

투자전략

트럼프 2.0 vs 펀더멘털

이경민 kyoungmin.lee@daishin.com



[KOSPI 전망] 25년 연간 Range: 2,380 ~ 3,000p

PER 8.04배(24년 8월 5일 저점) ~ 9.5배(2001년 이후 평균)

- 상단 3,000p: 12개월 선행 EPS 314.5 X KOSPI PER 9.5배 반영
 - * 선행 EPS 314.5 = 25년, 26년 순이익 컨센서스를 반영한 25. 2Q 고점
 - 23년 3월 이후 상승주세에서 분기별 30 ~ 80% 하향조정
 - ** PER 9.5배: 2001년 이후 평균
- 하단 2,380p: 12개월 선행 EPS 현재(296p) X 24년 8월 5일 저점 PER 8.04배 적용
- 글로벌 금리인하사이클 + 견고한 미국 경기 + Non-US 경기회복 + 달러 약세 = 상승주세 강화 전망
- 25년 상반기까지 통화정책 정상화 차원에서 금리인하 가속화.
중국, 유럽 경기회복 가시화. 달러 약세 압력 확대 예상. 신흥국, 신흥 아시아 증시에 우호적 투자환경
- KOSPI 반도체를 필두로 한 IT와 조선, 기계, 2차전지, 제약/바이오 등 이익 개선에 근거한 실적 레벨업

12개월 선행 EPS X 12개월 선행 PER에 따른 적정 KOSPI 지수 Matrix

EPS 조정 수준 (%)	12개월 선행 EPS	12개월 선행 PER						
		24년 저점 8.04X	22년 저점 8.5X	24년 2H 평균 8.86X	01년 이후 평균 9.5X	10년 이후 평균 10x	21년 6월 이후 평균 10.5X	24년 3월 고점 11.1X
20	355	2,853	3,017	3,144	3,371	3,549	3,726	3,939
15	340	2,734	2,891	3,013	3,231	3,401	3,571	3,775
10 (25. 3Q 예상 고점)	325	2,616	2,765	2,882	3,091	3,253	3,416	3,611
6 (25. 2Q 예상 고점)	314	2,528	2,673	2,786	2,987	3,145	3,302	3,491
5	311	2,497	2,640	2,751	2,950	3,105	3,261	3,447
3	304	2,446	2,586	2,696	2,890	3,043	3,195	3,377
현재	296	2,378	2,514	2,620	2,810	2,957	3,105	3,283
-5	281	2,259	2,388	2,489	2,669	2,810	2,950	3,119
-10	266	2,140	2,262	2,358	2,529	2,662	2,795	2,954
-15	251	2,021	2,137	2,227	2,388	2,514	2,640	2,790

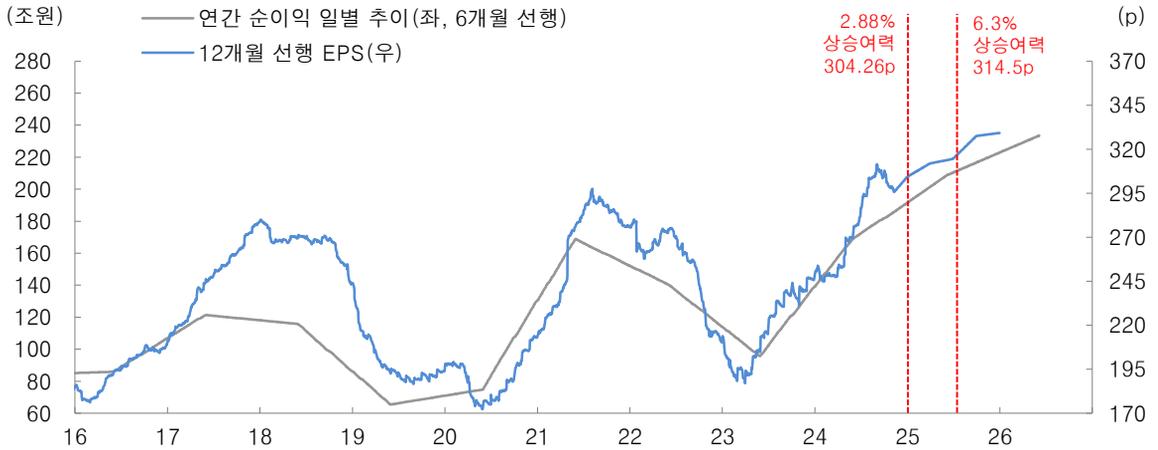
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[KOSPI 전망] 25년, 26년 이익 증가 유효. 선행 EPS 상승 지속

선행 EPS 상승추세 & 분기별 평균 10% 디스카운트 = 25년 상반기 314.5p 도달 가능

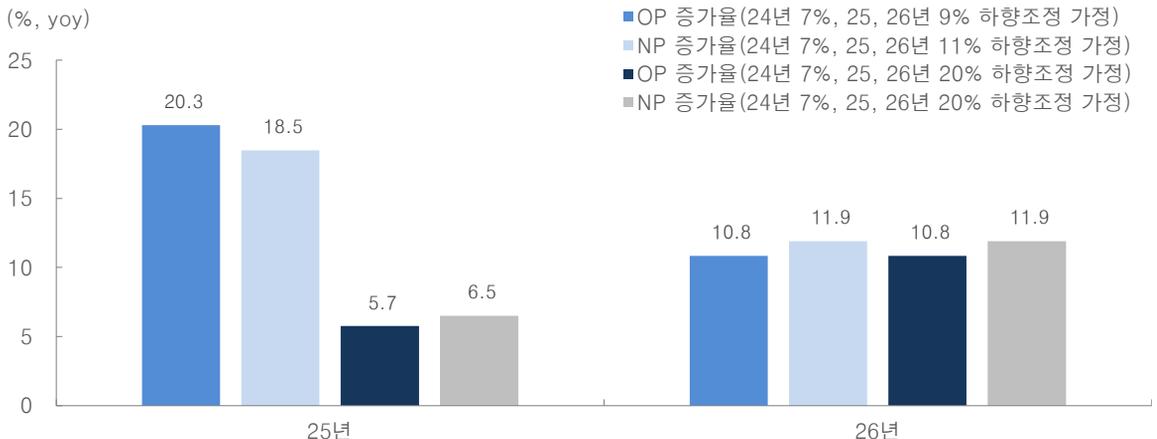
- 3분기 프리어닝 시즌 이후 12개월 선행 EPS 하락세 전개. 24년 3분기, 4분기 뿐만 아니라 25년 이익 전망 하향조정 영향. 하지만, 12개월 선행 EPS 상승추세는 지속될 전망
- 현재 25년, 26년 순이익 증가율은 23.4%, 11.9%. 12개월 선행 EPS 상승탄력이 둔화되고, 상승 기울기가 약해지겠지만, 상승 추세 유효. 24년 이익 전망을 7% 하향조정하고, 25년, 26년 이익을 10% 전후(10년 이후 평균), 20%(10년 이후 하향조정 국면 평균) 하향조정하더라도 26년까지 증익 가능
- 23년 3월말 저점 이후 상승추세 지속될 경우 선행 EPS 목표치 산출. 분기별 이익모멘텀 둔화를 감안해 평균 15% 디스카운트. 이 경우 24년 연말까지 304.26p, 25년 상반기 중 314.5p 도달 가능

12개월 선행 EPS 상승추세 지속. 24년 연말 304.26p, 25년 상반기 중 314.5p까지 상승 가능



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

24년 이익 전망 7% 하향조정, 25년, 26년 이익 과거 하향조정 평균 기정해도 이익 증가세 유효



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

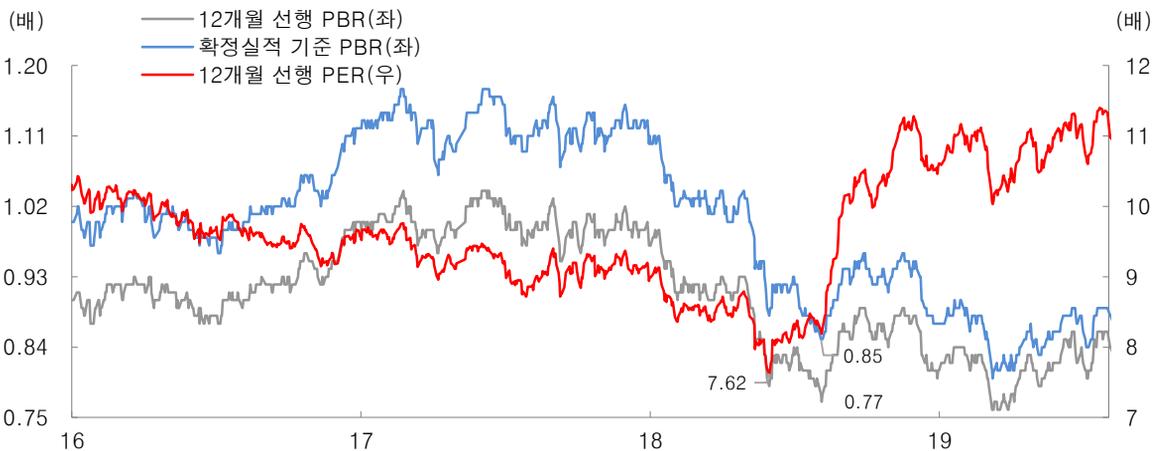
주: 25년, 26년 OP 9%, NP 10% 하향조정은 2010년 이후 연초 컨센서스 대비 실제 실적 괴리를 전체 평균(OP -9%, NP -10%) 반영
 25년, 26년 OP, NP 20% 하향조정은 2010년 이후 연초 컨센서스 대비 실제 실적 괴리를 마이너스 평균(OP -9%, NP -10%) 반영

[KOSPI 전망] 24년 4분기 Rock Bottom에 대한 고찰

2018년 미중 무역전쟁 Peak & 반도체 사이클 하락/저점 & 미국 경기 일시적 역성장 국면

- 트럼프 당선 이후 KOSPI 약세 두드러짐. 반도체(특히, 삼성전자) 업황/실적 불확실성이 컸던 상황에 트럼프의 보편 관세, 대중국 60% 관세, 대중국 반도체, AI산업 규제, IRA법과 Chips Act 폐지/수정 등 한국 관련 산업과 기업에 부정적인 정책들에 대한 불안심리가 일거에 반영되는 양상
- 2018년 중반 실제로 미중 무역전쟁이 현실화, 격화되는 가운데 반도체 사이클 하락, 미국 일시적인 역성장 등이 전개되었던 경우가 있었음. 당시 선행 PER 저점은 7.62배, 선행/확정실적 기준 PBR은 0.77, 0.85배 수준. 현재 KOSPI 기준 2,260 ~ 2,425p. KOSPI Rock Bottom 권이라고 판단
- KOSPI 2,400선 초반 부터 비중확대 전략 유효. 2,300선 이탈시 적극 비중확대 가능

미중 무역전쟁 격화, 반도체 하락 사이클, 미국 일시적 역성장 현실화되었던 18년 중반 밸류에이션



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

시장이 우려하는 변수들이 현실화될 경우 KOSPI Rock Bottom 권역 2,260 ~ 2,425p

이슈/이벤트	선행 PER	KOSPI	선행 PBR	KOSPI	확정실적 PBR	KOSPI
금융위기	6.27	1,860	0.76	2,329	0.81	2,311
미국 신용등급 강등	7.44	2,207				
미중 무역 전쟁, 반도체 하락 사이클, 경기 일시적 역성장	7.62	2,260	0.77	2,360	0.85	2,425
코로나19 쇼크	7.52	2,230	0.57	1,747	1	1,684
미국/유럽 경기침체 가시화	8.52	2,527	0.78	2,391	0.8	2,283
8월 5일(경기침체 쇼크) 증가	8.04	2,385	0.8	2,452	0.87	2,483
8월 5일 장 중 저점 기준	7.86	2,331	0.78	2,391	0.85	2,425

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[KOSPI 전망] 3,000선 돌파 이후 상승 탄력 둔화

25년 1H 펀더멘털 + 금리인하 모멘텀 & 달러 약세로 강세. 2H 물가 불안 & 트럼프 리스크

- 25년 코스피는 상반기 탄력적인 상승세를 보일 것으로 예상. 24년 8월 중기 저점, 11월 단기 저점에서 시작된 상승세는 25년 상반기까지 지속될 전망. 견고한 미국 경기 모멘텀에 중국, 유럽의 경기부양 드라이브, 금리인하 사이클 등이 경기/유동성 모멘텀 동반 회복/개선으로 이어질 것. Non-US 경기 회복은 한국 수출 모멘텀을 더욱 견고히 만들고, 3분기 실적 시즌 불안심리를 제어할 수 있다고 생각
- 25년 2분기 중후반부터 물가 변화 체크. 기저효과 소멸과 경기모멘텀이 양호한 상황에서 금리인하 사이클이 진행되는데 따른 물가 상승압력 확대 가능성 높기 때문. 트럼프 2.0 시대도 상반기 중 내각 구성 이후 하반기에 본격화되면서 정책 불확실성 확대 예상. 규제 완화, 산업 정책 등은 긍정적일 수 있지만, 보편 관세, 대중국 60% 관세 부과 등은 글로벌 교역 위축, 한국 수출 불안을 야기할 뿐만 아니라 물가 상승 압력을 자극할 수 있음

2025년 KOSPI 예상 경로. 양호한 경기 모멘텀 속에 물가/통화정책 변화가 핵심



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[투자환경] 경기 모멘텀 + 금리인하의 명과 암

경기 모멘텀과 금리인하 사이클은 증시 상승 동력. 하반기 물가 상방 압력 확대라는 부작용 경계

- 트럼프 2.0시대 도래. 하지만, 핵심은 펀더멘털. 25년 글로벌 금융시장과 주식시장 경로는 또 한 번 물가, 통화정책, 채권금리 향배에 달려 있다고 생각. 상반기까지는 경기회복에도 불구하고 기저효과와 미국 수요 둔화로 인한 물가 안정에 근거, 금리인하 사이클 지속 가능성 높음. Non-US 경기 회복이 가시화될 경우 달러 하향안정이 가세하며 신흥국, 신흥 아시아 증시는 물론, KOSPI에도 훈풍이 불 것
- 다만, 하반기에는 물가 기저효과 소멸과 함께 경기가 견조함에도 금리인하를 단행한데 따른 수요측 물가 상승압력이 확대될 가능성 높음. 이 과정에서 트럼프 2기 정책이 가시화되고, 시행될 경우 다시 한 번 물가 상승, 채권금리 상승 압력 확대 불가피. 미국 금리인하 사이클이 조기 종료될 경우 증시 추세 반전 가능성도 배제할 수 없음

상반기 경기 모멘텀 + 금리인하 + 달러 약세 조합. 하반기 물가 상승 압력 경계. 통화정책 전환 가능성

Upside Potential		Downside Risk	Daishin's View
미국 경기 완만한 둔화. 중국, 유럽 경기 회복 가시화(경기 부양, 금리인하 효과) 달러 약세압력 확대	글로벌 경기/교역	상반기 중 급격한 미국 침체 Non-US 경기에 부정적 영향 확산. 글로벌 경기 악화 전환	미국 경기 완만한 둔화 속에 Non-US 경기 회복 가시화. 하반기 미국 경기 저점 통과 & 중국 주도의 Non-US 경기 회복 정점 통과. 달러화 상저하고
기저효과 + 미국 경기 둔화 + 유가 안정 + 주거비 안정으로 물가 2%대 하회	물가	양호한 경기모멘텀 유지 & 금리인하로 인한 부작용 물가 상승압력 확대	기저효과와 유가, 주거비 등의 물가 영향력 감소시 상반기 중 물가 2% 하회 가능. 하반기 기저효과 소멸, 경기 호조 + 금리인하 부작용으로 물가 상승압력 확대
미국 고용 둔화와 물가 안정, 유럽 경기부양을 위한 금리인하 가속화	통화정책	견고한 경기모멘텀 속에 고용 개선 + 물가 반등에 금리인하 사이클 조기 종료	상반기 중 유럽, 미국 금리인하 가속화. 경기부양 & 통화정책 정상화 하반기 물가 레벨에 따라 금리인하 사이클 조기 종료 가능성 확대
AI, HBM 수요 폭발 속에 유럽, 중국 경기회복에 근거한 재고축적 + 교체수요 유입 실적 레벨업	반도체 사이클	AI, HBM 수요 정점 통과 미진한 수요 회복으로 반도체 사이클 반등 폭 제한, 하락 반전	견고한 AI, HBM 수요 속에 글로벌 경기 회복에 따른 레거시 반도체 수요 회복 2017년 빅 사이클 재현 가능성
반도체 주도로 실적 전망 상황 조정 지속. 경기민감주, 수출주 Non-US 경기회복에 실적 안정 & 실적 개선	기업 이익	예상보다 약한 글로벌 경기로 반도체 실적 전망 하향 조정 경기민감주, 수출주 실적 레벨다운	반도체 실적 개선 지속. 25년에는 IT, 수출주, 중국 소비주 실적 개선 가세 현재 컨센서스 부합 또는 상회 가능 하반기 실적 정점 통과 우려 확대
우크라이나-러시아 전쟁 종료, 이스라엘-하마스 전쟁 휴전	지정학적 리스크	이스라엘 - 하마스 전쟁 지속 & 이란 개입. 푸틴 핵공격 이슈 수면 위로... 중국 - 대만 갈등 고조	지정학적 리스크 글로벌 금융시장에 상당 부분 선반영. 현재 상황 유지시 중립 변수. 상황 악화시 증시 영향력 제한적. 상하 개선, 호전시 증시 Upside 확대 변수
규제 완화, 산업 구조 개혁 강화. 보편관세 철폐 대중국 압박 우려보다 완화	트럼프 2.0	보편관세 시행, 대중국 압박 강도 강화. IRA 법안, Chips법 수정 및 폐기 가시화	트럼프 정책에 대한 기대와 경계 혼재 상반기 노이즈, 하반기 불확실성 변수 내각 구성 이후 정책 가시성 높아질 것

[금융시장] 상반기 명확한 방향성. 하반기 물가, 통화정책 변곡점 경계

25년 상반기 글로벌 위험자산 전반에 우호적인 투자 환경. 하반기 물가/통화정책 변화 경계

- 25년 상반기까지는 글로벌 위험자산, 특히, 신흥국, 신흥 아시아 증시에 우호적인 투자환경 조성. 미국 경기는 둔화가 불가피하지만, GDP 성장률이 1.9%(전년대비)에서 저점을 형성할 정도로 견고. 여기에 그동안 부진했던 중국, 유럽 경기 회복 가세
- 글로벌 전반적인 경기 회복 기대가 강해지는 가운데 미국과 Non-US 간의 경기 격차 축소로 달러 약세, Non-US 통화 강세 예상. 글로벌 유동성 모멘텀 또한 물가 안정을 바탕으로 미국은 통화정책 정상화, Non-US는 경기 부양 목적의 금리인하 지속
- 하지만, 하반기에는 양호한 경기 모멘텀과 금리인하 사이클이 맞물린데 따른 부작용 경계. 수요 측면에서 물가 상승 압력이라고 볼 수 있지만, 트럼프 2.0시대의 정책 불확실성이 맞물리면서 물가 불안이 가중되고, 이로 인해 조기에 금리인하 사이클이 종료될 가능성 높음. 트럼프 1기 당시에도 물가, 통화정책, 금리 불확실성 확대가 2018년 2월 하락 반전의 트리거였음

Straight한 상반기, Bumpy한 하반기

	1Q	2Q	3Q	4Q
경제 전망	↑ 미국 경기둔화 + 유럽, 중국 경기 회복	↑ 미국 경기 저점통과. 유럽, 중국 경기회복	↑ 글로벌 동반 경기회복	→ 유럽, 중국 경기 정점 통과 미국 완전한 회복세
물가 전망	↓ 기저효과로 유가 영향력 약화, 주거비 둔화 지속	↓ 기저효과로 유가 저점권 등락, 주거비 저점권 근접	→ 기저효과 약화/소멸 유가. 주거비 저점 통과	↑ 유가 반등, 주거비 반등. 수요 회복이 물가 자극
기업 이익 전망	↑ 반도체 + IT, 수출주, 중국 소비주 실적 개선	↑ 경기인간주 실적 개선 가세	↓ 3분기 실적 불안, 경기 정점, 물가 불안 경계	↓↓ 경기/물가/통화정책 불확실성 확대
달러/금리 유동성	↓ 금리인하 사이클 지속, 달러 약세, 금리 하락	↓ 금리인하 사이클 지속, 달러 약세, 하락	↑ 물가 반등, 채권금리, 달러화 저점 통과/반등	↑ 물가 반등으로 금리, 달러 반등세 뚜렷
정책 (통화/재정)	↑ 금리인하 가속화 예산안 이슈 경계	↑ 금리인하 지속. 예산안 불확실성 진정	↓ 금리인하 조기 종료 우려. 유동성 불안 확대	↓ 금리인하 조기 종료. 유동성 불안 확대
전망 및 Check Point	상승 추세 금리인하 + 견고한 미국 경기 + Non-US 경기회복 & 달러 약세	정점권 근접 금리인하 가속화, QT 중단 기대. 물가 레벨, 6월 FOMC 스탠스 체크	하락 반전 물가 반등, 금리인하 사이클 조기 종료 가능성. 트럼프 정책 가시화 / 시행	변동성 확대 물가반등, 레벨 중요. 금리인하 조기 종료 트럼프 정책 리스크 확대

자료: 대신증권 Research Center

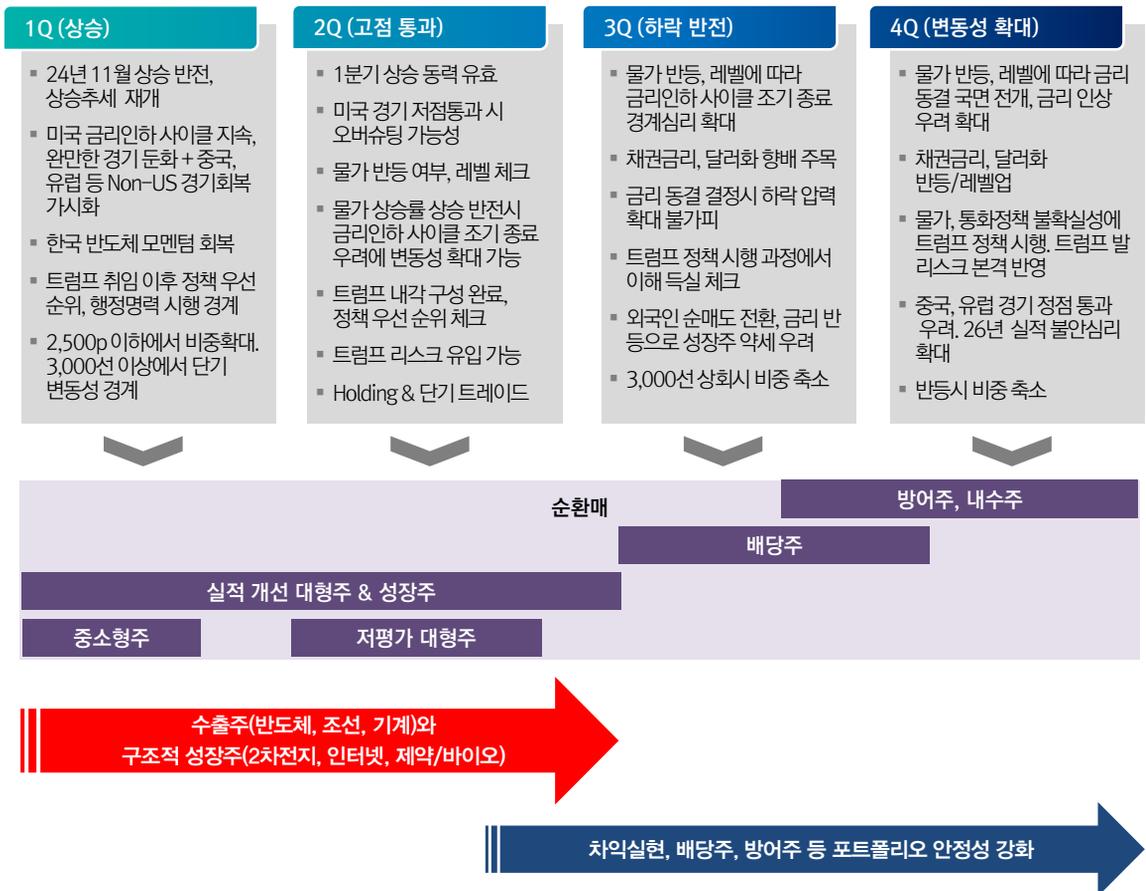
주 : 달러 약세/원화 강세, 채권금리 하락/가격 상승 = ↓ 달러 강세/원화 약세, 채권금리 상승/가격 하락 = ↑

[투자전략] 타이밍이 중요. 승부수는 상반기에 보자

상반기 비중확대(수출주, 구조적 성장주). KOSPI 3,000선 이상에서는 차익실현, 리스크 관리

- 25년 상반기 KOSPI는 24년 4분기 답답한 흐름에서 벗어나 탄력적인 반등세를 보일 전망. KOSPI 2,600선 이하는 25년 상반기 KOSPI 강세를 염두에 둔 비중확대 전략 유효. 25년 상반기 중 KOSPI 3,000선을 향하는 흐름 예상
- 반도체, 특히 삼성전자의 시장 주도력 약화에도 불구하고 KOSPI 상승 전망. 이익 개선 기여도가 높고, 이익 모멘텀이 강한 조선, 기계 업종과 대표적인 성장주이면서 장기 소외주인 2차전지, 인터넷, 제약/바이오가 KOSPI 반등을 주도할 전망. 이들 업종만으로도 시가총액 비중 35.9%. 반도체가 상승에 동참할 경우 62.3%, SK하이닉스만 상승세를 보이더라도 44%
- 다만, KOSPI 3,000선 이상부터는 강한 상승세를 보인 업종/종목 중심으로 차익실현을 염두에 둘 필요가 있음. 오버슈팅이 있더라도 하반기 변동성 확대에 대비하는 방어적 포트폴리오 구축이 유리할 전망

반도체, 조선, 기계로 중심을 잡고, 성장주(2차전지, 인터넷, 제약/바이오)로 +α 수익률 확보



[Top Picks 9] 25년 상반기 주목할 네 가지 Theme

트럼프 수혜, K-Culture, AI, 가치주에 비중 확대

- 트럼프 수혜: 대중국 제재 및 생물보안법 관련 수혜가 예상되는 삼성바이오로직스, 조선업 수주 지속 및 본격적인 실적화가 시작되는 HD현대 주목
- K-Culture: K-Beauty와 K-Food를 대표하는 코스맥스와 삼양식품, BTS 완전체 컴백이 예정되어 있는 K-Pop의 선두주자 하이브 추천
- AI: HBM 시장을 선도하고 있는 SK하이닉스와 AI 기술을 기반으로 광고 타게팅 효율화를 통해 수익성이 개선되고 있는 네이버 비중확대 제안
- 가치주: 기대 이상의 기업가치 제고 계획을 발표한 KT, 비은행 계열사 강화로 25년 이익 개선폭이 클 것으로 예상되는 우리금융지주, 신차/산사업 모멘텀 대비 저평가된 현대차의 견고한 주가 흐름 예상

Top-Picks 매출액 전망(2024~2025)

테마	기업명	매출액(십억원)			증가율(%)		추이
		2023	2024E	2025E	2024E	2025E	
트럼프 수혜	삼성바이오로직스	3,695	4,525	5,233	22.5	15.6	
	HD현대	61,331	66,780	70,187	8.9	5.1	
	코스맥스	1,777	2,122	2,430	19.4	14.5	
K-Culture	삼양식품	1,193	1,656	1,951	38.8	17.8	
	하이브	2,178	2,222	2,725	2.0	22.6	
AI	SK하이닉스	32,766	66,355	86,361	102.5	30.2	
	NAVER	9,671	10,632	11,607	9.9	9.2	
가치주	KT	26,376	26,584	27,355	0.8	2.9	
	우리금융지주	3,499	4,138	4,306	18.3	4.0	
	현대차	162,664	172,711	178,235	6.2	3.2	

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center / 주: 주: 우리금융지주는 영업이익을 사용

Top-Picks 영업이익 전망(2024~2025)

테마	기업명	영업이익(십억원)			증가율(%)		추이
		2023	2024E	2025E	2024E	2025E	
트럼프 수혜	삼성바이오로직스	1,114	1,319	1,551	18.4	17.6	
	HD현대	2,032	2,979	4,249	46.6	42.6	
	코스맥스	116	174	212	50.3	22.2	
K-Culture	삼양식품	148	333	396	125.8	18.8	
	하이브	296	220	355	-25.6	61.4	
AI	SK하이닉스	-7,730	23,577	35,994	405.0	52.7	
	NAVER	1,489	1,961	2,240	31.7	14.2	
가치주	KT	1,650	1,222	2,149	-25.9	75.8	
	우리금융지주	2,506	3,046	3,135	21.6	2.9	
	현대차	15,127	15,151	15,038	0.2	-0.7	

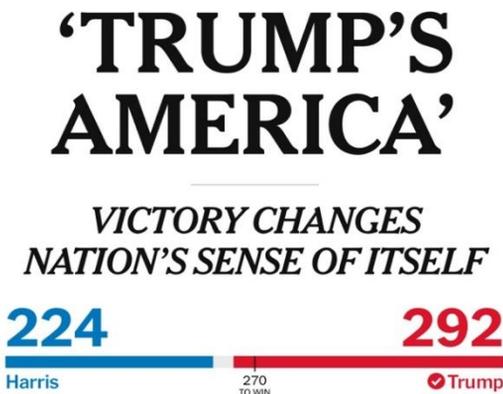
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center / 주: 주: 우리금융지주는 순이익을 사용

