

2024년 10월 23일

키움증권 리서치센터 | 투자전략팀

2025년 금융시장 전망:

탈피의 시간

경제 김유미 helloym@kiwoom.com

주식전략 한지영 hedge0301@kiwoom.com

채권전략/ESG 안예하 yhahn@kiwoom.com

퀀트/자산배분 최재원 cjw5056@kiwoom.com

디지털자산/원자재 심수빈 sb.shim@kiwoom.com

RA 조재환 idirection@kiwoom.com

RA 이현수 hslee@kiwoom.com

Contents

Summary	P.03
I. 경제 : 피벗(Pivot)과 차별화	P.05
II. 전략 : 엇갈린 사이클 공략	P.43
III. 퀀트 : 성장과 퀄리티 중심의 대응	P.72
IV. 채권 : 2025년의 Key는 수급	P.94
V. 원자재 : 혼재된 이슈 속 방향성 탐색	P.129
VI. FX : 원화, 상고하자 흐름	P.154

Compliance Notice

- 당사는 10월 23일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책 임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하 는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.



Summary

I. 경제: 피벗(Pivot)과 차별화

- 2025년 한국 경제성장률은 연간 2.1%로 상저하고의 경로를 보일 전망. 금리 인하로 경기의 위축 가능성은 낮지만 공급망 재편과 생산성 약화, 내수 부진 등에 지지부진한 경제 흐름을 보일 것으로 예상
- 미국은 연준 금리 인하와 유동성 여건 개선으로 경기 연착륙 전망. AI 생태계 관련 산업의 확장성이나 미국 재정지출 확대 등을 고려할 때 미국 예외주의는 지속될 것으로 전망. 유로존과 일본의 경제성장률은 반등하지만 그 폭은 제한적인 수준에 그칠 것으로 예상

II. 주식: 엇갈린 사이클 공략

- 2025년 코스피 밴드 2,400~3,000pt로 제시. 상반기 중 반도체 등 주력 업종의 이익 모멘텀 둔화로 박스권 흐름 예상. 하반기에는 유동성 효과, G2 경기 모멘텀 등에 따른 이익 모멘텀 개선으로 증시 상승 탄력 강화 전망
- 매크로 및 정치를 둘러싼 내러티브 변화에 따라, 업종 및 테마 로테이션 전략으로 대응하는 것이 적절. 상반기 추천 업종 및 테마로 바이오, 이차전지(업종, 성장 스타일), 시클리컬, 주주환원, 인터넷(테마)를 제시. 하반기 추천 업종 및 테마로 반도체, IT하드웨어 등 IT(업종, 퀄리티 스타일) / 방산, 조선, 시클리컬(테마)을 제시

III. 퀀트: 성장과 퀄리티 중심의 대응

- 2025년 기업들의 실적 성장률은 '24년과 비교해 둔화되지만, 과거 실적 성장을 기록한 해들의 평균에 해당하는 20%대 내외의 영업이익 성장 예상. 현재 실적 전망 하향 조정이 진행되고 있는 점은 부담이나, 눈높이 조정 이후 실적의 추가 설명력이 회복될 수 있을 것으로 기대
- 금리 사이클의 피벗과 이익 전망 하향 국면을 감안 내년 상반기까지는 성장주와 이익모멘텀 보유 종목군을 중심으로 양호한 흐름 예상. 상반기를 지나며 가치/성장 스타일 간의 차별화는 제한될 것으로 판단되는 가운데, 하반기부터는 기업들의 수익성 회복에 힘입어 퀄리티 스타일의 강세 그리고 '26년 양호한 펀더멘털이 예상되는 업종으로 시장의 관심이 이동할 것으로 판단



Summary

IV. 채권: 2025년의 Key는 수급

- 2025년 시장금리는 상반기에는 한미 금리 인하 사이클로 인해 하락 후 하반기에는 재정 부담 등에 반등할 것으로 전망. 미 연준은 6월까지 매 회의마다 25bp씩 인하해 최종 금리 3.25~3.50% 예상. 한국은행은 7월까지 매분기 1회 금리 인하로 최종 2.50% 전망
- 채권시장의 주된 변동 요인은 국채 발행 등 공급이 될 것으로 예상. 하반기에는 공급 부담으로 인해 수시로 상방 리스크에 노출될 것으로 예상. 한국은 늘어나는 국채 순증분 부담을 외국인 외에도 일부 국내 기관의 수요 회복으로 완화될 전망. 단, 미국은 미 연준의 QT 중단이 없다면 국채 발행 부담으로 인한 금리 상승 압력이 상대적으로 높아질 전망

V. 원자재: 혼재된 이슈 속 방향성 탐색

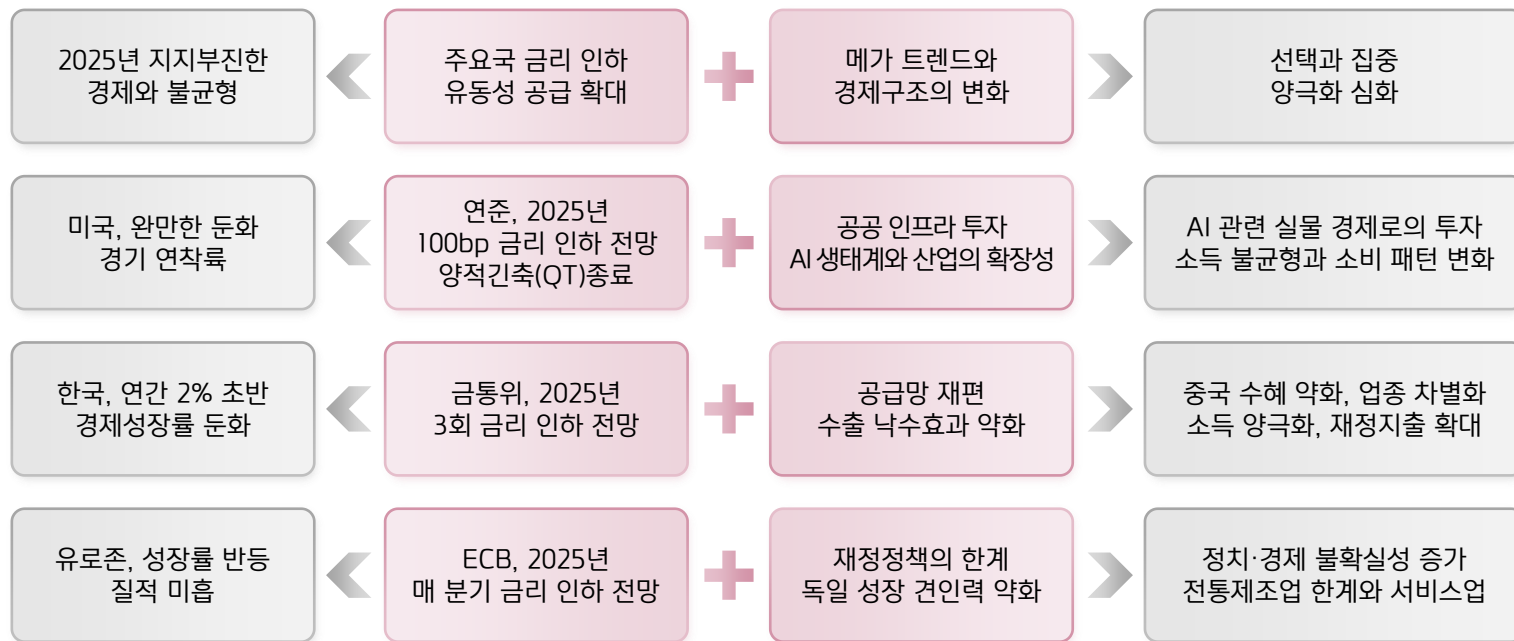
- 2025년 국제유가는 좁은 레인지에서 등락을 보이며 상반기 중에는 상방 압력이 다소 우세할 것으로 전망. 미 연준의 금리 인하와 중국 경기 회복 기대로 수요 우려 진정될 수 있는 만큼, 유가는 중동발 지정학적 리스크에 보다 민감하게 반응할 것으로 보이기 때문 (WTI 기준 배럴당 \$60~\$85)
- 원유시장의 주요 이슈는 사우디의 생산 전략 변화 여부. 2024년 12월 OPEC+의 단계적 감산 규모 축소가 시작되나 사우디는 원유 생산전략 변경에 신중할 것으로 전망. 2024년과 유사한 원유 수급여건을 고려할 때 2025년에도 유가의 레인지는 큰 변동을 없을 것으로 예상

VI. FX: 원화, 상고하저 흐름

- 달러/원 환율은 새로운 균형점 1,300원대에서 등락을 보일 것으로 전망. 미 달러 흐름이 주요 변수로 작용하는 가운데 원화는 달러 대비 상반기 강세, 하반기 약세 예상
- 미 달러화는 상반기 소폭 하락 이후 하반기 반등할 것으로 전망. 상반기에는 연준의 금리 인하 사이클과 유로존과 중국 경기 회복 조짐에 달러는 하락하겠으나 하반기에는 연준 금리 인하 종료와 미국의 경기 회복으로 반등할 것으로 예상

I. 경제: 피벗(Pivot)과 차별화





✓ 메가 트렌드

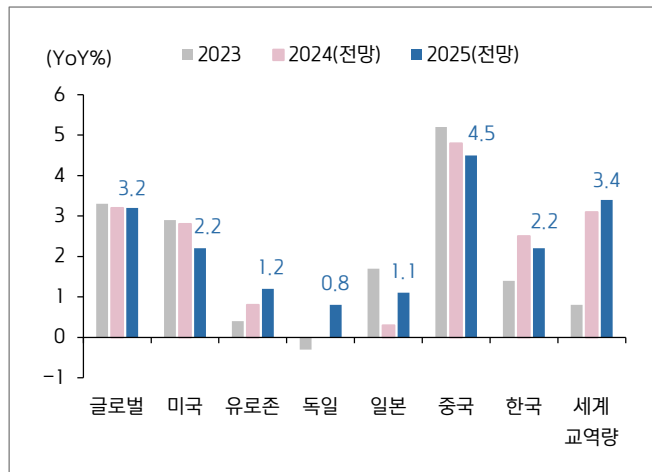
- 구조적 변화·기술 혁신 : 인구구조 변화, 보호무역주의, 글로벌 공급망 재편, AI 관련 생태계 파급효과, 저탄소 경제로의 전환
- 중물가·중금리 환경: 지정학적 리스크와 원자재 가격 하방 경직성, 인플레이션 우려와 확장적 통화정책 제약, 정부 역할 확대

02.

2025년 주요국 경제, 차별화

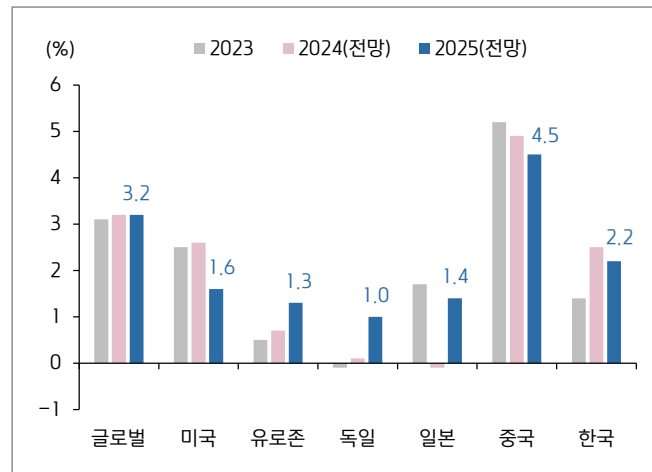
- ▶ 2025년 글로벌 경제 성장률은 3% 초반대에서 머물며 '24년 수준에서 크게 변하지 않을 것으로 전망
- ▶ 주요 선진국 중 유로존과 일본 경제성장률은 실질 소득 개선 및 낮았던 기저 등에 반등 가능하나 그 폭은 제한적이며 미국과 한국의 성장은 둔화될 것으로 예상
 - IMF 10월 전망에 따르면 7월 전망 대비 '25년 경제성장률 전망치에 대해 미국은 상향 조정한 반면, 유로존과 일본은 하향 조정, 한국과 중국은 유지

IMF 주요국 경제성장률 전망치



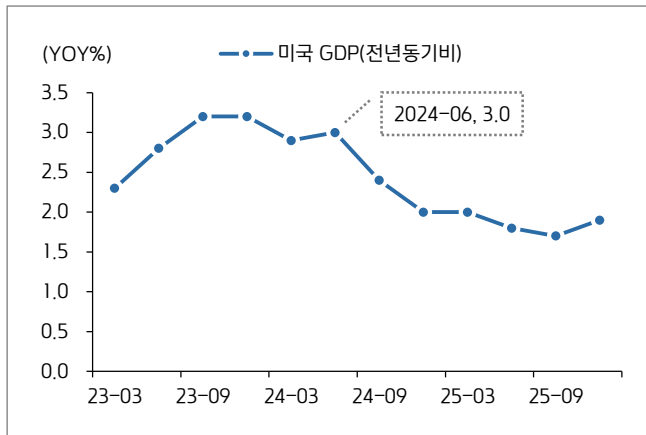
자료: IMF, 키움증권 리서치센터
주: 2024년 10월 기준

OECD 주요국 경제성장률 전망치

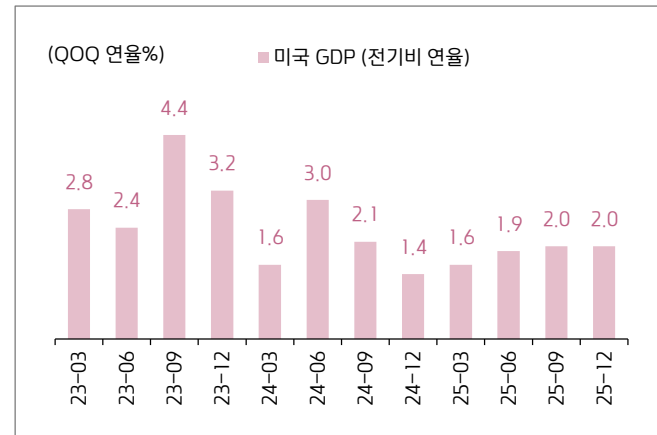


자료: OECD, 키움증권 리서치센터
주: 2024년 9월 기준

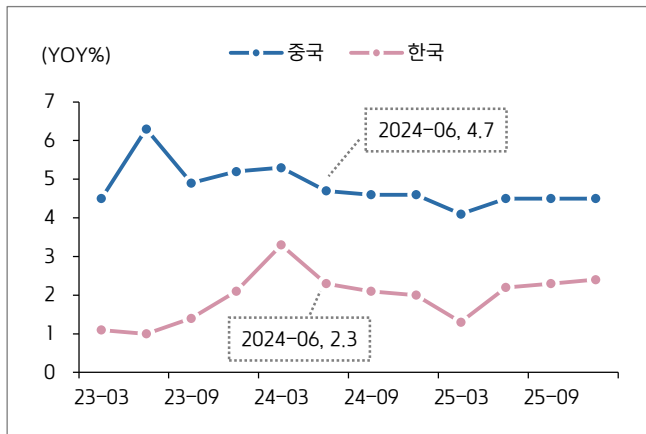
03. 주요국, 분기 경제 성장률 전망



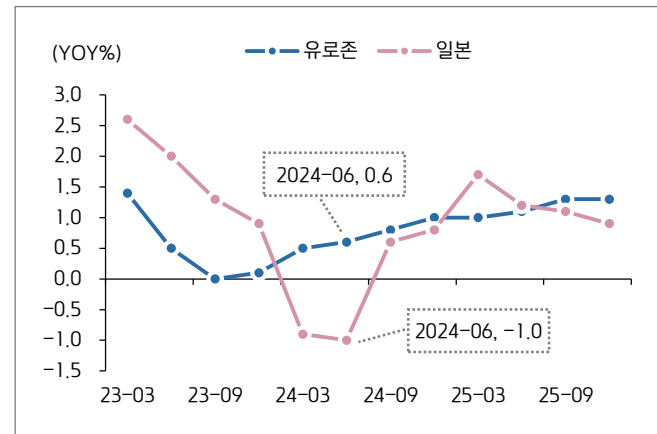
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 미국은 2024년 3분기 부터전망치



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 미국은 2024년 3분기 부터전망치



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 한국은 2024년 3분기 부터, 중국은 2024년 4분기 부터 전망치



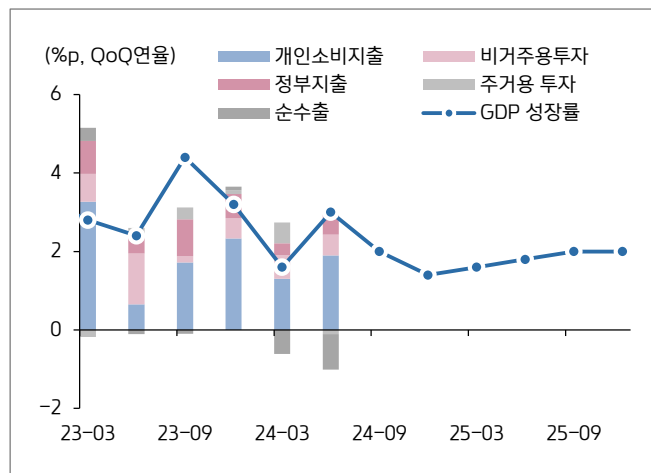
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 미국, 일본, 유로존은 2024년 3분기 부터 전망치

04.

미국 경제 성장을 둔화되나 침체는 제한적

- ▶ '24년 미국은 소비 및 비주거용 투자를 중심으로 예상보다 양호한 성장을 기록. 월간 기준 시장 컨센서스 흐름을 살펴볼 경우 '24년과 '25년에 대한 성장 경로는 대체로 낙관적인 시각을 유지
- ▶ '25년 경기는 소비 및 투자 둔화 등에 '24년보다 낮아지나 유동성 여건 개선과 재정지출 확대 기조 등으로 경기 연착륙은 가능할 것으로 전망

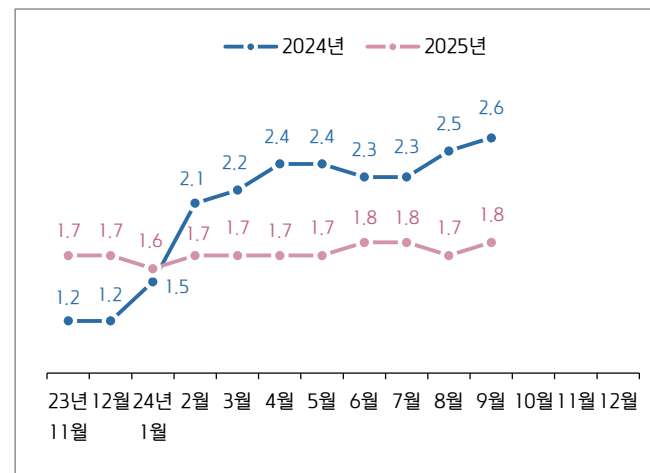
미국 분기 경제성장률 추이와 성장기여도, 성장 전망치



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주: 2025년 2분기 이후 경제성장률 전망치는 Bloomberg 컨센서스 중간값

미국 연간 경제성장률에 대한 시장 컨센서스 변화



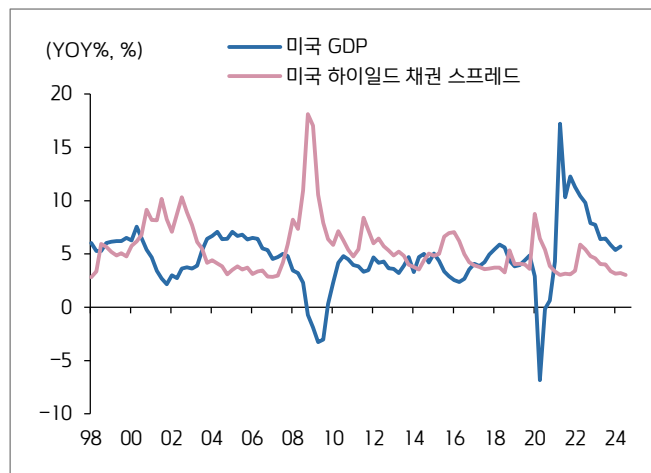
자료: Bloomberg 주요 IB 중간값 컨센서스 기준

05.

연준 고강도 긴축에도 안정적인 신용 리스크

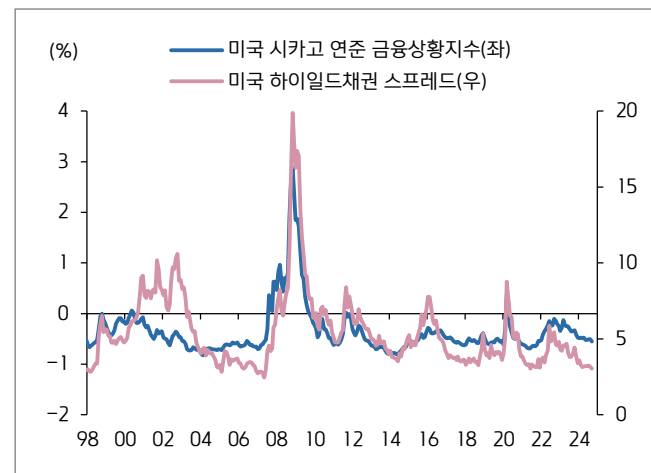
- ▶ 연준의 긴축 기간에도 미국 신용 리스크는 안정적으로 유지, 연준의 금리 인하로 금융 여건이 더 완화될 경우 신용 리스크는 낮은 수준에서 머물 것으로 기대
 - 미국 하이일드 스프레드의 하향 안정화는 신용 여건이 우려에 비해 양호했음을 시사
 - 연준의 고강도 긴축에도 시카고 NFCI(National Financial Conditions Index, 미국 금융상황지수)는 기준선(0)을 하회하며 과거 긴축기와 다르게 금융 여건은 완화적

미국 경제성장률과 하이일드 채권 스프레드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 시카고 연준 금융상황지수와 하이일드 채권 스프레드



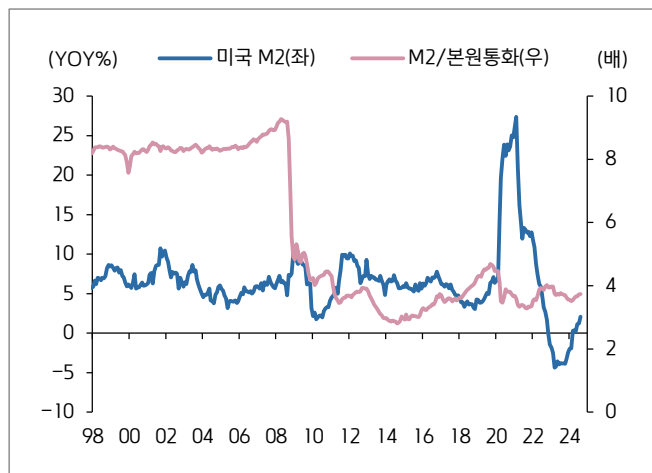
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

06.

완화적인 금융 상황 속 금리 인하, 유동성 효과에 주목

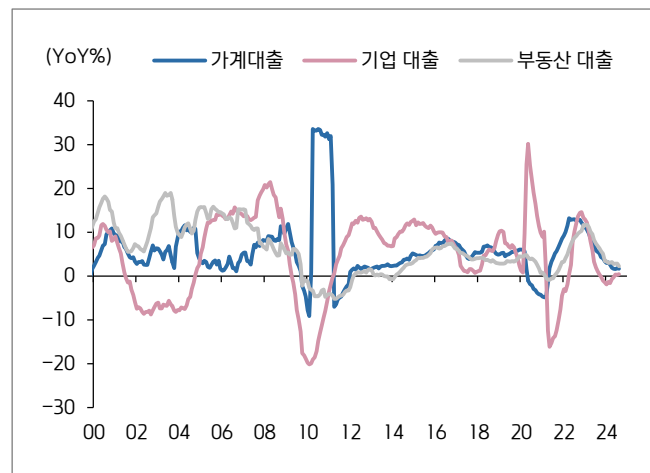
- ▶ 금융여건이 완화적인 상황에서 시작된 금리 인하가 주는 유동성 효과에 주시할 필요
- ▶ 미국 M2증가율과 통화승수(M2/본원통화)가 점진적으로 반등하면서 시중 유동성 확대 기대
 - 통화승수의 상승 원인 중 하나로 연준의 금리 인하 기대감에 따른 단기 자금으로의 이동도 지적
- ▶ 통화승수의 반등은 단기적인 자금이 자산시장 또는 실물 경제로 유입될 가능성이 높아지고 있음을 시사
 - 은행의 신용 창출이 민간 소비나 투자로 유입될 경우 실물 경제의 회복을 뒷받침해줄 것으로 예상
 - 가계 및 부동산 대출의 증가세는 둔화되고 있으나 기업 대출은 반등. 금리 하락으로 기업들의 M&A와 투자 확대 기대

미국 M2 증가율과 M2/본원통화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 상업은행 가계, 기업, 부동산 대출 증가율



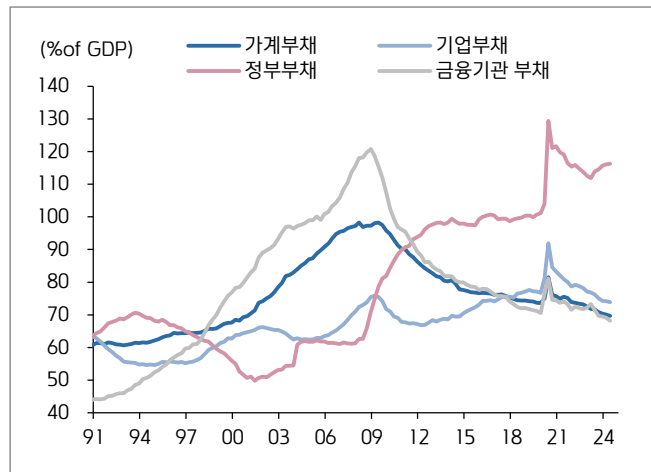
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

07.

민간 부채 조정에 따른 부담도 낮아

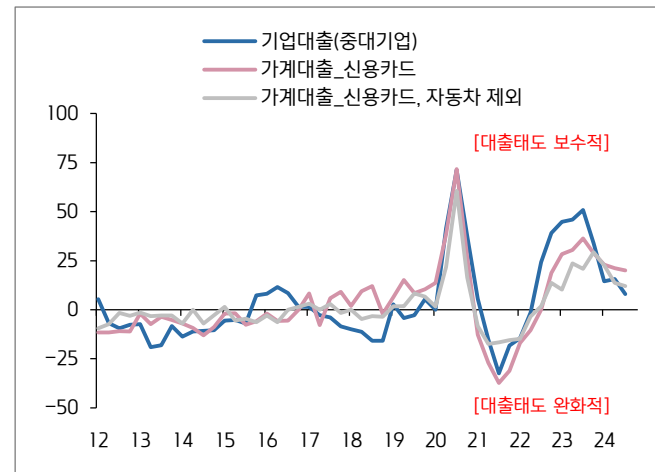
- ▶ 연준 긴축 기간 동안 민간 부문의 부채 조정 지속. 그 기간동안 정부부채가 증가하며 경기 위축을 방어
- ▶ 민간 부문의 디레버리징이 2021년 이후 지속되었으며 연준의 금리 인하와 금융기관의 보수적인 대출태도 완화를 감안할 때, 부채 조정에 따른 수요 제약은 점차 약화될 것으로 예상
 - 금융기관의 가게 및 기업에 대한 대출태도는 여전히 신중한 태도를 취하고 있으나 조금씩 완화되는 모습
- ▶ 정부 부채의 레버리징 지속은 민간 신용창출 여건 개선과 더불어 유동성 여건 개선 뒷받침

미국 GDP 대비 민간 및 정부 부채



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 금융기관 기업 및 가게 대출 태도 추이



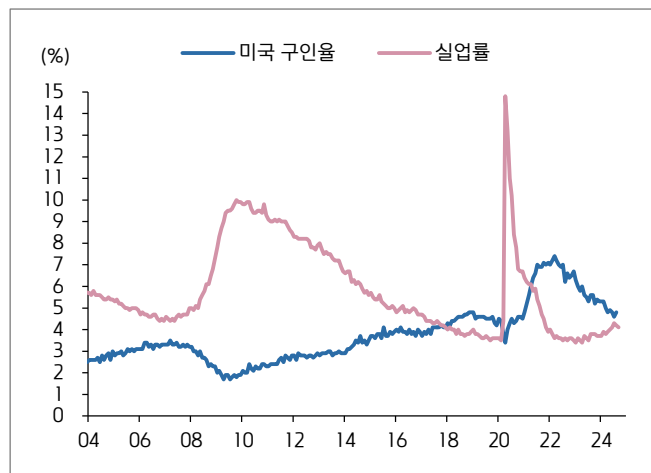
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

08.

연준 정책금리 인하, 경기 대응과 과잉 긴축의 정상화

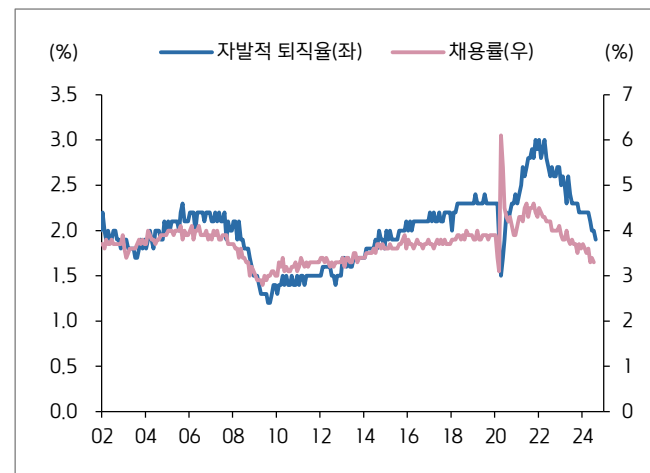
- ▶ 미국 노동시장의 둔화는 연준의 금리 인하 사이클에 주된 명분, 당분간 통화정책의 주요 변수가 될 전망
 - 고용의 수요-공급이 균형점에 도달함에 따라 구인율의 점진적인 하락은 실업률의 상승 압력을 높일 수 있는 상황
 - 자발적 퇴직율과 채용률의 하락세 역시 노동시장 내에서 수요가 약화되고 있다는 신호
- ▶ 노동시장의 급격한 위축 가능성은 낮으나 경기 대응 차원과 과잉 긴축의 정상화 측면에서 연준의 금리 인하는 2025년 상반기까지 지속될 것으로 예상

미국 실업률과 구인율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 채용률과 자발적 퇴직율

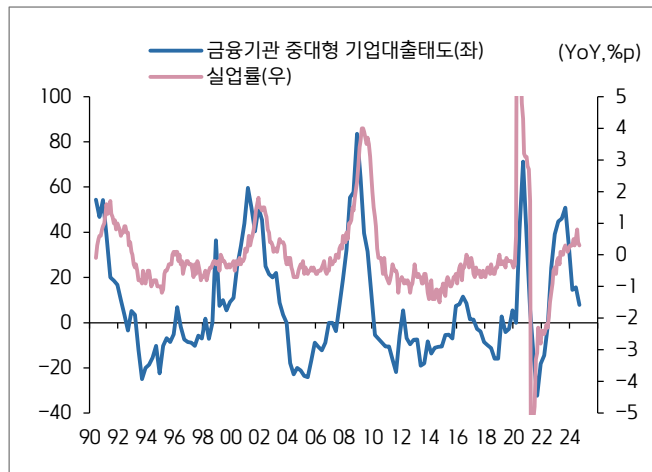


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

09. 금리 인하 사이클, 상반기 마무리 예상

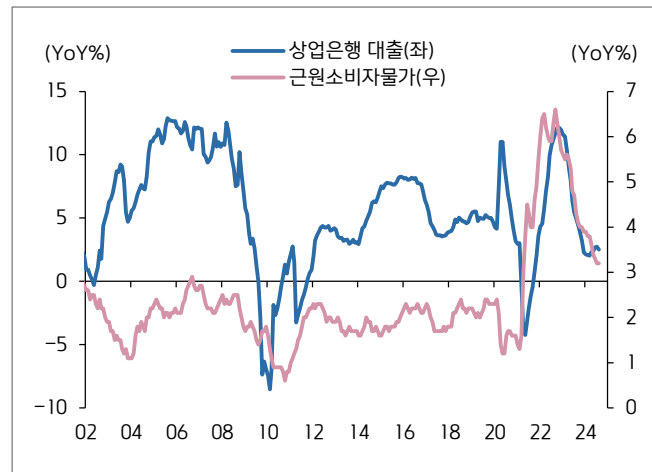
- ▶ 연준의 금리 인하 사이클은 과잉 긴축을 해소하는 빠른 정상화 성격, 매 회의마다 25bp 금리 인하 단행 전망
2025년 2분기 말 최종금리 수준 3.25~3.50%에서 마무리될 것으로 예상
 - 미국의 적정 실질 중립 금리 수준은 0.74~2.60%로 구조적 변화와 순환적 요인에 의해 차이, 중간값은 1.67%로 추정
명목 중립금리는 물가 목표치(2%)를 고려할 경우 대략 3.67% 정도에서 중간 값 형성
 - 과거 금리인하 사이클 시기의 최종금리 수준: '95년 5.25%, '19년 코로나로 0.25%, '01년 1.0%, '08년 0.25%
 - 유동성 여건 개선은 실업률의 급등 가능성을 낮추고, 민간 디레버리징의 완화는 근원물가의 둔화를 제약

미국 금융기관 중대기업 대출태도와 실업률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 상업은행 대출과 근원 소비자물가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 연준의 금리 인하가 '25년 상반기에 마무리 된 이후에는 정부의 재정정책을 통한 성장 제고의 필요 점증
 - 세계화 둔화, 지정학적 리스크 등 구조적으로 인플레이션 이슈가 수시로 발생하며 통화정책을 통한 레버리지 여건이 과거에 비해 제한적이라면 정부의 재정지출과 정책적 지원이 성장 견인의 주된 동력으로 작용
- ▶ 정부 부채와 재정지출 확대 등 정책적 지원이 가능한 국가로 자금 이동, 이를 통해 성장도 상대적 우위 보일 듯
 - 미국의 경우 부채 증가와 더불어 재정지출이 늘어나면서 적자 확대 기조 지속
 - 인플레이션 이슈에 정책금리의 인하 폭이 제한적임에 따라 재정적 경기 부양 여력이 제한적인 국가의 경우, 통화 이완의 효과가 단기에 그칠 수 있음

주요국 재정수지/GDP와 정부부채/GDP 전망치

재정수지/GDP(%)							
	중국	프랑스	독일	일본	한국	영국	미국
코로나19 이전 5년 평균	-3.9	-3.1	1.4	-3.2	1.5	-3.0	-4.8
2023	-7.1	-5.5	-2.1	-5.8	-1.0	-6.0	-8.8
2024	-7.4	-4.9	-1.5	-6.5	-0.6	-4.6	-6.5
2025	-7.6	-4.9	-1.3	-3.2	0.1	-3.7	-7.1

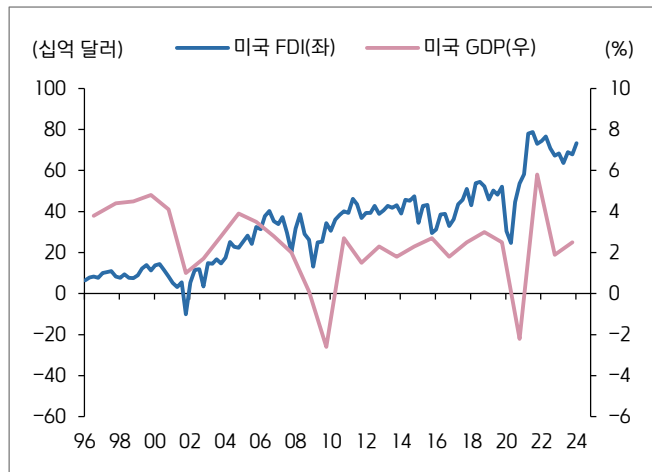
정부부채/GDP(%)							
	중국	프랑스	독일	일본	한국	영국	미국
코로나19 이전 5년 평균	52.8	97.4	65.5	232.2	40.8	86.9	106.3
2023	83.6	110.6	64.3	252.4	55.2	101.1	122.1
2024	88.6	111.6	63.7	254.6	56.6	104.3	123.3
2025	93.0	112.8	62.3	252.6	57.3	106.4	126.6

자료: IMF, 키움증권 리서치센터

11. 인프라와 민간 투자 사이클, 그리고 FDI

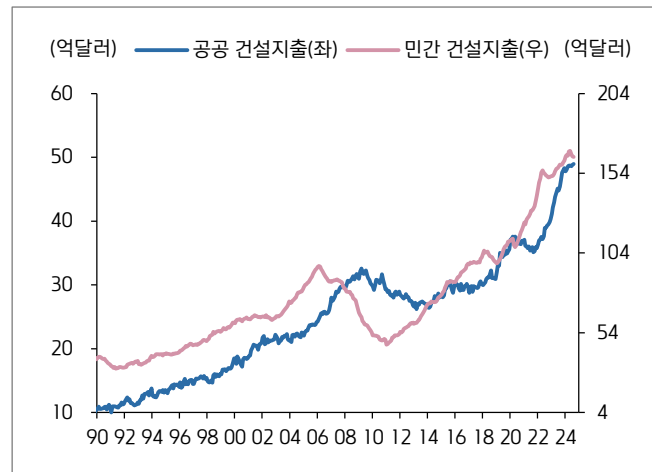
- ▶ 인플레이션 환경에서는 레버리지를 통한 성장 견인력이 약해 정부지출과 민간 투자를 통한 성장 제고 필요
 - 미국 의회예산국(CBO), 재정적자가 2029년까지 GDP의 약 5% 이상으로 유지될 것으로 예측
 - '24년 GDP 재정적자 규모는 5.6%, '25년 6.1%로 코로나19 이전 5년 평균 3.5%보다 높은 수준으로 전망
- ▶ 미국 정부의 인프라 투자와 산업 정책에 의한 투자 사이클 지속 기대. 미국으로 외국인 직접투자 증가는 투자 및 성장에 긍정적. 관련 수혜를 받는 산업이나 기업의 성장이 다른 부문에 비해 양호할 전망

미국 FDI와 경제성장률 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 공공 및 민간 건설지출



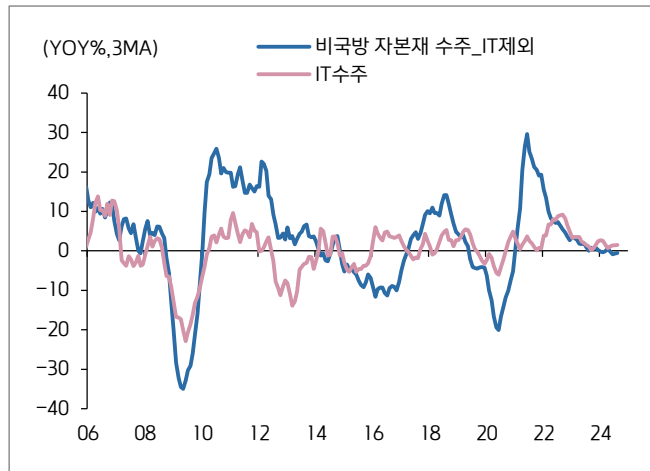
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

12.

물론, 단기적으로 투자 사이클 확인 과정 필요

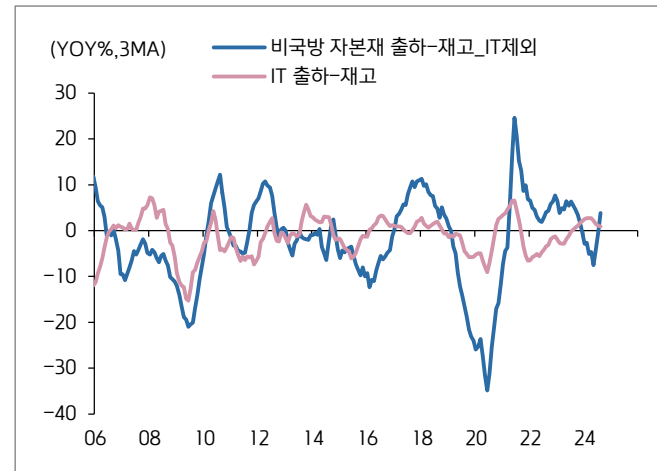
- ▶ 2024년에는 AI관련 투자 사이클이 이어지면서 관련 수주와 투자 수요가 성장에 기여
- ▶ 2025년 초반에는 AI 자본지출 대비 수익성에 대한 의구심 수시 제기될 전망
 - IT 재고순환(출하-재고)은 둔화되고 있으나 IT 수주 증가율은 추가 하락 제한. 혼재된 흐름은 IT 중심의 강했던 투자 성장세가 다소 완만해질 수 있음을 시사
- ▶ 높아진 기대치에 부합하는 실질적인 성과 유무와 기술 중심의 AI 생태계가 비기술 부문으로의 산업까지 확장되면서 생산성 향상을 유도해줄 수 있는지를 놓고 의견 분분할 전망

미국 IT 제외 비국방 핵심자본재 수주와 IT 주문



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 IT 제외 비국방 핵심자본재 수주와 IT 재고순환



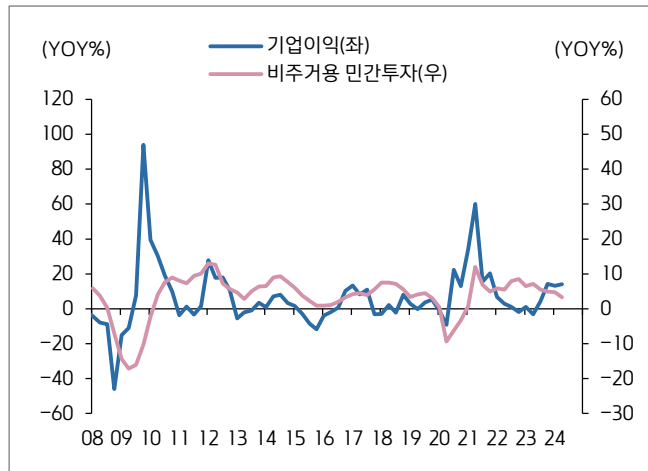
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

13.

차별화와 민간 투자의 불균형 지속

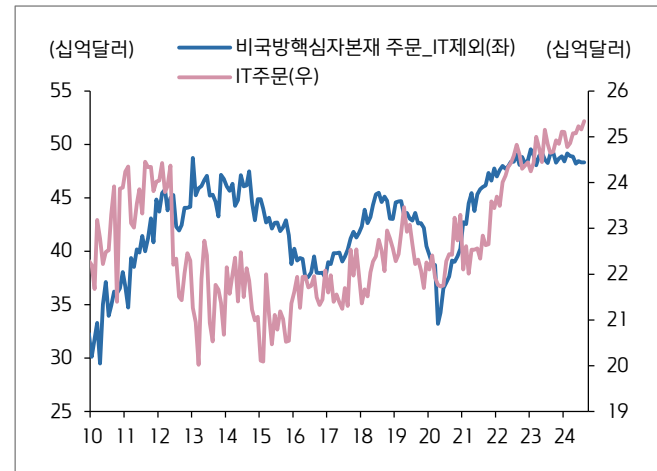
- ▶ 기업이익의 증가세가 유지되고 있음을 고려할때 비주거용 민간투자의 둔화세도 점차 주춤해질 것으로 예상
- ▶ AI 관련 생태계는 구조적인 변화이고, 수주도 꾸준히 이어지고 있어 중장기 투자 사이클은 유효
- ▶ 기업 투자 안에서도 AI 생태계의 참여 여부에 따라 성장의 지속성이나 회복도 차별화 예상
 - 정부 정책 방향 및 지원, 모멘텀 등에 따라 산업 내 양극화는 지속될 가능성

미국 기업이익과 비주거용 민간투자



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 IT 제외 비국방 핵심자본재 수주와 IT 주문



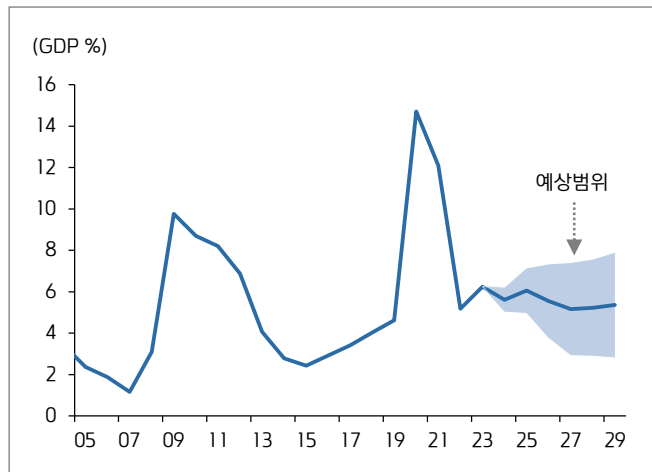
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

14.

중물가, 중금리에 본격적으로 적응하는 시기

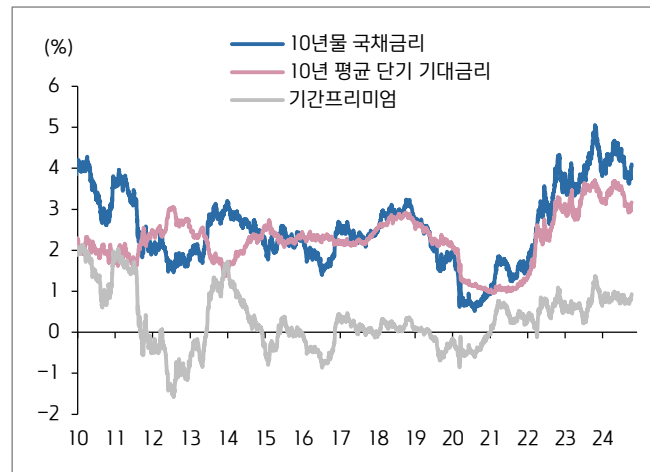
- ▶ 미국 재정적자 지속에 국채 발행 압력도 지속될 것으로 예상. 특히, 미국 두 대선후보 모두 확장적 재정정책 기조를 취하고 있음을 고려할 때 국채 수급 여건과 관련 불확실성이 미국 시장금리의 하방을 제약할 전망
- CBO 전망에 따르면 미국 재정적자는 2025년에도 GDP 대비 6.1%로 '24년(5.6%)보다 높은 수준 유지할 것으로 전망
- ▶ 중물가·중금리 상황에 본격적으로 적응해야 하는 시기로 진입

미국 재정수지 추이 및 전망



자료: CBO, 키움증권 리서치센터

미국 국채금리(10년)와 기간 프리미엄

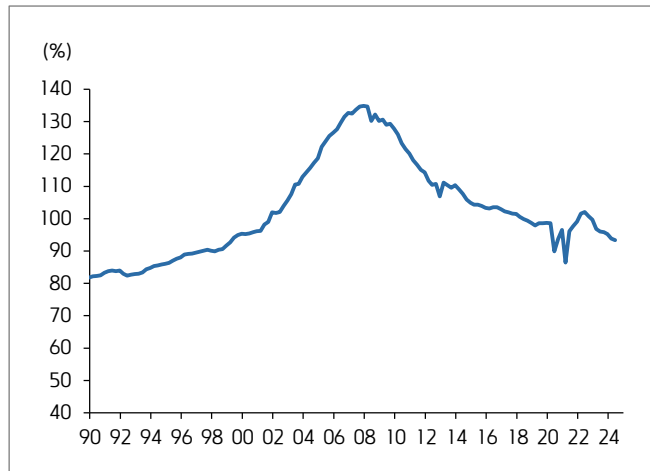


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

15. 미국 소비, 급격한 위축 가능성 낮아

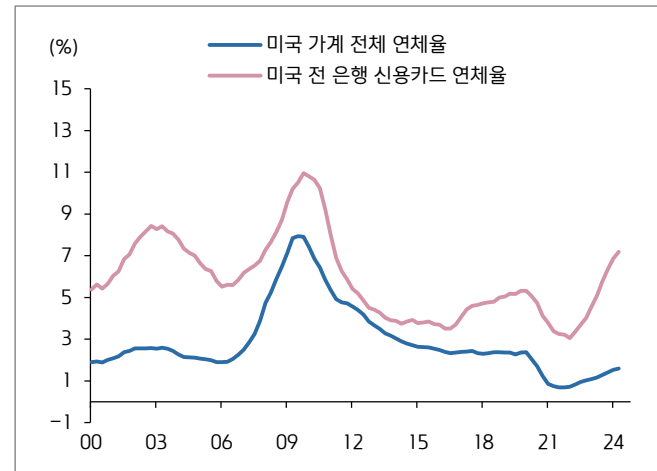
- ▶ 미국 가계의 초과 저축 소진 및 노동시장 둔화 등에 소비 위축 가능성 제기. 가계의 신용카드 연체율 상승과 소비 여력 둔화에 가격에 민감해지며 소비 패턴이 신중해질 가능성 상존
 - 지속된 인플레이션으로 고소득층과 저소득층간 소비 격차 확대
- ▶ 다만, 신용카드 연체율 상승에도 여전히 역사적으로 평균 범위 내에 머물러 있고, 연준 금리 인하에 따른 차입 비용 감소 등을 통해 가계의 부담도 다소 완화될 것으로 예상

미국 가처분소득 대비 가계부채



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 가계 전체 연체율과 신용카드 연체율

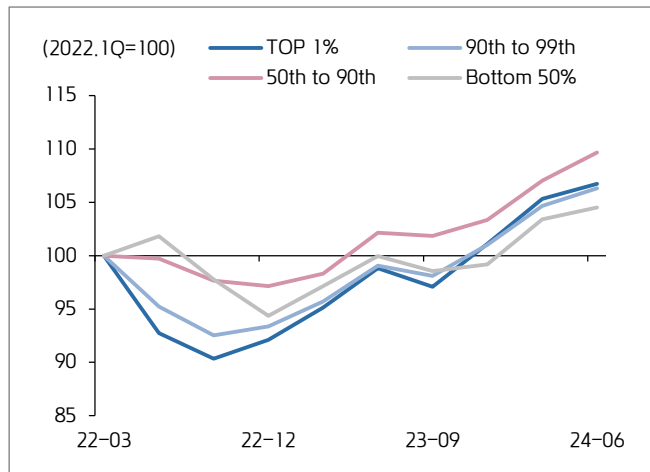


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

16. 미국 가계 건전성도 나쁘지 않아

- ▶ 가계 순자산의 꾸준한 증가는 소비의 완만한 둔화 흐름을 뒷받침해줄 것으로 기대
 - 소득 분위별 자산과 부채 분포를 보면 소득 분위 50~90% 순자산이 코로나 이후 빠르게 증가
- ▶ 순자산 증가 폭이 가장 큰 소득 분위 50~90%의 부채 비중이 전체에서 약 45% 가까이 차지.
- ▶ 물론, 소비자신용의 부채는 주로 하위 50%가 절반 이상을 차지해 관련 잡음은 불가피하나 순자산도 증가

미국 소득 분위별 가계 순자산 변화



자료: FRB, 키움증권 리서치센터

미국 소득별 자산 및 부채 분포

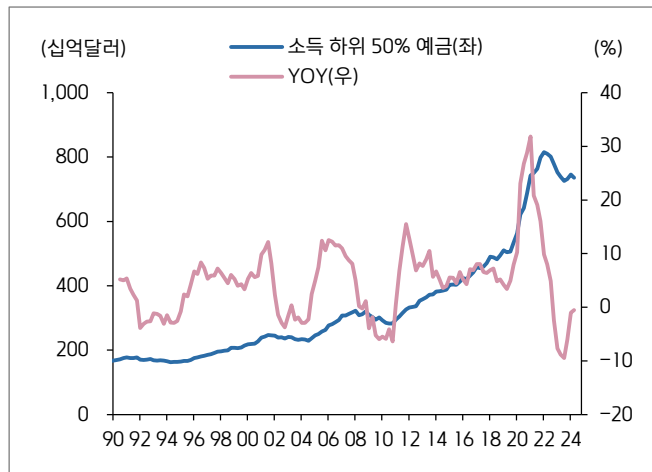
항목 (%)	TOP 1%	90th to 99th	50th to 90th	Bottom 50%
가계순자산	30.1	36.5	30.8	2.5
부동산 자산	13.4	30.5	45.3	10.7
금융자산	33.8	37.1	26.5	2.6
예금	23.5	35.1	35.9	5.5
채권	38.5	40.5	20.5	0.6
주식, 뮤추얼 펀드	49.4	37.4	12.2	1.0
부채	4.9	19.4	44.5	31.1
대출	4.9	19.4	44.6	31.2
모기지 대출	3.3	23.5	50.5	23.1
소비자신용	3.2	10.1	34.9	51.8

자료: FRB, 키움증권 리서치센터
주: 2024년 2분기 기준

17. 소득 분포 별 자산 흐름도 예상보다 무난

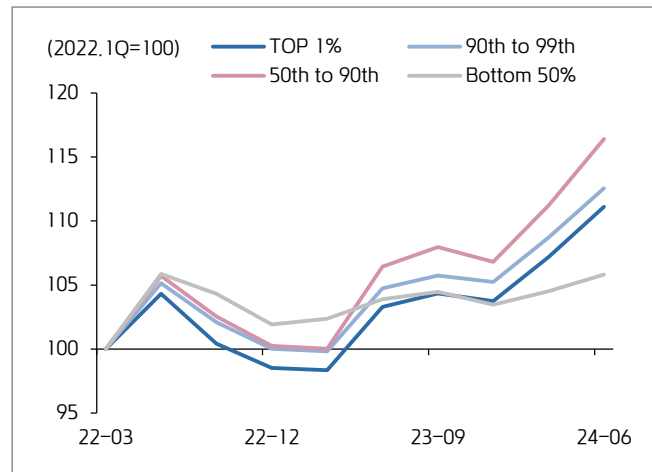
- ▶ 신용카드 연체율이 소득 하위 계층을 중심으로 늘어나며 우려를 높이고 있으나 저소득층의 예금 수준은 과거에 비해 아직 높은 수준이고 전년동기비 증가율도 반등하는 상황
- ▶ 소득 중상위 계층의 순자산 증가폭도 확대되었으며 그 배경을 살펴보면 주로 부동산 가격 상승에 기인, 향후 부동산 가격의 변화가 가계 소비에 있어 중요하게 작용
 - 연준의 고강도 긴축에도 미국 주택 가격은 재고 부족과 거래량 감소 등에 높게 유지되면서 부동산 보유자산이 많은 소득 계층의 소비 여력에 긍정적으로 작용

미국 소득 분포 하위 50% 예금 자산 추이



자료: FRB, 키움증권 리서치센터

미국 소득 분위별 가계 부동산 자산 변화

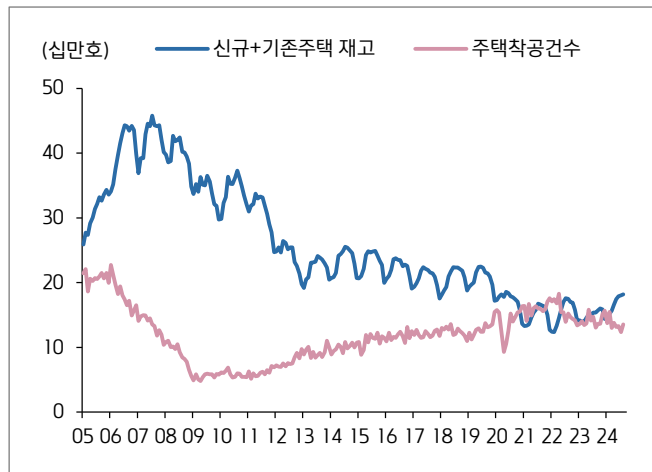


자료: FRB, 키움증권 리서치센터

18. 주택가격의 안정, 가계 소비에 우호적

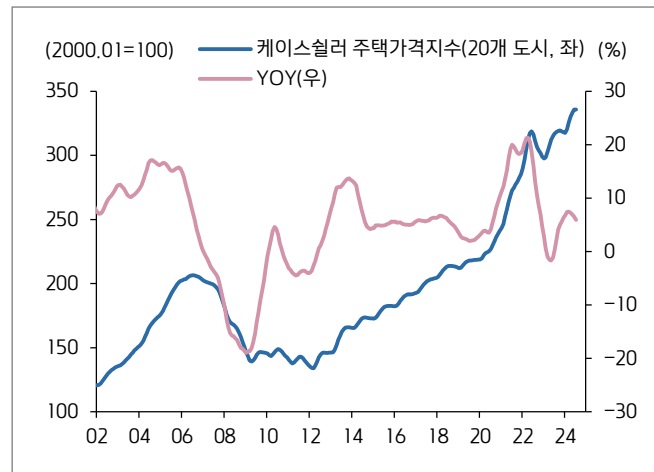
- ▶ 미국 주택가격이 안정적으로 유지되면서 중상위 계층을 중심으로 가계의 순자산도 양호할 것으로 전망, 소비 여력을 뒷받침해줄 것으로 예상
 - 재고가 최근 늘어나고 있으나 과거에 비해 여전히 낮고 주택착공도 더딘 상황. 연준 금리 인하에 모기지 금리가 낮아질 경우 가계의 주택 구매력 향상을 통해 주택가격은 안정적인 전망

미국 주택 재고와 주택착공건수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 케이스실러 주택가격지수

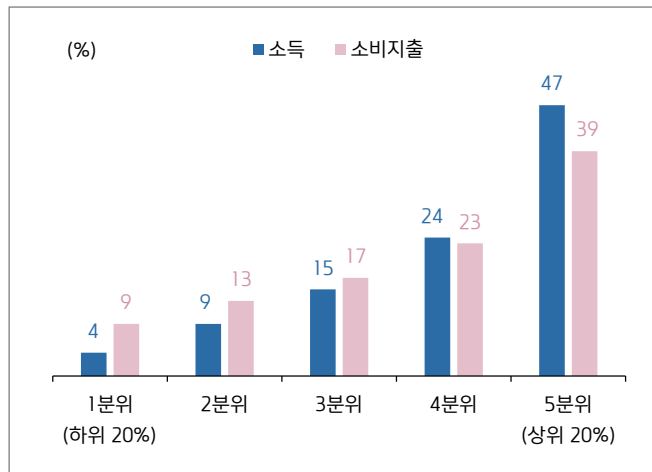


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

19. 소득 양극화, 소비 패턴 차별화는 고려

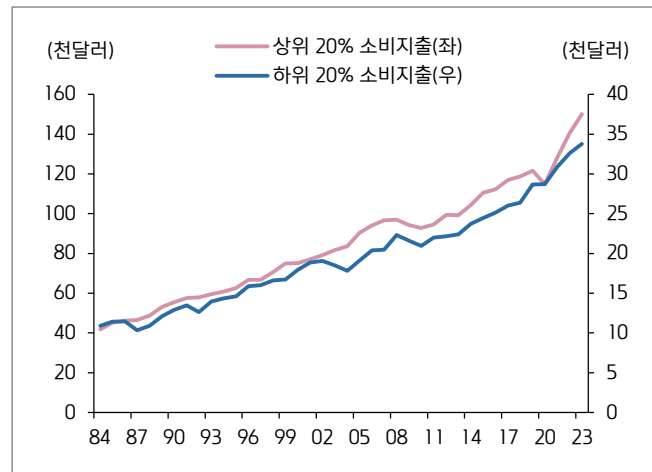
- ▶ 미국 소득 양극화 지속은 소비 패턴의 차별화로 나타날 전망. 소득 분포와 소비지출 비중을 살펴보면 소득 상위 계층이 높은 소비지출 비중을 차지. 이는 소비의 급격한 위축을 완충해줄 수 있음
- ▶ 소비가 전반적으로 위축되기보다 그 안에서도 차별화될 것임을 시사. 상대적으로 양호할 고소득층의 소비 지출 흐름에 주목할 필요

미국 소득 분포에 따른 소득과 소비지출 비중



자료: BLS, 키움증권 리서치센터
주: 2022년 기준

미국 소득 분포 상하위 20% 소비지출 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 경제정책의 일부 차이는 있지만 공통적으로 미국 대선후보들은 재정지출 확대 기조와 보호무역주의에 대한 입장을 취하고 있는 상황
- 재정지출 확대 기조는 공통적이거나 트럼프는 관세, 해리스는 부자세를 통해 확보하겠다는 점이 차이
 - 환경 부문에 있어 차이는 발생하고 있으나 트럼프 대선후보가 바이든의 정책을 완전 폐기하기도 어려울 것으로 전망

해리스와 트럼프의 주요 이슈별 공약·입장 비교

	해리스(민주당)	트럼프(공화당)	
대중국 전략 (무역·투자)	디리스크(De-Risking), 전략적 표적(Strategic & Targeted) 관세 공급망 전환과 안정화 우선, 수출통제 강화(첨단분야 위주, 동맹 협력)	전략적 디커플링, 중국 최대, 국대우(MFN/PNTR) 철폐 보편·상호 관세, 중국 60%, 수출통제 범위 확대(금융, 지식재산 등)	
공급망	온쇼어링 + 니어·프렌드 쇼어링, 신뢰 동맹, 파트너 역할 증대	온쇼어링 중심, 자국 중심 공급망	
통상	다자 협상(Multi-Lateral), 노동·기후(친환경) 요건 강화	양자 협상, 보호무역주의, 무역수지 균형 및 상호성 원칙	
환경	탈탄소·그린전환 지속, 기후변화 적극 대응, 친환경 에너지 투자	화석연료 산업 부흥, 기후변화 회의론, 원자력 발전 확대	
외교·안보	중국 및 러시아 견제, 동맹 연계 협력, 난민·불법이민자 처우 개선, 포괄적 이민 개혁(전반적 확대)	중국 견제 우선, 러·우 전쟁 종결, 동맹 비용·역할 압박, 국경봉쇄, 불법이민자 송환(Deportation), 합법·기준 충족 이민 장려	
국내 경제 정책	세제	고소득층·기업 세율 인상, 정부 지출 확대	전반적 감세(2017 감세법-TCJA 일몰(2025) 연장/영구화),규제 점검·축소
	의료	공공의료보험 역할·비중 확대 , (약가 인하) 공공의료보험기관-제약사 간 인하 협상 및 대상 약제 선정(IRA 포함)	개인 의료보험 선택 권한 강화 (전국 단위 의료보험 상품 경쟁 촉진) (약가 인하) 국내외 제약사 경쟁 촉진
	물가	주요 품목 생산·유통 기업 가격 통제	석유 생산 확대로 유가 하락, 생산비 감소
	금리 통화	연방준비제도이사회 독립성 보장, 가상자산 관련 친화적·개방적	재무부·백악관 금리 결정 권한 개입, 가상자산 시장 활성화

자료: KIET 재인용, 키움증권 리서치센터.

