

1월 & 25.1Q 증시 전망 및 투자전략 | 2025. 1. 6

더 나빠질게 없다면...

Upside를 고민해야 할 25년 1분기.

Feat. 트럼프 & 국내 정치 리스크

Strategist 이경민

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

Quant Strategist 조재운

02) 769-2694 / jaeun.jo@daishin.com



Contents

1월 & 25.1Q 증시 전망 및 투자전략

Summary	3
주식시장 전망	6
12월 Review : 정치 불안과 매파적 FOMC로 KOSPI 분위기 반전에 실패	6
1월 KOSPI Band : 2,380 ~ 2,600p	11
6개월 연속 하락 마감한 KOSPI. 생각할 수 있는 악재들 대부분 선반영	16
KOSPI 기술적 반등에 이어 추세 반전 모색 예상	22
반전 동력 1. 1월 20일 트럼프 대통령 취임. 리스크 완화, 불안심리 진정의 전환점?	31
반전 동력 2. 미국 통화정책 컨센서스 정상화. 고용 둔화와 물가 안정	44
반전 동력 3. 중국 경제지표 개선 & 춘절 수요 & 정책 동력 기대	62
Check Point. ECB와 BOJ 통화정책 회의. 엔캐리 청산 우려는?	76
반전 동력 4. 4분기 실적시즌, 과도한 걱정이 만든 서프라이즈 모멘텀 가능성	87
반전 동력 5. CES2025와 JPM 헬스케어 컨퍼런스	94
반전 동력 6. 국내 정치 리스크 완화. 통화/재정 정책 동력 유입	100
반전 동력 7. 연기금 순매수 지속 & 외국인 수급 개선 가능성	106
1월 효과? KOSDAQ, 중소형주에 유효. 하지만, 1월을 보면 25년을 알 수 있어	114
2025년 상반기 중 KOSPI Target 3,000p 유지	119
투자전략	126
투자 전략 : 낙폭과대 & 실적대비 저평가 업종/종목 트레이딩 강화	126
퀀트전략	150
KOSPI 정상 작동 중	150
멀티 팩터 모델 1월 Update	156

Summary. 국내외 불확실성, 정치 리스크까지 선반영한 KOSPI. 불안심리 진정 = 기술적 반등, 불확실성 완화 = 추세 반전

- 1월 KOSPI Band 2,380 ~ 2,600p, 상단 2,600p : 선행 PER 9배(라운드 지수), 확정실적 기준 PBR 0.905배, 선행 PBR 0.85배(24년 평균 -1표준편차)
1차 관문은 2,570 ~ 2,580선 12개월 선행 PER 8.7배로 24년 하반기 평균 수준
하단 2,380p : 선행 PBR 0.78배(8월 5일 저점), 확정실적 기준 PBR 0.85배, 12개월 선행 PER 7.86배(24년 8월 5일 저점)는 각각 2,413p, 2,327p
- KOSPI 7월 이후 약세 지속, 6개월 연속 하락(월간 수익률 기준). 국내 정책 부재 속에 반도체 업황/실적 불안, 미국 경기 불안 및 엔캐리 청산 쇼크, 트럼프 정책 리스크, 연준의 매파적 스탠스 전환 등 국내외 불확실성은 물론, 계엄 사태와 탄핵 국면이라는 국내 정치 리스크까지 선반영. KOSPI Deep Value 구간 지속, 장기화
- 2025년 상반기 KOSPI는 하락추세를 마무리하고, 기술적 반등에 이어 추세 반전을 모색해 나갈 전망. 웬만한 악재들을 선반영한 상황에서 더 나빠질게 없다고 판단 불안심리 진정만으로도 기술적 반등을 모색해 나갈 것이고, 불확실성이 완화되고, 기대하지 않았던 펀더멘털 동력에 변화가 가시화되면서 추세 반전이 가능할 것
 1. 트럼프 2.0시대 시작(1월 20일 트럼프 대통령 취임). 시장 우려만큼 정책 시행 속도와 강도가 빠르거나 강하지 않을 경우 트럼프 리스크에 대한 불안심리 진정 예상
 2. 과도하게 매파적인 미국 통화정책 컨센서스(25년 1회 금리인하) 정상화. 고용 둔화, 물가 안정 재확인 = 통화정책 우려 완화, 채권금리, 달러화 안정으로 이어질 것
 3. 중국 유동성 모멘텀, 교역, 소비 모멘텀 개선 지속. 여기에 1월말 춘절 수요 개선 및 소비 촉진 정책 기대. 3월 양회 전후 정책 동력 강화 가능성 유효
 4. 4분기 실적시즌 우려가 큰 상황. 한국 4분기 수출 전년대비 12.3% 증가(원화 기준, 3분기 12.48%), 과도한 우려로 기대가 낮아진 만큼 서프라이즈 모멘텀 가능성
 5. CES2025에서는 AI 관련 신기술과 제품 수요 기대, JPM 헬스케어 컨퍼런스에서는 한국 기업들의 계약 성사 가능성 등 새로운 동력이 될 수 있음
 6. 계엄 사태에 이은 탄핵 국면 진행 중. 결국 국내 정치 리스크는 완화될 것. 이 과정에서 그동안 부재했던 통화/재정 정책 동력 유입, 한국 금융시장 저평가 매력 부각
 7. 연기금, 국내 주식 비중 확대로 순매수 지속/강화 불가피. 여기에 외국인 수급 개선 가능, 채권금리, 달러화 안정에 국내 정치 리스크 완화시 원화 상대적 강세 예상
1월 효과의 계절성은 뚜렷하지 않지만, 1월 상승 시 당해 수익률 양호(KOSPI 및 업종 수익률). 한편, KOSDAQ, 중소형주에는 1월 효과 뚜렷. 종목 대응 강화
- 1월 KOSPI 기술적 반등은 1분기 추세 반전, 상반기 KOSPI 상승추세 전개의 시작 점. **대신증권 25년 상반기 KOSPI Target 3,000p로 유지**

투자전략

1월초 단기 등락은 분위기 반전 과정. 이보전진을 위한 일보후퇴

실적대비 저평가된 낙폭과대 업종인 자동차, 은행, 보험, 유통, 호텔/레저, 유틸리티 중심의 트레이딩 매매 유효

25년 이익 기여도 개선, 이익 모멘텀 견고 + 낙폭과대 = 반도체, 기계, 조선, 2차전지, 제약/바이오, 인터넷, 자동차, 방산, 화장품/의류, 음식료

KOSPI 2,500선 이하에서 비중확대 전략 유효 & 지속. 1) 미국 채권금리/달러화 안정과 2) Non-US 경기부양 드라이브, 3) 업황/실적 불안심리 진정, 저평가 매력 부각, 4) 연기금 매수 지속 & 외국인 수급 개선 = 낙폭과대 & 실적대비 저평가 대형주 분위기 반전, 상승 동력

조선, 제약/바이오, 인터넷 업종은 주가 상승으로 인해 추격매수보다 단기 변동성을 활용한 분할매수, 매집전략 유효

퀀트 전략

2024년 하반기 하락은 수출 증가율 둔화와 글로벌 제조업 경기 약세가 주요 원인으로 분석. 펀더멘털 부진은 외국인 매도로 이어져 KOSPI 하락을 주도, 펀더멘털과 가격 간 메커니즘이 정상 작동하고 있으며, 이에 따라 건조한 펀더멘털을 가진 섹터를 선별하는 전략이 필요

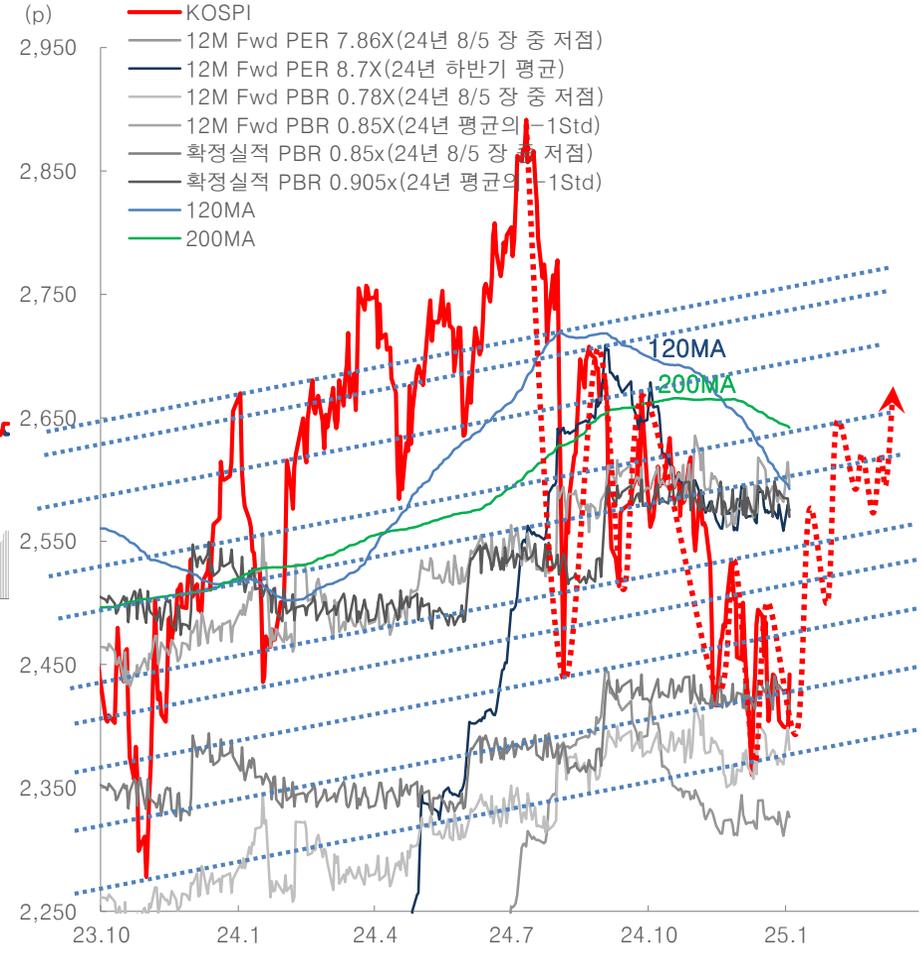
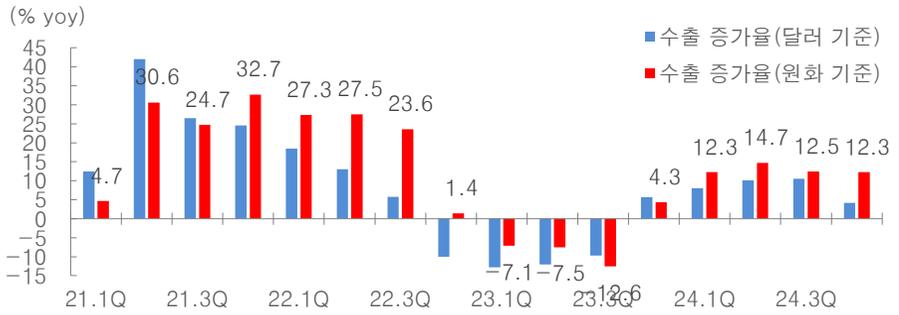
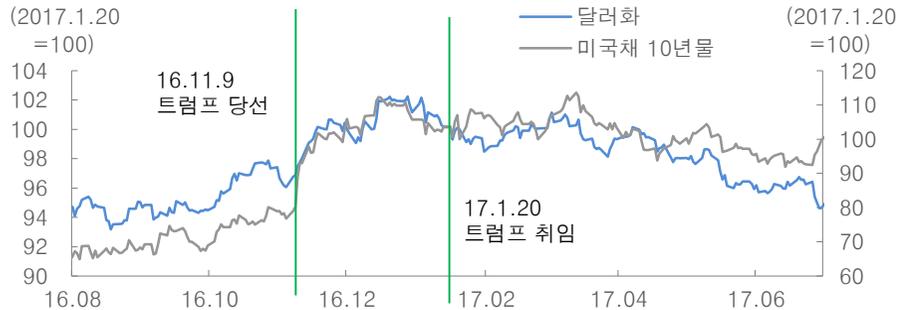
2024년 KOSPI는 부진한 수익률을 기록. 정치 리스크는 단기에 영향을 그쳤으며 펀더멘털이 시장을 주도, 펀더멘털이 견조했던 섹터는 상승세를 유지, 화학, 철강, 반도체 등 우려 지속 섹터는 부진. 펀더멘털과 주가 간 메커니즘이 유효함을 증명. 실적대비 낙폭과대와 실적개선 섹터를 주목할 필요

1개월간 KOSPI 컨센서스는 보험, 유틸리티, 상사/자본재, 에너지 등이 상승 기여도가 높았으며, 반면 반도체, IT가전(2차전지), 철강 등은 하향 기여도가 높음. 낙폭 과대 섹터 중 실적 하향이 동반된 섹터는 개선이 필요. 유틸리티, 조선, 화장품/의류 등 실적 대비 저평가된 섹터를 1월에 주목

[KOSPI 1월 Band 2,380 ~ 2,600p] 트럼프 리스크, 통화정책 우려. 더 강해지기 어려워... 오히려 완화되면?

불안심리 진정 = 1월 기술적 반등, 불확실성 완화 = 1분기 분위기 반전. Non-US 펀더멘털 동력 강화 가시화되면서 추세 반전 가능

트럼프 취임은 오히려 정책 불확실성 완화, 불안심리 진정의 트리거. 미국 금리인하 기대 정상화, 국내 정치 리스크 완화는 달러화, 금리 하향안정, 원/달러 환율 하락으로 이어져 KOSPI 반등 동력. 4Q 실적 시즌, 과도한 우려, 낮은 기대로 안도 랠리 동력 가능



자료: FnGuide, Bloomberg, 대신증권 Research Center

[1월 투자전략] 낙폭과대 & 실적대비 저평가 업종/종목 매집 전략 유지

KOSPI 2,500선 이하에서는 반도체, 자동차, 조선, 2차전지 비중확대. 순환매 대응은 낙폭과대주 중심으로...

투자환경

MACRO & 통화정책

미국 경기 둔화 & 중국/유럽 경기 회복 가시화
한국 수출 모멘텀 강화 확인
미국 금리인하 컨센서스 정상화
채권금리, 환율 하향안정

실적 전망

실적 불확실성 선반영, 낙폭과대 업종/종목 변곡점 통과
12개월 선행 EPS, 순이익 상승세 재개
8월 이후 약세로 실적대비 저평가 지속
이익 개선 유효. 밸류에이션 매력 부각

수급

국내 정치적 리스크 완화, 채권금리, 원/달러 환율 하향 안정시
외국인 수급 개선 가시화
글로벌 전반의 유동성 개선, 연기금 순매수 기조 지속,
프로그램 매물 부담 제어 가능

ISM지수, 고용지표, 결과에 따른 등락 불가피
한국 수출 모멘텀 견조 & 중국, 유럽 경기 개선 기대
& KOSPI 저평가 매력 부각
비중확대 기회

변곡점

12월 6일 미국 고용, 11일 CPI, 12일 ECB, 쿼드러플 워칭데이,
16일 중국, 17일 미국 소매판매, 산업생산 등
19일 FOMC, 20일 미국 소득, 소비, PCE 물가

KOSPI 2,500선 이하 낙폭과대 주도주 & 실적 대비 저평가주 매집

Stocks

단기 트레이딩 : 순환매 대응 + 이슈 Play

건강관리 : 에스디바이오센서 / 소프트웨어 : 삼성에스디에스

운송 : 대한항공, HMM / 필수소비재 : KT&G

호텔/레저 : 강원랜드 / 통신 : KT, SK텔레콤, LG유플러스

유틸리티 : 한국전력 / 건설 : GS건설, KCC

4분기 변동성 활용한 비중확대, 추세반전에 대비한 업종/종목(Top 10 + α)

반도체 : 삼성전자, SK하이닉스 / 조선 : HD현대중공업 / 통신 : KT, LG유플러스

인터넷 : NAVER, 크래프톤 / 2차전지 : 삼성SDI, 엘앤에프

금융 : 메리츠금융지주, 한국금융지주 / 제약/바이오 : 셀트리온, 삼성바이오로직스

자동차 : 현대차, 에스엘, 만도 / 유틸리티 : 한국전력, LS, LS일렉트릭

KOSPI200 4팩터 스코어 상위 기업

풍산, 한국타이어앤테크놀로지, 세아베스틸지주, 코오롱인더, 하이트진로, 한전KPS
한국가스공사, KB금융, 하나투어

주: 위 종목군은 이익전망, 밸류에이션, 추가 수익률 등 쿼트 측면에서 추출한 것으로 추천 종목 아님을 말씀드립니다.

12월 Review :

정치 불안과 매파적 FOMC로 KOSPI 분위기 반전에 실패

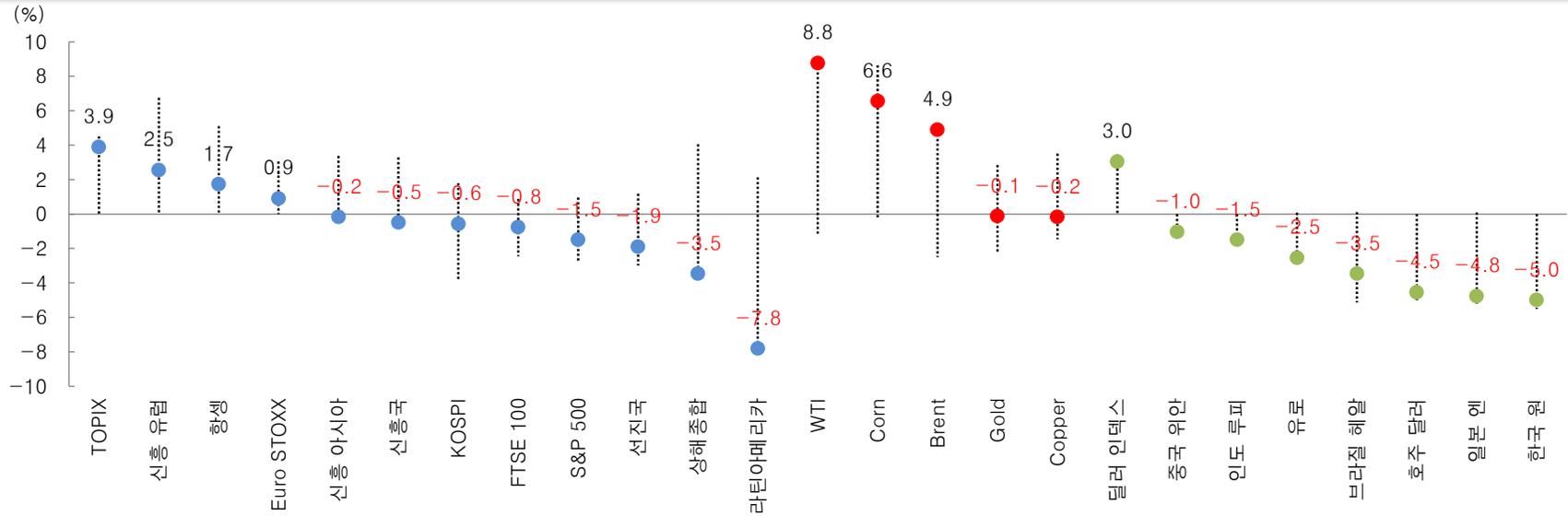
Strategist 이경민

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

텔레그램 채널 [daishinstrategy](#)

매파적인 FED, 타국 중앙은행(ECB, 인민은행, BOJ 등)과 상반된 기조 변화로 달러 초강세

12월 글로벌 금융시장 수익률



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center
 주: 1월 3일 종가 기준

12월 글로벌증시는 통화정책 방향에 따라 희비가 엇갈리는 모습. 미국 증시는 12월 FOMC에서 내년도 금리인하 전망과 물가에 대한 불확실성이 대두된 영향이 글로벌 증시에 매파적으로 반영되었고, S&P500 등 신홍국 지수는 사상 최고치 랠리를 이어온 데 따른 피로감, 미국 행정부 우려 등이 더해지며 조정 및 차익실현 출회, 연말 산타랠리에 대한 기대감 소멸되었음. 한편, BOJ의 금리동결 및 비둘기파적 스탠스에 일본 증시 Outperform 하였으며, 중화권 증시는 공산당과 인민은행의 유동성 공급, 내수부양에 대한 기대감이 반영은 되고 있으나 중국 본토 실물지표의 실질적 개선은 지연되면서 항셱지수와 상해종합지수의 희비는 엇갈리는 모습. 라틴아메리카는 브라질의 재정우려 지속

12월 FOMC 이후 금리인하 컨센서스 후퇴하면서 달러강세 심화. 완화적 통화정책기조의 중국, 유럽, 일본, 한국 중앙은행과의 금리 컨센서스 차이가 확대되면서 달러 이외의 주요국 통화는 일제히 약세. 특히 원달러 환율은 정치적 불확실성 더해지며 주요국 통화 중 가장 약한 모습

달러강세, 중국 내수회복에 대한 의구심에 금 & 구리 등 비철금속 약보합. 반면, 국제유가는 OPEC+의 증산 연기와 미국 원유재고 감소에 더해 우크라이나 가스관 중단에 따른 천연가스 가격 급등한 영향으로 달러강세에도 불구하고 상승

정치적 불확실성까지 더해진 최악의 12월. 1월 상승은 다시 찾아온 변곡의 신호?



자료: 대신증권 Research Center

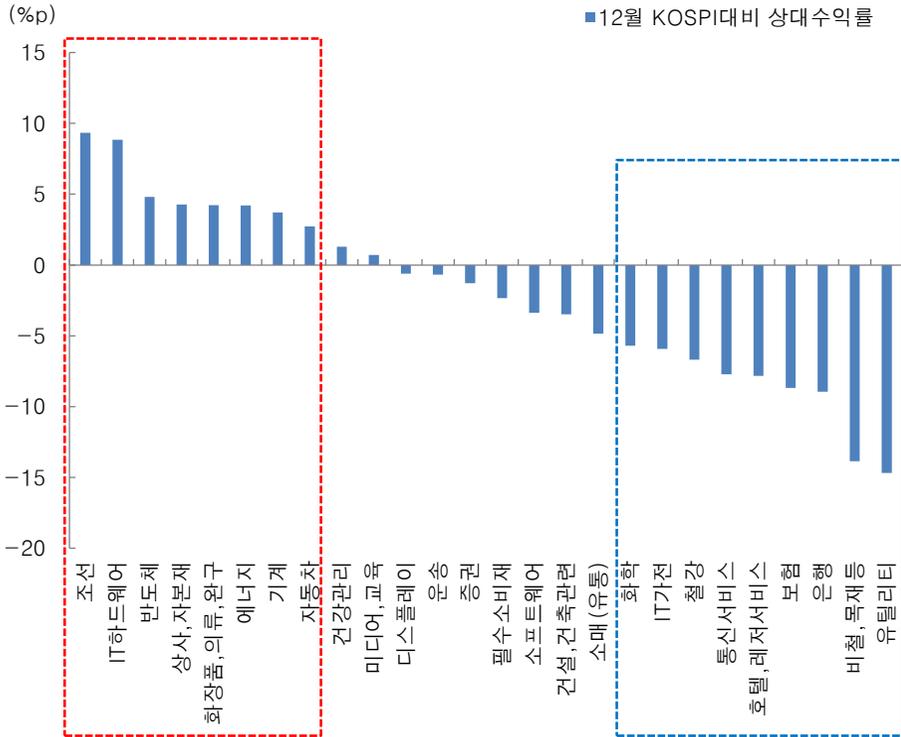


자료: 대신증권 Research Center

12월 KOSPI는 1월 3일 기준 -0.57% 하락한 2,441.92p에 마감. 12월 3일 비상계엄 사태로 정치적 불안 확대되며 투자심리 위축, 변동성 확대, 외국인 수급 이탈 확대되며 하방 지지선을 깨고 2,360선까지 지수 밀리는 모습. 이후 금융수장들을 중심으로 사태 수습, 대통령 탄핵안 가결로 불확실성 완화되며 게임 이전 주가수준 회복. 그러나 12월 FOMC의 매파적 기조로 또다시 상승의 변곡점에서 악재를 맞이하였음. 물가 우려로 인한 금리인하 기대감 후퇴, 고점 인식에 대한 차익실현 매물로 미국증시 연말-연초 소폭 조정이 나타났음. 반면, 연초들어 KOSPI는 글로벌 증시 대비 아웃퍼폼하는 모습 속 1월 첫주를 장대양봉으로 마무리. 과매도 구간에서 현재 위치가 상승 변곡점이 될 가능성. 한편, 연중 KOSPI보다도 약한 모습을 보인 KOSDAQ은 게임이후 627p를 저점으로 반등. 새해를 3거래일 연속 상승으로 시작하며 690~780 박스권 복귀 시도 중. 강세 국면 전환에서 과매수 구간에 진입하며 단기 등락 나타날 가능성 존재

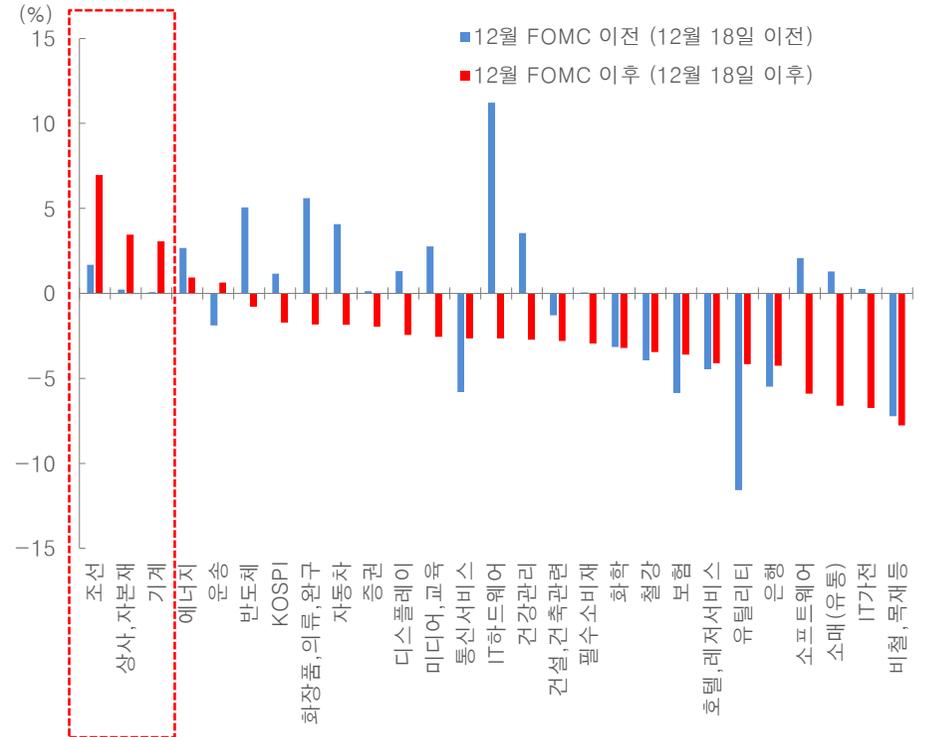
원화 약세로 수주(조선, 상사/자본재, 기계, 에너지) & 수출주(반도체, 화장품, 자동차) 상대적 강세

KOSPI Outperform: 조선, 소프트웨어, 배당(통신, 금융) 등



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center
주: 1월 3일 종가 기준

FOMC이후 원화 약세에 따른 업종별 희비 교차

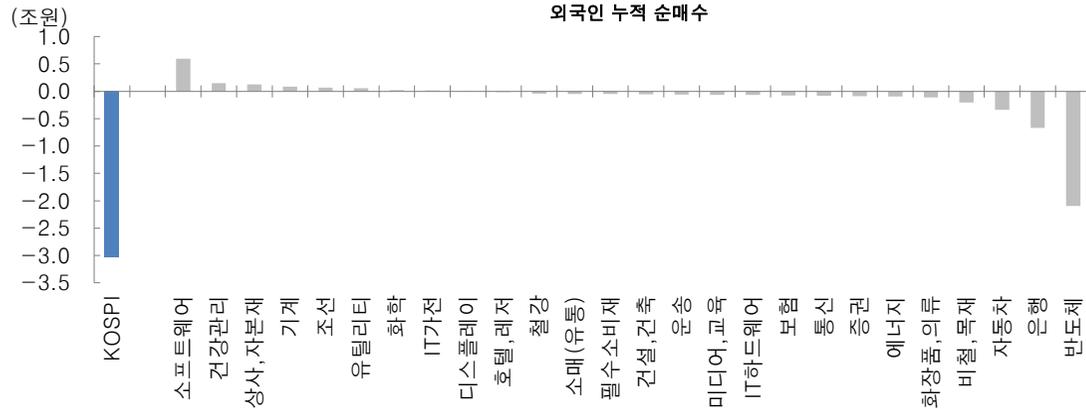


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center
주: 1월 3일 종가 기준

12월 KOSPI를 Outperform한 업종은 조선, IT하드웨어, 반도체, 상사/자본재, 화장품/의류, 에너지, 기계, 자동차 등 수출주, 수주산업 위주로 강세. 특히 조선 업종은 2개월 연속 수익률 최상단에 위치. 유틸리티, 은행, 보험, 통신서비스 등 밸류업 및 배당기대, 원전수주 등 정책 동력상실 우려 반영되었고, 호텔/레저, 철강, IT가전, 화학 등 내수, 중국 수요부진 영향을 받은 업종들도 약세. FOMC 이후 달러강세, 미국채 금리상승 영향으로 대부분의 업종이 약세를 보였으나, 조선, 상사/자본재, 기계 등 수주 산업들은 원화약세로 오히려 수출 경쟁력 및 수익성 개선 기대감 유입

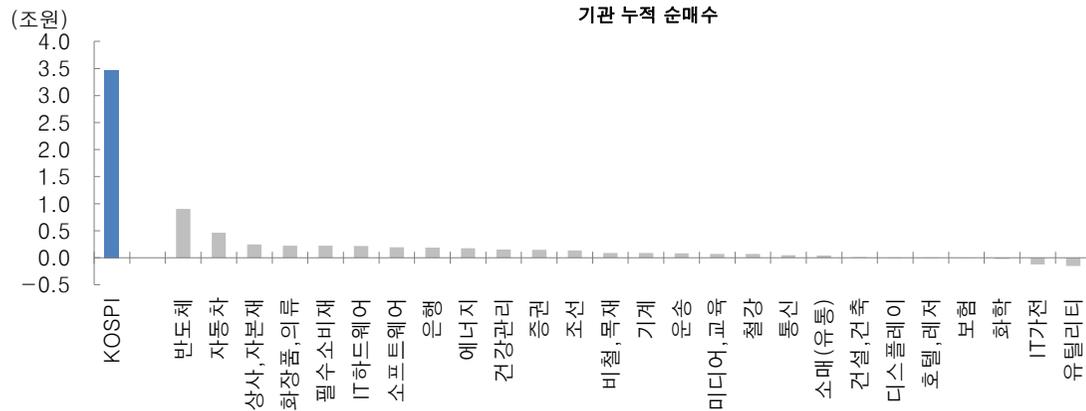
외국인 5개월 연속 반도체 순매도 집중

외국인투자자: 소프트웨어 순매수, 반도체, 은행, 자동차, 비철/목재 등 순매도



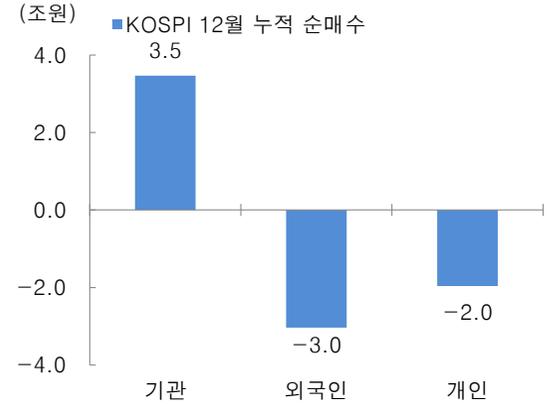
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

기관투자자: 반도체, 자동차, 상사/자본재 순매수, 유틸리티, IT가전 등 순매도



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

KOSPI 외국인 5개월 연속 순매도



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 외국인은 소프트웨어 업종을 2개월 연속 순매수 최상단에 위치
- 외국인은 5개월 연속 반도체 업종을 위주로 순매도 지속. 반면, 기관은 반도체 매수 확대하며 순매수 최상단. 엇갈린 움직임 나타나는 중. 자동차업종 또한 유사하게 상반된 움직임
- 한편, 상사/자본재 업종은 외국인, 기관 모두 순매수 상단에 위치

1월 KOSPI Band : 2,380 ~ 2,600p

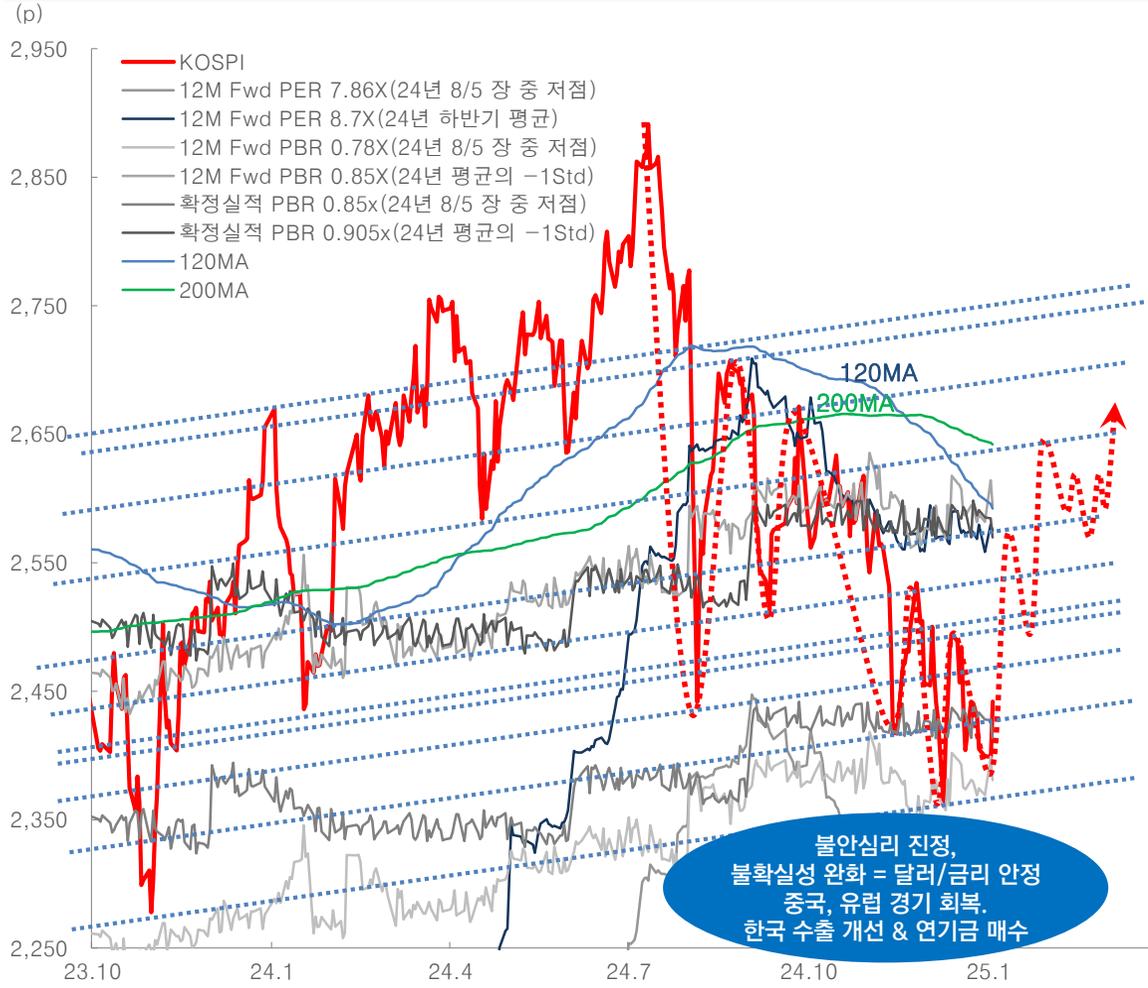
Strategist 이경민

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

텔레그램 채널 [daishinstrategy](#)

1월 KOSPI, 선반영된 악재, 불확실성 변수들이 진정/완화되면서 분위기 반전 시도 전망

대내외 불확실성은 물론, 예상치 못한 국내 정치 리스크까지 선반영한 KOSPI, 불안심리 진정만으로도 기술적 반등 가능. 불확실성 완화가 정상화 동력

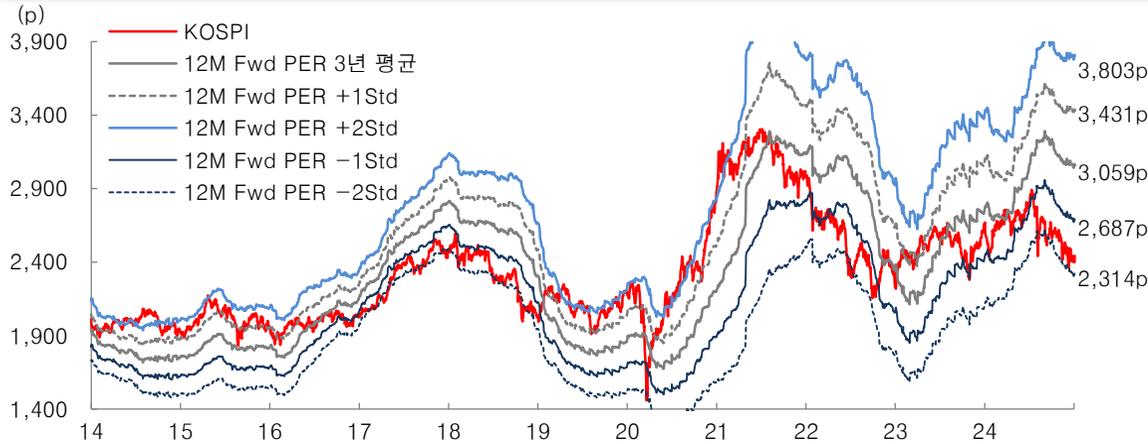


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- KOSPI 6개월 연속 하락(월간 수익률 기준). 국내 정책 부재 속에 반도체 업황/실적 불안, 미국 경기 불안 및 엔캐리 청산 쇼크, 트럼프 정책 리스크, 연준의 매파적 스탠스 전환 등 국내외 불확실성은 물론, 게임 사태와 탄핵 국면이라는 국내 정치 리스크까지 선반영. KOSPI Deep Value 구간 지속, 장기화
- 2025년 상반기 KOSPI는 하락추세를 마무리하고, 기술적 반등에 이어 추세 반전을 모색해 나갈 전망
- 웬만한 악재들을 선반영한 상황에서 더 나빠질게 없다고 판단. 불안심리 진정만으로도 기술적 반등을 모색해 나갈 것이고, 불확실성이 완화되고, 기대하지 않았던 펀더멘털 동력에 변화가 가시화되면서 추세 반전이 가능할 것
- 특히, 트럼프 취임(1월 20일) 전후 트럼프 리스크에 대한 우려가 완화될 가능성이 높고, 미국 통화정책 컨센서스(25년 1회 금리인하) 또한 정상화되면서 채권금리, 달러화 안정 예상
- 여기에 국내 정치 리스크 완화, 기대가 낮아진 4분기 실적 시즌에 대한 안도감이 유입될 경우 KOSPI의 탄력적 반등 예상. 원/달러 하락이 외국인 수급 개선으로 이어질 전망

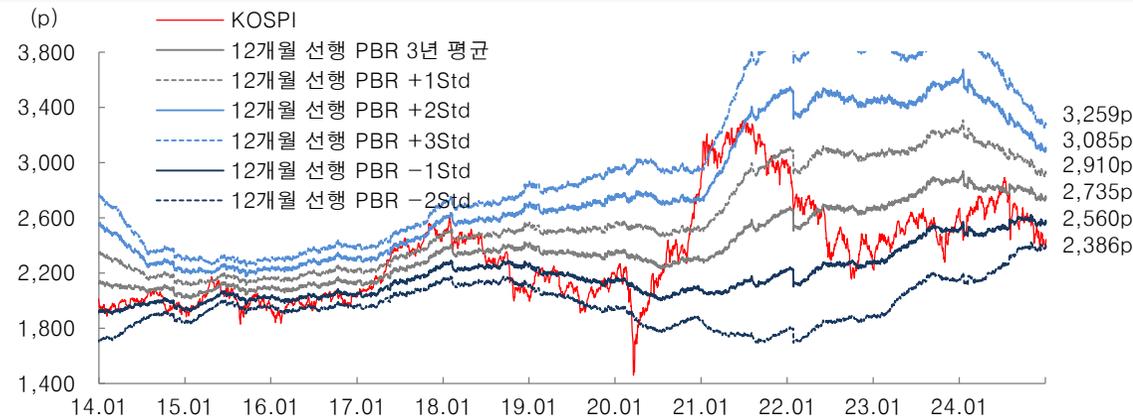
1월 KOSPI Band : 2,380 ~ 2,600p

12개월 선행 PER Band



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

12개월 선행 PBR Band



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 1월 KOSPI Band 2,380 ~ 2,600p
- 상단 2,600p : 선행 PER 9배(라운드 지수), 확정실적 기준 PBR 0.905배, 선행 PBR 0.85배(24년 평균 -1표준편차)
- 1차 관문은 2,570 ~ 2,580선 12개월 선행 PER 8.7배로 24년 하반기 평균 수준
- 하단 2,380p : 선행 PBR 0.78배(8월 5일 저점), 확정실적 기준 PBR 0.85배, 12개월 선행 PER 7.86배(24년 8월 5일 저점)는 각각 2,413p, 2,327p
- 과거 선행 PER과 PBR 3년 평균의 -2표준편차 수준은 중요 지지권이자, 조정국면에서 중요 변곡점
- 동 밸류에이션 수준에서 수차례 지지력 확보. 12개월 선행 EPS가 상승 반전한 만큼 동 밸류에이션 레벨에서는 적극 비중 확대 제안

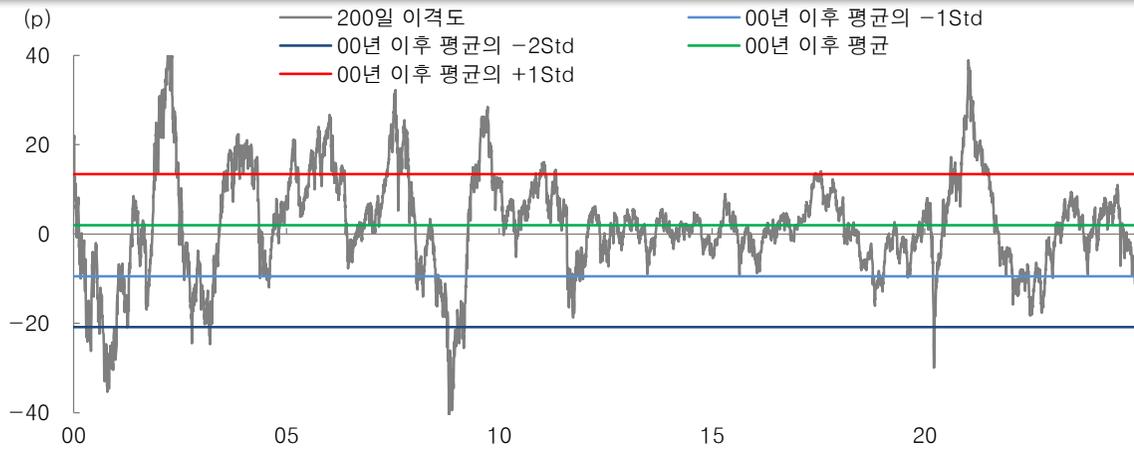
이격도 다시 24년 저점권, 2000년 이후 평균의 -1Std 수준에서 등락. 가격 메리트 충분한 지수대

KOSPI 120일 이동평균선 이격도, 2000년 이후 평균의 -1Std, 전저점권 도달



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

KOSPI 200일 이동평균선 이격도, 00년 이후 평균의 -1표준편차 하회



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- KOSPI 120일, 200일 이동평균선과의 이격도 금융위기 이후 중요 지지권에서 등락 반복
- 경기선인 120일 이동평균선과 추세선인 200일 이동평균선이 상승하는 만큼 상승 추세는 견고하다고 판단
- KOSPI 120일, 200일 이격도는 2000년 이후 평균의 -1표준편차 수준에서 등락 중
- 동 지수대는 2,400선 초반으로 밸류에이션뿐만 아니라 가격/기술적 분석 측면에서도 저평가 영역
- KOSPI 현 지수대는 매수관점에서 대응력 강화 필요
- KOSPI 120일, 200일 이격도의 2000년 이후 평균 수준은 2,610 ~ 2,670선. 밸류에이션 정상화 뿐만 아니라 가격 메리트 재평가, 정상화 국면 진입시 KOSPI 2,600선 돌파 가시화될 전망

1월 주요 경제지표 및 이슈/이벤트 일정 : 통화정책 컨센서스 변화와 트럼프 대통령의 정책 속도/강도 체크

	1월 1일 ~ 10일	1월 11일 ~ 20일	1월 21일 ~ 31일
통화정책	<ul style="list-style-type: none"> 9일 미국 12월 FOMC 회의록 공개 	<ul style="list-style-type: none"> 16일 한국은행 금융통화위원회 금리결정 20일 중국 인민은행 1년 LPR 금리결정 	<ul style="list-style-type: none"> 24일 일본 BOJ 금정위 금리결정 30일 미국 FOMC 금리결정 30일 유로존 ECB 금리결정
경제지표	<ul style="list-style-type: none"> 1일 한국 12월 수출입 2일 중국 12월 차이신 PMI 제조업 미국 12월 S&P 글로벌 제조업 PMI (확정) 4일 미국 12월 ISM 제조업지수 6일 한국 외환보유액 7일 유로존 12월 CPI (예비) 8일 미국 12월 ISM 서비스 지수 미국 12월 ADP취업자 변동 9일 중국 12월 CPI / PPI 중국 12월 통화공급 M2 전년비 10일 미국 12월 비농업고용자수 변동 미국 12월 실업률 	<ul style="list-style-type: none"> 11일 미국 1월 미시간대학교 소비자신뢰 13일 중국 12월 수출입 14일 미국 연방재정수지 미국 12월 PPI 15일 미국 12월 CPI 16일 일본 12월 PPI 미국 12월 소매 판매 17일 중국 4분기 GDP 중국 12월 광공업생산 중국 12월 소매판매 17일 미국 12월 광공업생산 	<ul style="list-style-type: none"> 22일 한국 1월 소비자심리지수 23일 한국 4분기 GDP (속보) 24일 일본 12월 CPI 24일 미국 1월 S&P 글로벌 제조업 / 서비스업 PMI (예비) 25일 미국 1월 미시간대학교 소비자신뢰 (확정) 27일 중국 1월 제조업 / 비제조업 PMI 28일 미국 12월 내구재 주문 (예비) 29일 미국 1월 컨퍼런스보드 소비자대지수 30일 미국 4분기 GDP / 개인소비 (속보) 31일 중국 1월 차이신 PMI 제조업 31일 미국 12월 개인소득 / 개인소비지수 31일 미국 12월 PCE 물가지수
기타일정	<ul style="list-style-type: none"> 8일 삼성전자 잠정실적 발표 7~10일 CES 2025 	<ul style="list-style-type: none"> 13~16일 JP모건 헬스케어 컨퍼런스 20일 트럼프 대통령 취임 	

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

1월 20일 트럼프 행정부 취임예정. 11월 트럼프 후보의 당선 이후 미국 우선주의, 관세, 재정부채우려 등 정책 영향에 대한 수많은 가정과 시나리오가 제기되고 있으나 취임 이후 정책들의 실제 영향이 가시화될 것. 9일은 매파적 기조로 시장을 긴장하게 했던 12월 FOMC의 의사록이 공개되며 30일 1월 FOMC가 예정되어 있음. 1월엔 기준금리 인하 없이 쉬어가는 것으로 컨센서스 형성되어 있는 가운데 기자회견에서의 향후 통화정책 및 물가, 고용, 그리고 행정부 정책 영향에 대한 코멘트 기조에 시장 관심이 집중될 것. 12월 FOMC 경제전망에서 우려가 집중된 곳은 물가전망의 상향. 15일 발표되는 CPI와 31일 발표되는 PCE 물가지수 변화가 시장에 영향을 미칠 것

6개월 연속 하락 마감한 KOSPI. 생각할 수 있는 악재들 대부분 선반영

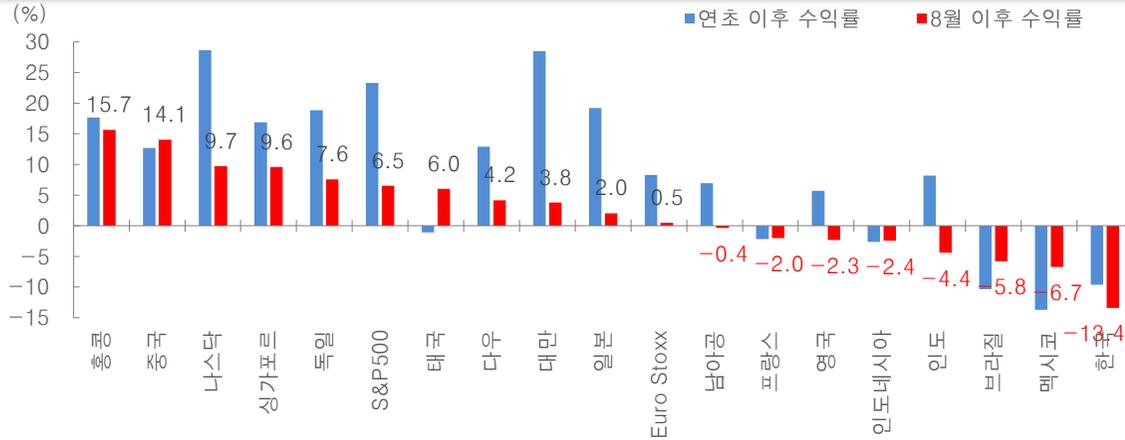
Strategist 이경민

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

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

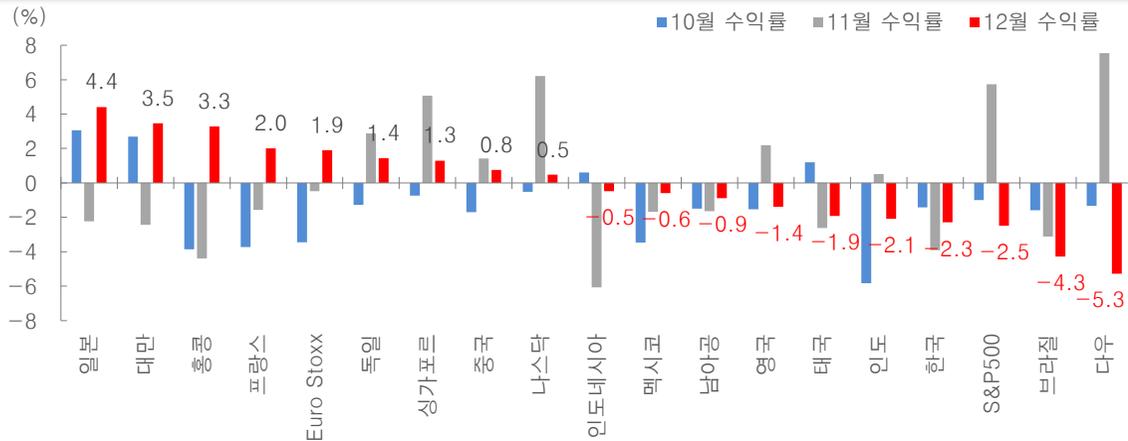
[KOSPI 6개월 연속 하락] 연간 수익률 글로벌 최하위. 12월 중화권 증시 강세에도 정치 리스크로 약세

KOSPI 24년 수익률 -9.63%, 8월 이후 수익률 -13.4%. 글로벌 최하위



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

12월 중화권 증시 강세에도 불구하고 국내 정치 리스크 여파로 하락 마감

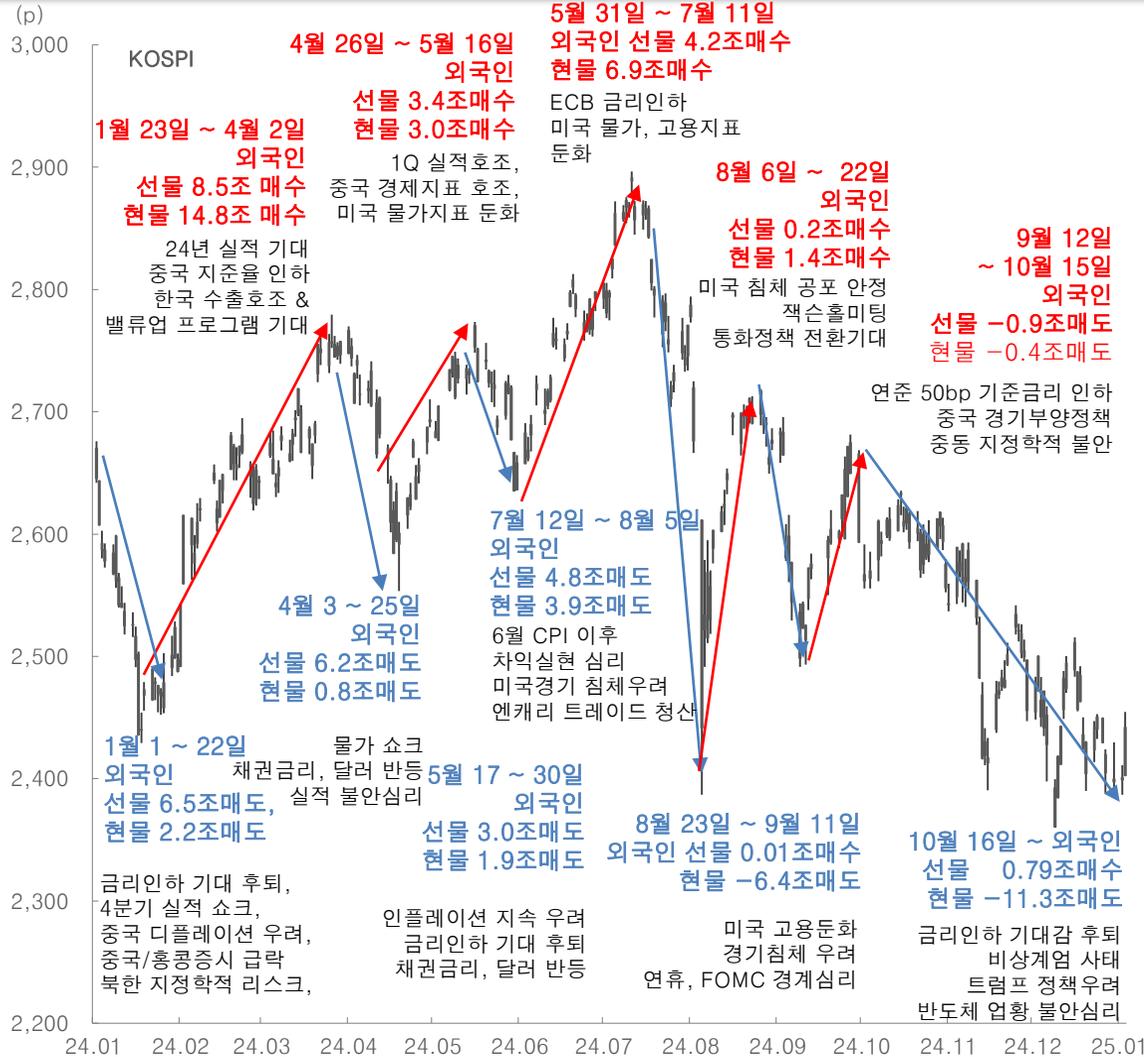


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 24년 KOSPI, 특히 7월 이후 KOSPI는 최악의 수익률 기록
- KOSPI 24년 연간 수익률 -9.63%로 멕시코(-13.72%), 브라질(-10.36%) 다음으로 낙폭이 컸음
- 8월 이후 수익률은 -13.4%로 글로벌 최하위 수익률
- 트럼프 리스크와 연준의 스탠스 변화에 따른 채권금리, 달러 반등은 물론, 반도체를 중심으로 한 KOSPI 업황, 실적, 경기 불안과 예상치 못한 정치적 리스크 유입으로 인한 결과
- 특히, 12월에는 일본, 대만, 홍콩 증시가 급반등하고 중국 상해종합지수도 상승 마감했지만, KOSPI는 12월 3일 기업사태와 이후 탄핵 국면 전개 등 증폭된 정치적 리스크 여파로 약세 마감
- 이로써 KOSPI는 6개월 연속 하락 마감

