

2024년 05월 21일

키움증권 리서치센터 | 투자전략팀

2024년 하반기 금융시장 전망:

## 비포장도로

경제 김유미 helloym@kiwoom.com

주식전략 한지영 hedge0301@kiwoom.com

채권전략/ESG 안예하 yhahn@kiwoom.com

디지털자산/원자재 심수빈 sb.shim@kiwoom.com

시황/투자전략 김지현 jeehyun12@kiwoom.com

RA 조재환 idirection@kiwoom.com

RA 이현수 hslee@kiwoom.com



# Contents

Summary .....	p.3
I. 경제/FX : 6개의 질의응답으로 보는 하반기 매크로 .....	p.5
II. 전략 : Mixed Market Color .....	p.43
III. 시황 : 대중국 견제의 두가지 축, 관세 인상과 전략산업 지원 .....	p.70
IV. 채권 : 하반기 채권시장 리스크, 미 대선 .....	p.104
V. 원자재 : 상방 리스크는 유효, 인플레 우려는 제한 .....	p.133

## Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견 이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하 는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

# Summary

## I. 경제 / FX: 6개의 질의응답으로 보는 하반기 매크로

- 2024년 한국 경제성장률 2.5%로 상향조정, 하반기 후반으로 갈수록 성장 모멘텀은 둔화되나 내수 부진을 수출의 완만한 증가세가 완충해주는 흐름 전망. 미국 주도의 경제 성장 흐름이 유효한 가운데 단기적으로 중국과 유로존의 경기 모멘텀 개선되나 과거에 비해 회복 강도는 제한적 임에 따라 수출 회복의 전체적인 매기 확산도 이전에 비해 약할 것으로 예상
- 하반기 두 차례 정도의 미국 정책금리 인하 전망 하에 달러/원 환율은 완만한 U자형 경로를 보일 것으로 예상하며 2,3분기 점진적 하락 이후 4분기 미국 대선 불확실성 등에 반등할 것으로 예상

## II. 전략: Mixed Market Color

- 하반기 코스피 밴드 2,500~3,000pt로 제시. 연준의 금리인하 사이클 돌입, 기업 실적 모멘텀 지속, 외국인 순매수 유지 등이 예상되는 3분기가 레벨업 장세로 보이며, '25년 이후 이익 전망 불확실성, 11월 미국 대선, 12월 FOMC 이후 연준의 금리인하 중단 시점을 둘러싼 불확실성 등이 대기하고 있는 4분기는 변동성 장세로 예상
- 주도 업종은 반도체, 주도 테마는 주요국 정부의 정책 수혜를 받는 신재생, 원전, 기업 밸류업으로 제시. 분기별 대응 업종으로 3분기 자동차, 철강, 기계(중국 경기 반등, AI 수혜, 환율 효과 등), 4분기 바이오, 플랫폼, IT 하드웨어, 가전(금리 레벨 다운, 실적 모멘텀 등)을 제시

## III. 시황: 대중국 견제의 두가지 축, 관세 인상과 전략산업 지원

- 미국 대선, 핵심 변수는 물가 안정. 최근 두 후보 모두 대선 앞두고 대중국 정책에 있어 관세 부과 기조 동일, 물가를 자극하지 않는 선에서 이루어질 가능성 높아 자동차, 반도체, 제약바이오 등 전략산업의 국내 영향은 제한적. 물가 안정을 위한 에너지 공급 확대 및 인프라 현대화 기조 역시 초당파적으로 IRA 정책 변화 노이즈 존재하나 우려는 과도. 국내 신재생, 전력기기 섹터 관련 트럼프 당선시 전력망 효율화, 바이든 당선시 전력망 추가수요 확대 전망
- 유럽 정책 업데이트, 하반기 금리인하 시 미국 외 지역, 특히 유럽 입법 및 투자 모멘텀 가속화 전망. 1) 미국의 관세부과 동조 위해서는 역내 제조 역량 육성 선행될 필요, 2) 경기회복 및 해외투자 유치 위해서는 전력단가 낮출 필요. 유럽 6월 의회선거 극우정당 득세 예상 및 올해 하반기 유럽판 IRA 탄소중립산업법(NZIA) 시행 예정으로, 관심 업종으로 원전 기자재(원자로설계, 발전소 정비, 계측기 등) 제시

## IV. 채권: 하반기 채권시장 리스크, 미 대선

- 하반기 채권시장은 지연되는 미 연준의 금리 인하 시기에 따라 3분기까지 변동성이 높은 장세 이어지다 4분기 들어서는 금리 인하 단행과 함께 소폭 하락 압력을 받을 것으로 전망. 미 연준 9, 12월 연내 2회 인하, 한국은행 10월 첫 금리 인하 단행 전망. 한국 내수 부진과 물가 둔화 흐름 고려할 때 10, 11월 연속 금리 인하 가능성 배제할 수 없음
- 한편 하반기 중 채권시장에 미칠 주요 이벤트로는 미 대선이 있음. DKW 모델을 통해 과거 미 대선 전후의 금리 변화 요인을 점검해본 결과, 점차 채권시장은 미국 재정정책 영향력을 크게 받을 것으로 평가. 특히 현재 금리 레벨이 금리 인하를 일부 반영한 수준이라고 평가한다면, 2024년 연말 이후 금리의 방향성은 단기금리보다는 기대인플레이와 기간프리미엄의 영향력이 커질 것으로 평가. 대선 이후 정책 변화가 기대물가를 자극시킬 수 있는지에 주목할 필요.

## V. 원자재: 상방 리스크는 유효, 인플레이 우려는 제한

- 수요에 대한 긍정적인 전망과 전반적으로 낮은 원자재 재고 수준을 고려하면 원자재 시장은 공급 이슈에 민감한 흐름 이어갈 가능성이 높아 보임. 이에 원자재 가격이 연중 고점을 넘어설 가능성 열어둘 필요가 있어 보이며 이는 인플레이 우려를 자극할 수 있음. 다만, 이는 일시적인 급등에 그칠 것으로 전망. 최근 원자재 가격의 상승 요인 중 하나가 미 연준의 금리 인하 기대였던 만큼 물가 우려 시 미 연준의 통화정책에 대한 경계감이 원자재 가격의 상승폭을 낮출 것으로 보이기 때문
- 특히 유가는 헤드라인 물가에 영향을 줄 수 있다는 점에서 흐름이 중요할 것으로 보이나, 실질적인 공급 차질이 부재하다면 유가가 배럴당 \$95선(WTI 기준)을 상회할 가능성은 낮아 보임. 이 경우 유가 상승이 미국의 물가에 미치는 영향도 제한. 만약 미 연준의 금리 인하가 가시화된다면 지정학적 불안의 지속, 하반기 미 대선을 앞둔 정책 수혜, 실제 공급 차질 등으로 귀금속이나 비철금속이 상대적 강세를 보일 것으로 전망



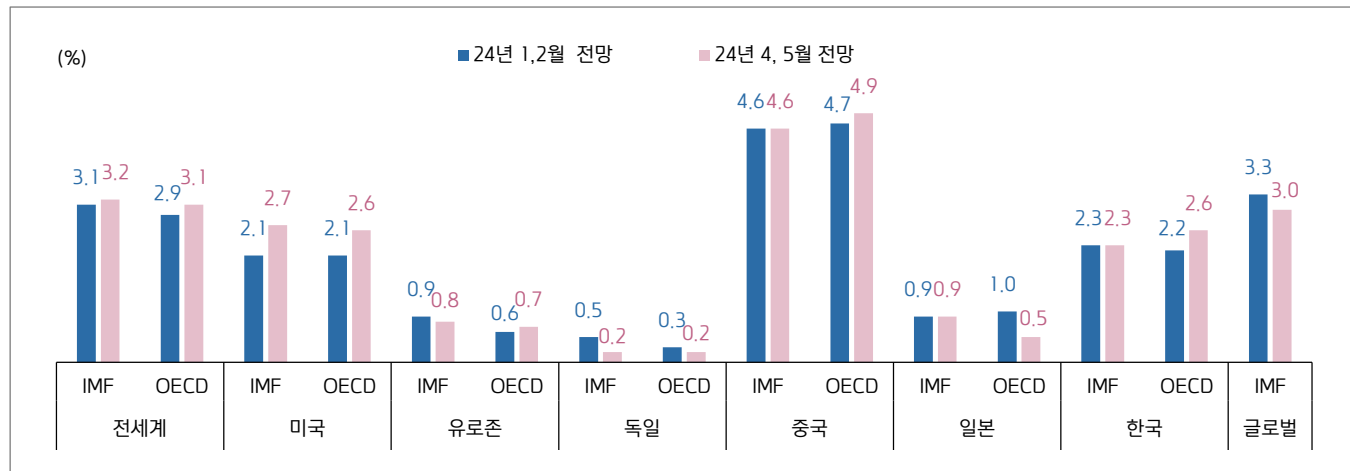
# I. 경제 / FX:

6개의 질의응답으로 보는 하반기 매크로



- ▶ IMF와 OECD 2024년 경제성장률 전망치는 일부 국가를 제외하면 대체로 연초 대비 상향 조정  
특히, 미국 경제성장률 전망치가 큰 폭 상향 조정되며 글로벌 경제 성장을 주도  
- 반면, 독일은 예상보다 더딘 경기 회복에 전망치 하향 조정
- ▶ IMF 전망(4월)에 비해 OECD 전망(5월)은 글로벌 경제나 한국, 중국에 대해 긍정적으로 전망  
- 한국 전망치는 대미국 수요를 통한 수출 호조 등을 반영해 OECD 전망치를 중심으로 상향 조정됨  
중국 전망치는 2분기 들어 지표 바닥 인식 및 부양 정책 등에 긍정적으로 전망됨.

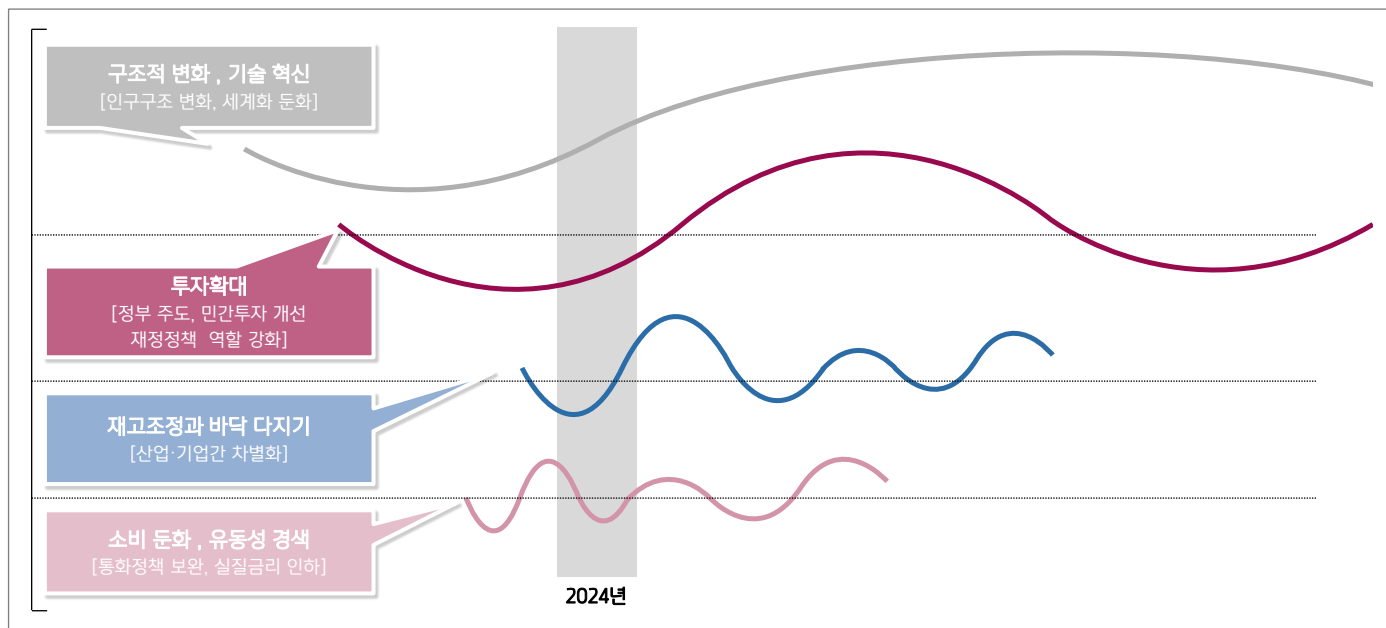
주요 연구기관 경제성장률 전망치



자료: IMF, OECD, 키움증권 리서치센터

주: IMF는 24년 1월과 4월 전망, OECD는 24년 2월과 5월 전망

- ▶ 기술혁신과 인구구조 변화, 세계화 둔화 등 구조적인 변화 지속. 이전보다 높은 물가로 인해 통화정책을 통한 경기 부양은 제약을 받을 전망. 정부 주도의 투자 사이클을 통한 중장기 성장 제고로 이동
- ▶ 정부 주도 하에 유발되는 투자 환경에서 소비와 제조 생산 활동의 조정 시차로 인해 산업별, 기업별 차별화 지속
  - 고금리 상황은 레버리지 여건을 제약, 자금조달 및 투자에 대한 보수적인 태도가 강화되며 처해질 유동성 여건은 산업별, 기업별로 다를 전망, 국가별로는 재정정책의 대응 여부에 따라 성장의 회복 강도 차이 불가피
  - 소비 수요 둔화 전망을 고려할 때 대내외 투자 정책의 수혜 여부에 따라 재고 사이클의 반등 시점도 차별화될 전망



### 03. 정부재정 적자와 경제성장의 고리 강화

- ▶ 세계화 둔화, 지정학적리스크 등 구조적으로 인플레이션 이슈가 수시로 발생하며 통화정책을 통한 레버리지 여건이 과거에 비해 제한적일 경우 정부의 재정지출과 정책적 지원이 성장 견인의 주된 동력으로 작용
- ▶ 정부 부채와 재정지출 확대 등 정책적 지원이 가능한 국가로 자금 이동, 이를 통해 성장도 상대적 우위 보일 듯
  - 미국의 경우 부채 증가와 더불어 재정지출이 늘어나면서 적자 확대 기조 지속
- ▶ 인플레이션 이슈에 정책금리의 인하 폭이 제한적임에 따라 재정적 경기 부양 여력이 제한적인 국가의 경우, 통화 이완의 효과가 단기에 그칠 수 있음
  - 독일의 경우 ECB 금리 인하로 경기 회복 기대를 높일 수 있으나 긴축적인 재정으로 회복 강도가 제약될 것으로 예상

주요국 재정수지/GDP와 정부부채/GDP 전망치

재정수지/GDP(%)							
	중국	프랑스	독일	일본	한국	영국	미국
코로나19 이전 5년 평균	-3.9	-3.1	1.4	-3.2	1.5	-3.0	-4.8
2023	-7.1	-5.5	-2.1	-5.8	-1.0	-6.0	-8.8
2024	-7.4	-4.9	-1.5	-6.5	-0.6	-4.6	-6.5
2025	-7.6	-4.9	-1.3	-3.2	0.1	-3.7	-7.1

정부부채/GDP(%)							
	중국	프랑스	독일	일본	한국	영국	미국
코로나19 이전 5년 평균	52.8	97.4	65.5	232.2	40.8	86.9	106.3
2023	83.6	110.6	64.3	252.4	55.2	101.1	122.1
2024	88.6	111.6	63.7	254.6	56.6	104.3	123.3
2025	93.0	112.8	62.3	252.6	57.3	106.4	126.6

자료: IMF, 키움증권 리서치센터

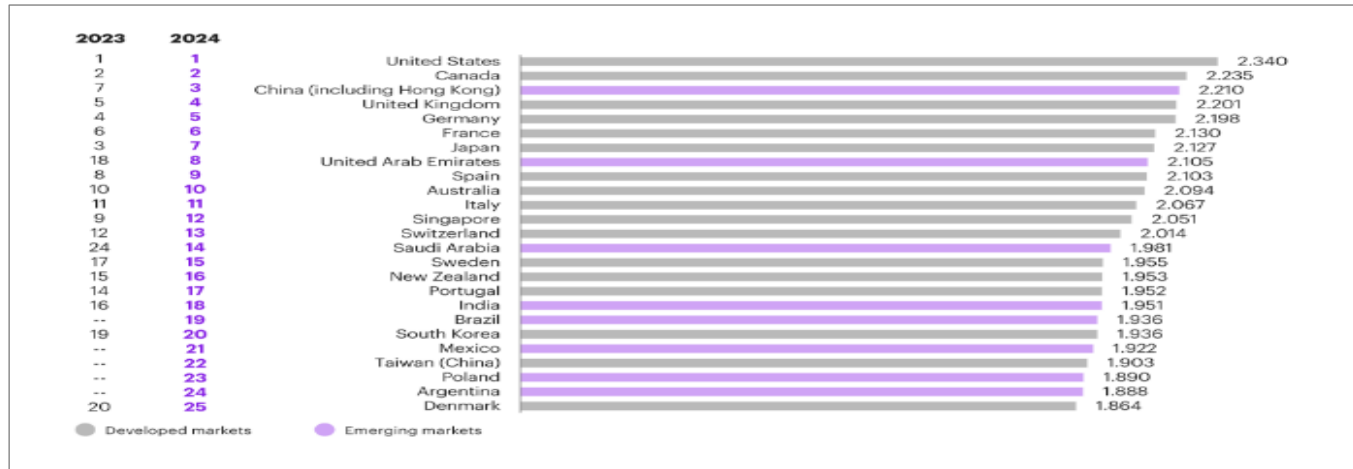


## 04.

## 정책적 지원 여력과 자금의 이동도 밀접해지고

- ▶ 자국우선주의, 보호무역주의로 옮겨가면서 R&D 투자, 기술혁신 등 산업적 지원이 지속되고 있는 국가로의 자금 유입이 FDI를 통해서 반영 중. 미국으로 FDI가 꾸준히 유입되면서 투자자들의 긍정적인 시각 강화
  - '24년 FDI Confidence Index 보고서에 의하면 중동 분쟁 재발발 등 지정학적 긴장 고조 및 글로벌 경제성장 둔화가 전망되는 상황에도 불구하고, 글로벌 투자자들은 인플레이션 둔화, 미국 경제의 연착륙 전망에 주목
  - 투자자들의 FDI 입지 결정요인이 작년과 비교할 때 '기술 및 혁신 역량'이 2위에서 1위로 상승했으며, '규제 효율성'과 '자본이동 용이성'이 각각 2위와 3위로 등극

2024 FDI(외국인직접투자) Confidence Index 전세계 순위



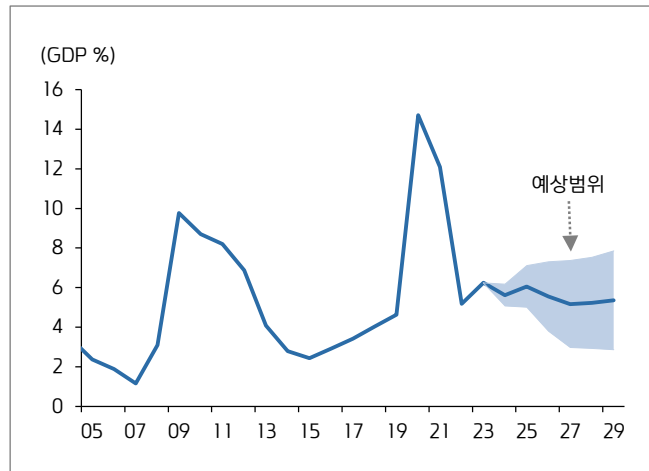
자료: Kearney, 키움증권 리서치센터

주: FDI Confidence Index는 세계적인 경영컨설팅 기업 Kearney에서 매년 4월 발표. 전세계 30여개국의 연매출 5억불이상 글로벌 기업 임원을 대상으로, 향후 3년 내 직접투자 실행 가능성이 큰 시장 등을 묻는 설문 결과를 기초로 산출. FDI Confidence Index는 직접투자 가능성을 실제 다국적기업 임원을 대상으로 조사한다는 점에서 FDI에 대한 비교적 합리적인 예측 결과를 제공하는 것으로 평가

## 05. 미국, 구조적인 재정적자 시대로

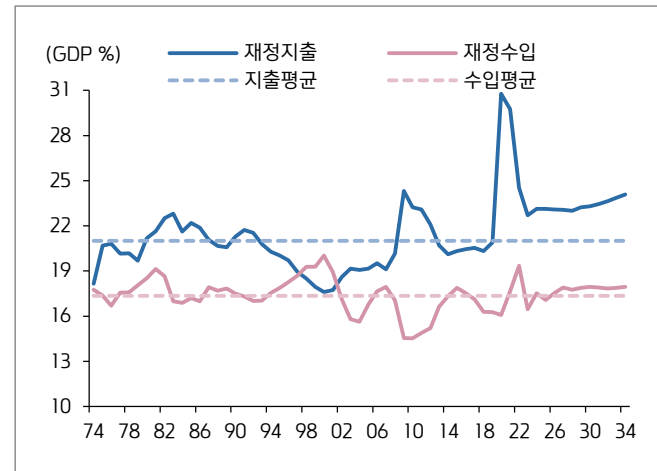
- ▶ 미국 의회예산국(CBO), 재정적자가 2029년까지 GDP의 약 5% 이상으로 유지될 것으로 예측
  - '24년 GDP 재정적자 규모는 5.6%, '25년 6.1%로 코로나19 이전 5년 평균 3.5%보다 높은 수준으로 전망
- ▶ 정부 재정지출은 1974년에서 2023년 평균 수준(21%)을 지속해서 상회하며 올해와 내년에도 GDP대비 23% 정도 늘어날 것으로 전망
  - 재정수입은 1974~2023년 평균 17.3% 수준에서 머물 것으로 예상('23년 16.5%, '24년 17.5%, '25년 17.1%)

미국 GDP 대비 재정적자 규모 추이 및 전망치



자료: CBO, 키움증권 리서치센터

미국 정부 재정지출과 재정수입



자료: CBO, 키움증권 리서치센터

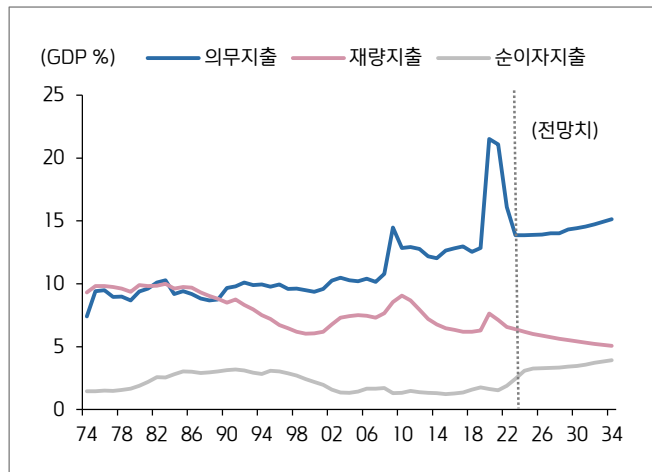
주: 점선은 1974~2023년 평균

## 06.

## 재정지출이 지탱하는 경제, 침체 가능성은 낮아

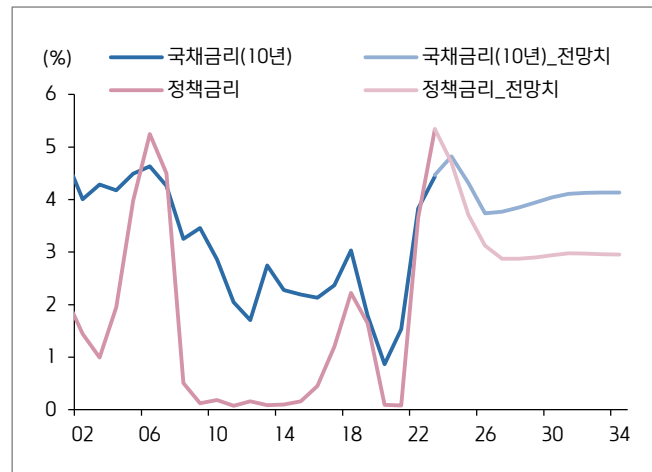
- ▶ 미국 정부가 부채를 계속 증가시키면서 재정적자를 높게 유지시킬 전망. 의무지출을 중심으로 재정지출 확대되는 가운데 과거보다 높은 금리 수준에 순이자지출도 늘어날 것으로 예상
  - 인구 고령화에 따른 은퇴 및 의료서비스 등 노인 혜택 부분에 대한 재정지출 불가피
  - 미국 정부부채/GDP는 올해 99%로 과거 코로나 이전 10년 평균 70.3%보다 높을 것으로 전망. 2025년에는 101.7%로 계속해서 증가할 것으로 전망, 정부 부채 증가에 따른 이자 비용 증가
  - 재량 지출은 낮아질 것으로 전망하나 지정학적 리스크가 지속되는 만큼 군사비 지출 및 기후 변화 등 녹색 전환과 산업 정책에 대한 보조금 지원이 지속될 가능성 높음
- ▶ 재정지출이 미국 경제를 지탱하면서 미국 경제가 불황에 빠질 가능성은 낮으며 인플레이션도 과거에 비해 높은 수준에서 머물 것으로 예상

미국 정부 항목별 지출 추이 및 전망치



자료: CBO, 키움증권 리서치센터

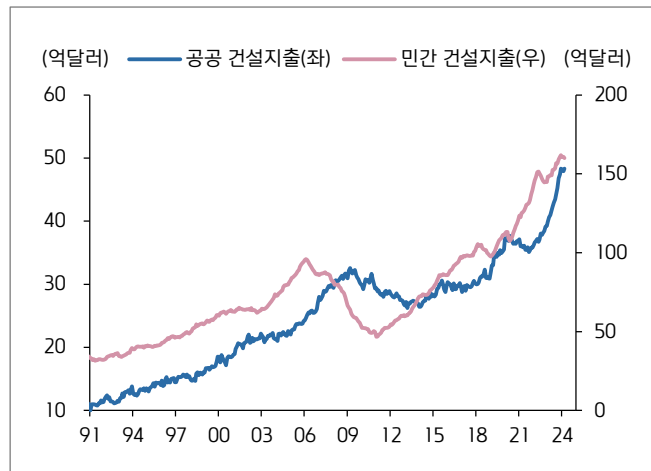
미국 10년물 국채금리와 정책금리 추이 및 전망치



자료: CBO, 키움증권 리서치센터

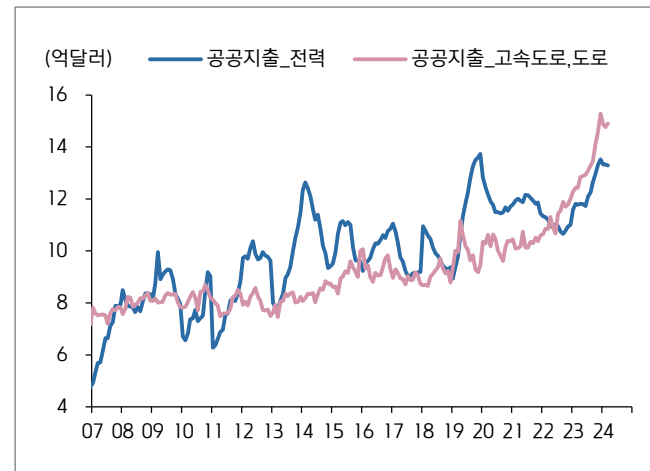
- ▶ 미국 건설지출의 증가세가 지속되는 가운데 정책당국의 인프라 투자와 산업 정책에 의한 투자 사이클 지속
- ▶ 단기에 그치는 이슈보다는 중장기적으로 매크로 환경 및 수요에 영향을 주는 변수임이기에 이에 수혜를 받는 산업 또는 기업의 회복 강도나 속도는 여타 부문에 비해 양호할 것으로 전망

미국 공공 및 민간 건설지출



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

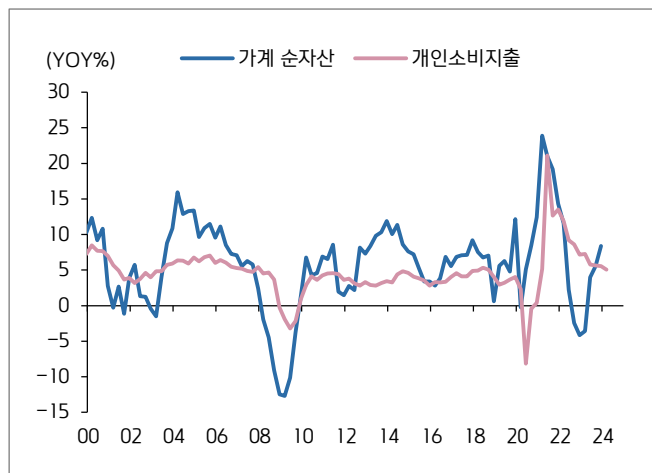
미국 항목별 공공지출 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

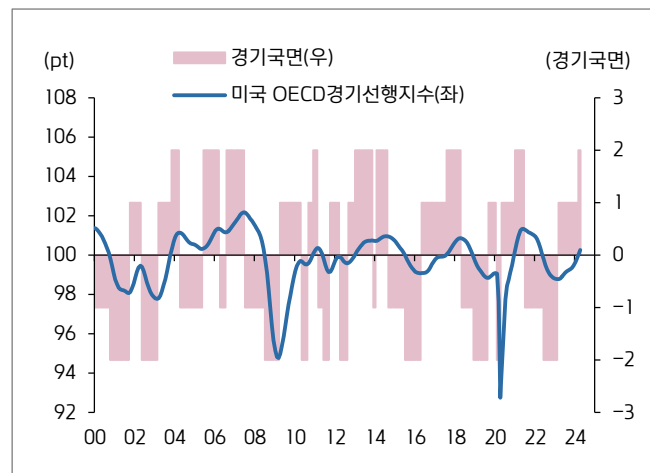
- ▶ 현재 미국 개인소비 둔화는 초과저축 소진 및 실질 가처분 소득 둔화 등으로 불가피하나 양호한 가계의 순자산 흐름 등을 고려할 때 급격한 위축 가능성은 제한적이며 경기 연착륙은 가능할 것으로 전망
  - 가계순자산에서 주식 등 유가증권 비중이 20%후반까지 높아졌다는 점은 자산 가격 변동성에 노출도가 커졌음을 시사
  - 자산가격이 급격하게 조정을 보이지 않는다면 오히려 소비 여력의 완충 역할을 할 수도 있음.
- ▶ 미국 OECD경기선행지수는 2023년 3월에 회복국면으로 전환한 이후 올해 3월 확장국면 진입한 만큼 경기의 급격한 위축 가능성은 낮을 것으로 예상
  - 2000년 이후 경기 확장국면은 평균 7.8개월로 짧게는 3개월 길게는 11개월까지 유지

미국 가계순자산과 개인소비지출



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 OECD경기선행지수와 경기선행지수 기준 경기국면



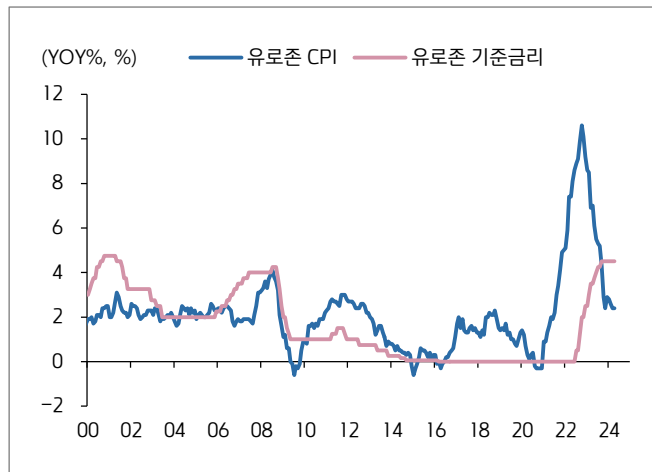
자료: OECD, 키움증권 리서치센터

주: 경기 국면 (1: Recovery, 2: Expansion, -1: Slowdown, -2: Recession)

## 09. Q2. 유로존 경기 회복 기대해도 좋을까?

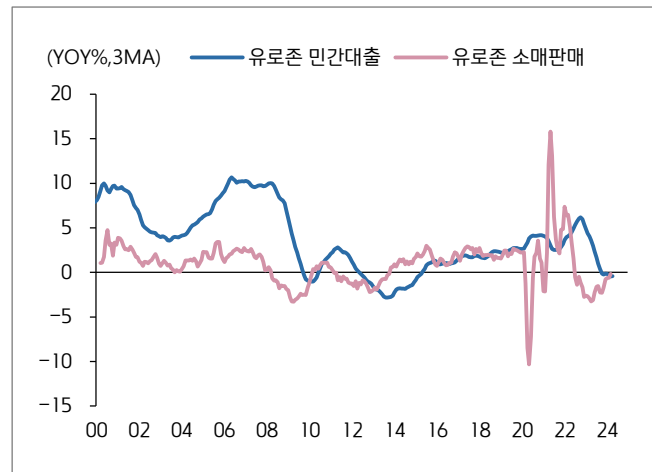
- ▶ 금리 인하 및 실질 가계 소득 개선 등으로 단기적인 경기 회복 모멘텀을 기대 가능하나 성장을 지속시킬 만한 정책적 지원이 제한적임에 따라 중장기 성장은 약한 수준에 머물 전망
- ▶ 유로존 소비자물가 상승률 둔화와 더불어 ECB 정책금리 인하가 빠르면 6월에도 가능할 전망
- ▶ 유로존은 대출 수요에 대한 경제 의존도가 높다는 점을 고려할 때 민간 수요 회복 기대를 높여줄 수 있음
- ▶ 물가 둔화에 따른 가계의 실질 구매력 개선 등도 유로존 경기의 점진적인 회복을 뒷받침해줄 것으로 예상

유로존 소비자물가 상승률과 기준금리



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

유로존 민간대출과 소매판매



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

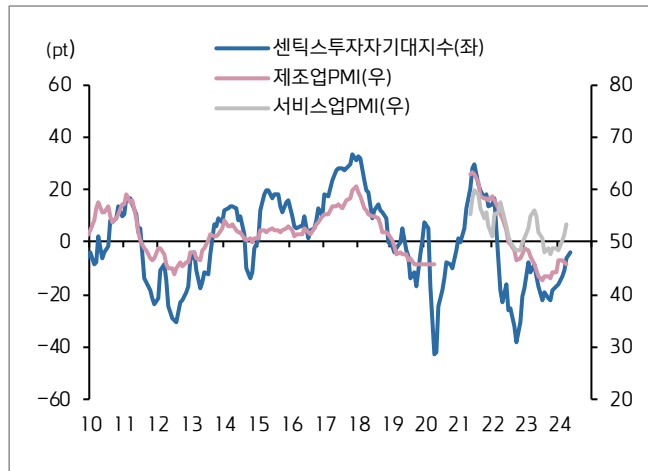


## 10.

## 유로존 경기, 바닥 확인 이후 회복 기대 조성 가능해

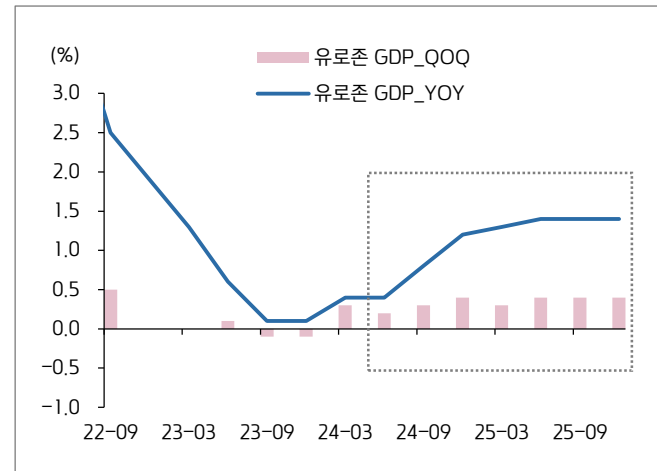
- ▶ 유로존 투자자기대지수 우상향, 유로존 제조업PMI 지수가 기준선(50)을 하회하고 있으나 바닥은 확인
- ▶ 유로존 경제성장률은 2024년 1분기 전기비 0.3%를 기록하며 지난 해 2분기 연속 마이너스 성장에서 벗어남
- ▶ 주요 IB들의 전망치도 대체로 플러스 성장을 이어가며 완만한 증가 정도는 가능할 것으로 예상
- ▶ 다만, 올해와 내년 경제성장률은 0%후반에서 1% 초반 정도로 낮은 수준에서 머물 것으로 전망
  - IMF 유로존 경제성장률 '24년 0.8% 전망, 코로나 이전 2015~2019년 평균 경제성장률 2.0%

유로존 제조업, 서비스업 PMI지수와 섀틱스 투자자기대지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

유로존 경제성장률 추이와 전망치

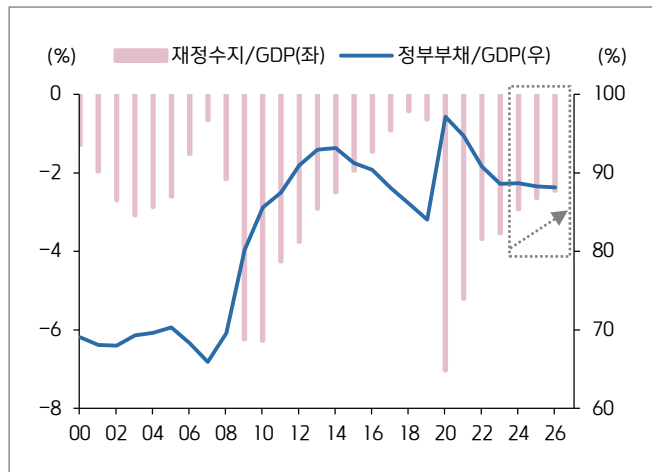


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주: 2024년 2분기 이후 전망치는 Bloomberg 기준

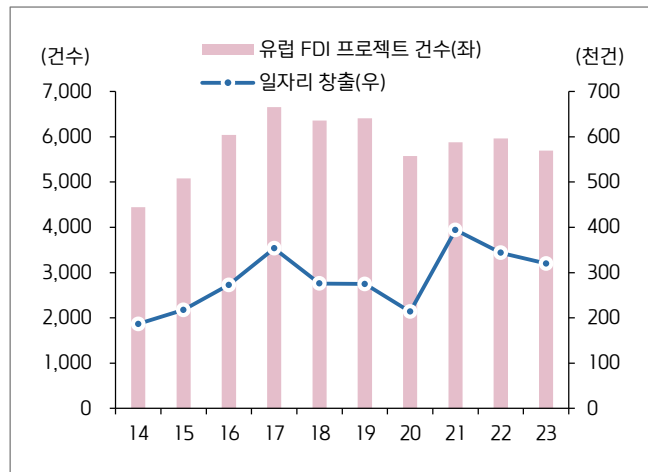
- ▶ 유럽 역시 에너지 가격에 따른 인플레이션 변동성이 커질 수 있다는 점에서 기준금리 인하 폭이 제한될 가능성
- ▶ 유로존은 대출을 통한 민간 수요 의존도가 높아 통화정책의 부양효과가 제한적이라면 경기 회복 강도는 약할 수 있음. 재정을 통한 성장 견인이 필요하지만 유로존은 재정통합이 미흡하고 재정정책은 긴축적
  - 유로존은 급격한 인구구조의 고령화, 사회간접자본 투자 부족, 그리고 과도한 국내 규제가 발목
  - 유로존 회원국들에게 공공부채/GDP를 60% 미만, 재정적자/GDP 3% 미만으로 유지하도록 규정
- ▶ 이런 환경은 유럽으로의 FDI 축소에서 반영 중. 외국인 투자는 일자리 창출, 혁신 촉진, 수출 증대에 기여함을 고려할 때 성장세는 미약할 수 있음.
  - 독일에서는 390만 명이 외국인 소유 기업에 고용, 프랑스에서는 산업 수출의 35%가 외국 기업에서 발생

유로존 재정수지/GDP와 정부부채/GDP 추이



자료: IMF, 키움증권 리서치센터  
주: 붉은 박스는 IMF 전망치

유럽 FDI 프로젝트 건수와 일자리 창출



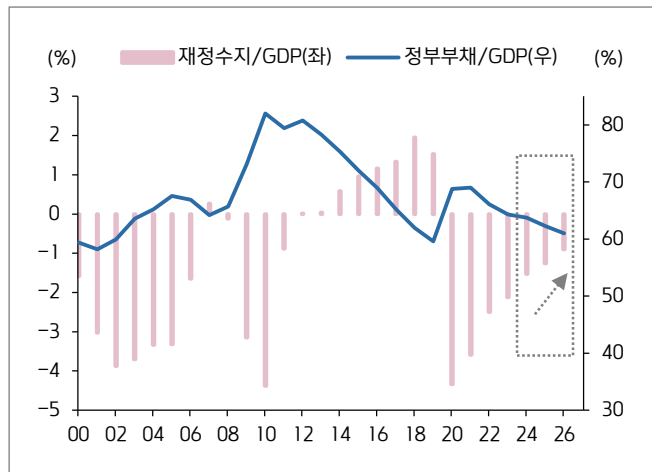
자료: European Investment Monitor 2024, 키움증권 리서치센터

## 12.

## 독일의 타이트한 재정정책 변화 뒤따를 필요

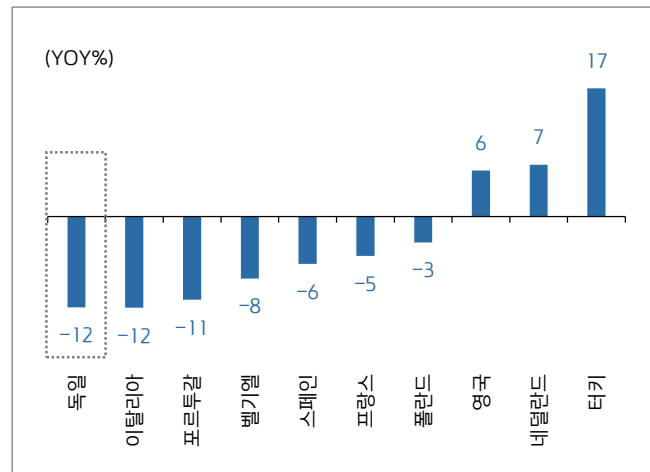
- ▶ 유로존 GDP에서 높은 비중을 차지하는 독일의 경우 올해 성장 전망치의 하향 조정이 이어지며 예상보다 부진
  - 수출 의존도 높은 독일 경제구조상 중국의 수입 수요 약화 및 제조 생산활동의 더딘 회복 등에 성장이 제약
- ▶ ECB 금리 인하가 뒤따를 경우 단기적으로 경기 회복 모멘텀이 강화될 수 있겠지만 재정정책이 긴축적인 만큼 회복강도가 미약할 가능성이 높음
- ▶ 독일의 국가부채 제동장치(Debt brake)에 따라 미래지향적 지출을 위한 재정여력 제약
  - 독일 헌법에 규정된 부채제동장치는 정부가 국내총생산(GDP)의 0.35%까지만 신규 부채를 조달할 수 있도록 제한

독일 재정수지/GDP와 정부부채/GDP 추이



자료: IMF, 키움증권 리서치센터  
주: 붉은 박스는 IMF 전망치

2023년 FDI 프로젝트별 유럽 상위 20개 대상 국가



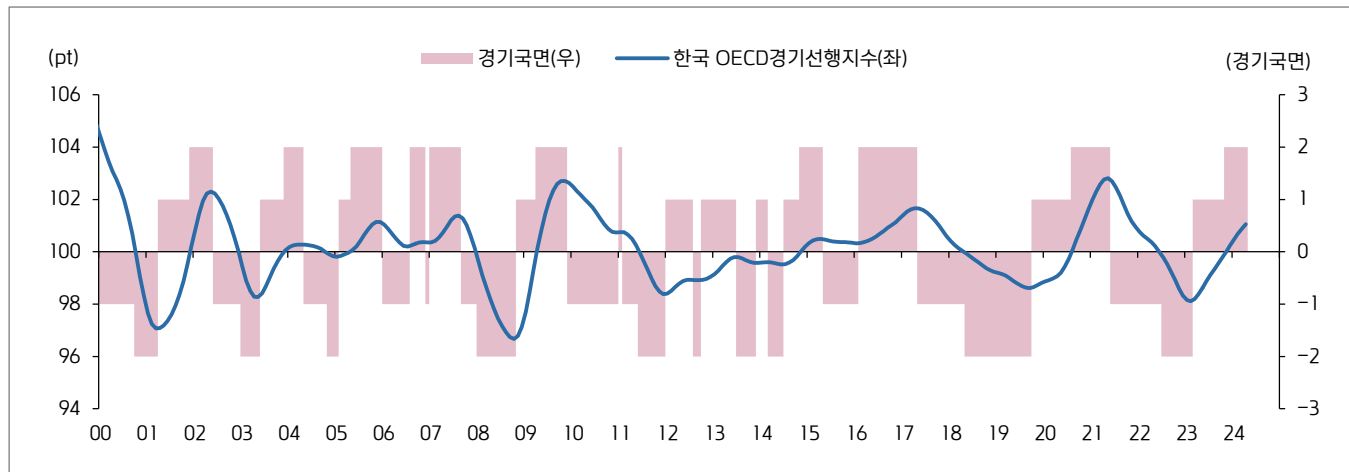
자료: European Investment Monitor 2024, 키움증권 리서치센터

## 13.

## Q3. 한국 경제성장을 상향조정, 본격적인 수요 회복을 의미하나?

- ▶ 한국은 OECD경기선행지수 기준, 2023년 3월 경기 회복국면 진입 이후 그 해 11월 확장국면으로 전환  
- 2024년 3월 현재 5개월 연속 확장국면 유지
- ▶ 한국 역시 수출 개선과 재고 순환지표의 반등 등 제조 생산활동의 회복이 경기선행지수 상승을 뒷받침  
- 2023년 중 서비스 및 소비가 양호한 구간 동안 제조업 및 수출은 부진하게 나타나며 선제적으로 조정을 보인 데 기인
- ▶ 이는 '24년 1분기 경제성장률 속보치가 예상치를 상회한 부분에서도 일정부분 반영  
- OECD 경기선행지수는 내수 관련 지표 보다 제조 및 체감 지표 중심으로 구성. 수출 의존도 높은 한국 경제의 경우 수출과 OECD경기선행지수, 그리고 경제성장률이 밀접하게 움직임

한국 OECD경기선행지수와 OECD 경기선행지수 기준 경기국면



자료: OECD, 키움증권 리서치센터

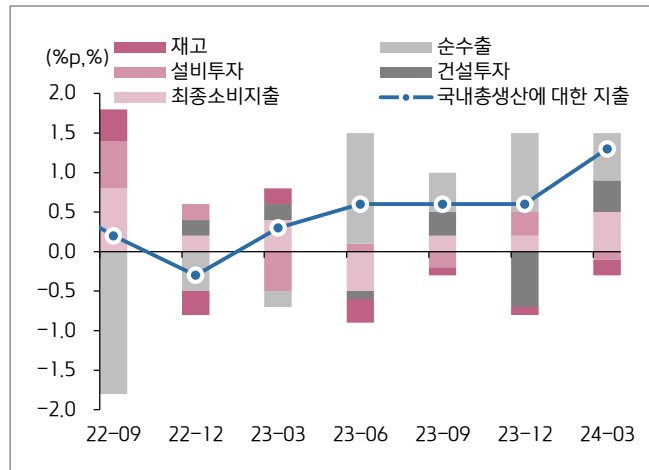
주: 경기 국면 (1: Recovery, 2: Expansion, -1: Slowdown, -2: Recession)

## 14.

## 한국 경제 성장률 2.5%로 상향 조정

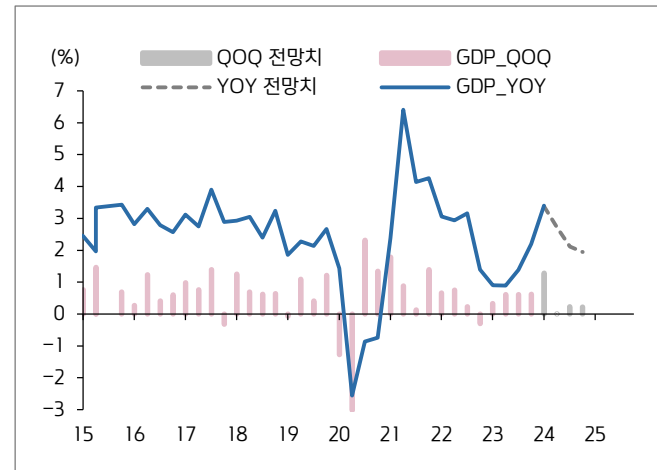
- ▶ '24년 1분기 경제성장률은 수출 호조와 예상보다 양호한 건설투자 등에 예상보다 높게 발표
  - 반도체를 중심으로 한 수출 개선과 제조 생산활동 회복에 주로 기인
- ▶ 올해 수출 호조 등을 반영해 경제성장률 전망치 2.5%로 종전(2.1%)보다 상향 조정
  - 1분기 예상보다 높은 경제성장률과 수출 호조, 이와 관련한 설비투자 개선 등을 고려
- ▶ 하지만, 하반기 내수 부진 등을 고려할 때 상반기 대비 증가율은 둔화되며 성장 모멘텀은 주춤해질 전망
  - PF 관련 처리 과정 속에서 건설투자 부진과 고금리 장기화에 따른 소비 감소 등 내수 둔화 예상
  - 수출은 주요국 수입 수요에 실적은 양호하나 하반기 후반으로 갈수록 역기저효과 등으로 증가율 둔화

한국 주요 항목별 분기 성장기여도



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

한국 경제성장률과 전망치

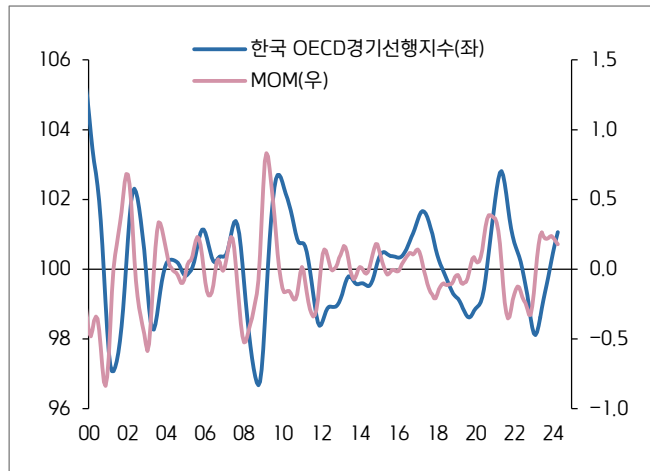


자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

주: 회색 점선 및 회색 막대선은 2024년 분기별 당사 성장률 전망치

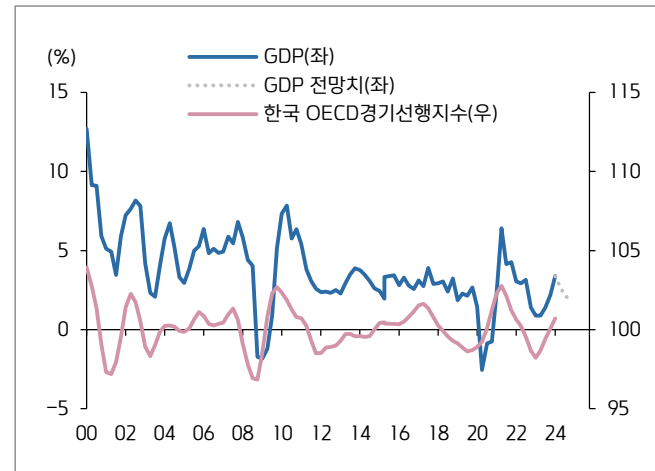
- ▶ 한국 OECD경기선행지수는 현재 확장국면에 머물고 있으나 2분기말 정도에 정점을 형성할 가능성
  - 전월비 기준 한국 OECD경기선행지수 상승률은 올해 초 정점을 형성 중. 과거 패턴을 고려할 때 시차를 두고 경기선행지수 기준으로 경기 둔화국면으로 전환될 수 있음
  - 경기선행지수의 순환적인 경기사이클을 통해 경기국면을 회복, 확장, 둔화, 침체로 구분. OECD 경기선행지수의 수준(Level)과 변화율(Change)을 통해 경기국면을 구분. 선행지수가 100을 하회하지만 지표가 상승하면 회복국면, 지수가 100을 상회하면서 상승할 경우 확장, 지수가 100을 상회하나 하락하면 둔화, 100을 하회하면서 하락하면 침체로 설정
- ▶ 경기선행지수와 경제성장률이 시차를 두고 움직인다는 점에서 하반기 후반으로 갈수록 성장 모멘텀 둔화

한국 OECD경기선행지수와 전월비 변화



자료: OECD, 키움증권 리서치센터

한국 OECD경기선행지수와 경제성장률, 성장 전망치



자료: 한국은행, OECD, 키움증권 리서치센터  
 주: 검은색 점선은 당사 한국 경제성장률 전망치

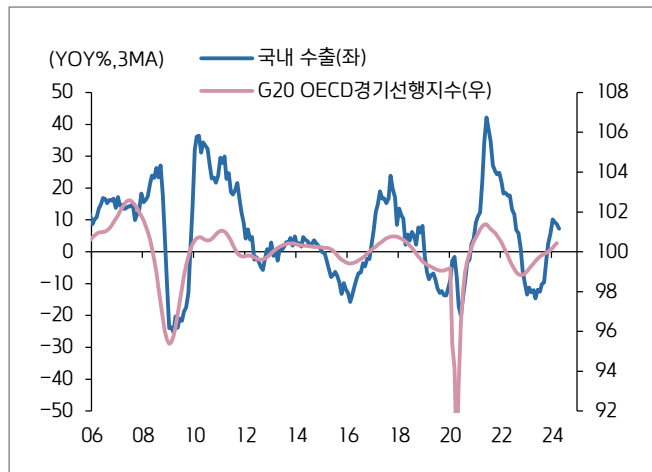


## 16.

## 물론, 한국 수출의 완만한 증가세는 가능해 보이나

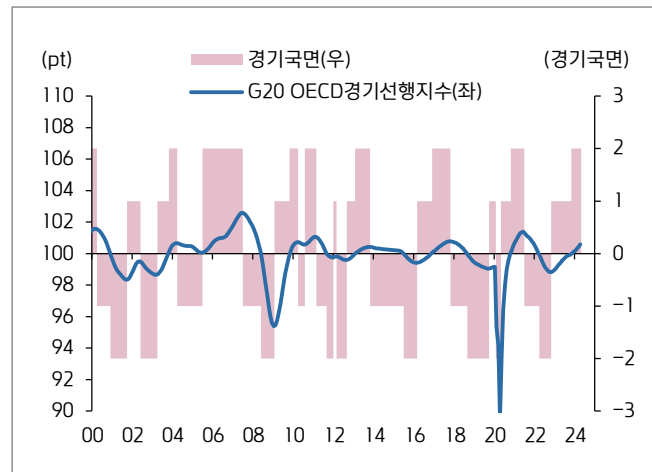
- ▶ 한국 수출은 올해 3분기까지는 작년 낮았던 기저효과가 우호적으로 작용하며 우상향 흐름 보이나 4분기 중에는 역기저효과 등으로 증가율은 둔화될 전망
  - 한국 OECD경기선행지수 전월비 상승률은 둔화되는 반면, G20 선행지수의 전월비 상승률은 아직 우상향함에 따라 수출은 적어도 하반기 중반까지 양호한 흐름 지속 전망
  - G20 OECD경기선행지수는 2008년 금융위기 이후 확장국면 기간은 5개월~11개월 정도, 현재 6개월 정도 확장국면이 이어지고 있음을 고려할 때 올해 하반기 중반 이후 둔화국면으로 전환될 가능성 높음. 다만, 주요국 정책금리 인하 등 유동성 개선 및 제조 생산활동 회복 강도 강화된다면 확장국면 연장 가능(2005년 7월~'07년 6월 24개월 확장국면 지속)

한국 수출과 G20 OECD경기선행지수



자료: 산업통상자원부, OECD, 키움증권 리서치센터

G20 OECD경기선행지수와 경기선행지수 기준 경기국면

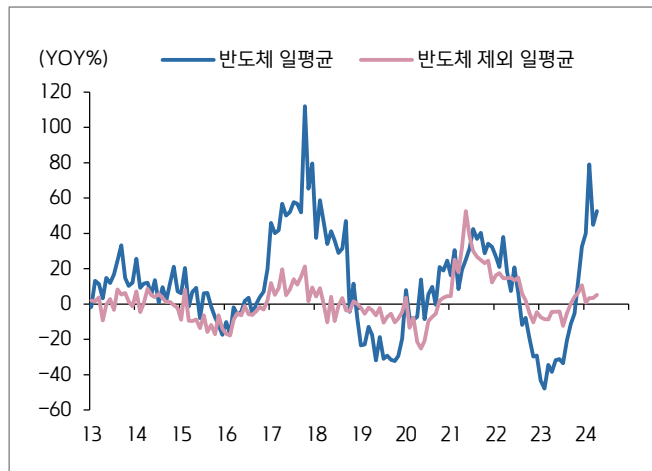


자료: OECD, 키움증권 리서치센터

주: 경기 국면 (1: Recovery, 2: Expansion, -1: Slowdown, -2: Recession)

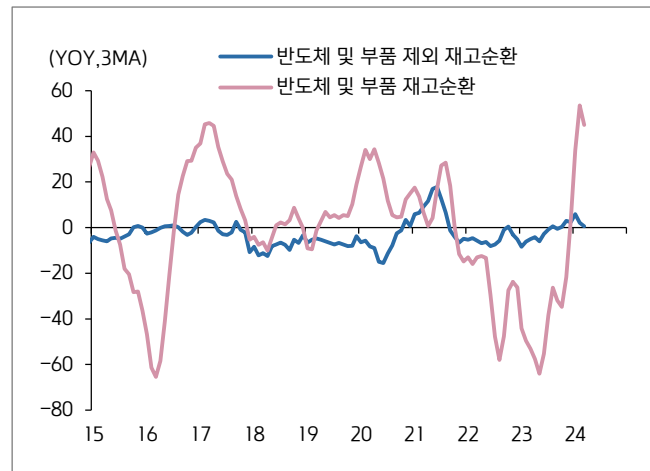
- ▶ 한국 수출 회복은 현재 반도체를 중심으로 진행 중. 이를 제외하면 상대적으로 회복 강도는 미약
  - 주요국 제조 생산활동이 재고 조정 이후 바닥을 다지며 회복되는 모습이나 예상보다 속도가 느리게 진행되며 불안정. 이에 전체적으로 고른 수요 회복보다 미국을 중심으로 정책적 수혜 및 특정 산업으로 쏠림이 나타나는 상황
- ▶ 제조 생산활동도 산업·업종별 차별화 흐름이 나타나며 헤드라인 지표 개선에 비해 질적인 측면은 미흡
  - 제조업 재고 순환의 개선이 반도체 및 부품을 중심으로 나타나 이를 제외한 재고순환 증가율은 낮은 수준에서 등락 중

한국 반도체 일평균 수출과 반도체 제외 일평균



자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터

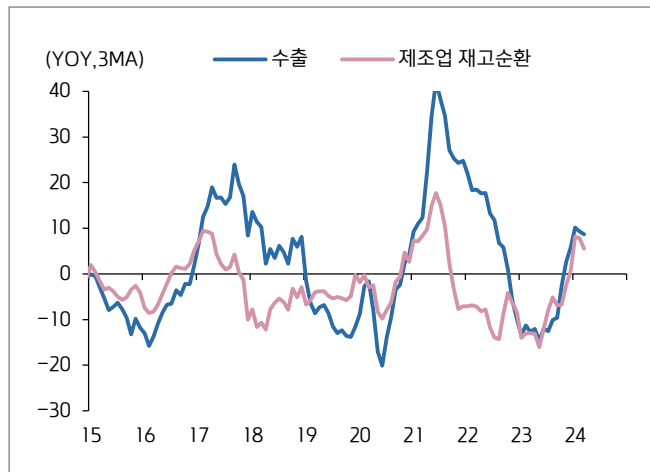
한국 반도체 및 부품과 이를 제외한 산업의 재고순환



자료: 통계청, 키움증권 리서치센터

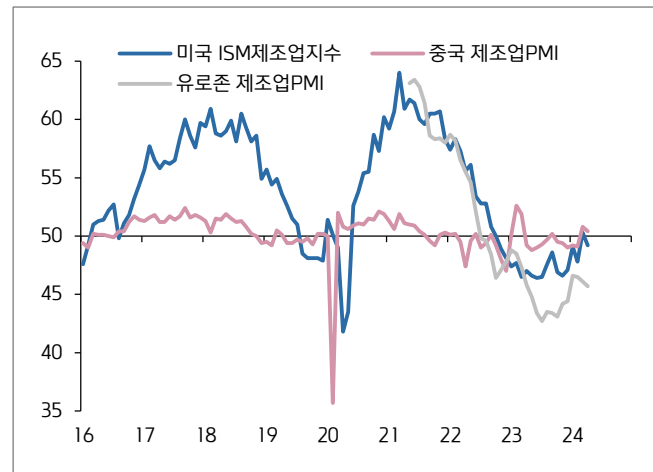
- ▶ 한국 수출 회복의 지속성 및 제조 생산활동의 회복 탄력성이 강화되기 위해서는 주요국 제조업 체감경기를 중심으로 우상향 흐름이 뚜렷해질 필요
- ▶ 하반기 주요국 중앙은행의 금리 인하를 통해 체감경기 개선과 수요 회복을 전망해볼 수 있어 수출 품목별 차별화는 다소 완화될 것으로 기대
  - 과거에 비해 중국이나 유로존의 경기 회복 강도가 약할 수 있으나 단기적인 수요 개선 가능
- ▶ 하지만, 제한적인 금리 인하 폭으로 인해 통화 이완을 통한 경기 부양 효과의 강도나 지속성은 과거에 비해 약해 결국 정부의 재정지출 확대와 정책적 수혜를 기대할 수 있는 지역과 산업의 수요가 지속해서 양호할 전망

한국 수출과 제조업 재고순환



자료: 산업통상자원부, 통계청, 키움증권 리서치센터

미국 ISM제조업지수와 유로존과 중국 제조업PMI



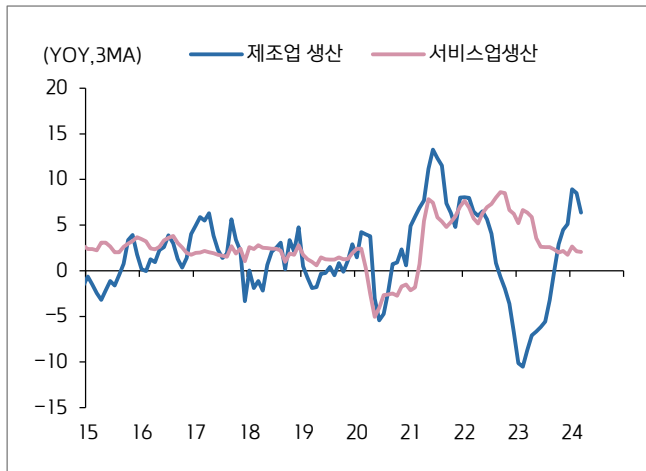
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 19.

