

2025년 연간전망

# 밸런스 게임

투자전략팀

변화?!

회귀?!



미중 갈등



#전략  
김형렬 센터장  
3771-9773  
jeff2000@iprovest.com



#채권  
백윤민 수석연구위원  
3771-9175  
yoonmin1983@iprovest.com



#퀀트  
강민석 책임연구원  
3771-9357  
20210092@iprovest.com



#경제 #환율  
신윤정 이코노미스트  
3771-9342  
yjshin@iprovest.com

# Contents

교보증권 리서치센터의 2025 Outlook

I

신윤정 이코노미스트

**경제/환율 전망 : 소프트하지 않은 Soft-landing**

... 5pg

II

백운민 수석연구위원

**채권시장 전망 : Read The Room**

... 51pg

III

강민석 책임연구원 / 김형렬 센터장

**주식시장 전망 : Catch Me If You Can**

... 83pg

IV

**Appendix: 주요 이벤트 및 통화정책 일정**

... 121pg

# Summary

## [2025년 경제/환율 전망 : 소프트하지 않은 Soft-landing]

2025년 글로벌 경제는 연착륙을 베이스 시나리오로 상정. 정부와 중앙은행들이 경제 회복 및 불확실성 감소를 목표로 적극적인 시장 개입을 진행해왔던 만큼 글로벌 경제는 침체보다는 둔화에 무게. 다만, 글로벌 국가들은 자체 성장 모멘텀 확보 여부에 따라 수요 회복 속도에 차별화가 나타날 것으로 예상. 보호주의 확대에 따라 외수 성장에 제약이 나타나고 있기 때문에 각 국가마다 정부 지원의 지속성과 가계의 실질적인 소비 성향 개선 가능성 여부가 경제 성장 속도를 좌우할 것

## [2025년 채권시장 전망 : Read The Room]

2025년은 그 어느 때보다 시장의 분위기를 잘 파악해야 하는 시기. 올해와 마찬가지로 지나친 쓸림에 대한 경계를 늦춰서는 안될 것. 투자 전략 측면에서는 금리인하 사이클이 본격화되는 만큼 채권에 대한 비중 확대 의견을 유지. 기본적으로 내년 채권시장은 국내외 통화정책 완화 기조가 유지되는 가운데, 시장금리도 하향 안정화 흐름을 유지할 것으로 예상. 다만, 현재 시장금리가 통화정책 완화 기대를 상당부분 반영하고 있는 만큼 금리하락 폭은 다소 제한될 것으로 판단

## [2025년 주식시장 전망 : Catch Me If You Can]

금리인하 사이클 진입에 따른 글로벌 유동성 증가는 증시에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상. 약달러에 따른 신흥국 랠리를 기대할 수도 있겠지만, 과거와는 다른 환경(탈세계화, 원자재 랠리 부재, 신흥국 성장 둔화)로 신흥국 증시보다는 미국 증시의 상대 성과가 좋을 것으로 판단. 최근 미국 주도주 쓸림 현상이 완화되는 중. 기존 주도주(IT, 커뮤니케이션) 업종 외에 소외 업종(금융, 헬스케어)에도 관심을 가져야 할 것. 국내 증시는 상승 모멘텀이 부재한 상황으로, 당분간 수익률을 소폭 포기하더라도 하방 리스크를 줄여야 할 시기라고 판단. 향후 상승 시그널은 미국 제조업 회복에 집중해야 할 것으로 예상

이 페이지는 편집상 공백입니다.

# I. 경제/환율 전망

: 소프트하지 않은 Soft-landing

# [경제/환율] 국내외 경제지표 및 환율 전망 테이블

## 주요국 경제지표 및 환율 전망

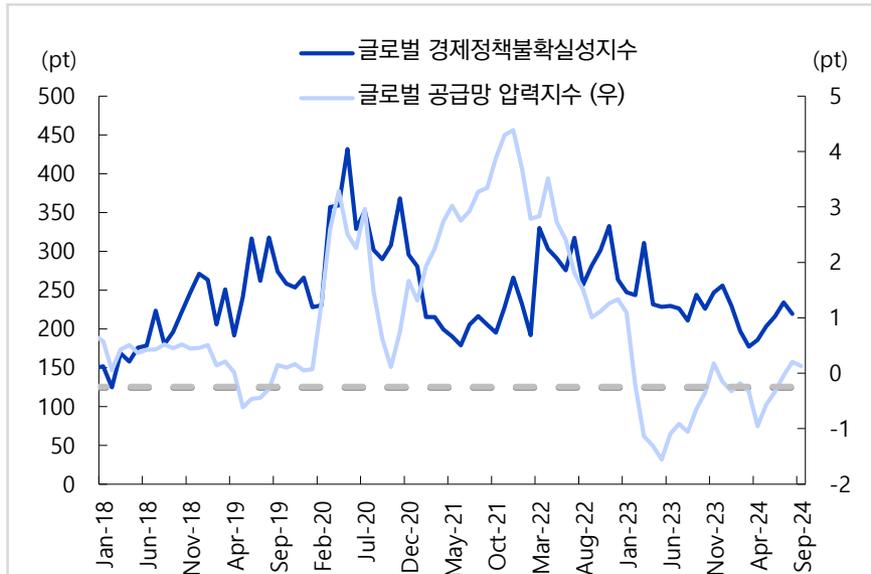
		2024				2025				2023	2024	2025
		1Q	2Q	3Q	4Q(E)	1Q(E)	2Q(E)	3Q(E)	4Q(E)	연간	연간(E)	연간(E)
한국	GDP (%QoQ)	1.3	-0.2	0.3	0.5	0.4	1.0	0.5	0.8	1.4	2.4	2.1
	CPI (%YoY)	3.1	2.7	2.1	2.0	2.0	2.1	1.6	1.9	3.6	2.4	1.9
미국	GDP (%QoQ SAAR)	1.6	3.0	1.8	1.5	1.9	1.6	2.5	2.4	2.5	2.6	2.0
	CPI (%YoY)	3.2	3.2	2.6	2.4	2.4	2.0	2.1	2.2	4.1	2.9	2.1
달러 인덱스		104	105	102	102	100	99	98	96	104	103	98
원/달러 환율		1,320	1,315	1,354	1,330	1,310	1,295	1,275	1,260	1,290	1,340	1,285

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

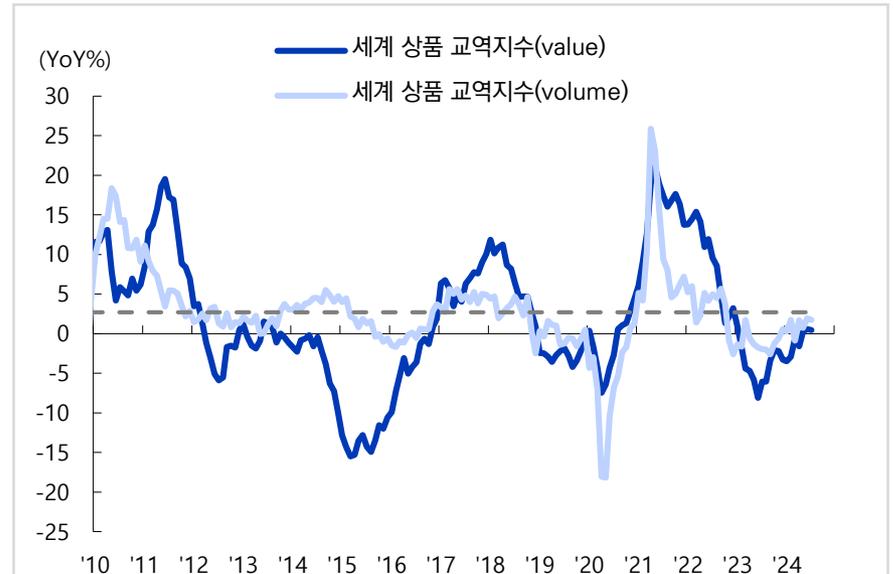
# [글로벌] Soft-landing을 향한 조심스러운 발걸음

- 글로벌 주요국 통화정책의 정상화가 시작되면서 2025년 글로벌 경제는 연착륙을 베이스 시나리오로 상정
- 정부와 중앙은행들이 경제 회복 및 리스크 감소를 목표로 적극적인 개입을 진행했던 만큼 글로벌 경제는 침체보다는 둔화에 무게. 다만, 경제 주체들의 실질적인 지출 여력들은 한 차례 감소한 바 있으며 부채 부담, 지정학적 리스크 등 잠재되어 있는 불확실성 요인들이 취약성을 드러내고 있는 만큼 변동성 확대에 유의할 필요

글로벌 경제정책 불확실성 지수와 공급망 압력지수



세계 상품 교역 규모 및 가치 지수 증가율

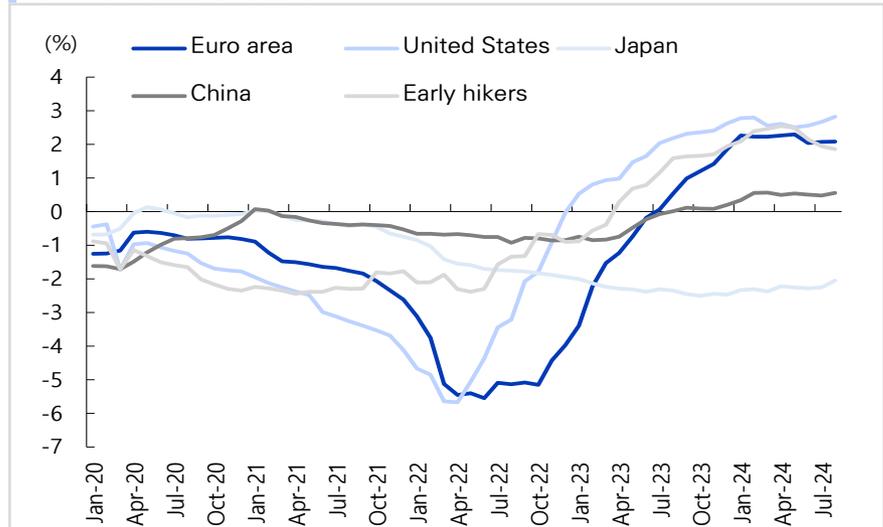


자료: CEIC, 교보증권 리서치센터

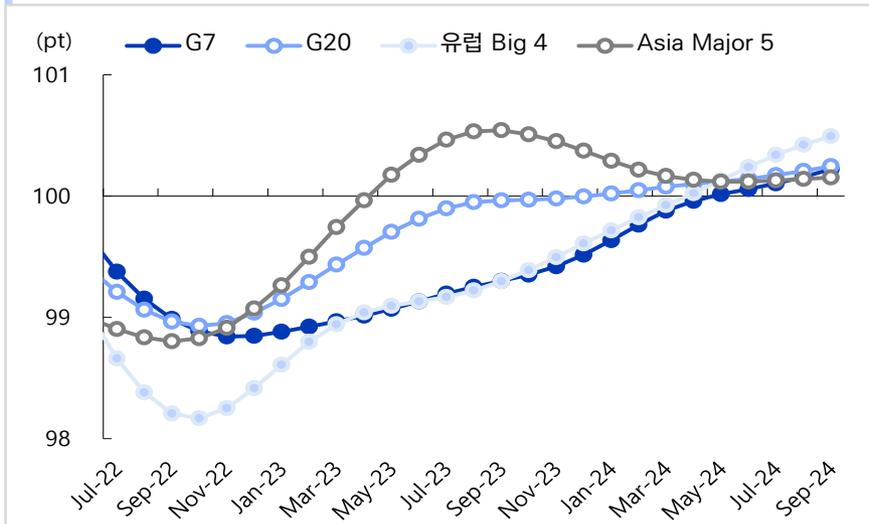
# [글로벌] 2025년 글로벌 경제의 키워드는 "차별화"

- 국가들은 자체 성장 모멘텀 확보 여부에 따라 수요 회복 속도에 차별화가 나타날 것으로 예상
- 보호주의 확대에 따라 무역 성장에 제약이 나타나고 있는 가운데  
 ①정부 정책 지원의 지속 가능성 여부가 국가별로 상이하게 나타나고 있는 상황. 이에 따라 ②가계의 실질적인 소비 성향 개선이 가능한 국가들을 중심으로 개선되는 모습이 나타날 것

주요 국가 실질 정책 금리

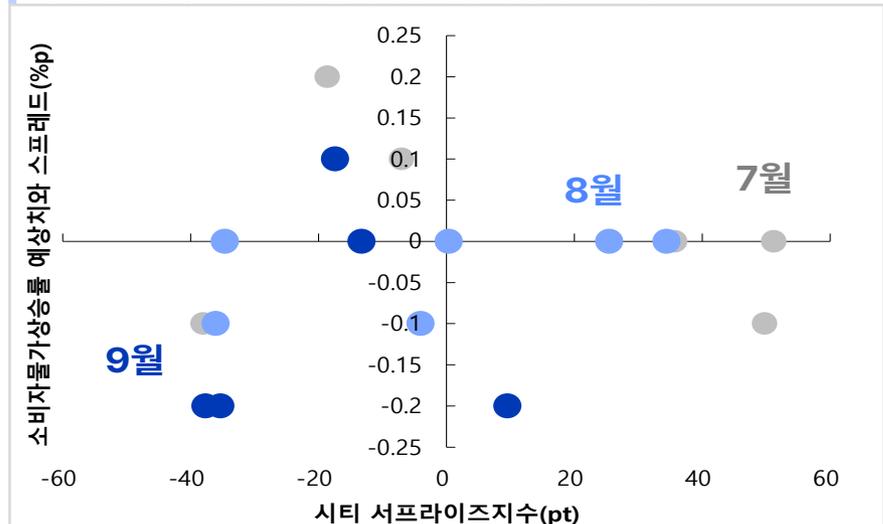


OECD 경기 선행지수



자료: IMF, CEIC, 교보증권 리서치센터

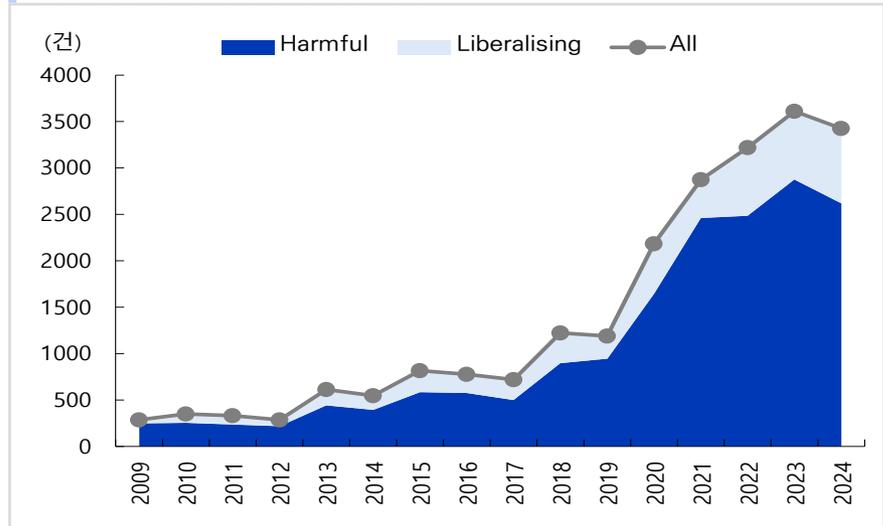
시티 서프라이즈지수와 인플레이션 시장 예상치 스프레드



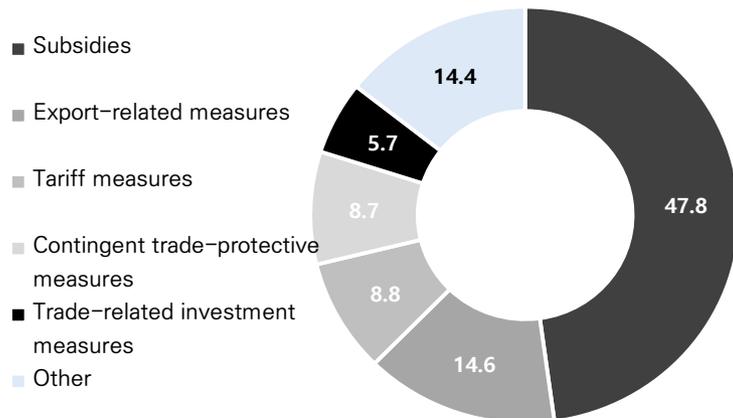
# [글로벌] 더 이상 글로벌 성장 엔진이 될 수 없는 국제 무역

- 글로벌 국가들이 인플레이션 우려 및 국가 성장의 지속가능성에 대한 어려움을 직면하면서 보호 무역 스탠스가 더욱 강화. 특히, 자국 산업 보호를 위한 경쟁적 보조금 지급 및 관세 부과 움직임이 나타나면서 비용이 크게 증가
- 더욱이 이제는 상품 무역보다는 금융 무역이 보다 활발해지는 등 서비스 무역에 대한 수요도 높아지는 모습
- 이에 따라 실질적인 상품 거래 및 수요 증가 움직임 보다 **국가 내부에서 정부의 재정 지원 노력 및 가계의 소비 성향 개선이 나타날 가능성이 유효**한지가 실질적인 경제 성장의 키(key)가 될 것으로 판단

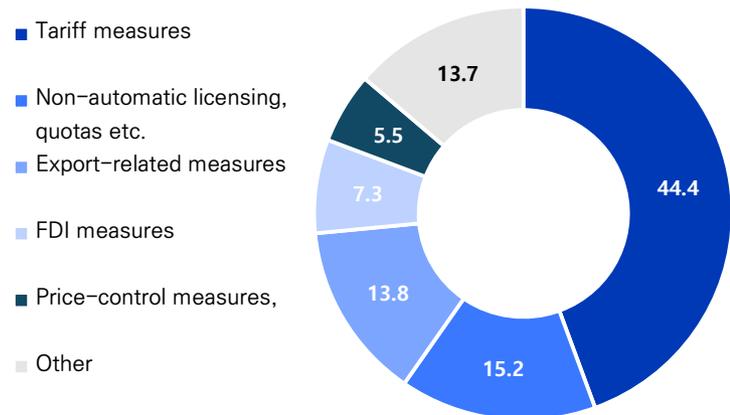
연간 신규 무역 제재 수와 세부 특성



무역 제재에 활용되는 정책(Harmful)



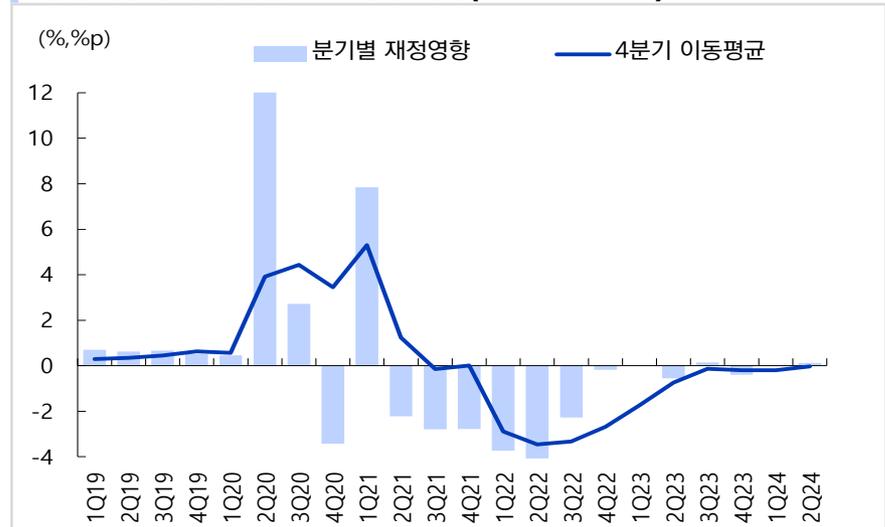
무역 제재에 활용되는 정책(Liberalising)



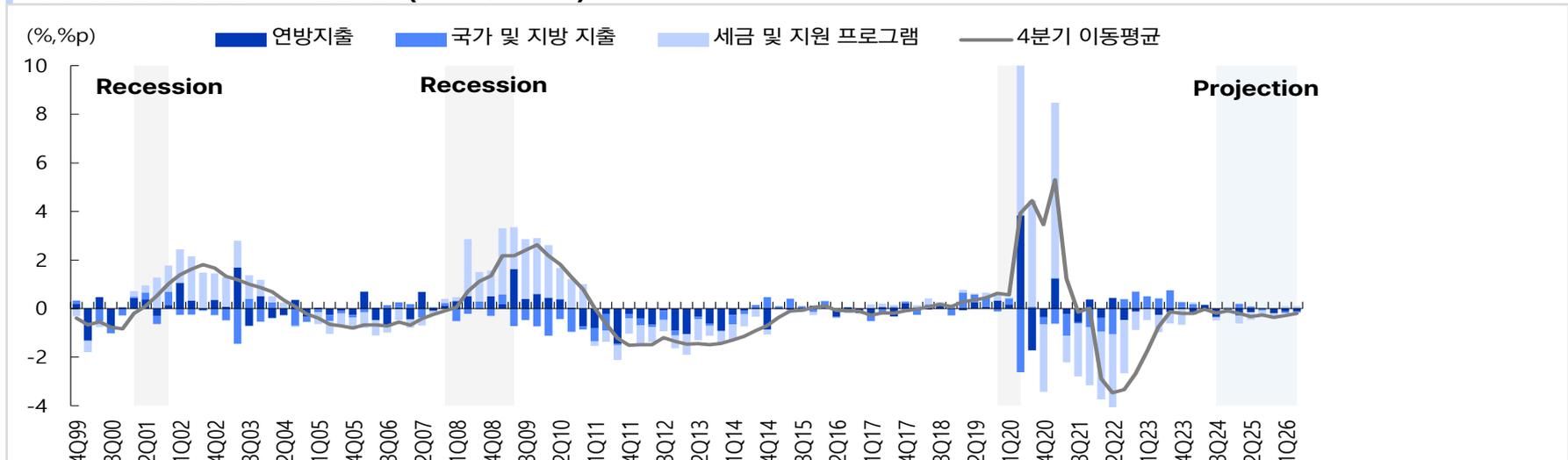
# [글로벌] By the Government

- 2024년 이어진 경제 회복 움직임에는 정부 재정이 주요한 영향
- 정부 정책은 리세션 이후 등 가계와 기업이 경제 활동을 적극적으로 이어갈 수 없을 때 더욱 중시되는 모습
- 이번 케이스의 경우, 팬데믹 이후 서비스업 중심의 모멘텀이 둔화되는 가운데 경제 주체들의 물가 및 금리 부담을 정부가 직간접적으로 지원하는 모습을 보이면서 침체 우려에서 회복

미국 재정 정책의 실질 GDP 성장 기여(19.1Q-24.2Q)



미국 재정 정책의 실질 GDP 성장 기여(99.4Q-26.1Q)

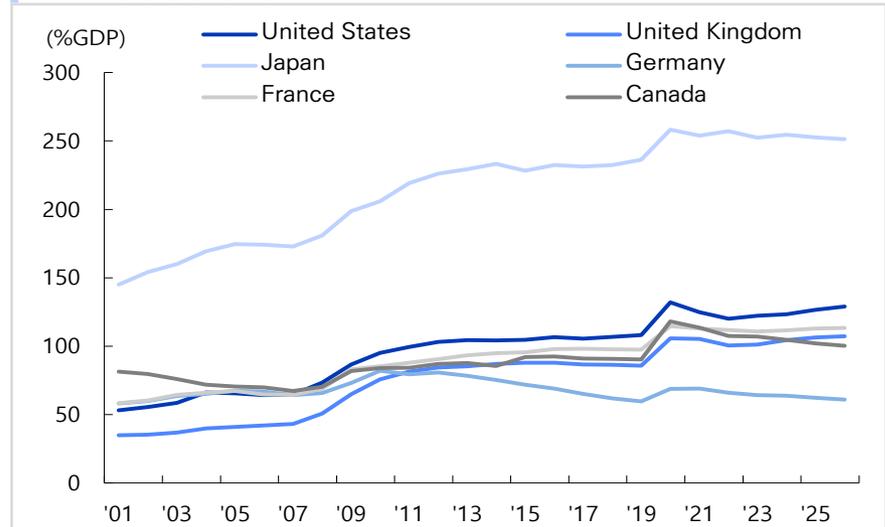


자료: FIM, 교보증권 리서치센터

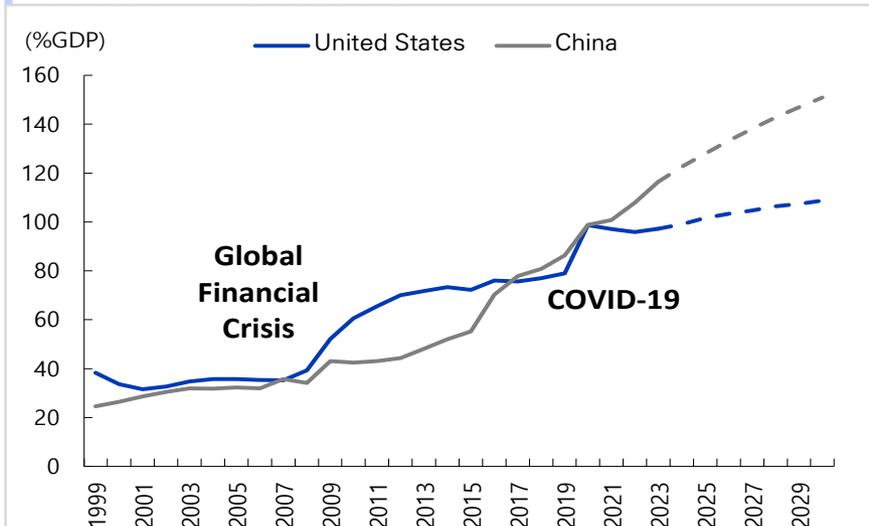
# [글로벌] 완화된 침체 우려 뒤 부상(浮上)하는 부채 리스크

- 2020년 이후 고금리 하에서 늘어난 정부 지출은 이자 지급액에 대한 부담으로 연결
- 경제 주체들의 제한적인 생산 활동으로 세수까지 감소하는 상황에서 국방 지출, 기후 및 인구 변화 대응 정책, 산업 육성 등 재정 부담은 점진적으로 늘어날 것으로 예상. 이는 재정 건전성 및 정부 정책의 지속가능성에 대한 우려로 귀결
- 국가 차원의 위기 대응 능력과 재정을 얼마나 안정적으로 얼마나 사용할 수 있는가를 보여주는 것이 성장 동력의 기초

GDP 대비 정부 부채

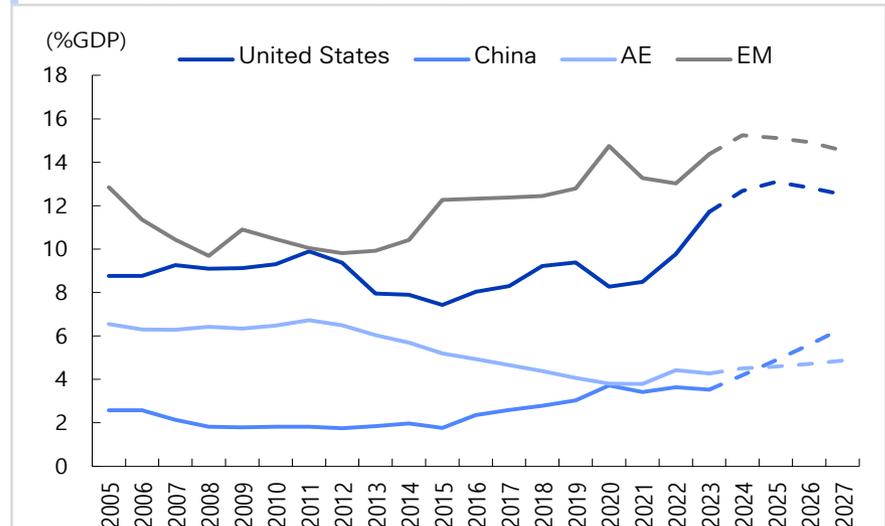


미국과 중국 GDP 대비 공공 부채



자료: IMF, 교보증권 리서치센터

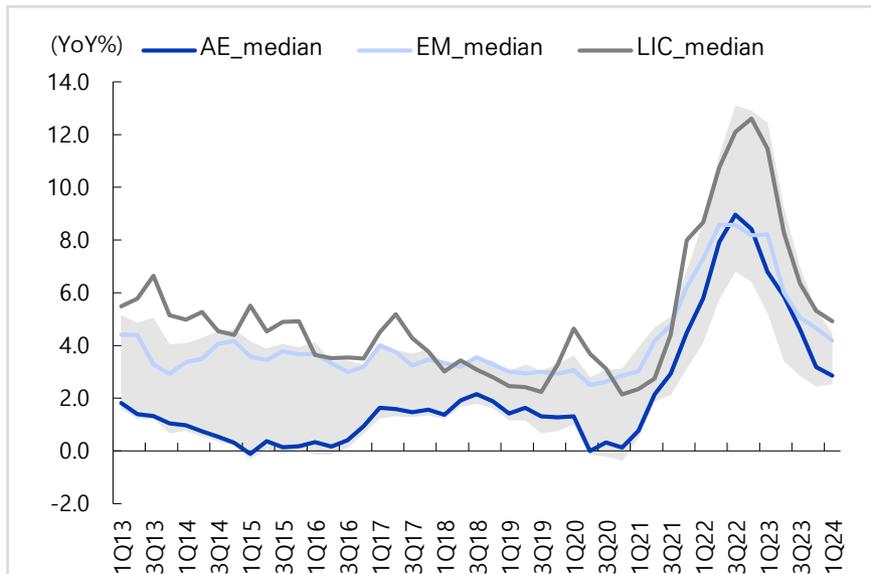
GDP 대비 공공 부채에 대한 이자 지급액 비중



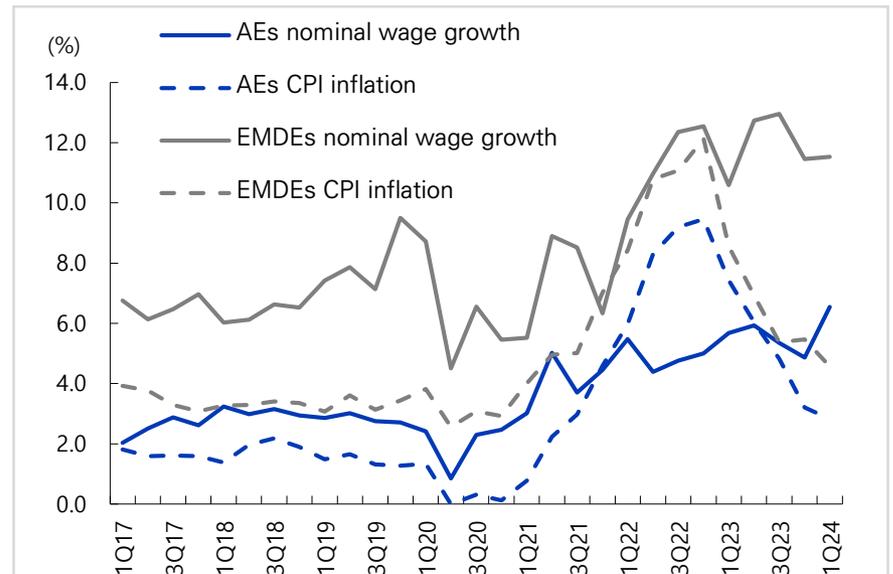
# [글로벌] 더욱 중요해진 가계 소비 심리 회복 여부

- 정부의 재정 지원 외로 국가별 경제 성장을 결정할 또 다른 핵심 요소는 가계 소비
- 글로벌 인플레이션 리스크가 완화된 가운데 주요국 중앙은행들의 통화정책 정상화 움직임이 시작. 통상적으로 금리 인하기에는 가계 지출이 확대되는 모습을 보여왔으나, 이번의 경우 이미 서비스를 중심으로 소비 기조를 먼저 큰 폭으로 나타나고 부채에 대한 부담이 크게 확대
- 이에 따라 임금, 신용 창출 등 가계의 실질적인 소비 성향을 다시 한번 개선 시켜줄 요인의 존재 유무가 중요

글로벌 지역별 인플레이션 추이



지역별 명목 임금 상승률과 인플레이션

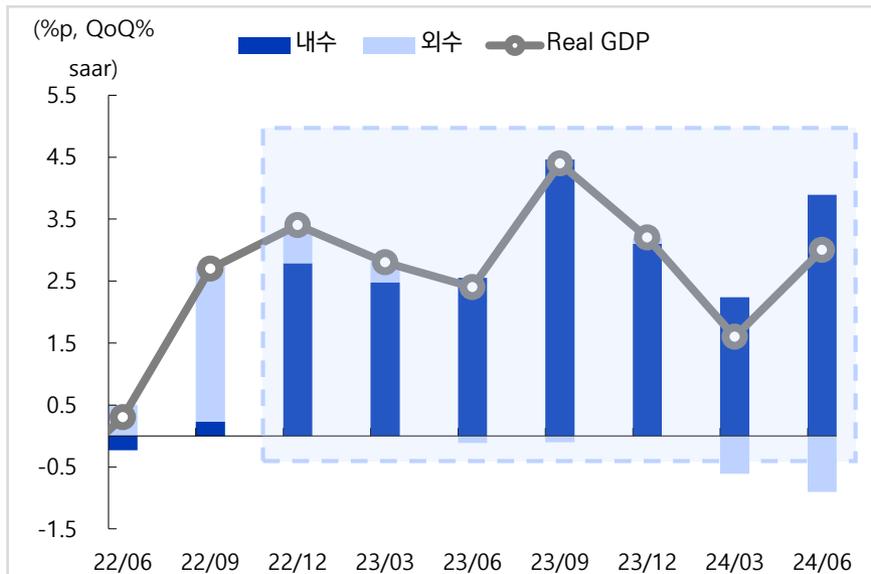


자료: IMF, 교보증권 리서치센터

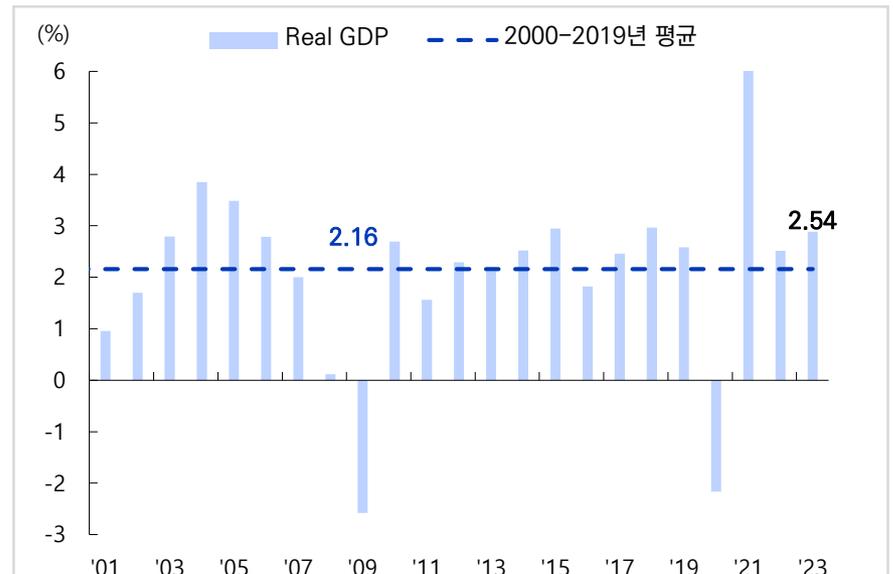
# [미국] 버틸 수 있는 것도 능력이야

- 2025년 미국 경제는 2024년 대비 경제 성장률 둔화되는 모습을 보여줄 것으로 예상
- 가계의 소비 성향 개선, 정부의 추가 재정 부양 의지 등에 따라 내수 성장 흐름은 이어질 수 있을 것으로 기대. 다만, 고용, 정부 지원, 신용 시스템 등 가계 소비를 지지했던 부분들이 약해지면서 지출 강도는 감소되는 영향
- 오히려 저성장애 대한 실망감에 따른 변동성 확대에 유의할 필요. 약 2% 정도의 경제성장률은 미국에서 견조한 성장 추세임에도 '미국 예외주의'에 대한 기대감이 형성되었던 만큼 추세 복귀 과정에서 불확실성 존재

미국 실질 GDP와 내외수 기여도



미국 연간 실질 GDP와 장기 평균

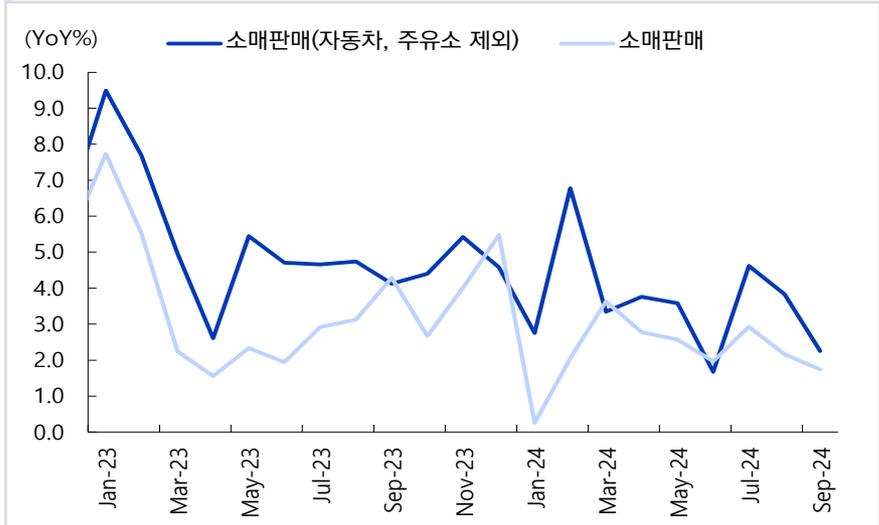


자료: CEIC, 교보증권 리서치센터

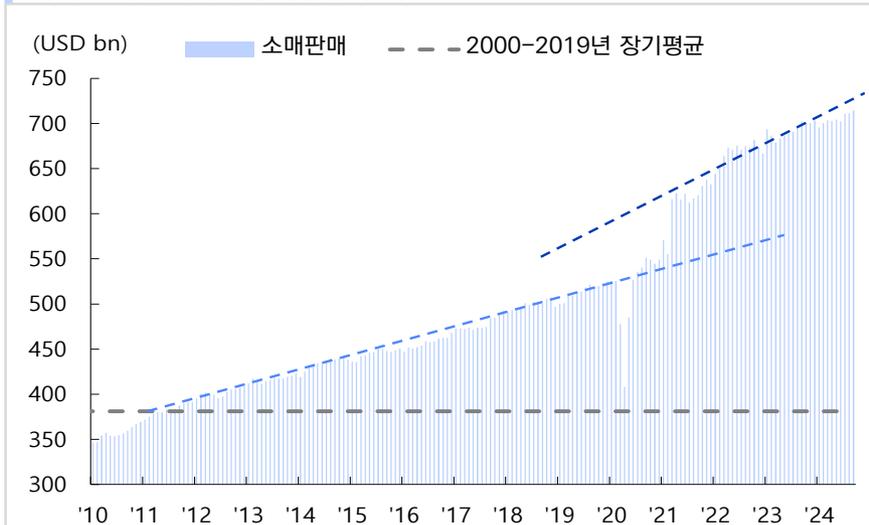
# [미국] 정말 가계 소비가 다했다

- 미국 가계 소비는 위축세를 지속해오고 있는 소비 심리와는 다른 모습. 이는 ①높은 고용과 ②정부 지원, ③미국의 신용 시스템이 뒷받침한 결과
- 미국 가계 소비는 건조한 성장세를 유지하고 있지만 2025년에는 이와 같은 요인들이 둔화됨에 따라 가계의 소비 지지력이 약화될 것으로 예상

## 미국 소매판매 증가율

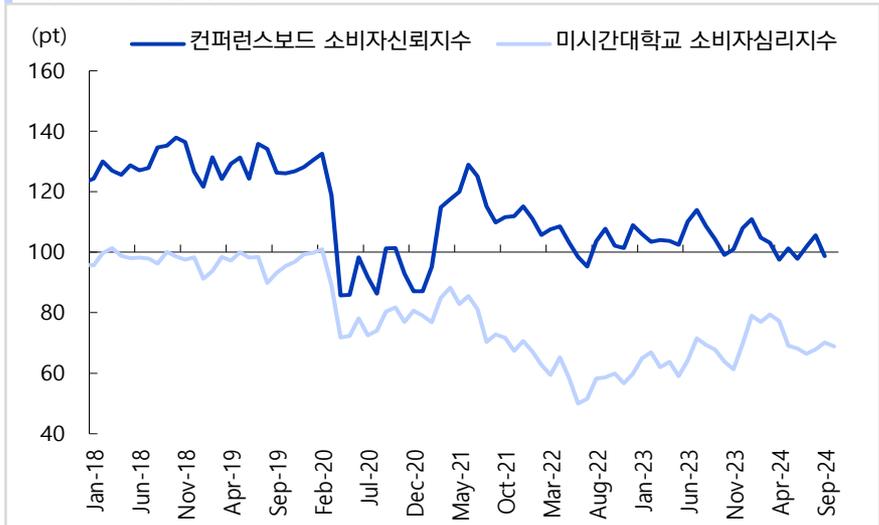


## 미국 소매판매액과 장기평균 추이



자료: CEIC, 교보증권 리서치센터

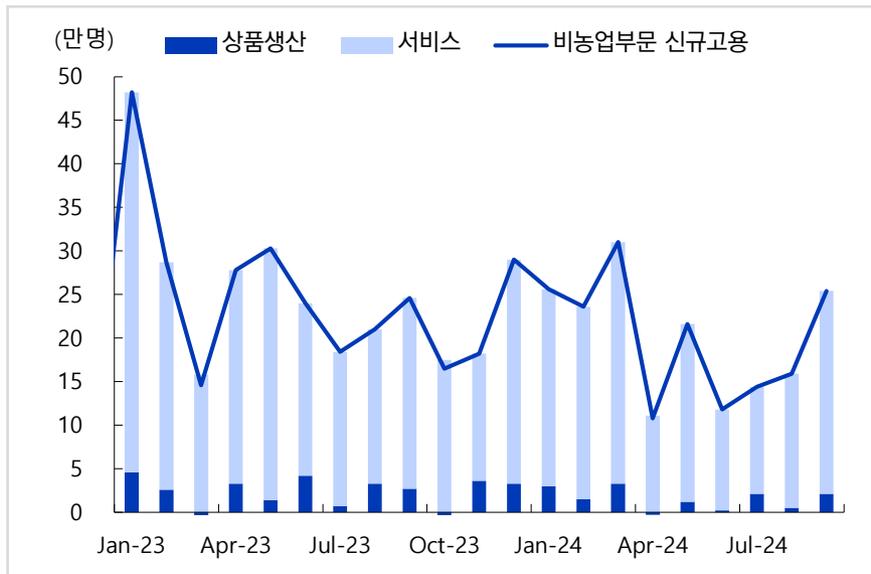
## 미국 소비자심리지수



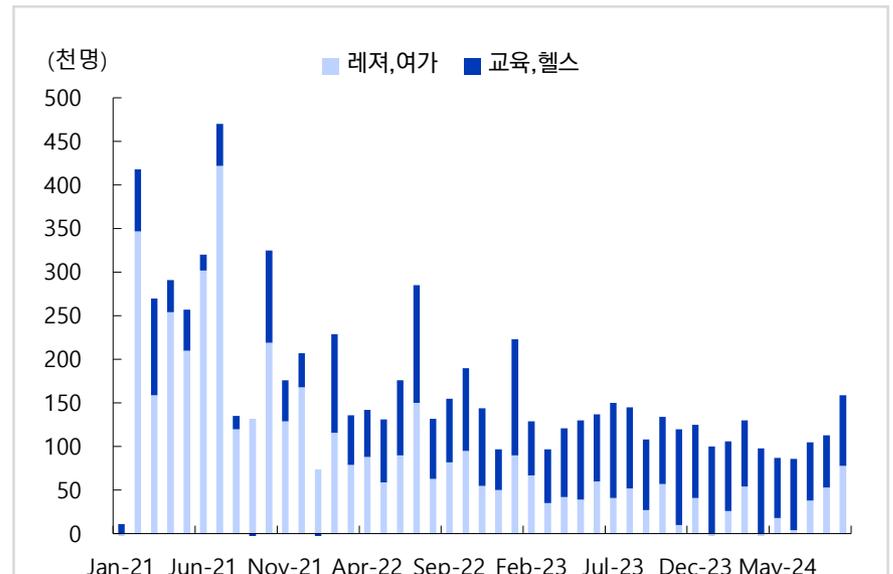
# [미국] 고용 호조 속 낮아지는 성장 지지력

- 미국 9월 고용은 25.4만 명(서비스 23.3만 명)으로 여전히 2000년 이후 장기 평균(9.5만 명)을 상회하는 긍정적인 수치 발표
- 수치 상으로 미국의 고용을 부정적으로 평가할 수 없다는 점은 분명. 다만, 고용 시장이 정상화 국면에 진입했다는 점과 향후 높은 경제 성장을 견인할 만큼의 고용의 질이 향상되고 있는 상황은 아니라는 점에 주목할 필요
- 지금부터는 고용의 영향력은 성장 측면보다는 침체 여부 확인이 될 것

비농업부문 신규 고용과 상품 및 서비스 고용 증감



레저, 여가 및 교육, 헬스 부문 고용 증감

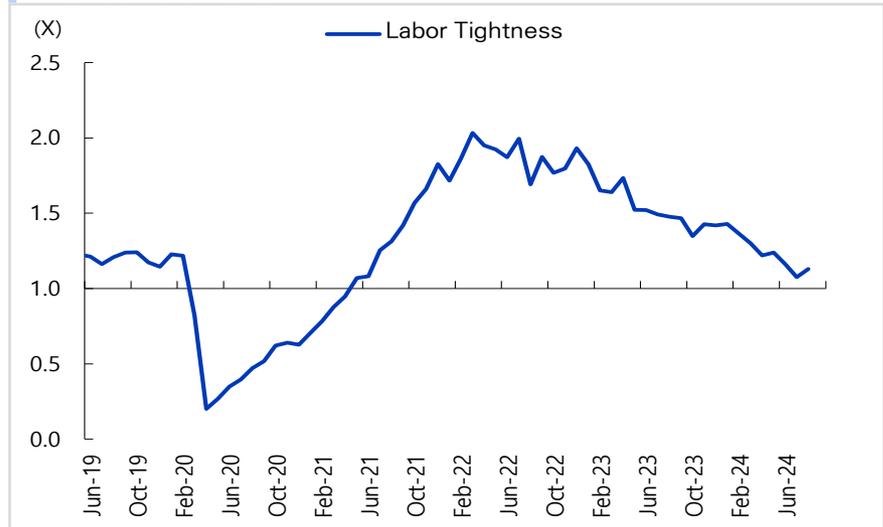


자료: CEIC, 교보증권 리서치센터

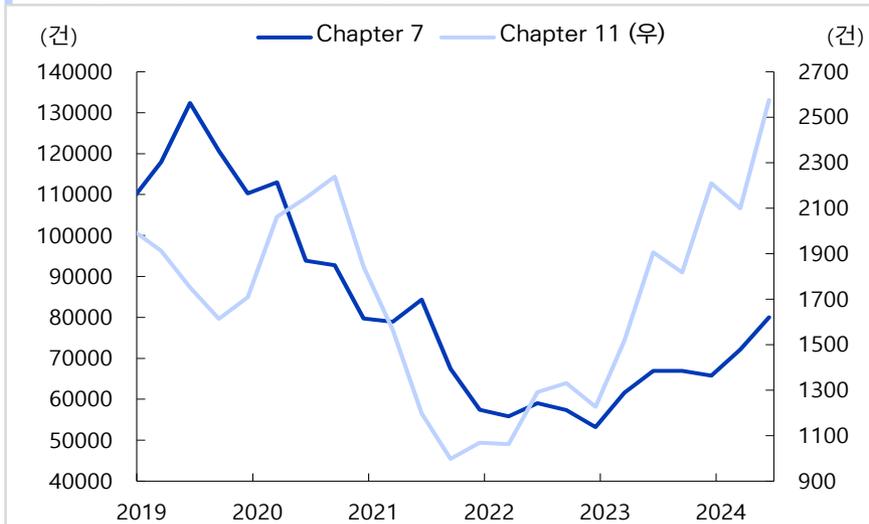
# [미국] 노동 수요 완화는 지속

- 최근까지 이어지는 고용 호조의 지속성을 위해서는 노동 수요의 추가적인 상승이 필요한 상황
- 하지만 서비스 업황이 둔화되고 있는 가운데 제조업 업황의 실질적인 개선 움직임이 근시일내에 가시화 되기는 어려울 것으로 판단. 이에 따라 노동수요 둔화 움직임이 점진적으로 나타날 것

고용시장 타이트함 정도

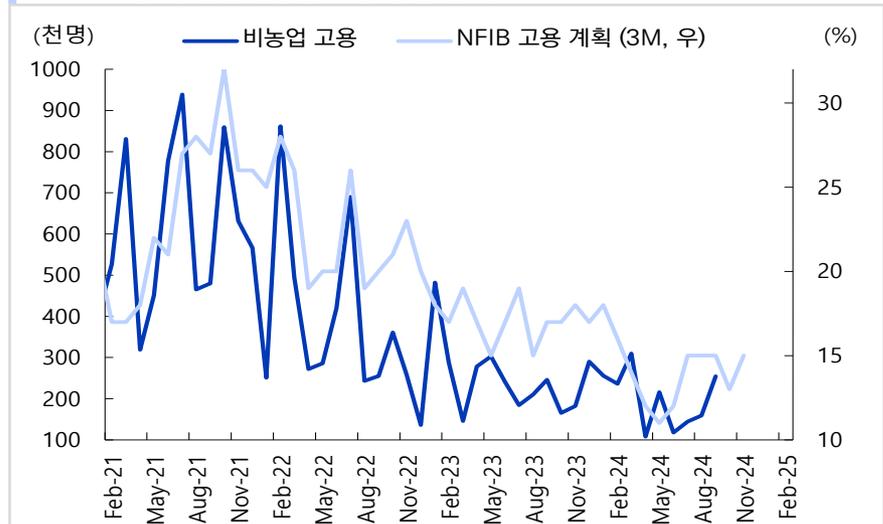


미국 챕터 7과 11 파산 건수 추이



자료: CEIC, 교보증권 리서치센터

NFIB 고용 계획과 비농업 고용 증감 추이

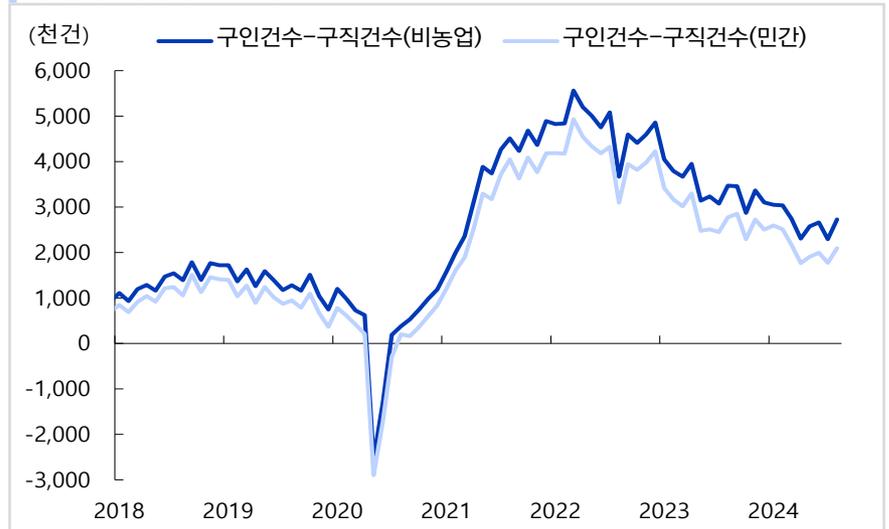


# [미국] 고용, 숫자의 이면을 봐야할 때

자발적 퇴사율과 해고율



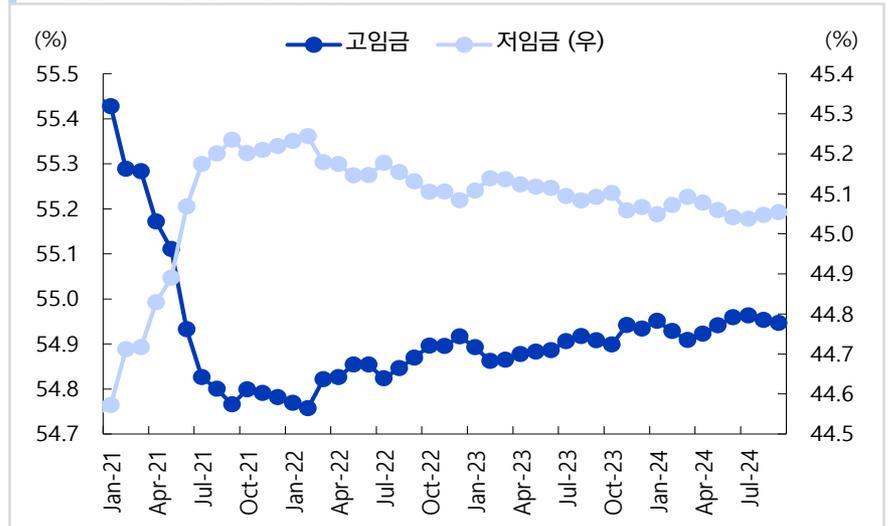
구인 구직 건수 스프레드



27주 이상 실업 상태 장기 노동자 추이



고임금 및 저임금 노동자 비중

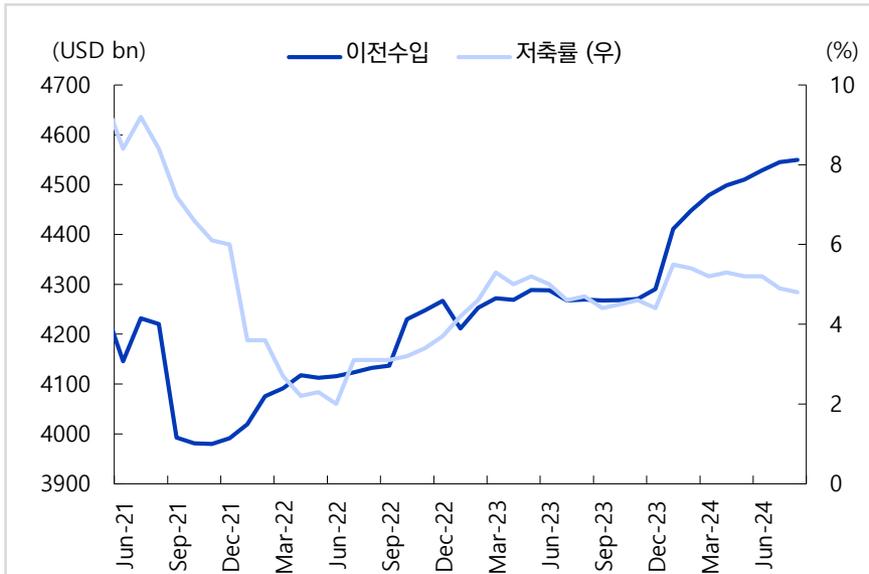


자료: CEIC, 교보증권 리서치센터

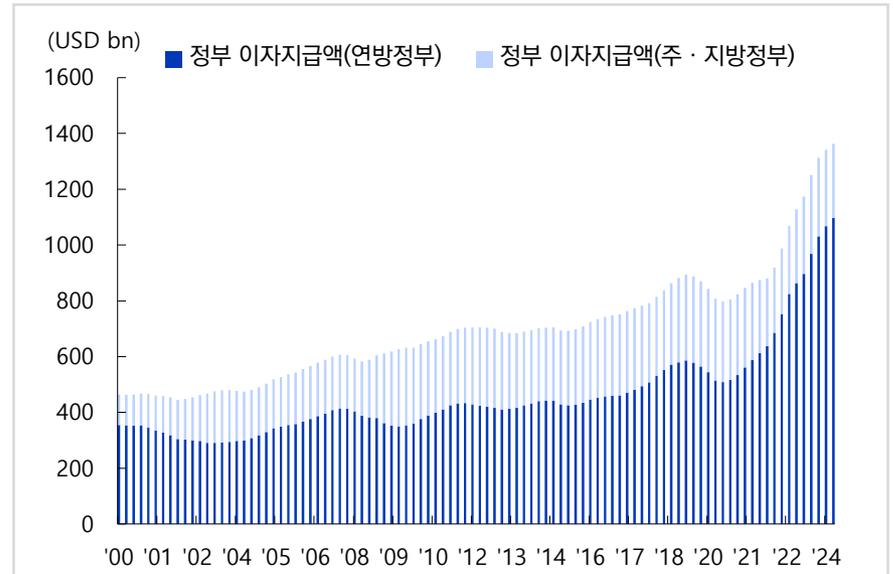
# [미국] 대선을 앞둔 나라는 망할 수 없었다

- 대선을 앞두고 있는 만큼 미국 내에서는 소비 위축에 따른 경기 둔화에 대한 경계심 형성. 이에 따라 미국 정부는 고용, 보조금 등 생활에 직결 되는 방식으로 가계를 적극적으로 지원
- 미국 대통령 선거 이후 어떤 정당이 당선이 된다고 하더라도 이러한 정부의 지출 기조는 유지될 것으로 예상. 다만, 제약적인 조건 하에서 가계 지원보다는 실물 경기 부양을 위한 인프라 투자 확대 등 산업 육성 측면으로 접근할 것으로 판단

