I리서치센터 투자전략팀I 2025년 3월 4일

3월 월간 전망

: 촉매를 둘러싼 수 싸움

투자전략/시황 한지영
hedge0301@kiwoom.com

퀀트/자산배분 최재원
cjw5056@kiwoom.com

시황/ESG 이성훈
shl076@kiwoom.com

키움증권

Summary

Ⅰ. 전략: 촉매를 둘러싼 수 싸움

- 3월에도 1) 미국 침체 우려, 3월 FOMC 등 매크로 불확실성, 2) 트럼프 관세라는 정치 불확실성, 3) M7 주가 변동성, 이익 의구심, 공매도 재개와 같은 증시 불확실성과 마주해야 할 것. 하지만 이들 불확실성이 실체화되서 증시의 추세를 훼손시키기 보다는, 변동성만 유발하면서 증시의 상단을 제약하는 데 그칠 것으로 판단
- 3월 국내 증시는 박스권 내에서 하단을 높여가는 순환매 장세를 전개할 것으로 예상. 업종 측면에서는 a) 러-우 협상 이후 증가하는 지정학적 불확실성 및 유럽을 중심으로 한 방위비 지출 증가 수혜를 볼 수 있는 방산(조선, 기계) , b) 3월 주주총회 시즌 모멘텀 및 증시 변동성에 대한 완충장치 역할을 하는 주주환원(은행, 증권), c) 미국 금리 레벨다운 진행에 따른 수혜 업종이자 딥시크발 내러티브 수혜인 소프트웨어, 바이오 등을 추천 업종으로 제시
- 트레이딩 관점에서는 d) 레거시 업황 회복 기대감이 부각되고 있는 반도체, e) 중국 소비 및 양회 기대감이 있는 화장품, 엔터 등 중국 소비테마주를 트레이딩 업종으로 제시

Ⅱ. 퀀트: 실적 하향 조정의 후반부

- 4분기 어닝시즌, IT 업종을 중심으로 컨센서스 하회 빈도가 높았으나, 발표 금액의 전망치 하회폭은 과거 평균 수준. 여전히 실적에 대한 눈높이 조정이 이루어지고 있으나, 전월 대비 매출 성장률 전망이 개선되며 하향 조정의 마무리 수순 임박
- 미국을 중심으로 경기침체에 대한 우려가 재점화되는 상황은 국내 기업들의 실적 불확실성을 높이는 요인. 불확실성이 높아진 상황에서도 견조한 탑라인 성장 전망을 보이고 있는 실적 개선주에 집중할 필요
- 한편, 스타일 측면에서는 경기침체 우려와 함께 금리 인하 기대감이 재차 확대되자 성장 스타일의 우위 연출. 통상적으로 경기 환경이 부진한 구간에서는 밸류보다는 성장에 대한 집중도가 높아지는 만큼, 성장 스타일 업종의 우호적 흐름 기대. 더불어, 정책 불확실성에 따른 변동성 확대 시 저베타 종목군을 통한 변동성 완화 유인 존재

Summary

Ⅲ. 시황: 공매도 증시 영향 점검

- 3월 말 공매도 전면 재개를 앞두고 증시 수급 변동성에 대비해야할 시점. 특히, 재개 이후 공매도 가능 대상 종목은 상장사 전 종목에 해당하기 때문에 펀더멘털 대비 밸류에이션 부담이 높은 중소형주 중심의 공매도 압력이 상대적으로 클 것으로 예상
- 과거 공매도 재개 이후 사례를 살펴보면, 약 1달 정도 개별 업종 혹은 종목단에서의 단기적인으로 증시 변동성이 확대되었으나 증시의 추세적인 방향성에 영향을 주지는 않았음 또한, 공매도 금지 기간 급감하였던 증시 내 외국인 거래대금 비중이 재개 이후 상승했다는 점을 감안시 최근 순매도세로 일관하였던 외국인 수급 여건의 점진적 개선을 기대해볼 필요
- 다만, 공매도 재개 이전 3월까지는 증시 내 수급 주체로서 연기금 수급에 주목해볼 필요. 최근 연기금은 낙폭과대 가치주 중심으로 매수세를 보이고 있음. 여기에 공매도 재개 이후 단기적으로 밸류에이션이 덜한 업종이 우위를 보였다는 점을 감안시, 3월 공매도 재개를 앞두고 밸류 압력이 덜하고 연기금이 수급의 기반이 되는 업종이 상대적 우위를 보일 수 있다고 판단

Summary

I. 전략: 촉매를 둘러싼 수 싸움

II. 퀀트: 실적 하향 조정의 후반부

III. 시황: 공매도 증시 영향 점검

Compliance Notice

- ·당사는 2월 28일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

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

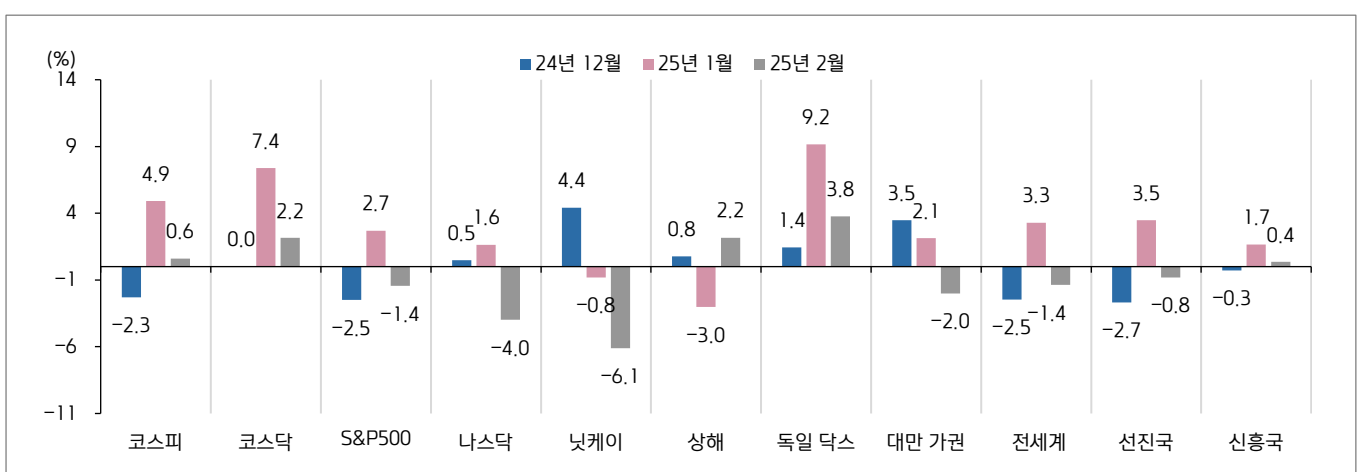
Part 1

전략: 촉매를 둘러싼 수 싸움

01. 소외 현상에 대한 되돌림이 이어졌던 2월 글로벌 주식시장

- 2월에도 지난해 연말 누적된 소외 현상의 되돌림이 지속되는 등. 이달 중 나스닥, 닛케이 등은 1~3%대 하락세를 기록한 반면, (28일 마지막 거래일 급락하긴 했지만) 코스피, 코스닥은 플러스 수익률을 기록하는 견조한 회복력을 보임(연초 이후로 코스피 +5.6%, 코스닥 +9.7%)
- 이 같은 국내 증시의 약진은 연준의 통화정책, 트럼프의 관세, 4분기 실적시즌, 딥시크 파장 등 내우외환에 둘러 싸여있는 상황 속에서 달성해낸 성과
- 지난 8월(블랙 먼데이)이나 11월(트럼프 당선 직후)의 급락 이후 반등 때와 달리, 2월 중순까지 탄력적인 상승을 하는 과정에서 거래대금도 같이 증가했다는 점도 국장 투자에 대한 자신감 회복을 엿볼 수 있는 대목이었음

최근 3개월 간 주요국 증시의 월간 수익률



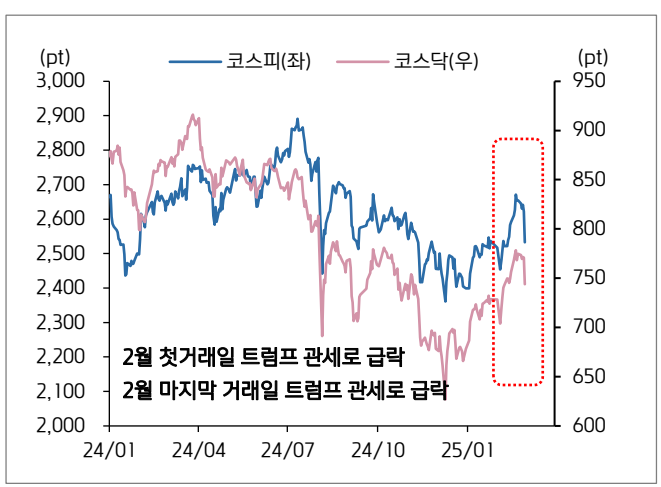
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

02. 국내 증시도 수익률 상위권을 유지하고 있으나, 시간이 지날수록 무언가가..

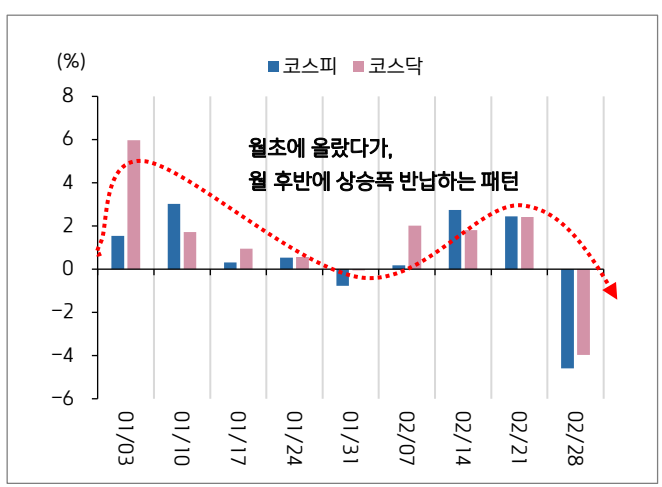
- 그러나 2월 후반부 들어 주요국 증시 전반에 걸쳐 분위기 변화가 감지되고 있는 상황
- 미국 3대 지수는 서로 다른 패턴을 보이고 있으며, M7주 역시 차별화된 주가 흐름을 연출
- 물론 국내 증시는 2월 마지막주에도 "하락 출발 -> 낙폭 축소"와 같은 전약 후강의 흐름을 보이면서 선방하기는 했음
- 하지만 트럼프 관세라는 동일한 악재에 2월 첫거래일처럼 2월 마지막 거래일도 급락세로 반응한 가운데, 2월 말로 갈수록 업종 순환매도 일간 단위로 빠르게 진행되는 등 시장 참여자들의 손바뀜이 잦게 일어나고 있는 실정
- 주간 단위 수익률 측면에서도 월 초 상승 -> 월 후반 상승폭 반납의 패턴이 등장하고 있다는 점도 신경쓰이는 부분

코스피와 코스닥 주가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

코스피와 코스닥의 연초 이후 주간 수익률 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

03. 거래대금 증가를 수반했던 반등장의 성격도 바뀌어 가고 있는 듯

- 기술적으로는 아직까지 60일선, 120일선이라는 중기 혹은 장기 추세가 훼손되고 있지 않았으며, 2월 말 3%대 급락하는 과정에서 갭 하락분을 향후에 메울 수 있다는 기술적인 반등 가능성은 살아있음
- 하지만 전반적인 거래가 이전에 비해 부진해지고 있다는 점이 눈에 띄는 부분
- 2월 마지막 주 코스피의 평균 거래대금은 11.6조원으로 2월 평균 거래대금(12.1조원)을 하회하고 있으며, 28일 마지막 거래일 MSCI 리밸런싱으로 인한 일시적인 수급 변화분을 제외하면, 평균 거래대금이 10.7조원대를 기록한 셈
- 코스닥 역시 마찬가지로, 2월 마지막주 코스닥의 평균 거래대금은 8.0조원으로 2월 이후 평균 거래대금(8.9조원)을 하회
- 이는 연초 이후 자신감이 높아졌던 국내 시장 참여자들 사이에서도 갈수록 신중함과 경계심이 높아지고 있는 것으로 해석해 볼 수 있는 요인

코스피 기술적 차트

자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터

코스닥 기술적 차트

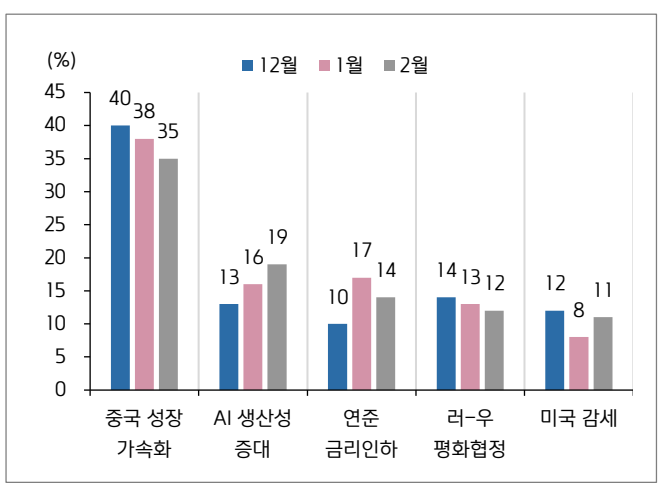
자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터

키움증권

04. 강세장 VS 약세장, 그 촉매를 둘러싼 수 싸움 국면

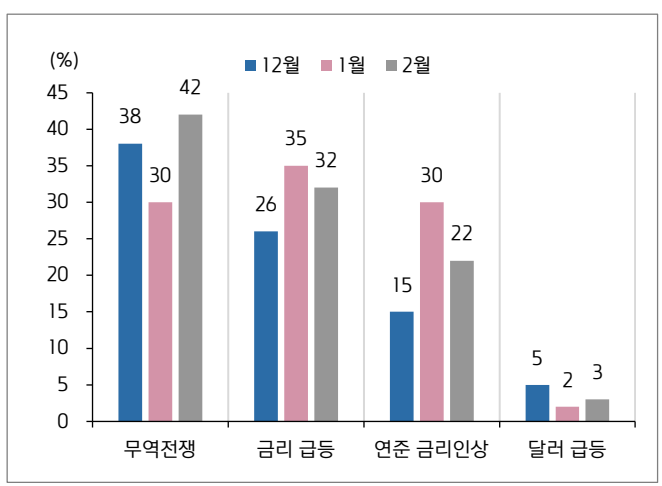
- 1~2월에 걸쳐 비 미국 국가의 증시가 예상보다 빠른 속도로 랠리를 펼치면서, 주요국 증시의 키 맞추기가 상당부분 진행된 상태. 이제 미국, 비 미국 국가 구분없이 동일한 출발선 상에 다시 놓여있는 것으로 보이며, 3월에는 추가 상승을 위한 촉매 확보, 연료 보충의 시기에 돌입할 것으로 전망
- 2월 18일 발표된 BofA의 2월 글로벌 펀드매니저 서베이에 의하면, 서베이에서는 강세장의 촉매로 "중국 경기 성장(응답률 35%)", "AI 생산성 혁명(19%)", "연준 금리인하(14%)", "러-우 평화협정(12%)", "미국 감세(11%)" 순으로 집계
- 약세장의 촉매로는 "글로벌 무역분쟁(응답률 42%)"이 1순위에 꼽혔으며, 그 뒤를 이어 "무분별한 시장금리 상승(32%)", "연준 금리인상(22%)" 등이 지목
- 상기 촉매들은 3월 FOMC, 고용, CPI 등 매크로 이벤트, 트럼프 관세, M7 주들의 주가 향방과 직결된 변수로써, 3월에는 강세장 촉매 확보 혹은 약세장 촉매 회피를 위한 수싸움이 전개될 것으로 예상

2025년에 강세장이 되기 위한 촉매는?



자료: BofA Survey 2월, 키움증권 리서치센터

2025년에 약세장이 되기 위한 촉매는?



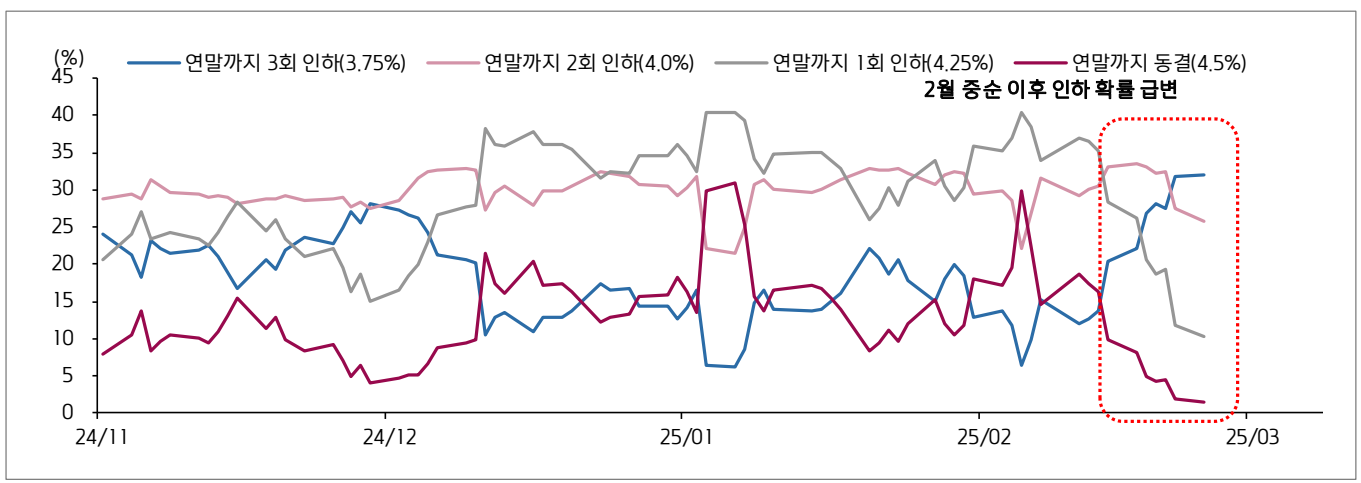
자료: BofA Survey 2월, 키움증권 리서치센터

키움증권

05. 금리 인하 횟수와 시점이 앞당겨지고 있지만, 시장은 부정적으로 보기 시작?

