

Weekly Outlook & Strategy | 2025. 02. 24

# [주간 퀀틴전시 플랜] 아직 갈 길은 멀지만... 잠시 숨고르기가 필요한 시점

Strategist 이경민

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

텔레그램 채널 daishinstrategy



## Summary. 불안심리 진정, 불확실성 완화만으로 KOSPI 2,600선 근접. 2,700선을 향하기 전에 숨고르기가 필요한 시점

- 그동안 언급해왔던 KOSPI의 상반기 강세흐름이 현실화되고 있음. 지난주 KOSPI는 단숨에 2월 Band 상단이자 1차 밸류에이션 정상화 목표인 2,650선 돌파 대내외 불확실성 완화와 연기금의 35거래일 연속 순매수, 외국인 현선물 매수 등이 가세하면서 KOSPI 상승 탄력 강화 올해 반등 과정에서도 소외되었던 반도체, 2차전지가 지난주 2,670선 돌파 시도를 주도했다는 점은 순환매 장세가 진행 중임을 시사하는 한편, 1차 순환매 사이클이 마무리될 가능성을 시사하는 부분. 밸류에이션 정상화 목표에 도달한 상황에서 단기 과열이 심해짐에 따른 단기 등락은 감안해야 할 시점
- 미국 증시가 박스권 상단에서 급락반전했고, Macro Risk Index는 0.2 이하에서 Risk Off 시그널로 전환 시사. VIX도 하단에서 급반등 중 단기 변동성 확대가 예상되는 상황에서 이번주 엔비디아 실적 발표, PCE물가와 소비/소득 지표 발표 대기 중 엔비디아 실적은 여전히 높은 시장 기대를 얼마나 충족시켜줄 수 있을지가 관건. 그동안의 고속 성장에 익숙해진 투자자들의 기대치가 부담스러운 상황 반면, 5개월만에 PCE물가 둔화는 미국 소비 둔화와 맞물려 금리인하 기대를 자극하며 채권금리, 달러화 하향 안정에 힘을 실어줄 것
- 따라서 이번주 KOSPI는 전악후강 패턴으로 단기적으로는 2,600선, 3월까지 2,520 ~ 2,570선에서 지지력 확보 예상 특히, 한국은 25일 헌법재판소 탄핵 심판 최종 결론을 통해 선고 시점이 확인되고, 금통위 금리인하도 기대되는 상황 미국 증시보다 견조한 흐름 예상. 3월 초중순까지 단기 과열 해소, 매물소화 과정이 진행된다면 이는 이보전진을 위한 일보후퇴 단기 등락 이후 그동안 글로벌 증시, KOSPI 상승동력이었던 선수요 유입이 지속되는 가운데 글로벌 채권금리, 달러화 하향안정과 중국 경기 회복 재확인 및 정책 기대, 국내 정치적 리스크 해소, 금융시장 안정에 근거한 외국인 순매수 전환 등이 KOSPI 추가 상승동력이 될 전망 당분간은 짧은 순환매에 대응하는 가운데 3월 중 KOSPI 2,520 ~ 2,570p 수준에서 지지력 테스트 전개 시 비중확대 기회로 활용. 1분기 KOSPI Target은 2,750p
- Issue 1. 채권금리, 달러화 레벨다운. 경기불안 + 연준 & 재무장관 콜라보 최근 물가 반등과 기대인플레이션 급등에도 불구하고 10년물 국채금리는 4.4%대로, 달러화는 106p대로 하락 연이은 경제지표 부진과 소비심리 악화 등의 영향. 게다가 트럼프 취임 이후, 급진적인 트럼프의 발언과 달리 주요 내각들은 섬세하게 정책 수행 중 연준과 트럼프의 충돌 우려 또한 시장의 과도한 해석으로 판단. 시장 역시 트럼프의 정책이 경제에 미치는 영향을 재평가하면서 안정되는 중
- Issue 2. 트럼프의 관심은 러-우 전쟁 종전협상으로... 궁지에 몰린 우크라이나 & EU? 트럼프 대통령 집권 이후 러-우 전쟁 종전 기대감 확대. 2월 중순 이후 트럼프는 푸틴, 젤렌스키와 연이어 통화하며, 양자간 종전협상의 Key-Man으로 역할 트럼프 행정부는 우크라이나로부터 광물 협상을 요구. 협상 과정에서 EU가 중심에서 벗어나며 러-우 종전협상 타결 시 이해득실이 기대와 다를 수 있음 2월 2주 ~ 3주, 우크라이나 종전 기대감이 증시에 반영되면서 관련 테마 상승. 다만, 한국 비중을 고려하면 직접적인 수혜 가능성은 제한적 오히려 재건 모멘텀으로 상승하는 건축자재 비용, 글로벌 건설기계 수요 변화, 러시아 원유 제재 해제 가능성, 글로벌 원자재 공급망 등 변화에 대해 폭넓은 접근 필요
- Issue 3. 여전히 견고한 선수요 모멘텀. 한국 수출에 변화가? 2월에도 미국, 유럽 제조업 PMI(S&P Global 기준) 반등세 지속. 미국은 서비스업 PMI 급락, 수축국면 전환에도 불구하고 제조업 PMI는 2개월 연속 반등, 예상 상회 2월 유로존 제조업 PMI도 47.3으로 2개월 연속 반등(1월 46.6). 예상치 47보다 양호한 수치 기록 관세 부과를 앞둔데 따른 선수요 유입 영향. 제조업 경기 회복, 교역 개선 등은 한국 기업이익 개선으로 이어질 전망 한편, 20일까지 수출 전년대비 16% 증가. 일평균 수출 -2.7%로 마이너스 반전. 한국 설과 중국 춘절 연휴 영향. 반도체 외 업종과 아시아 국가들의 수출 개선 뚜렷

## Summary. KOSPI 2,600선 돌파/안착 과정의 진통은 트레이딩 기회. 단기 낙폭과대주, 저평가주 중심 대응 유효

- **Inflection Point 1. 경기 불안보다 물가 안정 기대가 커진다면... PCE와 소비/소득 지표 확인**  
2월 28일 미국 1월 PCE와 Core PCE, 소비, 소득 지표 발표. 전반적으로 물가, 소비 둔화 예상  
5개월만에 물가 둔화 확인될 경우 경기불안에 물가 안정 기대가 가세하면서 채권금리, 달러화 하향안정에 힘이 실릴 전망  
1분기 중 10년물 국채금리는 4.2% 달러화는 104p 하회 예상
- **Inflection Point 2. 독일, 총선(23일) 이후 연정 구성에 따른 경기부양 예상. 유로화의 향배는?**  
2월 23일 독일 조기총선 진행. 유로존 경기가 독일을 중심으로 부진한 상황. 투자시장에서의 자본유출 또한 부담.  
연정이 예상되는 CDU-CSU(기민/기사연합) 당 정책이 현행 부채 정책 유지이지만, 총선 이후 부채 브레이크 완화, 정부의 경제 부양 조치들이 발표될 가능성이 높음  
독일, 유럽 경기 부양 기대를 자극할 수 있고, 시장 금리의 하락 압력을 약화시킬 수 있겠지만, 유로화 강세, 달러화 약세 압력을 높이는 변화
- **Inflection Point 3. DeepSeek발 AI 모멘텀. 중국에 이어 미국 증시 상승동력? 관건은 엔비디아 실적**  
홍콩 항셱지수는 2025년 들어 글로벌 증시 중 돋보이는 수익률을 기록 중. 딥시크를 필두로 한 AI, 기술주 모멘텀 영향  
DeepSeek발 쇼크에 아직 완전히 벗어나지 못한 미국. AI 모멘텀이 다시 미국 증시 상승동력으로 작동하기 위해서는 27일 새벽(한국시간) 엔비디아 실적이 중요  
25년 1분기 주당 순이익 전망 0.84달러. 여전히 높은 기대가 부담스러운 가운데 다음 분기 실적 가이던스도 예상치 상회 여부가 중요
- **Inflection Point 4. 금통위 금리인하와 정치적 리스크 완화 가시화**  
2월 25일 한국은행 금통위에서 기준금리를 현재 3.00%에서 25bp 인하한 2.75%로 예상. 일각에서 우려하는 미국과 금리차로 인한 외환시장 변동성 확대는 제한적  
한편, 헌법재판소의 탄핵심판 마무리(2월 25일 변론 종결)됨에 따라 3월 11일 전 탄핵 심판 선고 예상. 가시화되는 정치적 리스크 해소 기대가 KOSPI 안정성을 높일 것
- **Inflection Point 5. 4분기 실적 시즌 종료, 선행 EPS 상승 반전 가시화**  
4분기 실적 시즌 종료 이후 실적 전망 하향조정이 진정되면서 멀지 않은 시점에 12개월 선행 EPS 상승 반전 예상  
미국, 중국 중심의 경기 상승 사이클, 선수요 유입에 근거한 글로벌 제조업 경기, 한국 환율 효과 등을 감안할 때 우려보다 양호한 1분기 실적 가능성 높다고 판단
- **Inflection Point 6. 연기금 연속 순매수에 외국인 선물 매수 가세. 현물 매수는 언제?**  
24년 11월 이후 KOSPI 급락은 제어되고, 반등 시도 지속, 강화. 그 이유는 연기금 순매수 때문. 연기금은 11월 이후 일평균 1,000억원 이상의 순매수 기록 중  
연기금 순매수가 꾸준히, 연속적으로 유입되면서 외국인 매수시 강한 반등이 전개되는데 반해, 매도시 단기 조정에 그치는 패턴 반복. KOSPI 분위기 반전을 주도  
최근 KOSPI 2,650선 돌파시도에서는 현물 매수세는 제한적이었지만, 선물 매수 강하게 유입. 선행적인 외국인 현물 매매 변화 가능성 시사  
달러 하향 안정, 원화 상대적 강세 압력 확대 시 외국인 순매수가 가세하며 KOSPI 반등에 힘이 실릴 것
- **Trading 전략 : 실적대비 저평가주 & 낙폭과대 업종인 자동차, 보험, 디스플레이, 호텔/레저, 건설/건축 주목**  
KOSPI 2,650선 돌파 이후 단기 변동성 불가피. 순환매 대응을 위해 자동차, 보험, 디스플레이, 호텔/레저, 건설/건축 주목  
실적대비로도, 추가 측면에서도 낙폭과대 업종. 추가 반등 또는 단기 등락 이후 반등 국면에서 실적대비 저평가 업종들의 반등시도 뚜렷해질 것  
한편, 다수의 업종들이 단기, 중기 측면에서 중요 지지권, 변곡점 진입. 단기 트레이딩은 물론, 중기 전략 측면에서 매집 가능  
대표적으로 반도체, 자동차, 2차전지는 현재 가격/지수대부터 단기 등락을 활용한 비중확대 가능. 가격, 밸류에이션 매력 충분  
조선, 기계, 제약/바이오, 인터넷은 중단기 과열, OverShooting 국면. 단기 변동성 확대 경계. 1 ~ 2개월 뒤 낮은 가격대에서 매수할 기회가 올 전망

# 주간 리뷰 : 큰 걸음으로 일보전진 숨 고르고, 이보전진 준비

---

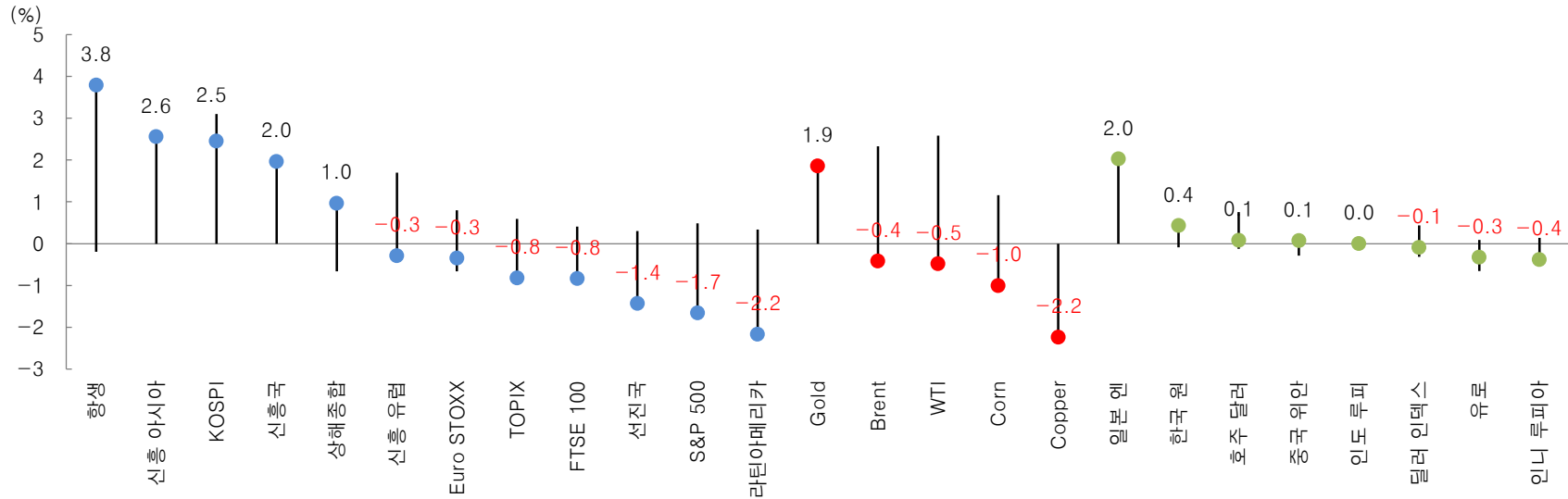
Strategist 이경민

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

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

## 중국 AI모멘텀 기대, 미국은 경기둔화 우려로 희비교차

### 2월 17일 ~ 2월 21일 글로벌 금융시장 수익률



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

주: 2월 21일 종가 기준

2월 3주차 글로벌 증시는 비미국 증시의 강세, 특히 중화권 증시는 딥시크 이후 AI모멘텀의 수혜 기대감이 유입되면서 알리바바, 텐센트, 샤오미 등 주요 기술기업들의 상승세 뚜렷, 기술기업들 상장되어있는 홍콩 증시가 글로벌 증시 Outperform 하였음. 한편, 미국 증시 Underperform, 주중 발표된 월마트의 실적 둔화와 경기선행지수, 소비자 신뢰지수 등 경가지표 둔화, 기대 인플레이션 상승 등 경기우려 반영하면서 금요일 큰 폭으로 하락 마감하는 모습, 사상 최고치 경신하며 상승하던 유럽증시는 지난주 차익실현 움직임, KOSPI는 미국과 유럽 등 글로벌 증시 조정세 상승 폭 일부 반납하였음에도 중국과 비미국 증시 선호 흐름에 글로벌 증시에서 상대적 강세 유지

달러 인덱스 하락. 스코트 베센트 장관의 장기채 금리 발행에 대한 시장 우려에 대한 구두개입과 미국 경기둔화 우려 등 반영한 반면, 엔화는 주 GDP 성장율과 소비자 물가지수 상승으로 금리인상 컨센서스 증가, 엔화강세 나타나며 달러-엔 환율 150엔 선 하회

트럼프 관세 이슈와 종전협상 난항 등으로 안전자산 선호 심리 유지되는 가운데, 달러약세 나타나면서 금 가격이 Outperform 하였고, 경기 우려로 유가와 구리가격 등은 상승분을 반납하였음

## 8월 5일 엔캐리 청산 폭락 하락갭 구간 상단 저항, 단기과열해소 & 매물소화 구간

### KOSPI 갭 구간에서 과열해소 & 매물소화



자료: 대신증권 Research Center

### KOSDAQ 780 저항선에서 과열해소

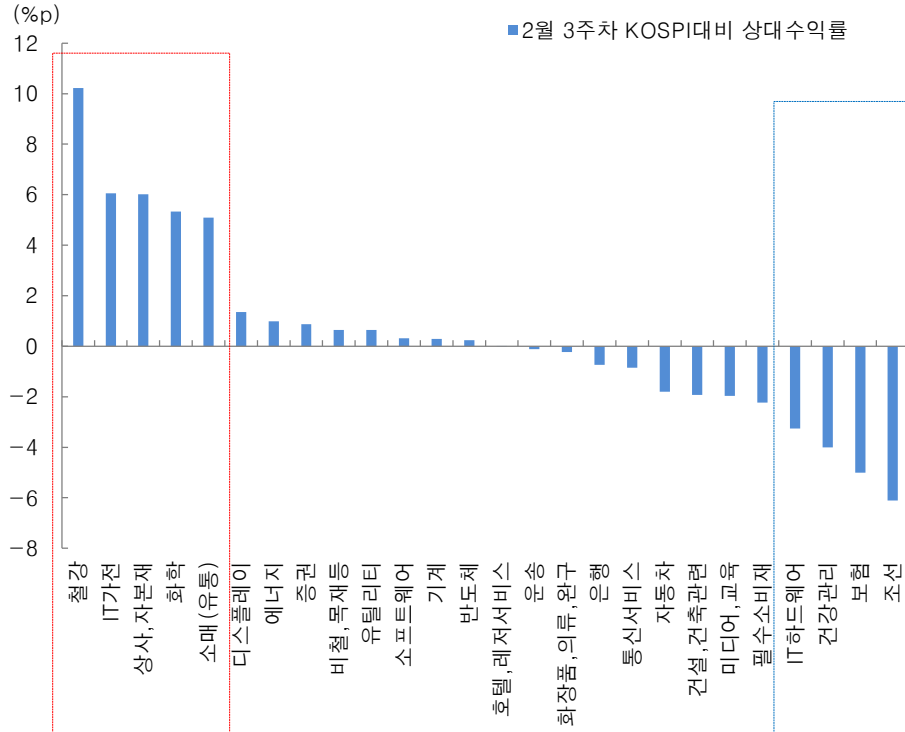


자료: 대신증권 Research Center

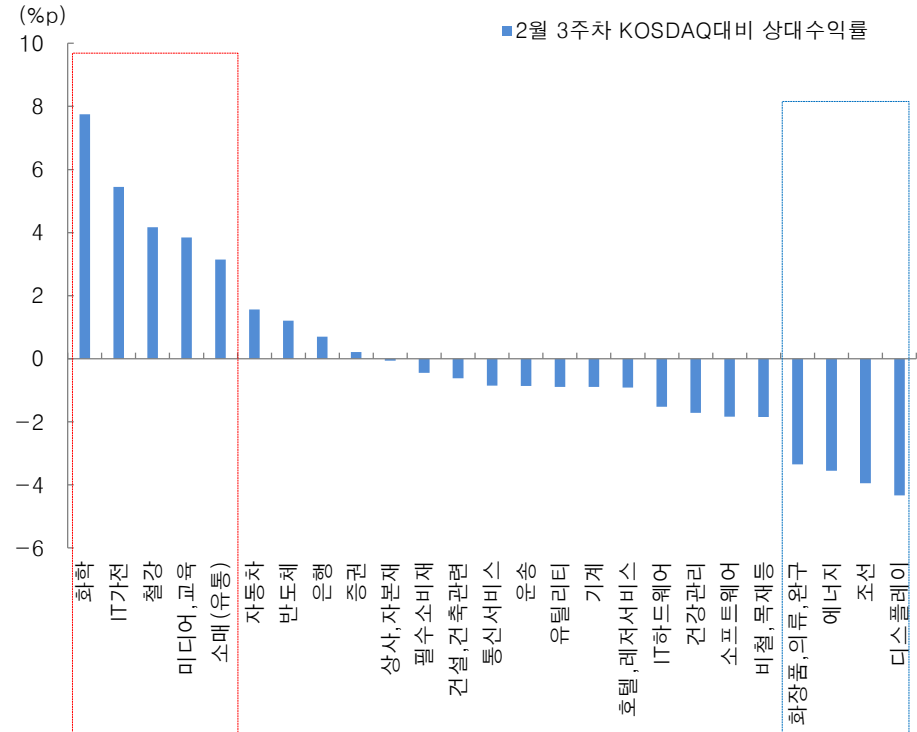
2월 3주차 KOSPI는 2.45% 상승, 2,654.58pt로 마감. 미국 소매판매와 월마트 실적부진 등 경기둔화 가능성에 미국채 금리 하락하면서 비미국 증시 훈풍으로 작용. 2월 11일 부터 시작된 KOSPI 상승랠리는 상호관세 불확실성 해소, 종전 기대감 등 더해지며 19일까지 7거래일 연속 상승 랠리 지속. 8월 5일 엔캐리 청산 등으로 나타났던 하락 갭을 채운 뒤 매물소화구간 진입. 그러나 조정 나타나던 금요일(21일) 결국 강보합 전환 마감하면서 견고한 모습을 보여주었음.. 트럼프 대통령이 상호관세와 자동차, 바이오, 반도체 추가 관세부와 언급하였지만 시장 학습효과로 변동성 제한. 원달러 환율 1,430원대까지 하락안정 된 것도 외국인 선물 수급 등 우호적으로 작용

## 낙폭과대/저평가 업종 반등, 순환매 나타나며 상승했던 업종은 차익실현 출회

### KOSPI Outperform: 철강, IT가전, 상사/자본재, 화학 등



### KOSDAQ Outperform: 화학, IT가전, 철강, 미디어/교육 등



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 2월 21일 종가 기준

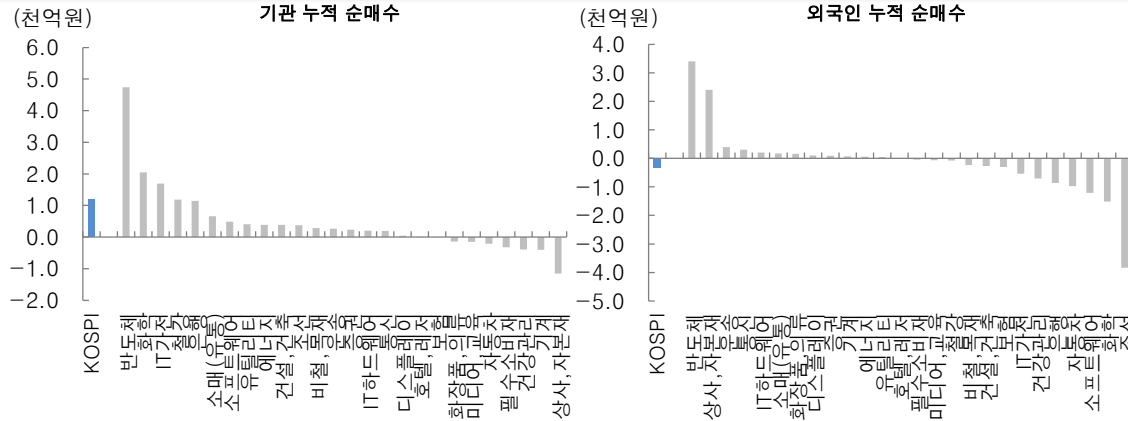
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

주: 2월 21일 종가 기준

2월 3주차 KOSPI를 Outperform한 업종은 철강, 2차전지, 화학, 소매/유통 등 낙폭과대, 저평가 업종들이 일제히 반등, 중국 경기와 한한령 해제 등 중국발 모멘텀 유입되면서 중국발 저가물량 공세에 어려움을 겪던 산업들의 업황 기대감 유입된 것. 특히 철강 업종은 반덤핑 관세조치 계획 등 보도되며 Outperform 뚜렷. 한편 Underperform 한 업종은 전주에 상승했던 조선, 보험, IT하드웨어 등으로 순환매에 따른 차익실현 물량 출회. 상사/자본재 업종은 방산섹터 모멘텀 이어지며 2주 연속 강세를 보였으며, 건강관리 업종 하락추세 지속. KOSDAQ 시장에서도 KOSPI와 마찬가지로 화학, IT가전, 철강, 소매/유통 등 Outperform하였으며, 한한령 기대감 유입된 미디어/교육 업종이 약진. 한편 디스플레이, 조선, 에너지, 화장품/의류 업종이 KOSDAQ을 언더퍼폼 하였음

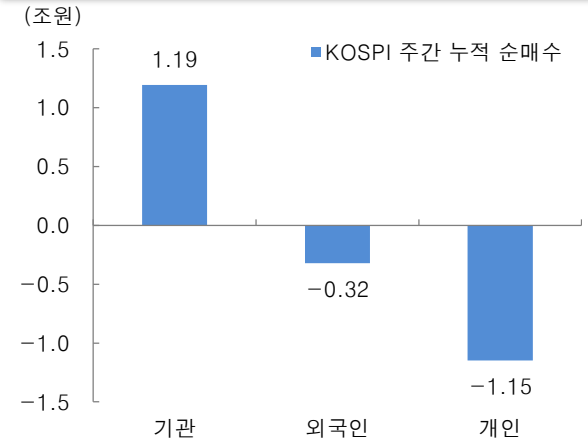
## 2월 3주차. KOSPI 상승 견인한 기관, 연기금 주간 20주 연속 순매수

### KOSPI 기관, 외국인 2주연속 반도체 동시 순매수



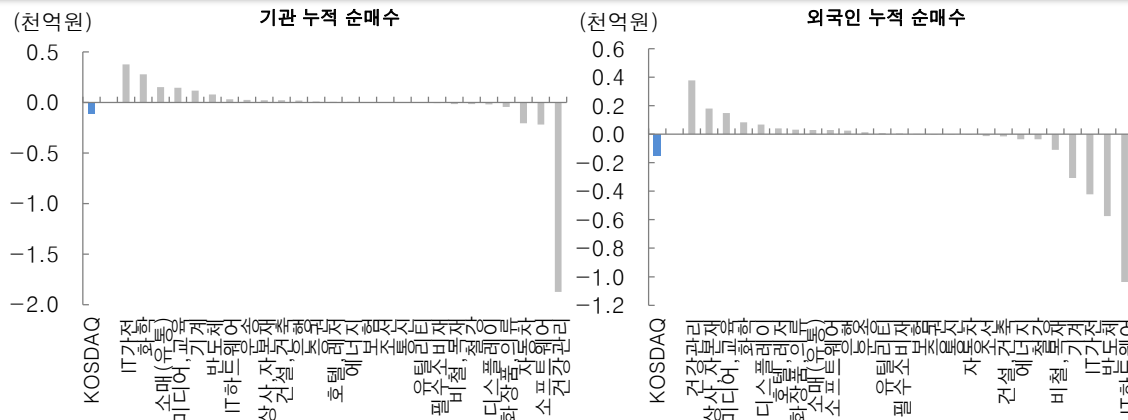
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

### KOSPI 상승 견인한 기관



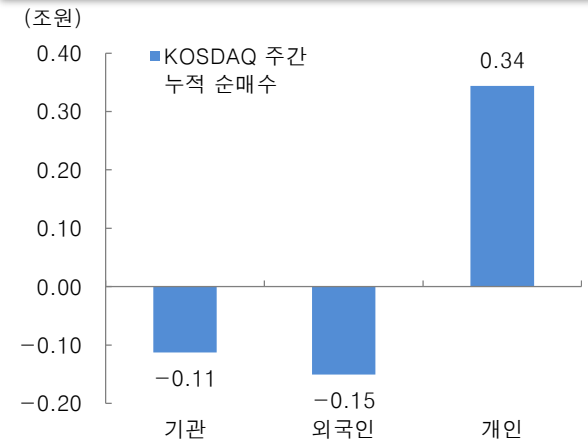
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

### KOSDAQ 기관과 외국인, IT가전과 건강관리 업종에서 매수/매도 엇갈려



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

### KOSDAQ 상승은 개인이 주도



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center



# Issue 1.

## 채권금리, 달러화 레벨다운.

## 경기불안 + 연준 & 재무장관 콜라보

---

Strategist 이경민

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

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

## 국채금리 & 달러 하향안정, 물가 부담에도 불구하고 경제지표 부진 + 연준 & 베센트 장관발 안도감 유입

### 4.8%에 근접했던 미국채 10년물, 4.4%대로 레벨다운



자료: Fed, CEIC, 대신증권 Research Center

### 110에 근접했던 달러인덱스 또한 106.6대로 하락

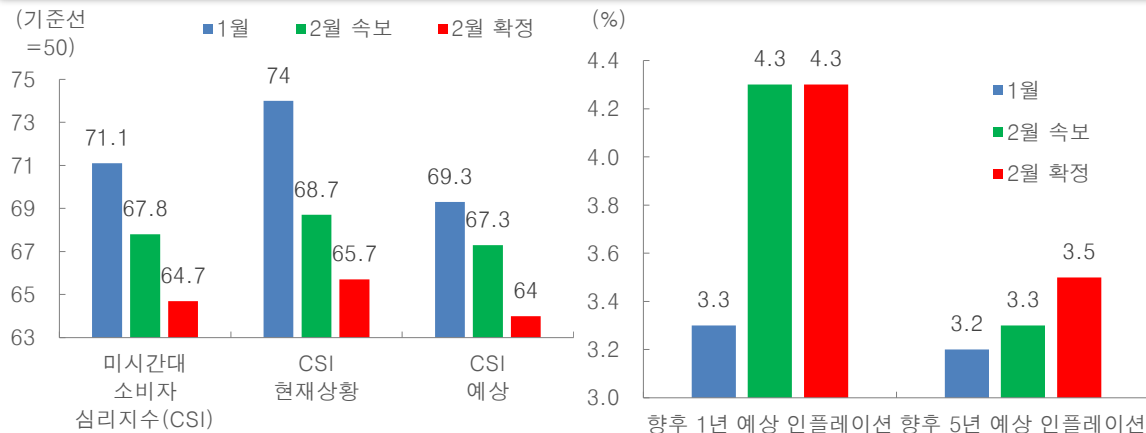


자료: CEIC, 대신증권 Research Center

- 미국채 10년물과 달러화 레벨다운
- 트럼프 취임 이후 물가 반등과 트럼프 정책(관세&이민 정책과 정부부채 등) 우려 등의 영향으로 미국채 10년물은 4.8%, 달러인덱스는 110p까지 레벨업
- 하지만, 최근 물가 반등과 기대인플레이션 급등에도 불구하고 10년물 국채금리는 4.4%대로, 달러화는 106p대로 하락
- 최근 연이은 경제지표 부진과 소비심리 악화 등의 영향이 컸음
- 게다가 트럼프가 취임한 이후, 급진적인 트럼프의 발언과는 달리 스콧 베센트 재무장관을 비롯한 주요 내각들은 섬세하게 정책을 수행 중임을 확인
- 연준과 트럼프의 충돌 우려 또한 시장의 과도한 해석으로 보임. 트럼프 임기 초 파월의장은 트럼프의 정책에 대해 충돌과 코멘트를 최대한 아끼는 모습
- 시장 역시 트럼프의 정책이 경제에 미치는 영향을 재평가하면서 안정되는 중. 여기에 경제지표 부진이 가세하면서 채권금리, 달러화 레벨다운

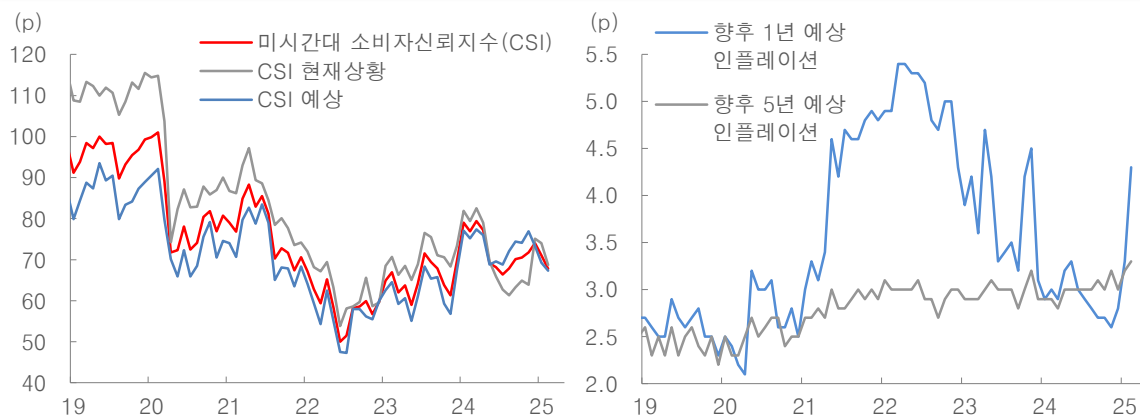
## [경기 불안] 소비심리 악화 > 기대 인플레이션 반등. 시장은 소비 불안을 걱정...

### 속보치보다 더 하락한 미시간대 소비자심리지수. 기대인플레이션은 상향 조정



자료: 미시간대, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

### 기대인플레이션 반등보다 소비심리 악화가 금융시장에 미치는 영향력 커...

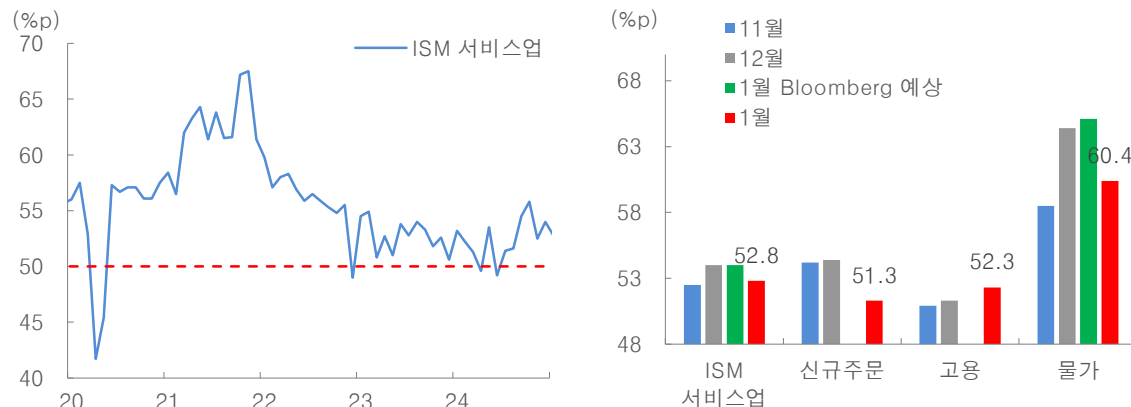


자료: 미시간대, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 미시간대 소비자심리지수 2월 확정치가 속보치대비 하향조정. 미국 경제를 지탱하는 소비에 대한 우려 확대
- 또한 1년 기대 인플레이션도 예비치와 같은 4.3% 급등세를 유지했고, 5년 기대 인플레이션은 3.3%에서 3.5%로 상향조정
- 2월 미시간대 소비자심리지수 확정치는 64.7로 집계. 이는 지난 1월 확정치 71.7에서 7포인트(9.8%)나 감소한 수치. 전년 동월 대비로는 15.9% 급락. 지난 8일 발표된 2월 속보치 67.8도 하회
- 소비자심리지수는 두 달 연속 하락하며 2023년 11월 이후 최저치를 기록
- "이번 소비자 심리 하락은 연령, 소득, 자산 계층을 막론하고 모든 그룹에서 나타남. 특히 내구재 구매 여건 지수가 19% 급락한 것은 관세 인상에 따른 물가 상승 우려가 주요인으로 작용
- 개인 재정 전망과 단기 경제 전망 모두 전월 대비 약 10% 하락, 장기 경제 전망도 6% 하락. 2023년 11월 이후 최저치 기록
- 예상보다 더 가파른 속도로 꺾이는 소비 심리에 자산시장에서 전반적으로 안전 선호 심리 강화

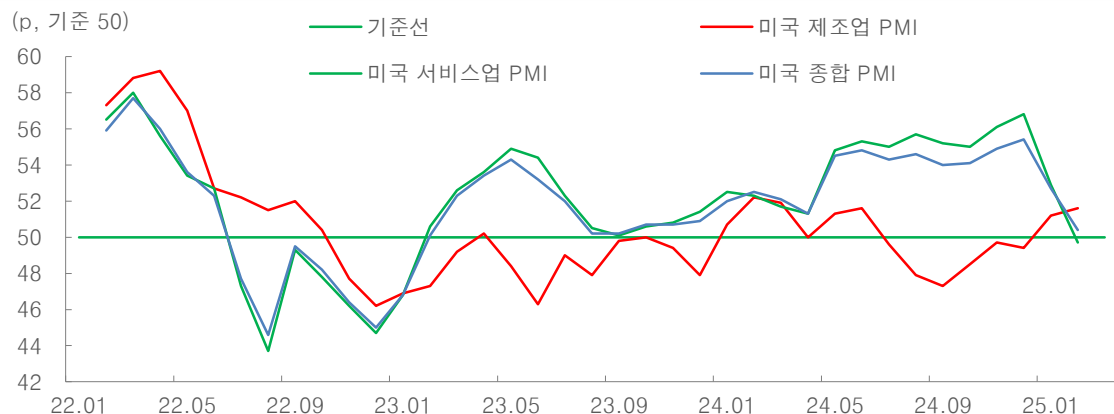
## [서비스업] ISM은 확장국면 유지했지만, S&P글로벌 서비스업 PMI는 25개월 만에 수축국면 전환

### 1월 서비스업 PMI 52.7로 예상 하회, 물가지수 완화



자료: ISM, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

### S&P글로벌 2월 서비스업 PMI 쇼크. 25개월 만에 수축국면 전환



자료: S&P, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 1월 ISM 서비스업 지수(PMI)는 52.8로 전월 대비 1.2p 하락. 예상치인 54.0 대비로도 1.2p 하회하며 경기둔화 조짐 감지
- 서비스업 PMI는 7개월 연속 확장세를 기록하고 있으나, 뜨거웠던 미국 서비스업 경기의 완만한 둔화 조짐도 감지
- 반면, S&P 글로벌 2월 미국 서비스업 PMI 예비치는 49.7로 2023년 1월 이후 25개월 만에 수축국면 전환
- 시장 전망치인 52.8과 1월 52.9를 크게 하회. 서비스업 신규사업 유입은 10개월 만에 가장 낮았음
- 반면, 2월 제조업 PMI 예비치는 51.6으로 시장 전망치인 51.5보다 0.1p 상회. 8개월 만에 최고치. 1월 51.2보다 개선
- 기업이 연방지출 감축과 관세 및 지정학적 등 연방 정부 정책에 대한 광범위한 우려를 이야기했다는 평가

### 1월 FOMC, 3번 연속 금리인하 이후 인하 사이클을 일시중지한 배경

#### 통화정책 결정에 신중한 접근 필요

- 대부분의 참가자들이 무역·이민 정책 변화에 따른 잠재적 영향, 지정학적 요인에 따른 공급망 차질, 예상보다 강한 가계 소비지출 등 인플레이션 상방 위험 과 경제 전망의 불확실성을 고려해 금리인하에 신중한 스탠스를 유지
- 24년 9월부터 금리를 100bp 인하했지만 여전히 제약적인 수준이며, 근원 인플레이션 경직성 등을 고려해 현 수준의 금리를 유지해야 한다는 의견 우세  
일부 참가자는 연방기금금리가 중립금리 수준보다 크게 높지 않을 수도 있다고 지적
- 금리인하 재개를 위해서는 디스인플레이션에 대한 추가 진전 확인이 필요하다고 인식  
향후 정책 변화로 인플레이션 변화가 일시적일지, 지속적일지 구분하는 것이 특히 어려울 수 있다고 언급

#### 인플레이션 전망 및 정책변화에 대한 시각

- 신정부의 무역, 이민, 재정, 규제 등 정책변화 범위, 시기, 경제 영향에 불확실성 증대에 주목하고 인플레이션 상방리스크에 무게
- 참가자들의 경제전망은 12월 전망과 유사했으며 실물경제 여건은 건조한 경제활동, 안정적 노동시장 등이 대체로 균형을 이루고 있으나 기초적 물가압력이 높다고 평가
- 인플레이션은 금년 무역정책 변화에 따른 상방 리스크 점증으로 24년과 유사한 수준을 보이다가 27년이나 물가 목표인 2%에 도달할 것으로 전망
- 다만 연초 계절조정으로 인플레이션 데이터 해석이 평소보다 어려움, 향후 정책 조정은 경제 상황에 따라 유동적으로 시행

- 1월 FOMC에서 연준은 3회 연속(9, 11, 12월) 금리인하 이후 금리인하 사이클을 일시 중단 하였음
- 금리인하 사이클을 종료한 배경에 인플레이션과 고용지표 역시 연준이 생각하는 적당한 위치에 근접한 것을 언급했으나
- 무역, 이민 등 정책 불확실성이 물가에 미치는 영향에 대해 연준 위원들의 우려가 FOMC에 반영되었고, 금리인하 결정까지 경제상황을 평가할 시간이 필요

### 부채한도 문제로 인한 지급준비금 변동성에 대비하기 위한 QT 중단, 속도 조절

#### 대차대조표 축소 속도조절 논의

- 현재 지급준비금은 충분(abundant)하지만 부채한도 협상 타결 시 급격한 B/S 축소로 유동성 여건 평가가 어려울 수 있어 QT 속도를 조절해야 한다고 평가
- 부채한도 문제와 관련해 다수 참가자들은 향후 몇 달 간 지급준비금에 상당한 변동성이 발생할 가능성이 있으며, 이 문제가 해결될 때까지 대차대조표 축소를 일시적으로 중단하거나 속도를 늦추는 방안을 고려하는 것이 적절할 수 있다고 언급
- 25년 통화정책 프레임워크에 대한 검토를 논의했으며, 중기적 물가목표 (2%) 도달은 유지하되, 연준의 이중책무 도달을 위한 연방기금금리 실효 하한, 완전고용 완화 등에 대해 여름까지 검토하고 결과를 추후 공개할 것으로 언급

- 한편, 시장은 오히려 연방정부 부채와 양적긴축 속도조절에 대한 언급에 주목
- FOMC 참가자들은 부채한도 문제로 인해 지급준비금의 동향 파악이 어렵다는 점을 이유로 '조건부' QT 일시중단, 속도 조절 방안을 논의
- 의사록은 "부채한도 역학과 관련해 향후 몇 달 동안 준비금에 상당한 변동이 있을 가능성에 대해, 다양한(various) 참가자는 이 이벤트(부채한도 문제를 지칭)의 해결까지 대차대조표 축소를 일시 중단하거나 늦추는 것(pausing or slowing)이 적절할 수 있다고 언급했다"고 기술
- 래피얼 보스틱 애틀랜타 연방준비은행 총재는 이날 야후파이낸스와 인터뷰에서 "정책은 여전히 제약적"이라며 "경제가 어떻게 변화하는지 보기 위해 잠시 멈추는 편이 편하다"고 진단

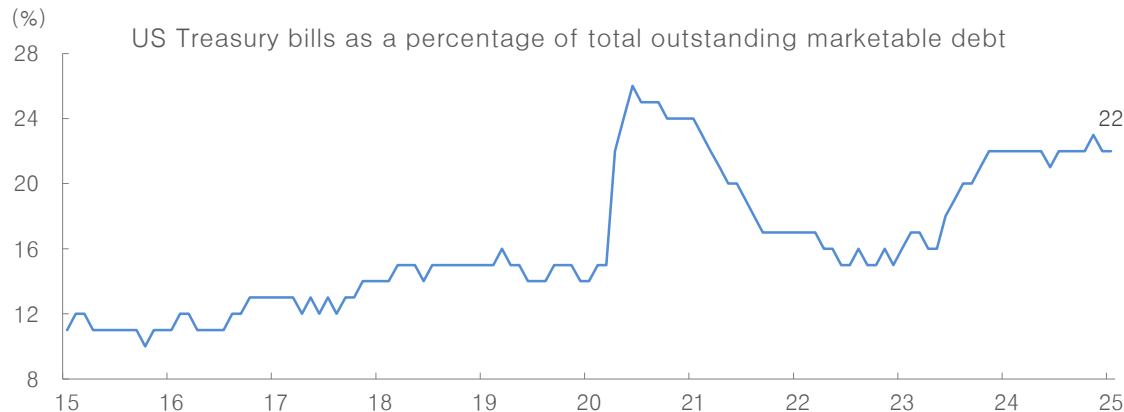
### 스콧 베센트, 장기채권 발행 확대는 시기상조

#### 2월 21일 베센트 재무장관 인터뷰

- 지난 정부는 국채 만기를 단축했으나, 현 정부에서는 단축하지 않고 있다고 발언
- **연준이 대차대조표 축소를 중단할 수도 있으며, 제롬 파월 연준의장과 만났음을 시사**
- 연준과 같은 대규모 매도자와 경쟁하지 않을 때에 채권 만기를 연장하는 것이 쉬울 것
- 일론머스크와 DOGE가 효율성 추진, 비용절감은 정부지출 줄이는데에 도움이 될 것
- 규제완화, 감세, 에너지 공급 확대가 성장을 보장하고 장기 수익률 하락 기반이 될 것

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

### 미국 부채에서 단기국채가 차지하는 비중은 여전히 높아



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 베센트 장관은 21일 블룸버그와의 인터뷰에서 장기채권 발행에 대한 시장의 우려를 재차 안정시키는 구두개입에 나섰다
- 특히, 연준의 QT 중단에 대해 언급하며 제롬파월 의장과 대화중임을 알려 시장의 안도감을 주었음
- 연준이 채권 보유 축소를 멈추고, 장기국채금리가 정상화 된 이후에 장기국채 발행을 늘릴 것임을 시사
- 연이틀 나온 연준 의사록과 베센트 장관의 인터뷰에서 반복되어 QT 속도조절 논의가 확인된 것은 인상적

# Issue 2.

## 트럼프의 관심은 러-우 전쟁 종전협상으로... 궁지에 몰린 우크라이나 & EU?

---

Strategist 이경민

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

텔레그램 채널 [daishinstrategy](#)



## 러-우 전쟁, 트럼프 집권으로 전환점을 맞을까?

켈로그 우크라이나 특사, 며칠, 몇 주 안에 평화계획이 나올 수 있다고 공언



2월 15일, 뮌헨 안보회의에서 켈로그 우크라이나 특사는 종전 협상이 며칠, 몇 주 안에 평화계획이 나올 수 있다고 발언

자료: CNBC, 대신증권 Research Center

우크라이나도 종전협상에 앞서 협상 카드 확보 노력 중

美재무,조만간 우크라 방문...'지원 대신 희토류 확보' 방안 논의(종합)

송고시간 | 2025-02-12 04:15

| 트럼프 구상에 켈로그가 화답하며 탄력...우크라 종전 협상 맞물려 주목



유럽으로 향하는 러시아 가스관



- 2022년 2월 러-우 전쟁 개전 이후 3년 이 흘렀으나, 러시아와 우크라이나 모두 더 이상 전진하지 못하는 교착상태에 봉착
- 트럼프는 취임 직후 전쟁 지원예산 집행 정지 등의 방법으로 우크라이나 지원을 중단하는 방법으로 종전을 유도하는 듯 하였으나
- 우크라이나는 희토류 등 전략자원 확보를 대가로 군사적 지원을 받는 방안을 제시하며 트럼프를 협상테이블에 앉히는 데에 성공
- 트럼프 대통령이 집권하며 러-우 전쟁 종전 기대감이 높아지고 있음