21. 트럼프 관세 부정적 영향, '26년이 더 부담

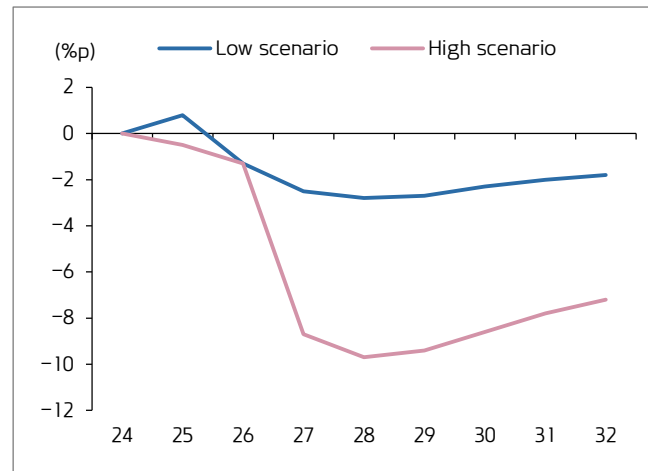
- ▶ 트럼프 2기 관세 정책, 1) 전 수입품에 대한 10% 보편적 기본 관세, 2) 60% 대중국 관세, 3) 상호주의 관세 부과
 - 관세 부과 범위, 상대국의 보복 여부에 따라 미국 경제에 미치는 영향도 차이
 - 관세부과로 미국 수입 감소폭이 수출보다 커질 경우 무역적자 개선 효과 가능하나 GDP 감소와 물가 상승 우려
 - 한국의 경우 미국 FTA협정에도 보편적 관세 10%p 부과될 경우 한국의 대미국 수출 감소, 한국 관세 부과 제외시 상대가격 변화에 따른 한국산 수입 대체 효과 기대 가능하나 한국산 중간재에 대한 수입 감소라는 부정적 영향도 존재
- ▶ 다만, 관세 시행의 법적 절차를 고려할 경우 대중 관세가 2025년 중 빠르게 시행되기는 어려워 그 영향은 2026년에 본격화될 것으로 예상
 - 트럼프 1기(2017.1~2021.1) 당시 무역법과 무역확장법에 근거하여 관세 부과를 '18년 2월부터 순차적으로 부과

미국 트럼프 공약 관세 부과에 따른 영향

실질 GDP	(10%p 관세 인상, 상대국 동일 대응 시) '26년까지 기준 대비 0.9% 감소. (60%p 중국 관세 인상, 중국 보복) '26년까지 기준 대비 0.2% 이상 감소
인플레이션	(10%p 관세 인상, 상대국 동일하게 대응) '25년에 기준 대비 1.3%p 상승. (60%p 중국 관세 인상, 중국 보복) '25년에 기준 대비 0.7%p 상승.
미국 이외 국가	(10%p 관세 인상) 캐나다, 중국, 독일, 일본, 멕시코 타격 (60%p 중국 관세 인상) 중국 타격, 멕시코는 상대적 반사이익

자료: 피터슨국제경제연구소(PIIE) 자료 재인용, 키움증권 리서치센터

트럼프 대선 공약, 세 가지 정책 실현시 GDP 영향 추정



자료: 피터슨국제경제연구소(PIIE) 자료 재인용, 키움증권 리서치센터

주 1) 시나리오 'Low': 10%p보편적 관세와 중국 60%p 관세 모두 시행, 외국 보복 없음, 노동자 130만명 추방, 연준 독립성 약화
 *시나리오 'High': 10%p보편적 관세와 중국 60%p 관세 인상 모두 시행, 외국 보복 있음, 노동자 830만명 추방, 연준 독립성 약화
 주 2) 기준: 연간 GDP 성장률 1.9%, 연간 고용 증가율 1.5%, 연간 물가상승률 1.9%

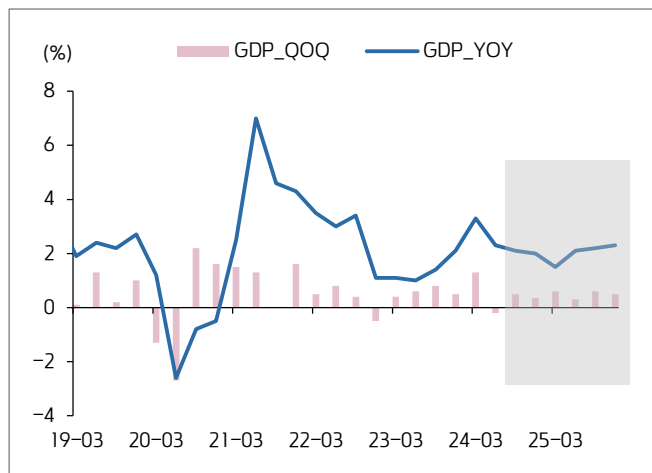
키움증권

22.

한국 2% 내외의 지지부진한 성장

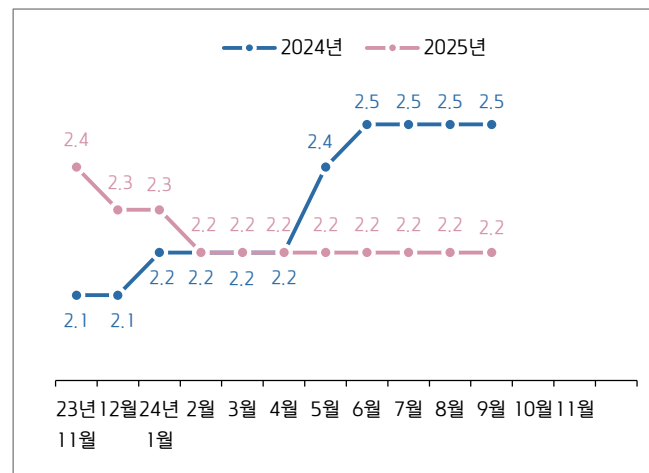
- ▶ 한국은 2025년 경제성장률은 연간 2.1%대로 둔화되며 '24년 2.4% 보다 낮아질 것으로 예상
 - 전년동월비 경제성장률 기준으로 상저하고의 경로를 보이겠으나 상반기 기저를 고려하면 크게 차이는 없을 것으로 예상
 - 시장 컨센서스도 올해와 내년 2%대의 성장을 전망하며 시각의 변화가 크지는 않은 상황
- ▶ 한국 경제는 공급망 재편, 인구구조의 변화 등의 구조적인 변화를 고려할 때 2% 내외에서 지지부진한 성장 흐름을 보일 것으로 전망
 - 산업·업종·기업 내 차별화가 지속되며 소득 불균형과 양극화는 심화될 것으로 전망

한국 경제성장률 추이와 전망치



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터
주: 회색 음영은 전망치

한국 연간 경제성장률에 대한 시장 컨센서스 변화

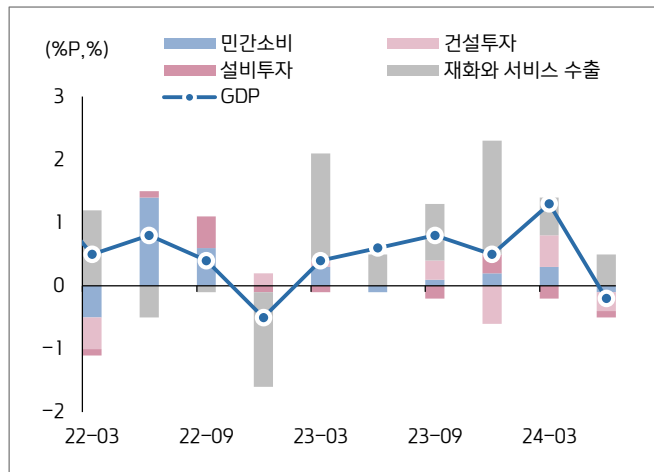


자료: Bloomberg 주요 IB 중간값 컨센서스 기준

23. 한국 성장 기여도, 수출과 내수 격차 지속

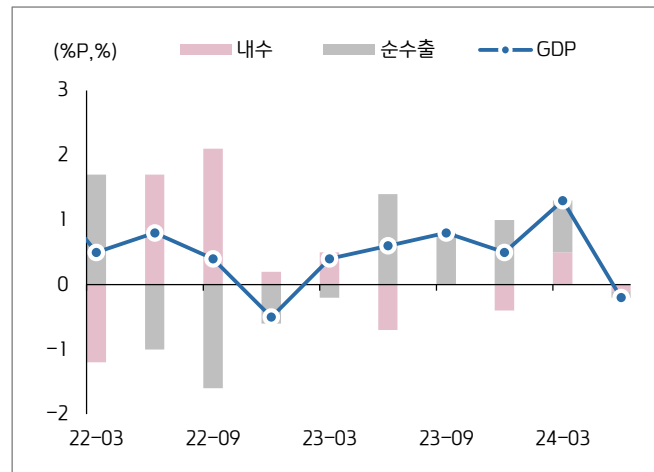
- ▶ 한국의 경제 성장은 수출 의존도가 지속해서 높게 나타나며 수출과 내수 격차는 불가피할 전망
 - 민간 소비는 금리 인하에도 불구하고 부채 조정에 따른 소비 여력 약화 등에 부진
 - 설비투자가 더딘 회복세를 보이고, 건설투자도 민간 부동산 시장 불안에 개선은 제한적일 전망
- ▶ 수출은 기저효과 및 미국 수요 둔화 등을 고려해 '24년보다 증가율은 둔화되나 한 자릿수 초반대의 성장은 가능
 - IMF, 글로벌 교역량은 올해보다 내년 좀더 개선될 것으로 전망해 수출의 급격한 위축 가능성도 제한적
 - 다만, 트럼프 대선후보 당선시 관세 부과에 따라 글로벌 교역이 예상보다 부진할 가능성도 열어둘 필요

한국 분기 성장 기여도



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

한국 내수와 순수출 분기 성장 기여도



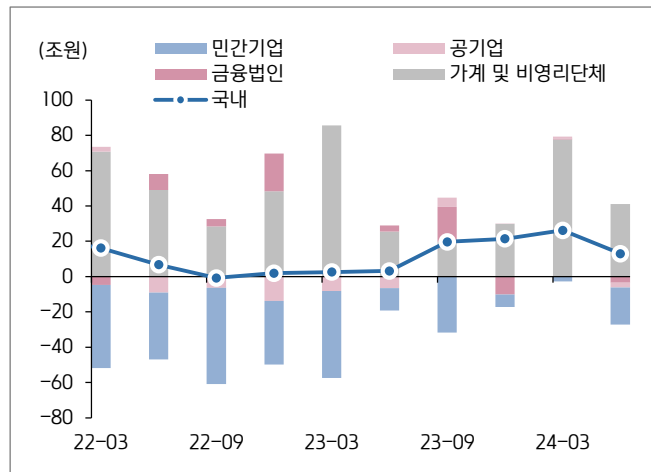
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

24.

유동성 여건 개선, 경기 위축 가능성을 낮춰

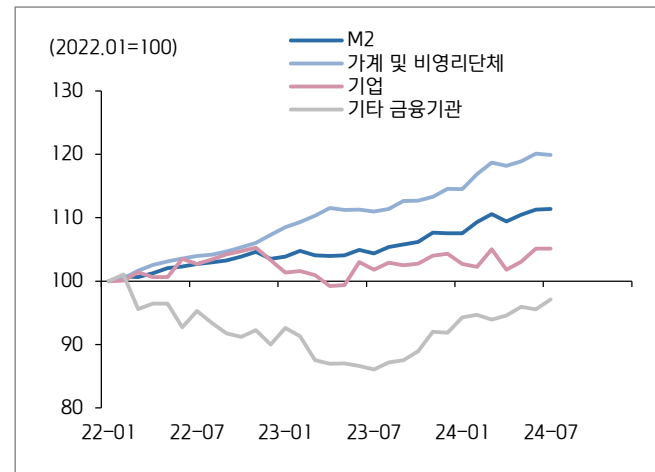
- ▶ 한은 자금순환표를 보면 가게 및 비영리 단체의 자금잉여 상황 지속
 - 가게의 경우 높은 수준의 부채가 고금리 위험에 노출되어 있으나 자금잉여 상황이 일부 완충 역할을 해줄 것으로 기대
 - 비금융법인인 민간기업과 공기업은 지난 해 같은 기간에 비해 순자금조달은 축소
- ▶ 물론, 유동성 여건이 금리 인하 등으로 개선되고 있으나 주체별로 차별화 지속

한국 경제부문별 자금운용 및 조달 차액



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

한국 경제주체별 M2 변화



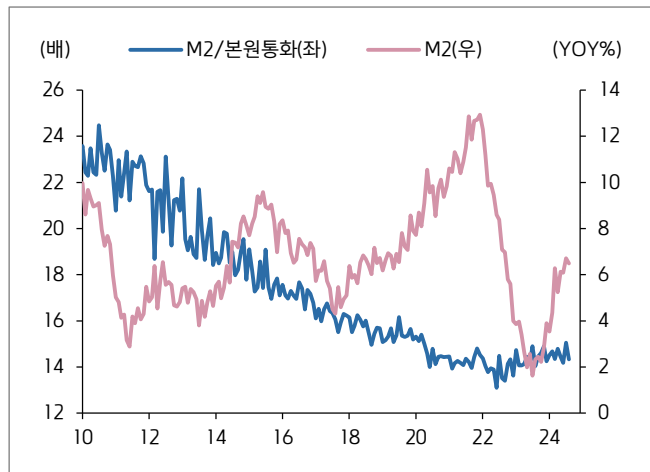
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터
 주: 기타금융기관은 예금취급기관 이외의 금융기관
 (보험회사, 증권회사, 여신전문금융기관 등)

25.

유동성, 실물 경제보다 자산시장 유입 가능성

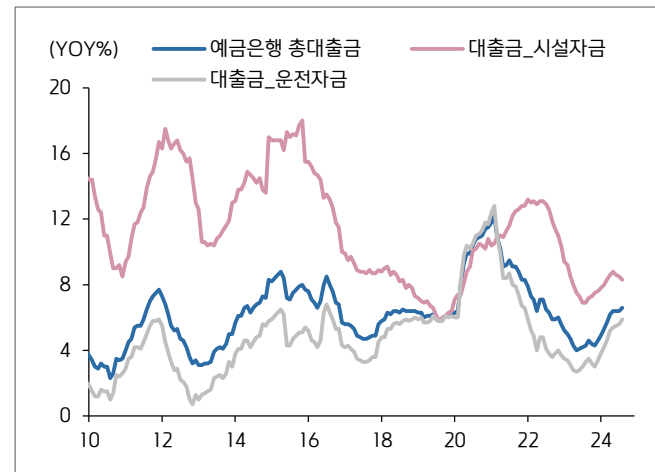
- ▶ M2 증가율이 확대되고 통화승수가 조금씩 개선되고 있다는 점은 현재 가계를 중심으로 한 잉여자금의 자산가격 또는 실물경제로 흘러갈 가능성이 높음을 시사
- ▶ 예금은행의 대출 증가율이 확대되고 있으나 최근 시설자금의 증가율이 둔화되고 있고 정책적인 유도 역시 제한적임을 고려할 때 늘어난 유동성이 실물 경제로 유입되기 보다 자산시장으로 유입될 가능성을 고려

한국 M2/본원통화, M2증가율



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

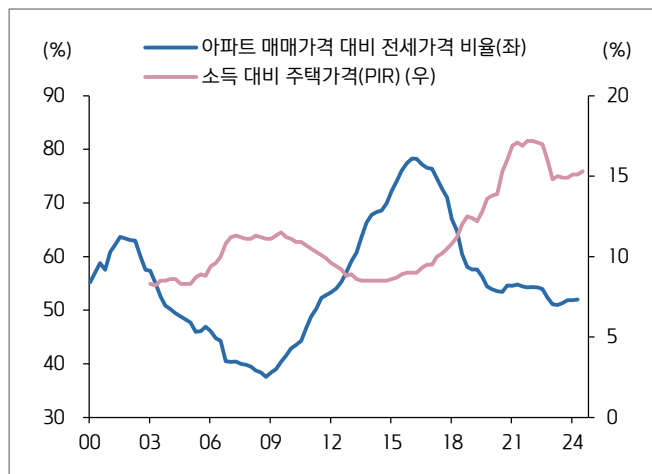
한국 예금은행 총대출금과 용도별 대출금



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

- ▶ 서울을 중심으로 주택시장 고평가 논란이 제기될 수 있으나 2025년에 수도권 주택들이 초과 수요 환경에 머물며 주택가격의 하방을 지지 가능
- ▶ 서울·수도권과 이외 지역간의 차별화가 지속될 경우 통화정책 측면에서 금리 인하의 여력을 제한 가능
 - 가계부채에 대한 부담이 잔존하는 가운데 은행 대출 규제 등이 지속 가능

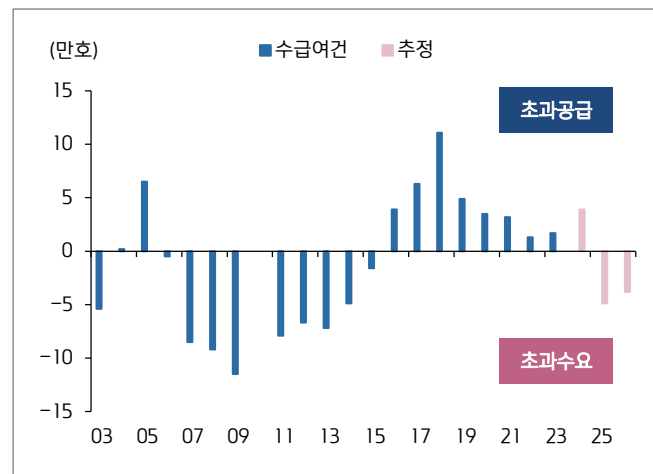
서울 아파트 전세가율 및 소득 대비 주택가격(PIR)



자료: 한국은행 재인용, 키움증권 리서치센터

주: 전세가율은 재건축 제외, PIR은 33평 아파트 가격/근로자 가구 연평균 소득

한국 수도권 주택 기초 수급여건

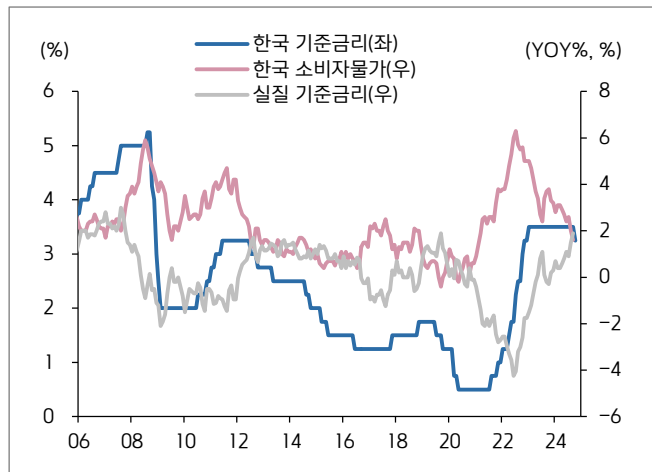


자료: 한국은행 재인용, 키움증권 리서치센터

주: 수급여건=공급(준공실적)-기초수요(가구수 증가+멸실)로 계산

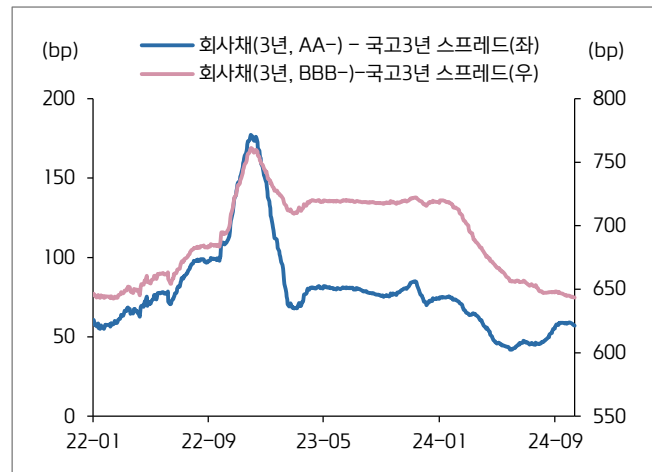
- ▶ 2025년 한국 경제는 지지부진할 것으로 보임에 따라 취약한 내수 등을 고려해 추가 세 차례 정도의 금리 인하는 가능할 것으로 예상, 과거에 비해서는 인하 속도와 범위는 제한적일 가능성
 - 팬데믹 이전에는 중립금리 추정치는 00년 1/4분기 1.4~3.1% 수준에서 20년 1/4분기 -1.1~0.5%까지 지속적으로 하락하는 모습을 보였으나, 팬데믹 후에는 소폭 상승하여 24년 1/4분기 현재 -0.2~1.3% 수준인 것으로 추정
- ▶ 금리 인하 기대를 반영해 최근 회사채 시장 내에서 우량등급과 비우량 등급의 격차 축소. 하지만, 기준금리 인하 속도와 범위가 과거보다 제한적이라면 이들 격차는 다시 확대되며 우량과 비우량 기업 양극화 지속 예상

한국 기준금리와 실질 기준금리, 소비자물가 상승률



자료: 한국은행, 통계청, 키움증권 리서치센터

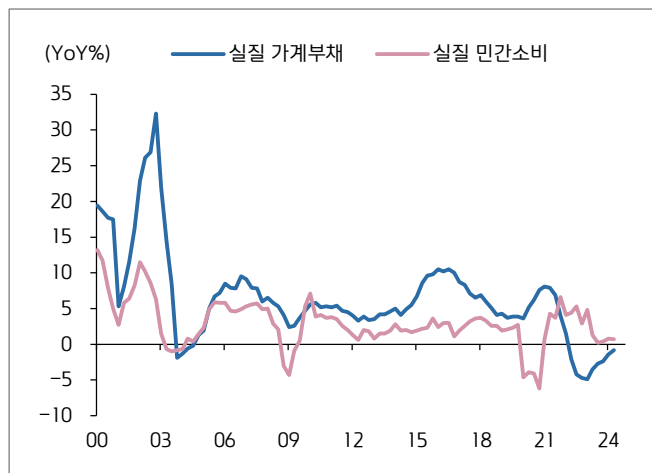
한국 우량, 비우량 회사채 스프레드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

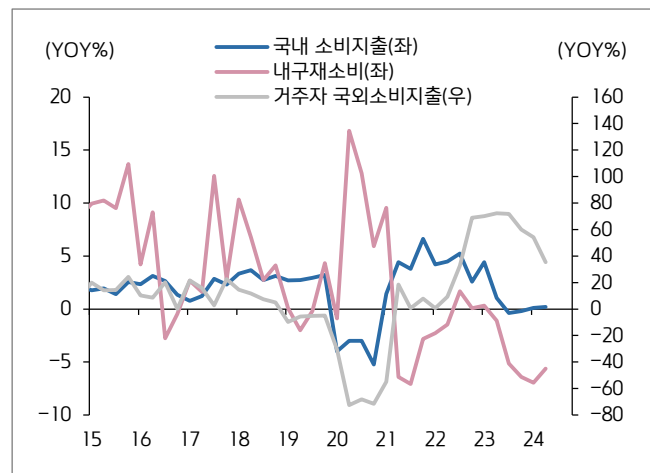
- ▶ 소비는 금리 인하로 실질구매력 개선이 되면서 개선 가능성이 있으나 가계 부채 조정 지속이 민간 소비의 회복을 제약하는 요인으로 작용할 전망
- ▶ 수출의 낙수효과 약화 및 내수의 구조적인 수요 약화 등에 가계의 소득 개선은 제약될 가능성
- ▶ 가계의 소득 둔화 및 디레버리징 상황 하에서 소비 회복 강도는 제한적일 전망. 소득 불균형에 따라 소비 패턴이 다를 것으로 보이며 국내 내구재 지출 부진과 달리 거주자의 해외 소비 지출은 양호하며 차별화 예상

한국 가계부채 및 민간소비 증가율



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

한국 국내 소비지출과 내구재 소비, 거주자 해외소비지출



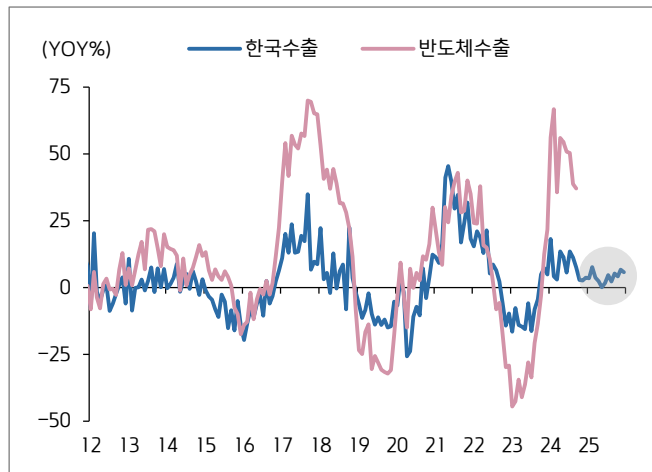
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

29.

한국 수출 증가율 둔화, 특정 산업에 대한 의존도

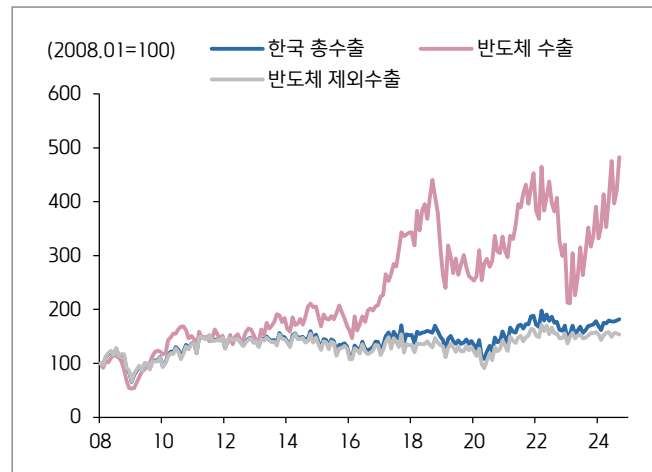
- ▶ 한국 수출은 기저효과와 미국 수요 둔화 등에 상반기 증가율이 둔화되고 하반기에는 소폭 개선 흐름 전망
- ▶ 한국 수출은 지난 20년 동안 자동차와 반도체 산업이 두드러지게 성장한 반면, 다른 산업들은 상대적으로 정체된 흐름 지속, 2025년에도 크게 변하지 않을 것으로 예상
 - 2024년 9월 누적 기준, 한국 수출에서 차지하는 비중: 반도체 20.1%, 자동차 10.4%, 석유제품 7.7%, 선박 3.5%
 - 높은 반도체에 대한 수출 의존도는 관련 업황에 따라 수출 변동성도 커질 수 있음을 의미

한국 수출과 반도체 수출 증가율



자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터
주: 회색 음영은 당사 전망치

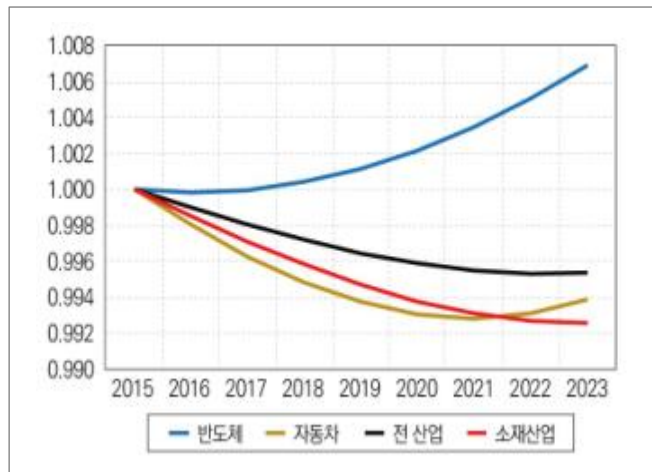
한국 총수출과 반도체, 반도체 제외 수출 추이



자료: 산업연구원, 키움증권 리서치센터

- ▶ 산업별 소득탄력성을 보면, 전 산업과 소재산업은 하락세가 뚜렷한 가운데, 자동차는 2022년부터 상승 전환하고, 반도체는 가파른 상승세
 - 소득탄력성은 전 세계 산업의 소득의 퍼센트(%) 변화율에 대한 우리 수출의 퍼센트(%) 변화율 의미, 소득탄력성이 클수록 세계 소득이 1%포인트 증가할 경우 우리 수출(제품의 수요) 증가 정도는 크게 나타남
 - 경기적 요인과는 구별되는 제품 경쟁력 혹은 소비자의 선호도 변화 등의 구조적인 요인으로 해석 가능
- ▶ 전 산업과 소재산업의 소득탄력성 하락은 세계화 둔화, 제조업 현지 생산 확대, 중국 자급률 상승 등이 원인
 - 다만, 전 산업에서 최근 소득탄력성의 하락폭이 줄어든 것은 선박과 자동차에서의 친환경 기술 제품 수요의 증가와 한류 확산으로 인한 브랜드 이미지 제고 등이 일정 부분 작용했기 때문으로 판단

산업별 소득탄력성 추이(2015=1)



자료: 산업연구원 재인용, 키움증권 리서치센터

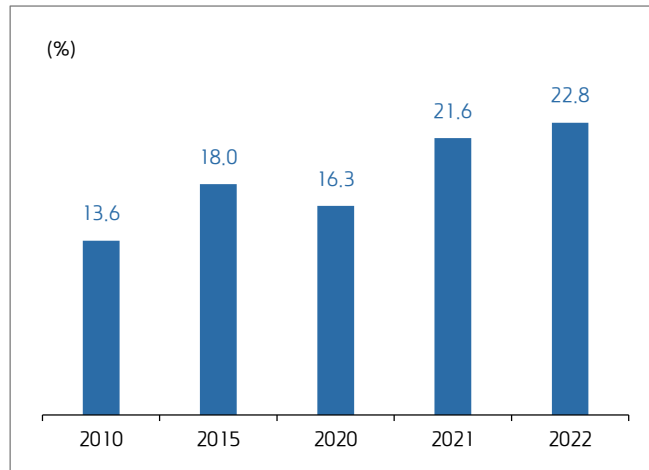
최근 소득탄력성 변화의 주요 요인들

	설명
하락 요인	세계경제의 분절화에 따른 교역 둔화
	제조업 기업들의 현지 생산 확대
	중국 소재산업 중간재 자급률 확대
상승 요인	자동차, 선박 등에서 친환경 기술 제품의 수요 확대
	한류의 확산에 따른 한국 브랜드 이미지 제고
	미국의 대중국 무역제재로 인한 반사이익
	2015년 이후 반도체 부문의 적극적인 투자

자료: 산업연구원 재인용, 키움증권 리서치센터

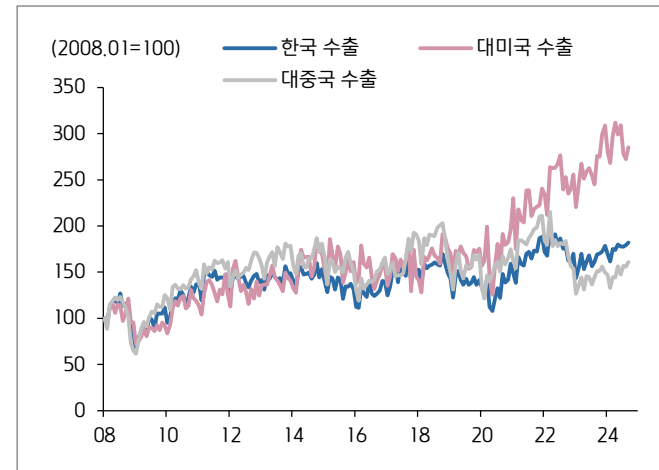
- ▶ 미-중 갈등, 보호무역주의, 지정학적 리스크 등에 세계 교역 둔화 지속, 해외 생산의 추세적 확대, 중국의 성장 전략 변화와 첨단산업 육성 강화 등을 고려할 때 소득 탄력성 하락과 함께 한국의 수출 회복은 반도체, 자동차 등을 제외하면 정체된 흐름을 보일 가능성이 있음
 - 유럽의 탄소 정책 등은 우리나라 중화학 공업들에 비우호적으로 작용 가능
- ▶ 공급망 재편이 지속되면서 대중국 수요보다 대미국 수요 의존도가 계속해서 상승할 가능성 높음
 - 미국의 반도체 정책과 동맹국 간 프렌드 쇼어링 지속될 경우 미국, 중국의 블록화 형성은 가속화될 전망. 이는 한국의 대미국 수출 의존도가 높아질 수 있음을 시사

제조업 해외 법인 매출 비중



자료: 수출입은행, 산업연구원 자체 계산 재인용, 키움증권 리서치센터

한국 수출과 대미국, 대중국 수출

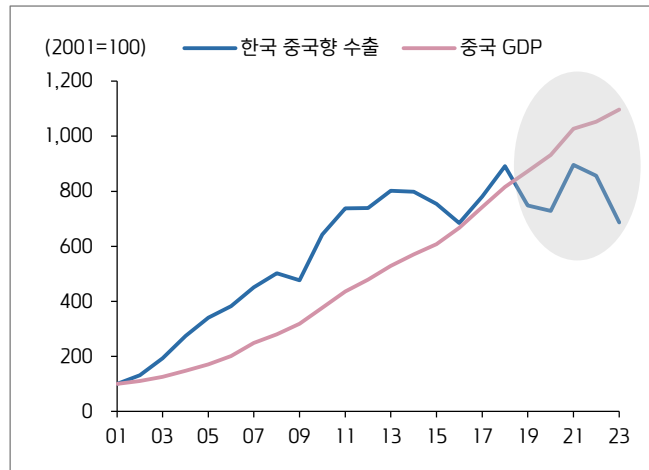


자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터

32. 중국 수요와 한국 대중국 수출 관계 악화

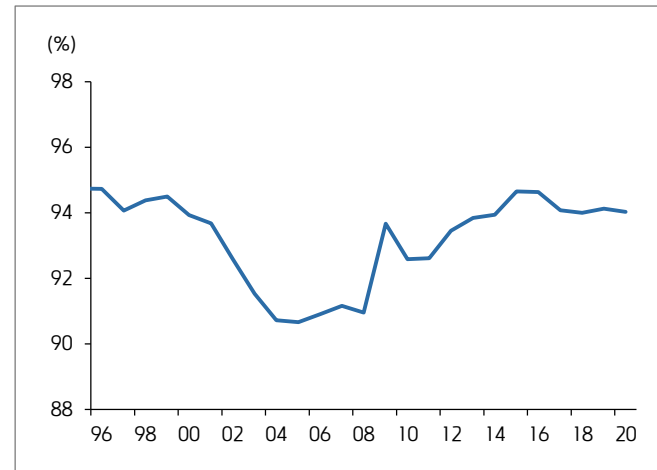
- ▶ 특히, 글로벌 공급망 재편에 따라 한국 수출에 있어 지역별 수요 차별화 불가피
- ▶ 중국의 경기 회복이 뒤따르더라도 과거만큼 중국 수요 개선의 한국 수혜 효과는 제한적일 가능성
 - 한국의 대중국 수출이 밀접하게 움직였던 과거와 달리 중국의 중간재 자급률 상승 등에 그 관계는 악화되는 모습
 - 중국의 대규모 부양 정책에도 불구하고 구조적으로 일본화의 가능성을 배제할 수 없다는 점에서 중장기적으로 수요 회복을 확신하기 어려운 상황

중국 GDP와 한국 대중국 수출



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국 중간재 자급률



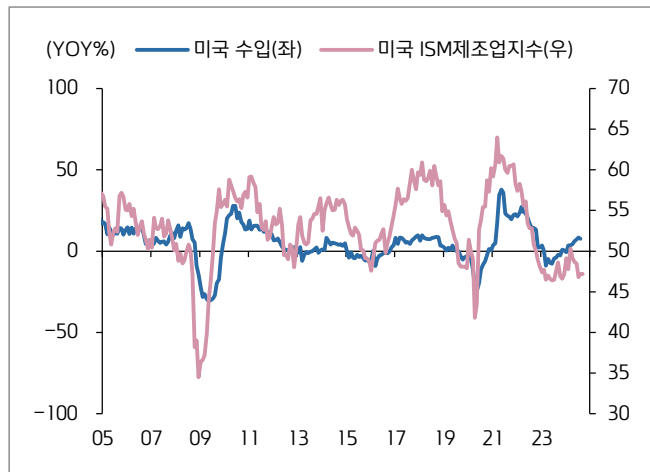
자료: OECD, 키움증권 리서치센터

33.

아직 더딘 중국 수요와, 우려보다 양호한 미국 수요

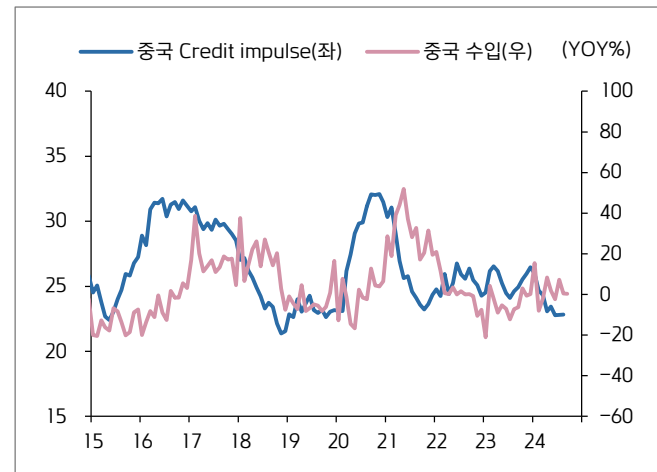
- ▶ 경기 사이클을 살펴보면 미국은 제조업 체감경기가 아직 불안정하나 수입 수요는 비교적 양호해 한국의 대미국 수출 둔화도 완만하게 진행될 것으로 예상
- ▶ 중국은 정책당국의 대규모 부양정책으로 대중국 수출의 개선 여지가 있으나 아직 중국의 유동성이나 수입이 부진해 회복 속도는 더딜 전망, 중국 경기 회복, 과거와 같은 수혜 기대하기 어려워

미국 수입과 미국 ISM제조업지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국 신용자극지수와 수입



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

34. 자금의 이동, 미국으로의 쏠림과 의존도

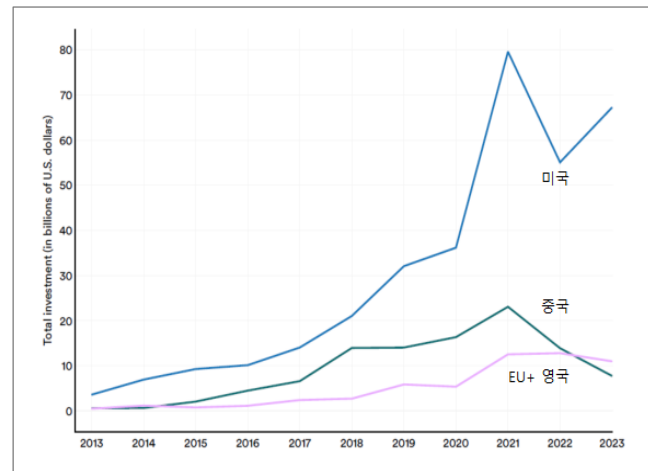
- ▶ 미국의 재정적 정책 지원과 AI 생태계 확장성 등을 고려할 때 한국 수출은 미국 수요에 대한 의존도를 꾸준히 높여갈 전망, AI 기술은 단순한 기술적 진보를 넘어서 경제 전반에 걸쳐 영향 미칠 전망
 - 미국 정부 2022년 반도체법 제정, 미국 내 반도체 투자를 장려하기 위해 생산 보조금(390억 달러)과 연구개발(R&D) 지원금(132억달러) 등 5년간 총 527억달러 지원.
- ▶ 미국과 여타 국가의 AI 투자 액수 격차가 지속된다면 미국 성장 동력이 커질 수 밖에 없을 전망
 - 지역별 AI 민간투자 추이를 보면 미국은 늘어나는 반면 중국은 줄어들며 격차가 커지고 있음.

2024년 미국 반도체법 지원 사례

1월	미국 마이크로칩 테크놀로지, 1억6200만 달러 연방 보조금을 제공하는 내용의 예비거래각서 체결
2월	미국 글로벌파운드리, 예비협약을 통해 15억 달러 보조금을 지원
3월	미국 인텔, 최대 85억달러의 직접 자금과 대출 110억달러를 제공 합의
4월	<ul style="list-style-type: none"> 한국 삼성전자, 미국 텍사스주 공장에 반도체 설립 보조금으로 64억 달러(약 8조8505억원) 지원 발표 대만 TSMC, 반도체 공장 설립 지원금 66억 달러 지원 발표 미국 마이크론, 61억달러의 보조금과 75억달러 대출 지원발표
7월	한국 SK하이닉스, 인디애나주 반도체 패키징 시설 투자에 4억5천만 달러의 직접 보조금과 5억 달러의 대출 지원을 발표
9월	美 상무부, 폴라반도체에 지난 5월 예비각서 체결 이후 보조금 지급 확정, 반도체법 첫 사례로 반도체법에 따른 정부 지원 실제 집행 기대
10월	미국 올프스피드, 7억5천만달러 보조금을 지급 예비양해각서 체결

자료: Quid, 키움증권 리서치센터.
주: 반도체법에 따른 지원은 PMT(양해각서)체결 이후 실사 등을 거쳐 최종적으로 결정, 실제 집행은 상무부와 개별 업체간 협약에서 설정한 지표에 도달할 경우 시행

지역별 AI 민간 투자 추이



자료: Quid, 키움증권 리서치센터

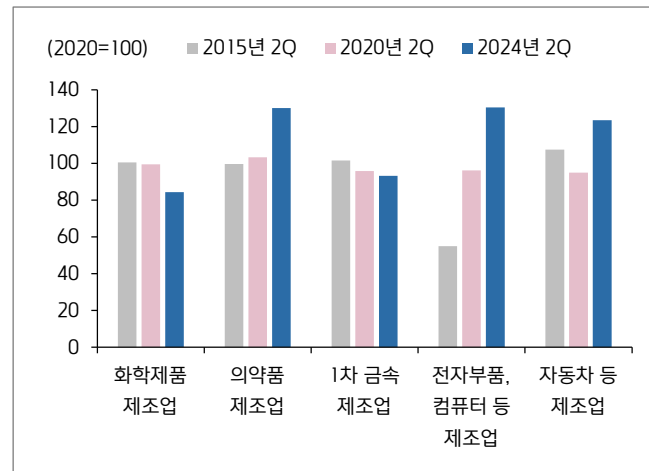
- ▶ 한국 수출의 의존도가 높았던 대중국 수출이 점차적으로 약화되면서 수출 주요 품목도 변화
- ▶ 산업별 생산성 분석은 한국경제의 장기적인 성장 동력 파악을 위하여 중요한 작업 중의 하나
- ▶ 대중국 수출 의존도가 높았던 업종들의 노동생산성도 꾸준히 낮아지며 성장 동력 약화를 반영한다면 구조적으로 관련 업종이나 산업 내에서 한계 기업이 상대적으로 늘어날 수 있음

한국 대중국, 대미국 주요 수출 품목

	대중국 수출		대미국	
	2023년	2024년 8월 누적	2023년	2024년 8월 누적
1	반도체	반도체	자동차	자동차
2	합성수지	합성수지	자동차부품	반도체
3	무선통신기기	무선통신기기	석유제품	자동차부품
4	정밀화학원료	평판디스플레이	반도체	석유제품
5	석유화학중간원료	기초유분	건전지및축전지	컴퓨터
6	평판디스플레이	석유화학중간원료	전력용기기	건전지및축전지
7	기초유분	반도체제조용장비	건설광산기계	기타기계류
8	석유제품	정밀화학원료	원동기및펌프	원동기및펌프
9	반도체제조용장비	석유제품	무선통신기기	전력용기기
10	계측제어분석기	플라스틱 제품	정밀화학원료	합성수지

자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터

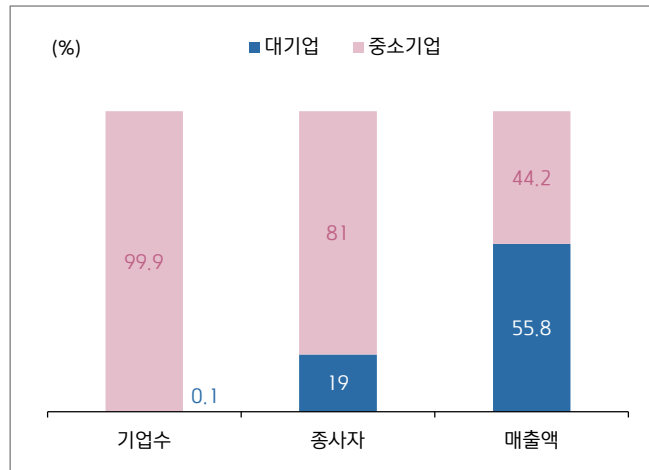
한국 제조업 업종별 노동생산성 변화



자료: 통계청, 키움증권 리서치센터

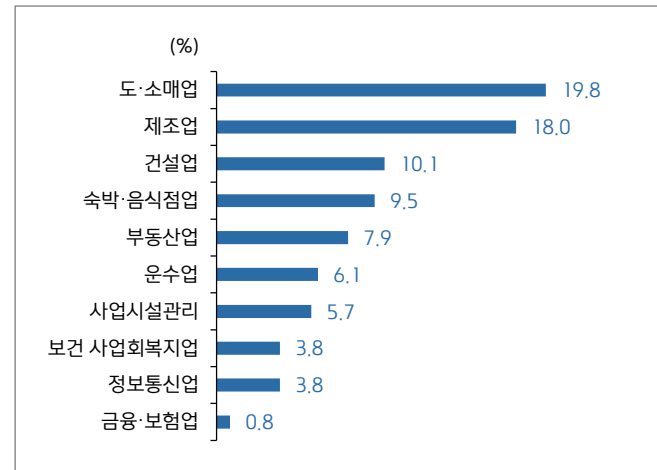
- ▶ 수출 부문의 낙수효과 약화는 제조업의 생산 뿐만 아니라 소득 측면에 영향을 미치면서 서비스업 전반적으로 영향을 미칠 수 있음
- ▶ 특히, 중소기업을 업종으로 구분하면, 중소기업 종사자수를 업종별로 보면, 도·소매업(19.8%)이 가장 높은 비중을 차지. 이들 산업이 취약해질수록 고용 상황이 악화되면서 소득 불균형은 더욱 심화
 - 중소기업 수는 전체 기업의 99.9%, 종사자는 80.9%를 각각 차지

한국 대기업과 중소기업 비중



자료: 중소벤처기업부, 키움증권 리서치센터
주: 2022년 기준

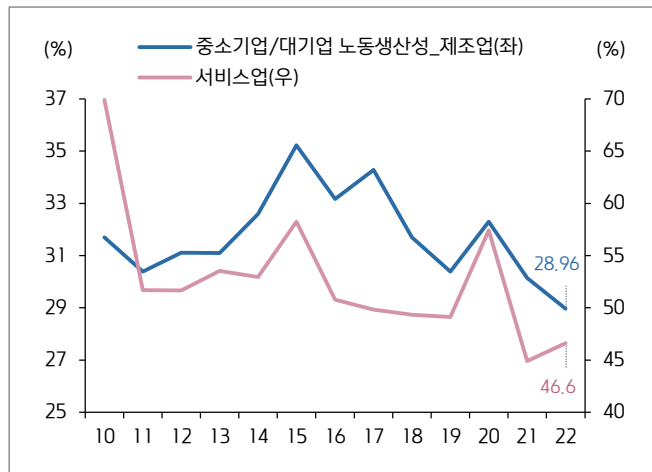
한국 업종별 중소기업 종사자 현황



자료: 중소벤처기업부, 키움증권 리서치센터
주: 2022년 기준

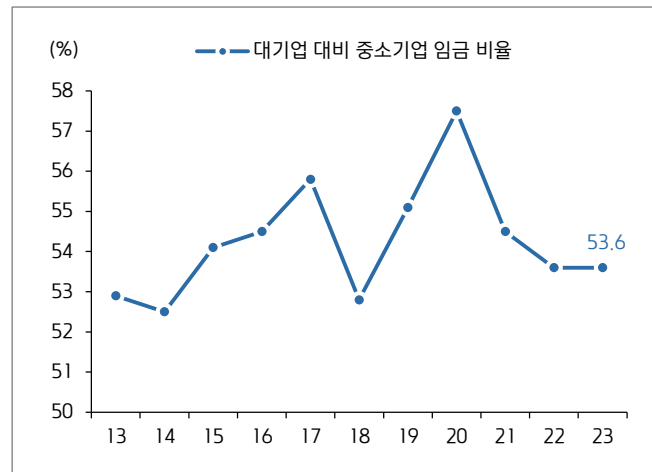
- ▶ 생산성 격차 확대에 주목. 대기업은 디지털 전환, 에너지 전환 등 산업 고도화에 박차를 가하고 있지만, 중소기업은 고금리와 경기 침체 속에서 투자 여력이 부족한 상황
- ▶ 한국 주력 산업의 경쟁 심화와 중소기업의 낮은 생산성으로 인해 새로운 성장 동력이 부족. 이는 대기업에 대한 지속적인 의존으로 이어질 전망
 - 대기업과 중소기업 간 생산성 격차가 모든 불평등의 원인, 대-중소기업의 생산성 격차가 정규직과 비정규직의 이중구조로 이어지고, 과도한 사교육비 지출, 노동시장 진입 지체, 인력 미스매치 심화 등 불평등 현상 심화 예상

한국 대기업 대비 중소기업 노동생산성 추이



자료: 통계청, 키움증권 리서치센터

한국 대기업 대비 중소기업 임금 비율

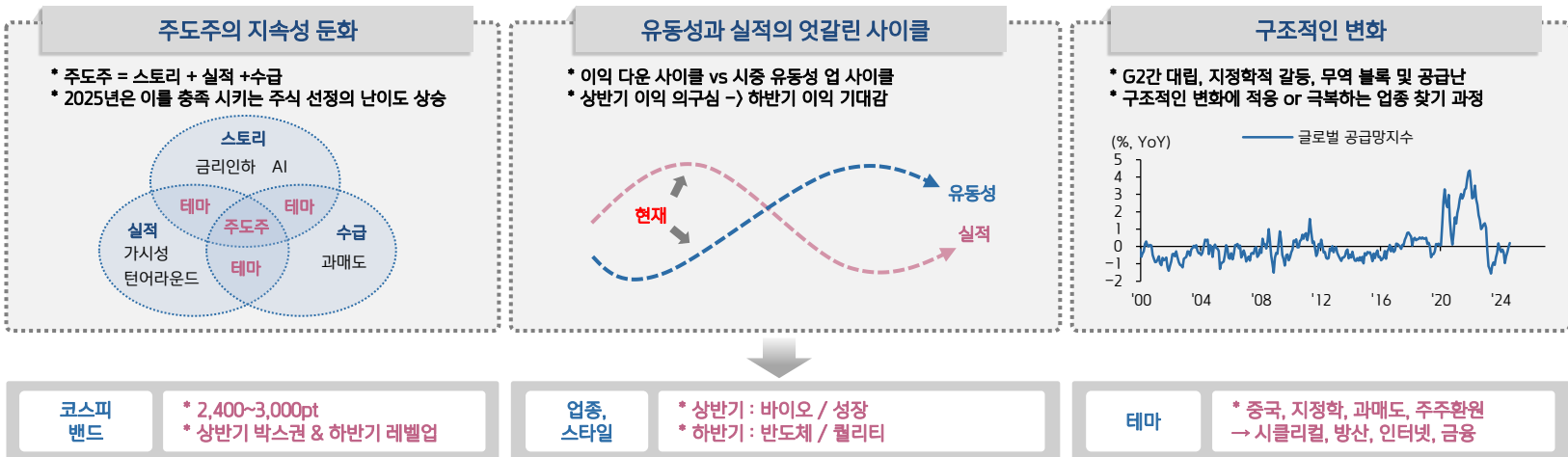
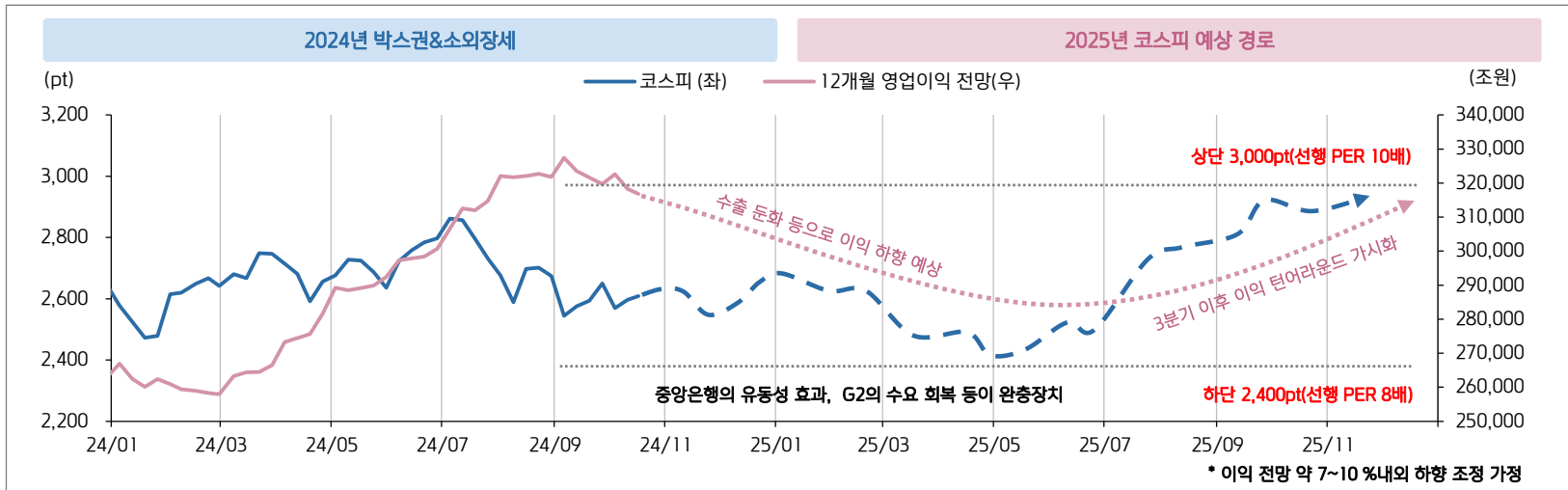


자료: 고용노동부, 키움증권 리서치센터
 주: 제조업 기준, 대기업은 종업원수 300인 이상

II. 전략: 엇갈린 사이클 공략



00. (요약) 2025년 주식시장 예상 프로파일

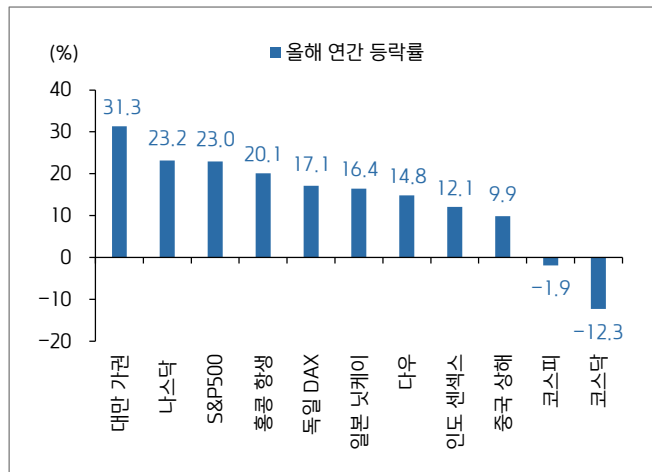


01.