[KOSPI 6개월 연속 하락] 7월 고점 이후 미국 경기침체, FOMC 스탠스 변화에 이어 정치 리스크까지 선반영

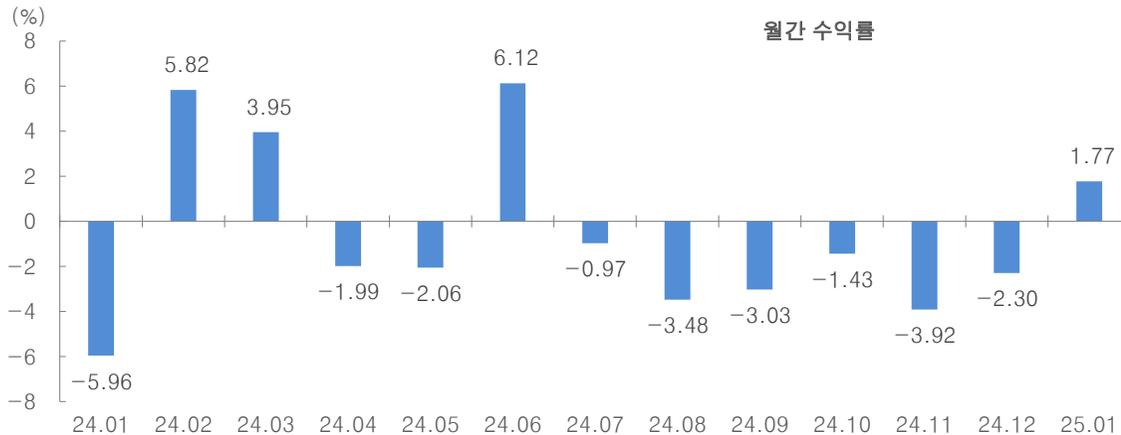
국내외 경기, 통화정책, 반도체 업황/실적 우려는 물론, 정치 리스크까지 선반영



- 7월 고점 이후 하락 과정에서 보면 미국 경기침체 공포, 엔캐리 청산, 미국 통화정책에 대한 경계심리, 중동 지정학적 불안, 트럼프 정책 불확실성과 산업정책 후퇴 우려 등 글로벌 불확실성을 선반영
- 이와 함께 국내 반도체 업황/실적 불안, 실적전망 하향조정, 여기에 비상계엄 사태와 탄핵 국면 진입 등 예상치 못한 정치적 리스크까지 유입
- 이 과정에서 원/달러 환율은 1,470원선을 상회했고, 외국인 투자자는 반도체 중심으로 대규모 현물 매도에 나섬
- 그 결과 KOSPI는 2,400선대에서 등락 반복. 현재 선반영된 대내외 불확실성, 국내 정치적 리스크 외에 새로운 악재가 있을까? 또는 현재 불확실성 변수가 더 커지고 강해질 수 있을까?
- 다수의 투자자들의 우려하고, 걱정했던 변수들 뿐만 아니라 전혀 예상치 못한 국내 정치적 리스크까지 선반영된 상황이 더 나빠지지 않는다면, 그리고 이러한 변수들이 투자자들의 우려보다 덜한 결과가 나온다면 KOSPI는 반등에 나설 것
- 현재 시점, 지수대에서는 KOSPI Upside Potential, Upside Risk에 대한 고민이 필요하다고 판단

[KOSPI 6개월 연속 하락] 2000년 이후 세 번째. 과거 버블 붕괴, 경기 침체 같은 국면에서 발생

KOSPI 6개월 연속 하락. 1월 7개월만에 상승 반전



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 %
평균	8.9 %	10.5 %	21.0 %	25.2 %
24년 11월 (현재)	1.77%			

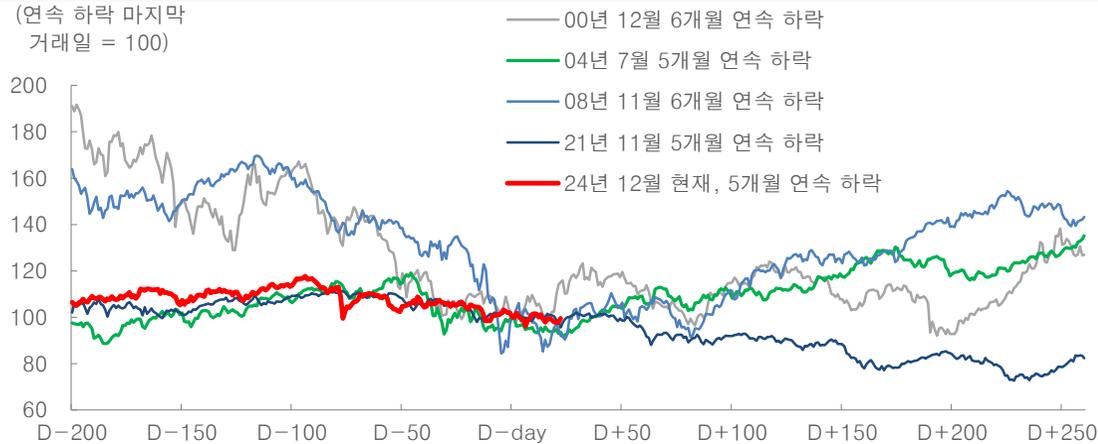
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 12월 셋째주 하락 반전으로 12월 월간 수익률 -2.30%로 하락 반전. KOSPI는 6개월 연속 하락 마감
- 이는 2000년 이후 세 번째로 매우 이례적인 연속 약세 흐름
- 이전 두 번은 2000년 12월과 2008년 11월. IT버블 붕괴와 글로벌 금융위기 시점
- 12월 정치적 리스크로 인한 약세라는 측면에서 5개월 이상 연속 약세를 기록 한 경우를 보더라도 2000년 이후 네 번에 불과
- 2004년 7월과 21년 11월은 5개월 연속 하락 마감
- 2004년 7월은 국내 카드사태 이슈, 21년 11월은 글로벌 경기 정점통과와 금리인상 사이클이 맞물린 지점
- 여기서 주목할 부분은 5개월 연속 하락 한 이후 12개월 수익률 기준 세 번 30 ~ 50% 상승했고, 한 번만 -12.9%를 기록 했다는 점
- 이례적인 연속 하락은 하락추세의 마무리, 마지막일 가능성이 높다는 의미

[KOSPI 6개월 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)

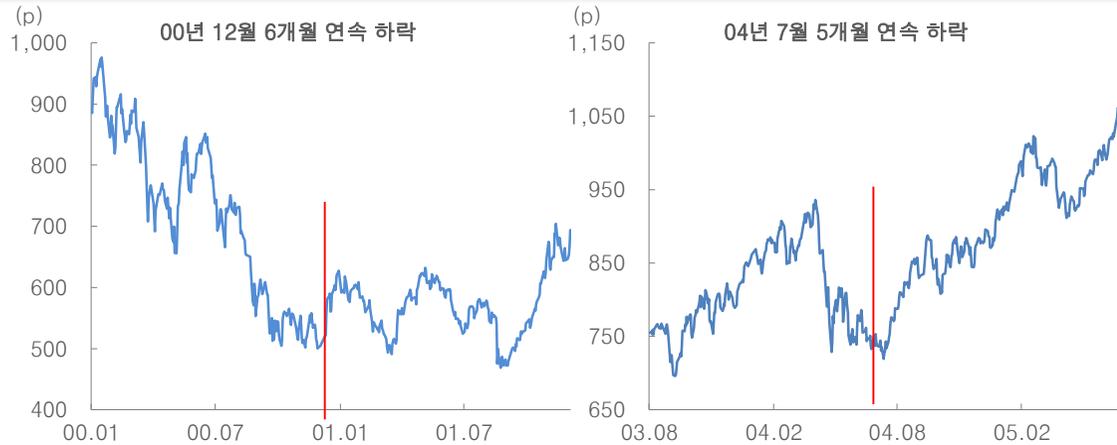


자료: OECD, FED, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 과거 연속 하락과 현재 KOSPI를 비교해 보면 2004년 7월과 2021년 11월과 유사한 흐름
- 현재는 글로벌 금융위기, 경기침체 국면이 아니고, 앞으로도 현실화될 가능성 낮은 것이 사실
- 증시 흐름과 국면을 감안할 때 2004년 7월과 유사한 흐름이 전개될 가능성 높다고 판단. 당시 KOSPI 약세는 글로벌 경기 둔화와 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 조정 원인. 내부 동력 약화 속에 금리인하 단행, 글로벌 경기 회복 조짐으로 수출 회복 가능
- 한편, 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

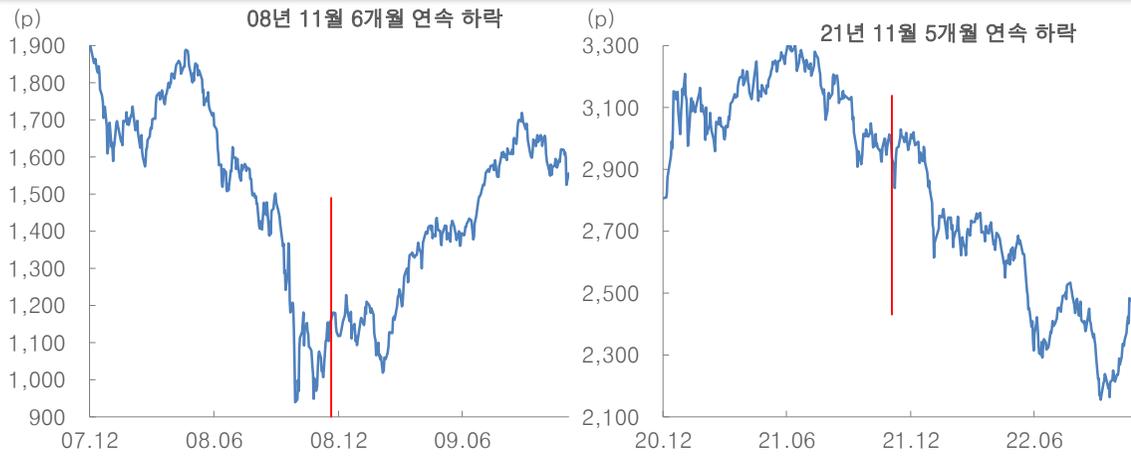
[KOSPI 6개월 연속 하락] 두 번은 강한 추세 반전. 한 번은 박스권. 한 번은 하락추세 지속

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

KOSPI 기술적 반등에 이어 추세 반전 모색 예상

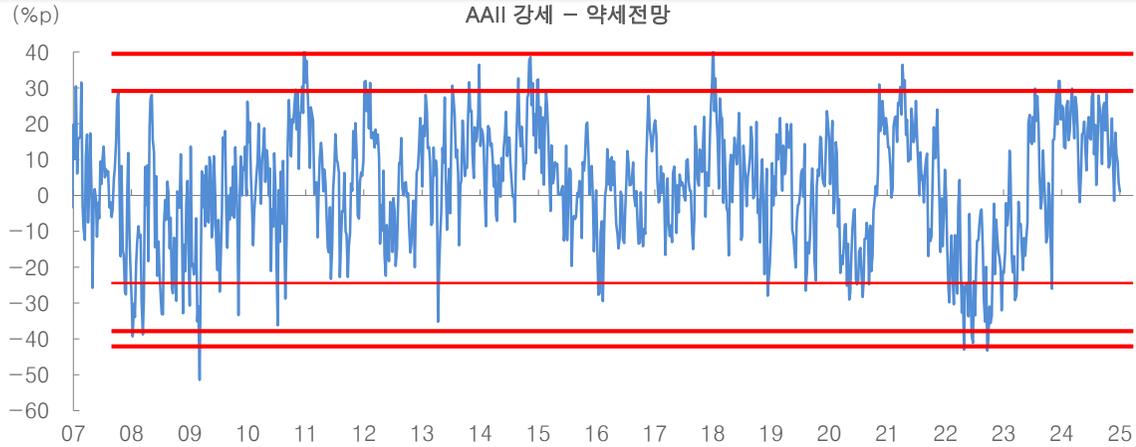
Strategist 이경민

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

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

[투자심리] 개인투자 심리 과열 진정, Fear & Greed Index는 극단적 공포 구간 통과, 공포 구간에서 등락 중

AAII 강세-약세전망, 0%p로 수렴 중



- AII 강세-약세 전망 Spread 역사적 고점 수준에서 하락 반전, 7개월만에 마이너스를 기록한 이후 등락 반복. 최근 0%p로 수렴하는 투자심리 과열 진정 양상 뚜렷
- CNN Money에서 제공하는 Fear & Greed Index는 급격히 Extreme Fear 권역에 진입한 이후 반등. 공포 구간에 머물러 있는 상황
- 미국 증시 단기 급락 이후 반등시도 전망. 추세 반전 여부는 확인해야겠지만, 기술적 반등은 가능할 전망

자료: AII, Bloomberg, 대신증권 Research Center

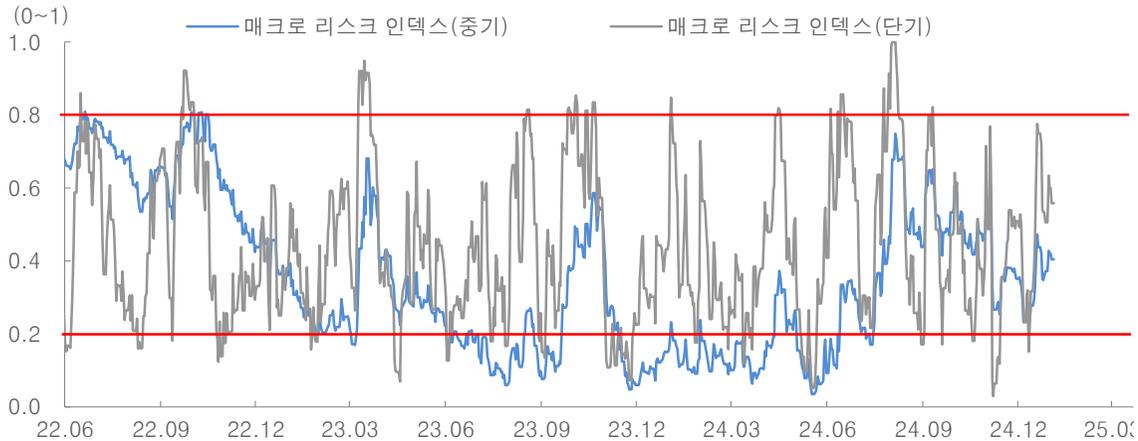
Fear & Greed Index는 극단적 공포 구간 통과, 공포 구간에서 등락 중



자료: CNN Money, 대신증권 Research Center

[리스크/변동성 지표] 단기 Risk Off 시그널, 변동성 정점 통과 가능성

Macro Risk Index 0.78까지 급등. 단기 Risk Off 시그널 정점 통과 가능성



자료: Citi, Bloomberg, 대신증권 Research Center

VIX 27%까지 급등 이후 다시 20% 하회. 15% 수준으로 하향안정 예상



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 진행 중
- 12월 FOMC 직후 미국 증시 급락으로 단기 매크로 리스크 인덱스 0.78까지 급등. 단숨에 단기 Risk Off 시그널 정점 근접
- 단기 등락은 있겠지만, 추가 급락보다는 Risk Off 시그널 정점통과와 함께 분위기 반전 예상
- 증시 변동성을 보여주는 VIX는 15% 이하에서 급반등, 27.62%까지 레벨업
- 이후 하락반전하면서 지난 주말 16%로 레벨다운, 20% 하회. 15% 이하까지 하향안정세 전개 예상
- 미국 증시는 단기 과열 완화/물량 소화과정을 단숨에 거친 뒤 여진에 따른 등락은 감안해야겠지만, 시간을 두고 분위기 반전 시도에 나설 가능성 높다고 판단

[미국 증시] S&P500, 기술적 반등 가능. 5,750선 전후까지 등락은 감안해야...

S&P500 주간차트. 완만한 우상향 박스권 등락 예상



자료: 대신증권 Research Center

S&P500 일간차트. 상승추세대 상단에서 급락 반전. 중요 지지권은 5,750선



자료: 대신증권 Research Center

- 미국 증시의 중장기 상승추세는 견조하다고 판단. 이동평균선 간의 정배열이 진행 중이고, 중장기 이동평균선 모두 상승추세 진행 중
- 하지만, 과열권이 지속되고, 상승추세대 상단 저항, 주간, 일간 차트상 MACD OSC와 Stochastics의 동반 하락 다이버전스 발생으로 급락 반전
- 중장기 상승추세는 유효하지만, 역사적 고점 경신이 단기 정점 통과 시그널이 되면서 단숨에 단기 과열해소, 매물소화 국면 전개
- 단기 침체권 진입으로 기술적 반등 시도 예상. 하지만, 상승추세 재개까지는 시간이 필요하다고 판단
- 10월, 11월 저점권이자 단기 상승추세대 종단이 위치한 5,750선 전후가 중요 지지선이라고 판단. 지지력 확보시 상승추세 재개, 역사적 고점 돌파시도 가능할 것
- 이탈시 5,400선대로 레벨다운 예상

[미국 증시] 나스닥도 상승추세대 상단에서 하락 반전. 기술적 반등 이후 지지력 테스트 국면 예상

나스닥 주간차트. 상승추세대 상단에서 하락 반전



자료: 대신증권 Research Center

나스닥 일간차트. 19,000선 초반에서 단기 지지력 확보. 이후 등락 과정은 감안

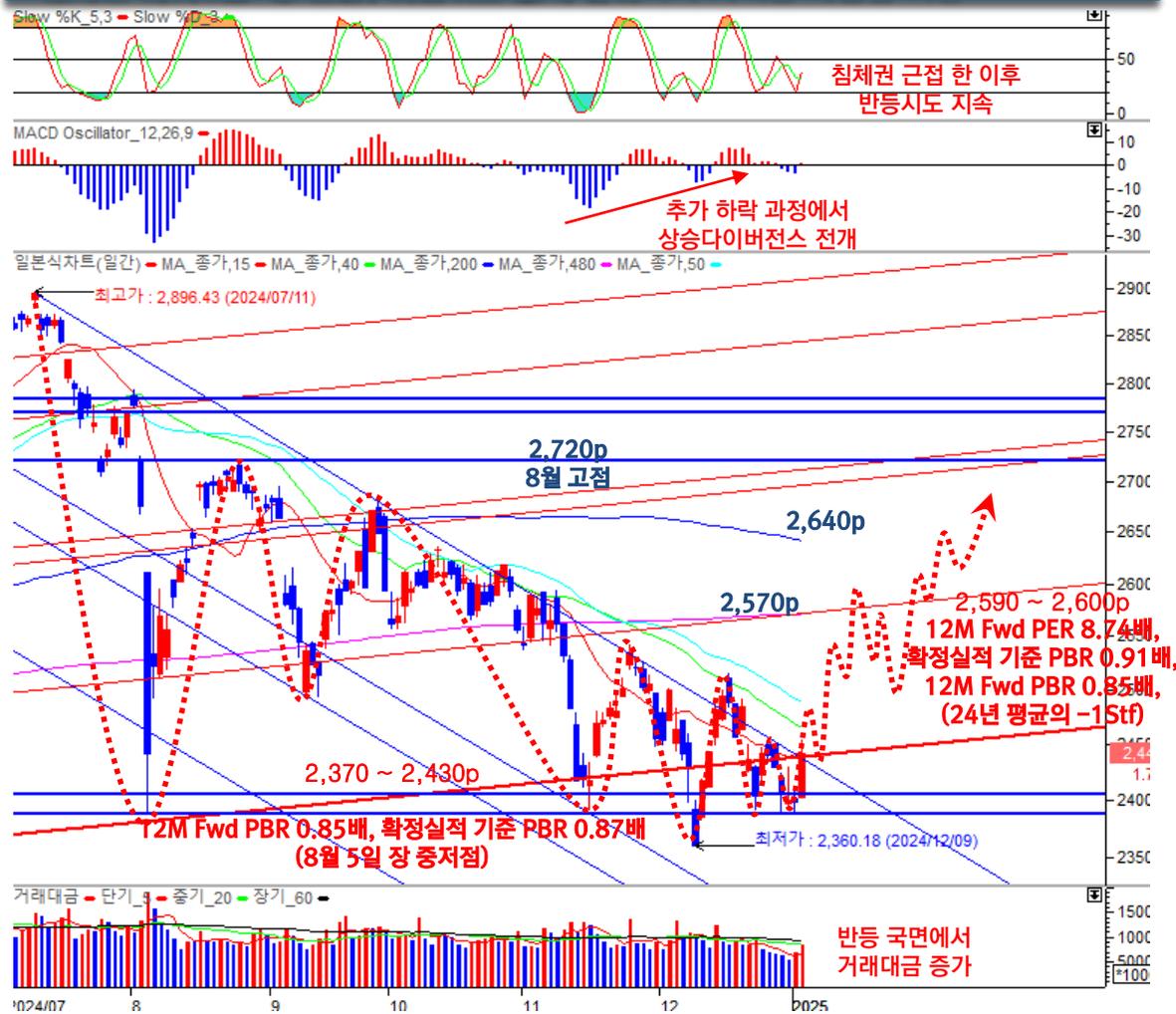


자료: 대신증권 Research Center

- 나스닥 지수 또한 상승추세는 건조, 이동평균선 간의 정배열이 진행 중이고, 중장기 이동평균선 모두 상승추세 진행 중
- 다만, 중장기 과열과 매물부담을 해소하는 시간이 필요. 단기 급락에 따른 기술적 반등시도는 가능하지만, 당분간 지지력 확보를 위한 등락 불가피
- 이 과정에서 주간, 일간 차트상 MACD OSC와 Stochastics의 동반 하락 다이버전스 발생
- 중장기 상승추세는 유효하지만, 역사적 고점 경신이 단기 정점 통과 시그널이 되면서 단숨에 단기 과열은 해소. 중기 과열은 여전
- 단기 조정시 19,000p 초반 지지력 확보로 기술적 반등 예상
- 하지만, 곧바로 상승추세 재개보다는 18,500선, 17,000선 중반대 지지력 확인 필요

[KOSPI 1월 전망] 7번째 하락추세 상향돌파 시도. 넘어서면 2,600선까지 강한 반등 전개 예상

7월 고점에서 형성된 하락추세대 상향 돌파 시도 중. 넘어서야 할 산은 많지만, 응축된 에너지도 큰 상황. 2,500선 돌파/안착시 추가적인 레벨업 가능

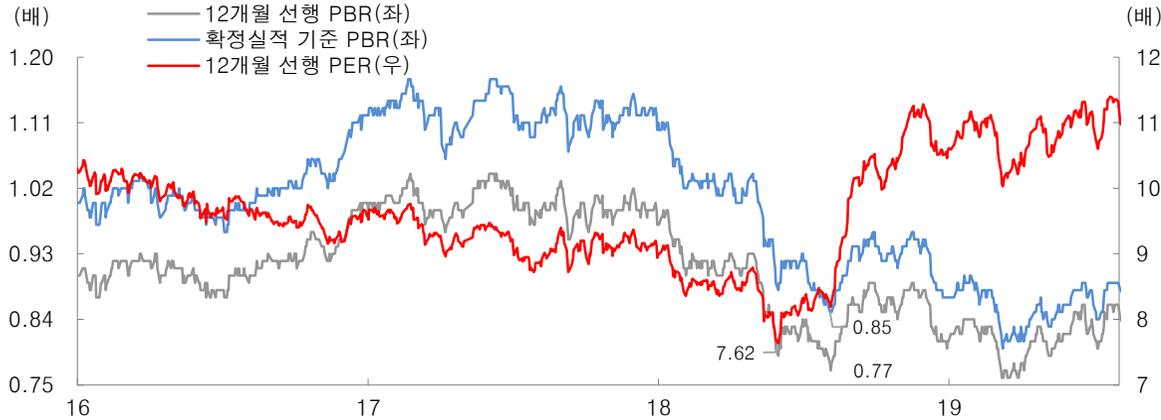


자료: 대신증권 Research Center

- KOSPI 기술적 반등 국면에서 2,500선 돌파에 실패하며 하락 반전. 여기에 계엄령 사태까지 가세하면서 전 저점권 하향이 탈, 2,360선 도달
- 이후 정치적 불확실성이 지속되며 KOSPI 2,400선대에서 등락 반복
- 1월초 2,450선 돌파에 나서며 24년 하반기 이후 7번째 24년 7월 이후 형성되어 온 하락추세대 상향돌파 시도 중
- 2,450선 돌파, 안착시 7월 고점 이후 시작된 중기 조정이 마무리되었고, 새로운 상승추세 형성 가능성 시사
- 이 경우 40일, 50일 이동평균선이 위치한 2,470 ~ 2,500p 저항도 존재하지만, 480일선이 위치한 2,570선까지 상승여력 확대 예상
- 정치적 불확실성 완화, 해소 만으로도 자율반등 가능한 지수대는 12월 3일(계엄 사태 전 지수대) 증가인 2,500선
- 단기 등락을 활용한 비중확대, 매집 전략 유지

[KOSPI 1월 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 ~ 2,410선

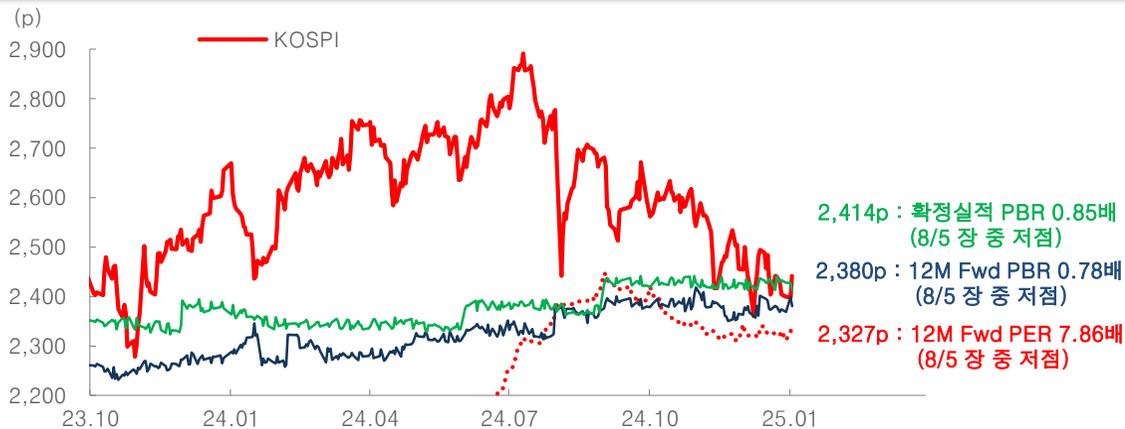
이슈/이벤트	선행 PER	KOSPI	선행 PBR	KOSPI	확정실적 PBR	KOSPI
금융위기	6.27	1,856	0.76	2,320	0.81	2,300
미국 신용등급 강등	7.44	2,202				
미중 무역 전쟁, 반도체 하락 사이클, 미국 경기 일시적 역성장	7.62	2,255	0.77	2,350	0.85	2,414
코로나19 쇼크	7.52	2,226	0.57	1,740	1	1,675
미국/유럽 경기침체 가시화	8.52	2,522	0.78	2,381	0.8	2,272
8월 5일(경기침체 쇼크) 증가	8.04	2,380	0.8	2,442	0.87	2,470
8월 5일 장 중 저점 기준	7.86	2,326	0.78	2,381	0.85	2,414

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
- 특히, 국내 정치 리스크 부각 당시에도 2,360선에서 지지력 확보. 펀더멘털 리스크가 더 확대되지 않는 한 중기 저점은 확인했다고 판단
- KOSPI 2,400선대부터 비중확대 전략 유효

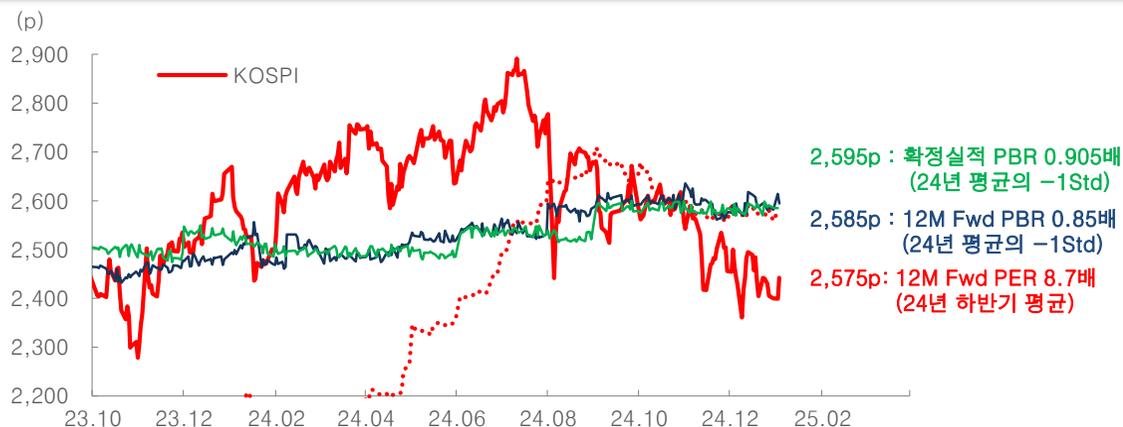
[KOSPI 지지/저항선] 밸류에이션 기준 의미있는 저점 통과. 1차 정상화 목표는 2,575 ~ 2,600선

밸류에이션 측면에서 Rock bottom은 2,380 ~ 2,410선.
8월 5일 장 중 저점이자 2018년 중반 밸류에이션 레벨



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

밸류에이션 측면에서 1차 정상화 목표는 2,575 ~ 2,600선



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- KOSPI는 밸류에이션 측면에서 Rock Bottom 통과했다고 판단
- 8월 5일 장 중 저점 밸류에이션 수준이 KOSPI 2,350 ~ 2,410선에 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 ~ 2,600선. 밸류에이션 측면에서 24년 평균의 -1표준편차 수준
- KOSPI 2,400선대 부터 주식 비중을 늘려가는 전략은 여전히 유효
- 2,500선 초중반에서 단기 조정 국면 진입시 비중확대 전략 재차 강화

[KOSPI 1Q 전망] 1차 기술적 반등 이후 중기 상승추세 전환 가능성



자료: 대신증권 Research Center

- Worst Case가 진행됨에 따라 12월 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

반전 동력 1.

1월 20일 트럼프 대통령 취임.

리스크 완화, 불안심리 진정의 전환점?

Strategist 이경민

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

텔레그램 채널 [daishinstrategy](#)

[Trump 2.0] 정책 불확실성 확대. 금융시장에서 이해득실은 명확

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 본국 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) 볼커룰 폐지 및 도드-프랭크법 완화 - 투자은행과 상업은행의 업무 분리 법안(글래스-스티걸법) 부활 (이행) 도드-프랭크법 일부 완화, 소규모 은행에 대한 규제 완화 - 볼커룰 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

- 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 가능함에 따라 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
- 하지만, 주식시장에서 중요한 것은 시장의 우려와 실제 트럼프 정책 시행 속도와 강도 간의 괴리. 시장의 우려보다 정책 시행 속도가 느리고, 강하지 않다면 투자 심리는 빠르게 안정을 찾아갈 전망

예고된 행정명령들... 이민과 다양성에 대한 억제, 관세와 석유시추 촉진

주요 Day-1 행정명령 예상

인플레이션 억제에 "모든 도구와 권한을 사용"하도록 지시

석유 및 가스 시추 확대("드릴, 드릴, 드릴")

서류 미비 이민자를 대상으로 대규모 추방 프로그램 시작

국경 장벽 건설 재개

이민국 직원에게 범죄 기록이 없는 개인을 체포할 수 있는 더 많은 권한을 부여

미국-멕시코 국경 폐쇄 및 추가병력 파견

멕시코와 캐나다에 추가관세 부과

선천적 시민권 폐지 시도

파리 기후협정 재탈퇴

학교에서 비판적인 인종 이론을 가르치는 것을 금지

트랜스젠더 학생에 대한 특정 차별 금지 보호 조항 삭제

연방 계약업체의 특정 다양성 교육 프로그램 실시 중단

잠재적인 인종 또는 성별 기반 결정에 대한 국무부 채용 관행을 검토

- 트럼프 당선인은 1월 20일 제 47대 미국 대통령으로 취임. 외신을 통해 전해진 바에 따르면, 트럼프 당선인은 취임 당일 행정명령을 통해 "큰 파장"을 일으키고자 함
- 주요 행정명령들은 AFP(미국 우선주의 정책 연구소)와 헤리티지 재단, Conservative Partnership Institute을 통해 작성 및 고안중인 것으로 알려짐
- 첫날 명령은 주로 멕시코와 관련된 이민 정책에 집중되어 있으며, 이를 이루기 위한 수단으로 추방 프로그램, 국경 강화, 추가관세 부과 등을 활용
- 파리 기후협정 탈퇴와 전통 에너지산업 부흥 방향 또한 발의될 것으로 예상
- 보편관세와 대중국 견제 등에 대한 내용은 취임 직후 보다는 개별 국가와의 협상을 통해 조정될 것으로 예상
- 특히, 취임식에 시진핑 주석을 초청(중국 측 응답 미확인) 의사를 밝히며 트럼프 특유의 Top-Down 외교가 행정명령과 별도로 이뤄질 것으로 예상

[Trump 2.0] 대선 이후 트럼프측 주요 발언. 외교, 이민, 관세 관련 언급들은 시장에 상당부분 선반영

외교, 이민 관련하여 강경 정책, 특히 중국에 대한 견제 수단으로 첨단산업 조사, 마약, BRICS문제를 활용

발언자	날짜	주요내용
도널드 트럼프	1월 3일	뉴올리언스 차량 돌진 테러는 바이든의 국경 개방 정책 때문 이로 인해 급진적 이슬람 테러가 증가할 것
도널드 트럼프	12월 29일	외국인 노동자에 발급되는 H-1B 비자 프로그램에 대해 옹호
도널드 트럼프	11월 28일	멕시코 대통령과 <u>미국으로의 불법이민을 막고 마약을 단속할 것으로 협의</u>
도널드 트럼프	11월 18일	취임 직후 군부대를 동원한 불법 이민자 대규모 추방 계획
무역대표부	12월 23일	통상법 301조에 따라 중국의 반도체 산업 장악을 위한 행위, 정책, 관행 등에 대한 조사 개시할 것 - 중국 정부의 보조금 지급 및 이에 따른 저가 반도체 공급과 관련된 불공정 행위에 조사 - 중국산 범용 반도체 자체의 영향 뿐 아니라 방위, 자동차, 항공우주, 통신, 전력 등 핵심 산업 제품과의 통합과정도 확인
도널드 트럼프	12월 22일	파나마 운하의 통행료 인하 요구, 파나마 정부의 중국 협력 가능성 견제
하워드 러트닉	12월 16일	중국 등과의 상호주의를 핵심 정책으로 삼을 것
도널드 트럼프	12월 12일	대통령 취임식에 시진핑 주석을 초청하고, 많은 대화를 나눌 것
도널드 트럼프	12월 7일	NATO 여타 회원국이 충분한 비용을 지불하지 않으면 탈퇴 고려, 우크라이나 원조 축소 파월의장 해임하지 않을 것
도널드 트럼프	11월 30일	BRICS 회원국 중 달러 외 기축통화 모색하는 국가는 100% 관세 직면할 것
마이클 알츠 국가안보보좌관	11월 24일	러-우 전쟁 격화 우려, <u>조속한 휴전협상 강조</u>

[Trump 2.0] 대선 이후 트럼프측 주요 발언. IRA 폐지, 세액 공제 폐지 등 주가에 상당부분 선반영

관세는 부과하되 원유수입 등을 통한 개별 협상 여지남겨, 전기차 및 친환경 정책 예산 삭감 등을 통해 정부 비용 축소

발언자	날짜	주요내용
대통령직 인수위원회	12월 16일	전기차 구매 세액공제 폐지, 탄소배출 및 연비와 관련된 규제 대폭 완화 방침 바이든 행정부의 충전소 구축예산은 국방 및 핵심 인프라 투자로 전환 검토 전 세계 배터리 소재에 관세 부과하여 미국내 생산 장려, 동맹국과는 개별 협상 통해 관세면제
일론 머스크 정보보호부장관	11월 21일	기업인의 방식으로 연방정부 개혁할 것. 재택근무 폐지, 지출삭감, 인력감축 등 거론
대통령직 인수위원회	11월 14일	<u>IRA 전기차 세액공제 폐지 검토</u>
대통령직 인수위원회	11월 10일	파리협정 탈퇴 준비, 자국내 자원개발 강화 추진
도널드 트럼프	12월 20일	EU가 <u>미국의 원유와 가스를 대규모로 구입하여 대미 무역흑자를 줄여야 함</u> 이에 응하지 않을 경우 유럽산 자동차, 기계 등에 대한 관세를 인상할 것
도널드 트럼프	12월 16일	강경한 관세정책 예고, 관세가 미국을 부유하게 만들 것
도널드 트럼프	12월 3일	US스틸 일본제철 인수 반대, 세제혜택과 관세로 US스틸을 다시 강하고 위대하게 만들 것
도널드 트럼프	11월 26일	마약과 불법이민문제가 해결되기 전까지 <u>멕시코와 캐나다에 25% 관세, 중국에 10% 추가관세 부과</u>
라마스와미 정부보호부장관	11월 26일	바이든 정부의 임기말 반도체 지원금 부적절, 집권 후 타당성 여부 재검토할 것

[Trump 2.0] 내각 주요 요직은 후보자들도 강경파, 충성파로 구성 중

대중 강경파가 중요 요직에 등용, 관세 정책을 통한 대중국 압박 전개 예상

이름	직책	성향	주요 행적	국내외 산업 및 정치적 영향 예상
마르코 루비오	국무장관	대중 강경파	<ul style="list-style-type: none"> - 대중 강경파, 홍콩과 대만 문제에서 미국의 개입을 주장 - 중국의 정치, 경제적 억제 법안 지지 - 러우 전쟁의 원인을 러시아와 중국 동맹이 미국 주도의 세계질서 훼손 시도로 간주 - 러우 전쟁 종식에 대해 "어려운 선택이 예상된다"고 밝힘 - 이스라엘 지지, 테러조직 파괴하여 국민을 위협으로부터 보호 - 나토 탈퇴를 주장하는 트럼프와는 입장이 다름 	대중 강경파 및 중동 참전경력 인사들의 대거 발탁, 중국 견제 및 인도태평양 전략 강화 예상
마이클 왈츠	국가안보보좌관	대중 강경파	<ul style="list-style-type: none"> - 중국과 북한 문제에 강경 대응 - 미사일 방어망 확충 등 힘을 통한 평화 추구 - 적대국에 대한 강경대응, 미국 우선주의 외교정책 지지 - 국가 해양 전략을 위한 의회 지침 발간 	인도태평양 지역 패권다툼을 위해 동맹국 협력 파트너와의 협력을 강조
피트 헤그세스	국방장관	대중 강경파	<ul style="list-style-type: none"> - 강경 보수주의자로, 트럼프 대통령의 '미국 우선주의(America First)' 정책을 강력히 지지 - 미국의 국제적 개입에 신중한 태도, 동맹국들과의 관계보다는 미국의 국익을 우선시 - 트럼프 대통령의 첫 임기 당시 미북 정상간 교류를 옹호 - 중국의 군사적 위협에 대비해야함을 주장 	
하워드 러트닉	상무부장관	대중 강경파	<ul style="list-style-type: none"> - 규제완화, 관세정책 지지, 에너지생산 증대, 세율 인하 등 트럼프 정책 옹호 - 암호화폐 산업 지지 	트럼프의 관세 공약 지지, 관세 전쟁의 큰 그림 그릴 것으로 예상
스콧 베센트	재무장관		<ul style="list-style-type: none"> - 헤지펀드 키스퀘어 그룹 창업자, 조지소로스 펀드 출신 - 지난해부터 트럼프 경제자문단 핵심역할 수행해온 것으로 알려짐 - 관세 정책 옹호, 무역 상대국 협상 시 유용한 수단으로 언급 - 정부의 부채부담 해소, 무분별한 지출 통제 주장, 암호화폐 옹호 	보편관세 도입에 적극적이지만, 이를 협상 카드로 활용 예상 중국과의 무역협상 여지, 단계적 관세부과 예상 IRA 보조금 등을 재정적자 요인으로 판단하여 대대적 손질 예상 조지소로스 펀드에서 파운드화, 엔화 베팅 참여. 정부부채 문제와 국채 발행 등 상당한 인사이트 보유하고 있을 것으로 기대

[Trump 2.0] 다양한 배경을 지닌 인물로 내각 구성 중

각 부처 장관과 비서실장 등을 임명. 트럼프 2기 내각 구성 일단락으로 정책 우려/기대 심리 정점 통과 예상

이름	직책	성향	주요 행적	국내외 산업 및 정치적 영향 예상
크리스티 노움	국토안보부 장관	전통 보수파	<ul style="list-style-type: none"> - 국경보안 및 불법이민 엄격히 단속할 것을 주장 - 코로나19 팬데믹 기간 동안 주정부 폐쇄조치 거부 - 사회이슈에 있어 보수적 입장, 트랜스젠더 여성스포츠 참여금지 법안 서명 	이민자 추방 등 강경한 이민정책 집행 예상
더그 버검	내무장관	전통 에너지 옹호	<ul style="list-style-type: none"> - 주지사로서 에너지 산업, 특히 석유 및 천연가스 개발을 적극 지원하며, 주 경제 성장에 기여 - 재생에너지 프로젝트를 추진하여 풍력 및 태양광 발전 확대에 노력 - 경제적 자유주의자, 규제 완화와 기업 친화적 정책 지지 - 에너지 분야에서 화석연료와 재생에너지의 균형발전을 추구 	전통 및 친환경 에너지의 균형적 발전 추구 예상 친환경 에너지 정책에 대한 지원은 줄더라도 규제는 없을 가능성
크리스 라이트	에너지부장관		<ul style="list-style-type: none"> - 지구온난화 및 기후위기 부정 - 불필요한 규제의 혁신에 집중, 미국의 에너지 지배 추구 	에너지 수출 확대 추진, 신재생에너지 등 보조금 삭제 예상 파리 기후협약 탈퇴
브록 L. 롤린스	농무부장관	트럼프 충성파	<ul style="list-style-type: none"> - 미국우선주의 정책 연구소(AFPI) 설립, 트럼프 재집권 준비 	외국산 농산물의 관세 부과에 적극 참여할 것으로 예상
린다 맥마흔	교육부장관	트럼프 충성파	<ul style="list-style-type: none"> - 학부모 권리를 옹호 - 미국우선주의 정책 연구소 출신 	트럼프는 대선 공약으로 교육부 폐지를 내세운바 있기에 행보 귀추 주목
팸 본디	법무장관	트럼프 충성파	<ul style="list-style-type: none"> - 트럼프 탄핵 재판에서 트럼프 변호 - 2016년 트럼프 정권 인수위 활동 - 플로리다에서 불법 약물을 금지하는 비상명령, 인신매매에 강경한 대응으로 이름을 알림 	충성파 인사들 대거 발탁, 트럼프의 의중대로 정책을 펴는데 장애가 되지 않을 인물들을 뽑는 데에 공을 들인 것이 엿보임
로리 차베스-디 레머	노동부장관	공화당 내 온건파	<ul style="list-style-type: none"> - 공화당 내부에서 친 노동적 입장 견지 	노동법과 노조를 옹호하는 입장을 가진 인사를 선임한 것은 의외. 불법이민자가 아닌 합법적 노동자들에게는 유화적 정책 집행될 가능성
로버트 F. 케네디 주니어	보건복지부 장관	재생 에너지 옹호	<ul style="list-style-type: none"> - 백신 안전성 문제 제기, 백신 반대운동 주도 - 공중 보건 분야에서 정부의 개입을 최소화, 개인의 선택을 강조하는 자유주의적 성향 - 환경 보호와 재생 에너지 확대를 지지하는 진보적 입장을 견지 - 전통적으로 민주당원으로 활동 	

[Trump 2.0] 지난 주말을 기점으로 트럼프 2기 내각 구성 일단락. 트럼프 영향력 약화 가능성

일론 머스크 등 IT기업 창업자, CEO 등용

이름	직책	성향	주요 행적	국내외 산업 및 정치적 영향 예상
제이미슨 그리어	무역대표부 대표		<ul style="list-style-type: none"> - 트럼프 1기 행정부에서 로버트 라이트하이저의 수석보좌관, 대중국 고율관세 부과와 핵심 역할 수행 - 대중국 강경파로 전략적 디커플링, 항구적 정상무역관계 지위 철회, 추가 관세 부과 등 주장 - 북미 자유무역협정(NAFTA)을 미국-멕시코-캐나다 무역협정(USMCA)로 대체 	중국에 특히 강경한 태도를 보일 것으로 예상되며, 중국과의 디커플링 전략 강화 예상 반도체와 전기차 보조금과 같은 지원책에는 우호적
키스 켈로그	대통령 보좌관 우크라이나-러시아 특사		<ul style="list-style-type: none"> - 트럼프 1기 국가안보보좌관, AFPI 안보정책 고문으로 활동 - 우크라이나-러시아 전쟁을 협상을 통해 이른 시일 안에 종식해야 한다고 주장 	힘을 통한 평화를 지향
텔시 개버드	국가정보국 국장		<ul style="list-style-type: none"> - 민주당 전국위원회 부의장 출신 - 낙태, 외교, 트랜스젠더, 국경문제 등을 두고 민주당과 입장차로 탈당 후 트럼프 캠프 합류 - 육군 소령 출신, 이슬람과 북한에 강경한 입장 	CIA(중앙정보국)과 NSA(국가안전보장국) 등 수사 정보기관을 총괄하게 되며 북한의 핵전략 자산에 대해 강경한 입장을 보일 것으로 예상
스티븐 밀러	백악관 정책 담당 부비서실장		<ul style="list-style-type: none"> - 트럼프 1기 행정부의 강경 이민 정책 설계자 - 불법 이민자 대규모 추방 계획 수립, 국경장벽 건설 지지 	이민자 추방 등 강경한 이민정책 집행 예상
케빈 헤셋	국가경제위원회 위원장		<ul style="list-style-type: none"> - 트럼프 1기 경제자문위 위원장으로 감세 및 일자리 법안 설계 핵심역할 - 관세와 세금인하 정책 지지 - 과거 공화당에서 조지 W 부시, 존 매케인 등과 일한 경험 	감세정책 확대 및 연장, IRA 보조금 정책 재편 및 낭비성 예산 대폭 삭감 예상 달러강세 지지, 파월의 임기 만료 시 대체자로 언급되기도 함 월가에서는 베네통트와 같이 실용적인 인물로 호평
일론 머스크	정부 효율성 부서 공동위원장		<ul style="list-style-type: none"> - 전기차 산업 혁신과 우주 탐사 분야에서 선도적인 역할 수행 - 정부 규제에 대한 비판과 자유 시장 경제에 대한 지지 표명 	연방 정부 각 부처의 예산 낭비성 프로그램에 대한 재정 지출을 삭감 미국 정부의 연간 6조 5천억 달러 재정지출 줄이는 것을 목표 불필요한 규제 절감역할 일각에서는 바이든-해리스 정부에서 방만하게 운영해온 정부 재정집행 실태를 들춰내겠다는 포석도 깔린 것으로 해석
비벡 라마스와미	정부 효율성 부서 공동위원장		<ul style="list-style-type: none"> - 바이오 헤지펀드 운영 	민주당의 좌파 정책 비판
러셀 보트	백악관 예산관리 국장		<ul style="list-style-type: none"> - 연방 공무원을 대거 해고할 수 있도록 하는 '스캐줄 F' 계획을 주장해옴 	정부효율부(DOGE)에서 정부개혁을 주도할 것으로 예상

[Trump 2.0] 내각 구성 완료까지 평균 3 ~ 4개월

내각 구성 완료까지 평균 3개월 정도 소요. 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

- 글로벌 금융시장은 트럼프 정책과 공약, 그리고 발언에 근거해 예민한 반응을 보여왔음
- 하지만, 트럼프 취임은 1월 20일이더라도 내각 구성까지는 3 ~ 4개월 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 파급력은 일정부분 금융시장에 선반영되었고, 향후 중요한 것은 정책 시행 속도와 강도
- 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 동력보다 트럼프 2.0시대의 정책 예고편 정도로 생각
- 시장이 우려하고 걱정할 정도의 정책 시행 속도, 강도는 아닐 것. 오히려 불안심이 진정되는 계기가 될 전망

자료: Federal Register, 대신증권 Research Center

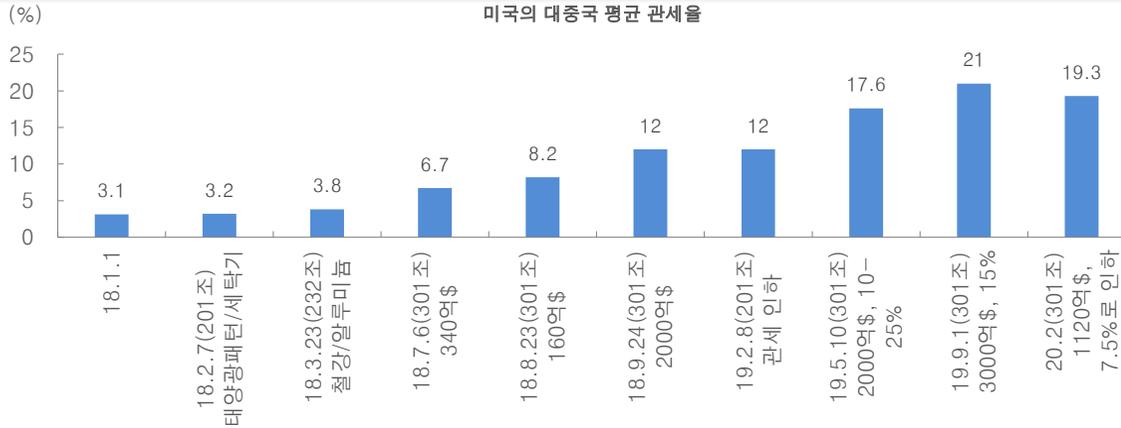
미국통상법 201조 / 301조

- **미국통상법 201조** – 다자 긴급수입제한조치(global safeguard)는 상대국의 불공정한(unfair) 행위와 무관하게 자국 산업이 심각한 피해를 입거나 명백하게 피해가 우려되는 경우 취할 수 있음.
 - 대통령은 US ITC의 권고가 있으면, 대통령은 의회의 추가 승인 없이 **임시 관세 부과, 수입 할당(쿼터) 설정**, 피해 산업에 대한 조정 지원 제공 가능
 - 상대방의 덤핑이나 보조금 지급 여부와 상관없이 자국 산업의 피해 여부에 따라 발동할 수 있는 무역구제조치로, 특정 수출국을 대상으로 하지 않고 모든 국가에 적용
 - 관세 및 무역에 관한 일반협정(GATT) 제19조8)는 세이프가드 조치를 취하기 위해서 (1) 예견하지 못한 사태가 발전한 결과로서 (2) 수입이 급격히 증가하고 (3) 국내산업에 심각한 피해 또는 피해의 우려가 발생하며 (4) 수입 급증과 국내산업의 피해 사이에 인과관계가 있어야 한다고 규정
 - 단, 미국의 FTA 체결국에 대해서는 각 국가에 대해 개별적으로 산업피해 조사를 실시하여 판정
- **미국통상법 301조** – 특정 국가가 미국과의 무역 협정 의무를 위반하거나, 미국의 산업이나 경제에 불공정한 관행으로 피해를 줄 경우.
 - 대통령은 US ITC의 권고가 있으면, 대통령은 의회의 추가 승인 없이 **특정 상품에 관세 부과, 수입 제한 또는 금지, 기존 무역 협정의 혜택 철회** 를 시행할 수 있음

- 트럼프 행정부는 2018년 태양광 패널과 세탁기의 수입 급증으로 인해 무역법 201조를 사용하여 추가 관세를 부과하고
- 301조를 활용하여 광범위한 중국산 제품에 관세를 부과한 바 있음
- 해당 조항들은 FTA체결국에 대해서는 개별적 산업피해를 조사하여 인과관계를 규정해야하고
- 예견하지 못한 사태로 수입이 급증하여 산업에 심각한 피해가 생기는 등 명분이 확실한 경우 발동 가능
- 트럼프 행정부도 정치적 부담이 있을 수 밖에 없음

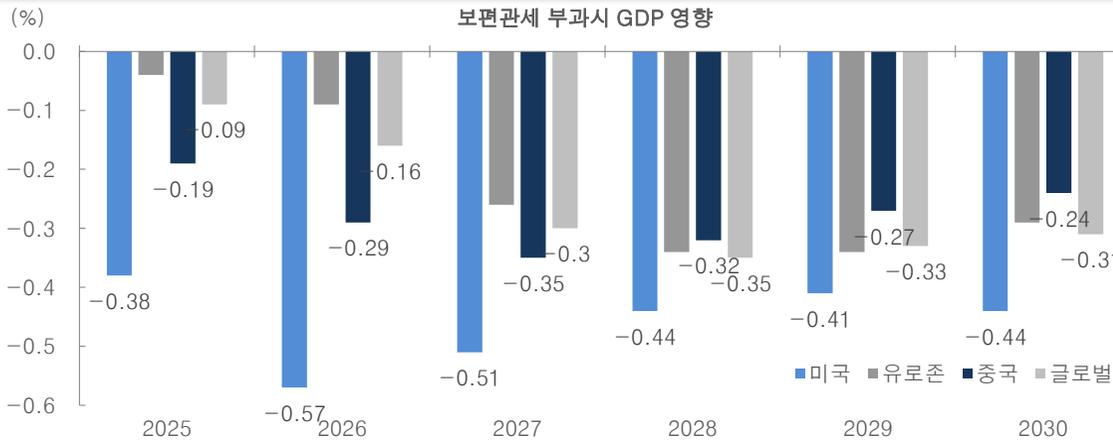
[Trump 2.0] 트럼프 1기, 대중국 관세 부과 시작까지 취임 후 18개월 소요(품목 기준 1년 소요)