자료: 국내외 주요언론, 대신증권 Research Center

## 순탄치 않은 평화협상, 우크라이나에 우호적이지 않은 환경

### 트럼프, 젤렌스키에 대한 압박수위 올리는 중



2.15. 우크라이나, 미국이 제안한 **희토류 광물 협정 거부**  
 2.18. 우크라이나, 사우디에서 열린 **미-러 회담에 불참**  
 2.19. 트럼프, 젤렌스키를 독재자라 칭하며 **갈등 심화**  
 2.21. 미국, **우크라이나의 Starlink 서비스 접속 차단** 가능

자료: 국내외 주요언론, 대신증권 Research Center

### 미국의 지원 약화, 우크라이나에 점차 불리해지는 전황



■ 러점령 ■ 우크라탈환 □ 러영토편입주장  
 ■ 우크라점령 ■ 러탈환

#### 러-우 전쟁 최근 전황:

지난 8일 러시아는 우크라이나 동부 최전방 도시 토레츠크를 점령했다고 주장

자료: 연합뉴스, 대신증권 Research Center

- 우크라이나는 희토류 광물을 제안하며 미국으로부터의 안전보장을 요구하였으나, 만족스러운 답변을 받지 못하면서 미국과의 협정 서명 거부
- 그에 반해 최근 미국은 러시아와 고위급 종전 협상을 진행하면서 전쟁 종결을 위해 첫걸음을 떼는 모습
- 하지만 주요 당사국인 우크라이나와 EU가 배제되면서 전쟁종결 협상에 대한 우려의 시각도 높아지는 모습
- 한편, 지난 8일 러시아는 우크라이나 동부 최전방 도시 토레츠크를 점령했다고 주장
- 토레츠크는 우크라이나군의 주요 병참로를 차단할 수 있는 주요 요충지. 사실이라면 러시아가 병력과 병참에서 압도적 우위 점한 상황
- 켈로그 특사는 우크라이나에 광물 협상이 타결되지 못할 경우 스타링크 인터넷 서비스가 중단될 수 있음을 통보. 스타링크는 우크라이나 군사전략의 핵심인 드론 운영에 필수적
- 미국의 압박으로 젤렌스키의 선택지는 점차 좁아지는 모습

## 2022년 이후 장기화된 전쟁, 종전의 명분이 필요한 러시아

### 러시아는 이미 돈바스 해방 명분 확보



러시아는 전쟁 초기에 우크라이나 동부의 돈바스 지역을 점령, 이후 전선 유지 중

우크라이나는 쿠르스크 지역 일부(녹색 표시)를 점령하며 협상카드로 활용하고자 하는 중

자료:영국 국방부, 대신증권 Research Center

### 트럼프, 러시아-우크라이나와의 평화협상 주도



#### 트럼프, 푸틴·젤렌스키와 통화...우크라이나협상 즉각 시작 합의(종합4보)

송고시간 | 2025-02-13 06:04

트럼프 "푸틴과 상호방문 포함 긴밀 협력"...푸틴 "분쟁 원인 제거"  
푸틴과 통화 직후 젤렌스키와 통화서 종전·평화 구축 호응 끌어내  
마러, 수감자 맞교환으로 관계 개선 분위기 속 종전 논의 '급물살'



#### 트럼프, 러의 미국인 석방에 "우크라이나 종식하는 관계 시작이길"(종합)

송고시간 | 2025-02-12 07:25

| 백악관 "전쟁 종식 위한 올바른 방향으로 나아가고 있다는 신호"



- 러-우 전쟁의 평화협상이 급물살을 탄 것은 지난 12일 러시아가 미국인 수감자 석방을 한 이후 러시아 측에서 평화협상에 대한 의지를 강하게 내비친 것으로 판단
- 러시아는 전쟁의 명분이었던 돈바스 해방 이후 추가적 진군의 명분이 없고, 현 상태에서 더 이상 희생을 치르며 얻을 실리가 많지 않은 상황
- 우크라이나는 미국과 NATO의 지원 없이 자력으로 빼앗긴 동부지역을 되찾기 어려움.
- 미국과 NATO는 우크라이나 지원에 대한 피로감이 누적되며 회의론 확산
- 이러한 상황에서 트럼프는 푸틴, 젤렌스키와 연이어 통화하며, 양자간 종전협상의 Key-Man으로 역할

자료: 연합뉴스, 대신증권 Research Center

## 투자 테마: 트럼프의 NATO 가입국에 대한 방위비 증액 요구

### 트럼프 행정부, 우크라이나의 영토수복과 NATO가입 부정적

#### 미국방, 우크라 '크림반도 수복' 일축...나토 가입도 부정적

송고시간 | 2025-02-12 23:32

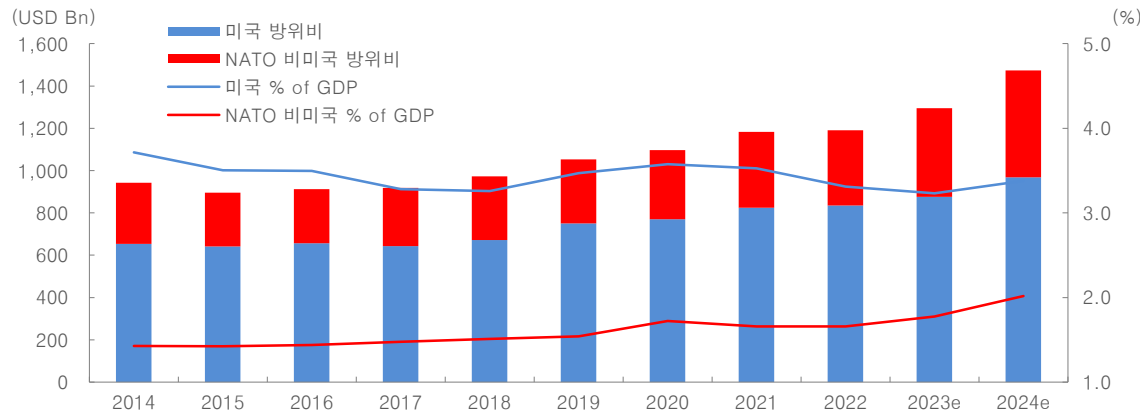
| 러시아와 협상 압박...유럽 장관들 면전서 "불균형 관계 더는 안참아"



트럼프 행정부는 러-우 전쟁의 종전과 사후 조치에 대해 동맹의 입장보다는 미국의 독립주의 정책을 고수하는 모습

자료: 연합뉴스, 대신증권 Research Center

### 미국의 NATO 가입 축소, 독자적 방위력 필요

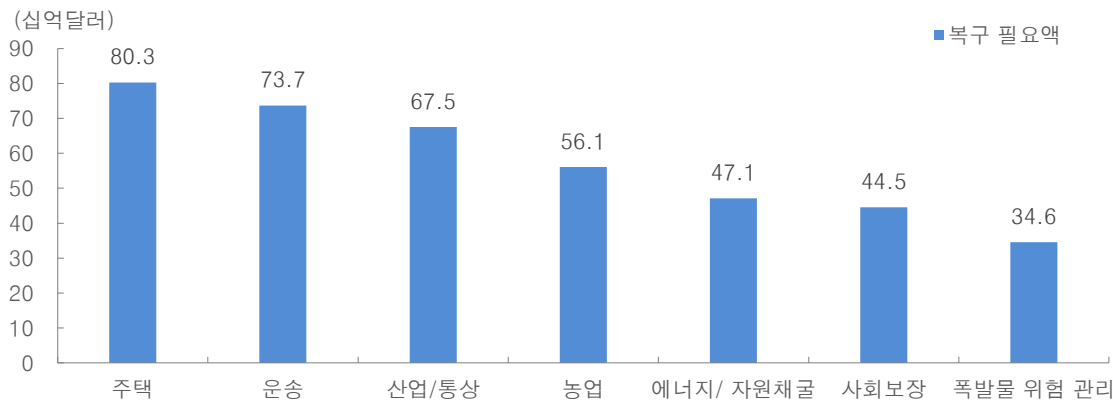


자료: NATO, 대신증권 Research Center

- 트럼프 대통령 당선인은 NATO 회원국에 방위비를 GDP의 3% 수준으로 인상해야 한다고 요구
- 헤그세스 미 국방부장관은 우크라이나의 영토수복과 NATO가입이 비현실적이라고 발언
- 평화회담 과정에서 유럽의 영향력은 제한되는 모습. 켈로그 특사는 유럽이 평화 회담 테이블에 물리적으로 참석하지 않을 수도 있지만, EU의 이익은 고려될 것이라고 언급
- 미국을 제외한 NATO의 영향력이 약해지는 상황에서 자력방위를 위한 각국의 국방비 증가 컨센서스 형성
- NATO 회원국들이 GDP 대비 1% 수준으로 국방비를 인상할 경우 글로벌 국방비는 5,000억달러(약 700조원) 규모가 늘어난다는 효과

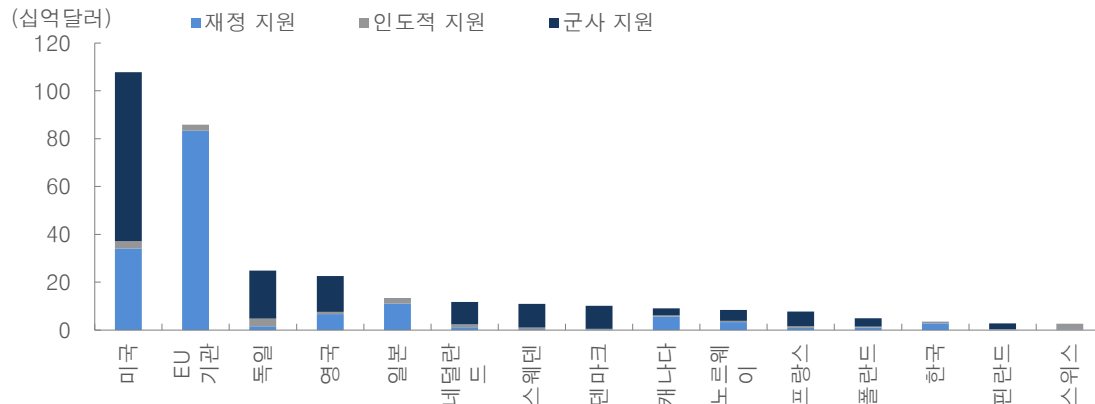
## 투자 테마: 우크라이나 복구를 위해 향후 10년간 4,860억 달러 이상 필요 예상

### 우크라이나 재건 부문별 복구 필요액



자료: FnGuide, Naver Financial, 대신증권 Research Center

### 우크라이나 지원 상위 15개국 현황(약정액 기준)

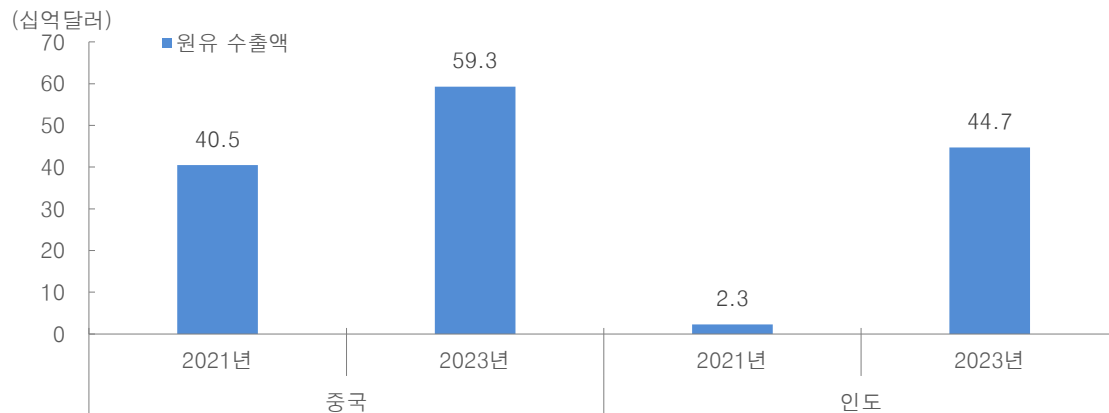


자료: Kiel Institute, 대신증권 Research Center

- 핵심 복구 분야는 주택건설, 운송, 에너지, 보건 등. 우리나라도 우크라이나 재건 사업 단일 채널인 MDCP에 참여
- 세계은행의 우크라이나 긴급피해 및 재건 소요 분석 보고서에 따르면 우크라이나 재건에 향후 10년간 4,860억 달러 필요 예상
- 이는 우크라이나 2021년 명목 GDP 대비 2.4배 수준. 2024년 2월 추정치인 만큼 복구 필요액은 더 늘어났을 것으로 예상
- 부문별로 보면 주택, 운송, 산업/통상, 농업 부분의 복구 필요액이 클 것으로 전망
- 전쟁으로 우크라이나 전체 주택의 10% 이상이 파괴된 것으로 추정
- 우크라이나 재건은 다자공여자공조플랫폼(MDCP)으로 채널을 단일화. 우리나라도 G7과 네덜란드, 노르웨이, 스웨덴과 함께 회원국 참여
- 지난 8월 기준 우리나라의 우크라이나 지원 약정 금액은 33억 달러 수준으로 규모면에서 13위 기록중

## 투자 테마: 러시아 제재 해제 시, 저가 에너지 자원 도입으로 인한 중국 저가공세 완화

### 러시아의 중국/인도향 원유 수출액 변화



자료: KOTRA, 대신증권 Research Center

### 러시아 통해 마진 확대했던 중국과 인도계 정유/화학사에 악재



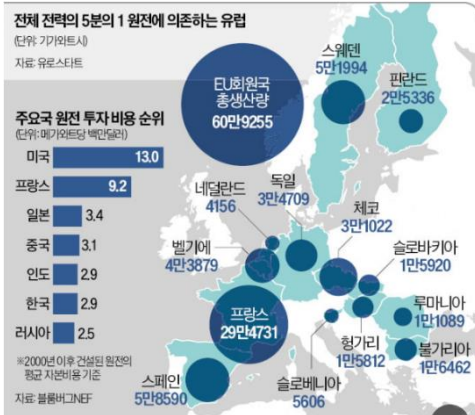
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 러·우 전쟁이후 대러시아 제재가 시행. 미국, 호주, 영국 등은 러시아산 원유 수입 금지
- 러시아는 추적이 어려운 노후 선박을 이용해 중국과 인도 등지에 원유 수출. 중국과 인도의 러시아산 원유 수입금액 큰 폭으로 증가
- 러시아 원유와 두바이유를 비교하면 러시아산 원유의 가격이 훨씬 저렴. 중국은 낮은 원재료가를 바탕으로 적극적으로 저가 공세 시행
- 대한상공회의소에 따르면 정유·석유화학 업체중 30.7%가 중국의 저가공세가 매출과 수주 등 실적에 영향 있다고 응답 (전체 평균 27.6%)
- 대러시아 제재가 풀리고 러시아산 원유가 제값에 팔린다면 그동안 수해를 입었던 중국과 인도 화학주는 부정적
- 중국의 저가 공세 완화와 함께 재건 수요 확대와 글로벌 제조업 경기 회복까지 연결된다면 국내 화학주에 긍정적일 것으로 예상



# 투자 테마: 러시아 제재 해제 시, 유럽 원전 수요 증가 & 북극항로 개척 기대

## 전쟁 종료후 중동부 유럽 원전 수요 증가 기대



### '체코 다음은 어디'...원전사업 청신호에 국내 건설사 추가 수주 기대감↑

입력 2024.09.22. 오후 2:19 · 수정 2024.09.22. 오후 2:20 · 기사원문

김동규 기자

👍 8 🗨️ 12

🔍 📄 📧 📱

대우건설 포함 '팀코리아' 두코바니 원전 2기 우선협상대상자  
유럽 중동 등서 한국기업 원전 추가 수주 기대감 커져

### 동유럽엔 신규 원전 12기가 더 남아있다 [최준영의 경제 바로읽기]

입력 2024.07.27. 오후 12:00 · 수정 2024.07.27. 오후 2:30 · 기사원문

👍 37 🗨️ 34

🔍 📄 📧 📱

경쟁력 떨어진 프랑스 제치고 체코 사업 막대  
동유럽 국가들 원전 확대 움직임...체코 수주는 첫걸음

자료: 한국경제, 국내외 주요 언론, 대신증권 Research Center

## 러시아의 적극적인 북극항로 개척, 국내 조선사 쇄빙선 관심 재개 기대



뉴스1 📺 📺 📺

### 비싼 쇄빙선 만들다 멈췄다...K-조선 때린 '러 제재' 리스크

입력 2023.12.28. 오전 9:37 · 수정 2023.12.28. 오전 9:38 · 기사원문

배지윤 기자

👍 추천 🗨️ 댓글

🔍 📄 📧 📱

러시아 즈베즈다 조선소, 美SDN 리스트 등재시 국내 조선사 영향 불가피  
삼성중공업, 10척 블록 제작 중단...한화오션, 계약 해지 통보 후 새 주인 물색

### 국내 조선사들, 잇따르는 수주 취소·연기...“발주처 지정학적 리스크 꼼꼼히 따져야”

입력 2024.06.18. 15:47 · 수정 2024.06.18. 15:44

김태욱 기자 haeunwook@etobday.co.kr

👍 📄 📧 📱

상징적, 러시아 측 취소 통보 받아  
선박 수주 취소·연기 사태 늘어  
지정학적 리스크가 계약 자질로 이어져  
“계약 당시 발주처 리스크 면밀히 살펴야”

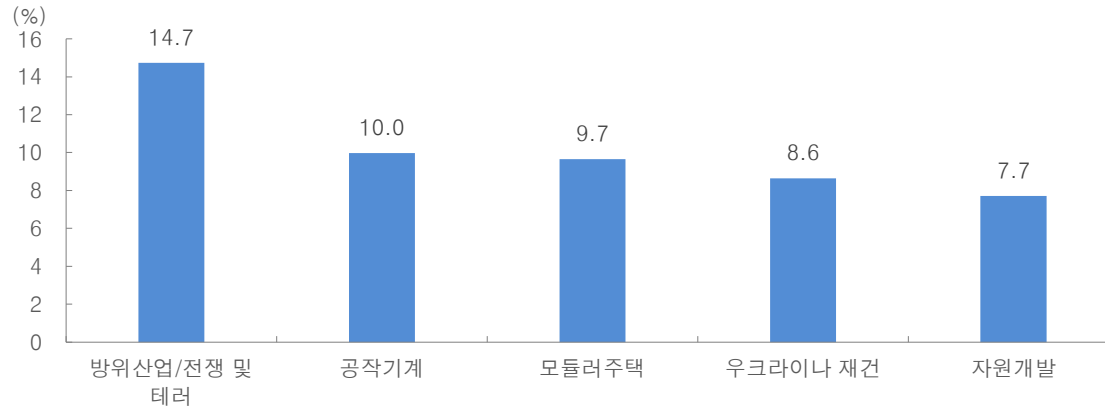


자료: SeaVantage, 국내외 주요 언론, 대신증권 Research Center

- 중동부 유럽 국가들은 탄소 배출 감소, 에너지 안보 문제 해결 측면에서 가장 빠른 해결책으로 원자력 발전을 선호
- 전쟁이 종료되면 러시아산 핵연료 수입에도 지장이 없을 것으로 예상. 원전 발전소 건설에 긍정적 요인
- 북극항로는 북극해를 통과해 아시아 대륙과 유럽을 잇는 항로. 짧은 수송시간에 따른 비용절감 가능성으로 주목
- 한국의 경우 북극항로를 활용하면 기존 항로 대비 거리는 32% 단축, 운항일수도 32% 줄어드는 것으로 추정
- 북극항로가 쇄빙선 없이 운항이 불가능하고, 기술과 경험 부족도 부각되었지만 지구온난화로 북극항로 운항 여건은 개선되는 모습
- 러시아는 러·우 전쟁으로 흑해 제한과 유럽으로 막힌 육로 루트 극복 위해 북극항로 적극 개발. 2035년까지 2조루블(45조원) 투자 계획
- 러시아 제재 리스크 해소와 함께 쇄빙선 수주 재개까지 이어질 경우 국내 조선사에게는 긍정적일 것으로 예상

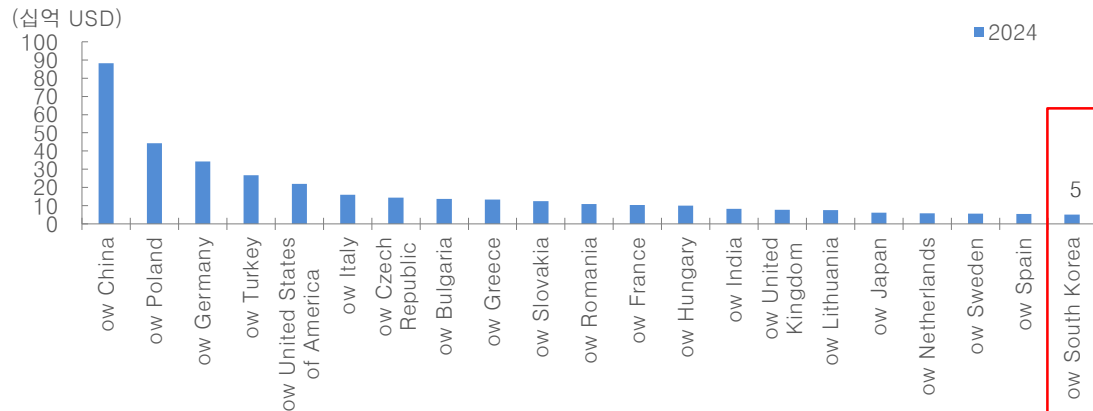
## 종전 기대감, 국내증시 영향은?

### 2월 2~3주, 우크라이나 종전 테마 상승



자료: FnGuide, Naver Financial, 대신증권 Research Center

### 우크라이나 수입, 2024년 기준 한국 비중은 1.1% 남짓, 21위 수준



자료: State Statistics Service of Ukraine, CEIC, 대신증권 Research Center

- 2월 2주 ~ 3주, 우크라이나 종전 기대감이 증시에 반영되면서 관련 테마 상승
- 글로벌 증시에서도 WTI 유가와 금 가격 하락 나타나면서 기대감 고조되는 중
- 그러나 우크라이나의 전체 교역비중을 고려했을 때 직접적인 수혜는 유럽의 주요 국가들이 입게될 것으로 예상. 한국의 비중을 고려하면 직접적인 수혜 가능성은 제한적
- 오히려 재건 모멘텀으로 상승하는 건축 자재 비용, 글로벌 건설기계 수요 변화, 러시아 원유 제재 해제 가능성, 글로벌 원자재 공급망 등 변화에 대해 폭넓게 접근할 필요가 있음



Issue 3.

여전히 견고한 선수요 모멘텀.  
한국 수출에 변화가?

---

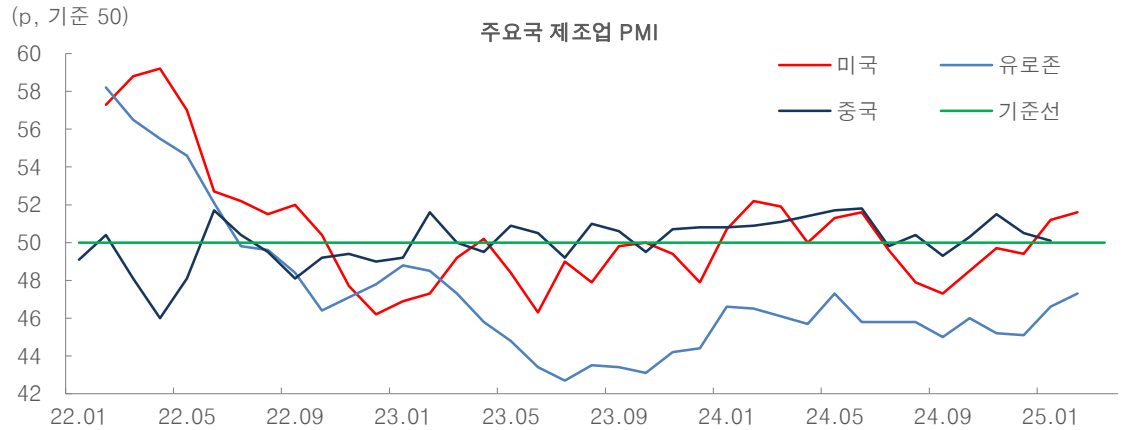
Strategist 이경민

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

텔레그램 채널 daishinstrategy

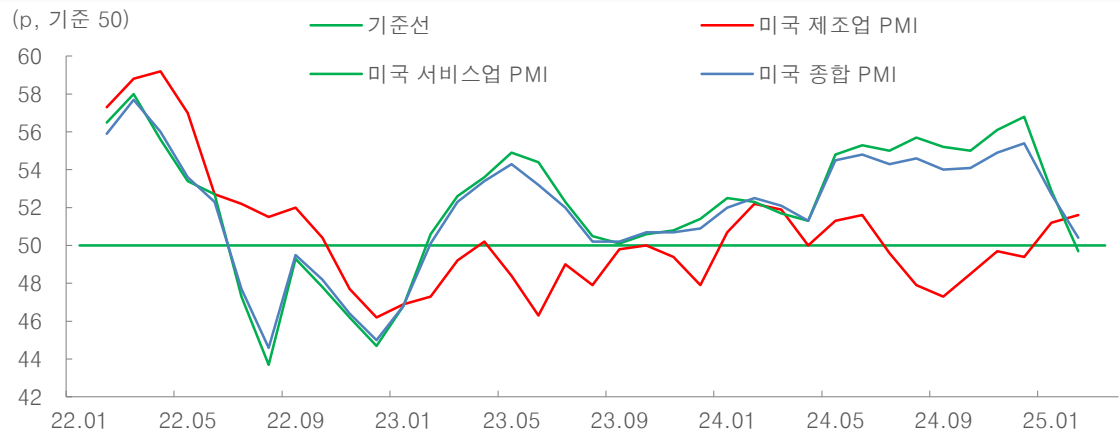
## [글로벌 제조업 경기] 소매판매 악화 = 통화정책 불안심리 진정. 제조업 경기 회복세 = 선수요 유입 반영

### 미국, 유럽 2개월 연속 제조업 경기 반등 중



자료: S&P Global, HCOB, 차이신, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

### 미국 서비스업 PMI 급락에도 제조업 PMI는 반등세 이어가

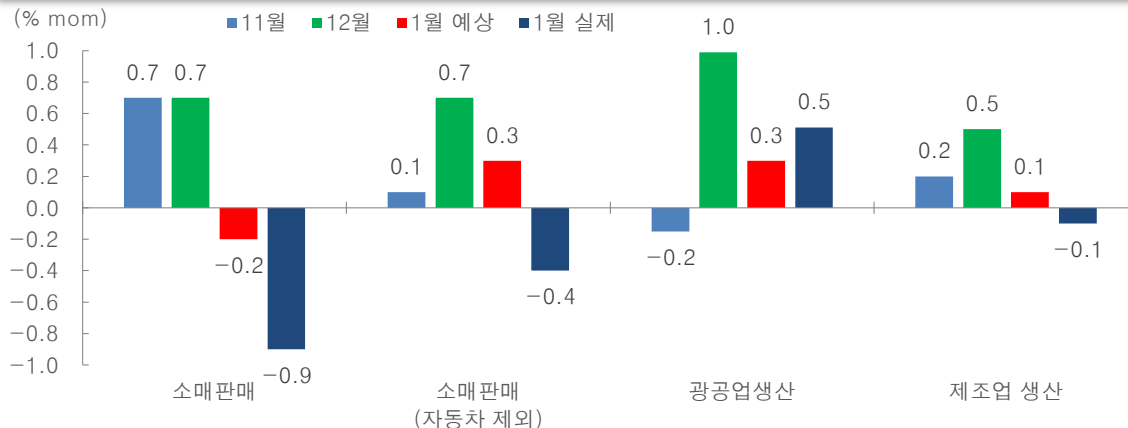


자료: S&P Global, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 2월에도 미국, 유럽 제조업 PMI(S&P Global 기준) 반등세 지속
- 미국은 서비스업 PMI 급락, 수축국면 전환에도 불구하고 제조업 PMI는 2개월 연속 반등, 예상 상회
- 2월 유로존 제조업 PMI도 47.3으로 2개월 연속 반등(1월 46.6). 예상치 47보다 양호한 수치 기록
- 미국은 물론, 글로벌 서비스업 PMI와 별개로 제조업 PMI 반등이 지속되고 있다는 점은 선수요 영향으로 판단

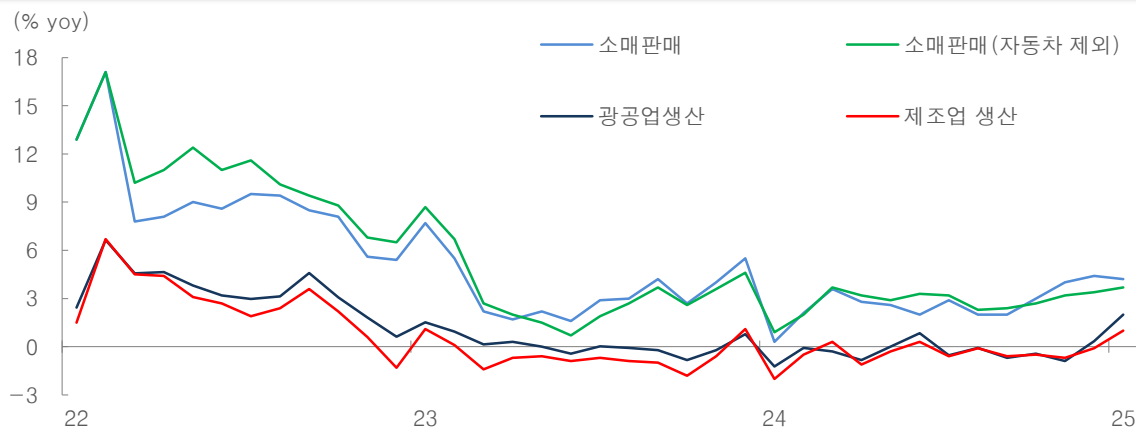
## [미국 실물지표] 소매판매 악화 = 통화정책 불안심리 진정. 제조업 경기 회복세 = 선수요 유입 반영

### 연말 소비시즌 종료와 함께 소비 악화. 제조업 모멘텀은 2개월 연속 서프라이즈



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

### 전년대비 변화, 소매판매 둔화. 광공업생산은 플러스 반전, 22년 10월 이후 최고

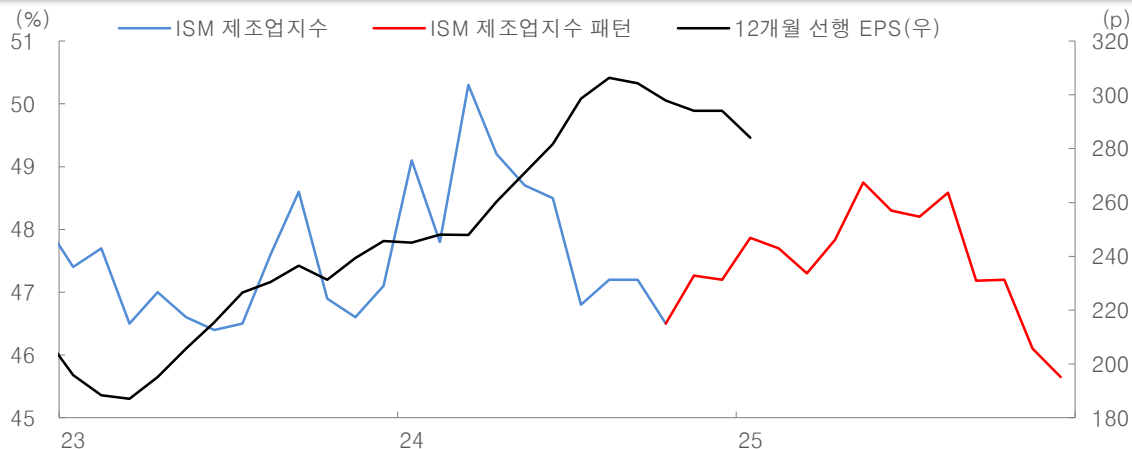


자료: 미국 상무부, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 미국 1월 소매판매 지표는 12월의 0.7% 증가에서 0.9% 감소로 확인. 예상치 0.2% 감소보다 더 악화된 수치로 2년만에 가장 큰 폭 감소
- 특히, 핵심 소매판매도 0.8% 감소하면서 지난 2023년 3월 이후 가장 큰 폭으로 감소
- 연말 소비시즌 종료와 관세 우려 영향으로 판단. 이로 인해 미국 금리인하 우려 완화, 채권금리, 달러화 레벨다운 전개
- 반면, 미국 광공업 생산, 제조업 생산은 12월에 이어 2개월 연속 서프라이즈 기록
- 전년대비 변화율은 플러스 반전 이후 상승 폭을 확대하며 광공업 생산은 22년 10월 이후, 제조업 생산은 23년 1월 이후 최고치 기록
- 미국 소비 둔화에도 불구하고 관세 부과를 앞둔데 따른 선수요 유입 영향

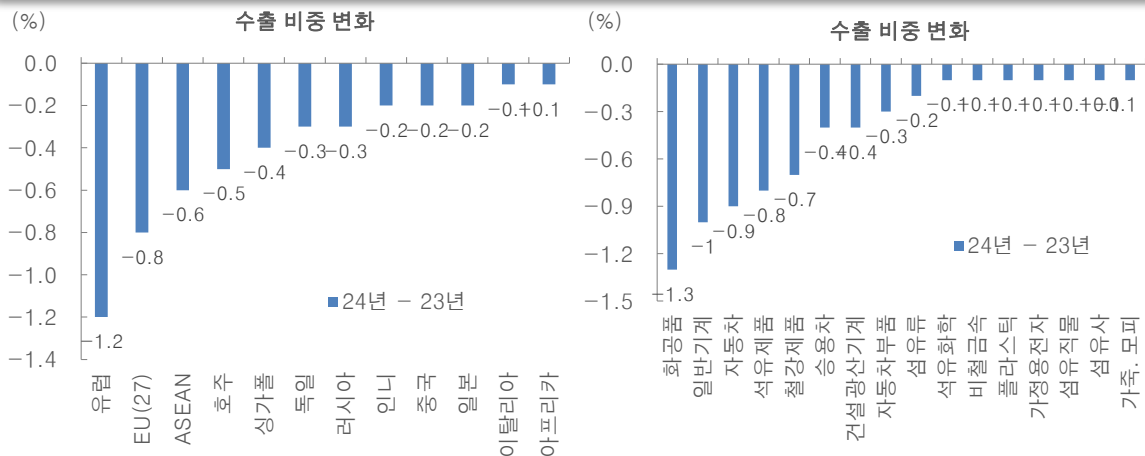
## [기업 이익] 미국 제조업 사이클과 유럽/중국 수출 모멘텀

### 미국 제조업 사이클과 한국 실적 간 높은 상관관계. 25년 상반기까지 반등 예상



자료: ISM, Bloomberg, FnGuide, 대신증권 Research Center

### Non-US 경기 회복, 반도체 외 품목 수출 개선시 수출 모멘텀은 더욱 견고해질 것



자료: 관세청, 산업통상자원부, 대신증권 Research Center

- KOSPI 이익전망 개선을 지지하는 변수들도 우호적일 것
- 미국 ISM 제조업 지수는 최근 저점권에 근접. 회귀분석에 의한 사이클은 25년 상반기까지 반등세를 이어갈 전망
- 25년 상반기 미국 제조업 회복과 트럼프 2.0시대의 선수요 가세함에 따른 실적 개선세 유효
- 한편, 25년에는 반도체 이외 산업/업종들의 수출 개선 기대
- 미국향 반도체 수출 급증이 24년 한국 수출을 견인. 이 과정에서도 유럽, 호주, 중국 등 수출 비중 감소. 그만큼 상대적으로 수출이 부진했다는 의미
- 유럽, 중국 경기 회복이 가시화될 경우 한국 수출은 반도체 수출 안정성에 non-반도체 산업들의 수출 개선이 가세하면서 수출 모멘텀 고공행진, 이익 개선이 가시화될 전망

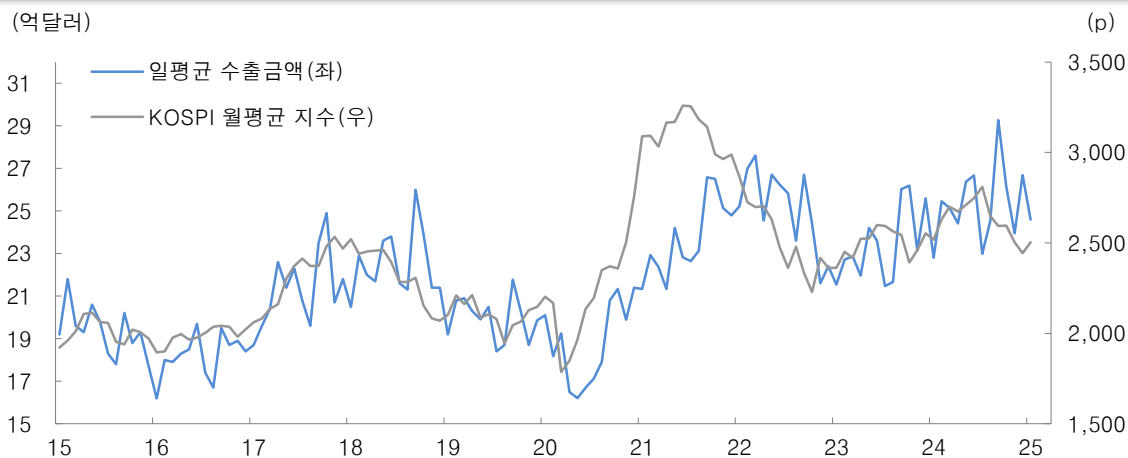
## [한국 수출] 중국 경기 회복에 선수요까지 유입된다면...

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



자료: 산업통상자원부, 관세청, CEIC, 대신증권 Research Center

### 현재 KOSPI 수출대비 저평가 영역에 위치



자료: 산업통상자원부, 관세청, CEIC, 대신증권 Research Center

- 미국 경기둔화 국면, 트럼프 2.0시대에 한국 수출 개선에 대해 회의적인 의견이 많은 상황
- 물론, 수출 개선 강도가 제한적일 수 있지만, 미국이 급격한 경기침체만 아니라면 한국 수출 호조 지속 예상
- 한국은 수출 다변화 진행 중
- 그 결과 미국 수출비중이 18.7%까지 높아졌지만, 중국, 유럽 비중은 32.9%에 달하고, 아세안 비중은 16.7%
- 중국 경기회복의 중요성이 커진 2025년 상반기, 중국 경기 회복이 아세안, 유럽에 훈풍을 불러일으킬 경우 한국 수출에도 호재가 될 전망
- 게다가 트럼프 2.0시대, 관세 부과를 앞두고 선수요까지 유입될 경우 한국 수출 호조 지속될 전망
- 현재 한국 일평균 수출 금액은 사상최고치 수준에서 등락 중. 하지만, KOSPI 지수는 2,500선에서 등락 반복, 저평가 영역에 위치
- 수출 계절성을 감안할 때 상반기 수출 개선 시 KOSPI 상승여력 충분

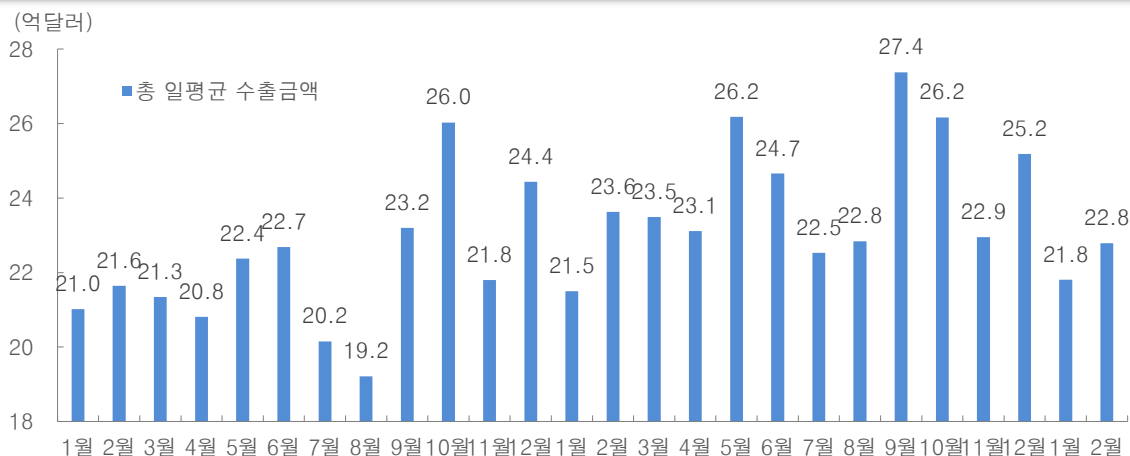
## [한국 수출] 2월 20일까지 수출 전년대비 16% 증가. 일평균 수출 -2.7%로 마이너스 반전

### 20일까지 한국 수출 +16%. 일평균 금액 기준 -2.7%



자료: 산업통상자원부, 관세청, CEIC, 대신증권 Research Center

### 일평균 수출금액 1월대비 개선. 여전히 견고한 수출 모멘텀 확인

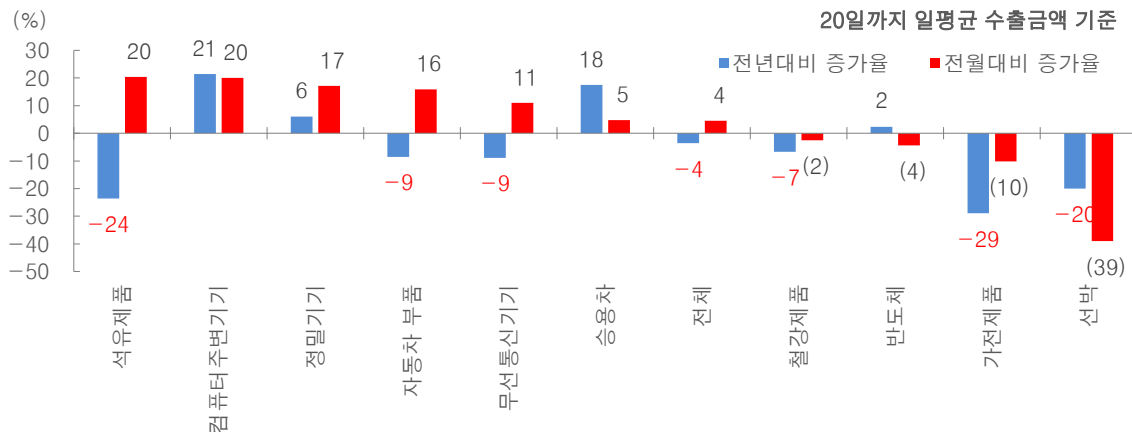


자료: 산업통상자원부, 관세청, CEIC, 대신증권 Research Center

- 2월 20일까지 수출 353억 달러, 수입 345억 달러 기록. 전년동기대비 수출 16.0%(+48.8억 달러) 증가, 수입 7.7%(+24.7억 달러) 증가
- 다만 조업일수(24년 2월 13일, 25년 2월 15.5일)를 고려할 때는 -2.7%
- 2월 수출은 1월대비 개선되는 패턴이 반복되어 왔는데, 25년에는 1월말 ~ 2월 초 한국 설 연휴와 2월 초 중국 춘절 연휴가 맞물리면서 중국 수출 부진 영향

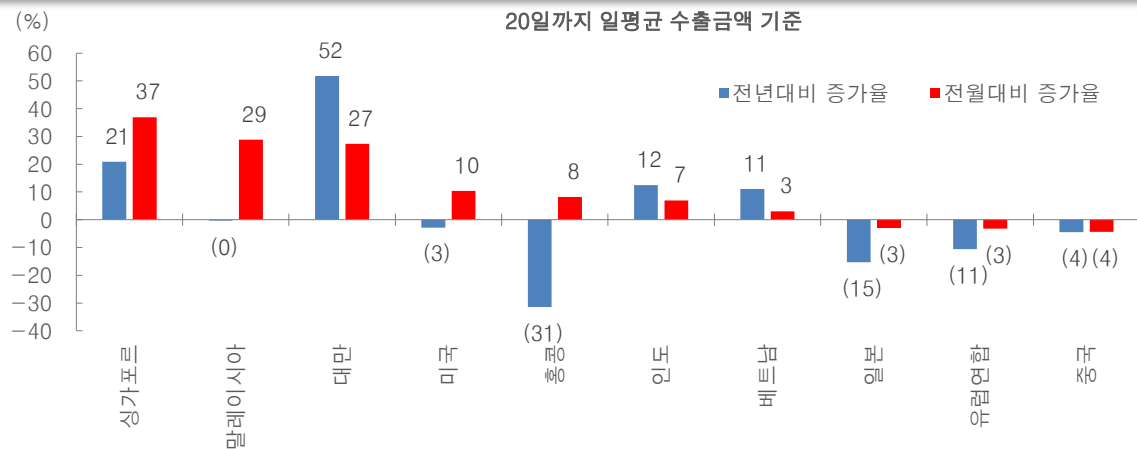
## [한국 수출] 컴퓨터주변기기, 정밀기기, 승용차 수출 개선. 아시아 지역 수출 개선이 뚜렷

### 컴퓨터주변기기, 정밀기기, 승용차 수출 개선세 뚜렷. 선박, 가전은 부진



자료: 산업통상자원부, 관세청, CEIC, 대신증권 Research Center

### 싱가포르, 말레이시아, 대만 등 수출 호조. 중국, 유럽, 일본 등은 부진



자료: 산업통상자원부, 관세청, CEIC, 대신증권 Research Center

- 전년동기대비 반도체(22.1%), 승용차(40.3%), 자동차 부품(9.1%) 등 증가, 석유제품(△9.7%) 등 감소
- 반도체 수출 비중은 18.3%로 0.9%p 증가
- 다만, 일평균 수출에 있어서는 컴퓨터주변기기, 정밀기기, 승용차 등이 전년, 전월대비 모두 개선
- 선박, 가전제품, 철강 수출은 부진했고, 반도체도 정체되는 양상
- 국가별로는 중국(13.6%), 미국(16.0%), 유럽연합(8.0%), 베트남(32.7%) 등 증가, 홍콩(△5.7%) 등 감소
- 상위 3국(중국, 미국, 유럽연합) 수출 비중은 47.4% 기록
- 하지만, 일평균 수출 기준 싱가포르, 말레이시아, 대만 등의 수출 호조 속에 중국, 유럽, 일본 등은 부진
- 올해 1월말 ~ 2월초 한국 설 연휴와 2월 초 중국 춘절 연휴가 맞물리면서 중국 수출 부진이 20일까지 수출에 부정적인 영향을 주었다고 생각

