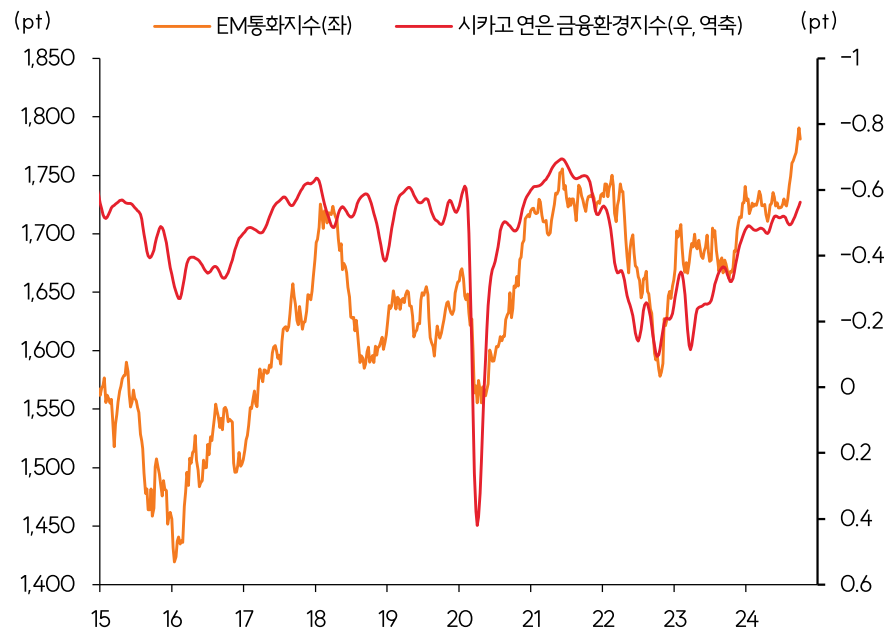


자료 : Bloomberg, SK증권

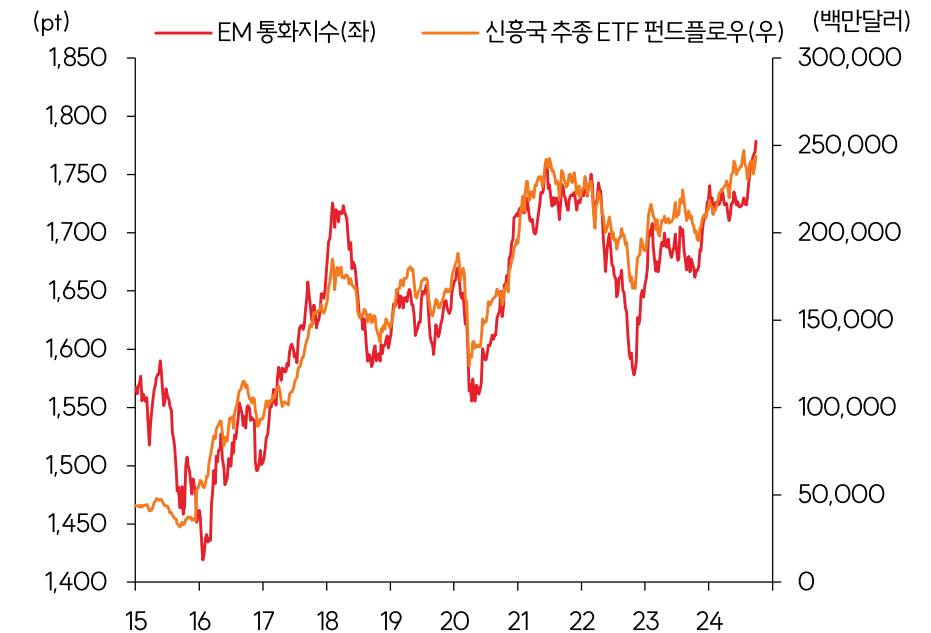
[금융환경] 미국 금융환경 완화는 EM 패시브 자금 유입까지 연결

- 진폭의 차이는 있지만 금융환경 완화와 신흥국 통화 강세가 함께 일어남
- 그리고 신흥국 통화의 절상과 신흥국 증시로의 패시브 자금 유입도 같이 발생
- 이러한 경향성들을 고려할 경우 신흥국 증시로의 낙수 효과도 경험하게 될 가능성

[19] 진폭 차이는 있지만 금융환경과 신흥국 통화 방향성은 동행



[20] EM 증시 선택에는 여전히 환율이 주요 요소

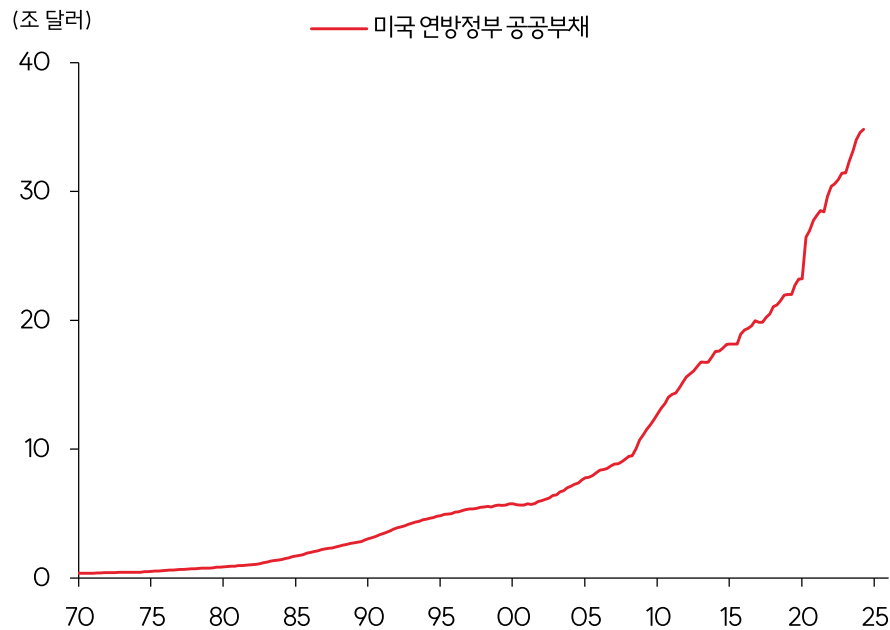


[재정적자] 시기적으로 여러 가지 노이즈들이 겹치기 딱 좋은 1분기 SK 증권

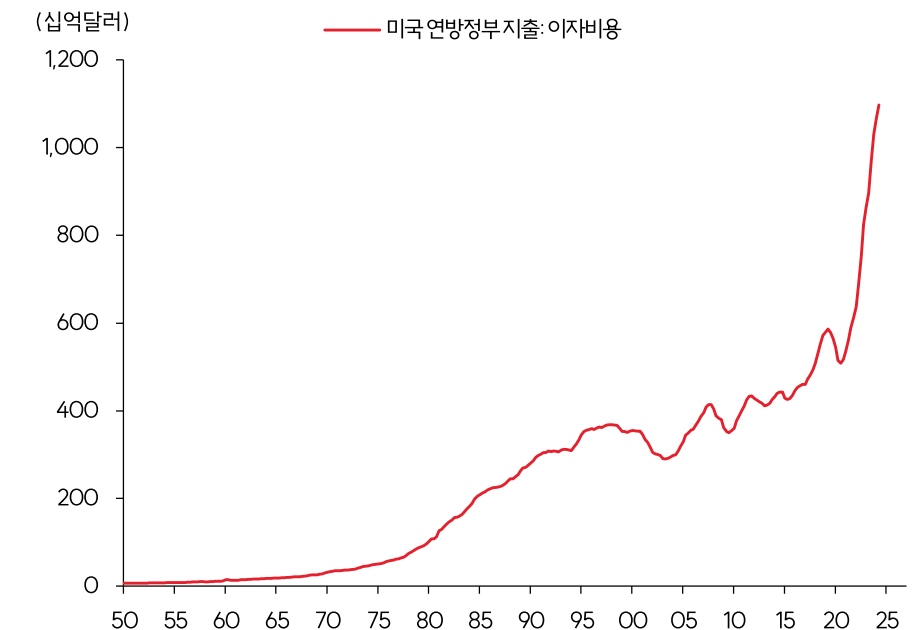


- 타임라인상 재정 문제가 대두되기 좋은 시점은 올해 말~내년 초
- 부채 한도 적용은 2025년 1월 1일까지 유예되어 있는 상황이기에 점차 이 시기에 근접해질수록 재정에 대한 노이즈 겹칠 것으로 예상
- 여기에 미국의 새로운 대통령 취임일이 1월 20일인데 트럼프와 해리스 중 누가 당선되든 그들의 공약이 현행 대비해서 재정적자를 심화시킬 것으로 예상되고 있어 1분기에는 관련 문제의식에 직면하게 될 가능성이 높음
- 미국 재정 이슈로 높은 변동성 예상

[21] 미국 공공부채: 너무 가파른 각도가 문제



[22] 이자비용도 이제껏 보지 못했던 각도로 늘어나는 중



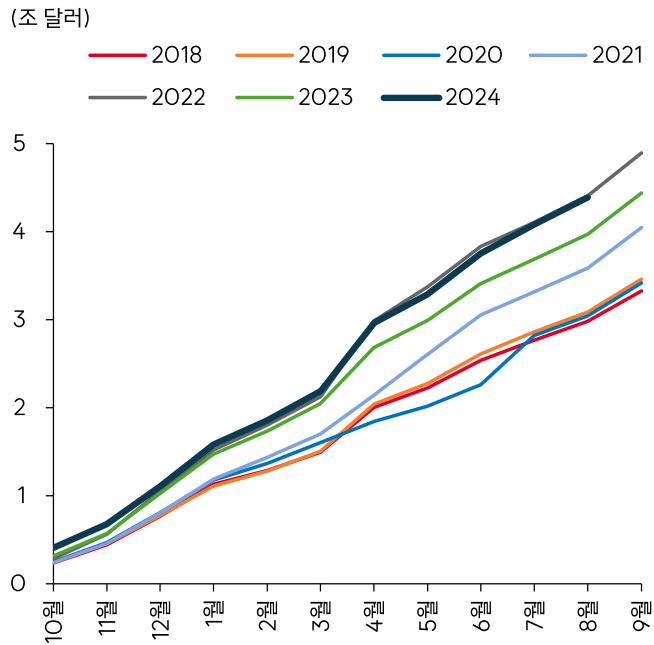
자료 : FRED, SK증권

자료 : FRED, SK증권

[재정적자] 미국: 작년 신용등급 강등에도 적자는 더 심화

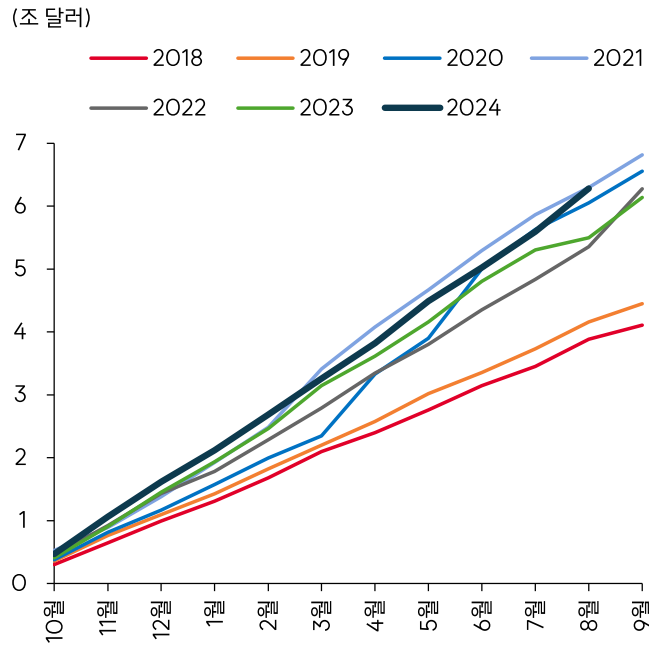
- 작년 미국은 신용등급을 강등당했지만, 올해 재정적자 페이스는 더 강하게 진행됨
- 그나마 작년보다 세수가 크게 늘어나면서 수입은 크게 증가했지만 이를 넘어서는 지출 강도를 보이면서 재정 적자는 더 크게 발생

[23] 미국 연방정부 수입 연도별 추이



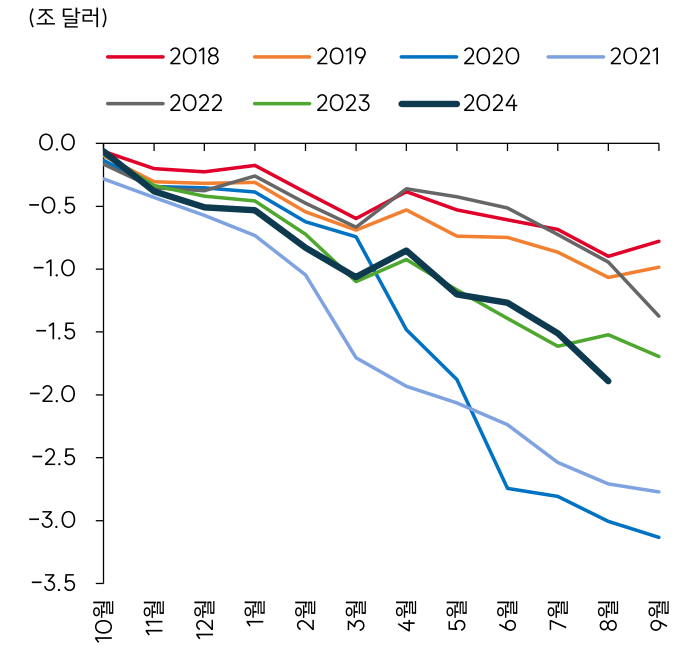
자료 : FRED, SK증권

[24] 미국 연방정부 지출 연도별 추이



자료 : FRED, SK증권

[25] 미국 연방정부 적자 연도별 추이

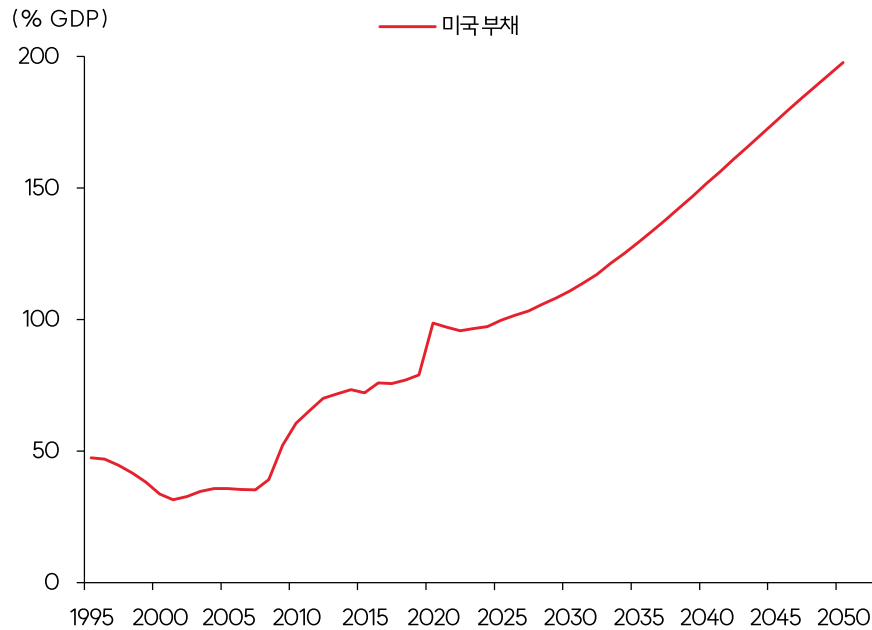


자료 : FRED, SK증권

[재정적자] 적자가 문제라기 보다는 속도가 문제

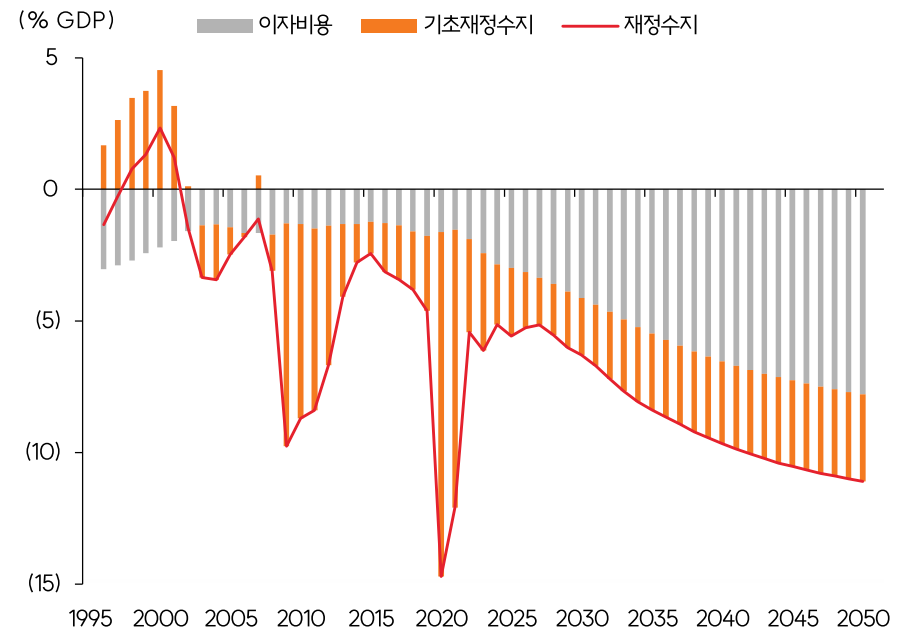
- 재정 적자가 발생하는 것 자체에는 큰 문제가 없음. 2000년대 초반 이후 미국은 재정 흑자가 난 적이 없으며 글로벌 기조 또한 적자 재정이 절대적이기 때문
- 하지만 재정 적자가 나더라도 그 규모와 세부 구성 내용에는 주목할 만함. 실제 자금을 집행하면서 적자가 나는 것은 그렇다 해도, 현재 재정 적자 내에서 이자 비용으로 나가는 돈의 비중이 너무 큼. 그리고 이자비용의 비중은 점차 증가해 향후 전체 재정적자 내에서 70% 가량이 이자 비용으로 나갈 예정

[26] 미국 CBO 부채 프로젝트: 앞으로도 대규모 적자가 상수



자료 : Bloomberg, SK증권
 주: 2024년 이후는 CBO 전망치

[27] 미국 재정수지 구성 및 전망치: 전체 규모 확대 + 이자비용 급증

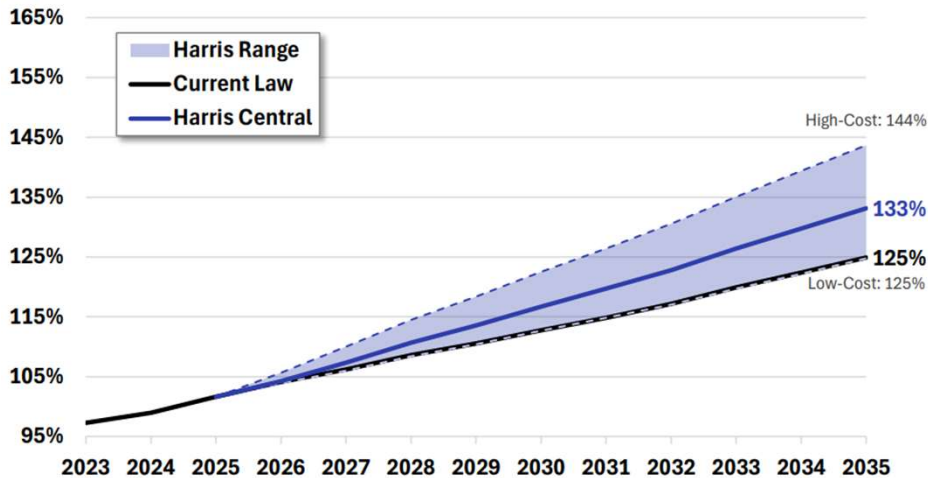


자료 : Bloomberg, SK증권
 주: 2024년 이후는 CBO 전망치

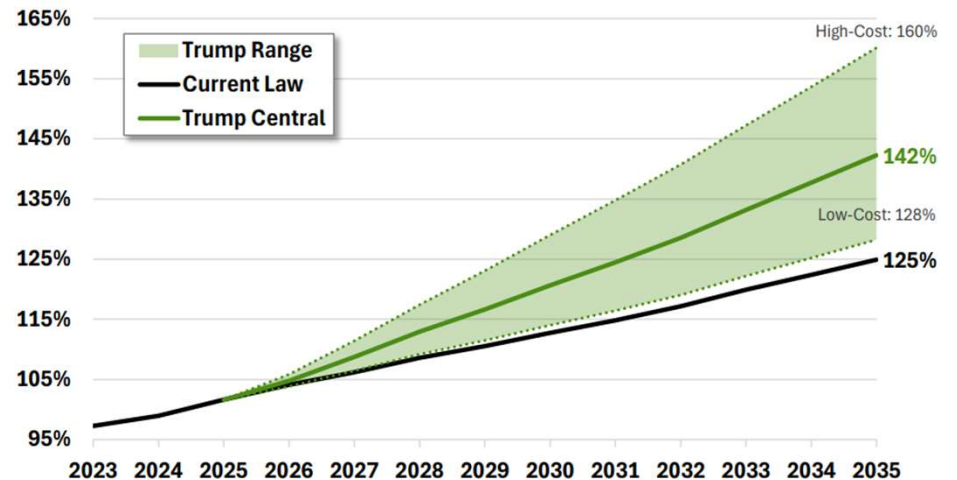
[재정적자] 트럼프? 해리스? 누가 이기더라도 재정 문제 증폭 SK 증권

- 미국 대선 구도가 접전으로 계속 진행되며 누가 이겨도 이상하지 않은 상황. 물론 승자에 따라 글로벌 트렌드는 완전히 갈리게 될 것
- 재정 적자 측면에서는 누가 이기든 현행 법보다 재정적자 확대 페이스가 더 가팔라질 전망. 현행 법 아래에서 2035년까지 미국의 재정적자 규모는 GDP 대비 125%까지 증가할 것으로 예상되고 있으나 해리스가 당선된다면 133%, 트럼프의 경우에는 142%까지 적자 확대 속도가 더 빨라질 것이 우려되고 있는 상황

[28] 해리스 공약 기반 재정적자 추이 전망치



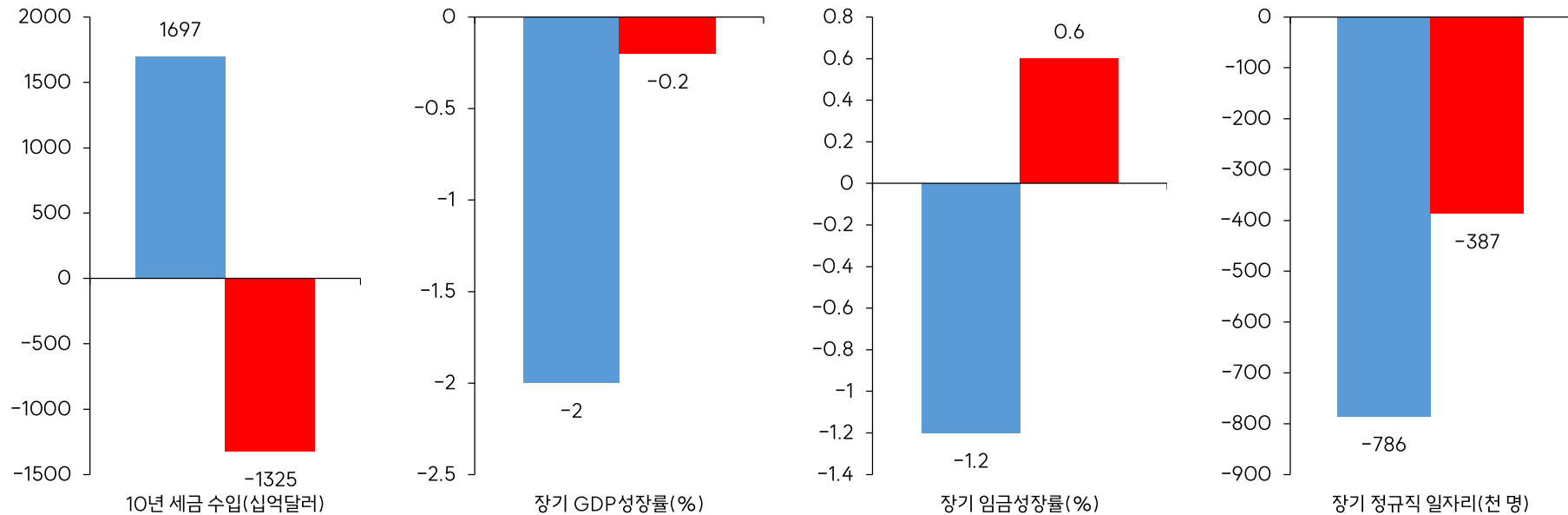
[29] 트럼프 공약 기반 재정적자 추이 전망치



[재정적자] 적자도 늘어나는데 경제적 악영향도 늘어난다면

- 재정 적자가 확대되면서 경제 전반적으로 긍정적인 영향을 미친다면 시장에서 너그럽게 넘어갈 수도 있겠으나 문제는 지금 나온 공약들이 현실화된다면 오히려 악영향을 주는 쪽으로 예상되고 있다는 것
- 해리스와 트럼프의 공약들은 공통적으로 장기 GDP 성장률 및 일자리 수에 대해 부정적 영향을 미칠 것으로 예상되고 있음. 적자도 늘어나는데 경제에도 악영향을 미친다면 시장의 반응은 냉담해질 가능성에 무게

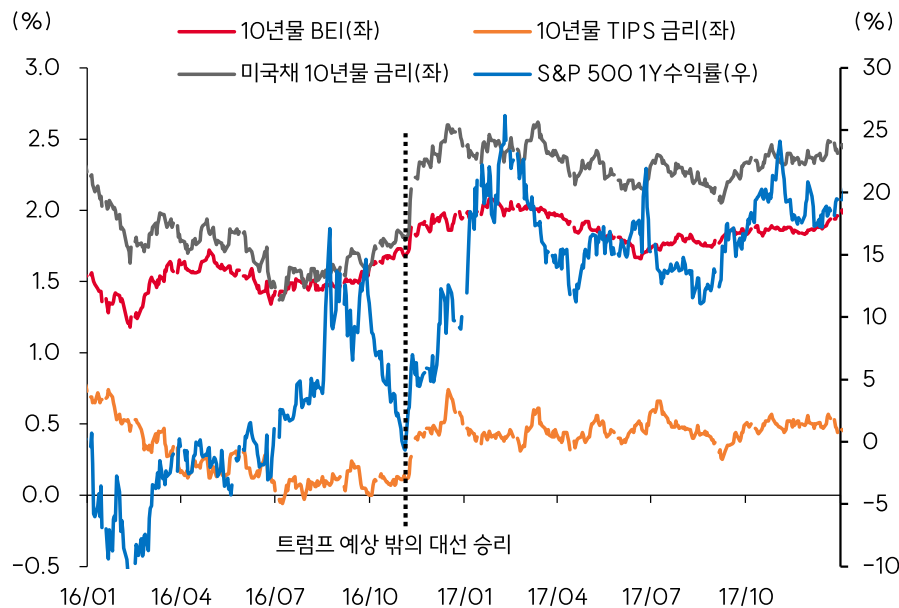
[30] 해리스 / 트럼프 공약 기반 경제적 영향



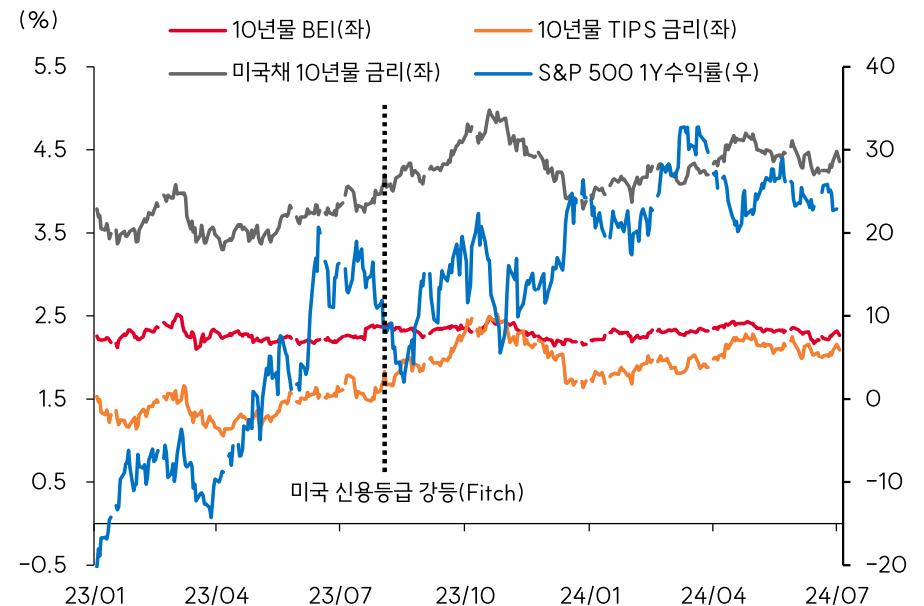
[재정적자] 조정 요인 될 수 있지만 길게 가는 이슈는 아님

- 최근에 미국의 재정적자 관련 문제의식이 대두된 적이 2번 있었음. 1) 2016년 미국 대선에서 트럼프가 예상 밖의 승리를 거두었을 때, 2) 작년 미국 신용등급 강등(Fitch)이 있음. 두 번의 사례에서 금리는 모두 상승, 주가는 첫 번째 사례에서 급등했지만 두 번째 사례에서 조정 이후 어느 정도의 시간 동안 박스권에 갇히게 되는 등 서로 상이한 모습을 보임
- 상반된 주가 흐름에 대해서는 여러 가지 이유를 들 수 있겠으나 긍정적인 기대효과가 부각되느냐, 아니면 부정적인 기대효과가 부각되느냐에 따라 주가 반응이 상대적으로 갈린 것으로 해석. 멀지 않은 미래에 다시 재정적자 및 재정 건전성에 대한 문제의식이 커지는 상황이 벌어진다면 부정적인 기대효과에 주목이 쏠릴 것으로 보이기 때문에 작년과 비슷한 반응이 나오게 될 가능성에 무게