대중국 품목별 관세부과는 18년 2월, 3월, 일괄 관세 부과는 18년 7월 6일



자료: 국내외 주요 언론, 대신증권 Research Center

IMF 분석 기준 보편관세 부과시 미국 경제에 부정적 영향이 제일 커

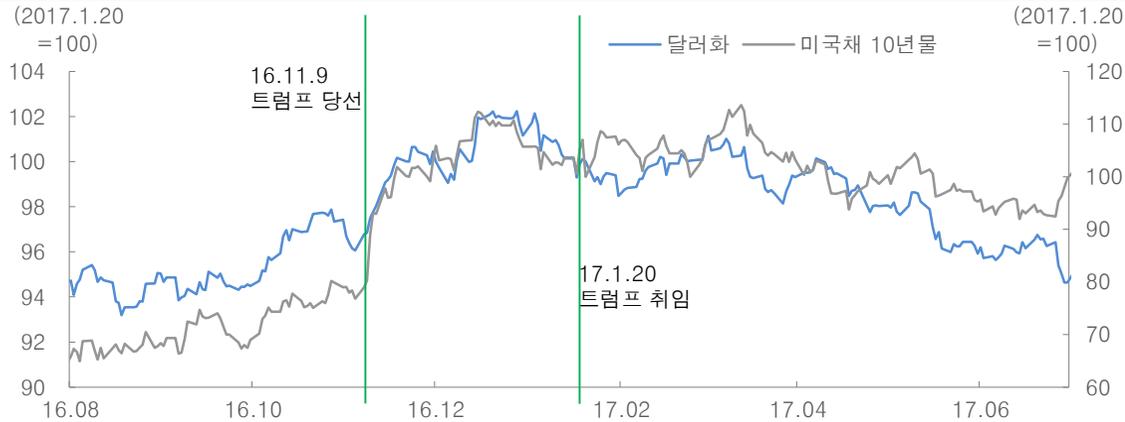


자료: IMF, 대신증권 Research Center

- 실제로 트럼프 1기 당시 대중국 관세부과는 2018년 7월 6일 시작. 품목별로는 2018년 2월, 3월에 부과
- 트럼프가 취임한 이후 1년 5개월이 소요된 것. 품목 관세부과를 감안하더라도 1년 소요
- 이후 대중국 관세 부과 과정을 보면 부과 이후 협상을 거치고, 이에 대응하는 관세 인하가 단행되기도 함
- 즉, 트럼프의 대중국 관세부과는 미국의 무역 적자를 줄이고, 대중국 교역의 불균형을 해소하기 위한 것. 중국에 피해를 주는 것 보다는 미국이 최대 이득을 얻으려는 정책으로 판단
- 특히, IMF를 비롯한 글로벌 IB, 연구기관들의 분석 기준 보편관세 부과시 가장 경제적 피해가 큰 국가로 미국이 지목되는 상황
- 일방적인 관세부과보다는 협상카드로 활용하면서 점진적 관세 부과 전개 예상
- 시장이 우려하는 정도의 관세부과 속도, 강도는 아닐 전망

[Trump 2.0] 트럼프 취임 전후 달러, 채권금리 고점 통과, 하향안정 시작. 신흥국 증시 상대적 강세 반전

16년 11월 9일 대선 당일 달러, 채권금리 급등, 17년 1월 20일 전후 하향안정



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

트럼프 당선 직후 신흥국 증시 급락. 취임 전 달러 안정과 함께 상대적 강세 반전



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 2016년 사례를 보면 트럼프 직후 급반등했던 달러, 채권금리가 트럼프 취임을 앞두고 하락 반전
- 트럼프 정책, 불확실성, 기대심리 등이 단기간에 선반영된 이후 정책 시행 속도와 강도에 따라 투자심리와 금융시장이 변화한 것
- 시장이 우려했던 트럼프의 정책 시행 속도와 강도보다 낮고, 약함을 확인하면서 금융시장은 매크로 환경을 반영하며 정상화되었다고 판단
- 당시 달러화는 103p에서 88p까지 레벨 다운되었고, 이 과정에서 신흥국 증시가 상대적 강세를 보였음. 2.6%를 넘나들던 미국채 10년물도 2%까지 레벨다운

[Trump 2.0] 통상정책, 관세 리스크 선반영. 25년 상반기에는 오히려 기회 요인이 많아

시장에서는 이미 관세부과 리스크를 상당부분 선반영 중 대중국 관세가 17.6% 부과(6번째) 당시의 리스크 수준에 위치



자료: EPU, Bloomberg, 대신증권 Research Center

보편관세 부과 전에는 무역 관행 조사 또는 무역 대표부의 준비과정이 있을 것 빨라야 25년 2분기 중 조사 시작, 25년 하반기 관세 부과 시행 예상



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 현재 시장에서 반영하고 있는 트럼프 통상정책, 관세정책 리스크는 이미 역사적 고점권에 근접
- 2018년 3.1%였던 대중국 관세가 17.6%까지 레벨업되었을 당시보다 통상정책 불확실성이 크다고 투자자들은 우려
- 하지만, 현재까지 관세부과 정책이 시행되지 않았음. 시행되더라도 국가별, 품목별 관세부과 가능성이 높고, 본격적인 관세정책을 펼치기까지 상당한 시간이 필요할 전망
- 실제로 트럼프 1기 당시에도 2018년 관세부과를 위한 무역관행 조사도 2017년 8월에 서명. 취임 이후 6개월 소요
- 이후 본격적인 시행은 2018년 2월, 3월
- 즉, 현재는 통상정책, 관세에 대한 우려가 과하게 반영되어 있다는 판단. 특히, 상반기 중에는 내각 구성과 관세 부과를 위한 포석을 마련하는 시간이 필요
- 따라서 25년 상반기 중에는 관세, 통상정책에 대한 불안심리가 진정되고, 선수요가 유입되면서 투자기회를 제공할 것으로 전망

반전 동력 2. 미국 통화정책 컨센서스 정상화. 고용 둔화와 물가 안정

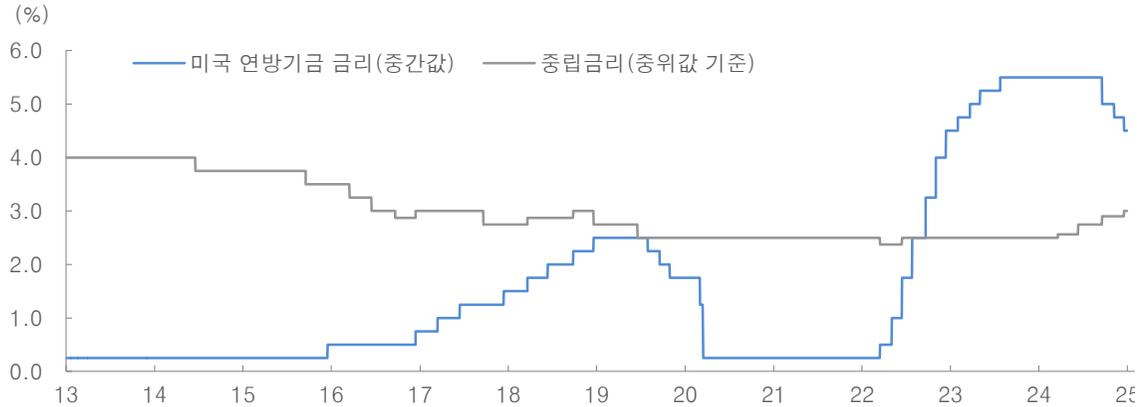
Strategist 이경민

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

텔레그램 채널 [daishinstrategy](#)

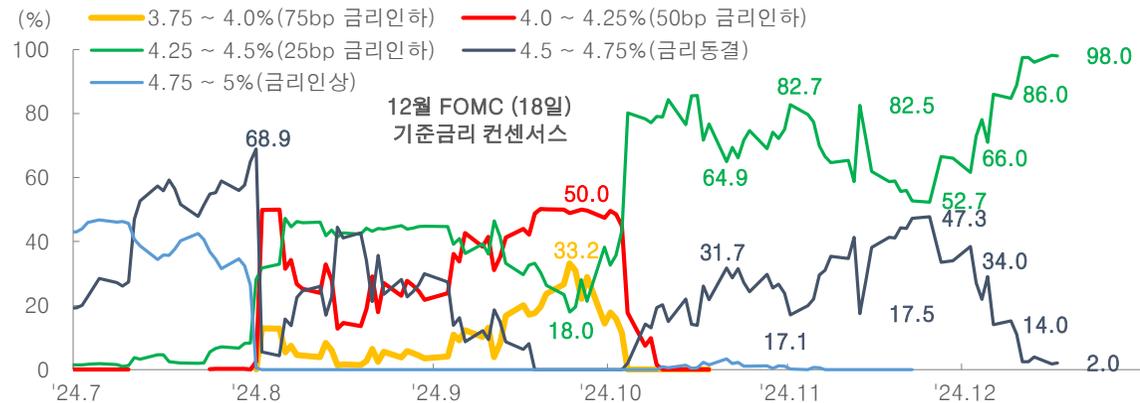
[12월 FOMC] 25bp 금리인하, 기정사실화되었던 상황. 소수 의견(금리동결) 체크

12월 FOMC 기준금리 25bp 인하 결정. 중립금리 4번 연속 상향조정, 3% 도달



자료: FED, Bloomberg, 대신증권 Research Center

12월 25bp 금리인하 확률 90% 상회. 기정사실화된 상황

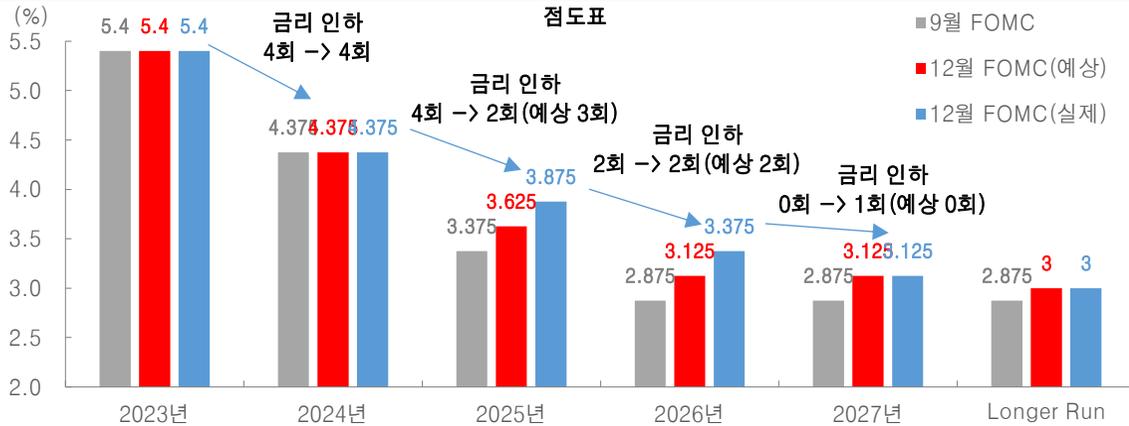


자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

- Fed는 12월 18일(현지시각) FOMC를 통해 기준금리를 4.25% ~ 4.5%로 25bp 금리인하 결정
- 11명의 연준위원들이 찬성했지만, 베스 해맥 클리블랜드 연은 총재는 금리동결을 주장
- 이미 CME Fed Watch 기준 12월 25bp 금리인하를 90% 이상 반영했던 만큼 이번 결정은 시장 컨센서스에 부합한 결과

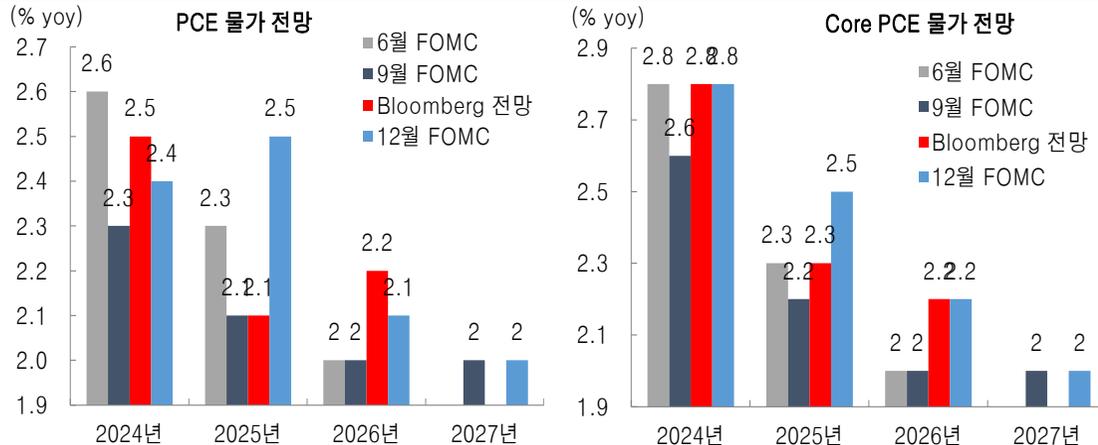
[12월 FOMC] 블룸버그 컨센서스보다 매파적이었던 FED. 문제는 물가 전망, 25년 반등 가능성 시사

예상보다 매파적이었던 25년 기준금리 조정. 총 금리인하 횟수 6번에서 5번으로...



자료: FED, Bloomberg, 대신증권 Research Center

25년 PCE, Core PCE 전망 각각 0.4%p, 0.3%p 상향. 25년 PCE 반등 예상



자료: FED, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- FOMC 성명서와 SEP 공개 직후 채권금리, 달리는 급반등했고, 미국 증시는 1%대 급락 반전. 점도표와 SEP에서 큰 변화 있었기 때문
- 9월 FOMC에서 제시했던 25년 네 번 금리인하가 두 번으로 조정. FED Watch 확률에 부합하는 변화였지만, Bloomberg 컨센서스가 3번이었음을 감안할 때 매파적인 기준금리 전망으로 판단
- 26년 금리인하는 두 번으로 유지했고, 금리동결이 예상되었던 27년에는 1번 금리인하를 전망하면서 더디지만 금리인하 사이클은 유효함을 보여주었지만, 시장 심리를 달래기는 어려웠던 것
- 게다가 GDP 성장을 상향조정과 실업률 하향조정으로 여전히 미국 경기는 견조하고, 우려했던 것보다 고용상황은 안정적인 모습을 보여주었지만, 25년 물가전망을 큰 폭으로 상향조정하면서 연준의 매파적인 스탠스를 명확히 보여줌
- 24년 헤드라인 PCE 전망은 2.3%에서 2.4%로, 25년은 2.1%에서 2.5%로 상향조정. 25년 PCE가 24년보다 높아질 수 있음을 보여줌. Core PCE도 24년은 2.6%에서 2.8%로, 25년은 2.2%에서 2.5%로 상향조정. Core 물가는 더디게 하향될 것으로 본 것

금리인하 속도가 조절될 것임을 시장에 명확하게 전달

■ 통화정책 전망

- 오늘 금리인하는 어려운 결정이었지만 올바른 결정
- 인플레이션을 2%로 낮추기 위해 노동시장을 추가로 냉각시킬 필요는 없음
- 내년 금리인하 속도를 하향 조절한 이유는 물가 기대치 때문
- 12월 까지 100bp 금리인하하며 **중립금리에 가까워졌음**
- **모든 가능성을 열어둘 것**, (25년 금리 동결 & 인상 가능성 포함)
- 불확실성을 강조하는 것일 뿐 이번 금리인하가 마지막이라는 결정은 내린적 없음

■ 물가 영향

- 9월 대비 인플레이션 반등, 연준 기대보다 언더퍼폼. 그러나 목표로 나아가는 중
- 내년도 PCE 전망 2.5%는 과거의 5~6% 대비 **좋은 수준**. 더 많은 진전을 보고싶음
- 주택서비스 물가반영 기술적 지연, 금융서비스 물가 등 **비 지속적 요인 영향**
- 상품 물가 상승은 팬데믹 이전 수준 복귀, 헤드라인 PCE 2% 목표치 달성 가능
- **트럼프 정책의 물가영향 불확실**, 가구가 가득찬 어두운 방으로 걸어들어가는 것과 같음
- **경로가 불확실하면 더 느리게 가는 것이 상식적**
- 인플레이션 목표를 단호하게 2%로 유지할 것이고 달성할 수 있음을 어필

■ 고용 영향

- 금리인하 경로를 더디게 하는 요인은 성장세가 더 강해졌다는 것
- 실업률 우려되지 않는 낮은 수준에서 유지, 그러나 그렇게 낮은 수준은 아님
- 기업 손익분기점 유지되면 일자리 지속될 것. 그러나 연준은 이 부분에 예측 정밀도 부족

- 파월 의장은 현재 미국 경제가 매우 강력하게 유지되고 있으며 현재 굉장히 좋은 위치에 있음을 어필
- 금리인상을 시작했던 9월 당시 실업률 급등에 대한 우려가 있었으나 이후 4%대 초반에서 유지되는 모습을 보이며 고용 시장에 대해 자신감을 갖게된 모습
- 그러나 수정 경제전망에서의 25년 PCE 상향조정, 기자회견에서도 인플레이션에 대해 상당한 시간을 할애하는 모습
- 확실하게 어필하고자 한 부분은 중립금리에 가까워졌고, 금리인하 속도가 조절될 것이라는 부분
- 그러나 최근 물가지표 반등에도 낙관적인 파월의 모습, 그리고 내년도 물가 전망에 대해 트럼프 정책의 불확실성 등을 함께 어필하면서 시장은 25년 물가 전망에 대해 의구심을 표출

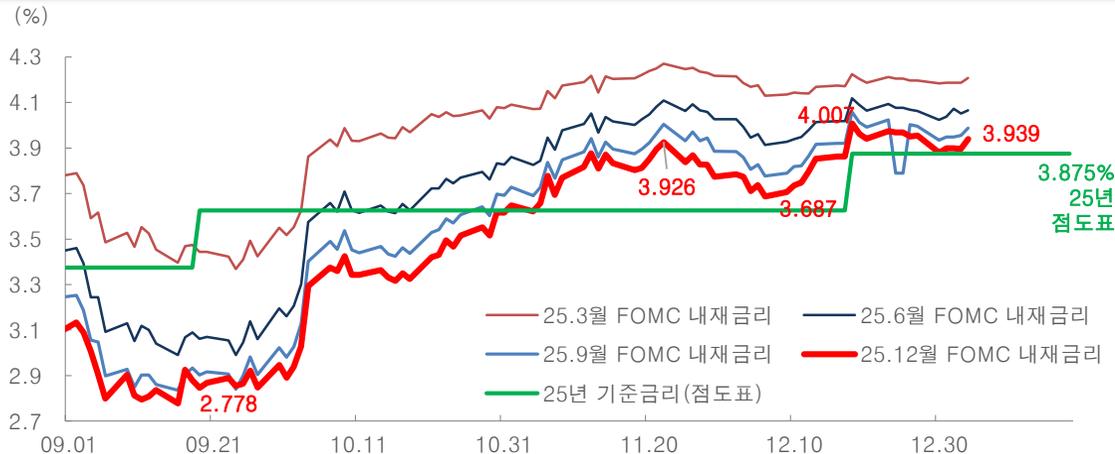
[통화정책 컨센서스] 연준보다 더 매파적인 스탠스 강화. 연내 1회 금리인하 선반영 중

25년 내 1번 금리인하 예상(점도표 2회), 연준의 스탠스보다 매파적인 성향 이어가

MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025-01-29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.7%	89.3%
2025-03-19	0.0%	0.0%	0.0%	4.5%	43.7%	51.8%
2025-05-07	0.0%	0.0%	0.8%	11.4%	45.1%	42.7%
2025-06-18	0.0%	0.3%	4.6%	23.5%	44.2%	27.3%
2025-07-30	0.0%	0.9%	7.3%	26.5%	41.8%	23.4%
2025-09-17	0.2%	2.0%	10.7%	29.2%	38.6%	19.3%
2025-10-29	0.4%	2.9%	12.6%	30.2%	36.6%	17.3%
2025-12-10	0.6%	3.8%	14.2%	30.7%	34.8%	15.7%

자료: FED, Bloomberg, 대신증권 Research Center

Bloomberg 컨센서스보다 매파적인 시장, 투자자들의 예상치

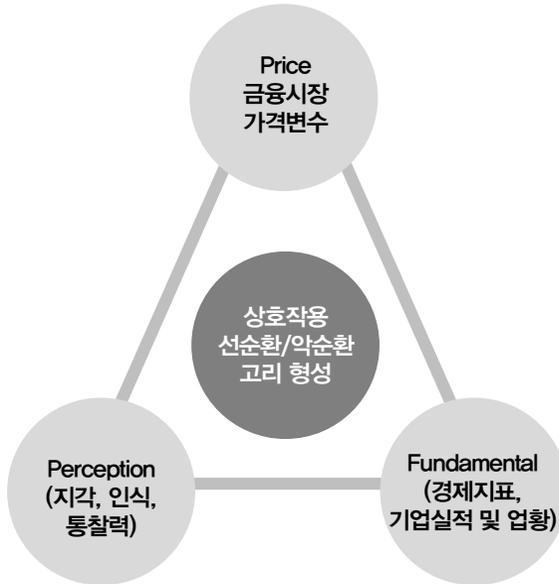


자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

- 이로 인해 통화정책에 대한 시장 예상은 더 매파적으로 전환
- FED Watch로 보여지는 시장 참여자들의 25년 금리인하 횟수는 1 번으로 집계
- 블룸버그 예상 또한 12월 FOMC에서 제시된 25년 점도표 기준금리(3.875%)를 상회한 4% 전후 수준에서 형성 중
- 25년 금리인하 두 번 이하로 연준의 스탠스보다 더 매파적인 흐름을 이어가는 중

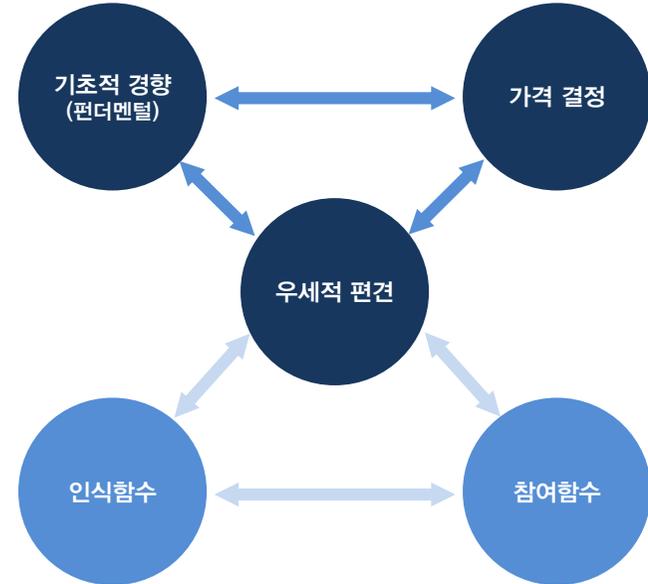
[재귀성 이론] 자기강화 현상 & 악순환의 고리, 12월 FOMC로 정점 확인, PCE, 기대물가로 전환점 통과

소로스의 재귀성 이론



자료: 조지 소로스 금융시장의 새로운 패러다임, 대신증권 Research Center

편견에 의한 자기강화 현상



자료: 조지 소로스 금융시장의 새로운 패러다임, 대신증권 Research Center

소로스의 '재귀성(Reflexivity) 이론': 세상은 불안정하므로 시장 참가자들이 서로 영향을 주고, 그 영향이 다시 시장 가격에 미치는 과정을 반복함으로써 가격이 급등하거나 급락할 수 있다는 주장

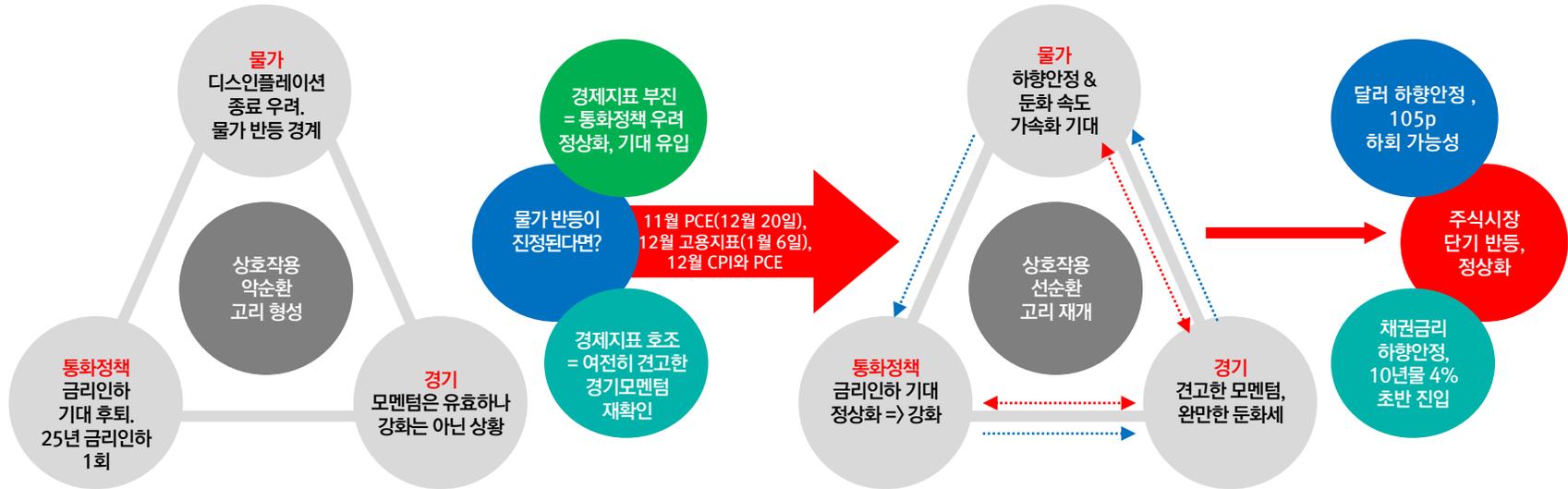
즉, 행위 주체, 투자자들 간 상호작용이 Positive, Negative 피드백을 만들어 내면서 평균수준을 벗어나는 과열과 침체를 만든다는 것

투자자들은 비이성적 판단을 내릴 수 있어 가격이 지속해서 오르거나 떨어질 경우 합리적인 지점을 찾지 못하고 오히려 한 방향으로만 몰리는 '자기강화 현상' 전개. 자기강화 현상은 영원하지 않지만, 현재는 글로벌 금융시장(1차 채권시장, 2차 주식시장)과 가격변수, 투자심리 간에 악순환의 고리 형성 중 향후 재귀적인 현상의 고리가 악화되고, 끊어진 이후에나 추세반전을 가능할 수 있음

그동안 미국 경기 호조, 물가 반등은 통화정책 측면에서 자기강화 현상의 악순환 고리 형성, 과도한 통화정책에 대한 우려, 금리인하 기대 후퇴로 이어짐. 즉, 경제지표 결과가 경기 호조로 해석되기보다는 통화정책 후퇴, 금리인하 속도, 폭 축소라는 편견 하에 통화정책에 대해 매파적으로 해석될 만한 근거들을 반영해 온 것. 하지만, 12월 FOMC 이후 통화정책 우려의 자기강화 현상, 악순환의 고리 정점 확인, PCE와 기대인플레이션 확인 이후 전환점 통과

[Bad Is Good, Good Is Good] 펀더멘털 부진 = 통화정책 안도, 펀더멘털 개선 = 견고한 경기 모멘텀 재확인

12월, 1월 경제지표를 확인하며 과도한 통화정책 우려 후퇴 예상. 물가 - 경기, 통화정책 - 경기 간의 상호작용 가능

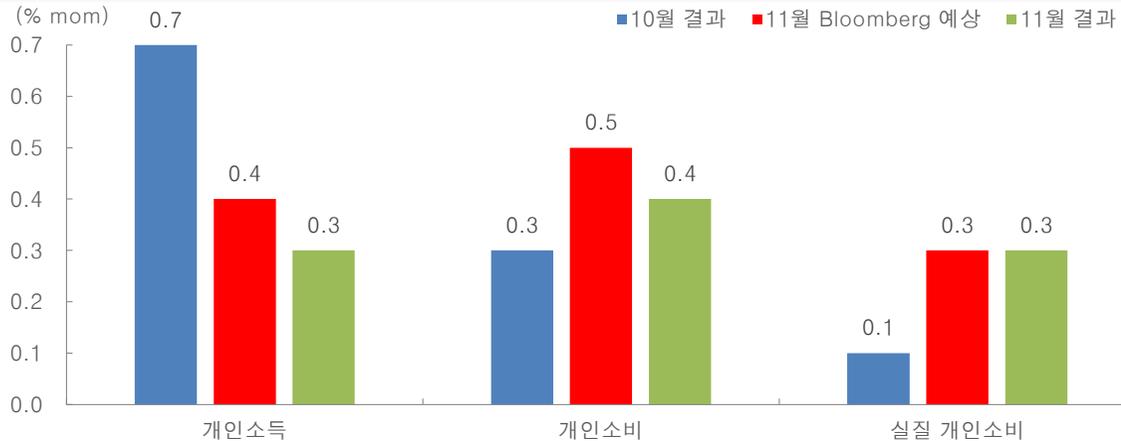


자료: 대신증권 Research Center

글로벌 금융시장, 12월 FOMC 쇼크로 Good Is Bad, Bad Is Bad 국면의 정점 통과, 12월, 1월 경제지표를 확인하는 과정에서 Bad Is Good, Good Is Good 국면으로 전환 기대. 11월 PCE 예상 하회와 기대인플레이션 둔화가 전환점을 만들어주었다고 생각
12월 고용지표(1월 6일), 12월 CPI, PCE를 확인하며 물가 - 통화정책 - 경기 간의 악순환 고리 (11 ~ 12월 유입)는 약화되고, 선순환 고리로 전환 가능. 특히, Head Line CPI와 Core CPI 둔화 여부에 따라 선순환 고리 강화 가능성도 배제할 수 없음. 이후 통화정책 기대가 정상화되고, 강해질 때까지 경제지표 부진은 금리인하 기대를 자극하고, 경제지표 호조는 견고한 경기모멘텀에 대한 확신으로 이어질 전망

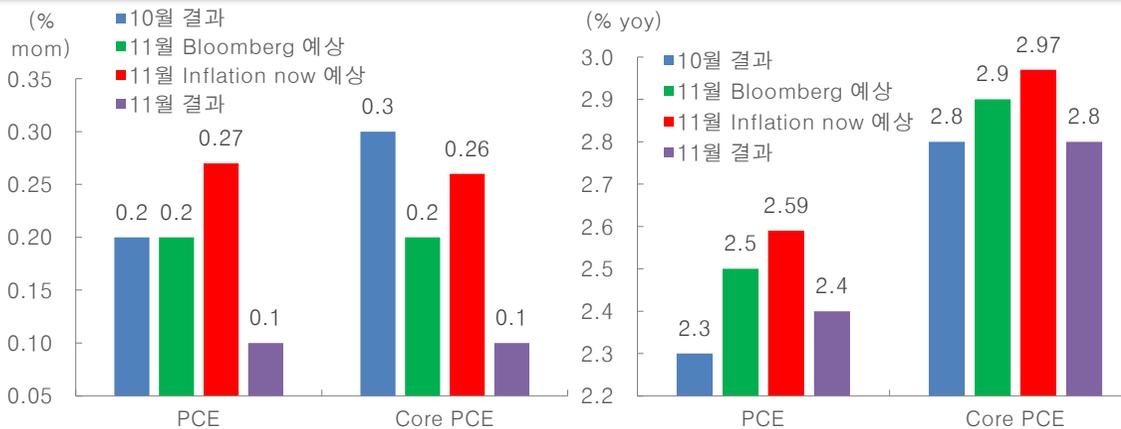
[11월 PCE와 소득/소비] 소비 모멘텀 강화 & PCE 물가 예상 하회

개인 소득모멘텀은 둔화되지만, 소비 모멘텀은 개선폭 확대



자료: 미국 상무부, Bloomberg, 대신증권 Research Center

PCE, Core PCE 예상 하회. 전월대비 상승폭 둔화, 전년대비 상승폭 확대/정체

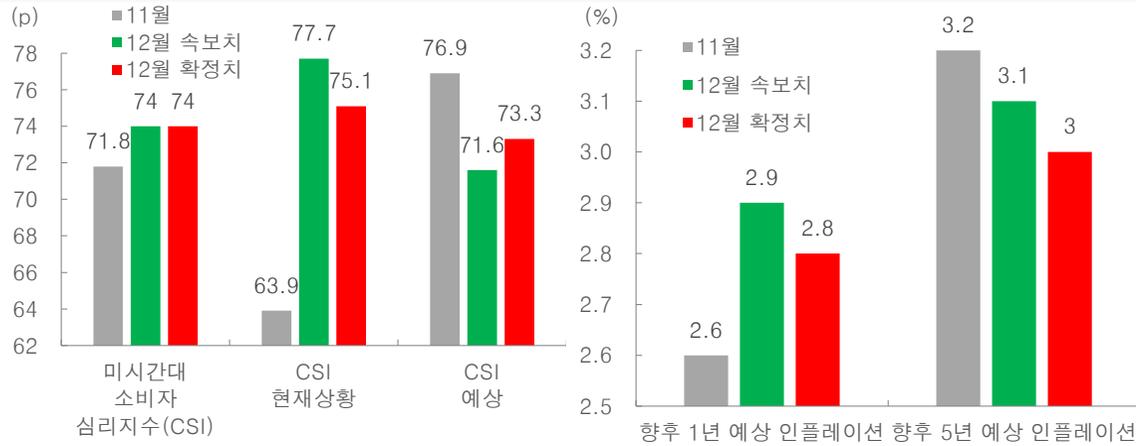


자료: 미국 상무부, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 20일에 공개된 개인 소득은 전월대비 0.3% 증가해 예상치인 0.4%에 미치지 못함. 지난 10월(0.7%) 대비로도 증가세가 둔화. 개인지출은 0.4% 증가하며 전망치(0.5%)보다 0.1% 포인트 낮았음
- 다만, 소득, 소비 모멘텀이 플러스 권을 유지하면서 견고한 흐름을 재확인
- 11월 근원 개인소비지출(PCE) 가격지수는 전년 동월 대비 2.8%로, 10월과 동일. 예상(2.9%) 하회. 전월 대비로는 0.1% 상승에 그치며 5월 이후 가장 낮은 폭 기록
- 변동성이 큰 에너지와 식료품을 포함하면 11월 개인소비지출 가격지수는 전년 동월 대비 2.4% 상승. 10월 상승률(2.3%) 보다 0.1% 포인트 높아졌지만, 예상(2.5%)보다 낮은 수준
- 연준이 선호하는 PCE물가가 예상보다 낮게 나온 덕분에 연준의 매파적 금리인하, 물가 불안, 금리인하 속도에 대한 시장의 실망감을 진정시켜주었다고 판단

[12월 소비심리와 기대 인플레이션] 소비심리 견고하지만, 식어가는 중. 기대 인플레이션 속보치 대비 둔화

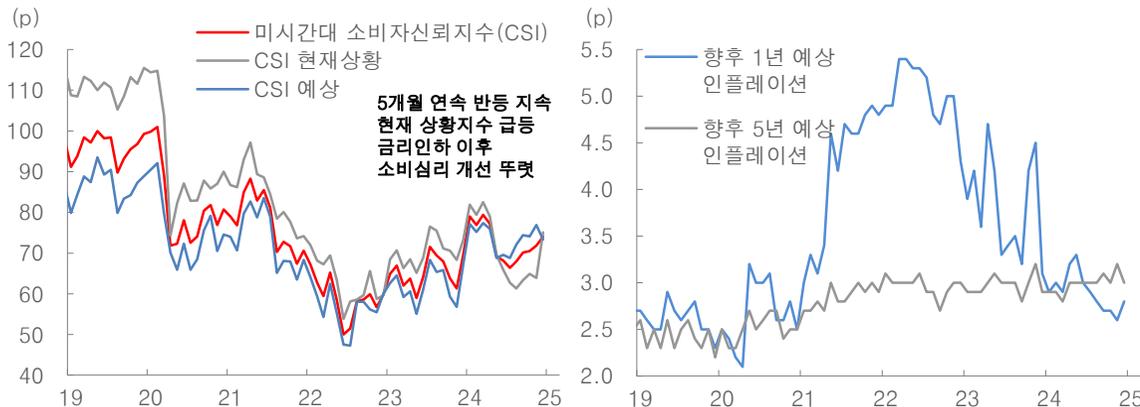
소비자심리는 속보치와 동일, 기대 인플레이션은 속보치대비 둔화



- 미시간대 12월 소비자심리지수 확정치는 74.0, 속보치와 동일한 수치로 2024년 4월 이후 최고치
- 직전월인 11월의 71.8과 비교하면 3.1% 상승했으며 지난해 같은 기간의 69.7에 비해서는 6.2% 증가
- 한편, 1년 기대 인플레이션은 2.8%로 집계. 지난 5월 이후 첫 월간 상승으로 11월의 2.6%에서 증가한 수치지만, 속보치 2.9% 대비 둔화
- 5년 장기 기대 인플레이션은 3.0%로 전월의 3.2%에서 소폭 하락했고, 속보치 3.1%도 하락
- 선거 이후 공화당과 민주당 지지자들 간의 기대치 조정이 반영된 결과로 판단. 공화당 지지자들의 기대지수는 상승한 반면, 민주당 지지자들의 기대지수는 하락했으며, 무당파 소비자들의 기대는 전국 평균과 유사한 수준을 유지

자료: 미시간대, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

소비심리 개선은 유효한 가운데 기대 인플레이션 반등은 제한적



자료: 미시간대, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

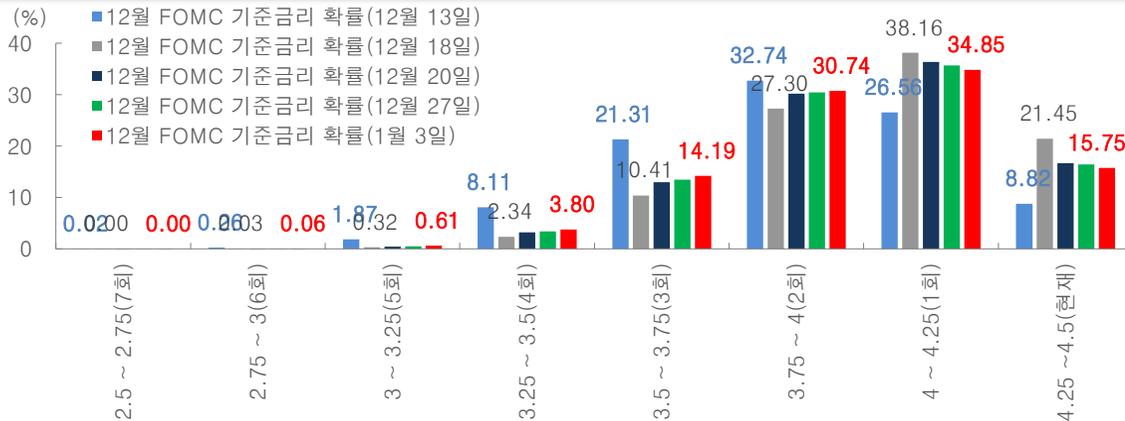
[Bad Is Good, Good Is Good] 미국 경제지표 예상보다 부진할 가능성 확대. 통화정책 기대 정상화 예상

미국 경제지표 서프라이즈 인덱스 하락. 예상보다 부진한 경제지표 발표 예상



자료: CITI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

12월 FOMC, 1회 금리인하와 2회 금리인하 격차 축소. 정상화 국면 전개 예상

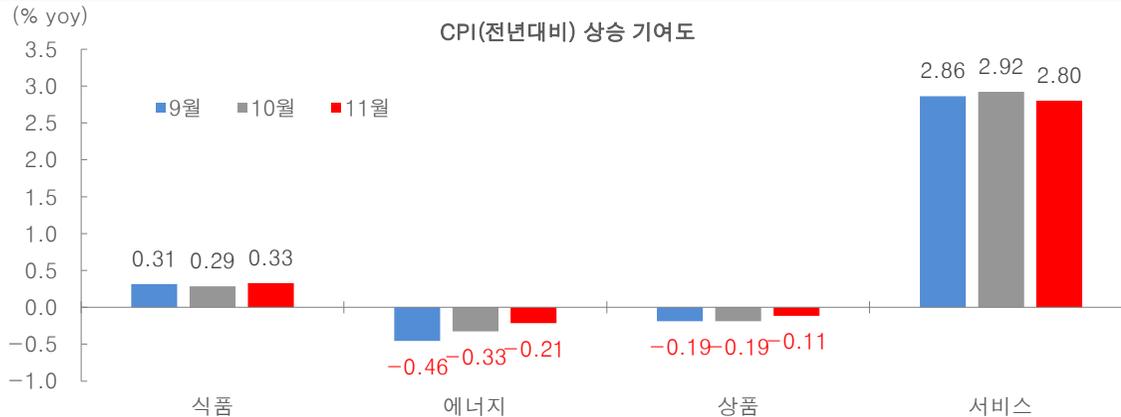


자료: Bloomberg Wipr, 대신증권 Research Center

- 현재로서는 Bad Is Good 국면 전개 가능성 높다고 판단
- 미국 경제지표 서프라이즈 인덱스가 하락 중. 이는 최근까지 경제지표가 예상보다 부진했고, 앞으로 더 부진한 경제지표 확인 가능성 높음을 시사
- 이 경우 25년 3월 금리인하 이후 인플레이션 사이클 중지를 예상하는 투자자들의 심리를 정상화 시킬 것
- 최소한 연내 두 번 금리인하, 물가가 예상보다 낮을 경우 세 번 이상 금리인하를 기대할 수 있음

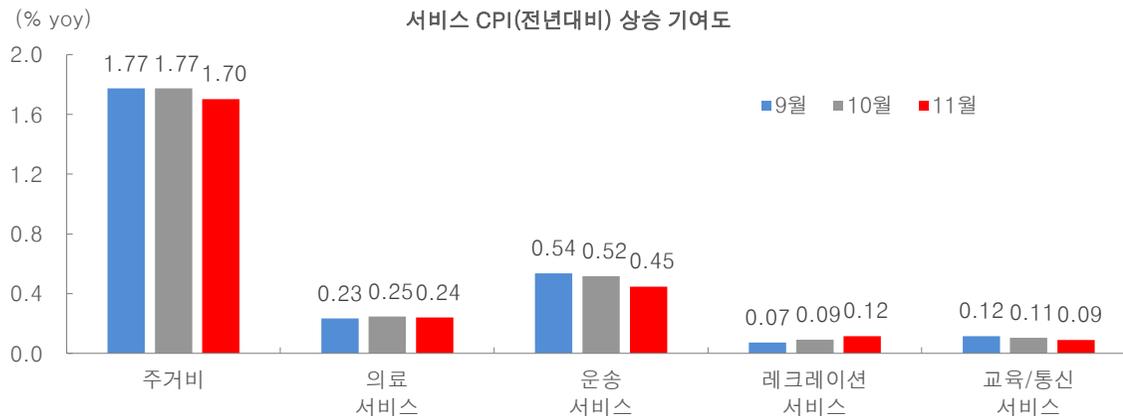
[11월 CPI] 물가 상승 우려는 오래가지 않을 전망

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

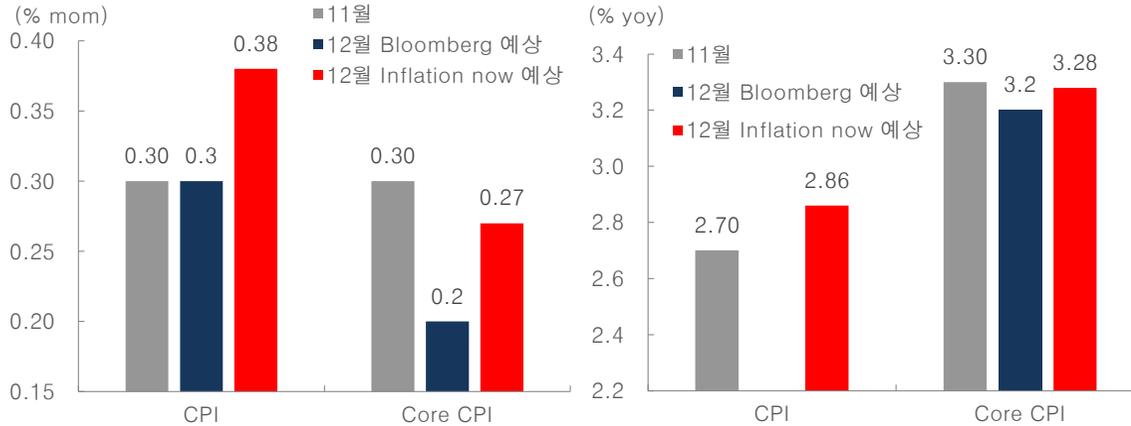


자료: 미국 상무부, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 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
- 따라서 11월 PCE물가 예상 하회, 물가 반등, 레벨 변화에 대한 불안심리 진정

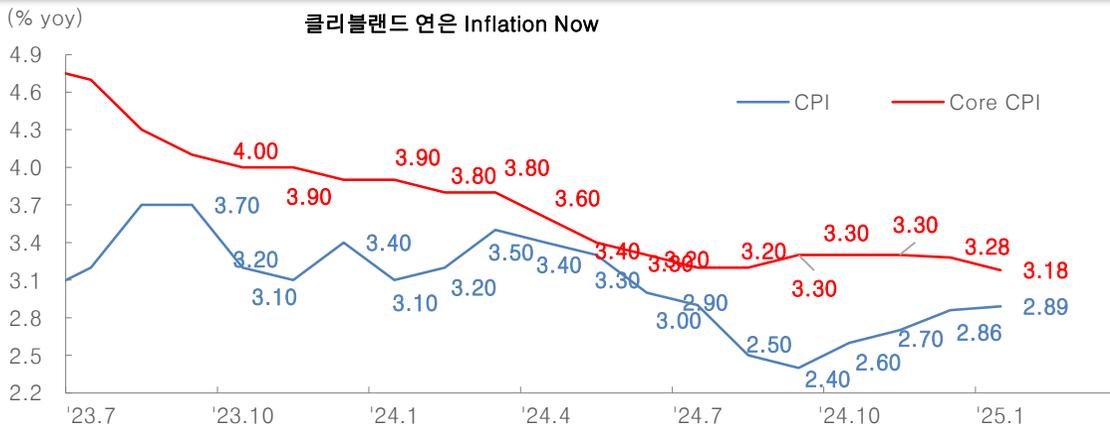
[12월 CPI(15일)] Core CPI 둔화 가능성. 12월 이후 일회성 요인, 계절성 약해지며 물가 안정 재개 예상

블룸버그 전망 Core CPI 둔화 Vs. Inflation Now기준 반등 지속



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

12월만 지나면 CPI, Core CPI 둔화 재개 전망

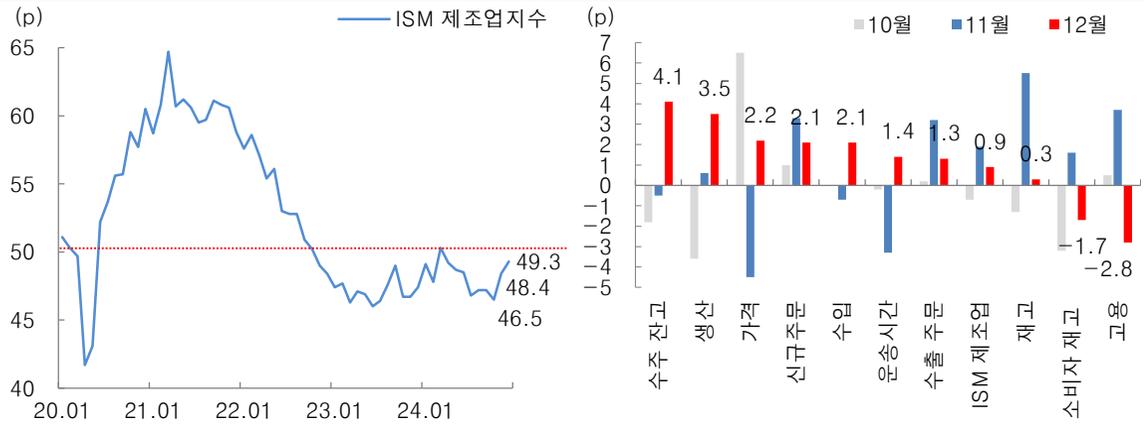


자료: 미국 상무부, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 1월 15일 발표되는 12월 CPI 둔화 여부 주목
- 블룸버그 컨센서스 기준 전월대비 변화율은 CPI 정체, Core CPI 둔화(0.2%, 11월 0.3%) 예상. 전년대비 변화율은 Core CPI가 11월 3.3%에서 3.2%로 둔화 가능성 시사
- 물론, 클리블랜드 연은의 Inflation Now 기준 CPI 반등, Core CPI 정체가 예상되지만, 그동안의 물가 반등세 일단락 되는 양상
- 특히, 1월 CPI는 정체, Core CPI 둔화 예상
- 12월 이후 일회성 요인과 계절성이 약해지며 물가 안정세가 재개될 것으로 예상
- 물가 반등에 의한 연준의 통화정책 스탠스 완화적으로 전환 가능

[12월 제조업 PMI] 제조업 경기 호조 확인. 고용 둔화 뚜렷

12월 제조업 PMI 49.3으로 예상 상회, 반등 지속. 고용 부진은 눈에 띄는 부분



자료: ISM, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

신규주문 확장국면 진입, 고용은 수축 국면에서 하락 반전

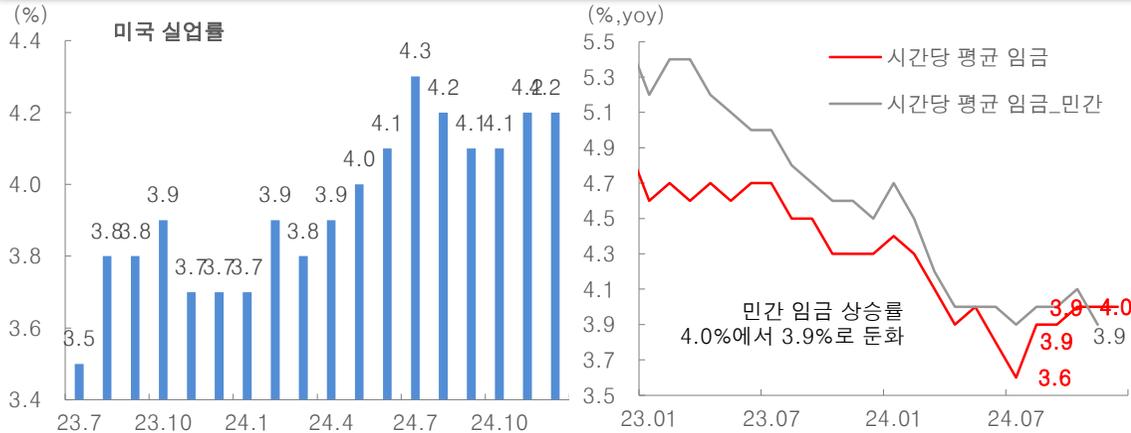


자료: ISM, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 12월 제조업 PMI가 전월 48.4에서 49.3으로 상승. 시장 예상치인 48.4를 상회, 9개월 만에 최고치
- 선행지표인 신규수주 지수는 52.5로 11월 50.4에서 2.1p 상승. 지난 3월 이후 처음 경기 확장국면 진입 이후 상승폭 확대
- 수입지수는 47.6에서 49.7로 2.1p 상승. 도널드 트럼프 차기 대통령이 관세를 올리기 전에 선수요 유입 영향
- 공급업자 납입 지수는 11월 48.7에서 50.1로 1.4p 상승. 납입 지수 50 상회는 공장으로 납품이 느려짐을 의미
- 고용지수는 45.3으로 전월 48.1에서 2.8p 하락. 고용 둔화 가시화
- 제조업 전반의 개선세가 뚜렷한 가운데 고용 둔화 시사

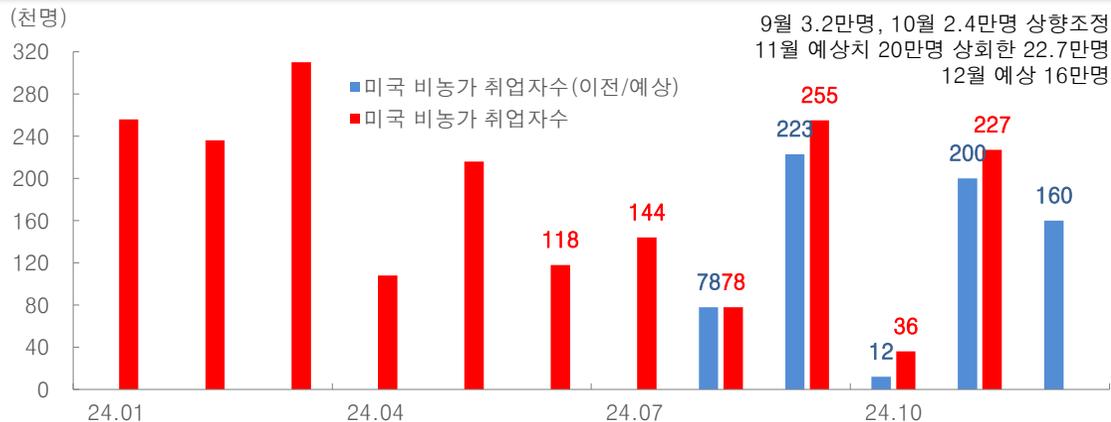
[12월 고용지표(10일)] 견고한 고용여건은 유효하지만, 신규 취업자수 둔화 예상

실업률 4.2%, 임금 상승률 4%로 정체 예상



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

신규 취업자수 16만명 수준으로 둔화 예상

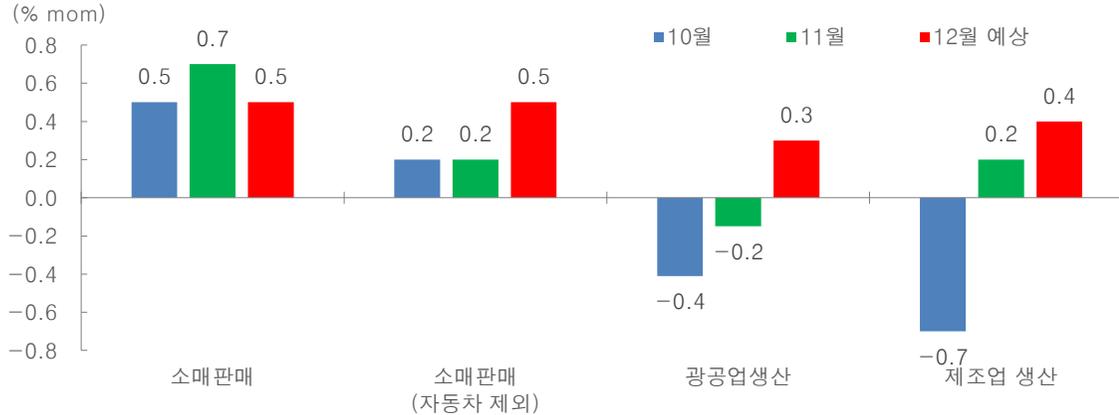


자료: 미국 노동부, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 10일 발표되는 미국 고용지표에서 실업률(4.2%)과 임금상승률, 고용률 등 대부분 지표가 정체될 것으로 예상
- 반면, 12월 비농업부문 고용은 16만명 증가로 컨센서스 형성. 전달(+22만7천명)에 비해 증가 폭이 축소될 것이라는 예상
- 비농업부문 고용이 실상을 부풀리고 있다는 지적이 여전하기 때문에 시장은 실업률의 변동 여부에도 관심을 가질 것
- 비농업부문 고용이 예상보다 부진하거나 실업률이 반등할 경우 금리인하 기대가 되살아나면서 증시에는 우호적인 변화로 이어질 전망