가계 수입 중 이전수입 규모와 저축률



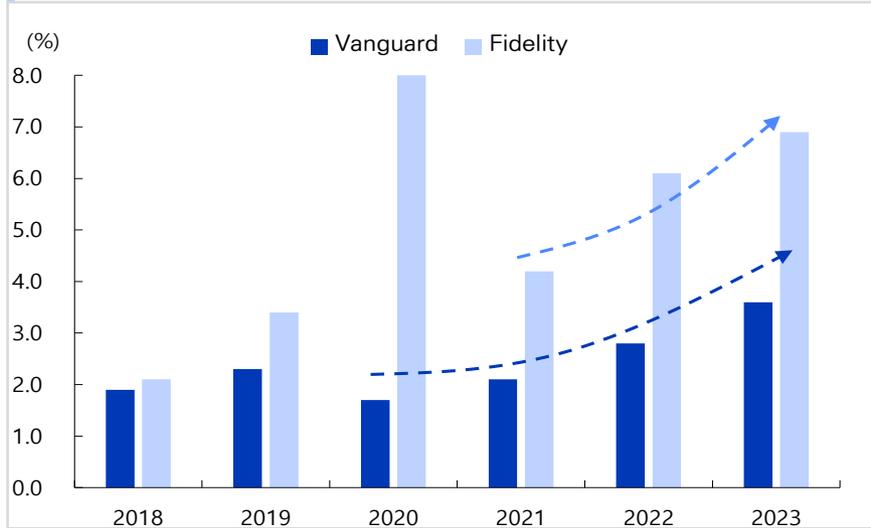
정부 이자지급액 추이



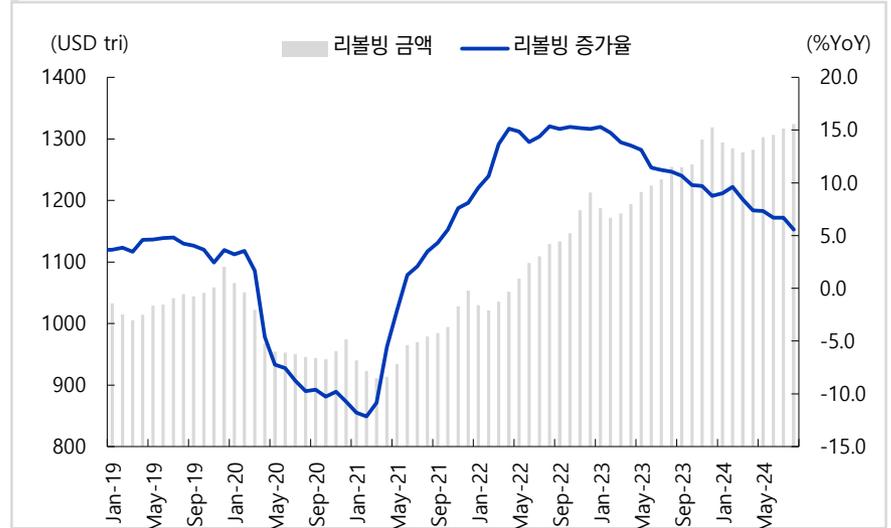
자료: CEIC, 교보증권 리서치센터

# [미국] 대출과 부채에 대한 부담은 가중

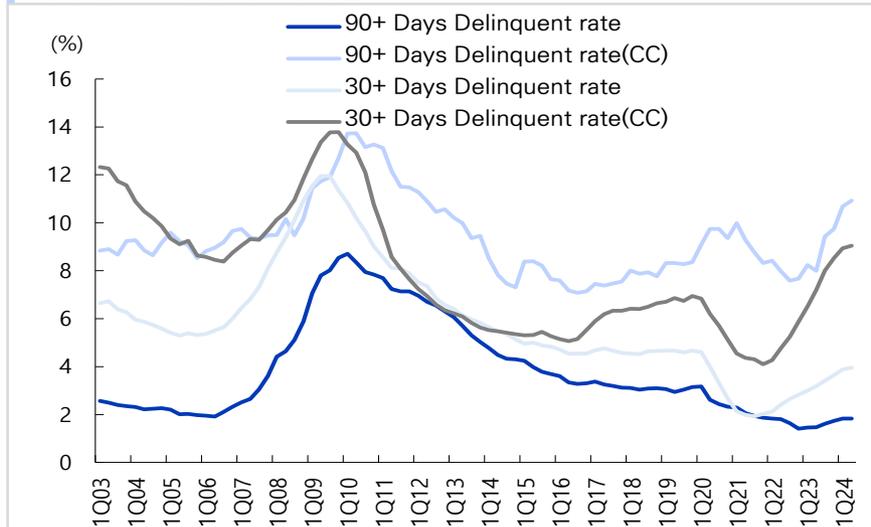
### 401K 긴급인출률



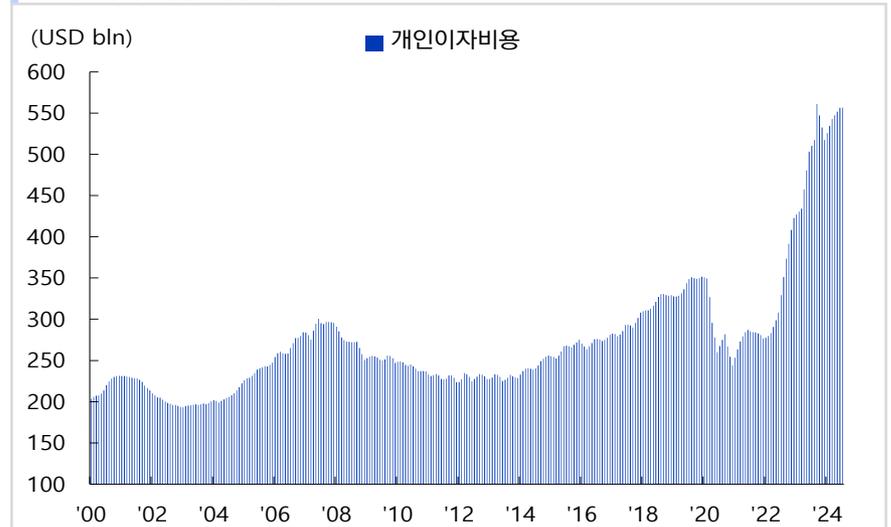
### 미국 리볼빙 금액과 증가율



### 가계 전체 및 신용카드 연체율



### 개인 이자 지급 비용 규모



자료: NYFED, CEIC, 언론보도, 교보증권 리서치센터

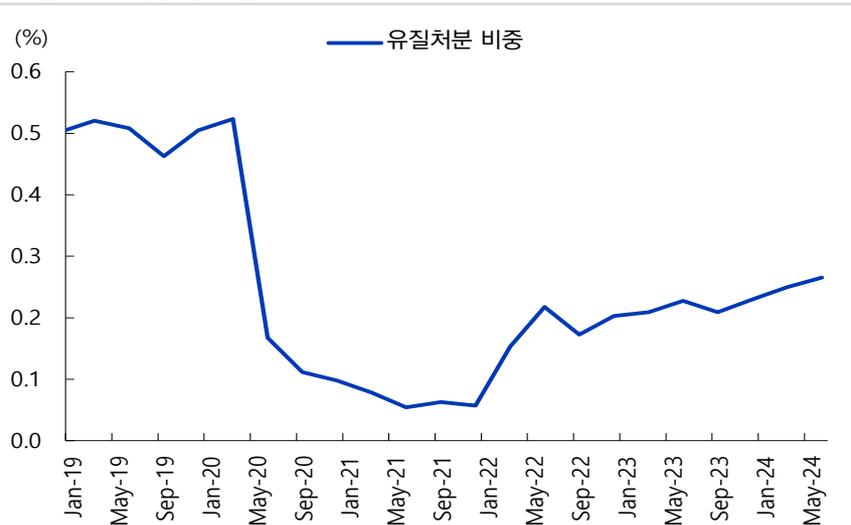
# [미국] 가계 소비 성향 개선

- 그럼에도 미국 가계의 경우 가계 소비가 성장기조를 유지할 수 있을 것으로 판단. 신용 시스템 구조와 견조한 임금 상승률로 인해 소비 성향이 개선세가 나타난 영향
- 미국은 최근 기준금리 인하에도 리파이낸싱 수요가 제한적일 정도로 장기 고정금리 대출 구조가 안정적. 또한 유질처분 비중 역시 아직 팬데믹 이전 추세보다 낮은 상황

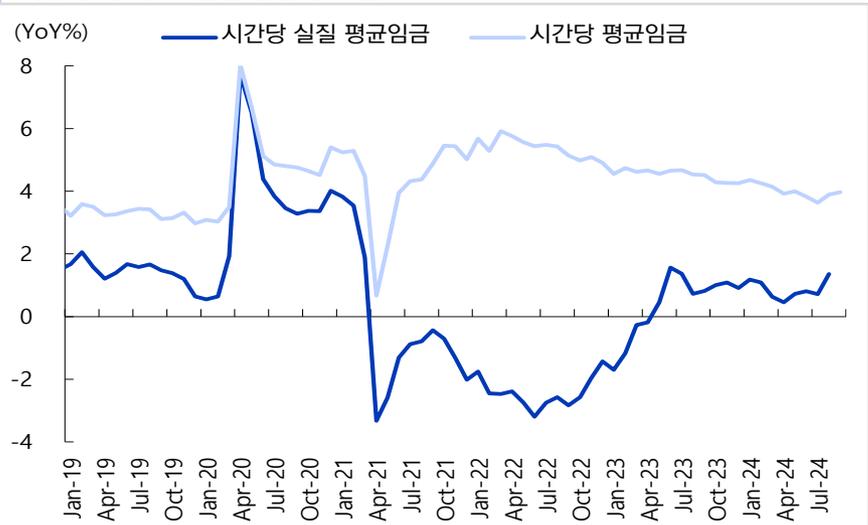
주담대 리파이낸싱 규모 지수



유질 처분 비중 증가율



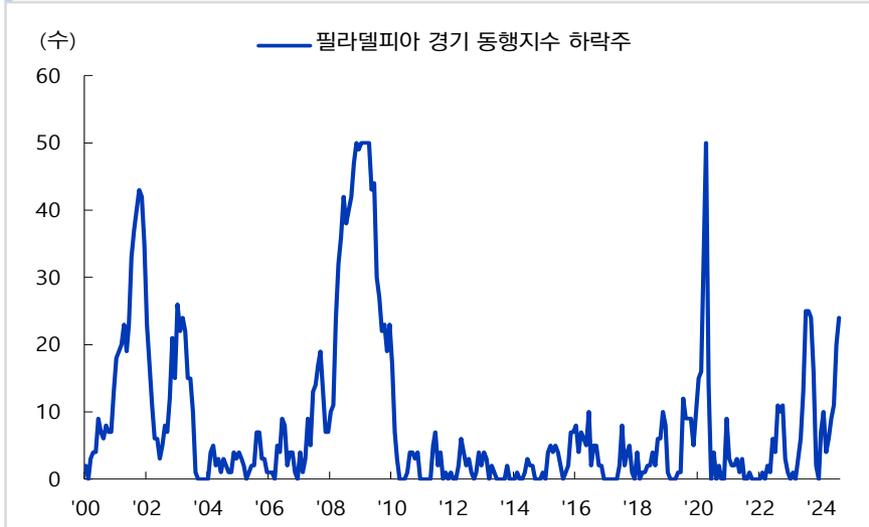
시간당 명목 및 실질 임금 증가율



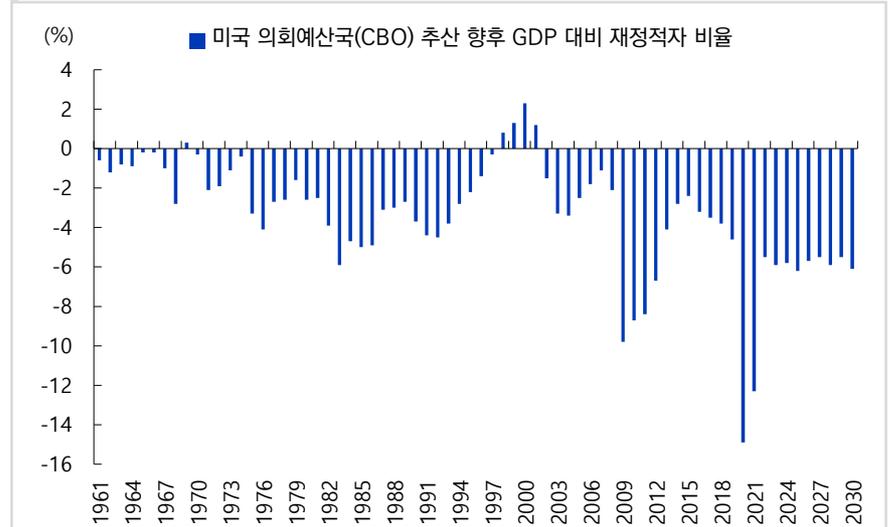
자료: CEIC, 교보증권 리서치센터

# [미국] 침체에 대한 의심은 지속. 변동성 확대 경계

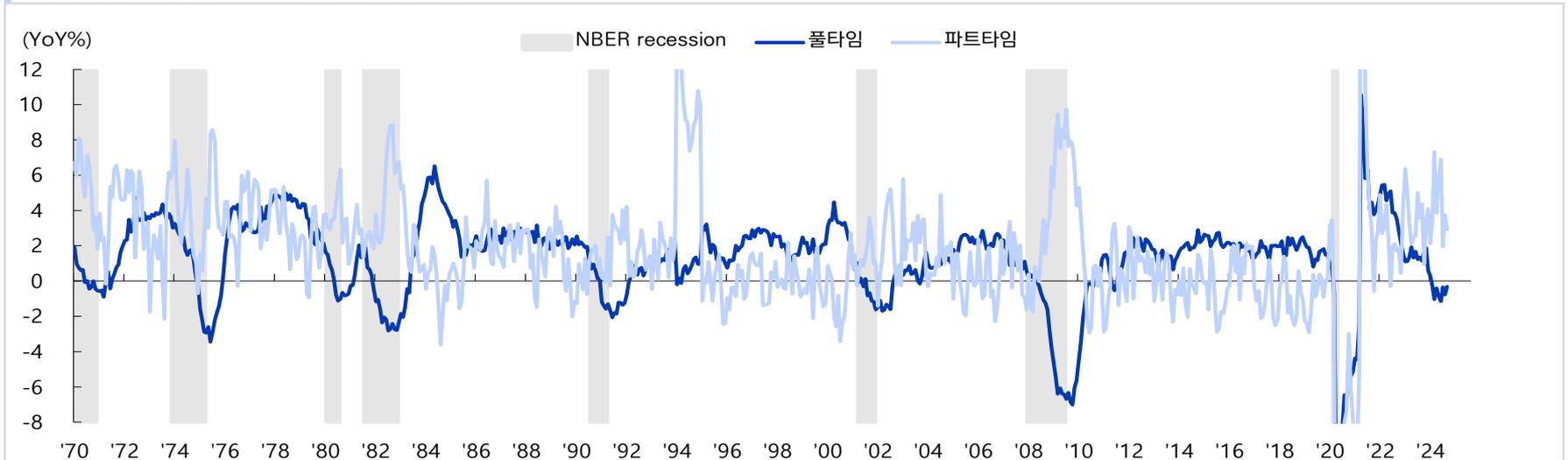
필라델피아 경기 동행지수 하락주



미국 의회에산국 추산 향후 GDP 대비 재정적자 비율



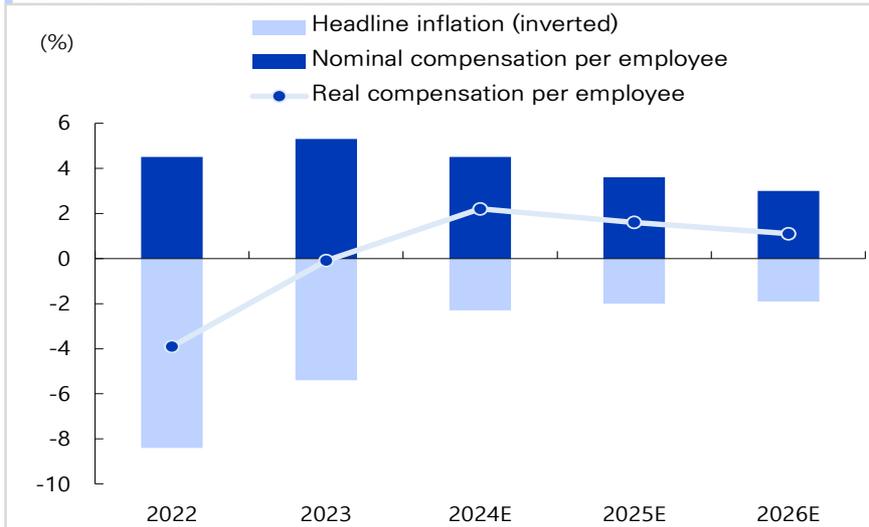
침체 구간과 풀타임 및 파트타임 고용 증가율



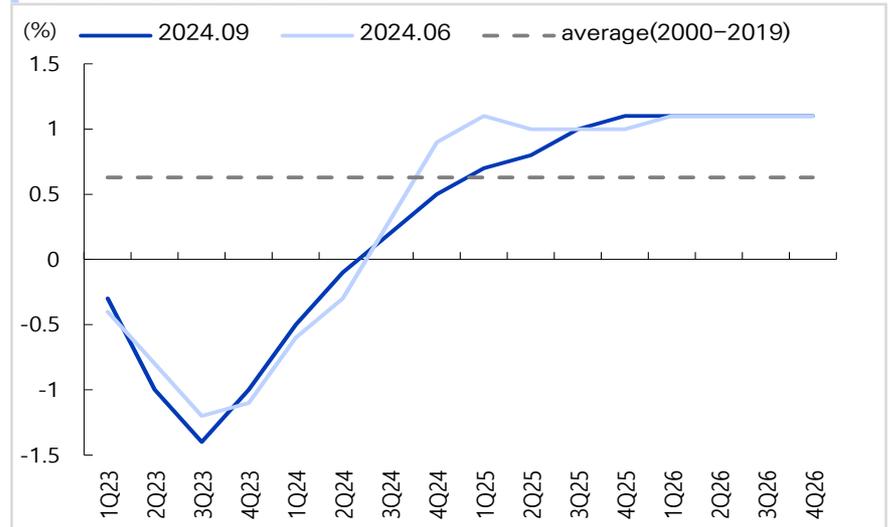
자료: CBO, CEIC, 교보증권 리서치센터

# [유로존] 유로존 경제, 지금보다 더 나빠지기도 어렵다

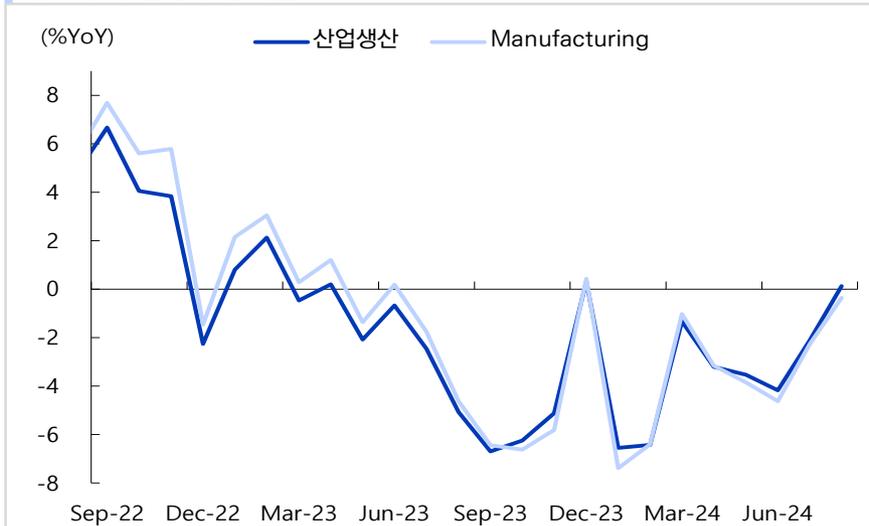
유로존 직원 보상 증가율과 인플레이션 추이



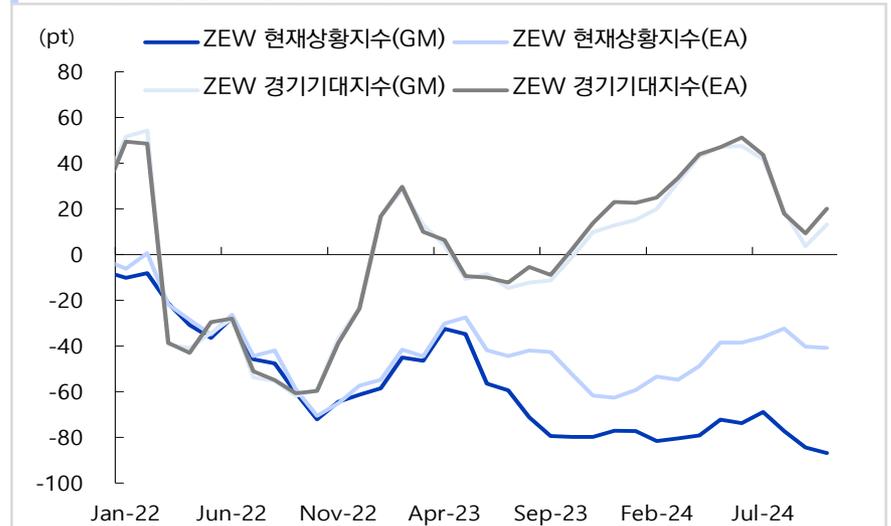
유로존 노동생산성 증가율



유로존 산업생산 증가율



ZEW 현재 상황 및 경기 기대 지수

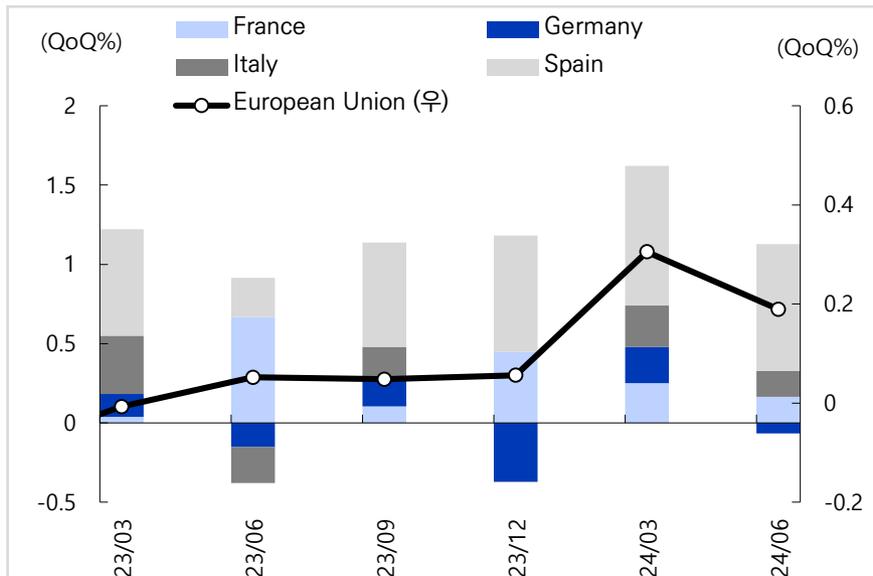


자료: ECB, CEIC, 교보증권 리서치센터

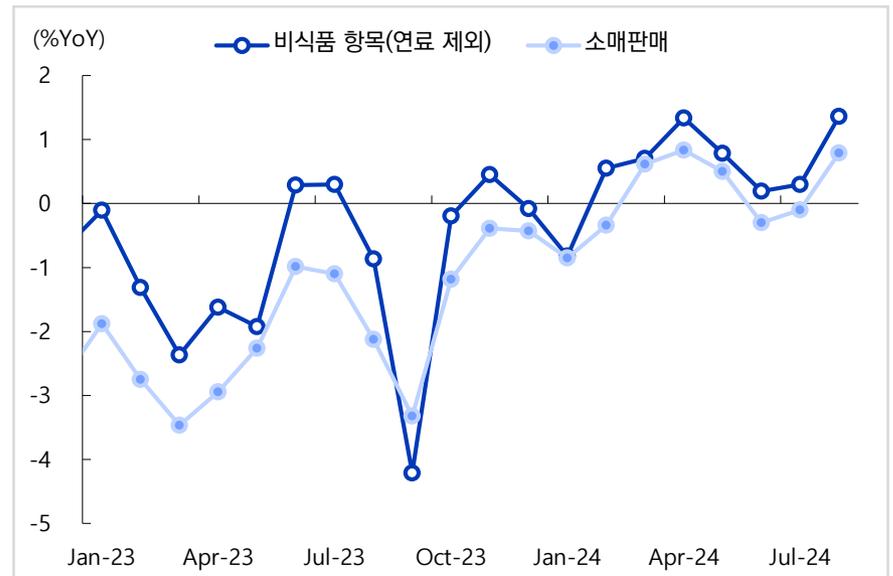
# [유로존] 회복의 열쇠는 금리가, 성장의 열쇠는 정책이 가지고 있다

- 2025년 유로존 경제는 회복 국면에 진입할 것으로 보이지만 운신의 폭은 크지 못할 것
- 유로존은 변동금리 노출도가 높은 만큼 금리 움직임에 경제주체들의 민감도가 높은 편. 시작된 ECB의 금리 인하 움직임은 내수, 가계 소비 확대와 기업 투자 활동 확대에 긍정적인 영향을 줄 것으로 기대
- 다만, 경제 성장 속도는 느릴 것으로 예상. 유로존 내부에서 확대된 정치적 분열과 부채 부담은 정부의 적극적인 재정 지원을 어렵게 만들고 있으며 주요 국가를 중심으로 가계의 소비 패턴도 한동안 제한적인 모습을 유지할 것이기 때문

유로존 주요 국가들과 유로존 실질 GDP 증가율



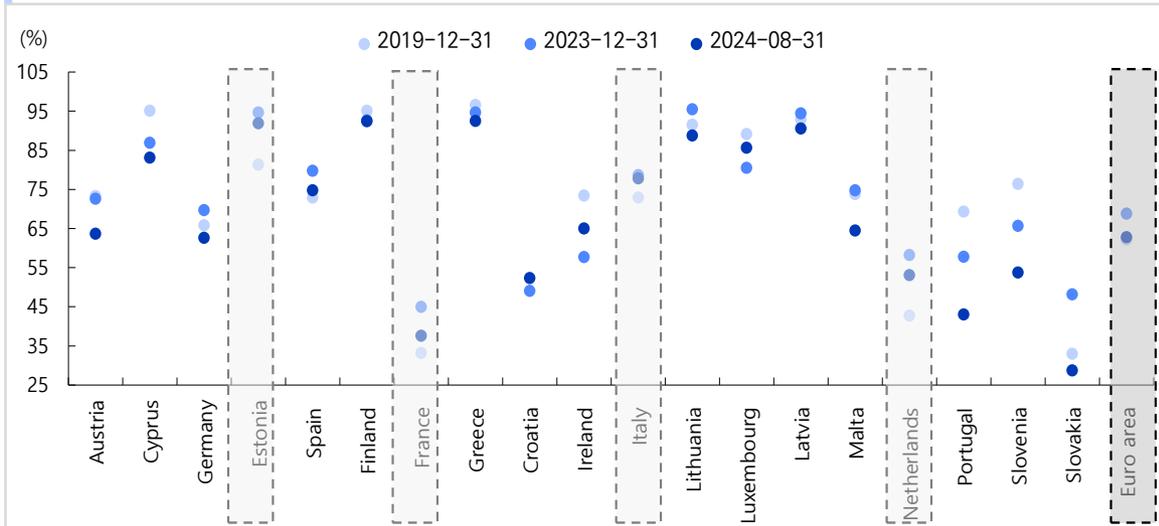
유로존 소매판매 증가율



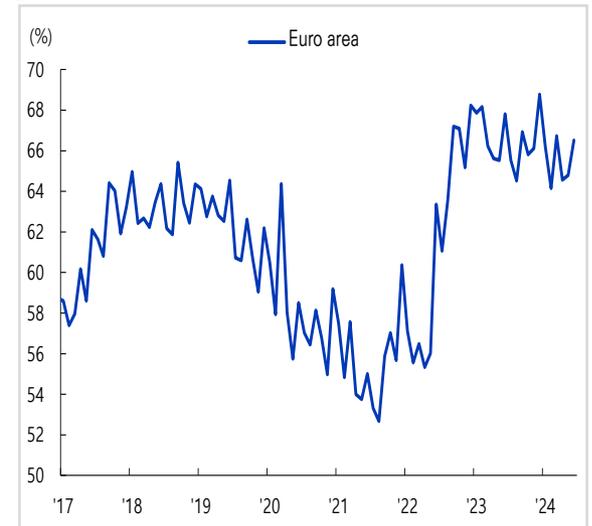
자료: CEIC, 교보증권 리서치센터

# [유로존] 완화되고 있는 금리 부담. 가계 소비 개선 기대도 유효

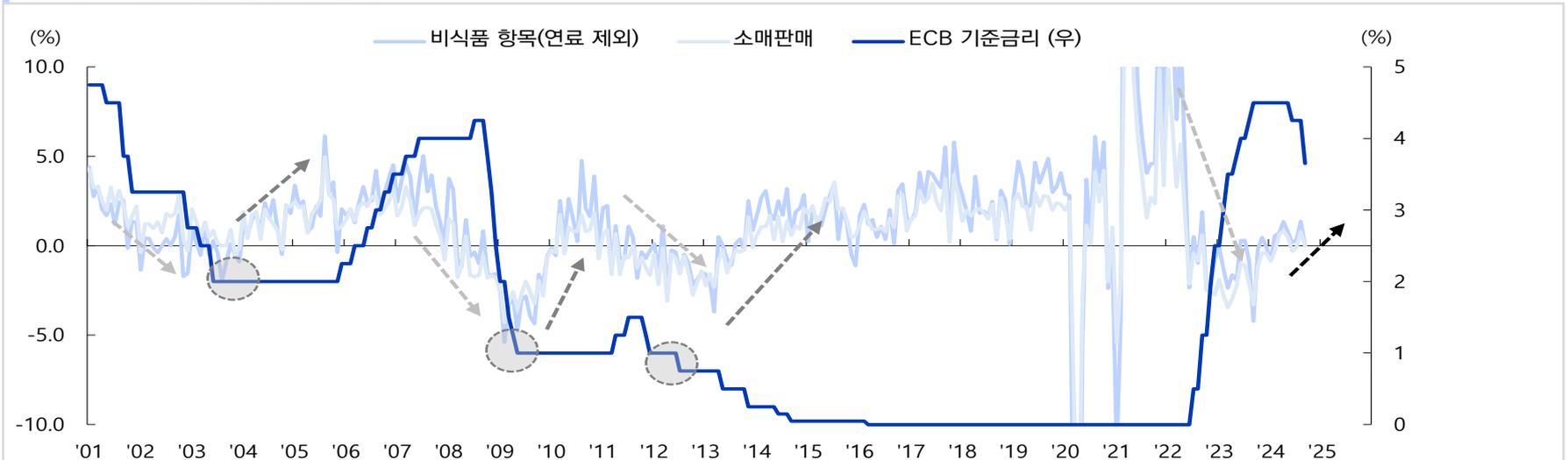
유로존 국가별 변동금리 노출도



유로존 변동금리 노출도



유로존 소매판매 증가율과 기준금리



자료: ECB, CEIC, 교보증권 리서치센터

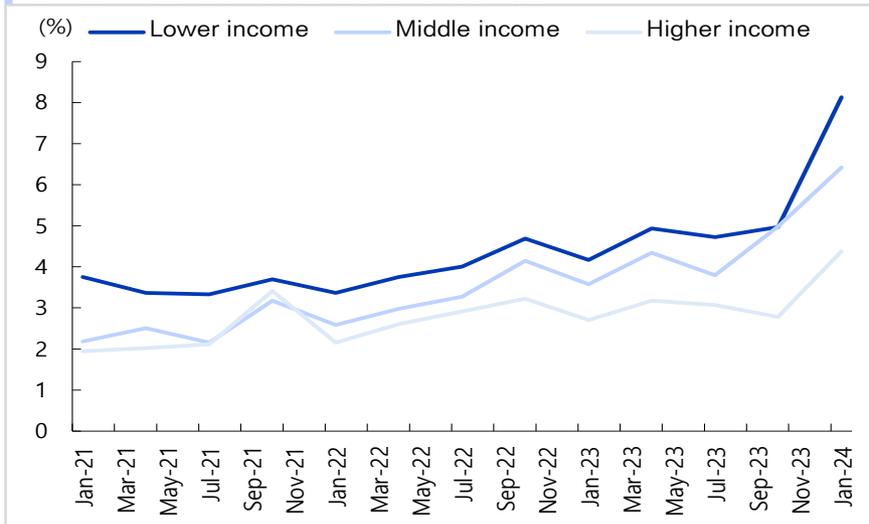
# [유로존] 그러나 가계 소비 심리가 빠르게 개선되기는 어려움

- ECB의 금리 인하 기조가 마무리 되는 이후 점진적인 회복을 예상하지만 실질적인 유로존 소비자들의 지출 회복은 다른 선진국과 비교했을 때 더욱 오랜 시간이 소요될 것
- 유로존 가계는 지정학적 리스크와 경제 성장 경로에 대한 불확실성에 따라 지출보다는 저축 및 부채 상환을 확대하는 제한된 소비패턴을 지속하고 있기 때문
- 더욱이 정치 혼선 및 정책 지원 부진 역시 주요한 영향

유로존 소비자신뢰지수와 세부항목

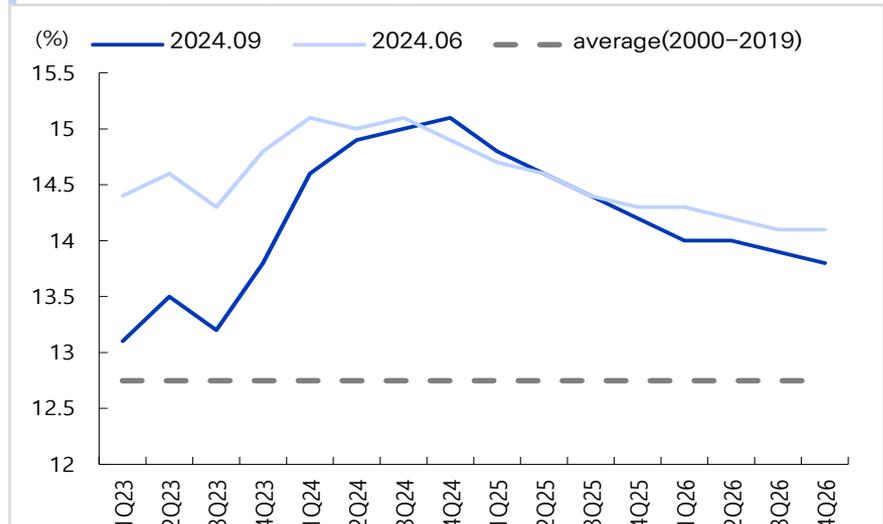


유로존 3개월 이후 채무불이행 우려 예상 비율



자료: ECB, CEIC, 교보증권 리서치센터

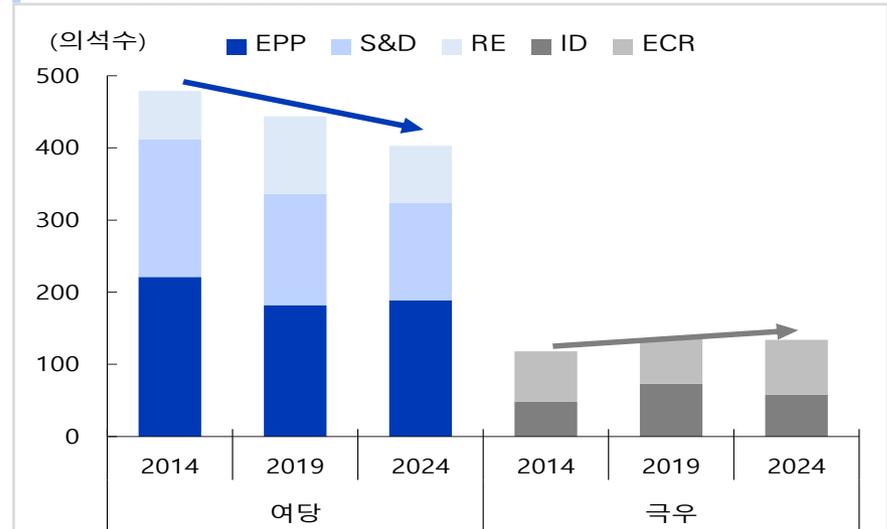
유로존 가처분소득 대비 저축 전망



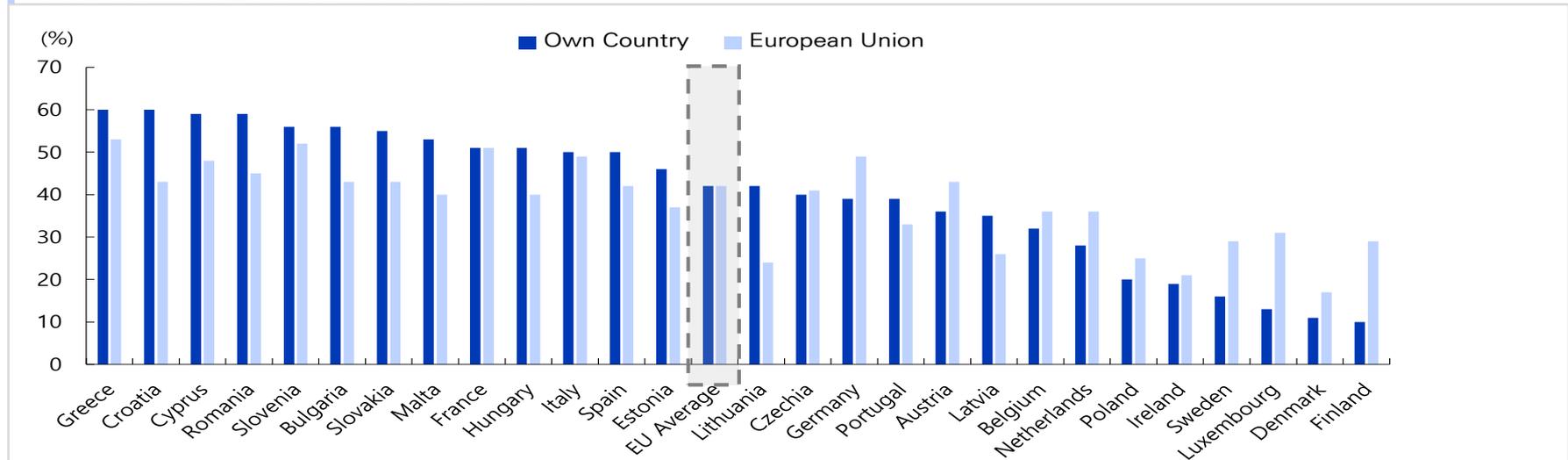
# [유로존] 태생적 한계를 가진 EU. 그리고 커지는 불만

- 높은 물가상승률과 에너지 가격 부담 등에 따라 경제가 위축되기 시작하면서 유럽 연합 내 많은 국가들에서 EU 체계 자체에 대한 불만이 크게 확대
- 이에 따라 2024년 6월 유럽의회 선거에서 극우 정당의 약진이 나타나는 모습
- 집권당의 교체는 나타나지 않았지만 우파 정당들의 단합이 나타나고 있고 유럽 회의주의의 인식은 확대되고 있어 선거 이후에도 정치적 불확실성은 지속

2024년 유럽의회 선거 결과



자국 및 유럽연합의 민주주의의 불만족 여부 설문조사

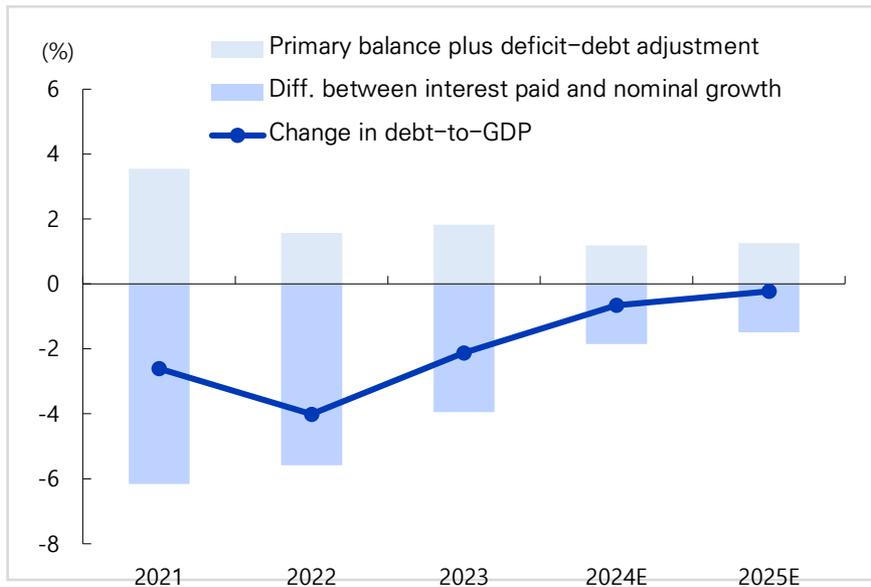


자료: European Parliament, 교보증권 리서치센터

# [유로존] 유로존 신용 리스크는 여전히 잔존

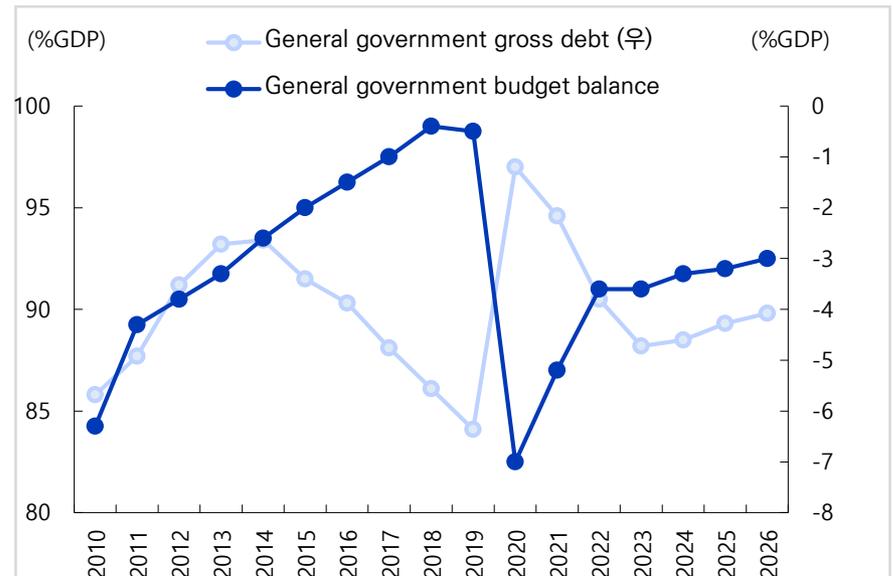
- 앞서 언급했듯이 정치적으로도 우파 정당의 입지가 확대되면서 정치적 의견을 합치하는 어려움이 더욱 커질 것으로 예상되는 가운데 높은 부채 부담은 유럽 국가들의 정부 재정 여력을 감소시킬 것
- 최근 유로존의 명목 성장 전망이 약해지고 경제 주체들의 생산성 개선 기대감이 낮아지면서 재정적자 및 세수 확보 여력을 중심으로 신용등급 전망 차이가 나타나는 상황. 피치는 이탈리아 신용등급 전망을 '긍정적'으로 상향했지만 여전히 유로존 신용 우려는 지속. S&P는 프랑스 신용 등급을 AA-로 강등하고 피치는 '부정적'으로 하향하는 등 GDP 대비 부채 비중이 높은 국가들에 대한 경계심 상승

유로존 재정수지와 부채 및 지급 이자율과 명목 성장률 스프레드



자료: ECB, 교보증권 리서치센터

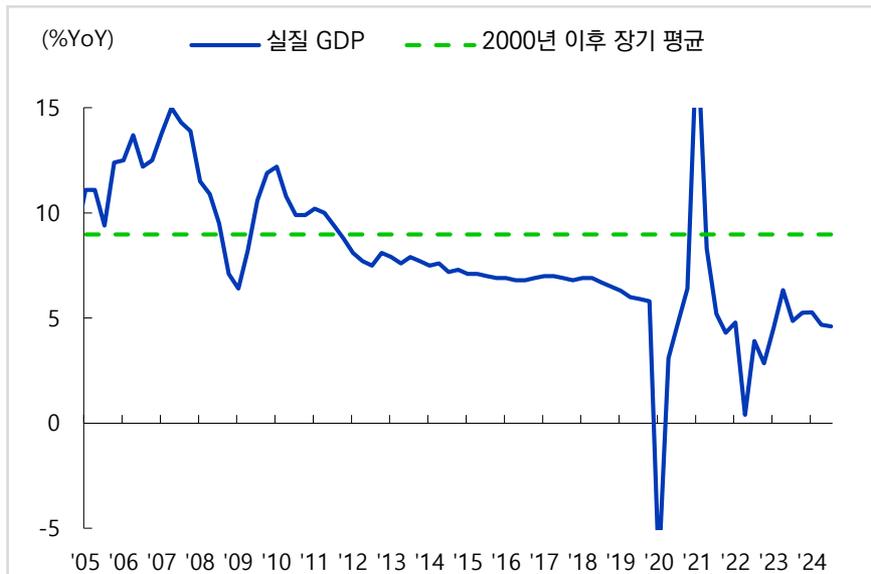
유로존 정부 재정 수지 및 부채 전망



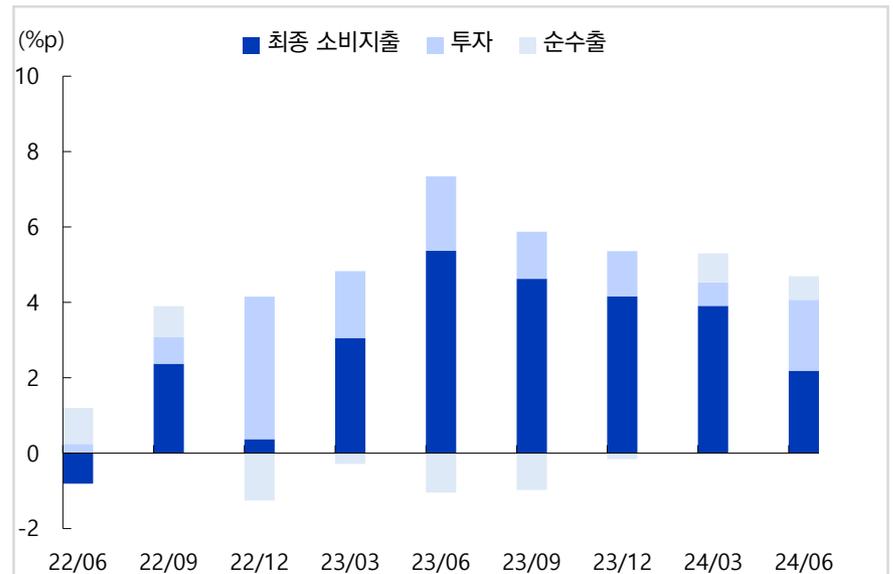
# [중국] 온전히 누리기 어려운 부양책 효과

- 중국 실질 GDP는 목표 성장률이었던 5%를 하회하고 시장에서 중국 경기 및 내수 회복에 대한 기대감도 함께 하락하고 있는 모습
- 정부는 내수 활성화 및 금융시장 육성을 위한 부양책 발표를 이어갈 것으로 판단하지만, 시진핑 3기의 주요 목표인 ①부동산 시장 부양이 아닌 안정화, ②고도화 산업 육성, ③부채 건전성 확보는 유지됨에 따라 가계 소비의 빠른 회복은 어려울 것으로 예상
- 더욱이 토지 거래 감소와 경제활동 둔화로 지방정부의 자금 조달이 어려워지고 미국의 대 중국 견제 기조가 확대될 것이라는 점은 실질적으로 중국 경제 성장 모멘텀 개선 제약할 것

중국 실질 GDP와 2000년 이후 장기 평균



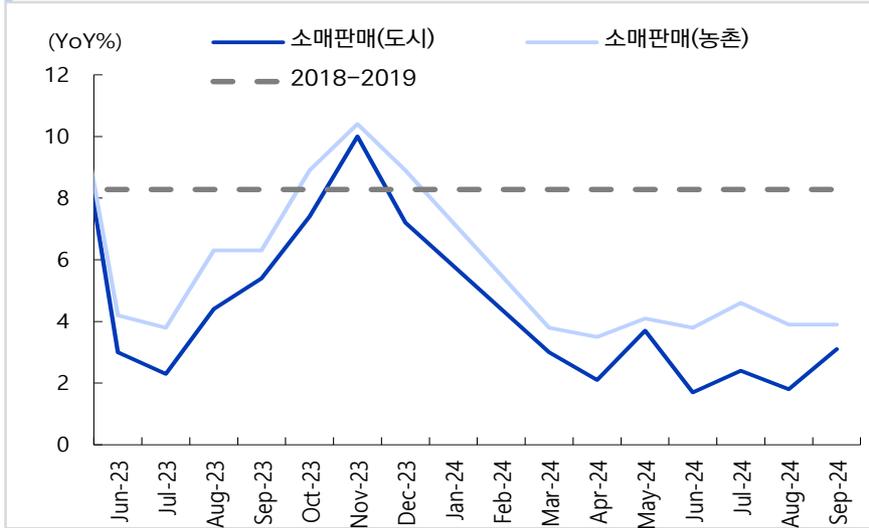
중국 실질 GDP 세부항목 기여도



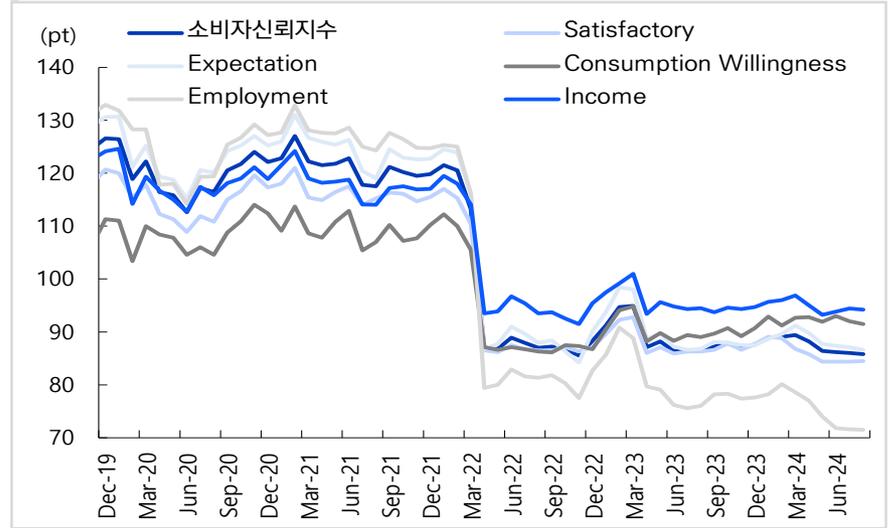
자료: CEIC, 교보증권 리서치센터

# [중국] 하방은 형성했지만 성장은 또 다른 문제

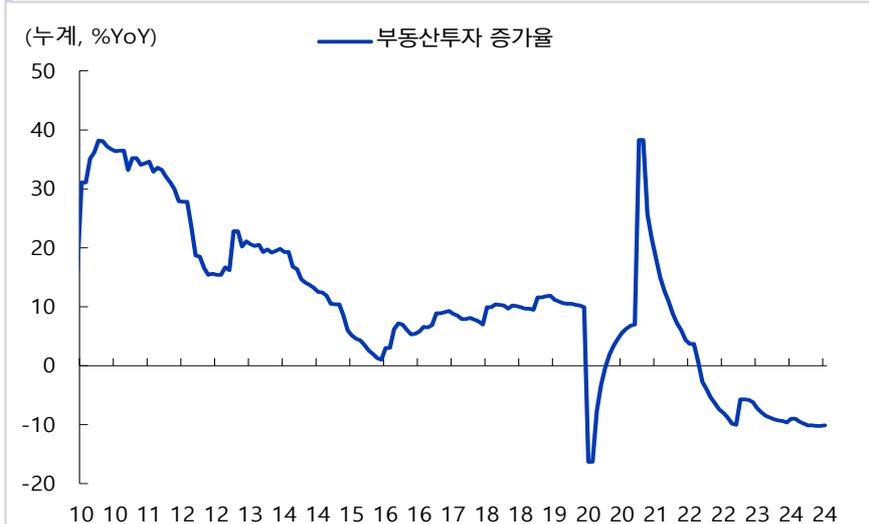
중국 소매판매 증가율



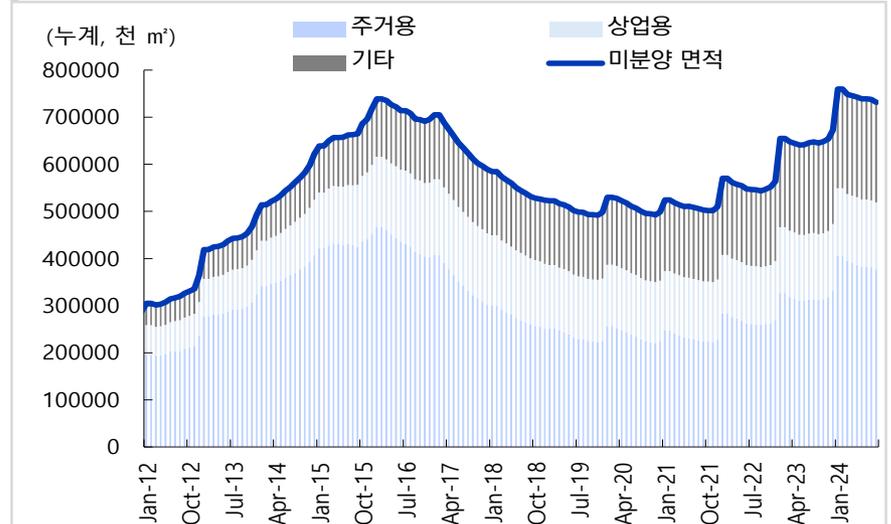
중국 소비자신뢰지수



중국 부동산 투자 증가율



중국 주택 종류별 미분양면적

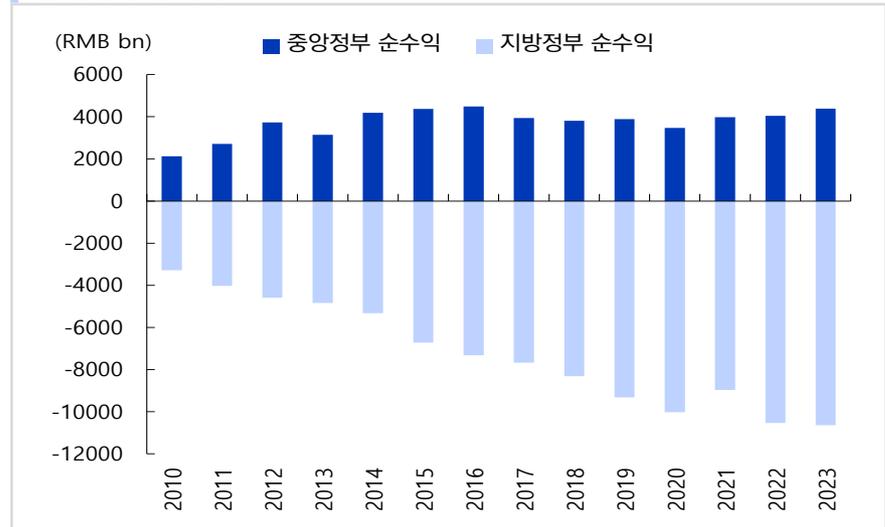


자료: CEIC, 교보증권 리서치센터

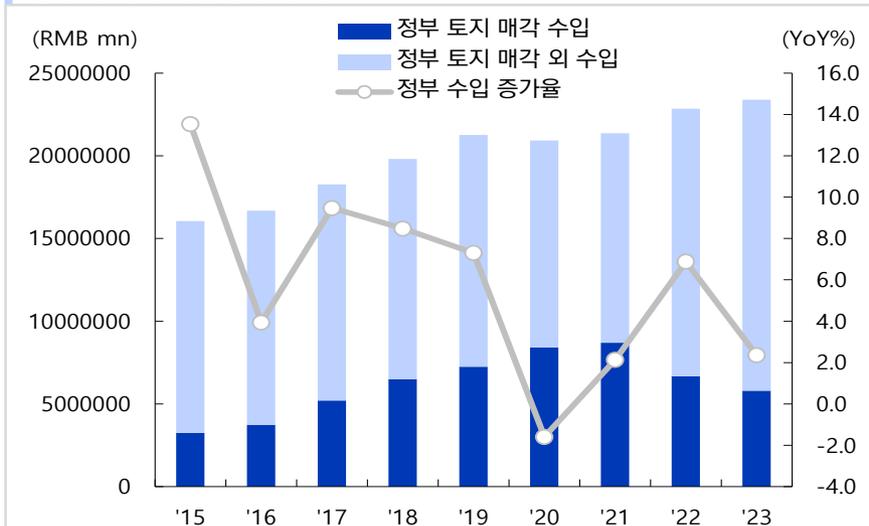
# [중국] 경기 부양책 시행. 근데 이제 LGFV 해결을 곁들인

- 현재 중국 정부 정책의 가장 주안점은 부채 리스크 완화 및 정부 재정건전성 확보에 있다는 판단
- 지방정부의 부채, 특히 LGFV의 위험도를 인지하고 있으며 한동안 부채 리스크 안정화 해결하기 위해 주력하는 모습을 보일 것
- 지방정부는 부동산 시장 위축에 따라 주요 자금 조달 수단이었던 토지 매각이 줄어들면서 수익이 본격적으로 감소. 더욱이 팬데믹 이후로 재정 비용이 추가되면서 부담 가중

