

IBKS Strategy Indepth

Climax는 10월!

Strategy **변준호**

02) 6915-5670 / ymaezono@ibks.com



IBK기업은행 금융그룹

IBK 투자증권

본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권 투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

CONTENTS

Summary	3
I. 경기 반등 기대감: 3Q GDP 발표와 내년 전망 쏟아질 10월 정점.....	4
II. 신 정부 정책 기대감: 증시 부양책 발표, APEC 회의 주목.....	22
III. 달러 약세 기대감: 3Q GDP, 4Q FOMC 인하, 차기 연준 의장 인선.....	33
IV. 시장 전망과 투자 전략.....	40

Summary

최근 KOSPI가 강세를 보이며 당사가 제시한 올해 KOSPI Band 상단인 2,830pt를 하회함에 따라 강력한 경기 부양책, 밸류에이션 산정 기준 변경, 수출 환경 등을 고려하여 **KOSPI 상단을 3,100pt로 상향 조정**한다.

올해 국내 증시에 대한 낙관적 View를 유지하며, 하반기에도 증시는 추가 상승 흐름을 보일 것으로 예상된다. 단기적인 지수 급등으로 기술적 부담이 높아짐에 따라 단기 반락이 나타날 수 있으나 재차 10월까지 상승 추세를 이어갈 전망이다. 그리고 연말에는 다시 반락하는 흐름을 예상한다.

하반기, 낙관론이 극대화되는 **투자センチメント의 정점 시점을 10월로 전망하는 이유들**은 다음과 같다.

(1) 추정, 증시 급등으로 인해 10월에 발표될 3분기 우리나라 성장률이 서프라이즈를 기록할 것으로 예상된다.

(2) 하반기 증시는 내년 경제를 선 반영하는데 통화, 재정 부양을 동시에 일으키는 한국, 독일 정도를 제외하고 26년 경제 성장이 기대되는 국가가 거의 없다. 26년 전망이 쏟아지는 10~11월에 그 낙관론이 극대화될 것으로 예상된다.

(3) 대통령 취임 후 인선, 정책 구체안 발표 등이 보통 2~3개월 소요된다. 8~9월 자본시장 활성화 정책이 구체화될 전망이며 기업들의 움직임이 예상된다. 특히, 10월 말 경주 APEC 정상회의에서의 무역, 통상 완화 기대감이 지속될 전망이다.

(4) 반도체 가격이 3분기까지 상승세를 보인 후, 4분기부터 불확실성이 높아질 것으로 예상된다. 또한, 3분기 실적 발표 시점부터 원화 강세에 대한 수출 기업들의 실적 우려가 부각될 수 있다.

(5) 3분기 미국 경기가 재차 둔화되면서 10월 또는 12월 FOMC에서 금리 인하가 재개될 전망이다. 그 기대감이 9~11월 반영될 수 있고 동 시점에서 차기 연준 의장에 대한 Nomination이 나올 것이다. 케빈워시와 비둘기파 후보자들의 지명 경합이 예상되고 비둘기 연준으로의 전환 기대감이 나타날 수 있다.

(6) 우리나라 OECD 경기선행지수가 10월을 전, 후로 정점을 통과할 것으로 예상된다. 그 때부터 26년 하락 사이클에 대한 우려가 시작될 수 있다.

따라서, 국내 주식 시장에 대한 비중 확대 View를 지속하며 **업종 전략은 기존 주도주에서 Portfolio 다변화 전략을 권고**한다. 수급 측면에서 **반도체**, 정책 측면에서 **금융주**, 환율 측면에서 **유틸리티/음식료**, 테마 측면에서 **Soft China-player(엔터, 뷰티, 콘텐츠, 호텔/레저, 화장품, 게임)** 등에 대한 관심이 확대될 것으로 전망한다.

I. 경기 반등 기대감: 3Q GDP 발표와 내년 전망 쏟아질 10월 정점

1. 금융위기 수준까지 하향 조정된 25년 성장률 전망

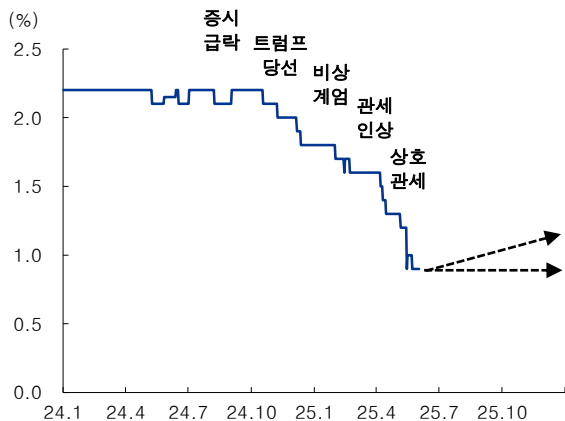
트럼프 관세 리스크가 지난 4월 초를 정점으로 완화되고 조기 대선에 따른 신 정부 정책 기대감이 반영되기 시작하면서 경제 성장률 하향 조정 리스크도 점차 완화되고 있는 것으로 추정된다.

우리나라 25년 경제 성장률은 작년까지만 하더라도 2%대 초반 수준의 전망이 예상되고 있었으나, 경기 선행 지표인 주식 시장 급락, 트럼프 당선에 따른 관세 불확실성, 비상 계엄에 따른 내수 불황, 관세 인상 및 예상을 상회하는 상호 관세 등으로 인해 성장률이 급격하게 하향 조정되는 흐름을 보였다.

6월 초 현재 Bloomberg 기준 25년 성장률 컨센서스는 0.9%로 추정되고 있고 한국은행 역시 지난 5월 경제 수정 전망에서 올해 성장률을 0.8%로 3개월 만에 급격하게 하향 조정했다. 0.8% 성장률은 사실 금융 위기 후폭풍이 반영됐던 지난 2009년 성장률과 동일한 수치다. 2009년은 글로벌 금융위기에 따른 대외 경기 침체 영향이 컸다면, 현재는 비상 계엄으로 인한 내수 악화와 극심한 건설 경기 부진 등 내부적 요인이 침체를 야기하고 있다.

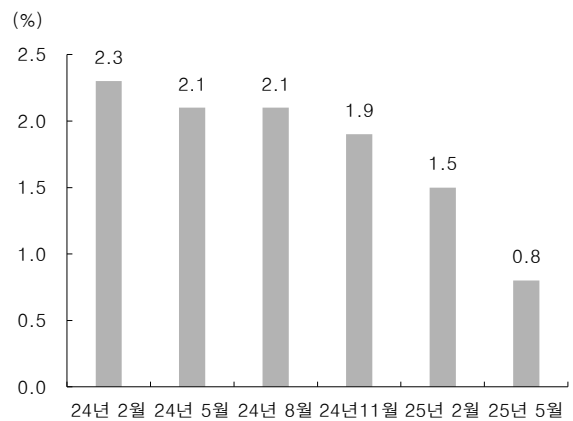
한국은행의 5월 수정 전망을 세부적으로 살펴 보면, 소비, 수출, 투자 모든 영역에서 올해 전망 수치를 하향 조정했는데 소비도 그렇지만 수출, 투자 등에서도 크게 수치를 하향 조정했다. 최근 체감적으로 내수 불황이 가장 큰 경기 악화 요인으로 고려되고 있으나 오히려 소비자 심리 지수가 반등하는 등 내수 바닥 통과 기대감이 공존하는 상황이다. 오히려 지난 4월 예상 밖의 강력한 상호 관세로 인해 수출 불확실성이 상당히 커진 상황이고 건설 투자 리스크도 지속되고 있는 것으로 보여진다.

그림 1. 작년 이후, 2025년 성장률 컨센서스 전망 추이



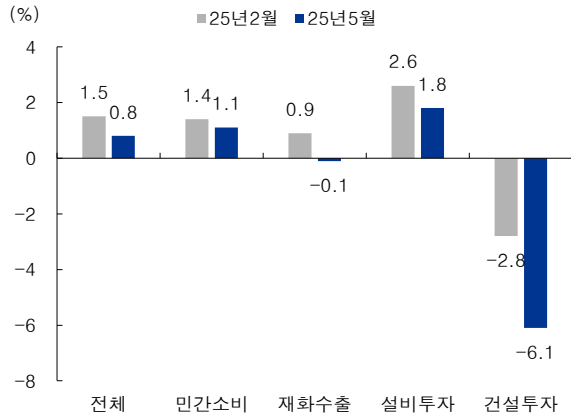
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 2. 작년 이후, 2025년 성장률 한국은행 전망 변화



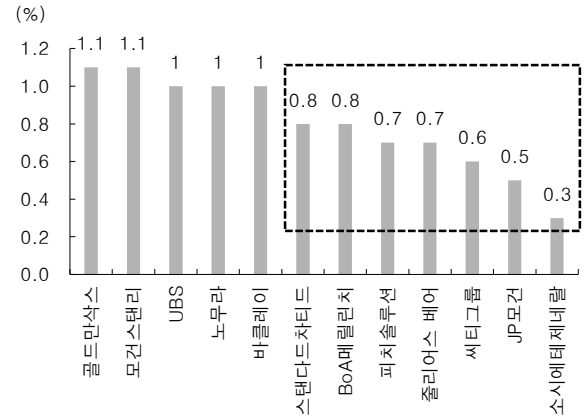
자료: 한국은행, IBK투자증권

그림 3. 한국은행 25년 성장률 세부 항목별 수정 전망 비교



자료: 한국은행, IBK투자증권

그림 4. 2025년 성장률에 대한 글로벌 주요 기관 추정치



자료: Bloomberg, IBK투자증권

2. 경기 개선 요인(1): 관세 유예

5월 중하순 이후 주요 글로벌 금융 기관들의 우리나라 성장률 추정치를 살펴 보면, 1% 전후에서 형성되고 있으나, SC, BoA메릴린치, 피치솔루션, 줄리어스베어, 씨티그룹, JP모건 등은 컨센서스 추정치 0.9%를 밑도는 수치로 전망하고 있다. 이처럼 다수 금융 기관들이 금융위기 수준 혹은 그 이하로 우리나라에 대해 비관적 전망이 잔존한다는 점에서 성장률 불확실성이 지속되고 있다고 보아야 하나, 반대로 생각해 보면 지나친 비관은 하향 조정 국면이 일단락될 가능성을 암시해 줄 수도 있다.

최근 가장 큰 리스크 완화 요인은 관세 유예다. 한국은행에 따르면, 전체 국가에 대한 미국 평균 관세율은 약 13%로 추정되고 있는데 이는 지난 4월 2일 상호 관세 부과 직후 27% 수준에서 약 절반 가량 하락한 상황이다. 관세율은 현재 유예 수준을 유지하거나 협상 결과에 따라 추가적으로 더 하회할 가능성이 높고 이는 경기 심리 개선에 긍정적인 영향을 줄 전망이다.

우선 관세의 경우 7월 9일 관세 유예 기간이 끝남과 동시에, 완전 철회가 아닌 이상 다음과 같이 4가지 시나리오를 생각해볼 수 있다.

- (1) 기존 상호 관세 재 부과
- (2) 기존 상호 관세 일부만 재 부과
- (3) 기존 상호 관세 재 유예
- (4) 기존 상호 관세 전체 혹은 일부 재 부과 후 재차 재 유예

필자는 4가지 시나리오 가운데 (3) 혹은 (4)번이 유력하다고 판단된다. 재 유예 혹은 재 부과 후 재 유예 등의 방식이 유력해 보이는데 여기에는 다음과 같은 몇 가지 이유가 있다.

(1) 미국 베센트 장관이 기존 높은 관세가 지속되기 어렵다고 이미 단언한 바 있다. 기존 상호 관세는 미국에게도 치명적일 것이 자명하다. 관세 리스크로 인한 1분기 미국 성장률 급락 및 증시 급락을 우리 모두가 목도했기 때문이다.

(2) 최근 뉴스플로어를 보면, 순조롭게 그리고 빠르게 매듭지어질 만한 근거들이 잘 보이지 않는다. 트럼프 취임 후 처음으로 미중 정상 통화가 있었으나 원만한 빠른 해결의 결과물이 만들어지고 있는지 좀 더 지켜볼 필요성이 있다. 미일 실무회담은 5차 관세 협상에도 불구하고 뚜렷한 합의점을 찾지 못하고 있다.

(3) 미국이 향후 시나리오를 빠르게 정리할 만큼 정교하게 관세 준비를 하지 못했다고 판단된다. 관세의 형태나 수준 그리고 방식 등에서 말이다.

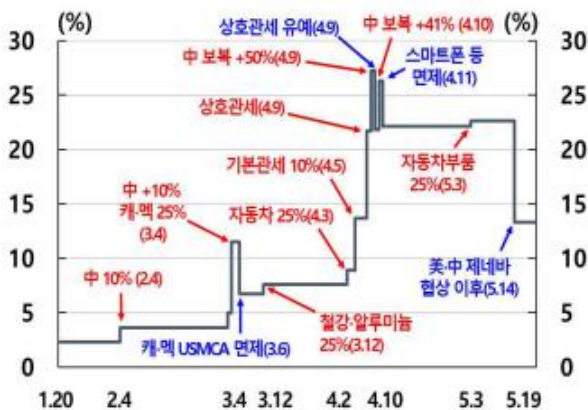
(4) 미국이 많은 국가와 많은 제품들을 상대로 관세를 부과하거나 부과하려는 방침을 세우고 있어 물리적으로 빠르고 합리적으로 관세 문제를 해결하기는 쉽지 않다. 각 국가별 이해 관계, 각 제품에 대한 이해 관계 등을 고려할 때 시간이 매우 많이 필요할 것으로 예상된다.

(5) 미국 법원의 관세 부과 정책 중단 소식으로 협상국들의 협상 태도가 다소 소극적으로 바뀌면서 상황이 지연될 여지가 있다. 관세 부과에 대한 합법 여부가 연방대법원으로 가서 확정되기까지 시간이 꽤 필요하고 그 법원 결정에 따라 모든 협상 내용이 파기되거나 재 논의될 수 있기 때문이다.

결론적으로 관세와 관련하여 의미 있는 결과가 도출되기까지는 상당 기간 시간 소요가 불가피할 전망이다. 이에 따라 재차 유예라는 시나리오 하에서 생각해 보면, (1) 시장의 불확실성이 잔존하는 가운데서도 (2) 당장 과도한 관세 부과 형태로 회귀할 가능성은 낮으며 (3) 시장의 관세 완화 트렌드에 대한 기대감이 지속될 가능성을 시사해 준다.

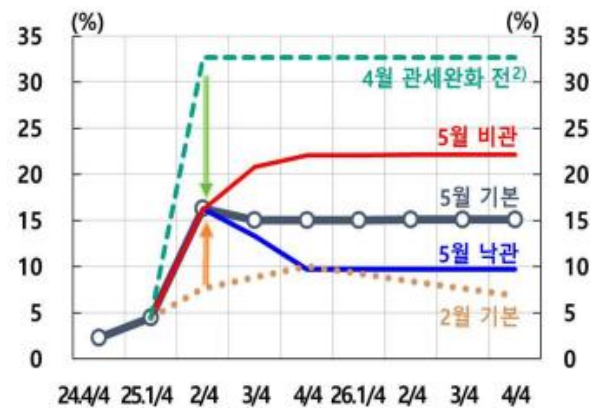
이와 같은 관세 상황은 수출에 다소 부정적인 영향을 주고 있다. 관세 영향으로 대미 수출은 현저하게 위축되고 있으나 전체적인 수출 실적이 크게 악화하고 있는 상황은 아니다. 올해 수출은 작년 수준에서 소폭 증가가 예상되고 있지만 관세로 인해 전망이 Flat 수준까지 내려왔다. 25년 수출 증가율은 지난 3월 2.4% 증가 전망에서 6월 0.5%로 하향 조정됐다. 물론 원만한 조기 합의가 이루어지고 기본 관세 10%가 철회될 경우 수출 불확실성이 해소되고 전망은 재차 상향 조정 전환 가능성이 높다.

그림 5. 전체 국가에 대한 美 평균 관세를 추이



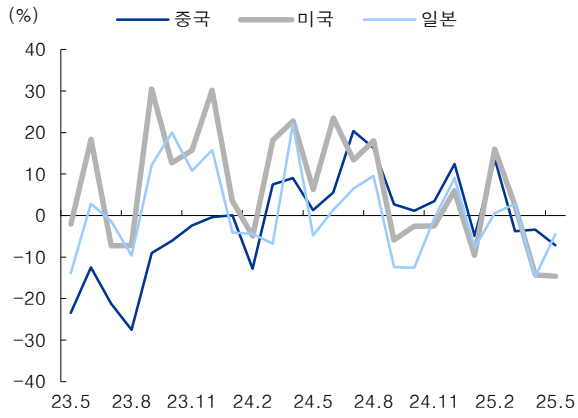
자료: 한국은행, IBK투자증권
 주: 2024년 미국 수입 규모를 기준으로 추정

그림 6. 전체 국가에 대한 美 평균 관세를 시나리오



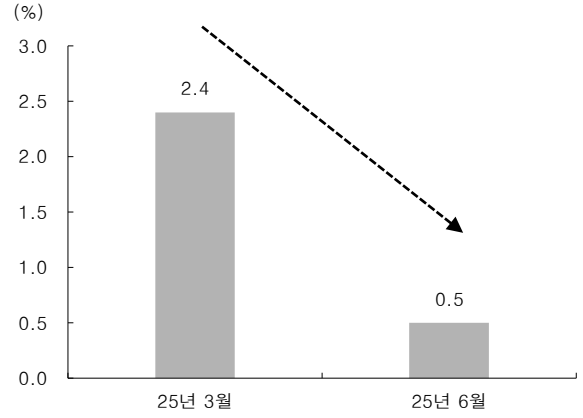
자료: 한국은행, IBK투자증권
 주1: 2024년 미국 수입 규모를 기준으로 추정
 주2: 4월초 발표된 상호관세, 미중간 보복관세 지속 시 관세율

그림 7. 우리나라 지역별 수출 증가율 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 8. 25년 수출 YoY 증가율 전망, 하향 조정



자료: Bloomberg, IBK투자증권

3. 경기 개선 요인(2): 슈퍼 추경

대내적으로는 슈퍼 추경에 대한 기대감이 높아질 전망이다. 35조+ α 추경 규모가 거론되고 있는 상황이어서 이에 따른 내수 회복 및 경기 개선 기대감이 높아질 것으로 예상되고 성장률 하향 조정의 근거가 될 것으로 예상된다.

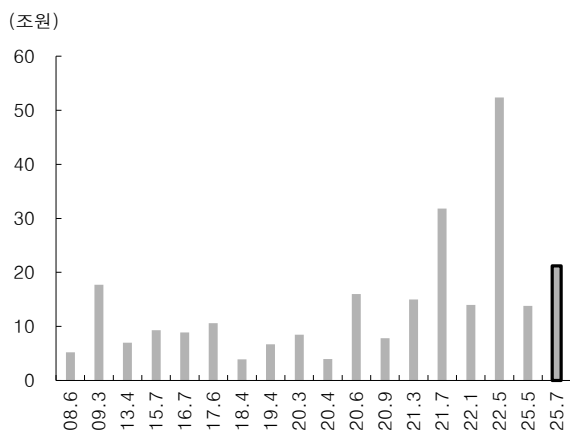
35조원 추경 패키지는 코로나 기간의 연간 추경 수준에 근접하는 수치로 상당히 큰 수치에 해당된다. 최근 1차 13.8조원을 뺀 2차 추경 21.2조가 가정되며 35조원이 아닌 40조원 혹은 그 이상의 추경이 가정될 경우 시장은 서프라이즈 효과를 누릴 것으로 예상된다. 사실 1차 추경도 그 규모가 12.2조원에서 13.8조원으로 상향된 바 있다.

