

Weekly Outlook & Strategy | 2024. 12. 16

# [주간 퀀틴전시 플랜] 전화위복(轉禍爲福). 새로운 상승추세 전개 예상 (Feat 탄핵 가결 이후 증시 전망)

Strategist 이경민

02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 daishinstrategy



## Summary. KOSPI Rock Bottom 통과, 새로운 상승추세 전개 예상. 12월 연말 랠리, 크리스마스 랠리 예상

- 예상치 못한 정치적 불확실성 확대로 KOSPI는 12월 전망에서 제시했던 Worst Case 현실화. 전 저점권 하향이탈 이후 2,360선까지 레벨다운 이후 KOSPI 급반등에 곧바로 2,490선 회복. 24년 7월 이후 형성되어 온 하락추세대 상향돌파. 7월 고점 이후 중기 조정 마무리 & 새로운 상승추세 형성 가능성 확대 대내외 수많은 악재들과 최악의 정치적 불확실성까지 선반영한 KOSPI. 불안심리 진정, 불확실성 완화만으로도 2,500선 중후반대까지 자율 반등 가능 특히, 12월 연말 랠리, 크리스마스 랠리 기대. 불확실성 완화에 12월 수급 계절성(외국인 선물 매수, 기관 프로그램 매수)과 연기금 비중확대 기조가 맞물릴 것으로 예상
- 글로벌 주요국들의 금리인하 사이클이 유효한 가운데 견고한 미국 경기모멘텀, 중국 경기회복 가시화, 유럽 기준금리 레벨다운 & 경기 안정성 확보 예상 대외 펀더멘털 동력과 유동성 모멘텀 강화, 달러 하향안정에 힘입어 KOSPI는 그동안 부진에서 벗어나 상승추세를 형성해 나갈 전망
- 단기적으로는 중요 저항선이자 분기점, 480일 이동평균선이 위치한 2,580선 전후에서 단기 숨고르기, 과열 해소 가능성 높아. 이보전진을 위한 일보 후퇴일 것 월요일 탄핵안 가결에 급반등 전개시 추격매수보다는 단기 등락을 활용한 비중확대, 매집 전략 유효. 단기 낙폭과대주, 실적대비 저평가 업종 주목
- **Issue 1. 대통령 탄핵안 가결. 정치적 불확실성 완화 & 새로운 변화 기대**  
12월 14일 대통령 탄핵안 본회의에서 가결. 헌법재판소는 최장 180 일 동안 심리에 착수한 후 탄핵 인용 시 60 일 내 대통령 재선거 실시 2016년 탄핵안 가결 이후 외국인 순매수, KOSPI 안정성 강화, 상승세 전개. 향후 KOSPI 차별적인 약세에서 벗어나 정상화 국면 전개 예상
- **Issue 2. KOSPI 반전(反轉). 불확실성 완화, 12월 수급 계절성 + 연기금 순매수**  
12월 계엄령 사태로 국내 정치적 불확실성이 KOSPI 발목을 잡았지만, 오히려 전화위복의 계기가 되는 양상. 12월 수익률은 첫째주 -1.1%에서 +1.6%로 반전 12월 둘째주 수익률은 2.73%로 글로벌 최상위. 저점대비 5.69% 급반등. 다양한 불확실성 변수들, 전혀 예상치 못한 정치적 리스크까지 선반영한 KOSPI 시장에 대한 인식 변화 가능성. 여기에 12월 수급 계절성과 연기금 순매수가 가세하면서 KOSPI 연말랠리를 기대케 하고 있음
- **Issue 3. 중국 경제지표 부진과 경제공작회의 결과에 대한 실망?**  
중국 수입 마이너스 폭 확대는 재고를 소진하는 행보로 해석 가능. 중국 경제공작회의 결과 공개 이후 시장 실망감 유입은 높았던 기대와 괴리를 확인하는 과정 정부의 경기부양 의지는 충분히 강하다고 판단. 내년 통화정책을 다소 완화로 변경, 재정적자 확대, 내수 확대를 정책 우선순위로 놓고 있다는 점 등이 주목할 부분
- **Issue 4. ECB, 25bp 금리인하 단행했지만, 비둘기파적인 스탠스 재확인**  
ECB는 주요 정책금리를 25bp 인하. 글로벌 IB들 25년 2분기 기준금리 2% 도달, 3분기 1.5 ~ 1.75% 까지 추가 금리인하 기대 반영. ECB는 2% 기준금리에 빠르게 도달하는 것은 물론, 중립금리 이하로 내려 경기 사이클 개선에 노력할 전망
- **Issue 5. 물가 반등과 12월 FOMC 경계심리**  
물가 반등, PPI 예상 상회, 미국채 입찰 부진 등의 여파로 채권금리, 달러화 반등. 12월 19일 FOMC 경계심리도 반영 이번주 FOMC 결과와 PCE 물가 수준에 따라 채권금리, 달러화 향배 결정 예상

## Summary. 미국 금리인하 사이클 재확인 & 중국 경기 회복 가시화 + 수급 모멘텀 = KOSPI 상승 동력. 1차 목표 2,580p

### ▪ Inflection Point 1. 2004년 7월 이후, 2023년 11월 이후 KOSPI를 되돌아 볼 필요가 있어...

최근 시장 흐름은 23년 10월말과 유사. 분위기 반전의 시작은 덜 매파적인 11월 FOMC(11월 1일) 결과와 한국 수출 개선. 이를 계기로 낙폭과대, 저평가 인식 강화 이후 채권금리 하락, 실적 안정, 공매도 금지, 24년 실적 기대, 연말 외국인 선물/프로그램 매수 등이 가세하면서 KOSPI 상승에 힘이 실린 것  
KOSPI 6개월만에 월간 수익률 플러스. 5개월 연속 하락 이후 국내 카드사태 이슈로 약했던 2004년 7월과 유사한 흐름 예상. 당시 KOSPI 6개월 이후 +26.8% 상승

### ▪ Inflection Point 2. 12월 FOMC : 점도표 변화 체크, 12월 BOJ : 금융시장 영향력 제한적

12월 금리인하 기정사실화. 관건은 점도표 변화. 시장은 25년 두 번 금리인하 선반영. Bloomberg 기준 25년, 26년 기준금리 인하 횟수가 3번, 2번으로 후퇴 예상  
특히, 26년 기준금리 인하 전망이 2회로 유지됨에 따라 26년 연말 기준금리 전망이 2.875%에서 3.125%로 상향조정될 가능성을 높게 보고 있음

1) 컨센서스대로 발표될 경우 단기 변동성은 제어될 수 있음. 2) 24년 점도표가 2회로 후퇴하고, 26년 기준금리까지 상향조정될 경우 단기 충격 불가피

3) 최종 금리가 2.875%로 유지될 경우 단기 안도감 유입 예상. 4) 9월 FOMC 점도표가 그대로 유지될 경우 서프라이즈 동력이 될 전망

12월 19일 BOJ 금리인상 여부, BOJ 총재의 스탠스 확인 필요. 정부의 물가 안정의지가 높은 것은 사실이지만, 금리인상을 서두르지 않겠다는 스탠스 강화  
만약 금리인상 단행 또는 BOJ 총재의 매파적 스탠스로 엔화 강세 압력 확대 가능. 2차 엔캐리 청산 매물로 인한 변동성 확대는 비중확대 기회라고 판단

### ▪ Inflection Point 3. 중국 실물지표 개선 지속

12월 16일 중국 실물지표 발표. 11월 소매판매는 전년대비 5.0% 증가 예상. 10월 4.8%대비 개선된 수치로 2개월 연속 소비모멘텀 개선 확인

23년 11월 ~ 24년 4월까지 -7.8%p 기저효과 유입 대기. 25년 4월까지 견고한 소비 모멘텀 개선 예상. 23년 하반기부터 시작된 경기부양정책, 재정정책, 금융완화 정책들이 경기 회복으로 이어지는 양상. GDP 성장률 전망 상향조정. 중국 증시 상승추세 재개 및 위안화 하향안정 국면 진입 예상

### ▪ Inflection Point 4. KOSPI 12월 수급 계절성 강화

12월 수급 계절성은 12월 퀴드러플 위칭데이 이후 유입세 뚜렷해지고, 연말로 갈수록 외국인 선물 매수, 기관 프로그램 매수 유입 강도 강화  
정치적 불확실성 완화 시 12월 계절성 강화는 물론, 현물 매수 전환 가능성 확대

### ▪ Trading 전략 : 실적대비 저평가주 & 낙폭과대 업종인 반도체, 자동차, 2차전지, 기계, 건설, 상사/자본재 등 주목

KOSPI 2,500선 이하는 변동성을 활용한 비중확대 전략 유효. KOSPI 2,400선 이탈은 단기 UnderShooting으로 판단. 비중확대 전략 강화

특히, 반도체, 자동차, 2차전지, 기계, 건설, 상사/자본재 주목. 실적대비로도, 주가 측면에서도 낙폭과대 업종

시장 안정성이 높아질 경우 실적대비 저평가 업종들의 반등시도 뚜렷해질 것. 현재 강한 업종/종목보다 가격/밸류에이션 매력 높은 저평가 업종 관심 확대 필요

다수의 업종들이 단기, 중기 측면에서 중요 지지권, 변곡점 진입. 단기 트레이딩은 물론, 중기 전략 측면에서 매집 가능

대표적으로 반도체, 자동차, 2차전지, 기계 업종은 추가 변동성 확대를 매집 기회로 활용할 수 있을 것

조선, 인터넷, 제약/바이오 또한 단기 반등 이후 과열해소, 매물소화과정을 활용해 비중을 늘려갈 필요가 있음

주간 리뷰 :

정치적 불확실성 정점 통과만으로도  
KOSPI 급반등, 글로벌 수익률 최상위

---

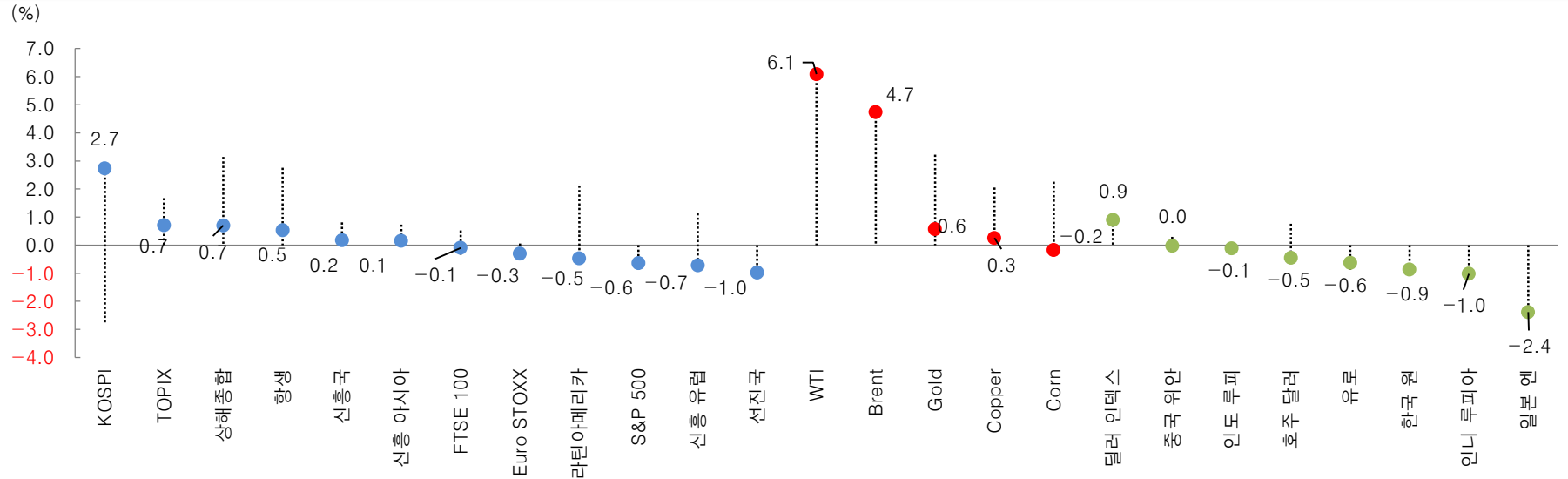
Strategist 이경민

02) 769-3840 / [kyoungmin.lee@daishin.com](mailto:kyoungmin.lee@daishin.com)

텔레그램 채널 [daishinstrategy](https://t.me/daishinstrategy)

# KOSPI 정치적 불확실성 완화만으로도 2.7% 급반등. 주간 수익률 글로벌 최상위

## 12월 6일 ~ 12월 13일 글로벌 금융시장 수익률



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

주: 12월 13일 종가 기준

12월 2주차 글로벌증시 상승세 주춤. 미국 물가 반등과 중국 물가 둔화, 수출입 부진, 유럽 중앙은행의 비둘기파적인 스탠스가 확인되면서 달러 강세와 채권금리 반등세가 재개되면서 미국 이외 통화들의 약세 반전, 증시 부진. 미국 증시는 좁은 박스권 등락을 이어가는 가운데 주중 사상최고치 행진을 이어갔지만, 주 후반 하락 마감. 12일 경제공작회의 기대에 주 중 급반등했던 중화권 증시는 결과가 공개된 이후 기대치에 못미친다는 해석으로 인해 상승분 대부분 반납.

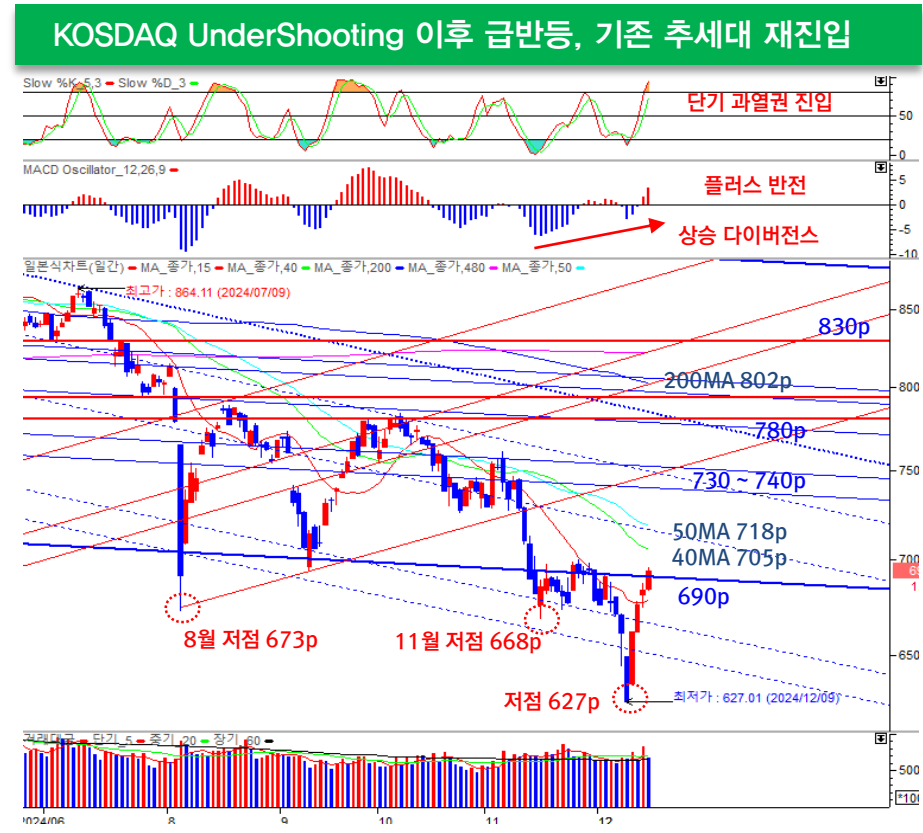
예상치 못한 계엄령 사태, 대통령 탄핵안 부결 영향으로 주 초반 2,360선까지 급락했던 KOSPI는 탄핵안 가결 가능성 확대와 연기금, 금융투자원의 현물 순매수, 외국인 선물 순매수 영향으로 4거래일 연속 급반등, 단숨에 2,490선 회복. 다만 원/달러 환율은 1,430원대에서 고공행진 지속

국제 유가는 급등. 석유수출국기구(OPEC)+가 감산 종료 시기를 내년 4월까지 연기하기로 한데 이어 중국 경기부양 기대와 EU가 러시아산 석유 추가 제재에 합의하면서 수요 개선, 공급 제어 기대 유입. 반면, 금은 달러 강세에 상승분을 대부분 반납했고, 구리 또한 중국 경제공작회의 결과가 공개된 이후 하락 반전

# KOSPI, KOSDAQ 정치적 불확실성 여진으로 강한 UnderShooting 이후 급반등. 기존 추세대 재진입 가능성



자료: 대신증권 Research Center

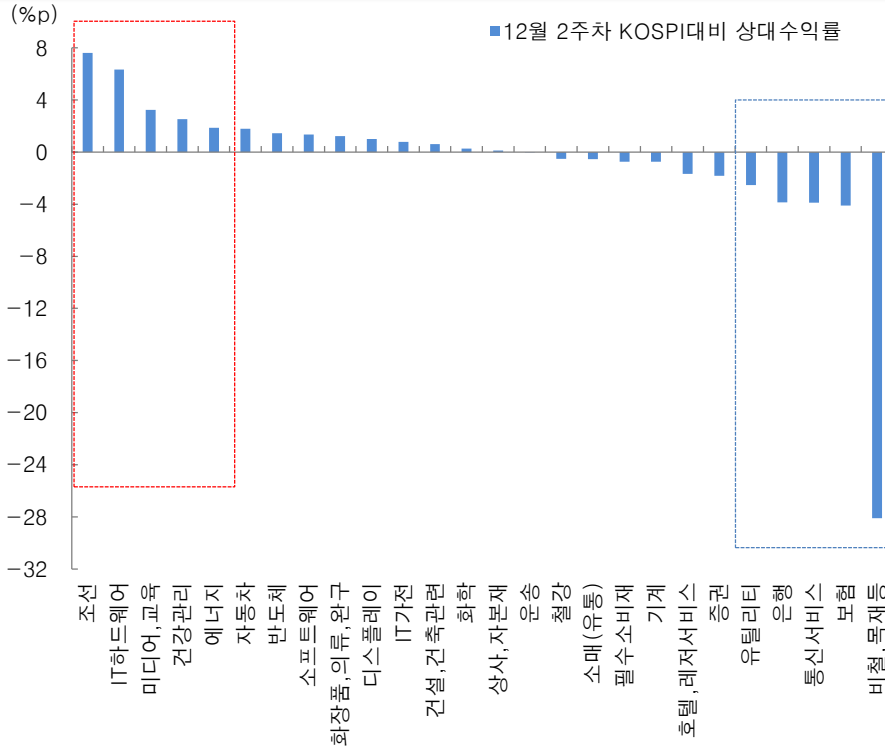


자료: 대신증권 Research Center

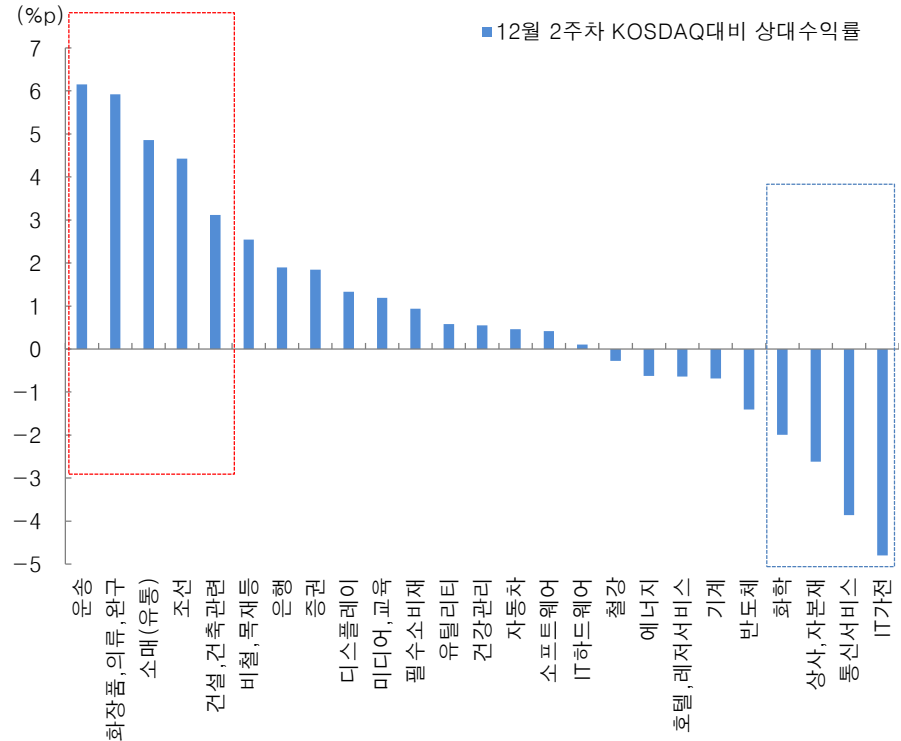
12월 2주차 KOSPI 수익률은 -2.73% 상승 마감. 윤석열 대통령에 대한 의회 탄핵안 부결 소식에 월요일 KOSPI는 2,360p(-2.78%)까지 레벨다운. 직전 저점을 하향이탈. 하지만, 주 중 14일 2차 탄핵안이 가결될 가능성이 커지며 분위기 반전. 여기에 연기금과 금융투자의 현물 대량 순매수(주간 누적 순매수 기준, 연기금 8,703억원, 금융투자 3,468억원)와 외국인 선물 대량 순매수(1조 127억원)가 유입되며 KOSPI 4거래일 연속 급반등. 단숨에 2,490선을 회복하며 24년 7월 고점 이후 지속되어 온 하락추세대 상향돌파. 한편 KOSDAQ도 4.9% 급반등세 기록. 전 저점인 670p 선 하향이탈 이후 급락 지속. 월요일에는 627p(-5.19%)까지 레벨다운. 하지만, 정치적 불확실성 정점 통과, 완화 기대에 급반전 전개. 단기 낙폭과대에 대한 인식이 커지며 외국인(3,815억원)과 기관(994억원) 동시 순매수 유입. 한 주 동안 저점대비 KOSPI는 5.69%, KOSDAQ은 10.64% 급반등

# 실적 호전 & 낙폭 과대주 급반등 vs 정책 수혜주 약세

## KOSPI Outperform: 조선, IT하드웨어, 미디어, 건강관리 등



## KOSDAQ Outperform: 운송, 화장품/의류, 소매(유통), 조선 등



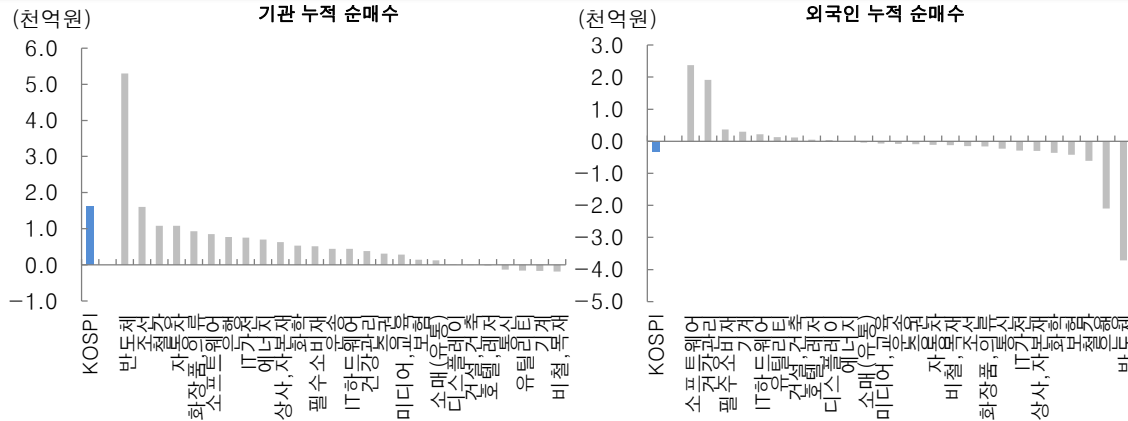
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center  
주: 12월 13일 종가 기준

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center  
주: 12월 13일 종가 기준

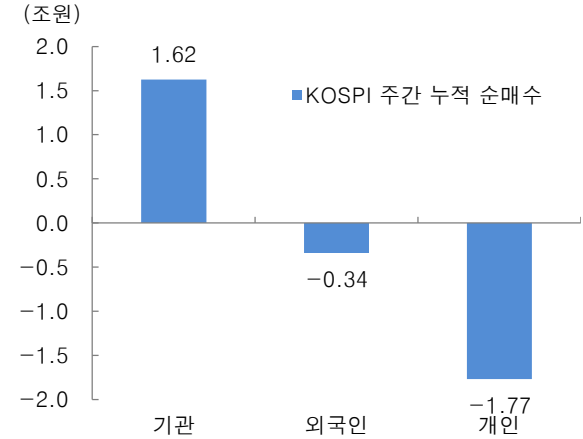
12월 2주차 KOSPI를 Outperform한 업종은 조선, IT하드웨어, 미디어/교육, 건강관리, 에너지, 자동차, 반도체, 소프트웨어 등 14개(전체 26개 업종). 조선, 미디어/교육, 건강관리, 소프트웨어 등 기존 강세 업종들의 상승 반전과 에너지, 자동차, 반도체, 화장품/의류, 디스플레이, IT가전 등 낙폭과대 소외 업종들의 반등세가 동시에 전개. 실적 호전주와 낙폭 과대주가 동반 강세를 보인 것. 반면, 비철목재는 고려야연 영향으로 급락한 가운데 보험, 통신, 은행, 유틸리티, 증권, 호텔/레저 등 정책 수혜주와 중국 소비 관련주들이 차별적인 약세 기록. KOSDAQ도 지수를 Outperform한 업종이 운송, 화장품/의류, 조선, 건설, 비철/목재, 은행, 증권 등 16개에 달함. KOSDAQ에서 높은 비중을 차지하고 있는 건강관리가 반등을 주도하는 가운데 그동안 약세를 보였던 내수주 중심으로 강한 반등. 반면, 2차전지, 반도체 업종의 반등 탄력은 제한적

# 외국인 KOSPI 16주, 반도체 17주 연속 순매도, 매도 규모는 크게 축소. KOSDAQ은 2주 연속 순매수

## 외국인 반도체, 금융, 철강 매도. 기관은 반도체, 조선, 철강, 자동차 등 순매수



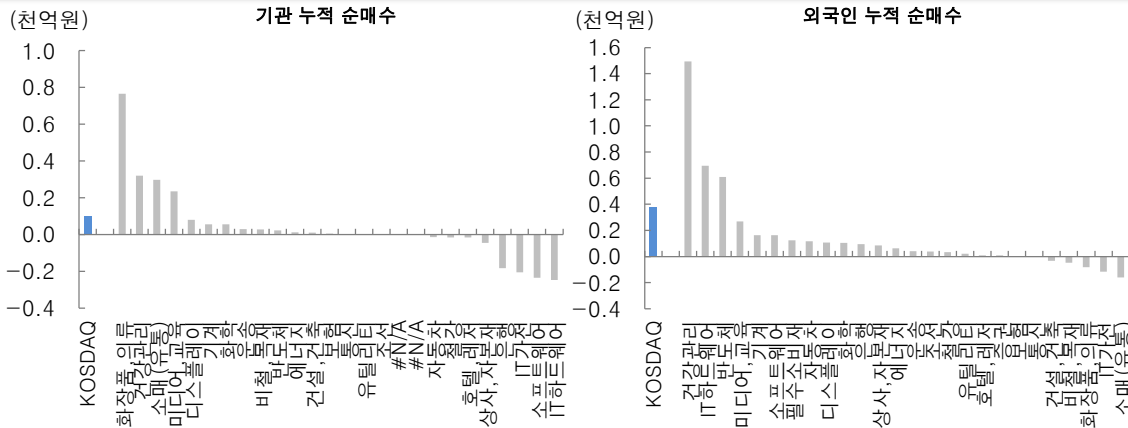
## KOSPI 외국인 16주 연속 순매도



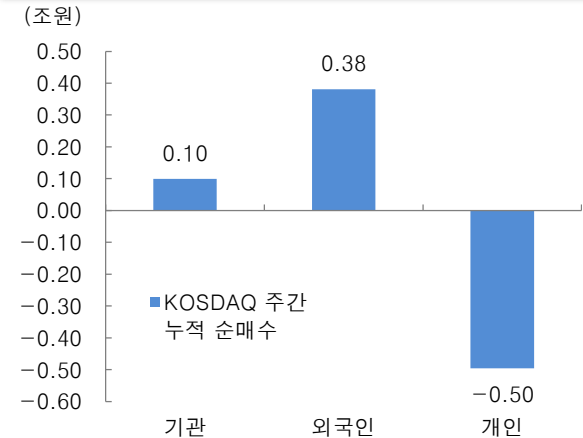
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## KOSDAQ 외국인 건강관리, it하드웨어, 반도체, 기관 중국 소비주, 바이오 순매수



## KOSDAQ 외국인 2주 연속 순매수



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center



# Issue 1. 대통령 탄핵안 가결. 정치적 불확실성 완화 & 새로운 변화 기대

---

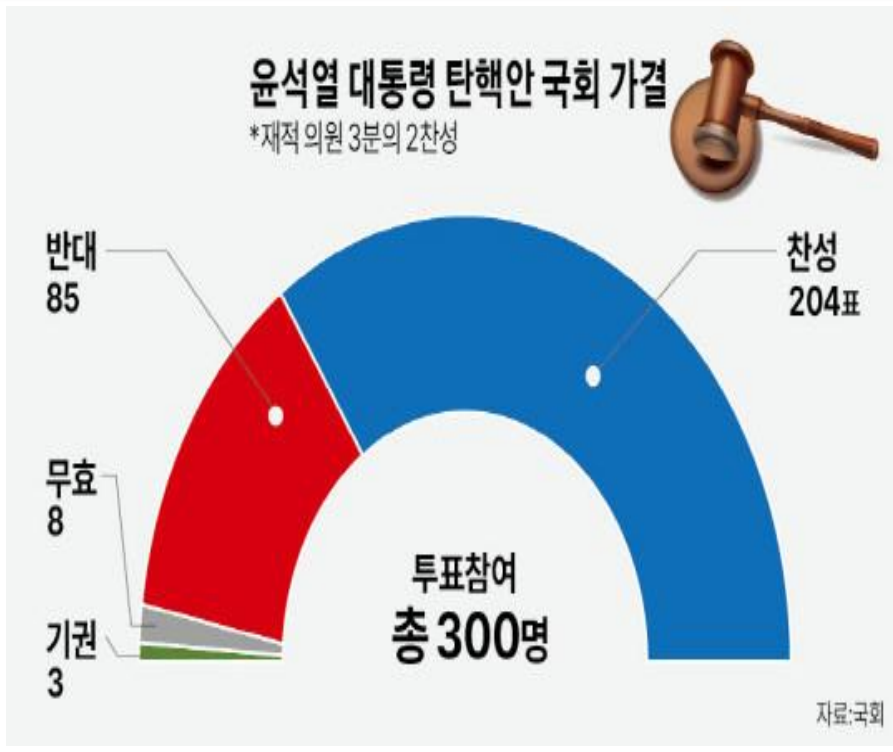
Strategist 이경민

02) 769-3840 / [kyoungmin.lee@daishin.com](mailto:kyoungmin.lee@daishin.com)

텔레그램 채널 [daishinstrategy](https://t.me/daishinstrategy)

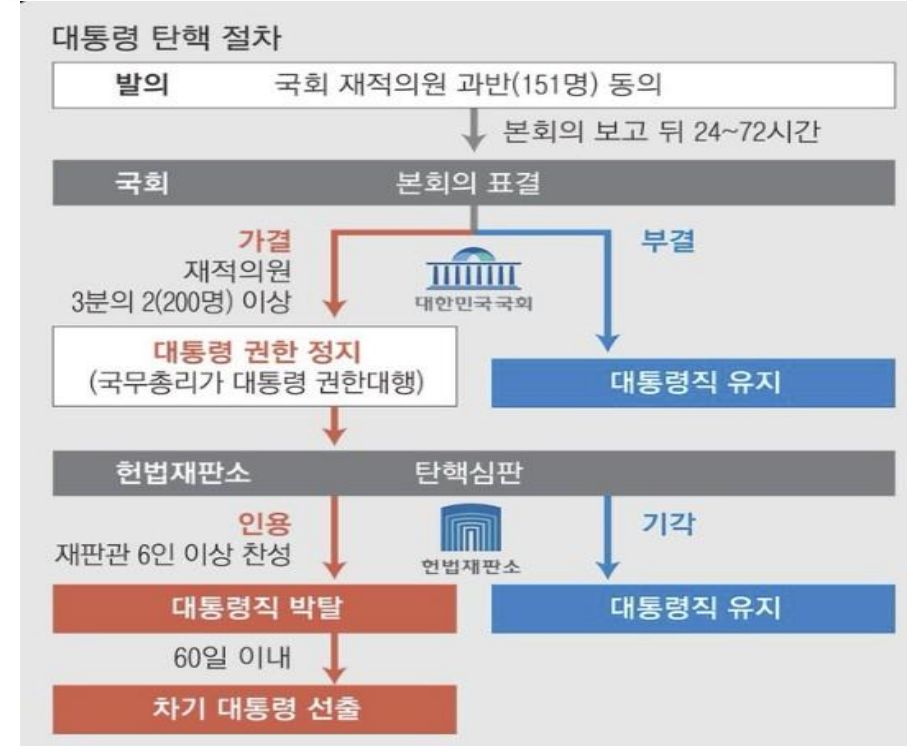
# [정치적 리스크] 윤석열 대통령 탄핵안 국회 가결. 향후 헌법재판소의 탄핵심판에서 대통령직 박탈 여부 결정

## 204명 찬성으로 윤석열 대통령 탄핵안 국회 가결



자료: 국회, 주요 언론, 대신증권 Research Center

## 향후 남은 일정. 헌법재판소의 탄핵심판 예정



자료: 국회, 주요 언론, 대신증권 Research Center

12월 7일 국회 본회의에서 대통령 탄핵 소추 안 1차 표결이 정족수 미달로 불성립. 12월 13일 더불어민주당 등 6개 야당 및 무소속 의원 191 명이 2차 탄핵안을 발의해 본회의에 보고, 14일 본회의에서 가결  
헌법이 부여한 계엄선포권을 남용하여 국헌을 문란할 목적으로 정부, 군대와 경찰을 동원, 무장폭동하는 내란죄를 저지름으로써 헌법을 수호할 책무를 버리고, 그 직무집행에 있어서 중대한 위헌, 위법 행위 등을 명시  
탄핵안 가결로 외교·국방·행정의 수반인 윤 대통령의 직무는 즉시 정지되고, 한덕수 국무총리의 권한대행 체제로 전환  
헌법재판소는 최장 180 일 동안 심리에 착수한 후 탄핵 인용 시 60 일 내 대통령 재선거 실시

## [정치적 리스크] 주요 외신 반응. 불확실성 일부 해소되었으나 리더십 공백에 대한 우려 및 외교관계 변화 소지

정치적 불확실성, 리스크 정점 통과. 불안정한 변수들이 많지만, 금융시장은 점차 안정을 찾아갈 전망

정치적 불확실성의 일부 해소 : 탄핵안 표결 관련 교착상황 종료

- 국회의 대통령 탄핵소추안이 통과되면서 11 일간의 정치 교착상황 종료 (LA Times)
- 탄핵안 가결로 한국의 리더십 혼선에 대한 우려는 완화(Bloomberg)
- 윤석열 대통령 탄핵의 법적 근거는 과거 박근혜와 비교해도 명확(WSJ)

불확실성 요인들이 잔존 : 현재 결정까지 상당기간 불확실성 지속 등

- 정치적 불확실성의 종식을 의미하지는 않음(Bloomberg)
- 탄핵소추안 가결이 아시아 경제규모 4위 국가의 정치적 혼란이 종료됐다는 것을 의미하지 않을 것(FT)
- 한국은 이제 장기간 불확실성의 시기에 진입. 현재가 탄핵 표결을 수용할지는 미지수 (Washington Post)
- 헌법재판소가 탄핵을 기각하면 윤석열은 대통령직으로 복귀하며, 남은 임기 동안 야당의 더욱 큰 압박에 직면할 전망. 탄핵이 인용될 경우 진보와 보수의 갈등이 심화되면서 사회의 분열이 지속될 가능성(CCTV)
- 한덕수 국무 총리가 대통령 권한대행을 맡게 되나, 그 역시 자신의 정치적 문제에 직면해 있고 계엄령 결정과 관련된 조사를 받는 중. 정치적 불확실성 지속(CNN)
- 이번 탄핵안 통과가 정치혼란의 종식 아님. 이는 새 대통령 선출의 시작이며, 본격적인 대선 전 치뤄질 치열한 법정 다툼의 시작(BBC)

최근 사태 이후 금융시장은 다소 안정 : 채권시장 등 안정세이나 증시, 환율 불안

- 탄핵이 정치적으로 큰 변화인 것은 사실이나 이미 갖춰진 시스템 내에서 일어난 사안. 과거 `04년과 `16년 대통령 탄핵 시에도 채권시장 변동성 제한. 최근 정치적 불확실성에도 불구하고 한국 국채금리는 안정적 (Bloomberg)
- `04년 `16년 두 차례 탄핵 표결을 앞두고 한국 증시 변동성이 커졌지만 가결 이후 반등 (Goldman Sachs)
- 금번 탄핵 가결 시 금융시장은 안정세를 보일 것으로 예상 (BNP)
- 국내 금융시장 변동성은 진정되었지만 정치적 격변의 영향 잔존. 원화는 올해 들어 미 달러 대비 10% 이상 절하, 아시아에서 가장 저조한 성적 기록 중. 코스피 지수 약 6% 하락, 28% 이상 급등한 대만과 비교(Bloomberg)

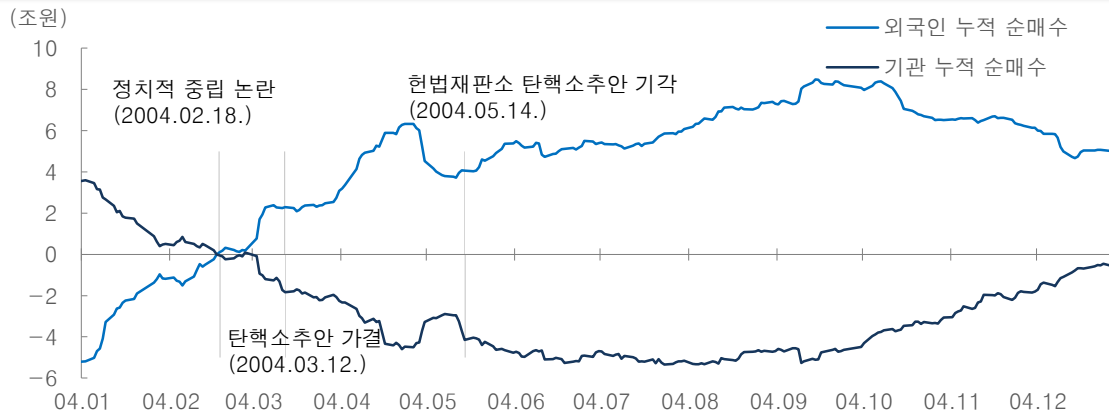
## [정치적 불확실성] 2004년 노무현 대통령 : 탄핵 소추안 의회 가결, 법원 기각 이후 반전

탄핵 소추안 의회 가결 이후 반등, 헌법재판소 기각 이후 등락은 있었지만, 궁극적으로는 상승 반전의 전환점



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

정치적 이벤트에 외국인 매매 변화 제한적  
4월 중순 ~ 5월 중순 외국인 매도, KOSPI 급락은 중국 긴축 이슈 영향



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 노무현 전 대통령의 탄핵 국면은 국민 지지도 보다는 정치권의 정쟁이 탄핵소추로 이어지면서, 탄핵소추안이 가결되었던 때 시장이 탄핵국면을 인지하며 낙폭이 확대되었음
- 정치적 이벤트와 별개로 외국인 수급은 탄핵국면 전후 지속적으로 순매수 유입이 유지되었으나, 헌법재판소의 판결을 앞두고 일시적 외국인 자금 이탈 일어나며 낙폭 확대되는 모습
- 탄핵소추안 기각되며 이슈 소멸된 이후 단기적으로는 안도감 유입, 장기적으로 상승추세 재개

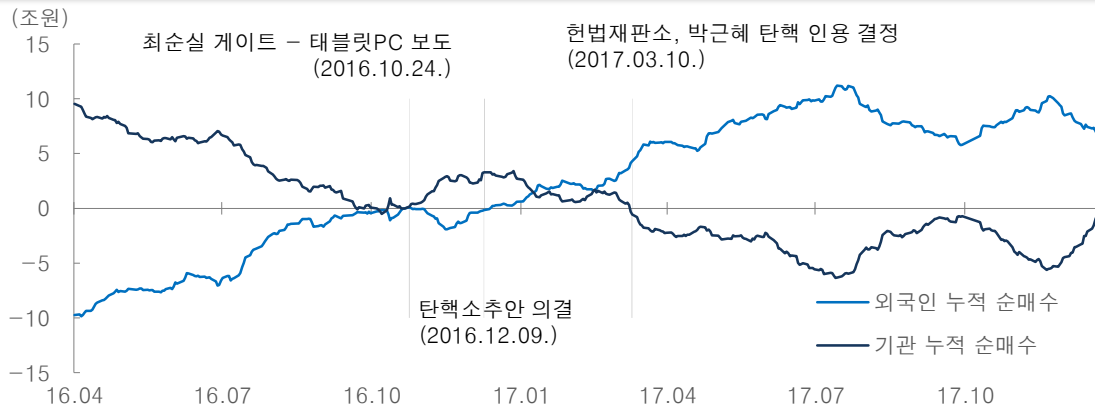
# [정치적 불확실성] 2016년 박근혜 대통령 : 탄핵 소추안 의회 의결, 법원 탄핵 인용 결정 이후 반전