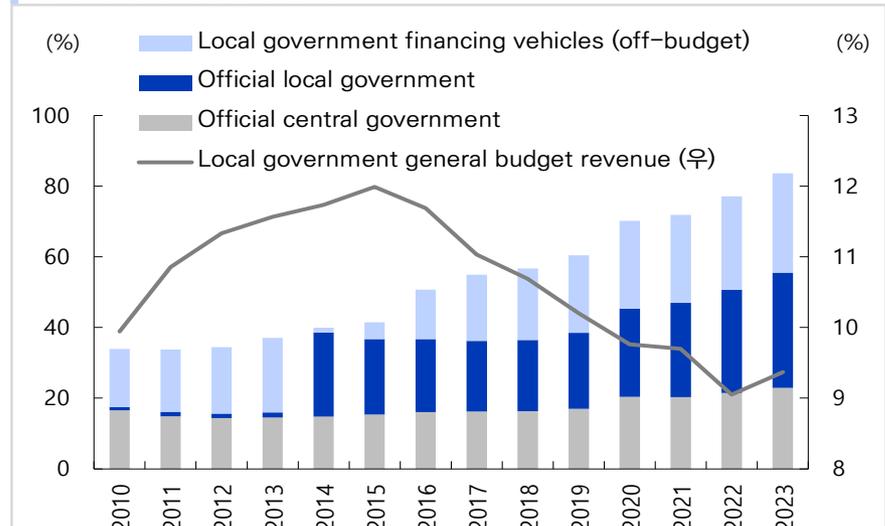
중국 정부 순이익



정부 부채와 지방정부 수익



정부 부채와 지방정부 수익

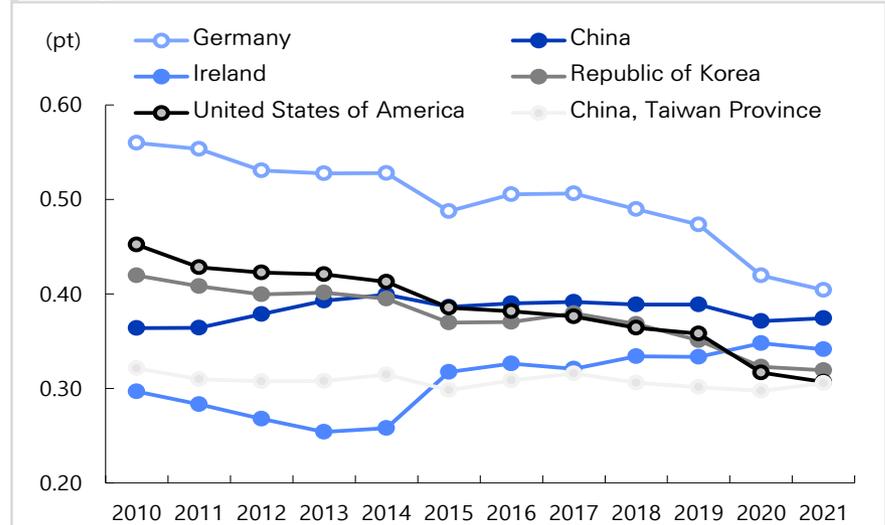


자료: CEIC, 교보증권 리서치센터

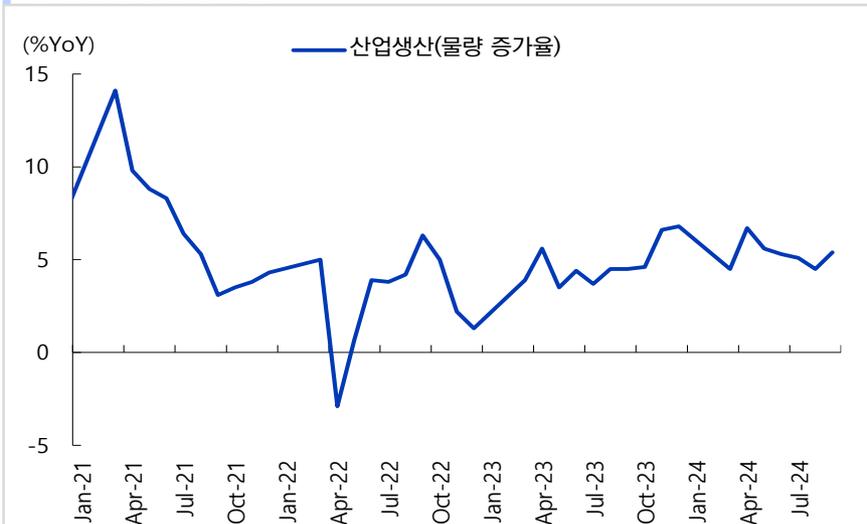
# [중국] 선택과 집중: 제조업 육성

- 그럼에도 한정적 재원을 최대한 활용해 목표 경제 성장률을 달성하기 위해 중국은 AI 스타트업 지원, 반도체 육성 펀드 조성 등 정부 차원에서 적극적인 제조업 육성 진행할 것으로 판단
- 무역제재에 따라 주요 선진국과의 무역에 난항이 있는 만큼 실질적인 성과를 내기까지는 시간이 필요할 것으로 예상. 그렇지만 이는 국가 주도로 기업의 생산활동을 지원하면서 경제 성장을 이끌어갈 것이라는 측면에서 접근 필요

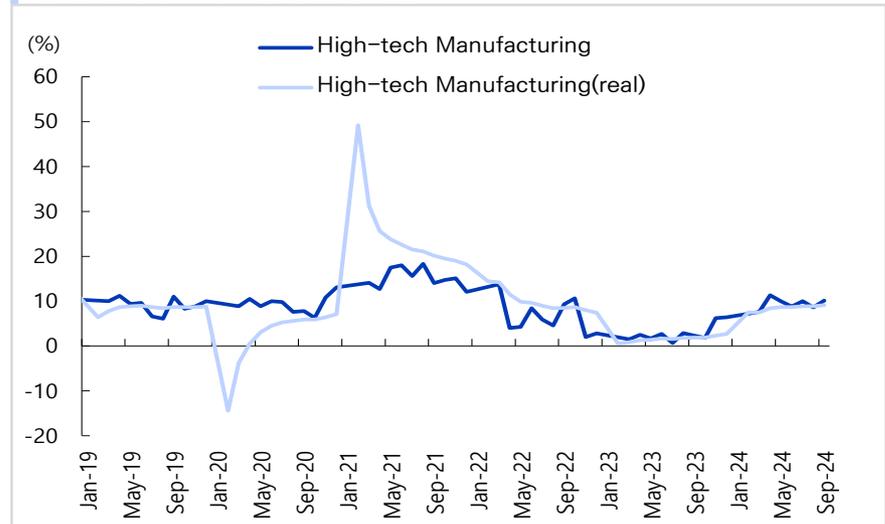
## Competitive Industrial Performance Index



## 중국 산업생산 증가율



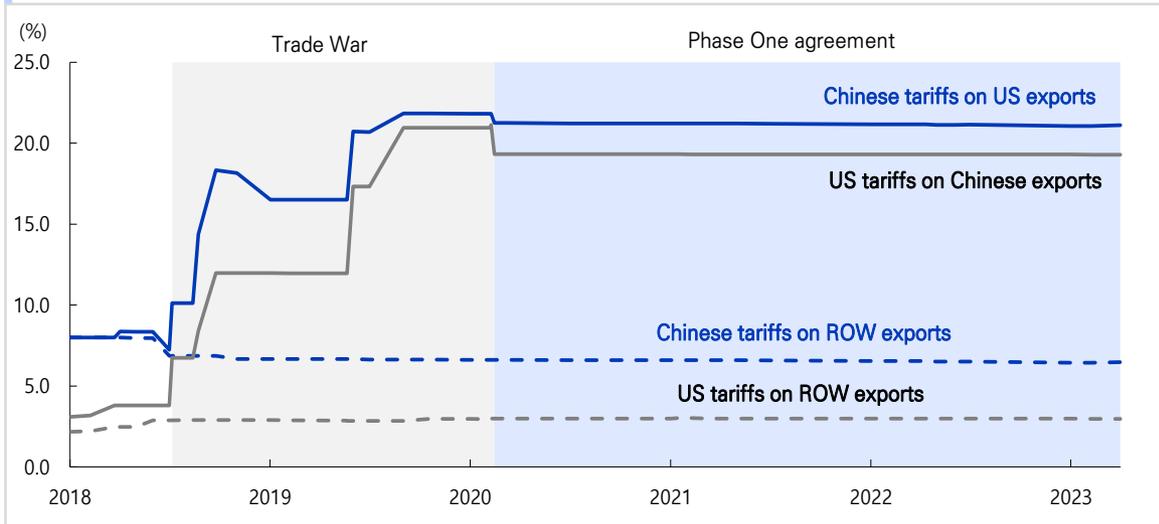
## 중국 하이테크 제조업 생산 증가율



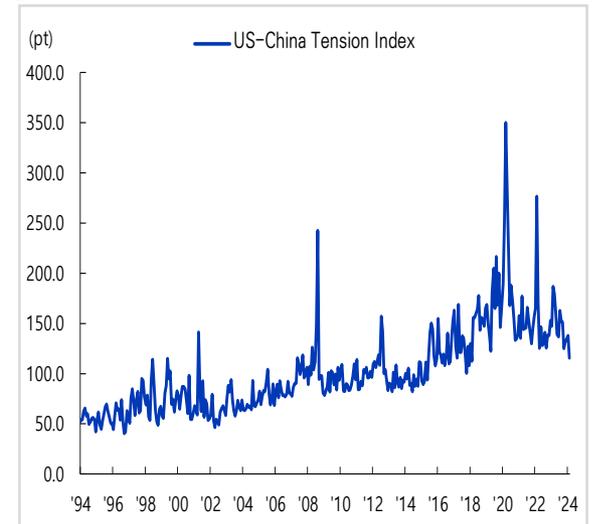
자료: 유엔 산업개발기구, CEIC, 교보증권 리서치센터

# [중국] 내년에도 미국의 중국 견제는 지속

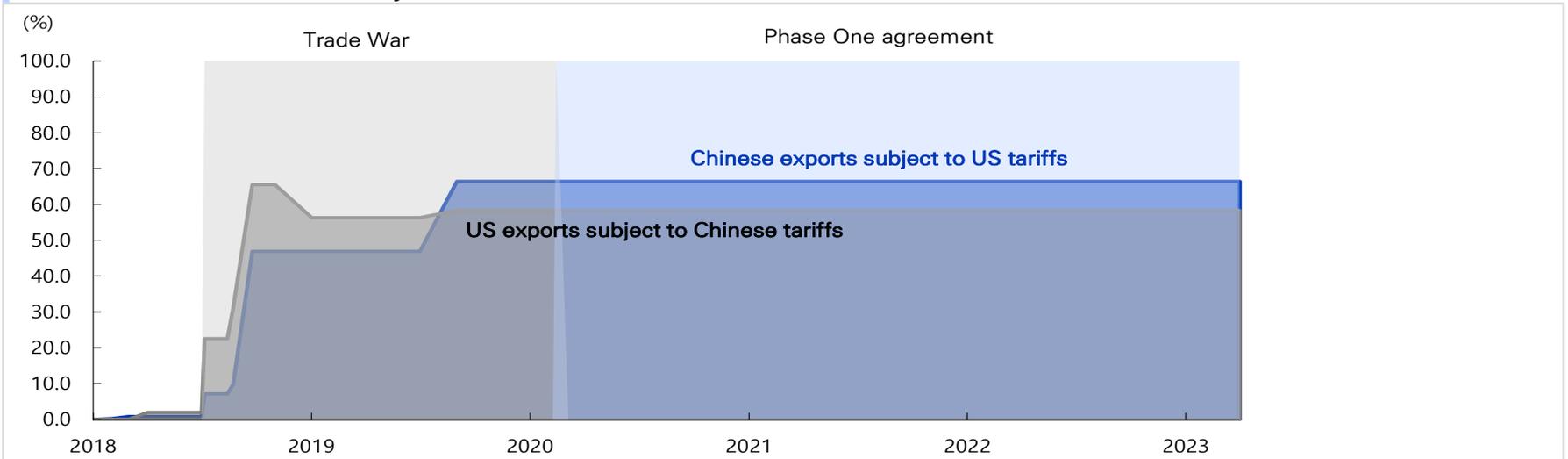
US-China tariff rates toward each other and rest of world



미-중 긴장도 지수



Percent of US-China trade subject to trade war tariffs

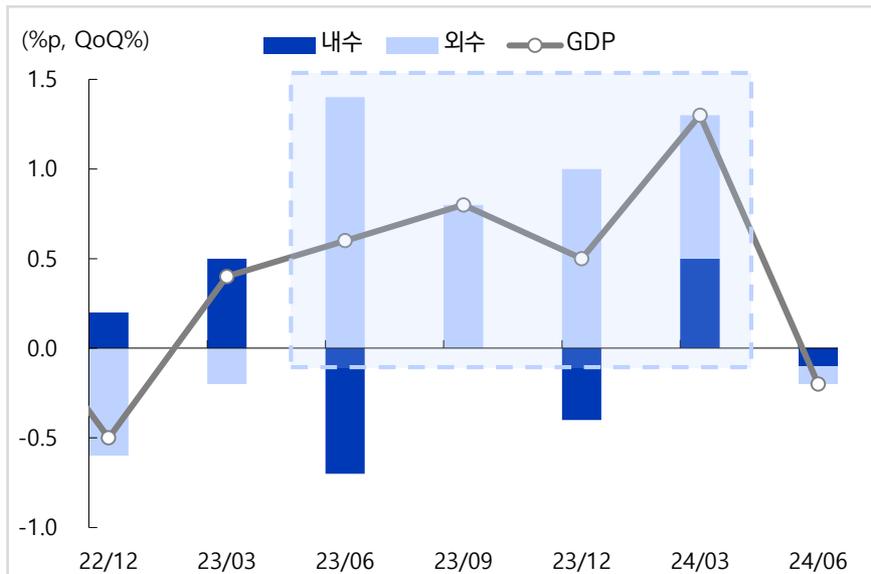


자료: PIIE, Rogers, Sun, and Sun (2024), 교보증권 리서치센터

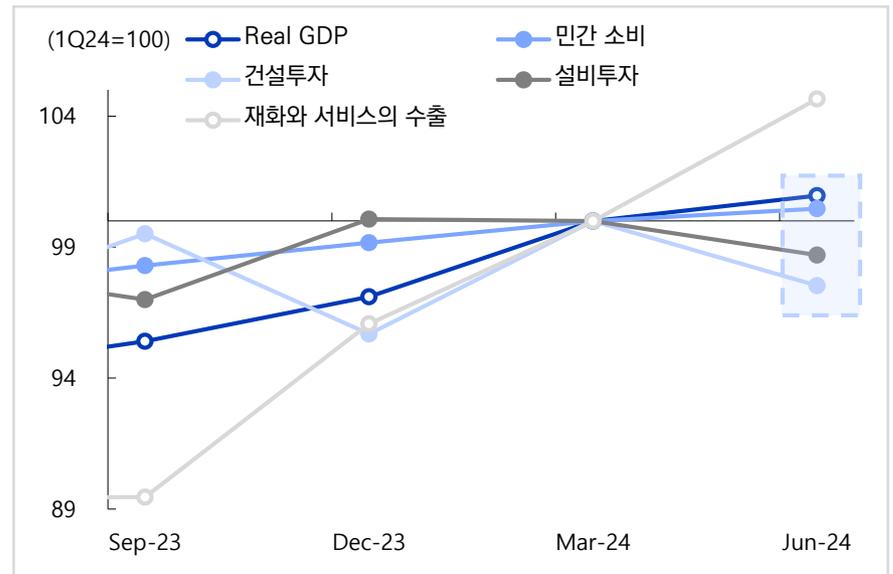
# [한국] 흔들리는 외수 속에서 내수가 개선되는 거야?

- 2025년 한국 경제는 내수가 기저 효과 및 금리 인하를 중심으로 점진적인 개선을 보이는 가운데 외수가 둔화하면서 성장을 부분 상쇄할 것으로 예상. 지표 상 가계 소비가 개선된다는 점은 긍정적이지만 가계가 체감하는 경기는 올해와 크게 다르지 않을 것
- 글로벌 금리 인하 움직임이 마무리 되면 하반기로 갈수록 수요 개선 기대감 형성에 따라 기업 활동 증가될 것으로 전망. 다만, 실질적인 제조업 모멘텀 회복까지는 시간이 필요한 만큼 성장 폭은 제한적

한국 실질 GDP와 내외수 기여도



명목 GDP 규모 변화(2024년 1분기 기준)

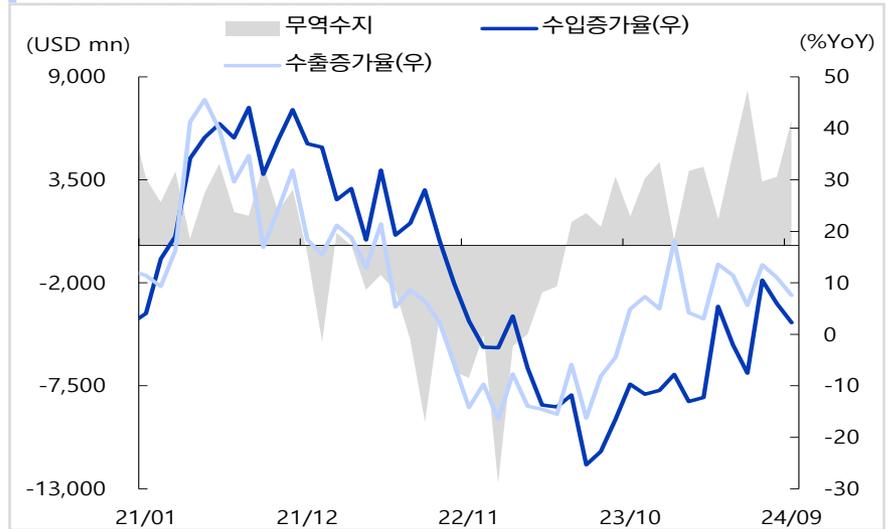


자료: CEIC, 교보증권 리서치센터

# [한국] 반도체를 중심으로 확실한 외수 기반 성장을 보여줬던 한국

- 팬데믹 이후 한국 경제는 미국과는 반대로 수출 중심 경제 성장을 이어나오고 있던 상황
- 에너지 가격이 하락하면서 수입 증가율이 개선되고, 주력 수출 품목을 중심으로 가격과 수요가 모두 상승하면서 수출 증가율이 확대된 영향
- 특히, 반도체의 경우 AI 모멘텀에 대한 기대감도 더해지면서 수출을 견인하는 모습

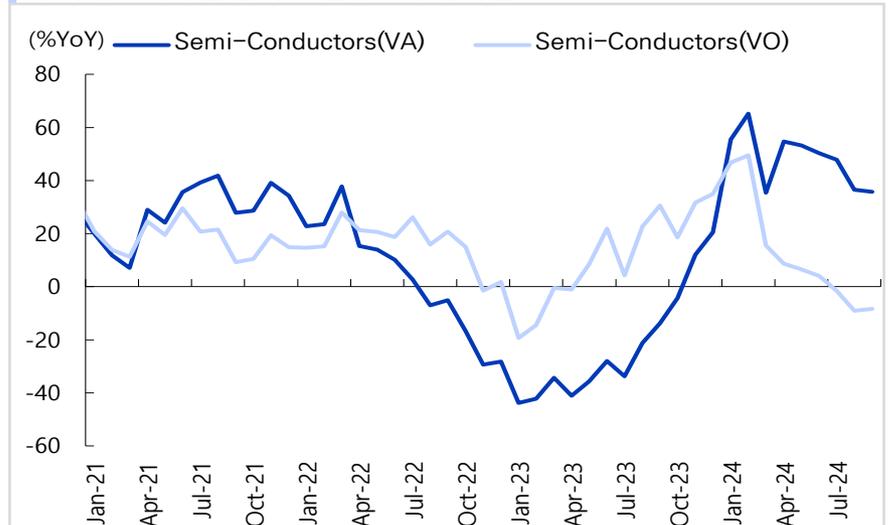
한국 수출입 증가율과 무역수지



한국 수출 금액 및 물량 지수 증가율



한국 반도체 수출 금액 및 물량 지수 증가율

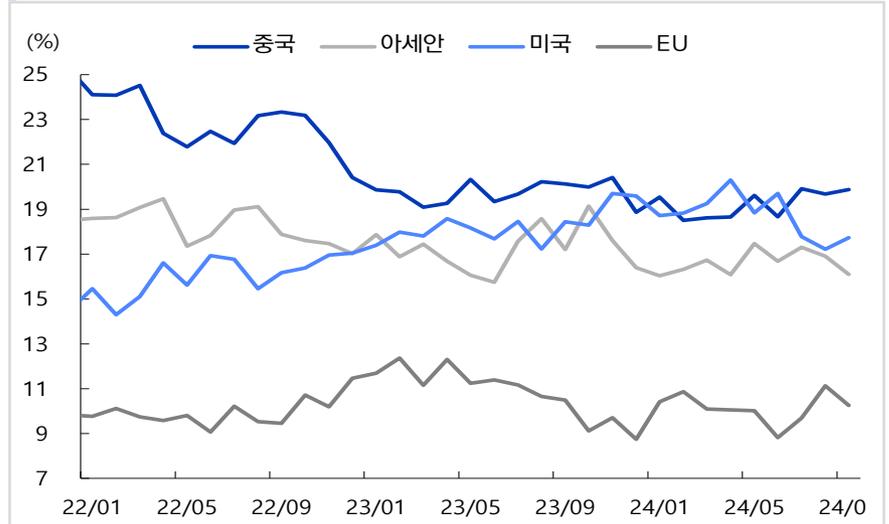


자료: CEIC, 교보증권 리서치센터

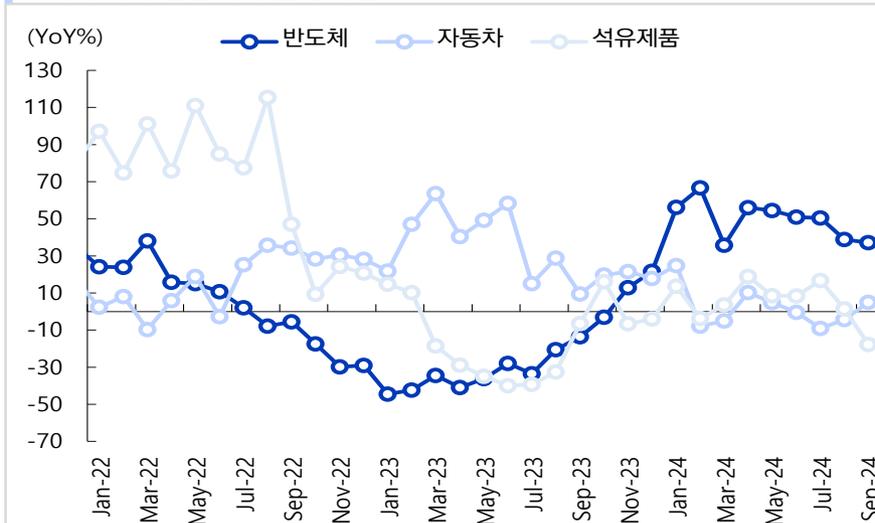
# [한국] 시작된 수출 둔화? 이미 시작된 수출 둔화

- 최근 나타나는 수출 증가율 둔화 기조가 내년까지 이어질 것
- AI 수익성에 대한 우려가 나타나면서 반도체 산업 기대감이 낮아졌고 자동차, 석유제품 등 주요 제조업 산업은 글로벌 수요 회복 지연으로 위축세가 장기화되고 있기 때문
- 주요 수출국들이 저성장 국면에 진입하면서 보호무역주의 기조를 확대하는 만큼 비용 부담 역시 제약 요인으로 작용할 것

주요 수출국들의 전체 수출액 대비 비중



3대 주력 수출품목 수출 증가율



한국 무역의존도

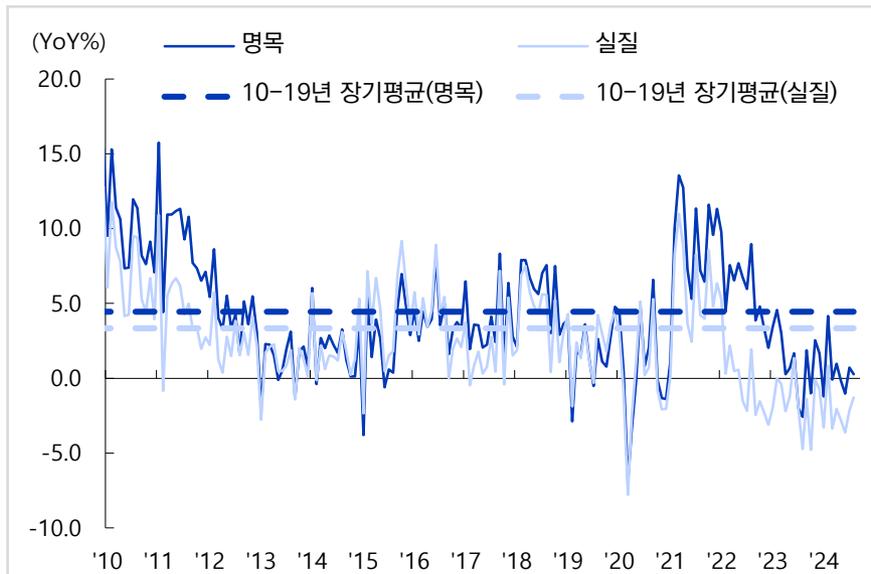


자료: CEIC, 교보증권 리서치센터

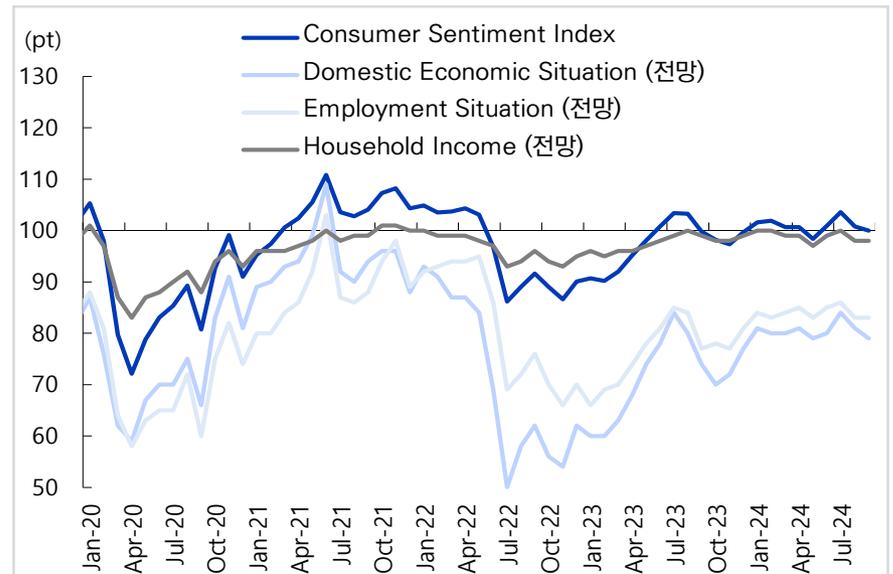
# [한국] 그러나 빠른 소비 확대는 어려울 것

- 한국 소매판매지수 증가율은 2010년부터 2019년까지 장기 평균을 하회하는 수준을 지속하는 부진한 모습을 이어오고 있는 상황. 온라인 판매는 긍정적이지만 전반적으로 가격 상승률을 고려한다면 실질적인 소비가 개선되고 있는 움직임이 나타나고 있다고 보기 어려움
- 물가 하락이 나타났음에도 가계의 소비 경향 자체의 개선이 나타나지 못하면서 내수의 빠른 회복을 보여주지 못한 상황. 금리 부담이 여전히 높고 고용 및 임금 상승에 대한 기대감이 크지 못한 부분이 주요하게 작용

한국 소매판매 지수 증가율



한국 소비자신뢰지수와 세부항목

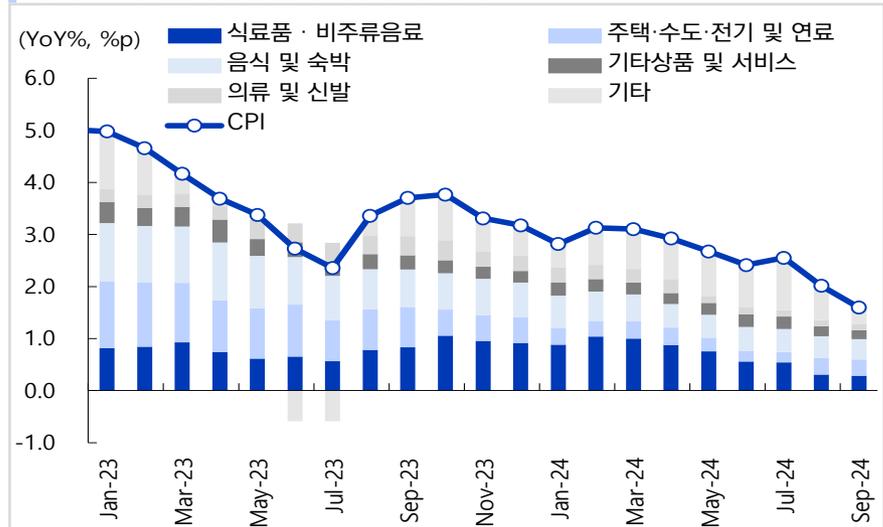


자료: CEIC, 교보증권 리서치센터

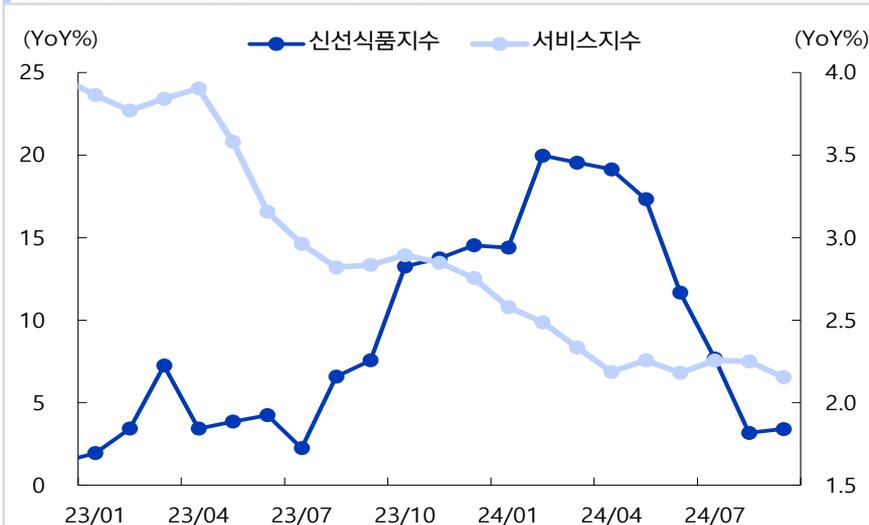
# [한국] 표면적 물가는 안정되었지만, 체감하는 물가는 또 다른 영역

- 우리나라 9월 소비자물가상승률은 전년동기대비 1.6%, 근원 소비자물가상승률은 1.9% 기록하면서 2%를 하회
- 문제는 가계가 체감하는 물가의 눈높이는 인플레이션 압력과 다르다는 점. 생활에 직결되는 신선식품은 3%대 상승률을 보여주고 있으며 서비스 물가 상승률 2%를 상회
- 더욱이 신용 여건이 타이트한 가운데 대출 기준이 강화되는 등 높아지는 자금 조달 비용 역시 가계의 체감 물가를 상승 시키는 요인으로 작용

한국 소비자물가상승률과 세부항목 기여도

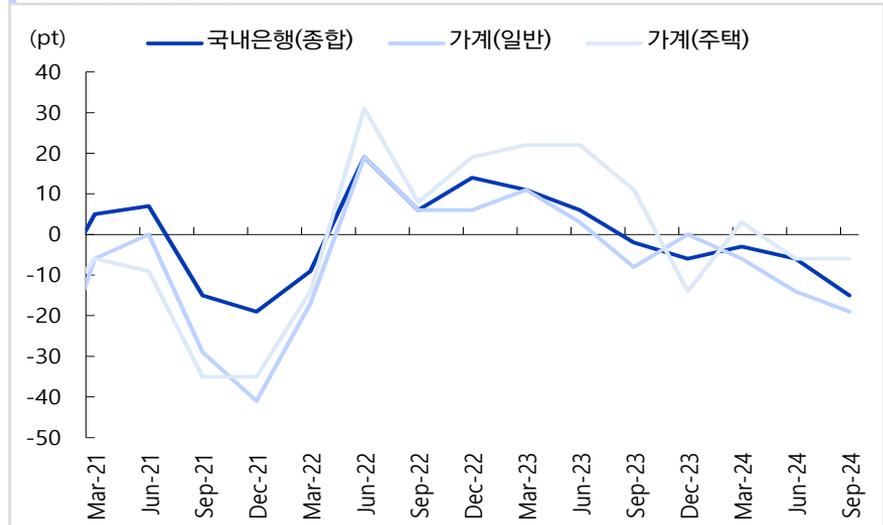


한국 서비스 및 신선식품 물가 상승률



자료: IMF, 교보증권 리서치센터

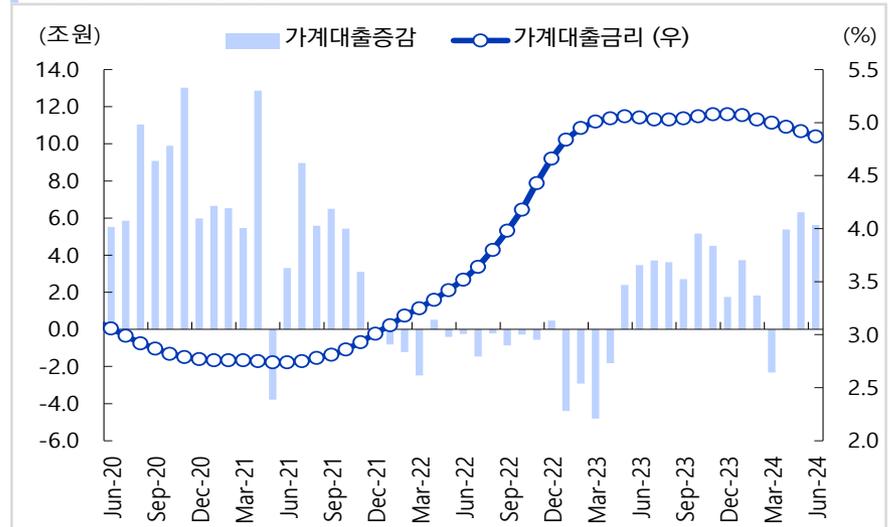
한국 가계 대출 태도



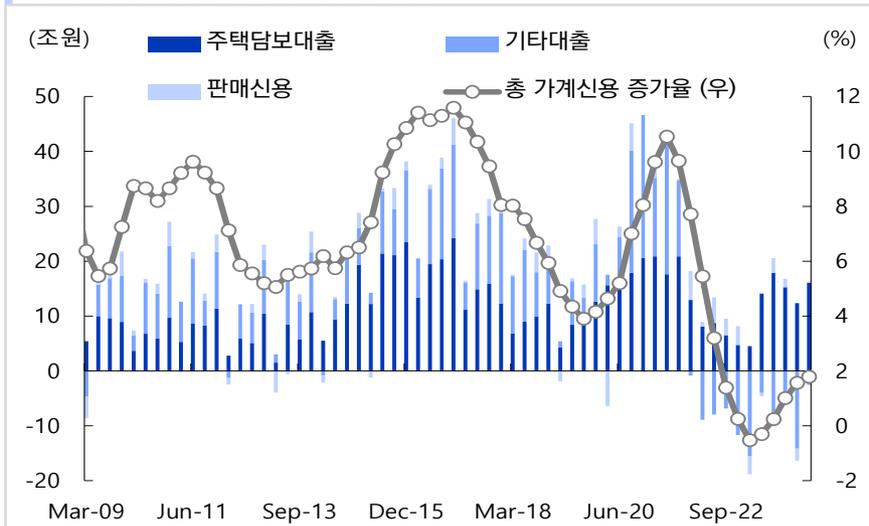
# [한국] 금리와 부채에 대한 부담 지속

- 한국 역시 금리 인하 움직임이 시작되었다는 점은 가계 대출 부담 완화 측면에서 긍정적이지만, 근 시일에 적극적인 대출 수요를 확대하기에는 금리 부담은 여전
- 더욱이 가계의 연체율 역시 높아 소비 활동 확대보다는 기존 대출 상환에 치중하는 제한적인 소비패턴을 보일 것으로 예상

한국 가계 대출 증가율

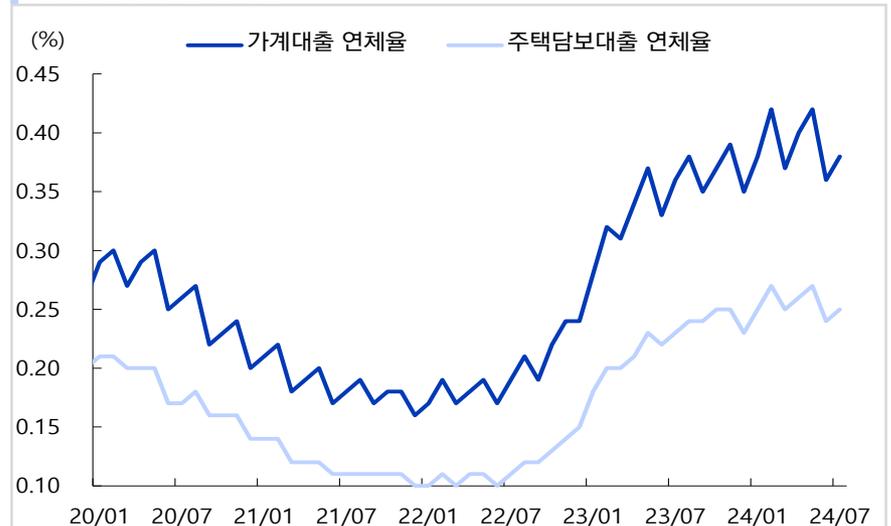


한국 가계 신용증가율과 세부항목 규모



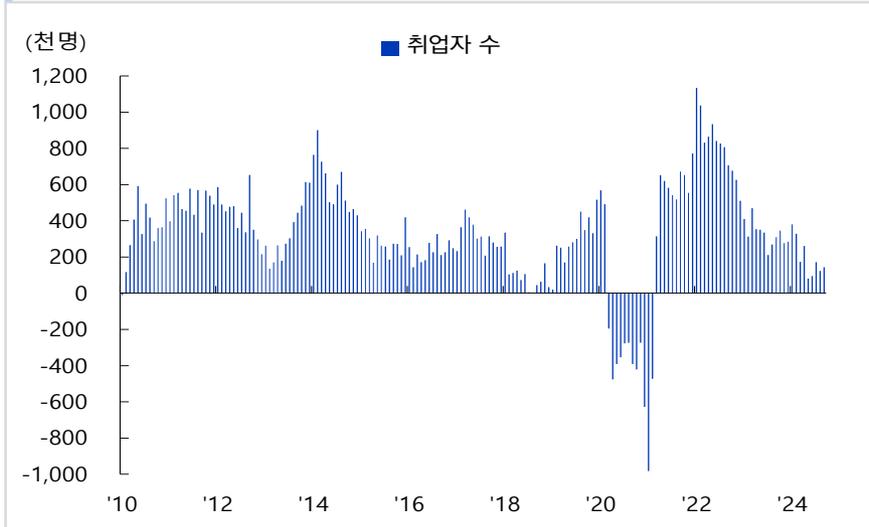
자료: 한국은행, CEIC, 교보증권 리서치센터

한국 가계 대출 연체율

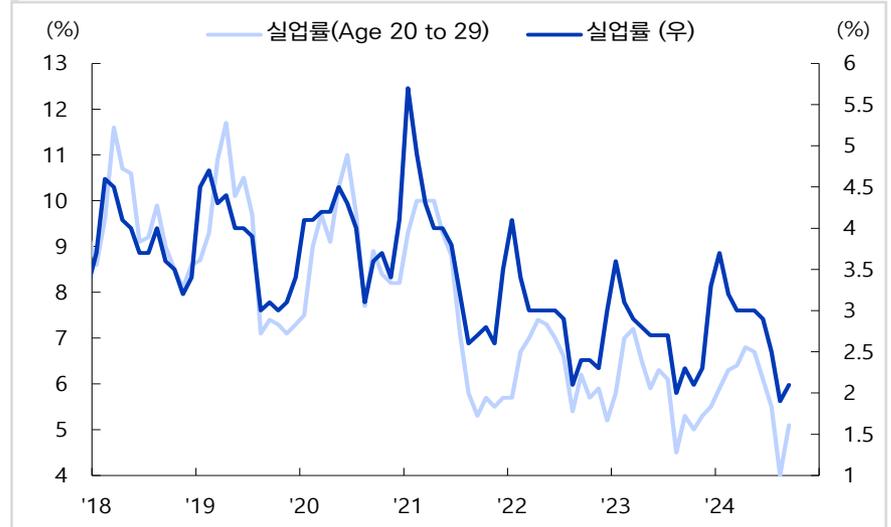


# [한국] 소비로 이어지기 어려운 고용과 낮은 임금 인상 기대감

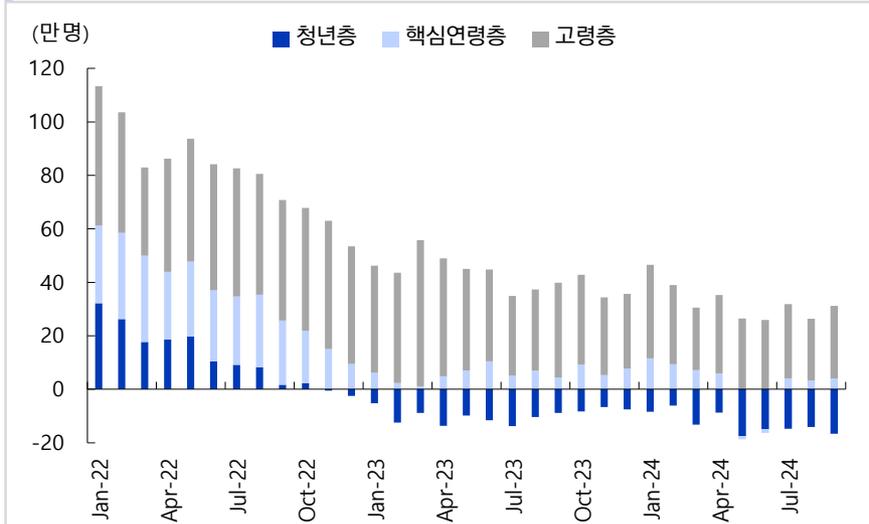
한국 취업자수 월별 증감



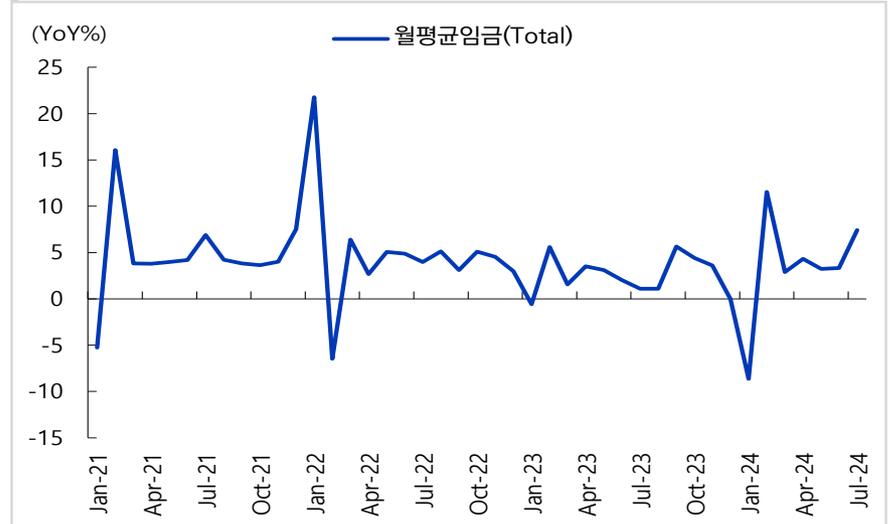
한국 실업률 추이



한국 주요 연령층 별 취업자 수



한국 월평균 임금 증가율

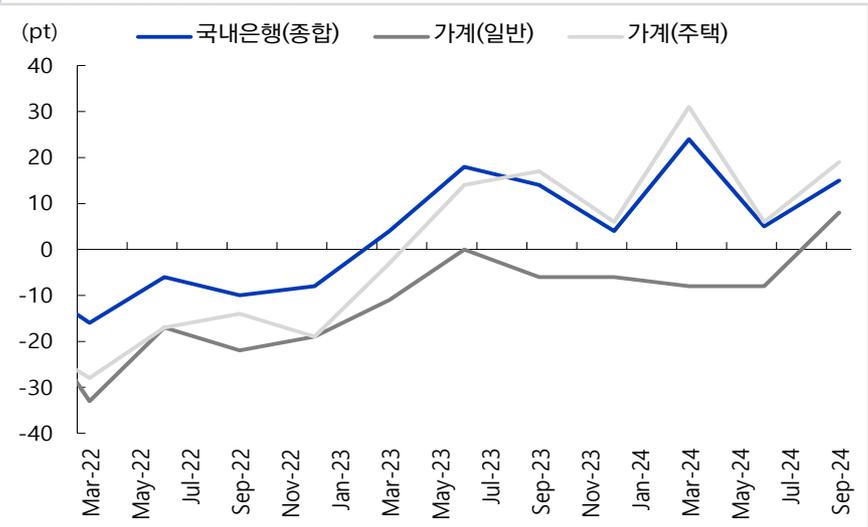


자료: CEIC, 교보증권 리서치센터

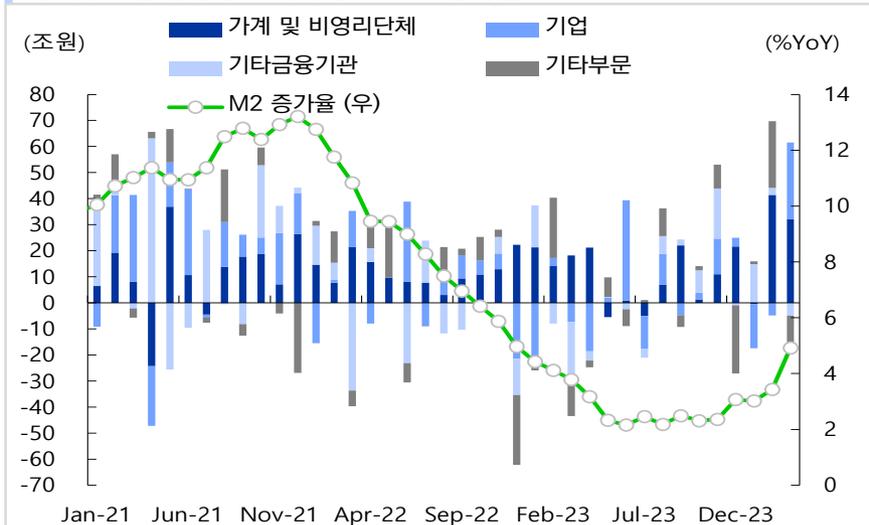
# [한국] 가계소비, 구매력 개선을 중심으로 기대감은 유효

- 향후 한국 가계 지출 움직임은 회복할 것으로 기대. 주택이 아닌 일반 가계 대출 수요가 점진적으로 올라오고 실질 임금 상승을 기반해 구매력 개선이 나타나고 있기 때문
- 다만, 금융 당국이 금융 불균형 리스크에 대한 경계심을 지속하고 있고 고용 환경이 제한적이라는 점을 고려한다면 가계 소비의 빠른 성장은 어려울 것으로 판단

가계 일반 및 주택 대출 수요

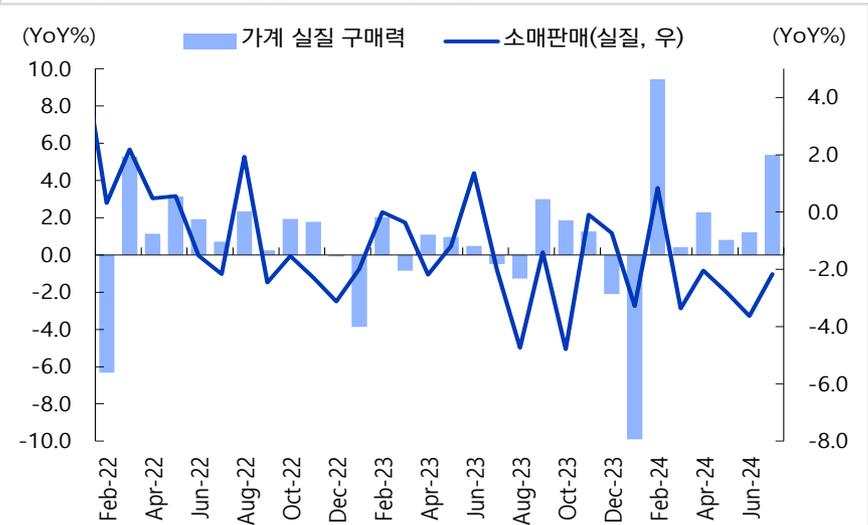


경제주체별 유동성 보유 현황 및 M2 증가율



자료: 한국은행, CEIC, 교보증권 리서치센터

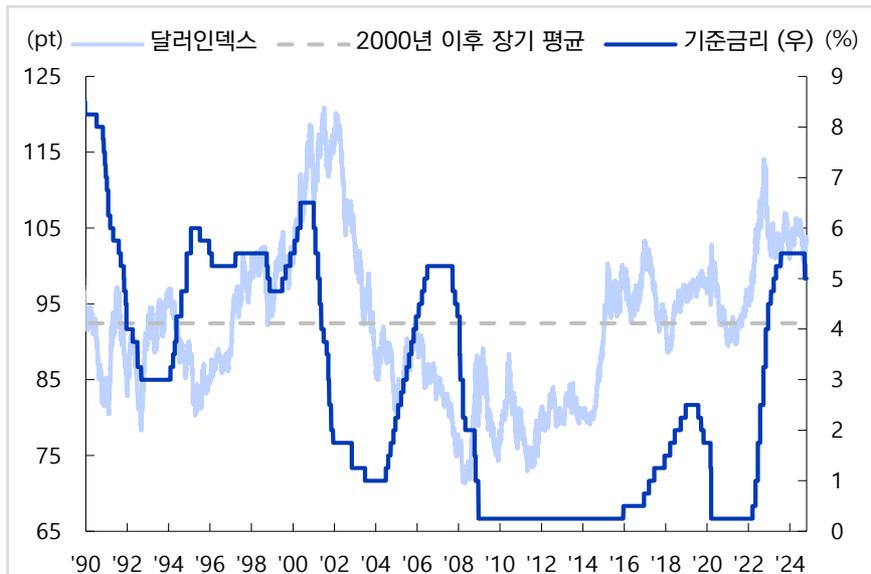
가계 실질 구매력과 실질 소매판매증가율



# [달러] 찌기는 쉬워도 빠지는 건 어려워

- 2025년 달러는 약세 움직임을 보일 것으로 예상하지만 절하 폭은 제한될 것으로 판단
- 현재 달러에 영향을 미치는 요인을 **내부적 요인**(달러 수요와 미국 경제 모멘텀)과 **외부적 요인**(주요국 경기 및 환율과 외국인 대미 투자 활동) 두 가지로 크게 나눌 수 있을 것
- 연준의 기준금리 인하 움직임과 탈 달러 기조 등 달러 자체 메리트는 점진적으로 줄어들고 있는 모습이지만 ①**상대적으로 주요 선진국 대비 견조한 미국 경제**, ②**제한적인 유로화 절상 압력**, ③**미국 향 투자 확대가 중첩되면서** 달러의 가치에 하방 경직성을 형성할 것

달러 인덱스와 미국 기준금리 추이



달러 실질실효환율 추이

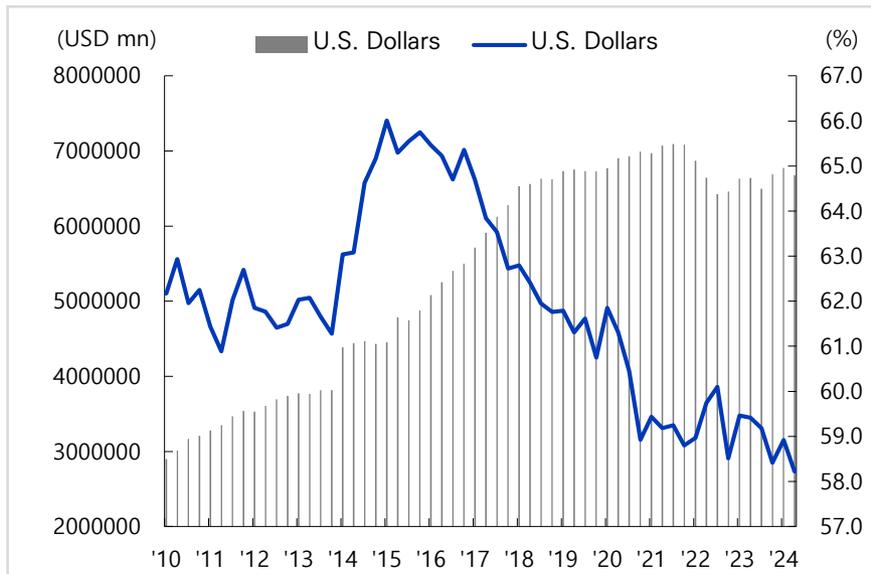


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

## [달러] 화폐 자체의 수요는 둔화되고 있지만...

- 아직 글로벌 1위 화폐의 지위를 유지하고 있음은 분명하지만, 탈 달러 움직임이 나타나면서 과거 대비 글로벌 외환보유고에서 달러가 차지하는 비중은 58%까지 하락. 세계화 메리트 둔화 및 수요 회복 지연에 따른 상품 무역 성장 둔화 역시 달러 수요에 영향을 미친 모습
- 더욱이 2024년 9월 미국 내 인플레이션 압력이 완화된에 따라 연준은 기준금리 인하를 단행하면서 지금까지 달러 레벨을 크게 지지해주었던 이유가 완화되는 상황

글로벌 달러 외환보유고와 달러 비중



달러인덱스 추이와 글로벌 무역증가율

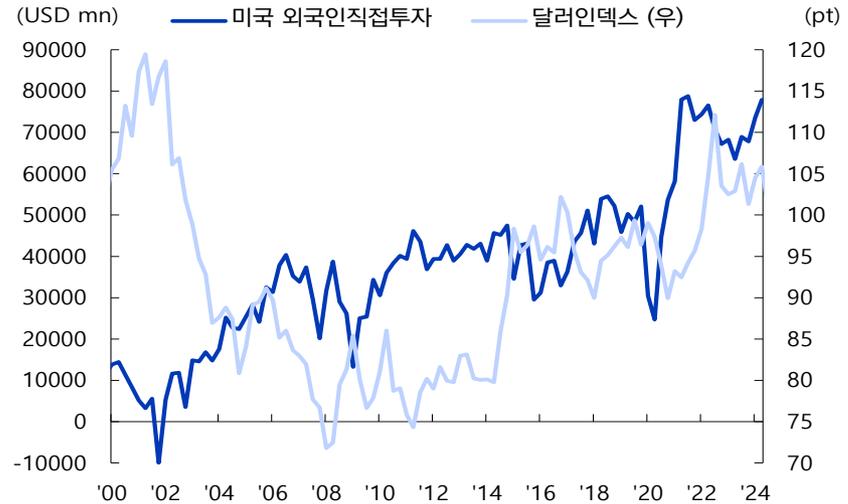


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

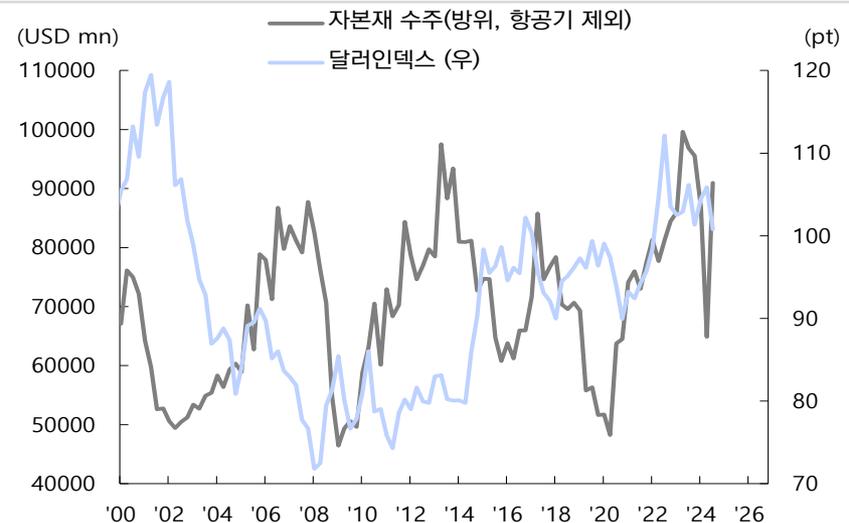
# [달러] 그럼에도 견고한 달러 레벨

- 2024년 9월 100pt까지 하락했던 달러는 10월부터 다시 레벨을 높여가면서 104pt 까지 재상승
- 금리 인하 및 수요 둔화 움직임이 이어지고 있음에도 달러 절상의 원인으로서는 견조한 미국 경제와 불확실성이 높은 상황에서 달러를 대체할 안전자산 화폐가 없다는 점을 들 수 있을 것
- 미국은 내수 중심으로 높은 성장세를 보여주고 있으며 자국 보호주의를 확대하면서 자국 내 투자 움직임이 활발히 나타나는 모습. 보험성 금리 인하를 통해 향후 연착륙 경로에 힘을 더해준 상황에서 미국 대선 효과 역시 함께 나타나고 있는 상황

## 외국인 직접투자자와 달러 인덱스



## 자본재 수주와 달러 인덱스



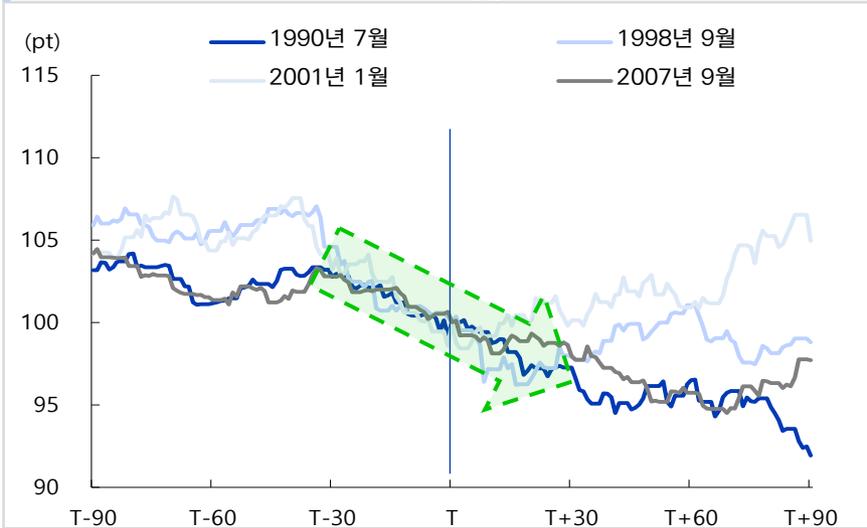
## 개인소비지출 대비 고정자산투자



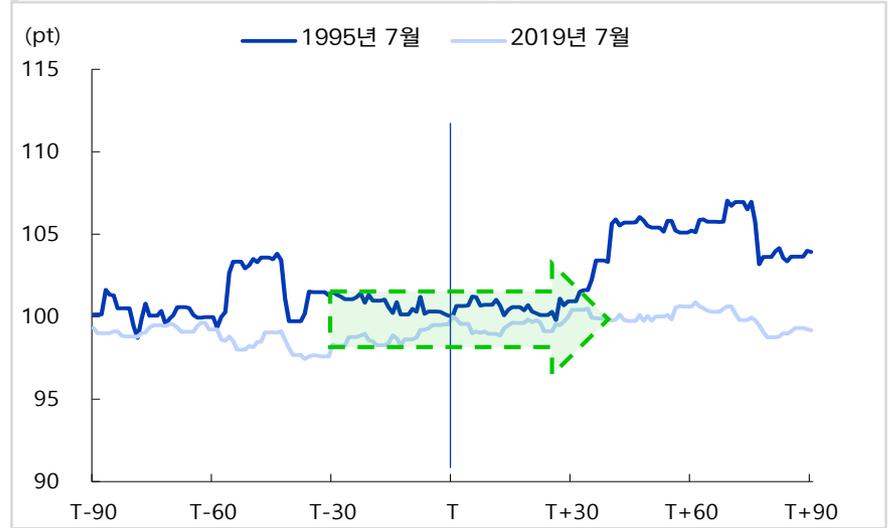
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