우리나라는 기본적으로 가계부채가 높은 반면 국가부채는 낮은 편에 속하기 때문에 정부의 재정 정책 여력이 상대적으로 높다고 판단된다. 고령화에 따른 중장기 부채비율 상승 우려가 있으나 이는 글로벌 전반에 걸친 트렌드이고 단기적인 침체 극복을 위한 재정 확장 정책에 힘이 실리고 있다. 한은에 따르면, 올해와 내년 재정 지출은 증가세가 확대될 전망이다.

추경은 일반적으로 한은 총재의 발언에서도 인지할 수 있듯이 12조원당 약 0.1%p 성장률 개선 효과가 분석되는 만큼 이번 1,2차 추경으로 인해 성장률은 0.3~0.4%p 개선 효과가 있을 것으로 추정된다. 최근 1차 추경 확정과 2차 추경이 가시화되면서 외사를 중심으로 추경에 따른 성장률 하향 조정 조짐이 나타나기 시작했는데, 골드만삭스, 바클리, 모건스탠리 등에서 0.1~0.4%p 상향 조정 사례가 부각되고 있다.

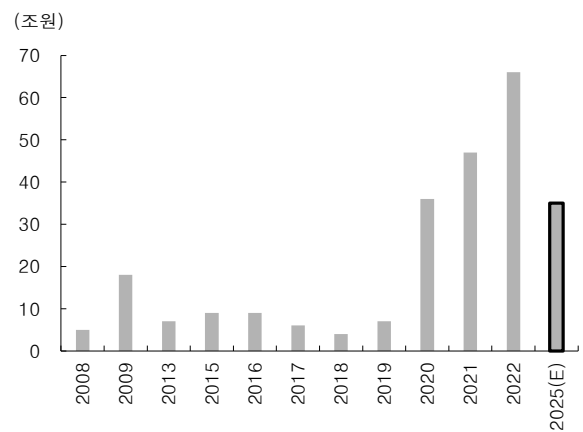
추경의 형태는 지난 1차 추경이 산불 대응, 관세 대응 등으로 나타났다면 이번 2차 추경은 실질적인 경기 부양이 나타날 수 있는 형태로 전개될 가능성이 높다. 코로나 이후 전형적인 패턴이 된 내수 불황에 따른 소상공인 지원, 지역 화폐 등 소비자를 위한 현금 지원, 채무 조정, 건설 관련 자금 집행 등이 논의 될 것으로 예상된다.

그림 9. 추경 편성 세출총액(건별 기준)



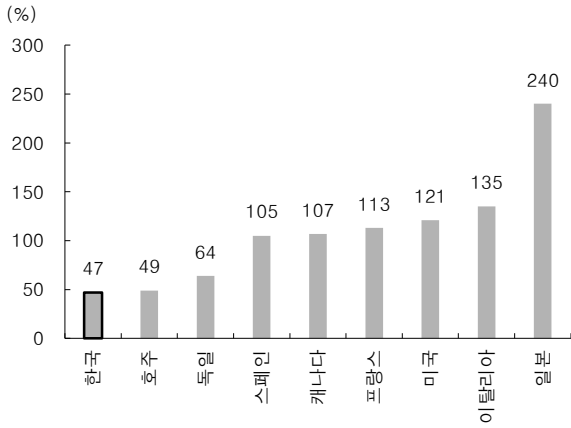
자료: 국회예산정책처, IBK투자증권. 주: 25년 추정치는 35조 추경 2차분 가정

그림 10. 추경 편성 세출총액(연도별 기준)



자료: 국회예산정책처, IBK투자증권. 주: 25년 추정치는 35조 추경 가정

그림 11. 주요 국가별, GDP대비 국가부채 비율



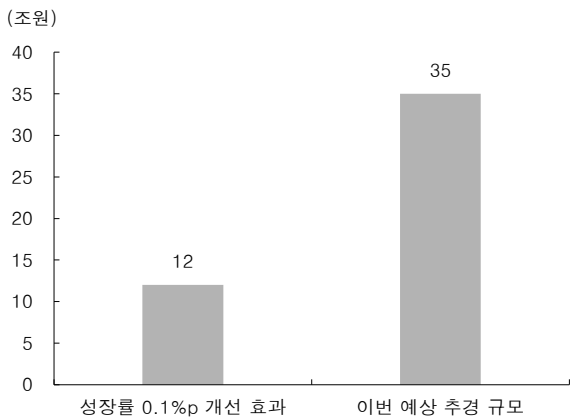
자료: Bloomberg, IBK투자증권, 주: 23년 기준

그림 12. 연도별 재정 지출 추이 및 전망



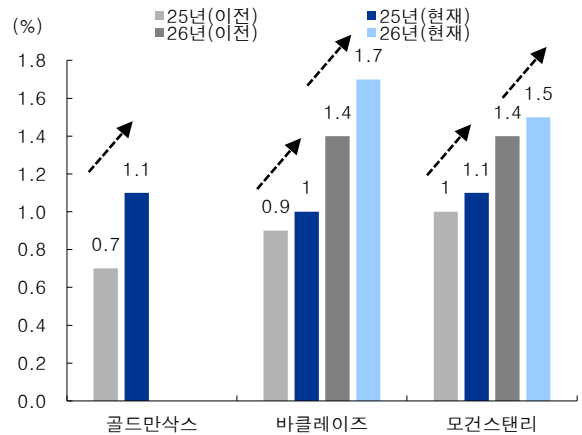
자료: 기획재정부, 한국은행, IBK투자증권
주: 24년은 정부결산안, 25년은 추경, 26년은 국가재정운용계획 기준

그림 13. 추경 규모에 따른 성장률 개선 효과



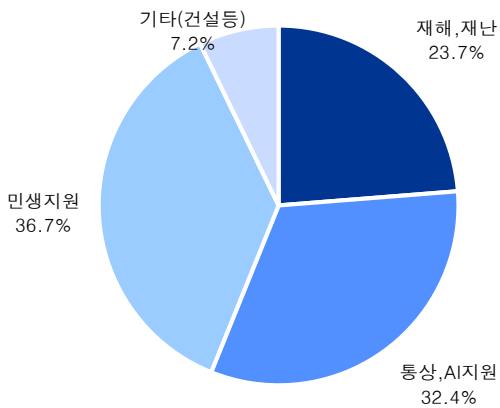
자료: 언론 보도 인용, IBK투자증권

그림 14. 추경 후, 외사의 성장률 상향 조정 사례 나타나기 시작



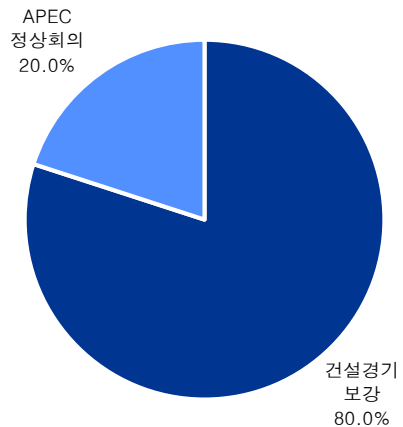
자료: 언론 보도 정리, IBK투자증권, 주: 지난 5월 전망 수정 기준

그림 15. 1차 추경 항목별 배분 비율



자료: 기획재정부, IBK투자증권

그림 16. 1차 추경 기타(건설 등) 항목 내 배분 비율

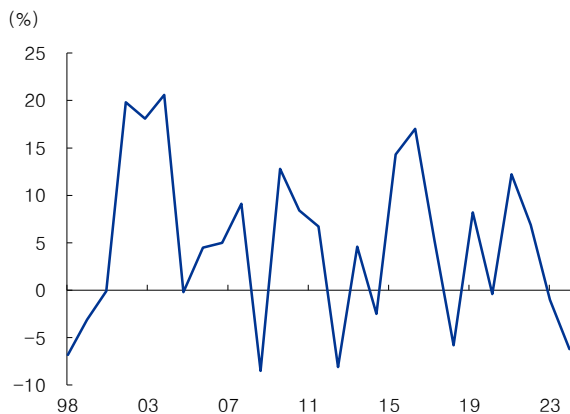


자료: 기획재정부, IBK투자증권

시장에서는 소비 진작을 위한 현금 지원안이 부각되고 있지만 가장 심각한 건설투자 항목을 개선시키기 위한 노력 등이 병행될 가능성도 높다. 최근 건설 기성액이 전년동기 대비 -20% 수준까지 급락하면서 IMF 직후인 1998년 이후로 최악의 수치를 나타내고 있다. 이 전지출의 재정승수보다 SOC 투자의 재정승수가 높은 만큼 소비진작과 더불어 SOC 투자가 병행되는 형태의 추경이 될 가능성이 높다.

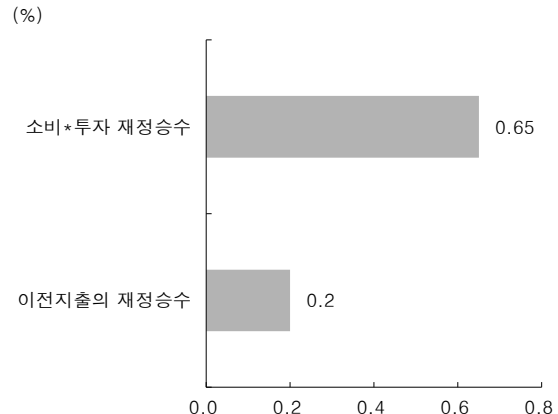
추경 이후 증시는 평균적으로 상승하는 흐름을 보였다. 금융위기를 제외하면 추경 후 KOSPI는 6개월 간 평균 6.9%로 상승하는 것으로 분석됐다.

그림 17. 건설 기성액 YoY 장기 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 18. 재정지출의 재정승수 비교



자료: 뉴스 1 보도 인용, IBK투자증권

표 1. 추경 당시 핵심 지원책과 추경 이후 KOSPI 등락률

날짜	핵심 지원책	KOSPI 등락률 (3개월)	KOSPI 등락률 (6개월)
2008-06-20	저소득층지원	-20%	-34%
2009-03-30	중소,수출기업 및 자영업지원	14%	41%
2013-04-18	지역경제활성화	-2%	7%
2015-07-06	메르스대응지원	-4%	-4%
2016-07-26	지역경제활성화	0%	2%
2017-06-07	일자리지원	0%	5%
2018-04-06	청년고용지원	-6%	-7%
2019-04-25	민생경제지원	-4%	-5%
2020-03-05	민생고용지원	3%	12%
2020-04-16	긴급재난지원	18%	29%
2020-06-04	경기보강지원	9%	22%
2020-09-11	소상공인지원	15%	27%
2021-03-04	소상공인지원	5%	3%
2021-07-02	코로나대응지원	-6%	-9%
2022-01-24	소상공인지원	-5%	-14%
2022-05-13	소상공인지원	-4%	-8%
평균 등락률		0.8%	4.3%
평균 등락률 ex. 금융위기		2.2%	6.9%

자료: 국회예산정책처, Bloomberg, IBK투자증권

4. 경기 개선 요인(3): 증시 급등 영향

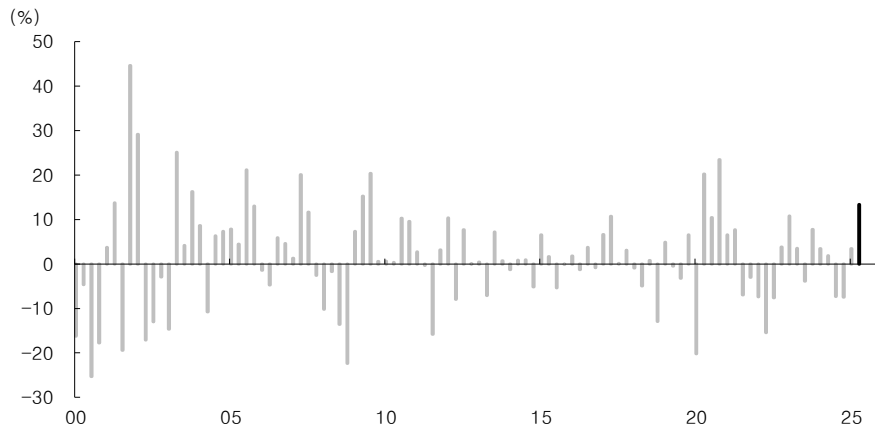
2분기 증시 상승 효과가 2분기 이후 하반기 성장률 개선에 긍정적으로 기여할 전망이다. KOSPI는 2분기 들어 13.3%(6월 5일 종가 기준) 급등한 상황인데 이는 코로나 백신 개발로 증시가 폭등했던 지난 2020년 4분기 이후 최고 수준이다. 금융위기 이후로는 코로나 직후를 제외하면 분기 기준 10% 이상 상승한 사례는 많지 않다.

주식 시장 자체가 주요한 경기 선행 지표임을 감안해 볼 때, 증시 급등 후 경제 성장률이 개선되는 경향을 볼 수 있다. 이번 2분기 KOSPI가 10% 이상 급등 마감한다고 가정할 경우, 2000년 이후로 KOSPI가 10% 이상 급등했을 때 GDP QoQ 수치는 전 분기대비 평균 0.1%p, 증시 급등 다음 분기에는 평균 0.7%p 상승하는 것으로 나타났다. 2009년 이후로 보면 증시 급등 분기에는 평균 -0.1%p, 증시 급등 다음 분기에는 평균 1.3%p 상승했다.

하지만 평균 계산에는 코로나 봉쇄 직후 성장률 폭등 시기가 영향을 크게 주기 때문에 중앙값 기준으로 보는 것이 좀 더 합리적일 수 있다. 2000년 이후로 KOSPI가 10% 이상 급등했을 때 GDP QoQ 수치는 전 분기대비 중앙값 기준 0.3%p, 증시 급등 다음 분기에는 평균 0.2%p 상승하는 것으로 나타났다. 2009년 이후로 보면 증시 급등 분기에는 중앙값 기준 0.1%p, 증시 급등 다음 분기에는 0.5%p 상승했다.

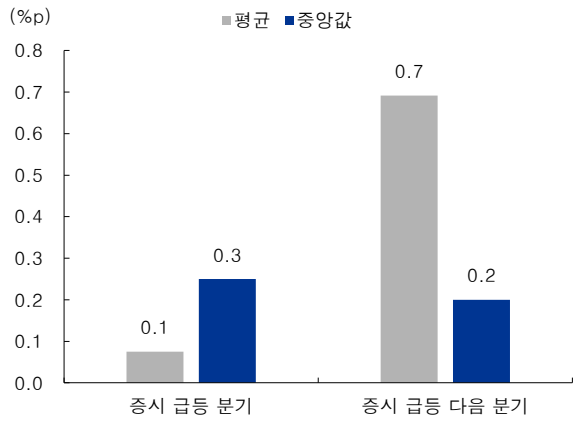
전반적으로 증시가 급등하면 그 분기보다는 그 다음 분기 성장률 개선 폭이 확대되는 모습을 보였는데 이는 증시가 경기에 선행하는데 따른 시차때문으로 추정된다. 특히 금융 위기 이후로 보면, 증시 급등 분기보다 그 다음 분기에 성장률이 개선되는 효과가 크게 나타난다. 이는 이번 2분기 증시 급등 현상이 3분기 성장률 개선에 긍정적인 영향을 줄 가능성을 암시한다. 추정 효과와 증시 상승 효과가 함께 영향을 주면서 1분기 저점 이후의 성장률 반등 기대감이 커질 수 있다.

그림 19. 2000년 이후, KOSPI 분기별 등락률



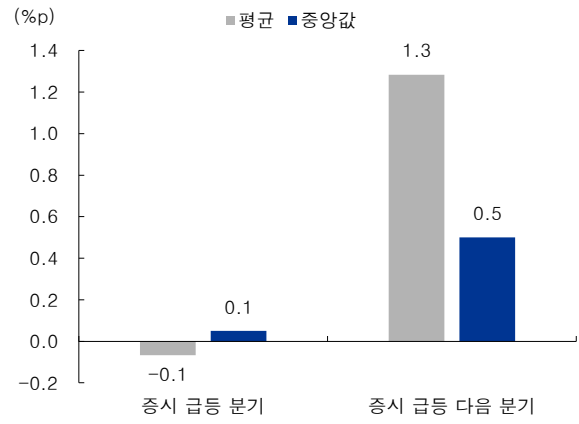
자료: Bloomberg, IBK투자증권. 주: 2025년 2분기는 6월 5일 종가 기준

그림 20. KOSPI 분기 10%이상 상승 후, GDP 개선 폭(00년 이후)



자료: Bloomberg, IBK투자증권. 주: GDP QoQ 수치 차이로 산출

그림 21. KOSPI 분기 10%이상 상승 후, GDP 개선 폭(09년 이후)



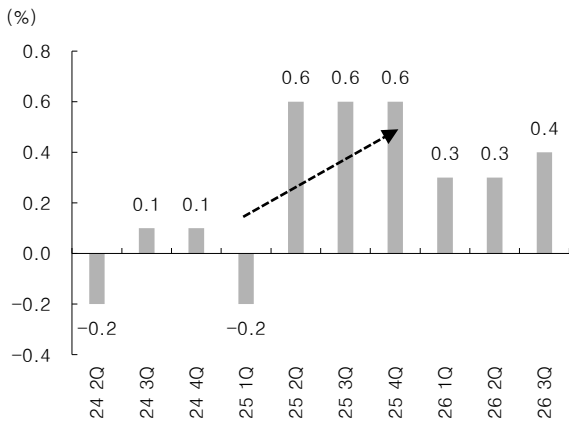
자료: Bloomberg, IBK투자증권. 주: GDP QoQ 수치 차이로 산출

5. 1분기를 저점으로 경기 반등 기대감 지속

현재 경기도 부진하고 관세 우려도 지속되고 있는 상황에서 왜 증시가 급등하는가에 대한 의문이 생길 수 있는 국면인데, 펀더멘탈 측면에서 보면 경기가 1분기를 바닥으로 뚜렷한 반등 흐름을 보일 것이란 기대감 때문이다. 1분기 경기 저점 논리는 앞서 언급대로 관세 리스크 완화, 추경 기대감, 증시 급등 등이 주요한 구성 요소가 될 것이다.

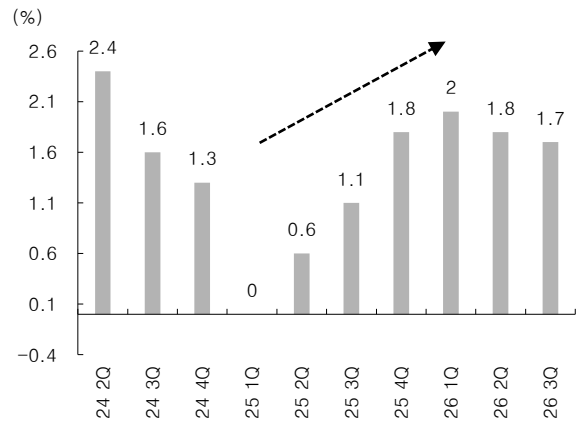
올해 1분기 성장률은 QoQ -0.2%, YoY 0%를 기록했고, 2분기에는 QoQ, YoY 모두 0.6%로 개선될 전망이다. QoQ는 올해 4분기까지 0.6% 성장이 지속될 것으로 전망되고 있고 YoY 성장률은 내년 1분기까지 상승 흐름이 지속될 것으로 전망되고 있다. 하지만 4월 상호관세에 따른 증시 급락과 지표 부진 등을 감안 시, QoQ 수치 역시 2분기보다는 3분기 혹은 4분기 고점을 나타낼 가능성이 높다고 판단된다.

그림 22. 우리나라 분기별 QoQ 성장률 컨센서스 추이 및 전망



자료: Bloomberg, IBK투자증권, 주: 25년 2분기 이후는 컨센서스 추정치

그림 23. 우리나라 분기별 YoY 성장률 컨센서스 추이 및 전망



자료: Bloomberg, IBK투자증권, 주: 25년 2분기 이후는 컨센서스 추정치

앞서 분석한 관세 리스크 완화, 추경, 증시 급등 등의 요인들과 1분기 역성장으로 우려됐던 미국 성장률이 2분기 크게 개선될 것이란 점을 감안할 때, 현재 성장률 컨센서스 수치와 반등 전망은 크게 무리가 되지 않는 수준으로 판단된다.