2024년 주식시장, 대부분 증시는 강세였으나 한국만 소외됐던 나날들

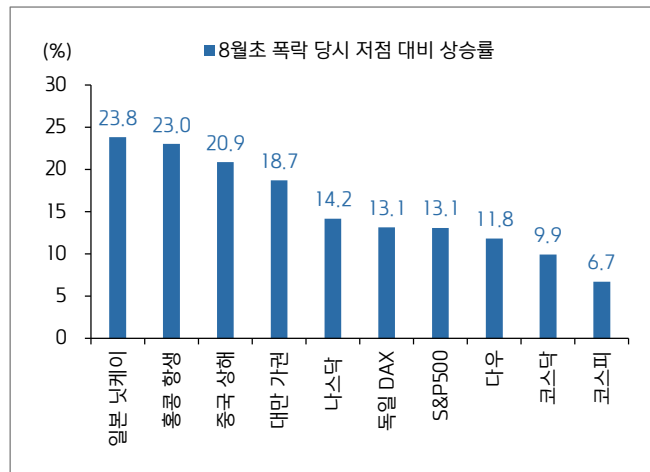
- ▶ 2024년 주요국 증시는 엔비디아를 중심으로 AI 사이클 수혜, 양호한 이익 성장, 연준의 금리인하 기대감 등으로 23년에 이어 우상향하는 흐름을 보임
- ▶ 8월 중 엔-캐리 청산, 미국의 침체 내러티브 확산, AI 수익성 둔화 우려로 블랙먼데이(8월 5일)도 경험하는 등 중간중간 험겨운 시기를 겪기도 했지만, 그간 누적된 학습효과와 내성으로 인해 10월 현재까지도 미국, 유럽, 일본 등 주요국 증시는 순항하고 있는 모습
- ▶ 하지만 코스피와 코스닥 모두 연초 이후 마이너스 수익률을 기록하고 있으며, 8월 저점 이후의 반등폭도 크지 않는 등 한국 증시의 소외 현상은 좀처럼 해소되지 않고 있는 실정. 이는 올해 남은 기간 뿐만 아니라, 내년에도 국내 증시에 대한 자신감을 하락시키는 요인으로 작용하고 있는 중

연초 이후 주요국 증시 등락률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 10월 21일 종가 기준

8월초 블랙 먼데이 당시 저점 대비 현재까지 상승률



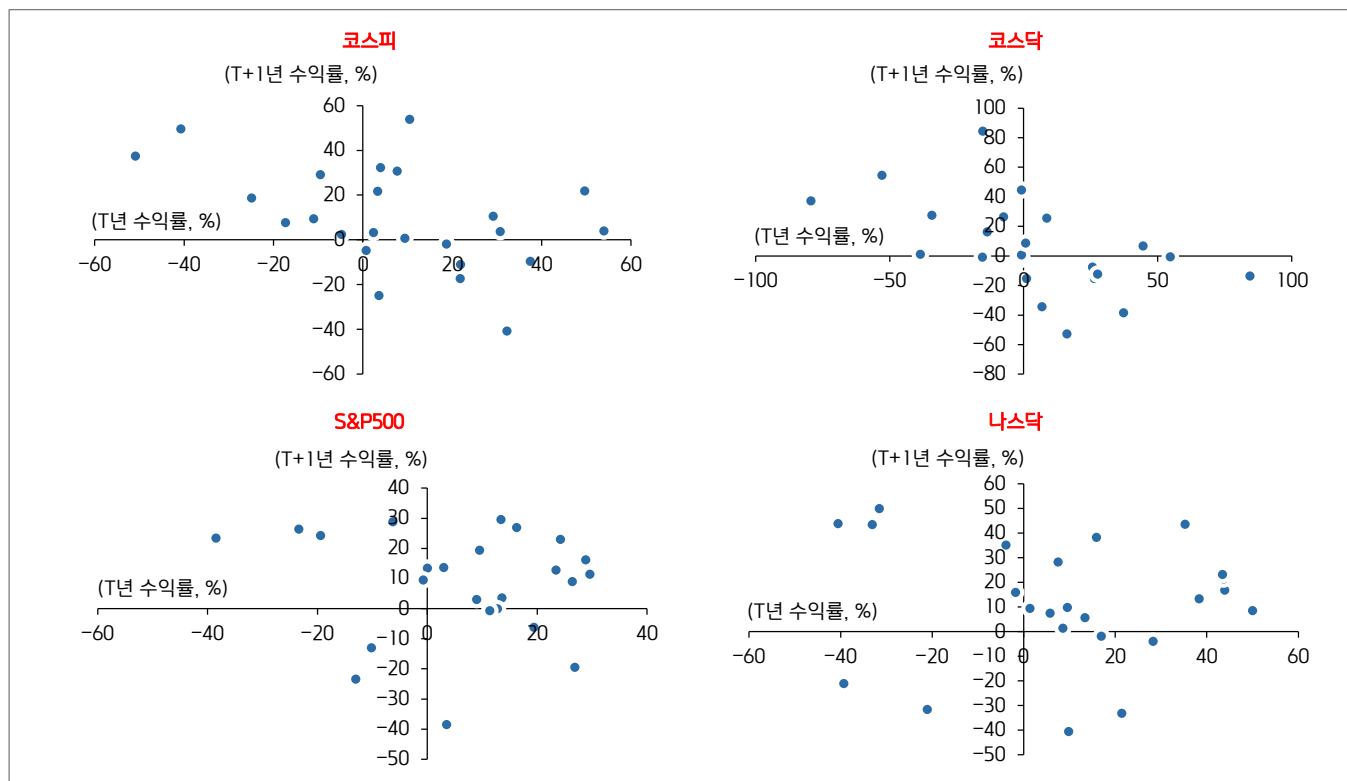
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 10월 21일 종가 기준

02.

내년에도 통계상으로는 기대해볼 만한 시기이기는 하지만

- ▶ 통계 상으로 플러스를 기록한 해(T)의 다음 해(T+1)에도 플러스를 기록할 확률이 높다는 증거가 있는 만큼, 내년에도 올해에 이어 상승 모멘텀을 이어갈 것이라는 기대감이 상존

2000년 이후 코스피, 나스닥 등 주요지수의 당해 수익률(T) 및 다음해 수익률(T+1)의 분포도



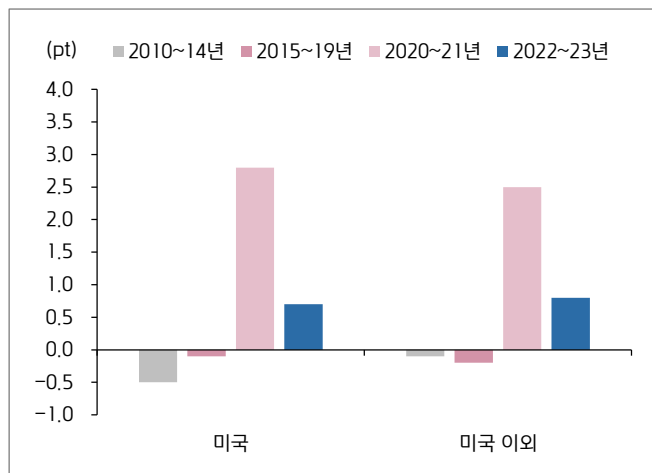
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

03.

상승 가능성은 높지만, 불확실성이 빈번하게 증시에 개입될 것

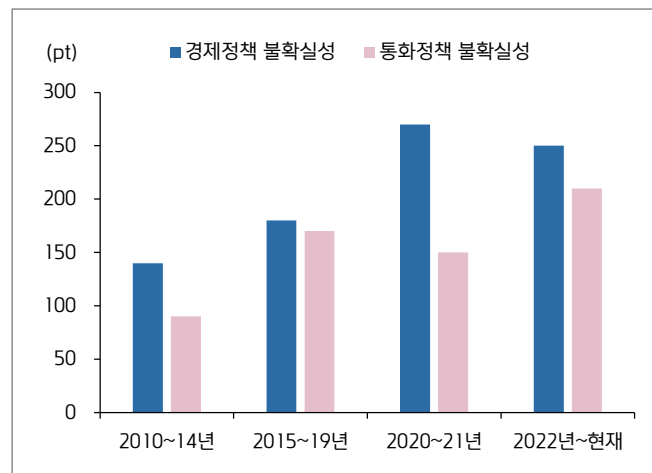
- ▶ 주가에는 모멘텀이 존재한다는 특성을 고려 시, 내년에도 올해의 상승 추세가 이어질 것이라는 기대감 존재
- ▶ 하지만 올해 주식시장을 순항하게 만들었던 요인(연준의 금리인하, 양호한 경기 및 이익 성장)들이 2024년 11월 미국 대선 결과 이후 미국의 정치 지형 및 국제 정세 변화와 맞물리면서, 증시에 불확실성을 빈번하게 주입하는 시기가 될 것
- ▶ 불확실성은 주식시장에 늘 존재해왔으며 필요악과 같은 존재이기는 해도, 시대를 거듭할수록 불확실성의 레벨이 높아지고 있는 현실
- ▶ 불확실성은 금융시장의 혼란, 가계와 기업의 의사결정 지연 등을 초래하면서 주식시장에 변동성을 만들어 낸다는 파급력을 상기할 필요

미국과 미국 이외 지역의 시대별 정책불확실성 레벨 변화



자료: IMF, 키움증권 리서치센터

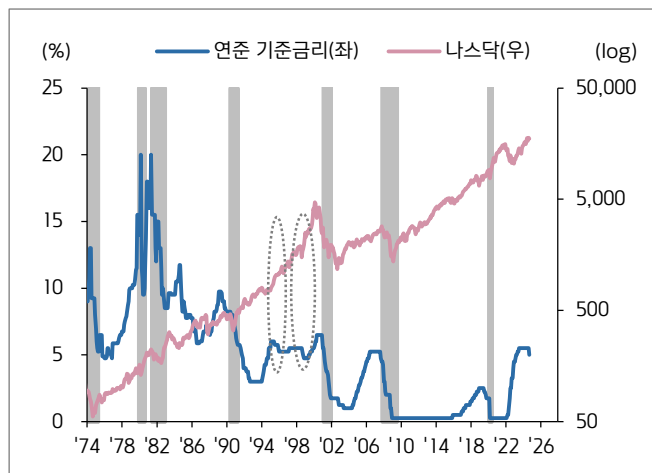
시대별 미국의 경제 및 통화정책 불확실성 레벨 변화



자료: IMF, 키움증권 리서치센터

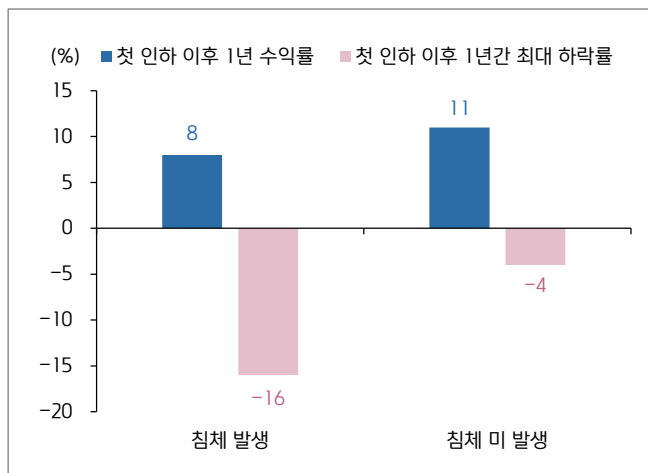
- ▶ 불확실성이 높아지면 실물경제와 금융시장 참여자들에게 “부정적인 자기 실현적 예언”을 만들면서, 경제 성장이나 기업 실적의 악화를 유발할 수 있음
- ▶ 하지만 이를 상쇄시켜주는 것은 24년 하반기부터 시작된 연준, ECB, 한은 등 중앙은행의 금리 인하가 해당
- ▶ 올해 하반기 중 침체 내러티브가 강화되기도 했으나, 이번 금리인하 사이클은 과거의 전형적인 사태 수습성 금리인하가 아닌 선제적(예방적) 금리인하가 될 것
- ▶ 1957년 이후 S&P500의 통계를 살펴봐도, 침체를 수반한 금리인하, 침체를 수반하지 않는 금리인하 모두 평균 수익률의 차이는 크지 않았지만, 최대하락률(-16% vs -4%)은 큰 폭 차이가 났음
- ▶ 2025년 중 블랙스완 급 이벤트가 발생하지 않는 이상 금리인하는 증시에 안전판이 되어줄 전망

연준의 금리인하 사이클과 주식시장의 관계



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 회색 음영 구간은 경기 침체 구간

1957년 이후 연준 첫 금리인하 뒤 1년 수익률과 최대 하락률



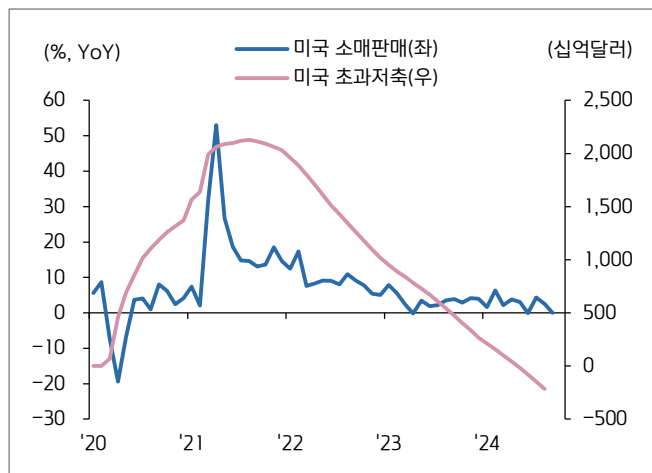
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

05.

골디락스, 노랜딩, 금리 동결 등의 시나리오의 현실성도 낮아

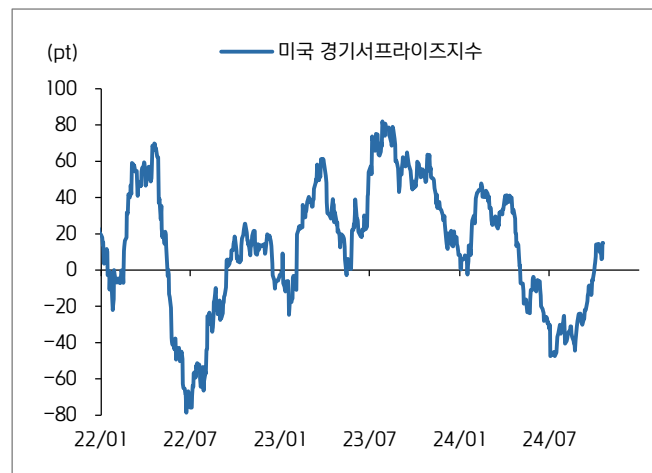
- ▶ 한국 증시에도 중요한 미국 경기 향방과 관련해, 침체를 둘러싼 내러티브는 내년에도 여러 차례 부각되겠지만 침체의 현실화 가능성이 낮음
- ▶ 동시에 9월 FOMC 50bp 인하 효과가 발현되기도 전에, 최근 미국 지표 호조로 골디락스, 노랜딩 전망이 나오고 있는 가운데, 금리 동결 가능성도 거론되고 있으며 25년 인하 폭도 그리 크지 않을 것이라는 고민도 안고 가야 할 것으로 판단
- ▶ 하지만 그간 미국 지표 호조의 원동력이었던 소비 경기는 고물가, 고금리 부담 누적, 고용 정상화, 초과저축 고갈(8월 현재 -2,160억달러) 등으로 둔화가 불가피할 것
- ▶ 결국 25년 미국 경기는 금리인하 vs 소비 둔화가 맞물리면서, 상고하저(4분기 이후 경기 반등)의 소프트랜딩 경로를 형성할 전망

미국 소매판매와 초과저축



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 경기 서프라이즈 지수



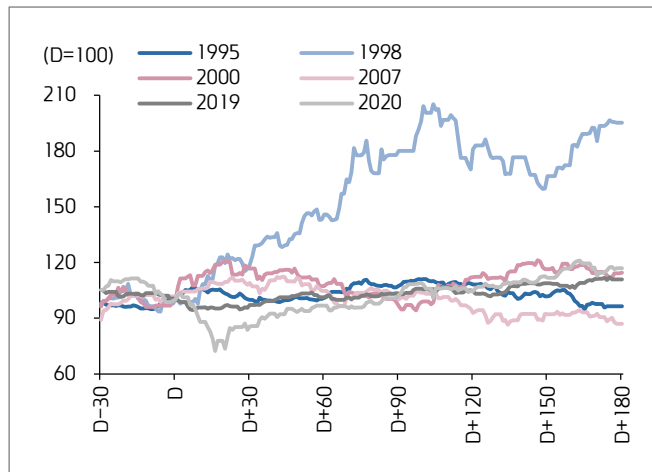
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

06.

금리인하 이후 시장은 동일한 패턴을 보이지 않았으며, 이번에도 다르지 않을 것

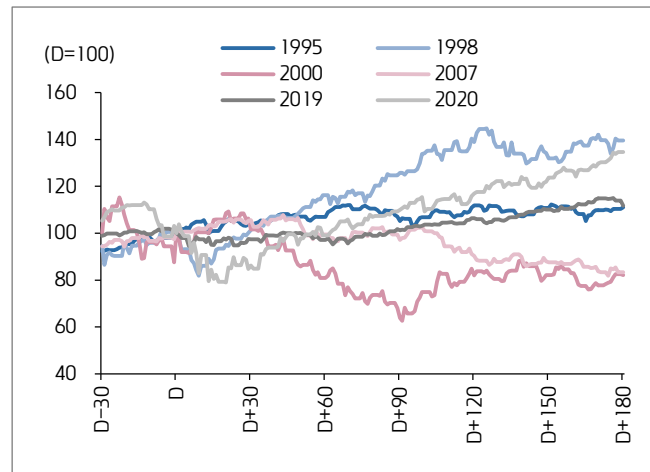
- ▶ 금리인하 이후 12개월간 누적 수익률은 평균적으로 (+) 수익률을 기록하는 것은 맞음
- ▶ 하지만 단기 대응도 중요한 시기인 만큼, 시계열을 압축해 금리인하 이후 6개월(180일) 수익률을 살펴보는 작업도 유의미하다고 판단
- ▶ 1995년 이후 연준의 금리인하 D-30일 ~ D+180일까지 코스피와 나스닥의 패턴 자체는 상이한 흐름을 나타냈으며, 각 시장 내에서도 인하 시기별로 패턴들이 상이하게 나타남
- ▶ 가령, 1998년 금리인하 당시 코스피가 180일 동안 주가가 2배 이상 상승한 것은 금리인하에 대한 효과 뿐만 아니라 직전 IMF 사태에 따른 기저효과가 작용
- ▶ 결국, 이번 금리인하 역시 현재 주식시장이 처한 매크로, 정치, 지정학 등 맥락에 따라 달라질 수 있음을 시사

(코스피) '95년 이후 연준의 금리인하 D-30~D+180일



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

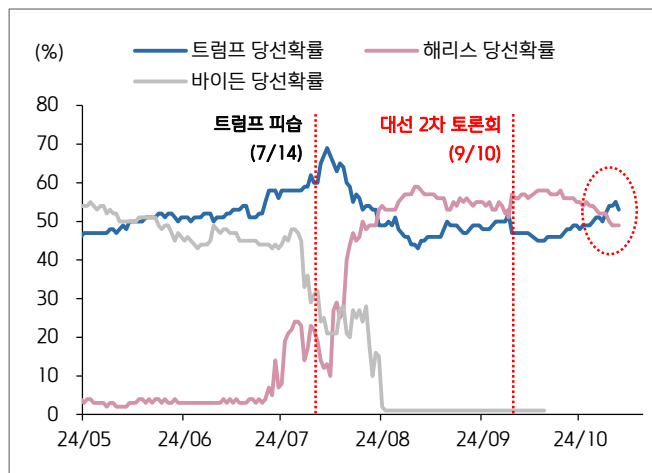
(나스닥) '95년 이후 연준의 금리인하 D-30~D+180일



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

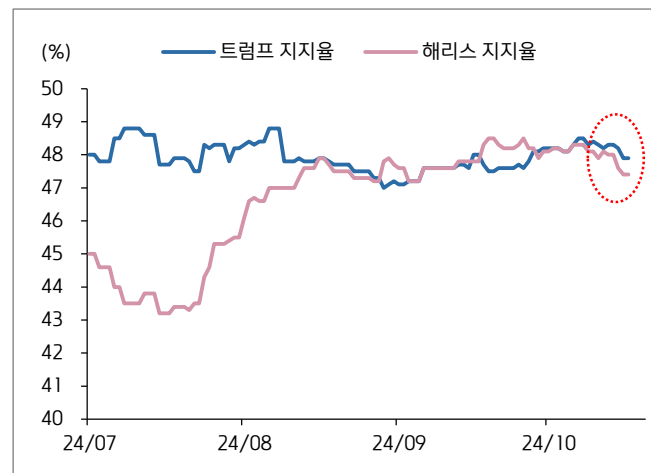
- ▶ 이번에도 다른 패턴이 나올 것이라는 점은 금리인하 효과를 누리기 전에 미국 대선 및 이후의 정치 지형 변화라는 이벤트를 치러야 하기 때문
- ▶ 10월 이후 비트코인 강세, 미 10년물 금리 급등, 달러 강세, 증시 변동성 확대 등이 출현한 것을 놓고, 일각에서 트럼프 당선 가능성을 시장이 반영하고 있는 것으로 해석하고 있다는 점도 틀린 이야기는 아님
- ▶ 베팅 사이트나 여론조사상 7대 경합주에서 트럼프가 모두 우위를 점하고 있다는 점 역시 트럼프 트레이드에 정당성을 부여하고 있는 실정

베팅 사이트에서의 각 후보자별 당선 확률 변화



자료: Predict it, 키움증권 리서치센터

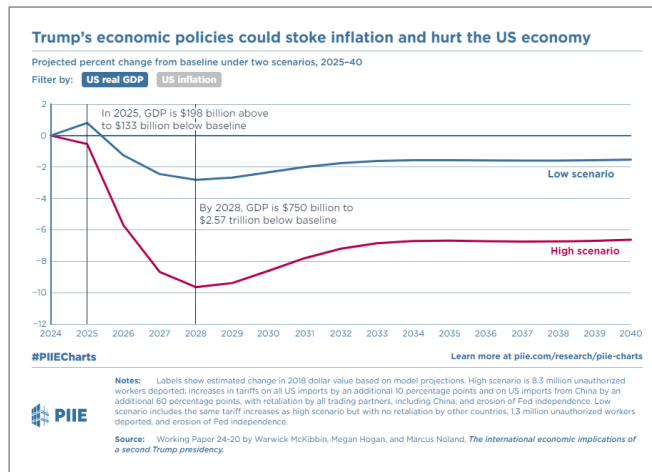
메인 경합주인 펜실베이니아(선거인단 19명)의 지지율 변화



자료: Real Clear Politics, 키움증권 리서치센터

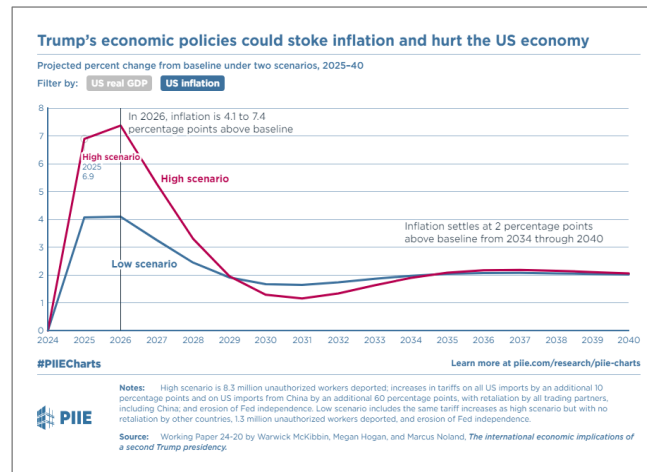
- ▶ 지난 1기 시절과 마찬가지로, 이번에도 트럼프는 모든 수입품에 10%~20%의 보편 관세, 중국산 수입품에는 60%, 혹은 특정 상황에 따라 그 이상의 관세 부과를 예고하고 있는 상황
- ▶ 뿐만 아니라 부유층 감세, 법인세 인하 등의 조치는 증시에 긍정적일 수 있는 함. 하지만 그에 따른 반작용으로 재정적자 심화, 외국인 노동자 추방 등으로 성장을 둔화가 심해질 수 있으며, 인플레이션도 2026년에는 4.1~7.4%p 추가로 상승할 가능성을 불가피하게 열어두어야 할 것
- ▶ 결국 해리스 당선 시 기존 바이든 행정부의 정책 바통을 이어받는 다는 점에서 증시 불확실성은 크지 않을 전망이나, 트럼프 당선 시 관세 정책 등이 유발하는 불확실성이 증시 변동성을 구조적으로 상승시킬 전망

트럼프 당선 시 시나리오별 미국의 성장률 경로 변화



자료: PIIE 키움증권 리서치센터

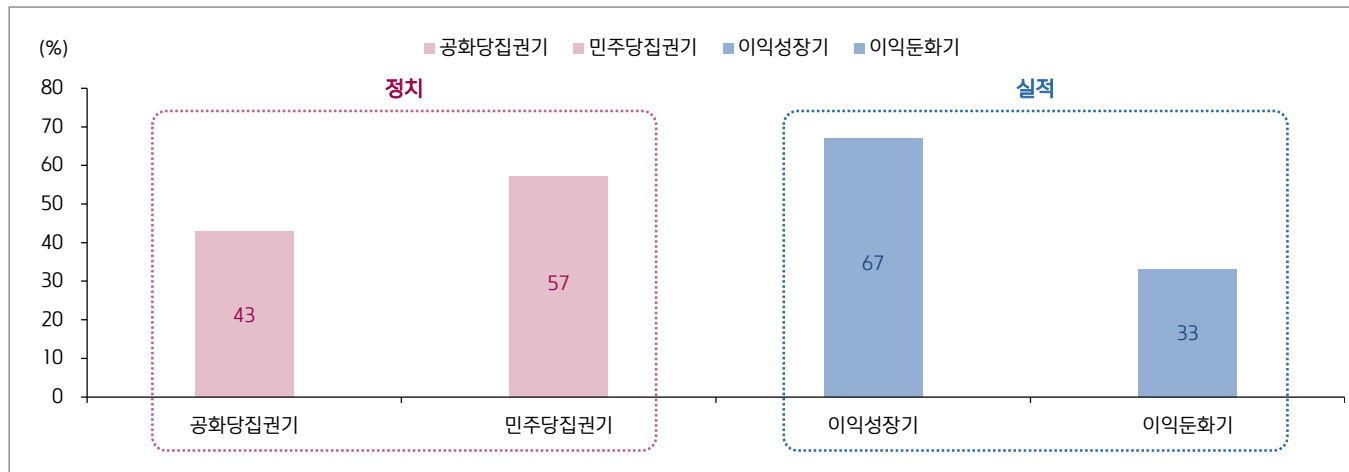
트럼프 당선 시 시나리오별 미국의 인플레이션 경로 변화



자료: PIIE, 키움증권 리서치센터

- ▶ 11월 미국 대선에서 누가 당선되는 나에 따라 관련 트레이드를 하는 것은 적절한 대응 전략이지만, 단기에 국한하는 것이 타당하다고 판단
- ▶ 중기적인 시각에서 봤을 때, 주가의 본질적인 흐름을 결정하는 것은 이익, 매크로에 달려 있기 때문
- ▶ 10월 말 블룸버그의 서베이에서도 연말까지 주식투자에 가장 중요한 요인으로 대선 결과(응답률 39%)보다 이익(응답률 45%)이 1순위로 지목됐다는 점을 참고(연준의 금리인하 강도는 16%로 3순위)
- ▶ 또 1923~2023년까지 미국 S&P500이 플러스를 기록했을 때의 요인을 분해해보면, 공화당 집권기(43%), 민주당 집권기(57%)보다 기업 실적 증익 사이클(이익성장기, 67%) 등 실적 그 자체가 주가 상승의 주된 촉매였다는 점도 눈여겨볼 만한 요인

1923년~2023년까지 연간 수익률이 플러스(+)를 기록했을 때의 요인 분해



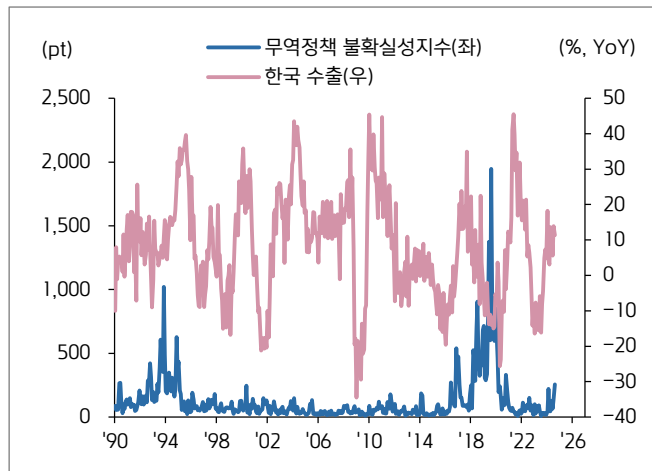
자료: Bloomberg, BofA, Factset, 키움증권 리서치센터

10.

대선과 무관한 구조적인 변화도 고려, 무역 및 공급망 불안정성의 시대

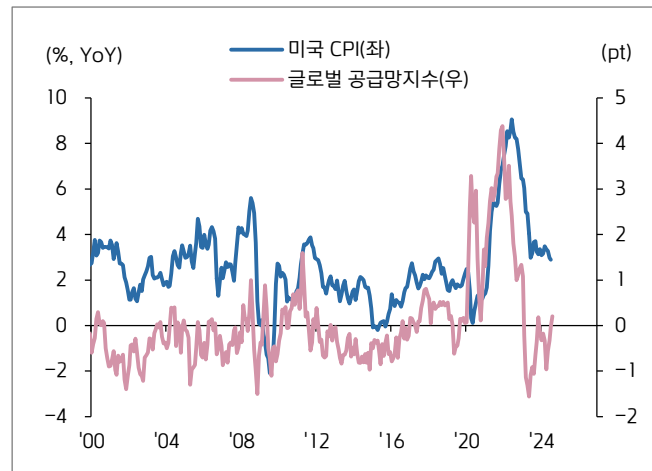
- ▶ 트럼프, 해리스의 당선 여부와 무관하게, 2025년 주요국 경제와 주식시장은 지정학적 갈등, 무역 갈등이 상수화되는 시기에 놓여있을 전망
- ▶ 국가와 기업들이 이념적인 성격에 맞춰서 개별 블록이 형성될 것. 자국 우선주의, 서방과 비서방 국가들 간의 이념 대립 등으로 정치 논리 개입을 심화 시킴에 따라, 글로벌 공급난의 발생 빈도는 기존보다 높아질 전망
- ▶ 지정학적 불안 상수화, 경제 블록화 등은 금리인하 사이클에 돌입하는 오늘날, 중앙은행의 금리 인하 폭에 제약을 가할 수 있으며, 주식시장에게는 “고금리 → 저금리”가 아닌 “고금리 → 중금리”시대에 머물러 있어야 함을 시사하는 대목
- ▶ 주식시장 참여자들은 2025년 대응 전략을 수립할 시, 매크로, 실적 이슈와 얽히면서 이 같은 구조적인 변화가 증시 노이즈를 생성시킬 수 있다는 점을 반영해 나갈 필요

미국 무역정책 불확실성 지수와 한국 수출



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 소비자물가와 글로벌 공급망 지수



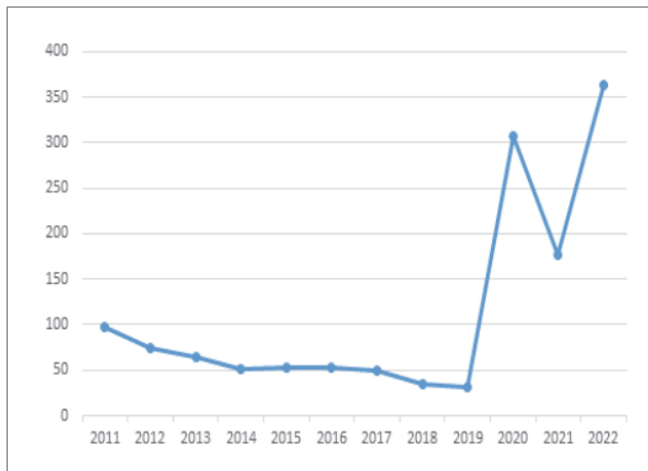
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

11.

이 같은 구조적인 변화에서 찾는 기회와 위험 요인

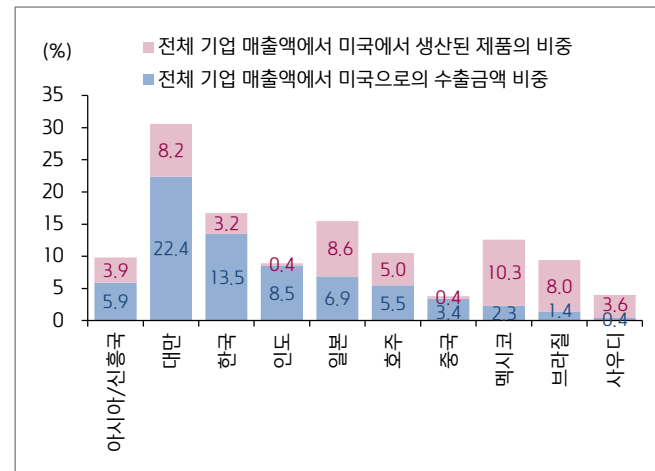
- ▶ 한국 역시 수출 중심으로 돌아가는 주식시장인 만큼, 이 같은 무역 및 경제 블록화의 리스크에서 자유로울 수 없을 것으로 판단
- ▶ 최근 전세계적으로 한국과 직접 교역 및 투자 관계를 맺고 있는 구가에서 수출 규제 정책이 시행되고 있으며, 이는 향후 수출업체들의 무역 애로사항 증가, 공급난 직면 가능성 등을 높이는 부분
- ▶ 트럼프 당선 시 해리스 당선 때보다 미중 무역 갈등의 골은 더 깊어질 소지가 있음. 그렇지만 전체 기업 매출액에서 미국에 대한 익스포저가 높은 한국, 대만, 일본 등 주요 아시아 국가들에게는 이전 트럼프 1기 시절에 겪었던 것에 비해 그 충격이 제한될 것으로 판단

2011~22년 전 세계 수출제한 및 수출통제 조치 건수



자료: 대외경제정책연구원, 키움증권 리서치센터

각국의 전체 기업 매출액에서 미국에 대한 익스포저 현황



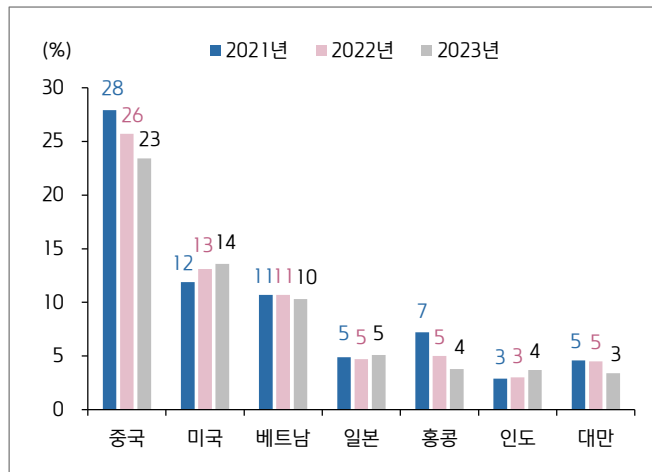
자료: Morgan Stanley, 키움증권 리서치센터

12.

중간재 비중이 높은 한국 증시에서 우호적인 미국 경기

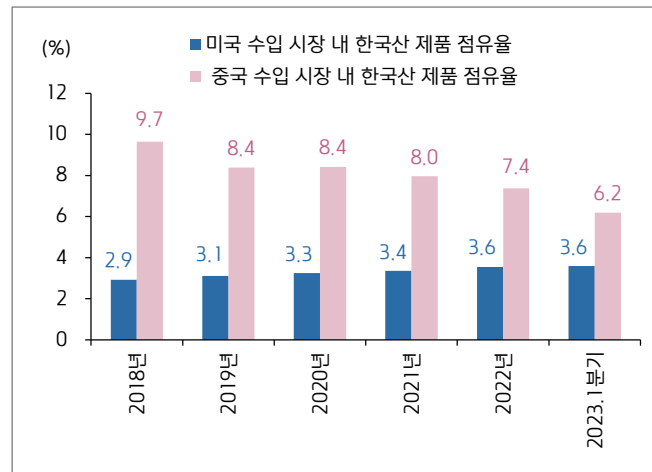
- ▶ 중기적인 관점에서 지정학적 불안은 경제 및 무역 블록화를 심화 시키고 있으며, 이는 선진국을 중심으로 더 높은 비용을 감수 하면서 리쇼어링, 프렌드 쇼어링 등 쇼어링 정책 유인을 높이고 있는 모습
- ▶ 미국 뿐만 아니라 여타 주요 교역국가들이 투자 중심으로 정책으로 선회한다는 것은 중간재에 대한 수입 수요가 늘어나는 것으로 볼 수 있으며, 여기서 반도체 등 중간재('22년 기준 비중 74%) 수출 비중이 높은 한국과 같은 국가들에게는 나쁘지 않은 시기가 찾아올 수 있음.
- ▶ 물론 중국의 경기 부진, 정치적인 관계 변화 등으로 인해 중국에 대한 수출 비중이 감소하고 있긴 하지만 미국에 대한 수출 비중은 오히려 늘어나고 있다는 점이 이를 상쇄시켜줄 전망

한국의 중간재 수출 비중 변화



자료: Kita, 키움증권 리서치센터

미국과 중국 시장 내 한국산 제품 점유율



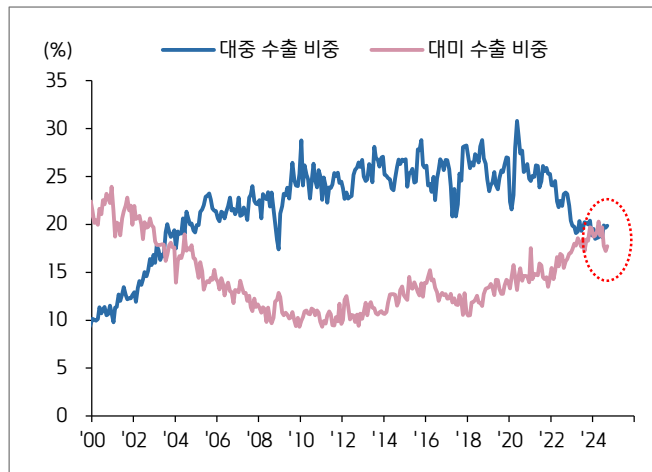
자료: Kita, 키움증권 리서치센터

13.

G2에 대한 의존도 변화는 득과 실이 존재

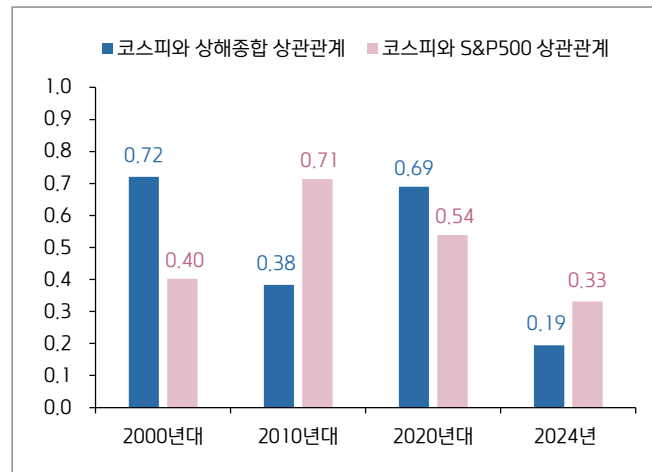
- ▶ 실제로 지난 2004년 이후 약 20년간 한국의 대중 수출 비중이 대미 수출 비중보다 높은 구조가 이어졌지만, 2024년을 기점으로 대미 수출 비중이 재차 역전을 한 상태
- ▶ 그만큼 미국 경제와 주식시장에 대한 의존도(or 상관관계)가 높아지고 있음을 의미하며, 이 같은 변화가 최근 고환율(1,300원대 이상) 현상이 이전만치 국내 경제와 주식시장에 부정적인 파급력이 제한되는 원인 중 하나 (+가계, 기업의 해외 직접투자, 해외주식 투자 증가)
- ▶ 다른 한편으로는 2024년 9월 이후 인민은행의 대규모 부양책 이후 경기 진반등 기대감 및 주식시장 급등을 경험하고 있는 중국발 낙수효과가 향후 국내 증시에 미치는 영향력이 낮아질 것임을 시사

한국의 중국향 수출 및 미국향 수출 비중 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

코스피와 상해종합, S&P500의 상관관계 변화



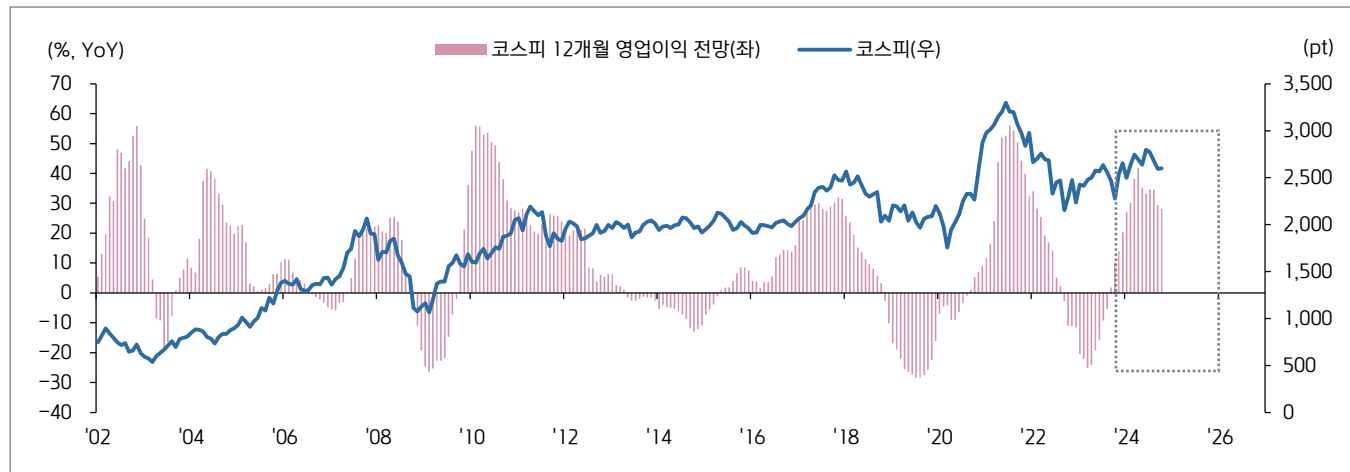
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

14.

올 것이 오고야 만 실적 다운 사이클, 2025년 상반기의 주요 변수

- ▶ 내년도 주식시장의 상저하고 경로의 배경에는 미국 경기 하강 정도의 불확실성, 연준의 금리인하 중단 시점 불확실성도 있지만, 보다 근본적인 것은 이익 다운사이클에 진입한다는 점임
- ▶ 이미 한국의 수출 증가율은 4월(13.6%YoY)를 기점으로 현재 7%대 초반까지 둔화되고 있는 가운데, 코스피의 12개월 선행 영업이익 증가율도 4월 41%에서 고점을 형성 한 후 10월 말 현재 28%대로 둔화되고 있는 실정
- ▶ 내년에도 역기저효과, 상반기까지의 미국의 소비 탄력 둔화 등으로 하락 추세를 이어 나갈 것인 만큼, 이 같은 수출 및 이익 다운사이클 진입 국면에서 쉽게 벗어나기 어려울 전망
- ▶ 내년도 상반기 중에는 선행 밸류에이션 상으로 저렴하다고 생각했던 지점이 후행 밸류에이션 상으로 봤을 때는 비싼 것으로 판명되는 밸류에이션 fake에 빠질 수 있음에 유의

코스피 주가와 코스피 12개월 영업이익 전망



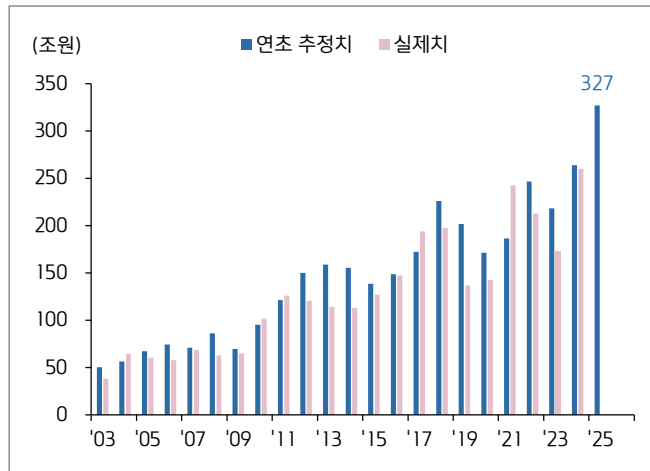
자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

15.

이익 다운사이클 진입 그 자체보다 얼마나 하향될 수 있는지가 관건

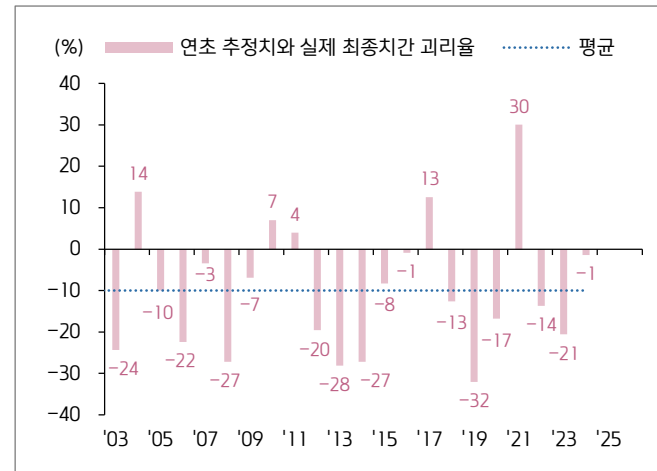
- ▶ 증시 역사를 돌아켜봤을 때, 연초의 이익 전망치를 실제 실적이 충족하거나 상회했던 사례는 2010~2011년(차화정 사이클), 2017년(반도체 슈퍼사이클), 2021년(판데믹 이후 대규모 부양 효과), 2024년(AI 사이클, 금리인하 기대감) 등 소수에 불과
- ▶ 연초에 기업 이익이 “올해에는 좋을 것”이라는 낙관적인 편향을 가지고 시작한 채 연말까지 시간이 지날수록 내부 및 외부 요인들의 변화, 실제 기업들의 분기 실적들을 확인해 가면서 현실성을 반영하는 것이 일반적이며, 이는 연초 대비 이익 전망 하향으로 귀결되는 패턴을 만들어 낸다고 판단
- ▶ 2025년의 경우의 연초 추정치와 추정치 간 평균 괴리율(약 10%)에 수출 모멘텀 둔화 vs 금리인하의 실물경제 효과, 유동성 증대 등을 반영해보면, 약 7~10% 수준의 하향 조정에 그칠 것으로 판단
(현재 2025년 327조원에서 290조 원대 후반 예상)

연도별 코스피 영업이익 추정치와 실제 수치 비교



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

연초 추정치와 실제 수치 간 괴리율



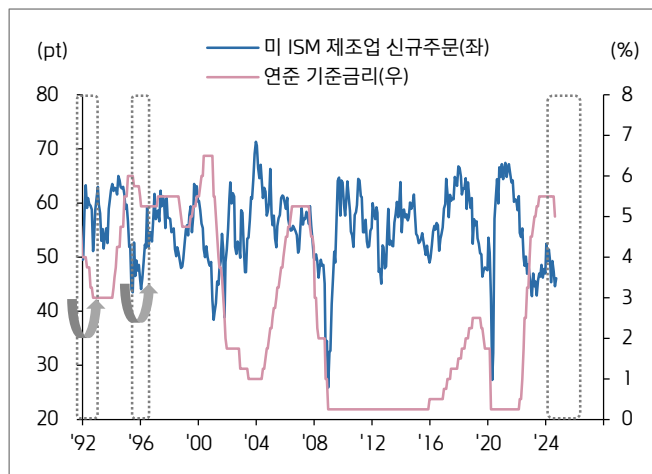
자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

16.

선제적 금리인하, 유동성 확대 등이 경기 및 이익 다운사이클의 강도를 줄일 것

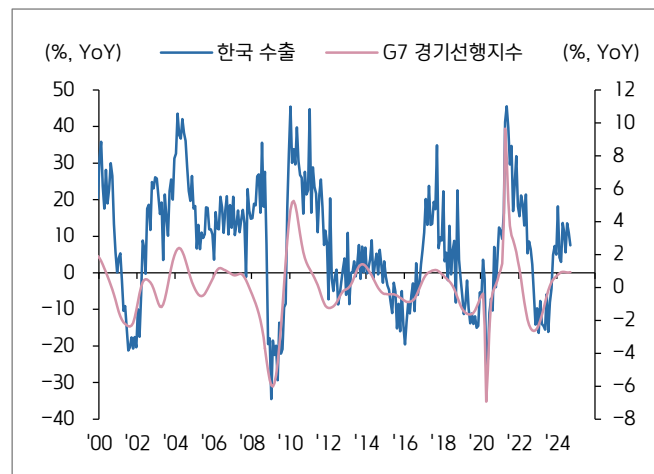
- ▶ 내년도 시장이 대비해야 하는 이익 전망 하향 추세가 평년보다 완만하게 진행될 것이라는 점은 상반기를 지나면서 증시의 레벨업 토대를 제공할 전망
- ▶ 한국 수출과 기업 실적에 선행하는 ISM 제조업 신규주문은 여전히 경기 판단 기준선인 50선을 하회하고 있으나, 95년, 98년과 같이 선제적 인하 당시처럼, 지표 반등세를 시현할 것으로 예상
- ▶ 내년도 중국의 경기 모멘텀 개선, 그에 따른 유로존 및 신흥국으로의 낙수효과 등이 직간접적으로 G7 중심의 주요국 경기 및 기업 실적에 우호적인 영향을 줄 것으로 판단

미국 ISM 제조업 신규주문과 연준 기준금리



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

한국 수출과 G7 경기선행지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

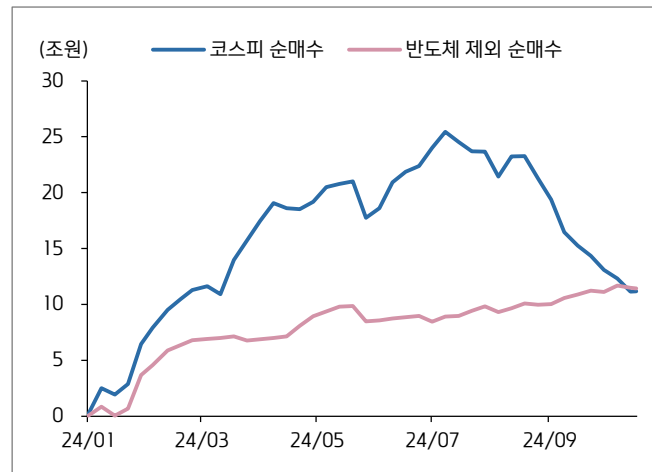
- ▶ 2025년 코스피 지수를 전망하는데 있어서 외국인 수급 변화를 간과할 수 없을 것
- ▶ 2024년 1월부터 7월 초까지 외국인은 반도체를 중심으로 코스피에서 25조원이라는 역대 2위급 순매수를 기록을 세우기도 했음
- ▶ 하지만 7월 중순 이후 삼성전자 등 메모리 사이클 둔화 우려, 매크로 불안 등이 이들의 순매도를 초래하면서 약 3개월 동안 14조원 가량 한국 비중을 줄인 상황(10월말 코스피 누적 순매수 금액은 11조원으로 7월 초 대비 약 14조원 축소)
- ▶ 이들의 대부분 순매도가 반도체에 집중되어 있다는 점이 코스피 소외 현상의 주 원인으로 작용하고 있는 실정

외국인 코스피 순매수와 반도체 제외 순매수(00~24년)



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

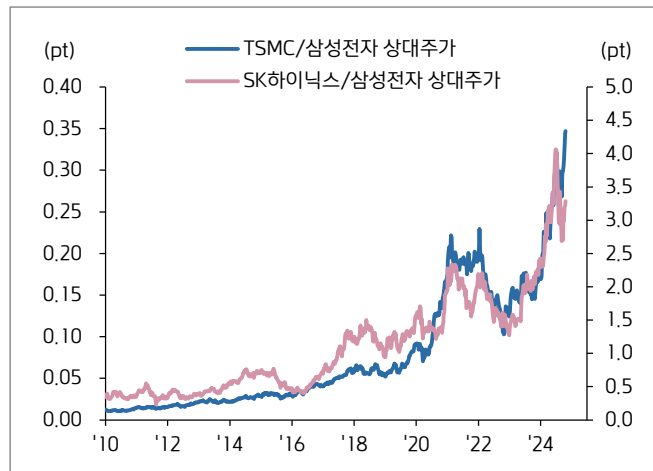
외국인 코스피 순매수와 반도체 제외 순매수(24년 이후)



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

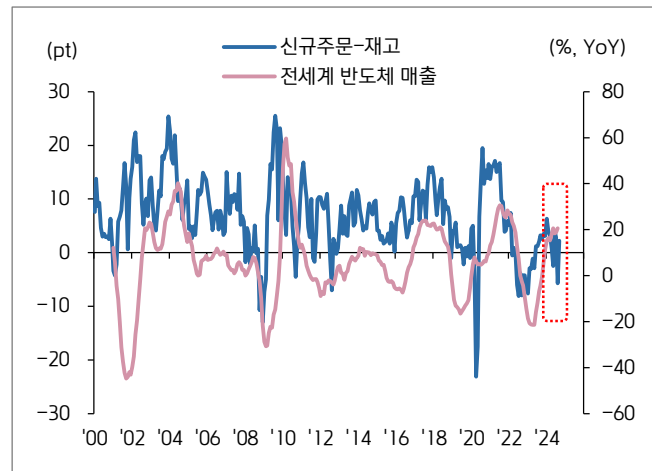
- ▶ 사실 반도체 업종 부진에는 SK하이닉스, 한미반도체 등 HBM 주들보다는 삼성전자의 문제에 국한되어 있는 성격이 짙음
- ▶ 이미 TSMC(파운드리)와 삼성전자의 상대주가나 SK하이닉스(HBM)과 삼성전자의 상대주가는 역대급으로 벌어진 상태임을 감안 시, 삼성전자를 둘러싼 우려와 노이즈에서 상반기에 쉽게 벗어나기 어려울 전망
- ▶ 다만, 전세계 전방 수요의 선행 지표인 미국 ISM 제조업 신규주문 - 재고 스프레드가 바닥을 다져가는 국면에 진입했다는 점에 주목할 필
- ▶ 더 나아가, 중앙은행의 선제적 금리인하 효과로 인한 G2 중심의 대외 수요 회복 등이 내년 하반기 중순 이후 가시화된다는 점을 감안 시, 반도체주의 주도주 복귀 여부는 하반기 이후 그 가능성을 본격 타진할 것으로 예상

삼성전자 vs TSMC, SK하이닉스의 상대주가 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

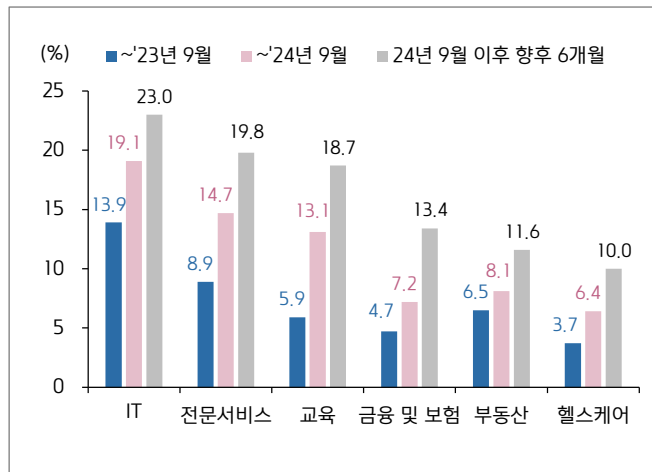
ISM 신규주문-재고 스프레드와 반도체 매출 사이클



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

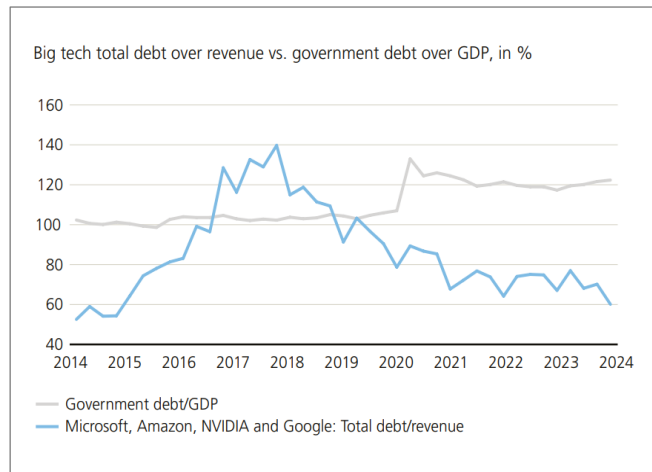
- ▶ 엔비디아 등 AI 하드웨어 관련 반도체주들이 2024년 시장을 주도했지만, 2025년에도 주도주가 될 수 있을 지를 둘러싼 기대감과 의구심이 공존할 것
- ▶ 당사 역시 AI 하드웨어주들이 올해처럼 시장 전체를 끌고가면서 랠리를 재현하기 어렵다고 판단하나, AI 투자 사이클 자체는 현재 진행형일 것으로 판단
- ▶ IT, 전문서미, 교육 등 주요 업종을 중심으로 AI를 채택하는 기업들이 늘어날 것으로 보이며, 그 과정에서 AI 소프트웨어, 기기 업체들의 이익 모멘텀 확보가 예상되기 때문
- ▶ 또 중앙은행의 금리인하가 미치는 기본적인 효과 이외에도, MS, 엔비디아, 구글, 아마존 등 빅테크 업체들의 부채비율이 한층 더 낮아질 것이며, 이 같은 이자비용 하락은 AI 산업의 수익성 및 투자 과잉 우려를 해소시켜 주는 요인으로 작용할 전망

23년 9월 vs 24년 9월 및 향후 6개월간 산업별 AI 채택률



자료: Business Trends and Outlook Survey, UBS, 키움증권 리서치센터

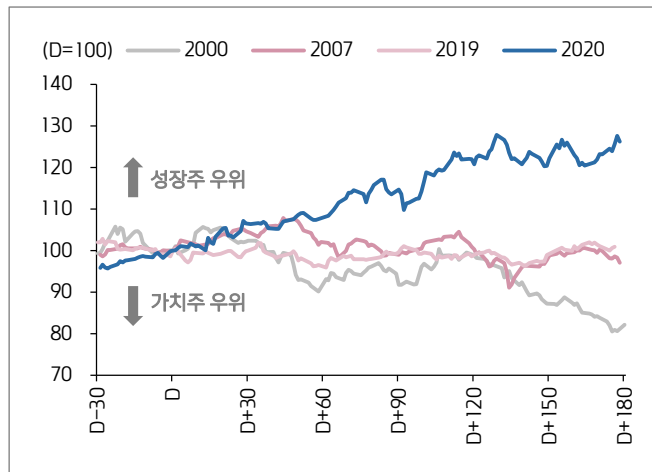
미국 정부의부채비율 vs 빅테크 부채비율



자료: Bloomberg, UBS, 키움증권 리서치센터

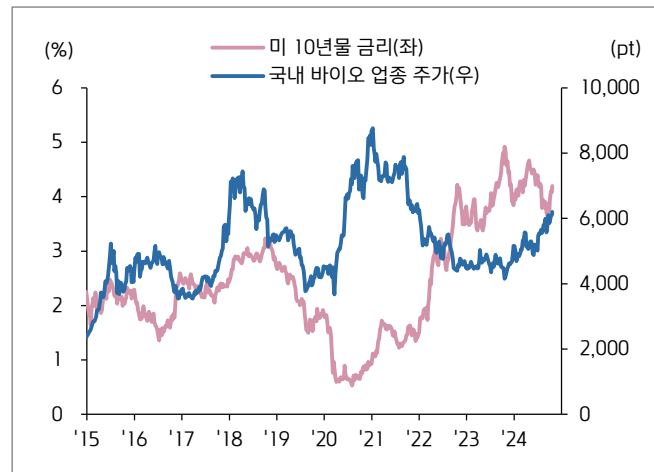
- ▶ 2000년 이후 연준의 금리인하 이후 6개월간 성장/가치 상대 강도를 보면, 당시의 시장 환경, 맥락에 따라 서로 다른 패턴이 출현
- ▶ 이번 인하 사이클에서는 성장(바이오=금리인하 수혜 스토리+ 이익 성장)과 가치(금융=주주환원+변동성 장세의 완충장치)가 혼합된 포트폴리오가 우수한 성과를 보이는 패턴이 나타날 것으로 예상
- ▶ 9월 이후 신고가 경신에 따른 단기 주가 부담, 미국 금리 급등 부담 등 단기적인 주가 제약 요인이 상존하고 있지만, 내년에도 바이오 업종에 대한 지속적인 관심이 필요한 이유
- ▶ 대선 결과와 무관하게 미국 정부의 약가 인하 기조 지속되며 이는 국내 제약 업체들의 미국 내수시장 점유율 확대 기회도 존재

2000년 이후 연준의 인하 시기별 성장주/가치주 상대강도



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터
주: WMI 가치주, 성장주 지수 사용

미 10년물 금리와 국내 바이오 업종 주가 비교

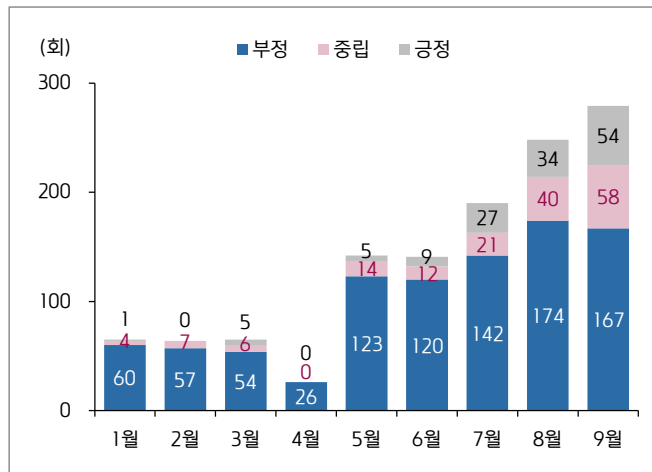


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

21. 과거 주도주였던 이차전지의 현재와 미래

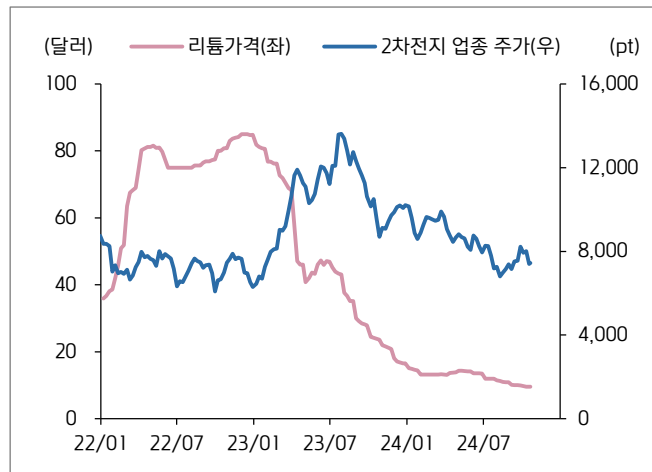
- ▶ 과거(23년) 주도주였던 이차전지는 현재(24년) 주가 바닥 확인 이후 반등에 나서고 있기는 하지만, 미래(25년)의 주가 방향성에 대해서는 의구심이 상존
- ▶ 미국 대선 이후 IRA 법안 변화에 대한 불확실성과 25년 리튬가격 반등 및 실적 모멘텀 생성 시기를 둘러싼 불확실성이 영향을 주고 있는 것으로 판단
- ▶ 그러나 현재 트럼프는 일론 머스크를 지지하는 데에 이어, 최근 공식석상에서 전기차에 대한 긍정적인 발언(연초 1회 → 9월 54회)이 늘어나고 있다는 점에 주목할 필요. 또 차기 정권 변화와 무관하게 중국 배터리 산업 견제 확대로 국내 배터리 업체들이 이전보다 중국 대비 경쟁우위가 확보 가능할 것으로 예상
- ▶ 23년처럼 시장의 주도주로 재등극하는 것은 어려운 일이겠으나, 25년 상반기부터 수시로 시장에 초과수익의 기회를 제공할 것으로 전망

연초 이후 트럼프의 전기차에 대한 발언 톤 변화



자료: WSJ, 키움증권 리서치센터

리튬가격과 국내 2차전지 업종 주가



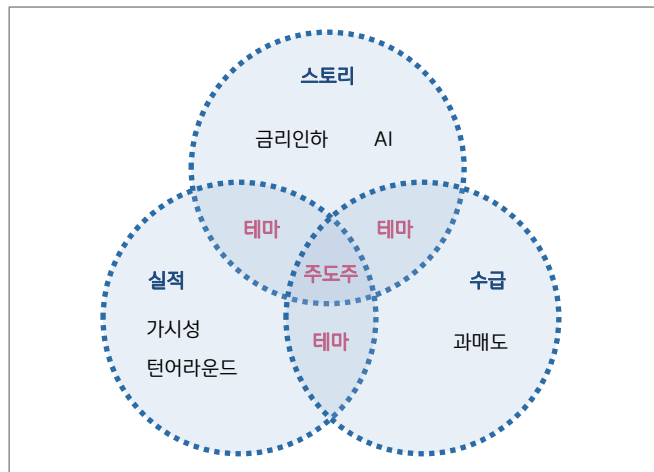
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터,
주: WISE 2차전지 테마지수 사용

22.