# [달러] 보험성 금리 인하와 美대선이 달러 레벨에 미치는 영향

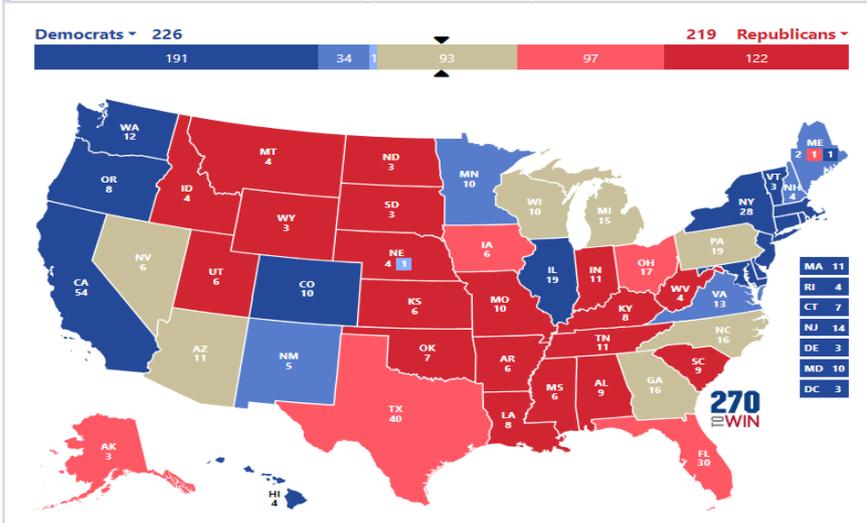
기준금리 인하 시기별 달러 인덱스 추이(1)



기준금리 인하 시기별 달러 인덱스 추이 (2) - 보험성 인하



미국 대통령 선거 지지율 현황(2024.10.16)



미국 대통령 선거 시기 달러 평균

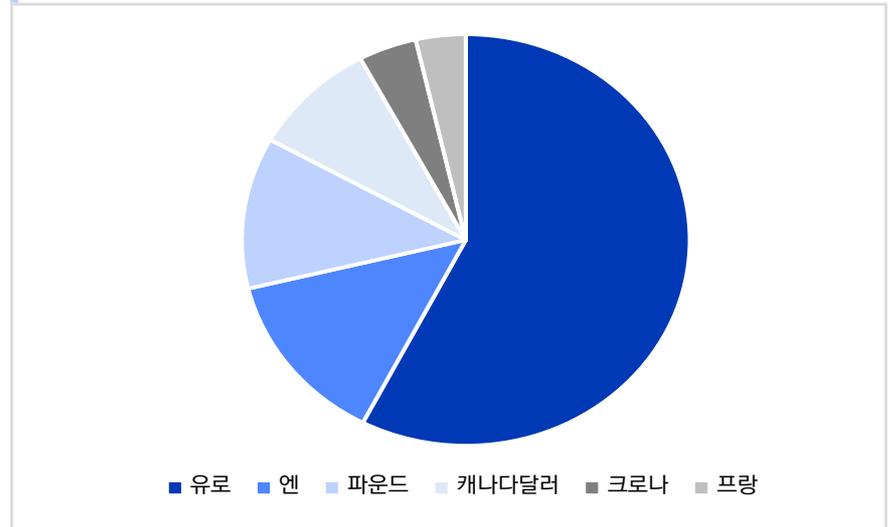


자료: 270 to win, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

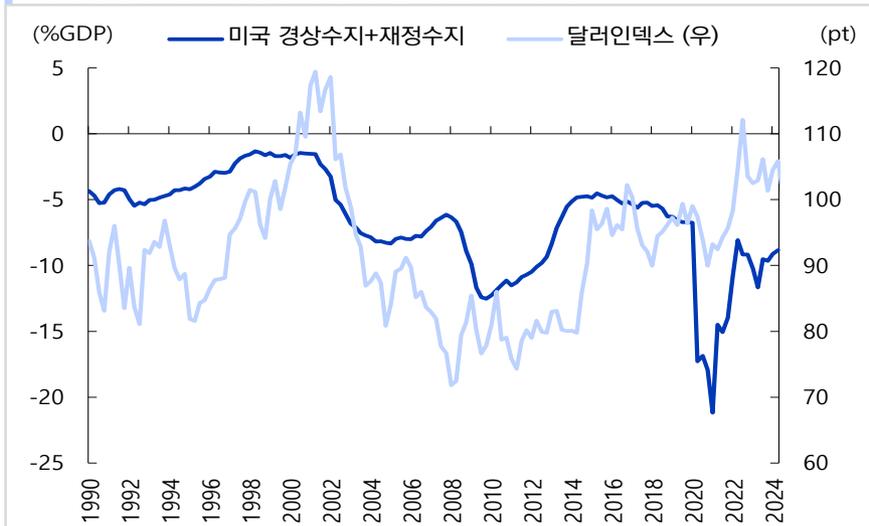
# [달러] 대외적으로 약해질 틈을 주지 않지만, 변수는 미국 정책

- 달러의 영향력은 절대적이지만, 반대로 유로화와 엔화 역시 달러 레벨에 가장 많은 영향을 미치는 화폐. 후술하겠지만 ECB의 금리 인하가 마무리 되기 전까지는 유로존 경기 모멘텀이 제한적인만큼 유로화의 자체적인 강세 압력이 크지 못한 상황.
- 변수로 작용할 수 있는 부분은 미국 대선과 엔화. 접전을 보이고 있지만 트럼프 전 대통령의 대통령 당선 확률이 소폭 우위를 보이는 가운데 트럼프는 달러 약세를 통해 무역수지 개선의 필요성을 강조. 엔화 역시 BOJ의 금리 인상 및 경제 대책 발표에 따른 상승 압력에 대한 기대감이 유효하기 때문

달러인덱스 비중

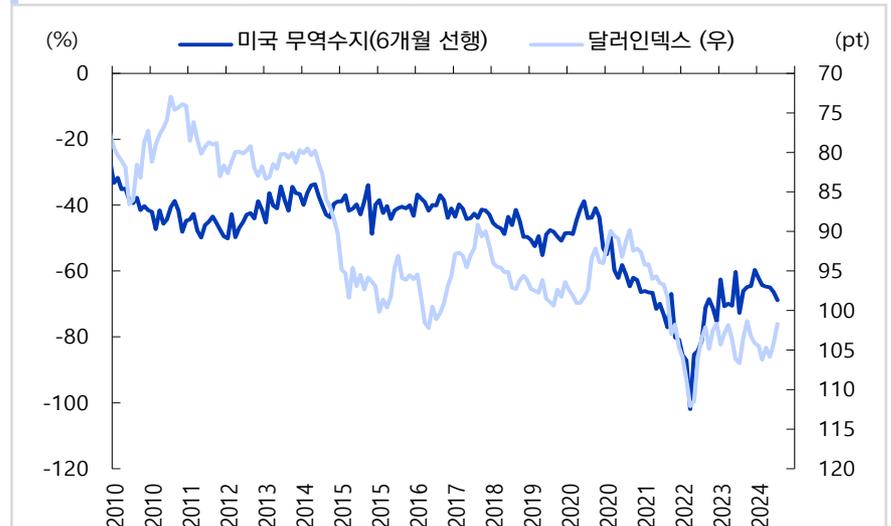


미국 경상수지와 재정수지 합과 달러 인덱스 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

미국 무역수지와 달러 인덱스 추이



# [유로화] 약점이 많게 태어난 게 죄는 아니잖아?

- 2025년 유로화는 올해와 유사하게 달러 움직임에 좌우되는 모습을 보일 것으로 예상
- 앞서 경제 부분에서 언급했듯이 ECB가 금리 인하를 단행하고 유로존 경제 회복이 지연되고 있어 한동안 자체적인 절상 압력 요인은 제한적일 것. 유로존 내 국가들의 GDP 대비 부채 비율, 수입 물가 부담 정도, 주력 산업 등이 상이한 만큼 경제 회복 속도가 차별화되어 나타나고 있지만 유로존 내 영향력이 강한 독일, 프랑스 경제 상황이 유로화에 큰 영향을 주기 때문
- 하반기에 점진적으로 가계 소비 회복 및 제조업 모멘텀이 개선되면서 기대감으로 상방 압력을 보일 수 있지만 실질적인 개선까지는 시간이 필요할 것

유로화와 달러 인덱스 추이



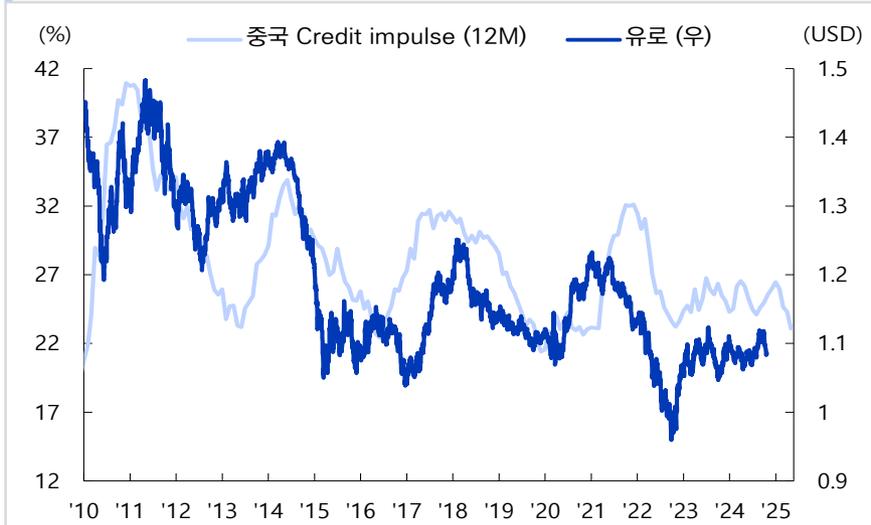
유로화와 ECB와 연준 기준금리 스프레드 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

# [유로화] 하반기 절상이 기대되지만, 강세 폭은 제한

중국 신용자극과 유로화



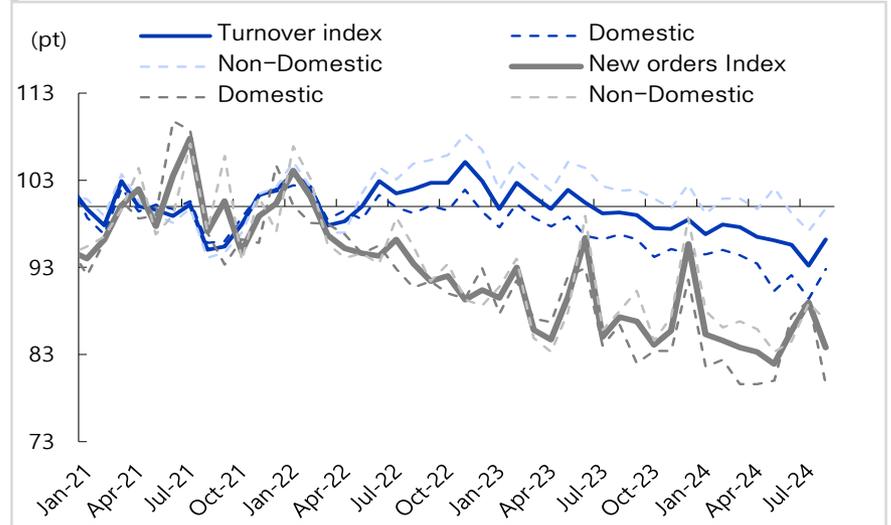
유로존 산업생산 증가율과 유로화



독일 산업생산 증가율



독일 턴오버 및 신규주문 지수

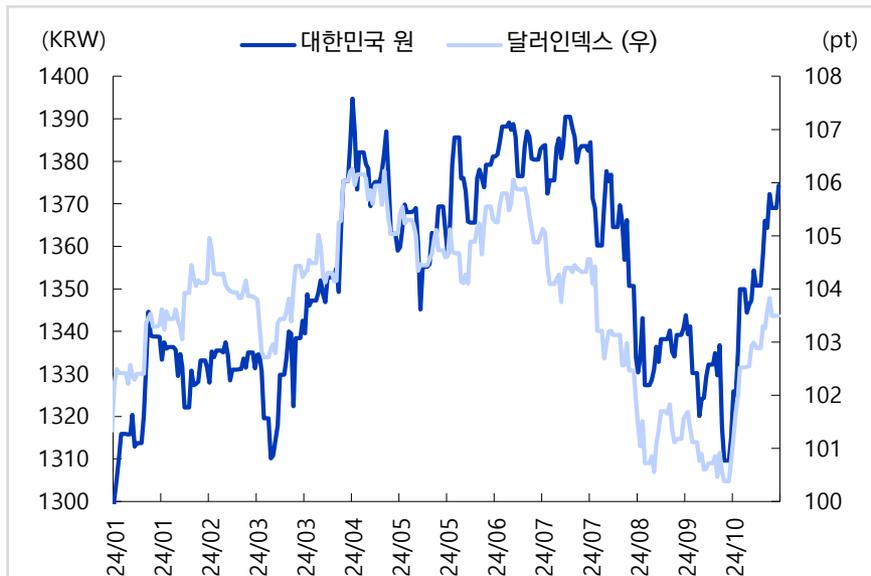


자료: Statistisches Bundesamt, Bloomberg, CEIC, 교보증권 리서치센터

# [원화] 성장 모멘텀에 발목 잡힌 원화

- 2025년 원/달러는 달러 약세를 기반으로 점진적으로 절상되는 모습을 보일 것으로 예상되지만 가치 상승 압력은 크지 않을 것으로 판단
- 원/달러는 2024년 9월 1,300원을 하회하는 등 달러 하락에 따라 절상 움직임을 보여주었지만, 10월부터 재상승한 달러 레벨과 한국은행 기준금리 인하 움직임이 반영되면서 다시 한번 1,380원 대로 환율 레벨이 다시 한번 상승
- 2025년에 달러 하락, 충분한 환 대응 여력, 미국보다 먼저 마무리 되는 금리 인하 사이클 등은 원/달러 하락에 긍정적이지만 한국 경제의 외수 기반 성장이 둔화되고 해외투자로 달러 수요가 견조하게 유지된다는 점이 이를 부분 상쇄할 것

원/달러와 달러인덱스



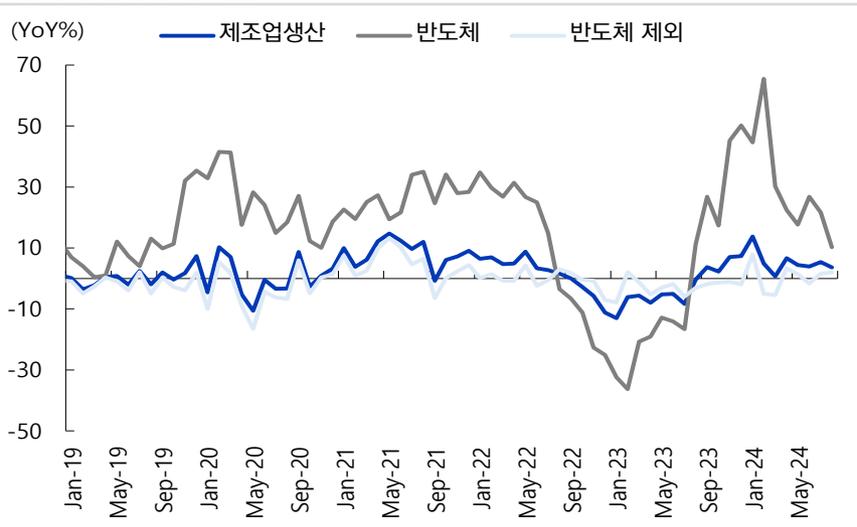
원/달러 장기 추이



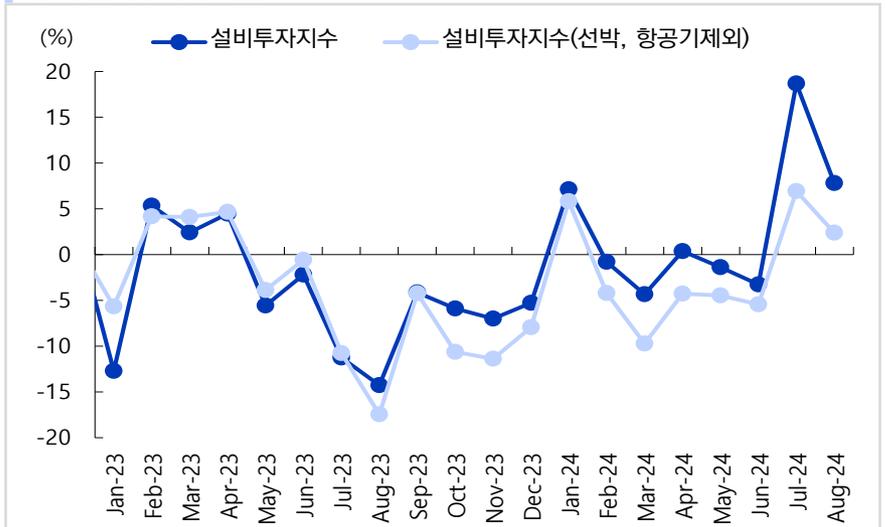
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

# [원화] 제조업 모멘텀 둔화가 제한하는 경제 성장

한국 산업생산 증가율



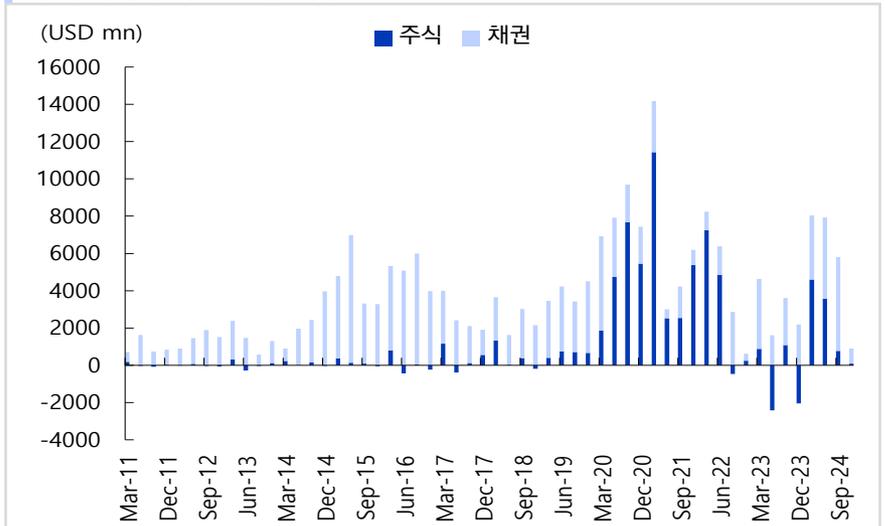
한국 설비투자증가율



한국과 미국 산업생산 증가율 차와 원/달러



한국 해외 주식 및 채권 매수

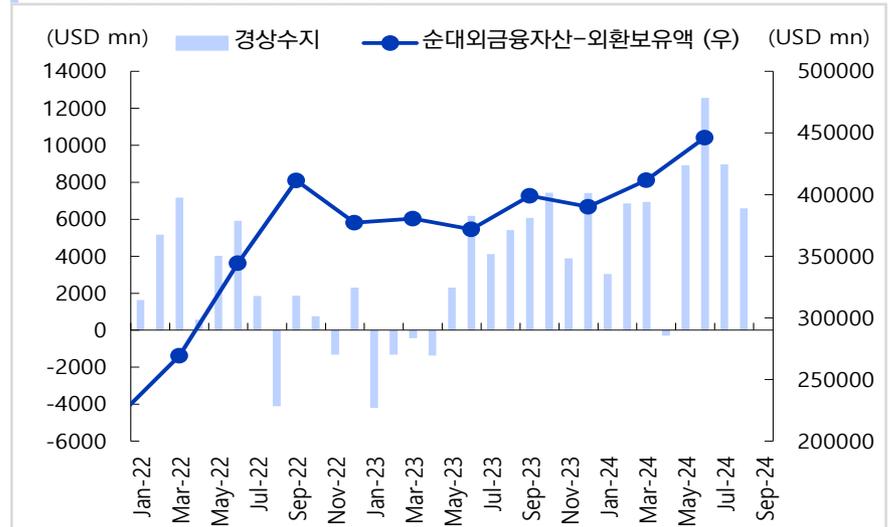


자료: Bloomberg, CEIC, 교보증권 리서치센터

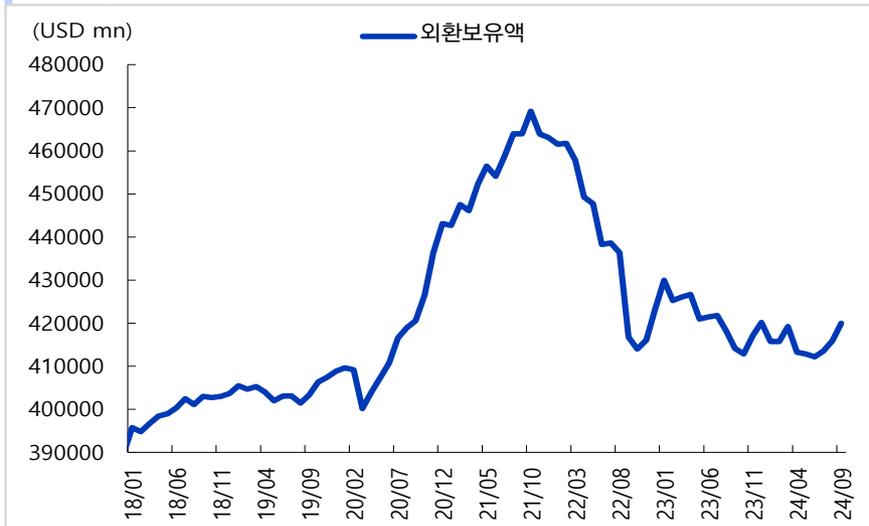
# [원화] 대외 지급 능력은 여유가 있는 상황

- 경상 수지 개선과 함께 외환보유액을 제외한 순대외금융자산 역시 상승하는 모습을 보여주면서 환 대응 여력은 현재까지 충분하다는 판단
- 고유동성 자산규모 축소에도 국내 은행의 유동성커버리지 비율 역시 상대적으로 안정적

한국 경상수지와 순대외금융자산

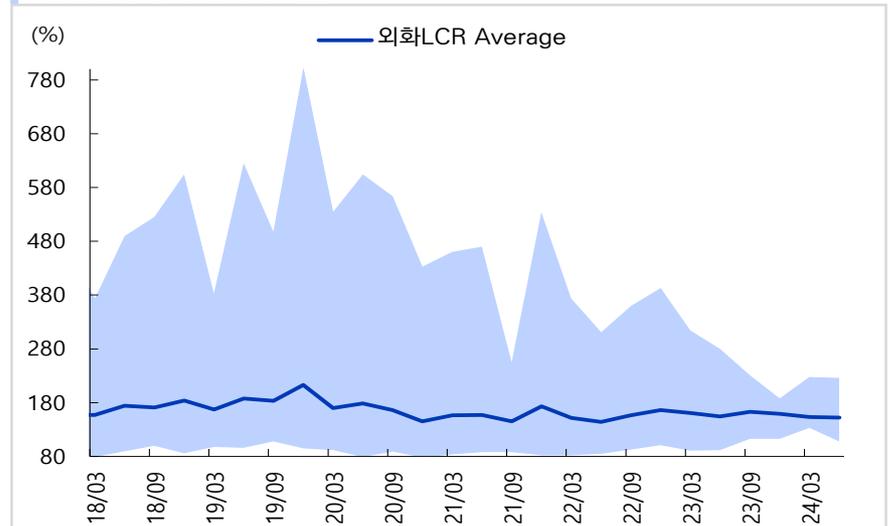


한국 외환보유액



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

외화 유동성커버리지 비율



## II. 채권시장 전망

: Read the Room

# [채권] 국내외 금리 전망 테이블

## 주요국 기준금리 및 국채 금리 전망

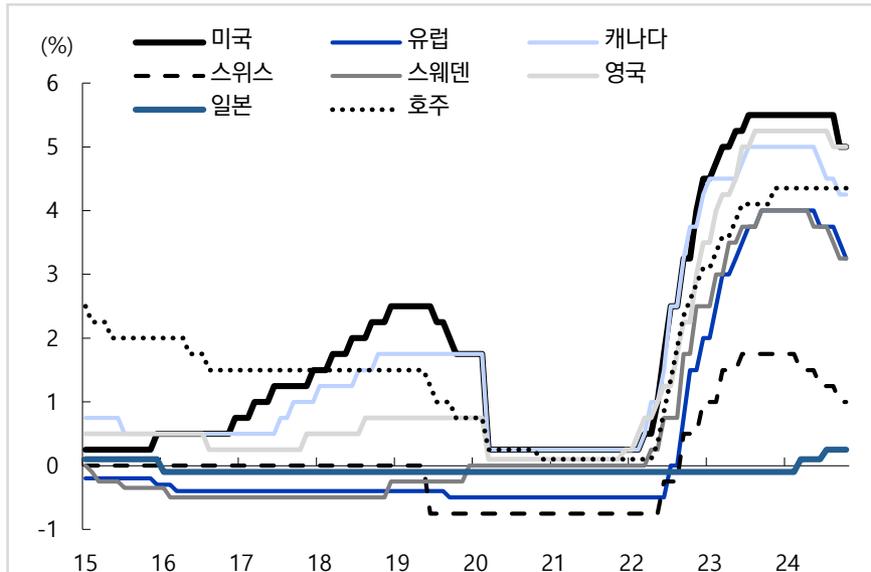
	2024				2025				2023	2024	2025
	1Q	2Q	3Q	4Q(E)	1Q(E)	2Q(E)	3Q(E)	4Q(E)	연간	연간(E)	연간(E)
한국 기준금리	3.50	3.50	3.50	3.25	3.00	2.75	2.50	2.50	3.50	3.25	2.50
국고채 3년	3.31	3.38	2.97	2.85	2.75	2.65	2.55	2.45	3.57	3.12	2.60
국고채 5년	3.34	3.42	3.00	2.92	2.82	2.72	2.65	2.55	3.59	3.17	2.69
국고채 10년	3.39	3.48	3.05	3.00	2.90	2.80	2.75	2.65	3.37	3.23	2.78
미국 기준금리	5.50	5.50	5.00	4.50	4.25	4.00	3.75	3.50	5.50	4.50	3.50
미국채 10년	4.15	4.45	3.96	3.95	3.80	3.70	3.60	3.50	2.95	4.13	3.65
유럽 기준금리 (예금금리 기준)	4.00	3.75	3.50	3.00	2.75	2.50	2.25	2.00	4.00	3.00	2.00

자료: 인포맥스, 교보증권 리서치센터  
 주: 기준금리는 기말, 국고채, 미국채 금리는 평균%

# [채권] 2024년 채권시장 Review – 과도한 기대와 쓸림의 반복

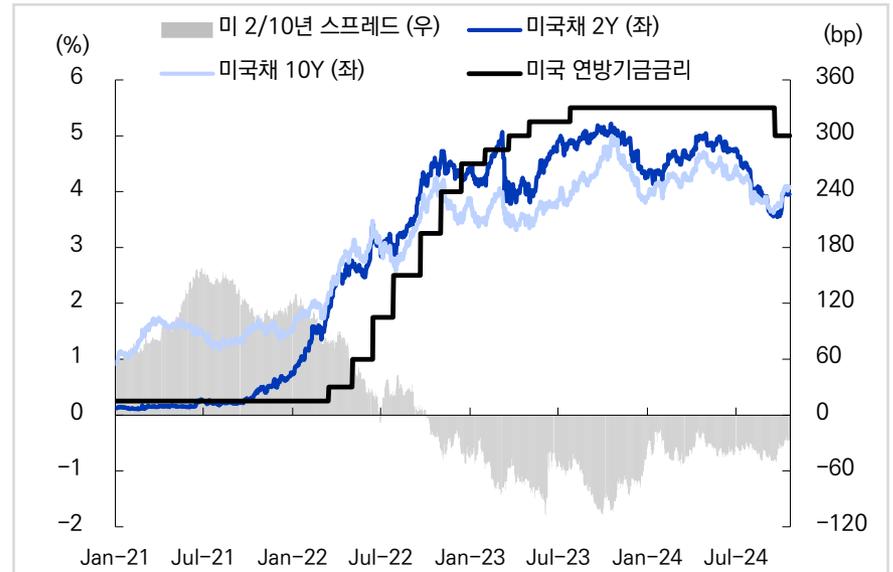
- 2024년에는 주요국 중앙은행들의 통화정책 전환이 시작. 대부분 국가의 중앙은행들은 인플레이션 대응을 위해 시행했던 통화긴축 기초를 조정. 시장의 최대 관심사였던 연준도 지난 9월 빅 컷으로 금리인하 사이클을 시작. 다만, 일본 등 일부 국가에서는 상반된 금융 여건에 대응하기 위해 기준금리를 인상
- 글로벌 채권시장은 하반기에도 지난 상반기와 마찬가지로 통화정책에 대한 과도한 기대와 쓸림이 반복되면서 변동성이 확대

주요국 기준금리 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

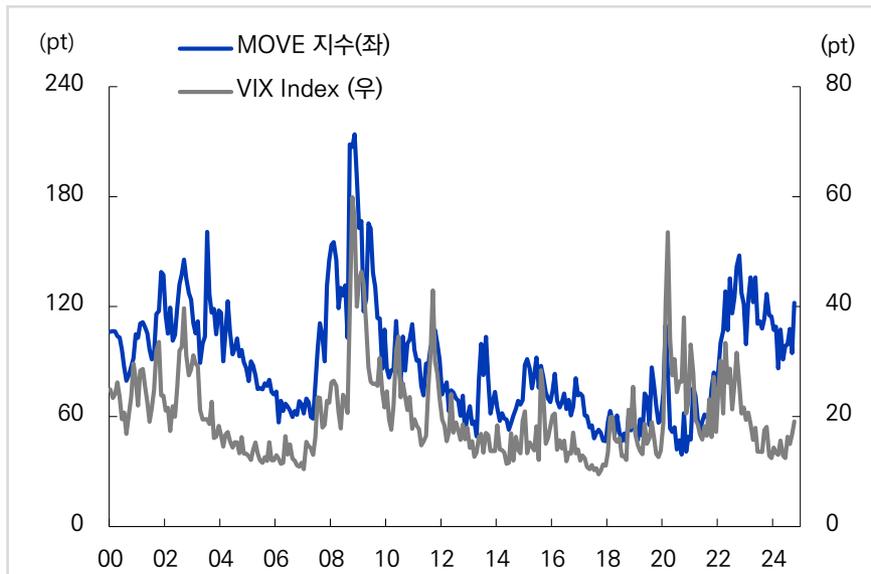
미국채금리 및 장단기 스프레이 추이



# [채권] 2024년 채권시장 Review – 과도한 기대와 쓸림의 반복

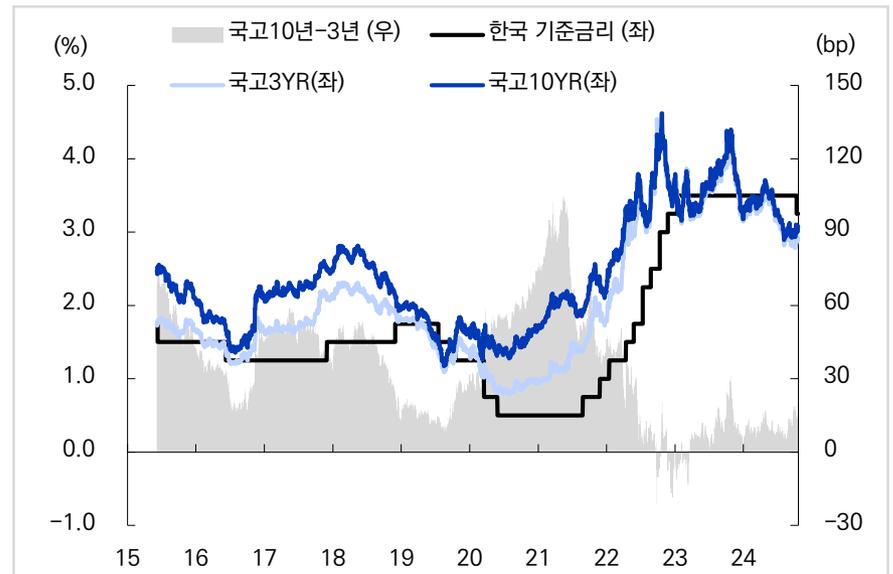
- 국내 채권시장은 대체로 내부 요인보다는 대외 재료에 민감한 모습을 보이면서 등락을 반복
- 10월 금통위에서 한국은행이 기준금리를 25bp 인하했지만, 시장금리가 이미 2회 이상의 기준금리 인하 기대를 반영한 상황에서 추가적인 하락은 제한되는 모습
- 커브는 대체로 연중 레인지 장세를 이어갔지만, 후반으로 갈 수록 통화정책 완화에 대한 기대가 빠르게 반영되면서 완만하게 스틱

MOVE 및 VIX 지수 추이



자료: Bloomberg, 인포맥스, 교보증권 리서치 센터

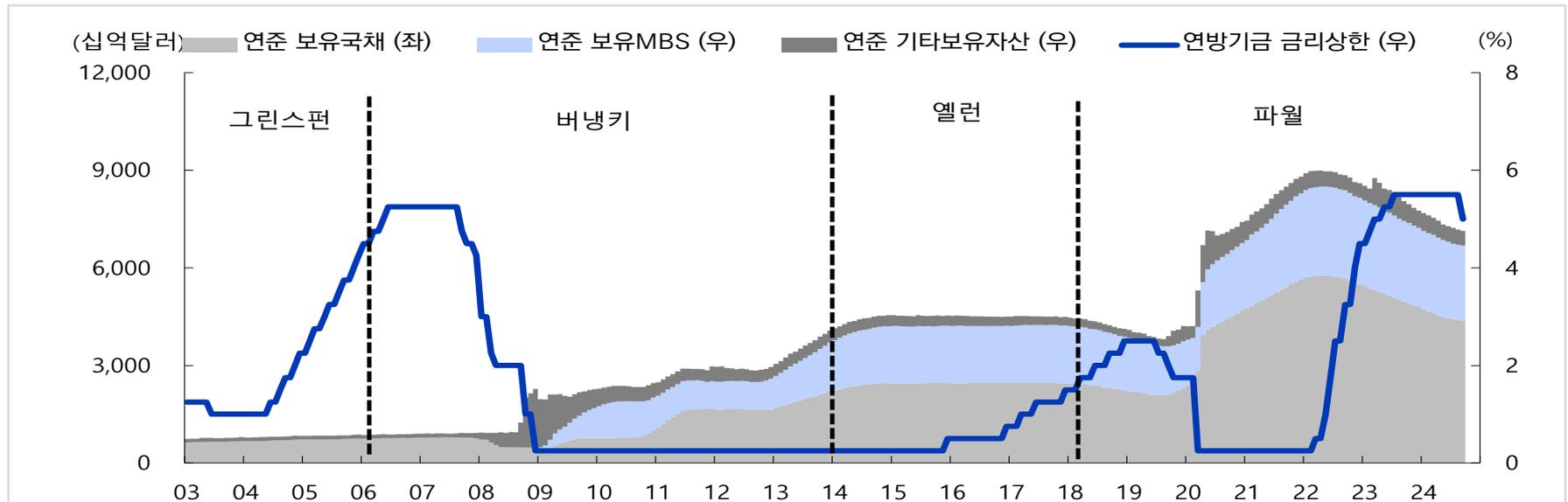
국고채 금리 및 장단기 스프레이 추이



# [미국] 연준, 빅 컷으로 금리인하 사이클 시작

- 9월 FOMC는 연방기금 목표금리를 4.75%~5.00%로 50bp 인하하고, 대차대조표 축소를 지속하기로 결정
- 당초 25bp 인하가 유력했고, 9월 FOMC 이전에 발표됐던 물가, 고용, 소비지표 모두 빅 컷을 단행하기에는 다소 부족했던 수준 . 그럼에도 불구하고, 연준이 언론과 주요 인사들을 통해 빅 컷 가능성을 직간접적으로 시사하면서 시장도 빠르게 50bp 인하에 대한 기대를 반영

Fed, 연방기금 목표금리 및 대차대조표 추이

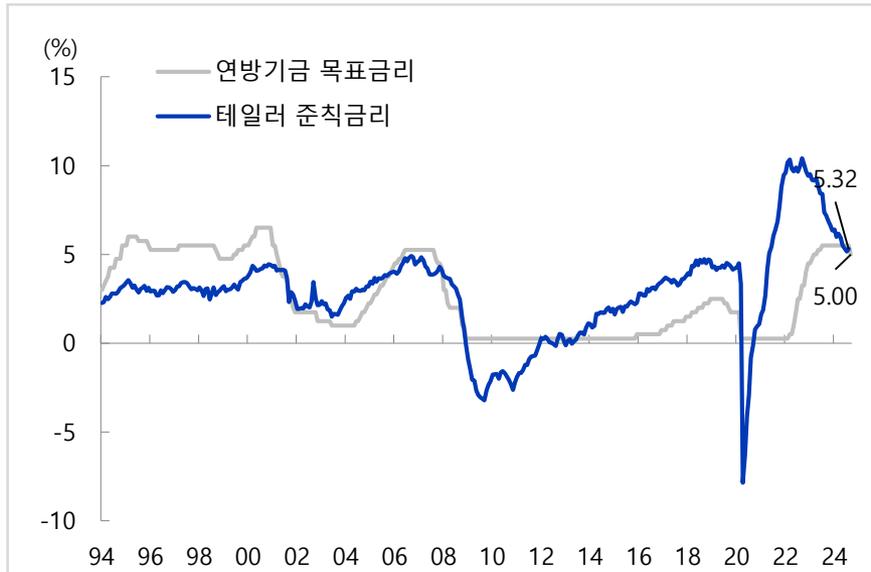


자료: Federal Reserve, 교보증권 리서치센터

# [미국] 연준, 추가적인 빅 컷보다는 점진적 인하에 무게

- 연준은 2025년 말까지 점진적 금리인하 기조를 유지하면서 연방기금 목표금리를 3.25%~3.50% 수준까지 낮출 것으로 전망
- 연준이 빅 컷으로 금리인하 사이클을 시작했지만, 이는 팬데믹 이후 인플레이션 대응에서 보여준 정책 실기(behind the curve)를 반복하지 않겠다는 의지를 강하게 반영한 것으로 해석. 그러나 대내외 여건을 고려하면 현재의 고용 수준을 유지하려는 연준의 의지를 감안하더라도 추가적인 빅 컷의 필요성은 크지 않다고 판단

연방기금 목표금리와 미국 테일러 준칙금리 추이



연방기금 실효금리와 미국 Proxy 금리 추이

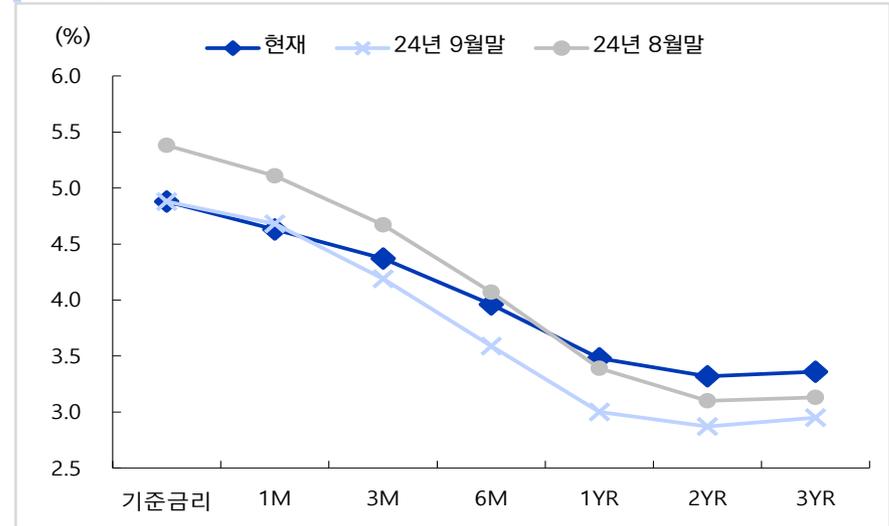


자료: Federal Reserve, San Francisco Fed, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

# [미국] 연준, 통화정책 방향은 일치(一致), 속도는 불일치(不一致)

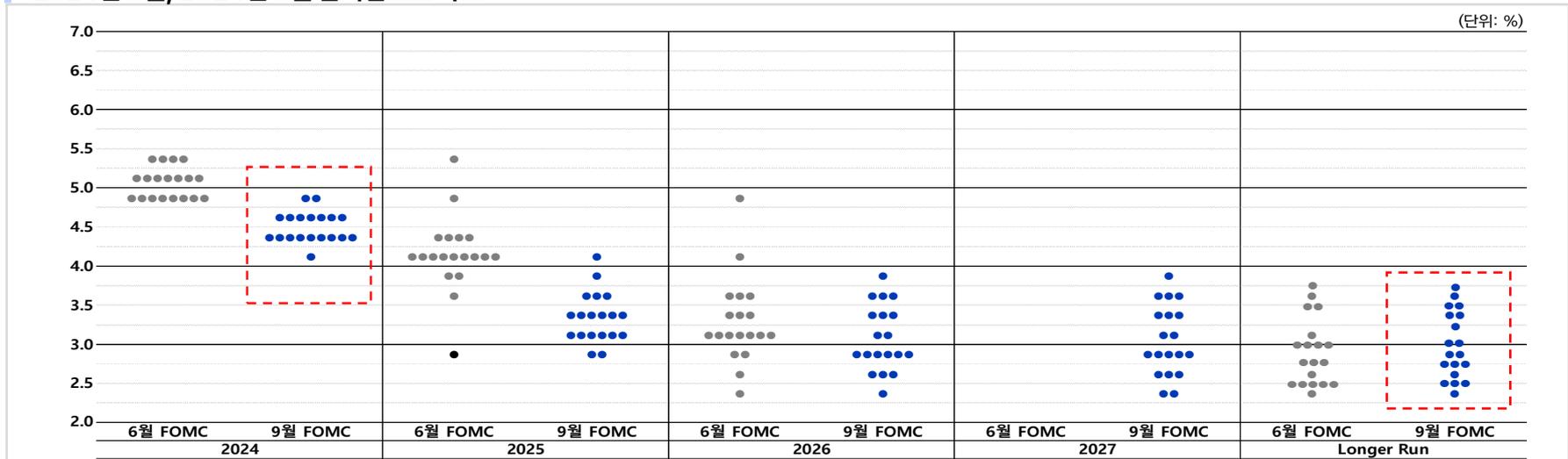
- 9월 FOMC에서 미셸 보우먼 위원은 연준이사로서는 이례적으로 빅 컷에 반대 의견을 개진. 다만, 금리점도표를 놓고 보면 상당수의 위원들이 금번 빅 컷 결정에 이견을 가지고 있었을 것으로 판단
- 또 하나 주목해야할 점은 지난 6월에 이어 장기금리 전망치(longer run)가 추가적으로 상향 조정 (2.8%→2.9%)되었다는 점. 이는 금리인하 사이클이 시작되었지만, 미국 경제의 구조적 변화 가능성에 대한 경계감도 여전히 이어지고 있다고 해석

연준, 내재정책 금리 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

## 2024년 6월, 2024년 9월 금리점도표 비교



자료: Federal Reserve, 교보증권 리서치센터

# [미국] 연준, 통화정책 방향은 일치(一致), 속도는 불일치(不一致)

## 연준위원별 통화정책 관련 발언 비교

성명	통화정책 관련 발언	성향	25년 투표권
제롬 파월	<ul style="list-style-type: none"> <li>경제가 예상대로 발전한다면, 정책은 시간이 지남에 따라 더 중립적인 방향으로 이동할 것</li> <li>우리는 정해진 계획을 따르는 것이 아니라 회의마다 결정을 내릴 것</li> </ul>	N	O
필립 제퍼슨	<ul style="list-style-type: none"> <li>인플레이션에 대한 리스크는 줄어든 반면 고용에 대한 리스크는 증가. 두 위험 요소가 대체로 균형을 이뤘음</li> <li>9월 50bp 금리인하는 시기적절했음. 선제적이거나 반응적인 조치는 아니었음</li> </ul>	N	O
마이클 바	-	N	O
미셸 보우먼	<ul style="list-style-type: none"> <li>정책 금리를 너무 빨리 인하하면 억눌린 수요가 폭발할 위험이 있음</li> <li>우리는 아직 연준 물가목표를 달성하지 못했음</li> </ul>	MH	O
크리스토퍼 윌러	<ul style="list-style-type: none"> <li>전체적인 데이터를 보면 9월 회의 때보다 금리 인하 속도를 더 신중하게 해야 한다는 것을 가리키고 있음</li> <li>예상대로 물가·고용 지표가 전개된다면, 연준이 더 이상 의도적인 속도로 금리를 인하할 필요는 없음</li> </ul>	H	O
리사 쿡	<ul style="list-style-type: none"> <li>9월 FOMC에서 금리를 50bp 인하하는 결정을 전적으로 지지</li> <li>앞으로 정책 방향을 고민할 때는 유입되는 데이터와 전망 변화, 리스크의 균형을 주의 깊게 살펴볼 것</li> </ul>	MD	O
아드리아나 쿠글러	<ul style="list-style-type: none"> <li>9월 50bp 인하에 대한 연준의 결정을 강력하게 지지</li> <li>경제의 불필요한 고통과 약화를 피하면서 디스인플레이션에 대한 진전을 이루는 데 초점을 맞춰야 함</li> </ul>	MD	O
존 윌리엄스	<ul style="list-style-type: none"> <li>기준금리가 시간이 지남에 따라 중립 수준으로 이동하는 것을 지지</li> <li>올해 남은 회의에서 25bp씩 인하하는 것은 매우 좋은 기본 사례</li> </ul>	N	O
수잔 콜린스	<ul style="list-style-type: none"> <li>인플레이션이 2% 목표를 달성할 것</li> <li>9월 50bp 인하는 신중한 결정이었음</li> </ul>	N	O
오스틴 굴스비	<ul style="list-style-type: none"> <li>전반적인 추세는 분명히 인플레이션이 많이 떨어졌고, 고용 시장이 완전 고용으로 간주하는 수준까지 냉각되었다는 것</li> <li>대다수의 연준위원들은 향후 12~18개월 안에 경제여건이 지속해서 개선된다면, 금리는 점차 상당한 수준으로 떨어질 것이라고 예상</li> </ul>	MD	O
알베르토 무살렘	<ul style="list-style-type: none"> <li>9월에 50bp 인하를 단행했지만, 향후 점진적인 금리인하로 돌아갈 것</li> <li>점진적으로 정책을 덜 제약적으로 만드는 것이 중요</li> </ul>	N	O
제프리 슈미드	<ul style="list-style-type: none"> <li>금리가 제약적이지만 과도하게 제약적이지 않다고 생각</li> </ul>	H	O
베스 해맥	-	H	X
패트릭 하커	<ul style="list-style-type: none"> <li>최근 30개월 넘는 기간 우리가 상당히 괜찮은 운전자임을 증명</li> </ul>	MD	X
로리 로건	<ul style="list-style-type: none"> <li>우리가 안고 있는 위험의 균형을 맞추기 위해 우리는 매우 점진적인 방식으로 진행할 것</li> </ul>	H	X
닐 카시카리	<ul style="list-style-type: none"> <li>향후 분기에 정책 금리를 더 소폭으로 내리는 것이 우리 의무 양쪽을 모두 달성하기에 적절해 보임</li> <li>미국의 노동 부문은 여전히 강력하며 급격한 침체 직전이 아님</li> </ul>	MH	X
토마스 바킨	<ul style="list-style-type: none"> <li>통화정책을 덜 제한적인 방향으로 조정해가는 것</li> <li>인플레이션은 분명히 올바른 방향으로 가고 있음. 그러나 아직 승리를 선언하지 않겠음</li> </ul>	H	X
라파엘 보스틱	<ul style="list-style-type: none"> <li>11월 FOMC에서 금리 인하를 건너뛰는 것이 좋을 것</li> <li>인플레이션과 고용 시장에 대한 데이터가 나오면 필요에 따라 조정할 수 있음</li> </ul>	N	X
메리 데일리	<ul style="list-style-type: none"> <li>목표를 향한 지속적인 진전이 보장돼 있지 않기 때문에 우리는 경계를 늦추면 안됨</li> <li>내 경제 전망을 고려할 때 올해 두 차례, 혹은 한 차례 금리를 더 인하할 것이라고 생각</li> </ul>	D	X

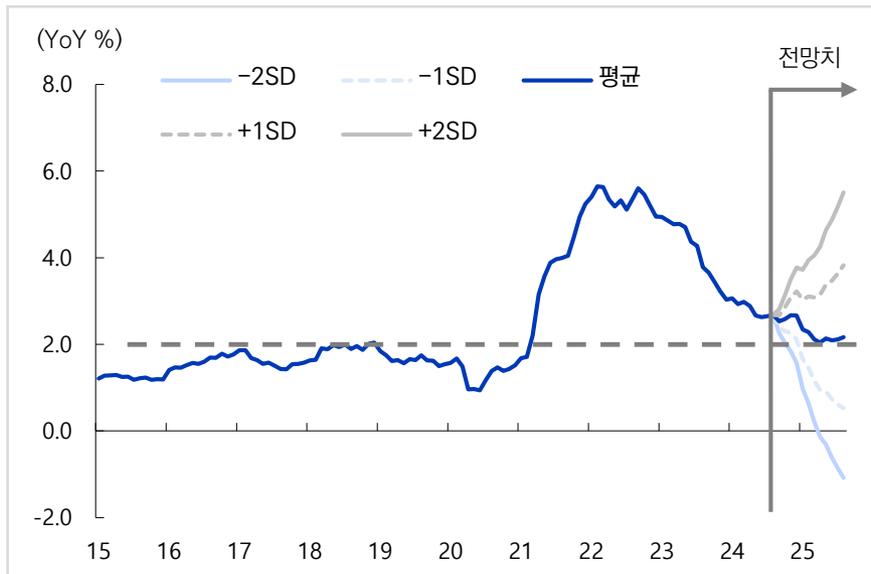
자료: 언론사, 교보증권 리서치센터

주: MH - 강경 매파, H - 매파, N - 중립, D - 비둘기파, MD - 강경 비둘기파

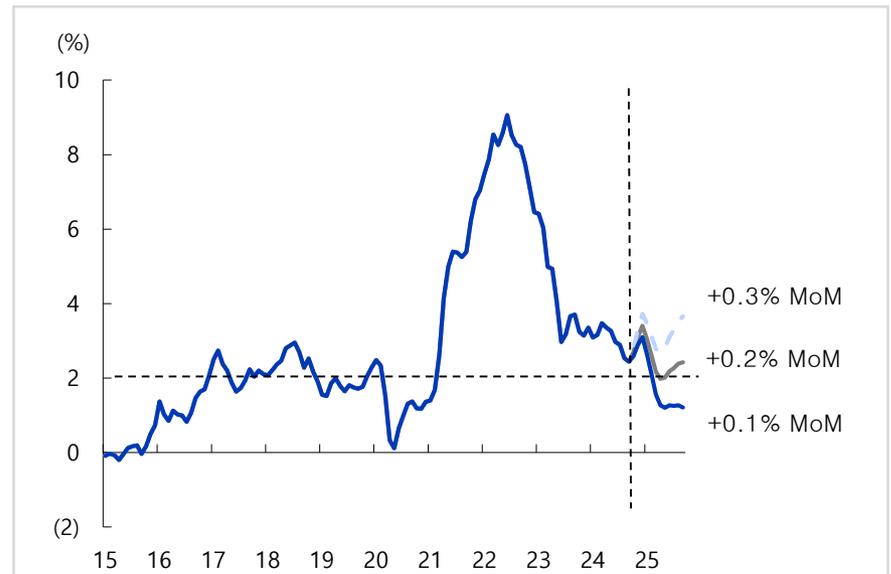
# [미국] 인플레이션, 연준의 점진적 통화정책 완화를 지지

- 내년에도 미국 물가상승률은 기조적인 둔화 흐름을 유지할 것으로 예상. 따라서 연준의 통화정책 결정 변수에 있어 물가에 대한 비중은 점차 축소될 것으로 예상
- 다만, 최근 미국 CPI 지표에서도 나타났듯이 여전히 물가의 하방 경직성을 자극할 만한 리스크 요인들이 남아있는 상황. 이는 연준이 인플레이션에 대한 승리 선언을 함에 있어 신중함을 유지시켜 줄 것으로 판단

미국 근원 PCE 추이 및 전망



미국 CPI 추이 및 전망

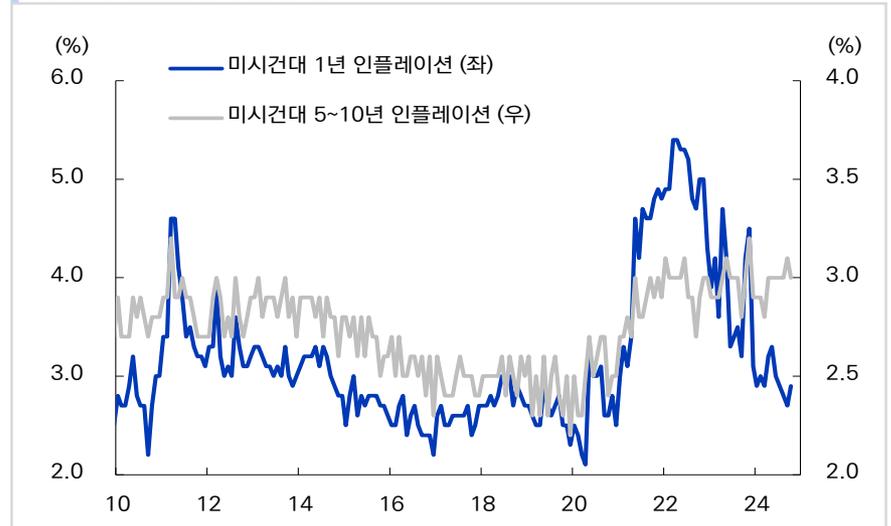


자료: 미국 상무부, 미국 노동부, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

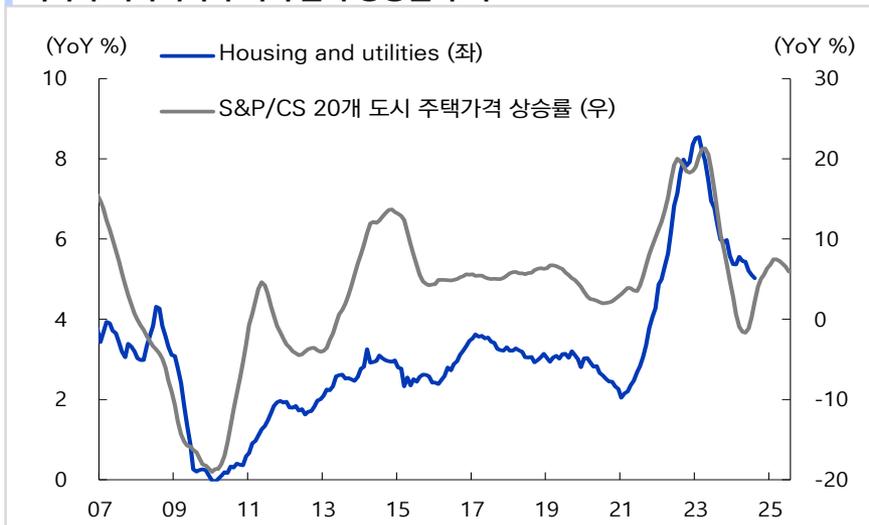
# [미국] 인플레이션, 연준의 점진적 통화정책 완화를 지지

- 미국 물가상승률이 안정세를 보이면서 기대인플레이션도 하락. 다만, 장기 기대인플레이션은 아직까지 3% 전후에서 정체. 이는 중기적 시계에서 아직 고물가에 대한 경계감이 남아있다는 점을 의미
- 미국 주택가격도 오름세가 둔화되고 있고, 주택 렌트비 및 주거비 물가도 둔화 흐름을 유지. 그러나 아직 주택 렌트비나 주거비 물가 상승률이 팬데믹 이전 수준을 상회하고 있고, 금융시장 여건 변화 등으로 변동성이 확대될 가능성도 잔존
- 연준이 중시하는 슈퍼코어(supercore) 물가지표도 둔화세를 이어가고 있지만, 아직은 높은 수준을 유지하고 있다는 점도 주목

