



# 글로벌전략

## 2025 OUTLOOK

20241022

글로벌전략 허재환

02)368-6176

[jaehwan.huh@eugenefn.com](mailto:jaehwan.huh@eugenefn.com)

新 주식 계급 사회



CONTENTS

<b>01/</b>	달라진 시대, 서열이 정해지다	05
<b>02/</b>	연착륙은 기존 서열을 강화할 것	13
<b>03/</b>	국내 주식시장, 계층 사다리 복원이 절실	24
<b>04/</b>	생산성, 경쟁력, 그리고 실적	37

# 新 주식 계급 사회

코로나19 이후 가장 큰 변화는 물가와 금리 기대다. 2024년 주요국 중앙은행들은 금리를 인하하고 있다. 하지만 저금리/저물가 시대로 돌아갈 가능성은 낮다. 이는 기업들에게 불리하지 않다. **매출과 관련 높은 명목 성장률이 코로나19 이전보다 높아졌기 때문**이다. 코로나19 이전에는 중국의 성장여건이 좋았다. 코로나19 이후에는 미국 기업들의 여건이 양호하다. 생산성을 높이고, 혁신에 유리한 자본시장 생태계가 유지되고 있다. **코로나 19 전후 미국 중심으로 주식시장 계급이 정해진 배경**이다.

**미국 연착륙 기대는 미국 예외주의를 한층 강화 시킬 것으로 예상된다.** 2008년 글로벌 금융위기 이후 부도와 그에 따른 강도 높은 구조조정이라는 반전의 기회가 감소했다. 여기에 미국 연준은 충분히 유동성이 흡수되지 않은 상태에서 금리를 내리기 시작했다. 6.5조 달러가 넘는 MMF 자금 이동에 따라 이미 고평가된 미국 주식시장은 한단계 더 상승시킬 수 있다. 단, 빠르면 **2025년 1Q 제조업 경기 사이클 바닥이 확인되는 시점에서 제조업과 Non-US 시장이 그동안 벌어진 괴리를 줄일 것으로 전망된다.**

2024년 국내 주식시장 투자자들이 느끼는 상대적 박탈감은 컸다. 국내 기업들의 글로벌 경쟁력이 약해졌다. 유상증자 확대로 소액주주 가치가 희석되었다. 부동산이라는 강력한 대체자산이 있다. 국내 주식시장이 한 단계 더 도약하기 위해서는 제도적인 변화가 필요하다. **2025년 4% 내외 국내 명목 성장률을 전제로, 2025년 KOSPI 영업이익은 5~6%로 예상되며, 적정 KOSPI는 2,575~3,040pt로 추정된다.**

글로벌 경제와 주식시장 내 서열이 좀처럼 변하지 않을 것으로 보인다. 1) **미국 경제와 생산성 향상에 도움이 되거나, 효과가 큰 미국 AI, Tech, 금융, 소비재**에 대한 투자가 우선될 필요가 있다. 2) 다음으로는 **중국과의 직접적인 경쟁을 피하면서, 고령화 시대에도 유망한 제약바이오, 우주항공, 화장품 등 소비재,** 3) **지난해 주식시장에서 비중이 크게 감소했으나, 2025년 실적 증가 기대가 유효한 2차전지, 반도체, 엔터/미디어 산업**에 대한 관심이 가능해 보인다.

## Executive Summary

by 허재환

---

# 01

## 달라진 시대, 서열이 정해지다

코로나19 이전 대비 기업 매출과 관련된 명목 성장률이 더 높아져

미국과 일본의 기업 환경 경쟁력 강화, 반면 중국과 한국 상황은 제자리 걸음

# 코로나 19 이후 달라진 환경



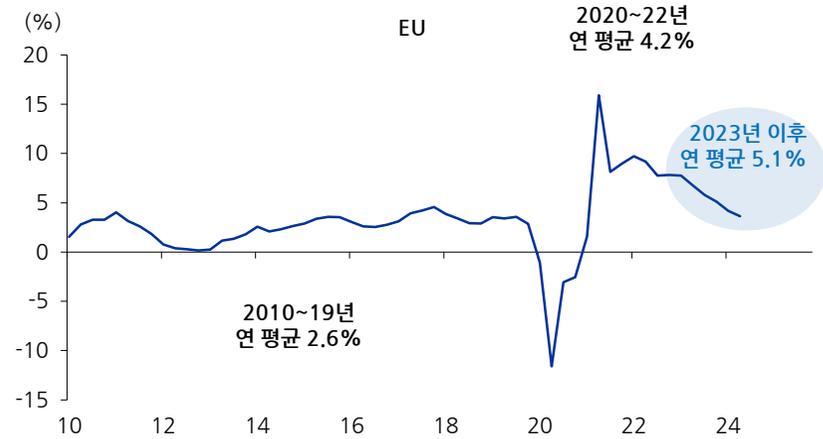
# 명목 성장률이 높아졌다

## 엔데믹 이후 미국 명목 경제 성장률은 6%대



자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 엔데믹 이후 EU 명목 경제 성장률은 5%대



자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 중국 명목 성장률은 4%대로 하락



자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 국내 명목 경제 성장률은 5%대로 큰 변화 없어



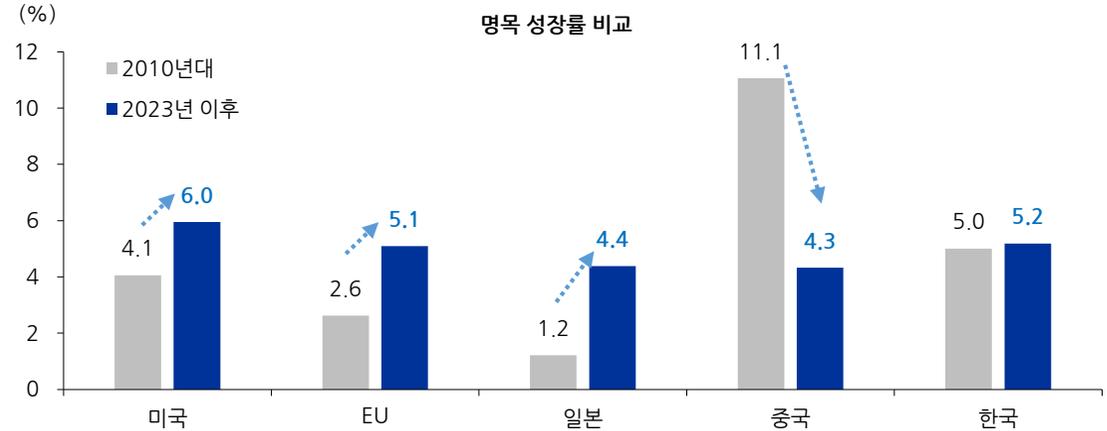
자료: Refinitiv, 유진투자증권

# 코로나19 이후 미국 예외주의 강화

## 코로나19 이후 경제적 승자는 미국

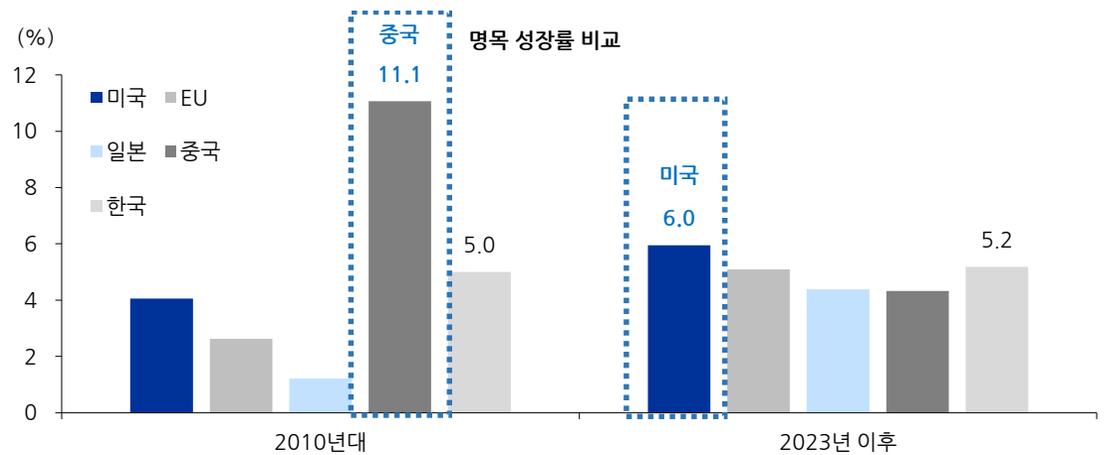
- 미국 명목 경제 성장률은 4%대에서 6%로, EU 명목 경제 성장률은 2.6%에서 5.1%로, 일본 명목 경제 성장률은 1.2%에서 4.4%로 높아짐.
- 반면 중국 명목 경제 성장률은 11.1%에서 4.3%로 하락함. 한국 명목 경제 성장률은 5%대에서 크게 변하지 않음.
- 2010년대는 중국 명목 경제 성장률이 주요국 가운데 가장 높았음. 2023년 이후에는 미국 명목 경제 성장률이 가장 높음.
- 코로나19 이후 미국 경제의 영향력과 주도력이 강화됨.

코로나19 이후 명목 경제 성장률은 중국을 제외한 대부분 지역에서 상승



자료: Refinitiv, 유진투자증권

2010년대는 중국 성장률이 가장 높아, 코로나 19 이후에는 미국 성장률이 가장 높아



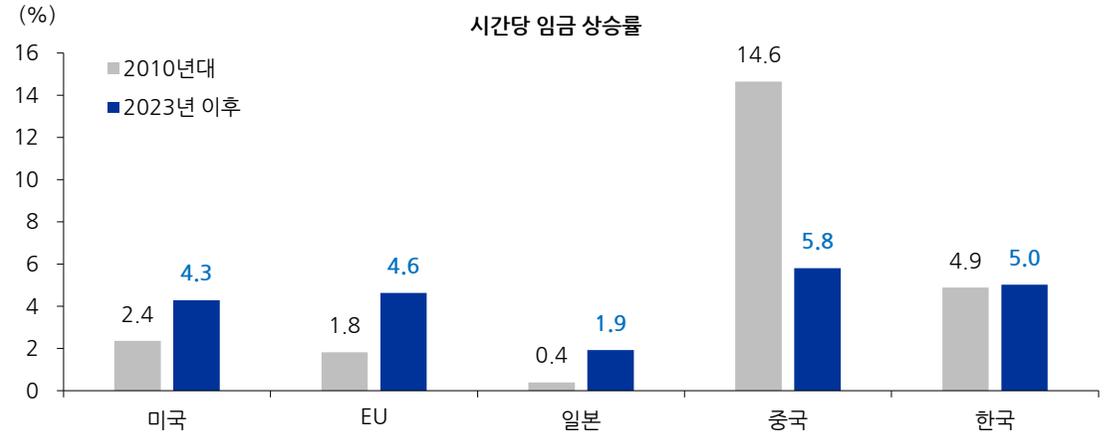
자료: Refinitiv, 유진투자증권

# 생산자 및 기업이 불리하지 않아

## 임금보다 명목 성장 속도가 더 빨라

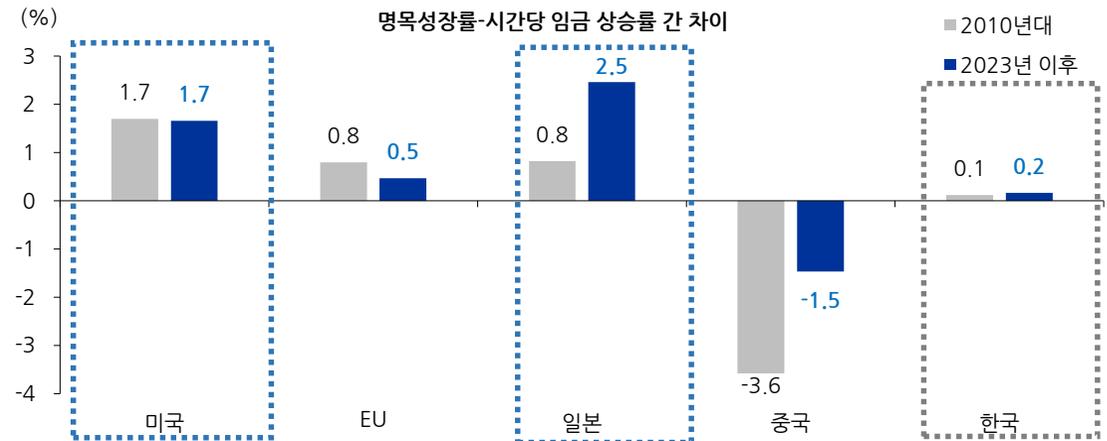
- 명목 성장률 상승은 기업 입장에서 악재가 아님. 가격 전가를 통해 기업 매출(Top line) 성장이 높아질 수 있기 때문임.
- 물론, 물가와 함께 임금 상승률도 코로나19 이전에 비해 높아짐.
- 주목할 점은 기업 수익성을 보는데 유용한 명목 경제 성장률(매출)과 임금 상승률(비용)의 차이를 보면, 대부분 지역에서 개선되었다는 사실임.
- 명목 성장률과 임금 상승률 간 차이로 보면, 미국과 일본 기업들의 상황이 유럽, 중국, 한국보다 양호함. 국내 상황은 상대적으로 좋지 못함.
- 2008년 글로벌 금융위기 이후 진행된 저금리/저물가/저성장 국면에 비해 생산자와 기업들의 상황은 개선된 것으로 해석할 수 있음.
- 금융시장 입장에서는 해외투자(미국 주식)에 대한 관심이 지속될 가능성을 의미함.

물가와 함께 임금 상승률도 코로나19 이전에 비해 높아져



자료: Refinitiv, 유진투자증권

기업 수익성 (명목성장률-임금 상승률) 측면에서 미국, 일본 우위



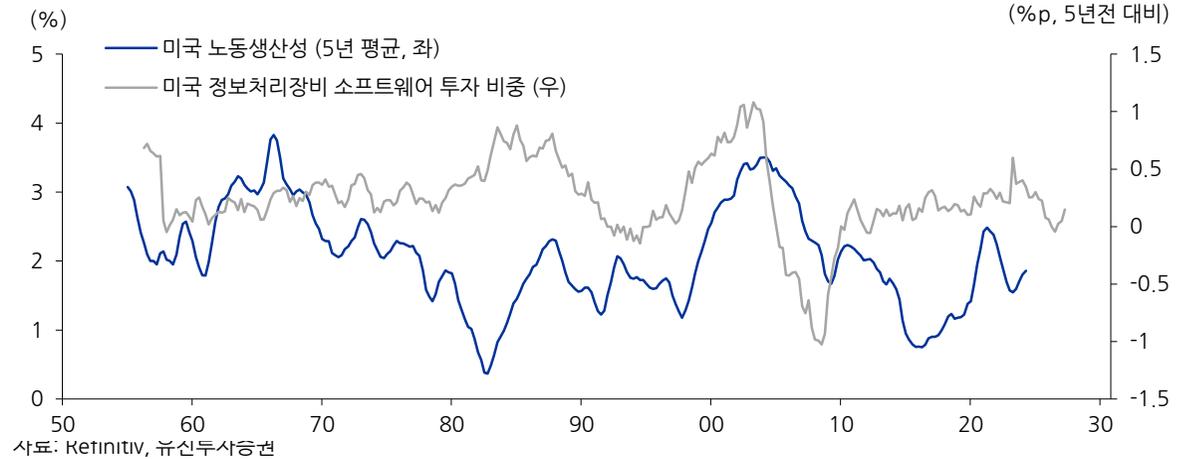
자료: Refinitiv, 유진투자증권

# 이전과 다른 생산성 개선 동반

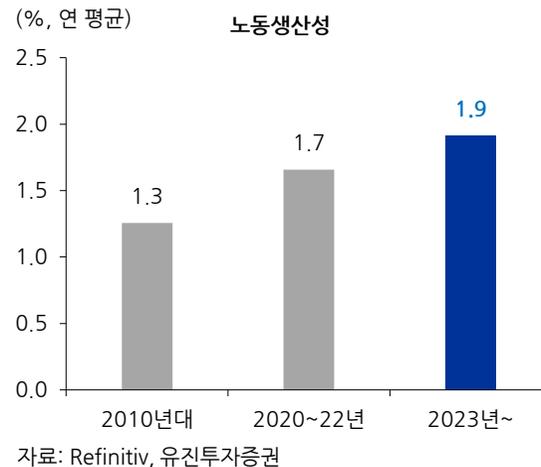
## 코로나19 이후 시작된 新생산성 시대

- 물가 상승률이 높고, 임금 상승률이 늘었는데도 기업들의 상황이 악화되지 못한데는 생산성이 향상된 점도 영향을 미침.
- **코로나19 이후 미국 노동생산성 증가율은 1.9%로, 2010년대 1.3%과 코로나19 국면이었던 2020~22년 1.7%보다 높아짐.**
- **코로나19 이후 비대면 Tech 투자가 늘었음.** Chat GPT 출시 이후인 2023년 이후 Tech 투자가 재차 늘어나고 있음.
- 과거 Tech 투자 확대는 4~5년의 시차를 두고 노동생산성을 높이는데 기여함.
- **미국 경기침체가 없다면, Tech 투자와 미국 기술주 주가는 대체로 동반 상승함.**

## IT투자를 늘리면, 점차 노동생산성 개선



## 코로나19 이후 생산성 개선



## 경기 침체가 없다면, 나스닥 강세는 유효

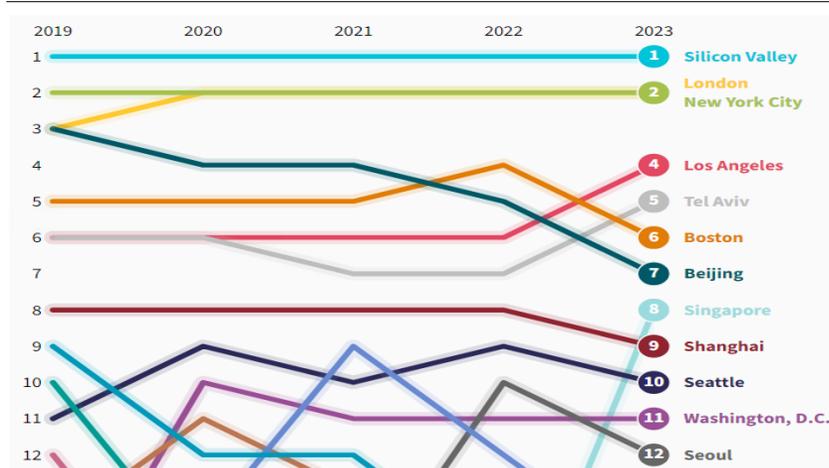


# 혁신을 위한 자본시장 성숙도에 따라 서열 결정

## 미국 생산성 향상은 Tech 중심 자본시장 생태계 덕분

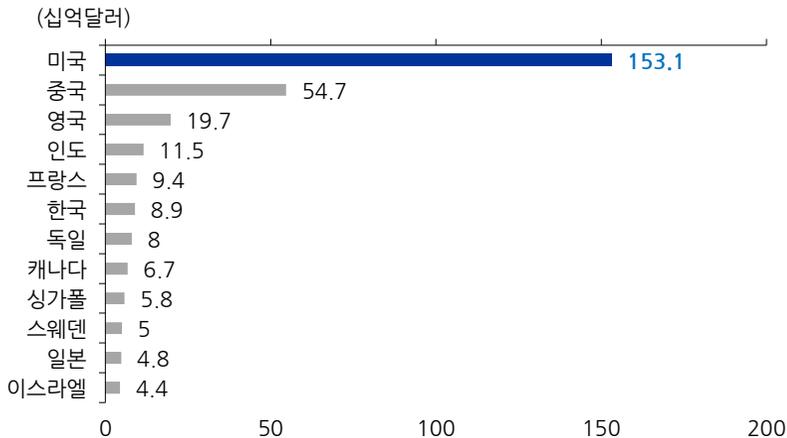
- VC 등 신생기업을 위한 자본시장이 발달함. 이는 혁신을 위한 생태계를 만들어 생산성 향상에 기여한 것으로 볼 수 있음.
- 2023년 기준 미국 VC 투자 규모는 1531억 달러로, 중국(547억 달러) 등 다른 국가들과 차이가 큼(한국은 89억 달러).
- 스타트업 생태계 순위에서도 미국 실리콘밸리, 뉴욕, LA 등이 순위를 차지함.
- 국내 VC투자 규모는 증가 중이지만, 아직 연 10조원에 못 미치는 수준임.