[Trump 2.0] 미국 제 47대 대통령 트럼프. Red Sweep 달성

글로벌 금융시장 변동성 확대, 채권 금리, 달러화, 증시 동반 상승

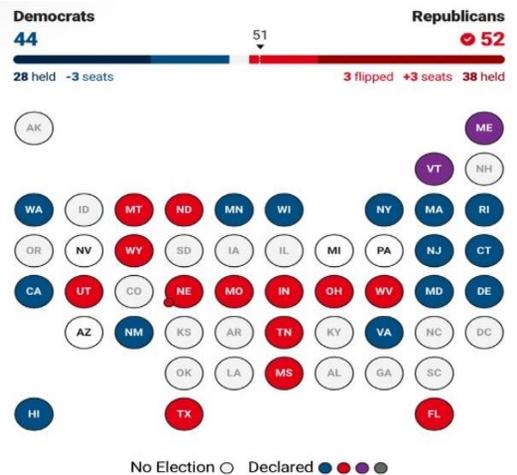
- 24년 최대 정치 이벤트로 꼽히는 미국 대통령 선거 종료. 트럼프 미국 제 47대 대통령으로 당선 확정. 한편, 같은 시간 진행된 미국 의회선거에서는 상원과 하원을 공화당이 모두 장악할 가능성이 높아짐. 2016년 트럼프 대통령 당선 당시 이후 8년 만에 대통령, 상하원 모두 공화당이 장악하는 Red Sweep 이 현실화
- 채권금리와 달러화는 상방압력에 시달림. 트럼프 외교정책 리스크, 보편 관세 부과, 재정적자 확대에 의한 대규모 채권 발행 우려때문. 10년물, 2년물 채권금리는 각각 16.3bp, 9.6bp 급등하며 4.43%, 4.27%로 레벨업. 달러인덱스도 1.6% 상승. 달러 이외 통화들은 대부분 1% 이상 약세 기록

트럼프 292석 확보, 미국 제 47대 대통령 당선



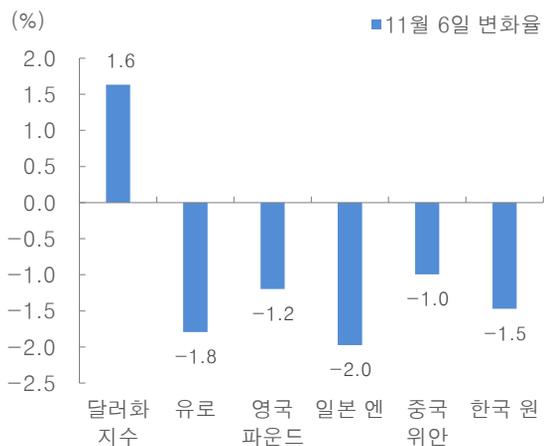
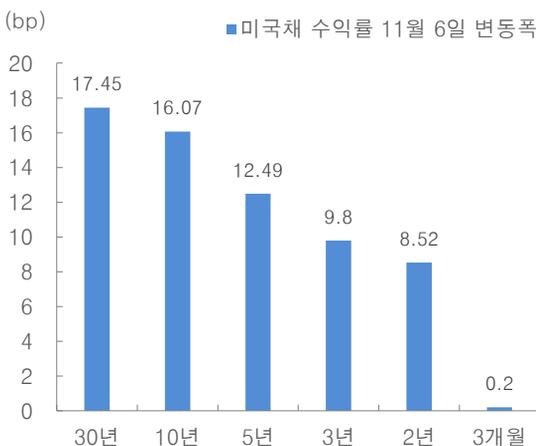
자료: NewyorkTimes, 대신증권 Research Center

8년만에 Red Sweep 달성



자료: FOX News, 대신증권 Research Center

트럼프 당선 확정 소식에 채권금리, 달러화 급등



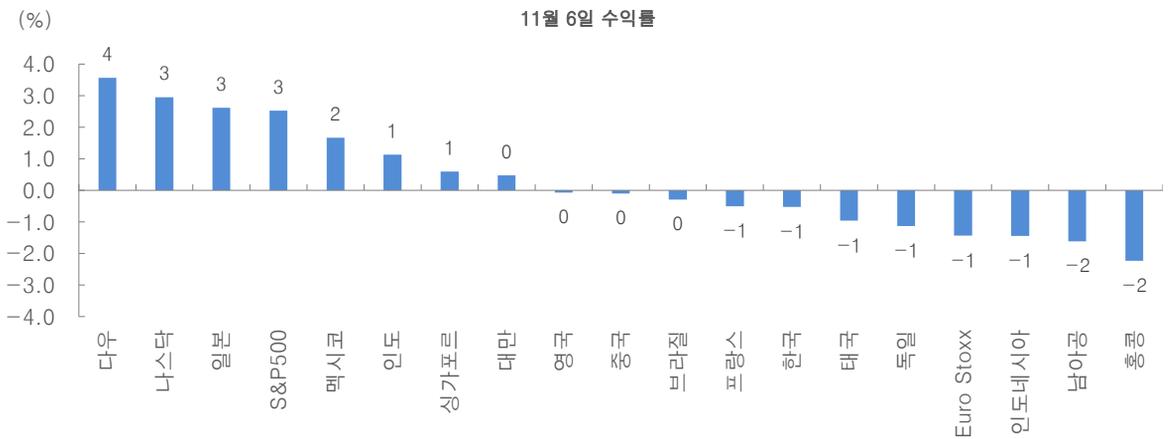
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[Trump 2.0] 미국 증시 급등, 중화권/유럽 증시 하락

트럼프의 America First가 주식시장에서도... 트럼프 수혜주 주도로 미국 증시 급등

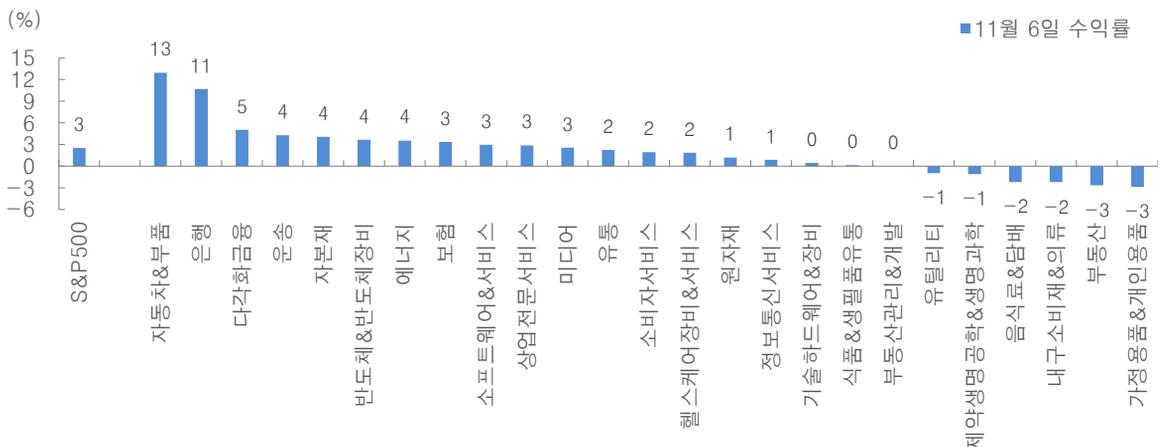
- 11월 6일 트럼프 당선 가시성이 높아지는 시점부터 글로벌 금융시장은 트럼프 정책 변화에 대한 기대와 우려를 일거에 반영. 미국 선물 지수는 트럼프 감세 및 규제 완화 정책 등 긍정적인 부분을 먼저 반영하면서 상승
- 미국 3대 지수 사상최고치 경신. 다우지수는 3.57%, S&P500지수는 2.53%, 나스닥지수는 2.95% 급등. 특히, 규제완화, 법인세 인하의 수혜가 클 것으로 기대되는 중소형주 중심의 러셀2000지수는 5.91% 폭등. 반면, 유럽, 중국, 한국 등 미국 이외의 지역들은 대부분 약세 마감. 보편 관세 부과와 대중국 관세 60% 부과 공포가 반영된 결과

미국 3대 지수 동반 사상최고치 경신. 일본, 멕시코, 인도 등 친미 국가들 강세



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

트럼프 정책 수혜주, 정치적 관계에 근거한 업종별 등락 결정



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[Trump 2.0] 정책 불확실성 확대. 금융시장에서 이해득실은 명확

트럼프의 강력한 보호무역 주의 Vs. 법인세 인하, 규제 완화. 미국만 좋은 정책들…

- 트럼프 당선 및 상하원 Red Sweep으로 트럼프 정책 공약의 현실화 가능성이 높아짐. 특히 법인세 기존 21%에서 15%로 인하, 도드-프랭크 법안 완화, IRA 법안 수정 등 의회 통과가 필요한 법안까지 변경이 가능하다는 점에서 기존의 정책 환경 변화에 대한 불확실성이 증폭될 수 있음
- 트럼프의 대표적인 통상 정책이라 할 수 있는 모든 미국향 수입품에 10%의 보편적 관세 부과, 중국 수입품에 60% 관세 부과에 대한 불안심리 증폭
- 트럼프 공약을 한마디로 요약하면 ABB(Anything But Biden)였다는 점을 감안할 때 정책 불확실성, 변화로 인한 혼란이 불가피할 것
- 결국, 미국에는 우호적일 수 있지만, Non-US와 글로벌 교역에는 부정적인 정책들이 다수. 게다가 트럼프 정책들 간에는 상충되는 내용들이 많아 정책의 경제적 효과에 대한 불안심리가 커질 수 있음

트럼프 2.0 정책. 명확한 America First. 더욱 강화된 보호무역 속에 감세, 이민제한, 규제완화 예고

정책	트럼프 1기 (2017 ~ 2020) 공약/이행 여부	트럼프 2기 (2025~)
보호무역주의	(공약) 자유무역협정(FTA) 재검토 및 TPP 비준 반대 - 중국 환율조작국 지정, 중국산 수입품에 고율 관세 부과 (이행) 중국과의 무역전쟁, 관세전쟁 발발	- 모든 중국 수입품에 60% 고율관세 부과 - 수입품 전반 10~20% 보편관세 부과
군사 및 외교	(공약) 방위비 분담금을 내지 않는 동맹국의 방어 부담 강화 주한미군 철수 가능성 시사 (이행) 한국, 일본, NATO 등 동맹국에 방위비 분담 증액 요구 - 한미 방위비 협상에서 일정 증액 달성	- 동맹국 방위비 증액 요구, 미군 해외 철수 검토 - 우크라이나 전쟁 종식, 군사적 지원 비판
세금정책	(공약) 법인세율을 35%에서 15%로 대폭 인하 - 상속세 폐지 및 해외 소득에 대한 세율 완화 (이행) 2017년 법인세를 21%로 인하, 상속세 부분적 감세 - 기업들의 해외 자산 분국 송환 장려	- 2017년 시행된 감세 정책 연장 - 법인세 인하 - 팁 소득에 대한 면세 - 사회보장 급여 과세 폐지
에너지 정책	(공약) 미국 에너지 독립 달성을 위해 화석연료 개발 확대 - 파리기후협약 탈퇴 및 에너지 규제 완화 (이행) 파리기후협약 공식 탈퇴 - 에너지 규제 완화, 미국의 원유, 셰일오일 생산 증가	- 모든 에너지 규제 해제 - 석유, 천연가스, 석탄 개발 강화 - 바이든의 친환경 자동차 전환 장려 정책 철회
금융규제	(공약) 볼커를 폐지 및 도드-프랭크법 완화 - 투자은행과 상업은행의 업무 분리 법안(글래스-스티걸법) 부활 (이행) 도드-프랭크법 일부 완화, 소규모 은행에 대한 규제 완화 - 볼커를 폐지와 글래스-스티걸법 부활은 추진되지 않음 - 통화정책 영향력 행사 시도	- 중소기업에 대한 규제 완화 - 금융규제 완화 연장
기술혁신		- AI 개발 촉진 - CBDC(중앙은행 디지털 화폐) 반대 - 민간 우주산업 협력 강화
이민정책	(공약) 불법 이민자 대규모 추방 및 국경 장벽 건설 - 선별적 이민 유입 및 비자 심사 강화 (이행) 멕시코 국경 장벽 일부 건설 및 이민 단속 강화 - 불법 이민자에 대한 추방 강화	- 멕시코 장벽 완공 및 불법 이민자 추방 재개 - '이민자 범죄' 단속강화 - 비자 정책 강화
사회정책	(공약) 오바마케어 폐지 및 민간보험 강화 - 주간 보험규제 폐지로 보험 경쟁 촉진 (이행) 오바마케어 폐지 시도 실패, 일부 항목 완화 - 연방정부 보조금 삭감으로 일부 보험료 인상 - 주간 보험규제 폐지는 실행되지 않음	- 사회보장제도 유지 - 낙태금지법 미승인

자료 : 국내외 주요 언론, Bloomberg, 대신증권 Research Center

[Trump 2.0] 내각 구성 완료까지 평균 3 ~ 4개월

파월 연준의장 발언 "정책 변경의 시기와 내용이 무엇인지 알 수 없다"

- 글로벌 금융시장은 트럼프 정책과 공약에 근거한 강한 반응을 보임. 하지만, 트럼프 취임은 1월 20일. 그리고 내각 구성까지는 3 ~ 4개월이 소요. 트럼프 집권 2기라는 측면에서 정책 시행이 빨라진다고 하더라도 2025년 하반기에나 정책 가시성이 높아질 수 있음
- 트럼프의 정책들이 의미가 없다는 말이 아님. 특히, 수출의존도가 높은 한국에는 관세 부과, 대중국 압박, 글로벌 교역 위축 등은 한국 산업/경제 전반에 부정적인 영향이 불가피할 것. 하지만, 이에 대한 영향력과 파급력을 지급부터 반영할 필요는 없다는 생각
- 1월 20일 트럼프 대통령 취임 이후 행정명령은 가능. 국민 일반에 대한 구속력 있으며, 연방 법률과 동등한 효력 가지는 것. 의회의 승인 없더라도 가능하지만 가용한 예산 한계 존재/ 유효기간도 4년. 강력한 정책 동력보다는 트럼프 2.0시대의 정책 예고편 정도로 볼 수 있을 것

내각 구성 완료까지 평균 3개월 정도 소요. 취임 직후 행정명령 가능... 정책 변경은 그 이후

대통령	취임일	내각 구성 완료일	소요 기간
조지 H.W. 부시	1989년 1월 20일	1989년 3월 17일	56일
빌 클린턴	1993년 1월 20일	1993년 3월 11일	50일
조지 W. 부시	2001년 1월 20일	2001년 4월 24일	94일
버락 오바마	2009년 1월 20일	2009년 4월 28일	98일
도널드 트럼프	2017년 1월 20일	2017년 4월 27일	97일
조 바이든	2021년 1월 20일	2021년 3월 22일	62일
도널드 트럼프 (2기)	2025년 1월 20일	약 50~100일 소요 예상	

자료: 국내외 주요 언론, 대신증권 Research Center

행정명령 연방 법률과 동등한 효력. 임팩트있는 정책을 밀어붙이지는 못해

트럼프 1기 취임 첫 주 7개의 행정명령 발의
오바마케어 폐지, 멕시코 국경 등 이민자 공약에 대한 이행

- (2017년 01월 20일) 미국 내 공공 안전 증진 - 오바마케어 개정
- (2017년 01월 24일) 미국 내 외국 테러리스트의 입국으로부터 국가 보호
- (2017년 01월 25일) 우선 인프라 프로젝트에 대한 환경 검토 및 승인 가속화
- (2017년 01월 25일) 국경 보안 및 이민 집행 개선 - 멕시코 국경장벽 설치
- (2017년 01월 27일) 규제 감소 및 규제 비용 통제
- (2017년 01월 28일) 미국 금융 시스템 규제에 대한 핵심 원칙

자료: Federal Register, 대신증권 Research Center

[Trump 2.0] 트럼프 1기, 대중국 관세 부과까지 취임 후 18개월 소요

사회/경제적 영향력이 큰 법안들, 빠른 진행 어려울 것. 글로벌 IB들 전망도 혼란스러운 상황

- 실제로 트럼프 1기 당시 대중국 관세부과는 2018년 7월 6일이 시작. 트럼프가 취임한 이후 1년 5개월이 소요된 것. 이후 대중국 관세 부과 과정을 보면 부과 이후 협상을 거치고, 이에 상응하는 관세 인하가 단행되기도 함. 즉, 트럼프의 대중국 관세부과는 미국의 무역 적자를 줄이고, 대중국 교역의 불균형을 해소하기 위한 것. 중국에 피해를 준다고 보다는 미국이 최대 이득을 얻으려는 정책으로 판단
- 글로벌 IB들도 트럼프 정책의 글로벌 금융시장 영향력에 대한 전망이 엇갈리고 있음. 특히, 달러, 금리 향배에서는 엇갈리고 있음을 확인. 다만, 미국 증시 강세, 물가 상승, 에너지, 방산, 금융 업종 강세는 같은 목소리를 내고 있음

무역법 301조 관련 미국의 대중국 관세 부과 현황. 첫번째 관세 부과는 18년 7월 6일

	발효일	대상품목	관세율(%)	규모(억달러)
List 1	2018.7.6	IT 및 기계 등 818개	25	340
List 2	2018.8.23	설비 및 장치 등 297개	25	160
List 3	2018.9.24	농축산물 등 5,745개	10	2,000
	2019.6.15		25% 인상	
List 4A	2019.9.1	농축산물, 화학, 의류 및 철강 등 3,229개	15%	1,100
	2020.2.14		7.5% 인하	
List 4B	2019.12.15(무기한 연기)	수산물, 목재 및 신발 등 542개	15%	2,900

자료: 국내외 주요 언론, 대신증권 Research Center

글로벌 주요 IB들도 트럼프 정책 영향력 전망 엇갈려. 명확한 것은 물가 상승...

구분	모건스탠리	골드만삭스	JP모건	BOA
美 금리	재정 확대시 상승	중립	재정 확대시 상승	재정 확대시 상승
달러	무역정책, 강세	중립	무역정책 강세	재정지출 약세
S&P500	감세/규제 ↓ 강세	변동성	기업이익 ↑ 강세	감세 강세
신흥국 주식	달러강세 약세	무역정책 약세	무역긴장 변동성	달러강세 약세
유가	정책변화 변동성	70~100\$	정책변화 상승	산업지원 강세
금	안전자산 상승	인플레이션 상승	인플레이션 상승	안전자산 상승
유망 산업	에너지, 방산, 금융	에너지, 제조인프라	방산, 금융, 건설	에너지, 방산, 금융

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[Trump 2.0] 25년 상반기 투자기회 포착. 하반기 정책 영향력 경계

기존 매크로, 통화정책 환경과 방향성에 따른 글로벌 금융시장, 증시 흐름 예상

- 2016년 사례를 보면 트럼프 당선 당일 현재와 같은 흐름. 미국 증시는 1.1% 상승한데 반해, KOSPI는 2.2% 폭락. 미국채 10년물은 21bp, 원/달러 환율은 2.5% 급등
- 그러나 1개월 뒤 수익률은 S&P500은 4.5% 상승세를 이어갔고, KOSPI는 급락을 딛고 3.4% 상승반전. 채권금리는 상승압력을 높였지만, 18bp 추가 상승에 그쳤고, 원/달러 환율은 1.3%로 상승폭 축소. 3개월 뒤에는 S&P500과 KOSPI는 6% 상승으로 키를 맞췄고, 원/달러 환율은 1.2% 하락, 미국채 10년물은 +31bp로 상승폭 축소
- 트럼프 정책, 불확실성, 기대심리 등이 단기간에 선반영된 이후 정상화 과정 전개. 2024년 연말까지, 그리고 정책 가시성이 높아지는 2025년 상반기까지 글로벌 금융시장은 매크로/통화정책 환경, 그리고 실적 흐름에 근거한 기존 추세대로 움직일 것

2016년 11월 9일 대선 당일 단기 충격/변동성 확대 불가피. 이후 정상화 국면 전개

구분	등락률 (2016년 대선 이후)			
	당일(T)	+1주	+1개월	+3개월
美 금리 (10년물)	+21bp	+15bp	+39bp	+31bp
원달러 환율(+ 약세)	+2.5%	+1.1%	+1.3	-1.2%
KOSPI	-2.2%	+1.1%	+3.4%	+6.0%
S&P500	+1.1%	+0.6%	+4.5%	+6.0%
유가	+1.1%	+0.0%	+13.6%	+14.0%
금	+0.2%	-4.1%	-9.4%	-3.5%

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

17년 8월 14일 대중국 관세 부과와 포석을 위한 각서 서명. 이후 금융시장 변동성 확대



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[Trump 2.0] 트럼프 1기 당시, 18년 1월말까지 상승추세 전개

당시 2월 하락 반전의 트리거는 채권금리 급등. 금리인상 가속화 우려 반영

- 주식시장도 트럼프 당선 직전 우려와는 달리 2018년 1월말까지 글로벌 증시 상승추세 지속. 특히, 달러 약세로 신흥국, 신흥 아시아 증시 상대적 강세. 트럼프 정책이 구체화되기 전까지, 특히 대중국 관세가 부과(18년 7월 6일)되기 전까지 기존 매크로 환경에 근거한 금융시장 방향성 지속
- 글로벌 증시가 하락 반전한 계기는 트럼프 정책이 아닌 펀더멘털. 트럼프가 2017년 8월 14일 대중국 관세부과를 위한 부당한 무역관행 조사 각서에 서명했을 당시에 증시는 단기 충격 이후 상승추세 지속. KOSPI를 비롯한 글로벌 증시의 하락 반전은 2018년 2월에 발생. 핵심 원인은 금리인상 가속화 우려로 인한 채권금리 급등. 즉, 매크로 변수에 의한 추세 반전 확인. 트럼프 정책이 증시에 부담요인, 불확실성 변수지만, 방향성을 결정하는 절대적인 변수는 아니었음을 기억할 필요가 있음

트럼프 당선 직후 충격 이후 강한 상승추세 전개. 18년 2월 하락 반전은 통화정책 우려, 금리 급등



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

당초 우려와 달리 2017년 10월 고점 형성을 주도한 것은 반도체, IT가전, 소프트웨어, 건강관리 등



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[경기 + 통화정책] 25년에 예상되는 조합은 증시에 플러스 변수

달러 약세까지 가세할 경우 Non-US 증시, 위험자산 강세 동력으로 작용

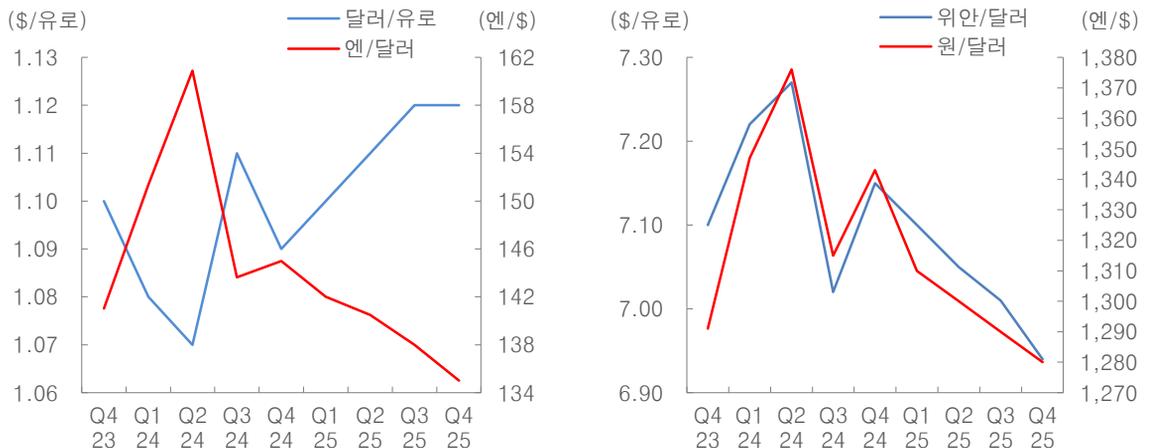
- 9월 미국 금리인하 사이클 진입 이후 미국 경기 안정성이 확인되면서 보험성/선제적 금리인하 가능성 확대. Non-US 경기회복을 확인한다면 당초 예상했던 글로벌 경기 회복 + 유동성(통화정책) 모멘텀 개선 + 달러 약세라는 우호적인 투자환경 재개 전망
- 최근 중국은 재정, 통화정책 측면에서 유럽은 금리인하 가속화라는 카드로 경기부양에 힘을 쏟고 있음. 시차를 두고 경기, 통화정책 모멘텀이 동반 개선되는 가운데 달러 약세가 가세하는 국면 전개 예상
- 이 경우 그동안 부진했던 신흥국, 신흥 아시아 증시, KOSPI 상대적 강세 전환이 가능할 것

경기과 통화정책 간의 조합. 동반 모멘텀 회복이라는 강력한 상승동력 전개 예상



자료: 대신증권 Research Center

25년에는 경기, 통화정책 모멘텀에 달러 약세 가세할 전망. 엔, 유로, 원, 위안 동반 강세 예상



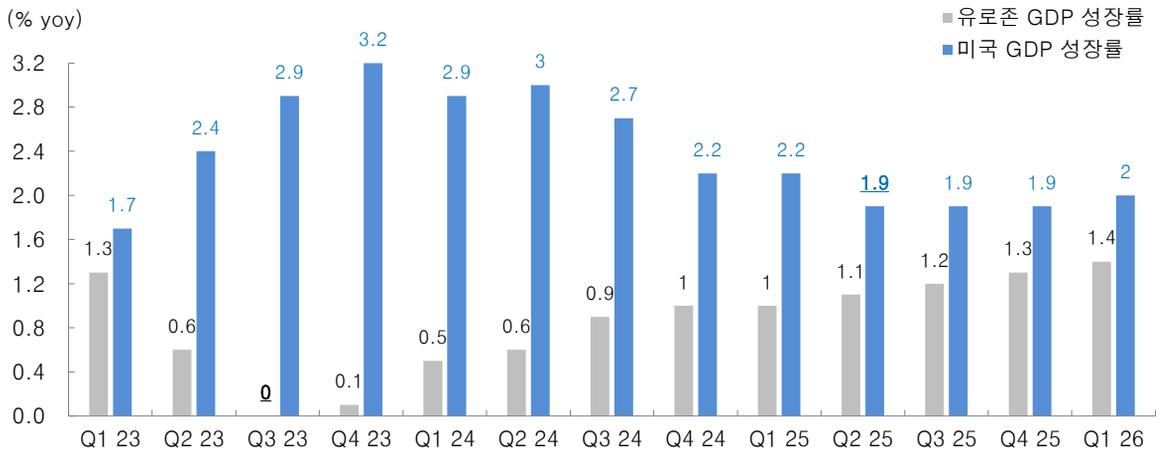
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[경기] 미국 연착륙 + 유럽 1%대 성장 예상. 관건은 중국

미국은 연착륙 전망. 유럽은 더디지만, 1% 성장국면 진입. 관건은 중국 경기, 25년 1분기 저점?

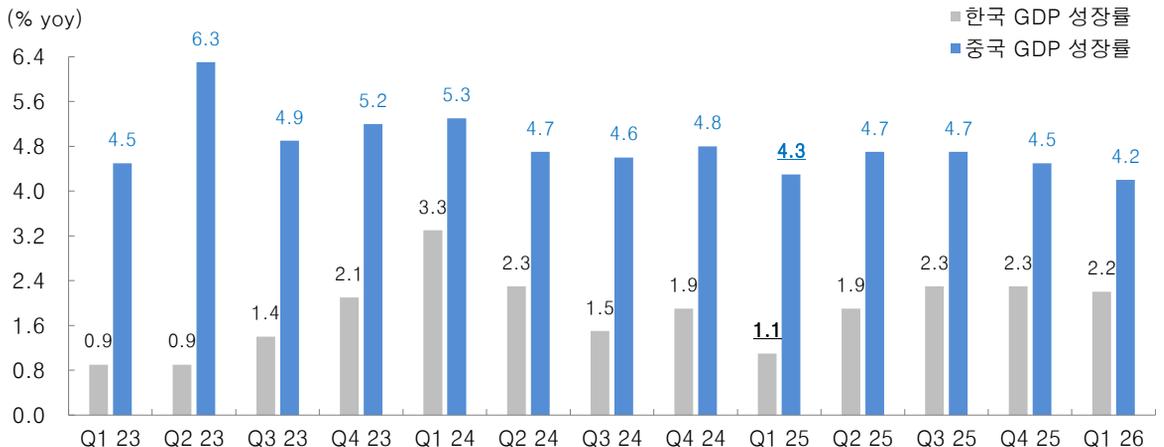
- 24년 3분기 미국 경기침체 공포심리가 확대/재생산된 이유는 미국 이외의 지역에 대한 경기불확실성이 지속되었기 때문. 기대했던 중국과 유럽 경기회복 지연. 특히, 중국은 경기둔화 우려 가중
- 현재 컨센서스 기준으로는 미국은 25년 2분기 1%대 후반, 2%에 근접하는 수준에서 경기저점 형성 예상. 연착륙 가능성 높다고 판단. 유로존도 더디기는 하지만, 24년 4분기 1%대 성장 진입 기대
- 문제는 중국. 중국은 24년 1분기 경기 모멘텀 정점 이후 25년 1분기까지 둔화 지속 예상. 중국 경기 향배가 24년 4분기 이후 25년 상반기까지 글로벌 금융시장 흐름 결정. 다행히 9월말 경기부양 패키지 공개, 적극적인 시행. 경기부양정책 신뢰도 회복 이후 가시적인 경기회복이 가능할 전망

미국은 25년 2Q 1% 후반에서 경기 저점 예상. 유럽은 1%대 진입



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

문제는 중국. 중국 4%대 후반 성장 기대 약화. 25년 1분기까지 경기 둔화?