## 내수 부진, 현재 제조 생산활동 회복이 보완해주고 있으나

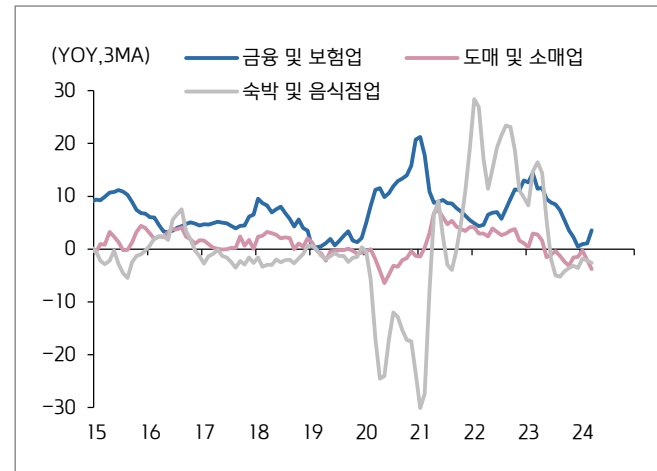
- ▶ 한국 서비스 생산 및 소비 수요의 약화를 현재 제조 생산활동의 회복이 일정부분 상쇄해주며 경제 성장을 뒷받침해주고 있는 상황
- ▶ 하지만, 고금리 및 고물가 상황이 지속되면서 서비스업 내에서도 차별화 심화. 금융업에 비해 도소매업 및 숙박 및 음식점업 수요는 부진

한국 제조업 생산과 서비스업 생산



자료: 통계청, 키움증권 리서치센터

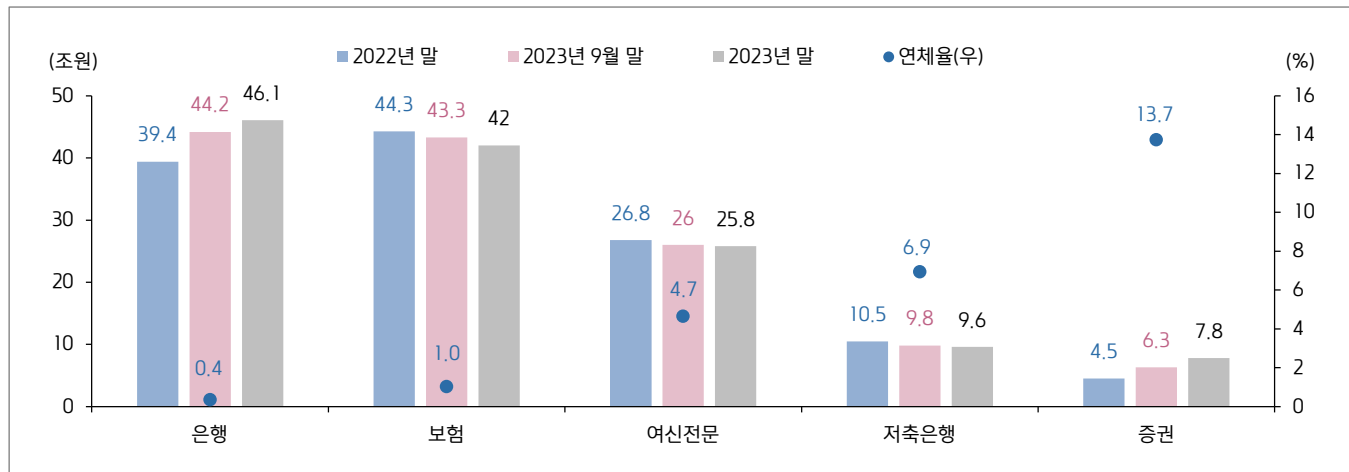
한국 업종별 서비스업 생산



자료: 통계청, 키움증권 리서치센터

- ▶ 4월 총선으로 PF 문제 처리는 지연. 이에 상대적으로 부실 기업 및 관련 손실처리는 뒤로 밀려있는 상황
- ▶ 정책당국이 가이드라인을 내놓으며 이에 대한 처리 방침을 발표. 처리 과정 속에서 기업간 차별화 불가피하며 이는 하반기 건설투자를 중심으로 내수 부문에 부담을 줄 수 있음
- ▶ PF 관련 부실이 비은행 금융기관에 일정부분 부담으로 작용할 수 있으나 한편으로는 관련 불확실성 해소 측면에서 자금 시장 내에서도 우량 기업들의 조달 여건은 개선될 수 있다는 점도 고려

한국 금융권 부동산 PF 대출 잔액 추이

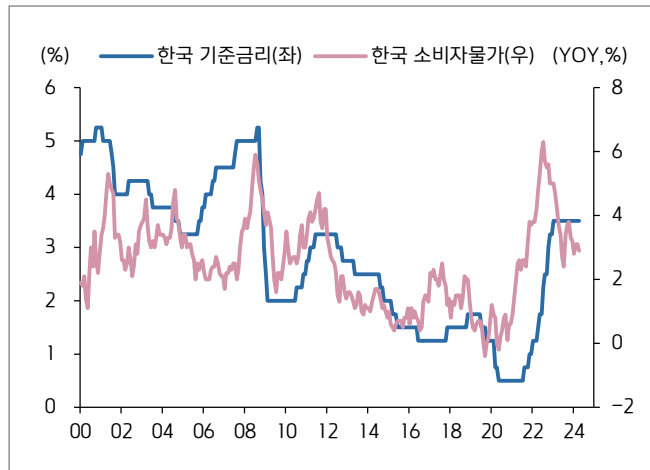


자료: 금융감독원, 키움증권 리서치센터  
 주: 연체율은 2023년말 기준

## 21. 하반기 후반 한국도 금리 인하 가능할 듯

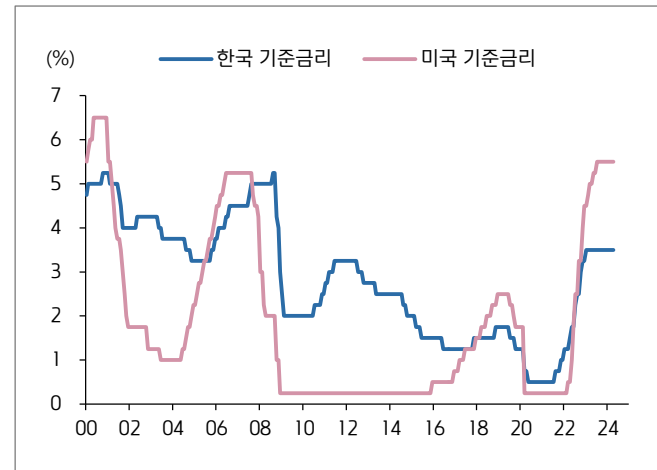
- ▶ 체감경기 개선 및 수요 회복의 지속성을 위해서는 결국 통화 이완 환경이 필요
- ▶ 한국 기준금리 인하는 미국 연준 통화정책에 밀접하게 움직일 가능성이 높은 상황
  - 한국 소비자물가 상승률은 둔화세 지속하며 3분기말 정도 2% 일시 하회 가능.
  - 한국 물가 둔화세 이어진다면 금통위 금리 결정에 있어 미국 연준의 정책행보가 중요할 전망
  - 미국 정책금리 인하가 9월에는 시작될 것으로 전망함에 따라 10월 정도 한국도 금리 인하를 기대

한국 기준금리와 소비자물가



자료:한국은행, 통계청, 키움증권 리서치센터

한국 기준금리와 미국 정책금리



자료: 한국은행, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

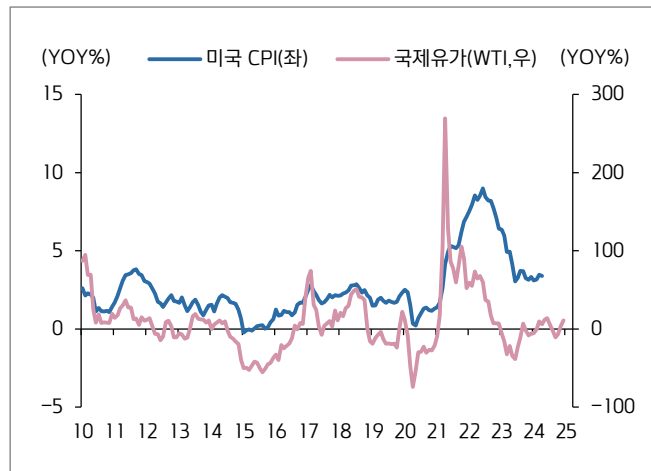


## 22.

## Q4. 하반기 미국 정책금리 인하 가능한가?

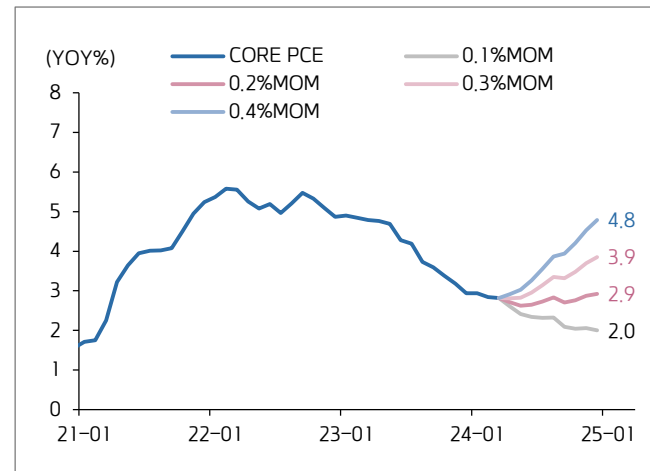
- ▶ 미국 정책금리 올해 9월과 12월 두 차례 인하 전망. 근원PCE물가의 점진적인 둔화 속 노동시장 둔화에 기인
  - 미국 소비자물가는 국제유가가 현 수준을 유지할 경우 3분기 중 증가율 추가 둔화 가능
- ▶ 근원PCE물가는 전월비 0.1~0.2% 정도의 상승 속도를 유지한다면 전년동월비 2%대 상승률 가능할 전망
  - 4월 근원CPI 상승률은 전월비 0.3%로 둔화(올해 1분기 전월비 평균은 0.4%)되며 조금씩 낮아지는 상황
  - 근원PCE물가는 근원 CPI 상승률보다 대략 1%p 낮은 수준에서 움직임을 고려할 때 2% 중반대까지 둔화 가능

미국 소비자물가와 국제유가



자료:Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 근원PCE 물가와 전월비 상승률 전망치

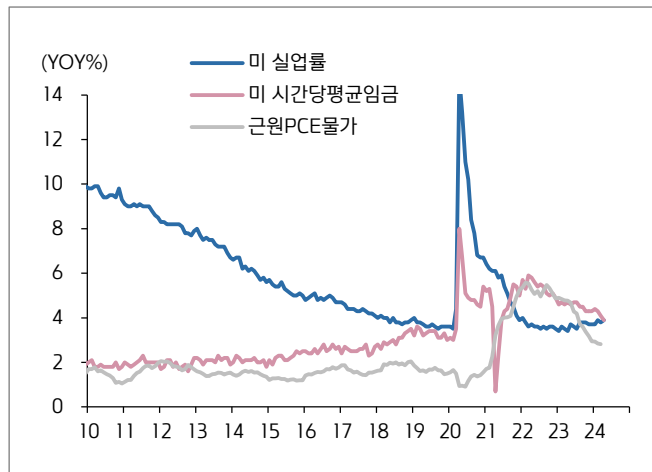


자료:Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 23. 미국 노동시장의 둔화가 좀더 가시화된다면

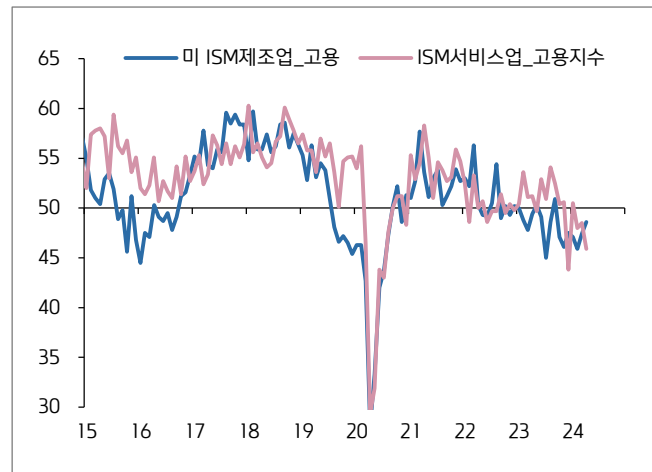
- ▶ 근원PCE물가와 실업률의 흐름은 노동시장에 보다 밀접
  - 시간당 임금상승률과 근원 PCE물가는 양의 상관관계, 실업률과는 음의 상관관계를 보여줌
- ▶ 시간당 평균 임금 상승률의 둔화는 기업들의 보수적인 고용 계획과 맞물리며 지속될 전망
  - 올해 미국 고용이 주로 저임금 업종을 중심으로 증가했다는 점도 시간당 평균 임금 상승률 둔화에 기여
  - 미국 ISM 제조업과 서비스업지수 중 세부항목인 고용 지수는 기준선(50)을 하회하며 기업들의 신중한 고용 계획을 반영

미국 실업률과 시간당 평균 임금, 근원PCE물가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

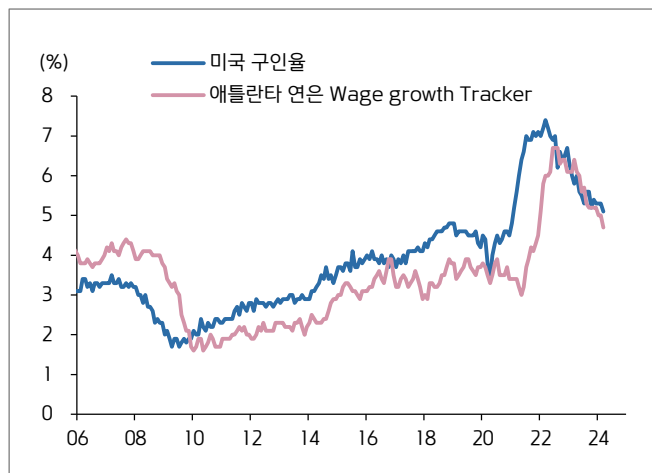
미국 ISM제조업과 서비스업 고용지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

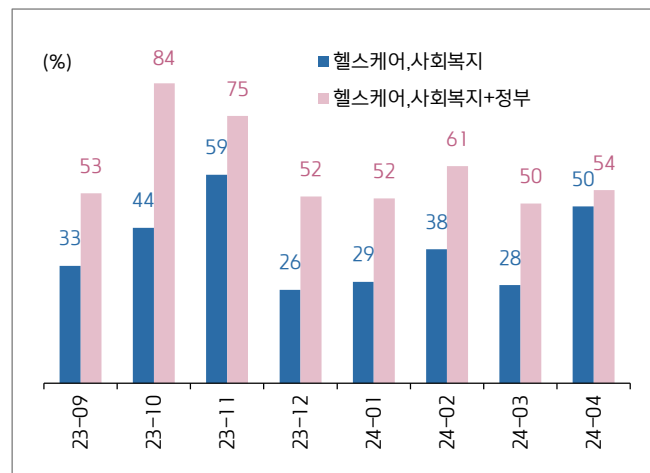
- ▶ 미국 구인율의 점진적인 하락은 시차를 두고 임금 상승률의 둔화로 연결, 수요 인플레이션 완화
- ▶ 최근 미국 신규고용이 경기에 덜민감한 업종에서 주로 증가, 헤드라인 개선에 비해 세부적인 내용은 미흡
  - 지난해 후반부터 비농가 신규고용의 절반이 헬스케어·사회복지와 정부 고용에서 발생, 수요 개선보다 구조적인 변화의 반영으로 볼 수 있음
  - 파트타임 고용 증가와 임시 서비스 지원 고용의 감소세는 시차를 두고 실업률의 상승 압력으로 작용

미국 구인율과 애틀란타 연은 Wage Growth Tracker



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 비농가 월간 신규고용에서 차지하는 업종 고용 비중



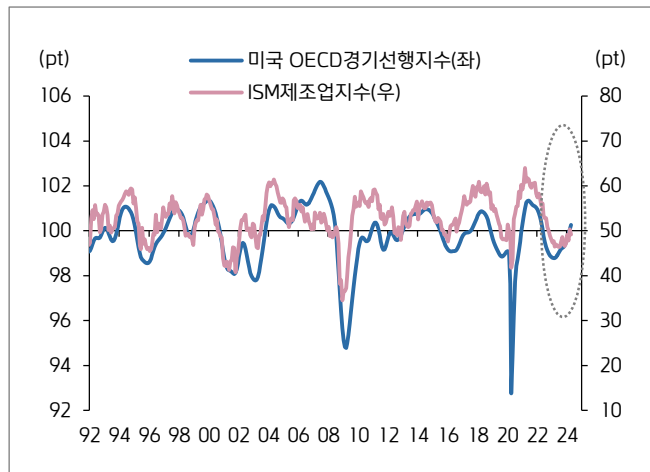
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 25.

## 미국 산업 내 차별화 심화되고 있고

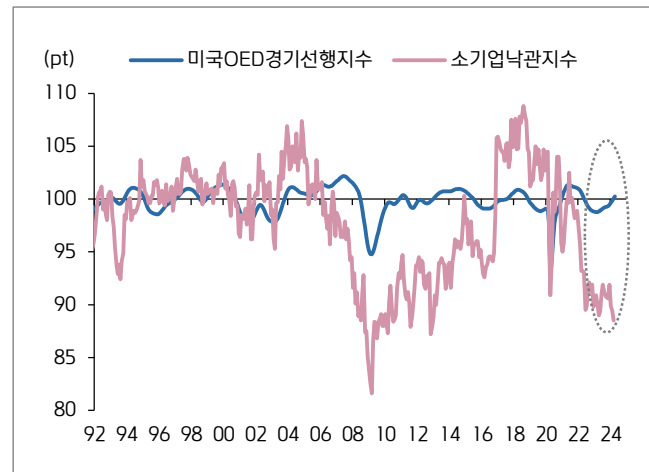
- ▶ 미국 ISM제조업지수의 회복과 달리 내수 민감도가 높은 중소기업들의 체감경기는 하락세
  - ISM제조업지수는 해외 매출 비중이 높고 상대적으로 규모가 큰 기업을 중심으로 서베이를 진행
  - 미국 정부의 반도체 보조금 등 정책적인 수혜를 받을 수 있는 제조 생산활동은 재고 조정과 더불어 성장 모멘텀이 더해지면서 반등
- ▶ 고금리에 따른 부담이 표면적으로 제한적이나 소기업에서는 부담이 커져가는 상황. 내수 위주의 산업이나 기업들은 상대적으로 정책적 수혜에서 소외되며 수요 둔화와 고금리 여파를 반영 중

미국 OECD경기선행지수와 ISM제조업지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 OECD경기선행지수와 소기업 낙관지수



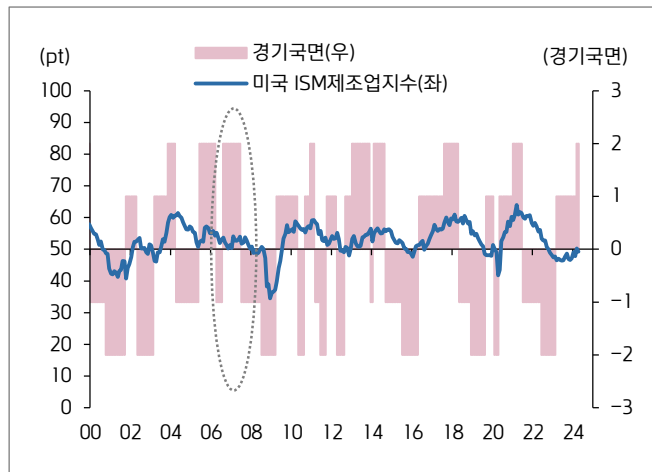
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 26.

## 혼재된 경기 방향성, 헤드라인과 세부 내용의 괴리

- ▶ 미국 OECD경기선행지수를 통한 경기국면에서 과거 경기 확장구간에서는 ISM제조업지수 및 소기업 낙관지수 모두 우상향하며 양호
- ▶ 하지만, 현 구간에서는 ISM제조업지수는 반등세를 보이거나 소기업낙관지수는 하락세를 지속하며 부진 심화
- ▶ 과거 2006년 글로벌 금융위기 이전 당시 경기 확장국면에서 ISM제조업지수는 기준선을 상회하며 양호했으나 소기업 낙관지수는 하락하며 부진한 사례가 있었음.

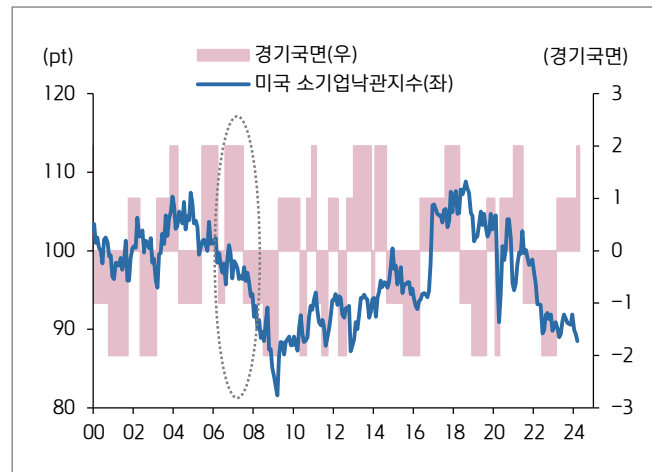
미국 ISM제조업지수와 OECD 경기선행지수 기준 경기국면



자료: OECD, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주: 경기 국면 (1: Recovery, 2: Expansion, -1: Slowdown, -2: Recession)

미국 소기업낙관지수와 OECD 경기선행지수 기준 경기국면

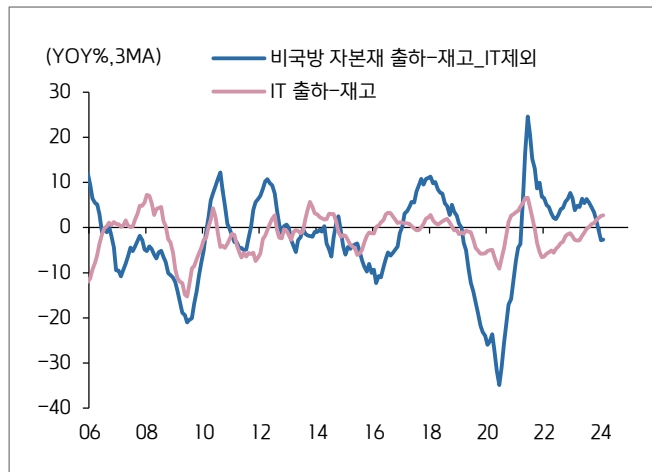


자료: OECD, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주: 경기 국면 (1: Recovery, 2: Expansion, -1: Slowdown, -2: Recession)

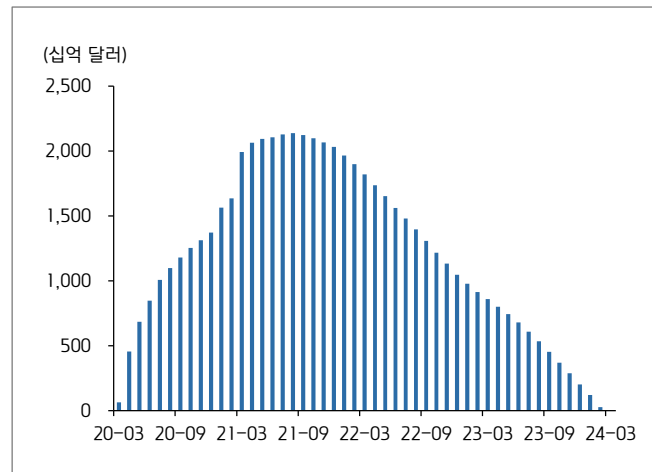
- ▶ IT를 중심으로 투자 수요와 재고 순환 지표는 양호하나 이를 제외한 산업의 수요는 상대적으로 약한 상황.  
고금리가 장기화될 경우 관련 수업을 중심으로 자금 조달 여건이나 수요 부진이 심화될 수 있음.
- ▶ 일부 업종으로 정책적 수혜가 이어지면서 헤드라인 지표들이 예상보다 양호하게 나타나고 있으며 이를 통해 경기에 대한 긍정적인 시각도 유지되고 있으나 그 안에서 차별화는 심화되는 상황
- ▶ 소비지표의 둔화가 뒤따를 경우 어느정도 연준의 금리 인하 명분을 제공 가능.  
- 가계의 초과저축은 상당부분 소진되었고, 실질 구매력 및 임금 상승률은 둔화 중

미국 비국방 핵심자본재주문\_IT제외와 IT의 재고순환



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 가계 초과저축 변화

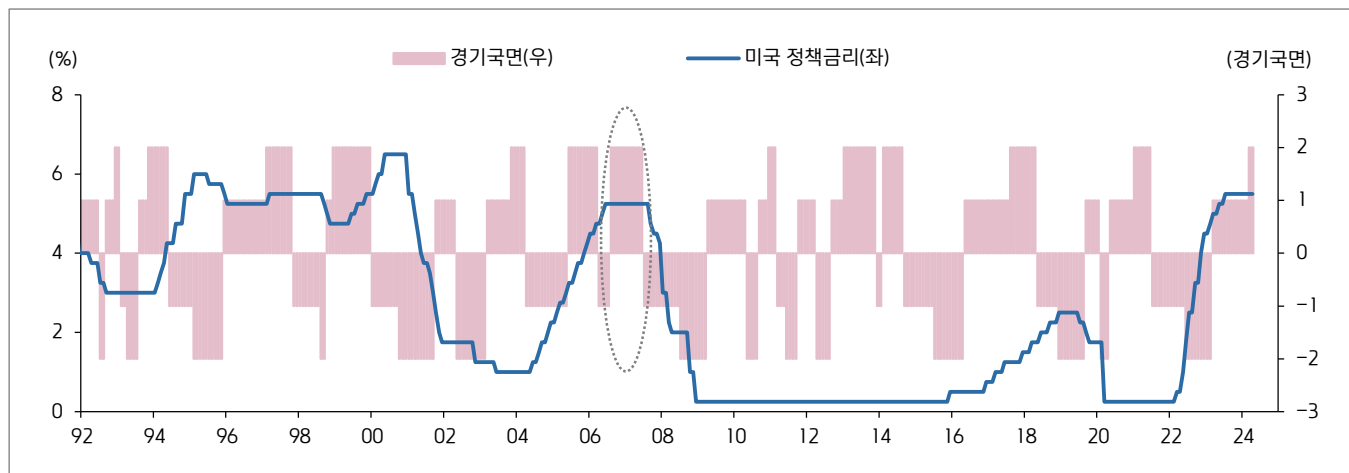


자료: 샌프란시스코 연은, 키움증권 리서치센터



- ▶ 미국 2006년 사례를 고려하면 연준은 금리 동결을 장기화할 가능성이 높으나 과거 고금리 장기화가 결국 서브프라임 문제 등 금융위기를 자극했다는 점을 고려할 필요  
- 과거와 달리 서비스 및 소비가 둔화되는 시기라는 점도 급격한 수요 위축에 대한 우려를 높일 수 있음.
- ▶ 선제적인 금리 인하를 통한 경기 연착륙 유도 필요, 근원물가와 노동시장의 둔화가 가시화될 경우 정책금리 인하의 명분이 될 것으로 예상

미국 정책금리와 OECD 경기선행지수 기준 경기국면

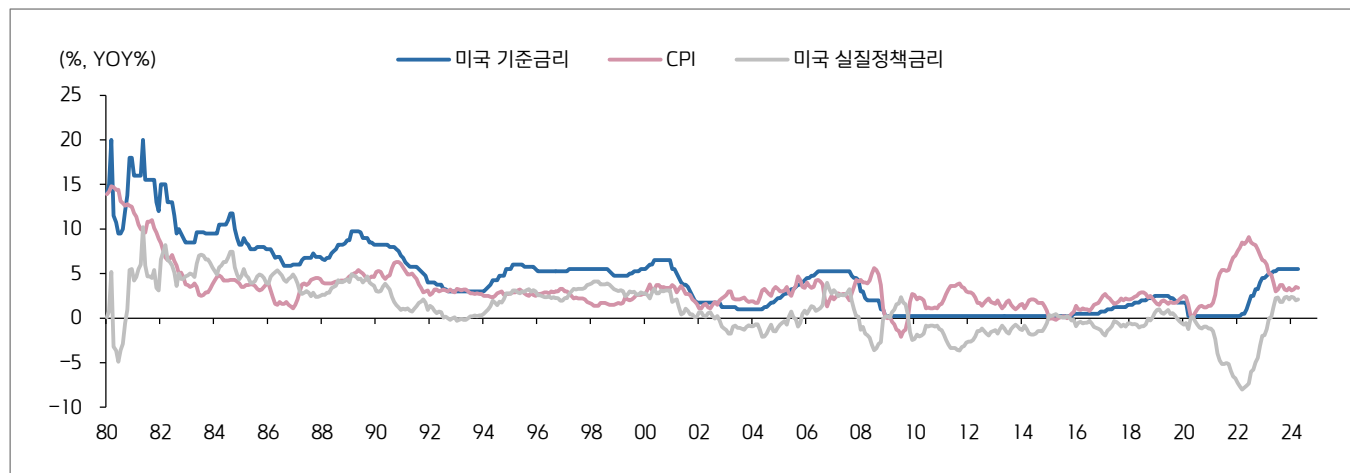


자료: OECD, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주: 경기 국면 (1: Recovery, 2: Expansion, -1: Slowdown, -2: Recession)

- ▶ 물론, 정책금리의 인하 폭은 크지 않을 것으로 예상. 재정지출을 통해 경제가 지탱하는 구조가 이어진다면 연준 입장에서 향후 금리를 낮추는 것은 통화정책을 완화하는 게 아니라 유지하기 위함으로 볼 필요
- ▶ 물가 상승률이 조금씩 둔화된다면 이는 실질금리는 상승하고 있다는 의미이기도 함. 물가 둔화가 통화정책을 긴축적으로 만든다는 의미
  - 물가 둔화에도 정책금리를 낮추지 않는다면 그 자체가 통화 여건을 더욱 긴축적으로 만들 수 있음.
- ▶ 과도한 긴축이 경제를 불황으로 이끌 수 있다는 점에서 실질금리를 현재 수준에 유지되도록 만들기 위한 정도의 정책금리 인하 관점에서 접근할 필요

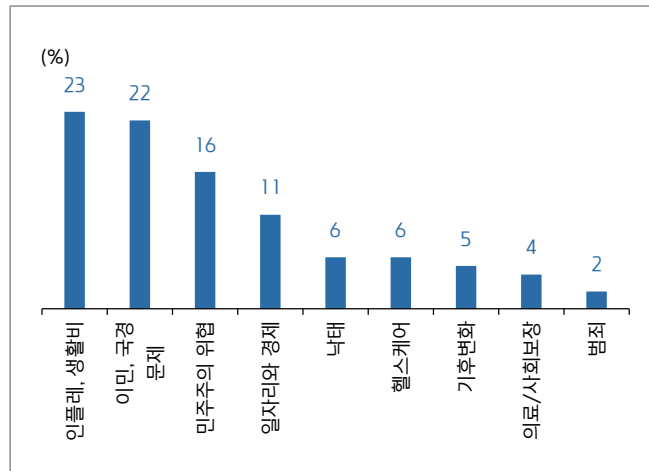
미국 정책금리와 실질 정책금리, 소비자물가 상승률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

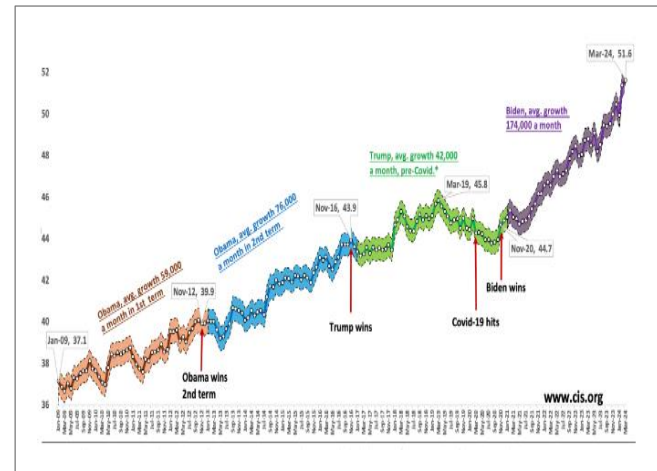
- ▶ 미국 대선을 앞두고 주요 관심사의 상위권을 인플레이션과 이민 문제가 차지
- ▶ 특히, 이민 문제는 대선 전후로 미국 노동시장과 인플레이션 이슈에 영향을 미칠 수 있는 이슈
- ▶ 외국 출생 인구는 바이든 대통령 임기 시작 3년간 트럼프와 오바마 임기보다 빠르게 늘어나며 이민 인구 증가에 따른 다양한 이점과 문제점을 노출

미국 대선에서 주요 관심 상위 이슈(서베이)



자료: NBC News national poll(4월), 키움증권 리서치센터

미국 대통령 임기별 미국 외국출생 인구 추이(백만명)

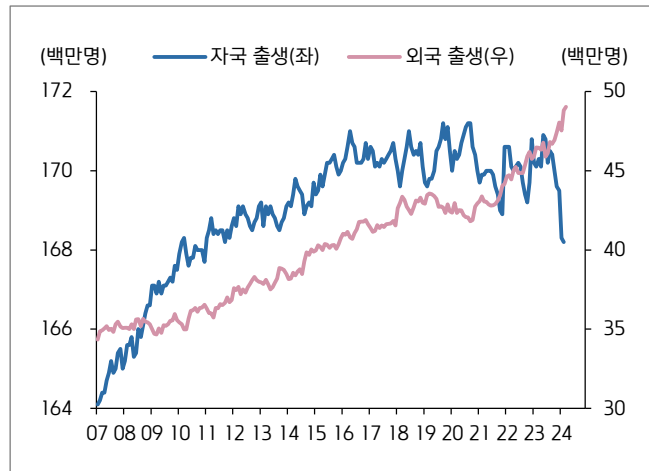


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 31. 미국 이민 인구와 관련 고용 비중 확대

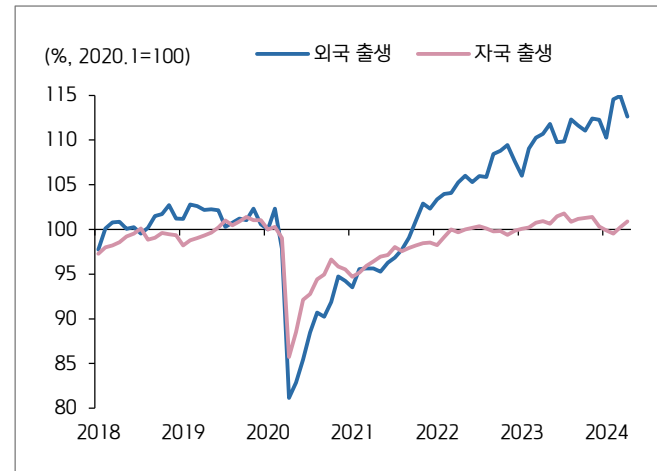
- ▶ 미국의 구조적인 인구 변화를 고려할 필요. 미국에서 출생한 근로 인구(16~64세)는 줄어든 반면, 외국 출생 근로 인구 즉 이민자 유입은 빠르게 증가
- ▶ 이는 취업자 수에도 영향을 미치며 코로나19 이후 이민자 고용이 상당부분 비중을 차지

미국 자국출생, 외국출생(이민) 근로 인구(16-64세)



자료: CIS, 키움증권 리서치센터

미국 출생과 외국 출생(이민)의 취업자 수 증감률



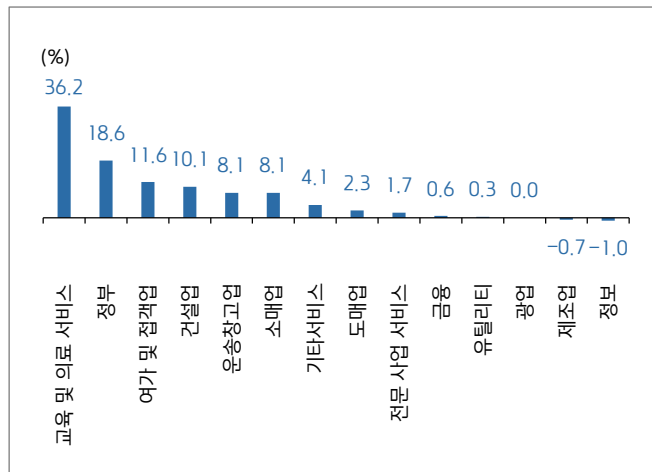
자료: 미국 노동통계국, 키움증권 리서치센터

## 32.

## 미국 고용에서 이민 효과의 영향 점증

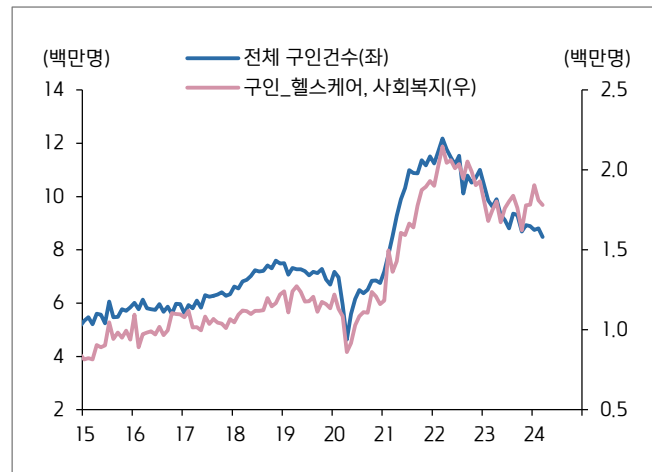
- ▶ 특히, 지난 해 하반기 이후 비농가 신규 고용에 있어 많은 비중을 차지한 업종을 중심으로 이민자들의 고용이 꾸준히 증가
- ▶ 이민자들의 고용 증가는 고용 흐름을 양호하게 보여주는 동시에 주로 중저임금 업종에 집중되면서 전체적으로 평균임금을 낮추는 효과를 거둠
- ▶ 미국 전체 구인 건수는 꾸준히 줄어드는데 반해 헬스케어·사회복지 분야의 구인은 상대적으로 양호, 이들 업종에 대한 이민자들의 고용 창출을 통해 노동시장의 급격한 위축 가능성을 낮추어 줄 것으로 예상

미국 최근 3개월 업종별 순고용 증감 비중



자료: 미국 노동통계국, 키움증권 리서치센터  
주: 2024년 4월 기준

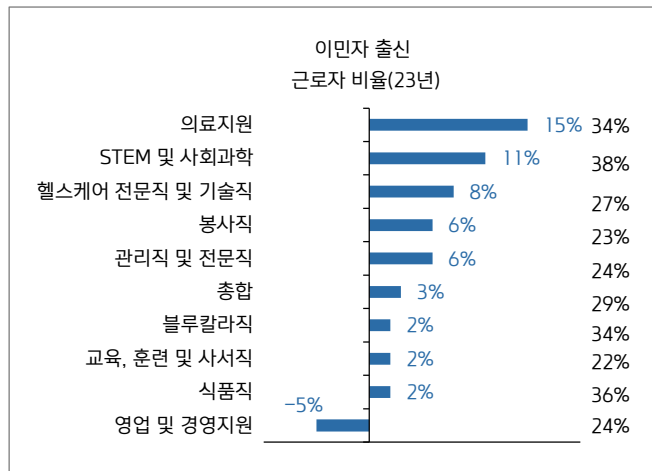
미국 전체 구인건수와 헬스케어·사회복지 구인건수



자료: 미국 노동통계국, 키움증권 리서치센터

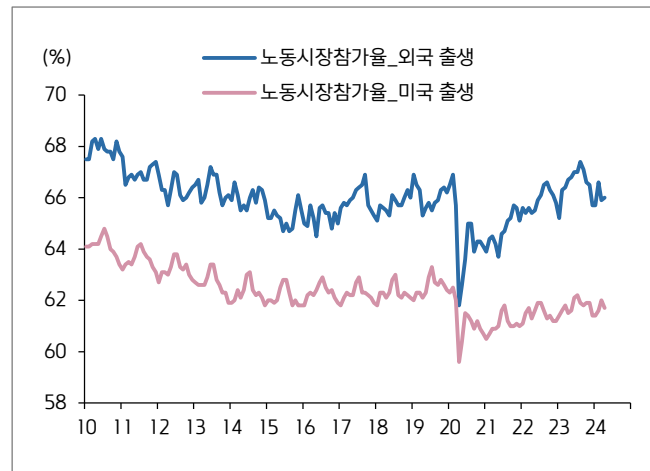
- ▶ 미국 노동통계국 자료에 따르면 2022~32년간 가장 많이 증가할 업종 군으로 의료지원 직군을 지적  
이들 업종에서 이민자 출신의 고용 비중이 높음을 고려할 때 이민자들이 노동시장에 미치는 영향력은 커질 듯
- ▶ 향후 대선 전후로 이민에 대한 정부의 입장에 따라 노동시장과 인플레이션, 연준 통화정책에 미치는 영향도  
달라질 수 가능성을 염두
- ▶ 트럼프 후보자 당선 시의 경우 이민에 대해 부정적인 입장을 취함에 따라 노동시장 내 미스매치에 따른 실업을  
상승 압력이 높아질 가능성이 있음. 이는 고용 지표를 위축시키며 정책금리의 인하 폭을 키울 수 있음.

2032년까지 주요 직업군의 근로자 증가율 전망과 23년 이민자 출신 비율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

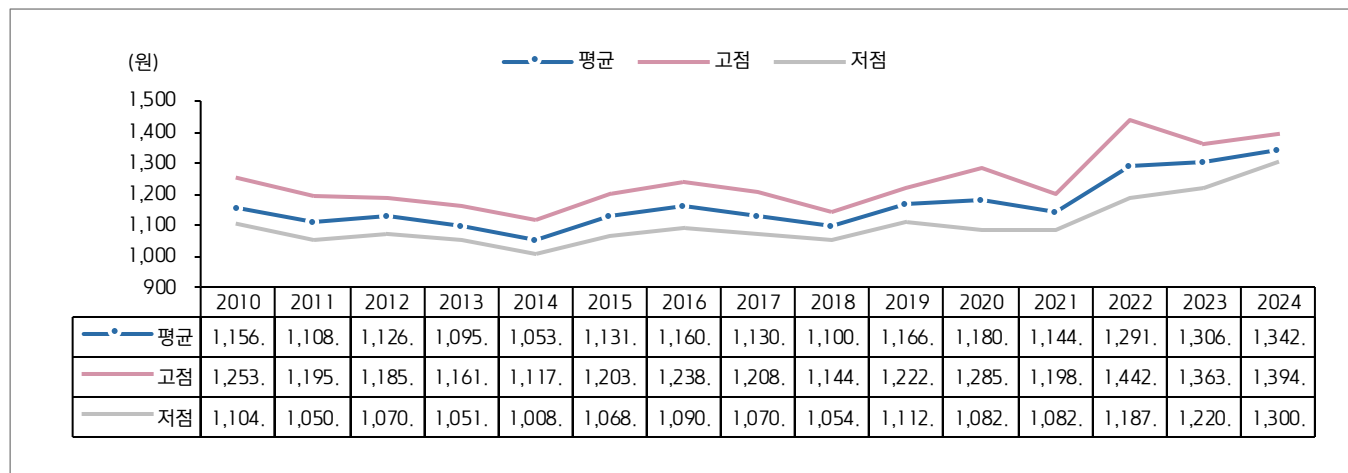
미국 노동시장 참가율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 2024년 달러/원 환율은 2분기 초 상단 형성하며 연간 기준 완만한 U자형의 경로를 보일 것으로 전망
- ▶ 달러/원 환율(평균, 원): 2024년 연간 1,343원, '24년 1Q 1,330, 2Q 1,365 3Q 1,332, 4Q 1,345
- ▶ 하반기 글로벌 금융 위기 가능성이 낮고, 한국의 무역 흑자기조가 지속되면서 달러/원 환율 1,400원대 급등 가능성은 낮을 것으로 전망
  - 달러/원 환율이 1,400원을 상회한 건 1997년(IMF 외환위기), 2008년(글로벌 금융위기), 2022년(미 금리인상) 정도이며 이 당시에는 공통적으로 한국의 무역수지가 모두 적자를 기록함
- ▶ 미 달러화 흐름에 주로 연동하며 달러/원 환율은 3분기까지 1,300원대 초반대로 계단식 하향조정 흐름을 보인 이후 4분기 중 1,300원대 중후반대로 다시 반등할 것으로 전망

달러/원 환율 과거 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터  
 주: 2024년 5월 17일 기준

## 35. 미 달러화, 정치 논리와 금리 방향 중요

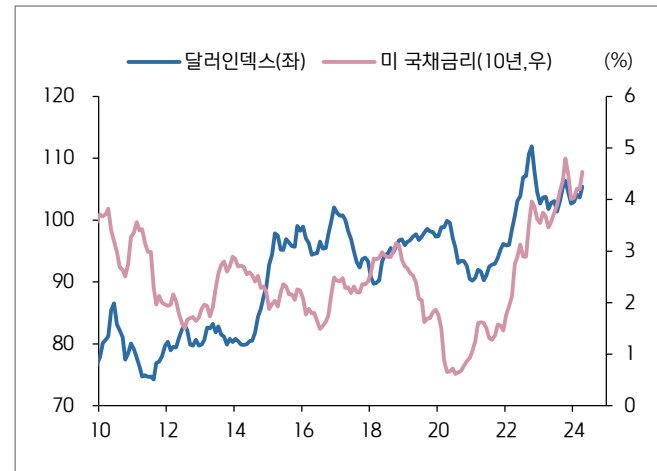
- ▶ 미 달러인덱스는 미 국채금리와 밀접하게 움직이는 상황, 연준 통화정책이 하반기 9월과 12월 두 차례 정책금리 인하를 전망함에 따라 이를 반영해 국채금리 하락하면서 3분기 중 완만한 약세 보일 전망
  - 지난 4월 미국 높은 물가에 연내 추가 긴축 우려 등을 반영하며 미 달러와 국채금리 급등. 이 과정에서 연내 정책금리 인하가 쉽지 않을 수 있다는 전망까지 일정부분 반영, 연내 정책금리 인하가 가능하다면 2분기 초 달러는 상단 형성
- ▶ 미국 대선을 앞두고 국채금리의 하향 안정화와 재정지출 확대 논리가 달러에 하반기 초 약세요인으로 작용할 것으로 예상. 이후 4분기에는 미국 대선 전후 금융시장의 변동성이 확대되며 안전자산 수요가 유입될 수 있다는 점에서 미 달러의 추가 하락 제한되며 반등하는 경로 전망

미 달러인덱스와 달러/원 환율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미 달러인덱스와 미 국채금리(10년)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

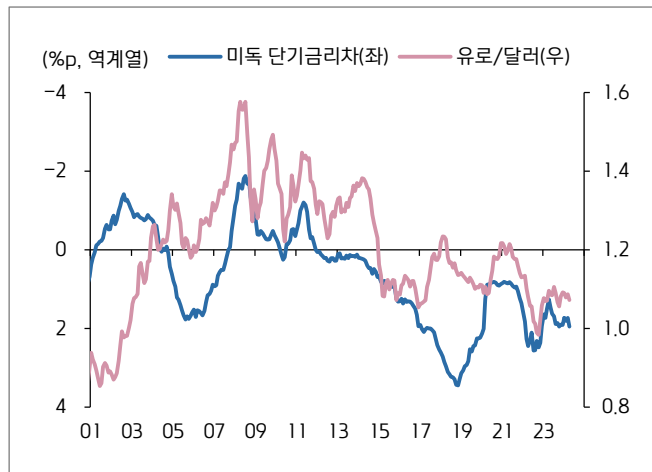


## 36.

## 유로화와 엔화, 내외 금리차 흐름에 연동

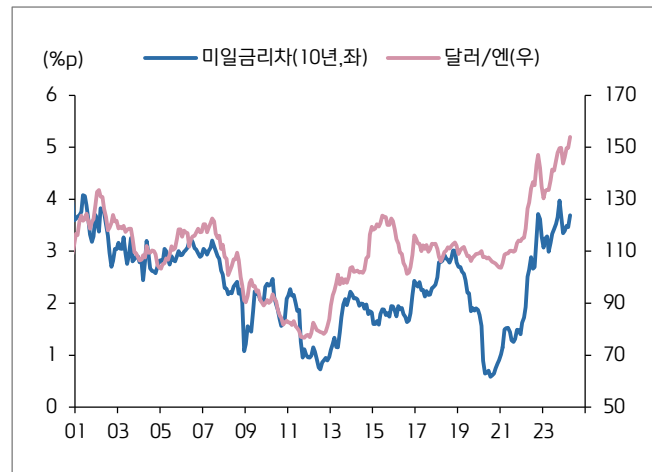
- ▶ 유로화는 유로존 경기 회복 기대 및 미국과의 금리차 확대가 주춤해지면서 2,3분기 달러 대비 강세는 가능할 것으로 전망. 이후 4분기에는 미국 대선 및 펀더멘털과 통화정책 차별화 등에 달러 대비 약세 전환 예상
  - ECB에서는 빠르면 6월 정도 소비자물가 상승률 둔화와 성장 둔화에 대한 우려 등에 정책금리 인하 가능
  - 정책금리 인하 기대에 유로존 경기 회복 전망이 강화되며 미국과의 성장 격차를 단기적으로 축소 가능
- ▶ 엔화는 미 국채금리가 적어도 3분기까지 완만한 하락세를 보인다면 미국과의 금리차 축소 등에 달러당 140엔 후반까지 하락 가능, 하지만, 4분기 중에는 미 달러의 하락이 주춤해지면서 엔화의 추가 강세 제한

유로/달러와 미국과 독일 단기금리차



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

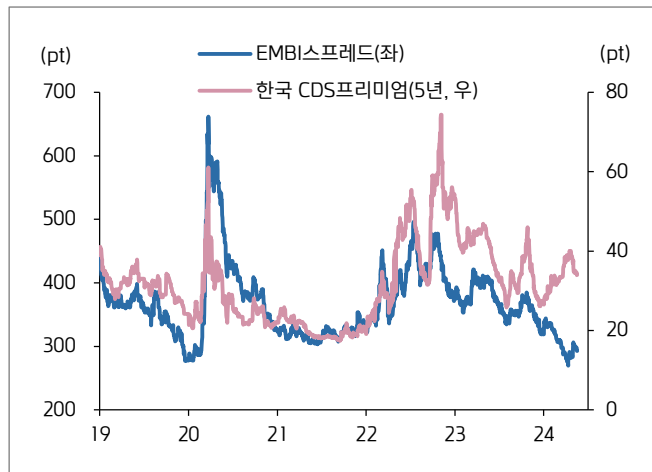
미일금리차(10년)와 달러/엔 환율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

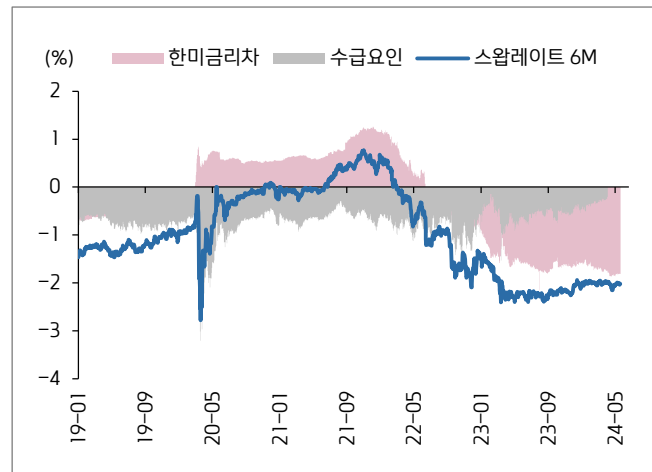
- ▶ 글로벌 금융시장 내 이머징 리스크 프리미엄이 낮게 유지되며 한국 CDS의 급등 가능성은 낮추어줄 전망
  - 과거 신흥시장 리스크프리미엄은 미국 하이일드 스프레드 및 ISM제조업지수와 밀접하게 움직임. ISM 제조업지수의 점진적인 하락과 미 신용스프레드의 안정적인 흐름은 EMBI 스프레드의 급등 가능성을 낮추어줄 전망
- ▶ 미국과 한국간의 금리차가 마이너스 권에서 머물지만 미국 금리의 하향 안정화 이어진다면 내외 금리의 역전 폭은 점진적으로 축소되며 달러/원 환율의 급격한 약세 제한.
  - 한국 기준금리는 인하는 미국 정책금리보다 후행적으로 단행될 것으로 전망
- ▶ 하반기 한국 신용 위험이 낮은 수준에 머물고 미국과의 금리 역전 폭이 확대되지 않는다면 단기적으로 환헤지 비용 증가는 제한될 것으로 예상.

EMBI스프레드와 한국 CDS프리미엄(5년)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

달러/원 환율 스왑레이트 및 수급요인, 한미금리차



자료: 인포맥스, 키움증권 리서치센터

주: 한미금리차는 한국과 미국의 IRS 6M의 차이

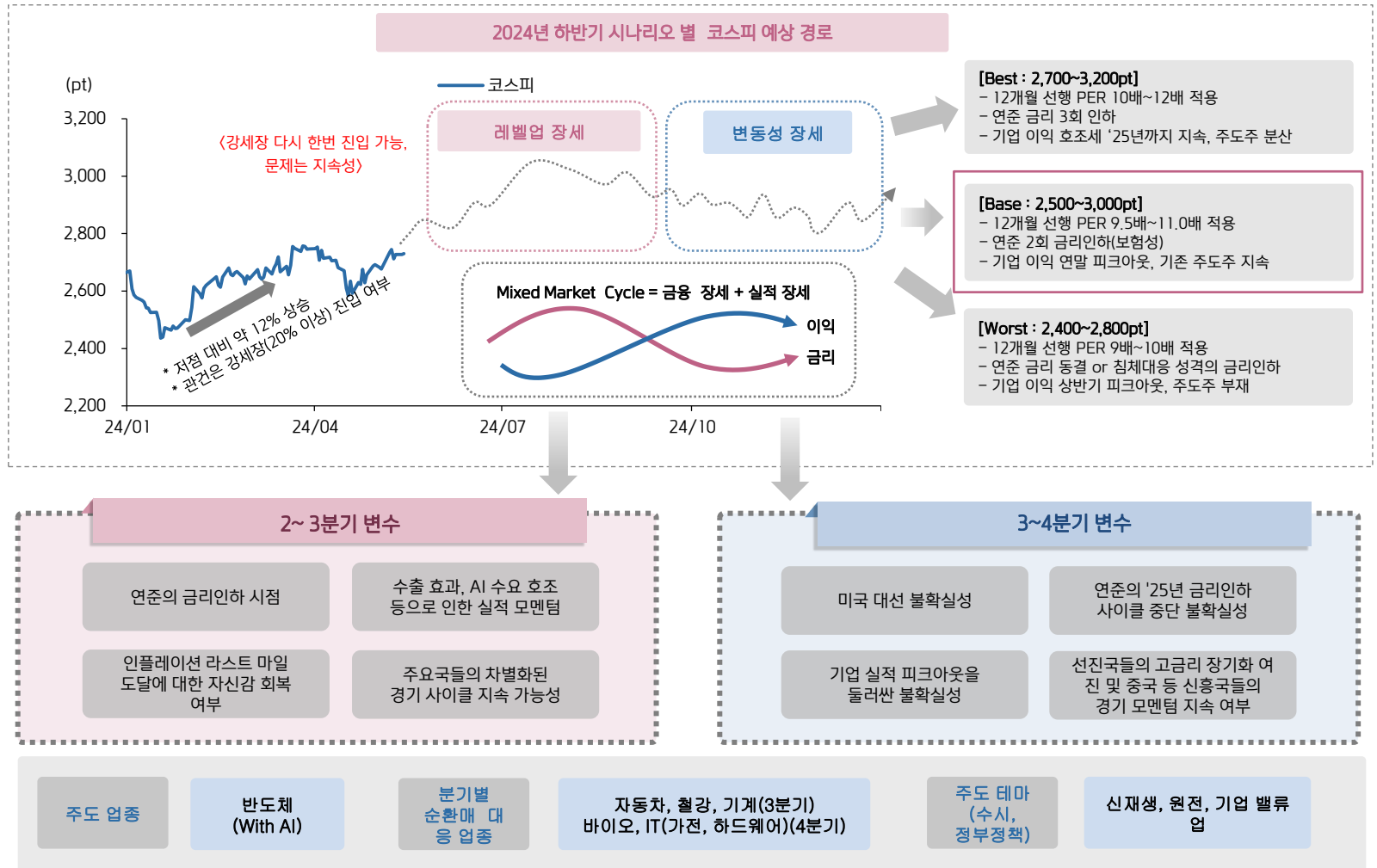
## II. 전략:

Mixed Market Color



## 01.

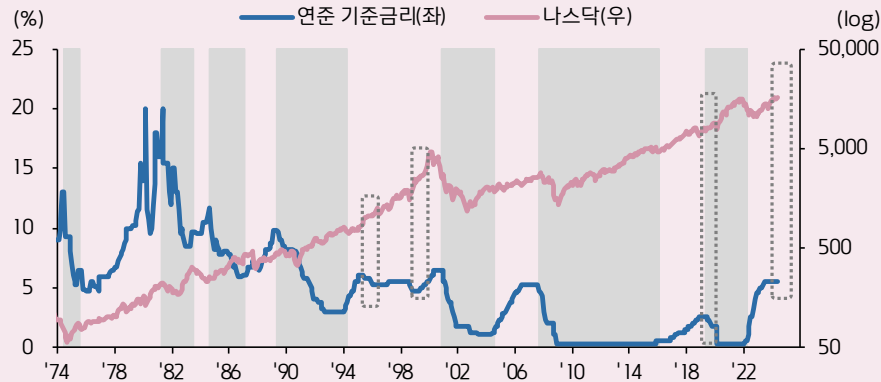
## (요약) 2024년 하반기 코스피 예상 프로파일 : 강세장의 지속성이 관건



## 02.

## (요약) 2024년 3분기, 주식시장이 주목해야 하는 차트

3분기 키 차트



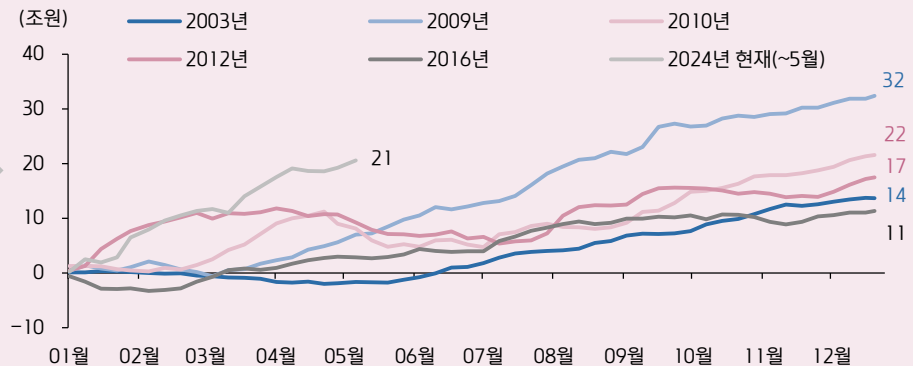
## [금리인하 사이클 돌입 이후 시장은 급락?]