내년 연중 시장에서 특정 업종이 주도주로 머물러 있는 기간은 길지 않을 것

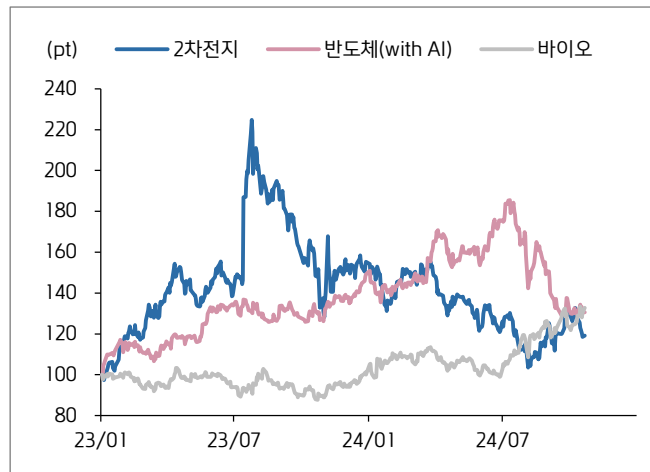
- ▶ 25년 주식시장에서는 미국, 중국 등 주요국 경기를 둘러싼 고민을 안고 가겠지만, 그해 시장을 견인할 주도주를 선정하는 데 있어서도 난이도 상승에 직면할 것
- ▶ 주도주는 “스토리 + 실적 + 수급”의 조화에서 탄생하지만, 반도체, 바이오, 이차전지 등 국내 주력 대장 업종들 모두 상기 3가지 조건을 연중 충족해나가기 어려울 것으로 보임
- ▶ 이는 내년도 주도주의 손바뀜이 내러티브 변화와 맞물리면서 연간 단위가 아니라 분기 혹은 반기 단위로 일어날 수 있음을 시사하는 대목
- ▶ 상반기는 성장주 내러티브 국면인 만큼 바이오와 이차전지가 우위에 있을 것으로 보이며, 하반기에는 실적 및 퀄리티 내러티브 국면으로 이행하는 만큼 반도체에 대한 비중 확대가 적절

주도 업종과 주도 테마의 조건



자료: 키움증권 리서치센터

국내 반도체 vs 2차전지 vs 바이오 업종의 주가 변화



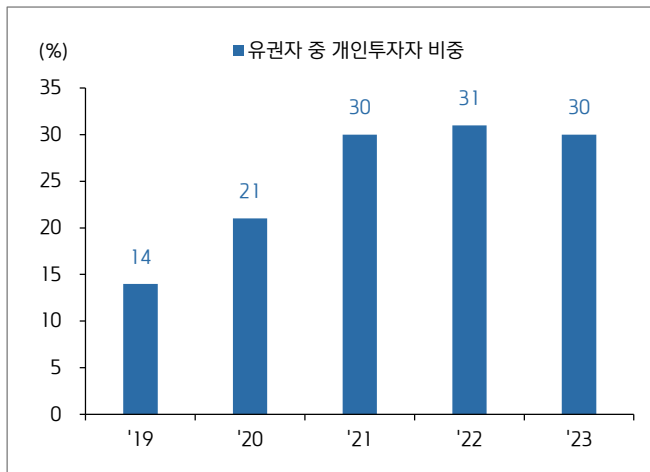
자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

23.

주주환원은 당분간 증시에서 주도 테마로 지위를 유지해나갈 것

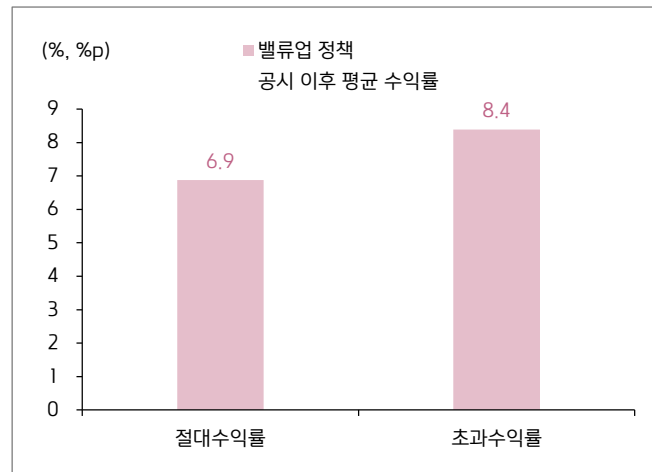
- ▶ 밸류업 지수 출시 직후 지수 편입 여부를 막론하고 대부분 밸류업 관련주들이 조정을 받기도 했으며, 추후에도 실망매물이 나올 가능성이 있음. 반면 밸류업 지수 출시 효과로 편입 종목들은 중소형주를 중심으로 수급 상 수혜를 볼 것이라는 기대감이 부각될 수 있음
- ▶ 그러나 밸류업 지수를 떠나서, “주주환원” 그 자체에만 집중할 필요가 있으며, 이런 관점에서 은행, 증권 등 금융 업종에 대한 지속적인 관심을 가지는 것이 적절
- ▶ 향후 실적시즌에서 밸류업 정책을 공시한 기업들의 대부분이 주주환원정책에 주안점을 둘 것으로 보이며, 내년에도 증시 변동성 확대 국면이 자주 출현할 것으로 예상. 따라서 주주환원 테마는 수익률 방어 차원에서 관심을 가져야하는 테마가 될 것

국내 전체 유권자 내 주식투자자 비중



자료: 통계청, '장래인구추계', 2024년 20대 이상 인구수
한국예탁결제원, '2023년 12월 결산 상장법인 주식 소유자 현황',
20대 이상 개인 소유자, 키움증권 리서치센터

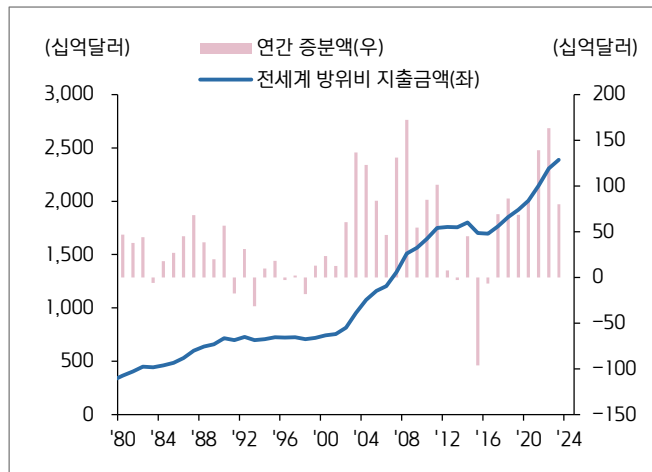
2024년 국내 11개사 밸류업 공시 이후 성과



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터, 주: 10월 21일 종가 기준
주1) 각 기업별 공시이전일 ~ 현재까지 수익률의 평균, BM은 코스피 및 코스닥
주2) 경영권 분쟁 이슈가 있는 애프터가이드는 제외한 11개 기업 기준

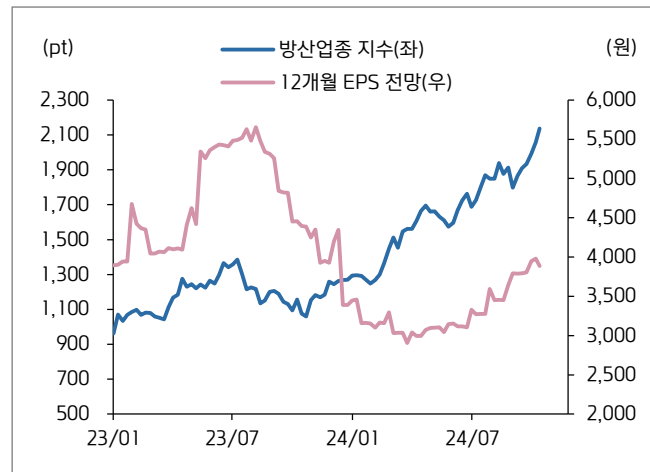
- ▶ 22년 러우 전쟁, 23년 중동 전쟁 등 지정학적 불안이 상수화됨에 따라, 각국들로 하여금 전쟁을 굳이 일으키지 않아도 군사력 보강이 필요하다는 인식을 강화시키고 있음
- ▶ 물론 러-우 전쟁은 25년 중 종결 가능성이 거론되고 있으며, 중동의 지정학적 리스크가 여타 국가로 전이되는 강도가 크지 않다는 점은 방산의 중요성을 확대시키는데 제약이 될 수 있음
- ▶ 그렇지만 중국의 대만 흡수 통일 욕구는 점증하고 있는 가운데, 미국과 중국의 안보 전략이 충돌하는 곳도 해당 지역인 만큼, 25년 미국과 중국은 무역 이외에도 안보 측면에서 갈등을 수시로 빚을 전망
- ▶ 국방 예산 증가는 무기 수요 증가로 이어지며, 한국의 방산 업체들은 주요 거점을 확보하면서 수주 모멘텀이 재차 생성될 수 있는 만큼, 테마 관점에서는 방산업종에 주목할 필요

전세계 방위비 지출 및 연간 증분액



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

국내 방산업종 주가와 EPS 전망



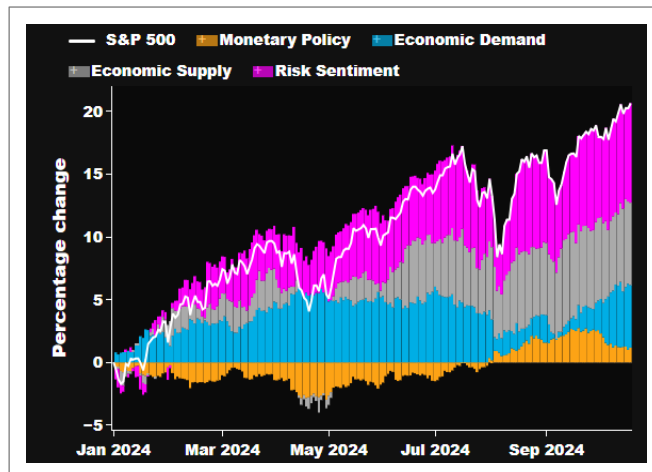
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

25.

중국 관련주들도 주도 업종보다는 테마주로 접근

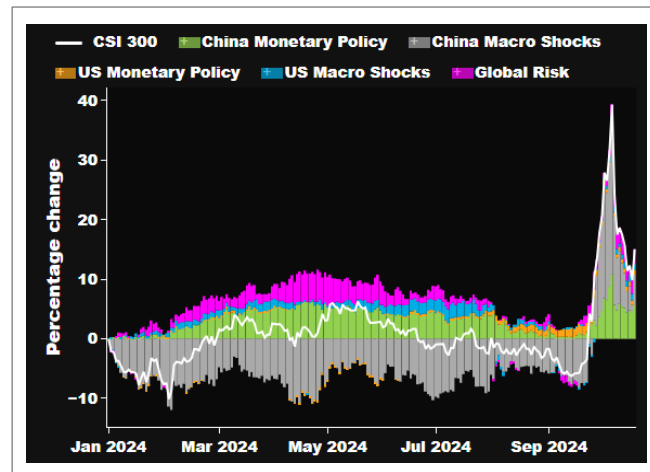
- ▶ 올해 국내 증시에서 소외된 업종 중 하나는 시클리컬 업종으로, (이전보다 의존도가 낮아지긴 했지만) 중국 경기 부진에 영향을 받았던 것으로 판단
- ▶ 그러나 지난 9월 인민은행의 부양책 발표를 기점으로 연이어 후속 부양책들이 제시되면서, 중화권 증시가 빠르게 회복 중에 있음
- ▶ 아직까지는 중국 경기 회복에 대한 의구심이 공존하고 있으며, 25년부터는 경기 부양의 효과를 지표를 통해 확인하면서 의구심이 해소되는 구간, 즉 경기 회복이 현실화될 것으로 예상
- ▶ 이는 최근 중국 증시 급반등 구간에서 실체화 및 가시성 부족으로 낙수효과를 누리지 못했던 국내 시클리컬 업종들에게 신규 진입 기회를 제공할 것이기에, 중국 관련 시클리컬주들에 관심을 높이는 것이 적절

연초 이후 S&P500의 주가 상승 요인 분해



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

연초 이후 중국 CSI 300의 주가 상승 요인 분해



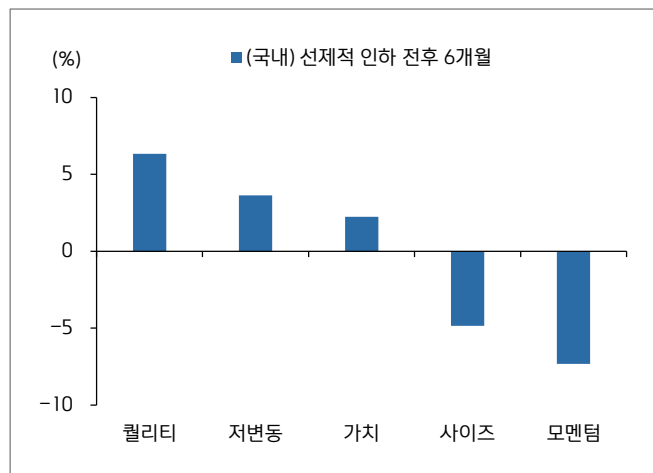
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

26.

전반적인 업종과 테마는 과거 선제적 인하 당시와 유사한 흐름 전개 예상

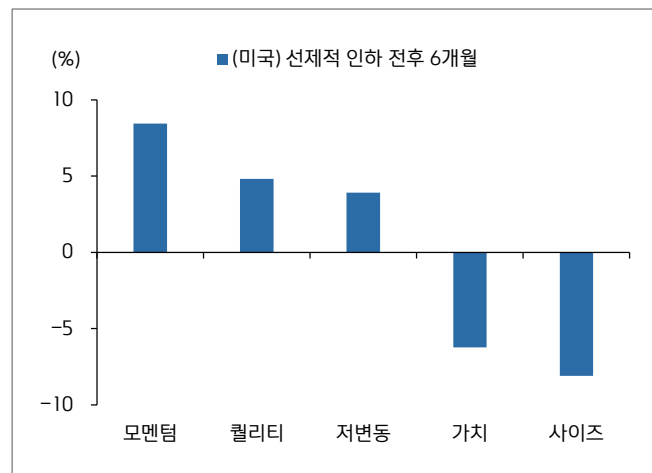
- ▶ 과거 3차례 선제적 금리인하('95년, '99년, '19년) 당시 첫 보험성 금리인하 전 6개월부터 금리인하가 끝나는 기간 동안 주요 스타일들의 성과를 보면, 한국 증시에서는 퀄리티(+6.3%), 저변동성(+3.6%), 가치(+2.2%) 미국 증시에서는 모멘텀(+8.5%), 퀄리티(+4.8%), 저변동(+3.9%)이 수익률 상위권을 기록
- ▶ 선제적 인하 시에는 퀄리티, 모멘텀 등 빅테크 등 IT, 바이오 등 올해 두각을 나타내고 있는 주식들의 주가 흐름을 중립 이상이 될 것으로 판단
- ▶ 이는 미국, 한국 등 주요국 공통으로 퀄리티 스타일이 최상위권을 차지하고 있다는 것에서 기인하며, 이익성장, 자산회전율, 영업레버리지 등이 우수한 업종이 25년 스타일 상 시장을 주도하는 팩터가 될 전망

연준 보험성 금리인하 시기의 한국 증시 팩터별 성과



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

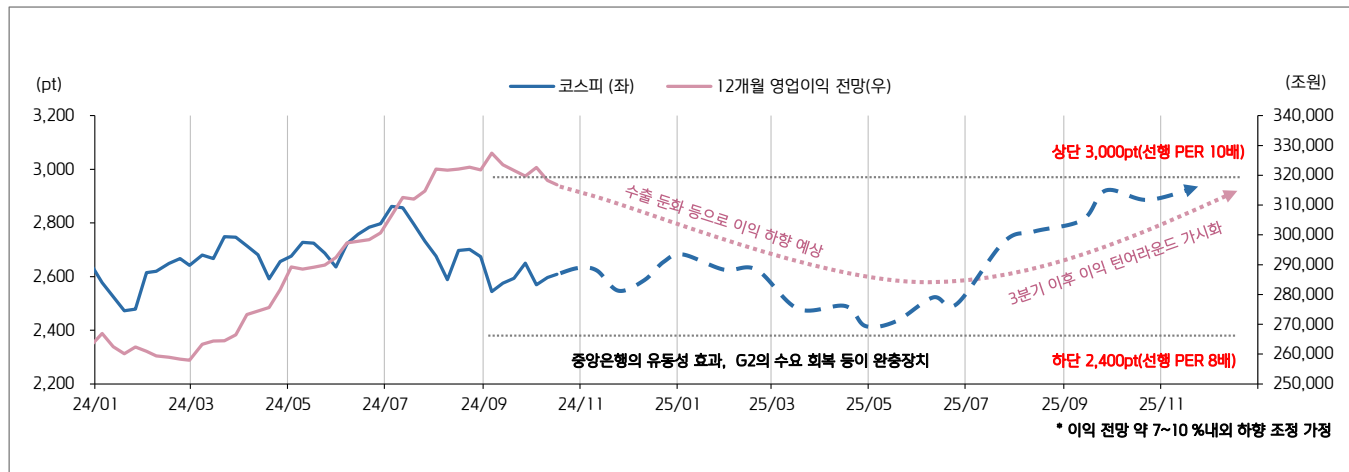
연준 보험성 금리인하 시기의 미국 증시 팩터별 성과



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 2025년 코스피 밴드 2,400~3,000pt로 제시. 상반기 중 반도체 등 주력 업종의 이익 모멘텀 둔화로 박스권 흐름 예상. 하반기에는 유동성 효과, G2 경기 모멘텀 등에 따른 이익 모멘텀 개선으로 증시 상승 탄력 강화 전망
 - 연간 KOSPI Band: 2,400~3,000pt (12개월 선행 PER 8.0배~10.0배, 현재 8.6배)
- ▶ 매크로 및 정치를 둘러싼 내러티브가 상하반기를 기점으로 변할 수 있다는 점을 감안 시, 업종 및 테마 로테이션 전략으로 대응하는 것이 적절
 - 상반기 추천 업종 및 테마 : 바이오, 이차전지(업종, 성장 스타일) / 중국 시클리컬, 주주환원, 인터넷(테마)
 - 하반기 추천 업종 및 테마 : 반도체, IT하드웨어 등 IT(업종, 퀄리티 스타일) / 방산, 조선, 시클리컬(테마)

25년 코스피 주가 및 이익 예상 경로



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Ⅲ. 퀸트: 성장과 퀄리티 중심의 대응

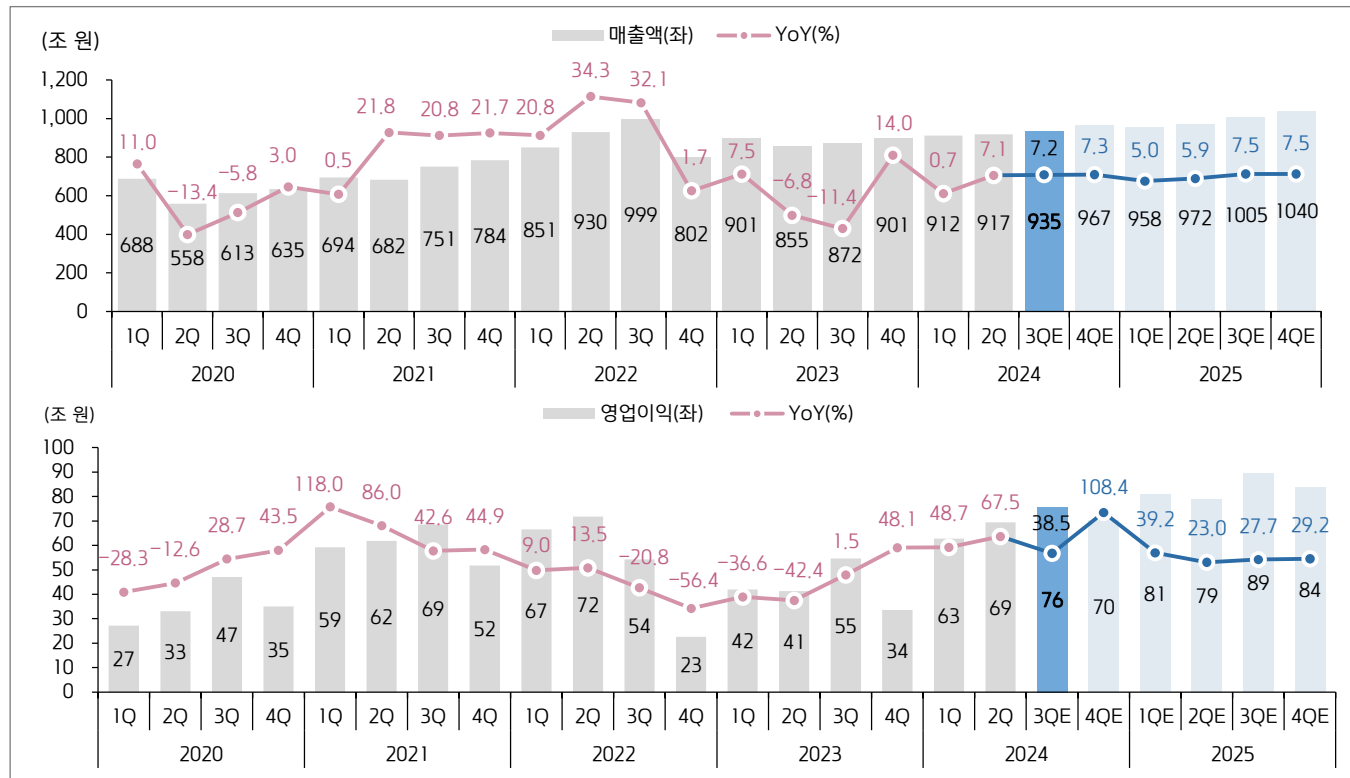


01.

과거 평균 수준으로 돌아가는 2025년 이익 성장 탄력

- ▶ 현재 추정되는 '25년 매출액과 영업이익 성장률 달성을 가정하는 경우, 코스피의 '25년 매출액과 영업이익 추정치는 각각 3,974 조원(YoY, +6.5%)과 333 조원(YoY, +19.8%)으로 전망
- '24년 실적 성장률, 매출액: 3,731 조원(YoY, +6.1%), 영업이익: 278 조원(YoY, +66.6%)

코스피, 분기별 매출액과 영업이익 전망치 및 성장률



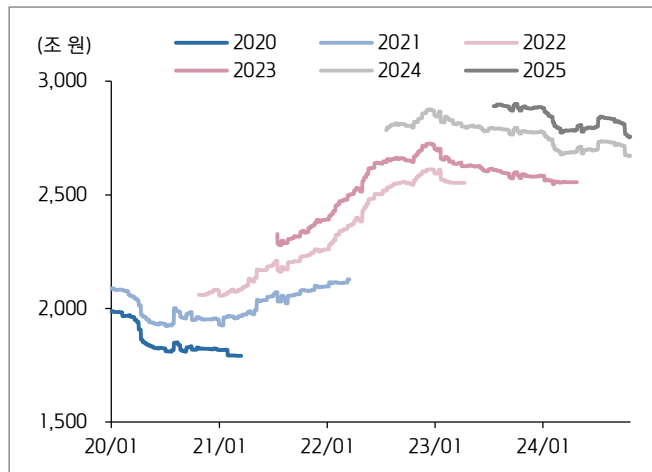
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터.

02.

3Q 어닝 시즌과 함께 이어지는 실적 전망 하향

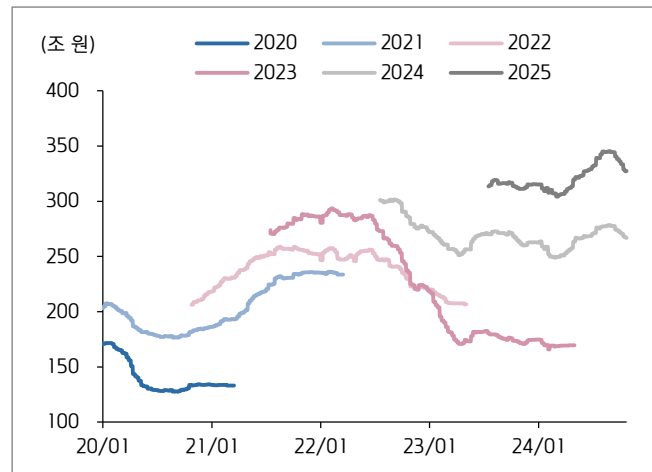
- ▶ '25년의 외형 성장 탄력은 '24년과 비슷할 것으로 예상되지만, 영업이익 성장률은 '25년에는 20%대 내외로 추정되며 '24년(66.6%)에 비해 큰 폭으로 둔화될 전망
 - 다만, 2005년 이후 (+) 성장을 기록한 해들의 평균 영업이익 성장률은 24%. 또한, 경기사이클 회복으로 높은 이익 성장을 기록한 다음 해에는 역성장을 기록한 경우가 잦았던 점을 감안한다면 내년도 실적 전망은 양호한 수준
- ▶ 하지만 3분기 실적 시즌이 진행되고 있는 가운데, 매출 그리고 영업이익 모두 전망치의 하향 조정이 이루어지고 있는 점은 내년도 실적에 대한 불확실성을 높이고 있음

코스피200, 연도별 매출액 전망 추이



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터.

코스피200, 연도별 영업이익 전망 추이



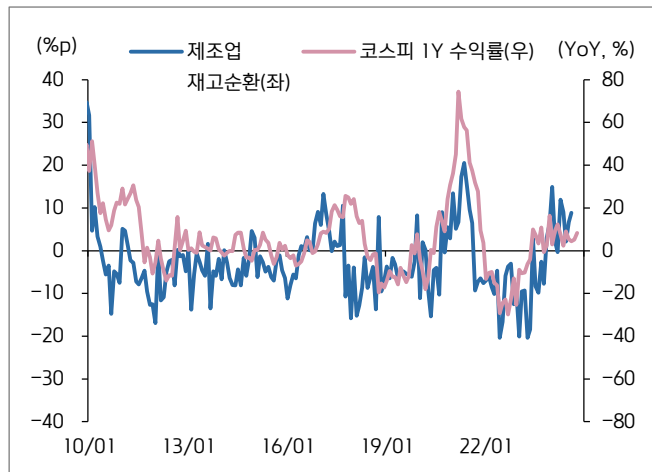
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터.

03.

부진한 재고순환 지표 역시 기업들의 실적 전망 하향에 무게

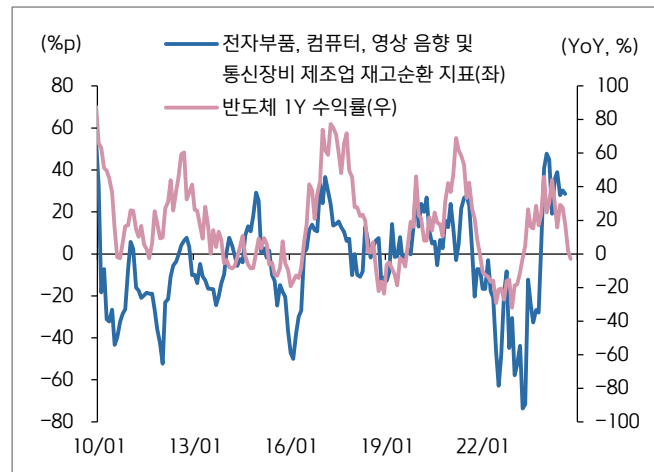
- ▶ 일반적으로 제조업 재고순환 지표는 기업들의 실적 변화를 한 분기 정도 선행. 제조업 전체 그리고 특히 IT 산업을 중심으로 재고순환 지표가 악화되고 있는 점은 현재의 실적 조정 흐름이 당분간 지속될 가능성을 높임
 - 전체 제조업 재고순환지표는 연초 정점을 확인한 후 점차 고점을 낮춰가는 모습
 - 더불어, IT부품 관련 재고순환 지표 역시도 지난 1월 이후 완만하게 둔화되는 모습. 이는 올해 실적 턴어라운드 기대감이 컸던 반도체 업종을 중심으로 투자심리를 위축시키는 배경

국내 제조업 재고순환 지표와 코스피 주가 수익률(1Y)



자료: FnGuide 컨센서스, 한국은행, 키움증권 리서치센터

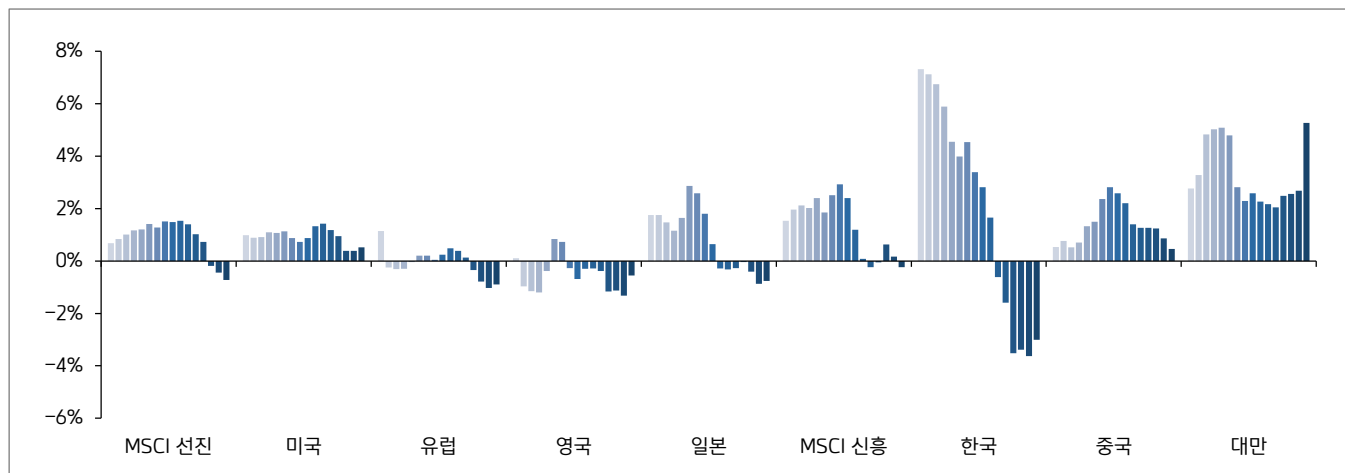
국내 IT산업 재고순환 지표와 반도체 업종 주가 수익률(1Y)



자료: FnGuide 컨센서스, 한국은행, 키움증권 리서치센터

- ▶ 주요국 전반적으로 '24년 하반기에 들어서 이익모멘텀이 둔화되는 모습 연출
 - 선진 증시는 최근 선행 12개월 EPS 전망치가 소폭 둔화되고, 신흥국 역시 혼조세가 이어지는 모습
- ▶ 그 중, 한국의 선행 12개월 EPS 변화율은 전월 대비 -3%를 넘게 조정되는 등 주요국 중 가장 부진한 모습. 이는 최근 글로벌 증시와 소외된 흐름을 설명
 - 한국 외에도 유럽, 영국, 일본 등도 이익 전망이 개선되지 못하고 있음. 하지만, 선진 증시 중 미국은 여전히 실적 개선 영역에 위치하며 글로벌 자금 유입을 주도
 - 신흥 권역을 살펴보면, 중국은 경기부양책 발표에도 실적 개선 탄력이 점차 둔화되고 있음. 반면, 국내 반도체 섹터의 주요 경쟁국인 대만의 이익개선 탄력이 확대되고 있는 점은 국내 증시의 수급 환경에 부담 요인

주요국 선행 12개월 EPS의 월간 변화율 ('24.7 이후)



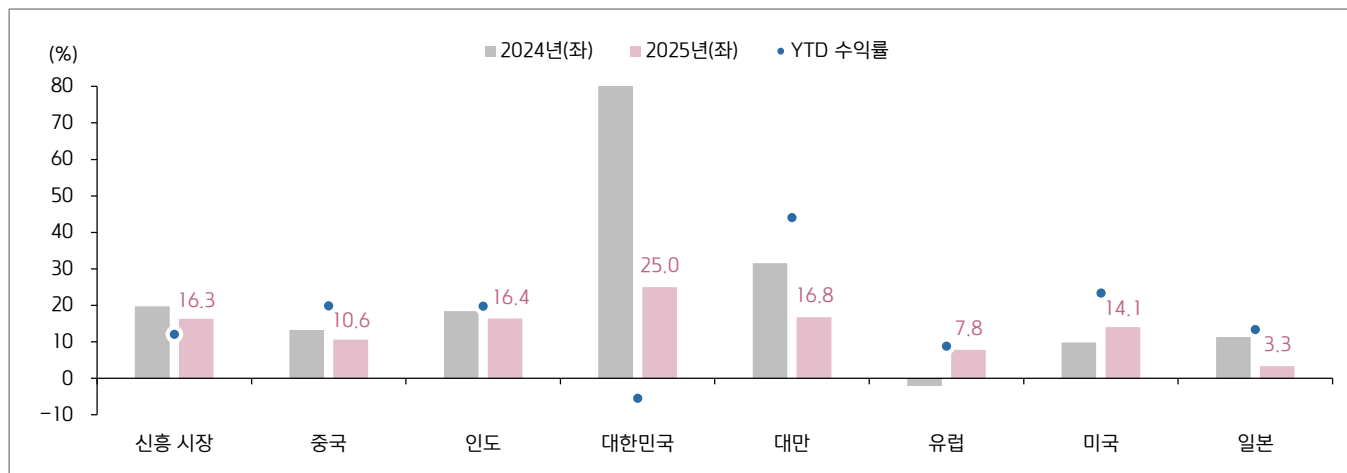
출처: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) 막대는 '24년 7월 이후 주간 단위

05.

시장 기대와의 간극 축소 후, '25년 실적의 주가 설명력 회복 기대

- ▶ '24년 한국 기업의 실적은 반도체 업종의 흑자전환에 힘입어 주요국을 압도하는 실적 성장이 전망. 그럼에도 주요국 중, 유일하게 연초 이후 (-) 주가 수익률을 기록 중
- ▶ '24년 높은 실적 성장은 기저효과에 따른 영향이 컸을 뿐더러, 올해 그리고 내년도에 대한 낙관적인 실적 전망에 대한 시장의 의구심이 존재한 까닭
 - 금번 실적 시즌과 오는 4분기 실적 발표를 통해 실적 눈높이가 재조정될 것으로 전망
- ▶ 실적 컨센서스와 투자자들의 기대치 사이의 간극이 좁혀진 이후에는 다시금 실적의 주가 설명력이 높아질 것으로 기대. 이는 '25년 실적 성장률이 양호한 국내 증시로의 수급 환경 개선 기대를 높이는 요인

주요국의 '24년과 '25년 EPS 성장률 전망과 연초 이후 주가 수익률



출처: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
 주) 지수는 MSCI 주가 지수 기준, 날짜는 10/21 기준

06.

(참고) 업종별 2025년 이익 성장 전망

- ▶ 코스피는 '24년과 비교해 '25년 실적 성장률은 둔화.
 - '24년에는 반도체 업황의 기저효과에 따른 높은 성장률을 보였지만, '25년에는 평균 성장 탄력으로의 회귀
- ▶ 다만, 기저 효과에 따른 왜곡이 사라진 가운데 평균적인 성장세를 이어갈 것으로 기대되는 점은 긍정적

코스피, 업종별 연간 영업이익 성장률

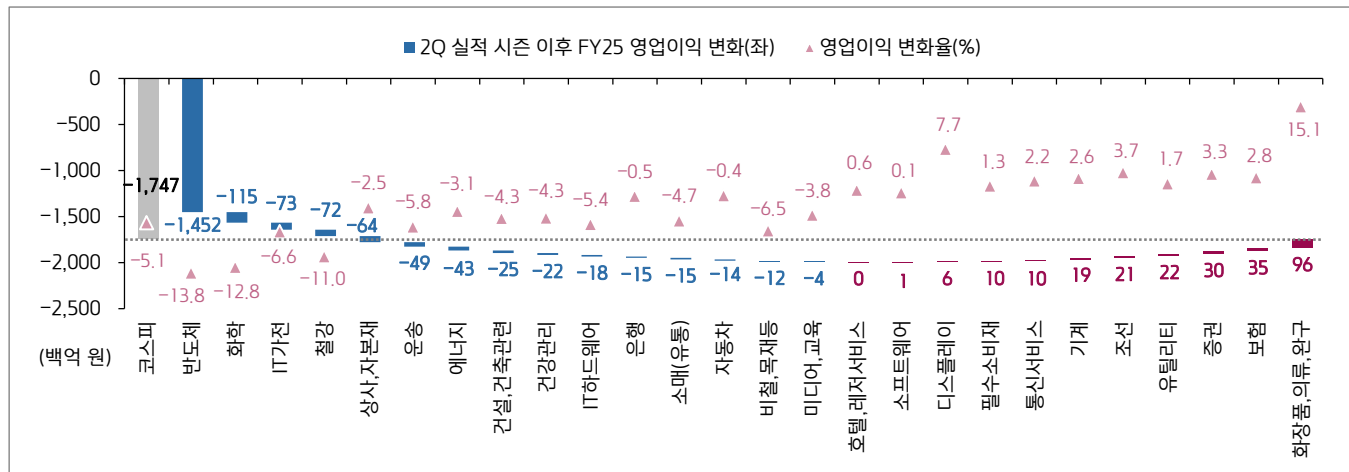
	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	연도별 OP		2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	연도별 OP
코스피	-31.5	4.3	66.6	-11.5	-20.1	66.6	22.9		미디어,교육	4.4	-81.5	269.7	41.4	-66.9	1.6	42.8	
코스닥	-0.6	16.3	45.5	-1.5	-37.3	52.2	57.1		소매(유통)	-19.0	-22.9	26.3	9.0	-1.5	11.6	19.1	
에너지	-25.8	적전	흑전	108.3	-45.5	-8.4	59.8		필수소비재	5.7	24.2	4.3	8.7	-0.5	18.1	11.6	
화학	-37.5	12.8	175.9	-47.1	-46.0	9.9	109.2		건강관리	0.7	20.5	57.7	-4.3	-32.3	13.9	47.7	
비철,목재등	-12.3	9.7	43.4	-12.7	-28.3	56.0	5.4		소프트웨어	16.2	29.5	-9.8	0.5	-7.0	33.5	17.8	
철강	-32.9	-32.0	346.5	-36.0	-27.6	-25.1	35.2		IT하드웨어	-6.0	26.1	73.5	4.2	-5.4	37.9	32.2	
건설,건축관련	-17.4	10.7	1.5	-19.5	-9.9	9.4	19.0		반도체	-61.5	34.8	56.3	-21.6	적전	흑전	40.8	
기계	-2.7	-43.5	88.2	36.6	34.2	6.9	18.8		IT가전	-15.8	56.9	11.3	8.3	1.8	-12.2	80.9	
조선	-33.1	적전	적지▼	적지▲	흑전	407.3	85.3		디스플레이	적전	적지▲	흑전	적전	적지▼	적지▲	흑전	
상사,자본재	-10.4	-45.9	146.7	33.2	-15.4	12.8	20.2		통신서비스	-7.8	12.1	21.6	8.6	0.4	4.9	7.4	
운송	-45.8	31.6	741.7	57.3	-58.1	45.6	-15.7		유틸리티	-44.8	542.8	적전	적지▼	적지▲	흑전	20.3	
자동차	32.3	-24.2	99.5	40.1	55	10.4	1.1		은행	4.5	-0.6	36.8	6.1	-3.3	9.9	6.3	
화장품,의류,완구	10.7	-17.2	65.4	-8.5	-13.2	9.7	24.6		증권	31.7	29.1	62.0	-40.7	13.0	44.2	0.2	
호텔,레저서비스	11.0	적전	적지▲	흑전	5936.2	38.6	18.6		보험	-32.0	31.4	79.8	45.9	-6.3	25.2	0.5	

자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터.

주1) 금융 업종의 경우 순이익(지배) 기준 주2) 2025E 성장률 중, 굵게 처리된 업종은 성장률이 2024년과 비교해 증가한 경우

- ▶ 국내 기업들의 실적 전망은 2분기 실적 시즌 종료 이후부터 개선 모멘텀 부재. 이후 3분기 어닝 시즌 돌입을 앞두고 하향 압력 확대. 특히 3분기 잠정 실적을 발표한 대형 3사는 발표 이후 '24년과 '25년 실적 전망치가 10% 넘게 낮춰지는 등 조정 속도 가속화
- ▶ 코스피 기업들의 '25년 영업이익 전망은 2분기 실적 시즌이 종료된 8월 중순 이후 현재까지 약 17조원 하향 - 금액으로는 반도체 업종에서의 14조원 하향 조정 영향이 절대적. 다만, 이를 제외하더라도 여타 업종에서 3조원 하향
- ▶ 변화율로 살펴보면, 반도체(-14%), 화학(-13%), 철강(-11%), IT가전(-6.6%) 등과 같이 국내 대형 섹터인 반도체와 2차전지 업종의 조정폭이 컸음. 반면, 화장품의류완구(+15%), 디스플레이(+7.7%), 조선(+3.7%), 증권(+3.3%) 등은 실적 전망 상향

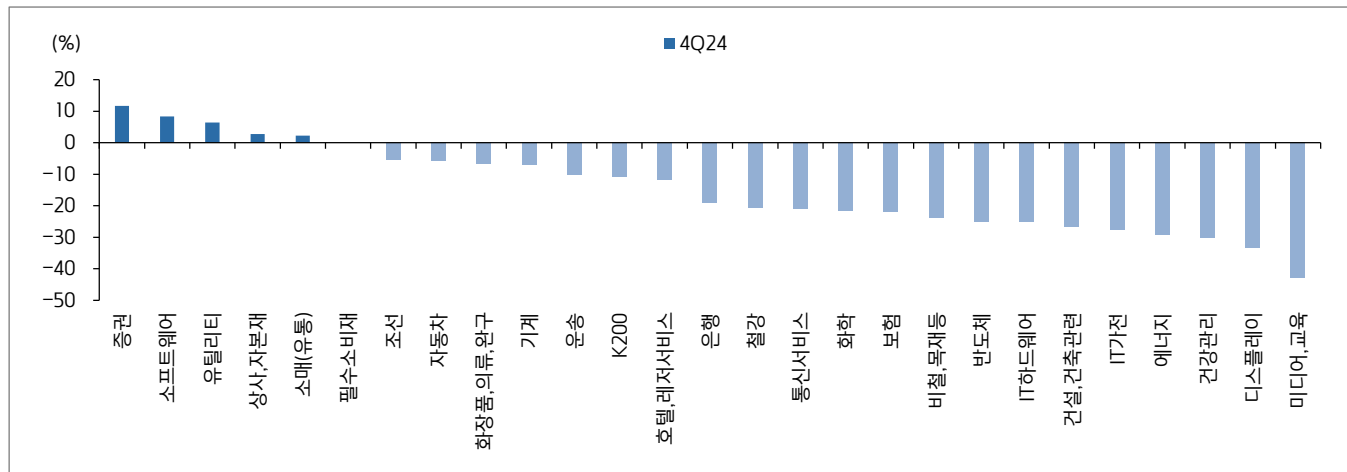
코스피, 업종별 FY25 영업이익 전망치 변화 (2분기 실적 시즌 종료 이후)



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터.

- ▶ 오는 4분기 기준, 코스피 최근 1개월 이익조정비율은 -10.9%로 집계되며 하향 조정 의견이 앞서는 모습.
전체 26개 업종 중 20개 업종의 이익조정비율이 (-)를 기록하며 업종 전반적으로 하향 모멘텀이 우세
- ▶ 세부 업종별로는,
 - 증권(+11.8%), 소프트웨어(+8.3%), 유틸리티(+6.5%), 상사자본재(+2.8%), 소매(+2.3%) 만이 개선
 - 반면, 미디어교육(-42.8%), 디스플레이(-33.3%), 건강관리(-30%), 에너지(-29%), IT가전(-28%) 등의 이익모멘텀이 가장 부진

코스피, 업종별 최근 1개월 4Q24 이익조정비율

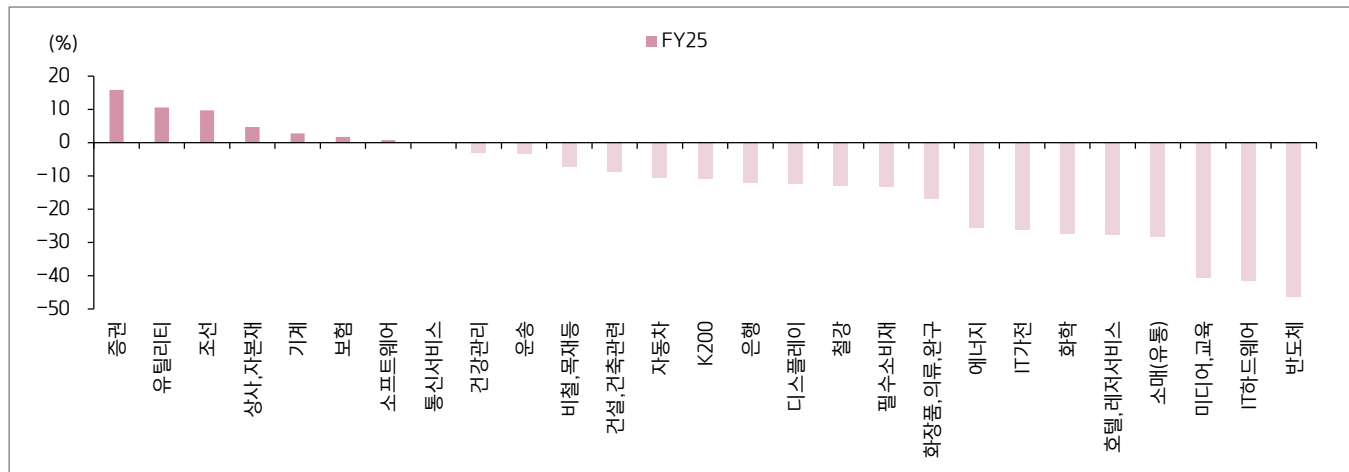


자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터.

09. (참고) 업종별 이익모멘텀 점검 FY25

- ▶ 2025년 기준, 코스피 최근 1개월 이익조정비율 역시 4분기와 유사하게 -10.8%로 집계되며 하향 조정 의견 우위. 업종별로는 26개 업종 중 18개 업종의 이익조정비율이 (-)를 기록 중
- ▶ 세부 업종별로는,
 - 증권(+15.8%), 유틸리티(+10.5%), 조선(+9.7%), 상사자본재(+4.7%), 기계(+2.8%), 보험(+1.8%) 등이 개선. 4분기에 비해 개선되는 업종들의 개선폭이 보다 높은 점이 특징적
 - 반면, 반도체(-46.3%), IT하드웨어(-41.5%), 미디어교육(-40.7%), 소매(-28.2%), 호텔레저(-27.6%), 화학(-27.6%), IT가전(-26.1%) 등 IT섹터와 2차전지 관련 섹터의 이익 전망 하향 의견이 우위

코스피, 업종별 최근 1개월 FY25 이익조정비율



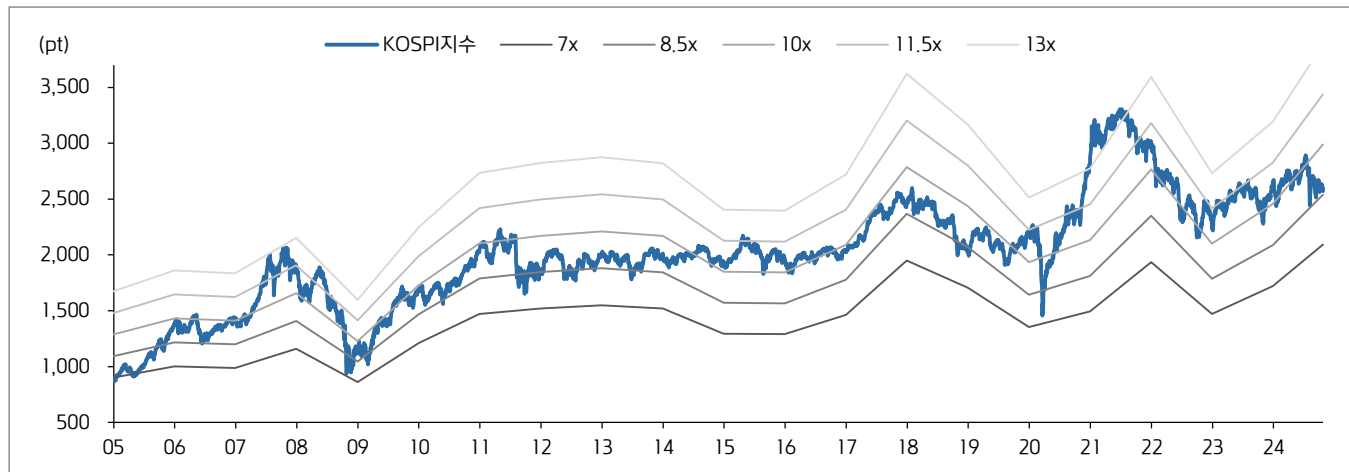
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터.

10.

코스피 PER(Fwd. 12M)은 중장기 평균을 하회하고 있지만...

- ▶ 코스피의 선행 12개월 PER은 최근 8배 중후반에서 움직이고 있음.
 - 8배 중반 수준은 시스템 충격에 가까운 증시의 위기가 발생하는 경우들을 제외하면, 대체로 증시의 하단을 지지하는 경우가 잦았음
- ▶ 과거 10년 평균 10.45배, 5년 평균 11.02배를 기준으로 살펴본다면 현재의 밸류에이션 수준은 저평가 되어 있다고 볼 수 있음
- ▶ 다만, 현재 진행 중인 3Q 어닝 시즌과 함께 실적 전망의 하향 조정이 이루어지고 있는 점을 감안한다면, 단순히 기술적인 저평가 여부만으로 의사결정을 내리는 것은 유의할 필요가 있음

코스피, PER(Fwd. 12M) 밸류에이션 밴드



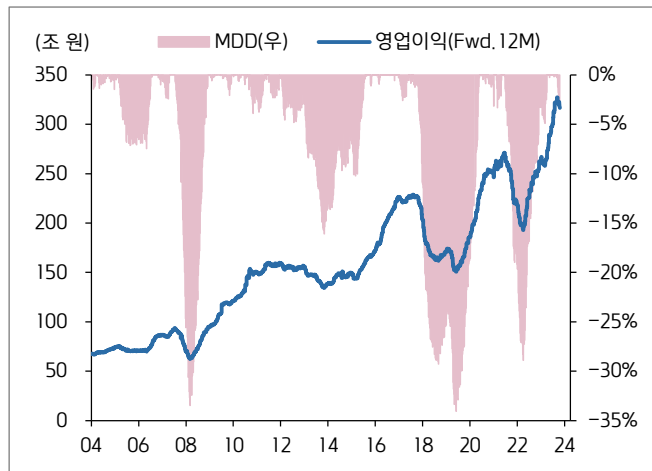
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터.

11.

실적 전망 하향폭을 감안하면, 밸류에이션 매력도는 약화

- ▶ 어닝 시즌이 진행되고 있는 가운데, 기업들의 남은 하반기 그리고 내년도 실적 전망은 하향 수정되는 모습
 - 시스템 위기에 해당하는 침체 국면을 제외하면, 일반적인 경기 사이클에 기인한 실적 전망의 조정폭은 5~15% 내외에서 마무리되는 경우가 다수
 - 지난 8 중순을 기점으로 기업들의 실적 전망 조정이 시작됐고, 최근의 고점과 비교해 약 3% 하향 조정
- ▶ 한편, 잠정 실적을 가장 먼저 발표한 대형 3개사는 실적 발표 이후 '24년과 '25년 영업이익 전망치가 평균 10% 가량 하향 조정됨. 중소형 기업들의 실적 변동폭이 더 크다는 점을 감안했을 때, 금번 실적 발표를 지나며 10%를 넘는 하향 조정 가능성도 배제할 수 없음
 - 현재의 추정치를 기준으로 추가적인 실적 전망의 하향이 이루어지는 경우, 코스피의 PER(Fwd. 12M)는
 - 1) 10% 하향: 9.56배, 2) 15% 하향: 10.12배로 저평가 매력도는 낮아짐

코스피, 선행 12개월 영업이익과 MDD



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터.

코스피, 주당순이익(EPS) 전망치 변화 가정에 따른 PER

	Fwd. 12M	FY24	FY25	FY26
EPS (pt) 전망치	298.9	249.1	308.6	341.4
PER (배)	8.60	10.32	8.33	7.53
(1) EPS x (-10%)	269.0	224.2	277.7	307.3
PER (배)	9.56	11.47	9.26	8.37
(2) EPS x (-15%)	254.1	211.7	262.3	290.2
PER (배)	10.12	12.14	9.80	8.86
(3) EPS x (-20%)	239.1	199.3	246.9	273.1
PER (배)	10.75	12.90	10.41	9.41

자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터.

주) 10/22 종가 기준

12.

실적 전망 그리고 밸류에이션 변화에 따른 주가 예상 범위

- ▶ 10/22일 기준 코스피의 EPS(Fwd. 12M)는 299pt, PER(Fwd. 12M)는 8.6배
 - 이미 선행 12개월 이익 전망치가 전 고점 대비 3% 넘게 하향 조정된 점을 감안한다면, 현실적으로 7~10% 수준의 추가 조정이 이뤄질 가능성이 높을 것으로 판단
- ▶ 한편, 최근 실적 전망 변화보다도 주가 반응이 선제적으로 나타난 점을 감안했을 때, 현 수준에서 이루어지는 추가 실적 전망 하향으로 인한 주가의 하방 압력은 크지 않을 것으로 판단
 - 경우에 따른 실적 전망 조정폭 그리고 현 수준과 과거 10년 평균 밸류에이션 사이의 조합으로 연출 가능성이 높은 코스피의 주가 범위는 2,400pt ~ 3,000pt 로 전망

코스피, EPS와 PER 조합에 따른 주가 범위

			PER(Fwd. 12M)					
(단위, EPS(pt) / PER(배))			8.25	8.5	현재	9	9.5	10
EPS(Fwd. 12M)	2.5%	306	2,451.1	2,604.3	2,635.0	2,757.5	2,910.7	3,063.9
	현재	299	2,391.3	2,540.8	2,570.7	2,690.3	2,839.7	2,989.2
	-2.5%	291	2,331.6	2,477.3	2,506.4	2,623.0	2,768.7	2,914.5
	-5.0%	284	2,271.8	2,413.8	2,442.2	2,555.8	2,697.7	2,839.7
	-10.0%	269	2,152.2	2,286.7	2,313.6	2,421.2	2,555.8	2,690.3
	-15.0%	254	2,032.6	2,159.7	2,185.1	2,286.7	2,413.8	2,540.8

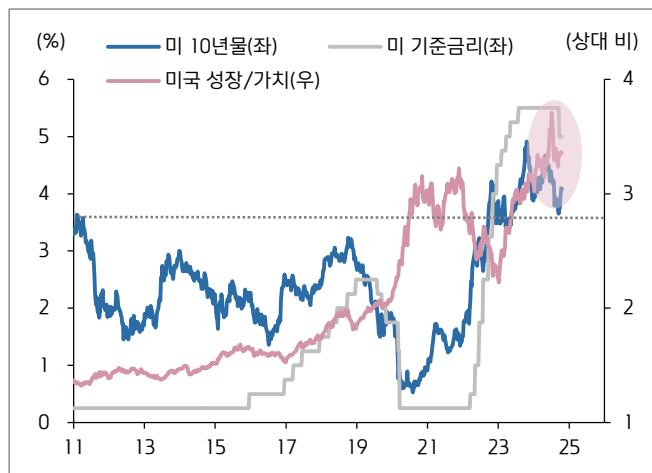
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터
주) 10/22 종가 기준

13.