## 스타트업 생태계 순위



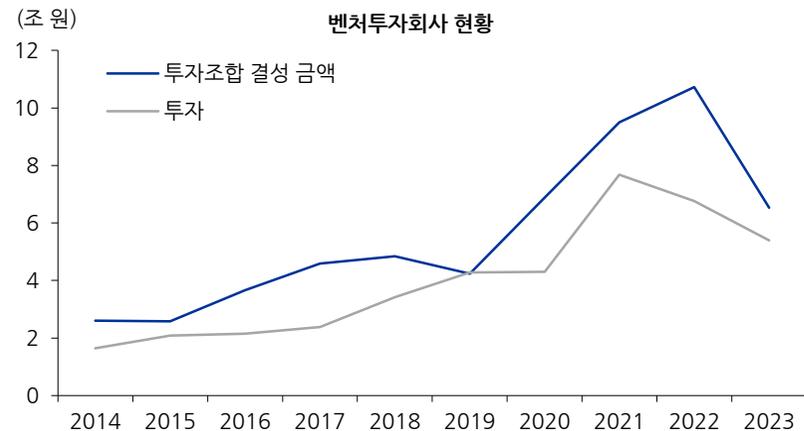
자료: Startup Genome

## 압도적인 미국 VC 시장



자료: Statista, 2023년 기준

## 국내 벤처투자 규모는 6~10조원 규모



자료: 한국벤처캐피탈협회

편집상의 공백페이지입니다

---

# 02

## 연착륙은 기존 서열을 강화할 것

높은 금리에도 유동성은 풍부, 금리 인하로 이미 고평가된 주가 Melt Up을 야기시킬 가능성

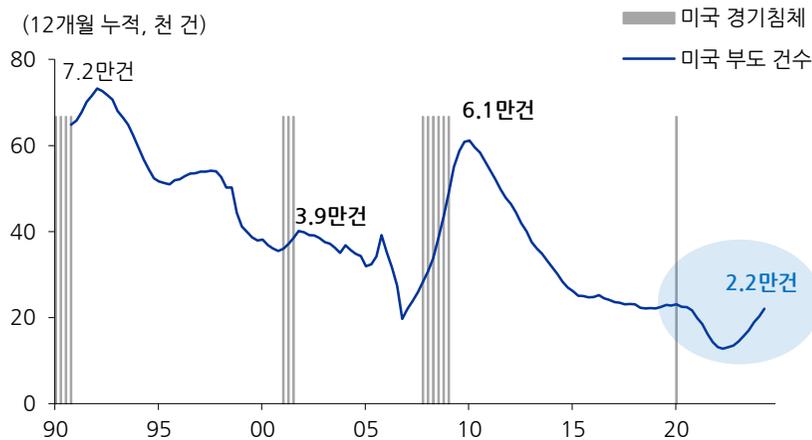
2025년 1Q 유럽/중국 등 Non-US지역의 제조업 경기 사이클 반전 가능성에 주목

# 파산이 사라졌다

## 글로벌 금융위기 이후 파산을 좀처럼 허용하지 않아

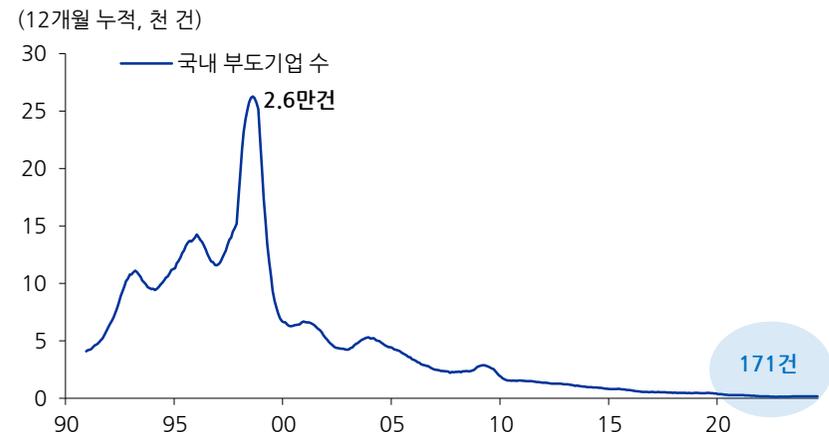
- 2008년 글로벌 금융위기 이후 미국 기업 부도건 수는 현저히 감소함(2010/6월 6.1만 건 → 24/6월 2.2만 건).
- 국내 부도기업 수도 IMF 외환위기 이후 거의 늘지 않고 있음(98/10월 2.6만건 → 24/8월 171건)
- 경제위기 후 정부 지원(금리인하, 구제금융, 재정후원 등)이 늘어난 결과로 보임. 양극화가 심해져 기업 도산과 구조조정에 대한 저항감이 커짐.

### 2008년 이후 미국 기업 부도건수 현저히 감소, 그러나 최근 증가



자료: Refinitiv, 유진투자증권

### 국내 부도기업 수는 IMF외환위기 이후 급감



자료: Refinitiv, 유진투자증권

# 후발주자들의 만회 기회도 사라졌다

## 과거 미국 경기 침체 후 미국 이외 지역들의 경제와 증시가 강세

- 과거 미국 경기침체를 지난 직후 한국 경제/증시가 미국 및 다른 지역보다 강한 경우가 꽤 있었음.
- 미국 경기 침체 국면에서 가파른 금리인하 이후 다른 지역들과 경기민감 산업들이 급반전함.
- 경기 연착륙이 악재는 아님. 그러나 역으로 미국 이외 국가들의 경기 및 다른 산업의 반전 기회도 약해질 가능성이 있음.

미국 경기침체 이후 한국 증시가 미국 증시보다 강하기도



자료: Refinitiv, 유진투자증권

경기 침체 국면 마무리 이후 한국 증시가 강세



자료: Refinitiv, 유진투자증권

# 미국 유동성 여건, 코로나19 이전 보다 양호

## 유동성이 충분히(?) 흡수되지 않은 채 금리인하 시작

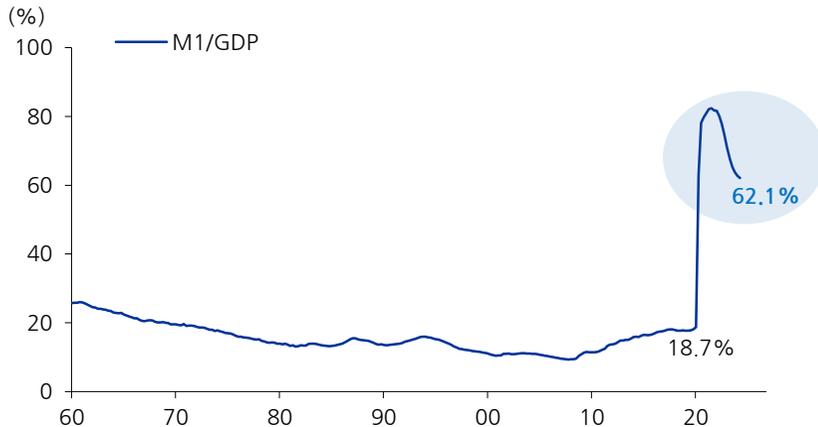
- 2024년 글로벌 중앙은행들의 금리인하가 일제히 시작됨(미국 연준 9월 -50bp, ECB 24/6월 -25bp 인하. BOK 24/10월 -25bp 인하).
- 특징적인 것은 미국 경제 규모 대비 M1 또는 M2 등 통화량 비율은 그동안 금리인상에도 코로나19 이전 대비 높게 유지되고 있었다는 점임. 유동성이 충분히 흡수되지 않은 상황에서 금리인하가 시작됨.
- 글로벌 경제 침체 우려도 높지 않음. 이러한 상황에서 금리인하는 자산가격의 과열 가능성을 높일 수 있음. 미국 S&P500 시가총액은 GDP 대비 162%로, 00년 닷컴버블 당시 125%를 상회함.

## 미국 주가는 경제 규모 대비 역사적으로 매우 높아



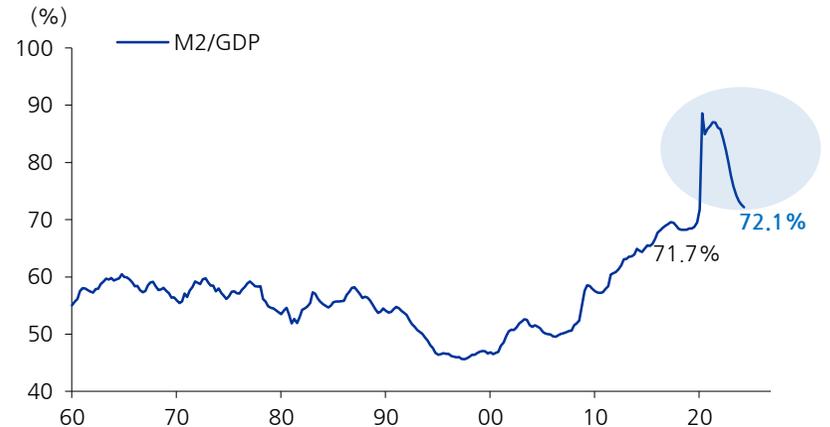
자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 미국 경제 규모 대비 M1 규모는 코로나19 이전보다 3배 이상



자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 금리인상에도 아직 GDP 대비 M2 비율은 코로나 이전보다 높아



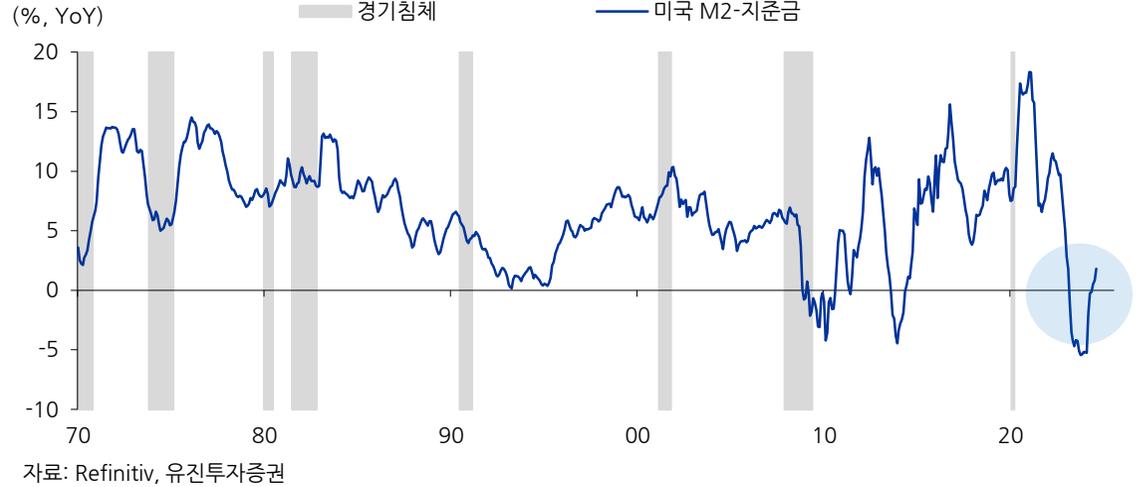
자료: Refinitiv, 유진투자증권

# 벌써 돈이 풀리고 있다

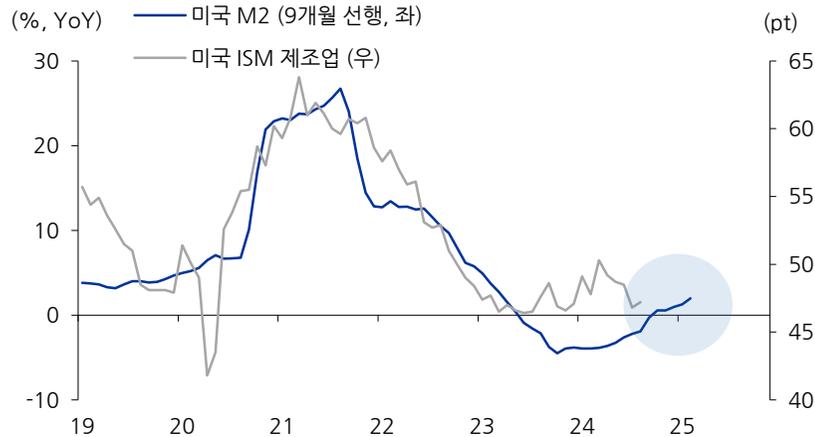
## 2025년 상반기 사이클 반전 가능성

- 미국 은행 대출 증가율은 24/9월 +2.3%yoy로 반전 중임. 기업대출과 관련 높은 상업용 대출은 지난 6월 이후 4개월째 (+) 반전.
- 은행 지준금을 제외한 M2 증가율은 (+)로 반등. 금리인하가 통화량 확대 속도를 가파르게 할 가능성이 있음.
- 과거 미국 제조업과 서비스업 경기에 9개월 선행하는 M2 증가율도 (+) 반전됨. 글로벌 경제 및 제조업 경기는 2025년 상반기에 반전 기회가 있을 전망.

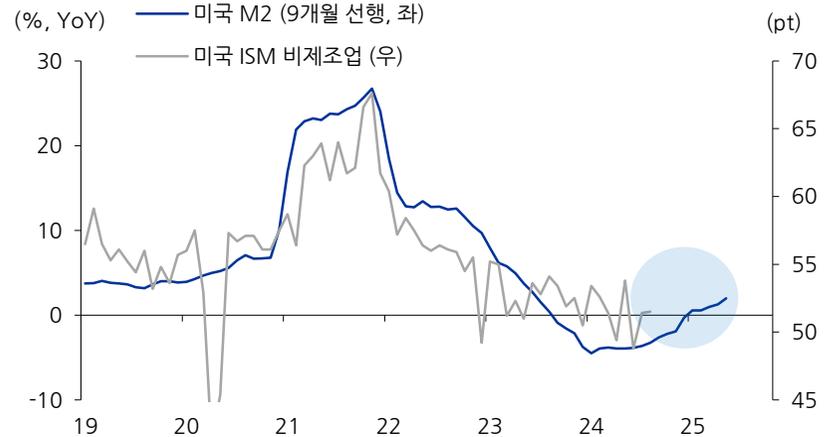
## 미국 지준금을 제외한 M2 빠르게 반등



## 미국 M2 증가율 (+)로 반전, 제조업 경기 2025년 개선 가능성



## 미국 M2 (+) 반전은 미국 경기에 긍정적 신호

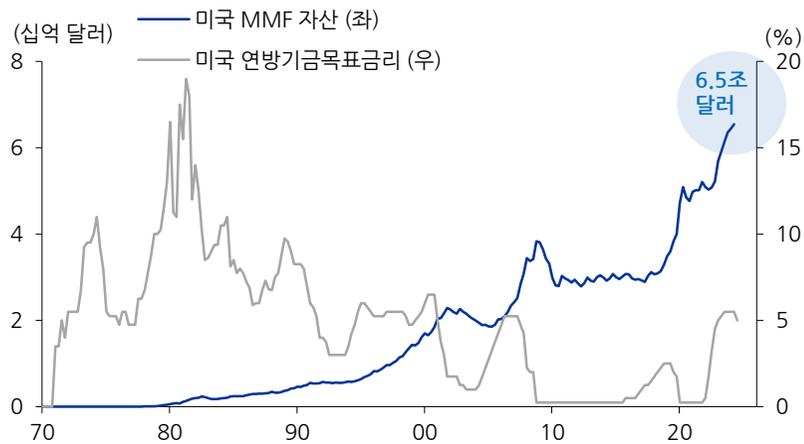


# 움직일 수 있는 돈이 많다

## 코로나19 이후 급증한 부동산자금

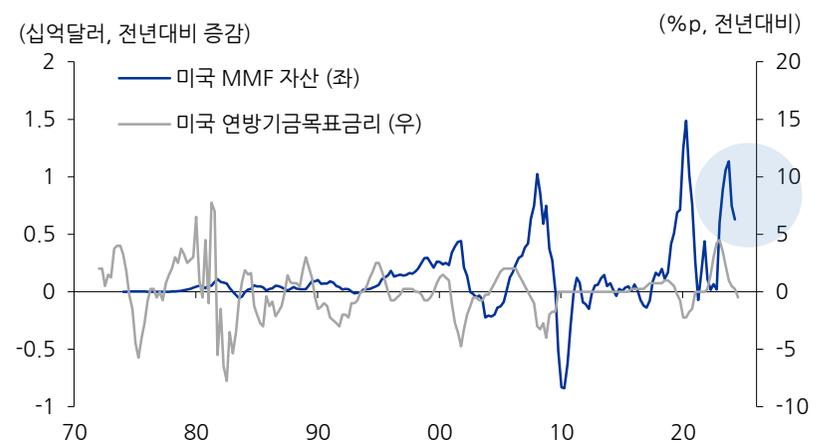
- 부동산자금을 의미하는 미국 MMF 자산은 코로나19 이전 3조 달러에서 6.5조 달러(24/6월)로 급증함.
- 코로나19 직후에는 불확실성을 우려한 자금들이, 2022년 이후 시작된 금리인상 이후에는 이자수익을 추구하는 자금이 유입된 것으로 추정됨.
- 미국 연준의 기준금리가 코로나19 이전 수준으로 되돌아가기는 어려움. 그러나 금리 인하는 부동산자금을 이동시킬 것으로 예상.