- 과거의 패턴을 고려 시 연준의 금리인하 돌입 시 증시 급락 가능성 존재
- 하지만 보험성 금리인하를 단행했을 시 증시는 오히려 안도 랠리가 나타났던 사례를 참고
- 보험성 금리 인하기에 퀄리티, 모멘텀 스타일이 우수했으며, 현시점에서 이에 해당하는 업종은 반도체

## [외국인, 역대 2위 순매수 기록 경신 가능성]

- '24년 외국인 코스피 순매수 금액 21조원
- 역대 3번째로 높은 규모이며, 그 속도는 역대 1위
- 3분기에도 우호적인 매크로 환경, 국내 수출 업체들의 이익 모멘텀, 환차익 기대 등으로 순매수 예상
- 역대 2위였던 '10년 순매수 금액 상회 전망
- 다만, 4분기 이후 순매수 강도 약화될 소지

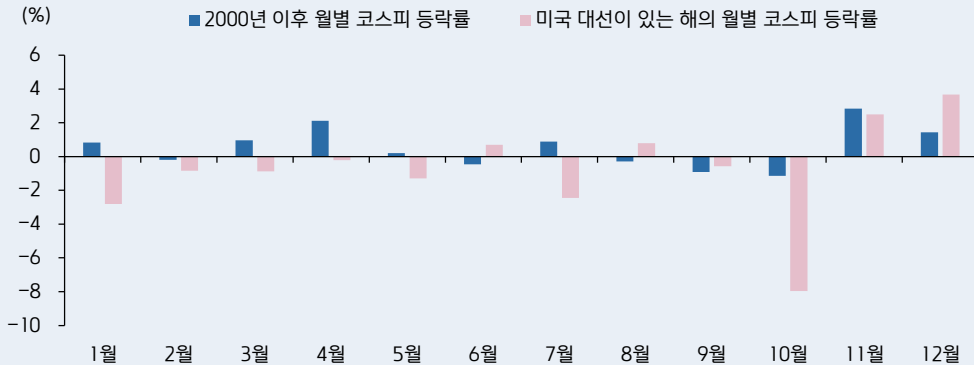
역대 외국인 코스피 연간 순매수 상위 시기별 추이 비교



## 03.

## (요약) 2024년 4분기, 주식시장이 주목해야 하는 차트

4분기 키 차트



## [미국 대선 정국 혼란이 유발하는 변동성 장세]

- 매 4년마다 치러지는 미국의 대선은 글로벌 금융시장의 변동성 유발 요인
- 바이든과 트럼프의 지지율이 경합을 보이고 있으며, 11월 실제 개표까지도 상황을 예단할 수 없음
- 올해에도 변동성 출현이 예상되나, 바이든과 트럼프의 정책 공약 상 중간 지대에 있는 신재생 업종으로 대응하는 전략이 적절

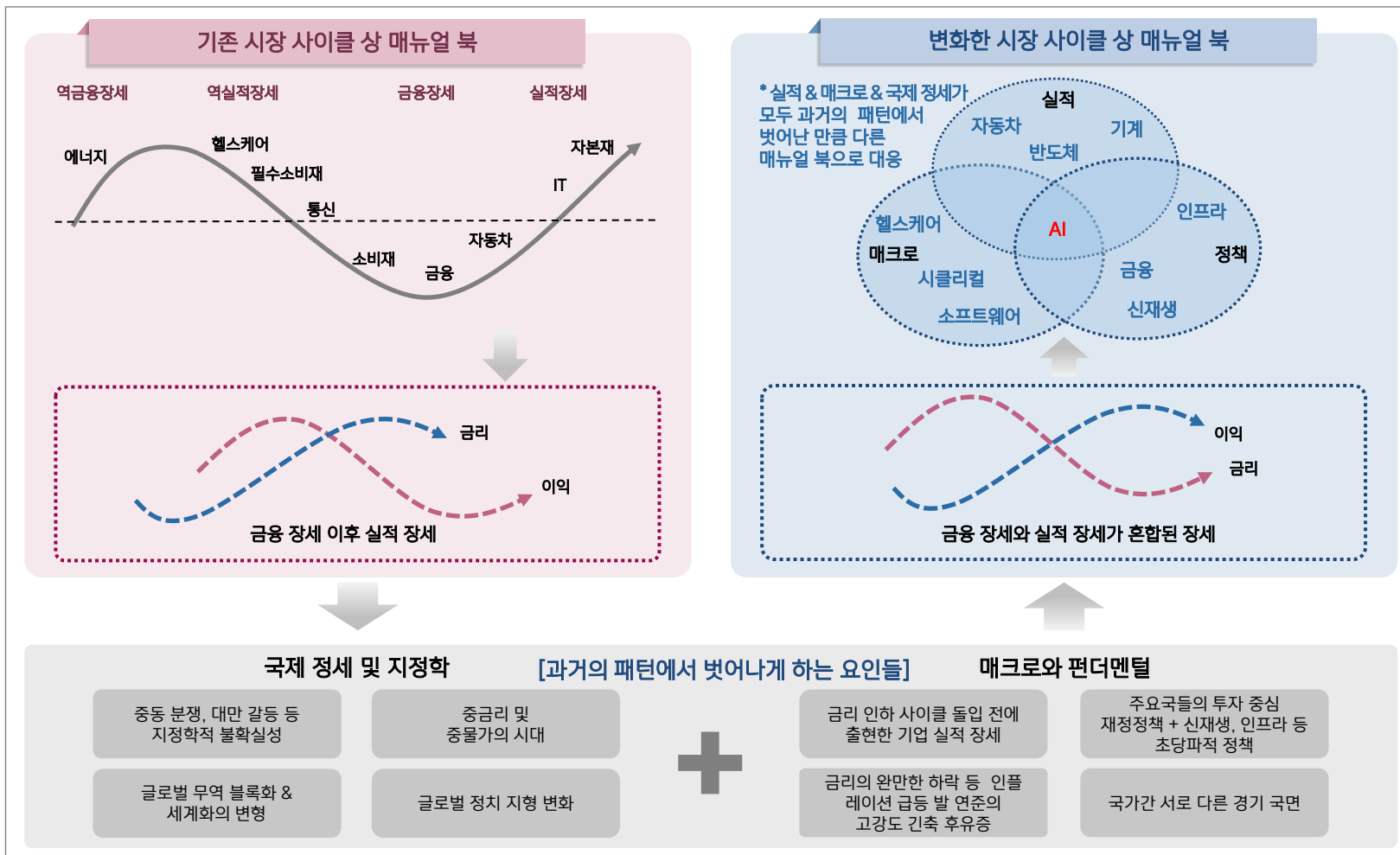
## [코스피 이익 피크 아웃을 둘러싼 논란들]

- 주요국들의 차별화된 경기 사이클은 글로벌 수요의 양호함을 유지시켜줄 전망
- 코스피 이익 전망은 3분기까지 우상향 예상되나, 4분기 이후 이익 피크아웃 및 '25년 이익 전망 둔화를 둘러싼 불확실성이 연말로 갈수록 부각될 전망
- 이익 방향성에 선행하는 주가 역시 4분기 이후 모멘텀이 둔화될 가능성에 대비



# 04.

## (리마인드) 과거와 다른 시장 사이클 별 투자전략은 유지

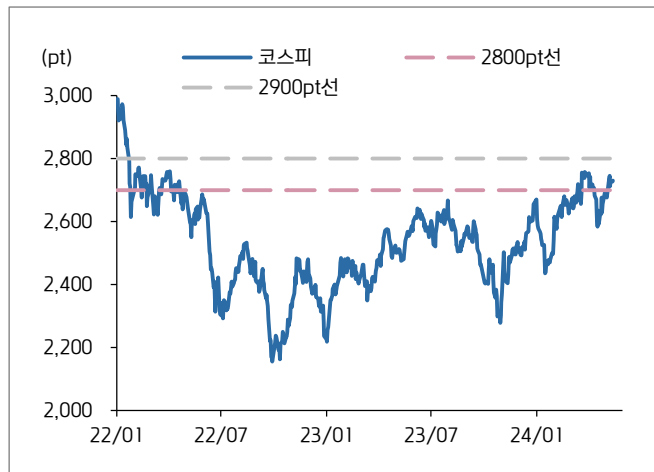


## 05.

## AI 열풍, 정책 전환 등에 힘입어 레벨업이 이루어졌던 상반기 주식시장

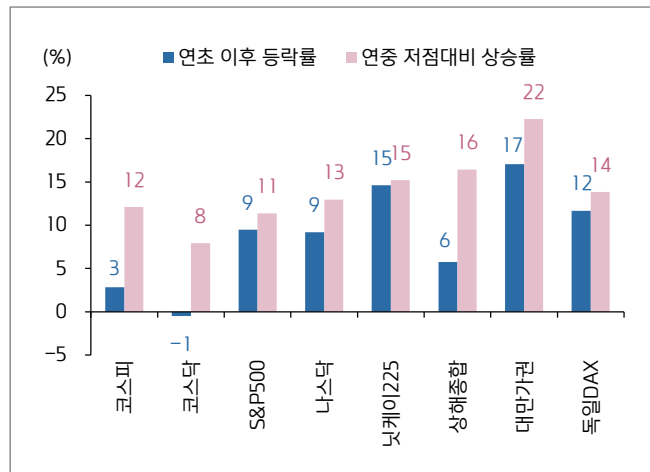
- ▶ 연초 엔비디아를 중심으로한 AI 랠리, 정부 정책(기업 밸류업 등), 연준의 금리 인하 기대감 확대 등 매크로와 펀더멘털 상 호재성 재료들이 1~2분기 증시에 주입이 되면서 주가 모멘텀을 제공
- ▶ 2분기 이후 고점 부담, 연준의 금리인하 기대감 조정, 지정학적 불안 등으로 주가 조정이 빈번하게 출현 하기도 했지만, 5월 현재 재차 주식시장은 전고점 돌파에 나서고 있는 모습
- ▶ 이처럼 다우가 4만선, S&P500이 5,000선, 닛케이225가 4만선에 도달하는 등 전반적인 증시는 상반기 레벨업 이 이루어졌던 시기
- ▶ 코스피 역시 2년 넘게 돌파하지 못했던 2,700pt선을 돌파했으나, 여타 증시에 비해 레벨업이 더디게 진행 중이라는 점은 아쉬운 부분. 추가 레벨업은 현재 시장에 주어진 과제에 달려있을 것

코스피, 단계적 레벨업이 느리게 진행 중



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주요국 증시의 연초 이후 등락률 및 연중 저점 대비 상승률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터. 주: 5월 17일 종가 기준

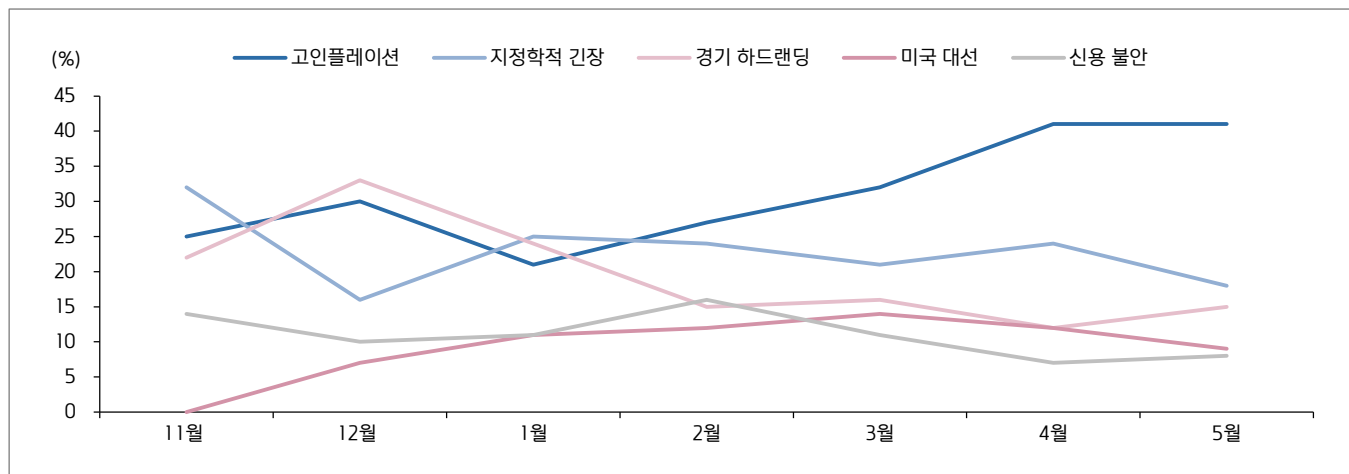


## 06.

## 하반기에도 시장이 짊어져야 할 무게는 인플레이션과 대선, 그리고 실적

- ▶ 5월 중 5월 FOMC, 4월 CPI 등 굵직한 재료를 중립 이상으로 소화하면서 중립 이상의 증시 환경이 조정되고 있으나, 시간이 지날수록 주가 상향 기어 변속이 매끄럽지 못하다는 느낌을 지울 수가 없기는 함
- ▶ 인플레이션을 둘러싼 시장의 경계심리에 더해, 시장과 연준 위원들간의 인플레이션 및 정책 전환 시점을 둘러싼 괴리가 좁혀지지 않고 있다는 것이 문제
- ▶ 지난 5월 15일 BofA의 5월 서베이에서도 향후 시장에 잠재적인 위협 요인 1순위가 여전히 인플레이션으로 지목되고 있으며, 3월 이후 응답률은 40%대로 과거에 비해 높은 상황
- ▶ 결국 인플레이션은 올 하반기에도 시장의 메인 과제로 자리잡을 것으로 예상되는 가운데, 4분기부터는 미국의 대선 리스크, 기업 실적 피크아웃 불확실성과도 마주해야 할 것으로 판단

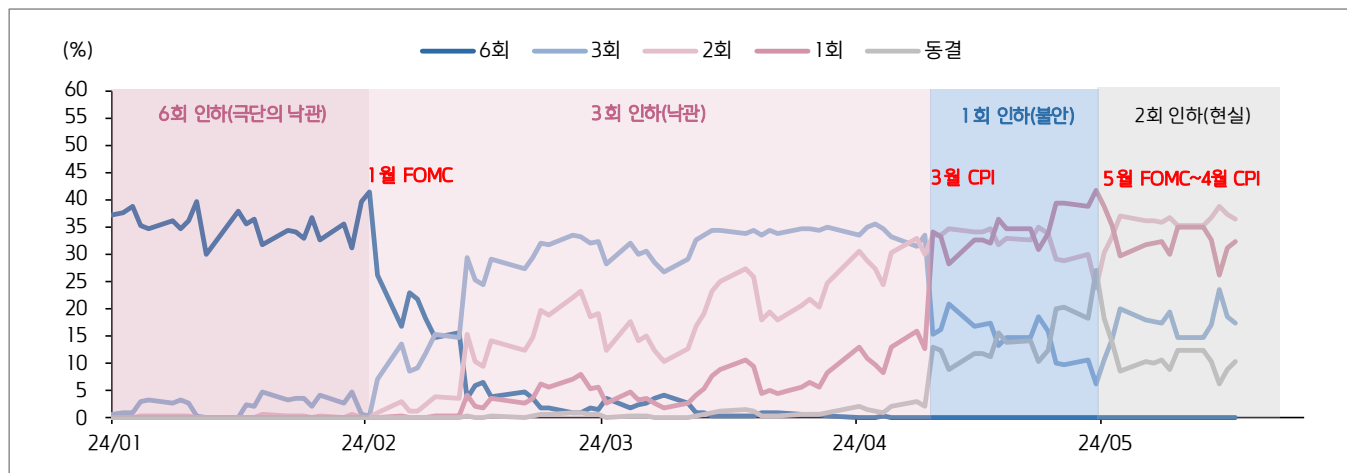
글로벌 펀드매니저들이 생각하는 시장의 잠재적인 위협 요인, 현재와 같은 구도는 하반기 내내 이어질 소지



자료: BofA Survey, 키움증권 리서치센터

- ▶ 시장과 연준이 인플레이션 경로에 그토록 주목하는 것은 금리인하 시점과 직결되어 있는 사안이기 때문. 연준의 금리인하 시점을 둘러싼 시장의 심리는 상반기에 수시로 변했던 것도 인플레이션 불확실성이 높아졌다는 데서 기인한 것으로 판단
- ▶ 연준의 금리인하를 둘러싼 시장 심리 변화는 상반기에 극단을 오고 갔는데, 1~2월 중에는 6회 인하 → 3월 3회 인하 → 4월 1회 인하(or 동결) → 5월 현재 2회 인하로 금리인하 강도에 대한 컨센서스가 급변 하는 중
- ▶ 당사는 3분기 1회, 4분기 1회 각각 1회씩 전망하고 있음. 하지만 연준 위원들이 각자의 전망 변화에 따라 경제 전망과 점도표가 업데이트되는 6월 FOMC 까지는 2회 인하 전망에 단기적인 불투명성이 생길 것으로 예상

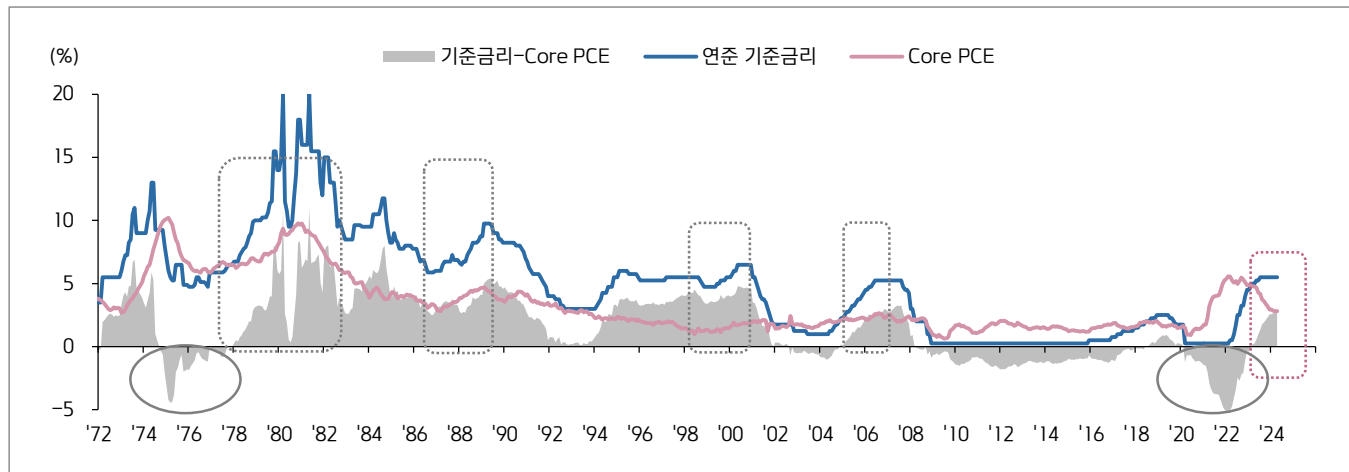
CME Fed Watch로 엿본 연준 정책 금리인하 강도의 확률 변화, 이제는 현실로 돌아온 상황



자료: CME Fed Watch, 키움증권 리서치센터

- ▶ 하반기에 2회 금리인하를 전망하는 것은 2분기 이후 발표되는 인플레이션 데이터들이 연준으로 하여금 금리인하 단행할 수 있는 명분을 제공할 것이기 때문
  - 연초 이후 헤드라인 인플레이션 상승의 주범이었던 유가가 현재 80불대를 하회하는 등 추가 상방 압력이 약해지고 있다는 점에 주목. 미국의 초과저축이 3월 기준 -700억달러로 사실상 전액 소진이 되는 등 수요 인플레이션 압력도 크지 않다는 점을 고려 시 수요 측면에서 인플레이션 압력은 둔화 진행 중
- ▶ 5월 기준 “연준의 정책금리-Core PCE”의 스프레드는 +2.67%p로 '22년 3월 -5.1%p를 바닥으로 상승 추세로 전환. 과거와 달리 연준의 정책이 인플레이션이 더는 뒤쳐지지 않고 있음을 시사. “연준의 정책금리-Core PCE” 값이 양수인 시기에도 금리인하를 하지 않았던 시기('78~'82년, '99~'00년, '05~'06년)가 존재하나, 당시에는 인플레이션이 상승하는 시기였으며, 현재는 하락하는 시기라는 점에 주목할 필요

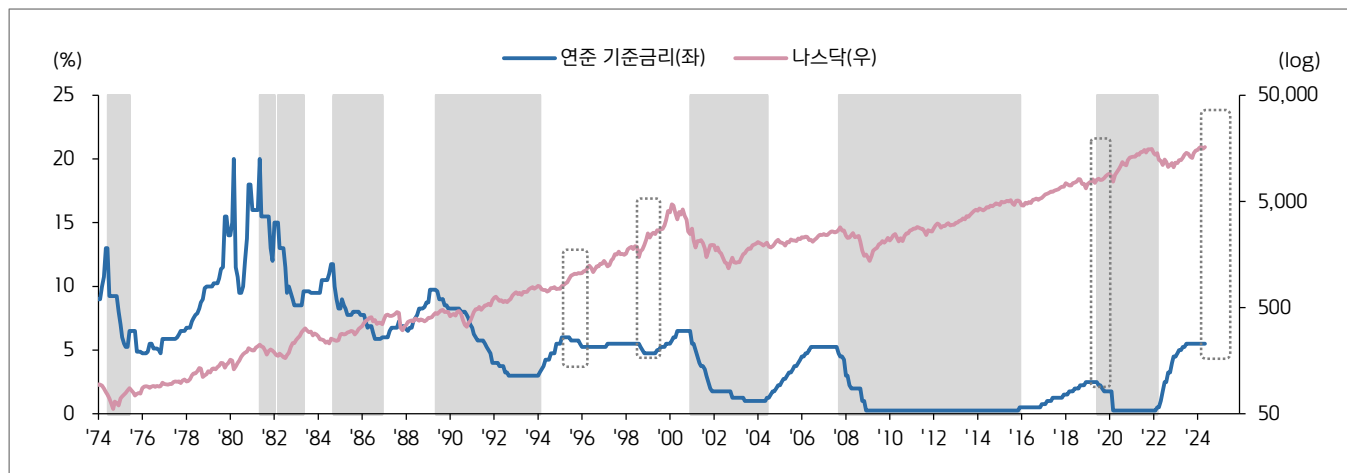
연준의 정책금리와 Core CPE 물가의 격차를 보면, 금리인하 명분은 쌓여가고 있는 중



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 과거의 금리인하 사이클 당시의 증시 반응을 오늘날의 상황에 대입해보면, 많은 이들이 “금리인하 = 증시 약재”라는 공식을 떠올리게 될 것으로 보임
- ▶ 하지만 “금리 인하 초기 = 증시 하락, 금리 인상 초기 = 증시 상승’ 패턴이 항상 들어맞는 것은 아님
- ▶ 1990년대 중반이나 2019년 중반처럼 경기가 불황에 빠지는 것을 사전에 방지하기 위해 보험성 금리 인하를 단행했던 시절에는 주식 시장이 금리 인하 초기 기간에도 상승. 반면, 인플레이션에 성급히 대응하고자 급격한 금리 인상을 단행했던 2022년에는 금리 인상 초기 기간에도 하락했다는 점을 참고
- ▶ 이번 금리인하 사이클의 성격은 보험성 금리인하의 성격이 짙을 것이기에, 실제로 3분기 중 금리인하를 단행 하더라도 과거처럼 급락장이 출현할 확률은 낮을 전망

연준의 금리인하 사이클 내 성격 별 주식시장의 흐름은 상이



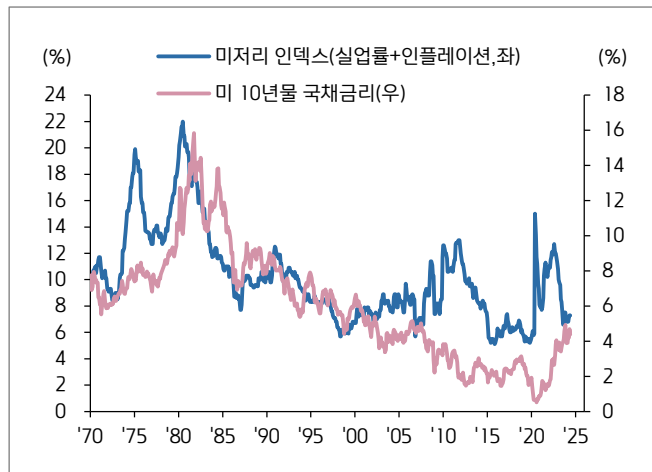
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터,

## 10.

## 증시의 잠재적 대형 악재인 스태그플레이션 출현 가능성도 낮다

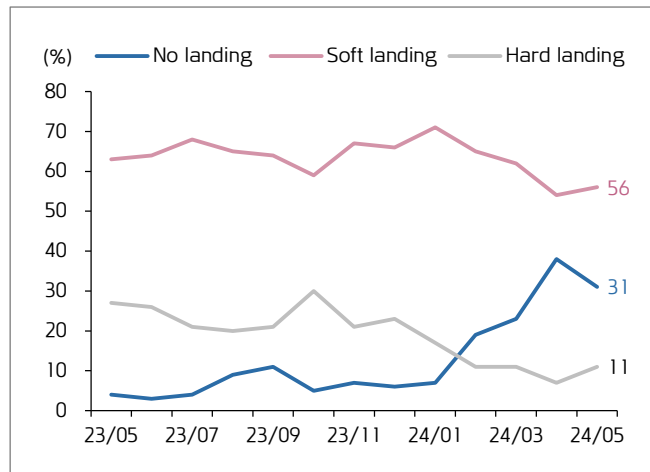
- ▶ 보험성 금리인하를 단행하다는 맥락에서 보면, 최근 다시 수면 위로 부상 중인 “스태그플레이션”이라는 증시의 잠재적인 대형 악재가 현실화될 가능성도 낮다고 판단
  - 실업률과 인플레이션을 합산해 산출한 “미저리 인덱스”가 7.3%로 ‘60년대 이후 역사적 평균인 9%를 하회
  - 1970년대 스태그플레이션 당시, 미저리 인덱스가 15~20%대 수준까지 치솟았던 것에 비해 크게 모자라는 수준
- ▶ 이를 감안 시 향후에 스태그플레이션 우려가 빈번하게 출현하더라도 노이즈로 받아들이는 것이 적절. 또 유럽, 중국 등 글로벌 경기 방향에 영향력을 행사하는 여타 국가들의 사이클이 미국과 다르다는 점도 각국 경제에 완충 역할을 제공할 것이라는 점도 주목할 필요
- ▶ 결국, 최근 지표 둔화는 미국 경기가 “노랜딩”할 것이라는 희망 섞인 기대감에서 “소프트랜딩”이라는 현실로 복귀하는 과정으로 보는 것이 적절

미저리 인덱스를 보면 스태그 플레이션 확률은 희박



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주요국들의 차별화된 경기 사이클은 각 경제에 완충 역할



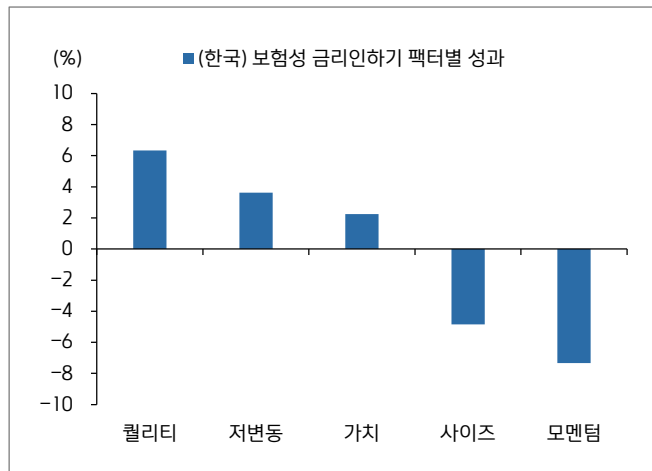
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 11.

## 보험성 금리 인하 시기에는 실적 성장주(=퀄리티)가 우위

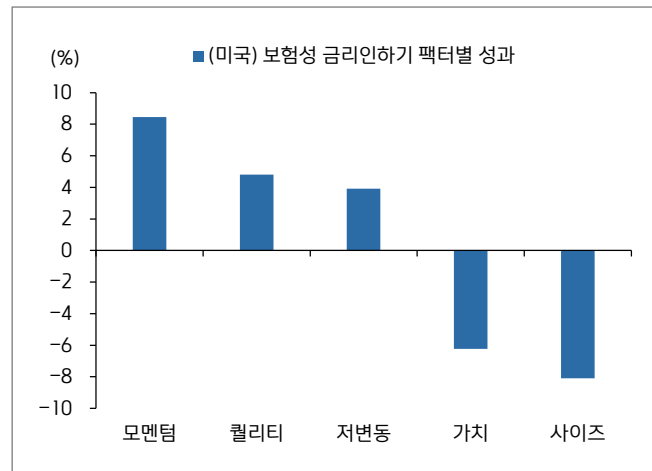
- ▶ 보험성 금리인하가 현실화된다면, 주식시장에서는 AI를 중심으로한 반도체가 주도주 지위를 유지할 전망
- ▶ 과거 3차례 보험성 금리인하('95년, '99년, '19년) 당시 첫 보험성 금리인하 전 6개월부터 금리인하가 끝나는 기간 동안 주요 스타일들의 성과를 보면, 한국 증시에서는 퀄리티(+6.3%), 저변동성(+3.6%), 가치(+2.2%) 미국 증시에서는 모멘텀(+8.5%), 퀄리티(+4.8%), 저변동(+3.9%)이 수익률 상위권을 기록
- ▶ 보험성 금리인하는 경기 모멘텀 개선으로 이어지기에, 시클리컬 업종들이 포진된 저변동성, 가치 스타일이 강세를 보이는 것은 자연스러운 수순일 수 있음
- ▶ 여기서 주목해야 하는 것은 미국, 한국 등 주요국 공통으로 퀄리티 스타일이 최상위권을 차지하고 있다는 것. 이익성장, 자산회전율, 영업레버리지 등이 우수한 업종이 이번 금리인하 사이클에서 스타일 상 주도 스타일이 될 것임을 시사

연준 보험성 금리인하 시기의 한국 증시 팩터별 성과



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

연준 보험성 금리인하 시기의 미국 증시 팩터별 성과



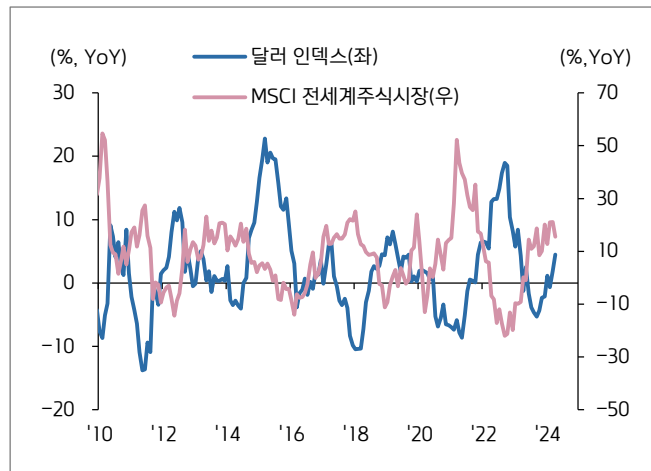
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 12.

## 달러 약세 등 매크로 환경은 양호해질 전망이나 이익 측면에서는 차별화 진행

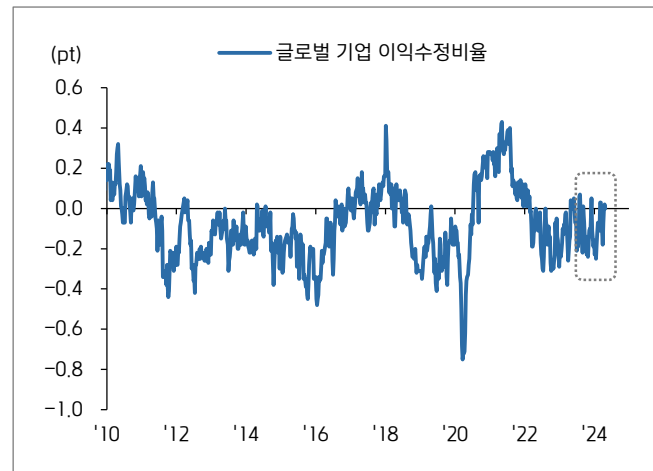
- ▶ 달러 인덱스는 지난 4월 중 106pt대 레벨에서 고점을 형성한 이후 현재 하락 속도와 강도는 가시적으로 개선되지 않고 있는 모습이지만, 3분기까지는 연준의 금리인하 사이클 돌입, 미국 이외 국가들의 경기 여건 개선 등으로 레벨 다운이 한 차례 더 일어날 것으로 예상
- ▶ 역사적으로 달러와 주식시장의 “-”의 상관관계를 띄고 있는 만큼, 하반기 달러화 약세 진행은 전세계 증시 전반에 걸쳐서 긍정적인 영향을 가할 것으로 판단
- ▶ 하지만 국가별로 경기 사이클이 상이해진 것과 마찬가지로, 주요국 증시 간 이익 모멘텀도 차별화될 것이라는 전제로 접근할 필요
  - 현재 글로벌 기업들의 이익 수정 비율은 3개월 넘게 0pt대에서 등락을 반복하고 있다는 점을 참고

달러 인덱스와 전세계 주식시장



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

글로벌 이익 수정 비율



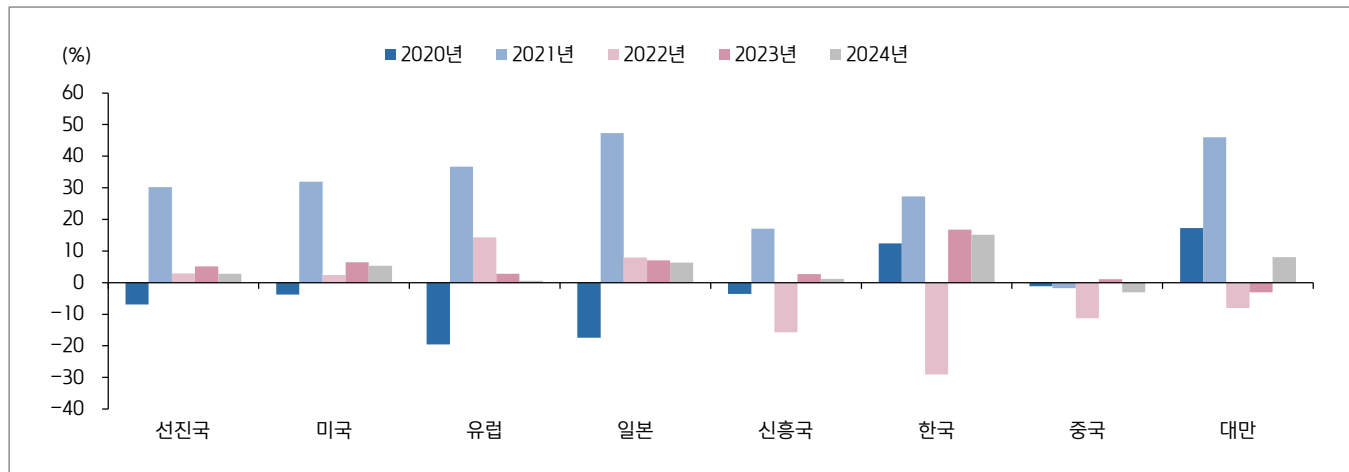
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 13.

## 국가별 이익 성장 전망은 한국이 상대적으로 밝을 전망

- ▶ 현시점에서 국가 별 이익 증가율 전망치에 우선순위를 매겨보면 한국이 탑티어 군에 위치해있는 상황
  - 24년 기준, MSCI 지수 12개월 EPS 성장률(YoY) : 한국(+15.2%), 대만(+8.1%), 일본(+6.3%), 미국(+5.4%) 순
  - 23년에는 한국(+16.8%), 일본(+7.1%), 미국(+6.5%), 유럽(+2.8%) 순으로 확인
- ▶ 한국은 수출 중심으로 움직이는 국가로 사실상 글로벌 밸류체인의 끝자락에 위치한 만큼, 이익이나 주가 변동성이 상대적으로 클 수 밖에 없는 한계점이 있음
- ▶ 하지만 1) 한국이 여타 증시 대비 EPS 성장률이 2년 연속 최상위권에 위치해 있다는 점, 2) 그럼에도 불구하고 올해 상반기 주가 상승률은 여타 증시 대비 부진했다는 점은 하반기 중 한국 증시의 상대적 우위 성과를 기대해 볼 수 있다고 판단

주요국 증시의 연도별 12개월 선행 EPS 성장률 비교, 한국 증시가 못 같만한 이유는 없기는 하다



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

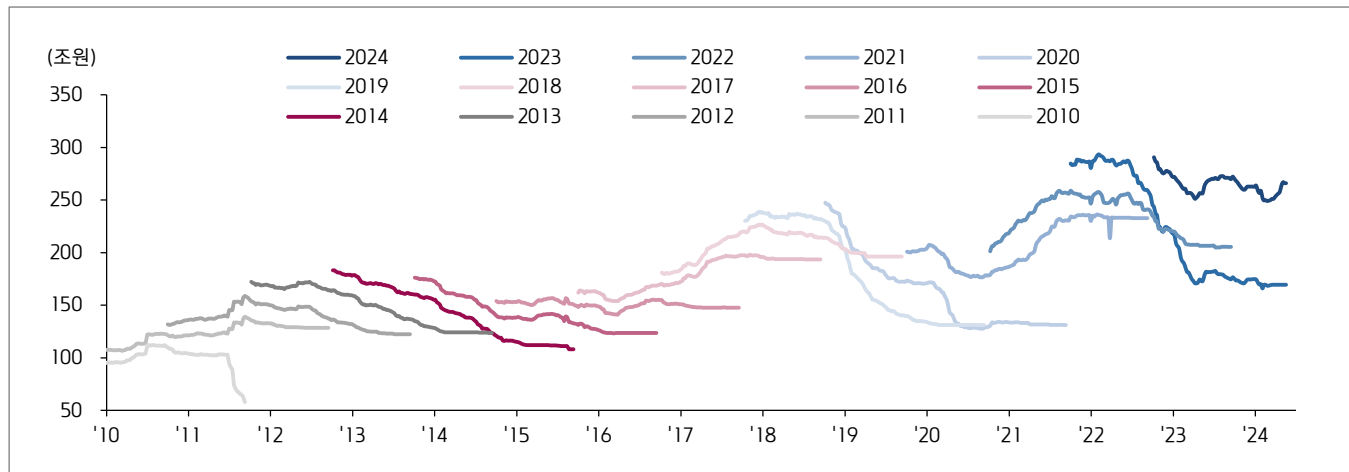


## 14.

## 한동안 하향 조정을 면치 못했던 '24년 이익 전망도 재차 상향 조정 국면에 진입

- ▶ 연초 이후 국내 시장 참여자들의 주된 고민거리는 이익 전망과 관련된 것이었음
- ▶ 과거의 패턴을 고려했을 때 특수한 상황을 제외하고는(대규모 부양책, 슈퍼사이클 등), 연초 이익 추정치 대비 그해 실제 연말 이익 간의 괴리가 불가피할 것이라는 우려가 이에 해당
- ▶ 실제로 연초이후 3월까지 '24년 코스피 영업이익 전망치는 262조원에서 249조원까지 약 5% 정도 하향조정 됐으며, 이는 과거 평균 하향조정률(9~10%)에 비해 못미치는 수준이었던 만큼 추가로 하향 조정 될 것이라는 불안감이 부상하기도 했었음
- ▶ 하지만 4월 중 1분기 실적시즌을 거치면서 265조원까지 반등한 상태이며, 양호한 대외 수요, 환율 효과, AI 모멘텀 등을 고려 시 이번 사이클에서 하향 조정은 5%대에서 마무리 된 것으로 판단

연도별 코스피 영업이익 전망치 변화



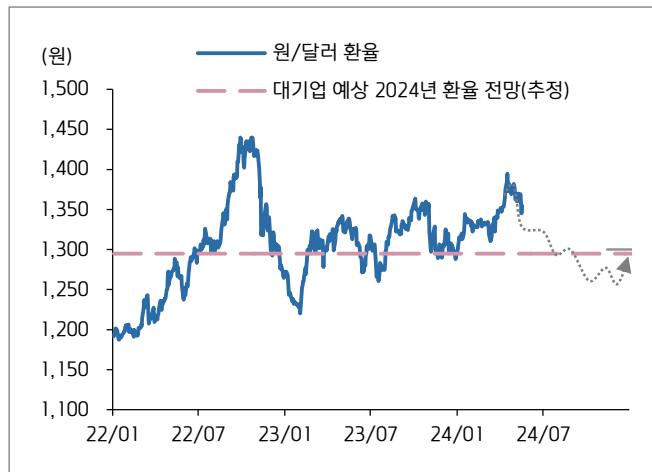
자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

## 15.

## 환율효과, 무역수지 호전 등 국내 업체들의 실적에 긍정적인 환경 조성

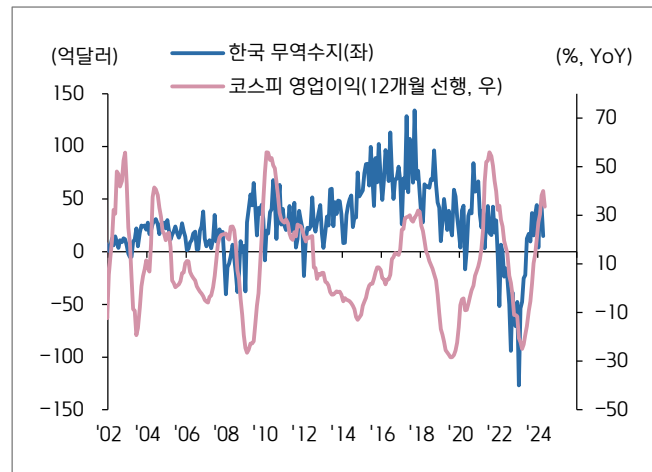
- ▶ 4월 중 1,400원을 고점으로 하락한 원/달러 환율은 하반기 상당기간 동안 고환율 구간으로 인식되는 1,300원 대에 머물러 있을 것으로 예상되나, 현재의 환경에서는 국내 수출업체들에게 우호적인 영향을 가할 것
- ▶ 원/달러 환율 상승은 수출업체들의 가격 경쟁력, 원화 환산 수익 증대 등을 만들어낸다는 점은 주지의 사실
- ▶ 과거의 고환율은 무역수지 적자가 유발했으나, 현재는 11개월 연속 흑자기조를 이어가고 있다는 점이 차별화 되는 부분
- ▶ 주요 교역국의 경기 모멘텀도 양호한 상황 속에서 발생한 고환율이기 때문에, 국내 수출 업종들이 환율 효과를 누릴 수 있게 만드는 동력으로 작용할 것
- ▶ IT, 자동차, 기계 업종을 중심으로 환율 상승에 따른 영업이익률 개선 효과가 발생할 것으로 전망

원/달러 환율, 3분기까지는 고환율 효과 수혜 구간



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

무역수지와 코스피 영업이익 전망



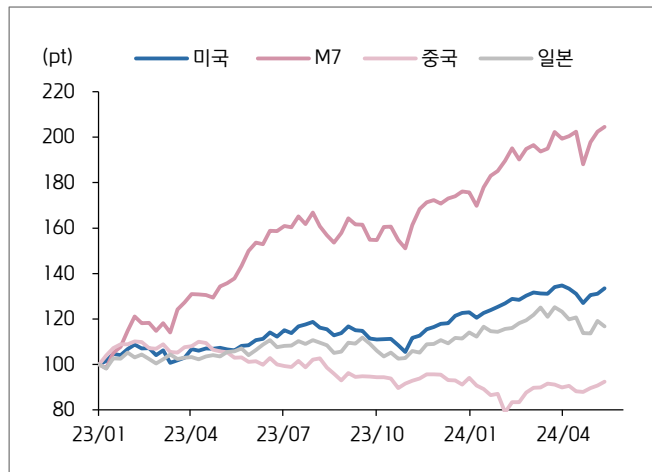
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 16.

## 엔비디아 등 M7 의존도는 기존과 비슷, 중국 의존도도 높아질 것

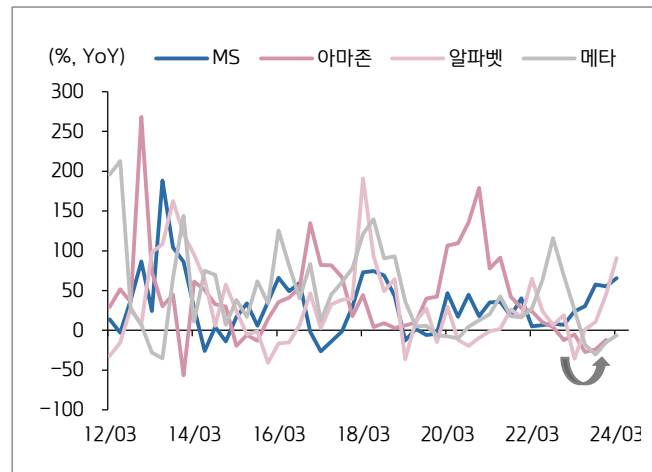
- ▶ 상반기 전세계 증시를 견인했던 주식은 엔비디아를 중심으로한 M7, 하반기에도 이들이 주요국 증시에 미치는 영향력은 여전히 높을 전망
- ▶ 4월~5월 중 AI 산업의 성장을 둘러싼 불확실성으로 이들 주가가 조정을 받는 국면도 있었지만, 어디까지나 기대감을 조정하는 과정에 나타났던 것으로 판단
- ▶ AI용 서버 수요 호조 전망에 따른 미국 빅테크주들의 투자 사이클이 현재 진행형이라는 점을 미루어 보아, AI는 스토리만으로 주가가 급등했던 주식들의 경로를 답습하지 않을 것으로 전망
- ▶ 또 중국의 성장 스토리가 다시 부각이 되면서, 구리, 여행 수요 등이 가시적인 움직임을 보이고 있는 만큼 하반기에도 중국 관련주들은 증시에서 수시로 트레이딩 기회를 제공할 것으로 예상

'23년 이후 미국, M7, 중국, 일본 증시 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

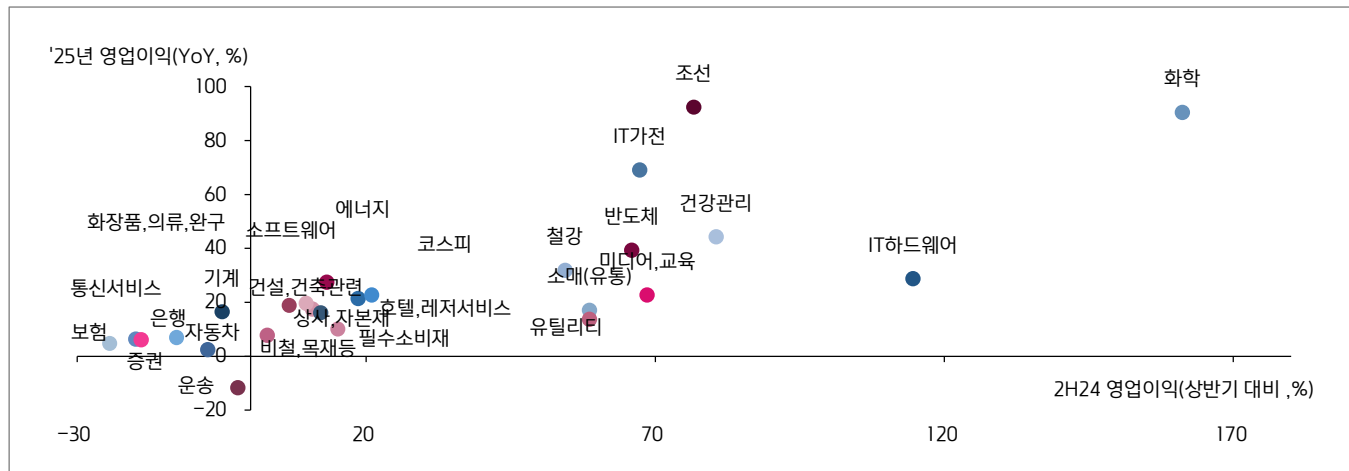
미국 빅테크 업체들의 분기별 CAPEX 증가율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 결국 올해 하반기에는 전세계 증시 중 한국 증시의 이익 모멘텀이 상대적으로 우수할 것으로 보이며, 앞서 언급한 고환율 효과, 중국과 같은 주요 수요처들의 양호한 경기 모멘텀, AI 산업 성장 지속 등이 원동력을 제공할 전망
- ▶ 이를 고려 시 하반기 업종 선정에 있어서, 반도체 중심의 수출 업종들은 중립 이상의 비중을 유지해 나가는 것이 적절하다고 판단
- ▶ 5월 말 기준, 코스피 26개 업종들의 '24년 하반기 및 '25년 연간 영업이익의 전망을 살펴보면, 반도체, IT 가전, IT 하드웨어, 조선, 소매(유통), 철강 등이 여타 업종 대비 높은 이익 성장세를 유지할 것으로 컨센서스가 형성되고 있다는 점을 참고해볼 필요

코스피 26개 업종의 '24년 하반기 및 '25년 연간 영업이익 증가율 분포도



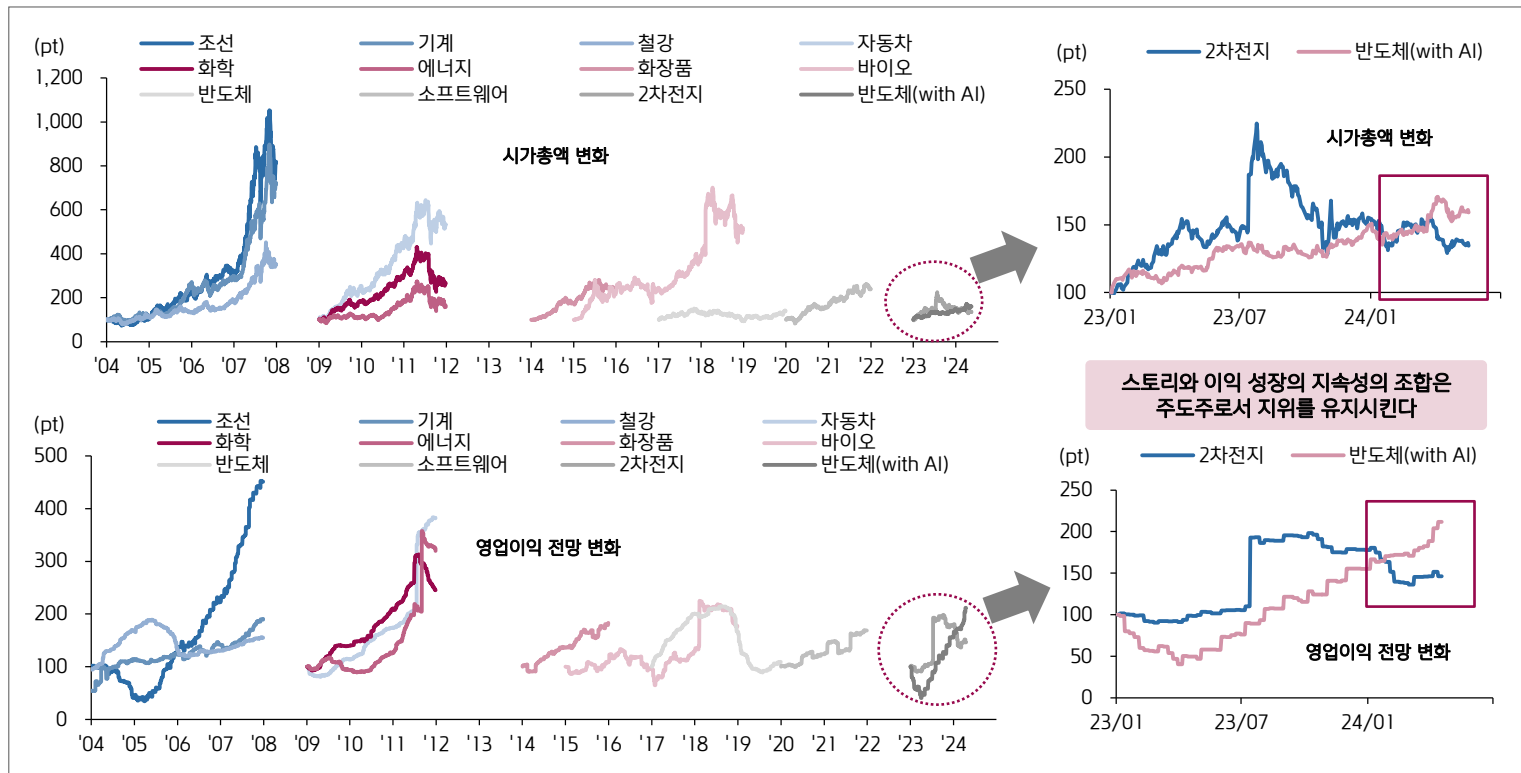
자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

## 18.

## 주도주의 조건을 충족한 반도체, 하반기에도 그 지위를 내려놓지 않을 것

- ▶ 올해 하반기 주식시장에서 주도주는 상반기와 마찬가지로 AI 수혜가 집중된 반도체 업종이 될 것
- ▶ 주도주로서 그 지위를 내려놓는 시기(주가가 고점을 찍는 시점)는 스토리와 이익성장의 조합이 훼손될 때이지만, 적어도 올해 말까지는 그 조합은 훼손되지 않을 것이라는 점, 반도체를 대체할 만한 다른 주도주가 부재할 것이라는 점에 주목할 필요

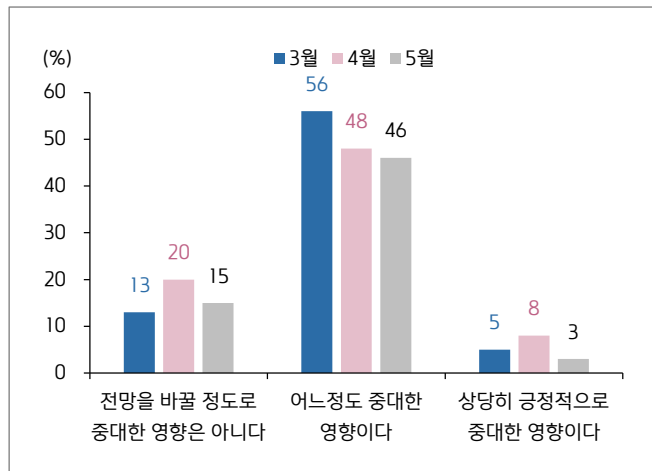
국내 증시의 시기별 주도주의 시가총액 변화(위) 및 영업이익 전망 변화(아래)



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

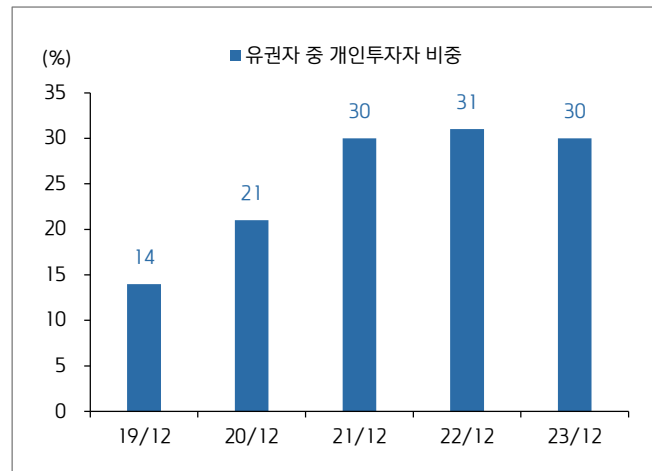
- ▶ 국내 정치 지형 상 세법 및 상법 개정 등이 필요한 “자본시장 선진화” 과제의 전체적인 추진력은 약화될 수 있겠으나, 그 안의 핵심인 기업 밸류업 프로그램의 연속성은 변함없다는 점에 주목해야 함. 5월 2일 발표된 기업 밸류업 프로그램 가이드라인 최종안(초안)을 놓고 실망감을 표출하는 의견들이 있기는 하지만, 은행, 자동차 업종은 자율성에 기댄 주주환원의지가 높으며 이들을 중심으로 인센티브 수혜를 누릴 수 있을 것으로 판단
- ▶ 기업 밸류업 프로그램을 특정 촉매만 만들어내는 이벤트로 치부할 필요가 없다는 점은 해당 정책을 바라보는 외국인 투자자들의 긍정적인 시각에서도 확인할 수 있음
- ▶ 20대 이상 국내 유권자 중에서 개인투자자가 차지하는 비중은 2019년 말 14%에서 2023년말 30%로 두 배 이상 증가한 상태라는 점을 감안 시 향후 주식시장은 정부 정책의 주요 범주 안에 놓여있을 전망

기업 밸류업 프로그램에 대한 외국 펀드매니저들의 인식



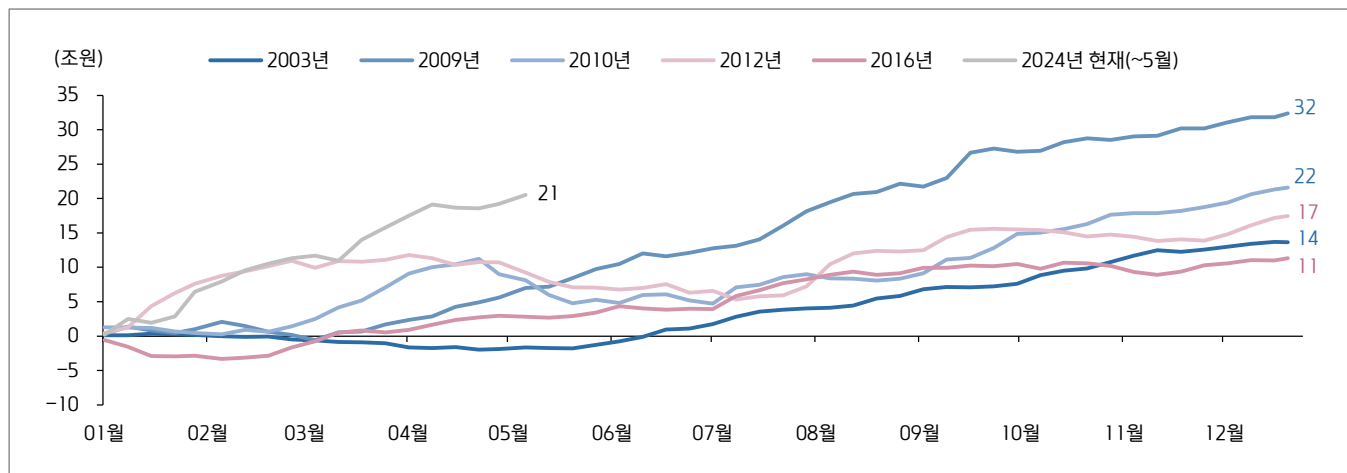
자료: BofA Survey, 키움증권 리서치센터

국내 전체 유권자 내 주식투자자 비중

자료: 통계청, '장래인구추계', 2024년 20대 이상 인구수  
한국예탁결제원, '2023년 12월 결산 상장법인 주식 소유자 현황',  
20대 이상 개인 소유자, 키움증권 리서치센터

- ▶ 올해 외국인은 코스피에서 약 21조원 순매수를 기록 중에 있으며, 이는 2009년(32조원), 2010년(23조원) 이후로 역대 3번째로 높은 규모인데다가 그 속도는 역대 가장 빠르게 진행되고 있음
- ▶ 연초 이후 지역별 자금 유출입을 살펴봐도 외국인의 한국 증시 편식 현상은 여전
  - 연초 이후 5월 말까지 아시아 전체 지역으로 유입된 글로벌 주식형 펀드 총 자금 272억 달러 중 약 60%에 달하는 160억달러가 한국 증시로 유입
- ▶ 3분기에도 우호적인 매크로 환경, 국내 수출 업체들의 이익 모멘텀, 환차익 기대 등으로 순매수 기조를 유지할 것인 만큼, 역대 2위였던 2010년 순매수 금액을 상회할 것으로 예상

역대 외국인 코스피 연간 순매수 상위 시기별 추이 비교



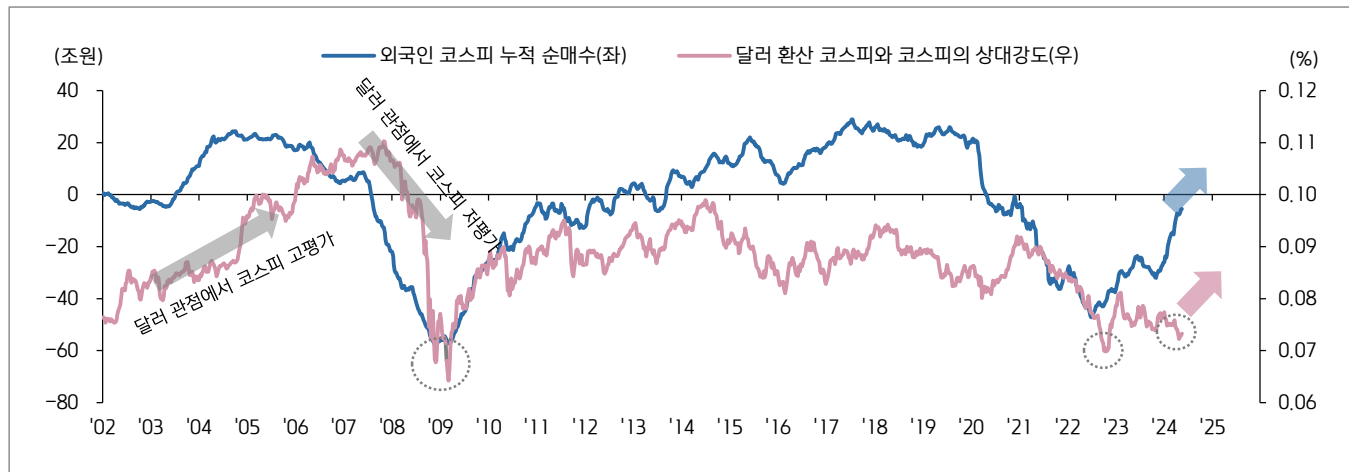
자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