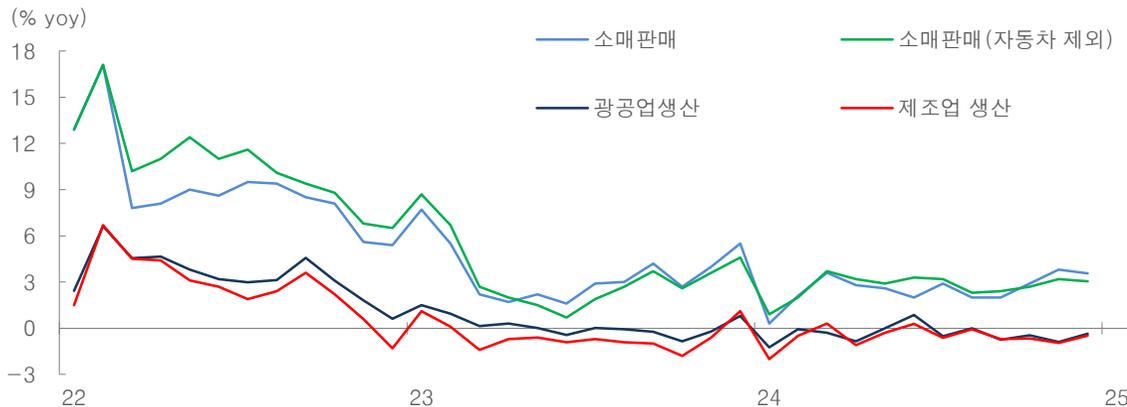
[12월 소매판매(16일), 광공업생산(17일)] 견고한 소비지만, 전년대비 모멘텀 둔화. 제조업 경기 회복 가시화

연말 소비시즌 영향으로 소비 모멘텀 견고, 제조업 모멘텀 회복 기대



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

전년대비 변화율, 소매판매는 둔화, 광공업생산은 마이너스 폭 축소

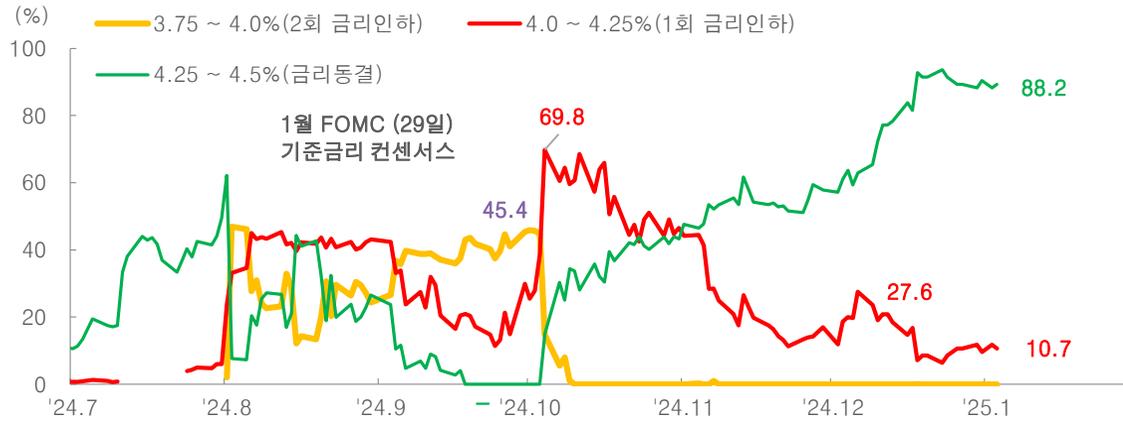


자료: 미국 상무부, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 1월 16일에는 소매판매 발표. 전월대비 플러스 성장을 어갈 전망. 연말 소비시즌 영향으로 판단
- 다만, 연말 소비시즌에도 불구하고 전년대비 모멘텀 둔화 가능성 높음. 미국 소비 모멘텀 정점 통과와 함께 경기 둔화 가시화될 수 있음
- 17일에는 광공업생산, 제조업 생산 발표. 광공업생산은 전월대비 0.3% 성장으로 4개월만에 플러스 반전 기대
- 이 경우 전년대비 변화율 마이너스 폭 축소하며 제조업 경기 저점 통과 기대 유입 가능
- 소매판매와 광공업생산 모두 전월대비 개선이 예상되지만, 전년대비 변화율을 통해 소비는 정점 통과, 제조업 경기는 저점 통과 가능성 시사할 것

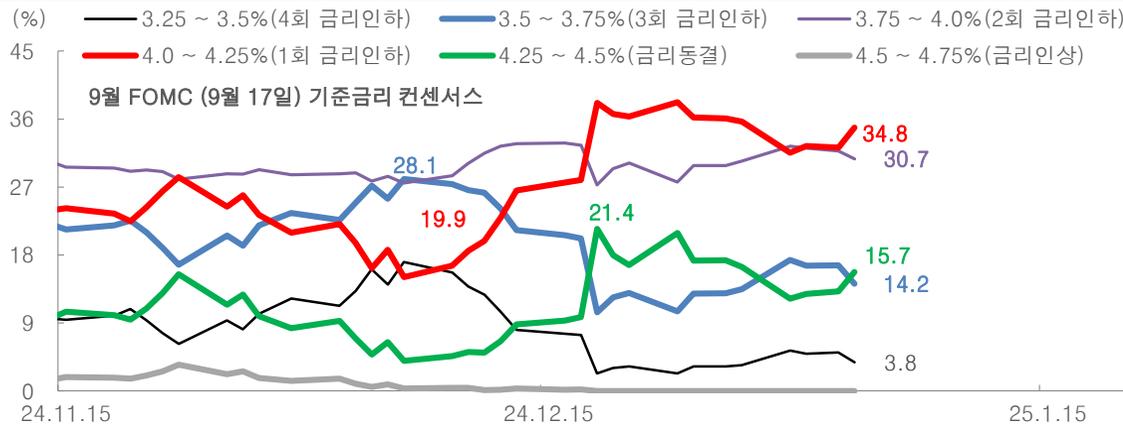
[1월 FOMC(29일)] 금리동결 기정사실화되었지만, 통화정책 스탠스 변화 체크. 12월 FOMC 컨센서스 주목

1월 FOMC에서 금리동결 기정사실화



자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

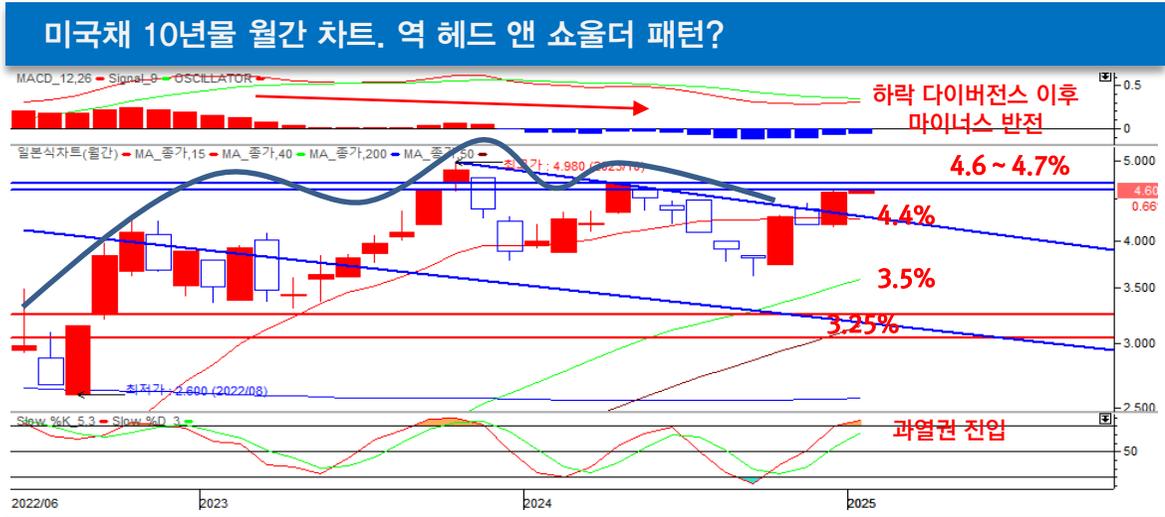
12월 FOMC 컨센서스, 2번, 3번 금리인하 확률 상승 여부가 중요



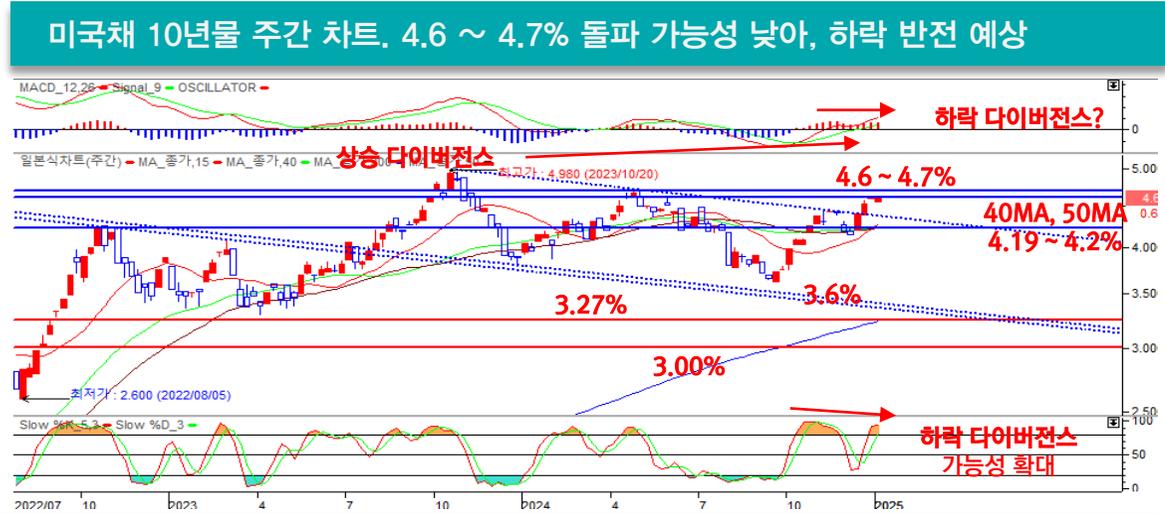
자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

- 1월 29일에는 FOMC 통화정책 회의 개최. 금리인하가 기정사실화된 상황에서 파월 연준의장의 기자회견을 통해 통화정책 스탠스 변화 체크
- 12월 FOMC에서 매파적인 스탠스를 피력한 이후 12월 물가, 고용 지표를 확인한 뒤 연준의 스탠스 변화가 있는지 여부 체크
- 이를 가능할 수 있는 지표는 12월 FOMC 컨센서스
- 현재 25년 1번 금리인하를 예상하고 있지만, 2회 금리인하 확률과 격차가 크지 않은 상황. 2회 금리인하 확률이 역전하는지 여부가 중요
- 한편, 3번 금리인하보다 금리동결 확률이 높은 상황. 금리동결 확률의 변화도 관심 있게 바라 볼 부분

[미국 채권금리] 단기 오버슈팅 국면 진입. 비중확대 전략 유도



자료: 대신증권 Research Center



자료: 대신증권 Research Center

- 4.2%를 하회했던 미국채 10년물이 12월 FOMC를 지나며 단기 급등, 4.6% 상회
- 큰 흐름에서 보면 경기 침체가 아닌 상황에서 금리인하 사이클 전개는 글로벌 증시와 위험자산에 강한 상승동력이 되기 마련
- 현재 상황을 보면 금리인하, 통화정책 사이클은 유효하지만, 견고한 경기, 물가 영향으로 속도가 더뎠을 수 있는 국면
- 하지만, 시장 심리는 통화정책에 대한 속도 조절을 다소 과도하게 해석 중. 이미 시장 컨센서스는 25년 1번 금리인하를 반영 중이고, 금리동결 우려까지 유입 중
- 하지만, 최근 물가 반등은 일시적일 가능성이 높음. 조류독감, 파업, 허리케인 등 일시적인 요인들이 반영되었고, 주거비, 운송서비스 물가 둔화는 뚜렷. 유가도 기저효과로 인해 25년 상반기 전년대비 보합, 또는 마이너스 반전 예상
- 이 경우 연준의 스탠스는 다시 변할 수 있음. 미국채 10년물 4.6 ~ 4.7% 수준은 금리인하 속도 조절 과정에서 과도한 매파적인 스탠스를 선반영한 것으로 판단
- 시차를 두고 채권금리 하향안정 예상. 단기적으로는 4.2% 수준까지 내려왔을 전망

[미국 달러] 109p는 단기 OverShooting 국면. 점차 하향안정 국면으로 전환 예상



자료: 대신증권 Research Center



자료: 대신증권 Research Center

- 달러화가 다시 108p 상회. 이 이상은 오버슈팅으로 판단. 반등시 비중축소 전략 유효
- 금리인하 기대가 실망감, 경계감으로 전환된데 이어 과도한 후퇴를 반영하면서 급반등
- 향후 금리인하 사이클, 미국 경기둔화 가능성 등을 감안할 때 달러화 상승추세 전개 가능성 낮다고 판단
- 여기에 금리인하 기대가 정상화되고, 되살아날 경우 달러 약세 압력 확대 예상. 1차적으로 104p 전후에서 지지력 테스트 가능성 높음
- 미국 경기 둔화 속에 물가 안정이 가시화 되고, 금리인하 사이클에 대한 신뢰를 회복하며 달러화는 향후 하향안정세를 이어갈 것

반전 동력 3. 중국 경제지표 개선 & 훈절 수요 & 정책 동력 기대

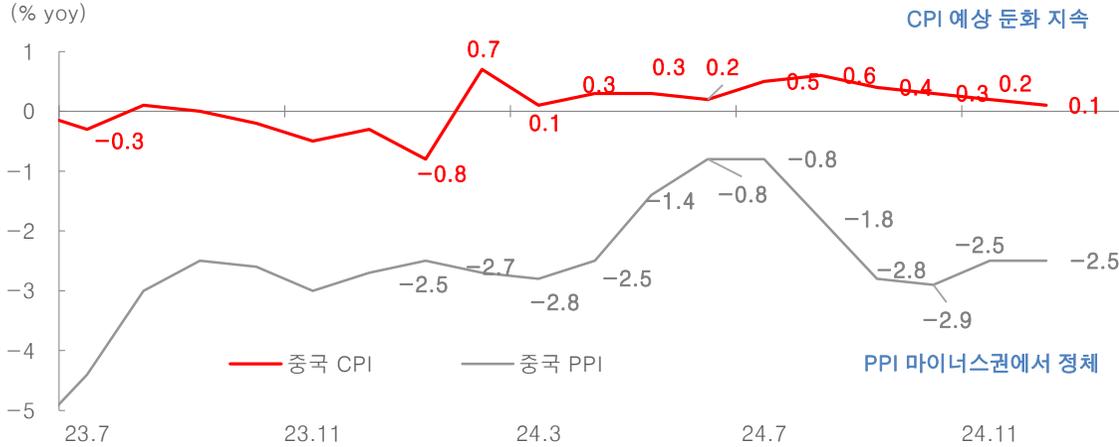
Strategist 이경민

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

텔레그램 채널 [daishinstrategy](#)

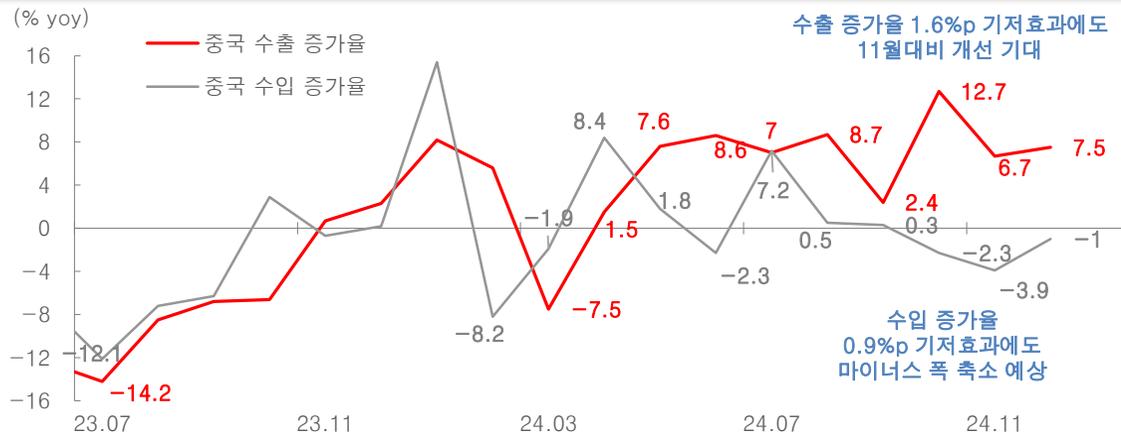
[중국 교역/물가] CPI 둔화 지속. 교역은 개선 기대

12월 CPI는 5개월 연속 둔화, PPI는 정체 예상



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

기저효과에도 불구하고 12월 수출 개선 폭 확대, 수입 마이너스 폭 축소

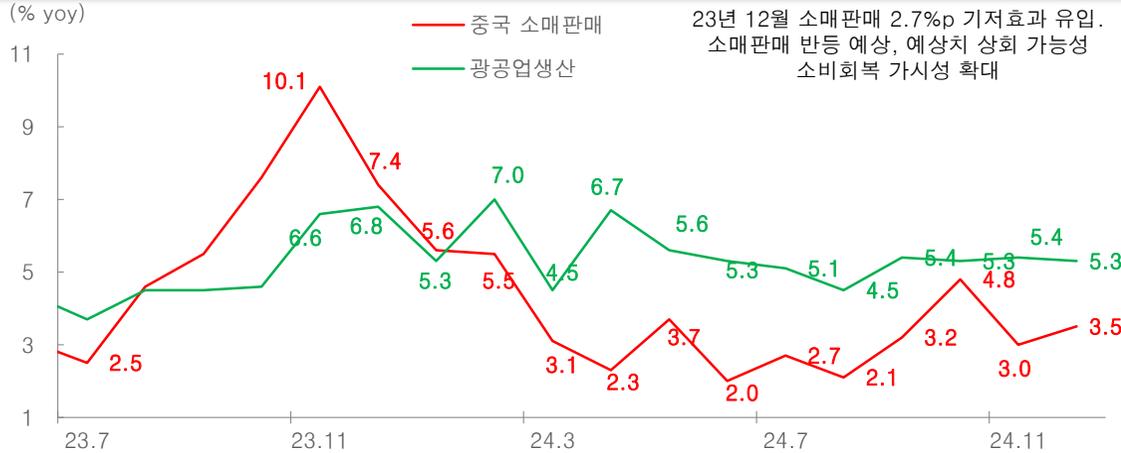


자료: 중국 해관총서, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 9일 중국 12월 물가지표 공개. CPI는 5개월째 둔화를 이어가며 전년대비 0.1% 성장 예상. 마이너스 반전 시 중국 경기 불안심리 확대 불가피
- PPI도 전년대비 -2.5%로 11월과 동일할 가능성 높음
- 아직 경기 회복이 물가 상승으로 이어지지 못하는 상황
- 반면, 교역지표(13일 발표)는 개선 예상
- 12월 수출은 1.6%p 기저효과 유입에도 불구하고 11월 6.7%대비 개선된 7.5%를 예상. 미국 ISM 제조업지수 수입 확대로 중국 수출 호조 기대
- 12월 수입 증가율 또한 0.9%p 기저효과에도 불구하고 -1%로 예상. 이는 11월 -3.9%대비 큰 폭으로 마이너스 폭을 줄이는 것

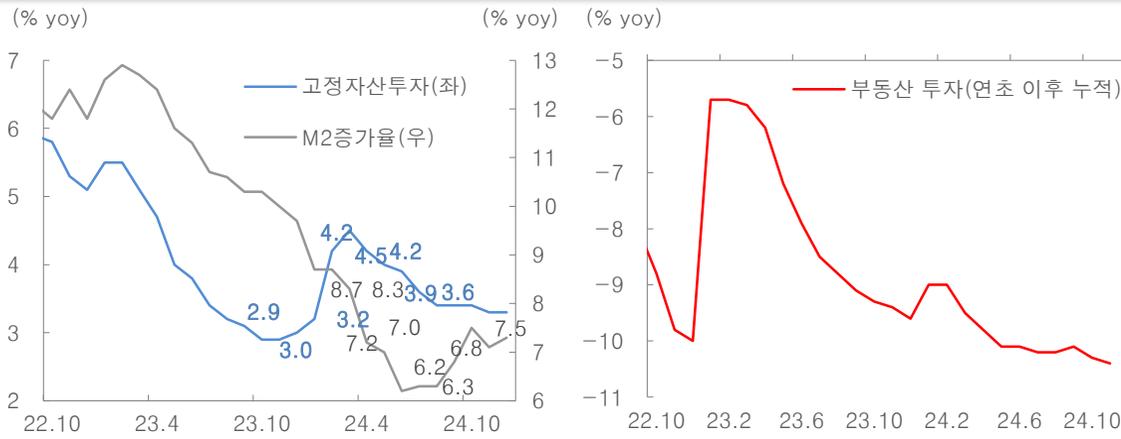
[중국 실물지표] 소비모멘텀 3.5%로 반등, 광공업 생산은 정체.

소비모멘텀 전월대비 개선, 기저효과 영향으로 예상 상회 가능성



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

고정자산 투자는 정체, 유동성 모멘텀 개선세는 뚜렷

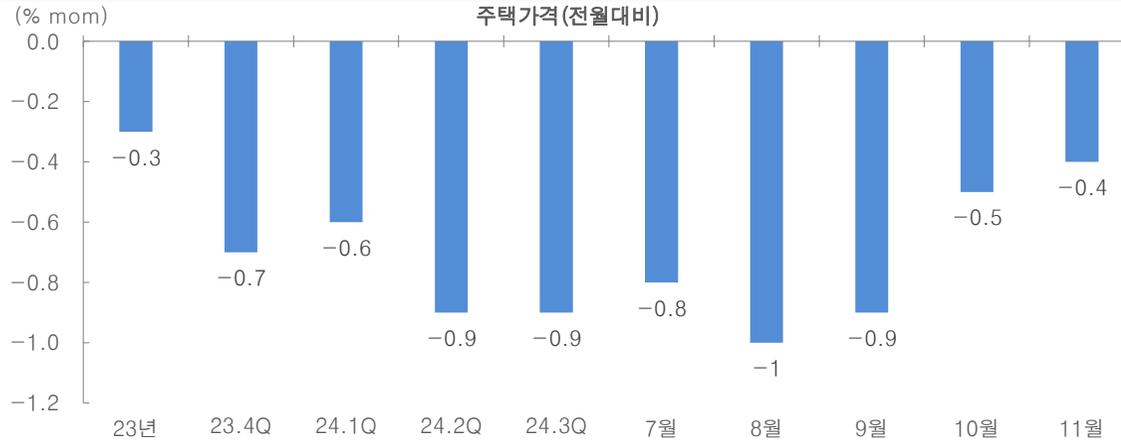


자료: 중국 통계국, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 1월 17일 중국 실물지표 발표, 11월 둔화되었던 소비 모멘텀 개선 재개 예상
- 12월 소매판매 예상은 3.5%에 그칠 것으로 집계. 23년 12월 소매판매 기저효과가 2.7%p임을 감안할 때 예상 상회 가능성 높다고 판단
- 광공업생산도 미국 수입 확대, 중국 수출 개선 영향으로 상대적으로 견조할 것으로 예상
- 다만, 투자의 경우 제조업은 양호하겠지만, 인프라 투자 정체 영향으로 큰 폭의 개선을 기대하기 어려운 상황
- 12월부터 4월까지 중국 소매판매에는 강한 기저효과 유입. 내수 회복 시그널로 인식되면서 경기부양정책과 맞물려 중국 증시, 외환시장 안정에 힘이 실릴 전망

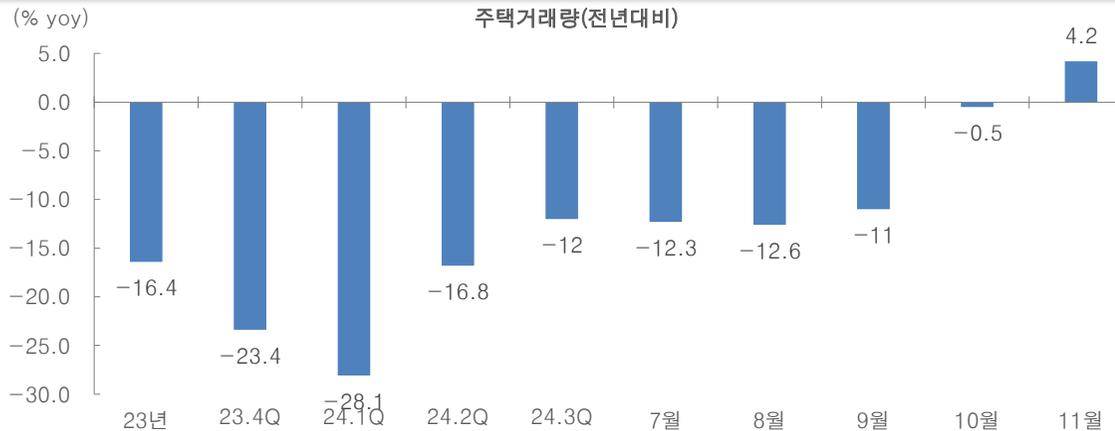
[중국 부동산] 주택가격 하락세 진정. 주택 거래량은 전년대비 플러스 반전

전월대비 주택 가격 변화율 마이너스 폭 둔화



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

주택 거래량은 전년대비 플러스 반전

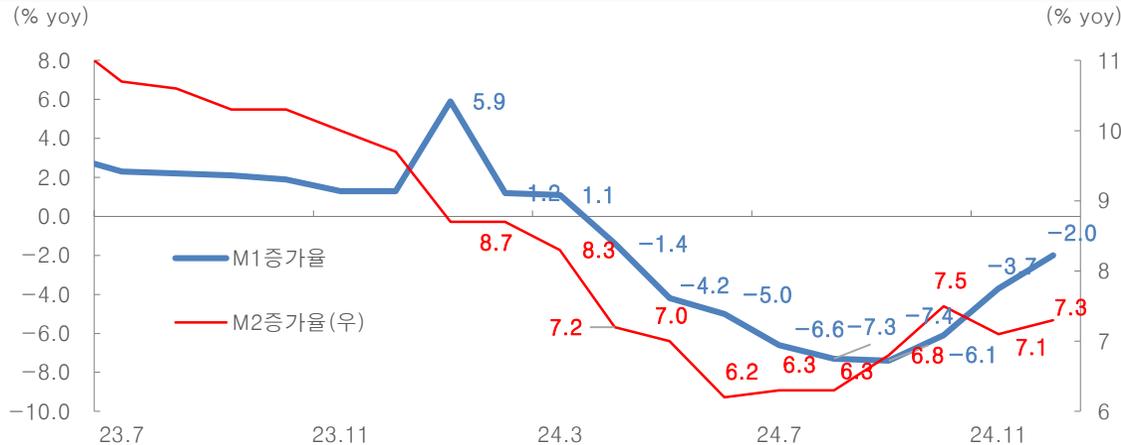


자료: 중국 통계국, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 긍정적인 점은 주택 거래량이 소폭 반등한 가운데, 주택가격상승률 또한 낙폭을 축소
- 전반적인 부동산 경기가 개선되기까지 상당시간 소요될 것으로 보이나 저점은 지나고 있을 가능성

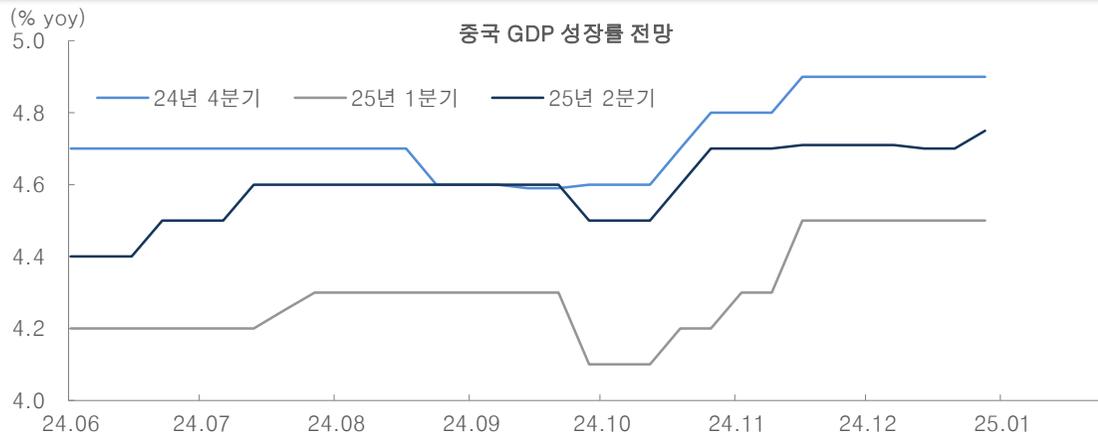
[중국 경기부양 효과] 심리지표 개선, 유동성 모멘텀 회복

금리인하 사이클 지속에 약했던 유동성 모멘텀 회복세 뚜렷



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

10월부터 중국 GDP 성장률 전망 상향 조정

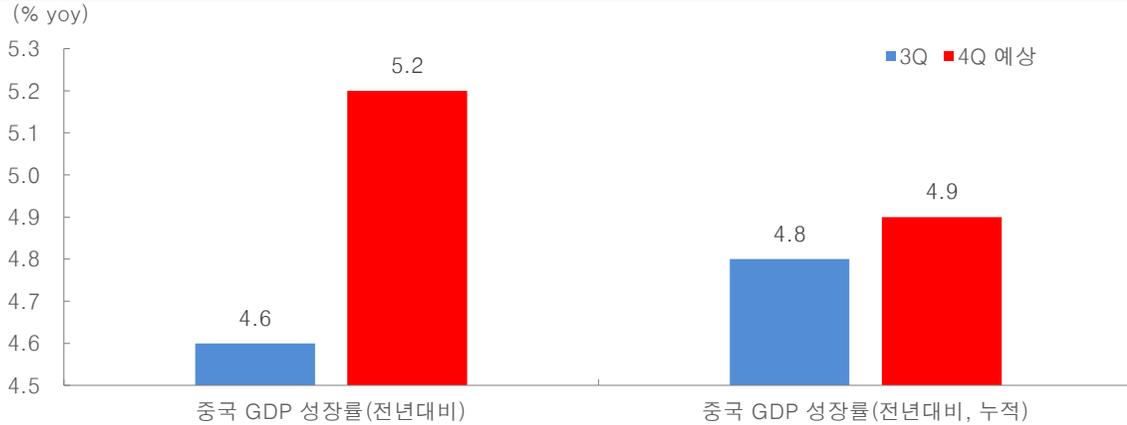


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 적극적인 통화정책 완화는 중국 유동성 모멘텀 회복/개선으로 이어지는 양상
- 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 -2%로 회복될 것으로 예상되고, M2 증가율도 6% 초반에서 7%대로 개선
- 누적된 통화정책 완화, 개선되는 유동성 모멘텀은 결국 중국의 가시적인 경기회복으로 나타날 것으로 기대
- 실제로 경기부양 드라이브가 강화되고, 실질적인 정책이 시행되면서 중국 경제에 대한 시각 변화
- 10월 이후 중국 분기별 GDP 성장률은 상향조정. 24년 4분기 GDP 전망은 4.9% 수준

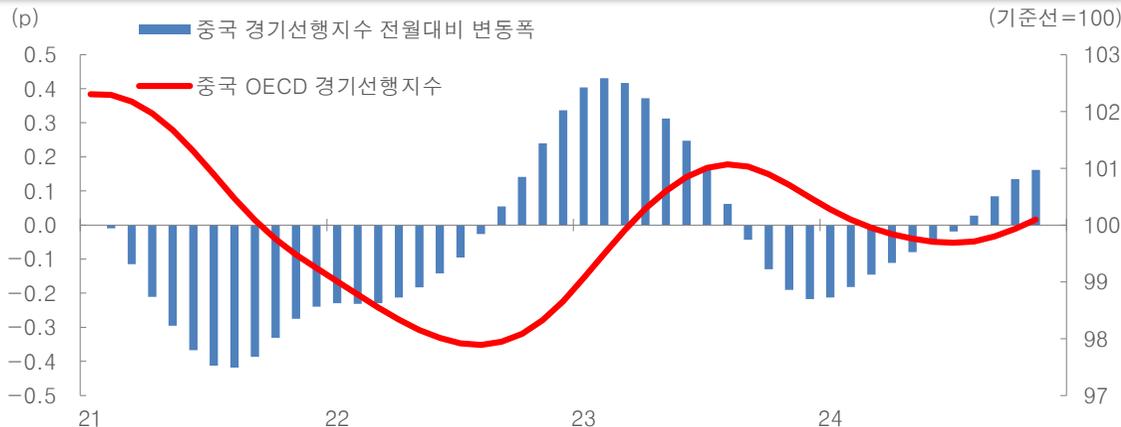
[중국 경기] 4분기 GDP 성장률 5% 이상을 보여줄까? OECD 경기선행지수, 4개월째 상승 중

4분기 GDP 성장률 5.2% 예상



자료: 중국 국가통계국, Bloomberg, 대신증권 Research Center

중국 OECD 경기선행지수 상승반전, 상승 폭 확대 중



자료: OECD, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 17일 실물지표와 함께 공개되는 중국 4분기 GDP 성장률 연간 누적 기준 4.9%로 예상되지만, 4분기만 놓고 봤을 때 5.2%로 예상
- 중국 연간 성장률이 5%에는 못 미치지만, GDP 성장률 둔화에서 벗어나 5% 성장 가능성이 보여줄 수 있을 것
- 따라서 현재 중국 경기는 저점을 통과하고 개선국면으로 진입하고 있다고 판단
- OECD 경기선행지수도 상승 반전, 상승세를 이어가고 있음. 전월대비 상승폭도 3개월째 상승 폭 확대
- 최소한 26년 상반기까지 상승세를 이어갈 전망
- 여기에 대규모 경기부양정책과 통화 완화정책, 재정정책 등이 예고된 상황
- 25년 상반기 중국 경기 회복 가시성 확대 전망
- 특히, 1월말 중국 춘절 수요 확대와 함께 3월 중국 양회 경기부양 가시성이 유입되면서 중국 경기, 금융시장 회복세 뚜렷해질 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	다소 완화된 통화정책 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	적극적 재정정책(재정적자를 재고) 강화 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	부동산 시장 붕괴 억제, 안정적 상승 유도 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

자료: 중국정부 공식 사이트, 대신증권 Research Center

[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 12일, 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/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 넘어선 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 전망이다. 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

중국 위안화 월간 차트. 7.4수준은 장기 저항대



자료: 대신증권 Research Center

중국 위안화 주간 차트. 점차 하향안정세를 보일 전망

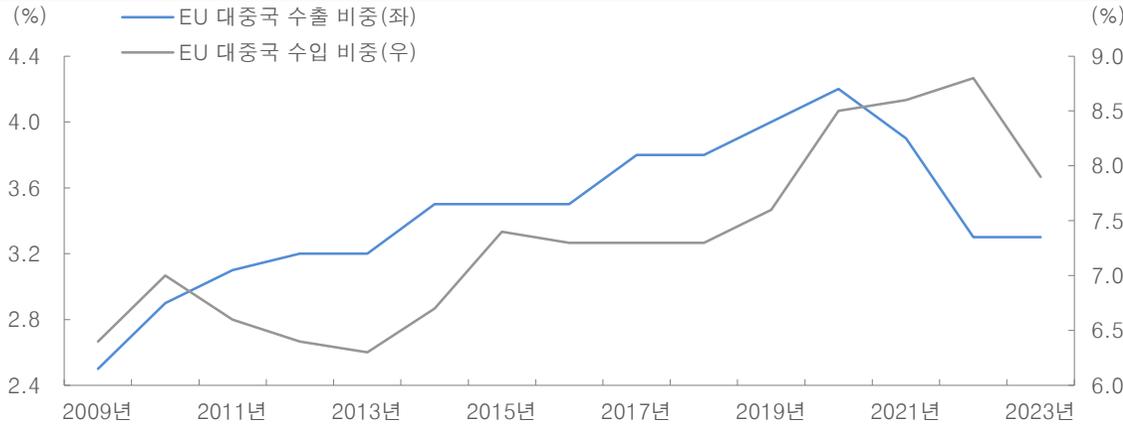


자료: 대신증권 Research Center

- 최근 대외적으로 달러 강세압력이 일부 완화된 있음에도 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 약세를 확대하기보다, 중국 부양 관련 기대에 연동되는 흐름 예상

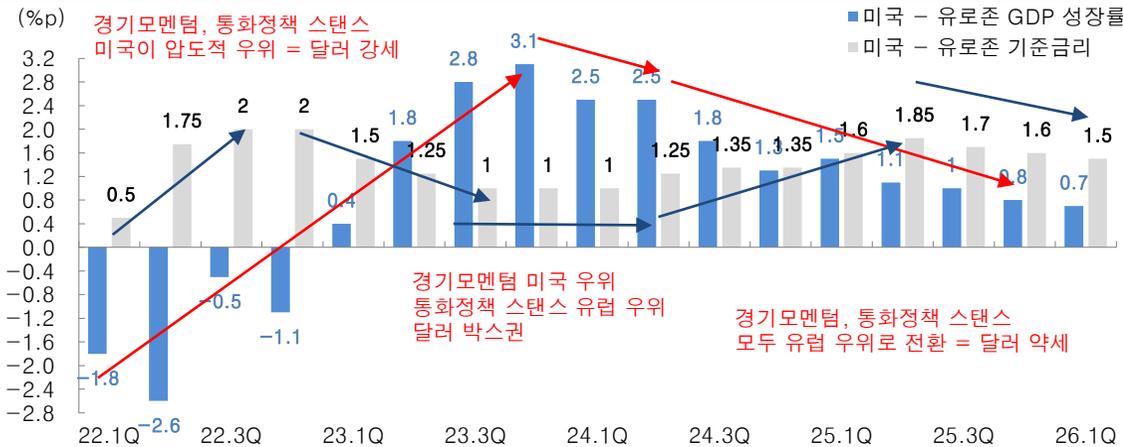
[중국] 경기 회복의 나비효과. 유럽 경기 안정 & 달러 약세 압력 확대

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



자료: 중국 국가통계국, EU Stat, CEIC, 대신증권 Research Center

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



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

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

- 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 전망이다

- 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 전망이다. 여기에 추가적인 경기 모멘텀 회복이 가세할 경우 유럽과 미국 GDP 성장률 격차는 커지고, 달러 약세 압력도 확대될 것

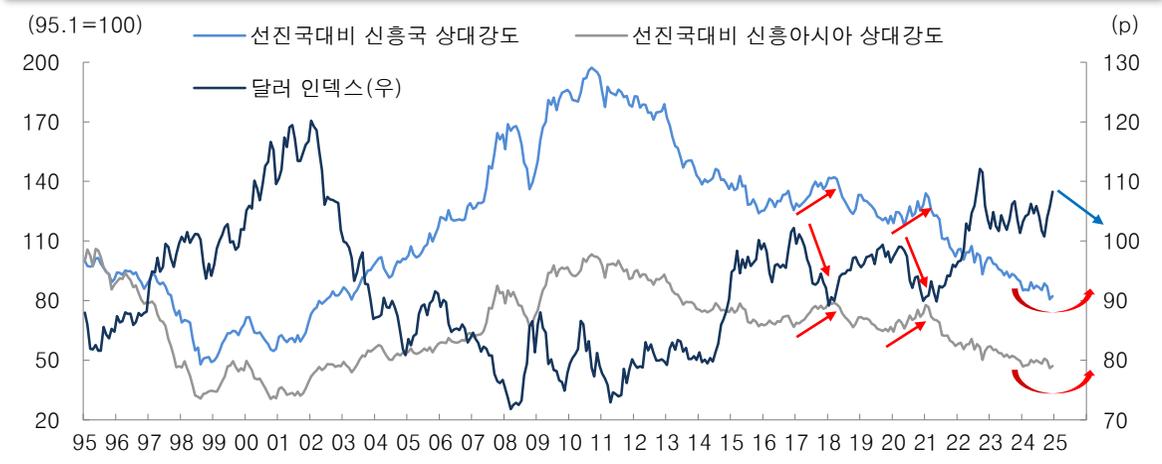
[중국] 달러 약세 압력 확대 = 신흥국, 신흥 아시아 증시 상대적 강세

미국 달러화 주간 차트. 하락추세대 상향돌파. 상승추세 감안해도 과열권 진입



자료: 대신증권 Research Center

달러 약세는 신흥국, 신흥 아시아 증시 강세로 이어져



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 경기 모멘텀 + 금리인하 부작용은 25년 하반기 물가 상승압력 확대에 이어질 수 있어...
- 달러화는 24년 하반기 하락세 재개. 9월 100p 지지력으로 반등 시도 중. 트럼프 당선으로 단기 오버슈팅 국면 진행 중. 하지만, 미국 경기둔화, 유럽, 중국 경기 회복 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

Check Point.

ECB와 BOJ 통화정책 회의.

엔캐리 청산 우려는?

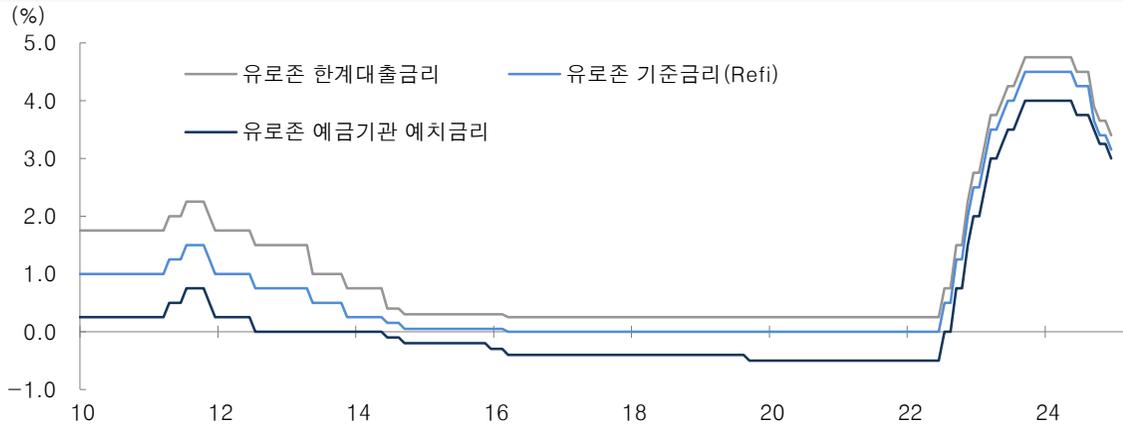
Strategist 이경민

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

텔레그램 채널 [daishinstrategy](#)

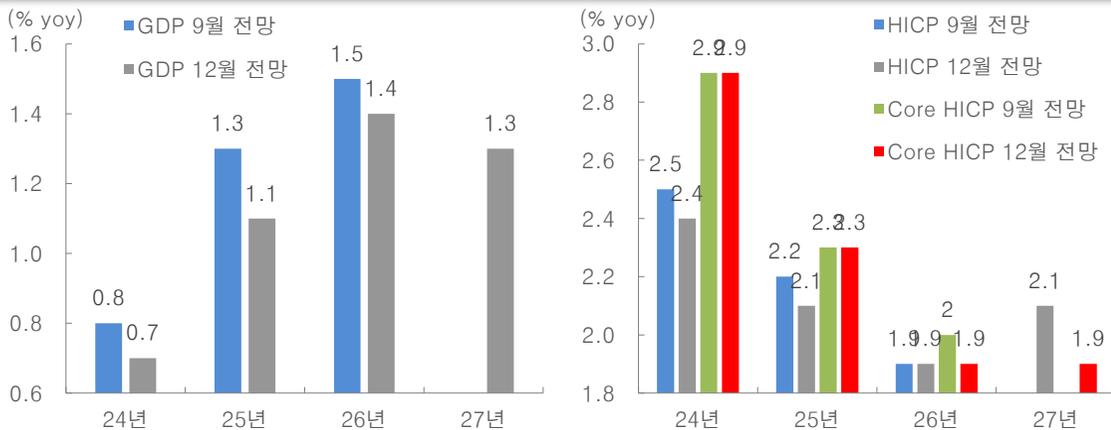
[ECB 금리인하] 12월 12일에 25bp 금리인하 단행. 세 번 연속. GDP, 물가 전망 모두 하향조정

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

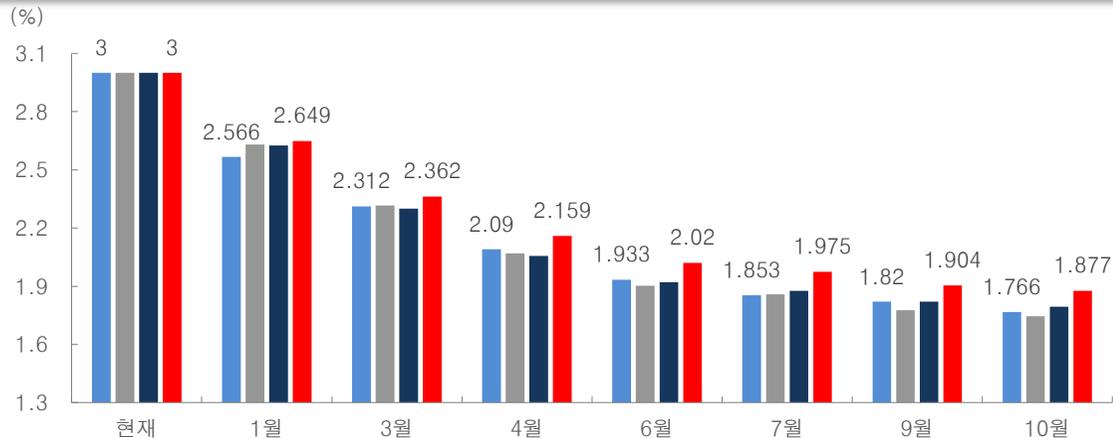
무역 제한, 보호무역 조치들은 성장에 도움이 되지 않으며
물가에는 단기적으로는 상승 요인일 수도 있지만 조치의 규모, 보복 여부 등에 따라 달라질 수 있기 때문에
전체적 영향은 불확실
미 무역정책 관련 불확실성은 기본 전망에는 직접적으로 반영되어 있지 않으나 리스크 평가 부분에 반영
데이터에 의존할 것이기 때문에 특정한 것을 가정하는 것은 올바른 접근 방식이 아니라는 판단

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] 1월에도 금리인하 가능성 높아. 25bp냐, 50bp냐의 문제

1월 30일 ECB 통화정책회의에서 25bp 금리인하 예상. 50bp 가능할까?



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

유로화 투기적 매도 7만계약 누적. 1월 금리인하 이후 되돌림 국면 진입 예상



자료: CFTC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 1월 30일 예정된 ECB 통화정책회의에서 추가 금리인하 예정
- 현재 컨센서스는 25 ~ 50bp 금리인하 예상. 즉, 금리인하는 단행하는데, 25bp인지, 50bp인지가 관건
- 이 경우 유로화 변화가 중요. 연준의 매파적 스탠스와 달리 50bp 금리인하 시 유로화 약세, 달러 강세 압력이 강해질 수 있기 때문
- 다만, 현재 유로화 투기적 포지션이 7만 계약 누적된 상황. 이는 2020년 이후 최대 규모
- 이 경우 25bp 금리인하 시 기대보다 낮은 금리인하라는 점에서, 50bp 금리인하 시 추가 금리인하 속도가 더딜 수 있고, 경기부양 의지를 피력했다는 점에서 유로화 강세 반전 가능
- 1월 ECB 통화정책 회의 결과에 따른 유로화, 달러화 등락은 불가피하지만, 추가적인 유로화 약세, 달러화 강세 압력은 제한적일 전망
- 오히려 반작용, 되돌림 국면이 전개될 가능성에 대비해야 할 시점

[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
중간값	3.00	2.50	2.00	1.75	1.75

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

글로벌 주요 IB 25년 상반기 중 ECB 기준금리 2% 도달 전망(10월 ECB 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
중간값	3.00	2.50	2.00	2.00	2.00

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

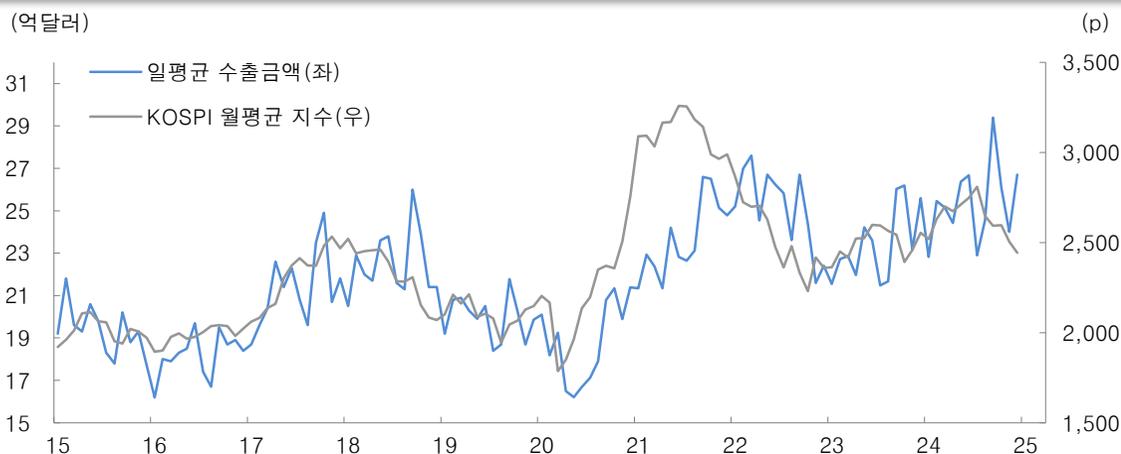
[한국 수출] 중국, 유럽 경기 회복이 한국 수출에 영향력이 커

미국 비중 18.7%까지 상승했지만, 중국(19.5%), 유럽(13.4%) 영향력이 더 커



자료: 산업통상자원부, 관세청, CEIC, 대신증권 Research Center

현재 KOSPI 수출대비 극심한 저평가 영역에 위치



자료: 산업통상자원부, 관세청, CEIC, 대신증권 Research Center

- 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 18.7%까지 높아졌지만, 중국, 유럽 비중은 32.9%에 달하고, 아세안 비중은 16.7%
- 중국 경기회복의 중요성이 커진 2025년 상반기. 중국 경기 회복이 아세안, 유럽에 훈풍을 불러일으킬 경우 한국 수출에도 호재가 될 전망
- 현재 한국 일평균 수출 금액은 사상최고치 수준에서 등락 중. 하지만, KOSPI 지수는 2,400선에서 등락 반복, 극심한 저평가 영역에 위치. KOSPI 상승여력 충분

[BOJ] 12월 금리 동결 결정에 엔/달러 환율 157엔까지 급반등. 달러 강세를 제어

12월 BOJ 금리동결 결정

일본은행은 무담보 콜금리(익일물) 유도 목표를 0.25%로 유지 (찬성 8: 반대 1)

타무라 위원 : 물가 상승 위험을 경계, 금리 인상(0.25%→0.5%) 제안

일본 경제는 현재 일부 약한 움직임도 있지만 완만하게 회복되고 있으며 물가상승률은 임금 상승으로 서비스 가격이 완만하게 상승하는 가운데 2%대 전반인 상황

- 향후에도 소비와 지출, 임금과 물가의 선순환이 강해지면서 잠재성장률을 웃도는 성장이 계속되고 소비자 물가의 기초적 상승은 전망 기간 후반 물가 안정 목표와 대체로 정합적인 수준을 나타낼 것으로 예상

- 해외 경제·물가, 원자재 가격 동향, 기업의 임금·가격 설정 행태 관련 불확실성이 큰 상황으로 금융·외환시장 동향이나 국내 경제·물가 영향을 충분히 주시할 필요

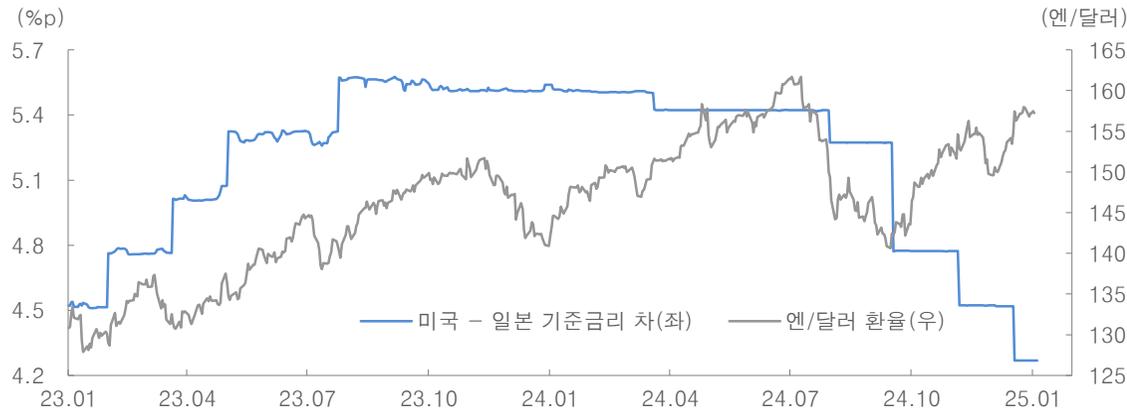
최근에는 기업들의 임금·가격 설정 행동이 적극화하여 과거에 비해 환율 변동이 물가에 영향을 미치기 쉬워진 측면

일본은행은 금융정책의 다각적 검토 결과도 활용하여 2% 물가안정 목표의 지속적·안정적 실현을 위해 경제·물가·금융 정세에 따라 적절하게 금융정책을 운영해 갈 방침

- 12월 BOJ 회의에서 금리동결 결정. 경기 회복, 물가 상승 전망과 소비와 지출, 임금과 물가의 선순환이 강해지고 있다고 평가했음에도 불구하고 환율 변동을 근거로 신중한 스탠스 피력
- 미국의 금리인하로 일본과 미국 간의 기준금리 차이가 축소되었지만, 오히려 달러-엔 환율은 급등(엔화 강치 약세)
- 특히, 우에다 가즈오 일본은행(BOJ) 총재의 기자회견 이후 156엔 선을 넘어서며 지난 7월 이후 최고치를 기록

자료: BOJ, Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국 금리인하, BOJ 금리동결에도 엔/달러 급등. 달러 강세를 제어



자료: FRD, BOJ, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

12월 BOJ 금리동결 결정

금융정책 결정 : 지표들은 온트랙 경향을 보이고 있으나 2025년 임금 상승 모멘텀을 확인 할 필요가 있으며 미 경제를 둘러싼 불확실성도 고려

- 기초적 인플레이션과 인플레이션 기대는 상승하고 있지만 2% 도달까지는 아직 거리. 금리인상 판단을 위해서는 한 단계 더 확실한 정보가 필요. 내년 춘투에 대한 정보가 좀 더 필요하다고 생각해서 금리 동결을 결정

금융정책 전망 : 25년 1월 회의까지는 지점장회의가 예정되어 있으며 물가, 고용 등에 대한 추가적 정보도 확인 가능. 임금 동향에 대한 큰 그림은 3월이나 4월에 분명해지겠지만 다음 회의에서도 어느 정도 정보를 얻을 수 있을 것으로 기대

- 다만 정책 결정은 경제통계 등에서 기계적으로 할 수 없으며 회의 시점에 확보한 정보를 바탕으로 재량적으로 결정하게 된다고 언급

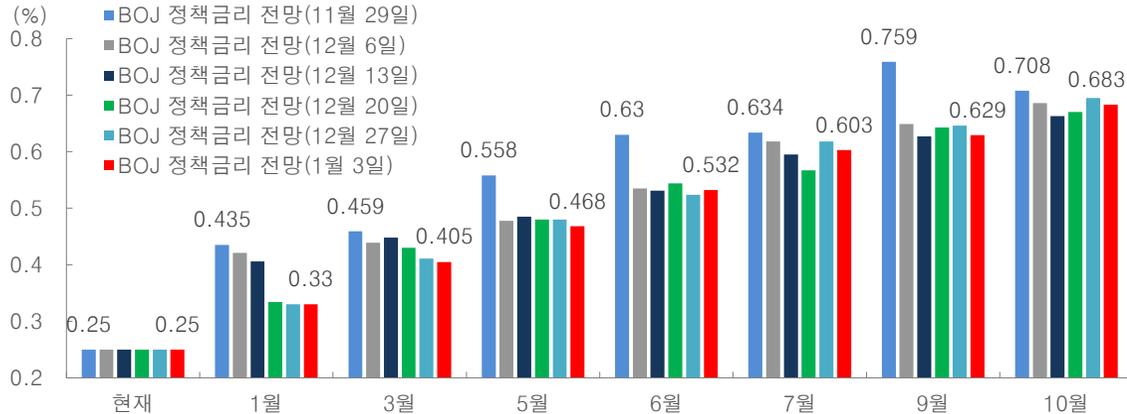
미 경제 정책 : 차기 미 정부의 경제정책을 둘러싼 불확실성이 큰 상황. 현 시점에서는 어떻게 구체화될지 알기 어려워 정량적인 분석은 어렵다는 인식

엔화 약세 인식 : 수입물가 압력이 완화되고 있지만 물가 변동의 환율 영향이 커진 점에 주의하고 있다고 답변. 막대한 경상수지 흑자를 감안하면 엔저가 경제력 약화를 의미한다고 보지 않는다고 발언

- 우에다 총재가 내년 초 금리 인상 가능성을 열어뒀음에도 데이터를 보고 결정하겠다는 신중론에 달려 대비 엔화 가치가 급락한 것
- 트럼프의 정책, 미국 경제, 임금 협상 등 불확실성을 언급하며 12월 금리동결 이유를 설명
- 하지만, 내년 춘투에 대한 정보가 필요하다는 언급과 함께 임금 동향에 대한 큰 그림은 3월이나 4월에 분명해진다는 발언을 통해 25년 1월 금리인상 기대 약화

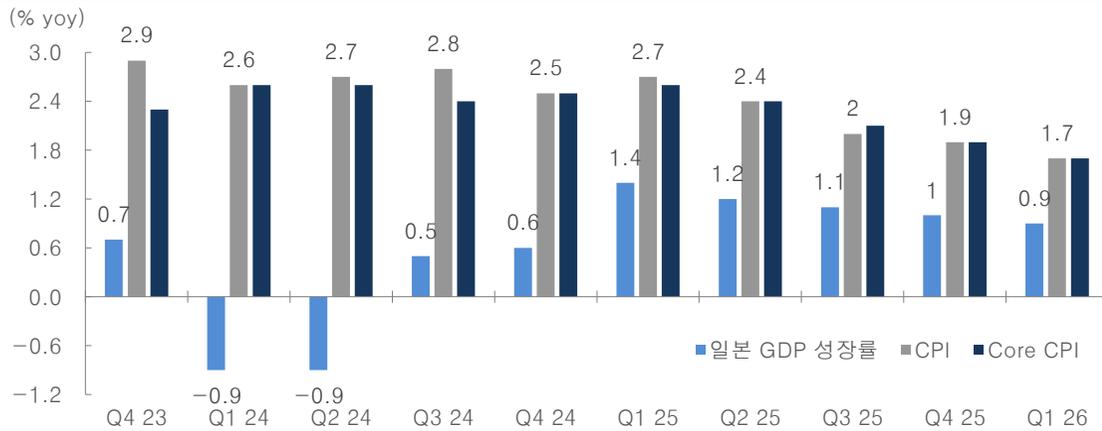
[BOJ] 1월 금리인상 기대 후퇴. 25년 금리인상 기대는 유효하지만...