## 최순실 게이트 수면 위로 부상, 고점대비 4% 하락 이후 1개월 동안 저점권에서 등락. 탄핵 결정 이후 반등국면 전개



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## 정치적 리스크 확대 국면에서 외국인 매도, 정치적 불확실성 정점 통과 & 수습/해결 국면 진입과 함께 외국인 순매수 전환

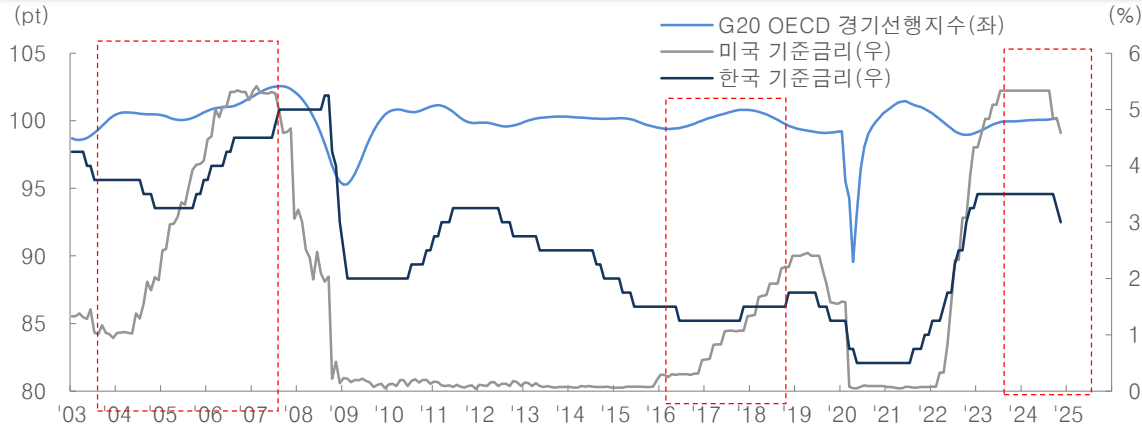


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 박근혜 전 대통령의 탄핵 국면은 2004년 의 사례와는 다르게 2014년 세월호 참사 이후 지지율 하락과 국정수행 능력에 대한 의구심이 확대
- 오히려 탄핵의 스모킹건이 되었던 최순실 게이트 사건 이후의 불확실성은 크지 않았으며, 탄핵소추안 의결과 탄핵 확정 이 오히려 불확실성 해소로 작용하며 2017년 상승 랠리의 시작점이 되었음
- 탄핵 국면 시작되며 외국인 순매도가 약 1개월정도 나타났으나, 해당 사건 전후로 외국인 유입 추세가 변화하지는 않았음
- 국회의 탄핵소추안이 통과된 이후 오히려 외국인은 다시 순매수로 자리잡는 흐름이 나타남

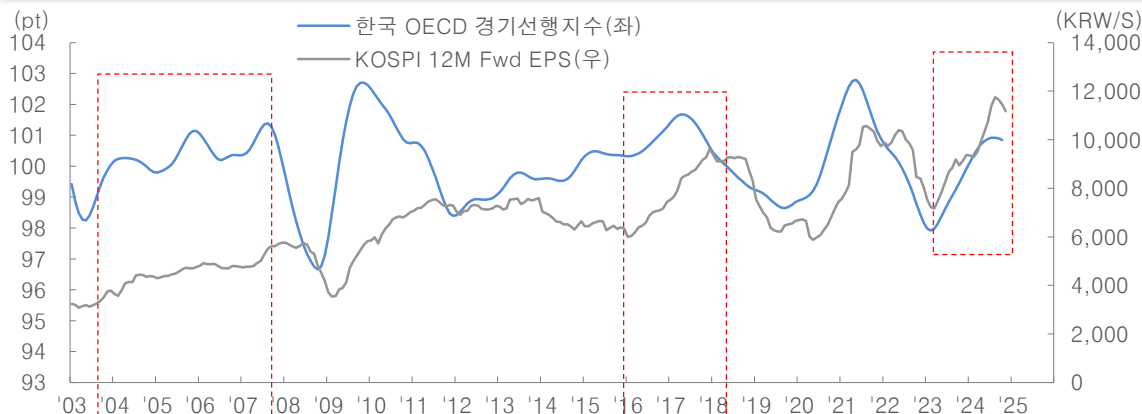
# [정치적 불확실성] 경기 상승 사이클 & 실적 개선 국면에서는 시차를 두고 상승추세 반전

## OECD 경기선행지수 & 미국/한국 기준금리 : 과거 경기 상승 & 금리인상 현재는 경기 회복 + 금리인하 사이클



자료: OECD, FED, 한국은행, Bloomberg, FnGuide, 대신증권 Research Center

## 한국 경기선행지수와 12개월 선행 EPS 추이 : 과거 한국 경기 상승 사이클 & 기업이익 상승추세. 현재 경기 정점 통과? 실적 하향조정 국면으로 반전?



자료: OECD, Bloomberg, FnGuide, 대신증권 Research Center

- 과거 2004년과 2016~17년은 OECD 경기 선행지수의 확장국면임과 동시에 선행 EPS 상승 흐름 나타나던 시기
- 정치적 이벤트가 마무리된 이후 나타난 상승흐름은 불확실성 해소 이후 경기 편 더멘털과 주가 사이 괴리율 조정이 나타나는 국면
- 2024년 11월 트럼프 우려 등으로 선행 EPS와 경기선행지수 변곡이 나타나고 있으나, 2024년의 증시 흐름은 그동안의 선행 EPS 개선을 반영하지 못하며 괴리율 벌어져있는 상황
- 정치적 불확실성 커져있는 국면에서 향후 주도 업종으로의 포지션 변화를 적절히 가져간다면 불확실성해소 국면에서의 Outperform 기회가 열려있는 것으로 판단

# Issue 2. KOSPI 반전(反轉). 불확실성 완화, 12월 수급 계절성 + 연기금 순매수

---

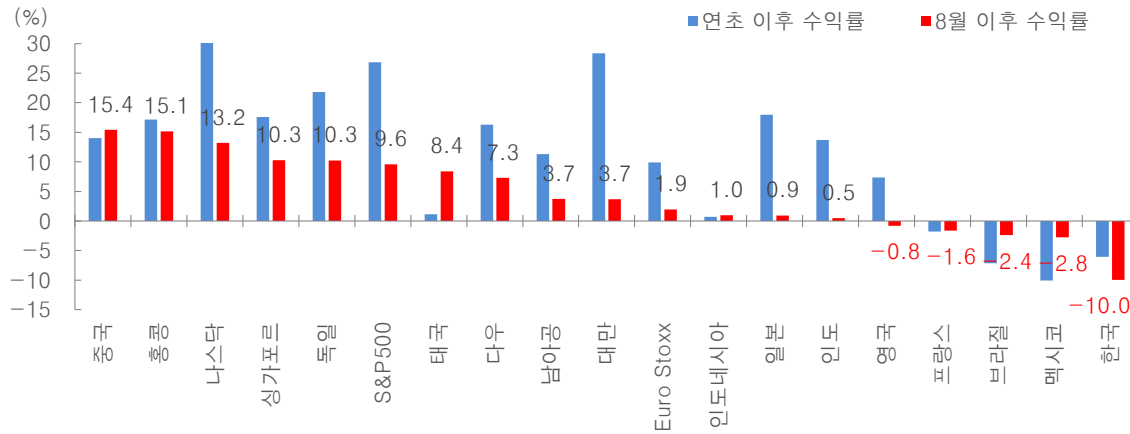
Strategist 이경민

02) 769-3840 / [kyoungmin.lee@daishin.com](mailto:kyoungmin.lee@daishin.com)

텔레그램 채널 [daishinstrategy](https://t.me/daishinstrategy)

# [KOSPI 반전(反轉)] 12월 수익률 끝까지 탈출. 12월 둘째주 수익률은 글로벌 최상위

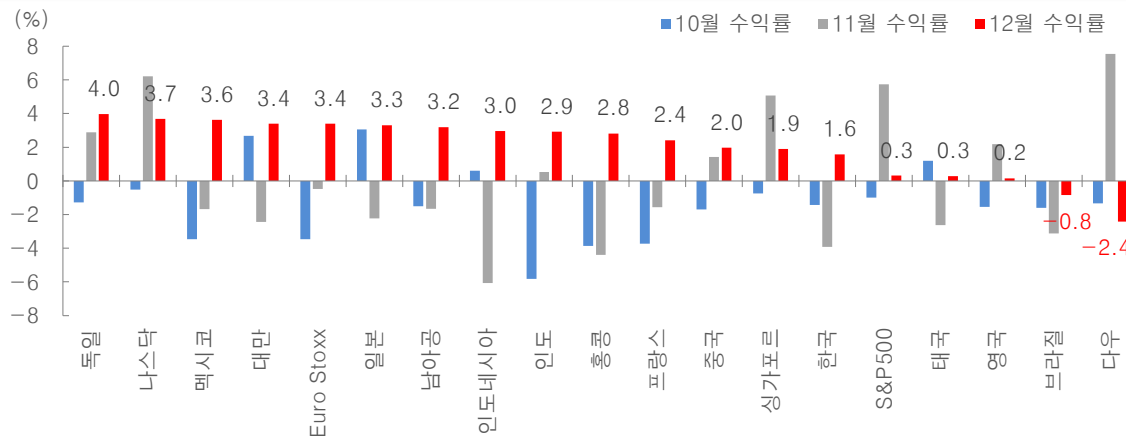
## 글로벌 주요국 중 KOSPI 수익률, 8월 이후 -10%로 최하위



- 8월 이후 KOSPI 약세, 글로벌 증시대비 상대적 부진 지속. 8월 이후 KOSPI 수익률은 -10%로 글로벌 주요국 증시 중 압도적인 최하위
- 10월, 11월 수익률도 -1.43%, -3.92%로 하위권으로 처져있던 상황. 5개월 연속 하락 마감
- 하지만, 12월 수익률은 첫째주 -1.1%에서 +1.6%로 반전, 글로벌 최하위 수익률에서 벗어나 중하위권으로 전환. 다우, S&P500보다 수익률 우위. 8월 이후 수익률도 -12.4%에서 -10%로 마이너스 폭 축소

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 글로벌 주요국 중 KOSPI 12월 수익률 +1.6%로 최하위권에서 중하위권으로 전환



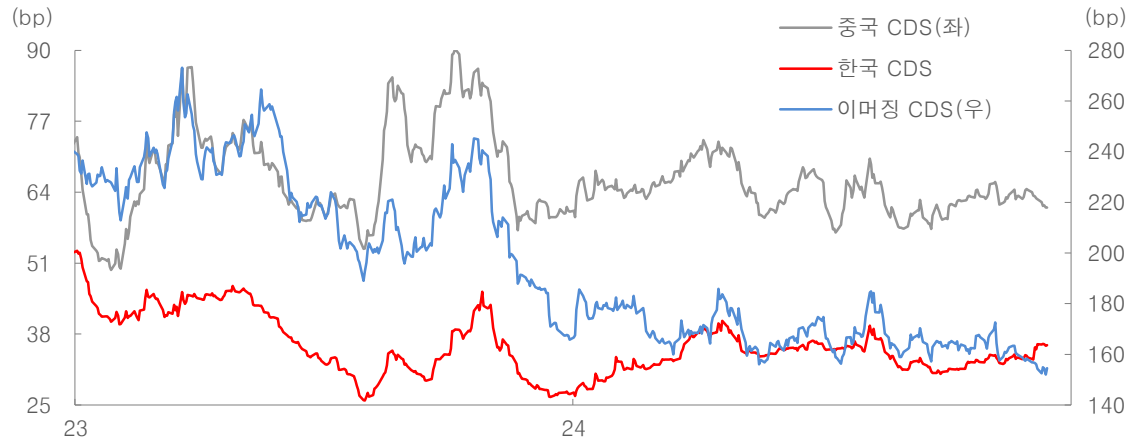
- 12월 예상치 못한 계엄령 사태로 국내 정치적 불확실성이 KOSPI 발목을 잡았지만, 오히려 전화위복의 계기가 되는 양상
- 다양한 불확실성 변수들, 전혀 예상치 못한 정치적 리스크까지 선반영한 KOSPI 시장에 대한 인식 변화 가능성
- 여기에 12월 수급 계절성과 연기금 순매수가 가세하면서 KOSPI 연말밸리를 기대케 하고 있음

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center



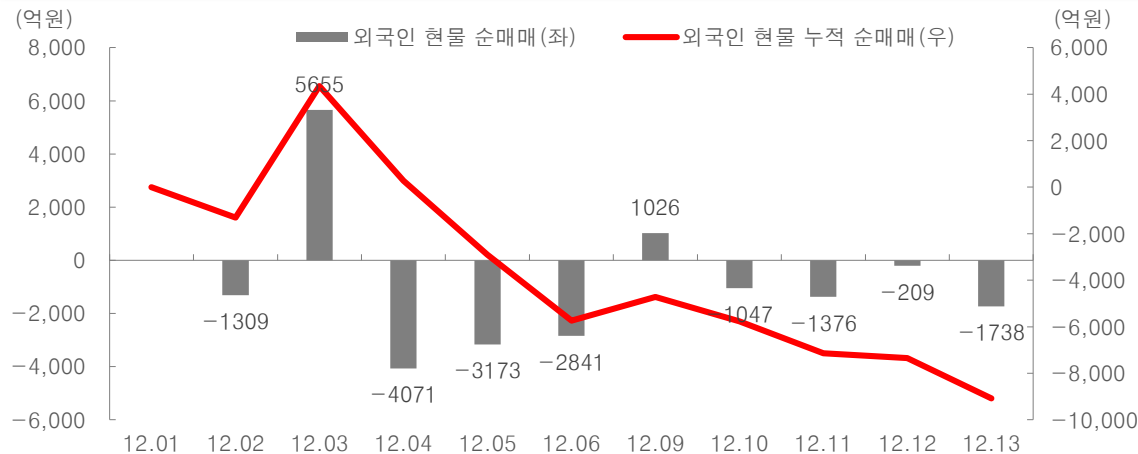
## [정치적 불확실성] 한국 CDS 반등 제한적. KOSPI 시장에서 외국인 현물 매도도 크지 않아...

### 한국 CDS 차별적인 급반등. 반등 폭은 제한적인 가운데 10일 고점 이후 안정



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

### 불확실성에 외국인 매도 지속되었지만, 매도 강도 제한적

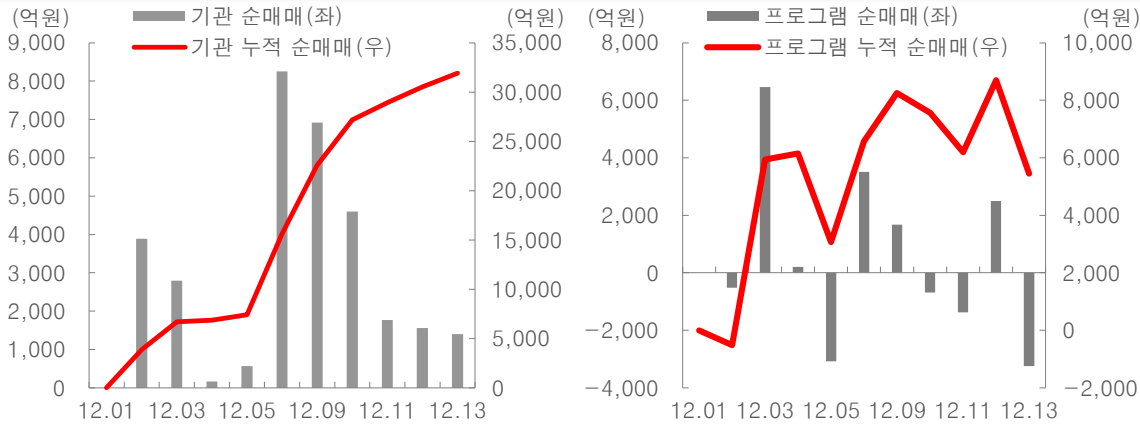


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 계엄령 선포/해제 과정에서 한국 CDS는 중국, 이머징 CDS와 달리 강한 반등 전개
- 12월 3일 33,325bp에서 6일 36,166bp로 8.5% 급등. 10일까지 완만한 상승세가 지속되었지만 이후 안정세
- CDS 고점이 36bp대에서 형성되었는데, 이는 올해 8월 엔캐리 청산 쇼크 당시 수준보다 낮음. 이는 정치적 불확실성의 금융시장 충격이 제한적임을 시사
- 이로 인해 외국인 투자자들도 KOSPI 시장에서 매도 규모 제한적
- 오히려 KOSPI가 급락했던 12월 9일에는 순매수 기록
- 향후 정치적 불확실성 완화, 원/달러 환율 안정시 외국인 수급 개선 예상

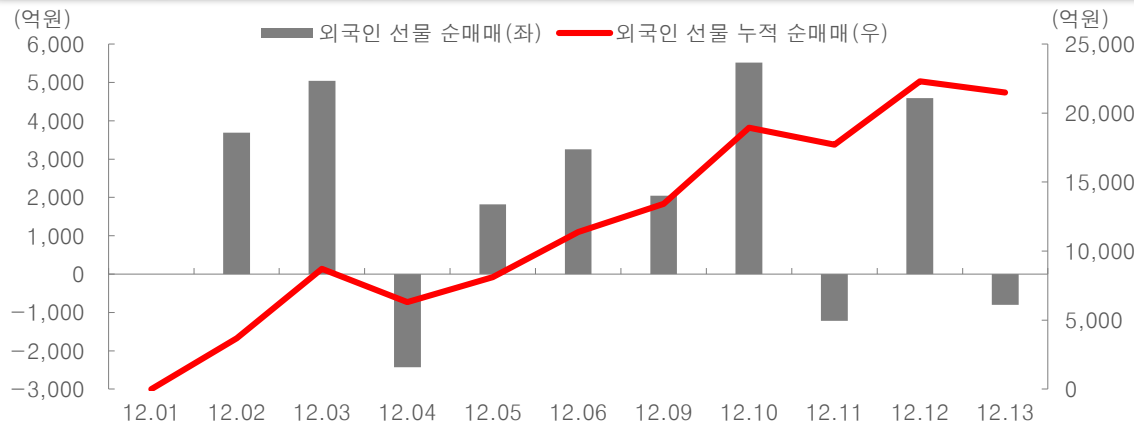
# [KOSPI 12월 계절성] 정치적 불확실성 증폭에도 불구하고 12월 외국인 선물 매수, 기관 프로그램 매수 유입

## 12월 2일 이후 기관 3.19조원, 프로그램 5,447억원 순매수 유입 기관 순매수는 13거래일 연속, 누적 3.85조원에 달하는 상황



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## 외국인 12월 들어서 선물 2.15조원 순매수 중 11월 15일 이후 20거래일 중 13거래일 선물 순매수, 누적 2.35조원

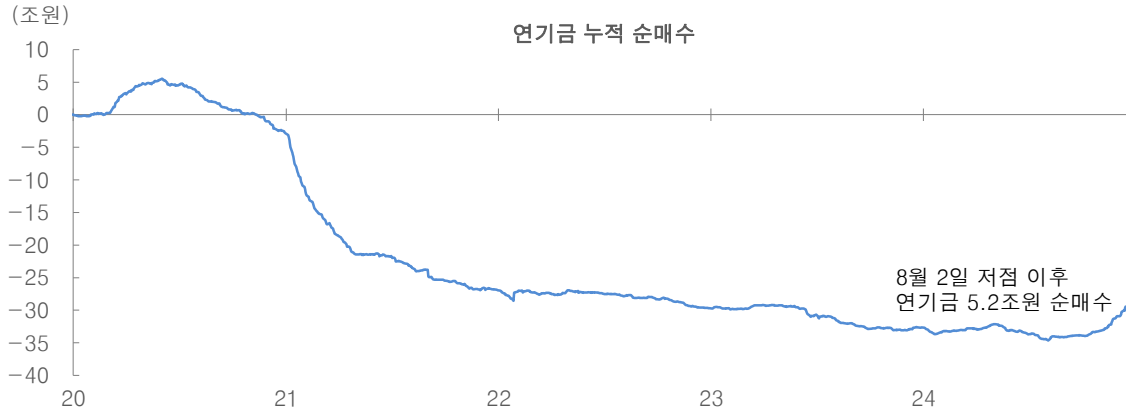


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 25년 12월에도 시작과 함께 외국인 선물 매수, 기관, 프로그램 매수 유입
- 기관은 3.19조원 순매수 중, 최근 13거래일 연속, 3.85조원 순매수 진행 중
- 프로그램도 5,447억원 순매수 우위
- 특히, 눈에 띄는 매매패턴은 외국인 선물. 12월 들어서 2.15조원 순매수. 한국만의 정치적 불확실성 증폭에도 불구하고 12월 4일 하루만 매도, 5일 이후 4거래일 연속 순매수
- 국내 정치적 불확실성 확대로 향후 외국인 수급, 증시 향배를 예단하기는 어려운 상황
- 하지만, 최악의 상황으로 치닫지 않는다면 12월 계절성의 힘이 더 강할 수도 있다고 판단

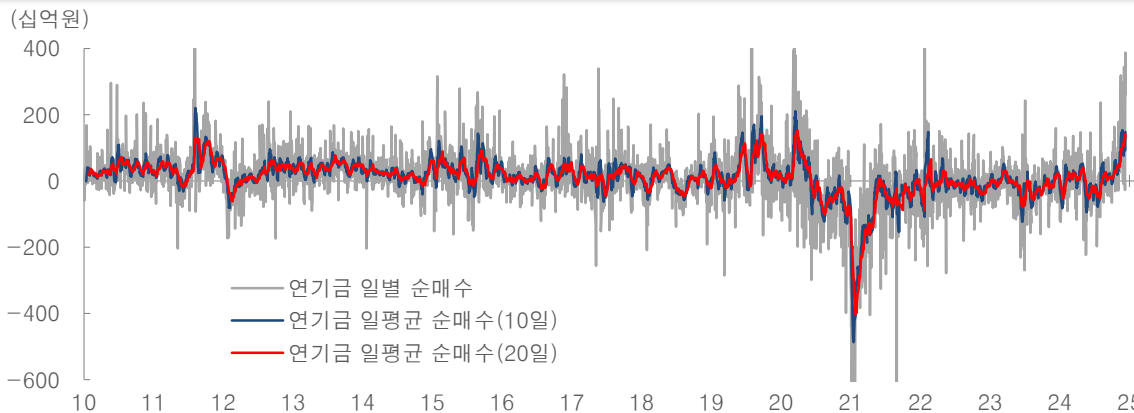
# [KOSPI 연기금 순매수] 2020년 이후 가장 드라마틱한 순매수 반전. 8월 이후 5.2조원 누적 순매수 기록 중

2020년 코로나 19 직후 대량 순매수. 20년 6월 이후 40조원 순매도  
2024년 8월 이후에는 5.2조원 누적 순매수 기록 중



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

연기금 순매수 강도 또한 2010년 이후 최고 수준  
일평균 연기금 순매수 1,410억원(20일 기준)으로 2020년 3월, 4월 이후 최대

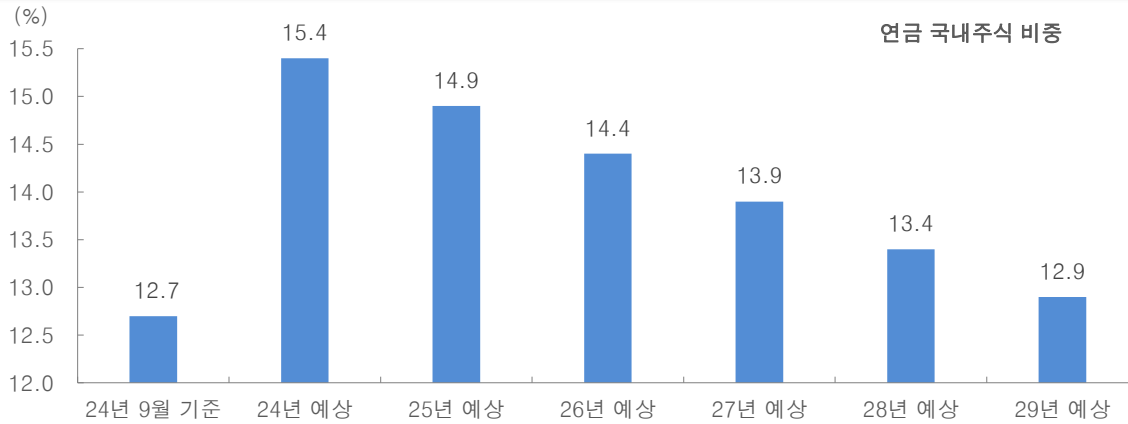


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 수급 변화의 또다른 축은 연기금
- 연기금은 8월 2일 이후 5.2조원 순매수 중. 2020년 6월 이후 40조원 순매도했던 연기금이 처음으로 가시적인 수급 변화를 보여준 것
- 특히, KOSPI 부진국면에서 꾸준히 매수세를 보여오다가 11월 급락, 12월 계엄령 사태를 전후로 매수 강도 강화
- 일평균 연기금 순매수 규모 또한 코로나 사태 이후 최고 기록 경신 중
- 일시적인 순매수가 아니라면 KOSPI 수급에 있어 든든한 버팀목이 될 전망

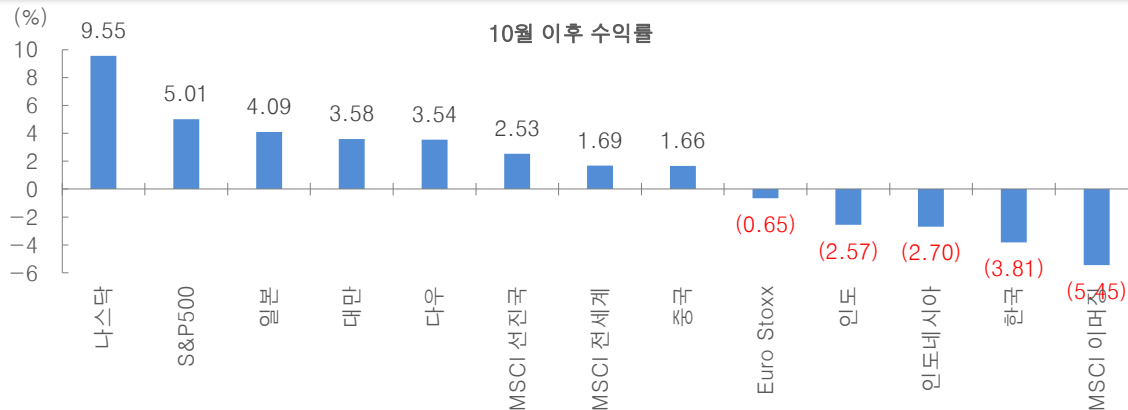
# [KOSPI 연기금 순매수] 현재 국내 주식 Under Weight(2%p 전후) 중. 연말, 25년까지 매수 여력 충분

2021년 상반기 이후 3년 이상 KOSPI 상대적 부진, 24년 하반기 레벨다운 여파로 연금 포트 내 국내 주식 비중 12.7%로 레벨다운. 25년 예상치도 2%p 이상 하회



자료: 국민연금 기금운용본부, FnGuide, 대신증권 Research Center

연기금 순매수 강도 또한 2010년 이후 최고 수준  
일평균 연기금 순매수 1,410억원(20일 기준)으로 2020년 3월, 4월 이후 최대

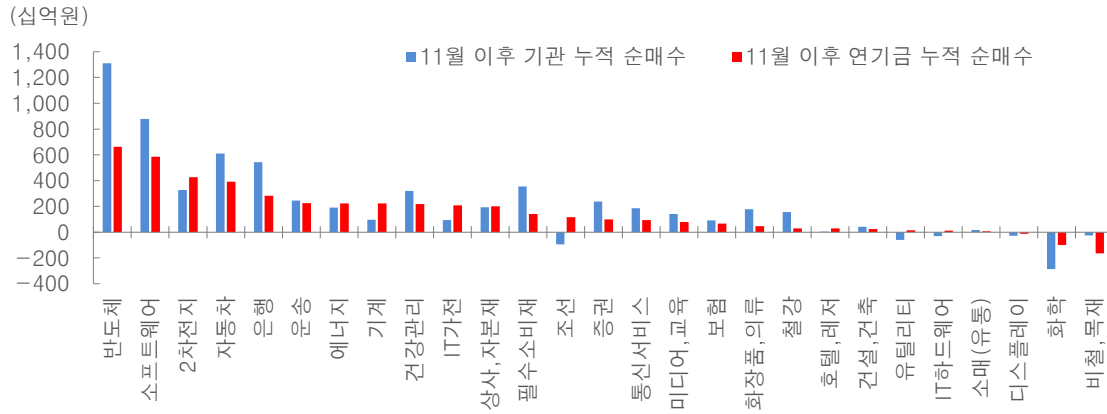


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 현재 연기금 순매수가 강화되는 이유는 포트폴리오 배분 때문이라고 생각
- 연금은 2020년 21.2%였던 주식비중을 21년 17.5%로 줄였고, 22년부터 14%대를 유지해왔음
- 24년 5월 31일에는 25년 ~ 29년 포트폴리오 배분 방안을 발표했는데, 제시된 예상 국내 주식 비중은 25년 14.9%. 이후 매년 0.5%p씩 줄여 29년에는 13%로 낮춘다는 계획
- 하지만, 24년 9월말 기준 연금 포트폴리오 내 국내 주식 비중은 12.7%에 불과
- 9월말 KOSPI 증가 2,593p. 현재 KOSPI 2,494p로 -3.81% 기록 중. 반면, MSCI 글로벌 지수는 +1.69%, 선진국 지수는 2.53% 기록 중. 미국 증시 상승폭은 더 큰 상황
- 이 경우 연금의 현재 국내 주식 비중이 크게 늘어나기는 어려운 상황
- 연금 운용규모 1,146조원을 2%로 환산할 경우 최소 23조 정도 25년까지 연기금 매수 여력 존재

# [KOSPI 기관 Vs. 외국인] 동반 순매수는 소프트웨어, 기계, 상사/자본재, 통신 등

기관, 연기금은 11월 이후 반도체, 소프트웨어, 2차전지, 자동차, 은행, 운송 등 동반 순매수. 비철/목재, 화학은 기관, 연기금 매도



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

외국인 투자자는 소프트웨어, 기계, 조선, 상사/자본재, 유틸리티 운송 등 순매수 여전히 반도체 대량 매도 속에 은행, IT가전, 자동차, 2차전지 등 매도



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 연기금은 시장을 사고 있는 것으로 판단
- 11월 이후 23개 업종에서 순매수 우위. 특히, 반도체, 소프트웨어, 2차전지, 자동차, 은행, 운송, 에너지, 기계 등 시가총액 상위 업종 매수 강화
- 다만, 매수 강도 측면에서는 반도체가 약하다고 볼 수 있음. 시가총액 비중이 3배 이상인 소프트웨어 순매수 규모를 소폭 상회하는 정도에 그침
- 한편, 외국인 투자자는 반도체에 집중 매도세가 지속되는 가운데 소프트웨어, 기계, 조선, 상사/자본재, 유틸리티, 운송, 통신 등 차별적인 순매수 기록
- 기관, 연기금, 외국인은 소프트웨어, 기계, 상사/자본재, 통신 등에서 동반 순매수 기록 중

# Issue 3. 중국 경제지표 부진과 경제공작회의 결과에 대한 실망?

---

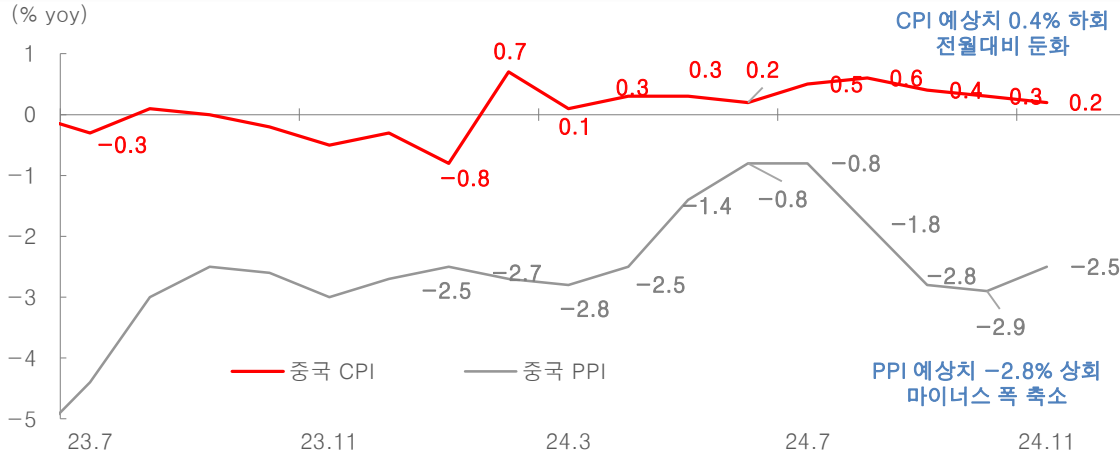
Strategist 이경민

02) 769-3840 / [kyoungmin.lee@daishin.com](mailto:kyoungmin.lee@daishin.com)

텔레그램 채널 [daishinstrategy](https://t.me/daishinstrategy)

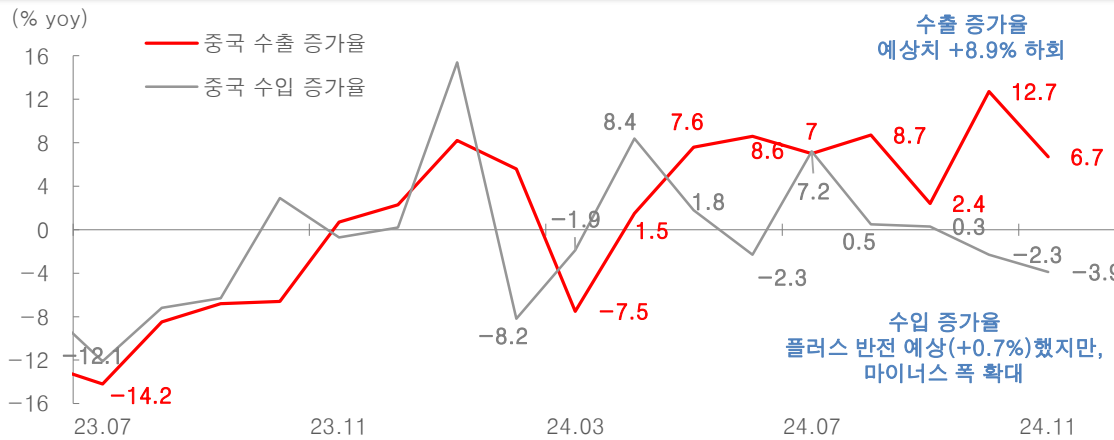
# [중국 교역/물가] CPI 둔화 지속. 플러스 반전을 기대했던 수입증가율 마이너스 폭 확대

## 중국 CPI 플러스권에서 둔화 지속. PPI 마이너스폭 축소



자료: 중국 통계국, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 수출 모멘텀 둔화. 플러스 반전을 예상했던 수입 증가율은 마이너스 폭 확대



자료: 중국 해관총서, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 중국 11월 CPI 예상치 하회, PPI는 컨센서스보다 가격 하락폭 작게 발표
- 여전히 내수가 부진하며 부양책 효과가 빠르게 나타나지 않고 있음을 시사
- 식품가격 상승폭이 축소되며 소비자물가는 0에 가까운 상승률 지속. 생산자물가는 석탄채굴과 철강속 제련 관련 비용 하락세가 빨라졌으나 석유 관련 가격이 하락폭을 줄이며 디플레이션이 일부 축소
- 중국 수출액 증가율 예상치 하회. 첨단기술 제품 수출 증가폭 축소했으며, 특히 자동차 수출이 부진한 모습 보인 점은 유럽이 관세를 부과한 영향이 드러나는 것
- 수입 증가율이 예상치 하회하며 감소세를 지속한 점 또한 재고를 소진하는 행보로 해석하는 분위기
- 최근 차이신 제조업 PMI가 서프라이즈를 기록하며 미국의 관세 강화를 앞두고 선 수요에 대한 기대 있었으나 지속성 및 정도에 대한 의구심 유발
- 미 차기 정부의 관세 본격화에 대한 중국 대응에 있어 상반된 시각 상존하는 가운데, 향후 중점을 둘 정책 방향과 그에 따른 실물지표 지속적으로 모니터링해야 할 것

## [중국 경제공작회의] 과거에 비해 완화적인 통화정책, 재정적자를 재고 강조

대내외 불확실성 확대를 인식한 상황에서 완화된 통화정책과 적극적인 재정정책 강화에 방점

구분	2024년	2023년	2022년
거시 환경	대내외 불확실성 확대 내수 경기 심각, 기업 위기 확산	대내외 불확실성 상존 수요 위축, 일부 산업 공급과잉 여전	대내외 불확실성 상존 수요 위축 + 공급 충격 + 예측성 약화
목표	내수 확대 위한 거시정책 적극 강화 부동산 + 주식 시장 안정 주력 외부 충격 최소화, 고용+물가 상승 도모	거시정책 조절 능력 강화 내수 확대 통한 공급 사이드 개혁 추진 역주기 조절 기능 강화	거시정책 조절 능력 강화, 방역 완화 내수 통한 공급 사이드 개혁 추진 쌍순환 적극 활용(내부 생산성 강화)
통화 정책	<b>다소 완화된 통화정책</b> 지준율+금리 적시 인하, 유동성 확대 인민은행의 금융시장 안정 기능 제고 위안화 안정 기조 유지	온건한 통화정책(유연성 ↑) M2+사회융자총액+명목GDP 증가 유도 자금조달 비용 완화 위안화 안정 기조 유지	온건한 통화정책(정확성 ↑) M2+사회융자총액+명목GDP 증가 유도 중소기업+첨단기업+녹색기업 지원 강화 위안화 안정 기조 유지
재정 정책	<b>적극적 재정정책(재정적자를 재고) 강화</b> 초장기 특별채 발행 확대, 주요 사업 지원 지방정부 특수채 확대, 투자 대상 확대 내수 전방위 강화(소비/투자 지원 확대)	적극적 재정정책(소폭 강화) 강화 일부 분야에 대한 감세/준조세 인하 관례적 재정지출 제한, 지출 효율화 제고 전기차/전자기기 소비 지원 확대	적극적 재정정책(효율성 ↑) 강화 지방정부 특수채 등 수단 활용 예산 재배정(→지방정부) 규모 확대
고용 정책	고용 유연성 강화, 새로운 고용 형태 확립 지방/중소기업 고용 패키지 사업 확대 기초연금 강화, 의료/노인 복지 확대	주요 분야 고용 안정 인적자원 육성 사업 연계성 강화 인구 질적 수준 발전 촉진	청년층 고용 안정 확립, 고용 우선 법정 은퇴연령 점진적 연장
부동산 정책	<b>부동산 시장 붕괴 억제, 안정적 상승 유도</b> 노후 주거 단지 재개발/재건축 확대 주택 수요 잠재력 제고 시스템 리스크 사전 예방	부동산 투기 관리 기조 유지 보금자리 주택 사업 가속화 지방 책임제 강화 디벨로퍼/지방정부/중소 금융기관 리스크 최소화	부동산 투기 관리 기조 유지 주택 실수요 보장 지방 책임제 강화, 시스템 리스크 예방



## [중국 경제공작회의] 통화정책 완화는 2009년 이후 처음

### 2009년 이후 처음으로 완화되는 통화정책, 낙관적일 수밖에...

선언 시점	중앙정치국 회의(11 ~ 12월)		경제공작회의(12월)		양회(3월)	
	통화정책	재정정책	통화정책	재정정책	통화정책	재정정책
2002	-	-	중립	적극적	중립	적극적
2003	중립	적극적	중립	적극적	중립	적극적
2004	-	-	중립	중립	중립	적극적
2005	-	-	중립	중립	중립	중립
2006	-	-	중립	중립	중립	중립
2007	-	-	긴축	중립	중립	중립
2008	다소 완화	적극적	다소 완화	적극적	긴축	중립
2009	다소 완화	적극적	다소 완화	적극적	다소 완화	적극적
2010	중립	적극적	중립	적극적	다소 완화	적극적
2011	-	-	중립	적극적	중립	적극적
2012	-	-	중립	적극적	중립	적극적
2013	-	-	중립	적극적	중립	적극적
2014	-	-	중립	적극적	중립	적극적
2015	-	-	중립	적극적	중립	적극적
2016	-	-	중립	적극적	중립	적극적
2017	-	-	중립	적극적	중립	적극적
2018	-	-	중립	적극적	중립	적극적
2019	-	-	중립	적극적	중립	적극적
2020	-	-	중립	적극적	중립	적극적
2021	중립	적극적	중립	적극적	중립	적극적
2022	중립	적극적	중립	적극적	중립	적극적
2023	중립	적극적	중립	적극적	중립	적극적
2024	다소 완화	적극적	다소 완화	적극적	중립	적극적