한은은 전월 경제 전망 수정 보고서를 통해 성장률 전망을 바꾸었는데 두 가지 특징이 있다. 하나는 올해와 내년 반기별 성장 수준을 모두 하향 조정했다는 점이고, 또 하나는 성장률 정점 시기가 올해 하반기와 내년 상반기 동일했으나 올해 하반기 수치가 크게 하향 조정되면서 내년 상반기 수치가 정점이 될 것으로 예측되는데 있다.

현재 우리나라 경기 부양이 통화 정책에서 재정 정책으로 다변화되고 있다는 점은 경기 개선 기대감을 크게 높일 수 있는 부분이다. 경기 선행 및 심리 지표의 개선 흐름을 감안 시, 경제 성장률 반등에 대한 컨센서스 신뢰도는 단기적으로 높을 전망이다.

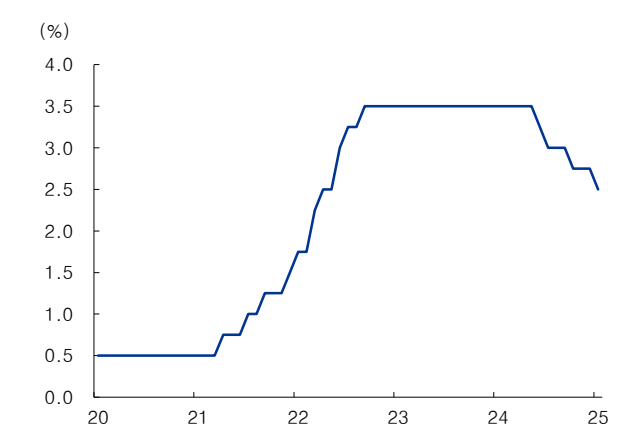
QoQ 성장률은 올해 3~4분기, YoY 성장률은 내년 1분기가 정점이라고 본다면, 주식시장은 선행성을 감안 시 3분기 말이나 4분기 정점 가능성이 유력하다. 3분기 성장률에 대한 기대가 높을 것으로 보이는 만큼 10월까지 경기 기대감은 지속될 가능성이 높다.

그림 24. 한은의 국내 GDP 전망 경로 수정



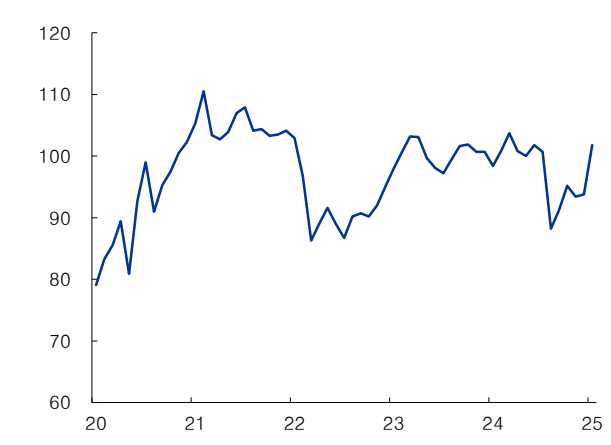
자료: Bloomberg, IBK투자증권, 주: 음영은 전망치

그림 25. 우리나라 기준 금리 추이



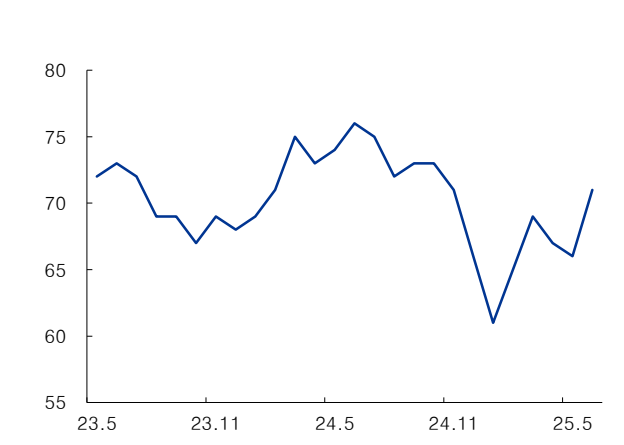
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 26. 소비자심리지수 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 27. 기업경기실사지수(전망) 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

6. 내년 경기 반등 기대감을 선 반영할 하반기 증시

증시가 단기 급등 부담을 갖고 있음에도 불구하고, 경기 개선 기대감이 상당 기간 추가적으로 반영될 수 있다고 보는 이유는 하반기 경기 개선 기대감이 내년 경기 반등 기대감으로 이어질 공산이 크기 때문이다.

내년 세계 경제는 사실상 정중동이다. 올해와 내년 세계 성장률 전망 차이는 크지 않다. 보통 이코노미스트들이 향후 미래 성장을 밝게 하는 경향성을 감안할 때 내년 경제에 대한 자신감이 높지 않다는 것을 알 수 있다. 그 만큼 내년 경제에 대한 불확실성이 크고 위협 요인이 상당히 많을 가능성을 시사해 준다.

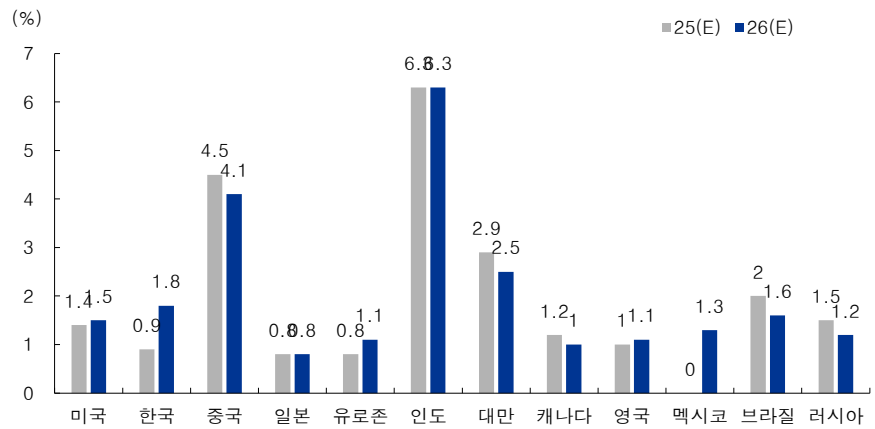
주요국들의 올해와 내년 성장률 전망치를 비교해 보면, 미국, 일본, 영국, 인도 등은 Flat 수준으로 전망되고 있고 중국, 러시아, 대만, 캐나다, 브라질 등은 성장률이 하락할 것으로 전망되고 있다. 반면, 멕시코, 한국, 유로존의 성장률은 내년에 반등할 것으로 전망되고 있다. 내년 경제를 선 반영해 간다는 측면에서 글로벌 내 우리나라에 대한 기대감이 높아질 수 있는 대목이다.

하반기 증시는 철저하게 다음 해 경기를 선 반영하는 경향이 강하다. 다음 해 성장률이 상승하는지 하락하는지에 따라 증시 방향성이 결정되는 경우가 많았고, 반대로 하반기 증시 자체가 내년 경제를 선제적으로 반영해 가는 모습을 보이는 경우도 많았다.

하반기 증시와 내년 성장률 변동 간의 관계를 살펴 보면, 흥미로운 결과가 도출된다. 올해 대비 내년 성장률이 뚜렷하게 개선될 때 하반기 증시가 상승했다는 점이다. 2000년 이후 다음 해 성장률이 개선됐던 10번의 사례를 보면 하반기 증시는 9번 상승했다. 특히 다음 해 성장률이 올해 대비 0.6%p 이상 개선됐던 8번의 경우 하반기 증시가 모두 상승했다. 반대로 다음 해 성장률이 둔화되는 경우 하반기 증시는 상승과 하락이 혼재하는 모습을 보였다.

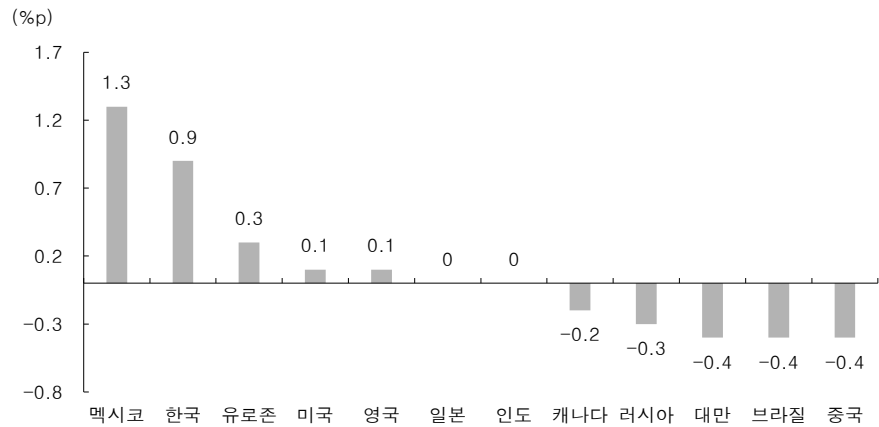
현재 추정 상 내년 성장률이 올해보다 0.9%p 개선될 것으로 보이는 만큼 하반기 KOSPI 상승 가능성은 상당히 높다고 판단된다. 물론 올해와 내년 성장률이 시간이 지날수록 추정치가 바뀌므로 실제치와는 차이가 있다. 다만, 현재 통화 및 재정 완화 정책이 동시에 시행되고 있다는 점에서 성장률 반등 기대감은 높게 유지될 전망이다.

그림 28. 주요국 올해와 내년 성장률 전망



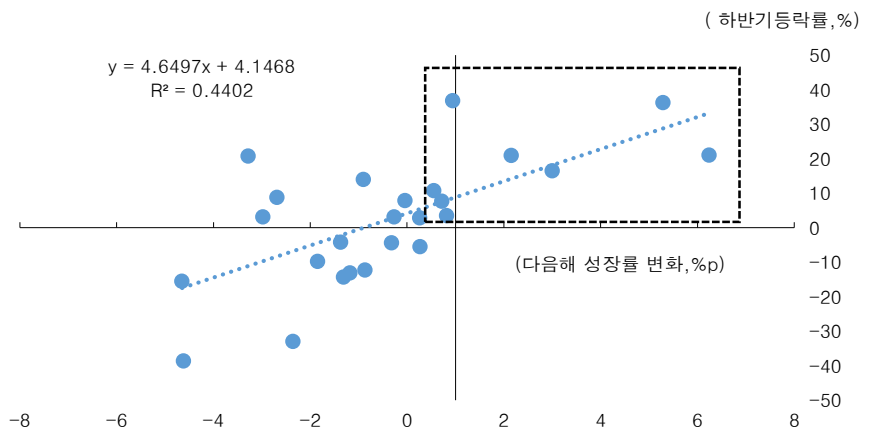
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 29. 주요국 올해와 내년 성장률 전망 차(26년 GDP 전망 - 25년 GDP 전망)



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 30. 하반기 KOSPI 등락률과 다음 해 경제 성장률 변동 폭 산점도



자료: Bloomberg, IBK투자증권

경제와 관련한 투자センチメント의 정점은 3분기 성장률 호조가 발표되는 10월 또는 내년 경제에 대한 장미빛 혹은 긍정적 전망이 주로 쏟아지는 10~11월일 가능성이 높다고 판단된다.

아이러니한 점은 우리나라 수출 경제와 상당히 밀접한 미국, 중국, 아시아 및 아세안 국가들 대부분에서 내년 성장률이 개선될 것이란 전망이 거의 없다. 그런 가운데 우리나라 성장률이 크게 개선될 것으로 보고 있는 것이기 때문에 체감 상 내년 성장률은 보수적으로 느껴질 수 있고 기대에 못 미칠 가능성이 있다.

7. 한국 OECD 경기선행지수 4분기 정점 통과 가능성 주시

앞서 GDP를 중심으로 증시 상황을 살펴 봤다면, 이번에는 경기선행지수 상황을 살펴보도록 하자. 증시와 관련한 주요 선행 지표인 한국 OECD 경기선행지수가 최근 약 2년간 상승 추세를 지속하고 있다. 작년 하반기 단기적으로 주춤했으나 상승 추세가 이어지고 있고 현재(4월 수치 기준) 101 수준에 있다.

경험적으로 OECD 경기선행지수의 변곡점과 KOSPI의 변곡점에 큰 차이가 나타나지 않는 만큼 주시해야 할 경제 지표 중 하나이다. 평균적으로 변곡점 시차가 약 1개월로 나타나고 보통 1~3개월의 선행 혹은 후행적 시차를 보인다.

순환적 관점에서 보면, 한국 OECD 경기선행지수가 경험적 상단에 근접해 가고 있지만 아직 정점에 대한 우려가 높은 시점은 아니라고 판단된다. 현재(4월 수치 기준) 101이고 2000년 이후 평균 정점은 102로 나타난다. QE(양적완화) 국면이었던 금융위기 직후와 코로나 직후 두 국면을 제외 시 평균 정점은 101.6으로 나타난다. 현재 상황이 미국 중심의 글로벌 양적완화 시기와는 확연히 다른 만큼 이 101.6은 합리적이고 비교 가능한 경험적 정점 영역으로 추정된다.

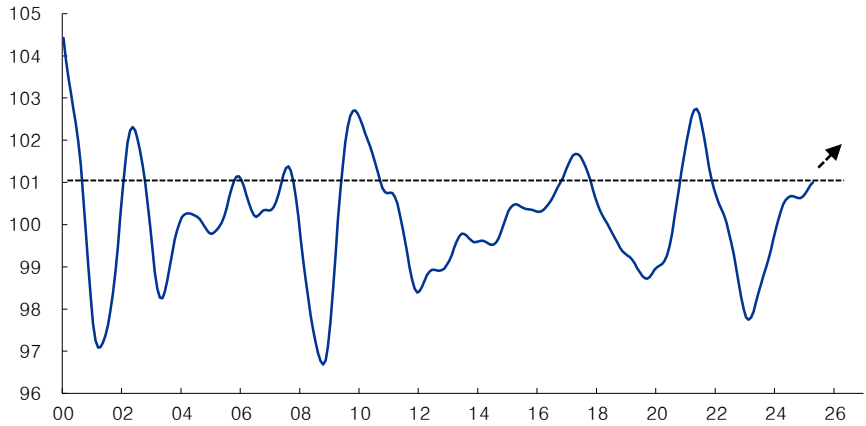
23년 2월을 저점으로 상승 중인 현재의 국면에 대한 월별 상승 폭을 평균적으로 계산해 보면 여러 기준(A,B,C,D)에 따라 약 0.04~0.15의 상승 폭을 나타낸다. 월별 상승 폭의 기준에 따라 합리적 정점 수준인 101.6까지 도달하는데 예상되는 소요 기간은 약 4개월에서 15개월이 된다. 이는 올해 8월~내년 7월 사이에서의 정점 가능성을 시사해 준다.

다만, 최근의 정부 정책 강도가 강하다는 점과 증시 상승 폭이 크다는 점을 감안할 때 연내 빠른 상승세가 예상되는 만큼 D 케이스를 제외한 4~9개월 내 정점 확인 가능성이 높다고 판단된다. 이는 10월 전후 한국 OECD 경기선행지수가 정점을 통과할 가능성을 암시한다. 4분기에 정점 통과 가능성을 고려할 필요가 있다.

한국 OECD 경기선행지수의 경험적 상승 기간과 비교해도 평균 수준까지 약 6개월 정도 추가 상승할 기간적 여력이 남아 있다. 과거 상승 사이클의 평균 상승 기간은 32개월 이었고 현재(4월 기준) 26개월째 상승 중이다.

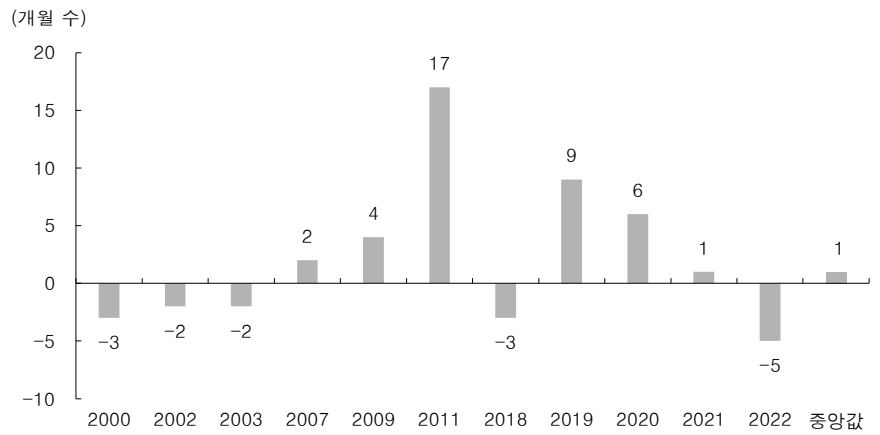
순환적 관점에서 한국 OECD 경기선행지수가 앞서 분석한 대로 10월 전후 경험적, 합리적 정점에 도달한다면 국내 증시 역시 그 시점을 전후로 고점 우려가 부각될 가능성을 염두에 둘 필요가 있다.