[31] 2016년: 트럼프 승리에 금리는 급등, 하지만 주식도 상승



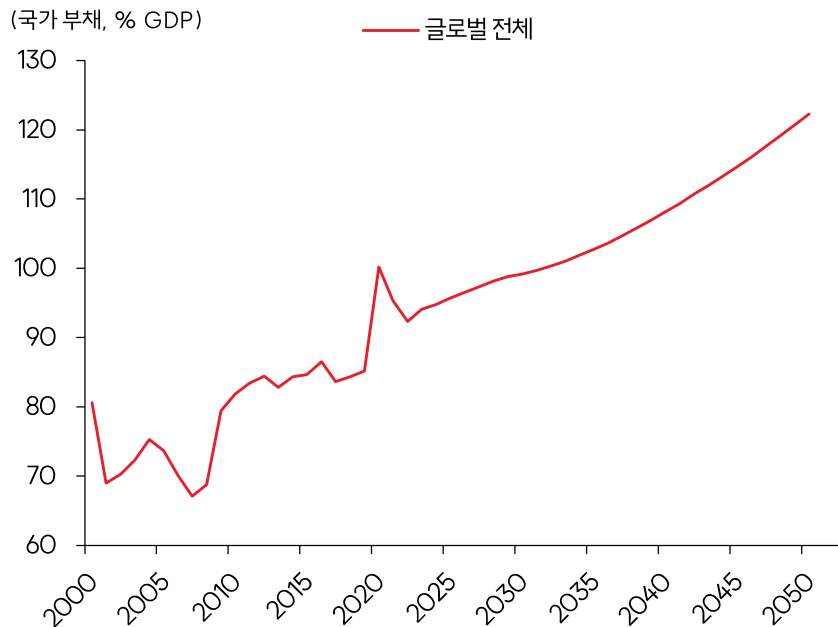
[32] 2023년: 금리의 상승 및 주식의 짧은 조정 및 박스권 진입



[재정적자] 1분기는 조심해야겠지만 기초 유지된다면 이상 무

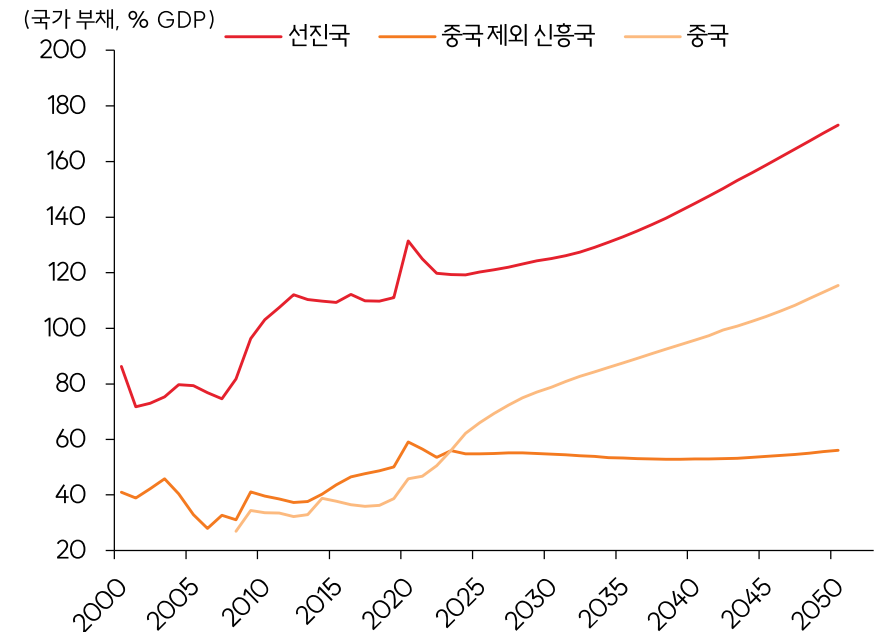
- 어차피 적자 재정은 글로벌 트렌드이고 이는 선진국과 중국 중심으로 일어날 가능성이 높음. 적자 재정 자체는 모두 인정하나 적자가 늘어나는 속도가 너무 가파른 것에 대한 문제의식과 제동이 걸릴 수 있다는 점은 경계해야 할 것
- 최근 프랑스는 내년도 예산안에서 재정 적자를 줄이기 위해 공공 지출을 줄이고 대기업과 부자 증세로 세수를 늘리는 방안을 공개함. 프랑스의 경우가 상대적으로 심각해서지만, 이렇게 방향성 변화 감지될 경우는 증시 입장에서 달갑지 않은 시그널이 될 것

[33] 어차피 적자 재정은 글로벌 트렌드



자료 : Bloomberg, SK증권
 주: 2024년 이후는 Bloomberg Economics 전망치

[34] 문제의식이 커진다면 그 대상은 선진국과 중국이 될 것



자료 : Bloomberg, SK증권
 주: 2024년 이후는 Bloomberg Economics 전망치

[엔캐리 청산] 오랫동안 이어져 오던 방향성 전환 우려

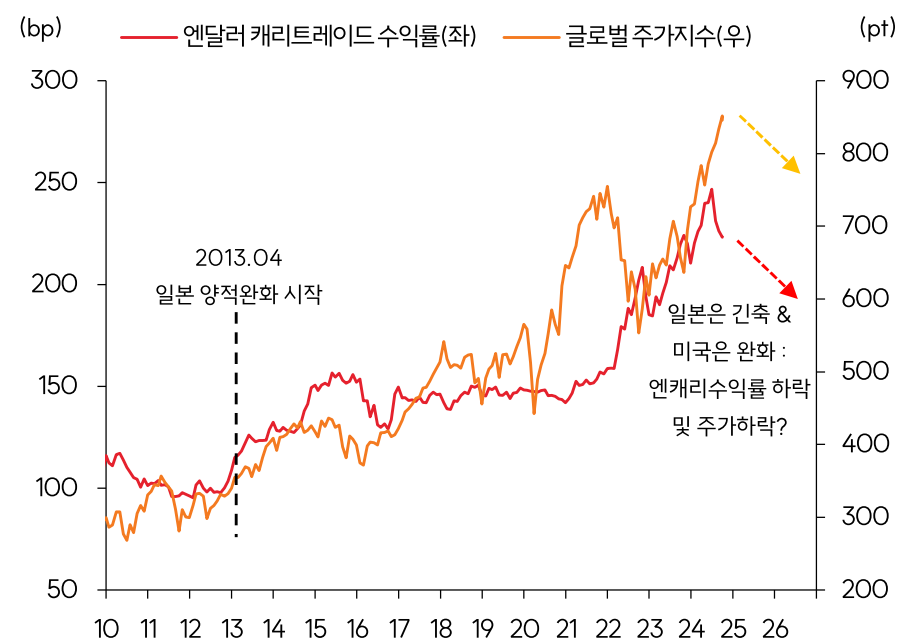
- 8월 초, 일본은행(BOJ)의 기습 기준금리 인상과 미국 고용지표 쇼크 등이 맞물리면서 엄청난 변동성을 경험
- 시장의 엔캐리 트레이드 청산 관련 우려는 일본이 초강력 양적완화를 2013년부터 10년 넘게 이어오면서 뿌려졌던 초대형 자금들이 다시 회수될 경우 자산 가격을 아래로 크게 끌어내릴 수 있다는 것이 주를 이루고 있음

[35] 강렬했던 블랙먼데이의 기억



자료 : Refinitiv, SK증권

[36] 엔캐리 트레이드 청산 지속 여부가 시장의 우려요인

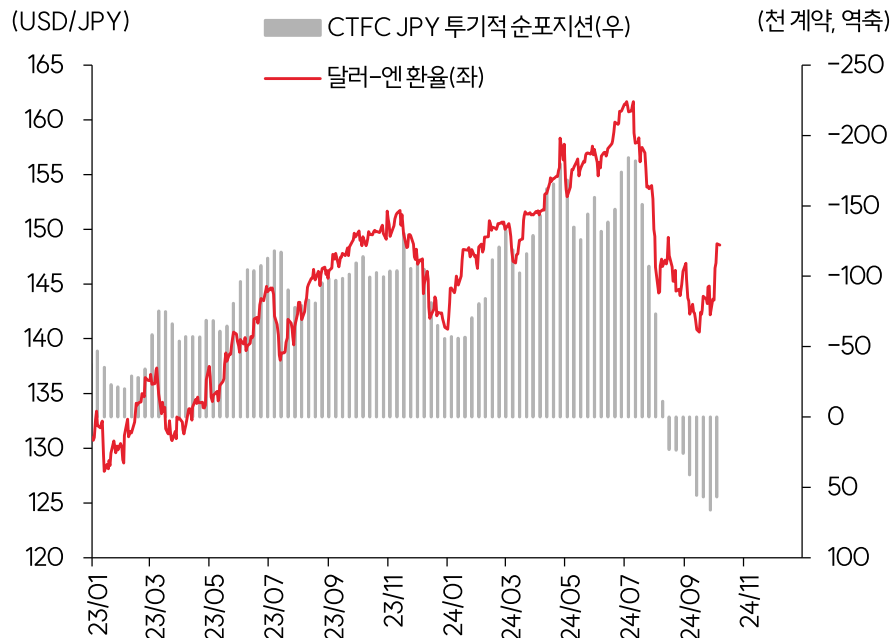


자료 : Refinitiv, SK증권

[엔캐리 청산] 단기/투기성 엔캐리 자금은 청산 완료

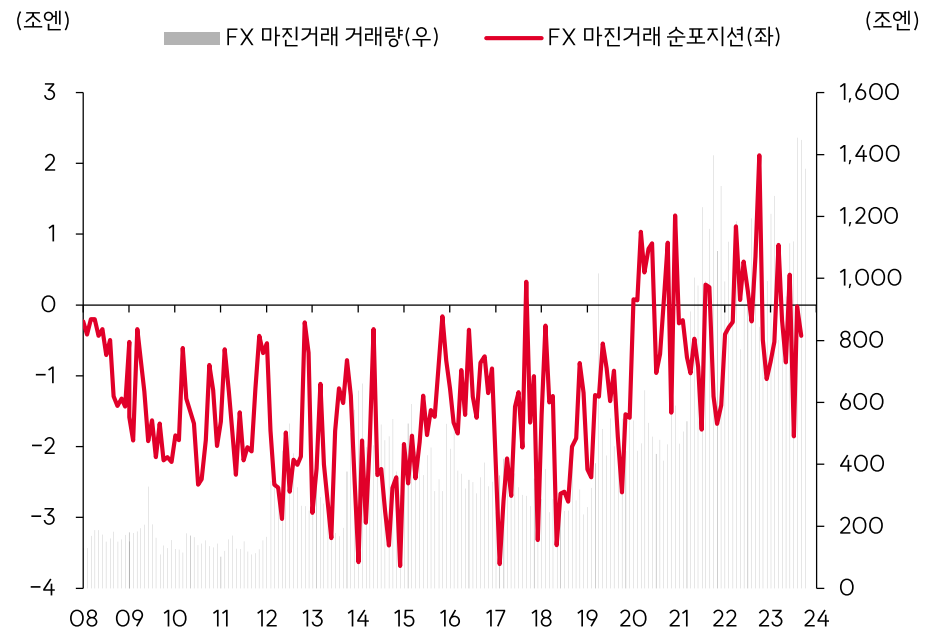
- 작년부터 엔달러환율과 선물 시장에서의 엔화에 대한 숏베팅 포지션 변동이 크게 동행하는 모습
- 하지만 일본은행의 기습 기준금리 인상과 함께 숏베팅 포지션은 전부 청산되었고, 이제는 Net Long 포지션으로 변화. FX 마진거래 포지셔닝도 비슷한 흐름을 형성
- 여기서 더 롱베팅 늘어날 수는 있겠으나 숏포지션이 청산되면서 만들어 냈던 변동성보다는 제한될 가능성에 무게

[37] 선물시장 엔화 숏/롱포지션과 엔달러환율 추이



자료 : Refinitiv, SK증권

[38] 일본 FX 마진거래 거래량 및 순포지션 추이

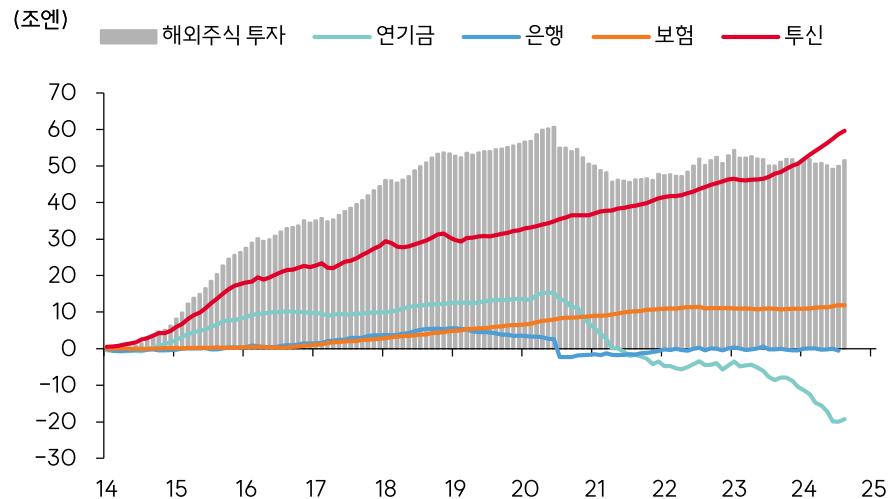


자료 : BOJ, SK증권

[엔캐리 청산] 중요한 것은 누적 장기 자금의 대이동 여부

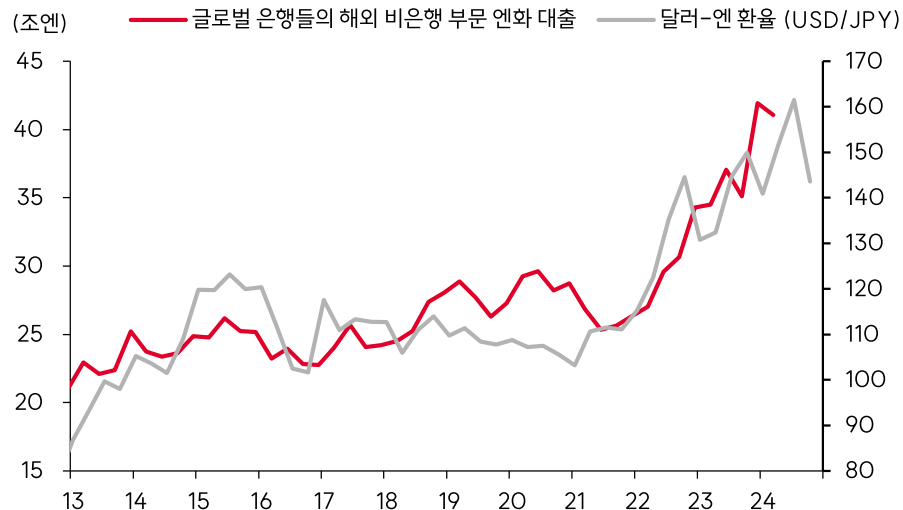


[39] 일본 주요 수급 주체별 해외주식 투자액 추이



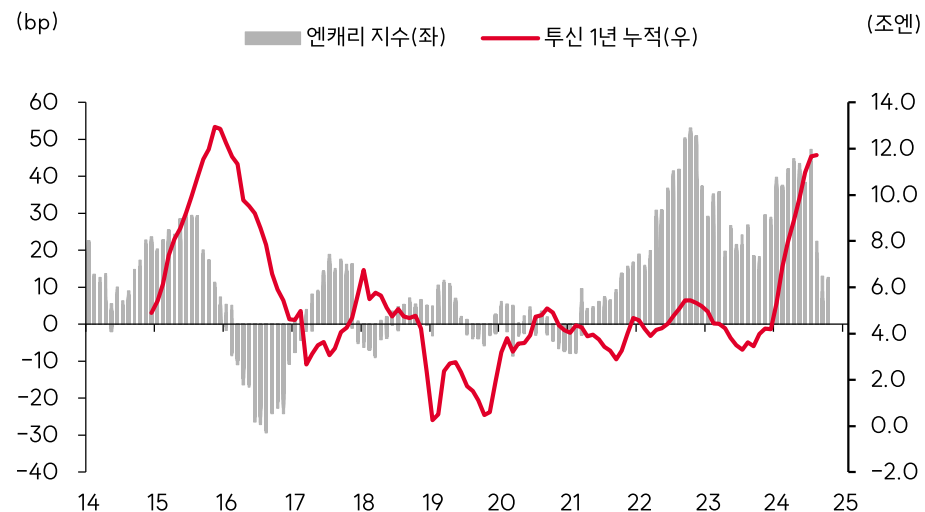
자료 : 일본 재무성, SK증권

[41] 글로벌 은행들의 엔화 대출액과 엔달러환율 추이



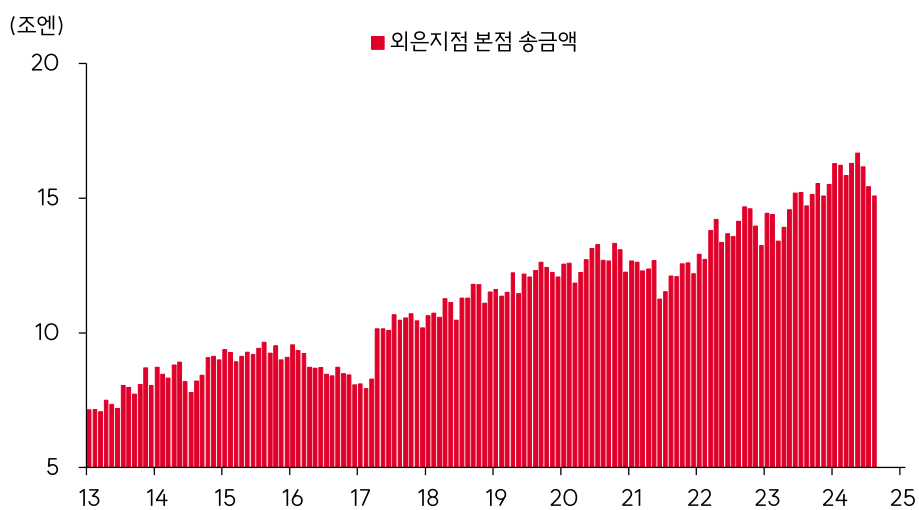
자료 : Refinitiv, SK증권

[40] 엔캐리 트레이드지수 변동과 일본 투신 누적 수급



자료 : 일본 재무성, Bloomberg, SK증권

[42] 일본 내 외국계 은행들의 본점 송금액 추이



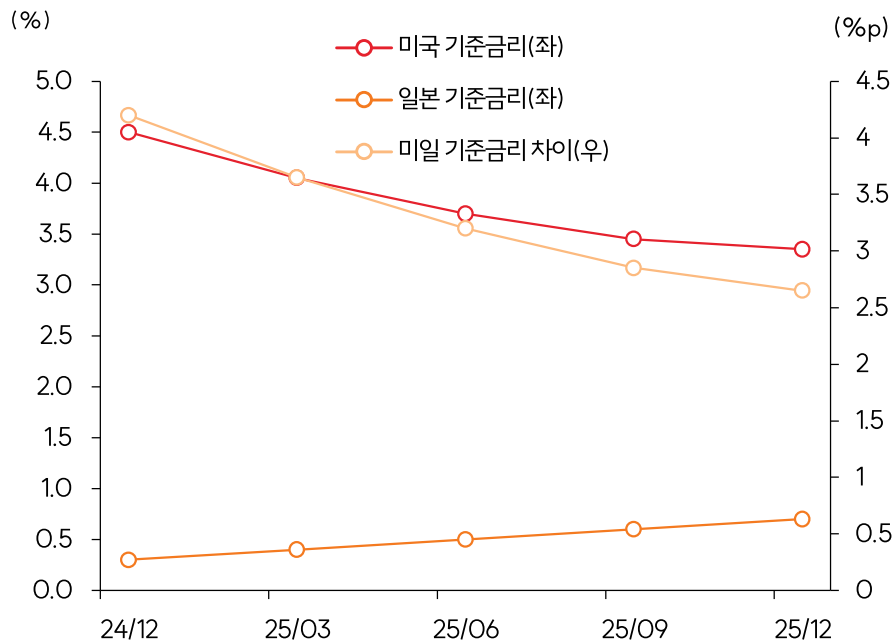
자료 : BOJ, SK증권

[엔캐리 청산] 엔캐리 트레이드 수익률의 하락은 불 보듯 뻔함



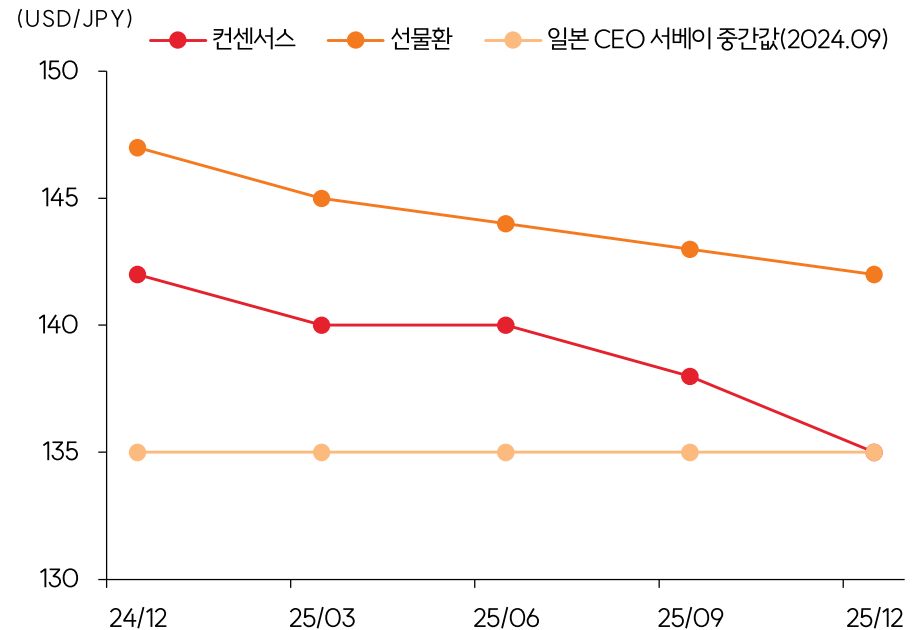
- 엔캐리 트레이드는 2가지 요소로 구성: (1) 금리차, (2) 환율차
- 일단 미국이 기준금리 인하 사이클에 진입해 앞으로도 기준금리를 상당 부분 내린다면 일본이 기준금리를 크게 올리지 않더라도 금리차가 크게 좁혀지기에 캐리 매력도 저하는 예상 가능한 악재
- 환율차의 경우에는 일본 현지에서도 엔화의 엄청난 절상을 선호하지는 않는다는 점이 그나마 다행. 닛케이가 9월 3일부터 19일까지 일본 현지 145개 회사 CEO들을 대상으로 진행한 서베이에서의 이상적인 엔달러환율 중간값은 135정도였음

[43] 시장 예상 미국/일본 기준금리 경로



자료 : Bloomberg, SK증권

[44] 시장 예상 엔달러환율 경로

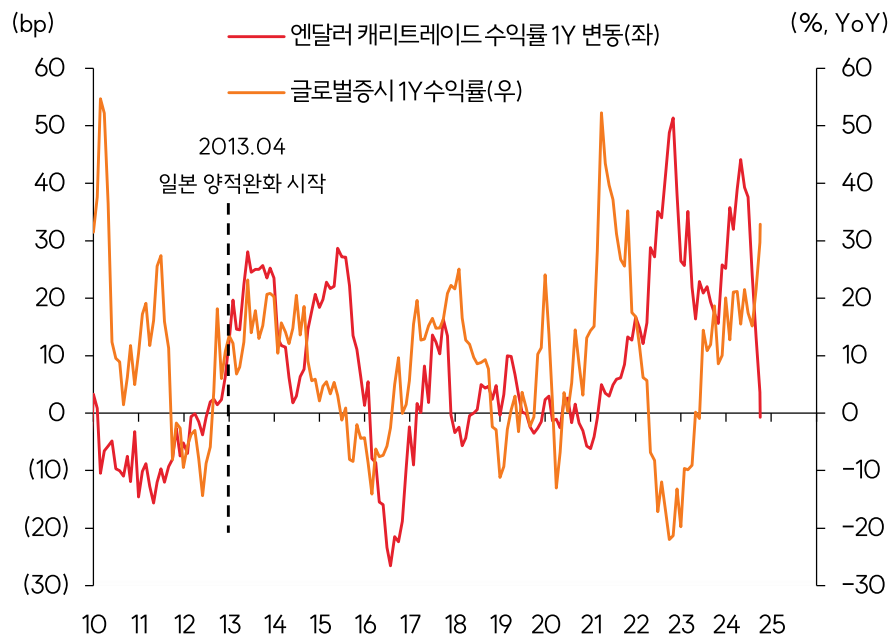


자료 : Bloomberg, Nikkei Asia, SK증권

[엔캐리 청산] 주가의 "방향성"을 정하기보단 "폭"을 결정

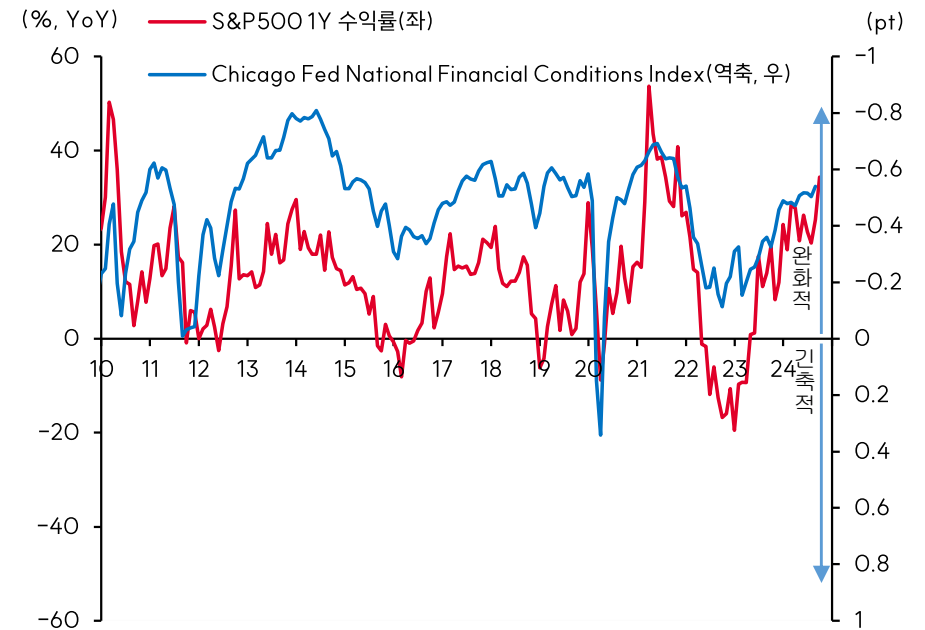
- 글로벌 증시와 엔캐리 트레이드 수익률이 장기적으로 동행해 오긴 했지만 단기적으로 볼때에는 오히려 반대로 갈 때가 많았음
- 엔캐리 트레이드는 있으면 유리하고, 없으면 불리한 정도의 "폭"을 결정하는 요소이지, "방향성" 자체를 결정지을 정도의 요소는 아니라는 판단

[45] 사실 최근에는 단기적으로 반대로 갈 때가 대부분이었음



자료 : Bloomberg, SK증권

[46] 어차피 증시 방향성은 금융환경(=시장 분위기)이 결정한다

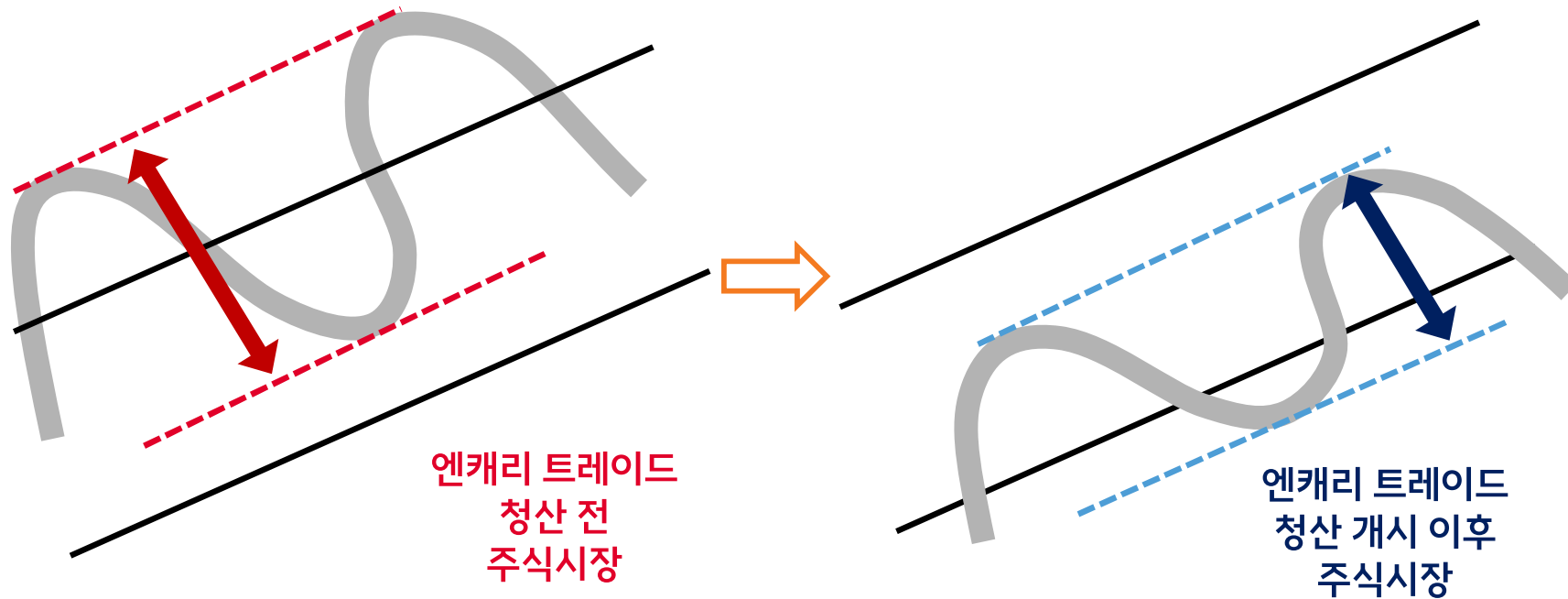


자료 : Refinitiv, FRED, SK증권

[엔캐리 청산] 과거의 부스터가 이제는 모래주머니로

- 당사는 엔캐리 트레이드 자금 청산이 증시의 방향성을 바꿀 정도는 아니지만 이전보다는 조금 불리한 환경 조성으로 해석
- 그동안 큰 규모로 누적되어 왔던 자금들이 청산되는 과정에서 글로벌 유동성 측면에서 큰 플러스 요인이었던 것이 마이너스 요인으로 변화하게 된다면 동일한 이벤트/재료에 대한 가격 반응이 상승 쪽은 조금 낮게, 하락 쪽은 조금 높게 형성될 수 있음은 유의