- 매크로 변수를 살펴 보자면 셈법이 복잡해지고 있는 실정. 2월 말로 갈수록 주식시장에 미국 경기 침체, 스태그 플레이션 불안이 다시 주입되고 있기 때문
- 또 3월 3일 애틀랜타 연은에서 발표한 GDP NOW 모델 상 1분기 성장률 전망치가 기존 +3.8%에서 -2.8%로 대폭 하향되고 있다는 점도 미국 경기 불안 의견에 힘을 싣고 있음
- 이로 인해 9월로 컨센서스가 형성됐던 연준의 올해 첫 금리인하 시점이 6월로 앞당겨졌으며, 연내 총 인하 횟수도 2월 중순 이후 1회에서 3회로 급변한 상태
- 얼마전까지만 해도 연준의 금리인하 횟수가 늘어나면 증시는 긍정적으로 반응해왔지만, 최근 들어 부정적으로 반응하는 분위기로 바뀌어 가고 있는 모습

올해 연말까지 연준의 금리인하 확률 변화



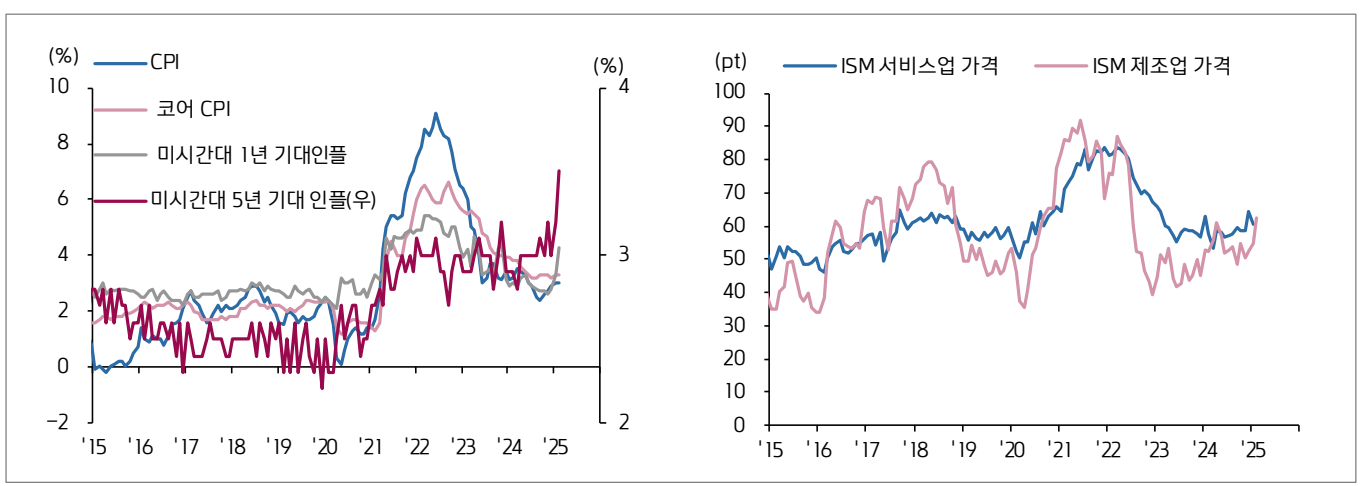
자료: Fed Watch, 키움증권 리서치센터

키움증권

06. 인플레이션 급등, 이제는 스태그 플레이션 불안까지도

- 1월 소매판매 쇼크, 2월 미시간대 소비자심리지수 냉각 등 소비 쪽에서 부정적인 신호가 등장하고 있는 것은 맞음
- 하지만 1월 소비 부진은 한파, 산불 등 일회성 충격이 반영됐으며, 심리지표와 같은 소프트 데이터들은 기업과 가계가 현 상황을 토대로 미래를 전망하려는 특성이 있다는 점에 주목해야함
- 최근 뉴스 플로우를 장악하고 있는 관세 불확실성이 이들에게 경기와 인플레이션 전망에 부정적인 생각을 주입시킨 것
- 관세 불안이 해소되지 않는 이상 3월 중 발표되는 데이터에 대한 시장의 반응은 “Bad is good”으로 받아들일 수도, “Bad is bad”로 받아들일 수 있고, 3월 FOMC에 대한 경계감을 이전보다 더욱 증폭시킬 소지
- 3월 20일(목, 한국 시간 새벽)에 예정된 3월 FOMC에서는 금리 동결 여부보다 점도표, 경제 전망 변화가 관건인데, 경기 침체 불안이 지속될 시 3월 FOMC 이후에도 해당 결과를 둘러싼 시장의 해석이 상당기간 충돌할 수 있다는 점도 부담

미국의 실제 인플레이션과 주요 기대인플레이션 지표(CPI, 미시간대 1년, 5년 기대인플레이션, ISM 가격지수)



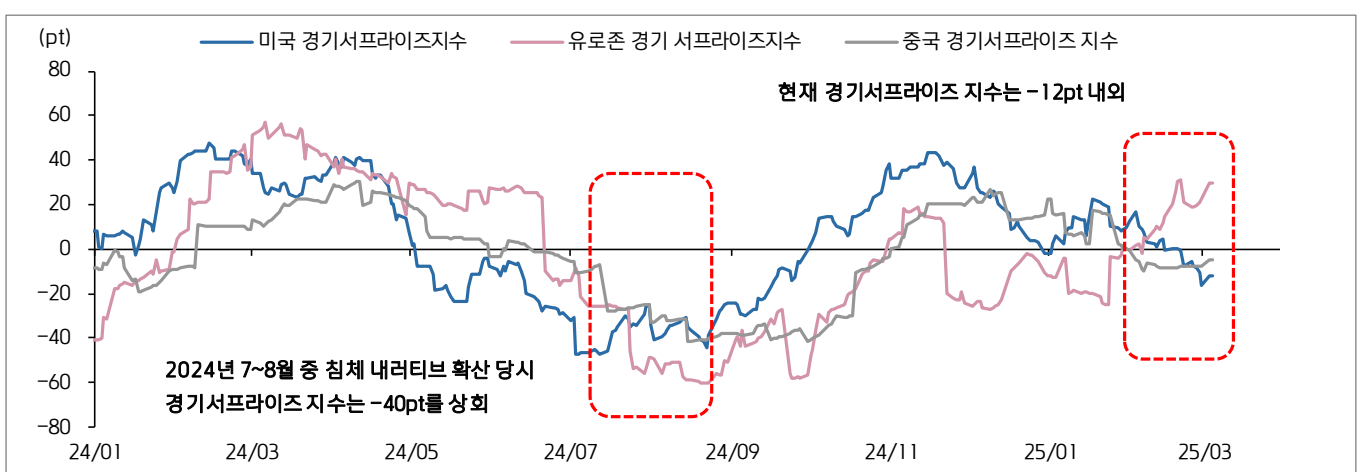
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

07. 침체 내러티브를 주가에 반영하기에는 아직 연료가 부족하다

- 그렇다면 시장 참여자들이 어디에 중심을 잡고 가야 하는 지에 의문점이 대두되며, 당사가 제시하는 관점은 침체 불안, 관세 충격에 따른 스태그플레이션 우려는 과도하다는 것. 작년 11월 트럼프 당선 이후 미국 경기를 둘러싼 지배적인 내러티브인 "골디락스"가 약화되는 것으로 보는 게 적절
- "경기 침체"라는 내러티브가 강화되려면, 주요 실물 경제지표들이 잇따라 쇼크를 기록함에 따라 경기 모멘텀이 급격히 위축되어야 하는 조건이 필요
- 하지만 미국의 대표 경기 모멘텀 지수인 경기 서프라이즈 지수는 27일 현재 -10pt 미만에 머물러 있는 상태
- 지난 7월~8월 경기 침체 불안으로 증시가 수시로 조정을 받았을 당시 경기 서프라이즈 지수가 -40pt대를 넘나들었다는 점을 미루어 보아, 침체 내러티브의 현실성은 아직 부족하다고 판단

2024년 이후 미국, 유로존, 중국의 경기 서프라이즈 지수(3월 초 기준)



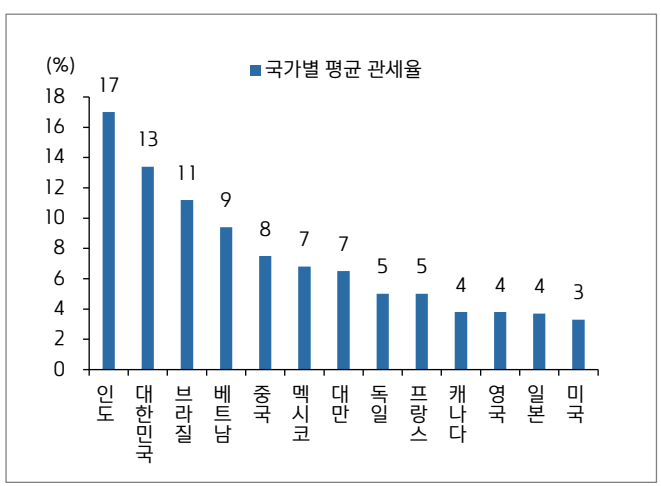
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

08. 돌발, 기습적인 트럼프의 관세 행보는 3월에도 이어지겠지만…

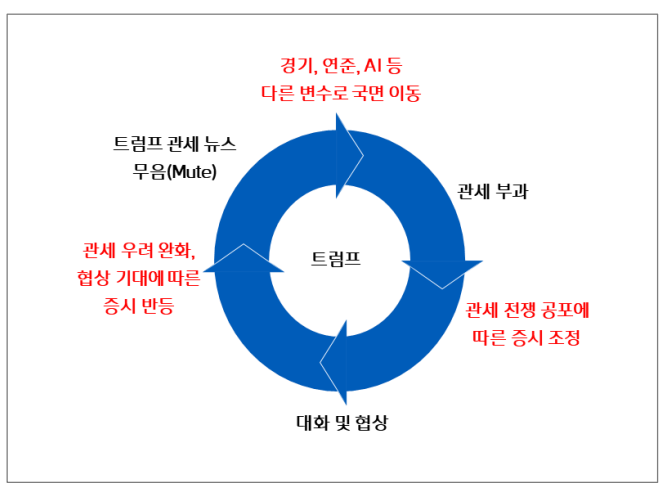
- 트럼프 관세가 미치는 실제적인 경기 충격이나 인플레이션 상승 리스크도 같은 맥락에서 접근할 필요
- 일단 4월로 예고된 상호관세는 상호관세는 부가세, 규제, 환율 등과 같은 비관세 장벽을 반영할 수 있기 때문에, 자의성과 모호성이 개입될 수 있음. 2월 중에도 여러 차례 트럼프는 관세 윤곽이 잡혔음에도, 디테일에 변화를 계속 주면서 상대국가들의 혼선을 유발하고 있는 중
- 그렇지만 최근 트럼프가 관세 부과 시점을 유동적으로 가져가고 있다는 점이나, 예외 조항 적용에도 열린 자세를 취하고 있다는 점을 대응 전략에 같이 대입해야 함. 각국들도 미국과 소통 강화, 무역협정 조정, 수입 확대 등을 통해 대응하고 있기에, 트럼프의 관세는 미국 내 투자유치를 위한 협상의 용도로 보는 것이 타당
- 3월에도 신규 관세 혹은 기습 관세 행보를 보일 수 있을 것. 다만, 2월초처럼 주가 급락을 유발하기 보다는 "관세 부과 -〉 증시 변동성 확대 -〉 협상 및 관세 시점 변경 -〉 변동성 진정"과 같은 주가 진폭에만 영향을 주는 데 그칠 것

상호관세와 관련 국가별 평균 관세율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

트럼프 관세 사이클



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

09. 트럼프의 관세 정책에 대한 각 국가들의 대응 상황

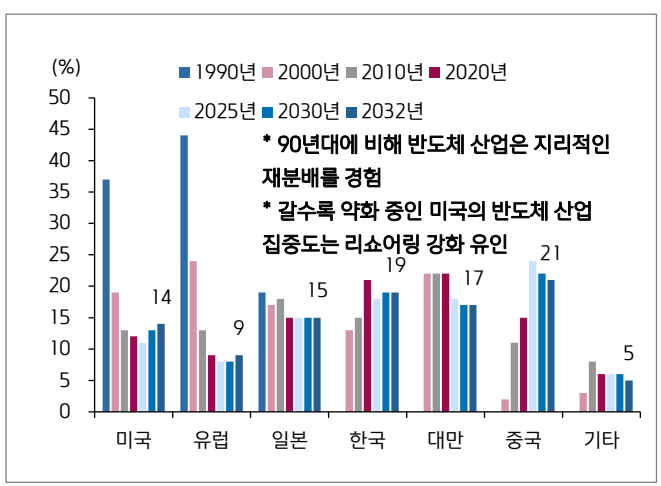
대응	세부내용
트럼프 대응조직 가동	• 대다수 국가가 트럼프 2기 정책에 대응중 • 일부국은 신속한 대응을 위해 부처로 구성된 테스크 포스를 별도로 구성 (영국, 캐나다, EU, 일본 등)
트럼프팀과의 소통 강화	• 트럼프 개인 및 정부 인사, 트럼프 1기시 인사 등을 통해 소통을 강화하고 자국 보호 로비에 전력 (일본, 인도, 베트남, 영국 등이 적극적)
관세 대응 (보복 관세, 관세 인하)	• 관세 피부과국들은 맞관세 조치 발표 후 물밑 접촉을 모색 • 일부는 대미 관세율 인하 또는 대미 무역적자를 이용해 관세 예외 적용을 모색
미국 투자 확대	• 미국 생산시설 이전 및 확대, 미국 프로젝트 참여, 미국 기업 투자 등을 통해 트럼프의 자국내 생산 및 고용 확대 요구에 부응 (일본, 대만 등)
미국산 수입 확대	• 대미 무역흑자국을 중심으로 미국산 수입 확대를 통해 흑자규모를 줄이는 계획을 발표하거나 시사 (일본, 베트남, EU, 인도, 태국 등)
무역협정 조정	• 트럼프의 종전 무역협정 파기 및 재협상 시사에 대응해 무역협정 재협상을 시사하고 준비팀을 구성하는 등 조기 협상을 추진 (멕시코, 중국, 인도 등)
미국 기업 압박	• 상대적으로 규모가 큰 국가들은 맞관세로 대응 (중국, EU 등) • 자국 내에서 활동하는 미국 기업들에 대한 제재를 시사하며 트럼프 행정부를 압박
경기부양	• 다수 국가들은 이미 트럼프 취임 전부터 경기부양 기조 • 일부국은 트럼프 정책 영향을 줄이기 위한 추가 부양에 나서고 있음 (캐나다, 멕시코, 중국, 태국 등)

자료: 국제금융센터, 키움증권 리서치센터

10. 관세는 목적이 아닌 수단이라는 전제는 변하지 않을 것

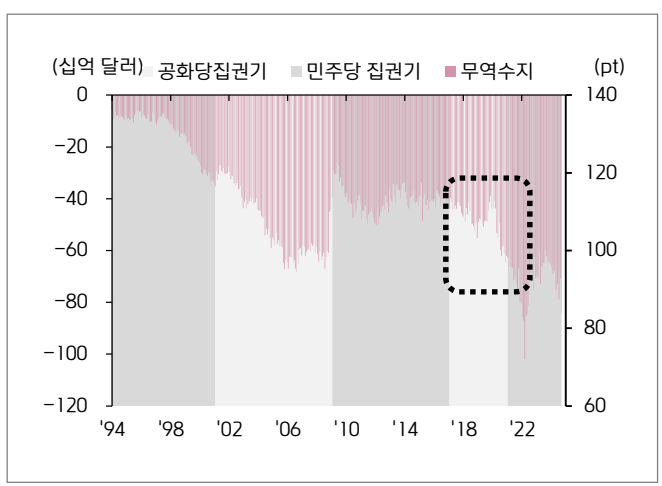
- 시기와 형태의 문제인지 대미 무역흑자 상위국가들은 관세 리스크에서 자유로울 수 없음. 관건은 관세의 수위로써, 특정 국가 혹은 특정 품목에 대한 관세 부과를 넘어 전면적인 관세, 보편적인 관세가 현실화될 경우, 지난 2018~2019년 무역 분쟁과 같은 주가 충격이 발생할 확률은 있지만, 현실화되지 않을 것
- 과거 2018년 무역분쟁 당시 무역수지 적자는 2017년말 5,430억달러에서 2020년 6,260억달러로 늘어났다는 점은 관세로 무역수지 적자를 축소하기 어렵다는 사실을 반증
- 트럼프가 만들고자 하는 "MAGA"의 본질은 결국 미국 내 반도체, 자동차 등 제조업 생산을 강화해 패권 국가로서 지위를 유지하기 위한 것
- 이런 측면에서 1990년대에 비해 전세계 반도체 산업이 비 미국쪽으로 지리적인 재분배가 됐다는 사실은 트럼프 입장에서 불편한 진실이자, 관세를 쇼어링을 위한 수단으로 사용하게 만드는 역할을 할 전망

시기별 전세계 반도체 생산에서 각국이 차지하는 비중



자료: Visual Capitalist, 키움증권 리서치센터

미국의 무역수지 적자 추이



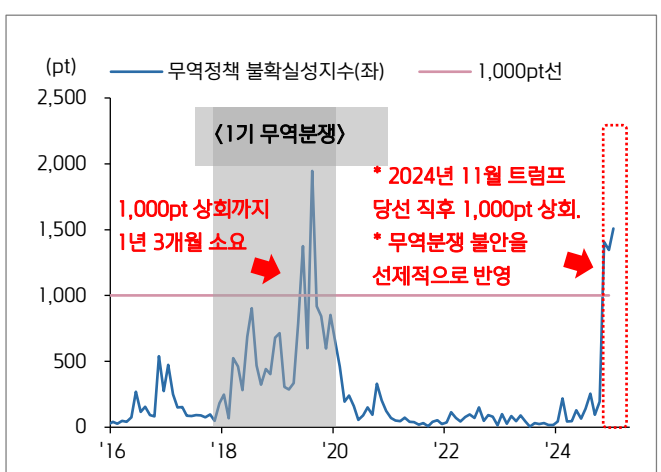
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

11. 트럼프의 관세 리스크에 대한 저항력

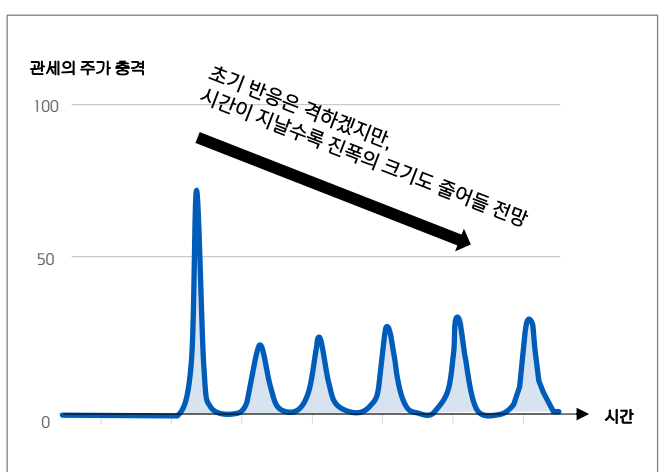
- 또 시장은 지난 11월 6일 미국 대선 이후 트럼프 트레이드가 전개되는 과정에서 보호무역주의 리스크를 조기에 반영해왔다는 점에 주목할 필요. 미국의 무역정책 불확실성 지수가 10월말 195pt에서 11월 트럼프 당선 이후 폭등하면서 1월 말 현재 1,400pt대까지 급등했다는 점이 대표 사례가 될 것
- 2018~2019년1기 무역분쟁 당시 1,000pt를 넘었던 시점은 2018년 3월 미중 무역분쟁 시작 이후 1 년 3개월 뒤인 2019년 6월(1,374pt)이었지만, 이번에는1,000pt대에 도달하는데 1개월 밖에 소요되지 않았기 때문
- 시장은 동일한 악재가 반복이 되면 그에 대한 내성이 생기는 경향이 있다는 점에 주목할 필요. 2월 중 여러 차례 관세 리스크로 주식시장이 조정을 겪었다는 점도 상기해볼 필요.
- 향후 트럼프의 관세 행보는 2~3거래일 혹은 그 이상을 넘어서는 연쇄 급락을 유발하며 증시 추세를 붕괴시키기는 어려울 것. 대신 하락과 되돌림을 반복하는 변동성 재료에 국한될 것이며, 시간이 지날수록 변동성의 진폭도 약해질 것으로 판단