금리 하락 기간 동안 미국 MMF 자산은 6.5조 달러로 누적



자료: Refinitiv, 유진투자증권

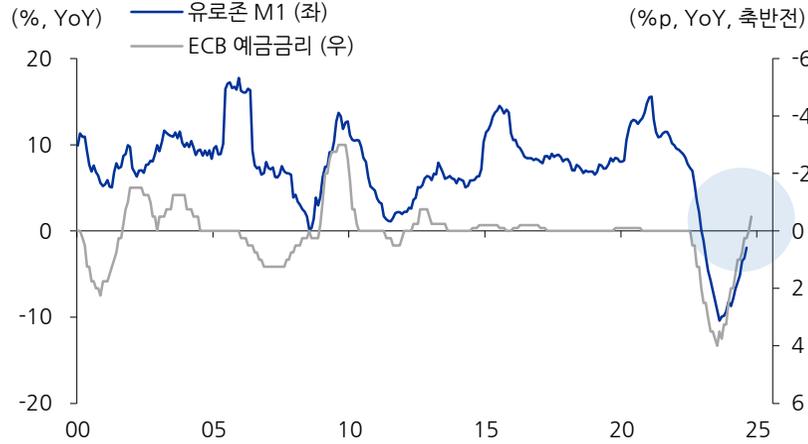
미국 연준의 금리인하는 부동산자금의 이동을 촉발시키고 있어



자료: Refinitiv, 유진투자증권

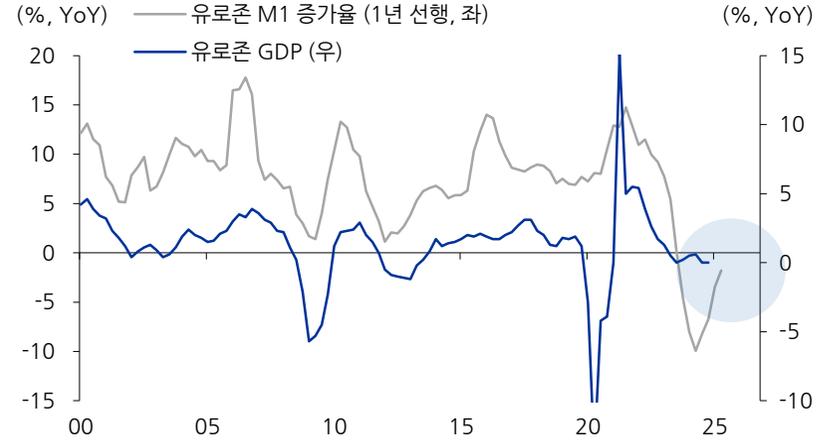
# 유럽과 중국도 침체에서 벗어날 듯

## ECB 추가 인하로 유로존 통화량 늘어날 것으로 예상



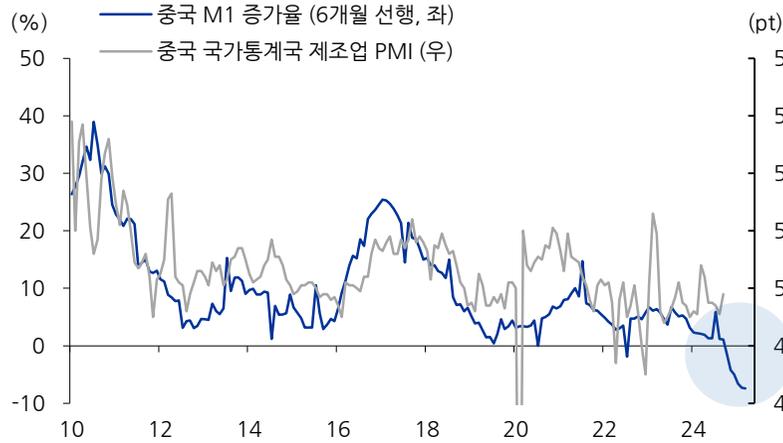
자료: CEIC, 유진투자증권

## 유로존 성장률도 2025년 상반기 중 개선 가능성



자료: CEIC, 유진투자증권

## 중국 통화량 확대는 중국 제조업 경기 반전에 기여



자료: CEIC, 유진투자증권

## 중국 M2는 중국 성장률에 선행



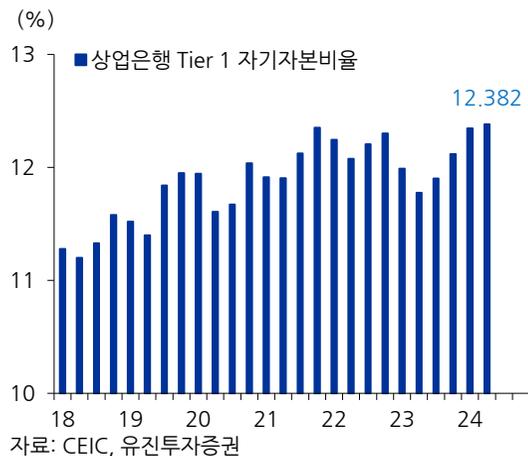
자료: CEIC, 유진투자증권

# 달라진 중국 정부, 은행과 지방정부 부실까지 손대다

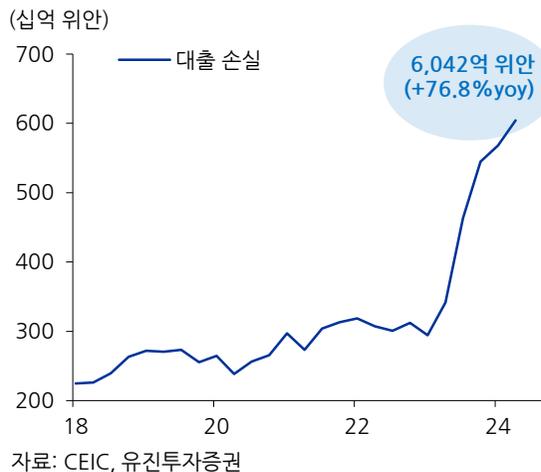
## 충분하지는 않지만 시스템 위험은 방어

- 중국 정부가 언급한 정책 가운데 이전과 가장 차별화된 정책은 은행 재자본화와 지방정부 부실 청산임.
- 중국 상업은행들의 자기자본 비율(Tier 1)은 12.3%로, 규제 기준 8.5%를 상회함.
- 그러나 부실채권 규모 속도가 명목 성장률을 웃돌고 있음(1.3조 위안, +6.3%yoy). 대출 손실 규모는 크게 급증(24/6월말 기준, +76.8%yoy).
- 더불어 중국 정부는 장기 특수채권을 발행해(3년간 6조 위안), 지방정부 부실을 해소하는데 사용할 것을 고려 중임.

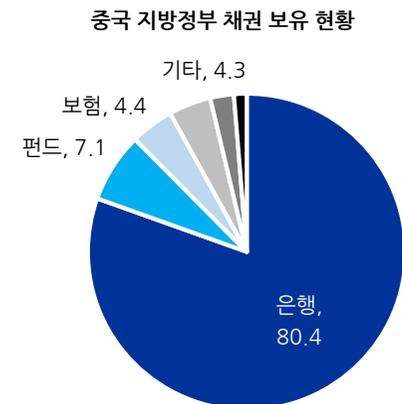
중국 상업은행 자기자본 비율



2023년 하반기 이후 대출 손실 급증



지방정부 채권 80%를 보유하고 있는 은행



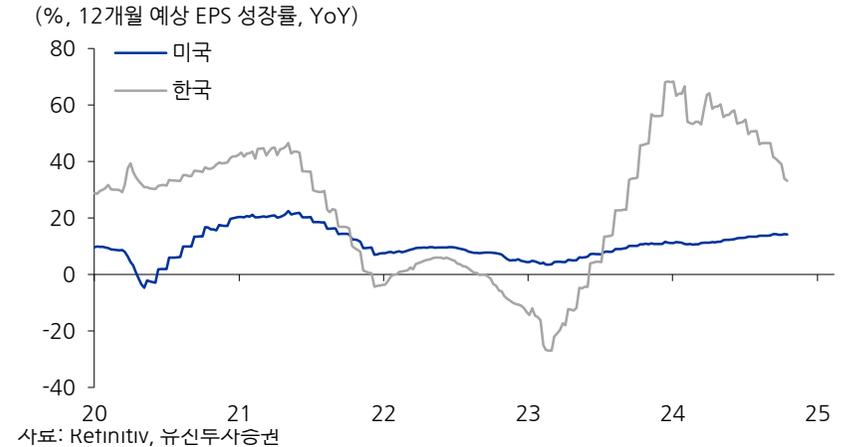
주: 2024/8월 기준, 자료: CEIC, 유진투자증권

# 경기 사이클 반전 시점은 2025년 상반기

## Cyclical 산업에 대한 관심은 2025년 1Q 유효

- 컨센서스 상으로 미국 S&P500 기업이익은 향후 12개월 동안 14%, KOSPI 이익은 33% 늘어날 것으로 예상됨. 그러나 경기 둔화가 진행되고 있어 추가 하락이 불가피해 보임.
- 과거 제조업 경기 사이클 반전 시점에서 미국과 국내 기업이익 추정치가 상향됨.
- 미국 통화량 반전과 ECB 금리인하, 중국 정부 정책 효과 등 경제 연착륙이 충분히 확인되는 시점은 2025년 1Q가 될 것으로 예상됨.
- 1Q 이후 경기민감 산업과 미국 이외 지역에 대한 관심이 가능해질 것으로 예상.

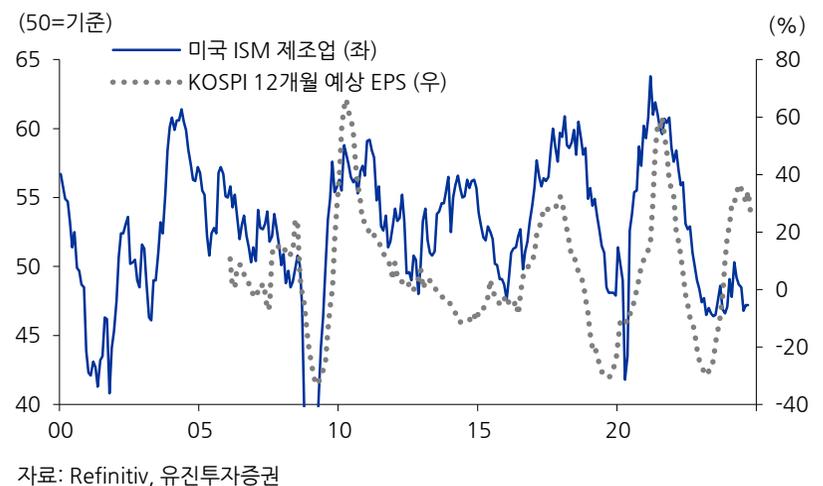
## 미국에 비해 이익 변동성이 훨씬 높은 한국 기업이익



## 미국 제조업 경기 반전 시점에서 미국 기업이익 증가율 상승 반전



## 미국 제조업 경기 반전 시점에서 국내 기업이익 증가율 상승 반전



# 위험 요인은 지정학적 갈등

## 중동위기 악화는 미국 연착륙 기대를 흔들 수 있어

- 유가는 장기 인플레 기대와 관련성이 높음. 유가가 오르면 인플레 기대가 높아짐.
- 경기가 둔화되는 상황에서 유가가 오르면 가계와 기업 입장에서는 악재임. 과거 경기침체 직전 유가가 급등한 경우들도 꽤 있음.
- 미국 대선을 앞두고 미국 정부가 전면전 확산을 허용하지는 않을 듯.
- 그러나 11월 미국 대선에서 트럼프 후보가 당선될 경우, 이란의 태도가 훨씬 공격적이 될 가능성이 있음. 실제로 2017년 트럼프 당선 이후 이란의 원유 생산은 크게 감소함.

## 이란 외무 “이스라엘 추가보복 없다면 행동 끝났다”...네타냐후 “대가 치를 것”

윤인하 기자 ihyoan24@mk.co.kr

일력: 2024-10-02 06:45:30 수정: 2024-10-02 08:00:52

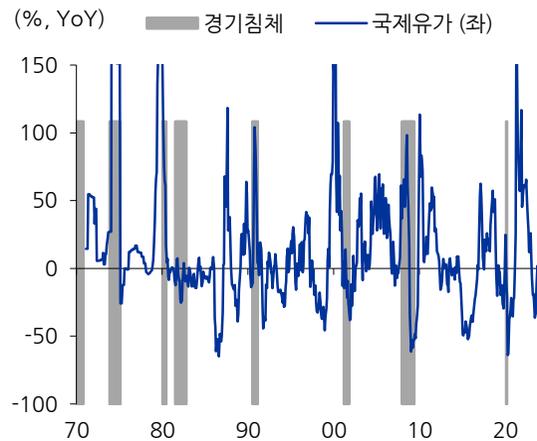


### 유가와 인플레 기대 심리와의 관련성 높아



자료: Refinitiv, 유진투자증권

### 과거 침체 직전 유가 급등 사례 존재



자료: Refinitiv, 유진투자증권

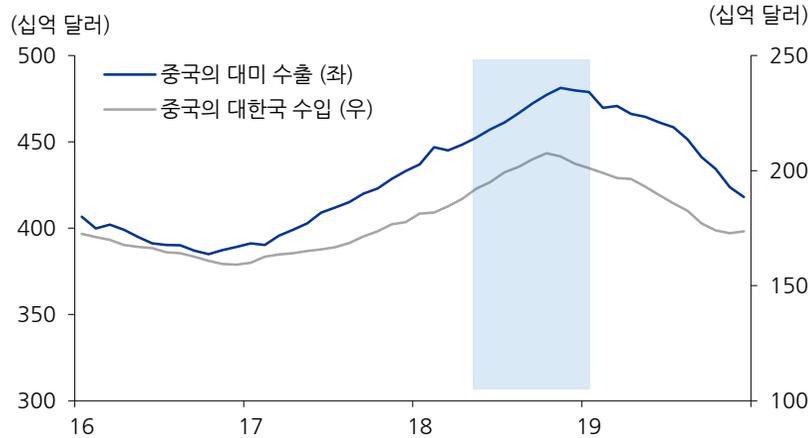
### 이란, 트럼프보다 해리슨 후보를 선호할 듯



자료: Refinitiv, 유진투자증권

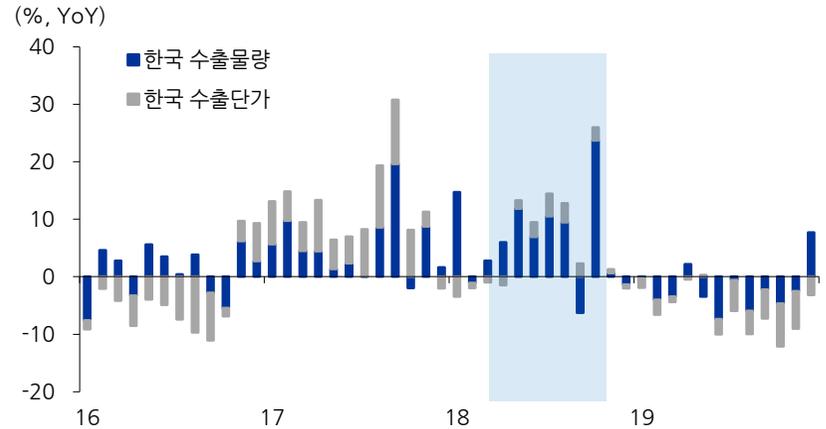
# 2018년 미중 관세 분쟁은 그 다음해 디플레와 환율전쟁 야기

## 2018년 관세 분쟁 국면 중국의 대미수출, 한국의 대중 수출 감소



주: 음영은 미중 관세 인상 국면, 자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 2019년 이후 한국 수출물량 감소, 수출단가 하락



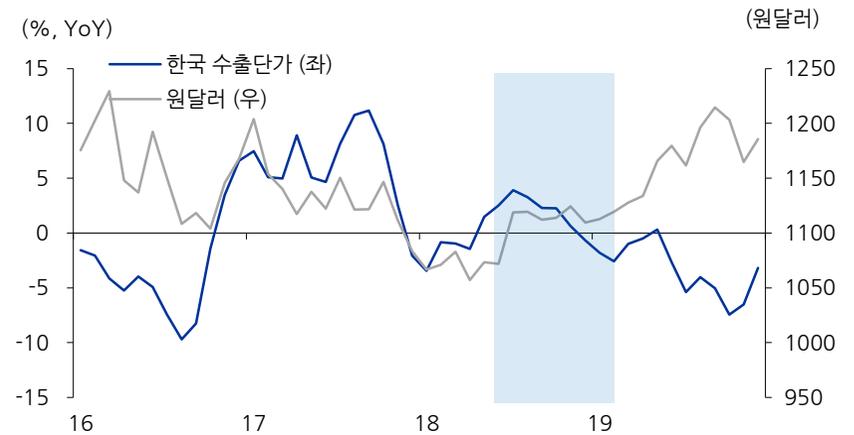
자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 2019년 이후 중국 수출물가 하락, 위안화 절하 압력 강화