미국 기대인플레이션 추이

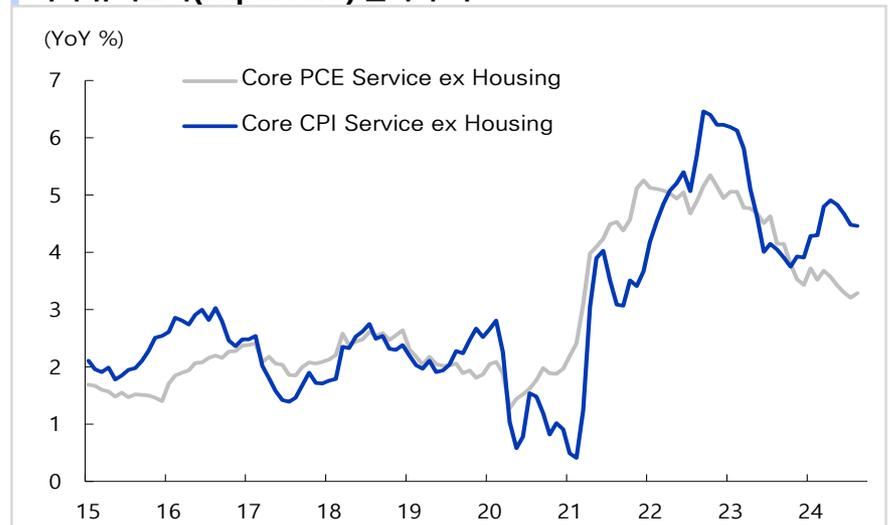


미국 주택가격과 주거비 물가 상승률 추이



자료: Bloomberg, 미국 상무부, 미국 노동부, 교보증권 리서치센터

미국 슈퍼코어(supercore) 물가 추이



# [미국] 인플레이션, 연준의 점진적 통화정책 완화를 지지

- 국제유가는 산유국 감산, 글로벌 지정학적 리스크가 지속되는 상황에서 언제든지 변동성이 확대될 가능성이 상존하고 있음
- 유가는 팬데믹 초반 이후 수요 회복과 더불어 글로벌 공급망 훼손 등 구조적 요인이 더해지면서 급등세를 보였음. 그러나 현재는 글로벌 수요 회복이 더디게 진행되고, 구조적 리스크 우려가 크지 않다는 점에서 유가가 이전과 같이 인플레이션을 크게 자극할 가능성은 낮다고 판단

글로벌 지정학적 리스크 지속

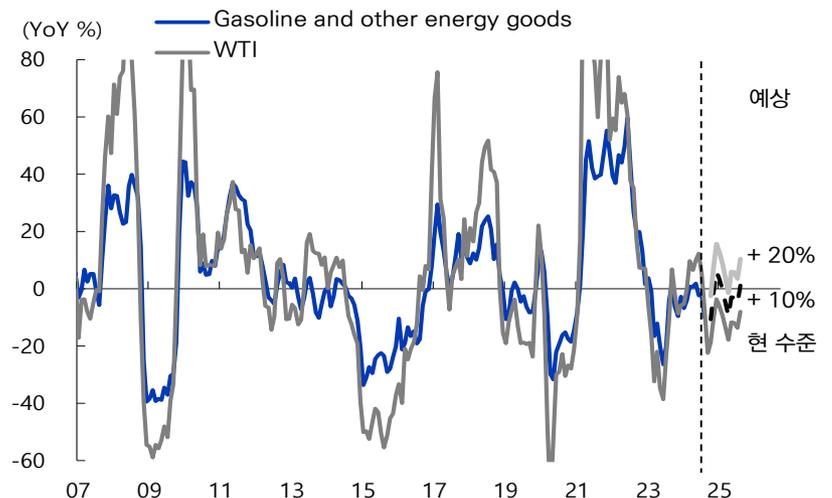


글로벌 원유 생산 & 소비 추이 및 전망



자료: EIA, Bloomberg, Sky news, 교보증권 리서치센터

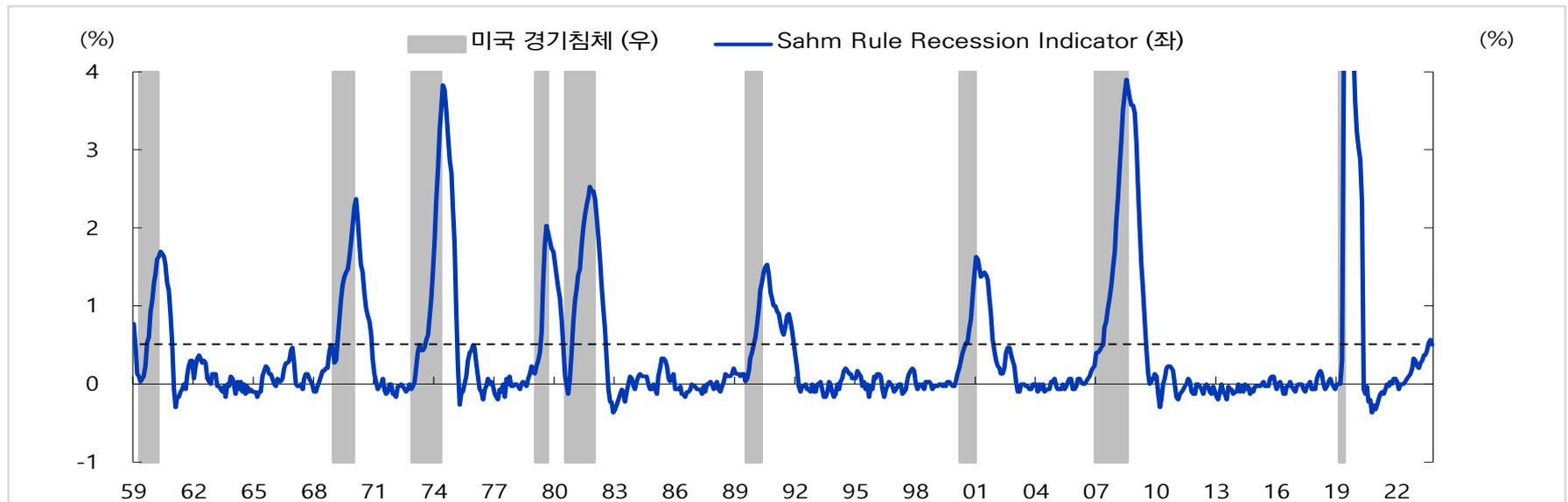
국제유가 및 에너지 상품 물가 상승률 추이



## [미국] 삼 룰 (Sahm Rule) 지표가 쏘아 올린 미국 경기침체 리스크

- 미국 경제지표가 대체로 양호한 흐름을 이어가고 있음에도 불구하고, 경기에 대한 불확실성은 지속. 특히 실업률을 통해 경기침체를 추정하는 삼 룰(Sahm rule)지표가 기준선(0.5%p)을 상회한 이후 미국 경기침체 우려가 빠르게 부각
- 미국 고용시장이 이전의 과열 상태에서 상당히 냉각된 것은 맞음. 그러나 이제야 비로소 팬데믹 이전 수준으로 돌아온 미국 고용시장을 경기침체가 임박한 상황으로 해석하기는 어렵다고 판단

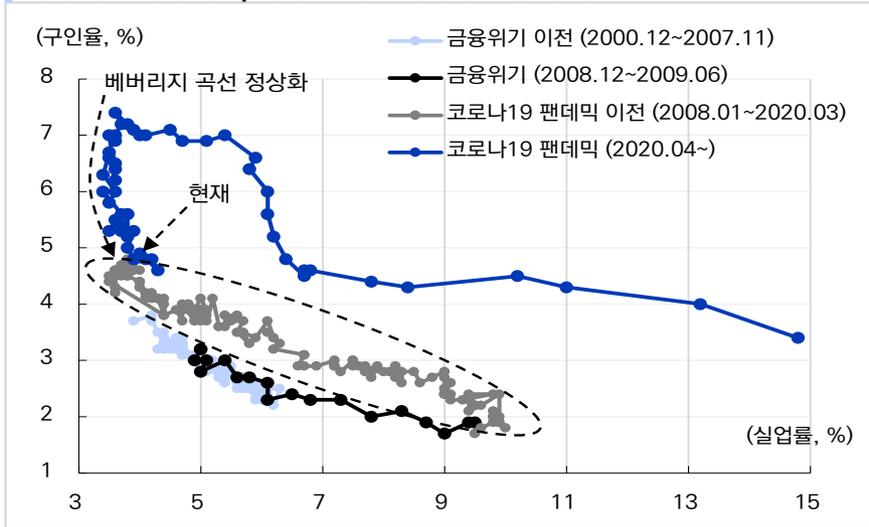
### 삼 룰(Sahm rule) 지표와 미국 경기침체 추이



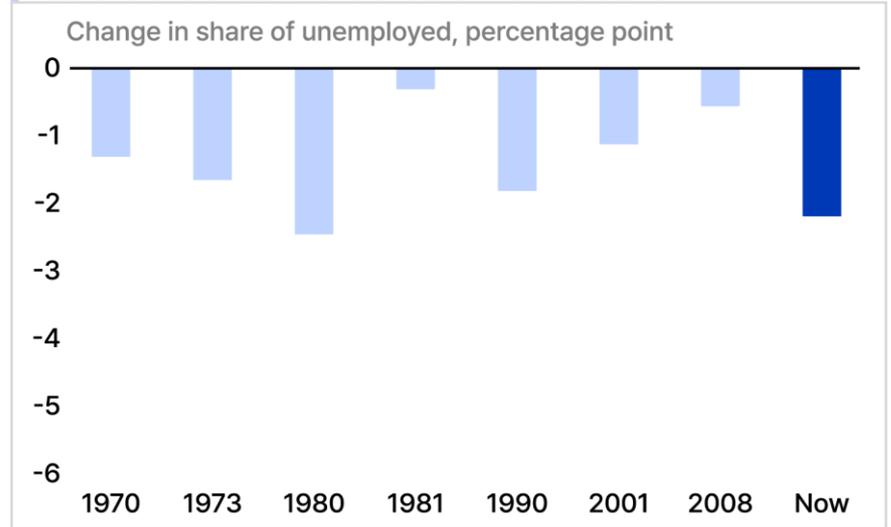
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

# [미국] 클라우드아 삼은 왜 이번에 삼 룰(Sahm Rule) 지표가 틀릴 수 있다고 했을까?

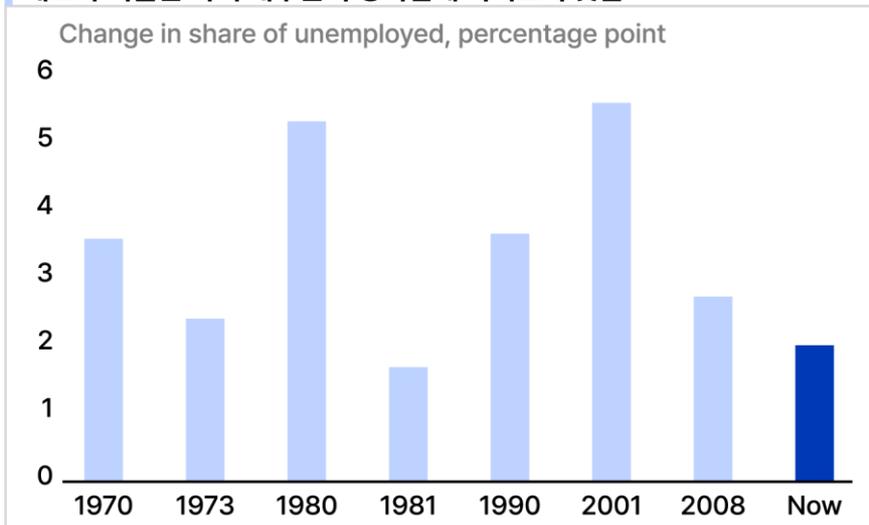
미국 베버리지 곡선, 미 경제의 연착륙 경로를 지지



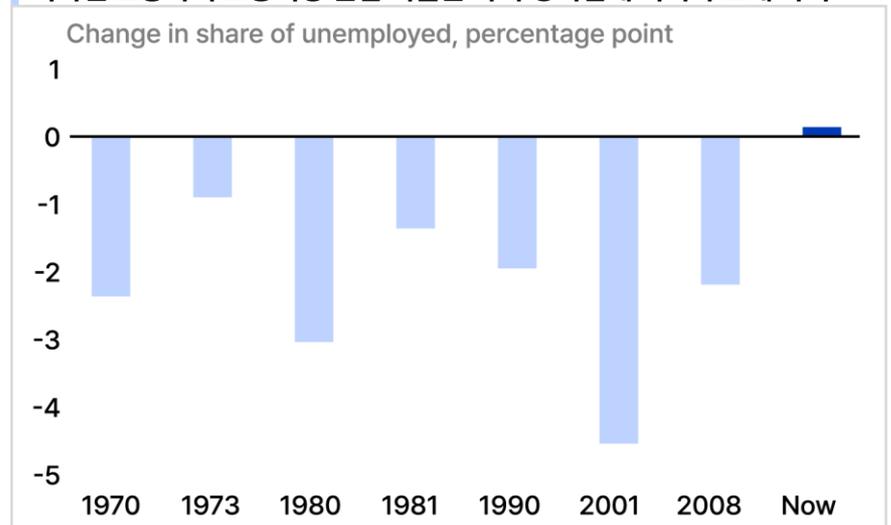
자발적 퇴사자의 비율은 과거 경기침체 초기 단계와 유사



해고자 비율은 과거 대부분의 경기침체 시기보다 낮음



비숙련 노동자의 고용시장 진입 비율은 과거 경기침체 시기와 크게 차이

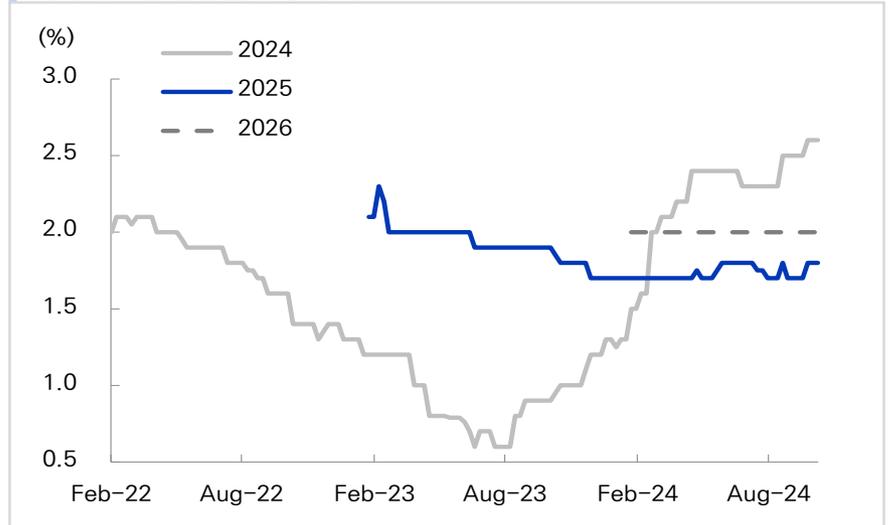


자료: BLS, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

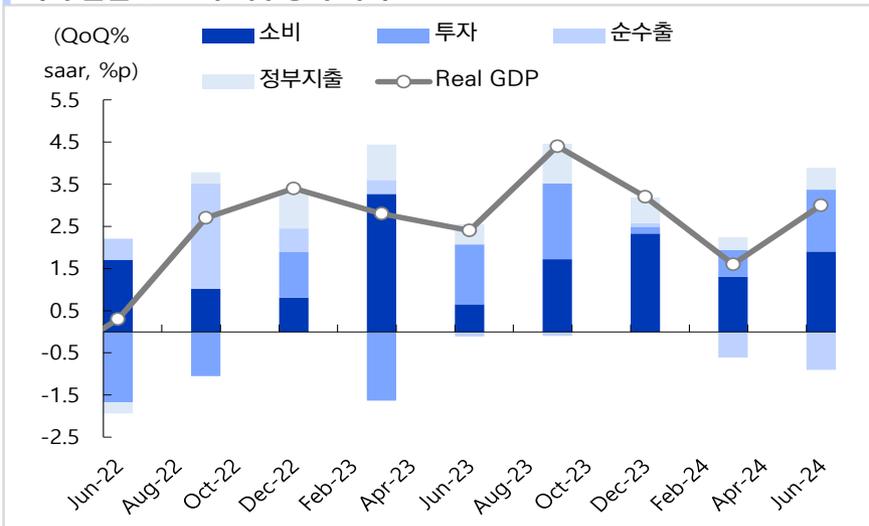
# [미국] 미 경제, 침체(recession) 아닌 둔화 (slowdown)

- 미국 2Q24 경제성장률이 +3.0% QoQ SAAR로 예상치를 (2.0%)를 크게 상회. 순수출의 마이너스 기여도가 확대됐지만, 소비, 투자, 정부지출이 양호한 모습을 보이면서 견조한 성장세를 보여줌. GDPNow 기준 3Q24 성장률 예상치도 3.4%로 상승하면 당장 경기침체가 임박했다는 시그널을 찾기는 어려움
- 다만, 점진적으로 미국 경제는 고용시장 둔화, 소비여력 약화 등과 맞물려 내수 성장에 대한 기대감이 조정되면서 성장세가 둔화될 것으로 예상

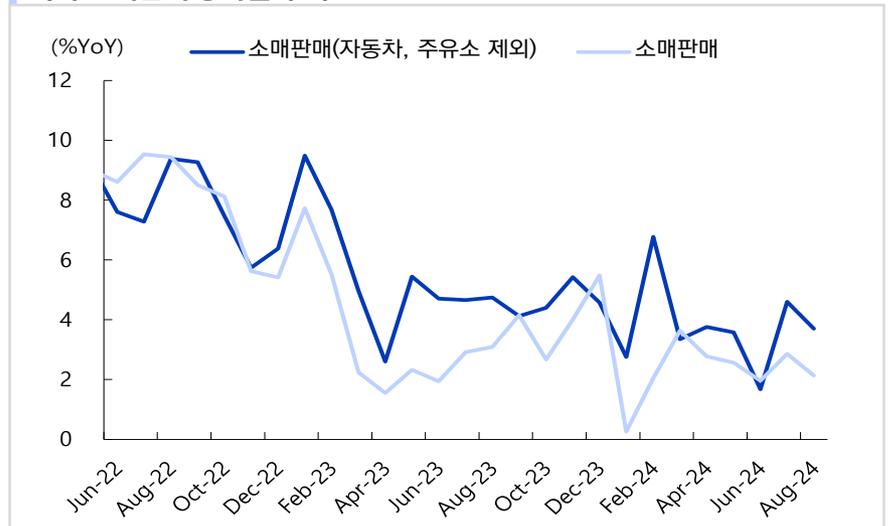
미국 연도별 성장률 전망 추이



미국 실질 GDP와 세부항목 기여도



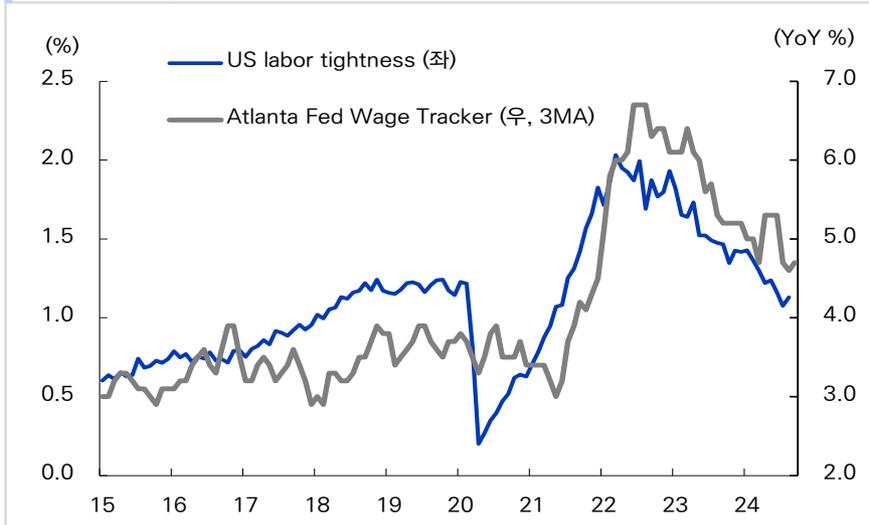
미국 소매판매 증가율 추이



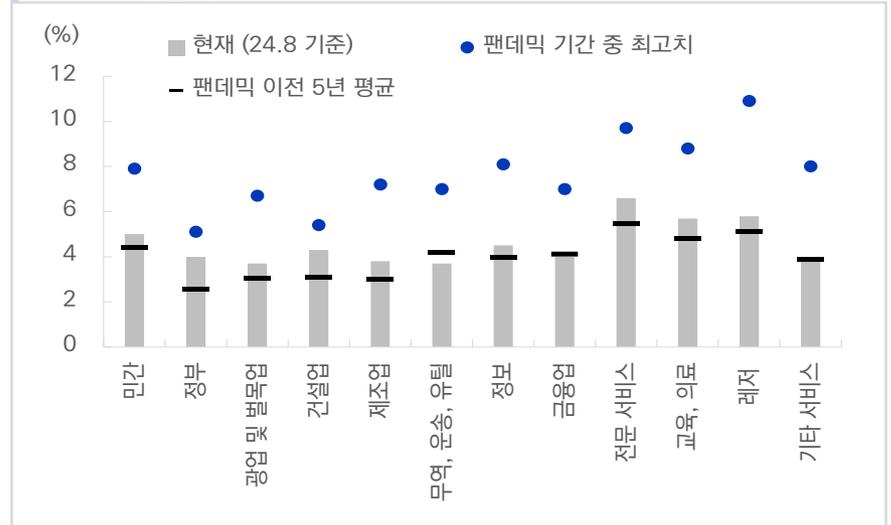
자료: Bloomberg, CEIC, 교보증권 리서치센터

# [미국] 미 경제, 침체(recession) 아닌 둔화 (slowdown)

미국 고용시장의 타이트함은 팬데믹 이전 수준으로 완화



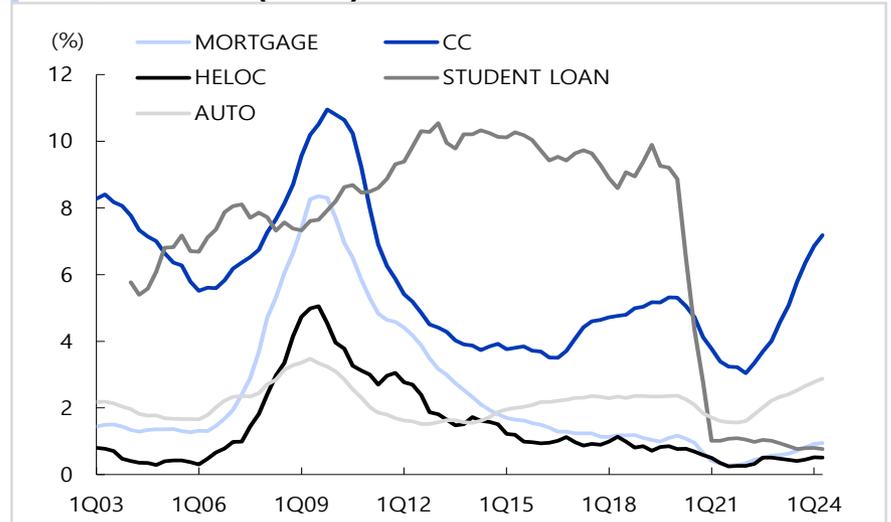
섹터별 구인을 변화



미국 실질 가처분 소득 증가율 추이



미국 항목별 연체율 (90일+) 추이

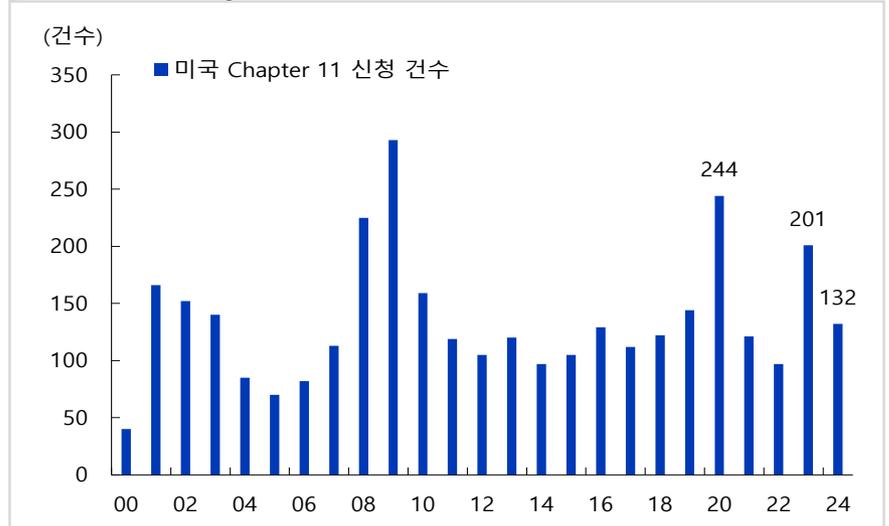


자료: Bloomberg, 미국 노동부, Federal Reserve Bank of New York, 교보증권 리서치센터

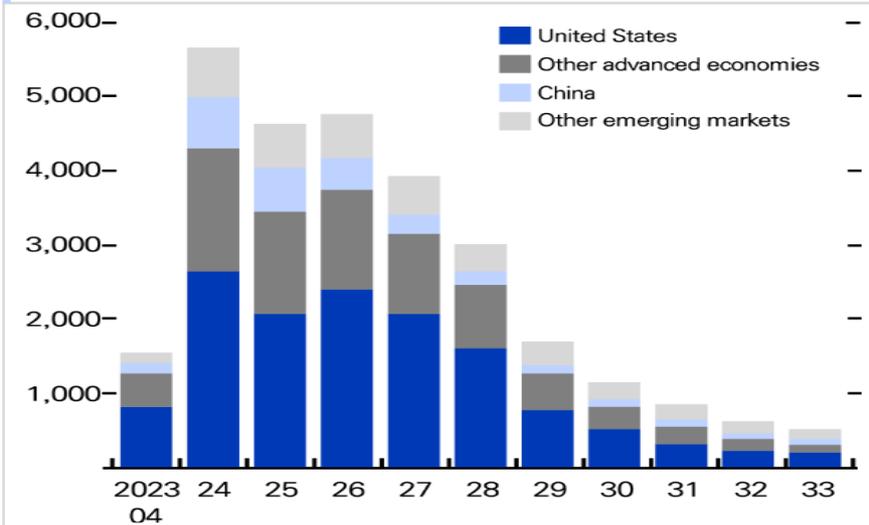
# [미국] 통화정책 완화로 저신용 기업들의 부채 리스크는 다소 완화될 것

- 올해 기준으로 9월 말까지 Chapter 11을 신청한 미국 기업수는 132개. 작년에 동일 기간동안 파산 신청을 한 기업 수 (163)보다는 적지만 여전히 많은 미국 기업들이 파산을 신청
- 미국 고금리 환경이 지속되면서 기업부문의 부채 부담이 지속됐던 상황. 특히 저신용 기업들의 부채 리스크가 작지 않았음. 당장 금리 인하로 이들 기업들의 신용리스크가 완전히 해소되지는 않겠지만, 기업들의 차입비용 하락하면서 주로 변동금리를 채택하고 있는 레버리지론이나 사모대출 등에 대한 우려는 다소 완화될 것으로 예상

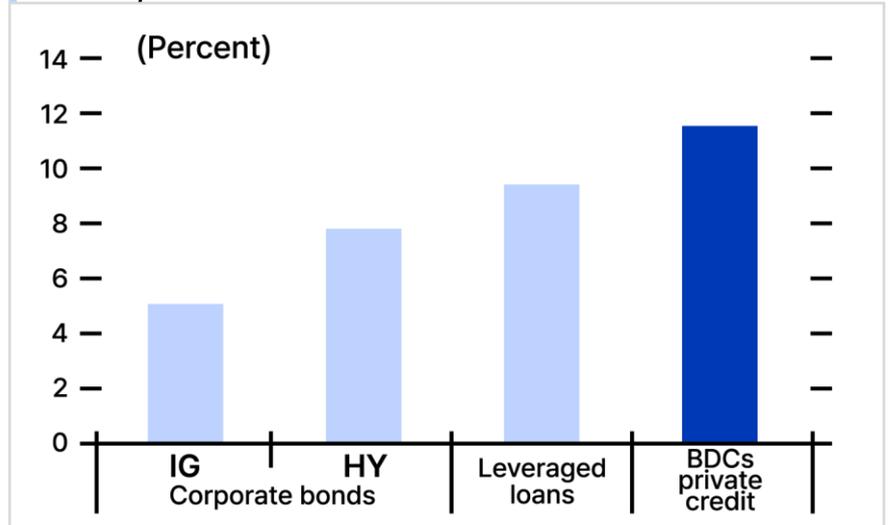
연도별 미국 Chapter 11 신청 건수 추이



글로벌 기업들의 부채 만기 예정 추이



미국 기업, 사모 금융 금리

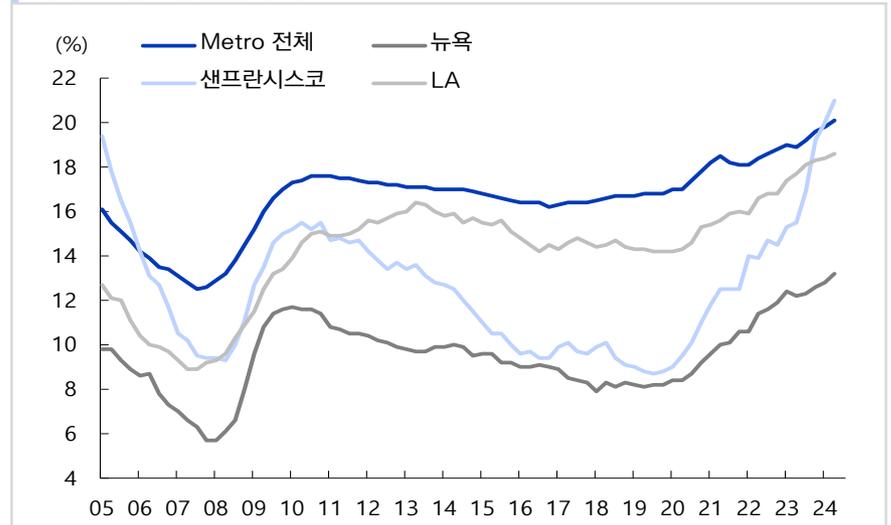


자료: IMF, Bloomberg, 교보증권 리서치센터  
 주: 2024년 미국 Chapter 11 신청 건수는 9월말 기준

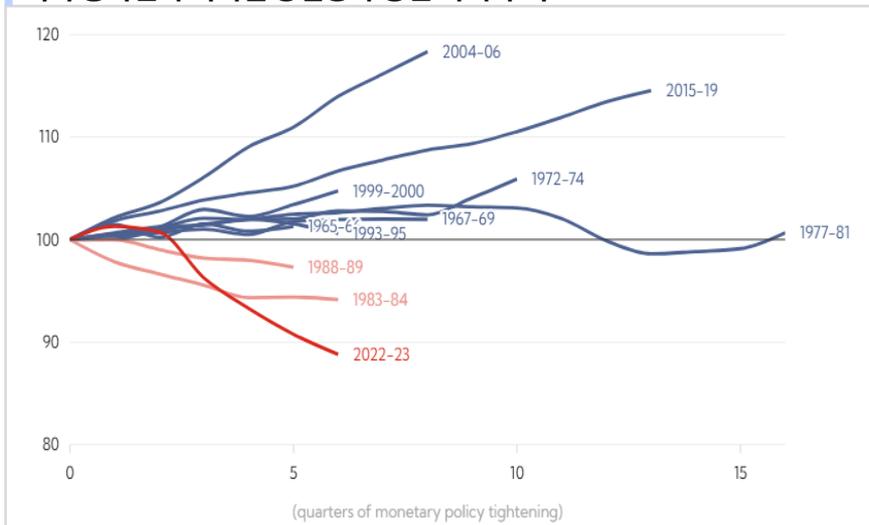
# [미국] 연준 금리인하, 미국 상업용 부동산 시장에 일단은 긍정적

- 연준의 금리인하로 미국 상업용 부동산(CRE) 시장에 대한 우려도 다소 완화될 것으로 예상. S&P Global에 따르면, 2024년 만기가 도래하는 CRE 부채의 평균 이자율은 4.3%이지만, 2024년에 발생한 부채의 평균 이자율은 6.2%에 달한다고 언급
- 고금리 환경에서 CRE 대출 손실 등으로 미국 중소형 은행들의 관련 리스크가 지속. 미국 주요 도시들의 오피스 공실률은 펜데믹 이후 수요 급감으로 빠르게 상승하고, CRE 가격은 하락세가 지속. CRE 시장의 부진이 지속되면서 모기지 관련 부실 위험도 확대. 미국 상업용 부동산 대출 (CMBS)의 연체율도 오피스를 중심으로 빠르게 상승

미국 오피스 공실률 추이

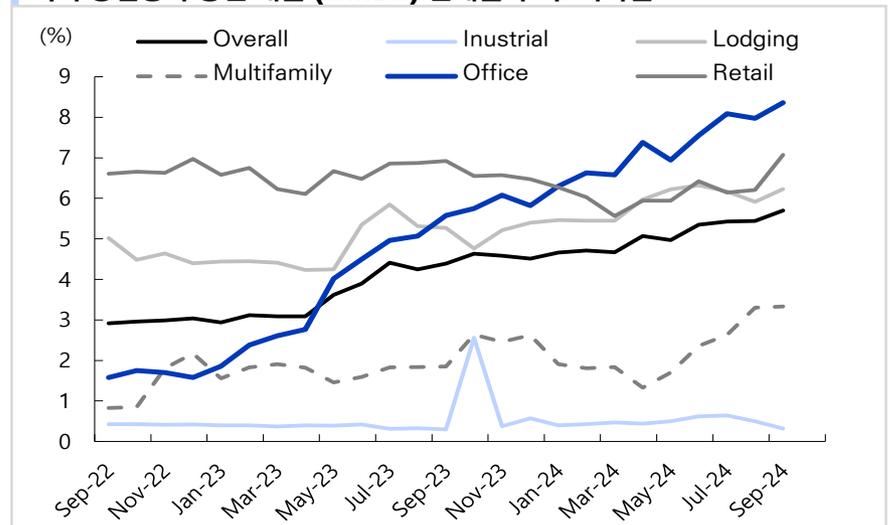


미국 통화긴축 시기별 상업용 부동산 가격 추이



자료: IMF, Trepp, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

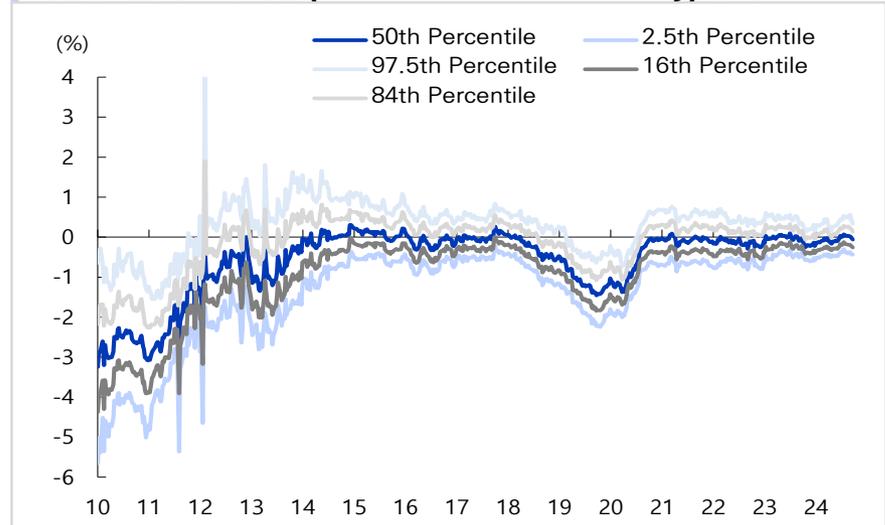
미국 상업용 부동산 대출 (CMBS) 연체율 추이: 섹터별



# [미국] 연준 양적긴축(QT), 종료 시점은 Ample Reserve 판단에 좌우

- 연준의 양적긴축(QT) 속도 조절 이후에도 유동성 압박에 대한 경계감은 잔존. 작년 중반 이후 RRP 잔고가 빠르게 감소하고 있지만, 기준은 여전히 풍부한 수준을 유지. 과거와 같이 단기금융시장이 불안할 경우 가능성은 제한적
- 연준의 대차대조표 정책의 목표는 풍부한(abundant) 지급준비금을 충분한(ample) 수준으로 조정하는 것. 최근 뉴욕 연은은 '지급준비금 수요 탄력성 (RDE)' 지표를 발표하면서 지급준비금 여전히 풍부(abundant)하다고 언급. 이는 당분간 연준의 양적긴축 정책이 지속될 수 있다는 점을 의미

지급준비금 수요 탄력성 (Reserve Demand Elasticity) 추이

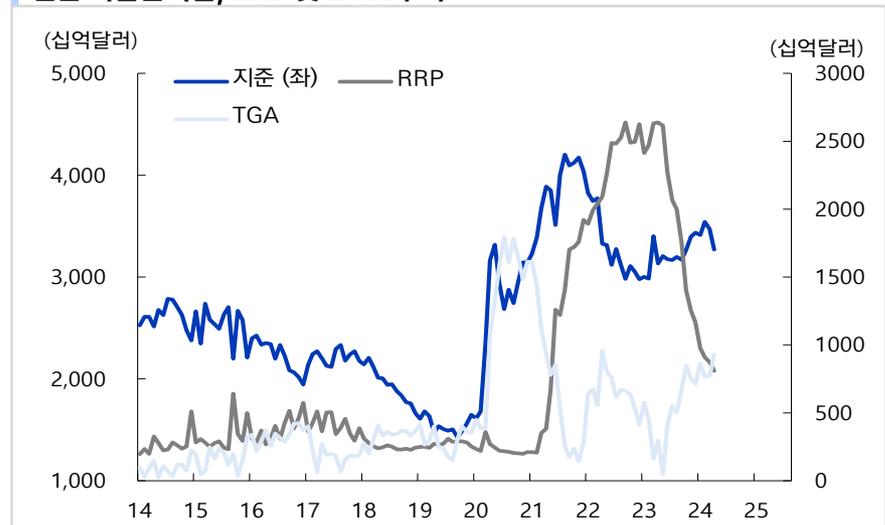


미국 명목 GDP 대비 연준 자산 및 기준 비중 추이



자료: Bloomberg, Federal Reserve, Federal Reserve Bank of New York, IMF, 교보증권 리서치센터

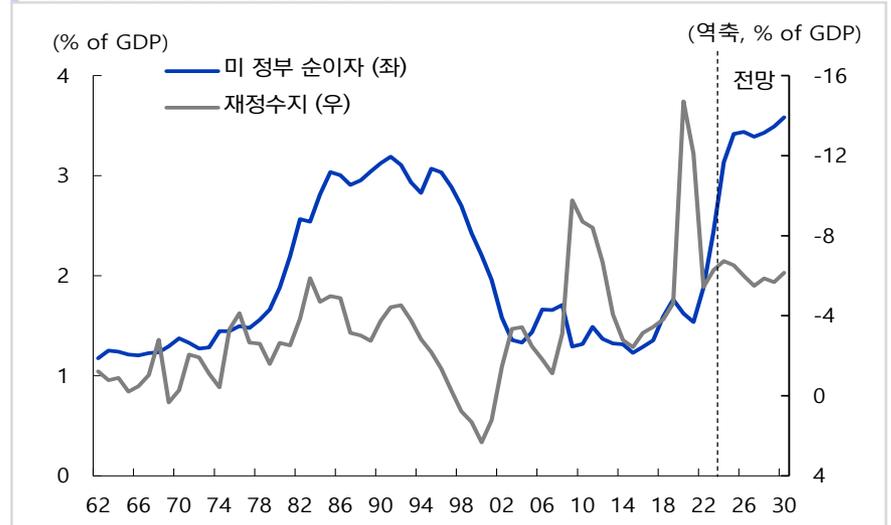
연준 지급준비금, RRP 및 TGA 추이



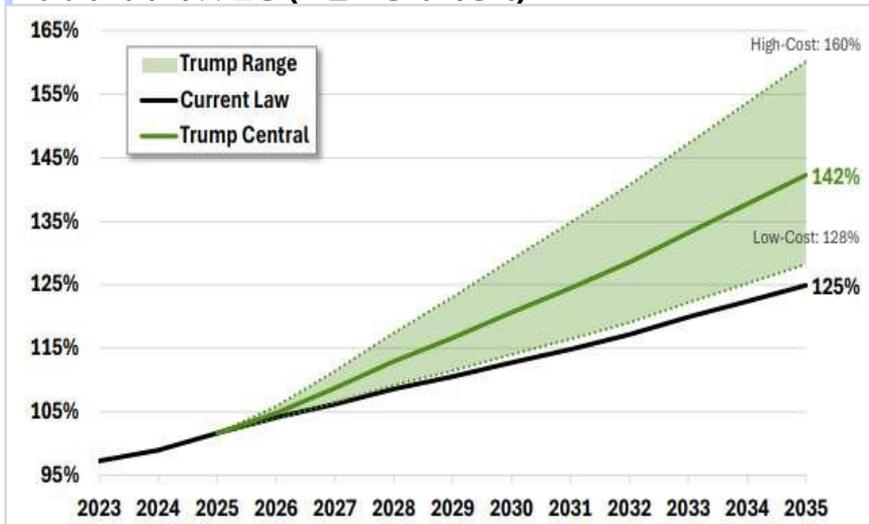
# [미국] 트럼프와 해리스 중 누가 되더라도 미국 재정에는 부담

- 오늘 11월에는 미국 대선이 예정. 그 동안 트럼프 트레이드 부상, 민주당 대선 후보 교체 이후 해리스의 약진 등으로 변동성이 크게 되는 모습을 보였지만, 최근에는 오차범위내에서 박빙의 승부를 예고
- 트럼프와 해리스 후보의 공약을 살펴보면, 기본적으로 정도의 차이가 있지만, 어느 누가 대통령이 되더라도 연방정부의 부채가 당초 전망보다 큰 폭으로 확대될 것으로 예상. CRFB에 따르면, 미국 국가 부채는 2035년까지 GDP 대비 125% 수준으로 확대될 것으로 전망(CBO 전망 기준)되고 있지만, 해리스 공약 이행시 133%, 트럼프 공약 이행시 142%까지 확대될 것으로 예상

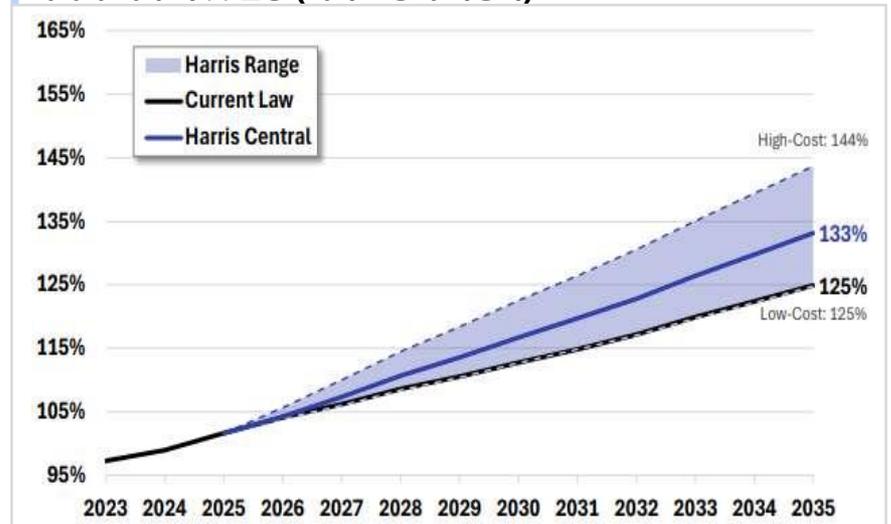
미국 재정수지 및 이자부담 추이



국가 부채 추이 및 전망 (트럼프 공약 이행시)



국가 부채 추이 및 전망 (해리스 공약 이행시)

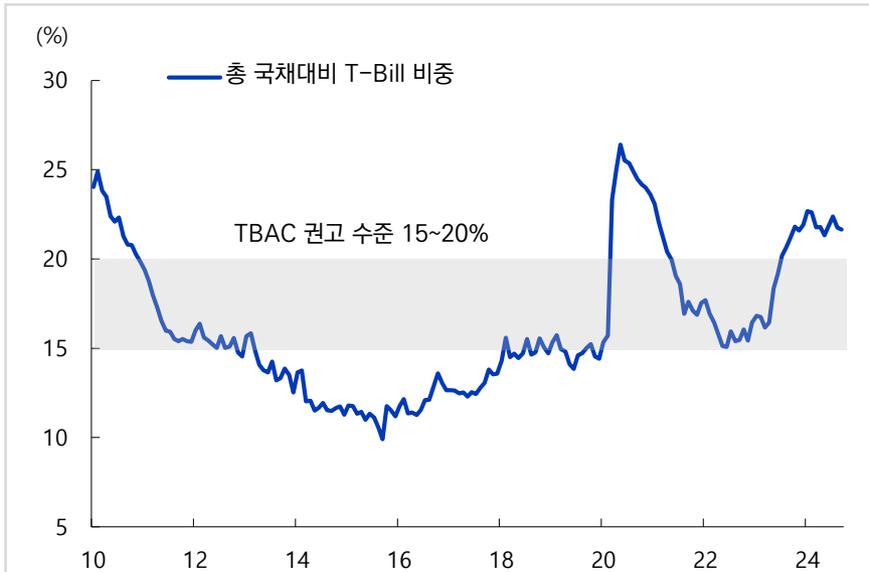


자료: CRFB, CBO, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

# [미국] 수급, 중장기물 중심으로 발행 물량 확대 가능성

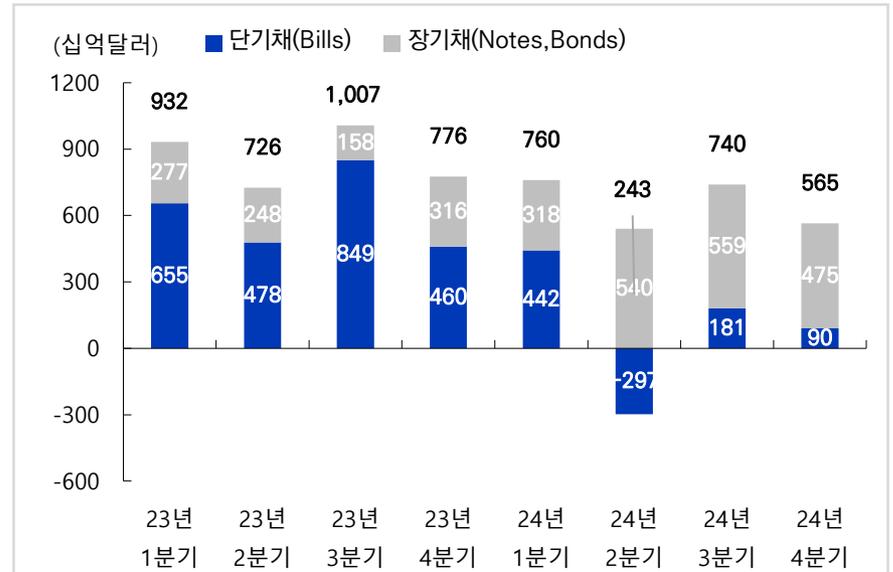
- 미국 재무부는 지난 2분기부터 국채발행 규모를 축소. 또한 그 동안 단기국채 발행을 통해 시장에 유동성을 공급했던 방식을 조정. 4Q24 국채 발행 계획은 단기채 900억 달러, 장기채 4,750억 달러로 계획
- 다만, 미 대선 이후에는 국채발행이 재차 늘어날 수 있음을 염두. 국채발행은 중장기물 중심으로 발행 물량이 확대될 것으로 예상

미국 총 국채대비 T-bill 비중 추이



자료: 미국 재무부, Bloomberg, 교보증권 리서치센터  
 주: 캘린더 기준

미국 국채 발행 추이 및 전망



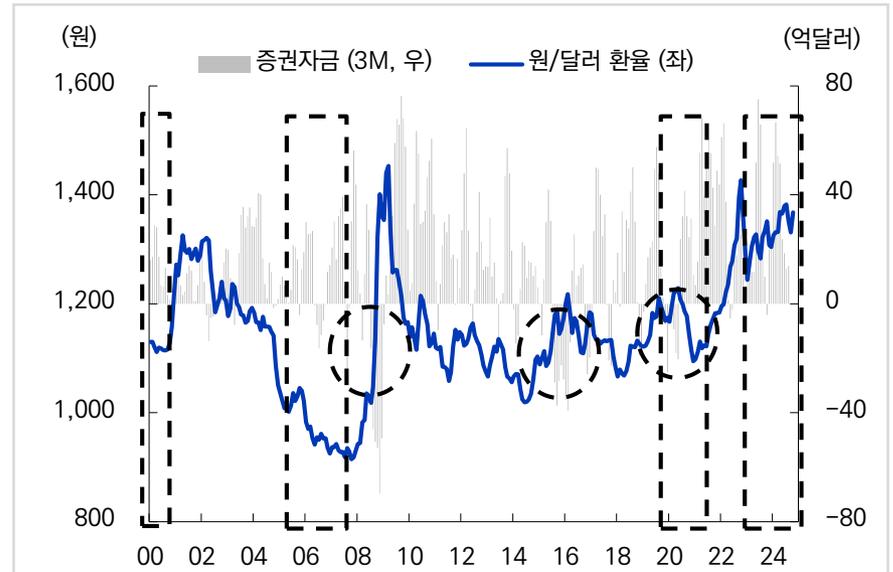
# [한국] 드디어 시작된 금리인하 사이클

- 10월 금통위에서 기준금리는 38개월 만에 3.25%로 25bp 인하. 내수 회복 지연 등 성장 경로의 불확실성이 확대되는 가운데, 연준의 빅 컷으로 대외 통화정책 부담이 재차 완화되고, 스트레스 DSR 2단계 시행 이후 가계부채 증가세가 다소 진정되는 모습을 보이면서 기준금리 인하를 결정
- 10월 금통위 이전에도 펀더멘탈 측면에서의 금리인하 조건들은 이미 상당부분 충족되었지만, 주택가격 상승과 가계부채 증가세가 지속되면서 인하 시기가 지연. 이창용 총재도 지난 국정감사에서 금통위내에서 7월 부터 기준금리 인하에 대해 고민했지만, 수도권 부동산 가격과 가계부채 증가 속도가 너무 빨랐기 때문에 시장에 잘못된 시그널을 주지 않기 위해 쉬었다가 내린 것이라고 언급

한미 기준금리 및 역전폭 추이



원/달러 환율과 외국인 증권자금 유출입 동향

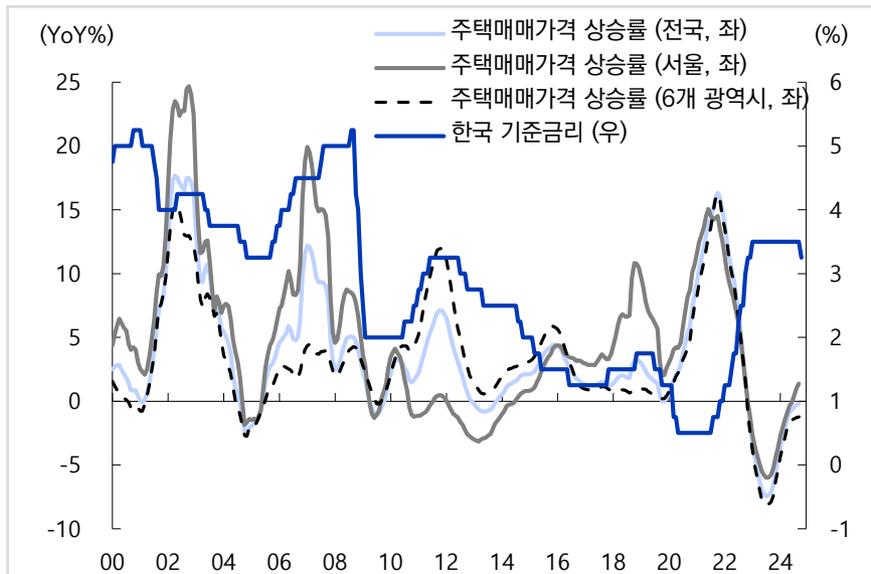


자료: 한국은행, Federal Reserve, 인포맥스, 교보증권 리서치센터  
 주: 박스형 점선은 한미 금리역전시기, 원형 점선은 외국인 자금이 크게 이탈한 구간

# [한국] 통화정책의 무게 중심이 경기 대응으로 좀 더 이동해도 인하 속도는 점진적

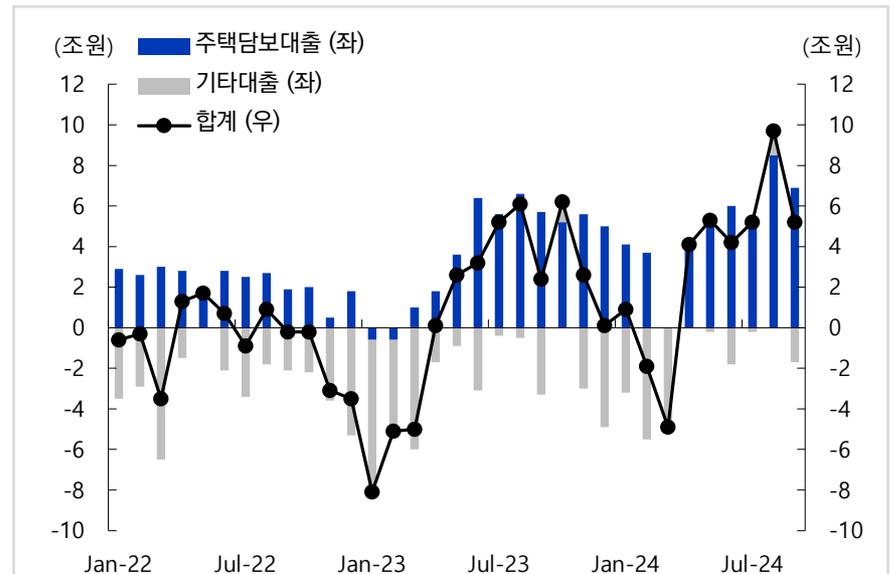
- 한국은행 기준금리는 2025년 하반기까지 2.50% 수준으로 낮아질 전망. 점진적으로 통화정책의 무게 중심은 경기둔화 대응으로 이동이 예상. 그러나 금융불균형 리스크가 잔존하고 있는 상황에서 속도감 있는 정책 대응이 쉽지 않을 것으로 판단
- 이창용 총재는 금융불균형 리스크에 대한 금통위원들의 판단이 정량적이 아닌 정성적이라는 점을 언급하면서 이전보다는 톤(tone)을 조절. 그러나 전술했듯이 잘못된 금리인하 시그널이 주택가격 상승, 가계 대출 증가 등으로 이어져 금융불균형 리스크가 확대되는 것에 대해서는 여전히 경계감을 유지

한국 기준금리 및 국내 주택가격 상승률 추이



자료: 한국은행, KB부동산, 금융감독원, 교보증권 리서치센터

주택담보대출 및 기타 대출 추이



# [한국] 인플레이션, 변동성 요인 남아있지만, 목표 수준에서 안정된 흐름 이어갈 것

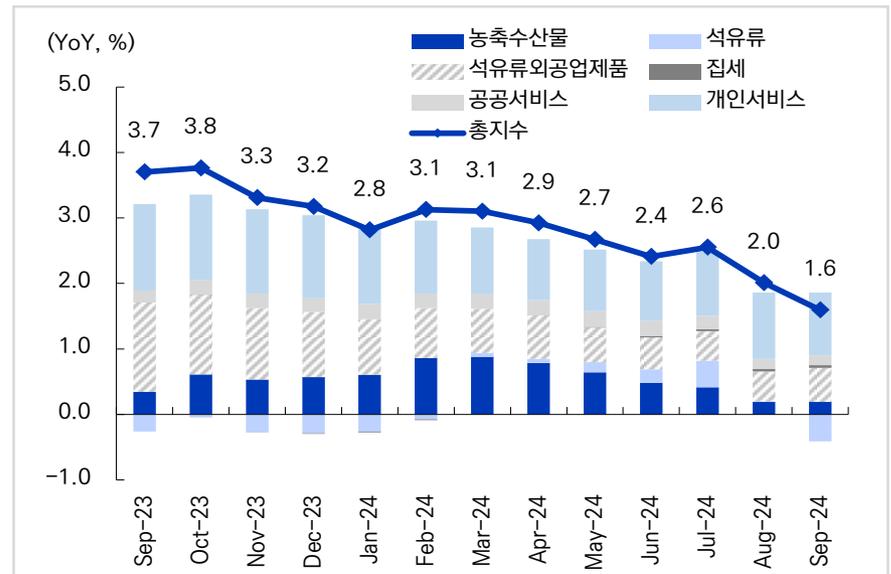
- 9월 소비자물가 상승률이 물가 목표 수준을 하회한 +1.6% YoY를 기록하는 등 인플레이션 둔화세는 지속. 기대인플레이션도 하락세를 유지 하면서 안정적인 흐름 지속
- 물가는 향후 중동지역 지정학적 리스크, 기후의 물가 영향력 확대, 공공요금 조정 등이 상방 리스크 요인들로 작용할 수 있지만, 낮은 수요압력 으로 안정적인 흐름을 유지하면서 목표 수준에 수렴할 것으로 예상

한국 소비자물가 및 기대인플레이션 추이



자료: 한국은행, 통계청, 교보증권 리서치센터

품목별 소비자물가 상승률 기여도 추이



# [한국] 성장 경로의 불확실성 점증

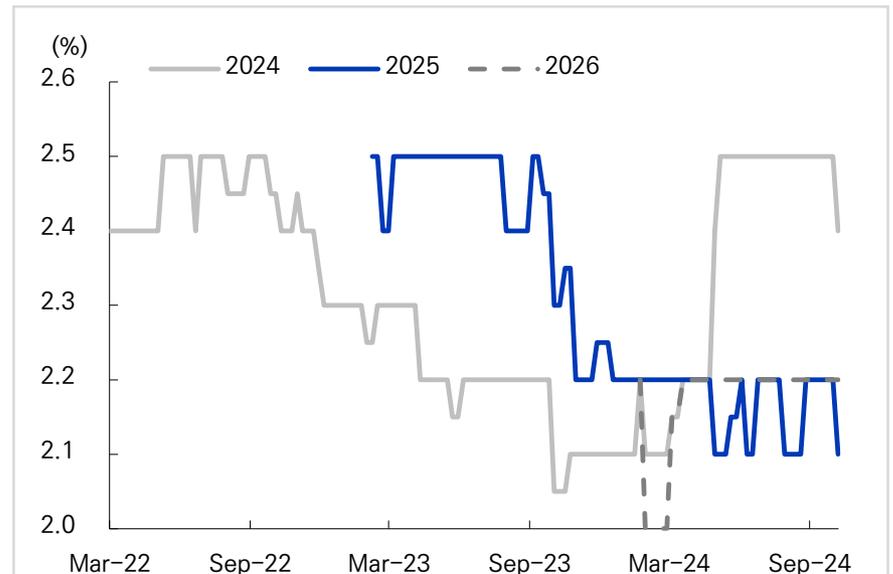
- 국내 경제는 성장 경로의 불확실성이 점증. 생산자 재고순환지표의 개선세가 주춤한 가운데, 경기선행지수 순환변동치도 8월부터 하락 전환
- 내년에도 전반적으로 내수 회복세가 제한되는 가운데, 수출 증가세가 올해 대비 둔화되는 모습을 보이면서 성장 모멘텀이 크게 개선되기는 어려울 것으로 판단