미국 무역정책 불확실성 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

관세의 주가 충격은 시간이 지날수록 강도 약해질 전망



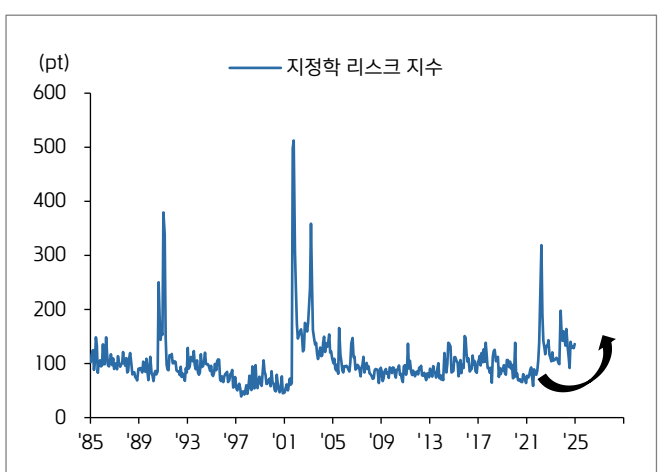
자료: 키움증권 리서치센터

키움증권

12. 트럼프는 무역 뿐만 아니라 지정학 적으로도 국가간 긴장을 유발할 것

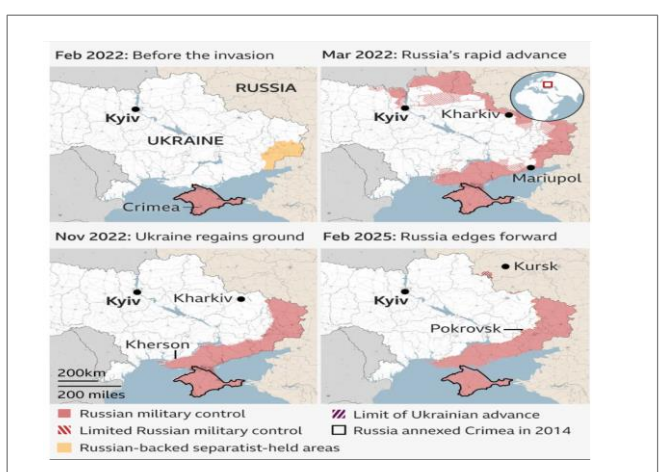
- 현재 미국과 러시아가 주도하는 러시아-우크라이나 협상이 진행 중이지만, 우크라이나와 유럽을 배제하고 진행하고 있는 등 자연스러운 협상 과정이라고 보기에 어려운 국면
- 2월 28일 우크라이나 대통령과 트럼프 간 정상회담이 공개적인 충돌을 겪으면서 노딜이라는 부정적인 결과를 초래했다는 점도 트럼프 발 지정학적 불안의 수위를 재차 높일 수 있는 요인
- 우크라이나 입장에서는 미국이 요구한 것들일 상당부분 수용해가면서 휴전 쪽으로 갈 확률이 높지만, 문제는 앞으로 " 무력으로 타국 영토를 침해하는 것을 허용하지 않는다 " 라는 자유진영의 불문율이 깨져버리는 결과를 초래한다는 것임

전세계 지정학 리스크 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

러-우 전쟁 전후 지형 변화



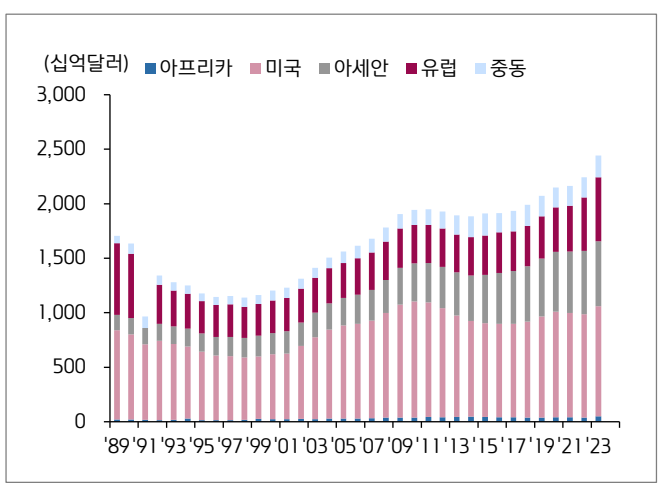
자료: NY Times, 키움증권 리서치센터

키움증권

13. 지정학적 갈등은 국가들로 하여금 국방력 강화의 필요성을 증폭시킬 전망

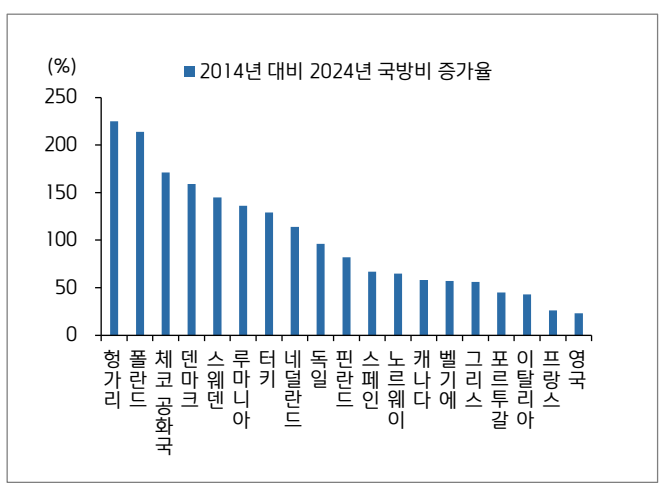
- 여기서 러시아에 유리한 방향으로 러-우 전쟁이 종결 될 시, 중국에게 대만의 무력통일을 위한 정당성을 부여할 수 있다는 점도 고려해봐야 함. 트럼프가 이번 러-우 전쟁에서 유럽이 여러 차례 보여줬던 군사, 재정 지원과 관련한 안보 무임상차를 비판하면서, 미국과 유럽의 관계를 약화시키고 있다는 점도 마찬가지
- 이는 시간이 지날수록 주요국들의 국방력 강화의 필요성을 높이는 부분이며, 그 과정에서 군함, 전투기, 자주포 등 신규 무기 수요가 지속적으로 창출될 수 있음을 시사.
- 이러한 요인들이 3월에도 한국 방산주(조선, 기계)들의 아풋 퍼폼 가능성을 암시함과 동시에, 당분간 증시에서 주도 테마의 지위를 누릴 수 있다는 의견에 설득력을 제공
- 물론 독일을 중심으로 한 유럽의 방산 카르텔이 한국산 무기의 유럽 내 유입을 제약할 공산도 존재. 그렇지만 현지화 전략 수행(자사 설립, 신규 수출 제품 발굴 등), 방위비 증대 국가들의 무기 수입 다양화 등 전체적인 방산 시장 파이가 커지는 것 자체만으로도 긍정적인 평가를 내릴 수 있음

주요 지역들의 연간 국방비 지출 금액



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

나토국가들의 2014년 vs 2024년 국방비 증가율



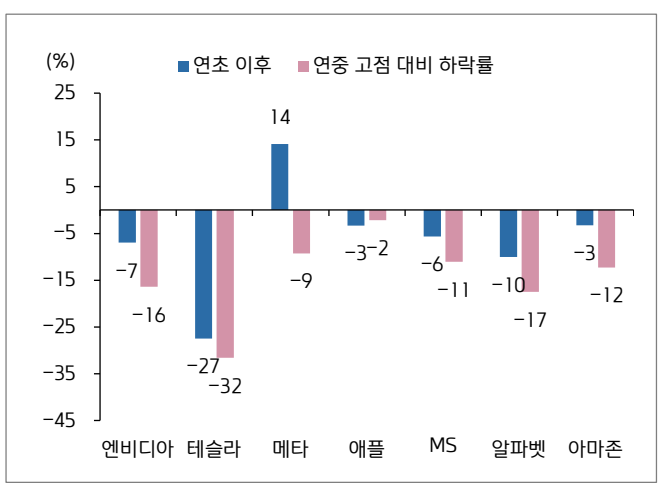
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

14. M7의 쏠림현상 후유증, 아직 완전히 가시지 않은 모습

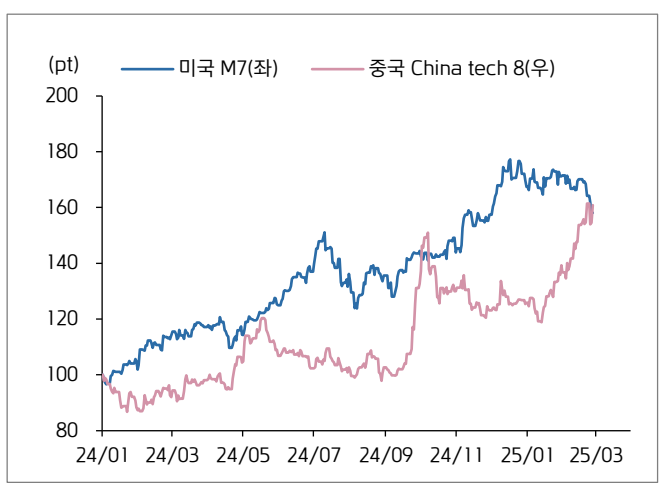
- 전세계 대장주 역할을 하는 M7 주가 향방도 간과할 수 없는 변수. 연초 이후 메타를 제외한 M7은 마이너스 수익률을 기록하고 있으며, 고점 대비 평균적으로 10% 조정을 받은 상태. 이전만치 이들의 증시 장악력이 강하지 않은 것을 의미
- 2월 27일에 엔비디아가 다소 선방하는 4분기 실적과 가이던스를 제시하긴 했지만, 딥시크가 촉발한 고사양, 고성능 GPU에 대한 회의론은 완전히 불식시키지 못했음 짧게는 3월 중 GTC 컨퍼런스, 길게는 5월 1분기 실적을 통해 AI 시장 내 수요 변화가 어느정도 진행됐는지 확인하는 과정이 필요
- 다른 M7 주들도 3월 중 가시적인 실적 모멘텀을 만들어낼 만한 이벤트들이 부재하다는 점도 고민거리. 낙폭과대 및 저가매수 인식에 따른 되돌림이 출현할 수 있겠으나, 실적 이벤트 부재, FOMC 경계심리, 관세 노이즈 등의 족쇄가 채워져있는 만큼, 주가 복원 작업이 순탄치 않을 수 있음
- 반대로 3월에는 이구환신 기대감이 지속되는 가운데, 중국 양회 이벤트가 대기하고 있으며, 딥시크의 반향도 여전히 크다는 점을 고려했을 때, 월 중 AI 소프트웨어, 중국을 포함한 비 미국 국가들에 대한 무게중심이 다소 우위에 있을 전망

연초 이후 2월말까지 M7 주들의 주가 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 M7 vs 중국 Tech 8



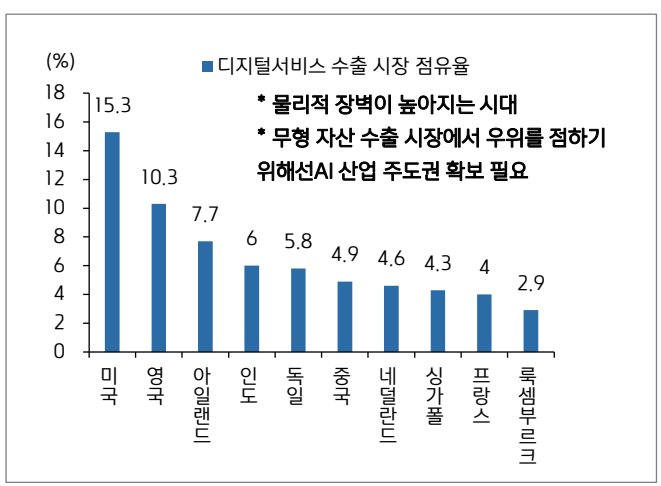
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

15. 3개월 혹은 그 이상의 시계를 늘려보면, M7의 증시 장악력 회복 가능

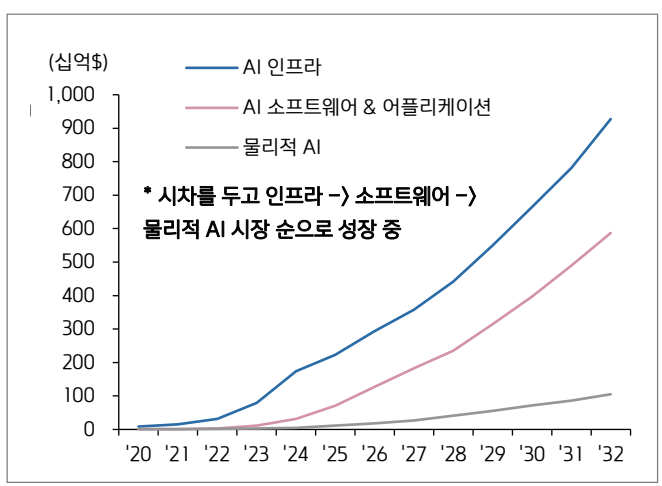
- 하지만 메타, MS, 아마존 등 빅테크 업체 모두 올해 AI 관련 CAPEX 투자 규모를 늘릴 계획을 밝혔다는 점도 눈여겨볼 필요. 이는 고사양, 첨단 GPU 투자를 통해 "AI 메가트렌드"에서 우위를 점하고자 하는 이들의 의지는 꺾이지 않음을 시사. 대규모 투자를 통해 인간 수준(AGI)의 고성능 AI 기술을 확보해야 하는 상황 속에서 AI 비용 하락은 이들에게 꼬리표처럼 따라다니던 수익성 불안을 완화시켜줄 것으로 보임
- 글로벌 무역 장벽화가 진행되는 상황 속에서 상대적으로 자유로운 디지털 서비스 시장 수출 경쟁이 심화될 것이며, 해당 시장에서 우위를 선점하려는 게 주요국들의 지향점이라고 판단
- 디지털 서비스의 향후 핵심 품목은 AI이기 때문에, 미국 포함 대부분 국가들은 AI 산업 육성에 총력을 기울일 전망. 또한 시간이 지날수록 약화중인 미국의 반도체 산업의 전세계 생산 점유율을 회복시키기 위한 효과적인 수단이 AI 산업 육성 및 관세를 협상도구로 활용하는 리쇼어링 정책 강화라는 점도 같은 맥락에서 접근할 필요

AI 등 전세계 디지털서비스 시장의 국가별 점유율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

전세계 AI 하드웨어, 소프트웨어, 물리적 AI 시장 규모



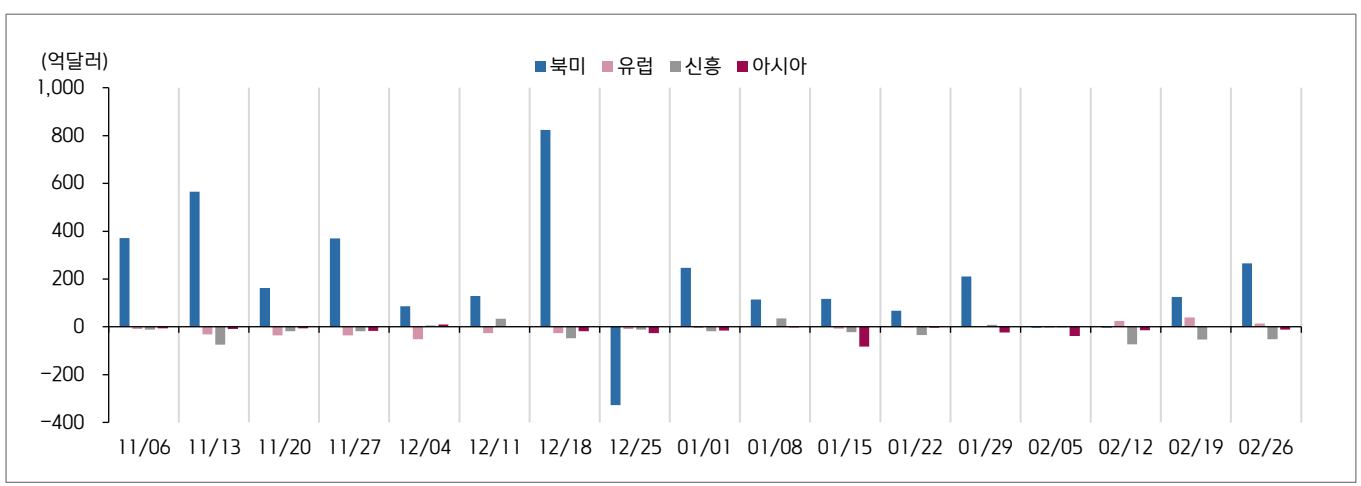
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

16. 미국 증시가 취약한 구간에 돌입했음에도, 지속적인 자금 유입이 시사하는 것은?