[47] 엔캐리 자금 향방에 따른 주식시장 영향



자료 : SK증권

[중국] 9월부터 재점화된 정책 모멘텀

[48] 미국의 빅컷 이후 통화정책 완화 여력 생긴 중국, 부양 강도 높이기 시작

시기	부서/회의	키워드	내용
9/24	인민은행	통화정책	지준율 50bp 인하 7일물 역RP 금리 20bp 인하 LPR 금리 20~25bp 인하 MLF 금리 30bp 인하
		부동산	기존주택 모기지 금리 약 50bp 인하 2주택 LTV 완화(75% > 90%) 3,000억 위안 보장성 주택 재대출 비중 확대(60% > 100%)
		주식시장	증권, 펀드, 보험회사 스왑(SFISF) 조성 예고 자사주 매입 특별 재대출 조성
9/26	중앙정치국 회의	재정정책	필요한 재정지출 보장. 초장기 특별국채 및 지방 특별채 발행 및 사용, 용도 완화
		부동산	부동산 시장 침체 저지 및 안정화 도모. 화이트리스트 프로젝트 대출 투입 확대, 기존 유휴 토지 활성화 지원
		민생	졸업생, 농민, 빈곤층 취업 지원. 구직에 어려움을 겪고 있는 계층(고령, 장애, 장기간 실업자)에 대한 지원 확대. 저소득층 지원 확대
9/30	베이징	부동산	1주택 LTV 85%, 2주택 80%로 완화. 사회보험 및 개인소득세 납부 조건 완화
	광저우		후커우 등 주택 구매 자격 심사 폐지, 주택 구매 건수에 대한 제한 폐지
	상하이		1주택 LTV 85%, 2주택 LTV 75%로 완화. 사회보험 및 개인소득세 납부 조건 완화
	선전		1주택 LTV 85%, 2주택 80%로 완화. 대출 정책 완화
10/21	인민은행	통화정책	LPR 금리 25bp 인하

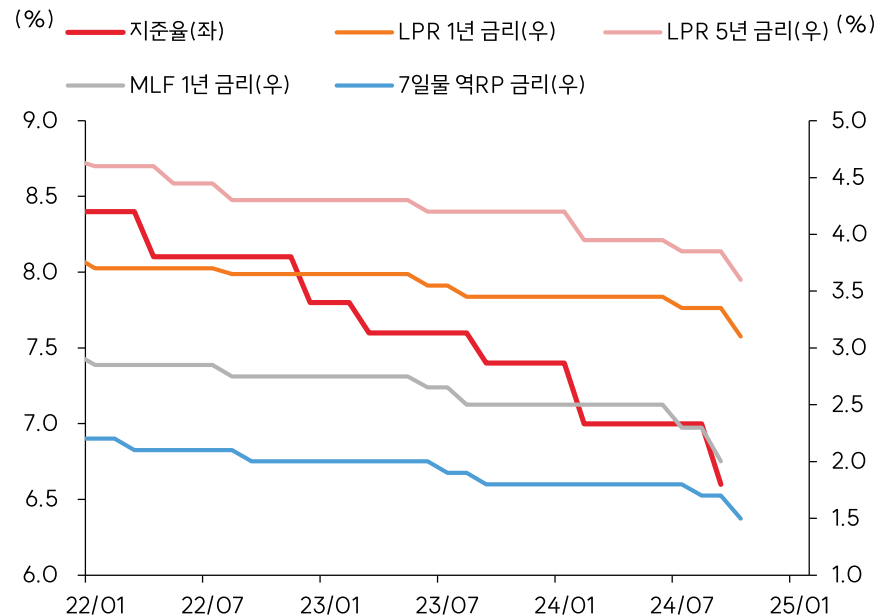
자료 : 언론종합, SK증권

- 9월 미국의 통화정책 전환으로 중국이 완화적인 통화정책을 가져갈 수 있는 여력 커짐
- 이에 중국 정책당국은 9/24 통화정책을 포함한 패키지 경기부양책 발표하며 5월 이후 경기 부양에 대한 강도를 재차 높여가기 시작
- 이번에는 다양한 정책금리 인하를 예고했는데, 경기 부양에 대한 정책당국의 의지를 확인할 수 있는 대목
- 9월 정치국 회의에서도 재정, 부동산, 민생을 비롯해 경제 중심의 내용을 공개했으며, 1선도시들도 부동산 규제 추가 완화에 나섬
- 현재 2024년 5% 성장에 난항이 예상되는 만큼 정책의 강도는 쉽사리 낮아지지 않을 것

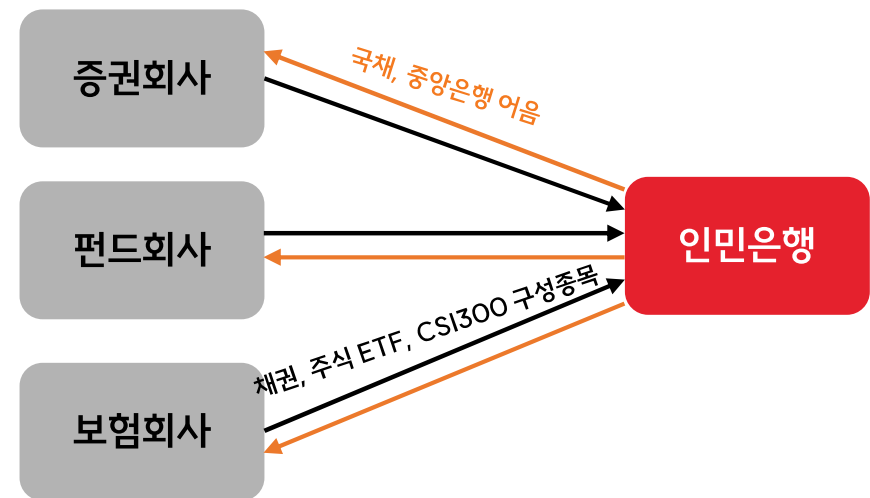
[중국] 주식시장 부양 정책은 지속 중

- 9월 중국은 기준율을 50bp 인하. 중국 경기에 대한 불확실성이 장기간 지속되며 채권시장으로의 자금 유입이 지속되고 있었던 가운데, 정책금리와 기준율 인하가 주식시장에 유동성 불어 넣어줄 것으로 기대
- 10/10, 5,000억 규모의 1기 증권-펀드-보험사 스왑(SFISF) 조성되었으며 10/18 기준, 1기 한도의 40% 이상이 신청되었음. 상장사와 주요 주주는 21개 금융기관으로부터 1.75%의 금리로 대출을 받아 자사주를 매입할 수 있는 3,000억 규모의 자사주 매입 재대출도 10/18에 개시됨. 여기에 10/21에는 LPR금리를 1년물과 5년물 모두 25bp씩 인하
- 증시가 안정적인 상승 궤도를 보일 때까지 주식시장 상승을 타겟팅한 정책들이 지속되고, 구체화될 것이기에 장기적 상승을 바라보는 것이 편한 선택

[49] 기준율 인하해 금융시장에 유동성 더욱 불어 넣어줌

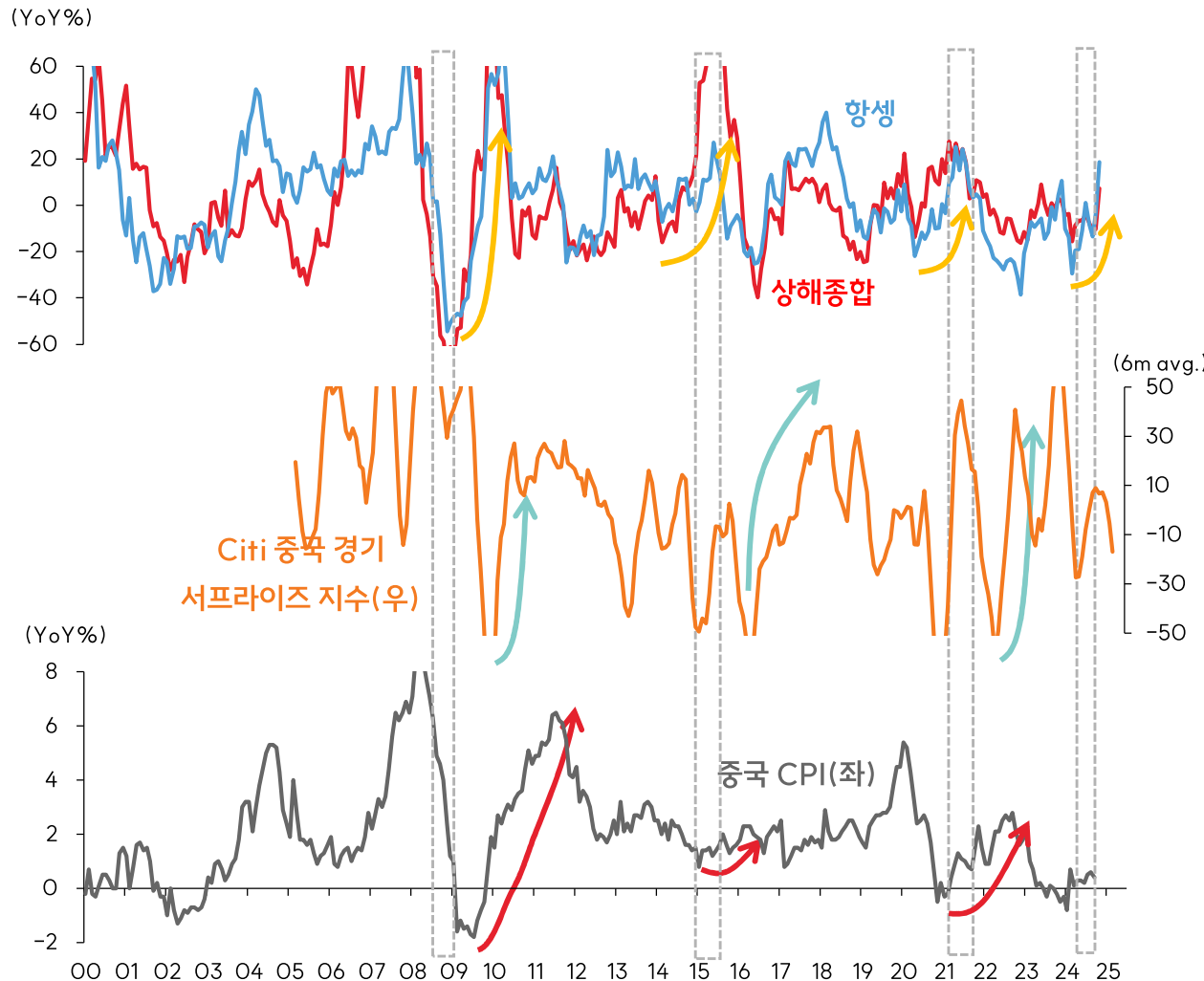


[50] 증권-펀드-보험회사 스왑 조성해 주식시장 상승 추진



[중국] 통화+재정 사용 시, 경기 개선 기대 무리 아님

[51] 통화정책과 재정정책이 함께 사용되면, 경기 개선 확률이 높아짐



- 주식시장 회복 이후 Citi 경기 서프라이즈 지수도 회복하는 모습 보였으며 수요(CPI) 증가도 확인
- 최근 통화정책도 더욱 완화적으로 변해가고 있는데, 재정정책의 강도는 지속적으로 높아질 것으로 보임
- 10/12 재정부 기자회견에서 디테일한 수치 제시되지 않았지만 재정정책 사용해 지방정부 채무 부담 완화, 부동산 시장 지원(특별채로 유희 토지 회수. 상품주택 매입해 보장성 임대 주택으로 사용), 취약 계층 지원 등 실수요를 개선 위한 지원 강조
- 현재 3분기 경제성장률까지 공개된 가운데, 2024년 연간 5% 성장 달성 위해서는 4분기 5.4% 성장을 필요. 경제 목표치 달성 위한 고강도 정책 지속 전망

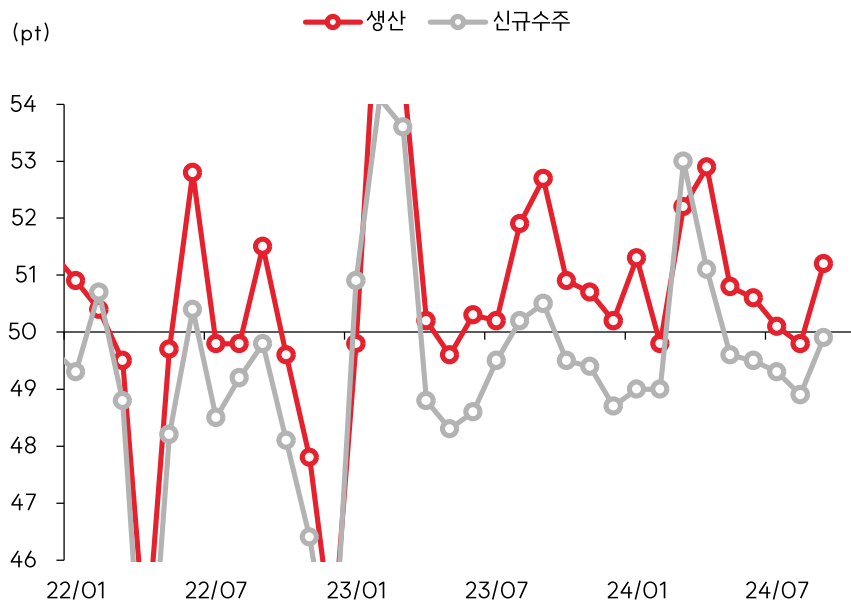
자료 : CEIC, Refinitiv, SK증권

주: 네모 박스로 표시한 부분은 완화적인 통화정책과 강한 재정정책이 수반되었던 시기

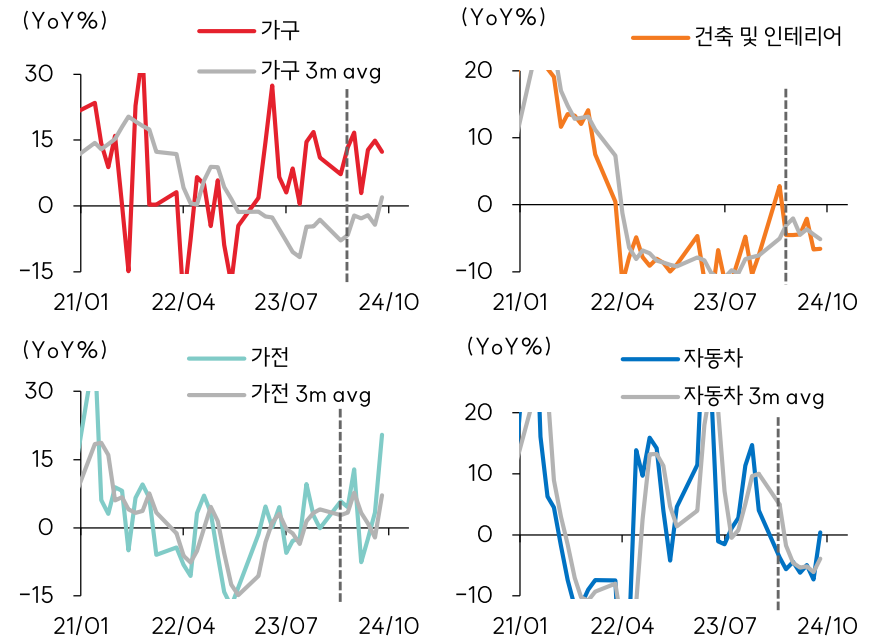
[중국] 정책 효과로 인한 일시적 회복 가능하나

- 9월 중국 제조업 PMI가 49.8로 확장 국면에 근접. 세부항목을 살펴 보았을 때, 생산과 신규수주가 2개월 연속 상승하고 있는 추세. 그중 생산은 전월 49.8에서 51.2로 큰 상승폭을 보였으며 신규수주도 생산과 동일한 추세를 보이며 개선되어 가고 있음
- 9월 소매판매 데이터도 초록불을 켜음. 9월 중국 소매판매는 전년대비 3.2% 증가했으며 그중 상품 소비 전년 대비 증가율이 1.9%(8월)에서 3.3%(9월) 향상됨. 그리고 4월 중순부터 본격적으로 추진되어 온 이구환신 정책 대상 중 일부 품목의 판매 호조 확인

[52] 제조업 PMI 회복 추세 2개월 연속 지속



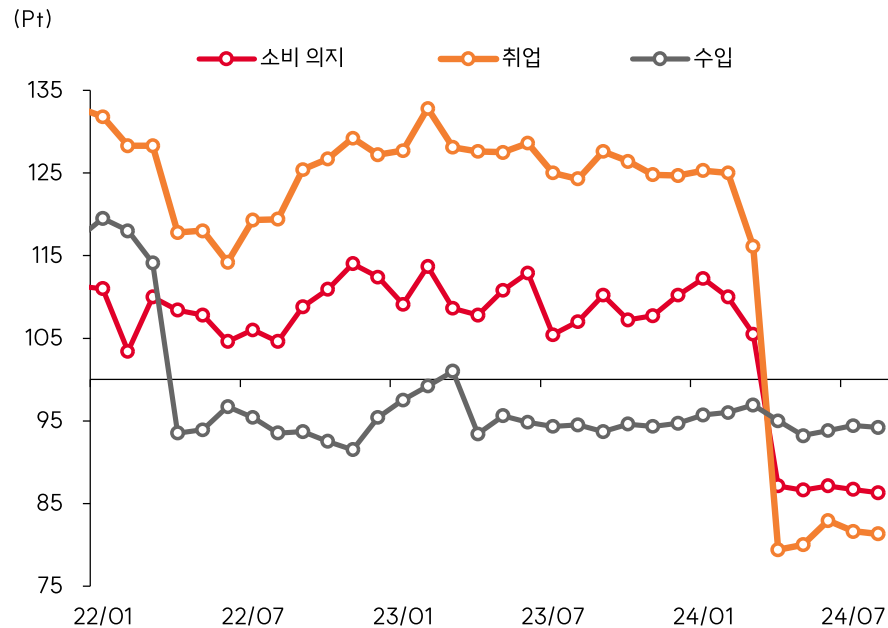
[53] 일부 이구환신 품목 상승 확인



[중국] 소비의 펀더멘털 회복은 여전히 요원

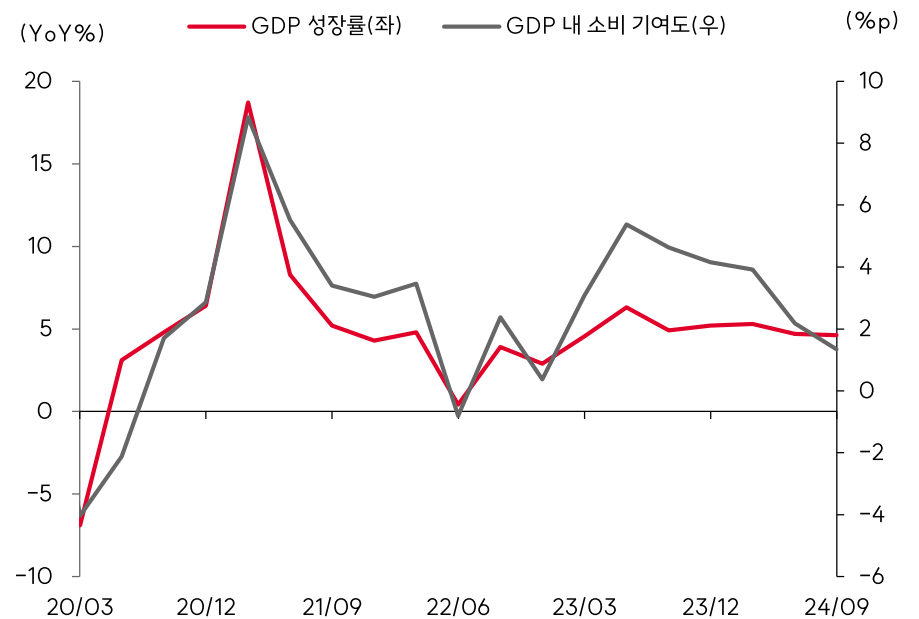
- 소비를 직접적으로 하는 주체(개인)들의 소비 심리가 개선되지 않고 있는 상황. 소비 의지는 5월 대규모 부양책 발표 이후에도 크게 개선되지 않았음
- 현재 중국 경제 성장률을 통해서도 중국이 소비 회복과는 거리가 먼 상황임을 확인 가능. 2024년 3분기 중국 GDP 성장률 4.6%를 기록했으며 올해 들어 중국 GDP 성장률과 GDP 내 소비 기여도는 점진적으로 낮아지고 있음. 2024년 GDP 성장률이 5%를 달성하기 위해서는 4분기 5.4%의 성장률이 나와 주어야 하기에, 소비를 진작시키기 위한 정책들은 지속되어야 하며 앞으로도 지속될 것으로 예상

[54] 소비를 하는 주체(중국인)들의センチ먼트는 여전히 부진



자료 : CEIC, SK증권

[55] 중국 GDP 내 소비 기여도는 3분기 1.4%까지 낮아짐

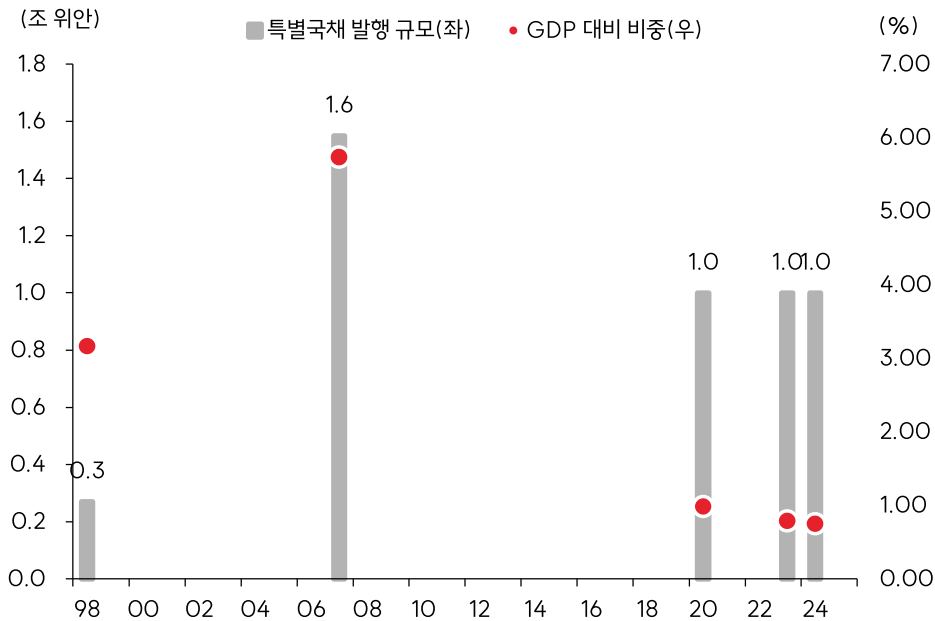


자료 : CEIC, SK증권

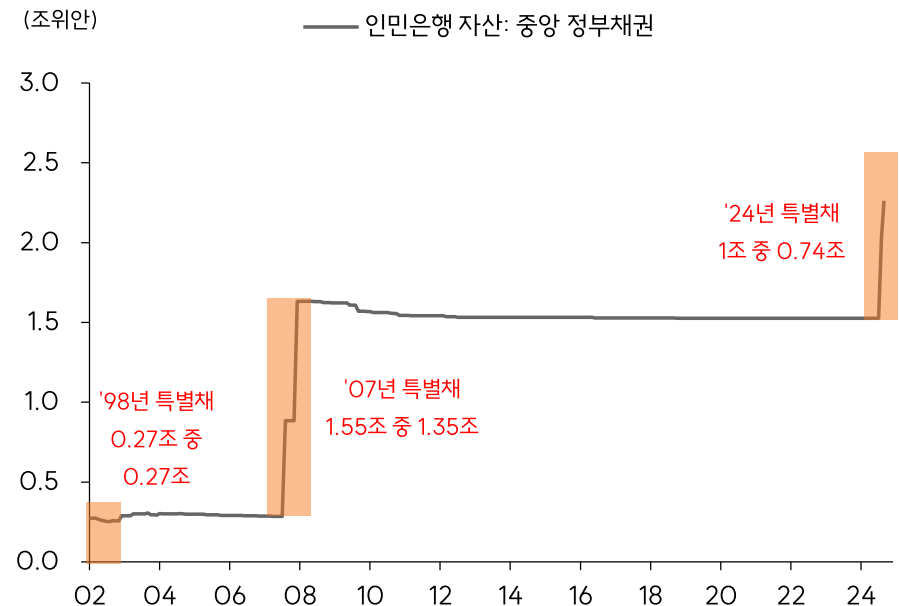
[중국] 소비를 들어올리기 위한 고강도 재정정책 지속될 것

- 작년부터 중국 정부는 특수 상황에 사용 가능한 특별국채라는 수단을 다시 사용하기 시작. 과거 특별국채를 발행했던 시기는 '98년, '07년, '20년으로 글로벌 경제 위기가 있었던 시절. 2023년에도 1조위안의 특별채를 발행했지만 발행 목적은 자연재해 복구와 재건이었음
- 올해 초장기 특별채를 발행하는 주요 목적은 '소비 부양'. 발개위에 따르면, 현재 1조위안의 초장기 특별채를 이미 프로젝트와 지방에 전액 하달 완료. 그중 노후설비 업그레이드와 소비재 이구환신을 위한 금액은 30% 수준. 현재 소비가 따라주지 않아 경제 성장에 어려움을 겪고 있는 정부가 경제 성장을 달성해 나갈 수 있는 가장 현실적인 방법은 정부의 부담은 덜면서(재정적자율 등), 직접적으로 돈을 쥐어줄 수 있는 초장기물 특별채 발행량 확대가 될 것

[56] 다만 이번 특별채 발행의 핵심은 "소비 부양"이 될 것



[57] 대부분의 특별채 발행 물량은 인민은행이 받아줌

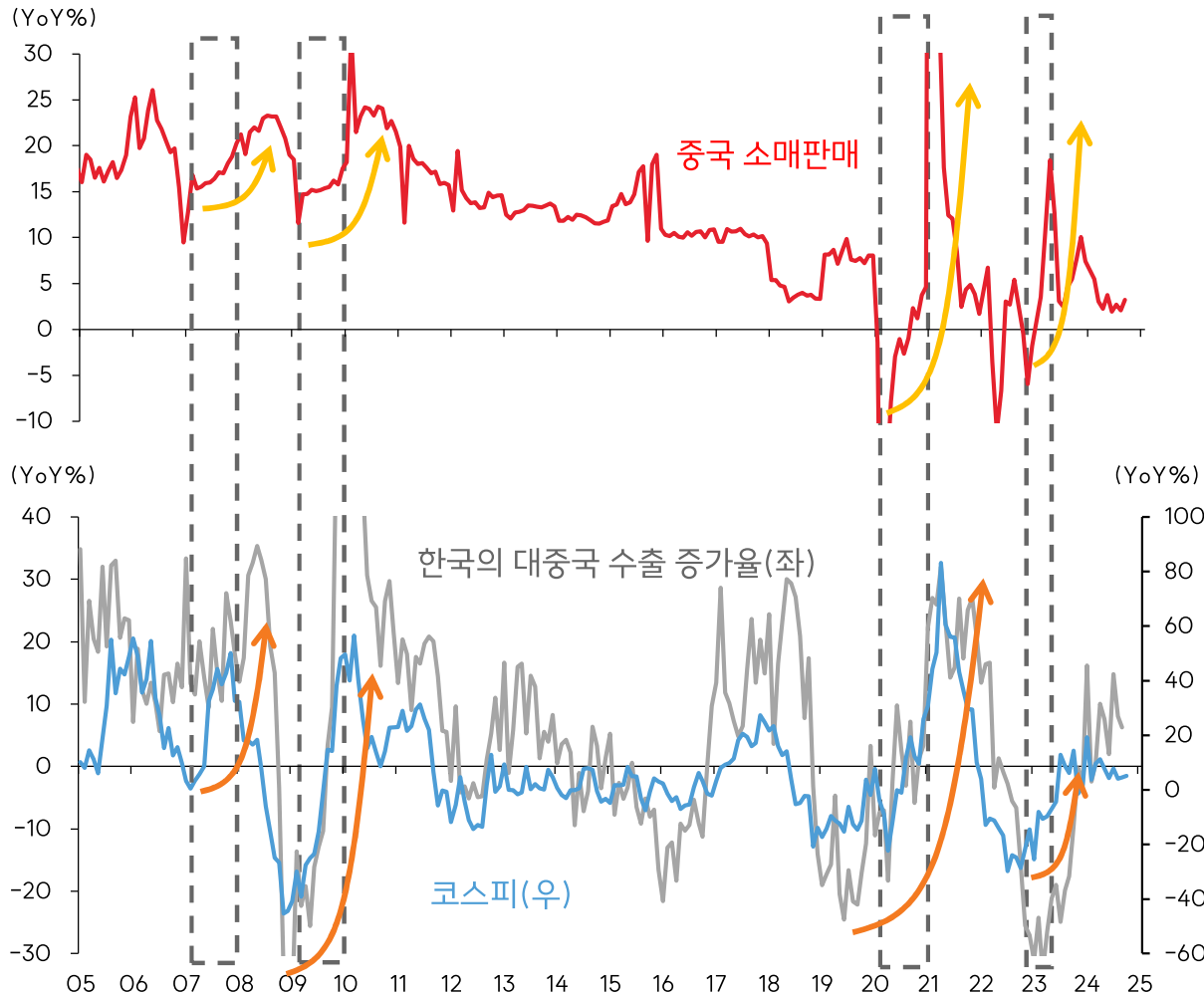


자료 : CEIC, SK증권
 주: 2024년 GDP 대비 비중은 GDP 목표 성장률인 5% 적용하여 산출

자료 : CEIC, SK증권

[중국] 소비 턴어라운드 시, 관련 수출 업종을 보자

[58] 중국의 소비가 개선되면 우리나라 수출에도 긍정적



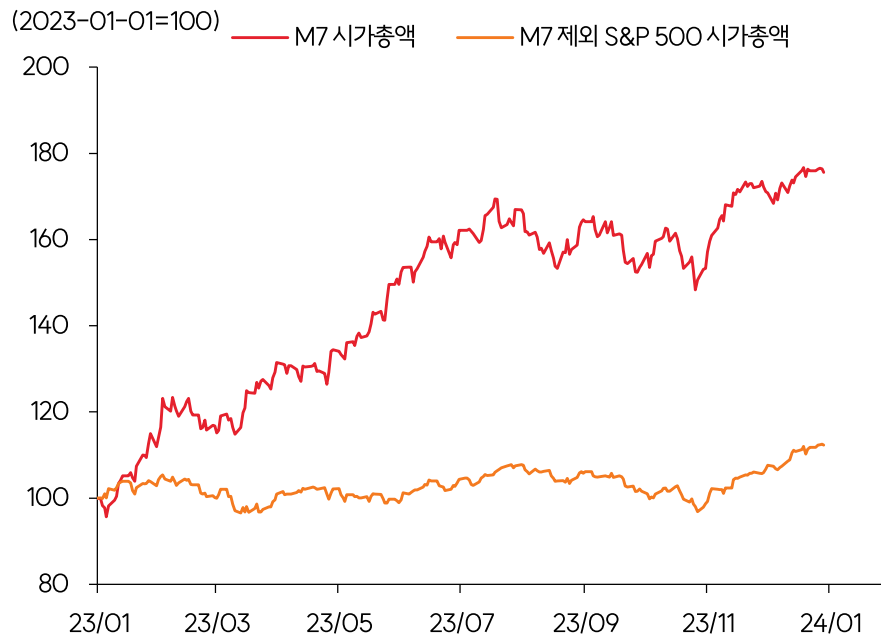
- 중국의 소비가 좋았던 여러 차례의 구간들을 살펴보면, 수요 확대로 인해 한국의 대중국 수출도 함께 우상향하는 모습을 확인
- 소비에 대한 수요가 부족해 대중국 수출 증가율의 높낮이가 낮아졌으니, 중국의 내수가 진작된다면 중국 수출 관련 업종도 지켜 볼 만함
- 2024년 9월 기준, 중국 주요 수출 품목은 반도체(61.5%), 정보통신 기기(22.8%), 기타 전기전자제품(+4.7%), 반도체 제조용 장비(+4.2%), 석유제품(+3.1%)