자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 2019년 한국 수출단가 하락, 원화 가치 하락 압력 상승



자료: Refinitiv, 유진투자증권

---

# 03

## 국내 주식시장, 계층 사다리 복원이 절실

약해진 글로벌 경쟁력과 지속되는 주주가치 희석 등 국내 증시 한계 요인 뚜렷

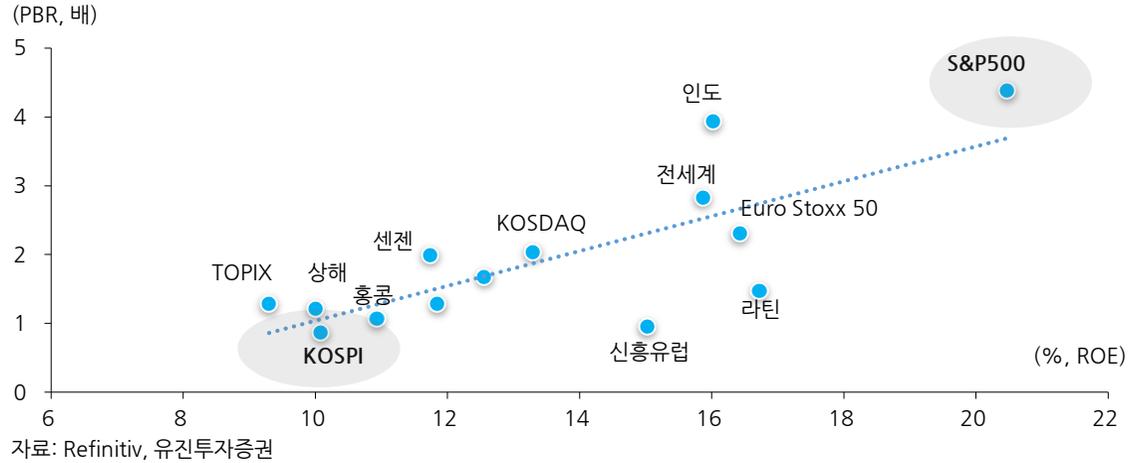
2025년 KOSPI 영업이익은 5~6%대 예상, 적정 수준은 2,575~3,040pt로 추정

# 좀처럼 벗어나지 못하는 국내 기업들의 낮은 수익성

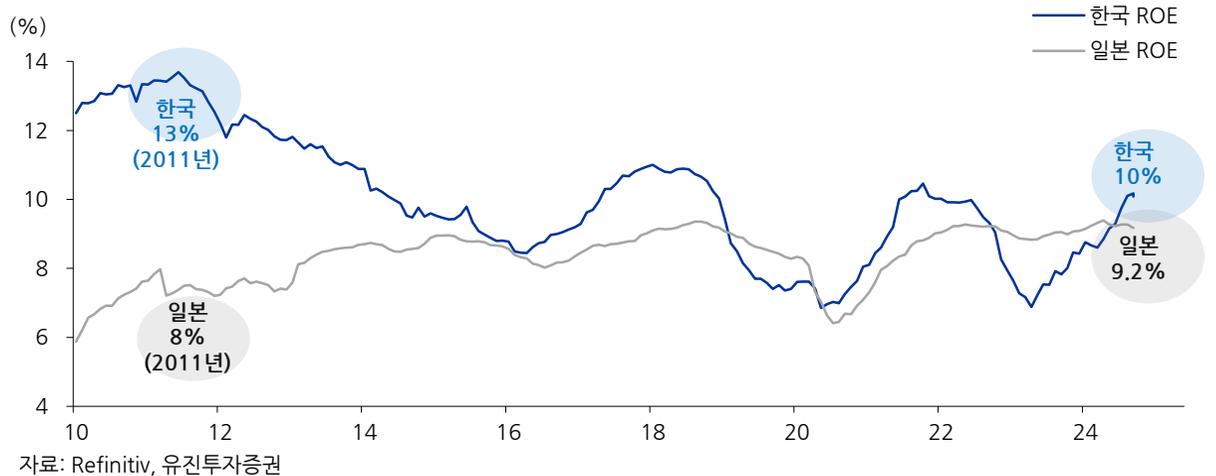
## 국내 기업 ROE 10%대의 한계

- 국내 주식시장의 한계 요인 중 하나는 기업들의 낮은 수익성임.
- 국가별 ROE-PBR을 보면, ROE가 높은 미국, 인도, 유럽 기업들에 비해, 한국, 중국, 일본 기업들의 ROE이 낮고, 그만큼 PBR도 낮음.
- 국내 상장기업들의 ROE는 2011년 13%대에서 좀처럼 10%대를 넘지 못함.
- 일본 기업들의 ROE는 9%대로 국내 기업보다 낮지만, 2010년대에 비해 서서히 높아지고 있음.

## 국내 기업들의 ROE, 일본을 제외하면 가장 낮아



## 2010년대 이후 국내 기업들의 ROE는 더 이상 향상되지 못해

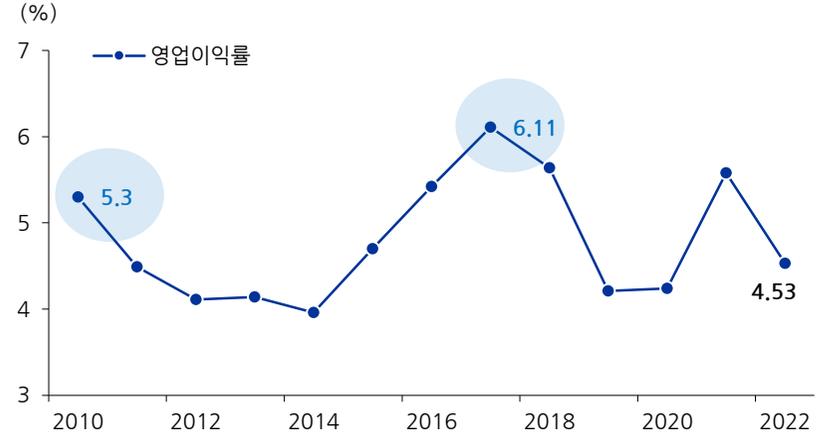


# 수익성과 투자 효율 약화

## 국내 기업들의 활력은 2010년, 2017년 후 저하

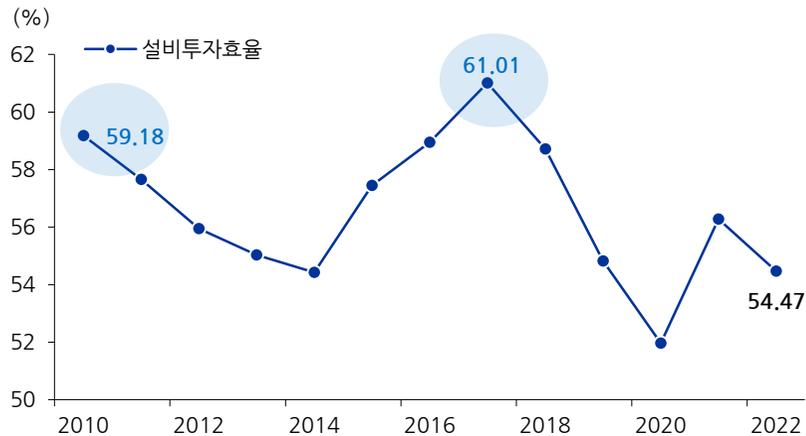
- 한국은행 기업경영분석에 따르면, 국내 기업들의 설비투자 효율과 영업이익률, 총자본 투자 효율은 2010~11년과 2017년을 정점으로 하락함.
- 2010~11년은 글로벌 금융위기 이후 중국 경제성장률이 한 단계 낮아지는 국면이었음(실질 성장률 10%대 하회).
- 2017~18년 역시 중국 성장률이 하락하고(실질 성장률 7~8%대 하회), 미중 관세 분쟁 이후 공급망 분리 우려가 커졌음. 저출산/고령화 우려가 커지면서 국내 내수 경기 활력이 떨어지는 시점이었음.

## 국내 기업들의 영업이익률, 2017년 고점을 넘지 못해



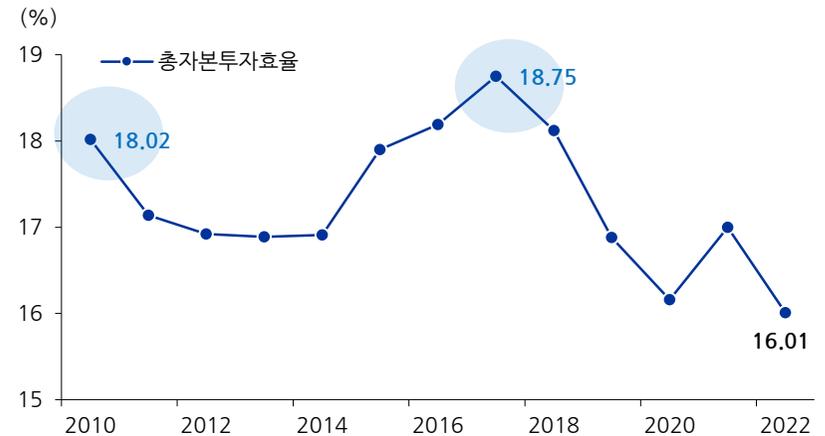
자료: 한국은행, 유진투자증권

## 국내 기업 설비 투자 효율 2017년 이후 하락



자료: 한국은행, 유진투자증권

## 국내 기업 총자본 투자 효율도 2017년 이후 둔화



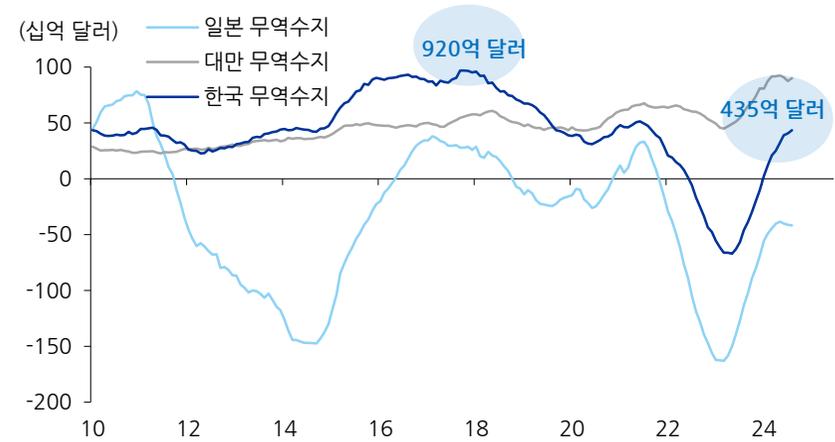
자료: 한국은행, 유진투자증권

# 코로나19 이후 무역흑자 규모에서 대만에 밀려

## 국내 무역흑자, 2018년초 수준을 넘지 못해

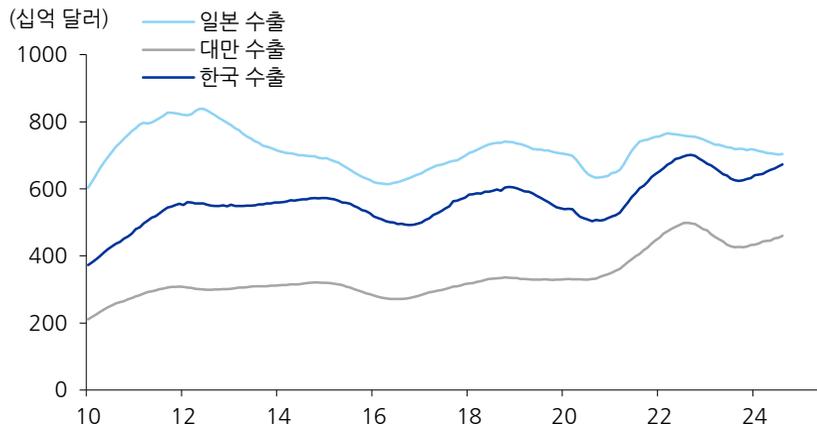
- 한국 수출 규모는 증가함. 그러나 한국 무역수지(12개월 누적)는 2018년 고점(920억 달러)을 넘지 못함(현재 435억 달러).
- 국내 무역흑자에서 나타난 국내 수출 경쟁력은 일본보다는 양호함. 그러나 대만 무역수지는 지속적으로 확대됨(900억 달러)
- 중국 기업들의 경쟁력도 개선됨. 2016~17년 이후 감소하던 중국 무역흑자 규모는 코로나19 이후(3,663억 달러) 급격히 증가함(8,913억 달러).

## 대만 무역흑자 확대, 한국 무역수지는 2016~17년보다 못해



주: 12개월 누적 기준, 자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 일본 수출 규모 점차 둔화, 한국과 대만 수출 증가



주: 12개월 누적 기준, 자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 중국 무역수지 지속적으로 확대



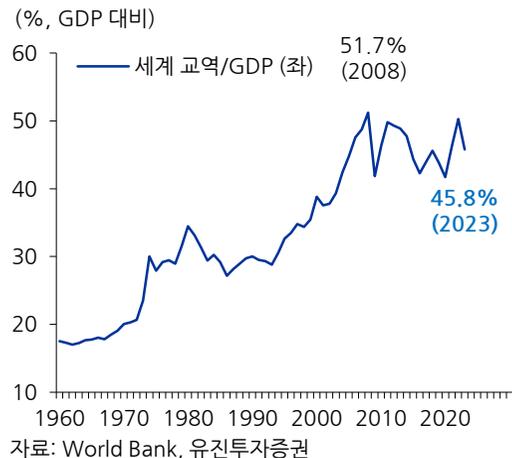
주: 12개월 누적 기준, 자료: Refinitiv, 유진투자증권

# 한국 수출 경쟁력 약화

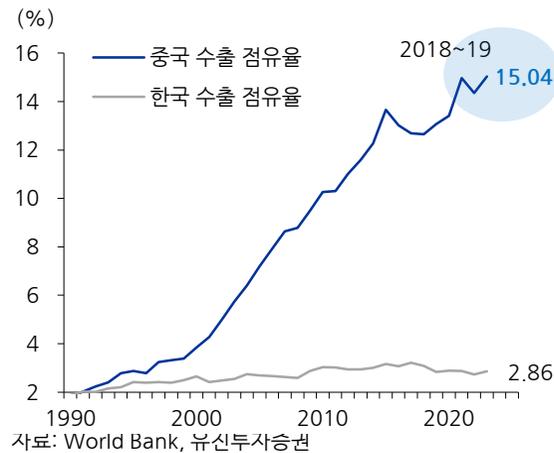
## 중국 수출 점유율 상승, 반면 한국 수출 점유율은 하락

- 세계 GDP에서 교역이 차지하는 비중은 2008년 51.7%를 정점으로 정체 또는 둔화 국면임(2023년 45.8%)
- 그러나 **중국 수출 점유율은 2018~19년 관세분쟁에도 상승함(23년 15.0%)**. 미국 이외 다른 지역으로의 수출 확대 및 우회 수출(약 30%) 영향.
- 동기간 국내 수출 점유율은 2018년 3.2%를 정점으로 23년 2.86%로 하락함.

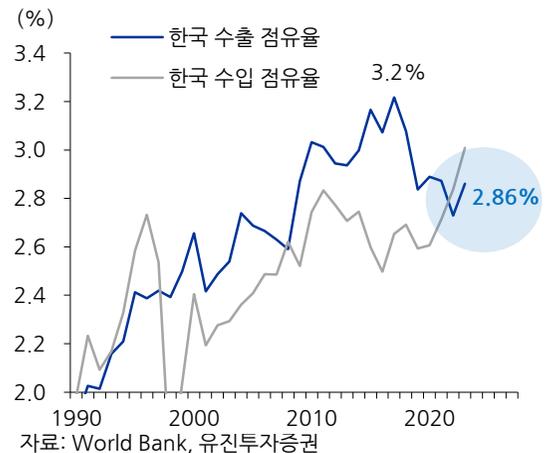
세계 교역 비중 증가 정체



반면 중국 수출 점유율 상승 지속

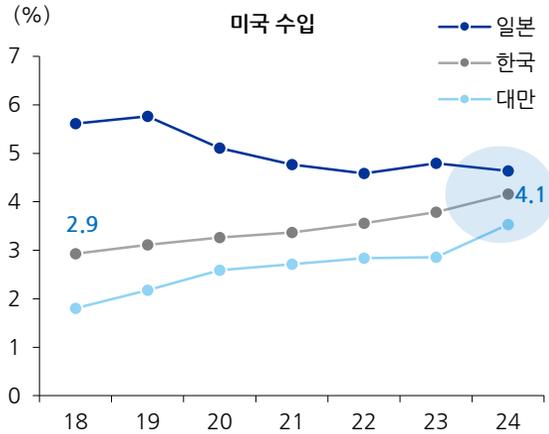


국내 수출 점유율 하락



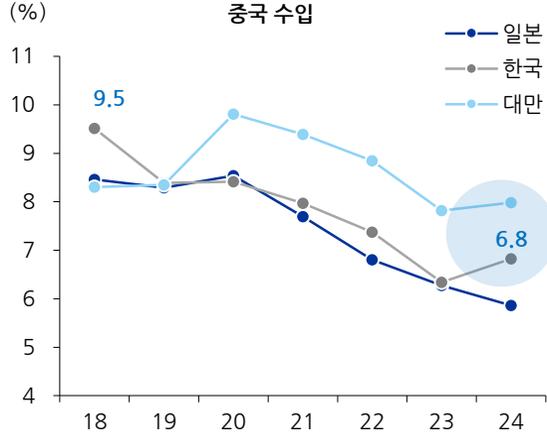
# 미국 이외 시장에서 한국 제품 점유율 둔화 또는 하락

## 미국시장에서 한국 수출 점유율 상승



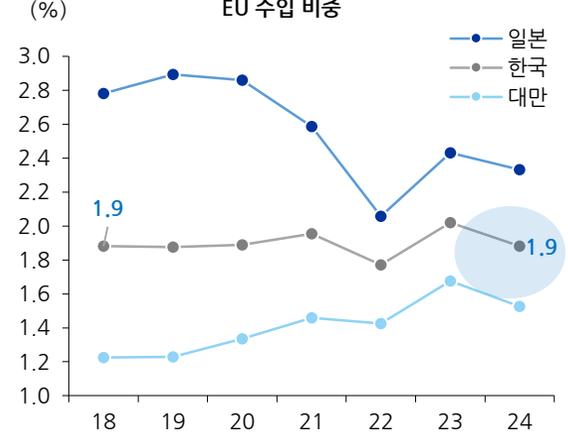
주: 2024/1~8월까지, 자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 중국시장에서 한국 수출 점유율 하락