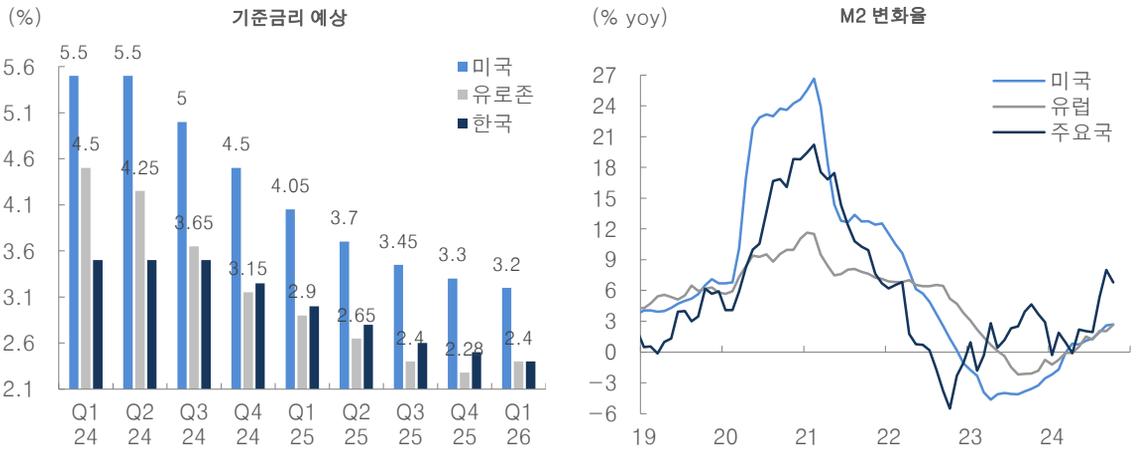
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[통화정책 & 유동성] 글로벌 유동성 모멘텀 개선. 중국까지 가세

글로벌 유동성 모멘텀 개선세 뚜렷. 돈의 힘이 강해지고 있음을 시사

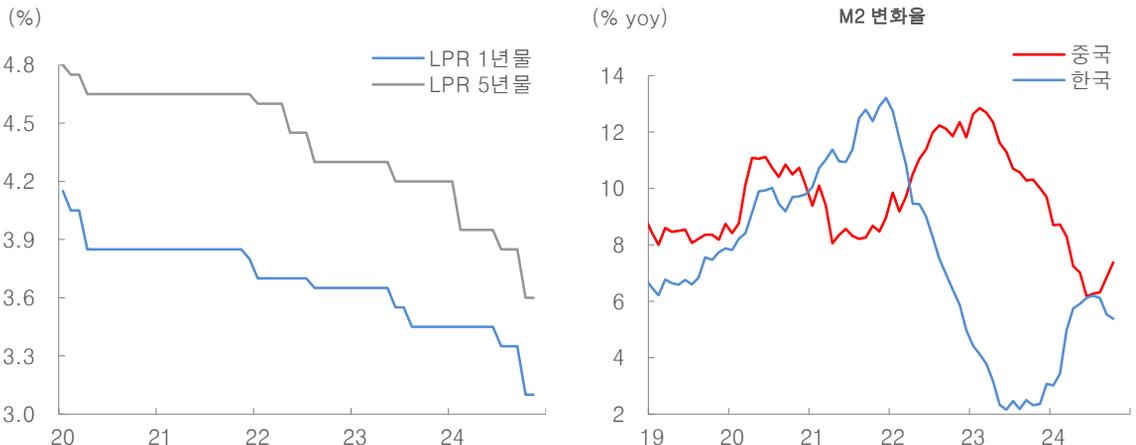
- 미국까지 연속 금리인하를 단행하면서 글로벌 동반 금리인하 사이클 진입. 이는 글로벌 유동성 모멘텀 개선으로 이어지고 있음. 하반기부터 미국, 유로존 M2 증가율은 플러스 반전, 이후 상승폭 확대 중. 글로벌 M2 증가율도 탄력적인 상승세를 보이고 있음. 21년 1분기 고점 이후 최근과 같은 모멘텀 개선/회복세는 처음. 여기에 중국 유동성 모멘텀도 가세. 2월, 9월 기준을 인하는 물론, 3월, 6월, 9월 대출금리 인하로 내수/경기 부양의지를 피력
- 추가적인 금리인하 사이클이 예상되는 상황에서 25년 유동성 모멘텀의 탄력적인 개선세 기대. 25년에는 글로벌 경기 회복과 유동성 모멘텀 강화가 맞물릴 수 있을 전망

미국, 유로존, 영국 등을 중심으로 글로벌 M2 증가율 빠르게 개선 중



자료: Fed, ECB, 한국은행, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

중국도 금리인하(24년 세번째, 60bp) 동참. 중국 M2 증가율 상승 반전, 유동성 효과 기대



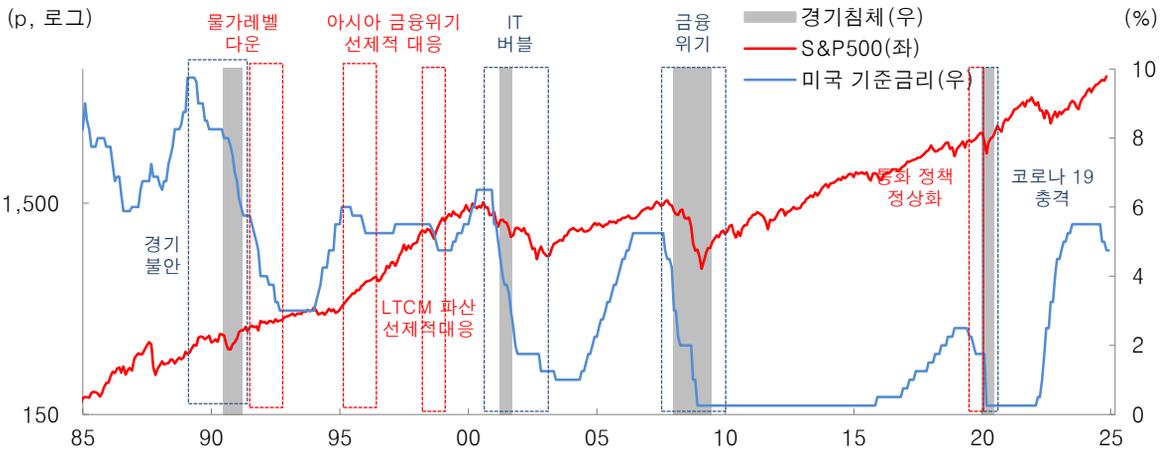
자료: PBoC, 한국은행, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

[통화정책 정상화] 4번 모두 증시 강세로 이어져

미국은 연착륙 가능성 확대. 노랜딩 기대도... 이번 금리인하는 통화정책 정상화로 판단

- 1992년: 80년대 말 인플레이션 압력을 낮추기 위해 높였던 금리. 경제 성장을 촉진하고 실업률을 낮추기 위해 인하 / 1995-1996년: 1994~1995년 글로벌 경기 호황. 동기간 인플레이션 선제적 대응으로 금리를 인상. 이후 인플레이션 압력 감소에 따라 경기 둔화에 선제적으로 대응한 금리 인하
- 1998년: 아시아 금융 위기와 금융 시장 혼란을 완화하기 위한 보험성 금리 인하 / 2019년: 글로벌 성장 둔화와 무역 갈등에 대응하여 경제 성장을 연장하기 위한 금리 인하
- 통화정책 정상화, 보험성 금리 인하는 주식시장 상승, 채권금리 하락 경향 뚜렷. 원유(WTI)는 국제 수요와 공급, 지정학적 상황이 중요. 달러는 금리 인하 + 미국 경제의 상대성, 위험 회피 심리 등 영향

1990년 이후 통화정책 정상화 또는 보험적 인하는 네 번



자료: Fed, Bloomberg, 대신증권 Research Center

1990년 이후 정상화 또는 보험적 인하 자산군 변화

인하 사이클	시작	종료	기간 (일)	기준금리 변화 (%p)	변화율(%)					변화(%p) 미국채 10년물 금리
					KOSPI	S&P 500	NASDAQ	달러 인덱스	WTI	
91.08.06	92.09.04	395	-2.5	-28.7	6.8	13.5	-14.2	1.9	-19.7	
95.07.06	96.01.31	209	-0.5	-3.9	14.8	11.2	7.4	2.1	-7.5	
98.09.29	98.11.17	49	-0.5	35.9	8.6	8.3	-0.9	-22.1	6.7	
19.07.31	19.10.30	91	-0.5	2.8	2.2	1.6	-0.9	-6.0	-12.1	

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[통화정책 정상화] 글로벌 증시는 상승추세. 저점 대비 20~30%

금리인하 시점 전후 단기 등락은 불가피. 통화정책 정상화 국면에서는 비중확대 기회

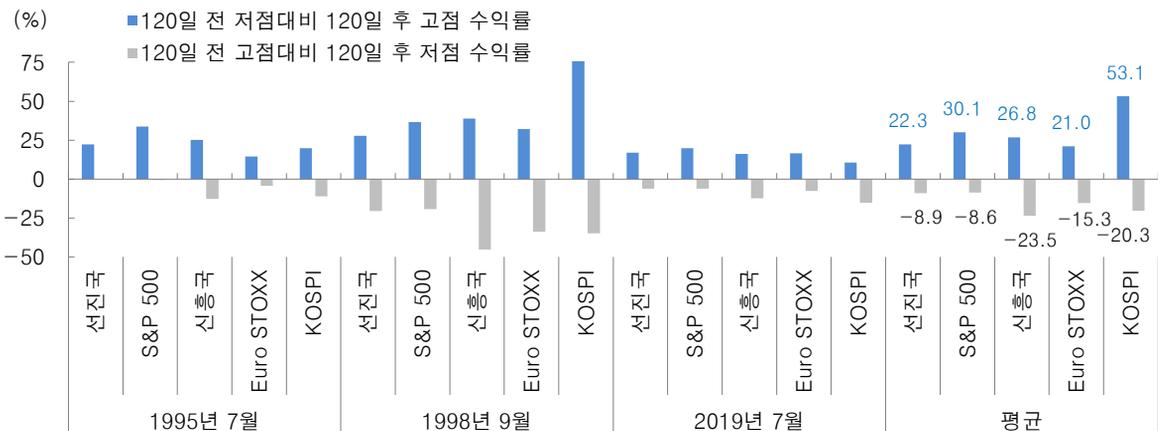
- 경기침체가 아닌 상황이라도 금리인하 전후 변동성 확대는 불가피. 선제적인 금리인하, 통화정책 정상화 이유가 될 리스크가 커졌기 때문
- 하지만, 금리인하 이후 1년 간은 평균 20% 전후 상승추세 전개. 단기 변동성 확대는 비중확대 기회. *KOSPI는 97년 IMF 이후라는 특수성 반영
- 금리인하를 기점으로 120일 전 저점에서 주식비중을 늘린다면 금리인하 이후 고점까지 20~30% 수익률 확보 가능. 120일 전 고점에서 120일 후 저점까지 하락폭은 10% 전후로 제한적. 선제적 또는 정상화 차원에서 금리인하는 글로벌 증시의 강력한 상승추세 동력

경기침체가 아닌 상황에서 금리인하 이후 1년간 상승추세 전개



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

금리인하 전후 변동성 확대시 주식 비중 확대 = 이후 20~30% 수익률 확보 가능



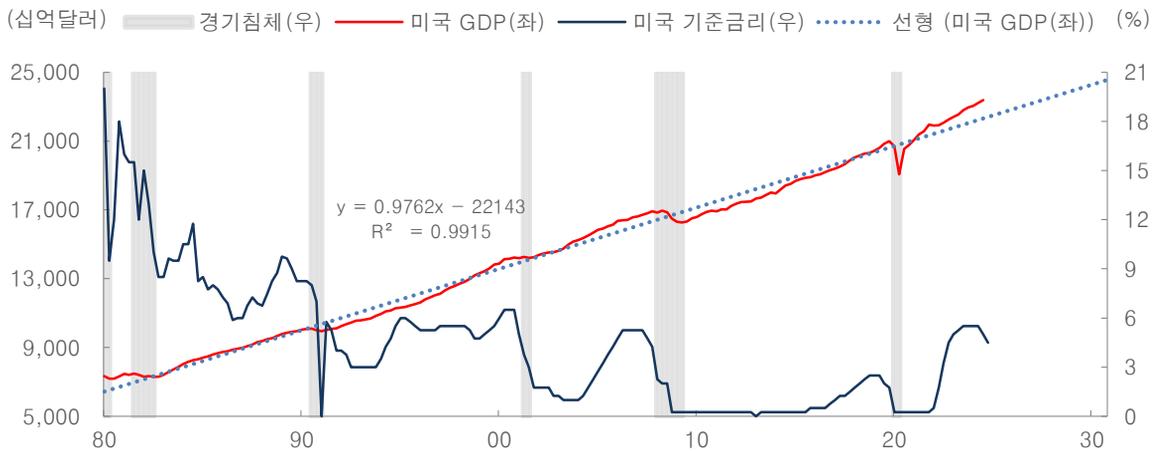
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[FED Bubble?] 이례적인 경기 확장, 초과 수요국면에서 금리인하

레버리지 효과를 기대할 정도의 경기 상황. 금리인하 사이클 전개시 초기에는 강력한 증시 상승동력이 되겠지만...

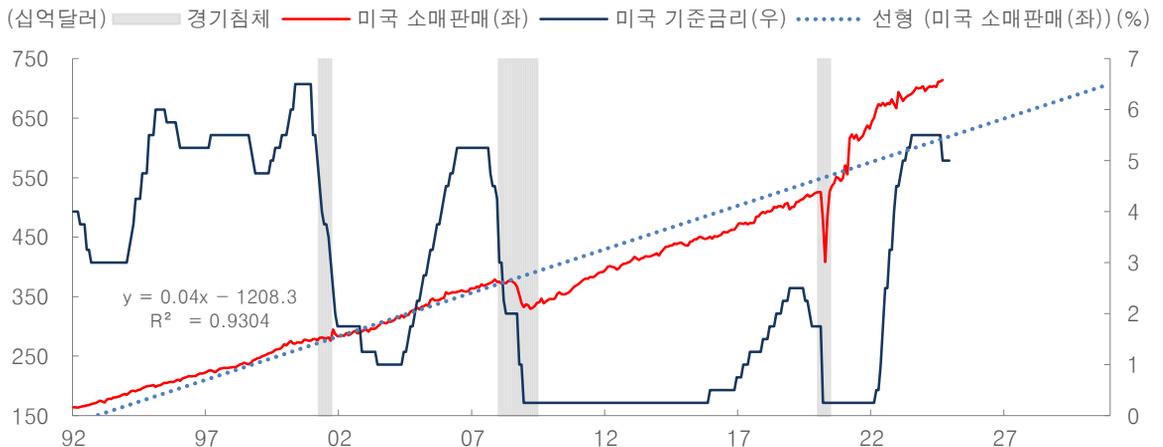
- 이번 미국의 금리인하 사이클이 글로벌 위험자산, 주식시장에 강한 상승동력이 될 수 있다고 생각하는 이유는 미국 경제, 소비가 확장국면에 위치해있기 때문. 현재 미국 GDP는 23.39조 달러. 1980년 이후 추세를 5.13% 상회하고 있음. 미국 소매판매 또한 코로나 19 이후 레벨업된 수준에서 증가세 지속
- 즉, 경기 확장, 수요 팽창국면에 위치해있는 상황. 과거 금리인하 국면에서는 경기 정점 통과 이후, 또는 경기 악화 확인 이후가 대부분. 이러한 경기상황에서 금리인하는 경기에 긍정적인 영향을 주는 것은 물론, 주식시장을 비롯한 글로벌 위험자산에 강한 상승동력이 될 전망. 주식시장의 Bubble 가능성도 열어 놓을 수 있는 상황

현재 미국 GDP, 1980년 이후 추세를 크게 상회. 경기 확장 / 수요 팽창 국면



자료: Fed, BEA, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국 소매판매, 레벨업된 이후 고공행진 중



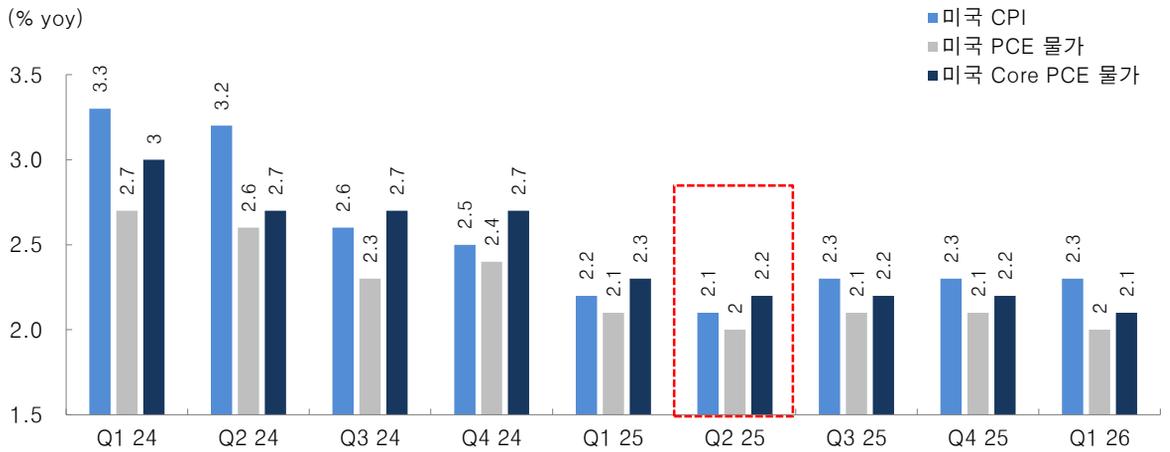
자료: Fed, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

[물가] 25년 상반기까지 하향안정 예상

경기 모멘텀 + 금리인하 부작용은 25년 하반기 물가 상승압력 확대로 이어질 수 있어...

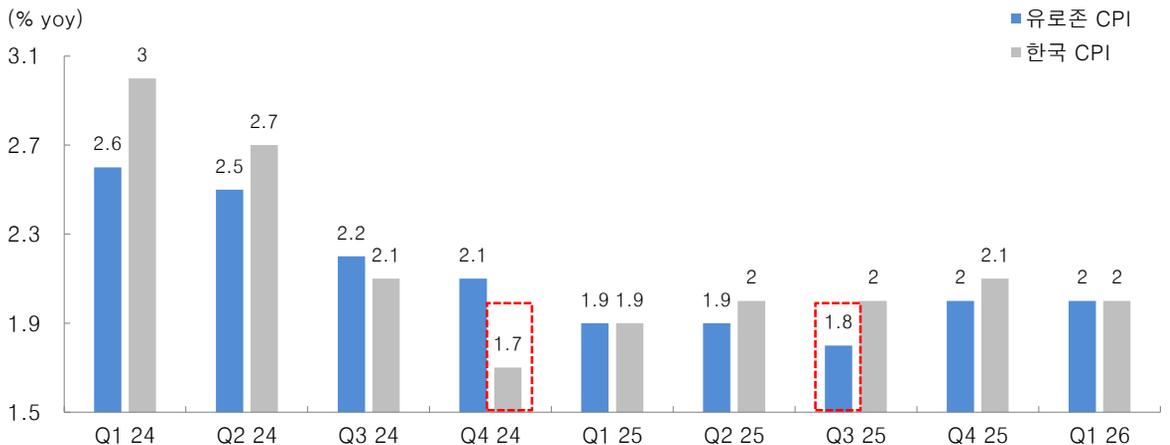
- 경기 모멘텀이 견고한 상황에서 금리인하 사이클 전개시 걱정은 물가. 경기 과열을 야기하면서 수요 측면에서 물가 상방 압력을 자극할 수 있기 때문. 특히, 이번에는 경기 모멘텀이 이미 과열, 초과 수요 국면임을 감안할 때 물가 상승압력이 갑자기 커질 가능성 높음
- 그러나 25년 상반기까지는 물가 안정에 근거한 금리인하 사이클 지속/가속화 예상. 기저효과와 유가, 주거비 안정에 근거해 미국은 물론 유럽도 25년 상반기 중 2%를 하회하는 물가 수준 전망. 오히려 경기는 견조한데 고용 불안과 물가 안정을 근거로 금리인하 속도가 빨라질 수 있음. 다만, 현재 컨센서스에서 25년 하반기부터 물가 반등시도 가능성을 높게 보고 있음. 기저효과 소멸 영향으로 판단

미국, 25년 상반기 중 2% 하회하는 물가 수준을 기대



자료: BLS, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

유로존 CPI는 25년 1분기부터 2% 하회 예상. 하지만, 25년 하반기는 물가 반등?



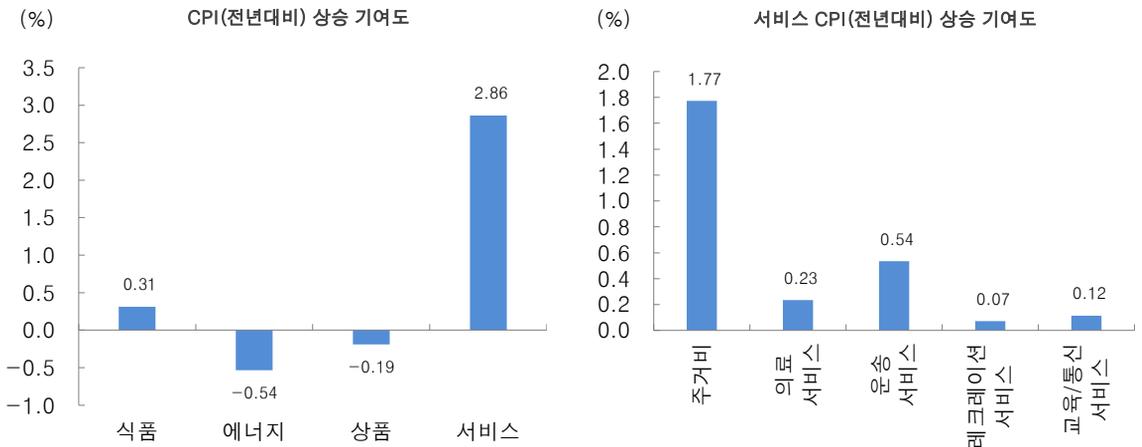
자료: ECB, 한국은행, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

[물가] 여전히 높은 물가 기여도를 차지하는 주거비. 하향안정 예상

서비스 물가와 주거비 물가 향배가 미국 CPI 방향성을 결정. 상반기까지 하향안정 가능

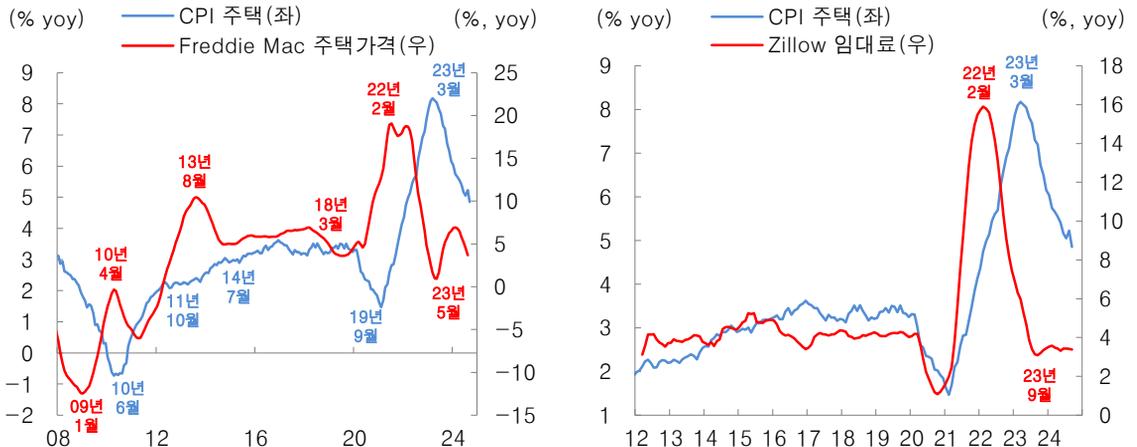
- 현재 미국 CPI 물가는 2.4%. 서비스 물가는 2.86%에 달하는 상황. 서비스 물가 안정이 CPI와 Core CPI 방향성을 결정. 특히, 그 중에서도 주거비가 중요. 전체 물가의 1.77% 영향력을 보여주고 있음. 주거비 안정이 물가안정의 기본이라고 볼 수 있음
- 25년 상반기까지 주거비 안정 예상. 임대료 변화율과 주택가격 변화율 간에는 1년 ~ 1년 5개월의 시차 존재. 이번에는 고점 간 시차는 1년 1개월. 임대료와 주택가격이 고점 이후 1년 2개월 동안 하락했음을 감안할 때 23년 5월 고점 이후 24년 3분기까지 CPI 주택물가 둔화세가 이어지고, 이후에도 하향안정 지속 전망. 다만, 금리인하 이후 시차를 두고 임대료, 주택가격 상승시 물가 불안 가중될 수 있음

현재 미국 CPI 상승 대부분은 서비스, 주거비 영향



자료: BLS, Fed, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

주택가격 하락 반전. 주거비 중에서도 가장 높은 비중을 차지하는 임대료는 레벨다운 이후 등락 반복



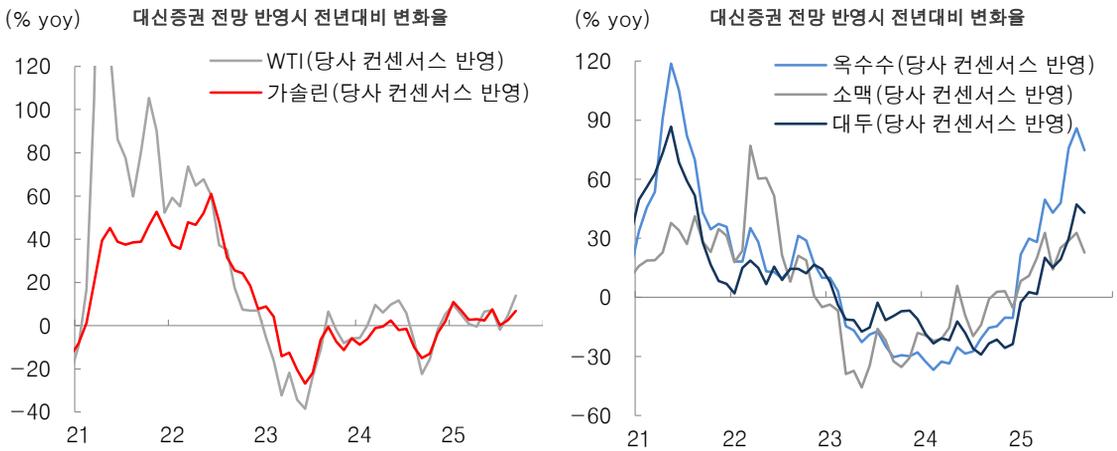
자료: BLS, Freddie Mac, Zillow, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

[물가] 유가는 25년 상반기 마이너스 권, 재화 물가도 아직 마이너스

유가 기저효과 영향으로 25년 상반기 정체, 재화 물가 마이너스지만, 반등 여부 체크

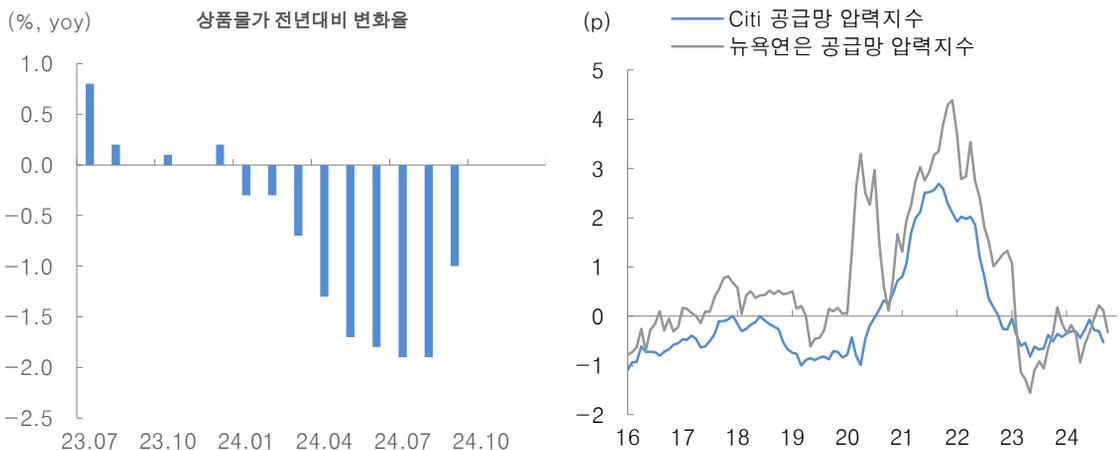
- 한편, 최근 유가가 70달러에 머물고, 곡물가 안정으로 물가 우려 완화, 당사 전망 기준 유가 상승압력은 기저효과로 인해 25년 상반기까지 제한적. 오히려 80달러 이하에서는 마이너스 기록 예상(WTI 기준 4분기 평균 74달러, 25년 1분기 81달러, 2분기 85달러 전망)
- 곡물가격 변화율도 24년 3분기까지 마이너스 국면 지속. 24년 연말부터 상승반전, 상승폭 확대. 물가에 반영되는 시차를 감안할 경우 25년 상반기까지 곡물가격 상승이 음식료 가격 상승으로 이어지지는 않을 것으로 전망

유가/가솔린 가격, 곡물가 안정으로 25년 상반기까지 물가 상승압력 제한적



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

여전히 마이너스 권에 위치한 상품 물가와 공급망 압력지수. 금리 인하 이후 반등 가능성 경계



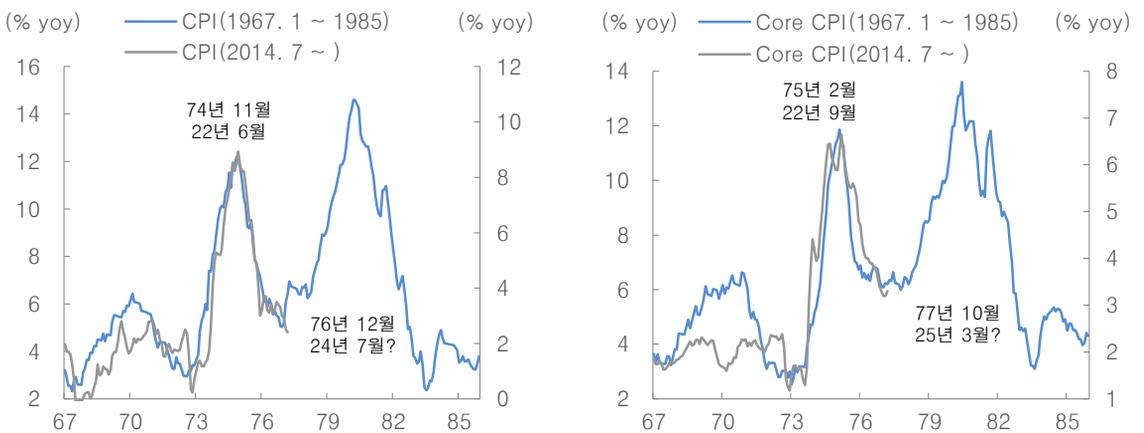
자료: Fed, Citi, Bloomberg, 대신증권 Research Center

[물가] 25년 상승압력 확대 & 금리인하 사이클 조기 종료 가능성 경계

70년대 후반에도 주식시장 금리 동결/인상 전후 하락 추세 반전

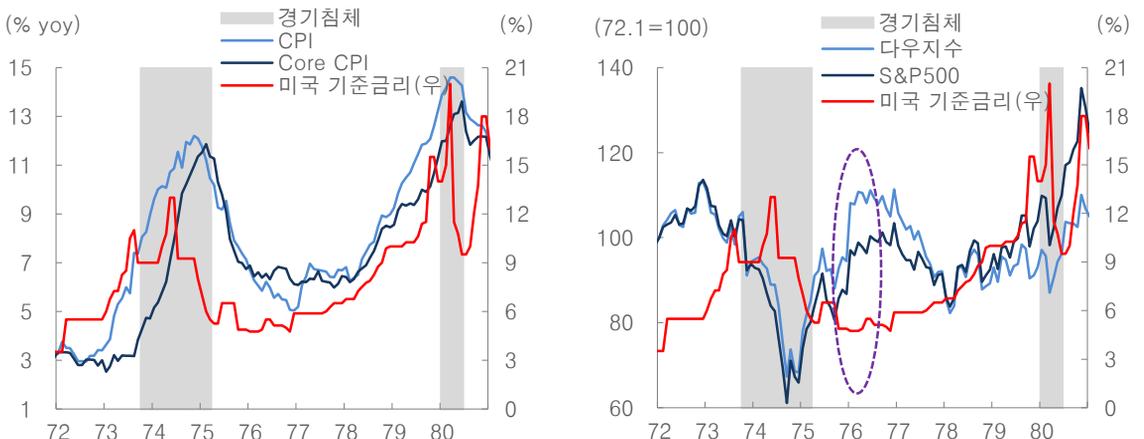
- 장기 추세 위에서 수요가 견고하거나 강한 국면에서 금리인하가 단행될 경우 수요회복 + 유동성 공급으로 인한 Asset Inflation 예상. 시차를 두고 견고한 수요모멘텀에 유동성 모멘텀이 가세하면서 물가 상승압력을 자극하고, 이로 인해 금리인상 사이클 재개, 채권금리 상승 불가피. 최근 물가 흐름을 보면 1970년대와 유사한 경로를 거치는 중
- 당시에는 오일쇼크 영향이 컸던 상황. 이번 1차 물가 급등 시기에는 공급망 악화로 인한 비용측면에서 물가 급등. 급격한 금리인상 사이클 전개. 70년대 중반 당시 경기 침체와 물가 하락 반전을 근거로 금리인하 단행. 이 과정에서 증시는 급등했지만, 물가가 상승 전환하면서 통화정책 전환점을 맞음. 금리인하 사이클 종료와 함께 미국 증시는 고점권 통과, 금리인상 사이클 전개와 함께 하락 추세 전환

70년대 중후반 물가 흐름을 따라가는 현재 CPI와 Core CPI. 당시에는 오일쇼크, 이번에는 공급망 불안?