그림 31. 한국 OECD 경기선행지수 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

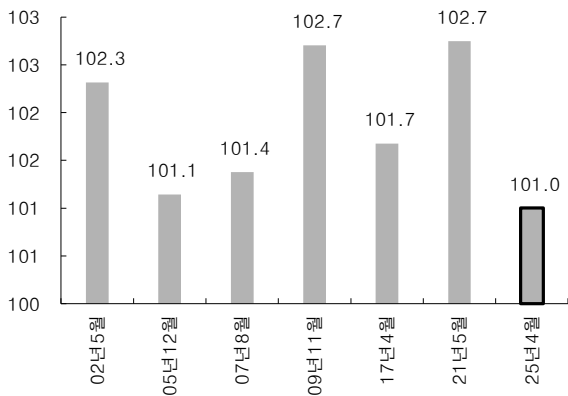
그림 32. 한국 OECD 경기선행지수 변곡점과 KOSPI 변곡점의 시차 개월 수



자료: Bloomberg, IBK투자증권

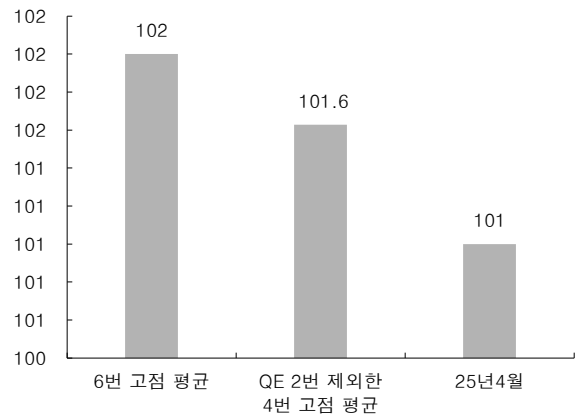
주1: 중시 변곡점 기준에서의 시차 계산
주2: (-)는 중시 변곡점이 선행함을 의미

그림 33. 한국 OECD 경기선행지수 정점 비교



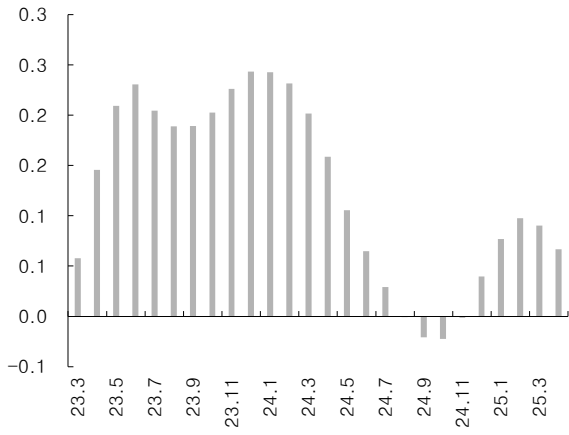
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 34. 좌측 차트 6번의 정점에 대한 평균과 현재 상황 비교



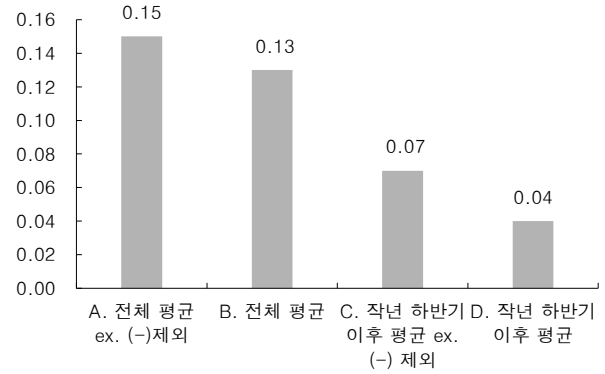
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 35. 한국 OECD 경기선행지수 월별 변동 폭



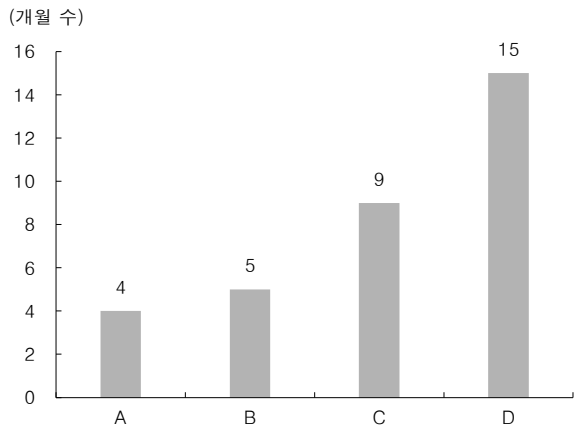
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 36. 좌측 차트 월별 변동 폭의 평균 수준



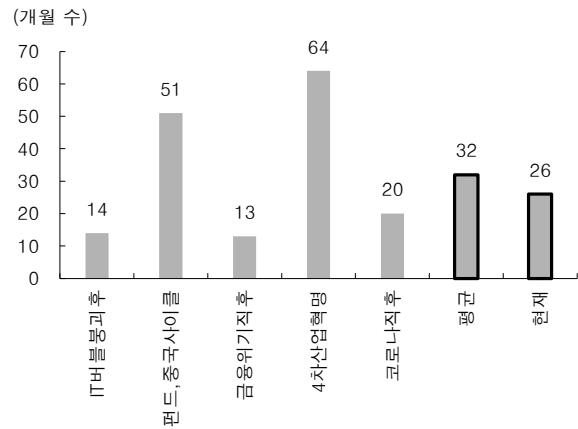
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 37. 한국 OECD 경기선행지수 상승 추세 지속 가정 시, 앞서 언급한 월별 변동 평균 상승 폭을 감안한 합리적 정점 101.6까지의 예상 도달 소요 시간



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 38. 한국 OECD 경기선행지수 상승 기간 비교



자료: Bloomberg, IBK투자증권

II. 신 정부 정책 기대감: 증시 부양책 발표, APEC 회의 주목

1. 주식 시장 관련 정책 기대감 주목

이재명 대통령은 기존 취임 대통령 당시보다도 주식 시장에 대한 관련 정책을 많이 내놓았다. 현실적인 실현 여부는 지켜봐야겠지만 정부 초기 정책 기대감이 반영될 가능성은 그 어느 정권보다도 높다고 판단된다.

이재명 정부의 주식 시장 관련 정책 기대감은 다음과 같이 대내, 대외로 나누어 크게 2가지로 나누어 살펴 볼 수 있다.

대내적인 최대 이슈는 이사회의 주주 충실 의무를 명기하는 상법 개정의 추진이다. 상법 개정안에는 이사의 충실 의무 확대, 전자주주총회 도입, 전자적 의결권 행사, 소수주주 권리 강화 등을 주요 골자로 하고 있다.

민주당은 기존에 이를 당론으로 추진한 바 있으나 윤석열 전 대통령의 거부권 행사로 폐기된 바 있다. 이번 개정의 재추진은 기존보다 내용도 더 강화된 형태로 발의될 전망이다. 민주당의 새 원내 지도부가 구성되고 당론 채택과 발의 과정을 고려할 때 7월내로 처리될 가능성이 높아 보인다.

전자 주주총회를 통해 주주들의 참여 확대가 예상되고, 상장사의 감사위원을 선임할 경우 최대주주와 특수관계인의 의결권을 ‘합산 3%’로 제한하는 3%룰이 추가되면서 기존대비 최대주주의 영향력 행사를 더 제한하는 쪽으로 바뀌었다. 또한, 기존 법안은 공포 후 1년 유예 기간을 주는 것으로 하였으나, 이번에는 대통령 공포 후 즉시 시행으로 규정하여 유예 기간 없이 진행될 전망이다.

이번 상법 개정을 통해, 기업들의 투명 경영이 강화되고 주주를 고려한 자사주 소각, 배당 확대 등의 주주 관련 정책들이 발현될 가능성이 높아졌다. 향후 기업들은 자회사 중복 상장, 물적 분할 이슈, 시장에서 바라보는 비합리적 회사 경영에 대해 좀 더 전향적이고 보수적인 의사 결정이 이루어질 것으로 예상된다. 이는 기업 가치 개선에 긍정적인 영향을 줄 것으로 보인다.

특히, 자사주 소각 의무화 공약은 자사주 비중이 높은 기업들의 투자センチ먼트에 긍정적으로 작용할 수 있다. 자사주 비중이 높은 업종은 주로 증권, 보험, 지주사 등으로 나타나 이들 업종의 주식 수 감소와 EPS 개선 기대감이 높아질 것으로 예상된다.

하지만, 기업 입장에서는 상법 개정안이 다소 빠르고 일방적으로 진행된다는 느낌을 받을 수 있어 향후 정부와 기업간 마찰 가능성이 나타날 수 있다. 기업들은 상법 개정으로 인해 경영권 방어에 어려움이 발생하며 회사 경영의 지배력이 약화되고 소송 이슈에 휘말릴 수 있으며 투자, 자금 조달 및 M&A 등의 여력이 약화될 가능성이 있다. 특히 권고가 아닌 의무화 형태로 진행될 경우 자사주 소각에 따라 재무 건전성 및 경영 악화가 심화되는 기업들도 나올 수 있고 기업들의 장기 로드맵이 바뀌어야 할 수 있다. 추후 기업들의 의견 개진과 정책 조율의 필요성도 대두될 수 있다.

표 2. 현행 상법과 상장회사지배구조법 제정안 비교

	주제	현행 상법	상장회사지배구조법 제정안
1	이사의 총실의무 대상 확대	• 회사를 위하여	• 전체 주주 이익을 공정하게 보호
2	대기업 집중투표제 의무화	• 정관배제 可(3%rule 적용)	• 정관배제 不可
3	감사위원 전원 분리선출	• 분리선임 1명 이상 • 최대주주의 사외 감사위원 선임시 개별3%	• 전원 분리선임(최소 3명 이상의 독립이사) • 최대주주의 독립 감사위원 선임시 함산3%
4	사외이사 규제 강화 및 사내이사 결격사유 신설	• 상장사 사외이사 인원 1/4	• 사외이사 명칭변경(사외이사 → 독립이사) • 사외이사 결격사유 강화(재직 6년 초과 등) • 사외이사 인원확대(1/4 → 1/3) • 사내이사 결격사유 신설
5	3% Rule 적용대상 확대	• ①감사·감사위원 등 선·해임시, ②집중투표 배제 관련 정관 변경시	• ①계열시간 합병·분할, ②내부거래 추가 • '자산' 양수도에 주식매수허구권 부여
6	자사주 취득 제한 및 소각 의무화	• 취득 목적 제한 無 (합병, 권리실행, 단주처리 등 특정 목적 可) • 처분 제한 無	• 취득 목적 제한(소각 주식보상 限) • 취득 처분 요건·방법 제한(대통령령 기준) • 소각 의무화(341조의2 특정목적 취득인 경우)
7	이중대표소송 요건 완화	• 모자관계 要(자회사 지분율 50% 이상)	• 모자관계 不要(피출자회사 지분율 30% 이상)
8	소수주주권 행사 요건 완화	[요건] 6개월 이상 보유 + 지분율 • 임시주총 소집 1.5% • 주주제안 1%(자본금 1천억 0.5%) • 이사 해임청구 0.5%(자본금 1천억 0.25%) • 회계장부 열람 등사 0.1%(자본금 1천억 0.05%) • 위법행위 유지청구 0.05%(자본금 1천억 0.025%) • 주주대표소송 0.01% / 이중대표소송 0.5%	[요건] 6개월 이상 보유 + 지분율(완화) • 임시주총 소집 1.5%(자산 2조원 0.75%) • 주주제안 0.1% • 이사 해임청구 0.25%(자산 2조원 0.125%) • 경영장부 열람 등사 0.05%(자산 2조원 0.025%) • 위법행위 유지청구 0.025%(자산 2조원 0.0125%) • 주주대표소송/이중대표소송 0.001%
9	의무공개매수제도 도입	-	• 매수 후 20% 이상 보유시 → 잔여주식 전부 대상 의무공개매수 • 의무공개매수 후 50% 미만일시 → 지분율 20% 미만으로 의무조정
10	권고적 주주제안 도입	• 주총 권한 사항에 대해 주주제안 可 • 주총은 상법·정관에 정하는 사항 한해 결의 可	• 주총 권한 아닌 사항 주주제안(권고적 주주제안) 可 → 다만, 결의시 이사회·회사 구속력 無
11	병행 전자주총·전자투표 의무화	• 전자주총 규정 없음 • 전자투표 허용	• 전자주총 병행 의무화(대통령령으로 정한 상장사) • 상장사 전자투표 의무화
12	상장회사 임원 책임감면 적용 배제	• 이사의 책임 감면 (보수의 6배(사외이사는 3배) 초과금액 면제)	• 상장사 일련·이사의 책임 감면 배제
13	종류주식 발행 제한	• 발행 제한 無(발행주식총수의 1/4 限) * 의결권 배제·제한 종류주식 등 발행 可	• [발행 제한] ①의결권 없는 종류주식 (배당 등 내용 다른 경우 限) • [발행 금지] ②의결권 제한 종류주식, ③회사 전환권 행사 종류주식
14	이사의 보수 과다 지급 제한	• 주총 결의로 보수액 결정 (정관에 있는 경우 정관 우선)	• 보수정책 주총 결의 의무, 보수보고서 공시 • 보수위원회 설치 의무화(독립이사 3인 이상)
15	주총 소집 통지기한 등 확대	• 주총 소집 통지기한 : 주총 2주 前 • 사업·감사보고서 통지기한 : 주총 1주 前	• 주총 소집 통지기한 : 주총 4주 前 • 사업·감사보고서 통지 기한 : 주총 2주 前
16	분할·분할합병시 자사주 신주배정 금지	• 규정 無(실무 관행상 신주배정 허용)	• 분할회사 자사주에 신설회사 신주배정 금지 • 신설회사의 자사주 승계 不可

자료: 한국금융법학회, IBK투자증권

표 3. 이재명 정부 주요 주식시장 관련 공약

내용
<p>대한민국 중장기 경제·산업 성장 로드맵 발표 → 취임 후 중장기 경제성장 로드맵 제시</p>
<p>공정한 시장 질서 확립 → 주가조작·시세조정 '원스트라이크 아웃제' 도입 → 미공개 정보 활용 임직원·대주주의 불공정 행위 엄단</p>
<p>기업지배구조 투명성 향상 → 주주 충실의무 '상법' 개정 재추진 → 소액주주를 대표하는 이사 선임 위한 '집중투표제' 활성화 → '뜨개기 상장'시, 기존 모회사 일반주주에게 신주 우선 배정 → 자사주 원칙적 소각으로 주주 이익 환원 제도화</p>
<p>외국인 투자 여건 개선 → 실용외교 통한 '코리아 리스크' 관리 → MSCI 선진국 지수 편입 위한 로드맵 마련</p>

자료: 이재명 대통령 공식 웹사이트, IBK투자증권

표 4. 더불어 민주당 경제 관련 주요 공약

분야	내용
AI	<ul style="list-style-type: none"> - 인공지능 대전환(AI)을 통해 AI 3강 도약 - 세계 최강의 AI 인프라 구축(AI 고속도로) - K-AI 투자 100조원 시대 개막 - 누구나 AI의 편리를 누리는 '모두의 AI 프로젝트' 추진 - 미래인재 양성 - 'AI Testbed Korea' 건설
산업	<ul style="list-style-type: none"> - 첨단산업 혁신 K-이니셔티브로 경제안보 강화 - 주력산업의 첨단화로 지속 가능한 미래 산업경쟁력 강화 - 반도체, 이차전지 등 초격차 첨단기술 혁신생태계 강화 - 초격차 기술과 공급망 안정화를 위한 소재부품장비 정책 추진 - 디지털 전환(DX)·인공지능 전환(AI) 가속화로 산업 생태계 혁신 추진
조세	<ul style="list-style-type: none"> - 주력 제조업 경쟁력 강화를 위한 전략산업 국내생산 촉진세제 도입
금융	<ul style="list-style-type: none"> - 국민·기업 등이 함께 참여하는 대규모 펀드 조성 및 첨단전략산업에 대한 자금공급 확대
통상	<ul style="list-style-type: none"> - 국익 극대화와 산업 경쟁력을 제고하는 전략적 통상정책 추진 - 통상과 무역으로 얻은 성과가 모든 국민에게 골고루 돌아가는 국익 최우선의 통상 - 첨단주력 산업의 글로벌 경쟁력 강화로 일자리 만드는 통상 추진 - 기후위기에 따른 글로벌 환경무역 대응역량 강화 - 글로벌 역량을 보유한 내수 강소·중견기업의 수출기업화 추진
균형발전	<ul style="list-style-type: none"> - 재개발·재건축 규제 합리화 및 지원확대 - 맞춤형 공공분양, 고품질 공공임대 공급 확대 - 5대 초광역권(수도권·동남권·대경권·중부권·호남권) 별 광역급행철도 건설
과학기술	<ul style="list-style-type: none"> - 안정적 R&D 예산 확대 - 청년 과학기술인에 대한 지원 확대 및 연구환경 적극 조성 - 지역 자율 R&D 적극 추진으로 지방 혁신 역량 증진
소상공인/자영업자	<ul style="list-style-type: none"> - 12.3 비상계엄 피해 지원, 수수료 인하 등 금융 및 경영부담 완화 - 지역화폐 발행 확대 등 소비진작과 소상공인 폐업 및 재가지원 - 대환대출 활성화, 월세 지원 등 취약계층 금융접근성 제고 및 주거안정 지원
청년	<ul style="list-style-type: none"> - 청년 자산형성 지원을 위한 청년미래적금 신설 - 청년 맞춤형 재무상담 프로그램 도입 - 가상자산 현물 ETF 발행·상장·거래 허용
기후위기/에너지	<ul style="list-style-type: none"> - 에너지고속도로 건설로 재생에너지 첨단산업 적기공급 - 탄소중립산업 국산화로 기업경쟁력과 기후통상 역량 강화 - 선진국으로서의 책임에 걸맞는 온실가스 감축목표 수입
의료	<ul style="list-style-type: none"> - AI기반 디지털헬스케어 전략적 육성 - 비대면진료 허용 법제화 - 제약바이오 투자확대와 글로벌 진출 지원 - 의료기기산업 혁신성 강화
농림	<ul style="list-style-type: none"> - 국가가 먹거리를 책임지고, 누구나 살고 싶은 행복한 농촌 조성 - 선진국형 농가소득망과 재해안전망 도입 - 농가 태양광 확대로 햇빛연금지급 - 퇴직연금제 도입으로 노후 보장 및 세대 전환

자료: 더불어민주당 공식 홈페이지, IBK투자증권

2. MSCI 선진국지수 편입 적극 추진

이재명 대통령은 MSCI 선진국지수 편입 적극 추진을 주요 공약으로 제시했다. 우리나라는 1992년 MSCI 신흥국(EM)지수에 편입된 이후로 줄곧 신흥국지수에 위치해 있다. 2008년 관찰대상국에 등재됐지만 승격에 실패했고 2014년에는 관찰대상국 리스트에서도 제외됐다.

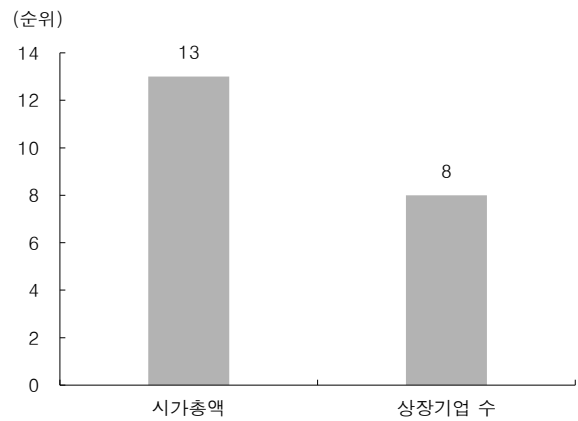
우리나라는 이미 세계 10대 경제 대국으로 발돋움했고, 세계은행에 따르면 주식시장은 시가총액 세계 13위, 상장기업 수 8위로 규모 측면에서 충분히 선진국지수에 포함될 만하다고 볼 수 있다.

표 5. MSCI 2024년 시장 분류

분류	지역	국가
선진 시장	아메리카	미국, 캐나다
	유럽·중동·아프리카	영국, 독일 등 16개국
	아시아태평양	일본, 홍콩, 싱가포르 등 5개국
신흥국 시장	아메리카	멕시코, 브라질 등 5개국
	유럽·중동·아프리카	이집트, 헝가리 등 11개국
	아시아태평양	한국, 중국, 인도 등 8개국
프론티어 시장	아메리카	-
	유럽·중동·아프리카	바레인, 요르단 등 24개국
	아시아태평양	베트남, 파키스탄 등 4개국

자료: MSCI, IBK투자증권

그림 41. 한국 주식시장 규모 세계 순위



자료: 세계은행, IBK투자증권, 주: 2022년 기준

하지만 주식 시장 접근성 평가에서 낮은 평가를 받고 있어 편입이 지속적으로 불발되고 있다. 2024년 한국 주식시장에 대한 MSCI 지적 사항을 정리해 보면 다음과 같다.

표 6. 2024년 한국주식시장에 대한 MSCI의 지적 사항

내용
- 영문 공시 부족
- 기업 지배구조 정보 불분명
- 외국인 투자자 등록제 등 과도한 규제
- 외국인 통합계좌의 낮은 활용도
- 장외거래 제한
- 글로벌 스탠다드에 부합하지 않은 배당절차
- 역외 외환시장 부재
- 공매도 금지
- 인덱스 상품 개발 어려운 환경

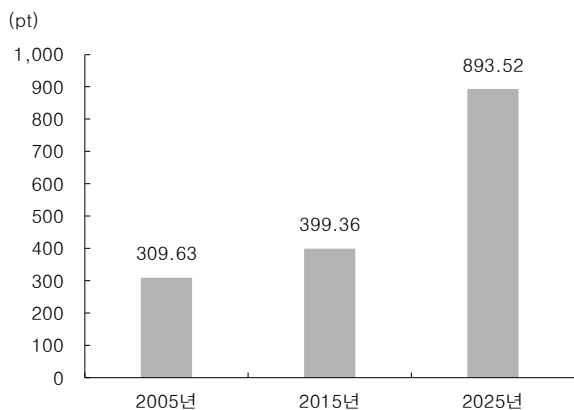
자료: MSCI, 언론 보도 인용, IBK투자증권

이번 6월 편입을 위한 관찰대상국 등재는 당장 쉽지 않을 전망이다. 이번 정부의 적극적인 노력으로 개선 내용을 해결한다고 가정할 경우 내년 6월 관찰대상국 지정 그리고 내후년 6월에 실제 지수 편입이 가능할 전망이다. 베스트 시나리오 하에서도 일정 부분 물리적 시간은 필요하다. 따라서, 대내 이슈보다는 좀 더 중장기적인 관점에서 바라 볼 필요가 있다.

