

|리서치센터 투자전략팀| 2025년 4월 1일

4월 월간 전망 : 중간지대 (Neutral Zone)

-1.2%

1.5%

2.5%



투자전략/시황 한지영
hedge0301@kiwoom.com

퀀트/자산배분 최재원
cjw5056@kiwoom.com

시황/ESG 이성훈
shl076@kiwoom.com

키움증권 



Summary

I. 전략: 중간지대(Neutral zone)

- 국내 증시나 미국 증시 모두 1분기 실적시즌을 치르면서 이익 저점 통과, 수익성 불안 완화 등의 재료를 확보해 나갈 전망. 다만, 4월말까지 일련의 대내외 이벤트를 소화하는 과정이 필요한 만큼, 증시 상방에 대한 베팅 확률을 높여가는 것은 4월 말 이후가 될 것으로 판단
- 4월 코스피는 2,700pt 이하 상단 저항을 받은 채 3월과 같은 순환매 장세의 색깔을 유지할 전망(4월 코스피 예상 레인지 2,440~2,680pt).
- 업종 대응은 공매도 발 수급 노이즈에도 수주모멘텀은 유효한 방산 업종, 업황 반등 기대감이 상존하고 있는 반도체는 조정 시 매수가 유리한 전략
- 트레이딩 관점에서는 미국 금리 레벨 다운에도 과매도권 진입, 이익 모멘텀이 양호한 바이오, 소프트웨어, 정부의 추경 편성으로 인한 내수회복 기대감이 있는 소매, 유통, 월중 변동성 확대에 대비한 방어적 성격인 은행 등 주주환원 업종을 제시

II. 퀸트: 실적 회복 기대감 확인 구간

- 글로벌 주요 증시의 실적 전망 눈높이가 낮아지고 있는 가운데, 선제적으로 급격한 눈높이 조정이 이루어진 국내 증시의 하향 조정이 잣아드는 모습. 올 1분기가 실적 저점을 기록할 것으로 예상되는 가운데, 1Q 어닝 시즌을 통해 본격적인 이익모멘텀 회복이 이루어질 수 있을지 확인할 수 있을 것으로 판단
- 월 초에는 관세 부과 시행을 비롯해 국내 공매도 재개에 따른 국내 증시 변동성 확대 영향권이 예상됨에 따라 밸류에이션 부담이 상대적으로 낮은 저변동성, 가치, 퀄리티 성격을 지니고 있는 종목군들의 하방 안정성이 돋보일 것으로 판단. 다만, 월 중반 이후 관련 노이즈와 국내 고유 정치 불확실성 완화 시 위험선호 심리가 회복되면 금리 인하 사이클에 힘 입은 성장 스타일 종목군의 반등 기회가 있을 것으로 전망



III. 시황: 정치 리스크 해소, 외국인 자금 유입 기대

- 2분기를 기점으로 공매도 재개, 실적 턴어라운드에 힘입어 국내 증시의 수급 주도권은 연기금에서 외국인으로 넘어갈 것으로 전망. 특히, 1분기 실적시즌이 개막되는 4월은 계절적으로 어닝서프라이즈 비율이 높은만큼 외국인 자금 유입을 기대하기에 충분할 것으로 예상
- 한편, 4월 중 대통령 탄핵 선고 기일이 확정될 경우 정치 불확실성 해소에 따른 외국인 자금의 추가 유입이 기대. 과거 탄핵 사례를 살펴보면, '04년(기각), '17년(인용) 모두 탄핵 심판 선고 이후 외국인 수급 유입 기조는 지속되었다는 점이 확인 가능
- 이와 더불어 탄핵 관련 노이즈 해소 이후 내수 경기 진작을 위한 추경에 대한 논의는 본격화될 것으로 기대. 현재 10조원의 추경을 정부가 추진하겠다고 밝힌 가운데 향후 추가 추경안이 편성될 경우 소비심리 반등을 통해 내수주에 긍정적인 모멘텀을 제공할 것으로 판단



- I. 전략: 중간지대(Neutral zone)
- II. 퀸트: 실적 회복 기대감 확인 구간
- III. 시황: 정치 리스크 해소, 외국인 자금 유입 기대

Compliance Notice

- 당사는 3월 31일 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 있고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당시 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.

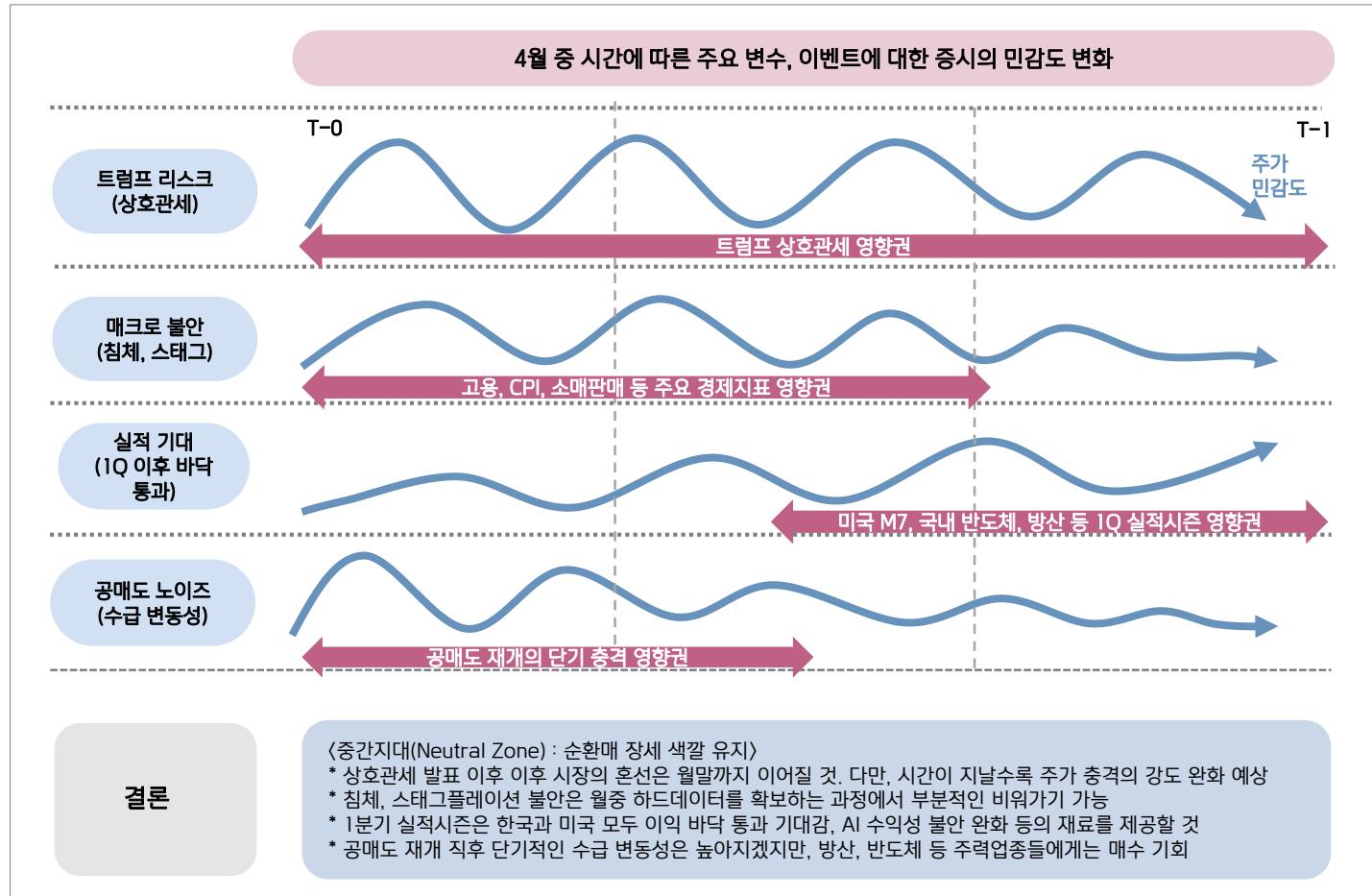
Part 1

전략: 중간지대(Neutral zone)



00. (요약) 4월 주식시장의 색깔

4월 중 시간에 따른 개별 변수들의 주식시장 민감도 변화

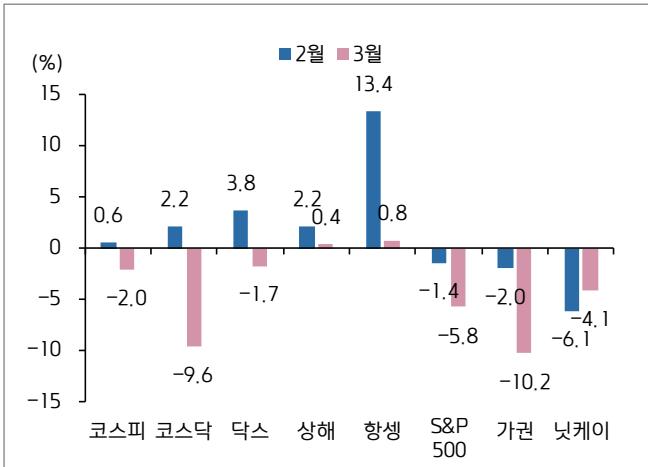


01.

3개월 연속 전강후약의 국내 증시, 마지막 거래일에는 3%대 급락

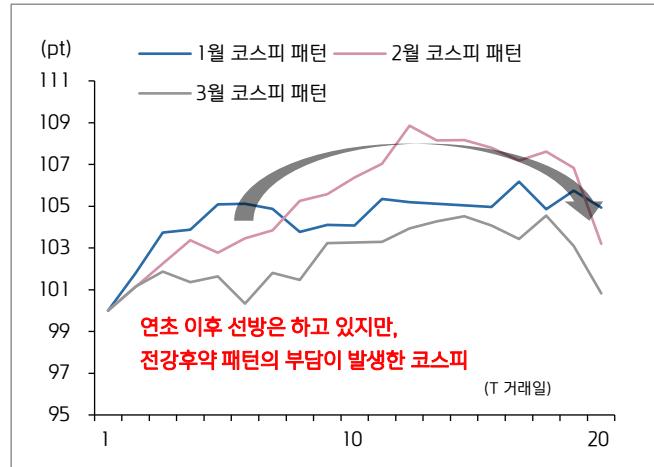
- ▶ 3월 주요국 증시는 지난 1~2월달의 흐름과 달리, US vs Non US 국가간 뚜렷한 성과 차별화 없이 대체로 부진한 주가 흐름을 연출했던 시기
- ▶ 코스피는 2월에 이어 3월에도 소폭이나마 플러스 수익률을 기록하며 여러 차례 전저점 테스트를 하고 있는 미국이나 다른 증시에 비해 선방하기는 했음
- ▶ 하지만 연초 이후 3개월 동안 “전강 후약”을 월간 주가 패턴을 반복하고 있다는 점이나, 3월 31일 마지막 거래일에 외국인의 1.5조원대 대규모 순매도와 함께 폭락했다는 점이 석연치 않은 부분
- ▶ 코스닥은 좀 더 상황이 녹록지 않음. 연초 이후 한 때 지난해 연말 종가 대비 14%대 급등하면서 전세계 수익률 1위권을 다투기도 했지만, 3월 31일 코스피와 함께 3%대 급락하면서 연초 수익률이 급기야 마이너스로 전환

2월 vs 3월 주요국 증시 수익률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

연초 이후 코스피의 주가 패턴 : 전강 후약



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

02.

미국 증시도 불안의 늪으로 빠져들어 가는 모습

- ▶ 미국 증시는 시간이 지날수록 불안함이 가중되는 주가 흐름을 보이고 있는 실정
- ▶ 2022년 약세장 이후 처음으로 미국 증시는 장기추세선인 200선을 하향 이탈하는 등 월 중 여러 차례 주가 반등을 시현했음에도, 200일선 위로 다시 올라가는 그림이 잘 그려지지 않는 상황
- ▶ 더군다나 월 후반으로 갈수록 스태그플레이션 불안 재 점화, 상호관세 불확실성 등 트럼프의 나비효과가 작금의 증시환경에서 쉽게 빠져나오기 어렵게 만들고 있는 모습

S&P500의 기술적 차트



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

나스닥의 기술적 차트

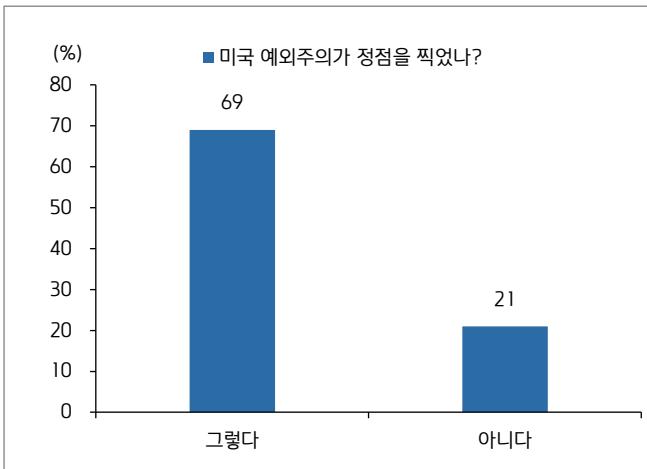


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

03. 미국 우선주의 후퇴 ⇔ 관세, 관세, 관세

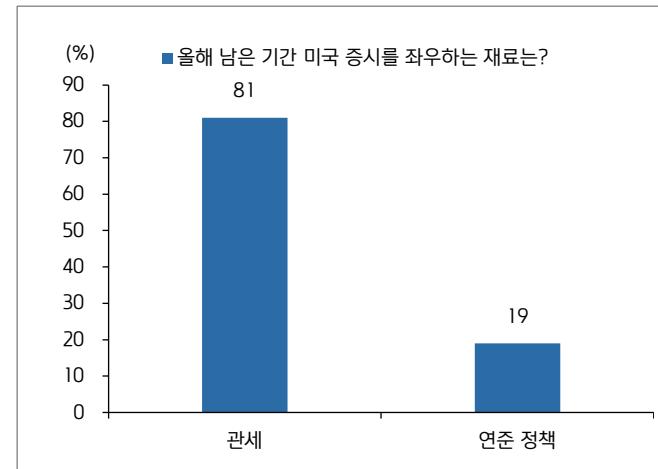
- ▶ 현재 미국 증시의 체감상 하락은 고점대비 20% 이상의 수준일 가능성. 대부분 돈들이 M7으로 몰렸지만, 미국 예외주의 내러티브가 급격히 후퇴하고 있기 때문.
- ▶ 이 같은 미국 증시가 갑작스러운 취약성은 1) 지난 2년간 랠리에 따른 밸류에이션 부담 및 쓸림현상 부작용, 2) 1월 말 딥 시크 충격, 3) 제조업 PMI(ex: ISM, 뉴욕연은), 소비심리지표와 같은 소프트데이터 부진 등이 고점대비 10% 이상 추가하락을 만들어내는 과정에서, 관세의 부정적인 주가 영향력을 높이고 있다는 데서 기인
- ▶ 3월 10~13일 블룸버그의 설문에서도 비슷한 결과를 확인할 수 있음. 이번 설문에는 올해 남은 기간 동안 미국 증시의 방향성을 결정하는 요인으로 연준 정책(응답률 19%)보다 관세(81%)가 압도적으로 높은 응답률을 기록. 또한 미국 증시의 부진이 계속 이어진다면, 연준 풋(28%)보다 트럼프 풋(40%)이 먼저 발동될 것이라는 응답률이 높다는 점도 관세 민감도가 높아졌음을 유추할 수 있는 대목.