자료: BLS, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

물가 등락에 따라 통화정책 변경. 70년대 후반, 금리인하 사이클 종료 전후 하락 추세 반전



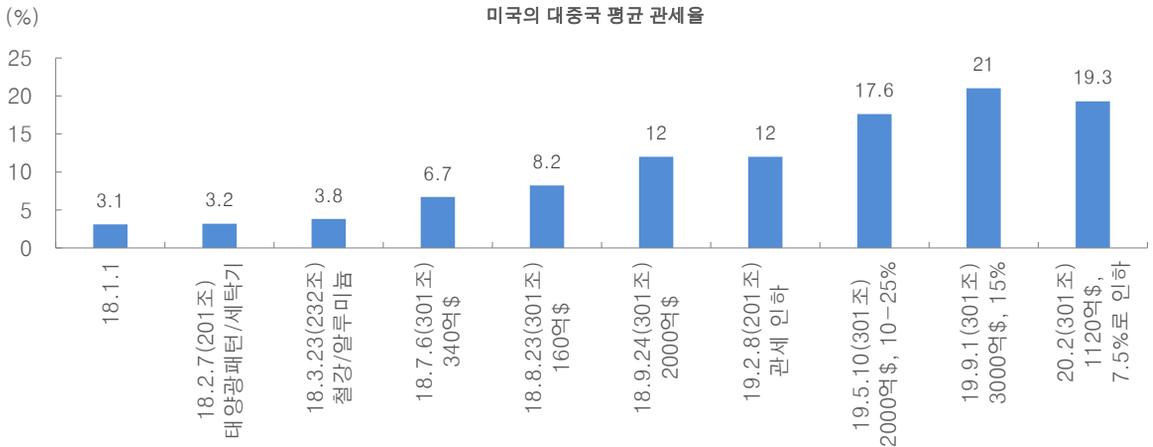
자료: Fed, BLS, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

[중국] 트럼프 2.0시대, 강력한 정책 드라이브로 극복 노력

트럼프 집권 2기, 더 강력한 대중국 압박을 예고. 내수 부양 드라이브 강화할 수 밖에 없는 상황

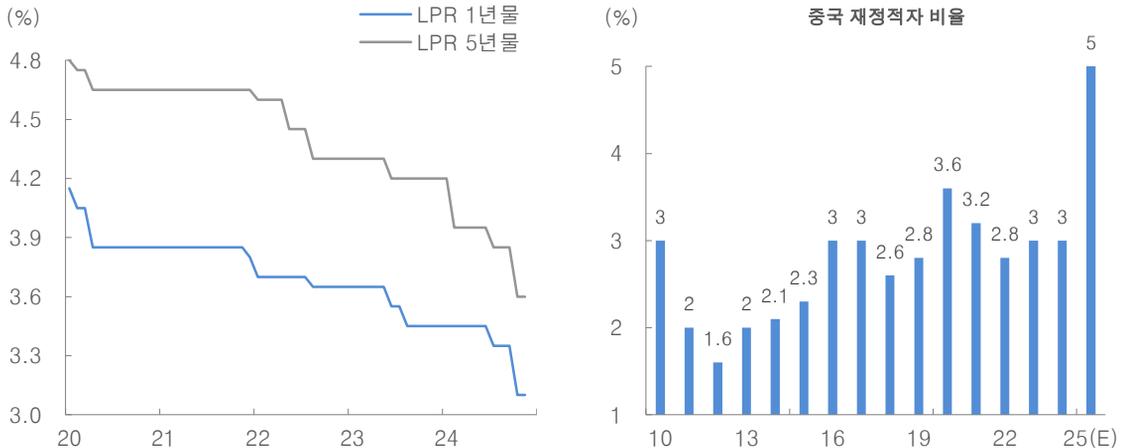
- 트럼프 당선 결정과 함께 중국의 고민은 깊어지는 상황. 트럼프 1기 때보다 더 강력한 대중국 압박, 60% 관세 부과를 공언한 상황. 트럼프 1기 당시에도 취임 이후 1년 6개월이 지난 2018년 7월 6일 대규모 관세부과 시작했음을 감안할 때 중국 정부 입장에서는 시간적 여유가 있다고 생각
- 중국 주요 은행, 중앙 정부, 지방 정부 모두 경기 부양을 위한 총력전을 펼치는 중. 24년에만 두 번의 기준율 인하, 세 번의 대출우대금리 인하를 단행했고, 과거 보지 못했던 대규모 재정정책을 시행 예고. 트럼프의 대중국 압박이 거세지기 전에 내수 부양과 부동산 안정을 확고히 하려는 상황. 압박에 상응하는 경기부양정책으로 위기를 타계해 나가려 할 것

트럼프 1기 당시 대중국 관세 부과 지속. 무역협상을 통해 일시적으로 인하 경험도 있어



자료: 국내외 주요 언론, 대신증권 Research Center

중국 정부는 기준율, 기준금리 인하, 대규모 재정책대 등 경기 회복에 총력을 다하는 중



자료: PBoC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

[중국] 9월 이후 연이은 경기부양 패키지 공개 & 실행

정책에 대한 기대와 현실 간 괴리 조정 불가피. 하지만, 어느 때보다 정책 시행 속도는 빠르고 강해

- 9월 24일 금융당국 기자회견을 시작으로 중앙정부, 지방정부 모두 경기부양정책을 제시 중. 기본 초점은 유동성 공급을 통해 부동산 시장 안정과 증시 부양, 소비 회복. 대규모 재정정책을 준비하는 등 이전과 다른 규모와 정책 강도를 보여주고 있음
- 11월 8일, 중국 전인대 상무위는 지방정부의 14.3조위안에 달하는 악성 부채를 2.3조위안으로 낮추기 위해 2028년까지 대규모 치환 작업에 돌입할 것이라 전했다. 내수 진작에 관한 구체적인 내용과 10조위안까지 기대했던 중앙정부 특별채권 발행 규모를 언급하지 않음. 기대가 컸던 만큼 시장의 실망감이 클 수도 있는 대목
- 하지만, 이미 많은 정책들이 시행되었고, 시행되고 있고, 앞으로 시행이 예정된 상황. 정책 발표 전후 기대와 현실 간의 괴리 조정은 불가피하겠지만, 경기부양을 위한 정책 방향성은 명확하다는 판단

9월 24일 이후 주요 금융당국, 중앙정부, 지방정부 모두 경기부양정책을 쏟아내고 있어

부양정책/일시	주요 부양정책 내용
9월 24일 금융당국 (인민은행, 금감총국, 증감회) 기자회견	<ul style="list-style-type: none"> 지급 준비율 50bp 인하 통해 1조위안 공급 (연내 25-50bp 추가 인하 암시) 역RP 7일물 금리 20bp 인하, MLF 금리 30bp 인하 (10월 LPR 금리 20-25bp 인하) 특별 재대출(3,000억위안, 금리 1.75%) 통해 상장사 대출 및 자사주 매입 장려 유동성 확보 위해 금융기관 스왑 편의성 제고. 초기 5,000억위안, 주식 투자에 국한 중시안정펀드 설립 고려 (업계 5,000억위안-8,000억위안) 미상환 주택담보대출 금리 약 50bp인하 (가구 이자부담 1,500억위안 감량 추정) 1·2주택 최저 계약금 비율 통일, 2주택 최저 계약금 비율 25%에서 15%로 하향
9월 26일 중앙 정치국회의	<ul style="list-style-type: none"> 6대 대형 은행 자본확충 추진 (특별국채 발행 주목) 금융투자회사의 자기자본 주식투자 금액 제한을 총자산의 4%에서 10%로 상향 신규 '국9조', 자본시장 1+N의 정책 이후 시장 생태계 개선. 발행/상장/배당 개선 인수 합병 6대 조치 발표 예정 중장기 자금에 대한 정책 의견 발표하고 관련 정책 개선할 것 장기 적자 기업 대상 퀄리티 제고 계획 요구 및 실시 효과 평가 예정
10월 12일 재정부	<ul style="list-style-type: none"> 현재 경제 운영에 새로운 변수와 문제점 발생 (신규) 필수 영역 지출 및 집행 강조(재정), 금리인하 단행(통화) 등 재정/통화정책 적극 시행 초장기 특별국채 조기 발행, 지방 특수채의 발행·집행 진도율 제고 부동산 시장 하향안정 필요. 신규공급 관리, 기존 물량 개선. 화이트 리스트 확대(신규) 자본시장 부양과 장기투자 자금 투입 강조. 금융기관 주식 투자 및 M&A 지원 (신규) 소비 촉진과 민생 혜택 결합해 소비 고도화 및 신형 소비 육성 (신규)
	<ul style="list-style-type: none"> 중앙정부의 채권 발행과 적자율 상향 여력 매우 크다고 판단 '비교적 큰 규모의 레버리징' 통해 지방정부 음성 부채를 처리하고 가능 정상화 촉진 대규모 1회성 한도 확대 통해 일괄 처리 암시 (최근 부채처리 조치 중 가장 큰 규모) 국경절 전 저소득층 일회성 보조금 기지급, 향후 청년층 장학금 지원 확대, 소비 촉진 장기적 메커니즘을 구축, 기층 '3보(민생·임금·운영자본 보장)' 마지노선 공고히 할 것 가계 소득 증대, 정부투자 채널 확대, 이구환신(3000억위안 초장기 특별채 배정) (소비) 향후 '중량 정책'(패키지) : 1)특별국채 발행으로 대형은행 자본확충, 2)지방정부 지원을 통한 부동산 안정, 3)중점 계층 민생 보장, 보조금 지급, 4)지방 부채 한도 증액 지방특수채 한도 통해 주택재고 매입 활용

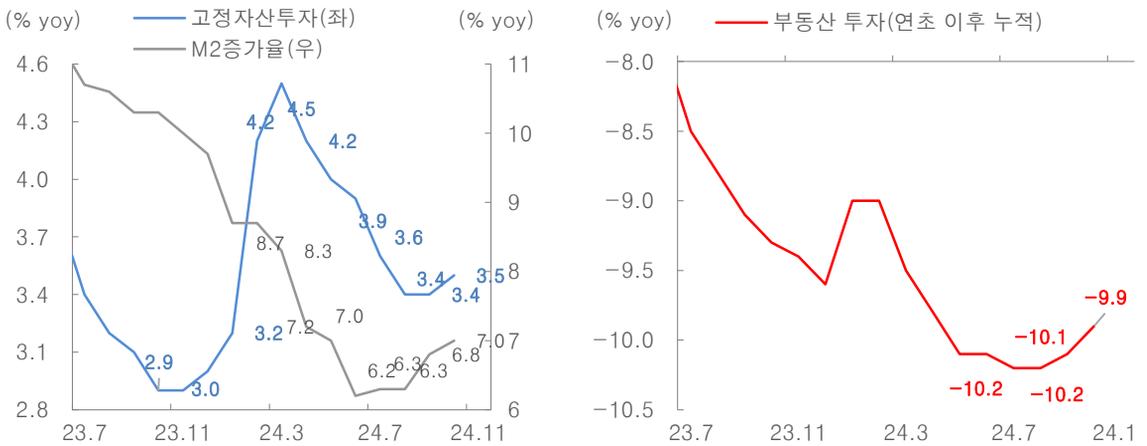
자료: 국내외 주요 언론, 대신증권 Research Center

[중국] 경기 회복 사이클 가시화될 전망

23년 하반기 정책 효과 가시화. 더 강한 24년 하반기 정책 드라이브 효과도 유입될 것

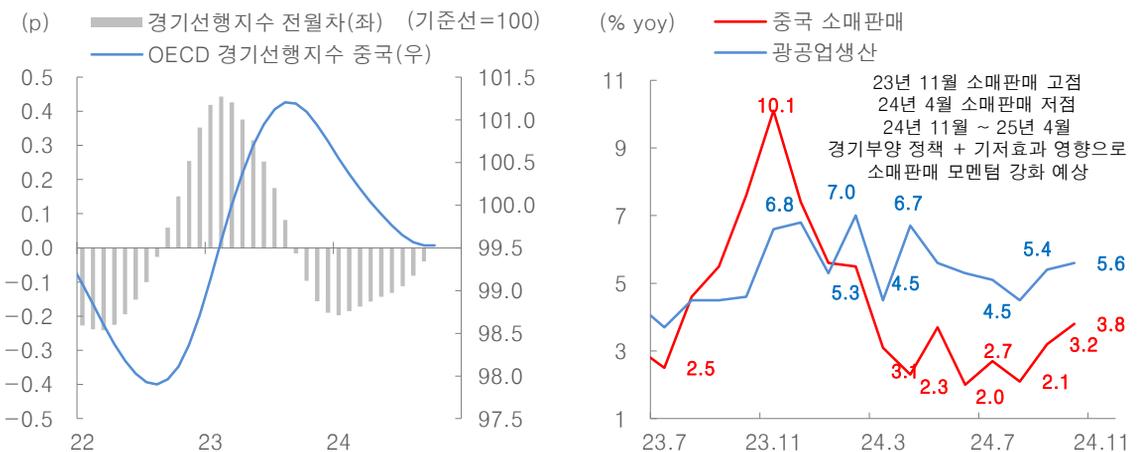
- 중국은 23년 7월말 정치국 회의에서 경기부양드라이브를 시작으로 11월 재정확대(적자 비율 3.8%), 24년 2월 기준율 인하, 3월, 6월 기준금리 인하 등 지속적인 경기 부양 정책 시행. 이는 24년 4분기 경기회복 가시화로 나타남. 최근 중국 유동성 모멘텀 회복 중. 실물 지표, PMI도 예상치 상회. 그동안의 경기부양정책, 재정/통화정책들이 중국 경제에 긍정적인 변화를 야기할 시점에서 더 강력한 경기부양정책 드라이브가 유입됨에 따라 정책 신뢰도를 높일 수 있을 것
- 경기 모멘텀 개선, 강화는 25년 상반기까지 지속될 전망. 중국 소매판매 24년 11월 ~ 25년 4월까지 기저효과 유입. OECD 경기선행지수도 저점 통과 중. 구조적인 변화를 차치하더라도 경기 사이클 회복 가시성은 높다고 판단

유동성, 투자 모멘텀 최악의 상황에서 회복시도 중



자료: 중국 국가통계국, CEIC, 대신증권 Research Center

경기 사이클 측면에서 회복 가시화. 25년 상반기까지 중국 경기회복 가시성 높아질 전망



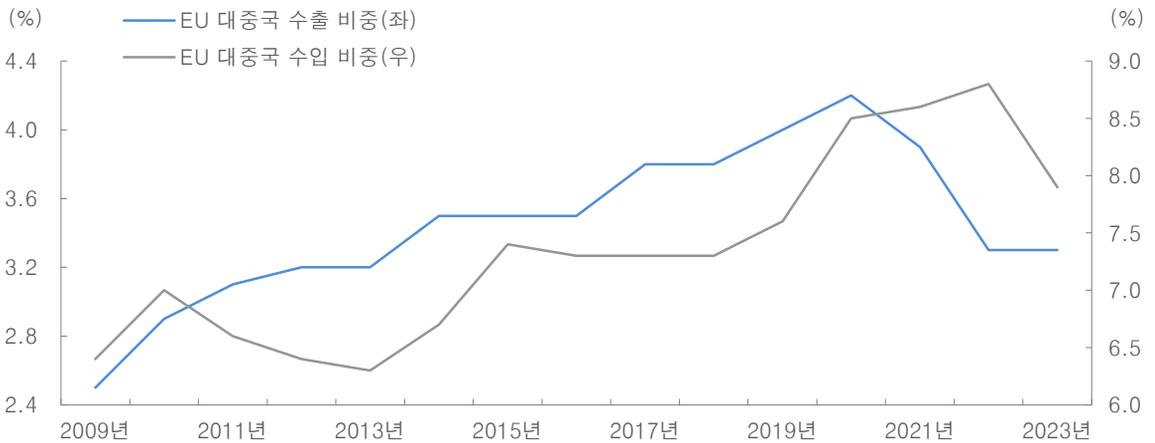
자료: 중국 국가통계국, CEIC, 대신증권 Research Center

[중국] 경기 회복의 나비효과. 유럽 경기 안정 & 달러 약세 압력 확대

순환적 유럽 경기회복 국면. 예정된 달러 약세 국면에 중국 경기 회복이 약세 압력을 높일 전망

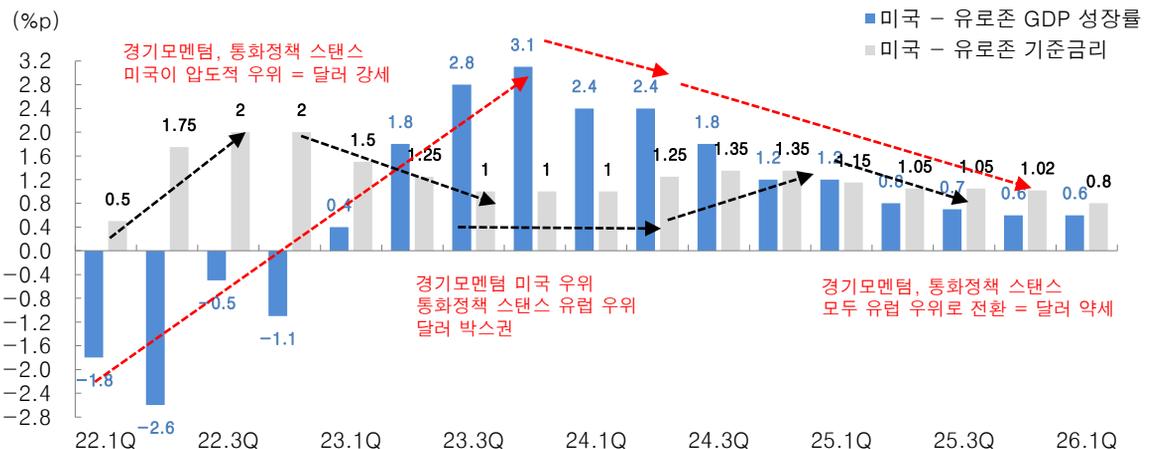
- 중국 경기회복은 중화권, 신흥아시아 권역에 긍정적인 영향을 미치는 것은 물론, EU 경기에도 훈풍을 불러올 수 있다고 생각. 실제로 금융위기 이후 EU는 교역 측면에서 중국 의존도가 높아졌음. 대중국 수출은 5 ~ 7위권으로 올라왔고, 대중국 수입은 독일에 이어 2위권으로 레벨업. 23년 EU 경기부진 심화에 중국 경기악화가 있었던 만큼 중국 경기회복시 EU 경기회복에도 플러스 동력이 될 전망
- 이 경우 달러 약세 압력 확대 예상. 현재 순환적인 구도만으로도 24년 2분기 정점으로 미국, 유로존 경기 격차 축소, 25년 상반기에는 유럽과 미국 GDP 성장률 격차가 0에 수렴할 전망. 여기에 추가적인 경기 모멘텀 회복이 가세할 경우 유럽과 미국 GDP 성장률 격차는 커지고, 달러 약세 압력도 확대될 것

EU 대중국 수출입 비중 확대. 중국 경기 회복 = 유럽 경기에 긍정적 변화 기대



자료: 중국 국가통계국, CEIC, 대신증권 Research Center

순환적 유럽 경기/통화정책 모멘텀 우위 = 예정된 달러 약세. 유럽이 더 강해지면?



자료: BEA, ECB, Bloomberg, 대신증권 Research Center

[중국] 달러 약세 압력 확대 = 신흥국, 신흥 아시아 증시 상대적 강세

경기 모멘텀 + 금리인하 부작용은 25년 하반기 물가 상승압력 확대로 이어질 수 있어...

- 달러화는 24년 하반기 하락세 재개. 9월 100p 지지력으로 반등시도 중. 트럼프 당선으로 단기 오버슈팅 국면 진행 중. 하지만, 미국 경기둔화, 유럽, 중국 경기회복 국면에서 달러 약세는 지속, 25년 상반기 중 100p 이하로 레벨다운될 전망. 달러 약세 압력 확대는 최근까지 상대적으로 부진했던 신흥국, 신흥 아시아 증시에 우호적인 변화. 미국 이외의 지역으로 글로벌 유동성이 이동할 것
- 중국 경기 회복이 가시화되고, 글로벌 유동성이 신흥국으로 이동할 경우 한국 증시, KOSPI 수급도 개선될 수 있음. 최근 중국 증시 강세구간에서도 한국 증시 부진은 신흥국으로 유동성 이동이 제한적인 상황에서 중국 증시의 FOMO 현상 때문으로 판단. 중국 경기회복 가시화될 경우 한국 증시 동반 강세 예상

달러화 주간 차트. 하락추세 진행 중. 단기 반등은 가능하다 100p 이하를 향하는 흐름



자료: 대신증권 Research Center

달러 약세는 신흥국, 신흥 아시아 증시 강세로 이어져



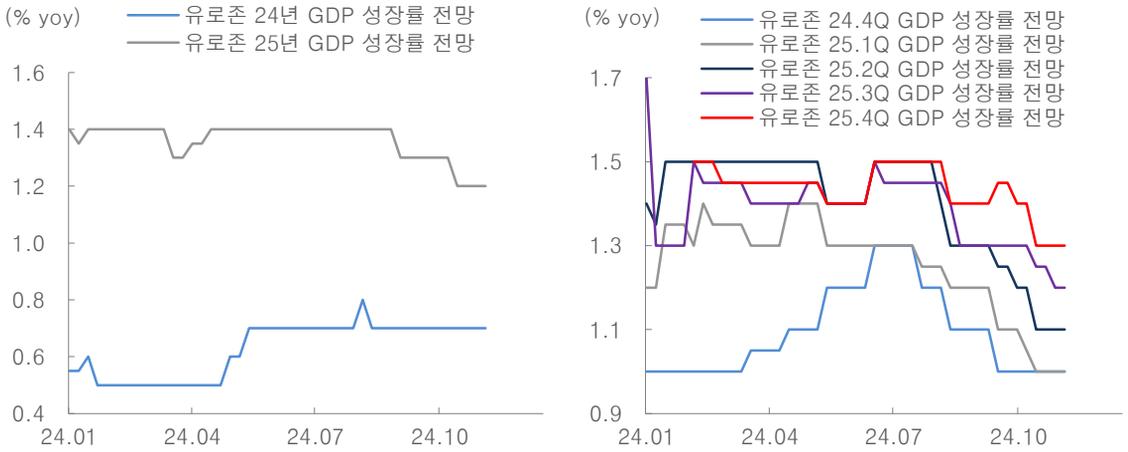
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[유럽] 경기 불확실성 확대. 13년 만에 연속 금리인하 단행

ECB 기존 입장을 뒤집고 9월, 10월, 연속 금리인하 단행. 경기 안정성 확보를 위한 조치

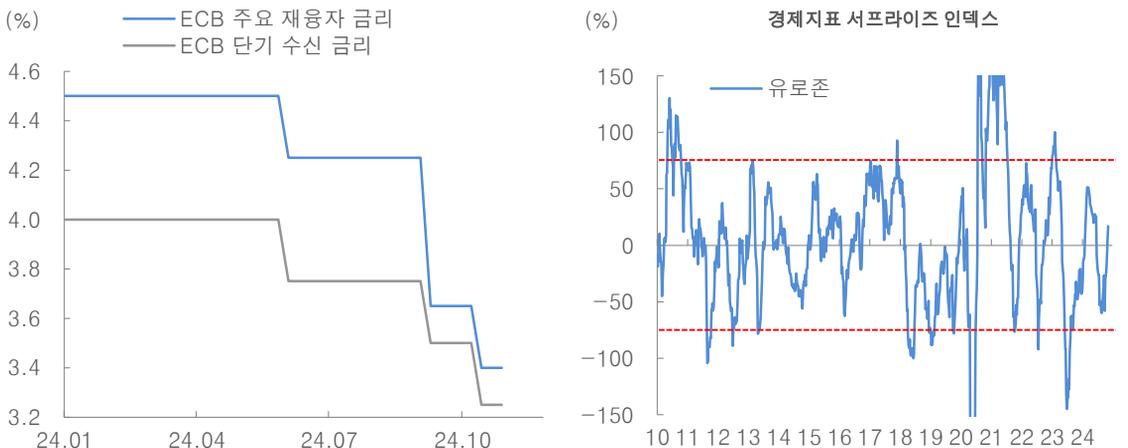
- 10월 ECB 통화정책 회의에서 13년 만에 연속 금리인하 결정(25bp 인하 만장일치). 물가 안정이 가시화된 상황에서 경기 불확실성이 커졌기 때문, 독일은 올해 사실상 리세션을 자인하며 개혁 의지 표명
- 경기 불확실성이 커지면서 ECB의 금리인하 속도도 빨라지는 양상. ECB가 6월부터 금리인하를 시작했지만, 여전히 고금리 구간. 경기부양효과를 보기 위해서는 빠르게 금리 레벨을 낮춰야만 하는 상황
- 실제로 6월, 9월, 10월 금리인하 이후 최근 유로존 경제지표 예상보다 양호한 모습. 심리지표부터 돌아서고 있지만, 향후 이러한 흐름이 실물 경기 회복으로 이어질 수 있을지 주목

유럽 25년 GDP 성장률 하향조정 지속. 여전히 경기 불안에 시달리고 있어



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

6월 금리인하 시작, 9월, 10월 연속 금리인하 단행. 최근 경제지표 부진에서 벗어나는 양상



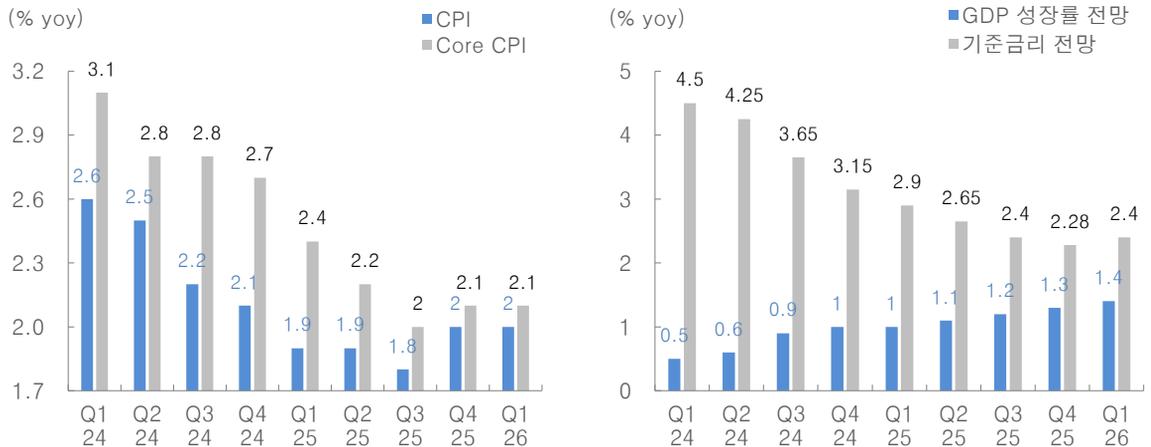
자료: ECB, Bloomberg, 대신증권 Research Center

[유럽] 금리인하 가속화(25년 상반기 중 2%)로 경기 부양 강화

시장 컨센서스보다 빠른 금리인하 기대 유입. 시차를 두고 경기부양 효과 유입 가능

- ECB 정책위원들도 대부분 물가 안정에 대한 자신감을 피력하는 한편, 경기 불확실성에 대한 경계심리 표명. 현재 물가 전망은 25년 1분기부터 2% 하회(CPI 기준)로 집계 중. GDP 성장률 전망도 기저효과에 의한 1%대 회복을 기대하고 있지만, 이에 대한 눈높이가 낮아지는 중
- 시장의 금리인하 컨센서스는 분기별 인하 및 2025년말 수인금리 2.25%(중간값) 도달 전망. 하지만, 10월 금리인하 이후 ECB 회의별 인하 및 2025년 2분기 중 2.0% 도달 전망으로 변화 중. 물가상승률의 큰 폭 둔화는 ECB의 금리 인하에도 금융환경이 계속 제약적일 수 있음을 시사. 따라서 ECB는 2% 기준금리에 빠르게 도달하려 할 것. 이 과정에서 시차를 두고 경기 사이클 개선 가시화 기대