자료 : CEIC, Refinitiv, SK증권

[AI] 여전히 M7의 아웃퍼폼이 이어지고는 있지만

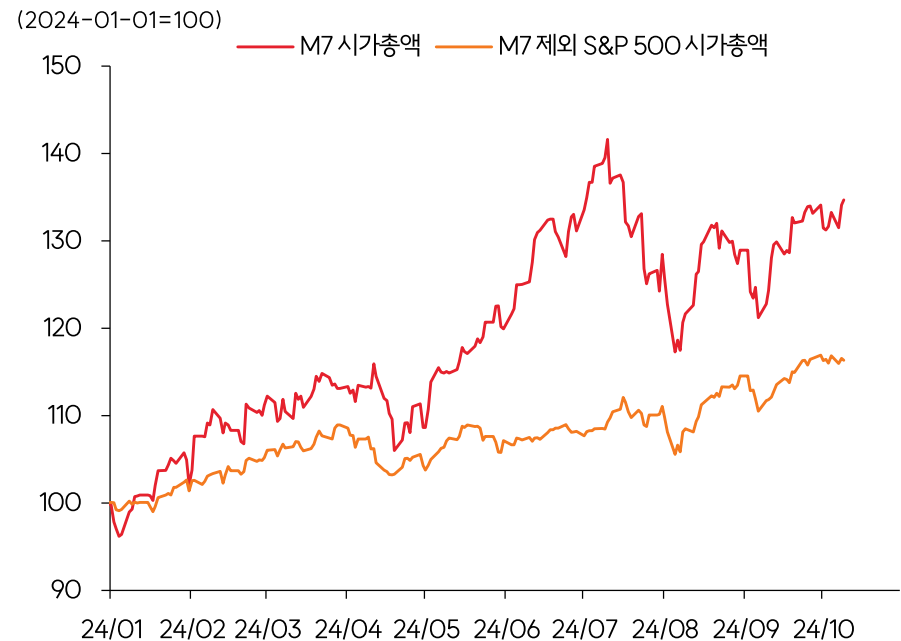
- 작년에 이어 올해도 Magnificent 7 종목들의 강세가 이어지며 지수 대비 크게 아웃퍼폼
- 다만 올해는 7개 종목들의 상승 폭이 작년보다는 덜하고, 나머지 493개 종목들은 작년에 거의 오르지도 못했으나 올해는 주가 흐름이 꽤 참게 진행되고 있다는 것이 차이점. 또한 조정이 나올 때에는 7개 종목들의 하락 폭이 훨씬 크게 나오는 것 또한 확인

[59] 2023년 S&P 500 상승분 내 M7과 나머지의 기여도 추이



자료 : Bloomberg, SK증권

[60] 2024년 S&P 500 상승분 내 M7과 나머지의 기여도 추이

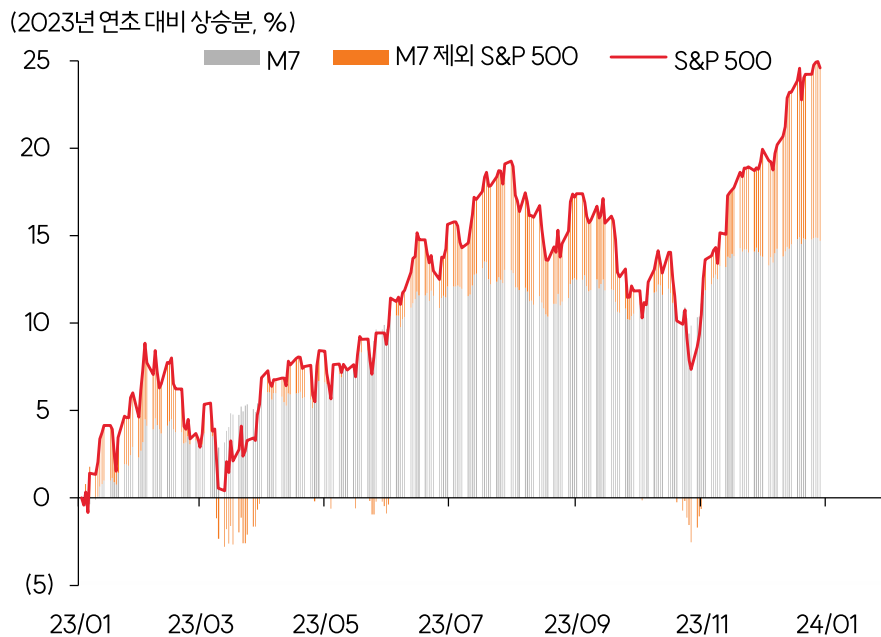


자료 : Bloomberg, SK증권

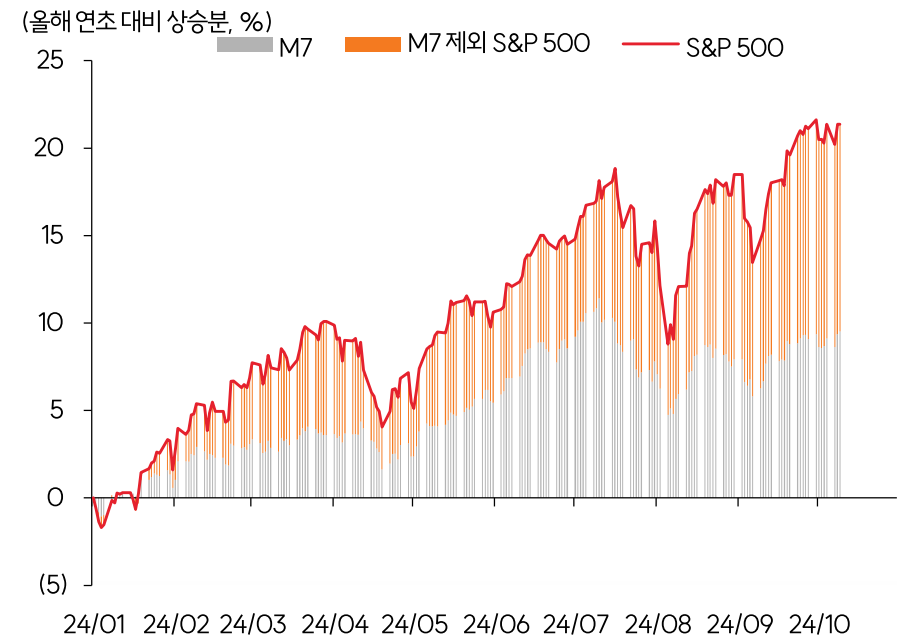
[AI] M7만 올랐던 작년과는 확실히 다른 양상

- Magnificent 7 종목들의 지수기여도 또한 상대적으로 축소. 작년 한 때는 증시 상승기여도의 전부를 담당했던 때도 있었지만 올해는 다시 나머지 기업들의 기여도가 더 높은, 어떻게 보면 정상적인 상황으로 복귀
- 작년에는 기대감만으로도 주가가 크게 움직였다면, 올해는 그보다는 난이도가 높아진 것이 실제로 체감되고 있음

[61] 2023년 M7 vs S&P493(7개 종목 제외) 시가총액 추이



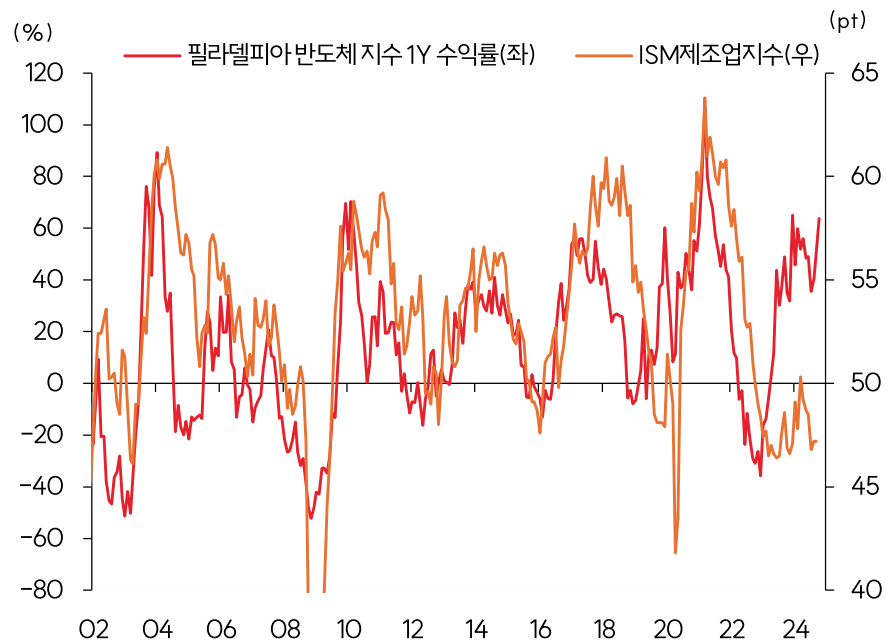
[62] 2024년 M7 vs S&P493(7개 종목 제외) 시가총액 추이



[AI] 과거와는 다른 사이클임은 분명

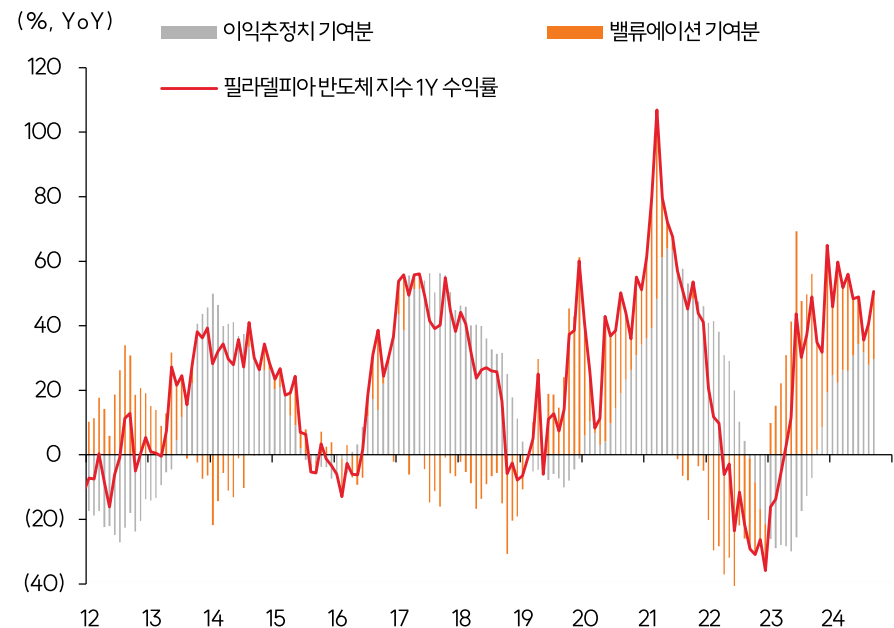
- 최근 그동안 반도체 사이클을 잘 설명해 왔던 지표들과 반도체 주가의 괴리 심화 등을 근거로 조정을 논하는 의견이 빈번해지고 있으나, 과거 사이클과는 다르게 AI라는 특수한 상황이 얹혀진 만큼 다르게 접근할 필요 존재
- 오른쪽 그림에서 볼 수 있듯이 현재의 주가는 밸류에이션만으로 끌어올려진 것이 아니라 이익 추정치의 상향이 동반된 상승이기 때문에 기대감만 앞서 간 상황은 아니라는 것

[63] 필라델피아 반도체 지수 수익률과 ISM제조업지수 간의 괴리



자료 : Bloomberg, SK증권

[64] 밸류에이션으로만 벌어진 것이 아니라 이익 추정치 상향 동반

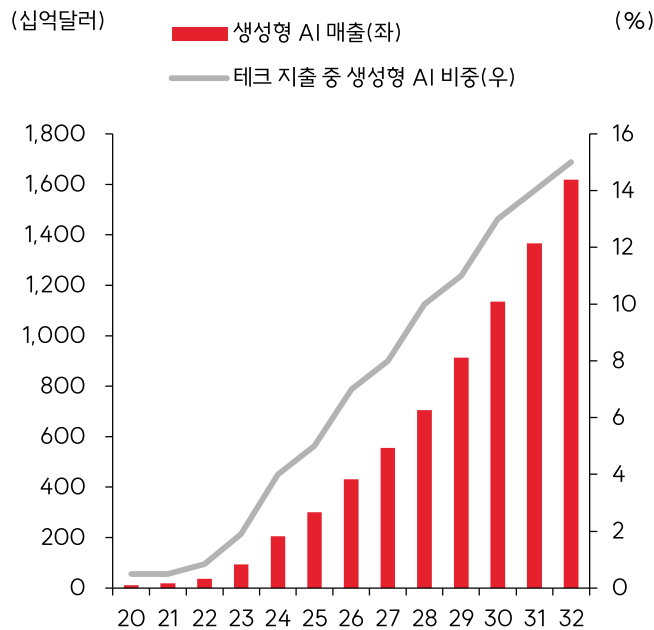


자료 : Bloomberg, SK증권

[AI] CAPEX 성장을 자체는 어쩔 수 없이 기울기 둔화

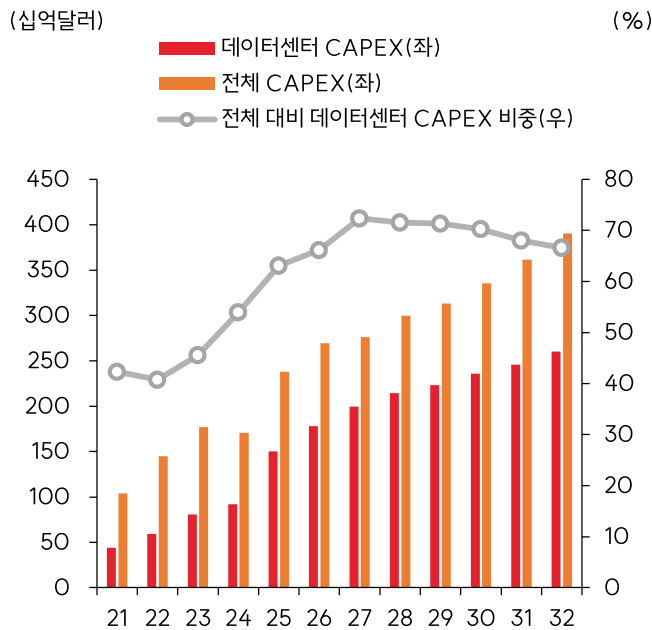
- 생성형 AI를 위한 CAPEX 투자 기조는 대규모로 이어질 가능성이 높음. 미래 먹거리를 선점하기 위한 경쟁은 지속될 것
- 그러나 결국 대규모 투자는 시장에서 베이스 시나리오로 깔고 가는 상황이며 이를 위해 사용되는 투자액의 증가율은 둔화될 가능성이 높아
기울기 측면에서는 올해가 정점일 가능성이 높고, 주가의 추가적인 상승을 위해서는 새로운 재료가 필요함

[65] 생성형 AI 관련 지출 전망: 비중 점차 확대



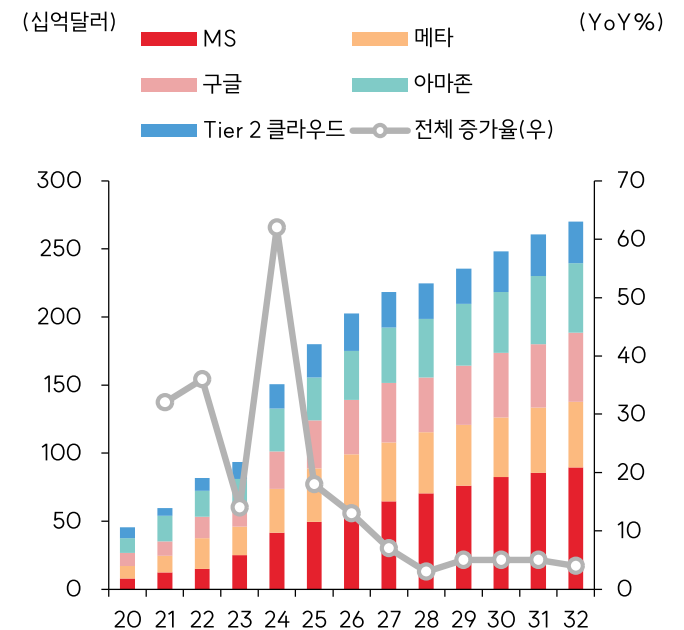
자료 : Bloomberg Intelligence, SK증권

[66] 데이터센터 CAPEX 비중: 하락 전환 전망



자료 : Bloomberg Intelligence, SK증권

[67] 데이터센터 CAPEX 성장을 둔화 가시화



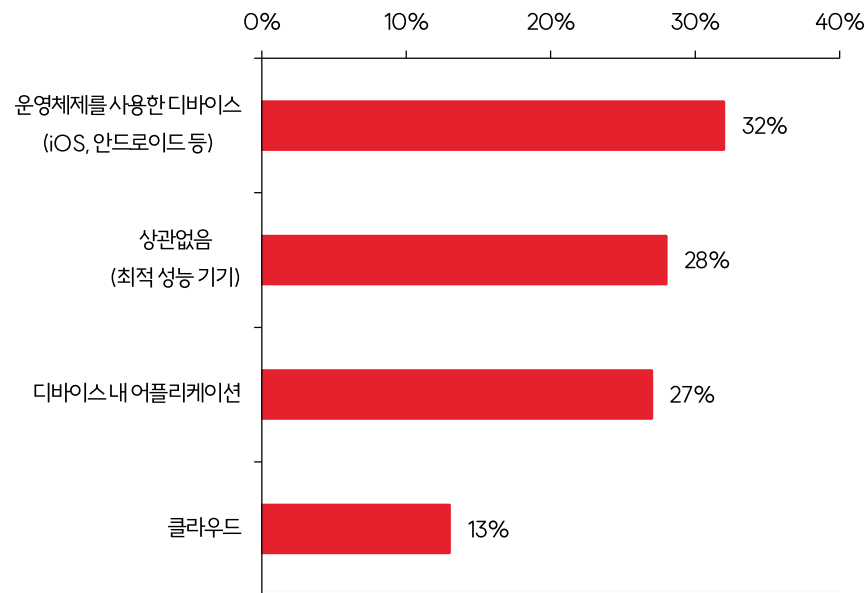
자료 : Bloomberg Intelligence, SK증권

[AI] 온디바이스 AI, 제대로만 나온다면 잘 될 가능성 높음

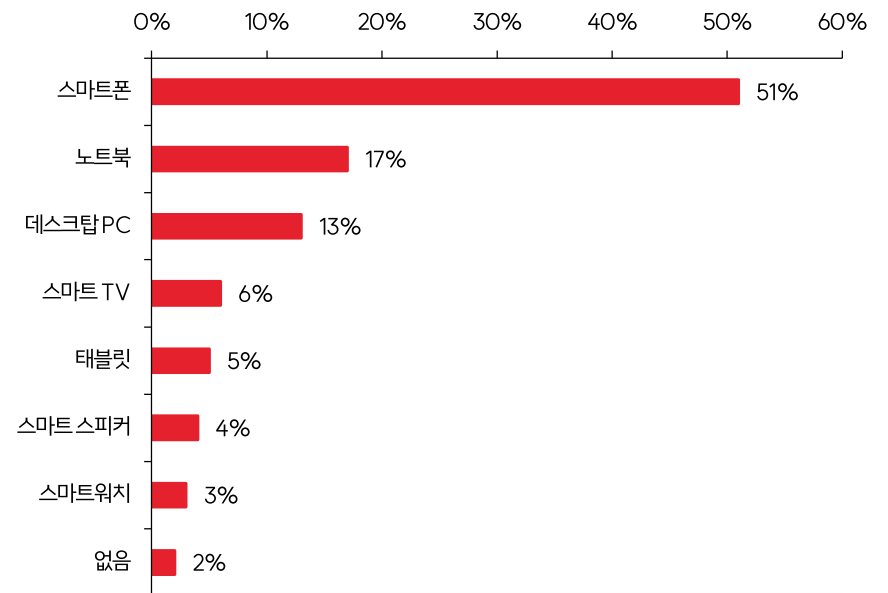


- Bloomberg Intelligence에서 시행한 설문조사 결과를 보면 시장 눈높이를 충족하는 온디바이스 AI가 나온다면 흥행할 가능성이 꽤나 높아 보인다는 판단
- 설문에 따르면, 생성형 AI 툴의 위치에 대해서는 클라우드보다는 디바이스를 사용하는 것을 선호하는 의견이 압도적이며, 디바이스 내에서는 스마트폰이 가장 큰 수혜를 볼 것으로 설문조사 결과가 도출. 애플 인텔리전스(Apple Intelligence)나 삼성의 온디바이스 AI 서비스가 출시 후 정착하는 방향으로 전개될 경우 업사이드 크게 볼 수 있을 것으로 보임

[68] 생성형 AI 툴의 이상적인 위치에 대한 설문조사 결과



[69] 생성형 AI로 가장 큰 수혜를 볼 것 같은 기기에 대한 설문조사



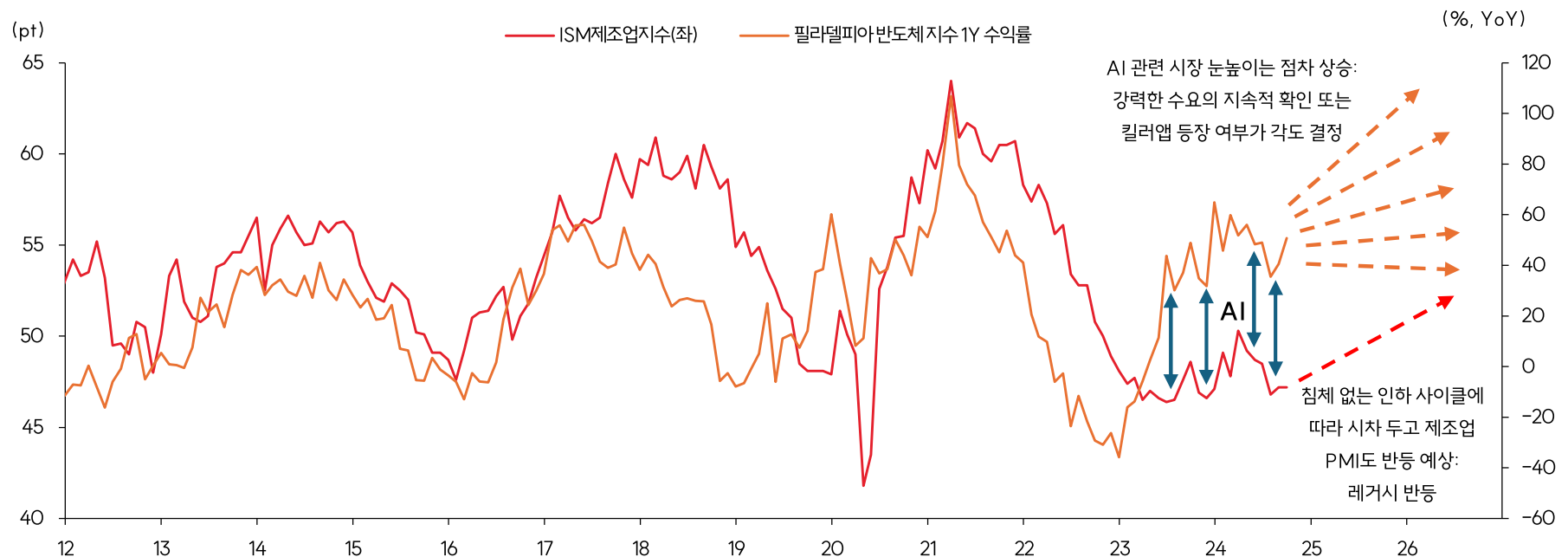
자료 : Bloomberg Intelligence, SK증권
 주: 1000명 대상 설문조사, 한 개 선택지만 선택, 7명은 무응답

자료 : Bloomberg Intelligence, SK증권
 주: 1000명 대상 설문조사, 한 개 선택지만 선택, 4명은 무응답

[AI] 위로 더 가려면: 뭔가 하나 더

- 현재 이 시점에서의 추가 상승 가능성과 이에 대한 조건을 살펴보는 것 또한 중요할 것으로 생각
- 어쨌든 지금의 주가는 이익추정치와 밸류에이션이 함께 올라오면서 만들어짐. 미국이든 한국이든 반도체 기업들이 추가적인 상승을 만들어내기 위해서는 (1) 레거시 반도체가 반등하는 모습이 나타나던가, (2) AI에 대한 추가적인 가격 모멘텀을 부여할 수 있는 재료(온디바이스 AI나 소프트웨어 등 킬러 앱)가 유입되어야 할 것으로 예상
- 경기 침체 없는 기준금리 인하 사이클에 따라 제조업 경기도 시차를 두고 레거시 반도체와 함께 동반 반등할 가능성이 높음. AI 관련해서는 킬러앱 등장 시 상승의 각도를 결정하게 될 것

[70] AI 사이클의 주가 향방은?



자료 : Bloomberg, SK증권

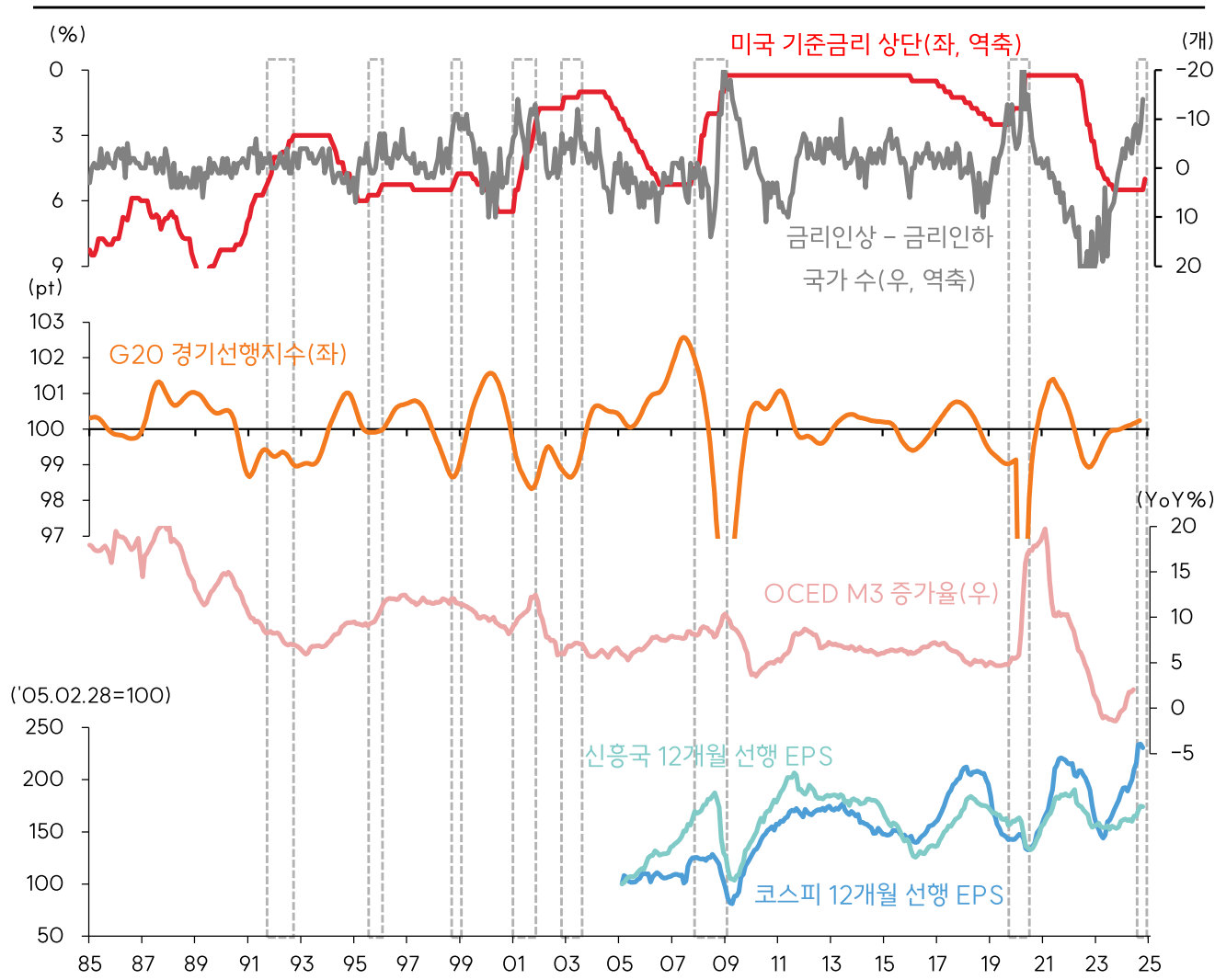


Part 2.