Style 이슈 1. 금리 인하 사이클 돌입에 따른 성장 스타일 우위

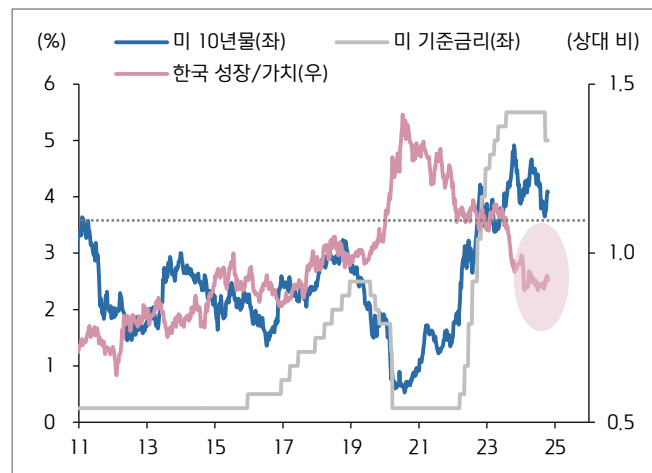
- ▶ 지난 9월 미 FOMC에서의 50bp 빅컷 금리 인하와 함께 본격적인 금리 인하 사이클로 돌입
- 2025년말 미 연준의 기준금리 상단은 3.5%로 예상되며 내년 점진적인 금리 인하 경로가 예상되고 있음
- ▶ 미국 증시는 실제 금리 인하 단행을 앞두고, 관련 기대감이 반영되며 성장 스타일의 모멘텀 가속
- 다만, 직후 빅컷 인하의 성격과 경기침체 우려를 둘러싼 노이즈로 성장 스타일의 되돌림 발생
- ▶ 한국 역시 금리 인하 사이클의 기대감이 유입되긴 했지만, 미국과 비교해 그 강도는 크지 않았음
- 이는 이후 금리 인하 사이클이 지속되면 국내 성장 스타일의 반등 탄력이 높을 것으로 예상하게 만드는 배경
- ▶ 다만, 스타일 동향은 시장 금리에 더욱 민감하게 반응. 현재 미국의 10년물 기준금리는 4%를 소폭 상회하고, 미국 10년물 금리의 '25년말 컨센서스는 3.6% 수준. 즉, 시장 금리의 하락 예상폭이 크지 않은 점은 인하 사이클에 힘입은 성장주 모멘텀이 연중 내내 지속될 가능성을 제한

미국 금리와 미국의 성장/가치 상대지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

미국 금리와 한국의 성장/가치 상대지수



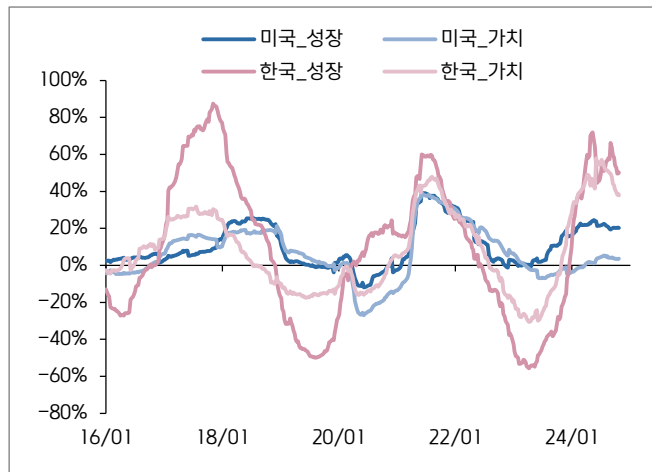
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

14.

Style 이슈 1. 금리 인하 사이클 돌입에 따른 성장 스타일 우위

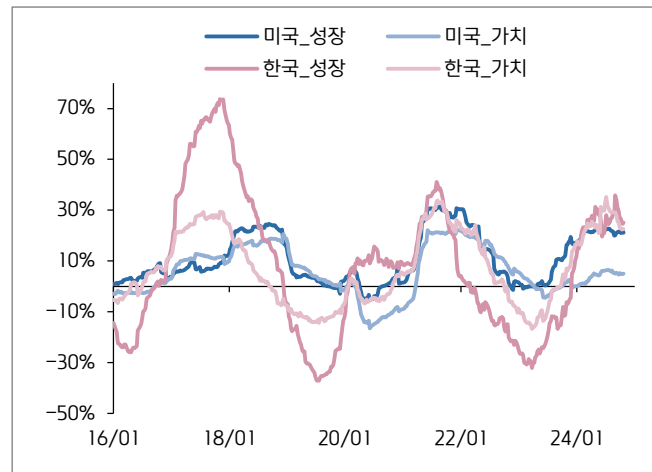
- ▶ 한국과 미국의 성장 그리고 가치 스타일의 실적 전망을 살펴보면, 성장 스타일의 실적 모멘텀이 우위를 보이며 금리 인하 사이클과 맞물려 성장 스타일에 우호적인 환경 예상
 - 선행 12개월 기준, 한국의 성장 스타일과 가치 스타일 EPS(Fwd. 12M)의 변화율(1Y)은 각각 50.3%와 37.8%로 집계. 연초 이후 성장률이 소폭 둔화되고 있지만, '24년 초 이후 성장 스타일의 실적 모멘텀 우위
 - 미국의 경우 성장 스타일 EPS(Fwd. 12M) 변화율이 20.3% 그리고 가치 스타일의 실적 변화율이 3.7%로 AI 및 빅테크 기업을 중심으로 한 성장 스타일의 구조적인 성장세 지속
- ▶ 한편, 선행 24개월 EPS를 통해 '26년까지의 실적 경로를 살펴보면, 한국의 성장 그리고 가치 스타일의 실적 전망 변화율은 25% 내외로 격차가 상당 부분 축소. 이는 내년 하반기에 접어들며 성장 그리고 가치 스타일의 차별화를 제한시킬 요인
 - 반면, 미국의 경우 빅테크 기업들의 높은 성장 전망에 힘입어 성장 스타일의 실적 모멘텀 지속

한국과 미국의 성장/가치 지수 EPS(Fwd. 12M) 변화율 (1Y)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

한국과 미국의 성장/가치 지수 EPS(Fwd. 24M) 변화율(1Y)



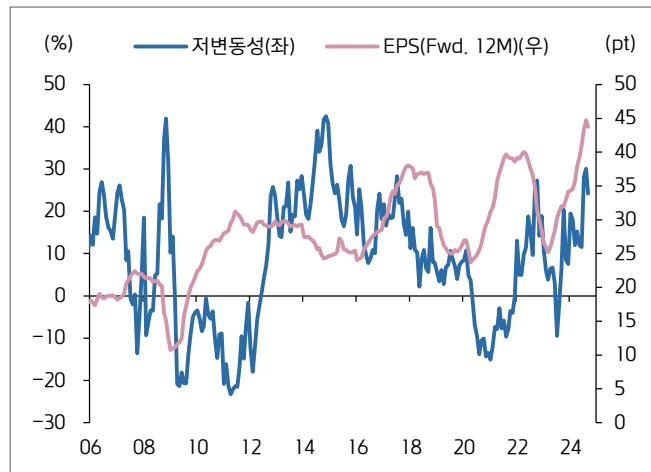
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

15.

Style 이슈 2. 연말/연초 부진한 이익모멘텀에 대비한 방어적 스타일

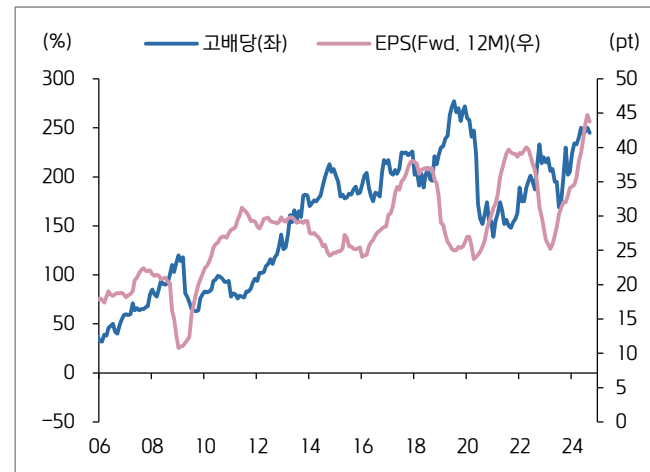
- ▶ 과거 평균적인 기간을 따르다면, 이번 실적 전망 조정 국면 역시 1~2개 분기 정도 이어질 가능성이 높음.
이를 감안 내년 연초까지는 실적 전망의 하향 조정 가능성을 염두에 둘 필요가 있음
- ▶ 과거 국내 기업들의 실적 전망이 하향 조정되는 구간에서는 증시 변동성을 줄일 수 있는 방어적인 스타일들의 우위가 연출되는 경향이 높았음
 - 최근 실적 전망의 상향에도 방어적 스타일의 우위가 연출되기도 했지만, 이는 주가 변동성 확대와 밸류업 지수 모멘텀에 따른 영향
- ▶ 현재 진행 중인 실적 전망의 하향 조정이 잦아들기까지는 성장 스타일과 함께 방어적 스타일에 대한 접근을 통해 포트폴리오의 하방 안정성을 확보할 필요가 있다고 판단됨

저변동성 스타일 롱/숏 누적 성과와 코스피 EPS(Fwd. 12M)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.
주) 스타일 롱/숏 누적 성과는 코스피200 유니버스 기준

고배당 스타일 롱/숏 누적 성과와 코스피 EPS(Fwd. 12M)

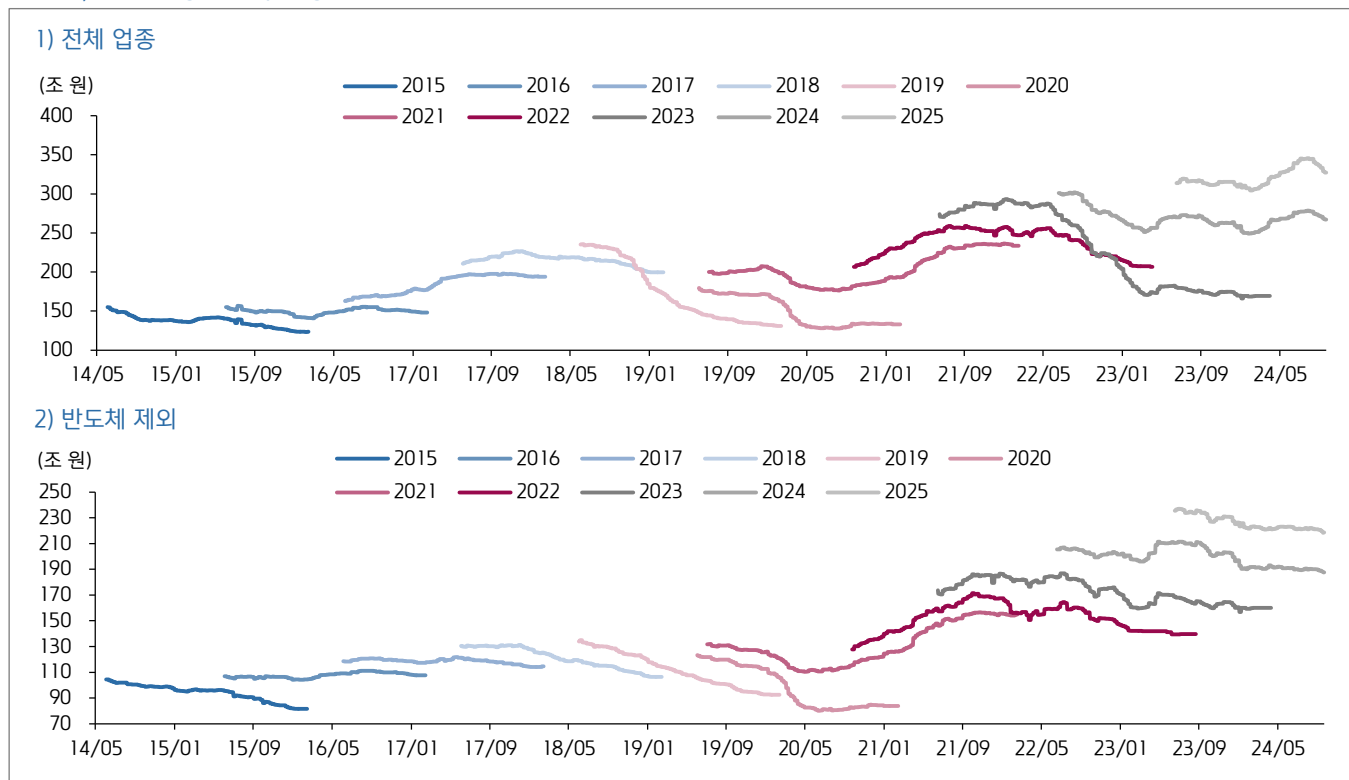


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.
주) 스타일 롱/숏 누적 성과는 코스피200 유니버스 기준

16. (참고) 코스피 영업이익의 전망 추이 특징

- ▶ 기업들의 실적 전망은 일반적으로 상반기에 상향된 이후, 하반기에 기대치를 소폭 낮추는 경향이 있음
- ▶ 실적 전망의 하향이 이루어지는 경우, 장기화되는 이슈가 없다면 일반적으로 2개 분기 정도에서 마무리
 - 한편, 최근 반도체 업종의 실적 하향 영향이 큰 것으로 보이지만, 이를 제외하더라도 여타 업종의 실적 전망은 하향 중

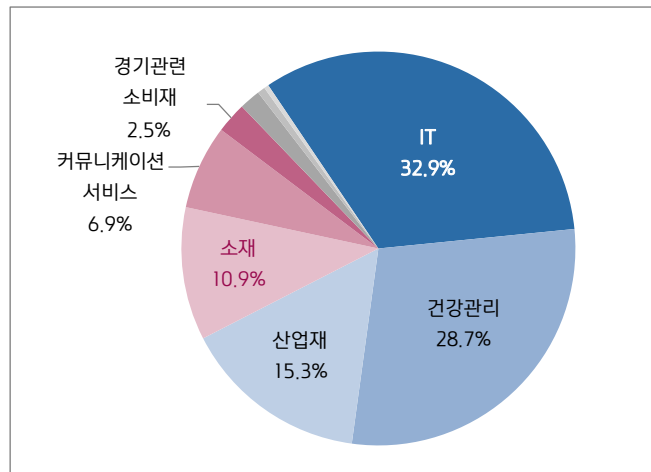
코스피, 연도별 영업이익 전망치 추이



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터.

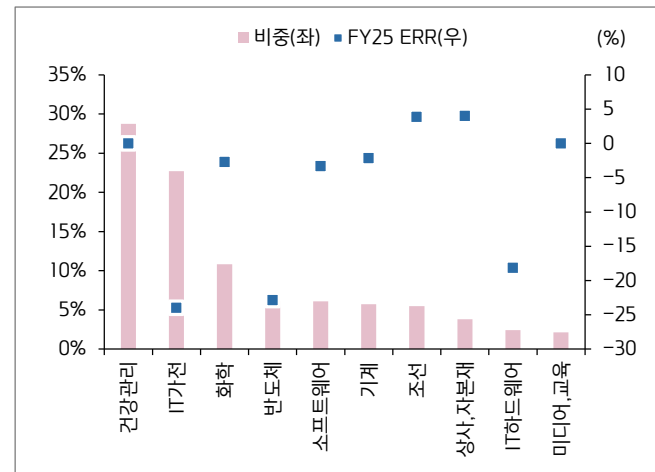
- ▶ 금리 사이클이 변곡점을 맞이하며, 단기적으로 성장 스타일에 우호적인 환경이 연출될 가능성이 높음
- 한편, 3Q 어닝 시즌과 함께 이루어지고 있는 실적 전망의 하향은 연말/연초까지도 이어질 가능성을 배제할 수 없음
- ▶ 따라서, 상반기는 금리 환경 변화 그리고 부진한 실적 조정 환경을 감안했을 때, 성장 스타일 그리고 이익모멘텀에 대한 기대감이 높아질 것으로 판단
- ▶ 또한, 실적 불확실성이 확대되는 경우 방어적 스타일에 대한 유인 존재. 밸류업 지수의 정기 리밸런싱을 앞두고 기업들의 주주환원 확대 계획 등으로 밸류업 지수의 모멘텀이 이어질 수 있을 것으로 판단
- ▶ 결과적으로 '25년 상반기에는 대표적인 성장 업종 중 이익모멘텀이 부진하지 않은 건강관리, S/W, 일부 2차전지 그리고 방어적 스타일 성격을 지닌 금융 업종에 관심

MKF500 순수성장 지수 WICS 업종 구성



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터.

MKF500 순수성장 지수 WI26 업종 비중 상위와 FY25 ERR(1M)



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터.

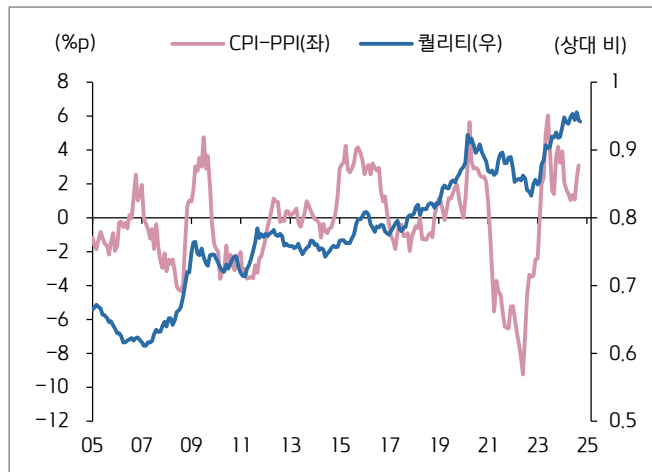
주) ERR(1M)은 최근 1개월 이익조정비율

18.

Style 이슈 3. 하반기 성장에서 퀄리티 스타일로의 로테이션

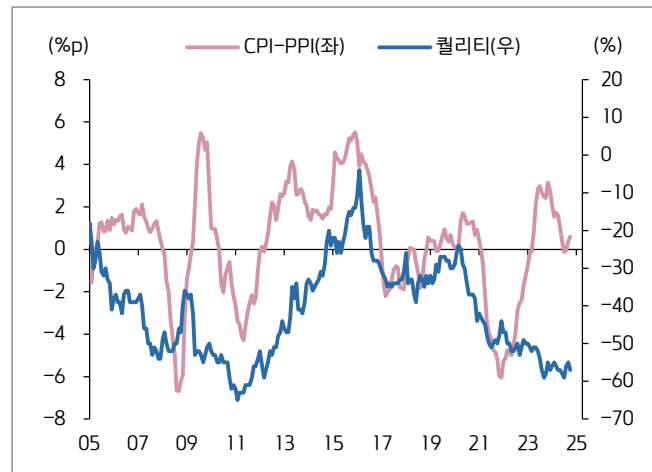
- ▶ 전술한 바와 같이 내년 중반에 가까워지면, 금리 인하 기대에 대한 부분들이 상당 부분 증시에 반영될 것으로 판단. 이는 성장 스타일의 추세적인 강세 지속 가능성을 제한시키는 배경
- ▶ 한편, 내년에는 물가 상승 압력 완화 기조가 지속되며 기업들의 수익성 개선이 연출될 수 있을 것으로 판단. 수익성 개선 구간에서는 통상 퀄리티가 우수한 기업들의 성과가 선제적으로 반응하는 모습을 보였음
 - 지난 9월 1% 중반까지 낮아졌던 한국의 소비자물가 상승률은 내년 2.1%로 예상되고, 올해 상반기 원유가격 강세에 기인한 생산자물가 상승세 역시 원유가격 안정과 함께 잦아들 전망. 이는 기업의 비용 부담을 낮추며 퀄리티 스타일의 성과를 높일 요인으로 판단

미국, CPI-PPI와 퀄리티 스타일 상대 성과



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.
주) 지수는 MSCI US 기준

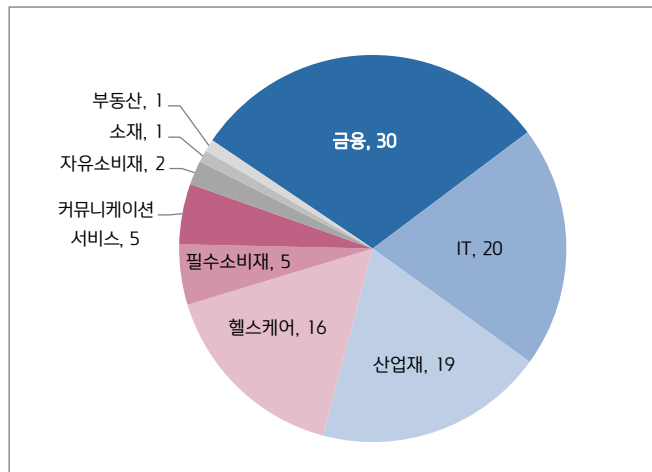
한국, CPI-PPI와 퀄리티 스타일 롱-숏 누적성과



자료: Bloomberg, 통계청, 키움증권 리서치센터.
주) 스타일 롱/숏 누적 성과는 코스피200 유니버스 기준

- ▶ 일반적으로 생산자의 비용 부담이 소비자에게 전가되는 경우에는 퀄리티 스타일의 강세가 동반되나, 생산자물가 압력이 빠르게 낮아진 지난 '22년 ~ '23년 상반기에는 한국의 퀄리티 스타일의 성과는 미국과 달리 상당히 부진했음
- ▶ 한국의 퀄리티 스타일의 GICS 업종 구성을 살펴보면, 업종들 간의 비중이 고르게 퍼져 있는 가운데 소재 그리고 IT 업종의 비중이 높지 않은 모습
 - 이는 '22년 ~ '23년 상반기 2차전지 업종을 중심으로 재편된 시장 환경을 따라가지 못한 배경

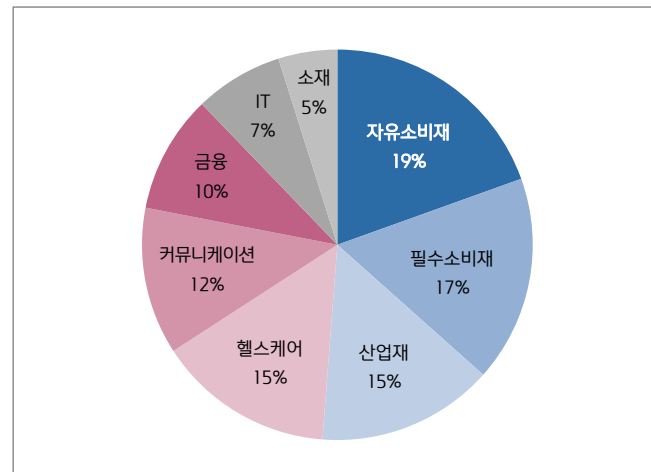
S&P 500, 퀄리티 스타일 상위 1분위 종목 업종 비중



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

주) 총 5개 분위 중 퀄리티 스타일 상위 1분위를 구성하는 종목들의 업종 구성 비

K200, 퀄리티 스타일 상위 1분위 종목 업종 비중

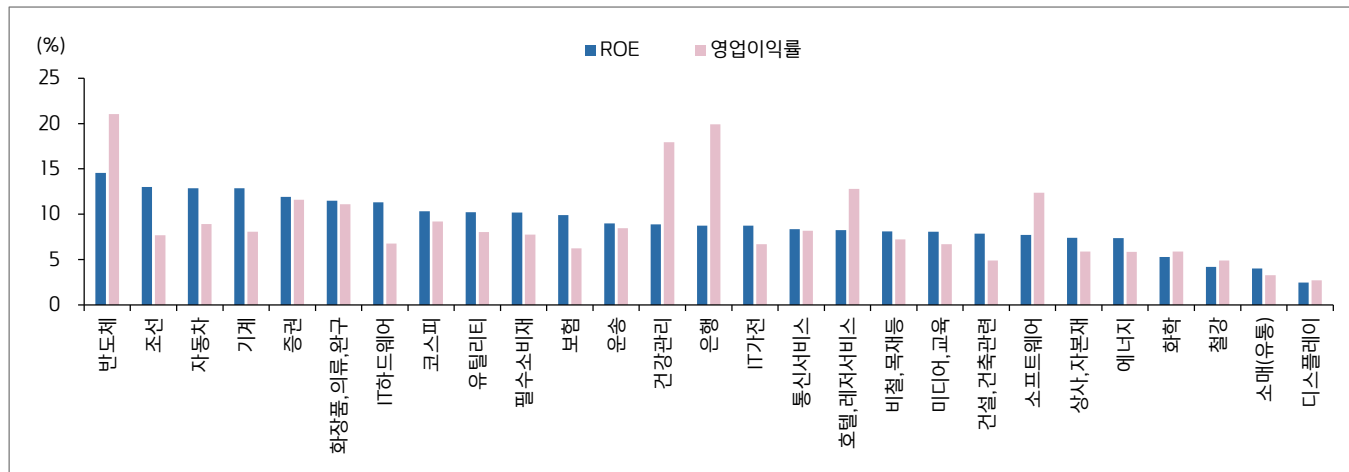


자료: Bloomberg, 통계청, 키움증권 리서치센터.

주) 총 5개 분위 중 퀄리티 스타일 상위 1분위를 구성하는 종목들의 업종 구성 비

- ▶ 퀄리티 스타일은 재무적 안정성, 안정적 현금흐름 등 다양한 측면에서 평가되지만 가장 중요한 특징은 결국 수익성과 관련된 부분
 - 퀄리티 스타일의 성과는 '수익성' 관련 세부 팩터와의 동행성이 가장 높음
- ▶ 전체 업종별로 살펴보면,
 - 영업이익률 전망 상위: 반도체(21.1%), 건강관리(17.9%), 호텔레저(12.8%), 소프트웨어(12.4%), 화장품의류(11.1)%
 - ROE 전망 상위: 반도체(14.5%), 조선(13%), 자동차(12.9%), 기계(12.8%), 증권(11.9%), IT하드웨어(11.3%)

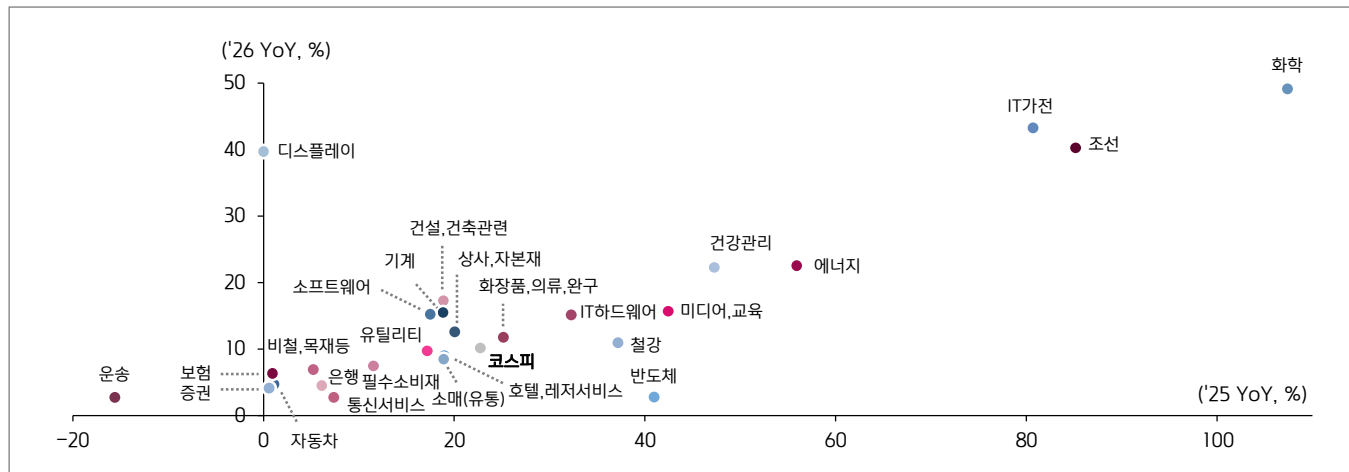
코스피, 업종별 '25년 ROE와 영업이익률 전망



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터.

- ▶ 하반기는 금리 인하 사이클 재료 소멸 그리고 기업들의 비용 부담 압력이 완화되며 성장 스타일에서 퀄리티 스타일로의 관심 이동 전망
- ▶ 또한, '25년 중반 이후부터는 '26년 실적 성장 전망도 가시권에 들어오면서 성장 지속성과 관련된 부분 역시 주가 방향성을 결정지을 것으로 판단
 - '25년 양호한 수익성이 전망되는 반도체, IT하드웨어, 기계, 금융
 - '26년 양호한 성장률이 전망되는 화학, IT가전, 디스플레이, 조선, 건강관리, 기계, IT하드웨어, 소프트웨어 등
- ▶ 이 중, 높은 성장성과 수익성이 동반되는 IT(H/W, IT가전) 및 기계, 조선 그리고 수익성이 가장 양호한 반도체 업종은 하반기에 들어 양호한 흐름을 보일 수 있을 것으로 기대

코스피, 업종별 '25년과 '26년 영업이익 성장률 전망



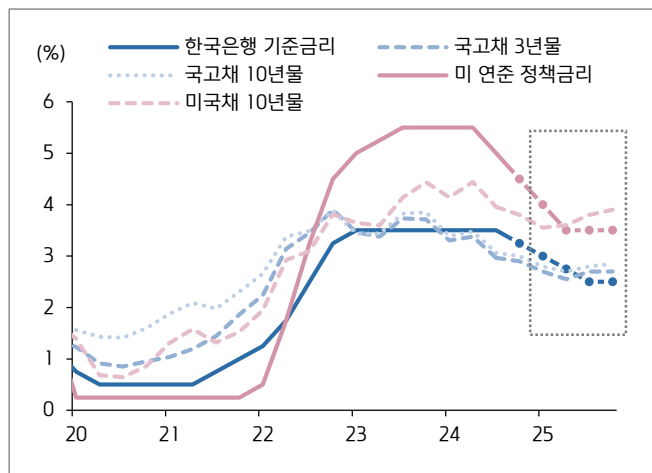
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터.

IV. 채권: 2025년의 Key는 수급



- ▶ 한국은행과 미 연준 모두 성장 및 물가 둔화에 따라 금리 인하하며 6~7월 인하 사이클 마무리 예상.
최근 미 연준의 점진적 금리 인하 가능성이 제기되고 있으나, 점진적인 경기 둔화 흐름을 감안하면 미 연준도 이에 맞춰 중립금리 수준까지 정책금리를 인하할 것으로 전망
- 한국은행 기준금리 최종 2.50%('25년 1, 4, 7월 각 25bp 인하)
미 연준 정책금리 최종 3.25~3.50%('25년 6월까지 매 회의마다 25bp씩 인하)
- ▶ 시장금리는 금리 인하 사이클이 마무리 되는 상반기 말부터 상승 예상. 중립금리 수준으로 금리 인하한 이후 통화정책 재료 소멸되면서 재정정책이 시장금리 방향의 주된 재료가 될 것으로 예상
- 글로벌 재정 적자 추세의 반전이 없다는 점은 장기물 중심의 상승 압력을 높일 것

한미 정책금리 및 시장금리 추이 및 예상 경로



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

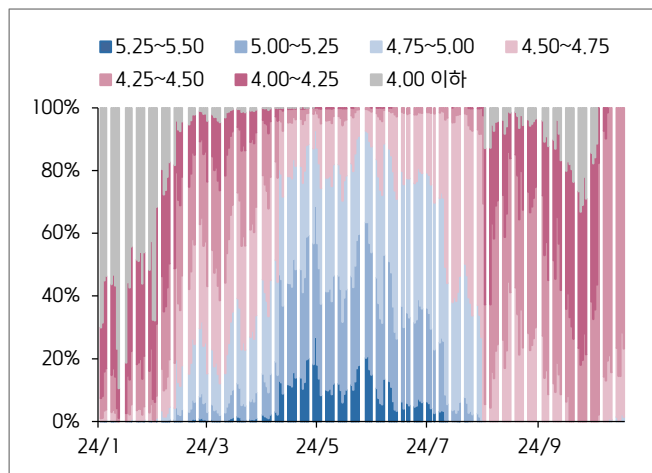
분기별 금리 전망치

(정책금리 기말, 시장금리 평균)	'24 1Q	'24 2Q	'24 3Q	'24 4Q	'25 1Q	'25 2Q	'25 3Q	'25 4Q
한국 기준금리	3.50	3.50	3.50	3.25	3.00	2.75	2.50	2.50
미국 정책금리	5.50	5.50	5.00	4.50	4.00	3.50	3.50	3.50
국고 3년물	3.30	3.38	2.97	2.90	2.70	2.55	2.70	2.70
국고 10년물	3.38	3.48	3.06	3.00	2.80	2.70	2.80	2.85
미국채 10년물	4.13	4.45	4.06	3.80	3.55	3.60	3.80	3.90

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

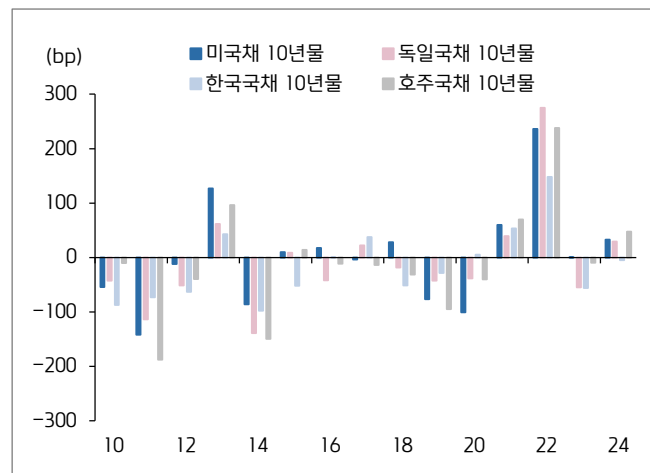
- ▶ 2024년 시장금리는 금리 인하 기대의 확산과 축소로 상승과 하락 반복
 - 연초 확대된 미 연준의 금리 인하 기대가 1분기를 지나며 축소. 2분기 초 미국채 10년물 4.6% 선까지 오르기도 함
 - 이후 3분기 초 발표된 미국 8월 실업률 반등으로 경기 침체 우려 높아지며 미 연준 금리 인하 기대 재확산.
미국채 10년물 3.6% 선으로 재차 하락
 - 미 연준 9월 FOMC에서 정책금리를 4.75~5.00%로 50bp 인하 단행한 이후 금리 인하 속도 조절될 것으로 예상되며 10월 말 미국채 10년물 재차 4% 선 넘어섬
- ▶ 한편, 한국은행은 10월 금통위에서 기준금리 3.25%로 25bp 인하. 3분기 중 부동산 가격과 가계대출 증가세 등에 3분기까지 만장일치 금리 동결 기조 지속하는 등 신중한 금리 인하 단행이라는 인식과 함께 국고채 금리 또한 10월 인하 단행 이후 반등

2024년 12월 FOMC 정책금리 전망 수준 변화



자료: CME Fedwatch, 키움증권 리서치센터
주) 10/22 기준

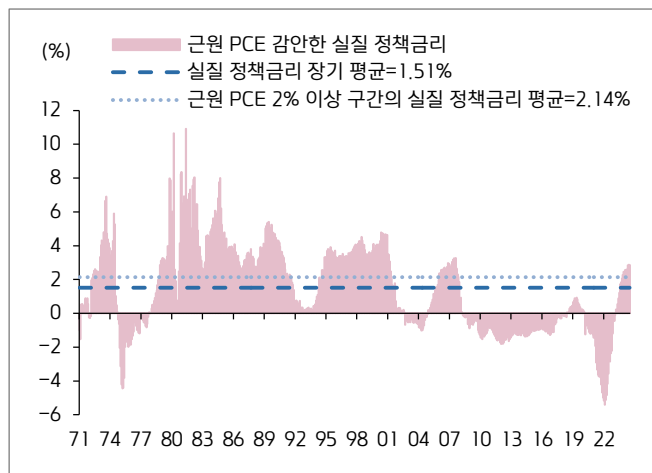
주요국 10년물 국채금리 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) 2024년은 10월 22일까지의 YTD

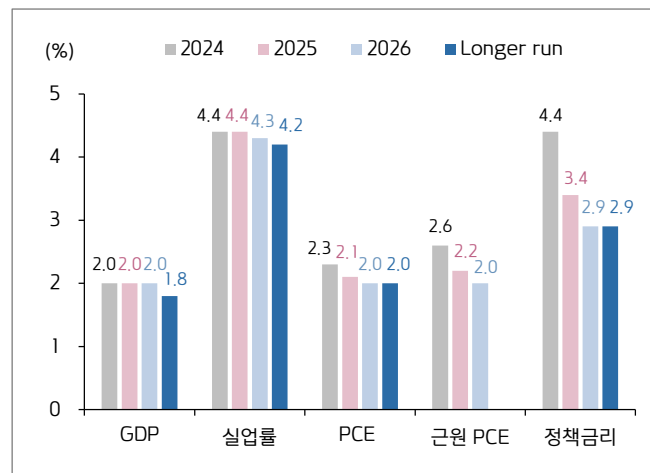
- ▶ 점진적인 소비 둔화 속 물가 둔화, 차별적 경기 회복과 둔화라는 환경 속에서 미 연준은 경기 연착륙을 위한 보험적 성격의 완만한 금리 인하 사이클을 지속할 것으로 전망
- ▶ 미국 고용시장이 여전히 안정적인 양상을 보여 금리 인하 속도를 둘러싼 논란이 부각되고 있으나, 물가 둔화에 따른 실질금리 인하가 필요하다는 측면에서 미 연준은 점진적 금리 인하 단행 예상
 - 미 연준 9월 경제전망에서 2025년까지 실업률이 4.4% 수준, GDP 성장률도 2% 성장세를 유지할 것으로 전망하는 등 경기는 안정적임에도 금리 인하 단행할 것으로 점도표 제시. 물가 둔화에 따른 실질금리 인하의 차원이라고 해석할 수 있음
 - 실질 정책금리의 장기 평균과 근원물가 2% 이상인 구간에서의 장기 평균치를 내년 물가 전망치에 대입하면 정책금리 수준은 3.7~4.3% 선이 될 것으로 기계적으로 예측 가능하며, 적어도 현수준보다 금리는 낮아질 것으로 예상할 수 있음

근원 PCE 감안한 미 연준 실질정책금리



자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

미 연준 경제 전망(2024년 9월 ver.)

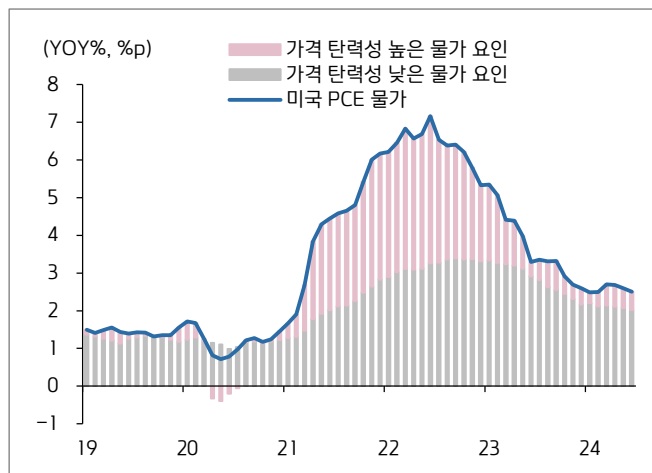


자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

①미국 최종 정책금리: 인플레 우려 완화, 2% 선의 물가 등락이라면

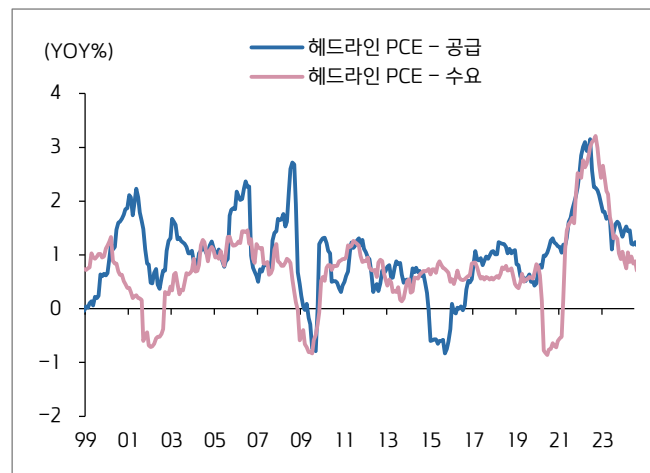
- ▶ 우선, 적정 금리 레벨을 찾기에 앞서 물가에 대한 판단이 필요함. 그간 고금리를 유지했던 배경에는 고물가가 있었으며, 2% 대로 둔화되고 있는 물가 상승률이 지속적으로 내년에도 둔화되는지가 중요
 - ▶ IMF에서 제시한 탄력성 높은 물가 요인에서 대부분 상승 압력이 약해진 것을 확인할 수 있으며, 가격 탄력성이 낮은 물가 요인 또한 점진적으로 둔화되고 있는 것을 확인 가능.
- 샌프란시스코 연연에서 분석하는 PCE 물가에서의 공급 요인과 수요 요인 또한 대부분 장기 평균 수준으로 회귀했다는 점을 감안할 때, 공급망 충격 혹은 수요 증가 충격 등의 이벤트가 추가로 발생하지 않는 한 2% 선의 안정적인 물가 흐름이 예상

미국 PCE 물가 분해



자료: IMF, 키움증권 리서치센터

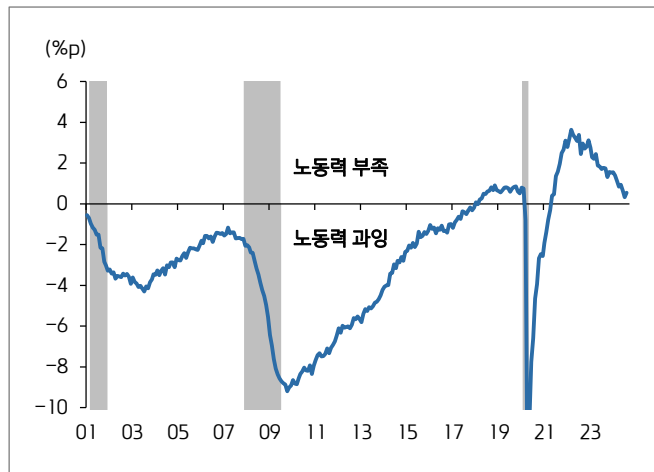
미국 PCE 물가, 공급과 수요 요인 분해



자료: FRBSF, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

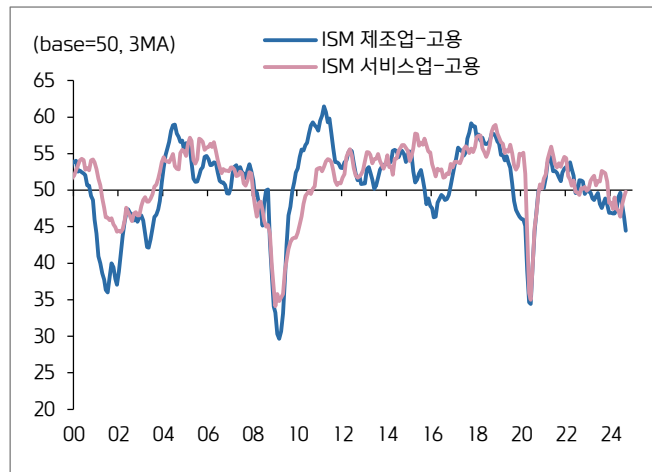
- ▶ 물가 흐름이 안정적이라고 가정한다면, 결국 금리 인하의 정도를 결정하는 것은 고용이 될 것으로 판단
- ▶ 실업률이 4.3%로 반등한 이후 추가 상승세는 확인하지 못하고 있으나, 고용 둔화 모멘텀은 여전히 남아 있음.
타이트했던 고용시장이 완화되고 있는 것을 고용시장 갭을 통해서 확인 가능. 여기에 선행지표인 ISM 제조업과 서비스업 세부 고용지표는 계속해서 기준선인 50을 하회하는 양상을 보인다는 점에서 기업들의 고용 의지는 약하다는 것을 알 수 있음

미국 고용시장 갭



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
 주1) 고용 갭 = 노동공급과 노동수요 간의 차이 (노동수요=채용공고 건수+취업자, 노동공급 = 취업가능인구)
 주2) 음영은 경기 침체기

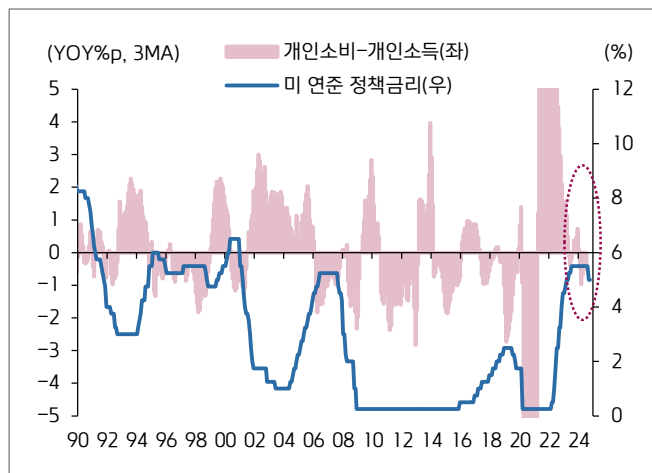
ISM 제조업 및 서비스업 내 고용지표



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

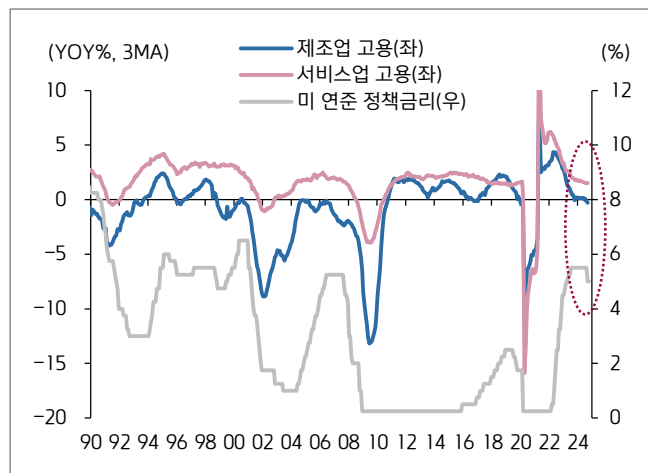
- ▶ 2024년 9월 단행된 빅 컷 인하는 경기 침체 대응보다는 실질금리를 낮추고 유동성을 공급하면서 경기 하방 리스크를 완화시키는 사전적 대응 차원이었다고 볼 수 있음
 - 미국 개인소득 대비 소비 증가율이 여전히 플러스를 기록하고 있는데, 과거 금리 인하기에는 대부분 소비가 약한 구간이었다는 점이 이번 인하기와 극명하게 대비되는 차이점임
- ▶ 이번 인하기와 과거 인하기의 공통점을 찾자면, 제조업 고용이 마이너스 성장세로 들어서기 시작했다는 점임. 소비가 급감하는 침체 구간은 아니지만 고용의 둔화 모멘텀은 여전하다는 점에서, 시차를 두고 소비의 둔화 우려 또한 높아질 수 있음. 이를 고려하면 미 연준은 2024년 11월부터 내년까지 베이스스텝(25bp)의 금리 인하를 지속할 것

미국 개인소비 및 소득 증가율과 정책금리 추이



자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

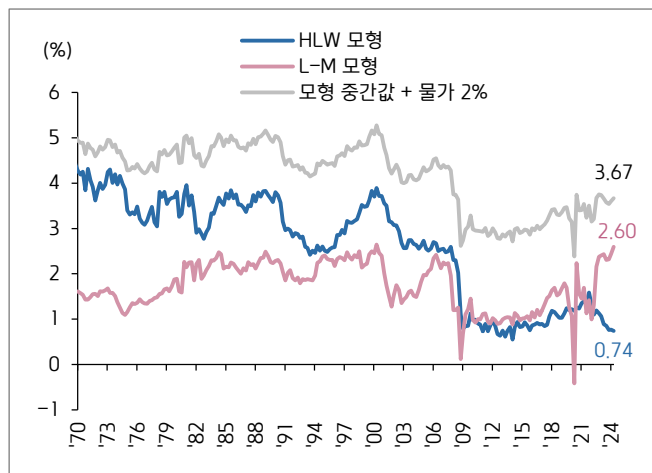
1988년 이후 미 연준 정책금리와 고용 추이



자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

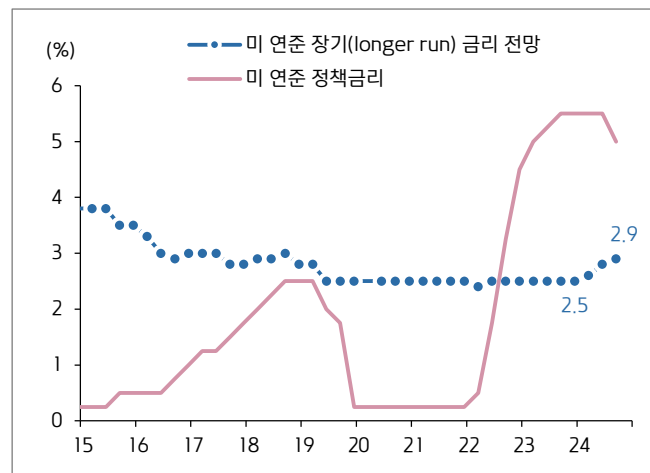
- ▶ 그렇다면 미 연준이 내릴 수 있는 정책금리의 하단은 어디일까?
중립금리 추정의 불확실성이 높다는 한계점이 있으나, 적정 레벨을 판단하는 데 있어서 중립금리 모형을 토대로 평가해 봄
 - 특히 최근 대표적으로 꼽히는 두 모형이 가리키는 중립금리의 방향이 다르게 나타나 이를 두고 판단하기에는 불확실성이 높다는 한계점이 있음
- ▶ 주요 연구들에서 산출되는 실질 중립금리 중간값은 1.67%로 물가 상승률 2%를 감안하면 중립금리 3.67%로 평가할 수 있으며, 미 연준이 전망하는 장기 금리 전망치도 점진적으로 상향 조정되고 있다는 점을 감안, 이번 금리 인하 사이클의 최종 금리 수준은 3% 중반 선에서 형성될 것으로 전망

미 연준 실질 중립금리 모델 추이



자료: New York Fed, 키움증권 리서치센터

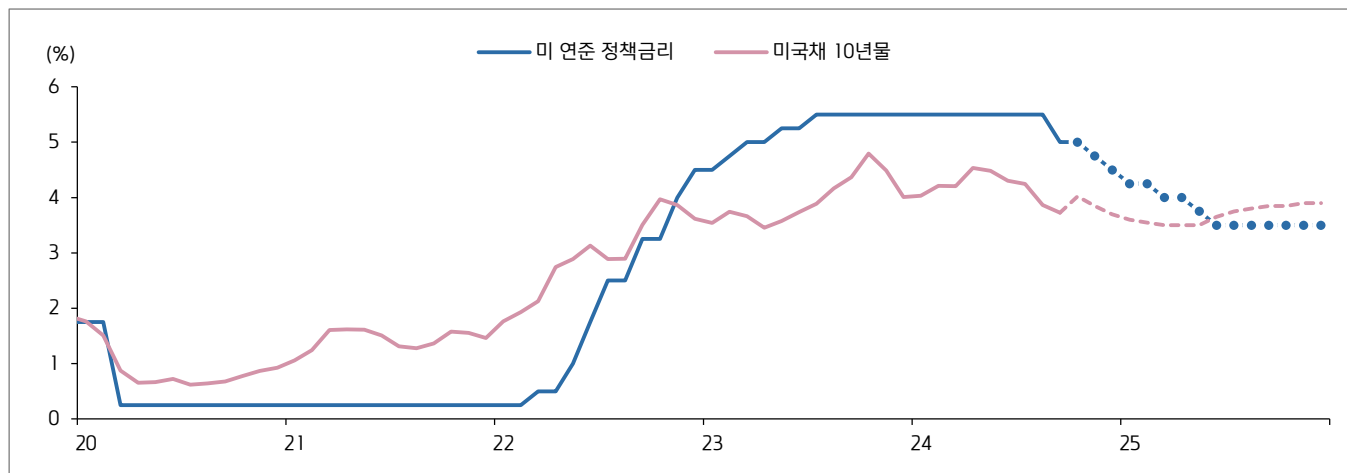
미 연준 Longer-run 금리 전망 추이



자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

- ▶ 앞서 살펴본 실질 정책금리의 장기 평균 값과 중립금리 모형들의 중간값 등을 활용해서 평가해보면
현 수준의 물가와 고용 둔화 흐름에서 적정 정책금리 레벨은 3.50% 수준인 것으로 판단.
이를 고려하면 미 연준은 2024년 11월부터 매 회의마다 25bp씩 금리 인하를 단행해 앞으로 총 6회 인하 전망.
최종적으로 2025년 6월 정책금리는 3.25~3.50%일 것으로 예상
- 물가가 2% 이상인 구간에서의 실질 정책금리 평균값을 감안하면 4% 선에서 금리 인하가 마무리되는 것으로
해석할 수 있으나, 점차 고용이 둔화되고 물가 또한 공급측 요인 둔화 등에 따라 하향 안정화된다면,
통화정책의 결정 배경에 고용 둔화 등 경기 하방에 대응하는 방향이 될 것으로 판단. 따라서 4% 선보다는 낮은
수준까지도 정책금리가 인하될 것으로 전망

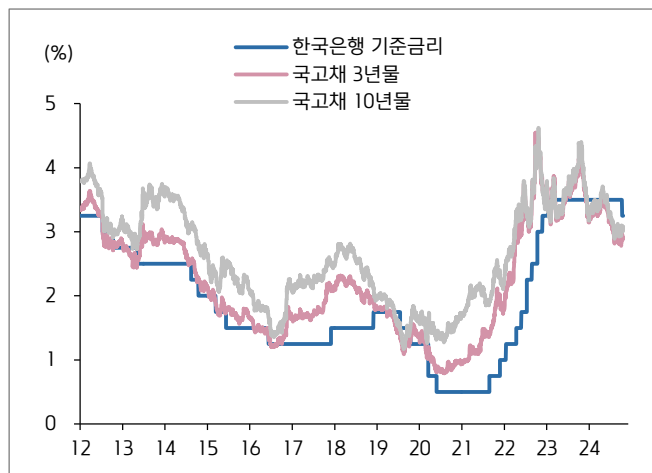
미 연준 정책금리 및 미국채 10년물 금리 추이 및 전망 경로



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

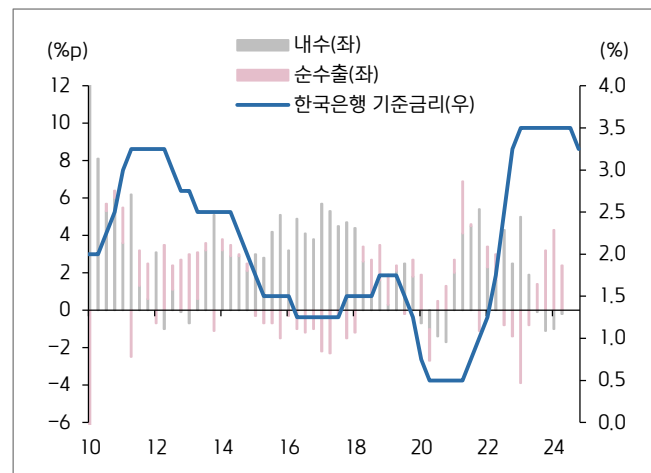
- ▶ 그렇다면 한국은행의 최종 기준금리는 어디일까?
- ▶ 한국은행 또한 2024년 10월에 기준금리를 3.25%로 25bp 인하하면서 글로벌 인하 사이클에 동참. 그간 금융안정을 좀더 중요하게 판단하는 금통위원들의 의견에 따라 만장일치 동결 기조를 유지해왔으나 미 연준의 빅컷 인하와 함께 내수 부진 장기화에 대응하는 차원의 금리 인하가 단행된 것으로 판단

한국은행 기준금리와 시장금리 추이



자료: 한국은행, 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터

항목별 성장 기여도와 한국은행 기준금리 추이



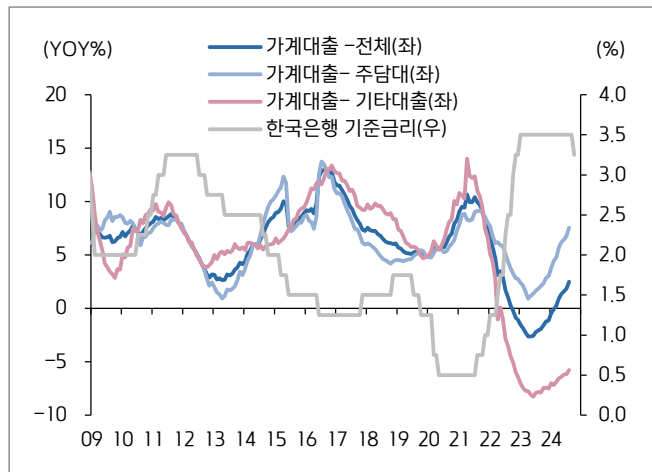
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

10.

②한국 최종 정책금리: 부동산, 가계대출 등은 거시건전성 대응 영역으로

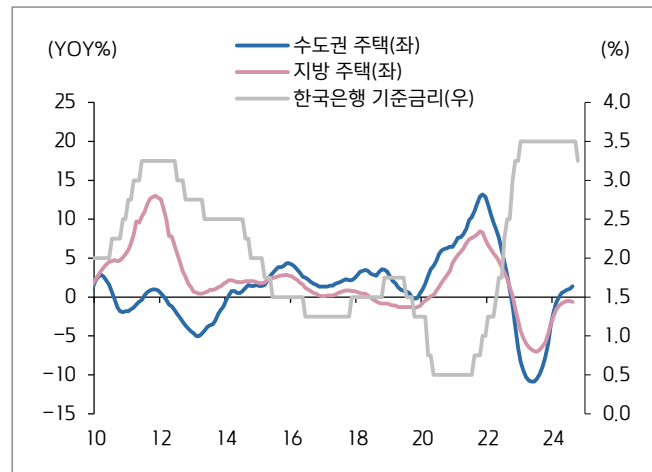
- ▶ 장기간 만장일치 금리 동결의 배경에는 부동산 가격 상승과 주택담보대출 중심의 가계대출 증가세가 있었음. 특히 한국은행은 7, 8월 금통위에서 금융안정을 중요한 요소로 평가해야 한다고 언급하면서 금리 인하에 신중한 태도를 보인 바 있음
- ▶ 다만 이후 대출 규제 등 정부의 거시건전성 정책 대응이 시작되면서 가계대출 및 부동산 가격 상승세가 주춤. 이에 한국은행은 10월 25bp 금리 인하를 단행했음. 특히 한국 헤드라인 CPI가 전년동월비 1.6% 수준까지 떨어지자 실질금리를 낮춰 경기 둔화 압력을 제약시키려는 움직임도 있었던 것으로 판단

한국 가계대출과 한국은행 기준금리 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

한국 주택매매가격과 한국은행 기준금리 추이



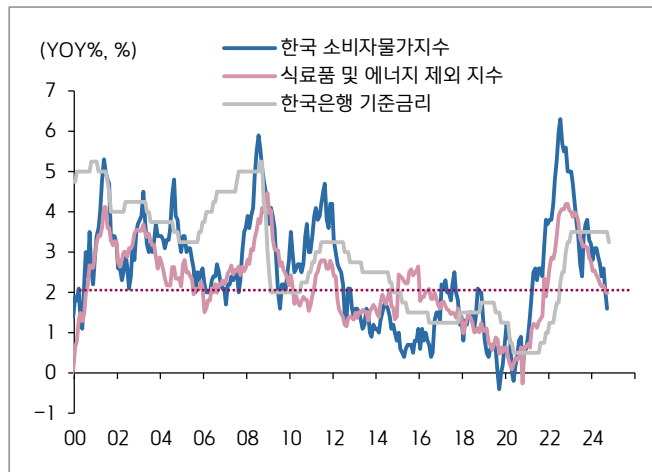
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

11.