미국 예외주의에 대한 글로벌 펀드매니저들의 생각



자료: BofA 3월 서비스, 키움증권 리서치센터

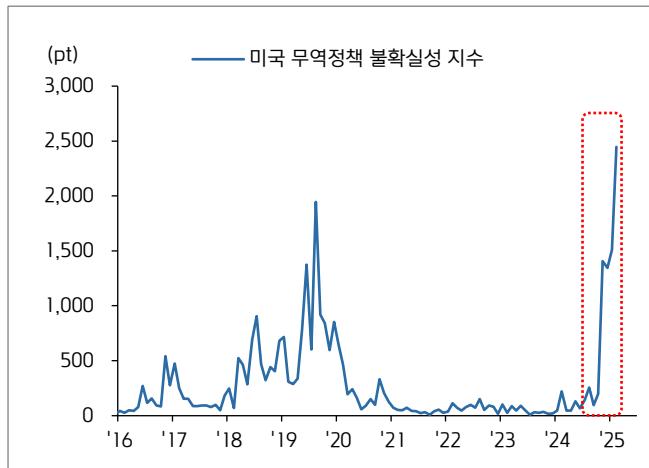
올해 남은 기간 미국 증시 향방을 좌우하는 재료



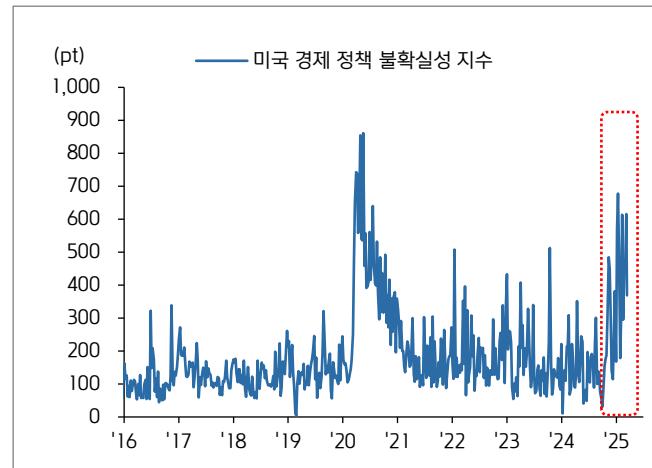
자료: Bloomberg 서비스, 키움증권 리서치센터

- ▶ 월 중순 바닥을 확인한 줄 알았던 미국 주식시장이나, 추가 상승에 대한 자신감이 약해지고 있는 한국 주식시장이 부정적인 분위기의 반전을 도모하기 위해선 월말까지 인내심을 발휘해야 할 것으로 보임
- ▶ 월초 상호관세, 월 중순 미국 주요 지표 이벤트, 그리고 월말에 몰린 미국 빅테크 및 국내 주요 업종 실적시즌 등 증시에 영향력을 행사하는 이벤트들을 잇따라 치러야 하기 때문
- ▶ 이는 월 중 증시 방향성은 뚜렷하지 않을 것이며, 업종간 순환매 장세가 이어질 것임을 시사

미국의 무역정책 불확실성 지수



미국의 경제정책 불확실성 지수

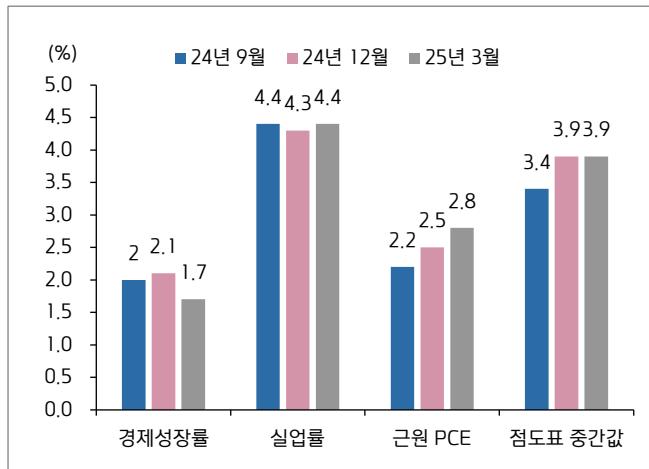


05.

3월 FOMC, 별일이 없었던 것만으로도 다행이었던 이벤트

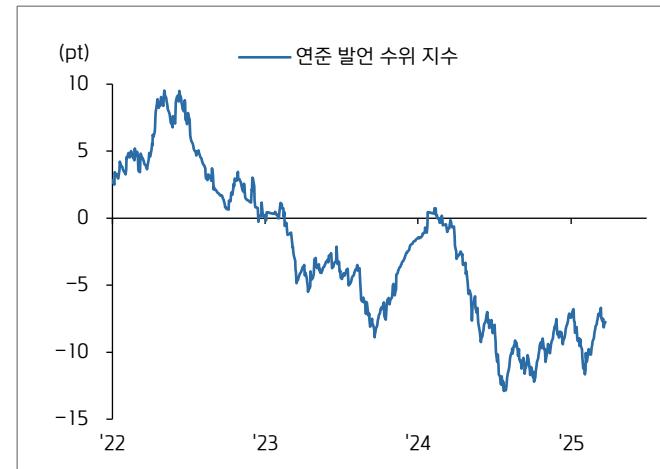
- ▶ 이전보다 영향력이 약해졌다는 평가를 받고 있는 기간이긴 하지만, 3월 FOMC는 중립 수준으로 무난히 소화.
- ▶ 기준금리는 동결했고(4.25~4.50%), 점도표 상 중간값은 이전보다 점을 높게 찍은 인원들이 기존 4명에서 8명으로 늘어나긴 했으나, 중간값 자체는 2회 인하(3.875%)로 유지
- ▶ 25년 성장을 전망하는 하향(2.1% → 2.1%), Core PCE 전망치는 상향(2.5% → 2.8%) 하는 등 경제 전망에 변화를 주기는 했지만, 2월 이후 시장 참여자들 사이에서 확산됐던 침체, 스태그플레이션 내러티브를 정당화 시킬만한 수치 변화는 아니었음. 양적 긴축(QT) 역시 250억달러에서 50억달러로 축소하는 등 3월 FOMC는 시장의 예상에 부합하는 수준
- ▶ 파월 의장의 기자회견은 신중하면서도 시장의 불안을 달래주는 식. 최근 경제 전망의 불확실성이 증가한 것은 관세의 영향 때문이고, 관세가 인플레이션에 미치는 영향은 “일시적”일 것이라는 평가를 내림. 동시에 설문조사에 기반한 심리지표의 부진에 연준이 대응하는 것을 원치 않으며, 실물(하드) 데이터는 견조하다는 식의 입장을 내비침

3월 FOMC 연준의 경제전망 및 점도표 변화



자료: FOMC, 키움증권 리서치센터

연준 발언 수위 지수



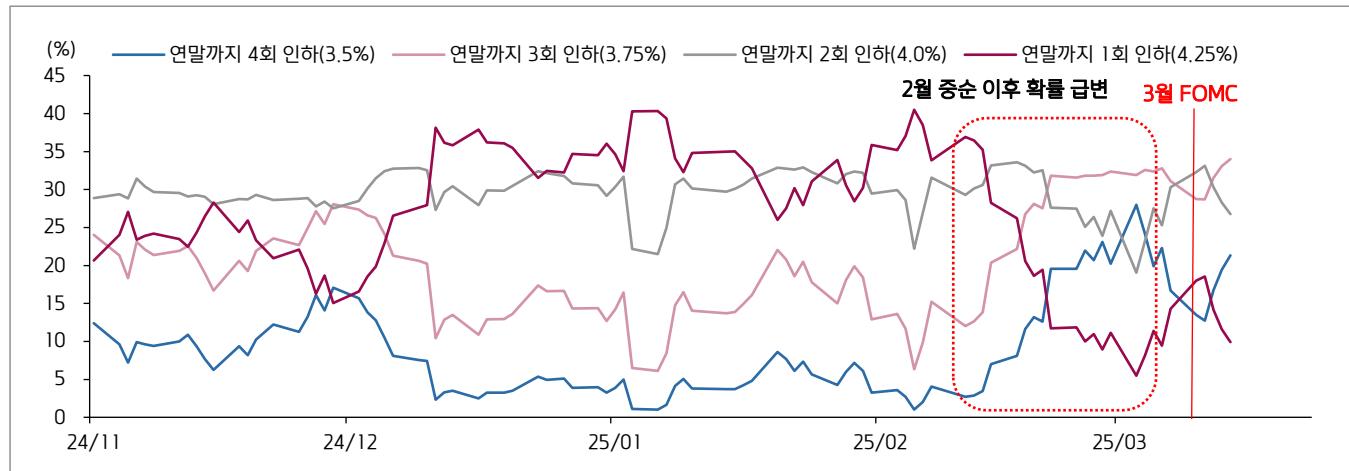
자료: Bloomberg 서비스, 키움증권 리서치센터

06.

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

- ▶ 연준의 인하 전망에 변화가 생기고 있으나, 2월 말로 갈수록 주식시장에 미국 경기 침체, 스태그 플레이션 노이즈가 끼고 있다는 점이 증시에도 혼선을 유발
- ▶ 2월 이후 심리지수를 중심으로 한 주요 지표 부진들로 인해 9월로 컨센서스가 형성됐던 연준의 올해 첫 금리인하 시점이 6월로 앞당겨진 상태
- ▶ 연내 총 인하 횟수도 2월 중순 이후 1회에서 3회로 급변했으며, 이제는 4회 인하 전망도 나오고 있는 상황
- ▶ 더 나아가, 침체가 아닌 스태그플레이션이 현실화될 경우 연준 입장에서도 금리인하를 단행하기가 어려울 것이기에, 현재의 인하 경로에 의존해서는 안된다는 의견도 부상하고 있는 모습

올해 연말까지 연준의 금리인하 확률 변화



자료: Fed Watch, 키움증권 리서치센터

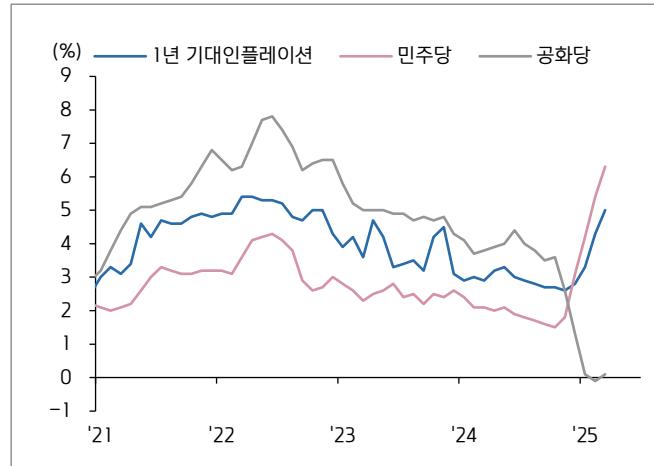
- ▶ 최근 뉴스 플로우를 장악하고 있는 관세 불확실성이 실물경제주체들에게 경기와 인플레이션 전망에 부정적인 생각을 주입시키고 있다는 점이 침체, 스태그플레이션 불안을 자아내고 있음
- ▶ 3월 미시간대 소비자심리지수 확정치(57.0pt vs 컨센 57.9pt)는 부진한 반면, 1년 기대인플레이션(5.0% vs 컨센 4.9%)는 예상보다 높게 나왔다는 점이 스태그플레이션 우려를 자아냈던 상황.
- ▶ 이 같은 소프트 데이터의 부진이 시차를 두고 하드 데이터에 영향을 줄 것이라는 걱정으로 이어지고 있는 모습.
- ▶ BofA 글로벌 펀드매니저 서베이 상으로도 향후 12개월 동안 미국 경기가 노랜딩할 것이라는 응답 비율이 2월 36%에서 19%로 급감한 반면, 소프트랜딩(52% → 64%), 하드랜딩(6% → 11%) 응답 비율이 증가했다는 점을 참고해볼 필요.
- ▶ 하지만 현재 이들 지표에는 정치적인 색채가 강하게 묻어있다는 점에 주의할 필요. 민주당과 공화당 지지자간 응답 결과는가 상이한 흐름을 보이고 있기 때문

미시간대 소비자심리지수 및 정당별 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

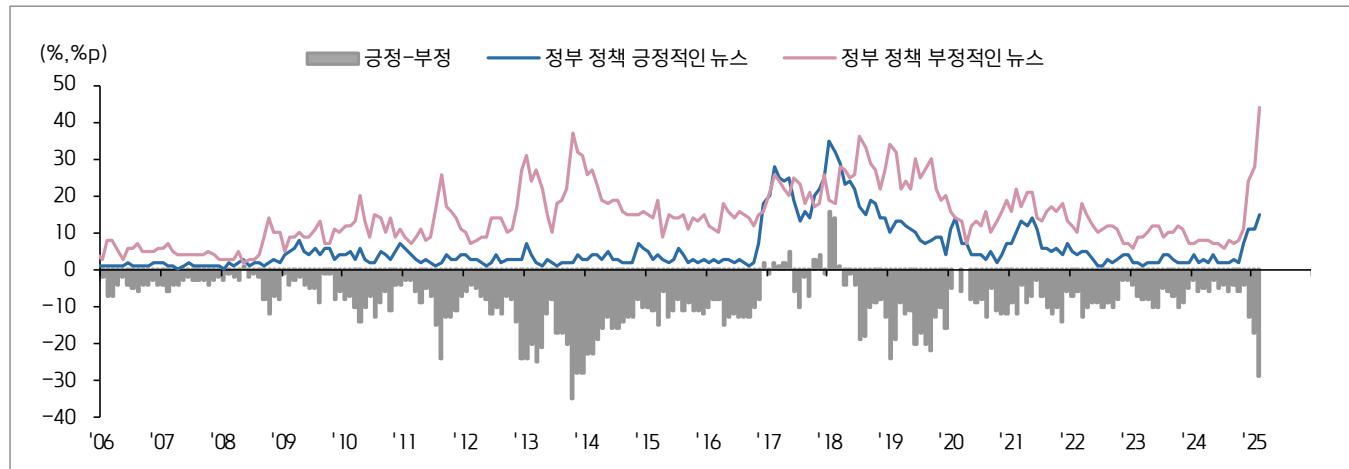
미시간대 1년 기대인플레이션 및 정당별 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 소비자심리지수 등과 같은 설문자들의 응답을 기반으로 하는 지표는 환경에 영향을 많이 받는 특성
- ▶ 가령 미시간대의 조사에 의하면, 응답자들이 “정부 정책에 대한 긍정적인 뉴스를 들었다”에 대한 언급 비율과 “부정적인 뉴스를 들었다”에 대한 언급 비율은 역대급으로 크게 확대된 상태
- ▶ 최근 트럼프, 머스크 등 트럼프 진영의 관세, 정치, 공무원 해고 등 여러 행보들에 대한 부정적인 뉴스플로우가 일반 소비자들의 심리에 영향을 상당부분 주었을 가능성을 내포
- ▶ 이렇게 미국인들이 부정적인 전망에 휩싸인 것은 트럼프의 관세 행보에서 기인하며, 향후 증시 안정의 실마리도 관세에서 찾아봐야 할 것

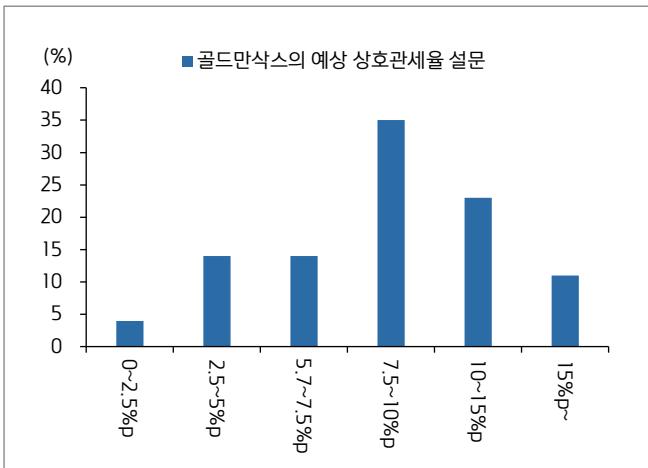
정부 정책에 대한 긍정적인 뉴스 vs 부정적인 뉴스



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

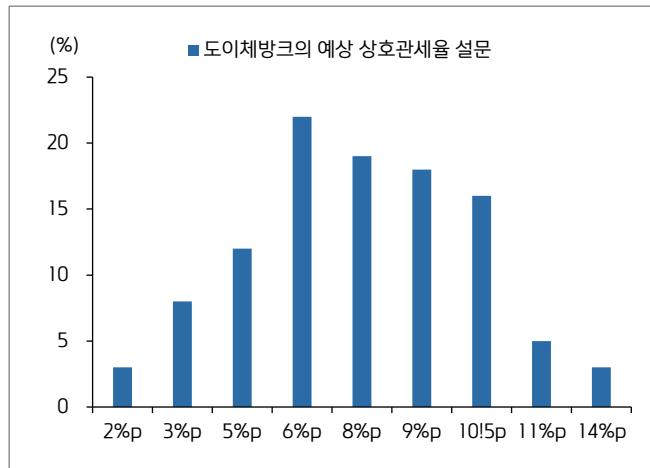
- ▶ 지금 주식시장의 방향성을 결정하는 것은 “관세” 그 자체에 있음. 관세의 부작용을 미국 경제와 주식시장도 온전히 피해가기 어려워 졌음을 주가 급락을 통해 보여줬기 때문. 연준 역시 3월 FOMC를 통해 향후 정책은 관세 영향을 사후적으로 확인해 가면서 대응하겠다는 보수적인 입장을 취했다는 점도 마찬가지
- ▶ 문제는 아직까지 상호관세에 대한 정보가 많지 않다는 것인데, 골드만삭스나 도이체방크의 설문조사 상 현재 3%대로 매겨지고 있는 미국의 관세율이 9%p 더 추가될 것이라는 전망이 중론이지만, 이보다 높은 관세율이 부과될 가능성이 상존
- ▶ 또 부가가치세, 환율 등 비관세 장벽의 도입 여부, 상대국가에 개별적으로 적용되는 관세 레벨 등의 불확실성도 시장이 견뎌야 한다는 피로감도 발생할 소지