2025년 주식 시장 전망

침체 없는 인하 사이클 = 확률상의 우위는 확실

[71] 주식시장에 부스터샷이 되어줄 금리 인하 사이클



- Part 1에서 다루었듯이, 경기 침체가 아닌 기준금리 인하 사이클은 시차가 존재할 수 있으나 대부분의 경우에 증시를 부스팅시키는 역할을 담당
- 경기, 유동성 등 전반적으로 온기가 돌 가능성이 높아 확률상의 우위를 가져갈 수 있는 국면 벌어질 것으로 예상
- 전반적으로 길게 보았을 때 증시에 대해서 긍정적인 시각으로 바라볼 강력한 근거로 생각

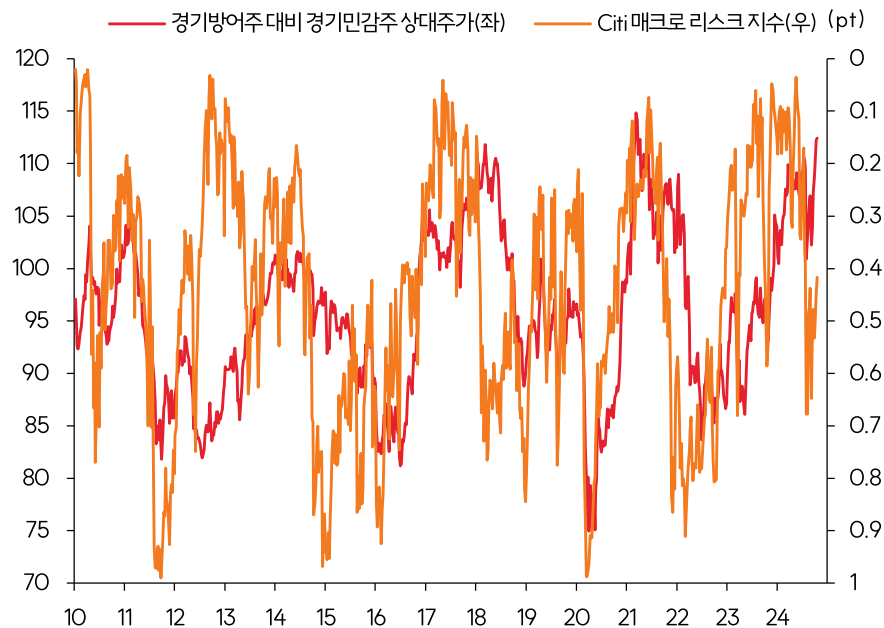
자료 : Refinitiv, SK증권

주: 네모 박스로 표시한 부분은 미국의 금리 인하 구간

상저하고 경로 예상: 연초 방어주, 시간 갈수록 민감주로

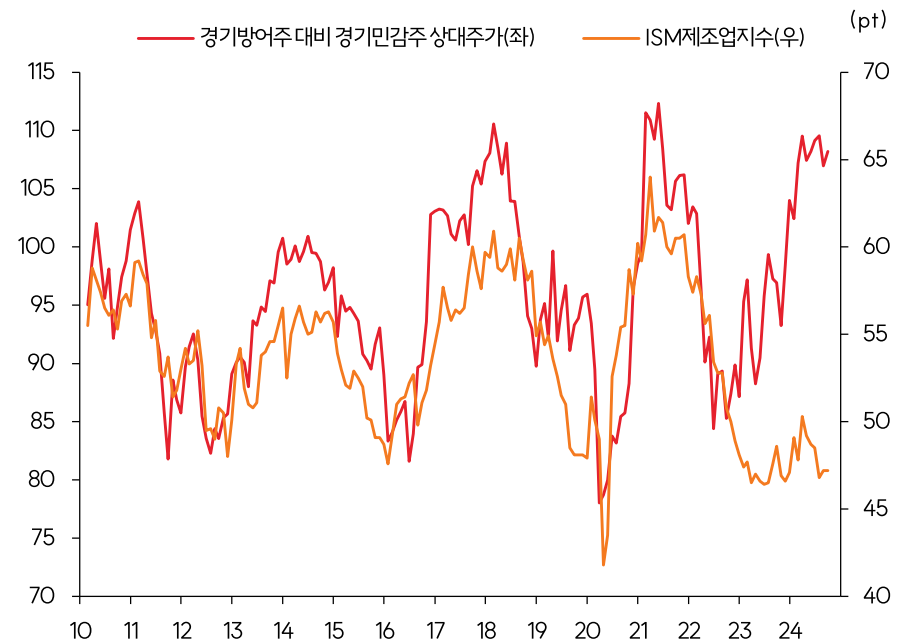
- 당사는 올해 연말~내년 연초부터 발생할 수 있는 재정적자 관련 문제의식과 작은 폭의 경기 둔화를 근거로 연초에는 Risk-Off 분위기가 형성될 가능성이 높다는 판단. 이에 따라 전반적인 로우볼 스타일과 방어 업종 포지셔닝이 유리할 것으로 생각
- 다만 이러한 이슈는 크게 갈 것은 아닐 것으로 생각. 빠르면 2분기, 늦어도 하반기부터는 실제 경기가 돌아서는 방향성을 예상해 경기민감주 포지션을 점차 늘려가는 것을 추천

[72] 탑다운 리스크 높아질 가능성 높은 연초에는 방어주가 유리



자료 : Bloomberg, SK증권

[73] AI 영향을 제외한다면 제조업 경기 확장도 분명히 필요



자료 : Bloomberg, SK증권

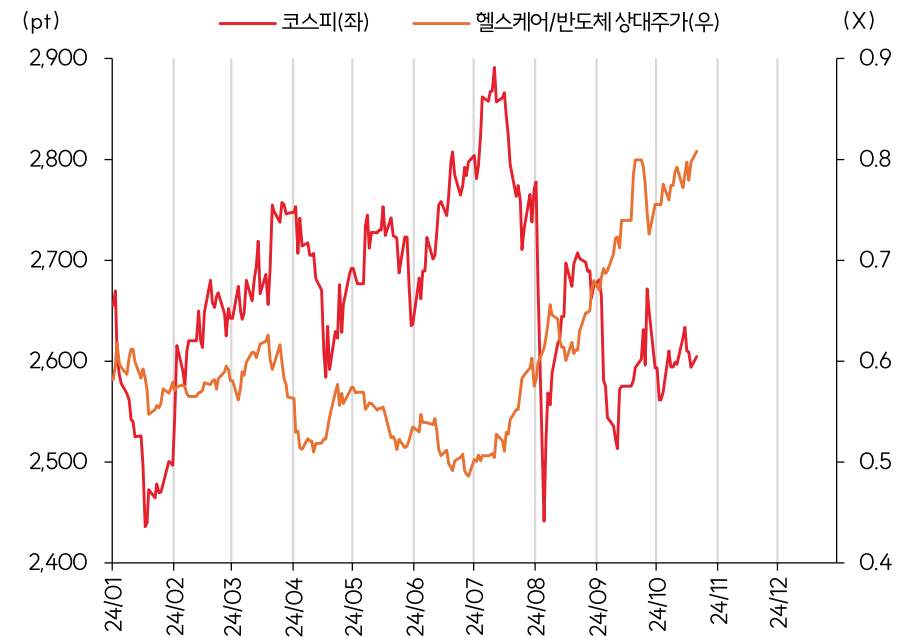
두개의 태양 없다면: 先 제약/바이오 - 後 반도체

- 최근까지 국내 증시 내에서 주도주로 역할을 했던 업종은 크게 1) 반도체, 2) 2차전지, 3) 제약/바이오. 큰 변수가 없다면 향후 주도 업종도 이들 안에서 결정될 가능성이 높을텐데, 최근 이들의 주가 흐름상 세 업종 모두 코스피 지수 대비 아웃퍼폼하는 그림은 관측하기 힘들었음
- 당사는 2차전지를 공급 과잉 및 수익성 훼손 심화 등의 이유로 상대적으로 비선호. 반도체 관련해서는 AI 쪽 수요는 강력하나 재고 조정 등과 레거시 업황에 대한 우려가 걷히기까지는 다소 시간이 필요하다고 판단. 경기방어적 성격을 지니면서도 금리 하락에 우호적으로 반응하는 제약/바이오가 상대적으로 아웃퍼폼 지속할 가능성 높다는 판단
- 이후 하반기를 향해 경기가 실제로 돌아서면서 레거시 업황 반등 가시화될 경우 주도주는 반도체로 전환될 가능성에 무게를 두며, 과거와 다르게 이익 방어력이 높고 보수적 Capa 운영이 지속될 현재 사이클의 특수성까지 감안할 경우 주도주 교체 시점은 더 앞당겨질 가능성

[74] 다같이 행복한 경우는 거의 없다

분기	2차전지	반도체	헬스케어
4Q21	0.71	12.32	-8.97
1Q22	-5.85	-3.39	-3.17
2Q22	5.26	-4.94	1.07
3Q22	-0.65	-0.39	-0.53
4Q22	-2.02	0.18	-2.62
1Q23	58.64	6.81	-10.53
2Q23	1.58	11.38	-2.58
3Q23	-2.14	0.17	3.63
4Q23	-11.67	8.39	6.85
1Q24	-8.77	7.29	4.04
2Q24	-20.63	5.09	-11.83
3Q24	9.59	-17.79	23.74

[75] 반도체 쉬어가는 동안에는 헬스케어 아웃퍼폼 지속에 무게



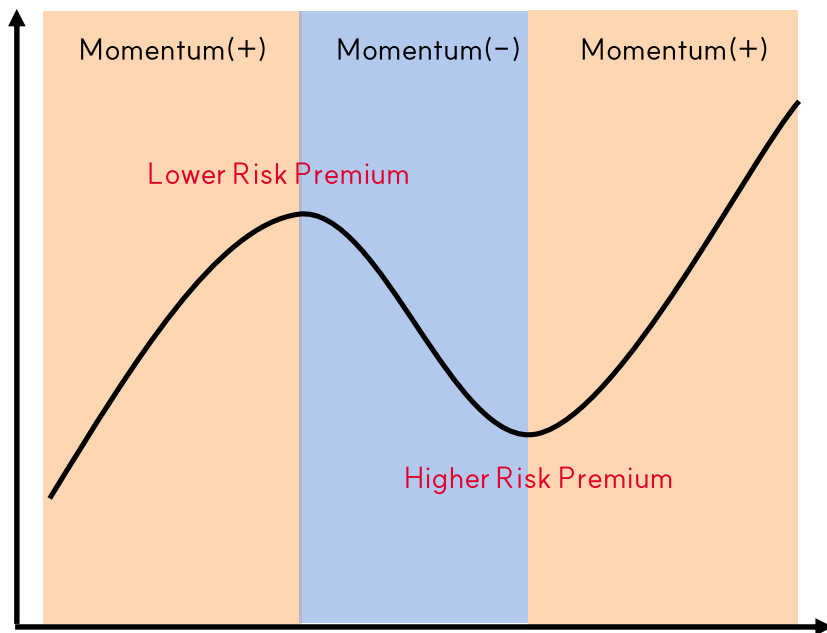
자료 : Quantwise, SK증권
 주: 각 업종의 분기별 코스피 대비 초과수익률 기준

자료 : Bloomberg, SK증권

ROE와 ERP로 가늠해본 증시 범위

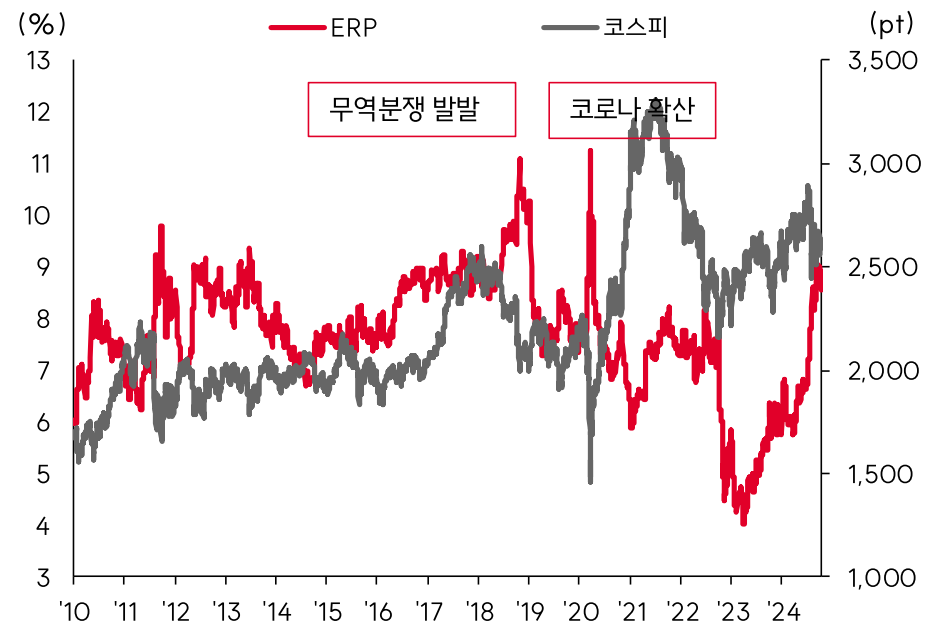
- 기업 가치를 측정하기 위한 Return on Equity, Equity Risk Premium을 시장 단위로 평가
- 실무에서 리스크 프리미엄의 대응으로 자주 활용되는 PER 역순은 현재 역사적 고점은 아니지만 상당히 높아진 상태
 - $ERP = \frac{E}{P} - r_f$
- ERP는 무역분쟁, 코로나 등 변동성 이벤트로 인해 가격이 낮아지거나 벌어들이는 이익 규모가 커지는 두 가지 경우에 상승
- 금번 리스크 프리미엄의 상승은 반도체 사이클 시작 이후 상승한 이익의 규모를 주가가 온전히 반영하지 못하면서 발생
- 비록 현재의 이익 추정치는 일정 수준 조정될 가능성이 있으며 이는 주가가 상승하지 않아도 ERP의 하락 요인으로 작용할 수 있지만, 금리 인하 사이클의 시작은 ERP의 추가 상승 요인으로 작용할 여지도 있음

[76] Business Cycle과 Risk Premium



자료: SK증권

[77] 현재의 Risk Premium 수준

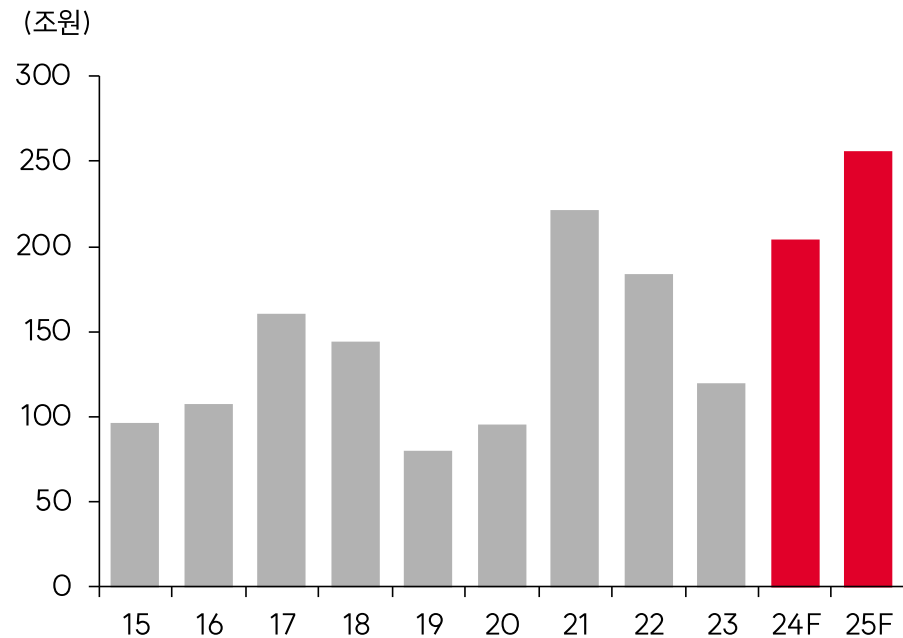


자료: Quantiwise, SK증권

ROE의 Return이 감소할 여지 고려

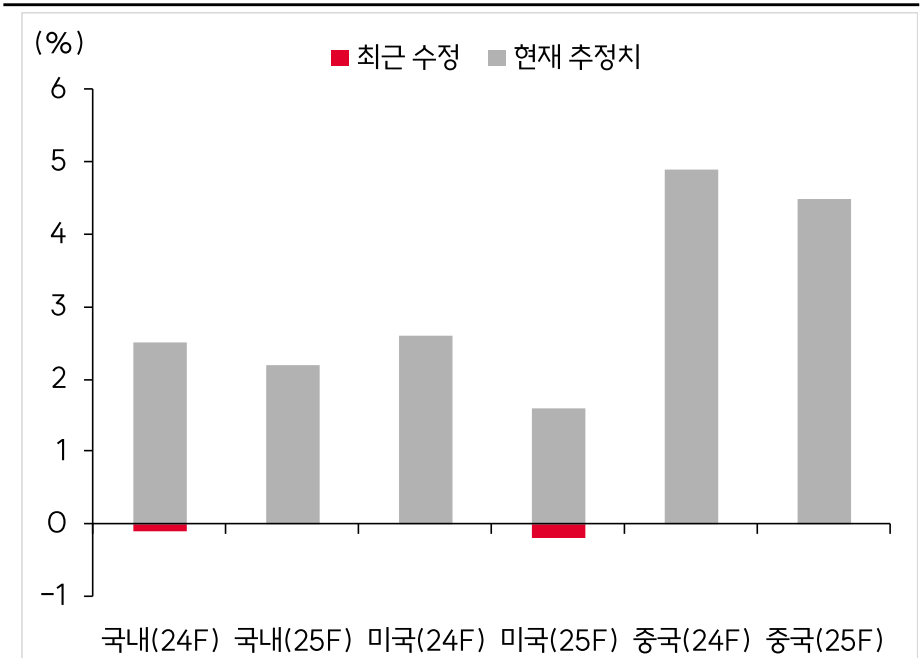
- 10/18 기준 컨센서스에 따르면 올해는 전년 대비 +70.0%, 내년은 올 해 컨센서스 대비 +25.1% 증익할 것으로 예상
- 최근 주요 경제 기관들은 내년 아시아 지역 성장률에 대한 예상치를 소폭 하향 조정 중
 - OECD, IMF 등 경제 전망 기관은 최근 보고서에서 전체적으로 중립적인 아시아 지역 성장을 전망했지만, 그 이전 보고서들에 비해서 경미한 조정을 나타내기도 했음
- 또한 일반적으로 컨센서스는 (특히 해가 바뀔수록) 다소 낙관적으로 편향되어 있다는 사실을 감안할 필요

[78] 국내 증시 당기순이익 추이



자료: Quantiwise, SK증권
 주: 코스피+코스닥 합산

[79] OECD 경제 성장률 전망 (9월 보고서)

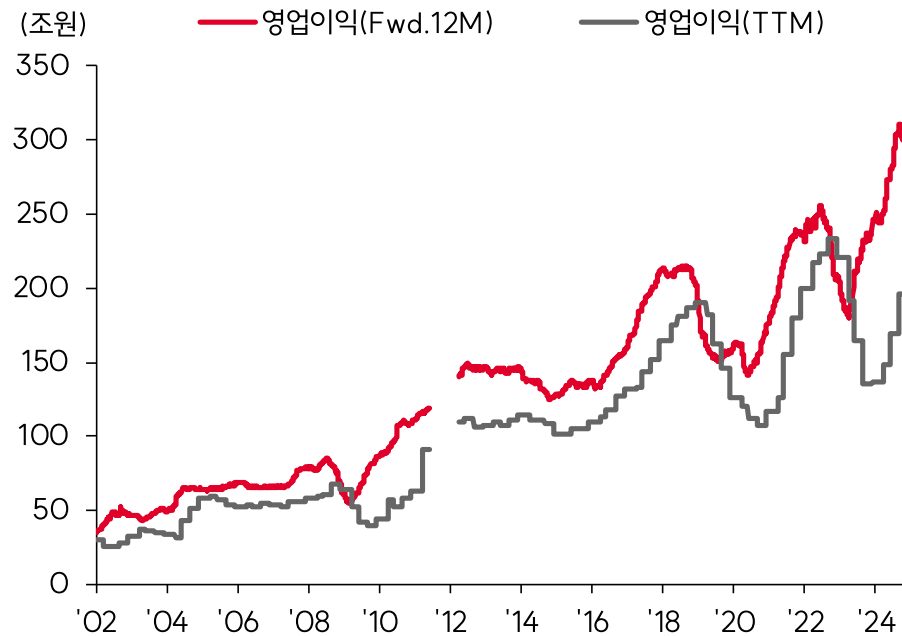


자료: OECD, SK증권

우리는 지금 얼마나 낙관적인가

- 애널리스트가 커버하는 기업들에 대해서는 추정 손익 계산서(Forward)가 있고, 실제로 확인되는 손익 계산서(Trailing)가 존재
- Forward가 Trailing에 비해서 '얼마나' 앞서 나가는지는 꽤나 평균 회귀적 데이터
- 즉 Forward/Trailing 비율이 확대되는 만큼 시장의 낙관 혹은 비관 역시 그만큼 확대되어 있다고 간접적으로 해석할 수 있음
- 해당 비율의 과거 궤적과 현재의 수준을 비교하여 컨센서스가 "과거에 비해" 얼마나 낙관적인지 평가해보는 지표
- 중간에 Trailing 지표가 끊긴 기간은 주요 기업들의 Trailing 지표가 데이터 터미널에서 부재하여 분석 대상에서 제외된 구간
- 현재는 상당히 높아졌었던 낙관이 어느 정도 하향 조정되고 있는 추세

[80] 코스피 Forward/Trailing 12개월 영업이익



자료: Quantiwise, SK증권

[81] 코스피 영업이익 Forward/Trailing 비율

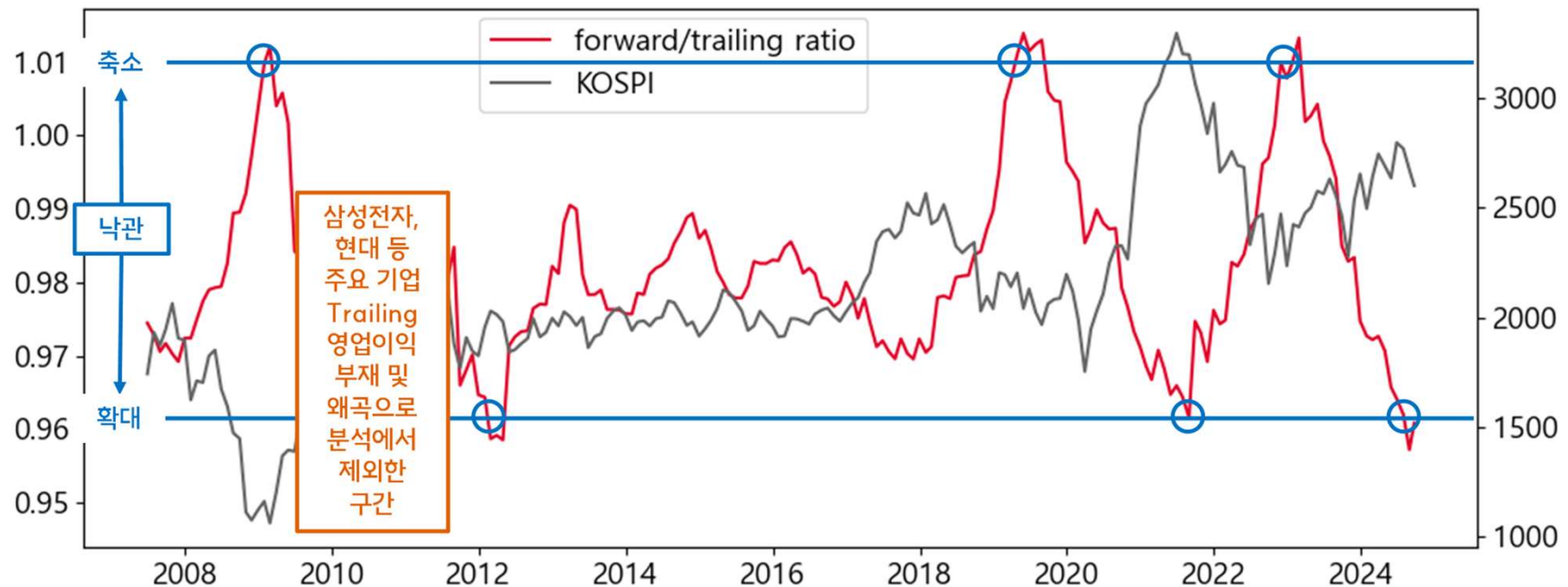


자료: Quantiwise, SK증권

매출대비 영업비용 Forward/Trailing 비율

- 현재 우리는 과거에 대비해서 이익을 더 낙관적으로 추정하고 있음
- 매출 대비 영업비용(매출액 - 영업이익)의 Forward / Trailing 비율 → 낮을 수록 영업비용이 낮고 수익성이 좋아질 것이라고 전망
 - 1) 벌어들이는 것(매출)이 커지거나 2) 나가는 것(영업비용)이 낮아지는 2가지 경우의 수
- 이 격차가 평균으로 회귀하려면 1) Forward의 감소 또는 2) Trailing 이 Forward를 추종해야 하며 보통 낙관 확대기에 증시 상승
- 그러나 과거 사례에서 낙관의 확대도 한계가 있었음을 확인할 수 있으며, 현재는 역사적 확대 구간으로 경계 필요
- 8월 이후 국내외 이익 추정치의 성장률도 둔화되고 있음을 고려했을 때, 현재의 +25% 증익 기대는 소폭 조정하는 것이 안전할 것

[82] 매출 대비 영업비용 Forward/Trailing ratio



커져가는 투자자의 목소리

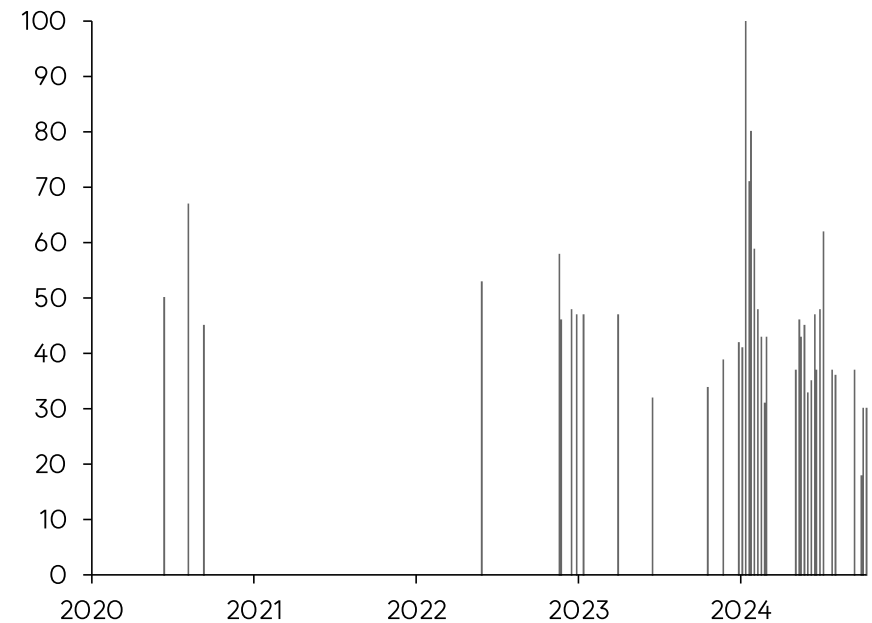
- 지난 수년 글로벌 증시가 전체적으로 호황기를 누리는 가운데 많은 개인 투자자들이 증시로 유입되었으나, 국내 증시에서는 상승폭이 제한적인 모습이 지속되면서 이른바 ‘코리아 디스카운트’에 대한 대중의 관심이 점증하고 있음
- 국내 증시는 올해 주요국 증시 중 가장 부진한 성과를 기록했으며, 이에 대해 지적 받았던 원인 중 가장 주목 받은 것은 corporate governance의 미흡함
- 이를 보완하기 위해 논의된 밸류업 프로그램이 초기에는 시장의 큰 호응을 이끌어낸 바 있으나, 현재는 다소 소강 상태
- 하지만 사회적인 공감대가 어느 정도 형성된 만큼 관련 논의는 일시적으로 그치지 않을 것으로 예상

[83] 주요국 증시 YTD 수익률



자료: Bloomberg, SK증권

[84] 디스카운트에 대한 검색량



자료: 구글 트렌드, SK증권

"R"OE에 대한 압력

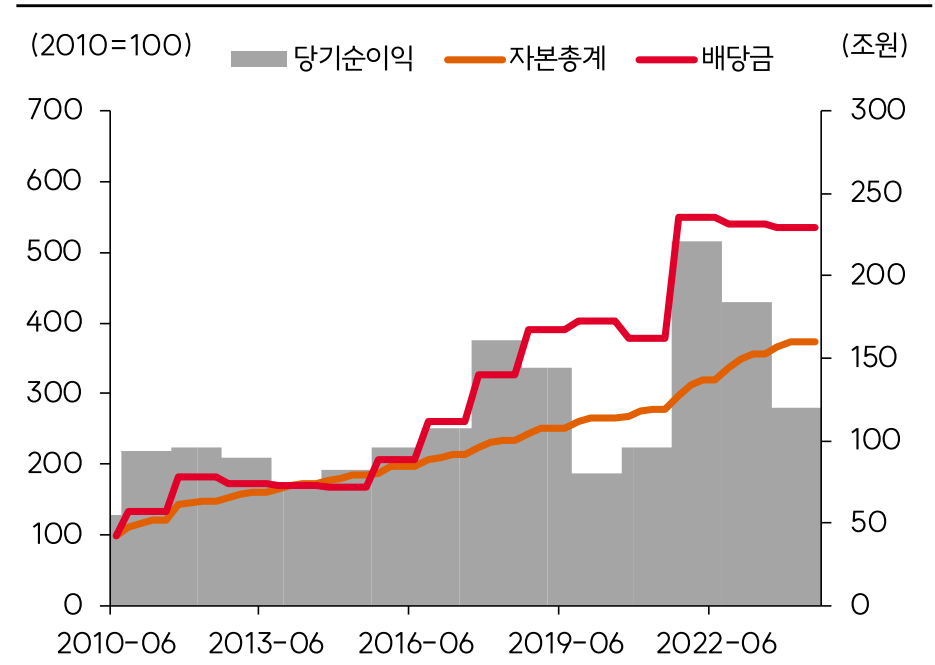
- 리스크 프리미엄은 흔히들 요구수익률, 즉 투자자들이 본인의 자본에 대해 기대(요구)하는 최소한의 수익률로 해석
- 리스크 프리미엄이 상승하려면 단위 Equity에 대한 Return의 상승이 필요
 - 이를 위해서는 기업이 같은 자본으로 벌어들이는 이익이 증가하거나 벌어들인 것의 더 많은 부분을 투자자에게 환원해야 함
- 상당 기간 국내 기업들은 후자에 있어서 안 좋은 평가를 받아왔으나, 점차 증대되는 주주환원율에 대한 사회적 관심을 무시하기 어려울 것
 - 배당성향 : 배당금 / 당기순이익 → 이익 중 어느정도를 배당으로 분배하는가?
- 올해와 내년의 증익 규모를 봤을 때 배당금은 상향 조정될 여지가 더 크다고 판단됨 (R에 대한 상방 압력)
- 한편 항상 상승해왔으며 ROE의 분모인 자본(Equity)의 증가율이 얼마나 둔화될지도 관심이 가는 요인

[85] 주요 증시 배당성향

구분	미국	유럽	홍콩	중국	일본	대만	인도	한국
2012	34.2	64.6	N/A	27.2	54.9	81.0	23.3	18.0
2013	37.3	61.9	36.3	29.9	32.3	55.1	41.3	21.4
2014	36.0	75.5	37.9	29.8	31.6	54.8	38.7	22.5
2015	47.3	69.8	34.5	30.2	33.0	57.6	33.0	21.5
2016	49.6	77.9	44.9	33.1	39.2	67.5	29.2	27.3
2017	45.5	58.2	53.1	35.0	31.3	62.3	31.8	20.9
2018	41.4	55.2	41.2	34.6	31.0	58.9	30.5	23.6
2019	43.4	62.5	39.1	33.9	36.4	73.7	36.4	34.9
2020	58.8	94.0	58.7	35.4	55.2	65.2	30.5	50.6
2021	33.6	49.3	36.3	35.6	26.8	52.5	30.6	29.5
2022	35.1	45.4	38.6	34.1	40.2	51.2	29.4	26.4
2023	36.6	42.8	36.9	37.3	50.6	67.1	35.6	42.4
2024(O9)	36.3	55.5	50.3	43.1	39.2	75.1	30.9	31.4
평균	42.0	64.9	42.0	32.6	37.4	61.8	32.2	27.0

자료: Bloomberg, SK증권

[86] 이익 감소에도 버티는 배당금 규모. 자본증가량은 둔화될까?