②한국 최종 정책금리: 공급측 요인 인플레이 제약된다면

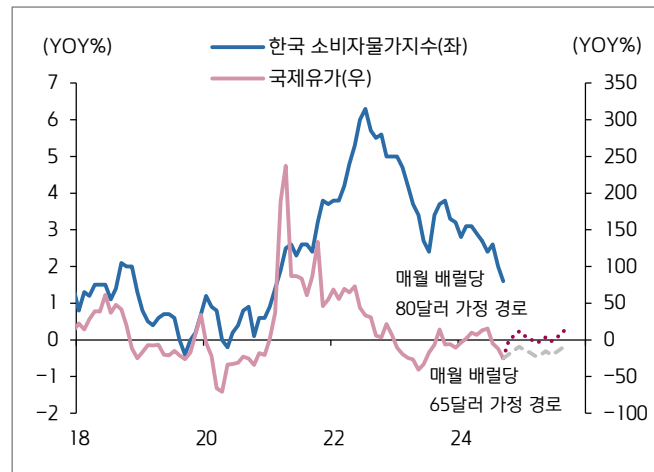
- ▶ 그렇다면 한국은행의 추가 인하가 단행되기 위해서는 금리 인하 후의 금융안정 측면도 중요하나, 물가 흐름 또한 중요한 요인이 될 것으로 판단
- ▶ 2025년 물가 상승 압력은 크지 않을 것으로 예상함. 공급측 요인에서 살펴보면, 2025년 국제유가(WTI)가 배럴당 65~80 달러의 넓은 레인지에서 등락을 보인다 하더라도 기저 영향으로 CPI에 미치는 영향력 자체가 크지 않을 것. 미국과 달리 국내 내수 부진 흐름이 지속된다는 측면에서 낮은 수요를 기반으로 물가 상승 압력에 따른 금리 상승과 같은 흐름은 찾기 어려울 전망

한국 소비자물가 상승률과 기준금리 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

한국 소비자물가 상승률과 국제유가 추이



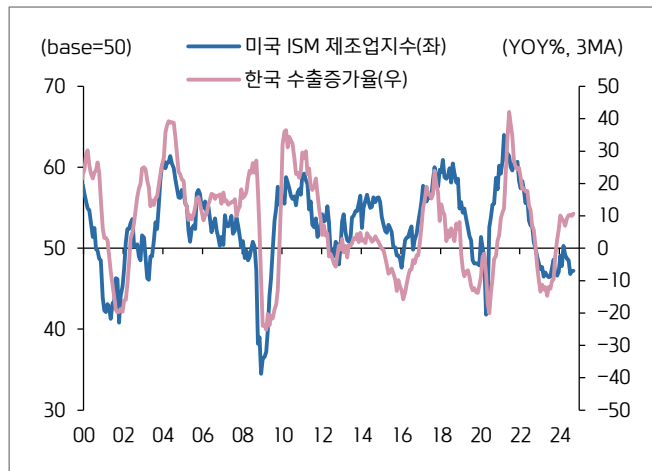
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

12.

②한국 최종 정책금리: 수출 성장에 대한 불확실성이 높다면

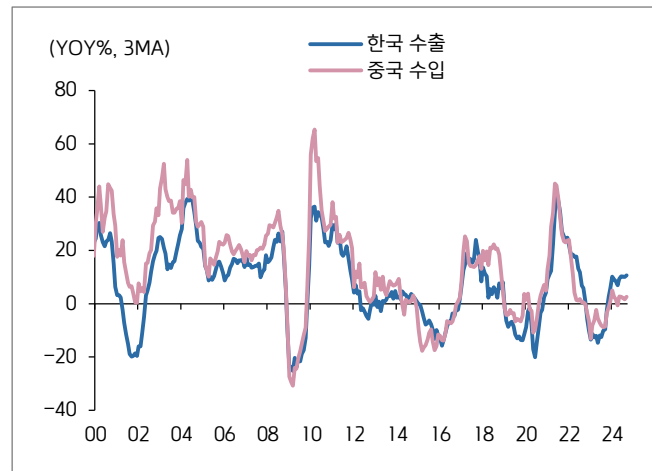
- ▶ 더 나아가 내수뿐만 아니라 수출 경기에 대한 불확실성도 부각되는 양상. 그간 반도체 중심의 수출이 견조한 양상을 보였지만, 최근 반도체 경기에 대한 부정적인 시각들이 부각되고 있음
 - 미국 ISM 제조업지수도 50선을 하회하는 흐름이 지속되고 있으며, 중국 수입 수요 또한 크게 증가하지는 않는 것으로 나타남
- ▶ 수출 경기에 대한 부정적 인식은 결국 한국은행의 금리 인하 압력을 높이는 요인이 될 것

미국 ISM 제조업지수와 한국 수출 증가율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국과 한국 수출 증가율 추이



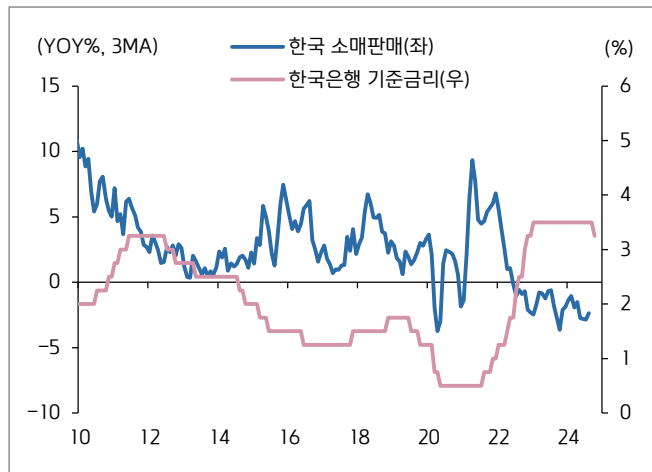
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

13.

②한국 최종 정책금리: 내수 회복 제한적

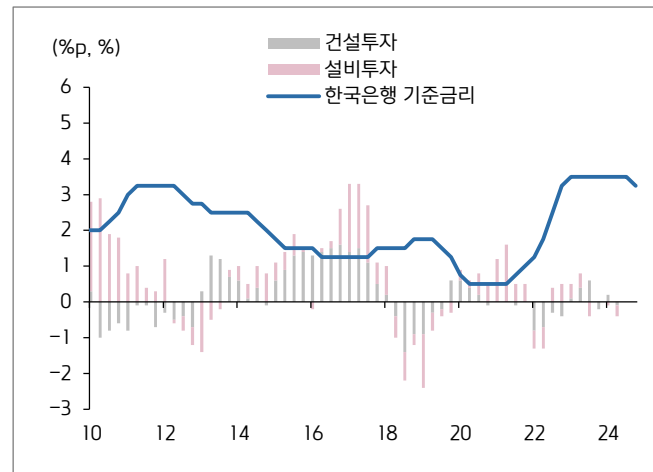
- ▶ 내수 부문 또한 금리를 인하하더라도 건설 및 설비 투자 부진 흐름이 이어지면서 추가 인하의 필요성을 높이는 배경이 될 전망
- ▶ 건설투자나 설비투자 모두 증가 압력이 과거보다 크게 약한 것을 확인할 수 있으며, 소매판매 또한 2022년 2분기 이후로 마이너스 성장세를 기록 중. 25bp의 금리 인하로 회복세를 확인하기는 어렵다고 판단하며 수출 경기 부진과 함께 더해질 경우 2.75% 아래로까지 금리 인하 논의가 진행될 것으로 예상

한국 소매판매와 기준금리 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

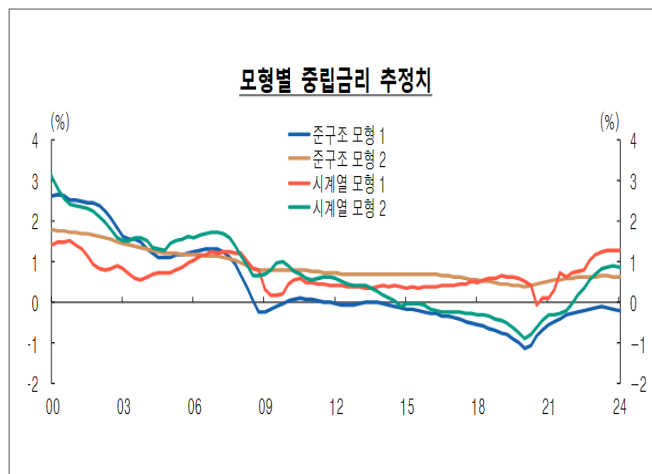
한국 내수 부문 성장률과 한국은행 기준금리 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

- ▶ 한국은행 최종 기준금리 또한 중립금리 모델로 살펴보면, 모형별로 산출되는 실질 중립금리 값의 범위가 상당히 넓은 -0.2~1.3%인 것으로 나타남. 이 값의 중간값인 0.55%에 물가 상승률 2%를 더하게 되면 중립금리의 값은 2.55%로 산출됨
- ▶ 미국은 재정 확대 기조와 함께 투자 증가, 생산성 개선 등이 중립금리 상승으로 나타난 것으로 판단되나, 한국은 상대적으로 생산성 개선보다는 고령화에 따른 수요 둔화, 신규 투자 둔화 등의 요인이 중립금리 하방 압력을 높이고 있다고 판단함. 즉, 금융 불안 요인만 제거된다면 한국은행 기준금리는 중립금리 수준으로 2025년 내에 인하될 것으로 전망함

한국은행 중립금리 추정치 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

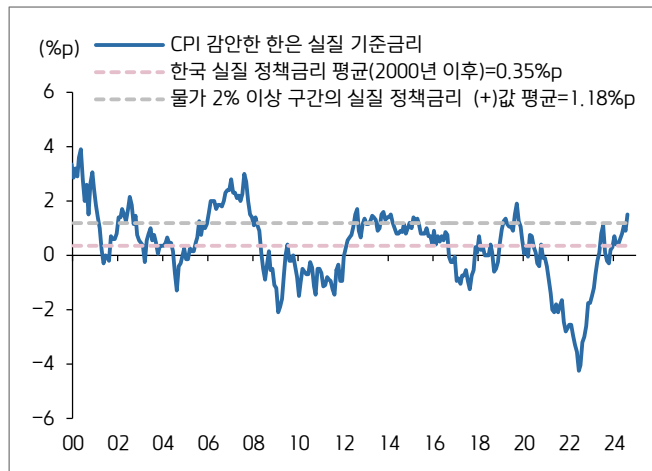
한국 중립금리의 향후 변동요인 전망

한국 중립금리의 향후 변동요인 전망		
주요 변동요인	고려사항	영향의 방향
인구구조	• 저출생, 인구 고령화 지속	▼
재정정책	• 고령화 관련 지출 증가	▲
	• 고령화 등으로 인한 의무지출 비중 증가로 생산성 증가와 관련성 높은 부문에 대한 지출 비중 감소 가능성	▼
불확실성·위험선호	• 불확실성 완화로 예비적 동기의 저축이 감소하고, 투자 수요가 증가	▲
생산성·잠재성장	• 팬데믹 관련 기술 진보가 기간 상방 요인으로 작용해 왔으나, 향후 애도 지속될 지 여부에는 높은 불확실성이 존재	?
	• AI 기술, 경제구조 개선 등을 통한 생산성 증가 가능성	▲
소득불평등	• 소득불평등 심화시 저축성향이 높은 고소득층을 중심으로 경제 전반의 저축률 증가가 예상	▼
기후변화	• 기후변화에 대응 관련 투자 증가	▲

자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

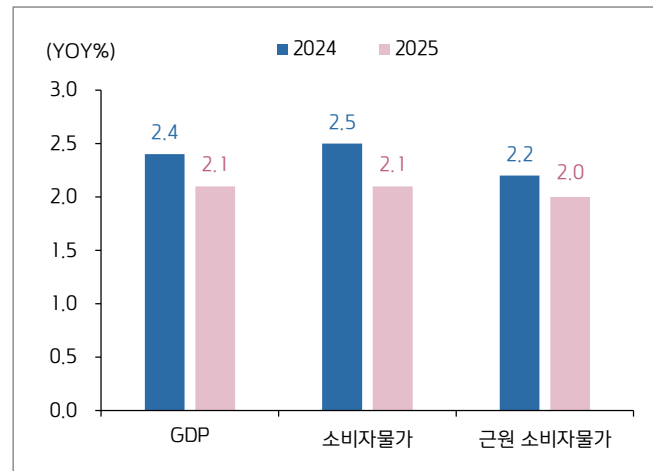
- ▶ 앞서 살펴본 중립금리의 값이 2.55%였던 가운데, 물가를 고려한 실질 기준금리의 장기 평균값(0.35%p)과 물가 2% 이상인 구간에서의 평균 값(1.18%p)을 내년 한국은행 물가 전망치 2.1%에 대입하면 2.45~3.28% 범위의 기준금리 전망치가 형성됨
- ▶ 단 최근 물가 상승률이 1.6% 선까지 둔화된 상황에서 물가 2% 이상 구간의 실질 금리 값을 대입하기에는 무리가 있다는 판단이며, 산출된 값의 하단 선에서 최종 금리 수준이 형성될 것으로 전망. 특히 내년 내수와 수출의 성장 둔화를 감안하면 물가 요인보다 성장 요인에 맞춘 통화정책이 집행될 것으로 예상.
- ▶ 따라서 한국은행은 2025년 중 1, 4, 7월에 각각 25bp씩 금리 인하를 단행해 최종금리 2.50% 예상

CPI 감안한 한국은행 실질 기준금리



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

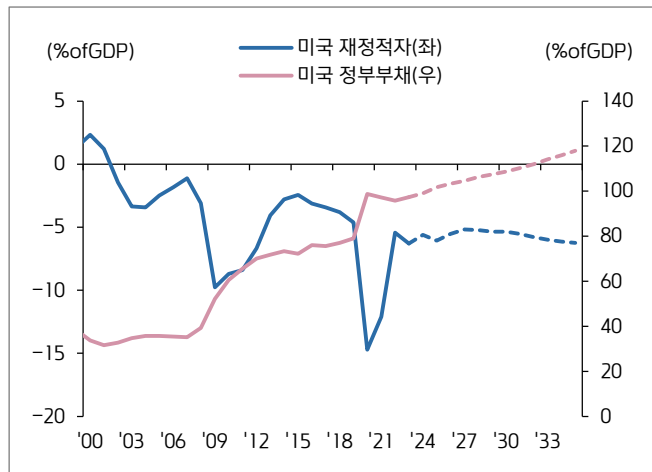
한국은행 경제 전망치



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

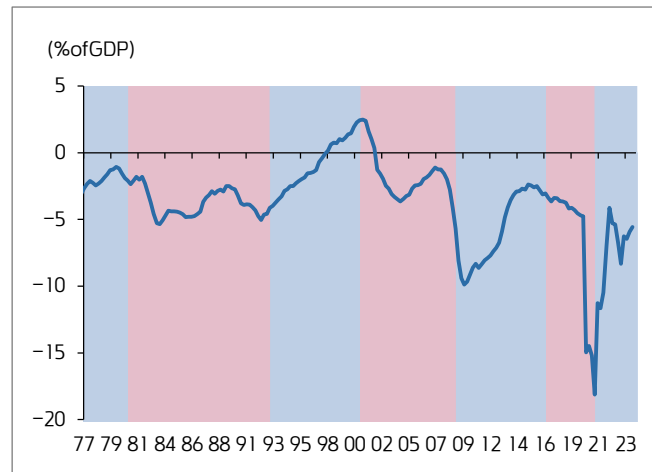
- ▶ 2025년 미국채 금리 전망에 가장 주된 Key는 미국채 수급이 될 것. 2024년 11월 미 대선 이후 재정 적자 기초 지속을 확인하는 과정에서 국채 수급의 변화가 주된 금리 변동 요인이 될 것으로 예상
- ▶ 특히 상반기 중 마무리 되는 미 연준의 금리 인하 사이클 이후로는 통화정책 재료는 소멸되고 재정정책이 주요 재료가 될 것으로 판단하며, 재정정책의 영향은 금리 상방 리스크 요인을 높일 것으로 봄
- ▶ 더 나아가 현재로서 공화당 혹은 민주당 후보의 당선 여부에 상관없이 재정 적자 기초에 반전은 없을 것으로 봄. 단지 재원 마련의 방식에서 차이점이 존재하는 것인데, 국채 발행 자체를 피할 수는 없다는 점에서 늘어나는 공급에 대한 대응이 필요한 시점임

미국 GDP 대비 재정적자와 정부부채 비율 추이 및 전망치



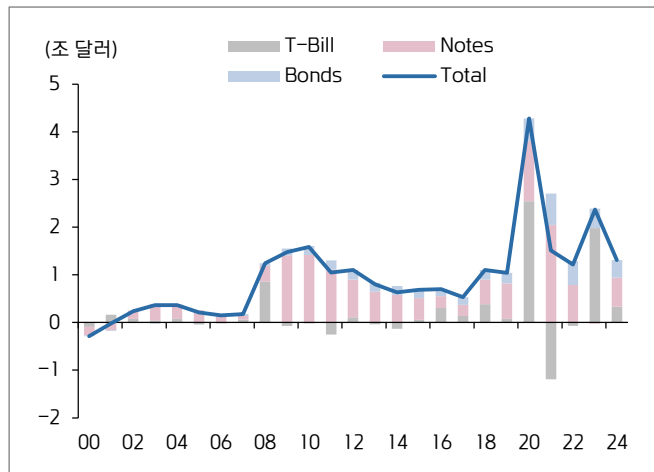
자료: 미국 CBO, 키움증권 리서치센터

역대 정권별 미국 GDP 대비 재정적자 비율 추이

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) 푸른색 음영은 민주당 집권기, 붉은색 음영은 공화당 집권기

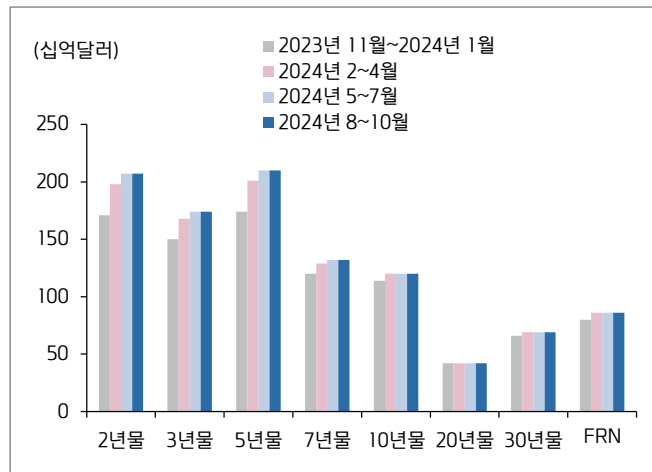
- ▶ 2023년 중에는 재정증권 발행이 큰 폭으로 증가함에 따라 역레포 자금이 재정증권으로 이동하면서 역레포 잔고가 급감, 이에 따른 유동성 경색 우려가 부각되는 양상이었음. 2024년 들어서는 재정증권 발행이 감소하고 미 재무부의 바이백과 미 연준의 QT(자산 긴축) 속도 조절로 유동성 경색 우려는 상당히 완화
- ▶ 단, 새 정권이 들어서면서 재정증권 발행 규모가 재차 증가할 경우 이에 따른 유동성 경색 우려는 수시로 제기될 수 있는 환경이라고 판단함. 특히 QT 속도 조절에 나서기는 했으나, 여전히 대차대조표 상으로는 긴축을 진행하고 있는 것인만큼 금리 인하와 관계없이 유동성에 대한 리스크는 수시로 제기될 전망

미국채 연간 순발행량 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) 2024년은 9월까지 YTD

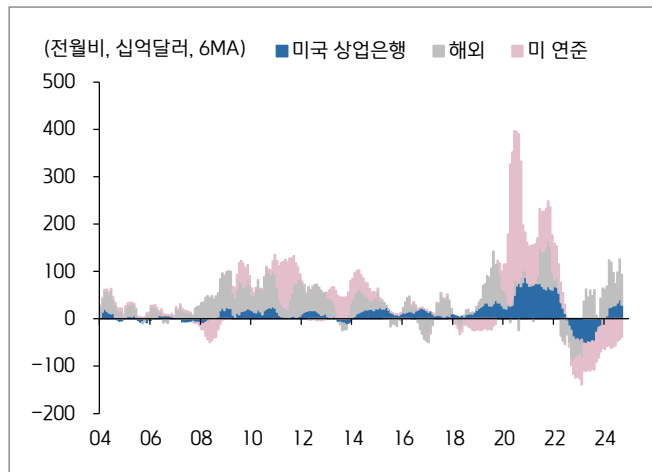
미국채 만기별 발행 계획 추이



자료: 미 재무부, 키움증권 리서치센터

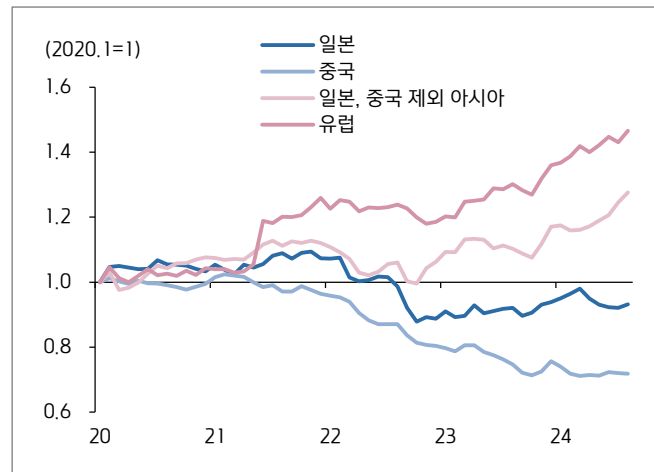
- ▶ 그렇다면 늘어나는 미국채를 받아줄 수 있는 수요처가 있을까? 미 연준의 QT 속도 조절이 있었으나 지속적으로 진행된다면 미국 내 금융기관이나 해외 측의 수요가 견조해야 수급 리스크가 완화될 수 있음
- ▶ 해외의 미국채 순매수 추이가 전월비 증가하는 흐름을 보이고 있으나, 과거 높은 지분율을 차지했던 일본과 중국은 투자처 다변화를 이유로 미국채 보유를 축소해나가고 있는 상황. 유럽 등에서는 투자를 확대하고 있으나, 절대적으로 높았던 수요처의 부재를 채우기에는 어려움

주체별 미국채 순매수 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

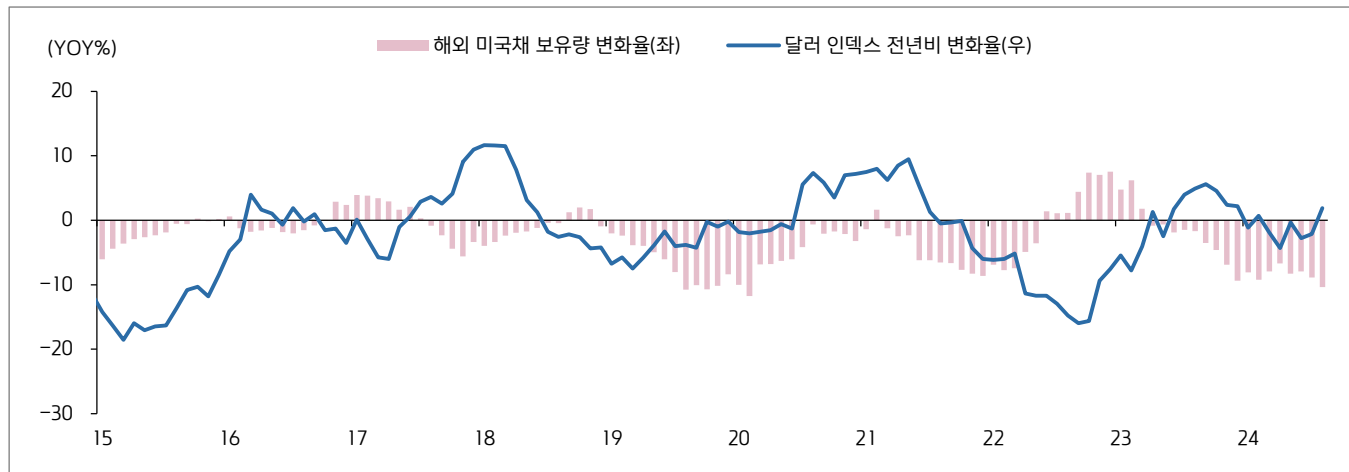
국가별 미국채 보유량 추이(2020.1=1)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 특히 해외의 미국채 수요는 달러의 흐름도 중요하게 작용하는데, 달러의 강세 기조가 지속될 것으로 우려되는 점은 해외의 미국채 보유량 감소 흐름을 지속시킬 수 있는 요인임
- ▶ 미 연준의 금리 인하에도 불구하고 미국과 다른 국가 간의 성장 차별화는 달러 강세 흐름을 지속시킬 요인으로 꼽힘. 달러의 강세 기조에 큰 변화가 없다면 외국인의 미국채 보유 감소 추이가 반전될만한 모멘텀 또한 부재할 것으로 봄. 즉, 늘어나는 국채 발행을 해외를 통해 소화시키기에는 역부족

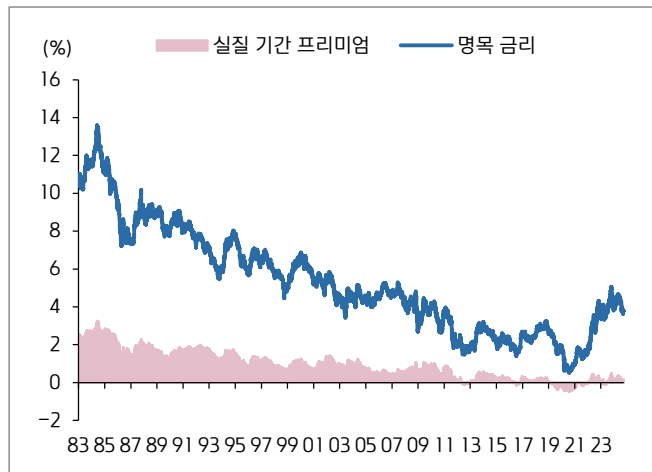
해외 미국채 보유량 변화율과 달러인덱스 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

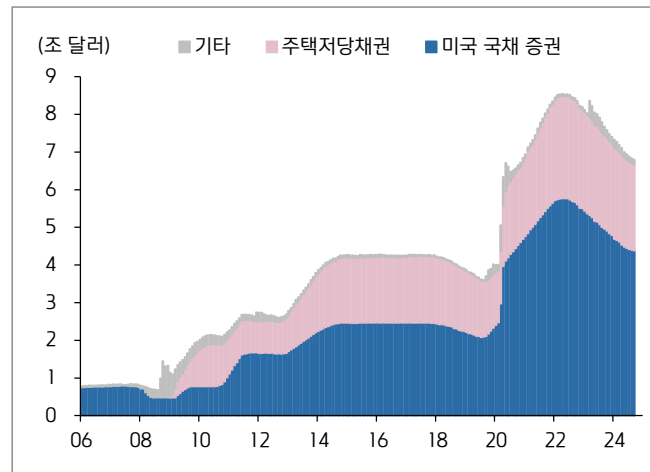
- ▶ 결국 미 연준의 QT의 방향이 미국채 수급을 결정지을 주된 요인이 될 것. 국채 발행 증가로 인한 기간 프리미엄 및 미국채 금리 급등세를 제약시키는 역할은 절대적으로 미국채 시장에서 높은 비중을 차지하는 미 연준일 것
- 2022년 들어서부터 기간프리미엄이 플러스로 전환했으나, 유의미한 상승세라고 보기 어려움. 2017년 트럼프 재임기간 또한 마찬가지임. 미 연준의 채권시장 영향력으로 인해 기간 프리미엄이 계속해서 낮게 유지되고 있음. 2022년 이후 시행된 QT로 인해 일부 상승압력을 받았으나, 장기 시계열로 볼 때 큰 변화 없음. 오히려 아직까지 미 연준의 영향력이 크다는 점에서 QT 축소는 기간 프리미엄을 계속해서 낮게 유지시킬 요인임. 재정확대 정책에도 기간 프리미엄 상승으로 인한 금리 상승 압력은 제한적일 수 있음

미국채 10년물 기간 프리미엄 추이



자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

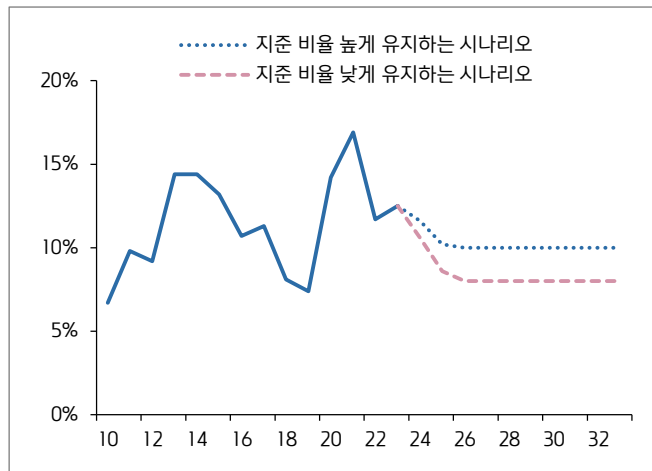
미 연준 자산 규모 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

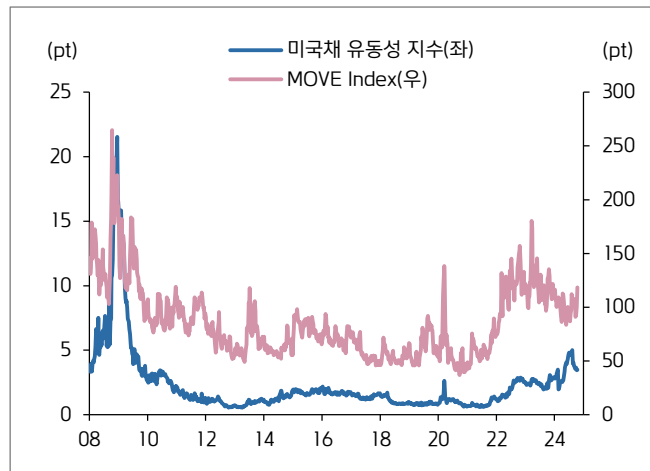
- ▶ 2024년 4월 뉴욕 연은은 QT 종료와 관련한 시나리오를 제시함. '2023년 공개시장운영 보고서'를 발표해 연준 대차대조표 경로의 전망을 내놓은 것. 기준을 높게 유지하는 시나리오와 낮게 유지하는 시나리오 두 가지를 제시해 명목 GDP 대비 기준의 비율이 12% 수준에서 QT 속도 조절이 있을 것이라 전망한 바 있으며, 11% 수준에 도달할 경우 QT가 종료될 것으로 전망함
 - 최근 11% 초반선으로 떨어지면서 QT 종료 기대 높아지는 양상
- ▶ 최근의 미 연준 금리 인하와 경기 연착륙 기대 등은 유동성을 안정시키면서 QT의 빠른 종료 가능성을 약화시키는 요인이기는 하나 고용지표 부진 흐름이 지속되면서 경기에 대한 불안 요인이 수시로 부각되기에 미 연준은 유동성 축소보다는 안정화 측면에서 QT를 종료하는 논의가 연초 이후로 불거질 수 있다고 판단함
- ▶ 이는 내년 금리 인하와 함께 상반기 중 시장금리 하락 압력을 높일 것으로 기대

뉴욕연은 기준 비율 예상 시나리오



자료: 뉴욕연은, 키움증권 리서치센터

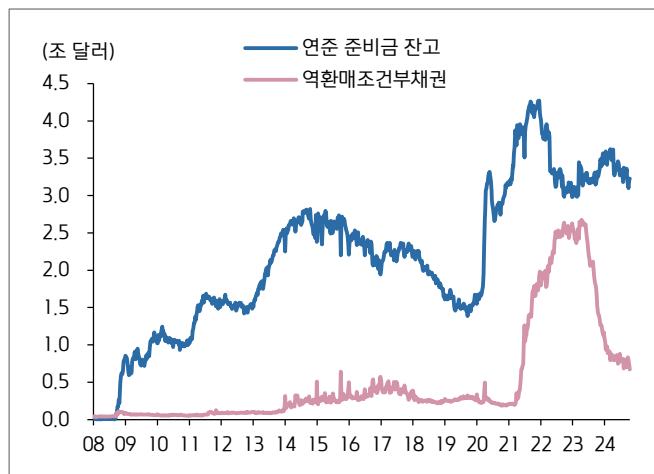
미국채 유동성 지표



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

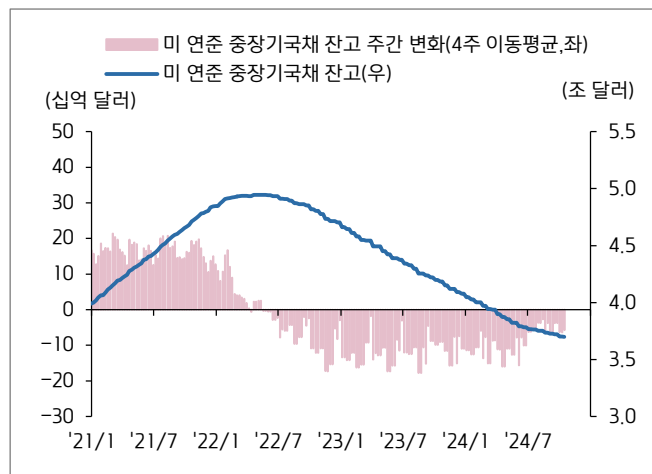
- ▶ 2023년 미 재정증권 발행 확대와 함께 미 연준의 역레포 잔고가 급격히 감소한 이후 추가 감소는 제한되는 양상이며, 미 연준의 QT에도 불구하고 준비금 잔고에 큰 변화가 없어 유동성 측면에서 안정적인 상황임
- ▶ 한편으로 미 재무부는 장기채보다 단기 중심의 발행으로 편성하면서 자금 집행이 이뤄질 수 있도록 하는 2023년의 흐름을 반복할 수 있음. 그 경우 단기 유동성 측면에서 수시로 변동성이 커질 수 있다는 점을 감안, 미 연준이 역오퍼레이션 트위스트를 통해 장기채는 매도하고 단기채는 매수하는 정책을 시행할 가능성이 수시로 제기되는 중. 특히 미 연준의 장기금리 상승 리스크를 완화시키기 위해 듀레이션을 축소해야 한다는 점 또한 그 배경
- ▶ QT를 중단하는 것은 단기적으로 유동성 안정을 통해 장기금리를 낮추는 요인으로 작용할 수 있으나, 이후 역오퍼레이션 트위스트가 시행될 수 있다는 측면에서 장기금리 상승 압력을 높일 수 있는 우려 상존

미 연준 준비금 및 역RP 잔고 추이



자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

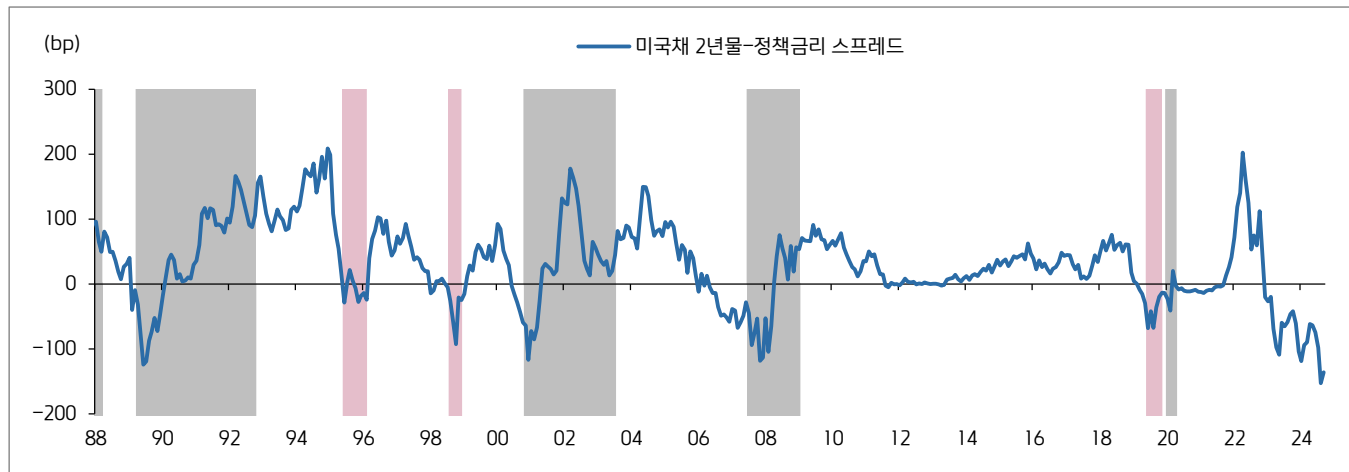
미 연준 대차대조표 축소 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 2024년 10월 들어 미국채 2년물, 10년물 등이 4% 선으로 올라선 상황은 미 연준의 금리 인하가 4% 선에서 멈출 수 있다는 시각을 반영한 것. 다만 중립금리를 향한 점진적 금리 인하 기조가 상반기 내내 이뤄진다는 전망 하에 미국채 2, 10년물 모두 3.5~3.6% 수준에서 2025분기 2분기 중 하단을 형성할 것으로 예상
 - 경기 침체 우려가 재부각된다면 금리 인하 속도가 재차 가팔라질 수 있다는 우려를 반영해 3.5% 이하로도 하락할 수 있으나, 여전히 물가가 2%대를 상회한다는 점과 경기 연착륙 가능성이 높다는 점을 고려, 3.5% 이하까지 하락할 가능성은 낮음
 - 과거 보험성 금리 인하 구간에서는 금리 인하 마무리 단계까지 시장금리가 정책금리를 하회하는 구간을 거쳤다는 점을 감안, 과거 보험성 금리 인하폭(75bp)보다 크나, 경기 침체 과정은 거치지 않는다는 관점에서 과거와 같이 시장금리가 정책금리를 하회하는 흐름은 유사할 것으로 판단

1988년 이후 정책금리와 2년물 금리 및 스프레드 추이

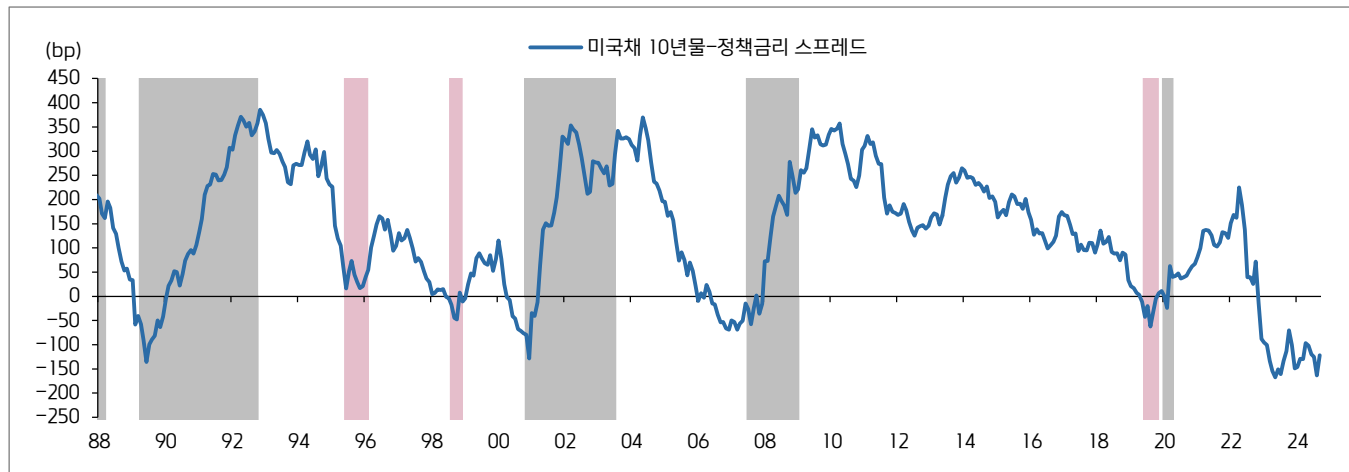


자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

주: 회색음영은 경기 수축기 중 인하기 / 분홍색 음영은 경기 확장기 중 인하기

- ▶ 미국채 10년물은 과거 보험성 금리 인하기에 기준금리와 역전되었던 최대폭 수준이 -45bp. 평균은 28bp.
- ▶ 10년물 또한 이미 금리 인하를 선반영한 후 재정 정책과 트럼프 당선 가능성 등을 반영해나가며 반등한다는 분석이 있으나, 금리 인하 과정에서 경기 침체 노이즈를 감안 추가 하락 가능성 열어둘 필요. 미국채 10년물 금리 하단은 3.5~3.6% 레인지 형성 전망. 즉, 현재보다 추가 하방 압력 진행되면서 내년 상반기까지 채권 매수 전략은 유효하나, 자본차익 기대는 점차 축소될 전망

1988년 이후 정책금리와 10년물 금리 스프레드 추이

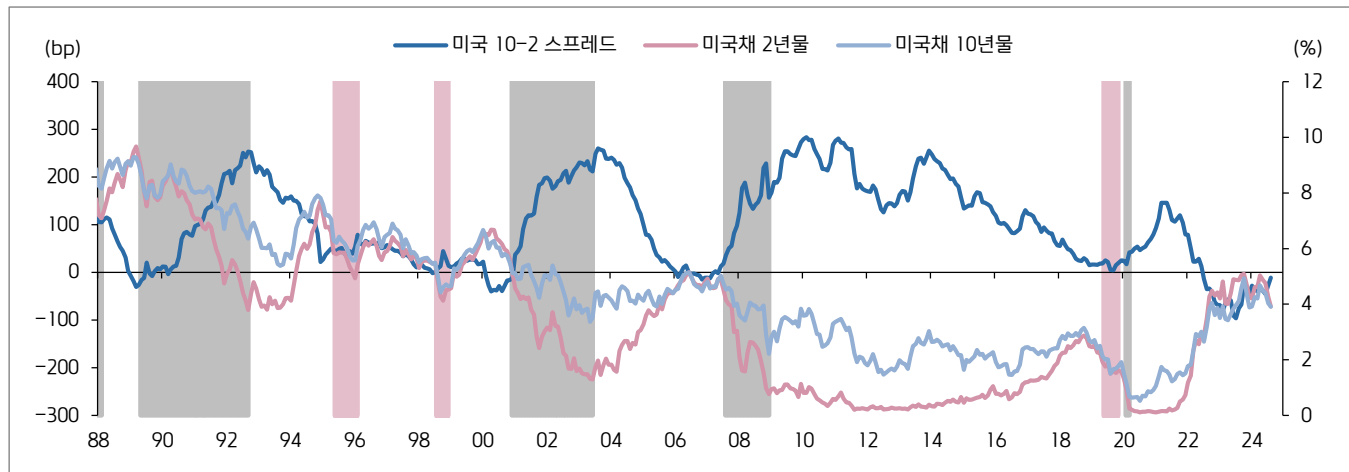


자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

주: 회색음영은 경기 수축기 중 인하기 / 분홍색 음영은 경기 확장기 중 인하기

- ▶ 이번 미 연준의 금리 인하 사이클에서의 최종금리 수준을 3.25~3.50% 수준으로 가정한다면 미국채 2년물 금리 및 10년물 금리는 상반기 중 3.50% 수준에서 바닥을 형성한 이후 추가 하락 보다는 재정 확대 등에 따라 반등할 것으로 전망
- ▶ 경기 확장기 중 금리 인하기에서의 장단기 금리차 최대폭은 65bp였으며, 평균은 30bp. 금리 인하 후 반등하는 과정에서 QT의 종료와 미 재정 확대 정책 등의 영향이 상충될 것으로 판단하며, 이와 같은 상황을 고려하면 과거보다 장단기 금리차 확대폭은 50bp 수준에 그칠 수 있다고 판단
- ▶ 정책금리 수준이 3.50% 내외에서 형성되고 추가 경기 위축이 없다면 10년물 금리는 상반기 말부터는 정책금리를 상회하는 수준으로 올라설 전망

1988년 이후 장단기 금리차 및 시장금리 추이(10Y-2Y)

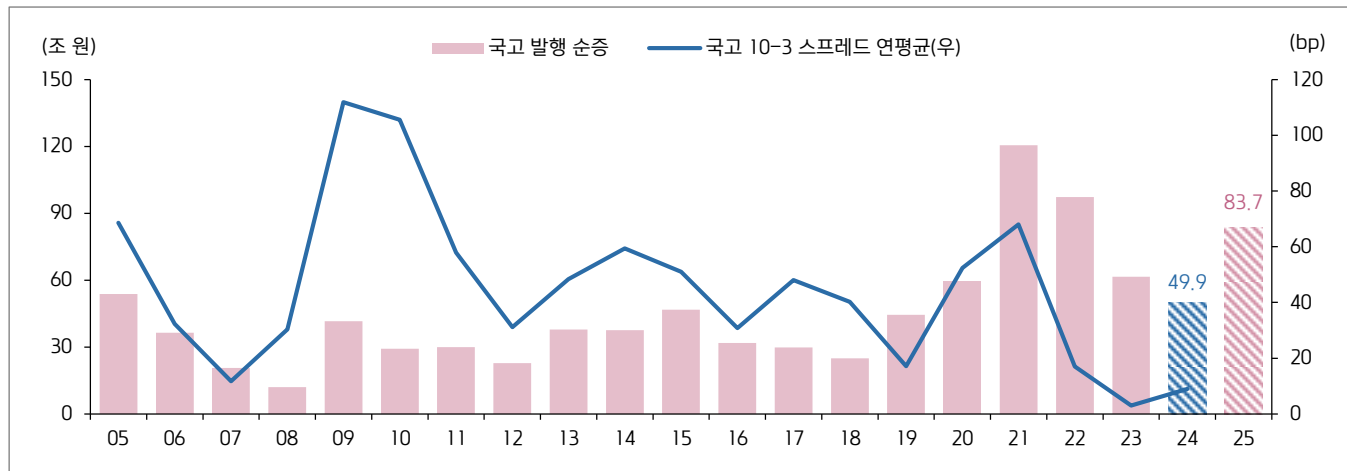


자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

주: 회색음영은 경기 수축기 중 인하기 / 분홍색 음영은 경기 확장기 중 인하기

- ▶ 내년 국채 시장의 가장 큰 화두는 큰 폭 증가하는 국고 발행량임. 글로벌 재정 적자 확대 흐름에 한국 또한 발행을 확대하면서 공급 부담을 높여 이로 인한 가격 약세 압력이 높아질 수 있는 구간에 들어설 것
 - 기재부, 2025년 국채 총 발행량 201.3조원으로 2024년 총 발행량 158.4조원 대비 약 40조 원 증가
 - 순증 발행 물량 또한 2024년 49.9조원에서 83.7조원으로 확대되어 경기 침체에 대응하는 수준의 증가세 예상
- ▶ 최근 WGBI 편입으로 인해 국고채 발행 증가분이 일부 소화될 것이라는 기대로 수급 불안 우려가 완화되고 있는 양상이나, WGBI 편입으로 인한 실제 자금 집행은 2025년 4분기부터이며, 국고채 발행 등 기재부의 자금 집행은 상반기 중에 몰려있다는 점을 감안하면, WGBI 편입으로 인한 수급 불균형 완화 기대를 하기에는 어려움

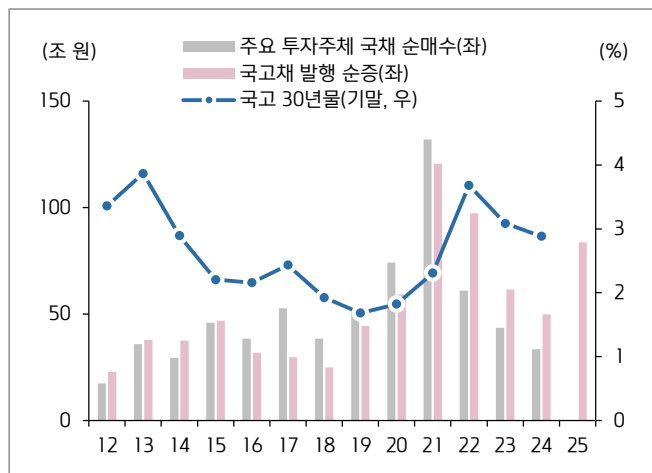
국고채 발행 순증 물량과 국고 10-3 스프레드 연평균 추이



자료: 기획재정부, 키움증권 리서치센터
 주) 2024년은 최근까지 YTD 평균

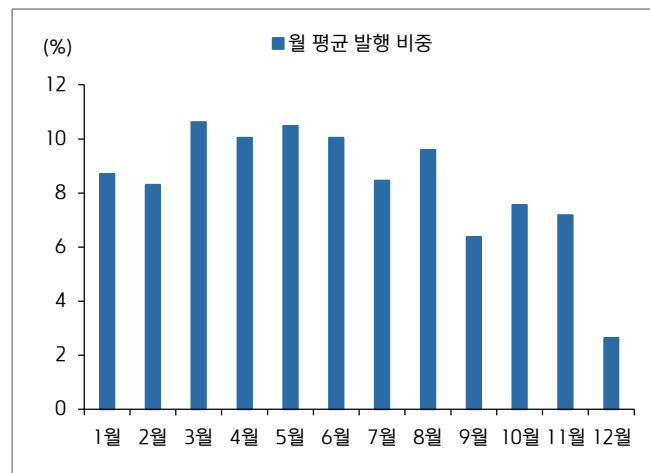
- ▶ 2021년 이후 순증 물량이 감소하는 양상을 보여왔으나, 순증 물량 자체만 놓고 보면 과거 수준을 상회하는 구간이 이어졌으며, 추경 편성보다는 본예산 편성에서 물량을 늘리는 선택을 한 것으로 판단.
- ▶ 2024년 말부터 한국은행 금리 인하 사이클 진입으로 시장금리가 하락 압력을 받는 것은 투자자들의 투자 확대 유인으로 작용할 것으로 기대하나, 유레 없는 속도로 순증 물량이 확대되는 점은 수급 불균형 우려를 수시로 자극할 수 있으며 시장 약세 압력을 높일 수 있음
- ▶ 상반기 중심의 자금 집행(2015년 이후 상반기 중 평균 58% 발행)을 감안, 상반기 중 예상대로 1, 4, 7월 금리 인하가 진행되지 않는다면, 금리 상승과 함께 투자자들의 투자심리 위축으로 시장금리 변동성 확대될 가능성 상존

연간 주요 투자주체 국채 순매수와 국고채 발행량 순증 추이



자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터
 주) 2024년은 9월 기준 잔액

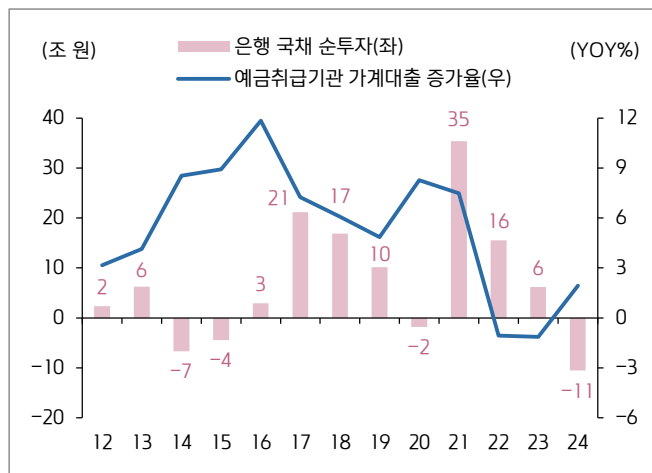
2015년 이후 발행 물량 비중 월평균



자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터

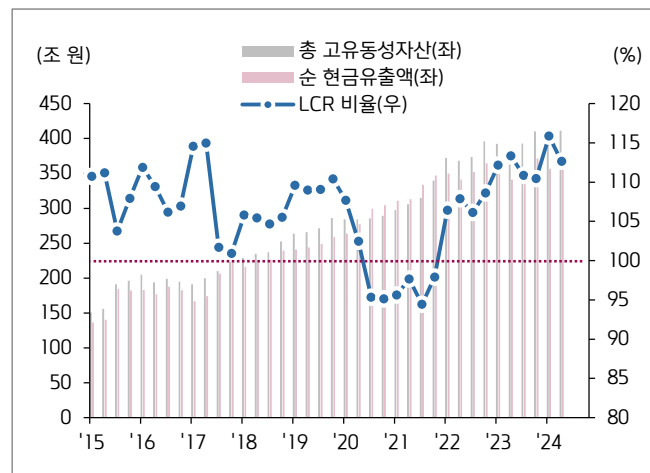
- ▶ 주요 국고채 투자자인 은행은 2021년 이후 투자 규모를 축소하고, 2024년 들어서는 투자 금액이 큰 폭 축소되는 특징을 보임
 - 2022년 이후 LCR 비율을 높여둔 이후 추가 유동성 자산 매입 수요가 약화되면서 국채 투자가 약화된 것으로 판단
 - 2024년 상반기 중심으로 정책 대출 등과 함께 가계대출이 증가한 점 또한 국채 순투자 규모를 축소시킨 배경.
 - 상반기 중 은행 주담대 26.5조원 증가하며 3년만에 최대폭 수준으로 기록됨
- ▶ 시장 금리 하락 추세가 이어진다면 자본차익 측면의 국채 투자 수요가 유지되는 가운데 가계 대출 증가세가 둔화된다면 국고채 순투자 금액이 증가할 것으로 예상되나, 은행권의 가계대출 규제에도 불구하고 금리 인하에 따른 부동산 등 자산 가격 상승에 대한 기대 등이 여전히 상존하는 점 등은 은행의 국고채 투자 순투자 규모가 확대되기 어렵게 만드는 요인일 것으로 판단함

은행 국채 순투자액과 가계대출 증가세 추이



자료: 금융정보통계시스템, 키움증권 리서치센터

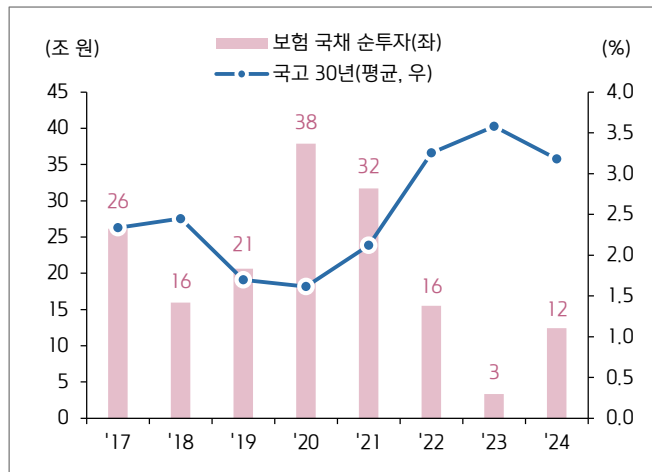
은행 LCR 비율 추이



자료: 금융정보통계시스템, 키움증권 리서치센터

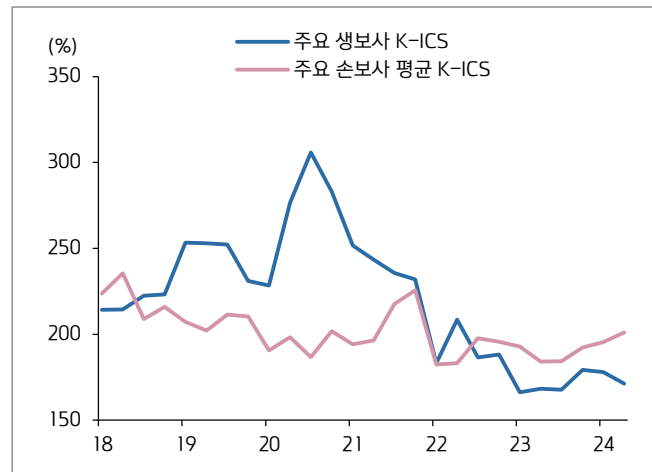
- ▶ 금리 하락에 따른 보험사의 자본 감소 우려와 이에 따른 K-ICS 비율 하락 추세 등을 감안하면, 신종자본증권 등의 자본확충 기조 흐름도 이어지는 한편, 국채 수요 또한 유지될 것으로 예상됨. 이와 함께 국채선물, 본드포워드 등 파생 시장 또한 유지될 것으로 예상되어 국채 수요 등은 전년도에 비해 회복될 것으로 전망

보험 국채 순투자와 국고 30년물 금리 추이



자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터
주) 2024년은 9월 기준 잔액

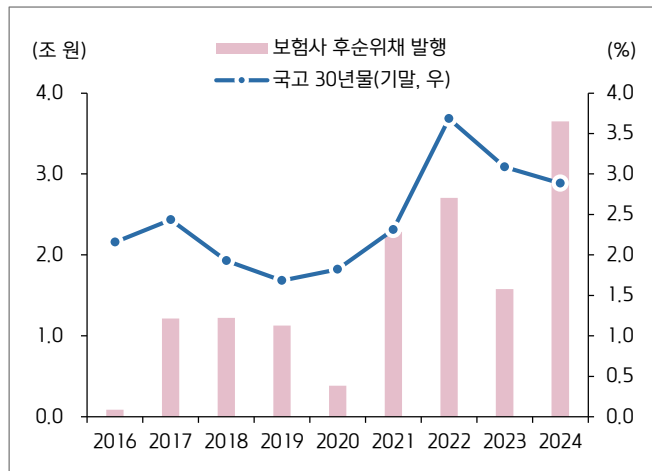
주요 생보사 및 손보사 K-ICS 비율 평균 추이



자료: 금융정보통계시스템, 키움증권 리서치센터
주) 주요 생보/손보사 평균, 경과조치 적용 전

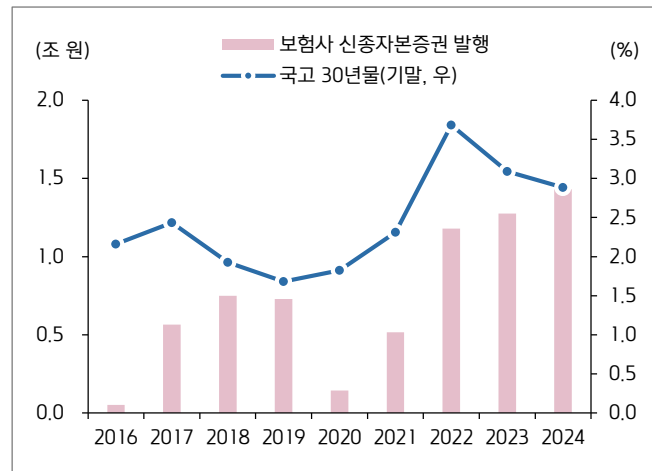
- ▶ 그간 저축성보험 만기 도래와 신종자본증권, 후순위채 콜옵션 행사 등으로 채권 매도세를 보여왔으나, 2025년에는 만기도래 물량이 많지 않을 것으로 예상되어 이로 인한 채권 매도 물량은 크지 않을 전망. 자본확충과 금리 하락에 대응하는 차원의 국채 순투자 기조 이어질 것으로 판단
- ▶ 기준금리 인하가 상반기 중에도 제약되는 환경일 경우 국채 순투자 규모가 제약될 수 있겠으나, 내년 내수 회복 제한되는 등 제약적 수요 환경에서 물가 둔화 흐름도 지속되는만큼, 금리 하락 흐름은 상반기 중 이어질 것으로 판단