- 지난 12월, 시진핑 중국 공산당 총서기는 정치국 회의에 이어 경제공작회의에서도 내년 통화정책을 '다소 완화' 하라 주문
- 이전과 어떤 차이점은?
- 이를 확인하기 위해서는 중국 인민은행이 구사하는 수사법을 바라볼 필요가 있음
- 기본적으로 중국의 통화정책은 5가지 수식어가 붙는데 '긴축(从紧)' 과 '다소 긴축(适度从紧)', '중립 또는 온건(稳健)', '다소 완화(适度宽松)', 그리고 '완화(宽松)' 로 표현. 이번의 경우 중립 스탠스에서 다소 완화로 전환된 것으로 긍정적으로 해석
- 물론 5단계인 완화가 아니라는 점에서 정책 강도에 대한 의구심을 가질 수 있음
- 그러나 5단계인 완화는 1993년 이후 단 한번도 언급된 바 없으므로 이번 시진핑의 발언은 큰 의미를 가짐
- 4단계인 다소 완화가 유동성이 가장 풍부했던 2009년 이후 처음으로 등장했다는 점에서 낙관적으로 바라볼 필요가 있음

### 25년 9대 핵심과제 요약/정리

주요 키워드 :

온중구진(穩中求進), 이진촉온(以進促穩), 수정창신(守正創新),  
선립후파(先立後破), 계통집성(系統集成), 협동배합(協同配合)

- 적극적 내수 확대 : 소비수요를 크게 회복해야 한다고 강조하면서 저소득층의 소득 확대와 퇴직연금 지원 강화 등을 언급. 또한 문화, 관광, 스포츠 등 서비스 소비를 지원하고 물류 비용 절감을 위해 노력할 방침
- 과학기술 혁신 : 기초과학과 주요 프로젝트 연구개발을 강화하고 인공지능을 비롯한 첨단기술 활용 장려. 이를 위한 금융 서비스 체계를 정비하고 사회자본 투자도 장려할 방침. 또한 전통산업의 디지털·녹색산업 전환도 지속할 계획
- 경제체제 개혁 : 국유기업 개혁과 민영기업 발전을 지원하고 관련 규제를 표준화할 방침. 플랫폼 경제 발전을 위해 재정 및 세제 개혁을 통합적으로 추진
- 대외개방 확대 : 무역 및 외자유치 안정화를 위해 대외개방을 지속하고 자유무역구 발전을 위한 정책 지원도 강화. 통신, 의료, 교육 등의 서비스업 대외개방도 확대
- 부동산·금융 리스크 방지 : 부동산 시장 안정을 위해 주택 수요 활성화 정책을 지속하고 신규주택 공급을 조절할 계획. 또한 지방 중소 금융기관 건전성도 관리
- 도시·농촌 통합개발: 농촌 주민의 소득 증대를 위해 다양한 방안을 추진하고 식량 생산을 안정적으로 유지. 또한 대도시의 현대화 관리 시스템을 향상
- 지역 전략 강화: 지역별 협력 전략을 강화하는 가운데 경제규모가 큰 성(省)을 중심으로 주변 지역 공동 발전을 위해 노력하고 해양경제 육성도 확대
- 녹색 발전: 저탄소 녹색 산업 생태계를 조성하고 탄소시장 관리 체계를 정비. 또한 생물 다양성 보호계획을 시행하고 자연재해 방지를 위해 노력할 방침
- 민생 개선: 일자리 확보를 위해 중소기업의 취업 확대를 지원하고 취약계층의 생활 보장을 강화. 교육, 의료 서비스의 질을 향상시키고 지역별 양로시설도 확충할 계획

- 중국 정부가 중앙경제공작회의 ※(12.11~12일)에서 '25년 경제정책 방향과 9대 핵심 과제 제시
- ※ 중국 국가주석·국무원 총리·전인대 전인대 상무위원 등 핵심 지도자들이 당해 경제성과를 점검하고 이듬해 경제정책의 큰 방향을 결정하는 회의. 최종안은 '25.3월 전국인민대회 전국인민대회(국회)에서 발표
- 금번 회의는 대내외 불확실성이 한층 확대되었다고 강조하면서도 중국 경제가 강한 회복력을 보유하고 있으며 장기적인 성장 추세를 이어갈 것이라고 발표
- 주요 키워드. 1) 안정 속 성장을 추구하는 온중구진(穩中求進), 2) 성장으로 안정을 유지하는 이진촉온(以進促穩), 3) 옳은 것을 지키고 혁신하는 수정창신(守正創新), 4) 먼저 세우고 나중에 돌파한다는 선립후파(先立後破), 5) 체계적으로 정비한다는 계통집성(系統集成), 6) 서로 협력한다는 협동배합(協同配合)
- '25년 9대 핵심 과제로 △적극적 내수 확대 △과학기술 혁신 △경제체제 개혁 △대외개방 확대 △리스크 방지 △도·농 통합개발, △지역 전략 강화, △녹색 발전, △민생개선 제시

### 내수 부양, 통화정책 완화, 재정적자 목표 확대 등 정책 드라이브 강화 인정

내수 진작을 첫번째 과제로 제시한 가운데, 비전통적인(unconventional) 역주기 조절 정책을 언급하고 신품질 생산력 발전을 통한 첨단기술 육성 등 강조

- 옳은 것을 지키고 혁신한다는 ‘수정창신’, 체계적으로 정비한다는 ‘계통집성’, 서로 협력한다는 ‘협동배합’을 새롭게 제시하였음에 주목
- 작년 경제공작회의에서는 과학기술 혁신을 첫번째, 내수 확대를 두번째로 제시했으나 **금년에는 내수 확대를 우선시**
- **연금 지급 확대**로 주민들의 가처분 소득이 늘어나고 가전제품 및 신에너지차 교환을 지원하는 이구환신(以舊換新) 등이 소비 진작에 기여할 전망(BNPP)
- 저물가가 장기화되는 가운데 공업기업이익 증가율도 둔화되고 있어 **중국 지도부가 한층 강력한 부양책이 필요함을 인식**(Macquarie)

재정·통화정책을 통한 경기부양을 강조하면서 내년 채권발행과 유동성 공급이 더욱 확대될 전망. 다만 구체적인 수치는 내년 3월에 발표될 것으로 예상

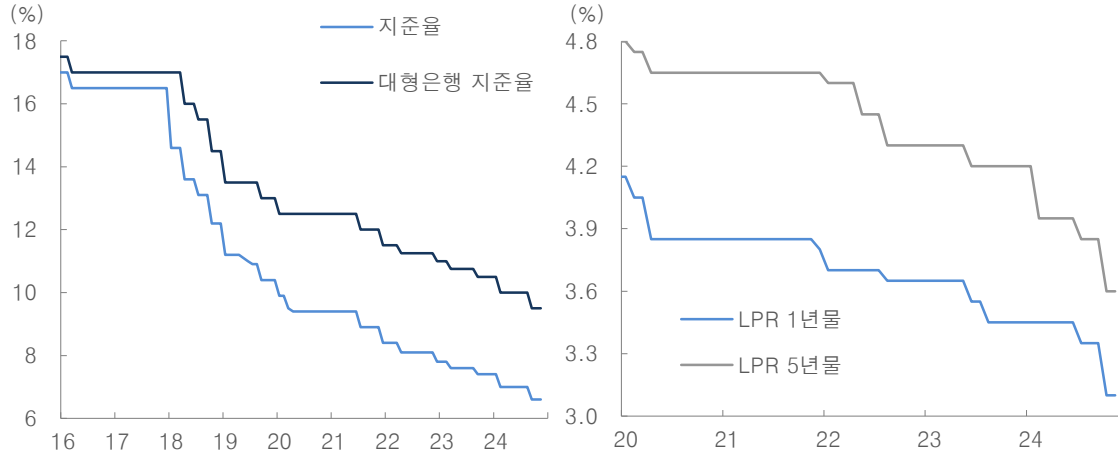
- 기존의 적극적인 재정정책을 **‘더욱 적극적인’ 재정정책으로 수정**. 이에 **재정적자 목표치가 금년 3.0%에서 내년 3.6%로 확대될 전망(Goldman Sachs)**
- 중앙정부 특별채권 발행 한도가 1조위안에서 2.5조위안으로, 지방정부 특별채권 발행 한도가 3.9조위안에서 4.7조위안으로 확대될 가능성
- 또한 ‘신중한(prudent)’ 통화정책을 ‘적절히 완화적인(moderately loose)’ 통화정책으로 수정. 이에 **내년 지급준비율 100bp, 기준금리 50bp 인하를 기대(Capital Economics)**
- 미국의 구체적인 對中 보복관세 부과 등을 참고하여 **내년 3월 전국인민대표 대회에서 추가 부양책의 강도를 조절할 전망(Caixin)**

중국의 성장률이 금년 4.8% 내외에서 내년 4.4%로 둔화될 전망이나(Bloomberg), 중국 지도부는 내년 3월 성장 목표를 4% 후반대로 예상보다 높게 설정할 가능성

- 시진핑 주석은 12.10일 국제통화기금(IMF), 세계은행(IMF) 등 주요 경제기구 수장들과 만나 **금년 5% 내외의 성장 목표치 달성이 가능할 것이라고 언급**
- 내년에는 경기 하방압력이 확대되겠지만, 금년 성장 목표치를 5% 내외로 제시했던 중국이 내년 목표치를 크게 하향하지는 않을 전망(Macquarie)
- 구조개혁보다 성장을 우선시 한 점은 긍정적이거나, **정확한 경기부양책 규모는 내년 1월 미국의 트럼프 대통령 취임 이후에 구체화 될 전망(Pinpoint Asset)**

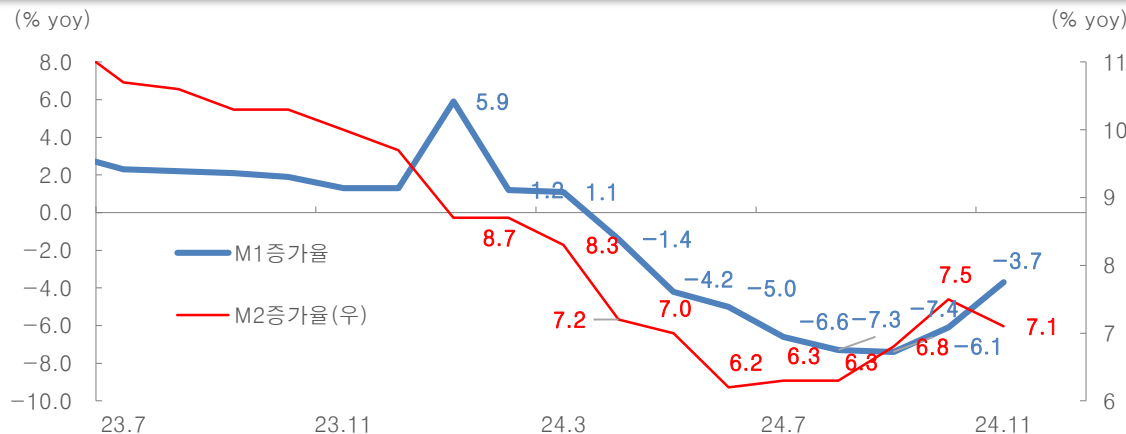
# [중국 통화정책] 추가적인 기준을 인하, 금리인하는 유동성 모멘텀 개선 - 경기회복으로 이어질 전망

## 21년 하반기부터 지속되어 온 기준을 인하, 24년 기준금리 인하 폭 확대



자료: 중국 인민은행, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 금리인하 사이클 강화에 둔화되고 약했던 유동성 모멘텀 회복세 뚜렷



자료: 중국 인민은행, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 적극적인 통화정책 완화는 중국 유동성 모멘텀 회복/개선으로 이어질 전망
- 이미 중국 정부와 인민은행은 완화적인 통화정책을 펼쳐왔음
- 21년 이후 기준율 인하를 지속해왔고, 23년에 이어 24년 들어서 기준금리 인하도 강화, 인하폭 확대 진행 중
- 그 결과 유동성 모멘텀 회복세 뚜렷
- -7.4%까지 감소세를 보였던 M1 증가율은 -3.7%로 회복되었고, M2 증가율도 6% 초반에서 7%대로 개선
- 누적된 통화정책 완화, 개선되는 유동성 모멘텀은 결국 중국의 가시적인 경기회복으로 나타날 것으로 기대

# Issue 4. ECB, 25bp 금리인하 단행했지만, 비둘기파적인 스탠스 재확인

---

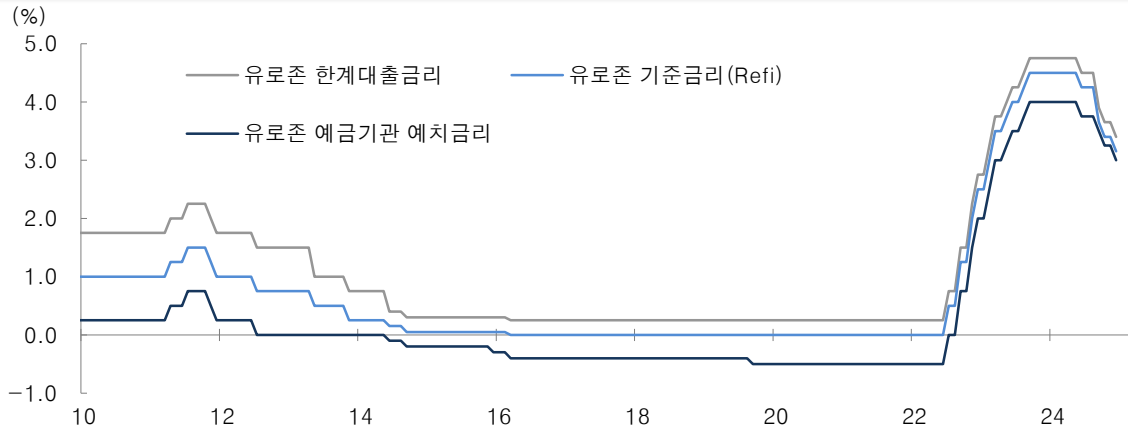
Strategist 이경민

02) 769-3840 / [kyoungmin.lee@daishin.com](mailto:kyoungmin.lee@daishin.com)

텔레그램 채널 [daishinstrategy](https://t.me/daishinstrategy)

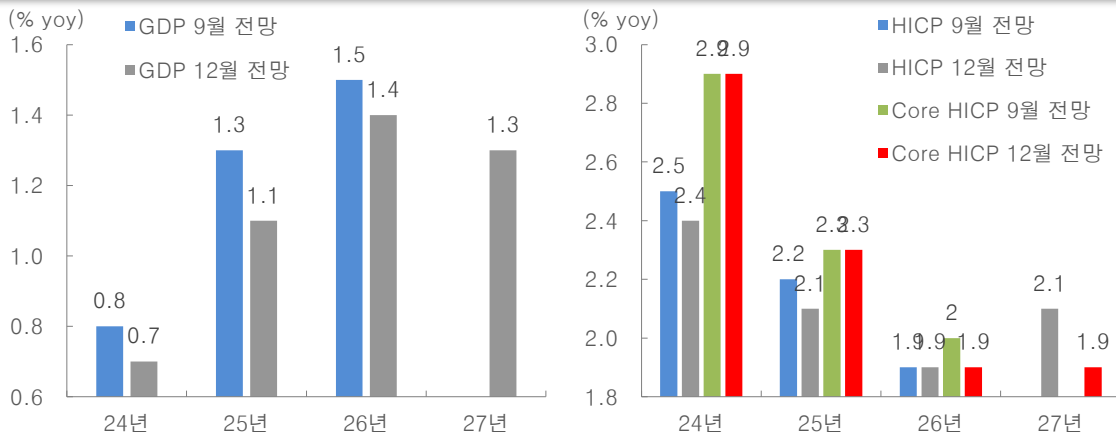
# [ECB 금리인하] 12월 12일에 25bp 금리인하 단행. 세 번 연속. GDP, 물가 전망 모두 하향조정

## 3번 연속 25bp 금리인하를 단행한 ECB. 50bp 인하에 대한 소수의견 확인



자료: ECB, EURO Stat, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

## ECB GDP 성장률 전망과 물가 전망 하향조정



자료: ECB, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- ECB는 주요 정책금리를 25bp 인하하고 자산매입(APP), 팬데믹 긴급매입 프로그램(PEPP) 등은 기존 스탠스를 유지하기로 결정 \* 수신금리 3.25%→3.0%, 리파이낸싱금리 3.40%→3.15%, 한계대출금리 3.65%→3.40%
- 최근 금리인하로 기업 및 가계 신규대출금리는 하락했지만 통화정책은 여전히 제약적이며 과거 금리인상의 영향이 기존 대출에 계속 파급되고 있는 상황
- 물가상승률이 2% 중기 목표에서 안정될 수 있도록하고 데이터 의존적, 회의별 접근 방식 견지. 종전 중기 물가 목표에 적시 도달할 수 있도록 정책금리를 충분히 긴축적 수준으로 유지에서 변경
- 주요 물가 지표는 물가상승률이 2% 수준에서 안정될 가능성을 시사하나 경기는 당초 예상보다 느리게 회복되고 있다는 평가 제시
- 9월전망대비 GDP 성장률과 물가 전망 모두 하향조정

### 내수 부양, 통화정책 완화, 재정적자 목표 확대 등 정책 드라이브 강화 인정

(경제활동) 2024년 투자 부진, 2025년 수출 성장 전망 하향, 2026년 내수 성장 전망 하향 등을 반영하여 2024~2026년 성장률 성장률 전망치를 소폭 하향

- 3분기 성장률이 예상을 상회했지만 최근 정보들은 모멘텀이 약화되고 있음을 시사. 서비스업 경기가 둔화되고 있으며 기업들도 투자 확대를 보류하는 모습
- 다만 향후에는 실질 소득 증가, 금융여건 완화 등으로 유로존 경제가 점차 회복될 것으로 예상. 무역 긴장이 고조되지 않는 한 대외 수요가 강화되며 수출도 회복을 뒷받침할 것으로 기대
- 재정 및 구조 개혁 정책으로 유로존의 생산성, 경쟁력, 회복력을 강화시킬 필요. 드라기의 유럽 경쟁력 강화 방안, 단일시장 강화 제안 등에 대해 신속하게 후속 조치를 마련하는 것이 중요

(물가) 물가 상승률은 최근 데이터의 큰 폭 하락과 유가 및 전기 요금 하락 가정 등을 반영하여 2024~2025년 전망치를 소폭 하향

- 11월 물가상승률 상승은 에너지 부문의 기저효과에 기인하는 것으로 예상된 결과. 국내물가 상승률은 아직 높은 수준이지만 기초적 물가상승률은 중기 목표로 향하고 있는 모습
- 향후 물가상승률은 노동비용 압박 완화, 과거 금리인상의 영향이 지속되며 목표 수준에서 안정될 전망. 장기 기대 인플레이션은 2% 수준을 나타내고 있으며 10월 회의 이후 중장기 인플레이션 보상 지표들도 현저하게 하락

(리스크 평가) 성장률은 하방 리스크가 크며 물가상승률은 상하방 리스크가 병존. 한편 글로벌 무역마찰 증가는 물가 전망의 불확실성을 키우는 요인

- 글로벌 무역마찰 증가, 지정학적 위험, 예상을 상회하는 통화긴축 파급효과 등은 성장에 하방 요인으로 작용할 가능성
- 물가는 임금·기업이윤의 예상 외 큰 폭 상승, 지정학적 긴장, 기상 이변 등 상방 리스크와 지정학적 불안이나 통화정책이 내수를 크게 위축시키거나 대외 환경이 크게 악화되는 경우의 하방 리스크가 병존

(금융환경) 주요 금리는 경제 전망 악화 인식으로 추가 하락. 금융여건은 여전히 제한적이지만 신규 차입 비용은 감소했으며 은행 대출도 개선

- 은행들은 견고하고 금융시장 스트레스 징후도 거의 보이지 않는 상태. 금융 취약성이 누적될 경우에는 거시경제정책으로 우선 대응

### 라가르드 총재의 기자회견 요약 내용

#### 25bp 인하 배경

아직 물가(와의 싸움)에 대한 승리나 “임무 완수” 로 볼 수는 없지만  
디스인플레이션이 순조롭게 진행되고 있음을 확인  
50bp 인하 논의도 있었으나 물가의 양방향 위험 등도 감안하면 25bp 인하가 적절하다는 데 전원 동의

#### 중립금리 추정

중립금리를 사전에 정확하게 추정하긴 어려우며 금번 회의에서 이에 대한 논의는 없었음  
중립금리에 다가가면서 논의하게 될 것으로 예상  
여러 요인들로 중립금리가 과거에 비해 높아졌을 수 있다는 견해가 있으며  
지난해 직원 보고서에서의 추정치는 1.75%~2.5%였다고 언급

#### 미 관세 영향

무역 제한, 보호무역 조치들은 성장에 도움이 되지 않으며  
물가에는 단기적으로는 상승 요인일 수도 있지만 조치의 규모, 보복 여부 등에 따라 달라질 수 있기 때문에  
전체적 영향은 불확실  
미 무역정책 관련 불확실성은 기본 전망에는 직접적으로 반영되어 있지 않으나 리스크 평가 부분에 반영  
데이터에 의존할 것이기 때문에 특정한 것을 가정하는 것은 올바른 접근 방식이 아니라는 판단

#### 향후 금리경로

“충분히 긴축적인 수준” 이라는 문구는 삭제되었으나 통화정책은 여전히 긴축적  
다만 총 100bp 인하로 수신금리가 3%까지 내려온 점을 들어 이미 많은 길을 지나왔으며  
인플레 위험도 더 이상 일방향이 아닌 점을 언급  
유로존 경제의 회복력 확대 방안과 관련 정부의 재정 통합



## [ECB 금리인하] 최종 정책금리는 중립금리 수준을 밑돌 가능성 확대

### 글로벌 주요 IB 25년 3분기 중 ECB 기준금리 1.75% 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	1.5	1.5
Barclays	3.00	2.50	2.00	1.75	1.5
GS	3.00	2.50	2.00	1.75	1.75
JPM	3.00	2.50	2.00	1.75	1.75
Nomura	3.00	2.50	2.00	1.75	1.75
Deutsche	3.00	2.50	2.00	1.75	1.5
UBS	3.00	2.50	2.00	2.00	2.00
<b>중간값</b>	<b>3.00</b>	<b>2.50</b>	<b>2.00</b>	<b>1.75</b>	<b>1.75</b>

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

### 글로벌 주요 IB 25년 상반기 중 ECB 기준금리 2% 도달 전망(10월 FOMC 이후)

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
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
<b>중간값</b>	<b>3.00</b>	<b>2.50</b>	<b>2.00</b>	<b>2.00</b>	<b>2.00</b>

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 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
- 글로벌 IB들도 25년 2분기 기준금리 2% 도달, 3분기 1.5 ~ 1.75% 까지 추가 금리인하 기대 반영
- 10월 금리인하 이후 ECB 회의별 인하 및 2025년 2분기 중 2.0% 도달 전망에서 비둘기파적인 스탠스 강화
- 물가상승률의 큰 폭 둔화는 ECB의 금리 인하에도 금융환경이 계속 제약적일 수 있음을 시사
- 따라서 ECB는 2% 기준금리에 빠르게 도달하는 것은 물론, 중립금리 이하로 내려 경기 사이클 개선에 노력할 전망

# Issue 5. 물가 반등과 12월 FOMC 경계심리

---

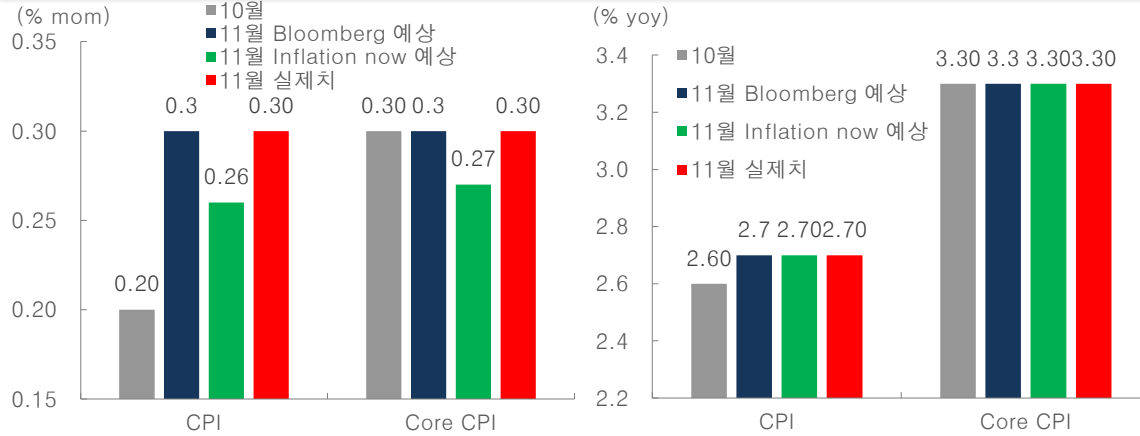
Strategist 이경민

02) 769-3840 / [kyoungmin.lee@daishin.com](mailto:kyoungmin.lee@daishin.com)

텔레그램 채널 [daishinstrategy](#)

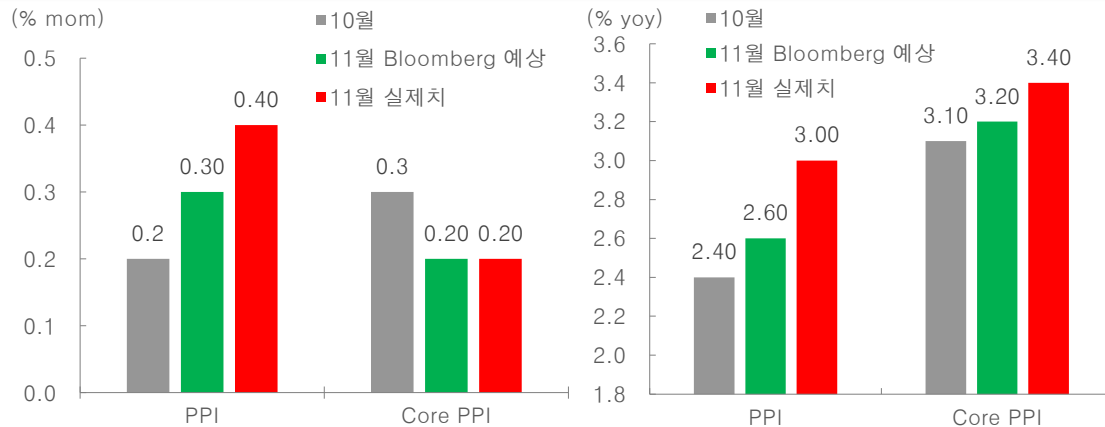
# [11월 물가지표] CPI는 예상 부합, Core CPI 둔화 지속. PPI는 물가 상승 폭 확대, 예상 상회

## 11월 CPI 2개월 연속 반등, Core CPI는 정체 확인, 예상 부합



자료: 미국 상무부, 클리블랜드 연은, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

## PPI는 2개월 연속, Core PPI는 3개월 연속 급반등, 예상 상회

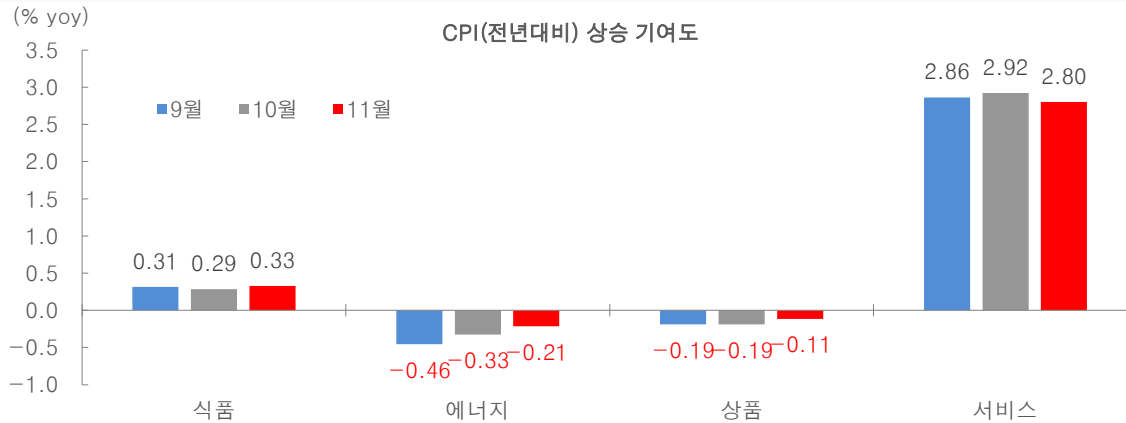


자료: 미국 상무부, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 미국의 11월 소비자물가 상승률은 전년 동월대비 2.7%, 전월대비 0.3%로 상승(9월 2.6%, 0.2%)했으며 근원 소비자물가 상승률은 전년동월대비 3.3%, 전월대비 0.3%로 전월수준 유지
- 모두 예상치 부합하며 12월 연준 금리인하 기정사실화
- 허리케인 여파로 중고차, 호텔숙박비 등의 상승세 지속에도, 주거비 상승세 둔화 확인했다는 점에서 긍정적
- 주거비 주도 디스인플레이션 유효한 것으로 보이나, 선행지표 대비 상승률 둔화가 느림
- 최근 소비심리가 연이어 서프라이즈를 달성하고 소득증가세 또한 양호하게 유지되는 점 감안했을 때 연말까지 물가 수요측 압력이 잔존할 가능성
- 종합하면 당분간 하방경직적인 물가 예상되며, 12월 FOMC회의 점도표/중립금리 상향 조정 가능성 배제할 수 없다는 판단

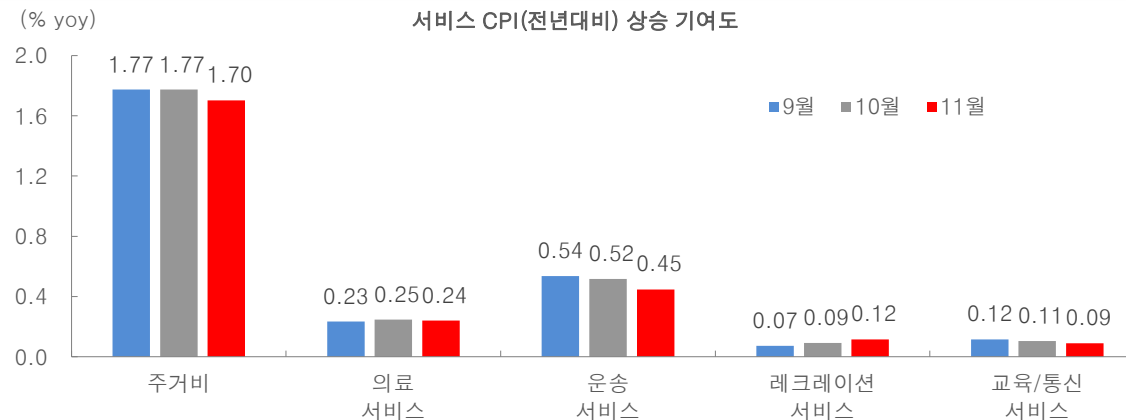
# [11월 CPI] 물가 상승 우려는 오래가지 않을 전망

## 물가 반등은 식품 물가 반등, 에너지, 상품 물가 마이너스 폭 축소, 서비스는 둔화



자료: 미국 상무부, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 서비스 물가 중 주거비, 운송 서비스 둔화세 재개

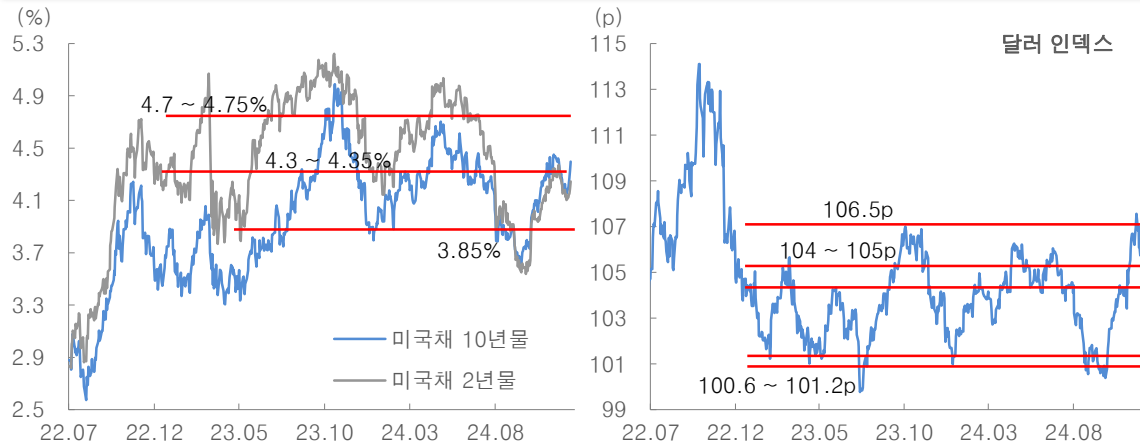


자료: 미국 상무부, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 11월 물가 상승은 식품 가격 상승이 주도. 조류독감 영향으로 계란 가격이 큰 폭 상승한 것
- 여기에 중고차 가격, 호텔숙박비 등이 상승하며 허리케인 여파도 여전히 물가 상승 압력으로 작용
- 한편 물가 안정을 저해했던 주거비는 임대료, 소유주등가임대료(OER) 모두 상승 폭 둔화가 재개되면서 우려와 달리 서비스 물가는 다소 안정적인 모습
- 게다가 PPI 중 PCE에 반영되는 부문(항공료, 포트폴리오관리비 등)의 물가는 오히려 전월보다 하락 전환
- CPI/PPI와는 다르게 11월 PCE물가에서는 전월대비 물가상승세가 하향 안정될 가능성도 열어둘 필요가 있음

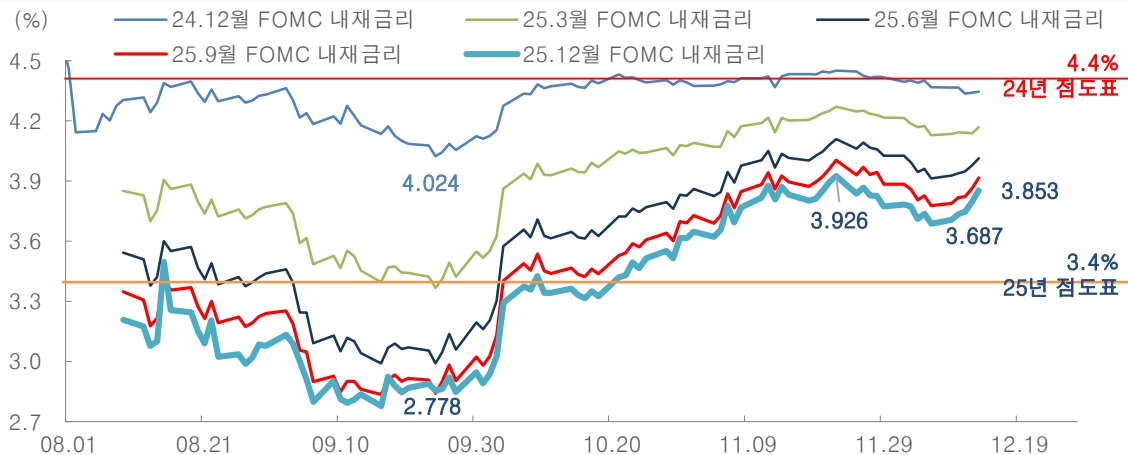
# [채권금리/달러] 물가 반등 & 입찰 부진 & 12월 FOMC 경계심리 확대에 금리, 달러 반등

## 미국채 10년물 4.4%대로 반등, 달러 인덱스 107p 도달



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 25년 예상 기준금리, 점도표와 Gap 45bp로 다시 확대

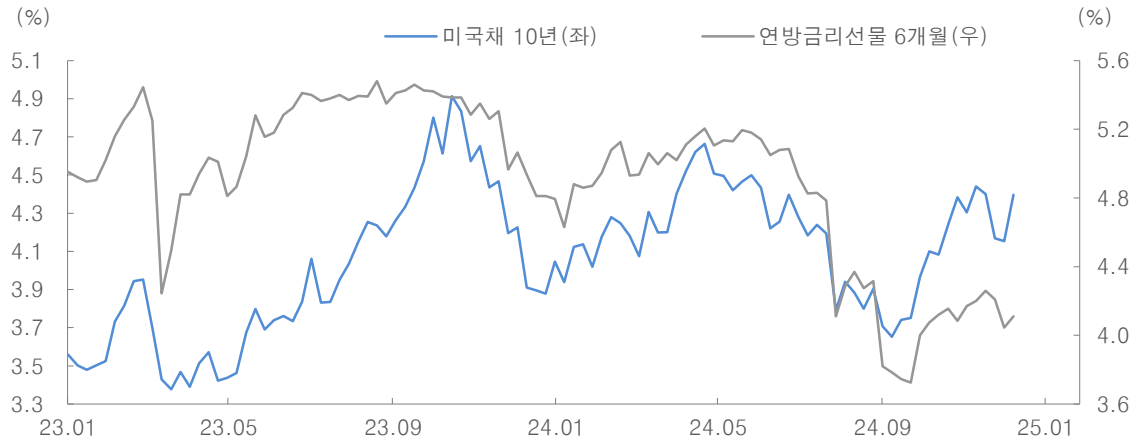


자료: Bloomberg WIRP, 대신증권 Research Center

- 연준 위원들의 12월 금리인하에 대한 언급과 경제지표 둔화, 트럼프 불확실성 완화에 힘입어 하향안정세를 보이던 채권금리, 달러화 다시 반등
- 4.1%대로 내려앉았던 미국채 10년물은 다시 4.4%를 회복했고, 106p 초반대로 레벨다운되었던 달러화도 107p 근접
- 25년 금리인하 기대가 3.687%에서 3.853%로 급반등하면서 25년 연준 점도표인 3.4%와 격차가 28.7bp에서 45.3bp로 확대
- 25년 연내 두 번 정도 금리인하 컨센서스 형성 중
- 물가 반등에 12월 19일 FOMC 경계심리가 유입된 결과
- 12월 FOMC 결과에 따라 등락 결정될 것

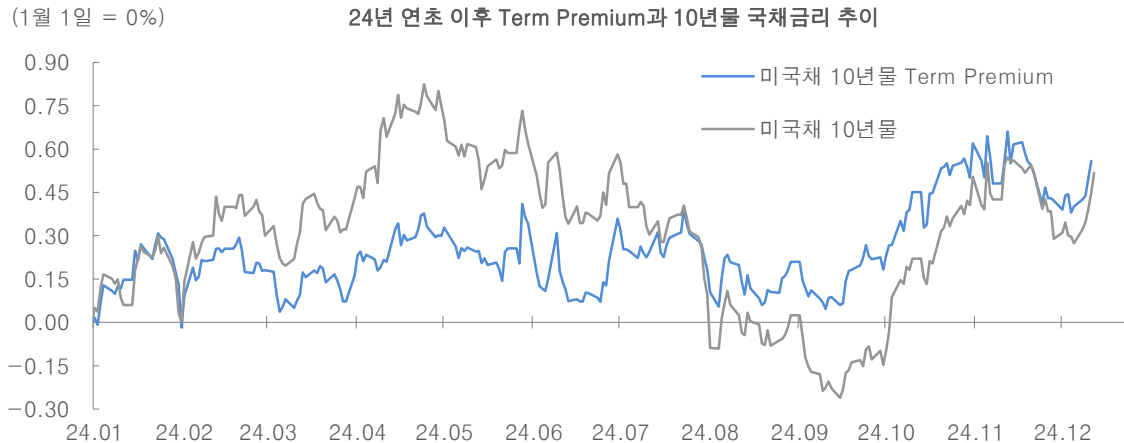
## [채권금리 반등] 통화정책 기대심리 후퇴에 입찰 부진 영향

연방금리선물 6개월은 32.5bp 반등. 미국채 10년물은 74.5bp 반등



자료: Bloomberg, Bloomberg WIRP, 대신증권 Research Center

채권금리 반등 과정에서 텀 - 프리미엄도 상승. 심리/수급 변수도 가세



자료: Bloomberg, 아틀란타 연은, 대신증권 Research Center

- 또다른 문제였던 트럼프 불확실성은 완화되었지만, 지난주에는 장기물 입찰 부진이 채권금리 반등의 또다른 변수
- 연방금리 선물 6개월물이 32.5bp 반등한 데 반해, 미국채 10년물은 74.5bp 반등. 연방금리 선물은 전고점에 근접하지 못했지만, 10년물 채권금리는 전고점 근접
- 연방금리 선물 12개월물은 96bp 상승했지만, 5월말 ~ 9월 둘째주까지 하락폭 (184.5bp, 10년물 72b)을 되돌림이 강한 것으로 판단
- 통화정책 기대 정상화, 불안심리보다 미국채 10년물 상승폭이 컸다는 의미
- 경기, 통화정책 변수 외에도 입찰 부진 이슈가 글로벌 증시는 물론, 채권시장을 비롯한 금융시장 전반에 변동성을 자극