# 미국 증시 박스권 등락 vs. KOSPI, 2차 반등 국면 전개. 단기 과열 해소, 매물 소화는 감안할 시점

---

Strategist 이경민

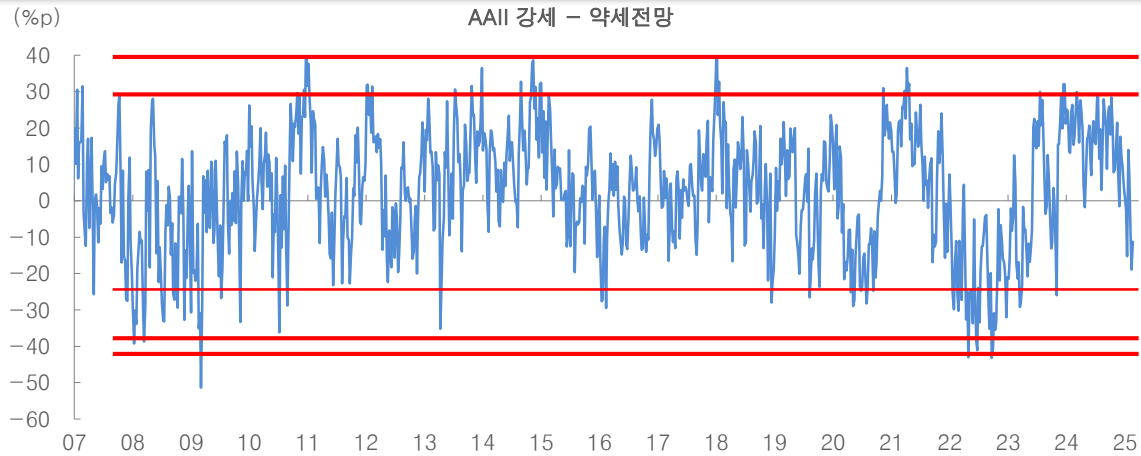
02) 769-3840 / [kyoungmin.lee@daishin.com](mailto:kyoungmin.lee@daishin.com)

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



## [투자심리] 개인투자심리 위축 국면 지속. Fear & Greed Index는 공포 구간에서 등락 반복

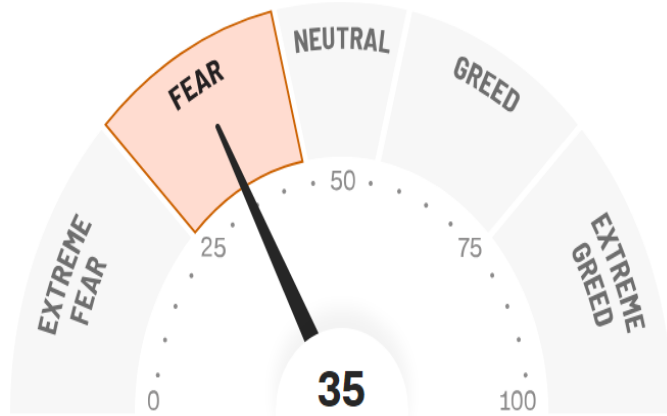
### AAII 강세-약세전망, 마이너스권에서 3주 연속 등락 중



자료: AII, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- AII 강세-약세 전망 Spread  $-11.3\%$ 로 전주( $-18.9\%$ )대비 반등했지만, 여전히 투자심리는 극도로 위축된 상황 지속
- CNN Money에서 제공하는 Fear & Greed Index는 급격히 Extreme Fear 권역에 진입한 이후 반등. 공포 구간과 중립 구간 사이에서 등락 반복
- 미국 증시 단기 급락 이후 반등 시도 전망. 추세 반전 여부는 확인해야겠지만, 기술적 반등은 가능할 전망

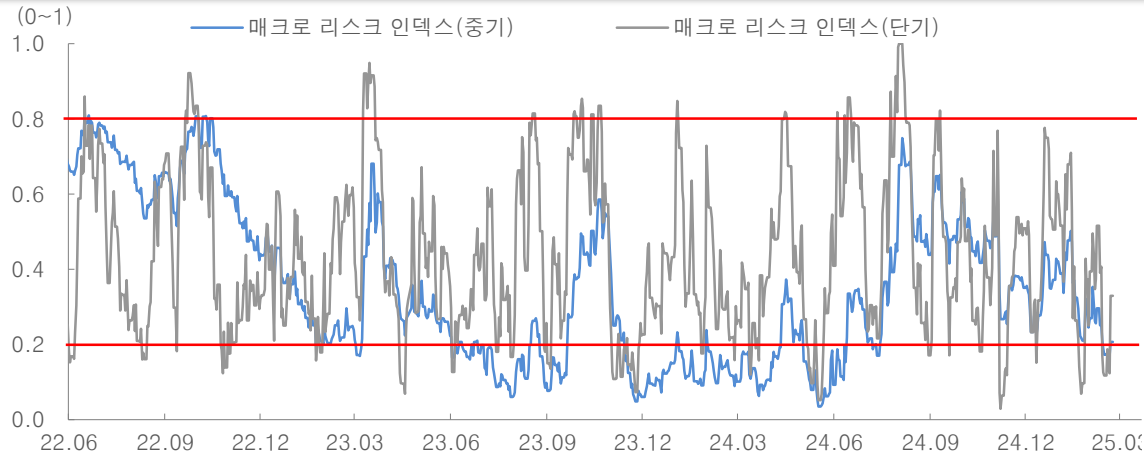
### Fear & Greed Index는 극단적 공포 구간 통과, 공포 구간에서 등락 반복. 투자심리 회복의 여지가 큰 상황



자료: CNN Money, 대신증권 Research Center

## [리스크/변동성 지표] 중단기 Risk Off 시그널 전환 + VIX 15%에서 급반등 = 단기 변동성 경계

### Macro Risk Index 중단기 모두 0.2 이하에서 반등. Risk Off 국면 진입



자료: CITI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

### 다시 15% 수준에서 급반등한 VIX. 변동성 확대 가능성 경계



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 글로벌 증시 등락은 매크로 리스크 인덱스(MRI)에 좌지우지
- 급격한 변동성 확대(답시크 사태) 이후 기술적 반등 전개. 그 결과 중단기 매크로 리스크 인덱스 동반 0.2 하회
- 지난주 후반 미국 증시 하락, 주말 급락의 여파로 매크로 리스크 인덱스 급반등. Risk On 시그널 정점 통과와 함께 Risk Off 시그널 전환 가능성. 단기 하방압력 확대 경계
- 증시 변동성을 보여주는 VIX는 15% 이하에서 강한 반등으로 지난 주말 18% 상회. 추가 변동성 확대 가능성 높은 상황
- 미국 증시는 단기 급락 이후 반등에 나서고 있지만, 기술적 반등 이후 2차 조정 가능성 높다고 판단
- 단기 급락 이후 투자심리 회복에 따른 기술적 반등 이상은 쉽지 않은 상황
- 단기 리스크 관리 필요

## [미국 증시] S&P500, 박스권 상단에서 하락 반전. 단기 변동성 확대 경계(중요 지지선 5,850선 전후)

### S&P500 주간차트. 박스권 등락 예상. 박스권 상단, 전고점 도달



자료: 대신증권 Research Center

### S&P500 일간차트. 단기 박스권(5,850 ~ 6,100p) 상단에서 하락 반전



자료: 대신증권 Research Center

- 미국 증시의 중장기 상승추세는 견조하다고 판단. 이동평균선 간의 정배열이 진행 중이고, 중장기 이동평균선 모두 상승추세 진행 중
- 중장기 상승추세는 유효하지만, 역사적 고점 경신이 단기 정점 통과 시그널이 되면서 단숨에 단기 과열해소, 매물소화 국면 전개
- 단기 침체권 진입 시 기술적 반등 시도는 가능. 하지만, 상승추세 재개까지는 시간이 필요하다고 판단
- 당분간 S&P500은 5,850 ~ 6,100p 박스권 등락 진행 중. 10월, 11월 저점권이자 단기 상승추세대 중단이 위치한 5,850선 전후에서 지지력 확인 시 분위기 반전 가능할 것
- DeepSeek 쇼크 이후 기술적 반등으로 다시금 박스권 상단이자 전고점 수준인 6,100선 상회. 지난 주말 급락 반전하며 6,000선 초반대 진입1차 지지선은 직전
- 저점인 5,950선, 2차 지지선은 박스권 하단인 5,850선

## [미국 증시] 나스닥은 완만한 단기 하락추세 상단에서 급락 반전. 다시 지지력 테스트 국면 전개 예상

### 나스닥 주간차트. 완만한 하락추세대 상단, 전고점 도달



자료: 대신증권 Research Center

### 나스닥 일간차트. 단기 하락 추세 진행 중. 200일선 지지력 테스트 가능성



자료: 대신증권 Research Center

- 나스닥 지수 또한 상승추세는 견조. 이동평균선 간의 정배열이 진행 중이고, 중장기 이동평균선 모두 상승추세 진행 중
- 중장기 상승추세는 유효하지만, 역사적 고점 경신이 단기 정점 통과 시그널이 되면서 급락 패턴 발생 빈도가 많아짐
- 특히, 나스닥은 완만한 단기 하락추세대 형성 중. 19,000p 초반 지지력 확보로 기술적 반등이 전개되었지만, 추세 반전을 기대하기는 어려운 상황
- 다시금 중단기 과열권 재진입. 하락추세대 상단 도달로 단기 변동성 확대 경계
- 실제로 지난 주말 나스닥 2.2% 급락. 첫 급락이라는 점에서 추가 조정 가능성 경계
- 당분간 기간 조정과 가격 조정을 동시에 거치면서 200일선(현재 18,000선) 지지력 테스트 이후 다시금 상승추세를 재개해 나갈 전망

## [KOSPI 2월 전망 Update] 2차 상승국면 진행 중. 잠시 쉬어가야 2,700선을 향해 갈 수 있어...

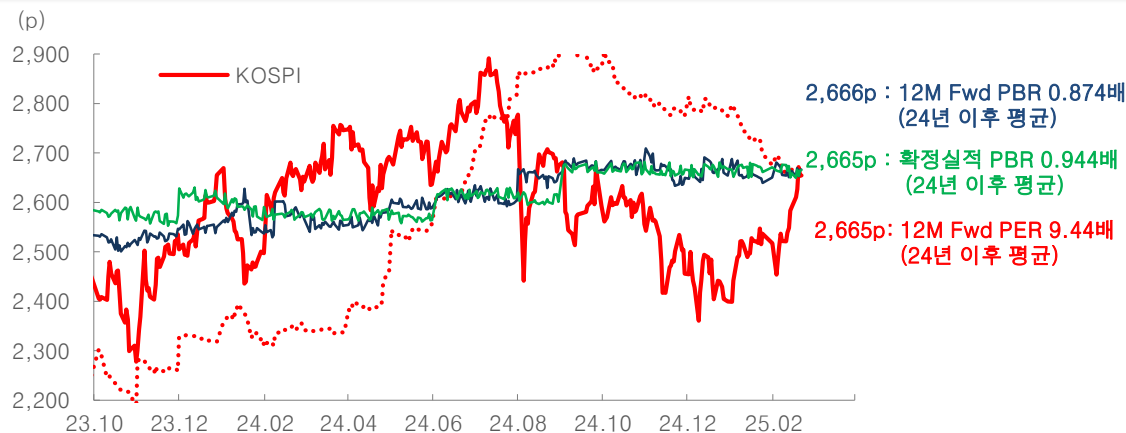


자료: 대신증권 Research Center

- 연초부터 KOSPI 강한 반등, 2,500선 돌파로 24년 7월 이후 형성되어 온 하락추세 상향 돌파, 추가적인 레벨업 가능성 확대. 추세 반전도 가시화
- 이후 곧바로 200일 이동평균선이 위치한 2,620선을 넘어 밸류에이션 1차 정상화 목표치인 2,660 ~ 2,670선 도달
- 동 지수대는 선행 PBR 0.874배, 확정실적 기준 0.934배(24년 이후 평균)와 선행 PER 9.44배(24년 이후 평균)
- 현재 시점에서는 단기 과열 해소, 매물 소화 과정 필요. MACD OSC 하락 다이버전스와 Stochastics 극단적 과열권 진입 부담. 단기 조정이 전개되더라도 2,600선 전후에서 지지력 확보 예상
- 2,580 ~ 2,590선에 선행 PBR 0.851배 (24년 이후 평균의 -1Std), 확정실적 기준 0.912배(24년 하반기 이후 평균)와 선행 PER 9.17배(24년 하반기 이후 평균의 +1Std)
- 단기 과열해소, 매물소화 이후에는 2,750 ~ 2,760선까지 상승여력 확대 예상. 2,600선 초반부터 단기 등락을 활용한 비중확대, 매집 전략 유지

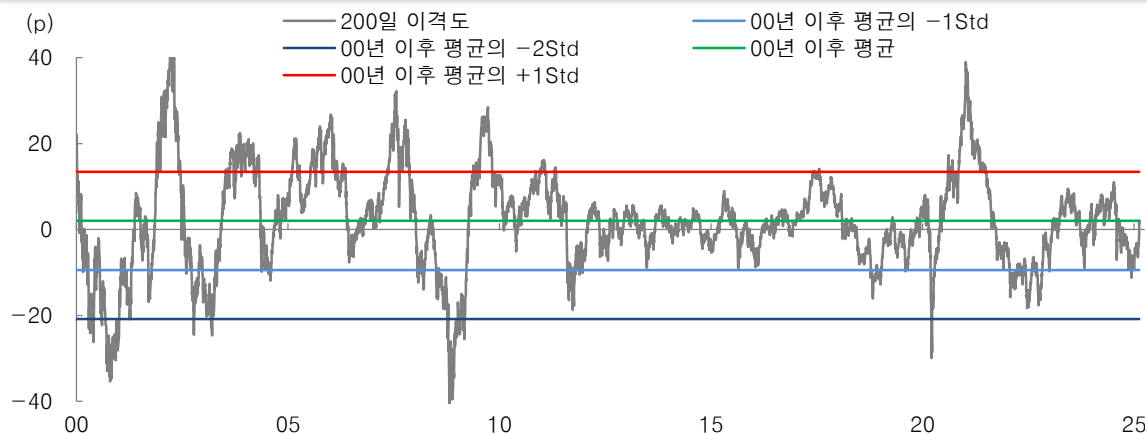
## [KOSPI 지지/저항선] 1차 밸류에이션 정상화와 지수 정상화 목표치 도달

PER, PBR 24년 이후 평균 수준은 2,660 ~ 2,670선  
1차 밸류에이션 정상화 국면 목표치는 충족



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

200일 이동평균선 이격도 2000년 이후 평균수준 도달

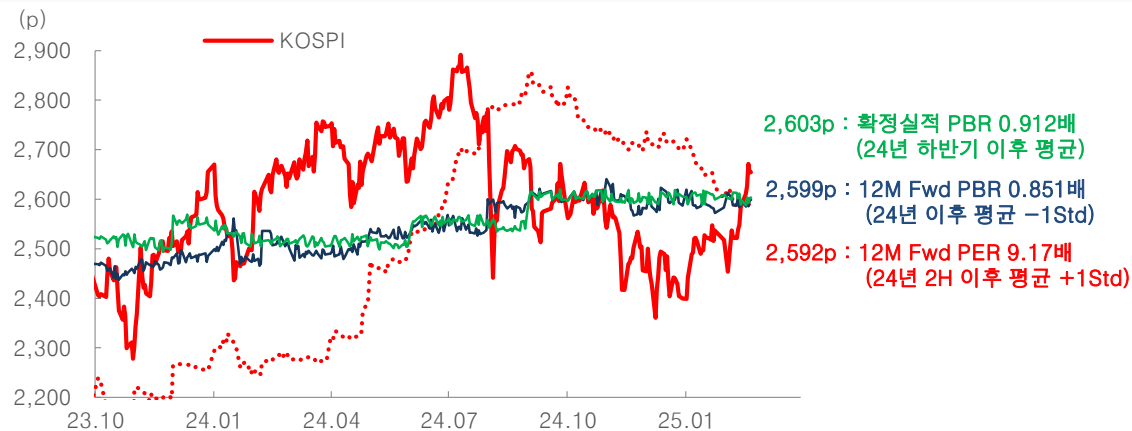


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- KOSPI는 가파른 상승세로 1차 밸류에이션 정상화, 가격 정상화 목표 도달
- KOSPI 2,660 ~ 2,670선은 극심한 Deep Value 구간에서 벗어나는 밸류에이션 정상화 목표치. PER, PBR 측면에서 24년 하반기 평균 수준
- 200일 이동평균선과 이격도 또한 00년 이후 평균의 -1표준편차 수준에서 평균 수준으로 전환. 극심한 저평가 매력도는 일단락되었다고 판단
- 가파른 상승세를 보여왔고, 그 결과 중요 정상화 목표치에 도달한 만큼 단기 과열 해소, 매물소화 과정은 감안해야 할 시점

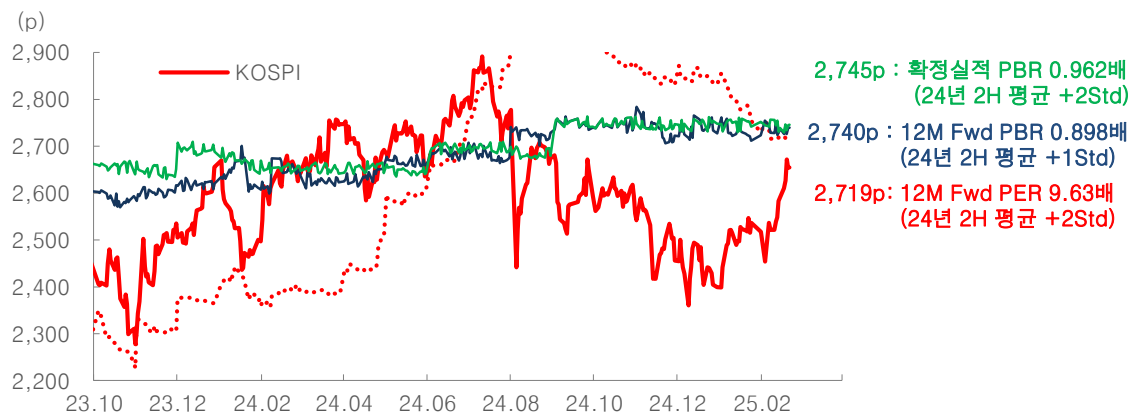
## [KOSPI 지지/저항선] 밸류에이션 정상화를 넘어 레벨업을 기대. 1차 타겟은 2,750선

24년, 24년 하반기 이후 의미있는 밸류에이션 지지권  
2,590 ~ 2,600선에 밀집



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

밸류에이션 측면에서 정상화 목표는 2,720 ~ 2,750선

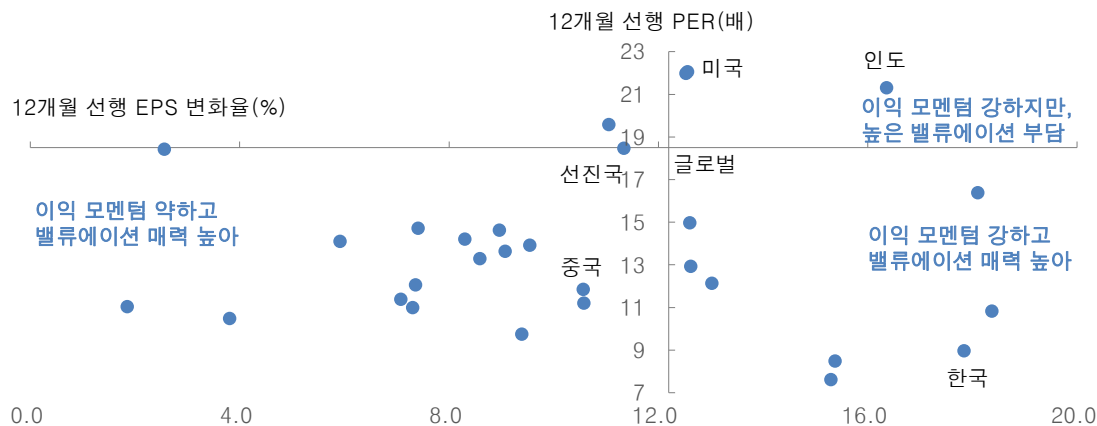


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 단기 과열해소, 매물소화 국면에서 지지권은 KOSPI 2,600선 전후가 될 전망
- 동 지수대는 PER, PBR 측면에서 24년 연간, 또는 24년 하반기 이후 의미있는 밸류에이션 레벨. KOSPI 2,620선에 200일 이동평균선이 위치해 있고, 2,590선 전후에 480일선, 15일선이 위치해 있다는 점도 지지력을 견고히하는 부분
- 한편, KOSPI 2,600선 전후에서 지지력 확보시 다음 상승 목표는 2,750선
- PBR 측면에서 24년 하반기 이후 평균의 +1, +2표준편차 수준으로 밸류에이션 확장의 1차 목표치
- 선행 PER 9.63배는 24년 하반기 이후 2표준편차 수준으로 KOSPI 2,719p에 그치고 있지만, 선행 EPS 상승시 상승여력 확대 예상
- KOSPI 2,600선 전후에서 지지력 확보시 지수만으로도 5.7% 이상 상승 가능성을 열어놓고 대응할 수 있다는 의미

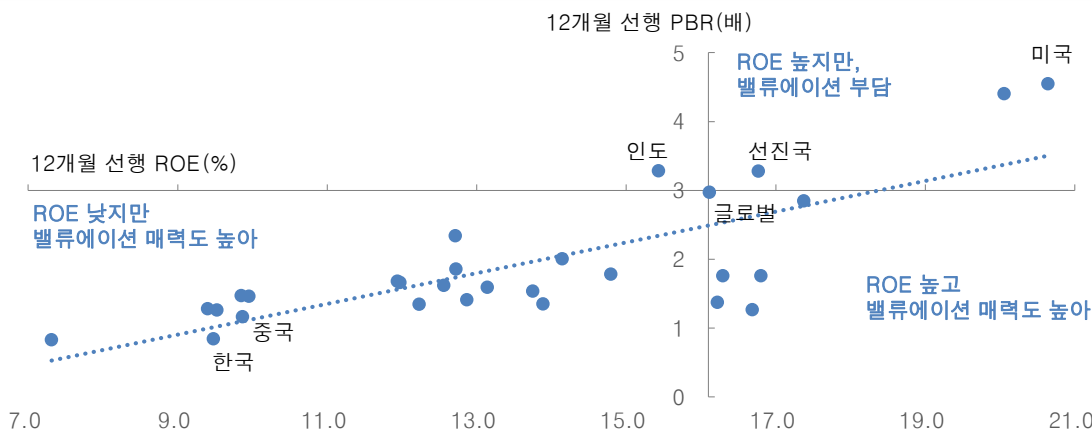
## [미국 박스권 vs. KOSPI 2차 반등] 밸류에이션 매력 비교. 높은 ROE만으로 고밸류 정당화?

국가별 12M F EPS 변화율과 PER Matrix. 미국 이익모멘텀은 견고하지만, 주요국 중 가장 높은 밸류에이션. 한국은 이익모멘텀은 가장 강하지만 밸류 매력 낮아



자료: I/B/E/S, 대신증권 Research Center

국가별 12M F ROE와 PBR Matrix. 글로벌 추세대비 고평가 미국. 저평가 한국



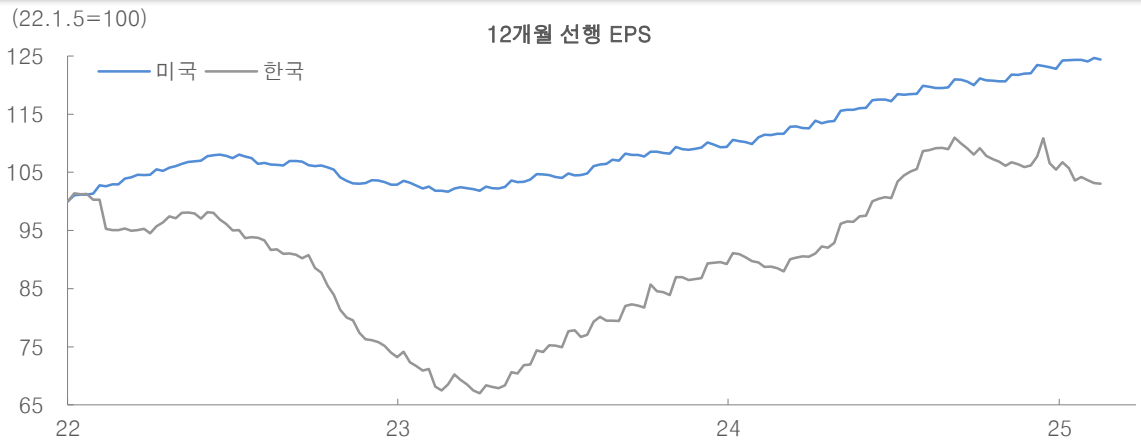
자료: I/B/E/S, 대신증권 Research Center

- 미국 증시의 박스권 등락에도 불구하고 KOSPI 2차 반등을 예상하는 것은 그동안 패턴과 정 반대
- 미국이 흔들리면 KOSPI는 더 흔들리고, 미국이 상승하면 KOSPI가 덜 상승하는 패턴을 그려왔음
- 하지만, 지난 6개월 동안의 엇갈림, 디커플링으로 반대의 디커플링도 가능하다고 판단
- 미국은 PER, PBR 밸류에이션은 글로벌 주요국 중 가장 높은 수준. 글로벌 주요국 중 ROE가 가장 높다는 것만으로 고밸류에이션이 정당화되기는 어렵다고 판단
- 특히, 선진국보다 미국 EPS 변화율이 높지만, 실적 불확실성이 커지거나 실적 성장성에 대한 의구심이 유입되는 것만으로도 밸류에이션 부담이 가중될 수 밖에 없는 상황
- 반면, 한국은 낮은 ROE만큼 PBR은 저평가 받고 있고, 강한 이익모멘텀대비 PER은 극심한 저평가 영역에 위치
- 미국 경기, 고용 둔화가 가시화될 경우에도 미국만의 독보적인 성장성에 대한 의구심이 커질 것



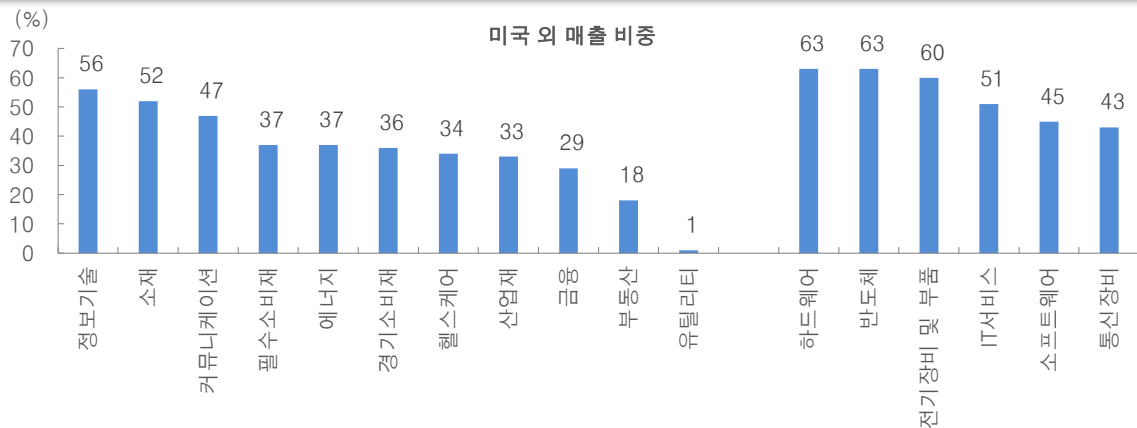
## [미국 박스권 vs. KOSPI 2차 반등] 실적 기대가 강한 미국. 강달러 여파를 감내할 수 있을까?

미국과 한국의 12개월 선행 EPS 추이. 12년 이후 상승세 주춤해진 미국  
24년 하반기부터 지속된 실적 전망 하향조정. 폭은 둔화



자료: I/B/E/S, 대신증권 Research Center

S&P500 업종별 해외 매출 비중. 실적 개선을 이끌어 온 정보기술이 가장 높아

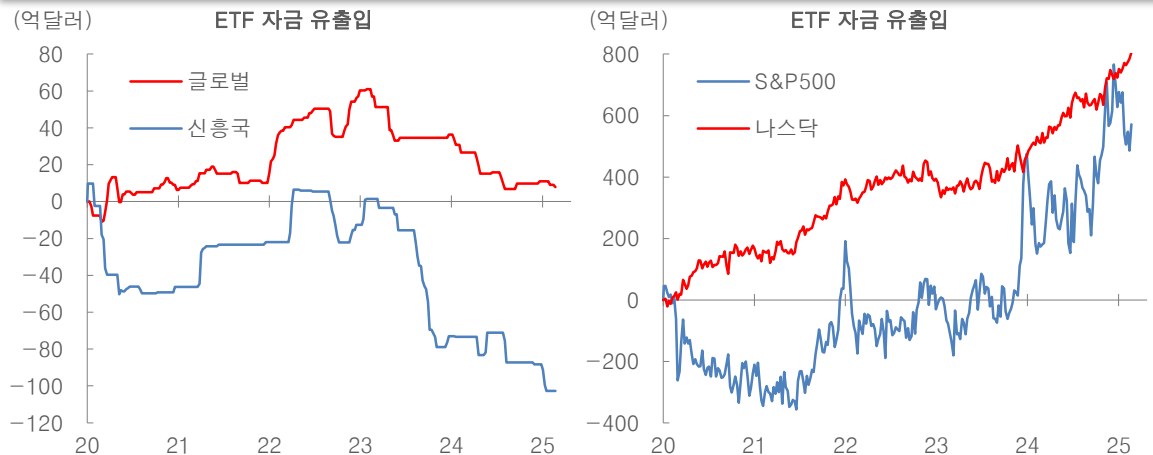


자료: I/B/E/S, 대신증권 Research Center

- 한편, 미국 고밸류 정당화의 또다른 이유는 실적 성장 기대라고 볼 수 있음
- 미국 12개월 선행 EPS는 23년 3월 저점 이후 최근까지 쉬지않고 상승세를 이어 오고 있음
- 실적이 좋았다는 의미도 있지만, 실적에 대한 기대가 꺾이지 않았음을 시사
- 반면, 한국은 24년 9월 고점은 하향조정 진행 중. 실적이 부진했다는 의미와 함께 실적 기대가 낮아졌었던 것
- 이러한 상황에서 그동안 미국 기업이익 개선을 주도해 온 빅테크 기업들의 추가적인 실적 서프라이즈를 장담하기 어려워짐
- IT의 해외매출 비중이 60%에 육박하고, 하드웨어, 반도체, 전기장비 등은 60%를 상회하는 상황에서 강달러 여파를 감내해야 할 것
- 실적 부진이라기보다는 예상은 상회하지만, 시장 기대에 못미치는 결과가 공개될 가능성이 높고, 이는 차익 실현 심리를 자극할 수 있음

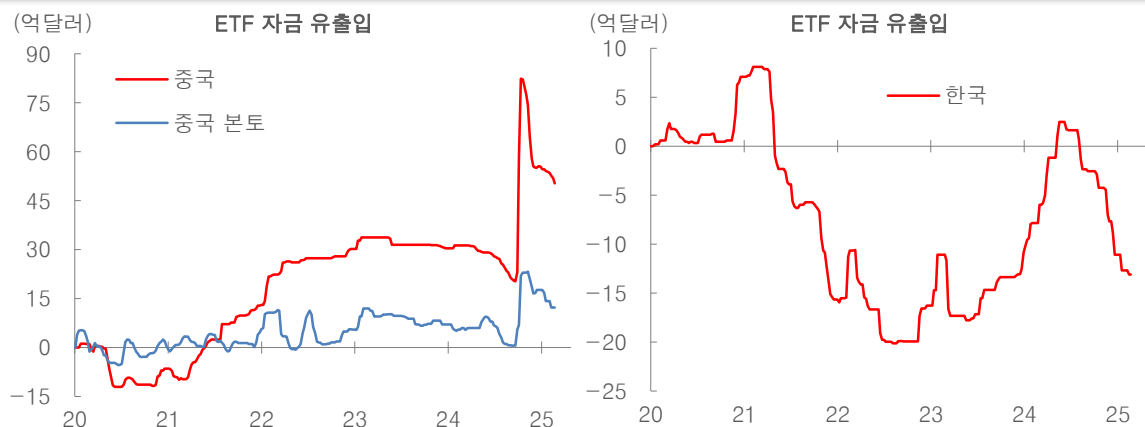
## [미국 박스권 vs. KOSPI 2차 반등] 미국으로 유동성 쏠림현상이 완화된다면?

### 신흥국 자금 이탈 지속. 미국, 특히 S&P500으로 쏠림현상에 균열의 조짐



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

### 중국으로 단기 집중되었던 유동성이 한국으로 확산되려면 경기회복 확인이 필요

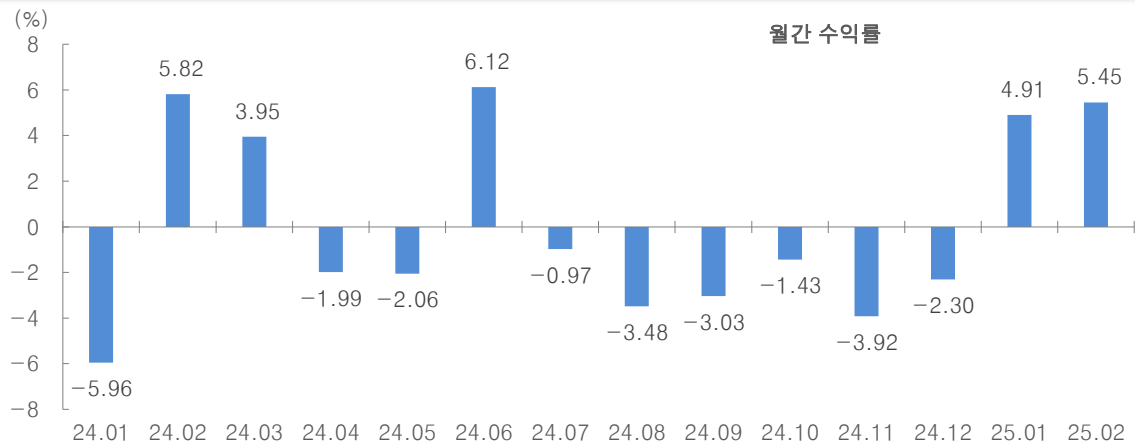


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 최근까지 글로벌 유동성은 미국으로만 집중되고 있음
- 특히, 신흥국, 중국, 한국 ETF에서는 자금 이탈 지속
- 최근 미국 ETF 내에서는 상승한 S&P500에서 이탈한 자금이 오히려 급락한 나스닥으로 이동하는 양상. 그동안 강했던 동반 유입세에 균열의 조짐 감지
- 향후 미국 증시 상승세 정체/둔화 시 미국 ETF에서 자금 이탈 가능성 확대. 일부 규모의 자금 이탈만으로도 신흥국 증시 유동성에 큰 힘이 될 전망
- 24년 이후 나스닥 ETF로만 297억달러 유입. 글로벌과 신흥국 ETF에서는 27억달러, 30억 달러 유출대비 10배 규모
- 한국 ETF에서는 24년 한 해동안 1.78억 달러 자금 유출
- 즉, 미국 증시의 추가 상승에 대한 기대가 약해질 경우 글로벌 유동성 흐름에도 큰 변화가 있을 수 밖에 없다고 판단
- 미국 ETF에서 일부 자금 이탈의 나비효과를 클 것

## [KOSPI 반전] 5개월, 6개월 연속 하락 이후에는 강한 반전 대기. 1월 반등은 과거 수준에 부합

### KOSPI 7개월만에 상승 반전 이후 2개월 연속 반등 시도 중



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

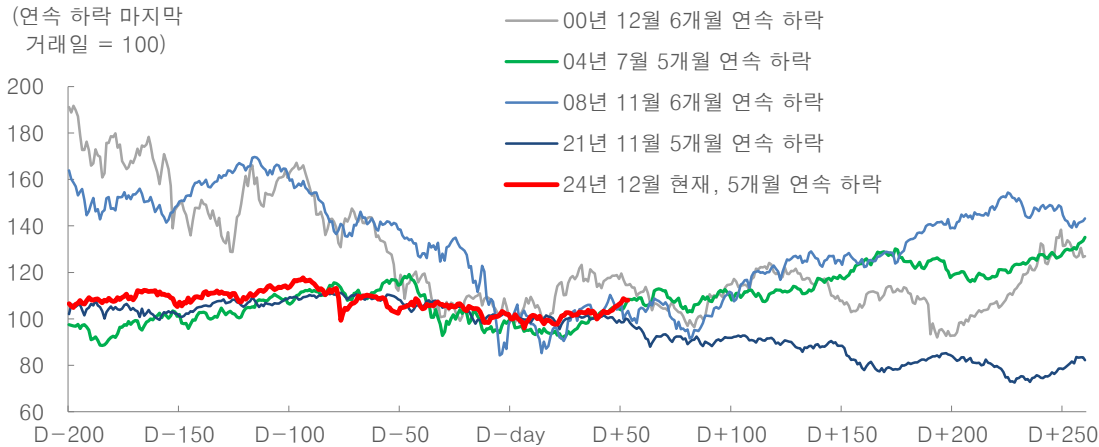
### 5개월, 6개월 연속 하락 이후 다음달 평균 8.9% 급반등

구분	등락률 (연속 하락 마지막 달 이후)			
	1개월	3개월	6개월	12개월
2000년 12월(6개월)	22.5 %	3.7 %	17.9 %	37.5 %
2004년 7월(5개월)	9.3 %	13.5 %	26.8 %	51.1 %
2008년 11월(6개월)	4.5 %	- 1.2 %	29.7 %	44.6 %
2021년 11월(5개월)	4.9 %	- 4.9 %	- 5.4 %	- 12.9 %
평균	8.9 %	10.5 %	21.0 %	25.2 %
24년 11월 (6개월, 현재)	4.91%			

- 12월 셋째주 하락 반전으로 12월 월간 수익률 -2.30%로 하락 반전. KOSPI는 6개월 연속 하락 마감. 이는 2000년 이후 세 번째로 매우 이례적인 연속 약세 흐름
- 이전 두 번은 2000년 12월과 2008년 11월. IT버블 붕괴와 글로벌 금융위기 시점
- 12월 정치적 리스크로 인한 약세라는 측면에서 5개월 이상 연속 약세를 기록 한 경우를 보더라도 2000년 이후 네 번에 불과
- 2004년 7월과 21년 11월은 5개월 연속 하락 마감. 2004년 7월은 국내 카드사태 이슈, 21년 1월은 글로벌 경기 정점통과와 금리인상 사이클이 맞물린 지점
- 여기서 주목할 부분은 5개월 연속 하락한 이후 12개월 수익률 기준 세 번 30 ~ 50% 상승했고, 한 번만 -12.9%를 기록했다는 점
- 이례적인 연속 하락은 하락추세의 마무리, 마지막일 가능성이 높다는 의미
- 실제로 25년 1월 KOSPI 급반등 전개. 과거 네 번의 경우를 보면 무리한 수준은 아니라고 판단. 과거 흐름에 부합

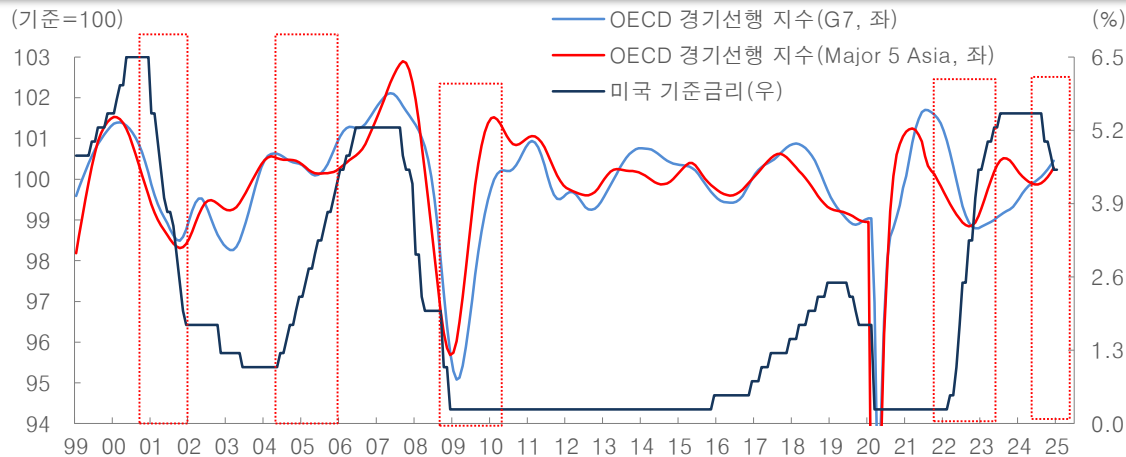
## [KOSPI 반전] 단기 등락은 감안해야하지만, 강한 기술적 반등 이후에는 추세 반전 확률 높아

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



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

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

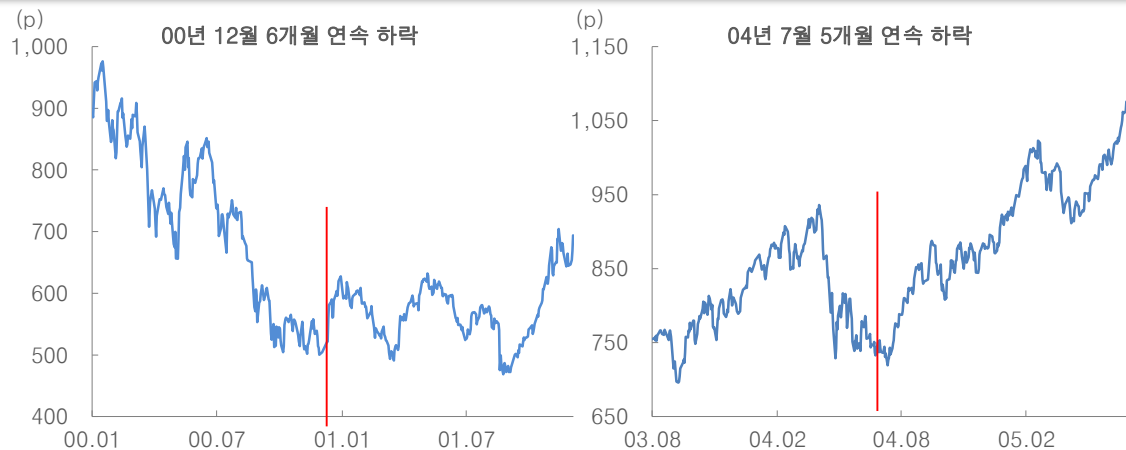


자료: OECD, FED, Bloomberg, 대신증권 Research Center

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

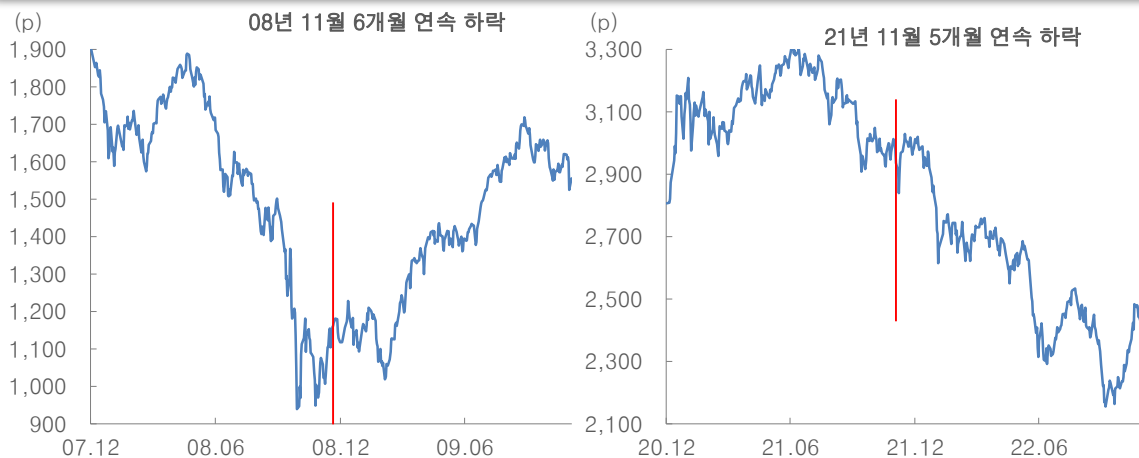
## [KOSPI 반전] 두 번은 강한 추세 반전. 한 번은 박스권. 한 번은 하락추세 지속

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



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

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



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 2000년 12월은 1999년 ~ 2000년 IT버블이 붕괴되는 국면. 급격한 산업 사이클, 경기 악화와 함께 위기성 금리인하 단행
- 2004년 7월은 한국 카드사태 당시로 글로벌 경기와는 차별화된 한국 경기와 내수 영향으로 증시가 악세를 보였던 국면
- 2008년 11월은 글로벌 금융위기의 저점 국면. 경기 악화, 제로금리 도달 이후 조정을 마무리하는 과정에서 과도한 투자 심리 위축, 수급 악화로 급격한 변동성 확대
- 2021년 11월은 글로벌 경기 모멘텀, 사이클, 통화정책 정점 통과 과정에서 KOSPI 역사적 고점에서 하락 반전. 이후 경기 둔화와 금리인상 사이클이 맞물리며 하락추세 전개
- 전반적으로 시점의 차이는 있지만, 1년 정도의 투자시계를 감안할 때 추세 반전의 전환점일 가능성 높음
- 25년 1월 KOSPI의 강한 상승 반전은 기술적 반등이라고 볼 수 있지만, 시차를 두고 봤을 때 추세 반전의 시작이라고 판단