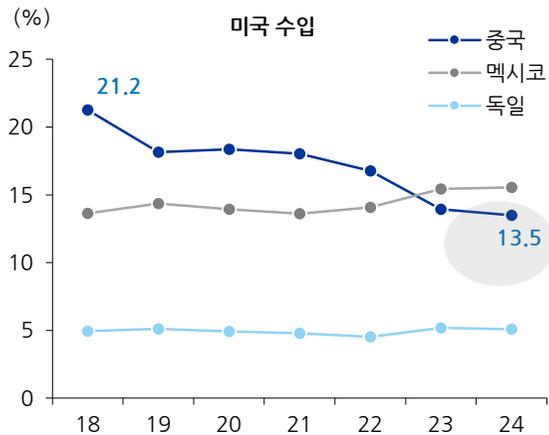
주: 2024/1~8월까지, 자료: Refinitiv, 유진투자증권

## EU시장에서 한국 제품 점유율 정체



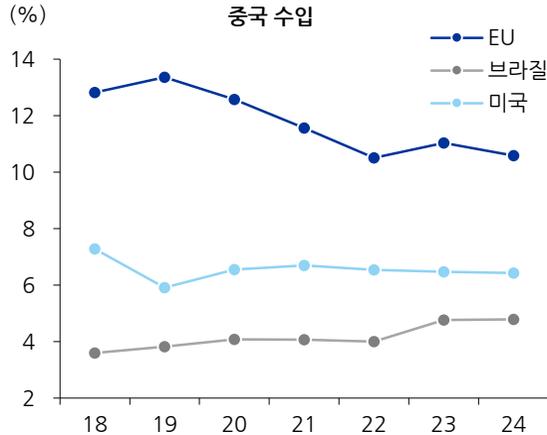
주: 2024/1~8월까지, 자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 미국시장에서 중국 수출 점유율 하락



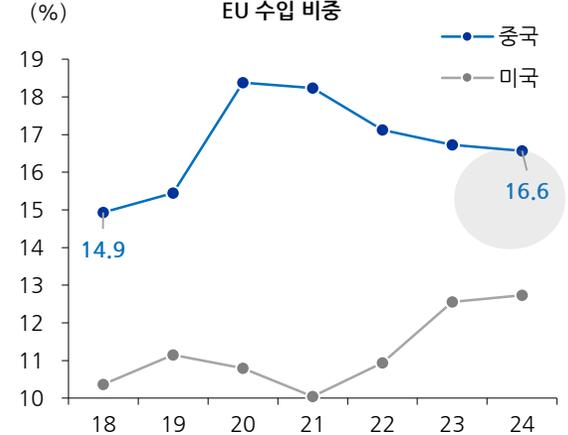
주: 2024/1~8월까지, 자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 중국시장에서 유럽 제품 점유율 하락



주: 2024/1~8월까지, 자료: Refinitiv, 유진투자증권

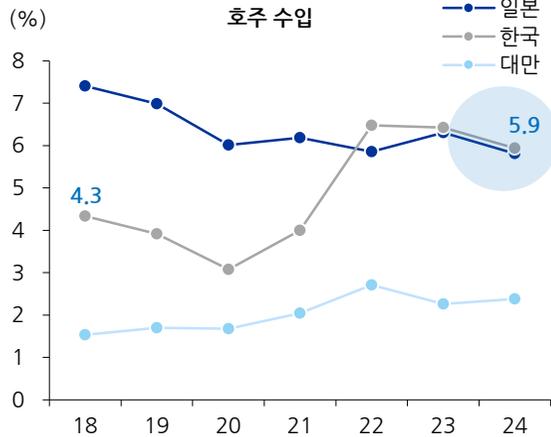
## EU시장에서 미국 제품 점유율 상승



주: 2024/1~8월까지, 자료: Refinitiv, 유진투자증권

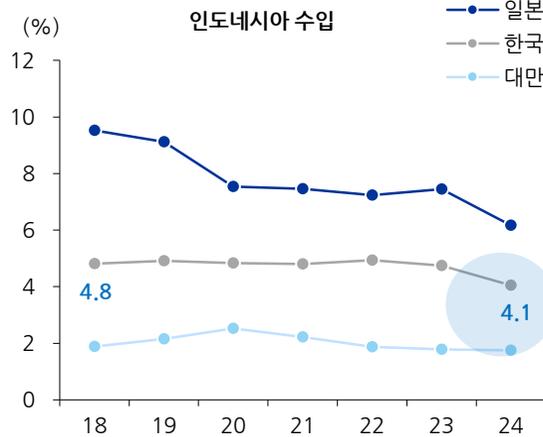
# 인니, 베트남 등에서 한국 수출 점유율 하락

## 호주시장에서 한국 점유율 둔화



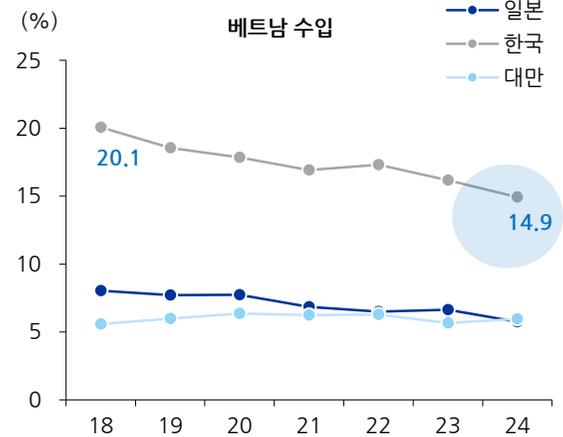
주: 2024/1~8월까지, 자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 인도네시아 시장에서 한국 점유율 하락



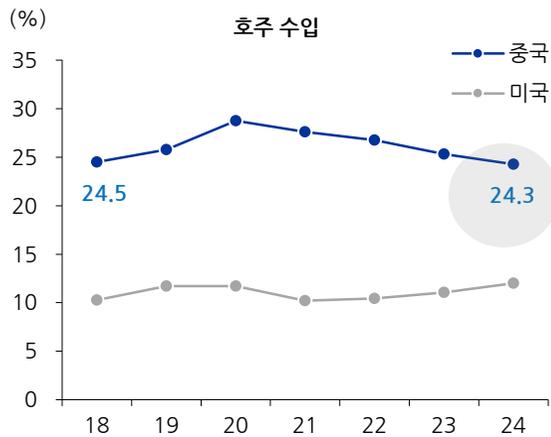
주: 2024/1~8월까지, 자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 베트남 시장에서 한국 점유율 하락



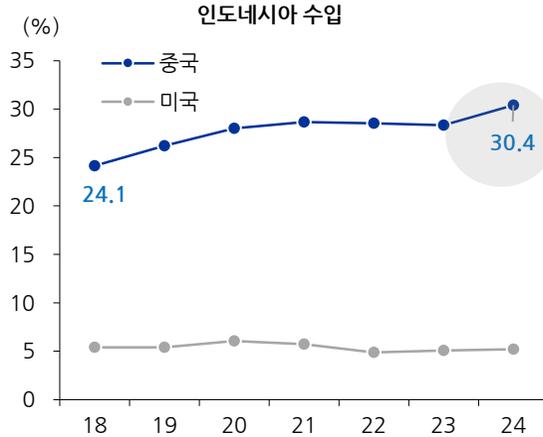
주: 2024/1~8월까지, 자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 호주시장에서 미국 제품 점유율 상승



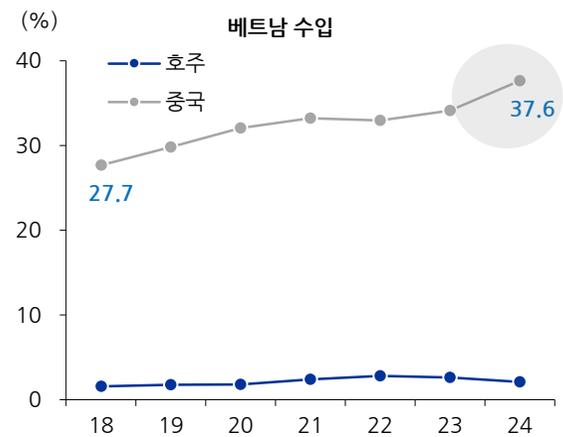
주: 2024/1~8월까지, 자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 인도네시아 시장에서 중국 점유율 상승



주: 2024/1~8월까지, 자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 베트남 시장에서 중국 점유율 상승



주: 2024/1~8월까지, 자료: Refinitiv, 유진투자증권

# 주식 공급의 문제

## 주가와 시가총액 차이가 크지 않은 미국 S&P500



자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 주가와 시가총액 차이가 크지 않은 Euro Stoxx 600



자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 오히려 주가보다 시가총액 증가 폭이 적은 일본 TOPIX



자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 주가는 제자리 걸음. 그러나 KOSPI 시가총액은 크게 증가



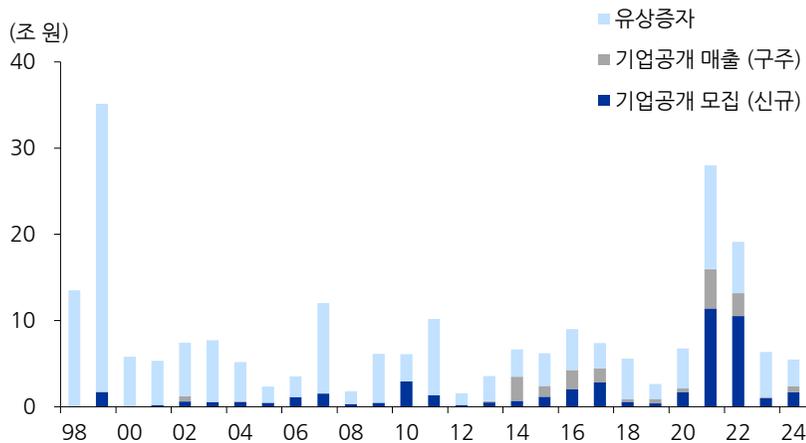
자료: Refinitiv, 유진투자증권

# 주주배정 유상증자가 주범

## 시가총액과 주가 간 괴리가 벌어진 이유는 주식 공급

- 주가와 시가총액 간 괴리가 확대된 이유는 **주식 공급이 급증했기 때문임**. 실제로 1999년, 2007년, 2021~22년 등 주식 자금조달 규모가 급증한 전후 주식시장은 부진했음.
- 거래소 주식자금조달은 유상증자(주주 배정) 중심으로 증가함. 코스닥 주식자금조달은 신규상장 중심으로 진행됨.
- 유상증자(주주 배정)은 기존 주주들이 할인(최대 30%)해서 자금을 조달함. 대주주 입장에서는 비교적 저렴한 비용으로 자금을 조달하는 방법임. 반면 소액주주들의 주식 가치는 희석됨.
- 1998년 이후 연 평균 6.1조원 규모의 유상증자가 시행됨.

### 거래소 주식 자금조달, 유상증자 중심으로 증가



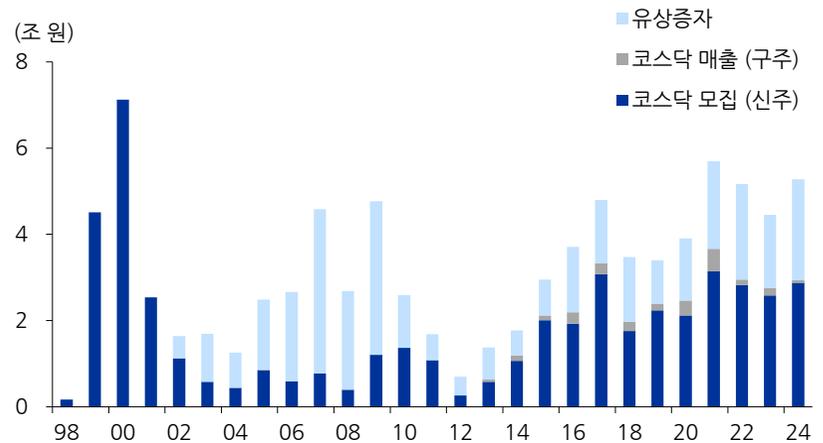
주: 2024년은 1~8월의 연율, 자료: 금융감독원, 유진투자증권

## 99년, 2007년, 2021년 등 주식 자금조달 급증 이후 주가 부진



주: 2024년은 1~8월의 연율, 자료: 금융감독원, 유진투자증권

### 코스닥 자금조달, 주로 신규 상장 중심



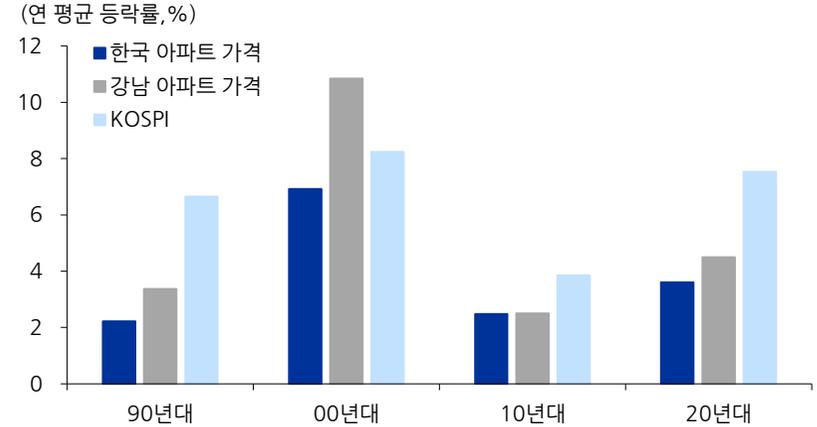
주: 2024년은 1~8월의 연율, 자료: 금융감독원, 유진투자증권

# 부동산이라는 강력한 대안의 존재

## 부동산에 밀린 국내 주식의 장기 기대 수익률

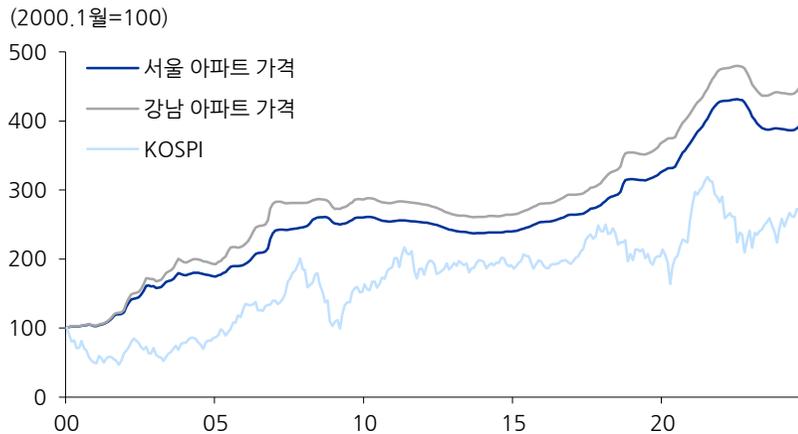
- 2000년 이후로 보면 서울 아파트 가격 상승세가 KOSPI보다 많이 올랐음. 주식시장에 대한 기대수익률이 부동산에 비해 높지 않음.
- 국내 아파트 가격의 연 평균 상승률이 KOSPI보다 높지는 않음.
- 그러나 자산 가격의 변동성(월간 가격 변동률의 표준편차) 대비 기준으로 비교해 보면, 00년 이후 지난 20년 이상 부동산의 기대 수익률이 높았음.

## 부동산 가격 상승 기대와 주가 상승률 기대 비교



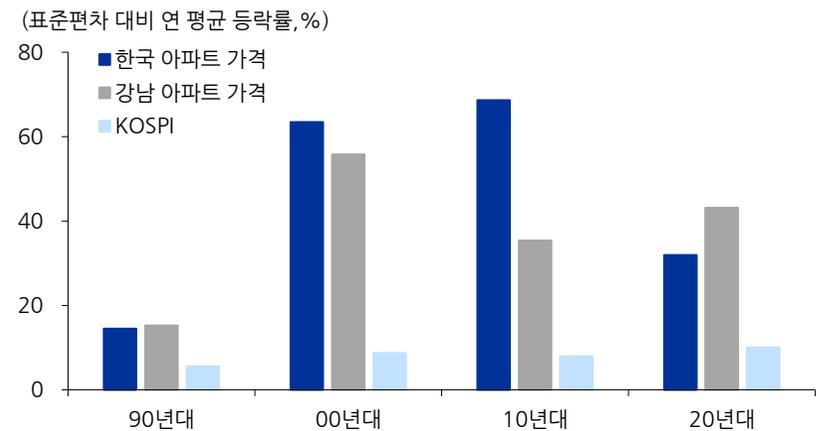
자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 2000년 이후로 보면, 부동산 가격이 주가보다 나아



자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 자산 가격의 변동성 대비로 보면 부동산이 주식보다 양호



자료: Refinitiv, 유진투자증권

# 해외 투자로의 자금 이동은 숙명인가?

## 2010년대 일본 사례

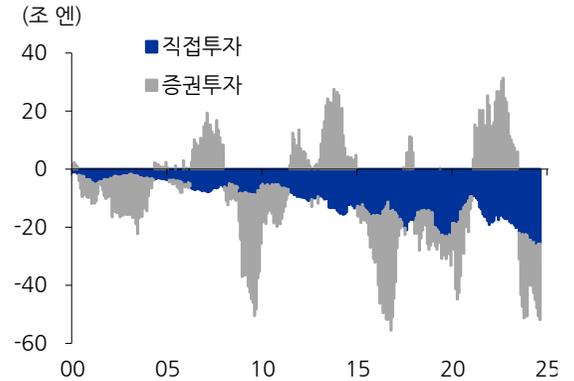
- 일본 상품수지 흑자 규모가 더 이상 늘지 못하고, 고령화가 본격화되던 2010년 전후 직접투자자와 증권투자자 자금이 유출됨.
- 그러나, 일본 증권투자자 자금은 국면에 따라 유입과 유출을 반복함.
- 현재 국내 상황은 일본 2010년대 전후와 유사함. 고령화되고, 성장 기대가 낮아질수록 성장률과 수익률이 더 높은 곳으로 자금은 이동할 가능성이 높음.