# 하락 추세 종료. KOSPI 새로운 상승추세 형성 예상

---

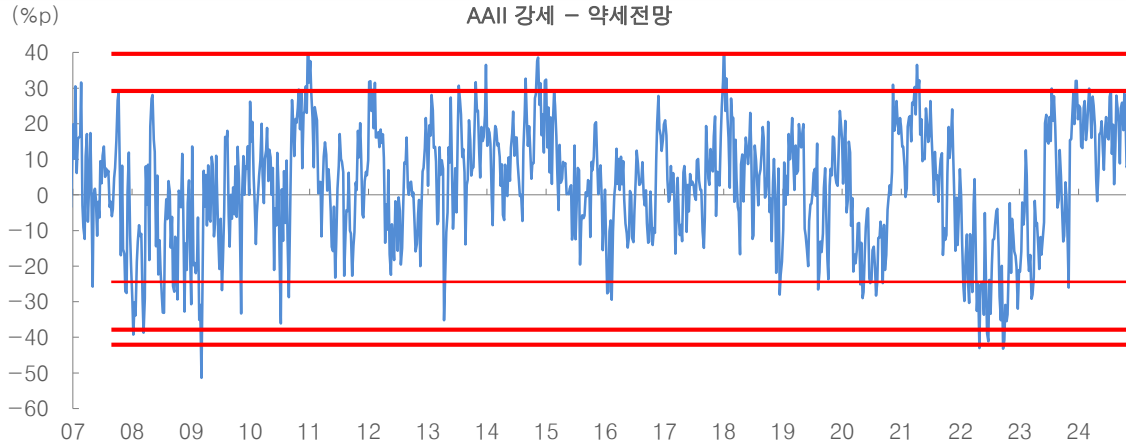
Strategist 이경민

02) 769-3840 / [kyoungmin.lee@daishin.com](mailto:kyoungmin.lee@daishin.com)

텔레그램 채널 [daishinstrategy](#)

# [투자심리] 개인투자 심리 과열 진정, Fear & Greed Index는 중립 영역에서 등락 반복

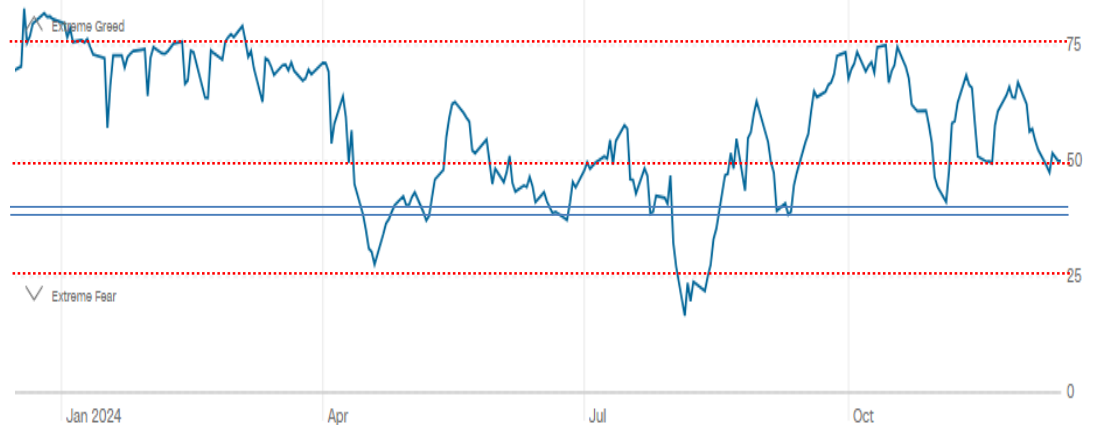
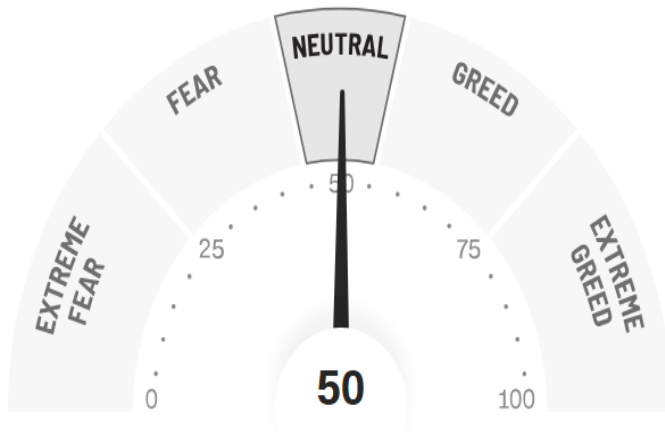
## AAII 강세-약세전망, 7개월만에 마이너스 반전 이후 다시 플러스 반전



- AII 강세-약세 전망 Spread 역사적 고점 수준에서 하락 반전, 7개월만에 마이너스 반전. 한 주만에 10%p대로 반등했지만, 투자심리 과열 진정
- CNN Money에서 제공하는 Fear & Greed Index는 중립 구간으로 전환. 다시 과열권으로 진입한 이후 재차 진정국면 진입
- 미국 증시 추가 상승시도는 가능하지만, 상승탄력이나 강도는 제한적일 가능성 높음

자료: AII, Bloomberg, 대신증권 Research Center

## Fear & Greed Index는 다시 중립 구간으로 전환된 이후 등락 반복 중

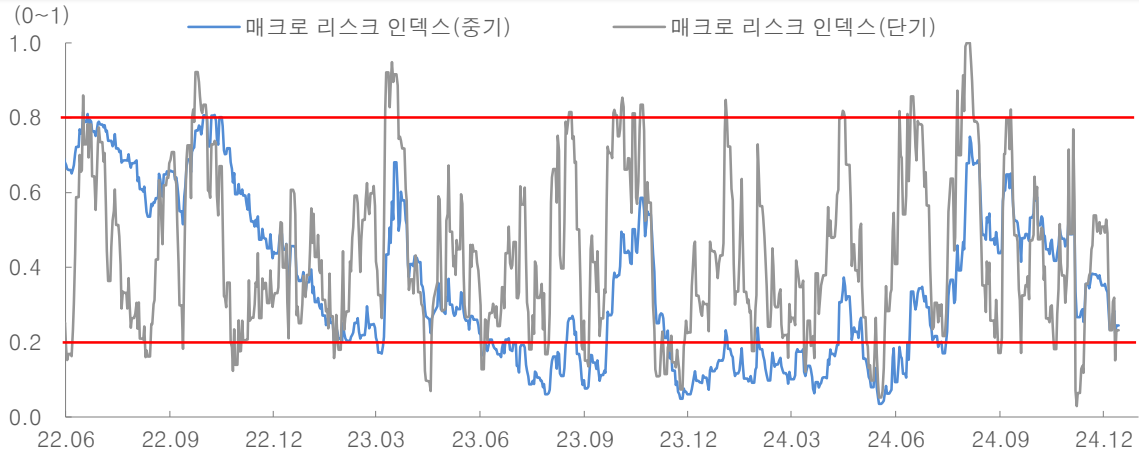


자료: CNN Money, 대신증권 Research Center



# [리스크/변동성 지표] 단기 Risk On 시그널 정점 통과 가능성. VIX 12% 수준에서 반등 시도 중

## Macro Risk Index 0.15에서 반등. 단기 Risk On 시그널 정점 통과 가능성



자료: CITI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

## VIX 12% 수준에서 반등. 15% 돌파 여부 주목



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 글로벌 증시 등락은 매크로 리스크 인덱스(MRI)에 좌지우지
- 단기 매크로 리스크 인덱스가 12월 11일 0.15을 기록한 이후 반등 전개. Risk On 시그널 정점 통과 이후 Risk Off 시그널 전환 가능성 확대
- 중기 매크로 리스크 인덱스도 0.22까지 하락. 자칫하면 중단기 Risk Off 시그널 발생 가능
- 증시 변동성을 보여주는 VIX는 네번째 15% 수준을 하회. 12.77%까지 레벨다운 되었다가 반등시도 중
- 미국 증시는 단기 과열 완화/물량 소화과정 전개 가능성. 급락보다는 지지력 테스트 이후 분위기 반전 시도에 나설 가능성 높다고 판단

# [미국 증시] S&P500, 단기 지지권에서 반전. 사상최고치 행진은 가능하지만, 탄력적인 상승은 제한적

## S&P500 주간차트. 완만한 우상향 박스권 등락 예상



자료: 대신증권 Research Center

## S&P500 일간차트. 다시 상승추세대 상단 도달, 단기 지지권은 5,800선



자료: 대신증권 Research Center

- 미국 증시의 중장기 상승추세는 견조하다고 판단. 이동평균선 간의 정배열이 진행 중이고, 중장기 이동평균선 모두 상승 추세 진행 중
- 단기 변동성 확대 또는 단기 등락(과열 해소) 이후 레벨업되는 과정 반복할 가능성 높음. 완만한 우상향 흐름을 보이는 박스권 등락 예상
- 단기 등락으로 과열 해소, 매물소화 과정을 거친 뒤 재차 사상최고치 행진을 이어가는 패턴 반복
- 이 과정에서 주간, 일간 차트상 MACD OSC와 Stochastics의 동반 하락 다이버전스 발생
- 중장기 상승추세는 유효하지만, 역사적 고점 경신이 단기 정점 통과 시그널이 될 수 있음
- 단기 과열 해소, 매물소화 국면 전개시 직전 저점권이자 40일, 50일 이동평균선이 위치한 5,800선 전후가 1차 지지선. 지지력 확보시 역사적 고점 돌파시도 가능
- 이탈시 5,400선대로 레벨다운 예상

# [미국 증시] 나스닥도 상승추세대 상단 저항 부담 가중. 상승 탄력은 제한적, 단기 트레이딩 유효

## 나스닥 주간차트. 상승추세대 상단에서 재차 하락 반전



자료: 대신증권 Research Center

## 나스닥 일간차트. 상승추세대 상단에서 등락 반복. 19,000선 지지력 체크



자료: 대신증권 Research Center

- 나스닥 지수 또한 상승추세는 건조, 이동평균선 간의 정배열이 진행 중이고, 중장기 이동평균선 모두 상승추세 진행 중
- 다만, 중장기 과열과 매물부담을 해소하는 시간이 필요. 당분간 박스권 등락 불가피
- 트럼프 당선 이후 나스닥은 등락을 통해 단기 과열해소, 매물소화과정을 거친 뒤 다시 사상최고치 행진을 이어감
- 이 과정에서 주간, 일간 차트상 MACD OSC와 Stochastics의 동반 하락 다이버전스 발생
- 중장기 상승추세는 유효하지만, 역사적 고점 경신이 단기 정점 통과 시그널이 될 수 있음
- 현재 나스닥 지수는 상승추세대 상단이자 전고점 19,600선 돌파. 향후 탄력적인 상승을 기대하기는 어려울 전망
- 단기 조정시 19,000p 지지력 확보 여부가 관건이 될 것
- 이탈시 17,000선 중반대로 레벨다운 가능

# [KOSPI 12월 전망] UnderShooting, 2,360p에서 저점 확인. 2,580선에서 단기 숨고르기 가능성

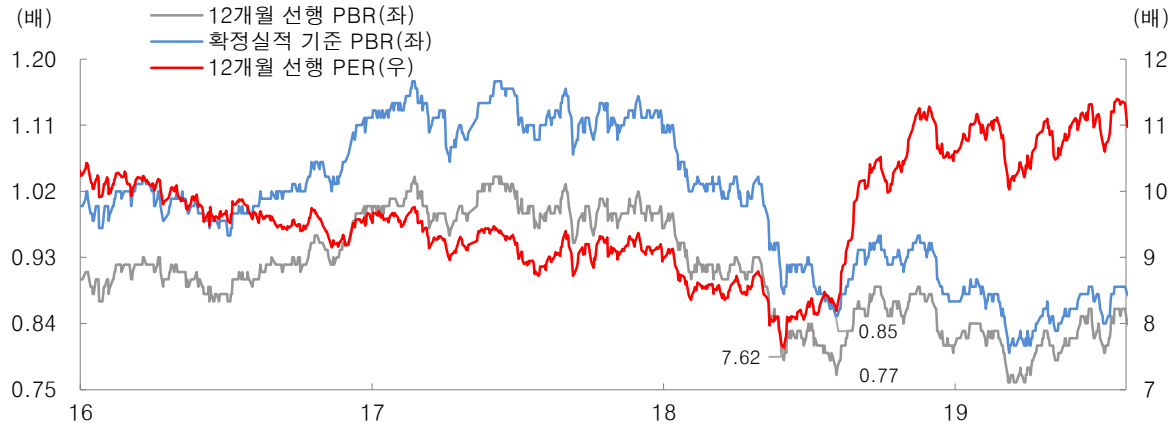


자료: 대신증권 Research Center

- KOSPI 기술적 반등 국면에서 2,500선 돌파에 실패하며 하락 반전. 여기에 계엄령 사태까지 가세하면서 전 저점권 하향이 탈, 2,360선 도달
- 이후 KOSPI는 급반등세를 보이며 2,490선 회복. 24년 7월 이후 형성되어 온 하락추세대 상향돌파
- 7월 고점 이후 시작된 중기 조정이 마무리되었고, 새로운 상승추세 형성 가능성 시사
- 미국, 일본 통화정책 회의와 경제지표 결과, 향후 KOSPI 기업 실적 추이에 따른 등락이 불가피하겠지만, KOSPI는 그동안 부진에서 벗어나 상승추세를 형성해 나갈 전망
- 단기적으로는 중요 저항선이자 분기점, 480일 이동평균선이 위치한 2,580선 전후에서 숨고르기, 과열해소 가능성은 염두에 둘 필요가 있지만, 이는 이보전진을 위한 일보 후퇴일 가능성 높음
- 월요일 탄핵안 가결에 급반등 전개시 추격매수보다는 단기 등락을 활용한 비중 확대, 매집 전략 유효

# [KOSPI 12월 전망] 24년 4분기 Rock Bottom에 대한 고찰

## 미중 무역전쟁 격화, 반도체 하락 사이클, 미국 일시적 역성장 당시 18년 중반 밸류



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## 시장이 우려하는 변수들이 현실화될 경우 KOSPI Rock Bottom 2,250 ~ 2,428p

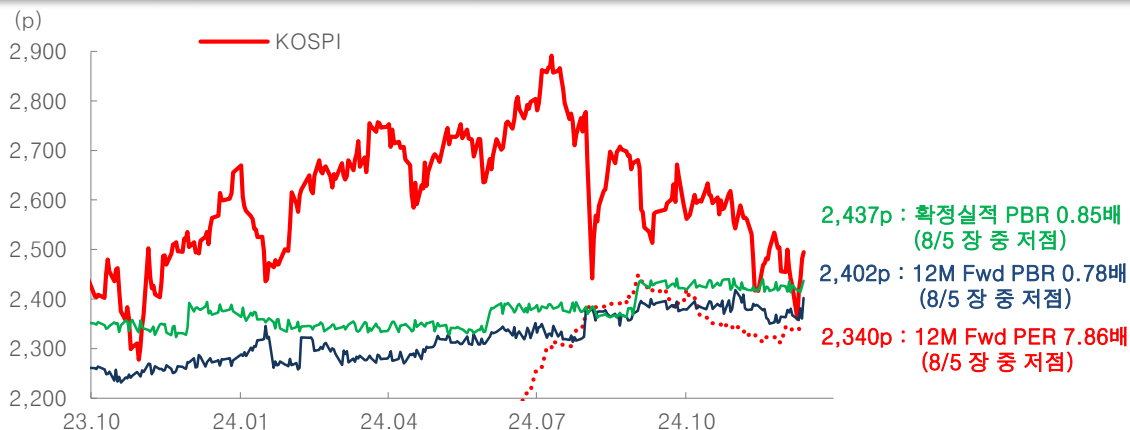
이슈/이벤트	선행 PER	KOSPI	선행 PBR	KOSPI	확정실적 PBR	KOSPI
금융위기	6.27	1,852	0.76	2,307	0.81	2,314
미국 신용등급 강등	7.44	2,198				
미중 무역전쟁, 반도체 하락 사이클, 미국 경기 일시적 역성장	<b>7.62</b>	<b>2,251</b>	<b>0.77</b>	<b>2,337</b>	<b>0.85</b>	<b>2,428</b>
코로나19 쇼크	7.52	2,221	0.57	1,730	1	1,685
미국/유럽 경기침체 가시화	8.52	2,517	0.78	2,367	0.8	2,285
8월 5일(경기침체 쇼크) 증가	8.04	2,375	0.8	2,428	0.87	2,485
8월 5일 장 중 저점 기준	<b>7.86</b>	<b>2,322</b>	<b>0.78</b>	<b>2,367</b>	<b>0.85</b>	<b>2,428</b>

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 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 2,250 ~ 2,428p. KOSPI Rock Bottom 권이라고 판단
- KOSPI 2,400선대부터 비중확대 전략 유효

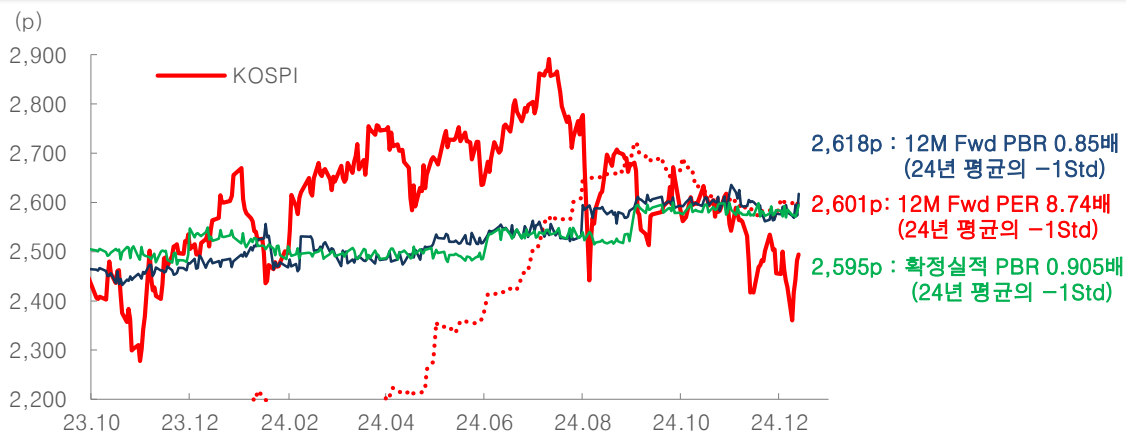
## [KOSPI 지지/저항선] 밸류에이션 기준 의미있는 저점 통과. 1차 정상화 목표는 2,590 ~ 2,620선

밸류에이션 측면에서 Rock bottom은 2,360 ~ 2,420선.  
8월 5일 장 중 저점이자 2018년 중반 밸류에이션 레벨



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

밸류에이션 측면에서 1차 정상화 목표는 2,590 ~ 2,620선



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- KOSPI는 밸류에이션 측면에서 Rock Bottom 통과했다고 판단
- 8월 5일 장 중 저점 밸류에이션 수준이 KOSPI 2,340 ~ 2,440선에 위치. 2018년 중반 미중 무역분쟁 격화, 반도체 사이클 악화, 미국 경기침체 우려가 반영되었던 밸류에이션 수준이기도 함
- 따라서 동 지수대에서는 비중확대 전략 유효. 12월 9일 2,360p 저점이 이번 중기 조정의 Rock Bottom이라고 판단
- 한편, 1차 밸류에이션 정상화 목표치는 2,590 ~ 2,620선. 밸류에이션 측면에서 24년 평균의 -1표준편차 수준
- KOSPI 2,400선대 부터 주식 비중을 늘려가는 전략은 여전히 유효
- 2,500선 후반에서 단기 조정 국면 진입 시 비중확대 전략 재차 강화

# [KOSPI 12월 전망] Worst Case : UnderShooting 이후에는 중기 상승추세 전환 가능성

Worst Case에서 단기 급락, UnderShooting은 마지막 하락파동  
 중기 조정 이후 중기 상승추세 전개 예상. 단기 변동성 이후 더 큰 상승 기대



- Worst Case가 진행됨에 따라 단기 급락은 불가피했지만, 이는 7월 이후 형성된 하락추세의 마지막 하락, 급락 파동. 이후에는 더 큰 상승이 예정되어 있다고 판단
- 즉, 중기 조정 이후 중기 3파동 전개가 예상되기 때문. 통상적으로 상승추세 3파동이 가장 강하고, 탄력적인 상승추세일 가능성 높음. MACD OSC 상승 다이버전스 진행 중
- 분위기 반전은 22년 12월, 23년 1월 급등락 국면, 23년 10월말 급락 이후 급반등 과정과 유사할 것으로 예상
- 단기 급락 이후 급반등 하면서 공포심리를 이용한 주식 비중확대 전략, 또는 주식 비중 유지가 유효하다고 판단

자료: 대신증권 Research Center

# Inflection Point 1.

2004년 7월 이후, 2023년 11월 이후  
KOSPI를 되돌아 볼 필요가 있어...

---

Strategist 이경민

02) 769-3840 / [kyoungmin.lee@daishin.com](mailto:kyoungmin.lee@daishin.com)

텔레그램 채널 [daishinstrategy](#)



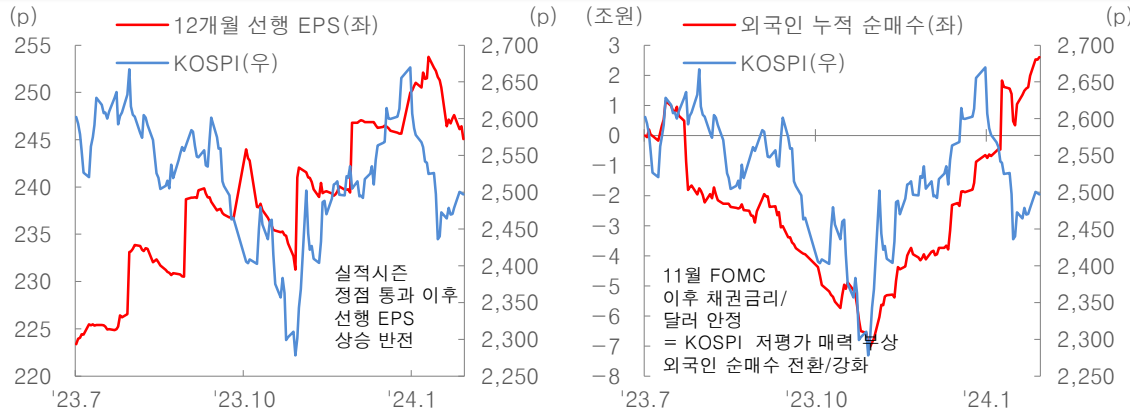
# [23년 10월 31일과 데자뷰] 단기 Under Shooting 이후 분위기 급반전. 2개월만에 17% 급등

KOSPI 26일 단숨에 2,300선 위협, 31일 장대 음봉으로 2,273.97p 레벨다운  
 중요 지지선이었던 2,400p. 2,300p가 단기간에 무너지며 시장 전반에 비관론 팽배



자료: 대신증권 Research Center

23년 10월 31일 KOSPI 저점 이후 분위기 급반전.  
 실적 불안 진정, 채권금리/달러 안정 = 외국인 순매수

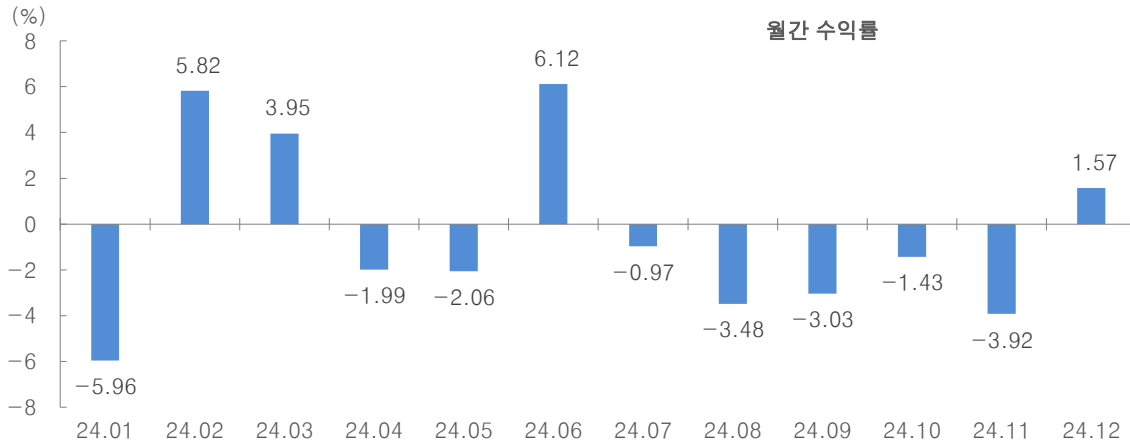


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 최근 시장 흐름은 23년 10월말과 매우 비슷함. 실적 불안, 채권금리/달러화 급반등, 외국인 대량 매도가 가장 큰 특징
- 당시 KOSPI는 26일 단숨에 2,300을 위협했고, 31일 장대 음봉으로 2,273.97p로 장을 마감. 중요 지지선이었던 2,400p. 2,300p가 단기간에 무너지며 시장 전반에 비관론이 팽배
- 이 과정에서 KOSPI는 23년 8월 1일 고점 대비 14.59% 하락했고, 외국인 투자자는 4,94조원 순매도를 기록. 12개월 선행 EPS는 9월초 이후 3.11% 하향조정
- KOSPI는 10월 31일을 저점으로 반등에 나섬. 11월 1일 곧바로 2,300선을 회복했고, 두달 동안 거침없는 상승세로 24년 1월 2일 2,669.81p로 레벨업. 두 달만에 17.2% (391p) 수익률을 기록, 독보적인 글로벌 1위 수익률을 기록한 것
- 분위기 반전의 시작은 덜 매파적이었던 11월 FOMC(11월 1일) 결과와 한국 수출 개선. 이를 계기로 낙폭과대, 저평가 인식이 강해졌고, 이후 채권금리 하락, 실적 안정, 공매도 금지, 24년 실적 기대, 연말 외국인 선물/프로그램 매수 등이 가세하면서 KOSPI 상승에 힘이 실린 것

# [KOSPI 5개월 연속 하락] 2000년 이후 다섯 번째. 과거 버블 붕괴, 경기 침체 같은 국면에서 발생

## KOSPI 5개월 연속 하락. 12월 6개월만에 상승 반전 가시화



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## 2000년 이후 5개월 연속 두 번, 6개월 연속 두 번. 21년 11월 제외하고 추세 반전

구분	등락률 (연속 하락 마지막 달 이후)			
	1개월	3개월	6개월	12개월
2000년 12월	22.5 %	3.7 %	17.9 %	37.5 %
2004년 7월	9.3 %	13.5 %	26.8 %	51.1 %
2008년 11월	4.5 %	- 1.2 %	29.7 %	44.6 %
2021년 11월	4.9 %	- 4.9 %	- 5.4 %	- 12.9 %
<b>평균</b>	<b>8.9 %</b>	<b>10.5 %</b>	<b>21.0 %</b>	<b>25.2 %</b>
24년 11월 (현재)				

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 11월까지 하락 마감하면서 KOSPI는 5개월 연속 하락 마감
- 12월 첫째주도 -1.13%를 기록하면서 6개월 연속 하락 진행 중이었지만, 12월 둘째주 분위기 반전으로 6개월만에 월간 플러스 수익률 기록 중
- 이는 2000년 이후 다섯 번째로 매우 이례적인 연속 약세 흐름
- 과거 5개월 이상 연속 약세를 기록 한 경우는 2000년 이후 네 번에 불과
- 2000년 12월과 2008년 11월은 6개월 연속, IT버블과 글로벌 금융위기 시점
- 2004년 7월과 21년 11월은 5개월 연속
- 2004년 7월은 국내 카드사태 이슈, 21년 11월은 글로벌 경기 정점통과와 금리인상 사이클이 맞물린 지점

# [KOSPI 5개월 연속 하락] 단기 등락은 감안해야하지만, 강한 기술적 반등 또는 추세 반전 확률 높아

## 지금까지 증시 흐름은 2004년 7월 또는 21년 11월과 유사. 앞으로는?

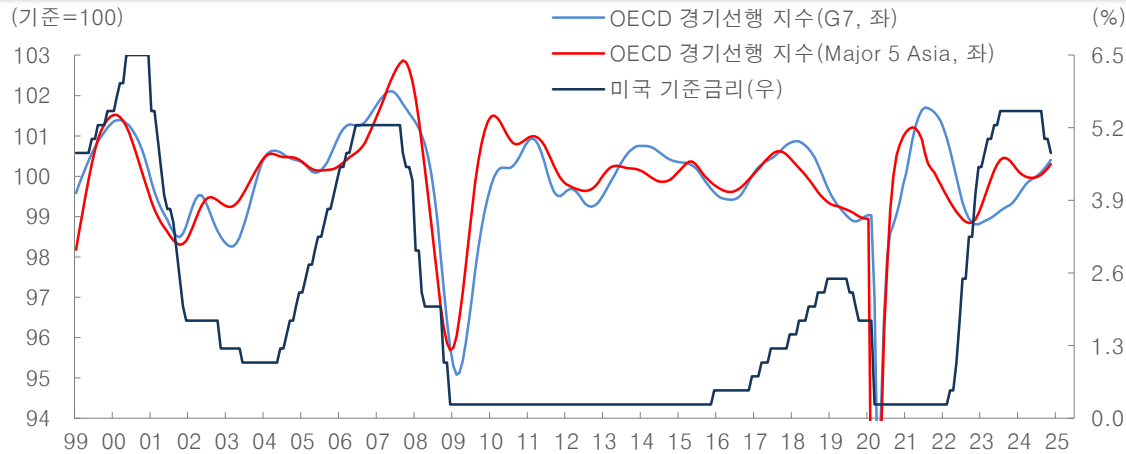
(연속 하락 마지막 거래일 = 100)



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## 유독 약세를 보였던 21년 11월에는 경기 둔화 & 금리인상 사이클 국면

(기준=100)

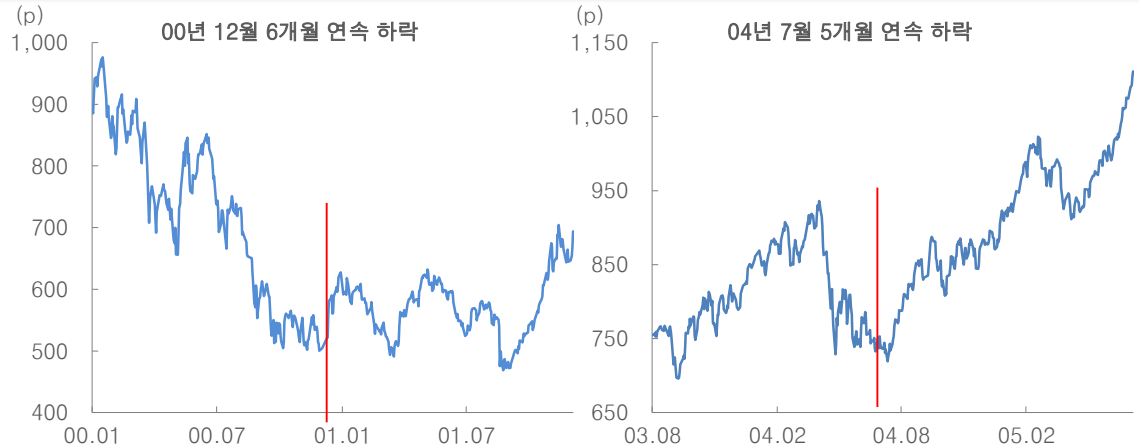


자료: OECD, FED, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 과거 연속 하락과 현재 KOSPI를 비교해 보면 2004년 7월과 2021년 11월과 유사한 흐름
- 현재는 글로벌 금융위기, 경기침체 국면이 아니고, 앞으로도 현실화될 가능성 낮다고 판단
- 현재로서는 2004년 7월과 유사한 흐름이 전개될 가능성 높다고 판단. 당시 KOSPI 약세는 글로벌 경기둔화와 금리인상 사이클에 대한 우려가 반영되기도 했지만, 카드사태에서 비롯된 것
- 이후 사태 해결과 글로벌 경기회복, 중국 경기 모멘텀 확대 등의 영향으로 빠른 분위기 반전 가시화
- 현재 글로벌 경기선행지수도 저점을 통과하는 과정. 국내 내수 불안, 자체 동력 부재가 KOSPI의 차별적인 조정의 원인. 내부 동력 약화 속에 금리인하 단행, 글로벌 경기 회복 조짐으로 수출 회복 가능성 확대
- 현편, 2021년 11월은 경기 정점통과와 증시 고점 통과 속에 이후에는 경기 둔화와 금리인상 사이클이 동시에 전개되었던 국면
- 현재 경기 저점 통과와 금리인하 사이클 진행 중과는 정반대 흐름

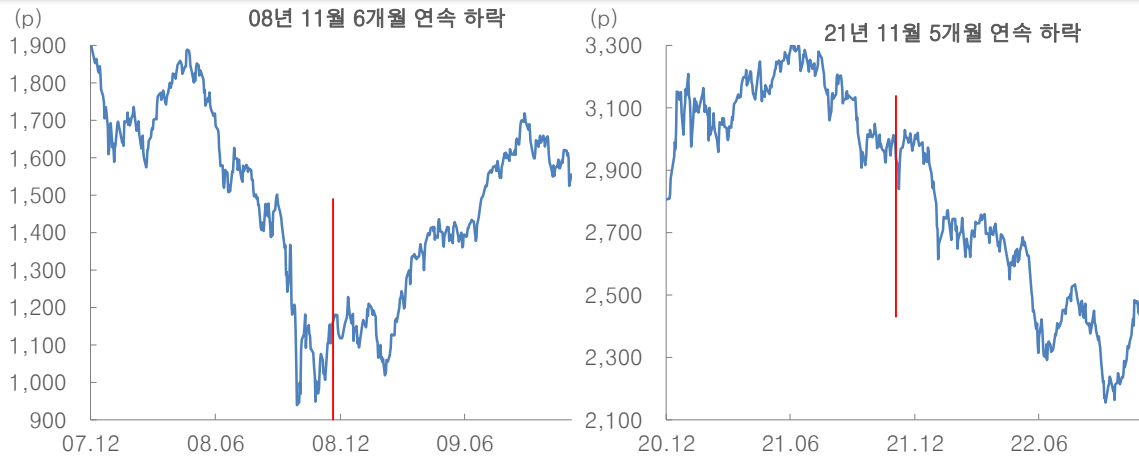
# [KOSPI 5개월 연속 하락] 두 번은 강한 추세 반전. 한 번은 박스권. 한 번은 하락추세 지속

## 00년 12월 박스권 등락. 24년 7월 단기 등락 이후 추세 반전



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## 08년 11월 급반등, 등락 이후 추세 반전. 11년 5월 단기 반등 이후 하락 추세 지속



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 2000년 12월은 1999년 ~ 2000년 IT버블이 붕괴되는 국면. 급격한 산업 사이클, 경기 악화와 함께 위기성 금리인하 단행
- 2004년 7월은 한국 카드사태 당시로 글로벌 경기와는 차별화된 한국 경기와 내수 영향으로 증시가 악세를 보였던 국면
- 2008년 11월은 글로벌 금융위기의 저점 국면. 경기 악화, 제로금리 도달 이후 조정을 마무리하는 과정에서 과도한 투자 심리 위축, 수급 악화로 급격한 변동성 확대
- 2021년 11월은 글로벌 경기 모멘텀, 사이클, 통화정책 정점 통과 과정에서 KOSPI 역사적 고점에서 하락 반전. 이후 경기 둔화와 금리인상 사이클이 맞물리며 하락추세 전개
- 전반적으로 시점의 차이는 있지만, 1년 정도의 투자시계를 감안할 때 추세 반전의 전환점일 가능성 높음

# Inflection Point 2.

12월 FOMC : 점도표 변화 체크.