경기선행지수 순환변동치 및 생산자 재고순환지표 추이



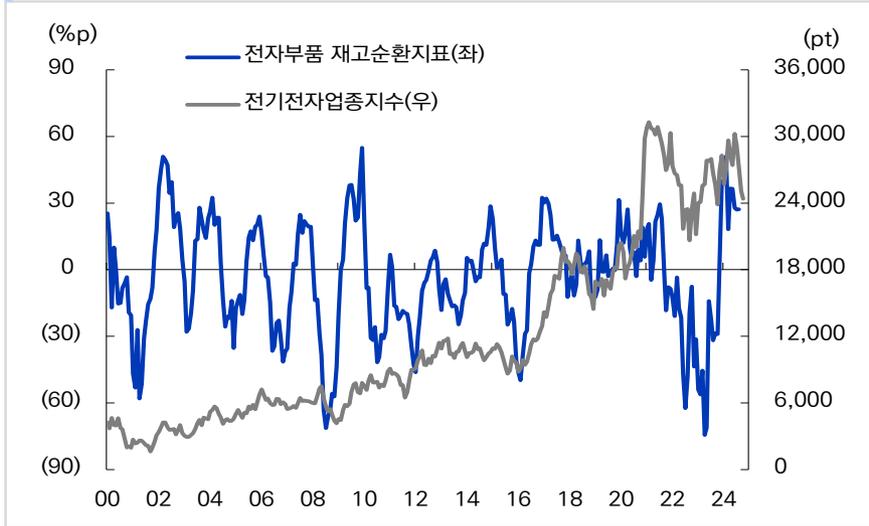
자료: 통계청, Bloomberg 교보증권 리서치센터

한국 경제성장률 전망 추이

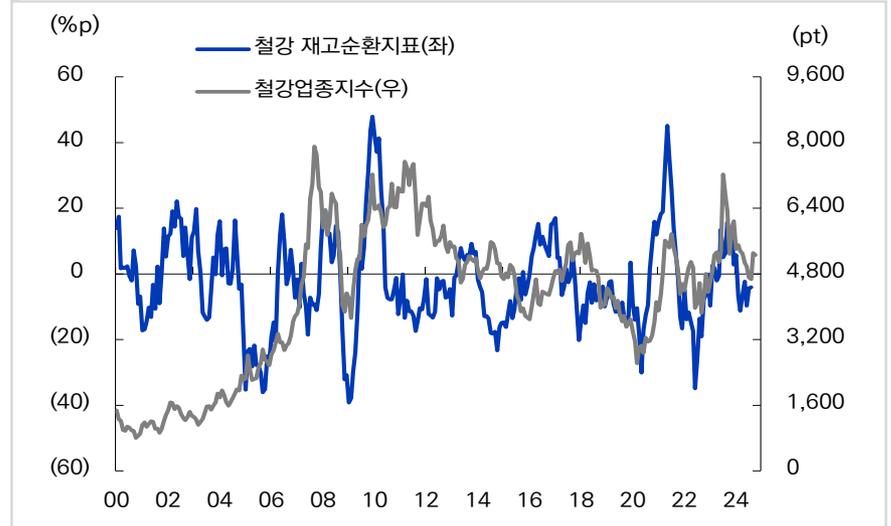


# [한국] 업종별 재고순환지표 추이

IT 업종 재고순환지표 및 업종지수



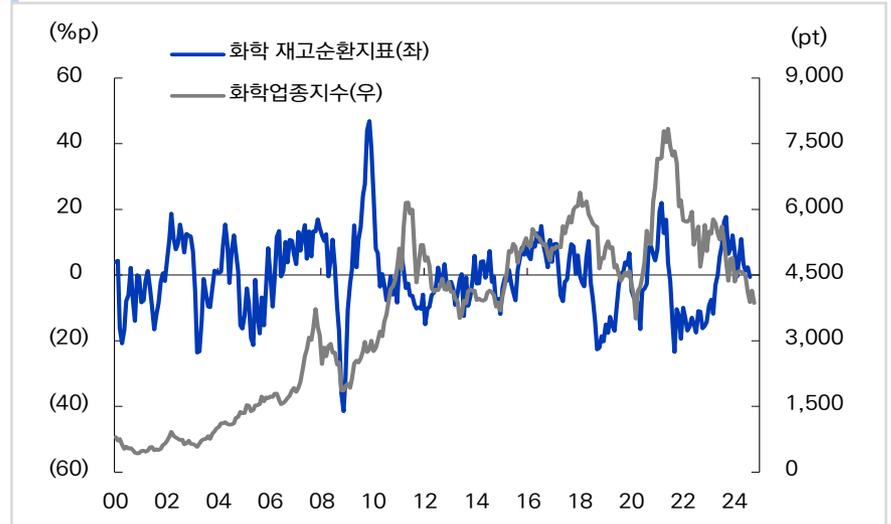
철강 업종 재고순환지표 및 업종지수



자동차 업종 재고순환지표 및 업종지수



화학 업종 재고순환지표 및 업종지수

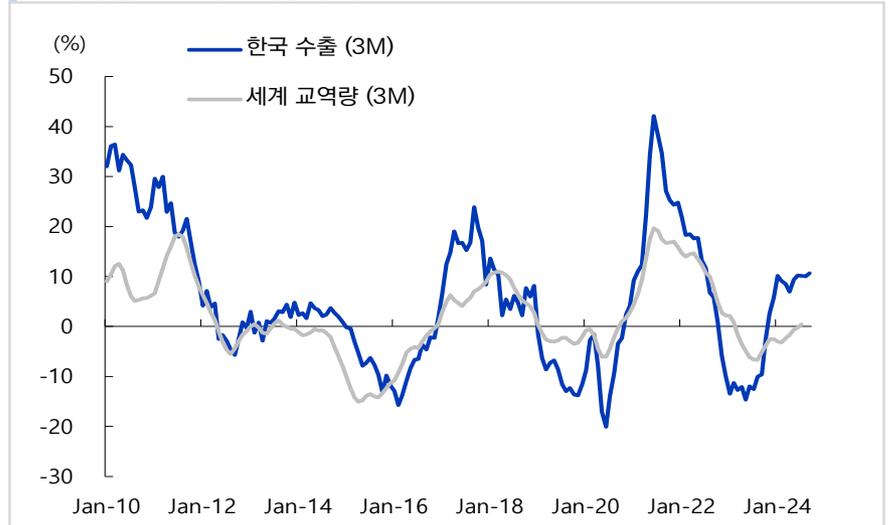


자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

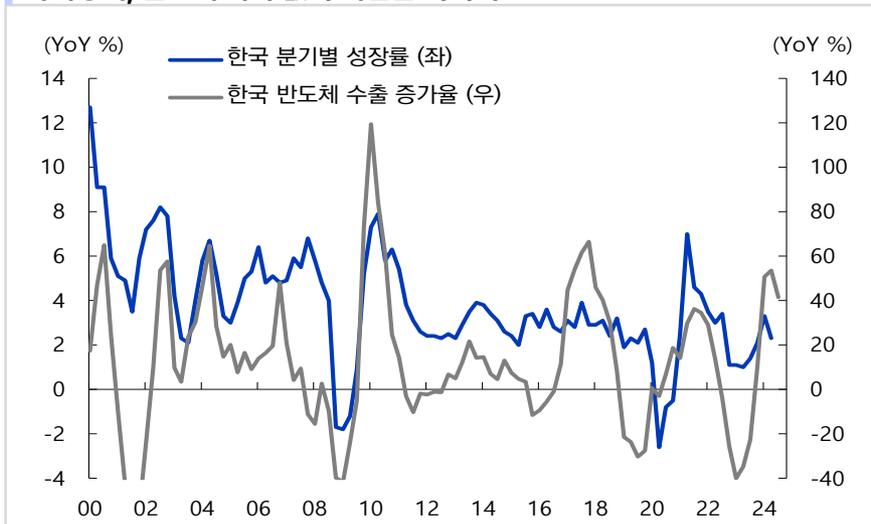
# [한국] 수출 모멘텀은 약해질 것으로 예상

- 전술했듯이, 내년도 수출 증가세는 올해 대비 둔화가 예상. 특히 국내 수출에서 반도체가 차지하는 비중을 감안하면, 반도체 회복없이 수출이 좋은 모습을 보이기 어려운데, 최근 반도체 피크 아웃 (peak out)에 대한 우려가 확대되는 등 업황에 대한 불확실성이 점증되고 있는 상황
- 여기에 미국 대선결과에 따라 정도에 차이는 다르겠지만, 기본적으로 미중 갈등이 지속되면서 대중국 제재 분위기가 크게 개선되기 어렵다는 점도 고려

한국 수출 & 세계 교역량 추이



국내경제, 반도체 회복 없이 개선은 어려워



자료: CPB, 통계청, 한국은행, KITA, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

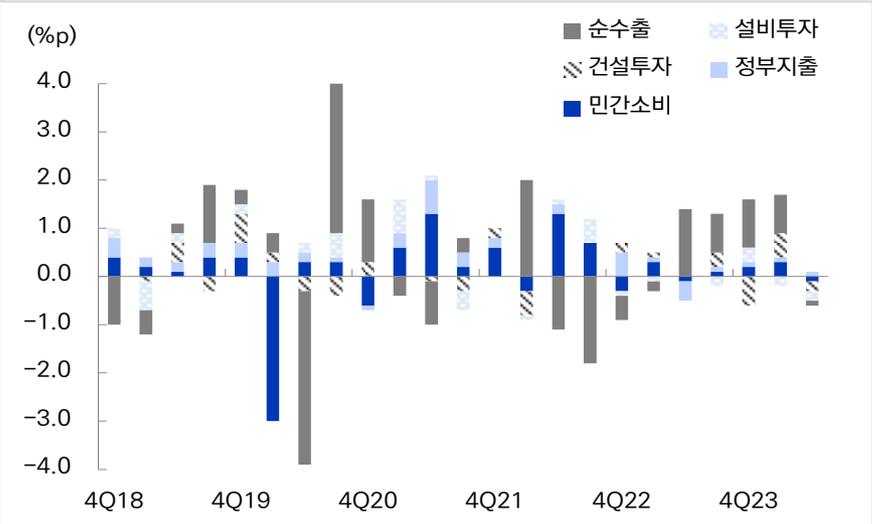
커지는 반도체 피크 아웃(peak out) 우려



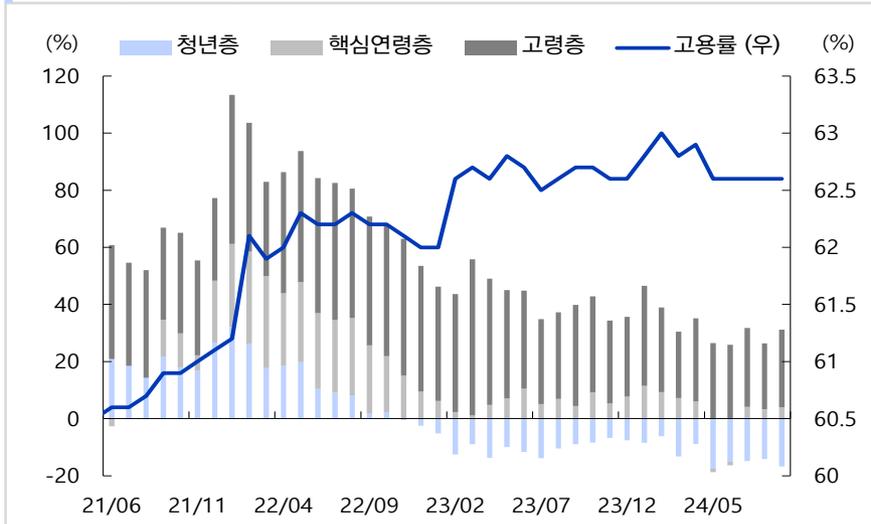
# [한국] 양호한 고용지표에도 가계 소비 개선이 쉽지 않음

- 국내 가계의 실질 가처분 소득은 2022년 하반기 이후 뚜렷하게 개선되지 못하고 있는 모습
- 여기에 양호한 고용지표에도 불구하고, 이 같은 고용 호조가 실질적인 가계 소비 개선으로 이어지기 어려운 국면. 국내 고용시장은 소비의 주축인 핵심 연령층 보다는 고령층을 중심으로 고용 개선이 진행. 청년 인구가 감소하는 상황에서도 청년층의 장기 실업 인구가 증가하는 등 구조적 문제도 지속

분기별 성장기여도 추이

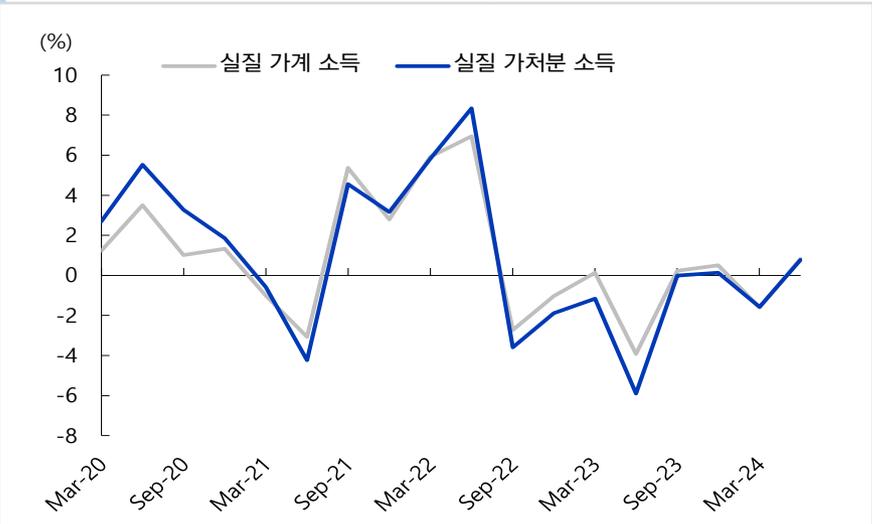


한국 연령별 고용 증감



자료: 통계청, 한국은행, 교보증권 리서치센터

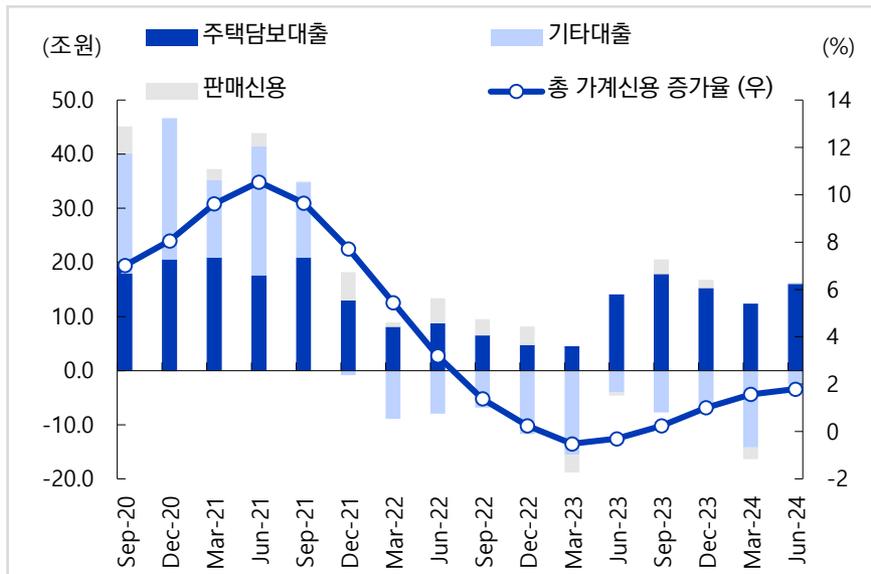
한국 실질 가계 소득 및 실질 가처분 소득 증가율 추이



# [한국] 금리인하에도 가계의 지출 여력은 빠르게 개선되기 어려울 것

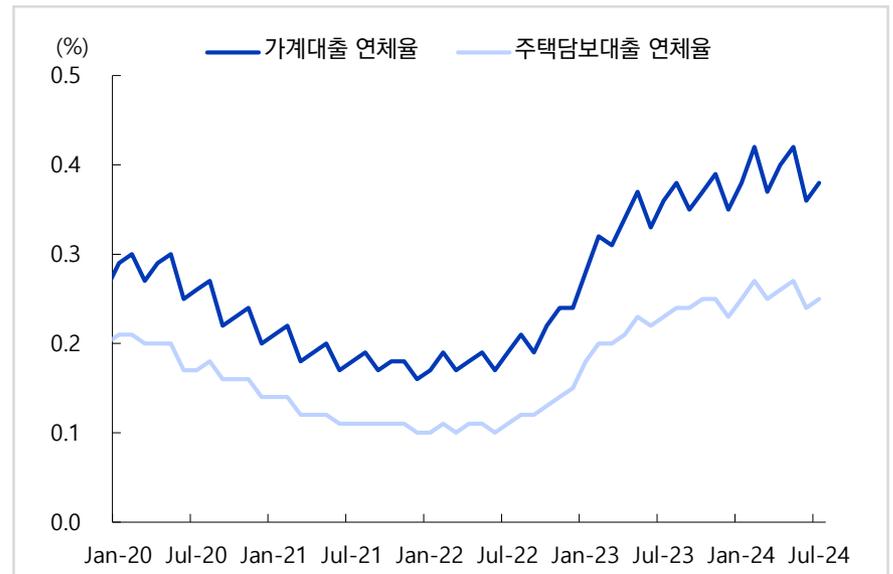
- 국내는 가계의 지출 여력이 크게 감소한 상황. 높은 대출 금리 등으로 가계의 신용 증가율은 아직까지 크게 개선되지 못했고, 연체율도 상승세가 지속되는 모습
- 국내도 최근 금리인하 사이클이 시작됐지만, 가계부채 관리 우려 등으로 대출금리는 오히려 상승. 당분간 금리인하에도 가계의 지출 여력이 빠르게 개선되기 어려울 것

한국 가계신용 증가율과 항목별 증감 추이



자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

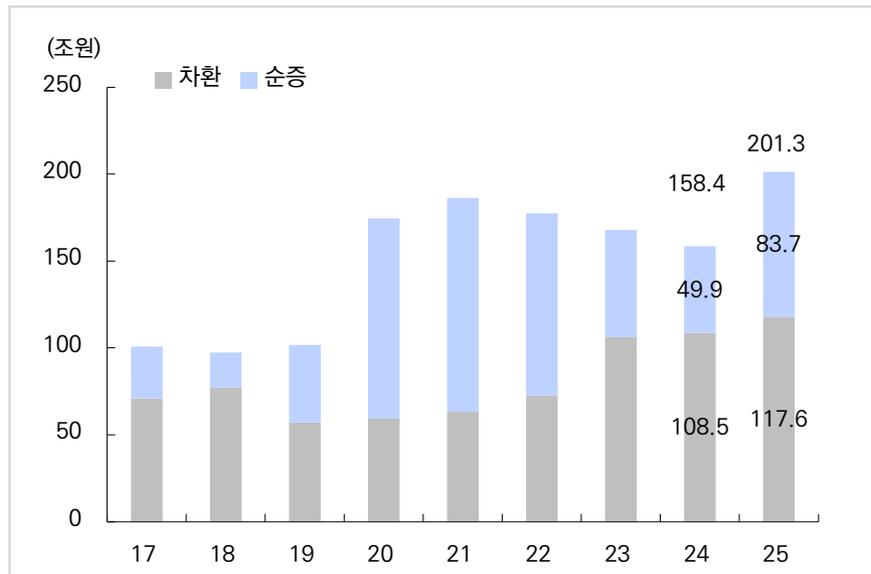
한국 가계대출 연체율 추이



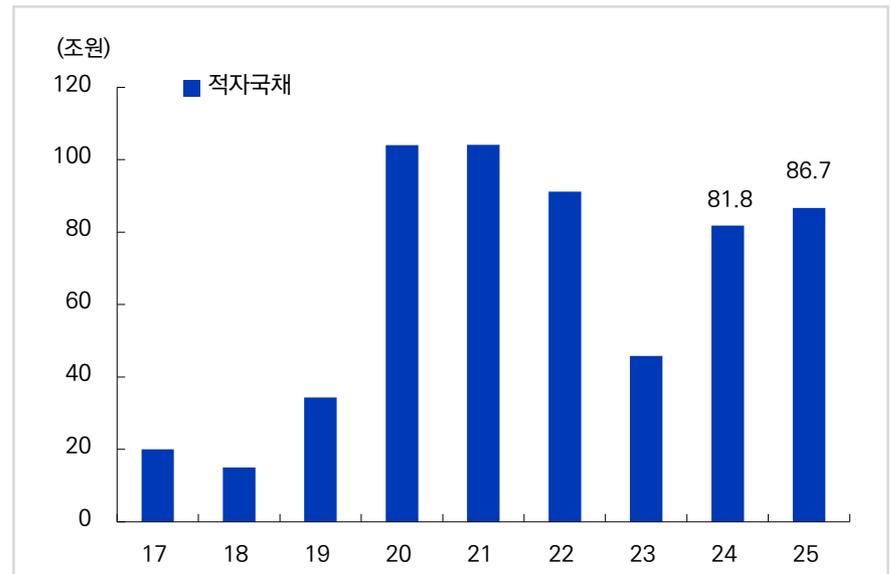
## [한국] 수급, 국고채 발행 증가로 공급 부담 존재

- 수급 측면에서는 공급 부분에서의 부담이 존재. 2025년 국고채 발행 물량은 올해대비 42.9조원 증가한 201.3조원으로 제시. 차환 물량은 117.6조원으로 올해대비 9.1조원 증가하고, 순증 물량은 83.7조원으로 올해대비 33.8조원 증가. 적자국채 규모도 86.7조원으로 올해 대비 4.9조원 증가
- 국세수입이 저조한 흐름을 보이면서 지난해에 이어서 올해도 세수 결손에 대한 우려가 지속. 그 동안 정부는 세수 결손에 대응하기 위해 공자기금을 활용. 그러나 활용할 수 있는 재원이 충분하지 않은 상황에서 결국 국채 순증 발행분으로 공자기금을 충당

연도별 국고채 발행 추이 및 계획



연도별 적자국채 추이 및 계획

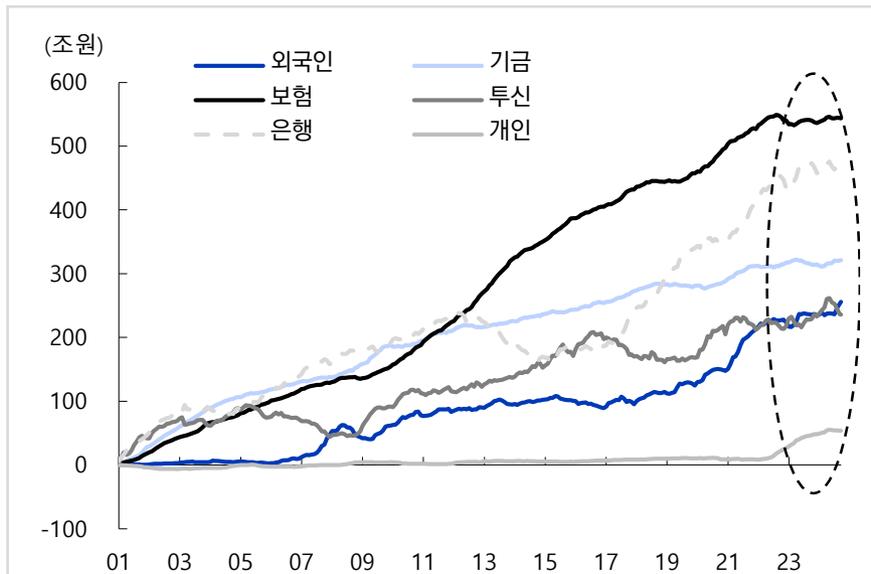


자료: 기획재정부, 교보증권 리서치센터

# [한국] WGBI 편입 등으로 수급 부담 일부 상쇄

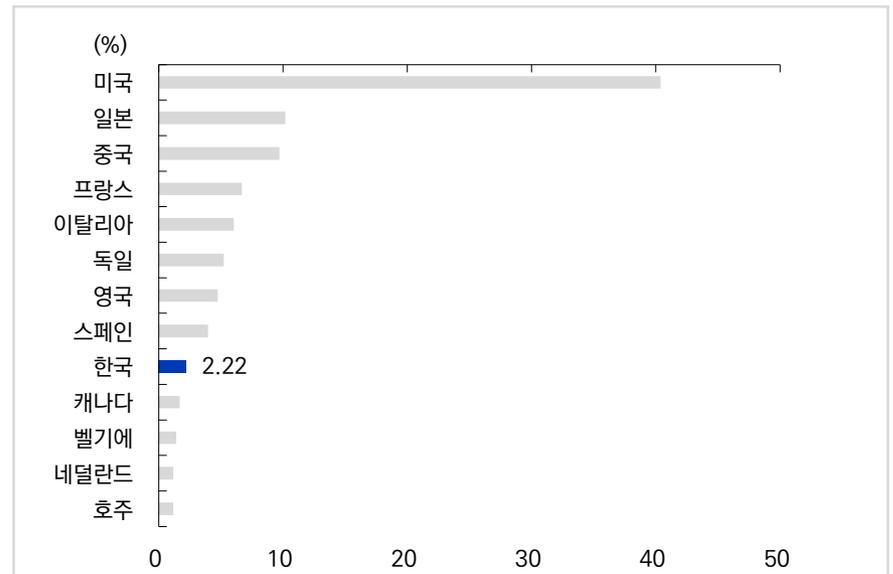
- FTSE Russell은 9월 리뷰 보고서를 통해서 한국 국채의 WGBI 편입을 확정. 실제 지수 편입시기는 2025년 11월이지만, 선제적으로 자금 유입이 기대. 한국 국채가 지수에서 차지하는 비중은 2.22%로 예상. WGBI를 추종하는 자금 규모(2.5조~3.0조 달러)를 감안하면 대략 70~90조원 수준의 외국인 신규 자금유입이 기대
- 주요 투자자들의 원화채 순투자 흐름은 정체. 전반적으로 타이트한 수급 흐름이 진행되는 모습. 국내 기관들의 수급 개선 기대가 제한되는 상황에서 WGBI 편입은 수급 부담 일부 상쇄시켜줄 것으로 예상

주요 투자자들의 원화채 잔고 추이



자료: 인포맥스, FTSE Russell, 교보증권 리서치센터

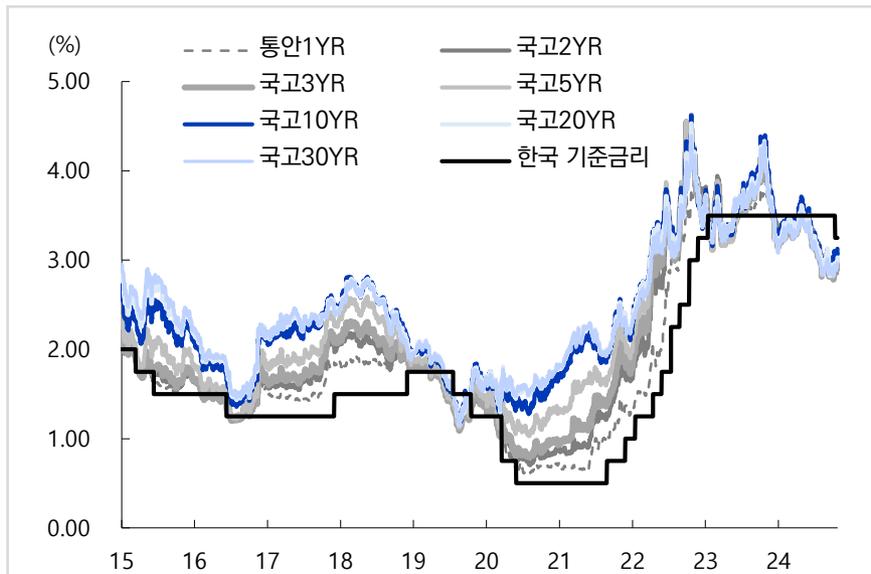
WGBI 편입은 원화채 수급에 긍정적으로 작용할 것



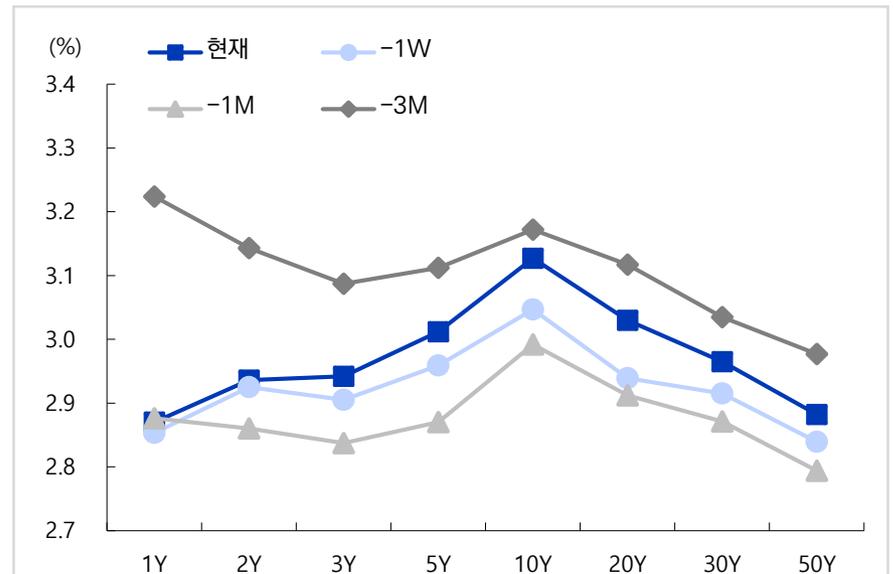
# [한국] 투자전략: 채권 비중 확대 의견 유지. 시장금리 하향 안정화 흐름 유지

- 시장금리는 국내외 통화정책 완화 기조가 유지되는 가운데, 하향 안정화 흐름이 유지될 것으로 예상. 그러나 현재 시장금리가 통화정책 완화 기대를 상당부분 반영하고 있는 만큼 금리하락 폭은 다소 제한될 것으로 판단. 금리 커브는 완만한 스틱 예상
- 투자전략 측면에서는 금리인하 사이클이 본격화되는 만큼 채권에 대한 비중 확대 의견을 유지하지만, 그 어느 때보다 지나친 쓸림에 대한 경계를 늦추지 않는 것이 필요

국고채 금리 추이



한국 기간별 일드 커브 추이



자료: 인포맥스, 교보증권 리서치센터

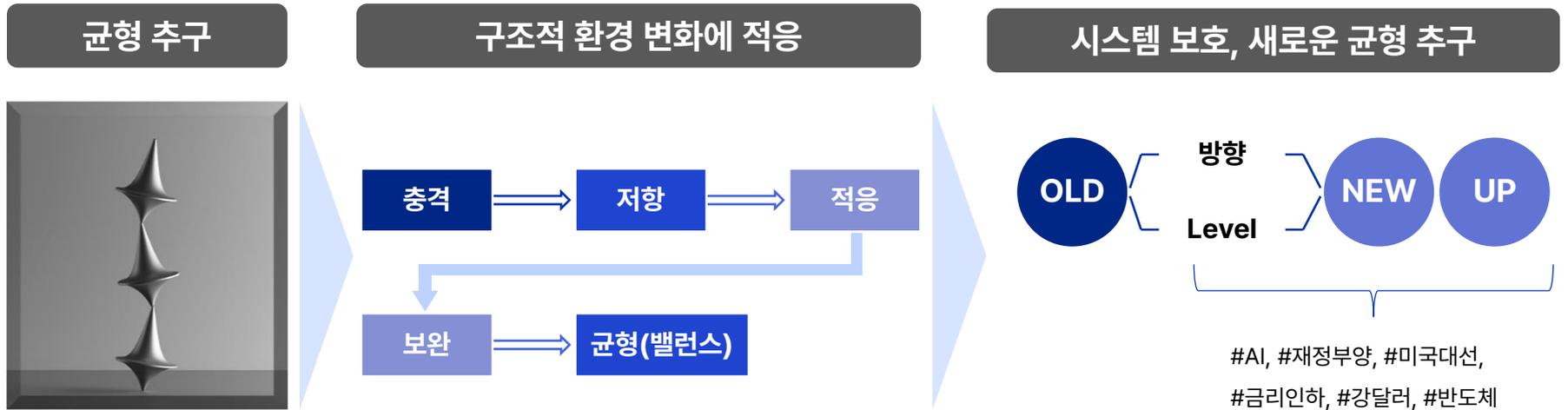
이 페이지는 편집상 공백입니다.

# III. 주식시장 전망

**: Catch Me If You Can**

# [투자전략] 2025년 투자 패러다임

새로운 질서의 적응 과정에서 등장하는 균형 추구, 우선적으로 밸런스 조정의 성격이 짙다



## 01

### 과거로 복귀는 없다

새로운 질서와 균형은  
경제주체 몸에 새겨야 할 기준

## 02

### 새로운 것 = 해야만 하는 것

시장경제에 공급된 유동성은  
과잉 소비를 목표로 두지 않고 있음.  
일자리와 소득과 관련된 것이라면  
당분간 경제주체 모두 몰입하는 주제

## 03

### 무관심에서 기회가 보인다

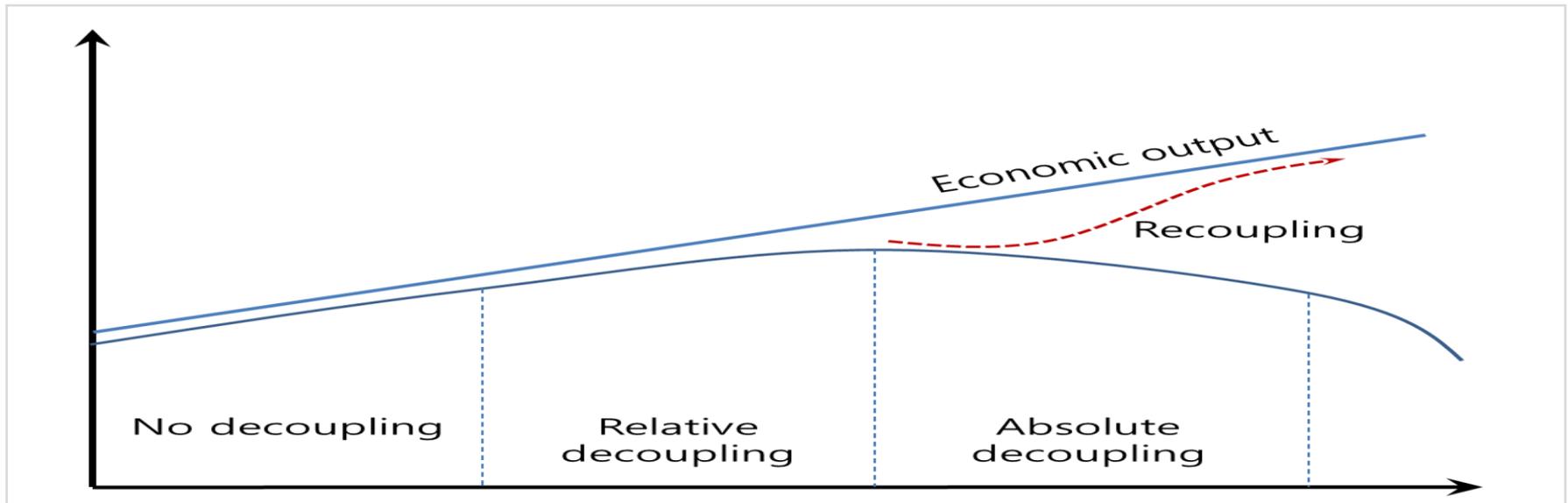
성장 시스템에 대한 쓸림이 커진 환경.  
밸런스 조정을 통해 성장 요인을  
찾아보는 것도 나쁘지 않음

자료: 교보증권 리서치센터

## [투자전략] 경기침체 논쟁에서 조금은 자유로워져야 할 때

- 한국경제를 대표하는 수출, 제조업 중심의 시스템은 크게 바뀌지 않았음. 그러나 과거와 똑같은 모습을 유지하고 있다는 분석도 잘못되었음. 한국기업은 생산과 수요가 발생하는 공간적 가치를 일치시키는 변화를 주었음. 이는 한국경제의 고용, 가계소득 등의 부정적 영향을 줄 수 있으나, 기업이 부담하는 각종 비용적 요소를 절감함으로써 또 다른 경제적 가치를 창출하는 '변화'를 보여줌
- 미국의 통상정책과 프랜쇼어링, 생산기지 현지화 등은 외교/이념적 관점으로 재해석되고, 이를 미국과 중국의 패권경쟁에 노출된 한국의 위치로 해석하는 경향이 있음, 그러나 이는 과거의 시스템을 발전, 보완하는 새로운 균형 추구의 결과일 뿐 양극화, 탈중국 등의 과장된 의미로 해석하는 것을 지양할 필요가 있음. 구조적 디커플링의 위험을 제거하고, 주류 경제에 접근하는 것은 침체 위험을 최소화 하는 기회가 될 수 있음. 따라서, 순환적 경기침체와 통제하기 힘든 구조적 경기침체의 구분을 정확히 진단할 필요가 있음

한국경제가 지향해야 할 생산/수요 활동도 중요하지만, 그 동안 축적된 자본의 활용도 중요



자료: 교보증권 리서치센터

# [투자전략] 2025년 투자 패러다임

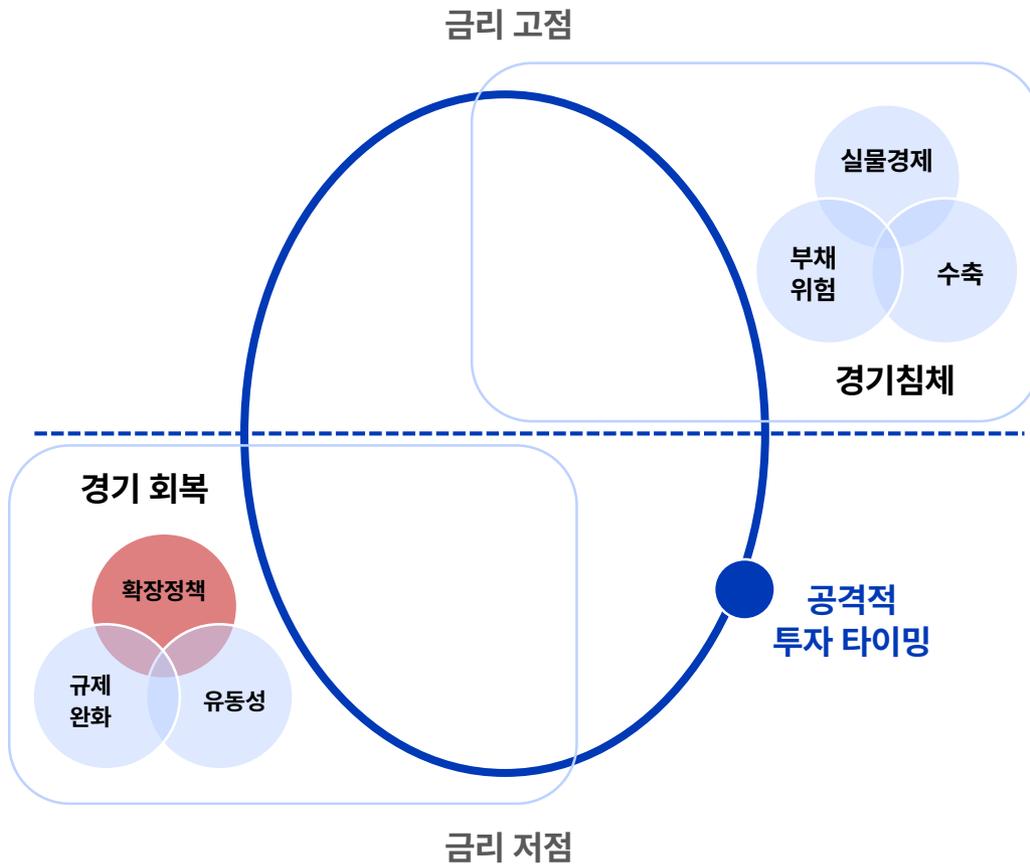


자료: 교보증권 리서치센터

- 고물가.. 물가가 높다는 상황 만으로도 실물경제는 불편하고, 성장 보다 후퇴 위험을 더욱 크게 느끼게 됨. 그런데 현재 고물가 환경이 초과수요에서 비롯된 것이 아닌 세계경제의 선진화 일환이라면, 당분간 지속될 가능성이 높음
- 미래 균형.. 경제 뿐만 아니라 삶의 기준은 시간이 지나면서 발전하게 됨. 이 과정에서 가계 소득이 원천이 되는 일자리와 소득도 업그레이드 된다는 것을 주목해야 함. 또한, 업그레이드 된 절대 수준이 다시 후퇴할 수 없다는 것도 생각해 봐야 함
- 소비/편의.. 높은 물가와 임금에도 경제주체의 불만은 크지 않음. 왜 이런 현상이 발생한 것인가? 수요활동이 감소하지 않을 만큼 소비자에게 제공되는 재화와 용역의 수준이 높아졌기 때문. 이런 현상이 가능해진 것은 플랫폼 경제의 정착임
- 고금리/저축.. 물가를 억제하고, 미래소득을 끌어다 쓰는 지금의 경제는 침체위험이 누적되어 가고 있음. 그런데 경기회복을 위한 저금리 기조로 전환은 더 큰 위험에 노출되는 것일 수 있음. 현재 소득과 경제적 가치를 축적시키는 노력을 키워야 함

# [투자전략] 경기침체 국면을 통과할 때 투자자가 누릴 수 있는 '자유'는 무엇인가?

달걀 모형이론에서 현재를 '최적의 타이밍'이라고 할 수 있을까?



- 시장금리가 정점을 통과했다고 하면, 투자자는 두 부류로 나누어 짐. 역사적 금리 고점을 형성한 만큼 채권투자 비중을 공격적으로 늘리는 쪽과 금리안정 이후 유동성 환경 개선이 주식시장에도 기회요인이 되는 만큼 위험자산에 대한 투자비중을 확대시키자는 부류임. 이론적으로 양측의 주장이 다르지 않지만, 우리가 주목해야 할 것은 시장금리가 하락하는 기간 중에 실물경제 수축되고, 다양한 침체 요인과 직면하게 된다는 점
- 경기침체 국면에는 보유자산의 가치 훼손이 진행될 수 있음. 자산은 자본과 부채로 구성되어 있고, 높은 금리는 자산에 내재되어 있던 거품을 제거하기 때문에 이를 현금화 시켜 가치 훼손을 최대한 차단하는 것이 다음 투자활동을 이행하는데 유리한 조건을 만들어 주게 됨. 2025년은 투자자본의 민첩성이 가장 필요. 금리 저점의 접근 시기는 경제, 사회 전반적으로 가장 혼란스러운 시기일 가능성이 큼

자료: 교보증권 리서치센터

## [투자전략] 펀더멘탈 매력은 제한적, 유동성 효과를 기다릴 때

- 필자는 2025년 상장기업 예상이익을 기초로 주식시장의 기대수익률을 도출하고, 2025년 예상되는 평균 시장금리(무위험이자수익률, 국고채3년)를 기준으로 적정 일드갭을 뽑아, 코스피의 적정 가치(fair value)를 산출. 2025년의 투자환경과 가장 유사한 실적, 거시환경 등의 일드갭 최대/최소값을 뽑아 Target/Bottom PER을 설정하고 지수 밴드를 산출
- 필자가 제시하는 2025년 코스피 밴드는 시나리오2를 채택한 2,300p~3,000p를 제시. 700p의 변동폭을 제시하는 것은 지수 예측에 의미를 둘 수 없기 때문에, 2025년 기간 중 Kospì의 목표지수는 2,700p로 설정하고, 이하에서 주식비중 확대 전략을 제시
- 한국 주식시장은 대외 경제여건, 특히 수출의 영향력이 크고, 한국 산업구조가 여전히 큰 제조업 비중으로 높아진 물가 환경에서 안전마진 확보가 쉽지 않기에 중장기 상승 추세를 기대하기는 어려움. 다만, 유동성 효과에 따른 경기 회복 수혜를 기대해볼 수 있음

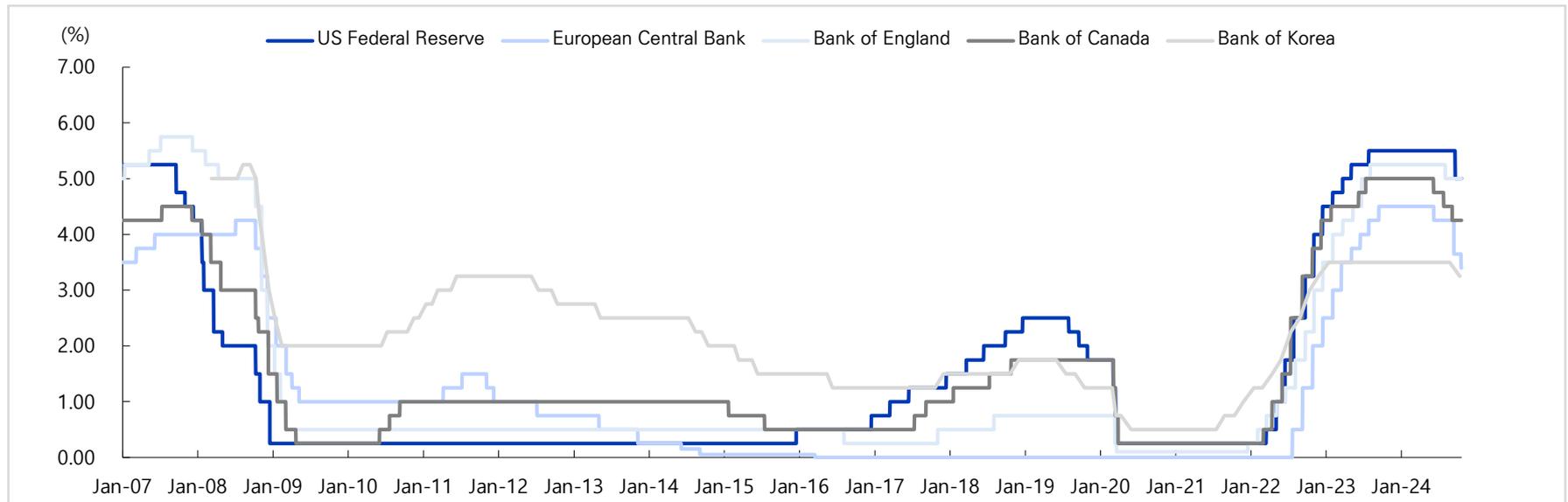
### 일드갭 모형과 시나리오에 따른 코스피 예상 밴드 도출

구분	Yield gap	Scenario 1			Scenario 2			Scenario 3		
		예상금리1	PER	Kospì	예상금리2	PER	Kospì	예상금리3	PER	Kospì
Target	6.50	2.5	11.2	3,174	2.65	10.6	3,087	3.2	10.3	2,912
Fair	7.50	2.5	10.1	2,853	2.65	9.3	2,743	3.2	9.3	2,640
Bottom	9.50	2.5	8.4	2,374	2.65	8.0	2,325	3.2	7.9	2,224

## [미국] 시작된 글로벌 금리인하 사이클

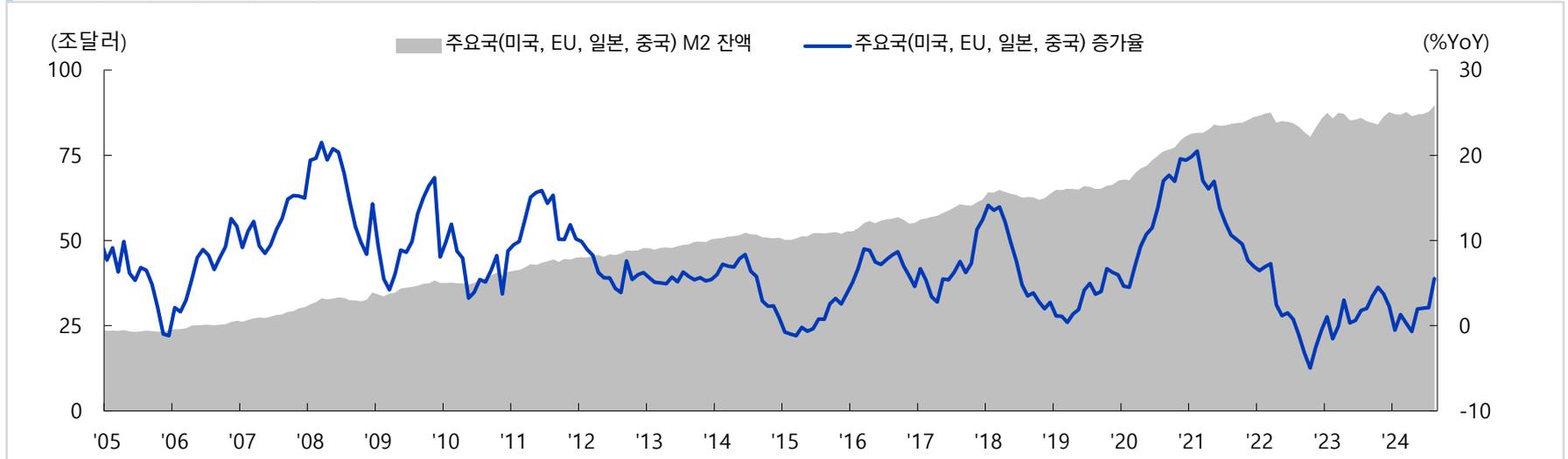
- BOC, ECB를 시작으로 글로벌 중앙은행들은 금리인하 사이클에 진입
- 연준도 9월 FOMC에서 빅 컷(50bp 인하)으로 금리인하 사이클 돌입. 연준은 2025년 말까지 점진적 금리인하 기조를 유지할 것. (당사는 연방기금 목표금리가 2024년 말까지 4.25%~4.5%, 2025년 말까지 3.25% ~ 3.50% 수준까지 낮아질 것으로 예상)
- 연준의 빅 컷으로 금리인하를 주저하던 신흥국들의 금리인하 여력도 확대된 만큼 글로벌 중앙은행들의 금리인하는 지속될 것으로 예상

### 글로벌 중앙은행 기준금리 추이

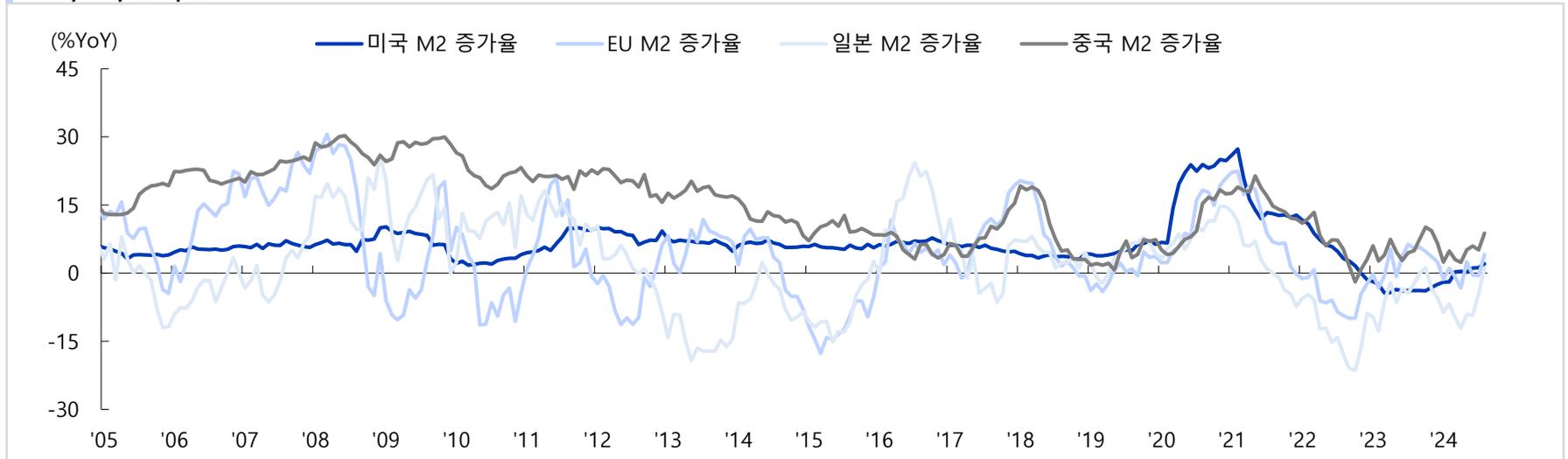


# [미국] 주요국(미국, EU, 일본, 중국) M2 추이

주요국(미국, EU, 일본, 중국) M2 합산 추이



미국, EU, 일본, 중국 M2 추이

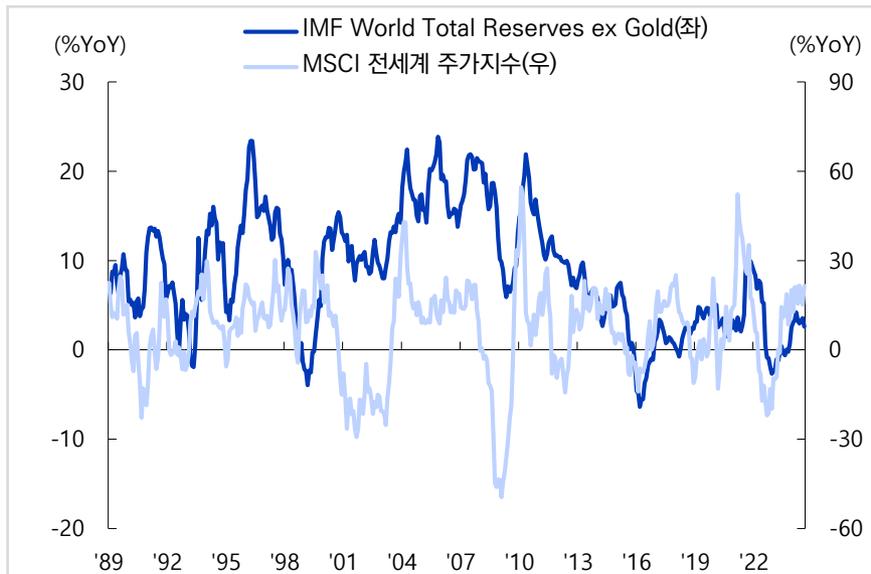


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

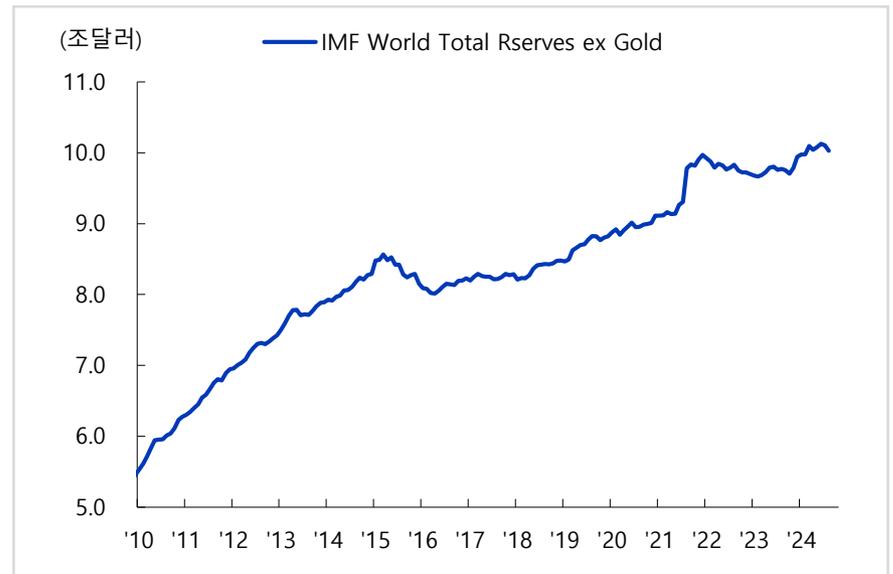
# [미국] 유동성 확대는 일단 증시에 긍정적

- 전세계 총 유동성(금 제외)는 글로벌 증시 상승률과 높은 상관성을 보임
- 글로벌 중앙은행들의 연이은 금리인하로 인해 유동성이 확대될 것으로 기대
- 또한, 주요 4개국(미국, EU, 일본, 중국) M2 증가율도 점차 상승하고 있어 글로벌 유동성은 확대될 것
- 글로벌 유동성 확대는 글로벌 주가지수에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상

글로벌 총 유동성과 전세계 주가지수 추이



글로벌 총 유동성 (금 제외) 추이

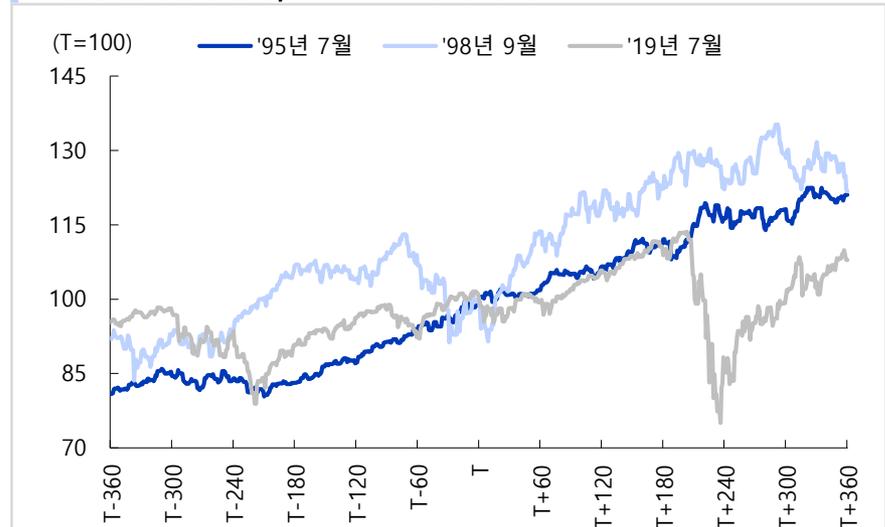


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

# [미국] 보험성 금리인하(Insurance Cut), 이익과 밸류 모두 긍정적

- 1990년 이후 연준의 보험성 금리인하(insurance cut)는 3차례.  
(1)1995년 7월, (2)1998년 9월, (3)2019년 7월
- 과거 보험성 금리인하 이후, S&P500은 12MF EPS는 상승
- 밸류에이션도 금리인하 초기 조정을 받는 모습을 보이지만, 점진적으로 회복하며 양호한 흐름 전개
- 보험성 금리인하(Insurance Cut)은 이익과 밸류에이션에 모두 긍정적

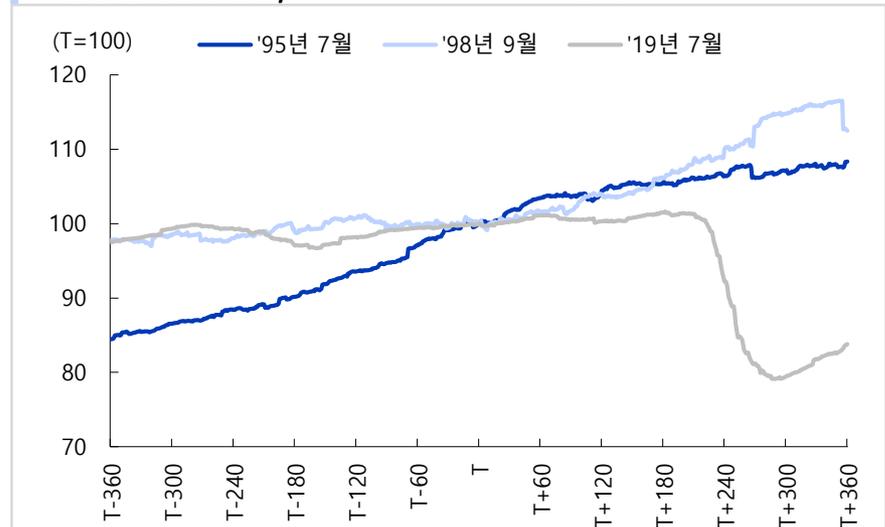
보험성 금리인하 전후, S&P500 '주가' 추이



보험성 금리인하 전후, S&P500 '12MF PER' 추이



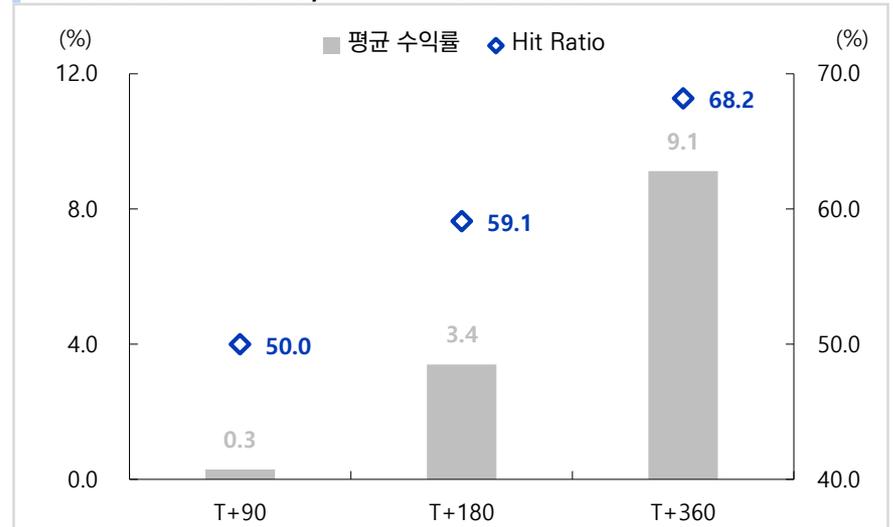
보험성 금리인하 전후, S&P500 '12MF EPS' 추이



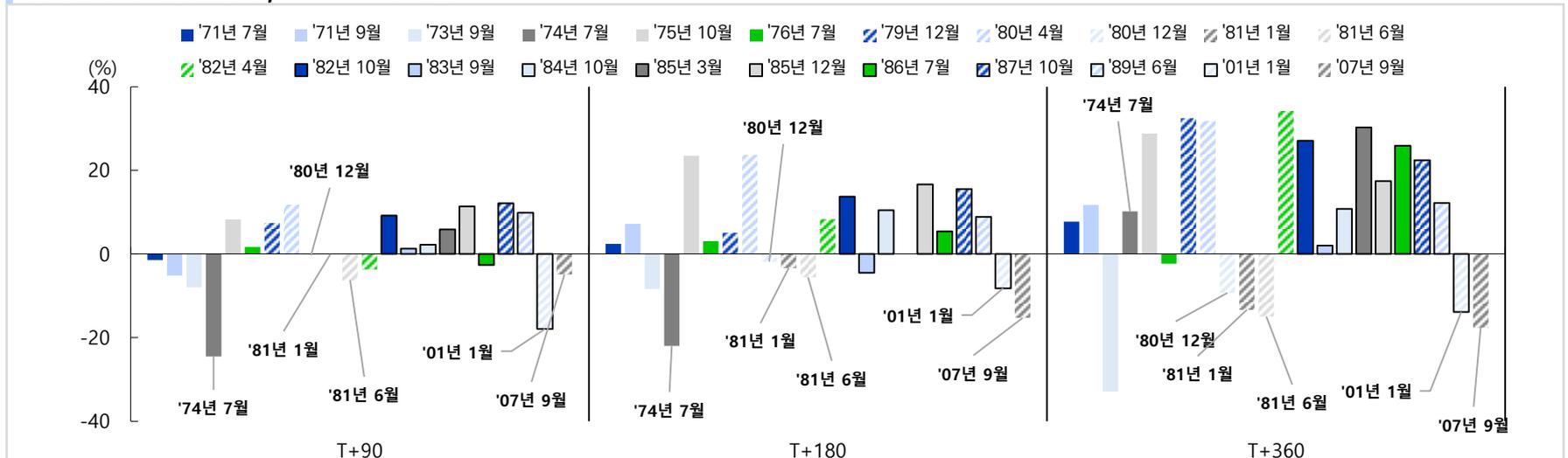
# [미국] 만약 보험성 금리인하가 아니라면?