### 일본 상품수지 흑자 보다 소득수지가 더 많아



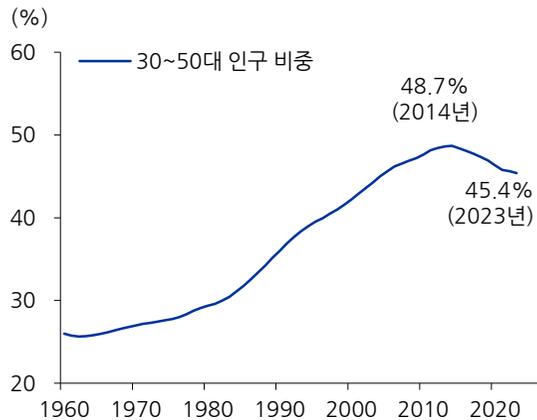
주: 2024/1~8월까지, 자료: Refinitiv, 유진투자증권

### 일본 직접투자 유출, 증권투자는 유출입 반복



주: 2024/1~8월까지, 자료: Refinitiv, 유진투자증권

### 점차 가시화되고 있는 고령화 압력



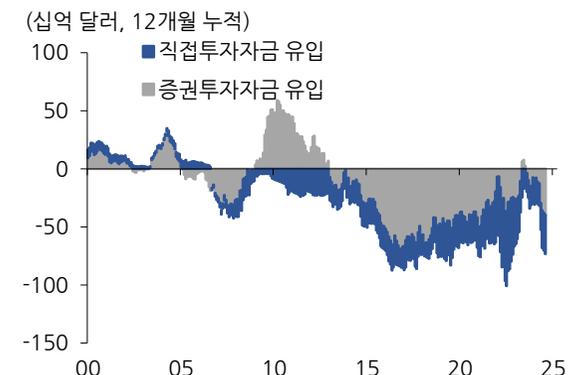
자료: Refinitiv, 유진투자증권

### 국내 상품수지 흑자가 소득수지보다 많아



주: 2024/1~8월까지, 자료: Refinitiv, 유진투자증권

### 국내 직접투자자와 증권투자자 유출입 거의 동행



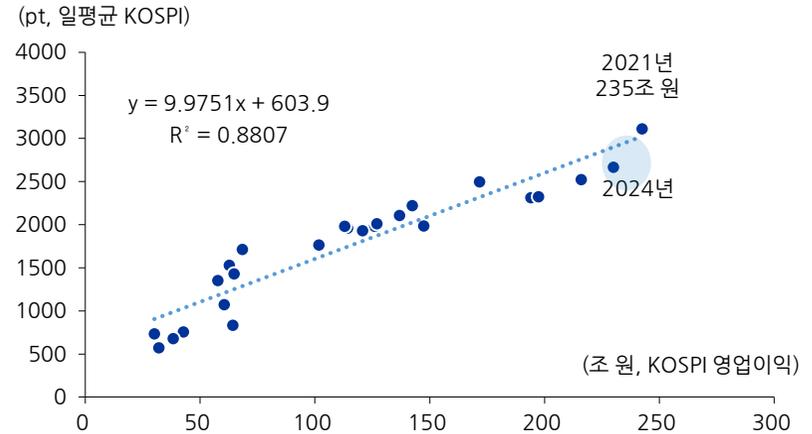
주: 2024/1~8월까지, 자료: Refinitiv, 유진투자증권

# 2025년 적정 KOSPI 2,575~3,040pt로 추정

## 2025년 KOSPI 영업이익은 4~5%대 증가 예상

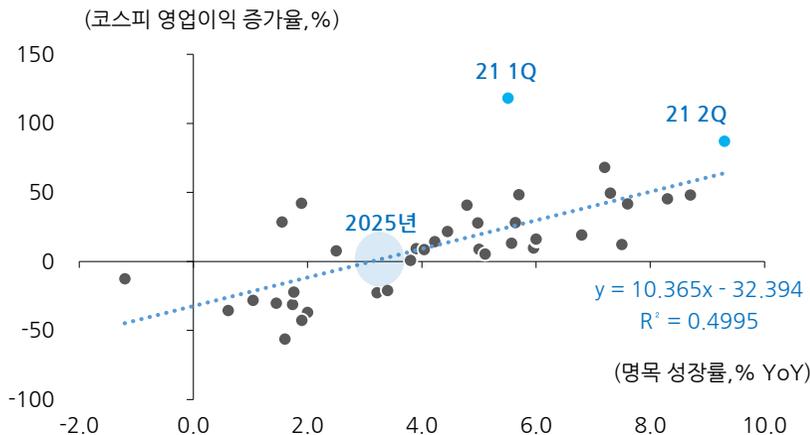
- 적정 KOSPI는 연간 KOSPI 영업이익 수준에 따라 결정됨.
- 연간 KOSPI 영업이익은 한해 명목 경제성장률과 관련성이 매우 높음. 2025년 명목 경제성장률(실질 1.9%, 물가 2%) 전망을 고려하면, 2025년 KOSPI 영업이익 증가율은 5~6%대로 추정됨.
- 연간 KOSPI 영업이익 수준과 일평균 KOSPI간의 상관관계를 감안하면, 2025년 적정 KOSPI는 2,575~3,040pt로 계산됨.

## 연간 KOSPI 영업이익에 따라 KOSPI 평균 수준 결정



자료: Quantwise, 유진투자증권

## 25년 명목성장률 4%대 전망, 25년 영업이익은 4~5%대 증가 예상



자료: Quantwise, 유진투자증권

## 2025년 적정 KOSPI 수준은 2,575~3,040pt



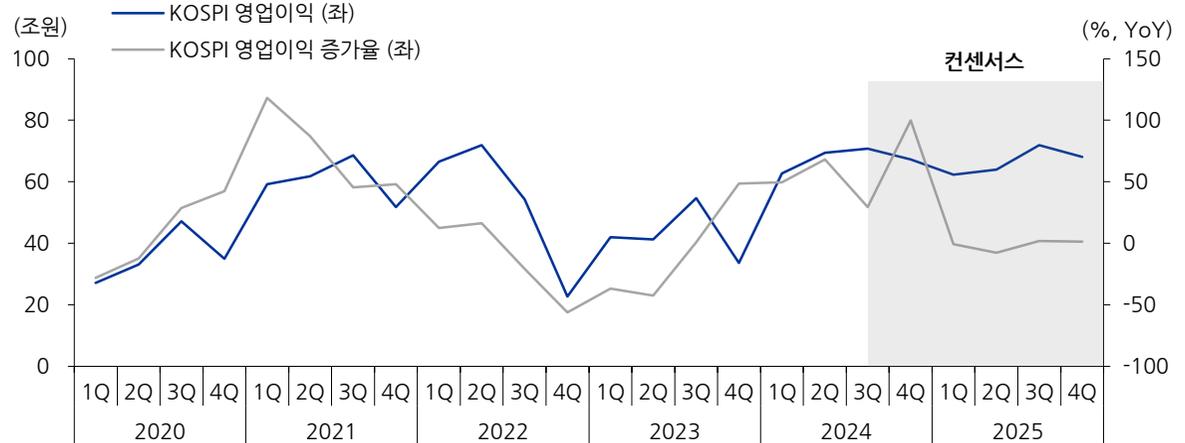
자료: Quantwise, 유진투자증권

# 반도체 이익은 그래도 우상향, 그외 업종은 하향

## 반도체 이익 하향 여부가 관건

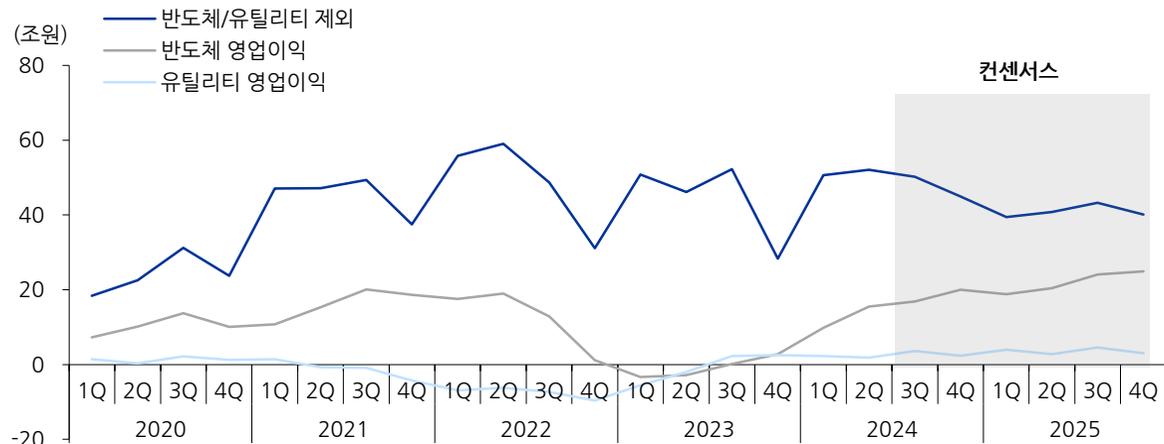
- 컨센서스 상 KOSPI 영업이익은 2025년 2Q 이후 완만하게 개선될 것으로 예상됨.
- 글로벌 경제 사이클 전망과 대체로 일치하거나, 유사함.
- 관건은 반도체임. 하향 조정 중인 2025년 반도체 영업이익에 대한 신뢰가 회복되는 시점에서 국내 증시는 재차 힘을 낼 것으로 예상함.
- 반면 반도체/유틸리티를 제외한 다른 업종의 영업이익은 2025년 동안 하락할 것으로 예상. 그만큼 국내 내수 체력에 대한 신뢰가 약하다는 점을 반증함.

## KOSPI 영업이익 증가율 모멘텀은 2Q 이후 서서히 개선 전망



자료: Quantiwise, 유진투자증권

## 2025년 반도체 실적 개선 상황 우위, 반면 반도체/유틸리티 이외 영업이익 전망은 하향 우위



자료: Quantiwise, 유진투자증권

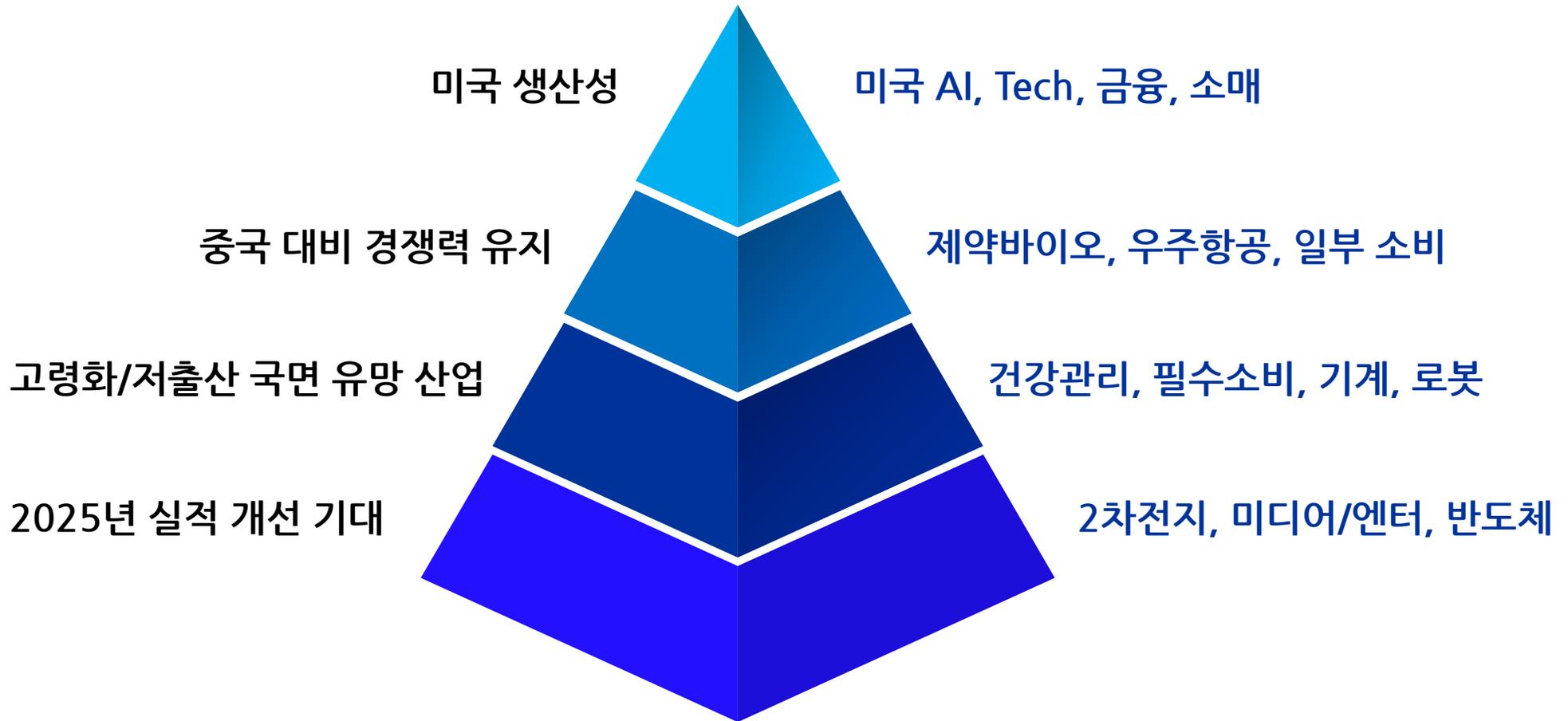
---

# 04

## 생산성, 경쟁력, 그리고 실적

미국 생산성과 관련 높은 AI, 금융, 소매, 중국 대비 경쟁력이 유지되는 제약바이오, 기계 유망  
2024년에는 부진했으나, 2025년 실적 반전이 기대되는 2차전지, 엔터, 반도체 관심

# 2025년 투자 아이디어

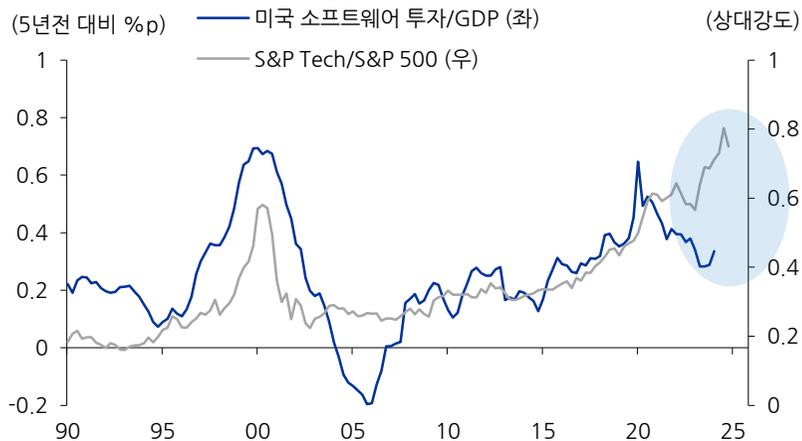


# 실제 투자에 비해 일부 Tech/반도체주 초과 강세

## 2025년 상반기 반도체를 비롯한 Tech주들의 상승세 다소 가팔라

- 미국 Tech 및 반도체주 강세를 이끈 요인은 미국 소프트웨어/컴퓨터 주변장치 등 하드웨어 투자임.
- 2024년 상반기까지 나타난 미국 Tech주 상승세는 실제 투자 확대 속도에 비해 다소 가팔랐던 것으로 보임.
- Tech 주가가 24/7~8월 이후 주춤하고 있으나, 경기 침체 우려가 크지 않음. Tech 투자는 계속 확대될 것으로 예상됨.

SW투자 비중 확대 속도에 비해 미국 Tech주가파르게 상승



자료: Refinitiv, 유진투자증권

최근 Tech 하드웨어 투자에 비해 반도체주 초과 강세



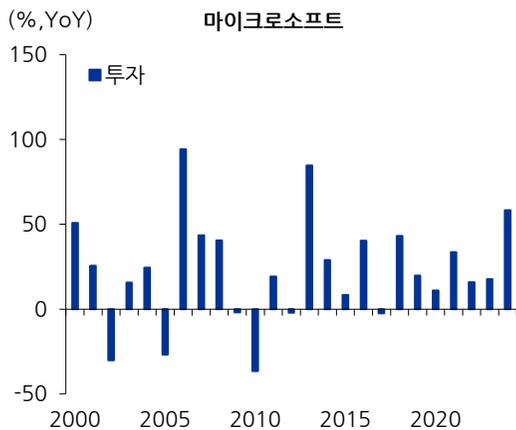
자료: Refinitiv, 유진투자증권

# 경기 침체가 없다면 Tech투자는 지속

## 경기 침체 국면에서는 마이크로소프트조차도 투자를 축소

- 현금흐름이 양호한 마이크로소프트사도 경기 침체 국면에서는 투자를 줄였음(2002년, 2005년, 2009~10년 등).
- 마이크로소프트사는 영업이익의 40%, 보유 현금의 60%를 투자하고 있음.
- 경기가 예상외로 빠르게 둔화되지 않으면, 투자 확대는 이어질 것으로 예상.