12월 BOJ : 금융시장 영향력 제한적

---

Strategist 이경민

02) 769-3840 / [kyoungmin.lee@daishin.com](mailto:kyoungmin.lee@daishin.com)

텔레그램 채널 [daishinstrategy](https://t.me/daishinstrategy)

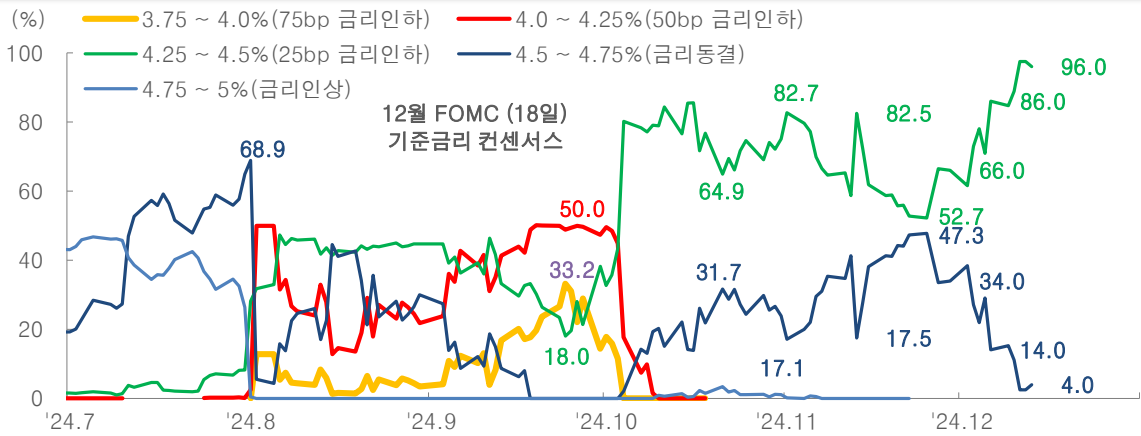
# [통화정책 컨센서스] 연준 위원들의 매파적인 스탠스 완화. 12월 금리인하 기정사실화

## 연준 위원들의 발언 10월 중순 저점으로 매파적으로 전환. 최근 정점 통과



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 12월 25bp 금리인하 확률 90% 상회. 기정사실화된 상황



자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

- 견조한 미국 경기 흐름 지속. 여기에 물가 반등이 가세하면서 연준 위원들의 발언이 매파적으로 전환
- 한 때 12월부터 금리인하가 없을 수 있다는 시장 우려 증폭. 하지만, 이는 시장의 컨센서스. 언젠가 변화할 수 있음을 강조한 바 있음
- 9월 FOMC 직후에는 50bp, 75bp 금리인하를 예상했던 시장 컨센서스였다는 점을 기억할 필요가 있었던 것
- 11월 FOMC 의사록과 물가, 경제지표를 확인하고, 연준 위원들의 발언을 통해 12월 금리인하 확률 다시 90% 상회. 기정사실화된 상황
- 문제는 25년 통화정책 컨센서스와 12월 FOMC에서 제시될 점도표
- 이제 25년 금리인하 전망의 변화 체크 필요

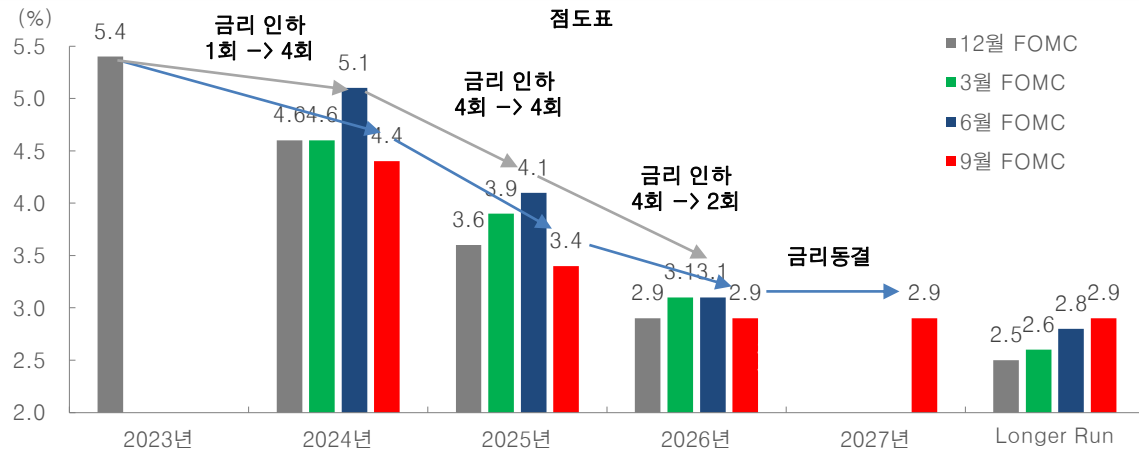
# [통화정책 컨센서스] 이미 시장, 투자자들은 25년 연내 2회(50bp) 금리인하 가능성을 반영 중

## 25년 50bp, 두 번 금리인하를 반영 중인 시장

MEETING DATE	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2024-12-18			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	96.0%	4.0%
2025-01-29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	18.5%	78.3%	3.2%
2025-03-19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.3%	52.0%	36.3%	1.4%
2025-05-07	0.0%	0.0%	0.0%	2.3%	19.7%	48.5%	28.5%	1.1%
2025-06-18	0.0%	0.0%	0.9%	9.1%	30.9%	40.6%	17.8%	0.7%
2025-07-30	0.0%	0.1%	2.3%	12.7%	32.5%	36.9%	14.9%	0.6%
2025-09-17	0.0%	0.6%	4.7%	17.3%	33.5%	31.8%	11.6%	0.4%
2025-10-29	0.1%	1.2%	6.6%	19.7%	33.3%	28.8%	9.9%	0.4%
2025-12-10	0.3%	1.9%	8.1%	21.3%	32.7%	26.6%	8.8%	0.3%

자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

## 연준의 점도표는 25년 4번 금리인하. 시장 컨센서스와의 괴리 확인 가능

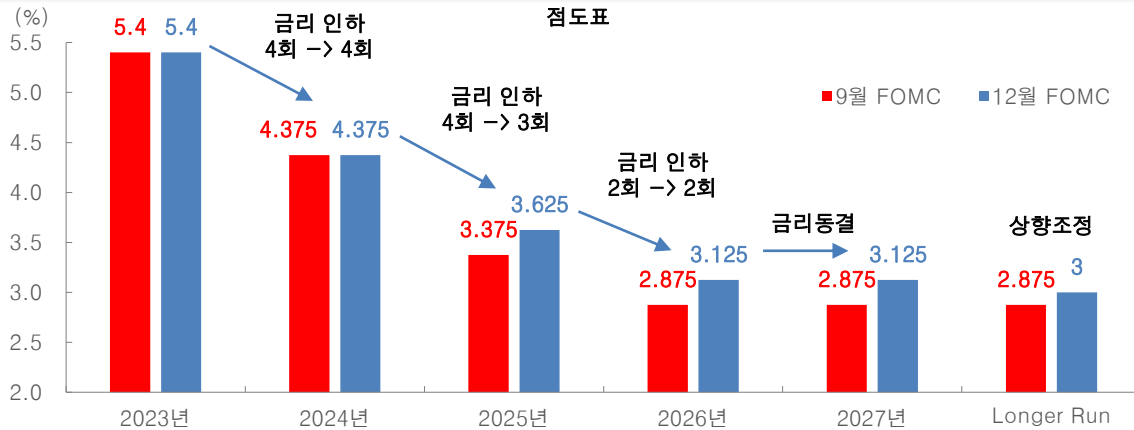


자료: FED, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 현재 시장은 25년 연내 두 번 금리인하 가능성을 반영 중
- FED Watch 기준 3월, 9월 금리인하로 컨센서스 형성 중. 9월 금리인하 확률이 33.5%로 동결(31.8%)과 좁은 격차를 보이고 있어 표면적인 금리인하 횟수보다 매파적 연준의 점도표인 4번 금리인하와 괴리가 큰 상황
- 그동안 연준 위원들 발언 중 비둘기파적인 발언이 있었음에도 불구하고 시장은 물가 반등, 금리인하 속도조절라는 편향적인 컨센서스를 강하게 반영해왔다고 판단
- 일단, 11월 FOMC 의사록에 대한 해석이 비둘기파적이었던 만큼 12월 FOMC 결과도 최소한 중립, 또는 비둘기파적으로 해석이 가능할 것
- 관건은 점도표 변화. 9월 FOMC에서 연준은 25년 4번 금리인하 제시. 금리인하 횟수 후퇴 여부, 후퇴시 25년, 26년 금리인하 횟수, 최종 기준금리 레벨 체크
- 시장에 충분히 매파적인 스탠스가 선반영된만큼 비둘기파적인 문구나 스탠스에 시장 반응이 강하고, 민감해질 것으로 예상

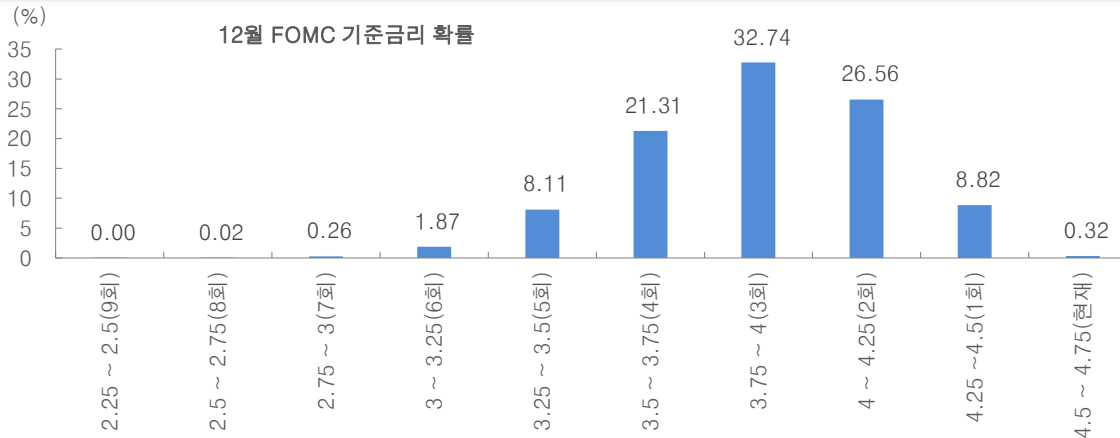
# [12월 FOMC 컨센서스] Bloomberg 컨센서스 기준 26년까지 금리인하 6번에서 5번으로 후퇴

## Bloomberg 컨센서스는 26년 최종 기준금리 상향조정 가능성을 높게 보고 있어



자료: FED, Bloomberg, 대신증권 Research Center

## Bloomberg 컨센서스보다 매파적인 시장, 투자자들의 예상치



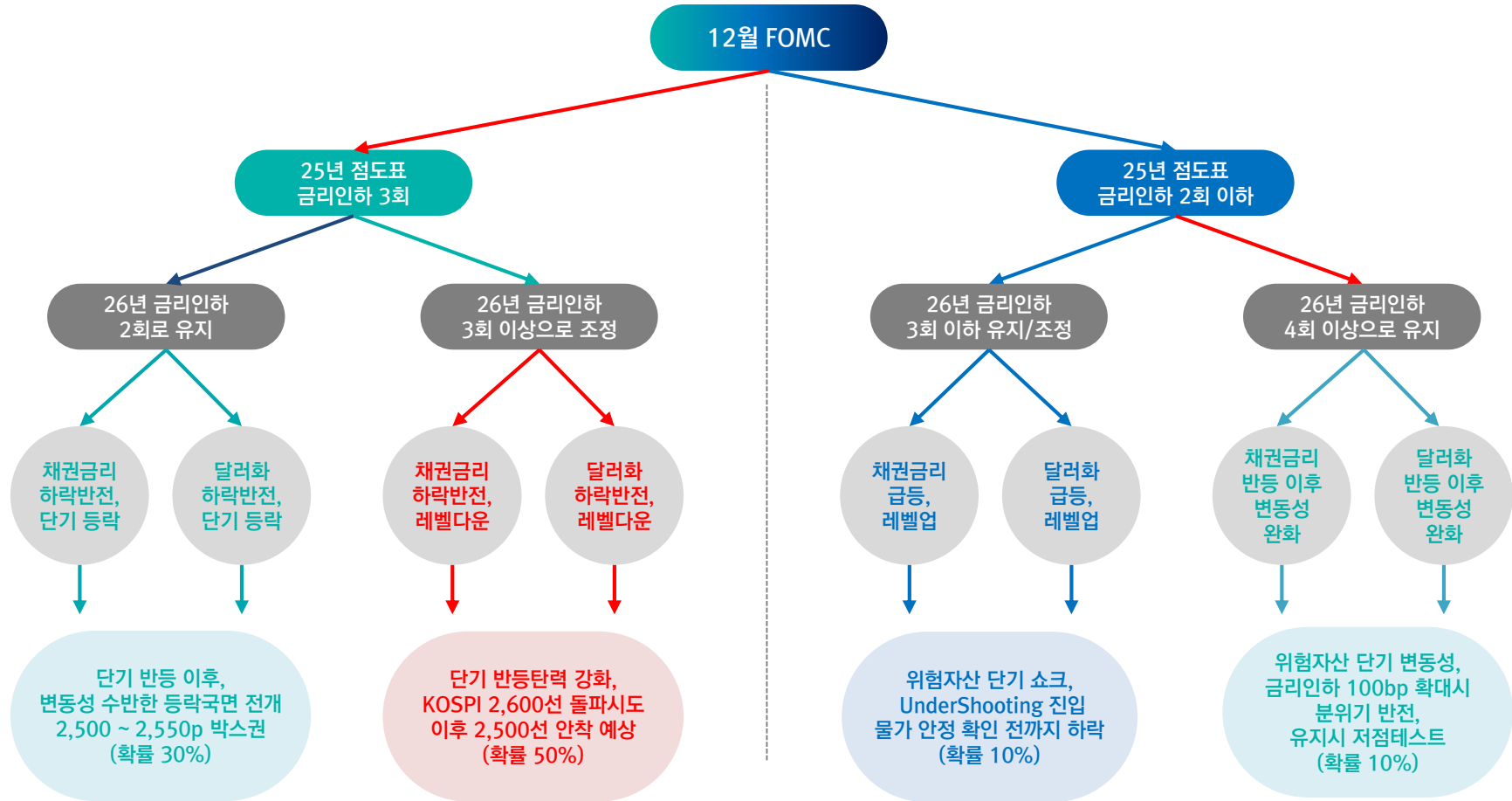
자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

- 현재 Bloomberg 기준 12월 FOMC 컨센서스 또한 9월대비 매파적으로 전환. 25년, 26년 기준금리 인하 횟수가 3번, 2번으로 9월 점도표 4번, 2번대비 후퇴
- 특히, 26년 기준금리 인하 전망이 2회로 유지됨에 따라 26년 연말 기준금리 전망이 2.875%에서 3.125%로 상향조정될 가능성을 높게 보고 있음
- 이는 금리인하 스탠스 후퇴 뿐만 아니라 최종 기준금리 레벨이 상향조정되면서 매파적인 스탠스를 강하게 보여줄 수 있음
- 이 경우 시장의 컨센서스대로 발표될 경우 단기 변동성 확대 불가피. 하지만, 이미 시장이 예상한 만큼 충격은 제한적
- 만약 24년 점도표가 2회로 후퇴하고, 26년 기준금리까지 상향조정될 경우 단기 충격은 감안해야 할 것
- 한편, 24년 점도표가 3번으로 후퇴하더라도 26년이 3번으로 상향조정되면서 최종 금리가 2.875%로 유지될 경우 단기 안도감 유입 예상
- 9월 FOMC 점도표가 그대로 유지될 경우 서프라이즈 동력이 될 전망



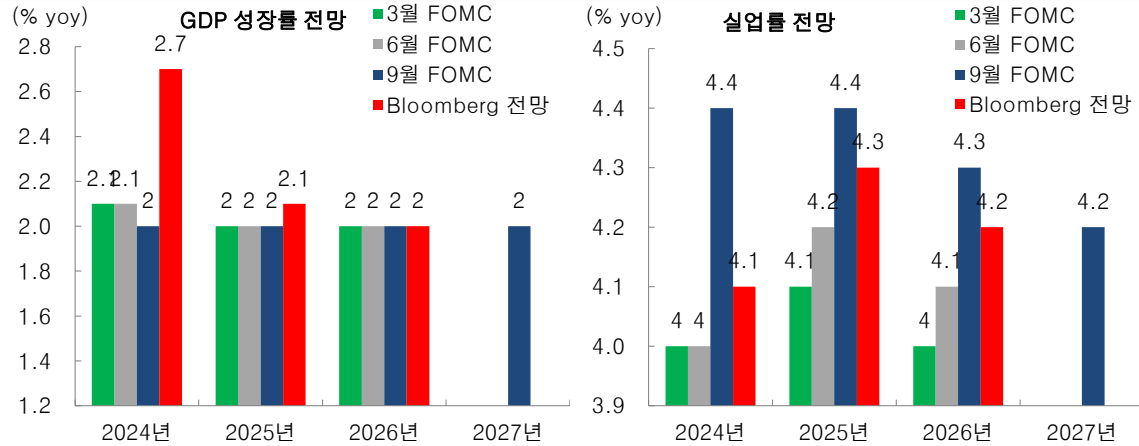
# [12월 FOMC 시나리오] 점도표 변화에 따라 투자심리 변화 불가피

- 1) 연준 점도표 25년 4번 금리인하, 26년 2번 금리인하(유지)= 급반등, KOSPI 2,600p 돌파시도 가능
- 2) 연준 점도표 25년 3번 금리인하, 26년 3번 금리인하(최종금리 유지) = 단기 등락 속 반등 지속, KOSPI 2,500선 안착 가능
- 3) 연준 점도표 25년 2번 금리인하 = 통화정책 불확실성 재확대로 단기 변동성 확대 불가피



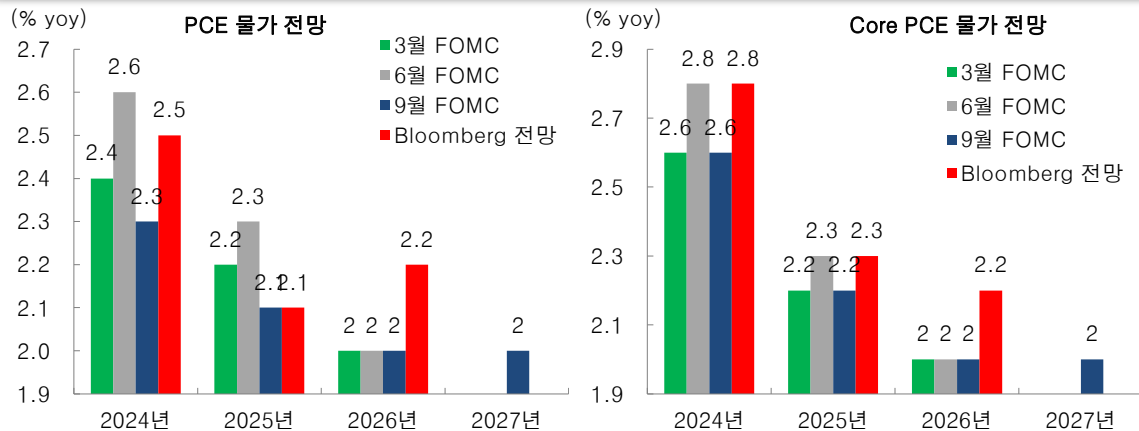
# [12월 FOMC] GDP 성장률, 물가 전망 상향조정, 실업률 하향조정 가능성

## 미국 GDP 성장률 전망 상향조정 & 실업률 전망 하향조정 가능성



자료: FED, 대신증권 Research Center

## 24년, 25년 PCE, Core PCE 하향조정. 블룸버그 컨센서스와 키 맞추기

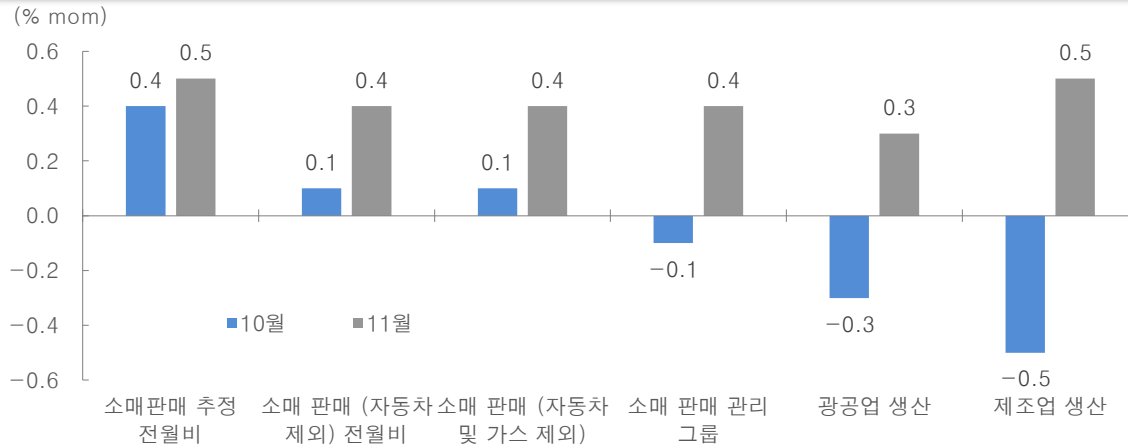


자료: FED, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 12월 FOMC 경제전망에서는 GDP 성장률 전망 상향조정 가능. 24년 기준 블룸버그의 GDP 성장률 전망은 2.7%로 연준의 전망 2%보다 높은 상황. 24년도 2.1%로 연준의 전망(2%)보다 높게 상향조정
- 실업률 전망은 연준의 전망보다 블룸버그 전망이 0.3%p 낮은 상황. 실업률 반등세가 멈추고 정체됨에 따라 실업률 전망 변화 여부도 중요한 변수
- 자칫하면 금리인하 속도 조절에 대한 시장 컨센서스를 강화시키는 빌미가 될 수 있음
- 한편, 24년 PCE, Core PCE의 블룸버그 컨센서스는 각각 2.5%, 2.8%로, 연준의 전망이 낮은 상황. 상향조정 가능
- 주목할 부분은 경제성장률, 실업률 전망은 블룸버그 컨센서스보다 보수적이고, 물가전망은 블룸버그 컨센서스보다 낙관적이라는 점
- 어쩌면 경기호조, 고용 안정, 물가 불안이라는 조합으로 통화정책 우려를 자극할 수 있음
- 이에 앞서 점도표를 통해 금리인하 사이클에 대한 시장 신뢰를 회복해야 할 것

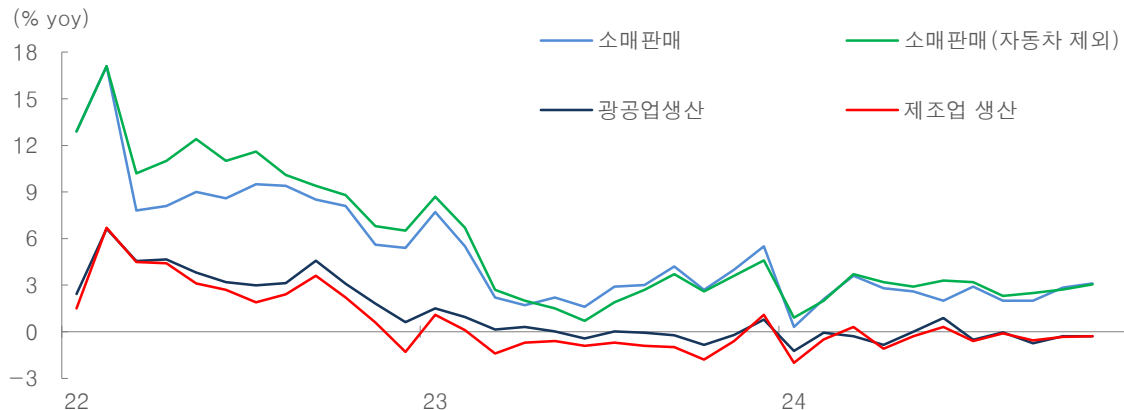
# [11월 소비/제조업 경기] 소비, 제조업 모멘텀 개선. 전년대비 증가율 소비는 회복, 제조업은 저점 등락

## 소비 전월대비 개선, 제조업 경기도 플러스 반전



자료: 미국 상무부, 통계청, Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 소매 판매 증가율 다시 개선세. 제조업 모멘텀은 플러스 반전 임박

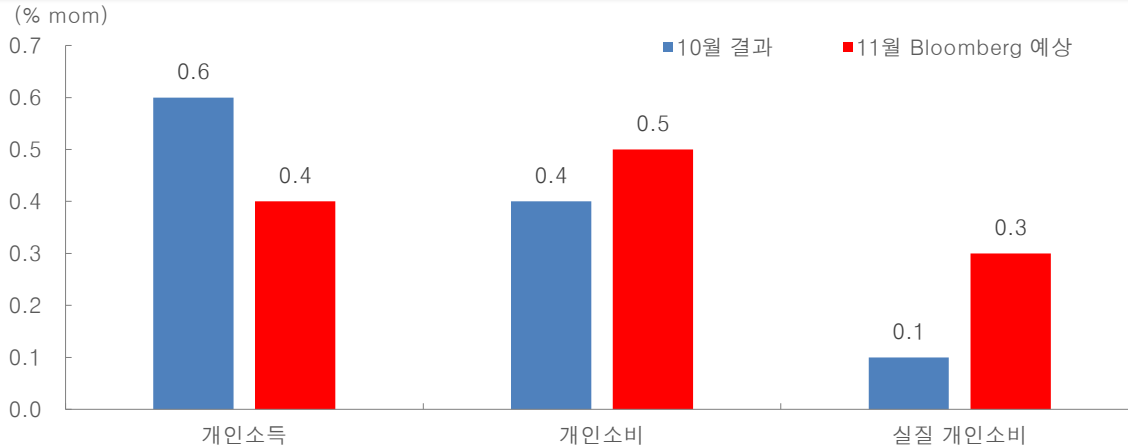


자료: 미국 상무부, 통계청, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 12월 17일 확인되는 11월 소매판매와 광공업생산 모두 전월대비 개선 전망
- 미국 소매판매는 3개월 연속 전월대비 플러스 성장세를 이어가는 가운데 성장폭 확대 예상
- 특히, 전년대비 모멘텀까지 회복세. 8월 저점으로 전년대비 모멘텀 개선세가 지속되면서 11월에는 3% 성장세로 복귀
- 광공업, 제조업 생산은 3개월만에 플러스 반전 기대. ISM 제조업 지수 서프라이즈, Capex 투자 재개 등으로 제조업 경기 회복 가시화
- 전년대비 변화율은 여전히 마이너스 권이기는하지만, 기저효과 영향. 24년 12월, 25년 1분기 중에는 플러스 반전 기대

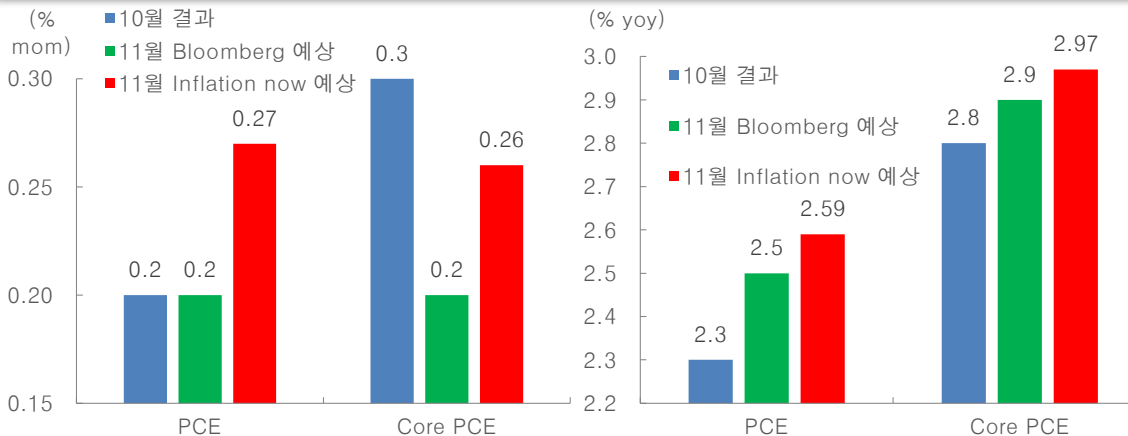
# [11월 PCE와 소득/소비] 소비모멘텀 강화 & PCE 물가, 컨센서스와 괴리율 체크

## 개인 소득모멘텀은 소폭 둔화되지만, 소비 모멘텀은 개선폭 확대 예상



자료: FED, 대신증권 Research Center

## PCE 전년 대비 상승폭 확대, 컨센서스와 괴리율 체크



자료: FED, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 12월 FOMC 직후인 20일 미국 11월 소비/소득과 PCE 물가 공개
- 11월 소득은 소폭 둔화되지만, 플러스권 유지 전망. 11월 개인소비와 실질 개인소비는 10월보다 개선폭 확대 전망
- 여전히 견고한 미국 소득/소비 모멘텀을 재확인할 수 있을 전망
- 문제는 PCE물가. 컨센서스 기준 전월대비 상승폭은 제한되나 전년대비 상승률은 반등 지속. 헤드라인 PCE는 10월 2.3%에서 2.5%로, Core PCE는 2.8%에서 2.9%로 예상. Inflation Now 예상은 블룸버그 예상보다 높은 수준
- 물가 반등을 예상한 상황임에 따라 예상에 부합하는 물고 수준은 증시 영향력 제한적. 컨센서스와 괴리율에 따라 등락 결정
- 다만, PPI 중 PCE에 반영되는 부문(항공료, 포트폴리오관리비 등)의 물가는 오히려 전월보다 하락 전환
- CPI/PPI와는 다르게 11월 PCE물가에서는 전월대비 물가상승세가 하향 안정될 가능성을 열어둘 수 있을 것

# [미국 채권금리] 다시 하락 추세대 상단 도달. 비중확대 전략 유효



자료: 대신증권 Research Center



자료: 대신증권 Research Center

- 최근 11월 FOMC의사록과 PCE 물가, 연준 위원들의 12월 금리인하 발언 등의 영향으로 4.2%를 하회했던 미국채 10년 물이 다시 반등, 4.4%에 도달
- 금리인하 기대가 연준의 스탠스보다 매 파적으로 전환됨에 따라 채권금리 다시 반등
- 하지만, 금리인하 사이클이 진행 중이고, 미국 경기도 더디지만 모멘텀 둔화 가시 화될 전망. 채권금리 하락추세 유효
- 12월 FOMC와 11월 PCE 결과를 통해 금리인하 사이클 재확인으로 4% 초반대 로 채권금리 하락, 레벨다운 예상
- 25년 상반기 중에는 미국 경기 둔화 속 에 물가 안정이 가시화되면서 미국채 10 년물은 향후 하향안정세를 이어갈 것으 로 예상

# [미국 달러] 다시 107p를 정점으로 하향안정 국면으로 전환 예상

## 미국 달러화 주간 차트. 하락추세대 상향돌파. 단기 오버슈팅 국면에서 등락 반복



자료: 대신증권 Research Center

## 미국 달러화 일간 차트. 일단, 107p 저항으로 하향안정 국면 전환 예상

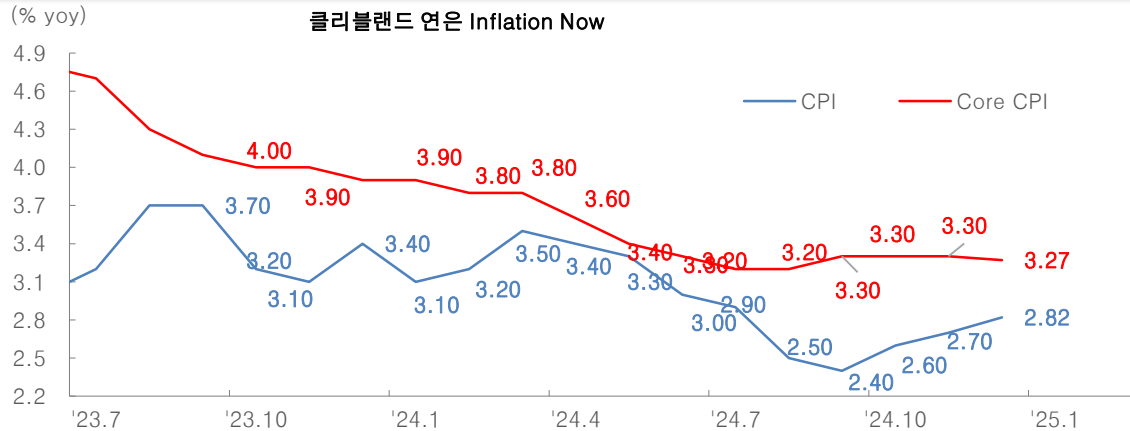


자료: 대신증권 Research Center

- 달러화가 다시 107p 도달. 이 이상은 오버슈팅으로 판단. 반등시 비중축소 전략 유효
- 금리인하 기대가 실망감, 경계감으로 전환되는데 따른 반등으로 금리인하 사이클, 미국 경기둔화 가능성 등을 감안할 때 달러화 상승추세 전개 가능성 낮다고 판단
- 여기에 금리인하 기대가 되살아나고, 미국 경기둔화가 가시화될 경우 달러 약세 압력 확대 예상. 1차적으로 104p 전후에서 지지력 테스트 가능성 높음
- 미국 경기 둔화 속에 물가 안정성이 가시화되고, 금리인하 사이클에 대한 신뢰를 회복하며 달러화는 향후 하향안정세를 이어갈 것. 25년 상반기 중 100p 하회 가능성도 열려있다고 판단

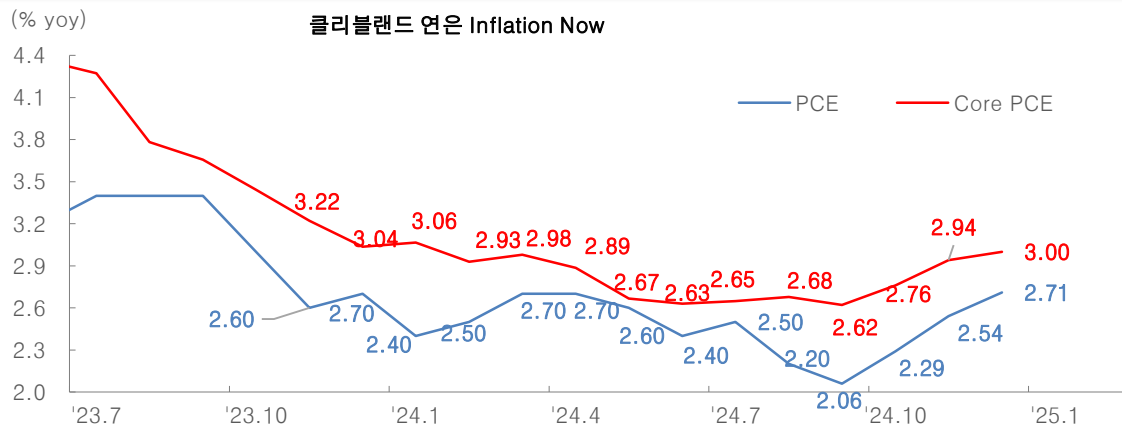
# [11월, 12월 물가 반등] Core CPI 정체 여부와 12월 FOMC 결과에 따라 11월 PCE 해석이 달라질 수 있어

## 12월 CPI 3개월 연속 반등, Core CPI는 정체 지속



자료: 미국 상무부, 클리블랜드 연은, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 문제는 PCE. 3개월 연속 반등 속에 PCE는 2% 후반, Core PCE는 3% 진입?

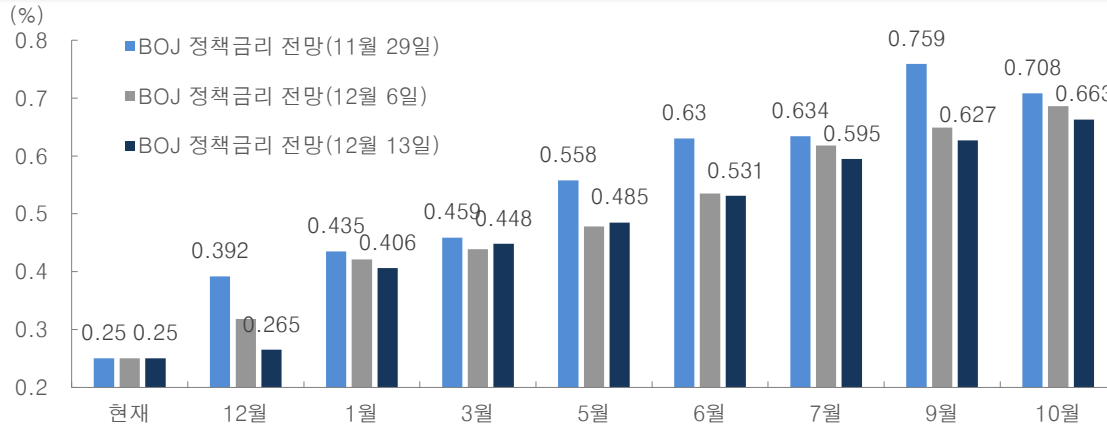


자료: FED, 클리블랜드 연은, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 주목할 부분은 2% 초반까지 하락했던 PCE는 2.5%를 넘나들고, Core PCE는 3%에 근접할 수 있는 예상
- 즉, 물가 레벨이 바뀔 정도의 반등세가 전개될 수 있다는 의미
- 12월 FOMC에서 시장의 금리인하 사이클에 대한 신뢰도가 회복된다면 PCE 반등은 일회성으로 인식될 수 있을 것
- 만약, 여전히 물가에 대한 확신을 심어주지 못할 경우 PCE 확인 이후 단기 변동성 확대 가능성 경계

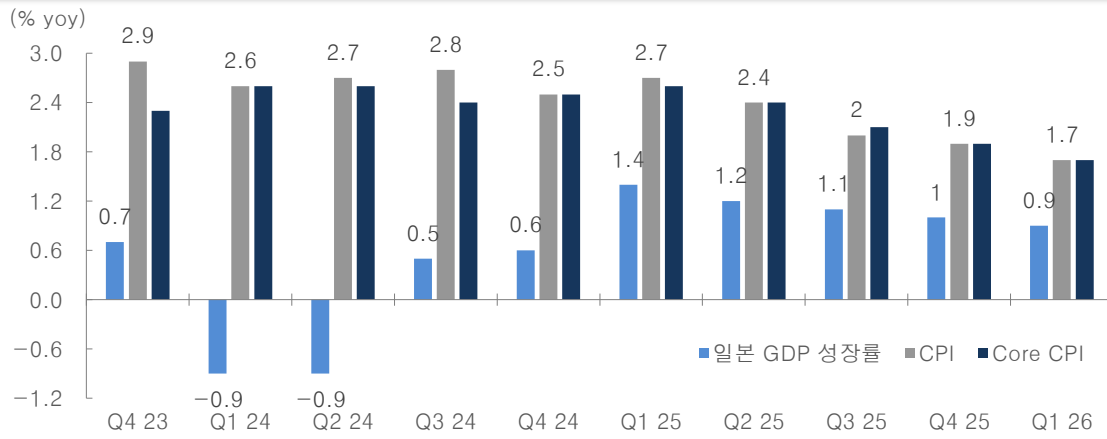
# [BOJ] 금리인상? 동결? 엔화 약세는 정점통과 예상

## 12월 금리동결 가능성 확대



자료: BOJ, Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 일본 GDP 성장률, 물가 상승률, 25년 1분기 정점. 25년 하반기 물가 2% 하회



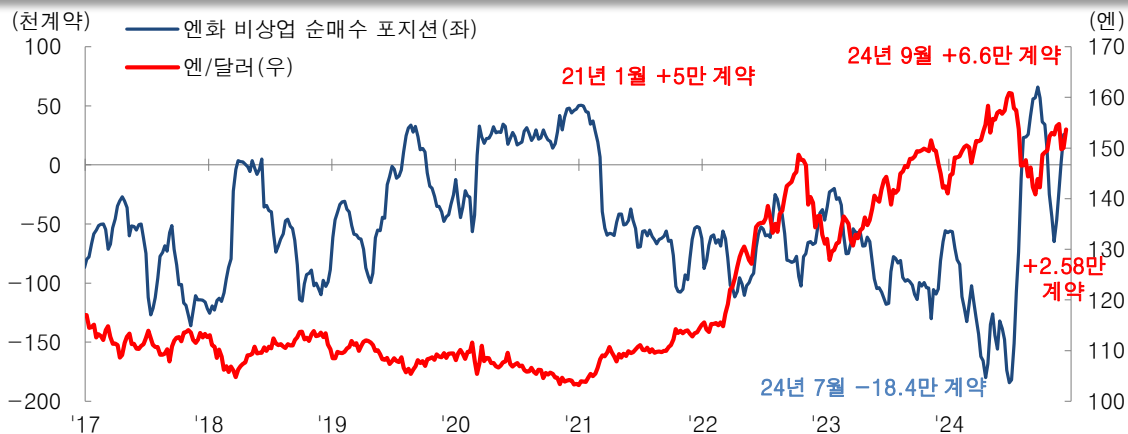
자료: 일본 통계청, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 일본의 경우 이시바 정부 경제대책 발표 이후 금리인상 기대가 확대되었으나, 엔화가 강세를 보이며 다시 그 기대가 축소
- 금정위를 앞두고 BOJ 관계자는 수입물가가 마이너스 국면에 있는 것을 언급하며 금리인상이 급하지 않다는 의견을 내비춘 바가 있음. 이에 엔화는 강세폭을 다시 되돌린 상황
- 12월 19일 BOJ 금리인상 여부와 함께 BOJ 총재의 스탠스 확인 필요
- 정부의 물가 안정의지가 높은 것은 사실이지만, 현재 블룸버그 컨센서스 기준 물가는 25년 1분기를 정점으로 둔화 예상. GDP 성장률도 25년 1분기 고점으로 둔화 가능성 높음
- 현재 BOJ 기준금리 컨센서스 기준 12월, 25년 5월, 25년 9월 금리인상을 예상하고 있지만, 경기/물가 상황을 감안할 때 금리인상 속도가 더 빨라지지는 않을 전망



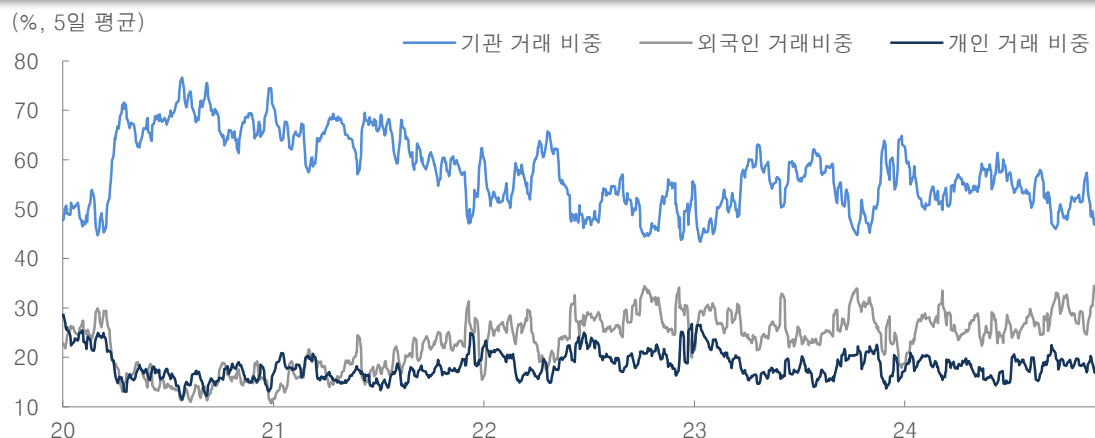
# [엔캐리 청산] 8월초 쇼크를 우려해야 하나? 수급 부담은 감안해야 하지만, 충격 강도는 제한적

## 7월 둘째주 ~ 8월 둘째주(5주) 동안 20.5만계약 순매수 전환. 지금은?



자료: CFTC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 외환시장에 민감도 높은 외국인 매매 비중이 20년 이후 최대 수준이라는 점은 부담



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 금번 FOMC와 BOJ 결과에 따라 엔화 변동성이 재차 확대되는 않을지 경계가 필요
- FOMC가 완화적으로, BOJ가 긴축적으로 해석될 경우 달러엔환율 하락세가 빨라질 수 있기 때문
- 그러나 8월초와 같이 엔캐리 청산으로 인한 급락세를 걱정하고 이에 대비하는 것은 과도하다고 생각
- 당시 엔캐리 청산 매물 출회가 증시 충격/쇼크로 이어졌던 이유는 단 5주만에 20.5만 계약이 엔화 순매도에서 순매수로 전환되었기 때문
- 그 전까지 3년 6개월 동안 23.4만 계약이 순매도로 누적되었던 점을 감안하면 얼마나 빠르고 강한 속도로 엔캐리 청산 매물이 쏟아졌는지 추정할 수 있음
- 현재 엔화 투기적 포지션은 2.58만 계약 순매수. 최대 순매수 규모가 7만 계약 수준임을 감안할 때 8월보다 최대 1/4 수준의 매수여력 존재
- 즉, 8월초 1차 매물소화 과정을 거쳤고, 최악의 상황을 가정했을 때 충격 강도도 절반 수준으로 추정된다면 2차 엔캐리 청산 매물로 인한 변동성 확대는 비중확대 기회라고 판단

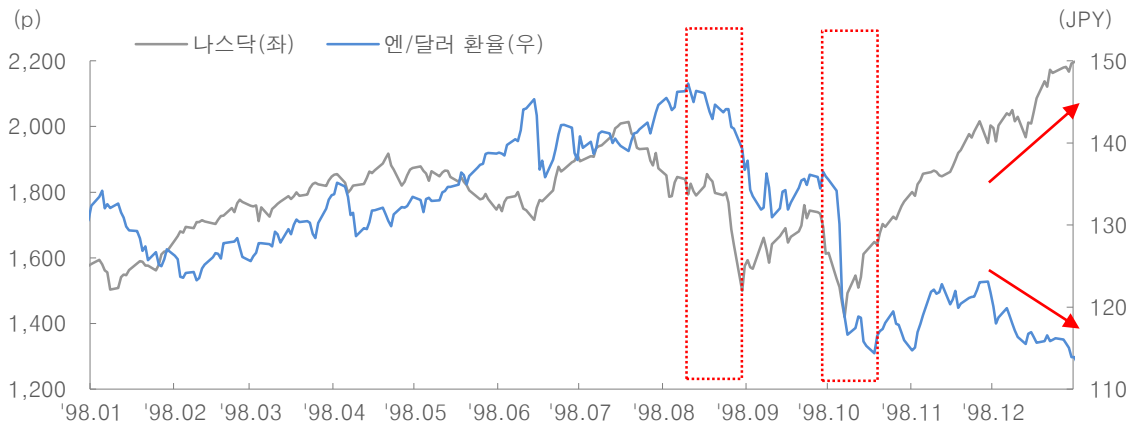
# [엔캐리 청산] 12월 19일 BOJ 전후 경계 필요. 변동성 확대시 비중확대 기회