보험사 후순위채 발행과 국고 30년물 금리 추이



자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터
 주) 2024년은 9월 기준 잔액

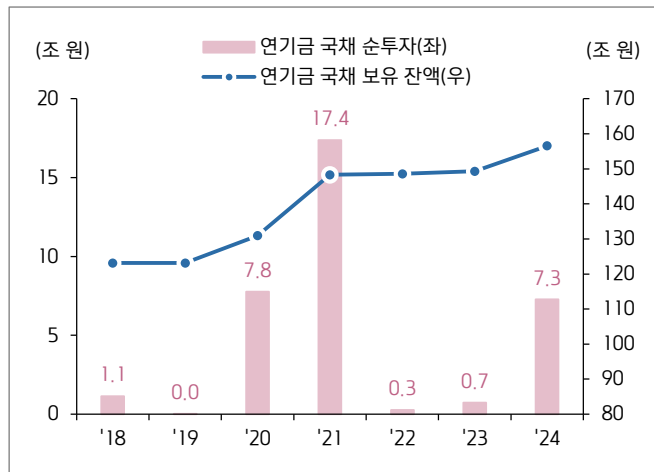
보험사 신종자본증권 발행과 국고 30년물 금리 추이



자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터
 주) 2024년은 9월 기준 잔액

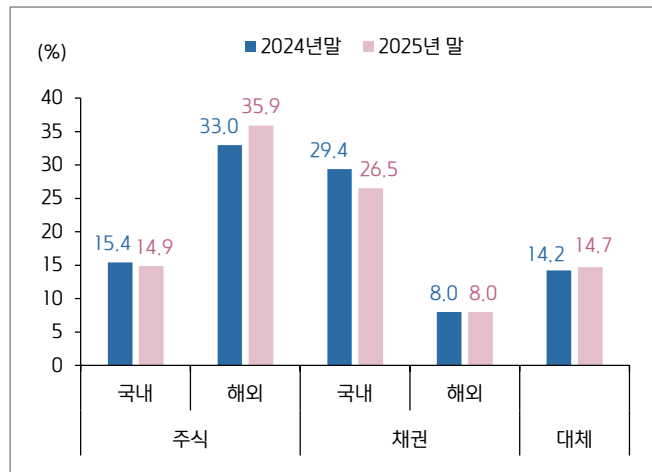
- ▶ 국민연금 등은 장기적인 자산 배분 비중 목표를 제시해 2025년에도 국내 채권 비중을 축소해 나가겠다는 방침을 보임. 금리 하락기에 국채 순투자 규모를 확대하는 양상을 보여오고 있어, 2025년 중 금리 하락기에 순투자 흐름을 유지할 것으로 예상되나, 국채 발행 순증 규모를 소화시키는 역할을 하기에는 어려울 것으로 판단

국내 기금 국채 순투자 및 보유잔액 추이



자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터
주) 2024년은 9월 기준 잔액

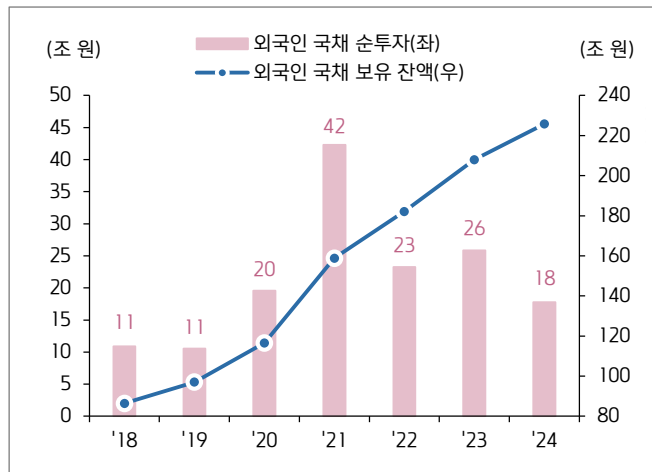
국민연금 NPS 자산 배분 비중 목표



자료: 국민연금, 키움증권 리서치센터

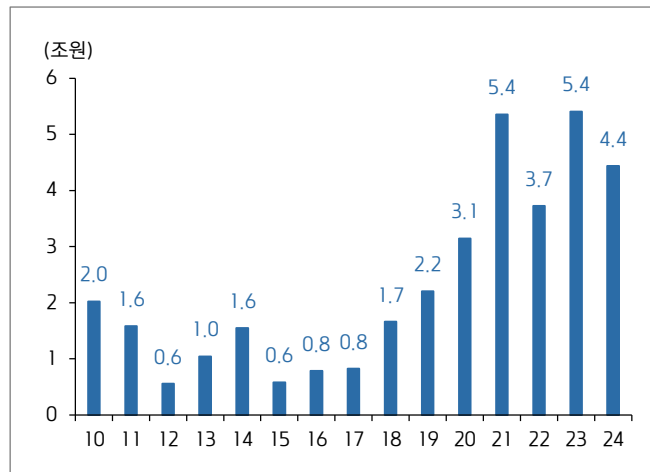
- ▶ WGBI 편입으로 인해 외국인 자금은 12~18개월 기간 동안 월 2~6조원 규모로 유입될 것으로 기대되고 있음. 2020년 이후 외국인 순매수 규모가 크게 확대되었는데, 여기에 더해질 경우 많게는 과거 대비 두 배 이상의 자금 또한 유입될 수 있는 환경임
- ▶ 단, WGBI 실제 자금 집행은 11월부터 진행되는만큼 내년 국채 순증 물량을 모두 소화시키기에는 역부족이며, 상반기 중 국채 발행이 집중될 것으로 예상되는 점 또한 외국인 수급으로 인한 금리 하방 압력 기대는 2026년으로 미뤄두는 것이 적절
- ▶ 그럼에도 불구하고 WGBI 편입으로 인해 실제 자금 집행 이외의 자본차익 기대 자금 또한 유입될 수 있는 환경이 조성될 것으로 판단되어 심리상 수급 불안을 완화시키는 역할을 하는 것은 사실. 금리 변동성 확대로 상승 압력 보일 경우 매수 매력이 높게 평가될 것으로 판단

외국인 국채 순투자 및 잔액 추이



자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터
주) 2024년은 9월 기준 잔액

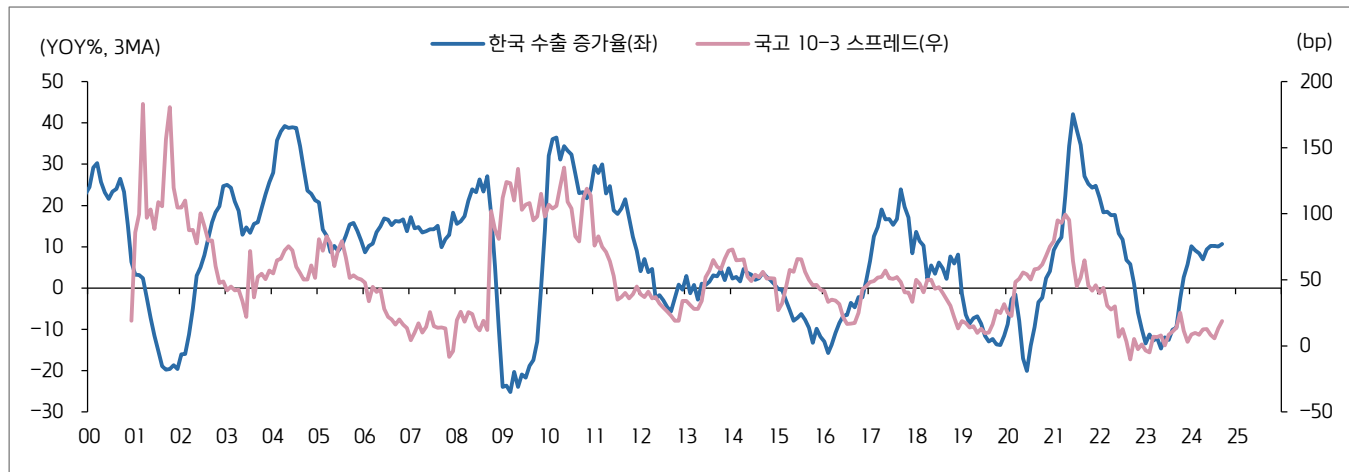
외국인 국채 월 평균 순매수 추이



자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터
주) 2024년은 9월까지의 평균

- ▶ 7월까지 이어지는 한국은행의 금리 인하를 감안할 때 상반기까지는 시장금리 하락 압력 이어질 것으로 예상함. 국고 3년물 금리 하단은 2.5~2.6% 선에서 형성될 전망. 제한적 내수 회복과 수출 증가세 둔화 등으로 인해 수요 부진에 따른 물가 둔화 압력이 부각될 것으로 판단하며, 이에 따라 6월 미 연준 금리 인하 마무리에도 한국은행은 7월에도 금리 인하에 나설 것으로 판단
- ▶ 금리 인하기에 접어드는만큼 장기채 매력이 약화될 수 있으나, 커브 스티프닝 강도가 크지 않을 것으로 판단하는만큼 장기채 또한 완전히 배제할 수 없음. 특히 내년 보험과 외국인 중심으로 장기물 수급은 안정적인 수 있음. 과거 금리 인하기 수출 부진은 커브 플래트닝 구간으로 이어졌다는 점 또한 고려할 필요
 - 과거 통화 완화 정책과 함께 수출이 개선되는 흐름에서는 커브 스티프(2003~2005년)를 확인했으나, 2014~2016년 금리 인하기에서는 수출 둔화속에서 3/10 및 10/30 스프레드 모두 오히려 플래트닝

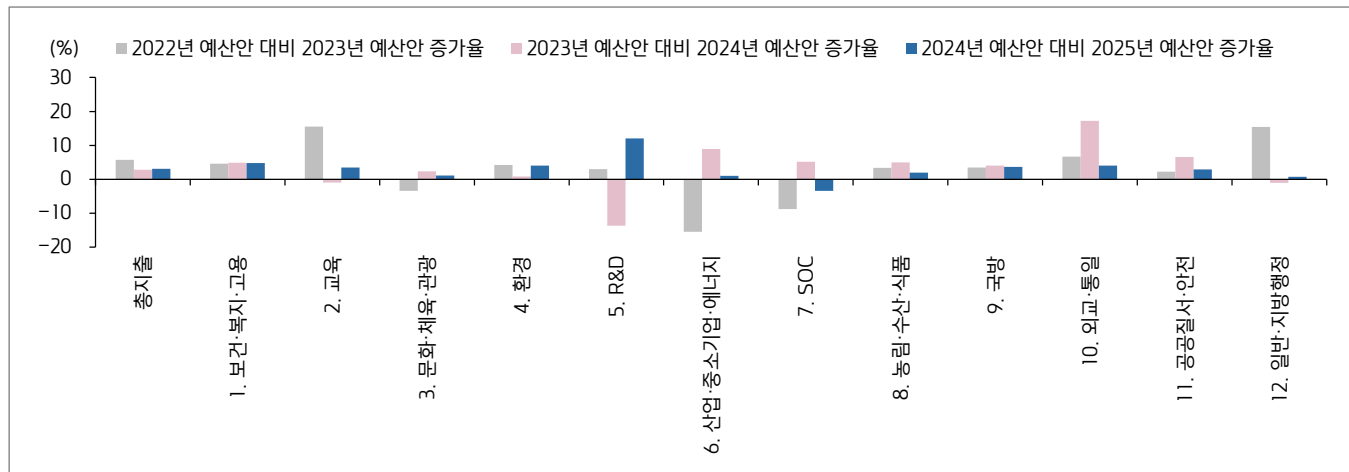
국고 장단기 금리 스프레드와 한국 수출 증가율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 뿐만 아니라 국채 발행 증가 등 재정을 활용한 성장 기대가 낮다는 점 또한 주목할 필요
- ▶ 총 지출 증가율이 전년도 증가 수준에 그치는 가운데, 보건/복지/고용 중심의 자금 집행 등을 감안하면 지출 증가로 인한 성장 기대는 제약됨. R&D 분야의 예산이 증가하기는 하나, 전년도 감액 분을 채워주는 수준으로 증가하는 것인 점도 성장 기대를 약화시키는 배경임
- ▶ 미국과 달리 한국의 재정 지출은 성장 기대를 확대시키기에는 역부족인 환경이라는 점에서 장기채 매력 또한 높다고 판단

분야별 자원 예산안 증가율



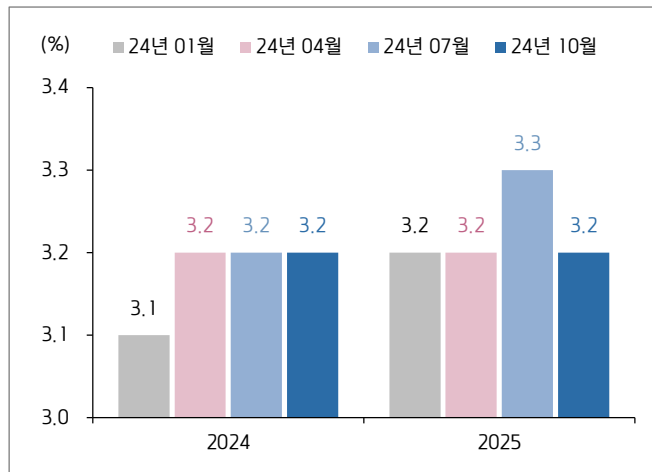
자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터

V. 원자재: 혼재된 이슈 속 방향성 탐색



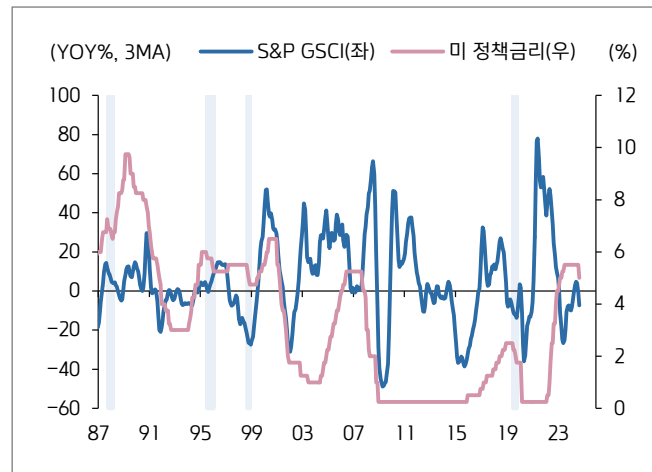
- ▶ 다양한 이슈가 혼재되어 있는 만큼 원자재 수요와 공급 전망이 수시로 달라질 수 있을 것으로 보이지만 상반기 원자재 시장은 수요보다는 공급 변화에 민감한 흐름 보이며 반등 예상
 - 2024년 하반기 원자재 가격의 하방 압력을 자극했던 수요 불안은 이전보다 완화. 이런 가운데 지정학적 리스크로 인한 공급 차질 우려가 수시로 높아질 수 있는 상황. 특히 전반적으로 원자재 재고가 낮은 만큼 원자재 가격이 공급 이슈에 민감하게 반응할 수 있음
- ▶ 그러나 미 연준의 최종 금리 수준에 대한 불확실성, 경기 여건에 대한 경계감이 완전하게 해소되지 못한 만큼 인플레이션을 높이는 원자재 가격 상승 가능성은 낮아 보임
 - 특히 하반기로 갈 수록 미 연준의 금리 인하 종료를 두고 미 통화정책 불확실성이 재차 확대될 수 있는 만큼, 상반기 말에는 수요 전망 변화에 주목할 필요

IMF 글로벌 경제성장률 전망치 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 정책금리와 S&P GSCI 지수 추이



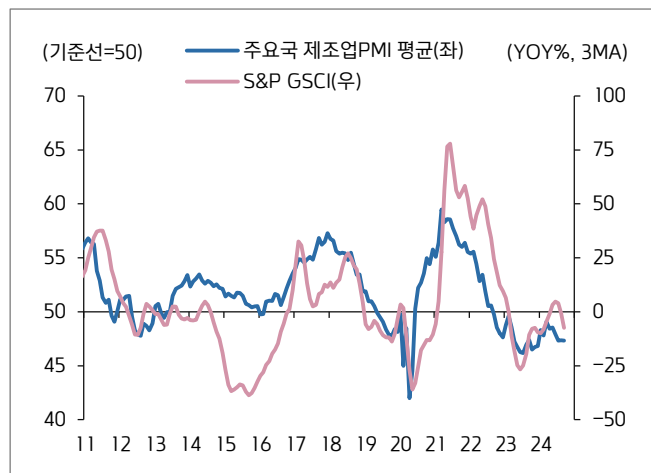
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
 주: 파란색 음영은 미국이 보험성 금리 인하를 단행한 시기

02.

2024년 원자재 시장 Review: 수요불안 vs. 공급불안

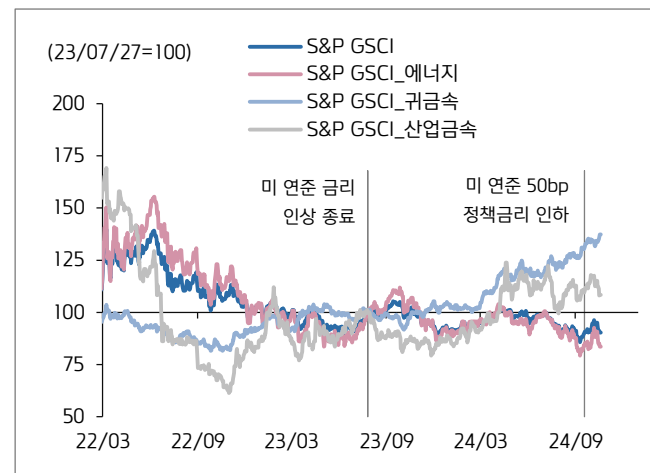
- ▶ 2024년 원자재 시장은 수요불안과 공급불안이 모두 공존했던 가운데 하반기 들어 주요국 경기에 대한 우려가 수시로 높아지면서 원자재 가격은 수요 이슈에 더욱 민감하게 반응하는 흐름
- ▶ 이에 경기에 민감한 산업금속과 에너지 섹터는 상반기 보다 낮은 가격 수준에서 등락
 - 특히, 원유는 중동 지역의 불안정한 정세와 OPEC+의 감산 규모 축소 연기 등 공급 이슈에도 수요 불확실성 높아지며 관련 이슈가 유가에 미치는 영향 제한
 - 2024년 원자재 섹터별 성과 : 귀금속 > 산업금속 > 에너지

주요국 제조업 PMI와 상품지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

S&P GSCI 지수 및 섹터별 지수 추이



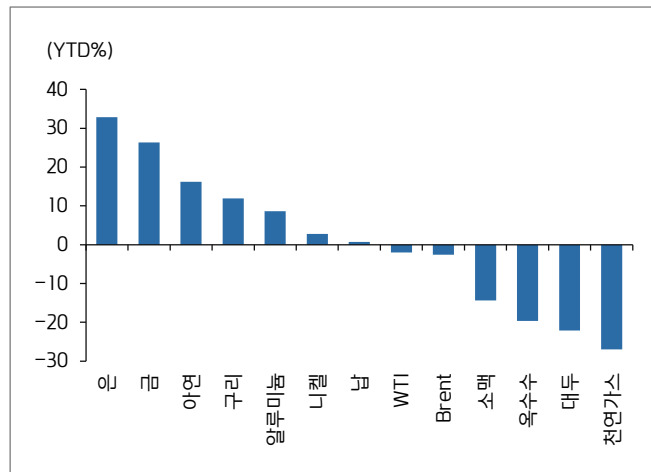
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

03.

귀금속, 지정학적 리스크와 미 연준의 통화정책 전환 속 강세

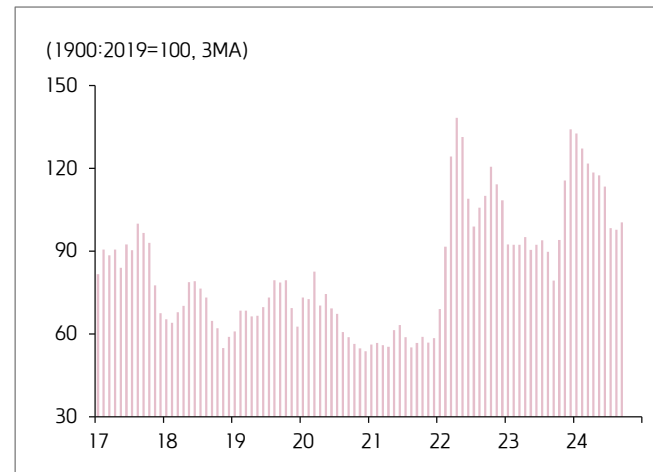
- ▶ 반면 금과 은은 높은 수익률을 기록했던 가운데 특히 금은 연초부터 꾸준히 상승
- ▶ 지난해 말부터 시작한 가자지구 전쟁이 장기화되는 가운데 점진적으로 확대되는 양상을 보이면서 안전자산 수요가 유입된 것으로 판단
 - 이스라엘-하마스 전쟁을 시작으로 이스라엘-헤즈볼라 군사적 충돌 격화, 이스라엘-이란간 군사적 충돌 발생
- ▶ 또한 러-우 전쟁 등 지정학적 리스크가 확대되면서 주요국 중앙은행의 금 매수세가 꾸준히 유입된 점도 금 가격 상승 요인으로 작용

주요 상품가격 연초대비 변화(YTD)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

지정학적 위험 지수



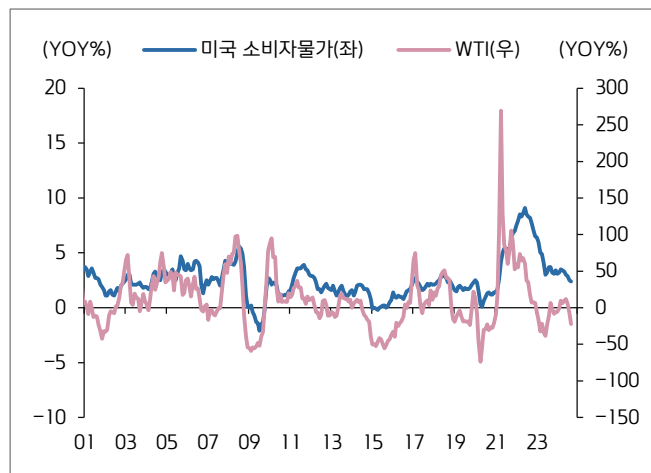
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

04.

유가 안정, 인플레 우려 완화와 미 연준 통화정책 전환

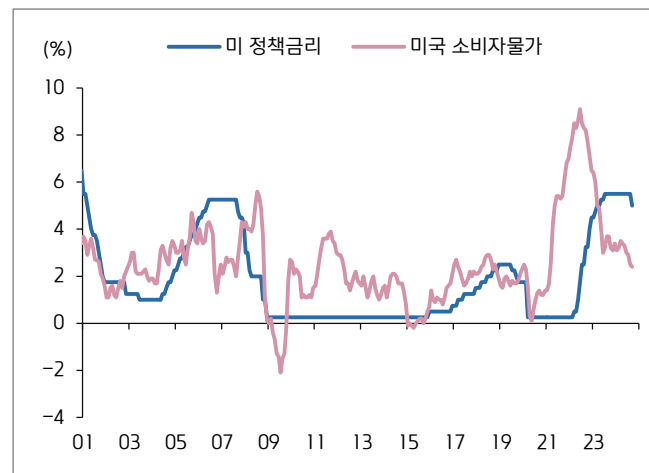
- ▶ 이스라엘-이란 전면전에 대한 우려가 높아지는 등 중동지역 지정학적 리스크에 유가가 급등하기도 했으나, 실제 공급차질 부재, 주요국 원유 수요 불안 등으로 유가 상단 제한되며 빠르게 상승분을 되돌림
 - 국제유가가 WTI 기준 배럴당 \$65~\$87 사이에서 등락을 이어가면서 유가가 헤드라인 물가에 미치는 영향 제한
- ▶ 미국 소비자물가 상승세 둔화되는 가운데 7월 미국 제조업 체감경제지표, 7월 미 고용지표 부진 등으로 미 경기 우려 자극. 파월 미 연준의장은 잭슨홀 컨퍼런스에서 금리 인하 시사 후 9월 정책금리 50bp 인하

국제유가와 미 소비자물가지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

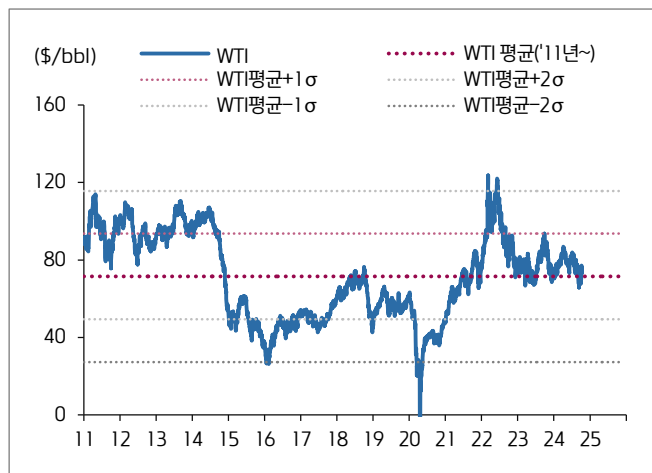
미국 소비자물가와 미 정책금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

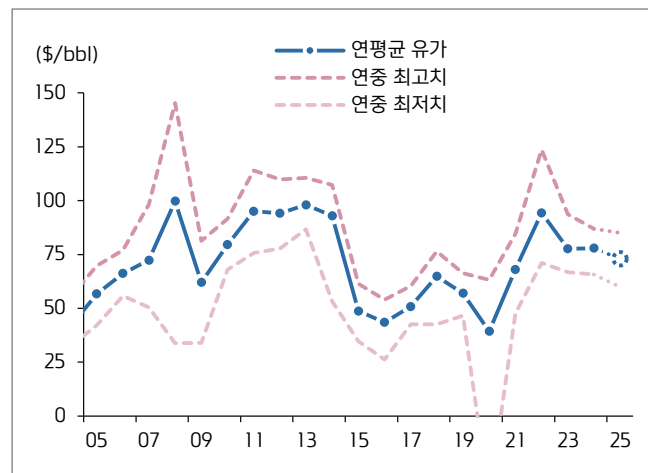
- ▶ 2025년 국제유가는 2024년과 유사한 범위에서 움직일 것으로 보이나, 주요국 경제성장률 둔화로 하단은 올해보다 낮을 것으로 예상, WTI기준 배럴당 \$60~\$85 사이 등락 전망
- ▶ 수요 : 주요 경제지표 발표에 따라 주요국 경기에 대한 경계감은 수시로 높아질 수 있을 것으로 예상하나, 미 연준의 금리 인하, 중국 부양책 등이 완충 역할을 해줄 것으로 보임
 - 주요 에너지기관은 2025년 글로벌 원유 수요가 완만한 증가세를 이어갈 것으로 전망
- ▶ 공급 : 사우디는 계속해서 점유율보다는 유가에 무게를 둔 생산 전략 이어갈 것으로 예상. 가파른 수요 기대 부재, 유가 하락에 따른 미국 산유량 전망 하향 때문
 - 사우디의 높은 원유 의존도를 감안하면 유가 급락을 유발할 수 있는 생산전략 변화에 신중할 것으로 판단

2011년 이후 국제유가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

연평균 국제유가 추이



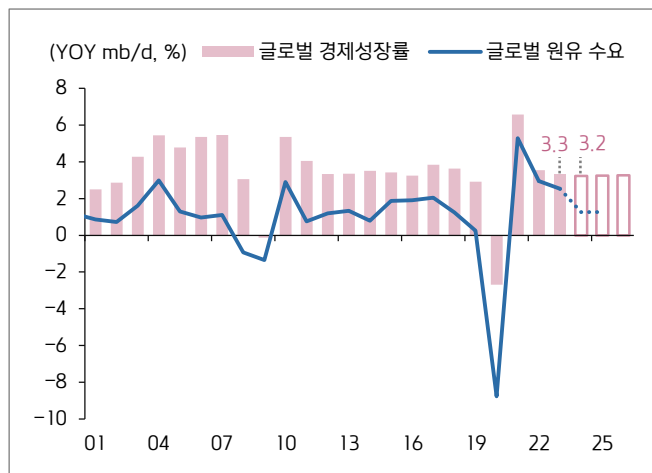
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

06.

주요 에너지기관, 원유 수요 전망치 하향

- ▶ 주요 에너지기관이 2024년과 2025년 글로벌 원유 수요 증가 전망치를 꾸준히 하향 조정. 이에 예상보다 수요가 나쁠 수 있다는 우려를 자극하며 수요 불안으로 연결
- ▶ 다만, 2021년 이후 글로벌 원유 수요 증가폭은 꾸준히 축소. 코로나19로 급감했던 원유 수요가 모두 회복된 만큼 수요 증가세 둔화는 불가피해 보이며 현재 글로벌 원유 소비량은 코로나19 이전을 상회
 - 주요 에너지기관이 발표한 글로벌 석유 수요 증가 전망치를 살펴보면 2023년 일평균 220만 배럴에서 2024·2025년 각각 일평균 127만 배럴로 줄어들었으나, 글로벌 원유 수요는 코로나19보다 높은 수준 (2019년 100.8mb/d → 2023년 9월 103.8mb/d)

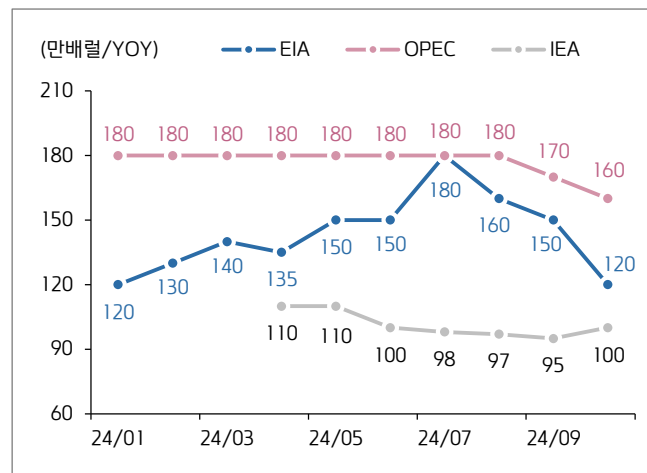
글로벌 경제성장률과 원유 수요 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주: 2024년 글로벌 원유 수요 증가 전망치는 주요 에너지기관 전망치의 평균

주요 에너지기관별 '25년 글로벌 원유 수요 증가 전망 변화

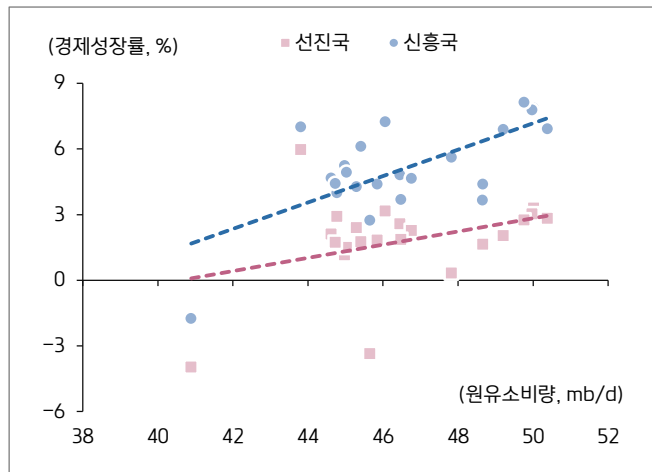


자료: EIA, OPEC, IEA, 키움증권 리서치센터

07. 주요 원유 소비국, G2 경기 우려 확대

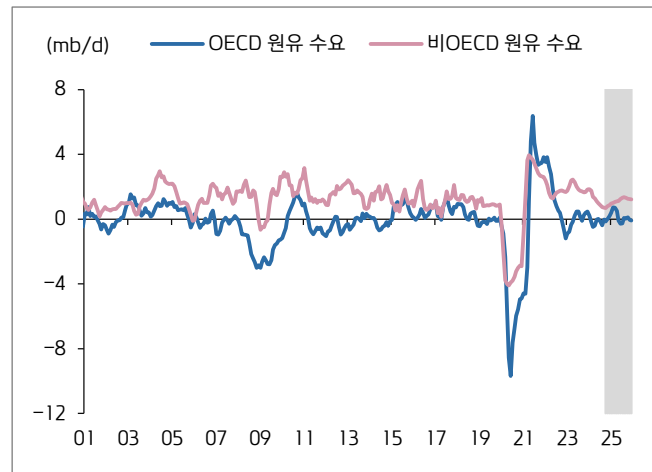
- ▶ 원유 소비에서 가장 큰 비중을 차지하는 국가는 미국과 중국. 그러나 하반기부터 G2 국가의 경기 위축에 대한 경계감이 확대되며 수요 불안 고조, 공급 요인이 유가에 미치는 영향 제한
- ▶ 특히, 중국의 경기회복은 주요 에너지기관이 발표한 원유시장 전망에서 언급한 주요 전제조건 중 하나. 이에 중국 체감경제지표 위축, 예상보다 부진한 2분기 실물경제지표 등으로 중국 경기 전망 약화
 - 주요 에너지기관은 중국을 중심으로 비OECD 국가의 견조한 원유 수요가 꾸준히 유입될 것으로 전망
 - 중국 경기 불안한 가운데 미국 경기 경착륙 우려도 고조. 이는 미 연준의 금리 인하 시기에 대한 불확실성 지속, 체감경제지표와 고용지표 부진에서 기인

경제성장률과 원유 소비량(2001~2023)



자료: IMF, BP, 키움증권 리서치센터

OECD와 비OECD의 원유 수요 추이



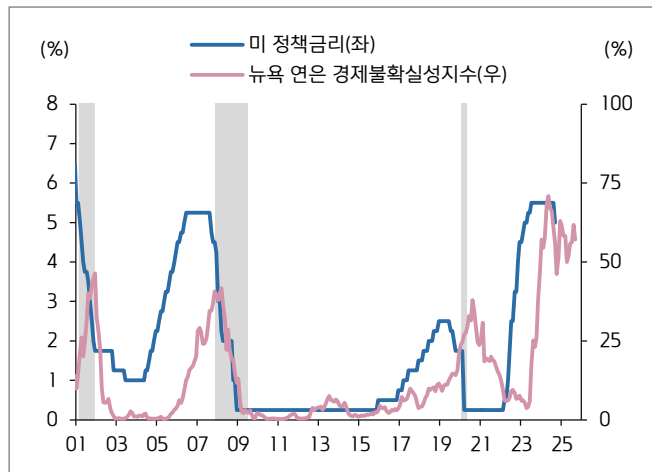
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 회색 음영은 미 에너지정보청(EIA) 전망치

08.

미 연준의 금리 인하와 미 경기 경착륙 우려 진정

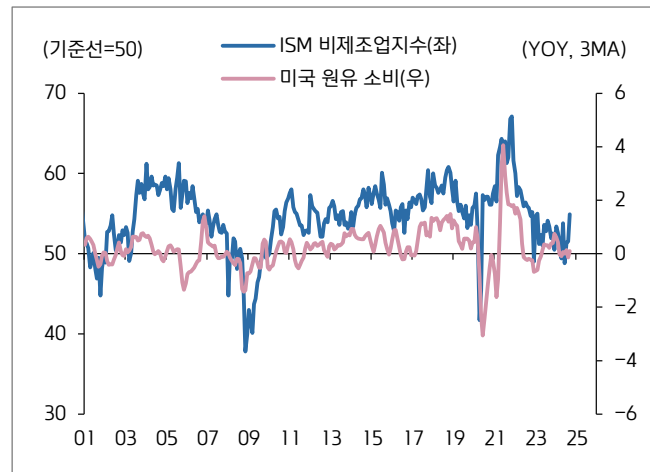
- ▶ 그러나 주요국 경기 침체 우려로 수요 불안이 확대될 가능성은 제한적일 것으로 전망. 우선 미국 침체 우려는 미 연준의 FOMC를 지나면서 진정
 - 물론 미 연준의 최종 금리 수준에 대한 불확실성이 남아 있다는 점은 부담이나, 미 연준의 금리 인하 사이클에 들어간 만큼 통화정책 불확실성은 이전보다 완화
- ▶ 또한 IMF는 미국의 2024년, 2025년 경제성장률 전망치를 각각 0.2%p, 0.3%p 상향 조정
 - 미국의 2025년 경제성장률 전망치는 2.2%로 2024년(2.8%) 보다 둔화될 예정이나, 7월보다 전망치가 상향 조정된 만큼 미국 경기에 대해서는 기존 예상보다 개선된 것으로 보임

미국 정책금리와 경제 불확실성 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 회색 음영은 미 경기 침체기

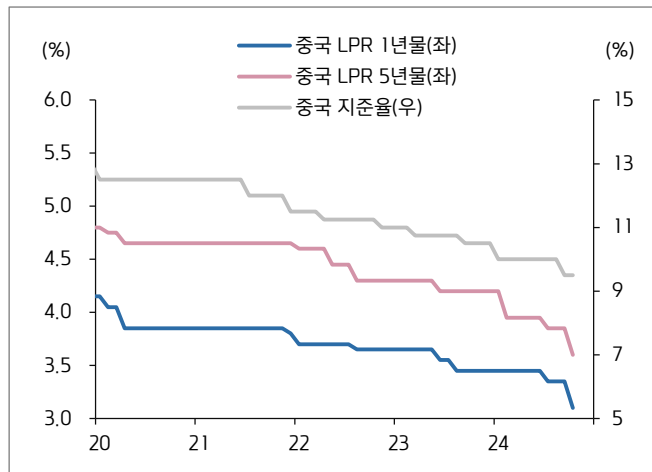
미국 ISM 비제조업지수와 미국 원유 소비 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

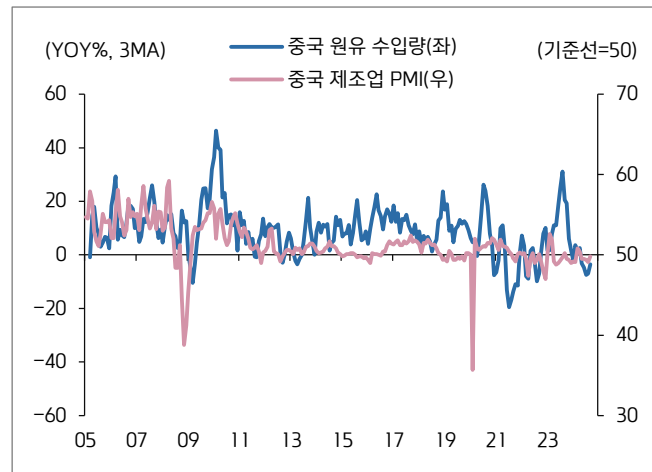
- ▶ 중국 2024년 경제성장률 전망은 5.0%에서 4.8%로 0.2%p 하향 조정되었으나, 2025년 중국 경제성장률 전망치는 4.5% 유지
 - 중국 정부는 2024년 경제성장률 목표치를 5% 안팎으로 제시했으나, 목표 성장률 달성이 어려울 것이라는 의견이 우세
- ▶ 다만, 9월 중국 산업생산과 3분기 경제성장률이 시장 예상을 상회하는 등 양호하게 발표된 가운데 중국 정부는 대규모 부양 정책을 발표하. 또한 인민은행은 추가 금리 인하 단행
 - 중국 4분기 경제지표 발표에 따라 중국 경기 우려가 수시로 높아질 가능성은 열어 두나, 중국 정부의 부양 기조로 경기 침체 우려가 더욱 확대될 가능성은 낮아 보임

중국 인민은행 기준금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국 제조업 PMI와 석유 수입



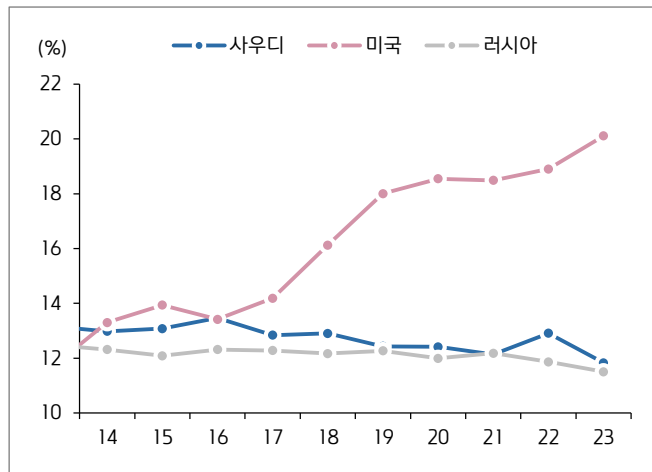
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

10.

원유 공급, 사우디 생산 전략 변경 가능성 점검

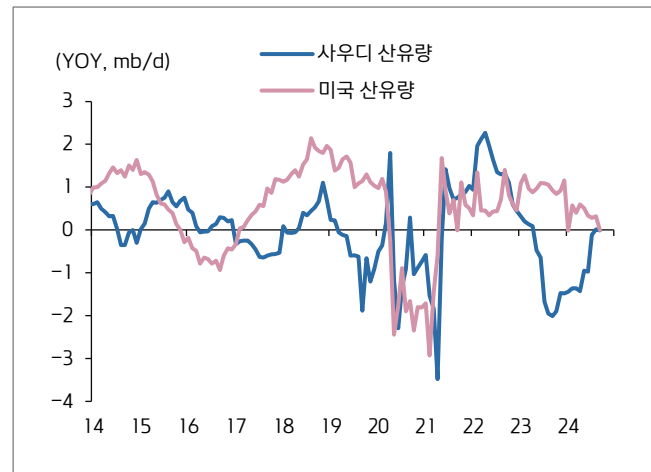
- ▶ 수요 여건에 큰 변화가 부재하다면, 수급 동향은 공급 여건 변화 여부에 따라 달라질 수 있음. 현재 일각에서는 2025년 사우디의 원유 생산 전략에 변화가 생길 수 있다는 점을 언급
- ▶ 2024년 사우디는 감산 기조를 이어간 반면 미국은 완만한 생산 증가세 지속하며 글로벌 원유 공급에서 미국이 차지하는 비중 확대. 또한 사우디의 감산이 유가 상승으로 연결되지 못하는 가운데 사우디의 생산 비중도 축소
- 사우디는 코로나19 이후 생산보다 유가에 무게를 두고 원유 생산량을 결정
- ▶ 과거 사우디의 생산 경로를 살펴보면, ①국제유가, ②원유 수요, ③비OPEC의 생산 동향이 원유 생산 정책에 영향을 받는 것으로 보임

주요 산유국 생산 점유율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

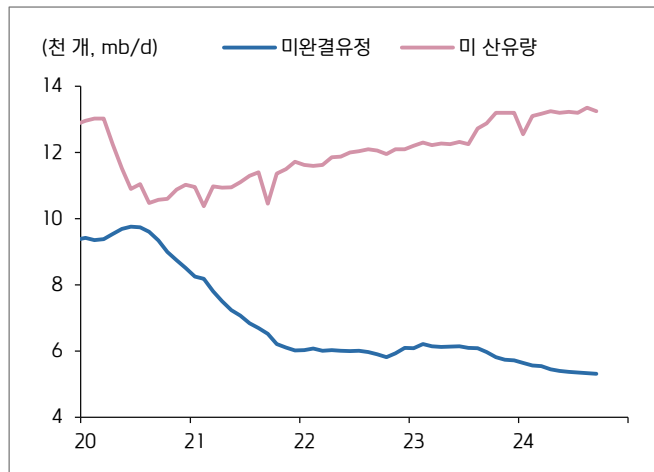
사우디 산유량과 미국 산유량 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

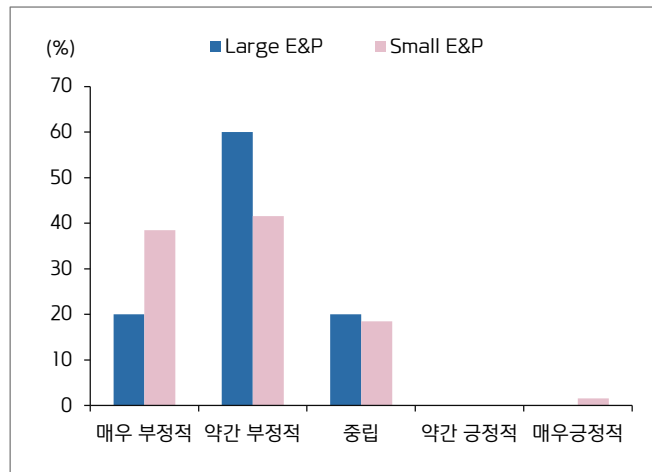
- ▶ 코로나19 이후 미국의 원유 생산 증가는 미완결유정의 완결을 기반으로 진행. 이에 미국의 최근 산유량 증가가 미 에너지 기업의 적극적인 투자 확대를 의미한다고 보기는 어려움
 - 엑손모빌 등 석유 메이저를 비롯해 미국의 주요 독립 E&P 기업들은 최근 3년간 높은 순이익을 달성했으나, CAPEX 투자 보다는 배당, 자사주 매입 등 주주 환원 정책을 강화하는 추세
- ▶ 에너지 기업들이 유가 상승에도 적극적으로 생산 투자에 나서지 않는 이유로 바이든 행정부의 에너지 전환 정책 기조와 이에 따른 석유 수요 정점 시기에 대한 불확실성 등을 들 수 있음
 - 델러스 연은이 발표하는 에너지 서베이를 살펴보면, 델러스 연은 관할 지역의 에너지 관련 기업 종사자들이 바이든 행정부의 화석연료 규제 강화가 관련 사업에 부정적이라는 점을 언급

미국 원유 생산과 미완결유정 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

IRA의 메탄 감축 시행에 따른 미국 E&P 기업 영향



자료: Federal Reserve Bank of Dallas, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

12.

미 대선, 후보별 정책은 다르지만 '에너지 안보'라는 핵심은 동일

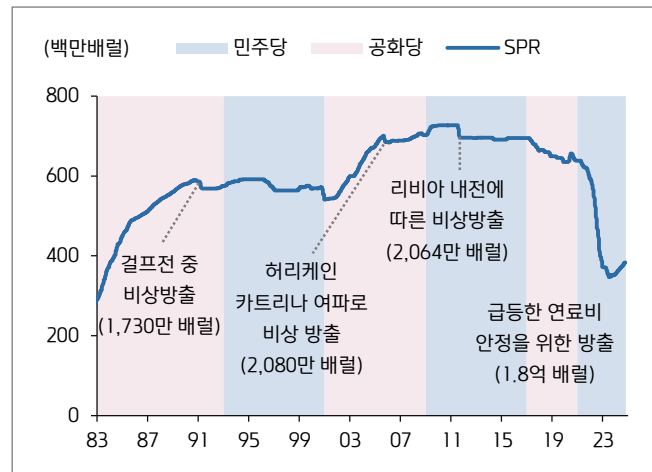
- ▶ 한편, 11월 5일(현지시간)미국 대선이 진행되는 만큼 미국의 화석연료 규제 정책 지속 여부는 불확실한 상황
 - 해리스 후보와 트럼프 후보의 환경 에너지, 기후 관련 정책은 매우 다르기 때문. 해리스 후보는 현 바이든 행정부의 친환경 정책을 이어갈 것으로 보이는 반면, 트럼프 후보는 화석연료 생산 확대를 언급
- ▶ 두 후보의 정책 기조가 다르다는 점에서 누가 당선되느냐에 따라 유가 변동성 확대될 수 있으나, 에너지 안보 강화를 목적으로 한다는 공통점이 존재하는 만큼 이는 대선 전후의 단기적인 이슈일 것으로 예상
 - 현재 일각에서는 트럼프 당선 시 미국의 공격적 증산, 대외 불확실성 확대로 인한 유가 급락가능성도 고려하는 것으로 보이나, 이란 제재 강화 등에 따른 이란 원유 수출 제한 등 공급 차질 이슈가 확대될 가능성도 고려할 필요

해리스 후보와 트럼프 후보의 환경 에너지 및 기후 관련 정책

	내용
해리스 후보	<p>기후변화 대응 강화를 위한 청정에너지 정책 확대 추구 : '30년까지 100% 청정에너지 전환을 목표로 에너지 안보 강화 전략 모색</p> <ul style="list-style-type: none"> - 청정에너지 분야 투자 및 생산 확대, 석유 지배력 축소, 에너지 효율 기준 강화, 미국산 저탄소 자재 사용 의무화 등 - 기후변화 대응 관련, 무역협정 강화 및 국제적 협력 등 미국의 리더십 강조, 바이든 행정부 친환경 정책 유지 예상
트럼프 후보	<p>미국 내 에너지 생산 확대를 통한 에너지 안보 및 자립 촉진 : 친환경 정책 중단, 에너지 규제 완화·철폐 및 화석 연료 생산 증대</p> <ul style="list-style-type: none"> - 화석 연료 생산 제한을 폐지, 생산업체에 대한 세금 감면, 석유 및 가스 시추 허가 완화 등 전통에너지 생산 확대 추진 - 그린뉴딜 등 전기차 의무화 및 자동차 탄소 배출량 감축 정책 철회, 파리기후협정 재탈퇴, ESG정책 중단, 민간 에너지 혁신 가속화 등

자료: Federal Reserve Bank of Dallas, 키움증권 리서치센터

미국 전략비축유(SPR) 추이



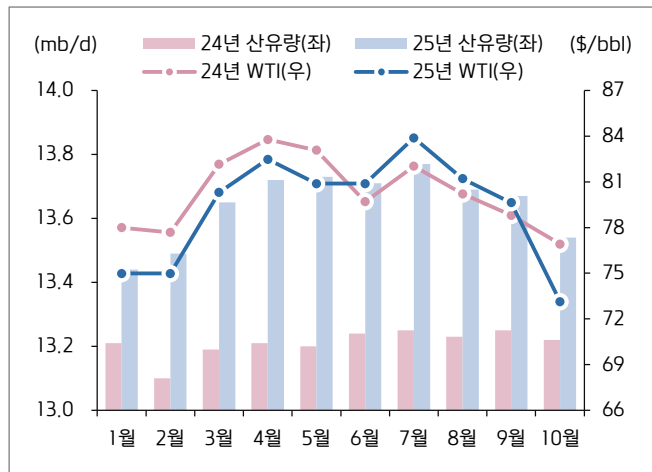
자료: EIA, 키움증권 리서치센터

13.

미국 산유량은 유가가 결정

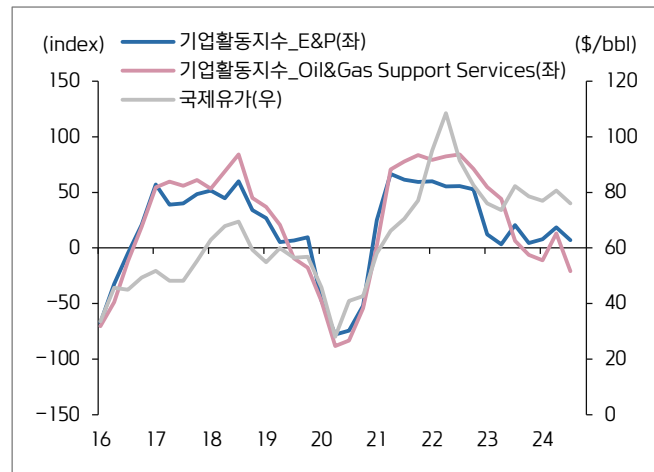
- ▶ 미국 에너지정보청(EIA)이 보고서에 따르면 미국의 산유량은 유가에 민감하게 반응하는 것으로 보임
누가 당선되더라도 일정 수준의 유가와 원유 생산은 필요할 것으로 전망
 - 8월부터 2025년 WTI 전망치가 낮아지면서 2025년 미국 산유량 전망치도 하향 조정되었고, 델러스 지역 에너지 기업의 기업활동 지수도 유가 하락에 따라 둔화
 - 해리스는 유가 급등 시 전략비축유 방출을 통해 유가를 관리할 가능성이 높아 보이지만, 현재 전략비축유는 1980년대 수준까지 내려가 있어 이를 채울 필요성 존재할 것으로 보임
 - 또한 일정 수준의 유가가 유지되어야 미국 에너지 기업들이 원유 생산에 나설 것으로 보이는 가운데 유정 운영 비용 충당을 위한 유가 수준은 2020년 이후 꾸준히 상승

EIA의 WTI 및 미국 산유량 전망치 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

델러스 연은 관할 지역 에너지기업 기업활동지수와 국제유가



자료: Federal Reserve Bank of Dallas, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

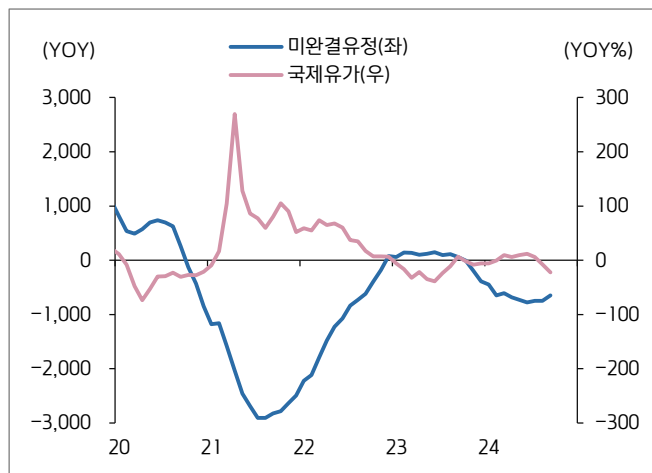
14.

미국 원유 생산 증가, 완만한 흐름 이어질 것으로 전망

- ▶ 또한 2020년 이후 미국 산유량 증가세를 견인했던 미완결유정의 감소세도 유가 상방 압력 약화되며 둔화
- ▶ 현재 미국 기존 유정 산유량 변화와 신규유정 산유량 추이를 고려해보면, 완만한 산유량 증가세는 유효할 것으로 예상하나 이전보다 높아진 유가 하방 압력을 감안하면 이전보다 미국 산유량 증가세가 정체되는 흐름을 보일 가능성 열어둘 필요

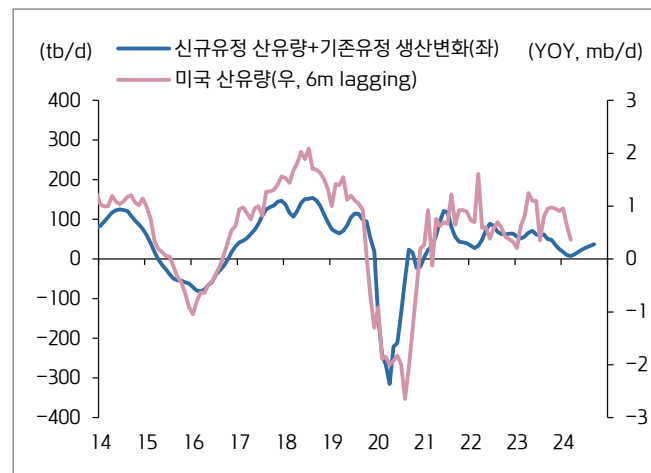
- EIA가 발표한 2025년 미국 산유량 전망치는 일평균 1,354만 배럴인 가운데 최근 미국의 주간 산유량은 일평균 1,350만 배럴 기록. EIA 또한 미국의 산유량이 현 수준에서 소폭의 증가에 그칠 것으로 전망하는 것으로 판단

국제유가와 미완결유정 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

신규 및 기존유정 산유량 변화와 미국 산유량 추이

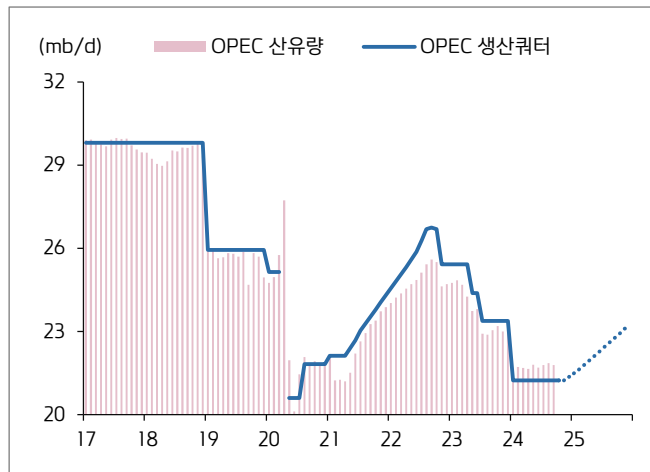


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

15. OPEC+, 12월부터 감산 규모 축소 시작

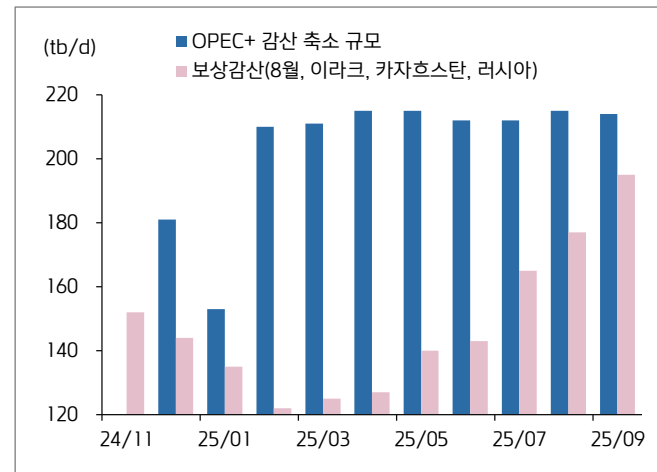
- ▶ 미 원유 생산 증가 속도는 둔화될 것으로 보이는 가운데 OPEC+는 12월부터 감산 규모를 축소할 예정
- OPEC+의 감산 규모 축소는 당초 10월부터 진행될 예정이었으나, 유가 급락으로 2개월 연기
- ▶ 관련 소식에 OPEC+의 점유율 경쟁 가능성이 언급되는 상황. 그러나 일부 산유국의 보상 감산안과 함께 살펴보면, 실제 늘어나는 산유량은 OPEC이 언급한 규모보다 작을 가능성 존재. 또한 OPEC+는 계속해서 시장 상황에 유연하게 대응하겠다는 점을 강조

OPEC 감산대상국 산유량과 생산쿼터 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

OPEC+ 자발적 감산안 축소 규모와 보상 감산 규모

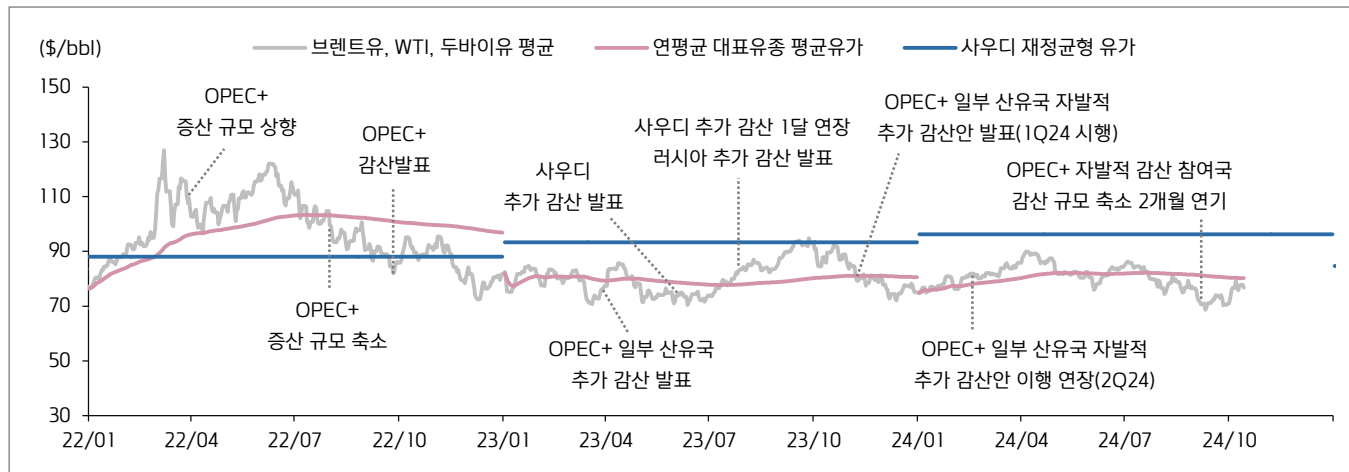


자료: OPEC, 키움증권 리서치센터

16. 사우디, 유가 중심 생산 전략 종료하나?

- ▶ OPEC+의 점유율 경쟁 가능성이 언급되는 이유는 사우디가 장기간 감산 기초를 이어가고 있으나 감산이 유가 상승으로 연결되지는 못하는 상황이기 때문
 - 2022년 하반기 이후 OPEC+ 차원의 공식 감산은 부재했으나, 사우디는 자발적 추가 감산안을 발표하는 등 유가에 맞춰 생산량을 적극적으로 조절해왔음
 - 그러나 감산이 길어지면서 IMF가 추정한 사우디의 2024년 재정균형 유가는 배럴당 \$75.1에서 \$96.2로 상향
- ▶ 12월부터 사우디 감산 규모 축소할 예정이지만 매월 일평균 8.3만 배럴 규모의 단계적 증산이라는 점을 감안하면, 유가 중심 생산 전략 종료로 해석하기는 시기상조로 판단

주요 유종 평균 유가와 사우디 재정균형유가 추이



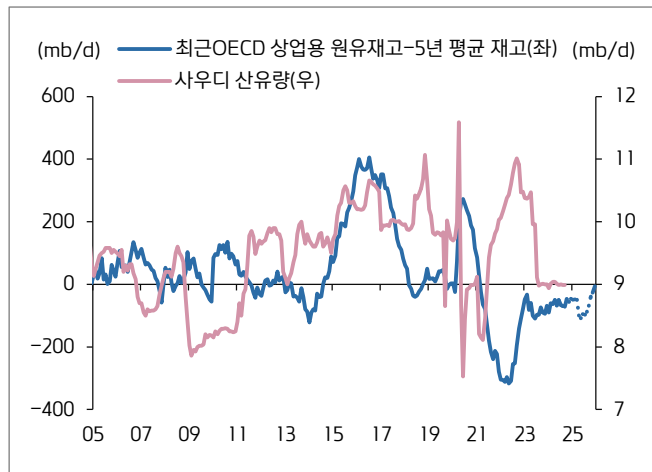
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

17.