## 21.

## 환 차익 유인도 커지고 있기 때문. 다만, 연말로 갈수록 순매도 강도는 약화 예상

- ▶ 올해 외국인의 순매수 규모와 속도가 역대급으로 진행되는 과정에서 일부 시장 참여자들은 기존의 펀더멘털 상 요인만으로 추가적인 순매수를 이어가기에 한계가 있다는 의견을 가질 수 있음
- ▶ 여기서, 달러화로 환산한 코스피와 기존 코스피간 상대강도가 역사적 저점 레벨에 위치해 있다는 점에 주목할 필요. 달러를 원화로 환산해 투자하는 외국인 투자자 입장에서 한국 증시에 투자했을 때, 자본 차익이 발생하지 않더라도 환 차익을 획득할 수 있는 확률이 높아지고 있음을 시사
- ▶ 다만, 4분기를 지나는 과정에서 미국 대선 불확실성, 내년도 코스피 이익 전망 불확실성, 12월 FOMC에서 가능할 수 있는 내년 금리인하 사이클 중단 여부 등을 신규 불확실성을 소화하는 과정에서 이들의 순매수 강도는 약해질 가능성에 대비할 필요

외국인 코스피 누적 순매수와 달러환산코스피/코스피 상대강도

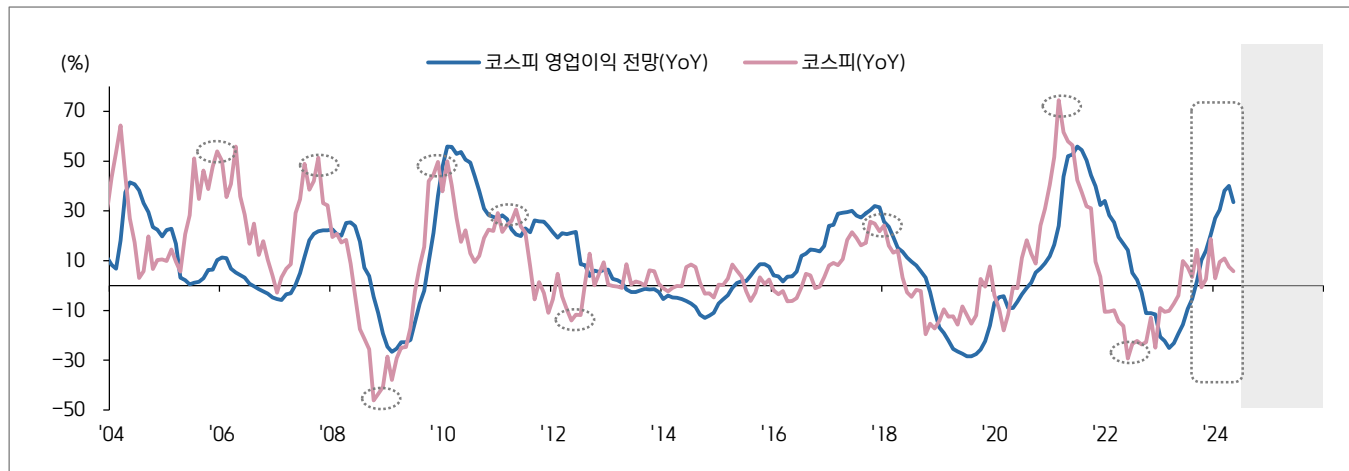


자료: Bloomberg, Quantiwise, 키움증권 리서치센터



- ▶ 4분기를 지나는 과정에서 국내 증시 참여자들에게 고민거리로 부상할 이슈는 이익 성장률 피크아웃 가능성
- ▶ 올해 코스피 연간 영업이익이 현재 컨센서스대로 약 260조원대에서 마무리된다고 가정할 시, 작년 대비 약 55%대의 이익 성장이 이루어지지만, 12개월 선행 영업이익 관점에서 보면 '24년 4월 40%대에서 5월 33%대로 성장률이 둔화되고 있다는 점이 눈에 띄는 부분
- ▶ 한동안 양호한 대외 수요, AI 모멘텀 등 앞서 언급한 요인들로 인해 30~40%대의 고성장 자체는 유지할 전망
- ▶ 그렇지만 미국 대선 이후 나타나는 미국의 정책 변화, 중금리 및 중물가가 기업 실적에 미치는 파급 효과 가능성 등을 고려 시 4분기~내년 1분기 중 이익 성장률 피크아웃 우려가 연말 증시의 걸림돌이 될 수 있다는 시나리오는 열어두는 것이 적절

코스피와 코스피 영업이익 전망을 보면, 이익의 추세 전환이 일어나기 전에 주가가 먼저 반응하는 경향



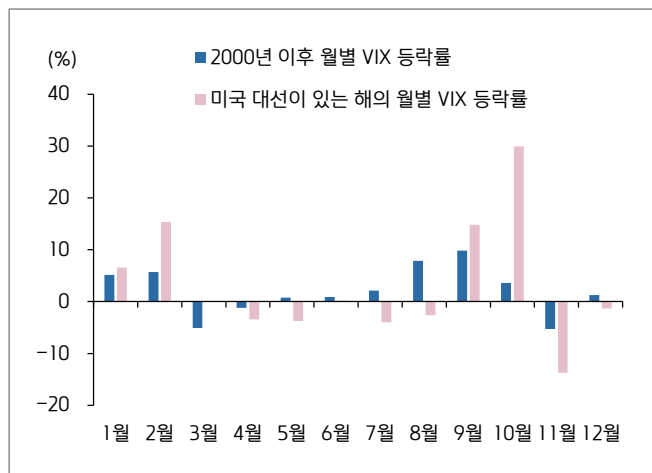
자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

## 23.

## 미국 대선도 4분기 이후 증시 변동성 확대 요인

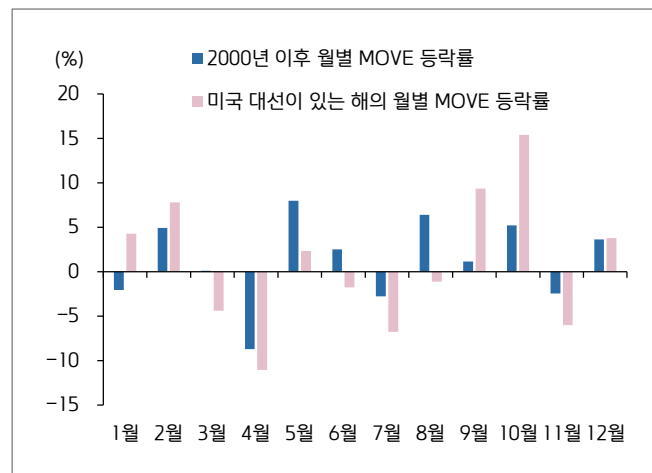
- ▶ 2024년 주식시장의 주요 쟁점 중 하나는 미국 대선으로, 그 결과에 따라 시장 참여자들의 증시 및 섹터 베팅에 변화가 생길 것으로 예상
- ▶ 현재 미국 대선 구도는 트럼프와 바이든 기존 후보들의 양강 구도로 전개되고 있으며, 최근 지지율 추이를 체크해보면 아직 누가 대통령으로 당선될지 장담할 수 없는 상황
- ▶ 과거에도 예상치 못한 후보들의 당선으로 인해서 금융시장이 급변했던 사례들이 존재했던 만큼, 대선이 있는 해와 대선이 없었던 해의 주식시장과 채권시장의 변동성이 상대적으로 높았다는 점은 4분기 이익 전망 피크아웃 불확실성과 더불어 증시의 주된 고민거리로 부상할 것

2000년 이후 vs 미국 대선 해의 VIX 월간 등락률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

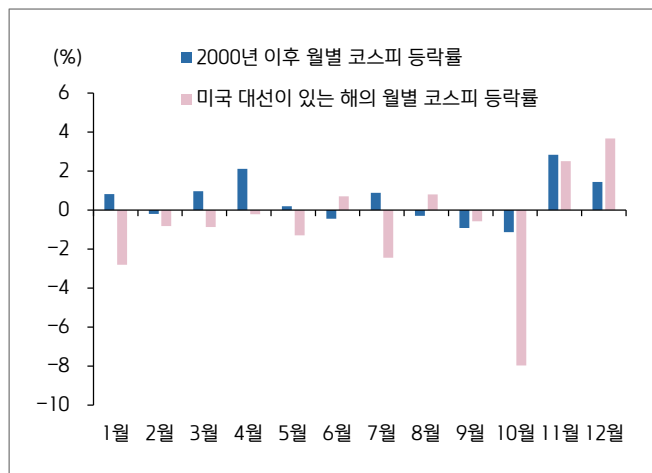
2000년 이후 vs 미국 대선 해의 MOVE 월간 등락률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

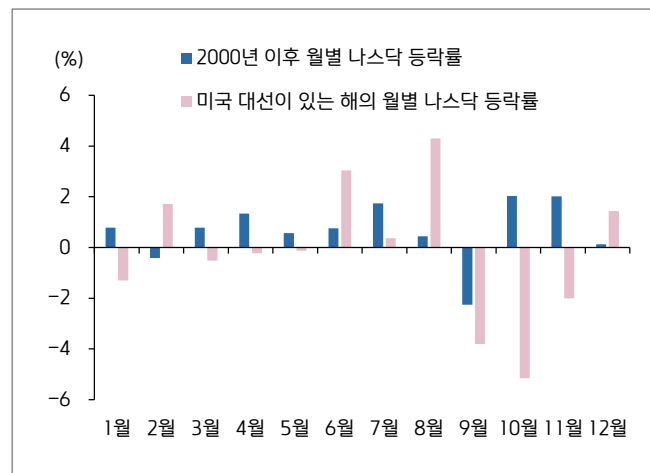
- ▶ 트럼프 당선이 주식시장의 불확실성과 리스크를 키우는 요인이 될 것이나 전통적으로 공화당이 주식시장에 친화적인 정책들도 더 많이 추진하는 경향이 있다는 점을 감안해서 볼 필요
- ▶ 더 나아가, 정치 지형의 변화는 주식시장의 불확실성에 영향을 주겠지만, 주가 상으로는 주가의 진폭만 키울 뿐 증시 전반적인 방향성에는 유의미한 영향을 주지 못할 것. 과거에도 그렇고 향후에도 그렇고, 증시 방향성에 영향을 주는 변수는 중앙은행 통화정책, 전세계 경기, 기업 실적이 될 것으로 판단
- ▶ 또한 바이든과 트럼프의 공약 상 정책 공통 분모에는 “신재생 및 인프라 투자 확대”가 있는 만큼, 10월부터 본격적으로 들어가는 미국의 대선 국면에서 관련 업종이 대선 불확실성이 유발하는 변동성을 관리해주는 업종이 될 것이라는 점에도 주목

2000년 이후 vs 미국 대선 해의 코스피 월간 등락률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

2000년 이후 vs 미국 대선 해의 나스닥 월간 등락률

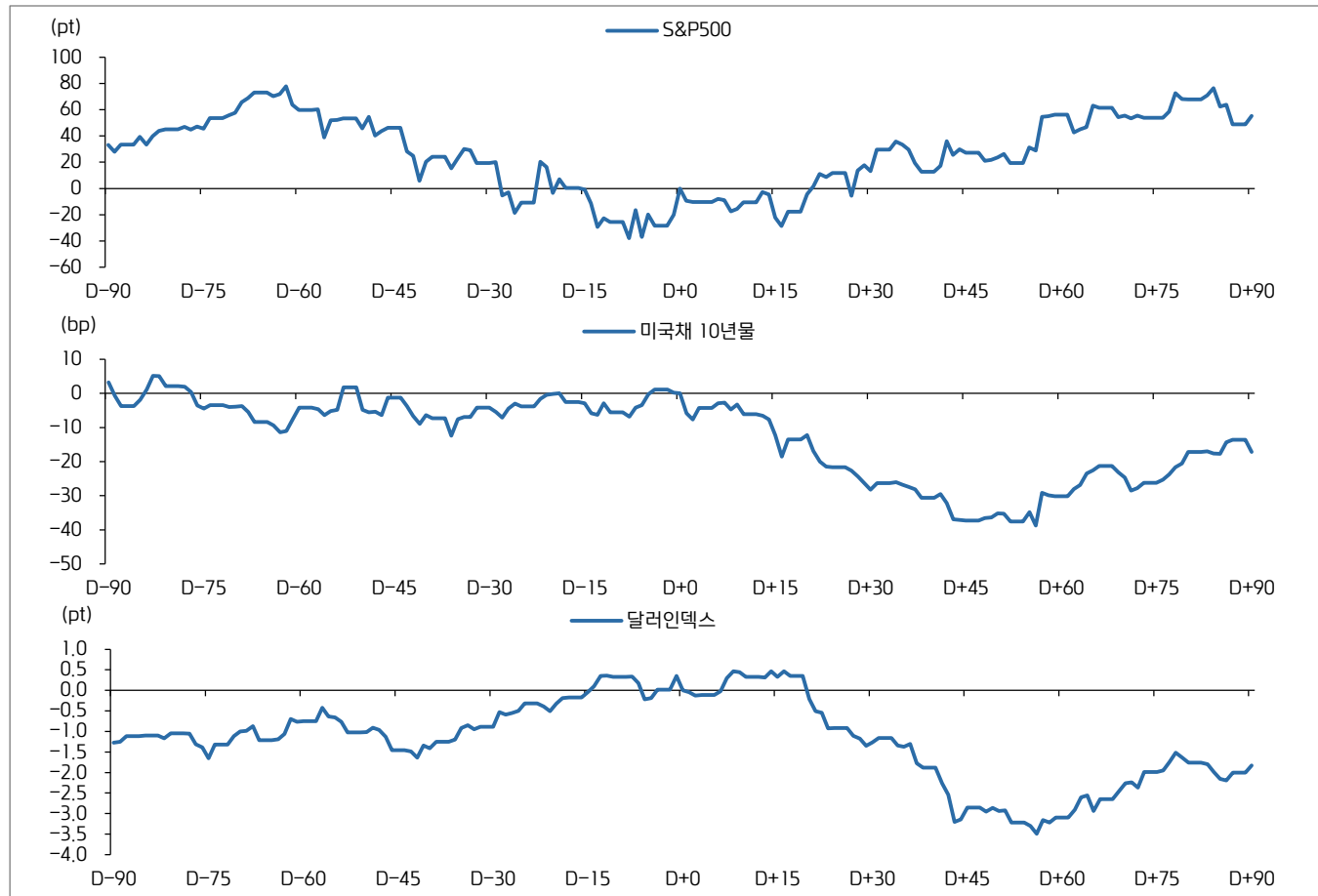


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 25.

## (참고) 미국 대선 +/- 90일 전후의 증시, 달러, 금리 변화 추이

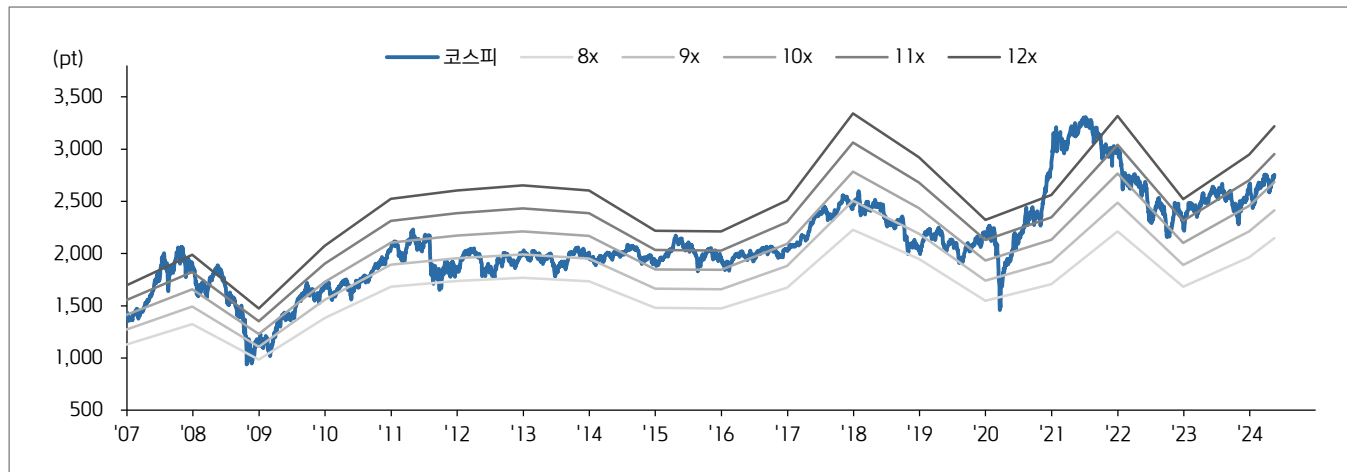
미국 대선 +/- 90일 전후의 증시, 달러, 금리 변화 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 베이스 시나리오 상 하반기 코스피는 저점 대비 20 % 이상 상승하는 강세장으로 복귀할 것으로 예상. 다만, 연말로 갈수록 강세장의 지속성에 대한 불투명성이 부각될 것으로 판단(하반기 코스피 밴드 2,500~3,000pt)
- ▶ 분기별로 접근하면, 연준의 금리인하 사이클 돌입, 기업 실적 모멘텀 지속, 외국인 순매수 유지 등이 예상되는 3분기가 레벨업 장세로 보이며, '25년 이후 이익 전망 불확실성, 11월 미국 대선, 12월 FOMC 이후 연준의 금리인하 중단 시점을 둘러싼 불확실성 등이 대기하고 있는 4분기는 변동성 장세를 보일 전망
- ▶ 주도업종(& 코어 업종)은 반도체로 제시하며, 3~4분기 중 시장의 수급 쏠림 현상이 중간중간 출현하는 주도 테마는 주요국 정부의 정책 수혜를 받는 신재생, 원전, 기업 밸류업으로 제시
- ▶ 분기별 대응 업종으로 3분기 자동차, 철강, 기계(중국 경기 반등, AI 산업 수혜, 환율 효과 등), 4분기 바이오, 플랫폼, IT 하드웨어, 가전(시장금리의 레벨 다운, 실적 모멘텀 생성 등)을 제시

코스피 12개월 선행 PER 밴드



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

### Ⅲ. 현황:

대중국 견제의 두가지 축, 관세 인상과 전략산업 지원



▶ 대선 캠페인, 공약에 따라 관련주들의 변동성은 이전 대선 대비 확대 예상, 최근 바이든 대통령의 대중국 제재 수위 상승의 배경

- 트럼프, 경선 초기에 대선후보로 확정되며 불출마 불확실성 해소 및 본선으로 초점 이동
- 공화당 전체 대의원의 36% 결정되는 3월 5일 슈퍼화요일 이후 총 대의원수 1228명 확보하며 과반(1215명) 충족
- 12월 콜로라도 법원의 트럼프 대선출마 불가 판결, 올해 3월 대법원이 기각하며 사법리스크 감소
- 1972년 이후 평균 캠페인 기간은 6개월 미만

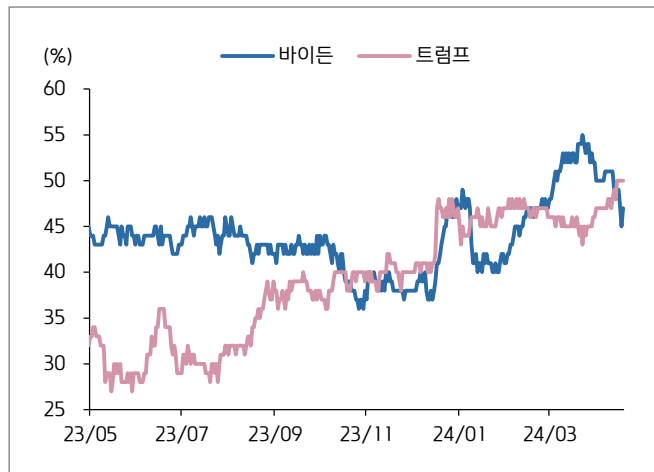
트럼프 vs 바이든 주요 키워드 및 국내 영향 업종

	바이든	트럼프	국내 영향 업종
외교/무역	부분적 자유무역주의, 동맹국과의 협력 간접적 대중규제, 리쇼어링, 디리스팅	보호무역주의, 관세부과, 미국 우선주의 대중 강경책, 미중 무역분쟁, 디커플링	반도체, AI, 자동차, 이차전지 제약바이오
경제	중산층 회복, 친노조 법인세율 인상	대기업 친화적, 부유층 법인세율 인하	반도체, 자동차, 건설기계
에너지	신재생 에너지 이란 및 베네수엘라 제재 완화, 사우디 관계회복	화력 에너지 이란핵합의(JCPOA) 탈퇴 및 대이란제재	신재생, 원전, 이차전지, 전력기기
국방	NATO 지지, 우크라이나 지원	해외주둔 미군 축소	방산
공통	전통 인프라 투자, 일자리 창출, 중국 공장의 미국 이전, 에너지 가격 안정, 군사력 강화		
쟁점	물가 및 에너지 가격 안정		

자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

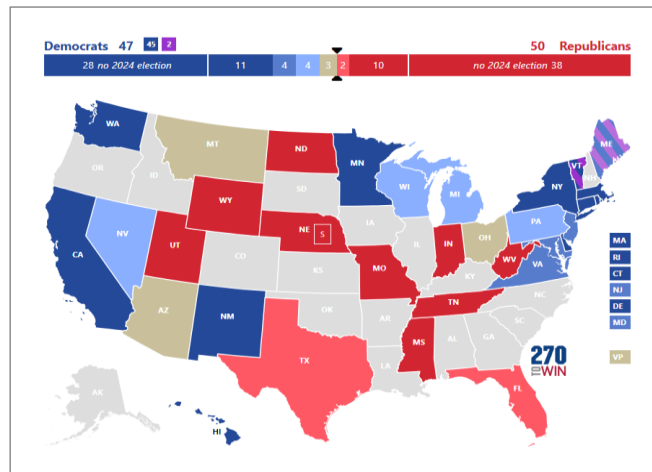
- ▶ 의회선거, 상원의원 100석 중 1/3 (34석), 임기 2년 하원의원 전체(435석) 선출
  - 상원 민주당 28석 + 선거대상 민주당 지역구 11석 vs 공화당 38석 + 선거대상 공화당 지역구 10석 vs 경합주 3석
- ▶ 현재 상원에서는 공화당이 유리, 그러나 상하원 지배정당이 갈리는 교착(Gridlock) 상태 실현 시,
  - 1) 바이든 당선: 현상 유지, 친환경 정책 유지, 그러나 재정정책 추가 확대 및 증세 추진에 제약
  - 2) 트럼프 당선: 감세 정책 및 IRA 폐기에 제약, 반면 외교/무역 정책에서 재량권을 갖고 보호주의 강화 및 관세 부과 추진
- ▶ 다만 최근 바이든의 정책 행보를 감안 시 두 후보 모두 대중국 정책에 있어 관세 부과 기조 동일
- ▶ 트럼프 집권 시 불확실성 증대가 예상되나, 2기 집권은 마지막 임기, 공화당 내 기존 보수 세력과의 입장차 존재 하므로 독단적, 극단적 정책 추진 동력은 약화 예상

트럼프 vs 바이든 지지율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

상원 의석수 및 상원선거 결과 예측 (민주당 39 vs 공화당 48)

자료: 240 to Win, 키움증권 리서치센터  
참고: 5월 9일 기준



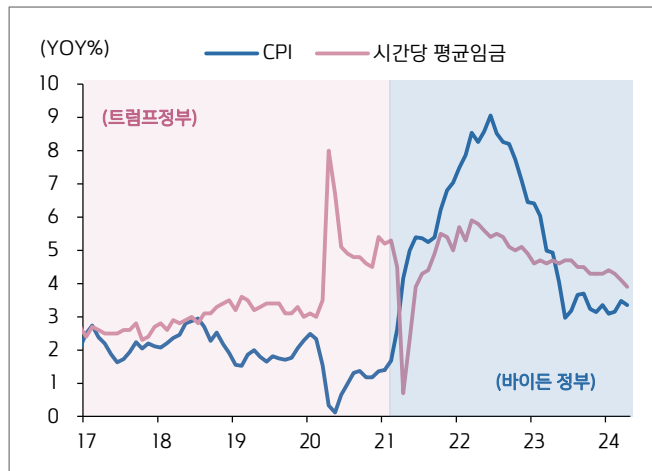
## 03.

## 당선에 중요한 변수는 1) 경제, 2) 경합주 표심

## ▶ 대선에서 가장 중요한 요소는 '경제', 일자리 증대, 물가 안정 등

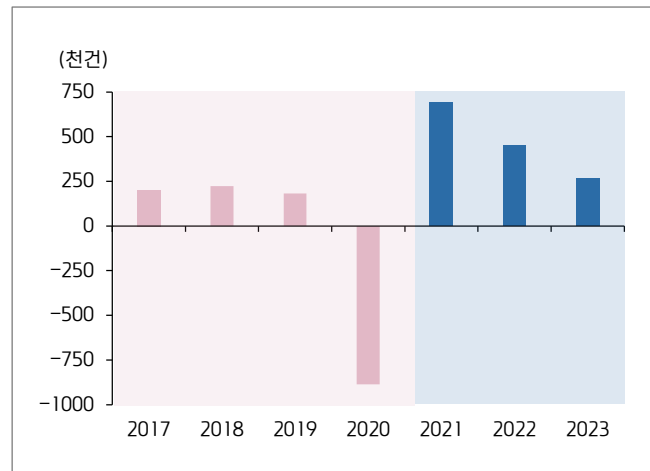
- 인플레이션: 트럼프 임기 평균 1.9% vs 바이든 임기 평균 5.5%, CPI는 고점 9.0% → 3.2% 까지 하락
  - 실업률: 트럼프 임기 3.7%→14.8% 급등 vs 바이든 임기 고점 6.4%→3.9%, IRA 법안 통해 1,400만개의 일자리 창출
  - 경제성장률: 트럼프 14% vs 바이든 22%, 트럼프 시절 팬데믹으로 인한 침체 위기를 통화완화 정책 대응으로 빠르게 극복
- ▶ 바이든은 경제적 성과를 강조, 그러나 여론은 높은 체감 물가, 주택 보유 여부에 따른 양극화 심화로 부정적
- 주택가격, 휘발유 가격 등 여전히 트럼프 재임기간 대비 높은 수준
  - 트럼프의 주요 비판점 및 여론조사 지지율이 저조한 이유

미국 CPI, 시간당평균임금 증가율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 연도별 월평균 신규 일자리 창출

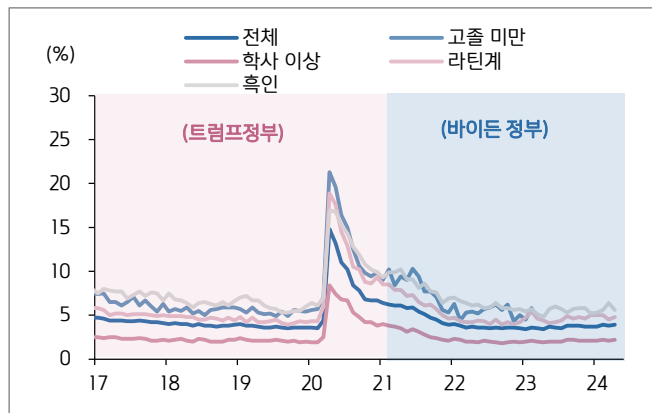


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 04.

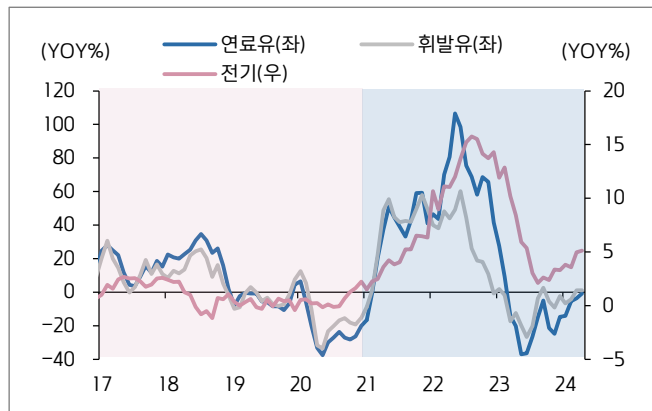
## 당선에 중요한 변수는 1) 경제, 2) 경합주 표심

미국 실업률



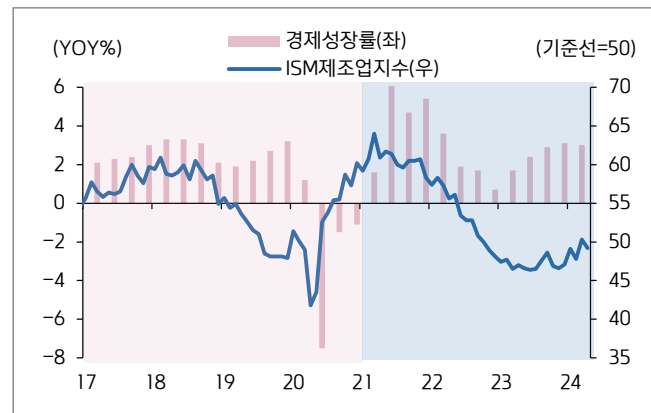
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 연료유, 휘발유, 전기 가격



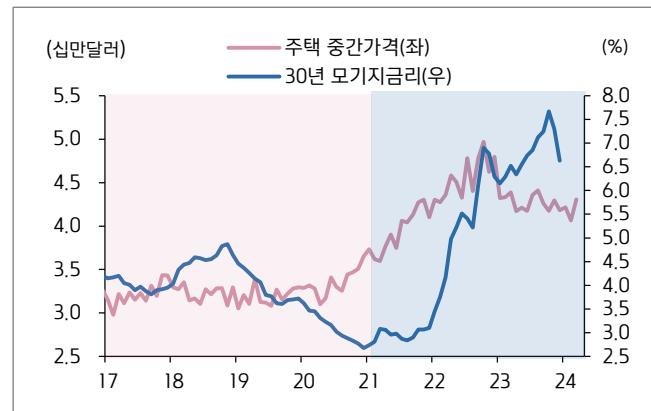
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 경제성장률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 주택 중간 가격, 모기지금리



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 7개 경합주, 바이드노믹스에 대해 회의적, 경제 문제 해결에 트럼프 정책을 선호 (바이든 35% vs 트럼프 49%)
  - 대선에서 가장 중요한 요소: 경제(39%), 이민(9%), 민주주의(9%), 복지(7%), 낙태(6%), 헬스케어(5%), 기후변화(5%)
  - 고소득자일수록 경제가 중요하다고 답변한 비율 높음
  - 휘발유, 전기, 식료품 등 일상에서 체감되는 상품 및 서비스 비용 등 트럼프 재임기간에 재정적으로 더 나았다고 평가
- ▶ 인프라 투자는 긍정적이거나, 반도체 및 전기차 산업 투자는 부정적, 물가 2% 도달 시 바이든 지지율 상승 가능
  - 연방정부가 주요한 역할을 해야하는 부분: 의료비용절감(68%), 인프라 확대(61%)
  - vs 전기차 및 배터리 생산 투자(25%), 반도체 칩 생산 투자(25%)
  - 경합주 중 조지아, 미시간, 애리조나는 IRA 수혜 지역임에도 높은 물가를 이유로 트럼프 지지율이 우위

## 경합주별 지지율 현황 및 주요 이슈

경합주	선거 인단 수(명)	지지율(%)		격차(%p)	주요 이슈
		바이든	트럼프		
펜실베이니아	19	44.3	48.3	4.0	- 러스트벨트, 전미자동차노조(UAW) - 셰일가스 생산지, 1월 바이든이 LNG 신규 수출허가를 일시 중단한 이후 트럼프 지지율 상승 - 2016년 트럼프 승리, 2020년 바이든 승리
노스캐롤라이나	16	42.8	47.8	5.0	- 선벨트, 태양광 발전 투자 규모 3위 - 헤일리 전 후보 지지층, 반트럼프 성향 확인 - 2016년, 2020년 트럼프 승리
조지아	16	44.3	48.7	4.4	- 트럼프 형사 재판, IRA 수혜 - 2016년 트럼프 승리, 2020년 바이든 승리
미시간	15	43.8	46.4	2.6	- 러스트벨트, 자동차 제조 대표지역 - 아랍계 미국인 비율 높음, 이팔전쟁 이후 바이든 지지율 하락 - 2016년 트럼프 승리, 2020년 바이든 승리
애리조나	11	44.0	48.7	4.7	- 선벨트, 태양광 발전 투자 규모 5위 - 멕시코와 국경 근접, 불법 이민 이슈에서 트럼프 정책 지지 - 2016년 트럼프 승리, 2020년 바이든 승리
위스콘신	10	45.0	47.0	2.0	- 최근 낙태권 관련 이슈에서 바이든 지지율 상승, 경합주 중 격차 가장 작음 - 2016년 트럼프 승리, 2020년 바이든 승리
네바다	6	41.0	45.7	4.7	- 라스베가스 위치, 팬데믹 이후 경제 부진 및 실업률(5.3%), 고유가 문제 - 태양광 발전 투자 규모 6위 - 2016년, 2020년 민주당 승리

자료: 240 to Win, 키움증권 리서치센터

2020년 공약: 경제적 성과 (IIJA, IRA, CHIPS Act, vs. NAFTA 재협상, 한미 FTA 개정) 강조

	바이든	트럼프
외교/무역	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 자유무역주의에서 최근 미국 이익 위한 보호무역주의 선회로 변화 조짐</li> <li>- 상호호혜적 관계 추구, 무역협정을 지키지 않는 외국에 페널티 부과</li> <li>- 미국 기업들에 수혜를 집중시키기 위해 연방정부에</li> <li>- 미국산 상품/서비스 4,000억 달러 구매 유도</li> <li>- NATO 필요성 강조, 해외주둔 미군 유지, 그러나 군사력 강화에는 동의</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 보호무역주의, 미국 우선주의 유지를 통한 무역적자 해소</li> <li>- 불공정 무역협정 적극적으로 개정</li> <li>- NAFTA, TPP 등 다자간 협정 탈퇴 및 재협상</li> <li>- NATO 탈퇴 검토, 해외주둔 미군 축소</li> </ul>
대중 정책	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 동맹국과의 협력관계 강화를 통해 간접적 대중 정책 추구</li> <li>- 농산물 관세는 철폐, 중국의 덤핑 및 지적재산권 침해에는 강경한 입장 유지</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 1차 무역합의 이행 강행</li> <li>- 중국 공장을 미국으로 이전하는 기업들에 세액 공제, 제조업 등 내수 활성화</li> <li>- 중국 수입품에 대한 고관세 부과, 화웨이 제재 등 대중국 무역 강경책 유지</li> </ul>
경제	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 중산층 회복, 인프라 투자를 통한 일자리 창출</li> <li>- 법인세 현행 21%→28%로 인상</li> <li>- 개인소득세 최고세율 39.6% 부유세 재도입, 연간 40만 달러 이상의 고소득자 등에 대한 세금감면 폐지</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 부유층, 대기업 친화 정책, 감세 및 기업투자 활성화로 일자리 창출</li> <li>- 법인세율 35%→현행 21% 유지, 기업 투자 최소 5년간 세금 감면</li> <li>- 개인소득세 최고세율 37% 유지 및 연장(2025년 종료), 급여세 최대 0% 달성</li> </ul>
에너지	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 파리기후협약 재가입</li> <li>- 2050년 탄소중립 경제 목표, 2035년까지 발전의 100%를 청정에너지로 전환</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 화석 에너지 산업에 대한 보조금 지급</li> <li>- 2021년 환경보호청 경비 삭감</li> <li>- 파리기후협약 탈퇴</li> </ul>
인프라	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 청정에너지 인프라 분야에 4년 간 2조 달러 투입</li> <li>- 5년내 태양광 패널 5억장, 미국산 풍력발전기 6만개 설치</li> <li>- 전통 인프라 투자에 4,930억 달러, 5G, AI, 청정에너지 등 신산업 연구개발에 3,000억 달러 투자</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 고속도로, 철도, 공항 등 전통 인프라와 5G 통신망 구축에 10년 간 1조 달러 투입</li> </ul>
헬스케어	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 오바마 케어 강조, 전 국민 의료보험 가입 의무화</li> <li>- 의료보험 및 민간보험 선택권 부여</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 오바마 케어 폐지, 의료보험 의무화 규제 철폐</li> <li>- 보험사간 경쟁 통한 보험료 인하 유도</li> </ul>
기타	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 포용적 이민정책,</li> <li>- 저소득층 교육 예산 확대</li> <li>- 총기규제 확대</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 합법이민 및 유학생 축소</li> <li>- 무상교육 반대</li> <li>- 총기규제 완화</li> </ul>

자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

- ▶ 청정에너지 제조 시설 2021년 대비 두 배 이상 증가, 소외지역 일자리 창출 성과
  - 대선 공약이었던 American Job Plan을 기반으로 BBB (3.5조 달러) 발의, 공화당의 반대로 예산 규모와 범위가 축소된 형태인 IIJA(5,500억 달러), CHIPS (2,800억 달러), IRA(4,370억 달러) 모두 법제화 성공
  - 2031년까지 에너지 산업 투자 인센티브는 2021년 대비 3배 증가 전망, 10년간 3,900억 달러 이상의 연방 지원
- ▶ 청정에너지 프로젝트의 50% 이상이 공화당 지역구 및 2020년 경합주에 위치
  - IRA 프로젝트가 진행된 주는 공화당 지역구 (58%), 민주당 지역구 (32%), 경합주(10%)
  - 2020년 대선 경합주 지역인 미시간주~조지아주 배터리 벨트 (Battery Belt) 형성'
  - 현대차, 기아, 리비안 등 공장 위치한 조지아주는 전통적 공화당 지역구였지만, 2020년 대선때 경합주로써 바이든 지지

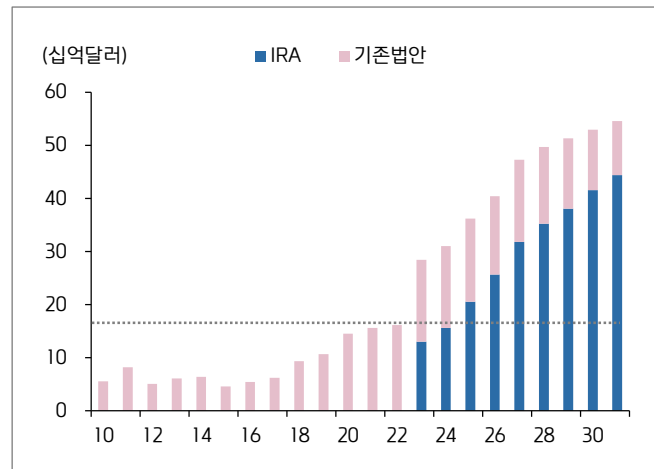
IIJA 기후 대응 및 에너지, 전기차 분야 지역별 투자금액 비중

청정에너지 및 기후대응 부문	비중(%)	전기차 및 배터리	비중(%)
캘리포니아	11.0	캘리포니아	9.9
몬타나	7.4	뉴욕	7.0
와이오밍	6.8	미시간	6.3
플로리다	6.5	사우스캐롤라이나	5.9
일리노이	6.1	텍사스	5.2
펜실베이니아	5.1	조지아	5.1
켄터키	5.0	일리노이	4.9
텍사스	4.4	루이지애나	4.4
노스다코타	3.6	미시시피	3.7
뉴멕시코	3.3	펜실베이니아	3.5
콜로라도	3.2	버지니아	3.3
루이지애나	3.0	메사추세츠	3.0
뉴저지	2.5	오클라호마	2.9
애리조나	2.3	위스콘신	2.7
워싱턴	2.2	알라바마	2.6

자료: Invest.Gov, 미 백악관, 키움증권 리서치센터.

참고: 투자금액상위 각각 15개주, 2020년대선 기준 민주당 지역구 파란색, 공화당 지역구 빨간색, 경합주 검은색 표시

IRA 시행 이후 에너지 산업 투자 인센티브 전망



자료: 미 재무부, 의회예산처, 키움증권 리서치센터

- ▶ 자국 내 반도체 생산 시설 투자에 지원한 보조금은 330억 달러로, 당초 계획한 규모의 84%가 이미 배정
    - 생산 보조금 390억달러, 연구개발(R&D) 지원금 132억 달러 등 5년간 총 527억 달러 지원
    - 750억 달러 규모의 저리 대출과 최대 25%의 세금 공제 혜택
  - ▶ 글로벌 반도체 투자 경쟁 가속화, 대선 결과에 상관없이 전략산업 인센티브 지원 정책 기조는 동일
    - 주요국이 반도체 산업에 배정한 지원금 규모는 3,800억달러로 추정
    - 이중 미국(390억 달러), EU(430억 달러) 등 서방 동맹의 직접 보조금 810억달러
- vs 중국 반도체 및 장비 국산화 위한 빅펀드 1,2기 통해 450억 달러 투입 완료, 3기는 270억 달러 규모

## CHIPS 보조금 지급 현황

기업	규모 (억달러)	내용	공장 위치
BAE 시스템즈	0.35	- 미군 F-35 전투기용 반도체 제조	뉴햄프셔
마이크로칩 테크놀로지	1.62	- 9,000만달러는 콜로라도 스프링스 반도체 시설 현대화, 7,200만달러는 오리건 그레섬 제조시설 확장에 각각 사용	콜로라도, 오리건
글로벌 파운드리스	15	- 파운드리 점유율 3위, 뉴욕에 9,000개의 건설 일자리와 1,500개의 제조업 일자리 창출 예측	뉴욕, 버몬트
인텔	85	- 직접 보조금 85억달러, 대출 지원 최대 110억 달러, 최대 25% 세액공제 - 향후 5년간 총 1000억 달러 이상을 투자해 반도체 생산력 확장 목표	오하이오, 애리조나, 뉴멕시코, 오리건
TSMC	66	- 직접 보조금 66억 달러, 대출 지원 최대 50억 달러 - 애리조나주 피닉스에 400억 달러 규모 2개 공장 증설 중, 우선 지원대상 예상 - 미국 내 투자 규모를 기존 250억 달러에서 650억 달러로 확대, 2030년까지 애리조나주에 2나노 공정을 도입할 세 번째 팹 건설	애리조나
삼성전자	64	- 170억 달러 규모의 텍사스주 테일러 생산시설 외 400억 달러 이상 투자 계획	텍사스
마이크론	61	- 직접 보조금 61억 달러, 대출 지원 최대 75억 달러 - 마이크론은 뉴욕주에 4곳, 아이다호주에 1곳의 반도체 공장 증설 예정 - 뉴욕주 클레이 4개의 D램 반도체 생산 공장 중 초기 2곳, 아이다호주 보이시의 D램 생산공장의 대량생산(HVM) 공장 건설 지원	뉴욕, 아이다호

자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

- ▶ 무역법 301조에 따라 '전략 분야'의 180억 달러 규모 중국산 제품에 대한 관세를 추가 또는 인상
  - 백악관은 2018년 트럼프 행정부가 부과한 대중 고율 관세 효과를 2년간 검토
  - 중국산 철강, 알루미늄에 관세를 기존 7.5%에서 25%로 트럼프 행정부 시절 수준으로 재인상
    - : 중산층 강화, 인프라, 선박 및 군함, 자동차 산업의 근간으로 안보 측면에서 철강산업의 중요성 강조, 멕시코에서 미국으로 수입되는 중국산 철강 및 알루미늄의 관세 회피 조사에 대한 협력 요구
  - 전기차, 태양광, 핵심 광물 등 IRA 보조금 수혜 예정 에너지 분야, 범용반도체 분야 추가
  - 화학제품 역시 2024년 5월 31일에 만료될 예정인 코로나19 대응 관련 특정 의료 제품에 대한 예외 조항을 연장하지 않을 것으로 예상

#### 바이든 정부 관세인상 기준이 적용되는 중국산 수입품

품목	관세율(%) 기존	관세율(%) 인상 후	시행연도	코멘트
철강 및 알루미늄	0~7.5	25	2024	- IIRA, IRA를 통해 40년만에 1차 알루미늄 제련소 포함 33개의 청정 수소 프로젝트에 60억달러 투자 중 중국의 과잉생산 능력, 높은 탄소 배출량을 기반으로 한 저가 상품 공세에 대응
반도체	25	50	2025	- 중국의 레거시 반도체 부문 지원책으로 시장점유율 및 생산능력 확대, 향후 3~5년간 특정 범용 반도체 웨이퍼 생산능력의 절반 차지할 것으로 예상
전기차	25	100	2024	- 중국의 보조금, 과잉생산으로 전기차 수출은 2022년 대비 2023년 70% 증가. - IRA 내 배터리 제조 및 중요 광물 생산에 세액공제, 전기차 구매 세액공제, 전기차 충전 인프라 연방 투자 등으로 대응
배터리 부품	7.5	25	2024	- 중국은 전기차 배터리 공급망 내에서 광물 채굴, 가공 및 정제 등의 업스트림 산업에서 80% 이상 통제. - the Bipartisan Infrastructure Law, the Defense Production Act, IRA 통해 200억달러 투자해 공급망 확보에 대응
리튬이온 배터리(EV)	7.5	25	2024	
리튬이온 배터리(Non-EV)	7.5	25	2026	
천연흑연, 영구 자석	0	25	2026	
기타 핵심광물	0.5	25	2024	
태양광 셀	25	50	2024	- 중국의 과잉생산으로 전세계 태양광 공급망내에서 80~90% 차지, 중국과 지역의 태양광 제조 투자 약화 야기. - IRA 통해 폴리실리콘, 웨이퍼, 셀, 모듈 및 백시트 소재를 포함한 태양광 부품에 대한 생산세액공제, 유틸리티 및 주거용 태양광 에너지 프로젝트 지원
STSC크레인	0	25	2024	- 향만 크레인인 상품의 이동에 있어 중요, 공급망 보안을 지원하기 위한 크레인 제조역량을 미국에 유지하고, 중장비 조달 시 신뢰할 수 있는 공급업체를 이용
주사기 및 바늘	0	50	2024	- 코로나19 사태로 유예됐던 마스크, 호흡기 등 의료기기에 대한 고율 관세 부과.
마스크 및 개인보호장비	0~7.5	25	2024	
의료용 고무장갑 및 수술용 장갑	7.5	2	2026	

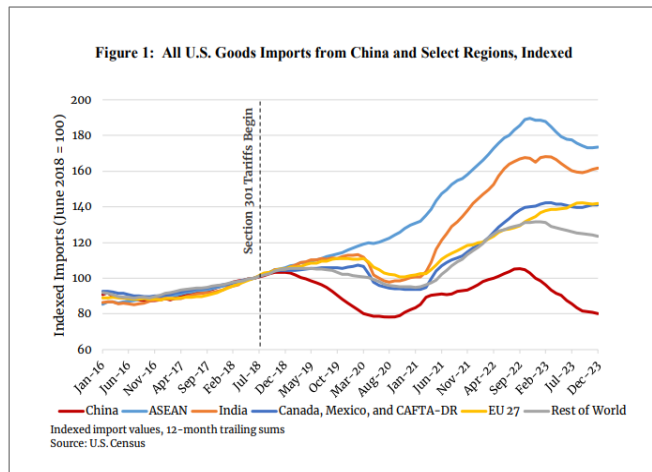
자료: USTR, 키움증권 리서치센터

## 10.

## 2018년 3월 시행된 301조 대중 고율 관세 효과

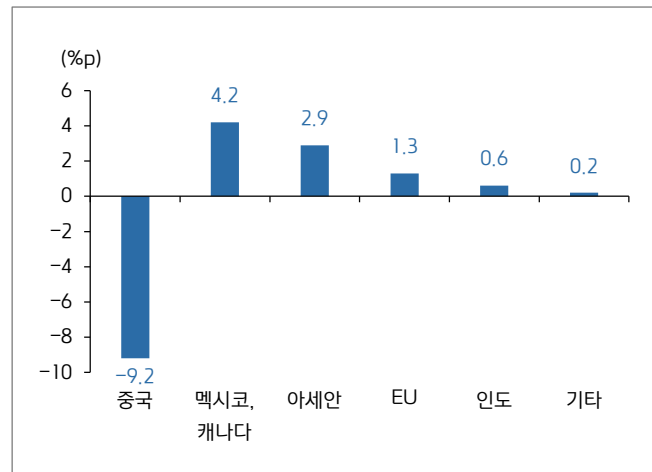
- ▶ 미국의 대중 수입의존도는 지속적으로 하락, 301조 관세 대상 품목들의 수입 규모 감소
  - 중국 수입품 평균 관세율 2018년초 3.1% → 2019년말 21%, 2020년 1월 미중 1단계 합의 체결 이후로는 관세율 유지
  - 관세 25% 품목이 7.5% 품목 대비 수입 감소폭 크고, 관세가 적용되지 않은 품목은 코로나19 거치며 오히려 2018년 수준 상회
- ▶ 아세안, 인도, 멕시코, 유럽 등 반사수혜. 그러나 베트남, 멕시코의 대중국 수입 증가 및 대미국 수출 확대, 중국의 우회수출지로 추정
  - 베트남은 미국의 FTA 미체결국 중 전기전자제품 가장 많이 수출
  - 멕시코는 18년 11월 USMCA 체결(미국 역내생산비중 요건 강화, 관세율 인하), 중국은 IRA 인센티브 수혜를 위해 자동차(BYD, 상하이자동차 등), 중장비, 태양광 패널, 가전 등 제조기지 이전

미국 국가별 수입 추이(2018년 7월=100)



자료: USTR, 키움증권 리서치센터

301조 관세 대상 품목들의 17년 대비 23년 수입비중 변화율



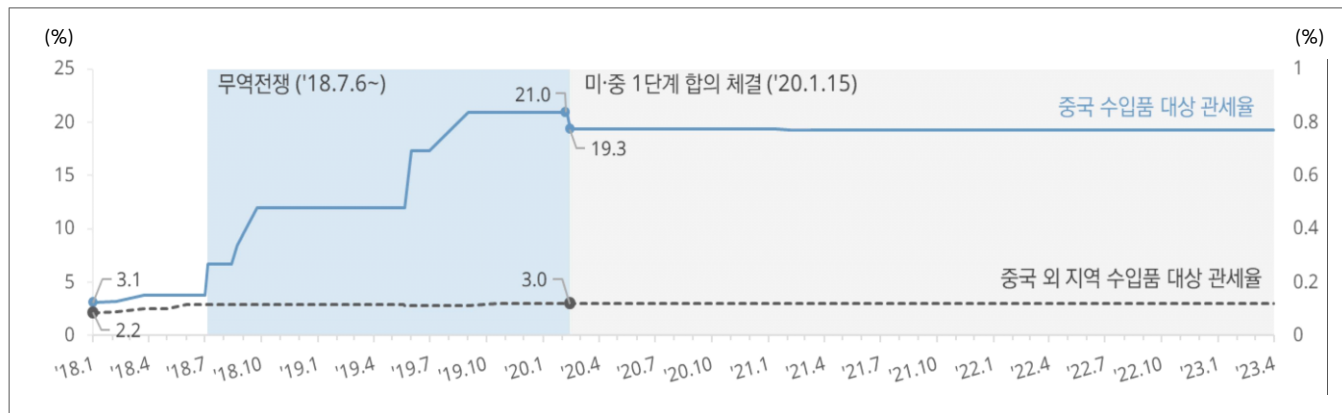
자료: USTR, 키움증권 리서치센터



## 11.

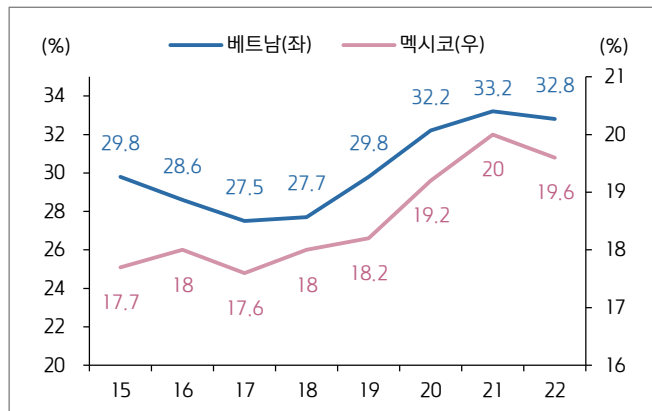
## 2018년 3월 시행된 301조 대중 고율 관세 효과

미국의 중국 및 중국외 지역 수입품 평균 관세율



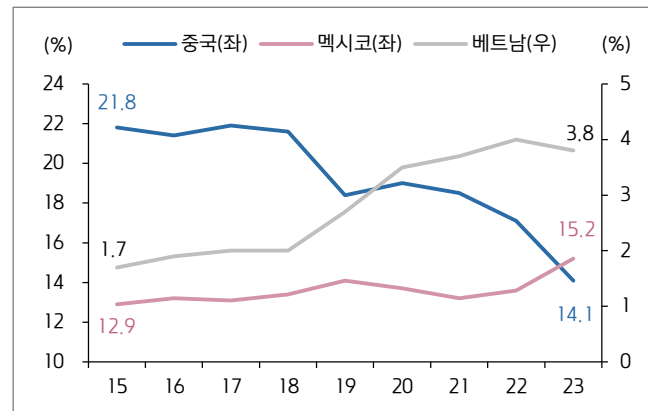
자료: KITA, PIIE, 키움증권 리서치센터.