1월 금리인상 확률 레벨다운. 3월 또는 5월 중 금리인상?



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

- 10월 서비스물가 상승 확인에도 11월 30일 우에다 총재의 인터뷰 뷰를 기점으로 1월 금리인상 관측 후퇴
- 금리 인상이 있다면 7월 회의 당시와 유사하게 환율이 주요 재료가 될 가능성. 최근에는 국제 유가 하락 등이 엔저 영향을 상쇄 하며 수입물가 상승을 억제
- 2025년1월 금리인상 예상은 유효하나, 이전보다 인상 확률 레벨다운. 현재 컨센서스 기준 3월 금리인상 가능성이 높은 상황
- 미 경제 정책이나 춘투 결과가 모두 확인 될 때까지 금리 동결을 이어간다면 엔저 압력이 심화될 위험
- 일본 경제와 물가 상승률이 1분기 고점 이후 둔화가 예상되기 때문
- 25년 1분기 금리인상이 현실화된다고 하더라도 시장의 기대와는 달리 추가 금리 인상은 어려울 수 있는 상황. 어쩌면 금리동결을 이어갈 가능성도 배제할 수 없음

[BOJ] 일방적인 엔화 약세 압력 확대는 제어될 것. 엔/달러 환율 150 ~ 160엔 박스권 예상

엔화 순매수 포지션 축소, 엔 약세 압력 확대 경계



자료: BOJ, Bloomberg, 대신증권 Research Center

엔/달러 환율 주간 차트, 160엔 돌파시도 이후 150엔 초반 지지력 테스트 예상



자료: 대신증권 Research Center

- 시장 참가자들의 엔화 강세 기대 약화
- 기업들은 2024년 엔/달러 환율 예상 수준을 수준을 수준을 상향 수정(3월 141.42엔 → 6월 144.77엔 → 9월 145.15엔 → 12월 146.88엔)(단칸 조사)
- 엔화 투기적 순매수 포지션도 후퇴, BOJ 금정위를 앞두고 2.5만 계약 이상 순매수 했던 포지션이 0.2만 계약 순매수로 축소
- 기자회견은 1월 금리인상 기대를 높이는 내용은 아니었지만 트럼프 리스크, 일본 은행의 신중한 스탠스로 엔저 압력이 높아지면 오히려 금리인상 판단의 재료가 되는 공산이 큼
- 즉, BOJ 약세 압력이 일방적으로 전개되는 어렵다는 판단
- 1월 금융정책결정회의(23~24일)가 트럼프 대통령 취임(20일) 직후로 예정되어 있어 금융시장 불안정성을 경계

반전 동력 4.

4분기 실적시즌, 과도한 걱정이 만든
서프라이즈 모멘텀 가능성

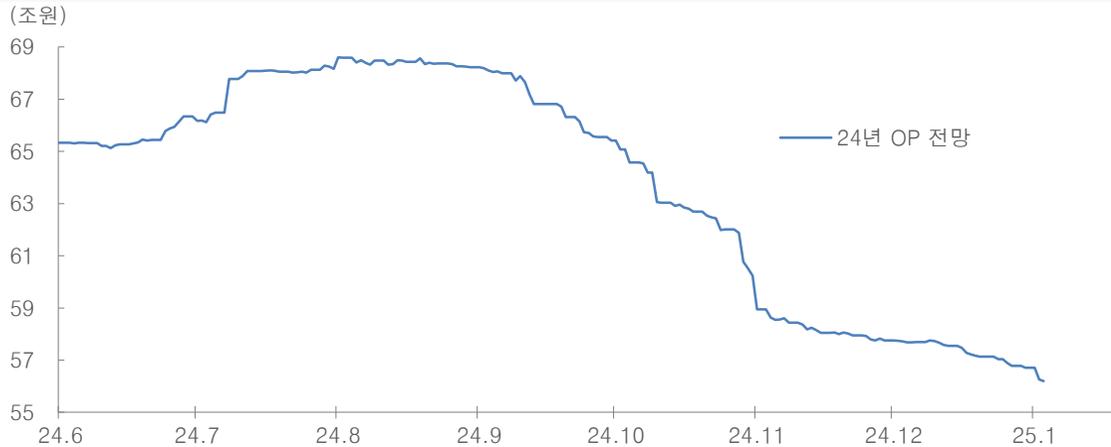
Strategist 이경민

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

텔레그램 채널 daishinstrategy

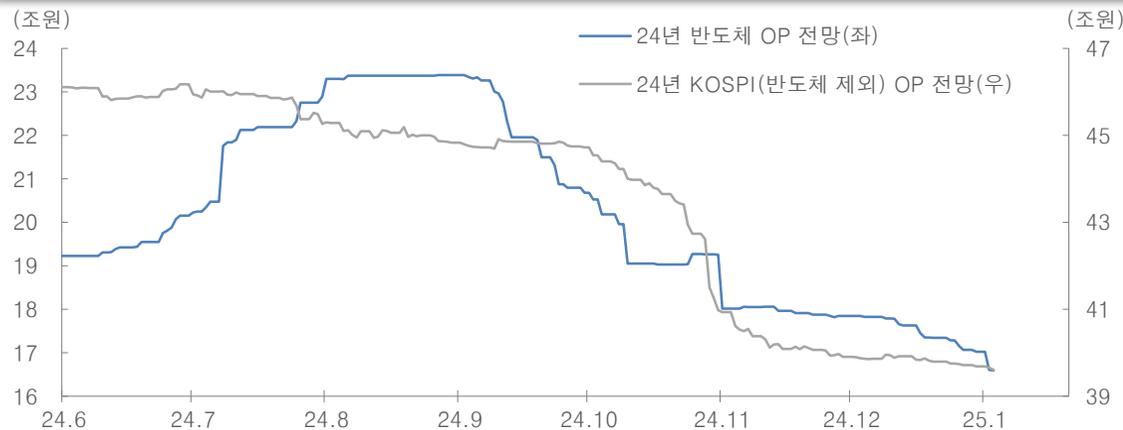
[KOSPI 4Q 실적시즌] 프리어닝 시즌 돌입과 함께 4분기 실적 전망 하향조정 압력 확대. 반도체 영향

24년 4분기 프리어닝 시즌이 가까워지면서 실적전망 2.7% 하향조정



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

7% 레벨다운된 반도체 실적 전망. Non-반도체도 실적 불안심리 여전

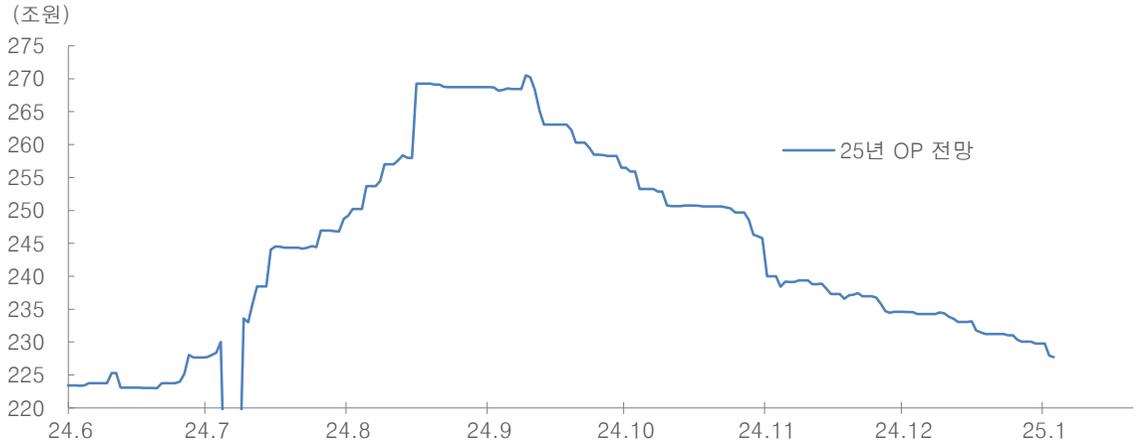


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 4분기 프리어닝 시즌 돌입과 함께 실적 전망 큰 폭으로 하향조정
- 4분기 영업이익 전망은 12월 이후 2.7% 하향조정
- KOSPI 전체 실적 하향조정은 반도체가 이끌고 있음. 반도체 4분기 영업이익 전망은 7% 레벨다운
- 반도체를 제외할 경우에도 0.8%대 영업이익 전망 하향조정 진행 중
- 4분기 실적에 대한 경계심리, 불안심리 확대 가능성

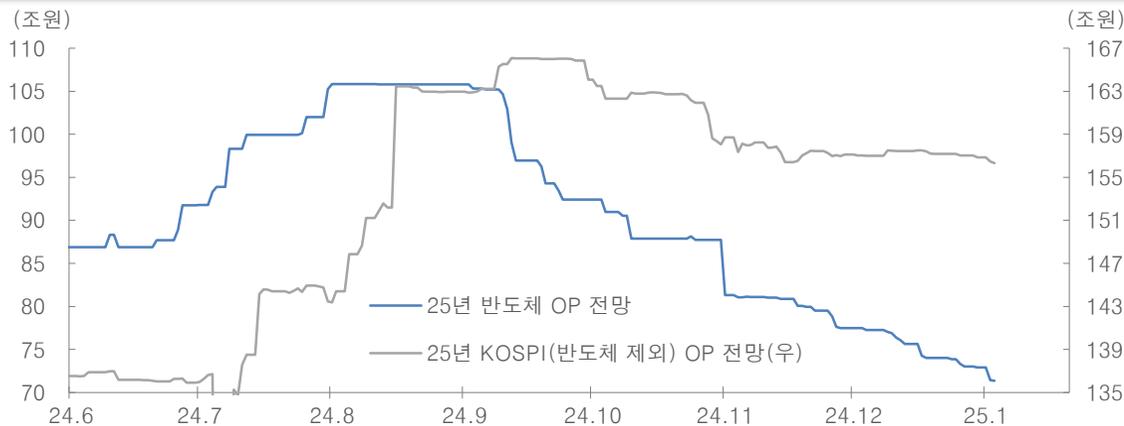
[KOSPI 4Q 실적시즌] 문제는 25년 이익 전망도 하향조정되고 있다는 점

25년 연간 영업이익의 전망도 3% 하향조정. 4분기보다 조정 폭 커



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

7.9% 레벨다운된 반도체 실적 전망. Non-반도체도 실적 불안심리 여전

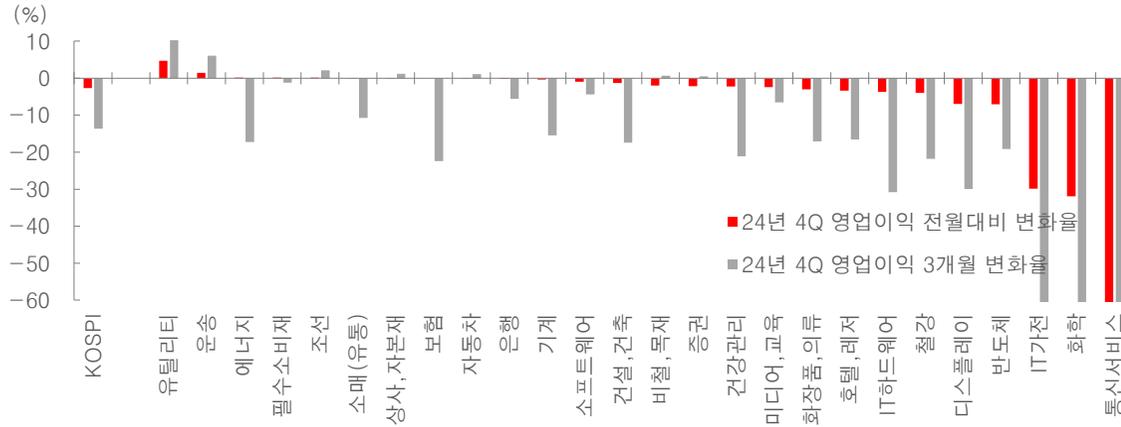


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 문제는 4분기 프리어닝 시즌 돌입과 함께 24년 4분기 뿐만 아니라 25년 연간 영업이익 전망도 하향조정 중이라는 점
- 하향조정 폭은 24년 4분기보다 큰 상황
- 25년 연간 영업이익 전망은 3% 하향조정
- 25년 연간 전망도 마찬가지로, KOSPI 전체 실적 하향조정은 반도체가 이끌고 있음. 반도체 25년 연간 영업이익 전망은 7.9% 레벨다운. 24년 4분기보다 조정 폭이 커
- 반도체를 제외할 경우에도 0.5%대 영업이익 전망 하향조정 진행 중
- 4분기 실적 결과에 따라 25년 연간 영업이익, 순이익에 대한 경계심리, 불안심리 확대 가능성

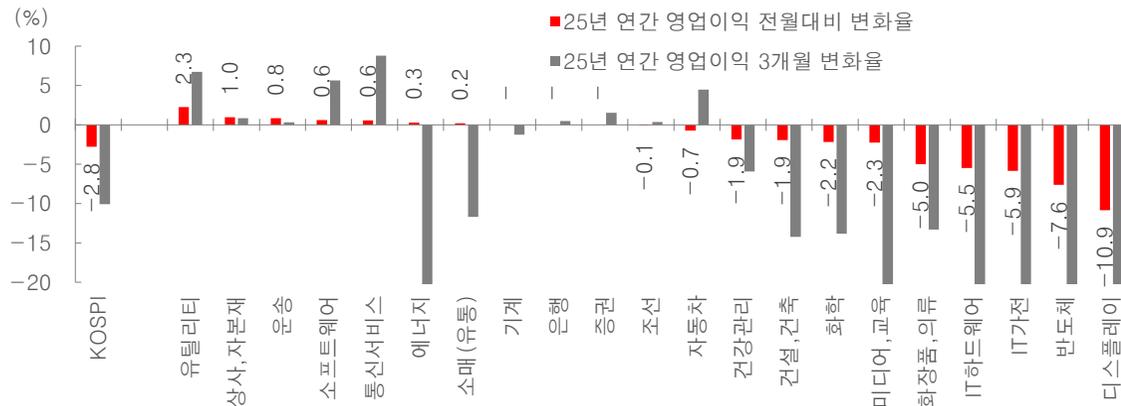
[KOSPI 4Q 실적시즌] 반도체 외에도 통신, 화학, IT가전, 디스플레이, 철강, IT하드웨어 등 실적 전망 하향

24년 4분기 영업이익의 전망 1개월, 3개월 변화율



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

25년 연간 영업이익의 전망 1개월, 3개월 변화율



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 반도체 외에도 통신, 화학, IT가전, 디스플레이, 철강, IT하드웨어 등 4분기 영업이익의 전망 하향조정
- 대부분 수출주, 2차전지 등 경기민감 업종들
- 25년 연간 영업이익의 전망도 비슷한 흐름. 디스플레이, 반도체, IT하드웨어, 화장품/의류, 미디어/교육 등 이익 전망 레벨다운
- 미국 경기 정점 통과, 중국, 유럽 경기부진 우려가 맞물린 결과
- 반면, 유틸리티, 운송, 에너지, 필수소비재, 상사/자본재 등 수주 산업과 내수주, 경기방어주들은 실적 전망 상향조정

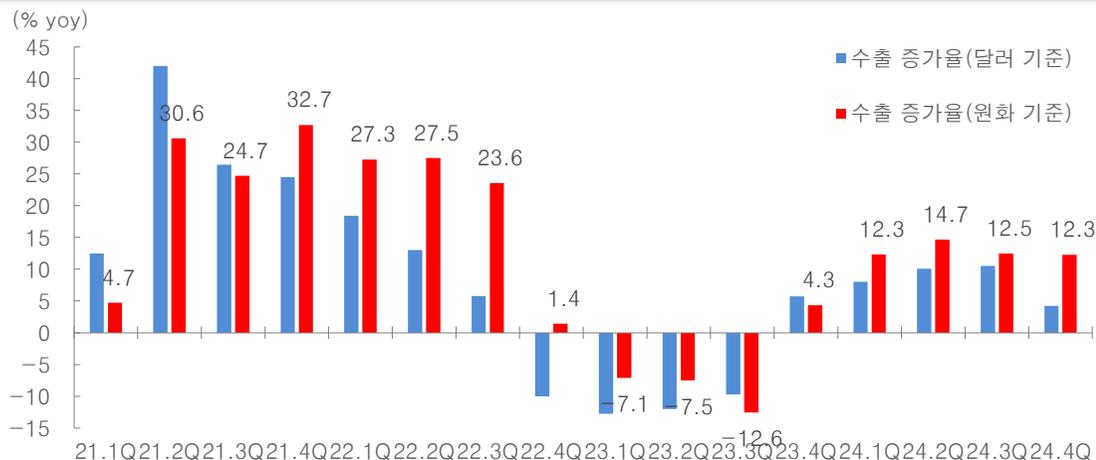
[한국 수출] 원화 환산 수출 증가율 12.3%로 3분기와 유사한 수준. 환율 효과 뚜렷

12월 한국 수출 6.6% 증가. 일평균 수출도 4.3%로 회복



자료: 산업통상자원부, 관세청, CEIC, 대신증권 Research Center

4분기 원화 기준 수출 증가율은 3분기와 비슷한 수준. 환율효과 뚜렷

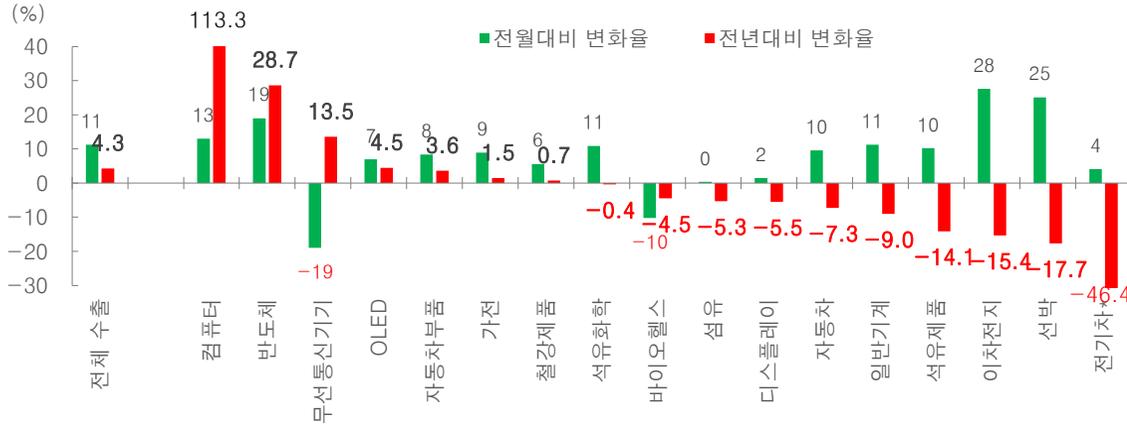


자료: 산업통상자원부, 관세청, CEIC, 대신증권 Research Center

- 12월 수출은 +6.6% 증가한 613.8억 달러, 12월 누계 수출은 6,838억 달러로 전년 대비 +8.2% 증가
- 역대 12월 중 1위, '23.10월부터 15개월 연속 플러스 흐름. * 역대 12월 수출액 (억 달러) : (1위)614('24년) → (2위)607('21년) → (3위)576('23년)
- 역대 최대실적을 기록한 반도체와 세 자릿수 증가율(+118%)을 기록한 컴퓨터를 중심으로 IT품목 합산 수출액은 14개월 연속 증가
- 석유화학 · 자동차부품 · 무선통신기기 · 가전은 1개월 만에 플러스 전환, 반도체 수출은 14개월 연속, 철강은 3개월 연속 증가
- 전반적인 수출 호조 속에 12월 원화 환산 수출 증가율은 21.6%에 달함. 환율 효과 영향
- 분기별로 본다하더라도 원화 환산 수출 12.3%로 달러 기준 4.2%를 크게 상회. 24년 1분기, 3분기 수출 모멘텀과 유사한 수준
- 환율 효과 영향으로 예상보다 양호한 4분기 실적 시즌 가능성 높다고 판단

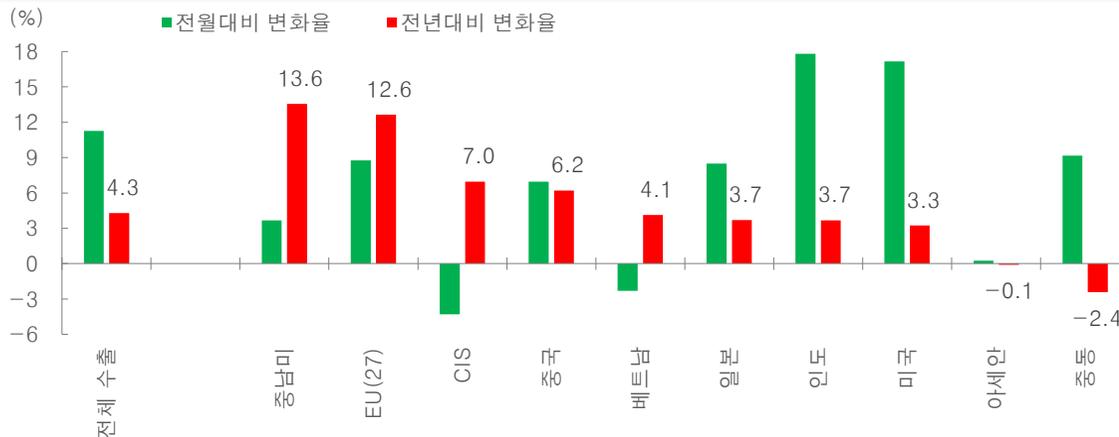
[한국 수출] IT와 중남미, EU, 중국이 수출 개선을 주도. 전월대비 개선 산업과 국가도 주목

컴퓨터, 반도체, 무선통신기기, OLED 수출 호조. 전월대비 수출 개선 산업 다수



자료: 산업통상자원부, 관세청, CEIC, 대신증권 Research Center

중남미, EU, 중국, 베트남 등 수출 호조



자료: 산업통상자원부, 관세청, CEIC, 대신증권 Research Center

- 12월에는 15대 주력 품목 중 7개가 플러스 기록
- 최대 수출품목인 반도체 수출은 +31.5% 증가한 145억 달러를 기록, 올해 6월 및 9월에 이어 12월에도 사상 최대 수출실적을 경신, 또한 무선통신기기(14억 달러, +16.1%) 및 컴퓨터(15억 달러, +118.0%) 수출도 두 자릿수 이상 높은 증가율 기록
- 자동차 수출은 완성차 업체 부분파업, 폭설로 인한 주요 부품업체 시설피해에 따른 부품공급 일부 차질 등으로 5.3% 감소한 60억달러를 기록, 다만, 자동차부품 수출은 19억달러(+5.8%)로 소폭 증가
- 석유화학 수출(39억 달러, +1.8%)은 1개월 만에 플러스로 전환되었으며, 철강 수출(28억 달러, +2.9%)은 3개월 연속 증가, 가전 수출은 6억 달러로 +3.8% 증가
- 9대 수출시장 중 8개에서 수출 증가
- 최대 수출시장인 중국으로의 수출은 +8.6% 증가한 118억 달러를 기록, 1개월 만에 플러스로 전환, 대미국 수출도 역대 월 기준 최대실적인 119억 달러(+5.5%)를 기록, 대아세안 수출은 +2.1% 증가한 96억 달러를 기록, 2개월 연속 증가, 아울러 대EU 수출은 +15.1% 증가한 58억 달러로 5개월 연속 증가하였으며, 대일본 수출은 26억 달러로 +6.0% 증가

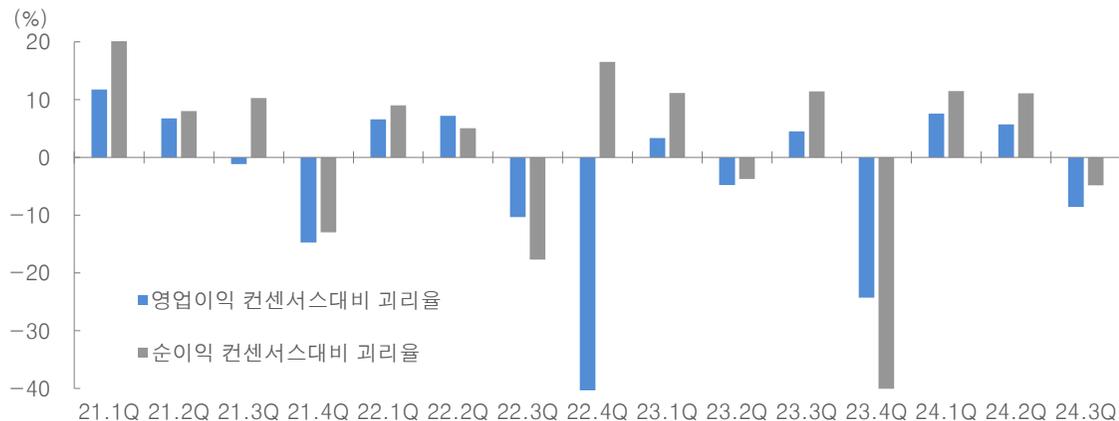
[실적 기대와 현실] 4분기 실적 기대 낮아질대로 낮아져... 시장 우려보다 약간이라도 좋으면? 서프라이즈?

연초 컨센서스대비 실제치 괴리율, 하향조정시 20% 전후



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

한국 증시 실적 시즌 계절성 반복. 4Q 실망감이 1Q 서프라이즈로...



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 글로벌 경기나 산업 업황이 불안할 때 실적전망보다 실제 실적이 부진한 경우가 많음
- 특히, 한국 증시 특성상 전반적으로 연초 시장 예상 실적을 상회하기 어려운 것이 사실
- 2001년, 2004년, 2010년, 2017년, 2021년과 같이 실적 쇼크, 경기침체 또는 금융위기와 같은 충격이 있는 다음해 실적이 연초 컨센서스를 상회
- 시장, 실적에 대한 기대가 그만큼 낮으면 예상보다 양호한 실적이 공개될 확률이 높다는 역설적 의미
- 한국 실적시즌 계절성도 같은 맥락에서 이해할 수 있는 부분. 한국 실적시즌은 1분기 서프라이즈, 2분기 예상 상회, 3분기 예상 하회, 4분기 실적쇼크 패턴 반복
- 3분기 실적 부진, 4분기 실적 쇼크로 인한 기대치 하향조정이 1분기 서프라이즈로 이어진 것
- 현재 4분기 영업이익 전망은 고점대비 18.1%, 25년 연간은 15.8% 하향조정. 실적 기대가 낮아졌고, 환율효과, 양호한 미국, 중국 경기 등을 감안할 때 시장의 4분기 실적 우려보다 양호한 실적 결과를 기대할 수 있을 전망

반전 동력 5. CES2025와 JPM 헬스케어 컨퍼런스

Strategist 이경민

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

텔레그램 채널 [daishinstrategy](#)

[CES2025] 테크 트렌드를 선도. 25년에 새롭게 추가되는 프로그램 주목

CES2025 주요일정			
	2023년	2024년	2025년
주제	코로나 이후 불확실성과 사회 변화를 기술과 협력으로 극복	모든 기업과 산업이 함께 혁신 기술에 전력을 다해 인류 문제를 해결	연결하고, 해결하고, 찾아내는 것에 뛰어들어 산업 전반을 변화
기조 연설	AMD 반도체	지멘스 자동차	엔비디아 반도체
	BMW 모빌리티	월마트 유통	파나소닉 솔루션
	디어 농기계	HD현대 조선	델타항공 운송
	스텔란티스 모빌리티	나스닥 거래소	엑센주어 소프트웨어
핵심 키워드	- 웹 3.0 / 메타버스 - 모빌리티 - 디지털 헬스	- 웹 3.0 / 메타버스 - 모빌리티 - 디지털 헬스 - 생성형 AI - 로봇	- 웹 3.0 / 메타버스 - AI, 모빌리티 - 디지털 헬스 - 자율주행 - 양자 컴퓨팅 - 에너지 전환

- CES 2025, 미국 라스베이거스에서 1/7~1/10 개최. 기술 변화를 엿볼 수 있고 금융시장의 트렌드 형성에도 영향
- 최근 수년간 화두는 AI, 이번 메인 주제도 AI(인공지능)와 모빌리티
- 2017년에 AI 주제가 부상한 이후에 시가 점차 모빌리티(자율주행)와 다수의 기기를 연결, 개인별 서비스를 제공 가능한 중요한 매개체로 역할을 담당
- 25년에 새롭게 추가되는 프로그램은 다음과 같음
- 1) 모빌리티 스테이지: 자율주행, 농업, 특수차량 제조사 등
- 2) 양자 컴퓨팅: ‘양자기술이 곧 비즈니스’ 프로그램 진행
- 3) 에너지 전환: 전력 공급 방식에 대한 대안적 솔루션 탐구

2024년 테마가 인공지능 이었다면, 올해는 인공지능의 응용과 기술혁신 확산(디지털 헬스케어, 모빌리티 기술) 방향에 주목

성격	주제
기술 혁신 및 산업 변화	<ul style="list-style-type: none"> • 인공지능 (Artificial Intelligence): 산업 혁신, 새로운 능력 개발, 효율성 향상에 기여하며 미래 가능성이 무한함 • 우주 기술 (Space Tech): 위성 시스템 및 기상 예보 기술 혁신 • 로보틱스 (Robotics): 안전성 개선, 지속 가능 목표 달성, 더 나은 세상 구축에 기여 • 양자 컴퓨팅(Quantum Computing): 새롭게 부각되는 기술, 기존 컴퓨팅 기술의 한계를 뛰어넘는 잠재력 • 증강현실/가상현실 (AR/VR/XR): 게임 산업을 혁신하고 다양한 산업 분야에서 비즈니스 운영 방식 변화 • 5G 기술: 차세대 무선 기술이 효율성을 높이고 사용자 경험을 발전시키며 완전히 연결된 세상을 향해 나아감 • 핀테크 (Fintech): 금융 산업에서 기술이 화폐의 역할을 하고 혁신을 투자 대상으로 전환
건강 및 헬스케어	<ul style="list-style-type: none"> • 디지털 헬스 (Digital Health): AI 및 IoT, 원격의료를 활용한 디지털 의료 서비스 혁신 • 피트니스 (Fitness): 스마트 직물 등으로 개인 건강 데이터 접근 및 신체 능력 향상 • 라이프스타일 (Lifestyle): 행복 증진, 웰빙 강화, 편의성 창출 등 삶의 질을 높이는 기술
모빌리티 & 도시 인프라	<ul style="list-style-type: none"> • 차량 기술 및 첨단 모빌리티 (Vehicle Tech and Advanced Mobility): 자율주행 및 커넥티드 모빌리티, 항공 기술 혁신 • 스마트 시티 (Smart Cities): IoT, 5G, AI 등을 활용해 도시 생활을 혁신. • 스마트 홈 (Smart Home): 편의성, 효율성, 친환경을 결합한 혁신
엔터테인먼트 & 콘텐츠	<ul style="list-style-type: none"> • 콘텐츠 및 엔터테인먼트 (Content and Entertainment): 엔터테인먼트 혁신과 브랜드 협력으로 변화하는 소비자 경험 • 홈 엔터테인먼트 (Home Entertainment): 가정에서의 콘텐츠 경험 향상 • 게임 및 e스포츠 (Gaming and E-sports): 차세대 하드웨어, 소프트웨어 및 액세서리로 사용자 경험 강화
지속가능성 & 환경	<ul style="list-style-type: none"> • 푸드 테크 (Food Tech): 농업, 영양, 안전, 지속 가능성 등 식품의 미래를 이끄는 혁신 기술 • 지속 가능성 (Sustainability): 기술로 지속 가능한 환경 목표 달성 지원
사회적 가치	<ul style="list-style-type: none"> • 접근성 (Accessibility): AI 비서, 스마트홈 기기, 음성 활성화 기술 등으로 다양한 능력을 가진 사람들의 삶을 개선 • 다양성과 포용성 (Diversity and Inclusion): 소외된 커뮤니티의 새로운 관점을 받아들여 산업 발전에 기여
비즈니스 & 서비스	<ul style="list-style-type: none"> • 마케팅 및 광고 (Marketing and Advertising): 소비자 행동을 변화시키고 광고의 미래를 형성하는 기술 트렌드 • 여행 및 관광 (Travel and Tourism): AR을 활용한 목적지 탐험, 비접촉 결제 등 여행 경험 혁신 • 스타트업 (Startups): 혁신 제품과 투자자 연결

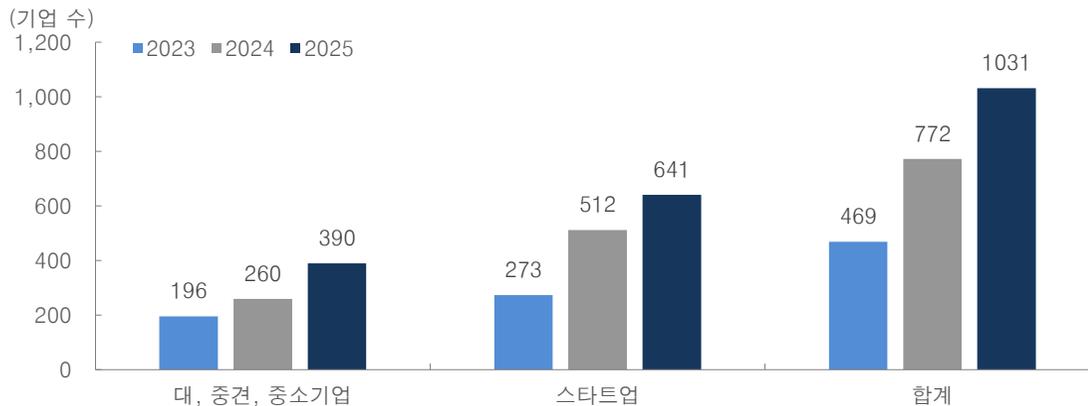
[CES2025] 주요인사 키노트 스피치

CES2025 주요일정

일자	연사
1/6 (월)	기조연설 • 젠슨 황 - 엔비디아 창립자 겸 CEO , 차세대 AI 가속기 블랙웰과 PC용 GPU의 진척, AI와 가속 컴퓨팅 기술이 경제와 사회에 미칠 영향 논의 Press Conference • 삼성전자 - '모두를 위한 AI: 경험과 혁신의 확장', 기조연설 및 '홈 AI' 전략 공개 • LG전자 - '공감지능과 함께하는 일상의 라이프스 굿' 실생활에서의 AI기술과 미래 청사진 공유
	기조연설 • Yuki Kusumi - CEO, Panasonic Holdings • Linda Yaccarino - CEO, X Corp • Ed Bastian - CEO, 델타항공, 항공분야의 최첨단 기술혁신과 비즈니스 공유
	1/7(화) • Martin Lundstedt - CEO, Volvo
1/8(수)	기조연설 Conference • Quantum Means Business, 양자컴퓨팅에 대한 업계 리더들의 의견과 산업에서의 적용 사례

자료: CES, CTA, 대신증권 Research Center

CES 참여 국내기업 추세



자료: KICTA, 대신증권 Research Center

- CES 2025를 관통하는 주제는 Connect, Solve, Discover, DIVE IN. 즉, 기술 연구를 통해 문제를 해결하는 과정을 주제로 함
- 현재까지 한국기업 1031개사 참가 확정
- CES2025 혁신상 수상기업 292개사 중 한국 기업이 129개사로 수상국 1위
- 160개국의 다양한 기업들이 참여하며 2024년에는 4,312개의 기업이 전시회 참여, Fortune 500 기업 중 309개의 기업이 참가
- 참가자/기업 중 45%의 구매 결정에 중요한 영향을 미치는 것으로 조사

[JP Morgan 헬스케어 컨퍼런스] 13~16일 개최되는 제약/바이오 분야 연례 최대 컨퍼런스

2025 JP Morgan 주요 컨퍼런스 일정

일자	행사 내용
1월 13~16일	제 43회 헬스케어 컨퍼런스 <ul style="list-style-type: none"> 글로벌 제약사, 바이오벤처, 헬스케어 투자 전문가 등 8,000명 이상의 업계 관계자 참여 (약 600개 이상의 기업 발표) 신약 및 기술 개발 성과 발표 헬스케어 산업의 최신 트렌드 파악 투자 유치 및 파트너십, 기술 이전 및 라이선싱 계약 협상
2월 24~26일	글로벌 레버리지 금융 컨퍼런스
3월 13~14일	게임, 숙박, 레스토랑 및 레저 관리자 포럼
5월 13~15일	제53회 JP모건 글로벌 기술, 미디어 및 커뮤니케이션 컨퍼런스

자료: JP Morgan, 국내외 주요언론, 대신증권 Research Center

삼성바이오로직스, 셀트리온 등 국내 주요 바이오/헬스케어 기업들 참여 예정

참여기업	주요 내용
삼성바이오로직스	초격차 규모 생산시설(제5~8공장)과 항체약물접합체(ADC) 포트폴리오 공개 계획
셀트리온	차세대 항암제인 ADC(항체-약물 접합체) 신약 파이프라인 청사진 공개
브릿지바이오테라퓨틱스	특발성 폐섬유증 치료제 후보물질을 비롯한 회사의 주요 연구개발 과제, 성장전략 소개
기타 참여기업	롯데바이오로직스, 온코닉테라퓨틱스, 엔젠바이오, 에스티큐브 등 다수

자료: 국내외 주요언론, 대신증권 Research Center

- 약 600개 이상의 글로벌 제약사, 바이오벤처, 헬스케어 기업들과, 투자 전문가 등 8,000명 이상의 업계 관계자들이 참석하는 연례 최대 헬스케어 산업 컨퍼런스
- 글로벌 투자은행 JP모건체이스가 주최하며, 제약, 바이오테크, 의료기기 및 헬스케어 분야의 경영진이 혁신적인 기술과 전략적 계획을 발표하는 주요 행사
- 헬스케어의 새로운 트렌드 탐색에 중요한 역할을 하며 참여하는 주요 기업들의 기술계약, M&A 등 거래가 활발해지기 때문에 참여 기업들의 모멘텀 유입 가능

AI, 원격의료, 규제변화 등 변화의 물결에 관심

성격	주제
AI 혁신	<ul style="list-style-type: none"> AI를 활용한 약물 발견을 가속화, 제약/바이오 산업을 촉진할 상당한 잠재력 보유 AI 기반 의료 기기 승인 급증, 진단 정확도를 개선하고 환자 맞춤형 치료 제공 AI 기반 의료 기기에 대한 FDA 승인 2023년 221건으로 역대 최고치를 기록했으며, 2024년 상반기에 이미 107건의 AI 기반 의료 기기를 승인
암 치료 기술	<ul style="list-style-type: none"> 최근 몇 년 동안 암 치료법에 대한 전 세계 바이오 M&A 거래 증가 표적 치료를 위해 암 세포로 방사성 동위 원소를 운반하는 ADC, 방사성 접합체와 같은 혁신에 투자 증가
원격 의료 / 진단	<ul style="list-style-type: none"> 코로나 기간동안 원격진료 급속도로 확산 웨어러블 센서 / 특수장치를 사용한 건강지표 모니터링 환자 스스로가 중요한 징후를 추적 가능
규제 트렌드	<ul style="list-style-type: none"> 헬스케어 산업은 가장 규제가 많은 산업 분야 중 하나, 트럼프 행정부에서의 헬스케어 산업 규제영향 분석 FDA의 약물 평가 및 연구 센터(CDER)의 신약 및 약물 승인 속도 증가 승인된 신약 중 다수는 희귀 질환을 치료하기 위한 것
FDA 신약 승인 증가	<ul style="list-style-type: none"> FDA의 약물 평가 및 연구 센터(CDER)의 신약 및 약물 승인 속도 증가 승인된 신약 중 다수는 희귀 질환을 치료하기 위한 것
자금조달 회복	<ul style="list-style-type: none"> VC, IPO, M&A 시장의 반등조짐 2021년 투자 최고조에 도달한 뒤 투자시장 냉각되었으나, 24년 3분기 연준 금리인하 시작되면서 자금집행 반등

- 코로나19 이후 바이오/헬스케어 산업의 기술 트렌드에도 거대한 변화, 원격의료와 의료산업의 AI 활용에 대한 기술과 규제 변화
- 국내 시장에서도 제약/바이오 기업들의 괄목할만한 성과가 점차 나타나고 있으며, 기술 및 규제 변화 속에서 추가적인 기회를 잡을 수 있을 것
- 컨퍼런스 과정에서 기술발전과 신약개발, 투자유치 및 M&A 등에 대한 기대감 유입되며 업계 전체에 새로운 모멘텀 유입될 수 있는 시기

반전 동력 6. 국내 정치 리스크 완화. 통화/재정 정책 동력 유입

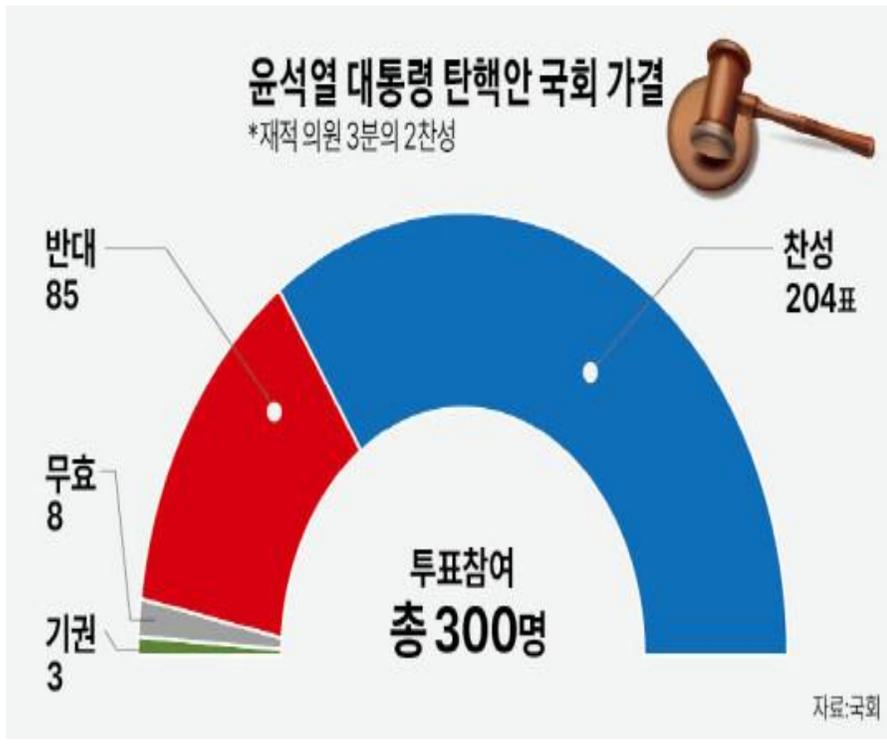
Strategist 이경민

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

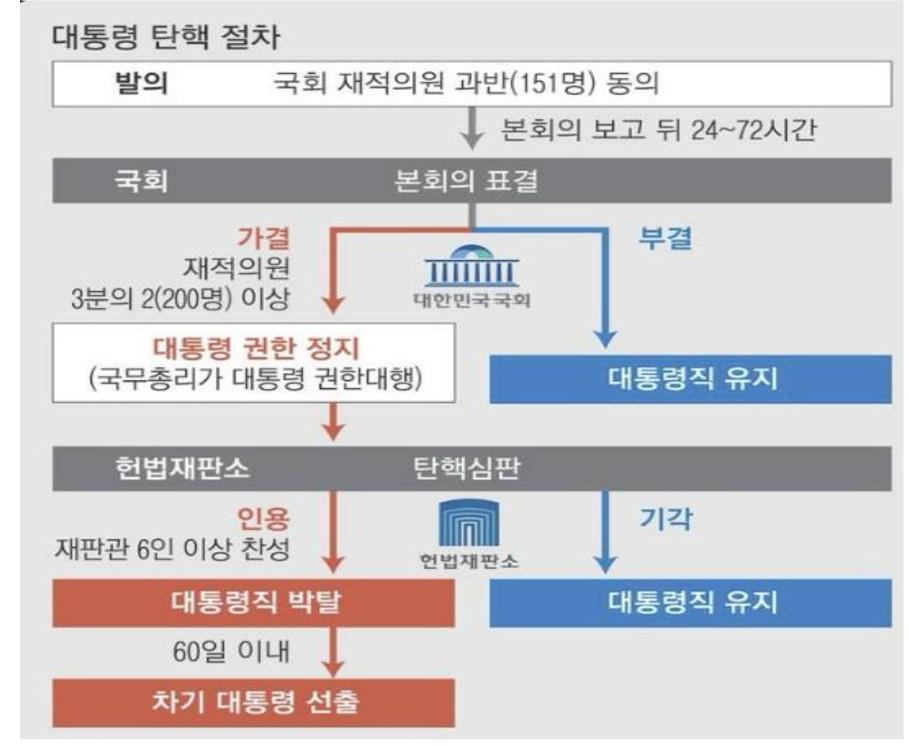
텔레그램 채널 [daishinstrategy](https://t.me/daishinstrategy)

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

204명 찬성으로 윤석열 대통령 탄핵안 국회 가결



향후 남은 일정. 헌법재판소의 탄핵심판 예정



자료: 국회, 주요 언론, 대신증권 Research Center

자료: 국회, 주요 언론, 대신증권 Research Center

12월 7일 국회 본회의에서 대통령 탄핵 소추안 1차 표결이 정족수 미달로 불성립. 12월 13일 더불어민주당 등 6개 야당 및 무소속 의원 191명이 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 180일 동안 심리에 착수한 후 탄핵 인용 시 60일 내 대통령 재선거 실시

[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

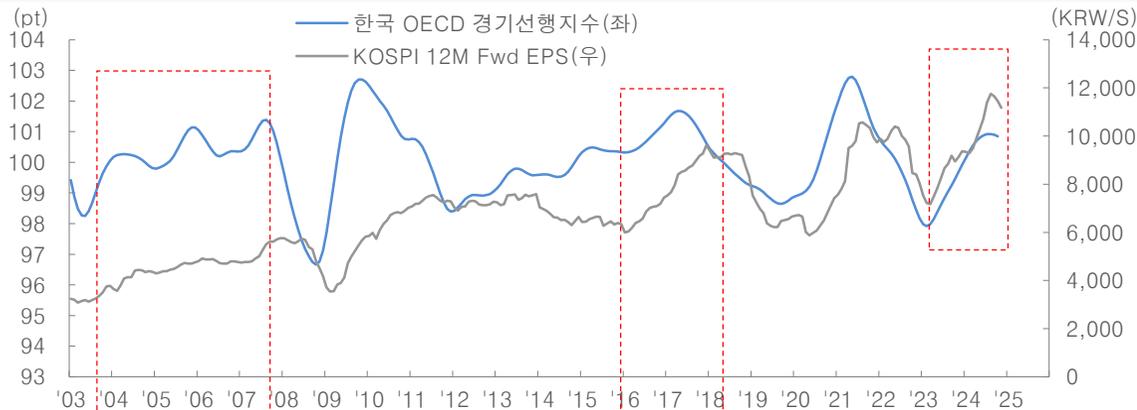
[정치적 불확실성] 경기 상승 사이클 & 실적 개선 국면에서는 시차를 두고 상승추세 반전

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

[정책대응 강화] 최상목 경제 부총리, 대통령 권한대행 주재로 강력한 경기안정/부양외지 피력

2025년 경제정책방향

정책
목표

대내외 불확실성 확대에 대응해
경제를 최대한 안정적으로 관리

4대 정책 분야

민생경제 회복

경기

- ✓ 경기보강 강화 + 민생 신속지원
- ✓ 소비·건설 등 부문별 활력 제고

민생

- ✓ 서민 생계비 부담 경감
- ✓ 취약부문 맞춤형 지원
(청년·중고령층·소상공인·취약근로자)

통상환경 불확실성 대응

- ✓ 新대외경제전략 추진
- ✓ 전략적 수출 지원
- ✓ 공급망 안정

※ 역동성 회복 강화 노력 지속

대외신인도 관리

- ✓ 금융·외환시장 안정적 관리와
국제사회 소통
- ✓ 자본시장 선진화
- ✓ 외국인 투자(FDI) 촉진
- ✓ 잠재리스크 관리

산업경쟁력 강화

- ✓ 주력산업 혁신
- ✓ 유망 신산업·서비스업 경쟁력 제고
- ✓ 핵심인프라 확충(전력·인재 등)
- ✓ 투자환경 개선 및 중소·벤처 활성화

추진
방식

- ① 가용 정책수단 총동원
- ② 국회·민간부문과 소통·협력 강화
- ③ 즉각적 Action + 대응 Frame 구축 병행

- 최상목 대통령 권한대행 경제부총리 겸 기획재정부 장관은 2일 2025년 경제정책방향을 발표
- 정부의 25년 예상 경제성장률 1.8%. 이전 전망치 2.2%에 비해 0.4%p 낮은 수준 이자 2%로 추정되는 잠재성장률도 하회하는 수준
- 한국은행(1.9%)이나 한국개발연구원(2.0%)보다 더 낮은 전망치
- 정부가 내놓은 경제정책방향의 핵심은 민생경제의 조속한 회복, 수출도 부진한 상황에서 내수회복 없이 경제성장률 목표를 달성하기 어렵다고 판단한 것
- 정부는 올해 예산안에 포함된 85조원 수준의 민생·경기 사업은 1·4분기에 40%, 상반기에 70%가량 집행. 중앙·지방 공공기관도 상반기 역대 최고 수준 집행률(중앙 57%, 지방 58%) 달성을 목표로 철저한 집행관리를 추진
- 또 정부는 내수회복을 위해 상반기에 세제·재정 인센티브를 대대적으로 투입
- 위기국면을 타개하기 위한 적극적인 경기부양, 재정정책 투입으로 그동안 부재했던 정책 동력 유입 기대

[정책대응 강화] 원화 약세 압력이 부담스럽지만... 경기부양을 위한 금리인하 가속화 기대

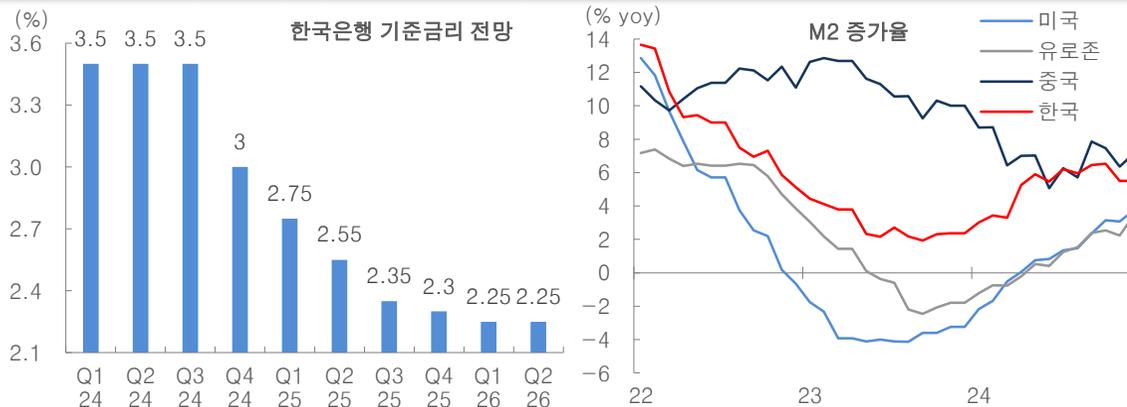
이창용 한은 총재 신년사, 유연하고 기민한 통화정책 운영 강조

"통화정책은 전례없이 높아진 정치·경제적 불확실성 아래 물가와 성장, 환율, 가계부채 등 정책변수 간 상충을 고려해야 한다"

"한은은 앞으로 입수되는 데이터를 바탕으로 대내외 리스크 요인의 전개 양상과 경제 흐름 변화를 면밀히 점검하면서 금리인하 속도를 유연하게 결정해 나갈 것" "앞으로 우리 경제 시스템이 정치 프로세스에 영향받지 않고 독립적이고 정상적으로 작동할 것임을 대내외에 알리는 출발점이 될 것"