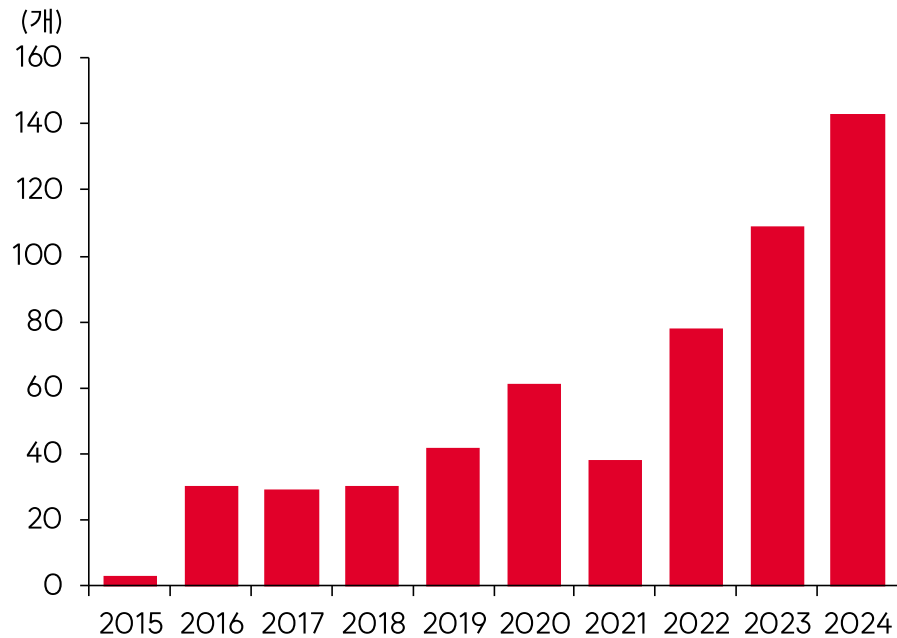


자료: Quantiwise, SK증권

RO"E"에 대한 압력

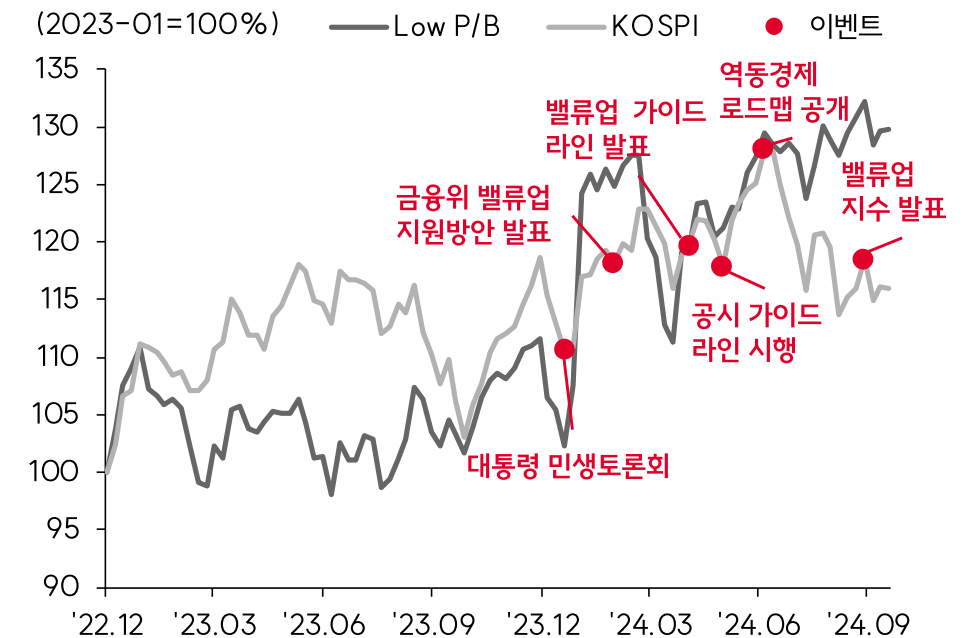
- 자기주식은 미발행주식으로 간주하기 때문에 자본에서 차감되며, 따라서 기업의 자기주식 매입은 EPS를 높이거나 임원들의 저평가 인식 신호 등 일반 투자자에게도 이점이 존재하지만 근래 들어 최대주주가 기업의 지배력 확보를 위해 남용한다는 지적 증대
- 이에 따라 매입에 따른 소각 요구 역시 확대되고 있으며 기업들도 이에 점차 호응하고 있는 추세
- 한편 밸류업 지수 공개 이후 시장이 다소 혼란스럽지만 앞서 언급했듯이 증시 저평가 해소에 대한 필요성은 이미 많은 공감대 확보
- 따라서 투자자의 요구가 확대되는 추세는 되돌리기 어려우며 정책적 차원에서 거론되는 아이디어만 하더라도 무분별한 자본 증가에 대해 하방 압력으로 작용할 것으로 판단

[87] 자사주 소각 결정 공시 횟수



자료: KIND, SK증권

[88] 밸류업 주요 이벤트와 증시 흐름



자료: Quantiwise, SK증권

증시 변수들의 향방 전망

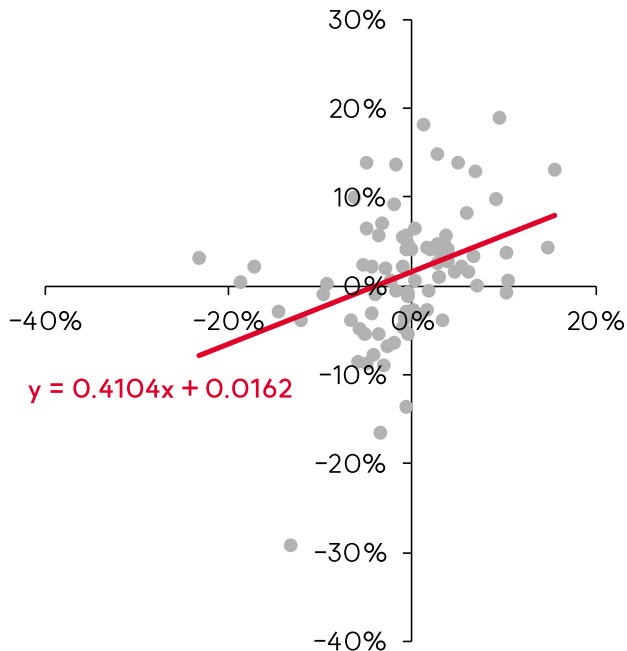
[89] ROE, 리스크 프리미엄 변화 범위 전망

구분	예상 이동 방향 및 강도	근거
ROE	+10% ~ +20%	<ul style="list-style-type: none"> R : 1) 기업 증익 (컨센서스의 25%보다 조금 보수적으로 추정) <ul style="list-style-type: none"> - 성장률 둔화 가능성 고려 - 현재 시장 컨센서스가 과거에 비교했을 때도 낙관적 상태임을 고려 2) 주주 환원(배당) 확대 요구 지속
		<ul style="list-style-type: none"> Equity의 증분은 자사주매입 및 소각 트렌드에 따라 과거에 비해 상대적으로 둔화
Risk Premium	+10% ~ -20%	<ul style="list-style-type: none"> 그동안의 EPS 상승분을 주가가 반영하지 못해 상승해 있는 리스크 프리미엄은, 기업 증익으로 인해 추가로 상승 압력이 있는 EPS를 후행적으로 반영할 가능성이 높다고 예상
		<ul style="list-style-type: none"> 일시적인 변동성 구간에서 가격 하락으로 인해 리스크 프리미엄이 추가로 상승할 여지는 존재하겠지만 과거의 이동 범위를 고려했을 때 하락 여력이 상대적으로 크다고 판단

2025년 코스피 예상 변화율

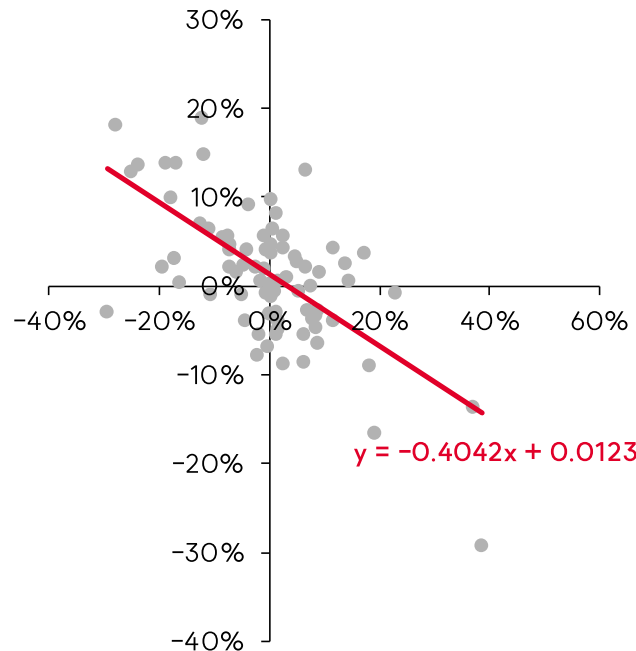
- 2005년부터 코스피와 ROE 변화율을 회귀 분석한 결과 y 절편은 0.0162, ROE에 대한 민감도(β)는 +0.4104로 관찰됨
- 한편 코스피 변화율의 ERP 변화율에 대한 민감도(β)는 -0.0404
- 5년 rolling으로 계산한 코스피의 연간 변동성(σ)은 근래 매크로 리스크의 규모와 영향력 확대에 따라 상당히 상승한 모습
- 예견할 수는 없지만 내년의 매크로 변동성 역시 최근과 비슷하게 높은 수준을 유지할 것으로 예상
- 이에 따라 코스피 평균치의 $\pm 1\sigma$ 수준 내에서 지수가 움직일 것이라고 가정

[90] Δ ROE에 대한 Δ KOSPI 민감도



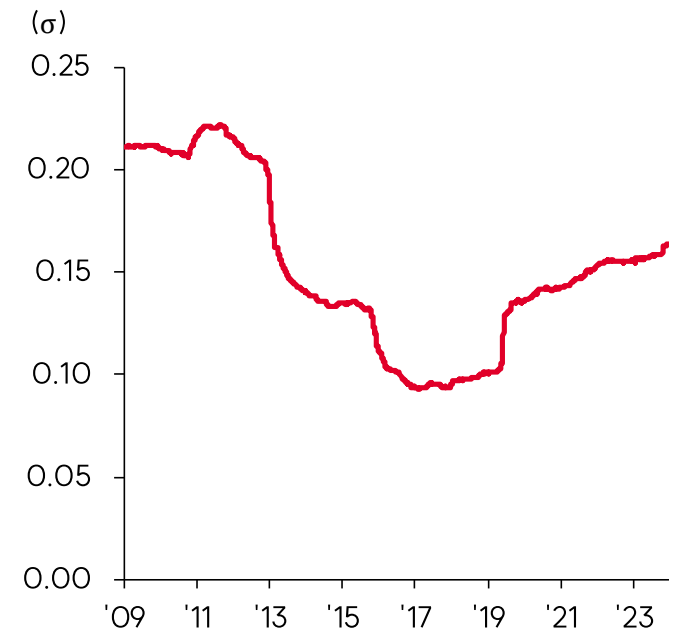
자료 : Quantiwise, SK증권

[91] Δ ERP에 대한 Δ KOSPI 민감도



자료 : Quantiwise, SK증권

[92] 5y rolling annualized 코스피 변동성



자료 : Quantiwise, SK증권

2025년 코스피 예상 평균



- 앞서 살펴본 ROE와 ERP의 변화율을 적용하면 내년 코스피는 평균적으로 2,700pt 후반 수준에 머물 것으로 전망
- 다만 높아진 변동성으로 인해 연고점 및 연저점 밴드의 편차는 넓을 확률이 높다고 예상

[93] 예상 ROE와 ERP 변화 범주로 가늠하는 2025년 코스피 평균

기준일	2024-10-23		ROE								
코스피	2599.62		-40%	-30%	-20%	-10%	0	10%	20%	30%	40%
			5.00%	5.84%	6.67%	7.51%	8.34%	9.18%	10.01%	10.84%	11.68%
ERP	40%	12.00%	2,696.7	2,705.6	2,714.5	2,723.4	2,732.3	2,741.2	2,750.1	2,759.0	2,767.9
	30%	11.15%	2,705.7	2,714.6	2,723.5	2,732.4	2,741.3	2,750.2	2,759.1	2,768.0	2,776.9
	20%	10.29%	2,714.8	2,723.7	2,732.5	2,741.4	2,750.3	2,759.2	2,768.1	2,777.0	2,785.9
	10%	9.43%	2,723.8	2,732.7	2,741.6	2,750.5	2,759.4	2,768.3	2,777.2	2,786.1	2,795.0
	0	8.57%	2,732.8	2,741.7	2,750.6	2,759.5	2,768.4	2,777.3	2,786.2	2,795.1	2,804.0
	-10%	7.72%	2,741.8	2,750.7	2,759.6	2,768.5	2,777.4	2,786.3	2,795.2	2,804.1	2,813.0
	-20%	6.86%	2,750.9	2,759.8	2,768.7	2,777.6	2,786.5	2,795.4	2,804.3	2,813.2	2,822.1
	-30%	6.00%	2,759.9	2,768.8	2,777.7	2,786.6	2,795.5	2,804.4	2,813.3	2,822.2	2,831.1
	-40%	5.14%	2,768.9	2,777.8	2,786.7	2,795.6	2,804.5	2,813.4	2,822.3	2,831.2	2,840.1
	-50%	4.29%	2,778.0	2,786.9	2,795.8	2,804.7	2,813.6	2,822.5	2,831.4	2,840.3	2,849.1

2025년 코스피 예상 범위



- 시장에 큰 충격을 미칠만한 예측 불허의 이벤트 발생 가능성을 접어두고 $\pm 1\sigma$ 범위를 예상
- 최근 5년 코스피 변화율의 평균 연율화 표준편차 : 하락 시 0.1272, 상승 시 0.1480에 따라 움직인다고 가정
- 예상 범위 내에서 최악의 경우의 수 (ROE가 10% 상승에 그치고, 주가 지수가 빠지면서 리스크 프리미엄이 약 10% 추가 상승하는 가운데 코스피는 -0.14 표준편차 기록)에 예상되는 코스피는 2,416.2pt
- 최고의 경우의 수 (ROE +20%, 리스크 프리미엄 -20%, 코스피 +0.14 표준편차 기록)에 예상되는 고점은 3,205.9pt

[94] -1σ 일 경우 예상 코스피 값

σ	-1	ROE			
		0%	10%	20%	30%
COE	40%	2,384.8	2,392.5	2,400.3	2,408.1
	30%	2,392.6	2,400.4	2,408.2	2,415.9
	20%	2,400.5	2,408.3	2,416.1	2,423.8
	10%	2,408.4	2,416.2	2,423.9	2,431.7
	0%	2,416.3	2,424.1	2,431.8	2,439.6
	-10%	2,424.2	2,431.9	2,439.7	2,447.5
	-20%	2,432.1	2,439.8	2,447.6	2,455.4
	-30%	2,439.9	2,447.7	2,455.5	2,463.2
	-40%	2,447.8	2,455.6	2,463.3	2,471.1
	-50%	2,455.7	2,463.5	2,471.2	2,479.0

[95] $+1\sigma$ 일 경우 예상 코스피 값

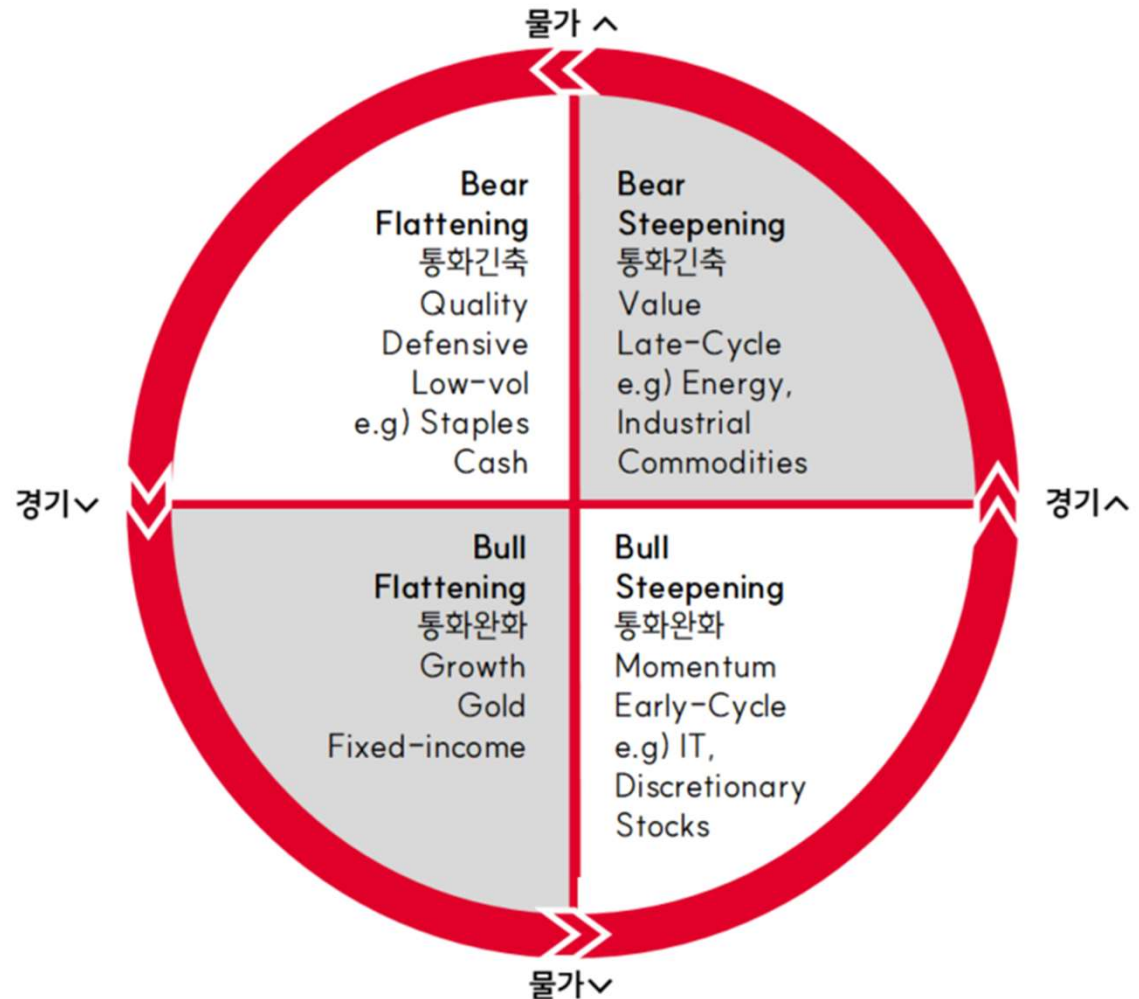
σ	1	ROE			
		0%	10%	20%	30%
COE	40%	3,123.6	3,133.8	3,143.9	3,154.1
	30%	3,133.9	3,144.1	3,154.3	3,164.4
	20%	3,144.2	3,154.4	3,164.6	3,174.8
	10%	3,154.6	3,164.7	3,174.9	3,185.1
	0%	3,164.9	3,175.1	3,185.2	3,195.4
	-10%	3,175.2	3,185.4	3,195.6	3,205.7
	-20%	3,185.5	3,195.7	3,205.9	3,216.1
	-30%	3,195.9	3,206.0	3,216.2	3,226.4
	-40%	3,206.2	3,216.3	3,226.5	3,236.7
	-50%	3,216.5	3,226.7	3,236.8	3,247.0

경기 국면 모델로 예상하는 우호 스타일/업종

[96] 경기 국면 모델 개요

• 물가와 경기로 구분한 4국면 모델

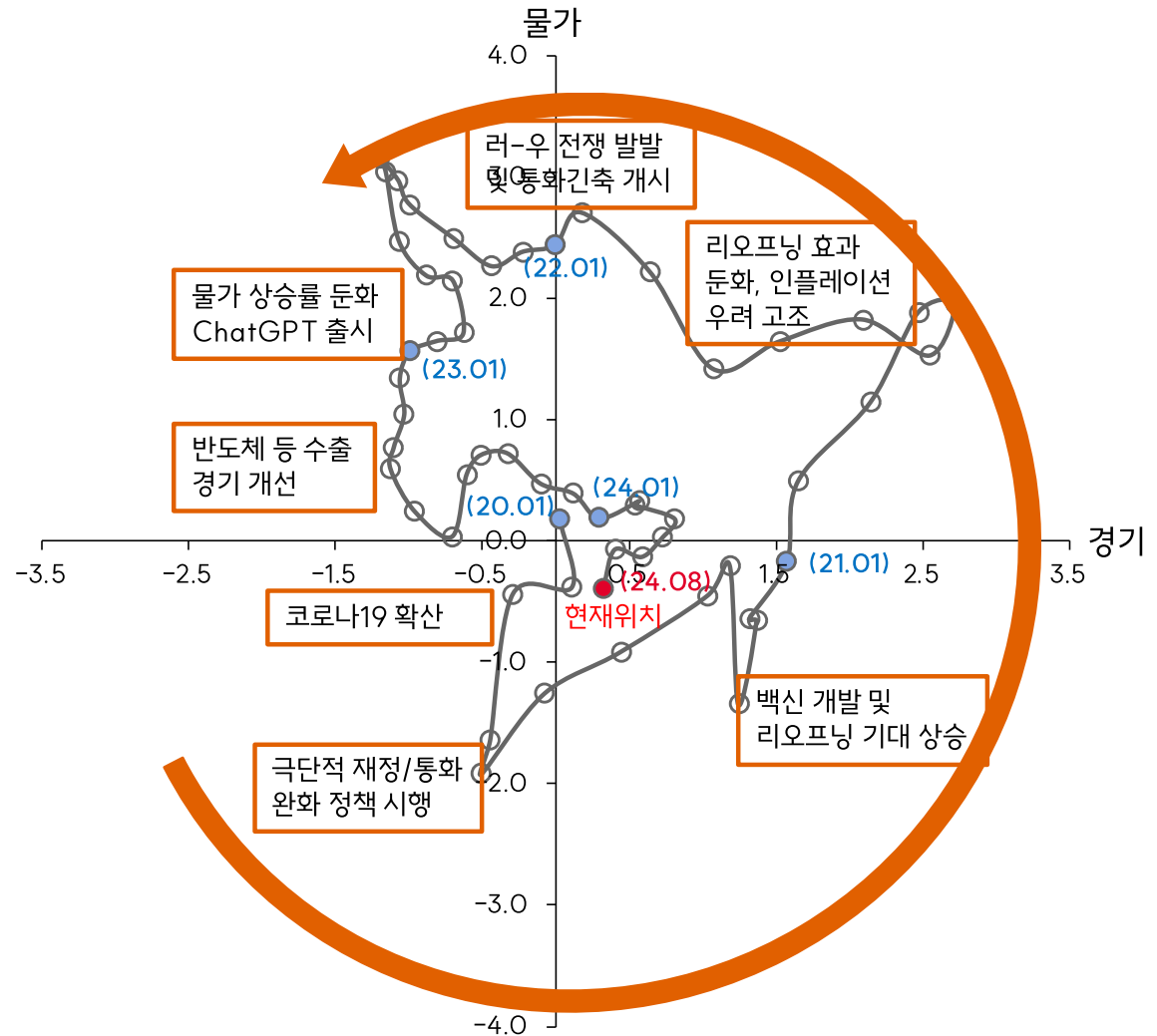
- 금융 시장의 현재 국면을 진단
- X축은 경기지표, Y축은 물가지표
- 보편적으로 사용되는 국면 판단 방법이지만 사용자의 데이터 전처리 방식에 따라 국면 위치와 해석이 상이할 수 있음
- 본 모델은 5year moving window로 경기선행지수와 소비자물가지수를 z-score로 표준화한 값을 사용
- 장점 : 최근 시장 대비 현재 값을 파악하기 때문에 더 적시성 있는 이동 경로를 파악할 수 있음
- 단점 : 장기간을 학습하지 않기 때문에 새로운 금융 환경에 대한 정확성은 다소 부족할 수 있음
- 그러나 본 모델의 목적은 현재 시장의 개략적인 위치와 방향을 파악하는 용도이기 때문에 적시성이 더 중요한 요인



시의성이 관찰되는 국면 모델

[97] 경기 국면 모델 최근 궤적

- 2020년부터 현재까지의 궤적으로 검증
 - 국면 모델이 금융 시장의 변화를 어느 정도로 추적하고 있는지 비교
 - 가시성을 위해 비교적 최근(2020년)부터 현재까지의 궤적을 비교하여 검증
 - 결론적으로 시장의 변화를 개략적으로 양호한 수준으로 추적하고 있음
- Next question : 앞으로 국면 모델은 어디로 이동할까?
 - 국면 모델의 이동 경로를 예상하여 이에 대응하는 자산 배분 전략을 구성하는 것은 합리적
 - 본 모델에서는 순수 Data-driven approach로 경기와 물가의 이동 확률을 예측해보는 방법을 고안
 - 이를 위해서 선형 회귀분석 활용



자료: 통계청, SK증권

모델에 사용할 독립 변수 선택

- 정성적으로 유의미한 데이터들을 선별 및 전처리한 다음 통계적 유의성 검정
- 적절한 통계적 검증이 없다면 허구적 모델(무관계한 데이터들 사이에서도 관계가 있는 것처럼 표현)을 도출할 수 있음
- 따라서 먼저 정성적으로 경기 또는 물가에 영향을 미칠만한 경제 데이터들을 선정
- 선정된 경제 데이터들도 시계열 속성을 제거해주는 전처리 작업을 진행한 다음 종속 변수(y)와 회귀 분석 실행
- 변수의 통계적 유의성이 높은지(t -stats 절대값 2 이상), 자기상관관계, 즉 시계열 속성이 수용 가능한 정도로 제거 되었는지(Durbin-Watson 1.5~2.5 사이), 정규분포에 가까운지(Jarque-Bera 5.99 미만) 등을 확인하며 최종 변수 선택

[98] 경기선행지수 회귀모델에 최종 선택된 변수들

선택 독립 변수	t-stats	p-value
상수	4.350	0.000
기계류내수출하지수	3.727	0.000
경제심리지수	-4.350	0.000
장단기금리차	-2.630	0.010
재고순환지표	-2.259	0.027
G10_Citigroup_Economic_Surprise_Index	2.143	0.035