골드만삭스의 예상 상호관세율 설문



자료: 골드만삭스 설문, 키움증권 리서치센터

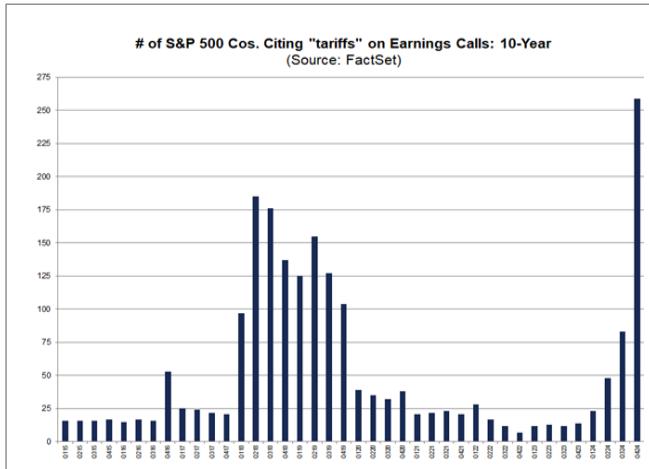
도이체방크의 예상 상호관세율 설문



자료: 도이체방크 설문, 키움증권 리서치센터

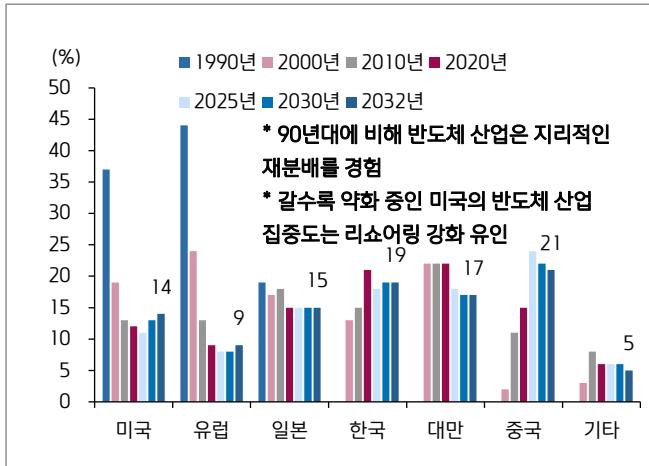
- ▶ 상호관세 발표 후 그 안에 담긴 구체성과 실현 가능성은 놓고 시장참여자들간 서로 다른 해석이 충돌하는 과정에서 단기적인 변동성이 높아질 수는 있을 것
- ▶ 하지만 주식시장은 3월 내내 상호관세 불확실성을 주가에 반영해 왔기에, 실제 상호관세 발표 후 시간이 지날수록 악재의 기정사실화, 학습효과가 발현될 수 있다고 판단. 정책적인 측면에서도 비슷한데, 트럼프가 상호관세 발표 후 미국의 유불리를 따져 상대국과 협상을 할 의향이 있다고 밝혔다는 점도 주목해볼 필요
- ▶ 더욱이 미국 산업계, 유권자들의 관세에 대한 부정적인 목소리가 높아질 수 트럼프 진영이 이를 반영하여 관세 수위를 조절해 나갈 것으로 예상
- ▶ 4월 말까지 상호관세에 대한 구체적인 윤곽이 드러나고 각국들과 협상을 하는 과정에서 실제 관세 충격의 수위가 크지 않을 것이라는 인식이 자리잡을 것으로 보임

S&P500 실적시즌에서 “관세”를 언급한 기업들, 사상 최대



- ▶ 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
- ▶ 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 도구로 사용하는 명분을 제공할 것

시기별 전세계 반도체 생산에서 각국이 차지하는 비중



자료: Visual Capitalist, 키움증권 리서치센터

트럼프의 관세 행보에 대한 예상 시나리오

	Base	Worst
시나리오	멕시코, 캐나다, 중국에 대한 기존 관세 방침 유지 + 여타 국가들에 대한 관세 수위는 협상에 따라 조절	상호관세와 보편관세 동시부과+상대국가들의 보복관세
내용	<ul style="list-style-type: none"> * 현 시점에서와 같이 주요 상대방 국가들에 대한 선 관세 부과 후 협상 유도* 미국 내 산업계에서 부작용을 우려하는 목소리가 높아지거나, 미국 주식시장의 조정세가 가팔라질 경우, 관세 부과 수위를 조절해 갈 가능성 	<ul style="list-style-type: none"> * 미국 우선주의를 강화하기 위해 4월 이후 상호 관세와 보편관세에 대해 순차적으로 부과 * 상대방 국가들도 보복 관세로 맞대응, 전세계 교역 급격히 위축, 경기 침체 리스크 확대

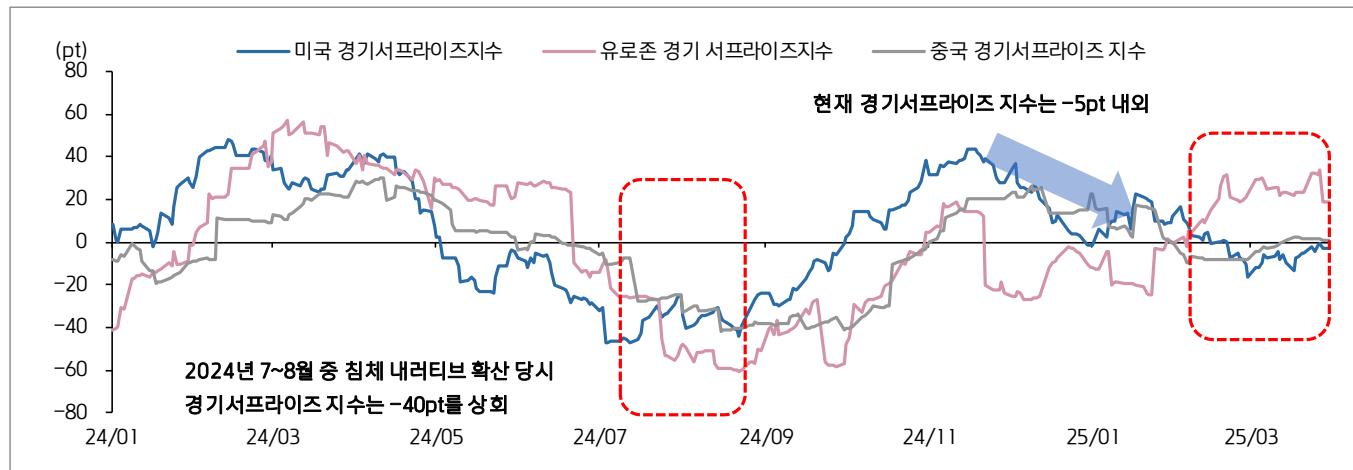
자료: 키움증권 리서치센터

12.

침체 내러티브를 주가에 반영하기에는 아직 연료가 부족하다

- ▶ 최근 정부 정책과 관련해 부정적인 뉴스만 주로 접하면서, 비관적인 답변을 하게 만드는 미시간대 소비자심리지수, ISM 제조업 PMI 등 소프트데이터들이 개선될 것으로 판단
- ▶ 다만, 4월 중 발표되는 소프트데이터에 한해서는 정치, 관세 노이즈가 개입될 수 있기에, 지금 시점에서는 고용, 소비, 산업생산 등 실물에 기반한 하드 데이터에 집중하는 것이 주식시장 입장에서는 대안
- ▶ 비슷한 관점에서 경기 서프라이즈 지수를 살펴볼 필요. 3월말 기준 -5pt대로 지난 8월 침체 내러티브 확산 당시 레벨인 -40pt대에 크게 미치지 못한 상태. 소프트데이터는 하드랜딩을 가리키고 있으나, 하드 데이터는 소프트 랜딩을 가리키고 있는 상황. 후자에 초점을 두는 것이 적절
- ▶ Factset에서 12월 16일~3월 6일까지 실적을 발표한 S&P500 기업들의 컨퍼런스 콜에서 “침체”를 언급한 기업들이 13개로 과거 5년 평균(80개), 10년 평균(60개)를 큰 폭 하회하고 있다는 점도 마찬가지

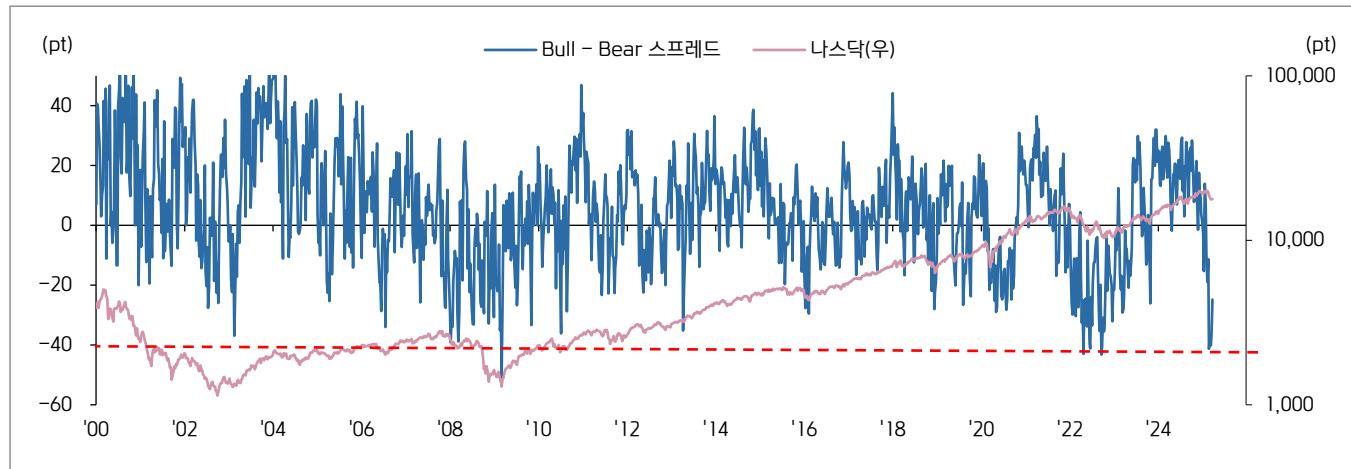
2024년 이후 미국, 유로존, 중국의 경기 서프라이즈 지수(3월 초 기준)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 매주 목요일마다 개인투자자들을 대상으로 향후 시장 방향을 조사해 지수화한 Bull-Bear Spread는 지난 3월 27일 기준 -24pt대로 여전히 비관론이 우위에 있는 상황
- ▶ 여기서 올해 2월말~3월초 -35pt를 넘어섰으며, 해당 지표가 -35pt를 넘어선 적은 극소수에 불과. 가령, 2008년, 2009년 1~2월 중 (금융위기), 2022년 9월(러-우 전쟁 + 연준 금리인상) 등이 해당.
- ▶ 연초 이후 지속적으로 증시의 변동성을 유발한 것이 관세 리스크인 가운데, '18~19년 무역분쟁 당시에도 이 지표가 -28pt를 하회하지 않았다는 점도 상기해봐야 함. 이렇게 무역분쟁 1기 시절을 넘어 금융위기, 러-우사태 급 이상으로 투자 심리가 위축된 것은 과도한 감이 있음

미국 개인투자자들의 투자심리 지표인 Bull-Bear Spread



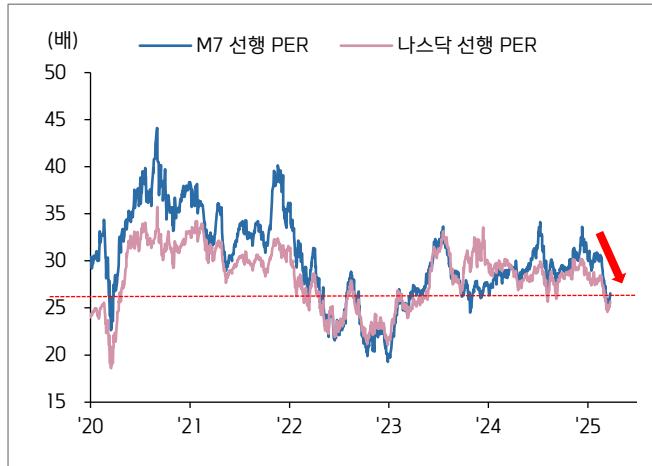
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

14.

밸류에이션 상으로는 진입하기에 큰 무리가 없는 구간

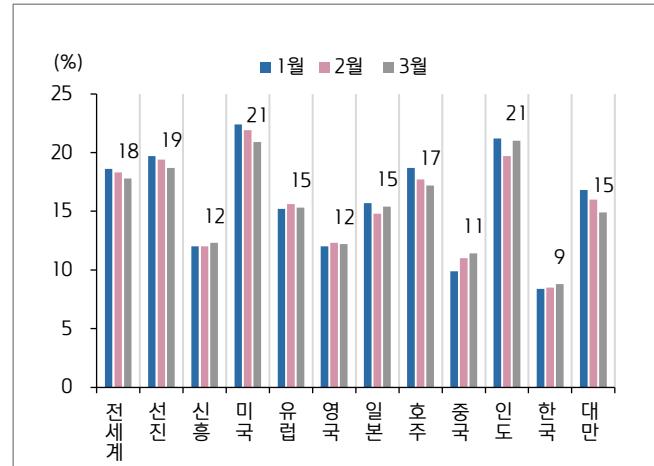
- 관세 리스크가 주가에 과도하게 반영됐다는 점이나 미국의 침체 불안도 과장된 측면이 있기에, 미국 증시의 추가적인 하방 압력은 제한될 것으로 판단
- 고점 대비 10% 이상 급격한 조정을 겪으면서 발생한 과매도, 연초 대비 빠른 밸류에이션 레벨 다운을 경험하는 과정에서 진입 메리트가 생성되고 있다는 시각으로 미국 증시를 바라볼 필요
- 미국 증시는 연초 이후 급격한 주가 조정을 받으면서 오버 밸류에이션 논란은 수면 아래로 내려갔으며, 여타 증시도 과열 혹은 고점 부담을 논할 정도의 밸류에이션 부담은 덜어냈다는 점은 하방 경직성 부여 요인