베트남, 멕시코의 대중국 수입비중



자료: UN Comtrade, KITA, 키움증권 리서치센터

미국의 국가별 수입비중



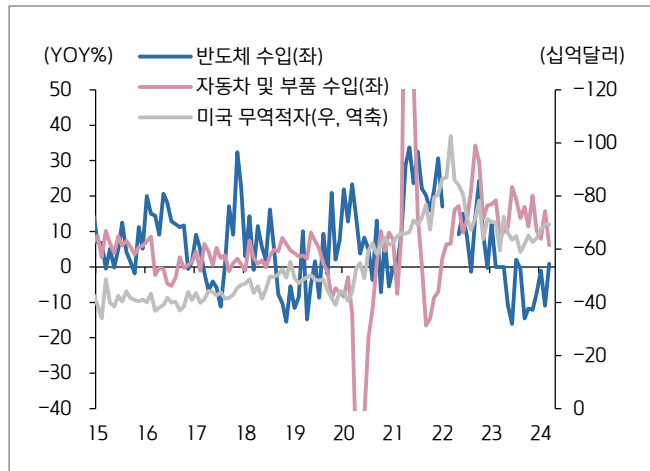
자료: UN Comtrade, KITA, 키움증권 리서치센터

## 12.

## 트럼프 행정부 관세 부과와 차별점

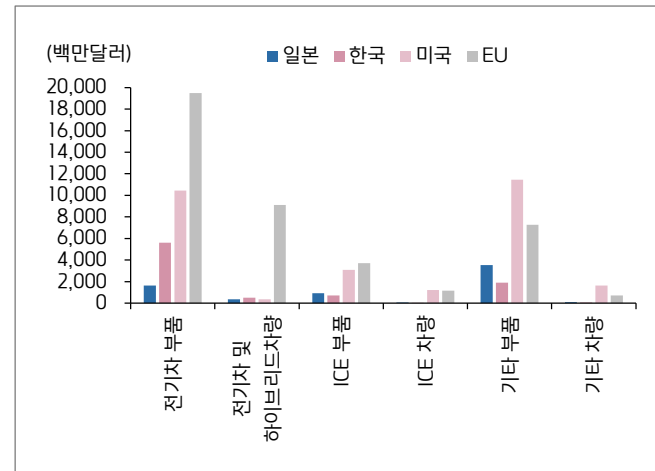
- ▶ 트럼프, 모든 국가에 대한 관세 확대, 불공정무역 관행 개선 및 중간재 국산화
  - 트럼프의 보편적 관세, FTA 체결국의 관세부과 대상 포함 여부는 미정, 한국도 보편적 관세 대상 국가에 포함될 가능성
  - 무역적자 원인으로 한국, 일본, 유럽, 멕시코, 캐나다산 자동차 및 자동차 부품을 지목
    - : 자동차에 대한 미국 관세 2.5% vs EU 10%, 중국 15%, 브라질 35%, 미국 무역적자 금액은 자동차 수입과 동행
- ▶ 바이든, 동맹국과의 공정무역 시스템 내 혜택 유지, 중국 저가공세로 영향 받는 자국 산업 보조금 확대에 초점
  - 중국 전기차의 빠른 성장 및 침투율 상승, 중국산 자동차부품 의존도 증가 등 전략산업에서의 위협 인지
    - : 중국의 대미 수출액 전기차 3.8억 달러 vs 전기차 부품 104억 달러
  - 반도체 등 첨단기술 분야 수출통제 → 중국이 육성 중인 전략산업에 대한 기존 고율관세 유지 및 강화로 대중 정책 변화

미국 무역적자 금액 및 반도체, 자동차 수입 증가율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국의 자동차 밸류체인 내 6개 하위부문 국가별 수출액(2022년)



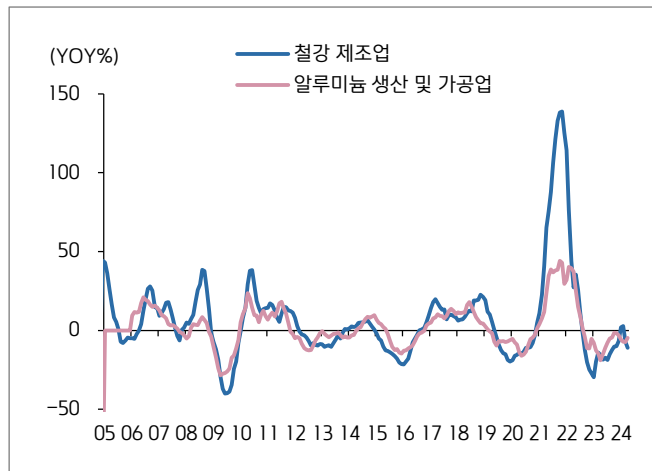
자료: US ITC, 키움증권 리서치센터

## 13.

## 미국이 받는 영향 제한적, 중국과의 갈등 최소화 전략

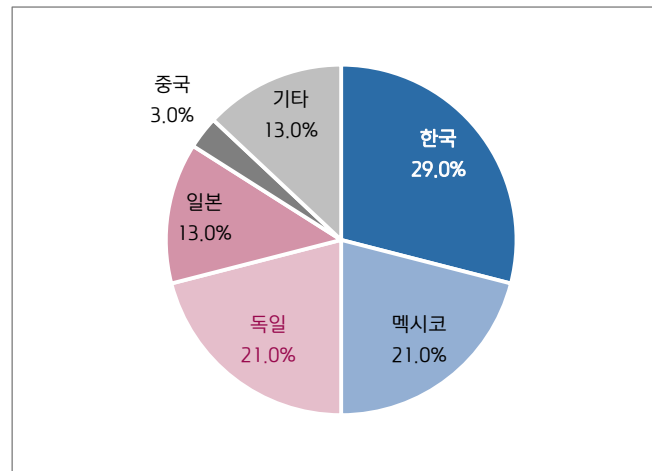
- ▶ 트럼프 재임 당시 고율관세 추진, 보복관세 및 무역 축소로 물가 상승 우려 존재했으나 영향은 제한적
  - 2018년 3월 500억 달러 규모 중국 수입품에 25% / 철강, 알루미늄(한국, 유럽, 브라질 제외)에 각각 25%, 10% 관세 부과
  - 2019년 10월 무역협상에서 관세율 30% 상향 방침 보류, 2020년 1월 일부 소비재 품목 관세율 인하 합의
  - 철강, 알루미늄 가격 상승하며 생산물가 20% 급등했으나 '19년 들어 안정화, CPI 상승률 '18년 7월 2.9% 고점 이후 하락
- ▶ 금번 조치로 영향 받는 미중 교역 규모 4% 수준, 무역적자를 해결하면서도 중국과의 갈등 최소화
  - 철강, 반도체, 전기차, 태양광 모듈 등 이미 제재가 가해져 미국 내 비중이 미미하거나, 멕시코, 동남아 등으로 우회수출 중
  - EU, 일본 등 전세계가 중국산 전기차 및 부품에 대한 관세 20% 인상 가정하더라도, 타국으로부터의 수입증가율, 수출가격 상승률, 자국 생산차량 수요 변화는 제한적

미국 철강, 알루미늄 PPI 산출물가



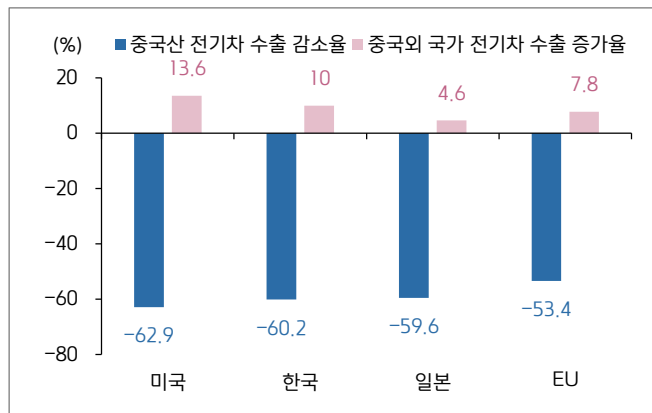
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 지역별 전기차 수입 비중 (2023년)



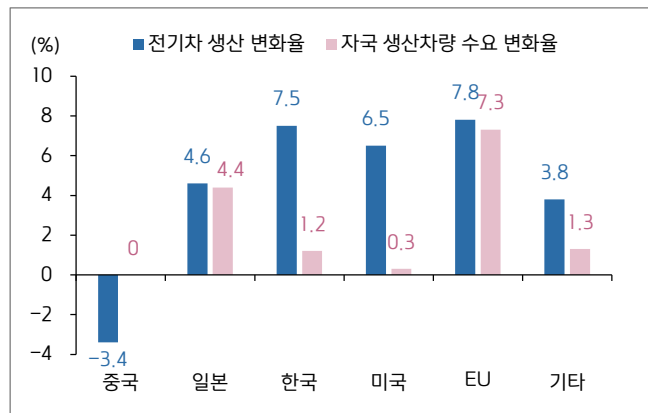
자료: US ITC, 키움증권 리서치센터

시나리오1: 중국 전기차 수출 감소, 중국외 국가 전기차 수출 증가



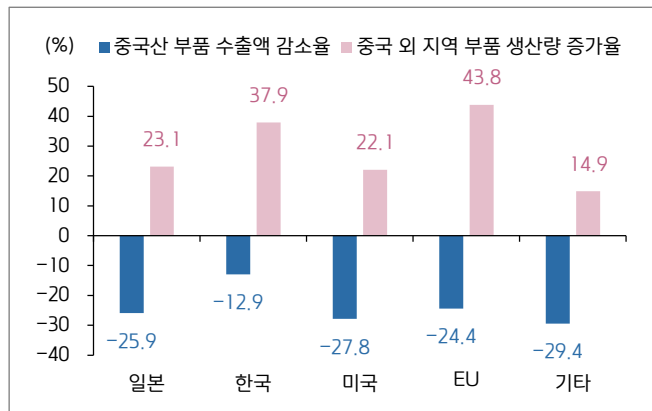
자료: US ITC, 키움증권 리서치센터

시나리오1: 중국 전기차 생산 감소, 중국외 국가 전기차 생산 증가



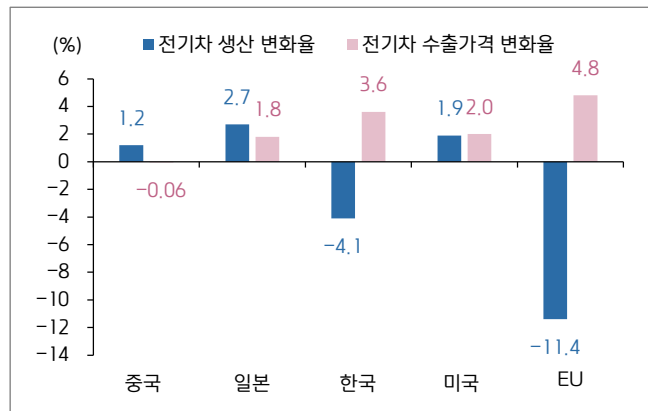
자료: US ITC, 키움증권 리서치센터

시나리오2: 중국 부품 수출 감소, 중국외 국가 부품 생산 증가



자료: US ITC, 키움증권 리서치센터

시나리오2: 중국 전기차 생산 소폭 증가, 유럽 및 한국 전기차 생산 감소



자료: US ITC, 키움증권 리서치센터

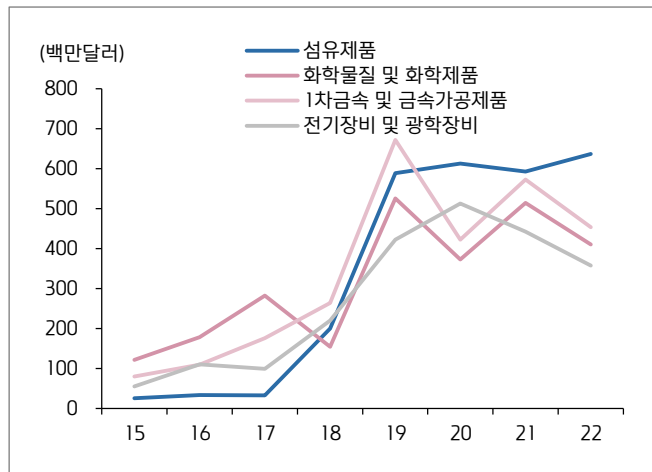
시나리오 1) 미국, EU, 일본 등 세계 각국이 중국산 전기차 및 하이브리드차에 대한 관세를 20% 인상할 경우  
 시나리오 2) 미국, EU, 일본 등 세계 각국이 중국산 전기차 부품에 대한 관세를 20% 인상할 경우

## 15.

## 실질적 피해보다는 동맹국이 따르도록 하려는 의도

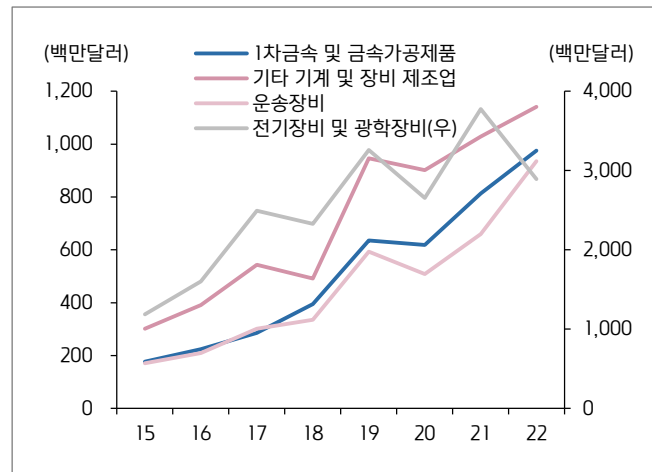
- ▶ 우회수출 제재하는 후속조치 발표, 특히 수입비중 작은 베트남 보다는 직접적인 제재 사례 없었던 멕시코산 자동차, 철강 등에 대선 이전에 신규 도입될 가능성
  - 베트남, 2019년 위구르 강제노동 방지법 시행 이후 해당 법안 적용 대상인 섬유, 화학물질, 금속가공, 전기광학장비 우회수출 금액이 크게 증가
  - 멕시코, 미국의 대멕시코 관세율이 낮아진 자동차, 철강, 기계장비 등의 우회수출이 크게 증가
- ▶ 유럽의 관세 인상 동참 및 보호무역주의 확산 가능성, 중국의 과잉생산 산업분야 구조조정
  - 중국 전기차 및 부품 수출의 대부분은 EU향, 의존도 크므로 관세 부과 시 부품가격 상승 → 완성차 가격의 상승 → 경쟁력 하락 및 역내 생산 감소 영향이 타국 대비 큼, 따라서 관세 부과 이전에 역내 제조역량 육성 선행될 가능성
  - : 동맹국 관세 부과 시 전기차 생산량 중국 1.2% vs 일본 2.7%, 미국 1.9% vs 한국 -4.1%, EU -11.4%

중국 산업별 베트남 경유 대미국 우회수출 추이



자료: ADB MRIO, KITA, 키움증권 리서치센터

중국 산업별 멕시코 경유 대미국 우회수출 추이



자료: ADB MRIO, KITA, 키움증권 리서치센터

▶ 트럼프 공약 'Agenda47', 공화당의 'Project2025' 제안 골자는 관세부와, 친환경 정책 폐지를 통한 저물가

- 1) 보편적 기본 관세, 상호무역법 등 관세 부과를 통한 무역적자 해소 및 불공정 무역 개선, 제조업 활성화
- 2) 대중국 규제 강화를 통한 일자리 해외 유출 방지 및 경제적 디커플링 달성
- 3) 규제 완화 및 IRA 폐기, 석유 및 천연가스 생산 등 에너지 공급 확대를 통한 전력생산 비용 하락 유도
- 4) 대통령 행정 권한 확대를 통한 트럼프와 공화당 정책 실현

#### 2024 트럼프 주요 공약

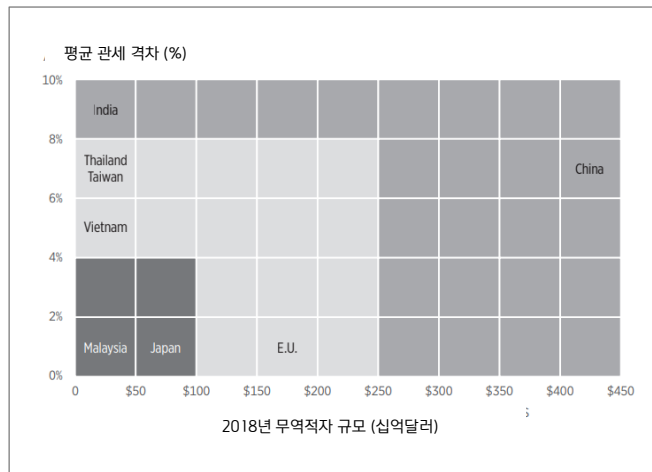
항목	공약	내용
외교/무역	관세 부과	- 보편적 기본관세, 상호무역법 도입
	무역장벽 강화	- 국경세 조정, WTO 개혁 및 회원국을 민주주의 국가로 제한 등을 통한 불공정 무역협정 개정
	대중 정책	- 중국의 '최혜국 대우' 지위 박탈, 중국산 상품에 대한 최소관세 면제(\$800) 중단 및 60% 이상 추가관세 부과 - 중국산 전자제품, 철강, 의약품 등 필수품 수입(우회수입포함)을 4년에 걸쳐 단계적으로 축소 - 기업들의 대중국 투자 규제 및 모든 중국 아웃소싱 기업에 대한 연방계약 금지
경제	규제완화	- IRA 폐지, 기지급된 보조금을 제외한 모든 자금지원 철회 - 401K(확정기여형 기업퇴직연금) 투자의 ESG 규제 요건 폐지, 기업평균 연비 규제(CAFE) 종료 - 캐나다·멕시코에 USMCA 자동차부품 관련 조항 준수 요구 - 특별 변호사팀을 구성하여 불필요한 연방 자동차 규제 파악·철폐
	세금인하	- 법인세율 현행 21% → 15% 인하, 상속세 비과세 강화 - 개인소득세 최고세율 37% 유지 및 연장(2025년 종료 예정)
에너지	친환경·에너지 규제 완화	- EPA(Environment Protection Agency) 예산 삭감, 그린뉴딜 등 전기자동차 의무화 및 자동차 탄소 배출량 감축 정책 폐지 파리기후협약 탈퇴
	화석 연료 및 원자력 에너지 생산 확대	- 석유, 가스, 석탄 생산업체 세금 감면 혜택 제공 - 연방정부 토지에서의 석유·가스 시추 허가 절차 완화 및 가속화, 화석 연료 발전소 건설 및 천연가스 파이프라인 설치 - 원자력규제 위원회 현대화, 기존의 원자력발전소 가동 지속, 소형모듈형원자로 투자 등 원자력 에너지 생산지원
인프라	신도시 10곳 건설	- 연방정부 빈 부지에 자유도시(Freedom City) 건설, 주택 소유 기회 제공, 항공모빌리티 혁명
	신규 발전소 건설	- 에너지 프로젝트 승인
국방	국제원조 삭감	- NATO 탈퇴 및 우크라이나 지원 중단, 미군 주둔 국가 방위비 증액
행정	대통령 권한 확대	- 스케줄 F 행정명령 시행, 예산 제한 권한(Impoundment) 복원
헬스케어	의약품 미국내 생산	- 중국 의존도 감소를 위한 관세 및 수입제한 단계적 도입
	약가 인하	- 의약품 해외수출 가격과 국내 공급가격의 괴리 축소

자료: Trump Agenda47, The Heritage Foundation 'Project 2025', 키움증권 리서치센터

## 1) 외교/무역: 관세부과를 통한 무역적자 해소

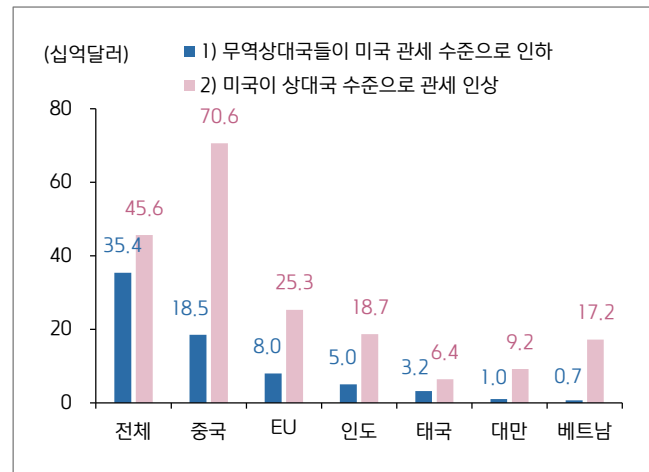
- ▶ 관세율 평균 3% → 10%로 인상, 국내 생산자를 보호, 외국 생산자에게 세금 부과
  - 보편적 기본관세 (Universal Baseline Tariff): 모든 수입 상품에 약 10% 관세 부과, 기존 관세율에 추가 부과 검토중
  - 상호무역법 (US Reciprocal Trade Act, USRTA): 타국의 통화가치 조작 및 불공정 무역 관행에 대응, 상대국이 미국 상품에 부과하는 관세와 동일한 관세율(Matching tax)을 상대국 수입상품에 부과
- ▶ WTO의 최혜국 대우 의무로 인한 상호 불균형적인 관세율 개선, 정부 수입 창출, 무역적자 해소 효과 기대
  - 2022년 무역적자는 사상최대규모(9,481억달러), 이중 대중국 무역적자는 3,829억 달러
    - 1) 상대국이 미국 관세 수준으로 인하: 무역적자 58.3억 달러, 2018년 적자 대비 -9.4%
    - 2) 상대국이 관세 인하를 거부, 미국이 상대국 수준으로 관세 인상: 무역적자 63.6억 달러, 2018년 적자 대비 -10.2%

미국 주요 교역 상대국과의 무역 적자와 관세 격차



자료: The Heritage Foundation 'Project 2025', 키움증권 리서치센터

USRTA 시나리오에 따른 무역 적자 감소 효과



자료: The Heritage Foundation 'Project 2025', 키움증권 리서치센터

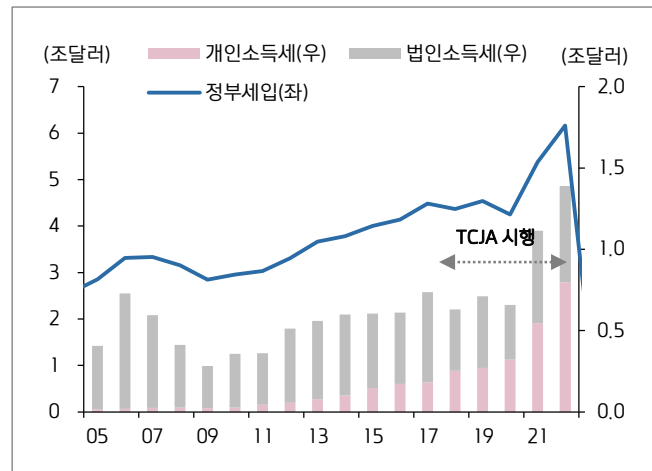
- ▶ 재정적자에 따른 세수확보 중요, 법인세와 개인소득세 인하 및 대기업 친화적 정책은 빅테크에 유리
  - 바이든, 2025 예산안에서 법인세 인상, 상위 0.01% 부자증세, 에너지 소비세 등 예고
  - 트럼프, 바이든의 친환경 정책으로 인한 재정지출 급증, 세금 인상, 과도한 규제 등이 인플레이션, 고금리를 유발했다고 비판
- ▶ 2018년 트럼프 재임 당시 TCJA 시행, 2025년 일몰 예정으로 연장할 가능성
  - TCJA(Tax Cut and Jobs Act): 법인세율 35% → 21% 인하, 소득세율 구간별로 2~3%p 인하
  - 시행 첫 3년(2018~2020년) 동안 법인세 인하 여파로 연평균 760억달러의 세수 손실이 발생
  - 그러나 기업생산 및 R&D 투자 증가, 일자리 증가 등으로 2021년 법인세 수입은 3,720억달러, 2017년 대비 25% 증가
  - 낮은 세금과 규제 완화를 선호하는 공화당 지지층 특성상 규제완화 부분은 온건파 공화당 표심에 중요

미국 2024년 대통령 예산안 및 세입효과

조세정책	10년간 세입 효과 (십억 달러)
법인세율 인상 (21%→28%)	1,325.8
고소득자 사회보장제(메디케어) 세율 인상(3.8%→5%)	650
상위 0.01% 고소득층에 25% 최저세율 도입	436.6
기업 자사주 매입 세율 인상	213.9
자본소득 과세 변경	213.9
화석연료 세제 혜택 종료	30.8
이자의 경상소득 과세	6.5
디지털 자산 채굴에 에너지소비세 부과	3.5

자료: Bloomberg Government, 키움증권 리서치센터

미국 연간 개인소득세, 법인소득세 수입



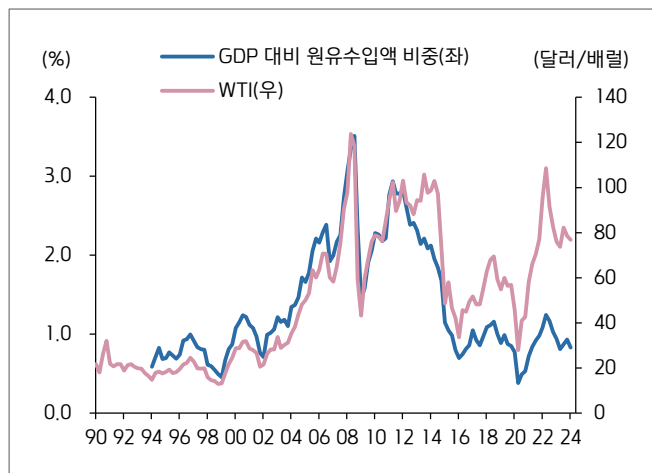
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



### 3) 에너지: 화력에너지 공급 확대, 전력난 및 인플레이션 해결

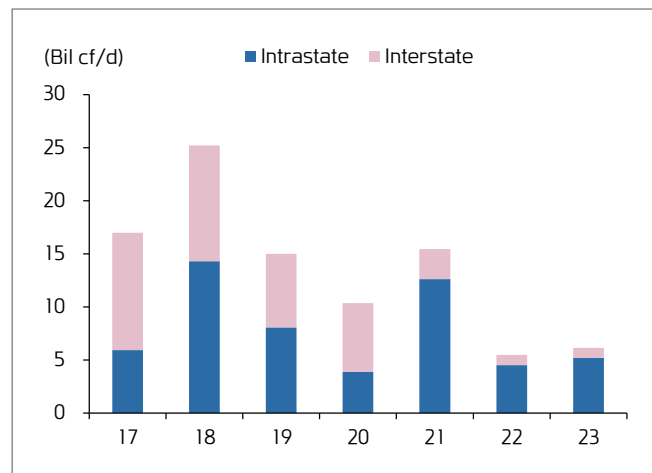
- ▶ 전력생산 단가의 하락은 생산비용 감소를 통한 리쇼어링 인센티브 제공, 제조업 경쟁력 확보
  - 트럼프, 미국 에너지 위기는 자원 부족이 아닌 과도한 규제에 기인
  - 전기차 관련 IRA 정책(신차의 2/3을 전기차로 전환, 7,500달러 세금공제 혜택 등) 폐지, 자동차 탄소배출량 감축 정책 폐지
- ▶ 석유산업 활성화 통한 에너지 공급 안정성 및 자급률 확대, 저유가 및 저물가 달성
  - GDP 내 원유 수입비중은 감소, 원유 생산량 역시 증가했으나, 신규 프로젝트 중단으로 러-우 전쟁 발발 이후 공급난을 경험
  - 재임 당시 오바마 행정부의 '청정전력계획(Clean Power Plan)'을 '저비용 청정에너지법(Affordable Clean Energy)'으로 대체, 석탄 발전소 가동 지원
  - 셰일 산업 부흥은 공화당 지지층인 텍사스(퍼미안 분지), 경합주 펜실베이니아(셰일가스 생산지)에 유리

GDP 대비 원유 수입액 비중, WTI



자료: Bloomberg Government, 키움증권 리서치센터

연간 LNG 신규 파이프라인 용량: 18년 이후 감소

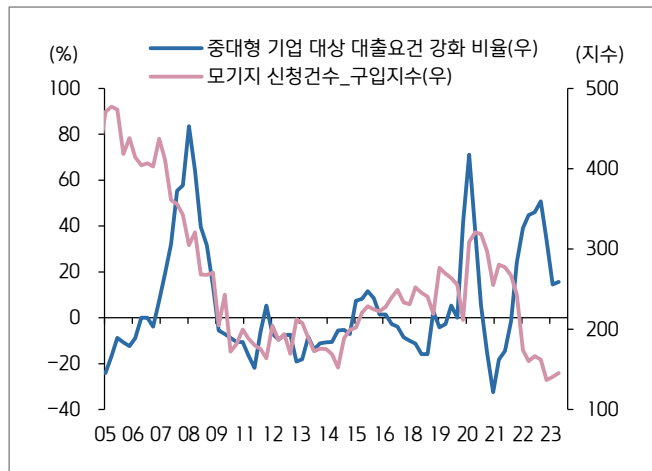


자료: EIA, 키움증권 리서치센터

## 4) 인프라: 신도시 건설 및 신규 발전소 건설

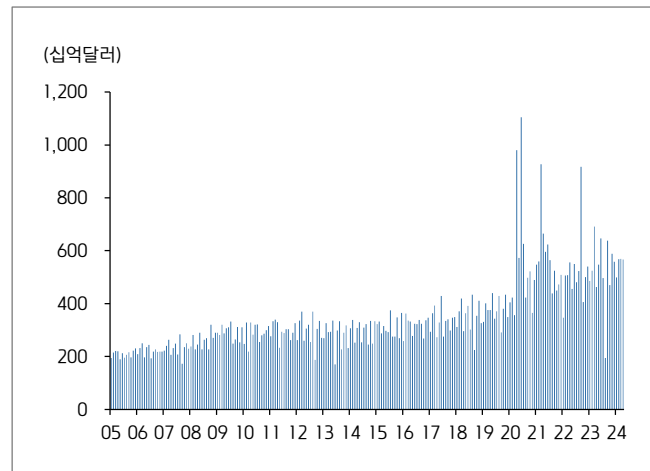
- ▶ 신도시 건설을 통한 주택소유율 증가 목표, 구체성은 아직 미흡
  - 트럼프 재임 당시 도드-프랭크법 폐지 및 소비자금융보호국(CFPB) 재편 등 은행 규제 완화로 로컬 은행의 수익성 개선, 주택담보대출 증가
  - 인프라 투자에 재정지출 확대보다는 세제혜택을 통한 민간자본 참여 유도
- ▶ 인프라 투자 기조는 초당파적, 그러나 금리인하, 세수확보 및 재정지출 선행 필요
  - 당시 전통 인프라와 5G 통신망 구축에 10년 간 1조 달러 투자, 멕시코 국경 장벽 건설에 216억 달러 투자 공약
  - 그러나 18년 예산안에서 인프라 주관하는 교통부 예산을 삭감, 인프라 투자 축소 우려 존재
  - 올해 인프라 법안은 주택경기 활성화 및 신규 발전소 건설, 전력망 구축 및 에너지 효율 증대가 초점이 될 것으로 예상

미국 은행 대출요건 강화 비율 및 모기지 신청건수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 재정 지출



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

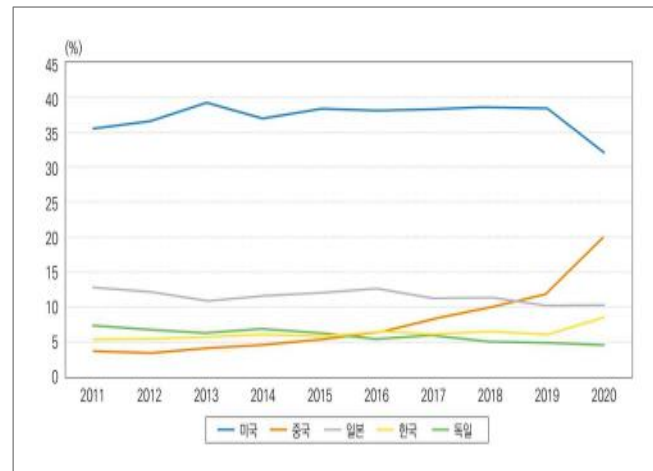
- ▶ ‘스케줄F’ 행정명령 재발동 공언, 공화당이 상원 장악시 트럼프 공약 현실화 가능
  - 스케줄F(Schedule F): 모든 행정부 직원을 미국 대통령이 해고할 수 있도록 하는 개혁안, 2020년 바이든 취임 후 폐기
  - 예산제한 권한(Impoundment): 대통령이 예산 지출을 중단하거나 제한하여 특정 정책 목표를 달성하기 위해 사용
- ▶ 친환경 정책 예산 축소 예상, 다만 국방, 헬스케어, 사회보장 부문 예산은 유지 공약
  - 18년 예산안, 국방(10%), 미국-멕시코 국경장벽 건설(7%) 예산 증액, 환경청(-31.4%), 보건복지부(-18%) 예산 삭감
  - 작년 8월 시행된 양자 컴퓨터, AI 반도체 등 안보 기술에 대한 미국기업의 중국 벤처투자 및 지분투자 제한 조치 확대, 미국 내 의약품 생산 지원 등 중국과의 경제적 디커플링 기초가 바이오테크로 확대될 여지
  - : 미국이 의존하고 있는 주요 의약품의 최대 생산국이 중국, 중국 바이오테크 특허 점유율 상승 추세 등

미국 2018년 예산안 YOY 증감률 및 내용

부서	증감률 (%)	내용
국방부	10	F-35 차세대 전투기 조기 구매, ISIS 퇴치를 위한 추가 예산 확보
국토안보부	7	멕시코 국경 장벽 설립 예산 신규 편성
NASA	-0.8	화성 탐사 등 우주개발 프로그램 축소 또는 폐기 사이버보안 관련 예산 확대
에너지부	-6	첨단 에너지 제조 기술, 자동차 연료 효율화 관련 예산 삭감 프로그램 폐지 핵발전소 폐기를 처리 및 저장시설 재가동에 1.2억 달러 배정
상무부	-16	해수면 상승 등 해양 관련 연구 지원 예산 삭감 상무부 산하 국제무역청의 무역집행 권한 (반덤핑, 불공정 무역행위 적발·시정) 확대
보건복지부	-18	의료·제약 관련 R&D 투자 담당하는 국립보건원 예산 축소 해외 의료 연구 기관과의 공동연구 지원 프로그램 폐지
환경보호청	-31	국제 환경변화 대처, 대기오염 해소를 위한 주·지방정부 지원 등 50개 프로그램 폐지

자료: Bloomberg Government, KOTRA, 키움증권 리서치센터

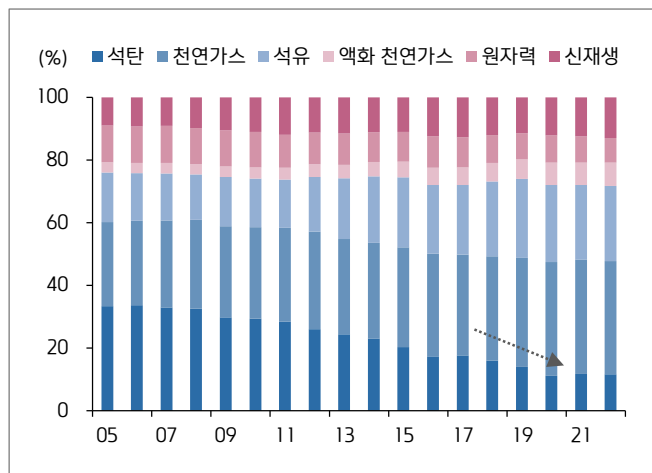
세계 주요국 바이오 특허 점유율 추이



자료: 산업연구원, OECD.Stat, 각국 특허청, 키움증권 리서치센터

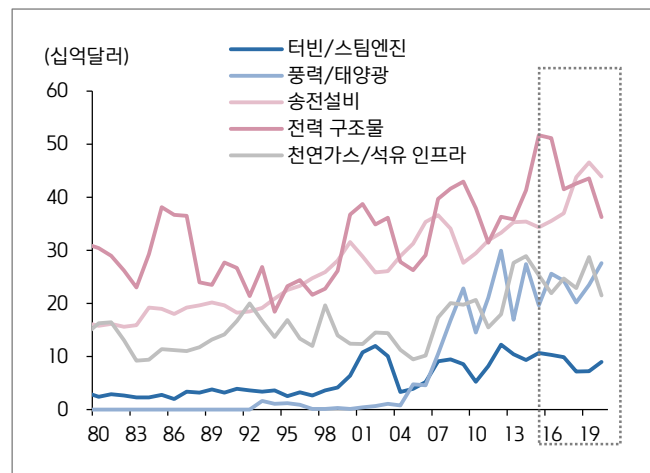
- ▶ 공통: 대중국 견제, 관세인상, 전략산업 인센티브 지원, 인프라 투자
  - 반도체, 제약바이오, 기계 업종에 긍정적
- ▶ 쟁점: 물가 및 에너지 가격 안정
  - '20년도와 달라진 점은 1) 고금리, 2) AI발 전력수요의 증가, 즉 전력 공급 확대를 통한 물가 안정 중요
- ▶ IRA 정책 변화에 따른 신재생, 전력기기 섹터의 영향이 가장 클 것으로 전망
  - 트럼프 당선 시, 상하원 장악 여부에 따라 화력발전 기업들에 세금 감면 법안 통과 가능, 동시에 미국의 신재생 에너지 의존도 상승했다는 점 감안 시 IRA 정책 폐기 보다는 전력망의 효율화에 집중할 가능성 큼
  - 바이든 당선 시, 신재생 에너지 보조금 유지와 함께 금리인하, 상반기 중 물가 하락 시 조달비용 하락, 중단됐던 태양광, 풍력 투자 재개되며 전력망 추가 수요 확대

미국 에너지원별 생산 비중 변화



자료: EIA, 키움증권 리서치센터

미국 전력원별 인프라 민간투자 금액 추이



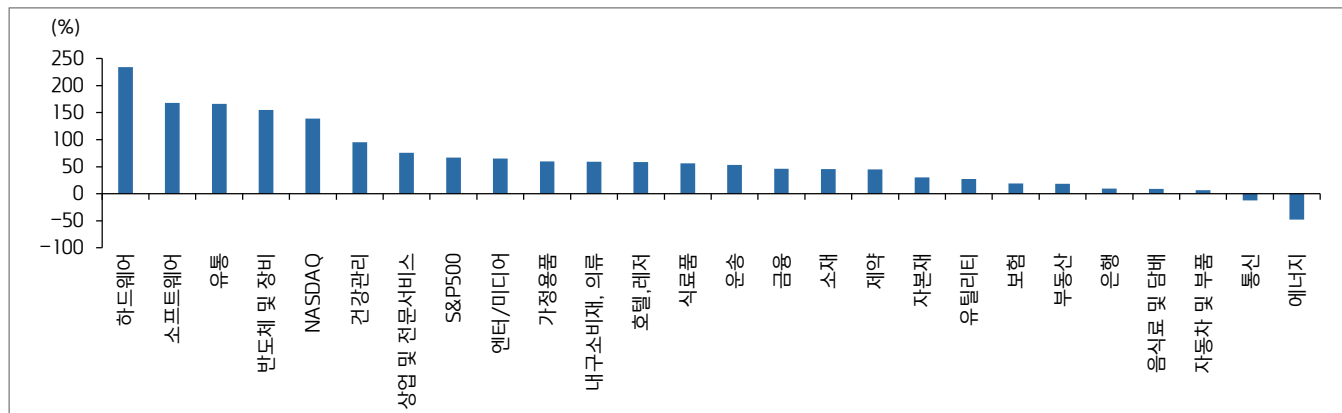
자료: 미 경제분석국, 키움증권 리서치센터

업종	공정/부정	영향
반도체	(++)	<p>공통: (+) 올해 금리인하 예상, 저금리, 저물가 기조 성장주에 우호적          (+) 글로벌 반도체 투자 경쟁 가속화로 탈중국 및 미국 내 공장 이전 장려, 소재부품장비 제조기반 투자 기조는 유호</p> <p>트럼프: (+) 법인세 인하 및 대기업 친화적 정책 빅테크에 유리          (+) 수출 제재 리스크 존재하나, 과거 추가 추이 봤을 때 정치이슈보다는 금리의 영향이 더 크며, 2020년 플랫폼 및 소프트웨어, 올해 AI 발 수요 증가로 주도주 등극</p>
자동차	(=)	<p>공통: (+) 중국 전기차 관세 부과, 미국 전기차 수입 비중 한국 29%로 가장 크므로 수혜 예상          (+) 미국 내 공장 증설 완료 및 가동 시 가격경쟁력 확보 가능</p> <p>바이든: (-) 향후 동맹국들이 자동차 부품에 대한 관세 추가 부과할 시 국내 완성차 가격경쟁력 하락 예상</p> <p>트럼프: (+) 자동차 탄소배출 규제 완화, 친환경 정책 철회 및 IRA 전기차 및 배터리 보조금 축소 시 내연기관차, 하이브리드차 반사수혜          (-) 한국도 보편적 관세 대상 국가에 포함되어 대미 수출 비중 큰 자동차 및 자동차 부품에 관세 부과 가능성</p>
이차전지	(-)	<p>바이든: (+) 미국의 대중국 의존도 70%에 달하는 ESS용 배터리에 관세 부과 예정, 2026년 이후 수혜 예상</p> <p>트럼프: (-) IRA 주요 비판점은 전기차 및 배터리 보조금에 집중, 환경정 예산 삭감 예고          완전한 정책되돌림은 어려우나, 보조금 축소 시 전기차 수요 감소 및 투자심리 위축 예상</p>
신재생	(=)	<p>공통: (+) 올해 금리인하 예상, 신재생 프로젝트 조달비용 상승 및 수익성 악화 우려 해소</p> <p>바이든: (+) 올해 6월 이후 동남아 4개국에 우회 수출되는 중국산 태양광 셀, 모듈에 반덤핑 관세 부과는 이미 예고된 사항</p> <p>트럼프: (-) 트럼프 당선 가능성 상승 시 노이즈 존재          (+) 신재생에너지 발전단가 하락 및 의존도 상승 감안시 태양광, 풍력 등에 대한 보조금 축소 리스크 반영은 과도          (+) IRA 수혜지역은 경합주, 공화당 지지층에 집중, 일자리 창출 및 지역경제 활성화 효과 감안시 완전한 철회는 어려움</p>
기계	(++)	<p>공통: (+) 인프라 투자 기조는 초당파적          (+) AI 수요 및 데이터센터 증가에 따른 전력 수요 및 전력효율 필요성 증가          (+) IRA 정책 이전에 이미 미국 내 공장 보유, 관세나 보조금 철회 이슈로부터 상대적으로 자유로움</p> <p>트럼프: (+) 신규 화력, 원자력 발전소 건설 및 노후화 송배전망 교체 수요 지속</p>
방산	(+)	<p>바이든: (+) 한미 국방상호조달협정(RDP-A) 체결 기대</p> <p>트럼프: (-) 11차 한미방위비분담 협정(SMA) 당시 분담금 인상 요구, 12차 SMA 파기 및 자국 기업 우대 가능성          (+) 미국 우선주의, 고립주의 강화 및 글로벌 교역 감소로 전세계 국방비 증액 가능</p>
제약	(++)	<p>공통: (+) 올해 금리인하 예상, 저금리, 저물가 기조 성장주에 우호적          (+) 약가 인하 위한 바이오시밀러 도입, AI 활용 첨단 바이오의약품, 의료기기, 디지털 서비스 등에서 중국 배제</p> <p>바이든: (+) 중국 바이오 기업과 거래하는 것을 금지하는 '바이오 보안 법안(Biosecure Act)' 하원 통과, 국내 CMO/CDMO 업체 수혜</p> <p>트럼프: (+) 과거 의약품 규제 완화 및 수입 확대를 통해 시장경쟁을 유도했다는 측면에서 우호적</p>

자료: 키움증권 리서치센터

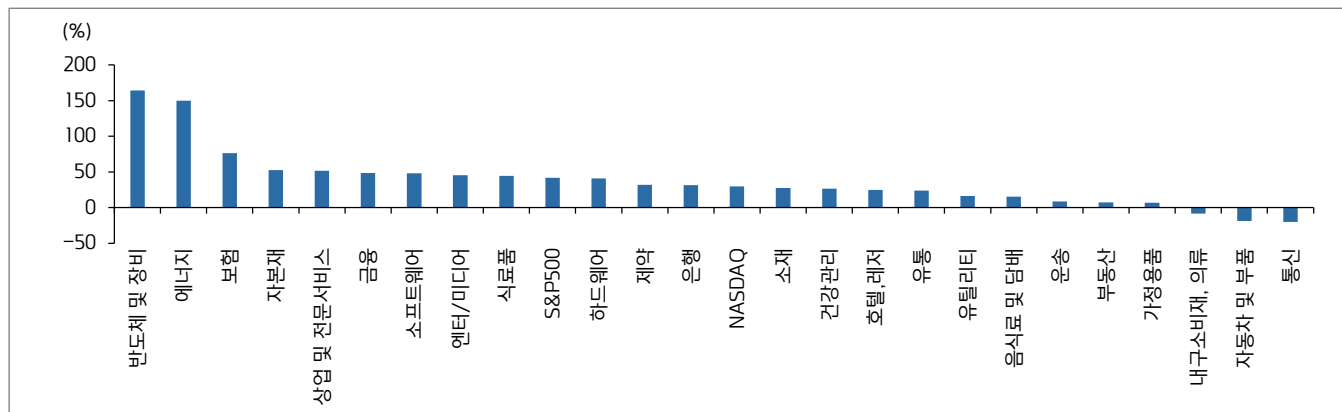
## 24. 트럼프 vs 바이든 임기 업종별 주가: 미국

트럼프(2017~2020년)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

바이든(2021~2024년)

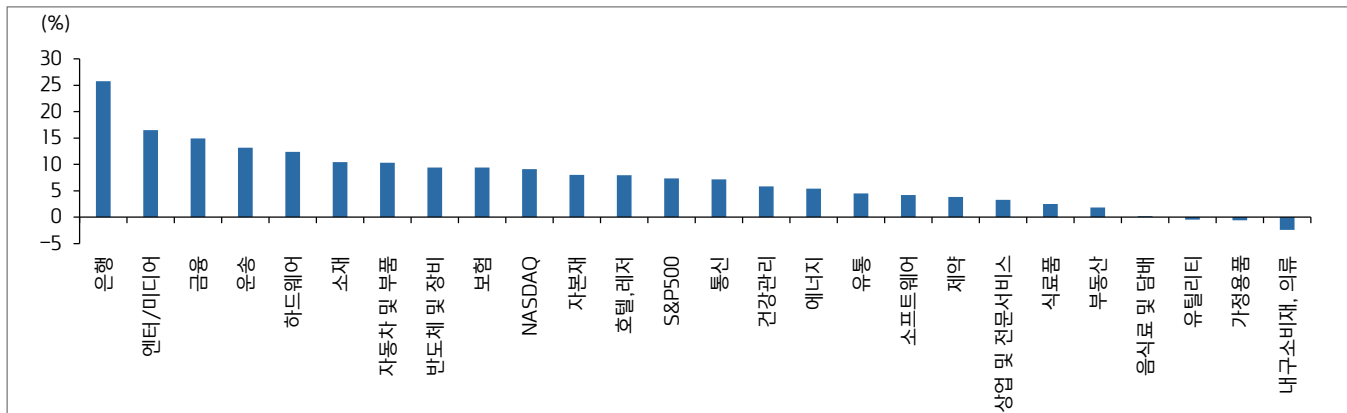


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 25.

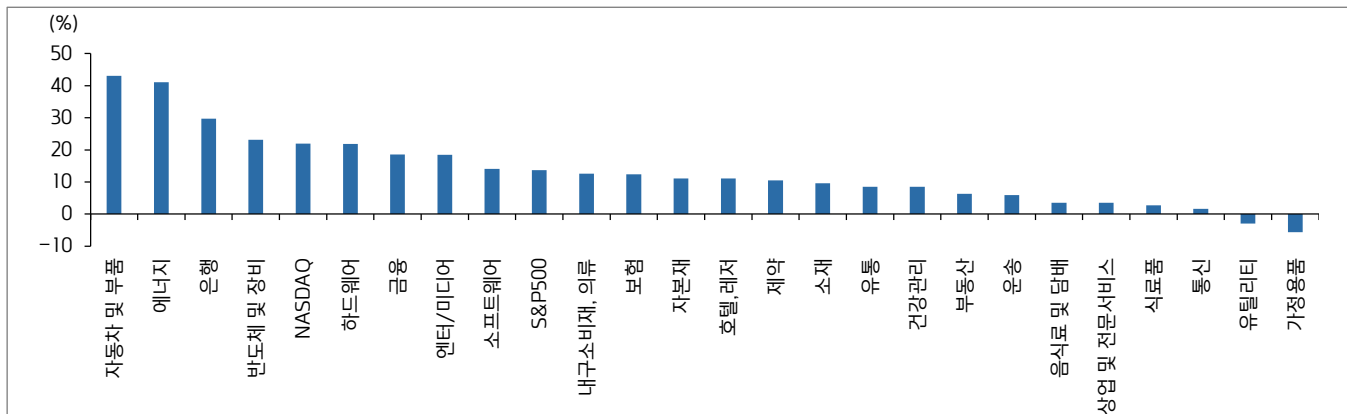
## 트럼프 vs 바이든 당선 직후 업종별 주가 흐름: 미국

트럼프(2016년 11월 ~ 2017년 2월)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

바이든(2020년 11월 ~ 2021년 2월)

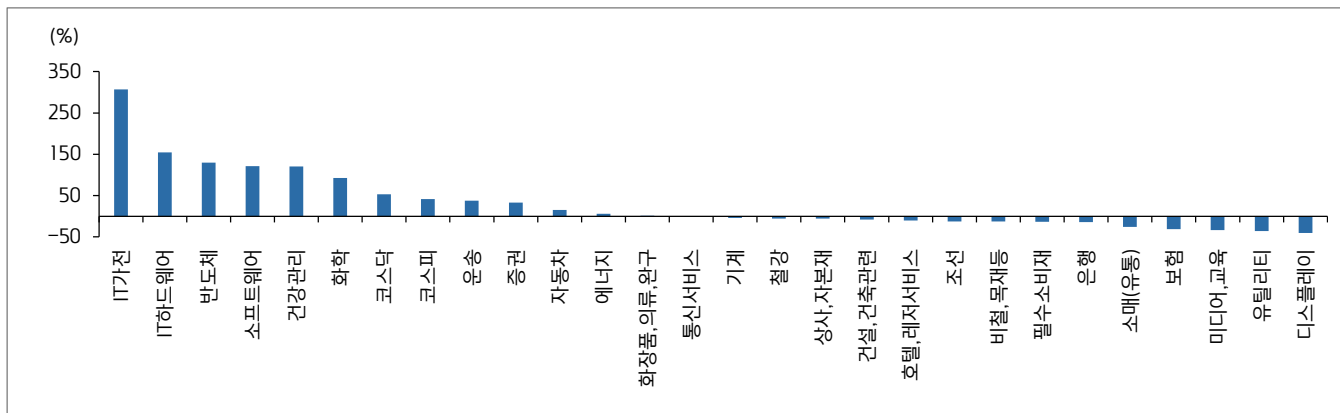


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 26.

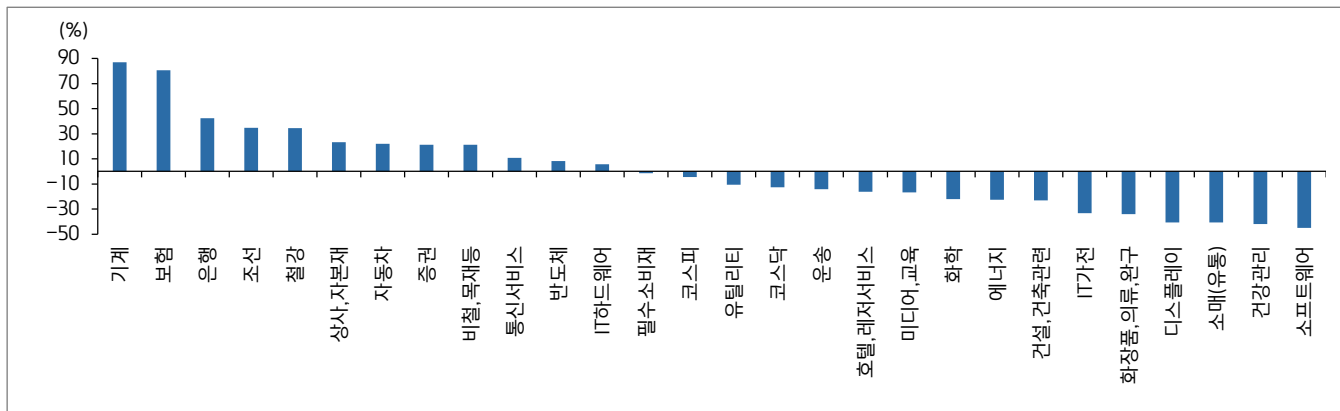
## 트럼프 vs 바이든 임기 업종별 주가: 한국

트럼프(2017~2020년)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

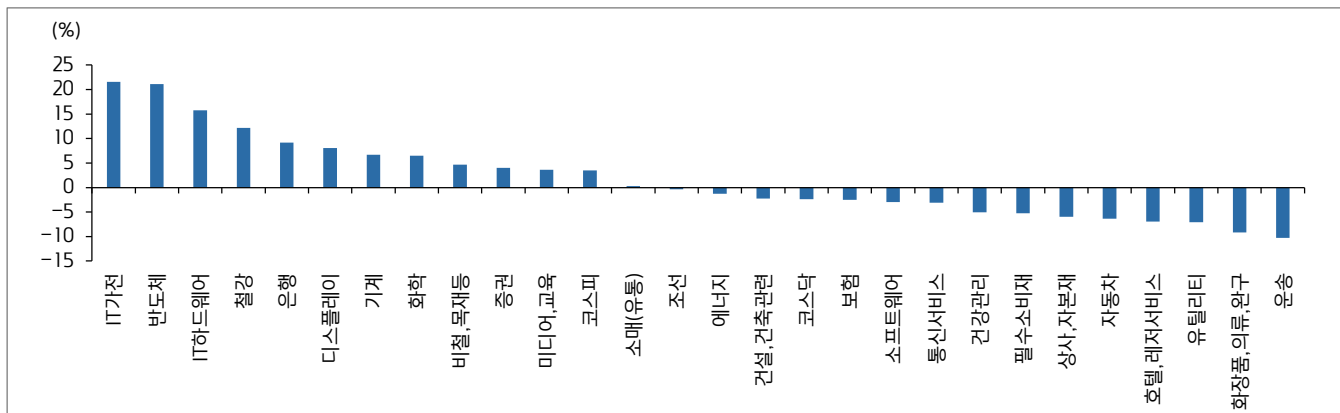
바이든(2021~2024년)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

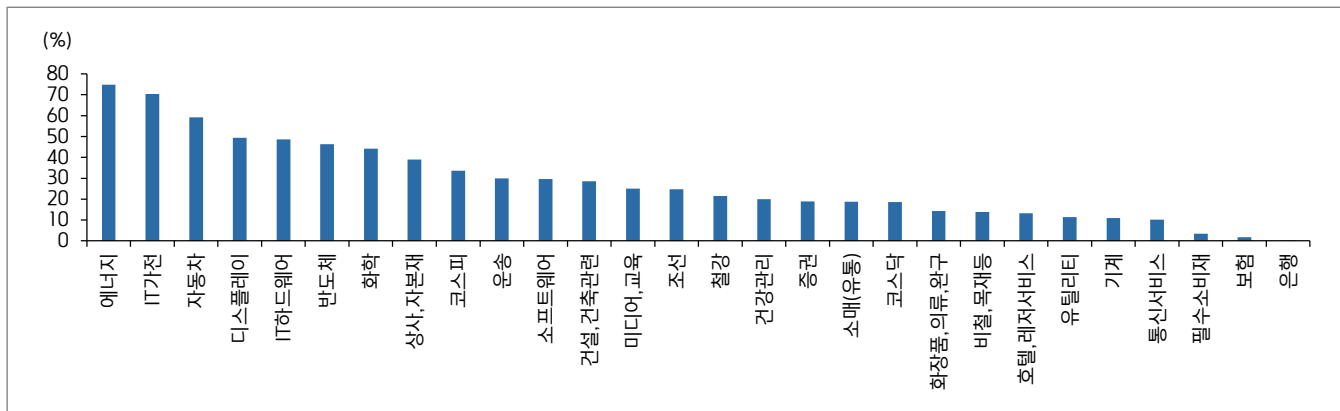


트럼프(2016년 11월 ~ 2017년 2월)



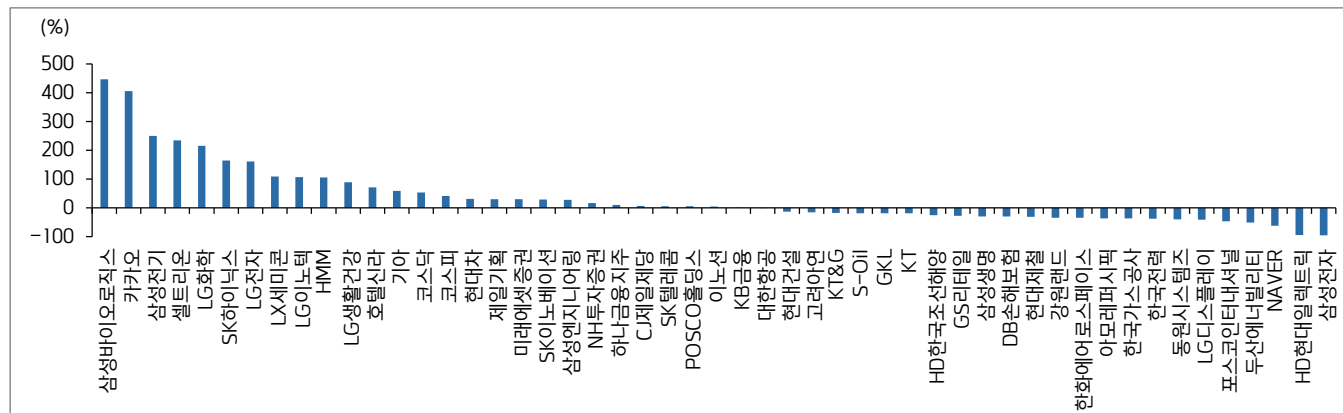
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

바이든(2020년 11월 ~ 2021년 2월)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

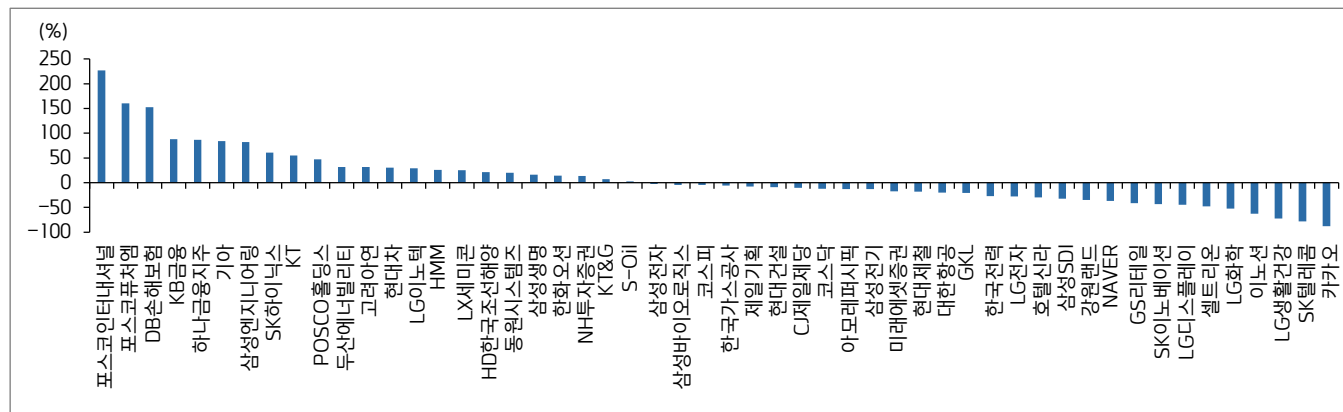
트럼프(2017~2020년)



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

참고: 2017년 이후 상장(LG에너지솔루션, 하이브, HD현대중공업), 수익률 상위(포스코퓨처엠 766%, 한화오션 511%, 삼성SDI 476%) 제외

바이든(2021~2024년)

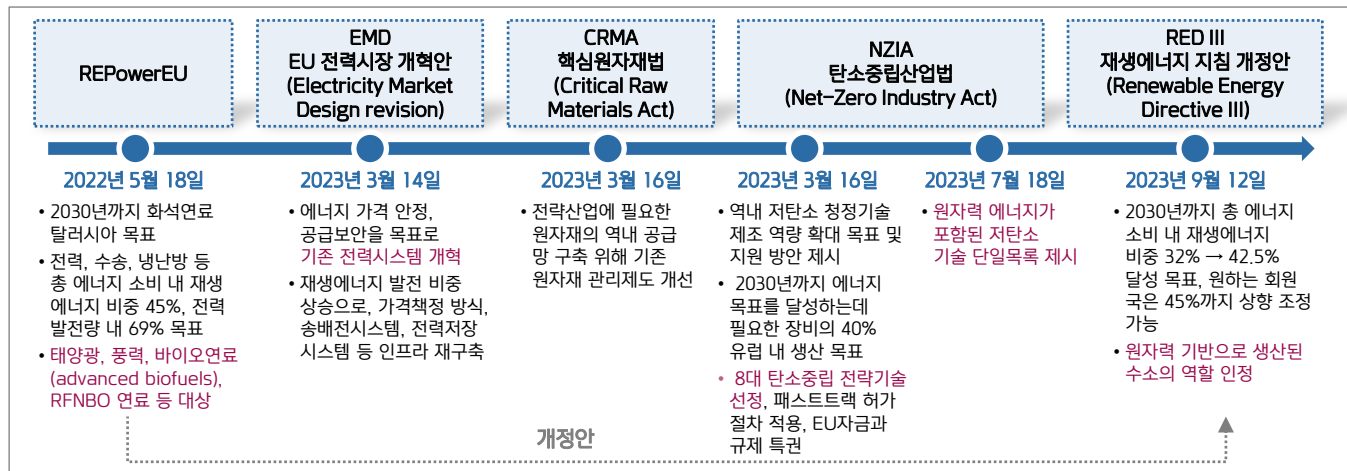


자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

참고: 수익률 상위(HD현대일렉트릭 1,485%, 한화에어로스페이스 638%, 포스코인터내셔널 227%, 포스코퓨처엠 160%) 제외

- ▶ **재생에너지 지침 개정안(RED III)**: 2030년까지 화석연료 탈러시아 및 전력 발전 내 재생에너지 비중 69%를 목표로 하는 REPowerEU의 개정안, 작년 10월 이사회 채택
- ▶ **EU 전력시장 개혁안(EMD)**: 23년 3월 발의 이후 10월 이사회에서 협상안 채택, 선거 이전 3자 협상 통과 예정
  - 러우 전쟁을 계기로 인프라 재구축 목표, 주요 내용은 에너지가격 안정, 재생에너지 확대, 전력시스템 유연성 확대
  - 에너지 시장의 가격 변동성 완화를 위한 양방향 차액정산계약(CFD), 장기 전력구매계약(PPA) 등 보조금 포함
  - 원자력 보조금에 대한 프랑스, 독일의 입장 차이로 최종 입법 지연되었으나 원자력 발전시설 보조금 허용에 합의
- ▶ **핵심원자재법(CRMA), 탄소중립산업법(NZIA)**: EU의 2050년 탄소중립 목표 달성을 위해 탈탄소화에 필요한 기술 분야에서 EU 내 생산 강화

#### 유로존 친환경 정책 타임라인



자료: 언론보도, KOTRA, Euractiv, 키움증권 리서치센터

참고: RFNBO: 비생물성 재생 에너지 연료, 바이오매스 외의 원료에서 생산되는 수소, 암모니아 등

- ▶ 작년 10월 EMD 통과 및 원자력 관련 독프 합의 이후 지난 4월 본회의에서 NZIA 가결, 이사회 승인 이후 올해 하반기 발효 및 시행 예정
  - 2030년까지 태양광 패널, 풍력 터빈, 배터리 등 전략 기술 제품 수요 40% 역내에서 생산, 글로벌 15% 점유 목표
  - 감축잠재량이 크고 조기 상용화가 가능한 '탄소중립 전략 기술'에 원자력, 지속가능한 대체연료 추가
  - 양방향 차액결제거래(CFD) 보조금, 규제·행정절차 간소화, 신속한 인허가 등의 혜택
- ▶ IRA과 같은 직접적인 금전적 인센티브 형태는 아니지만, 원전, 수소 등 CFE(Carbon Free Energy, 무탄소 에너지)를 포함, 엄격한 친환경에너지 보조금 규제 완화하여 유럽 밖으로 공장을 이전한 기업들에 대한 유인책

## NZIA 탄소중립기술안 목록

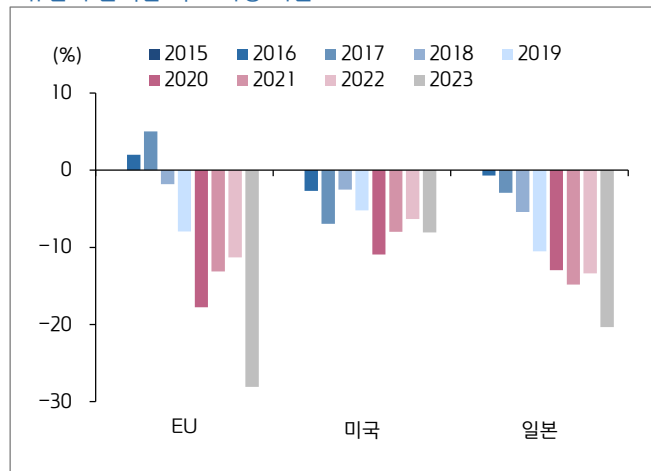
	탄소중립 전략 프로젝트 (Net zero Strategic Project)	탄소중립기술 (Net zero technologies)
기술목록	1. 태양광 발전 및 태양열 2. 육상풍력, 해상, 재생가능 기술 3. 배터리 및 저장 기술 4. 히트펌프 및 지열 에너지 5. 전해조 및 연료전지 6. 지속가능한 바이오 가스메탄 7. 탄소 포집, 저장(CCS) 8. 그리드 기술 9. 원자력 10. 지속가능한 대체 연료	1. 재생에너지 2. 전력 및 열 저장 기술 3. 지속가능한 대체연료 기술 4. 폐기물 최소화한 원자력 공정에서 에너지를 얻는 기술 5. 핵분열, 융합 에너지 6. SMR 및 동급 연료 7. 탄소 포집, 활용, 저장 기술 8. 수소운송 인프라 9. 전해조 및 연료전지 10. 운송분야 전기, 수소, 지속가능 대체연료, 풍력 11. 운송용 전기충전 기술 12. 수소, 지속가능 대체연료, 바이오메탄 연료 인프라 13. 히트펌프 14. 에너지 효율 15. 그리드, 열에너지 분포 기술 16. 에너지 관리, 17. 탄소집약 산업 공정 고효율화 및 전기화 18. 바이오 원료 생산 19. 재활용 기술
선정기준	감축잠재량이 크고 조기 상용화 가능 기술성숙도 8 이상의 상업적 시연을 본격화하는 단계 온실가스 감축목표 달성 및 에너지 안보에 기여하는 기술 범위 인허가시간 최대 9~12개월, 패스트트랙 절차 허용 연간 생산용량 1GW 미만의 소형 프로젝트는 최대 9개월	기술성숙도 8 이상의 탄소중립 기술 전반 포괄
지원방안	1GW 초과 또는 CCS, 그리드 등 용량 측정이 어려운 대규모 사업은 최대 12개월 전략적 탄소중립 기술 관련 신규사업의 경우 6~9개월 안에 허가 배출권거래제(ETS) 수익, 유럽전략기술플랫폼(STEP)을 통한 자금 지원	

자료: KOTRA, 키움증권 리서치센터

- ▶ EU 유럽 내 반도체 제조 역량 확대를 위해 약 463억달러 규모 투자 계획
  - 반도체 제조 역량 강화에 공공 및 민간 투자 1080억달러 이상 투입될 것으로 추정
  - 현재 약 10%인 EU의 글로벌 반도체 시장점유율을 2030년까지 20%로 두 배 확대하는 것을 목표
  - 인텔: 독일 마그데부르크에 360억달러 규모의 팹을 설립할 계획, 110억달러 보조금 수혜 예정
  - TSMC: 독일에 약 110억달러 규모 자동차용 반도체 고객사와 합작 투자, 이 중 절반은 정부 보조금으로 충당될 전망
- ▶ 보조금 규모는 미국(520억달러)과 비슷한 수준, 그러나 투자 유치 성과는 아직까지 부진
  - 유럽 고객사 기반 부족으로 반도체 기업의 투자 유인책 부족, 엄격한 친환경 에너지 규제로 인한 전력 사용 부담이 산업 성장 저해요인으로 작용