- 이렇듯 미국 증시의 2년간 연속 20%대 랠리에 따른 밸류에이션 부담을 완전히 덜어내지 못한 가운데 AI 주를 둘러싼 내러티브에 노이즈가 개입되고 있는 만큼, 3월에도 미국 증시의 상대 성과가 부진할 소지가 있기는 함
- 하지만 1~2월 중 " 비 미국에 대한 투자 선호도 증가 vs 미국 증시에 대한 투자 선호도 감소" 구도가 진행되는 과정에서도 미국향 글로벌 펀드의 자금 유입 추세가 예상보다 견조했다는 점이 눈에 띄는 부분
- 이는 연간으로 봤을 때 미국을 바라보는 시각이 크게 변하지 않았음을 시사. 주가가 각 국가들의 이익과 경제 성장에 의해 결정된다고 가정한다면, 올해 미국 만한 이익 성장과 경제 성장을 보여주는 국가를 찾아보기 어려울 것이기 때문

2024년 11월 이후 주간 단위 글로벌 주식형 펀드의 지역별 자금 유출입 현황



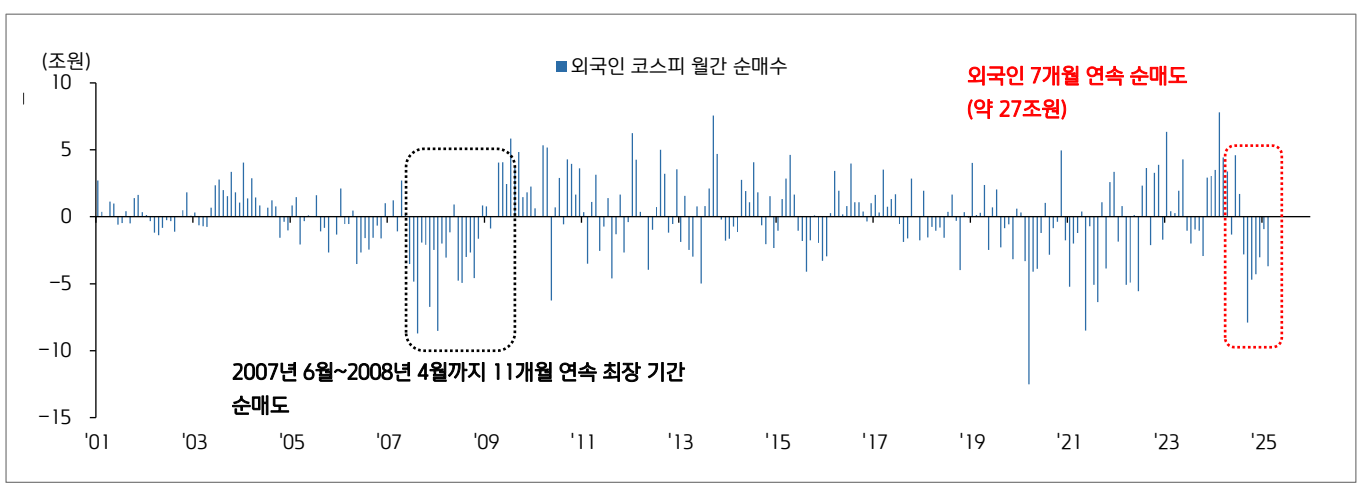
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

17. 외국인 순매도 지속, 3월말 공매도 재개를 앞두고 불안하지만 두려워할 필요 X

- 국내 증시로 내려와서 봐도, 서로 다른 성격의 변수들이 대기하고 있다. 1) 미국발 이벤트 이외에도, 2) 여전히 하향 조정 중인 코스피 25년 영업이익 전망(12월 말 309조원 -> 1월 말 296조원 -> 2월 말 291조원), 3) 3월 중순 현직 대통령에 대한 헌재 판결 이후 조기 대선 국면 돌입 가능성, 4) 3월 말 공매도 재개 등이 해당
- 수급 측면에서도 걱정거리가 존재하는데 외국인의 7개월 연속 순매도로 일관하고 있기 때문(2월 말 기준 누적 순매도 금액 약 27조원). 외국인이 7개월 이상 순매도 했던 시기는 2007년 6 월~2008년 11월이었으며, 당시는 서브프라임 모기지발 금융위기 발생 시점이었음(해당 기간 순매도 45조원).
- 월말로 갈수록 외국인 수급을 중심으로 국내 증시에 노이즈를 주입시킬 수 있는 이벤트는 공매도 재개다. 공매도가 재개 시 연초 이후 주가 상승이 컸던 업종이나 신용잔고가 급증한 업종이 공매도의 집중 타깃이 되면서, 국내 증시를 약세장으로 밀어넣을 것이라는 우려의 시각이 존재

2001년 이후 외국인의 월간 코스피 순매수 변화



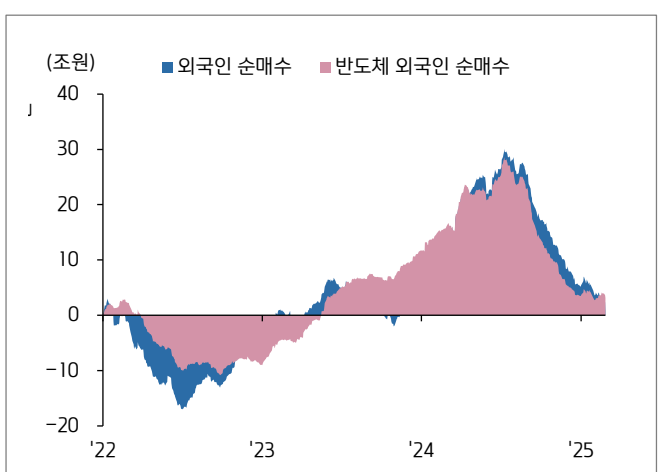
자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

키움증권

18. 공매도 재개로 외국인의 영향력은 높아지겠지만, 동시에 수급의 질도 개선될 것

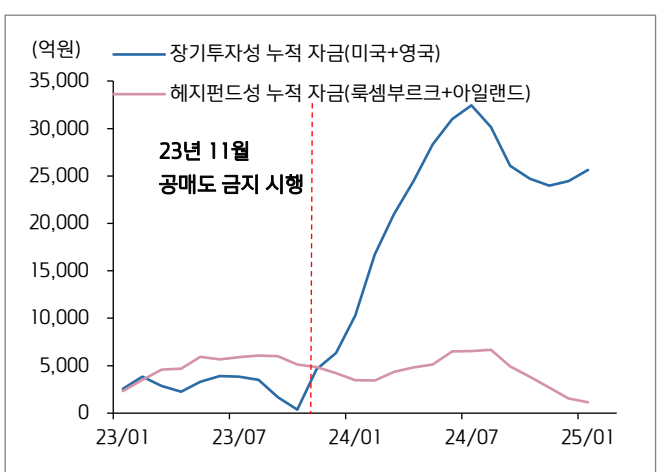
- 하지만 공매도는 단기적인 방향에만 영향을 미칠 뿐, 1주일 혹은 1개월 그 이상의 시계로 확장해서 봤을 때에는 유의미한 방향을 만들어내지 못했음
- 일례로, 2009년 5월 29일 공매도 재개 후 코스피와 외국인 순매수는 우상향 추세를 보였으며, 2011년 11월 9일 공매도 재개 후에도 단기적은 변동성은 출현했지만 이후의 코스피와 외국인 순매수는 상승흐름을 보였음.
- 2021년 4월 30일 공매도 재개 이후에는 얼마 지나지 않아 코스피와 외국인 순매수가 반락 전환하기도 했지만, 상기 3개의 사례에서 코스피 주가와 외국인 순매수는 이익, 매크로가 결정했다는 점을 상기해봐야 함
- 공매도가 재개된다면, 그동안 헤지 수단의 제약으로 국내 증시에 섣불리 투자를 못했던 외국인 헤지펀드의 투자 유인이 생겨나기에, 국내 증시의 유동성을 포함한 수급 환경과 수급의 질이 개선될 것으로 판단. 달리 말해, 23년 11월 공매도 금지 이후 외국인 순매수는 대부분 반도체에 집중됐으나, 공매도 재개 시 순매수 업종의 분포가 넓어질 가능성

외국인의 코스피 순매수 vs 반도체 순매수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

한국향 장기투자성 자금 vs 헤지펀드성 자금

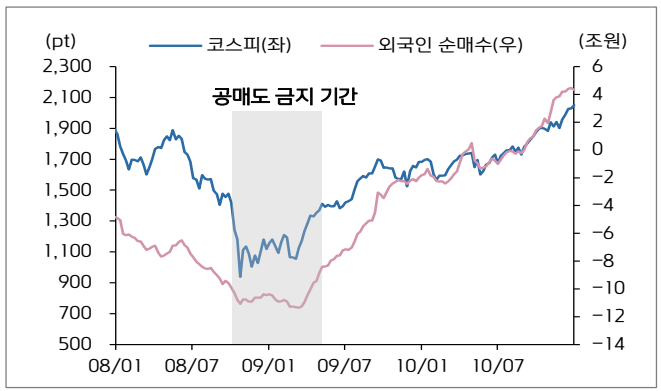


자료: 금융감독원, 키움증권 리서치센터

키움증권

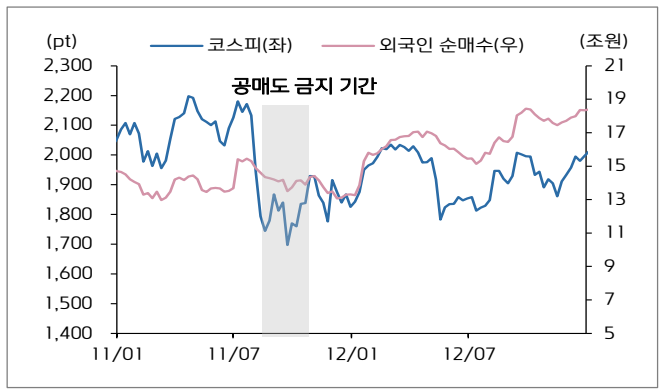
19. 과거 공매도 재개 전후 코스피와 외국인의 순매수 변화

2008년 공매도 금지 기간 중 코스피와 외국인 순매수
(2008년 10월 1일~2009년 5월 29일



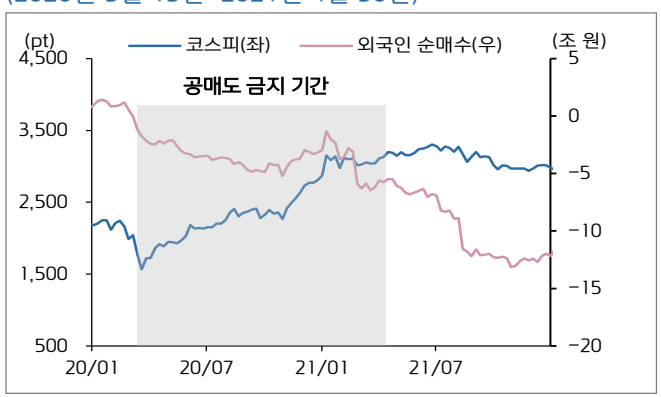
자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

2011년 공매도 금지 기간 중 코스피와 외국인 순매수
(2011년 8월 10일~2011년 11월 09일)



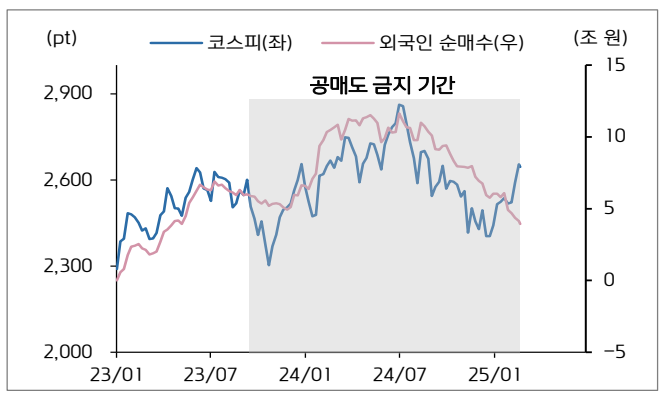
자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

2020년 공매도 금지 기간 중 코스피와 외국인 순매수
(2020년 3월 13일~2021년 4월 30일)



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

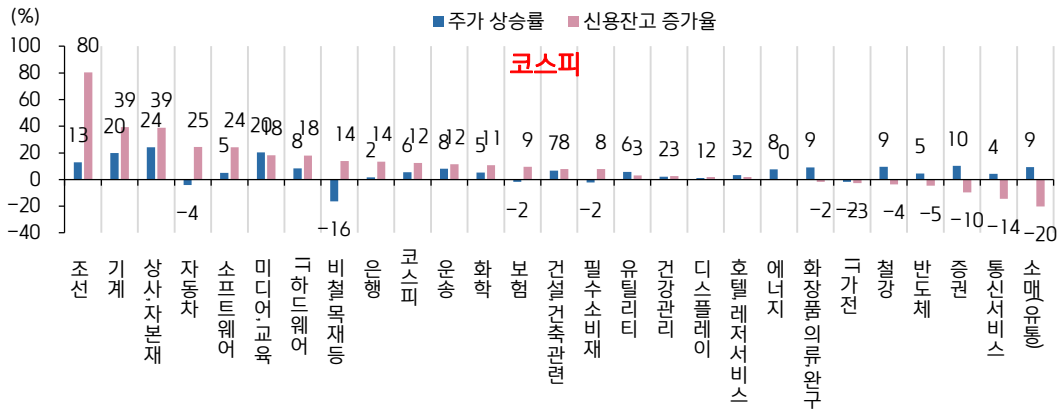
2023년 공매도 금지 기간 중 코스피와 외국인 순매수
(2023년 11월 6일~)

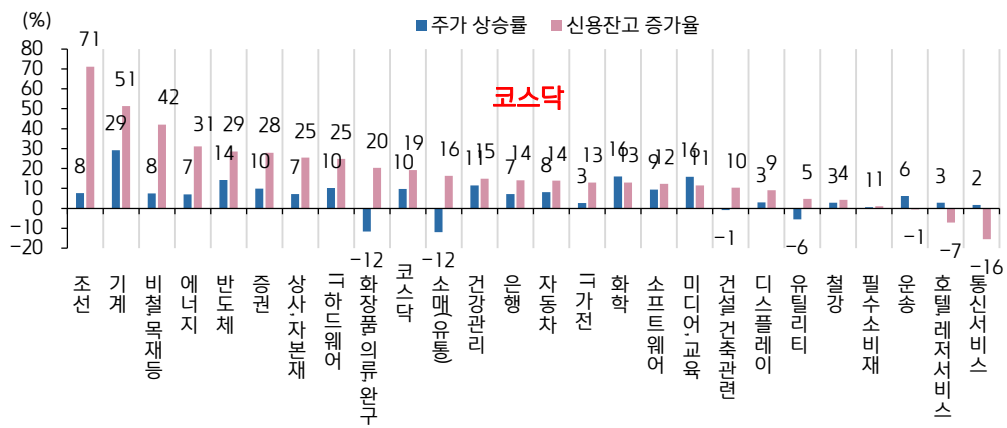


자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

키움증권

20. 공매도 재개 시 레버리지 급증 업종을 중심으로 주가 조정 불가피??





자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

* 코스피와 코스닥 모두, 대부분 업종에 걸쳐 주가 대비 신용잔고 증가율이 높은 편
* 다만, 월말로 갈수록 단기 랠리 부담을 덜어내고 있다는 점은 레버리지 베팅의 부작용을 완충시켜줄 것
* 조선, 기계 업종이 신용잔고가 연초 이후로 급증하면서, 공매도 재개의 타깃이 될 것 이라는 의견도 존재하나, 주도주에 대한 공매도 베팅은 상당한 리스크가 수반
* 3월 말 공매도 재개 전 펀더멘털 대비, 밸류에이션 대비 신용이 급증한 업종들 위주로 단기 수급 변동성이 확대 예상
* 하지만 이익 전망, 내러티브가 살아있는 주도 업종, 테마에 대한 비중 축소로 대응은 지양

키움증권

21. 밸류에이션 상으로는 여전히 회복력을 누릴 수 있는 구간

- 국내 증시는 11월 이후 밸류에이션 조정을 극심하게 겪는 과정에서 역사적 저평가 영역에 수시로 도달. 1월 이후 국내 증시가 여타 증시 대비 성과 우위에 있다는 점도 되돌림의 과정의 일환이었음
- 2월 중 한 때 후행 PBR이 0.95배 부근까지 빠르게 상승했지만, 지난해 평균 밸류에이션 수준을 회복한 것에 불과한 만큼, 밸류에이션 과열로 보기 어려웠음
- 2월말 조정을 받은 이후 재차 0.9배를 하회했다는 점까지 고려하면, 3월에도 밸류에이션 상 주가 복원력을 지속할 수 있는 동력을 가져갈 것으로 판단

코스피 12개월 후행 PBR 밸류에이션 밴드

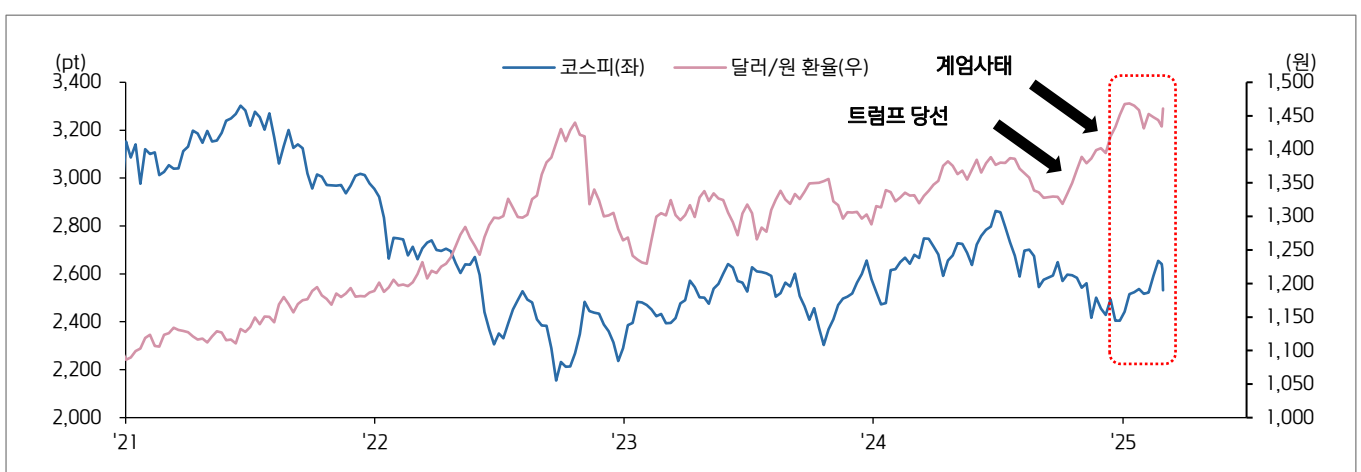
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

22. 달러/원 환율, 단기 변동성은 여전히 높지만 레벨 다운 진행 중

- 그동안 코스피 주가나 외국인 수급에 부정적인 영향을 줬던 요인 중 하나는 달러/원 환율의 급등이었지만, 지난 1월을 기점으로 환율이 피크아웃했다는 점도 안도요인
- 트럼프 관세 정책, 3월 FOMC 등 미국발 정치와 매크로 요인으로 환율 변동성이 수시로 높아지고 있긴 하지만, 3월 중 현직 대통령 헌재 판결 이후 국내 정국 혼란 마무리 가능성, 조기 대선 돌입 등으로 인한 정책 컨트롤 타워 부재 우려 완화 등을 고려 시 현 시점에서 환율은 완만한 레벨 다운으로 상정하는 것이 적절