미국 M7과 나스닥의 선행 PER



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

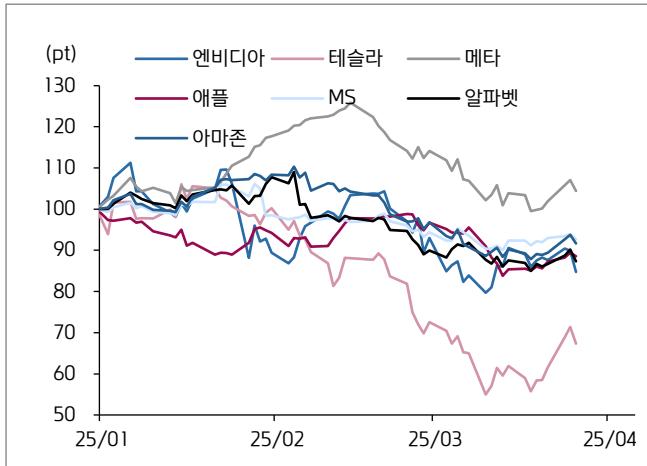
MSCI 지수 기준, 주요국 증시의 선행 PER



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

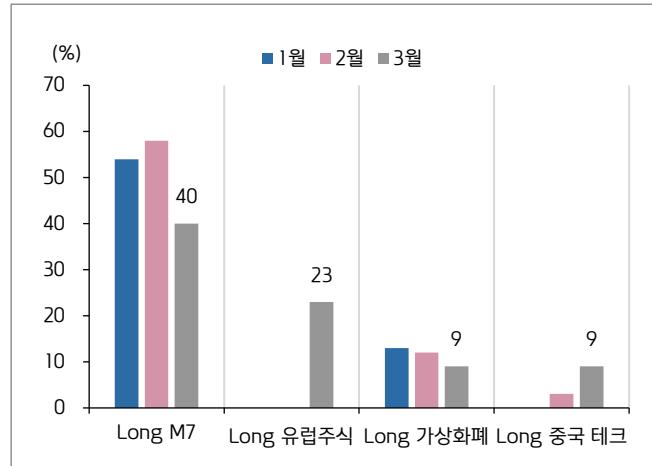
- ▶ 하지만 바닥을 다지면서 저점을 높여가는 것과 고점을 높여가는 것은 별개의 사안이며, 고점을 높여가기 위해서는 작년과 같이 M7을 중심으로 미국 증시가 전세계 대장주급로 다시 부상해야 함.
- ▶ 이를 이른 시일 내에 달성할 것으로 기대하기엔 무리가 있음 엔비디아, 테슬라 등 M7주들이 불안한 주가 흐름을 보인 배경은 관세 리스크도 있지만, 딥시크 사태 이후 지속적으로 제기되고 있는 산업 지배력, 수익성 등 본연의 펀더멘털과 관련된 의구심이 아직 해소되지 못했기 때문.
- ▶ 따라서, 이 같은 의구심이 해소시킬 수 있는 것은 4월 후반부터 몰려있는 엔비디아 제외 MS, 애플, 테슬라 등 M7업체들의 1분기 실적과 가이던스이며, 그 전까지는 M7 포함 미국 증시는 바닥 확인 후 저점을 높여가는 흐름을 베이스 경로로 설정하는 것이 적절

연초 이후 M7 주가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

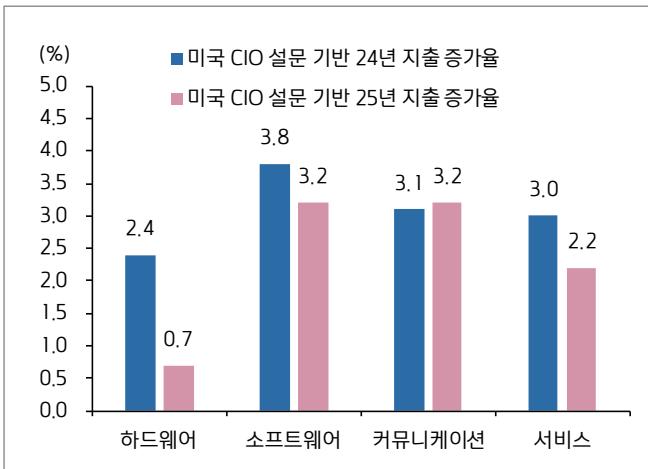
쏠림현상이 발생한 전략으로 생각되는 것은?



자료: BofA 3월 서베이, 키움증권 리서치센터

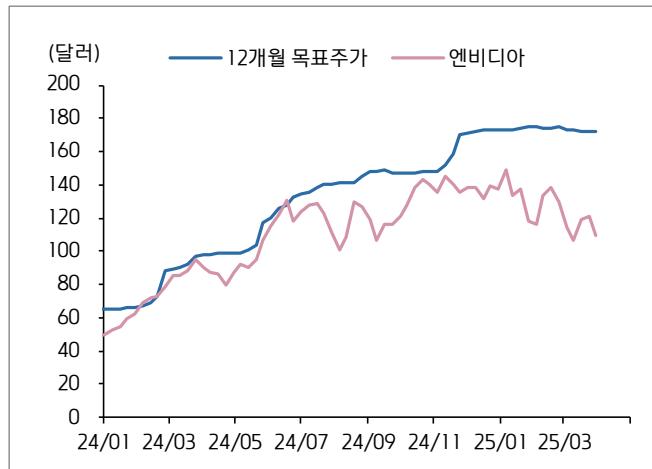
- ▶ 2월 27일에 엔비디아가 다소 선방하는 4분기 실적과 가이던스를 제시하긴 했지만, 딥시크가 촉발한 고사양, 고성능 GPU에 대한 회의론은 완전히 불식시키지 못했음 짧게는 4~5월 빅테크 업체들의 1분기 실적을 통해 AI 시장 내 수요 변화가 어느정도 진행됐는지 확인하는 과정이 필요
- ▶ 실제로 모건스탠리에서 2월 20일 이후 조사한 설문에 의하면, 테크업체 CIO들은 24년에 비해 25년에 하드웨어, 소프트웨어 등 IT 관련 부문에서 지출 증가율이 줄어들 것이라는 답변을 내놓은 상태
- ▶ 결국 이번 1분기 실적에서 딥시크 파장(고성능, 고사양 GPU에 대한 회의), 관세, 규제 등으로 인한 수요 불확실성을 얼마나 극복할 수 있느냐에 따라, 월스트리트의 평균 목표주가와 전부 괴리를 보이고 있는 M7 주들의 주가 방향성이 결정될 것으로 판단

24년 vs 25년 IT 업체들의 자본지출 계획 변화 설문



자료: 모건스탠리, 키움증권 리서치센터

엔비디아 목표주가와 현재 주가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

17.

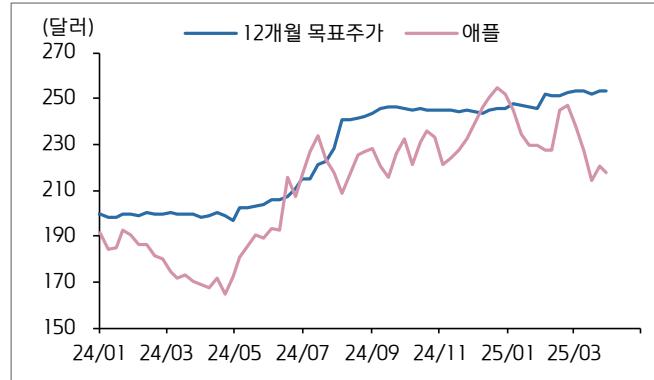
M7 목표 주가 vs 실제 주가 : 1월 이후 딥시크 & 관세 파장으로 괴리 확대

테슬라 목표 주가 vs 실제 주가



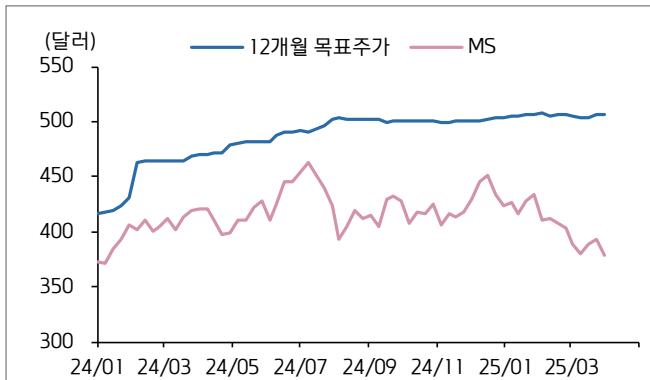
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

애플 목표 주가 vs 실제 주가



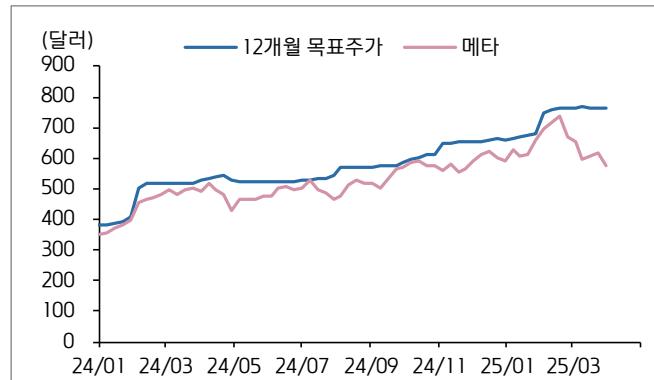
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

MS 목표 주가 vs 실제 주가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

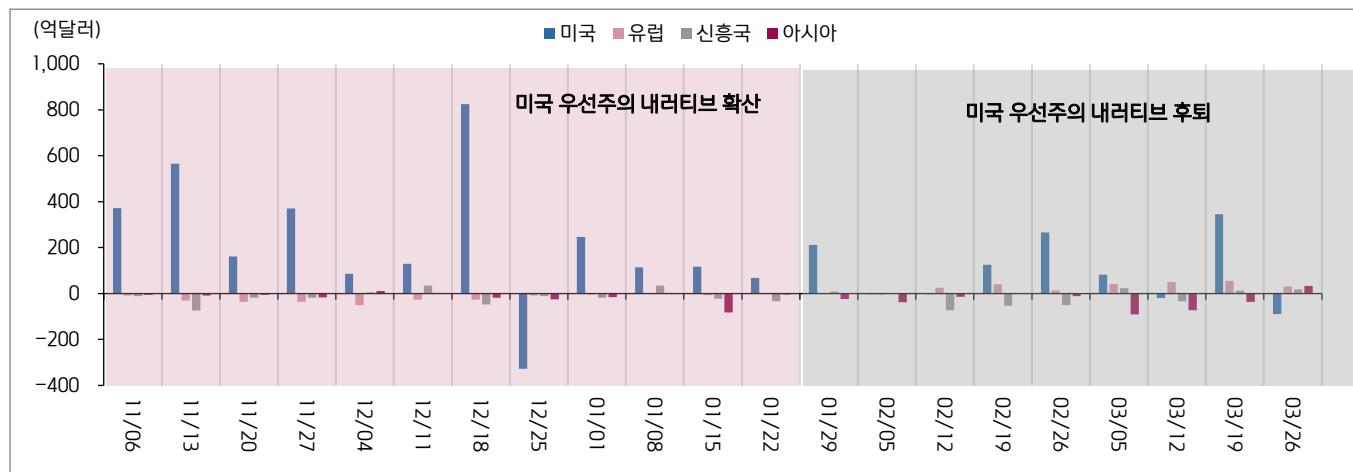
메타 목표 주가 vs 실제 주가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

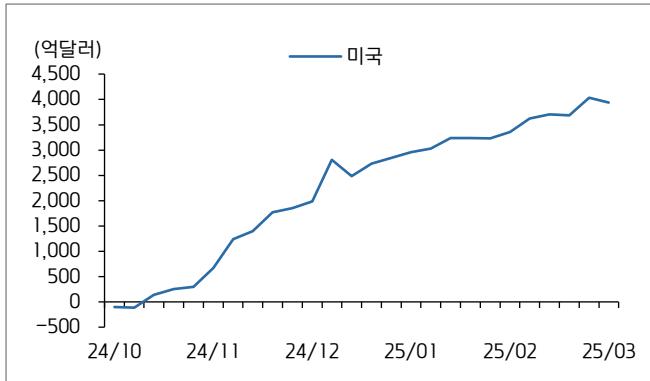
- ▶ 2~3월 중 "비 미국에 대한 투자 선호도 증가 vs 미국 증시에 대한 투자 선호도 감소" 구도가 진행되는 과정에서도 미국 향 글로벌 펀드의 자금 유입 추세가 예상보다 견조했다는 점이 눈에 띄는 부분
- ▶ 단기적으로는 유럽, 신흥국, 아시아향 자금 플로우를 추적하며 플레이를 복제하는게 유리할 수 있겠지만 이는 연간으로 봤을 때 미국을 바라보는 시각이 크게 변하지 않았음을 시사
- ▶ 주가가 각 국가들의 이익과 경제 성장에 의해 결정된다고 가정한다면, 올해 미국 만한 이익 성장과 경제 성장을 보여주는 국가를 찾아보기 어려울 것으로 판단

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



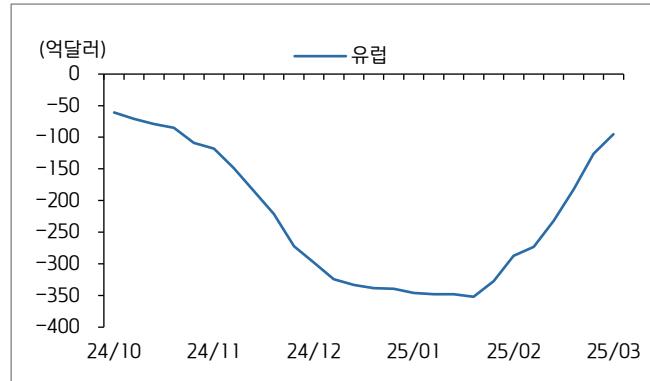
자료: 국제금융센터, 키움증권 리서치센터

글로벌 주식형 펀드의 미국향 누적 순매수



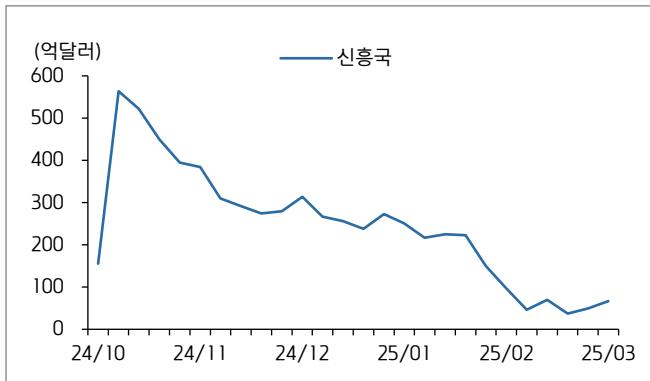
자료: 국제금융센터, 키움증권 리서치센터

글로벌 주식형 펀드의 유럽향 누적 순매수



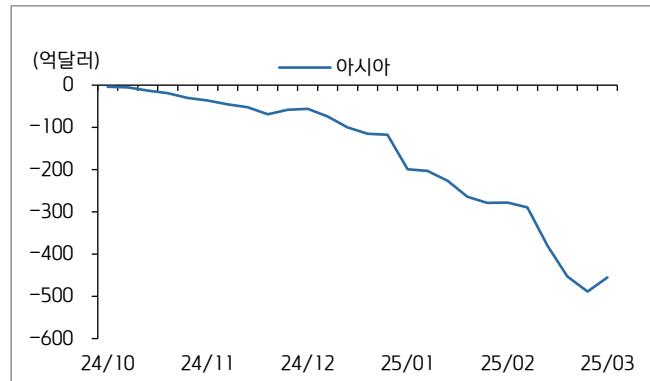
자료: 국제금융센터, 키움증권 리서치센터

글로벌 주식형 펀드의 신흥국향 누적 순매수



자료: 국제금융센터, 키움증권 리서치센터

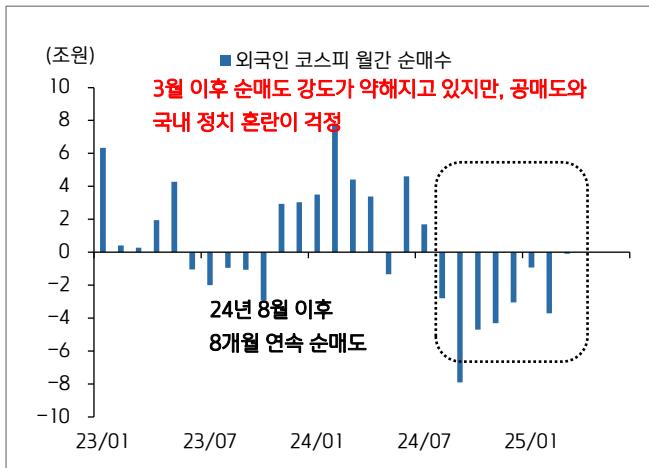
글로벌 주식형 펀드의 아시아향 누적 순매수



자료: 국제금융센터, 키움증권 리서치센터

- ▶ 국내 증시는 고유의 과제도 풀어나가 하는데, 3월 31일부로 재개되는 공매도가 대표적인 것
- ▶ 3월 31일 국내 증시의 3%대 폭락에는 미국발 악재도 있었지만, 공매도 재개의 충격도 작용한 것으로 판단
- ▶ 이렇듯 공매도 재개는 외국인의 한국 증시 매도를 자극하면서 지수 전반적인 레벨 다운을 만들어 내거나, 반도체, 방산 등 특정 업종의 주가 모멘텀을 약화시킬 것이라는 우려가 끊임 없이 제기되고 있음
- ▶ 이에 더해 현직 대통령에 대한 탄핵심판 선고일 고지도 대기하고 있으며, 그 과정에서 국내 정치 불확실성 확대가 증시에 전이될 가능성이 잠복하고 있는 모습
- ▶ 3월 말로 갈수록 업종간 손바뀜이 빠르게 일어나며 증시 대응 난이도가 높아진 것이나, 달러 인덱스의 약세 흐름에도 달러/원 환율이 2월 말 1,420원대에서 3월 말 현재 1,460원대 이상 레벨로 상승한 것도 이 같은 국내 고유의 불확실성이 영향을 주었다는 의견도 존재