# Inflection Point 1.

경기 불안보다 물가 안정 기대가 커진다면...  
PCE와 소비/소득 지표 확인

---

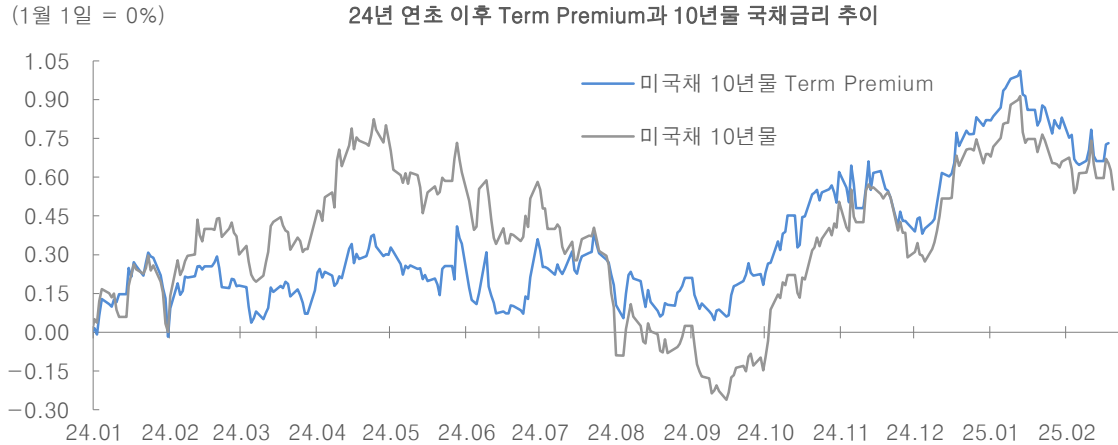
Strategist 이경민

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

텔레그램 채널 daishinstrategy

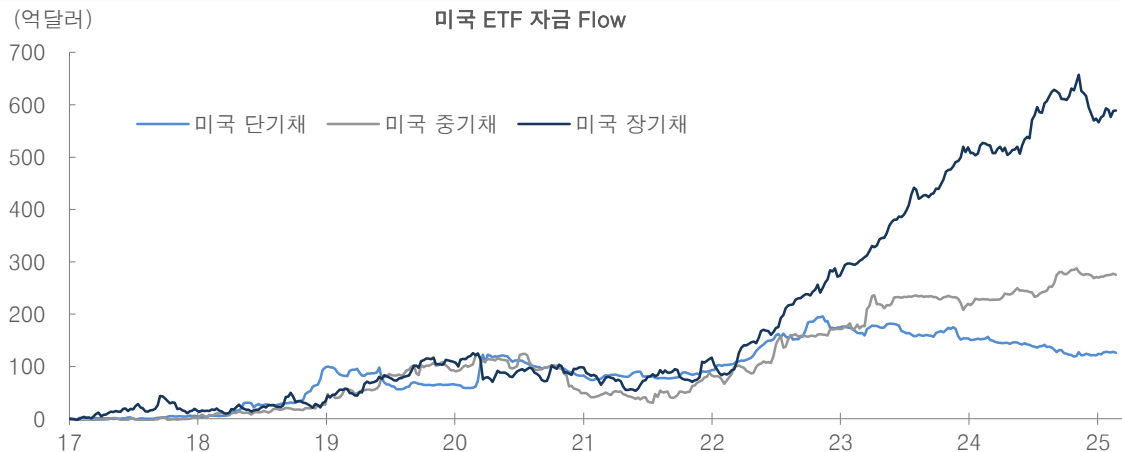
## [채권금리 등락 분석] 10년물 Term Premium 등락(투자심리, 수급)이 채권 금리 등락을 결정

### 12월 이후 10년물 국채금리 등락을 주도하는 Term Premium



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

### 1월 둘째주부터 미국 중장기 국채 ETF로 자금 재유입

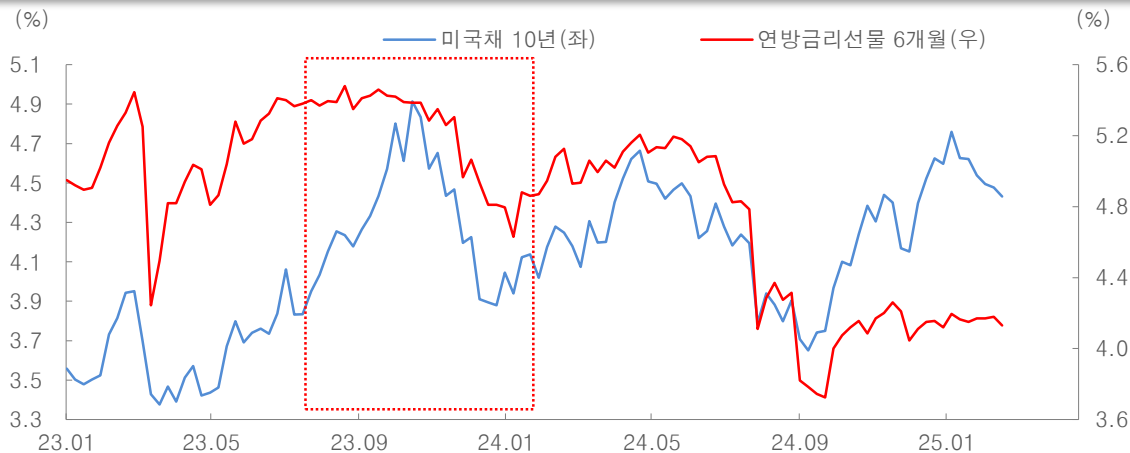


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 통화정책 불확실성보다 채권금리 반등이 제한적이었던 이유는 24년 12월 이후 채권금리 급등락의 중심에 Term Premium이 자리하기 때문
- 12월 6일 10년물 국채금리 단기 저점 이후 1월 14일까지 61.6bp 상승. Term Premium은 63bp 상승
- 14일 고점 이후 2월 19일까지 미국채 10년물은 26bp, Term Premium은 28bp 하락
- 그동안 채권금리 급등락의 대부분 또는 그 이상이 심리, 수급적인 영향임을 시사
- 지난 주말 채권금리 반등에도 통화정책 불안심리보다 투자심리 안정, 수급 개선이 영향을 미쳤다고 판단
- 미국에 상장된 미국채 중기 채권 ETF에서 11월 이후 자금 이탈이 지속되고 있어왔음. 이는 채권 입찰 부진으로 이어졌던 상황
- 이 또한 최근 3주 연속 자금 유입 전환 이후 단기 유출 감지
- 통화정책 우려 완화와 투자심리, 수급 변화가 맞물릴 경우 예상보다 강한 채권금리 하락세 전개 가능

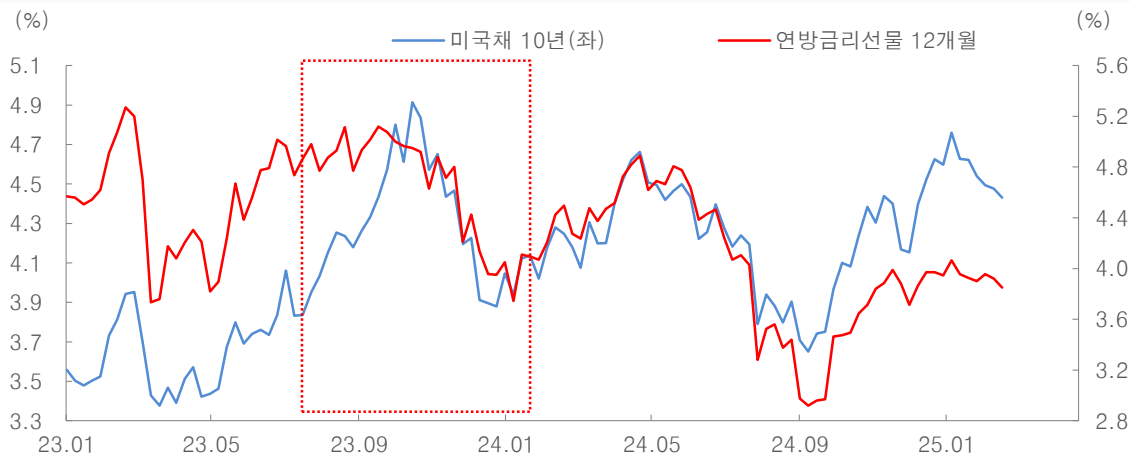
## [채권금리 등락 분석] 23년 8월 ~ 10월 채권금리 급등, 11월, 12월 채권금리 레벨다운 국면과 유사

### 23년 8월 ~ 12월 채권금리 급등락 국면과 유사한 흐름 전개



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

### 투자심리 변화와 통화정책 안도/기대 동시 유입시 급격한 채권금리 레벨다운 가능



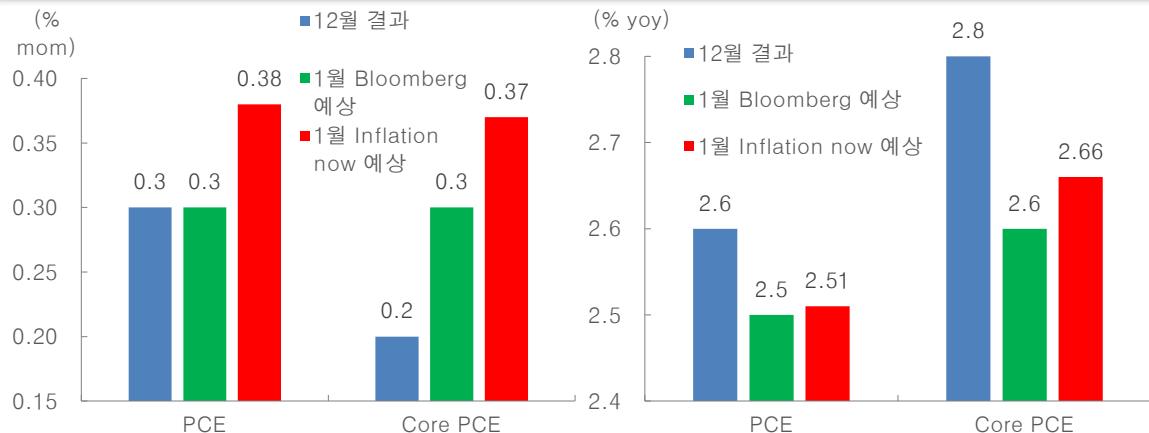
자료: Bloomberg WIRP, 대신증권 Research Center

- 미국채 10년물은 4.7%를 상회, 2년물은 4.3%를 넘어서는 과정에서 금리인하 기대가 후퇴한 정도는 제한적
- 연방금리 12개월물은 2주전 고점을 4bp 상회했을 뿐인데 10년물 국채금리는 13bp 이상 레벨업
- 25년 타이트한 통화정책 우려가 지속되는 가운데 미국채 입찰 부진, 수급/심리적인 변수가 채권금리, 달러화 레벨업으로 이어졌다고 판단
- 채권금리 하락 과정에서도 마찬가지로, 미국채 10년물은 고점대비 33bp 이상 하락했지만, 연방금리 선물 6개월, 12개월물은 각각 6.5bp, 21.5bp 하락에 그침. 투자심리, 수급 변화가 상당한 영향을 미쳤다고 판단
- 이러한 흐름은 23년 8월 ~ 12월과 유사. 당시에 통화정책 불안이 정점권에서 등락을 보였지만, Term Premium 급등과 수급 불안으로 채권금리 5%까지 레벨업
- 하지만, 수급 안정과 투자심리 개선, 통화정책 기대감이 동시에 반영되면서 채권금리는 두 달만에 3.8%로 레벨다운
- 경기 불안, 트럼프 정책 우려 완화로 채권금리 하락 중, 통화정책 기대까지 유입될 경우 하락 폭 확대, 속도 빨라질 전망



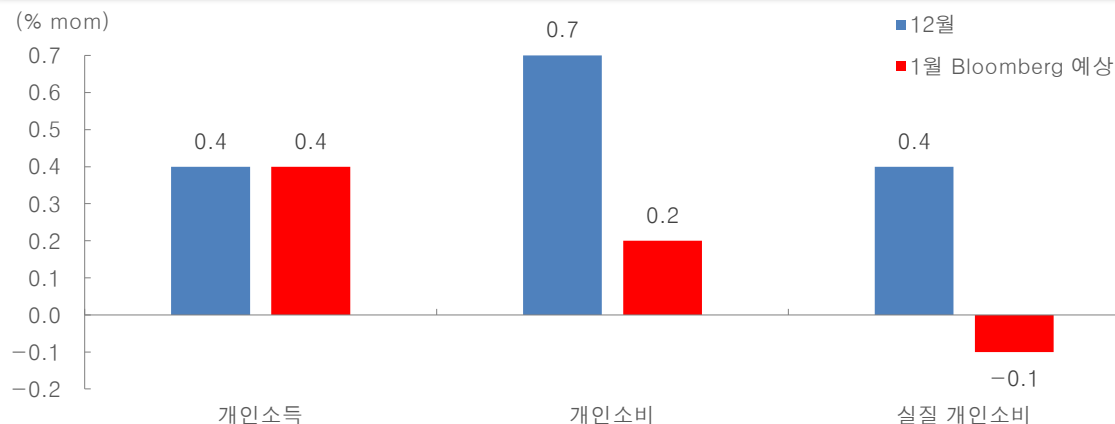
## [PCE & 소득/소비] 1월 PCE와 Core PCE 둔화 가능성. 1월 소비도 둔화, 실질 소비는 역성장 예상

### 1월 PCE와 Core PCE 동반 둔화 예상(전년대비 기준)



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

### 소득은 견조하지만, 소비는 둔화, 실질 소비는 역성장 가능성 경계

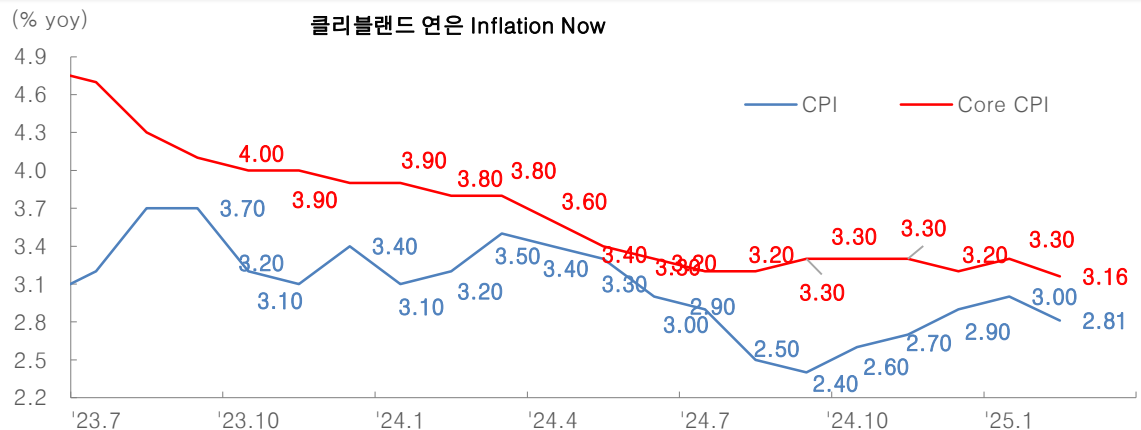


자료: 미국 상무부, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 2월 28일 미국 1월 PCE와 Core PCE, 소비, 소득 지표 발표. 전반적으로 물가, 소비 둔화 예상
- PCE와 Core PCE는 전월대비 견조하거나 소폭 반등이 예상되지만, 전년대비 둔화 가능성 높음
- 1월 PCE는 12월 2.6%에서 2.5%로 낮아질 것으로 컨센서스 형성 중. Core PCE는 12월 2.8%에서 2.6%또는 2.7%로 둔화 예상
- 한편, 같은날 발표되는 개인 소득은 전월 대비 0.4% 개선을 이어갈 것으로 보이나 개인소비는 12월 0.7%에서 1월 0.2%로 둔화되고, 실질 개인소비는 -0.1%로 역성장 전망
- 5개월만에 물가 둔화 확인될 경우 경기 불안에 물가 안정 기대가 가세하면서 채권금리, 달러화 하향안정에 힘이 실릴 전망

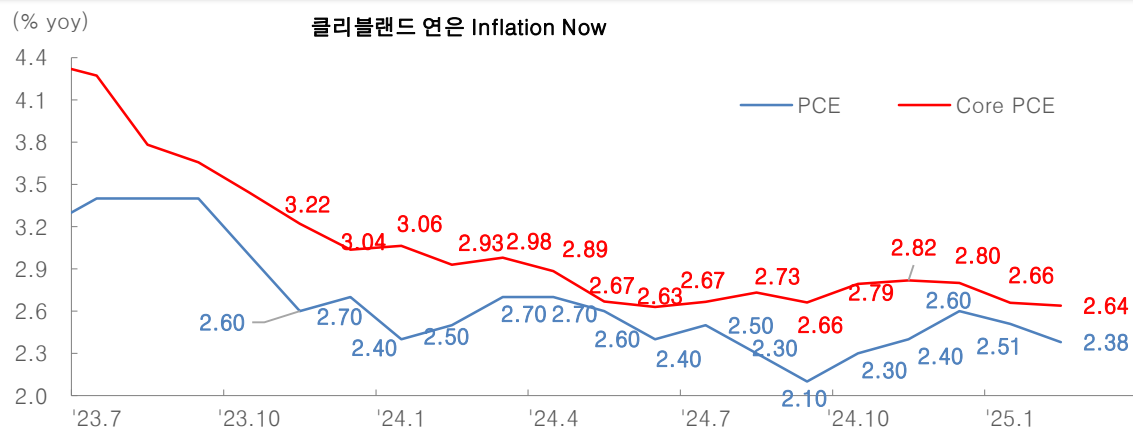
## [물가 전망] 12월을 정점으로 둔화 재개, 1월, 2월 PCE 레벨다운 가능성 높아

### 1월 CPI, Core CPI 반등은 일시적. 2월 물가 둔화 예상



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

### 12월 정점으로 1월, 2월 PCE와 Coer PCE 레벨다운 기대



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

- 클리블랜드 연은의 Inflation now 기준 물가 전망은 12월을 정점으로 둔화 예상
- CPI는 12월 2.9%에서 1월 2.79%로 둔화가 예상되고, Core CPI는 3.2%에서 3.13%로 낮아질 전망
- 특히, PCE와 Core PCE는 12월 2.6%, 2.8%를 기록한 이후 1월에는 2.34%, 2.52%로 큰 폭 레벨다운 전망
- 일회성 요인 완화와 연말 소비시즌 이후 미국 경기 둔화가 가시화될 경우 물가 안정이 가시화되면서 채권금리, 달러화 및 증시 안정성 확대 예상

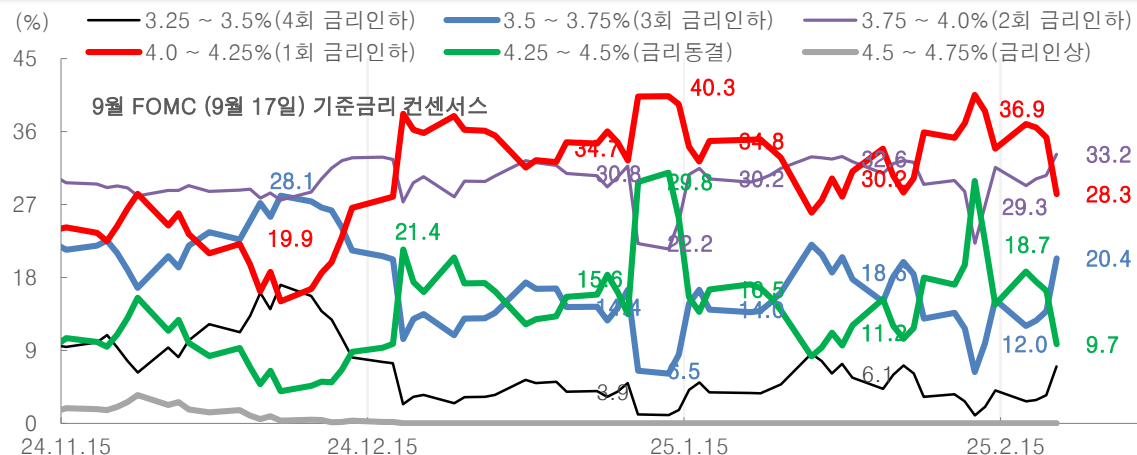
## [통화정책 컨센서스] 연내 2회 금리인하로 정상화. 물가 안정 이후 비둘기적인 통화정책 스탠스 강화 예상

### 25년 2번, 26년 1번 금리인하 예상(점도표 2회씩). 연준보다 매파적인 스탠스

MEETING DATE	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2025-03-19			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.0%	94.0%	0.0%
2025-05-07	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	30.5%	67.8%	0.0%
2025-06-18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	14.8%	47.4%	37.1%	0.0%
2025-07-30	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	4.2%	22.9%	44.9%	27.9%	0.0%
2025-09-17	0.0%	0.0%	0.1%	1.8%	11.8%	31.8%	38.0%	16.6%	0.0%
2025-10-29	0.0%	0.0%	0.5%	4.0%	16.1%	33.1%	33.4%	13.0%	0.0%
2025-12-10	0.0%	0.1%	1.3%	7.0%	20.4%	33.2%	28.3%	9.7%	0.0%
2026-01-28	0.0%	0.2%	1.8%	8.2%	21.5%	32.7%	26.6%	8.9%	0.0%
2026-03-18	0.0%	0.4%	2.5%	9.5%	22.6%	32.1%	24.9%	8.0%	0.0%
2026-04-29	0.1%	0.5%	2.8%	10.0%	23.0%	31.8%	24.2%	7.7%	0.0%
2026-06-17	0.1%	0.5%	2.9%	10.3%	23.2%	31.7%	23.8%	7.5%	0.0%
2026-07-29	0.1%	0.5%	2.9%	10.2%	22.9%	31.5%	24.0%	7.9%	0.2%
2026-09-16	0.1%	0.6%	3.1%	10.5%	23.2%	31.3%	23.5%	7.6%	0.2%
2026-10-28	0.1%	0.5%	2.8%	9.9%	22.0%	30.6%	24.2%	9.0%	0.8%
2026-12-09	0.5%	2.6%	9.0%	20.5%	29.5%	25.0%	11.0%	1.9%	0.1%

자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

### 12월 FOMC 확률. 2회, 1회, 3회 금리인하 확률 우위. 금리동결은 10% 이하로...

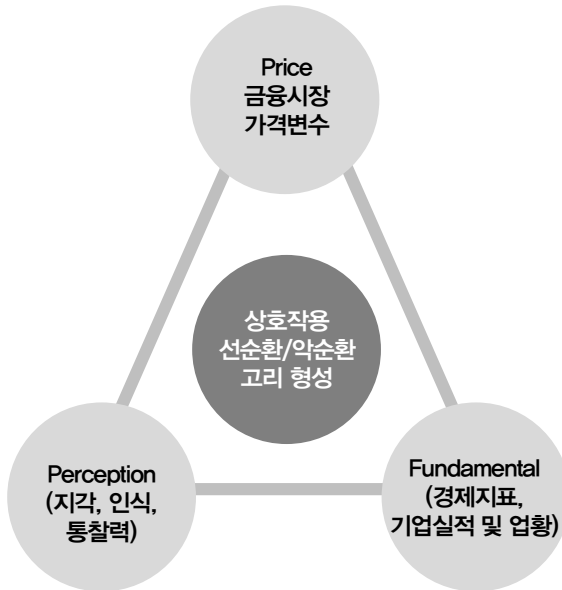


자료: FED Watch, 대신증권 Research Center

- 최근 연이은 경제지표 부진 영향으로 통화정책 컨센서스 일부 정상화. 연내 1회 금리인하에서 6월, 12월 2회 금리인하 기대로 연준 점도표와 동일
- 다만, 26년 금리인하 컨센서스는 연내 1회 금리인하로 연준의 점도표 2회보다 매파적
- 25년 12월 FOMC 금리인하 확률 변화 주목. 지난 주말 우위를 보이던 1회 금리인하 확률이 30%를 하회, 하지만, 2회 금리인하 확률이 33%를 상회하면서 우위로 전환
- 3회 금리인하 확률도 20%를 회복했고, 금리동결 확률은 10% 이하로 레벨다운
- 과도하게 매파적이었던 통화정책 컨센서스는 정상화를 넘어 과도하게 비둘기파적으로 전환될 가능성도 배재할 수 없는 상황
- 이 과정에서 채권금리, 달러화의 추가적인 하향 안정세 예상

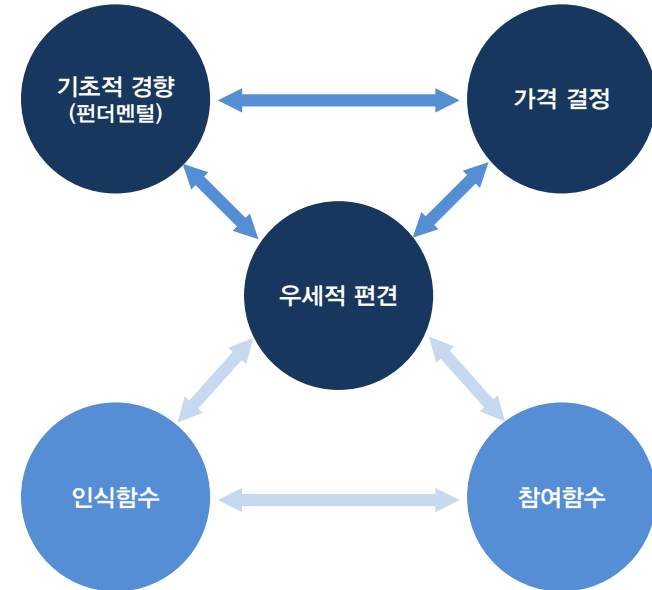
# [재귀성 이론] 자기강화 현상 & 악순환의 고리, 12월 FOMC로 정점 확인, 정책/수급 우려 완화로 전환점 통과

## 소로스의 재귀성 이론



자료: 조지 소로스 금융시장의 새로운 패러다임, 대신증권 Research Center

## 편견에 의한 자기강화 현상



자료: 조지 소로스 금융시장의 새로운 패러다임, 대신증권 Research Center

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

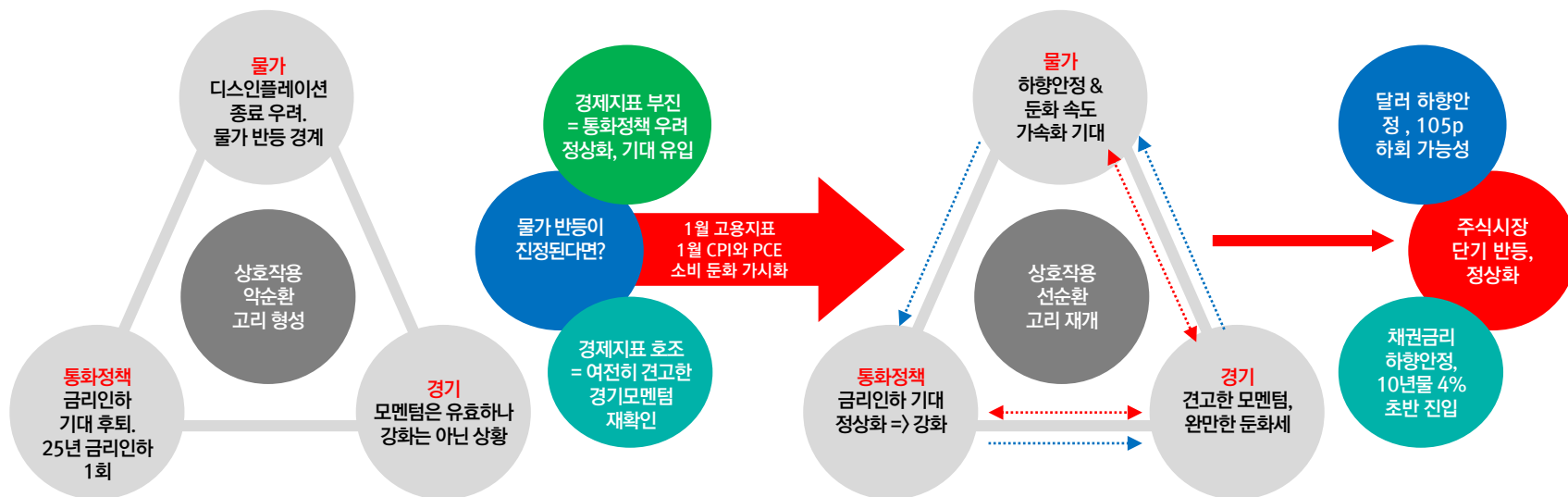
즉, 행위 주체, 투자자들 간 상호작용이 Positive, Negative 피드백을 만들어 내면서 평균수준을 벗어나는 과열과 침체를 만든다는 것

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

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

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

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

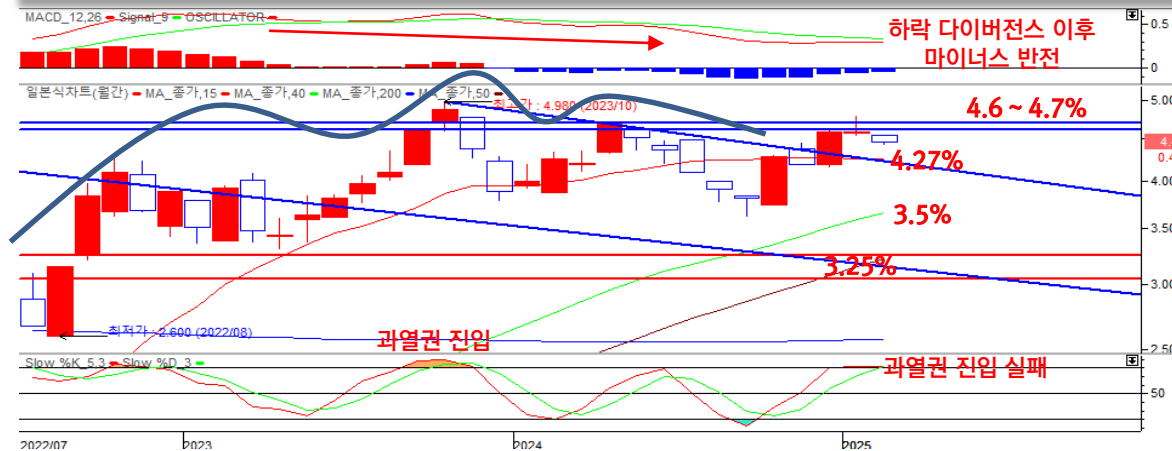


자료: 대신증권 Research Center

글로벌 금융시장, 12월 FOMC 쇼크로 Good Is Bad, Bad Is Bad 국면의 정점 통과, 12월, 1월 경제지표를 확인하는 과정에서 Bad Is Good, Good Is Good 국면으로 전환 기대. 무엇보다 최근 채권금리 급등에 투자심리, 수급 변수의 영향력이 컸다는 점에 있어서 작은 트리거, 변화 포인트만으로도 채권금리 변곡점 형성 가능성. 1월 고용지표, 1월 CPI, PCE를 확인하며 물가 - 통화정책 - 경기 간의 악순환 고리가 선순환 고리로 전환 가능. 특히, Head Line CPI와 Core CPI 둔화 폭에 따라 선순환 고리 강화 가능성도 배제할 수 없음. 이후 통화정책 기대가 정상화되고, 강해질 때까지 경제지표 부진은 금리인하 기대를 자극하고, 경제지표 호조는 견고한 경기모멘텀에 대한 확신으로 이어질 전망. 12월 CPI 확인 과정에서도 반등은 불가피했지만, 예상치를 하회한 결과에 채권금리, 달러화 하락 반전

## [미국 채권금리] 단기 오버슈팅 국면에서 하락 반전. 비중확대 전략 유효

### 미국채 10년물 월간 차트. 역 헤드 앤 쇼울더 패턴?



자료: 대신증권 Research Center

### 미국채 10년물 주간 차트. 오버슈팅 이후 하락 반전. 4.2%까지 추가 하락 예상



자료: 대신증권 Research Center

- 큰 흐름에서 보면 경기 침체가 아닌 상황에서 금리인하 사이클 전개는 글로벌 증시와 위험자산에 강한 상승동력이 되기 마련
- 현재 상황을 보면 금리인하, 통화정책 사이클은 유효하지만, 견고한 경기, 물가 영향으로 속도가 더뎠을 수 있는 국면. 하지만, 시장 심리는 통화정책에 대한 속도 조절을 다소 과도하게 해석 중
- 최근 물가 반등은 일시적일 가능성이 높음. 조류독감, 파업, 허리케인 등 일시적인 요인들이 반영되었고, 주거비, 운송서비스 물가 둔화는 뚜렷. 유가도 기저효과로 인해 25년 상반기 전년대비 보합, 또는 마이너스 반전 예상.
- 실제로 1월 PCE는 12월대비 둔화/레벨 다운 예상
- 이 경우 연준의 스탠스는 다시 비둘기파적으로 변할 수 있음
- 시장 심리는 더 비둘기파적으로 전환되면서 미국채 10년물 4.2% 수준으로 하향 안정세 전개 예상

## [미국 달러] 110p는 OverShooting 국면. 점차 하향 안정, 추가적인 레벨다운 전개 예상

### 미국 달러화 주간 차트. 오버슈팅 국면에서 하락 반전. 104p가 1차 하락 목표



자료: 대신증권 Research Center

### 미국 달러 일간 차트. 110p 저항으로 하락 반전, 107p 하향이탈



자료: 대신증권 Research Center

- 달러화가 109p 상회한 것은 오버슈팅. 반등시 비중축소 전략 제안해왔음
- 금리인하 기대가 실망감, 경계감으로 전환되는데 이어 과도한 후퇴를 반영. 여기에 트럼프 정책 불확실성이 가세하면서 급반등
- 향후 금리인하 사이클, 미국 경기둔화 가능성 등을 감안할 때 달러화 상승추세 전개 가능성 낮다고 판단
- 여기에 금리인하 기대가 정상화되고, 되살아날 경우 달러 약세 압력 확대 예상. 1차적으로 104p 전후에서 지지력 테스트 가능성 높음
- 미국 경기 둔화 속에 물가 안정이 가시화되고, 금리인하 사이클에 대한 신뢰를 회복하며 달러화는 향후 하향안정세를 이어갈 것

# Inflection Point 2.

## 독일, 총선(23일) 이후 연정 구성에 따른 경기부양 예상. 유로화의 향배는?

---

Strategist 이경민

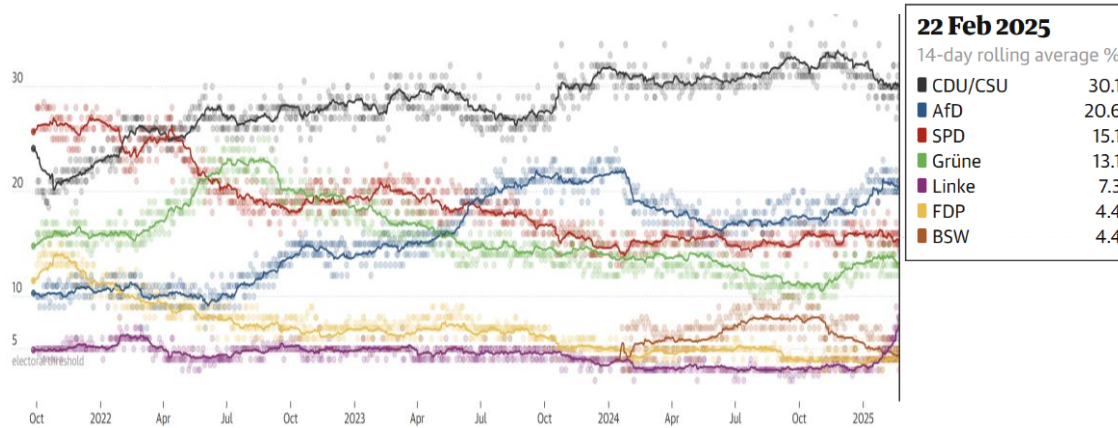
02) 769-3840 / kyoungmin.lee@daishin.com

텔레그램 채널 daishinstrategy



## 23일 독일 총선 진행, 극우정당 AfD의 약진으로 정치 지형 변화

### 독일 총선 2025년 여론 조사, 극우정당 AfD의 약진



자료: The Guardian, wahlrecht.de, 대신증권 Research Center

### 독일 주요 정당별 공약 비교

정책 분야	기민련(CSU/CDU)	사민당(SPD)	녹색당(Green)	독일 대안당(AfD)
<b>재정, 부채</b>	- 현행 유지 선호 - 부채 브레이크 조기 복원 의지	- 적극적 재정 지출 - 부채 브레이크 완화 지지	- 환경투자 확대 - 부채 브레이크 완화 지지	- 부채 브레이크 유지
<b>산업</b>	- 전통 제조업 및 자동차 산업 지원	- 노후 인프라 투자 확대 - 공공 지출 보증	- 노후 인프라 투자 확대 - 공공 지출 보증	- 재정 지출 축소
<b>국방</b>	- 국방비 GDP 2% 목표 준수 - 나토(NATO) 역할 확대	- 국방비 2% 목표 준수 - 군사 파병에는 신중	- 국방비 2% 목표에 대해 신중한 입장	- 군사 정책 지지 - 국방비 증액 반대(추정)
<b>기업·세금 관련 정책</b>	- 기업세 인하 - 세제 간소화	- 1억 유로 이상 자산가 대상 부유세 부활	- 부유세 부활 지지	- 감세 정책 지지
<b>노동·가족 정책</b>	- 육아·가족 지원 확대	- 최저임금 인상 (12유로 → 15유로)	- 최저임금 인상 지지	- (주요 변화 언급 없음 / 기존 정책 유지)

자료: 국내외 주요언론, 대신증권 Research Center

- 2월 23일 독일 조기총선 진행. 독일은 유럽 연합에서 가장 인구가 많은 나라이며 NATO의 주요 회원국
- 이는 트럼프 행정부의 대립적인 외교 및 무역 정책을 포함하여 향후 몇 년 동안의 도전에 대한 대륙의 대응을 형성하는 데 중심
- 기민/기사연합(CDU/CSU)이 1위로 다시 정권을 창출할 가능성이 큰 가운데 극우정당 (AfD, 독일을위한대안)의 약진, 20% 전후의 지지를 바탕으로 2위 정당으로 올라설 가능성
- 극우당인 AfD의 약진이 이번 총선에서 더욱 두드러질 것으로 예상
- 다수당이 될 것이 유력한 CSU-CDU연합과 극우당(AfD)은 재정 지출에 대해 보수적 입장이지만 AfD의 연정 참여 가능성은 낮게 평가
- 독일은 일요일에 실시되는 연방선거 이후 수개월간 정치적 불확실성에 직면할 수 있음.

## 총선 이후 연정을 이루는 과정에서 각 정당들의 이해관계 교환 예상

### 독일 총선 이후 거론되는 연정 시나리오

연정 시나리오	참여 정당	주요 특징	합의/타협 이슈	가능성
Grand Coalition (대연정)	- 보수: CDU/CSU (메르츠) - 중도좌파: SPD (솔츠)	- 이전에 4번(3번은 메르켈 정부) 함께 연정 경험 있음 - 메르츠(보수)는 세제 완화 등 우파 경제정책 선호 - SPD는 고소득층 증세, 재산세 부활 지지 - 부채 제한(dent brake) 완화 가능성 - 메르츠가 차기 총리로 유력	- SPD의 고소득층 증세 vs. CDU/CSU의 세금 감면 - 부채 제한 완화 여부	60%
Kiwi (키위 연정)	- 보수: CDU/CSU - 녹색당(Greens)	- 외교(특히 우크라이나 지원)에는 유사 입장 - 국내 정책(특히 이민 정책)에서 큰 이견 - 메르츠가 극우 AfD와 함께 불법 이민 단속 결의안을 통과시켜 갈등 심화	이민 정책에 대한 간극 해소 - 녹색당 지도부(하베크 등) 15%에 대한 메르츠의 비판적 태도 완화 필요	15%
Kenya (케냐 연정)	- 보수: CDU/CSU - 중도좌파: SPD - 녹색당(Greens)	- 솔츠가 이끌던 3자 연정(SPD-FDP-녹색당)이 내부 갈등으로 11월 붕괴 - 군소 정당(FDP, 좌파당 등)이 5% 문턱을 넘어 의석 이 분산될 경우 2자 연정으로 과반 미달 시 대안으로 부상	- 세 당 간의 정책 합의(세 제, 재정, 기후, 이민 등)	10%
Germany (독일 연정)	- 보수: CDU/CSU - 중도좌파: SPD - 자민당(FDP)	- 이전 SPD-FDP-녹색당 3자 연정이 예산 문제로 붕괴 (솔츠 vs. 린드너 충돌) - FDP와 SPD의 재정·경제 정책 간극 큼	- 재정 운용(예산, 부채 제한 등)에 대한 SPD-FDP 간 타협 - 과거 예산 갈등 재발 방지	10%
소수 정부 (Minority Government)	특정 다수 연정 구성 불가 시 집권당 단독	- 독일 일부 주(州)에서 소수 정부 경험 있으나, 연방 차원에서는 신임 정부 출범 시 소수 정부가 구성된 전례 없음 - 연정 구성 난항 시 대안으로 일부 정치인들이 언급	- 법안별로 다른 정당의 협조 필요 - 정치적 불안정 및 잦은 타협 필요	

- 과반을 차지할 수 있는 1당이 없는 상황에서 다수당이 과반수를 확보하기 위해 연립 정부를 구성해야 함
- 메르츠 대표와 솔츠 전 총리의 사회민주당(SPD)과의 대연정 가능성이 높게 평가되는 상황
- AfD는 총선에서 의 약진에도 불구하고 정권에 참여하기는 어려울 것으로 예상. 모든 주요 정당은 극우 AfD와 연정을 구성하지 않을 것이라고 밝혔기 때문
- CDU/CSU는 현재의 재정건전 정책을 지지하나, SPD와의 대연정을 위해 부채 브레이크를 완화할 가능성이 높게 점쳐지는 중
- 대연정이 성립하지 않더라도 녹색당 역시 부채브레이크 완화를 지지
- 만약 대연정이 성립하지 않는다면 여러 정당과의 연정 협의가 필요하므로 내각 구성에는 시간이 필요

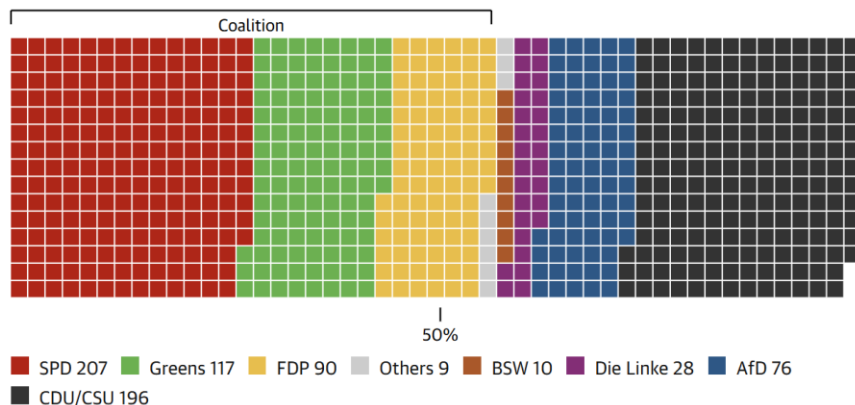
### 새 총리로 가장 유력한 후보인 프리드리히 메르츠



2022년 이후  
CDU-CSU 연합의 수장인 메르츠  
CDU 당의 총리 후보로 선출

자료: CNBC, 대신증권 Research Center

### 의회 해산 이전 연방의회 구성, FDP 이탈 시 유지될 수 없는 연정

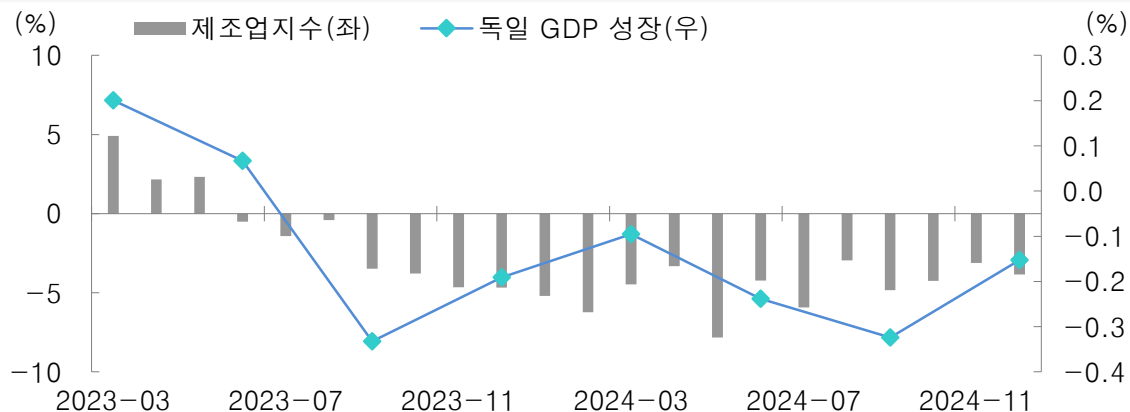


자료: 국내외 주요언론, 대신증권 Research Center

- 메르츠는 CDU와 마찬가지로 중도 우파 정책 입장을 따르고 있으며 사회적으로 보수적이고 친기업적 성향
- 소득세와 법인세를 낮추고, 관료적 번거로움을 줄여 기업과 혁신을 촉진하고, 독일 산업의 프레임워크 조건을 조정해 민간 투자를 촉진하는 것을 옹호
- SPD 당의 올라프 숄츠 정부의 경제 정책이 국가 경제 침체의 원인이라고 주장, 연정 과정에서의 불확실성 요인
- CDU/CSU가 인프라, 디지털화, 교육에 대한 투자에 대해 보수적인 입장을 취하고 있으나, 연정 과정에서 재정 확대 가능성이 높은 상황
- 총선 이후 부채 브레이크가 완화되어 정부 지출이 확대되고 정부의 경제 부양 조치들이 발표될 것으로 예상, 시장 금리의 하락 압력을 약화시키는 요인일 것

## 재정정책 확대가 불가피한 독일의 경제 상황

### 뒤쳐져가는 독일의 경제성장

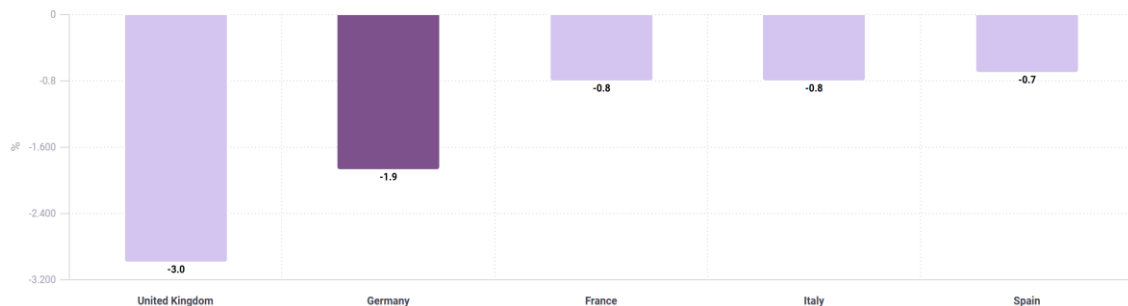


자료: CEIC, Statistisches Bundesamt, 대신증권 Research Center

### 지난해 독일 주식에서 총 73억 달러 유출, 독일 전체 AUM의 약 2%

Germany was almost as unpopular as the UK for asset allocators

2024 net equity fund flows: % of assets under management



자료: CEIC, EPFR, 대신증권 Research Center

- 경제 성장을 위한 새로운 전략은 어떤 정부가 집권하든 가장 큰 과제가 될 것
- 유로존 경기가 독일을 중심으로 부진한 상황. 투자시장에서의 자본유출 또한 부담. CDU-CSU 당의 정책이 현행 부채정책의 유지이지만, 그럼에도 연정 과정에서 재정정책 확대가 유력한 상황
- 독일 총선 이후 부채 브레이크가 완화, 정부의 경제 부양 조치들이 발표될 가능성이 높은 상황은 독일, 유럽 경기 부양을 이끌어낼 수 있고, 시장 금리의 하락 압력을 약화시키는 요인
- ECB 역시 이미 수 차례 기준금리를 인하하여 이전보다는 덜 제약적인 상황