- 1970년 이후 전술한 보험성 금리인하 케이스를 제외하면, '금리인상 사이클'에서 '금리인하 사이클'로 통화정책 기조가 변화한 케이스는 22번
- 금리인하가 시작된 이후 '3개월, 6개월, 12개월 구간 수익률'이 플러스를 기록한 횟수는 각각 11번, 13번, 15번(Hit Ratio: 50.0%, 59.1%, 68.2%)
- 주가 모멘텀 부진한 케이스는 6개 케이스(구간으로는 4개). 해당 케이스는 **1)높은 인플레이션이 지속('74년 7월, '80년 12월, '81년 1월, '81년 6월)되거나 2)경기침체('01년 1월, '07년 9월)가 발생됨**

금리인하 사이클 진입 후, S&P500 평균 수익률 및 Hit Ratio



금리인하 사이클 진입 후, S&P500 수익률



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터  
 주: 보험성 금리인하인 3가지 케이스 제외

# [미국] Case Study: 금리인하 후 주가가 부진한 흐름을 보였던 사례

- 1) 고(高)인플레이션 지속

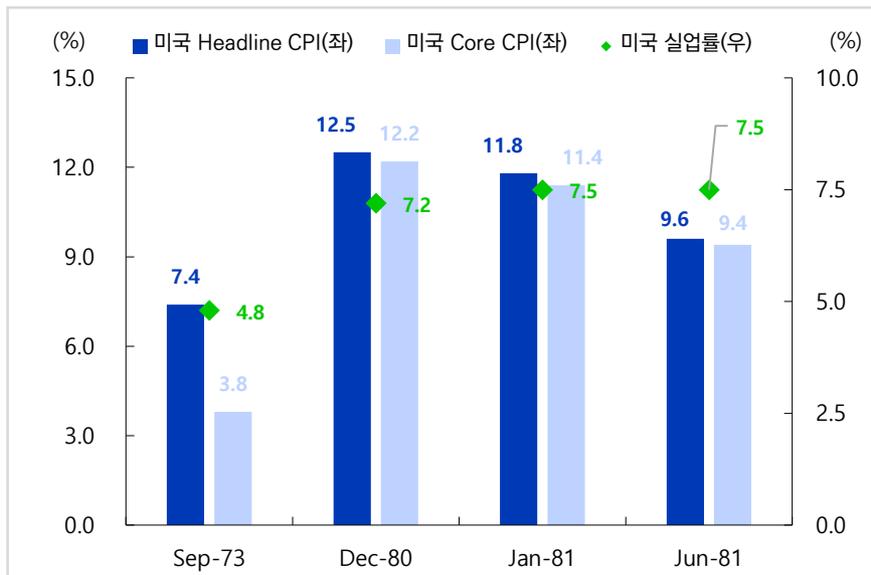
- 1973년과 1980년, 미국은 높은 인플레이션 우려가 있었음에도 불구하고 경제성장을 지원하기 위해 금리인하 시작

- 2) 경기침체 발생

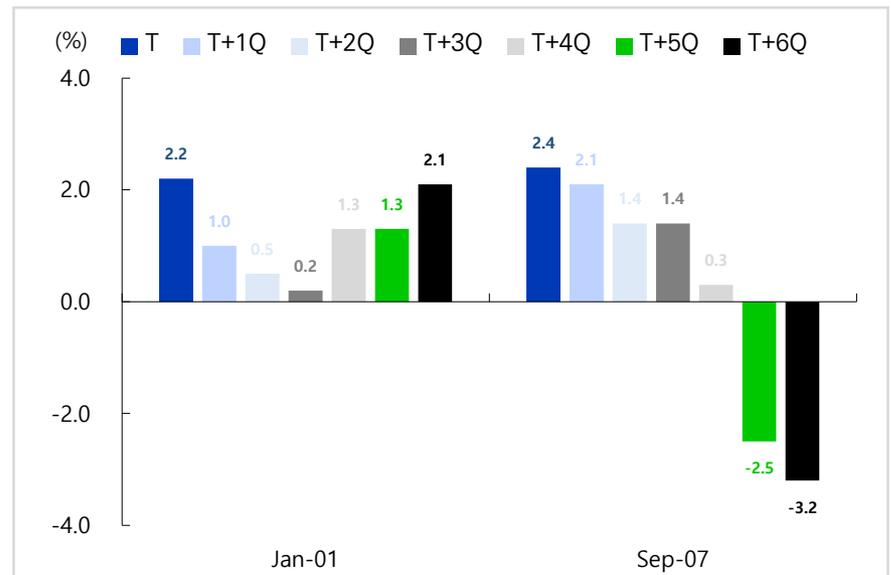
- 2001년(닷컴 버블), 기술주 버블이 붕괴되면서 주식시장이 급락해 위축된 경제를 살리기 위해 금리인하 시작

- 2007년(글로벌 금융위기), 서브프라임 위기로 인해 금융 시장이 불안정해지면서 경제 전반 둔화 신호가 나타나 금리인하 시작

금리인하 후 부진한 주가 흐름, 고(高)인플레이션 지속 케이스



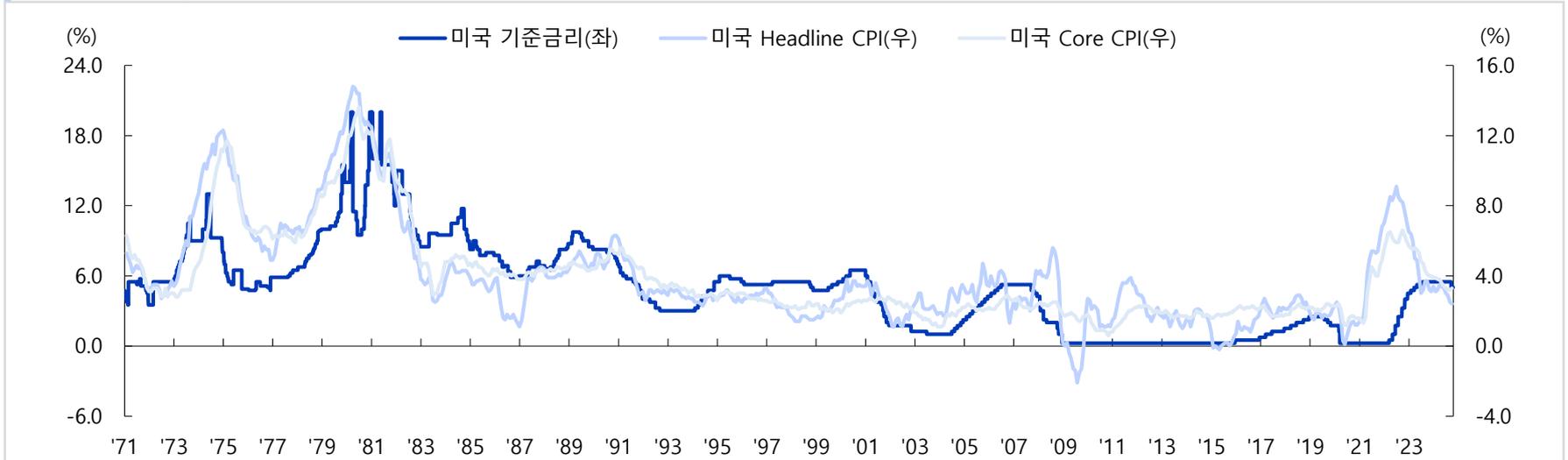
금리인하 후 부진한 주가 흐름, 경기침체 발생 케이스



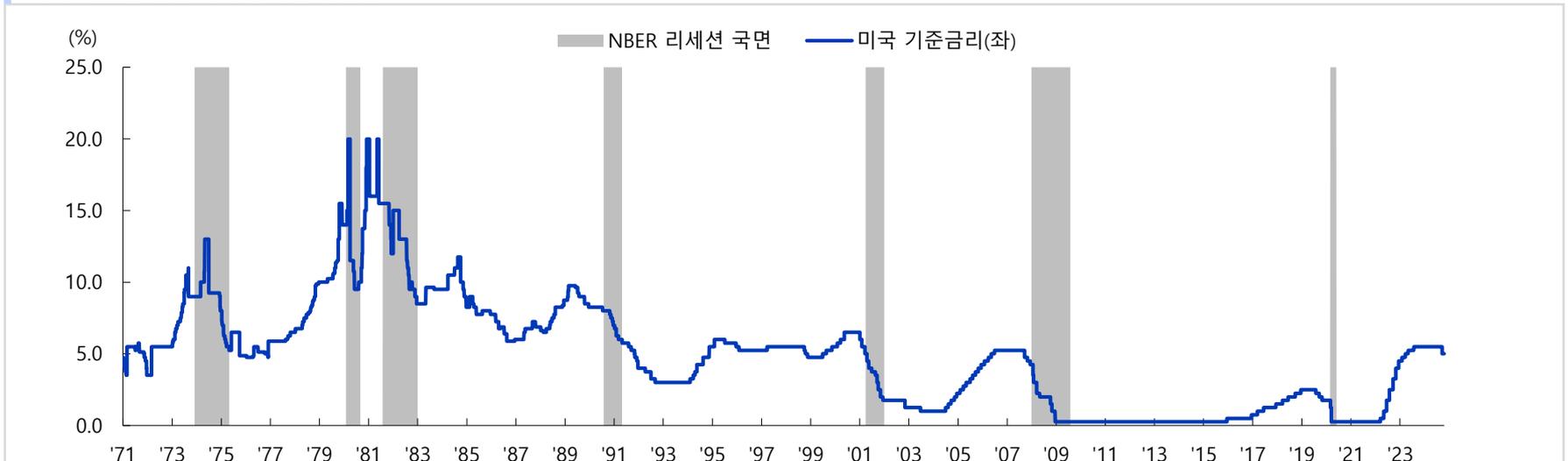
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

# [미국] 금리인하 후 부진한 주가 부진 사례, '고(高)인플레 지속' 혹은 '경기침체'

미국 Headline, Core CPI 및 기준금리 추이



미국 기준금리 추이와 경기침체 구간



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

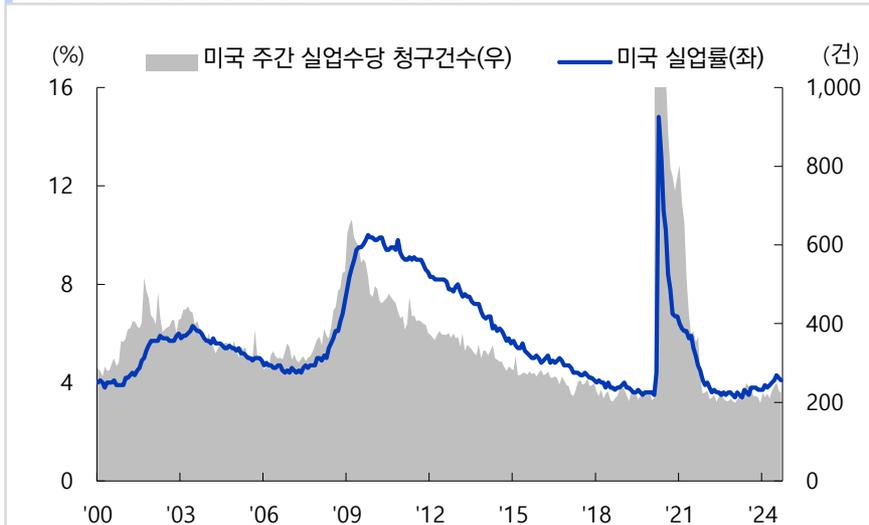
# [미국] 그렇다면 지금은...?

- 미국 물가상승률은 둔화 흐름을 유지할 것으로 예상. 여전히 물가는 하방 경직성을 보이고 있지만, 슈퍼코어 물가 뿐 아니라 주택가격 상승률도 둔화 중
- 미국 9월 삼 룰(Sahm Rule) 지표도 0.5%p를 기록했지만, 미국 실업률은 다시 낮아지고 주간 실업수당 청구건수도 양호한 수준 기록
- 미국 펀더멘탈을 감안하면, 미국 경제는 침체(recession)보다는 둔화(slowdown)에 무게

미국 Headline, Core CPI 추이



미국 주간실업수당 청구건수 및 실업률 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

미국 GDP 성장률 추이

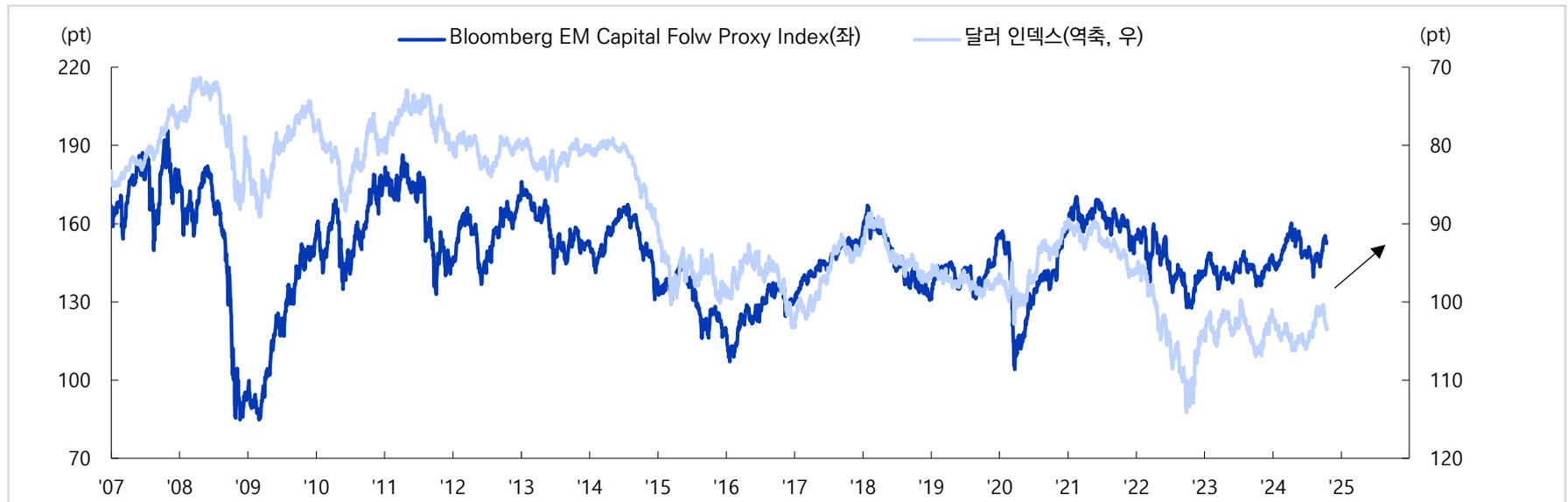


## [미국] 약달러는 신흥국으로 자금 유입 기대로 연결되지만...

- 달러 강세 구간에는 신흥국에서 자금 유출이 발생하고, 달러 약세 구간에는 신흥국으로 자금 유입이 발생함
- 그러나 달러 약세 폭은 제한적인 상황으로, 신흥국 자금 유입은 크지 않을 것

(당사 이코노미스트에 따르면, 달러 인덱스는 96pt 수준으로 하락할 것으로 예상)

### 달러 신흥국으로 자금 유입은 크지 않을 것



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

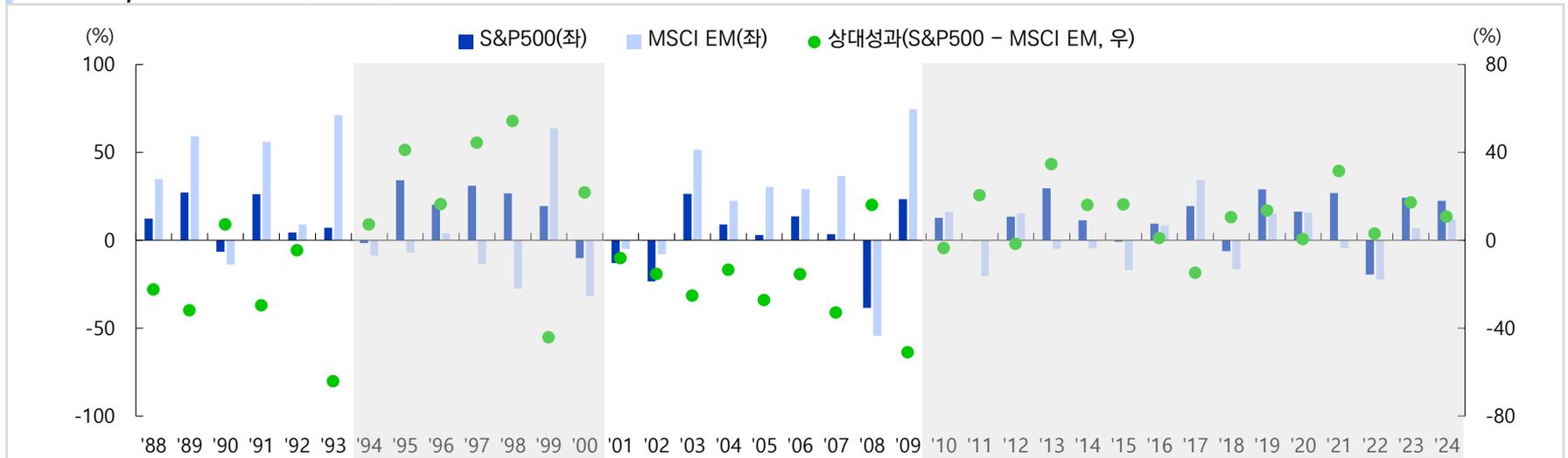
# [미국] 나야, S&P500

- 신흥국 증시가 미국 증시를 상회한 구간은 1988~1993년과 2001~2009년. 해당 구간 신흥국 증시가 좋은 성과를 보일 수 있던 것은 1)세계화에 따른 글로벌 교역량 증가, 2)원자재 랠리, 3)높은 신흥국 성장률
- 그러나 신흥국 증시에 우호적인 상황은 당분간 발생하지 않을 것이기에, 당분간 **미국(S&P500)의 아웃퍼폼은 지속될 것으로 판단**
  - S&P500은 2010년 이후 신흥국 증시(MSCI EM)을 아웃퍼폼
  - MSCI EM 지수가 존재하는 1988년 이후, S&P500이 상승한 해는 26번으로 Hit Ratio 70.3% 기록

S&P500, MSCI EM 상대주가 추이



S&P500, MSCI EM 연도별 수익률

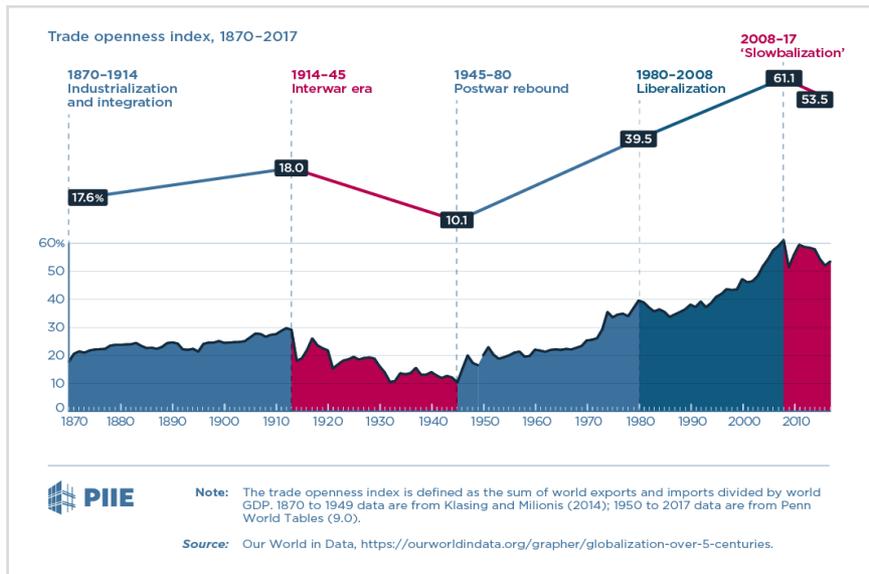


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

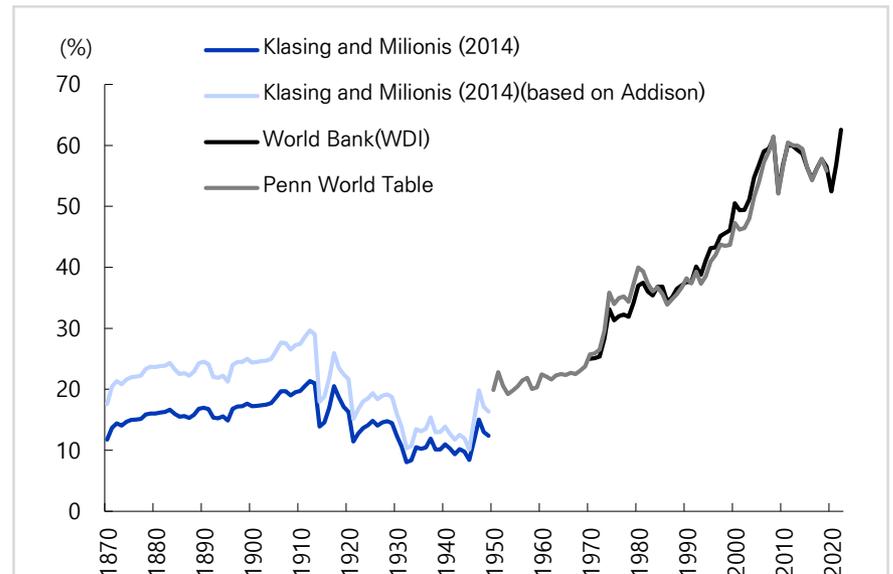
# [미국] 탈세계화(Deglobalization)

- 세계화는 2008년 정점을 찍고 하락하는 추세
- 미국은 트럼프 전 대통령 이후 미국 최우선주의 정책에 따라 무역자유화에서 보호무역주의로 바뀜. 중국도 주요 산업을 국내 산업화를 하면서 GDP 대비 수출비중은 점차 낮아지게 됨
- 이런 상황에서 팬데믹을 겪으면서 세계화 움직임은 후퇴하게 됐으며, 현재 미중 무역갈등, 지정학적 리스크 우려가 지속되는 상황에 탈세계화 흐름은 유지될 것으로 예상

## 2차 세계 대전 이후 후퇴하는 '세계화(Globalization)'



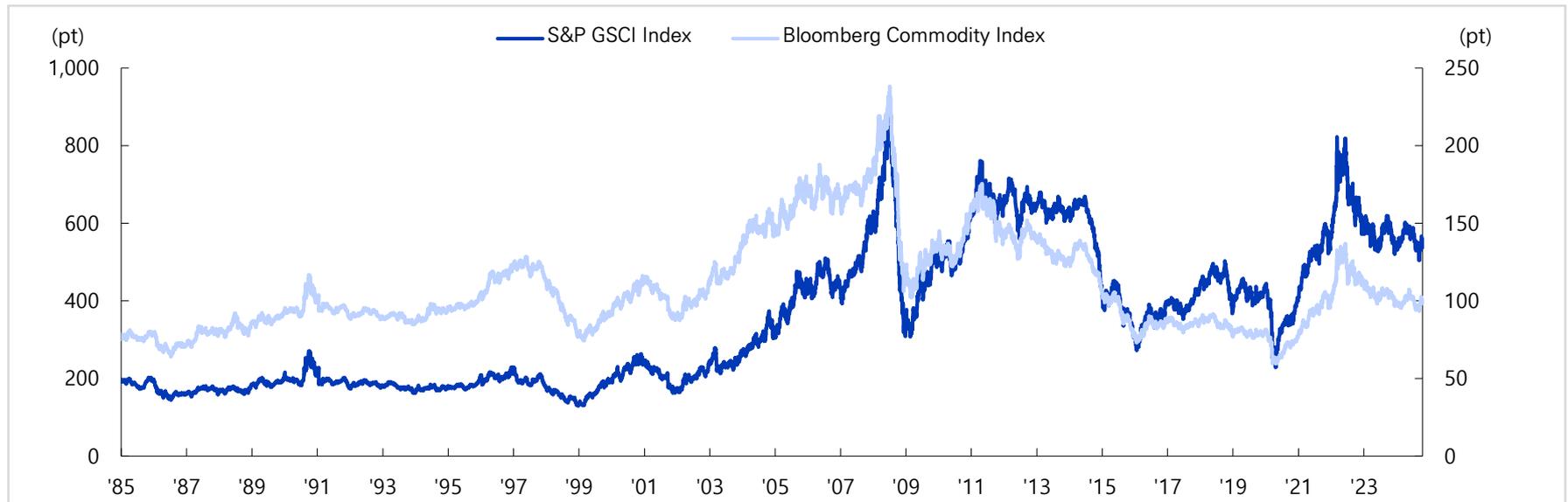
## Trade Openness 지수 추이



## [미국] 과거와 같은 원자재 슈퍼 랠리 가능성은 제한적

- 신흥국 증시 강세의 원인 중 하나는 원자재 슈퍼 랠리
- EIA는 10월 STEO를 통해 '24년, '25년 브렌트 원유 현물 가격을 각각 81달러/bbl, 78달러/bbl로 하향 조정(7월 STEO 대비 배럴당 각각 -2달러, -6달러 하향 조정). 주요 요인은 2025년 석유 수요량 감소. 뿐만 아니라 OPEC도 '25년 전세계 수요 증가 예상치를 하루 174만 배럴에서 하루 164만 배럴로 하향 조정
- 여전히 중동 리스크 등 유가 상방 리스크는 존재하지만, '25년 원자재 슈퍼 랠리 가능성은 제한적일 것으로 예상

### 원자재 지수 추이

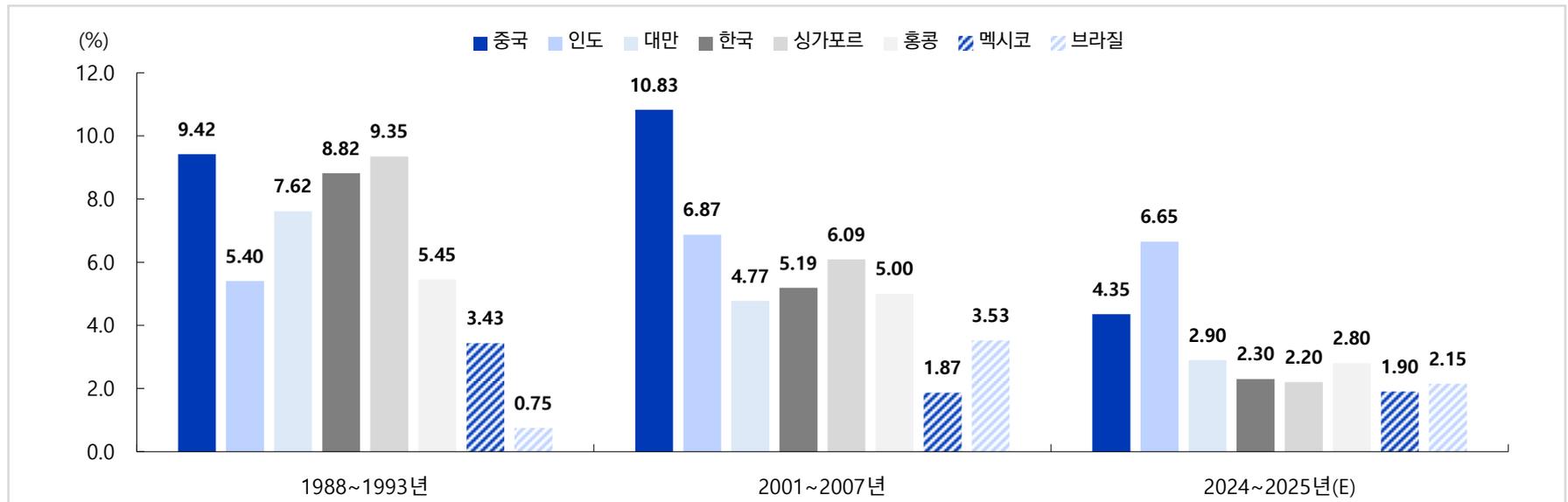


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

# [미국] 둔화되는 신흥국 성장

- 과거 엄청난 성장을 보였던 신흥국의 성장은 앞으로 보기 힘들 것
- 과거 신흥국 경제 성장률을 끌어올린 건 중국. 중국 정부의 경기 부양을 위한 노력을 이어갈 것이지만, 이는 부동산 안정화, 내수 부진, 주요 산업 육성을 위한 것. 목표 경제성장률인 5% 내외를 맞추기 위한 것으로 과거 10% 수준의 경제성장은 앞으로 보기 힘들 것
- 과거 아시아의 네 마리 용(대만, 한국, 싱가포르, 홍콩)도 경제성장률이 둔화되고 있음
- 인도만이 높은 경제 성장을 지속 중으로, 나머지 신흥국들이 과거의 위상을 찾기는 쉽지 않음

신흥국 증시 아웃퍼폼 시기 - 신흥국 실질 GDP 연간 성장률 평균



자료: IMF, 교보증권 리서치센터

# [미국] 신흥국 연도별 수익률

신흥국 증시 연도별 수익률 히트맵

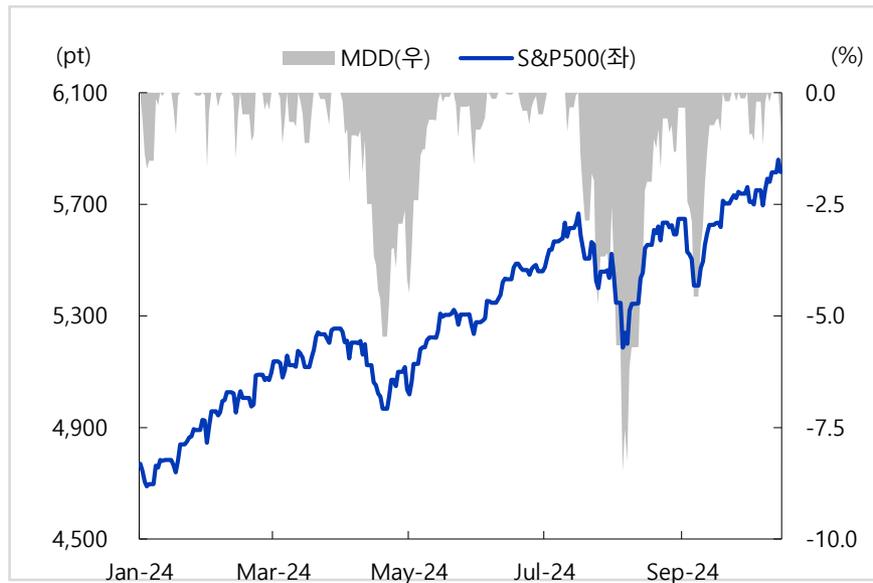
연도	중국	인도	타이완	대한민국	브라질	사우디	남아공	멕시코	인도네시아	태국	말레이시아	아랍에미리트	홍콩	아일랜드	폴란드	카타르	튀르키예	필리핀	그리스	미국	
'88	-	-	114	68	93	-	-	68	243	43	35	-	23	-	-	-	68	40	-	12	
'89	-	-	70	-0	34	-	-	84	83	110	52	-	3	-	-	-	-0	71	-	27	
'90	-	-	-54	-24	-66	-	-	59	11	-31	-10	-	4	-	-	-	-24	-34	-	-7	
'91	-	-	6	-12	173	-	-	122	-43	18	4	-	42	-	-	-	-12	76	-	26	
'92	-	-	-26	3	5	-	-	23	1	32	11	-	27	-	-	-	3	25	-	4	
'93	33	35	91	32	75	-	-	48	46	106	99	113	110	-	1,044	-	32	155	-	7	
'94	-47	9	18	19	64	-	-	22	-42	-24	-13	-25	-31	-	-49	-	19	-19	-	-2	
'95	-23	-24	-28	-6	-21	-	5	-22	12	-5	3	-	18	-	-4	-	-6	-5	-	34	
'96	35	-2	40	-33	38	-	3	17	30	-37	24	-	29	22	82	-	-33	17	-	20	
'97	-26	20	11	-34	23	-	-7	52	-41	-52	-52	-	-26	35	-6	-	-34	-44	-	31	
'98	-44	-16	-23	69	-44	-	-15	-34	-2	-16	-6	-	-8	27	-8	-	69	10	-	27	
'99	10	89	47	79	62	-	-	61	79	70	52	48	55	1	54	-	79	6	-	20	
'00	-32	-17	-42	-45	-14	-	-	-1	-22	-49	-50	-17	-17	-9	-5	-	-45	-32	-	-10	
'01	-26	-19	15	52	-22	-	-	26	16	-4	5	2	-21	1	-32	-	52	-17	-	-13	
'02	-16	5	-26	-3	-34	-	-	-12	-15	19	21	-3	-21	-39	-3	-	-3	-28	-	-23	
'03	80	65	37	33	103	-	9	30	60	115	23	-	32	16	30	-	33	45	-2	26	
'04	-1	11	-1	4	30	-	-	19	45	59	-6	12	21	29	27	-	4	25	-11	9	
'05	16	40	7	51	50	-	-	40	45	19	11	-2	5	10	32	-	51	13	9	3	
'06	79	46	15	2	41	-	-	30	39	55	-6	24	27	29	21	-43	2	44	95	14	
'07	64	52	5	31	75	-	-	11	9	57	31	33	34	38	-30	4	47	31	16	16	4
'08	-52	-57	-48	-41	-58	-	-	-19	-44	-51	-49	-41	-73	-53	-71	-47	-28	-41	-47	-59	-38
'09	59	92	71	57	121	-	-	22	53	90	63	46	33	55	7	33	-0	57	56	39	23
'10	3	15	8	22	4	-	-	17	26	26	36	19	-3	20	-14	16	26	22	23	14	13
'11	-20	-26	-20	-12	-25	-	-	1	-13	5	-1	-0	-20	-18	15	-22	4	-12	-3	-11	-0
'12	19	28	9	12	-4	-	-	21	27	9	27	7	23	24	2	19	-5	12	35	-10	13
'13	0	7	9	2	-19	-	-	13	-2	-5	-11	12	85	8	33	-4	24	2	3	-8	30
'14	5	24	13	-9	-17	-	-	13	-10	26	13	-8	11	2	15	-2	12	-9	25	-5	11
'15	-10	-3	-11	-2	-43	-10	-3	-3	-16	-12	-19	-5	-21	-3	28	-19	-23	-2	-3	0	-1
'16	-1	-0	13	10	61	9	2	-11	12	22	-3	9	-1	-6	3	2	10	-2	20	10	
'17	52	29	14	29	21	4	21	14	23	19	9	-1	33	3	27	-15	29	24	-2	19	
'18	-20	-0	-9	-19	-4	15	-15	-17	-6	-8	-7	-12	-10	-23	-8	25	-19	-13	-8	-6	
'19	20	8	28	14	22	4	4	8	3	-2	-6	-1	7	38	-7	-5	14	5	18	29	
'20	27	17	29	34	-21	-2	-1	-4	-9	-14	-2	-6	2	4	-13	-6	34	-10	-5	16	
'21	-22	27	22	-2	-24	34	10	20	2	7	-7	44	-6	16	15	12	-2	1	5	27	
'22	-24	2	-25	-26	2	-7	-1	-5	10	6	-4	-9	-8	-22	-23	-10	-26	-7	-4	-19	
'23	-13	20	27	24	23	7	6	36	2	-14	-3	-3	-18	19	30	-0	24	1	22	24	

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터  
 주1: 신흥국 증시가 미국(S&P500)을 아웃퍼폼한 연도는 회색 / 주2: 신흥국 증시가 미국(S&P500)을 아웃퍼폼할 경우 테두리, 볼드, 기울임 처리

# [미국] 2024년 미국 증시 Review

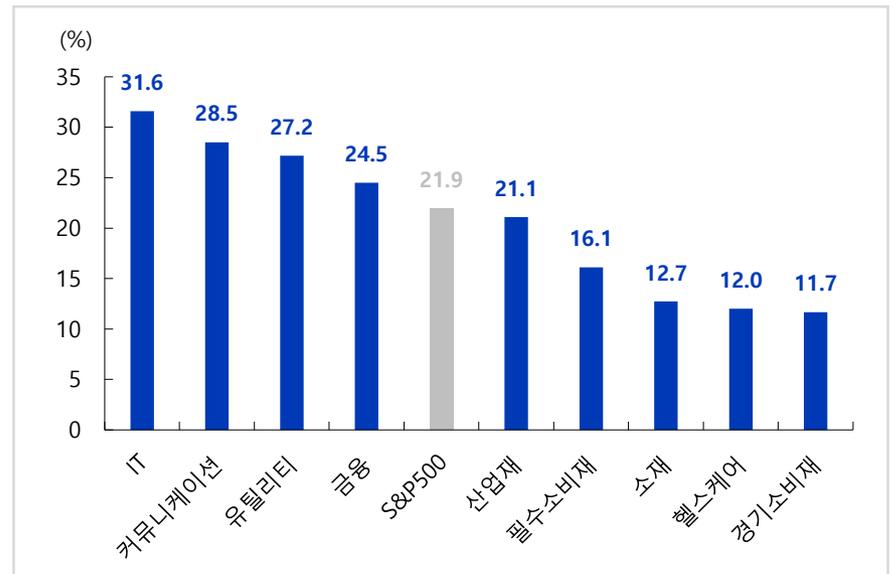
- S&P500는 2024년 7월 16일 전고점을 뚫고 역사상 고점을 갱신 중
- 테슬라를 제외한 M6(엔비디아, 메타, 아마존, 애플, 구글, 마이크로소프트)를 중심으로 상승
- 그러나 최근 증시 상승을 이끈 업종은 기존 주도주인 M6이 포함된 IT, 커뮤니케이션이 아닌 소외 업종

## S&P500



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

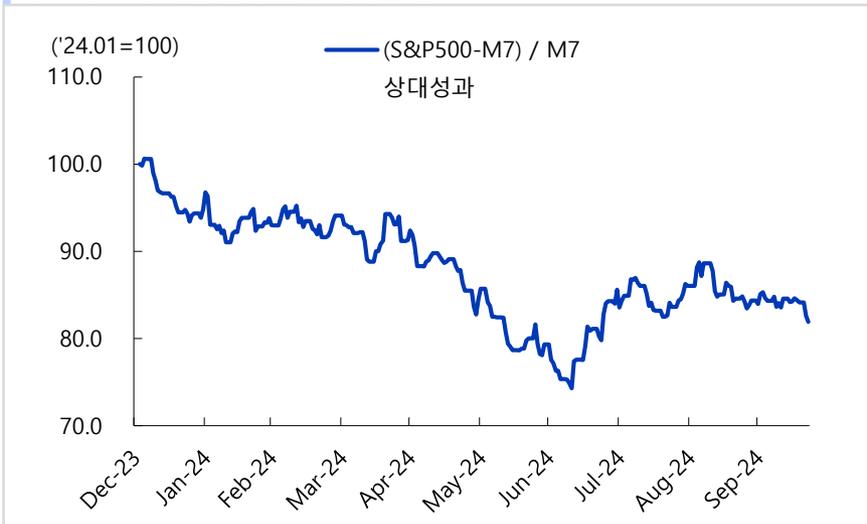
## S&P500 업종



# [미국] M6 주도력 약화

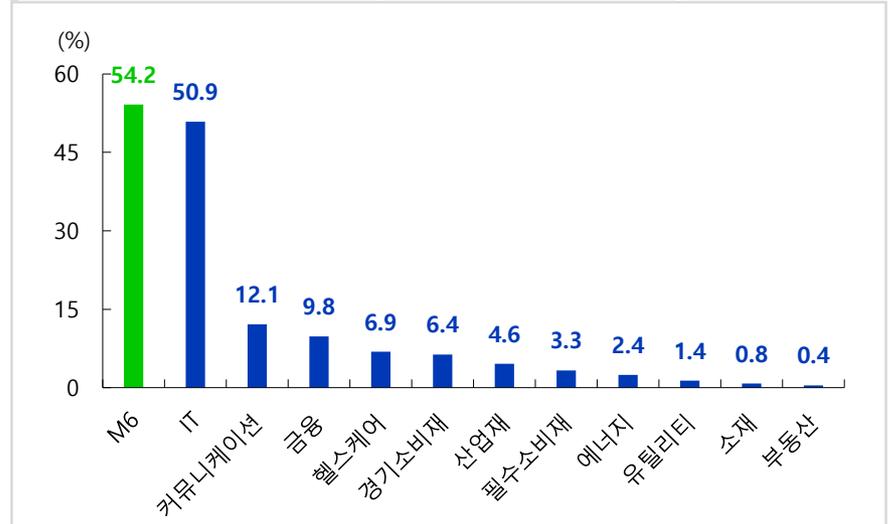
- 2024년 7월 16일까지 S&P500을 이끌어온 주식은 M6.  
**S&P500 시가총액 상승분 중 M6의 기여도는 54.2%**
- '24.01.01 ~ '24.07.16 수익률: 엔비디아 +155.2%, 메타 +38.4%, 구글 +31.7%, 아마존 +27.0%, 애플 +22.0%, 마이크로소프트 +19.5%
- 그러나 이후 M6은 부진한 흐름을 보이며 증시 상승에 기여하지 못하는 중. 오히려 유틸리티, 부동산 관리/개발, 통신서비스, 보험 등 업종들이 상승하면서 주도주 집중이 완화되는 중

## 주도주로의 자금 쏠림은 완화되는 중

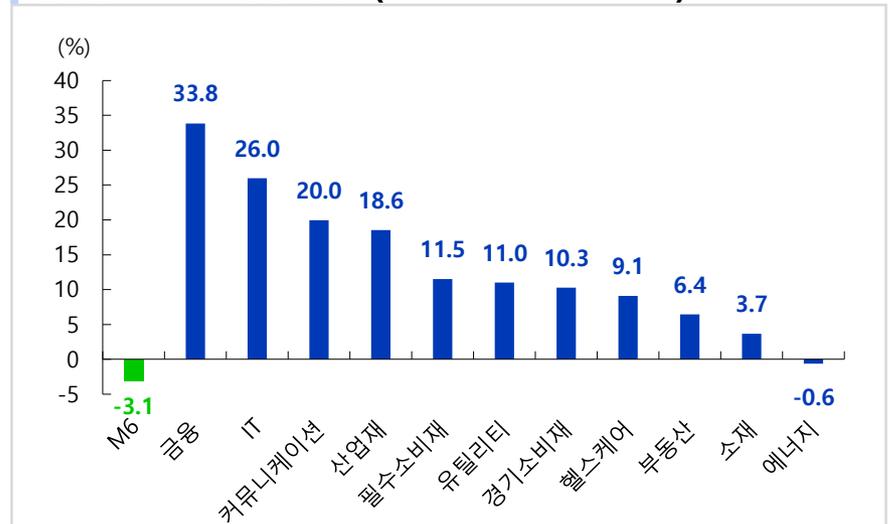


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

## 업종별 S&P500 상승 기여도('24.01.01 ~ '24.07.16)

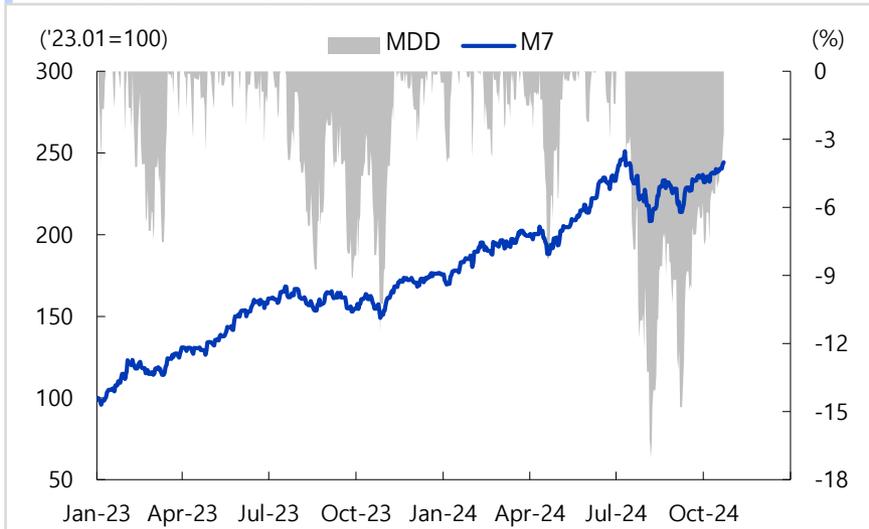


## 업종별 S&P500 상승 기여도('24.07.16 ~ '24.10.18)

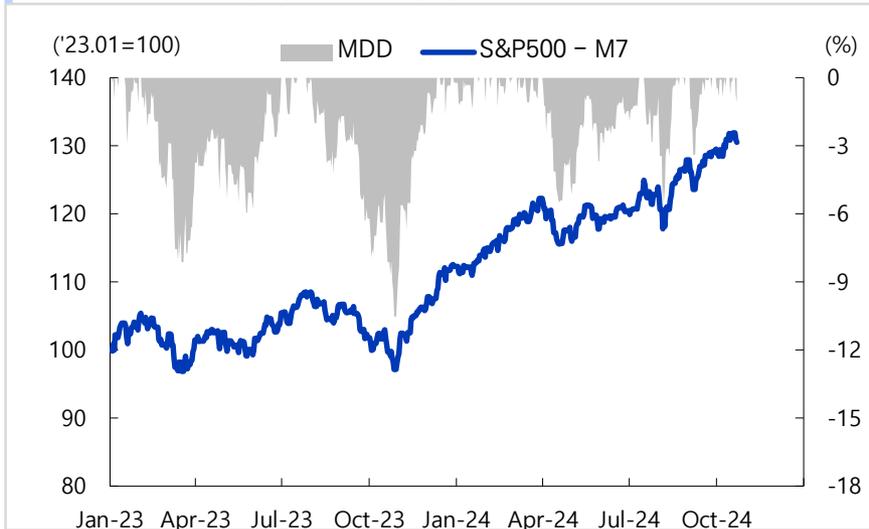


# [미국] S&P500, 소외 업종에 관심을

'M7' 주가 및 MDD 추이



'S&P500 - M7' 주가 및 MDD 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

S&P500, 수급 쓸림은 완화되는 중

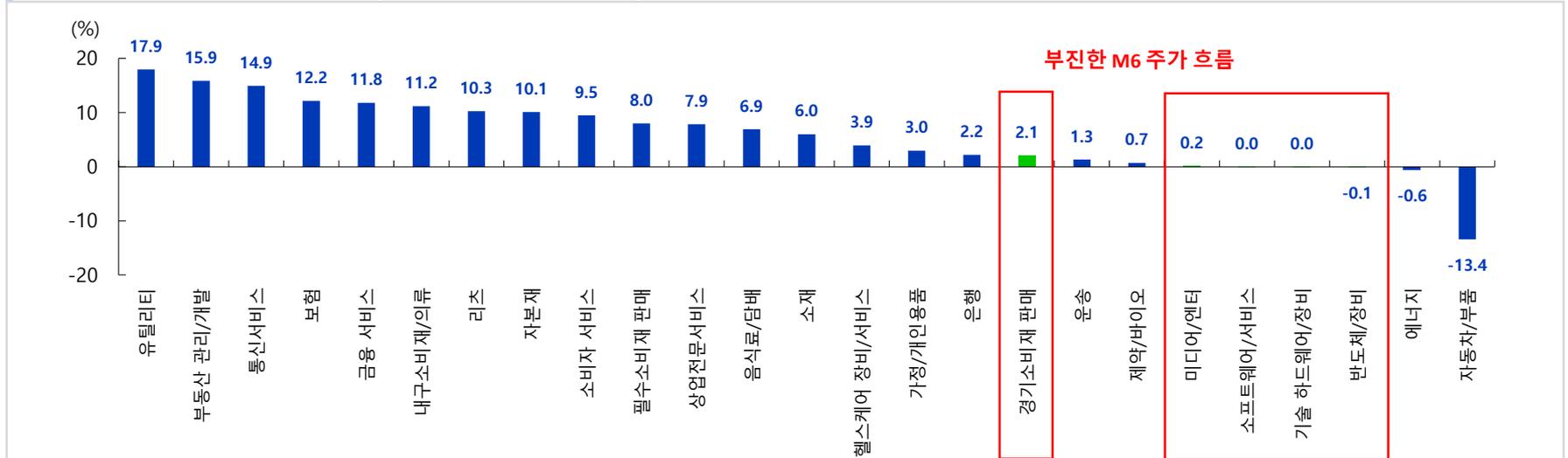
업종	24.01.01 ~ '24.07.16	24.07.17 ~ '24.10.18
S&P500	18.9	3.5
에너지	12.6	-0.6
소재	9.2	6.0
자본재	13.2	10.1
상업전문서비스	12.8	7.9
운송	4.7	1.3
자동차/부품	4.2	-13.4
내구소비재/의류	-11.7	11.2
소비자 서비스	0.7	9.5
<b>경기소비재 판매</b>	<b>21.1</b>	<b>2.1</b>
필수소비재 판매	22.6	8.0
음식료/담배	0.5	6.9
가정/개인용품	8.2	3.0
헬스케어 장비/서비스	4.4	3.9
제약/바이오	15.5	0.7
은행	22.2	2.2
금융 서비스	10.5	1.8
보험	16.7	2.2
<b>소프트웨어/서비스</b>	<b>15.1</b>	<b>0.0</b>
<b>기술 하드웨어/장비</b>	<b>21.3</b>	<b>0.0</b>
<b>반도체/장비</b>	<b>76.5</b>	<b>-0.1</b>
통신서비스	13.0	14.9
<b>미디어/엔터</b>	<b>26.2</b>	<b>0.2</b>
유틸리티	11.2	17.9
리츠	3.9	10.3
부동산 관리/개발	-4.3	15.9
S&P500 아웃퍼폼 업종 수	6	14

# [미국] 주도주 쏠림은 완화 중

S&P500 업종별 시가총액 상승분 ('24.01.01 ~ '24.07.16)



S&P500 업종별 시가총액 상승분 ('24.07.17 ~ '24.10.18)



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

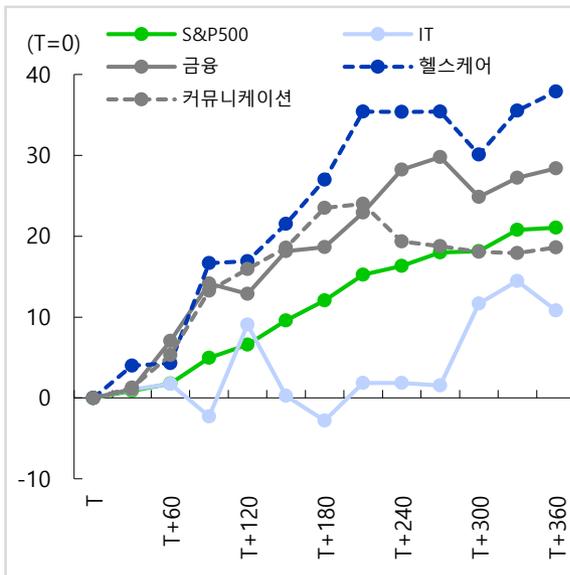
# [미국] 보험성 금리인하 수혜 업종은?