외국인 코스피 월간 순매수



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

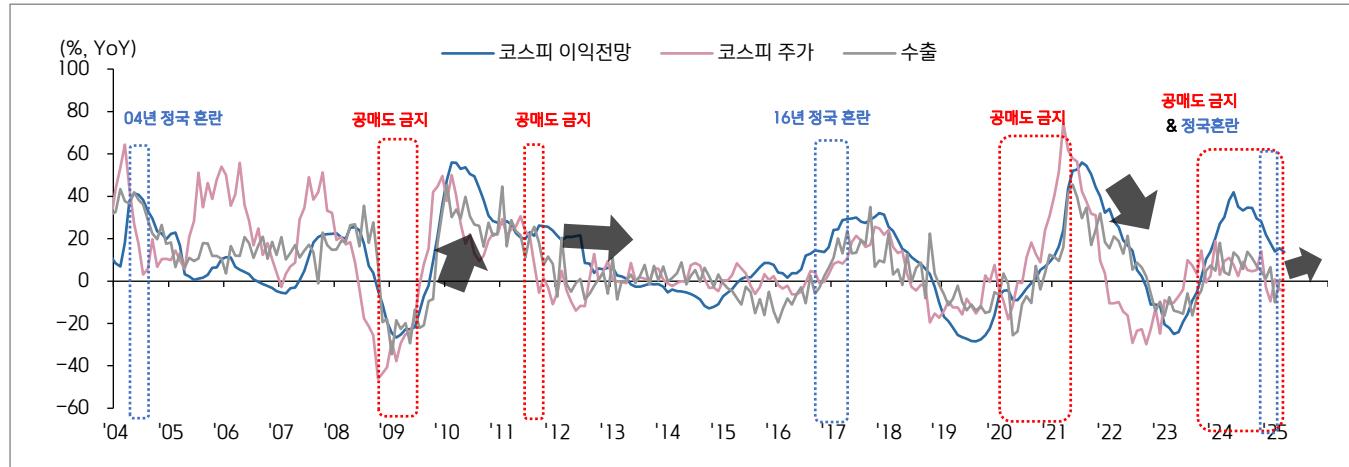
달러 인덱스 vs 달러/원 환율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

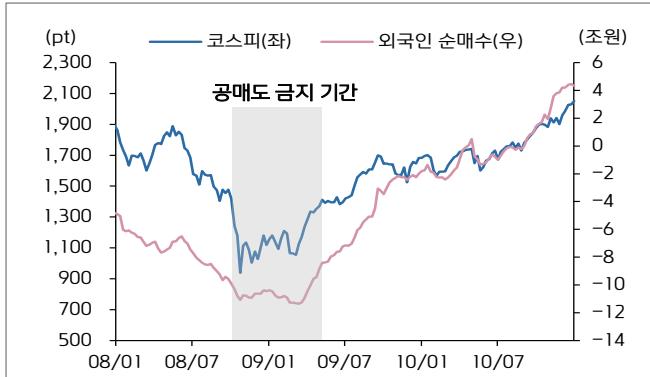
- ▶ 4월에도 단기적으로는 이자천지, 바이오, HBM, 등 대차잔고 증가율이 높은 업종들이나 방산, 조선처럼 그간 주가가 많이 오른 업종은 공매도의 타깃이 될 것이라는 심리적인 불안감에 휩싸일 수 있을 것
- ▶ 하지만 공매도 재개는 단기적인 수급 노이즈만 일으키는데 국한될 것이며, 지수 혹은 업종의 주가 방향성은 이익과 펀더멘털이 좌우한다는 게 과거의 경험
- ▶ 탄핵 등으로 인한 정국 혼란의 증시 충격 역시 마찬가지인데, 04년, 16년 탄핵 정국 혼란 당시에도 코스피의 주가 방향성을 좌우한 것은 이익과 수출 변화였다는 점을 상기해봐야 하는 시점

과거 정국 혼란, 공매도 금지 전후의 코스피 주가와 이익, 수출 증가율 변화



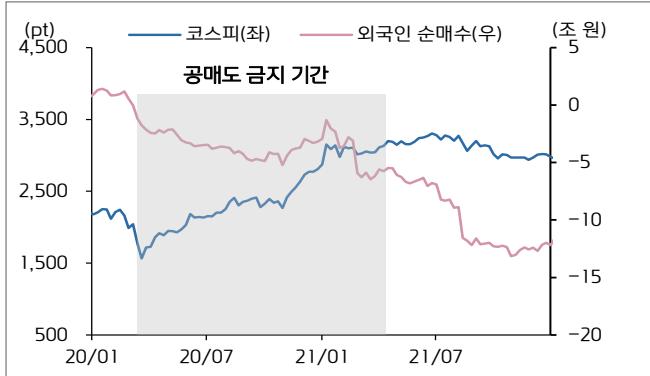
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

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



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

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



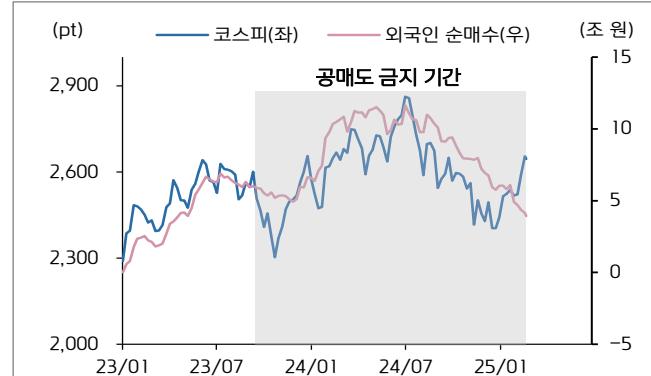
자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

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



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

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



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

23.

한국 증시, 밸류에이션 상 추가 하방을 크게 걱정하지 않긴 하지만…

- ▶ 외국인이 공매도 플레이로 한국 증시에 대한 하방 베팅에는 업사이드 리스크가 존재하며, 이는 코스피의 밸류에이션 상으로 확인이 가능
- ▶ 지난 11~12월에는 트럼프 당선 리스크, 이익 전망 하향, 계엄사태 충격 등을 동시에 반영하면서 0.85배 부근까지 내려간 이후 0.9배 초반까지 주가복원이 이루어졌던 상황
- ▶ 그 가운데, 3월 말 공매도노이즈, 상호관세 불확실성 등 여타 변수로 밸류에이션 조정을 재차 받으면서 후행 PBR이 역사적 밴드 레벨인 0.85배에 근접한 수준까지 내려왔다는 점은 현재 시장의 악재도 국내 주식시장이 소화를 하고 있음을 시사
- ▶ 향후 신규 돌발 악재, 혹은 트럼프 상호관세에서 맞을 수 있는 최악의 시나리오(보편관세 + 맞대응 관세)가 현실화되지 않는 이상 2,400pt 중후반 부근에서 지수 바닥을 다져갈 가능성이 높아보임

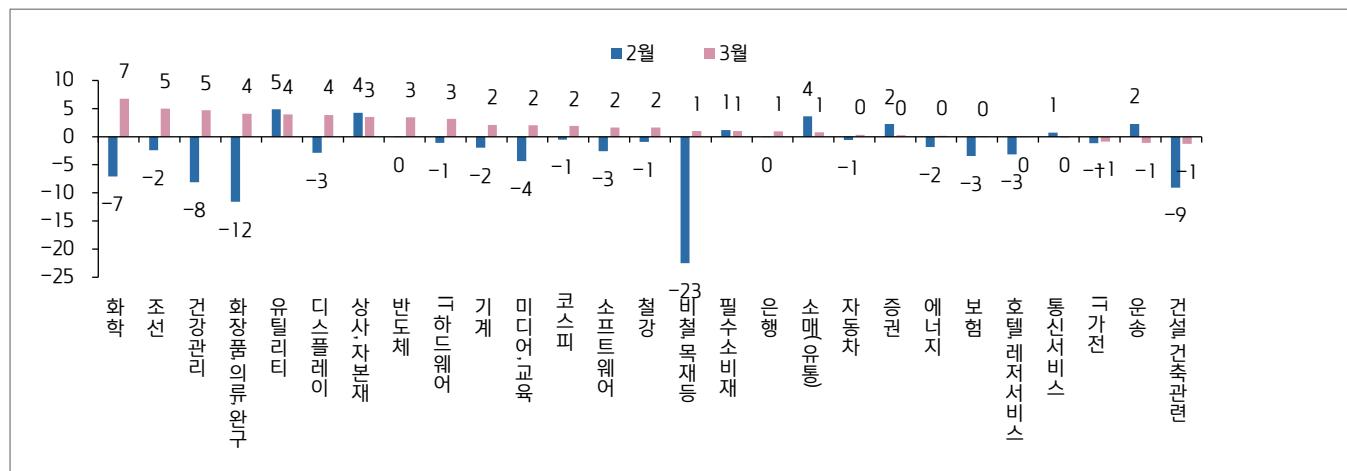
코스피 12개월 후행 PBR 밸류에이션 밴드



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

- ▶ 이런 측면에서 반도체 등 주력 업종을 중심으로 코스피 25년 영업이익 전망치가 290조원대 내외에서 하향 조정이 마무리 되어가고 있다는 점은 안도 요인
- ▶ 지난 2월과 달리 화학, 조선, 건강관리, 상사 자본재, 반도체, IT하드웨어 등 줄곧 내리막을 걷던 주요 업종들의 이익 전망도 호전되고 있다는 점도 눈여겨볼 부분
- ▶ 외국인들이 반도체를 중심으로 순매수하면서 전반적인 순매도 강도를 줄여가고 있다는 것도 이익 바닥 통과 기대감에서 찾아볼 수 있음(3월 31일 1.6조원대 순매도를 기록했지만, 월말 리밸런싱, 공매도 재개 단기 여파 등 일시적인 요인이 개입된 측면도 감안)

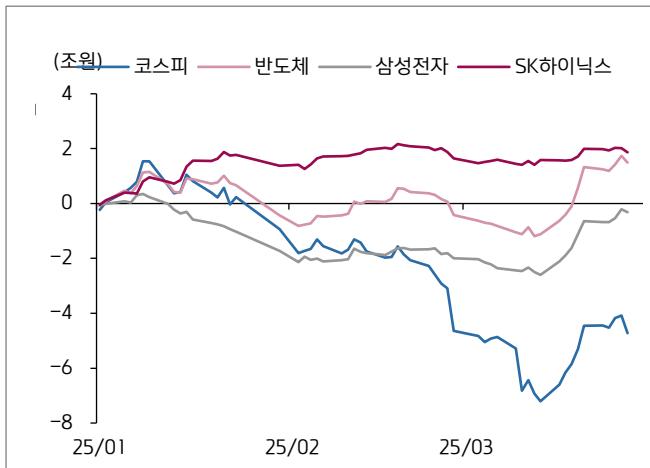
코스피 26개 업종의 2월 말 vs 3월 말 12개월 선행 영업이익 증가율



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

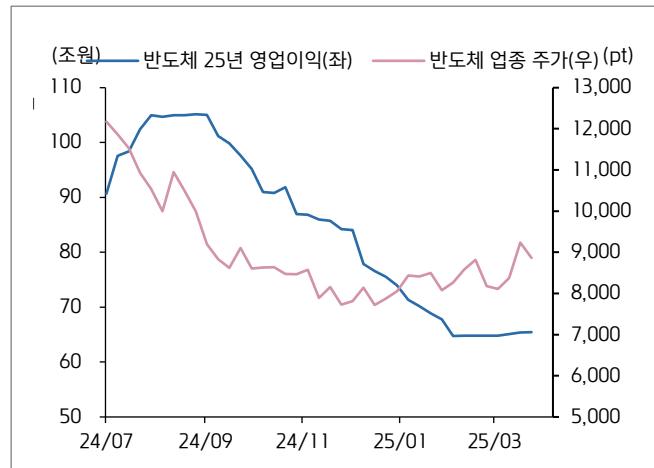
- ▶ 이제 그 기대감이 현실로 이어질 지가 관건. 4월 초 예정된 삼성전자 잠정실적, 4월 말 이후 SK하이닉스, 한화에어로스페이스, HD현대중공업 등 반도체, 방산, 조선과 같이 주력 업종들의 실적 발표 이후 이익 전망 변화가 얼마나 호전될 지에 달려있다고 판단
- ▶ 지난 2월 수출은 시장의 실망을 자아내는 수치를 기록했지만, 3월에는 반등세를 보일 가능성이 높다는 점은 또 다른 안도 요인이 될 것으로 예상
- ▶ 3월 평균환율(1,457원)이 2월 평균환율(1,445원)보다 높은 레벨에 머물러 있었다는 점을 감안시, 고환율 효과로 인한 원화표 시 환산 수출의 호조도 기대해볼 만하다고 판단.

외국인의 코스피 vs 반도체 업종 vs 반도체 주 순매수



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

반도체 업종 25년 영업이익 컨센서스와 주가



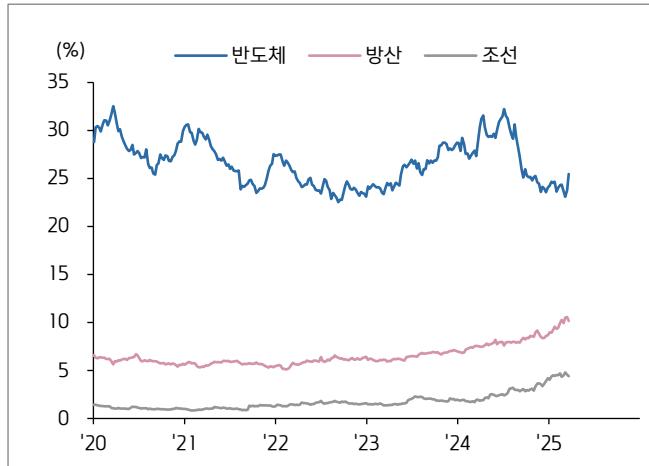
자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

25.

공매도 타깃, 유상증자 사태 등으로 내러티브가 약화됐지만, 방산은 아직 주도주

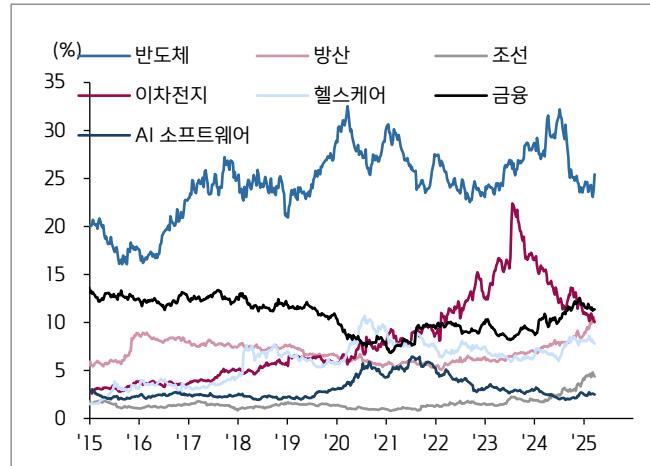
- ▶ 4월 내내 국내 증시는 기존 주도주인 방산 vs 주도주 귀환을 탈환하려는 반도체 간 주도권 다툼이 계속될 것이.
- ▶ 반도체는 업황 조기 해빙 기대감이 상존하고 있으나, 최근 메모리 가격 반등의 배경과 그 지속성에 대한 불확실성이 잔존한 상황. 방산주는 특정 기업의 유상 증자라는 단기 악재에 노출됐으나, 유럽을 중심으로 한 전세계 주요국들의 구조적인 방위비 지출 증가라는 모멘텀은 여전히 유효한 만큼 저가 매수세가 유입될 가능성 상존
- ▶ 주도주의 지속력을 결정하는 것은 실적이라는 점을 감안하면, 1분기 실적시즌을 치르기 전까지 반도체, 방산, 조선 등 기존 주력 업종간 로테이션 국면은 지속될 것으로 예상

코스피 시총 내 반도체, 방산, 조선 시총 비중



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

코스피 시총 내 과거 주도업종들의 시총 비중

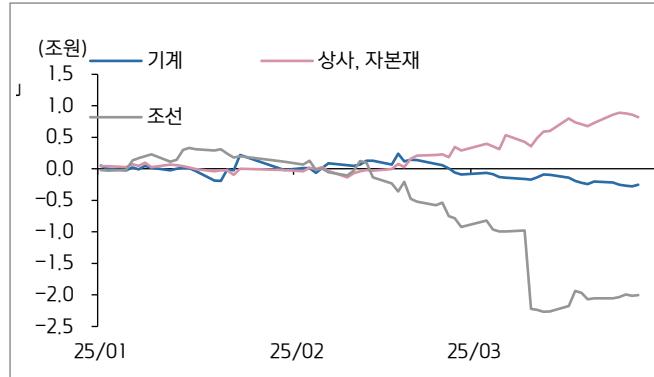


자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

26.