자료: 통계청, Bloomberg, SK증권

[99] 소비자물가지수 회귀모델에 최종 선택된 변수들

선택 독립 변수	t-stats	p-value
상수	5.824	0.000
경기소비재 이익추정치	3.397	0.001
무역수지	-2.364	0.021
상품물가지수	-5.890	0.000
서비스물가지수	-3.281	0.002
기대인플레이션(BEI)	2.102	0.039

자료: 통계청, SK증권

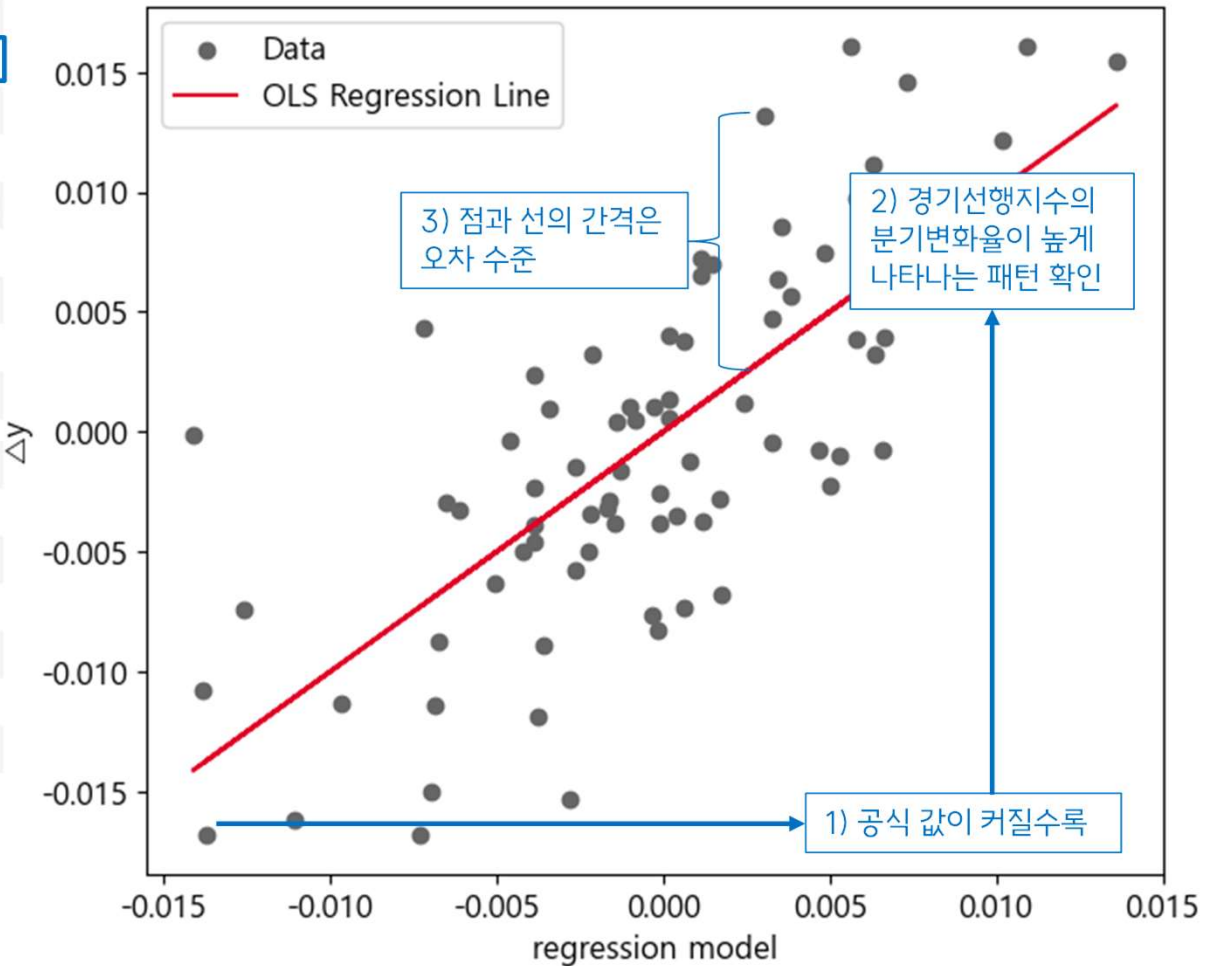
회귀분석 결과 - 경기선행지수

[100] 경기선행지수 OLS Regression 결과

Dep. Variable:	LEI	R-squared:	0.557
Model:	OLS	Adj. R-squared:	0.528
Method:	Least Squares	F-statistic:	19.35
Date:	Tue, 03 Sep 2024	Prob (F-statistic):	2.00e-12
Time:	14:19:15	Log-Likelihood:	319.66
No. Observations:	83	AIC:	-627.3
Df Residuals:	77	BIC:	-612.8
Df Model:	5		
Covariance Type:	nonrobust		

	coef	std err	t	P> t
const	0.0519	0.012	4.350	0.000
Machine_Domestic_Shipment	-0.0007	0.000	-3.727	0.000
Econ_sentiment	-0.0518	0.012	-4.350	0.000
LT-ST	-0.0059	0.002	-2.630	0.010
inventory_t/o	-0.0003	0.000	-2.259	0.027
G10_econ_surprise	4.18e-05	1.95e-05	2.143	0.035

Omnibus:	0.335	Durbin-Watson:	1.666
Prob(Omnibus):	0.846	Jarque-Bera (JB):	0.306
Skew:	0.141	Prob(JB):	0.858
Kurtosis:	2.904	Cond. No.	890.



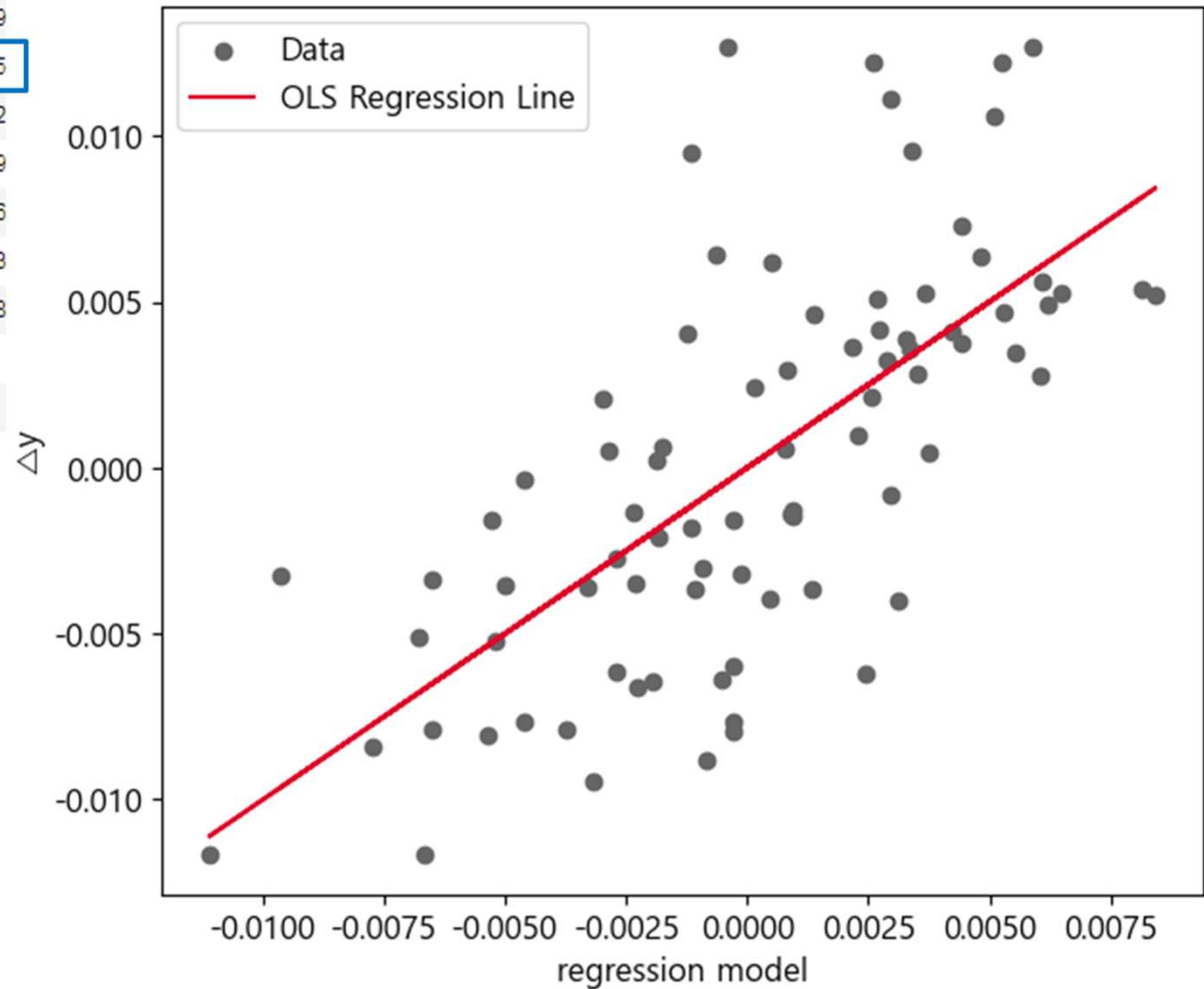
회귀분석 결과 - 소비자물가지수

[101] 소비자물가지수 OLS Regression 결과

Dep. Variable:	CPI	R-squared:	0.469
Model:	OLS	Adj. R-squared:	0.435
Method:	Least Squares	F-statistic:	13.62
Date:	Tue, 03 Sep 2024	Prob (F-statistic):	1.60e-09
Time:	14:22:03	Log-Likelihood:	333.66
No. Observations:	83	AIC:	-655.3
Df Residuals:	77	BIC:	-640.8
Df Model:	5		
Covariance Type:	nonrobust		

	coef	std err	t	P> t
const	0.8305	0.143	5.824	0.000
discretionary_earnings	0.0261	0.008	3.397	0.001
trade_balance	-6.312e-10	2.67e-10	-2.364	0.021
product_price	-0.3787	0.064	-5.890	0.000
service_price	-0.4908	0.150	-3.281	0.002
BEI	0.0177	0.008	2.102	0.039

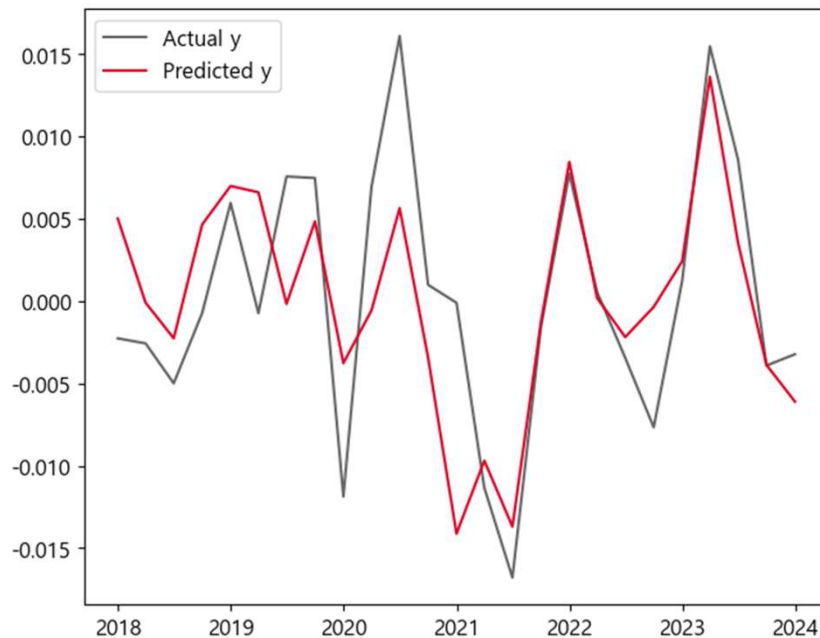
Omnibus:	4.311	Durbin-Watson:	1.690
Prob(Omnibus):	0.116	Jarque-Bera (JB):	3.663
Skew:	0.499	Prob(JB):	0.160
Kurtosis:	3.254	Cond. No.	8.14e+08



Out of sample test

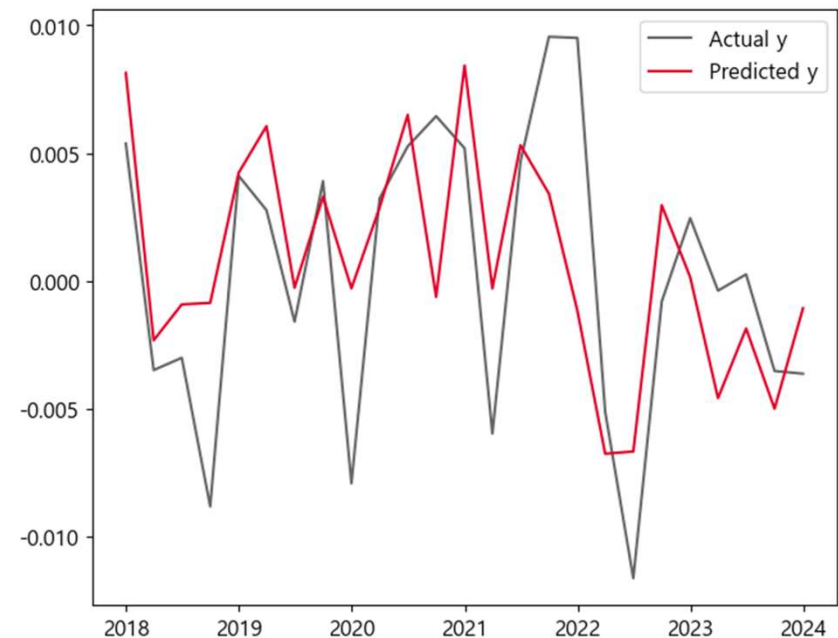
- 모델에 적합(fit)한 데이터들의 시계열 속성을 제거하긴 했지만 과거의 패턴이 이후에도 유사하게 반복되는지 확인할 필요가 있음
- 이것을 시각적으로 확인하는 방법이 out-of-sample test
- 앞선 In-sample 기간(예컨대 수집된 데이터 기간의 앞 70%)동안의 패턴을 학습하여 모델을 만들고(β 계수를 구성하고), 이후 out-of-sample 기간(남은 30%)동안 관찰되는 x값들에 모델에서 계산한 β 를 대입하여 예측한 \hat{y} 와 실제 y 를 비교해 보는 것
- 예측 변화율을 표시한 붉은 선은 실제 변화율인 검은 선을 약 2분기정도 선행하며, 오차는 발생하지만 대략적인 방향성에 대한 패턴은 얼추 들어맞고 있음을 확인
- 또한 실제 값에서 조금 더 극단적인 값들이 관찰되는 경향성이 관찰됨

[102] 경기선행지수 out-of-sample test 결과



자료: SK증권

[103] 소비자물가지수 out-of-sample test 결과

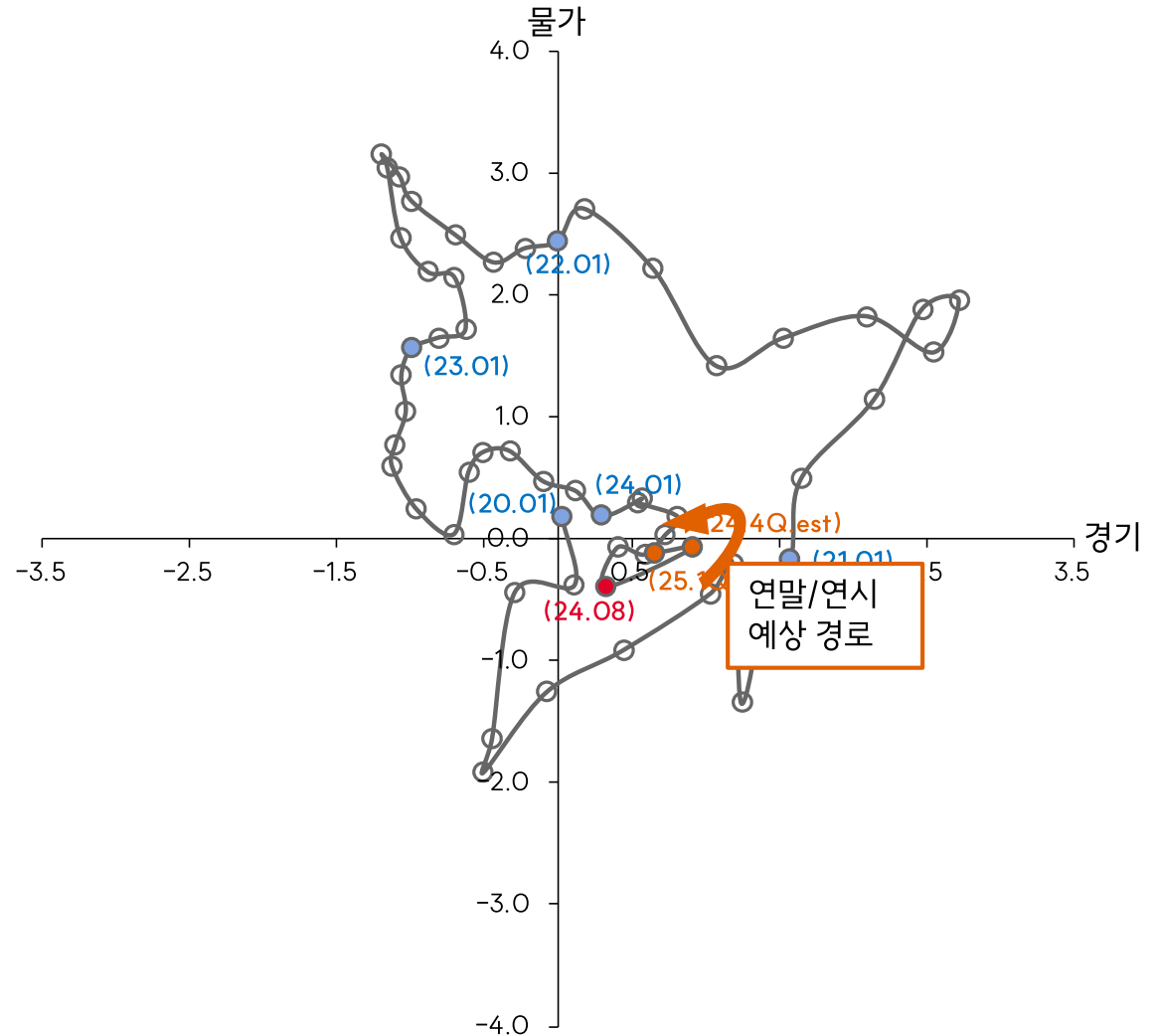


자료: SK증권

중단기적 국면 전망

[104] 모델이 예측하는 경기국면 4분기,분기 예상 경로

- 선택된 경제변수들이 설명하지 못하는 이벤트가 발생하여 예측값과의 오차가 크게 발생하지 않는 이상 모델이 예측한 경로대로 이동할 가능성을 염두에 두고 판단
- 상기 모델이 예측하는 연말 연시 평균 국면은 제 4 국면이지만, 물가 압력은 매우 중립적인 수준으로 할인율에 따른 업종 구분 강도는 다소 약할 것으로 예상
- 한편 연말 경기선행지수는 강도가 개선되는 흐름을 보이다가 연초에는 개선 강도가 다소 둔화되는 모습을 보일 것으로 예상
- Next question : 모델이 예상한 향후 국면에서 어떤 자산이 유리했는가?



예상 국면에서 업종별 평균 성과

- 각 국면에서 관심 자산/업종/스타일 등이 이론과 유사한 주가수익률을 보이는지 확인
- 해당 모델은 이론적으로 골디락스(물가 완화, 경기 개선) 국면에서 가장 좋은 성과를 보이며 실제 국내 증시에서도 유사한 결과 확인
- 현재의 위치보다는 어떤 국면 방향으로 이동하고 있는지가 시장 상황을 더 잘 반영하고 있는 것으로 관찰됨
- 예를 들어 금리(할인율)에 민감도가 높은 코스닥은 4/4 분면에서 상대적으로 성과가 좋고, 경기에 민감도가 높은 코스피는 1/4분면에서 상대적으로 우수한 성과를 시현
- 다만 모델의 예측값보다 실제 관찰된 값이 더 극단적인 경우가 많았기 때문에 방향성의 강도에 따른 예상 국면 변화 리스크는 주의 필요

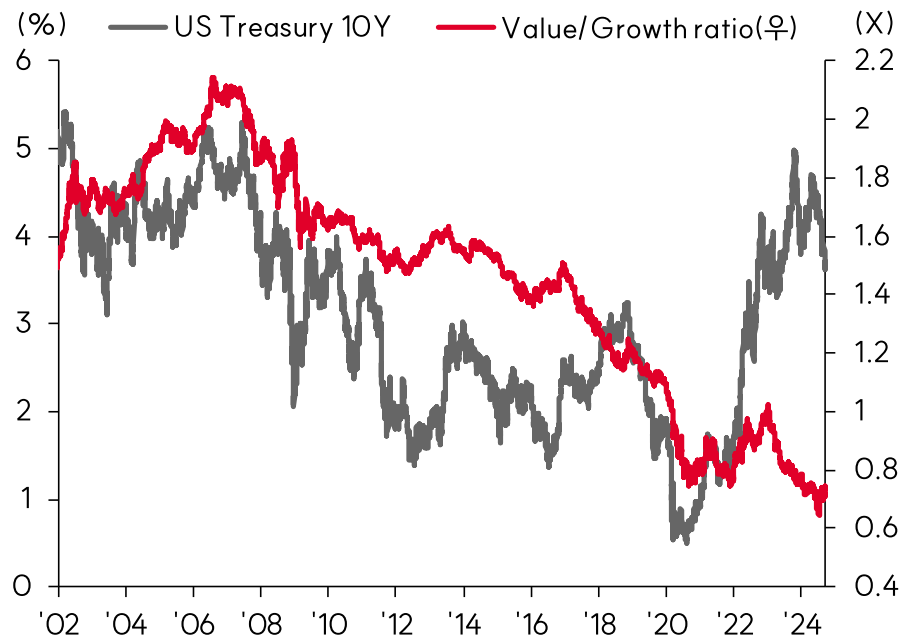
[105] 2010년 이후 국면별 주요 업종 월 평균 수익률

현재위치	횟수(월)	코스피	코스닥	에너지	소재	산업재	경기소비재	필수소비재	건강관리	금융	IT	통신서비스	유틸리티
1/4	31	0.36	0.08	-0.82	-0.53	-0.18	-0.54	-0.38	-0.48	1.50	1.15	0.96	-0.27
2/4	33	-0.63	-0.59	-0.57	-0.54	-0.44	-0.06	0.18	-0.55	-0.95	-0.52	-1.77	-0.61
3/4	24	0.46	0.38	0.40	-0.69	-0.47	-0.12	-0.04	0.72	-0.46	1.81	1.52	-0.91
4/4	27	0.78	0.90	1.10	1.54	0.44	1.03	0.92	2.62	0.43	0.22	0.07	0.84
이동방향	횟수(월)	코스피	코스닥	에너지	소재	산업재	경기소비재	필수소비재	건강관리	금융	IT	통신서비스	유틸리티
1/4	30	0.86	0.63	0.21	0.80	0.30	1.33	0.69	1.66	1.21	0.80	0.81	0.08
2/4	27	-0.69	-0.70	-0.05	-1.07	-1.52	-0.78	0.07	0.14	-1.00	-0.71	-0.02	-0.20
3/4	30	0.13	0.33	1.36	-0.34	0.00	-0.24	0.26	1.33	0.31	0.23	0.14	0.39
4/4	28	0.66	0.61	-0.92	0.85	0.64	0.46	0.05	-0.02	-0.29	1.82	-0.52	-0.88

상식대로 스타일을 구분할 수 있는가

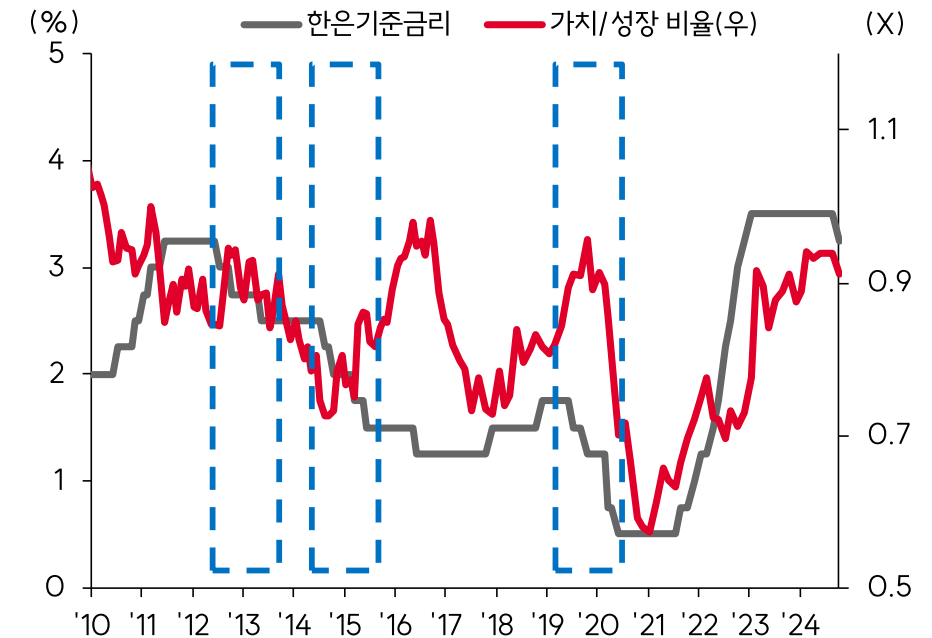
- 상대적으로 먼 미래의 기대 현금흐름이 높은 성장주의 특성상 NPV가 금리에 크게 좌우된다는 것이 이론적인 방법
- 그러나 최근 미국 등 주요 금융 시장에서는 글로벌 고금리 국면임에도 불구하고 성장주의 상대적 강세가 돋보였음
 - 특히 ChatGPT 출시 이후 AI 수요 급등이 금융 환경보다 강한 영향력을 행사한 것으로 관찰됨
- 국내 역시 2010년 이후로 관찰된 크게 3번의 금리 인하 사이클에서 상반된 모습들이 나타났음
 - 보통 금리 하락 초기에는 가치가 강세를 보이지만 총 3번 중 2번의 사례에서 이윽고 성장주의 구조적 강세가 관찰됨
- 21년 이후로 상대적으로 강세를 보였던 가치지수이지만, 이게 과연 우리가 전통적으로 구분하는 가치주일까?

[106] 미국 시장금리와 Value/Growth 비율



자료: Bloomberg, SK증권

[107] WMI500 가치지수와 WMI500 성장지수

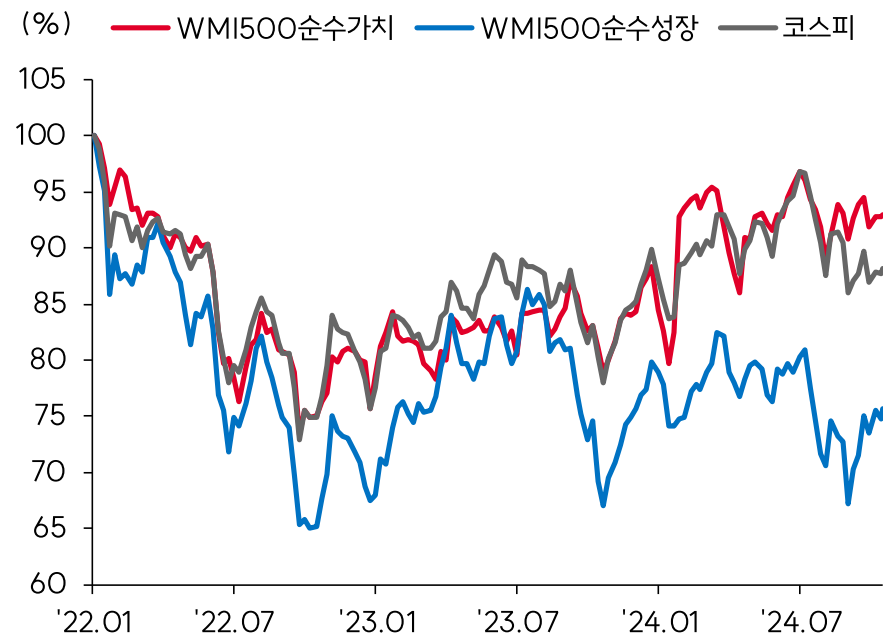


자료: Quantiwise, SK증권

성장은 무엇인가?