유럽 GDP 성장률 26년 1분기까지 개선 기대. 물가 안정으로 금리인하 지속 가능



자료: BEA, BLS, 대신증권 Research Center

글로벌 주요 IB들은 25년 상반기 중 ECB 기준금리 2% 도달 전망

분야	24.4Q	25.1Q	25.2Q	25.3Q	25.4Q
Citi	3.00	2.50	2.00	1.5	1.5
BofA	3.00	2.50	2.00	1.75	1.5
Barclays	3.00	2.50	2.00	2.00	2.00
GS	3.00	2.50	2.00	2.00	2.00
HSBC	3.00	2.50	2.25	2.25	2.25
JPM	3.00	2.50	2.00	2.00	2.00
Nomura	3.00	2.50	2.00	1.75	1.75
Deutsche	3.00	2.50	2.25	2.25	2.25
UBS	3.00	2.50	2.00	2.00	2.00
중간값	3.00	2.50	2.00	2.00	2.00

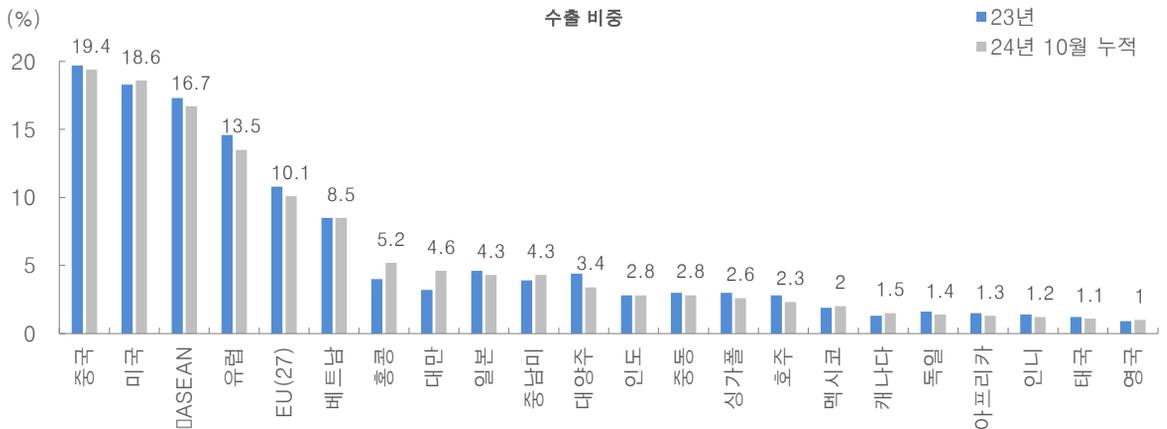
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[한국 수출] 중국, 유럽 경기 회복이 한국 수출에 영향력이 커

미국 수출 비중 18.6% Vs. 중국 + 유럽 수출 비중 36.1%. 아세안 경기에도 플러스 효과 기대

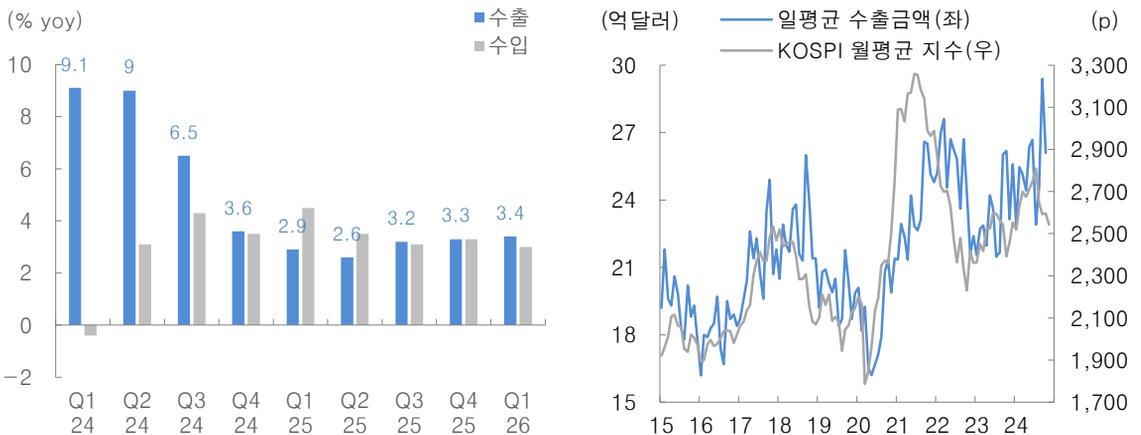
- 미국 경기둔화 국면에서 한국 수출 개선에 대해 회의적인 의견이 많은 상황. 물론, 수출 개선 강도가 제한적일 수 있지만, 미국이 급격한 경기침체만 아니라면 한국 수출 호조 지속 예상. 최근 컨센서스는 미국 GDP 성장률 1% 후반을 저점으로 회복 예상. 연착륙 가능성 확대
- 한국은 수출 다변화 진행 중. 그 결과 미국 수출비중이 18.6%까지 높아졌지만, 중국, 유럽 비중은 32.9%에 달하고, 아세안 비중은 16.7%. 중국 경기회복의 중요성이 커진 2024년 하반기. 중국 경기 회복이 아세안, 유럽에 훈풍을 불러일으킬 경우 한국 수출에도 호재가 될 전망. 현재 한국 일평균 수출 금액은 사상최고치 경신. 하지만, KOSPI 지수는 2,600선 이하에서 등락 반복, 극심한 저평가 영역에 위치. KOSPI 상승여력 충분

한국 수출 다변화. 미국 비중 18.6%까지 상승했지만, 중국(19.4%), 유럽(13.5%) 영향력이 더 커



자료: 관세청, CEIC, 대신증권 Research Center

25년에도 견고한 수출 모멘텀 예상. 현재 KOSPI는 수출대비 극심한 저평가 영역에 위치



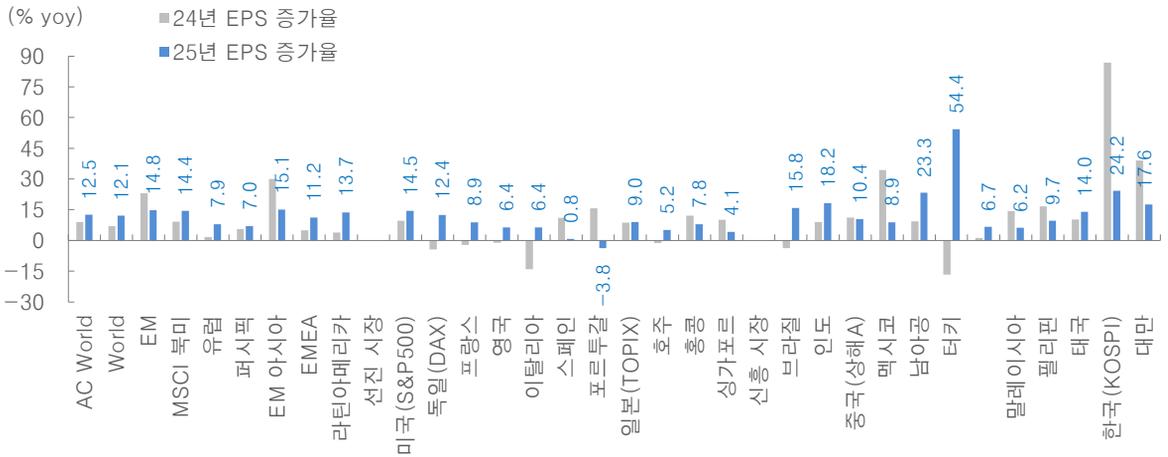
자료: 관세청, FnGuide, 대신증권 Research Center

[이익모멘텀] 25년에도 글로벌 최상위. PER은 최하위

25년 이익모멘텀 둔화되지만, 24.2% 글로벌 최상위. PER은 8.7배로 저평가 국면

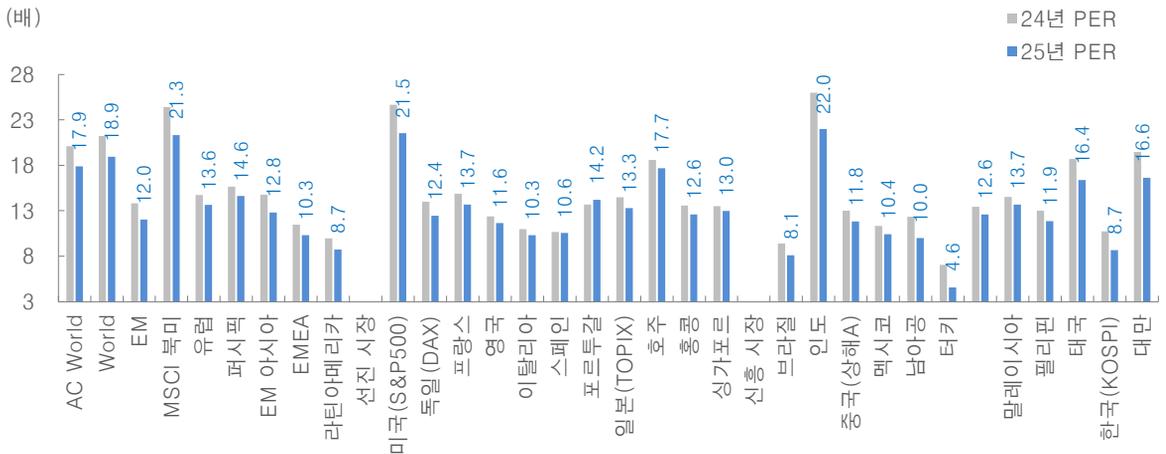
- 25년 글로벌 주요국 이익모멘텀은 24년보다 강해질 전망. 글로벌 기준 25년 EPS 증가율은 12.5%로 24년 9.1%에서 모멘텀 강화. 신흥국은 22.9%에서 14.8%로 모멘텀 둔화. 한국의 기저효과 영향
- 한국의 25년 이익모멘텀은 24.2%로 24년 86.8%대비 큰 폭으로 둔화되지만, 글로벌 주요국들 중 터키 다음으로 강한 모멘텀 예상. 이로써 24년 PER은 10.7배 수준이지만, 25년 PER은 8.7배로 밸류에이션 매력 유지/강화될 전망
- 눈높이 조정을 감안하더라도 25년까지 이익 모멘텀 유지함을 감안할 때 한국 증시 매력도는 지금보다 배가될 가능성이 높음. 미운 오리에서 백조로 변신을 기대

글로벌 주요국 EPS 증가율 확대. 한국 25년에도 +24.2%로 최상위권



자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

한국 증시, 24년 PER은 10.7배, 25년은 8.7배. Deep Value 국면



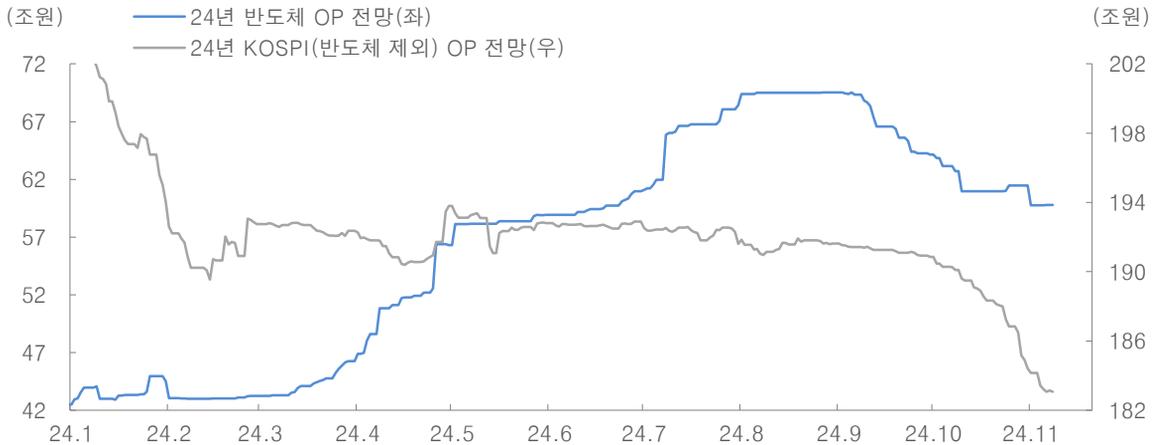
자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

[기업 이익] 24년 3분기, 실적 불확실성 증폭. 컨센서스 레벨다운

24년 뿐만 아니라 25년 실적 전망 하향조정. 1분기 실적 서프라이즈를 위한 실적 기대 낮추기

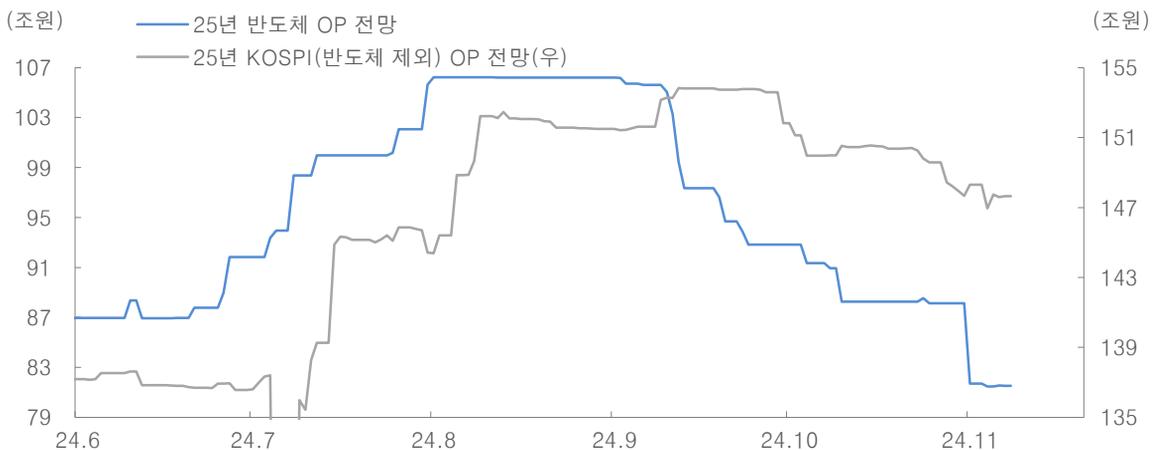
- KOSPI 3분기 프리어닝 시즌 돌입과 함께 영업이익 전망 레벨다운. 9월초부터 반도체가 큰 폭으로 레벨 다운되는데 이어 어닝 시즌 돌입과 함께 Non-반도체 영업이익 전망도 하향조정. 24년 연간 영업이익 전망뿐만 아니라 25년 이익 전망까지 하향조정 중. 24년 연간 KOSPI 영업이익 전망은 고점대비 7.1% 하향조정. 반도체는 14%, Non 반도체는 10.2% 레벨다운. 25년 연간 영업이익 전망은 더 큰 폭으로 레벨다운(11.4%). 반도체는 23.3% 하향조정
- 이처럼 24년을 넘어 25년 영업이익 전망이 큰 폭으로 하향조정되면서 실적 전망, 컨센서스에 대한 불신 확산. 이로 인해 한국 증시의 실적시즌 계절성 뚜렷. 1분기 서프라이즈, 2분기 예상 상회, 3분기 예상 하회, 4분기 실적 쇼크. 1분기 실적 서프라이즈 패턴 반복 예상

24년 반도체 영업이익 전망 고점대비 14%, Non-반도체 10.2% 레벨다운



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

25년 반도체 영업이익 전망 고점대비 23.3%로 24년보다 커... Non 반도체는 4% 하향조정에 그쳐



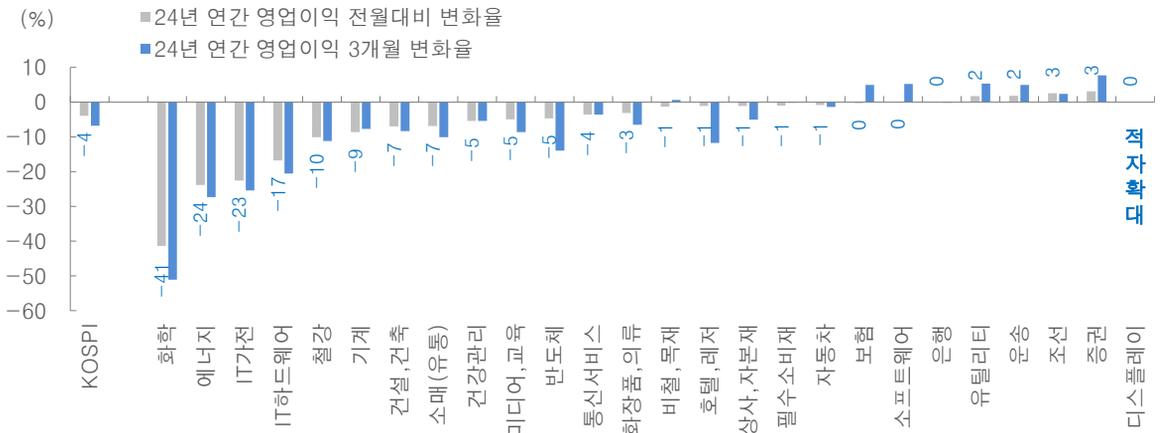
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[기업 이익] 반도체와 IT, 수출주, 중국 소비주 중심으로 하향 조정

화학, 에너지, 2차전지, 기계, 미디어/교육, 건설, 반도체 등 실적 레벨다운 중심에 자리

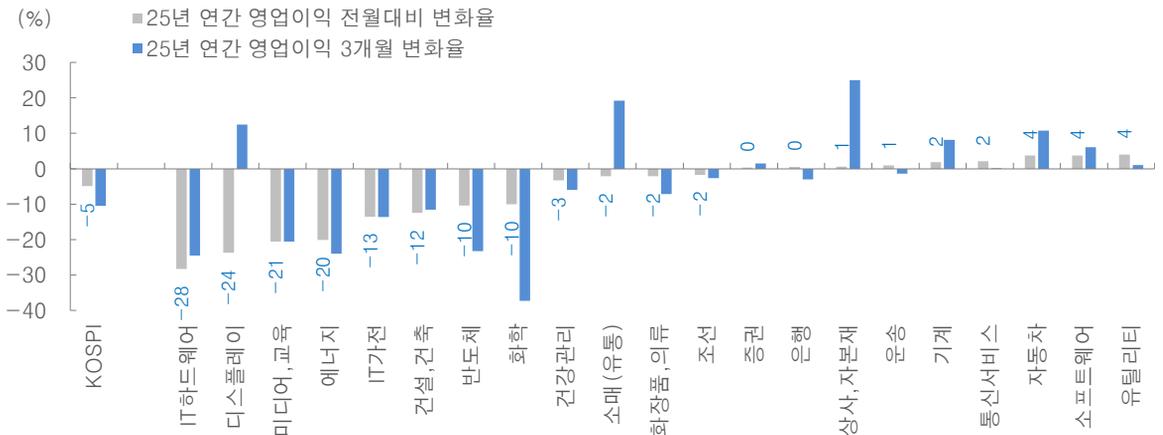
- 특히, 에너지, IT가전, 화학은 최근 반도체보다 더 큰 폭으로 24년 연간 영업이익 전망이 레벨다운. 호텔/레저, 소매(유통), 철강, IT하드웨어 등도 10% 이상 3분기 영업이익 전망 레벨다운. 수출주, 성장주, 중국 소비주 중심의 실적 하향조정세 뚜렷
- 반면, 보험, 은행, 운송, 통신, 건강관리 증권 등 금융업종과 통신, 제약/바이오 등 내수주들이 실적 전망이 상향조정. 실적 시즌 동안 업종 주가 흐름도 실적 전망 등락과 유사한 상황으로 전개
- 25년 영업이익 전망도 24년과 같은 맥락. 수출주, IT, 2차전지, 중국 소비주 실적 전망 레벨다운. 중국 경기회복이 가시화될 경우 현재 컨센서스에는 큰 변화가 있을 전망

24년 연간 영업이익의 전망 변화율. 수출주, 성장주, 중국 소비주 중심으로 이익 전망 레벨다운



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

25년 연간 영업이익의 전망 변화율. IT, 2차전지, 건설, 반도체, 중국 소비주 이익 전망 큰 폭 하락



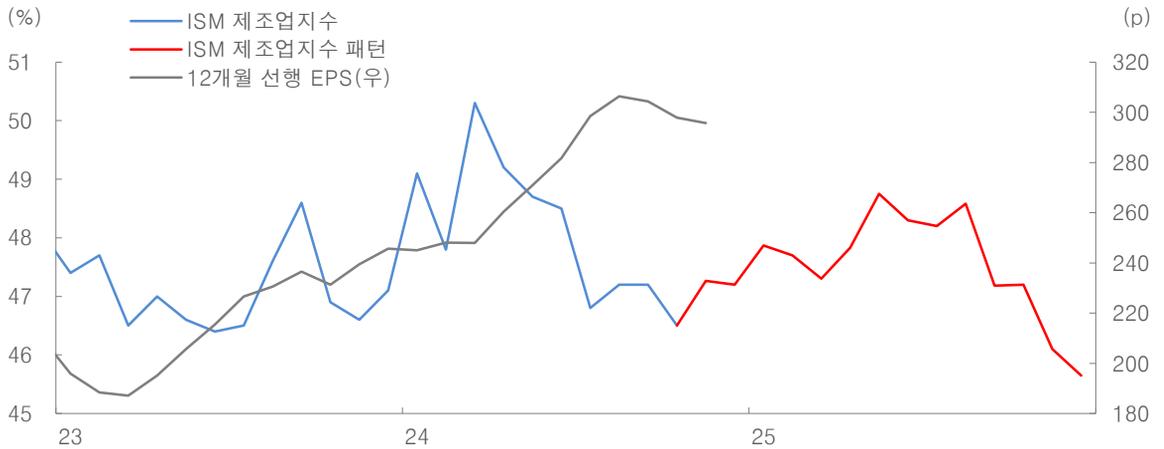
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[기업 이익] 미국 제조업 사이클과 유럽/중국 수출 모멘텀

미국 제조업 경기 25년 상반기까지 반등 예상. 중국과 유럽 경기회복시 한국 수출 모멘텀 고공 행진 가능

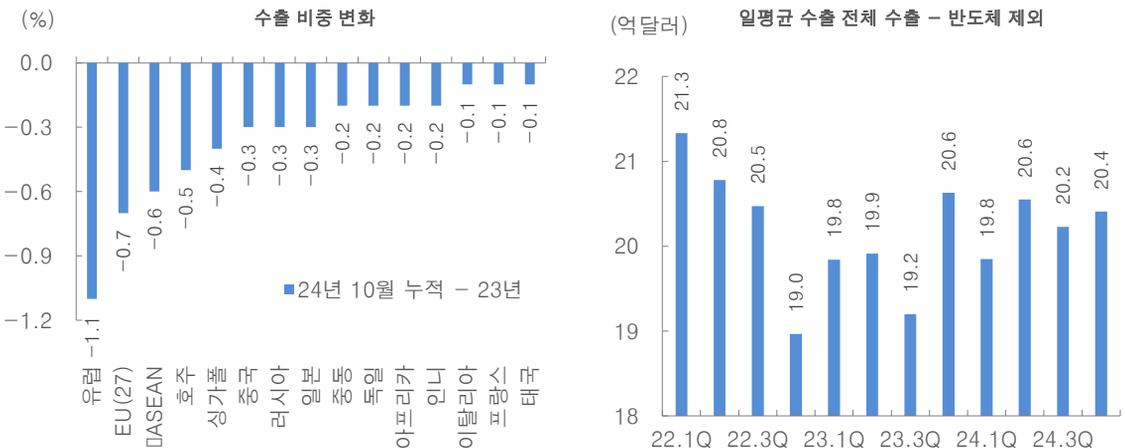
- KOSPI 이익전망 개선을 지지하는 변수들도 우호적. 일단, ISM 제조업 지수는 최근 저점권에 근접. 회귀분석에 의한 사이클은 25년 상반기까지 반등세를 이어갈 전망. 25년 상반기 미국 제조업 회복에 따른 실적 개선세 유효
- 한편, 25년에는 반도체 이외 산업/업종들의 수출 개선 기대. 미국향 반도체 수출 급증이 24년 한국 수출을 견인. 이 과정에서도 유럽, 호주, 중국 등 수출 비중 감소. 그만큼 상대적으로 수출이 부진했다는 의미. 유럽, 중국 경기 회복이 가시화될 경우 한국 수출은 반도체 수출 안정성에 non - 반도체 산업들의 수출 개선이 가세하면서 수출 모멘텀 고공행진, 이익 개선이 가시화될 전망

미국 제조업 사이클과 한국 실적 간에 높은 상관관계. 25년 상반기까지 반등 국면 예상



자료: ISM, Bloomberg, FnGuide, 대신증권 Research Center

한국 수출 호조에도 부진했던 대EU, 중국 수출. 유럽, 중국 경기회복시 수출 모멘텀은 더욱 견고해질 것



자료: 관세청, 산업통상자원부, 대신증권 Research Center

[기업 이익] 추세를 결정짓은 선행 EPS 추이. 추가 상승여력 충분

12개월 선행 EPS 다시 상승추세 전개 예상. KOSPI 저평가 매력 부각

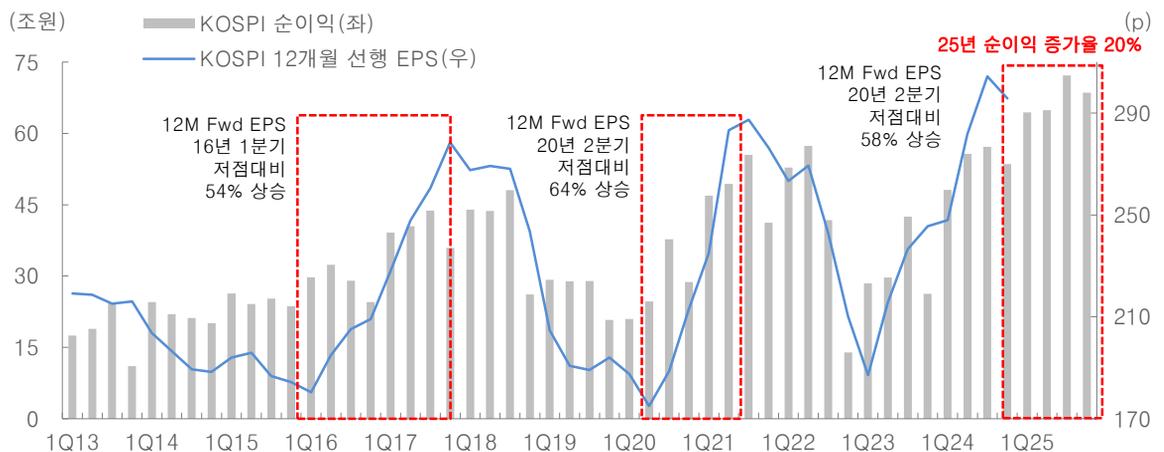
- 24년 3분기 실적시즌 동안 12개월 선행 EPS, 순이익 하향조정. 삼성전자 실적 쇼크에 이어 IT 업종 전반의 실적 부진, 2차전지, 시클리컬 업종의 실적 악화 영향. 그동안 실적시즌마다 12개월 선행 EPS, 순이익이 하락했던 패턴 재현. 중요한 것은 선행 EPS 상승추세가 끝난 것인지 여부. KOSPI와 EPS 간에는 0.92라는 높은 상관관계 기록 중
- 25년, 26년 실적 레벨업을 감안할 때 12개월 선행 순이익, EPS 상승추세는 지속될 전망. 최근 실적 전망 하향조정은 기대치, 눈높이 조정과정으로 판단. 1분기 실적 서프라이즈, 2분기 실적 호조 영향으로 높아졌던 실적 눈높이가 정상화되고 있다는 판단. 25년 글로벌 경기회복과 금리인하 사이클 효과로 실적 전망 상향조정이 재개될 경우 12개월 선행 EPS와 순이익 전망의 상승세가 가팔라질 수 있음

KOSPI와 12개월 선행 EPS 간의 상관관계는 0.92. 선행 EPS 상승추세 지속될까?