OECD 상업용 원유재고, 여전히 5년 평균 수준을 하회

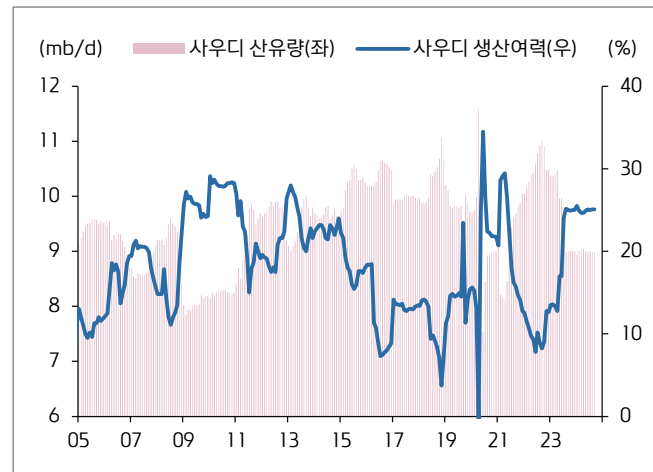
- ▶ 사우디의 높은 생산 여력, 낮은 생산 단가 등을 감안하면 사우디가 생산 전략을 유가에서 점유율로 바꿨을 경우 공격적인 증산을 단행했을 가능성도 상존
 - 감산 장기화로 일부 산유국이 생산 쿼터를 상회하는 산유량을 기록해온 가운데 사우디는 2020년 4월 공격적 증산으로 유가 급락을 유발, OPEC의 가격 결정력 확대를 이끌어낸 적이 있음
- ▶ 과거 사우디의 산유량과 OECD 상업용 원유재고 추이를 살펴보면 사우디의 증산은 원유 재고가 5년 평균 수준을 하회하는 구간에서 발생
 - 현재 OECD 상업용 원유재고 추이를 살펴보면 여전히 5년 평균 수준을 하회하고 있으며, EIA에 따르면 2025년 초 그 폭이 확대될 것으로 전망

OECD 상업용원유재고와 사우디 원유 생산 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

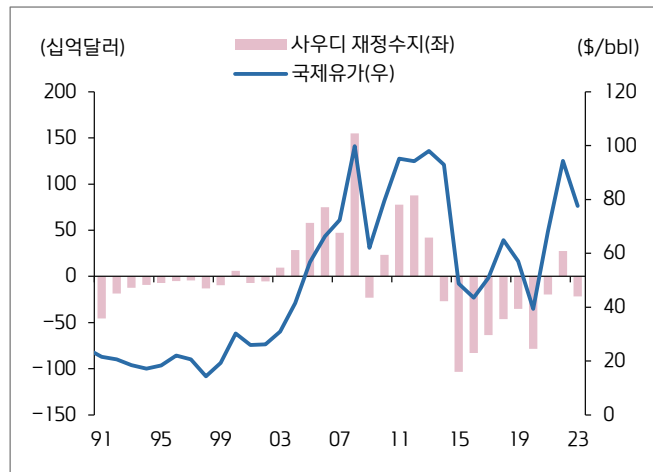
사우디 산유량과 생산여력 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

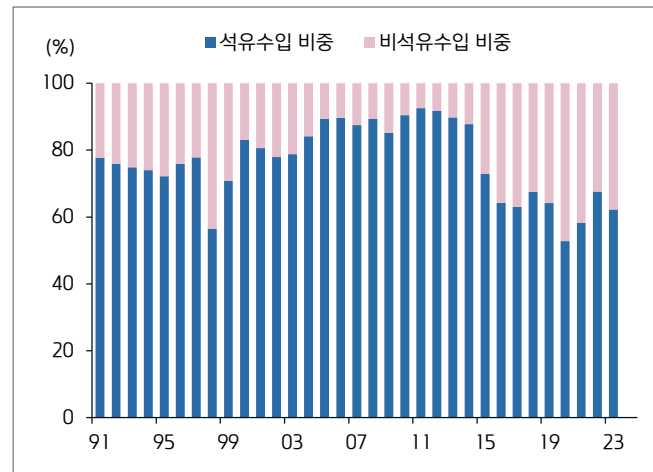
- ▶ 그러나, 2020년과 현재의 가장 큰 차이는 폭발적인 수요 증가를 기대할 수 있는 곳이 없다는 점
 - 당시 코로나19로 이동이 제한되면서 원유 수요가 급감했으나 백신 보급 이후 이동 거리가 빠르게 늘어나며 원유 수요 가파른 회복세
- ▶ 사우디 재정 수입에서 석유관련 수입이 차지하는 비중이 2010년대 보다 낮아진 것은 사실이나 여전히 60% 이상을 차지하고 있음. 수요 급증이 동반되지 않는다면 2021~2022년과 같은 유가 급등세를 기대하기 어렵고 사우디는 지난해에 이어 2024년에도 재정 적자에 직면할 것으로 전망
 - 석유 수요 정점 시기에 대한 논의가 이루어지는 가운데 사우디의 높은 석유 의존도를 감안하면, 사우디는 유가에 큰 변화를 줄 수 있는 생산 전략 변경에 신중할 가능성이 높음

사우디 재정수지와 국제유가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

사우디 재정수입에서 석유수입이 차지하는 비중 변화

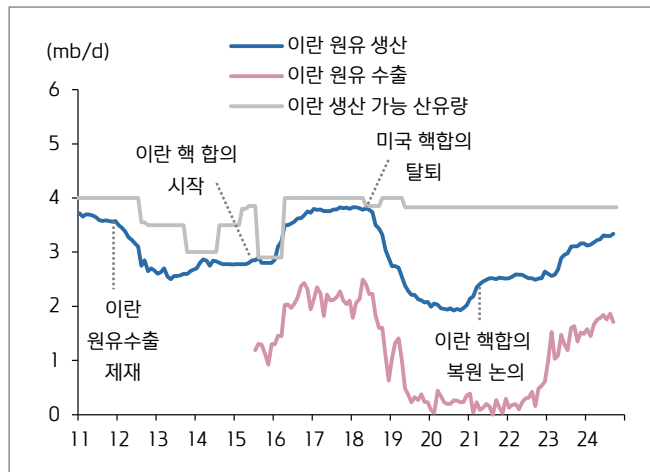


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

19. 중동 정세변화, 유가 단기 변동성 확대 요인

- ▶ 한편, 중동 지역 정세가 수시로 불안정해진다는 점은 계속해서 유가에 영향을 줄 것으로 예상. 이스라엘과 하마스간 전쟁이 헤즈볼라, 이란과의 군사적 충돌로 확대되는 양상
 - 특히 네타냐후 이스라엘 총리는 전쟁 지속 의지를 보여주는 등 휴전 가능성 제한하고 있음
- ▶ 물론, 이란과 이스라엘간 전면전이 발생할 가능성은 제한적일 것으로 전망하나 올해와 같은 군사적 충돌의 발생 가능성은 열어둘 필요가 있어 보임. 관련 이슈 발생 시 중동 확전 우려가 유가 단기 급등은 불가피해 보이거나 실질적인 공급 차질 부재한 충돌로 마무리되는 경우 이는 일시적일 것으로 예상

이란 원유생산과 원유 수출 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

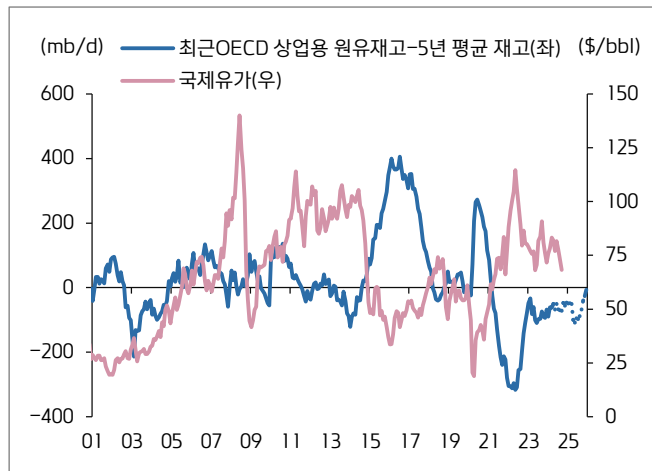
중동 이슈 관련 타임라인

날짜	내용
24/07	- 이스라엘, 헤즈볼라 고위급 지휘관 베이루트에서 암살
24/08	- 이스라엘-헤즈볼라, 공습-폭격 등 화력 공방 강화 • 이스라엘: 레바논 남부 공습, 레바논 주거용 건물 공습, 헤즈볼라 무기고 폭격 • 헤즈볼라: 이스라엘 북부, 군기지 등에 로켓 발사, 이스라엘 군사기지 타격 성공 주장
24/09	- 레바논에서 무선표출기와 무전기 동시 다발 폭발 사건 발생 - 헤즈볼라, 헤즈볼라는 이스라엘을 배후로 지목한 가운데 이후 이스라엘 인프라 공습 - 이스라엘, 레바논 남부 헤즈볼라 군사자산 공습, 대규모 폭격 진행, 헤즈볼라 수장 나스랄라 등 주요 지휘관살해, 이후 베이루트 시내 중심가 첫 공습 (2006년 이스라엘-헤즈볼라 전쟁 이후 가장 많은 인명 피해가 발생한 것으로 기록) - 이라크이슬람저항군(이라크 내 친이란 무장세력), 이스라엘에 대한 드론 공격 시작
24/10	- 이란, 이스라엘에 대규모 미사일 공격 단행 - 이스라엘, 레바논 중심부 공세 강화 및 자상군 투입 - 후티 반군, 이스라엘 텔아비브에 드론 공격

자료: 언론사 정리, 키움증권 리서치센터

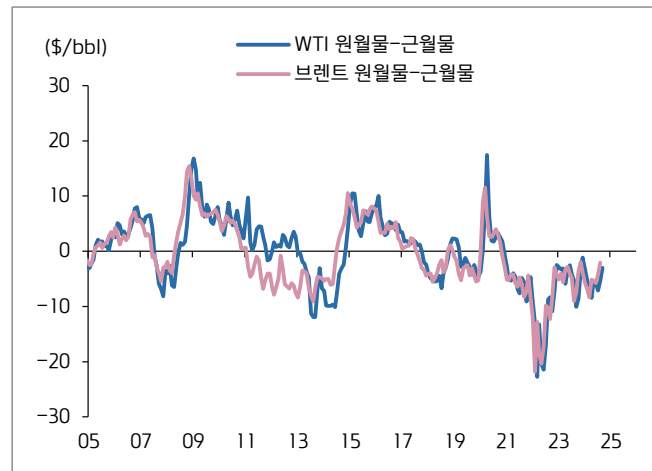
- ▶ 2025년 원유시장의 전반적인 수급 여건에 변화는 부재할 것으로 전망. 대외 불확실성이 원유 수요 전망을 자극할 수는 있겠으나, 급격한 수요 위축을 유발할 가능성은 제한적
- ▶ 또한 공급 여건에 변화도 부재할 것으로 전망. 2021~2022년 대비 유가가 낮은 수준에서 등락을 보이는 만큼 미국의 가파른 증산 가능성은 제한적일 것으로 예상하고, 이에 사우디도 유가에 무게를 둔 생산 전략 유지 전망
- ▶ 따라서 계속해서 원유재고가 크게 변화하지 않을 것으로 보이는 만큼, 2025년 유가 레인지는 2024년과 크게 다르지 않을 것으로 예상 (WTI 기준 배럴당 \$60~\$85)

최근 OECD 상업용 원유재고와 국제유가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

WTI, 브렌트유 원월물-근월물 스프레드

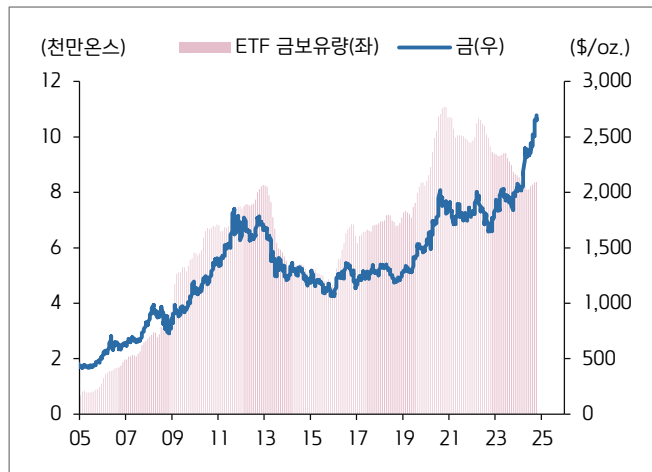


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

21. 금, ETF 수요 유입 여부에 주목

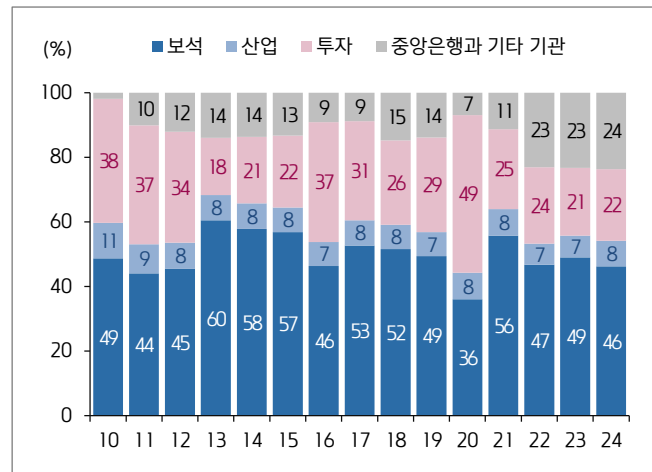
- ▶ 2024년 금 가격 상승의 특징은 ETF 금 보유량은 늘어나지 않은 가운데 금 가격이 올랐다는 점
 - 과거 2010년과 2020년 금 가격은 당시 ETF 금 보유량과 동반 상승
- ▶ 금에 대한 목적별 수요 비중을 살펴보면, 중앙은행과 기타 기관의 금 수요 비중이 과거보다 크게 늘어난 점을 확인할 수 있음
 - 2020년 금 수요에서 가장 큰 비중을 차지했던 부분은 ETF를 중심으로한 투자 수요였던 반면, 2022년 이후의 경우 중앙은행 수요 비중이 과거 10%내외 수준에서 20% 선으로 확대
- ▶ 만약 ETF를 중심으로 금에 대한 투자 수요가 이어진다면 금 가격 추가 상승 가능할 것으로 전망

ETF 금 보유량과 금 가격 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

금의 목적별 수요 분해



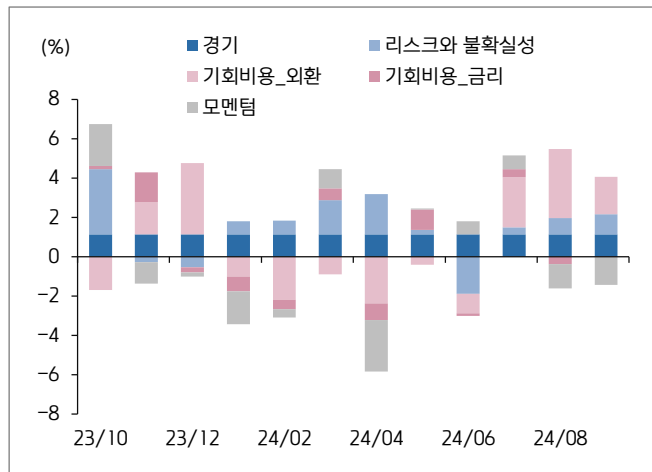
자료: World Gold Council, 키움증권 리서치센터

22.

금에 대한 투자심리는 여전히 긍정적

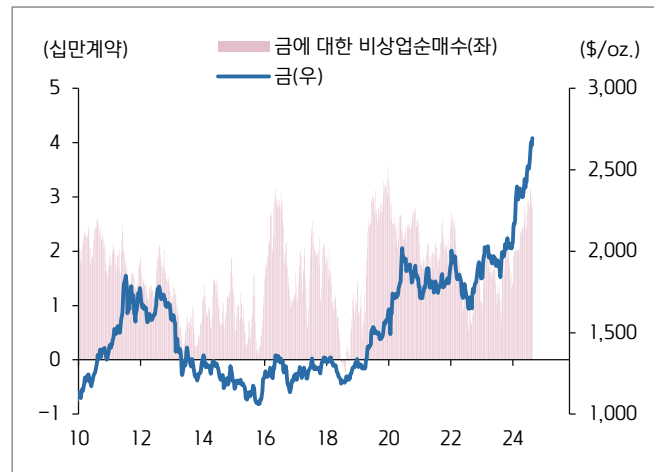
- ▶ 현재 금에 대한 투기적 수요가 꾸준히 유입되고 있다는 점을 감안, 투자심리는 여전히 긍정적인 것으로 판단
 - 2024년 상반기 내 골드바나 금화 등을 통한 직접 투자도 꾸준히 유입되었다는 점도 이를 보여주는 사례
 - 이는 중동 지정학적 리스크, 미국 대선 불확실성 등으로 금융시장 내 안전자산 수요 이어지는 가운데 미 연준은 금리 인하에 나서며 완화적 통화정책 기조로 전환했기 때문으로 보임
 - World Gold Council이 발표한 최근 금 가격 변동 요인을 살펴보면 달러 약세, 리스크와 불확실성 등이 금 가격 상승 요인으로 작용

최근 1년간 금 가격 변동 요인 분해



자료: World Gold Council, 키움증권 리서치센터

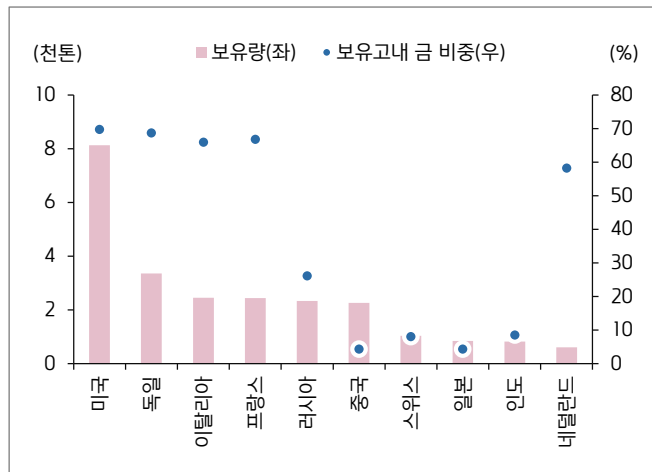
금과 금에 대한 비상업 순매수 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

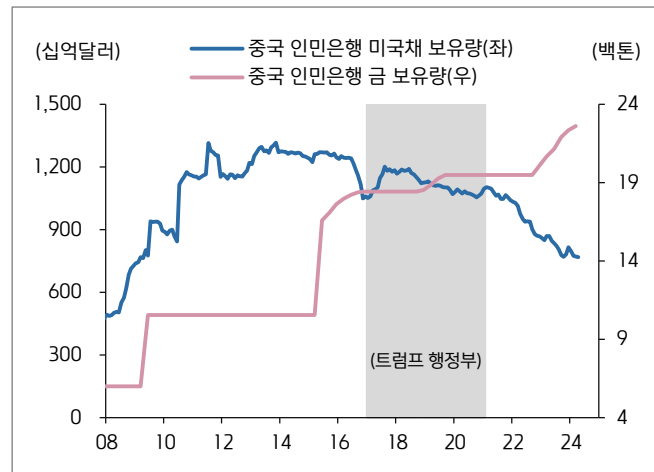
- ▶ 최근 금 매수세를 주도했던 곳은 중국의 인민은행이나 인민은행 금 보유량이 외환보유고에서 차지하는 비중은 여전히 낮은 만큼 금 추가 매수 가능성 존재
- ▶ WGC이 진행한 중앙은행의 금 매수 관련 서베이 결과를 살펴보면, 69개의 중앙은행 중 81%가 향후 12개월간 금 보유가 늘어날 것으로 전망하고 있고, 69%는 5년 동안 외환 보유고에서 금이 차지하는 비중이 늘어날 것으로 전망
 - 중앙은행은 금을 보유하는 주요 요인으로 인플레이션 헷지, 위기 상황에서의 성과 등을 언급. 현재 인플레이 압력이 완화되고 있기는 하나, 과거보다 높은 수준을 유지하고 있고, 중동 전쟁, 서방국가와 비서방국가의 대립 등을 고려하면 중앙은행의 금 매수 유인은 여전히 유효

국가별 중앙은행 금 보유량 상위 10개국



자료: World Gold Council, 키움증권 리서치센터

중국 인민은행의 미국채 및 금 보유량 추이



자료: World Gold Council, 키움증권 리서치센터

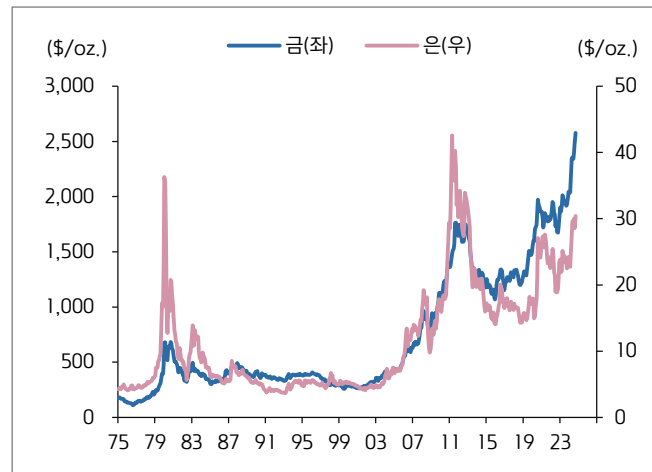
- ▶ 과거 금이 역사적 고점을 기록했던 시기를 살펴보면 실질 금 가격이 온스당 \$800 선을 기록. 현재 금 가격이 실질 가격을 기준으로 역사적 고점 수준에 근접한 만큼 2025년 금 가격의 상승폭은 2024년보다 둔화될 가능성
- ▶ 그러나, 해외 연기금 등에서 금에 대한 투자를 검토하기 시작했다는 소식은 금에 대한 투자 매력도를 높이는 요소로 보이며 중앙은행 매수세가 추가로 유입될 수 있다는 점도 긍정적
- ▶ 일반적으로 미 연준의 금리 인하기에 금 가격 상승 시 은 가격도 동반 상승세를 보이는 만큼 은에 대해서도 관심을 가져볼 필요. 다만, 은의 경우 중앙은행 수요 부재, 경기 민감도 등을 고려하면 2025년 금의 성과가 은보다 좋을 것으로 예상

명목 금 가격과 실질 금 가격



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

금과 은가격 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

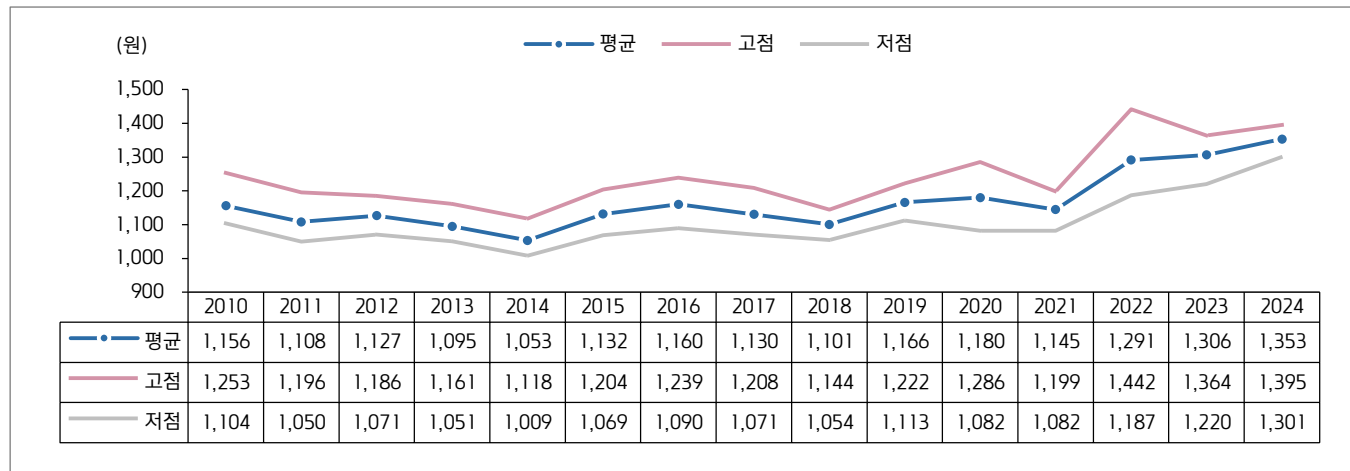
VI. FX: 원화, 상고하저 흐름



01. 새로운 균형, 달러/원 환율 1,300원대 흐름

- ▶ 달러/원 환율의 평균 수준은 2015년 당시 1,100원대로 높아진 이후 2022년에는 1,200원대로 상향 조정
- ▶ 달러/원 환율의 새로운 균형은 1,200~1,400원대로 예상하며 평균 1,300원대에서 움직일 것으로 전망
 - 한국 무역수지 흑자 기조가 유지될 것으로 전망함에 따라 1,400원대를 상향 돌파하는 흐름은 제한될 것으로 예상

달러/원 환율 추이



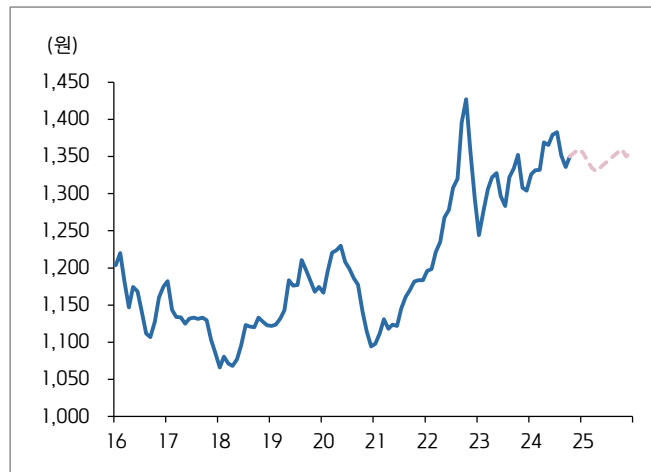
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 2024년은 10/22 기준

02.

미 달러에 연동하는 원화 움직임

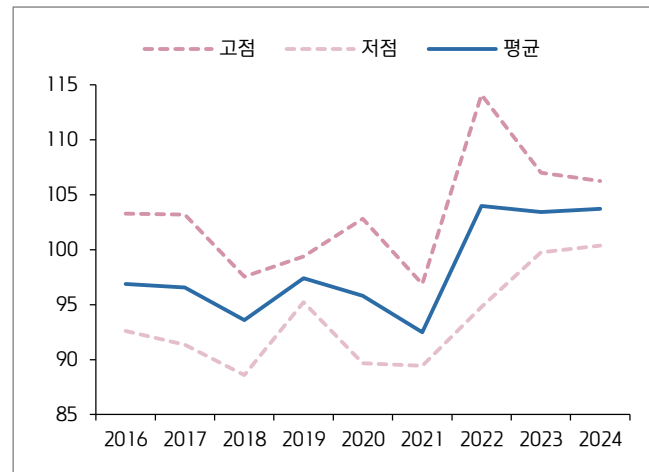
- ▶ 2025년 달러/원 환율은 연평균은 2024년보다 소폭 낮아질 것으로 예상. 미 달러화에 연동해 2025년 상반기 1,300원 초중반대에서 움직인 이후 하반기에는 1,300원대 중후반 레인지에서 등락을 보일 것으로 전망
- 달러/원 환율(평균) '24년 1,355원, '25년 1,346원 (1Q 1,345원, 2Q 1,335원, 3Q 1,350원, 4Q 1,355원)
- ▶ 미 달러화는 연준의 금리 인하와 미국의 성장 둔화에 상반기에 완만한 하락세를 보이거나 하반기에는 연준 금리 인하 마무리 및 미국과 주요국간의 펀더멘탈 격차가 이어지면서 오름세를 보일 것으로 예상
- 연준 금리 인하 사이클은 '25년 6월 최종 금리 3.25~3.50% 수준에서 마무리될 전망

달러/원 환율 과거 추이와 전망치



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 점선은 당사 전망치

연도별 달러인덱스 평균과, 고점, 저점 추이

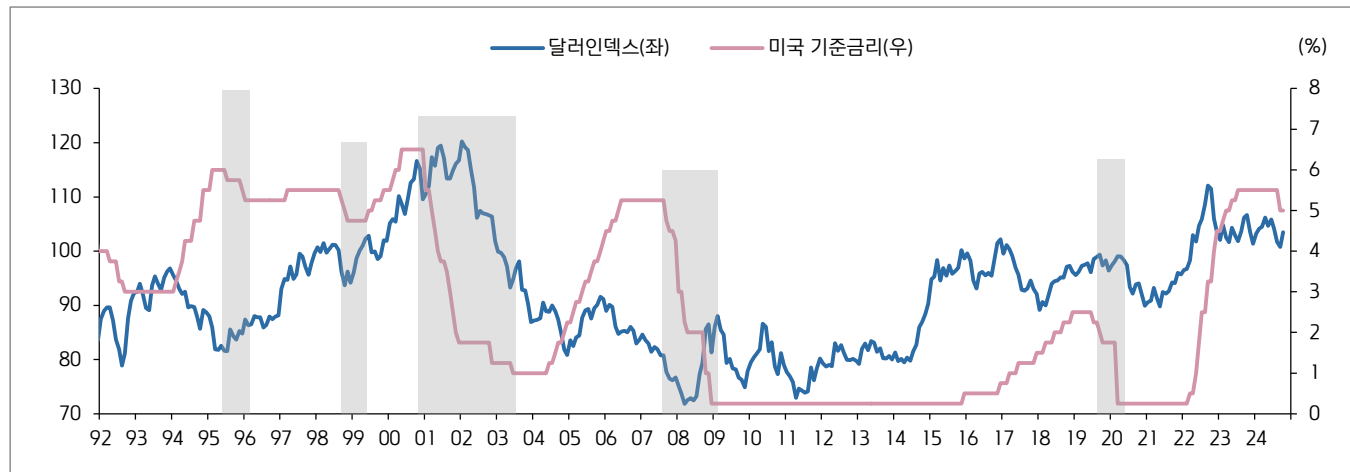


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

03. 과거 금리 인하기, 미 달러 움직임은 차별화

- ▶ 1990년 이후 미국 정책금리 인하 사례를 살펴보면 달러인덱스는 일관된 흐름을 보이지 않음
 - 미국 금리 인하기에도 경기 침체의 동반 여부에 따라 달러 흐름은 차이
- ▶ 미국 정책금리 인하와 경기 침체가 동반되지 않았던 1995년과 1998년 당시에는 달러는 금리 인하 이후 횡보하다 상승하는 흐름을 보인 반면, 2001년과 2007년 당시에는 경기 침체에 대응해 정책금리 인하 폭이 확대되면서 미 달러화는 하락
 - 2008년 중반 이후에는 글로벌 금융위기에 따른 우려로 안전자산 수요가 강화되며 미 달러 상승 전환
 - 2019년 미국 금리 인하 이후 경기 연착륙 가능성이 높아졌으나 코로나19 확산에 경기 침체로 전환

미국 정책금리와 달러인덱스



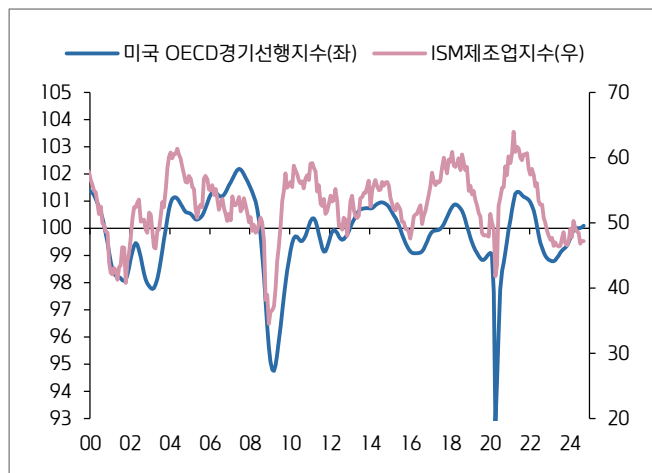
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 회색박스는 경기침체 구간

04.

상반기 미 달러 완만한 하락, 펀더멘털 격차 축소

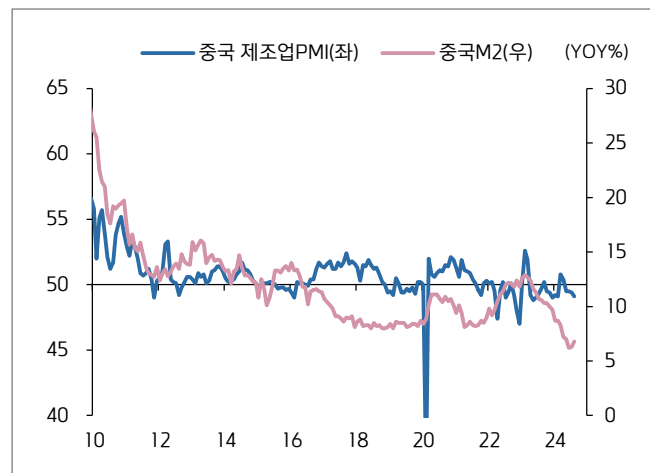
- ▶ 2025년 상반기 미국 성장 모멘텀이 둔화되고, 중국, 유로존 경기가 점진적으로 회복되면서 미 달러화는 단기적으로 하락 압력 받을 전망. 미국 대선 관련 정책 불확실성도 '24년 하반기 후반에 선반영될 가능성 상존
 - 미국 OECD경기선행지수는 확장세에 머물고 있으나 ISM제조업지수 및 소비심리의 불안정한 흐름 등을 고려할 때 성장세는 둔화될 가능성
 - 중국 경기는 제조업PMI지수를 중심으로 여전히 약한 상황이나 바닥을 다지고 있어 정책당국의 대규모 부양조치를 고려할 때 점진적인 회복세는 가능할 것으로 예상

미국 OECD경기선행지수와 ISM제조업지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국 제조업PMI지수와 M2증가율



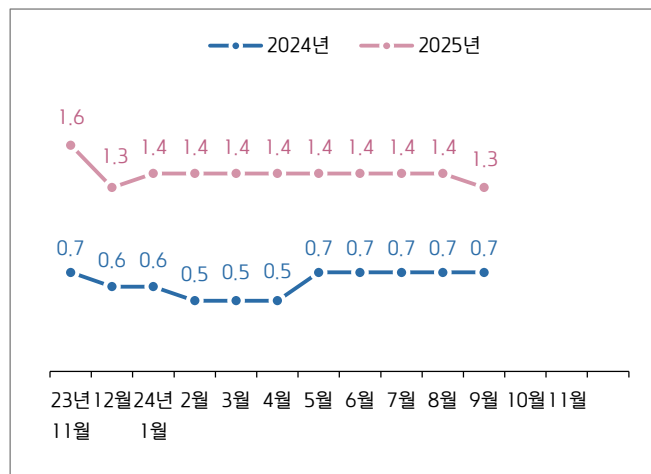
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

05.

유로화의 단기적인 반등은 가능성이 열려 있으나

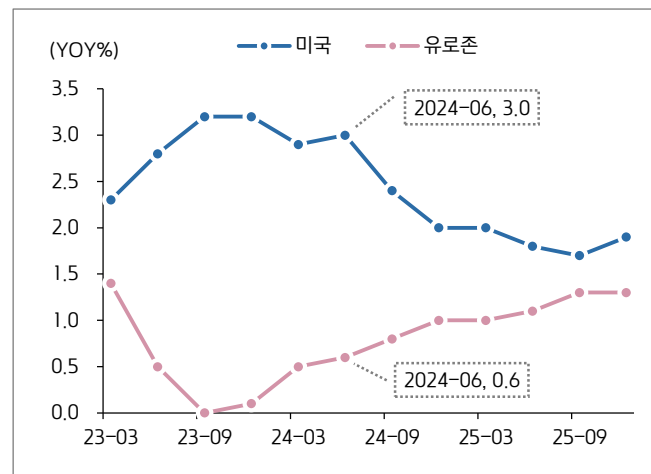
- ▶ 미국과 유로존과의 펀더멘탈 격차 축소는 유로화 강세/달러 약세 요인
- ▶ 달러인덱스에서 가장 비중이 큰 유로화의 경우 미국과 유로존의 경제성장률 격차가 연간 기준으로 보면 2025년에는 축소될 것이라는 전망
 - 미국은 2024년 2% 초반에서 내년 1% 후반대로 둔화되고 유로존은 올해 0% 후반에서 내년 1%초반대로 반등 전망
- ▶ 하지만 2025년 하반기부터 미국과 유로존 성장률 격차 축소는 주춤해지며 다시 확대될 전망

주요 IB 유로존 연간 경제성장률 전망치 변화(중간값)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국과 유로존 경제성장률과 전망치

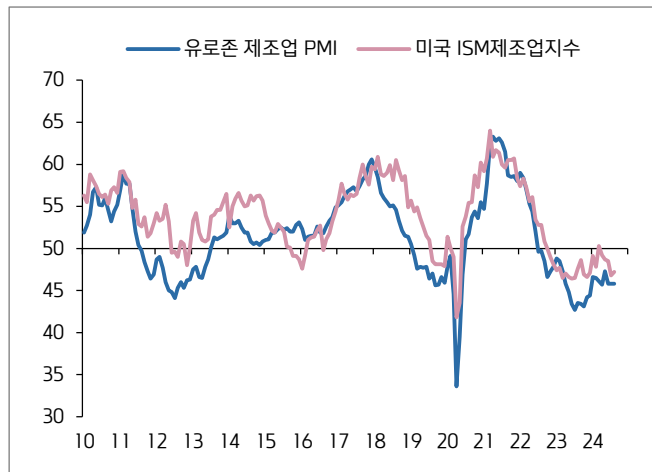


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주: 2024년 3분기부터는 전망치

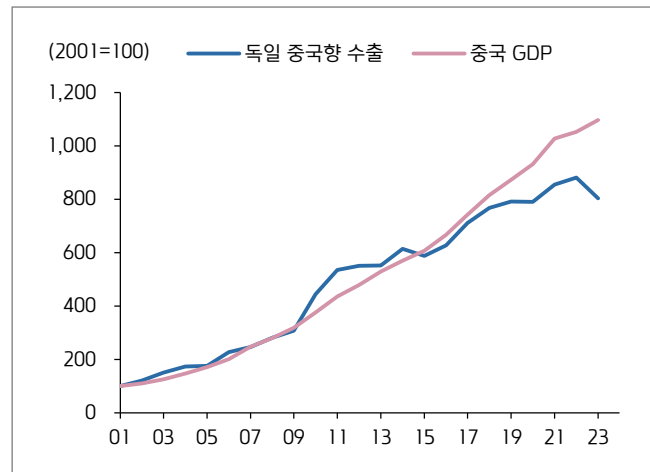
- ▶ 성장 모멘텀의 지속성 측면에서 유로존의 경기 회복 기대는 단기에 그칠 수 있음
 - 유로존은 정치 불확실성이 여전하고 재정을 통한 성장 견인력은 미국에 비해 상대적으로 약한 상황
 - 특히, 독일 경제의 회복 강도 제약, 중국의 높은 의존도와 에너지 가격의 불안정, 전통 제조업 중심의 생산성 약화 등
 - '25년 미국 경제성장률은 둔화되나 ISM 제조업지수 등의 제조 생산활동의 회복으로 성장 모멘텀 개선 가능
- ▶ 미국과 유로존 성장률 격차 지속. 재정정책과 에너지 가격 충격, 교역 여건 변화에 따른 영향이 미국과 유로존 경제권에서 다르게 반영되면서 중장기적으로 미 달러화가 유로화 대비 우위를 보일 전망

미국 ISM제조업지수와 유로존 제조업PMI지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

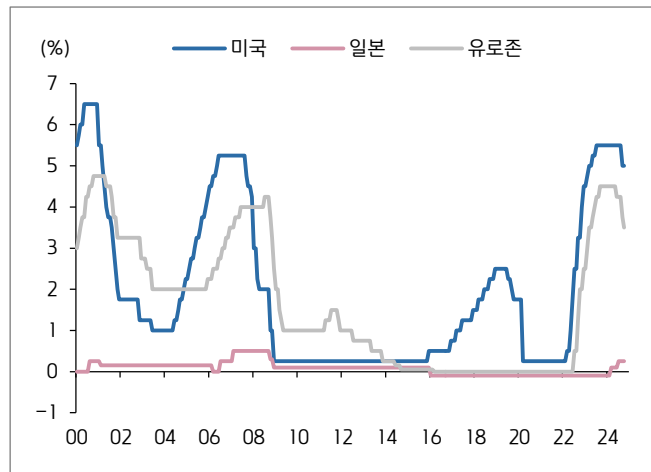
독일 대중국 수출과 중국 GDP



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

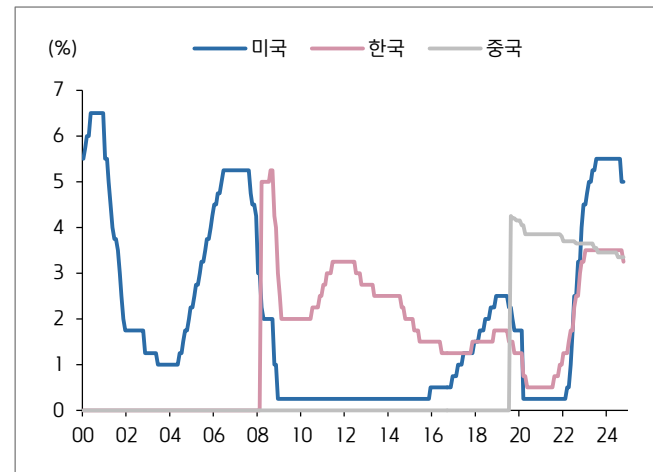
- ▶ 미국 연준의 기준금리 인하에도 주요국 간의 금리 차이는 유지될 전망
 - 미국 정책금리를 2025년 상반기까지 3.25~3.50%까지 낮추더라도 여타 주요국 대비 높은 수준
 - 일본은 추가 금리 인상 가능성이 열려있지만 대내외 수요를 고려해 점진적인 정책 변화를 유도할 전망
 - 유로화는 2025년에도 성장 부진에 대응해 매분기 금리 인하 가능
- ▶ 미국의 금리 인하 사이클 진입에도 상대적으로 양호한 미국 경제와 넓은 폭이 유지될 미국과 주요국 간의 내외 금리차 등은 달러 약세의 압력을 완화

미국, 일본, 유로존 기준금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국, 중국, 한국 기준금리 추이



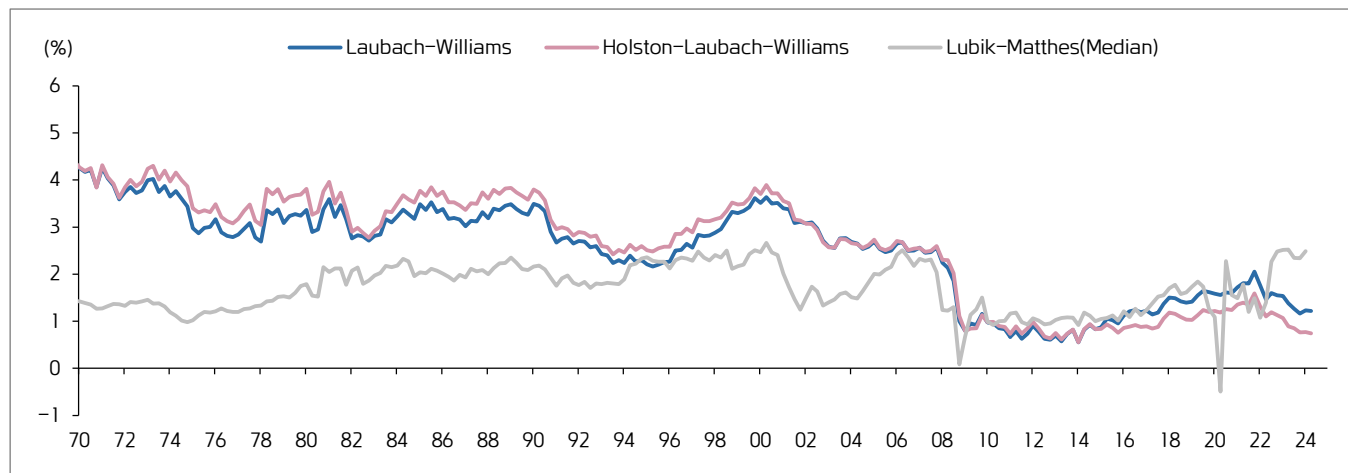
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

08.

미국 적정 금리 수준 불확실성, 제한적인 통화 이완

- ▶ 다양한 방법론에 따르면 미국 실질 자연이자율 추정치는 코로나19 팬더믹 이후 차별화되는 모습
 - 생산성, 인구구조 등 구조적인 변화와 미국의 재정적자 확대 및 민간 투자 확대 등의 반영에 따라 추정치는 차이
- ▶ 지난 2000년 이후 자연이자율의 하락 추세는 완화적인 통화정책 기조를 뒷받침. 하지만, 코로나 팬더믹 이후 차이를 보이는 자연이자율의 추정치들은 통화 이완의 활용이 이전보다 제한적일 수 있음을 시사
 - 연준 금리 인하는 2025년 상반기까지 과잉 긴축의 정상화를 빠르게 진행한 이후 중립금리 수준에서 마무리 전망

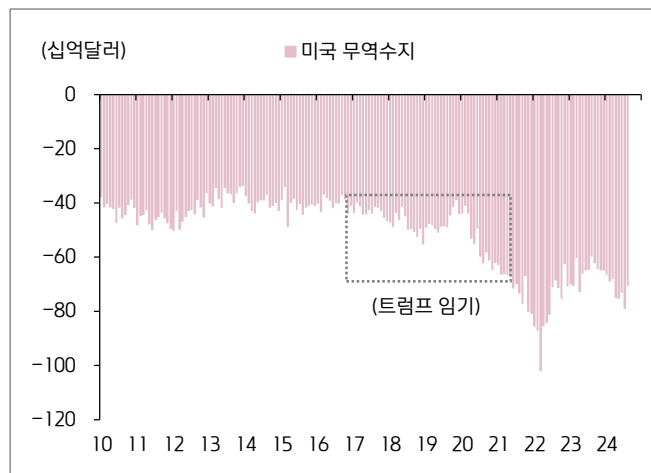
다양한 방법론에 따른 미국 실질 자연이자율 추이



자료: FED, 키움증권 리서치센터

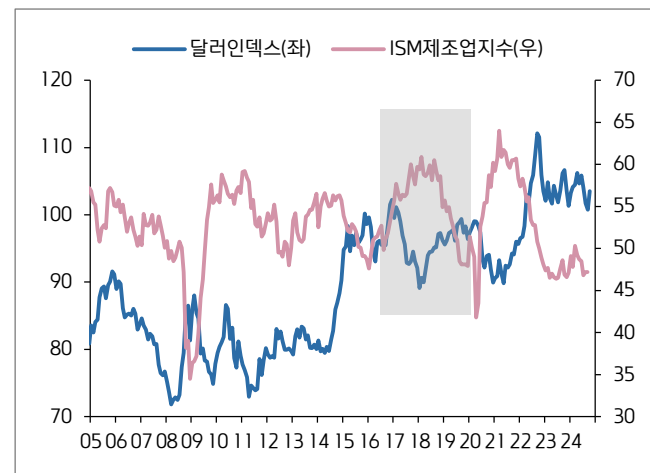
- ▶ 미국 트럼프와 해리스 대통령 후보의 공약은 성장, 인플레이, 안전자산 수요 등에 미치는 영향 및 시차는 있겠지만 두 후보의 공약 모두 재정악화와 금리 상승 요인
 - 트럼프의 감세안 및 규제 완화를 통한 성장 중점 공약과 해리스의 중산층에 대한 보조금 확대 등은 재정적자 요인
 - 트럼프는 표면적으로 약달러를 지지하고 있으나 주요 공약인 관세 부과대상 확대, 감세안 연장, 이민 제한 정책 강화 등은 강달러 요인으로 작용할 소지.
 - 과거 트럼프 임기 당시 달러 약세는 대내외 펀더멘털이 양호했던 점이 주요하게 작용

미국 무역수지 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

달러인덱스와 미국 ISM 제조업지수

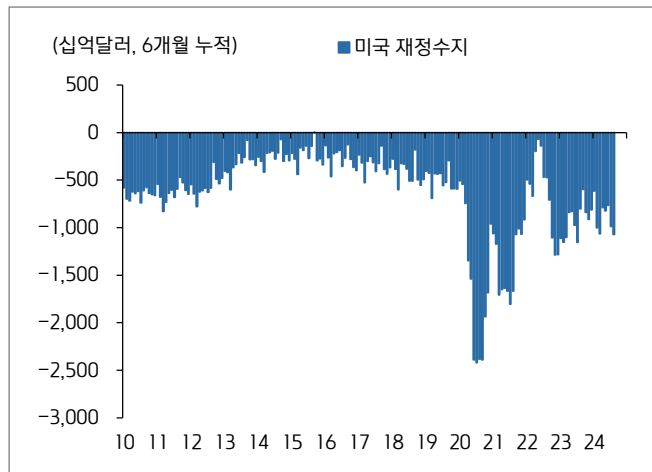


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

10. 성장 제고와 FDI, 그리고 달러 상승 압력

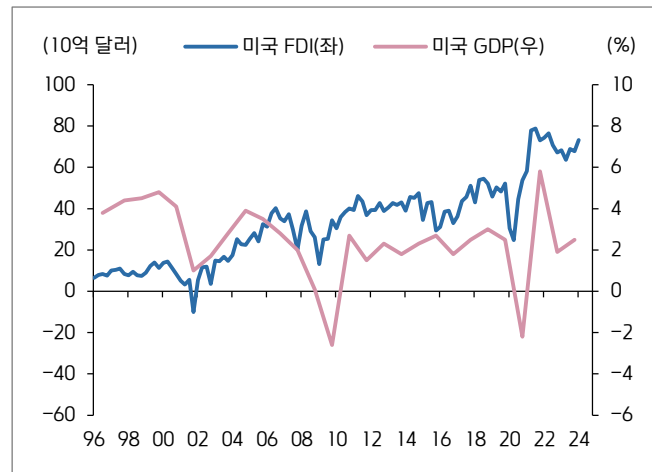
- ▶ 인플레이션 환경에서는 레버리지를 통한 성장 견인이 쉽지 않아 정부지출과 민간 투자를 통한 성장 제고 필요
 - 미국 의회예산국(CBO), 재정적자가 2029년까지 GDP의 약 5% 이상으로 유지될 것으로 예측
 - '24년 GDP 재정적자 규모는 5.6%, '25년 6.1%로 코로나19 이전 5년 평균 3.5%보다 높은 수준으로 전망
- ▶ 미국 경기 및 금융시장 불확실성에 단기적인 마찰음이 발생할 수 있으나 중장기적으로 미국 펀더멘털이 상대적 우위를 지속하며 미국으로의 자금 유입 흐름은 유효하다면 미 달러화에는 강세요인으로 작용
- ▶ 하반기 미국 성장률이 점진적으로 회복되면서 미 달러화는 반등할 가능성

미국 재정수지 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 FDI와 경제성장률 추이



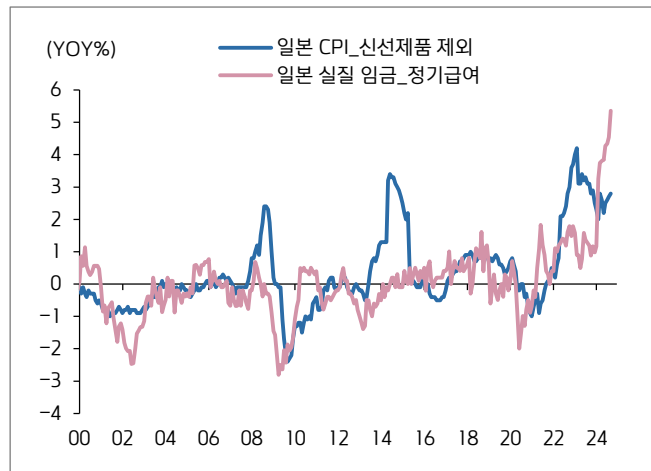
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

11.

엔화, BOJ 점진적 정상화. 미국 금리 흐름에 주목

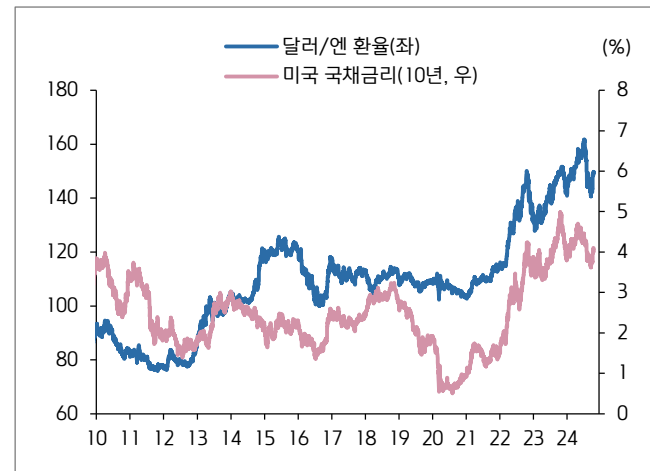
- ▶ BOJ의 정책 정상화는 점진적일 전망이다. 일본 소비를 중심으로 경기 회복세를 지켜볼 필요가 있으며 미국 연준의 금리 인하 과정에서는 엔-캐리트레이드 청산 우려 등이 잔존해 일본은행 추가 금리 인상은 매우 더딜 듯
- 임금 상승에 따른 인건비 상승이 서비스업을 중심으로 가격전가 우려 있으나 가계의 소득환경 악화 및 소비 부진은 가격 전가 압력을 일부 제약할 가능성
- ▶ 연준 정책금리 인하 폭이 2025년 상반기까지 진행되며 미-일 금리차가 확대 되겠으나 미국 시장금리의 하락 폭이 이전 금리 인하 사이클에 비해 제한될 것으로 보여 엔화가치의 절상 폭도 완만하게 진행될 전망이다

일본 근원CPI와 일본 실질 급여 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

달러/엔 환율과 미국 국채금리(10년)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

12.

이전과는 다른 시각으로 접근해야 하는 환율과 시장 움직임

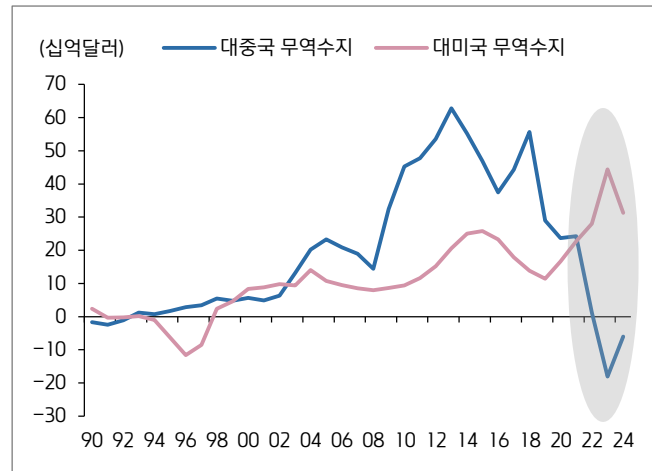
- ▶ 한국 코스피지수가 상승 시 달러/원 환율은 하락하는 패턴을 보여왔으나 최근 이 관계는 약화
- 2024년 들어 KOSPI 하락에도 달러/원 환율이 내림세를 보이며 원화가치가 상승. 과거에는 반대 패턴을 보임
- ▶ 한국 수출의 주요 수출 지역이 중국에서 미국으로 이동하고 있다는 점이 주된 배경. 중국의 약한 수입 수요로 미국 성장에 대한 한국의 수출 민감도가 높아짐.
- ▶ 미국 펀더멘털 약화로 달러가 하락할 경우 원화가 상대적으로 강세를 보이지만 대미국 수출 수요 둔화 우려로 주식시장에는 부담으로 작용

달러/원 환율과 KOSPI 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

한국 대중국과 대미국 무역수지



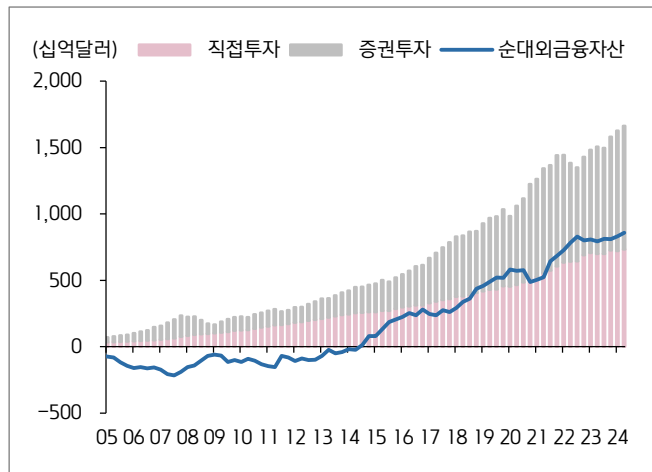
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

13.

국제수지의 변화, 해외 요인에 대한 민감도를 높여

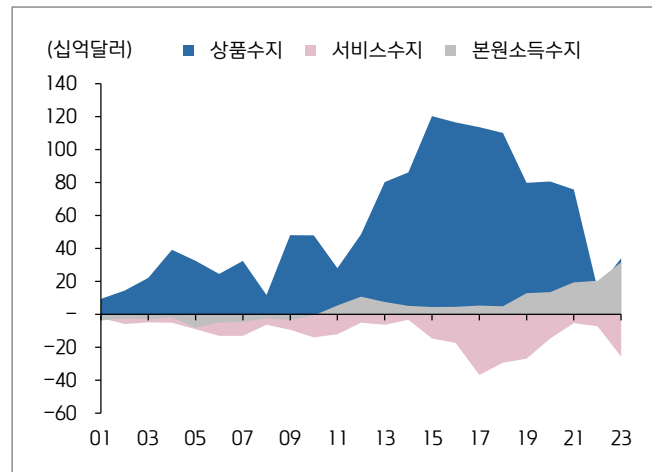
- ▶ 한국 국제투자대조표(IIP)를 살펴보면 직접투자와 증권투자가 꾸준히 증가하며 순대외금융자산 역시 확대
- ▶ 이와 같은 순대외금융자산의 확대는 그만큼 해외로의 투자가 확대된다는 의미로 원화 약세요인으로 작용하나 대외 지급 능력 측면에서 해외 리스크의 전이를 완화해 달러/원 환율 급등 가능성을 제한
 - 순대외금융자산 흑자국에서 외국인 자금이 이탈할 경우 내국인의 해외투자 자금이 본국으로 돌아오면서 자본유출입의 변동성을 완화시키는 역할 가능. 순대외금융자산의 축적은 국제적 위험 공유를 통한 해외 리스크의 전이를 완화
- ▶ 경상수지에서 소득수지의 비중이 커질수록 환율은 국내 펀더멘털보다 해외 성장에 더 민감하게 움직일 전망

한국 IIP 직접투자, 증권투자, 순대외금융자산



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

한국 상품수지, 서비스수지, 본원소득수지



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터