## 엔/달러 환율 강세 압력 제한적. 오히려 약세 압력 확대 가능성



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 1998년 엔캐리 트레이드 청산. 시차를 두고 두 번의 충격 가해. 영향력은 약화



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 95년 이후 엔-캐리 트레이드의 청산 /Re-wind와 증시 하락이 같이 나타난 사례는 약 14회. 해당 사례 중 2008년 금융위기 기간 전후로 약 6회, 닷컴버블 기간동안 약 2회 집중
- 2008년 금융위기를 제외한 기간의 평균 엔화 하락폭은 JPY -8.97, 나스닥 하락 -7.43%, 코스피 하락 -8.88%
- 이번 사례는 나스닥 과열의 조정이 금리 폭 축소와 맞물린 엔캐리 청산, 나스닥 -7.86%의 조정폭은 과거 사례 참고 시 1차 가격 조정은 마무리되고 있다고 판단
- 나스닥에서 만약 더 큰 폭의 조정이 일어 나더라도 1998년과 2007년 10월 사례 수준이 최대 폭으로 판단, 추가 하락이 나타나더라도 2~3% 수준으로 생각
- 다만, 과거 엔캐리 청산이 시작되면 시차를 두고 반복. 특히, 1998년에는 엔/달러 환율 기술적 반등 이후 추가 하락이 전개 되면서 2차 충격이 가해졌던 바 있음
- 9월 18일 FOMC와 20일 BOJ 전후 미국 금리인하, BOJ의 통화정책 스탠스 확인 과정에서 엔화 변동성 확대와 함께 캐리 트레이드 청산 움직임이 재현될 수 있음
- 하지만, 글로벌 금융시장 영향력과 유동성 변화의 가속도는 현저히 떨어질 전망

# Inflection Point 3.

## 중국 실물지표 개선 지속

---

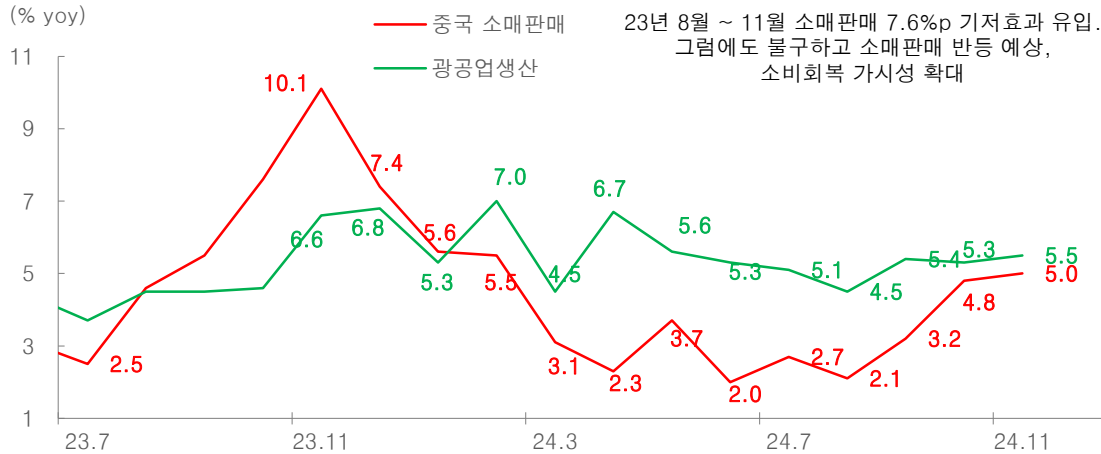
Strategist 이경민

02) 769-3840 / [kyoungmin.lee@daishin.com](mailto:kyoungmin.lee@daishin.com)

텔레그램 채널 [daishinstrategy](https://t.me/daishinstrategy)

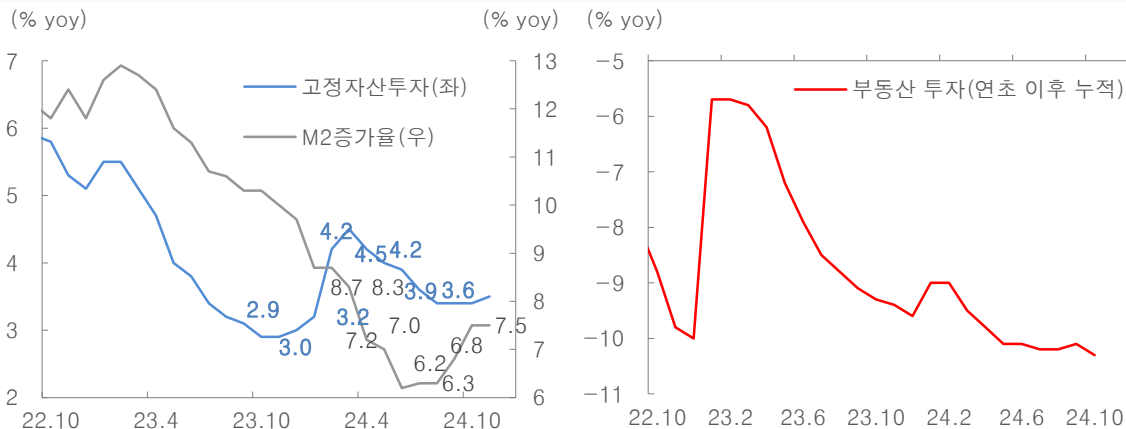
# [중국 실물지표] 기저효과에도 불구하고 소비모멘텀 개선 지속

## 소비모멘텀 3개월 연속 개선. 25년 4월까지 기저효과 유입



자료: 중국 통계국, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 유동성 모멘텀 강화에 이은 고정자산 투자 개선 기대

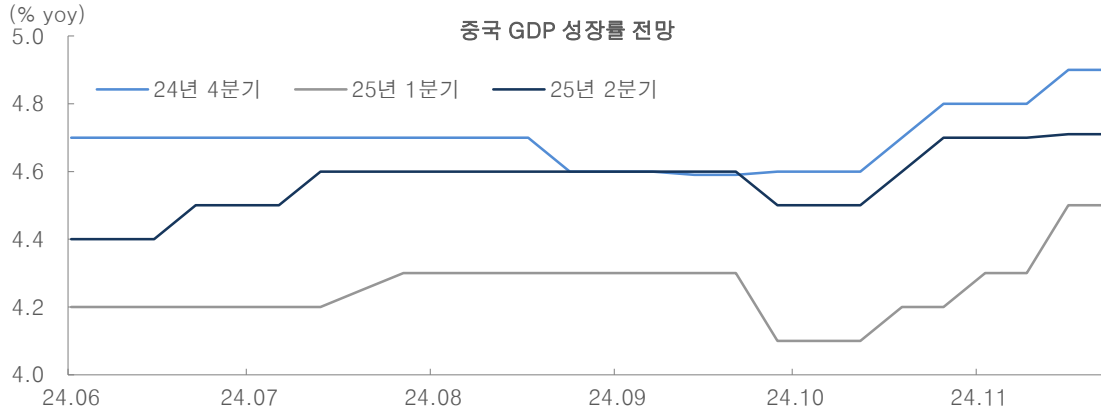


자료: 중국 통계국, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 12월 16일 중국 실물지표 발표
- 11월 소매판매는 전년대비 5.0% 증가 예상. 10월 4.8%대비 개선된 수치로 2개월 연속 소비모멘텀 개선 확인
- 특히, 23년 8월 ~ 11월까지 소매판매는 7.6%p의 기저효과 유입에도 불구하고 개선세를 이어간 것
- 23년 11월 ~ 24년 4월까지 -7.8%p 기저효과 유입 대기. 25년 4월까지 견고한 소비 모멘텀 개선 예상
- 최근 제조업 경기 회복세 뚜렷. 공공업 생산도 모멘텀 회복
- 23년 하반기부터 시작된 경기부양정책, 재정정책, 금융완화 정책 등이 경기 회복으로 이어지는 양상

# [중국 경기] 5% 회복을 위한 중국 정부의 강력한 의지 & 정책 드라이브

## 10월부터 중국 GDP 성장률 전망 상향 조정



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 12월 12일 중국 경제공작회의에서 통화정책 완화, 소비 부양, 금융시장 안정 강조

구분	2024년
거시 환경	대내외 불확실성 확대 / 내수 경기 심각, 기업 위기 확산
목표	내수 확대 위한 거시정책 적극 강화. 부동산 + 주식 시장 안정 주력 외부 충격 최소화, 고용+물가 상승 도모
통화 정책	다소 완화된 통화정책. 기준율+금리 적시 인하, 유동성 확대 인민은행의 금융시장 안정 기능 제고. 위안화 안정 기조 유지
재정 정책	적극적 재정정책(재정적자를 제고) 강화. 초장기 특별채 발행 확대, 주요 사업 지원 지방정부 특수채 확대, 투자 대상 확대. 내수 전방위 강화(소비/투자 지원 확대)
고용 정책	고용 유연성 강화, 새로운 고용 형태 확립. 지방/중소기업 고용 패키지 사업 확대 기초연금 강화, 의료/노인 복지 확대
부동산 정책	부동산 시장 붕괴 억제, 안정적 상승 유도. 노후 주거 단지 재개발/재건축 확대 주택 수요 잠재력 제고. 시스템 리스크 사전 예방

자료: 주요 언론, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 실제로 경기부양 드라이브가 강화되고, 실질적인 정책이 시행되면서 중국 경기에 대한 시각 변화
- 10월 이후 중국 분기별 GDP 성장률은 상향조정. 24년 4분기 GDP 전망은 4.9% 수준
- 12월 11일 ~ 12일 경제공작회의를 통해서도 완화적인 통화정책과 함께 금융시장 안정, 소비 부양 의지를 피력
- 시장 기대에 못미친다는 평가에 중국 증시 변동성이 확대되었지만, 충분히 정책 드라이브 의지를 반영했다고 판단
- 정책 동력에 힘입은 중국 경기 회복 가시화 예상

# [중국/홍콩증시] 저평가 영역에서 급반등, 단기 과열해소/매물소화 이후 추가적인 레벨업 전개 예상



자료: 대신증권 Research Center



자료: 대신증권 Research Center

- 중국 상해종합지수는 대규모 경기 부양 정책의 연속적인 공개로 중요 지지권에서 급반등. 안정화를 넘어서 부양 의지를 피력했고, 곧바로 정책이 시행되면서 증시 분위기 반전에 힘이 실린 것
- 하지만, 정책 기대 효용성과 실물지표 회복에 대한 회의적인 시각에 급반등 이후 급락
- 하락추세 재개가 아닌 단기 급등 이후 과열해소, 매물소화과정이라고 판단
- 2주 동안 20% 이상 급반등했지만, 여전히 저평가 영역
- 3,200선 전후에서 지지력 확보시 중국 상해종합지수는 4,000선을 향하는 흐름을 이어갈 전망
- 홍콩 H지수도 단숨에 8,000선 회복. 단기 등락은 감안해야겠지만, 9,400 ~ 9,500선 돌파 시도는 가능할 전망. 단기적으로 7,000선 전후에서 지지력 확보 여부가 관건
- 단기 변동성 확대는 이보전진을 위한 일보후퇴. 비중확대 전략 유효
- 중국 금융시장 안정, 증시 강세는 한국에 우호적인 변화

# [위안화] 고점 통과 가능성 높아... 경기회복 가시성 확대 = 위안화 하향 안정



자료: 대신증권 Research Center

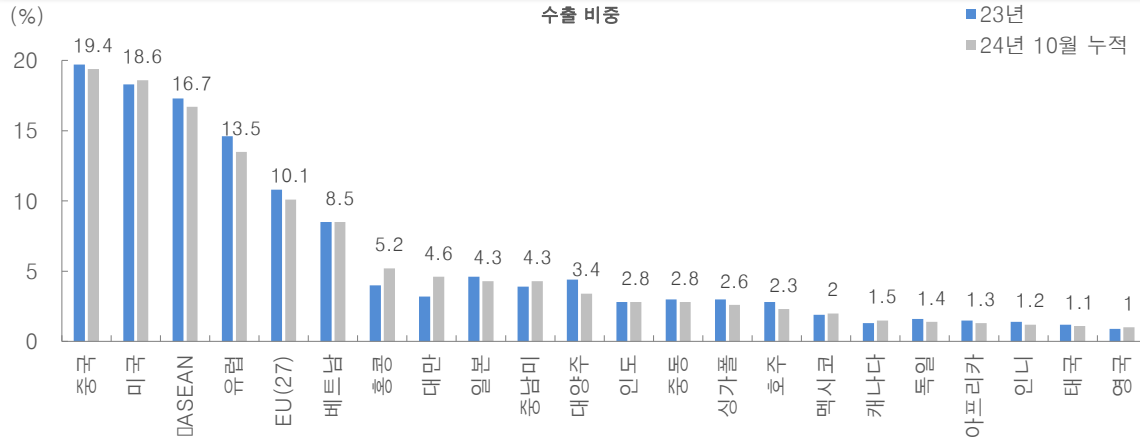


자료: 대신증권 Research Center

- 최근 대외적으로 달러 강세압력이 일부 완화된 것임에도 달러 위안 환율은 7.26~7.28위안 대에서 등락. 트럼프 당선 이후 미중갈등 격화 및 관세 강화 우려에 위안화 약세가 지속
- 특히, 지난 주 인민은행이 향후 위안화 약세를 달러당 7.5위안까지 용인할 수 있다는 보도가 전해짐. 무역갈등에 대한 대응으로 수출 경쟁력을 위해 위안화 약세를 확대할 수 있다는 것
- 한편, 다른 시각은 관세 부과를 지연시키고자 인플레이션 수출을 준비한다는 것. 현재로서는 후자의 대응이 먼저 이뤄질 가능성이 높아 보임
- 올해 추가로 발표한 부양정책 모두 내수 부양에 초점. 지난 주 경제공작회의에서도 이러한 방향성 강조
- 특히 위안화 안정기조 유지 문구에 변함이 없었다는 점에서, 위안화 약세 용인보다 물가상승을 위한 지원을 더 우선적으로 다룰 것임을 시사한다는 판단
- 또한 내년 목표에 부동산+주식 시장 안정 주력을 포함한 만큼, 위안화 수요가 일부 유입 가능. 미국이 본격적으로 대중 관세를 강화하기 전까지 위안화는 인위적으로 약세폭을 확대하기보다, 중국 부양 관련 기대에 연동되는 흐름 예상

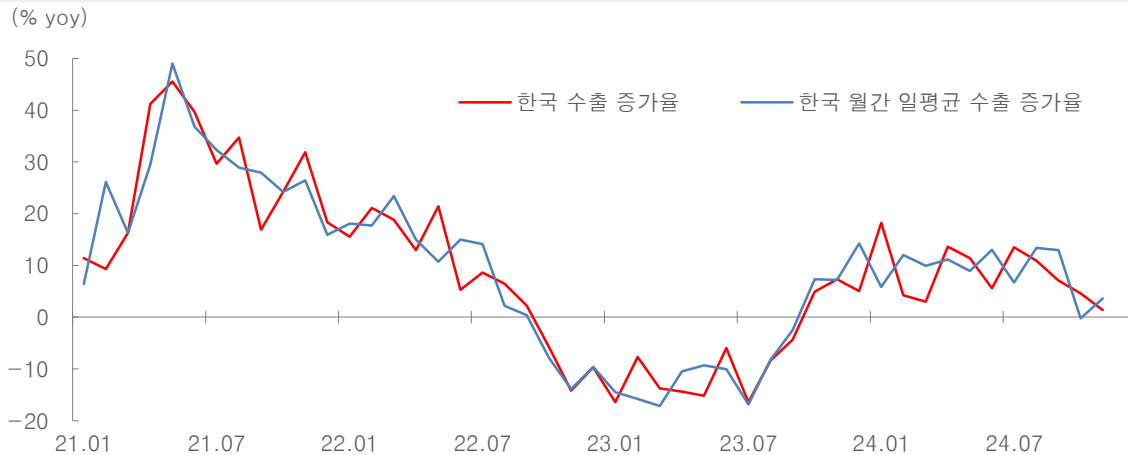
# [한국 수출] 중국, 유럽 경기 회복 시 한국 수출 모멘텀 지속될 것. 11월 수출도 플러스 성장 지속

## 미국 비중 18.6%까지 상승했지만, 중국(19.4%), 유럽(13.5%) 영향력이 더 커



자료: 산업통상자원부, 관세청, CEIC, 대신증권 Research Center

## 11월 한국 수출증가율 +1.4%. 일평균 수출 증가율은 +3.6%로 반전



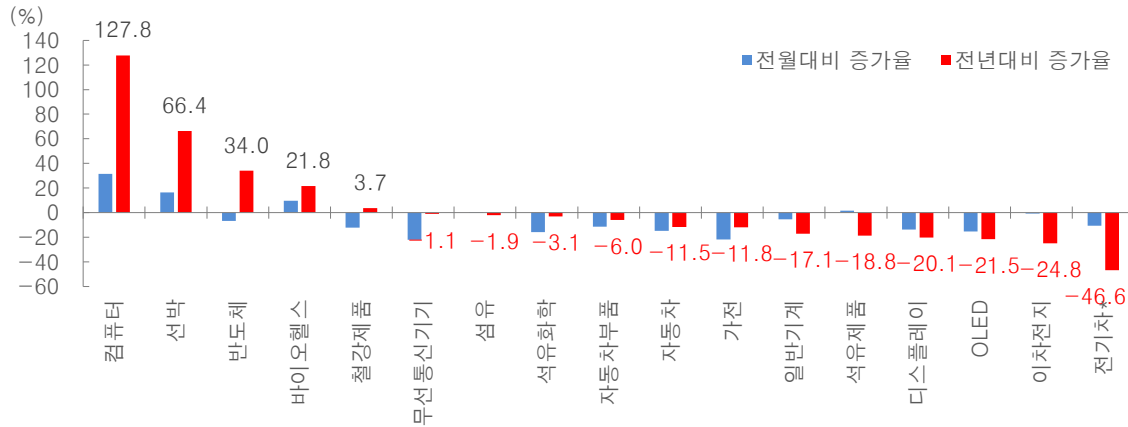
자료: 산업통상자원부, 관세청, CEIC, 대신증권 Research Center

- 대 중국, 유럽 수출 비중은 32.9%에 달하는 상황. 중국, 유럽 경기 회복시 한국 수출에 우호적인 영향을 미칠 수 있음
- 특히, 점차 가시화되고 있는 중국 경기 회복이 아세안, 유럽에 훈풍을 불러일으킬 경우 한국 수출에도 호재가 될 전망
- 11월 수출은 563.5억 달러(전년 동월 대비 +1.4%) 기록, 14개월 연속 증가
- 일평균 수출도 전년 동월 대비 +3.6% 증가한 24.0억 달러를 기록하면서 1개월 만에 플러스로 전환
- 24년 월평균 수출액 및 증감률 (억 달러, 전년 비 %) : 1Q544.6(+8.0) → 2Q571.7(+10.1) → 3Q578.2(+10.4) → 10월575(+4.6) → 11월564(+1.4)
- 24년 일평균 수출 증감률 (전년 비 %) : 1Q+8.9 → 2Q+10.9 → 3Q10.4 → 10월△0.2 → 11월+3.6



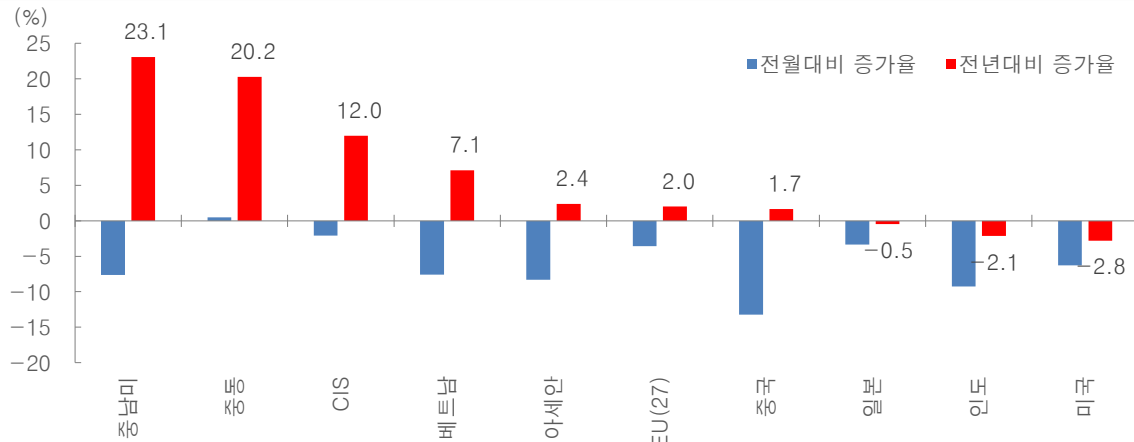
# [한국 수출] 중국, 유럽 경기 회복 시 한국 수출 모멘텀 지속될 것. 11월 수출도 플러스 성장 지속

## 컴퓨터, 선박, 반도체, 바이오헬스 수출 호조



자료: 산업통상자원부, 관세청, CEIC, 대신증권 Research Center

## 중남미, 중동 수출 급증. 아시아, 유럽, 중국 수출 모멘텀 회복



자료: 산업통상자원부, 관세청, CEIC, 대신증권 Research Center

- 11월 15대 주력 수출 품목 중 5개 품목 수출 증가
- 반도체 수출은 125억 달러(+30.8%)로 11월 중 역대 최대실적 기록. 4개월 연속 월별 최대실적 경신 및 13개월 연속 플러스 지속. 1~11월 누적 기준(1,274억 달러, +45.4%) 역대 최대치 경신. 컴퓨터 수출도 세 자릿수(+122.3%) 증가한 14억 달러로 11개월 연속 증가
- 바이오헬스 수출은 역대 11월 중 최대 실적인 14억 달러(+19.6%) 기록. 5개월 연속 증가. 선박 수출도 전년 동월 대비 +70.8% 증가한 25억불을 기록하면서 플러스 전환
- 9대 주요 지역 중 5개에서 수출 증가
- 대(對)중국 수출은 113억 달러로 5개월 연속 110억 달러 이상을 기록. 대미국 수출은 104억 달러로 3개월 연속 100억 달러 이상을 기록하였으나, 전년 동월 대비로는 5.1% 감소. 대아세안 수출(98.2억 달러, +0.4%)은 반도체 수출이 크게 증가하면서 3개월 만에 플러스로 전환
- 대EU 수출은 11월 중 역대 최대 실적인 54억 달러(+0.9%)로 선박과 무선통신기기, 바이오헬스 수출이 호조세를 보이면서 4개월 연속 플러스

# Inflection Point 4.

## KOSPI 12월 수급 계절성 강화

---

Strategist 이경민

02) 769-3840 / [kyoungmin.lee@daishin.com](mailto:kyoungmin.lee@daishin.com)

텔레그램 채널 [daishinstrategy](https://t.me/daishinstrategy)

# [외국인 수급] 외국인 순매도, 9월 정점 통과. 8월 중순 이후 선물 3.29조원 순매수, 12월 매수 강도 강화

## 외국인 현선물 누적 순매수 추이. 외국인 현물 매도 규모 축소



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## 외국인 선물 매매는 8월 16일 이후 2.28조원 순매수. 12월에만 1.98조원 순매수

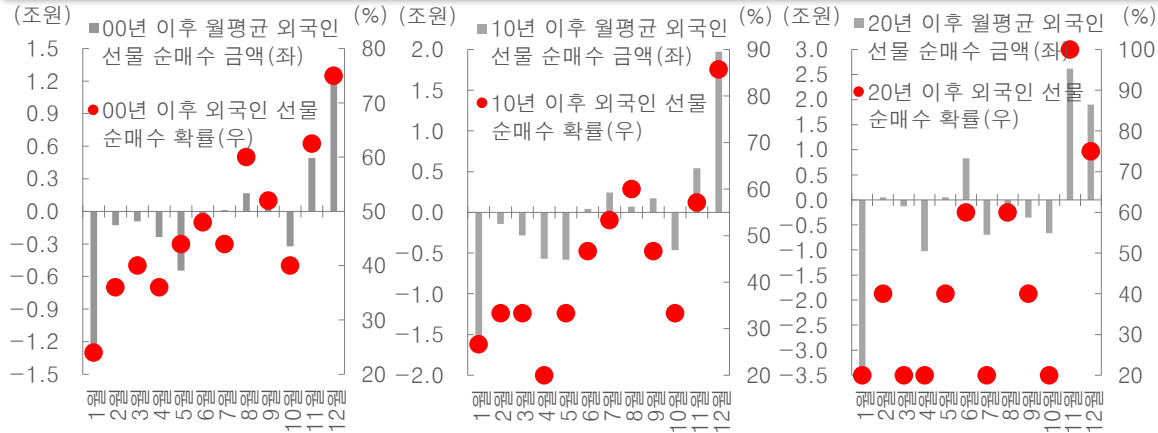


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 외국인 투자자들은 7월 12일 이후 20조원 순매도 기록 중. 8월에는 2.8조원 매도에 그쳤는데, 9월에만 7.9조원대의 대규모 매물 출회
- 10월에는 4.7조원 순매도로 9월보다 매도 강도는 다소 약화. 11월도 4.3조원 순매도. 12월에는 2주 동안 0.91조원 순매도. 매도 규모 축소
- 반면, 외국인 선물은 매수 우위 흐름
- 외국인은 선물시장에서 7월 10일 ~ 14일까지 6.35조원의 순매도를 기록, KOSPI 지수 급락을 야기했지만, 8월 16일 이후 3.29조원 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
- 특히, 12월 시작과 함께 국내 정치적 리스크에도 불구하고 외국인 선물 매수 강화. 12월 외국인 1.98조원 선물 순매수

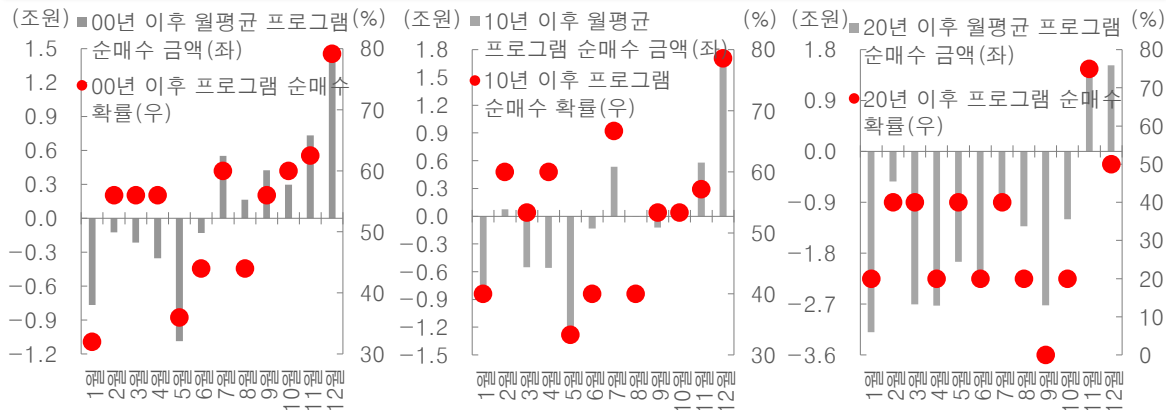
# [KOSPI 12월 계절성] 외국인 선물 매수, 기관 프로그램 매수 유입

## KOSPI 11월, 12월 외국인 선물 매수 대규모 유입



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## 11월 12월에는 대규모 프로그램 매수 유입

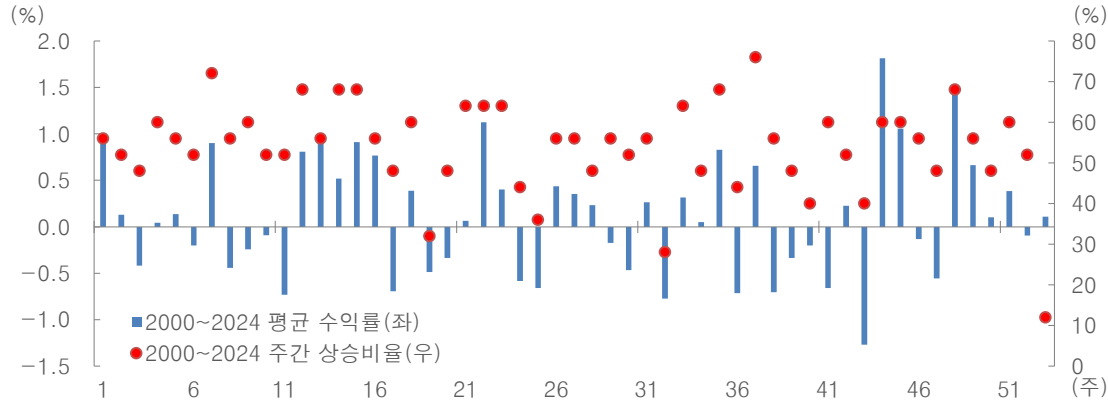


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- KOSPI가 11월, 12월 계절성을 보이는데에는 수급 변수 영향이 큼
- 12월 배당락으로 인한 선물 베이스 변동 확대
- 이로 인해 외국인 선물 매수 유입 - 프로그램 매수 유입 구도가 11월, 12월에 반복
- 최근 KOSPI 상대적 부진이 반도체 업황/실적 불안에 이어 외국인 대량매도에 기인하고 있다면 반전의 트리거가 될 수 있을 것

# [KOSPI 12월 계절성] KOSPI 연간 마지막 5~6주 상대적 강세

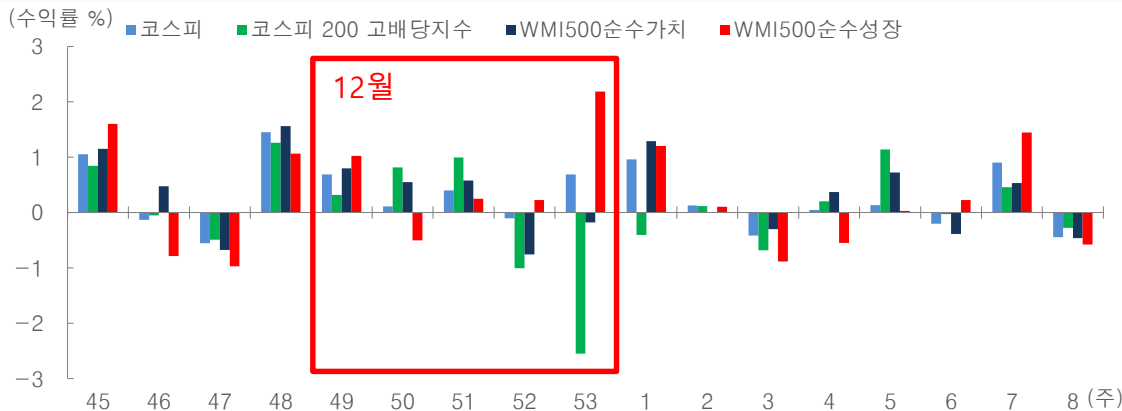
## KOSPI 11월 5주차 ~ 12월 3주차 상대적 강세



- KOSPI는 12월 배당시즌을 앞두고 11월부터 12월 3주까지 상대적 강세를 보이는 경향
- 12월 결산법인이 대다수이고, 분기배당보다 연배당이 일반적인 KOSPI 계절성
- 11월 말부터 12월 3주차(51주) 까지 통계적으로 50% 이상의 주간 상승확률을 보이는데 반해 배당락 이후 주간 상승확률은 12%에 불과
- 2000년 이후 통계적으로 48주차(11월 4주~12월 1주에 해당) 상승확률은 68%에 달하며 49주도 56% 수준
- 해당 주간 부터 51주 까지 고배당주와 순수가치주 수익률이 높게 나타나는 경향
- 1년의 마지막 주인 52~53주는 배당락, 이후 1월 첫 주 까지 성장주로 수급이 돌아가는 경향
- 이 과정에서 12월~1월 첫 주 까지 트레이딩을 위한 수급이 몰리며 주가 상승이 동반

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

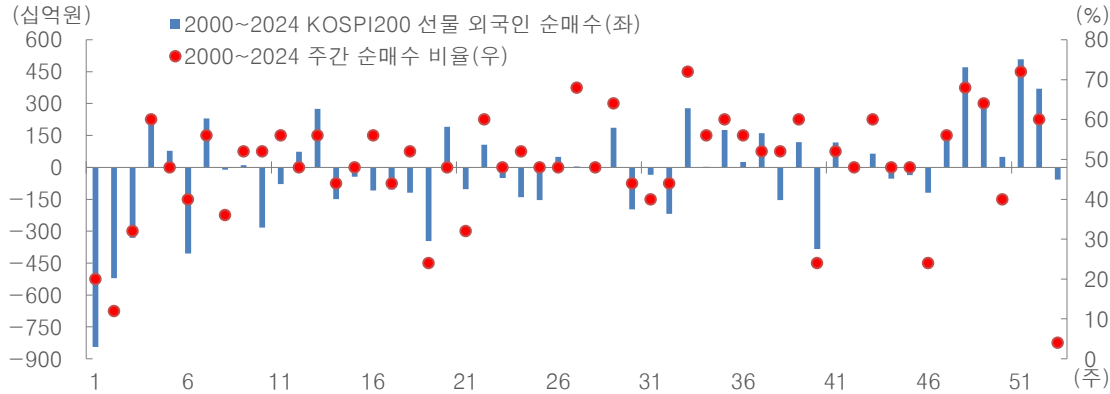
## 12월 3주까지 배당주, 순수가치주 강세, 마지막주는 배당락 이후 성장주 강세



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

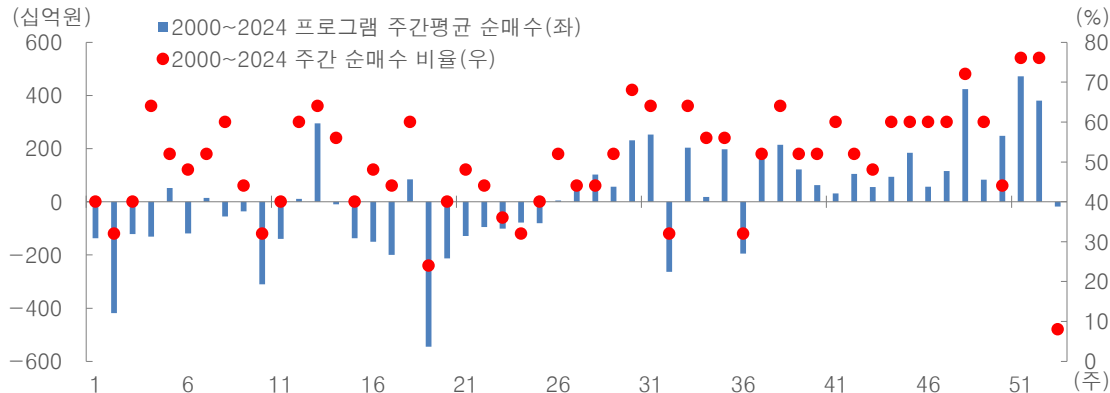
# [KOSPI 12월 계절성] 배당락을 앞두고 외국인 선물 / 프로그램 매수 유입

## KOSPI 11월 중순 이후 외국인 선물 매수 대규모 유입



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## 12월 배당락 직전 대규모 프로그램 매수 유입

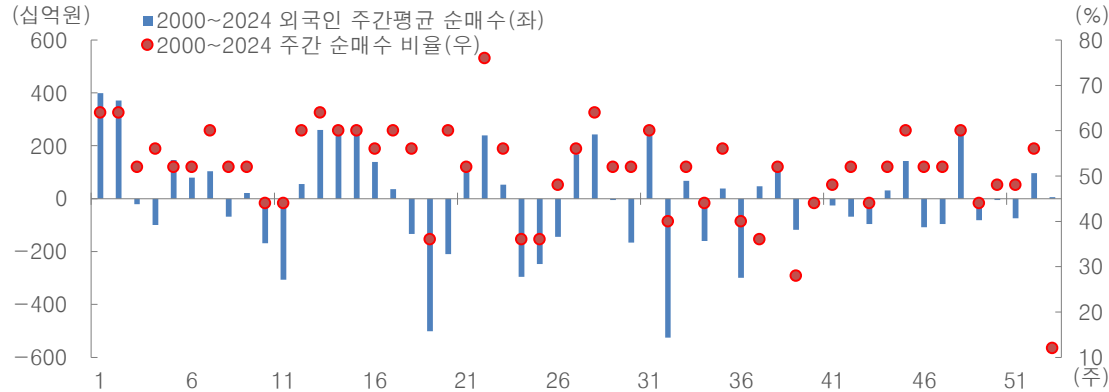


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- KOSPI가 11월, 12월 계절성을 보이는데에는 수급 변수 영향이 큼
- 12월 배당락으로 인한 선물 베이스 변동 확대
- 이로 인해 47주(11월 3~4주) 부터 외국인 선물 매수 유입 & 프로그램 매수 확대 구도가 11월, 12월에 반복
- 이러한 매수세는 12월 배당락 직전인 51주, 52주차에 절정을 이루게 됨
- 최근 KOSPI 상대적 부진이 외국인 대량 매도에 기인하고 있다면 반전의 트리거가 될 수 있을 것

# [KOSPI 12월 계절성] 외국인/기관의 연말 배당차익을 활용한 투자전략

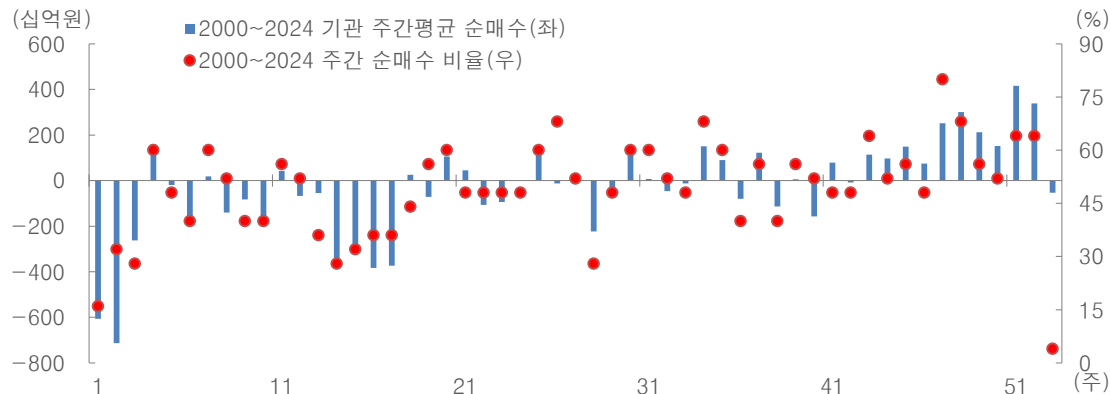
## 외국인 현물 순매수는 52주(마지막주)에 집중



- 현물 수급의 경우 외국인은 12월(49주)부터 현물 매도로 대응하며 차익거래. 1월에 다시 현물 순매수하며 물량을 담는 경향을 보임
- 기관의 경우 11월 중순에 해당하는 46주 이후로 연말 현물 순매수 경향, 주주명부 폐쇄 시기까지 현물 매집한 뒤, 연초에 물량을 비워내는 경향

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

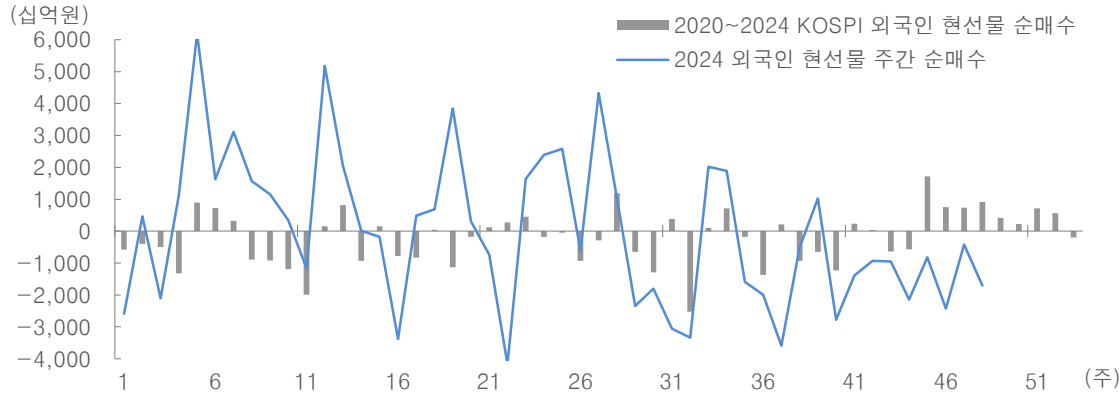
## 기관은 11월부터 연말까지 매수세 증가, 주주명부 폐쇄일 까지 현물 보유