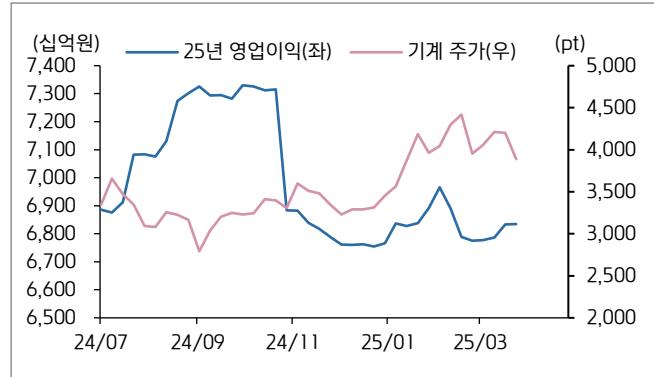
연초 이후 외국인의 방산, 조선 업종의 누적 순매수, 이익, 주가

외국인의 방산, 조선 업종 연초 이후 순매수



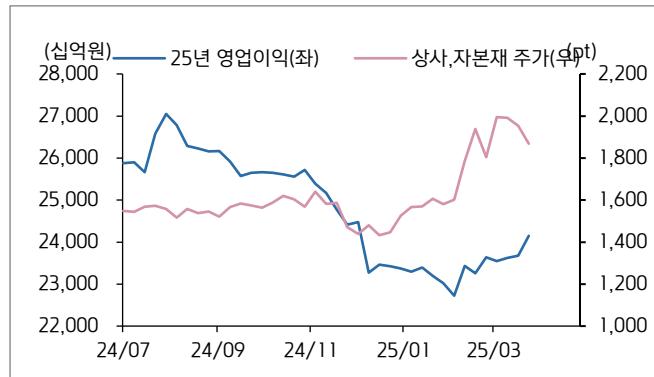
자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

기계(방산) 업종의 영업이익 전망과 주가



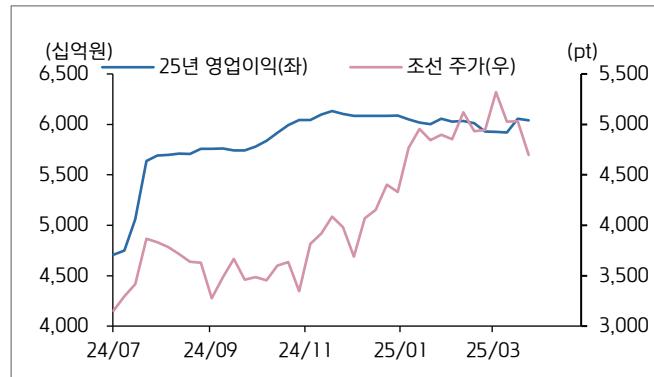
자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

상사, 자본재(방산) 업종의 영업이익 전망과 주가



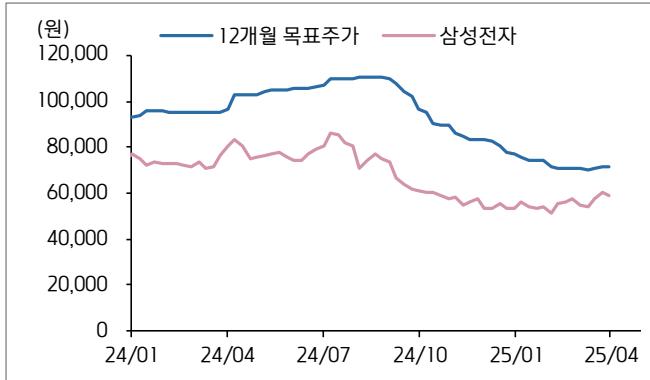
자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

조선업종의 영업이익 전망과 주가



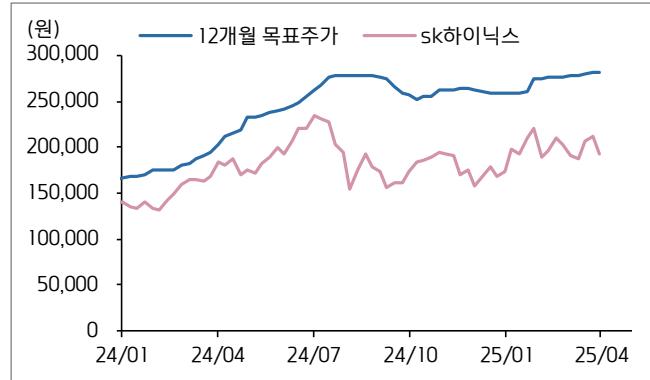
자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

삼성전자 목표 주가 vs 실제 주가



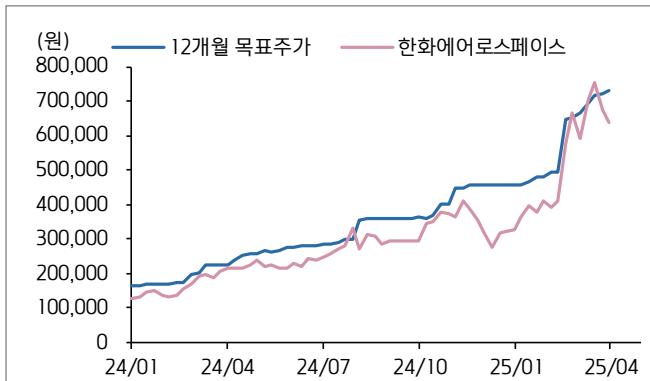
자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

SK하이닉스 목표 주가 vs 실제 주가



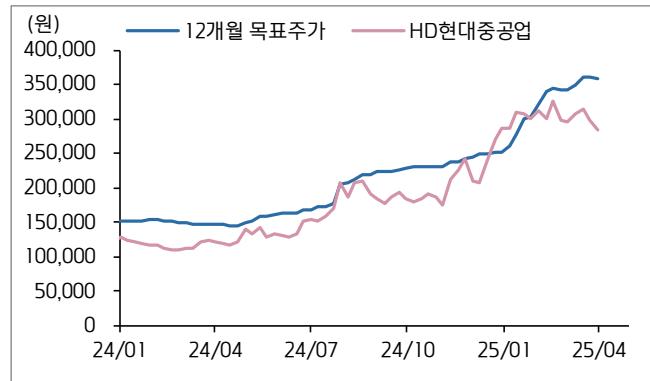
자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

한화에어로스페이스 목표 주가 vs 실제 주가



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

HD현대중공업 목표 주가 vs 실제 주가

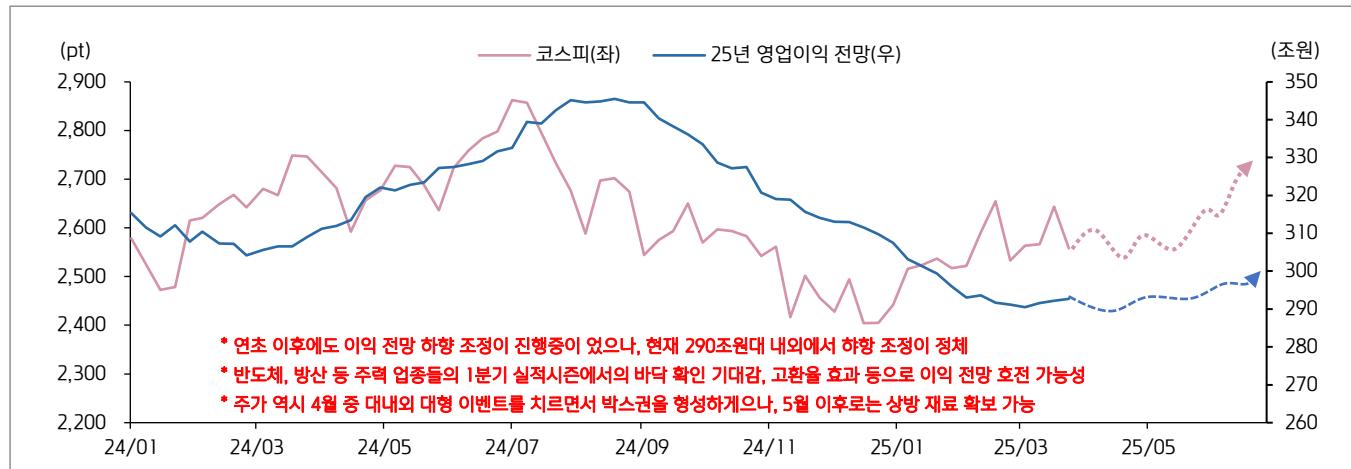


자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

28. (결론) 관세, 정치, 경기, 실적 등 관련 불확실성의 정점을 통과하는 4월

- ▶ 결론적으로 국내 증시나 미국 증시 모두 1분기 실적시즌을 치르면서 이익 저점 통과, 수익성 불안 완화 등의 재료를 확보해 나갈 전망. 다만, 4월말까지 일련의 대내외 이벤트를 소화하는 과정이 필요한 만큼, 주식시장의 방향성이 위로 잡히는 것은 4월 말 이후가 될 것으로 판단.
- ▶ 4월 코스피는 2,700pt 내외에서 상단 저항을 받은채 지금과 같은 순환매 장세의 색깔을 유지할 전망(4월 코스피 예상 레인지 2,440~2,680pt).
- ▶ 업종 대응은 공매도 발 수급 노이즈에도 수주모멘텀은 유효한 방산 업종, 업황 반등 기대감이 상존하고 있는 반도체는 조정 시 매수가 유리한 전략
- ▶ 트레이딩 관점에서는 미국 금리 레벨 다운에도 과매도권 진입, 이익 모멘텀이 양호한 바이오, 소프트웨어, 정부의 추경 편성으로 인한 내수회복 기대감이 있는 소매, 유통, 월중 변동성 확대에 대비한 방어적 성격인 은행 등 주주환원 업종을 제시

코스피와 25년 영업이익 전망치 추이 및 예상 경로

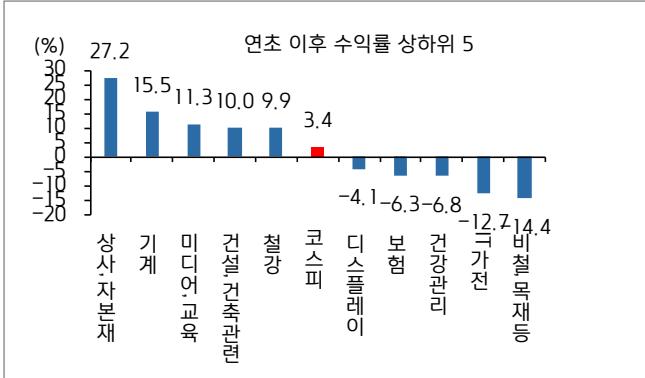


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

29.

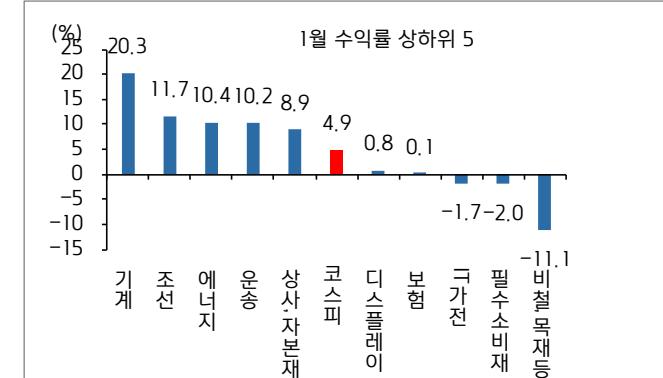
연초 이후와 월간 코스피 업종 수익률 상하위 5

연초 이후 수익률 상하위 5



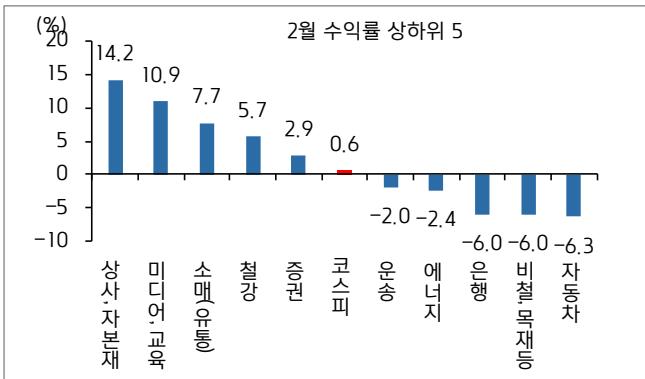
자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

1월 수익률 상하위 5



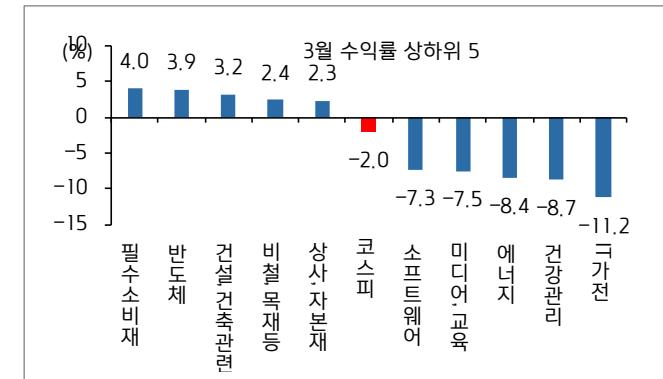
자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