- 과연 '성장'이 안좋은게 맞았을까? 성장의 명확한 정량적 기준 부재
 - High Book to Market(i.e High Valuation)을 성장주라고 정의할 수 있는가?
 - 앞으로 기대되는 EPS 성장? 추정치가 존재하는 기업 자체도 한정적이고, 추정 기간도 앞으로의 1년 수준
 - 그렇다면 과거의 이익 성장은 미래의 성장에 대해 어느 정도의 정보를 제공하는가?
- 공통적으로 정량화하는 것이 모호한 개념 사이에서 우리가 흔하게 사용하는 스타일 분류가 과거와 같지 않음을 심심찮게 발견할 수 있음
 - E.g) 가치 지수에 포함되어 있는 소프트웨어, 성장 지수에 포함된 조선 등

[108] 상대적으로 부진했던 성장 지수



자료: Quantiwise, SK증권

[109] 국내 스타일 지수 구성 종목

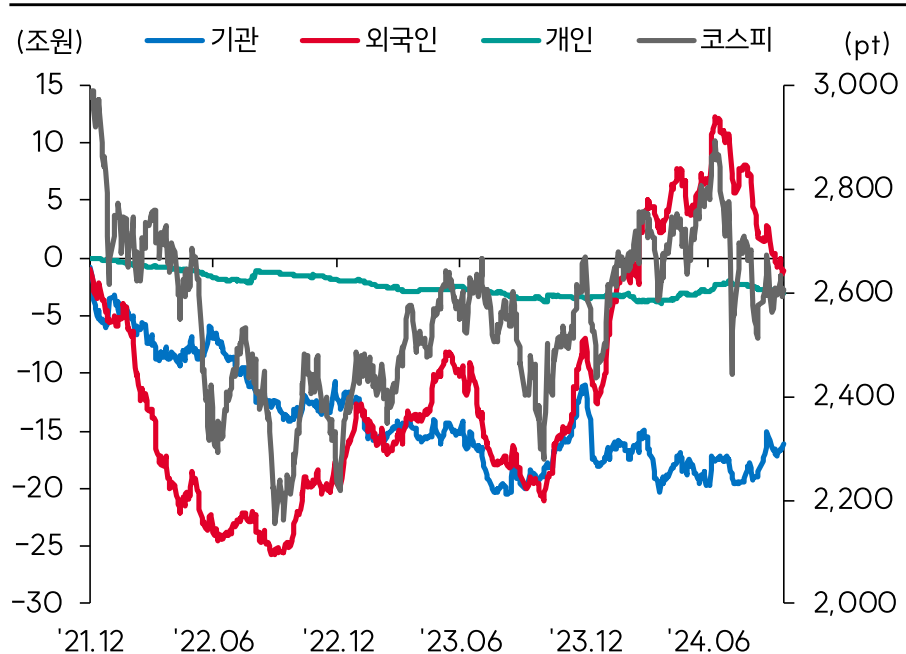
LG	산업재	LG에너지솔루션	IT
KT	커뮤니케이션서비스	HLB	건강관리
고려아연	소재	크라프트	커뮤니케이션서비스
한국전력	유틸리티	한화에너지	산업재
삼성에스디에스	IT	HD한국조선해양	산업재
NAVER	커뮤니케이션서비스	카카오	커뮤니케이션서비스
대한항공	산업재	두산에너지	산업재
SK	산업재	카카오뱅크	금융
DB손해보험	금융	에코프로	소재
현대글로비스	산업재	에코프로비엠	IT
코웨이	경기관련소비재	유한양행	건강관리
HD현대	에너지	삼성중공업	산업재
기업은행	금융	포스코퓨처엠	소재
LG디스플레이	IT	메리츠금융지주	금융
LG이노텍	IT	HD현대일렉트릭	산업재
엔씨소프트	커뮤니케이션서비스	삼성전기	IT
삼성증권	금융	SK스퀘어	IT
카카오	커뮤니케이션서비스	SK이노베이션	에너지

자료: WiselIndex, SK증권

지수 방향성의 결정 주체 : 외국인

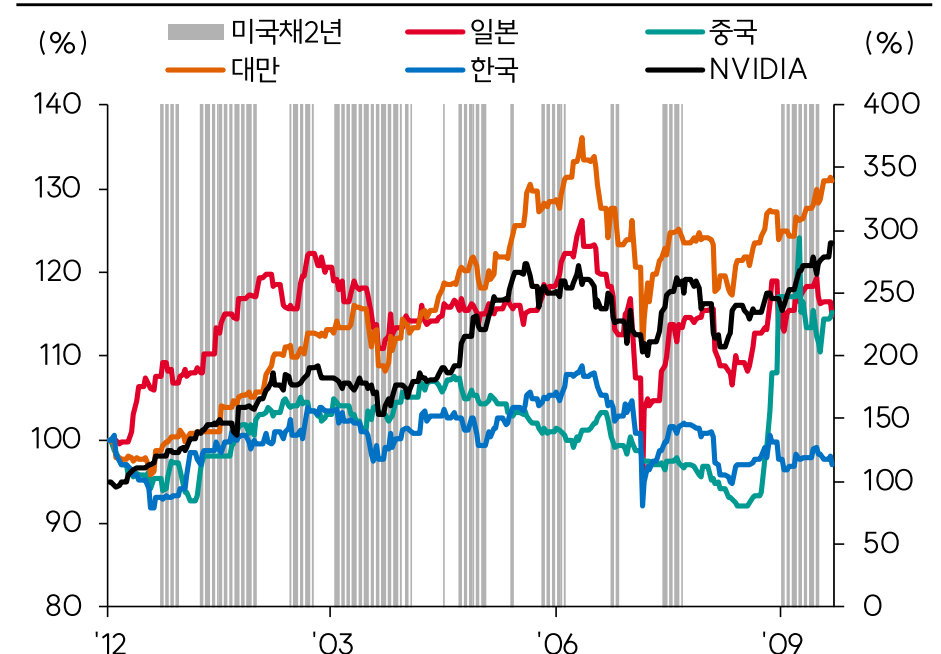
- 개인은 뚜렷한 방향성이 결여되어 있고, 기관은 최근 몇 년 동안 꾸준한 매도 추세
- 외국인의 매매 방향성을 따라 움직이는 국내 증시, 그렇다면 외국인이 국내 증시를 사는 이유가 무엇일까?
- 저성장에 들어선 이후 매크로 민감도가 중국이나 기타 신흥국에 비해 낮으며, 그렇다고 일본처럼 상대적 안전자산으로 여겨지지도 않음
- 그렇지 않은 대만의 경우 성장성 있는 기술력을 갖춘으로써 매수 수요 발생
- 결국 외국인이 국내 증시를 매수하는 자산의 핵심 요인은 초과 성장 달성 여부
- 업종과 관계 없이 고부가 가치 창출 유무가 중요

[110] 지수 방향성에 영향이 가장 큰 주체는 외국인



자료: Bloomberg, SK증권

[111] 일본, 중국, 국내 증시 수익률 추이



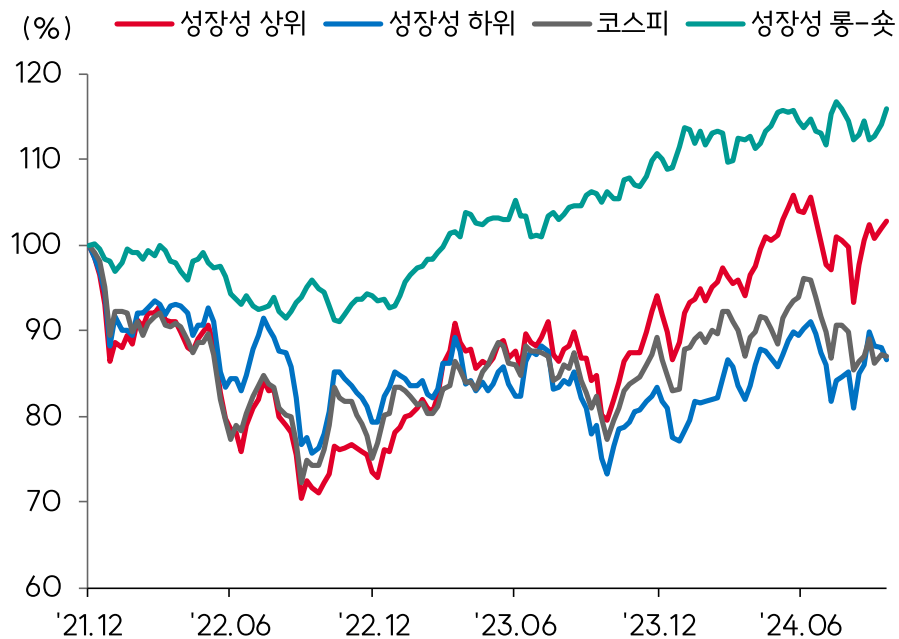
주 : 음영 처리 된 부분은 미국채2년 금리가 전 주보다 높은 구간

자료: Bloomberg, SK증권

과거 성장 팩터의 성과

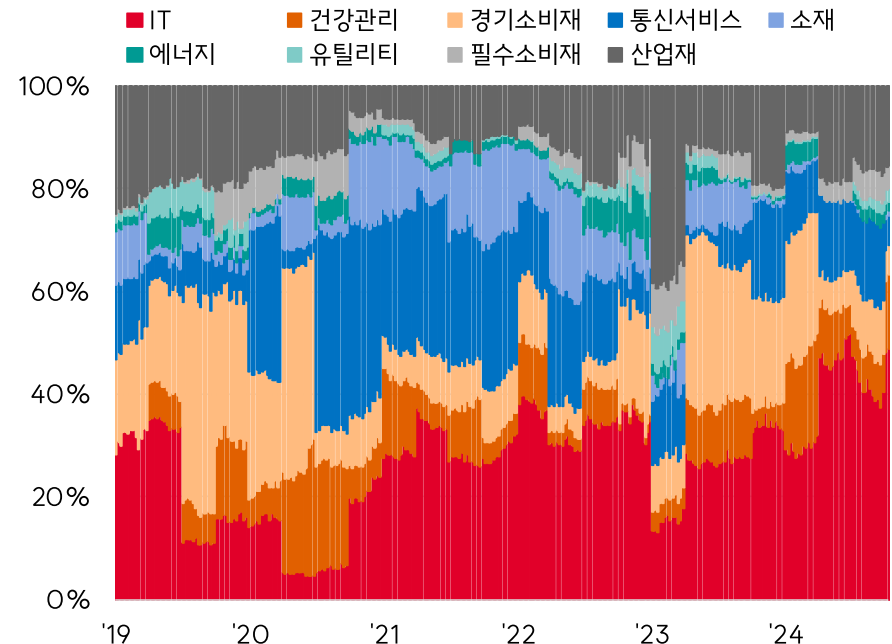
- Review of Accounting Studies : Quality minus junk에서 정의한 기업의 "Growth"에서 성장성을 정량화 할 방법을 고안
- 성장성(Growth) : $z(Z_{\Delta gpoa} + Z_{\Delta roe} + Z_{\Delta roa} + Z_{\Delta cfoa} + Z_{\Delta gmar})$
- Δ : 초과이익(residual income) YoY 변화율 (논문에선 5년 변화율 사용했으나 국내의 제한적 데이터 및 성장 지속성을 고려하여 축소)
- 단순 이익 뿐만 아니라 재무상태표의 전반적 지표들을 골고루 포착하여 해당 지표들의 개선 여부를 확인
- 국내는 성장이 지속 가능했던 경험이 적으며, 과거 데이터의 성장에 의존할 수밖에 없다는 한계점은 상존
- 아직 초과이익을 달성하지 않은 많은 적자성 성장 기업, 그리고 재무구조가 크게 상이한 금융 기업들은 스크리닝에서 제외됨
- 4분기 들어 성장성 상위 포트폴리오 비중이 확대된 업종은 IT, 건강관리, 소재, 유틸리티, 산업재 등

[112] 성장성 팩터 상·하위 포트폴리오 수익률



자료: Quantiwise, SK증권

[113] 성장성 상위 리스트 종목들의 유동시총 비율



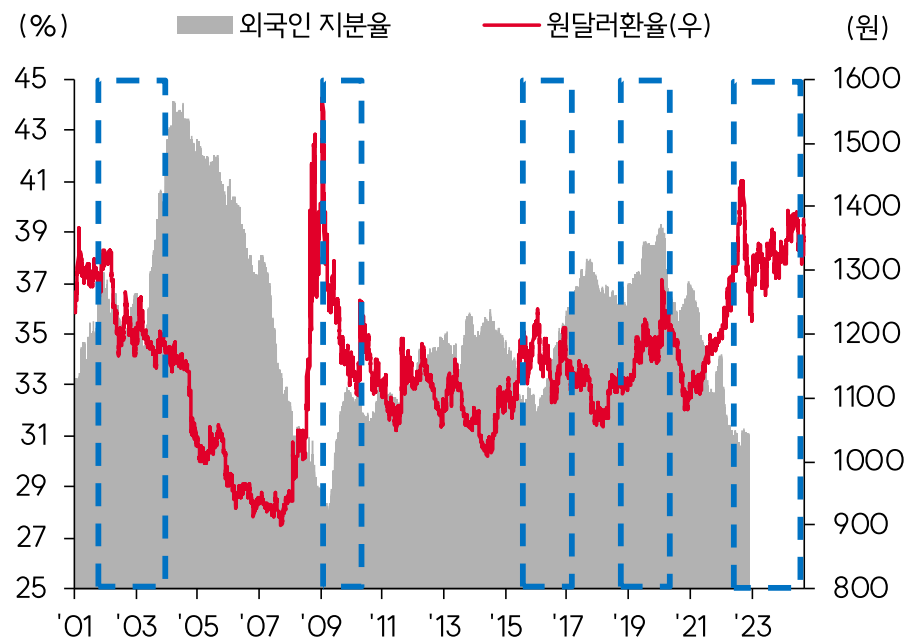
주 : 시가총액 2조 이상 기업 기준, 삼성전자 및 금융 업종 제외

자료: Quantiwise, SK증권

환율 효과에 기대어보는 외국인 수급

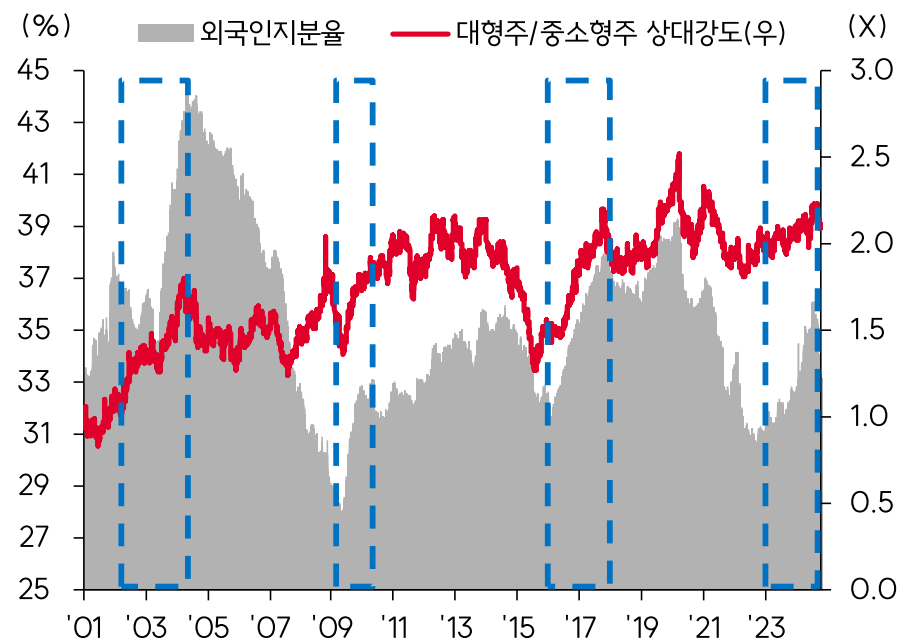
- 원화가 어느 정도 평가 절하되어 있다고 여길만한 구간으로 들어서면 환차익을 고려할 법한 외국인의 매수세가 강화되는 패턴 존재
- 다만 원달러 환율의 고점/저점 기준은 시간에 따라 가변적이며 최근의 거시 경제 환경은 기존 환율 범위보다 높은 Range를 제시 중
- 외국인 수급이 들어오려면 유동성 문제를 어느 정도 상쇄할 수 있는 유동시가총액 필요
- 현재의 환율 역시 과거에 비해서도 높은 수준으로 들어섰으며 외국인의 수급 역시 강화되고 있음을 확인할 수 있음
- 시점을 예단할 수는 없지만 원화가 강세로 돌아서는 시점에서는 외국인 매수세를 등에 업을 대형주를 상대적으로 선호

[114] 원화 강세가 예상되는 시점에 강화되는 외국인 매수세



자료: Quantiwise, SK증권

[115] 외국인이 들어올때 대형주 매력도 상승



자료: Quantiwise, SK증권

팩터 추천 종목 목록



[116] 대형주/성장성 팩터 상위 기업 목록

Code	기업명	WICS업종명	유동시총	Forward 12 months			Factor Score	F12MEPS		return	
				P/E	P/B	ROE		1M	YTD	1M	YTD
A402340	SK스퀘어	IT	7,864	2.6	0.5	22.9	1.69	3.9	634.7	19.1	77.1
A000660	SK하이닉스	IT	101,090	5.7	1.4	30.7	1.68	1.5	287.1	22.9	37.7
A259960	크래프톤	통신서비스	9,650	15.4	2.1	15.5	1.63	0.2	66.6	-2.2	69.8
A180640	한진칼	산업재	4,265	n/a	n/a	n/a	1.62	n/a	n/a	26.5	20.1
A214450	파마리서치	건강관리	1,434	20.1	4.3	20.0	1.62	1.8	22.5	19.1	110.5
A267260	HD현대일렉트릭	산업재	6,651	18.0	5.8	37.4	1.60	1.8	149.5	3.9	278.3
A145020	휴젤	건강관리	1,570	22.6	3.3	16.8	1.60	4.1	34.2	5.7	73.7
A035250	강원랜드	경기소비재	2,058	11.2	0.8	8.2	1.56	1.0	19.6	-7.7	6.9
A214150	클래시스	건강관리	961	28.6	7.5	29.6	1.53	0.6	23.2	-0.5	53.5
A128940	한미약품	건강관리	2,065	22.4	3.3	15.8	1.50	-1.6	19.7	0.6	-7.8
A036570	엔씨소프트	통신서비스	3,364	18.5	1.1	6.8	1.50	2.8	-18.2	9.5	-14.5
A005930	삼성전자	IT	263,268	9.6	1.0	10.4	1.48	-7.3	27.7	-8.6	-24.7
A403870	HPSP	IT	1,339	20.8	5.3	30.0	1.48	4.3	9.3	5.4	-32.3
A263750	풀어비스	통신서비스	1,209	18.4	2.6	16.1	1.48	7.4	12.2	-2.8	-0.5
A003230	삼양식품	필수소비재	2,291	13.9	4.0	33.4	1.46	1.9	121.7	8.9	155.9
A161390	한국타이어엔테크놀로지	경기소비재	2,502	3.8	0.4	10.8	1.44	-1.2	28.8	-12.8	-18.8
A033780	KT&G	필수소비재	10,198	13.3	1.2	10.9	1.40	0.8	9.0	1.1	19.4
A326030	SK바이오팜	건강관리	3,270	62.1	18.7	31.0	1.38	12.7	187.2	16.2	27.8
A011200	HMM	산업재	8,883	8.4	0.6	6.2	1.36	-12.2	210.8	-0.9	-16.3
A081660	힐라홀딩스	경기소비재	1,531	10.2	1.1	11.8	1.33	-3.5	-5.4	-0.9	4.8
A207940	삼성바이오로직스	건강관리	18,662	62.9	6.3	10.6	1.33	1.0	19.2	1.0	37.5
A302440	SK바이오사이언스	건강관리	1,428	-202.5	2.7	-1.3	1.32	n/a	n/a	0.4	-19.4
A021240	코웨이	경기소비재	3,523	7.9	1.3	18.7	1.32	0.2	12.3	-4.9	23.6
A361610	SK아이이테크놀로지	IT	791	737.7	1.0	0.2	1.29	흑전	-96.0	-4.6	-62.9
A257720	실리콘투	경기소비재	1,378	12.6	5.5	55.9	1.28	2.2	242.1	-14.2	396.8
A051600	한전KPS	유틸리티	984	11.0	1.4	13.5	1.26	2.0	26.1	3.9	35.3
A009540	HD한국조선해양	산업재	8,635	9.4	1.2	12.0	1.24	5.2	82.2	2.0	74.0
A015760	한국전력	유틸리티	6,403	3.2	0.3	10.9	1.10	6.3	190.7	-1.8	15.9
A000100	유한양행	건강관리	8,483	61.6	5.0	8.7	1.06	1.7	40.2	22.7	132.3
A064350	현대로템	산업재	4,754	15.5	3.0	21.2	1.02	5.5	85.5	22.6	144.8

주 : 상기 목록은 계량적인 방법으로 선별했으며 당사 기업 분석 의견과는 상이 할 수 있음. 지표는 24/10/22 기준

자료: Quantiwise, SK증권



Part 3.

SK증권 기업분석부 업종별 의견 및 Top-Picks

SK증권 기업분석부 2025년 업종별 의견 및 탐픽 (1)



업종	애널리스트	전망 및 근거	Top Pick(s)
반도체	한동희	<ul style="list-style-type: none"> - 메모리 업계 Commodity에 대한 보수적 투자, 출하, HBM 강세에 따른 공급 제약 지속 예상 - HBM 출하 확대, DDR5 전환 등 감안하면 레거시 업황 둔화 영향은 과거대비 현저히 제한적일 전망 - 세트의 낮은 기저&메모리 공급 제약 지속 감안 시 2025년은 AI와 Commodity 사이클 동반될 가능성 높음 - 시장은 AI 사이클 내 메모리 업계의 이익방어력을 과소평가 중. 2025년 상저하고의 업황 예상 	SK하이닉스
반도체 소부장	이동주	<ul style="list-style-type: none"> - AI 서버 수요 내년에도 강세 지속. AI 관련 디바이스 출시도 본격화되면서 전통 IT 수요 부진을 make-up - 공급 측면에서도 HBM 비중 확대에 따른 범용 DRAM capa 축소. 신규 투자 명분 시간이 지날수록 강화 - 멀티플 하향 조정 그리고 보수적인 수요 가정 기반영. 2025년 소부장 주가의 방향성은 우상향에 무게 	리노공업, 주성엔지니어링
IT부품 전기전자	박형우	<ul style="list-style-type: none"> - IT세트 판매 둔화 우려 지속 예상. 이미 부품 산업에서는 4~5개월전부터 재고조정 감지 - 그러나 IT 수요 부진은 지난 3년간 지속된 이슈로 반등 시점에 대한 고민도 필요 - MLB, MLCC 등 현재 수요 부진환경에서도 가동률 높은 부품군 향후 기술변화 흐름에서 수혜 강도 클 것 - 수요/실적 우려는 이미 주가에 선제적으로 반영 일단락됐기에 비관론 보다는 저점에 대한 고민 	이수페타시스, 삼성전기
2차전지	박형우	<ul style="list-style-type: none"> - 2차전지의 출하량 규모 기준으로는 2024년 중순이 저점. 그러나 핵심은 수급 - 2025년 출하량 증가 예상되나 공급과잉규모도 더 커질 것. 출하량 증분보다 캐파 증분이 크기 때문 - 가동률의 하락, 비용의 증가, 수익성의 훼손 가능성을 의미. 2차전지 산업 내 치킨게임 우려 - 4680, ESS, 각형, 전고체, 실리콘 음극재, 소재 내재화 등 기술변화 트렌드 관련주 선별/집중 필요 	-
제약/바이오	이선경	<ul style="list-style-type: none"> - 금리 인하에 따른 섹터 개선 기대감 존재 - 글로벌 혁신 신약의 성공은 매출 성장과 영업이익 확보에 있어 매우 중요한 요소, 블록버스터급 신약 승인 증가로 신약 개발에 대한 기대감 지속 - 모달리티 측면에서 항체의 바통을 이어받을 주자로 ADC에 이어 이중항체도 최근 떠오르고 있어 플랫폼 투자에 대한 열기 지속 가능 	삼성바이오로직스, HK이노엔

SK증권 기업분석부 2025년 업종별 의견 및 탐픽 (2)



업종	애널리스트	전망 및 근거	Top Pick(s)
은행	설용진	<ul style="list-style-type: none"> - 금리 환경 변화로 마진 하락 예상되나 비은행/비이자 부문 실적 개선으로 안정적인 탐라인 전망 - 대손비용의 경우 금리 하락에 따른 상환부담 완화로 이전 대비 부담 축소될 것으로 예상 - 기업가치 제고 방안에 기반한 주주환원 지속적인 확대 기대 가능하다고 판단 - 견조한 이익을 바탕으로 주주환원 확대에 대한 가시성 가장 높다고 판단 	하나금융지주, 신한지주
보험	설용진	<ul style="list-style-type: none"> - 현 제도 기준으로 삼성생명, 삼성화재, DB손해보험, 코리안리, 메리츠금융지주 제외한 배당 어려운 상황 - 금리 하락에 따른 자본 측면의 부담 지속되고 있음 - 제도 관련 불확실성 지속되고 있어 현재 이익/자본을 둘러싼 우려 계속될 전망 - 방어주적 관점에서 접근하기도 애매한 상황이라고 판단 	메리츠금융지주, 코리안리
증권	설용진	<ul style="list-style-type: none"> - 금리 하락에 따라 IB/트레이딩 모두 개선 기대 - 부동산 PF/해외부동산 부담 완화되며 전반적인 실적 측면의 모멘텀 가장 높다고 판단 - 유연한 북 배분 관점에서 이익 개선 사이클에서는 주주환원보다 실적 측면에 보다 무게가 실린다고 판단 - 금투세 등 불확실성 어느정도 마무리될 것으로 예상되는 점도 긍정적 	한국금융지주
통신서비스	최관순	<ul style="list-style-type: none"> - 유무선 탐라인의 안정적 성장세가 2025년에도 지속될 것 - 비용측면에서도 마케팅 비용 감소 기조 지속, 대규모 CAPEX 요인이 없어 수익성은 2024년 대비 개선 전망 - AI 등 B2B 중심의 매출도 가시화될 것으로 기대 - 배당수익률도 6~7% 수준으로 안정적 대안이 될 전망 	SK텔레콤
유틸리티	나민식	<ul style="list-style-type: none"> - 미국 전력부족 현상으로 유틸리티 업체들의 CAPEX 추정치 상향에 따른 국내 전력기기 업체 수혜 예상 - 매출액 대비 수주잔고 비율 5배 도달, 흥성 신규 공장 건설 중, 2025년 하반기부터 증설로 인한 성장 기대 - 주가 관점에서도 ETF, 외국인 등 주가 수급을 만들 수 있는 주체가 남아있다는 점에서 긍정적 - 향후 시가총액이 성장해서 글로벌 주가 지수에 편입되거나 외인 지분이 올라가면서 Valuation 확장 기대 	일진전기

SK증권 기업분석부 2025년 업종별 의견 및 탐픽 (3)



업종	애널리스트	전망 및 근거	Top Pick(s)
석유화학	김도현	<ul style="list-style-type: none"> - 중국 수급 2024년 8월까지 전년대비 개선세 지속. 화학업체 이익체력 역시 2023년 대비 개선 지속 중 - 반면, 2023년 대비 화학섹터 멀티플은 할인폭 확대. 업황 회복국면 감안 시 저평가 - 중국의 연속적인 경기부양책 시행과 미국 금리인하 등 화학섹터 리스크는 완화 국면 - 이익의 회복과 중국 경기부양에 따른 심리 회복 고려시 매수관점에서 접근 	효성티앤씨
에너지	김도현	<ul style="list-style-type: none"> - 유가 하방압력 지속. OPEC+의 원유 수요 전망치 하향 등 글로벌 수요 역시 부진한 국면 - OPEC+ 감산은 점진적으로 완화, 공급 확대 시 2025년 유가 역시 펀더멘탈 약세 지속될 것 - 한편, 다운스트림 수요 약세 국면에서 단기적 업황 회복 역시 제한적. 2025년 다운사이클 국면 지속 예상 - 중동 리스크 등 단기 유가 변동성에 따른 트레이딩 관점 접근은 가능하나, 리스크 대비 매력도는 떨어짐 	GS
조선	한승한	<ul style="list-style-type: none"> - 북미 LNG 프로젝트향 LNGC와 하위 티어 선사들의 친환경 컨선 발주로 약 3년치 백로그 레벨 유지 가능 - 물가 조정 신조선가지수 레벨은 2009년 11월 수준, 아직 선가 상승 여력은 충분하며 상승세 이어갈 것 - 2025년부터는 조선 3사 공통적으로 공정 안정화에 성공하며 안정적인 증익 나오는 구간으로 하방은 제한적 - 조선업 상승사이클 지속 및 D/F 엔진 수요-공급 언매칭에 따른 선박엔진 업체들의 구조적 성장 가능 전망 	HD현대미포, 한화엔진
철강	이규익	<ul style="list-style-type: none"> - 중국 부양책 효과와 더불어 2024년 높았던 기저 영향으로 2025년부터는 중국 부동산 업황 반등 예상 - 주택 가격 YoY로 상승세 돌아서며 철강 가격 상승세 보여줄 것 - 다만 실제 수요 개선은 부동산 가격 상승과 착공 반등 이후인 하반기부터일 것으로 전망 	현대제철
비철금속	이규익	<ul style="list-style-type: none"> - 미국 금리 인하 그리고 중국 부양책 효과로 전반적인 비철금속 가격 강세 예상. 특히 구리 주목할 필요 - 중국 구리 수요 개선되고 있으며 중국 부양책이 소비 진작에 집중하고 있는 만큼 수요 개선세 지속될 것 - 2025년 BM TC는 전년 대비 현저히 낮은 수준에서 결정될 것. 중국 제련소 수익성 악화에 따른 감산 기대 	풍산

SK증권 기업분석부 2025년 업종별 의견 및 탐픽 (4)



업종	애널리스트	전망 및 근거	Top Pick(s)
인터넷	남효지	<ul style="list-style-type: none"> - 국내 광고주 집행 재개, 이커머스 시장 성장을 회복되며 본업 중심 성장세 지속될 것 - 적자 자회사, 비핵심 사업부 축소 및 매각 작업 지속되며 타이트한 수익성 관리 전개 예상 - 자사주 매입 및 소각, 배당 확대, 자본 효율화 등 주주환원 강화에 집중 - 전방시장 회복에 따라 어떤 수준의 탐라인 성장률을 보일 수 있는지가 주가의 향방을 결정할 것 	NAVER
게임	남효지	<ul style="list-style-type: none"> - 국내 게임사 전반적으로 2024년 대비 2025년 출시 예정 라인업 확대 - 오랫동안 준비해왔던 PC/콘솔 신작들의 출시, 이에 대한 높은 기대감이 반영되고 성과 확인할 수 있을 것 - 서구권 유저들에게 소구할 수 있는 게임에 대해 높은 밸류 부여 가능할 것 - 인건비, 마케팅비 중심의 비용 효율화 지속, 신작 흥행에 따른 실적 레버리지 보일 수 있는 게임 업체에 주목 	크래프톤
모빌리티	윤혁진	<ul style="list-style-type: none"> - 금리 하락과 경기둔화가 상충되면서 자동차 수요는 전년수준으로 예상됨 - 중국 급격한 전기차 전환으로 크게 남아도는 내연기관 차량이 수출로 몰리면서 글로벌 공급 증가요인 발생 - 자동차 산업 전반적인 수익성은 2024년 수준 또는 소폭 하락이 예상됨 - 실적보다는 주주환원 강화에 집중해야 하며, 자사주 매입 강화되는 현대차, 기아, 현대모비스 등이 선호주 	현대차
의류	형권훈	<ul style="list-style-type: none"> - 한국은 실질임금 상승과 기준금리 인하로 패션 소비 업황이 작년보다 개선될 것으로 전망 - 미국은 기준금리 인하의 경기부양 효과가 바이어의 재고보충 수요를 자극해 OEM 오더 업황 개선 전망 - 다만 매크로 환경의 개선에는 시간이 필요하며, 이에 따라 2025년 상저하고의 업황 예상 	화승엔터프라이즈