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

KOSPI 순이익은 25년, 26년에도 꾸준히 레벨업될 전망. 선행 EPS 상승추세 유효



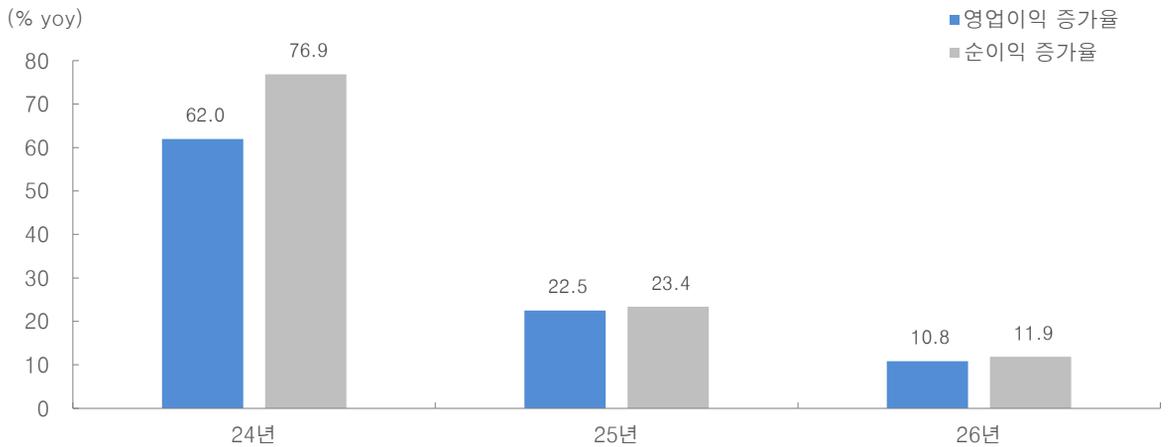
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[기업 이익] 이익 증분의 50% 하향 조정에도 26년까지 이익 증가

26년까지 이익모멘텀이 유지될 경우 실적 전망 안정성 회복시 밸류에이션 매력 배가

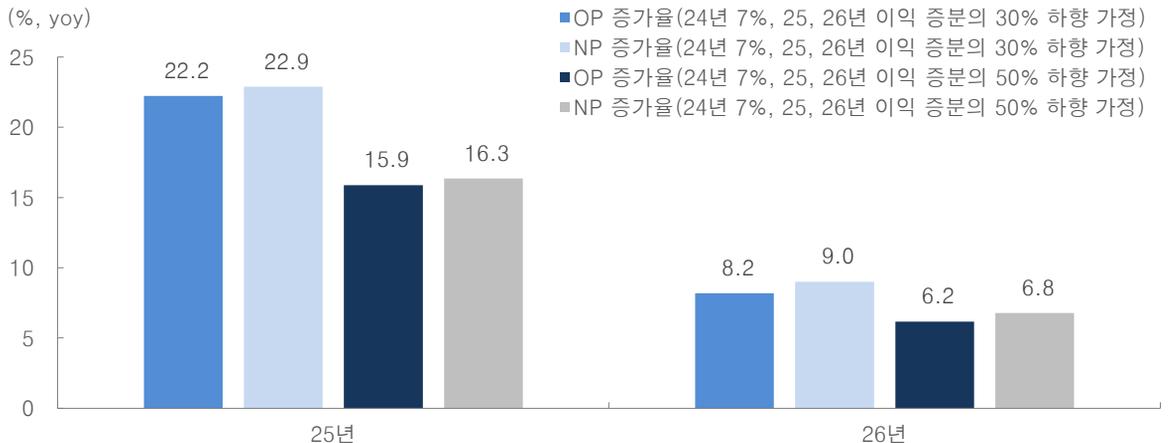
- 현재 KOSPI의 영업이익 증가율은 24년 62%, 25년 22.5%, 26년 10.8%. 순이익 증가율은 24년 76.9%, 25년 23.4%, 26년 11.9%. 24년, 25년 이익 전망이 10% 전후 하향조정된 것을 감안하더라도 이익모멘텀이 크게 훼손되지 않은 것
- 3분기 이후 실적 전망이 하향조정(고점대비 7%)된 만큼 추가적으로 24년 실적 전망이 하향조정되고, 25년, 26년 이익 증가분이 절반으로 줄어든다고 가정하더라도 26년까지 영업이익, 순이익 증가세는 유지. 경기 충격이 가해지지 않는다면 12개월 선행 EPS 상승세는 재개되고, 실적 신뢰도 회복과 함께 KOSPI 저평가 매력 배가 전망

24년, 25년 이익 전망 하향조정에도 불구하고 26년까지 두자리수대 이익 증가율 유지



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

25년, 26년 이익 증가분 크게 레벨다운 되더라도 이익모멘텀은 유효



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[외국인 수급] 현물매도 9월 Climax 통과 가능성. 선물은 매수 우위

외국인 현물 매도 지속되고 있지만, 규모 크게 축소(9월 정점). 선물은 매수 우위

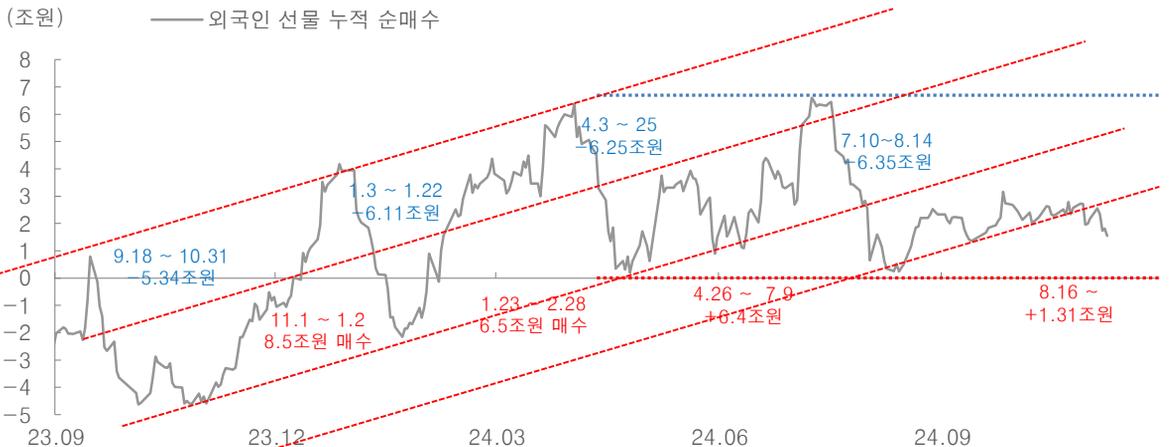
- 외국인 투자자들은 7월 12일 이후 17.58조원 순매도 기록 중. 8월에는 2.8조원 매도에 그쳤는데, 9월에만 7.9조원대의 대규모 매물 출회. 10월에는 4.7조원 순매도로 9월보다 매도 강도는 다소 약화. 11월에는 한 주 동안 4,434억 매도에 그침. 9월 매도 Climax 통과 가능성 높다고 판단
- 반면, 외국인 선물은 매수 우위 흐름. 외국인은 선물시장에서 7월 10일 ~ 14일까지 6.35조원의 순매도를 기록, KOSPI 지수 급락을 야기했지만, 8월 16일 이후 1.94조원 순매수 우위
- 외국인 투자자들의 시장에 대한 생각 읽을 수 있음. 시장을 부정적으로 보는 것이 아닌 특정 업종. 반도체에 대한 부정적 시각과 매도가 반영되는 중이라고 판단

외국인 현선물 누적 순매수 추이. 외국인 현물 대규모 매도



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

외국인 선물 매매는 박스권 하단에서 매수 전환. 8월 16일 이후 1.3조원 순매수



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[외국인 수급] KOSPI가 아닌 반도체(특히, 삼성전자) 매수/매도

외국인 순매도 대부분 반도체, 특히 삼성전자로 매도 집중. 삼성전자 매도가 진정되려면?

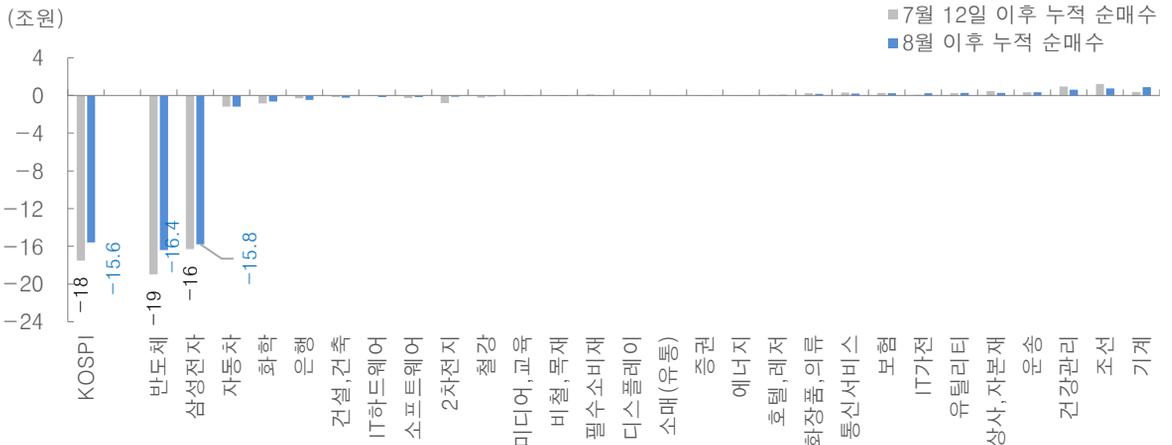
- 외국인 투자자는 KOSPI를 매도한 것이 아니라 반도체, 그 중에서도 삼성전자를 매도한 것. 따라서 현물과 선물 매매 간의 엇갈린 흐름 전개. 7월 12일 이후 외국인 투자자는 KOSPI 시장에서 17.5조원 순매도. 그 중 반도체가 18.96조원, 삼성전자가 16.3조원 순매도 기록. KOSPI 시장 이상의 매도세가 반도체와 삼성전자에 집중된 것. 반면, 기계, 조선, 건강관리, 운송, 상사/자본재, 유틸리티, IT가전 등 순매수
- 즉, KOSPI 시장에서 외국인 수급 안정의 키는 반도체, 삼성전자에 대한 매도가 진정되는지 여부. 반도체, 삼성전자로 매도가 완화될 경우 지금까지 강했던 업종들에 매물이 출회되는 교통정리 과정이 필요하겠지만, 궁극적으로 외국인 수급 안정, KOSPI 분위기 반전에 힘이 실릴 전망

KOSPI 매도보다 강했던 반도체 매도



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

특히, 삼성전자로 외국인 매도 집중. 기계, 조선, 건강관리 등은 순매수



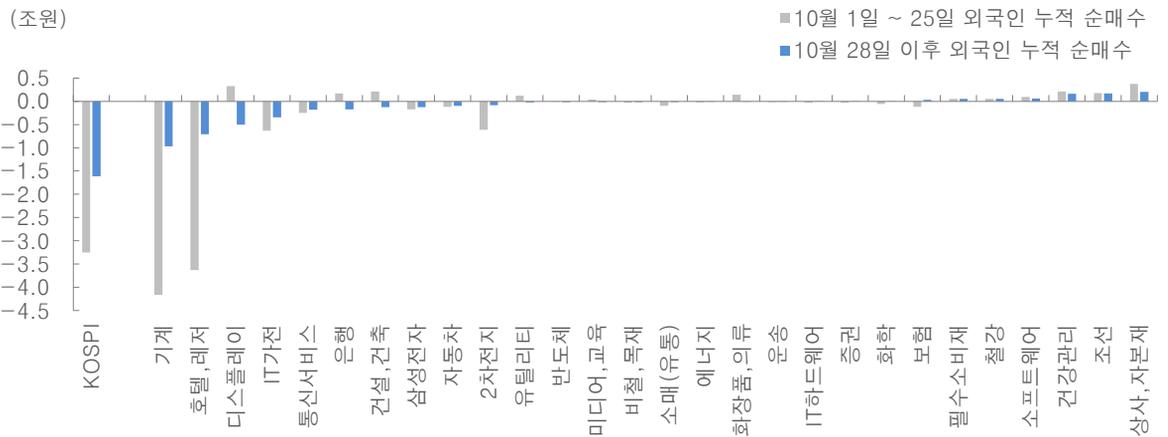
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[외국인 수급] 3분기 실적 시즌 정점 통과 이후 수급 변화

반도체 실적 하향조정 진정과 함께 외국인 매도 완화. 실적 전망이 상향조정되면?

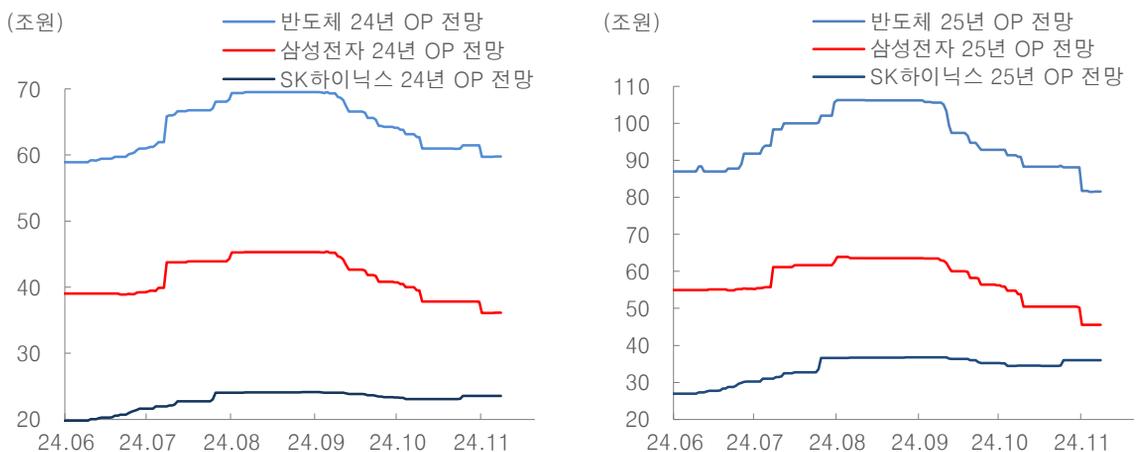
- 외국인 매매패턴이 10월 25일 기점으로 변화. 10월 25일 전까지는 외국인 KOSPI 매도 이상의 반도체, 삼성전자 매도 출회
- 하지만, 10월 25일 이후 반도체, 삼성전자 순매도 규모가 크게 줄어든 가운데 은행, 비철/목재, 자동차, 건강관리 등 그동안 실적 호조 기대에 강했던 업종들 중심으로 외국인 매물 출회. 반도체 순매수 전환은 시기상조지만, 2차전지, 기계, 유틸리티, 호텔/레저, 소매(유통) 등에서 순매수 전환 가시화
- 외국인 투자자들도 실적 시즌을 지나며 실적대비 저평가 매력에 관심을 높여가고 있는 것으로 추정. 특히, 삼성전자, 반도체 실적 전망 하향조정이 진정되며 가격/밸류에이션 매력을 재평가하는 것으로 판단

10월 25일을 지나며 반도체, 삼성전자 매도 규모 축소. 수급 불안 제어



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

실적시즌 정점 통과 이후 반도체, 삼성전자 실적 하향조정 진정



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[외국인 수급] 원화 약세 압력 정점권. 수급 개선 여지 충분

현재는 원화 약세 정점. 25년 상반기 원화 강세 압력 확대 예상. 외국인 순매수 전환/강화 변수

- 트럼프 당선과 함께 원/달러 환율은 또다시 1,400원선을 넘어서는 등 불안정한 흐름 전개. 미국 경기둔화, 중국/유럽 경기회복, 한국 수출 개선 등 매크로 흐름과 글로벌 주요국 금리인하 사이클 진입을 감안할 때 단기 등락은 감안해야겠지만, 25년 상반기 달러 약세, 원화 강세 구도 형성 예상. 원/달러 환율 25년 상반기 중 1,300원선 하회 예상
- 원/달러 환율 측면에서 추가적인 원화 강세 압력 확대 시 외국인 투자자 입장에서 환차익을 노릴 수 있을 것. 특히, 달러대비 원화 약세 압력이 정점권에서, 향후 원화 강세 전환을 기대한 외국인 투자자들의 수급 변화 가능성 확대. 이후 달러대비 원화 강세 전개시 외국인 순매수 강도는 강해질 수 있음

달러대비 원화 약세 강도 고점권에서 등락 반복. 환차익을 노린 매수세 유입 가능



자료: FnGuide, Bloomberg, 대신증권 Research Center

원/달러 주간 차트. 24년 4분기 트럼프 발 단기 오버슈팅. 25년 상반기 레벨다운 전망



자료: 대신증권 Research Center

[이슈 체크] 신재생에너지, 성장 산업에 동력이 될 수 있을까?

탄소 국경세 시행과 자율 주행 상용화 이슈 주목. 트럼프 정책 변수도 고려해야 할 것

- 24년이 정치적 이벤트가 산적한 한해였다면 25년 산업 이슈들이 많은 한 해가 될 전망
- 당장 1월부터 미국 탄소 국경세 시행 예정. 전통 산업, Old Economy 산업에 관세를 부과하는 형식으로 트럼프가 반대할 이유는 없다고 생각. 이 과정에서 Old Economy 산업에 업황/실적 불확실성 확대 불가피. 반면, 신재생에너지 관련 산업이 주목받을 수 있음. 유럽 신규 가스 보일러 설치 금지도 신재생에너지 관련 산업 투자심리 회복에 힘을 실어줄 전망
- 한편, 25년을 기점으로 자율주행 LV4 시행은 트럼프 2기 정부의 규제 완화, 머스크의 로보택시 등과 맞물려 성장성에 대한 재평가가 가능할 것. 테슬라를 필두로 한 자율주행 관련 테마에 주목. 단기 트레이딩 전략으로 유용할 수 있음

미국 탄소 국경세 도입, 트럼프의 반응은? 자율 주행은 트럼프의 규제 완화와 맞물려 성장 가능성 확대

이슈	주요 내용
미국 탄소국경세 (CCA) 시행	<ul style="list-style-type: none"> - 미국 CCA 주요 내용: 2025년 1월부터 시행, 유럽보다 광범위한 과세 대상, 원산지별 가중치, 탄소 1톤당 55달러. 에너지 집약 산업(정유, 석유화학, 철강, 유리, 제지 등) 12개 품목 톤당 55달러 관세 부과. 매년 물가 상승률 고려 실질 5% 인상. 2030년까지 톤당 90달러 전망 - 자동차, 전기전자제품 등 완성품으로의 확대 가능성 - 원산지 국가의 배출 집약도와 미국 산업평균 배출 집약도 차이를 추가로 고려(별도 발표 예정)
유럽 신규 가스 보일러 설치 금지	<ul style="list-style-type: none"> - 오스트리아, 프랑스: 2022년부터 신규 건축물에 대한 오일 보일러 설치 금지 - 독일: 2024년부터 사실상 오일 보일러에 대한 설치 금지 - 영국: 2025년까지 새로운 빌딩에서의 화석연료 보일러 설치 금지 - 그리스: 2025년부터 오일 보일러의 설치나 판매 금지 - 네덜란드: 2018년부터 신규 건축물에 대한 가스 보일러 설치 금지, 2026년까지 모든 빌딩에서의 가스 보일러 퇴출 - 히트펌프, 전기보일러, 수소 보일러 등이 대체 품목
자율주행	<ul style="list-style-type: none"> - 미국, 일본, 중국 등 주요국과 주요 기업은 2025년을 기점으로 자율주행 LV4를 상용화. 로보택시 등 자율주행 기술의 대중교통 시스템 접목 시작 - 한국 2025년 3월 20일: 자율주행자동차 상용화 촉진 및 지원에 관한 법을 시행 예정 - 일본 디지털 행/재정 개혁안: 2025년까지 레벨4 자율주행 실험을 비롯해 적정 요금을 받고 자신의 차량으로 목적지까지 데려다주는 승차 공유를 버스와 철도 등 운송사업자도 참여할 수 있도록 검토 - 중국: 제한된 지역 내 자율주행 상용화 예정 - 현대차: 웨이모와 협력으로 2025년 후반 아이오닉 5의 초기 도로 테스트에서 완전 자율주행 기술을 접목할 예정 - 바이두: 2025년 레벨4 자율주행 대규모 상용화, 도요타: 중국 합작사와 자율주행 시스템 탑재 EV 출시

자료: 대신증권 Research Center

[이슈 체크] 한국 채권 유동성 확보. 밸류업 지수 편입/편출 체크

하반기에는 한국 금융시장에 우호적인 변화 기대. 하지만, 펀더멘털이 최우선

- 25년 11월에는 한국 국채가 WGBI에 편입 시작. 편입 비중이 높음에 따라 단기 임팩트가 약할 수는 있지만, 국채가격 상승 및 통화절상 등의 효과가 가능할 전망. 다만, 글로벌 매크로 환경과 맞물려 생각할 때 한국만 차별적인 흐름을 보이기는 어려울 것. 글로벌 금융시장 대비 상대적 안정성이 강화되거나 호조를 보일 경우 상대적 강세를 보이는 변수로 판단
- 빈번한 지정학적 리스크 발생으로 공급망 이슈가 수면 위로 불거질 가능성 경계. 트럼프 정책 시행 과정에서 물가 제어 수단 중 하나가 지정학적 리스크 완화로 인한 공급망 개선, 공급 확대. 제대로 시행될 수 있을지 여부가 관건
- 한편, 밸류업 지수 첫 리밸런싱이 25년 6월 예정. 새로운 기업/종목들의 편입 여부가 단기 트레이딩 여건을 제공할 전망

한국 채권 시장에는 호재지만... 순차적, 11월이라는 시기 체크. 에너지 관련 이슈 지속

이슈	주요 내용
WGBI 편입	<ul style="list-style-type: none"> 25년 11월 편입예정 해외사례를 통해 WGBI 신규 편입 시 국채가격 상승 및 통화절상 등의 효과가 나타나는 것으로 확인, 이로 인해 원화국 채 수급 개선과 외환시장에서 원화 강세 환경 조성 가능성 수급 개선을 통해 금리안정 기여 예상 → 패시브 자금은 하반기부터, 액티브 자금은 그 이전 유입 가능, 외국인의 장기 채권 보유 비중 한국 국채 평균 잔존만기 수준으로 점진적 수렴 예상 외환 및 외화자금시장의 수급 개선 긍정적 영향 예상 → 한국 자본시장의 시장 접근성이 개선되어 중장기적으로 긍정적 영향을 미칠 전망 / 외환수급 개선 시, MSCI 선진시장 지수 편입 가능성도 상승
지정학적 불안에 따른 원자재 시장과 공급망 이슈	<ul style="list-style-type: none"> 글로벌 경제 성장이 둔화되고 미국의 에너지 자립력이 커지면서 지정학적 불안 증가 지정학적 리스크 확대에 따른 원자재 및 공급망 변동성 동반 확대 가능성 러시아-우크라이나 전쟁, 미중 갈등, 중동 불안정성, 홍해 후티반군 위협, 파나마운하 가뭄 등 지정학 불안 증가 현재 전쟁 중인 지역 외에도 중국-대만, 중국-남중국해, 중동, 북한, 아프리카 등에서 추가 발생 가능성 증대
에너지 지형 변화	<ul style="list-style-type: none"> 화석연료에서 전기 에너지로: 기후위기에 따른 태양광, 풍력, 수소, 전기차 등 신재생 에너지 기술과 전력망 인프라에 대한 대규모 투자 지속 2010년 이후 원유 수요를 견인한 중국이 높은 친환경 에너지 전환을 달성. 중국 경기 반등이 화석 에너지 수요 반등으로 이어지지 않을 가능성 원자력 에너지 재조명: 친환경 에너지의 한계, 러시아-우크라이나 전쟁 이후 에너지 공급망 불안정성이 증가하면서, 지속적이고 안정적인 전력 공급을 위해 원자력 에너지가 재조명. 소형 모듈형 원자로(SMR)와 같은 혁신적 기술 발전
밸류업 지수 첫 리밸런싱	<ul style="list-style-type: none"> 밸류업 프로그램은 6월 실시될 예정 2025년 상반기 밸류업 지수에 들기를 희망하는 기업의 밸류업 공시가 다수 제출될 전망 편입 요건을 만족하지만 섹터 내 ROE 순위에 밀려 편입되지 못했던 기업, 편출 가능성이 있는 기업을 주목

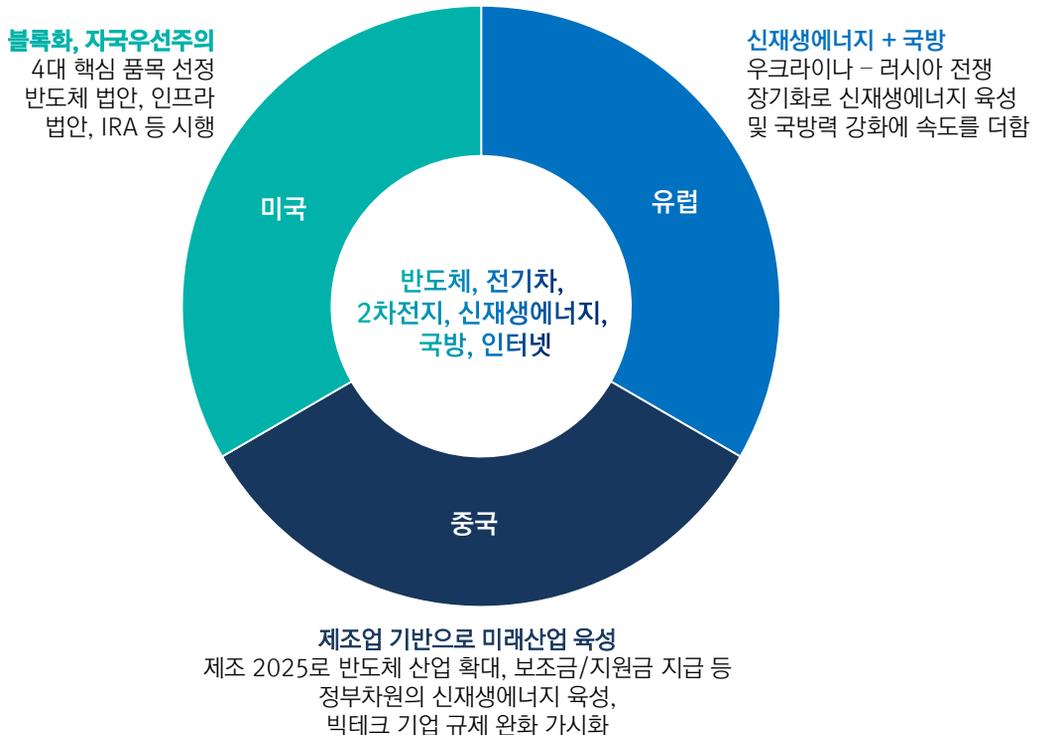
자료: 대신증권 Research Center

[투자전략] 글로벌 기술 패권 전쟁 진행 중. 핵심 산업 성장성은 지속

생산성 혁신(4차산업 혁명), 에너지 독립, 자주 국방 등을 위한 산업 전략 강화

- 코로나19 이후 글로벌 투자환경은 저성장, 중금리, 중물가 시대 진입. 글로벌 공급망 재편 및 탈세계화 가속화. 자국 안보를 지키기 위해 탈세계화 인식이 단순 경제를 넘어서 국가안보 범위까지 확대
- 첨단기술 확보를 위한 치열한 전략적 움직임과 국가안보와 직결되는 국방 지출 확대. 안정적인 에너지 공급을 위해 원자재 수입 의존도를 낮추고 자국 거점화가용이한 신재생에너지 투자 확대 본격화. 환경/자동화 관련 산업과 초격차 기술력을 보유한 산업(반도체, 바이오) 주목
- 탈세계화를 위한 글로벌 기술 패권 전쟁(Tech cold war) 불가피. 미래 성장 동력을 위한 집중 투자의 최대 수혜 산업으로 판단. 코로나 19 이후 반도체, 신재생에너지, 국방, 인터넷, AI 등에 투자가 집중되고 있고, 주식시장 측면에서도 이들 업종이 앞서거나 뒤서거나 하며 시장 흐름을 주도

G3의 핵심 전략은 반도체 기술/생산능력 확보 + 신재생에너지로 에너지 독립

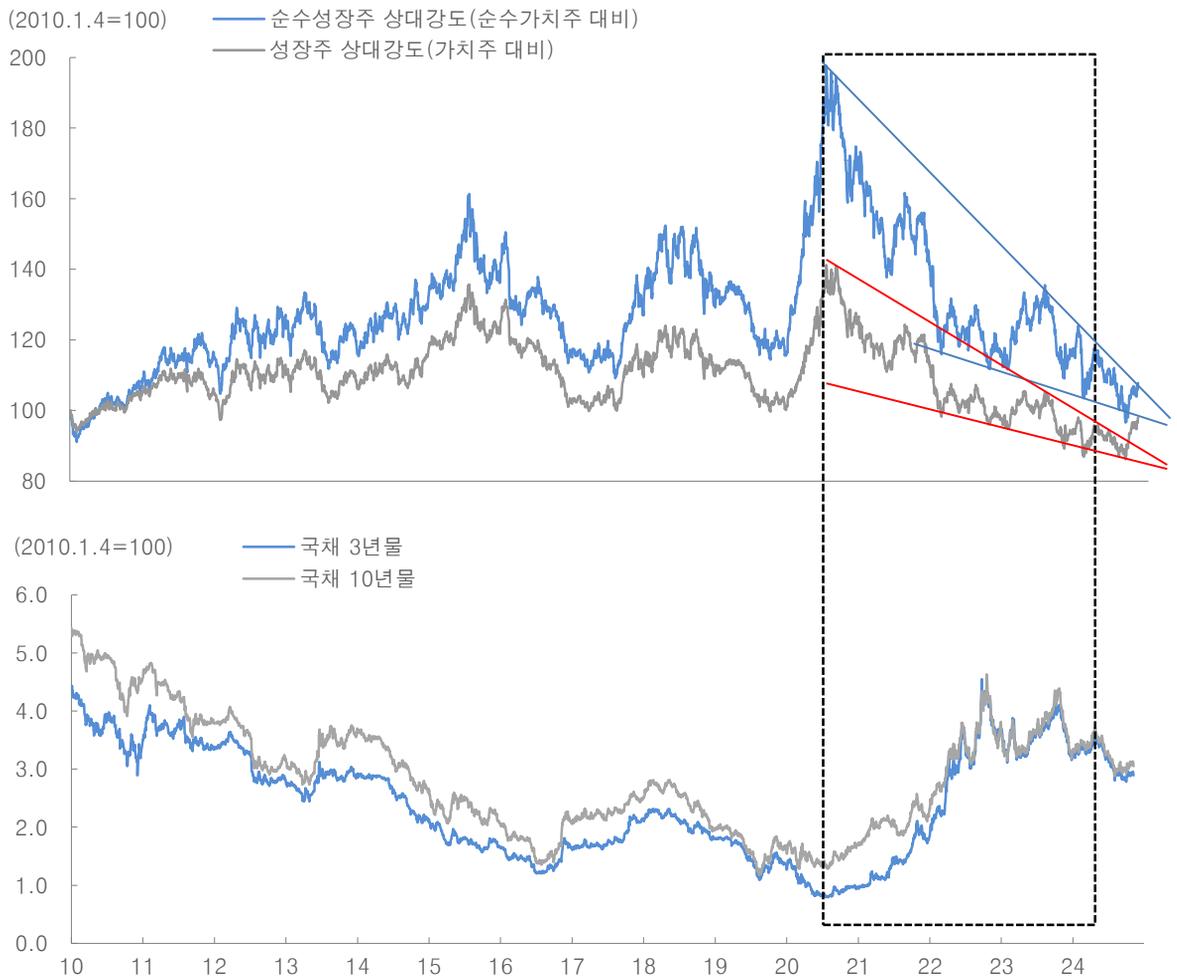


[투자전략] 금리 안정시 실적이 뒷받침되는 성장주 상대적 강세 예상

금리인하 사이클 = 성장주 매력 부각. 중요한 것은 실적

- 25년 금리인하 사이클 전개가 예정된 상황. 25년 상반기 중에는 미국은 고용 불안, 물가 안정, 유럽은 경기 불안, 물가 안정으로 금리인하 가속화 가능성 높다고 판단
- 금리인하 국면에서 성장주 강세는 당연한 흐름. 최근 채권금리 하락반전과 함께 성장주 상대강도 반등. 현재 가치주대비 현저히 저평가 받고 있는 성장주의 25년 반전을 기대할 수 있을 것
- 25년에는 실적이 뒷받침되는 성장주를 선별할 필요가 있음. 24년에도 성장 기대가 실적으로 가시화된 업종들이 강했음. 24년 상반기 조선, 기계, 음식료, 반도체 등이 있었고, 하반기에는 제약/바이오가 있었음. 24년에 이어 25년에도 숫자, 실적의 중요성이 확대될 전망