- 과거 3차례의 보험성 금리인하 이후, S&P500보다 주가 모멘텀이 지속적으로 좋았던 업종을 찾아보고자 함
- 보험성 금리인하가 시작(T)된 이후, 11개 구간(+2M, +3M, ..., +12M)별 업종 수익률의 '순위'를 구한 후, '순위' 평균이 높은 업종을 계산
- 주가 모멘텀이 좋았던 업종은 '금융, IT, 헬스케어, 커뮤니케이션서비스' 업종**

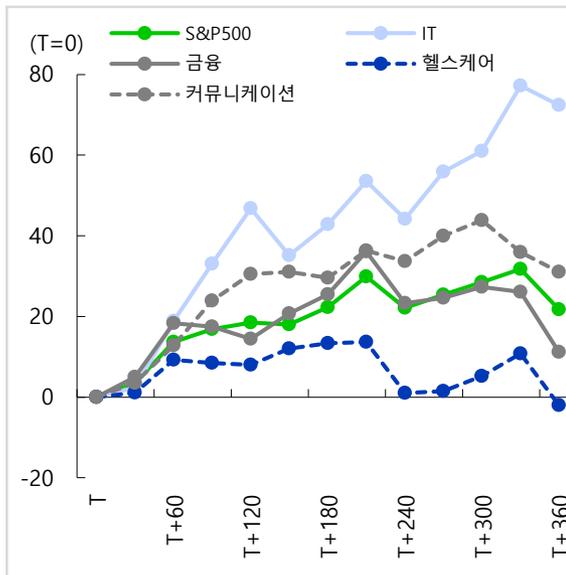
보험성 금리인하, 주가 모멘텀 상위 업종

No	업종	Rank			
		'95년 7월	'98년 9월	'19년 7월	(평균)
1	금융	2	4	4	3.3
2	IT	10	1	1	4.0
3	헬스케어	1	9	3	4.3
4	커뮤니케이션	3	3	9	5.0
5	S&P500	5	5	5	5.0
6	필수소비재	4	7	6	5.7
7	산업재	6	6	8	6.7
8	유틸리티	8	11	2	7.0
9	경기소비재	9	2	11	7.3
10	에너지	7	10	12	9.7
11	소재	11	8	10	9.7

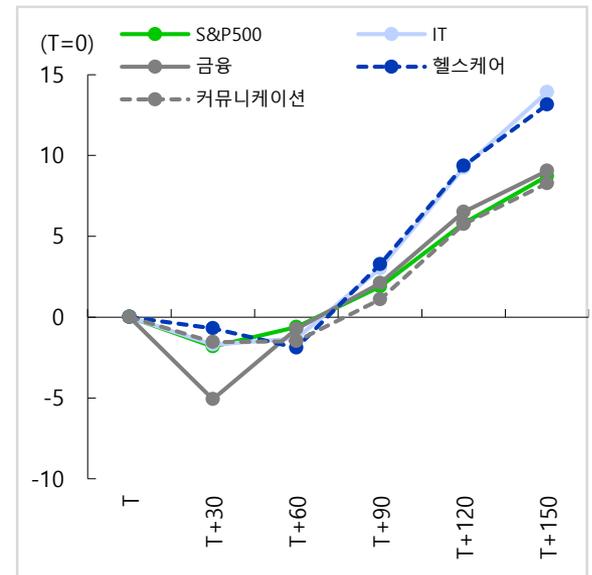
'95년 7월 금리인하 후 업종 수익률 추이



'98년 9월 금리인하 후 업종 수익률 추이



'19년 7월 금리인하 후 업종 수익률 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

# [미국] 보험성 금리인하 시기, 아웃퍼폼 업종은?

보험성 금리인하 이후, S&P500 업종별 구간 수익률

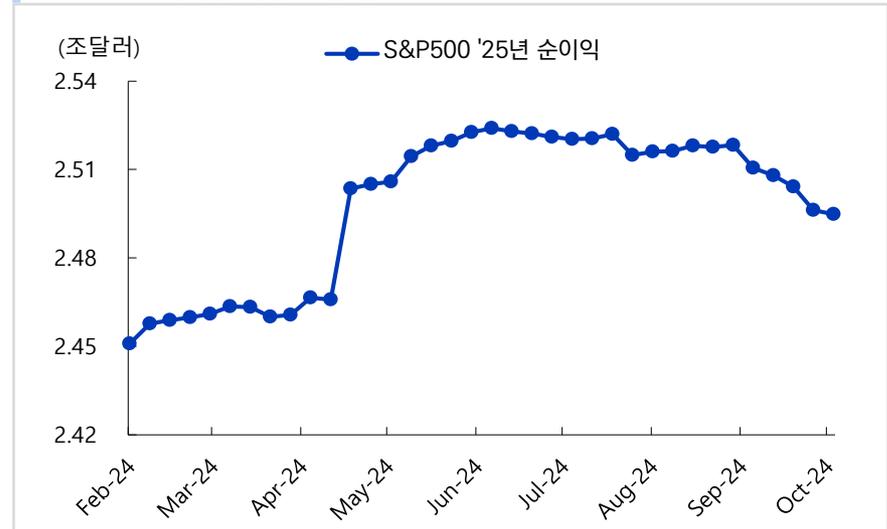
	날짜	S&P500	IT	유틸리티	금융	에너지	산업재	헬스케어	경기소비재	필수소비재	커뮤니케이션	소재
T = '95년 7월	T+30	0.89	1.02	-1.41	1.08	0.81	0.35	3.98	0.39	0.59	1.25	0.07
	T+60	1.78	1.75	-1.74	7.05	-0.06	1.10	4.30	-0.25	-0.35	5.30	-0.69
	T+90	4.96	-2.29	4.61	14.13	1.36	0.68	16.67	-1.90	8.67	13.25	-4.54
	T+120	6.60	9.06	5.75	12.88	0.76	3.11	16.91	-2.39	10.27	15.95	-5.96
	T+150	9.57	0.28	5.65	18.14	5.11	9.44	21.53	1.79	14.29	18.59	-1.26
	T+180	12.05	-2.80	11.36	18.65	11.04	12.70	27.00	3.80	16.61	23.48	-0.25
	T+210	15.25	1.86	12.36	22.92	12.02	15.17	35.41	5.27	19.14	24.00	5.05
	T+240	16.31	1.85	9.46	28.23	11.57	17.13	35.37	7.58	22.51	19.36	4.53
	T+270	18.00	1.55	7.94	29.78	16.75	20.42	35.40	11.67	20.84	18.76	10.38
	T+300	18.16	11.66	5.19	24.86	17.33	21.65	30.10	14.01	19.04	18.08	10.30
T+330	20.78	14.45	5.77	27.24	19.27	23.99	35.53	16.15	25.82	17.90	8.91	
T+360	21.05	10.81	11.06	28.38	20.31	24.16	37.91	13.96	30.62	18.60	3.42	
T = '98년 9월	T+30	3.52	2.38	-2.68	5.01	-2.69	4.14	1.14	6.26	11.22	3.52	-3.32
	T+60	13.66	18.91	1.02	18.33	0.29	12.22	9.28	18.15	18.74	12.82	4.23
	T+90	16.82	33.10	1.81	17.46	-1.84	12.69	8.50	23.01	19.40	23.92	-2.30
	T+120	18.51	46.79	-1.95	14.45	-9.19	12.44	7.97	29.95	13.38	30.51	-3.42
	T+150	18.05	35.16	-6.69	20.76	-11.12	13.64	12.02	32.46	11.06	31.03	-3.16
	T+180	22.29	42.86	-5.44	25.47	1.63	16.88	13.39	38.20	12.85	29.55	-1.12
	T+210	29.91	53.58	-2.34	36.10	11.31	29.71	13.66	47.14	11.10	36.36	17.87
	T+240	22.15	44.20	3.83	23.26	11.52	22.91	0.99	33.45	9.65	33.68	14.48
	T+270	25.38	55.87	2.80	24.58	11.04	27.37	1.46	36.52	6.59	40.01	17.77
	T+300	28.48	61.03	1.64	27.35	13.23	31.37	5.25	38.84	8.91	43.87	17.38
T+330	31.72	77.25	2.99	26.12	20.07	32.07	10.81	38.29	9.07	35.94	18.86	
T+360	21.77	72.39	-6.00	11.17	9.81	23.32	-2.04	28.17	-1.64	31.04	4.99	
T = '19년 7월	T+30	-1.81	-1.70	4.66	-5.07	-8.73	-2.95	-0.69	-1.43	1.64	-1.54	-3.08
	T+60	-0.62	-1.31	8.74	-0.73	-4.76	-0.31	-1.89	-1.54	2.48	-1.48	-0.96
	T+90	1.90	3.01	6.52	2.10	-5.30	1.70	3.27	-0.57	2.37	1.09	0.90
	T+120	5.81	9.23	5.60	6.51	-5.77	5.62	9.36	1.48	3.89	5.74	3.12
	T+150	8.71	13.92	8.25	9.04	-1.62	5.46	13.14	3.97	6.34	8.26	5.19

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

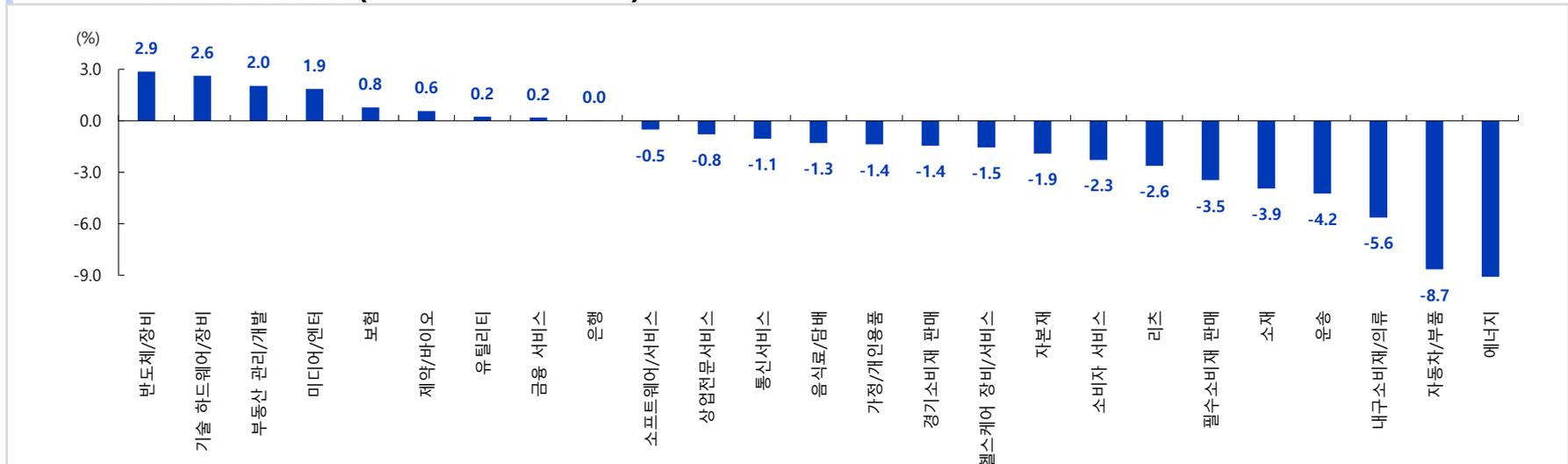
# [미국] 둔화되는 이익, 주변을 봐야할 때

- S&P500은 기존 주도주들의 이익 개선은 지속됨에도 불구하고 이익 모멘텀이 둔화되는 중. 주도주들의 이익 개선이 지속됨에 따라 포트폴리오에서 여전히 가져가야하지만, 최근 쓸림 현상이 완화됨에 따라 주가 모멘텀이 있는 소외주들에게도 관심을 가져야할 것
- 전체적인 이익 둔화에도 불구하고 이익 개선세가 발생되면서 보험성 금리인하 수혜를 받을 수 있는 업종에 집중
- **금융(보험, 금융서비스), 헬스케어(제약/바이오), IT(반도체/장비, 기술 하드웨어/장비), 커뮤니케이션서비스(미디어/엔터)**

S&P500 이익은 하향 조정 중



S&P500 이익 모멘텀 발생 업종 ('24.06.25 ~ '24.10.22)

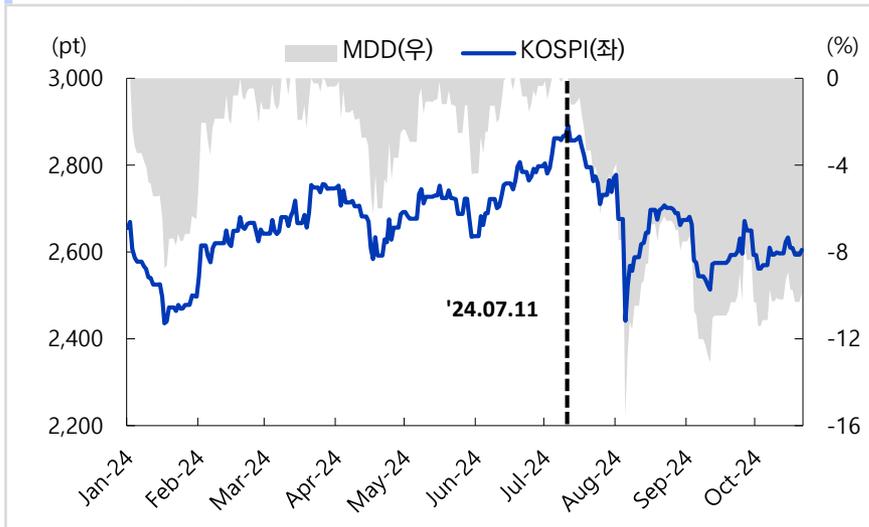


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

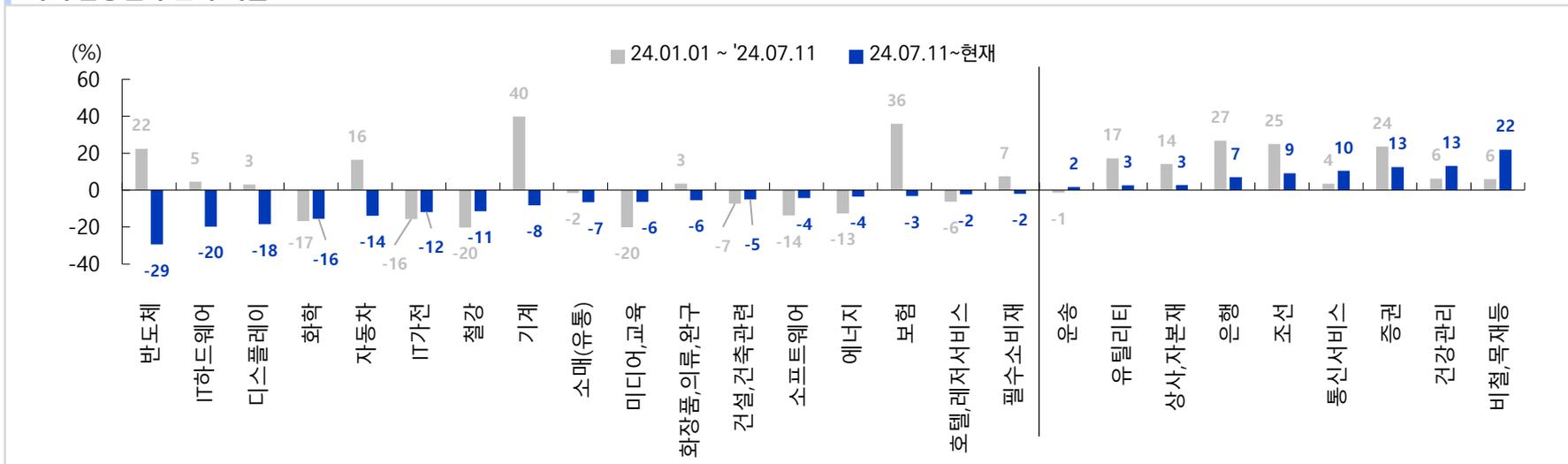
# [한국] 2024년 한국 증시 Review

- KOSPI는 밸류업(보험, 은행, 증권 등)과 이익 개선 업종(기계, 반도체 등)을 중심으로 외국인 수급이 들어오면서 상승했지만, 7월 중순 외국인 매도가 지속되면서 상승 폭을 전부 반납
- '24년 7월 11일 이후, 반도체(-29.4%), IT하드웨어(-19.8%), 디스플레이(-18.4%), 화학(-15.6%), 자동차(-13.9%) 업종을 중심으로 하락
- 연초 이후 상승한 업종은 26개 업종 중 단 12개 업종 뿐
- 연초 이후 수익률: 증권 +39.1%, 조선 +36.3%, 은행 +35.8%

KOSPI 주가 및 MDD



국내 업종별 구간 수익률

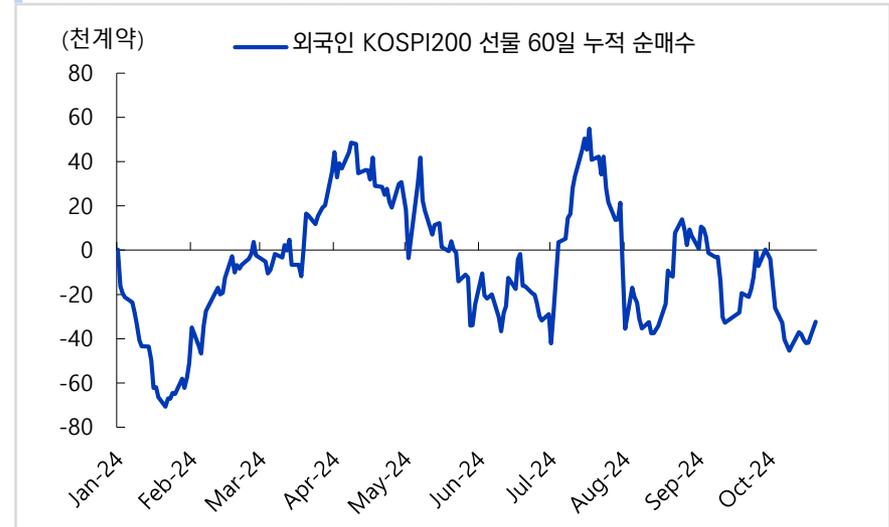


자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터

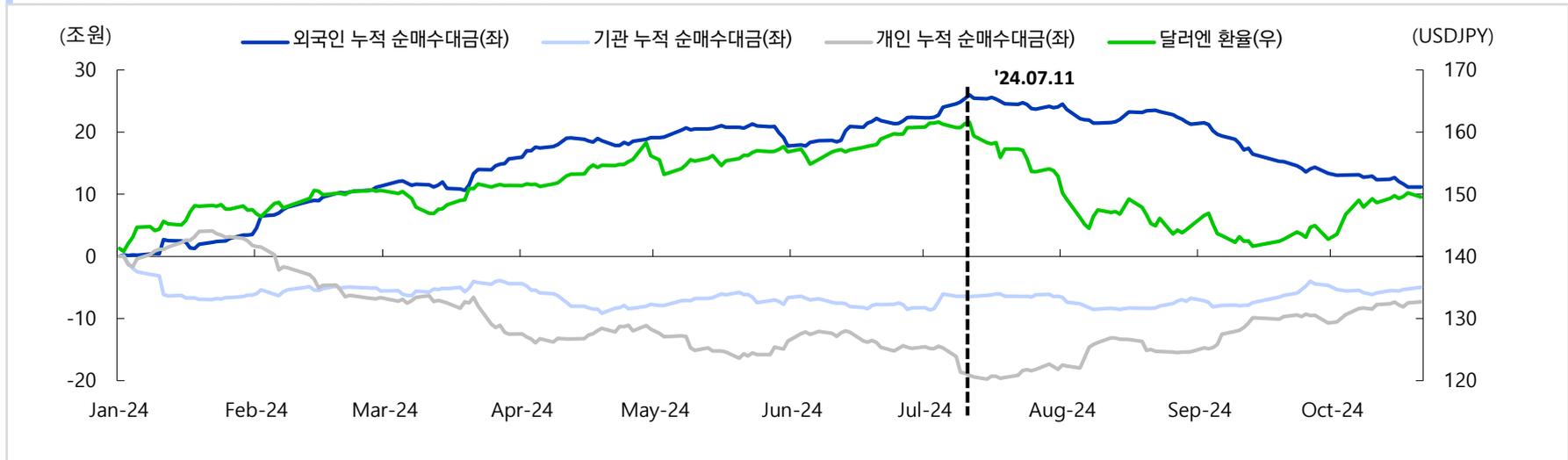
# [한국] 외국인 매도세는 언제까지 지속될까

- 외국인은 연초 이후 '24년 7월 11일까지 KOSPI를 26.0조 원을 매수했지만, 엔화 강세가 시작된 이후 지속적으로 매도하기 시작
- 업종별 순매도 금액이 큰 업종은 반도체(17.6조원), 화학(7,608억원), 자동차(6,527억원), 소프트웨어(3,522억원), 건설/건축(1,794억원)
- '24년 6월까지 KOSPI 수익률과 상관성이 높았던 외국인 선물 수급의 변동성은 소폭 낮아진 상황

외국인 KOSPI200 선물 누적 순매수 추이



투자주체별 KOSPI 누적 순매수 및 달러엔 환율 추이

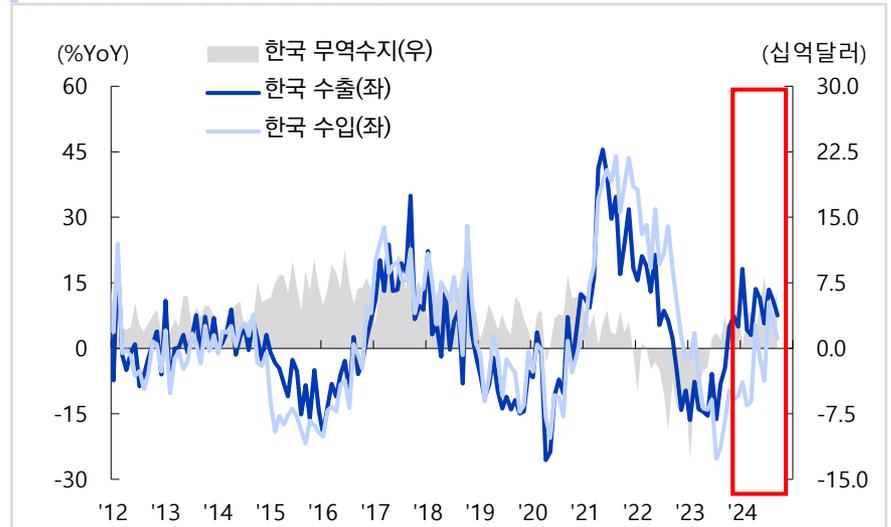


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

# [한국] 수출 모멘텀 부진으로 이익 전망도 약해지는 중

- 국내 내수 회복은 제한적인 상황에서 수출 증가세도 점차 둔화될 것으로 예상
- 반도체, 자동차로 버텨오던 국내 증시 이익 컨센서스는 '24년 8월을 기점으로 점차 하락하기 시작
- KOSPI '25년 영업이익 컨센서스는 8월 242.5억원, 9월 235.6억원, 228.9억원으로, 3Q24 실적 프리뷰 시즌을 거치며 하락하는 중
- 수출 모멘텀 둔화와 내수의 제한적인 회복으로 이익 모멘텀 개선까지 시간이 걸릴 것으로 예상

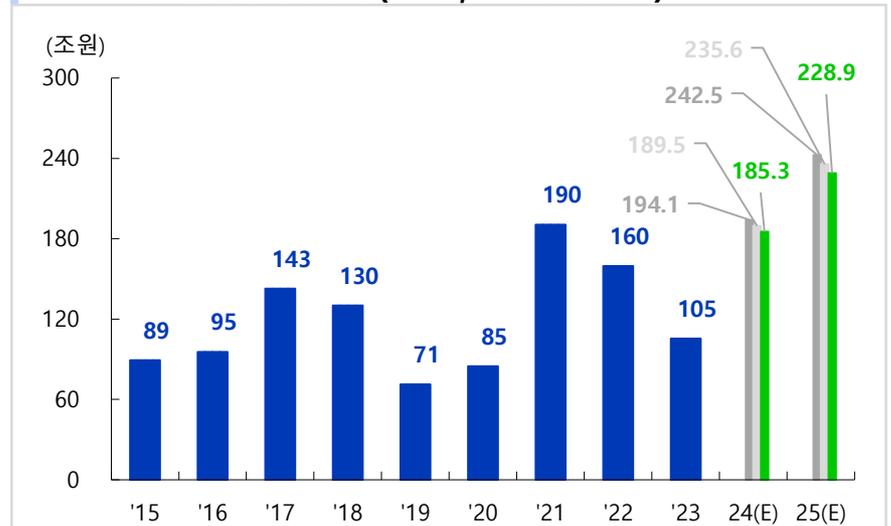
## 국내 수출 모멘텀은 둔화되는 중



## 점차 감소하는 국내 이익 컨센서스

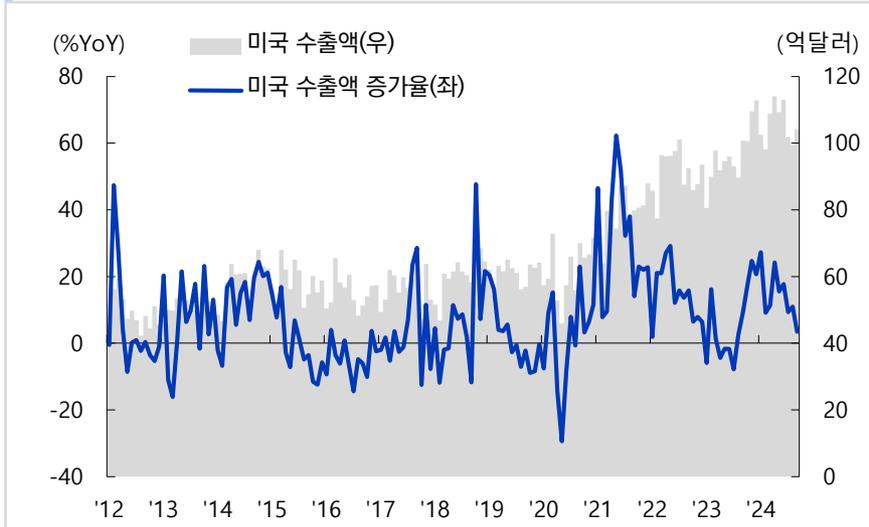


## KOSPI 연도별 영업이익 추이 ('24년, '25년 컨센서스)

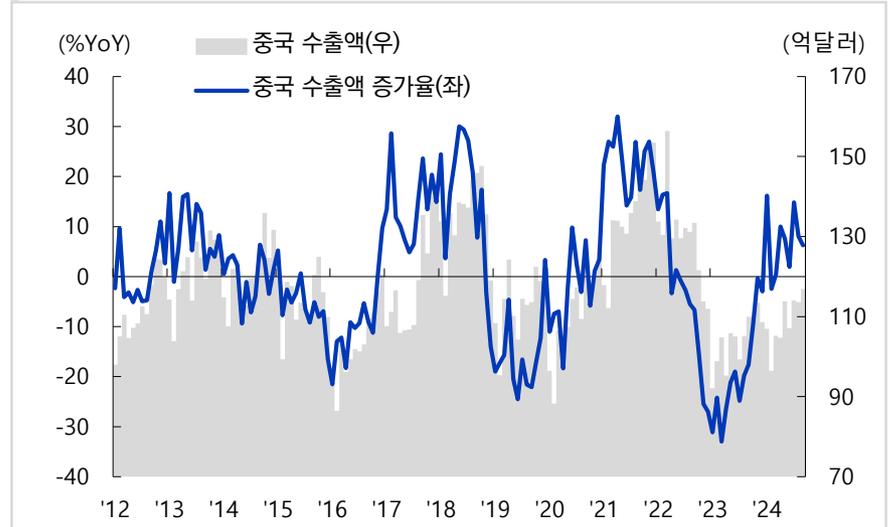


# [한국] 주요 국가/경제권 수출액 추이

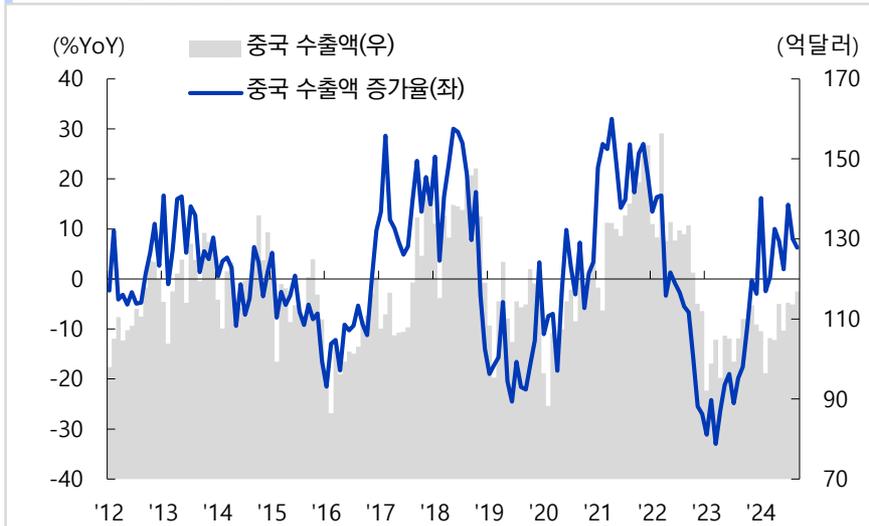
미국향 수출액 추이



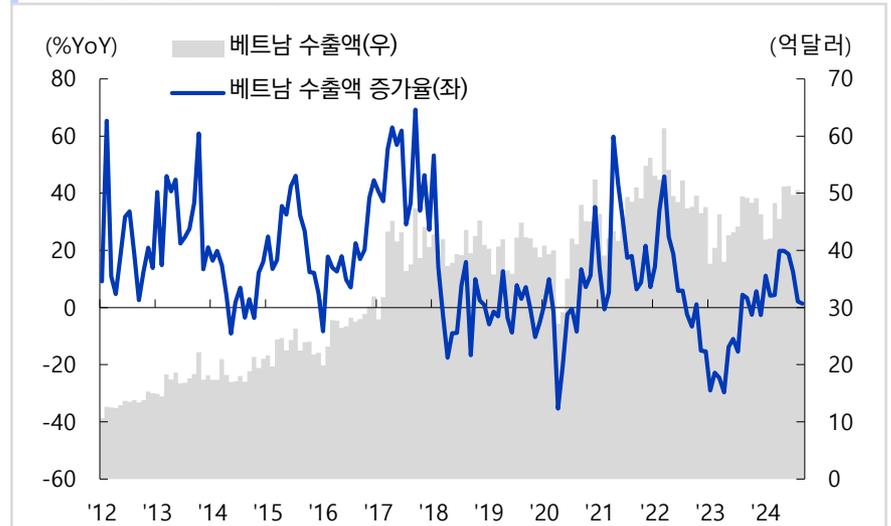
중국향 수출액 추이



EU향 수출액 추이



베트남향 수출액 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

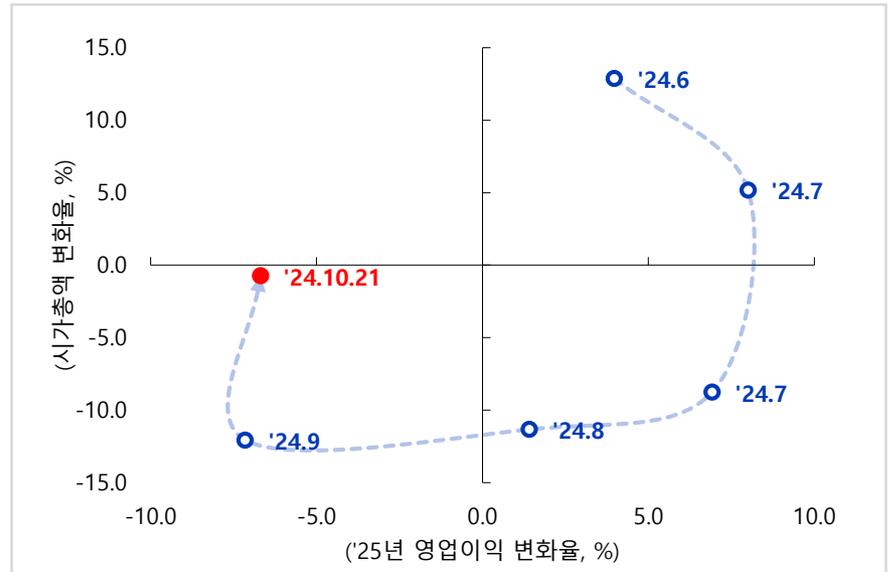
# [한국] 이익 & 가격 모멘텀으로 상승 여력 살펴보기

- 업종별 '이익 모멘텀'과 '가격 모멘텀'을 바탕으로 추가 상승 모멘텀을 확인해보고자 함
- X축을 '이익 모멘텀('25년 영업이익 컨센서스 변화율)'으로, Y축을 '가격 모멘텀(시가총액 변화율)'으로 설정. 사분면의 4개 구역 중 '1사분면'과 '4사분면'에 들어가는 업종이 많을수록 향후 증시 모멘텀을 기대할 수 있음
- 반도체 업종의 이익과 가격 모멘텀 추이를 살펴보면, 1사분면(상승 모멘텀 지속 기대) → 4사분면(반등 기대) → 2사분면(모멘텀 부재)로 변화하는 것을 볼 수 있음. 이는 반도체 업종 이익 개선에 애널리스트들이 동의하며 상승 모멘텀을 받았지만(1사분면), 점차 이후 주가 모멘텀이 약해지게 됨(4사분면). 만약 이익 모멘텀이 꺾이지 않았다면 다시 주가가 반등하며 다시 1사분면으로 진입이 가능하지만, 이익 모멘텀이 꺾이며 현재 모멘텀이 부진한 상황(2사분면)

## 이익&가격 모멘텀 모형

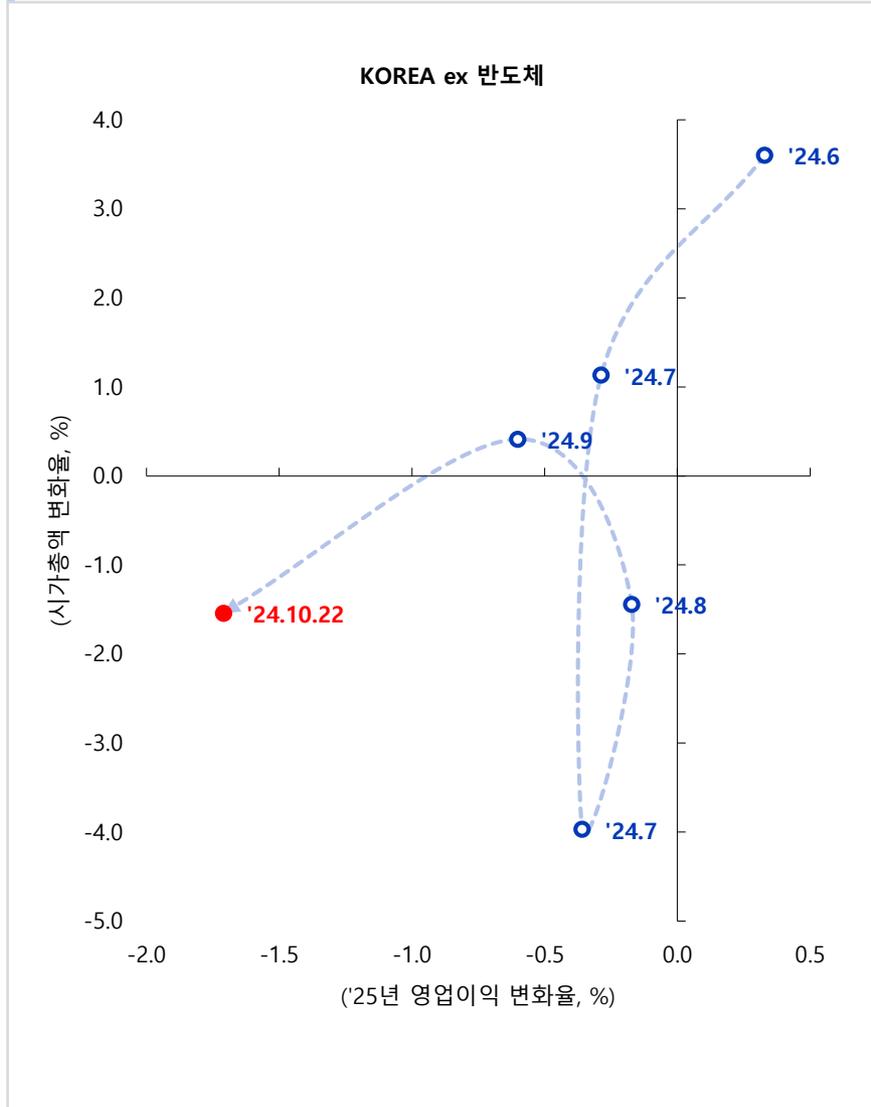


## 반도체 업종 - 이익&가격 모멘텀 추이 (사분면 변화: 1 → 4 → 2)

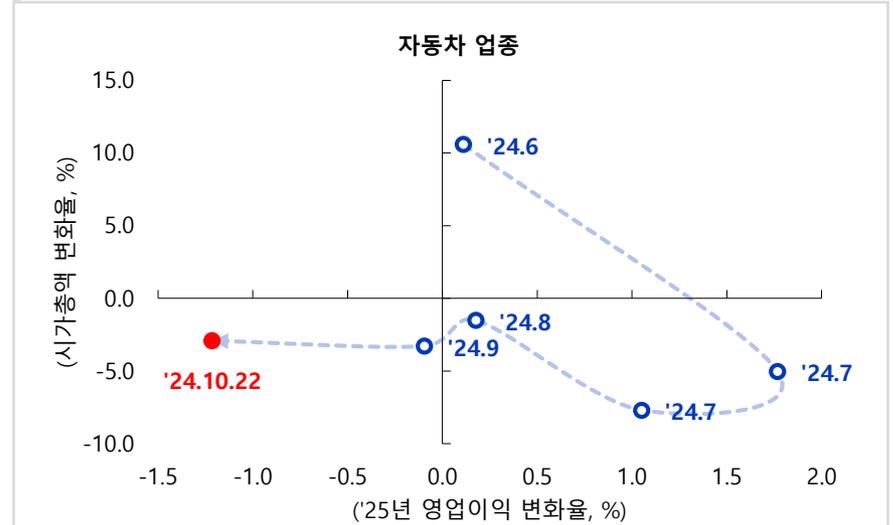


# 국내 상장기업 - 이익&가격 모멘텀 추이

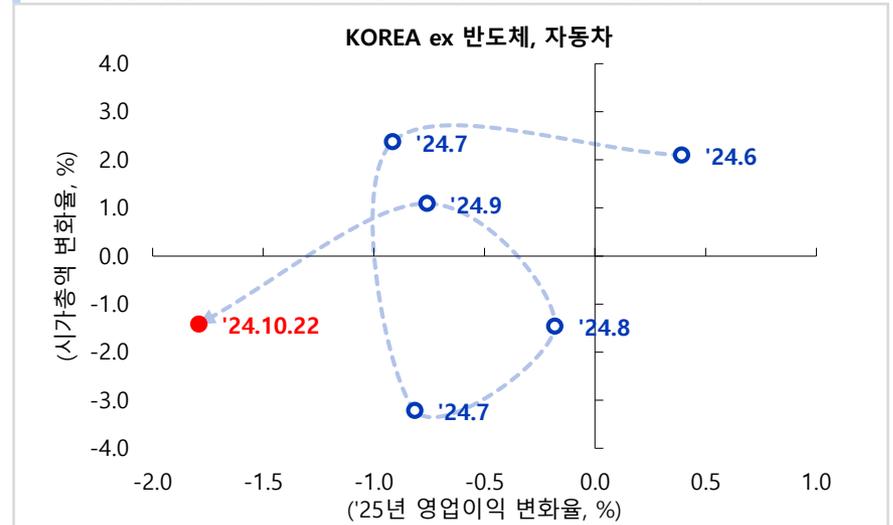
국내 상장기업 ex 반도체 - 이익&가격 모멘텀 추이



자동차 업종 - 이익&가격 모멘텀 추이



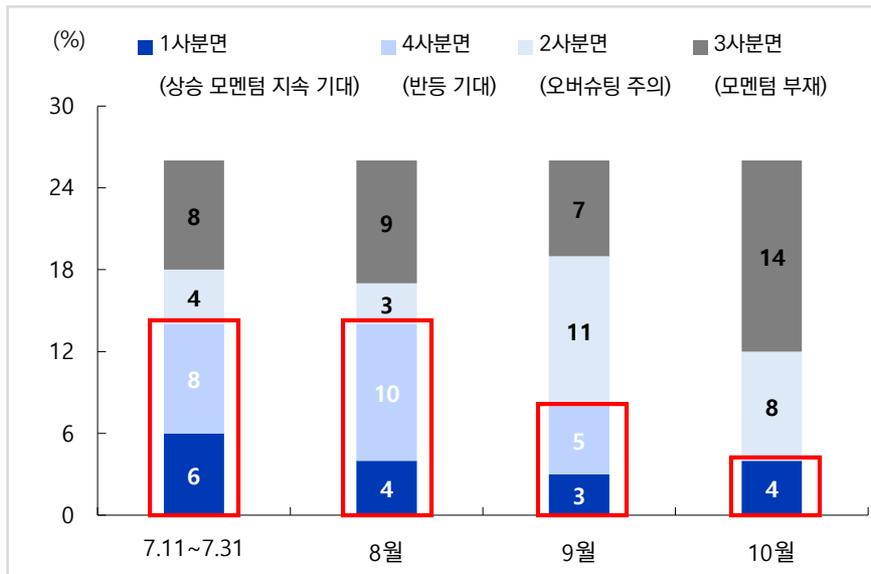
국내 상장기업 ex 반도체&자동차 - 이익&가격 모멘텀 추이



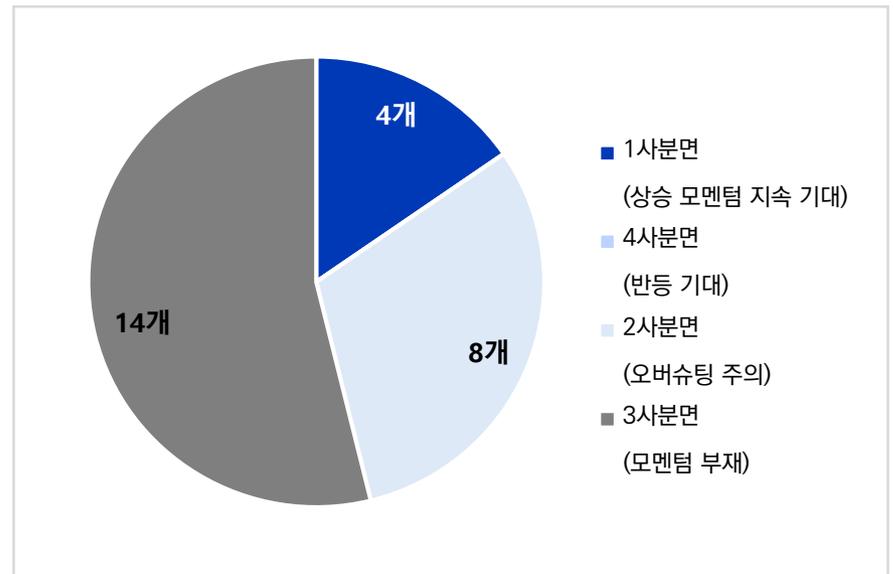
# [한국] 국내 증시 상승 모멘텀은 둔화 중

- 국내 증시가 하락하기 시작한 '24년 7월 11일 이후 '이익&가격 모멘텀'을 보면 전체적으로 추가 상승 모멘텀이 사라지는 것을 확인할 수 있음
- 아직 이익 모멘텀이 있어 반등이 기대되는 업종(4사분면)이 점차 사라지고 있는 중
- 모멘텀 부재(3사분면) 업종은 9월 7개에서 10월에 14개로 상승
- 현재 모멘텀이 있는 업종은 4개
- 증권, 통신서비스(1사분면 지속 업종), 조선(4사분면 → 1사분면), 기계(2사분면 → 1사분면)

**KOSPI 하락기, 업종별 이익&가격 모멘텀(4사분면) 분포**



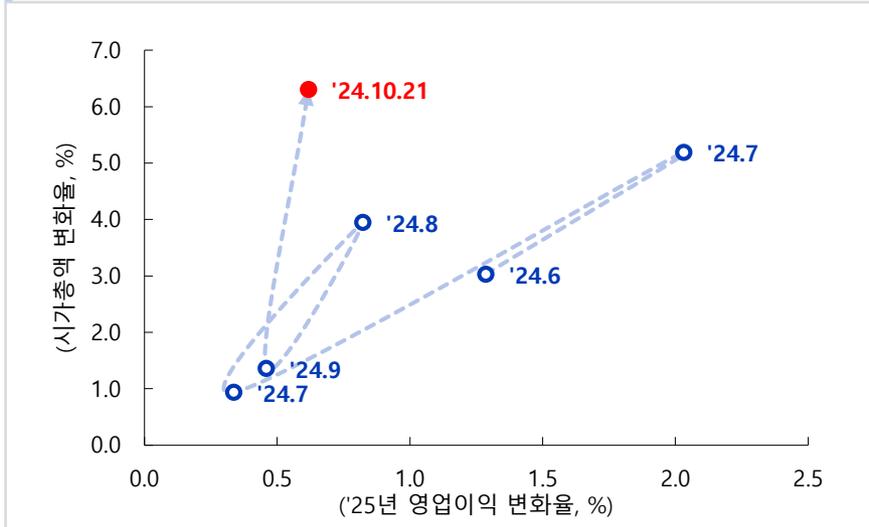
**10월, 업종별 이익&가격 모멘텀(4사분면) 분포**



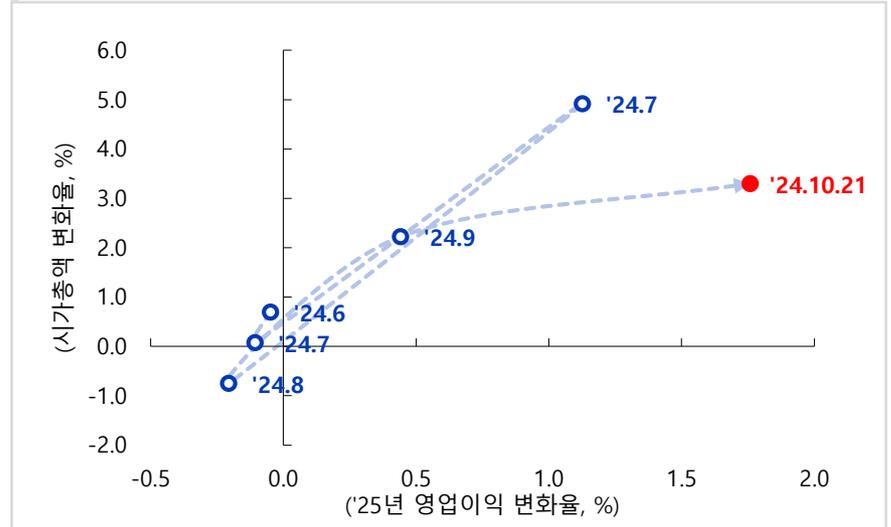
자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터

# [한국] 10월, 상승 모멘텀 지속 기대(1사분면) 업종

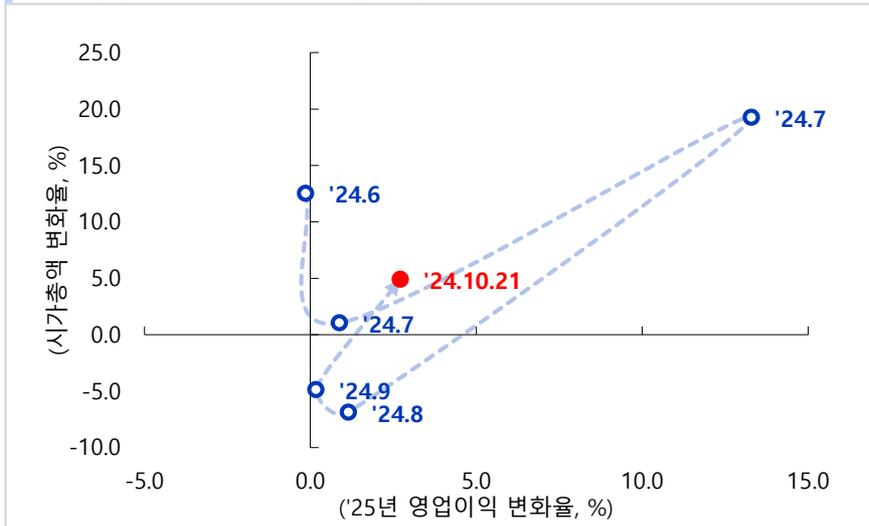
증권 업종 - 이익&가격 모멘텀



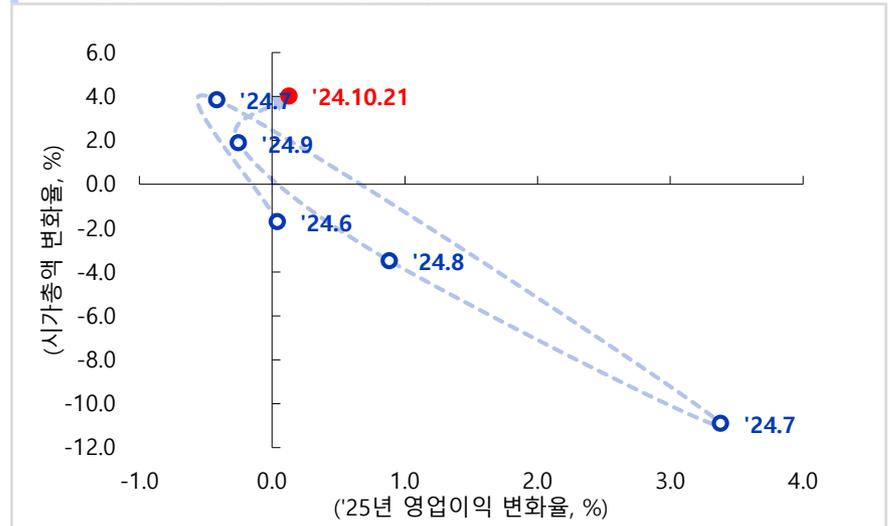
통신서비스 업종 - 이익&가격 모멘텀 추이



조선 업종 - 이익&가격 모멘텀 추이



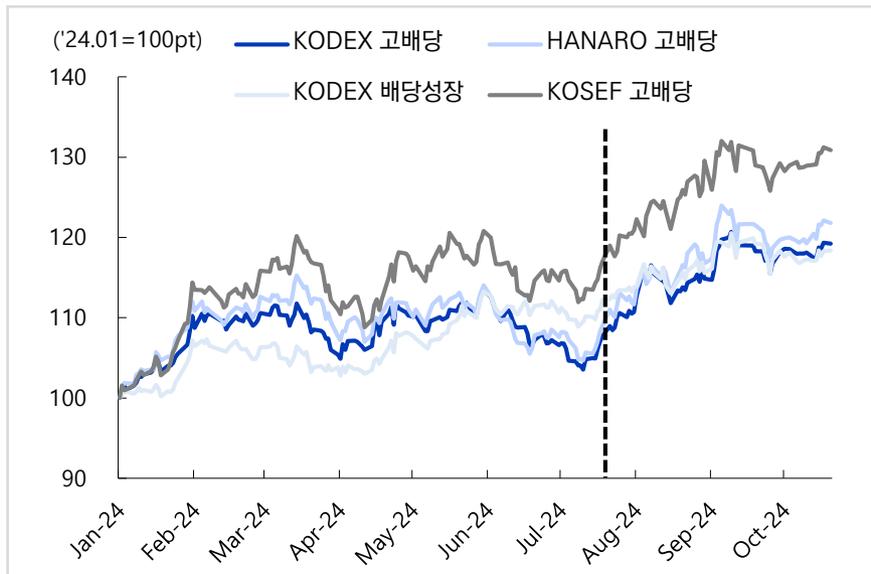
기계 업종 - 이익&가격 모멘텀 추이



# [한국] 고배당(HD), 로우볼(LW) 선호. 하방 리스크를 줄여야 할 시기

- 현재 국내 증시는 모멘텀이 부진한 상황으로, 당분간은 수익률 상승을 소폭 포기하더라도 하방 리스크를 줄여야 할 시기라고 판단
- 그동안 국내 증시를 이끌어온 외국인 수급의 부재와 수출&이익 모멘텀이 부진해 상승 모멘텀이 제한적인 상황. 주도 업종이 부재한 상황에서 고배당과 로우볼의 상대성이가 좋은 모습
- KOSPI는 당분간 박스권을 이어갈 것으로 예상되기에 '고배당'과 '로우볼' 비중 확대 권고
- KODEX 고배당 ETF 상대성과: 7월(11~31) +6.8%p, 8월 4.4%p, 9월 +2.5%p, 10월 +3.65%p
- TIGER 로우볼 ETF 상대성과: 7월(11~31) +5.5%p, 8월 4.0%p, 9월 +2.9%p, 10월 +1.6%p

주요 고배당 ETF 상대주가 추이



주요 로우볼 ETF 상대주가 추이



자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터  
주: BM은 KOSPI

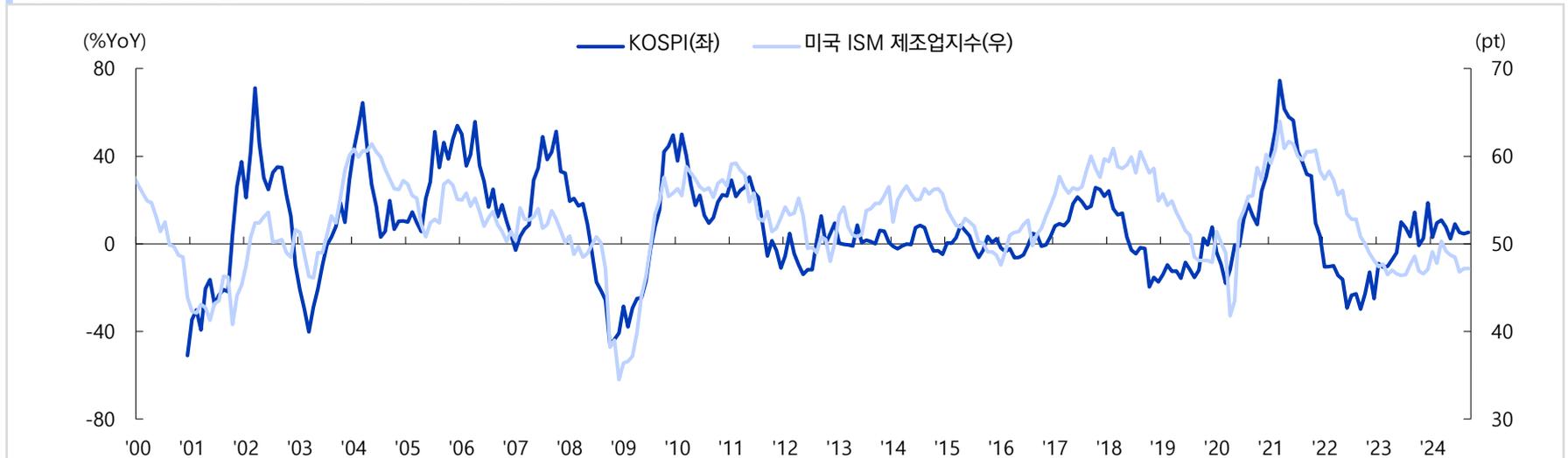
# [한국] KOSPI 상승, 미국 제조업에 집중

- KOSPI는 미국 ISM 제조업지수와 높은 상관성을 가짐. 그러나 '22년 말 ~ '23년 상반기에 다소 상관계수가 낮아져 KOSPI 매수 시그널로 사용하기 힘들었음
- 최근 두 지표간 상관계수가 높아져 KOSPI 매수 시그널로 미국 ISM 제조업지수를 중요하게 봐야할 시점으로 판단. 미국 ISM 제조업지수를 선행하는 '신규수주지수-재고지수'를 관심있게 봐야함
- 미국 제조업 회복에 따라 베타가 큰 경기민감주를 포트폴리오 내 비중 확대할 것을 권고

신규주문 - 재고는 제조업 지수에 선행



높은 상관성을 가지는 KOSPI와 미국 ISM 제조업 지수



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

이 페이지는 편집상 공백입니다.

# IV. Appendix

: 주요 이벤트 및 통화정책 일정

## [Appendix] 2025년 주요 이벤트 및 통화정책 일정

### 2025년 주요 이벤트 및 통화정책 일정

1월	2월	3월	4월
<ul style="list-style-type: none"> <li>• CES (7일)</li> <li>• WEF 다보스 포럼 (20일)</li> <li>• BOJ (24일)</li> <li>• FOMC (29일)</li> <li>• ECB (30일)</li> <li>• BOK 금통위 (미정)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• MSCI 분기 리뷰 (11일)</li> <li>• MWC (26일)</li> <li>• BOK 금통위 (미정)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ECB (6일)</li> <li>• BOJ (19일)</li> <li>• FOMC (19일)</li> <li>• OECD 경제전망 (미정)</li> <li>• FTSE 반기 리뷰 (미정)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ECB (17일)</li> <li>• BOK 금통위 (미정)</li> <li>• IMF 경제전망 발표 (미정)</li> </ul>
5월	6월	7월	8월
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 영국 지방선거 (1일)</li> <li>• BOJ (1일)</li> <li>• FOMC (7일)</li> <li>• MSCI 분기 리뷰 (13일)</li> <li>• BOK 금통위 (미정)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ECB (5일)</li> <li>• BOJ (17일)</li> <li>• FOMC (18일)</li> <li>• NATO 정상회담 (24일)</li> <li>• OECD 경제전망 (미정)</li> <li>• G7 정상회담 (미정)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ECB (24일)</li> <li>• 일본 참의원 선거(27일)</li> <li>• FOMC (30일)</li> <li>• BOJ (31일)</li> <li>• BOK 금통위 (미정)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• MSCI 분기 리뷰 (12일)</li> <li>• BOK 금통위 (미정)</li> <li>• 잭슨홀 심포지엄 (미정)</li> </ul>
9월	10월	11월	12월
<ul style="list-style-type: none"> <li>• IFA (5일)</li> <li>• UN 정상회담 (9일)</li> <li>• ECB (11일)</li> <li>• FOMC (17일)</li> <li>• BOJ (19일)</li> <li>• 호주 연방선거(27일)</li> <li>• 독일 총선 (28일)</li> <li>• FTSE 반기 리뷰 (미정)</li> <li>• OECD 경제전망 (미정)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• FOMC (29일)</li> <li>• ECB (30일)</li> <li>• BOJ (30일)</li> <li>• BOK 금통위 (미정)</li> <li>• IMF 경제전망 발표 (미정)</li> <li>• APEC 정상회담 (미정)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 미국 주지사 선거(4일)</li> <li>• MSCI 분기 리뷰 (5일)</li> <li>• UN 기후변화회의 (10일)</li> <li>• BOK 금통위 (미정)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• FOMC (10일)</li> <li>• ECB (18일)</li> <li>• BOJ (19일)</li> <li>• OECD 경제전망 (미정)</li> </ul>

자료: 교보증권 리서치센터  
주: 현지시간 기준



# 감사합니다.

## ■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

## ■ 투자이견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자\_2024.03.29

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	96.0%	3.3%	0.7%	0.0%

### [업종 투자이견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대  
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

### [기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상  
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우  
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하