다만, 실제 MSCI 선진국 지수 편입이 현실화될 경우 외국인 수급 및 증시 상승 효과는 시장의 예상보다 상당히 클 수 있다. 여기에는 2가지 이유가 있는데, 하나는 글로벌 주식시장과 우리나라 주식시장의 밸류에이션 격차가 과거보다 더 커져서 국내 증시의 저 평가 상황이 극대화됐기 때문이고 또 하나는 과거보다 글로벌 주식 시장 규모 자체가 매우 커져서 지수 비율 배분에 따른 수급 유입 효과가 크게 증가할 수 있기 때문이다. MSCI 글로벌 지수는 10년전대비 약 2배, 20년전대비 약 3배 상승했다.

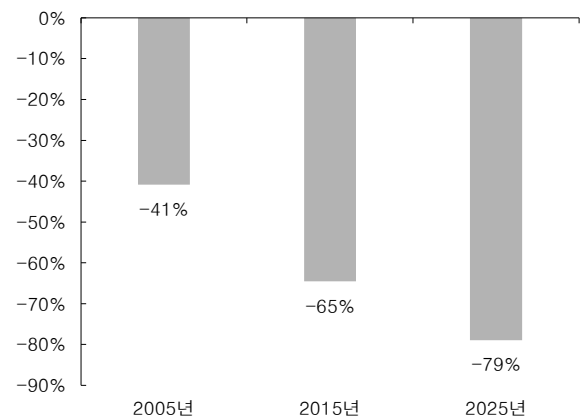
MSCI 선진국지수 편입 시 자금 유입 효과를 살펴 보면, 자본시장연구원은 최대 360억 달러, 한국경제연구원은 최대 547억 달러, 골드만삭스는 560억 달러를 전망하고 있다. 이는 원화로 환산 시 대략 49조원, 74조원, 76조원에 해당하는 상당한 금액이다.

그림 42. MSCI AC WORLD Index 수준 비교



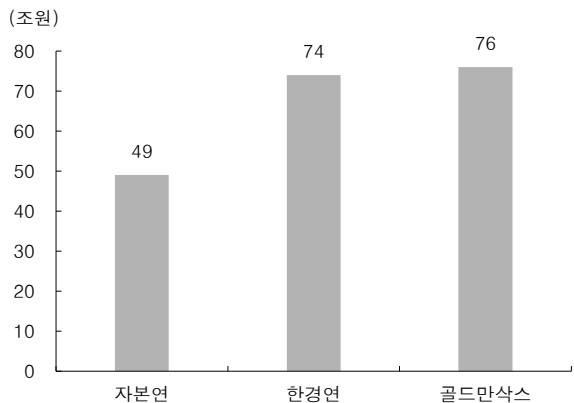
자료: MSCI, IBK투자증권

그림 43. 미국증시대비 한국증시 할인율 비교



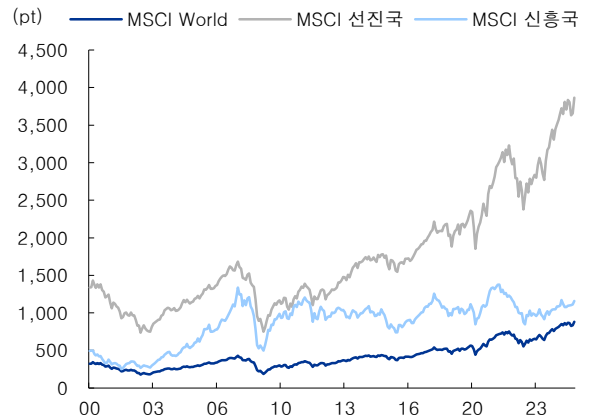
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 44. MSCI 선진국 지수 편입에 따른 자금 유입 효과 추정



자료: 뉴스시스 언론보도 인용, IBK투자증권

그림 45. 2000년 이후 MSCI 지수 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

3. 정부 정책과 경제 그리고 주식 시장

대통령 취임 초기 신 정부의 정책 기대감이 반영되는 것은 일반적인 현상이다. 대통령 직선제가 시작된 제 6공화국 이후로 역대 정권은 핵심 정책을 발표했고 그에 맞는 인선과 다양한 구체안들을 내놓은 바 있다.

표 7. 역대 정권 핵심 정책 및 정책 키워드

대통령	정부 명칭	핵심 정책
노태우	제 6공화국	경제 개방, 200만호 주택 건설 공약(수도권 인구집중, 부동산 가격 폭등 및 투기 과열 부작용 발생)
김영삼	문민정부	국영기업의 민영화, 금융 시장의 자유화 및 외환시장 개방 등 자유시장경제의 정착
김대중	국민의정부	신자유주의, 남북교류
노무현	참여정부	지방분권
이명박	(실용정부? 실패)	녹색성장, 기업 중심의 경제 강화, 시장 친화적 개혁
박근혜	(민생정부? 실패)	창조경제(기술 혁신과 창의적 산업을 바탕으로 한 경제 성장 모델 제시)
문재인	문재인정부	소득성장주의
윤석열	윤석열정부	공정경제, 규제 개혁, 시장 친화적 성장
이재명	이재명정부 (국민주권정부)	민주주의 회복 및 제도 개혁, 자본시장 활성화, 경제 성장과 AI 등 신산업 육성, 국민통합

자료: IBK투자증권

대선 후 코리아벨류업지수와 대형주를 중심으로 정책 기대감이 강하게 반영되고 있다. 그러나 신 정부 취임 초기의 기대감을 중장기적으로 지나치게 낙관하는 것은 조심스럽게 볼 필요가 있다. 취임 초기 정책이 중장기적으로 지속되는 것은 현실적으로 쉽지 않다. 취임 후 정책과 관련한 다양한 변화가 발생하고 노이즈가 생기기도 하고 보통 대통령 지지율은 하락하는 경향이 있다. 대통령 스스로가 공약을 수정하거나 폐기하기도 하고 의회와 여론의 반대로 실현되지 못하는 경우도 있다. 정책 수행을 어렵게 만드는 매크로 환경과 자연 재해, 글로벌 지정학적 리스크가 발생하기도 한다.

역대 정권의 임기 내 평균 공약 이행률은 33% 수준으로 평균적으로 공약 3개 중에 1개 정도가 실현된다고 볼 수 있다. 이는 미국 대통령의 공약 이행률과 크게 다르지 않다. 취임 초기에는 공약 대부분이 실현될 수 있다는 기대감을 갖게 되지만 현실은 그렇지 못했다.

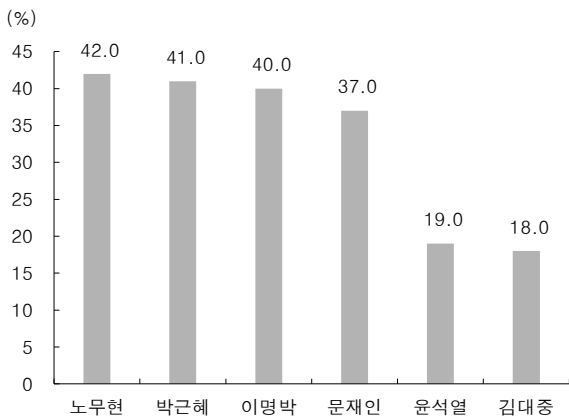
또한 정책의 이행 강도가 중장기적으로 경제와 주식 시장에 뚜렷한 상관성을 보이지 않는다는 점을 인지할 필요가 있다. 각 정권의 공약 이행률과 경제 성장률 간에는 무 상관의 경향이 나타나고, 공약 이행률과 주식 시장 간에는 다소 양의 상관성이 있으나 통계적으로 의미 있는 수준은 아닌 것으로 판단된다.

취임 초기 허니문 기간을 지나면서 시장 참여자들은 기대감 그 이후를 냉정하게 바라보기 시작하게 된다. 기존 탄핵 이후의 정권 교체로 유사성을 보이는 2017년 상황을 상기해 보면, 당시 문재인 정부는 소득 성장주의를 표방하고 국정 운영 5개년 계획 및 100대 국정 과제가 7월 하순에 발표됐고 여러 정책을 제시했으나, 소득성장주의 성장을 사실상 총괄했던 경제수석이 문 대통령 취임 후 1년 1개월 만에 경질된 바 있다. 이것은 하나의 예이고 많은 경우에서 대통령 취임 후 측근과 정무직 인선이 이뤄지지만 오래 가지 못하고 바뀌는 경우를 자주 접하게 된다.

공약 이행률과 주식 시장의 관계는 KOSPI를 대통령 취임 후 1년 등락률로 살펴 보더라도, 공약 이행률과 상관성을 보이지 않는다. 경제와 주식시장은 중장기적으로 정부 정책 외에도 세계 경기 사이클, 글로벌 통화 정책 변화, 기업 실적, 신 성장 산업 등 다양한 요인에 의해 영향을 받아왔다.

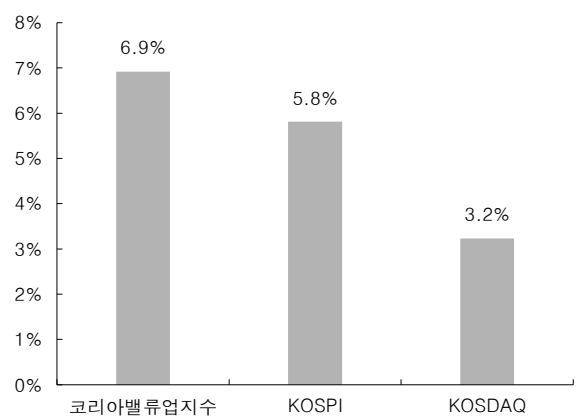
다만, 과거 공약과 경제 그리고 주식 시장의 관계가 기대와 같이 높은 상관성을 보이지 않는다 하더라도 이번 신 정부는 상법 개정을 비롯해 자본 시장 특히 주식 시장에 관한 정책 관심도가 높은 만큼 이전보다 주식 시장에 미치는 영향은 좀 더 긍정적일 것으로 예상된다.

그림 46. 역대 정권 공약 이행률



자료: 언론 보도 인용, IBK투자증권
 주: 윤석열 전 대통령의 경우 2년 기준

그림 47. 공약 이행률과 증시 관계

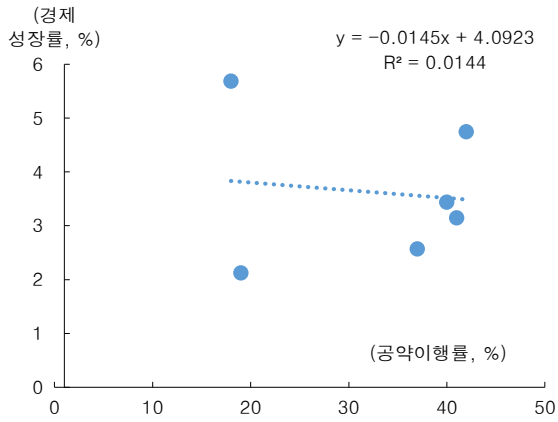


자료: Bloomberg, IBK투자증권

정부 정책의 구체화를 위한 인선과 실제 정책 발표는 일정 기간 시간이 필요할 수 밖에 없다. 인선에 뒤따르는 청문회 등을 또한 고려해 보면 정책의 구체안들이 나오기까지는 약 2~3개월에 걸쳐 시차를 고려할 필요가 있다.

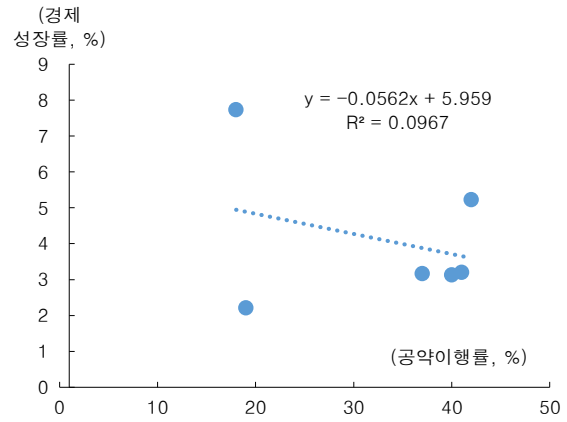
인선, 정책 준비 등을 감안할 때, 8~9월 구체적인 정책안들이 발표될 것으로 예상되고 그 정책안에 대한 기업들과의 대면, 반응, 동참 등이 9~10월에 표출될 것으로 예상된다. 최근 정책 기대감으로 단기 급등했던 주가는 단기 반락 가능성이 있으나 구체안이 발표되면서 관련 업종을 중심으로 펀더멘탈 이슈가 반영될 가능성이 열려 있다.

그림 48. 공약 이행률과 경제 성장률(임기 내 평균) 관계



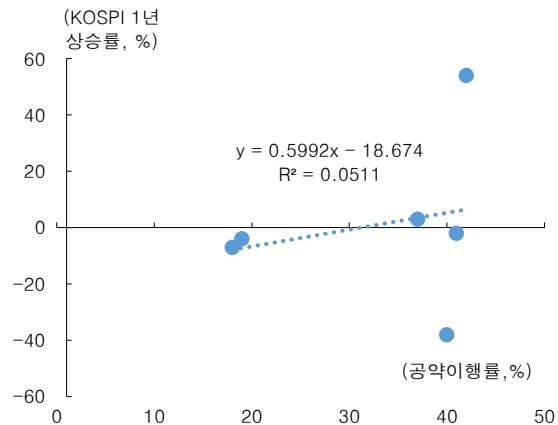
자료: 언론 보도 인용, Bloomberg, IBK투자증권
 주: 윤석열 전 대통령의 경우 2년 기준

그림 49. 공약 이행률과 경제 성장률(임기 내 중앙값) 관계



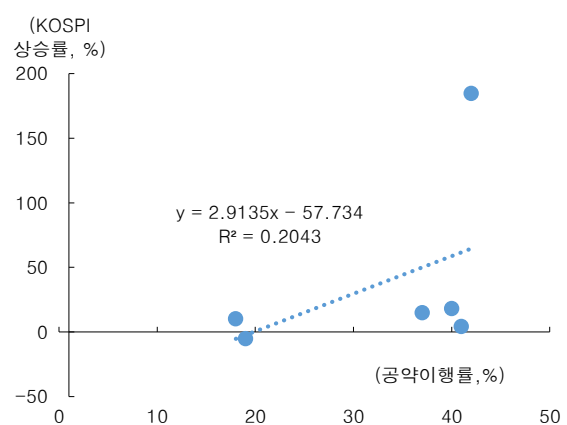
자료: 언론 보도 인용, Bloomberg, IBK투자증권
 주: 윤석열 전 대통령의 경우 2년 기준

그림 50. 공약 이행률과 취임 후 1년 증시 관계



자료: 언론 보도 인용, Bloomberg, IBK투자증권. 주1: KOSPI는 임기 내 상승률
 주2: 윤석열 전 대통령의 경우 2년 기준

그림 51. 공약 이행률과 임기 기간 증시 관계



자료: 언론 보도 인용, Bloomberg, IBK투자증권. 주1: KOSPI는 임기 내 상승률
 주2: 윤석열 전 대통령의 경우 2년 기준

4. 10월말 경주 APEC 정상회의 주목

앞서 신 정부 정책 기대감을 공약 관련 정책 중심으로 살펴 봤다면, 또 하나의 주요한 이슈는 대미 무역 협상이 될 전망이다. 이번 달 G7 회담은 준비 기간이 짧아 현실적이고 구체적인 협상안이 도출되기 어려울 것으로 보인다. 그리고 현재의 관세 유예 기간이 7월에 추가로 연장될 것으로 예상된다. 그래서 10월말에 있을 경주 APEC 정상회담이 중요한 협상 이벤트가 될 전망이고 그때까지 협상 기대감이 지속될 것으로 예상된다.

아직 APEC 정상회의에 대한 구체적인 논의 사항들이 거론되고 있지 않으나, 20년 만에 우리나라에서 개최된다는 점과 신 정부가 실용적 외교 정책을 펼칠 가능성이 높기 때문에 컨트롤 타워 부재 리스크가 완화되고 주식 시장에 긍정적 이벤트로 작용할 가능성이 크다고 판단된다.

표 8. 2025년 제 32차 APEC 정상회의

비고	내용	
APEC 정의	아시아태평양 경제협력체(Asia-Pacific Economic Cooperation)로 아시아 및 태평양 지역의 경제성장과 번영을 목표로 하는 협의체	
제 32차 APEC 정상회의 주제	우리가 만들어가는 지속가능한 내일	
중점과제	연결(Connect), Innovate(혁신), Prosper(번영)	
개최일	미정 (25년 10월 말~ 11월 초 개최 예상)	
장소	대한민국 경상북도 경주시	
참여 회원 (약 2만여 명)	동아시아(12)	한국, 중국, 일본, 대만, 홍콩, 인도네시아, 말레이시아, 베트남, 태국, 필리핀, 싱가포르, 브루나이
	미주(5)	미국, 캐나다, 멕시코, 페루, 칠레
	대양주(3) 및 기타(1)	호주, 뉴질랜드, 파푸아뉴기니, 러시아
	옵저버 기구(3)	ASEAN사무국, 태평양제도포럼(PF)사무국, 태평양경제협력위원회(PECC)
APEC 특징	개방적 지역주의 추구	역내 무역자유화 + 경제기술협력 혜택 역외공유 (EU, NAFTA 등과 구별)
	자발적 전원합의적 의사결정	회원국의 자발적 의사에 기초한 협력 추구 합의(Consensus)에 의한 의사결정
	관료화 배격 및 실용적 운영	회원국 주도 회의체, APEC사무국 역할 최소화(국제기구와 상이) 협력 대상분야의 점진적 확대, 발전과 제도화 추구
	Retreat(비격식 화합) 비공식 협의방식 채택	Retreat(비격식 화합) 방식의 자유롭고 진솔한 논의 제공 아태지역 정책공조* 및 유대관계의 장외로 역할 *97년 아시아 금융위기, 2001년 9/11테러, 조류인플루엔자, 코로나19 등
민간부문 참여 매커니즘 확보	APEC 기업인자문위원회(ABAC) 출범(1996년) → 정상-ABAC 대화, 최고경영자회의(CEO Summit) → 각 회원국별로 기업인 3인(중소기업 대표 1명 포함) 임명 이슈별 민간 협의체를 통한 민간 협력 도모 → 자동차대화, 화학대화, 생명과학혁신 포럼 등	

자료: 2025 APEC 준비지원단, 경주시, IBK투자증권

Ⅲ. 달러 약세 기대감· 3Q GDP, 4Q FOMC 인하, 차기 연준 의장 인선

1. 환율관찰 대상국 지정, 하반기 중국도 포함될 수 있다는 경계감

앞서 언급한대로 우리나라 경기 반등 기대감으로 인해 연내 원화 강세 압력이 지속될 가능성이 높다. 원/달러 환율이 최근 고점대비 급격하게 하락했으나 여전히 다른 통화 대비 좀 더 긴 호흡에서 절상 폭이 매우 큰 상황은 아니다.

한편, 우리나라는 작년 11월 다시 환율관찰 대상국에 포함되었고 이번 5일 미국 재무부 반기보고서에서도 환율관찰 대상국에 포함되었다. 무역 흑자와 경상 수지 흑자가 지속되고 있어 미국이 계속해서 예의 주시하고 있는 것으로 판단된다.

이번 환율관찰 대상국 지정이 새로운 재료가 아니라 기존 변수가 지속된다는 개념으로 보면 시장에 미치는 영향 자체는 크지 않을 것으로 보인다. 즉, 이번 지정으로 인해 외환 시장의 변동성이 커질 것으로 보이지는 않는다는 의미다.