2015년 대비 석탄 기반 전력생산량 변화율

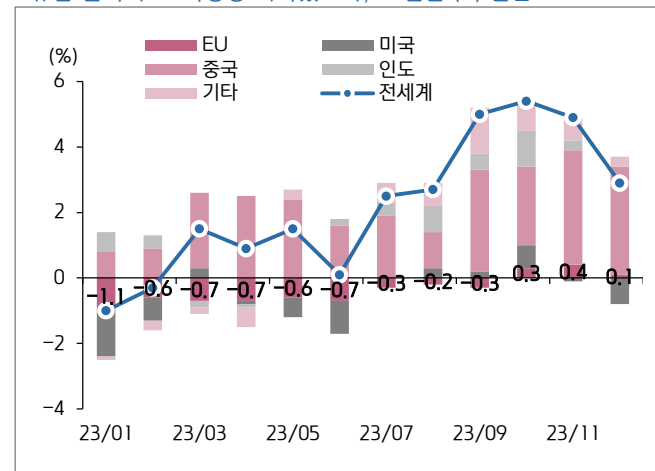
: 유럽의 탈석탄 속도 가장 빠름



자료: Ember, 키움증권 리서치센터

2023년 국가별 전력 수요 YOY 월별 변화율

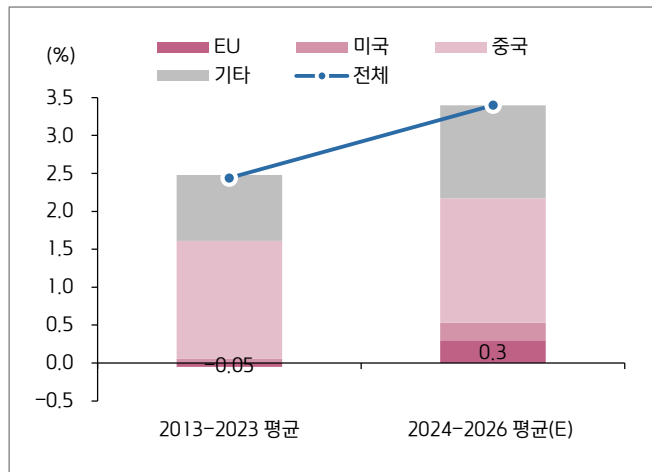
: 유럽 전력 수요 역성장 지속했으나, 23년말 (+) 전환



자료: Ember, 키움증권 리서치센터

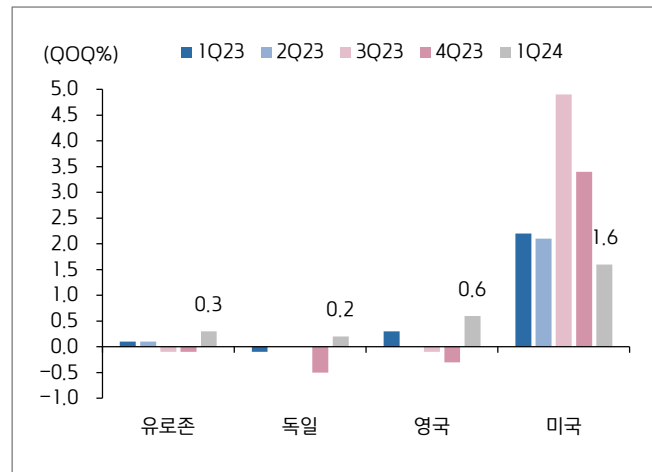
- ▶ 6월 6일~9일 EU 27개국 의회선거 진행 및 향후 5년간의 정책 방향성 결정, 극우정당의 우세 예상
  - 중도우파 유럽국민당(EPP) 177석, 중도좌파 사회당 S&D(140석), 중도 리뉴유럽(102석) 다수당
  - 극우 '정체성과 민주주의(ID)', '유럽 보수와 개혁(ECR)' 의석수 30~50석(비중 18% → 22%~25%) 늘릴 것으로 전망
  - 경기 부진으로 친환경 기조 약화 및 우크라이나 지원, 이민 정책 등이 보수적으로 변할 가능성
- ▶ 입법 모멘텀 기대 및 전력수요 턴어라운드 전망, 해외 공장 유치 위해서는 낮은 전력 단가 필수

국가별 전력 수요 연평균 증가율 전망



자료: IEA, 키움증권 리서치센터

유럽 주요국 및 미국 QOQ 경제성장률



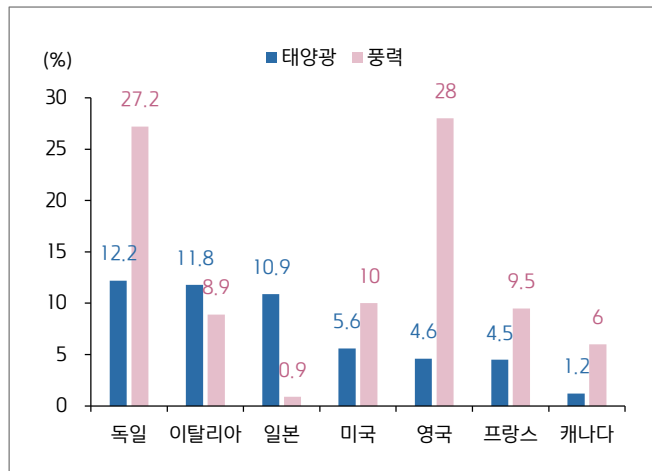
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

## 33.

## 의회 선거 이후 입법 모멘텀은 원전 추가 확대 및 폐쇄 원전 재가동에 초점

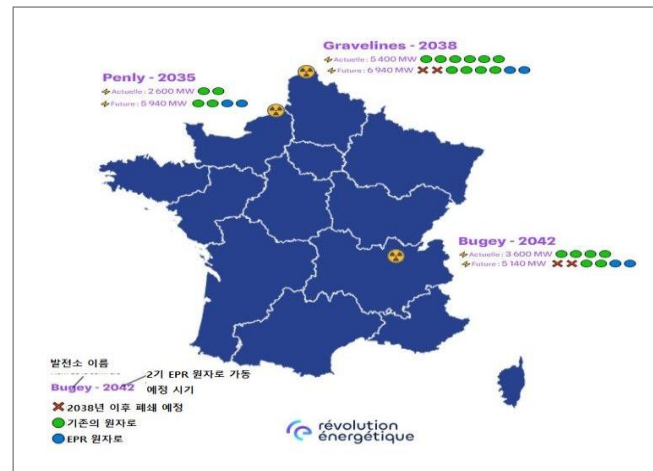
- ▶ 프랑스, AI 산업 육성에 적극적, 데이터센터 및 AI 인프라에 MS 40억 유로, 아마존 12억 유로 투자 예정
  - 에너지 대외의존도 낮음, 신규원전 EPR2 6기 외 2026년 이후 8기 추가 발표, 35년까지 총 14기 건설 목표
  - 원자력발전소 보수 유지 프로젝트 진행중, 현재 운영중인 원전 56기 수명 연장 목표, 검사장비 및 부품교체 수요 발생
- ▶ 독일, 이미 탈원전 진행 및 향후 신재생에너지 비중 확대 예상
- ▶ 프랑스 중심으로 원전 의존도 높은 체코, 폴란드, 루마니아 등 원전 추가 확대 및 폐쇄 원전 재가동 기대
  - 신규건설에는 8~10년 소요, 기존 원전의 노후화 시설 보수에 따른 전력기기, 원전 기자재 (원자로설계, 발전소 정비, 계측기 등) 수요가 선행

전체 태양광, 풍력 전력 생산량 내 국가별 비중  
: 독일 신재생에너지 발전량 우위



자료: Ember, 키움증권 리서치센터

프랑스 2세대 EPR 건설 부지: 6기 확정, 26년 이후 8기 추가 예정



자료: Revolution Energetique, 키움증권 리서치센터

## IV. 채권:

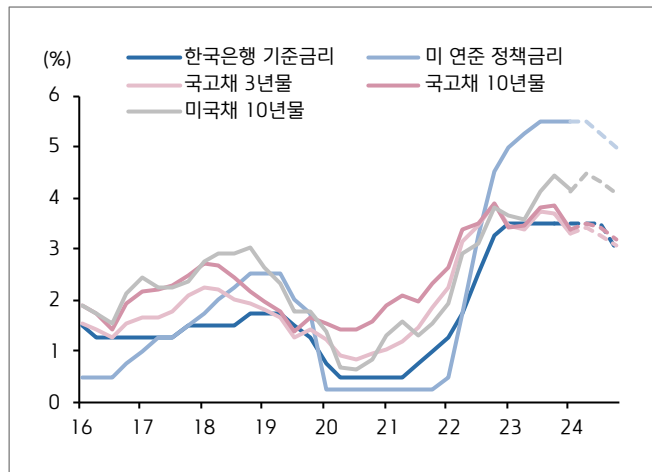
하반기 채권시장 리스크, 미 대선





- ▶ 하반기 채권시장은 지연되는 미 연준의 금리 인하 시기에 따라 3분기까지 변동성이 높은 장세 이어지다 4분기 들어서는 금리 인하 단행과 함께 소폭 하락 압력을 받을 것으로 전망
  - 미 연준 9, 12월 연내 2회 인하, 한국은행 10월 첫 금리 인하 단행 전망
  - 한국의 내수 부진과 물가 둔화 흐름을 고려할 때 10, 11월 연속 금리 인하 가능성도 배제할 수 없음
- ▶ 한편 하반기 중 채권시장에 미칠 주요 이벤트로는 미 대선이 있음. DKW 모델을 통해 과거 미 대선 전후의 금리 변화 요인을 점검해본 결과, 점차 채권시장은 미국 재정정책 영향력을 크게 받을 것으로 평가. 특히 현재 금리 레벨이 금리 인하를 일부 반영한 수준이라고 평가한다면, 2024년 연말 이후 금리의 방향성은 단기금리보다는 기대인플레이와 기간프리미엄의 영향력이 커질 것으로 평가. 대선 이후 정책 변화가 기대물가를 자극시킬 수 있는지에 주목할 필요

한미 정책금리 및 시장금리 추이 및 예상 경로



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

분기별 금리 전망치

(정책금리 기말, 시장금리 평균)	'23 1Q	'23 2Q	'23 3Q	'23 4Q	'24 1Q	'24 2Q	'24 3Q	'24 4Q
한국 기준금리	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.00
미국 정책금리	5.00	5.25	5.50	5.50	5.50	5.50	5.25	5.00
국고 3년물	3.46	3.38	3.73	3.71	3.30	3.40	3.25	3.05
국고 5년물	3.44	3.37	3.76	3.77	3.33	3.45	3.30	3.10
국고 10년물	3.43	3.44	3.83	3.85	3.38	3.50	3.40	3.20
미국채 10년물	3.65	3.59	4.14	4.44	4.13	4.48	4.30	4.10

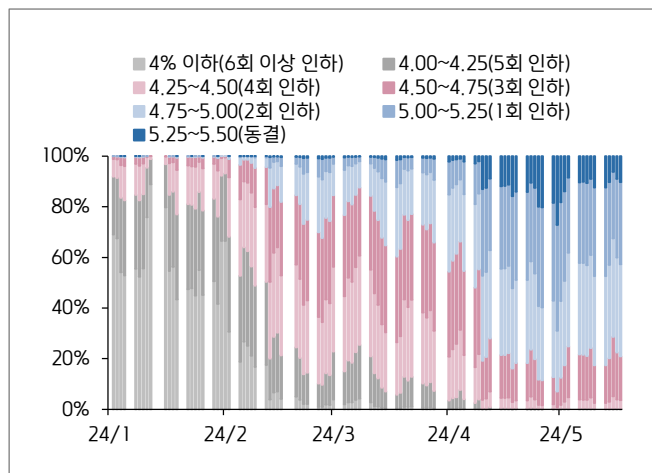
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 02.

## 2024년 상반기 리뷰 – 금리 인하 걱정 수준 찾는 과정

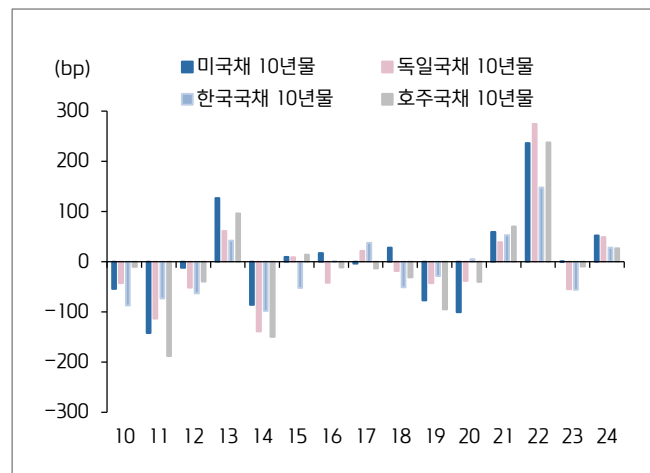
- ▶ 2023년 말부터 확대된 미 연준의 금리 인하 기대는 2024년 들어서 축소되는 과정을 겪었음. 연초에는 연내 인하 기대가 6회까지도 확대되었으나, 예상보다 높은 물가 수준이 이어짐에 따라 3~4회 수준으로 축소된 이후 상반기 말 들어서는 1~2회 인하 수준으로 축소됨
- ▶ 이에 따라 2023년 말 하락했던 금리 수준을 2024년 상반기까지 대부분 되돌리는 양상을 보였으며, 미국채 금리 10년물 금리는 연초 4%를 하회한 이후 꾸준히 상승세를 보이며 상반기 중 4.6% 레벨까지 재차 반등하기도 함

2024년 12월 FOMC 정책금리 전망 수준 변화



자료: CME Fedwatch, 키움증권 리서치센터  
주) 5/17 기준

주요국 10년물 국채금리 변화



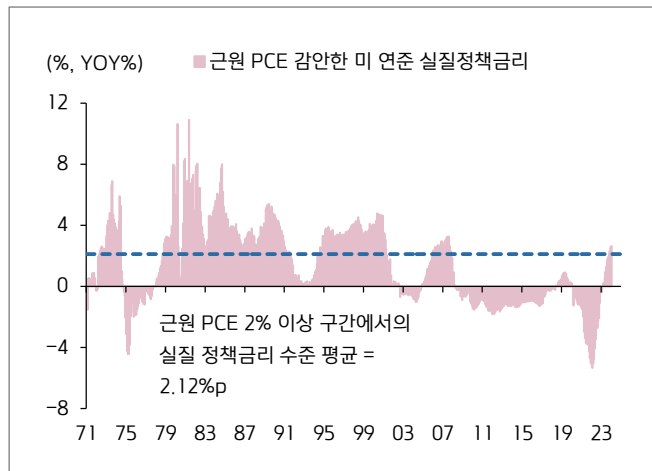
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터  
주) 2024년은 5월 20일까지의 YTD

## 03.

## 금리 인하 시기 지연되나, 연내 금리 인하 가능성 여전히 높아

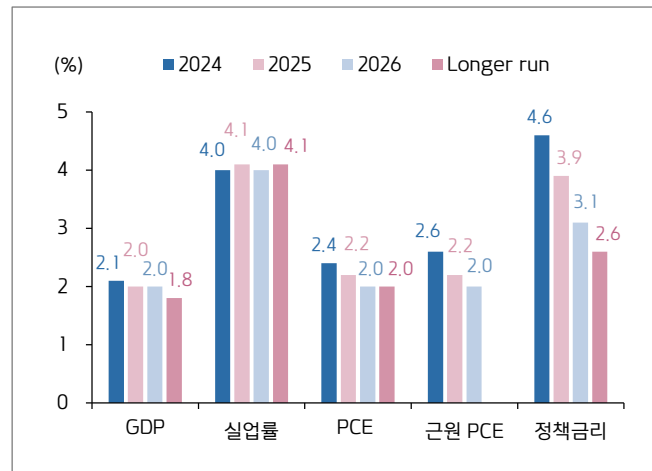
- ▶ 점진적인 소비 둔화 속 물가 둔화, 차별적 경기 회복과 둔화라는 환경 속에서 미 연준은 경기 연착륙을 위한 보험적 성격의 완만한 금리 인하를 단행할 가능성이 높다고 판단함
- ▶ 물가가 예상보다 빠르게 둔화되지 않으면서 금리 인하 시기가 예상보다 지연되는 양상을 겪고 있지만, 이는 연내 정책금리 동결을 의미하는 것은 아니라고 판단함. 높아진 실질 금리로 인한 경기 모멘텀 약화, 기업들의 이자 부담 등이 나타나고 있는 점을 고려할 때 경기 연착륙을 위해 실질금리를 낮춰 경기 연착륙을 이끌어 내려고 할 것

근원 PCE 감안한 미 연준 실질정책금리



자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

미 연준 경제 전망(2024년 3월 ver.)



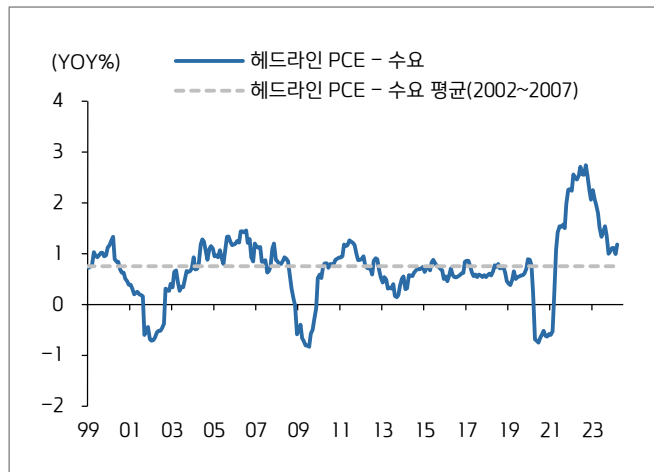
자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

## 04.

## 공급보다 수요로 인한 물가 둔화 지속 확인 예상

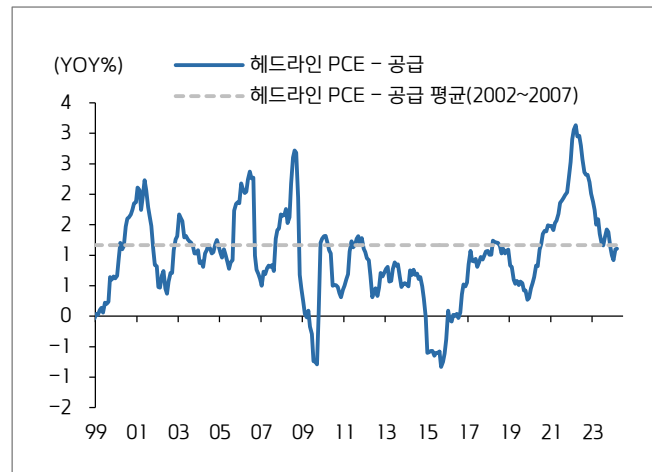
- ▶ 물가 요인을 공급과 수요 요인으로 나눠서 보면, 수요 요인 물가는 여전히 높은 가운데, 공급 요인 물가는 과거 평균 수준으로 회귀하는 과정에 있음
  - 과거 물가가 안정적인 시기였던 2002~2007년과 비교할 때 공급 요인으로 인한 인플레이 압력은 평균 수준으로 돌아오면서 일부 해소된 가운데, 수요 요인으로 인한 인플레이 압력 또한 2023년 하반기와 비교할 때 완만해지고 있음을 확인
  - 국제유가 레벨을 둘러싼 불확실성은 여전히 남아있지만 90~100 달러 선에서 장기화되는 양상이 아니라면 공급 요인 인플레이 압력은 제한적일 것
  - 수요 측 물가는 기업들의 이자비용 부담 등을 고려할 때 점차 고용시장 둔화, 가계 소비 여력 약화 등과 함께 둔화될 전망

PCE 물가 중 수요 요인 물가 추이



자료: FRBSF, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

PCE 물가 중 공급 요인 물가 추이



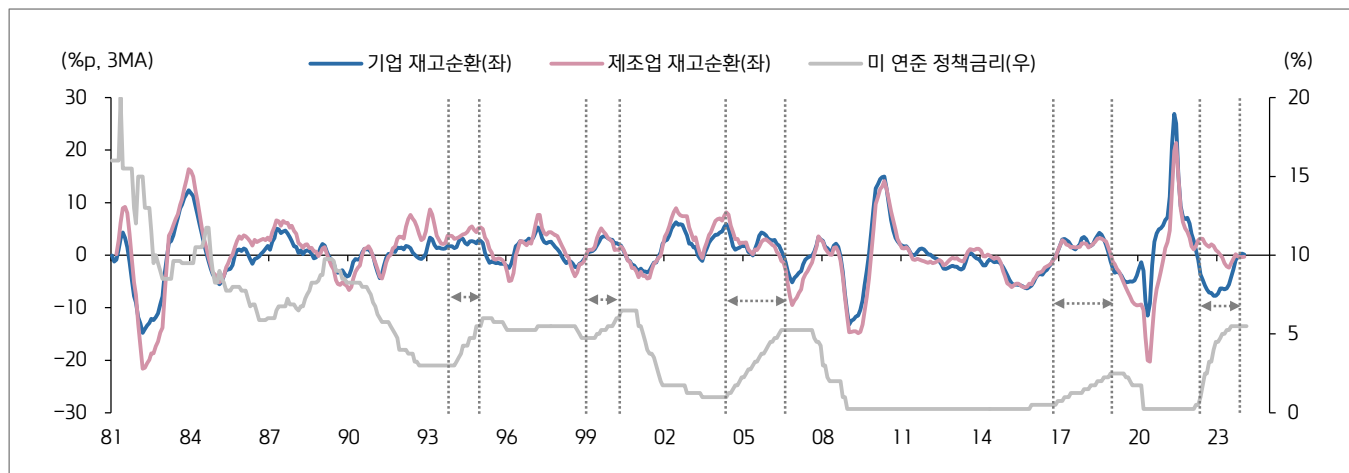
자료: FRBSF, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 05.

## 제한적인 제조업 경기 턴어라운드

- ▶ 재고 순환을 통해 볼 때 과거 금리 인상기에는 제조업 경기는 대부분 개선되는 흐름을 보였던 한편, 금리 인하기에 접어드는 시점에는 늘 제조업 경기 둔화가 동반되었음
- ▶ 하지만 이번 사이클에서는 금리 인상기에 제조업 경기의 둔화와 위축을 먼저 경험했고, 순차적으로 서비스업 경기가 둔화될 것으로 예상. 그 가운데 다시 제조업 경기는 일부 개선되는 흐름을 보여왔으나, 2024년 들어 그 폭이 제한적이라는 점을 확인하고 있어 최근 ISM 제조업지수가 50선을 상회한 점은 일시적인 수준에 그칠 가능성이 높다고 판단함

미국 기업 및 제조업 재고 순환과 미 연준 정책금리 추이



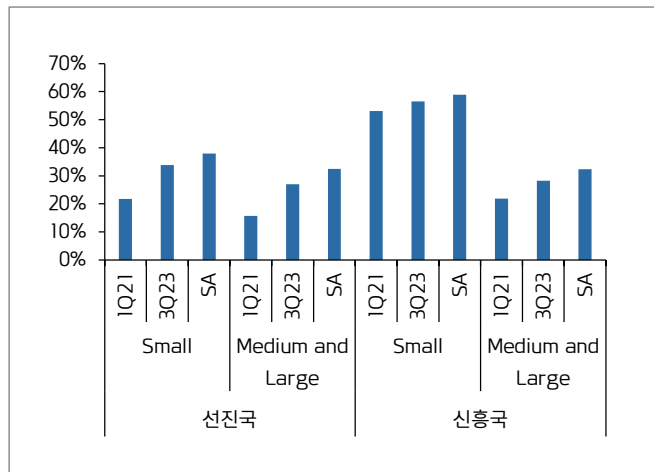
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 06.

## 기업들의 이자 부담은 계속해서 높아지고

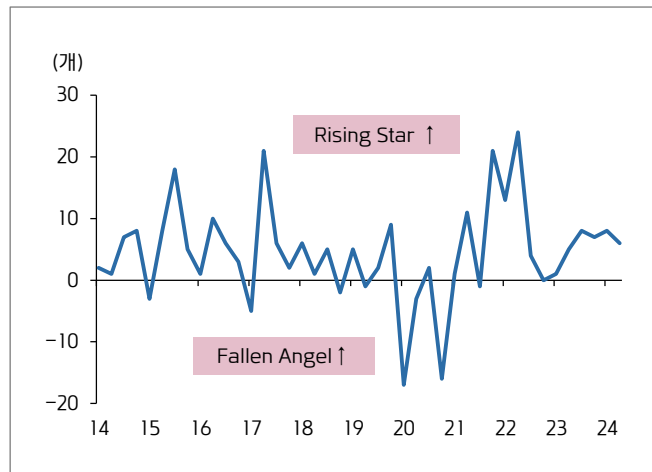
- ▶ 미국채 10년물 금리가 4% 선에서 등락을 이어가는 상황에서 기업들의 수요 회복은 제한적인 수준에서 그칠 것
- ▶ 2023년 10월에 이어 2024년 4월에도 IMF 금융안정 보고서를 통해 선진국과 신흥국 모두 기업 규모 관계 없이 이자 비용이 높아지고 있음을 지적함
  - 2023년 3분기 기준 선진국 소규모 기업의 현금 대비 이자 비율이 1배 미만인 기업 비중은 33%, 신흥국은 55%였으며, 최근 금리 수준을 감안하면 이는 각각 38%, 55%로 늘어났을 것으로 추정됨
  - 유로존, 일본, 미국의 경우 소규모 기업 중심으로 기업 파산이 증가하고 있으며, 회사채 시장 취약성은 점차 높아질 전망
  - 신용평가사 S&P의 평가 결과 Rising Star가 증가하던 추세도 꺾이고 있어 점차 취약성이 부각될 수 있다고 판단함

선진국 및 신흥국 현금 대비 이자비용 비율 1배 미만 비중



자료: IMF Global Financial Stability Report, 키움증권 리서치센터  
주) SA는 최근 금리를 감안할 때 추정한 레벨

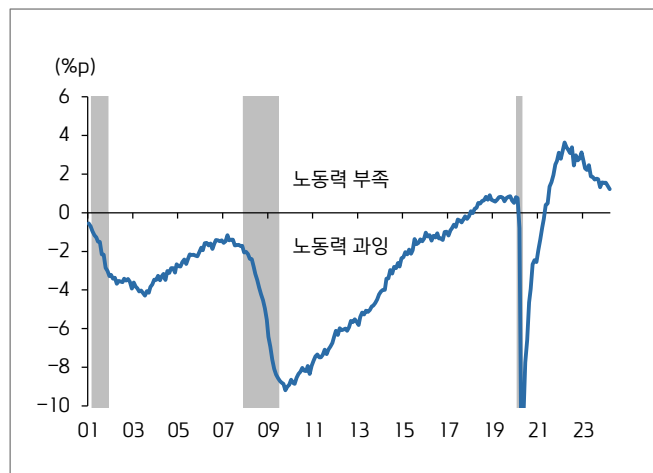
미국 S&amp;P 신용평가 Rising Star와 Fallen Angel 기업수 차이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

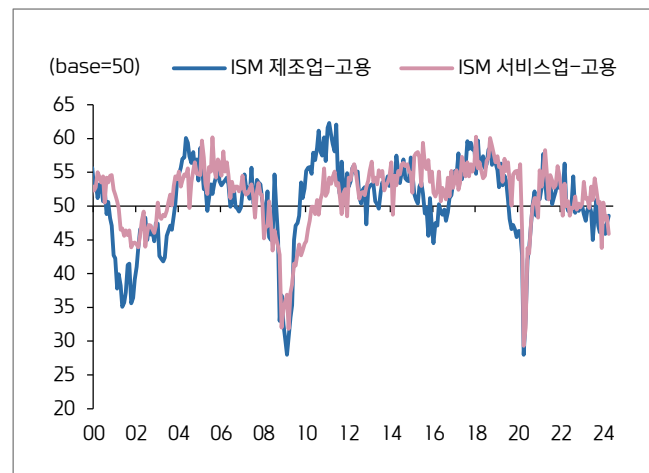
- ▶ 점차 고용시장 모멘텀이 약화되고 있어 이는 금리 인하의 명분이 될 것으로 예상함. 이민자 유입으로 인해 고용시장 내 공급이 확대되고 있는 점은 타이트한 고용시장을 완화시켜줄 요인이며, 임금 상승률 또한 점차 하락시킬 요인으로 판단함
- ▶ 더 나아가 미국 기업들의 고금리 부담 등에 따라 고용 계획을 점차 줄여나가고 있다는 점을 감안할 때, ISM 지수 내 고용시장 둔화가 점차 현실화되어 나타날 것으로 예상함. 이와 함께 나타날 물가 둔화 흐름을 3분기를 지나며 확인할 것으로 예상하며, 이는 금리 인하의 명분이 될 것으로 봄

미국 고용시장 갭



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터  
 주1) 고용 갭 = 노동공급과 노동수요 간의 차이 (노동수요=채용광고 건수+취업자, 노동공급 = 취업가능인구)  
 주2) 음영은 경기 침체기

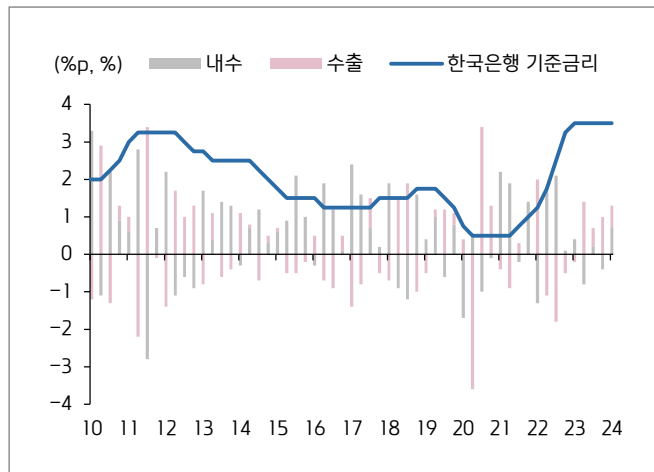
ISM 제조업 및 서비스업 내 고용지표



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

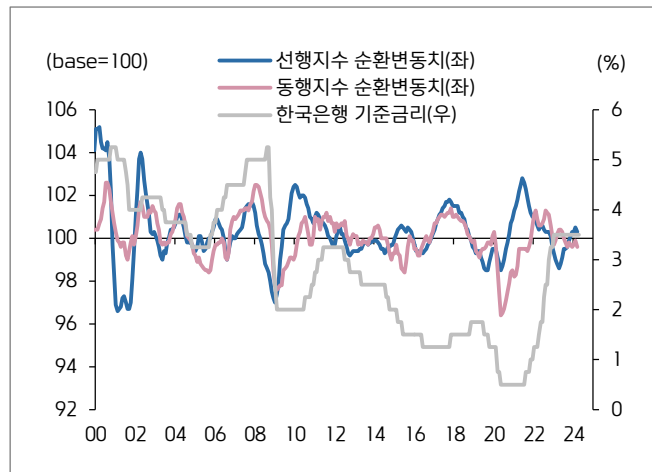
- ▶ 2024년 1분기 내수와 수출 부문의 경제 성장 기여도가 모두 확장세로 돌아서면서 2024년 성장률 상향 조정은 불가피한 상황임. 다만 선행지표와 동행지표 등의 둔화 흐름을 고려할 때 경기 개선세가 지속될 가능성은 낮게 평가함. 고금리로 인한 민간 부문의 부담이 여전히 나타나고 있음을 고려하면 한국은행 또한 경기 부양 목적의 조치가 필요한 상황이라고 판단함
- ▶ 특히 물가의 둔화 흐름이 이어지고 있으며, 내수 부문 부진에 따라 근원 물가 둔화가 가파르게 나타날 수 있음을 감안, 한국은행의 금리 인하 명분은 하반기 들어 더욱 강화될 것으로 예상함. 수출 증가세 또한 기저를 감안, 하반기 들어서는 개선세가 제한되면서 금리 인하 명분을 강화시킬 수 있는 요인임

한국 경제 성장 부문별 기여도 및 기준금리 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

한국 선행/동행지수 순환변동치와 기준금리 추이

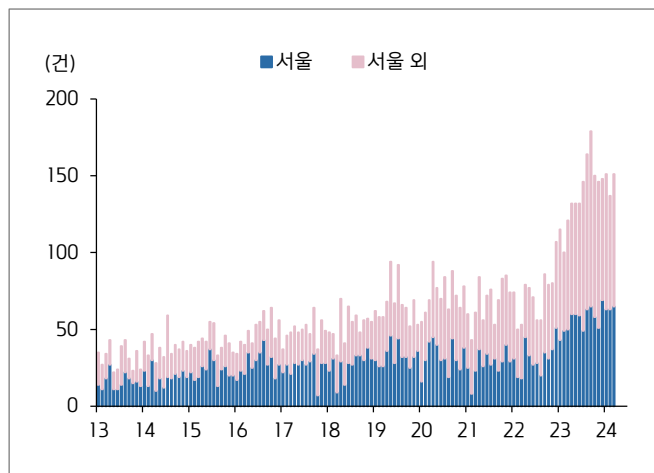


자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터



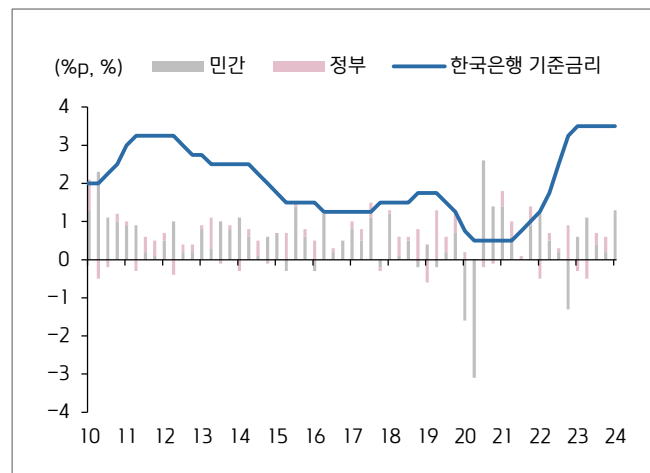
- ▶ 그 가운데 한국 법인들의 파산 신청건수는 2022년 말부터 증가하기 시작해 높은 수준 유지
  - 특히 2023년 하반기 들어서는 서울 외 지역에서의 파산 신청건수가 급등 중에 있어 지방 소재 기업들의 자금난이 심화되고 있음을 추정
- ▶ 높아진 금융 부담 속에 경제 성장을 이끌기 위해서는 정부 등 정책 지원이 필요하나, 높아진 국가 채무 부담으로 정부의 재정 긴축 기조가 확고한 상황임. 고금리로 인해 민간의 성장이 제약된 상황에서 2024년에도 정부의 성장 기여도가 마이너스를 유지한다면, 2024년 성장을 기대하기 어려움. 민간의 성장을 위한 금융비용 부담을 낮출 필요성이 높아지는 시점임

한국 파산 신청 기업수 추이



자료: 법원행정처, 키움증권 리서치센터

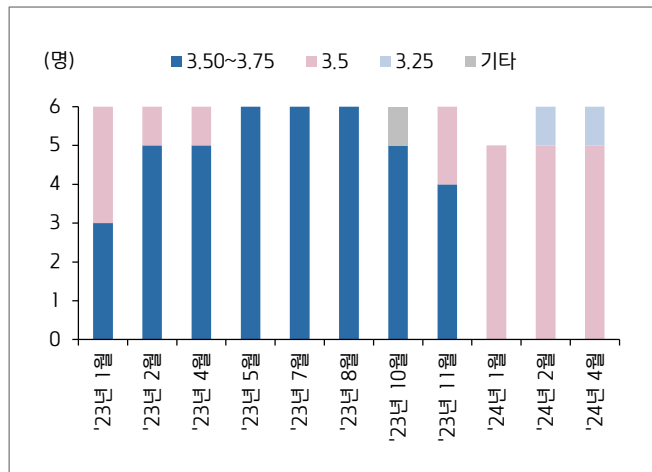
항목별 성장기여도와 한국은행 기준금리 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

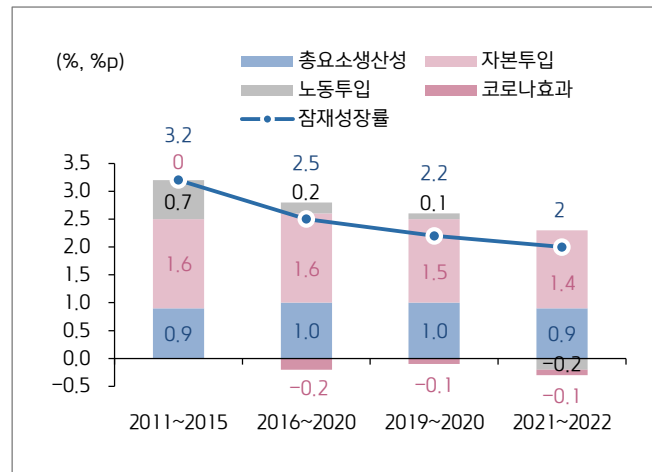
- ▶ 4월 금통위 당시 미 연준의 통화정책 불확실성이 불거졌으나, 여전히 1명의 위원은 3.25%까지 인하 가능성을 열어두자는 의견을 유지함. 이를 고려할 때, 물가 상승률이 한은 예상 수준으로 유지될 경우 금리 인하 가능성을 배제할 수 없다고 판단함
- ▶ 한편 하반기 중 한국은행은 잠재성장률을 재산정해 발표할 계획이라 밝힌 바 있음. 코로나 이후 잠재성장률이 2% 수준으로 떨어진 가운데, 추가 둔화 가능성이 있다는 점을 고려하면 하반기 들어 성장 동력 약화에 따른 금리 인하 필요성이 대두될 수 있다고 판단함
  - 명목 성장률이 잠재성장률을 상회하는 수준만큼 당장의 가파른 금리 인하 명분은 약해질 수 있지만, 재정 혹은 통화 측면에서의 부양책 필요성은 대두될 것으로 판단

한국은행 금통위원 포워드 가이드런스



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터.  
 주) 기타는 불확실성에 상하방 모두 열어둬야 한다는 입장

한국은행 추정 잠재성장률



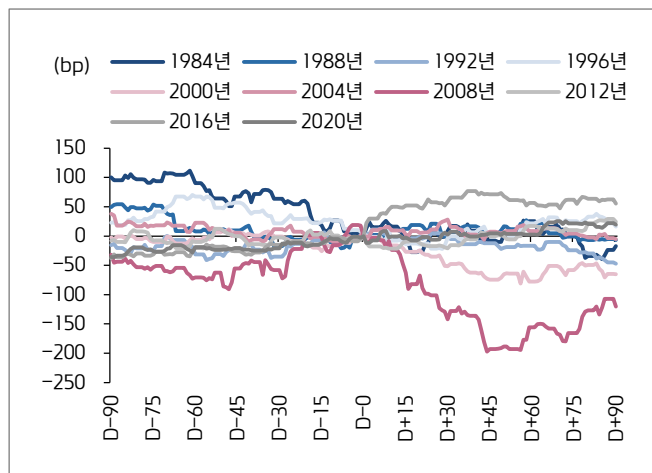
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

## 11.

## 미국 대선에의 채권시장 영향 점검: 과거 미 대선 전후 흐름 비교

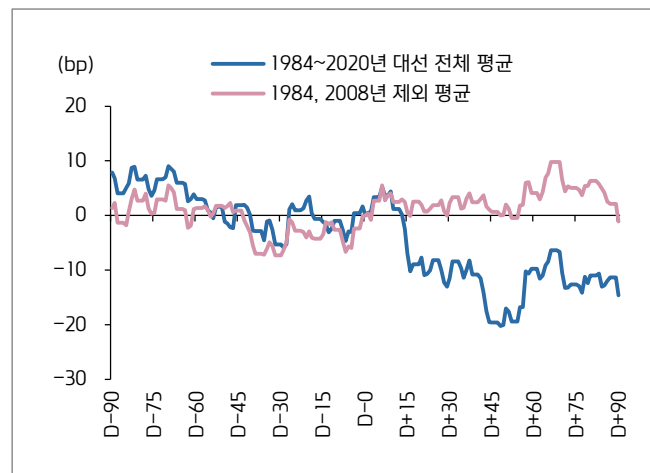
- ▶ 한편, 2024년 하반기 미 연준의 통화정책 경로만큼이나 미국 대선 영향 또한 중요한 변수일 것으로 판단함
  - 특히 트럼프 대통령 당선 이후 법인세 인하 등의 재정정책 기대로 기대인플레이가 반등하면서 금리 상승을 견인했던 경험을 감안할 때, 이번 대선에서도 비슷한 양상이 나타날 가능성 높아지고 있음
- ▶ 1984년 이후 대선 전후의 미국채 10년물 금리 변화의 평균으로 보면, 대선 이후로 하락세를 보인 것을 알 수 있지만 2008년 경기 침체 영향을 제외하면 오히려 상승 압력을 받은 것으로 나타나 이번 대선은 어떤 영향을 미칠지 과거 경험과 비교를 통해 점검해 봄
  - 전후 변화가 가장 컸던 1984년과 2008년을 제외한 평균 수준을 보면 대선 이전 소폭 하락세를 보이다 대선 이후로는 소폭의 상승 압력을 받았던 것을 알 수 있음
  - 2008년 금융위기를 포함한 평균 수치와는 다른 흐름으로, 오히려 상승 압력을 받았던 것이 일반적인만큼 올해 말 또한 대선 이후 상승 압력 가능성이 있는지를 확인해볼 필요

미 대선 전후 90일 미국채 10년물 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터  
주) 대선일 = 0

미 대선 전후 90일 미국채 10년물 금리 추이 평균



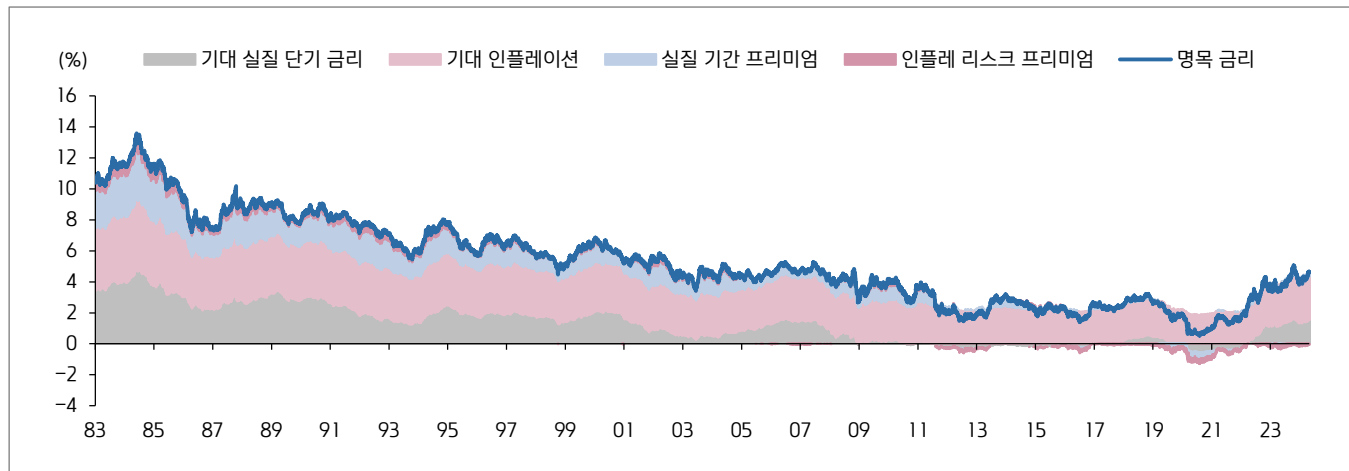
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터  
주) 대선일 = 0

## 12.

## 미국 대선에의 채권시장 영향 점검: DKW 모델 이용

- ▶ 미 대선 전후의 금리 변화의 주요 요인을 살펴보기 위해서 DKW 모델을 사용함. DKW 모델은 미국 연준이 2019년 5월 21일에 발표한 Tips for TIPS 보고서 내에서 활용한 금리 추정 모델로, 저자들의 이름 앞글자 (D'Amico, Kim, and Wei)를 따서 이름을 붙임
  - 금리를 구성하는 항목인 기대 인플레이션, 기대 단기 금리, 기간 프리미엄의 과거 변화를 살펴보면서 미 이벤트가 미국채 금리에 미친 영향을 살펴보려 함
  - 명목 금리 = 실질 금리 + 기대 인플레이션 + 인플레이션 리스크 프리미엄  
 실질 금리 = 기대 평균 단기금리 + 실질 기간 프리미엄

DKW 모델로 구성한 미국채 10년물 금리



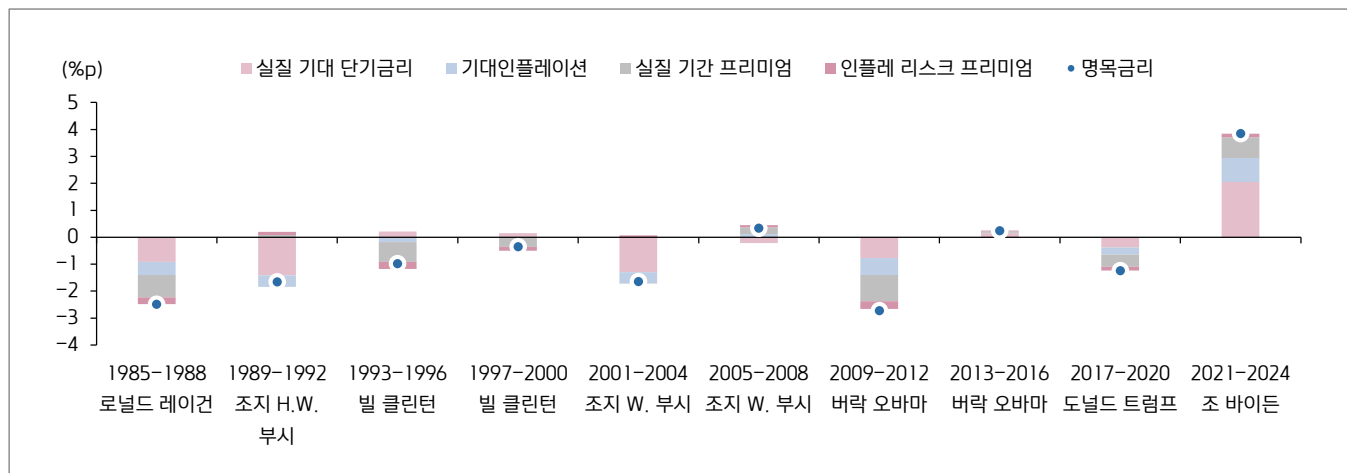
자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

## 13.

## 미국 대선에의 채권시장 영향 점검: 임기 기간별 금리 변화

- ▶ 각 정권 별로 금리의 변화를 살펴봄. 정권의 변화보다 경기 상황의 변화가 금리에 직접적인 영향을 미쳤을 것으로 판단되며, 민주당 혹은 공화당 집권 여부가 영향을 미쳤다고 보기는 어려움
  - 정치적 상황과 연관된 특징이 있다면, 정당과 상관없이 연임되었을 경우, 2기 정부에서는 상대적으로 금리 하락폭이 제한되거나 상승 압력을 받았음. 1기 정부에서 금리 인하 혹은 경기 부양책을 확대한 이후 2기 정부에서는 금리 인상 등의 경기 사이클을 겪은 것으로 판단됨
  - 조 바이든이 연임하게 될 경우 2기 정부에서는 1기 정부 기간 긴축된 정책을 일부 완화시킬 가능성을 가정해볼 수 있음. 과거에는 1기 정부 당시 완화 정책 시행 이후 2기 정부에서 긴축 정책을 펼쳤다면 바이든 정부에서는 반대로 나타날 것으로 기대

미국 각 정권 기간별 금리 변화

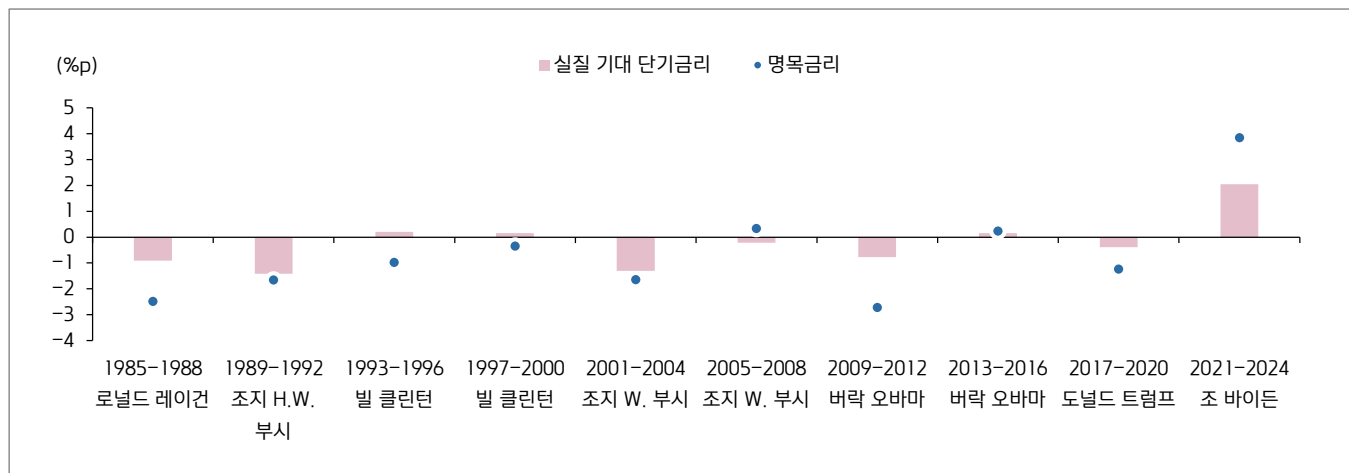


자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

주) 당선된 대선 직후부터 차기 대선까지의 금리 변화

- ▶ DKW 모델상 첫번째로는 단기금리를 살펴봄. 우선 정치적 상황과의 특징을 살펴보면, 일반적으로 민주당 집권기보다 공화당 집권 기간에서 단기금리가 하락한 것을 확인 가능. 로널드 레이건과 조지 H.W. 부시 집권 기간 대비 빌 클린턴 재임 기간에 단기금리는 상승 압력을 받았음. 또한 2008년 금융위기를 겪은 버락 오바마 재임 기간의 단기금리 하락폭과 조지 W. 부시 재임 기간 단기금리 하락폭을 비교하면 후자가 더 큰 것을 확인할 수 있음
- 이러한 과거 패턴만 본다면, 트럼프 당선시 단기금리 하락에 대한 기대가 바이든 정부보다 더 커질 수 있음

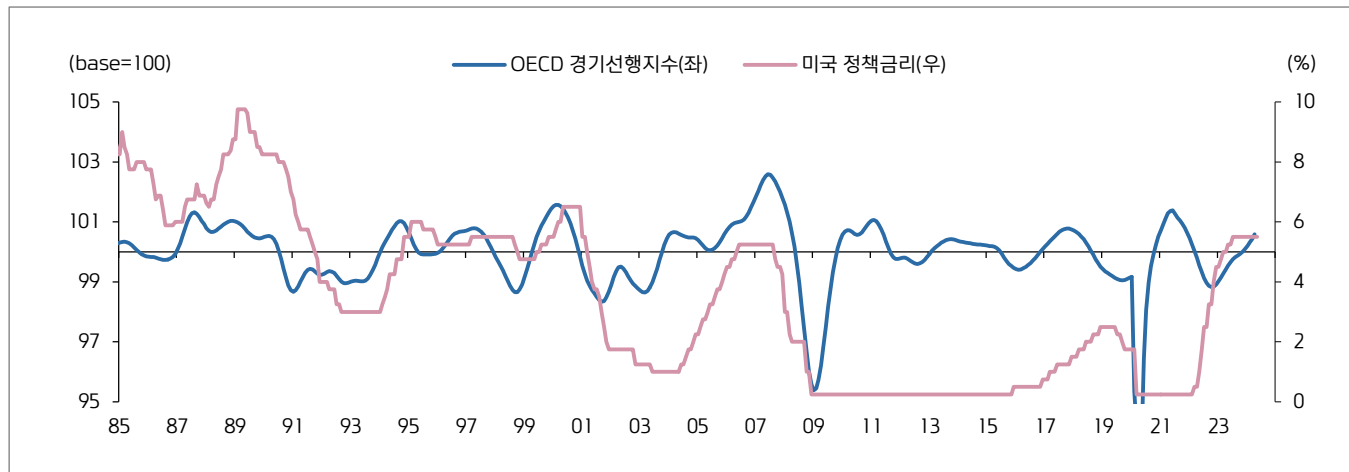
미국 각 정권 기간별 명목금리와 실질 기대 단기금리 변화



자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터  
 주) 당선된 대선 직후부터 차기 대선까지의 금리 변화

- ▶ 하반기 미 연준 금리 인하 시점을 둘러싸고 미 대선에 영향을 줄 수 있어 대선 시기와 근접해서 금리 인하를 단행하는 것이 어려울 것이라는 의견들이 있음
  - 1988년 11월 대선을 앞두고 8월까지 금리 인상을 단행하다 선거 이후 인상을 재개한 사례가 있고, 2016년 11월 대선 당시에도 이전까지 금리 동결기를 유지하다 대선 이후 12월에 금리 인상을 시작한 바 있음
- ▶ 다만 금리 인하기에서 대선을 전후로 한 정책 결정이 유보된 상황은 없었다는 점을 고려, 물가 혹은 경기 상황에 대처하기 위해 금리 인하를 단행해야 하는 경우에는 대선 등 정치 이벤트와는 독립적으로 시행될 수 있다고 판단함
  - 1984년, 2008년 대선 당시 경기 침체 대응을 위한 금리 인하 단행
  - 경기 침체라는 대응이 필요한 상황이라는 점에서 최근의 경기 확장기에서 금리 인하 필요성과 시점을 둘러싸고 논란이 될 수는 있으나, 필요시 대응할 수 있다는 측면에서 접근할 필요가 있음

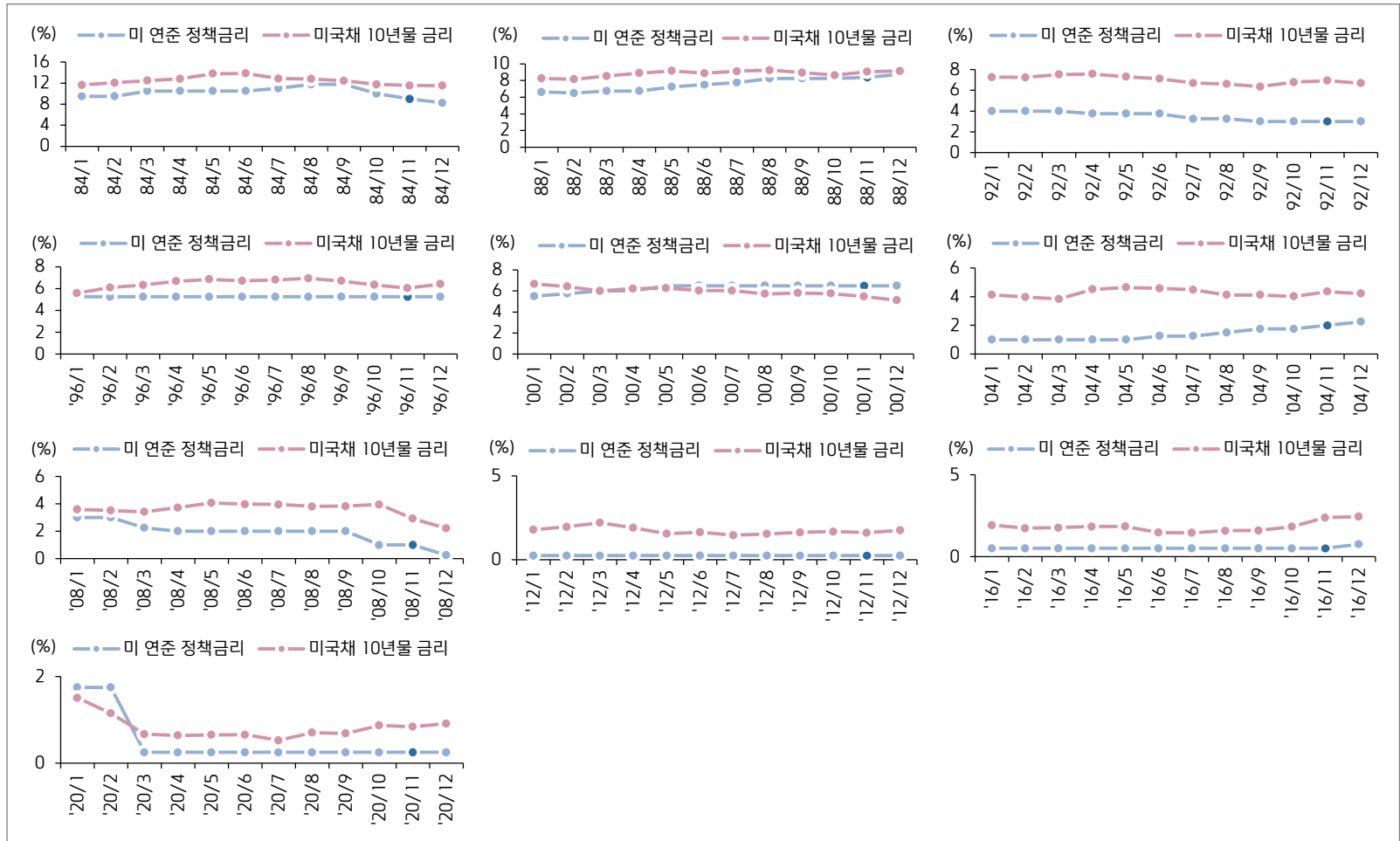
OECD 경기 선행지수와 미 연준 정책금리 추이



자료: 미 연준, OECD, 키움증권 리서치센터

## 16.

## (과거 대선 진행된 해의 정책금리와 시장금리 변화)

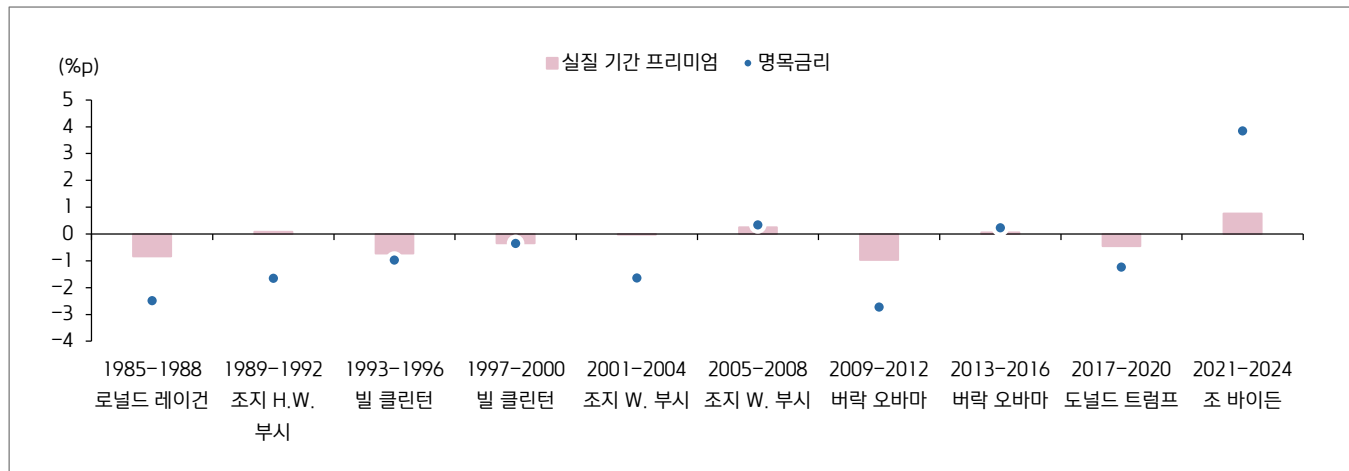


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



- ▶ 기간 프리미엄은 장기 시계열로 볼 때 하락압력을 받아 옴. 특히 2008년 금융위기 이후로 기간프리미엄은 마이너스로 전환되기도 하는 등 미 연준의 대규모 양적 완화로 기간 프리미엄은 금리에서 미치는 영향력이 미미해짐
- ▶ 금리에서 기간 프리미엄이 차지하는 비중은 작아졌지만 정권별로 금리 방향성에 있어서 기간 프리미엄의 설명력은 상대적으로 큰 편. 1989년과 2005년을 제외하면 기간 프리미엄의 방향성과 시장금리의 방향성이 거의 동일하기 때문. 특히 연임에 성공했을 경우 금리가 상승 압력을 받는 구간에서 기간 프리미엄이 동반 상승한 것을 알 수 있음. 통화 긴축 정책을 시행한 구간과 재정 긴축 후 소폭 확대되는 시기에서 나타난 특징임

미국 각 정권 기간별 명목금리와 실질 기간 프리미엄 변화



자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

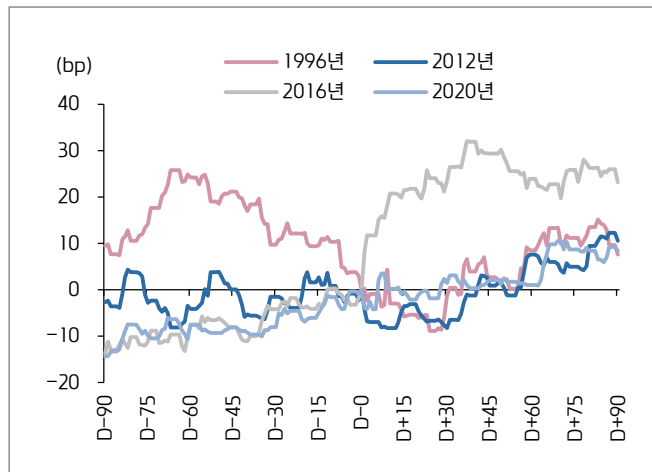
주) 당선된 대선일 직후부터 차기 대선까지의 금리 변화

## 18.

## DKW 모델 ②기간 프리미엄: 대선 직후부터 재정 기대 반영

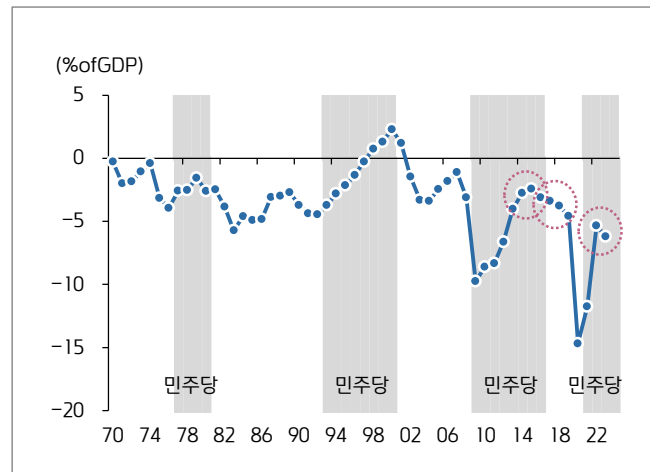
- ▶ 특히 재정정책 활용에 대한 기대는 미 대선 직후의 금리 방향에서도 확인이 가능함. 과거 미 대선 직후 기간 프리미엄이 상승했던 구간은 1996년, 2012년, 2016년, 2020년 대선이었으며, 1996년을 제외하면 당선 대통령 재임 기간 중 GDP 대비 재정수지 적자 비중은 높아졌다는 특징이 있음
- 2020년 코로나 발생 이전까지는 트럼프 재임기간 재정확대 정책에 따라 기간 프리미엄이 상승 압력을 받아온 바 있음
  - 이를 고려할 때 양당 모두 투자 확대 등을 위해 재정 확대 정책을 사용할 것이라는 점은 기간 프리미엄 상승 압력을 높일 요인