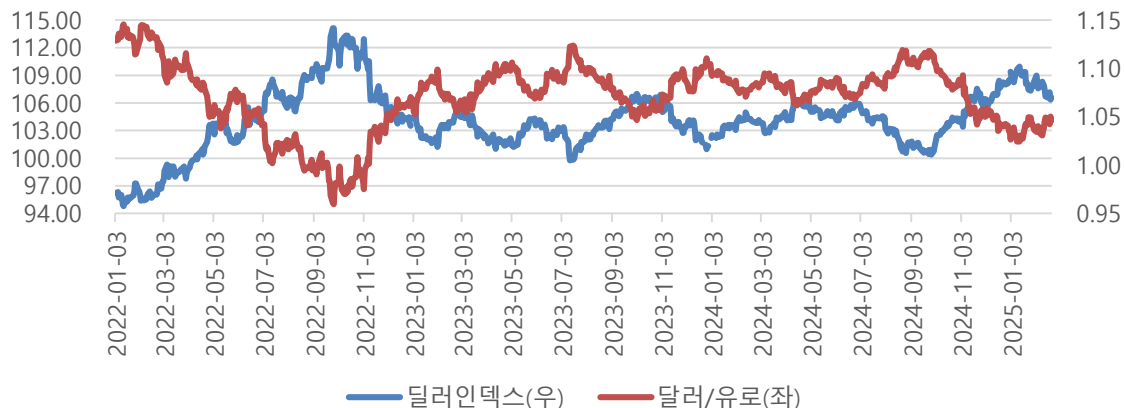
## 금리인하에 재정확대, 경기부양정책 기대가 가세한다면? 유로화 강제 압력 확대 예상

### 엇갈린 미국과 유로존의 경제지표 서프라이즈 인덱스



자료: CITI, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

### 달러와 유로 간 상관관계 -0.913. 유로화 강제 압력 확대 = 달러 약세 압력 확대



자료: CEIC, EPFR, 대신증권 Research Center

- 유럽 경기부양, 시장금리 하락압력 완화되며 유로화 강제 압력 점차 높아갈 것으로 전망
- 최근 유럽 경제지표 서프라이즈 인덱스 플러스 반전, 상승폭 확대가 달러 약세압력을 높이는 또다른 변수로 작용
- 이러한 상황에서 경기부양 기대가 가세할 경우 독일을 비롯한 유로존 경기회복 기대로 이어질 수 있음
- 이는 유로화 강제 압력 확대로 이어지고, 역의 상관관계를 보이는 달러화 약세 압력 확대 예상
- 달러 약세 압력 확대는 글로벌 위험자산 선호심리 회복과 함께 Non-US 자산가치 재평가를 가속화시킬 수 있다고 판단

# Inflection Point 3. DeepSeek발 AI 모멘텀. 중국에 이어 미국 증시 상승동력? 관건은 엔비디아 실적

---

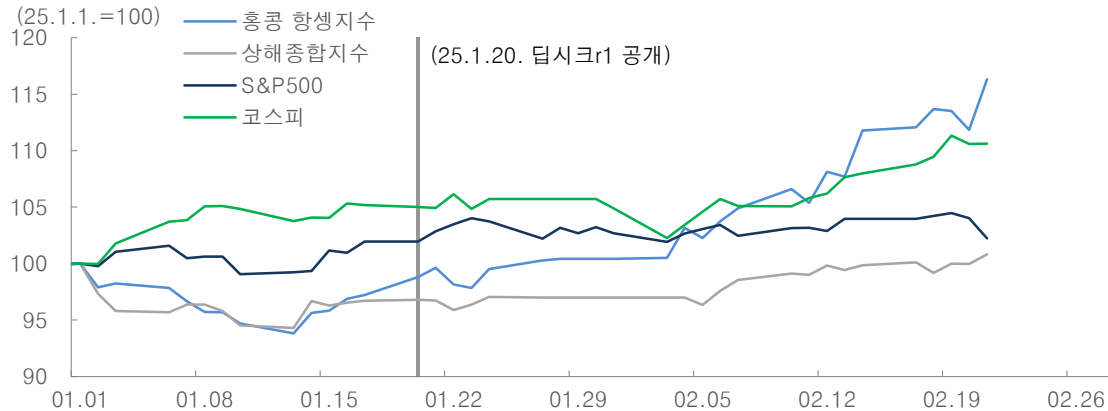
Strategist 이경민

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

텔레그램 채널 daishinstrategy

## 2025년 글로벌 증시를 아웃퍼폼 중인 홍콩 항셱지수

### 홍콩 항셱지수, 주요국 중 아웃퍼폼



자료: X, 대신증권 Research Center

### YTD 수익률: 알리바바 68%, 텐센트 24% 등 기술주가 항셱지수 견인



자료: CNBC, 대신증권 Research Center

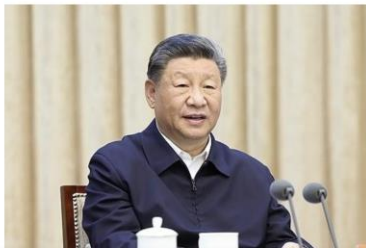
- 지난해 부진했던 홍콩 항셱지수는 2025년 들어 글로벌 증시 중 돋보이는 수익률을 보여주는 중
- 코스피의 YTD 수익률도 주목할만 했으나, 2월 이후 항셱지수의 연간 누적수익률이 코스피를 역전
- 반전의 계기는 닛시크를 필두로 한 AI, 기술주 모멘텀
- 텐센트, 알리바바, 샤오미 등 기술주들이 AI 모멘텀에 올라타며 급등, 전체 지수를 끌어올린 것

### 시진핑, 빅테크 수장 소집하여 AI부흥 힘쓰는 모습

시진핑, 中테크 수장 모아놓고 심포지엄...마윈·레이  
젠 등 참석

송고 2025-02-17 14:46

미중 무역전쟁 고조·중 경기 침체 속 사업 확장 두려한 듯



시진핑은  
량원평, 딩시크 창업자와 마윈, 알리바바 CEO를 비롯해,  
텐센트, 화웨이, BYD 창업자&회장 등과 만나 국가 발전에  
기여할 것을 주문

자료: 연합뉴스, 대신증권 Research Center

### 선전시 푸티안 구, DeepSeek을 기반으로 개발된 AI 공무원 도입



people.cn

[首页](#) [党政](#) [要闻](#) [观点](#) [互动](#) [可视化](#) [地方](#) [民文](#) [English](#) [合作网站](#) [人工智能](#) [人民网客户端](#) [网站无障碍](#) [举报](#) [三](#) [Q](#) [登录](#)

[人民网](#) > [经济科技](#)

#### AI “数智员工”：迈出人机协同治理重要一步

2025年02月21日 08:58 | 来源：科技日报

【科技观察家】

罗云鹏

近期，广东省深圳市福田区上线政务大模型2.0，并推出了70名基于DeepSeek开发的AI“数智员工”，这一创新举措引发了广泛关注。作为政务服务智能化转型的前沿实践，福田区的探索不仅提升了政务工作效率，更在人机协同的治理新模式上迈出了重要一步。

#### 热门排行

- 1 雪视界·微视频 | 从“嫦娥奔月”到“...
- 2 《财米油盐》！科创“尖子生”抛出，这些...
- 3 感受冰雪经济的“热”力无限
- 4 家电商出超万亿元，动能在哪里（高质量...
- 5 逐梦星辰大海的豪情壮志
- 6 聚精会神抓好高质量发展

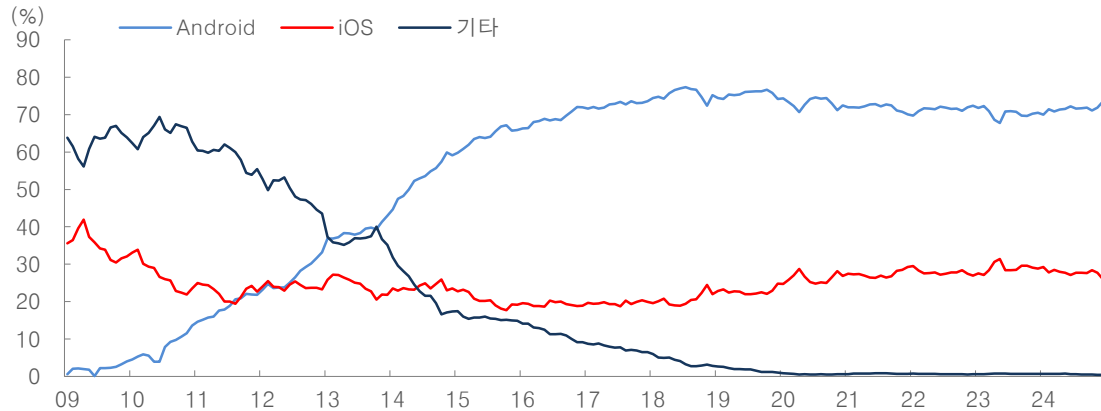
자료: 인민일보, 대신증권 Research Center

- 시진핑은 2020년 후반 알리바바 창업자인 마윈의 ‘엔트그룹’ 상장 취소를 시작으로 빅테크들을 제재하기 시작
- 2021년 이후 ‘공동부유’ 정책, 중국내의 소득 불평등을 줄이고 서구식 발전방법을 거부하며 중국 특색의 사회주의 건설을 정당화 하기 위했던 것
- 이후 이례적으로 기술기업 수장들을 소집한 것
- 특히 중국 AI 굴기의 상징이 된 딩시크, 량원평 창업자를 만난 것이 화제, 격려사에서는 “많은 민영기업과 기업가들이 두각을 나타내는 것은 시의적절하다”고 언급
- 이날 행사는 중국의 AI산업에 대한 지원 의지를 보여주는 것으로 해석, 선전시에서는 딩시크로 개발한 AI 공무원을 업무에 도입하는 등의 움직임



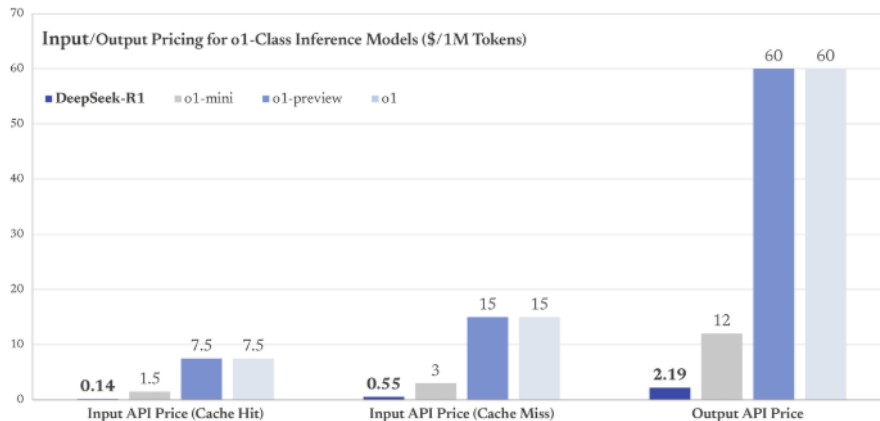
## 딥시크가 중국의 AI 패러다임을 바꿀 수 있을까

### 스마트폰 OS 후발주자인 Android의 약진은 오픈소스의 위력



자료: StatCounter, 대신증권 Research Center

### DeepSeek, 기존 AI 대비 비용이 더 저렴

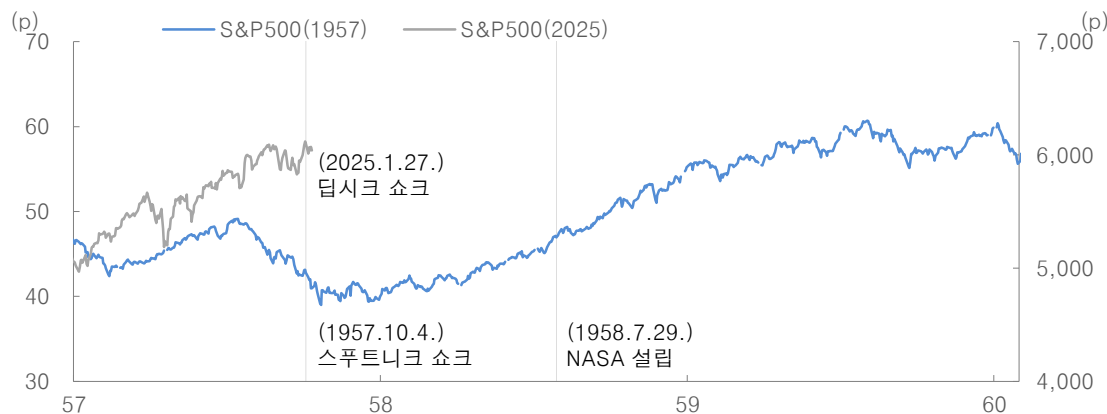


자료: DeepSeek, 대신증권 Research Center

- DeepSeek가 오픈소스로 공개되며 중국 기업들의 활용도가 높아진 것이 기술 기업들에 대한 기대감을 높여 주었음
- 기존에 Chat GPT, Gemini, Claude 등 미국 기업들이 AI 시장을 선도하면서 후발 주자들은 해당 기업의 외부 AI 기술을 사용할 수 밖에 없었으나
- 중국의 기술기업들이 자체적으로 AI를 개발, 도입하는 사례는 딥시크를 시작으로 더욱 가속화될 것으로 예상
- DeepSeek가 주목받은 또다른 이유는 ChatGPT와 Claude 등 기존의 선도적 AI 업체보다 GPU 사용량이 적다는 점
- 중국의 AI 독립 움직임과, 에너지 효율성 등은 기존에 AI 헤게모니를 쥐고 있던 미국 기술주들의 투자심리에 불확실성으로 인식

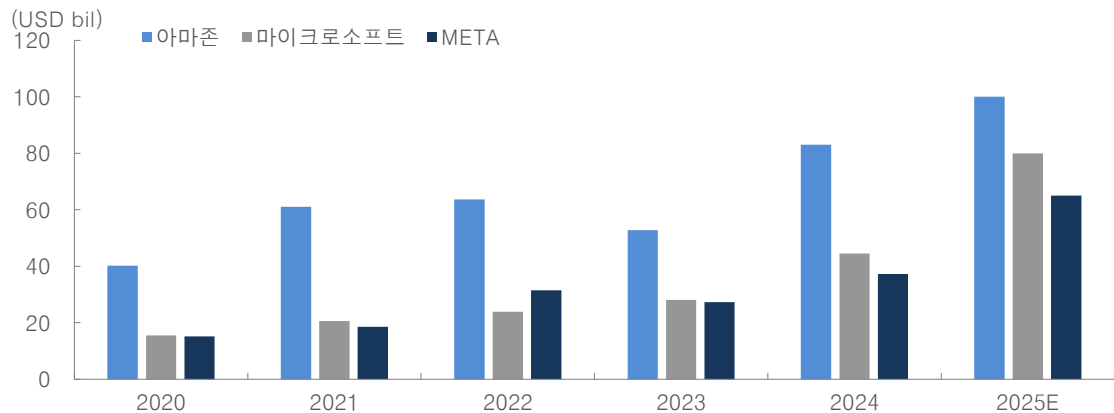
## AI 인프라 투자 방향성은 여전히 견조하다

### DeepSeek와 비교되는 스푸트니크 쇼크, 오히려 산업의 성장을 자극



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

### 최근 빅테크 실적에서도 AI 데이터센터를 위한 CapEx 규모 증가 추세

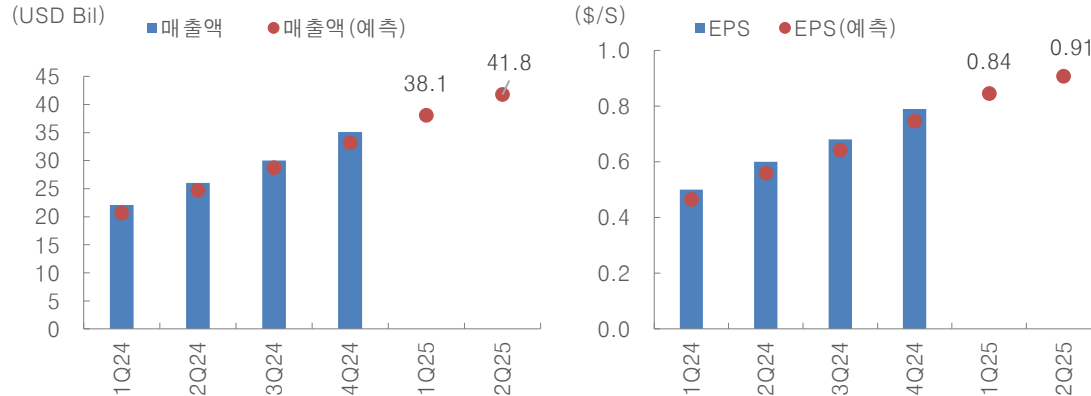


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

- DeepSeek는 과거 냉전시대 스푸트니크 쇼크와 비견, 기술적으로 한수 아래라고 생각하던 소련에서 먼저 인공위성 발사에 성공하자 미국 전체가 충격
- 이후 미국은 절치부심하여 이듬해 NASA(미국 항공우주국)를 설립하였고, 이는 1968년 아폴로 11호의 달착륙 성공으로 이어지는 기반이 되었음
- 단기 충격은 새로운 투자와 성장의 계기, S&P500지수 역시 단기 저점 형성 이후 상승 랠리를 이어갔음
- 미국의 AI모멘텀의 기반인 투자의 방향성 역시 유지될 것, DeepSeek 사태 이후 실적을 발표한 메타, 마이크로소프트, 아마존 모두 AI 인프라 투자 방향성을 유지하는 강력한 CAPEX 가이드언스를 공개

## 31일 엔비디아 실적발표, 중국시장 기회인가 위기인가

### 가파르게 성장해온 엔비디아의 실적, 실적만큼 중요한 가이드언스 성장



자료: FnGuide, Refinitiv 대신증권 Research Center

### 엔비디아 GPU – 고사양 H100 vs 중국 수출용 H800

#### 중국용 H800

	H800 SXM
FP64	1 TFLOP
FP64 Tensor Core	1 TFLOP
FP32	67 TFLOPS
TF32 Tensor Core	989 TFLOPS*
BFLOAT16 Tensor Core	1979 TFLOPS*
FP16 Tensor Core	1979 TFLOPS*
FP8 Tensor Core	3958 TFLOPS*
INT8 Tensor Core	3958 TOPS*
GPU 显存	80GB
GPU 显存带宽	3.35TB/s
解码器	7 NVDEC 7 JPEG
最大热设计功耗 (TDP)	最高 700 瓦 (可配置)
多实例 GPU	支持最大 7 个 MIG 实例, 每个实例
外形规格	SXM
互连技术	NVLink™: 400GB/s PCIe 5.0: 128GB/s

#### 일반 H100

	H100 SXM
FP64	34 teraFLOPS
FP64 Tensor Core	67 teraFLOPS
FP32	67 teraFLOPS
TF32 Tensor Core*	989 teraFLOPS
BFLOAT16 Tensor Core*	1,979 teraFLOPS
FP16 Tensor Core*	1,979 teraFLOPS
FP8 Tensor Core*	3,958 teraFLOPS
INT8 Tensor Core*	3,958 TOPS
GPU Memory	80GB
GPU Memory Bandwidth	3.35TB/s
Decoders	7 NVDEC 7 JPEG
Max Thermal Design Power (TDP)	Up to 700W (configurable)
Multi-Instance GPUs	Up to 7 MIGs @ 10GB each
Form Factor	SXM
Interconnect	NVIDIA NVLink™: 900GB/s PCIe Gen5: 128GB/s

엔비디아의 중국 수출용 H800, 저사양 GPU 시장도 견조하게 성장한다면?

자료: 국내외 주요 언론, 엔비디아, 대신증권 Research Center

- 27일 새벽(한국시간) AI 선두주자인 엔비디아 실적 발표 예정
- 엔비디아의 실적은 견고하겠으나, 부담 요인은 과거의 놀라웠던 실적 성장
- 미중 AI 경쟁이 격화된 현 시점, 트럼프 행정부의 반도체 관세 도입 등 불안요인이 많은 상황에서 엔비디아의 가이드언스가 시장을 만족시킬 수 있는지 여부 또한 중요
- 최근의 상황에서 엔비디아의 중국 등 해외 수출 규제와 관세 영향 또한 실적 가이드언스에 영향을 줄 수 있음
- 최근 미국이 반도체 관세 등을 언급하고 있으나, 최근 AI반도체 수급 상황에서는 관세를 전부 소비자 가격에 반영할 수도 있는 상황
- 또한 과거와 같이 엔비디아 H800 수출 등 중국용 제품 판매가 트럼프 정부에서도 허용되는지 여부 등 이유는 중국 견제라는 명분이라도 자국 기업의 이익과 성장까지 포기할 수는 없기 때문

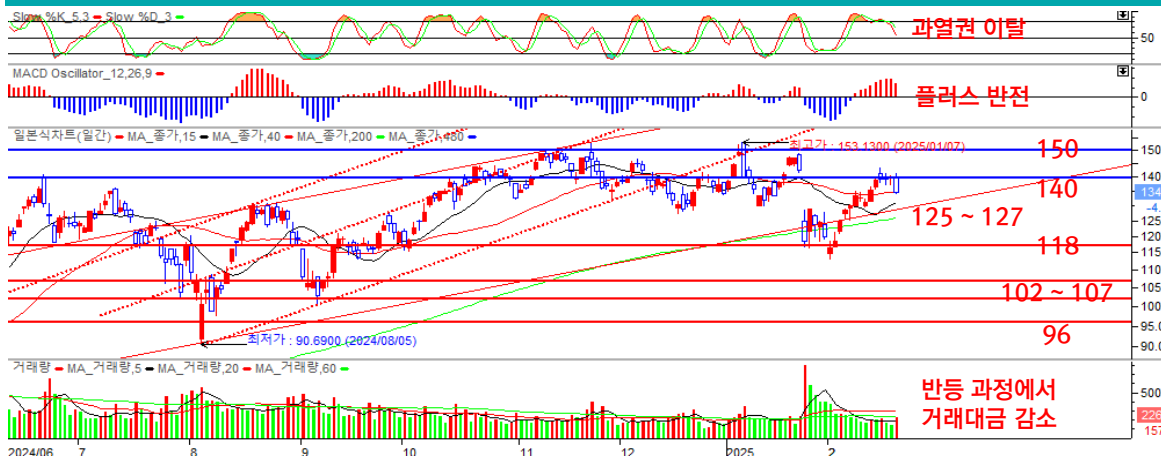
## 엔비디아 12개월 선행 PER 30배, 주가 140달러 회복. 실적 결과에 따른 단기 방향성 결정 가능

### 엔비디아 12개월 선행 PER 30배 도달 이후 하락 반전



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

### 엔비디아 일간 차트. 140달러 도달 이후 하락 반전, 지지력 확보 여부가 관건



자료: 국내외 주요 언론, 엔비디아, 대신증권 Research Center

- 딥시크 발표 이후 급락했던 엔비디아 주가, 대부분 회복
- 다만, Gap 시작 구간인 140달러와 12개월 선행 PER 30배 돌파는 아직 무리라고 판단
- 전 고점을 넘어서는 추세 상승을 위해서는 기업들이 AI 모델을 발전시킬 효율적인 방법이 나왔음에도 불구하고 더 강력한 AI 모델을 만들기 위해 CAPEX를 유지한다는 부분이 확인될 필요가 있음
- 엔비디아 실적을 통해 주요 기업들의 CAPEX 투자와 향후 계획을 가늠할 수 있을 것
- 다만, 단기 가격/밸류에이션 분기점에서는 예상치를 크게 상회하는 서프라이즈가 아니라면 단기 조정이 좀 더 지속될 수 있음
- 엔비디아 1차 지지선은 125달러 전후, 2차 지지선은 118달러 이하가 될 수 있음

# Inflection Point 4.

## 금통위 금리인하와 정치적 리스크 완화 가시화

---

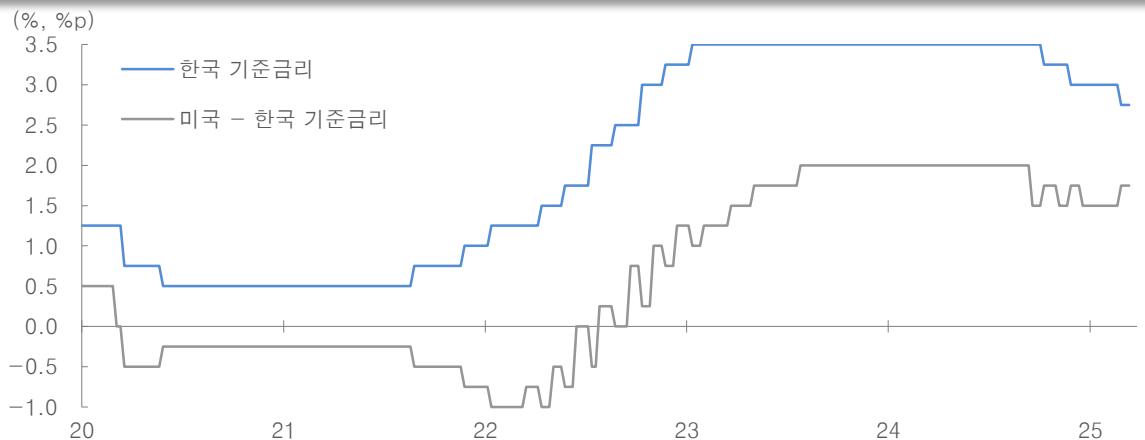
Strategist 이경민

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

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

## [2월 금통위] 2.75%로 금리인하 예상. 관건은 매파적 금리인하인지, 확실한 금리인하 사이클 강조인지...

### 한국은행 25일 금통위에서 25bp 금리인하 예상. 한미 금리차 영향력 제한적



자료: FED, 한국은행, 대신증권 Research Center

### 이주열 한은 총재, 국회 기획재정위원회 전체회의 발언

“금리인하 사이클이 있고 금리 인하 방향은 공감대가 있다”

“어느 달에 할지 시점에 관해서는 여러 변수를 보고 판단할 것”

“(성장률은) 다시 보고 있다”

“오는 25일 새로운 예측치를 발표할 때 좀 더 자세히 설명하겠다”

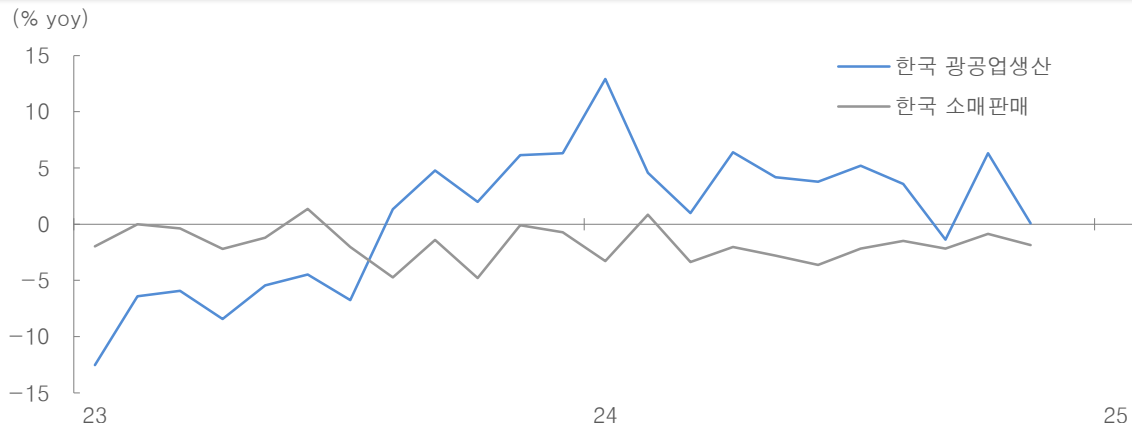
“정치적 불확실성 외에 미국의 경제정책이라든지 미국 연방준비제도(Fed)의 금리 정책 등 복합적인 요인이 작용하고 있다”

“추가경정예산(추경)을 15조~20조원 규모로 하는 것이 바람직하

- 2월 25일 한국은행 금융통화위원회 개최. 시장은 기준금리를 현 수준인 3.00%에서 25bp 인하한 2.75%로 예상
- 지난 1월 급등한 원달러 환율, 연준의 매파적인 행보 등과 같은 대외 요인으로 인해 금리동결을 결정
- 하지만, 높아진 경기 하방 위험, 정치적 불확실성에 따른 정책 부재 리스크 등에 대한 부담도 상당함에 따라 2월에는 금리인하 단행 기대
- 일각에서 우려하는 미국과 금리차로 인한 외환시장 변동성 확대는 제한적
- 미국-한국 기준금리 차이는 등락을 반복할 뿐 방향성 변화는 제한적
- 단기적으로 원화 등락은 불가피하지만, 경기 회복 기대가 유입될 경우 오히려 원화 강세 압력 확대 가능성 높다고 판단

## [2월 금통위] 경기 상황은 금리인하를 시사. 정치적 불확실성만 제어되면 2월 금리인하 가능

### 광공업 생산은 상대적으로 견조하지만, 소매판매는 9개월 연속 역성장



자료: 통계청, 대신증권 Research Center

### 2016년 박근혜 전 대통령 탄핵 당시 수준으로 내려앉은 소비심리



자료: 한국은행, 통계청, CEIC, 대신증권 Research Center

- 경기 불확실성이 커진 상황에서 정치적 리스크 확대로 경기 하방 압력이 증폭되었지만, 환율 부담으로 금리 동결을 결정했던 1월
- 정치적 리스크가 경기 불안과 원화 약세 압력 확대를 동시에 높여놓은 결과
- 정치적 리스크 완화 시 금리인하 단행이 가능하다고 판단. 현재 원/달러 환율은 1480원대에서 1430원대로 레벨다운
- 당사는 2월 금리인하 예상
- 한편, 정치적 리스크 해소 시 역설적으로 경기 불확실성 완화와 원화 약세 압력 진정/강세 압력 확대가 예상되는 상황
- 경기 회복 기대가 되살아나는 가운데 금리인하까지 가세할 경우 소비심리, 투자심리 회복에 힘이 실릴 전망
- 박근혜 전 대통령 탄핵 국면에서도 소비심리 지수가 급반등세를 보인 바 있음

## [정치적 불확실성] 2월 25일 변론 종결. 평의기간을 거쳐 선고 시점만이 문제

2월 20일 10차 변론 기일이 마지막일까? 추가 지정 여부에 주목

### 윤석열 대통령



### 박근혜 전 대통령



### 노무현 전 대통령

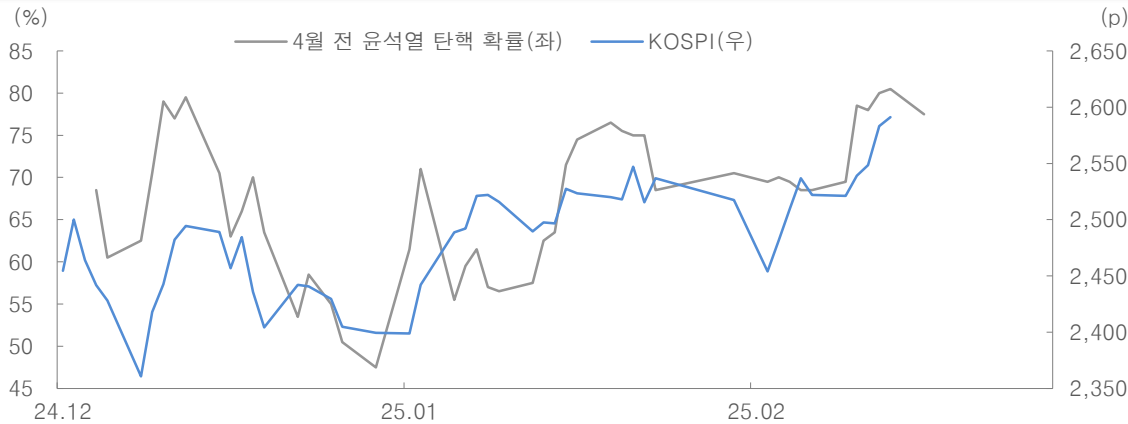


- 헌법재판소의 탄핵심판 마무리 중. 주 2회씩 진행되었던 재판 일정이 2월 20일 10차 변론으로 마무리되었고, 25일 변론 종결 예정
- 통상적으로 변론종결 이후 10 ~ 14일 뒤 선고가 있었다는 점을 감안하면 늦어도 3월 14일 이전에 헌법재판소의 탄핵심판 결의 기대
- 2004년과 2016년의 경우 변론을 종결한 이후 11일, 14일 이후 선고가 있었음을 감안할 때 3월초 선고 가능
- 예상보다 빠른 정치적 리스크 해소 여부가 결정될 한 주가 될 수 있음



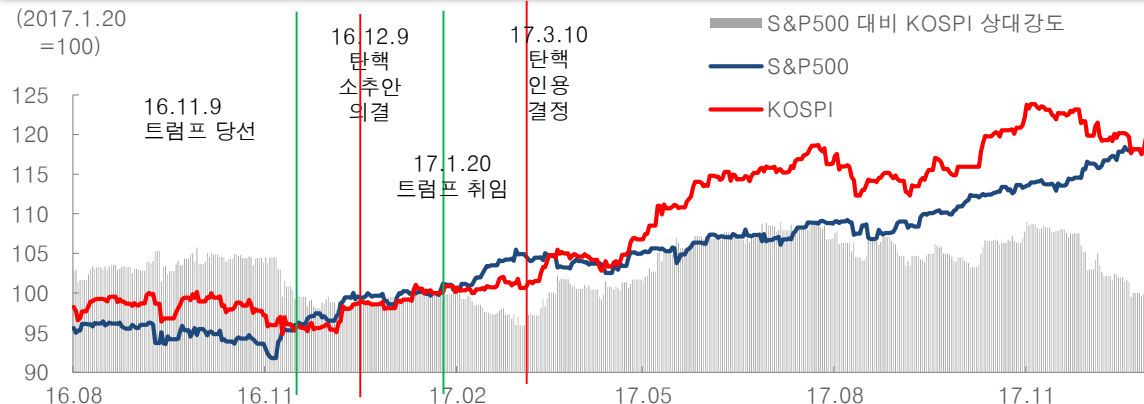
## [정치적 불확실성] 탄핵 인용 확률과 궤를 같이 하는 KOSPI. 탄핵 인용 결정시 강한 반등탄력 기대

4월 전 윤석열 대통령 탄핵 확률과 KOSPI 등락  
상당히 유사한 흐름을 보여주고 있어



자료: PolyMarket, FnGuide, 대신증권 Research Center

탄핵 인용 결정 이후 글로벌 증시대비 부진에서 벗어나  
이후 5개월 동안 미국 증시 대비 상대적 강세 전개



자료: Bloomberg, FnGuide, 대신증권 Research Center

- 이번 탄핵 국면에서도 정치적 리스크와 KOSPI는 궤를 같이 하는 흐름 관찰
- Polymarket의 4월 전 윤석열 탄핵 인용 확률과 KOSPI 등락이 매우 유사한 것으로 보임
- 확률이 낮아지면 원화 약세 압력 확대, 외국인 매도 강화로, 확률이 상승하면 원화 강세 압력 확대, 외국인 매수 전환으로 KOSPI 등락에 영향을 준 것으로 판단
- 탄핵 국면 시작 종료되고, 조기 대선이 결정될 경우 2017년 경우와 같이 KOSPI의 상대적 강세 기대
- 당시에 탄핵 인용 결정 직후 KOSPI가 레벨업되었고, 이후 정권 교체, 경기부양 정책 기대가 가세하면서 S&P500대비 상대적 강세가 6개월 가까이 전개

## 2025년 경제정책방향

정책  
목표

대내외 불확실성 확대에 대응해  
경제를 최대한 안정적으로 관리

### 4대 정책 분야

#### 민생경제 회복

##### 경기

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

##### 민생

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

#### 통상환경 불확실성 대응

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

※ 역동성 회복 강화 노력 지속

#### 대외신인도 관리

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

#### 산업경쟁력 강화

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

추진  
방식

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

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

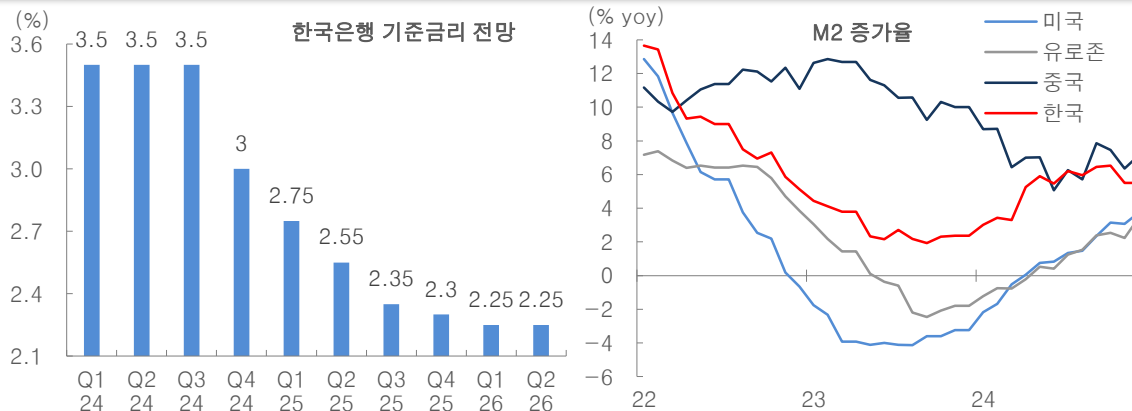
## 이창용 한은 총재 신년사, 유연하고 기민한 통화정책 운영 강조

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

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

자료: 한국은행, 주요 언론, 대신증권 Research Center

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



자료: 각국 중앙은행, Bloomberg, 대신증권 Research Center

- 재정정책과 함께 한국 경제와 금융시장에 부재했던 것이 유동성 모멘텀이었음
- 글로벌 주요국들의 금리인하 사이클에 유동성 모멘텀이 개선/확대되고, 중국까지도 반등세를 보였지만, 한국은 7월 이후 정체/둔화
- KOSPI 상대적 약세 시점과 맥을 같이하고 있음
- 현재 한국 정부는 재정확대와 통화정책 완화라는 투트랙으로 경기안정, 부양 의지를 피력하고 있음
- 정치적 불확실성 여파로 원/달러 환율이 금융위기 이후 최고치를 경신한 상황이라 1월 16일 금통위에서 금리 동결을 결정했지만, 정치적 리스크 완화와 함께 원/달러 환율 안정으로 2월 금통위에서는 금리인하 기대
- 한국만 부재했던 재정정책과 유동성 모멘텀이 유입될 경우 KOSPI 소외현상이 완화/해소되고 저평가 매력이 부각될 것

# Inflection Point 5.

## 4분기 실적 시즌 종료.

## 선행 EPS 상승 반전 가시화

---

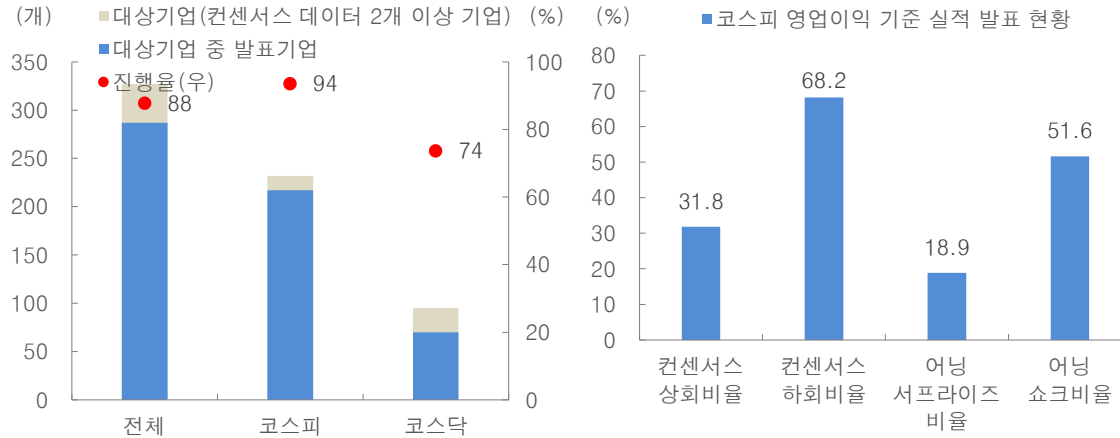
Strategist 이경민

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

텔레그램 채널 daishinstrategy

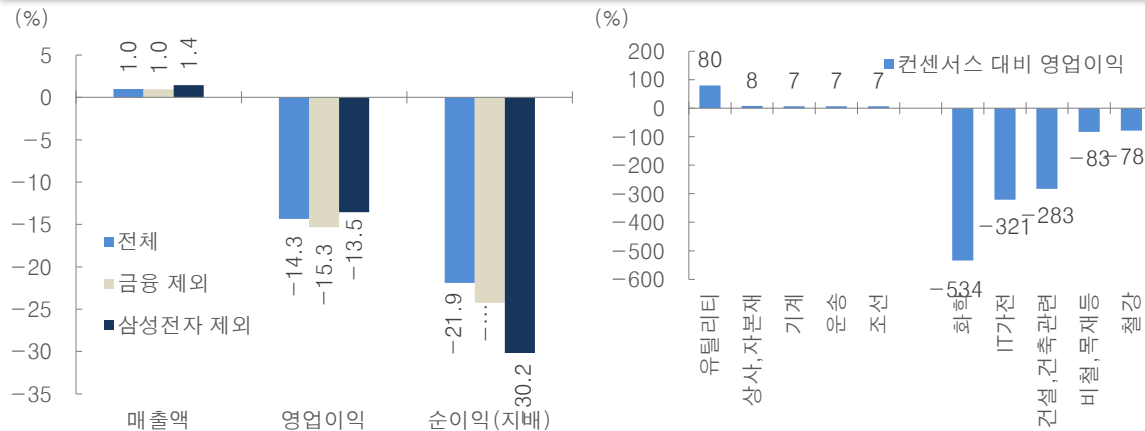
## [4Q 실적시즌] 매년 반복되어 왔던 실적 쇼크로 마무리

### 코스피 217개 기업 실적 발표. 51.6%가 실적 쇼크



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

### OP 컨센서스대비 -14.3%. 유틸리티, 상사/자본재, 기계, 운송, 조선 실적 호조

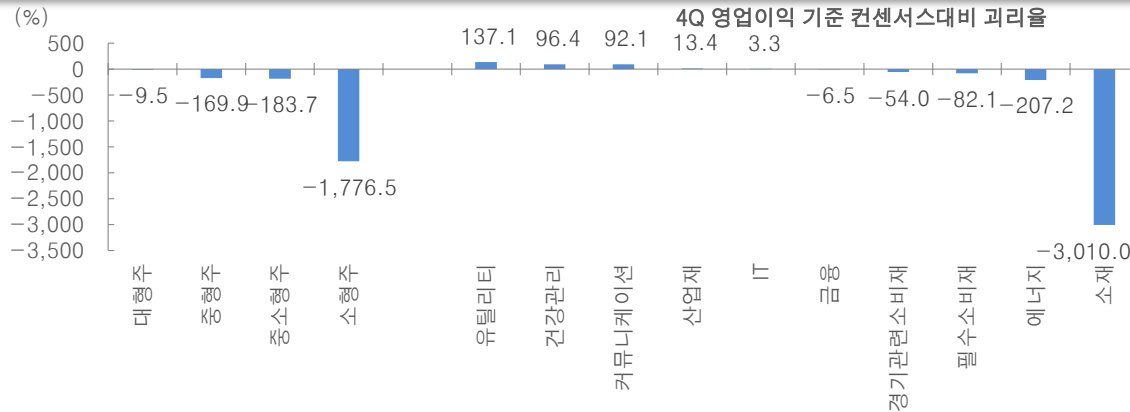


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 2월 21일까지 217개(대상 232개) 기업이 실적을 발표, 94% 진행. 시가총액 기준 100%에 가까운 실적 발표
- 이 중 51.6%가 실적 쇼크를 기록했고, 예상 하회 비율 또한 68.2%에 달함
- 영업이익 기준 컨센서스대비 14.3% 하회 중, 삼성전자를 제외할 경우 13.5% 하회
- 삼성전자, LG전자에 이어 화학, IT가전, 건설, 철강, 비철목재 등 대부분 업종이 실적 쇼크 기록
- 반면, 유틸리티, 상사/자본재, 운송, 기계, 조선 등이 차별적인 실적 호조를 보임
- 4분기 실적 시즌이 종료됨에 따라 실적 불안심리는 진정되고, 실적 민감도 또한 낮아지는 양상

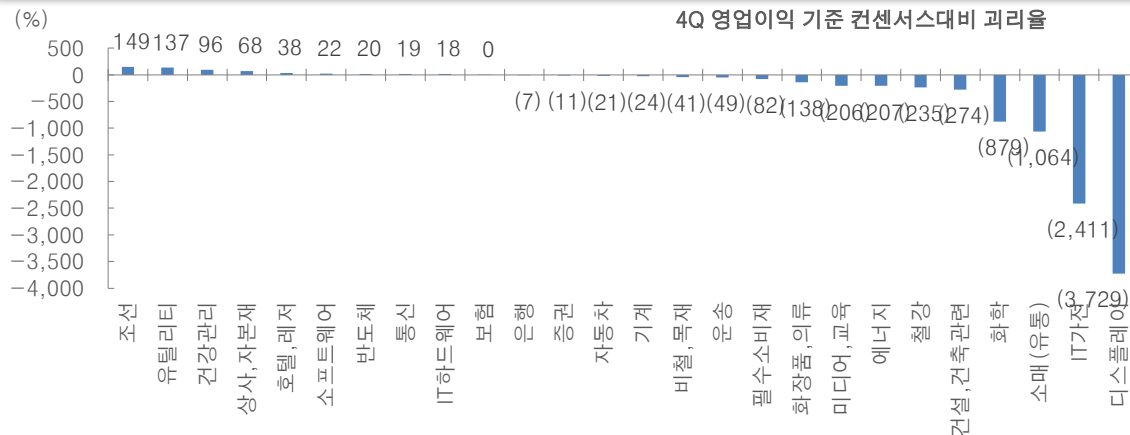
## [4Q 실적시즌] 그래도 대형주가 선방. 조선, 유틸리티, 건강관리, 상사/자본재, 호텔/레저, 소프트웨어 등 호조