달러/원 환율과 코스피



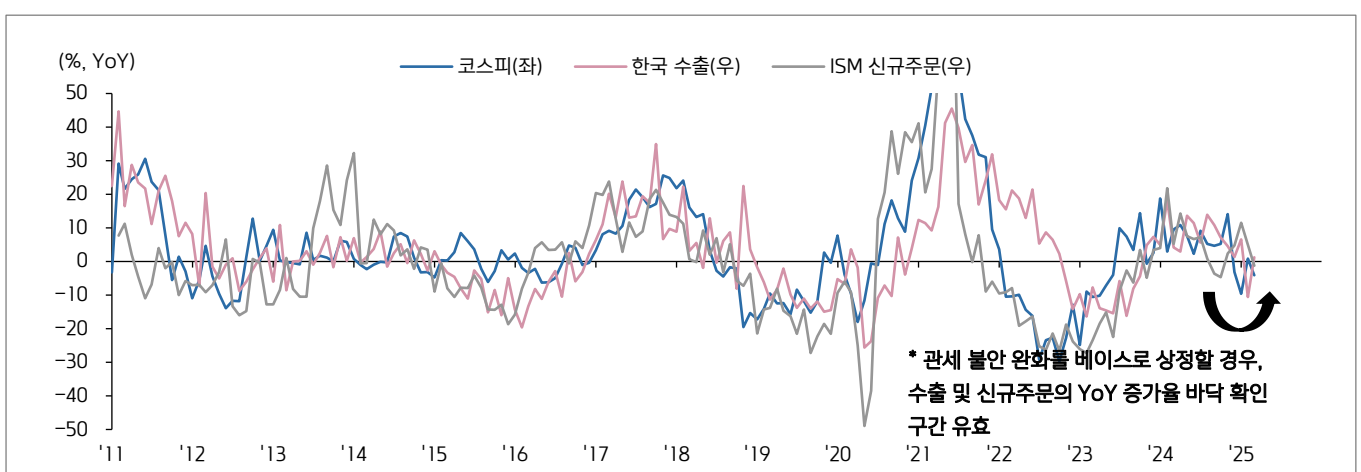
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

23. 수출 모멘텀, 좋다가 말았다는 분위기를 조성한 2월 수출. 여기서 주목할 것

- 1일(금) 발표된 한국의 2월 수출은 +1.2%(YoY)로 전월 감소세(-10.2%)에서 증가 전환했지만, 컨센서스(+3.8%)에 미치지 못했다는 점은 증시 입장에서 부담이 될 수 있는 요인.
- 다만, 반도체(+8.1% -> -3.0%)를 제외한 자동차(-19.6% -> +17.8%), 전기차(-44.3% -> -4.3%), 기계(-21.4% -> -12.3%) 등 여타 주력 품목들은 증가 전환, 감소폭 축소 등의 양호한 실적을 달성했다는 점은 위안거리
- 3일 발표된 미국의 2월 ISM 제조업 PMI(50.3 vs 컨센 50.6, 1월 50.9)가 부진한 가운데, 신규주문(48.6 vs 1월 55.1), 고용(47.6 vs 1월 50.3) 등은 둔화된 반면, 가격(54.9 vs 1월 62.4)은 상승했다는 점은 시장의 걱정을 자아낼 수 있는 결과.
- 이번 제조업 PMI 부진은 관세 불확실성이 구매담당자들의 심리에 부정적인 영향을 가한 것으로 보임. 향후 트럼프의 관세 수위가 우려만큼 크지 않을 것이라는 인식이 확산될 수 있으므로, 금번 제조업 PMI 부진은 일시적인 충격에 그칠 가능성을 열어둘 필요

한국 수출 vs 미국 ISM 제조업 신규주문



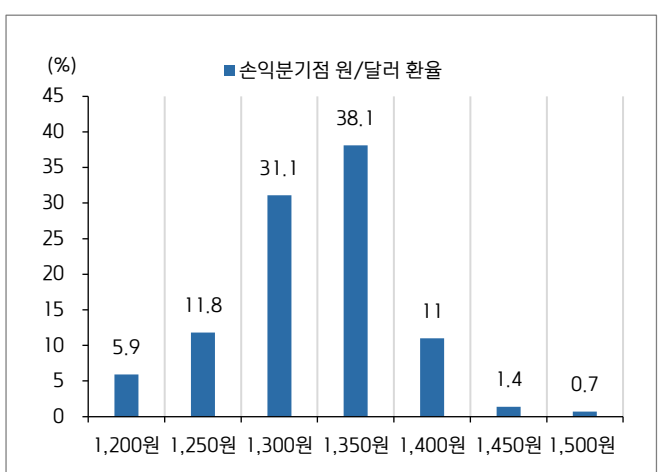
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

24. 환율 효과가 아직 살아있는 구간, 실적 방어력 제공 가능

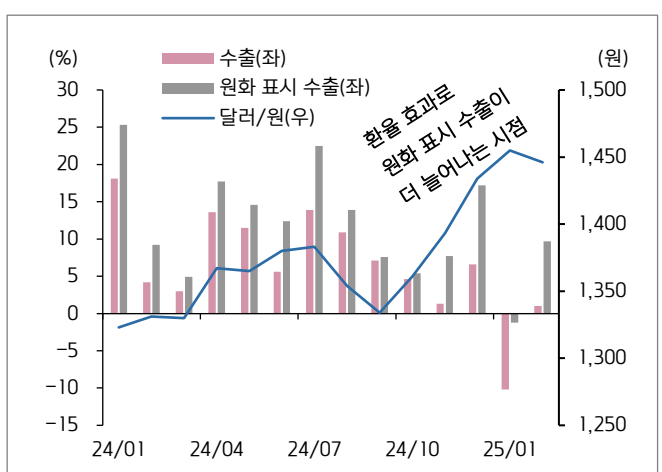
- 환율 효과는 대기업들이 하반기 사업 계획 수립을 하는 5월전까지 증시에서도 지속적으로 부각될 가능성. 현재 환율은 1,400원대 중후반에서 등락을 거듭하고 있는 가운데, 연준의 통화정책 불확실성, 트럼프 정부 불확실성이 상반기 내내 이어질 수 있다는 점을 고려하면, 이른 시일내에 1,400원대 이하 레인지로 내려가기 어려울 것으로 예상
- 무역협회에 의하면, 75개 대기업, 중견기업 265개, 중소기업 669개 사를 대상으로 한 대내외 수출 환경 조사에서 이들의 손익분기점 환율은 대부분 1,400원대 미만에 포진해있는 것으로 집계. 이는 현재 1,400원대 환율 구간에서 수출업체들이 "매출 〉 비용" 구조로 이익을 내고 있음을 알 수 있는 부분
- 앞서 2월 한국의 수출(+1.2%YoY)이 예상보다 부진했다고 언급했지만, 원화 표시로 환산한 수출이 +9.7%(vs 달러표시 +1.0%)를 기록했다는 점도 환율 효과의 지속력을 뒷받침

주요 수출업체들의 올해 손익분기점 환율



자료: 무역협회, 키움증권 리서치센터

수출 vs 원화 표시 수출



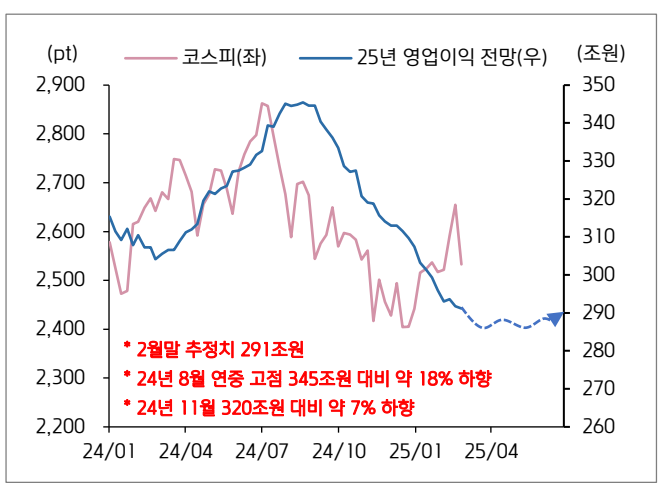
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

25. 실적시즌 이벤트 3월에 부재하지만, 이익 바닥 통과 기대감은 유효할 전망

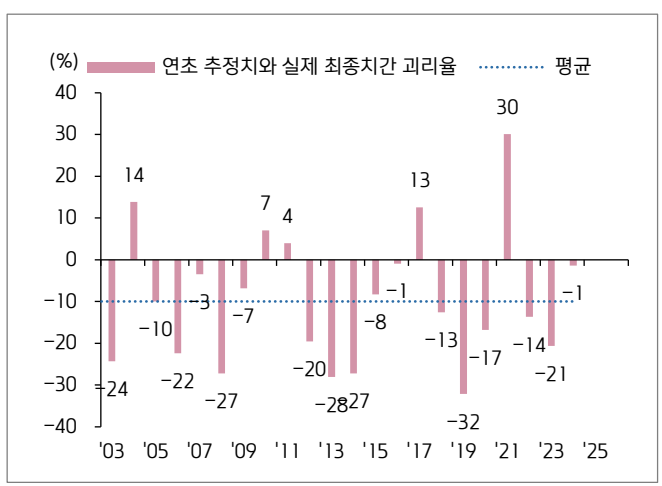
- 국내 증시가 추세적인 상승을 위해서는 이익 전망의 반등 가시화가 필요하다는 점을 염두에 두어야할 것. 4분기 실망스러운 국내 기업들의 실적은 중립 수준의 주가 반응으로 귀결됐다는 점은 다행요인이나, 이번 4분기 실적 시즌을 소화하면서 이익 전망 하향은 계속 이루어지고 있다는 점은 신경 쓰이는 부분.
- 하지만 2월에도 이익 전망이 하향되는 과정에서 국내 증시가 주가 회복력을 보여줬다는 점은 1~2분기 사이에 이익 바닥 통과 작업이 완료될 것이라는 기대감이 반영되고 있는 것으로 판단
- 2025년의 경우의 연초 추정치와 추정치 간 평균 괴리율(약 10%)에 수출 모멘텀 둔화, 트럼프 리스크 vs 금리인하 효과, AI 및 방산 모멘텀 등을 반영해보면, 연초 추정치 대비 10% 수준의 하향 조정에 그칠 가능성이 높기 때문(2025년 2월 말 현재 코스피 25년 영업이익 전망치는 291조원대로, 24년 8월 연중 고점인 345조원 대비 약 18% 하향, 24년 11월 320조원대비 약 7% 하향)

코스피 2025년 영업이익 전망 예상 경로



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

연초 추정치 vs 실제 최종치간 괴리율



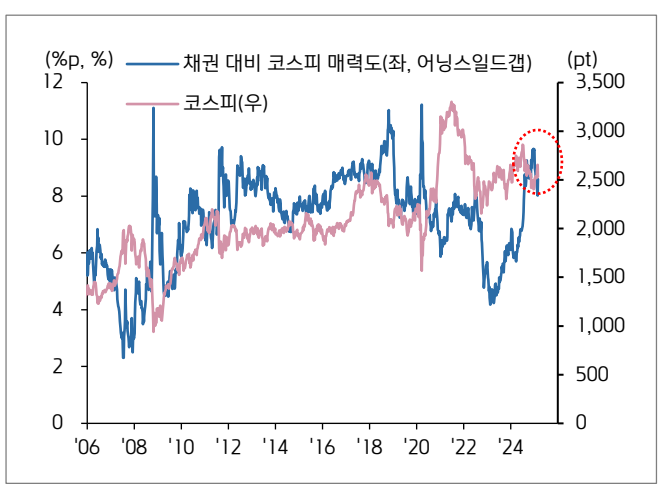
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

26. (결론 1) 대내외 변수에도 지수 저점을 높여가는 경로에서 이탈하지 않을 것

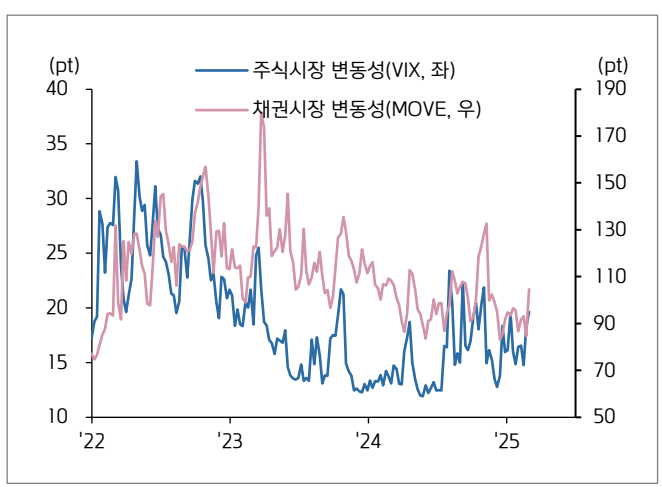
- 3월에도 1) 미국 침체 우려, 3월 FOMC 등 매크로 불확실성, 2) 트럼프 관세라는 정치 불확실성, 3) M7 주가 변동성, 이익 의구심, 공매도 재개와 같은 증시 불확실성과 마주해야 할 것
- 하지만 이들 불확실성이 실체화되서 증시의 추세를 훼손시키기 보다는, 변동성만 유발하면서 증시의 상단을 제약하는 데 그칠 것으로 판단(3월 예상 코스피 레인지 2,520~2,730pt로 제시)
- 변동성이 반복되는 과정에서 기간 조정을 넘어 가격 조정을 받을 가능성도 발생할 수 있을 것. 다만, 미국 침체 우려 및 트럼프 관세 우려 완화, 이익 저점 통과 기대감 등이 월 중 수시로 생성될 수 있다는 점이나, (이전 만치는 못하더라도) 밸류에이션 상 저평가 유인도 아직 잔존해 있다는 점을 감안 시, 저점을 높여가는 경로에서 이탈하지 않을 것으로 판단

코스피의 어닝스 일드갭(PER 역수 – 10년물 국고채 금리)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 주식시장 변동성과 채권시장 변동성



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

27. (결론 2) 업종 순환매 플레이 시 빈도수가 클 수 있는 업종에 주목

- 결국 3월 국내 증시는 2,520~2,730pt 내에서 하단을 높여가는 순환매 장세를 전개할 것으로 예상
- 업종 측면에서는

  a) 러-우 협상 이후 증가하는 지정학적 불확실성 및 유럽을 중심으로 한 방위비 지출 증가 수혜를 볼 수 있는 방산(조선, 기계)

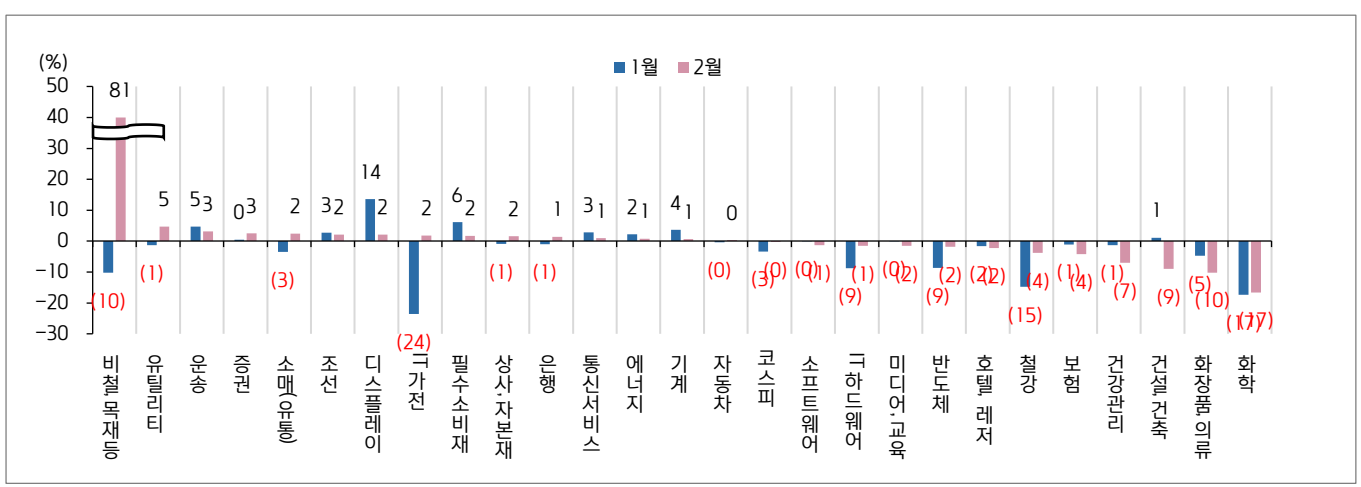
  b) 3월 주주총회 시즌 모멘텀 및 증시 변동성에 대한 완충장치 역할을 하는 주주환원(은행, 증권)

  c) 미국 금리 레벨다운 진행에 따른 수혜 업종이자 딥시크발 내러티브 수혜인 소프트웨어, 바이오 등을 추천 업종으로 제시
- 트레이딩 관점에서는

  d) 레거시 업황 회복 기대감이 부각되고 있는 반도체

  e) 중국 소비 및 양회 기대감이 있는 화장품, 엔터 등 중국 소비테마주를 트레이딩 업종으로 제시

업종별 25년 영업이익 증감률 비교

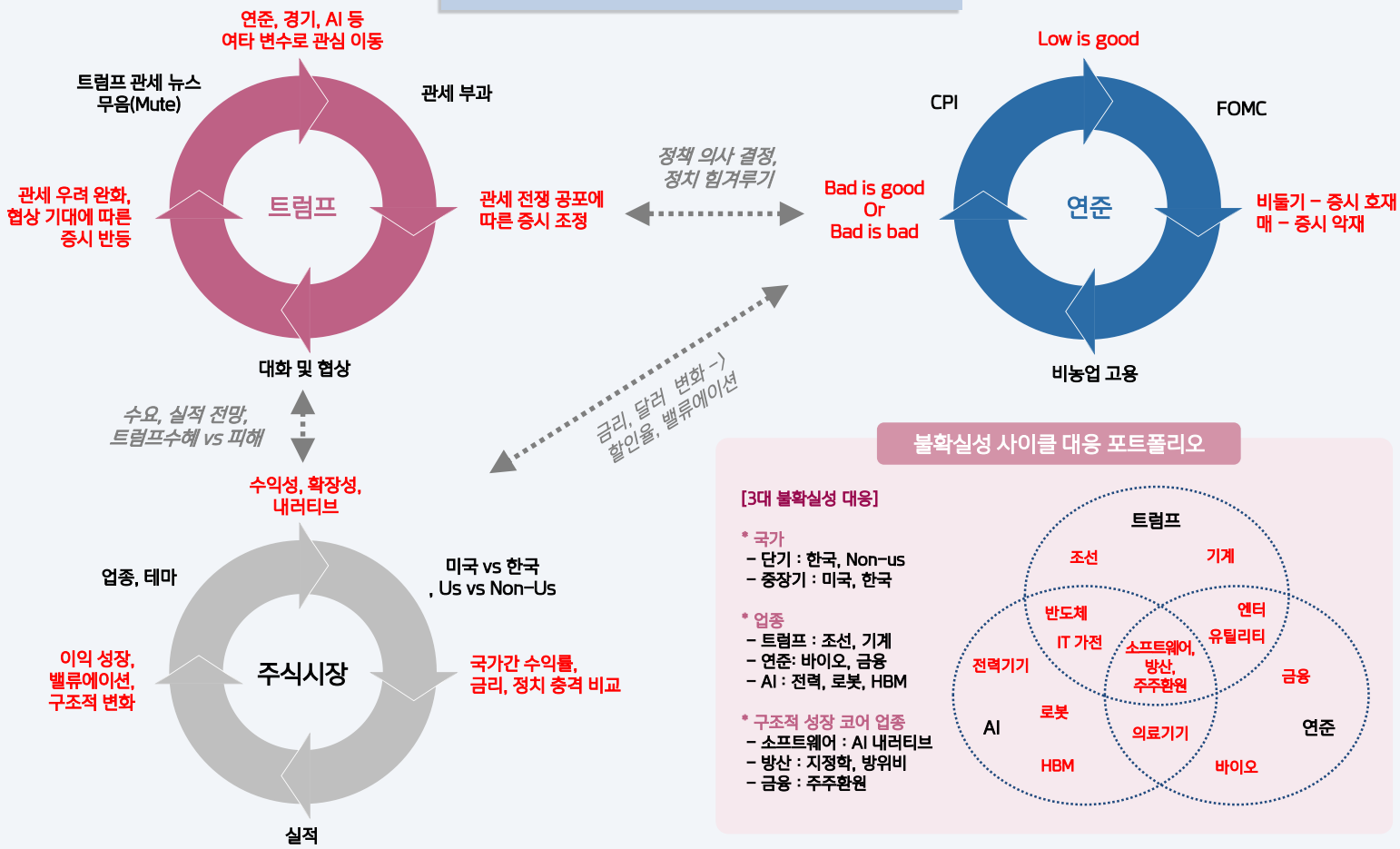


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

28. (참고) 현재 주식시장에 존재하는 3개의 불확실성 사이클과 대응 방안

주식시장 불확실성 사이클



불확실성 사이클 대응 포트폴리오

[3대 불확실성 대응]