마이크로소프트도 경기 침체 때는 투자 축소



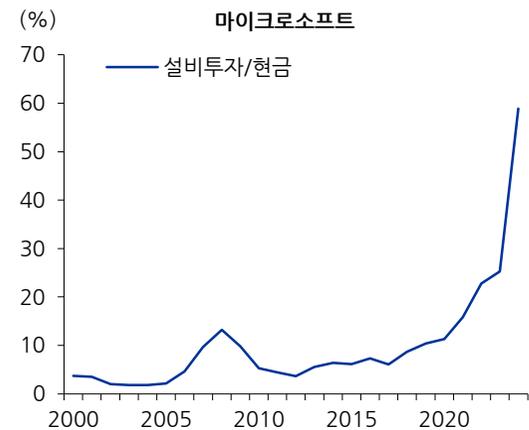
자료: Refinitiv, 유진투자증권

마이크로소프트, 영업이익의 40%를 투자



자료: Refinitiv, 유진투자증권

마이크로소프트, 현금의 60% 이상을 투자



자료: Refinitiv, 유진투자증권

# 장기적으로 인프라/장비 → 구현/실행하는 SW로 이동

## AI 데이터센터

Microsoft

Alphabet

Amazon

## AI 인프라/장비

Nvidia, Marvell Technology

Credo Semiconductor, SK Hynix

Foxconn, Lenovo

## AI 구현/실행

Meta, Salesforce

Adobe, Servicenow

Intuit, SAP

## 중국

Baidu

Alibaba

Tencent

# 트럼프 리스크, 그러나 친환경을 전부 되돌릴 수 없다

## 의외로 친환경에 적극적인 공화당

- 공화당의 친환경 에너지 프로젝트 규모는 민주당보다 많고, 그 규모도 상당한 차이를 보임.
- 의외로(?) 배터리/전기차/태양광 등 친환경 산업에 공화당이 적극적이었음.
- 친환경 프로젝트 전부를 트럼프 정부가 되돌릴 수는 없을 것으로 예상함.

미국 지역별 친환경 관련 산업 위치



© 2024 Mapbox © OpenStreetMap

자료: Clean Economy Works

## 공화당의 친환경 에너지 프로젝트 규모 적지 않아

	프로젝트 수 (개)	투자 규모 (십억 달러)	일자리 (개)
공화당	171	105.179	71,761
민주당	97	15.362	25,026
미정	37	2.5	7,630

자료: Clean Economy Works

## 공화당이 친환경 투자에 보다 적극적

(단위: 십억 달러)

	배터리	청정 자동차	태양광	풍력	기타
공화당	15	38	11	3	4
민주당	5	37	3	0	1

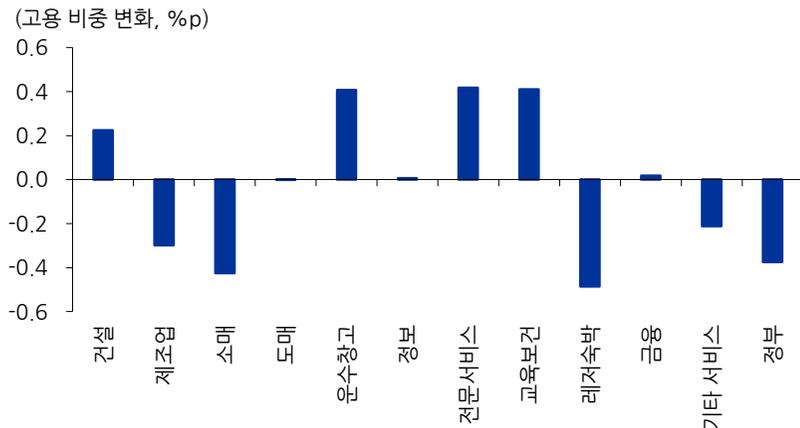
자료: Clean Economy Works

# 미국에서 생산성이 향상되는 산업

## 코로나19 이후 생산성이 늘어난 Tech/소매/금융 산업

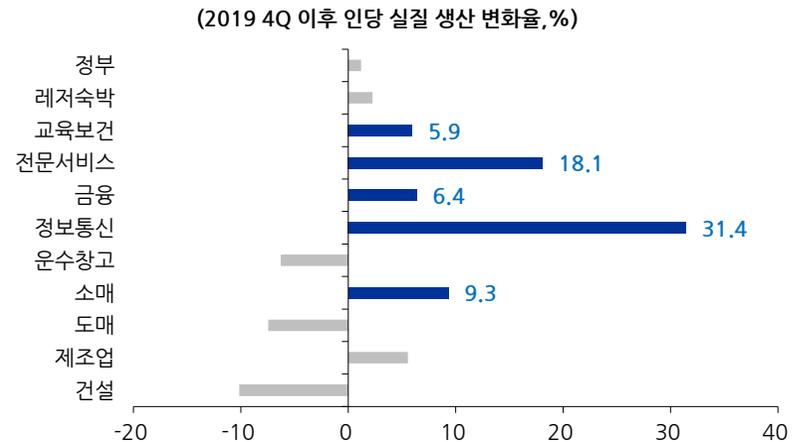
- 코로나19 이후 부가가치가 높은 전문서비스(법률/회계/디자인/과학기술연구 등), 운수창고업으로 고용 비중이 확대됨.
- 반면 부가가치가 상대적으로 낮은 소매/레저숙박 업종 고용 비중은 빠르게 축소됨.
- 동 기간 동안 1인당 부가가치(실질 생산) 측면에서 정보통신, 전문서비스, 소매, 금융, 교육보건업종의 실질 생산이 증가함.

### 전문서비스/운수창고 고용 확대, 부가가치 낮은 소매/레저숙박 축소



자료: Refinitiv, 유진투자증권

### 자산 가격의 변동성 대비로 보면 부동산이 주식보다 양호



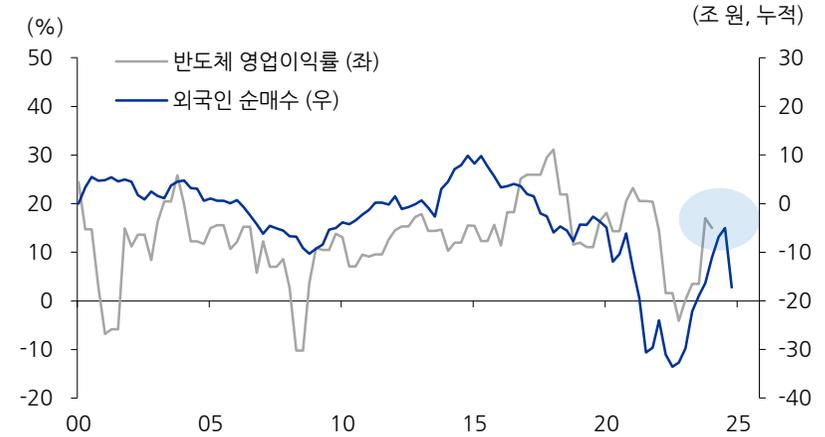
자료: Refinitiv, 유진투자증권

# 국내 기업은 경쟁력 유지가 관건

## 반도체 수익성 확대 한계와 치열해지는 주변국과의 경쟁

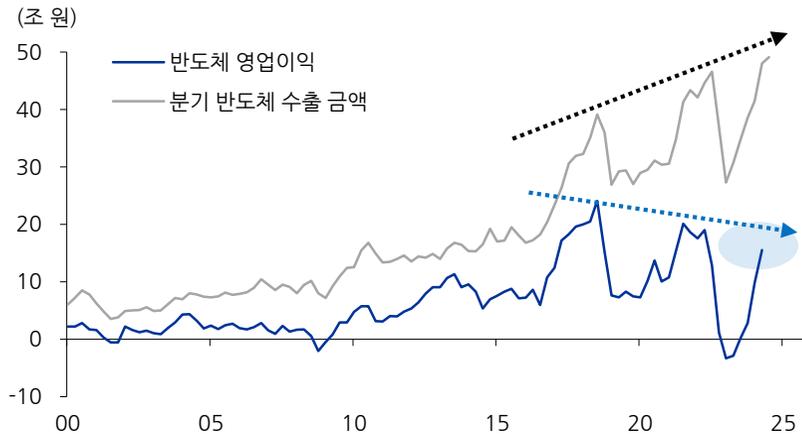
- 반도체 수출이 확대되고 있지만, 2017~18년 이후 반도체 영업이익 고점은 점차 낮아지고 있음. 그만큼 수익성이 약화되고 있음.
- 반도체 영업이익률이 둔화되는 국면에서 외국인 투자자들은 국내 반도체 업체(삼성전자, SK하이닉스)에 대해 매도 우위를 보임.
- 코로나19 이후 대만 반도체 수출 급증(비메모리)과 중국 저가 반도체 공습으로 경쟁도 치열해짐.

## 반도체 영업이익률 하락 국면에서 외국인 매도 우위



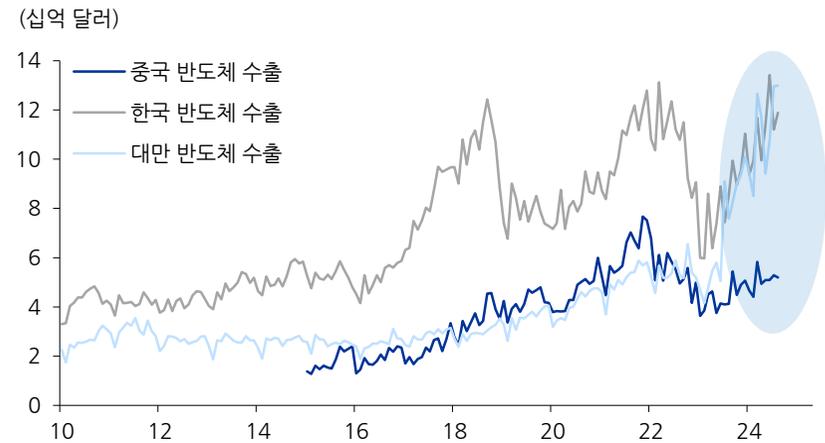
자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 반도체 수출 확대 불구, 영업이익 확대 한계



자료: Refinitiv, 유진투자증권

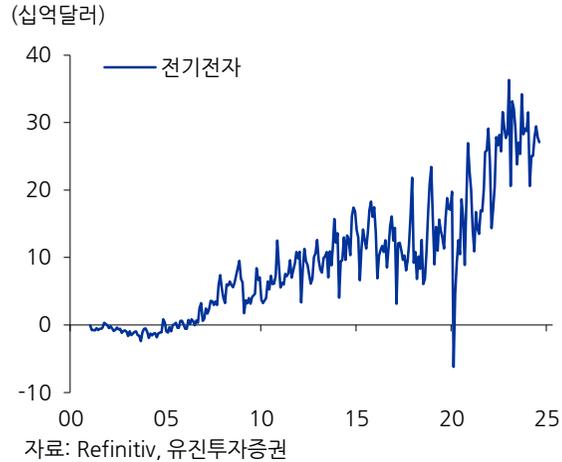
## 코로나 이후 대만 반도체 수출 급증, 중국도 저가 반도체 공세 시작



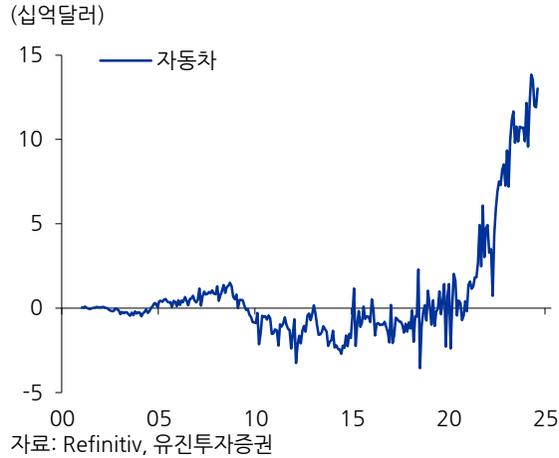
자료: Refinitiv, 유진투자증권

# 중국과의 직접 경쟁을 피할 수 있는 제약, 우주항공, 화장품

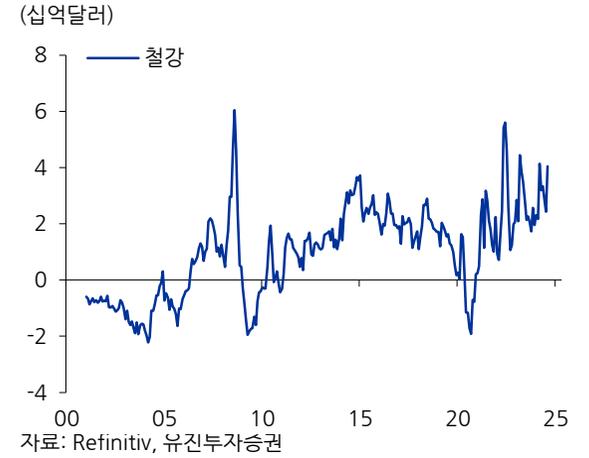
중국 Tech 전반적으로 무역흑자 확대



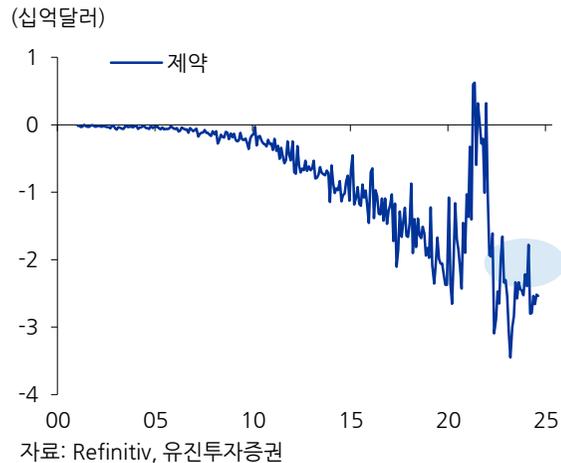
코로나19 이후 중국 자동차 수출 확대



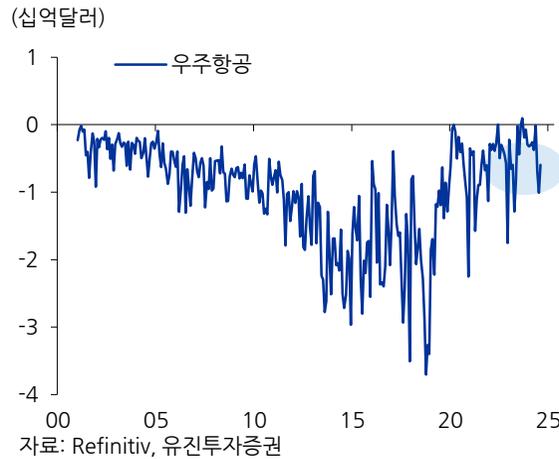
철강은 2010년 이후 무역흑자



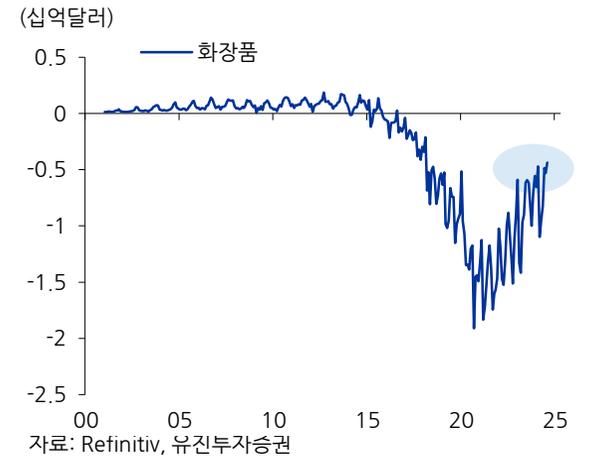
아직 무역적자가 확대되고 있는 제약



우주항공도 무역적자, 규모는 축소



화장품 무역적자, 규모는 축소



# 중국과의 경쟁이 격화되는 시점에서 De-Rating

## 국내 철강업종, 2006년 PER 정점



자료: Quantiwise, 유진투자증권

## 2006년 이후 조선 업종 업황 변동성 확대



자료: Quantiwise, 유진투자증권

## 2008년 이후 디스플레이 PER 불안



자료: Quantiwise, 유진투자증권

## 2016년 사드사태 이후 화장품 PER 하락



자료: Quantiwise, 유진투자증권

## 화학, 석유화학 업종도 이제 중국과 경쟁



자료: Quantiwise, 유진투자증권

## 중국 자동차 수출 급증 이후 자동차 PER 하락



자료: Quantiwise, 유진투자증권

# 중장기적으로 주식시장 내 서비스 비중 확대

## 실물 경제에 비해 제조업 비중 높아

- 국내 경제에서 제조업 비중은 더 이상 확대되지 못함. GDP 대비 제조업 비중은 2011년 27%를 기록한 이후 현재 26.7%임.
- GDP에서 서비스업 비중은 갈수록 확대됨. 2017년 55%였던 서비스업 비중은 57.5%로 확대됨.
- 그러나 주식시장에서는 제조업 비중이 여전히 높음(66%). 반면 서비스업 비중은 8%에 불과함.

## 경제에서 제조업 비중 확대 한계



자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 경제에서 서비스 비중 확대



자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 반면 주식시장에서 제조업 비중 여전히 높아



자료: Quantwise, 유진투자증권

## 주식시장에서 서비스 업종 비중 낮아



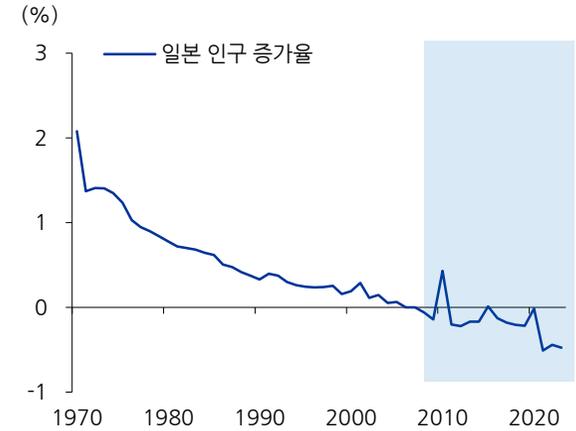
자료: Quantwise, 유진투자증권

# 일본의 고령화 국면 사례

## 내수 측면에서 관심을 가져야 하는 제약/필수소비/기계업종

- 인구가 본격적으로 감소하기 시작한 2010년 이후 일본 주식시장에서 나타난 특징은 다음과 같음.
- 1) 자동차 등 수출 업종 비중이 2015~16년 이후 점차 축소됨. 제조업의 한계에 봉착함.
- 2) 반면 제약과 식품 업종의 시가총액 비중이 지속적으로 확대됨.
- 3) 인력부족 등으로 기계업종 시가총액 비중도 늘어남.