### 대형주는 양호한 4분기 실적 시즌 지나... 중소형주 실적 쇼크 폭 커



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

### 조선, 유틸리티, 건강관리, 상사/자본재, 호텔/레저, 소프트웨어 등 4분기 실적 호조



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 시가총액 규모별로 보면 4분기 실적시즌은 대형주가 상대적으로 양호. 중소형주는 100% 이상, 소형주는 1000% 이상 컨센서스를 하회
- 유틸리티, 건강관리, 커뮤니케이션 서비스 등 내수주 중심으로 실적 호전. 예상 외로 IT가 선방
- 업종별 실적에 있어서는 조선, 유틸리티, 건강관리, 상사/자본재, 호텔/레저, 소프트웨어 등이 4분기 실적 서프라이즈, 호조 기록
- 반면, 디스플레이, IT가전, 소매(유통), 화학, 건설, 철강, 에너지, 미디어/교육 등 2차전지 내수 경기 민감주들의 실적 쇼크 폭이 컸음

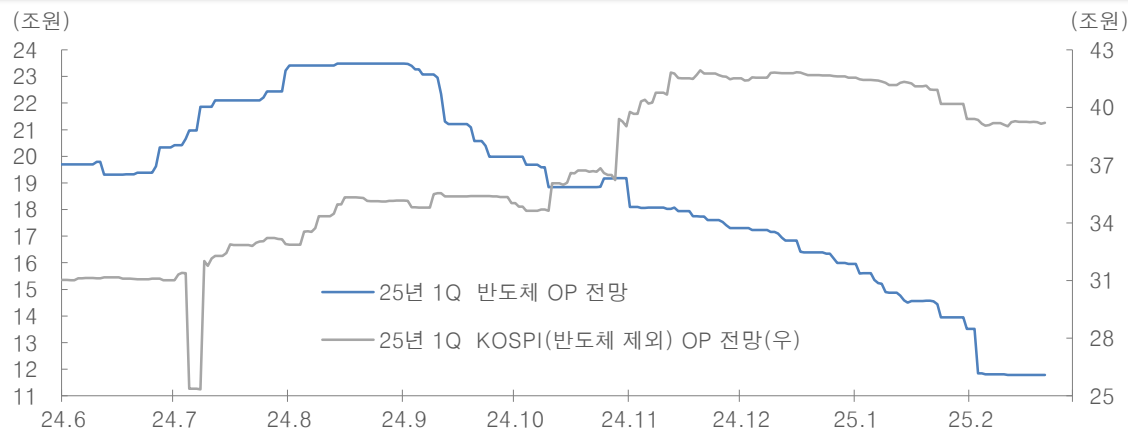
## [실적 전망] 4분기 실적 쇼크에도 불구하고 1분기 영업이익 전망 50조 지켜내

### 25년 1분기 영업이익 전망 13.1% 레벨다운되었지만, 50조원대 유지



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

### 30% 하향조정된 반도체 실적 전망. Non-반도체도 6.3% 하향조정에 그쳐

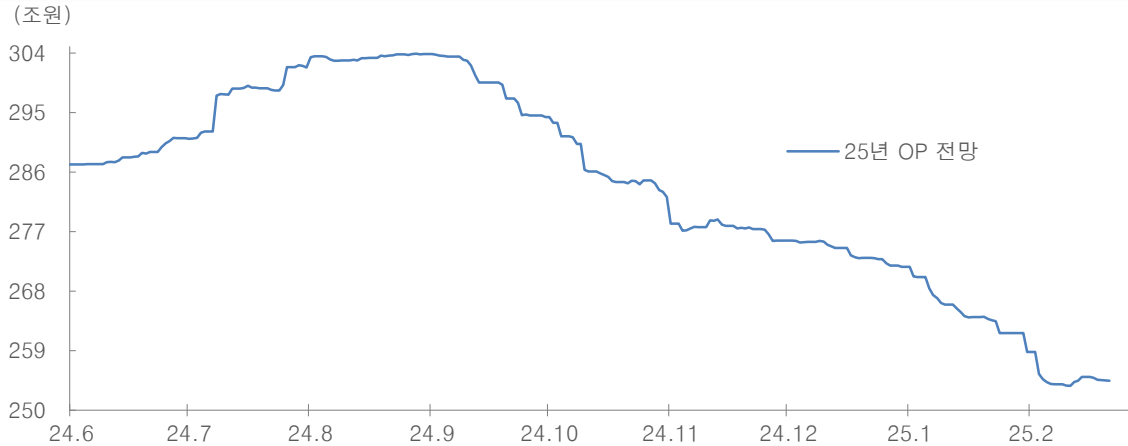


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 24년 4분기 실적 쇼크로 25년 1분기 영업이익 전망 큰 폭으로 레벨다운
- 25년 1분기 영업이익 전망은 12월 고점 대비 13.1% 레벨다운. 반도체 업종이 30% 하향조정되었고, 반도체를 제외한 업종은 6.3% 영업이익 전망 하락에 그쳐
- 실적 쇼크 여파라고 볼 수 있지만, 반도체 실적 불안만 제어될 경우 KOSPI 실적 불안심리 진정 예상
- 특히, 실적시즌 중반 이후 반도체는 물론, 반도체 제외 업종들의 이익 전망도 안정세를 찾아가는 양상

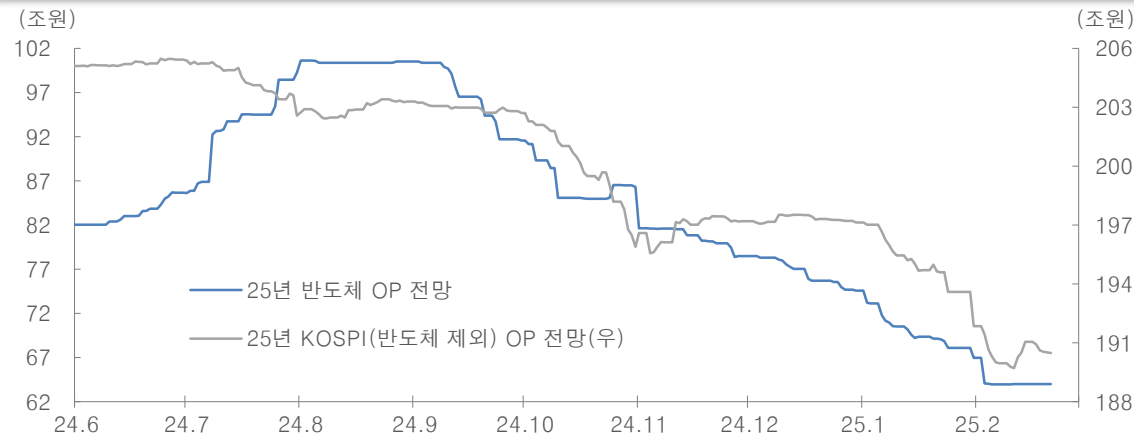
## [실적 전망] 25년 이익 전망, 하향조정을 멈추고 반등?

### 25년 연간 영업이익 전망도 7.3% 하향조정. 최근 전망치 상향조정 조짐



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

### 18.2% 레벨다운된 반도체 실적 전망. Non-반도체는 반등?



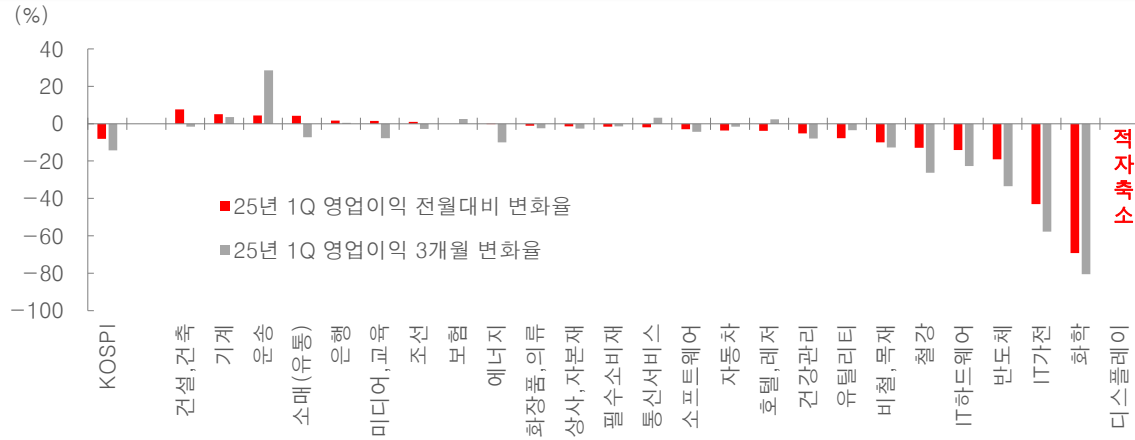
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 4분기 실적 시즌 돌입과 함께 24년 4분기 뿐만 아니라 25년 연간 영업이익 전망도 하향조정되어왔음
- 하향조정 폭은 24년 4분기보다 적어졌지만, 실적에 대한 신뢰도가 낮아지고 있었던 것
- 25년 연간 영업이익 전망은 7.3% 하향조정
- 25년 연간 전망도 KOSPI 전체 실적 하향조정을 반도체가 이끌고 있음. 반도체 25년 연간 영업이익 전망은 18.2% 레벨다운
- 반도체를 제외할 경우에도 3.6%대 영업이익 전망 하향조정 진행 중
- 하지만, 4분기 실적 시즌 종료가 가까워지면서 25년 이익 전망은 정체, 반등시도 중
- 실적 불확실성이 진정되고, 분위기 반전 가능성을 시사하는 변화



## [실적 전망] 실적 쇼크 여파 속에 건설, 운송, 소매(유통) 등 실적 전망 상향조정

### 25년 1분기 영업이익 전망 1개월, 3개월 변화율



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

### 25년 연간 영업이익 전망 1개월, 3개월 변화율

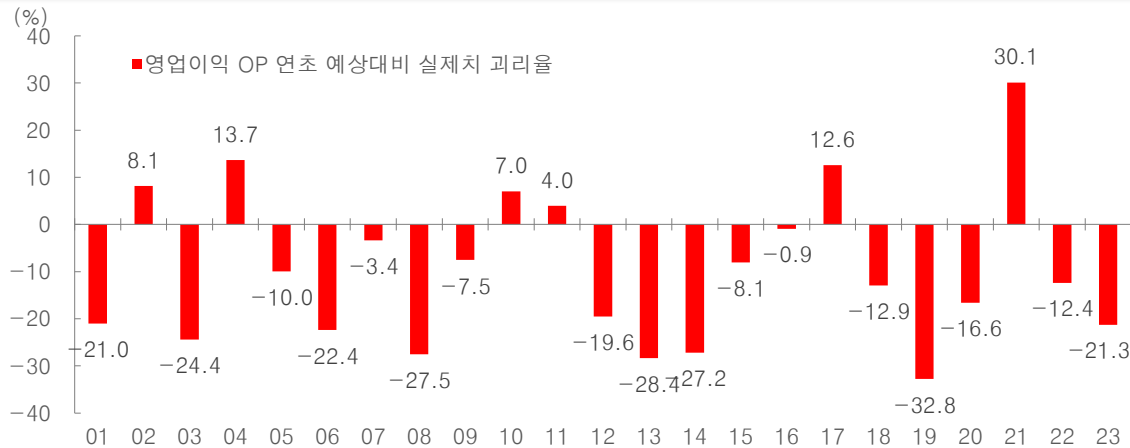


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 반도체 외에도 디스플레이, 화학, IT가전, IT하드웨어, 철강, 비철소재, 유틸리티 등 실적 전망 하향조정
- 대부분 수출주, 2차전지 등 경기민감 업종들
- 25년 연간 영업이익 전망도 비슷한 흐름. 화학, IT가전, 비철소재, IT하드웨어, 반도체, 철강, 호텔/레저, 건강관리 등 2차전지, 수출주 중심으로 이익 전망 레벨다운
- 미국 경기 정점 통과, 중국, 유럽 경기부진 우려가 맞물린 결과
- 반면, 건설, 운송, 통신, 디스플레이, 상사/자본재, 증권, 건설 등 수주 산업과 내수주, 경기방어주들은 실적 전망 상향조정

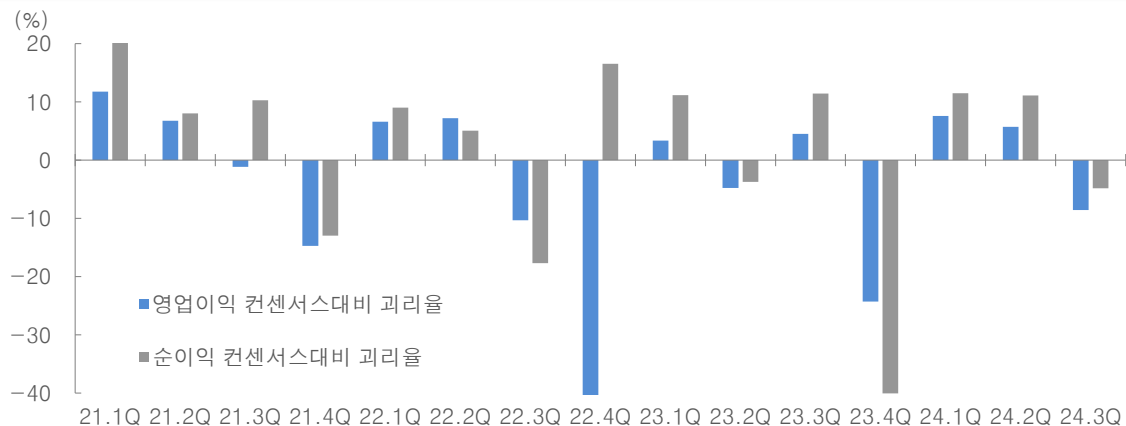
## [실적 기대와 현실] 4분기 실적 기대 낮아질대로 낮아져... 시장 우려보다 약간이라도 좋으면? 서프라이즈?

### 연초 컨센서스대비 실제치 괴리율, 하향조정시 20% 전후



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

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



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 글로벌 경기나 산업 업황이 불안할 때 실적전망보다 실제 실적이 부진한 경우가 많음
- 특히, 한국 증시 특성상 전반적으로 연초 시장 예상 실적을 상회하기 어려운 것이 사실
- 2001년, 2004년, 2010년, 2017년, 2021년과 같이 실적 쇼크, 경기침체 또는 금융위기와 같은 충격이 있는 다음해 실적이 연초 컨센서스를 상회
- 시장, 실적에 대한 기대가 그만큼 낮으면 예상보다 양호한 실적이 공개될 확률이 높다는 역설적 의미
- 한국 실적시즌 계절성도 같은 맥락에서 이해할 수 있는 부분. 한국 실적시즌은 1분기 서프라이즈, 2분기 예상 상회, 3분기 예상 하회, 4분기 실적쇼크 패턴 반복
- 3분기 실적 부진, 4분기 실적 쇼크로 인한 기대치 하향조정이 1분기 서프라이즈로 이어진 것
- 12월말까지 4분기 영업이익 전망은 고점 대비 18.1%, 25년 연간은 15.8% 하향조정. 실적 기대가 낮아졌고, 환율효과, 양호한 미국, 중국 경기 등을 감안할 때 시장의 4분기 실적 우려보다 양호한 실적 결과를 기대할 수 있을 전망

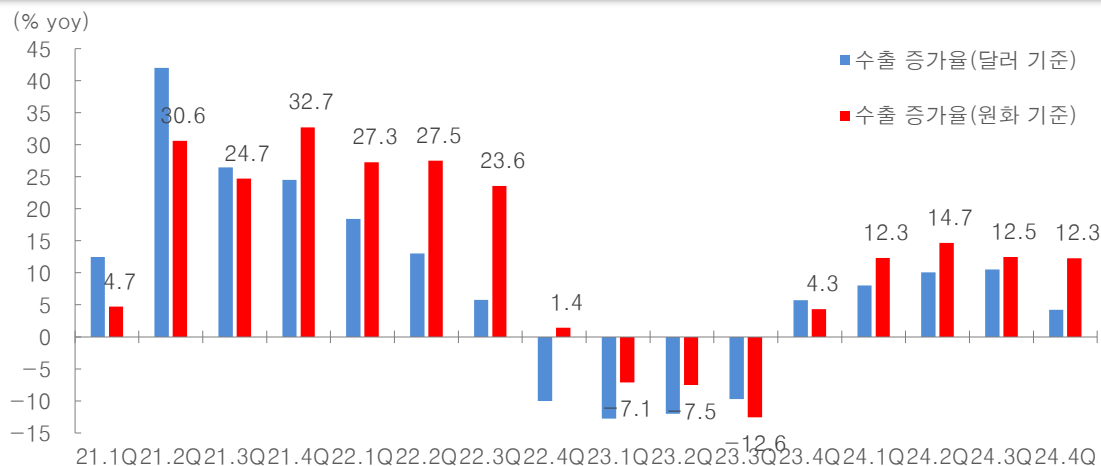
## [한국 수출] 환율효과 24년 4분기 8%p, 25년 1월 9%p 유입

### 1월 한국 수출 -10.3%. 그러나 조업일수 감안한 일평균 수출은 7.7%로 회복



자료: 산업통상자원부, 관세청, CEIC, 대신증권 Research Center

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

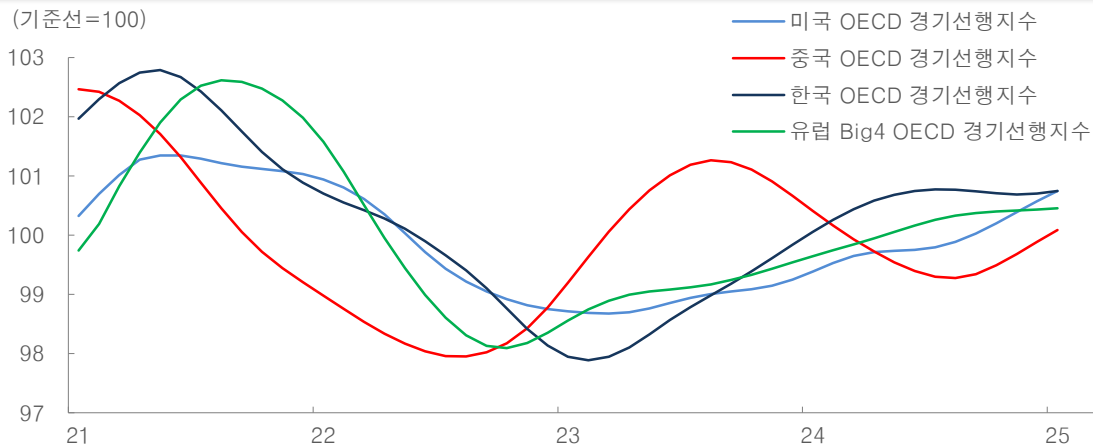


자료: 산업통상자원부, 관세청, CEIC, 대신증권 Research Center

- 1월 수출은 10.3% 감소한 491.2억 달러를 기록, 장기 설 연휴(1.25~30일)에 따라 조업일수(20일)가 24.1월(24일) 대비 4일 감소하면서 수출이 일시적으로 둔화
- 조업일수 영향을 고려한 일평균 수출은 전년 동월 대비 +7.7% 증가한 24.6억 달러로, 22년(25.2억 달러)에 이어 역대 1월 중 두 번째로 높은 수준
- 반도체 수출은 101억 달러(+8.1%)로 역대 1월 중 2위(1위 : '22년 108억 달러) 기록. 컴퓨터SSD 수출도 두 자릿수(+14.8%) 증가한 8억 달러
- 1월에는 조업일수 감소 영향으로 대다수 품목의 수출이 마이너스를 기록하였으나, 일평균 수출은 자동차·부품, 일반기계, 석유제품, 가전 등을 제외한 10개 품목이 증가
- 견고한 수출 모멘텀 속에 12월 원화 환산 수출 증가율은 -1.3%에 불과. 환율 효과 영향
- 환율 효과 영향으로 예상보다 양호한 1분기 실적 시즌을 기대하고, 이러한 흐름은 25년 1분기 실적 전망이 반영될 가능성 높다고 판단

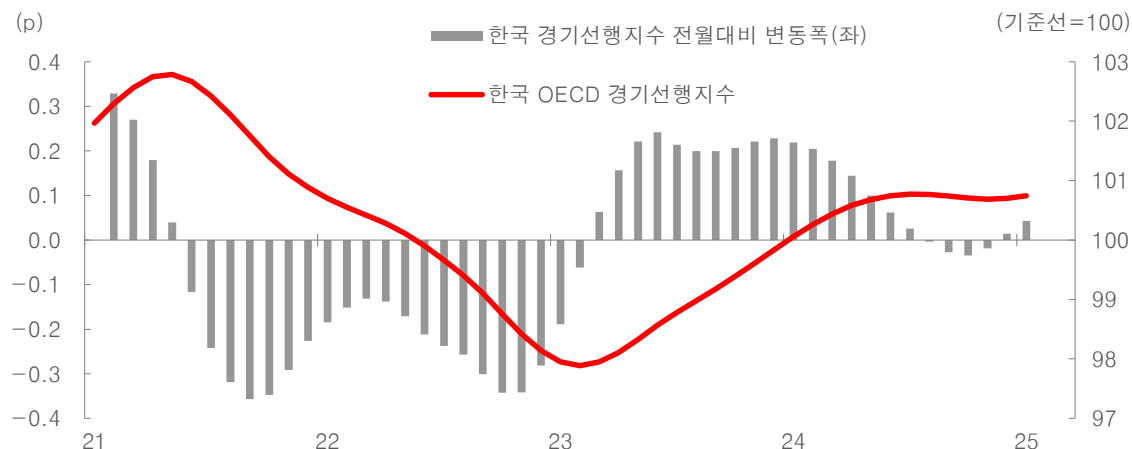
## [글로벌 경기] OECD 경기선행지수 상승세 지속. 한국도 상승 반전

### 미국, 중국 경기선행지수 상승세 뚜렷. 한국도 상승 반전



자료: OECD, CEIC, 대신증권 Research Center

### 한국 OECD 경기선행지수, 2개월 연속 상승

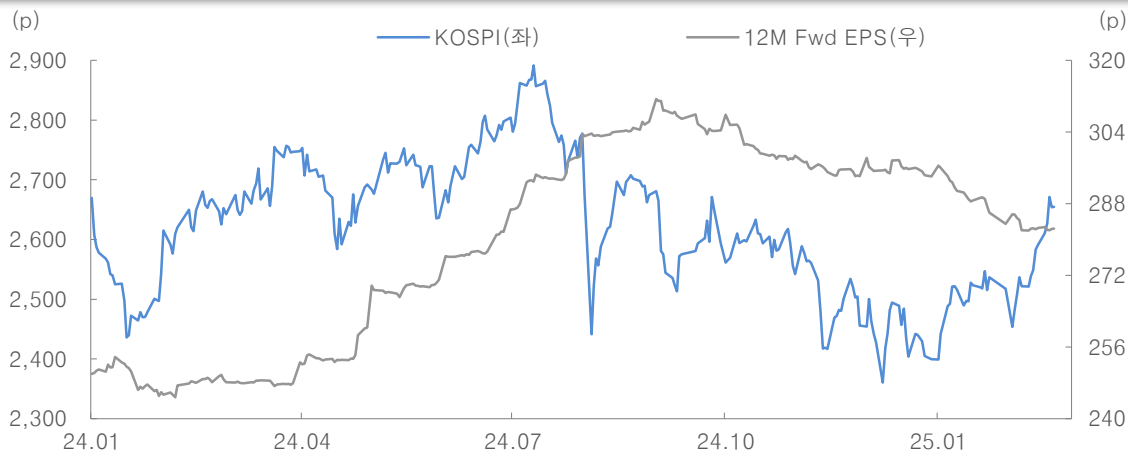


자료: OECD, CEIC, 대신증권 Research Center

- 글로벌 경기 사이클 개선세 지속
- 미국은 22개월째 상승 중. 둔화되던 개선 폭도 24년 하반기 이후 재차 확대 중
- 중국도 그동안 경기 둔화 사이클에서 벗어나 5개월째 상승세를 이어가고 있음
- 유럽만 다소 정체되는 양상이지만, 경기 사이클 하락은 아님
- 한편, 글로벌 경기 사이클 개선, 특히 중국 경기 사이클이 상승 반전하면서 한국 경기선행지수도 상승 반전
- 24년 12월 이후 2개월 연속 한국 OECD 경기선행지수 상승
- 최근 관세 우려로 인한 선수요 유입, 글로벌 제조업 경기 회복이 가시화되는 상황에서 한국 경기 회복 사이클은 당분간 지속될 전망
- 이 과정에서 한국 기업 실적 또한 우려했던 것보다 양호한 결과를 보여줄 가능성 높다고 판단

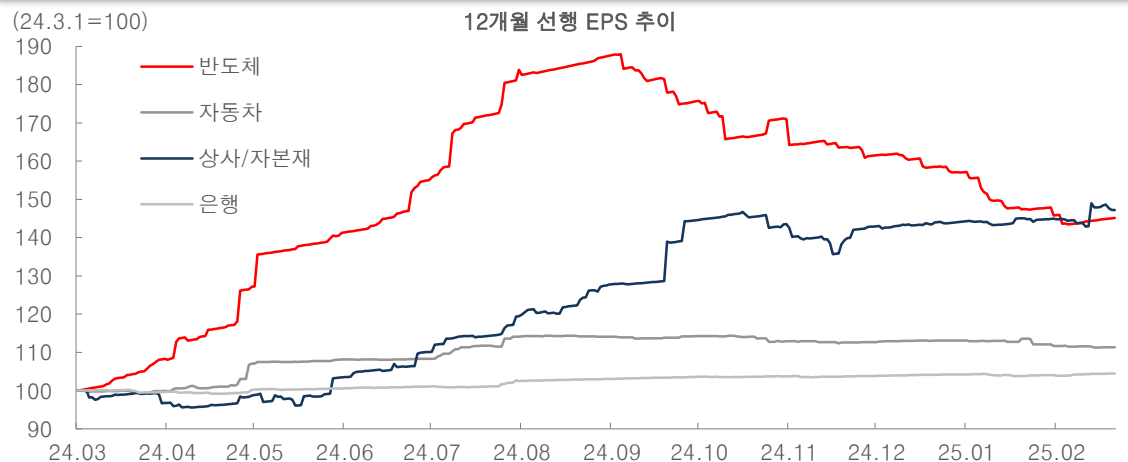
## [선행 EPS] 하락세를 멈추고 반등 모색 중. 반도체도 저점 통과 가능성 시사

### 12개월 선행 EPS 하락세가 멈추면서 KOSPI 반등 탄력 강화



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

### 반도체 선행 EPS도 하락세 멈추고 반등 모색 중



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 실적 눈높이 하향조정, 글로벌 제조업 경기 및 교역 개선 가시화, 국내 환율 효과 등을 감안할 경우 4분기 실적 시즌 종료 이후 실적 전망, 12개월 선행 EPS 상승 반전 가능성 높다고 판단
- 실제로 4분기 실적 시즌이 종반부로 가면서 선행 EPS 하락세는 멈추고 KOSPI 반등 탄력 강화
- 실적 불안심리 진정만으로도 밸류에이션 매력 재평가 가능함을 시사
- 반도체 선행 EPS도 하락세를 멈추고 분 위기 반전 시도에 나서는 양상
- KOSPI 실적에 있어 절대적인 자리, 위치를 차지하고 있는 반도체 실적 전망 변화 여부 체크

# Inflection Point 6.

연기금 연속 순매수에 외국인 선물 매수 가세.  
현물 매수는 언제?

---

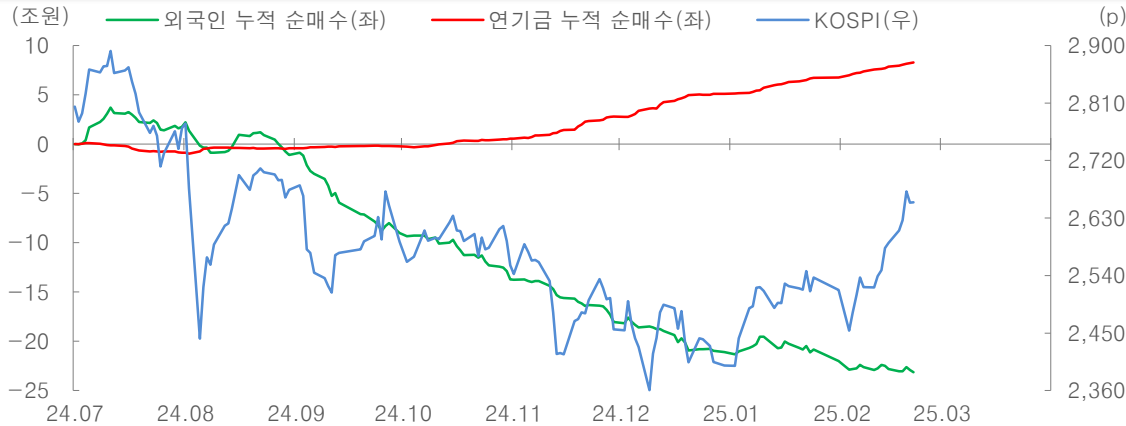
Strategist 이경민

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

텔레그램 채널 daishinstrategy

## [단단해진 KOSPI] 연기금 연속/대량 순매수의 힘. 외국인 선물 매수 전환에 이은 현물 매수 전환 기대

외국인 매매에 휘둘렸던 KOSPI. 2024년 11월 이후 연기금 순매수 강화  
KOSPI 방향성 전환의 핵심. 외국인 매도 진정만으로도 KOSPI 분위기 반전



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

2월초부터 외국인 선물 매수 전환. KOSPI 2,600선 근접하는 반등국면에서  
연기금 순매수와 함께 주된 수급 동력 역할. 2월 20일 이후 매도, 단기 매물 소화



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 24년 하반기, KOSPI 일방적인 약세의 수급적 원인은 외국인을 제외한 수급 주체가 없다는 점
- 따라서 외국인 매수 유입 시 반등은 가능했지만, 매도 시 속절없이 밀려나는 양상 반복
- 하지만, 24년 11월 이후 KOSPI 급락은 제어되고, 반등 시도가 지속, 강화됨
- 그 이유는 연기금 순매수가 유입되었기 때문. 연기금은 11월 이후 일평균 1,000억원 이상의 순매수 기록 중
- 2월 21일 기준 연기금은 35거래일 연속 순매수 중. 누적 순매수 규모는 3.28조원에 달함
- 즉, 연기금 순매수가 기초적으로, 연속적으로 유입되면서 외국인 매수시 강한 반등이 전개되는데 반해, 매도시 단기 조정에 그치는 패턴 반복. KOSPI 분위기를 주도
- 최근 KOSPI 2,600선 돌파시도에서는 현물 매수세는 제한적이었지만, 선물 매수 강하게 유입. 선행적인 외국인 현물 매매 변화 가능성 시사. 다만, 단기 분기점에서 매물소화 국면 진입

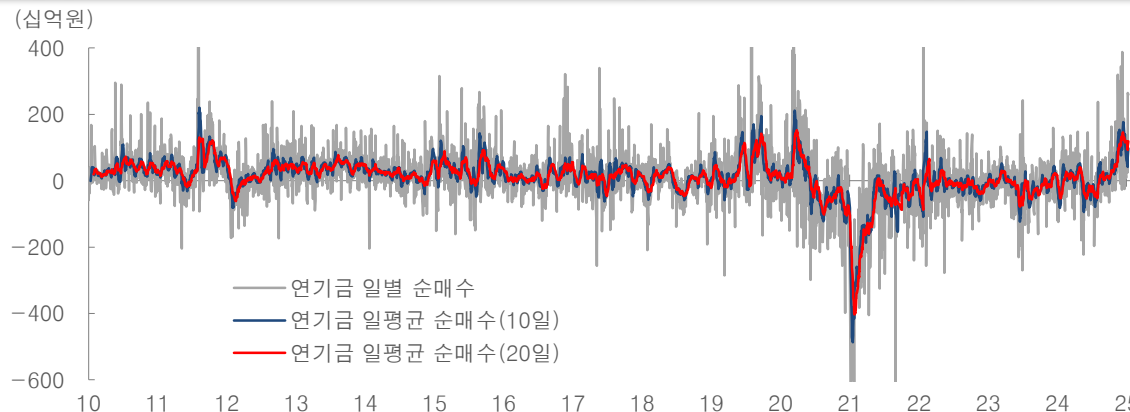
## [KOSPI 연기금 순매수] 8월 이후 9.26조원 누적 순매수 기록 중. 35거래일 연속 순매수 행진

2024년 8월 이후 연기금 9.26조원 누적 순매수.  
35거래일 연속 순매수 기록 중. 일 평균 1,000억원 규모



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

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



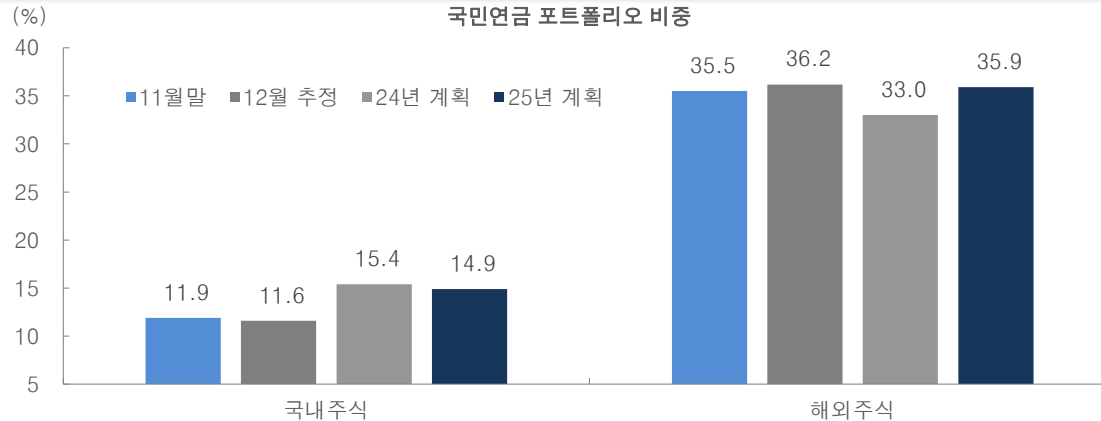
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 24년 11월 이후 KOSPI 낙폭이 제어되고, 25년 KOSPI 분위기 반전, 7개월만에 상승 반전을 주도한 수급의 주축은 연기금
- 연기금은 8월 2일 이후 9.26조원 순매수 중. 2020년 6월 이후 40조원 순매도했던 연기금이 처음으로 가시적인 수급 변화를 보여준 것
- 특히, KOSPI 부진국면에서 꾸준히 매수세를 보여오다가 11월 급락, 12월 기업명 사태를 전후로 매수 강도 강화
- 12월 27일 이후 2월 21일까지 35거래일 연속 순매수 기록 중. 누적 순매수 규모는 3.28조원에 달함
- 일평균 연기금 순매수 규모 또한 코로나 사태 이후 최고 기록을 경신한 이후 1,000억원 이상에서 고공행진 중
- 단기 급락에 의한 일시적인 매수가 아닌 국내 주식 비중 확대 차원에서 기초적인 순매수 유입으로 판단
- KOSPI 수급에 있어 든든한 버팀목이 될 것으로 예상



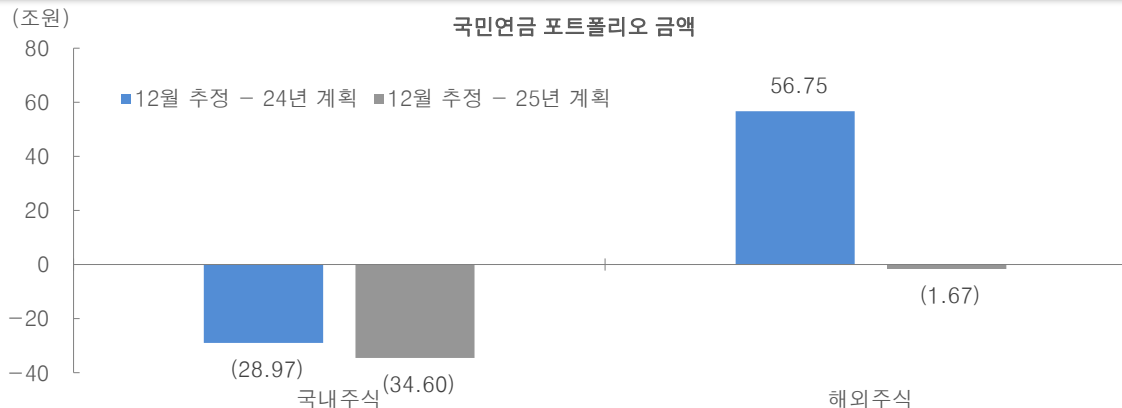
## [KOSPI 연기금 순매수] 현재 국내 주식 Under Weight(3%p 추정) 중. 연말, 25년까지 매수 여력 충분

연금 포트 내 국내 주식 비중 11월말 기준 11.9%로 레벨다운.  
24년 연말 기준 11.6% 추정. 25년 예상치도 3%p 이상 하회



자료: 국민연금 기금운용본부, FnGuide, 대신증권 Research Center

25년 계획 금액대비 국내 주식은 34.6조원이 낮은 상황  
해외주식은 금액 유지하더라도 신규자금 투입 가능성

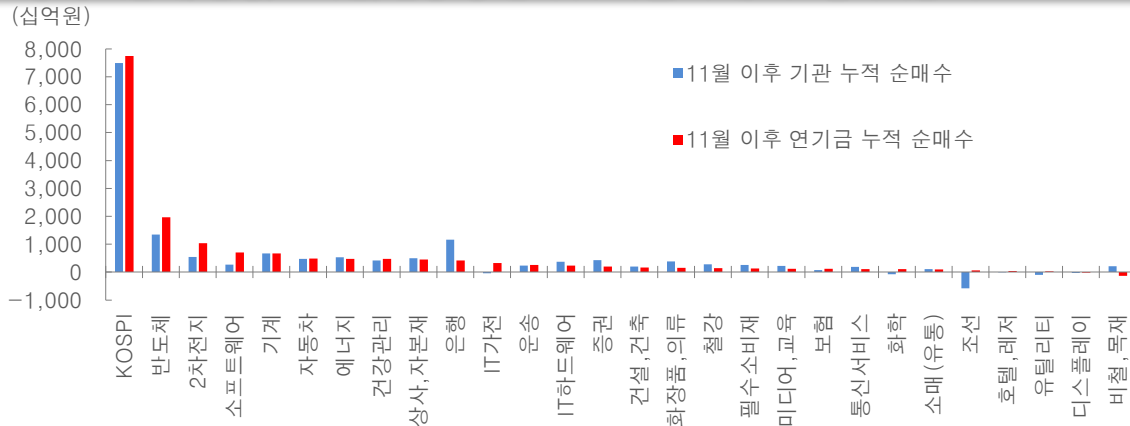


자료: 국민연금 기금운용본부, FnGuide, 대신증권 Research Center

- 현재 연기금 순매수가 강화되는 이유는 포트폴리오 배분 때문이라고 생각
- 연금은 2020년 21.2%였던 주식비중을 21년 17.5%로 줄였고, 22년부터 14%대를 유지해왔음
- 24년 5월 31일에는 25년 ~ 29년 포트폴리오 배분 방안을 발표했는데, 제시된 예상 국내 주식 비중은 25년 14.9%. 이후 매년 0.5%p씩 줄여 29년에는 13%로 낮춘다는 계획
- 하지만, 24년 11월말 기준 연금 포트폴리오 내 국내 주식 비중은 11.9%에 불과. 9월말 12.7%대비 더 낮아진 상황
- 24년 연말까지 추정(KOSPI -2.3% 하락, MSCI 선진국 +1.6% 상승)할 경우 11.6%로 레벨다운
- 연금 운용규모 118.3조원을 3%로 환산할 경우 최소 30조 이상 25년까지 연기금 매수 여력 존재
- 실제로 25년 국내 주식 포트폴리오 예상 금액과 12월 추정 예상 금액 간에는 30조원 이상 Gap이 큰 상황

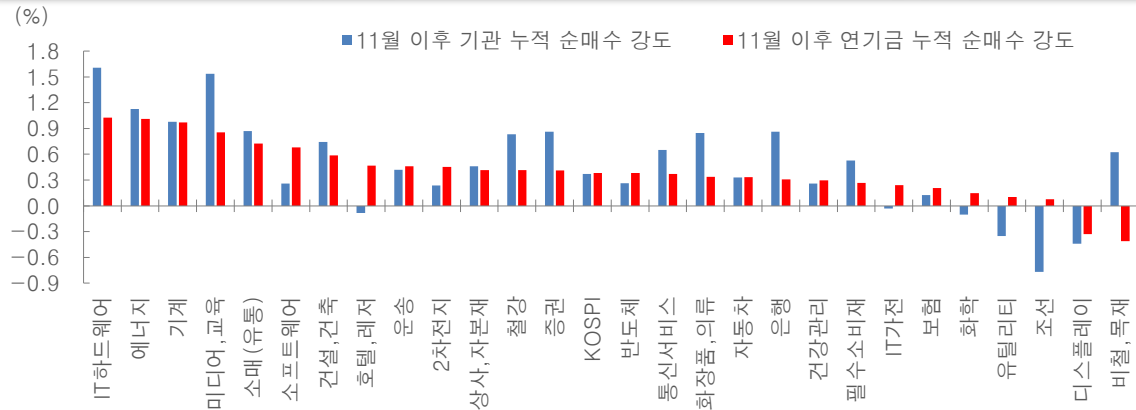
## [KOSPI 기관, 연기금 매수] 매수 강도 상위 : 에너지, 기계, IT하드웨어, 미디어/교육, 소프트웨어 등

연기금 11월 이후 반도체, 2차전지, 소프트웨어, 기계, 자동차, 에너지, 건강관리, 상사/자본재, 은행, IT가전, 운송 등 순매수. 비철/목재, 디스플레이만 매도



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

시장 대비 매수 강도 상위 업종 : IT하드웨어, 에너지, 기계, 미디어/교육, 소매(유통), 소프트웨어, 건설, 호텔/레저, 운송, 2차전지, 상사/자본재, 철강, 증권

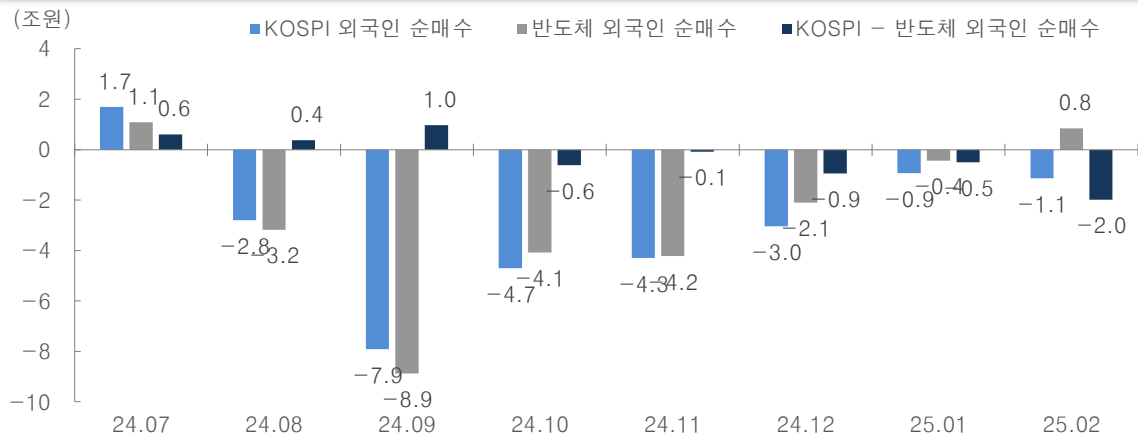


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 연기금은 시장을 사고 있는 것처럼 보임
- 11월 이후 24개 업종에서 순매수 우위. 특히, 반도체, 2차전지, 소프트웨어, 기계, 자동차, 에너지, 건강관리, 상사/자본재, 은행, IT가전, 운송 등 시가총액 상위 업종 매수 강화
- 다만, 매수 강도 측면에서는 반도체가 약하다고 볼 수 있음. 시가총액 비중이 3배 이상인 2차전지, 소프트웨어 순매수 규모를 소폭 상회하는 정도에 그침
- 시가총액 대비 매수 강도를 보면 IT하드웨어, 에너지, 기계, 미디어/교육, 소매(유통), 소프트웨어, 건설, 호텔/레저, 운송, 2차전지, 상사/자본재, 철강, 증권 등이 KOSPI보다 강한 상황
- 이 중 매수 강도가 강화된 업종은 IT하드웨어, 소매(유통), 2차전지. 여전히 가격 메리트가 높은 업종들 중심으로 매수 강화 중
- 반면, 최근 강한 상승 또는 반등으로 가격 메리트가 약해지거나 부담스러워진 비철/목재, 디스플레이, 조선, 유틸리티, 화학 등에는 외국인 매도 또는 매수 강도 약화

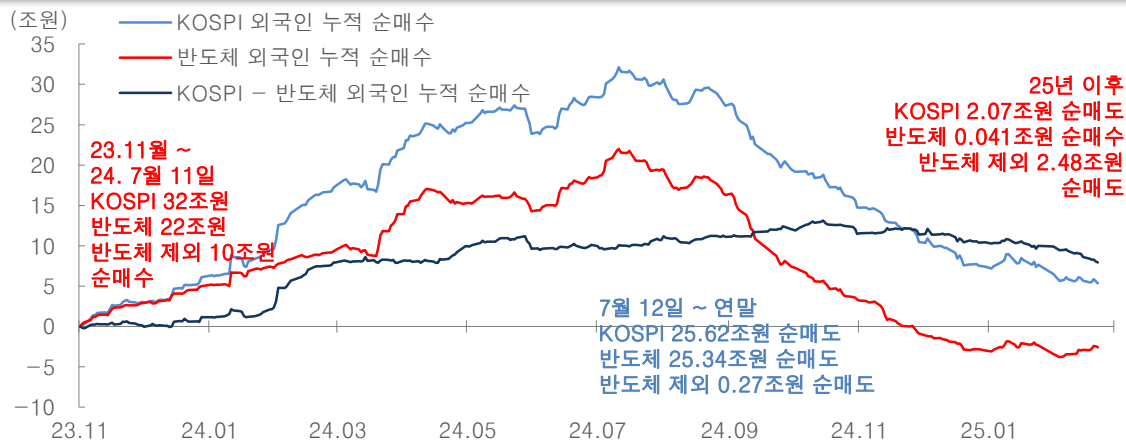
## [외국인 수급] 순매도 규모 1조원대 이내로 크게 축소. 반도체 업종은 7개월만에 순매수 전환