* 국가
  - 단기 : 한국, Non-us
  - 중장기 : 미국, 한국
* 업종
  - 트럼프 : 조선, 기계
  - 연준: 바이오, 금융
  - AI : 전력, 로봇, HBM
* 구조적 성장 코어 업종
  - 소프트웨어 : AI 내러티브
  - 방산 : 지정학, 방위비
  - 금융 : 주주환원

키움증권

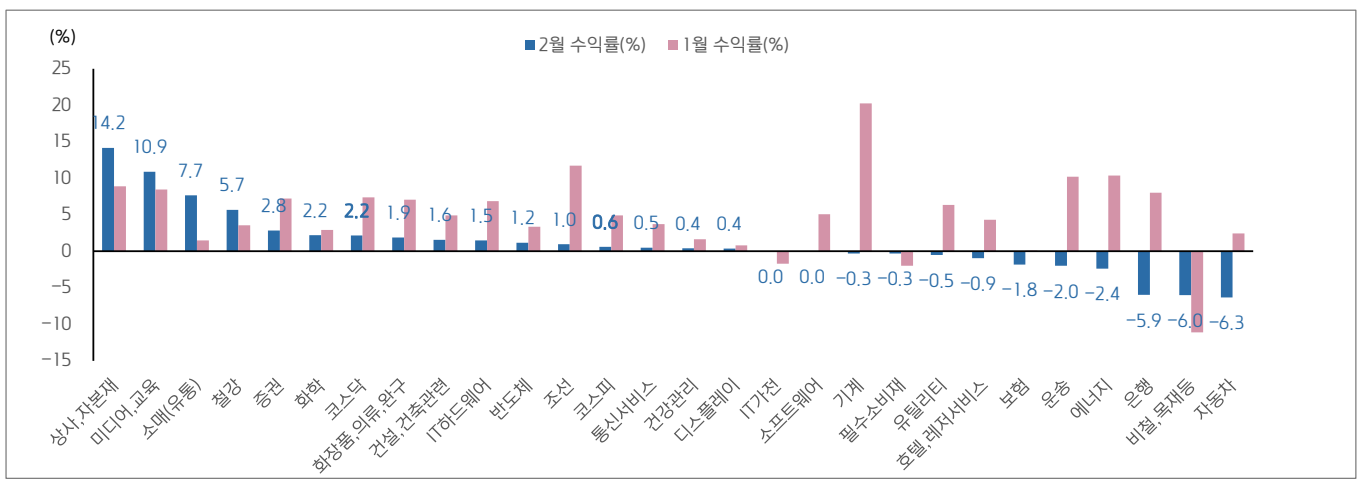
Part 2

퀀트: 실적 하향 조정의 후반부

01. 2월 업종별 리뷰

- 국내 증시는 미국 외 지역을 중심으로 평균 회귀 움직임이 지속된 영향으로 연초 이후 반등 흐름을 지속.
- 4분기 어닝시즌 진행과 함께 올해 실적 전망의 하향 조정이 이어지고 있지만, 오는 1분기 실적 바닥 확인에 대한 기대감이 높아지며 주가는 선제적으로 반등하는 모습
- 업종별로는 방산 업종을 중심으로 한 상사자본재(14.2%), 미디어교육(10.9%), 소매(7.7%), 철강(5.7%) 등의 반등세가 가장 두드러졌음
- 반면, 미국의 관세 부과 우려가 집중된 자동차(-6.3%) 업종의 성과가 가장 부진했고, 그 외에도 은행(-5.9%), 비철목재(-6.0%) 등의 업종은 하락

업종별 월간 수익률



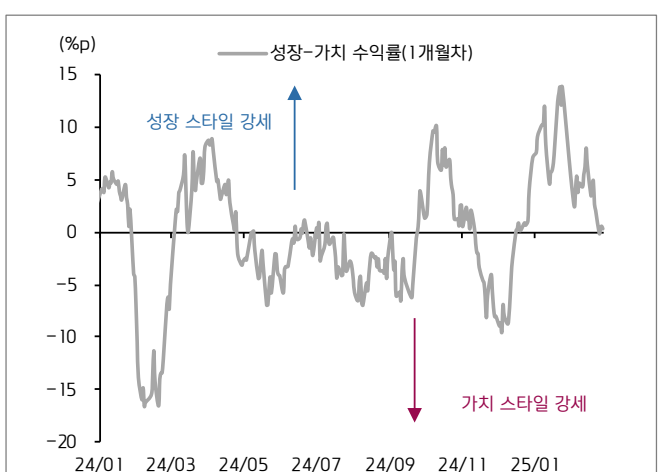
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

02. Style: 성장 그리고 중형주 위주의 강세

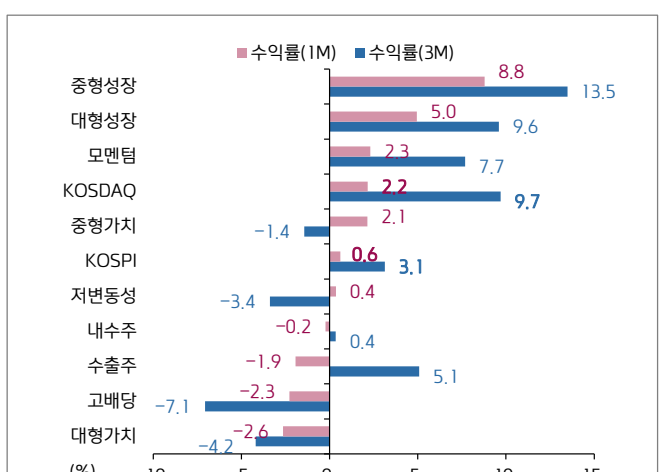
- 국내외 금리 인하 사이클 그리고 주가의 평균 회귀 움직임이 겹치며 성장 스타일을 중심으로 반등세가 강한 모습 연출 중
- 또한, 관세 부과 영향에 따른 피해가 제한적일 수 있는 중소형주 성과가 상대적으로 아웃퍼폼
- 세부 스타일별로는 중형성장(8.8%), 대형성장(5.0%), 모멘텀(2.3%), 중형가치(2.1%) 등이 높은 수익률 기록
- 반면, 대형가치(-2.6%), 고배당(-2.3%), 수출주(-1.9%) 스타일의 낙폭이 컸음

성장/가치 스타일 1개월 수익률 차이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

주요 스타일별 수익률 현황



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터
주) 스타일 분류는 MKF500 기준

키움증권

03. 코스피, 투자주체별 월간 수급 현황

- 2월 코스피 기준, 외국인(-3 조7,026억원)은 순매도. 반면, 기관(1조 3,515억원)과 개인은(7,988억원)은 순매수
- 외국인은 상사자본재(방산) 그리고 소프트웨어 업종을 중심으로 순매수. 반면, 조선, 자동차와 같은 주요 수출 업종 그리고 은행, 2차전지(화학, IT가전) 등을 집중적으로 매도
- 기관 투자자는 은행, 화학, IT하드웨어, 건설건축 등을 순매수. 반면, 소프트웨어, 자동차 업종은 매도

코스피 업종별 개인/기관/외국인 2월 순매수 대금

(십억 원)	개인	기관	외국인	(십억 원)	개인	기관	외국인
반도체	-809.0	70.3	22.3	조선	1,101.1	-70.2	-1,045.0
자동차	822.3	-220.5	-994.3	건설,건축관련	-65.3	203.2	-136.9
IT가전	154.5	173.5	-438.8	소매(유통)	-143.8	94.9	35.1
기계	45.0	-45.3	-64.8	비철,목재등	54.5	59.1	-103.3
보험	73.0	97.4	-177.0	운송	-78.6	-65.4	130.6
필수소비재	42.6	18.8	-71.2	건강관리	-98.6	31.9	-24.0
미디어,교육	-73.5	35.1	40.4	화학	67.6	322.6	-535.2
화장품,의류,완구	-25.3	57.6	-46.2	호텔,레저서비스	28.3	-2.8	-27.0
상사,자본재	-228.5	-54.7	307.7	통신서비스	-57.8	39.6	15.1
유틸리티	-11.3	40.1	-4.7	은행	287.5	365.7	-680.6
디스플레이	-21.2	9.0	12.6	에너지	98.3	16.5	-126.4
증권	-49.8	98.7	-51.7	소프트웨어	58.6	-238.0	189.8
IT하드웨어	-227.9	213.4	20.3	철강	-144.1	101.5	50.6

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

04. 업종별 4Q24 실적 전망 (YoY)

- '24년 4분기 영업이익 성장률(YoY, %)은 75.3%로 전망됐으나, 실제 실적 발표 시 일회성 비용 등으로 인해 실적 컨센서스를 하회하는 경향이 강함. 현재까지 발표된 기업들의 성장률은 54% 수준
- 4분기 기준 전년 동기 대비 성장률 상/하위 업종은
  Top 5: 증권(+402%), 반도체(394%), 조선(+314%), 철강(+217%), 에너지(+189%),
  Bottom 5: IT하드웨어(-24.8%), 보험(-4.4%), 소매(4.2%), 자동차(8.5%), 건설건축(9.1%)

업종별 분기 영업이익 성장률(YoY) 전망

	2024E	3Q24	4Q24E	1Q25E	2025E
코스피	58.4	26.3	75.3	12.0	16.7
코스닥	26.2	-12.5	71.4	21.3	62.3
에너지	-19.3	-94.0	189.8	17.1	62.8
화학	-43.7	-92.3	적지▲	-49.2	107.4
비철,목재등	43.2	5.3	98.3	-3.2	-8.4
철강	-34.0	-53.0	217.4	10.0	18.2
건설,건축관련	-10.7	-38.4	9.1	-2.8	32.2
기계	-4.6	-22.3	13.8	3.0	21.6
조선	451.2	255.5	314.8	238.1	79.2
상사,자본재	55.2	-29.3	104.1	25.2	26.0
운송	54.0	85.7	100.2	9.2	-6.6
자동차	7.8	-2.0	8.5	1.8	1.6
화장품,의류,완구	9.0	-3.1	26.1	6.7	17.0
호텔,레저서비스	28.3	-1.6	86.3	-	19.4

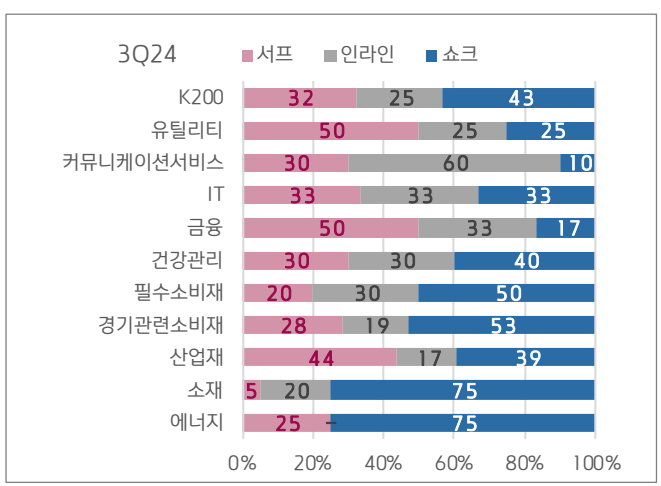
	2024E	3Q24	4Q24E	1Q25E	2025E
미디어,교육	-11.6	-45.7	37.0	85.1	44.1
소매(유통)	-2.2	-11.8	4.2	12.7	24.3
필수소비재	16.1	9.1	29.0	8.1	9.6
건강관리	3.1	6.8	13.1	87.8	46.6
은행	12.5	10.7	48.9	-5.7	2.3
증권	40.6	31.1	402.3	4.3	3.3
보험	18.9	17.9	-4.4	-10.5	-0.2
소프트웨어	27.5	21.1	17.0	12.4	18.6
IT하드웨어	5.6	-20.9	-24.8	-12.9	19.1
반도체	흑전	9499.3	394.1	23.1	11.8
IT가전	-34.7	-68.9	적전	-30.4	36.7
디스플레이	적지▲	적지▲	44.1	적지▲	흑전
통신서비스	-19.9	15.8	적전	25.9	54.8
유틸리티	흑전	73.3	26.9	73.3	38.9

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

05. 4Q 어닝 시즌, IT 종목군의 기대치 하회율 증가

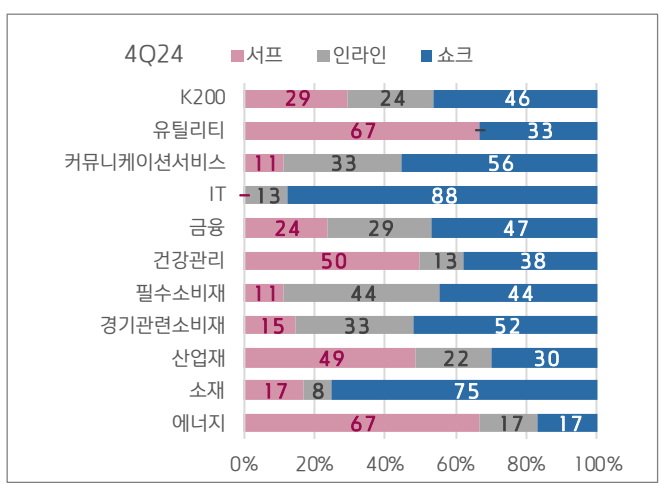
- 시가총액 기준 95%를 넘는 기업들의 실적 발표가 이루어지며 4분기 어닝시즌의 후반부에 다다르고 있음
- 작년 연말부터 이어진 실적의 하향 조정이 이번까지 이어질 것으로 예상되며, 실적 시즌 기대감은 높지 않았음. 그럼에도 금번 어닝 시즌의 결과가 부진한 것으로 체감되는 것은 IT 업종의 어닝 쇼크 비율이 높은 까닭
- 코스피200 영업이익 기준, 어닝 서프라이즈를 기록한 기업의 비율은 3Q: 32% → 4Q: 29%로 하락
  - IT 업종 어닝 쇼크 비율은 3Q: 33% → 4Q: 88%로 가장 큰 폭의 하회율 기록
  - 그 외 커뮤니케이션서비스(3Q: 10% → 4Q: 56%), 금융(3Q: 17% → 4Q: 47%) 업종도 쇼크 비율 상승
  - 반면, 건강관리(3Q: 30% → 4Q: 50%), 에너지(3Q: 25% → 4Q: 67%) 업종의 경우 어닝 서프라이즈 비율 개선

코스피200, 업종별 3Q24 영업이익 어닝서프라이즈



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

코스피200, 업종별 4Q24 영업이익 어닝서프라이즈



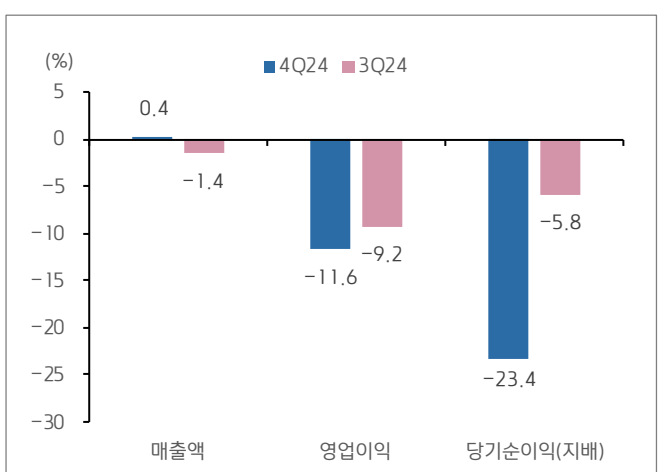
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

키움증권

06. 4Q 시장 기대치 하회폭은 과거 평균 수준

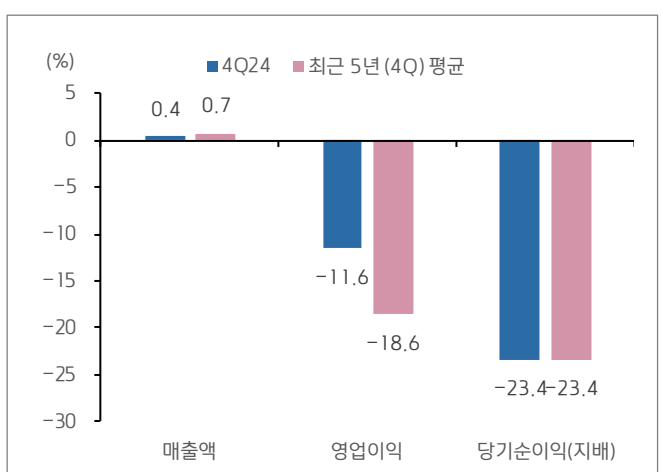
- 금번 어닝시즌은 지난 분기와 비교해 시장 컨센서를 하회하는 폭이 큰 모습
  - 코스피 영업이익 기준, 3Q의 실제 발표치는 컨센서스 금액을 9.2% 하회했으나, 4Q에는 12% 하회
- 그러나, 4분기에는 상여, 빅배스 등과 같은 일회성 비용이 반영되며 어닝 쇼크의 폭이 큰 경향이 있음
  - 지난 5개년 동안의 4분기의 평균 어닝 서프라이즈/쇼크 비율과 비교해보면, 금번 4분기의 실적 발표치는 과거 평균 수준에 부합
  - 이미 실적 전망의 하향 가능성에 무게가 실려 있었다는 점 그리고 컨센서스 하회폭이 과거 평균 대비 크지 않았다는 점 등을 감안했을 때, 금번 4분기 실적에 대해 과도한 비관론은 제한할 필요