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

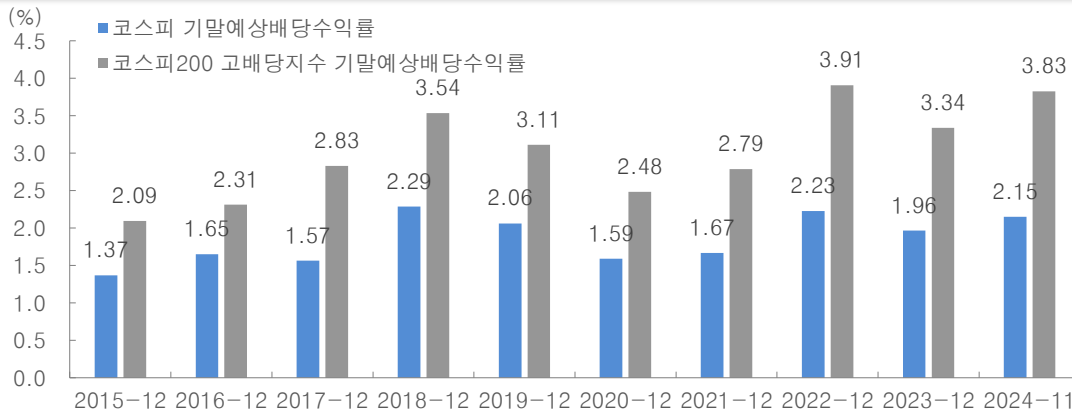
# [KOSPI 12월 계절성] 현선물 도합 외국인 순매수는 연말 매수세 뚜렷

## 2024년 주간 순매수 아직 유입되지 않음, 수급 되돌림 나타날까?



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## 11월 현재 기말 예상 배당 수익률



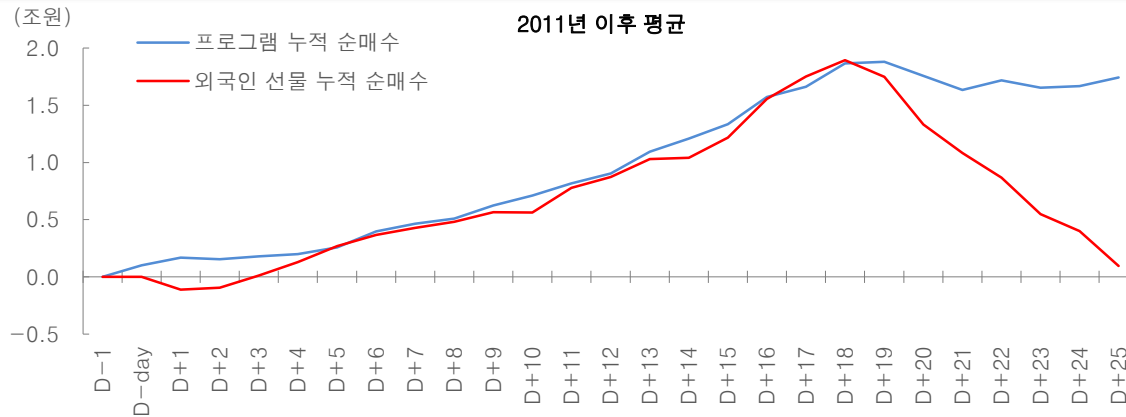
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 외국인 투자자의 KOSPI 현물과 KOSPI200 선물을 합친 순매수는 종합적으로 연말 매수세 뚜렷
- 11월 말(48주)부터 수급 유입 시작되어 52주까지 순매수 유입
- 통계적으로 2020년 이후 수급 유입 시작되는 시기가 46주(11월 초순) 이후로 빨라지는 추세
- 그에 반해 2024년은 11월이 지났음에도 주간 누적외국인 순매수가 유입되지 않았음
- 올해의 경우 밸류업 프로그램 등 효과로 배당락을 앞둔 현선 스프레드가 크게 유지될 가능성이 높기 때문에 차익거래 목적의 순매수 유입 높음
- 11월 트럼프 트레이딩 등 글로벌 이슈로 인한 투자심리 약화. 외국인 수급 이탈 유인이 많았으나 12월 이후 스프레드를 목적으로 하는 순매수 유입될 가능성



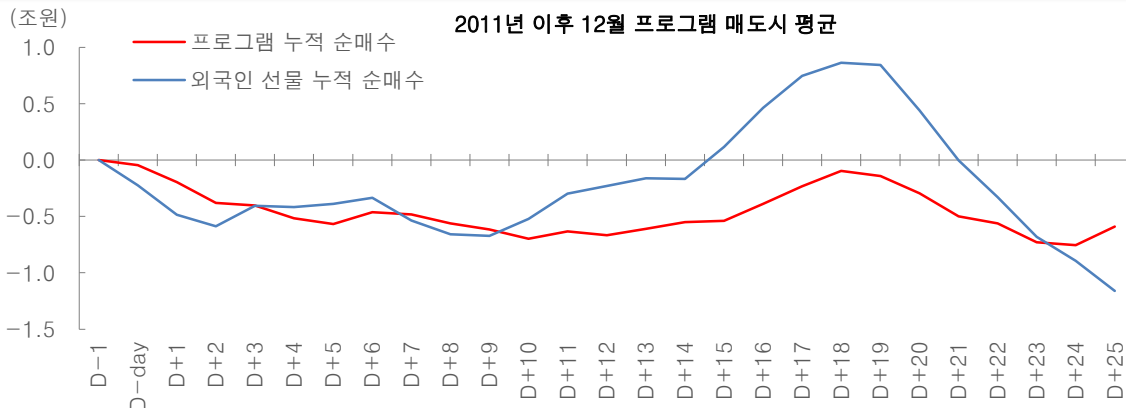
# [KOSPI 12월 계절성] 연말 배당락이 가까워질수록 매수 강도 강화

## 2011년 이후 평균적으로 외국인 선물, 기관 프로그램 매수 12월초부터 유입



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## 투자환경, 베이스가 비우호적이더라도 12월 중순 이후 외국인 선물, 기관 프로그램 매수 유입세 뚜렷



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 12월 수급 계절성은 투자환경과 상관없이 12월 중순 이후 유입
- 2011년 이후 평균적으로는 12월초부터 외국인 선물 매수, 기관 프로그램 매수 유입 시작
- 12월 퀴드러플 위칭데이 이후 유입세가 뚜렷해지고, 연말로 갈수록 외국인 선물 매수, 기관 프로그램 매수 유입 강도 강화. 이듬해 연초 외국인 차익매물 출회
- 2011년 이후 12월 프로그램 매도 우위였던 7번의 경우에도 12월 중순까지 외국인 선물매도, 기관 프로그램 매도 우위를 기록하다가 12월 중순 이후, 퀴드러플 위칭데이 전후 유입 전환
- 연말 배당락을 앞두고서는 투자환경, 현 선물 베이스 추이와 상관없이 외국인 선물 매수, 프로그램 매수 유입 기대할 수 있을 것

# [외국인 수급] 원화 약세 압력 정점권. 수급 개선 여지 충분

## 달러대비 원화 약세 강도 고점권에서 하락 반전 시 환차익을 노린 매수세 유입 가능



자료: FnGuide, Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 원/달러 주간 차트. 트럼프, 정치적 변수에 오버슈팅. 25년 상반기 레벨다운 전망



자료: 대신증권 Research Center

- 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. 12월에는 계엄령 사태 이후 정치적 불확실성 확대 여파가 지속되면서 1,430원대에서 등락 반복
- 미국 경기둔화, 중국/유럽 경기회복, 한국 수출 개선 등 매크로 흐름과 글로벌 주요국 금리인하 사이클 진입을 감안할 때 25년 상반기 달러 약세, 원화 강세 구도 형성 예상
- 원/달러 환율 25년 상반기 중 1,300원선 초반대 진입 가능
- 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

투자전략:

실적대비 저평가된 낙폭과대 업종 매집 전략 지속  
반도체, 자동차, 2차전지, 기계, 건설, 상사/자본재

---

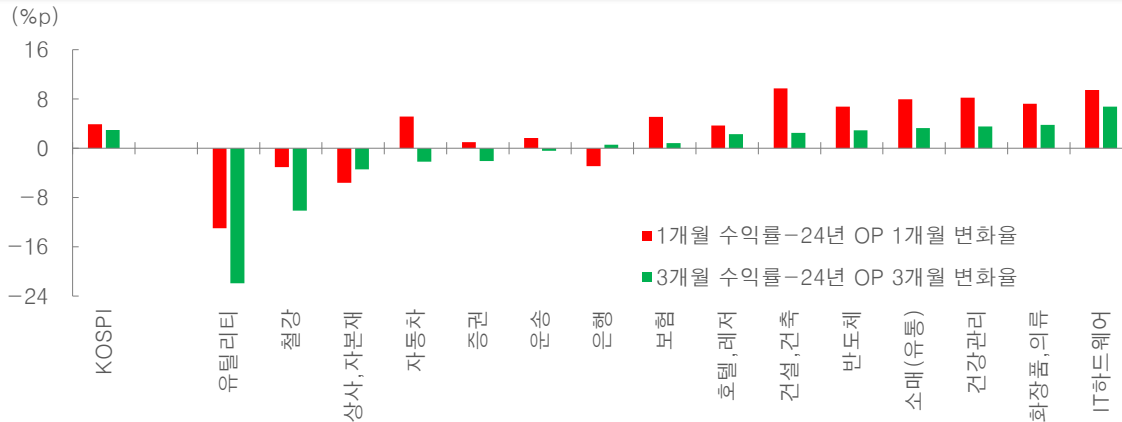
Strategist 이경민

02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 daishinstrategy

# [저평가 & 낙폭과대] 반도체, 자동차, IT하드웨어, 철강, IT가전, 기계, 건설/건축, 상사/자본재

## 24년 연간 영업이익 전망 변화율 대비 저평가 : 유틸리티, 철강, 상사/자본재, 자동차, 증권, 운송, 은행 등. 보험, 호텔/레저, 반도체 등은 KOSPI대비 저평가



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

## 7월 11일 이후 낙폭과대 : 화학, 반도체, IT하드웨어, 철강, 디스플레이, 2차전지, IT가전, 자동차, 기계, 건설, 화장품/의류, 소매(유통) 등

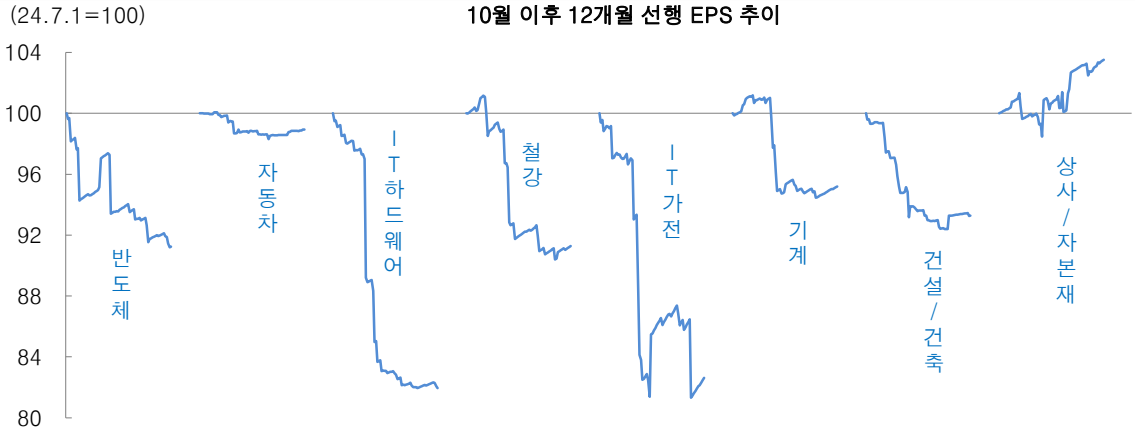


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 12월 둘째주 KOSPI 급반등 전개, 2,500 선에 바짝 다가섬. KOSPI 급반등 과정에서 낙폭과대주들의 반등탄력 강화
- 시장 안정성이 높아질 경우 실적대비 저평가 업종들의 반등시도 뚜렷해질 것
- 24년 연간 영업이익 전망 변화율 대비 저평가 업종에는 유틸리티, 철강, 상사/자본재, 자동차, 증권, 운송, 은행 등이 있고, 보험, 호텔/레저, 반도체 등은 KOSPI 대비 저평가 중
- 이들 업종 다수가 KOSPI 고점대비 낙폭과대 업종이기도 함
- 반도체, 자동차, IT하드웨어, 철강, IT가전, 기계, 건설/건축, 상사/자본재 업종이 실적대비로도, 주가 측면에서도 낙폭과대 업종
- 화학, 에너지, 디스플레이, 은행, 증권, 보험, 소매(유통), 화장품/의류는 실적대비 또는 주가 측면에서 낙폭과대 업종
- 건강관리, 소프트웨어, 조선, 비철/무재, 호텔/레저, 통신, 미디어/교육, 운송, 필수소비재, 유틸리티 업종은 실적대비, 주가 측면에서도 고평가 영역에 위치

# [저평가 & 낙폭과대] 실적 전망 변화에 민감도가 높아진 외국인 매매패턴

**실적 전망 상향 : 자동차, 상사/자본재 / 상승반전 : 철강, IT가전, 기계, 건설**  
**정체/하향조정 : 반도체, IT하드웨어**



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

**반도체, 철강, IT가전 매도 지속. 자동차, IT하드웨어, 건설은 순매수 전환 조심**  
**기계, 상사/자본재는 순매도 전환 가시화**



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 실적대비 저평가 업종이자 낙폭과대 업종 중 12개월 선행 EPS가 상승 중인 자동차, 상사/자본재 뿐
- 대량 매도를 이어가던 자동차는 순매수 전환 조심 감지. 상사/자본재는 외국인 매도 전환 가능성
- 12월들어 철강, IT가전, 기계, 건설 등 선행 EPS 상승 반전 징후 감지. IT하드웨어, 건설은 외국인 순매수 전환 가능성 확대
- 실적 하향조정과 함께 외국인 대규모매도가 출회 중인 반도체 업종에도 실적 불확실성 완화시 외국이 수급 개선 기대
- 실적 향배에 따라 외국인 매수/매도 결정되는 가운데 최근 실적 전망 하향조정이 진정되는 것만으로도 외국인 수급 변화 감지
- 실적대비 저평가, 낙폭과대주들에 대한 관심을 유지하는 가운데 실적 변화와 함께 외국인 수급 변화 체크

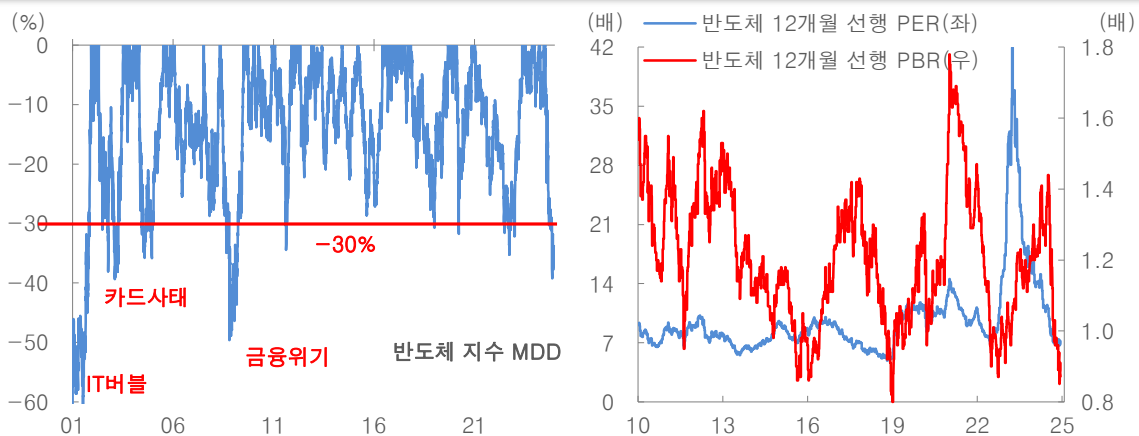
# [반도체] UnderShooting 이후 2,900선 돌파/안착, 다음 목표는 3,100선

## KRX 반도체 일간차트, 2,900선 돌파/안착, 다음은 3,100선 돌파/안착 여부 주목



자료: 대신증권 Research Center

## 반도체 -40% 급락 이후 반등시도 중, 선행 PER 7.18배, PBR 0.91배 수준

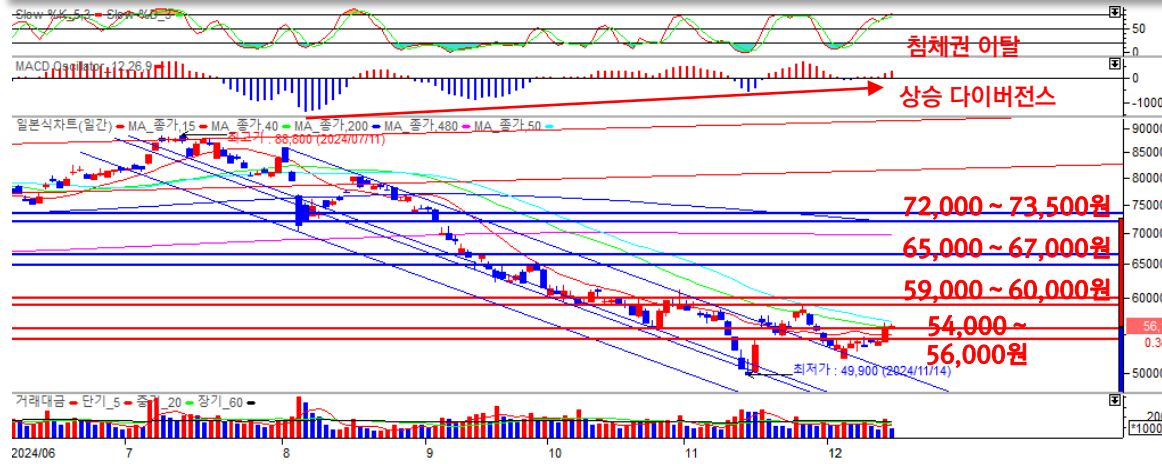


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- AI산업, 반도체 모멘텀에 대한 우려, 경제 심리는 다소 완화되었지만, 한국 반도체에 대한 업황/실적 불안심리 증폭
- 실제로 영업이익, 순이익 전망 레벨다운 & 12개월 선행 EPS 하락세 지속
- 실적 전망 레벨다운은 기대심리 조정과 정으로 판단. 26년까지 이익 모멘텀 유효 (순이익 증가율 25년 22.6%, 26년 11.7%)
- 무엇보다 11월 반도체 수출이 양호했고, 메모리 반도체 업황 및 실적 개선 속도가 빨라질 가능성 확대
- 최근 일평균 수출 물량 바닥권에서 반등 가시화. 이 경우 반도체 가격 상승과 수출 중량 증가(수요회복)가 맞물리면서 상당기간 수출 모멘텀 강화 가능
- 이미 시발 실적 방향성이 명확한 상황에서 메모리 반도체 수출 모멘텀까지 가세할 수 있는 상황
- 반도체 주가는 이미 금융위기 이후 가장 큰 폭의 하락세를 기록할 정도로 충분한 가격조정이 진행되었고, 선행 PER, PBR은 역사적 저점권에서 정상화 시도 중

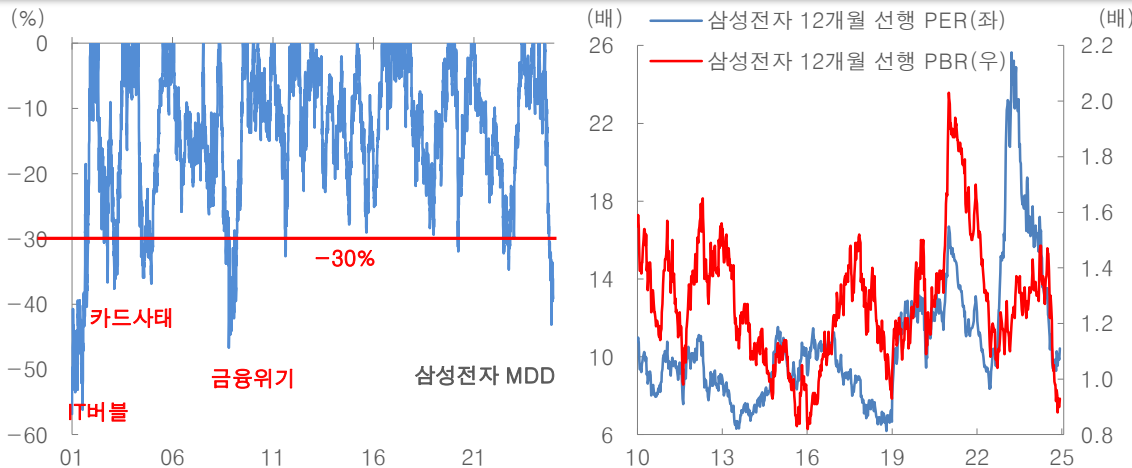
# [삼성전자] 단기 Undershooting 이후 56,000원 회복. 동 가격대 안착시 6만원 회복시도 가능할 것

## 삼성전자 일간차트, 56,000원 안착시 6만원 돌파시도 가능할 것



자료: 대신증권 Research Center

## 삼성전자 고점대비 -36%, 선행 PER 10.43배, PBR 0.93배 수준



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

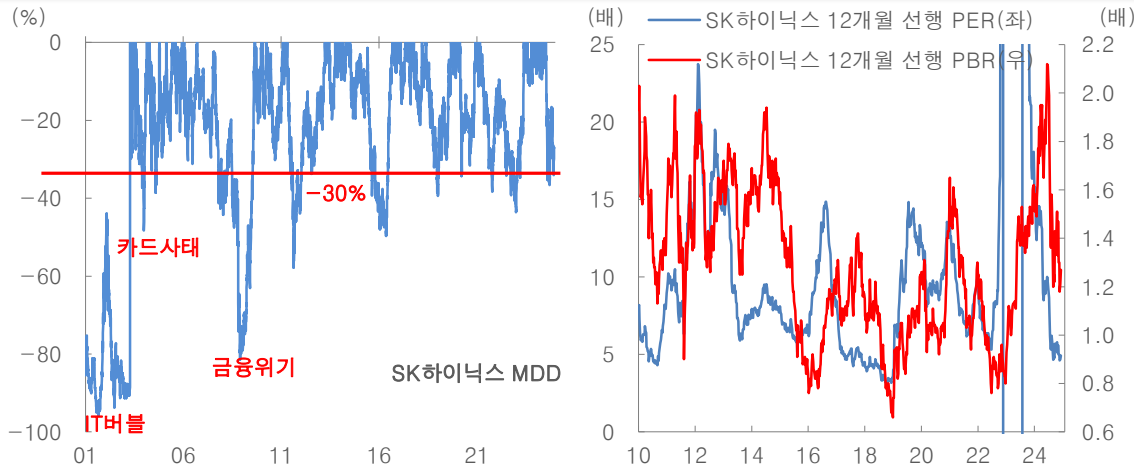
- 삼성전자는 반도체 업황/실적 경계심리 강화에 디램, 메모리 반도체 가격 하락, 업황 악화 전망이 실적 쇼크로 이어지며 5만원선 마저 하회하기도 함
- 다행히 중요 지지권인 5만원대 중반을 빠르게 회복함에 따라 하락추세는 일단락 되었다고 판단. 다만, 상승추세 반전까지 시간이 필요
- 최근 반등은 실적 불확실성 선반영, 밸류에이션 매력 극대화에 따른 자율 반등
- 삼성전자는 선행 PER 10배, PBR 0.9배를 이제 막 회복한 수준. 5만원 중반은 추세반전을 위한 중기 분기점. 54,000 ~ 56,000원선 빠르게 회복, 분위기 반전의 계기를 만들었다고 판단
- MACD OSC, Stochastics 모두 상승 다이버전스 진행 중. 5만원대 중반 안착시 멀지 않은 시점에 6만원 돌파시도가 가시화될 전망
- 삼성전자 실적 모멘텀 둔화 예상. 하지만, 실적 방향성은 25년 4분기까지 개선으로 명확, 일시적인 실적 전망 하향조정세는 진정될 전망. 오히려 저평가 매력이 부각될 것

# [SK하이닉스] 15만원선 지지력 확보 이후 17만원 회복. 넘어야 할 산은 많지만, 고비는 넘겨



자료: 대신증권 Research Center

## SK하이닉스 고점대비 -27%, 선행 PER 4.93배, PBR 1.27배에 불과



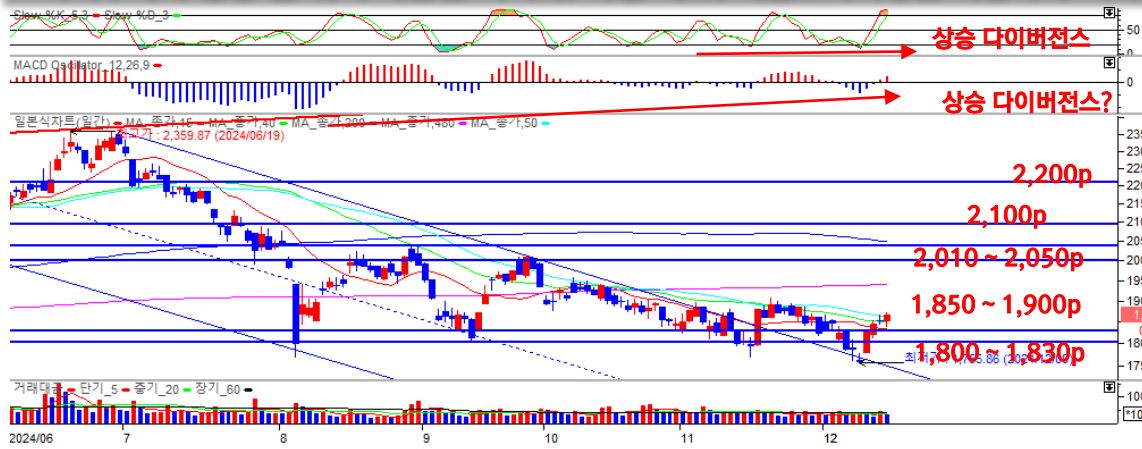
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 9월 SK하이닉스 15만원 이하에서는 비중 확대할 것을 권고
- 하락추세 전환은 시기상조. 오히려 MACD OSC와 Stochastics 상승다이버전스로 상승추세 전환 시사했기 때문
- 최근 변동성 확대 과정에서는 15만원대에서 지지력을 확보하고 빠르게 17만원 회복.
- 17만원대에서 지지력을 확보할 경우 멀지 않은 시점에 19만원 돌파시도 가능성 높다고 판단
- SK하이닉스 고점대비 하락률 30% 이내로 회복. 여전히 가격 메리트 높은 상황
- SK하이닉스 또한 실적 방향성 명확. 메모리 반도체와 AI 반도체 실적 반영 영향



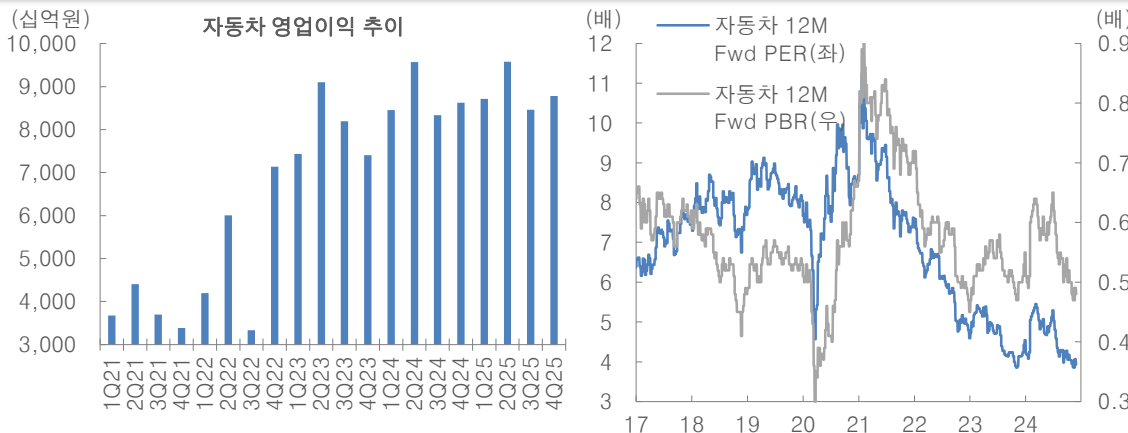
# [자동차] 전 저점에서 급반등. 4중 바닥 형성으로 추세반전 가능성 확대

KRX자동차 일간 차트. 중요 지지권(1,800선 초반)에서 지지력 확보. 하락추세대 상향 돌파, 추세반전 가시화. 과열 해소, 매물소화과정은 비중확대 기회



자료: 대신증권 Research Center

## 자동차 12개월 선행 PER 4배, PBR 0.5배 하회. 비중확대 유효

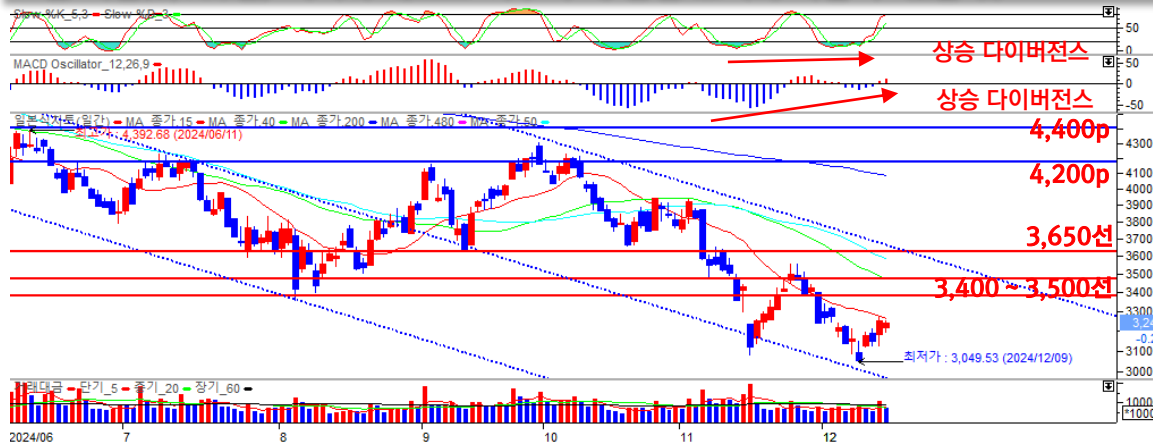


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 자동차는 미국 경기침체 쇼크에 이어 트럼프 리스크를 선반영하면서 1,800선에서 지지력 확보. 단기 Undershooting 국면을 지나 박스권 회귀
- 당분간 1,800선 전후에서 지지력을 확보하면서 분위기 반전을 모색할 전망
- 하락추세대 상단이자 40일 이동평균선이 위치한 1,850 ~ 1,900선 돌파/안착시도가 관건
- 자동차 주가는 2000년 이후 저점권인 12개월 선행 PER 4배 이하에서 반등세를 보여왔음
- 다시 12개월 선행 PER 4배를 하회함에 따라 밸류업 프로그램 진행 과정에서 저평가 매력 부각 예상

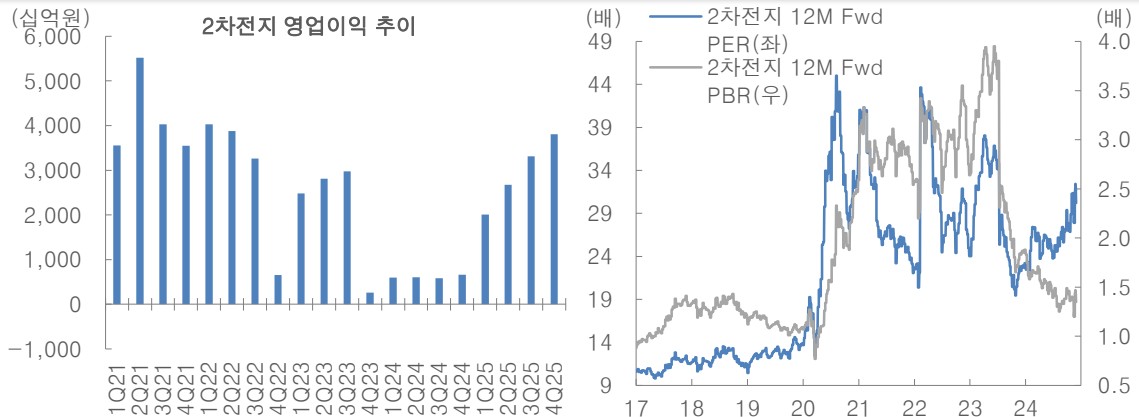
## [2차전지] UnderShooting 국면 지속. 전 저점 지지력 확보 이후 정상화 과정 전개 예상

KRX 2차전지 Top10 지수 일간차트. 직전 저점권인 3,400 ~ 3,500선 안착 실패 전 저점(3,100선) 지지력 테스트 이후 추세 반전 모색해 나갈 수 있을 것



자료: 대신증권 Research Center

2차전지 25년 영업이익/순이익 레벨업 전망. 선행 PBR 1배 초반으로 레벨다운 PER은 실적 개선 가시화될 경우 안정될 것으로 예상

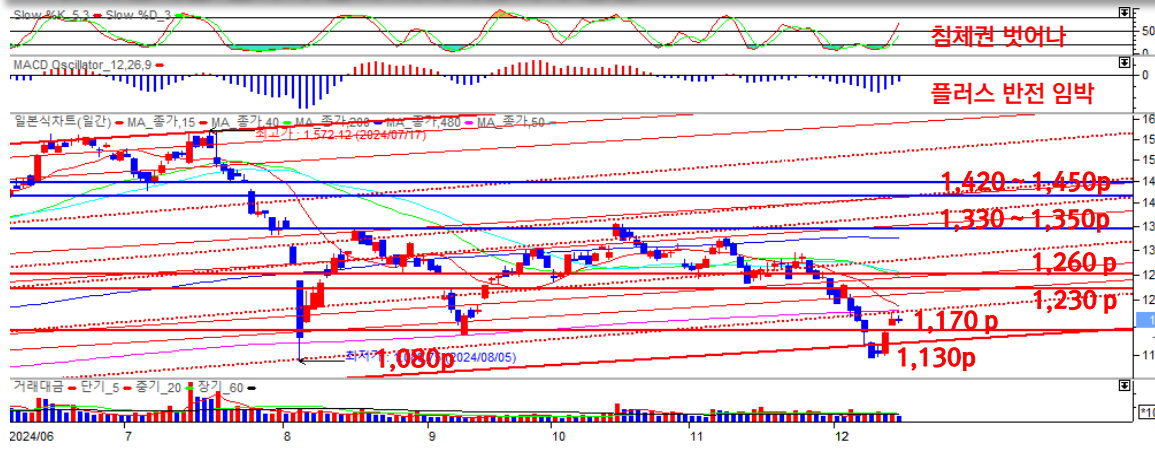


자료: 대신증권 Research Center

- 2차전지는 트럼프 취임 이후 IRA법안 폐기 우려로 급락, 중요 지지선이자 전 저점권인 3,400 ~ 3,500 선 하회, UnderShooting 국면 진입
- 직전 저점 수준인 3,000선 초반에서 반등세를 보임에 따라 추가 급락은 제어되고, 하락세는 일단락되었다고 판단. 추세 반전까지는 시간이 필요
- 반등과정에서 3,400 ~ 3,500선 돌파/안착 여부가 관건
- MACD OSC와 Stochastics 모두 상승 다이버전스 진행 중. 25년 1분기 중 3,650선, 3,900선 돌파 시도에 나설 것으로 예상
- 2차전지 영업이익은 25년 레벨업 전망. 23년 영업이익을 상회하고, 22년 수준에 근접할 가능성 높은 상황
- 실적 신뢰도가 낮지만, 아직까지는 25년 실적 레벨업 기대에 근거한 주가 정상화, 상승세 전개 가능성 높다고 판단

# [기계/건설] 기계, 1,130선 지지력 확보 이후 반등. 건설은 UnderShooting 이후 기술적 반등 진행 중

기계 업종 일간 차트. 1,130선 지지력 확보 이후 강한 반등 전개.  
1,200선대를 얼마나 빨리 회복하는지가 관건



자료: 대신증권 Research Center

KRX 건설 지수 일간차트. 하락추세대 하단을 따라 내려가는 주가.  
단기 UnderShooting 이후 급반등 전개. 600선 돌파시도는 가능하겠지만...