자료: 한국은행, 주요 언론, 대신증권 Research Center

연내 3번 이상 분기별 금리인하 가능성 확대 차별적으로 둔화되던 한국 유동성 모멘텀 개선 기대



자료: 각국 중앙은행, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 재정정책과 함께 한국 경제와 금융시장에 부재했던 것이 유동성 모멘텀이었음
- 글로벌 주요국들의 금리인하 사이클에 유동성 모멘텀이 개선/확대되고, 중국까지도 반등세를 보였지만, 한국은 7월 이후 정체/둔화
- KOSPI 상대적 약세 시점과 맥을 같이하고 있음
- 현재 한국 정부는 재정책대와 통화정책 완화라는 투트랙으로 경기안정, 부양 의지를 피력하고 있음
- 정치적 불확실성 여파로 원/달러 환율이 금융위기 이후 최고치를 경신한 상황이라 1월 16일 금통위에서 금리인하를 장담하기 어렵지만, 정치적 리스크 완화/해소와 함께 원/달러 환율 안정시 금리인하가 빨라질 수 있을 전망
- 한국만 부재했던 재정정책과 유동성 모멘텀이 유입될 경우 KOSPI 소외현상이 완화/해소되고 저평가 매력이 부각될 것

반전 동력 7. 연기금 순매수 지속 & 외국인 수급 개선 가능성

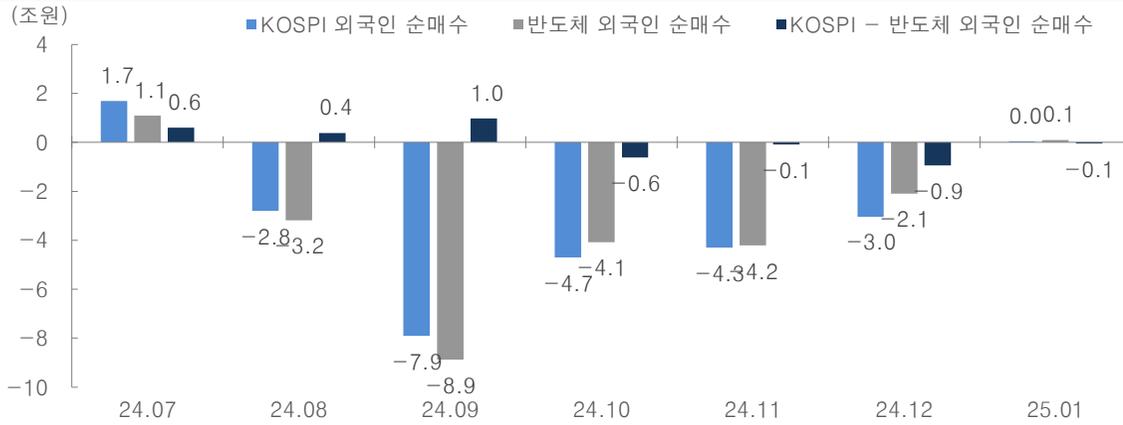
Strategist 이경민

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

텔레그램 채널 [daishinstrategy](#)

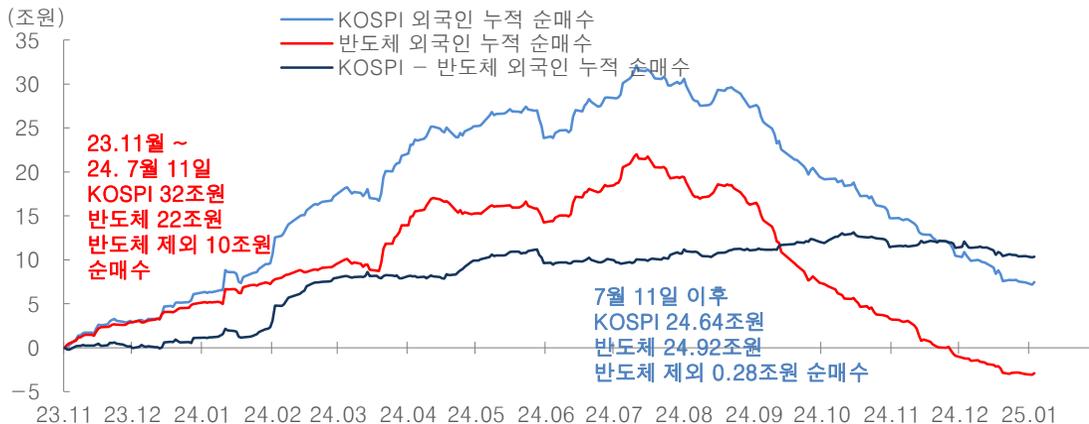
[외국인 수급] 외국인 순매도, 9월 정점 통과. 반도체를 제외할 경우 소폭 순매수 우위

외국인 5개월 연속 순매도. 매도 Climax는 9월에 통과



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

외국인 대량매도는 반도체에 집중. 반도체 제외할 경우 소폭 순매수

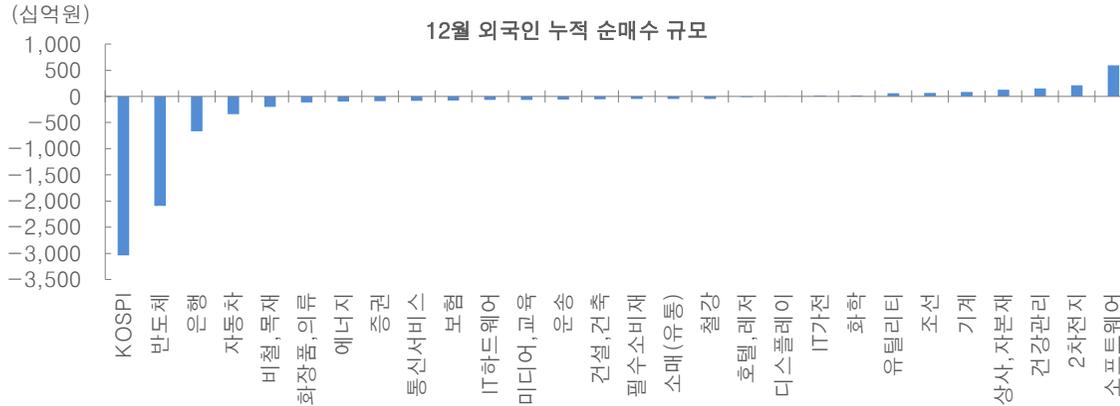


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 외국인 투자자들은 7월 12일 이후 24.64조원 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, 12월 3조원 순매도, 매도 규모 축소
- 특히, 외국인 매도는 반도체에 집중. 전체 24.64조원 순매도 중 24.92조원이 반도체 순매도 규모
- 반도체를 제외할 경우 7월 11일 이후 0.28조원 순매수 우위

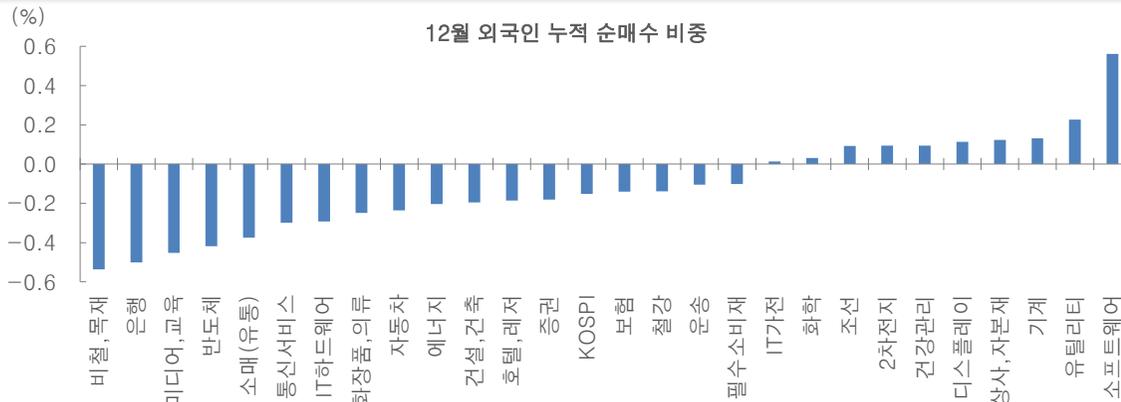
[외국인 수급] 매수 강도 상위 업종 : 소프트웨어, 상사/자본재, 유틸리티, 기계 등

외국인 여전히 반도체 매도가 강한 가운데 은행, 자동차, 비철목재, 화장품/의류, 에너지, 증권, 통신 등 순매도



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

시가총액 대비 매수 강도 상위 업종 : 소프트웨어, 유틸리티, 기계, 상사자본재 등
매도 강도 상위에는 비철/목재, 은행, 미디어/교육, 반도체, 소매(유통), 통신 등



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 외국인 투자자들의 매도는 여전히 반도체에 집중. 하지만, 12월에는 일방적인 반도체 매도에서 벗어나는 양상
- 은행, 자동차, 보험, 화장품/의류, 비철목재, 에너지, 통신 등 순매도
- 반면, 소프트웨어, 2차전지, 건강관리, 상사/자본재, 기계, 조선, 유틸리티 등은 순매수. 2차전지 순매수가 눈에 띄는 부분
- 다만, 매수 강도 측면에서는 반도체가 약함. 시가총액 대비 매도 규모 1위는 비철목재, 뒤를 이어 은행, 미디어/교육, 반도체, 소매(유통), 통신, IT하드웨어, 화장품/의류 등 상위권에 포진
- 시가총액 대비 매수 강도를 보면 소프트웨어가 압도적인 1위를 기록하는 가운데 유틸리티, 기계, 상사/자본재, 디스플레이, 건강관리, 2차전지, 조선 등이 상위권에 포진
- 순매도 강도 상위 업종에는 국내 정치적 불안과 실적 불안, 상승폭이 큰 업종들이 포진
- 순매수 강도 상위 업종에는 낙폭과대, 업황/실적 호조 업종들이 혼재된 상황

[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 이후 12월 FOMC 이후 1,470원대로 레벨업
- 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 중반대 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

[외국인 수급] 선물 매수 우위. 12월 중순 단기 매물소화 이후 매수 강화로 전환

외국인 현물 매도와는 반대로 외국인 선물은 매수 우위



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

외국인 선물 매매는 8월 16일 이후 3조원 순매수. 12월에만 1.33조원 순매수

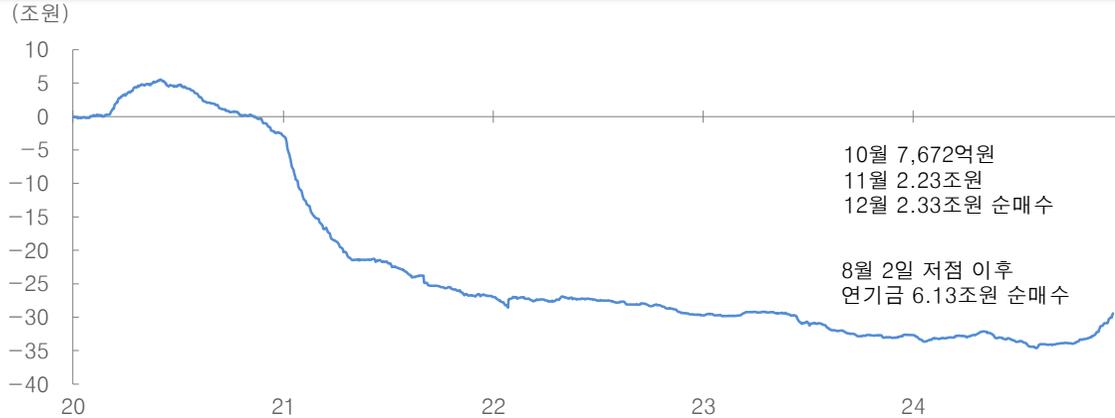


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 외국인 투자자들의 현물 순매도와 달리 외국인 선물은 매수 우위 흐름
- 외국인은 선물시장에서 7월 10일 ~ 14일까지 6.35조원의 순매도를 기록, KOSPI 지수 급락을 야기했지만, 8월 16일 이후 3.16조원 순매수 우위
- 외국인 투자자들의 시장에 대한 생각 얻을 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 1.85조원 선물 순매수
- 12월 중순 매도 우위였지만, 1월초 대규모 매수 전환하며 외국인 KOSPI 시각 변화 감지

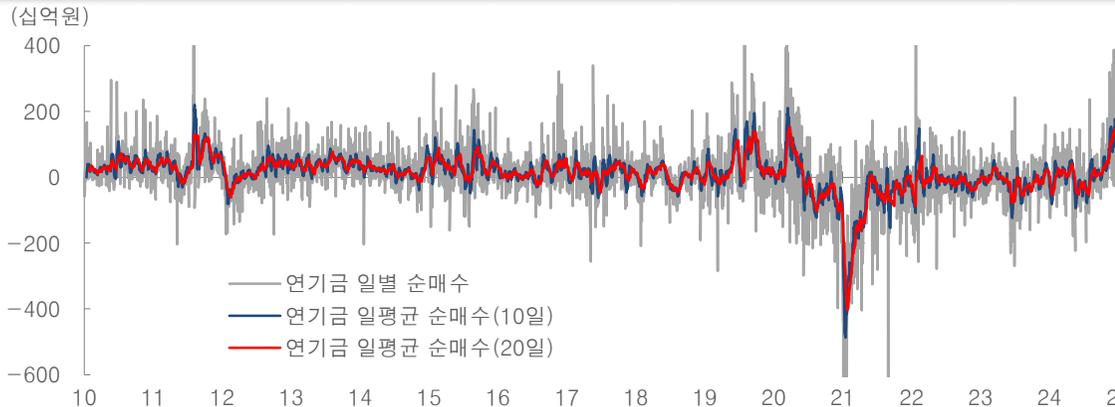
[KOSPI 연기금 순매수] 2020년 이후 가장 드라마틱한 순매수 반전. 8월 이후 6.13조원 누적 순매수 기록 중

2020년 코로나 19 직후 대량 순매수. 20년 6월 이후 40조원 순매도
2024년 8월 이후에는 6.13조원 누적 순매수 기록 중



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

연기금 순매수 강도 또한 2010년 이후 최고 수준
일평균 순매수 1,463억원(20일 기준)으로 2020년 3월 이후 최대. 고공행진 중

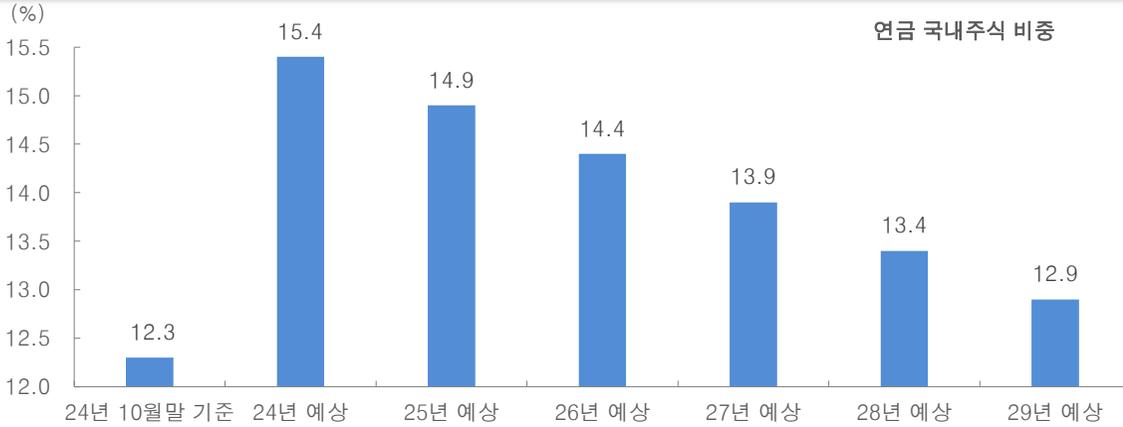


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 수급 변화의 또다른 축은 연기금
- 연기금은 8월 2일 이후 6.13조원 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

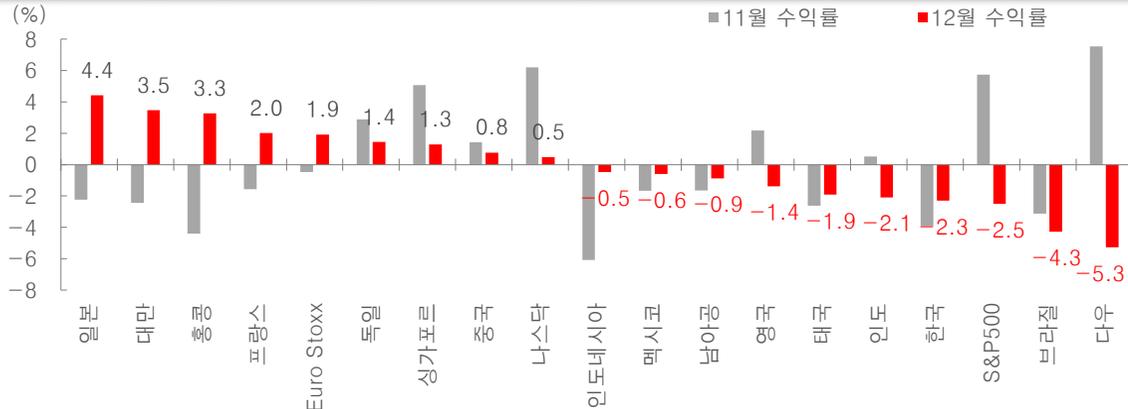
[KOSPI 연기금 순매수] 현재 국내 주식 Under Weight(2%p 전후) 중. 연말, 25년까지 매수 여력 충분

2021년 상반기 이후 3년 이상 KOSPI 상대적 부진, 24년 하반기 레벨다운 여파로 연금 포트 내 국내 주식 비중 12.3%로 레벨다운. 25년 예상치도 2%p 이상 하회



자료: 국민연금 기금운용본부, FnGuide, 대신증권 Research Center

11월, 12월 KOSPI 수익률도 저조. 국내주식 비중 더 하락했을 가능성 높아 비중 확보를 위한 매수 가능 규모 20조 이상으로 추정



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 줄어 29년에는 13%로 낮춘다는 계획
- 하지만, 24년 10월말 기준 연금 포트폴리오 내 국내 주식 비중은 12.4%에 불과. 9월말 12.7%대비 더 낮아진 상황
- 11월, 12월 2개월 연속 KOSPI는 하락. 반면, 11월 강한 상승 이후 하락 반전
- 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

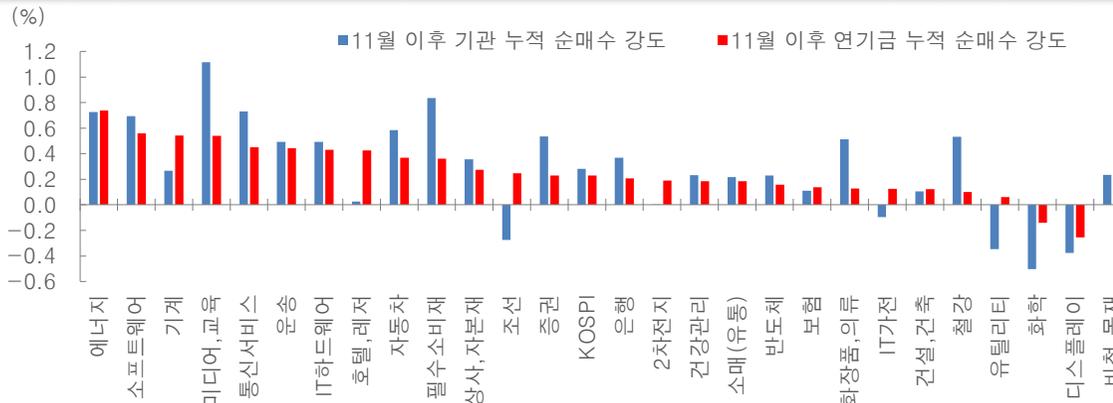
[KOSPI 기관, 연기금 매수] 매수 강도 상위 업종 : 에너지, 미디어/교육, 소프트웨어, 기계 등

기관, 연기금 11월 이후 반도체, 소프트웨어, 자동차, 2차전지, 기계, 에너지, 건강관리 등 매수. 비철/목재, 화학, 디스플레이 매도



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

시가총액 대비 매수 강도 상위 업종 : 에너지, 소프트웨어, 기계, 미디어/교육, 통신, 운송, IT하드웨어, 호텔/레저, 자동차, 필수소비재, 상사/자본재, 조선, 증권



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 연기금은 시장을 사고 있는 것으로 판단
- 11월 이후 23개 업종에서 순매수 우위. 특히, 반도체, 소프트웨어, 자동차, 2차전지, 기계, 에너지, 건강관리 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
- 시가총액 대비 매수 강도를 보면 에너지, 소프트웨어, 기계, 미디어/교육, 통신, 운송, IT하드웨어, 호텔/레저, 자동차, 필수소비재, 상사/자본재, 조선, 증권 등 상위권에 포진
- 반도체는 중하위권으로 후퇴
- 상위권 업종들에는 낙폭과대, 업황/실적 후조 업종들이 혼재된 상황

1월 효과? KOSDAQ, 중소형주에 유효.
하지만, 1월을 보면 25년을 알 수 있어

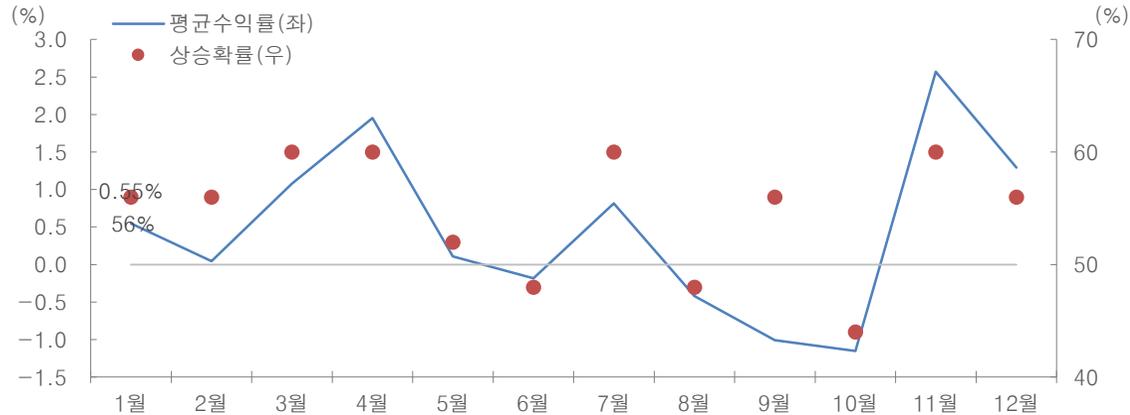
Strategist 이경민

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

텔레그램 채널 [daishinstrategy](#)

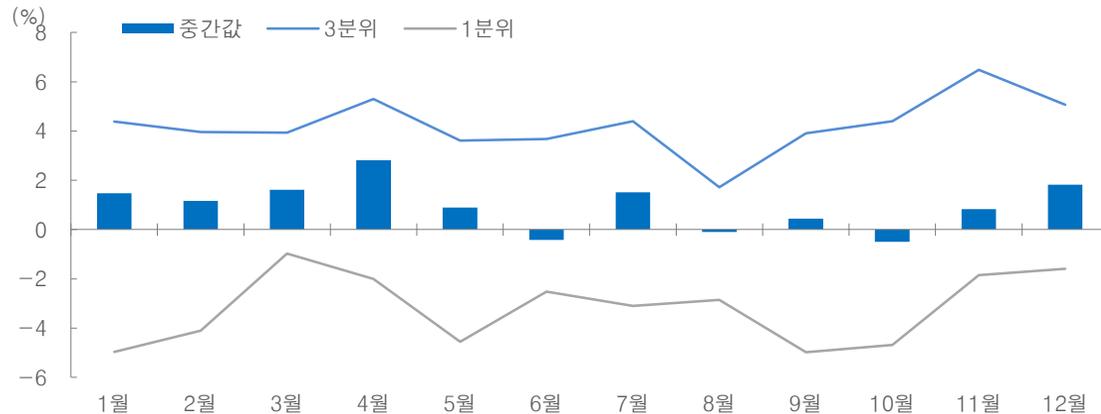
[1월 계절성] 1월 연초효과는 존재하는가?

2000년 이후 KOSPI 1월 상승확률 56%, 평균 수익률 0.55%



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

월 수익률의 중간값, 1/3분위값

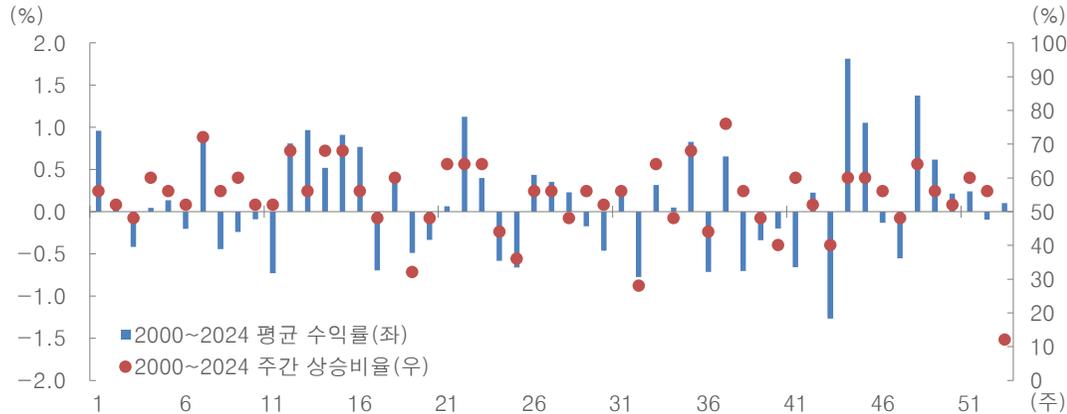


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 2000년 이후 KOSPI의 월 수익률 통계, 월별 평균 수익률 & 4분위 분석에서 특별한 통계적 의미를 찾기는 어려움
- 오히려 평균 수익률이 가장 높게 나타나는 달은 11월, 4월, 12월 순
- 상승확률 또한 12개월 중 7번째로 높은 수준, 중간 이하

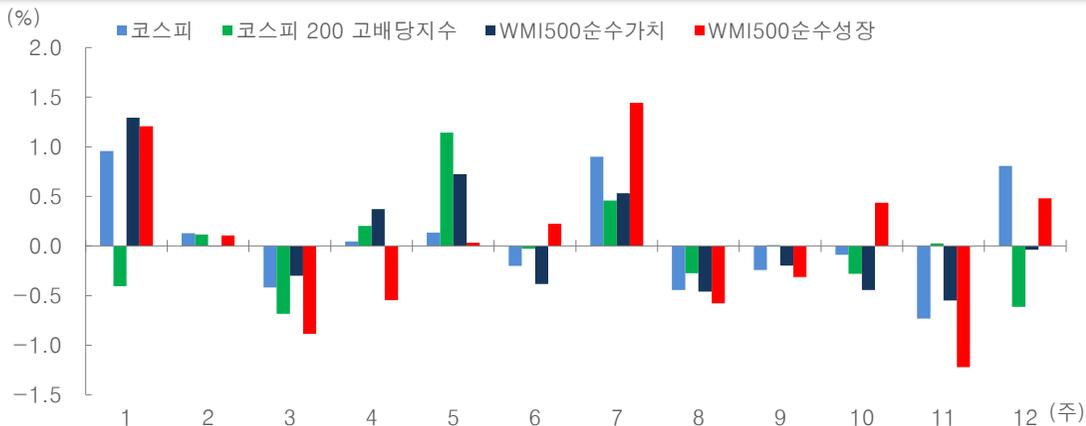
[1월 계절성] 1월의 시작인 첫 번째 주의 각인 효과

1주 상승비율 56%, 이후로도 1월 주간 상승비율 50% 상회



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

1주차에 동반 상승하는 순수가치 & 순수성장 업종

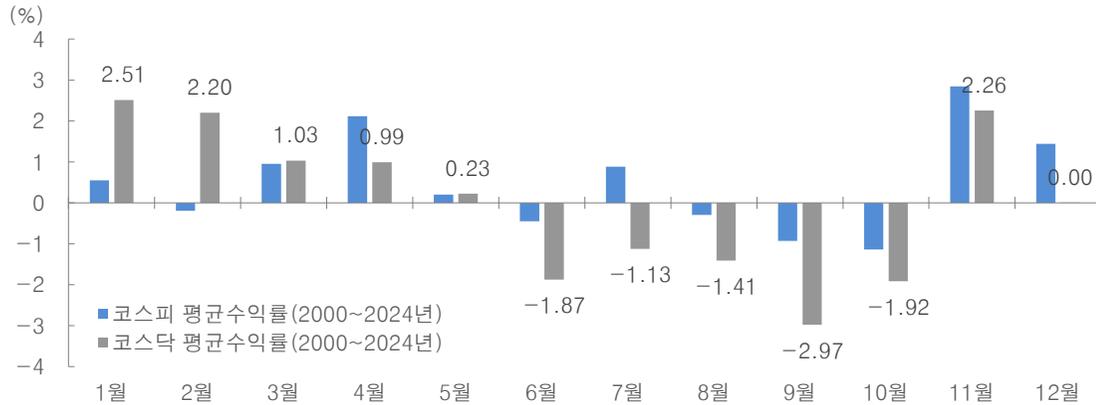


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 1월 효과는 1월 첫째주 강세의 각인효과가 크기 때문으로 생각
- 2000년 이후 1월 첫째주 평균 수익률은 1%에 근접. 52주 중 10번째로 높은 수익률. 상승확률도 50%를 상회
- 이후 수익률은 다소 떨어지지만, 상승확률은 꾸준히 50%를 상회하면서 1월 첫째주 각인효과 지속
- 한편, 1월 첫째주에는 순수가치, 성장주가 동반 강세를 보이는 특징이 있음. 연말 부진에서 벗어나 가격메리트에 근거한 강한 반등세로 판단
- 다만, 4분기 실적시즌에 돌입하면서 약세반전. 하지만, 4분기 실적시즌은 매년 쇼크였다는 점에서 실적 불안에 따른 등락은 단기에 그치며 2월까지 상대적 강한 흐름 전개

[1월 계절성] 코스닥 & 소형주에서 나타나는 1월효과

코스닥 1월 평균수익률 2.51%로 아웃퍼폼



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

코스피 안에서도 1~4월 소형주가 대형주 대비 아웃퍼폼

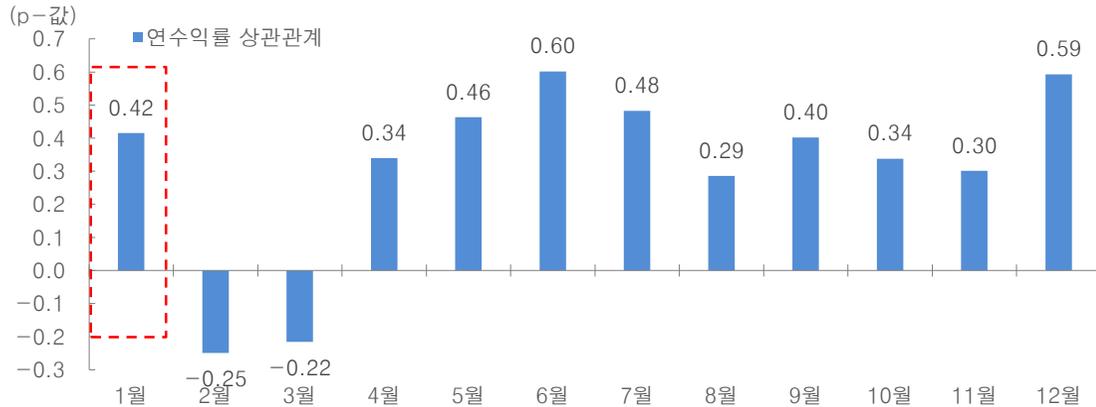


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 1월 효과는 KOSDAQ과 소형주에서 관찰됨. 2000년 이후 1월 KOSDAQ 수익률은 2.51%로 연중 가장 높은 수익률을 기록
- 코스피 안에서도 소형주가 연말 대비 연초에 아웃퍼폼 하는 모습을 보임
- 이는 국내 개인투자자 중 대주주 요건 충족, 양도소득세 회피를 위한 매물이 12월에 출회되고, 연초에 다시 순매수 전환하는 수요로 인해 형성
- 코스피 1%, 코스닥 2% 이상 지분을 보유할 경우 주식 양도소득세 대주주 요건 적용. 시가총액이 작은 종목의 경우 적은 금액으로도 대주주 요건에 해당되는 경우가 발생하기 때문

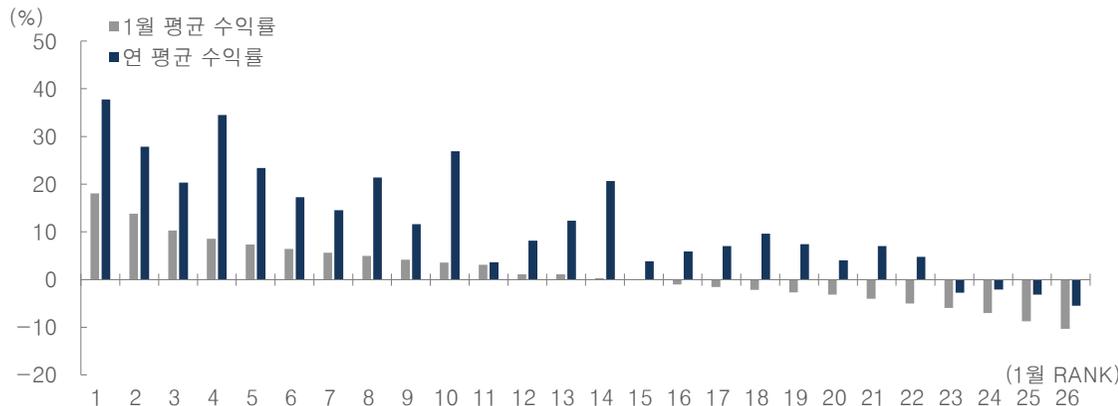
[1월 계절성] 1월 수익률이 연 수익률을 결정

1월 수익률은 2, 3월 대비 연 수익률과 상관관계가 높음



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

특히, 1월에 Outperform한 종목은 연 수익률에서도 Outperform



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- KOSPI 1월 수익률은 연 수익률과 0.42의 상관관계를 가짐
- 이는 상반기와 하반기의 마감인 6월, 12월 대비 높지 않은 수치이지만, 2~4분기의 상관관계가 비교적 일정한 반면 1분기에서는 2, 3월 대비 높은 상관관계
- 이는 연간 수익률 산정이 시작되는 1월에 거래가 활발히 일어나는 것과, 포트폴리오 전략이 설정되는 시기이기 때문일 것
- 특히, 1월 상승률이 높았던 업종은 연간 수익률에서도 아웃퍼폼하는 경향이 강하게 나타나며, 업종 순위별 1월 수익률과 연 수익률의 상관관계는 무려 0.89에 달함
- 즉, 1월 포트폴리오 전략 구성이 1년의 농사를 결정할 가능성이 높음

2025년 상반기 중 KOSPI Target 3,000p 유지

Strategist 이경민

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

텔레그램 채널 [daishinstrategy](#)

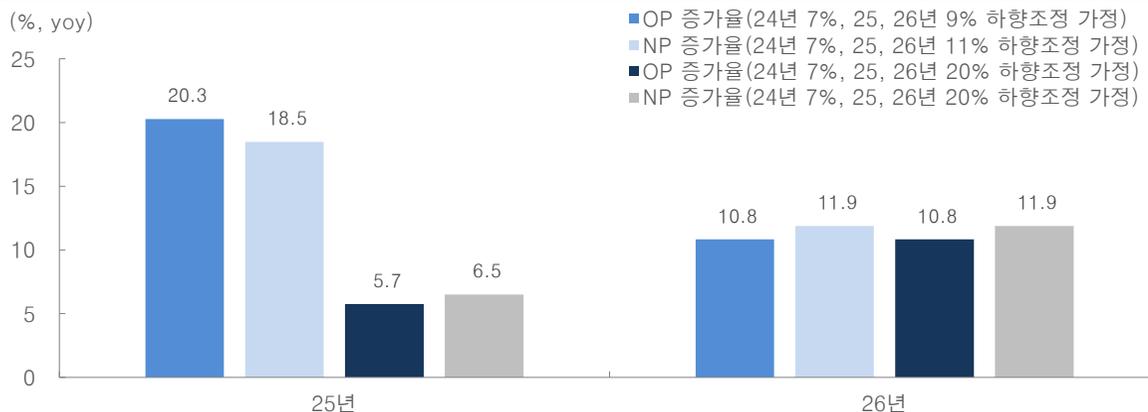
[KOSPI 전망] 25년, 26년 이익 증가 유효. 선행 EPS 상승 지속

12개월 선행 EPS 상승세 지속. 24년말 304.3p, 25년 상반기 314.5p 도달 가능



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

연간 이익 전망 레벨다운되더라도 26년까지 이익 증가세 유효



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

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

- 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 이익전망 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

[KOSPI 전망] 25년 연간 Range: 2,380 ~ 3,050p

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

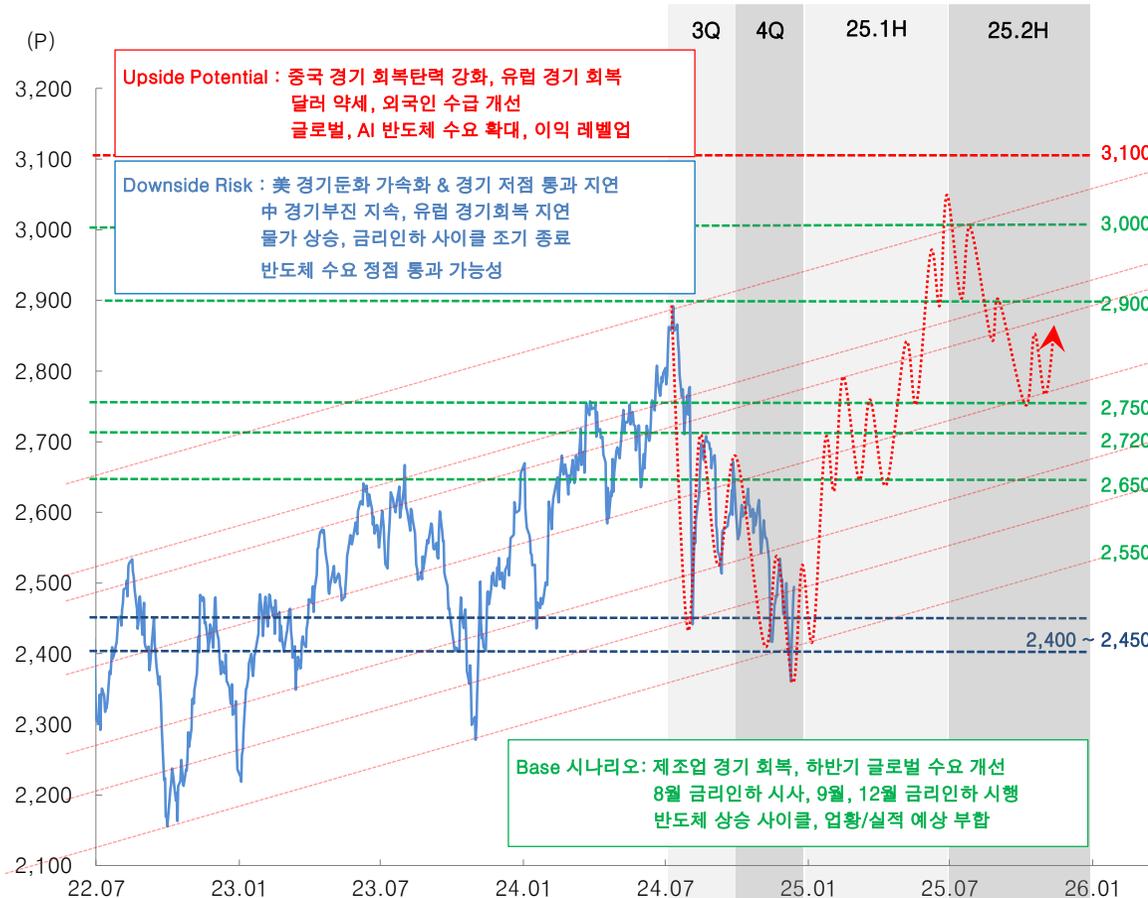
EPS 조정 수준 (%)	12개월 선행 EPS	12개월 선행 PER						
		24년 저점 8.04X	22년 저점 8.5X	24년 2H 평균 8.86X	01년 이후 평균 9.5X	10년 이후 평균 10x	21년 6월 이후 평균 10.5X	24년 3월 고점 11.1X
20	355	2,853	3,017	3,144	3,371	3,549	3,726	3,939
15	340	2,734	2,891	3,013	3,231	3,401	3,571	3,775
10 (25. 3Q 예상 고점)	325	2,616	2,765	2,882	3,091	3,253	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

- PER 8.04배(24년 8월 5일 저점) ~ 9.5 배(2001년 이후 평균)
- 상단 3,050p : 12개월 선행 EPS 319.5 X KOSPI PER 9.5배 반영
* 선행 EPS 325 = 25년, 26년 순이익 컨센서스를 반영한 25. 2Q, 3Q 고점 평균
23년 3월 이후 상승추세에서 분기별 30 ~ 80% 하향조정
** PER 9.5배 : 2001년 이후 평균
- 하단 2,400p: 12개월 선행 EPS 현재 (296p) X 24년 8월 5일 저점 PER 8.04 배 적용
- 글로벌 금리인하사이클 + 견고한 미국 경기 + Non-US 경기회복 + 달러 약세 = 상승추세 강화 전망
- KOSPI 반도체를 필두로 한 IT와 조선, 기계, 2차전지, 제약/바이오 등 이익 개선에 근거한 실적 레벨업

[KOSPI 전망] 3,000선 돌파 이후 상승 탄력 둔화

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



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 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 상승압력을 자극할 수 있음

[투자환경] 경기 모멘텀 + 금리인하의 명과 암

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 점점 통과. 달러화 상회하고
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 감안시 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	건조한 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 점점 통과 미진한 수요 회복으로 반도체 사이클 반등 폭 제한, 하락 반전	건조한 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 점점 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 상당부분 선반영. 현재 상황 유지시 중립 변수. 상황 악화시 증시 영향력 제한적. 상회 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, Chips 법 수정 및 폐기 가시화	트럼프 정책에 대한 기대와 경계 혼재 상반기 노이즈, 하반기 불확실성 변수 내각 구성 이후 정책 가시성 높아질 것

자료: 대신증권 Research Center

- 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 건조함에도 금리인하를 단행한다 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

[투자전략] 타이밍이 중요. 승부수는 상반기에 보자

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

1Q (상승)

- 24년 11월 상승 반전, 상승추세 재개
- 미국 금리인하 사이클 지속, 완만한 경기 둔화 + 중국, 유럽 등 Non-US 경기회복 가시화
- 한국 반도체 모멘텀 회복
- 트럼프 취임 이후 정책 우선 순위, 행정명령 시행 경계
- 2,500p 이하에서 비중확대. 3,000선 이상에서 단기 변동성 경계

2Q (고점 통과)

- 1분기 상승 동력 유효
- 미국 경기 저점통과 시 오버슈팅 가능성
- 물가 반등 여부, 레벨 체크
- 물가 상승률 상승 반전시 금리인하 사이클 조기 종료 우려에 변동성 확대 가능
- 트럼프 내각 구성 완료, 정책 우선 순위 체크
- 트럼프 리스크 유입 가능
- Holding & 단기 트레이드

3Q (하락 반전)

- 물가 반등, 레벨에 따라 금리인하 사이클 조기 종료 경계심리 확대
- 채권금리, 달러화 항배 주목
- 금리 동결 결정시 하락 압력 확대 불가피
- 트럼프 정책 시행 과정에서 이해 득실 체크
- 외국인 순매도 전환, 금리 반등으로 성장주 약세 우려
- 3,000선 상회시 비중 축소

4Q (변동성 확대)

- 물가 반등, 레벨에 따라 금리 동결 국면 전개, 금리 인상 우려 확대
- 채권금리, 달러화 변동/레벨업
- 물가, 통화정책 불확실성에 트럼프 정책 시행, 트럼프 발 리스크 본격 반영
- 중국, 유럽 경기 정점 통과 우려, 26년 실적 불안심리 확대
- 반등시 비중 축소



수출주(반도체, 조선, 기계)와 구조적 성장주(2차전지, 인터넷, 제약/바이오)

차익실현, 배당주, 방어주 등 포트폴리오 안정성 강화

- 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 넘어 3,200선을 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%, SK 하이닉스만 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

[Top Picks 10] 25년 상반기 주목할 네 가지 Theme

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

- **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

투자전략:

실적대비 저평가된 낙폭과대 트레이딩 전략.
자동차, 은행, 보험, 유통, 호텔/레저, 유틸리티

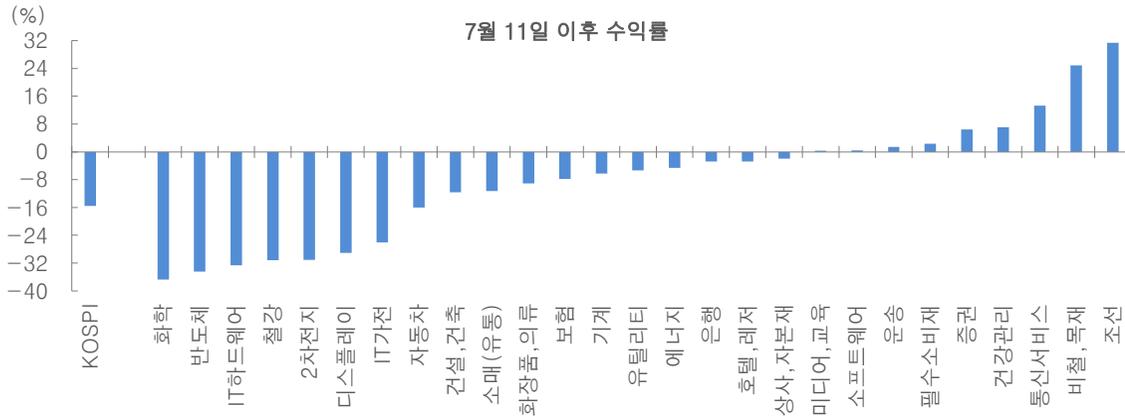
Strategist 이경민

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

텔레그램 채널 daishinstrategy

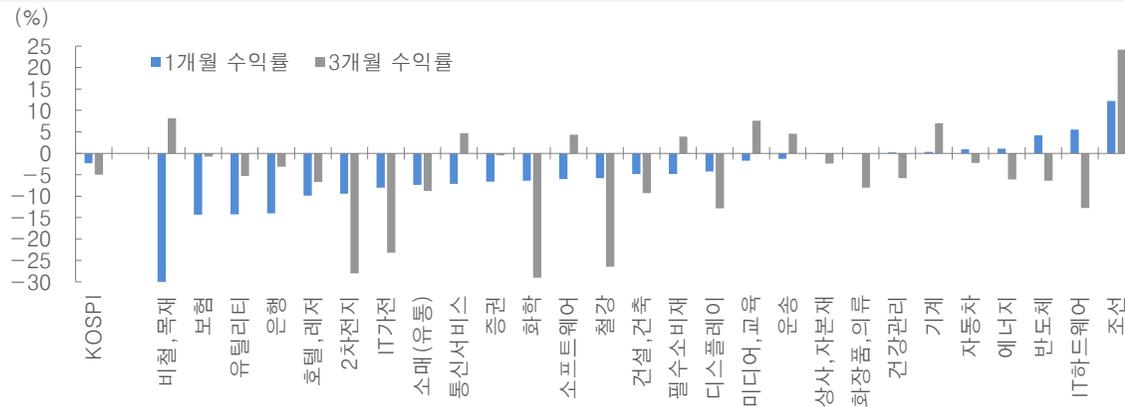
[낙폭과대] 24년 고점대비 낙폭과대 업종들의 반등 시도. 반도체, IT하드웨어, 자동차 등 수출주

24년 고점 7월 11일 이후 업종별 수익률 : 조선, 비철/목재, 통신 차별적 강세
화학, 반도체, 2차전지, 디스플레이, 자동차 등 수출주 중심 약세



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

1개월 수익률 : 조선 강세 지속. IT하드웨어, 반도체, 에너지, 자동차 반전
비철목재 급락 반전. 보험, 유틸리티, 은행, 호텔레저, 2차전지 등 약세 지속



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 통상적으로 장기 약세 국면에서 벗어나는 초기 국면에서는 낙폭과대주들의 반등세 뚜렷
- 물론, 25년 2거래일 밖에 지나지 않았지만, 최근 1개월 흐름을 보면 반전의 조짐 감지
- 24년 고점이었던 7월 11일 이후 업종별 수익률을 보면 조선, 비철/목재, 통신, 건강관리, 증권, 필수소비재, 운송 등이 차별적 강세를 보인데 반해, 화학, 반도체, 2차전지, 디스플레이, 자동차 등 IT, 수출주 중심으로 약세 전개
- 하지만, 최근 1개월 수익률을 보면 조선 업종의 강세는 지속되는 가운데 IT하드웨어, 반도체, 에너지, 자동차 업종의 반전 가시화. 반면, 차별적 강세를 보였던 비철/목재, 통신 업종은 하락 반전
- 보험, 유틸리티, 은행, 호텔/레저, 2차전지, 소매(유통), 증권, 화학 등 약세를 이어가는 업종이 더 많지만, 반등 초기 국면임을 감안할 때 이들 업종에 대한 관심을 더 높여가야 할 때라고 판단

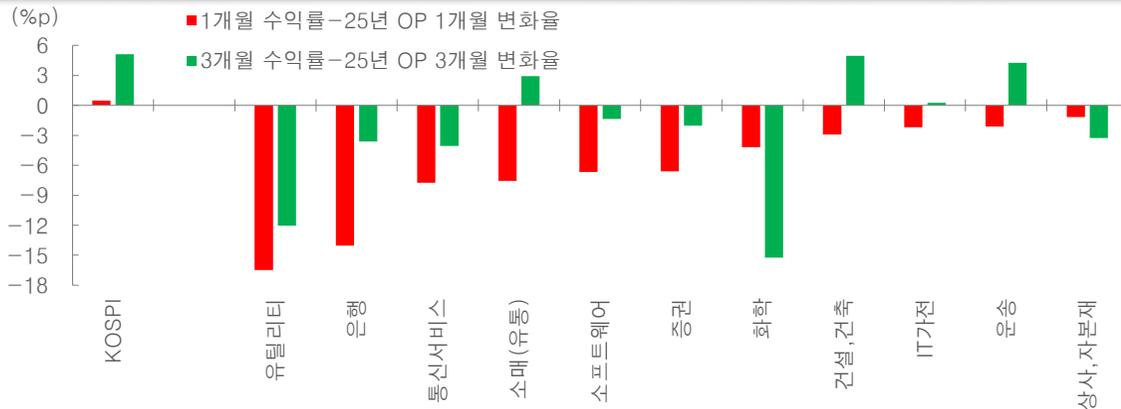
[실적대비 저평가] 유틸리티, 은행, 소매(유통), 소프트웨어, 증권, 건설 등

24년 4Q 영업이익 전망 변화율 대비 저평가 : 비철목재, 유틸리티, 보험, 은행, 소매(유통), 호텔/레저, 소프트웨어 등



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

25년 연간 영업이익 전망 변화율 대비 저평가 : 유틸리티, 은행, 통신, 소매(유통), 소프트웨어, 증권, 화학, 건설, IT가전 등

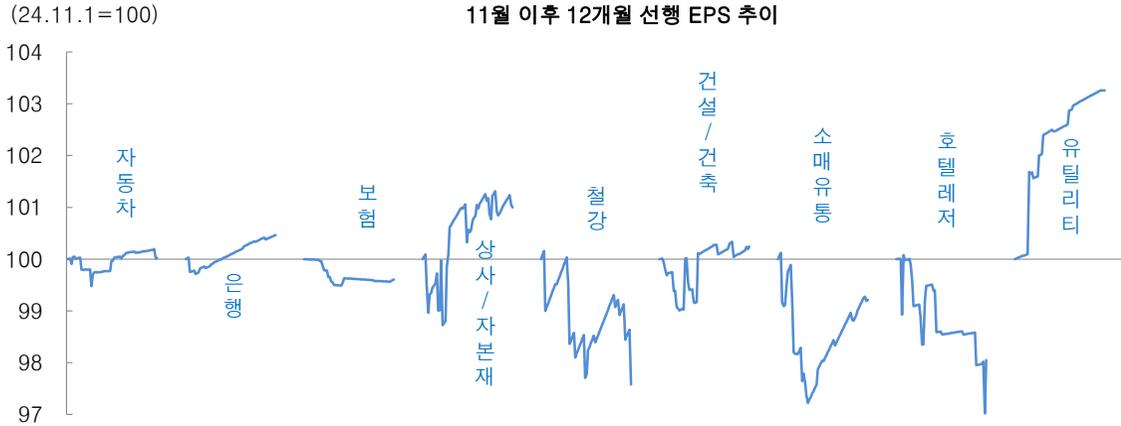


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 한편, 24년 하반기 KOSPI 레벨다운 이유 중 실적 변수가 자리. 그만큼 실적 전망 변화에 민감한 상황
- 특히, 25년 1월에는 24년 4분기 실적 시즌 돌입으로 실적대비 주가 수준에 따라 등락이 크게 엇갈릴 수 있음
- 이에 따라 24년 4분기, 25년 영업이익 변화율 대비 주가 변화율 체크
- 그 결과 24년 4Q 영업이익 전망 변화율 대비 저평가 업종에는 비철목재, 유틸리티, 보험, 은행, 소매(유통), 호텔/레저, 소프트웨어 등이 있음
- 25년 연간 영업이익 전망 변화율 대비 저평가 업종은 유틸리티, 은행, 통신, 소매(유통), 소프트웨어, 증권, 화학, 건설, IT가전 등
- 두 가지 항목 모두 저평가 업종으로 유틸리티, 은행, 소매(유통), 소프트웨어, 증권, 건설 등이 있음
- 반도체, 자동차는 4분기 프리어닝 시즌을 앞두고 4분기 실적 전망 하향조정 재개, 레벨다운 영향으로 실적대비 저평가 영역에서 벗어남

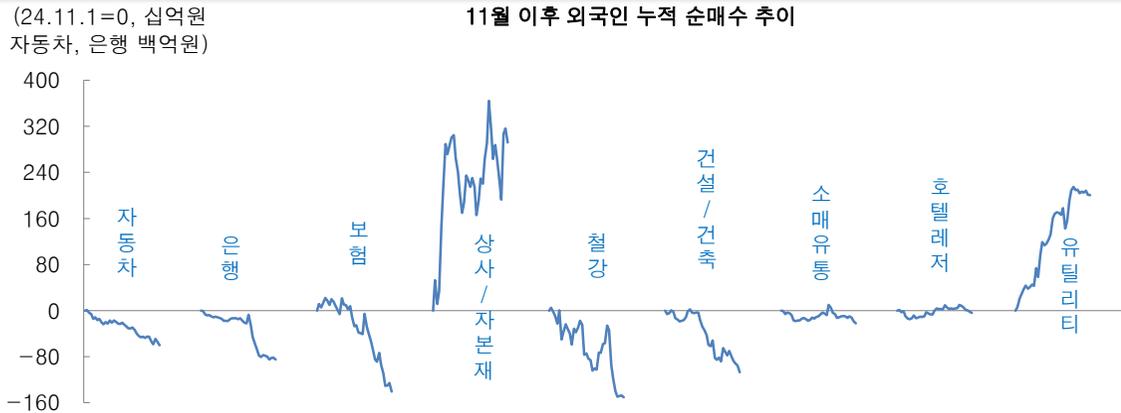
[저평가 & 낙폭과대] 자동차, 은행, 보험, 상사/자본재, 철강, 건설, 소매(유통), 호텔/레저, 유틸리티