코스피, 컨센서스 대비 발표 금액 변화율 (3Q24 vs. 4Q24)



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

코스피, 컨센서스 대비 발표 금액 변화율 (4Q 평균 vs. 4Q24)



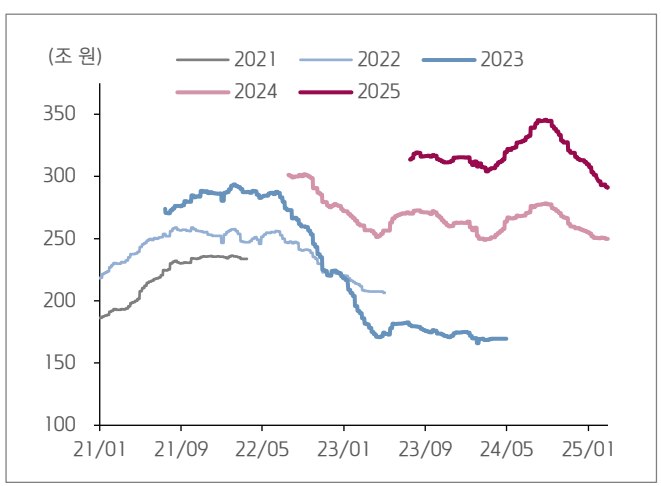
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

키움증권

07. 기업들의 실적 전망 하향 조정은 마무리 수순

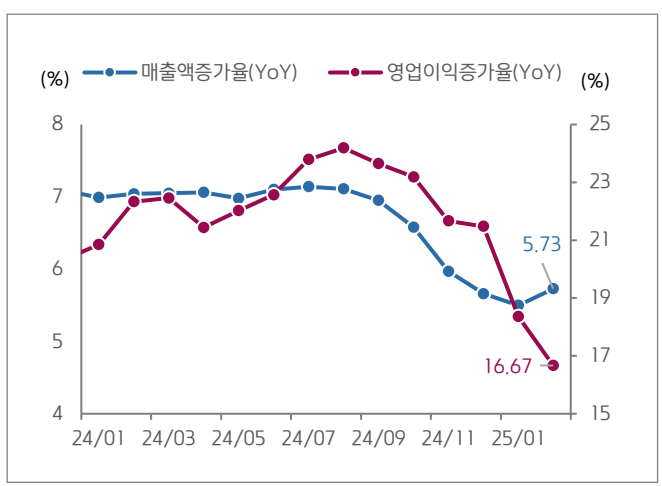
- 실적 시즌 후반부에 다다른 현재 대형 업종인 반도체 그리고 2차전지 업종을 중심으로 올해 실적 전망의 하향 조정이 집중
- 코스피의 '25년 영업이익 성장률 전망치는 작년 중반 22.5%에서 현재 16% 수준까지 하향 조정
- 다만, 올해 1분기가 연중 저점으로 이후 실적 전망의 상향이 예상되는 점 그리고 매출 성장률 전망이 작년 하반기 이후 처음으로 상향 조정된 점은 실적 전망의 하향 조정의 마무리가 가까워졌음을 의미

코스피200, 연도별 영업이익 전망치 추이



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

코스피, '25년 실적 성장률 전망 추이



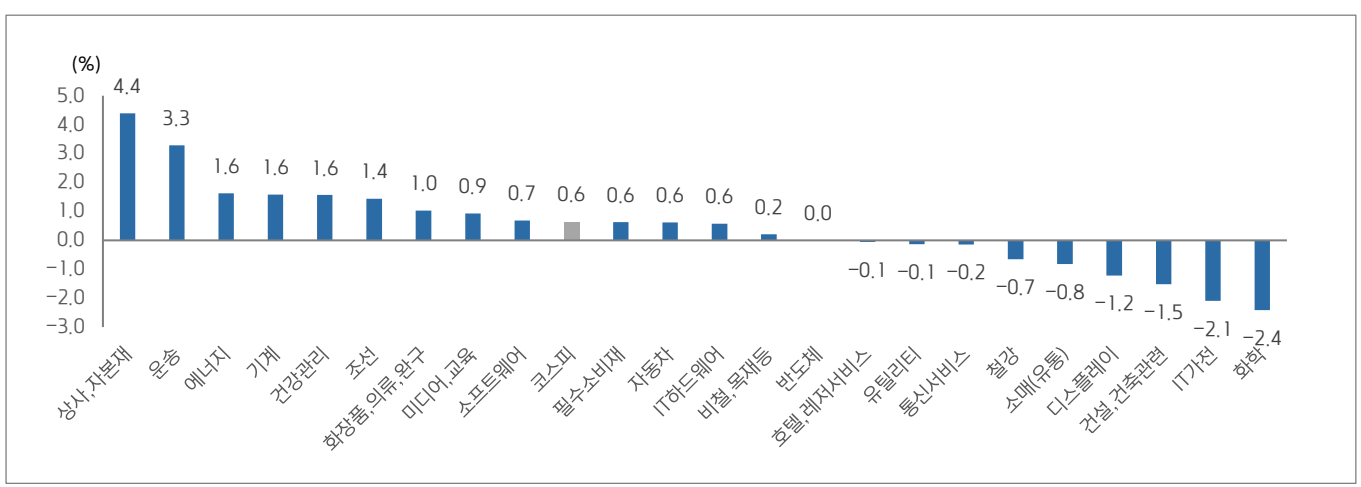
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

키움증권

08. 탑라인 성장 전망이 이어지는 업종 선별

- 글로벌 경기 불확실성이 높아진 현재 기업들의 실적 변동성은 높아진 상황
- 이러한 상황에서도 견조한 수요에 따른 매출 성장세가 이어지는 업종의 실적 모멘텀 지속 전망
- 지정학적 리스크 확대에 따른 방위비 수요가 지속되고 있는 상사자본재(방산) 기업들을 비롯해 양호한 수주 실적 및 전력기기 수요가 맞물린 조선, 기계 등의 업종은 견조한 펀더멘털에 힘입어 안정적인 흐름이 예상
  - 그 외에도 건강관리, 미디어교육(엔터), 소프트웨어 업종 역시도 실적 전망 양호
- 반면, 2차전지(화학, IT가전), 건설건축, 디스플레이 등은 여타 업종 대비 탑라인 모멘텀 부진

코스피 업종별, 매출액(Fwd. 12M) 변화율(1개월)



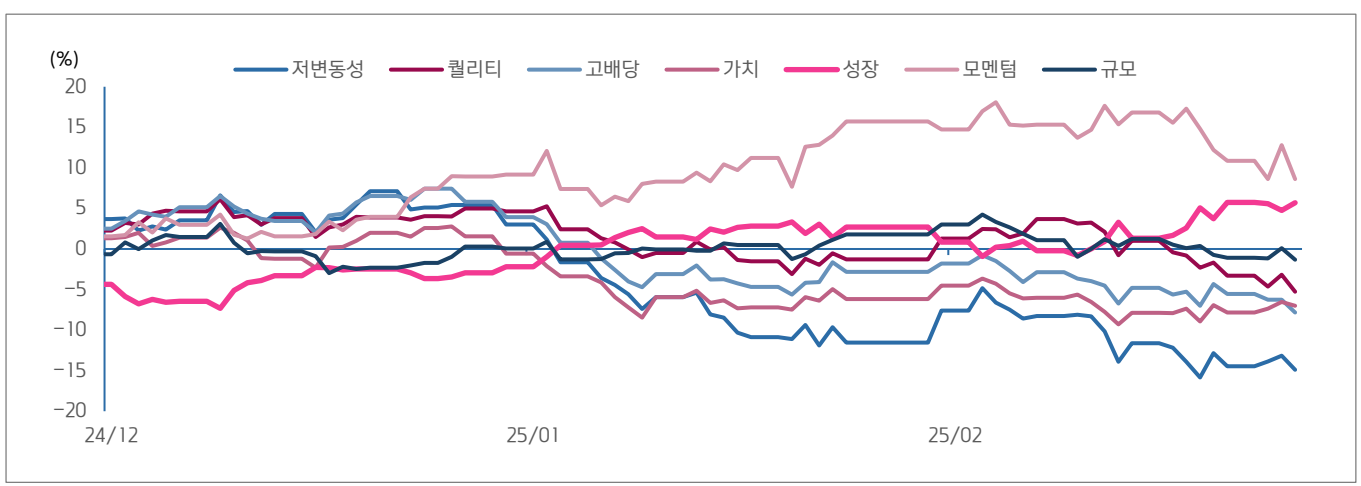
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

키움증권

09. 실적 시즌과 금리 인하 기대감에 따른 성장주 강세

- 연초 이후, 국내 증시는 모멘텀 스타일을 제외하는 경우 뚜렷한 방향성 부재했으나, 2월 중순 이후 성장 스타일의 약진 연출 중
- 어닝 시즌이 진행되며 실적 민감도가 높아진 가운데, 글로벌 경기 부진에 대한 우려 부각과 함께 금리 인하에 대한 기대감이 재차 반영된 까닭
- '25년 1분기를 기점으로 실적 저점을 확인하며, 본격적인 실적 전망 개선 구간으로 돌입하기 전까지는 성장 스타일에 대한 선호가 이어질 가능성이 높을 것으로 판단
- 증시 전반의 실적 개선 모멘텀 확산이 확인되기 전까지는 실적 개선 업종들 중 성장주의 성격이 강한 건강관리, 소프트웨어, 미디어교육(엔터) 등에게 우호적인 시장 환경 전망

코스피200, 주요 스타일별 롱/숏 누적 수익률(최근 3개월)



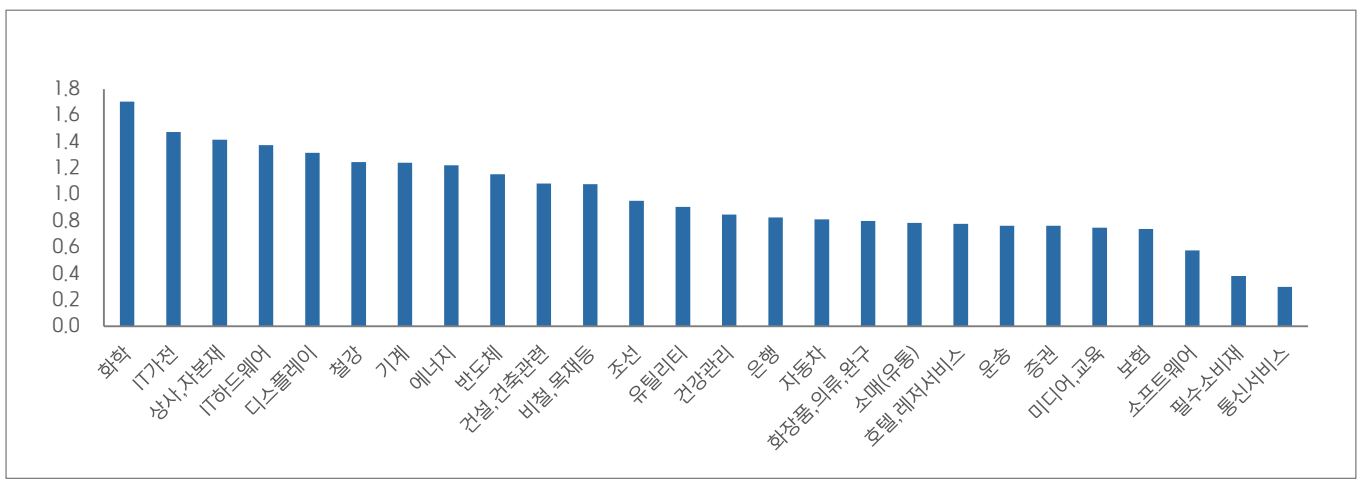
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

키움증권

10. 관세 리스크에 따른 변동성 구간, 저베타 종목을 통한 안정성 확보

- 실적 부진 구간, 희소한 실적주 그리고 금리 인하 기대감에 따른 성장 스타일의 우위 연출이 예상되지만, 3월 한달 동안에도 글로벌 관세 리스크가 상존하며 국내의 증시의 변동성을 만들어 낼 것으로 판단
- 트럼프 대통령 취임 이후, 국내 증시에서 코스피와의 민감도가 가장 높은 업종은 화학, IT(IT가전, H/W, 디스플레이, 반도체), 자본재, 기계 등이 해당
  - 해당 업종 내 실적주의 경우에도 증시의 변동성 확대 시 차익매물 출회 가능성 존재
- 반면, 통신, 필수소비재, 금융 등의 업종은 증스와의 민감도가 낮은 모습. 정책 리스크 확대에 따른 변동성 확대 시 해당 업종 내 이익모멘텀 상위 종목군을 통한 하방 안정성 확보 유인 존재

코스피, 업종별 최근 60일 주가 기준 Beta



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

키움증권

Part 3

시황: 공매도 증시 영향 점검

01. 3월 31일 공매도 전면 재개를 대비해야 할 시점

▶ 금융위, 불법 공매도 처벌 관련 제도적 정비 및 시스템 구축 마무리 단계에 진입함에 따라 약 16개월 만에 3월 31일 부터 공매도 전면 재개를 공식화

- 공매도를 위한 대차거래의 상환 기간은 개인, 외국인, 기관 투자자 모두 동일하게 90일 이내이며, 연장 포함 총 상환 기간 또한 12개월을 넘을 수 없음
- 또한, 공매도 잔고가 발행량의 0.01%(1억 원 미만은 제외) 또는 10억원 이상인 기관투자자는 종목별로 잔고를 관리할 수 있는 전산시스템 구축, 운영해야 함
- 금융위에 따르면 공매도 가능 대상 종목은 국내 상장사 약 2,700여 개의 **전 종목에 해당**할 것이라고 언급
- 이에 따라, 개별 종목의 과열을 최소화하기 위해 한시적으로 '공매도 과열종목 지정' 기준을 확대할 예정

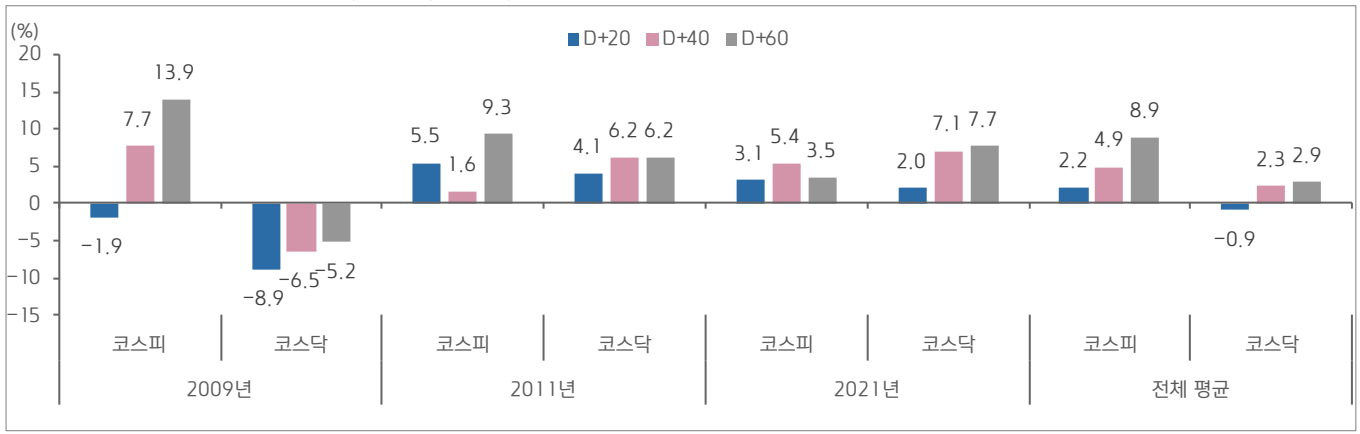
3월 31일, 공매도 재개 및 제도 개선 주요 내용

공매도 재개 시점	- 2025년 3월 31일
대상 종목	- 약 2,700여개의 국내 상장사 전 종목 (예정) - 한시적으로 개별 종목 과열 최소화하기 위해 '공매도 과열종목 지정' 기준 확대
상환기간	- 90일, 연장 포함 전체 1년
전산화	- 기관 내 잔액관리 전산시스템 구축 - 거래소 중앙점검 시스템(NSDS) 구축 - 증권사 내부통제 기준 등 확인
공시	- 공시기준 공매도잔액 0.5% → 0.01%
처벌	- 벌금형 강화, 가중처벌 등

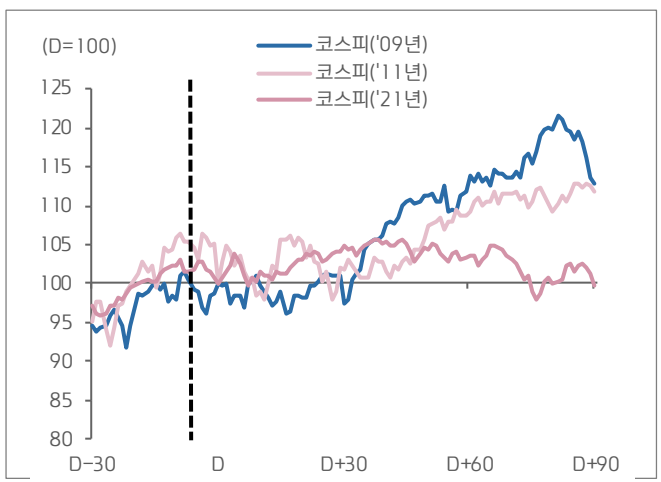
자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

02. 공매도는 증시에 단기 변동성 확대에 그칠 것으로 전망

과거 공매도 재개(D) 이후 D+20, D+40, D+60, 코스피 및 코스닥 수익률 비교

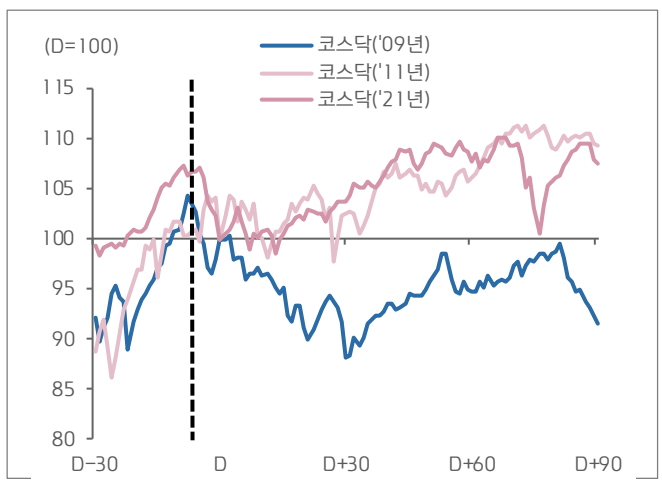


과거 공매도 재개(D) 이전 30일 ~ 이후 90일, 코스피 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