### KOSPI 매도 규모 축소. 반도체 업종 외국인 7개월만에 순매수 전환



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

### 외국인 대량 매도, 순매수 전환 모두 반도체 중심으로...



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 외국인 투자자들은 7월 12일 이후 24년 연말까지 24.68조원 순매도 기록 중. 8월에는 2.8조원 매도에 그쳤는데, 9월에만 7.9조원대의 대규모 매물 출회
- 10월에는 4.7조원 순매도로 9월보다 매도 강도는 다소 약화. 11월도 4.3조원 순매도, 12월 3조원 순매도, 매도 규모 축소
- 특히, 외국인 매도는 반도체에 집중. 전체 24.68조원 순매도 중 25.02조원이 반도체 순매도 규모
- 반도체를 제외할 경우 7월 11일 이후 0.34조원 순매수 우위
- 25년 연초부터 외국인 순매수를 기록했지만, 설 연휴 경계심리와 DeepSeek 쇼크로 1월말 반도체 중심의 대량 매도 출회, 매수 전환 실패
- 하지만, 매도 규모는 크게 축소되면서 8월 이후 처음으로 월 누적 순매도 1조원 하회
- 2월에는 반도체 순매수 전환. 7개월만에 반전. 외국인 수급 변화 가능성 확대

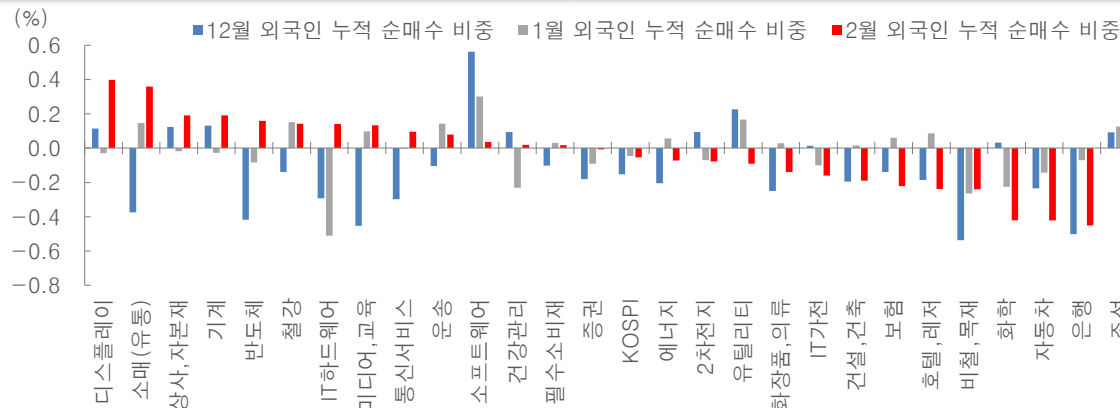
## [외국인 수급] 매수 강도 상위 업종 : 소매(유통), 디스플레이, 기계, 미디어/교육, 철강, 소프트웨어, 반도체 등

외국인 소프트웨어 순매수 지속. 반도체 강한 순매수 반전  
상사/자본재, 기계, 운송, 소매(유통) 등 순매수 전환. 조선, 은행 순매도 전환



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

시가총액 대비 매수 강도 상위 업종 : 디스플레이, 소매(유통), 상사/자본재, 기계, 반도체, 철강, IT하드웨어, 미디어/교육, 통신, 운송, 소프트웨어 등



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 24년 하반기 외국인 매도의 중심에 반도체가 자리한 것처럼 25년 1월 외국인 매수전환 시도의 중심에도 반도체 자리
- 2월 외국인 누적 순매수를 보면 반도체, 상사/자본재, 기계, 운송, 소매(유통) 등 차별적 순매수 기록 중
- 조선, 은행, 화장품/의류는 매도 전환. 자동차, 화학, 2차전지는 매도 지속
- 시가총액 대비 매수 강도를 보면 지난주까지 1위, 2위를 차지했던 소매(유통), 디스플레이가 앞서거나 뒤서거나 중. 상사/자본재가 빠르게 치고 올라온 가운데 기계, 반도체, 철강, IT하드웨어, 미디어/교육, 통신 등이 상위권에 포진
- 대부분 업종이 낙폭 과대이거나 최근 조정을 거친 업종. KOSPI 반등을 노린 대응 전략 강화로 판단
- 순매도 강도 상위 업종에는 조선, 은행, 자동차, 화학, 비철/목재, 호텔/레저, 보험, 건설 IT가전 등이 있음
- 주가 부담이 크거나 업황/실적 불확실성이 높은 업종들이 자리하고 있음

## [외국인 수급] 원화 약세/강세 압력 등락에 따라 외국인 수급 결정. 향후 강세 압력 확대 가능성 높아

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



자료: FnGuide, Bloomberg, 대신증권 Research Center

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



자료: 대신증권 Research Center

- 현재는 원화 약세 정점. 25년 상반기 원화 강세 압력 확대 예상. 외국인 순매수 전환/강화 변수
- 트럼프 당선과 함께 원/달러 환율은 또다시 1,400원선을 넘어서는 등 불안정한 흐름 전개. 12월에는 계엄령 사태 이후 정치적 불확실성 확대 여파가 지속되면서 1,430원대에서 등락 이후 12월 FOMC 이후 1,470원대로 레벨업
- 미국 경기둔화, 중국/유럽 경기회복, 한국 수출 개선 등 매크로 흐름과 글로벌 주요국 금리인하 사이클 진입을 감안할 때 25년 상반기 달러 약세, 원화 강세 구도 형성 예상
- 원/달러 환율 25년 상반기 중 1,300원선 중반대 진입 가능
- 원/달러 환율 측면에서 추가적인 원화 강세 압력 확대 시 외국인 투자자 입장에서 환차익을 노릴 수 있을 것
- 특히, 달러대비 원화 약세 압력이 정점권에서, 향후 원화 강세 전환을 기대한 외국인 투자자들의 수급 변화 가능성 확대. 이후 달러대비 원화 강세 전개시 외국인 순매수 강도는 강해질 수 있음

# 투자전략 : 낙폭과대 & 실적대비 저평가 업종/종목 트레이딩 강화 자동차, 보험, 디스플레이, 호텔/레저, 건설/건축

---

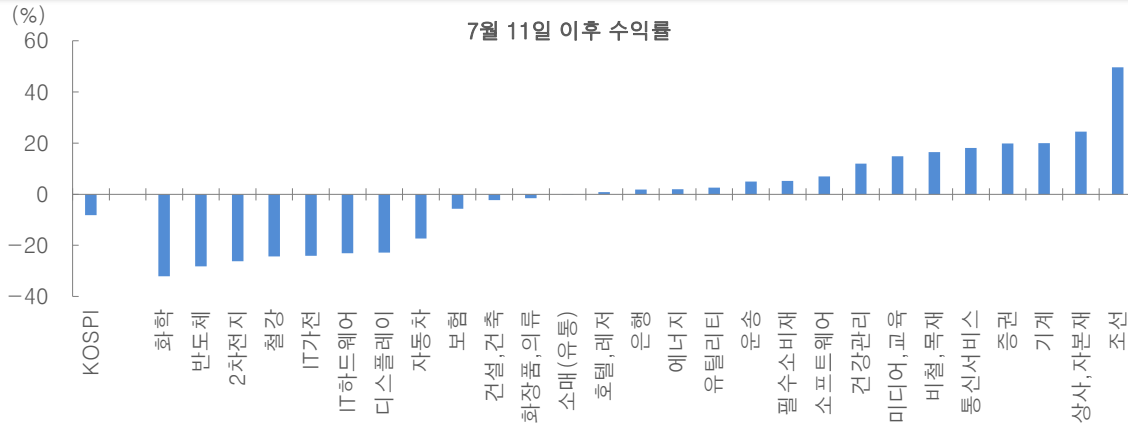
Strategist 이경민

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

텔레그램 채널 daishinstrategy

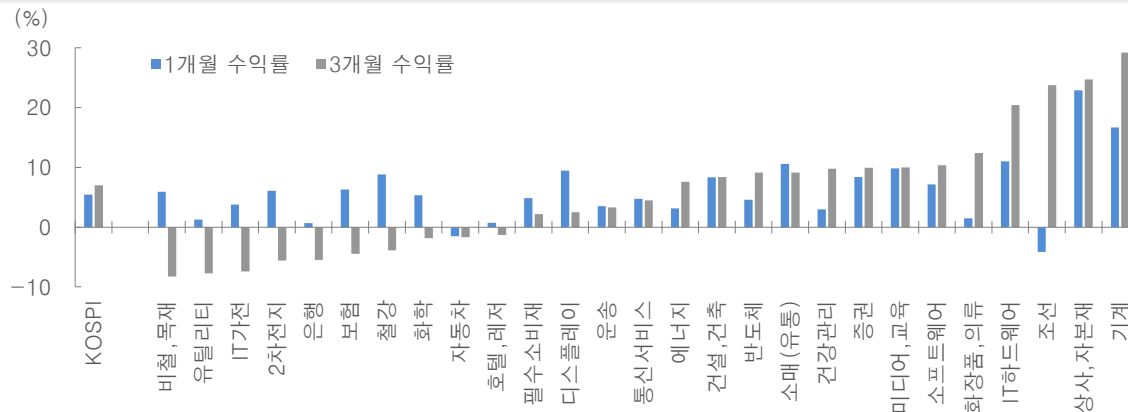
## [낙폭과대] 중단기 가격 메리트에 근거한 순환매 장세 지속

24년 고점(7/11) 이후 수익률 : 조선, 상사/자본재, 기계, 증권 등 차별적 강세  
화학, 반도체, 2차전지, 철강, IT가전, IT하드웨어, 디스플레이 등 수출주 중심 약세



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

1개월 수익률 : 기계, 상사/자본재, IT하드웨어, 소프트웨어, 미디어/교육 등 강세  
지속. 비철목재, 2차전지, 보험, 철강, 화학 등 강세 반전, 조선은 약세 반전

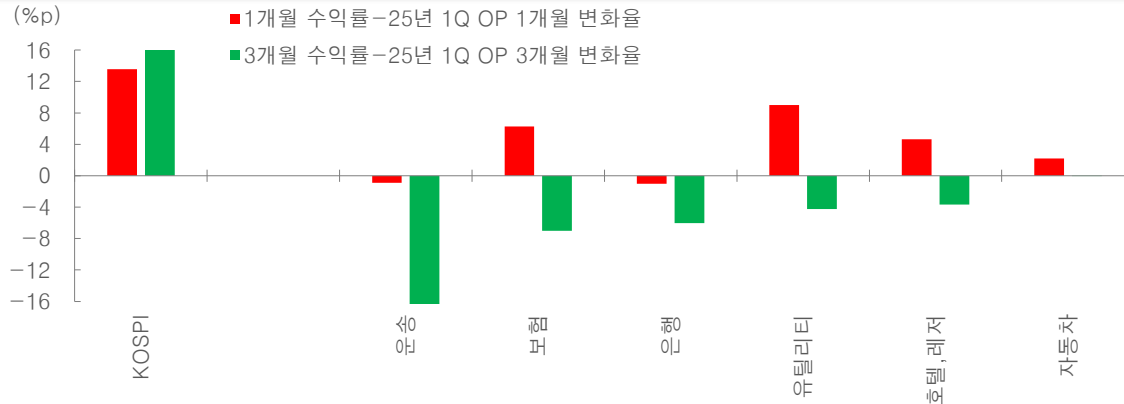


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 장기 약세 국면에서 벗어나는 초기 국면에서 낙폭과대주들의 반등세 뚜렷. 연초 이후, 최근 1개월 흐름을 보면 반전 가시화
- 24년 고점이었던 7월 11일 이후 업종별 수익률을 보면 조선, 상사/자본재, 기계, 증권, 통신, 비철/목재 등이 차별적 강세를 보인데 반해, 화학, 반도체, 2차전지, 철강, IT가전, IT하드웨어, 디스플레이, 자동차 등 IT, 수출주 중심으로 약세
- 하지만, 최근 1개월 수익률을 보면 기계, 상사/자본재, IT하드웨어, 소프트웨어, 미디어/교육 등 강세 지속
- 반면, 비철목재, 2차전지, 보험, 철강, 화학 등 강세 반전, 에너지, 반도체, 건강관리, 화장품/의류는 상승폭 확대
- 반면, 급등세를 이어왔던 조선은 1개월 수익률 약세 반전
- 반등 국면임을 감안할 때 중단기 낙폭과대, 또는 가격 메리트가 높아진 업종에 대한 관심을 더 높여가야 할 때라고 판단
- 다만, 최근 KOSPI가 2,650선을 넘어서며 업종/종목별 가격/밸류에이션 매력 약화

## [실적대비 저평가] 운송, 보험, 은행, 유틸리티, 자동차 등

### 25년 1분기 연간 영업이익 전망 변화율 대비 저평가 : 운송, 보험, 은행, 유틸리티, 호텔/레저, 자동차



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

### 25년 연간 영업이익 전망 변화율 대비 저평가 : 유틸리티, 운송, 디스플레이, 은행, 통신, 자동차, 보험



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 24년 하반기 KOSPI 레벨다운 이유 중 실적 변수가 자리. 그만큼 실적 전망 변화에 민감한 상황
- 특히, 25년 1월, 2월에는 24년 4분기 실적 시즌으로 실적대비 주가 수준에 따라 등락이 엇갈렸음
- 실적 시즌이 종료됨에 따라 주가의 실적 민감도가 낮아졌지만, 주가가 실적을 얼마나 선반영하고 있는지는 앞으로도 중요. 이에 따라 25년, 25년 1분기 영업이익 변화율 대비 주가 변화율 체크
- 그 결과 25년 1분기 연간 영업이익 전망 변화율 대비 저평가 업종에는 운송, 보험, 은행, 유틸리티, 호텔/레저, 자동차가 있음
- 25년 연간 영업이익 전망 변화율 대비 저평가 업종은 유틸리티, 운송, 디스플레이, 은행, 통신, 자동차, 보험
- 24년, 25년 모두 저평가 업종으로 운송, 보험, 은행, 유틸리티, 자동차가 있음
- 반도체는 4분기 실적 부진에 이은 25년 실적 전망 레벨다운, 주가 반등 영향으로 실적대비 저평가 매력에 약해진 상황

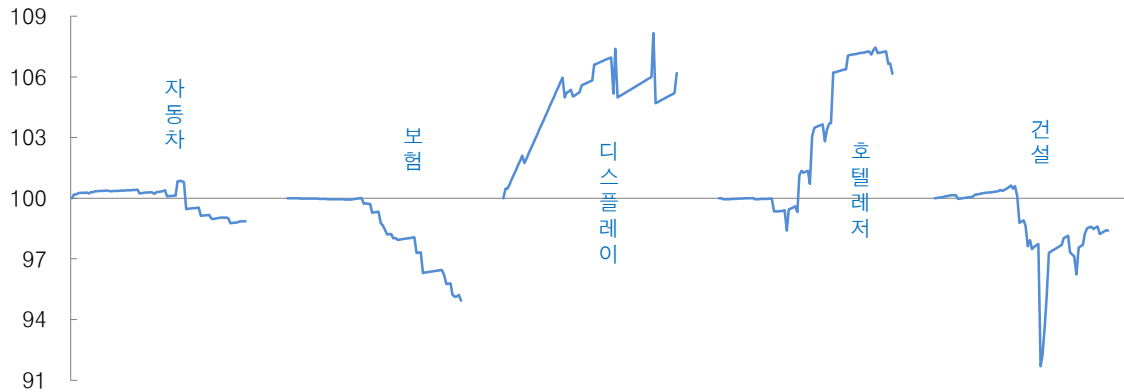


실적 전망 상향 : 디스플레이

정체/하향조정 : 자동차, 보험, 호텔/레저, 건설

(24.12.1=100)

12월 이후 12개월 선행 EPS 추이



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

디스플레이 외국인 매수 지속. 자동차, 호텔/레저 매도 압박 진정  
보험, 건설 매도 지속

(24.12.1=0, 십억원  
자동차 백억원)

12월 이후 외국인 누적 순매수 추이



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 실적대비 저평가 업종이자 낙폭과대 업종에는 자동차, 보험, 디스플레이, 호텔/레저, 건설/건축이 있음
- 이들 중 12개월 선행 EPS가 상승 중인 업종은 디스플레이 뿐. 외국인 순매수 강화 중
- 반면, 보험 실적 전망은 하향조정세를 이어가고 있고, 호텔/레저는 하락 반전, 건설은 정체. 자동차는 실적전망 하향조정세가 진정되는 양상
- 외국인 투자자는 보험, 건설 매도를 이어가는 가운데 자동차, 호텔/레저에서는 매도세 진정, 매수전환 가능성 엿보임
- 저평가 매력에 높은 상황에서 실적 전망치 향배가 외국인 수급 변화로 이어지는 양상
- 실적 대비 저평가 업종에 관심이 필요한 이유
- 최근 KOSPI 반등으로 실적대비 저평가 및 낙폭과대 업종 수가 줄어들고 있어 KOSPI 반등 여력이 제한되는 양상

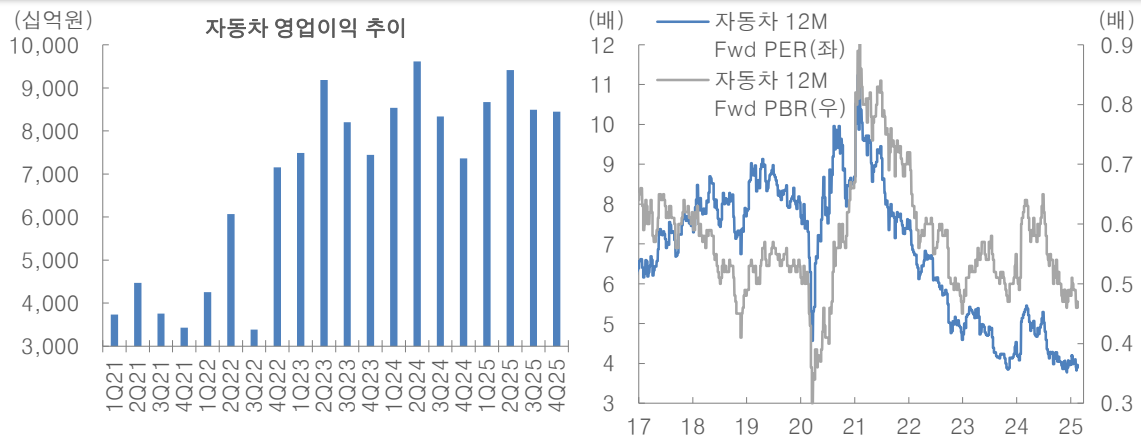
## [자동차] 중요 지지권(1,800선)에서 분위기 반전. 1,850 ~ 1,880선 지지력 확보시 2,000선 돌파시도 가능

KRX자동차 일간 차트. 1,800선에서 지지력 확보 이후 강한 반등  
40일, 50일선 위치한 1,850 ~ 1,880선 안착 시 1,960 ~ 2,000선 돌파 가능



자료: 대신증권 Research Center

자동차 12개월 선행 PER 4배, PBR 0.5배 하회. 극심한 저평가 영역에서 등락 중



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 자동차는 미국 경기침체 쇼크에 이어 트럼프 리스크를 선반영하면서 1,800선에서 지지력 확보. 단기 Undershooting 국면을 지나 박스권 회귀
- 이번에도 1,800 선 전후에서 단기 UnderShooting, 지지력 확보 이후 반등 시도에 나섬
- 15일, 40일, 50일 이동평균선이 위치한 1,850 ~ 1,880선 돌파/안착시 직전 고점이자 480일 이동평균선이 위치한 1,960선 돌파시도 예상
- 등락은 있겠지만, 2,000선 돌파시도 가능성 확대
- 자동차 주가는 2000년 이후 저점권인 12개월 선행 PER 4배, PBR 0.5배를 다시 하회
- 저평가 매력 부각에 근거한 반등시도를 이어갈 전망

## [보험/디스플레이] 보험은 다시 1,850 ~1,880선 지지력 테스트. 1만원선이 가시권에 들어온 디스플레이

KRX 보험 지수 일간차트. 장대 양봉으로 1,920선 돌파했지만, 중요 분기점인 2,000선에서 급락 반전. 다시 1,850 ~1,880선 지지력 테스트 가능성



자료: 대신증권 Research Center

디스플레이 일간 차트. 9,500원선에서 다중 바닥 이후 9,600 ~ 9,800원 돌파. 안착시 1만원선 회복 시도 가능



자료: 대신증권 Research Center

- 보험은 박스권 등락 반복
- 보험은 박스권 하단(1,850 ~ 1,880선)이 탈로 UnderShooting, 480일 이동평균선에서 지지력 확보 이후 급반등
- 급락 전 중요 지지/저항사이자 40일선이 위치한 1,900선과 직전 고점인 1,920선을 장대 양봉으로 상향 돌파
- 동 지수대에 안착 실패로 1,850 ~ 1,880선 지지력 테스트 불가피. 이후에나 2,000선 돌파시도 가능할 전망
- 디스플레이는 UnderShooting 구간에서 9,500원선 지지력을 바탕으로 강한 반등 전개
- 40일선, 50일선이 위치한 9,600 ~ 9,800선 돌파 이후 안착, 1만원선 돌파시도에 나섬
- 1만원 ~ 10,150원 돌파. 안착 가능성은 낮다고 생각
- 추세 반전은 어려울 수 있지만, 언더슈팅 국면에서 벗어나 정상화 가능성은 충분하다고 판단

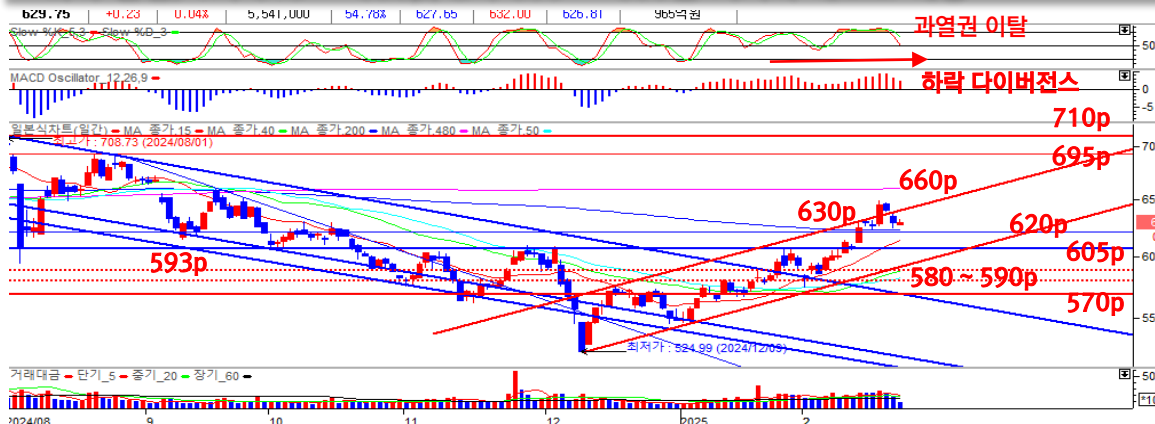
# [여행레저/건설] 여행레저, 다시 한 번 박스권 상단 돌파 시도. 건설은 단기 과열해소 국면 진입

**Tiger 여행레저 일간 차트. 3,000 ~ 3,030선 지지력 확보 이후 재차 반등 시도 3,080p 돌파/안착시 3,200선 돌파 시도 가능할 것**



자료: 대신증권 Research Center

**KRX 건설 지수 일간차트. 단기 상승추세대 상단 넘어서는 OverShooting 이후 하락 반전. 1차 615 ~ 625p, 2차 590 ~ 600선 지지력 테스트 예상**

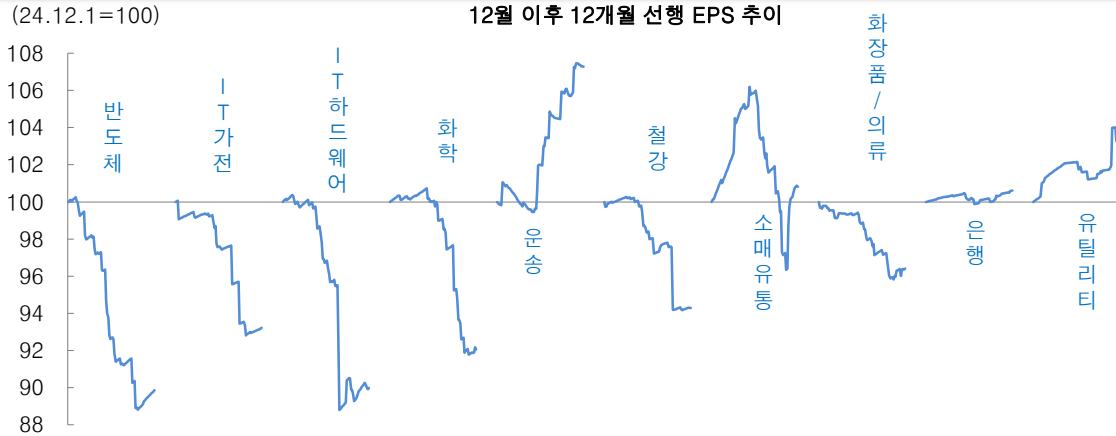


자료: 대신증권 Research Center

- 여행레저는 박스권 하단(2,860p) 하향이 탈하는 UnderShooting 이후 급반등, 단숨에 3,100선 회복
- 빠르게 박스권으로 회귀하고, 박스권 상단에 근접한 만큼 급락 반전
- 하지만, 40일선, 50일선이 위치한 3,000 ~ 3,030선에서 지지력 확보, 다시금 박스권 상단을 향한 반등 진행 중
- 3,080p 돌파/안착시 3,200선까지 상승 여력 확대. 추세 반전 시도 가능
- 건설 업종은 7월말 고점 이후 진행되어 온 하락추세를 넘어선 상황
- 단기 등락 과정에서 40일, 50일 선이 위치한 580선에서 지지력 확보 이후 2차 반등 목표인 620 ~ 630p까지 단숨에 레벨업
- 단기 상승추세대 상단에 도달함에 따라 단기 과열해소, 매물소화 과정은 감안할 시점. 1차 615 ~ 625p, 2차 590 ~ 600선 지지력 테스트 예상
- 단기 등락, 과열해소, 매물소화 과정을 거쳐며 상승추세 지속될 것.

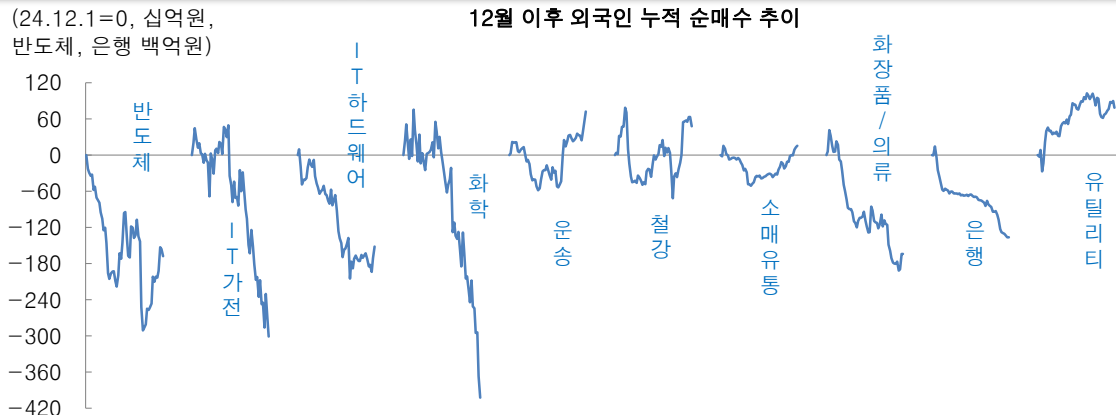
# [저평가 or 낙폭과대] 반도체, IT가전, IT하드웨어, 화학, 운송, 철강, 소매(유통), 화장품/의류, 은행, 유틸리티

**실적 전망 상향 : 운송, 은행, 소매(유통) / 정제/하향조정 : 화학, 철강, 유틸리티**  
**상승 반전 가능성 : 반도체, IT가전, IT하드웨어, 화장품/의류**



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

**운송, 소매(유통) 매수 지속. IT가전, 화학, 은행 매도 지속**  
**반도체, IT하드웨어, 화장품/의류 매수 전환 조심. 철강, 유틸리티 매도 전환 가능성**



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

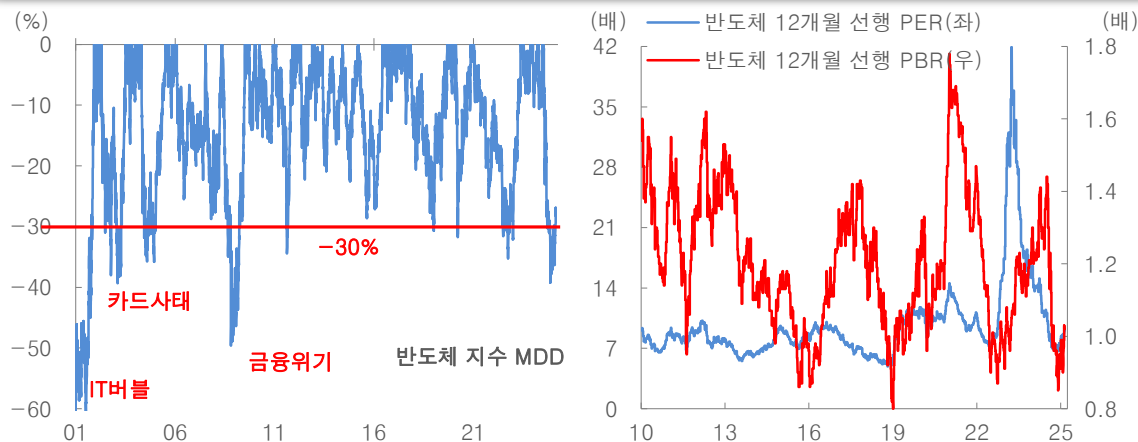
- 실적대비 저평가 업종이거나 낙폭과대 업종은 반도체, IT가전, IT하드웨어, 화학, 운송, 철강, 소매(유통), 화장품/의류, 은행, 유틸리티
- 이들 중 12개월 선행 EPS가 상승하는 업종은 운송, 은행, 소매(유통). 운송, 소매(유통)은 외국인 순매수 유입. 은행은 외국인 매도 지속
- 실적 전망 하향조정 중인 화학, 비철/목재, 보험 업종은 외국인 매도 지속
- 반면, 4분기 실적시즌이 종료되면서 반도체, IT가전, IT하드웨어, 화장품/의류 선행 EPS는 상승 반전 시도 중. 이러한 변화와 함께 반도체, IT하드웨어, 화장품/의류 업종에 외국인 순매수 전환 조심 감지
- 가격 메리트나 실적대비 저평가 정도가 약함에 따라 실적 등락에 민감도 높음. 따라서 실적 우려가 진정되는 시점에 가격/밸류에이션 매력에 부각되면서 외국인 순매수 전환
- 4분기 실적 시즌 종료 이후 불안심리가 진정되거나 기대심리로 전환되는지 여부 체크. 이 경우 외국인 투자자들의 순매수도 강하게 유입될 것으로 예상

## [반도체] 중요 분기점이자 저항선인 3,800p 도달. 3,500선 지지력 테스트 이후 4,000선 돌파시도 예상



자료: 대신증권 Research Center

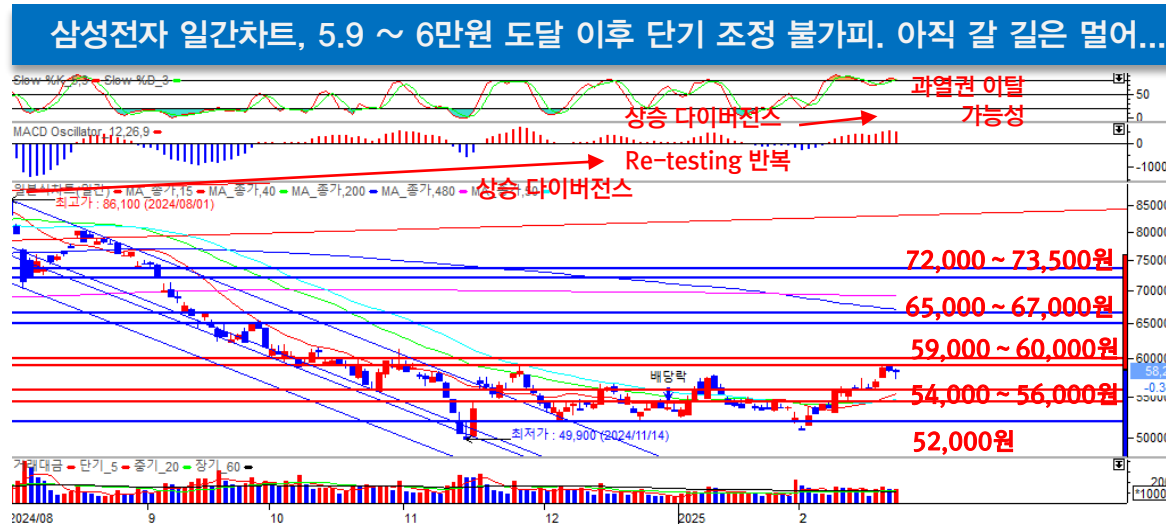
### 반도체 -28% 수준으로 낙폭 축소. 선행 PER 9.07배, PBR 1.02배 수준



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

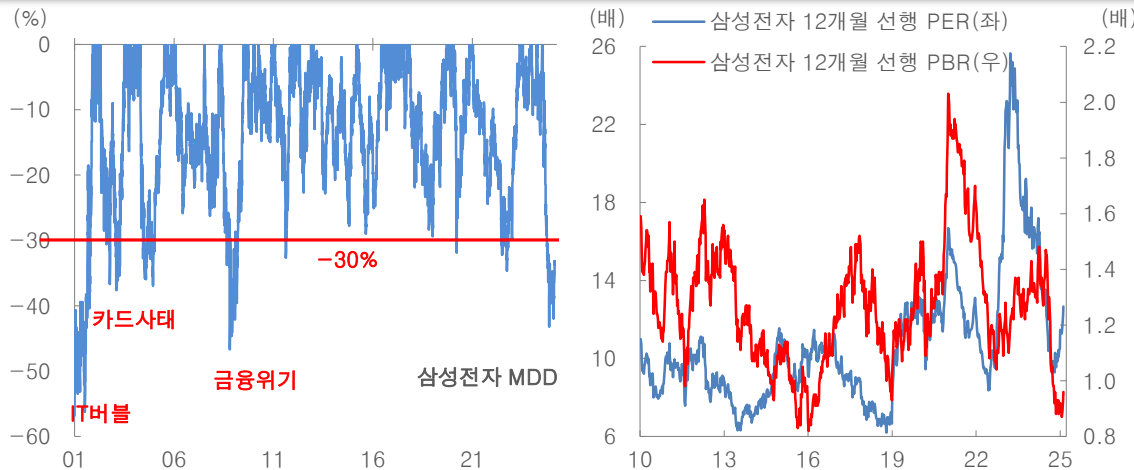
- AI산업, 반도체 모멘텀에 대한 우려가 DeepSeek 충격으로 재점화되었지만, 글로벌 제조업 경기 및 중국 소비 확대가 시화로 반등시도를 이어가는 중
- 4분기 실적 시즌 종료로 영업이익, 순이익 전망 안정, 12개월 선행 EPS 상승 반전 전개. 4분기 실적시즌 이후 업황/실적 개선 기대 되살아나는 양상
- 1월 반도체 수출까지 양호했고, 최근 일평균 수출 물량 바닥권에서 반등 가시화. 이 경우 반도체 가격 상승과 수출 중량 증가(수요회복)가 맞물리면서 상당기간 수출 모멘텀 강화 가능
- 이미 AI발 실적 방향성이 명확한 상황에서 메모리 반도체 수출 모멘텀까지 가세할 수 있는 상황
- 반도체 주가는 이미 금융위기 이후 가장 큰 폭의 하락세를 기록할 정도로 충분한 가격조정이 진행되었고, 실적 불확실성도 선반영되었다고 판단. 선행 PER, PBR은 역사적 저점권에서 정상화 시도 중
- 다만, 중요 분기점인 3,800선 도달 이후 하락 반전. 단기 조정 불가피. 단기 지지선은 3,500선 전후. 이후 4,000선 돌파시도 예상

## [삼성전자] 5.9 ~ 6만원선 도달 이후 단기 과열해소, 매물소화 불가피. 이후 6.5 ~ 6.7만원 돌파 시도 예상



자료: 대신증권 Research Center

### 삼성전자 고점대비 -33.7%, 선행 PER 12.67배, PBR 0.96배 수준



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

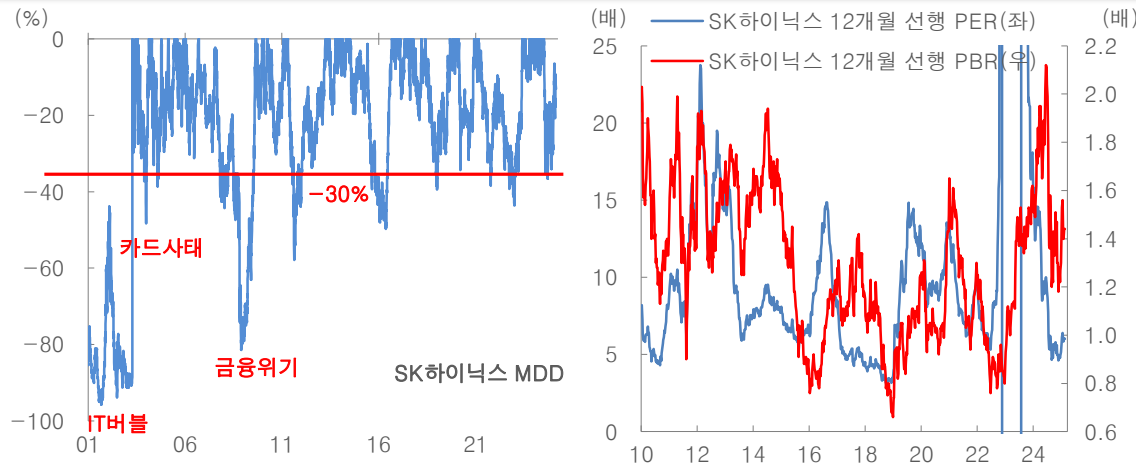
- 삼성전자는 실적 불확실성 선반영, 밸류에이션 매력 극대화에 따른 자율 반등에 나섬
- 4분기 실적 쇼크, 덩시크 쇼크 등의 여파로 단기 변동성 확대가 불가피했지만, 5만원 초반에서 지지력을 확보하고 분위기 반전 시도
- 단기 분기점인 5.4 ~ 5.6만원선에서 지지력을 확보하면서 5.9만원선까지 상승 폭 확대
- 동 가격대는 10월 ~ 12월 중요 분기점, 저항선 역할을 해왔던 만큼 돌파/안착 과정이 만만치 않은 상황
- 40일, 50일, 15일선이 위치한 5.4 ~ 5.6만원 대에서 지지력 확보시 멀지 않은 시점에 6.5만원 회복 시도 가시화될 전망
- 중국 경기 회복이 가시화되는 상황에서 강력한 경기부양정책이 가세함에 따라 레거시 반도체 수요 개선 기대
- 삼성전자 실적 우려 완화, 실적 기대 회복시 상승탄력 강화 가능. 가격 및 밸류에이션 측면에서 여전히 저평가 매력이크 높다고 판단

## [SK하이닉스] 19만원선 지지력 확보 이후 강한 반등 전개. 2차 상승 목표는 23만원 이상



자료: 대신증권 Research Center

### SK하이닉스 고점대비 -13.1%, 선행 PER 6.03배, PBR 1.44배에 불과



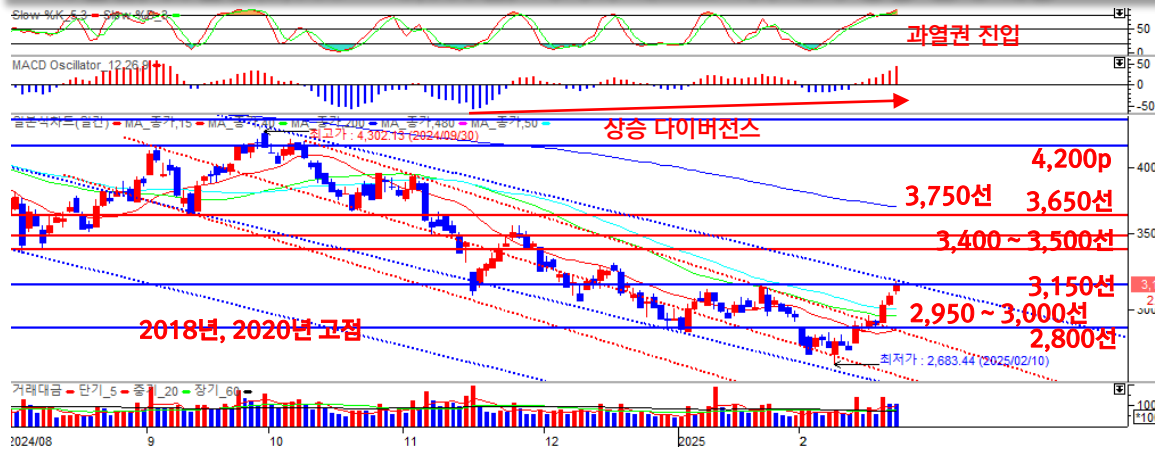
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- SK하이닉스, 9월에는 15만원 이하, 12월에는 17만원 이하 또는 17만원 수준에서 비중 확대할 것을 권고, 2월에는 18 ~ 19만원선에서 비중 확대 제안
- DeepSeek 쇼크로 급락 반전했지만, 19만원선 전후에서 단기 과열 해소, 매물소화 과정을 거친 이후 강한 반등 재개. 2차 상승 국면 진행 중
- 단기 오버슈팅 이후 등락은 이보전진을 위한 일보후퇴. 19만원대 재진입 이후 단숨에 21만원 돌파시도에 나섬
- 단기 등락은 감안하더라도 22만원, 23만원 돌파시도 가능할 전망. 변동성을 활용한 비중확대 전략 지속
- SK하이닉스 고점대비 하락률 -13.1%로 여전히 가격 매력도 높다고 볼 수 있음
- DeepSeek 쇼크가 AI 반도체 업황, 투자 사이클과 실적에 미치는 영향은 제한적일 전망



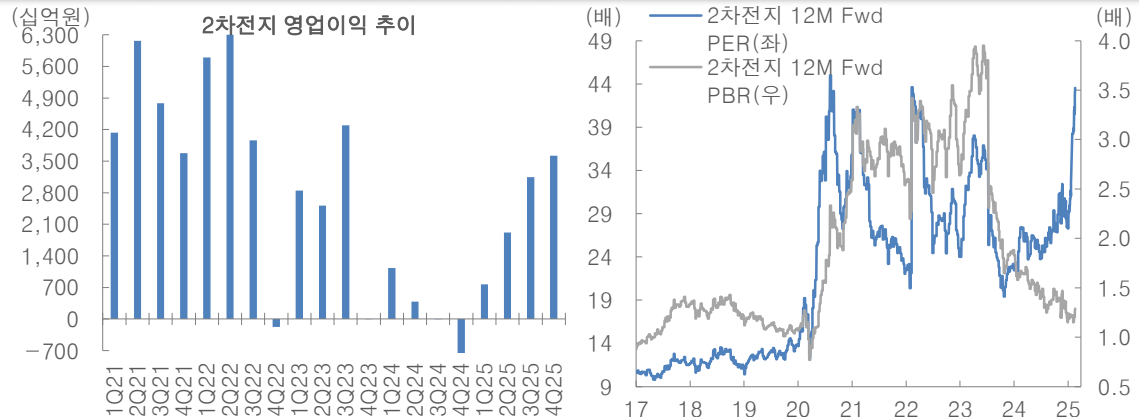
## [2차전지] UnderShooting 탈출기. 빠른 3,150선 회복, 40일, 50일선 지지력 확보시 3,500선 돌파 예상

KRX 2차전지 Top10 지수 일간차트. 빠른 시간에 2,800선 회복, 3,150선 도달  
40일선, 50일선(2,950 ~ 3,000선) 지지력 테스트 이후 2차 상승 전개 예상



자료: 대신증권 Research Center

2차전지 25년 영업이익/순이익 레벨업 전망. 선행 PBR 1.29배로 반등  
PER은 실적 개선 가시화될 경우 안정될 것으로 예상

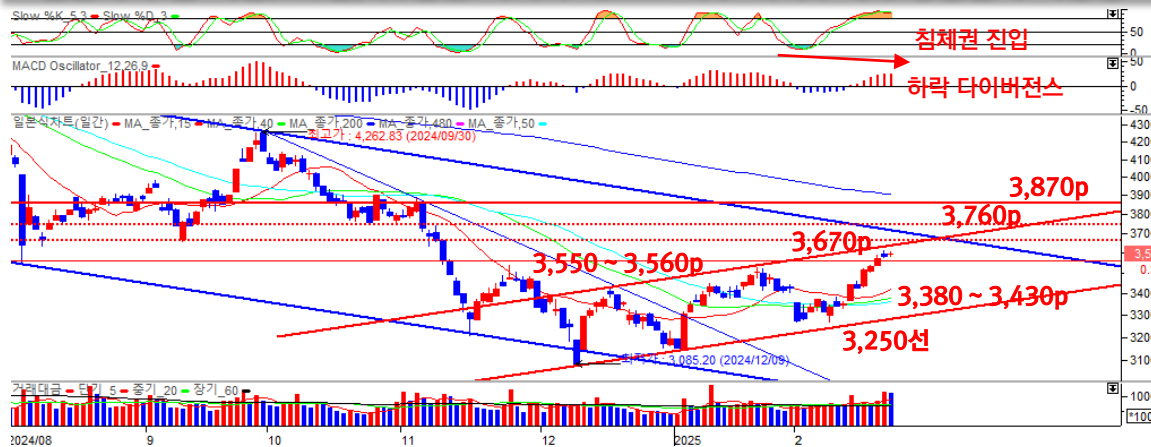


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 2차전지는 트럼프의 관세 우려, 주요 기업들의 실적 쇼크, 적자 기록 등의 여파로 중요 지지선이었던 2018년, 2020년 고점권(2,800선)마저 하회
- 하지만, 4분기 실적시즌 종료 이후 저평가 매력 속에 미국&유럽향 2차전지, 소재 공급계약 이슈가 유입되면서 강한 반등 전개
- 단숨에 기존 박스권으로 복귀하고, 3,150선 돌파 시도에 나섬
- 다만, Stochastics 과열권 진입. 단기 과열해소, 매물소화 불가피. 40일선과 50일선이 위치한 2,950 ~ 3,000선 지지력 확보시 3,400 ~ 3,500선까지 2차 상승 전개 예상
- 추세적인 상승까지 시간이 필요하겠지만, 빠른 정상화 국면 전개 예상
- 2차전지 영업이익은 25년 레벨업 전망. 23년 영업이익을 상회하고, 22년 수준에 근접할 가능성 높은 상황
- 실적 신뢰도가 낮지만, 아직까지는 25년 실적 레벨업 기대에 근거한 주가 정상화, 상승세 전개 가능성 높다고 판단