다만, 이번 지정 보고서가 무역 협상 속에서 이루어지고 있는 환율 협상에 대해 미국의 원화 강세 압력의 요인으로 작용할 가능성은 있다. 미국은 우리의 과도한 흑자에 대한 그리고 과도했던 원화 약세에 대해 논의하기를 원할 것이다.

또 하나 중요한 것은 원화와 유사한 궤적을 보이는 국면이 많았던 위안화의 경우도 협상 대상이 될 수 있다는 점이다. 이번 보고서에서 중국이 환율관찰 대상국으로 포함되지는 않았지만 4분기에 발표될 하반기 보고서에서 중국을 환율관찰 대상국으로 포함할 수 있다는 암시를 주었다. 중국의 무역 흑자에 대해 그리고 외환 시장에 대해 예의 주시하는 경계 코멘트가 나왔고 이와 같은 경계감이 외환 시장에 위안화 강세 및 원화 강세를 이끌어낼 수 있다.

결국 이번 환율관찰 대상국 지정에 따른 대미 원화 강세 압박과 4분기에 나올 하반기 보고서에서 중국이 대상국으로 지정될 수 있는 경계감이 더해지며, 정책 관련 경계성 원화 강세가 지속될 가능성이 높다.

공교롭게도 하반기 환율보고서 발표와 APEC 정상회의 시기가 비슷할 것으로 보여 정책 측면에서 그때까지 원화 강세 압력이 쉽게 꺾이지 않을 가능성이 높다고 판단된다.

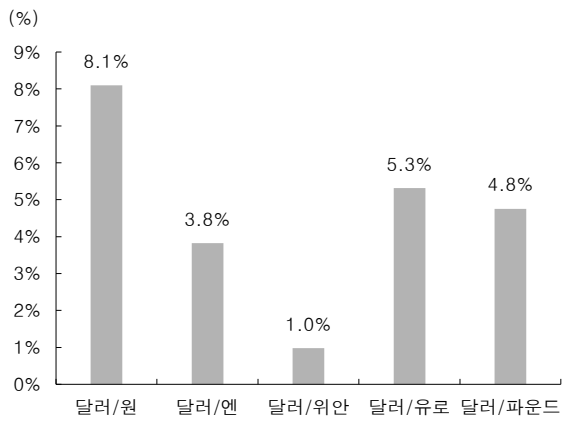
2분기 이후 원/달러 환율이 8.1% 급락하면서 강한 원화 강세가 나타나고 있으나, 2022년 이후로 보면 여전히 여타 통화대비 크게 절하되어 있다. 환율이 충분히 하락했다고 보기에는 아직 시점과 수준 상 이를 수 있다.

표 9. 환율보고서상 요건 및 한국 평가 결과

美 교역축진법상 평가기준(세부기준)	한국평가	
1. 현저한 對美 무역흑자(상품+서비스 흑자 150억불 이상)	55억불	O
2. 상당한 경상흑자(경상흑자 GDP 대비 3% 이상)	5.3%	O
3. 지속적일방항시장개입(8개월이상+GDP 2%이상 달러순매수)	△0.6%	X

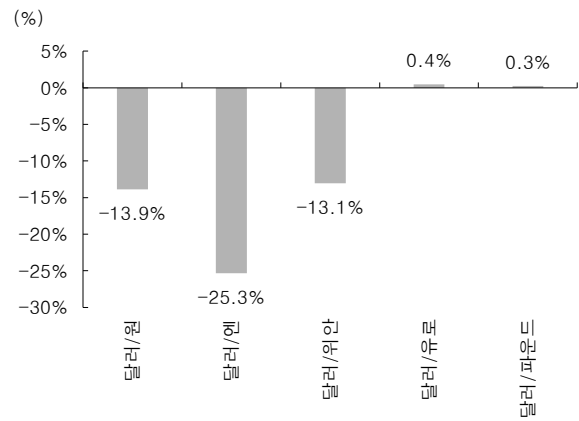
자료: 미국 재무부, IBK투자증권

그림 52. 2분기 이후 주요 통화의 달러대비 절상 폭



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 53. 2022년 이후 주요 통화의 달러대비 절하 폭



자료: Bloomberg, IBK투자증권

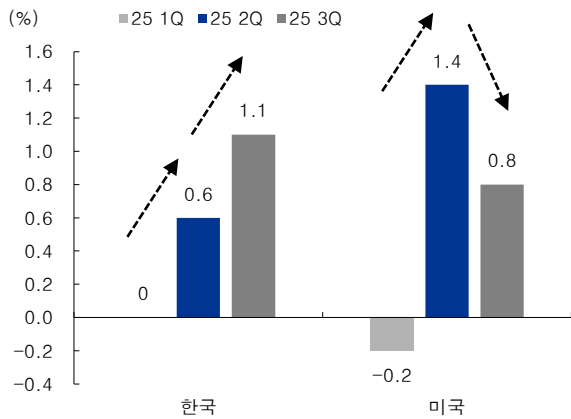
2. 3분기 GDP: 한국은 반등 vs 미국은 둔화

韓美 2분기 GDP는 모두 뚜렷한 반등 기조를 보일 전망이다. 1분기 부진했던데 따른 기저효과가 있고 우리나라는 추경 및 중시 급등 효과, 미국은 수입 폭증 우려 완화 등이 긍정적인 영향을 줄 전망이다.

그런데 韓美 3분기 GDP의 방향 전망은 다르다. 우리나라는 추경 효과와 금리 인하 효과 등 통화, 재정 정책의 동반 경기 부양으로 경기 회복세가 지속될 것으로 보이는 반면 미국은 금리 동결 기조가 지속되고 물가 반등 우려 등으로 인해 3분기 GDP가 다소 하락할 것으로 전망되고 있다.

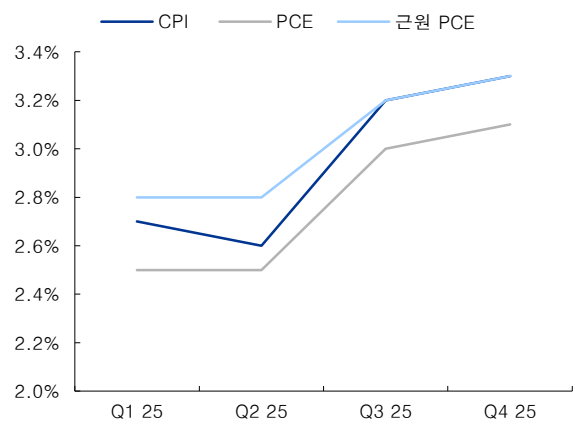
10월에 발표될 3분기 GDP에 대한 기대감이 완화 강세 요인으로 계속 반영될 가능성이 크다. 이는 켈아메리카 및 바이코리아 패턴을 단기적으로 지속시킬 수 있는 요인이 된다.

그림 54. 韓美 2~3분기 GDP 전망 비교



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 55. 미국 2025년 분기별 물가지표 컨센서스



자료: Bloomberg, IBK투자증권

3. 4Q FOMC 금리 인하 재개 전망

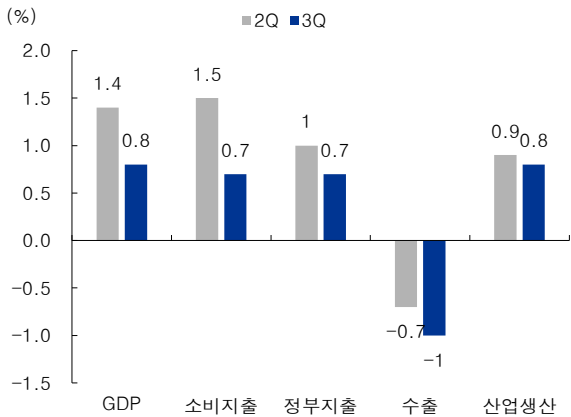
미 연준은 금리 동결 기조를 이어가고 있는 가운데 3분기 경기 둔화를 인지하면서 4분기 10월 29일 FOMC 또는 12월 10일 FOMC 금리 인하가 재개될 전망이다. 그 기대감이 10월까지 지속될 것으로 보이며 달러 약세 환경이 그때까지 지속될 공산이 크다.

미국 1분기 역성장의 충격이 2분기 강한 기저 효과를 만들어 낼 수 있어 2분기 GDP가 상당히 양호하게 산출될 가능성이 높다. 2분기 미 증시 급등 역시 2분기 성장률 기대감을 높일 수 있는 대목이다.

하지만 2분기 미국 GDP 급등은 재차 3분기 GDP 반락을 유인할 가능성이 높다. 3분기 경제 지표 대부분은 2분기대비 하락할 것으로 예상되고 있고 고용지표도 3분기 이후 현저히 약화될 것으로 예상되고 있다. 비농업부문 고용자수는 3분기 10만명 이하로 하락할 것으로 전망되고 있다.

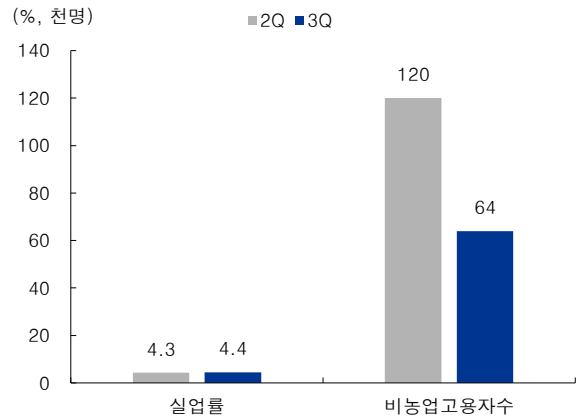
3분기 중 물가 반등 우려가 있겠으나, OPEC+ 증산과 경제 지표 둔화로 인해 유가 상승 탄력이 둔화될 가능성이 높고 4분기 이후로 유가는 재차 하방 압력을 받을 가능성이 크다. 7~8월 드라이빙 시즌, 8~9월 태풍 등 기후 영향을 반영하고 난 뒤 유가는 보통 가을 이후로 계절적 하락기에 진입한다. 여름철 유가 정점 후 점진적 하락 흐름이 확인되면서 물가 우려가 완화될 가능성이 높다. WTI 분기별 컨센서스 전망 역시 내년 1분기까지 점진적 하락이 예상되고 있다.

그림 56. 미국 2, 3분기 경제 지표 전망 비교



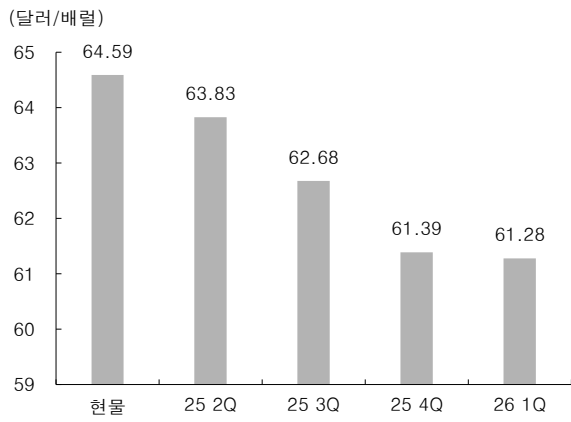
자료: Bloomberg, IBK투자증권
 주: 모든 지표는 QoQ% SAAR 지표이고, 산업생산은 YoY

그림 57. 미국 2, 3분기 고용 지표 전망 비교



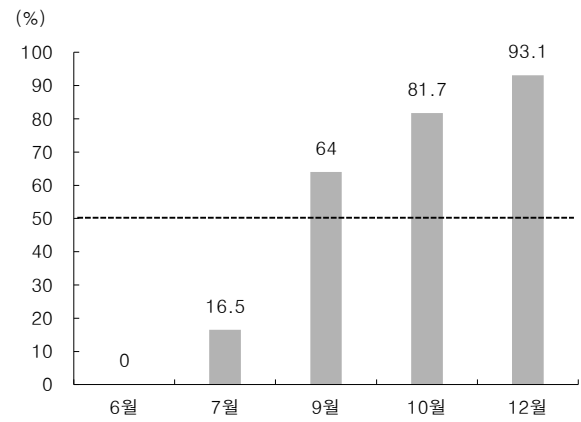
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 58. WTI 분기별 컨센서스 전망



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 59. FedWatch에 반영 중인 FOMC 금리 인하 확률



자료: FedWatch, IBK투자증권

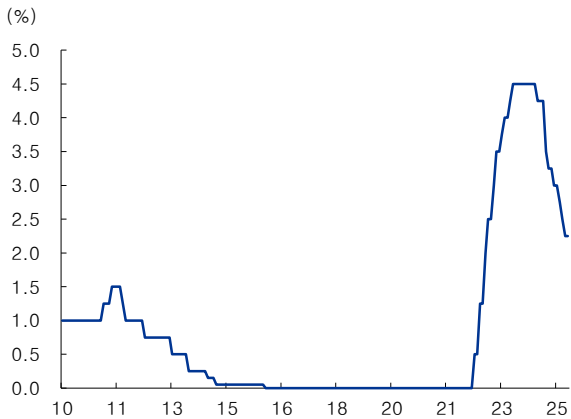
4. 유럽 경기 회복, 일본 금리 인상은 달러 약세 요인

유럽은 물가가 뚜렷하게 하락하고 있고 적극적인 ECB의 금리 인하에 힘입어 경기 반등 조짐이 강화되고 있다. 연준의 금리 동결 기조가 지속되며 미국 PMI가 주춤한 반면 유럽 PMI는 빠른 회복세를 나타내고 있다. 이는 유럽 경기 회복을 시사한다.

미국의 관세 위협이 오히려 유럽의 경기 부양 의지를 높이며 유럽 경기 회복 기대감이 확대되고 있다. 이는 유로화 강세 요인으로 작용하고 있고 연준의 금리 동결에도 달러 약세를 야기하는 재료가 되고 있다.

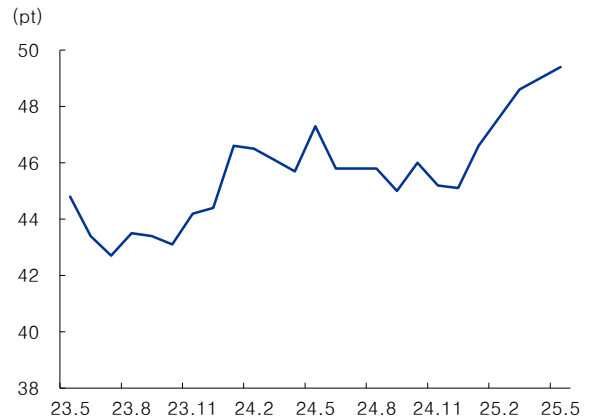
한편, 일본은 임금발 인플레이션이 지속되며 높은 물가 수준이 지속됨에 따라 성장률 부진에도 불구하고 금리 인상 스탠스를 지속할 수 밖에 없는 모호한 국면에 놓여 있다. BOJ는 1분기 GDP가 QoQ 연율 환산 0.2% 감소하며 4개 분기만에 역성장했으나 1990년 이후 최고 수준의 물가 흐름이 지속되고 있어 매파적 스탠스를 고수할 수 밖에 없는 상황이다. 매파적 BOJ는 달러 강세를 제한하는 요인으로 작용하고 있다.

그림 60. 유럽연합(EU) 기준금리 추이



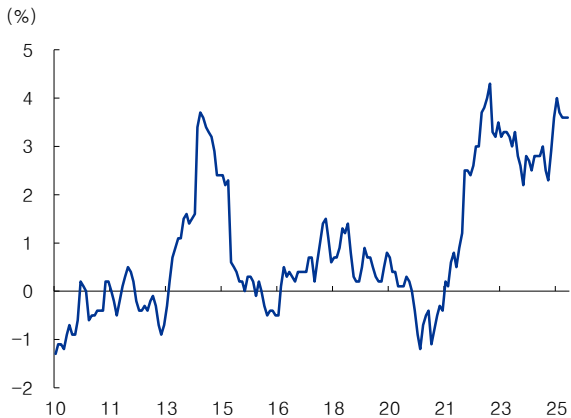
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 61. 유럽연합(EU) 제조업 PMI 추이



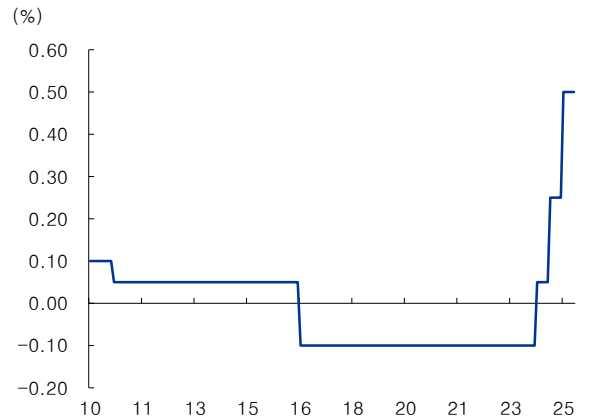
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 62. WTI 분기별 컨센서스 전망



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 63. 일본 기준금리 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

5. 차기 연준 의장 인선

트럼프가 곧 차기 연준 의장을 발표할 것이라던 언론 보도가 늘고 있다. 파월 연준 의장의 임기 만료인 내년 5월까지 시간이 많이 남아 있으나 조기 인선 과정을 표출함으로써 파월 의장을 압박하려는 의도로 풀이된다. 하지만 파월 의장에 대한 해임 가능성은 지난 4월 측근의 만료로 수그러든 만큼 전격 의장 교체 가능성은 낮다고 본다.

기준 금리 인하를 강하게 원하고 있는 트럼프 입장에서는 비둘기파 연준 이사를 차기 연준 의장으로 지명할 가능성이 높은 만큼 누가 거론되더라도 증시에 긍정적인 재료가 작용할 가능성이 높다. 관망적 연준 스탠스에도 차기 연준 의장 기대감으로 높아져 있는 미국 시중 금리는 하락 흐름을 보일 가능성이 있다.

그런데 아이러니하게도 현재 유력하게 거론되고 있는 케빈 워시는 사실 강한 비둘기파라고 보기 어렵다. 오히려 그는 매파적 성향에 가까운 인물로 평가된다. 그는 트럼프 1기 당시 연준 의장으로 거론됐던 친 트럼프 성향의 인물이나 양적 완화에 다소 부정적인 발언을 했었고 인플레이션 억제 발언 등을 표출한 바 있다. 그러나 최근 연준의 관세를 근거로 한 금리 동결에 강한 비판을 가한 바 있다.

보통 6~9개월 선행하여 차기 의장에 대한 Nomination 혹은 인선 과정이 부각되는 만큼 실질적인 지명 Nomination은 9~10월에 드러날 가능성이 높다. 그 때 미국 정부는 케빈 워시와 비둘기파 연준 관련 인물들을 지명 후보자로 선정하고 최종 지명에 들어갈 가능성이 높다. 이는 26년 연준 금리 인하 기대감을 높이는 재료가 작용할 것이다.

다만, 케빈 워시는 경제학자라기보다는 매파적 성향을 가지고 있고 연준의 독립성을 중요하게 생각하는 실용적 인물이라는 점에서 실제 연준 의장이 될 경우 26년 연준 통화정책이 트럼프의 기대와 Miss matching 될 수 있는 불확실성이 증대될 수 있다.

그림 64. 케빈 워시



자료: 뉴스1, IBK투자증권

표 10. 케빈 워시 프로필

케빈 워시(Kevin Warsh)	
출생	1970년 미국 뉴욕 출생
학력	스탠퍼드 대학교 경제, 정치, 공공정책 학사 및 하버드 대학교 법학박사
주요 경력	(1995) 모건스탠리 M&A 부서
	(2002) 조지 W. 부시 행정부의 대통령 경제정책 특별보좌관, 백악관 국가경제위원회 수석보좌관
	(2006~2011) 미국 연방준비제도이사회 이사 (당시 최연소 이사)
	(2019) 쿠팡 이사회 합류

자료: 언론보도 인용, IBK투자증권

IV. 시장 전망과 투자 전략

1. 미국 증시와의 Key 맞추기 진행 중, 여력 남아 있어...