자료: 대신증권 Research Center

- 기계 업종은 장기 저항대이자 중요 분기점인 1,500선에서 하락 반전, 과격하 조정국면 전개
- 직전 저점이었던 1,130선에서 급반등. 상승추세가 유효한 만큼 추가적인 변동성 확대는 비중확대로 대응해도 무리가 없다는 판단
- 단기적으로는 1,200선을 얼마나 빨리 회복/안착하는지가 중요
- 건설 업종은 7월말 고점 이후 하락추세 진행 중
- 중요 지지선이자 하락추세대 하단인 570선마저 이탈하는 UnderShooting 이후 반등시도에 나섬
- 직전 저점이자 중요 지지선인 570 ~ 590선 돌파/안착 여부가 관건
- 하락추세대 하단에서 반등은 가능하겠지만, 600선 돌파는 어려울 것
- 단기 트레이딩은 가능하지만, 추세 반전까지는 상당한 시간이 필요할 것

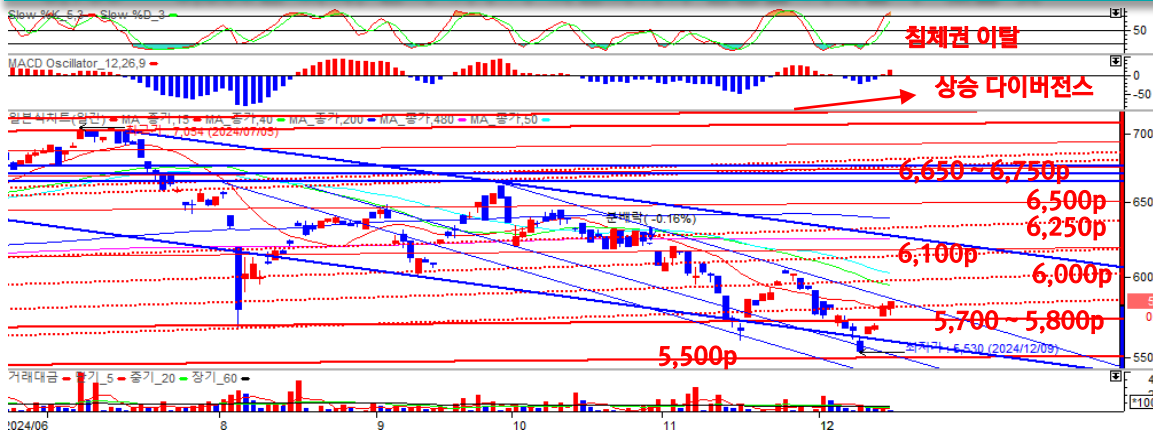
# [방산/지주사] 방산은 2차 지지권에서 강한 반등. 그룹주는 단기 UnderShooting 이후 반등국면 진입

PLUS K방산 일간차트. 16,700선 이탈 이후 급반등.  
19,000선 돌파/안착 여부가 중요. 새로운 상승추세 형성까지 시간 필요



자료: 대신증권 Research Center

RISE 5대 그룹주 일간 차트. 박스권 하단, 전 저점 이탈하는 UnderShooting 반복.  
5,700 ~ 5,800선 회복, 안착 여부가 확인되어야 반등을 기대할 수 있을 것

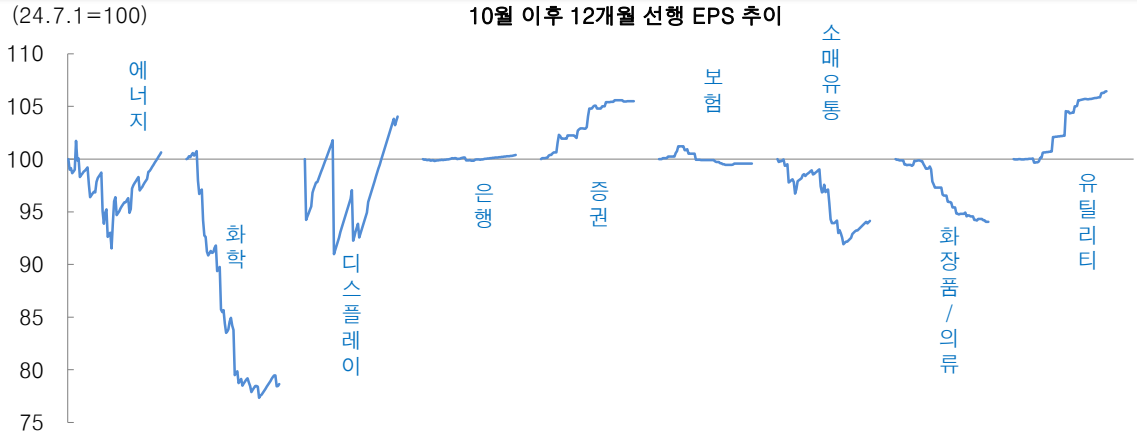


자료: 대신증권 Research Center

- 방산은 박스권 상단인 18,700선을 장대 양봉으로 상향돌파한데 따른 2차 상승목표인 22,700선에 도달한 이후 하락 반전
- 단기 지지선이자 상승추세대 하단인 18,700선을 하향이탈. 단숨에 17,000선 대로 레벨다운
- 중요 변곡점이자 지지선이었던 16,700 ~ 17,300선을 하향이탈 이후 급반등
- 19,000선 돌파/안착 여부가 관건. 새로운 상승추세 형성까지는 시간이 필요하겠지만, 현재 가격/지수대에서 홀딩전략. 비중확대 유효
- 지주사, 그룹주는 하반기 들어 급락 이후 분위기 반전에 실패, 6,000선 마저 하향 이탈
- 기존 상승추세대, 박스권 하단인 5,700 ~ 5,800선을 회복/안착 한 이후 기술적 반등을 기대할 수 있을 것

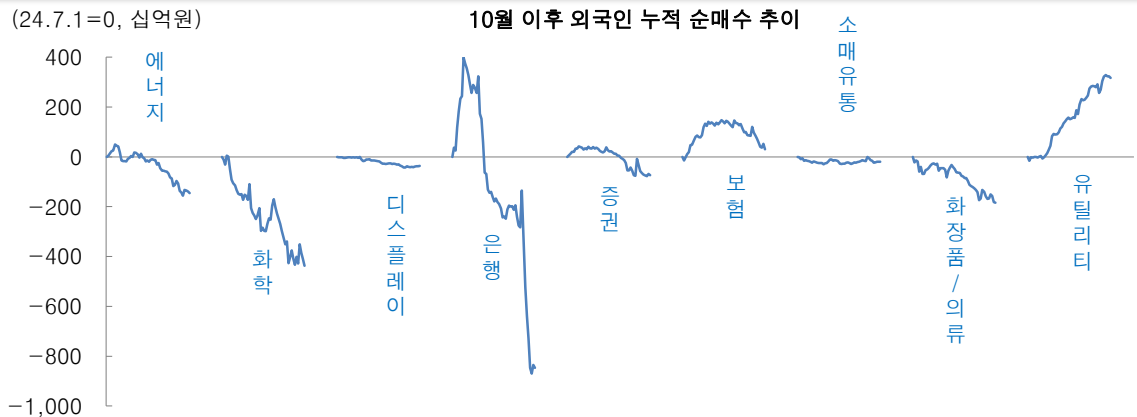
# [저평가 or 낙폭과대] 선행 EPS 상승 반전 조짐에도 외국인 수급 변화는 제한적. 주가 매력 회복이 관건

**실적 전망 상향 : 에너지, 디스플레이, 은행, 유틸리티**  
**상승 반전 : 소매(유통) / 정채/하향조정 : 화학, 증권, 보험, 화장품/의류**



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

**에너지, 화학, 디스플레이, 은행, 증권, 보험, 화장품/의류 외국인 매도 지속**  
**소매(유통) 외국인 매수 전환, 유틸리티는 매수세 주춤**



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 실적대비 저평가 업종이거나 낙폭과대 업종은 화학, 에너지, 디스플레이, 은행, 증권, 보험, 소매(유통), 화장품/의류
- 이들 중 12개월 선행 EPS가 상승하는 업종에는 에너지, 디스플레이, 은행, 유틸리티가 있음
- 이들 업종 중 에너지 업종에만 외국인 순매수 유입. 실적 기대와 업황 개선 기대 동시 유입 업종. 유틸리티는 외국인 매수세 주춤
- 에너지, 디스플레이, 은행은 실적 전망치 상향조정에도 업황 개선에 대한 신뢰도 약화와 정책 불확실성 여파로 외국인 매도 지속
- 반면, 실적 전망이 하향조정 중인 화학, 보험 업종에는 외국인 매도 지속
- 업종 매력에 약한 상황에서 실적, 주가 레벨, 가격 메리트에 따라 외국인 매매 패턴 변화 중

# [에너지화학/디스플레이] 중장기 하락추세 진행 중인 에너지/화학, 디스플레이 모두 기술적 반등 가능

에너지화학 일간 차트. 견고한 하락추세 진행 중. 1,900선 이하에서 급반등했지만 2,150 ~ 2,200선 돌파/안착까지 진통과정 불가피



자료: 대신증권 Research Center

디스플레이 일간 차트. 단기 UnderShooting 이후 9,500원선 빠르게 회복 1만선까지 기술적 반등 가능

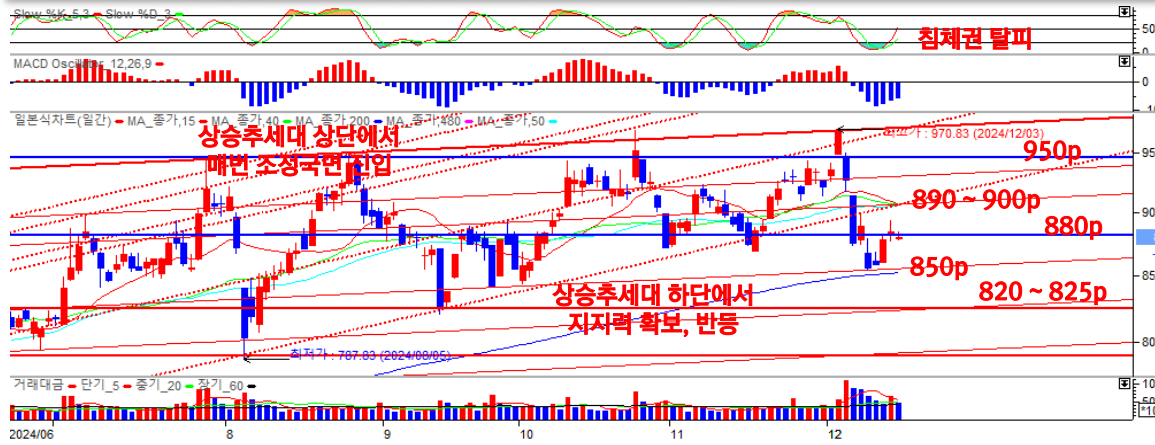


자료: 대신증권 Research Center

- 에너지/화학 업종은 8월초 저점 이탈로 단기 급락, UnderShooting 전개
- 다행히 2020년 코로나 쇼크 직전 저점이자 중요 지지선인 1,900p에서 지지력을 확보, 반등 진행 중
- 단기적으로 2,150 ~ 2,200선 회복/안착 여부가 관건. 단기 과열권 진입에 따라 단기간에 안정권으로 진입하기 어려울 수 있을 것
- 단기 박스권(1,900 ~ 2,150p)을 감안한 트레이딩 전략 유효
- 디스플레이는 단기 상승추세대 하단 이탈, UnderShooting 이후 빠르게 9,500원 회복
- 1만선 돌파시도는 가능하겠지만, 추세 반전은 쉽지 않은 상황
- 반등시 비중축소, 차익실현 유효

# [은행/증권] 전고점, 상승추세대 상단까지 추가 상승 가능. 박스권 트레이딩 전략 강화

**KRX 은행 일간 차트. 단기 과열 해소, 매물소화 국면 마무리 전고점이자, 상승추세대 상단인 950p까지 추가 상승 가능**



자료: 대신증권 Research Center

**KRX 증권 일간차트. 상승추세대 상단에서 하락 반전, 750선 지지력 확보 790p 돌파/안착시 전고점 돌파 가시권에 들어올 것**

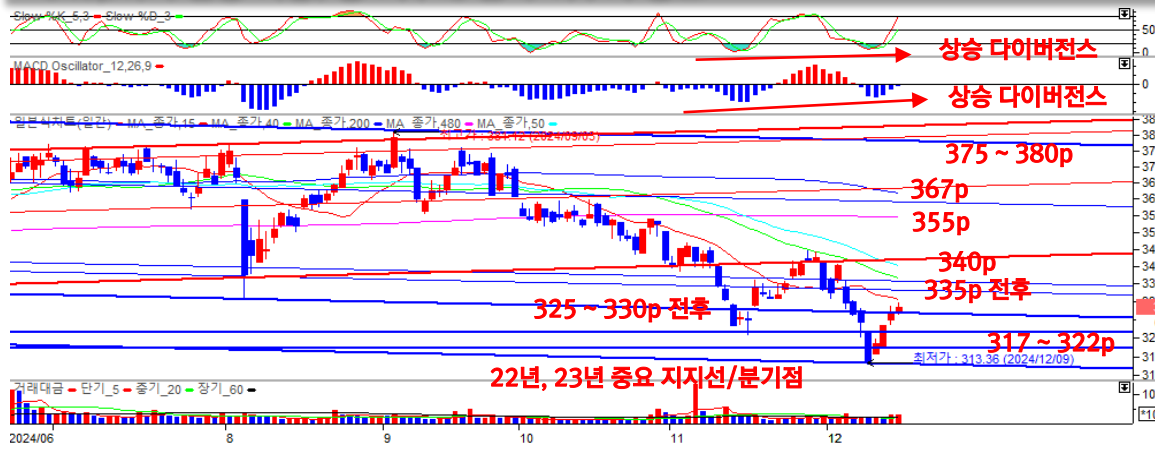


자료: 대신증권 Research Center

- 은행, 증권 모두 강력한 종단기 상승추세 진행 중. 이동평균선 상승추세 뚜렷. 8월 초 단기 급락과정에서도 상승추세대 하단에서 지지력 확보, 반등시도에 나섬
- 다만, 상승추세대 상단, 전고점 수준에서는 단기 과열 해소, 매물소화 과정 반복
- 은행은 전고점 수준이자 상승추세대 상단인 950p, 증권도 상승추세대 상단인 815선 이상에서 매번 하락 반전
- 현재 은행, 증권 업종 모두 전고점, 박스권 상단, 상승추세대 상단에서 하락 반전 했지만 중요 지지권에서 분위기 반전 시도 중
- 은행 업종은 850선 전후 증권 업종은 750선 전후에서 반등에 나서는 중
- 박스권 하단이라는 점에서 박스권 매매에 집중 필요

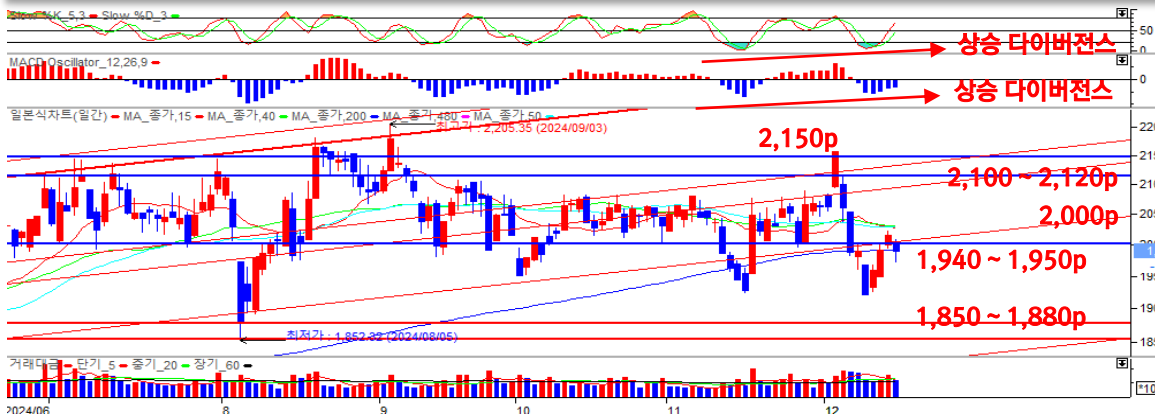
# [소매(유통)/보험] 단기 UnderShooting 이후 반등 중인 소매(유통). 보험은 전 고점까지 반등 예상

유통업 일간 차트. 상승추세 하향이탈, 단기 UnderShooting 이후 급반등 340p까지 반등 가능. 동 지수대 안착 여부가 중요



자료: 대신증권 Research Center

KRX 보험 지수 일간차트. 박스권 하단에서 상승 반전. 1차 1,950선 돌파/안착시 2,100선 돌파 시도 가능할 전망



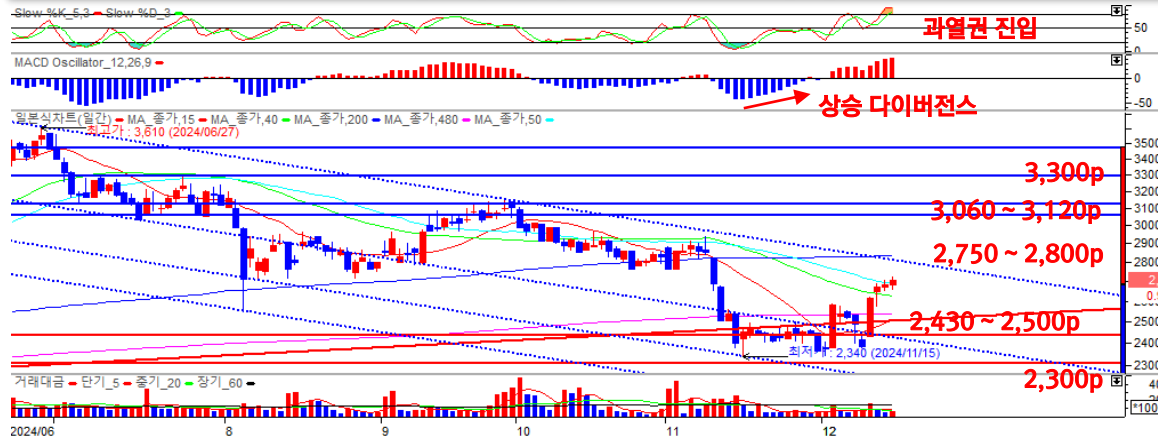
자료: 대신증권 Research Center

- 유통업종은 주가 부진에도 불구하고 실적 전망 레벨다운의 영향으로 실적대비 고평가 업종
- 335 ~ 340p, 하락추세 하단 이탈로 320p 초반까지 레벨다운, Undershooting 구간 진입
- 다행히 급반등하며 330선을 회복. 340선 돌파 시도 예상. 동 지수대 회복/안착 여부에 따라 추가 상승 여부 결정
- 보험은 강력한 중단기 상승추세 진행 중. 이동평균선 상승추세 뚜렷. 8월초 단기 급락과정에서도 상승추세 하단에서 지지력 확보, 반등시도에 나섬
- 다만, 상승추세 상단, 전고점 수준에서는 단기 과열 해소, 매물소화 과정 반복
- 이번에도 박스권 상단인 2,150선 돌파 이후 하락 반전. 전저점 수준인 1,900p에서 반등시도에 나섬
- 1차 1,950선 돌파/안착시 2,100선 돌파 시도 가능할 전망



# [화장품/섬유의복] 중요 지지권에서 반등시도 중. 한고비 넘기면 레벨업 가능성 확대

**Tiger 화장품 ETF 일간 차트. 200일 이동평균선 이탈로 급락, 2,300선 지지력 확보 이후 급반등, 상승 다이버전스 진행 중**



자료: 대신증권 Research Center

**섬유/의복 일간 차트. 200선 지지력 테스트 이후 반등시도 중 1차 목표치인 210선 돌파로 안착시 220선 돌파시도 가능**

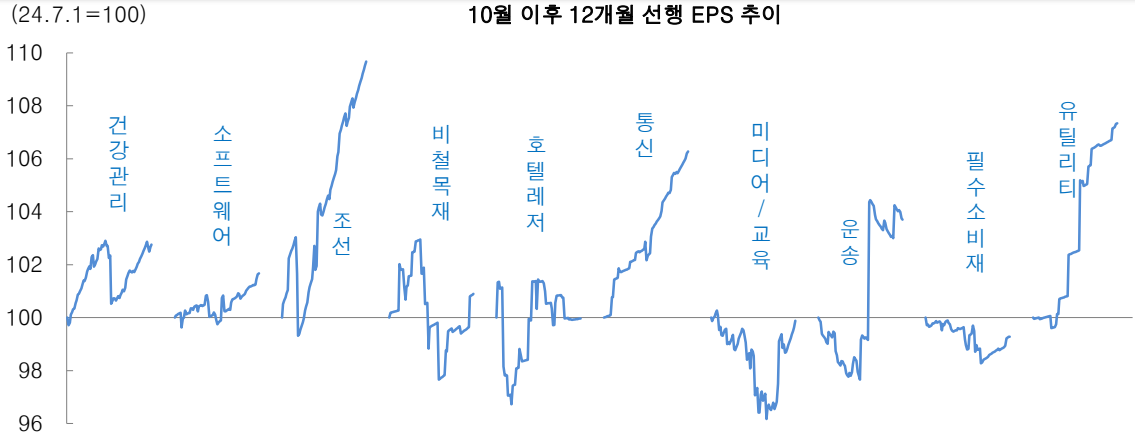


자료: 대신증권 Research Center

- 상반기 급등 이후 조정양상을 보여오던 화장품 업종은 충분한 가격 조정 진행
- 단기 등락은 불가피하지만, MACD OSC 상승 다이버전스가 진행 중인 만큼 480 일 이동평균선(2,450선 전후) 회복시 2,800선 전후까지 반등시도를 이어갈 전망
- 분위기 반전 과정에서 등락을 보일 경우 비중확대 유효
- 섬유/의복은 견고한 중 단기 하락추세 진행 중. 40, 50일 이동평균선 돌파/안착에 실패하며 급락 반전
- 8월 저점 수준에서는 지지력 확보
- 단기적으로 210p, 220p 돌파/안착 과정이 필요
- 단기 반등을 노린 트레이딩 매매는 유효하지만, 하락추세가 견고한 만큼 반등시 비중 축소 의견 유지

# [가격 메리트 약화] 강한 실적 동력에도 외국인 차익 매물 출회 조짐. 물량 소화 국면을 거친 건강관리 주목

**실적 전망 상향 : 소프트웨어, 조선, 비철목재, 통신, 미디어, 유틸리티, 필수소비재**  
**정체/하향조정 : 건강관리, 호텔/레저, 운송**



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

**소프트웨어, 호텔/레저 외국인 매수 지속. 차익 매물 소화한 건강관리 순매수 전환**  
**조선, 통신, 유틸리티, 운송 등은 외국인 차익 매물 출회 가능성**

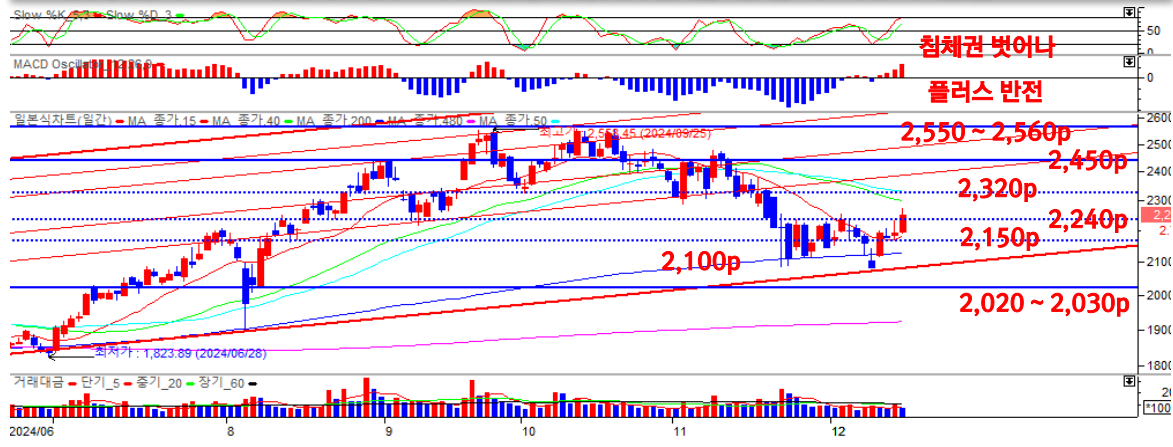


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 실적대비 건조한 주가 흐름을 보여왔고, 7/11 고점 이후 KOSPI를 Outperform 중인 업종에는 건강관리, 소프트웨어, 조선, 비철/목재, 호텔/레저, 통신, 미디어/교육, 운송, 필수소비재, 유틸리티가 있음
- KOSPI 약세에도 불구하고 상대적으로 건조한 주가 흐름을 보여왔거나, 선행 EPS 급락에 따른 매력도 약화 업종
- 소프트웨어, 조선, 비철목재, 통신, 미디어, 유틸리티, 필수소비재 업종은 강력한 실적 개선 기대 지속. 하지만, 소프트웨어만 외국인 순매수가 지속되고 있고, 조선, 통신, 미디어/교육, 유틸리티 업종에는 차익매물 출회 조짐
- 실적 개선 기대보다 가격, 과열 부담에 따라 외국인 매매패턴 변화
- 매물 소화과정을 거친 건강관리 업종에는 외국인 순매수 재개
- 업황/실적 기대감 선반영, 단기 과열해소, 매물소화 전개 여부에 따라 업종별 차별적인 등락 예상

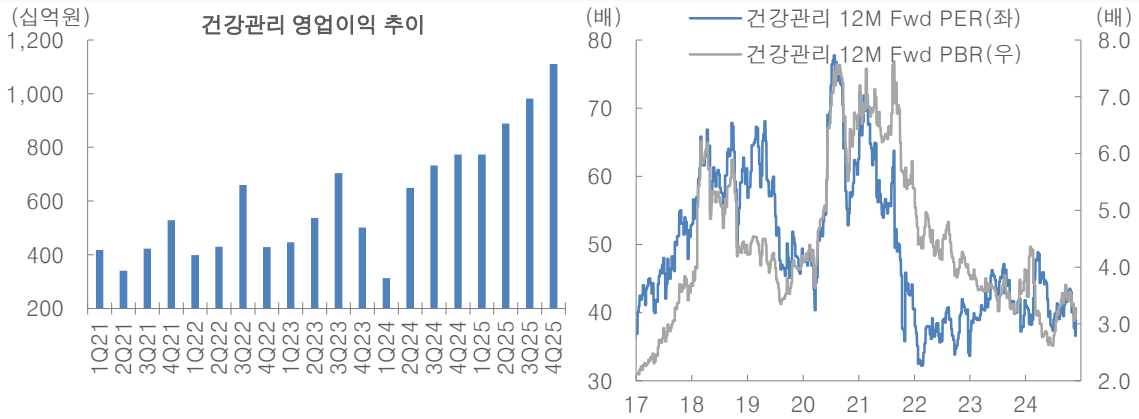
# [계약/바이오] 2,100선 지지력 확보 이후 반등시도 중. 2,320선 돌파/안착 여부 주목

KRX 바이오 Top10 지수 일간차트. 중장기 상승추세 강화. 단기 과열, 오버슈팅 해소, 2,100선 지지력 확보 이후 반등. 2,320선 돌파/안착 여부가 관건



자료: 대신증권 Research Center

건강관리 25년 실적 레벨업/역사적 최대 실적 기록 전망. 선행 PER, PBR은 전자점권에서 등락 중



자료: 대신증권 Research Center

- 바이오 업종은 7월 이후 4개월 연속 상승세를 뒤로 하고 10월 중순부터 하락 압력 확대
- 실적 전망 상향조정에 200일 이동평균선 지지력, 중단기 이동평균선 상승반전에 힘입어 추세 반전/강화는 유효
- 200일 이동평균선(2,100선)에서 지지력 확보. 2,300선 돌파시도 예상
- 2,320선 돌파/안착시 상승여력 확대 예상. 현 지수대에서 단기 트레이딩 측면에서 10% 전후 추가 상승 가능
- 건강관리 밸류에이션 수준은 2020년 이후 저점권에 위치
- 25년 실적 레벨업, 사상 최대 실적 기록할 전망. 실적 호전주 중심으로 대응 강화

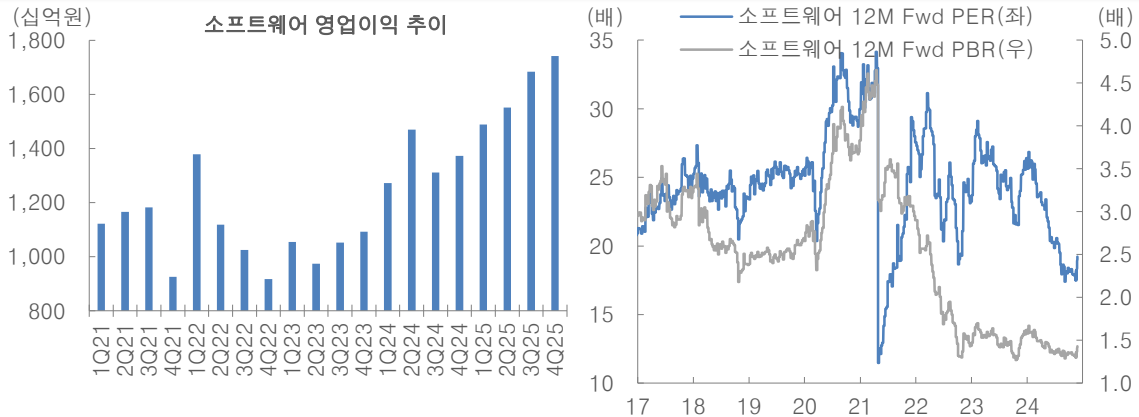
# [인터넷] 만만치 않은 1,000p 돌파/안착 과정. 단기 과열해소/매물소화 전개 시 비중확대 유효

KRX 인터넷 Top10 지수 일간차트. 1,000p 돌파/안착 과정 만만치 않을 것  
880 ~ 890p 지지력 테스트를 비중확대 기회로 활용



자료: 대신증권 Research Center

인터넷 25년 실적 레벨업 전망. 선행 PER은 18배 이하에서 반등, 20배 회복  
선행 PBR도 1.3배 수준으로 역사적 저점권

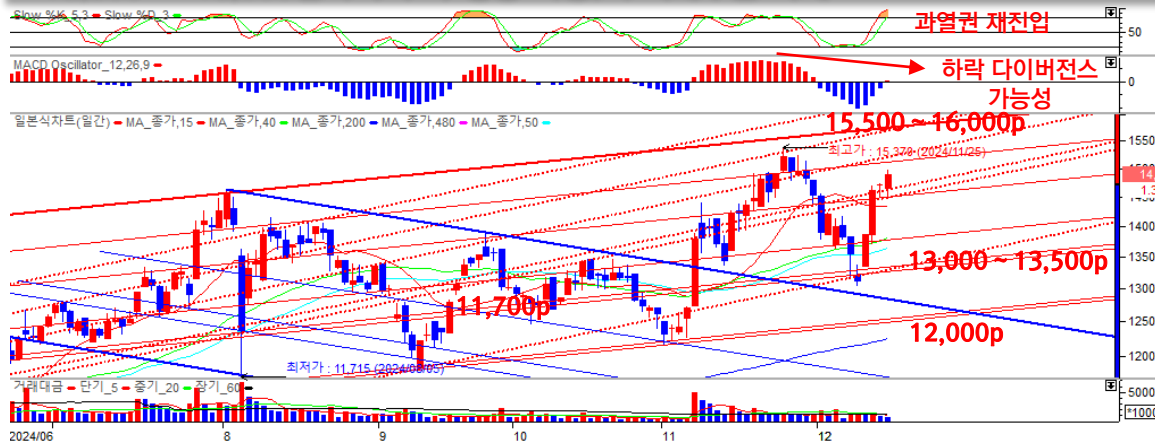


자료: 대신증권 Research Center

- 인터넷 업종은 단기 상승추세 지지력을 바탕으로 40일, 50일 이동평균선을 상회, 8월 고점을 넘어 추세 반전 모색 중
- 장기 조정, 중기 등락을 이어왔고, 중기 수렴패턴을 상향돌파한 만큼 Upside Potential이 높은 상황
- 다만, 7월 고점인 1,010선에서 추가적인 레벨업은 단기간에 쉽지 않다는 판단. Stochastics가 단기 과열권에 진입했고, Stochastics와 MACD OSC 모두 하락 다이버전스 진행 중
- 1,000선에서 하락 반전시 단기적으로 960선 지지력을 기대하겠지만, 궁극적으로는 880 ~ 890선에서 지지력 확보 가능성 높다고 판단
- 추격매수는 최대한 자제하는 가운데 과열해소, 매물소화 진행 시 비중확대 기회를 포착할 필요가 있음
- 인터넷 업종도 25년 실적 레벨업 기대. 채권금리 하향 안정과 맞물릴 경우 밸류에이션 매력이 배가되면서 상승추세를 강화해 나갈 것

# [조선/비철목재] 조선/해운 상승 추세대 상단 근접시 리스크 관리. 비철목재, 4,000선 돌파/안착 여부 주목

**FN조선해운지수 일간차트. 13,000선에서 상승 반전. 중기 상승추세대 상단인 15,500 ~ 16,000선까지 추가 상승 가능. 추격매수는 자제**



자료: 대신증권 Research Center

**비철목재 일간 차트. 하락추세대 하단, 마지노선에서 UnderShooting 이후 급반등 4,000선 돌파/안착 여부 관건**



자료: 대신증권 Research Center

- 조선해운 업종은 24년 3월 이후 강력한 상승추세 진행 중
- 7월 중장기 상승추세대 상단을 넘어서는 오버슈팅 국면 진입한 이후 단기 등락은 상승추세를 견고히 해나가는 과정
- 상승추세대 상단인 15,500 ~ 16,000선에서 하락 반전. Stochastics와 MACD OSC 모두 하락 다이버전스 진행 중
- 추격매수는 최대한 자제하고, 단기 리스크 관리 강도를 높이는 가운데 단기 과열 해소, 매물소화 과정을 비중확대 기회로 활용할 필요가 있음
- 최근 13,000선 전후에서 지지력 확보 이후 반등 중. 16,000선 돌파시도 가능하지만, 추격매수는 부담
- 비철목재는 8월 전 저점 수준을 하회, 단기 UnderShooting 구간에서 강한 반등으로 3,850선 돌파
- 직전 고점인 4,000선 돌파/안착 시 4,100선까지 추가 상승 여력 확대
- 추격매수보다는 단기 변동성을 활용한 트레이딩 전략 유효

# [미디어&엔터/운송] 미디어&엔터 1,900선 저항에 근접. 운송도 전 고점권에 근접

KRX미디어&엔터 일간 차트. 1,720선 지지력 확보 이후 급반등  
1,900 ~ 1,920선 돌파 가능하지만, 안착 가능성은 낮아



자료: 대신증권 Research Center

KRX 운송 지수 일간차트. 980선(200MA, 중기 상승추세대 하단)에서 상승 반전  
1,060 ~ 1,090선 저항 부담

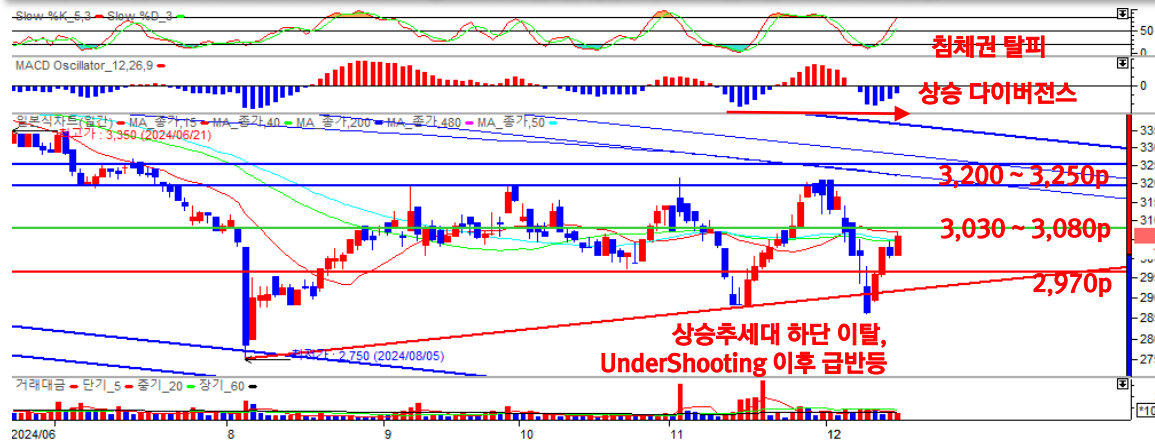


자료: 대신증권 Research Center

- 미디어/엔터는 견고한 중단기 하락추세를 거래를 수반한 급등세로 상향 돌파
- 현재 1,850p 돌파 이후 상승세가 주춤했지만, 이보전진을 위한 일보후퇴 국면으로 판단
- 추세 반전 가능성이 높아진 만큼 조정시 매수전략 유효
- 최근 조정과정에서도 1,700선 전후에서 지지력 확보 이후 급반등. 1,900 ~ 1,920선 돌파/안착 여부 체크
- 운송 업종은 중기 삼각수렴패턴 상향 돌파. 추세 반전 진행 중
- 9월 고점 이후 980 ~ 1,050선 전후 박스권 등락 반복
- 이번에도 980선 전후에서 지지력 확보한 이후 반등시도에 나섬
- 조정시 매수전략은 유효하지만, 현 시점부터는 1,060 ~ 1,090선 돌파/안착 여부를 확인하고 대응해야 할 것

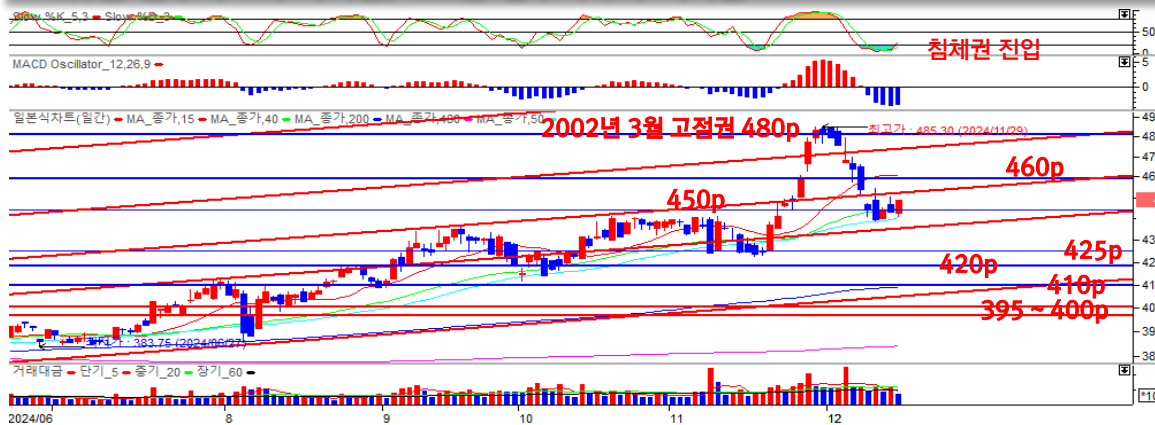
# [호텔레저/통신] 박스권 등락 중인 호텔/레저. 통신, 강한 상승추세 속에 단기 과열해소, 매물소화 국면 진입

Tiger 여행레저 일간 차트, 박스권 상단인 3,200선에서 하락 반전  
2,970선 이하 UnderShooting 이후 급반등, 3,200선 돌파시도 가능



자료: 대신증권 Research Center

통신업 지수 일간차트, 480p 저항으로 하락 반전. 과열 해소/매물 소화 국면  
450선 전후가 1차 지지선, 420선 전후가 2차 지지선

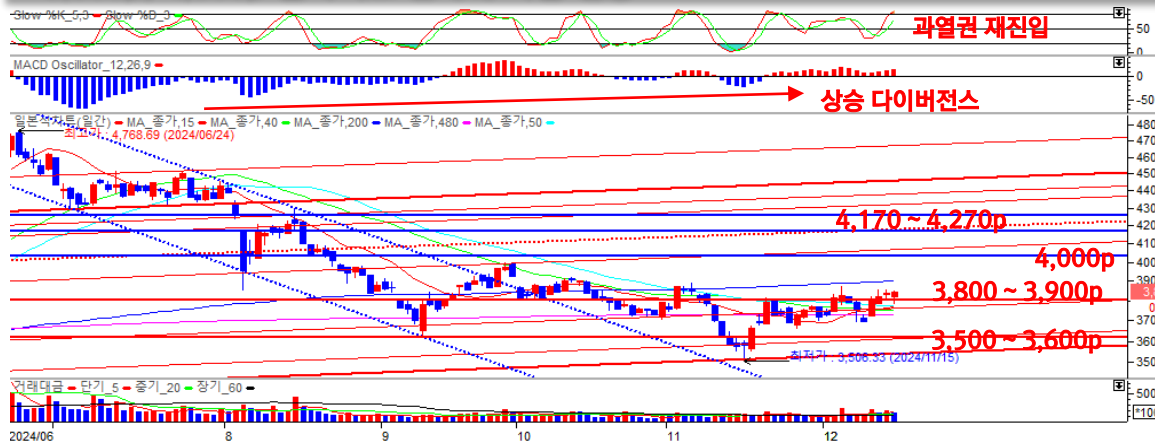


자료: 대신증권 Research Center

- 여행레저는 중기 하락추세 진행 중. 매번 하락추세대 상단 돌파시도에 나서지만 번번히 실패, 박스권 등락 반복
- 박스권 하단(2,970p)에서 급반등, 단숨에 박스권 상단인 3,200p 도달, 다시 하락 반전
- 12월에도 2,970선 단기 이탈 이후 급반등, 3,050선에 근접. 3,200p 반등은 가능하겠지만, 추격매수는 부담. 박스권 매매 유효
- 통신은 상승추세를 견고히 해나가는 중
- 전 고점권이자 상승추세대 상단(450p)마저 넘어섰지만, 2002년 3월 고점권인 480선 전후에서 하락 반전
- 과도한 과열권에 위치함에 따라 당분간 과열해소, 매물소화과정이 전개될 가능성 높다고 판단
- 현 시점에서 추격매수는 자제하고 단기 리스크 관리가 필요한 시점
- 450선 전후가 1차 지지선, 420선 전후가 2차 지지선 확보 여부 중요

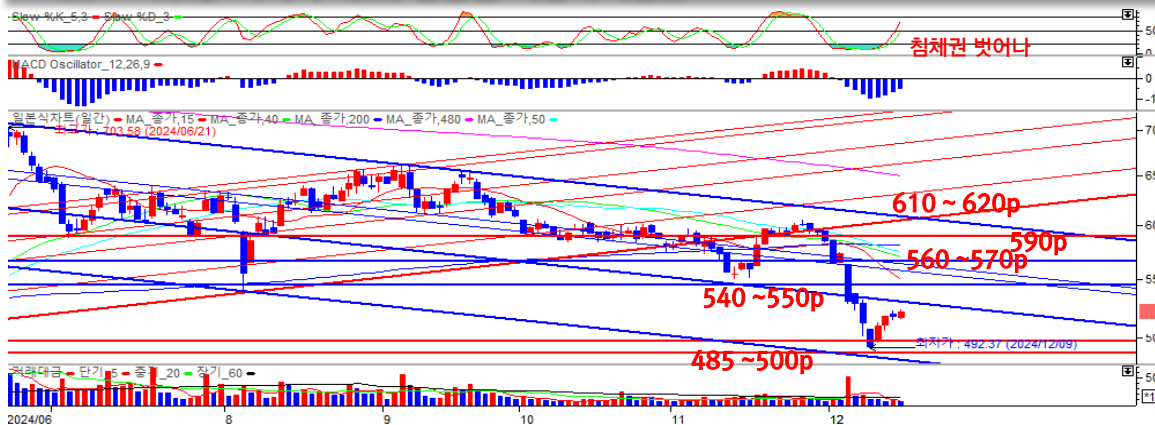
# [음식료/유틸리티] 추세 반전 모색 중인 음식료. 3900p 돌파시 4,000선까지 레벨업 가능

음식료품 일간 차트. 장기 상승추세대 하단에서 지지력 확보  
3,900p, 4,000p 돌파시도 전개해 나갈 전망



자료: 대신증권 Research Center

KRX 유틸리티 일간차트. 610 ~ 620선 돌파에 실패하고 급락 반전.  
485 ~ 500p 지지력 확보, 반등은 가능하지만...



자료: 대신증권 Research Center

- 음식료 업종은 상반기 강세 이후 4개월 이상 조정국면 진행 중. 급등에 따른 되돌림 과정으로 판단. 중장기 상승추세 유효함에 따라 조정시 비중확대 전략 유효
- 11월 단기 급락에도 중기 상승추세대 하단인 3,500선에서 지지력 확보. 강한 반등으로 3,800 ~ 3,900p 돌파에 나섬
- 동 지수대 안착에 성공할 경우 4,000선 돌파/안착 여부가 1차 관문. 2차적으로는 4,200선까지 추가 반등 가능. 단기 등락은 변동성을 활용한 분할 매수로 대응
- 유틸리티는 중기 수렴패턴의 하단을 이탈. 기존 수렴패턴으로 재진입 시도가 있었지만, 안착 실패 이후 급락 반전. 500선 마저 하향이탈
- 단기 급락에 따른 반등은 가능하겠지만, 1차적으로는 540 ~ 550p, 2차적으로는 560 ~ 570p 등 다수의 저항대를 넘어야 하는 속제가 산적
- 반등시 비중 축소가 당분간 유효



## Compliance Notice

- 금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: Research Center FICC 리서치부 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 하시기를 바랍니다.