대선 전후 90일간 기간 프리미엄 변화



자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터  
주) 대선일=0

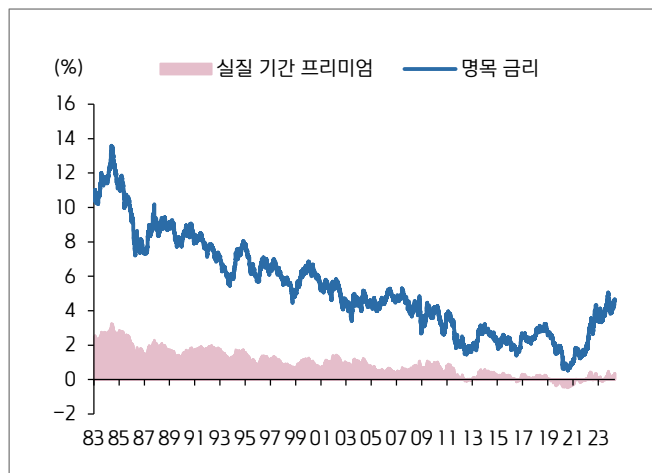
미국 GDP 대비 재정수지 비중 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

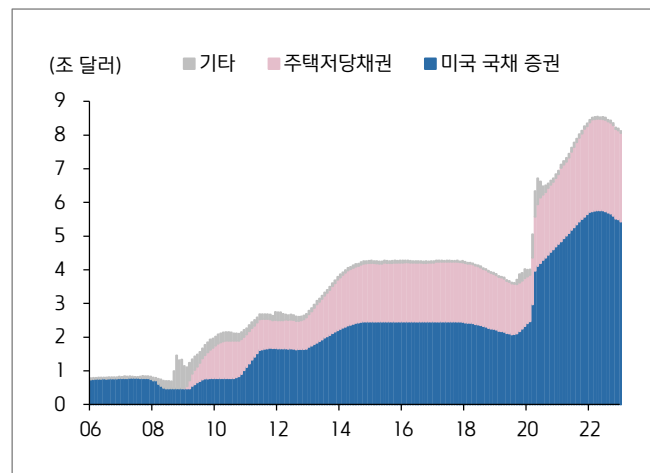
- ▶ 다만 변수는 미 연준의 QT임. 어느 후보가 당선되든 간에 미 연준의 완화정책 시기와 맞물려 QT 규모를 축소시키면서 기간 프리미엄 상승 압력은 높지 않을 것으로 예상함
  - 2022년 들어서부터 기간프리미엄이 플러스로 전환했으나, 유의미한 상승세라고 보기 어려움. 2017년 트럼프 재임기간 또한 마찬가지임. 미 연준의 채권시장 영향력으로 인해 기간 프리미엄이 계속해서 낮게 유지되고 있음. 2022년 이후 시행된 QT로 인해 일부 상승압력을 받았으나, 장기 시계열로 볼 때 큰 변화 없음. 오히려 아직까지 미 연준의 영향력이 크다는 점에서 QT 축소는 기간 프리미엄을 계속해서 낮게 유지시킬 요인임. 재정확대 정책에도 기간 프리미엄 상승으로 인한 금리 상승 압력은 제한적일 수 있음

미국채 10년물 기간 프리미엄 추이



자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

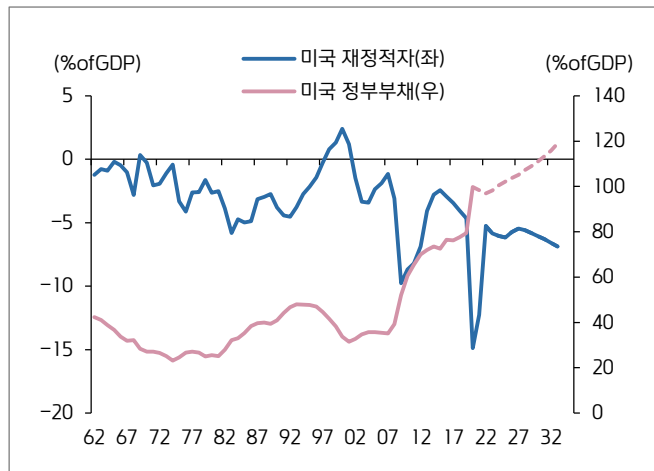
미 연준 자산 규모 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

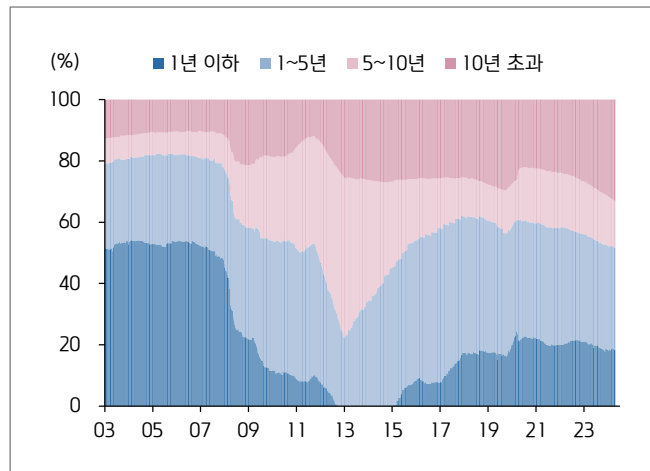
- ▶ 그 가운데 현재 바이든 정부는 계속해서 부채를 확대하면서 재정 적자 기초가 유지될 것으로 예상함.  
미 의회예산국(CBO)은 2024년에도 재정 확대 기초가 유지되면서 정부부채도 늘어날 것으로 전망함  
- CBO, GDP 대비 재정적자 규모 2023년 -5.8%, 2024년 -6.0% 전망.  
GDP 대비 정부부채(시중유통) 비중은 2023년 98.2%에서 100.4%로 확대될 것으로 전망
- ▶ 2분기에는 재정증권 순상환 예상되나, 3분기부터 재차 순발행될 경우 역RP 잔고는 재차 감소하는 등  
금융시장 불안을 줄 수 있는 요인이 수시로 제기될 것임. 이를 고려해 월러 이사는 역오퍼레이션트위스트  
(단기채 매입, 장기채 매도)를 통해 단기 국채 비중을 높일 필요가 있다고 주장한 것으로 판단함  
- 미 연준의 단기채 비중 확대는 금리 인하와 더불어 단기 금리 하락을 가져와 미국 재정 부담을 낮추고  
자금시장 변동성에 대한 컨트롤을 강화시킬 수 있는 역할을 할 것으로 판단함. 장기적인 흐름에서 QT 축소 논의를  
비롯해 연준 자산 구성 변화를 추구해야 하는만큼 일정부분 금리 인하 등을 통한 긴축 정도를 완화시킬 것으로 예상

미국 재정적자 추이와 예상(CBO)



자료: CBO, 키움증권 리서치센터

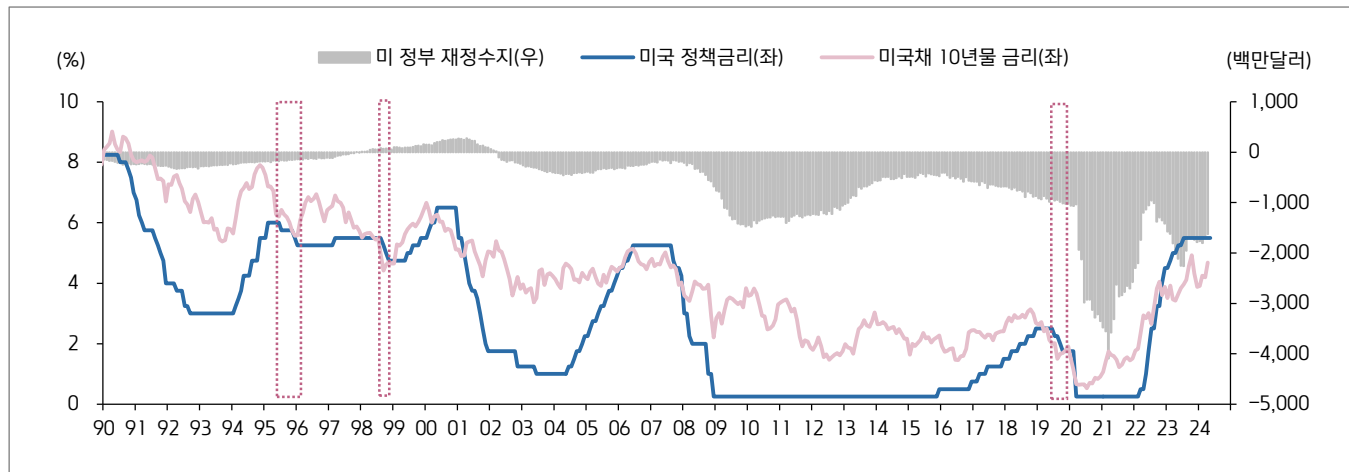
미 연준 장기채, 단기채 보유 비중 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 과거 보험성 인화 정책을 펼쳤던 시기는 2019년을 제외하면 재정수지 적자폭이 축소되거나, 흑자전환했던 시기였음. 그만큼 재정의 활용이 활발하지 않았던 시기였음. 향후 추가적으로 재정을 확장하기 위해서는 금리 인하로 이자 부담을 낮추는 한편, 연준의 역OT로 재정증권 부담을 낮출 필요가 있음
- ▶ 만약 앞서 논의했던 것과 같이 미 연준이 역오퍼레이션 트위스트를 통해 재무부가 발행하는 재정증권을 매입해 단기채 비중을 높이는 전략을 취한다면 재정 확장기 속에 기간 프리미엄이 상승할 가능성이 있음
- ▶ 다만, 역OT를 하기 전까지 QT 속도 축소와 QT 종료 등의 과정을 거쳐야하는만큼 기간 프리미엄 상승에 따른 시장금리 상승을 확인하기 까지는 시간이 소요될 것으로 예상함

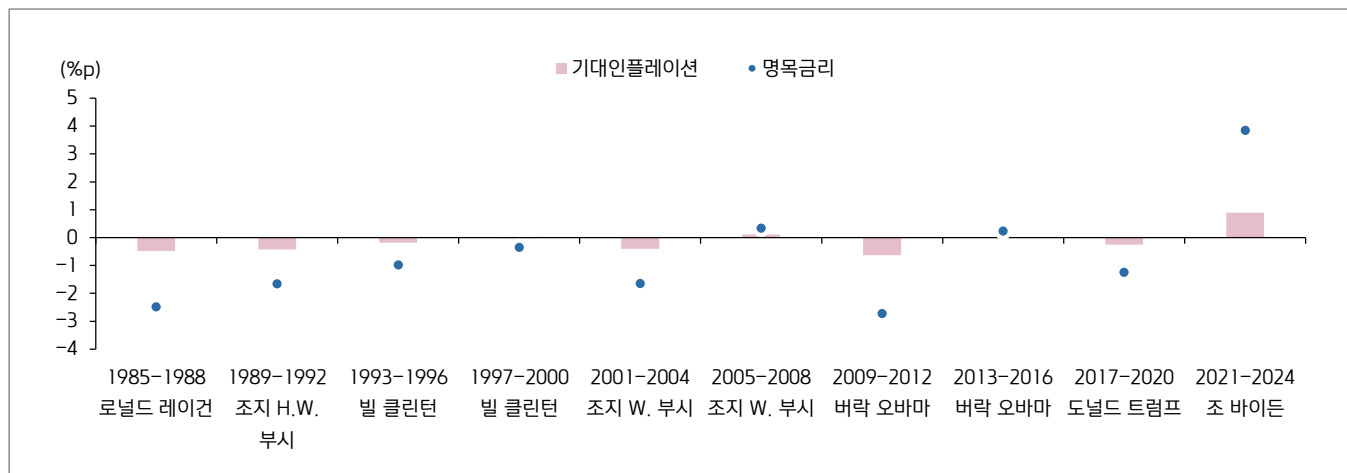
미 정부 재정수지와 정책금리, 10년물 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 각 정부별 금리 변화 추이에서 명목금리의 변화와 같은 방향성을 띄는 요인은 기대인플레이션 요인임. 단기 금리보다도 기대인플레이의 설명력이 더욱 강함
  - 2016년 경기 개선 기대 등에 기대 인플레이가 높아지면서 명목금리 상승을 이끌었고, 2021년 또한 기간프리미엄보다 기대인플레이, 단기금리 변화가 명목금리 상승을 이끌었음
  - 1993~2000년까지 빌 클린턴 재임 기간 명목금리는 하락 압력을 받았던 가운데, 당시 단기금리는 소폭 상승했다는 점에서도 전체 금리 방향성에 있어서는 단기금리와 기간 프리미엄보다 기대인플레이의 영향력이 가장 크다는 것을 확인할 수 있음

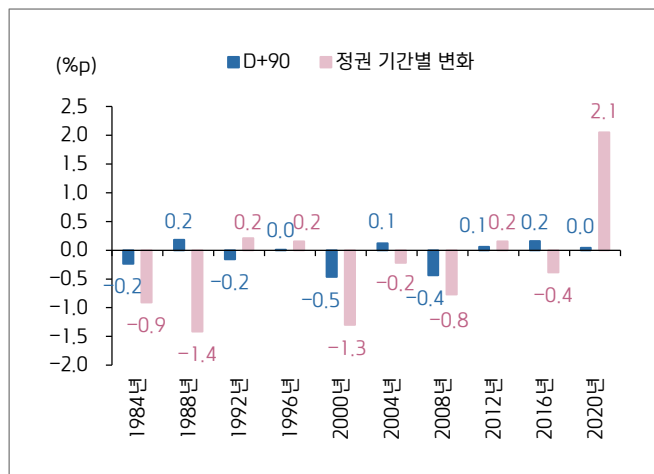
미국 각 정권 기간별 명목금리와 기대인플레이 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

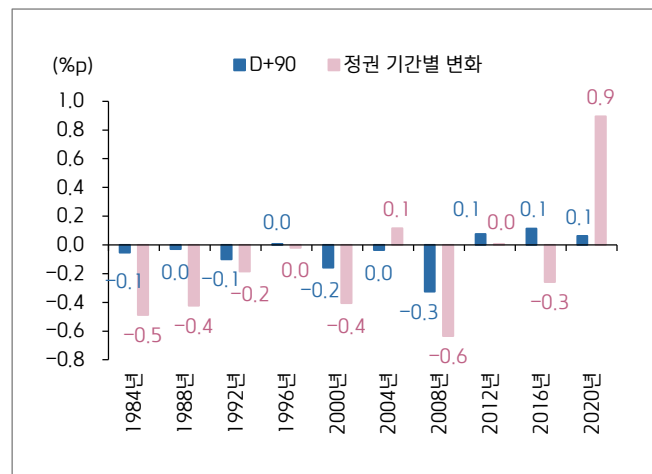
- ▶ 기대인플레 요인과 관련해서 대선 직후 단기 변화와 해당 정부 기간동안의 변화는 동행성이 강한 것으로 나타남
  - 대선 직후 90일 동안과 해당 정권 기간의 각 금리 요인별 변화를 살펴본 결과 대선 직후의 방향성과 해당 정부의 기간의 방향성이 동일한 경우는 기대인플레 요인에서 더 많았던 것으로 나타남
  - 트럼프 임기 당시에는 2020년 들어 코로나19 확산으로 임기 후반 들어 기대인플레가 크게 약화된 점을 감안할 필요
- ▶ 결국 정부의 정책을 통해 나타나는 기대 인플레의 방향성이 해당 정권의 금리 변화를 결정하는 주된 요인임을 알 수 있음

대선 직후 90일과 정권 기간 중 단기금리 변화



자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

대선 직후 90일과 정권 기간 중 기대인플레 변화



자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

- ▶ 바이든과 트럼프의 공약에서 살펴볼 수 있는 기대인플레이에 영향을 미칠 수 있는 요인으로는 환경 정책과 국내 경제정책이 있는 가운데, 정책 별로 영향이 혼재될 것으로 보임
  - 환경 정책의 경우 바이든 대통령은 기후 변화에 적극 대응하고자 탈탄소 및 그린 전환을 추구하는 기조임  
추가적인 비용 부담을 통해서라도 기후 변화에 적극 대응하고자 한다는 측면에서 비용 부담을 높이며 인플레이를 높일 수 있는 요인이라고 판단
  - 반대로 트럼프의 경우 기후변화에 대한 회의적인 입장을 지니고 있고 화석연료 산업 부흥을 추구한다는 점에서 화석 연료 비용 하락 등에 따라 기대인플레이가 낮춰질 수 있는 요인임
  - 한편, 바이든 대통령의 정부지출 확대 정책은 기대 인플레이를 높일 수 있는 요인이지만, 고소득층에 대한 세율 인상은 기대 인플레이를 낮출 수 있는 요인임. 트럼프의 경우 정부 지출을 감소하겠다고 주장하는 가운데, 감세 정책은 기대인플레이를 높일 수 있는 요인으로 영향이 혼재될 수 있음

#### 바이든 및 트럼프 주요 이슈 공약 및 입장 비교

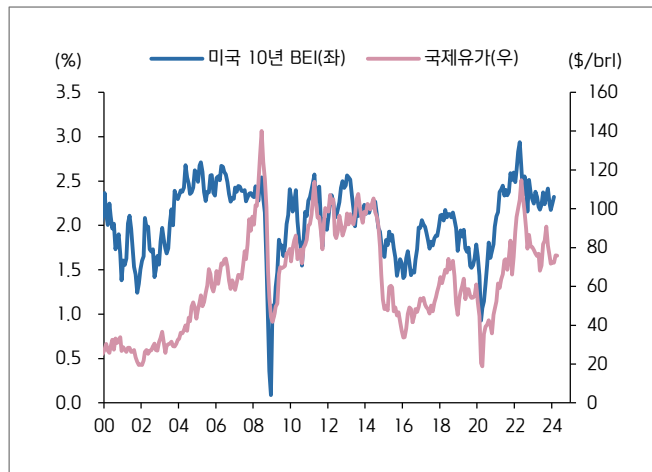
주요 이슈	바이든(민주)	트럼프(공화)
대중국 전략	디리스킹 / 대중현행 관세 유지 / 공급망 전환 • 안정화 우선 수출 통제 강화(첨단분야 한정, 동맹 동참)	전략적 디커플링 / 수출통제 범위 확대(금융투자, 지식재산, 인력 등)
공급망 정책 기조	온쇼어링 + 니어 • 프렌드쇼어링 / 신뢰 동맹 • 파트너 역할 증대	온쇼어링 위주 / 자국중심 공급망
통상 정책 기조	다자간(Multi-lateral) / 인도태평양	양자간(Bi-lateral) / 보호무역주의
환경 정책	탈탄소 • 그린전환 / 기후변화 적극 대응	화석연료 산업 부흥 / 기후변화 회의론
제조업 보조금	생산 CHIPS 보조금 확대 / IRA 생산 인센티브 유지	CHIPS 보조금 확대 / IRA 생산 인센티브 유지
	소비 IRA 전기차 보조금 유지	IRA 전기차 보조금 축소(폐지)
외교 • 안보	중국 및 러시아 견제	중국 견제 우선
국내 경제 정책	정부 지출 확대 / 고소득층, 기업 세율 인상	정부 지출 감소 / 전반적 감세, 규제 완화

자료: 산업연구원, 키움증권 리서치센터



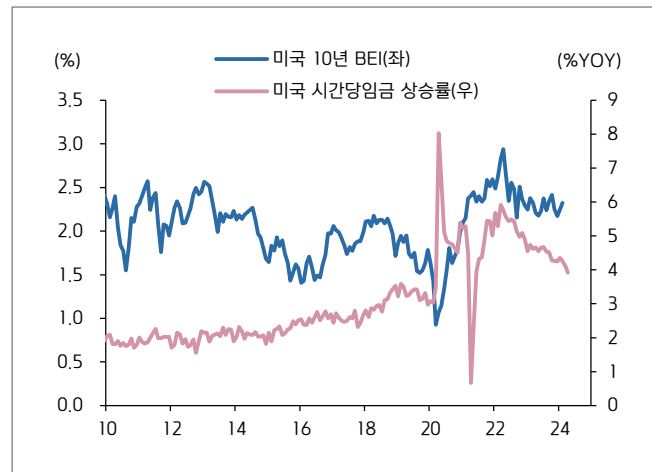
- ▶ 한편, 정부 정책 이외에 기대 인플레이에 영향을 미칠 수 있는 요인은 국제유가와 임금 상승률이 될 것으로 판단함
- ▶ 국제유가의 경우 지정학적 리스크 요인이 계속해서 부각이 되고 있어 가파른 수요 둔화가 없다면 70~90달러 수준의 고유가 레벨을 이어나갈 것으로 예상되는 상황임. 이를 고려하면 국제유가로 인해서는 기대인플레이는 상승 압력을 받을 가능성이 높아 보임
- ▶ 한편 타이트했던 고용시장이 점차 완화될 것으로 예상되면서 임금 상승률은 둔화될 것으로 예상됨. 미국 이민자 유입 또한 고용시장의 공급을 확대시키면서 임금을 낮출 것으로 기대함. 다만 트럼프 당선 시 불법이민자를 추방할 계획이라고 공약을 내세우고 있어 이에 따른 변화 또한 기대 인플레이와 시장 금리에 영향을 미칠 수 있는만큼 리스크 요인으로 고려할 필요

국제유가와 미국 BEI 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

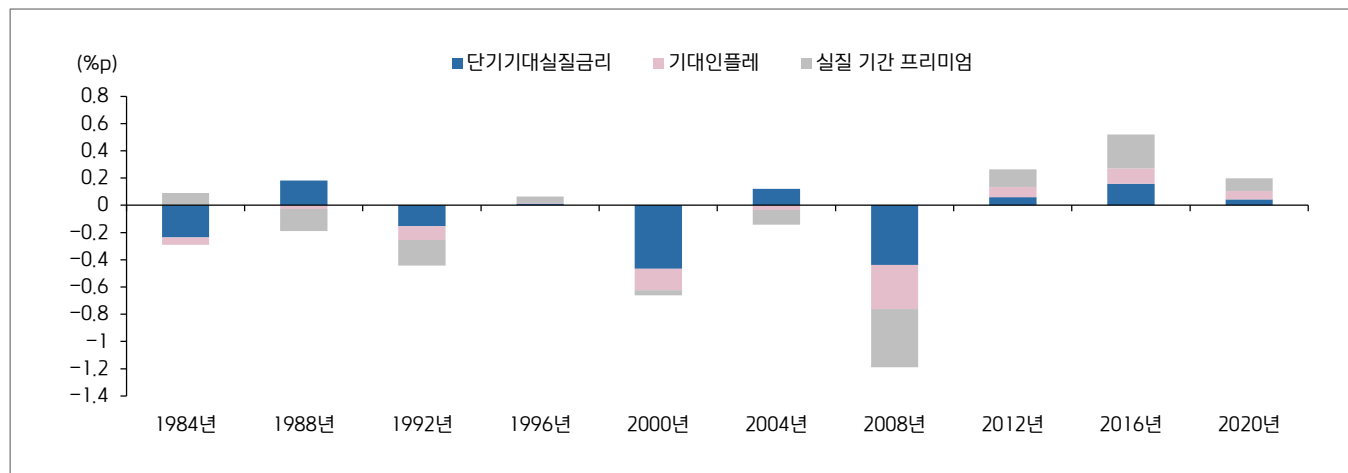
미국 임금 상승률과 미국 BEI 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 대선 직후 90일간의 금리 변화를 정권 별로 살펴보면, 2010년대 들어서는 대부분 금리 상승 압력을 받았음. 과거 장기간의 금리 하락기 속에는 단기금리 하락폭이 확대되면서 금리 하락을 이끌어왔으나, 2010년대 후반 이후부터는 재정 확대 정책 속에 경기 과열을 막기 위한 정책금리 인상의 조합이 금리 상승 요인으로 작용한 것으로 판단
  - 트럼프 당선 직후 2016년 12월 미 연준의 25bp 금리 인상 단행은 트럼프 정책 영향을 고려한 결정이었던 것으로 평가됨

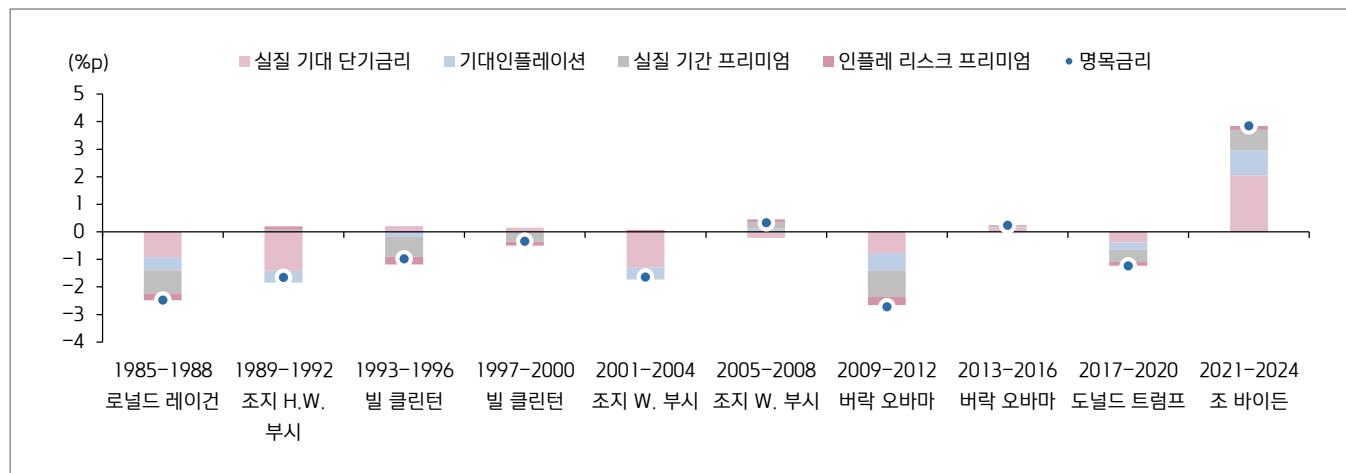
대선 직후 90일간 각 요인별 금리 변화



자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

- ▶ 정리해보면 DKW 모델 상에서 단기금리는 소폭의 금리 인하와 함께 하락할 것으로 예상되는 가운데, 기간 프리미엄 또한 연준의 QT 속도 조절 등으로 더 높아지기 보다는 낮은 수준이 이어질 것으로 예상. 결국 금리 방향성을 결정하는 요인은 기대 인플레이가 될 것으로 보임
  - 높아진 실질금리를 낮추는 수준으로 금리 인하를 단행하나, 보험성 금리 인하라는 점에서 올해 연말 대선 이후로 시장금리는 단기금리 변화보다 향후 기대 인플레이와 기간 프리미엄의 영향을 더 크게 받을 것으로 전망
- ▶ 재정 확대 정책을 수반하는 바이든 정부 재임은 금리 인하를 제약시키는 요인인 가운데, 트럼프 당선시 법인세 인하 등의 기대인플레를 자극시킬 수 있는 요인이 있어 이 또한 금리 인하를 제약시키는 요인으로 작용할 것. 연말 금리 인하 단행에도 장기 금리 하락은 제약될 것으로 전망

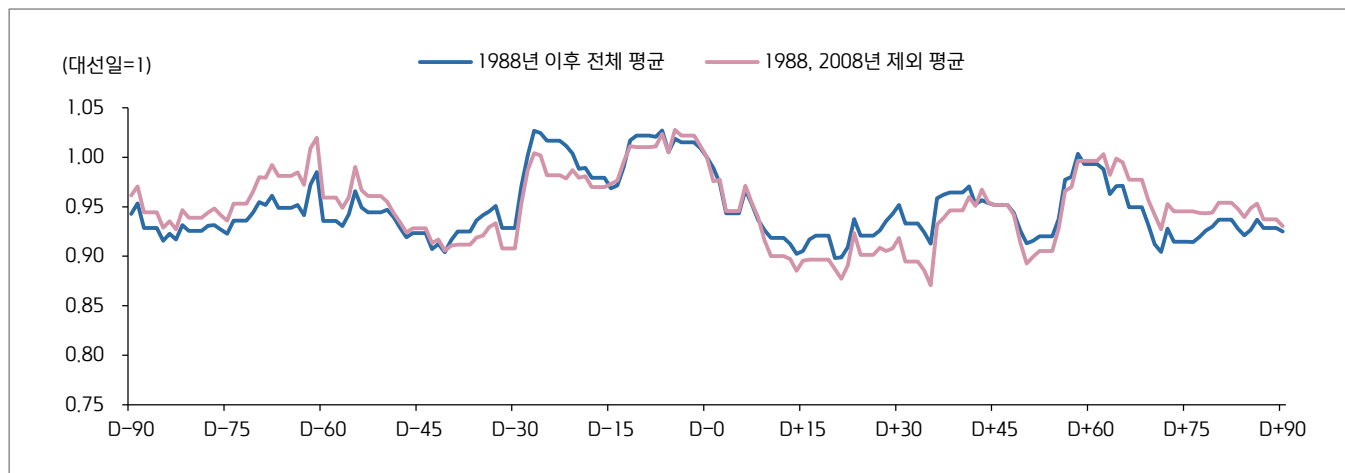
각 정권별 요인별 금리 변화



자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

- ▶ 미 대선을 전후로 한 시장 변동성 확대가 평균적으로 나타났음. 1988년 이후 대선을 전후로 한 90일 동안의 MOVE 지수의 변화를 평균으로 살펴본 결과 대선 전 30일 전부터 MOVE 지수가 상승하면서 변동성이 커졌으며, 대선 직후에는 변동성이 줄어드는 양상을 보였음
- ▶ 한편 실제 취임이 시작되는 대선 직후 60일 경부터 변동성이 재차 확대되며 대선 직전 수준으로 MOVE지수 변화가 나타났다는 점에서 대선을 전후로 한 채권시장 변동성에 유의할 필요가 있음

1988년 이후 대선 전후 90일 간 MOVE 지수 변화(대선일=1)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주) 1988년 이후 대선 전후 변동성이 가장 작았던 1988년과 변동성이 가장 컸던 2008년을 제외한 평균 수준을 비교함

## V. 원자재:

상방 리스크는 유효, 인플레이 우려는 제한

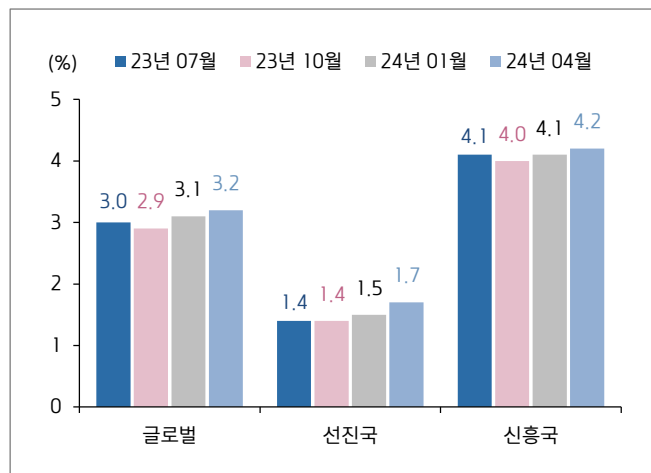


## 01.

## 원자재 시장, 완화된 수요 불안 속 공급 이슈에 민감

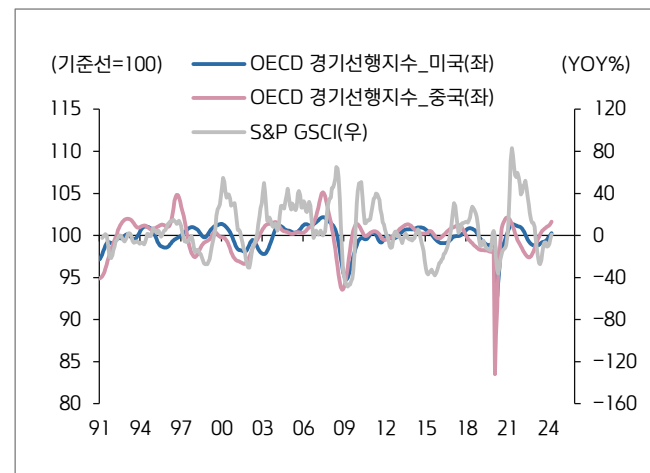
- ▶ 미 연준 등 주요국 중앙은행의 금리 인상이 마무리 단계에 들어서면서 글로벌 경기 침체 우려 약화
  - 미국 연준은 2023년 7월 이후 정책 금리를 동결, 정책금리 5.25%~5.5%로 금리 인상 사이클 종료
  - IMF는 디스인플레 지속 시 2023년에 비해 완화적인 금융 여건이 조성될 수 있을 것으로 전망하며 2024년 경제성장을 전망치를 상향
- ▶ IMF의 경제 전망 개선과 미 연준의 금리 인상 종료는 상품 수요에 대한 부정적인 전망 완화로 연결. 이에 상품 가격은 공급 이슈에 민감하게 반응
  - 미 연준의 가파른 금리 인상에 따른 채권금리 상승, 달러 강세 등 금융 시장 내 투자 심리 위축은 상품 가격 하락 요인으로 작용. 이에 미 연준의 금리 인하 기대 속 투자심리 개선, 이슈에 따라 상품에 대한 투기적 수요 유입

IMF 경제성장률 전망치 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국, 중국의 OECD 경기선행지수와 S&amp;P GSCI 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

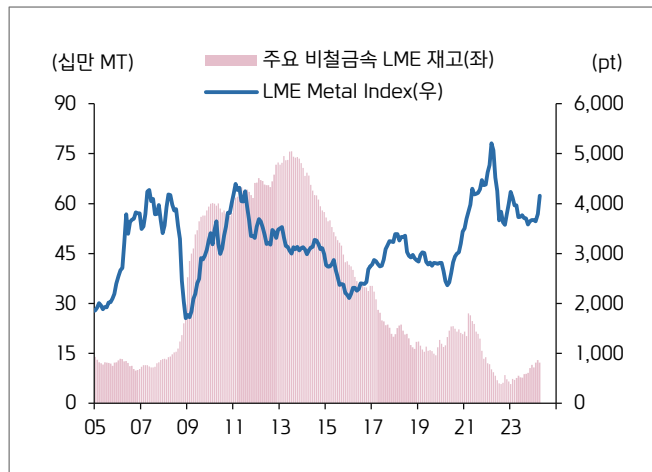
주: 회색 음영은 미 경기 침체기

## 02.

## 공급 불안과 전반적으로 낮은 원자재 재고 수준

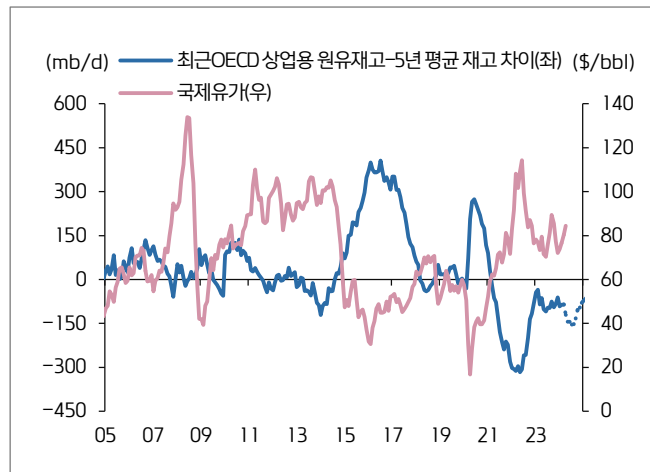
- ▶ 또한 장기적인 관점에서 주요국의 인프라투자, 에너지 전환 등으로 향후 상품 수요에 대한 기대 부각
- ▶ 이런 가운데 코로나19 이후 급격한 수요 증가로 주요 원자재 재고는 큰 폭의 감소세를 보였던 점도 공급 차질 이슈 발생 시 공급 부족 우려를 높이는 요인으로 보임
  - 일반적으로 상품 수요가 늘어나더라도 상품 공급 증가는 시차를 두고 발생하기 때문. 이에 향후 수요가 공급보다 빠르게 늘어날 것이라는 전망이 우세해질 경우 재고 감소와 공급 부족에 대한 경계감이 높아질 수 있음
  - 더욱이 대부분 원자재 생산은 어느 한 지역에 편중된 가운데 지정학적 리스크가 부각되는 시기라는 점도 공급 차질 우려를 높이는 요인으로 판단

LME 비철금속 창고 재고와 LME Metal Index



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터  
주: 주요 비철금속은 구리, 알루미늄, 니켈, 아연, 주석 납

최근 OECD 상업용 원유 재고와 국제유가



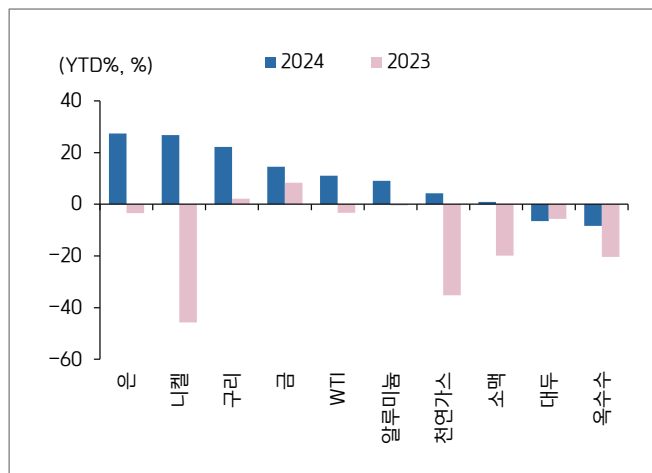
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터  
주: 2024년 4월 이후는 EIA 전망치

## 03.

## 상반기 가장 가파른 상승세를 보인 원자재는?

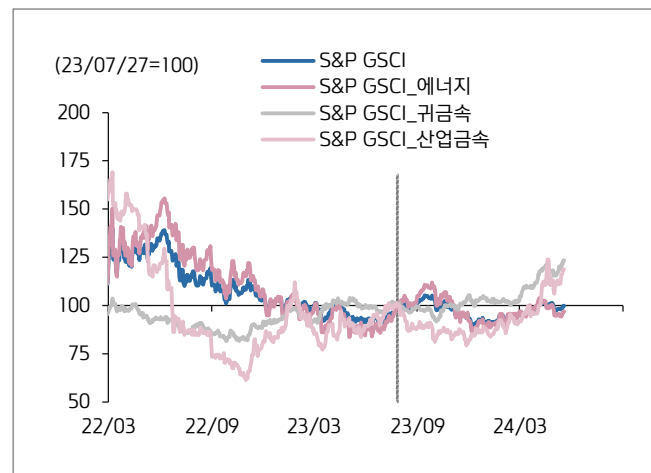
- ▶ 2022년부터 2024년 상반기까지의 원자재 가격의 흐름을 살펴보면, 미 연준의 통화정책 전망에 따라 등락을 보였음
- ▶ 미 연준의 금리 인상 종료와 금리 인하 기대가 높아지며 가격 반등으로 연결. 이때 가격 반등폭은 ①견조한 수요 기대를 기반으로 ②공급 우려가 동반되는지 여부에 따라 차별화
  - 구리의 경우 최근 중국 경제 지표 개선, 친환경 에너지 전환 등을 기반으로 수요 기대 높아진 가운데 광산의 노후화와 중국 구리 제련 업체들의 감산 등의 공급 이슈가 동반
  - 국제유가는 글로벌 원유 수요가 증가가 이어지는 가운데 OPEC+ 감산 연장, 중동 지역 정세 불안 등의 공급 불안 상존

주요 상품의 연초대비 변화율(5월 20일 기준)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

S&amp;P GSCI 지수 및 섹터별 지수 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



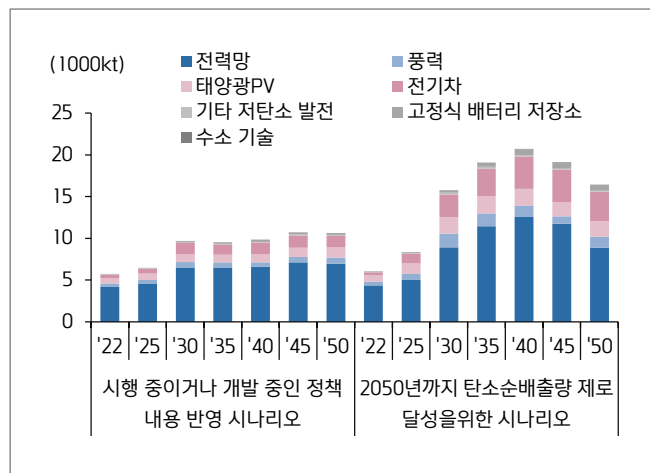
- ▶ 코로나19와 러시아-우크라이나 전쟁 등을 거치면서 탈세계화와 에너지 전환에 대한 관심 확대
  - 이는 코로나19 확산 당시 발생했던 공급차질, 러-우 전쟁으로 심화된 서방국가와 비서방국가 간의 대립 등에서 기인
  - 또한, 서방국가의 러시아 제재와 러시아의 에너지 수출 제한에 따른 에너지가격 급등세는 친환경 에너지 전환의 필요성으로 연결
- ▶ 바이든 행정부는 인플레이션 안정을 위해 IRA법안을 발표. 향후 장기적인 관점에서 미국 정부의 인프라 투자에 따른 상품 수요 기대도 높아진 상황
  - 다만, 관련 정책에 대해 물가상승 압력 완화를 목적으로 하기 보다는 보호무역주의 강화에 가깝다는 평가. 리쇼어링 등 미국 내 공급망 재편 시 인프라 투자 등을 기반으로 미국의 원자재 소비 늘어날 가능성

미국 IRA 법안 중 에너지안보 및 기후 변화 주요 지원 대상

구분	세부 내용
청정 전력	- 세액공제 연장·확대·개혁을 통한 탈탄소 청정 에너지 전환 촉진 (10년간 1,603억 달러)
청정 연료	- 기존 세액공제 연장 (10년간 56억 달러) - 기술 중립적인 생산 세액공제 도입 (10년간 29억 달러) - 청정수소 세액공제 (10년간 132억 달러)
청정 자동차	- 소비자 세액공제 (10년간 89억 달러) (대상) 전기자동차 최종 조립 규정, 북미산 배터리 부품 비용 요건, 핵심 광물 비용 요건 등을 충족한 전기자동차 및 연료 전지 자동차 - 상용차(전기자동차, 연료전지차) 세액공제 (10년간 36억 달러) - 미국 우정국 청정 자동차(탄소배출 zero 차량) 조달 (10년간 30억 달러)
탄소 다배출 산업	- 청정기술 제조시설 투자 세액공제(10년간 63억 달러) (대상) 재생에너지, CCUS, 송배전 기기, 전기자동차, 연료전지 자동차, 전해설비, 에너지 절약 설비 등 - 태양광 패널, 풍력 터빈, 축전지, 주요 광물 처리에 대한 생산 세액공제 (10년간 306억 달러), 자동차 공장 대출 및 보조금(10년간 29억 달러)

자료: KIAT, 키움증권 리서치센터

친환경 에너지 기술에 대한 구리 수요 전망



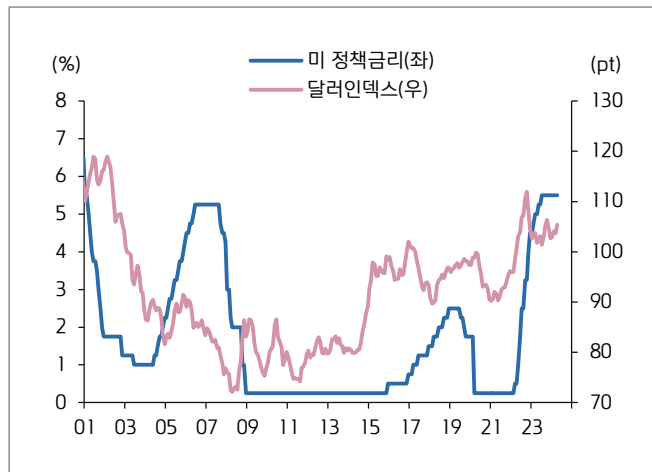
자료: IEA, 키움증권 리서치센터

## 05.

## 하반기 미 연준이 정책 금리를 인하한다면?

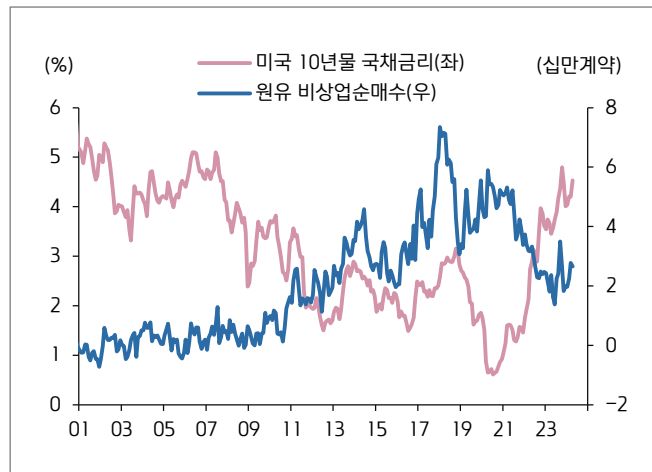
- ▶ 현재 시장에서는 하반기 미 연준이 정책 금리 인하에 나설 것으로 전망하고 있으며, 만약 시장 예상에 부합하는 경로로 미 연준의 통화정책이 진행되는 경우 달러 약세, 미국 채권금리 하락으로 연결될 수 있음.
- ▶ 이는 원자재 시장에 대해 우호적인 금융시장 여건이 형성될 수 있음을 시사하는 만큼 원자재 가격 전반적으로 하반기 중 연중 고점을 넘어설 가능성 열어둘 필요
  - 다만, 달러의 가파른 약세나 미국 채권 금리의 가파른 하락 가능성은 제한. 미 연준이 금리 인하를 시작하는 경우 금리 인하 횟수에 대한 불확실성으로 시장의 관심이 이동할 수 있고, 하반기 말 미국의 대선도 진행되기 때문.
  - 따라서 원자재 가격은 3분기까지 상승 압력 우세할 것으로 예상하나, 4분기 중에는 상승폭을 일부 되돌리는 흐름 보일 것으로 전망

미국 정책금리와 달러인덱스



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 10년물 채권금리와 원유 비상업 순매수



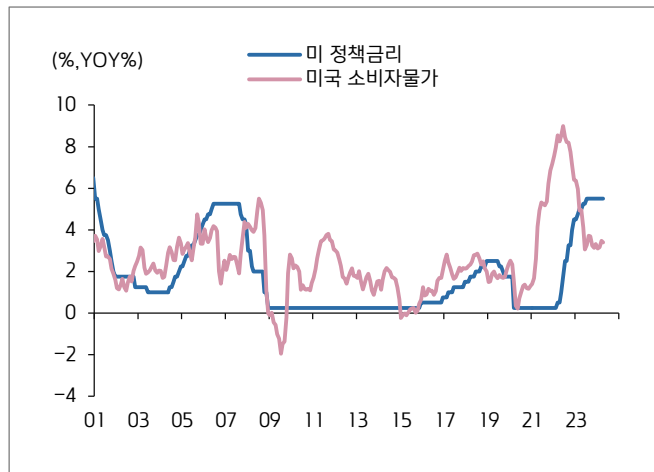
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 06.

## 미 연준 통화정책의 변수가 될 수 있는 국제유가

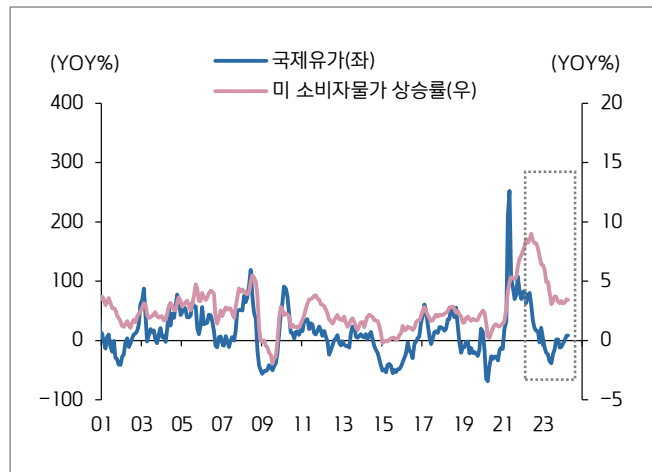
- ▶ 다만, 유가의 상방 리스크는 미국의 인플레이 경계감을 자극할 수 있음. 미국의 헤드라인 CPI에 영향을 줄 수 있기 때문. 유가의 가파른 상승은 미 연준의 금리 인하 시기와 미 경기전망에 대한 불확실성을 자극할 수 있음
  - 최근 국제유가 반등하고 미국 소비자물가 상승률 둔화세가 주춤하자 시장에서는 미 연준의 추가 금리 인상 우려 확대
- ▶ 현 미국 연준의 통화정책은 물가 안정을 목표로 하고 있기 때문. 이에 미 연준이 금리 인하를 단행하기 위한 조건 중 하나는 미국의 물가 상승률 둔화를 들 수 있음
  - 미 연준은 높은 물가 상승세의 장기화에 따라 물가 안정을 위해 통화 긴축 시작. 약 20개월 간 정책금리를 525bp 인상
  - 파월 미 연준의장은 4월 FOMC에서 추가 금리 인상 가능성은 일축했으나, 금리 인하를 위해서는 최근 인플레이션 지표를 더 지켜봐야 한다고 언급

미국 정책금리와 미국 소비자물가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

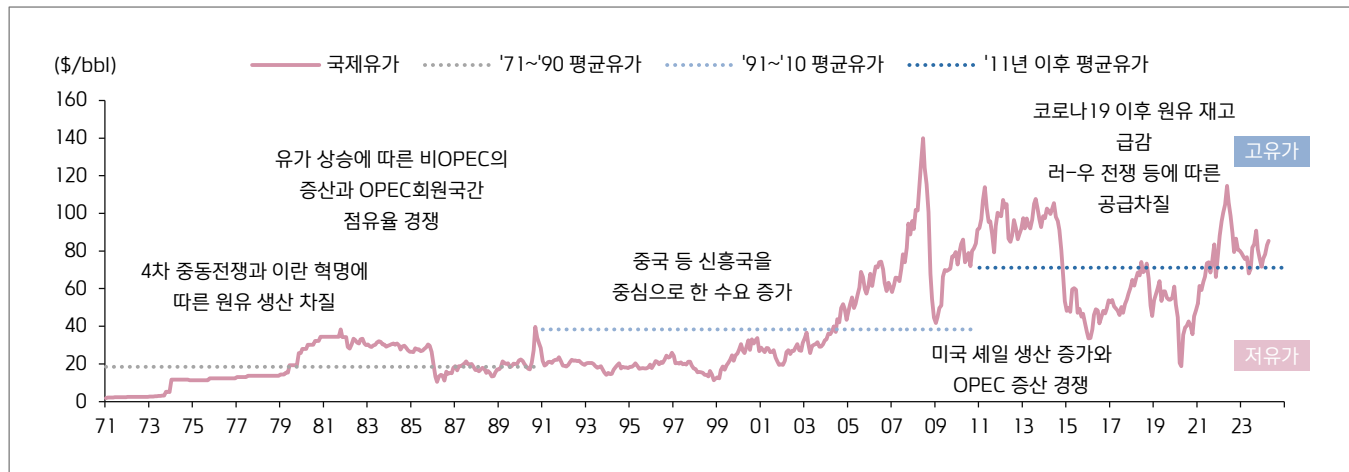
국제유가와 미국 소비자물가지표 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 지난해 국제유가는 WTI 기준 배럴당 \$65~\$95 사이에서 등락을 보였던 가운데, 올해 상반기 유가는 WTI 기준 배럴당 \$70~\$90사이에서 등락
- ▶ 하반기 중 국제유가가 2023년 유가 레인지를 벗어나기 위해서는 원유 재고의 급격한 변화가 동반되어야 할 것으로 전망
  - 과거 국제유가의 추이를 살펴보면, 국제유가가 저유가에서 고유가로 넘어가는 경우에는 원유재고가 급격하게 감소했고, 고유가에서 저유가로 전환되는 경우에는 원유 재고 급증을 동반했기 때문
- ▶ 현재 유가의 상방 리스크가 우세해 보이지만, 배럴당 \$95를 상회하는 유가 급등 가능성은 낮아 보임

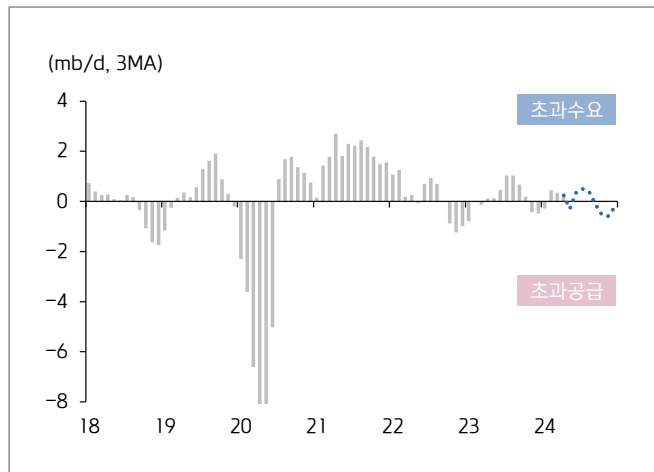
## 장기 국제유가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

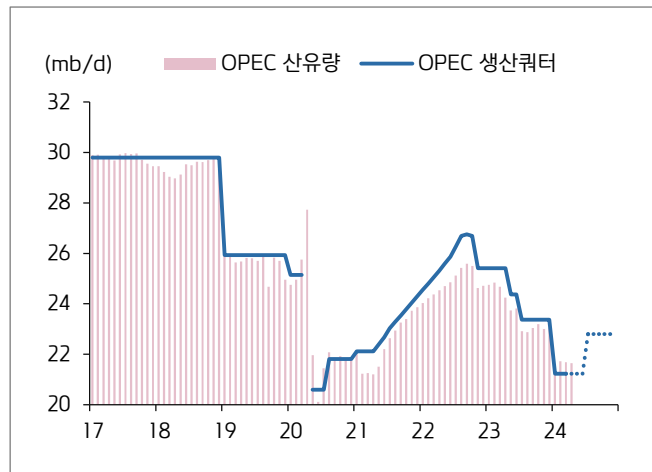
- ▶ 미국 에너지정보청(EIA)에 따르면 원유 시장은 3분기 까지 초과 수요 여건을 이어갈 것으로 보고 있으며 이를 고려하면 원유시장은 하반기 초까지는 상방 리스크가 우세할 것으로 보임
- ▶ 이러한 전망에 변화가 발생하기 위해서는 원유 수요나 공급 기조가 달라져야 할 것으로 판단하나, 최근 EIA 등 주요 에너지 기관의 글로벌 원유 수요 전망에 큰 변화가 부재하고 OPEC+의 감산 기조도 지속
  - EIA는 미국의 산유량이 하반기 중 제한적일 것으로 전망하고 있고, 원유 생산 관련 선행지표도 이를 뒷받침
  - 현재 OPEC+는 감산에 따라 생산 여력이 남아있으며, 이에 사우디 등 주요 OPEC+내 산유국은 현재 빠르게 증산 가능 이에 하반기 OPEC+ 산유국의 생산 경로가 중요할 것으로 예상

글로벌 원유 수요-공급 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

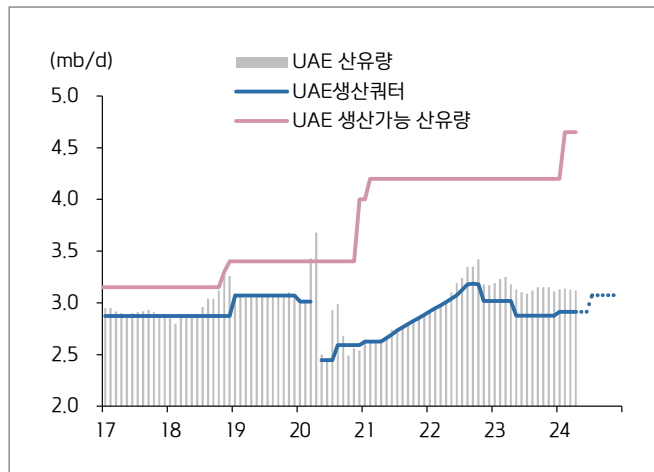
OPEC 감산대상국 산유량과 생산쿼터 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

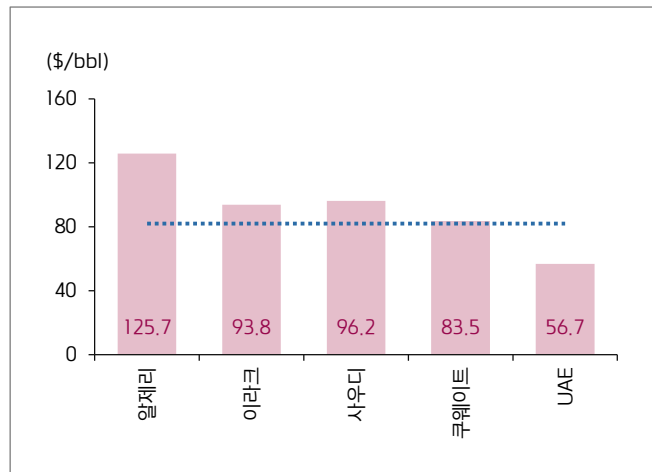
- ▶ 시장에서는 6월1일(현지시간)에 진행되는 OPEC+ 회의에서 현재 생산 규모가 유지되는지 여부에 주목
  - OPEC+ 내 일부 산유국은 2023년부터 자발적 감산안을 발표하며 전반적으로 이를 준수. 다만 OPEC+ 내 공식적인 추가 감산 발표는 2022년 이후 부재
  - 또한 지난 4월 OPEC+ JMMC 회의 이후 발표된 보도자료에서는 이라크 등이 생산 쿼터 초과 생산분에 대한 보상 감산 계획을 제출했다는 점을 언급했고, 지난해 말 앙골라는 추가 감산을 반대하며 OPEC+를 탈퇴
- ▶ 추가 감산 합의는 어려워 보이지만 2분기 생산 계획을 3분기에도 유지할 것으로 보는 시각이 우세
  - 그러나 아랍에미리트(UAE)의 높은 생산 여력, 유가가 조금 내려오더라도 재정 균형을 달성할 수 있다는 점은 현 감산안 연장에 대한 불확실성을 높이는 요인

아랍에미리트 산유량과 생산쿼터, 생산가능 산유량



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

OPEC 감산대상 산유국의 2024년 재정균형 유가 수준



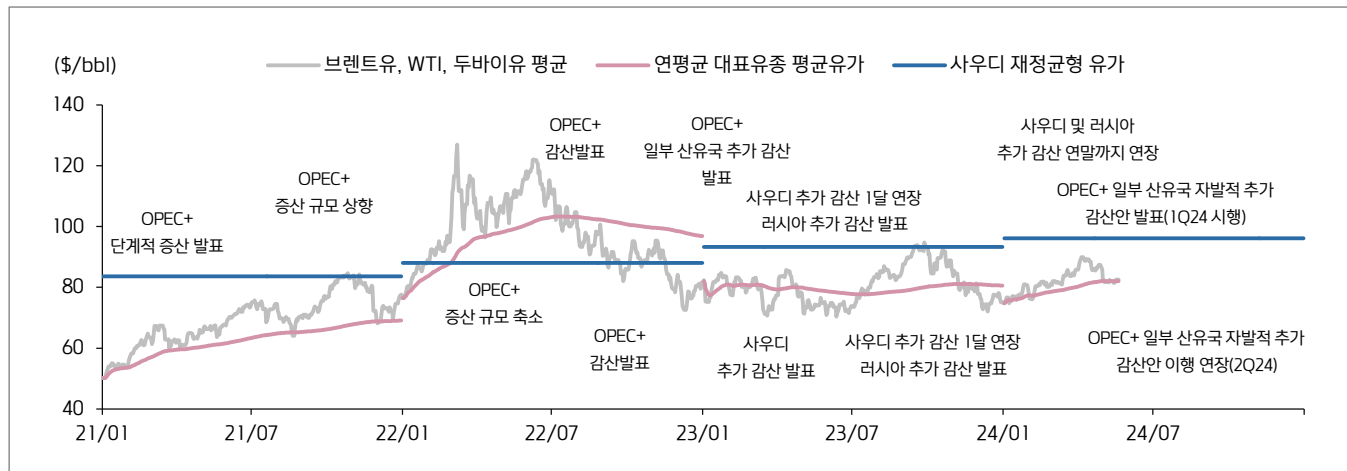
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터  
 주: 파란색 점선은 2024년 초부터 현재까지 대표 유종의 평균 가격

## 10.

## OPEC+의 감산을 주도하는 사우디

- ▶ OPEC+의 감산은 사실상 사우디의 감산으로 볼 수 있음. 사우디는 OPEC+내 감산 합의 도출이 어려워지자 자발적 감산을 단행. 추후 감산 종료에 대해서도 신중한 태도를 이어갈 가능성이 높음
- ▶ 이는 사우디의 현재 생산 전략이 유가 영향력 상승에 맞춰져 있음을 시사하며 이러한 기조에 변화가 발생하는지 여부에 따라 향후 OPEC+의 생산도 달라질 것으로 예상
  - IMF가 추정한 2024년, 2025년 사우디 재정균형 유가 수준은 각각 배럴당 약 96달러 선, 88달러 선으로 사우디가 재정 적자를 피하기 위해서는 유가가 현재수준보다 더 올라야 할 것으로 보임

코로나19 이후 브렌트유와 사우디 재정균형 유가 추이



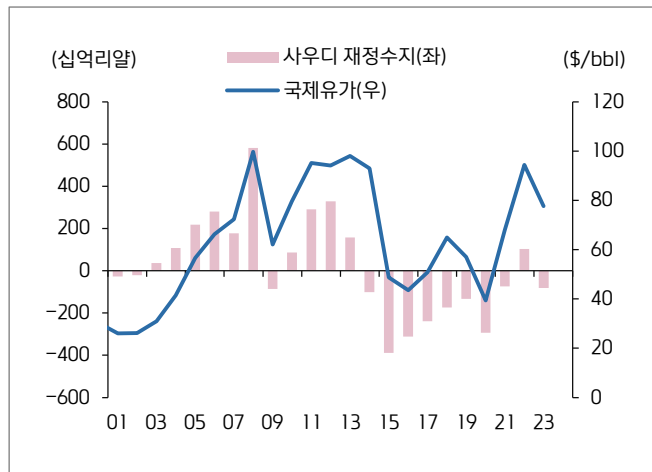
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 11.