## [화학/운송] 단기 상승추세 전개, 단기 등락은 감안. 40일, 50일선 지지력 테스트 이후 상승 흐름 지속될 전망

화학지수 일간차트. 단기 상승추세 진행 중. 상승추세대 상단에서 단기 변동성은 감안해야 할 시점. 40일, 50일선 지지력 테스트 이후 하락추세대 상향돌파 가능성



자료: 대신증권 Research Center

KRX 운송 지수 일간차트. 40일, 50일선 위치한 1,050선에서 지지력 테스트 이후 1,090선 돌파 시도. 2차 반등 목표는 1,140선

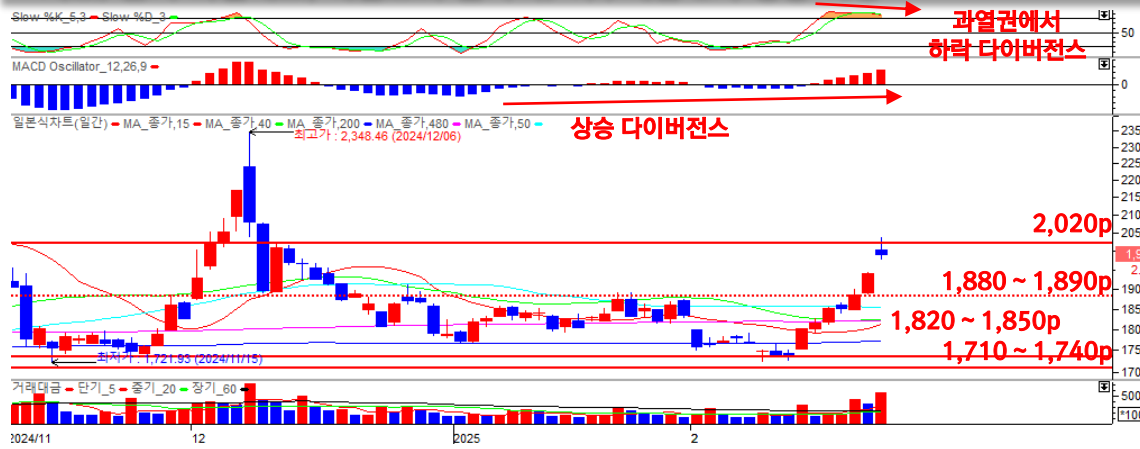


자료: 대신증권 Research Center

- 화학 업종은 단기 상승추세를 형성하며 분위기 반전 진행 중
- 1차 변곡점이자 상승추세대 상단인 3,600선에서 반등세 주춤한 것은 단기 과열 해소, 매물소화 과정
- 단기 변동성 확대 과정에서 40일선, 50일선이 위치한 3,380 ~ 3,430선 지지력 테스트 확보 이후 3,700선 돌파/안착 시도에 나설 전망
- 운송 업종은 중기 상승추세대 하단 지지력 확보 이후 단기 상승추세를 형성 중
- 9월 고점 이후 고점권이자 40일선, 50일선이 위치한 1,060선 안착 이후 1,090선 돌파 시도
- 단기 등락이 있더라도 1,140선까지 상승 가능성 높다고 판단

## [철강/유통] 중요 저항대에 도달. 단기 등락은 감안해야겠지만, 이후 2차 상승추세 전개 예상

**KRX 철강 일간차트. 1,710~1,740선 지지력 확보 이후 급반등, 2,000선 돌파 시도. 단기 과열해소, 매물소화 불가피. 이후에는 2차 상승 예상**



자료: 대신증권 Research Center

**유통업 일간 차트. 중요 지지권, 40일, 50일선에서 강한 반전 전개. 단숨에 350선 돌파시도에 나섬. 단기 과열해소, 매물소화 불가피 하지만, 2차 상승 전개 가능**

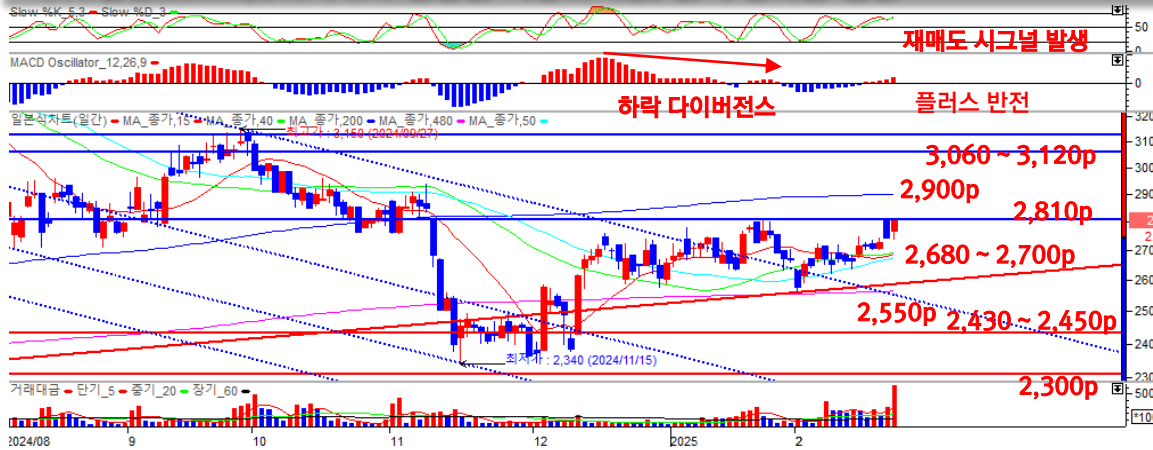


자료: 대신증권 Research Center

- 철강은 전 저점권인 1,710 ~ 1,740선과 40일선, 50일선이 위치한 1,840 ~ 1,850선에서 강한 분위기 반전 전개
- 단숨에 25년 1월 고점이 위치한 1,880 ~ 1,890p를 넘어 2,000선 돌파시도에 나섬
- 단기 변동성 확대, 매물소화 국면 감안해야 할 시점. Stochastics가 과열권에서 하락 다이버전스가 진행 중이고, 2,000선은 중기 저항대이기 때문
- 1,800선 초중반대에서 지지력 확보 이후 2차 반등시도를 이어갈 전망
- 유통업종은 실적 전망 하향조정, 국내 정치 리스크 여파로 저점권에서 등락 반복. 이 과정에서 상승 다이버전스 전개
- 중국 한한령 해제 및 정치적 리스크 해소 기대에 단숨에 200일선이 위치한 350선 돌파시도에 나섬
- 중기 추세선 저항과 단기 과열 심화로 단기 과열해소, 매물소화 국면 불가피. 이후 2차 상승국면 전개 예상

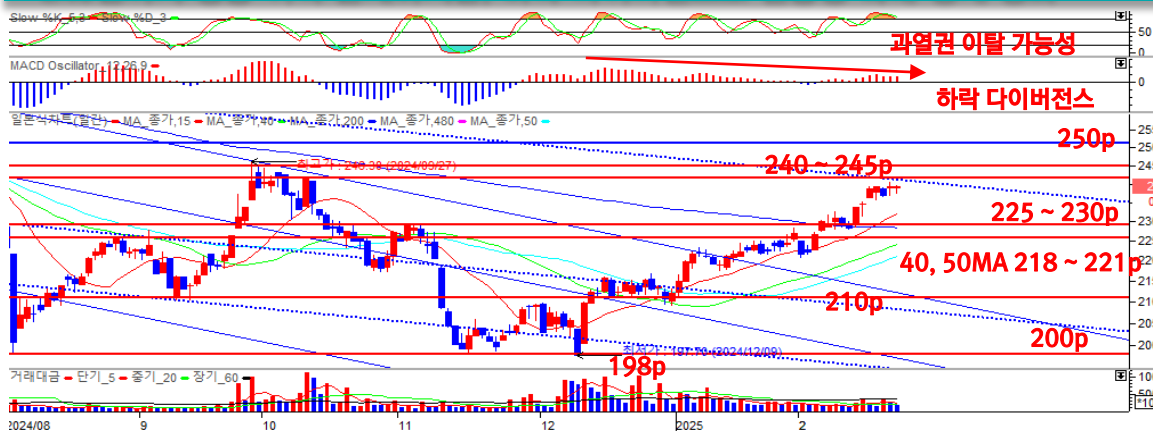
## [화장품/섬유의복] 화장품, 2,800선 돌파/안착 여부 중요. 단기 변동성 확대를 경계해야 할 섬유의복

**Tiger 화장품 ETF 일간 차트. 15일, 40일, 50일선 지지력 바탕으로 전고점 도달. 200일선(2,900p)까지 2차 반등은 가능하지만, 단기 등락은 감안**



자료: 대신증권 Research Center

**섬유/의복 일간 차트. 중요 변곡점이자 200일선 위치한 225 ~ 230선 돌파 240선까지 상승 여력 존재하지만, 하락 다이버전스로 변동성 확대 경계 강화**

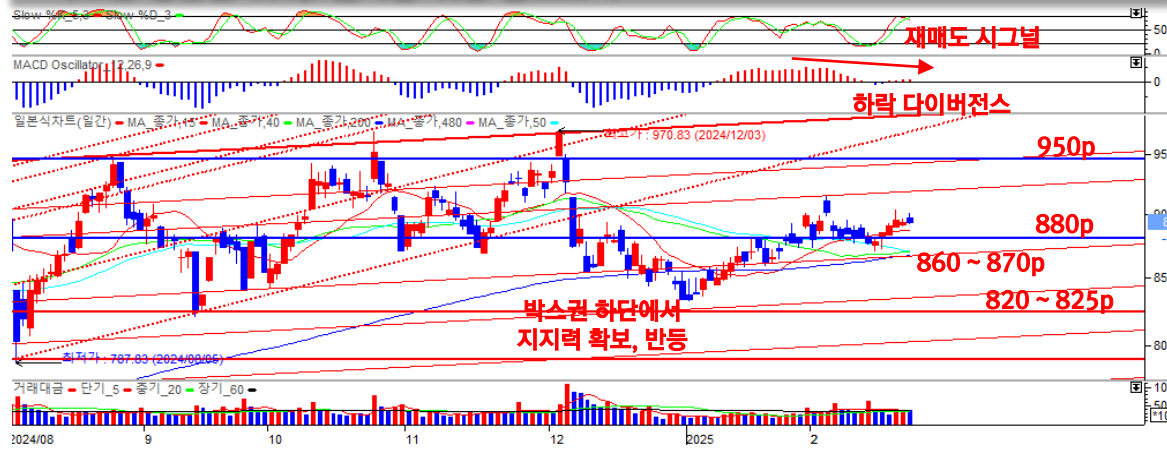


자료: 대신증권 Research Center

- 화장품 업종은 중기 하락추세대 상단을 넘어 40일, 50일 이동평균선 지지력을 바탕으로 2,800선 돌파시도에 나서고 있음
- 200일 이동평균선이 위치한 2,900선까지 상승여력 존재하나 단기 등락은 감안
- 40일, 50일선 지지력 확보시 1차적으로는 2,900선, 2차적으로는 3,100선대까지 반등 가능
- 섬유/의복은 단기 하락추세를 넘어 40, 50일 이동평균선 돌파/안착에 성공하면서 240선에 근접
- 하지만, 240 ~ 240p는 중기 하락추세대 상단이자 24년 10월 고점. Stochastics 재매도 시그널로 단기 과열해서, 매물 소화 국면 감안
- 225 ~ 230p 지지력 확보시 250선까지 상승여력 확대
- 다만, 현 지수대에서는 추격 매수 자제하고 단기 변동성 확대를 비중확대 기회로 활용할 것을 제안

## [은행/유틸리티] 40, 50, 200일선 지지력 테스트 중인 은행. 유틸리티 분위기 반전을 위한 1차 반등 전개

KRX 은행 일간 차트. 단기 등락(860 ~ 870선, 40일, 50일, 200일선 위치)은 박스권 상단인 950p 돌파를 위한 숨고르기



자료: 대신증권 Research Center

KRX 유틸리티 일간차트. 강한 반등으로 540 ~ 550p 도달  
15일, 40일, 50일선이 위치한 520선 지지력 확보시 하락추세대 돌파시도 가능



자료: 대신증권 Research Center

- 은행 업종은 레벨업 이후 박스권 등락 반복. 이번에도 전고점 수준이자 상승추세대 상단인 950p에서 하락 반전. 박스권 하단인 830선에서 반등
- 1차 목표치인 880선을 넘어섰지만, Stochastics 재매도 시그널과 MACD OSC 하락 다이버전스로 40일, 50일 이동평균선 지지력 테스트 예상
- 단기 등락은 불가피하지만, 이보전진을 위한 일보후퇴. 860 ~ 870선 지지력 확보시 950선까지 상승 여력 확대. 변동성을 활용한 비중확대 전략 유지
- 유틸리티는 480 ~ 500선 지지력 바탕으로 강한 반등 전개
- 단숨에 540 ~ 550선 돌파 시도에 나섰지만, 중요 분기점, 저항선이었던 만큼 단기 과열 해소, 매물 소화 과정 예상
- 단기 등락 과정에서 40일, 50일선이 위치한 525 ~ 530p 지지력 확보시 560 ~ 570선까지 상승 여력 확대 예상

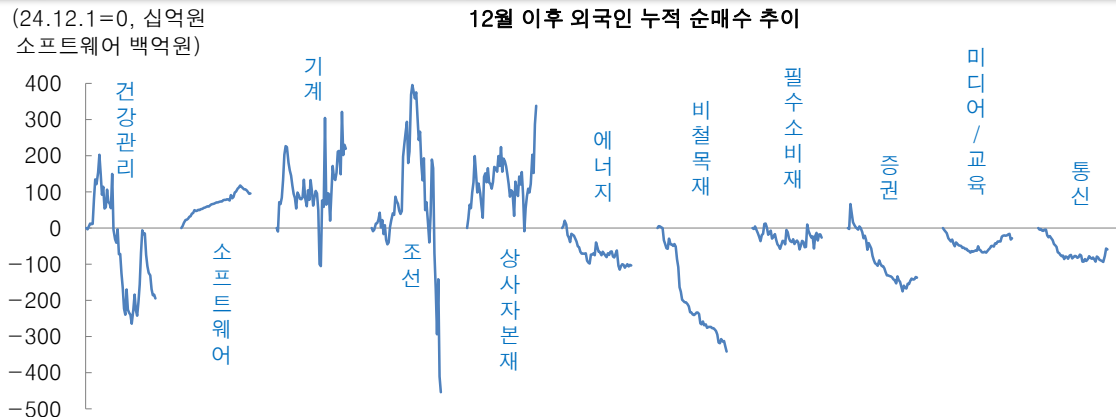
## [가격 메리트 약화] 건강관리, 인터넷, 기계, 조선, 방산, 에너지, 비철, 필수소비재, 증권, 미디어/교육, 통신

**실적 전망 상향 : 조선, 에너지, 필수소비재, 증권, 미디어/교육**  
**정체/하향조정 : 건강관리, 소프트웨어, 기계, 상사/자본재, 비철/목재, 통신**



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

**건강관리, 조선, 비철목재 매도 지속. 인터넷, 기계, 미디어/교육 매도 전환 가능성**  
**상사/자본재 매수 강화, 에너지, 필수소비재, 증권, 통신 외국인 순매수 전환 조심**

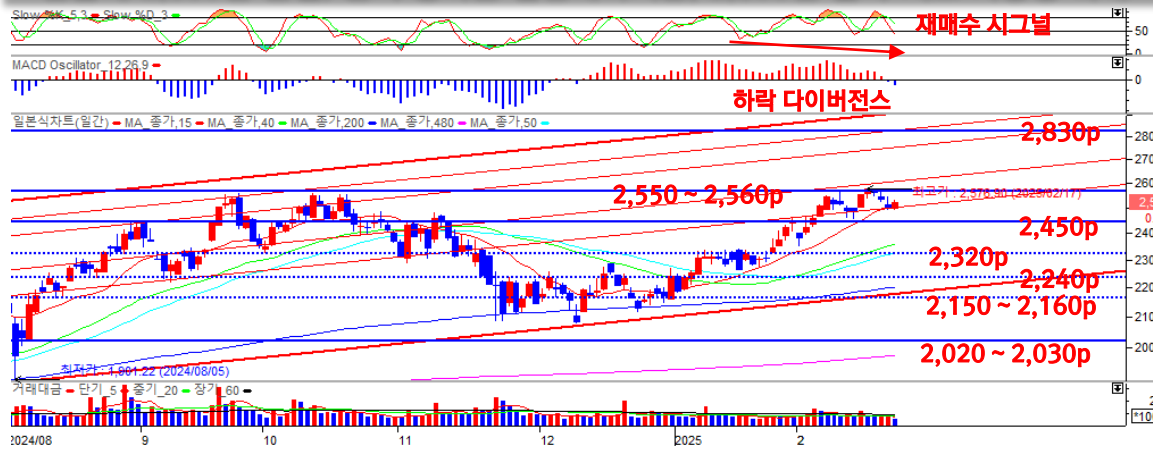


자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 실적대비 견조한 주가 흐름을 보여왔고, 7/11 고점 이후 KOSPI를 Outperform 중인 업종에는 건강관리, 인터넷, 기계, 조선, 방산, 에너지, 비철/목재, 필수소비재, 증권, 미디어/교육, 통신이 있음
- 조선, 에너지, 필수소비재, 증권, 미디어/교육은 실적 개선 기대 지속. 에너지, 필수소비재, 증권 업종은 외국인 순매수 가능성이 높지만, 조선, 미디어/교육은 외국인 매도, 매도 전환 조심
- 실적 대비 고평가 업종에 대해서는 외국인 차익 매물 출회
- 건강관리, 소프트웨어, 기계, 상사/자본재, 비철/목재, 통신 업종은 실적 전망 하락세를 이어가거나 하락 반전
- 상사/자본재는 매수가 강하지만, 건강관리, 소프트웨어, 기계, 비철/목재 업종은 차익 매물 출회, 소화 중
- 가격, 과열, 밸류에이션 부담이 큰 상황에서 이익전망 변화에 따라 외국인 매매 패턴 변화
- 업황/실적 기대감 선반영, 단기 과열해소, 매물소화 전개 여부에 따라 업종별 차별적인 등락 예상

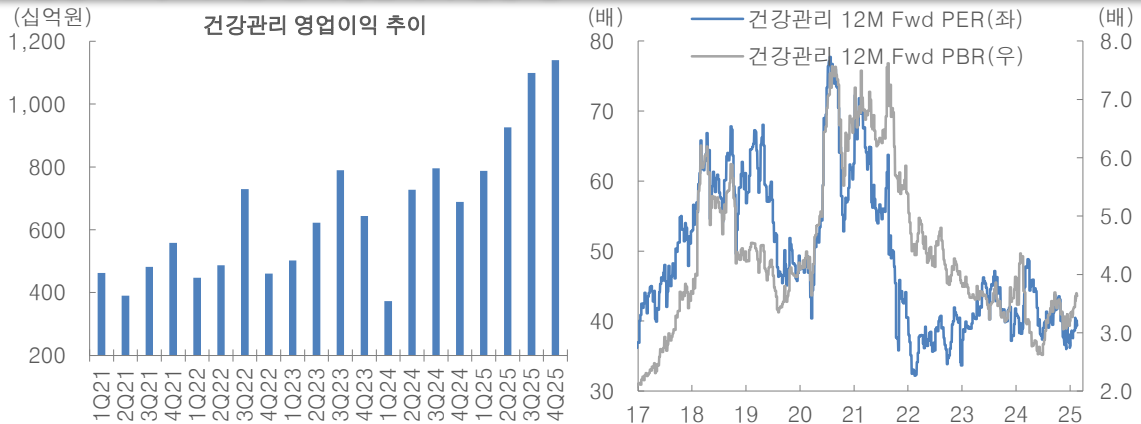
## [제약/바이오] 전고점(2,550 ~ 2,560선) 돌파/안착 시 2,800선 돌파 가능. 단기 과열, 하락 다이버전스 경계

KRX 바이오 Top10 지수 일간차트. 단기 과열, 오버슈팅 해소 이후 가파른 상승, 단숨에 2,550선 근접. 단기 등락은 감안해야지만, 2,800선 돌파 시도 가능성 확대



자료: 대신증권 Research Center

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



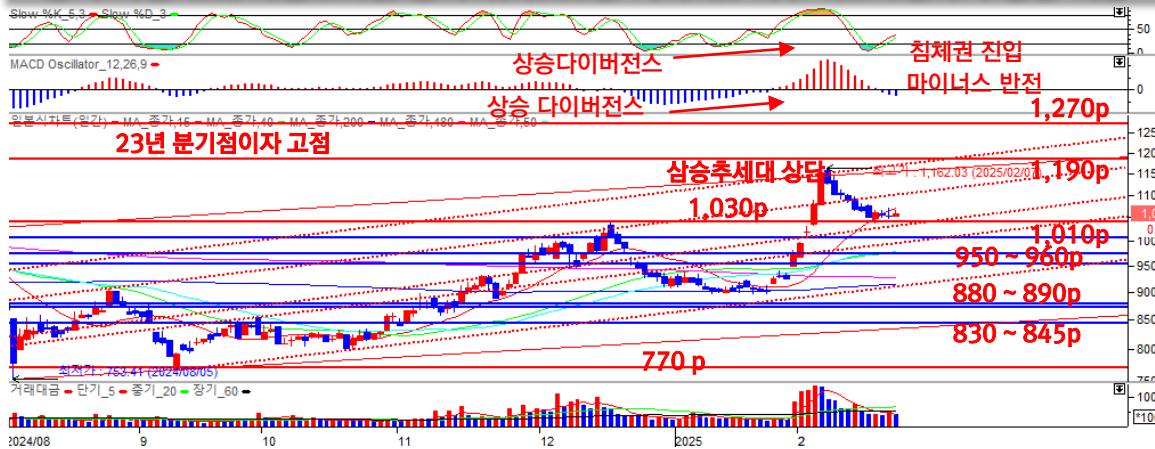
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 바이오 업종은 7월 이후 4개월 연속 상승세를 뒤로 하고 10월 중순부터 하락 압력 확대
- 실적 전망 상향조정에도 불구하고 중장기 이익성장과 200일 이동평균선 지지력, 중단기 이동평균선 상승 반전에 힘입어 2,100선 지지력 바탕으로 분위기 반전
- 단숨에 직전 고점인 2,550선까지 레벨업 단기 등락을 감안하더라도 2,830선까지 상승 여력 확대
- 단기 과열 지속 및 MACD OSC 하락 다이버전스는 경계할 부분. 언제든지 변동성이 커질 수 있는 상황
- 단기 조정시 2,300선대에서 지지력 테스트 가능성 높다고 판단
- 하지만, 상승추세는 더욱 견고해지고, 강해지고 있음
- 건강관리 밸류에이션 수준은 2020년 이후 저점권에 위치
- 25년 실적 레벨업, 사상 최대 실적 기록할 전망. 실적 호전주 중심으로 대응 강화



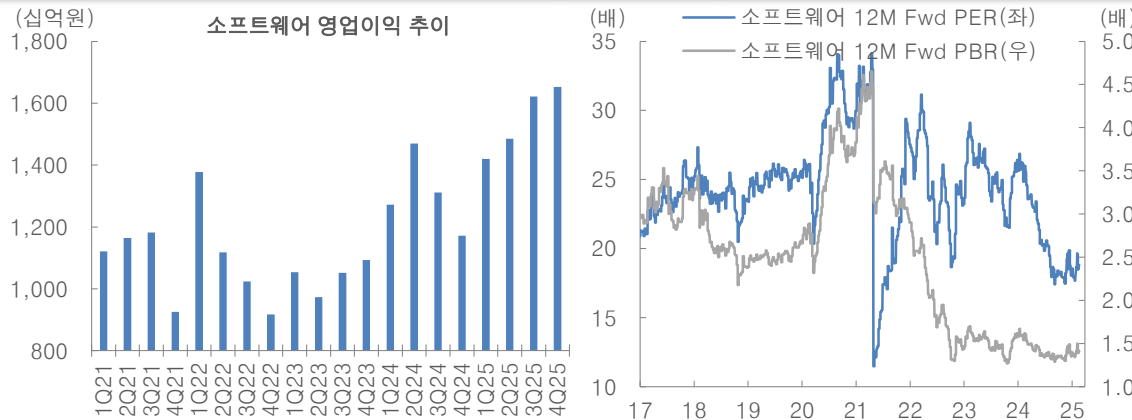
## [인터넷] 증기 저항대, 분기점에서 단기 과열 해소, 매물 소화국면 진행 중. 다음 목표는 1,270선

KRX 인터넷 Top10 지수 일간차트. 1,150p 돌파 시도 이후 하락 반전  
단기 과열해소, 매물소화는 불가피(1,000선 지지력). 이후 1,270선까지 상승 가능



자료: 대신증권 Research Center

인터넷 25년 실적 레벨업 전망. 선행 PER은 20배 회복, 여전히 밸류에이션 저점권  
선행 PBR도 1.5배 수준으로 역사적 저점권에서 반등



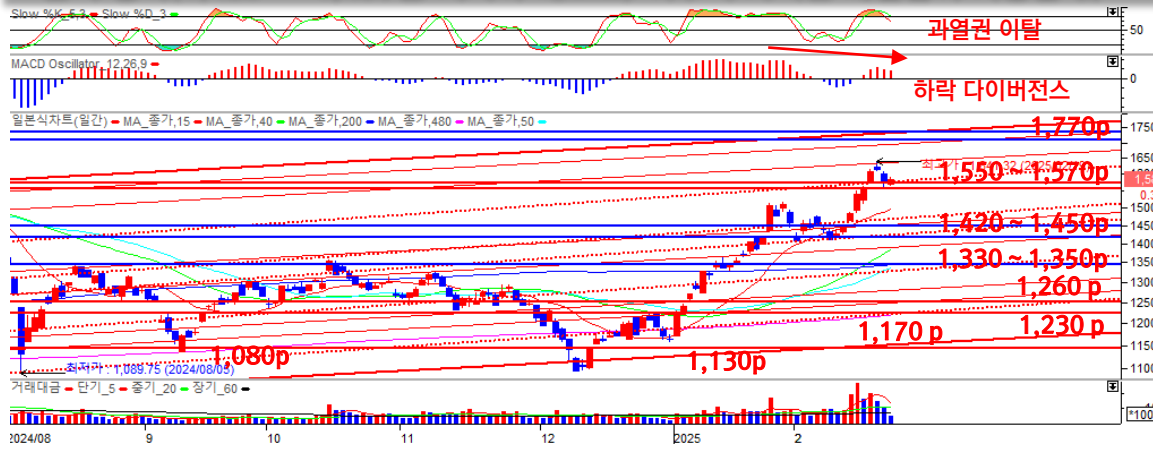
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

- 인터넷 업종은 상승추세대 하단 지지력을 바탕으로 40일, 50일 이동평균선 상회, 이후 급등세 전개로 1,000선은 물론, 단숨에 1,150선 돌파 시도에 나섬
- 하지만, 상승추세대 상단, 23년 분기점이자 고점권 저항과 Stochastics의 단기 과열권 진입으로 인해 단기 과열 해소, 매물 소화 국면 진행 중
- 단기 조정이 전개되더라도 1,000선 전후에서 지지력 확보 예상
- 이후에는 1,270선까지 추가적인 상승 여력 존재, 여전히 강력한 상승추세 진행 중
- 인터넷 업종도 25년 실적 레벨업 기대, 채권금리 하향 안정과 맞물릴 경우 밸류에이션 매력이 배가되면서 추가적인 상승세 전개 예상



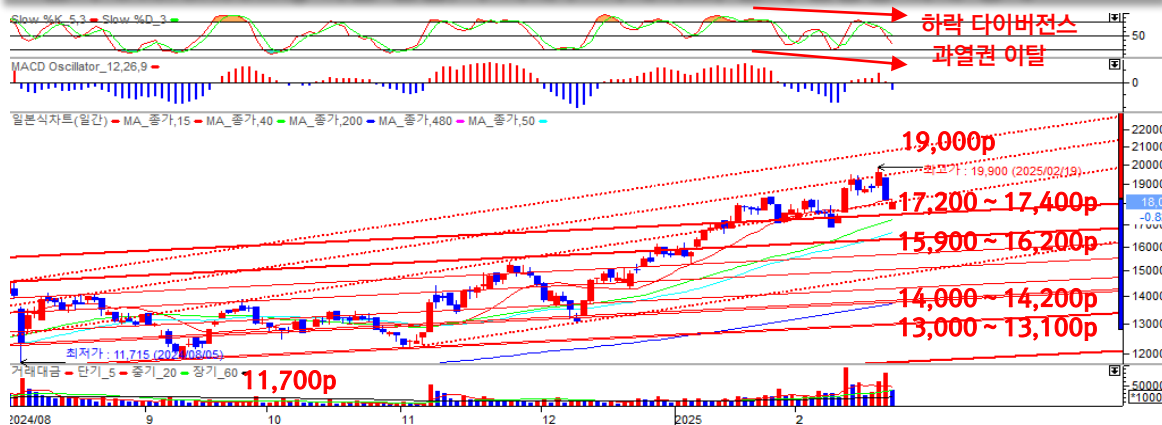
## [기계/조선] OverShooting 지속. 단기 과열 해소, 매물 소화 국면 불가피

기계 업종 일간 차트. 단숨에 2차 목표(1,450선)를 넘어 중요 저항대 돌파  
단기 등락(1,420 ~ 1,450선 지지력 테스트) 이후 추가적인 레벨업이 가능할 것



자료: 대신증권 Research Center

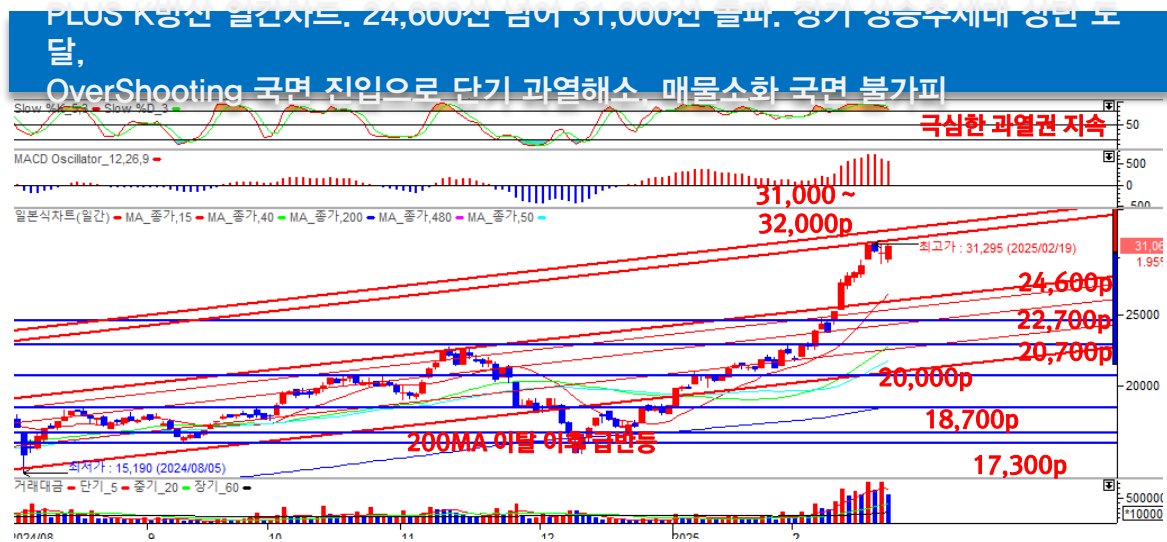
FN조선해운지수 일간차트. 중기 상승추세대 상단인 17,000선 상회.  
단기 OverShooting 국면 진입. 추격매수 자제하고, 단기 변동성 확대 경계



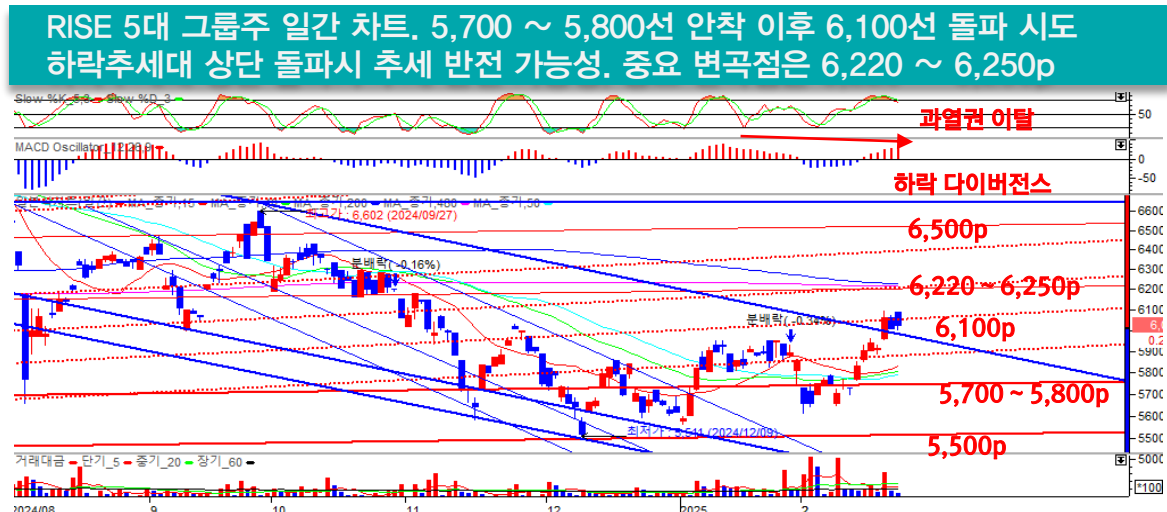
자료: 대신증권 Research Center

- 기계 업종은 중요 분기점이자 저점인 1,130선에서 급반등. 단숨에 2차 목표인 1,450선 돌파에 이어 중기 고점권인 1,550선마저 넘어섬
- 24년 상반기 강한 상승세를 보인 이후 충분한 조정을 거친 기계 업종은 실적 레벨업이 예상되는 만큼 주가 상승추세 전개 예상
- 다만, 2차 목표치를 넘어 단기 OverShooting 국면에 진입한만큼 단기 등락은 감안해야 하는 상황. 1,430선대에서 지지력 테스트 이후 1,700선 돌파 시도가 가능할 전망
- 조선해운 업종은 24년 3월 이후 강력한 상승추세 진행 중
- 상승추세대 상단인 17,000선을 넘어서며 OverShooting 국면 진입. Stochastics 하락 다이버전스 진행 중
- 추격매수는 최대한 자제하고, 단기 리스크 관리 강도를 높이는 가운데 단기 과열 해소, 매물소화 과정을 비중확대 기회로 활용할 필요가 있음
- 1차 지지선은 15,900 ~ 16,200선, 2차 지지선은 14,000 ~ 14,200선

## [방산/지주사] 장기 상승추세대 상단에 도달한 방산, 추격 매수 자제. 그룹주는 하락 추세 상향 돌파 시도 중



자료: 대신증권 Research Center



자료: 대신증권 Research Center

- 방산은 중장기 상승추세대 상단인 31,000선까지 단숨에 도달
- 다만, 단기 급등에 따른 과열/가격 부담이 커지는 상황임에 따라 단기 과열 해소, 매물 소화 국면 전개 불가피
- 1차 24,600선, 2차 22,700선 지지력 확보 여부 주목
- 중기 상승추세는 강하지만, 단기 과열해소, 매물소화 국면 감안. 추격 매수 자제. 변동성을 활용한 비중확대 전략 유효
- 지주사, 그룹주는 24년 하반기 레벨다운된 이후 박스권(5,500 ~ 6,000선) 등락 중
- 빠르게 5,700 ~ 5,800선을 회복하고, 6,000선을 넘어 6,100선, 하락추세대 상단 돌파시도 중
- 6,100선 안착에 성공하고, 200일, 480일 선이 위치한 6,220 ~ 6,250p 돌파/안착 시 본격적인 추세반전 시도 가능

## [에너지화학/비철목재] 에너지/화학은 전고점 돌파 시도 중. 비철목재는 12월 급등 영향 소화 중

에너지화학 일간 차트. 1,900선 지지력 확보, 2,000선 지지력을 바탕으로 2,150선 돌파 시도 중. 하락추세대 상향돌파로 단기 등락 이후 상승세 지속 전망



자료: 대신증권 Research Center

비철목재 일간 차트. 단기 박스권 등락 중. 40일선, 50일선 돌파해야 4,000선 돌파 시도에 가능

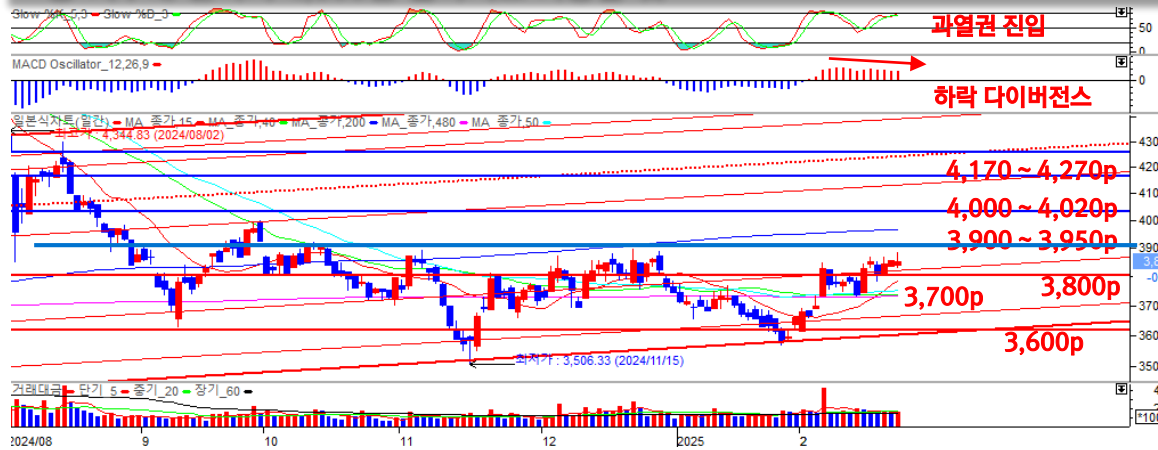


자료: 대신증권 Research Center

- 에너지/화학 업종은 2020년 코로나 쇼크 직전 중요 지지권인 1,900선에서 반등, 2,150선 돌파에 나섬
- 24년 11월 이후 고점이자, 24년 상반기 저점으로 동 지수대 돌파/안착까지 시간이 필요
- 단기 과열 해소, 매물 소화 과정에서 40일선, 50일선이 위치한 2,020 ~ 2,050p 지지력 확보시 2,200선 돌파, 2,300선 돌파 시도 가능
- 비철목재는 단기 UnderShooting 구간에서 강한 반등으로 4,000선 돌파. 하지만, 하락추세대 상단 저항에 급락 반전, 단숨에 3,800선대 진입
- 동 지수대를 중심으로 등락 반복. 단기 변동성을 활용한 트레이딩 전략 유효
- 3,850선 지지력 확보시 4,000선 돌파 시도에 나설 전망
- 하지만, 하락추세대 상단이 위치한 4,100선 전후에서는 리스크 관리 강화 필요

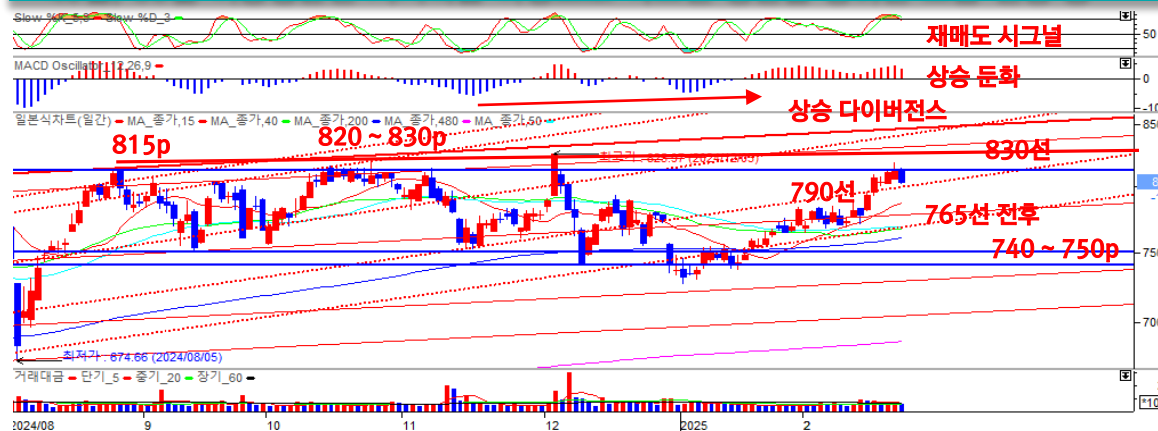
## [음식료/증권] 음식료, 전고점 돌파시 4,000선 돌파 시도 가능. 어느새 박스권 상단에 근접한 증권

음식료품 일간 차트. 3,700선 지지력 확보 이후 장대양봉으로 3,800선 돌파 동 지수대 안착시 4,000선 돌파시도 가능할 것



자료: 대신증권 Research Center

KRX 증권 일간차트. 740 ~ 750선 지지력 확보 이후 반등국면 전개 40일, 50일 이동평균선 지지력을 바탕으로 박스권 상단을 향하는 흐름 진행 중



자료: 대신증권 Research Center

- 음식료 업종은 3,800선 저항으로 하락 반전. 다시 상승추세대 하단인 3,550 ~ 3,600선에서 지지력 확보 이후 급반등 전개. 단숨에 3,800선 돌파시도에 나섬
- 단기 과열권 진입으로 과열 해소, 매물 소화 감안. 40일, 50일 이동평균선이 위치한 3,700선 전후에서 지지력 확보시 4,000선 돌파 시도 예상
- 단기 등락은 변동성을 활용한 분할 매수 유효
- 증권은 박스권 하단인 740선 하향이탈, 730선대 진입하는 UnderShooting 이후 분위기 반전 모색 중
- 박스권 1차 변곡점인 780 ~ 790p까지 넘어서며 박스권 상단을 향한 흐름 지속
- 1차적으로는 830선까지 상승 여력 확대, 동 지수대 돌파/안착 여부가 관건
- 단기 매물소화, 과열해소 진행 시 765선 전후에서 지지력 테스트 예상

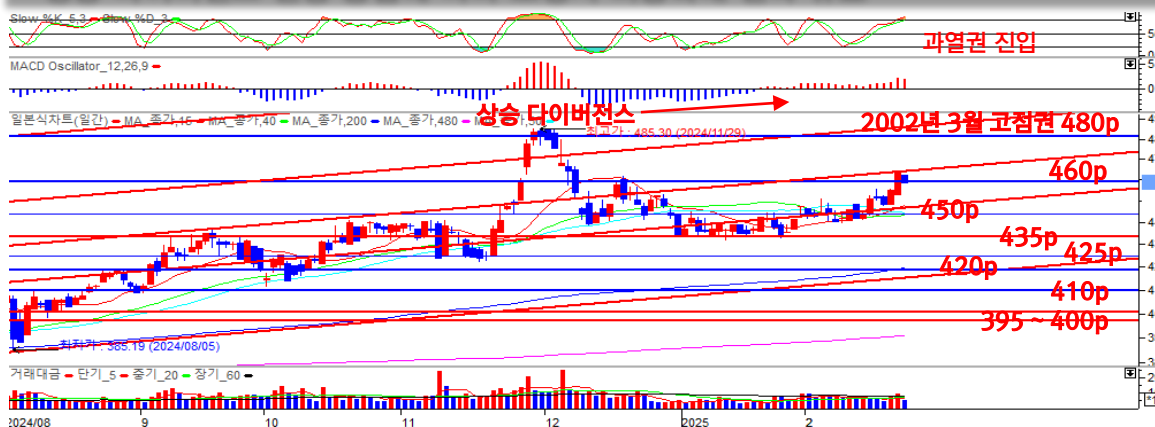
## [미디어&엔터/통신] 미디어&엔터, 단기 등락 이후 상승추세 강화 패턴. 2차 상승을 준비하는 통신

KRX미디어&엔터 일간 차트. 상승추세대 상단에서 하락 반전, 40일, 50일선 지지력 확보 이후 상승추세 재개하는 패턴 반복



자료: 대신증권 Research Center

통신업 지수 일간차트. 40일, 50일선(445 ~ 450선) 지지력을 바탕으로 반등 중 상승 다이버전스 진행 중임에 따라 조정시 비중확대 전략 유효



자료: 대신증권 Research Center

- 미디어/엔터는 상승 추세 진행 중인 가운데 단기 매물소화, 과열해소 과정 이후 레벨업, 상승추세대 상단에 도달하는 패턴 반복
- 이번에도 1,770 ~ 1,790선이 위치한 40일, 50일 이동평균선 지지력을 바탕으로 반등시도에 나서는 중
- 1,900선 돌파/안착시 2,100선에 근접하는 수준까지 상승여력 확대
- 통신은 상승추세를 견고히 해나가는 중
- 하지만, 2002년 3월 고점권인 480선 전후에서 하락 반전. 과도한 과열, OverShooting 국면에 진입함에 따라 과열해소, 매물소화과정 전개
- 40일, 50일선(445 ~ 450선) 회복 이후 동 지수대 지지력을 바탕으로 분위기 반전 시도 중
- 이 경우 460선을 넘어 480선까지 돌파 시도 가능

## Compliance Notice

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