실적 전망 상향 : 은행, 건설, 소매(유통), 유틸리티
정체/하향조정 : 자동차, 보험, 상사/자본재, 철강, 호텔/레저



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

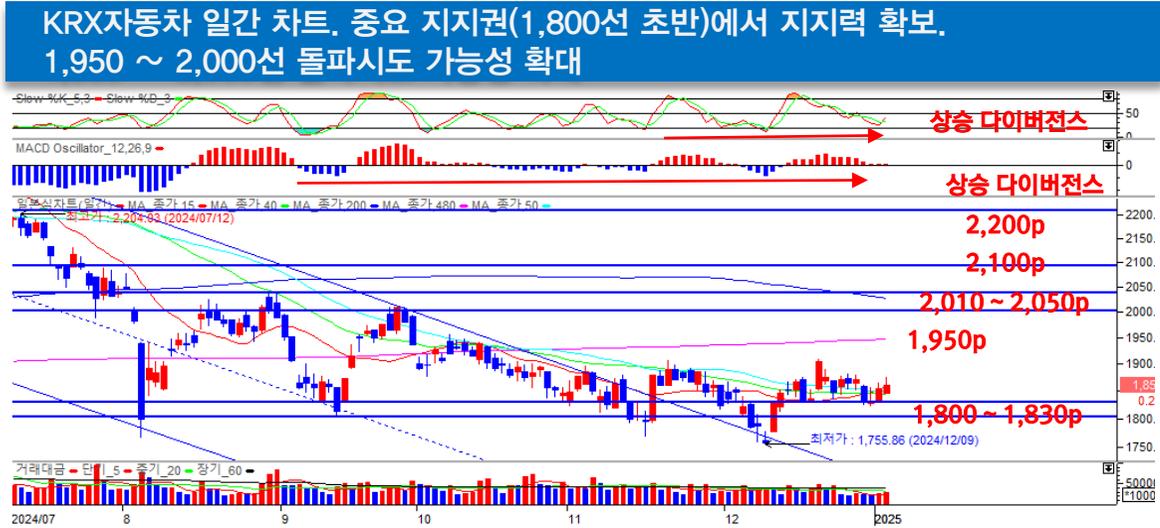
자동차, 보험, 철강, 건설, 소매(유통), 호텔/레저는 외국인 매도 지속
은행, 철강 매도 강도 완화, 상사/자본재, 유틸리티는 매도 전환 가능성



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

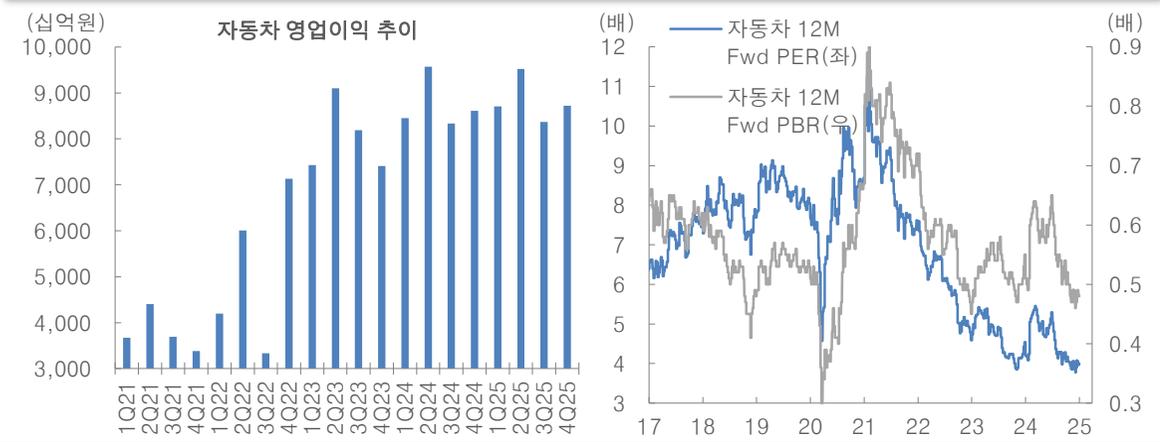
- 실적대비 저평가 업종이자 낙폭과대 업종에는 자동차, 은행, 보험, 상사/자본재, 철강, 건설, 소매(유통), 호텔/레저, 유틸리티 업종이 있음
- 이들 중 12개월 선행 EPS가 상승 중인 업종은 은행, 건설, 소매(유통), 유틸리티
- 이들 업종 중 은행 업종에서만 매도 강도가 잦아들고 있고, 건설, 소매(유통)에서 매도는 지속되고 유틸리티는 매도 전환 조짐
- 국내 정치적 리스크 영향으로 판단. 리스크 완화시 강한 반등 전개 가능
- 반면, 자동차는 실적 전망이 꺾이면서 외국인 매도가 재개될 조짐
- 실적 전망이 하향조정 중인 업종에는 외국인 매도 지속
- 실적 전망치 항배보다는 정치적 리스크가 외국인 매수/매도에 영향을 주는 만큼 실적 대비 저평가 업종에 관심이 필요할 시점

[자동차] 1,800선 지지력 확보. 1,950 ~ 2,000선 돌파시도 예상



자료: 대신증권 Research Center

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

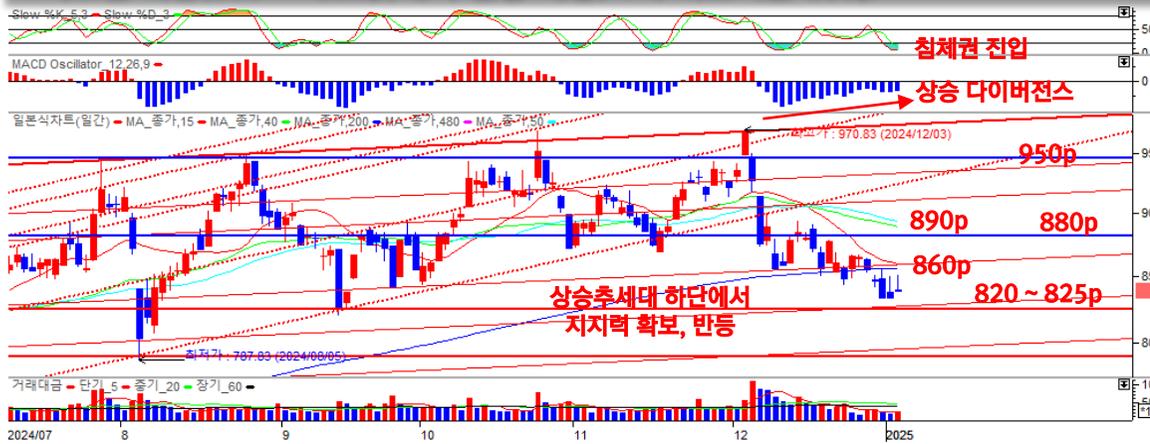


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 자동차는 미국 경기침체 쇼크에 이어 트럼프 리스크를 선반영하면서 1,800선에서 지지력 확보. 단기 Undershooting 국면을 지나 박스권 회귀
- 이번에도 1,800선 전후에서 단기 UnderShooting 이후 급반등. 단기 과열해소, 매출소화 국면이 진행 중이지만, 이보전진을 위한 일보후퇴로 판단
- 24년말, 25년초에도 1,830선 전후에서 지지력을 확보하면서 분위기 반전을 이어나가고 있음
- 다음 목표치는 1,950선 전후. 40일 이동평균선이자 올해 10월 고점 수준. 이후 2,010 ~ 2,050선 돌파 시도도 가능할 전망
- 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

[은행/보험] 박스권 하단에서 기술적 반등을 모색 중인 은행과 보험

**KRX 은행 일간 차트. 단기 과열 해소, 매물소화 국면 마무리
박스권 하단(820 ~ 825p)에서 반등 예상. 1차 목표치는 880p**



자료: 대신증권 Research Center

**KRX 보험 지수 일간차트. 박스권 하단(1,850 ~ 1,885p)에서 반등 가능
기술적 지표 상승 다이버전스 진행됨에 따라 1차 목표치는 2,000선**

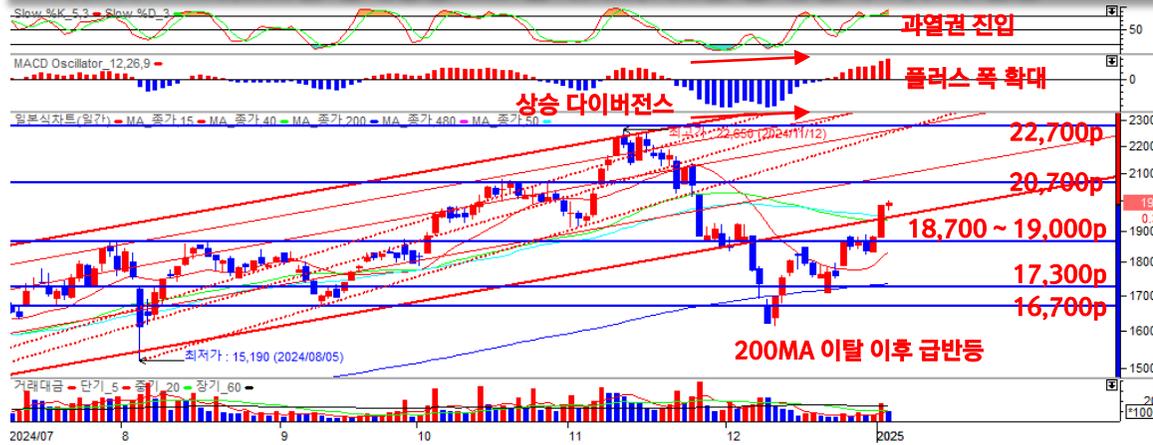


자료: 대신증권 Research Center

- 은행과 보험 업종은 모두 레벨업 이후 박스권 등락 반복. 다만, 상승추세대 상단, 전고점 수준에서는 단기 과열 해소, 매물 소화 과정 반복
- 은행은 전고점 수준이자 상승추세대 상단인 950p에서 하락 반전. 보험은 2,150선에서 하락 반전
- 현재 은행 업종은 박스권 하단인 830선 전후에서 지지력 테스트 중. 820선까지 추가 하락 가능성있지만, 동 지수대에서는 변동성을 활용한 비중확대 전략 유지
- 보험도 박스권 하단인 1,880선에서 지지력 테스트 중. 동 지수대에서 비중확대 전략 유효
- 보험 업종의 경우 1,920선 회복시 1차 1,950선, 2차 2,100선 돌파시도 가능할 전망

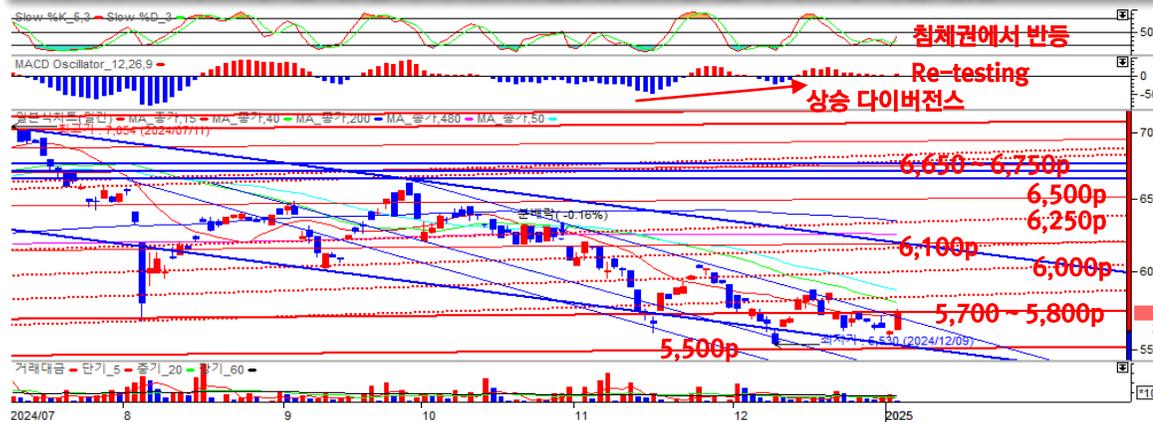
[방산/지주사] 방산은 20,700선 돌파/안착 여부 확인. 그룹주는 단기 UnderShooting 이후 반등 반복

PLUS K방산 일간차트. 200일 이동평균선 지지력 확인.
18,700 ~ 19,000선 장대양봉으로 돌파. 20,700선 돌파/안착 여부가 관건



자료: 대신증권 Research Center

RISE 5대 그룹주 일간 차트. UnderShooting 이후 5,500 ~ 5,600선 지지력 확보.
5,700 ~ 5,800p 돌파/안착시 6,000선, 6,100선 돌파시도에 나설 전망



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 지지선 이었던 16,700 ~ 17,300선을 하향이탈 이후 급반등
- 18,700 ~ 19,000선을 장대양봉으로 넘어선 것은 물론, 40일, 50일 이동평균선 까지 상회
- 중요 변곡점인 20,700선 돌파/안착 여부가 관건. 안착 성공시 22,700선까지 추가 레벨업 가능. 실패시 19,000선 지지력 확보 여부 체크
- 지주사, 그룹주는 하반기 들어 급락 이후 분위기 반전에 실패, 6,000선은 물론, 기존 상승추세대, 박스권 하단인 5,700 ~ 5,800선을 재차 하향이탈함에 따라 단기 UnderShooting 이후 기술적 반등 시도 중
- 5,700 ~ 5,800선 돌파/안착시 6,000선, 6,100선 돌파에 나설 것으로 예상

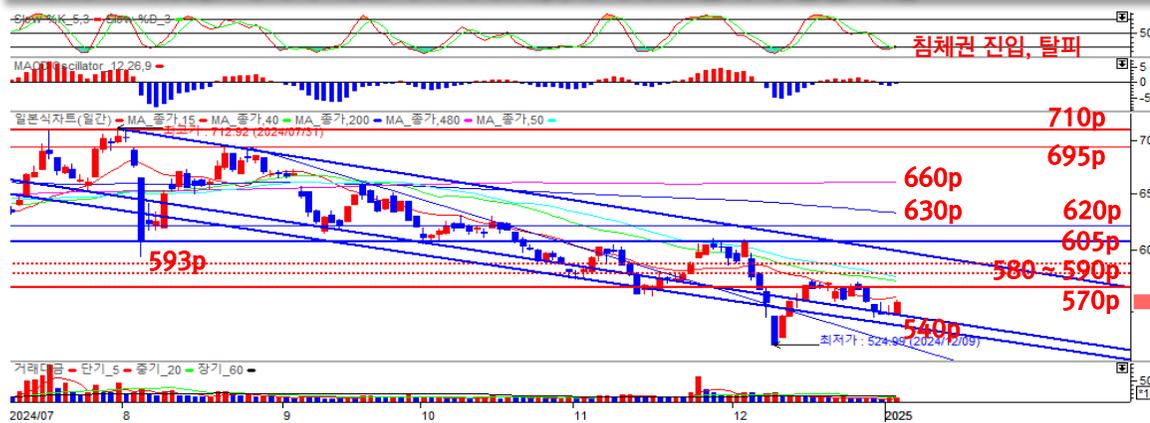
[소매(유통)/건설] 유통은 320선 지지력 확보, 반등 국면. 건설은 UnderShooting 극복 중, 570선 회복 가능

유통업 일간 차트. 상승추세대 하향이탈, 단기 UnderShooting 이후 급반등. 320선 지지력 확보 이후 330 ~ 335p 돌파 시도에 나설 수 있어



자료: 대신증권 Research Center

KRX 건설 지수 일간차트. 단기 UnderShooting 이후 급반등 540 ~ 550p 지지력 확보시 1차 570p, 2차 590선까지 반등 가능



자료: 대신증권 Research Center

- 유통업종은 실적 전망 상향조정에도 불구하고 국내 정치 리스크 여파로 저점권에서 등락 반복
- 상승 다이버전스로 반등시도는 가능할 전망. 320선 지지력 확보, 335p, 340p 저항대 돌파/안착 여부가 관건
- 하락추세가 견고한 만큼 단기 트레이딩에 집중하고, 반등시 비중 축소 필요
- 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/안착에 실패한 이후 하락 반전. 540p 전후에서 지지력 확보 시 기술적 반등은 가능할 것
- 단기 트레이딩은 가능하지만, 추세 반전까지는 상당한 시간이 필요할 것

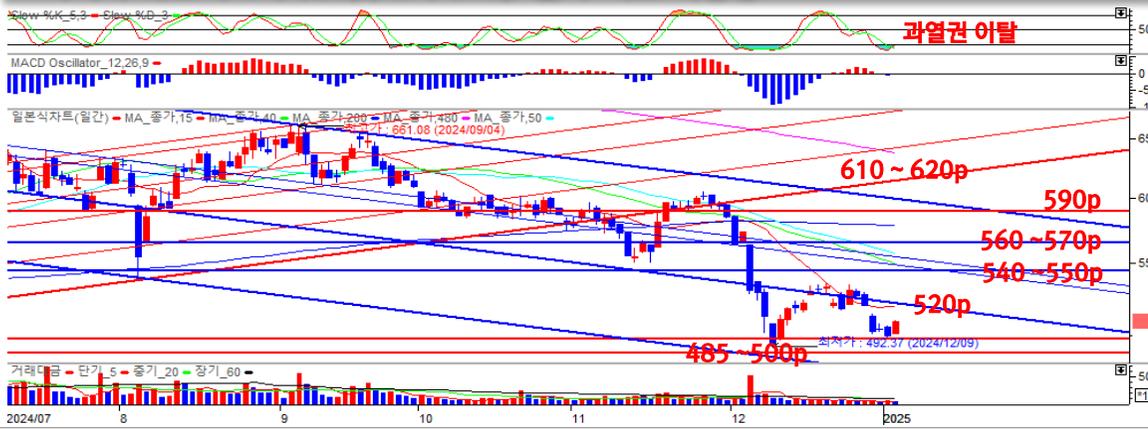
[여행레저/유틸리티] 박스권 하단에서 상승 다이버전스 진행 중인 보험. 유틸리티 하락추세 진행 중

Tiger 여행레저 일간 차트. UnderShooting 이후 급반등, 2,970선 회복 여부 관건. 상승 다이버전스 진행으로 3,000선 돌파시도는 가능할 전망



자료: 대신증권 Research Center

KRX 유틸리티 일간차트. 다시 485 ~ 500p 지지력 테스트... 지지력 확보시 1차 520p, 2차 540p 돌파 시도 가능성



자료: 대신증권 Research Center

- 여행레저는 중기 하락추세 진행 중. 매번 하락추세대 상단 돌파시도에 나서지만 번번히 실패, 박스권 등락 반복
- 박스권 하단(2,860p) 하향이탈하는 UnderShooting 이후 급반등, 2,970선에 바짝 다가섬. 동 지수대 돌파/안착에 성공할 경우 3,000선, 3,080p 돌파시도에 나설 것으로 예상
- 박스권 하단에 위치해있는 만큼 단기 트레이딩은 가능하지만, 불안정한 등락 반복
- 유틸리티는 중기 수렴패턴의 하단 이탈. 기존 수렴패턴으로 재진입 시도가 있었지만, 안착 실패 이후 급락 반전. 500선 마저 하향이탈
- 반등시도에 나섰지만, 520 ~ 530선 돌파/안착에 실패함에 따라 다시 500선 전후에서 지지력 테스트 중
- 단기 급락에 따른 반등은 가능하겠지만, 1차적으로는 520p, 2차적으로는 540 ~ 550p 등 다수의 저항대를 넘어야 하는 속제가 산적
- 반등시 비중 축소가 당분간 유효

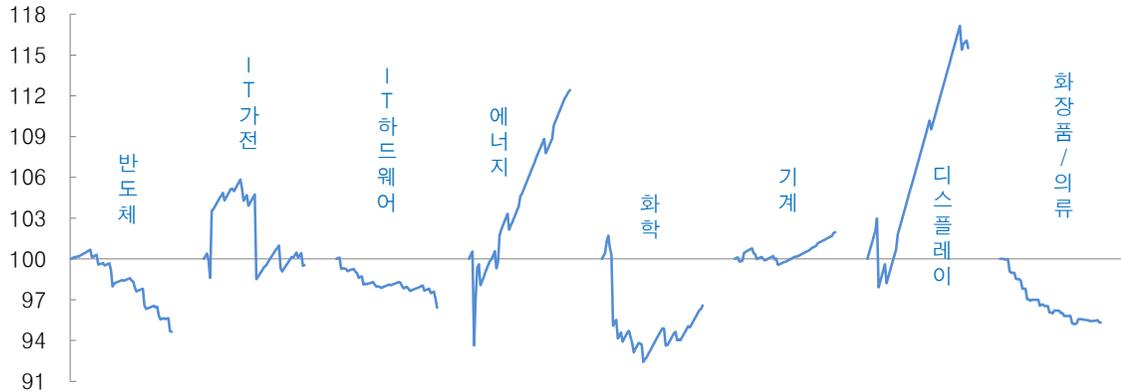
[저평가 or 낙폭과대] 반도체, IT가전, IT하드웨어, 에너지, 화학, 기계, 디스플레이, 화장품/의류

실적 전망 상향 : 에너지, 화학, 기계

정체/하향조정 : 반도체, IT가전, IT하드웨어, 디스플레이, 화장품/의류

(24.11.1=100)

11월 이후 12개월 선행 EPS 추이



- 실적대비 저평가 업종이거나 낙폭과대 업종은 반도체, IT가전, IT하드웨어, 에너지, 화학, 기계, 디스플레이, 화장품/의류

- 이들 중 12개월 선행 EPS가 상승하는 업종에는 에너지, 화학, 기계, 에너지 업종으로 외국인 매도는 지속되고 있지만, 화학 업종에서는 매도 진정

- 기계 업종은 실적 전망 상향조정에도 불구하고 외국인 매도 전환

- 반도체 업종 실적 전망 추가적인 레벨다운으로 외국인 매도 다시 강해지는 양상

- 이들 업종 대부분이 가격 메리트는 높지만, 실적 전망이 큰 폭으로 하향조정되면서 실적 대비 저평가 영역에서 벗어남

- 즉, 실적 우려가 진정되는 시점에 가격/밸류에이션 매력이 부각될 수 있다는 의미

- 4분기 실적 시즌을 통해 실적 불안심리가 진정되거나 기대심리로 전환되는지 여부 체크

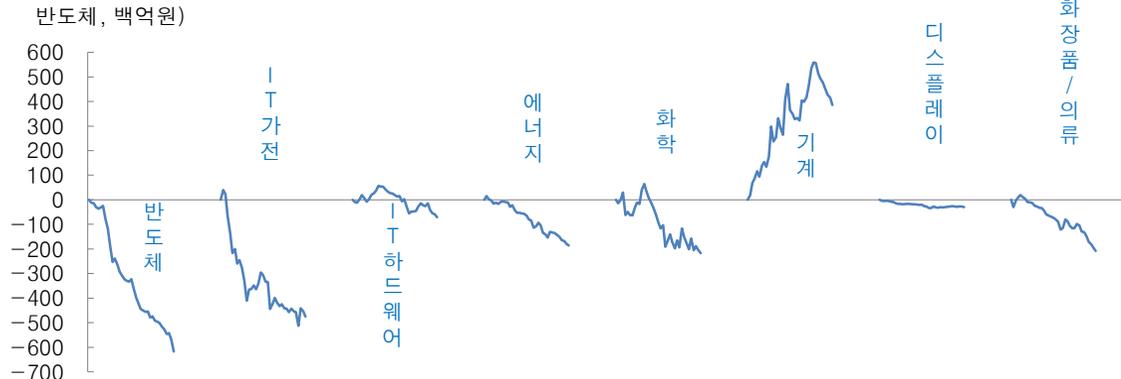
- 이 경우 외국인 투자자들의 순매수도 강하게 유입될 것으로 예상

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

반도체로 외국인 매도 강화 재개 & 기계 업종 매도 전환. IT가전, 화학 매도 진정
IT하드웨어, 에너지, 디스플레이, 화장품/의류 외국인 매도 지속

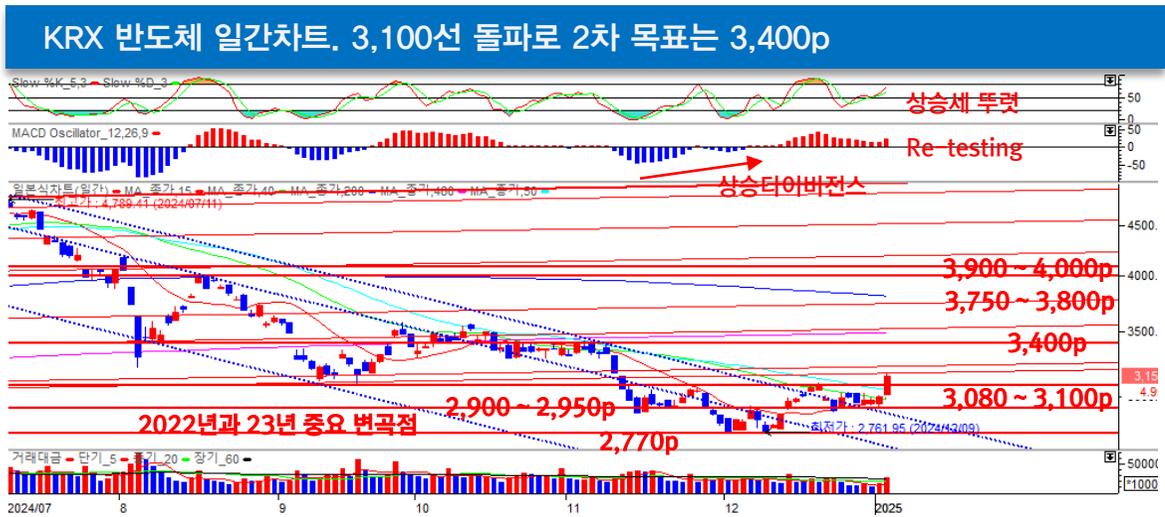
(24.11.1=0, 십억원
반도체, 백억원)

11월 이후 외국인 누적 순매수 추이



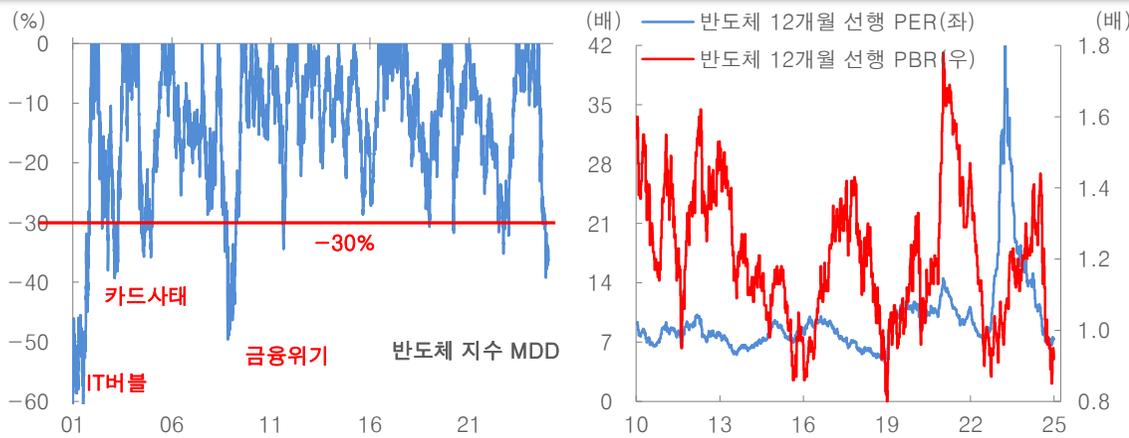
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[반도체] 3,100선 돌파. 안착시 3,400p까지 반등세 지속해 나갈 전망



자료: 대신증권 Research Center

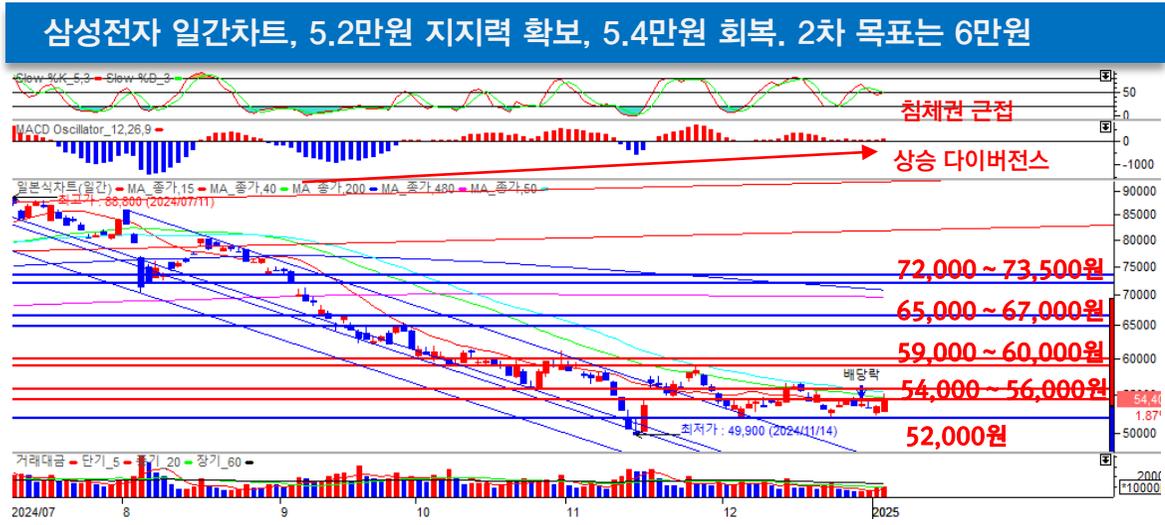
반도체 -40% 급락 이후 반등시도 중. 선행 PER 7.39배, PBR 0.92배 수준



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

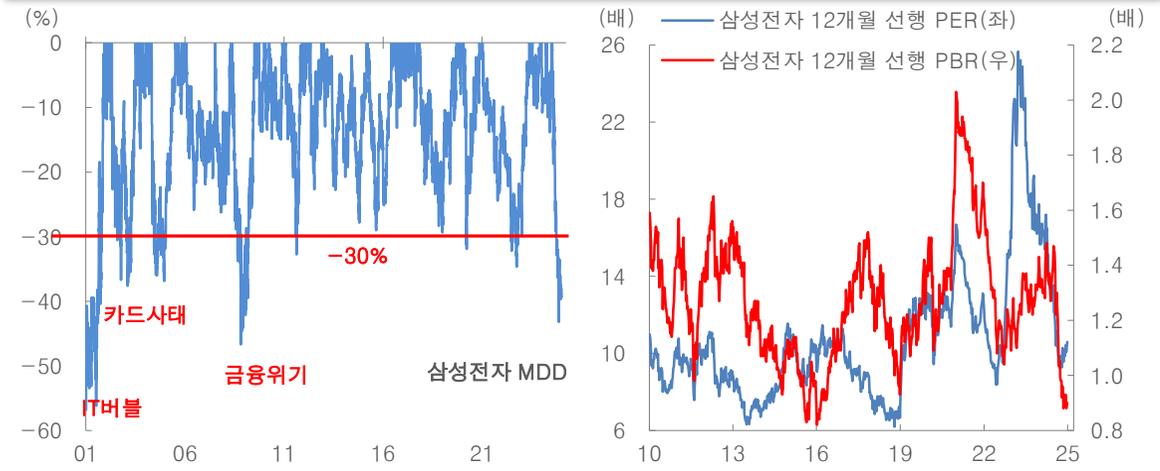
- AI산업, 반도체 모멘텀에 대한 우려, 경제 심리는 다소 완화되었지만, 한국 반도체에 대한 업황/실적 불안심리 증폭
- 실제로 영업이익, 순이익 전망 레벨다운 & 12개월 선행 EPS 하락세 지속
- 실적 전망 레벨다운은 기대심리 조정과 정으로 판단. 26년까지 이익 모멘텀 유효 (순이익 증가율 25년 19%, 26년 13.8%)
- 무엇보다 12월 반도체 수출이 양호했고, 메모리 반도체 업황 및 실적 개선 속도가 빨라질 가능성 확대
- 최근 일평균 수출 물량 바닥권에서 반등 가시화. 이 경우 반도체 가격 상승과 수출 중량 증가(수요회복)가 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] 5.4 ~ 5.6만원 돌파/안착 여부가 관건. 이후 반등 목표는 5.9 ~ 6만원선



자료: 대신증권 Research Center

삼성전자 고점대비 -38%, 선행 PER 10.59배, PBR 0.9배 수준



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

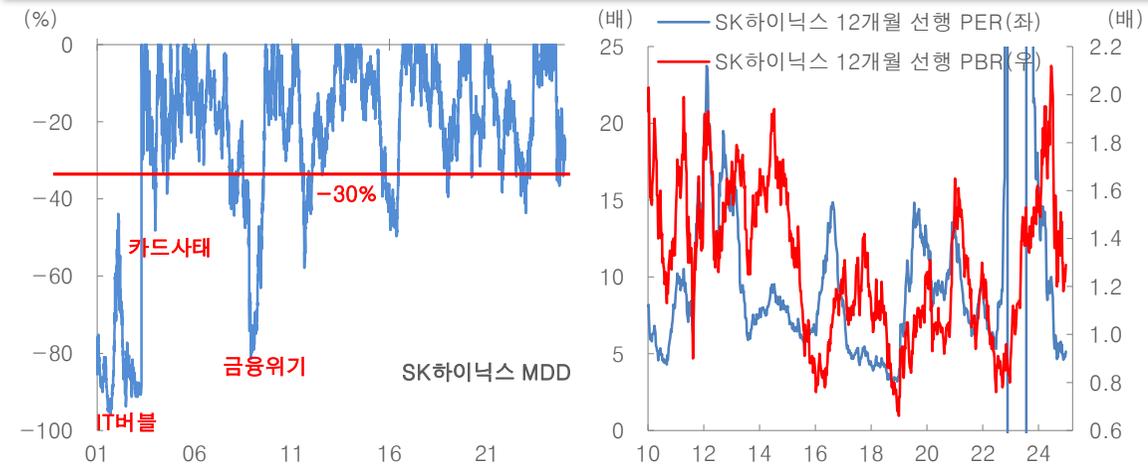
- 삼성전자는 반도체 업황/실적 경계심리 강화에 디램, 메모리 반도체 가격 하락, 업황 악화 전망이 실적 쇼크로 이어지며 5만원선 마저 하회하기도 함
- 다행히 중요 지지권인 5만원대 중반을 빠르게 회복함에 따라 하락추세는 일단락 되었다고 판단. 다만, 상승추세 반전까지 시간이 필요
- 최근 반등은 실적 불확실성 선반영, 밸류에이션 매력 극대화에 따른 자율 반등
- 삼성전자는 선행 PER 10배, PBR 0.9배를 이제 막 회복한 수준. 5만원 중반은 추세반전을 위한 중기 분기점
- MACD OSC, Stochastics 모두 상승 다이버전스 진행 중. 중요 분기점인 5.4 ~ 5.6만원 권역 진입. 동 가격대 돌파/안착 시 6만원 회복 시도 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] 18만원 회복, 17만원 후반 지지력 확보시 19만원까지는 무난할 전망



자료: 대신증권 Research Center

SK하이닉스 고점대비 -24%, 선행 PER 5.15배, PBR 1.29배에 불과

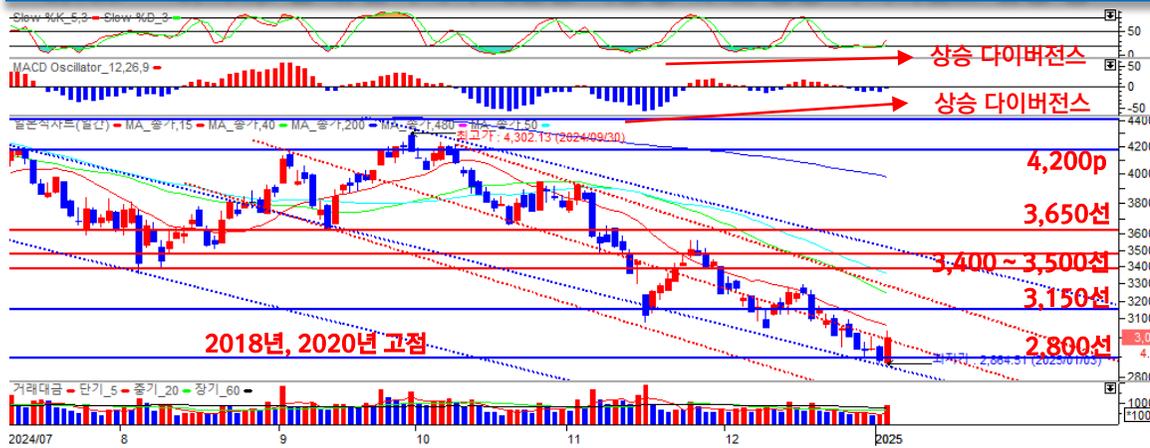


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 9월 SK하이닉스 15만원 이하에서는 비중 확대할 것을 권고
- 하락추세 전환은 시기상조. 오히려 MACD OSC와 Stochastics 상승다이버전스로 상승추세 전환 시사했기 때문
- 11월 변동성 확대 과정에서는 15만원대에서 지지력을 확보하고 빠르게 17만원 회복, 18만원 돌파시도
- 12월 200일 이동평균선(18.7만원)에 근접한 이후 하락 반전했지만, 16.8만원대에서 지지력 확보한 이후 장대 양봉으로 18만원 회복
- 17만원 후반대에서 지지력 확보시 19만원 돌파시도 가능성 높다고 판단
- SK하이닉스 고점대비 하락률 -24%로 회복. 하지만, 여전히 가격 메리트 높은 상황
- SK하이닉스 또한 실적 방향성 명확. 메모리 반도체와 AI 반도체 실적 반영 영향

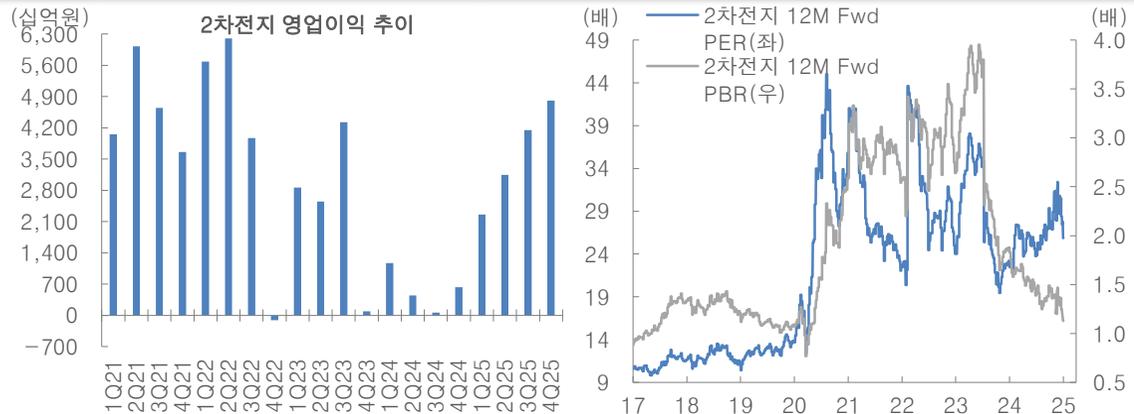
[2차전지] UnderShooting 국면 지속. 중요 번곡점에서 장대 양봉, 3,100 ~ 3,150선 돌파/안착 여부 중요

KRX 2차전지 Top10 지수 일간차트. 2,800선에서 장대 양봉 발생, 3,000선 회복 3,100 ~ 3,150p 돌파/안착시 추세반전 가능성 확대. 상승 다이버전스 진행 중



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 급락을 이어가고, 달러 인덱스 반등으로 원자재 하락 여파로 3,100선마저 하향이탈, UnderShooting 국면 지속
- 2018년, 2020년 고점권인 2,800선에서 지지력 확보, 강한 반등 전개
- 추가 급락은 제어되고, 하락세는 일단락 되었다고 판단. 추세 반전까지는 시간이 필요
- 반등과정에서 1차적으로는 3,100 ~ 3,150p 돌파/안착 여부가 관건
- MACD OSC와 Stochastics 모두 상승 다이버전스 진행 중. 25년 1분기 중 3,400선, 3,500선 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

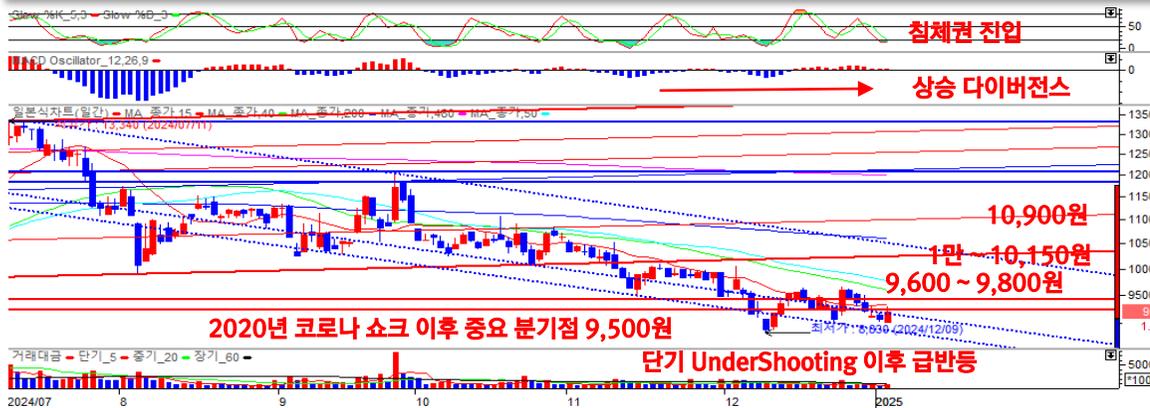
[에너지화학/디스플레이] 에너지/화학, 단기 하락추세 상향돌파 가능성. 디스플레이 미약한 기술적 반등

에너지화학 일간 차트. 견고한 하락추세 진행 중. 1,900선 지지력 확보 이후 급반등 추가 반등시 단기 하락추세대 상향돌파. 2,150선 돌파시도 가시화될 것



자료: 대신증권 Research Center

디스플레이 일간 차트. 9,500선 하회하는 UnderShooting 국면에서 등락 반복 9,500원, 9,600원, 9,800원 등 저항대 다수, 산넘어 산

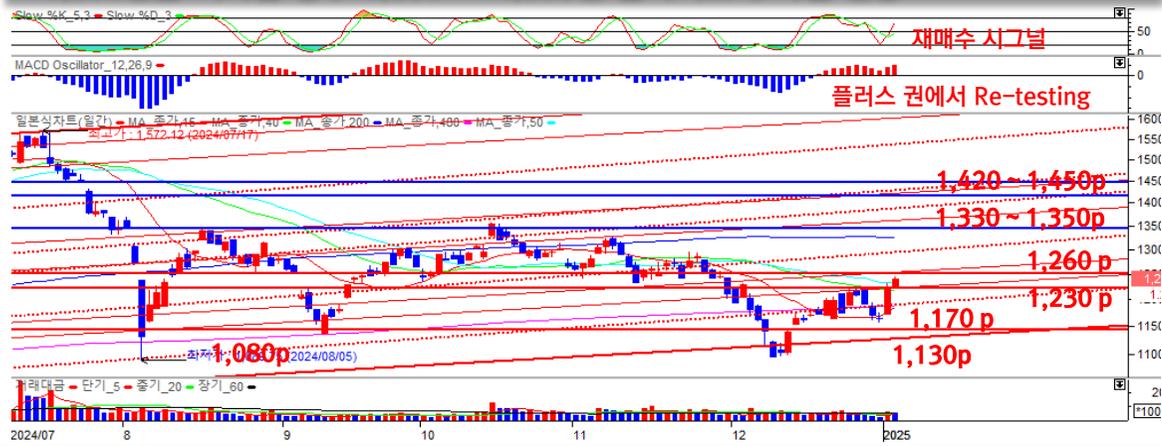


자료: 대신증권 Research Center

- 에너지/화학 업종은 2020년 코로나 쇼크 직전 중요 지지권인 1,900선에서 반등을 이어가는 중. 1월초에도 1,900선에서 장대 양봉 발생
- 현 지수대와 2,080p를 다시 장대 양봉으로 넘어설 경우 단기 하락추세대 상향돌파
- 이 경우 2,150 ~ 2,200선까지 추가 반등 가능. 단기 트레이딩 여건이 우호적으로 전환되고 있음
- 디스플레이는 단기 상승추세 하단 이탈, UnderShooting 이후 빠르게 9,500선을 회복했지만, 이내 하락 반전
- 다시금 UnderShooting 구간에서 등락 반복
- 상승 다이버전스 진행 중이라 반등은 가능하지만, 추세 반전은 쉽지 않다고 판단
- 반등시 비중축소, 차익실현 유효

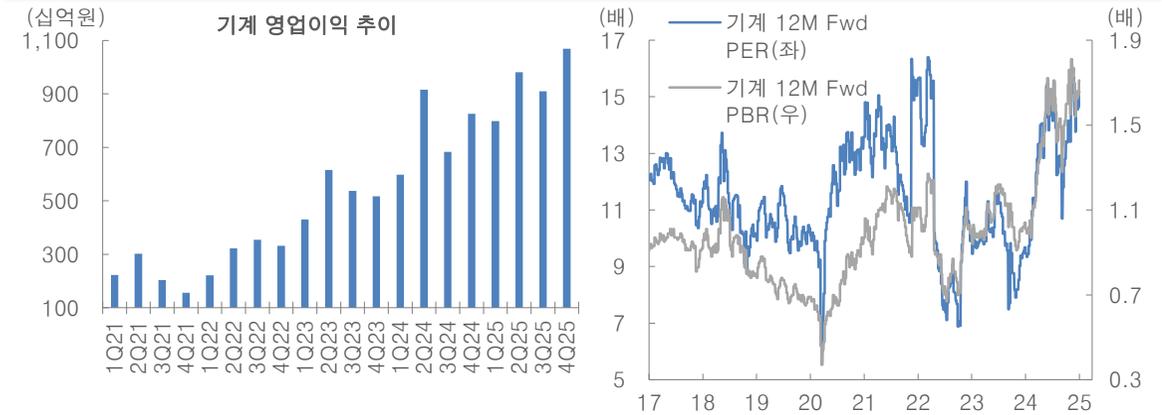
[기계] 1,260선까지 반등. 단기 등락은 불가피하지만, 1,300선을 향하는 흐름 전개 예상

기계 업종 일간 차트. 1,170선 지지력 확보 이후 단숨에 1,260선 근접 1,200선을 지켜낼 경우 1,330 ~ 1,350선 돌파시도에 나설 전망



자료: 대신증권 Research Center

기계 업종 실적 레벨업 전망. 25년 2분기, 4분기 역사적 고점 돌파 가능 12개월 선행 PER 22년 고점을 넘어설 경우 밸류에이션 레벨업 기대

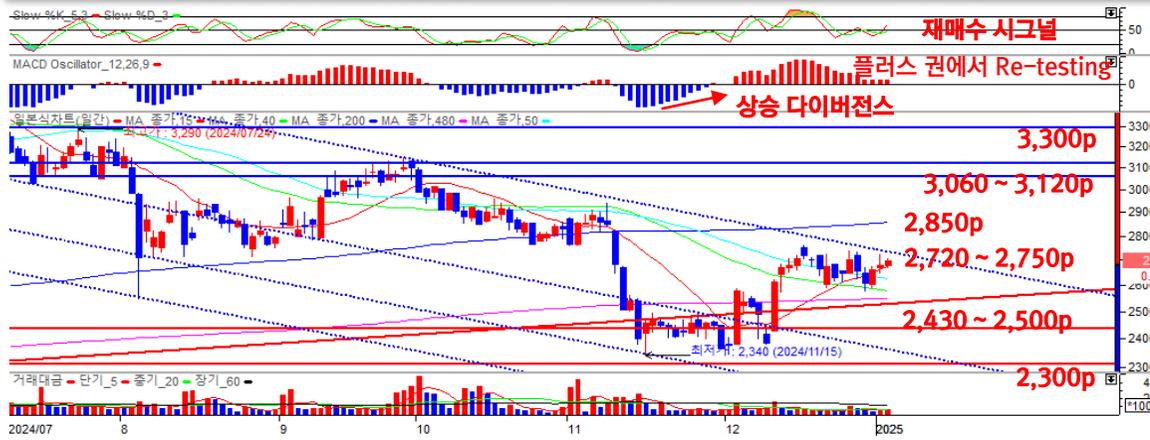


자료: 대신증권 Research Center

- 기계 업종은 장기 저항대이자 중요 분기점인 1,500선에서 하락 반전, 과격할 조 정국면 전개
- 직전 저점이었던 1,130선에서 급반등. 단기 등락 과정에서도 1,170선에서 지지력을 확보하고 급반등, 단숨에 1,260선에 근접
- 1차 반등 목표(1,230 ~ 1,260p)를 충족함에 따라 단기 등락은 감안해야겠지만, 1,200선을 지켜낼 경우 1,300선 돌파시도에 나설 것
- 2차 목표는 1,330 ~ 1,350p
- 24년 상반기 강한 상승세를 보인 이후 충분한 조정을 거친 기계 업종은 실적 레벨업이 예상되는 만큼 추가 상승추세 전개 예상
- 밸류에이션 부담은 실적 모멘텀으로 극복 가능할 전망

[화장품/섬유의복] 단기 과열 해소, 매물소화 이후 2차 반등이 예상되는 화장품, 진행 중인 섬유/의복

Tiger 화장품 ETF 일간 차트. 2,300선 지지력 확보 이후 급반등 200일 이동평균선(2,850p)을 앞두고 단기 과열 해소, 매물소화 진행 중



자료: 대신증권 Research Center

섬유/의복 일간 차트. 40일, 50일선이 위치한 210선 지지력 확보 이후 급반등. 2차 목표치인 220선 돌파/안착 여부 주목



자료: 대신증권 Research Center

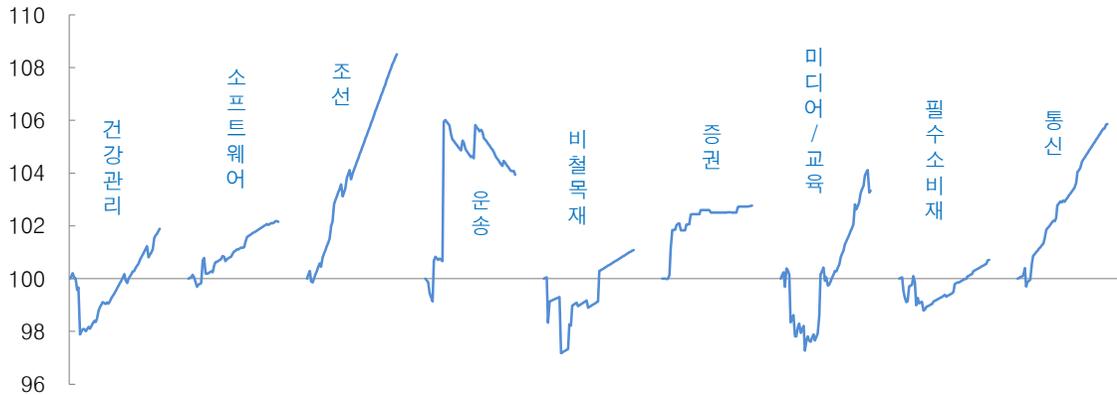
- 상반기 급등 이후 조정양상을 보여오던 화장품 업종은 충분한 가격 조정 진행
- 단기 등락은 불가피하지만, MACD OSC 상승 다이버전스가 진행 중인 만큼 480 일 이동평균선(2,450선 전후) 지지력 테스트 이후 단숨에 2,700선대 진입
- 중기 하락추세대 상단과 200일 이동평균선이 위치한 2,800선을 앞두고 등락은 감안해야겠지만, 이는 추세반전 과정에서 이보전진을 위한 일보후퇴 국면. 조정 시 비중확대 유효
- 섬유/의복은 견고한 중반기 하락추세 진행 중. 40, 50일 이동평균선 돌파/안착에 실패하며 급락 반전했지만, 8월 저점 수준에서는 지지력 확보. 단기적으로 210p 돌파
- 이후 안착과정을 거친 이후 2차 반등국면 진행 중. 220p까지 추가 상승 가능성 높음
- 단기 반등을 노린 트레이딩 매매는 유효하지만, 하락추세가 견고한 만큼 220선 돌파/안착 여부 주목

[가격 메리트 약화] 건강관리, 소프트웨어, 조선, 비철목재, 증권, 미디어/교육, 필수소비재, 통신

실적 전망 상향 : 건강관리, 소프트웨어, 조선, 비철목재, 필수소비재, 통신
정체/하향조정 : 운송, 증권, 미디어/교육

(24.11.1=100)

11월 이후 12개월 선행 EPS 추이

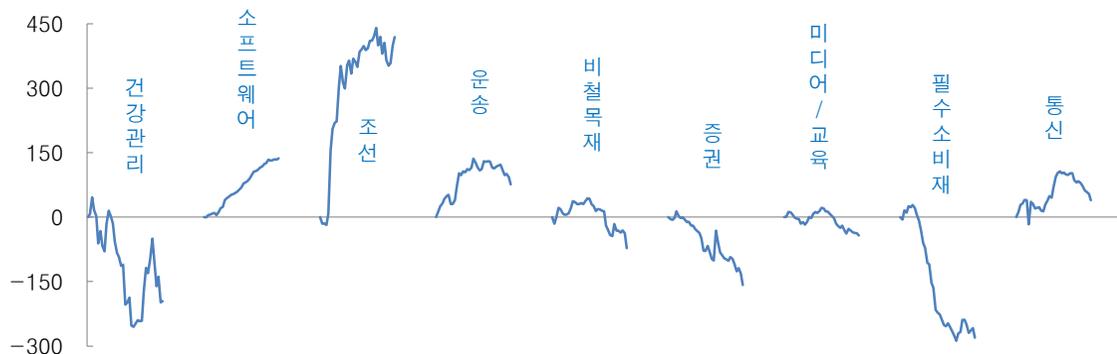


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

소프트웨어 순매수 지속, 조선 순매수 전환, 건강관리는 순매도 전환
비철목재, 증권, 미디어/교육, 필수소비재, 통신 외국인 차익 매물 출회

(24.11.1=0, 십억원
 소프트웨어 백억원)