2025년 국내 증시는 미국 증시대비 과도하게 언더퍼폼했던 부분이 해소되는 Key 맞추기 과정에 있다. 연말 연초 미국 증시와의 2년 상대 수익률은 -49%p까지 확대되며 2년 상대 수익률 기준에서 봤을 때 2002년 이후 최대 폭으로 확대된 바 있다. 최근 국내 증시가 미국 증시대비 뚜렷한 아웃퍼폼 양상을 보이고 있으나 상대 수익률의 추가 반등 여력은 여전히 남아 있는 것으로 보인다.

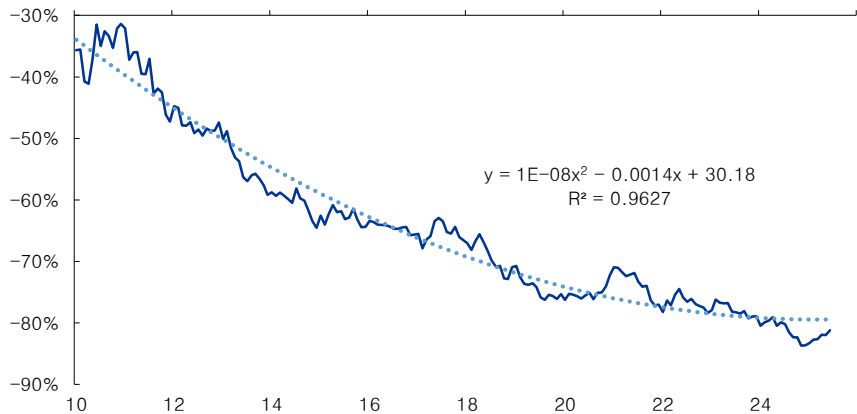
또한, 12M Trailing P/B 기준 미국증시대비 할인 수준은 증시가 급반등했음에도 불구하고 여전히 -80% 이하 수준에 머물러 있어 극심한 저 평가 상황이 뚜렷하게 개선됐다고 보기 어렵다. De-valuation 추세를 감안하더라도 밸류에이션의 추가 갭 매우기 여력은 남아 있는 것으로 추정된다.

그림 65. [KOSPI 2Y 등락률 - S&P500 2Y 등락률] Rolling 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 66. 미국 증시대비 P/B 상대 수준 밸류에이션 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

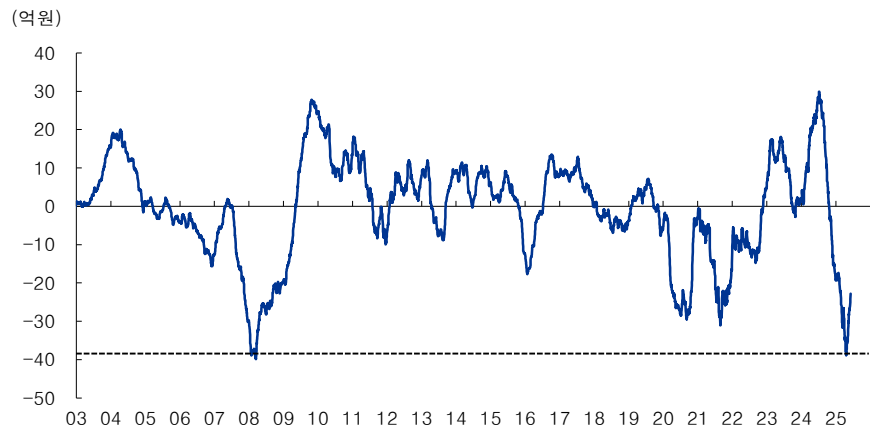
2. 외국인 수급, 과매도 후 매수 전환 기조 뚜렷

2분기 이후, 외국인의 과매도 현상이 일단락되고 순매수 전환 기조가 나타나고 있다.

2003년 이후로 살펴 보면, 지난 4월 상호 관세 부과로 인해 8개월 순매도 금액이 약 -40조에 육박하면서 금융 위기 당시와 유사한 공격적 매도 양상을 보였다. 금융위기 당시에는 시가총액 자체가 낮았기 때문에 순매도 금액을 시가총액으로 나눈 Adjusted된 수치를 살펴 보면 최근 8개월 순매도 금액은 시가총액의 약 2%에 해당하는 금액이다. 이는 지난 코로나 수준과 유사한 규모다. 결론적으로 최근 외국인의 자금 이탈은 과거 위기 상황을 반영했던 수준만큼 규모가 컸다고 볼 수 있다.

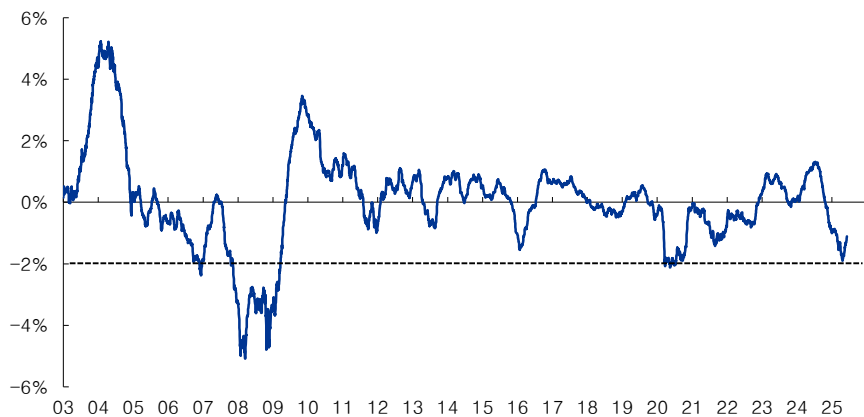
이제 경기 우려가 완화되고 외국인의 매도 압력이 일단락된 만큼 단기적인 순매수 전환 기조가 지속될 것으로 예상된다. KOSPI 지분율이 금융위기 이후 저점 영역인 30% 수준에서 Turn하는 모습을 보여주고 있는 만큼 의미 있는 저점 영역을 통과했을 가능성이 높다. 하반기 매수 주체 역할은 과매도 형태를 보인 뒤 후행적 매수 형태를 보이는 외국인이 될 가능성이 높다.

그림 67. 외국인 KOSPI 8개월 순매수 Rolling 추이



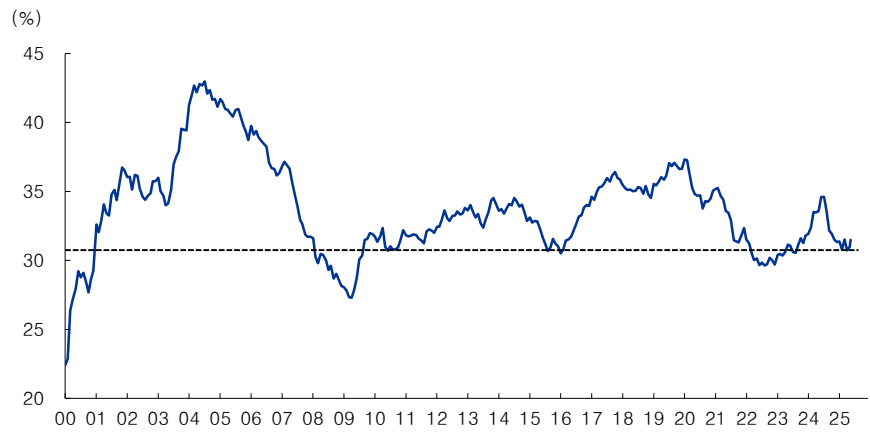
자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 68. [외국인 KOSPI 8개월 순매수 / 시가총액] Rolling 추이



자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 69. 2000년 이후 외국인 KOSPI 지분을 추이



자료: Quantiwise, IBK투자증권

3. KOSPI 연간 밴드 상단 수정: 2,830pt에서 3,100pt로 상향 조정

지난 해 말, 당사는 2025년 연간 전망을 통해 KOSPI Band를 12M F. P/B를 산출 근거로 삼아 2,380~2,830pt로 전망했다. 지난 6월 9일 종가가 Band 상단을 돌파함에 따라 Band를 수정하고 상단을 상향 조정한다. 여기에는 12M F. P/B 비교 기준 변경 그리고 산출 기간 변화에 따른 Multiple 상향 효과를 반영했고 경기 하향 조정 일단락 및 경기 반등을 반영하여 수출 환경대비 프리미엄 가능성을 반영했다.

밸류에이션 측면에서는 기존 트럼프 1기 이후 평균 12M F. P/B 수준 0.94배가 아닌 2010년 이후 12M F. P/B 평균 수치 0.98배를 적용한다. 트럼프 리스크가 잔존하고 있는 것은 맞으나 통화 및 재정이 동반된 강한 경기 부양책이 제시되고 있고 금융위기 당시의 성장률까지 하락한 뒤 경기가 반등하는 모습이 가정되어 트럼프 집권 국면에 한계를 둔 밸류에이션 그 이상이 적정하다고 판단했다. 또한 12M Forward라는 기준 자체가 시간이 지날수록 미래 이익을 더 많이 반영하기 때문에 자연스럽게 상향되는 기간 효과를 보인다. 12M F. P/B 0.98배를 적용한 KOSPI는 약 3,060pt가 된다.

반면 글로벌 경기 회복과 그에 따른 강한 수출모멘텀을 가정한 KOSPI level을 산정하기는 쉽지 않아 보인다. 트럼프의 기본 관세 및 관세 불확실성으로 인해 올해 YoY 수출 증가율이 거의 Flat 수준으로 떨어졌다. 내년 수출 증가율도 1.5%에 그치며 사실상 수출 환경은 관세 리스크가 현저히 사라지고 글로벌 경기가 뚜렷하게 회복되지 않는 이상 2024년 수준에서 크게 벗어나지 못하는 환경으로 추정된다.

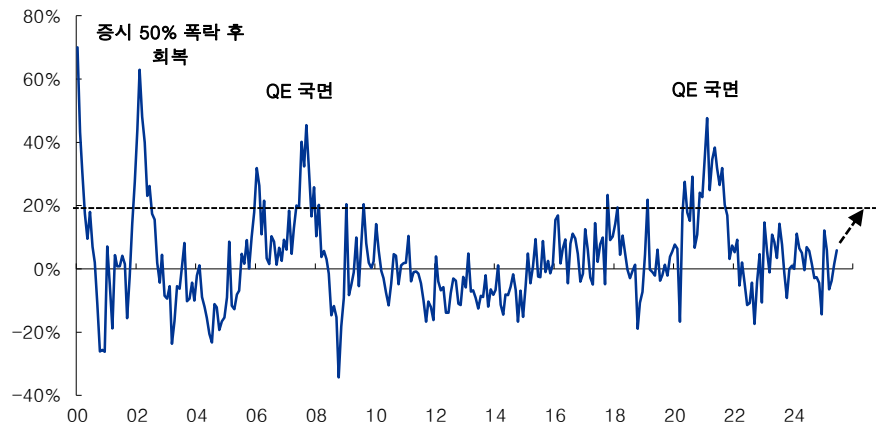
따라서, 2024년 수출 펀더멘탈대비 KOSPI 적정 수준(월 수출금액(달러) X 4.565)은 약 2,600pt로 산출되고 이로부터 일반적 프리미엄 범위인 약 20% 할증 수준까지 가정해 볼 때 3,120pt가 강력한 저항대로 작용할 가능성이 높다. KOSPI가 3,100pt를 돌파하기 위해서는 수출의 뚜렷한 개선 및 증가 환경 가정이 필요하다.

그림 70. 12M F. P/B 추이



자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 71. [KOSPI 시가총액 / {월 수출금액(억달러)*4.565}-1] 추이



자료: Quantwise, IBK투자증권

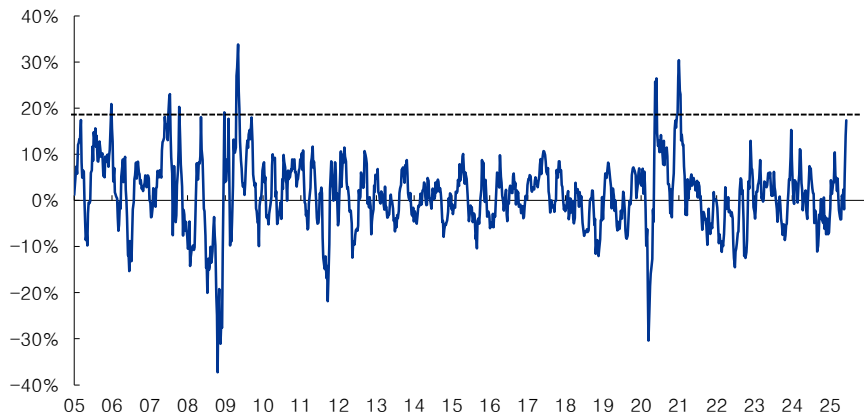
4. 하반기 증시 패턴: 반락 → 상승 → 반락 형태 예상

하반기 증시 형태는 7월 어닝시즌 전후 숨고르기를 보인 이후, 10월까지 재 상승할 것으로 예상된다.

6월 중순 이후에는 단기 급등에 따른 기술적 부담으로 인해 단기 차익 실현이 나올 것으로 예상되고 숨 고르기 양상이 예상된다. 상호 관세로 증시가 급락한 이후 KOSPI 9W 등락률이 17%까지 상승하며 최근 20년 내 위기 상황을 제외한 밴드 상단에 도달했다. 이는 과도하게 정책 기대감으로 상승한 그리고 낙폭 과대로 상승한 종목들에 대한 단기 조정을 암시한다.

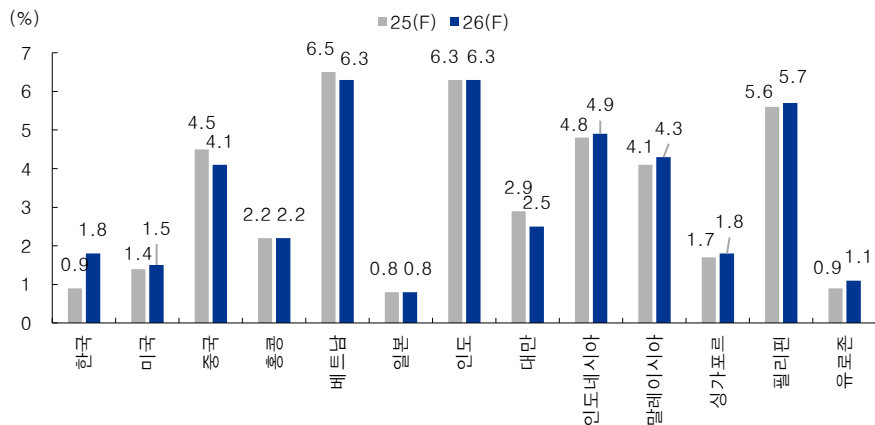
8~10월 앞서 언급한 호재 변수들의 영향으로 상승 추세가 지속될 전망이고 하반기 증시의 핵심 변수인 내년 회복에 대한 기대감이 10월에 쏟아질 26년 경제 및 전망에서 절정에 달할 것으로 보인다. 하지만 4분기 후반으로 갈수록 내년 전망에 대한 의구심이 높아질 것으로 보인다. 우리나라 성장률이 크게 개선될 것으로 보고 있지만 내년 우리나라의 주요 수출 대상국들의 성장률은 대부분 자신감이 떨어지는 Flat 수준이다.

그림 72. KOSPI 9W 등락률 Rolling 추이



자료: OMDIA, IBK투자증권

그림 73. 우리나라의 주요 수출 상대국 25, 26년 경제 성장률 전망



자료: Bloomberg, IBK투자증권

5. 업종 전략: 기존 주도주로부터 Portfolio 다변화 전략 권고

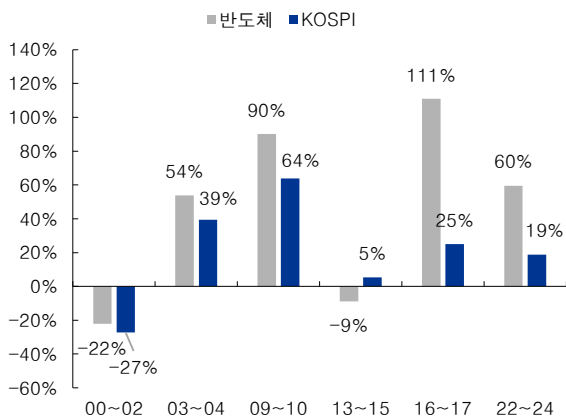
[수급]반도체 + [정책]금융 + [환율]유틸/음식료 + [테마]Soft China-player

(1) 외국인 수급 개선: 반도체

하반기에는 외국인 수급 개선에 따른 반도체 주가 상승 효과가 기대된다. 과거 외국인 KOSPI 매수 국면에서 반도체 업종이 시장을 아웃퍼폼하는 경향이 강하게 나타났기 때문이다. 신 정부의 AI 투자 확대 정책, 업황 측면에서의 반도체 가격 상승 기대감이 지속되고 있다는 점도 긍정적이다. OMDIA에 따르면, 서버, 모바일, PC DRAM 가격은 2분기에 이어 3분기에도 상승 흐름을 지속할 전망이다.

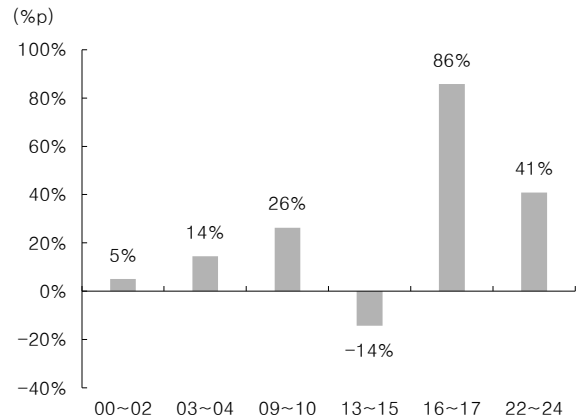
다만, 4분기 이후로는 가격 반락 가능성이 있어 4분기 DRAM 가격 정점 우려가 대두될 수 있는 부분은 주시해야 할 부분이다. 또한, 관세 리스크가 지속되고 있고 수출 모멘텀이 크지 않은 상황인데다 환율 급락이 동반되고 있어 반도체의 아웃퍼폼 강도가 과거보다는 다소 낮을 것으로 예상된다.