2월 수익률 상하위 5



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

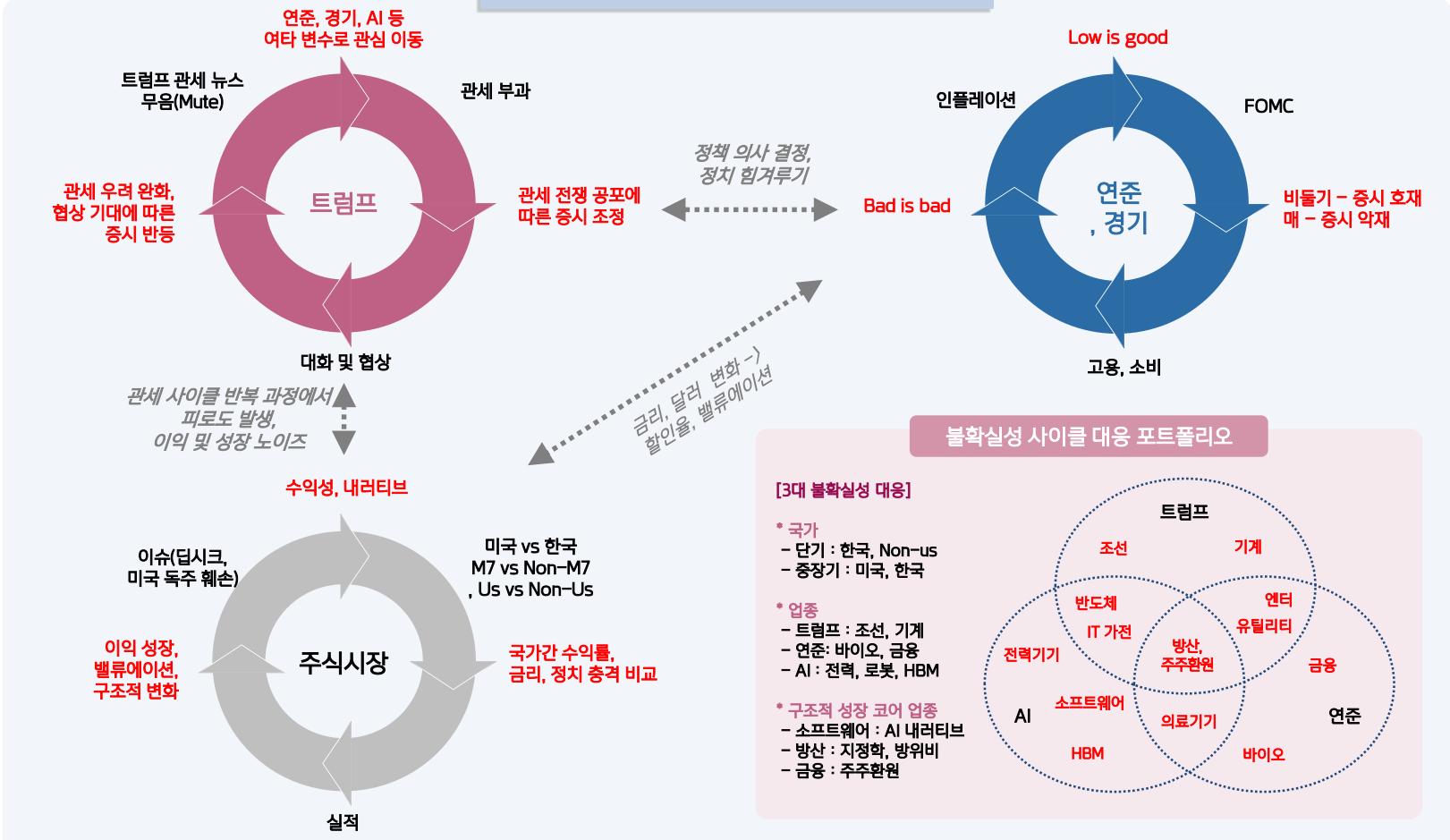
3월 수익률 상하위 5



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

30. (참고) 현재 주식시장에 존재하는 3개의 불확실성 사이클

주식시장 불확실성 사이클



Part 2

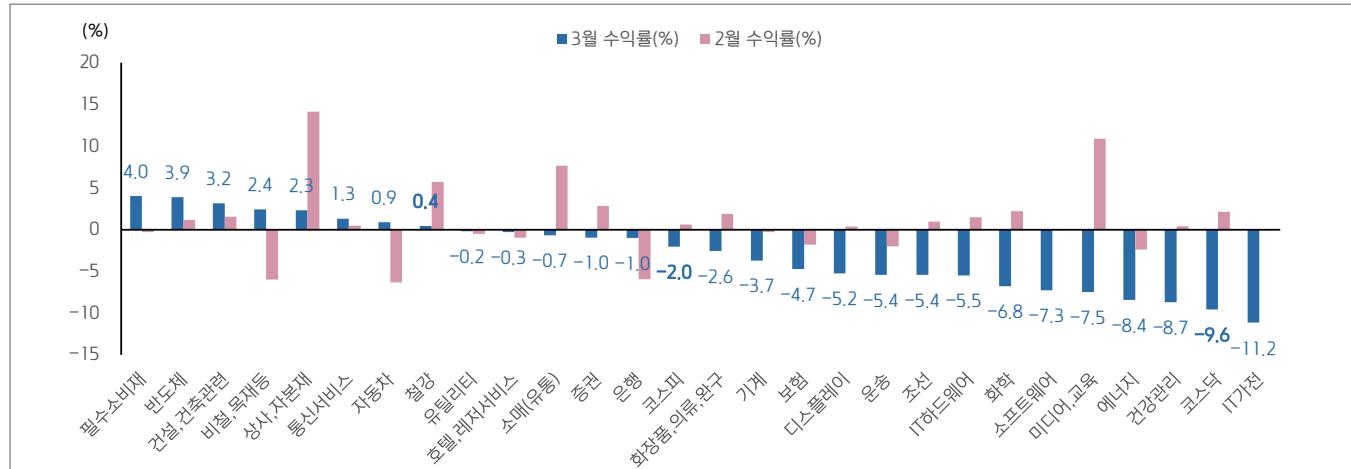
퀀트: 실적 회복 기대감 확인 구간



01. 3월 업종별 리뷰

- ▶ 국내 증시는 월 중반까지도 평균 회귀 움직임을 보이며 반등하는 흐름을 이어갔지만, 월 후반에 가까워지며 미국의 관세 부과 확대 및 현실화 그리고 공매도 재개를 앞둔 차익 매물 출회 물량이 이어지며 하락
- ▶ 업종별로는 상대적으로 수출 변동성이 낮은 필수소비재(4.0%), 건설건축(3.2%) 등의 상승세가 높았고, 그 외에도 반도체(3.9%) 업종을 중심으로 외국인의 매수세가 유입되며 수익률 상위 기록
- ▶ 반면, IT가전(-11.2%), 건강관리(-8.7%), 에너지(-8.4%), 미디어교육(-7.5%) 등 2차전지, 바이오, 미디어 등 상대적으로 성장성을 기반으로 한 밸류에이션이 높은 업종들의 낙폭이 컸음

업종별 월간 수익률

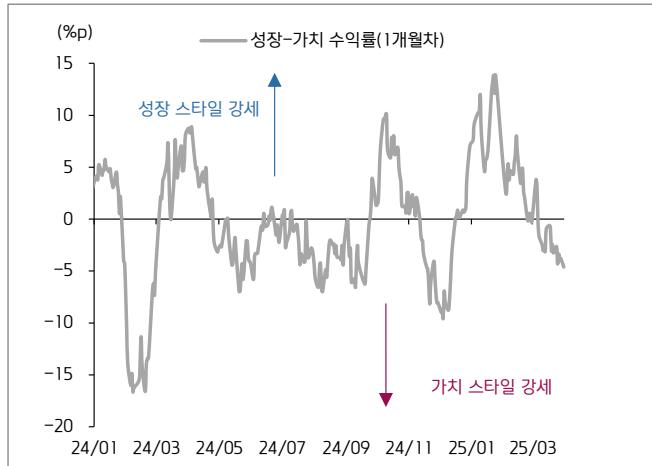


자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

02. Style: 공매도 재개를 앞두고, 가치 스타일의 상대 우위

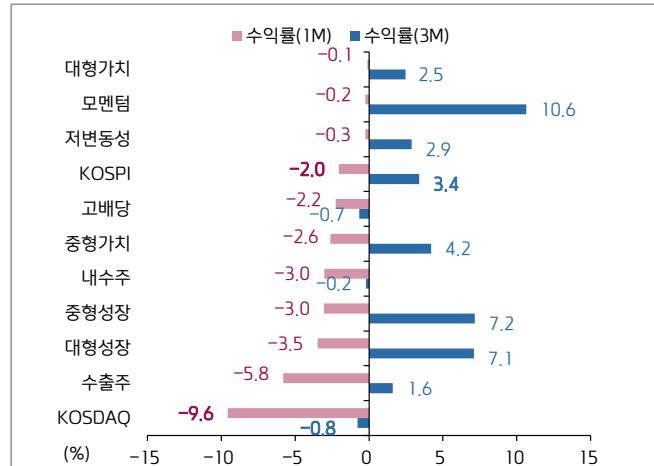
- ▶ 국내외 금리 인하 기대감이 약화된 가운데, 3/31부터 재개될 전종목 공매도를 앞두고 하방 압력이 상대적으로 높은 성장주를 중심으로 조정세가 두드러졌음
- ▶ 또한, 미국의 관세 부과 업종 확대에 따라 영향을 받는 업종들이 늘어나며, 수출주를 중심으로 변동성 확대
- ▶ 전체 스타일이 하락을 기록한 가운데, 대형가치(-0.1%), 모멘텀(-0.2%), 저변동성(-0.3%) 스타일의 하락폭은 상대적으로 제한
- ▶ 반면, 수출주(-5.8%), 대형성장(-3.5%), 중형성장(-3.0%)과 같이 수출 및 성장 스타일은 부진

성장/가치 스타일 1개월 수익률 차이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

주요 스타일별 수익률 현황



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

03. 코스피, 투자주체별 월간 수급 현황

- ▶ 3월 코스피 기준, 외국인(-1조 6,665억원)과 개인(-3조 152억원) 순매도. 반면, 기관(1조 6,427억원)은 순매수
- ▶ 외국인은 반도체와 상사자본재(방산) 업종을 중심으로 순매수. 반면, 조선, IT가전, 화학, 은행 등의 업종에 대해 순매도 우위
- ▶ 기관 투자자 역시 반도체 업종에 대해 높은 매수세를 보인 가운데, 금융(은행, 증권), 화학, 자동차 등을 순매수. 반면, IT가전, 조선 등의 업종에 대해서는 매도세를 기록

코스피 업종별 개인/기관/외국인 3월 순매수 대금

(십억 원)	개인	기관	외국인	(십억 원)	개인	기관	외국인
반도체	- 3,137.4	490.1	1,304.5	조선	179.6	- 187.9	- 1,147.5
자동차	- 610.2	173.4	253.3	건설,건축관련	- 140.6	129.1	35.3
IT가전	817.2	- 167.4	- 672.0	소매(유통)	- 95.2	140.0	- 58.9
기계	134.0	16.0	- 202.9	비철,목재등	- 47.0	88.0	- 28.6
보험	161.2	- 50.4	- 121.2	운송	147.7	- 28.1	- 135.3
필수소비재	- 132.4	180.3	- 56.7	건강관리	186.8	- 89.0	- 241.7
미디어,교육	29.5	-	38.5	화학	63.8	281.3	- 366.8
화장품,의류,완구	82.5	-	3.2	호텔,레저서비스	25.9	- 23.0	- 6.7
상사,자본재	- 404.1	-	27.2	통신서비스	11.2	- 1.9	- 9.9
유트리티	- 44.1	36.1	10.3	은행	- 13.4	316.0	- 344.3
디스플레이	23.7	-	16.3	에너지	135.1	- 23.7	- 180.3
증권	- 52.1	181.2	- 136.2	소프트웨어	21.8	- 49.4	- 88.8
IT하드웨어	- 75.7	68.9	3.8	철강	- 281.6	100.9	- 189.4

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

04. 업종별 1Q25 실적 전망 (YoY)

- ‘25년 1분기 영업이익 성장률(YoY, %)은 12.3%로 지난 한해 동안의 분기 성장률 대비 낮아지며, 과거 평균 수준으로 돌아가는 모습
- Top 5: 조선(+244%), 유틸리티(95%), 미디어교육(+81%), 건강관리(+81%), 상사자본재(+30%),
- Bottom 5: 화학(-45%), IT가전(-35%), IT하드웨어(-12%), 보험(-11%), 호텔레저(-5.5%)

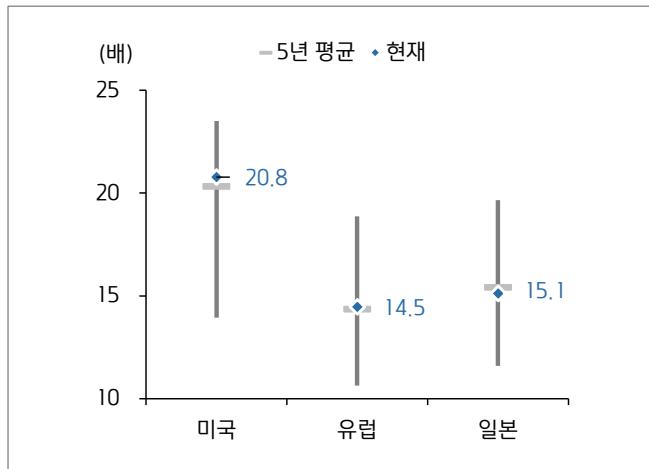
업종별 분기 영업이익 성장률(YoY) 전망

	2024E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	2025E		2024E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	2025E
코스피	58.9	78.2	12.3	5.6	16.8	미디어,교육	-11.7	36.9	81.5	41.5	44.3
코스닥	24.7	65.5	19.4	41.5	58.4	소매(유통)	2.5	26.8	12.6	28.2	23.8
에너지	-17.3	308.2	5.2	72.8	60.9	필수소비재	16.1	29.0	8.1	10.0	9.8
화학	-44.5	적지▼	-45.6	92.3	103.9	건강관리	3.0	13.0	80.7	27.0	44.7
비철,목재등	43.2	98.3	-2.7	-35.5	-8.7	은행	12.7	51.4	-5.5	1.7	2.6
철강	-34.3	209.0	6.9	1.5	17.8	증권	40.6	402.3	2.9	-1.8	3.0
건설,건축관련	-10.6	10.0	-3.6	20.4	30.2	보험	18.9	-4.4	-10.5	-5.5	-0.6
기계	-4.5	13.8	3.2	3.2	21.5	소프트웨어	27.5	17.0	13.0	3.2	18.9
조선	450.8	314.1	244.9	76.0	78.9	IT하드웨어	5.6	-24.8	-12.0	-4.1	20.5
상사,자본재	58.6	126.0	29.9	16.2	27.7	반도체	흑전	394.1	23.3	-12.1	12.9
운송	54.0	100.2	9.2	-2.4	-8.0	IT가전	-35.9	적전	-35.0	12.2	25.9
자동차	7.7	8.4	1.6	-2.3	1.5	디스플레이	적지▲	44.1	적지▲	적지▲	흑전
화장품,의류,완구	8.8	26.1	5.8	14.4	16.6	통신서비스	-19.9	적전	26.0	26.3	54.6
호텔,레저서비스	28.3	86.3	-5.7	-	17.2	유틸리티	흑전	26.9	94.9	59.4	41.7

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

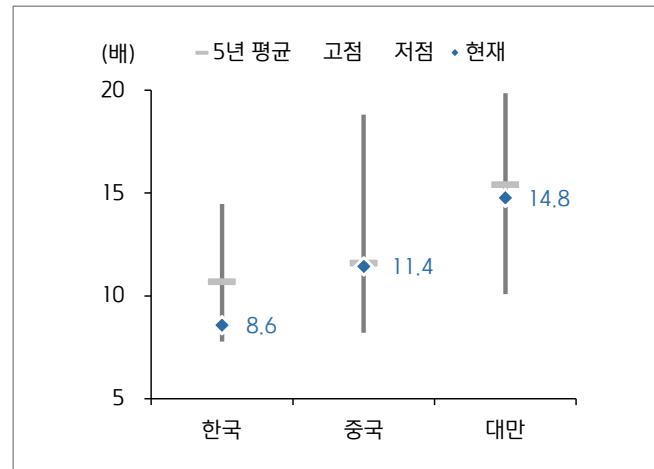
- ▶ 미국 빅테크들의 실적 성장 전망에 대한 의구심과 주요국 간의 관세 전쟁이 본격화 되며 미국 예외주의 흐름에 반전 양상이 나타나며, 신흥국 중심의 반등 흐름이 연출
- ▶ 연초 이후의 조정에도 여전히 미국의 밸류에이션은 과거 5년 평균 수준을 소폭 상회. 같은 선진 권역 내 유럽 증시 역시 현재 5년 평균 수준에 위치
- ▶ 반면, 신흥시장의 주요 3개국인 한국, 중국, 대만의 선행 12개월 PER은 5년 평균을 하회 중. 글로벌 관세 불확실성으로 증시 변동성이 높아지긴 했으나, 높지 않은 밸류에이션 매력도는 유효