채권금리 하락반전과 함께 성장주 상대강도 반등. 금리인하 국면에서 성장주 가격메리트 부각



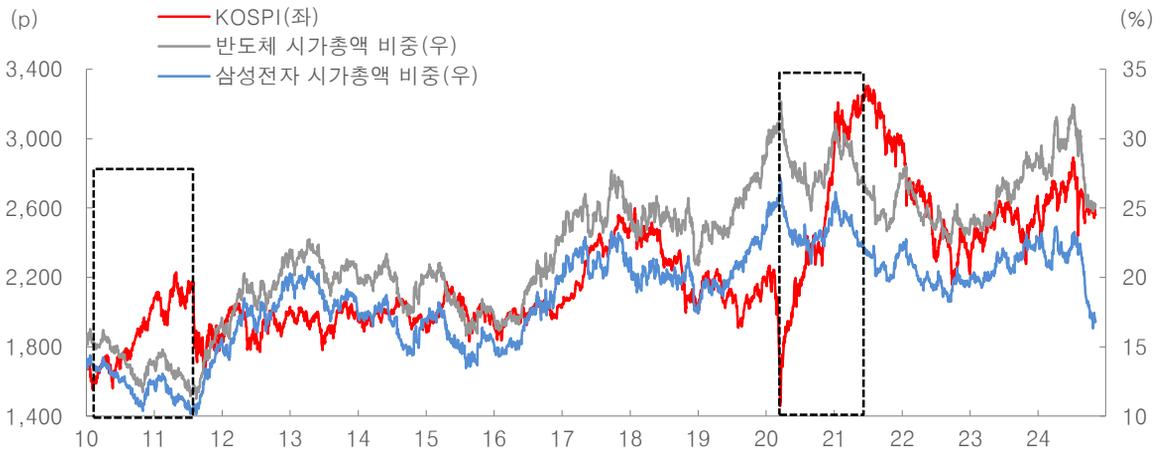
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[Sector View] 반도체 힘이 약해져도 KOSPI 레벨업 가능할 것

반도체가 힘을 내주면 급등, 반도체 힘이 약하면 완만한 상승 추세 전개 가능

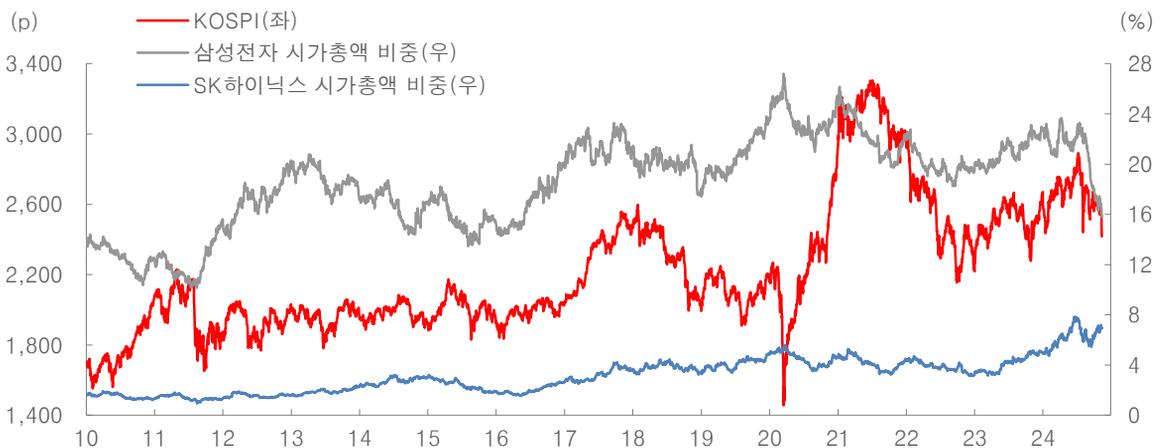
- 8월 이후 반도체 약세가 KOSPI 부진으로 이어지는 양상. KOSPI에 대한 회의론도 강해짐. 하지만, 반도체 시가총액 비중이 급격히 하락한 데에는 삼성전자의 영향이 절대적. 7월 32%를 상회했던 반도체 시총 비중은 현재 24% 이하로 레벨다운. 삼성전자 시총 비중도 23%에서 16%이하로 급락
- 이처럼 반도체 주도력 약화, 주가 하락이 지속될 경우 KOSPI 부진은 불가피. 하지만, 10년 5월 ~ 11년 4월과 21년 3월 ~ 6월 같이 반도체 하락이 제어되는 가운데 상승세를 이어갈 수 있을 전망. 반도체 반등세가 가세한다면 큰 폭의 지수 레벨업이 가능한 것이지, 반도체 주도력 약화가 KOSPI 하락을 의미하는 것은 아님. 특히, 이번에는 반도체 산업 부진보다 삼성전자의 차별적인 경쟁력 약화가 이슈. SK하이닉스는 23년 3% 초반의 시가총액 비중이 현재 7%에 근접하며 주도력을 보여주고 있음

반도체 주도력이 약했지만, KOSPI 레벨업 국면. 10년 5월 ~ 11년 4월 & 21년 3월 ~ 6월.



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

이번에는 삼성전자와 SK하이닉스 주도력이 엇갈리고 있음. SK하이닉스 시총 비중 7%에 근접



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[Sector View] 10년 5월 ~ 11년 4월. 차화정 장세

이익 주도력 & 모멘텀 강화 업종의 급등이 KOSPI 상승 주도 : 에너지, 조선, 화학, 자동차 등

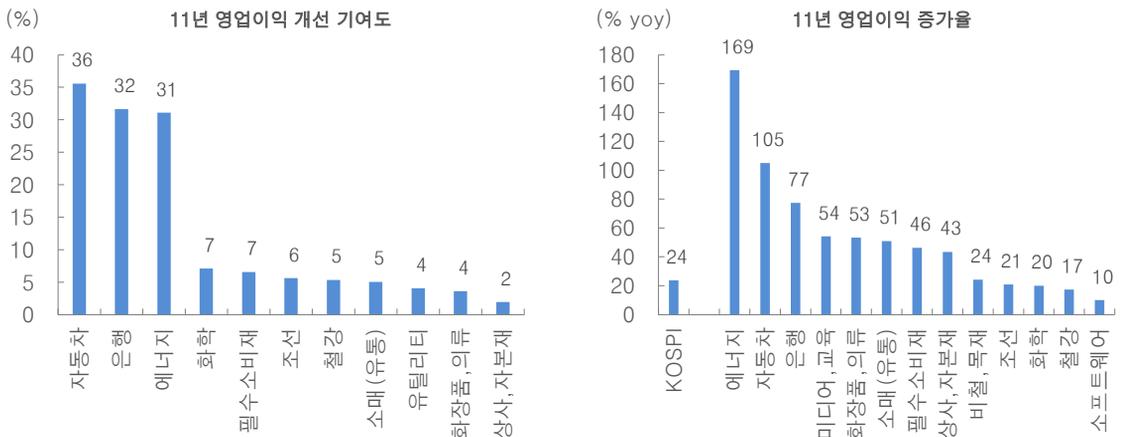
- 2010년 5월 25일을 저점으로 11년 4월 27일 고점까지 1년 가까운 시간 동안 KOSPI는 41% 상승. 이처럼 상승추세가 강하고 장기간 이어진 데에는 반도체가 KOSPI보다 부진했지만, 상승세를 기록했고, 이 가운데 실적 주도력(이익 개선 기여도)과 실적 모멘텀을 겸비한 업종들이 100% 이상 상승하며 KOSPI 레벨업을 주도
- 에너지, 조선, 화학, 자동차, 상사/자본재, 비철/목재 등이 대표적인 업종. 당시 차화정 장세로 불렸음. 이들 업종은 공통적으로 이익 개선 기여도와 이익모멘텀이 강한 업종으로 평가 할 수 있음. 당시 반도체 영업이익 개선 기여도는 -15%. 따라서 다른 업종들의 기여도가 크게 레벨업 될 수 있었음

2010년 5월 ~ 2011년 4월 KOSPI 41% 상승을 에너지, 조선, 화학, 자동차 등이 이끌어



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

반도체 영업이익 개선 기여도 -15%. 그 자리를 대체한 자동차, 은행, 에너지, 화학, 조선 등



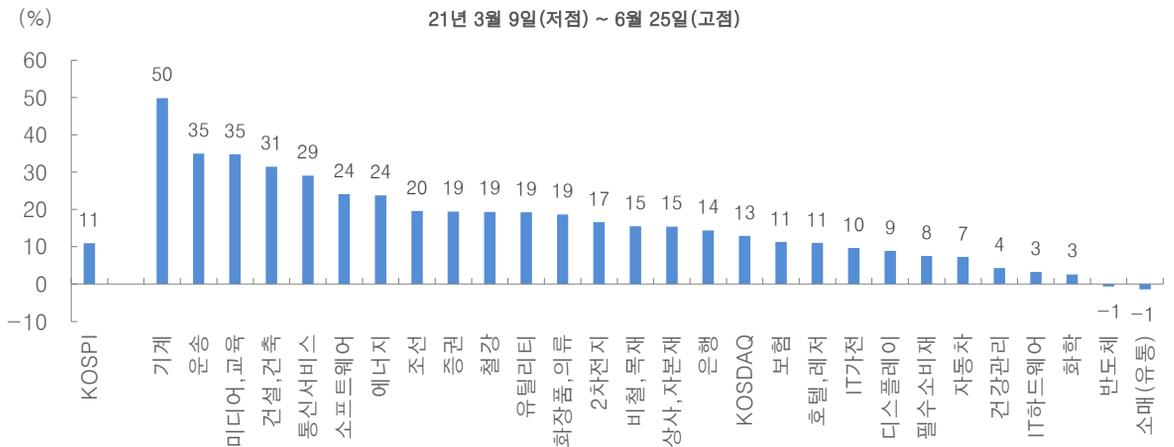
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[Sector View] 21년 3 ~ 6월. 반도체 주도력 약화, 다수 업종이 대체

반도체 이익 증가세는 유효했지만, 약세. 그럼에도 불구하고 다수 업종이 심시일반하며 상승

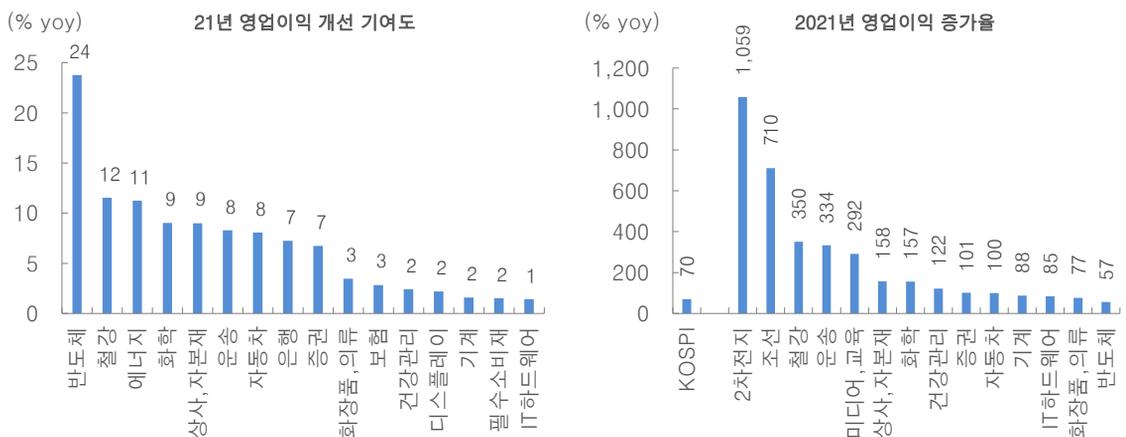
- 21년 3월 ~ 6월까지 KOSPI 11% 상승, 사상최고치 행진 과정은 반도체의 이익개선 기여도가 약해짐에 따라 다수 업종들이 반도체 자리를 대체하며 고른 상승세를 보인 국면. 당시 반도체 업종은 하락세를 기록하며 KOSPI 상승을 제어
- 반면, 이익개선 기여도가 높고, 이익 모멘텀이 강한 기계, 운송, 철강, 에너지, 조선, 금융 등이 고른 상승세를 보이면서 KOSPI를 Outperform, 지수 11% 상승을 이끔. 25년과 21년이 유사한 상황. 반도체 실적 개선 기여도는 20%대를 유지하지만, 시가총액 대비 주도력이 약해지면서 다른 업종들이 그 자리를 대체할 가능성에 대비해야 할 것

21년 3월 ~ 6월. 반도체 약세에도 불구하고 다수의 업종들이 KOSPI 11% 상승을 이끌어



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

반도체 이익 개선 기여도 레벨다운. 기계, 운송, 철강, 에너지, 조선, 금융 등이 그 자리를 대신



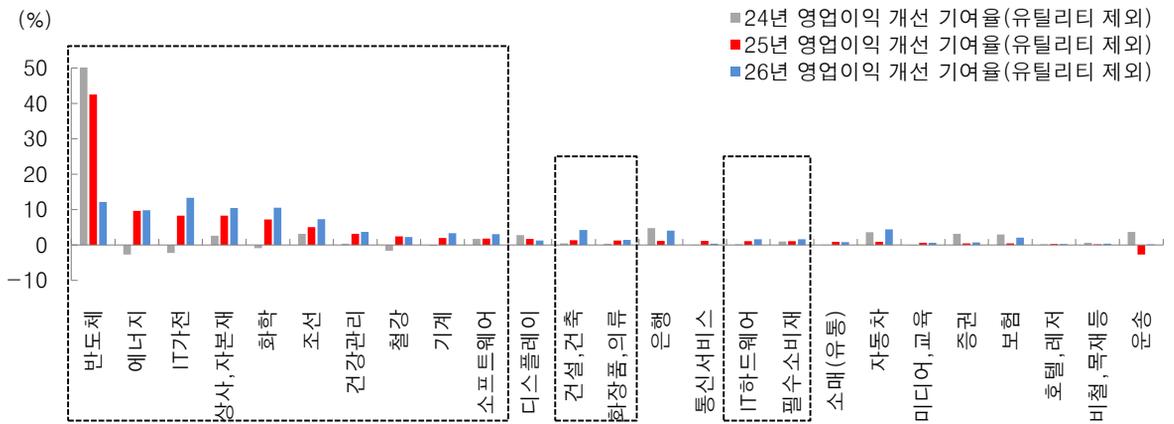
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[Sector View] 실적 주도력과 모멘텀을 동시에 보유한 업종 주목

반도체, 조선, 기계, 2차전지, 인터넷, 제약/바이오 & 중국 소비주

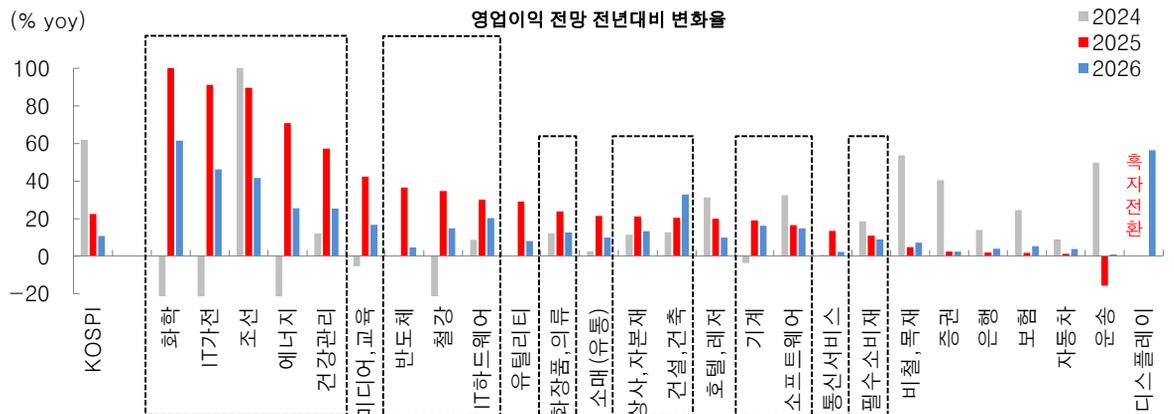
- 24년 실적 모멘텀 급등 이후 25년 영업이익 개선 기여도를 보면 반도체 업종이 76%에서 42.5%로 레벨다운. 여전히 시가총액 비중을 상회. 문제는 25년 이익개선 기여도가 12.2%까지 레벨다운된다는 점. 반도체 상승세는 유효할 것으로 예상하지만, 시장 주도력 약화 불가피
- 반면, 24년 압도적인 삼성전자의 실적 주도력(이익 개선 기여도 76.1%)에 주춤했지만, 25, 26년 연속 이익 기여도 개선 업종에 2차전지, 상사/자본재, 조선, 건강관리, 인터넷, 건설, 화장품/의류 등이 있음. 이들 업종 중 이익모멘텀이 강한 업종에는 2차전지, 상사/자본재, 조선, 기계, 건강관리, 인터넷, 화장품/의류, 필수소비재가 있음. 2차전지, 수출, 중국 소비주 중심의 KOSPI 상승세 전개 예상. 반도체가 KOSPI 상승에 동행한다면 예상 외의 급등이 전개될 수 있음

25년, 26년 이익 개선 기여도 레벨업 업종 : 2차전지, 상사/자본재, 조선, 건강관리, 인터넷 등



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

이익 모멘텀이 강한 업종 : 2차전지, 조선, 건강관리, 반도체, 화장품/의류, 상사/자본재 등



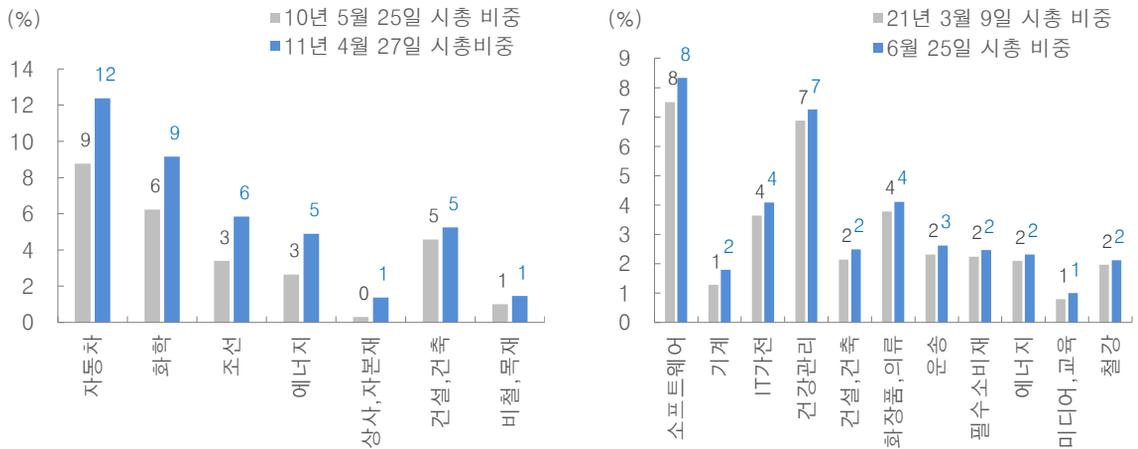
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[Sector View] 2010년, 2021년보다 우호적인 시장 여건

반도체를 제외해도 유망 업종의 시가총액 비중 35.9%, SK하이닉스만 합류해도 43%에 근접

- 2010년 5월 저점, 2021년 3월 저점 당시 시장을 주도했던 업종들의 시가총액 비중은 각각 27%, 47%. 특히, 2010년에는 27%에 불과했던 업종들이 급등세를 이어가며 시가총액 40%까지 확대. 21년에는 강세 업종의 시가총액이 47%에서 51%로 상승했지만, 기간이 짧았고, KOSPI 상승률도 11%에 그침
- 현재 조선, 기계, 2차전지, 인터넷, 제약/바이오, 중국 소비주의 시가총액 비중은 35.9%. 2010년 저점보다는 높고, 2021년 저점보다는 낮은 시가총액 비중. 하지만, SK하이닉스가 주도력을 보여줄 경우 43%에 근접하며 KOSPI 상승에 플러스 변수가 될 전망

10년 5월 ~ 11년 4월 당시 시총 27%에서 40% 레벨업. 21년 47% 시총 비중 업종이 상승 주도



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

조선, 기계, 2차전지, 인터넷, 제약/바이오 & 중국 소비주 시총 비중 35.9%, 반도체 합류시 62.3%



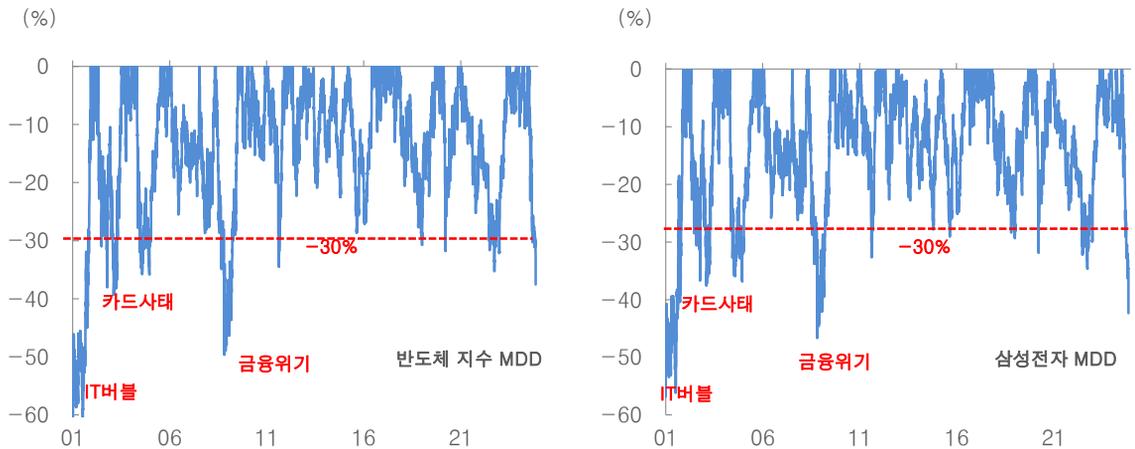
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[반도체] 주가 업황/실적 불안 선반영. 가격 & 밸류에이션 매력 부각

불확실성 완화, 불안심리 진정만으로도 반등이 가능한 가격 수준

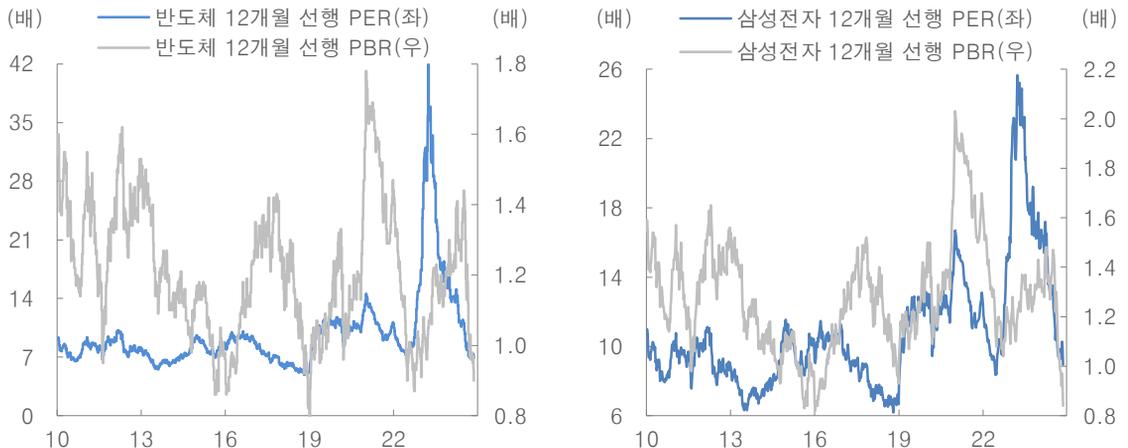
- 24년 하반기 메모리 반도체 가격 하락세 전개. 25년 상반기까지 반도체 재고 정상화 예상. B2C(스마트폰, PC) 수요 개선 둔화 → PC/스마트폰 OEM사들의 반도체 재고 증가. 이후 반도체 가격 반등 가능
- 2025년에도 반도체 산업의 주요한 포인트는 고용량 AI 반도체. AI GPU, HBM, LPDDR5, eSSD와 같은 고부가제품 중심의 수요 확대 지속 전망
- 현재 반도체 주가는 과거 업황 악화, 경기 불안심리 증폭 수준을 반영. 반도체 지수 52주 고점대비 하락률은 -37% 수준. 삼성전자는 -42% 수준. 선행 PER과 PBR도 역사적 저점권에 근접. 추가적인 악재만 없다면 불확실성 완화만으로도 기술적 반등이 가능한 가격대 진입

반도체 고점대비 하락율 -37%, 삼성전자는 -42%. 반도체 업황/실적 악화 선반영



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

반도체 선행 PBR 0.9배, 삼성전자는 0.84배(16년 1월 이후 최저). 역사적 저점권에 근접



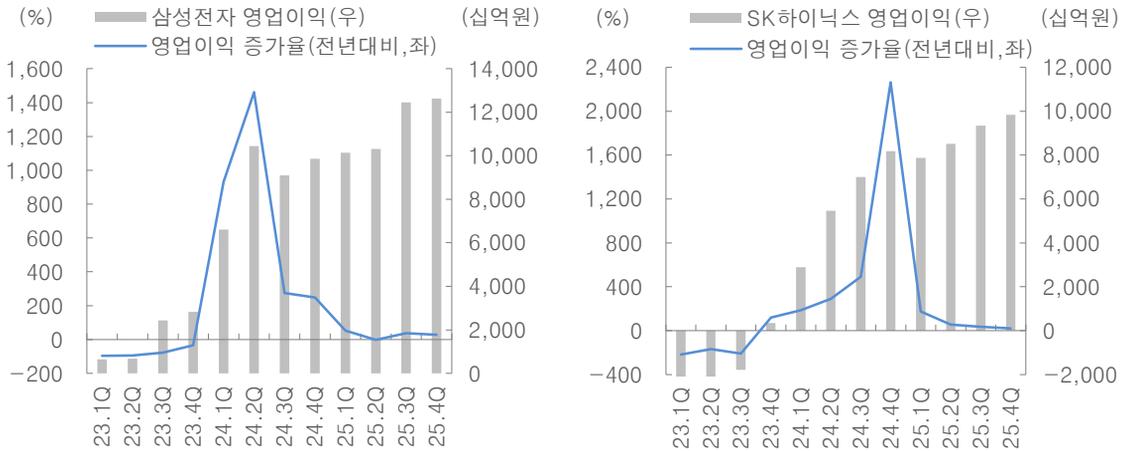
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[반도체] 실적 성장세 유효. 수요 회복 가능성 높아

2025년까지 반도체 증익 예상. 모멘텀 둔화보다 이익 방향성에 집중.