11월 이후 외국인 누적 순매수 추이

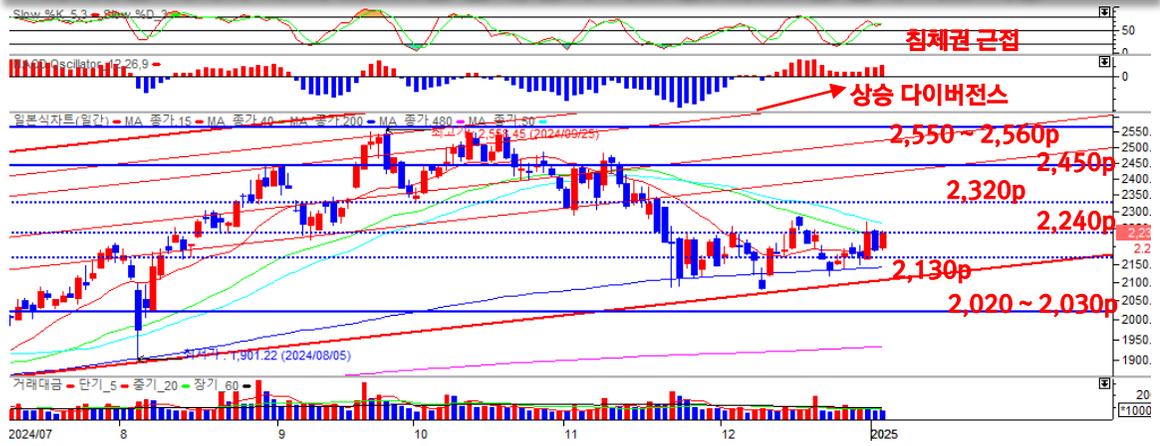


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 실적대비 건조한 주가 흐름을 보여왔고, 7/11 고점 이후 KOSPI를 Outperform 중인 업종에는 건강관리, 소프트웨어, 조선, 운송, 비철목재, 증권, 미디어/교육, 필수소비재, 통신이 있음
- KOSPI 약세에도 불구하고 상대적으로 건조한 주가 흐름을 보여왔고, 선행 EPS 상승보다 더 강한 주가 강세를 기록
- 건강관리, 소프트웨어, 조선, 비철목재, 필수소비재, 통신 업종은 강력한 실적 개선 기대 지속
- 소프트웨어만 외국인 순매수가 지속되고, 조선 업종으로 순매수 전환되었지만, 건강관리, 비철목재, 통신 업종에는 차익매물 출회
- 실적 개선 기대보다 가격, 과열 부담에 따라 외국인 매매패턴 변화
- 업황/실적 기대감 선반영, 단기 과열해소, 매물소화 전개 여부에 따라 업종별 차별적인 등락 예상

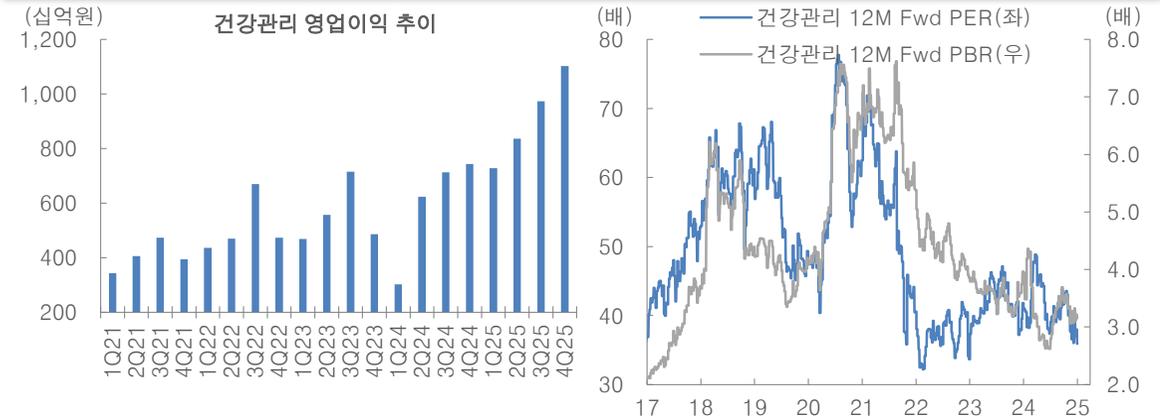
[계약/바이오] 1차 반등 이후 숨고르기. 2,240선 돌파시 2,320선까지 상승 여력 확대

KRX 바이오 Top10 지수 일간차트. 중장기 상승추세 속 단기 과열, 오버슈팅 해소 2,100선 지지력 확보, 2,200선 돌파/안착 시도 중. 2,320선 돌파 시도 가능



자료: 대신증권 Research Center

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

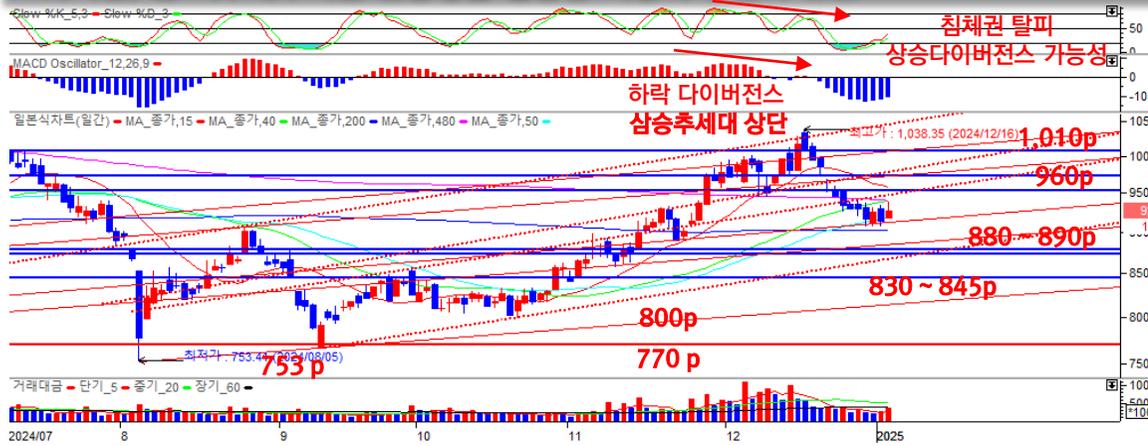


자료: 대신증권 Research Center

- 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 지지력은 확보했지만, 40일, 50일 이동평균선 저항에 단기 박스권 등락 진행 중
- 2,240선 돌파/안착시 2,320선까지 상승 여력 확대 예상. 이후에는 2,450선까지 상승 가능
- 현 지수대에서 단기 트레이딩 측면에서 10% 전후 추가 상승 가능
- 건강관리 밸류에이션 수준은 2020년 이후 저점권에 위치
- 25년 실적 레벨업, 사상 최대 실적 기록 할 전망. 실적 호전주 중심으로 대응 강화

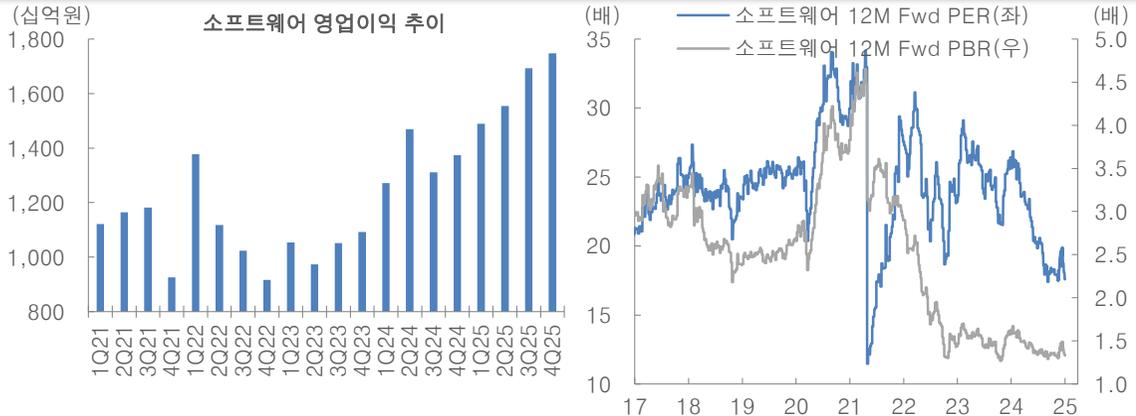
[인터넷] 1차 지지권 진입. 추가 등락은 감안해야지만, 상승추세 재개 가능성 확대

KRX 인터넷 Top10 지수 일간차트. 1차 지지권 진입. 880선까지 추가 하락 가능 하지만, 현 지수대부터는 변동성을 활용한 비중확대 전략 유효



자료: 대신증권 Research Center

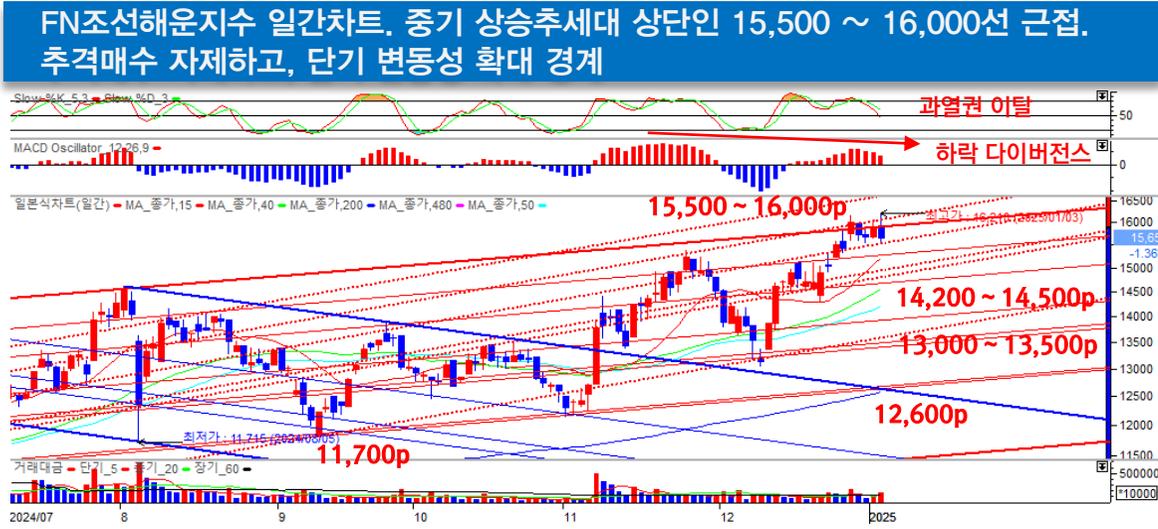
인터넷 25년 실적 레벨업 전망. 선행 PER은 18배 하회, 밸류에이션 저점권 선행 PBR도 1.3배 수준으로 역사적 저점권



자료: 대신증권 Research Center

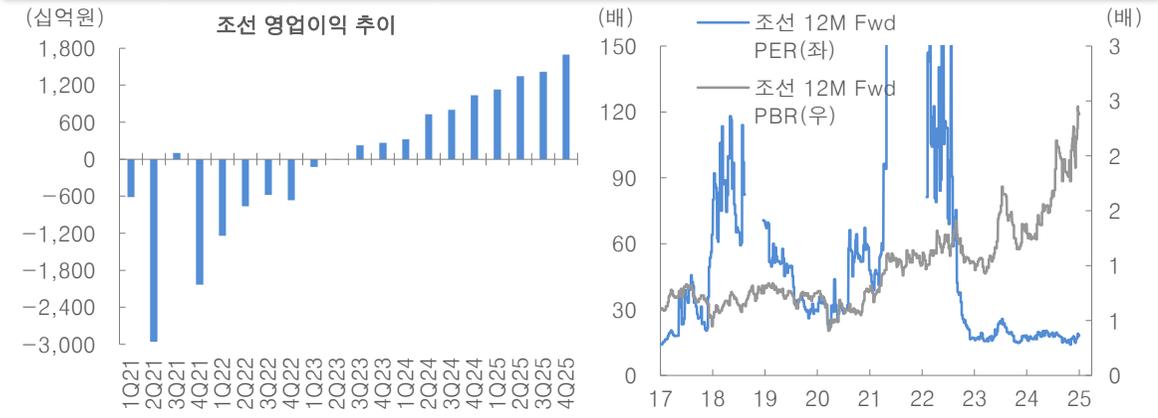
- 인터넷 업종은 단기 상승추세 지지력을 바탕으로 40일, 50일 이동평균선을 상회, 8월 고점을 넘어 추세 반전 모색 중
- 장기 조정, 중기 등락을 이어왔고, 중기 수렴패턴을 상향돌파한 만큼 Upside Potential이 높은 상황
- 다만, 7월 고점이자 저항선인 1,010선 이상은 단기 OverShooting. Stochastics가 단기 과열권에 진입했고, Stochastics와 MACD OSC 모두 하락 다이버전스 진행 중임에 따라 단기 과열 해소, 매물소화 국면 진입
- 궁극적으로는 880 ~890선에서 지지력 확보 가능성 높다고 판단
- 하지만, 현 지수대 또한 200일 이동평균선이 위치한 만큼 1차 지지권
- 880선까지 추가 하락 가능성을 열어놓고, 현재 지수대부터 분할매수 가능
- 향후 960p, 1,000p 돌파에 나설 전망
- 인터넷 업종도 25년 실적 레벨업 기대. 채권금리 하향 안정과 맞물릴 경우 밸류에이션 매력에 배가되면서 상승추세를 강화해 나갈 것

[조선] 조선/해운 상승 추세대 상단에서 하락 다이버전스 발생. 단기 변동성 확대 경계



자료: 대신증권 Research Center

조선 업종 분기별 실적 레벨업 지속 전망. 실적 전망 상향조정 중 12개월 선행 PER은 18배 수준에서 등락 반복



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 상승 탄력 둔화/약화. 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
- 1차 지지선은 14,200 ~ 14,500선
- 조선 업종은 25년 연말까지 분기별 증익이 지속될 전망. 밸류에이션 매력을 높여가면서 실적 레벨업에 근거한 상승추세 전개 예상

[운송/비철목재] 운송 1,090선 돌파 시도 예상. 비철목재는 하락추세대 하단에서 다시 시작

KRX 운송 지수 일간차트. 980선(200MA, 상승 추세대 하단)에서 지지력 확인 1,060 ~ 1,090선 돌파 시도 가시화



자료: 대신증권 Research Center

비철목재 일간 차트. 급반등 이후 하락 반전, 다시 하락추세대 하단에서 시작 3,800선 지지력 확보시 4,000선 돌파 시도에 나설 전망

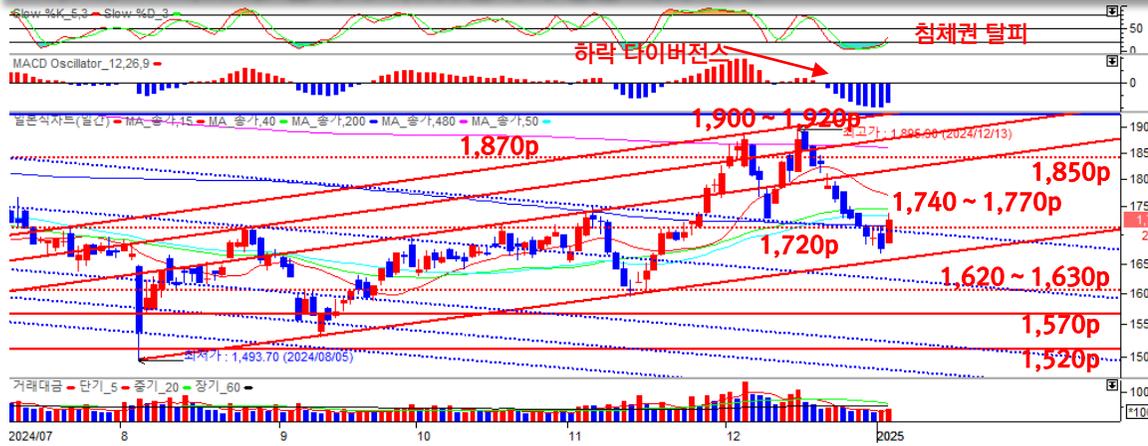


자료: 대신증권 Research Center

- 운송 업종은 단기 상승추세대 하향이탈 이후 중기 상승추세대 하단 지지력 테스트 진행 중
- 9월 고점 이후 980 ~ 1,050선 전후 박스권 등락 반복
- 이번에도 980선 전후에서 지지력 확보한 이후 반등 시도에 나서고 있음
- 1,060 ~ 1,090선 돌파 시도 예상. 이후 스탠스는 동 지수대 안착 여부를 확인하고 대응해야 할 필요가 있음
- 비철목재는 단기 UnderShooting 구간에서 강한 반등으로 4,000선 돌파. 하지만, 하락추세대 상단 저항에 급락 반전, 단숨에 3,800선대 진입
- 단기 변동성을 활용한 트레이딩 전략 유효, 4,000선 돌파시도에 나설 전망
- 하지만, 하락추세대 상단이 위치한 4,100선 전후에서는 리스크 관리 강화 필요

[미디어&엔터/증권] 이보전진을 위한 일보후퇴 중인 미디어&엔터. 증권은 박스권 재진입 여부가 중요

KRX미디어&엔터 일간 차트. 1,720선에서 분위기 반전 시도 1,740 ~ 1,750p 돌파시 1,850선까지 상승 여력 확대



자료: 대신증권 Research Center

KRX 증권 일간차트. 740 ~ 750선마저 하향이탈 동 지수대 재진입, 돌파/안착해야 780 ~ 790선 돌파시도가 가능할 것

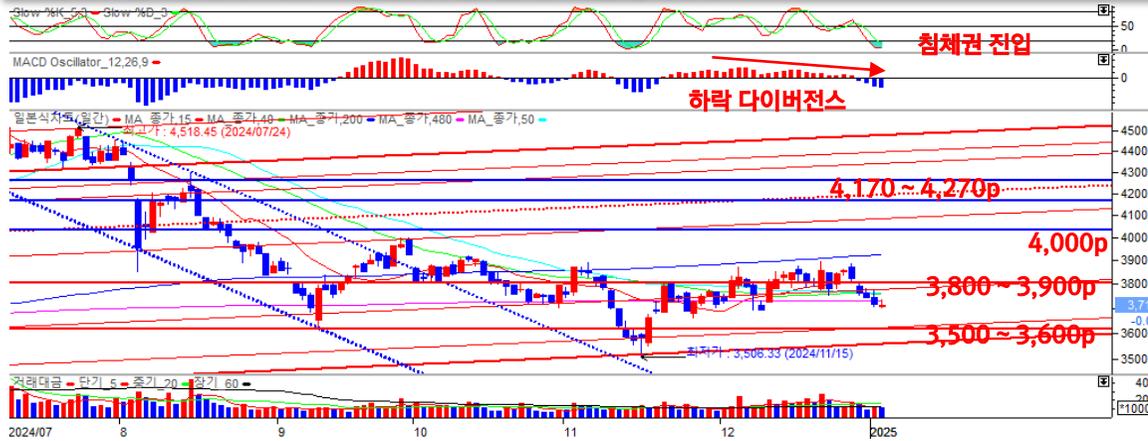


자료: 대신증권 Research Center

- 미디어/엔터는 상승추세대 상단(1,900 ~ 1,920선)에서 하락 반전
- 추세 반전 가능성이 높아진 만큼 조정시 매수전략은 유효하지만, 1,720선 전후에서 지지력 확인 필요
- 다행히 1,720선에서 등락 중. 1월초 장대 양봉으로 1,720선 회복. 1,740 ~ 1,750p 돌파시 1,850선까지 상승 여력 확대
- 만약 1,720선 재이탈시 1,600선 초반까지 추가 하락 가능성 높음. 이 경우 단기 리스크 관리 강화 & 매수 타이밍 늦출 필요가 있음
- 증권은 상승추세대 상단인 815선 이상에서 하락 반전, 박스권 하단인 740선 하향 이탈, 730선대 진입
- 박스권 하단 회복, 안착 여부에 따라 매매 타이밍 체크
- 740 ~ 750선 안착 이후 박스권 매매를 강화해도 늦지 않다고 판단

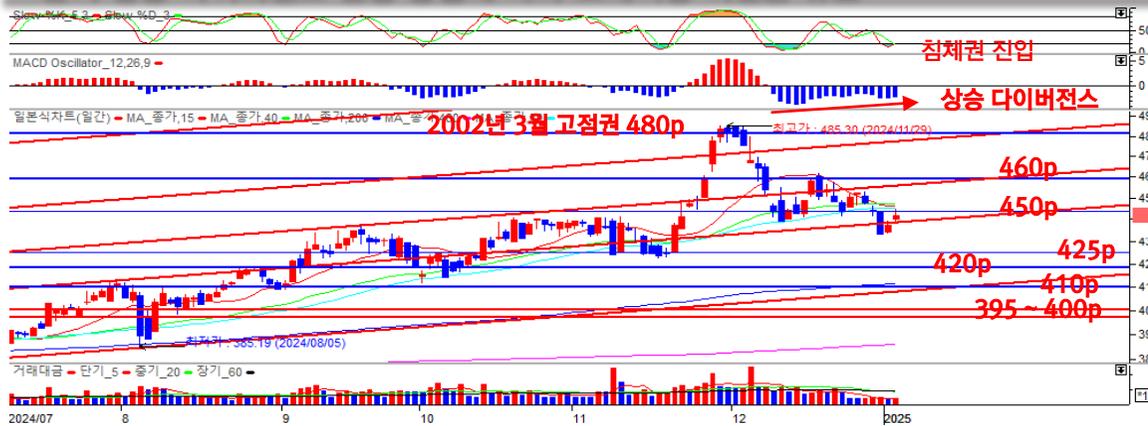
[음식료/통신] 추세 반전 모색 중인 음식료, 2차 목표 4,000선. 통신은 과열 해소, 매물소화 국면 진행 중

음식료품 일간 차트. 3,900선은 넘었지만, 200일선 저항에 하락 반전
3,680선 지지력 확보 시 3,900선 돌파 가능성 확대



자료: 대신증권 Research Center

통신업 지수 일간차트. 480p 저항으로 하락 반전. 450선 회복 시 460p 돌파 가능
단기 상승 다이버전스 진행 중임에 따라 트레이딩 여전은 유효



자료: 대신증권 Research Center

- 음식료 업종은 11월 저점 이후 반등세를 이어가는 중
- 3,900선은 넘었지만, 200일 이동평균선 저항에 다시 하락 반전. 직전 저점인 3,680선 지지력 확보 여부가 중요
- 동 지수대 안착에 성공할 경우 3,900선 돌파/안착 여부가 1차 관문. 2차적으로는 4,000선까지 추가 반등 가능. 단기 등락은 변동성을 활용한 분할 매수로 대응
- 통신은 상승추세를 견고히 해나가는 중
- 전 고점권이자 상승추세대 상단(450p)마저 넘어섰지만, 2002년 3월 고점권인 480선 전후에서 하락 반전
- 과도한 과열권에 위치함에 따라 당분간 과열 해소, 매물소화과정 전개
- 450선 전후가 1차 지지선, 420선 전후가 2차 지지선. 450선 돌파/안착시 460선 돌파시도에 나설 전망
- 현 시점에서 추격매수는 자제하고 중요 지지/저항선 안착/돌파 여부를 확인하고 대응해도 늦지 않다는 판단

퀀트 전략: KOSPI 정상 작동 중

Quant Strategist 조재운

02) 769-2694 / jaeun.jo@daishin.com

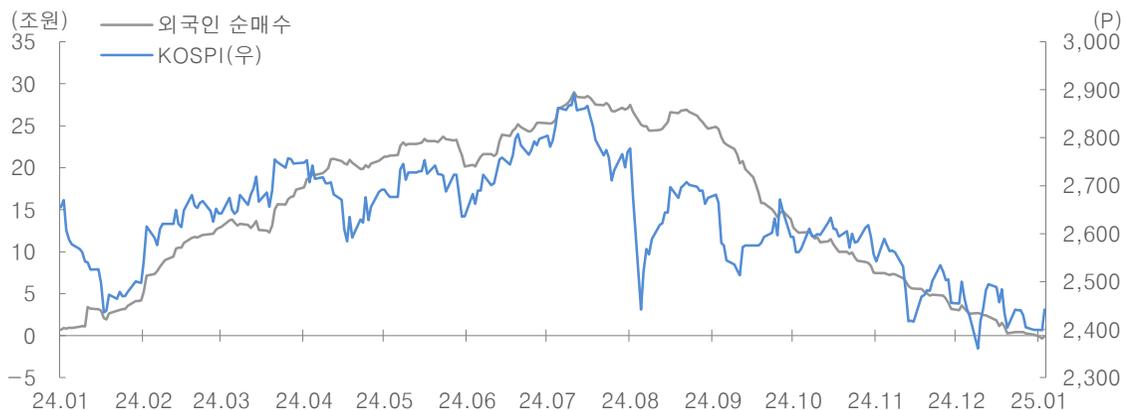
KOSPI는 정상. 과거 상승/하락 메커니즘 작동 이상 없음

KOSPI는 결국 수출 증가율 따라 하락한 것



자료: 관세청, Qunatiwise, 대신증권 Research Center

수출 증가율 둔화에 따른 외국인의 매도가 하락을 주도

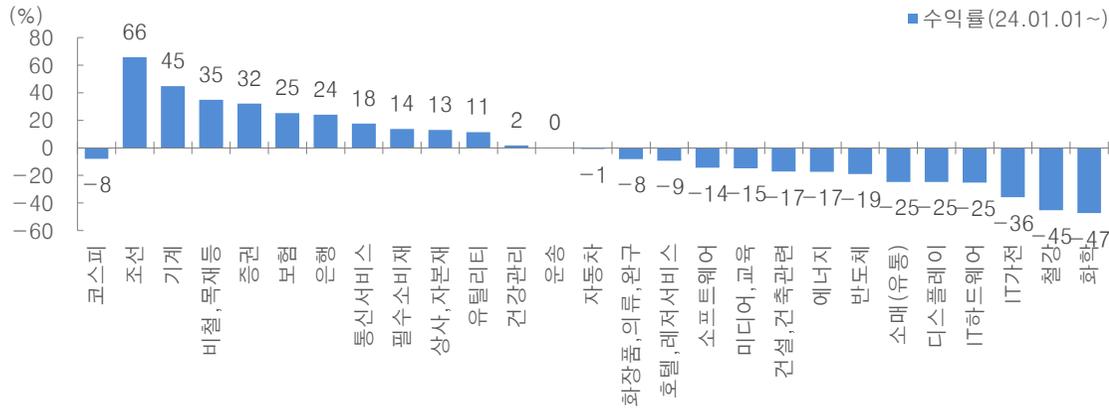


자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

- KOSPI는 한국 수출과 높은 상관관계를 보유. 2024년 하반기 본격화된 KOSPI의 하락도 수출 증가율 둔화가 원인으로 판단
- 글로벌 제조업 경기 둔화, 수출 둔화 등 한국 펀더멘털의 부진은 외국인 매도로 이어졌으며 KOSPI의 하락 원인 중 하나로 작용
- 펀더멘털이 가격으로 전가되는 메커니즘이 정상 작동. 이에 따른 펀더멘털 견조한 섹터를 선별하는 전략 권고

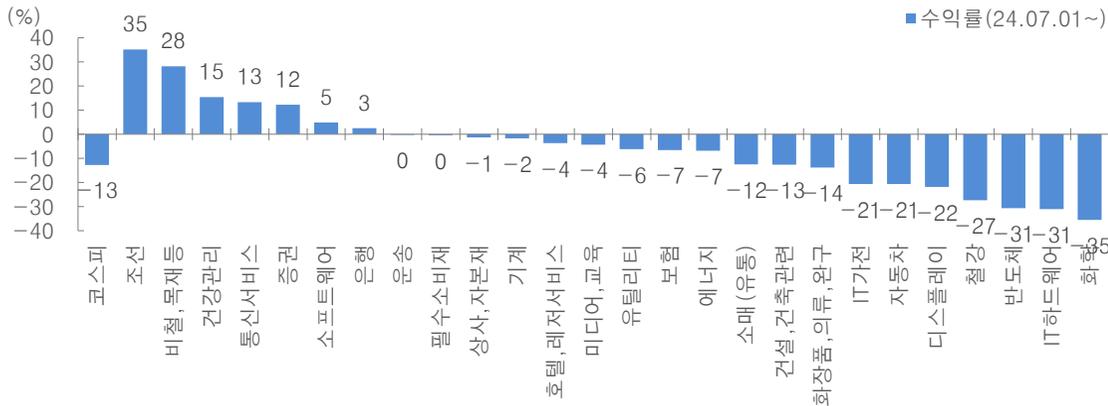
2024년 수익률로 본 KOSPI 현황. 정치 리스크는 거들 뿐, 중요한 건 여전히 펀더멘털

2024년 연초 이후 섹터별 수익률



기준일: 2025년 1월 3일
 자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

2024년 하반기 이후 섹터별 수익률. 펀더멘털 견조했던 섹터는 상승

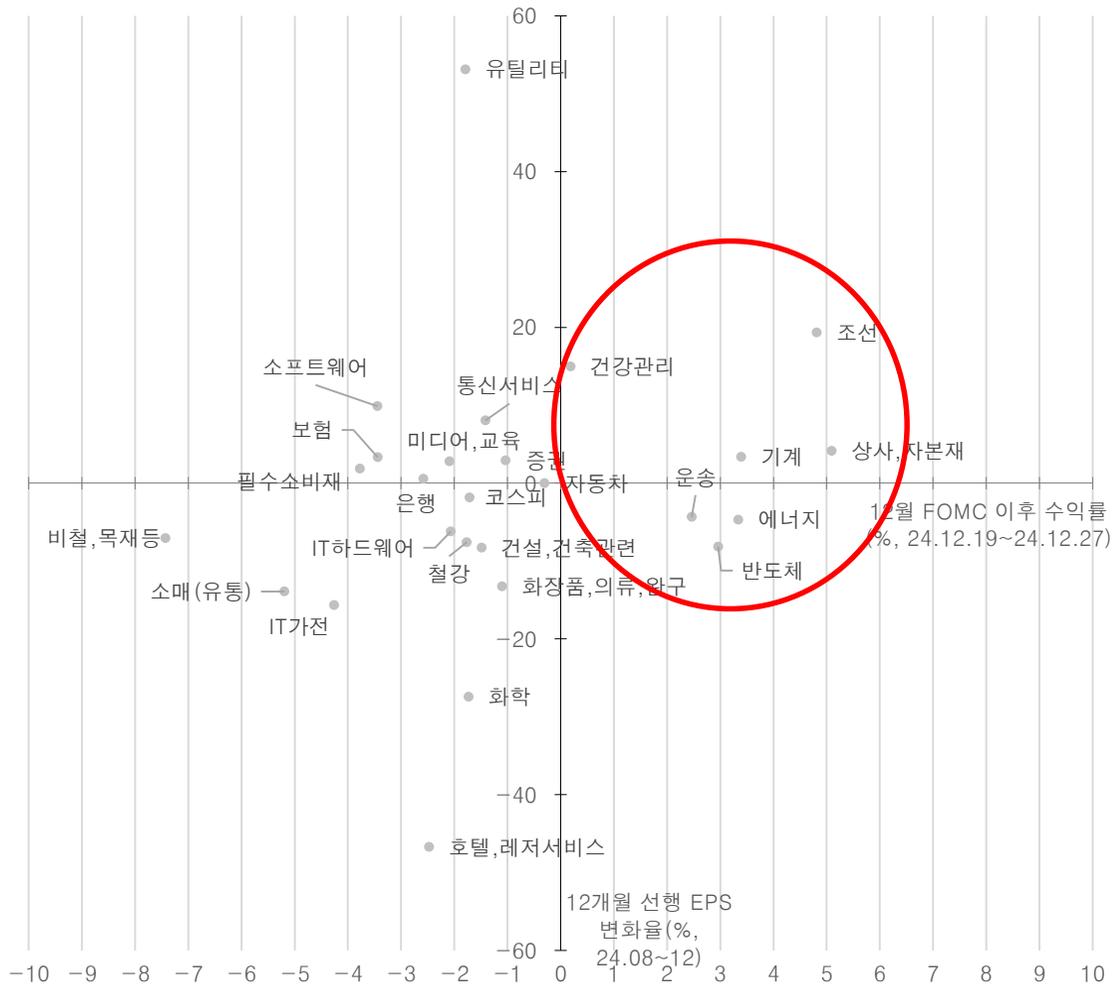


기준일: 2025년 1월 3일
 자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

- 2024 KOSPI 수익률은 부진한 성적을 기록. 연초 이후로 보았을 때 -8% 하락했고 하반기만 보았을 땐 -13% 하락
- 정치 리스크는 경제 활동에 영향을 미치지 못했고 그 영향은 단기에 종료
- 결국 중요한건 여전히 펀더멘털. 실적 전망이 좋고 펀더멘털이 견조했던 섹터는 상승을 지속
- 반면 업황과 실적에 대한 우려가 지속됐던 화학, 철강, 2차전지, 반도체는 부진한 성과를 기록
- 수익률에 정치 리스크의 영향력은 미미하며 펀더멘털의 영향력이 지배적인 것은 KOSPI에 긍정적인 요소
- 투자 기준을 세우기 유리하며 향후 펀더멘털이 개선될 경우 주가 상승으로 이어지는 메커니즘이 고장 나지 않았다는 증거

2024년 수익률로 본 KOSPI 현황. 정치 리스크는 거들 뿐, 중요한 건 여전히 펀더멘털

FOMC 이벤트 이후 섹터별 수익률 추이와 실적 전망치 변화



- 이번 비상 계엄과 매파적 FOMC 이벤트에서 볼 수 있듯 펀더멘털이 우수했던 섹터는 방어력이 높았으며 반등 강도도 우수
- 펀더멘털이 가격으로 전이되는 메커니즘이 작동하는 현재, 실적 대비 낙폭과 대 섹터, 실적 개선이 지속되는 섹터를 1월 주목해야 할 섹터로 제시

8월 이후 실적 대비 저평가 섹터. 유틸리티, 상사/자본재, 화장품/의류, 건강관리, 소프트웨어, 조선

24.08.01 이후 낙폭과대 스코어

섹터	Score	P/E(Fwd,12M) 변화율				시가총액(전체) 변화율	당기순이익 (Fwd,12M, 지배) 변화율	섹터과리울_Score	섹터과리울(%)
		P/E(Fwd,12M) 변화율_Score	P/E(Fwd,12M) 변화율(%)						
디스플레이	1.4	1.0	-46.4	-21.7	46.1	0.7	53.7		
철강	0.9	0.5	-21.2	-26.8	-7.1	1.8	82.0		
유틸리티	0.8	0.6	-30.5	-4.8	37.0	0.4	44.1		
화학	0.6	0.4	-17.9	-27.7	-12.0	1.3	68.1		
상사,자본재	0.3	0.4	-17.7	-6.2	14.0	0.2	39.9		
IT하드웨어	0.3	0.3	-12.1	-28.5	-18.7	0.7	52.0		
건설,건축관련	0.3	0.4	-18.8	-21.3	-3.2	0.1	38.4		
화장품,의류,완구	0.3	0.4	-16.7	-13.8	3.5	0.2	38.8		
반도체	0.3	0.3	-12.7	-28.2	-17.8	0.5	46.8		
소매(유통)	0.2	0.2	-10.6	-15.9	-5.9	0.3	41.9		
자동차	0.1	0.2	-8.5	-9.4	-1.1	0.2	41.1		
은행	0.1	0.2	-9.3	-9.0	0.2	0.1	36.3		
건강관리	0.1	0.2	-8.3	-0.3	8.7	0.1	36.5		
소프트웨어	0.1	0.2	-10.0	1.3	12.5	-0.1	32.9		
IT가전	-0.1	-0.1	5.7	-5.8	-10.9	0.4	44.4		
보험	-0.1	0.2	-7.4	-6.5	1.0	-0.3	26.0		
미디어,교육	-0.1	-0.1	4.4	7.1	2.5	0.2	39.7		
조선	-0.1	0.3	-11.9	14.1	29.6	-0.9	11.2		
필수소비재	-0.2	0.1	-1.2	-4.0	-2.8	-0.3	27.4		
통신서비스	-0.2	0.0	-1.0	8.9	9.9	-0.3	26.1		
호텔,레저서비스	-0.2	-0.1	4.0	6.6	2.5	-0.1	33.1		
기계	-0.2	0.0	3.5	5.3	1.8	-0.1	31.7		
에너지	-0.2	-0.2	13.4	5.6	-6.9	0.2	40.5		
증권	-0.3	0.0	2.1	8.8	6.6	-0.5	20.8		
운송	-0.6	-0.4	21.5	21.6	0.0	-0.4	23.9		
비철,목재등	-3.5	-4.8	241.1	59.1	-53.4	-4.2	-74.4		

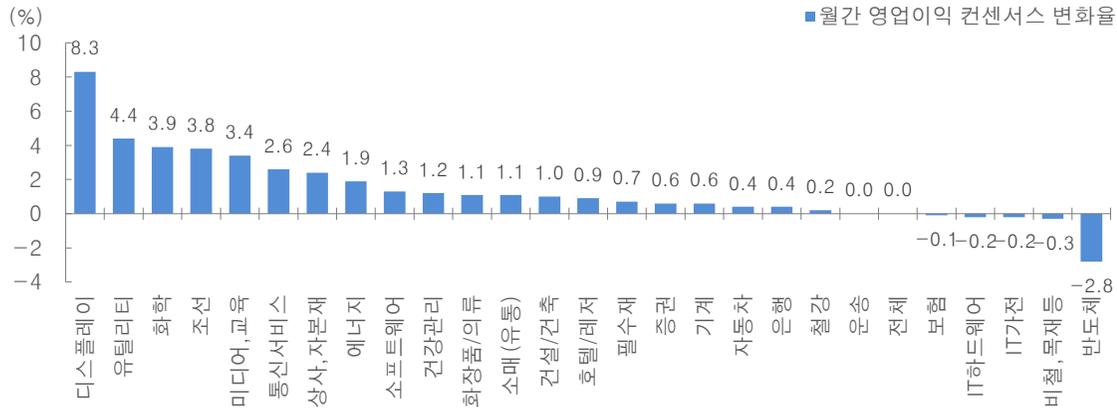
- KOSPI 하락이 본격화 된 8월 이후 낙폭과대 스코어 상위 섹터로 디스플레이, 철강, 유틸리티, 화학, 상사/자본재 등
- 다만 실적 하향이 동반된 섹터인 철강, 화학, IT하드웨어, 건설/건축, 반도체, 소매/유통 등은 펀더멘털 개선 확인이 필요
- 따라서 유틸리티, 상사/자본재, 화장품/의류, 건강관리, 소프트웨어, 조선이 실적 대비 저평가된 섹터로 판단

기준일: 2025년 1월 3일

자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

최근 1개월 간 실적 개선이 돋보이는 유틸리티, 조선, 미디어/교육, 통신, 상사/자본재

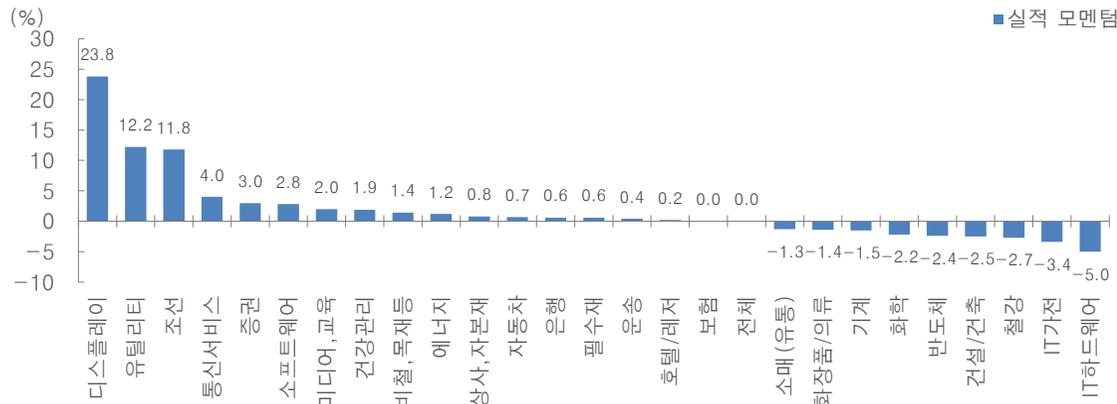
KOSPI 섹터별 최근 1개월 컨센서스 변화율



기준일: 2025년 1월 3일

자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

KOSPI 섹터별 6개월 실적 모멘텀



기준일: 2025년 1월 3일

자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

- 최근 1개월 간 KOSPI 컨센서스는 0.0%로 보합. 유틸리티, 화학, 조선, 미디어/교육, 통신이 상향률 상위를 차지
- 상승 기여도 순으로는 유틸리티, 상사/자본재, 에너지, 화학, 통신
- 반면 하향률이 높았던 섹터는 반도체, 비철/목재, IT가전(2차전지), IT하드웨어, 보험
- 하향 기여도가 높았던 섹터는 IT하드웨어, IT가전(2차전지), 철강, 건설/건축, 반도체

멀티팩터 모델 1월 Update

Quant Strategist 조재운

02) 769-2694 / jaeun.jo@daishin.com

KOSPI200 업종별 밸류 / 주가 역모멘텀 / 어닝 모멘텀/ 퀄리티 스코어 현황

업종명	Value : 확정실적 P/B	Price Momentum : 1M 수익률	Earning Momentum : 12개월 선행 EPS 1M 변화율	Profitability CFOA(영업현금흐름/총 자산)	Multi Factor Score
통신서비스	114	162	110	181	567
유틸리티	121	148	131	92	493
반도체	79	60	135	183	458
보험	116	140	97	66	419
은행	138	142	87	35	402
운송	84	81	98	119	382
철강	140	120	31	89	380
자동차	117	56	102	95	369
디스플레이	97	82	127	63	368
에너지	136	82	46	97	361
소프트웨어	57	89	107	101	355
소매(유통)	121	91	42	89	344
필수소비재	58	76	87	117	339
호텔,레저	54	108	84	93	338
IT가전	41	138	23	124	327
건강관리	20	54	129	109	311
상사,자본재	85	68	78	64	294
화학	74	111	19	89	293
비철,목재	37	134	17	76	263
기계	36	54	92	75	257
조선	25	16	118	84	244
화장품,의류	58	40	55	88	241
건설,건축	81	74	49	37	241
미디어,교육	30	59	50	73	211
IT하드웨어	52	13	44	93	203
증권	61	48	61	4	175

- 섹터별 밸류/주가 역모멘텀/어닝 모멘텀 /퀄리티 스코어 산출 방식

1) KOSPI200 구성종목에 대해

- 밸류: 확정실적 P/B
- 어닝 모멘텀 : 12개월 선행 EPS 최근 1개월 변화율
- 주가 역모멘텀 : 직전 1개월 주가 수익률
- 퀄리티 : 총자산 대비 영업현금흐름

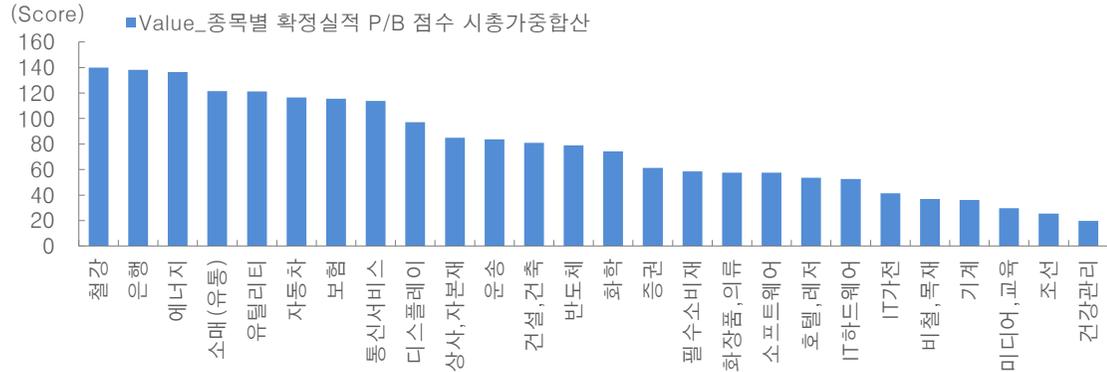
상기 지표의 순위에 따라 밸류/주가/어닝 모멘텀/퀄리티 스코어 부여하고 4개 팩터의 스코어를 합산하여 멀티 팩터 스코어 산출

2) 섹터별로 구성종목의 팩터 스코어를 시총가중 합산하는 방식으로 해당 섹터의 멀티 팩터 스코어를 계산

- 멀티 팩터 스코어 모델에서 상위 5개 업종

[멀티팩터 모델 Update] 1) Value: 밸류에이션 매력 상위 업종은 철강, 은행, 에너지, 소매/유통, 유틸리티 등

KOSPI200 업종별 밸류 팩터 스코어 현황

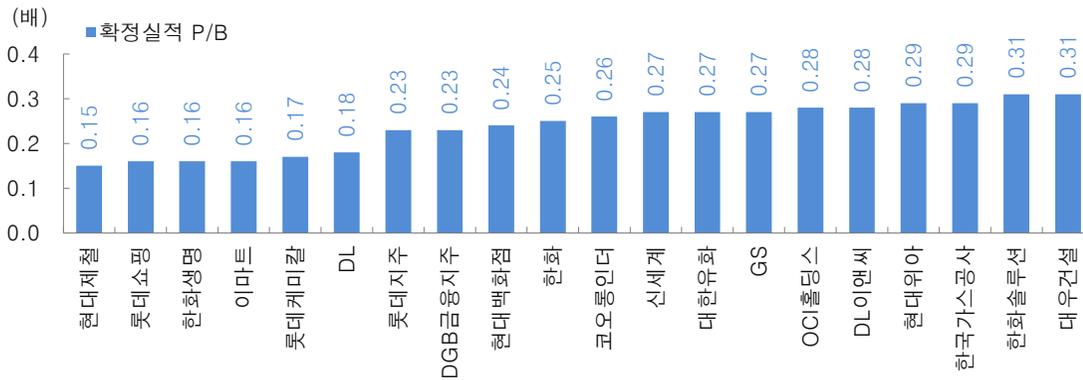


기준일: 2025년 1월 2일

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 각 섹터별 구성종목의 밸류 팩터 스코어를 시총가중 합산

KOSPI200내 확정실적 P/B 하위 20개 종목



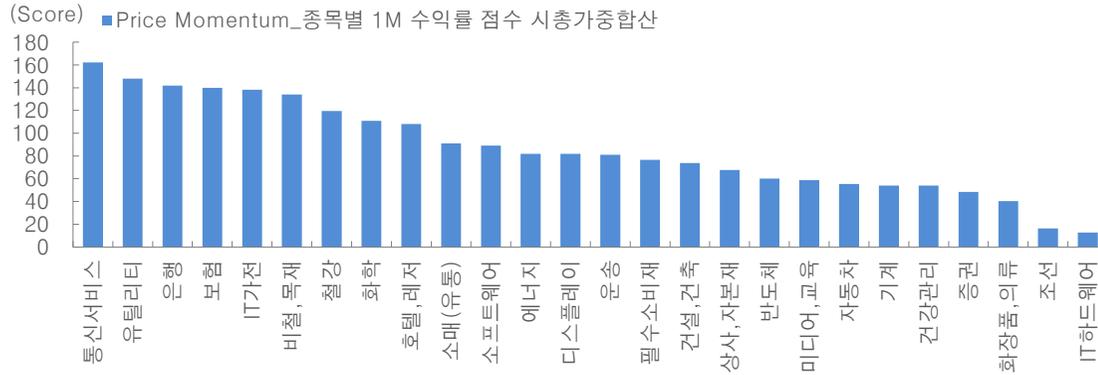
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

기준일: 2025년 1월 2일

- 확정실적 P/B 기준 구성 종목의 밸류에이션 매력이 높은 업종은 철강, 은행, 에너지, 소매/유통, 유틸리티 등
- Bottom-Up으로 접근하여 KOSPI200 내에서 절대적으로 확정실적 P/B 수준이 낮은 종목들을 살펴보면 현대제철, 이마트, 롯데쇼핑 등
- 다만 현대제철, 이마트 등 P/B가 낮아진 이유가 실적 부진에 따른 주가 하락에 기인한 종목은 주의할 필요

[멀티팩터 모델 Update] 2) Price Reverse Momentum: 통신, 유틸리티, 은행, 보험, IT가전 등

KOSPI200 업종별 주가 역모멘텀 팩터 스코어 현황



- 직전 1개월 수익률 기준 구성 종목의 주가 낙폭이 컸던 업종은 통신, 유틸리티, 은행, 보험, IT가전 등
- Bottom-Up으로 접근하여 KOSPI200 내에서 절대적으로 직전 1개월 주가 하락 폭이 컸던 종목을 살펴보면 통신, 유틸리티, 비철/목재 등 지수 하락에도 상승을 이어왔던 섹터 다수

기준일: 2025년 1월 2일

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 각 섹터별 구성종목의 주가 역모멘텀 팩터 스코어를 시총가중 합산

KOSPI200내 직전 1개월 수익률 하위 20개 종목



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

기준일: 2025년 1월 2일

[멀티팩터 모델 Update] 3) Earning Momentum: 반도체, 유틸리티, 건강관리, 디스플레이, 조선 등

KOSPI200 업종별 어닝 모멘텀 팩터 스코어 현황

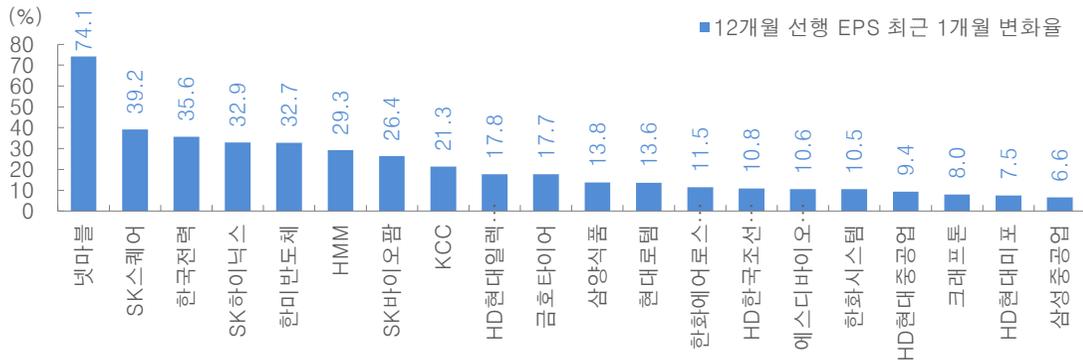


기준일: 2025년 1월 2일

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 각 섹터별 구성종목의 어닝 모멘텀 팩터 스코어를 시총가중 합산

KOSPI200내 12개월 선행 EPS 1M 변화율 상위 20개 종목



- 구성 종목의 12개월 선행 EPS 최근 1개월 상향조정 폭이 컸던 업종은 반도체, 유틸리티, 건강관리, 디스플레이, 조선 등
- 연말 컨센서스 변동성이 낮아진 상황에서 기술적 변동 또는 일부 종목의 변동으로 불완전한 컨센서스 변동일 가능성 고려
- Bottom-Up으로 접근하여 KOSPI200 내에서 절대적으로 12개월 선행 EPS 상향조정 폭이 컸던 종목을 살펴보면 소프트웨어, 유틸리티 등 포진

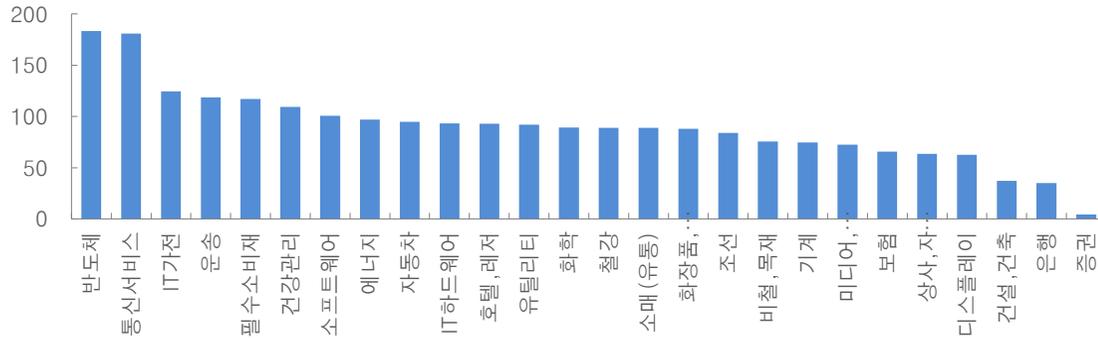
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

기준일: 2025년 1월 2일

[멀티팩터 모델 Update] 4) Quality: 반도체, 통신, IT가전, 운송, 필수재 등 양호

KOSPI200 업종별 퀄리티 팩터 스코어 현황

(Score) ■ Profitability_영업현금흐름/총자산 점수 시총가중합산



- 총자산 대비 영업현금흐름 기준 구성 종목의 수익성이 양호한 업종은 반도체, 통신, IT가전, 운송, 필수재 등 양호
- Bottom-Up으로 접근하여 KOSPI200 내에서 절대적으로 총자산 대비 영업현금흐름 지표 값이 높은 종목을 살펴보면 LG넥스원, 삼양식품, HD현대일렉트릭, F&F 등

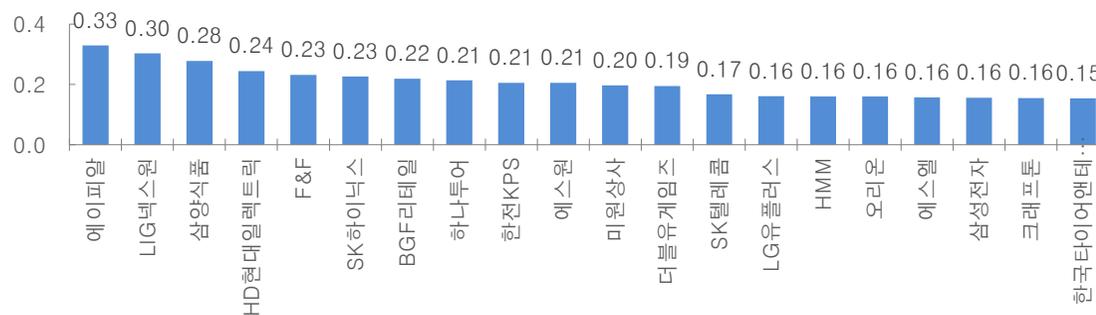
기준일: 2025년 1월 2일

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 각 섹터별 구성종목의 퀄리티 팩터 스코어를 시총가중 합산

KOSPI200내 총자산 대비 영업현금흐름(CFOA) 상위 20개 종목

(%) ■ 영업현금흐름/총자산



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

기준일: 2025년 1월 2일

[멀티팩터 모델 Update] KOSPI200 4팩터 스코어 상위 20개 기업

KOSPI200 밸류 / 주가 역모멘텀 / 어닝 모멘텀/ 퀄리티 스코어 현황

Code	Name	W126업종명(대)	섹터 내 비중(%)	Value : 확정실적 P/B	Price Momentum : 1M 수익률	Earning Momentum : 12개월 선행 EPS 1M 변화율	Profitability : CFOA(영업현금흐름/총자산)	Multi Factor Score
A036460	한국가스공사	유틸리티	12.9	184	196	160	141	681
A015760	한국전력	유틸리티	51.8	175	187	179	111	652
A003490	대한항공	운송	14.9	104	179	148	174	605
A030200	KT	통신서비스	40.0	127	163	132	175	597
A011200	HMM	운송	27.8	137	76	176	185	574
A006360	GS건설	건설,건축관련	5.7	179	168	156	58	561
A001430	세아베스틸지주	철강	2.3	169	182	48	160	559
A017670	SK텔레콤	통신서비스	43.0	92	162	112	187	553
A032640	LG유플러스	통신서비스	16.3	143	167	57	186	553
A103140	풍산	비철,목재등	4.5	123	93	159	162	537
A002380	KCC	건설,건축관련	8.0	174	88	174	100	536
A161390	한국타이어엔테크놀로지	자동차	3.6	152	48	155	180	535
A035250	강원랜드	호텔,레저서비스	46.6	101	169	134	130	534
A137310	에스디바이오센서	건강관리	0.8	155	132	167	77	531
A033780	KT&G	필수소비재	27.9	76	176	124	153	529
A051600	한전KPS	유틸리티	8.0	65	123	146	191	525
A000080	하이트진로	필수소비재	2.8	81	131	153	159	524
A018260	삼성에스디에스	소프트웨어	9.8	87	178	94	152	511
A039130	하나투어	호텔,레저서비스	11.9	11	153	152	192	508
A120110	코오롱인더	화학	1.2	190	97	106	114	507

기준일: 2025년 1월 2일

자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

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, 조재운)
- 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.