그림 74. 과거 외국인 KOSPI 매수국면, 반도체와 시장 등락률 비교



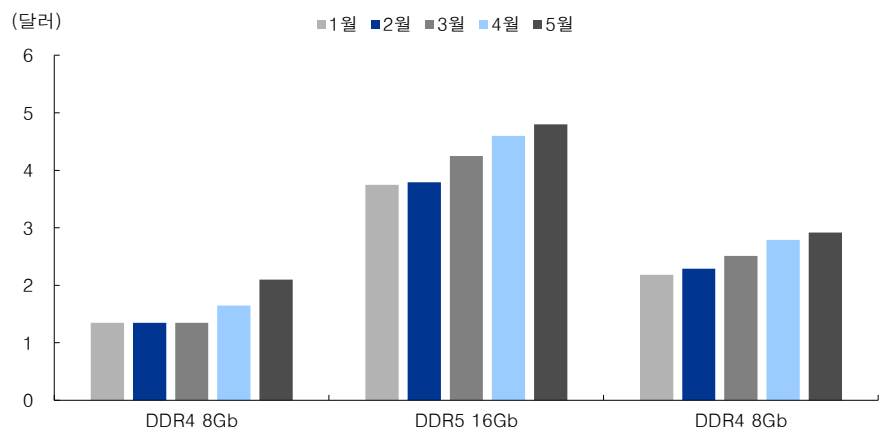
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 75. 왼쪽 차트의 반도체와 KOSPI 수익률 갭



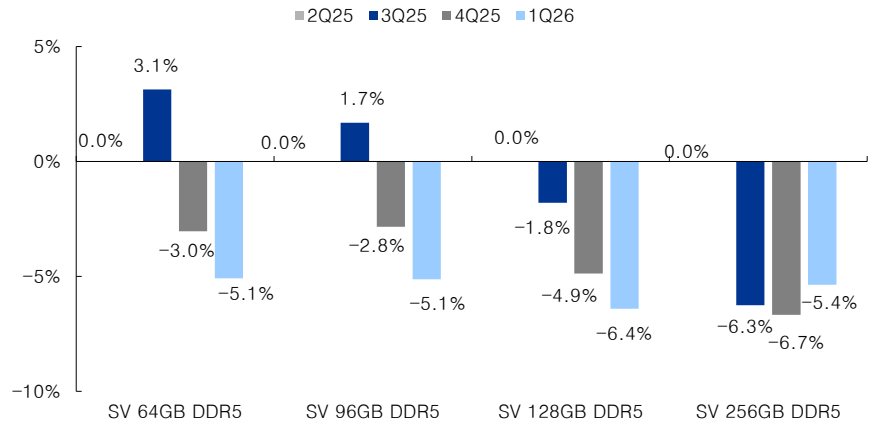
자료: Bloomberg, IBK투자증권, 주: 반도체 등락률 - KOSPI 등락률

그림 76. 연초 이후 메모리 가격 월별 추이



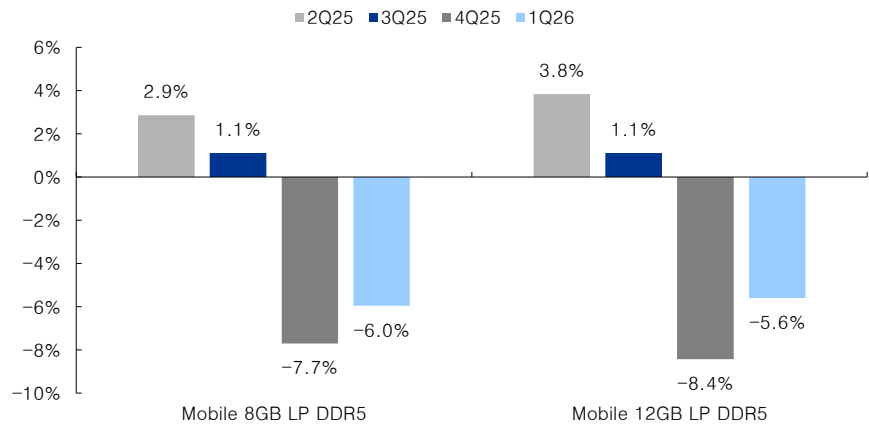
자료: 한국은행, IBK투자증권

그림 77. 서버 DRAM 가격 분기별 QoQ 전망



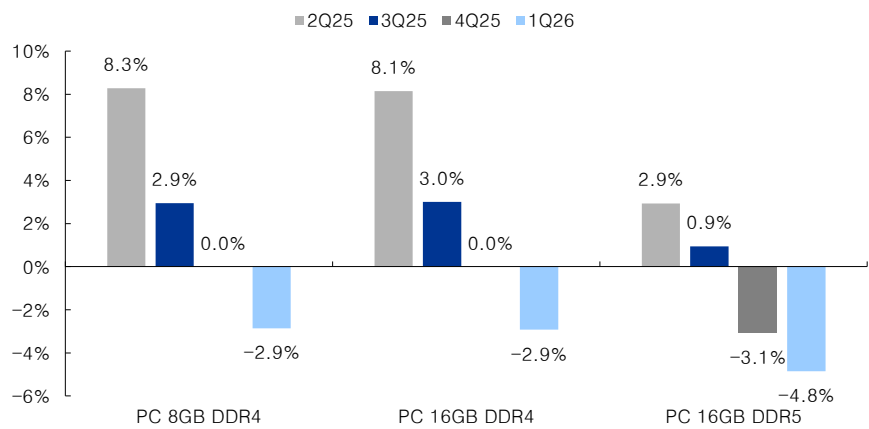
자료: OMDIA, IBK투자증권

그림 78. 모바일 DRAM 가격 분기별 QoQ 전망



자료: OMDIA, IBK투자증권

그림 79. PC DRAM 가격 분기별 QoQ 전망



자료: OMDIA, IBK투자증권

(2) 정책 기대감: 금융

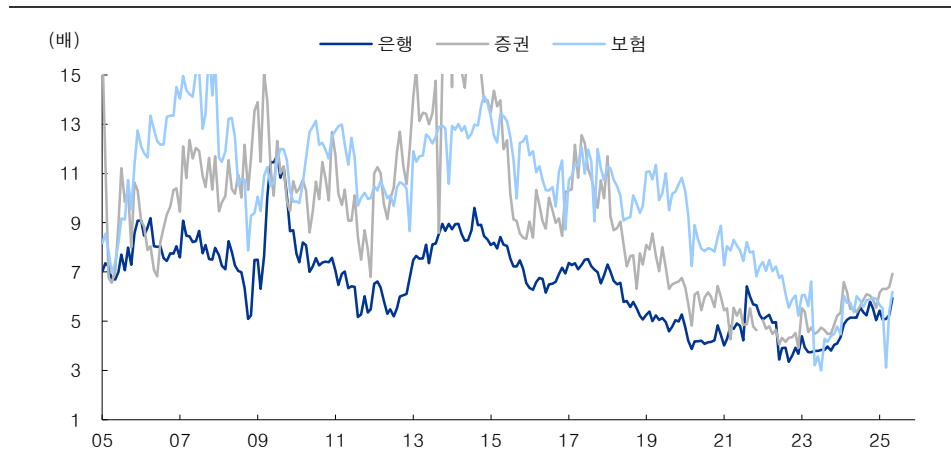
신 정부의 자본시장 활성화 정책에 대한 정책 기대감이 금융주에 고스란히 반영될 가능성이 높다. 선제적으로 대선을 전후로 금융주가 강세를 보이며 선 반영된 측면이 강하지만 실제 법제화 과정과 기업들의 주주환원 정책이 강화되면서 작년 밸류업 프로그램 때와 같이 2차 랠리를 보일 가능성이 크다.

금융주 정책 수혜를 볼 가능성이 높은 이유는 다음과 같다.

- (1) 오너십 및 증여 이슈에서 상대적으로 자유로워 주주환원이 상대적으로 용이하고
- (2) 신성장 투자와 M&A 등의 니즈가 적을 수 있어 안정적 실적 성장을 기반으로 주주환원 의지가 높게 나타날 수 있으며
- (3) 증권, 보험 등 업종에서 자사주 비율 높은 기업들이 많아 자사주 소각 의무화 정책 시 그 기대감이 반영될 여지가 크다.
- (4) 추경, 경기 반등 등으로 금리 인하 하락 흐름이 일단락되며 원화 강세가 나타날 수 있어 은행, 증권 등을 중심으로 대형 내수주로서의 존재감을 부각시킬 수 있다는 장점이 있다.
- (5) 금융 시장에 대한 관심이 높아지고 증시 상승 흐름이 지속될 경우 기업 실적 및 투자センチ먼트 상 유리할 수 있다.

금융 업종의 밸류에이션은 최근 크게 반등했으나 역사적 수준대비 크게 고 평가 상황은 아니라고 판단된다. 주가 단기 급등에 따른 기술적 반락 가능성 높으나 밸류 부담은 적다고 판단되며 특히 보험 업종의 밸류 매력도가 가장 높은 것으로 보인다.

그림 80. 금융 업종 P/E 장기 추이



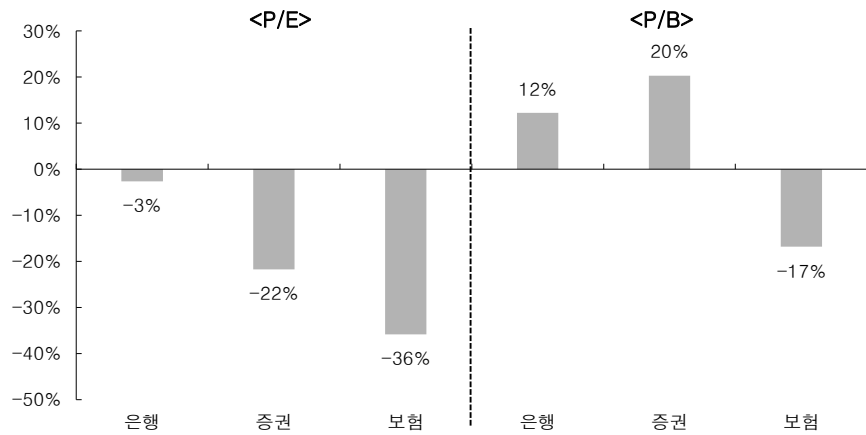
자료: Quantwise, IBK투자증권. 주1: 12M F. 기준, 기준2: Y값 15에서 절단, 기준3: 5월말 종가 기준

그림 81. 금융 업종 P/B 장기 추이



자료: Quantwise, IBK투자증권. 주1: 12M F. 기준, 기준2: Y값 15에서 절단, 기준3: 5월말 종가 기준

그림 82. 금융 업종, 2010년 이후 평균 밸류대비 현재 수준



자료: Quantwise, IBK투자증권. 주1: 12M F. 기준, 기준2: 5월말 종가 기준

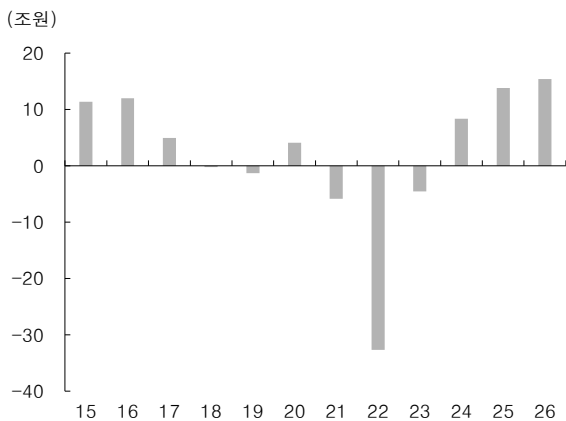
(3) 원화강세수혜주: 유틸리티 / 음식료

원/달러 환율이 크게 하락하면서 수출주보다 내수주에 대한 관심이 높아질 전망이다. 특히 업황 및 실적 우려가 과도하게 반영되었던 유틸리티, 음식료 업종들에 대한 관심이 높아질 전망이다.

여름철 드라이빙 시즌 이후 유가 재 반락 가능성이 높다는 점에서 유가 하락, 원화 강세의 수혜가 예상되는 유틸리티 업종에 대한 관심이 지속될 전망이다. 특히, 한국전력의 경우 코로나 전후의 장기 영업손실 이후 작년부터 실적 턴어라운드 나타나며 주가 강세를 보이고 있다. 특히 외국인이 과도하게 한국전력의 지분율을 낮췄다가 다시 지분율을 늘리고 있어 중장기적 추세적 매수일 가능성에 주목한다.

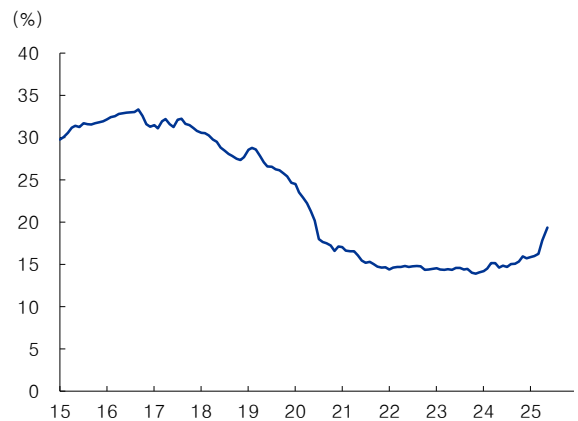
3분기는 전력 피크 시즌으로 요금 인상 가능성이 낮아 단기 모멘텀은 약할 수 있으나 3분기 주가 조정 발생 시 매수 기회로 활용할 필요가 있다.

그림 83. 2015년 이후, 한국전력 영업이익 추이 및 전망



자료: Quantiwise, IBK투자증권

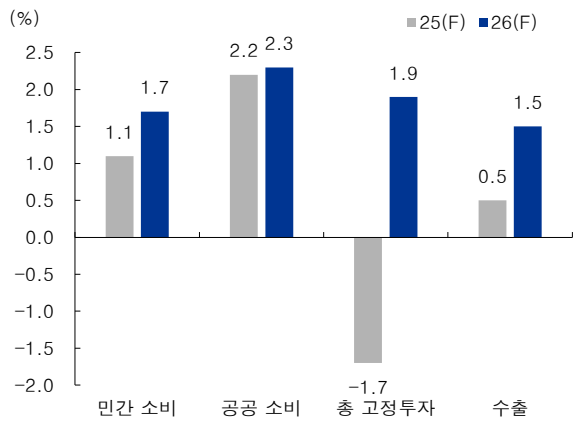
그림 84. 2015년 이후, 한국전력 외국인 지분율 추이



자료: Quantiwise, IBK투자증권

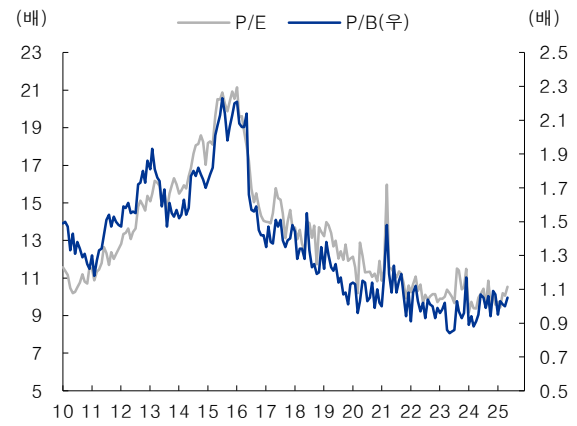
음식료 업종의 경우 극심한 내수 부진에 따라 업황 리스크가 지속되었으나, 내수 바닥 기대감과 원화 강세에 힘입어 실적 및 밸류에이션 저점 통과 기대감이 부각될 전망이다. 올해 하반기 및 내년 경제 성장은 비수출 요인 기반 가능성이 높은 만큼 수출관련 주보다는 소비관련주들의 상대적 관심 우위 가능성이 높다고 판단된다.

그림 85. 25, 26년 경제 지표 전망



자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 86. 밸류에이션 저점 통과 기대감 반영 중



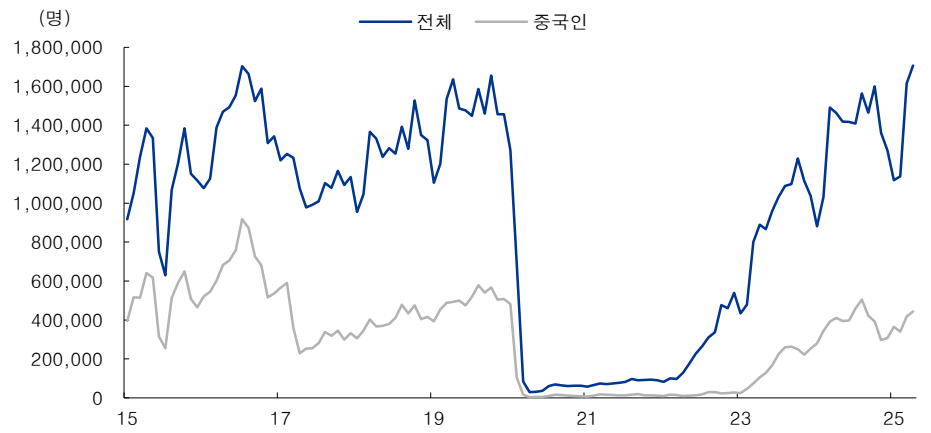
자료: Quantiwise, IBK투자증권

(4) Soft China-player: 엔터 / 콘텐츠 / 뷰티 / 화장품 / 호텔·레저 / 게임

조기 대선에 따른 정권 교체와 한한령 해제 기대감이 맞물리며 China-player에 대한 관심이 높아질 전망이다. 신 정부는 미국 중심의 구도보다 다자간 실용주의 노선의 외교정책을 펼 것으로 예상되어 중국과의 관계 개선 가능성이 높아질 것으로 예상된다. 특히, 중국이 우리나라에 무비자 관광을 허용하면서 우리나라도 3분기 단체 관광객에 대한 한시적 무비자가 허용될 것으로 예상되어 중국인 관광객 유입 기대감이 높아질 전망이다.

전체 입국 관광객 수는 코로나 이전 수준을 회복했으나 아직 중국 관광객 유입은 크게 못미치고 있다. 역발상 측면에서 오히려 이 점이 향후 중국인 관광객 유입 효과를 기대할 수 있는 요인이다. 중국과의 관계 개선을 통해 업황 개선 기대감이 높아지거나 강화될 수 있는 Soft China-player 업종인 엔터, 뷰티, 콘텐츠, 호텔/레저, 화장품, 게임 등에 관심이 높아질 것으로 예상된다.

그림 87. 전체 및 중국 입국자 수 추이



자료: 한국관광공사, IBK투자증권



IBKS Research Center

성명	직급	담당업종	전화	이메일
용대인	전무(부문장)	총괄	6915-5400	daeinyong@ibks.com
이승훈	상무대우(본부장)	인터넷/게임	6915-5680	dozed@ibks.com

투자분석부				
변준호	연구위원	Strategy	6915-5670	ymaezono@ibks.com
정용택	수석 Economist	Economy	6915-5701	ytjeong0815@ibks.com
김인식	연구위원	자산배분/ETF	6915-5472	kds4539@ibks.com
정형주	연구위원	채권/크레딧	6915-5654	hj.jeong@ibks.com
조경진	연구위원	해외주식	6815-5464	ckjins@ibks.com
권순호	연구원	Quant	6915-5667	snowkonn@ibks.com

기간산업분석부				
이동욱	연구위원	화학/정유	6915-5671	ttreestump@ibks.com
남성현	연구위원	유통·식자재/지주	6915-5672	rockrole@ibks.com
김유혁	연구위원	미디어/엔터	6915-5673	yuhyuk.kim@ibks.com
이현욱	연구원	자동차/2차전지	6915-5659	hwle1125@ibks.com
오지훈	연구원	조선/기계	6915-5662	jihoonoh@ibks.com

혁신기업분석부				
이건재	연구위원	소재·부품·장비/스몰캡	6915-5676	geonjaelee83@ibks.com
김운호	연구위원	IT/반도체	6915-5656	unokim88@ibks.com
김태현	연구위원	음식료/유틸리티/통신	6915-5658	kith0923@ibks.com
정이수	연구위원	제약/바이오	6915-5677	ysjeong306@ibks.com
조정현	연구원	건설/부동산	6915-5660	controlh@ibks.com
강민구	연구원	IT/디스플레이	6915-5473	kmg@ibks.com

“국민과 중소기업에 필요한 참 좋은 IBK투자증권”



IBK기업은행 금융그룹

서울특별시 영등포구 여의도동 국제금융로 6길 11
대표번호 02-6915-5000
고객지원부 1588-0030, 1544-0050

영업부	02) 6915-2626	IBK WM센터 대구	053) 752-3535
강남센터	02) 2051-5858	IBK WM센터 광주	062) 382-6611
강남역 금융센터	02) 532-0210	IBK WM센터 일산	031) 904-3450
분당센터	031) 705-3600	IBK WM센터 판교	031) 724-2630
IBK WM센터 역삼	02) 556-4999	IBK WM센터 평촌	031) 476-1020
IBK WM센터 목동	02) 2062-3002	IBK WM센터 천안	041) 569-8130
IBK WM센터 강남	02) 2057-9300	IBK WM센터 부산	051) 741-8810
IBK WM센터 한남동	02) 796-8500	IBK WM센터 창원	055) 282-1650
IBK WM센터 중계동	02) 948-0270	IBK WM센터 울산	052) 271-3050
IBK WM센터 반포자이	02) 3481-6900	IBK WM센터 시화공단	031) 498-7900
IBK WM센터 동부이촌동	02) 798-1030	IBK WM센터 남동산단	032) 822-6200