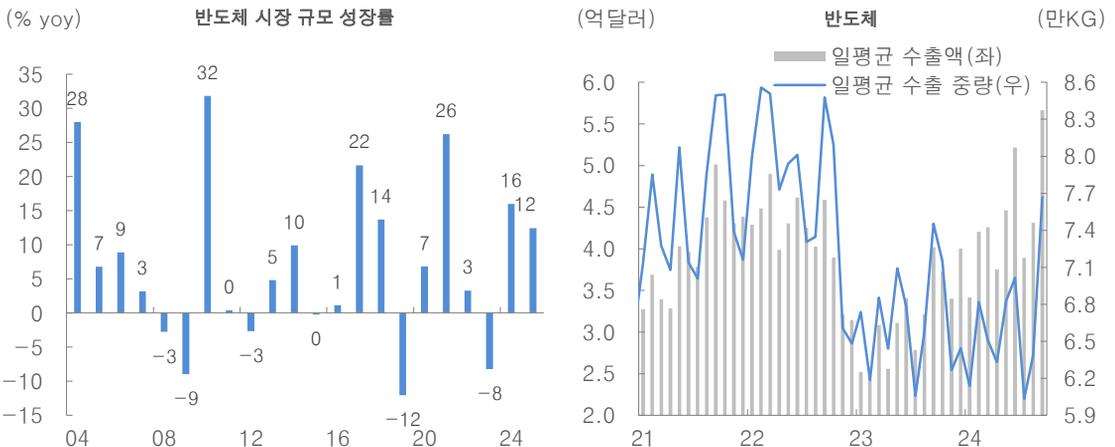
- 삼성전자는 25년 상반기까지 실적 정체 예상. 반면, SK하이닉스는 1분기 부진 이후 가파른 이익 개선 방향성 확인. AI반도체 경쟁력에 기인한 실적, 주가 차별화. 25년에도 고부가가치 반도체가 주목받을 것이라는 점에서 SK하이닉스 주가가 좀 더 안정성을 확보했다고 생각
- 24년에 이어 25년에도 반도체 시장 규모는 두 자리수 이상 증가 예상(24년 18%, 25년 12%). 한국 반도체 수출도 물량 증가세 가시화. 수요 회복 가능성을 시사하는 변화. 25년 중국, 유럽 경기 회복이 현실화되면서 반도체 수요 개선은 지속될 전망
- 트럼프 발 정책 불확실성, 대중국 압박으로 인한 부정적인 영향은 25년 하반기에 유입 가능

삼성전자 25년 상반기 실적 정체 Vs. SK하이닉스 실적 레벨업



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

2년 연속 반도체 시장 규모 두자리수 대 성장. 반도체 수출 중량 증가 = 수요 회복 시그널



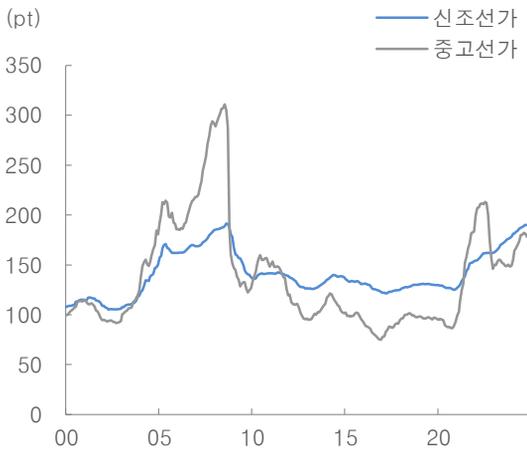
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[조선] 선가 상승 + 수주잔고 증가 = 실적 레벨업

가장 강력한 실적 모멘텀을 보유한 업종. 상승동력 충분

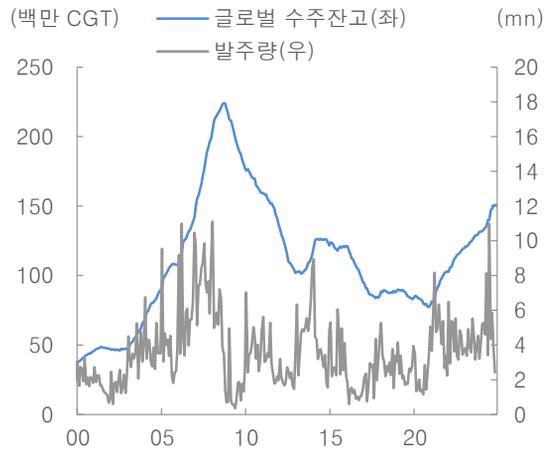
- 23년 상반기 이후 핵심지표인 신조선가 상승세 지속. 판매자의 시간으로 게임 판도 전환
- 24년에 이어 국내 조선업체들의 실적개선 지속. 충분한 수주잔고를 바탕으로 가격협상력이 높아졌고, 이로 인해 원가 상승분을 선가에 반영하는 선순환 사이클 진입 가능. 12개월 선행 PER도 16배 수준으로 2015년 이후 저점권에서 등락 반복. 실적 개선에 근거한 주가 상승 예상
- 향후 고부가 가치 선박 수주 지속과 함께 함정/함선 '정비/수리/운영' 프로젝트인 MRO 수주가 새로운 성장동력으로 역할을 할 전망

글로벌 선박가격 추이



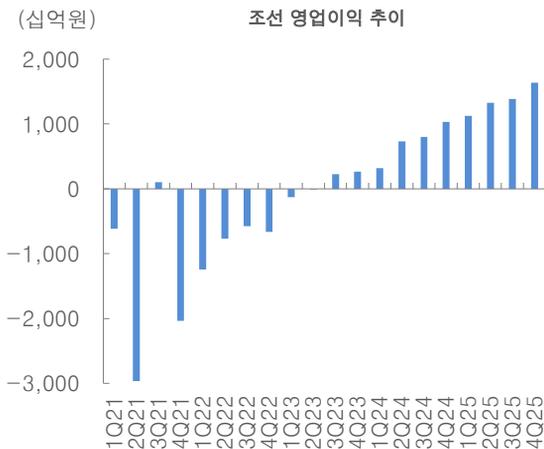
자료: Clarksons Research, 대신증권 Research Center

글로벌 선박 수주 및 발주량



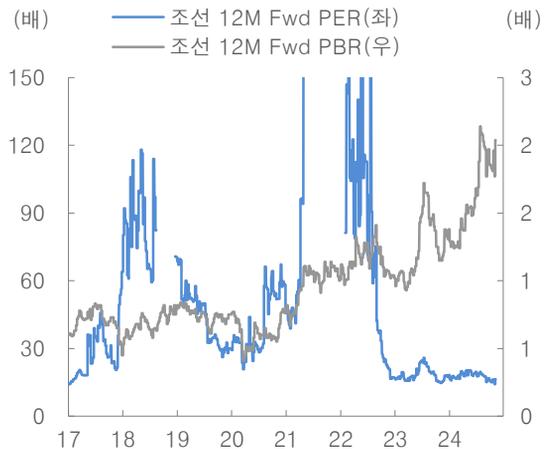
자료: Clarksons Research, 대신증권 Research Center

조선업종 영업이익 추이



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

조선 업종 Fwd P/E, P/B 추이



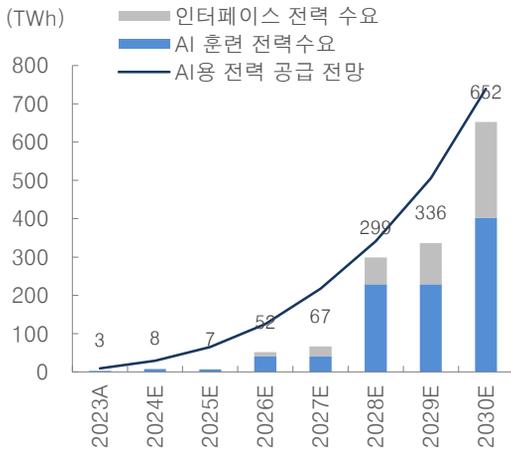
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[기계] AI산업 성장의 또다른 수혜

전략 수요 확대에 따른 수출 개선, 이익 레벨업 전망

- 최근 AI산업 개화로 AI데이터센터, 서버, 자동화설비 등 시장 급격히 확대. 산업용 전력 수요 폭발적으로 증가, 전력 인프라와 원자력 발전 수요 증가
- 미국의 경우 노후전력망 교체를 위한 인프라 투자 방향성 뚜렷. 또한 IT 빅테크기업의 SMR 등 원자력 발전 직접 투자 등 전력수요 증가 추세 뚜렷. 원자력발전의 경우 유럽 지역 에너지 수요 증가, 정책적으로 원자력을 친환경 에너지로 인정해주는 추세. 태양광, 풍력발전 대비 꾸준한 전력공급 능력으로 부각
- 전선기업 등 미국내 공장 직접투자하는 등 시장 진출 적극적. 최근 체코 원전 수주 등 글로벌 수주시장에서 경쟁력 입증

AI 산업의 전력 수요/공급 전망



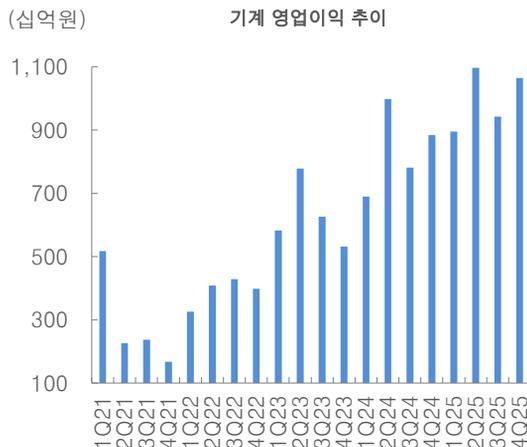
자료: AEP, 대신증권 Research Center

미국 변압기 수입량 추이



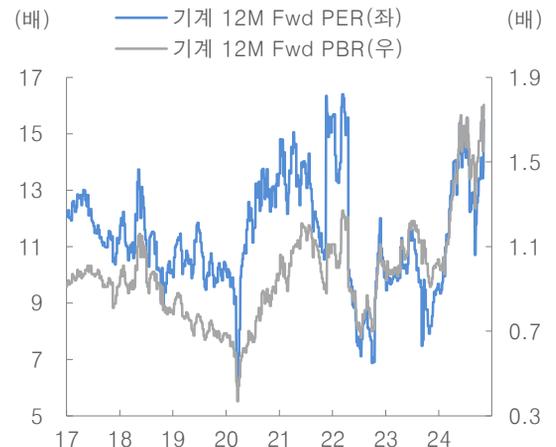
자료: US Census Bureau, CEIC, 대신증권 Research Center

기계 업종 영업이익 추이



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

기계 업종 Fwd P/E, P/B 추이



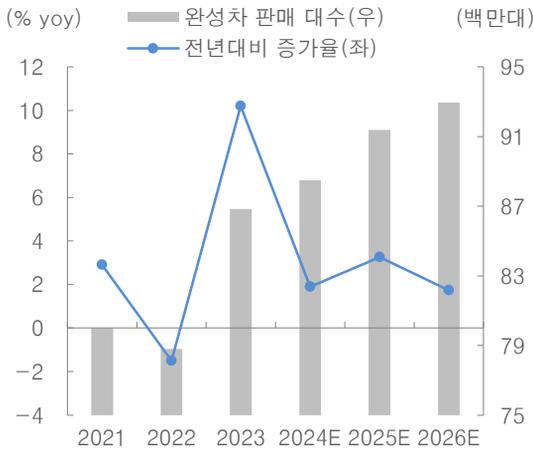
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[자동차] Deep Value 국면 재진입. 밸류업 모멘텀 기대

자동차 12개월 선행 PER 3.8배, PBR 0.45배 수준으로 역사적 저점권 도달

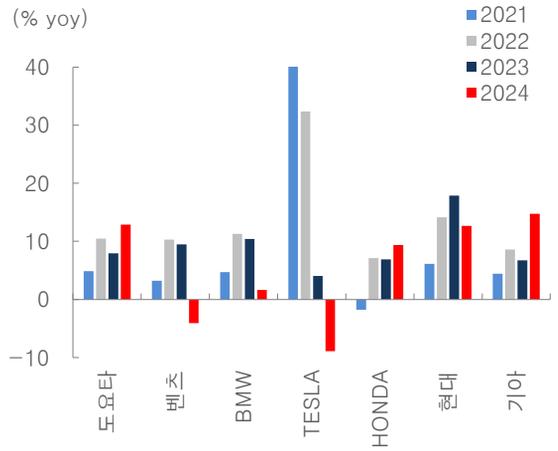
- 자동차 산업 자체는 성숙 시장. 주행보조 기능과 전장의 발달로 최근 교체수요 증가. 미국과 유럽에서 전통산업 보호 움직임으로 해외 기업 관세부과 움직임 나타나는 것은 악재
- 반면, 인도를 중심으로 현대차그룹 신흥국 시장 진출 타진. 국내기업 점유율 높았던 러시아시장 현재 사장되었으나, 종전 이후 시장 회복기대 유입 가능. 현대, 기아차 등 국내 기업들은 시대적 흐름에서 상대적으로 빠르게 적응. 브랜드 가치 등 상승하면서 글로벌 점유율 점차 높아가는 중
- 기존에 도요타, 혼다등 일본 브랜드 장악력이 높았던 신흥국 시장은 신규시장 진출효과. 선진국 시장 대비 낮은 영업이익율로 주가 영향력은 적을 수 있으나 기업가치 상승에 긍정적

완성차 판매 전망. 증가율 둔화, 성장세 지속



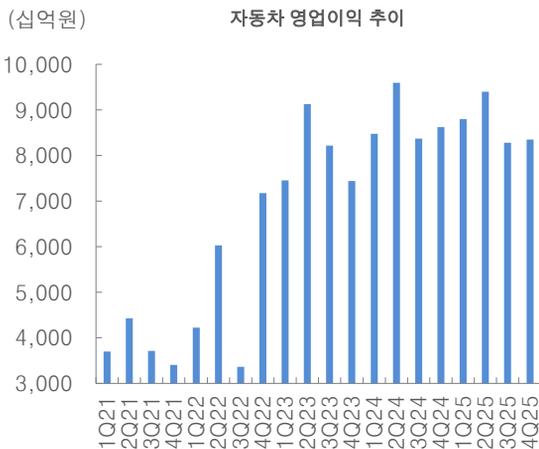
자료: Marklines, 대신증권 Research Center

브랜드 가치 성장성이 돋보이는 한국 완성차



자료: Interbrand, 대신증권 Research Center

자동차 업종 영업이익 추이



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

자동차 업종 Fwd P/E, P/B 추이



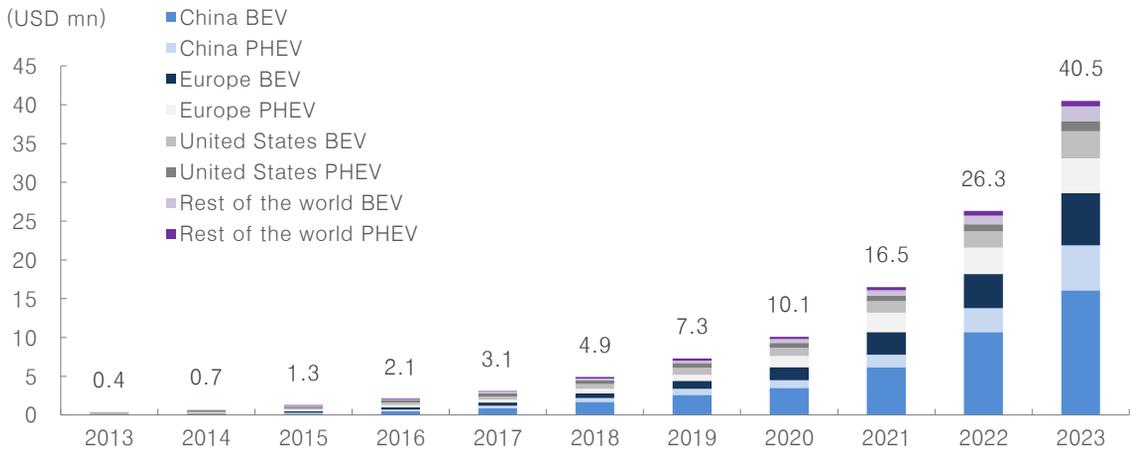
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[2차전지] 이익 레벨업을 기대하지만... 신뢰도 회복이 관건

25년 영업이익, 순이익 레벨업 기대. 니켈, 리튬 등 원자재 가격 상승이 선행되어야 할 것

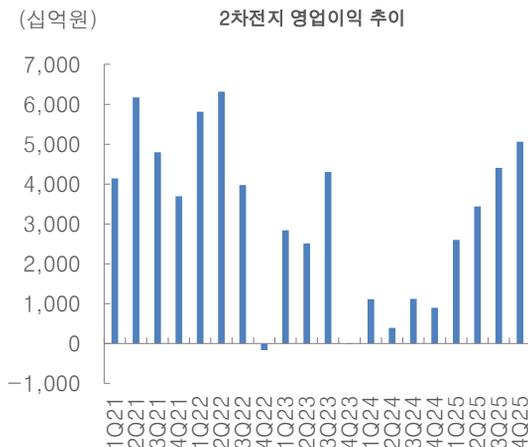
- 전기차 시장이 커지고 있는 것은 자명한 사실, 성장 속도의 문제. Chasm, 전기차 시장이 대중화 단계에 도달하면서 일시적 수요둔화 나타나고 있으며 친환경 자동차 전환 정책 후퇴하면서 밸류에이션 위축
- 전기차 전환에 따른 인센티브 감소로 전방 전기차 기업으로부터의 단가인하 압력 거세질 가능성. 저가 공세로 인한 중국산 점유율 상승압력 기업 밸류에이션에 선반영
- 만약 트럼프 행정부에서 중국산 배터리에 60%, 국산 배터리에 10~20% 관세 부과한다면 상대적 가격 경쟁력 확보 가능. 국내 배터리 3사가 IRA 인센티브를 위해 미국 현지투자를 기 진행한 것 또한 상대적 가격결정력 확보에 유리한 부분. 오히려 국내 배터리 업체 수혜, 반등 가능성 존재

글로벌 전기차 판매량 추이



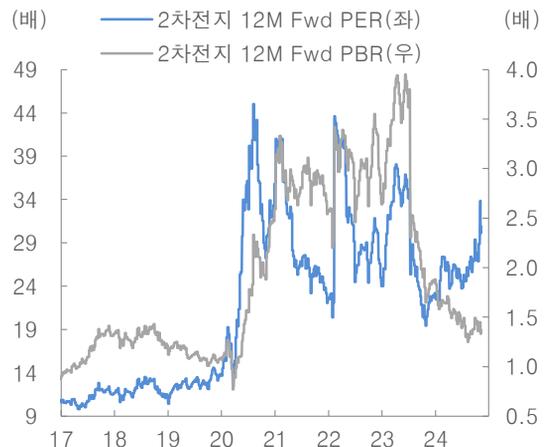
자료: IEA, 대신증권 Research Center

2차전지 업종 영업이익 추이



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

2차전지 업종 선행 P/E, P/B 추이



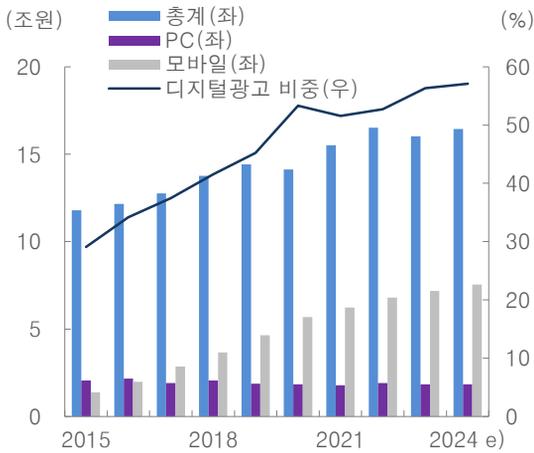
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[인터넷] 성장 정체 국면에서 벗어나 다시 레벨업 가능

내수경기 둔화 선반영, 그럼에도 서비스 확장을 통해 영업이익 증가 지속

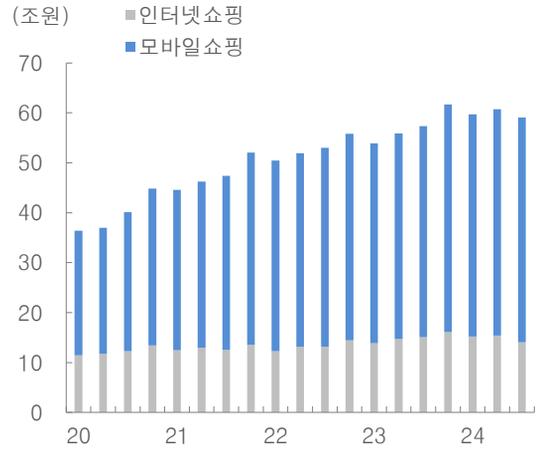
- 내수 둔화로 광고 업황, 전자상거래 성장이 정체. 코로나 이후 인터넷, 모바일 트래픽 감소하였으나 가격 반영 상당부분 진행. 디지털 광고 시장은 성장 지속, 광고 업황 회복과 턴어라운드 기대
- 불경기에서도 서비스 다변화를 통해 업종 영업이익 증가 지속. 글로벌 빅테크 업체의 서비스의 확장세에서 국내 시장에서 경쟁력을 유지하는 업체들의 선별 필요. AI기술의 활용, 서비스 접목으로 신규 수익 모델 창출 및 타겟광고 고도화로 광고단가를 높이는 등. 경쟁력과 기술력 보유한 종목 선정
- 게임 섹터는 최근 중국의 경기부양 의지와 함께 한국과의 관계회복 신호. 한국 게임에 대한 판호(게임 서비스 허가) 발급 재개되며 게임산업 성장성 회복 기대

광고 및 디지털광고 시장 추이



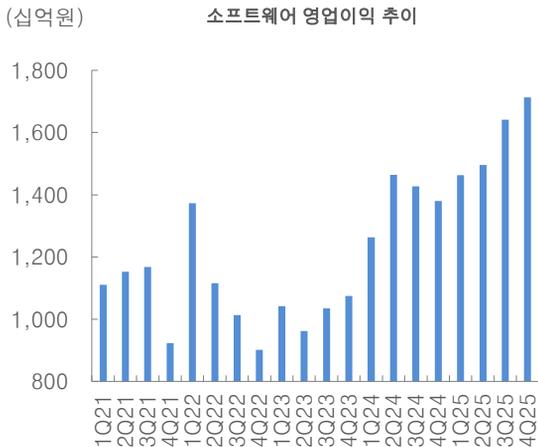
자료: 한국방송광고진흥공사, 대신증권 Research Center

온라인쇼핑 성장 추이



자료: 통계청, 대신증권 Research Center

소프트웨어 업종 영업이익 추이



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

소프트웨어 업종 Fwd P/E, P/B 추이



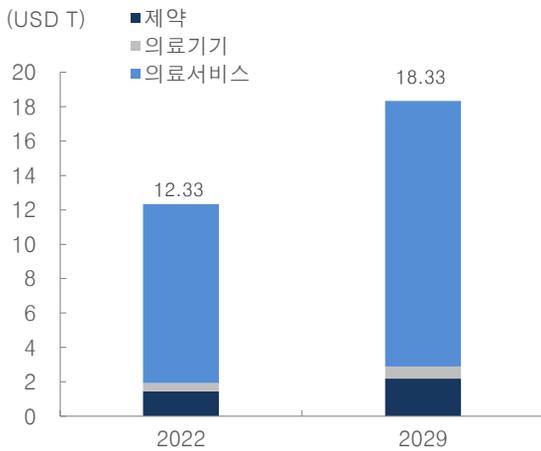
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[제약/바이오] 새로운 성장 국면으로 진입. 실적/숫자에 초점 맞춰야...

글로벌 헬스케어 산업 성장의 방향성 뚜렷하다. 중국 견제로 시장 점유율 확대

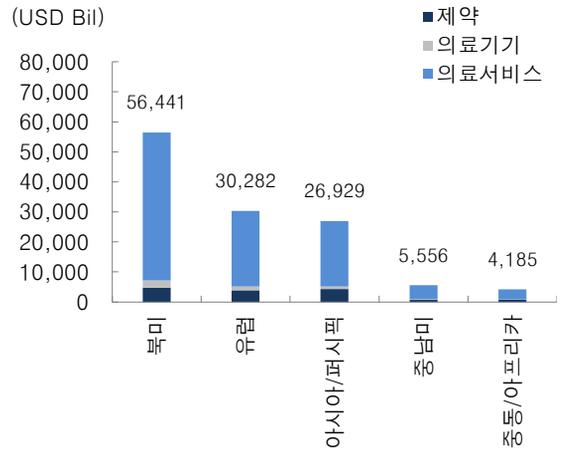
- 고령화 사회 진입으로 헬스케어, 의약품 산업 성장성 뚜렷. 글로벌 제약 산업 매출 규모는 2024년 1.52조 달러에서 2028년 1.96조 달러 규모 성장, 연평균 6.2% 성장이 예상됨
- 2010년대부터 진행된 인천 송도 바이오 클러스터 조성 등 국가 차원의 인프라 투자 수확단계 진입. CDMO(의약품 생산, 임상, 상용화 등 전과정) 산업 성장 가능한 인프라 구축
- 글로벌 헬스케어 시장에서 미국, 중국, 인도, 영국 등이 경쟁국. 최대 의약품 시장인 미국에서 생물보안법이 초당적 추진. 세계 최대 생산능력(28.5% 점유)을 보유중인 중국 바이오 산업 견제 및 의존도 감축 노력. 바이오 클러스터 구축으로 개발/생산능력 준비된 한국 기업에 반사수혜 있을 것

글로벌 보건산업 시장 규모 및 전망



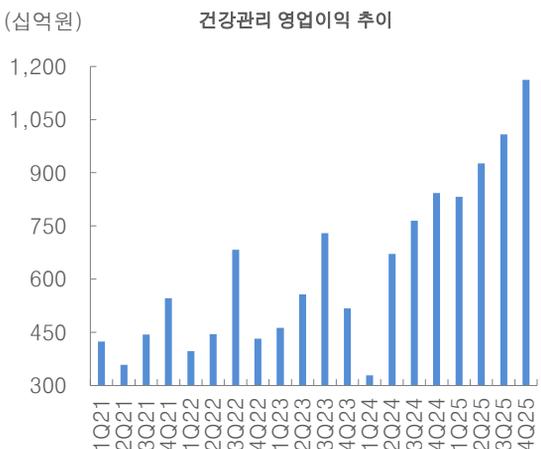
자료: 보건산업진흥원, 대신증권 Research Center

2022년 글로벌 보건산업 시장규모



자료: 보건산업진흥원, 대신증권 Research Center

건강관리 업종 영업이익 추이



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

건강관리 업종 Fwd P/E, P/B 추이



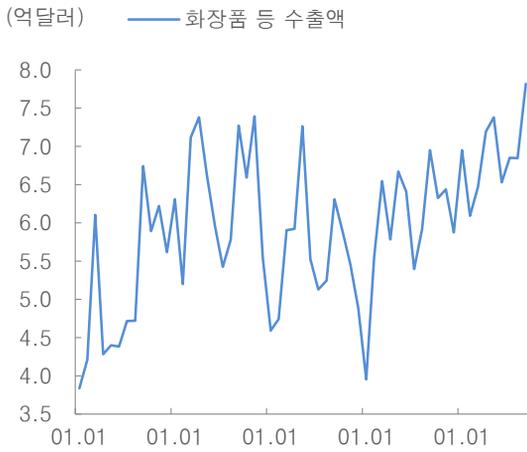
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[화장품] 글로벌 수출 모멘텀이 중국이 가세한다면?

중국에서 정체되어 있던 K-화장품. 세계 최대의 신규시장 진출하며 신성장 동력 확보

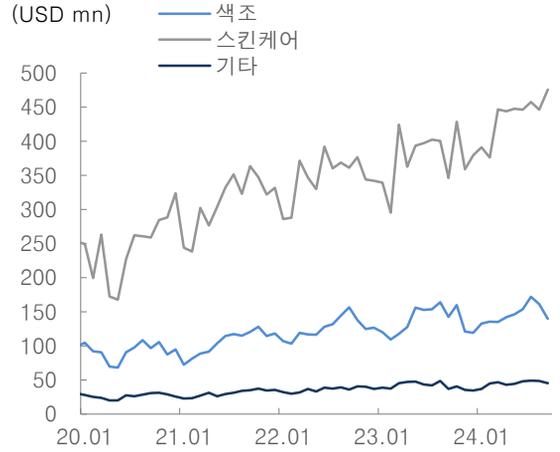
- K-문화 확산으로 국내기업의 글로벌 시장 침투율 증가. 미국향 화장품의 경우 유럽과 일본 브랜드가 기존시장 선점. 색조 시장에서는 도전자의 입장이지만 시장 점유율 확대중
- 스킨케어 시장은 기존 서구권에서 비교적 발달하지 않았던 시장. K-컨텐츠 확산으로 한국인의 동안비결 등 바이럴 마케팅 이뤄지며 스킨케어 시장이 빠르게 성장하는 단계
- 과거 중국시장에서 대형 화장품 기업들이 캠페인성 마케팅으로 럭셔리 이미지를 구축했던 것과 달리, 중소 브랜드들이 SNS를 활용한 마케팅으로 시장 점유율 늘리는 중. 과거와 달리 OEM, ODM 업체들이 최근 화장품 업종에서 강세를 보이는 이유

화장품 등 수출액 추이



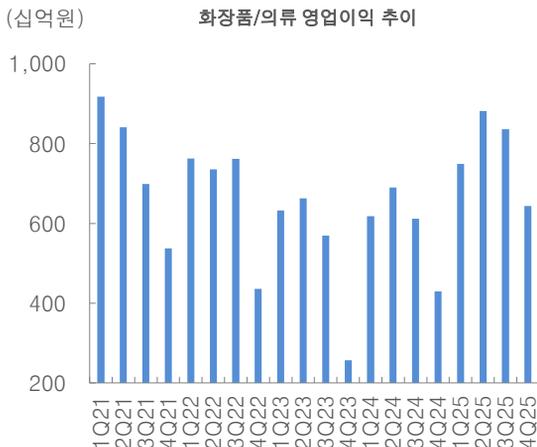
자료: 관세청, 대신증권 Research Center

미국의 글로벌 화장품 수입



자료: US Census Bureau, 대신증권 Research Center

화장품/의류 업종 영업이익 추이



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

화장품/의류 업종 Fwd P/E, P/B 추이



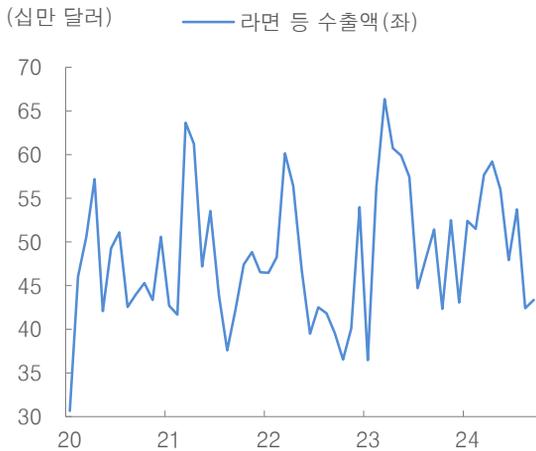
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[음식료] 글로벌 인기가 수출 / 실적 모멘텀으로 이어질 전망

K-콘텐츠 확산으로 세계최대 소비시장에 진입한 음식료 섹터

- 소비재 시장의 전체 파이가 폭발적으로 성장하는 시장으로 보기는 어려우나, K-컬처 확산으로 국내기업의 글로벌 시장 침투율 증가
- 음식료 업종은 과거 K-문화가 먼저 확산되었던 동남아, 중앙아시아 시장 등에 성공적으로 진출한바 있음. 특히, 넷플릭스를 통한 미디어와 K-Pop을 통해 서구권에서 한국 노출도 증가
- 고정된 전체 시장 사이즈와 침투율 한계로 피크아웃 우려가 반복적으로 제기되고 있으나 거시적 흐름은 명백, 시장에서 밸류에이션 저울질 이뤄지는 단계

라면 등 수출금액



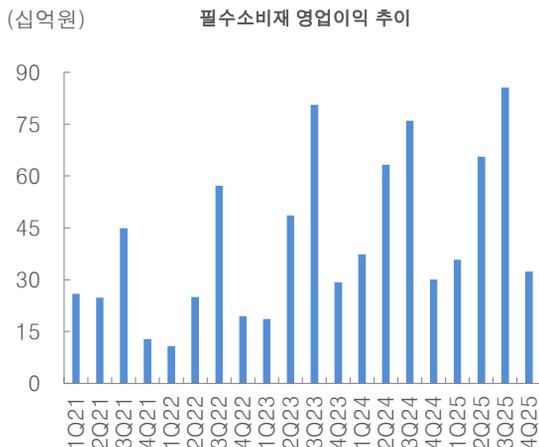
자료: 관세청, 대신증권 Research Center

불닭 키워드 지역별 구글 트렌드



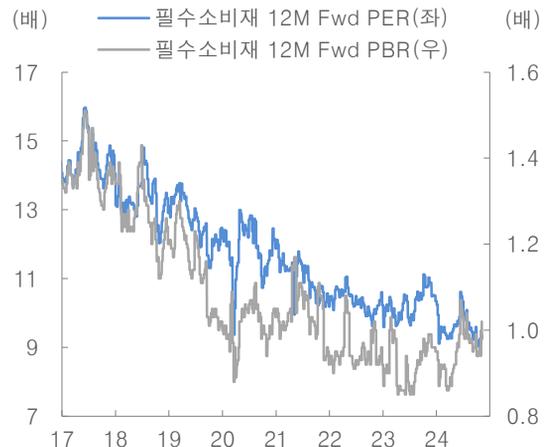
자료: Google, 대신증권 Research Center

필수소비재 업종 영업이익 추이



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

필수소비재 업종 Fwd P/E, P/B 추이



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

Compliance Notice

- 금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.
- 당사의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 위 언급된 종목을 제외한 동자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부의 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: 이경민)
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.