## 일본 2010년 이후 본격적으로 인구 감소



자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 자동차 등 수출 업종 시가총액 비중 점차 하락



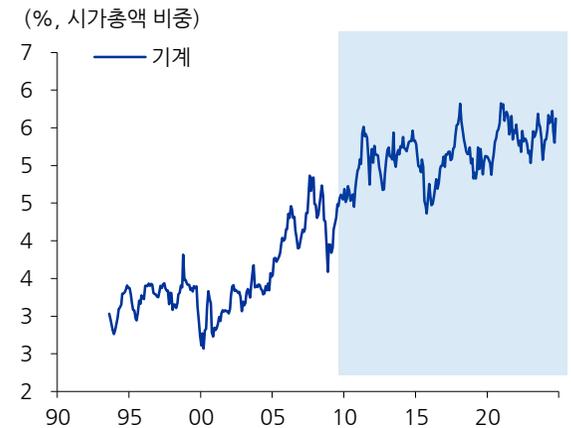
자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 반면 제약, 식품 업종 시가총액 비중 확대



자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 인력부족으로 기계 업종 시가총액 비중 확대



자료: Refinitiv, 유진투자증권

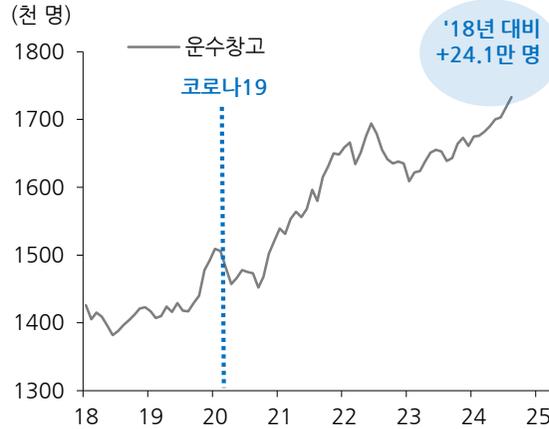
# 고용으로 본 한국의 성장 산업, 건강관리/택배/IT서비스

가장 고용이 활발한 보건사회복지 산업



자료: Refinitiv, 유진투자증권

코로나19 이후 늘어나는 운수창고 산업



자료: Refinitiv, 유진투자증권

IT 정보통신 산업 고용도 지속적



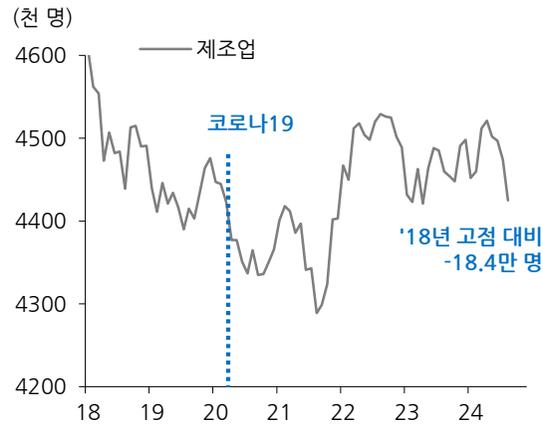
자료: Refinitiv, 유진투자증권

도소매 식당 산업 고용은 계속 감소



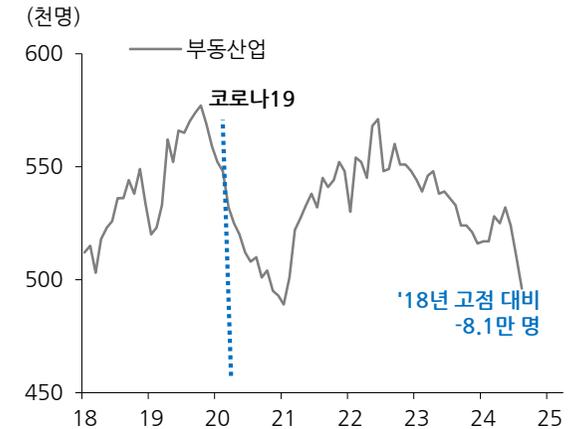
자료: Refinitiv, 유진투자증권

제조업 고용은 정체



자료: Refinitiv, 유진투자증권

부동산 업종 고용은 갈수록 감소



자료: Refinitiv, 유진투자증권

# 2024년 반도체/2차전지를 줄이고, 건강관리/은행을 늘렸다

## 시가총액 비중 변화 시사점

- 2024년 국내 증시에서 시가총액 비중 변화를 보면, 건강관리 업종과 은행, 조선, 기계업종의 확대가 가장 두드러짐.
- 반도체, 화학, IT가전, 철강 업종에 대한 비중 감소가 두드러짐.
- 2025년 관건은 1) 시가총액 비중이 8.6%까지 늘어난 건강관리 업종이 계속 늘어날 것인지,
- 2) 2024년 급격히 비중이 축소된 반도체와 IT가전(배터리/2차전지) 업종 비중 반전이 나타날지 여부라고 판단됨.

2024년 건강관리, 은행, 기계, 조선 비중 확대, 반면 반도체, IT가전, 화학, 철강 비중 감소

섹터	시가총액 비중 (%)			시가총액 비중 변화(%p)		
	2022년	2023년	2024년	2022년	2023년	2024년
에너지	2.2	2.1	1.8	0.2	-0.1	-0.3
화학	6.3	5.8	4.2	0.7	-0.5	-1.6
비철,목재	1.3	1.1	1.4	0.3	-0.2	0.3
철강	2.1	2.8	2.0	0.3	0.7	-0.8
건설	1.8	1.6	1.4	-0.4	-0.2	-0.2
기계	1.9	2.2	3.1	0.3	0.3	0.9
조선	1.6	1.9	3.0	0.3	0.4	1.0
상사,자본재	4.5	4.8	5.3	0.6	0.3	0.6
운송	2.7	2.6	2.5	0.1	-0.1	-0.1
자동차	6.0	6.8	6.8	-0.6	0.8	0.0
화장품,의류	3.2	2.3	2.3	-0.2	-0.9	0.0
호텔,레저	0.7	0.3	0.3	0.1	-0.4	0.0
미디어,교육	0.9	0.8	0.7	-0.3	-0.1	-0.1
소매(유통)	1.1	0.8	0.7	0.0	-0.3	-0.1
필수소비	2.9	2.2	2.3	0.6	-0.8	0.1
건강관리	7.5	6.5	8.6	0.0	-1.0	2.1
은행	5.6	5.2	6.8	0.0	-0.4	1.6
증권	1.7	1.7	2.3	-0.1	0.0	0.6
보험	2.6	2.0	2.7	0.6	-0.6	0.6
소프트웨어	5.8	5.4	4.9	-3.8	-0.5	-0.5
IT하드웨어	1.5	1.5	1.3	-0.4	0.0	-0.2
반도체	23.1	28.7	25.5	-4.3	5.6	-3.2
IT가전	9.6	8.3	7.2	5.5	-1.3	-1.0
디스플레이	0.4	0.3	0.3	-0.1	0.0	0.0
통신	1.4	1.2	1.3	0.1	-0.2	0.1
유틸리티	1.7	1.1	1.3	0.3	-0.6	0.2

주: 2024/10/17일 기준, 자료: Quantiverse, 유진투자증권

# 2025년 2차전지/건강관리 vs. 운송/금융

2025년 컨센서스, 2차전지/조선/건강관리/미디어 실적 개선, 반면 운송/금융/통신 등 실적 부진 전망

## 시가총액 비중 변화 시사점

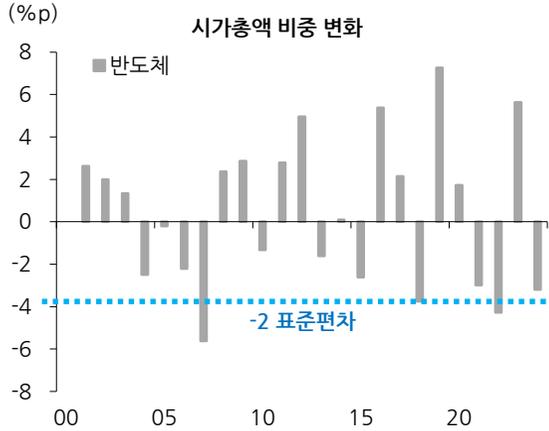
- 2025년 실적 가시성은 다소 떨어짐. 미국 대선 등 대외 불확실성이 높고, 수출이 둔화되는 상황에서 실적 하향 조정 폭은 당초 예상보다 클 수 있음.
- 그러나 2025년 화학/IT가전 등 2차전지 업종과 미디어/엔터 업종의 실적 개선 가능성은 비교적 높음.
- 경기 연착륙이 가능하다면, 반도체 업종 이익도 하향 조정되나, 과거와 같은 적자 반전보다는 완만한 성장 가능성에 무게.

	2023년 영업이익 (조원)	2024년 영업이익 (조원)	2025년 영업이익 (조원)	2025년 변화폭 (조원)	2025년 변화율 (%)
KSE	171.8	267.1	327.1	60.1	22.5
에너지	9.6	8.7	13.6	4.9	55.9
화학	4.0	3.8	7.9	4.1	107.4
비철,목재등	1.9	1.7	1.7	0.1	5.2
철강	7.5	4.3	5.6	1.3	28.9
건설	5.3	4.7	5.5	0.8	17.9
기계	6.2	6.2	7.3	1.1	18.1
조선	0.4	3.3	5.9	2.7	81.7
상사,자본재	19.2	21.4	25.6	4.2	19.6
운송	7.1	9.5	8.0	-1.5	-16.0
자동차	35.4	37.0	37.4	0.4	1.1
화장품,의류,완구	6.3	5.7	7.1	1.4	25.2
호텔,레저서비스	0.4	0.7	0.8	0.1	18.9
미디어,교육	0.3	0.8	1.2	0.4	42.4
소매(유통)	2.3	2.5	2.9	0.5	18.9
필수소비재	6.6	6.8	7.6	0.8	11.5
건강관리	2.9	3.3	4.9	1.6	46.5
은행	28.0	31.6	32.4	0.8	2.6
증권	7.7	8.9	9.1	0.2	2.2
보험	10.8	12.5	12.9	0.4	3.6
소프트웨어	4.3	5.7	6.6	1.0	17.5
IT하드웨어	1.6	2.4	3.2	0.8	32.3
반도체	-3.0	64.4	90.8	26.4	41.0
IT가전	6.7	5.8	10.4	4.6	80.7
디스플레이	-2.4	0.0	0.8	0.8	흑자전환
통신서비스	4.4	4.6	5.0	0.3	7.4
유틸리티	-1.7	10.9	12.7	1.9	17.2

주: 2024/10/17일 기준, 자료: Quantiwise, 유진투자증권

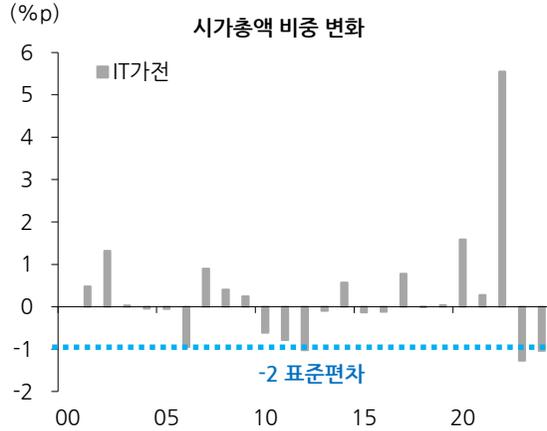
# 반도체와 2차전지, 화학 업종 추가 비중 축소 가능성 낮아

반도체 업종 비중 더 낮아지기 어려울 듯



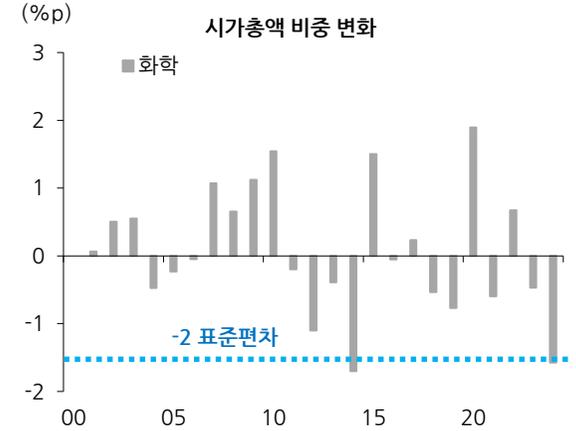
자료: Quantiwise, 유진투자증권

2년째 IT가전 업종 비중 하락



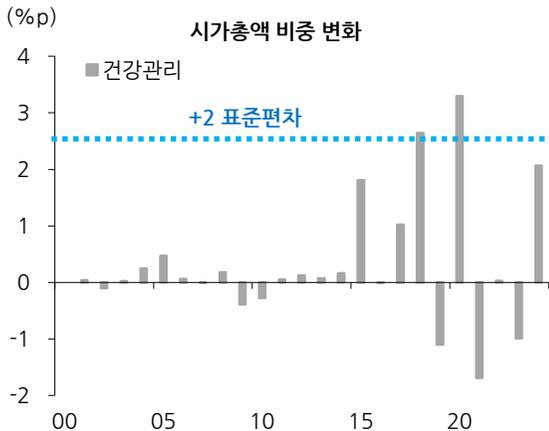
자료: Quantiwise, 유진투자증권

2014년 이후 화학 업종 비중 감소 최대



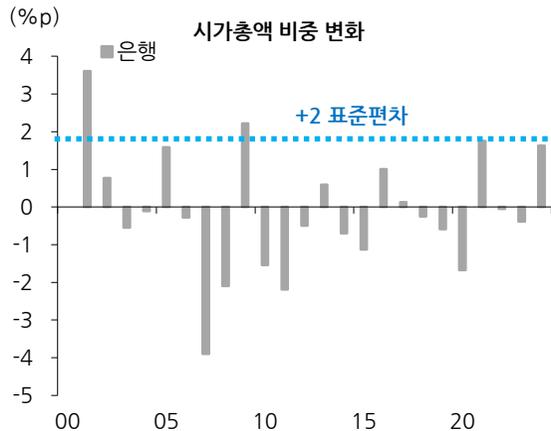
자료: Quantiwise, 유진투자증권

건강관리 업종 비중, 큰 폭 확대는 한계



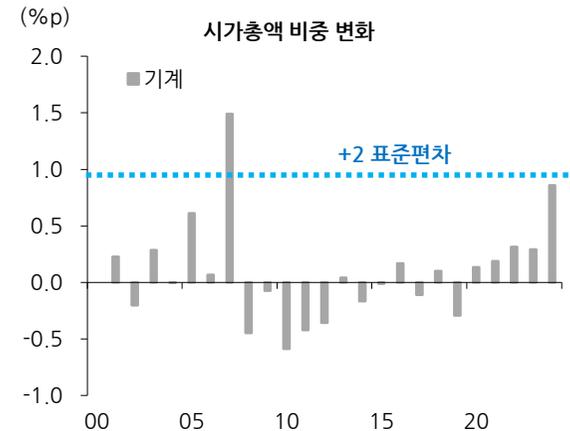
자료: Quantiwise, 유진투자증권

은행 업종 비중 확대도 다소 한계



자료: Quantiwise, 유진투자증권

5년째 비중이 늘어나고 있는 기계업종



자료: Quantiwise, 유진투자증권

# 금/가상화폐 등에도 기회

## 트럼프 당선은 채권 보다 비전통자산에 기회

- 중동 분쟁 영향으로 경합주 내 무슬림들의 전통 지지당인 민주당에 대한 지지율이 하락함. 예컨대 지난 8월 주요 경합주에서 미국 내 무슬림들은 민주당보다 녹색당을 더 선호함.
- 트럼프 당선 시 1기때보다 정부 재정에 대한 부담이 커질 가능성이 높음(감세 등). 이는 미국 장기금리 전망에 긍정적이지 않음.
- 새로운 안전자산에 대한 수요가 높아질 것으로 예상. 지난 트럼프 1기 재임기간 동안에도 금가격과 비트코인 등 가상화폐 가격이 강세를 보인 바 있음.

## 미국 경합주 내 무슬림 대선 지지율, 녹색당 지지율이 의외로 높아

(%)

	애리조나	조지아	네바다	미시건	펜실베이니아	위스콘신	합계
해리스	29	43	26	12	37	39	28
트럼프	15	14	27	18	8	8	15
녹색당	35	17	13	40	25	44	30

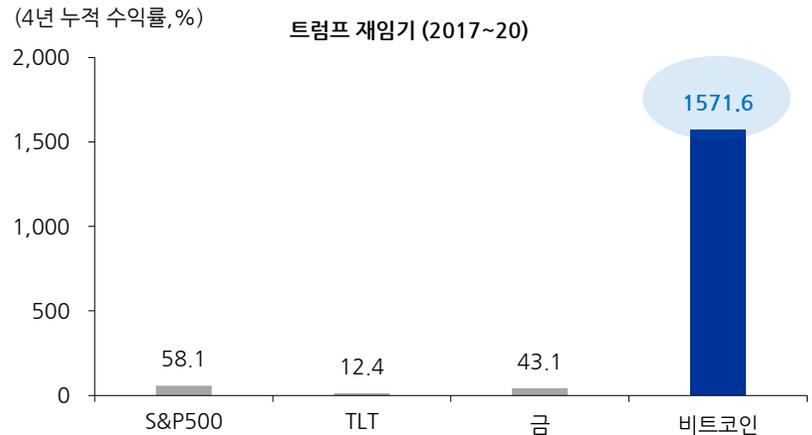
자료: Council on American-Islamic Relations, 설문조사 8/25~27일

## 현재 미국 재정은 과거와는 현저히 달라



자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 트럼프 재임기 동안 비트코인 등 가상화폐 가격 강세



자료: Refinitiv, 유진투자증권

# Compliance Notice

---

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 조사 분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.