과거 공매도 재개(D) 이전 30일 ~ 이후 90일, 코스닥 추이



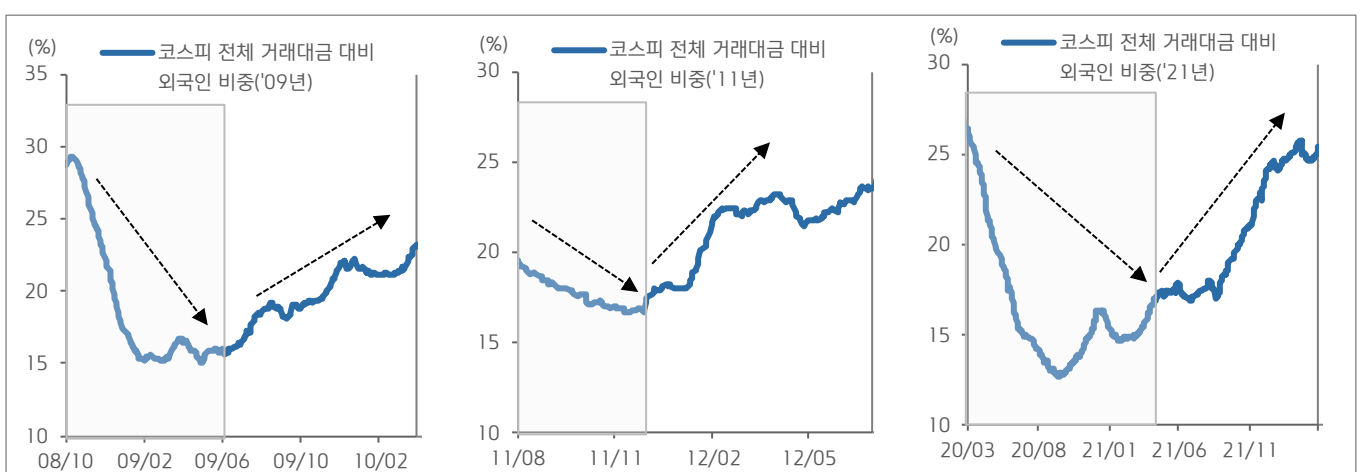
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

03. 공매도 재개에 따른 외국인 수급 여건 개선 기대

▶ 과거 3차례('09년, '11년, '23년) 사례의 공매도 재개 이후 외국인의 국내 증시 참여 비중은 모두 증가
- 공매도 재개 이후 6개월 동안 코스피 전체 거래대금 대비 외국인 비중은 '09년 16.0% → 21.8%, '11년 16.7% → 21.8%, '21년 17.2% → 21.0%로 증가했음. 3차례 평균 4.9%p 증가
- 공매도 재개에 따른 글로벌 롱숏 헤지펀드 등의 국내 증시 투자 유인이 증대됨에 따라 공매도 금지 기간 내 급감하였던 외국인의 투자 비중이 재차 증가하는 것으로 판단

역대 공매도 재개 이후 전체 거래대금 대비 외국인 비중 변화



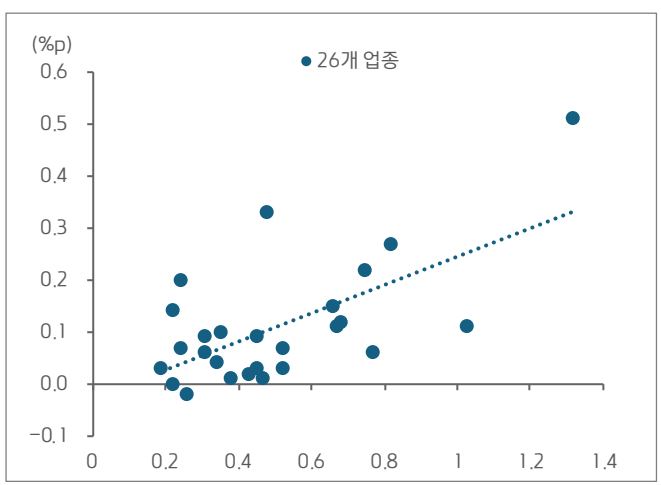
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터, 주) 음영은 공매도 금지 구간, 60일 누적 거래대금 기준

04. 공매도 잔고 비율이 낮아진 종목 중심의 공매도 압력 경계

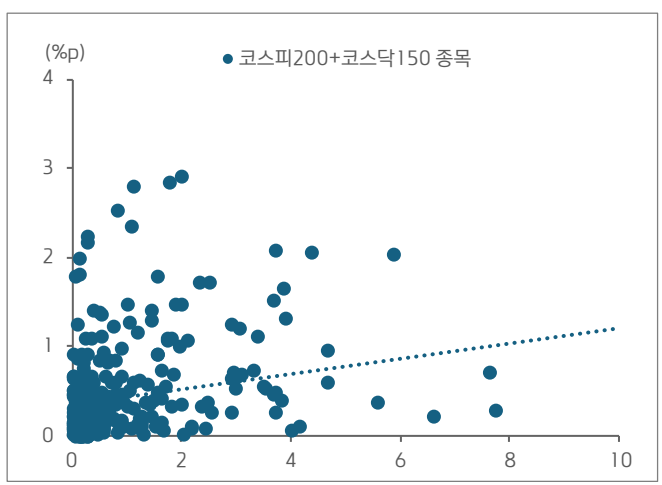
▶ 공매도 자체가 증시 영향력에 미치는 영향은 제한되지만, 단기적으로 개별 업종 및 종목단에서의 변동성 확대는 불가피할 것으로 전망

- '21년 사례를 살펴보면, 공매도 금지 이전 대비 공매도 잔고 비율이 낮아진 종목 및 업종부터 공매도 압력이 증가
- '23년 공매도 금지 이후 현재 기준 공매도 잔고 비율 감소 폭이 큰 업종은 호텔,레저, 운송, IT가전, 화학 등이 해당
- 다만, '23년도에는 코스피200, 코스닥150 내 편입 종목에 한하여 공매도가 가능했던 반면, 금번에는 전 종목이 공매도가 가능하기 때문에 상대적으로 펀더멘털 대비 밸류에이션 부담이 높은 중소형주의 공매도 리스크에 대비해야 할 필요

업종별 공매도 금지 이전 잔고비율 감소 폭과 재개 이후 증감 폭(1M) 비교



종목별 공매도 금지 이전 잔고비율 감소 폭과 재개 이후 증감 폭(1M) 비교



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터,
주) X축 = 공매도 금지~재개 이전 공매도잔고비율 감소 폭, Y축 = 공매도 재개 이후 한달 간 공매도잔고비율 증가 폭

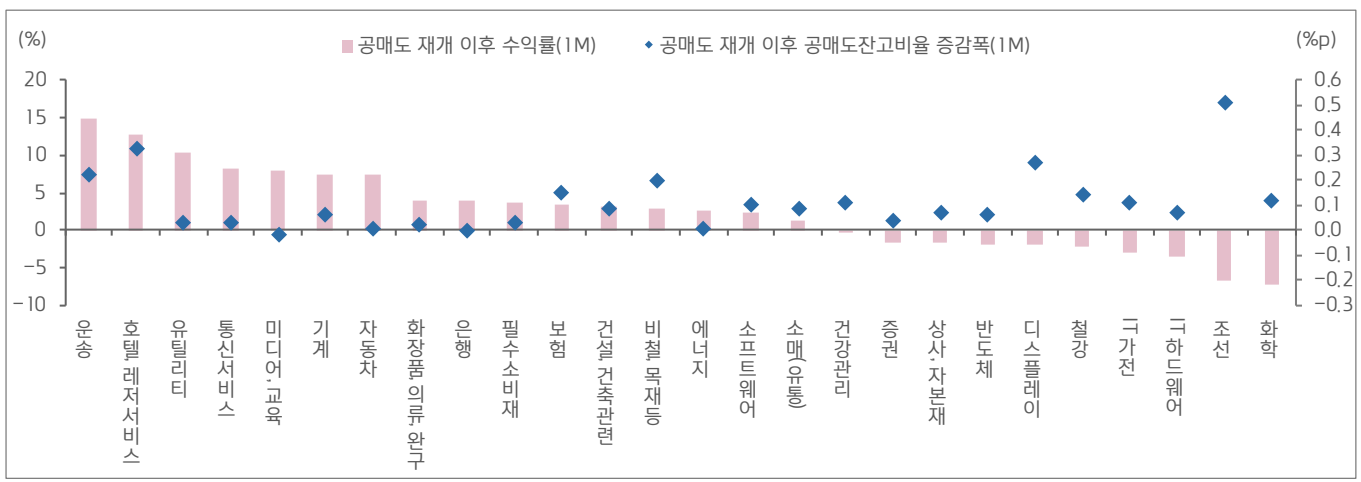
키움증권

05. 다만, 공매도 증가가 반드시 수익률 하락을 불러일으키지는 않았음

▶ 26개 업종 기준, '21년 공매도 재개 이후 공매도잔고 비율이 증가한 업종이 반드시 공매도에 따른 수익률 하락으로 귀결되지는 않았음

- 가령, 한 달간 공매도가 집중되었던 조선(-6.8%), 디스플레이(-2.0%)는 부진했던 반면 운송(+14.9%), 호텔,레저서비스(+12.8%) 업종은 공매도 압력에도 높은 수익률 기록
- 단순히 공매도에 따른 수급적 요인에 초점을 맞추기보다는 업황과 밸류에이션을 모두 감안해야한다는 점을 시사

'21년 공매도 재개 이후 한 달 간 업종별 공매도 잔고 비율 증감 폭과 수익률 비교



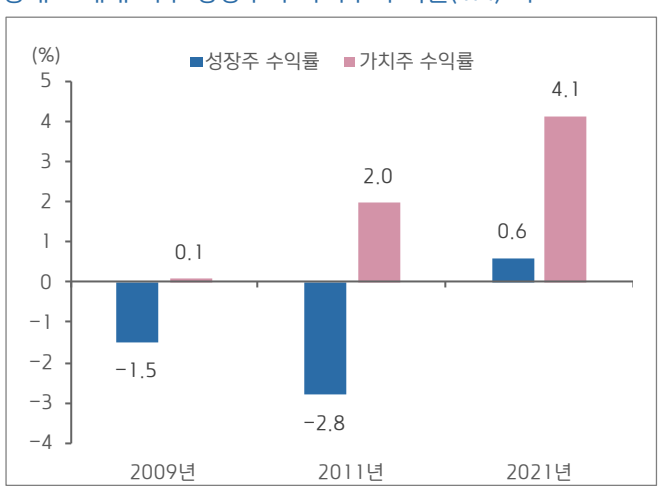
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권

06. 공매도 재개 이후 단기적으로는 저밸류 종목의 약진이 특징

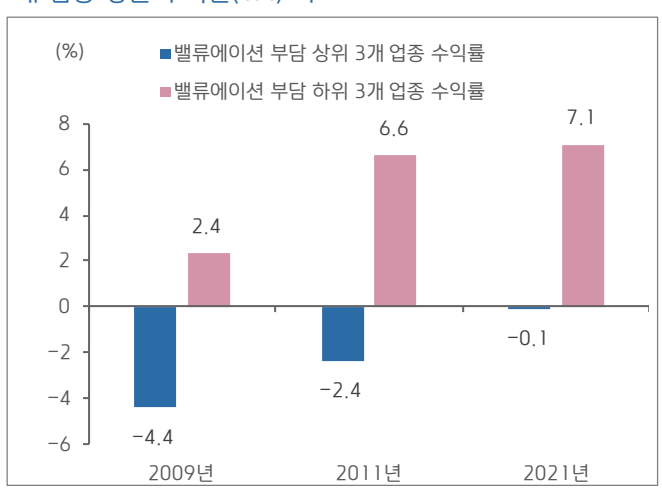
▶ 공매도 재개 이후 단기적으로는 밸류에이션 부담이 적은 종목 중심으로 강세 현상이 나타났다는 점은 특징적
- 스타일 측면에서 '09년, '11년, '21년 모두 가치주가 성장주 대비 우위를 보였으며 3차례 사례 평균 수익률 기준 가치주는 성장주를 3.3%p 상회
- 업종 측면에서도 5년 평균 PBR 대비 밸류에이션 부담이 적은 3개 업종이 밸류 부담이 높은 3개 업종의 평균 수익률을 모두 상회하였음
- 공매도 재개로 인해 증시 내 자금이 단기적으로 공매도 리스크가 적을 수 있는 저밸류 종목으로 유입되었기 때문이라고 판단

공매도 재개 이후 성장주와 가치주 수익률(1M) 비교



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터, 주) WMI500 순수성장, 순수가치 지수 기준

공매도 재개 이후 밸류에이션 부담 상위 3개 업종과 하위 3개 업종 평균 수익률(1M) 비교



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터, 주) 5년 평균 PBR 대비 공매도 재개 시점 PBR 할증률 상위 3개 업종과 하위 3개 업종

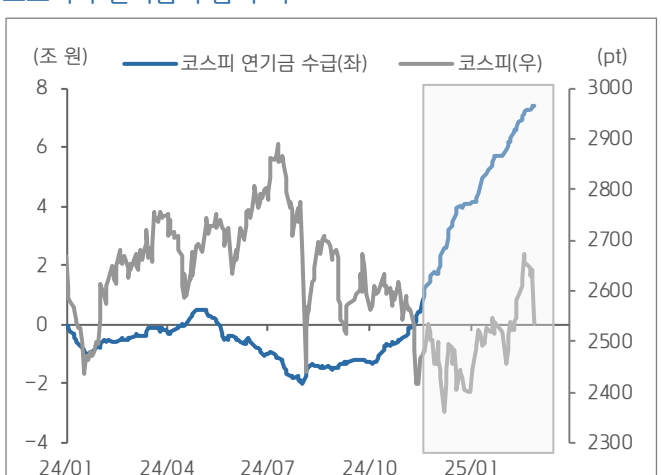
키움증권

07. 3월에도 주도 수급 주체는 연기금이 될 것으로 판단

▶ 연초 이후 연기금은 38거래일 연속 코스피 순매수 기조를 유지하며 국내 증시 상승을 견인

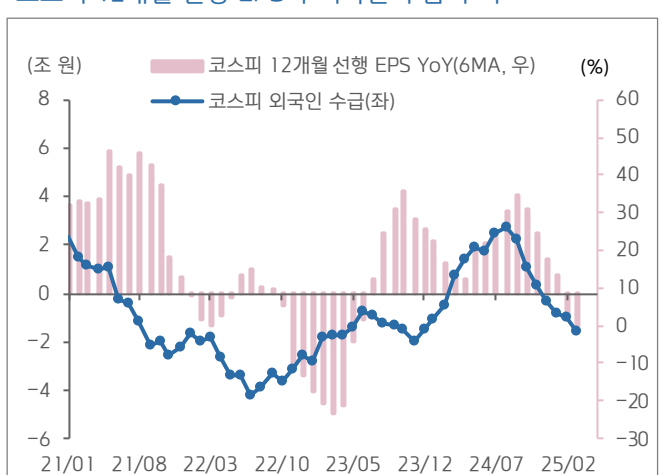
- '25년 이후 연기금 코스피 순매수 자금은 3.3조 원 수준. 지난해 11월 말 기준 국민연금의 국내 주식 비중은 11.9%인 반면, 올해 말 국내주식 목표 비중은 14.9%. 여전히 저평가 수준의 국내 증시 밸류에이션을 감안한다면 3월까지도 연기금의 매수 여력은 남아있다고 판단
- 한편, 또 다른 주요 수급원인 외국인의 자금은 연초 이후 4.6조 원 가량 순매도세.통상 외국인은 코스피 이익이 추세적으로 전환할 때 본격적으로 매수세를 가동
- 3월 말 공매도 재개와 더불어 1분기 실적시즌 진입에 따라 실적 전망치 개선세가 나타날 경우 2분기를 기점으로 주도 수급 주체는 연기금에서 외국인으로 넘어갈 것으로 판단

코스피와 연기금 수급 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

코스피 12개월 선행 EPS와 외국인 수급 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

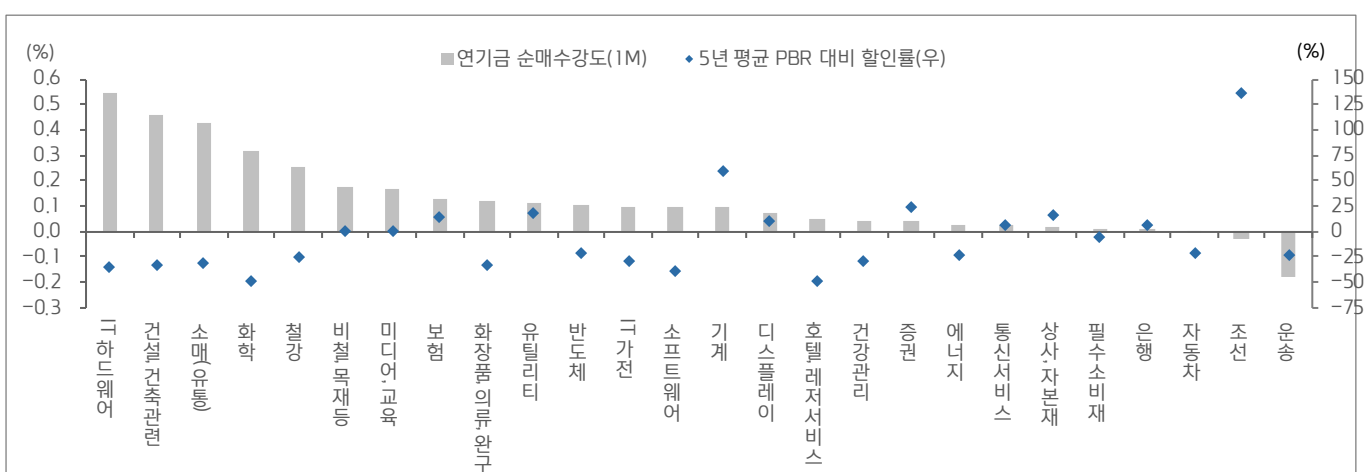
키움증권

08. 밸류에이션 부담이 적은 연기금 매수 업종에 주목해볼 필요

▶ 이를 종합하면, 공매도 재개 시점이 임박함에 따라 상대적으로 밸류에이션 부담이 적고 주도 수급 주체인 연기금의 매수세가 지속되는 업종에 주목해볼 필요

- 실제로, 최근 연기금이 순매수하고 있는 업종은 IT하드웨어, 건설, 소매(유통), 화학, 철강, 비철, 목재, 미디어, 교육 등 지난해 부진한 수익률을 기록하며 밸류에에이션 부담이 덜한 업종 위주
- 특히, 3월 4일부터 개최되는 양회 이벤트 등을 감안시 연기금 수급이 유입되고 밸류에이션 압력이 적다는 공통점을 가진 중국발 수혜 테마가 단기 트레이딩 기회를 제공할 수 있다고 판단

업종별 연기금 순매수 강도(1M)와 5년 평균 PBR 대비 할인(할증)률 비교



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

키움증권