## 사우디 석유 의존도 축소를 위해 자원 마련이 시급

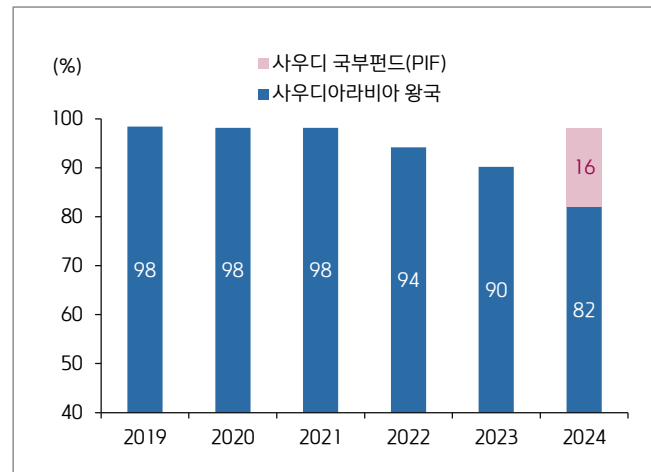
- ▶ 사우디가 유가 상승을 위해 감산에 나서는 배경을 살펴보면 원유 의존적인 경제구조 탈피를 위한 자원 마련이 필요하기 때문
- ▶ 더욱이 에너지 전환, 전기차 수요 등으로 석유 수요 정점 시기에 대한 이야기가 나오고 있어 사우디는 향후 석유 수요가 악화될 상황에 대비할 필요
  - 사우디 Vision2030은 2016년에 발표되었으나, 2014~2016년 유가 급락에 따른 재정 적자 확대 등으로 프로젝트 추진을 위한 자원 마련에 난항. 지난해 또한 2022년 대비 낮은 유가로 사우디 정부의 재정수지는 적자를 기록
  - 최근 사우디 왕국이 아람코 지분에서 차지하는 비중이 줄어든 만큼 지분 매각을 통한 유동성 확보에 나선 것으로 보임

사우디 재정수지와 국제유가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

사우디아라비아 왕국의 아람코 지분 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



## 12.

## 다만, 하반기 중 OPEC+의 감산 규모 축소 가능성은 열어둘 필요

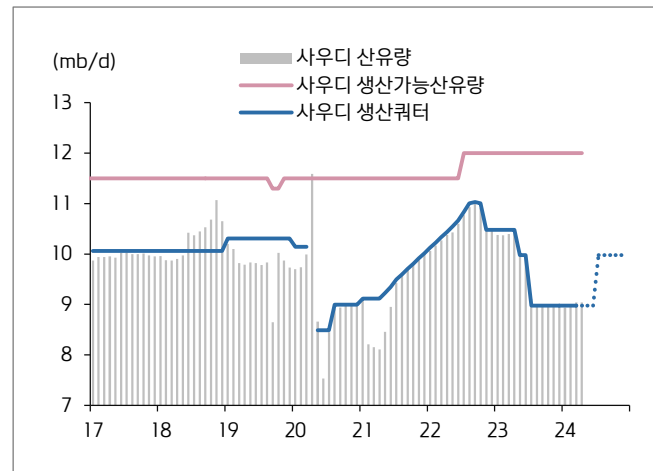
- ▶ 그러나 OPEC+가 감산 규모 축소를 위한 논의를 시작할 가능성도 존재. 감산이 유가 상승으로 연결되지 않는다면, 산유국의 감산 준수 의지 약화, OPEC+내 결속력 약화 우려로 과잉 공급 우려를 자극할 수 있음
  - IMF가 발표하는 주요 산유국의 재정균형 유가를 살펴보면 일부 산유국의 경우 지난해 발표된 수치보다 상향 조정
  - 계속해서 생산쿼터를 상회한 UAE의 재정균형 유가 수준은 하향 조정된 반면, 감산을 주도한 사우디의 경우 관련 수치가 상향 조정된 점을 감안하면, 감산 이슈가 이에 영향을 주었을 것으로 보임
- ▶ 특히, 감산 재개에도 2023년에 이어 2024년 사우디의 재정 적자가 이어진다면 사우디 또한 생산량 조절을 고민할 것으로 예상. 만약 미 연준의 금리 인하 등으로 수요 불안이 해소된다면 단계적 증산 논의 시작 예상
  - 최근 일부 외신을 통해 네옴시티 건설을 위한 자금 조달에 어려움을 겪고있어 사업 축소 가능성이 언급되기도 함

네옴시티 건설 계획

내용		
위치	사우디 북서부 홍해 인근	
면적	2만 6500km <sup>2</sup>	
구성	더 라인	길이 170km, 폭 200m, 높이 500m의 거울벽 안 도시 2024년까지 900만명 입주목표
	옥사곤	면적 48km 홍해 해안 인근 부유식 산업단지 첨단산업 공장, 스마트 물류시설 도입 구축 목표
	트로제나	인공호수, 스키리조트 등 산악지역 관광단지 조성 2029 동계 아시안게임 개최, 방문객 70만명 목표
투자액	5,000억 달러(약 60조원)	
특징	100% 친환경 에너지로 자급자족하는 미래도시	

자료: 언론사 재인용, 키움증권 리서치센터

사우디 산유량과 생산쿼터 및 생산가능 산유량

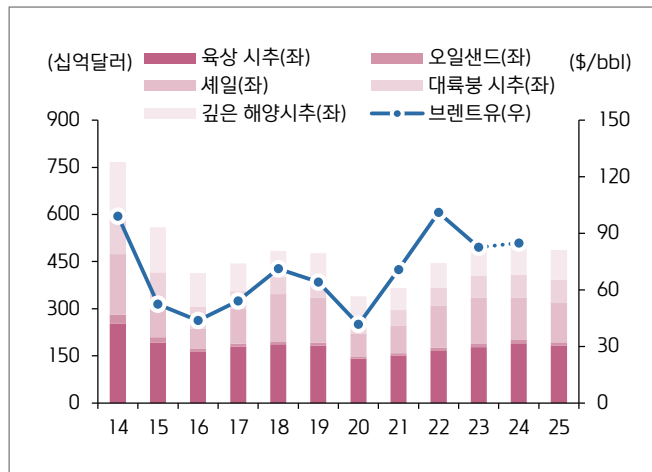


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### 13. 비OPEC+의 산유량 증가는 이어질까?

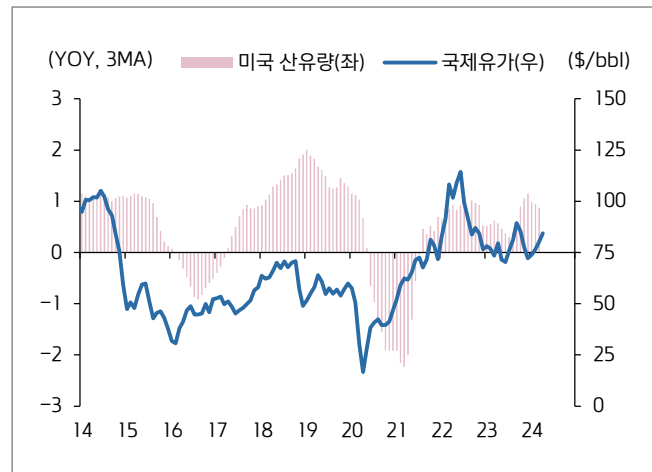
- ▶ 사우디의 입장에서는 유가가 아직 낮다고 볼 수 있겠으나 2014~2016년 대비 높은 유가 수준으로 비OPEC 원유 생산은 꾸준히 증가
  - 미국의 원유 생산량은 일평균 1,300만 배럴 선까지 올라서며 사상 최대치를 기록했으며, 일각에서는 OPEC+의 감산, 중동의 정세 불안 확대에 따른 생산차질이 발생하더라도 비OPEC+의 증산으로 영향력이 제한될 것으로 전망 중
- ▶ 그러나 최근 유가가 박스권에서 등락을 보이자 산유량 증가세가 완만해지고 있으며, 미국 원유 생산 관련 선행지표는 전반적으로 둔화
  - 베이커휴즈 시추공 수와 신규시추건수는 횡보하고 있고, 완결유정의 수는 소폭의 감소세를 보임. 또한 주요 유전의 신규유정 시추생산성도 늘어나던 지난해와 달리 횡보 중

비OPEC 국가의 원유 생산 투자



자료: OPEC, 키움증권 리서치센터

미국 산유량과 국제유가



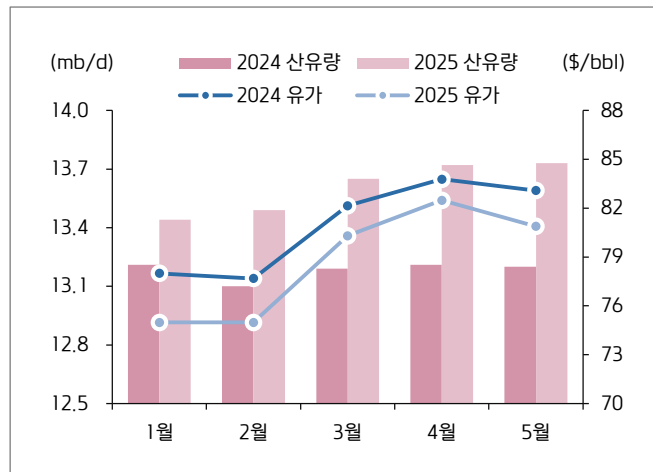
자료: Bloomberg, EIA, 키움증권 리서치센터

## 14.

## 유가 흐름에 민감한 미국 산유량

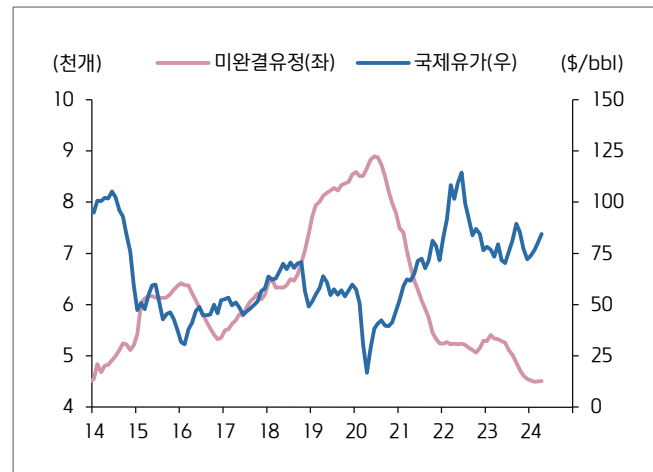
- ▶ EIA의 단기에너지시장 보고서를 살펴보면 미국의 산유량 전망치에 큰 변화는 부재하나 소폭의 조정은 진행
- ▶ 3월부터 유가의 상방 리스크가 다소 강화되면서 유가 전망치가 상향 조정되자 이와 함께 산유량 전망치도 상향
- ▶ 특히 코로나19 이후 미국의 산유량 회복은 미완결유정의 완결을 통해서 진행되었던 가운데 지난해 말부터 시작된 유가 하락으로 미완결유정의 감소세도 다시 주춤해지는 모습

EIA의 미 산유량 및 유가 전망치 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

WTI와 미국의 미완결유정



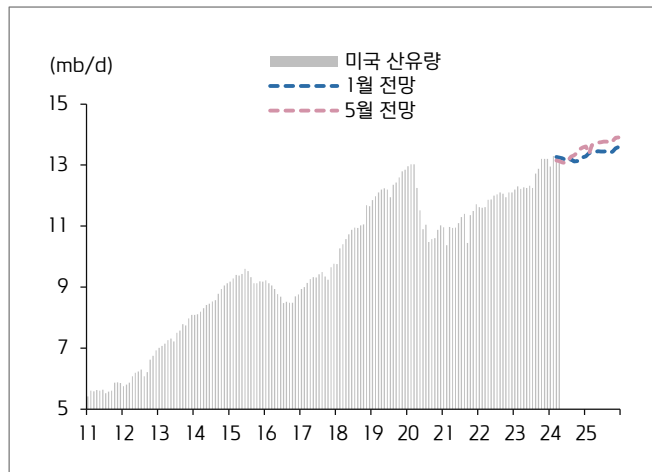
자료: Bloomberg, EIA, 키움증권 리서치센터

## 15.

## 미국, 전략비축유 매입의 필요성이 유가에 미치는 영향

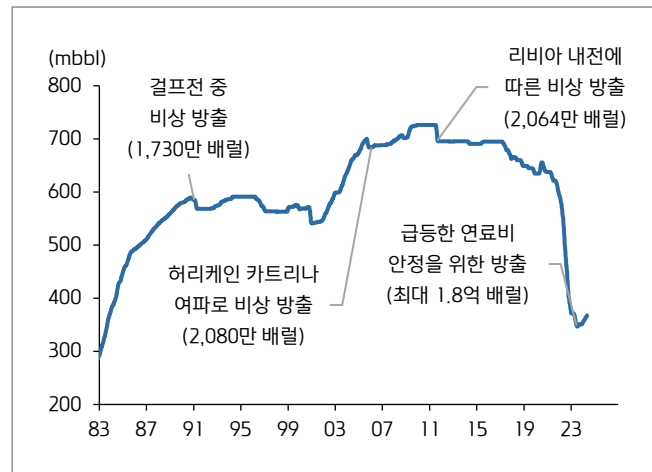
- ▶ EIA는 2024년 미국의 원유 생산이 일평균 1,320만 배럴을 기록할 것으로 전망하고 있으며, 하반기 완만한 생산 증가가 이어질 것으로 예상
- ▶ 원유 생산 관련 선행지표 둔화를 고려하면 하반기 중 급격한 미 증산은 부재할 것으로 전망
  - 이러한 흐름 속 미국 원유 생산 증가 속도는 과거보다 완만한 흐름을 이어갈 가능성이 높아 보임. 이런 가운데 미국은 전략 비축유 매입도 필요한 만큼 적어도 현재 산유량은 유지해야 할 필요가 있어 보임

EIA의 미국 산유량 전망치



자료: EIA, 키움증권 리서치센터

미국 전략비축유(SPR) 추이



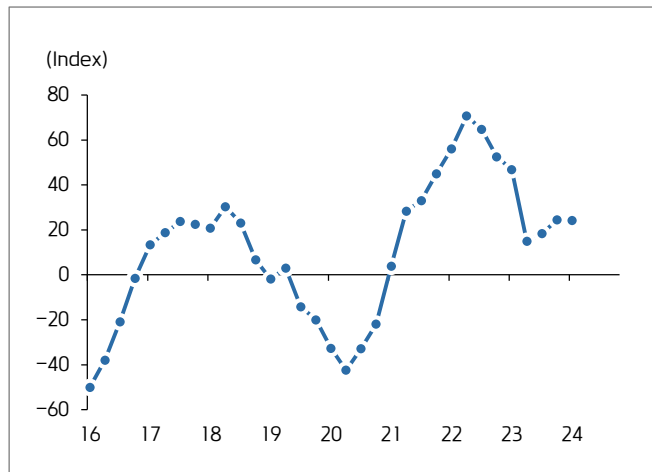
자료: EIA, OPEC, 키움증권 리서치센터

## 16.

## 하반기 미국 대선, 유가 레인지 변화의 주요 요인이 될 수 있나?

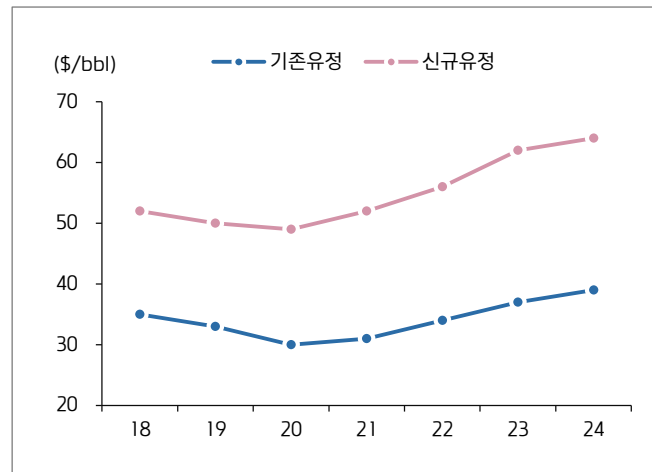
- ▶ 최근의 유가 상승으로 대선의 주요 화두 중 하나로 인플레이 안정이 언급되고 있어, 물가 흐름이 대선 결과에 영향을 줄 수 있을 것으로 예상
  - 바이든 대통령은 에너지 전환을 통한 화석연료 수요 둔화를 추구하는 것으로 보이고 트럼프 후보자는 공급 확대를 통한 에너지 가격 및 물가 안정을 이끌어 내고자 하는 것으로 보임
- ▶ 일각에서는 트럼프 후보자의 화석연료 친화적인 정책이 하반기 유가의 하방 압력을 자극할 수 있을 것으로 보고 있으나, 과거보다 높아진 원유 생산 비용을 고려했을 때 저유가 회귀는 어려울 것으로 전망
  - 유가가 낮아질 경우 미국 내 에너지 기업의 증산 유인이 약화될 수 있기 때문

미 원유 E&amp;P 기업의 유정 시추 및 완료 비용 전망



자료: Federal Reserve Bank of Dallas, 키움증권 리서치센터

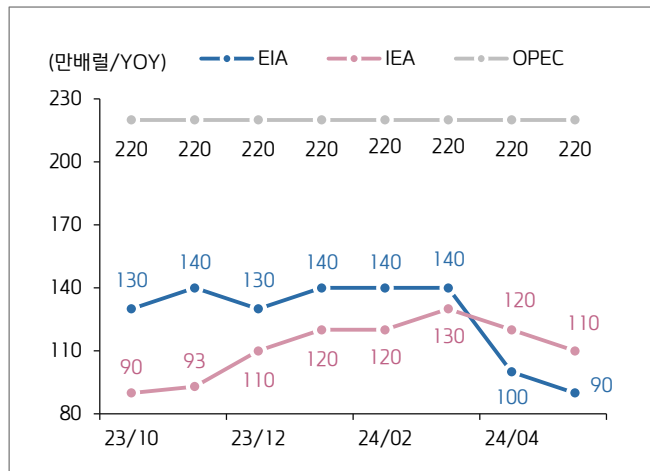
미 기존유정 및 신규유정 운영을 위한 유가 수준



자료: Federal Reserve Bank of Dallas, 키움증권 리서치센터

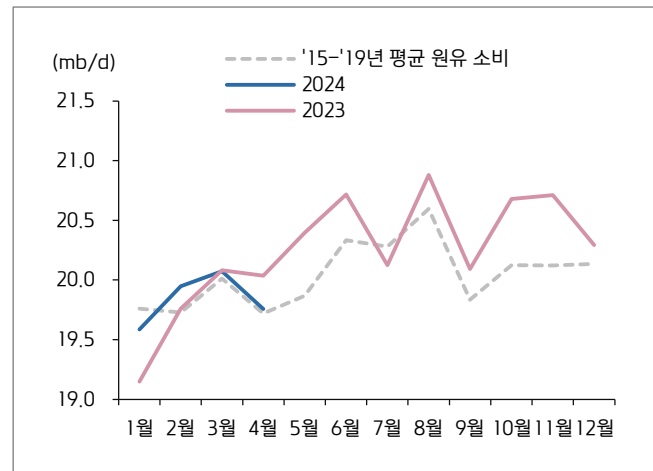
- ▶ 한편, 수요 전망도 크게 달라지기는 어려울 것으로 예상. 물론 최근 국제에너지기구(IEA)가 2024년 글로벌 원유 수요 증가 전망치를 2달 연속 하향 조정하면서 원유 수요 불안을 자극. 다만 하향 조정의 이유가 1분기 유럽 지역의 운송 차질에 따른 것이라는 점을 언급한 만큼 경기 우려에 따른 결과는 아닌 것으로 보임
  - 또한 2025년 글로벌 원유 수요는 일평균 120만 배럴 늘어나며 올해 증가분을 소폭 상회할 것으로 전망
- ▶ 더욱이, 2분기 중반부터 3분기 말까지는 미국 내 드라이빙 시즌 도래로 원유 수요가 늘어나는 구간이라는 점도 수요 불안 확대 우려를 낮춤
  - 최근 미국 내 주간 원유 재고와 가솔린 재고 추이를 살펴보면 5년 평균 수준을 소폭 하회하고 있는 만큼 미국 내 원유 수요는 견조한 것으로 판단

주요 에너지기관 2024년 수요 증가 전망치 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국의 월별 원유 소비량 추이



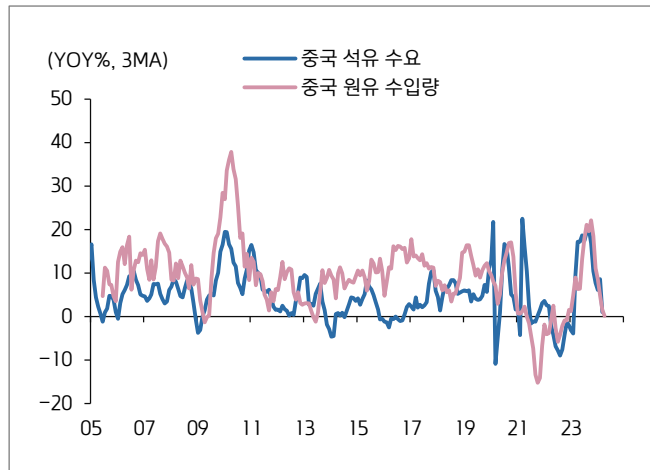
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 18.

## 중국, 경기 회복 기대에 따른 긍정적인 수요 전망

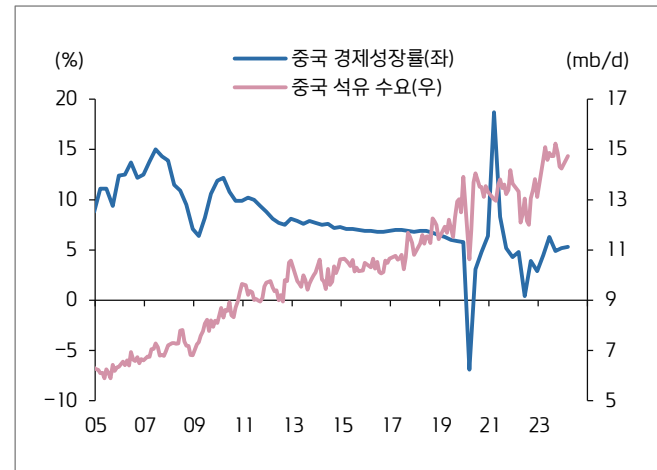
- ▶ 주요 에너지기관이 발표한 월간 원유시장 관련 보고서를 살펴보면, 2024년 글로벌 원유 수요 증가량에서 중국 원유 수요 증가량이 차지하는 비중은 약 30% 내외
- ▶ 만약 중국의 경기가 불안정해질 경우 원유 시장 내 수요 불안이 급격하게 확대될 수 있다는 것을 의미
  - IEA등 주요 에너지기관은 향후 비OECD 국가의 견조한 원유 수요가 글로벌 원유 수요 증가를 견인할 것으로 전망  
특히 OPEC은 중국 등 비OECD 국가들의 원유 소비를 기반으로 향후 원유 수요가 견조할 것으로 보고 있음
  - 최근 중국 내 석유 수요와 수입량 증가세가 약화된 것은 사실이나 이는 역기저효과가 반영된 것으로 보임. 최근 석유수요량을 살펴보면 4월 반등세를 보였으며, 1분기 중국 경제성장률 호조 등은 중국 경기 회복에 대한 기대를 뒷받침해줄 것으로 판단

중국 석유 수요와 원유 수입량



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국 경제성장률과 중국 석유 수요



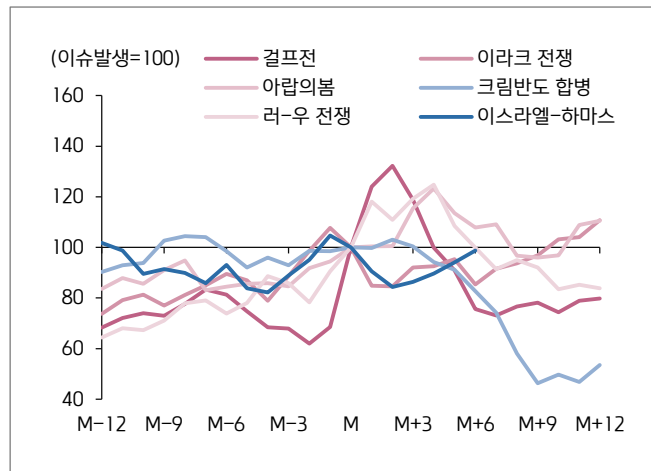
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 19.

## 중동 지역의 정세의 유가 영향력 지속 전망

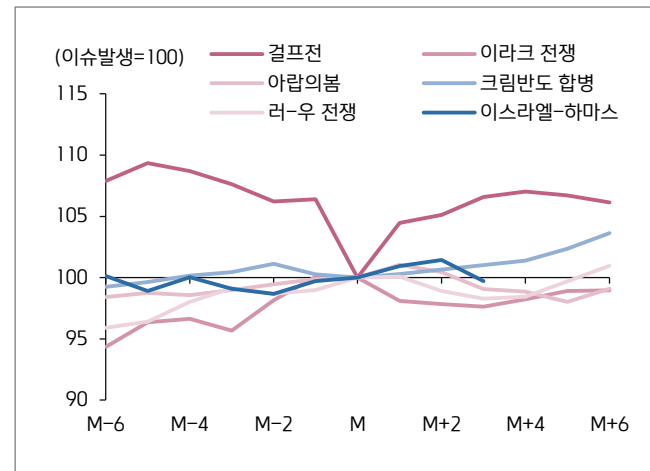
- ▶ 원유 수급 여건에 큰 변화가 부재하다면, 계속해서 중동 지역의 정세 불안은 유가에 영향을 줄 것으로 예상
  - 이스라엘-하마스 전쟁 이후 실제 공급 차질은 부재하고 이스라엘과 이란 간의 전면전 발생 가능성도 제한적  
다만, 4월 발생했던 이스라엘과 이란의 군사적 충돌, 이스라엘과 헤즈볼라 군사적 충돌 지속 등을 고려하면  
중동 지역 확전에 대한 경계감은 이어질 것으로 예상
  - 또한 최근 이란 대통령 사망에 따라 대통령 선거도 진행되어야 하는 만큼 이란 정세와 외교적인 스탠스에 따른 이란의  
원유 생산 및 수출 변화 가능성도 공급 불안을 자극 할 수 있음

과거 산유국 정세 불안과 국제유가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

과거 산유국 정세 불안 발생시 글로벌 원유 생산 변화

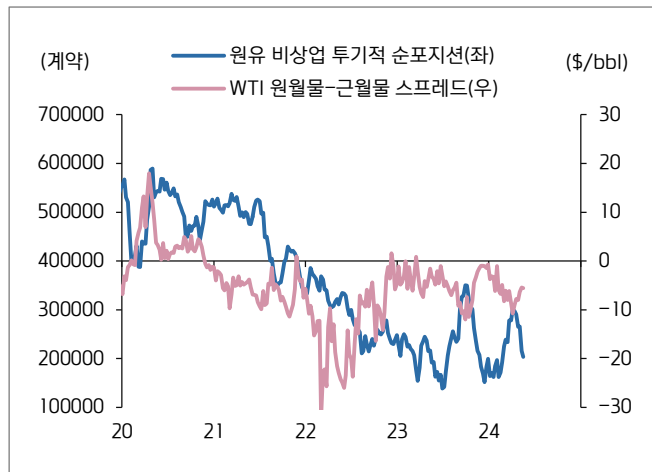


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



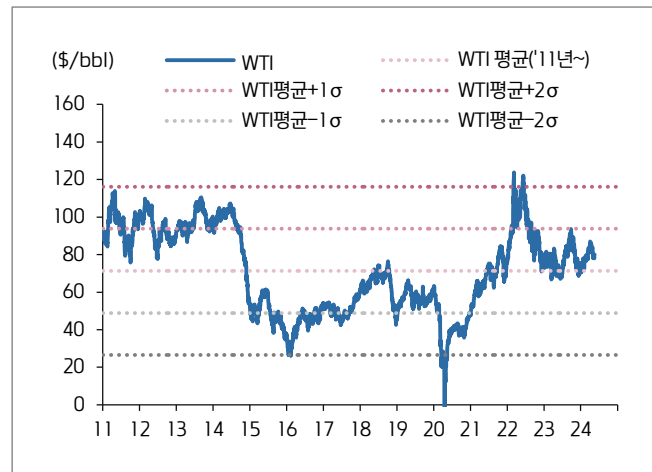
- ▶ 원유 시장 내 수급 여건에 큰 변화가 부재할 것으로 보이는 만큼 중동 정세와 OPEC의 생산 전략에 민감한 흐름 이어갈 것으로 판단
  - 타이트한 수급 전망이 이어진다면 낮은 재고 수준 하에서 중동 정세불안과 이에 따른 공급 불확실성이 지난 4월 처럼 원유에 대한 투기적 수요를 자극할 수 있음
- ▶ 그러나 실질적인 공급 차질이 부재할 경우 정세 불안이 2022년과 같은 유가 급등으로 연결될 가능성 제한 전망
  - 만약 국제유가의 레인지가 크게 변화하지 않는다면, 원유 가격이 헤드라인 물가에 미치는 영향은 약화될 것으로 보임

원유 비상업 순매수와 WTI 원월물-근월물 스프레드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

2011년 이후 WTI 평균 가격과 최근 WTI



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

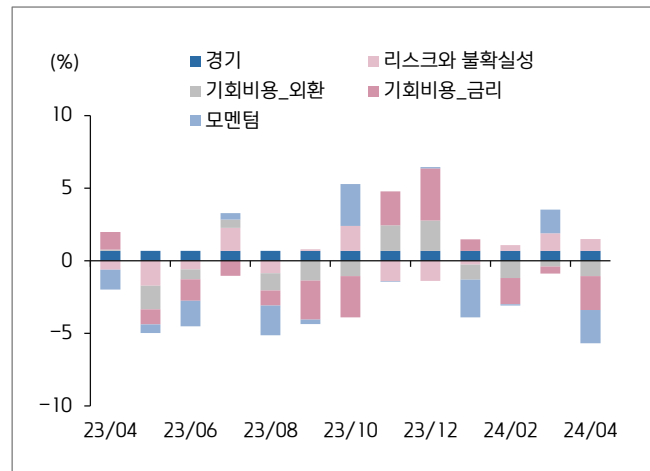
- ▶ 미 연준의 금리 인상 종료 이후 가파른 상승세를 보였던 원자재 중 하나는 귀금속. 이 중 금은 지정학적 불안에 따른 안전자산 수요까지 유입되며 온스당 2,000달러 선 상회
  - 세계금협회(World Gold Council)는 장기적인 측면에서 금 가격에 영향을 미치는 요인으로 ①부와 경제확장(wealth and economic expansion), ② 시장 위험과 불확실성(Market risk and uncertainty), ③ 기회 비용(Opportunity cost), ④ 모멘텀(Momentum) 을 언급했으며 이중 모멘텀에 해당하는 것은 금 ETF 유입과 금에 대한 비상업적 순매수 WGC에 따르면, 2024년 1분 기 금 가격의 변화를 주도한 요인은 모멘텀
  - 또한 미 연준의 금리 인하 기대 등을 기반으로 미국 채권금리가 하락하면서 금에 대한 기회비용이 낮아진 점도 금에 대한 투자 수요를 자극. 다만, 미 연준의 통화정책에 대한 경계감은 최근 금 가격의 추가 상승을 제한

국제유가와 금 가격



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

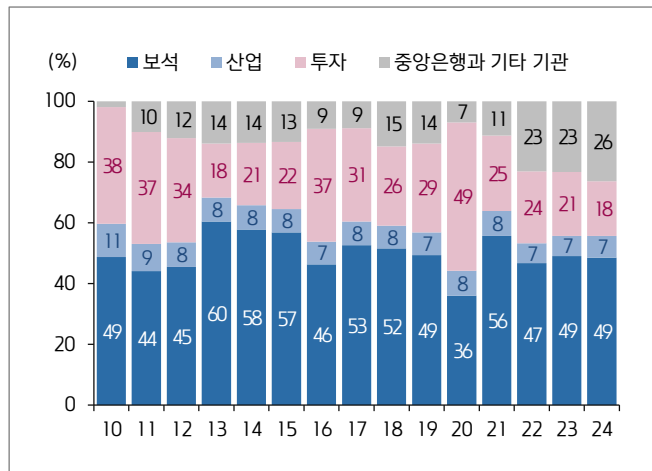
최근 1년간 금 가격 변동 요인 분해



자료: World Gold Council, 키움증권 리서치센터

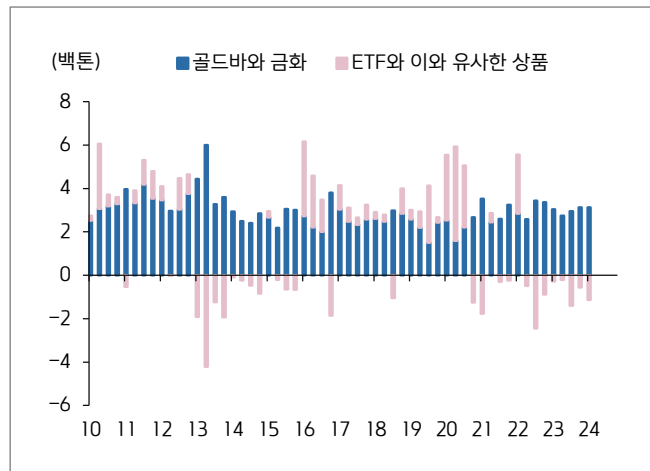
- ▶ 최근 목적별 금 수요를 분해해서 살펴보면, 중앙은행과 기타 기관의 수요 비중이 확대
  - 과거 2020년 금 가격의 가파른 상승은 투자 수요가 강하게 들어오면서 발생했으나, 최근은 중앙은행의 금 매수세가 금 수요 증가를 견인하는 모습. 이는 2018년 시작된 미-중 무역분쟁, 2022년 러시아-우크라이나 전쟁 발생 등으로 서방 국가와 비서방국가 간의 대립이 심화되었기 때문으로 판단
- ▶ 물론 투자 수요도 금 수요 증가 요인 중 하나로 작용했으나, 2020년과 달리 ETF 등 투자 상품이 아닌 골드바나 금화 등을 통한 직접 투자가 이를 주도
  - 2020년은 금 가격 상승과 ETF 금 보유량 증가세가 동반되었으나 최근의 경우 ETF 금 보유량은 큰 변화 부재 다만, 금에 대한 비상업 순매수 유입을 고려하면 금에 대한 투자 심리는 긍정적인 것으로 보임

금의 목적별 수요 분해



자료: World Gold Council, 키움증권 리서치센터  
 주: 2024년은 2024년 1분기 수요 기준

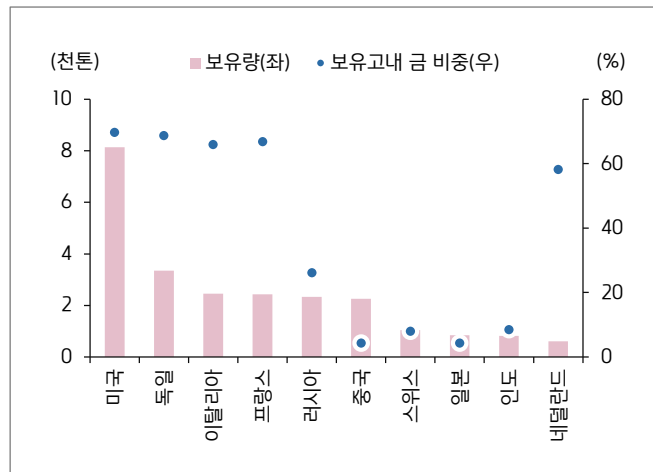
금에 대한 투자 수요 추이



자료: World Gold Council, 키움증권 리서치센터

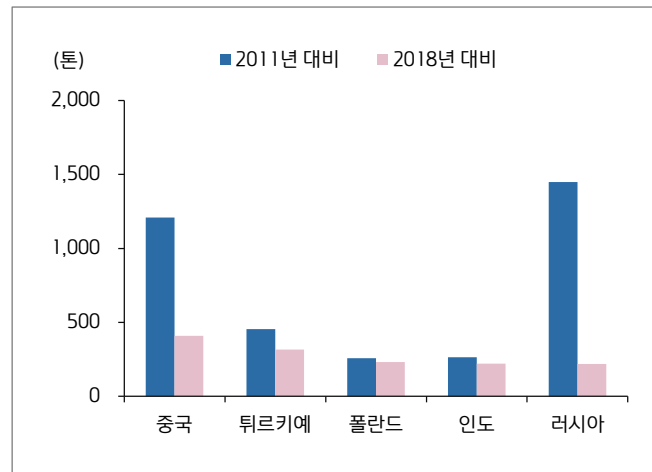
- ▶ 서방국가와 비서방국가 간의 대립이 중앙은행 금 수요에 영향을 준 것으로 보는 배경에는 중국과 러시아 중앙은행의 금 보유량이 크게 늘어났기 때문
  - 러시아의 경우 2017년부터 미국 국채 보유량을 줄이며 금 보유량을 늘렸고, 중국의 경우 2018년 이후 미 국채 보유량 감소폭이 다소 가팔라 지는 모습을 보였음
- ▶ 특히, 중국은 중앙은행의 금 보유량이 외환보유고에서 차지하는 비중이 낮은 만큼 금 추가 매수 가능성 존재
  - WGC이 진행한 중앙은행의 금 매수 관련 서베이 결과를 살펴보면, 57개의 중앙은행 중 71%가 향후 12개월간 금 보유가 늘어날 것으로 전망하고 있고, 59%는 5년 동안 외환 보유고에서 금이 차지하는 비중이 늘어날 것으로 전망

국가별 중앙은행 금 보유량 상위 10개국



자료: World Gold Council, 키움증권 리서치센터

'11년, '18년 대비 외환보유고 내 금 보유 증가 상위 5개국

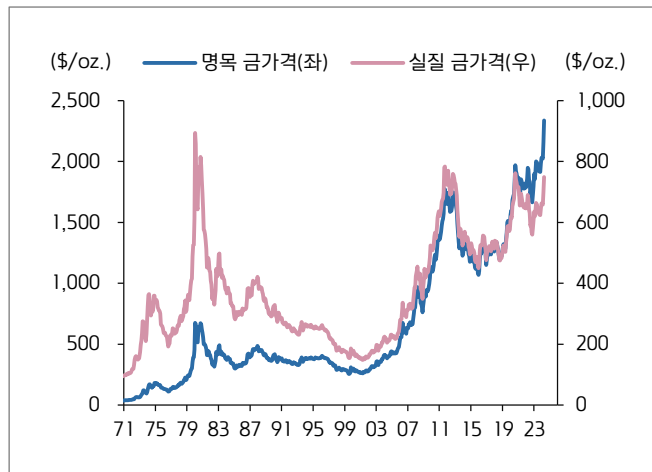


자료: World Gold Council, 키움증권 리서치센터

## 24. 하반기 금 가격의 추가 상승 가능성은?

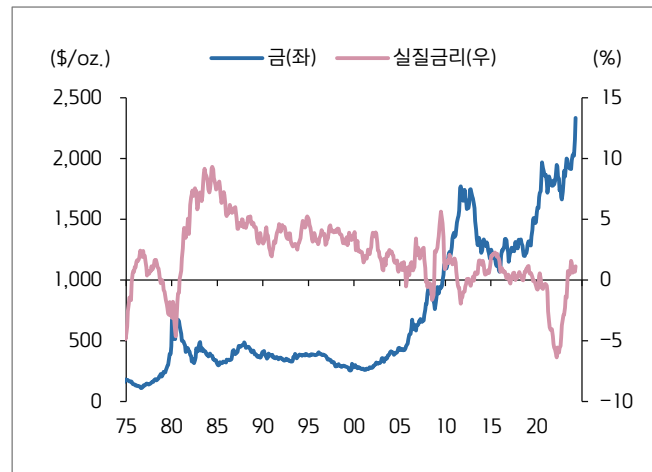
- ▶ 이런 가운데 아직까지 하반기 중 중동 지역의 정세 불안에 큰 변화가 부재할 것으로 보이고, 미국 대선 등 정치적인 이슈를 앞두고 있어 금에 대한 안전 자산 수요는 수시로 높아질 수 있을 것으로 예상
- ▶ 만약 미 연준의 금리 인하가 가시화될 경우 금에 대한 투자 수요도 유입될 수 있다는 점도 긍정적
  - 현재 명목 금 가격과 소비자물가를 고려한 실질 금 가격을 살펴보면 금 가격의 추가 상승 가능성 열어둘 필요  
과거 명목 금 가격이 역사적 고점을 넘어서며 새로운 고점을 기록했던 시기의 실질 금가격은 800달러 내외
  - 다만, 현재의 금 가격 상승에는 하반기 미 연준의 금리 인하 가능성 등을 선반영하고 있어 상반기 말 미 연준의 통화정책 경계감이 금 가격 조정 요인으로 작용할 것으로 전망

명목 금 가격과 실질 금 가격



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

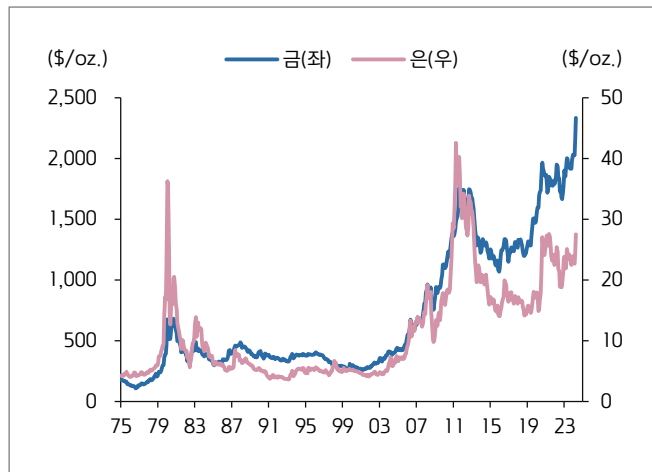
금과 미국 실질금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터  
주: 실질금리= 미국 소비자물가상승률-미국 10년물 국채금리

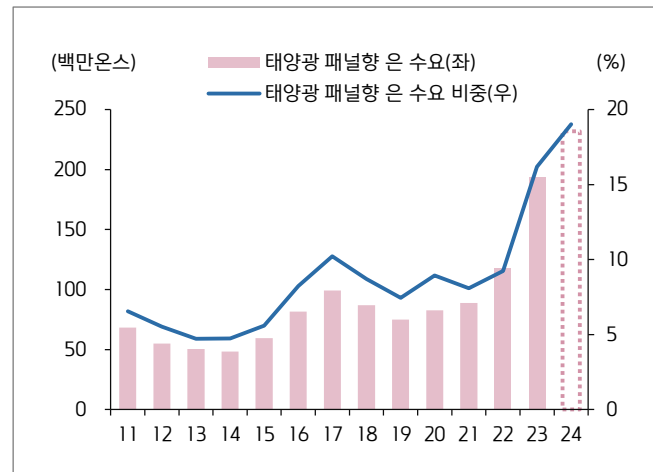
- ▶ 한편 금 가격의 상승 기대가 높아진다면, 은에 대한 투자 수요도 높아질 수 있다는 점에 주목
  - 역사적으로 금과 은 가격은 동행성을 보임. 다만, 2015년 이후를 살펴보면 금 가격은 사상 최고치를 넘어선 반면 은 가격의 상승폭은 상대적으로 제한되며 역사적 고점 수준을 하회 (월평균 가격 기준)
  - 금과 달리 중앙은행 수요 부재, 높은 산업 수요 비중 등이 영향을 주었을 것으로 판단
- ▶ 특히 은은 태양광 패널에 들어가는 주요 상품인 만큼 에너지 전환과 관련한 수요를 기대해 볼 수 있다는 점도 긍정적. 최근 태양광 패널향 은 수요가 전체 은 수요에서 차지하는 비중은 2021년 10% 미만이었으나, Silver Institute는 2024년에는 20% 수준으로 늘어날 것으로 전망하고 있음
  - 은은 경기 여건에도 민감한 만큼 경기에 대한 긍정적인 시그널 까지 동반된다면 금보다 투자 매력도 높을 것으로 전망

금과 은가격



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

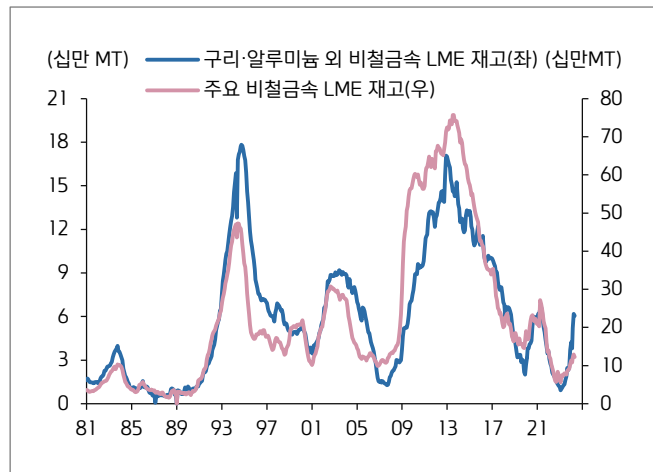
태양광 패널향 은 수요 추이



자료: Silver Institute, 키움증권 리서치센터

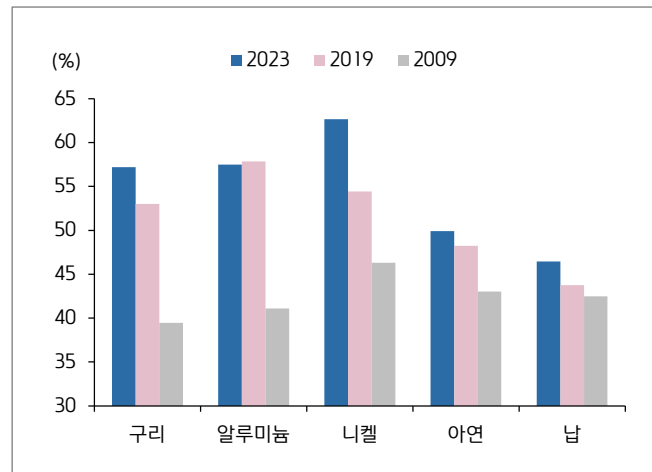
- ▶ 비철가격 또한 상반기 강세를 보였던 원자재로 이는 중국의 경제지표 개선과 주요국 인프라 투자·에너지 전환 정책에 따른 장기적 수요 증가 기대에서 기인
  - 물론 중국 수요 비중이 여전히 높다는 점에서 실제 수급 여건에 에너지 전환 이슈가 미치는 영향은 제한적일 수 있으나 관련 수요에 대한 긍정적인 전망은 비철금속에 대한 투자 심리를 자극하며 가격 상승으로 연결
- ▶ 또한 공급 차질 이슈 발생은 구리와 니켈의 다른 비철대비 상대적 강세 요인으로 작용. 니켈과 알루미늄은 러시아 제재 강화, 구리는 중국의 구리 제련소의 감산과 남미 광산 생산 감소 등의 이슈가 발생

주요 비철금속 재고와 알루미늄·구리 외 비철금속 재고



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터  
주: 주요 비철금속은 구리, 알루미늄, 니켈, 아연, 주석, 납

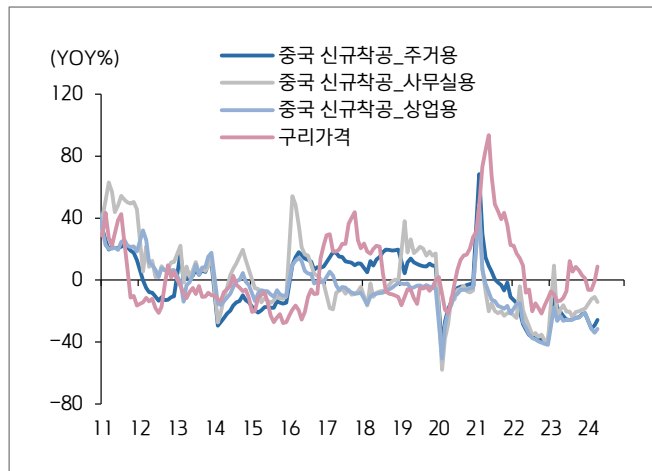
글로벌 비철금속 소비에서 중국이 차지하는 비중



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

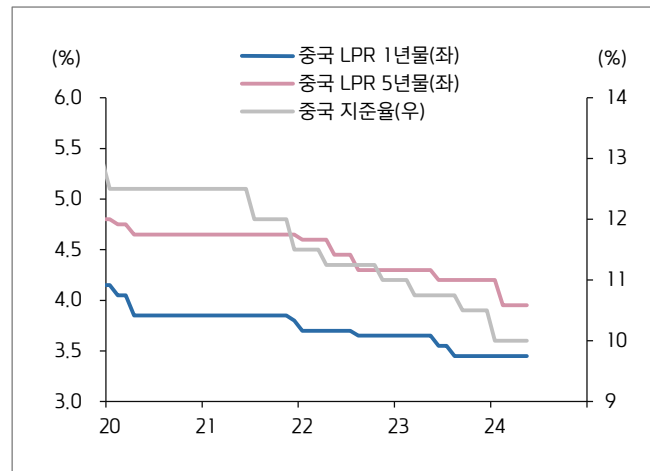
- ▶ 중국의 제조업 PMI는 3월 부터 기준선(50)을 넘어서며 확장 국면에 진입. 중국의 2024년 1분기 경제성장률은 5.3%를 기록하며 이전치 및 시장 예상을 모두 상회
  - 한국은행에 따르면, 중국의 경기회복세 지속은 중국 정부의 정책적 지원 등에서 기인한 것으로 보임
- ▶ 중국의 부동산 경기에 대한 우려가 상존하고 있다는 점은 중국 경제 전망에 부담으로 작용할 수 있으나, 중국 인민은행의 완화적인 통화정책 등을 감안하면 정부의 경기 부양 기조가 이어질 가능성이 높음
  - 최근 인민은행은 국유기업의 미분양 아파트 매입, 주택 대출 금리 하향을 통한 주택 수요 자극 등 부동산 부양책을 발표

중국 용도별 신규착공과 중국 구리 소비



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국 인민은행 LPR 금리와 기준율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



- ▶ 일반적으로 친환경 에너지 전환으로 수요가 기대되는 원자재로 니켈, 리튬, 코발트 등 배터리 관련 자원이 되나 언급. 태양광, 풍력 등 친환경 에너지 기술과 전기차의 구리 수요량 등을 감안하면 구리 또한 에너지 전환 과정에서 중요한 원자재로 볼 수 있음
  - IEA에 따르면, 에너지 전환 속도가 가속화될 수록 구리 수요 증가세도 더욱 가팔라질 것으로 전망. 구리는 높은 전기전도성을 기반으로 전력시설에 주로 사용되는 가운데 글로벌 전력 수요는 꾸준히 늘어날 것으로 보고 있음
  - 또한 자동차 유형별 구리 수요량을 살펴보면, 순수전기차에 필요한 구리의 양이 내연기관차 대비 약 4배 가량 높다는 점도 구리 수요 기대를 자극하는 유인
- ▶ 더욱이 구리의 경우 전통 인프라 투자에도 광범위하게 사용되는 만큼 인프라 투자와 친환경 에너지 관련 수혜를 모두 받을 수 있다는 점도 수요에 긍정적

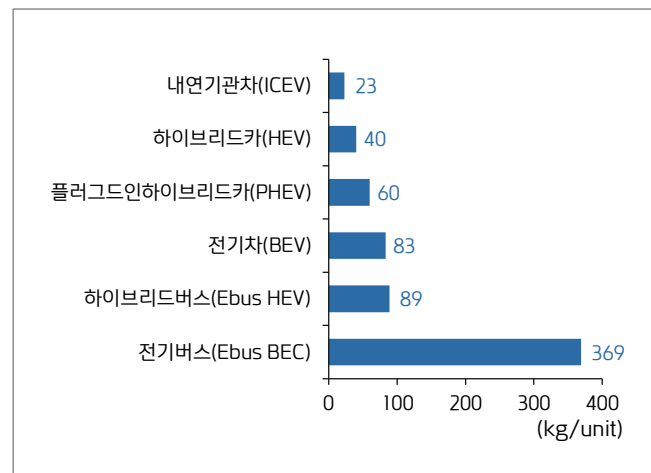
친환경 에너지별 주요 비철금속 필요도 차이

	구리	니켈	아연	알루미늄
태양광 PV (Solar PV)	●	●	●	●
풍력 (Wind)	●	●	●	●
수력 (Hydro)	●	●	●	●
전력망 (Electricity Network)	●	●	●	●
전기차 및 배터리 (Evs and Battery Storage)	●	●	●	●
수소 (Hydrogen)	●	●	●	●

자료: IEA, 키움증권 리서치센터.

주: ● 필요도 높음, ● 필요도 보통, ● 필요도 낮음

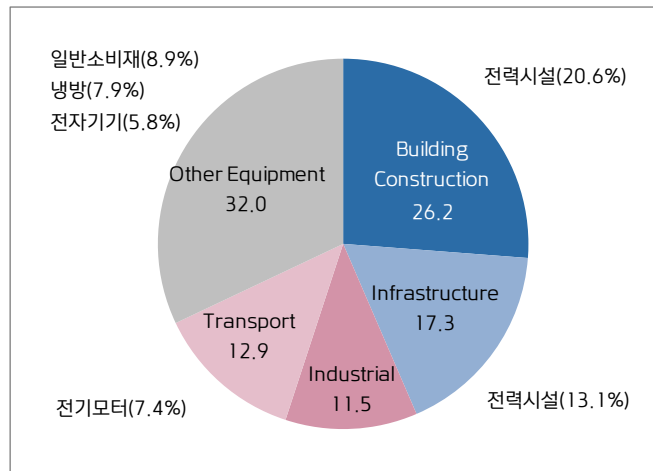
자동차 유형별 구리 수요량



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

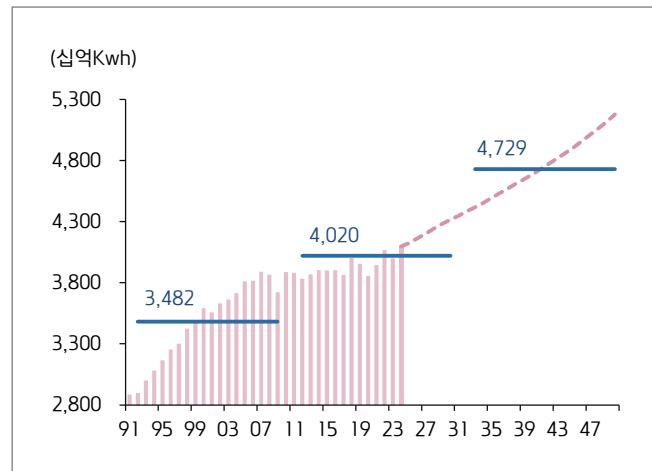
- ▶ 글로벌 전력 수요 전망도 구리 수요 기대를 높이는 요인으로 작용. IEA에 따르면, 2020년부터 주요국의 전력망 투자지출이 완만하게 늘어나기 시작. 또한 2015년부터 자동화, 통신 등 디지털 부문이 해당 지출에서 차지하는 비중은 11%에서 2022년 20%로 확대
  - 실제로 2015년 대비 2022년 인터넷 사용자, 트래픽, 데이터센터 작업량은 큰 폭으로 늘어남. 특히 트래픽은 7배 이상, 데이터센터 작업량은 약 5배 증가
  - 글로벌 에너지 사용량 또한 증가. 인터넷 사용량은 200TWh에서 240~340TWh, 가상자산 채굴은 4TWh에서 100~150TWh, 데이터 전송 네트워크는 220TWh에서 240~360TWh로 늘어났음
  - 미국 에너지정보청(EIA)은 2050년까지 미국의 전력 수요가 늘어날 것으로 전망하고 있으며, 2031년 이후의 전력수요 증가세는 2011년대보다 가파를 것으로 보고 있다는 점을 감안, 향후 중국 외 지역에서 구리 수요 증가 가능성 높음

구리 목적별 수요 비중



자료: IWCC, 키움증권 리서치센터

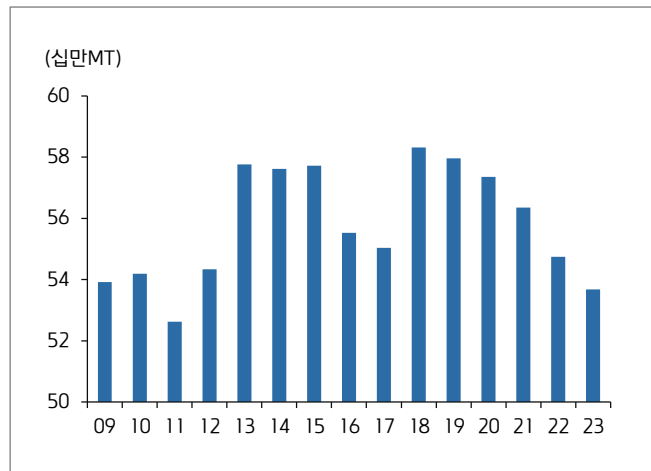
미국 전력 수요 추이 및 전망



자료: EIA, 키움증권 리서치센터

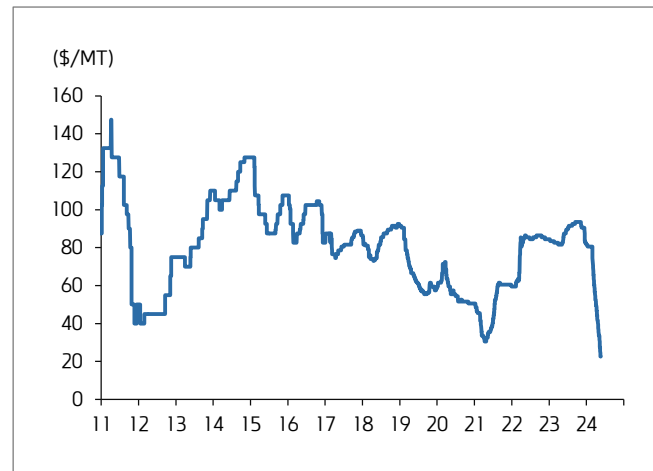
- ▶ 이런 가운데 구리 수요는 전세계적으로 높아질 것으로 보이나, 구리 광산은 중남미 지역에 편중. 광산 생산에서 가장 큰 비중을 차지하는 칠레의 구리 생산은 2018년 이후 감소했고, 평균 구리 광석 등급은 꾸준히 하락
  - 최근 중국의 구리 제련 수수료가 가파르게 하락하며 광산 공급이 타이트하다는 것을 시사. 또한 정련동 생산의 경우 중국 비중이 50% 이상에 달하는 가운데 최근 중국 의 제련소들은 감산 합의를 진행
  - 2010년~2019년 사이의 데이터를 기반으로 살펴볼 때 구리 광산은 발견 이후 생산까지 약 17년 가량 소요되는 만큼 단기간 내 구리 광산 공급 확대를 기대하기는 다소 어려워 보이는 점은 수시로 공급 부족 우려를 자극할 수 있음
- ▶ 다만, 최근 공급 부족 우려 속 구리 가격이 가파르게 상승한 점을 감안하면 중국 지표나 미 달러화 흐름에 따라 조정 가능성 열어둘 필요가 있어 보이지만, 낮은 재고 등을 고려하면 조정폭은 제한적일 것으로 전망

칠레 구리 광산 생산 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

구리 제련 수수료 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터