선진 주요국, 최근 5년 PER(Fwd. 12M) 위치



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) 3/28 기준

신흥 주요국, 최근 5년 PER(Fwd. 12M) 위치

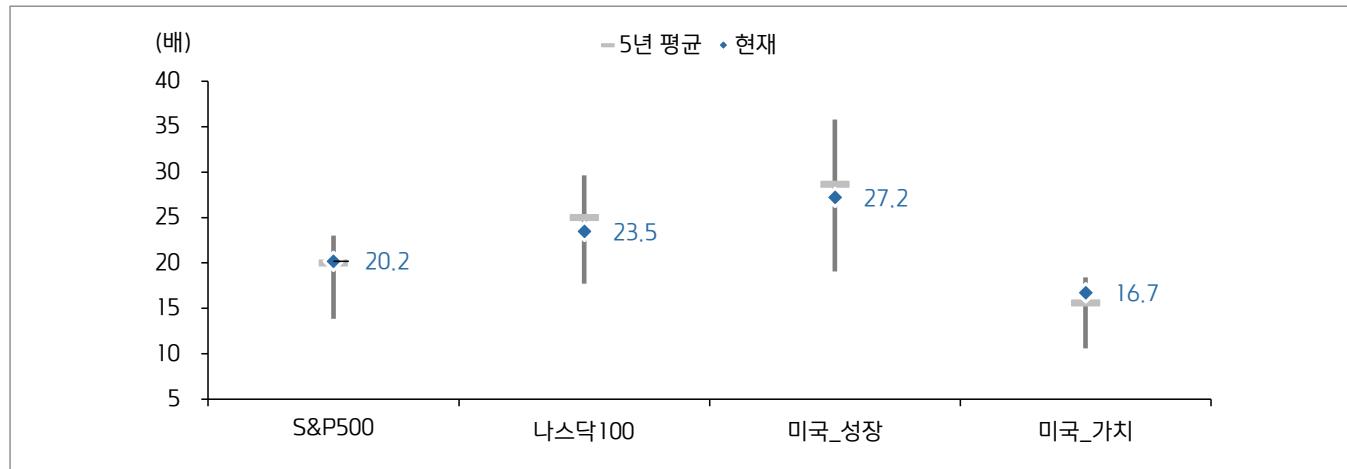


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) 3/28 기준

06. 미국, 성장주의 밸류 부담은 완화

- ▶ 한편, 연초 이후 글로벌 증시 변곡점을 만들어 낸, 미국의 밸류에이션을 조금 더 세분화하여 살펴보면 기술주의 비율이 높은 나스닥 100과 성장주 지수의 경우 5년 평균 PER(Fwd. 12M)을 하회하며 밸류에이션 부담이 소폭 완화되었음
- ▶ 반면, 같은 기간 낙폭이 상대적으로 제한된 가치주는 여전히 5년 평균 수준을 상회하며, 밸류에이션 부담 상존.
- ▶ 오는 1분기 어닝시즌 빅테크 기업들 실적 전망에 대한 우려가 상쇄된다면, 낮아진 멀티플 회복으로 반등세가 연출 될 수 있을 것으로 기대. 그러나, 펀더멘털에 대한 개선이 확인되지 않는다면 추세적인 반등 가능성은 높지 않을 것으로 판단
- ▶ 또한, 가치 스타일의 경우 상대적으로 제조업의 비중이 높은데, 4월부터 본격화되는 관세 발효로 인한 비용 부담 증가는 향후 기업들의 실적 전망에 대한 주요 변화 요인

미국, 주요 지수 및 스타일의 최근 5년 PER(Fwd. 12M) 위치

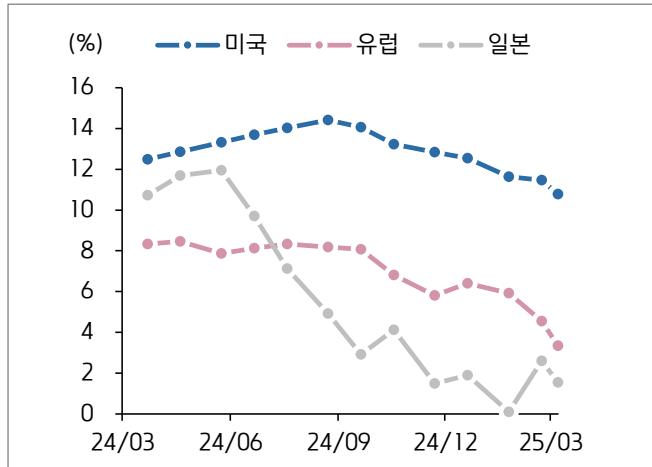


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) 3/28 기준

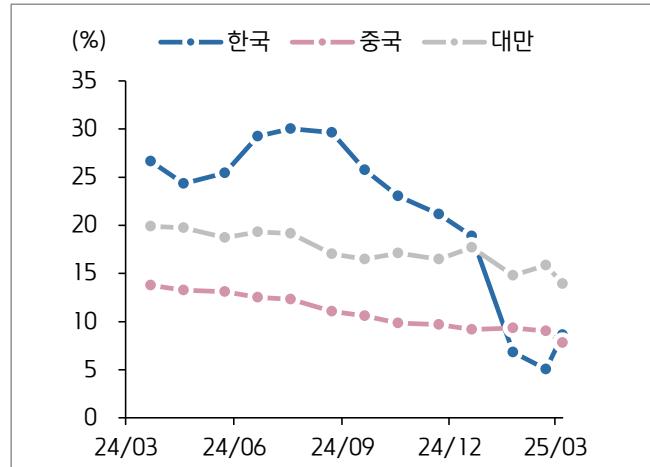
- ▶ 주요국 대체로 올해와 내년 주당순이익의 레벨 상승이 이어질 것으로 전망. 그러나, 성장 전망의 하향 조정이 이어지고 있는 것이 공통된 흐름
- ▶ 주요 신흥국의 경우 지난해 초부터 2025년 EPS 성장을 전망치 하향 조정. 중국과 대만 증시의 EPS 성장을 전망은 지난해 3월과 현재 각각 13.7% → 7.8%, 19.9% → 13.9%
- ▶ 같은 기간 한국은 26.6% → 8.6%로 낮아졌으나, 올해 3월에 들어 하향 조정 흐름이 잦아드는 모습
- ▶ 선진국 중, 유럽 그리고 일본 증시의 EPS 성장을 전망은 지난해 3월과 현재 각각 8.3% → 3.35%, 10.7% → 1.6%로 낮아짐
- ▶ 한편, 미국 증시의 실적 전망은 작년 3월부터 9월까지도 지속적으로 상향되는 모습을 보여왔으나, 2025년 EPS 성장을 전망은 14%를 고점으로 현재는 10.8%까지 하향 조정

선진 주요국, FY25 EPS 성장을 전망치 추이

신흥 주요국, FY25 EPS 성장을 전망치 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

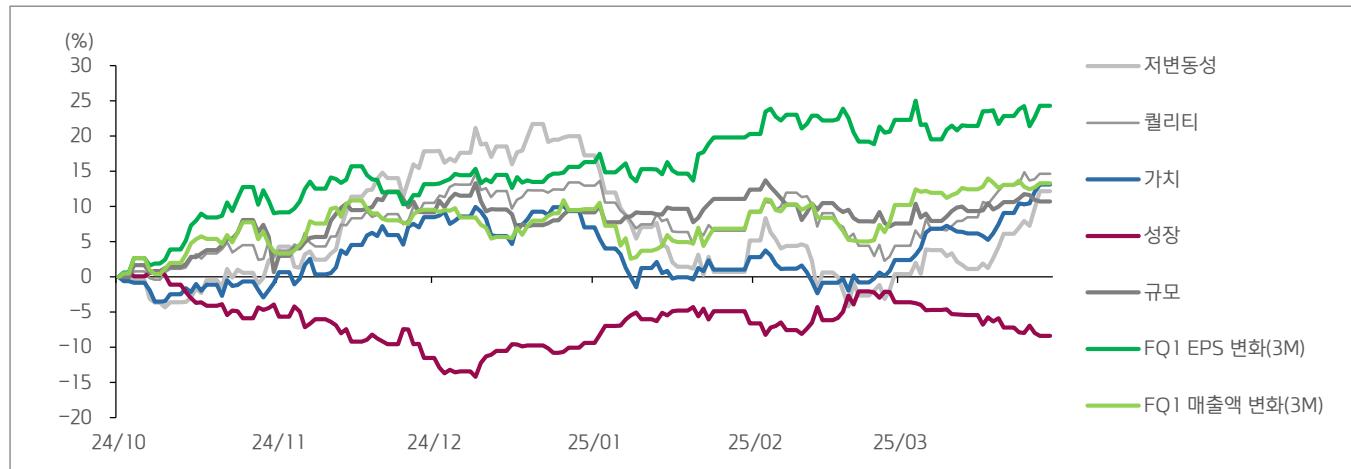


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

08. 매크로 및 국내 시장 변동성 소화구간까지는 방어적 포트폴리오 대응

- ▶ 4월 초에는 관세 부과 현실화를 비롯해 국내 공매도 재개에 따른 국내 증시 변동성 확대 영향이 있을 것으로 판단
- ▶ 밸류에이션 부담이 상대적으로 낮은 저변동성, 가치, 퀄리티 성격을 지니고 있는 종목군들의 하방 안정성이 상대적으로 높을 것으로 판단
- ▶ 다만, 월 중반 이후 관련 노이즈와 국내 고유 정치 불확실성이 완화되게 되면, 위험선호 심리가 회복되며 금리 인하 사이클에 힘 입은 성장 스타일 종목군의 반등 기회가 있을 것으로 전망
- ▶ 한편, 주요 스타일 팩터 중, 안정적으로 성과를 확보하고 있는 실적 전망 관련 팩터에 주목할 필요. 1분기 어닝 시즌 개막 그리고 1분기 실적 저점에 대한 기대감으로 관련 모멘텀이 더욱 확대될 수 있을 것으로 판단

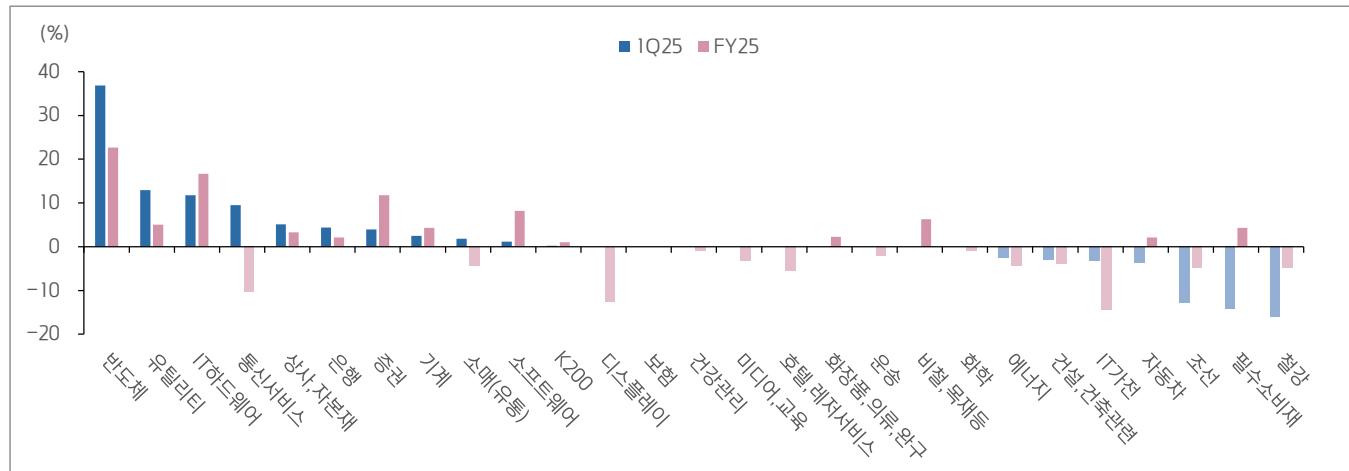
코스피200, 주요 스타일별 롱/숏 누적 수익률(최근 3개월)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 코스피 주요 업종들의 최근 1분기 EPS의 이익조정비율을 살펴보면,
- ▶ 반도체 업종의 1Q 이익 조정비율은 37%로 가장 높은 모습을 보이고, 그 외에도 유틸리티(13%), IT하드웨어(12%), 통신(9.5%), 상사자본재(5.1%), 은행(4.4%), 기계(2.5%) 등의 이익모멘텀이 개선 중
 - 외국인의 매도 우위가 이어지는 가운데 매수세가 집중된 반도체, 상사자본재(방산) 등의 양호한 흐름 예상
 - 4월 초중반 증시 변동성 확대 가능성에 대비해 이익모멘텀이 양호한 업종 중, 금융, 통신 등도 하방 안정성 확보 대안
- ▶ 한편, 철강(-16%), 조선(-13%), 자동차(-3.7%), IT가전(=3.1%) 등은 실적 전망 반등 움직임이 나타나고 있는 가운데, 실적 하방 압력이 우위에 있는 업종으로 선별적 접근 필요

코스피200 업종별, 1Q25, FY25 이익조정비율(1개월)



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

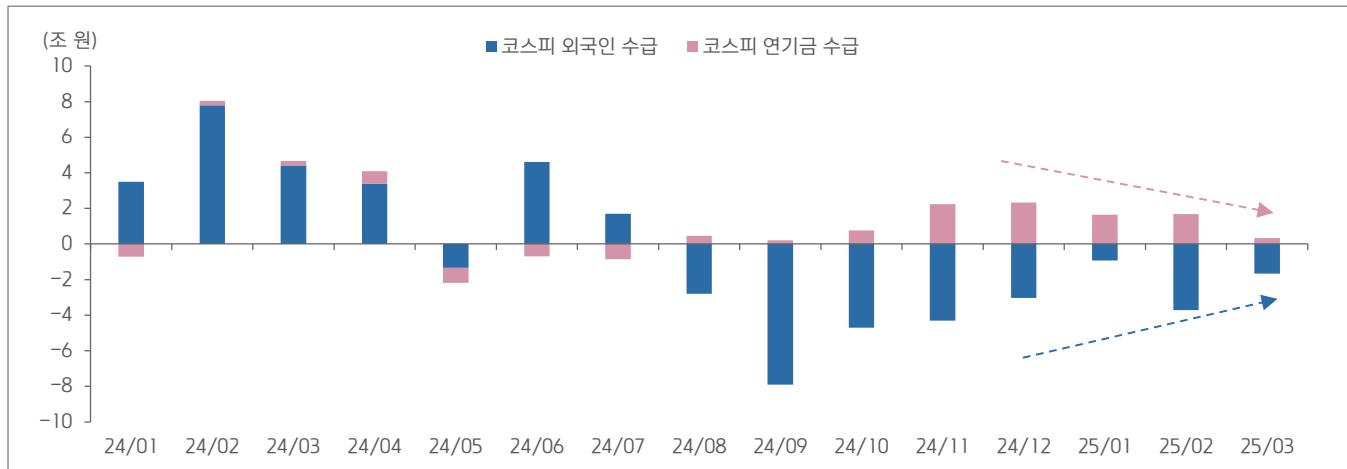
Part 3

시황: 정치 리스크 해소,
외국인 자금 유입 기대



- ▶ 국내 증시의 수급 주도권은 2분기를 기점으로 연기금에서 외국인으로 넘어갈 것으로 전망
 - 연초 이후 국내 증시의 상승을 견인한 주요 수급 주체는 연기금('25년 이후 연기금은 코스피 3.6조원 순매수)
 - 반면, 외국인은 연초 이후 코스피를 약 4.7조원 순매도
- ▶ 그러나, 3월 들어 연기금 순매수 탄력은 잦아드는 가운데 반도체를 중심으로 한 외국인 수급 유입 탄력 강화
 - 3월 말, 외국인은 결국 코스피를 1.6조원 순매도 하였지만 마지막 2거래일(-2.2조원 순매도)을 제외한다면 8개월 만에 순매수 전환되었음

'24년 이후 외국인과 연기금의 코스피 월별 수급 추이



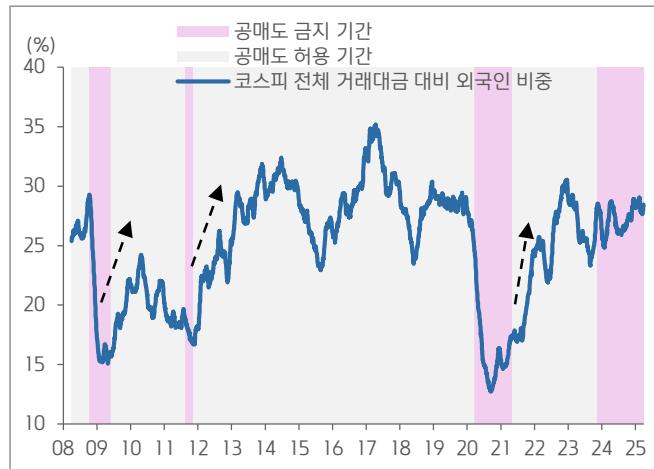
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

02.

공매도 재개와 실적 턴어라운드는 외국인 자금 유입을 유도

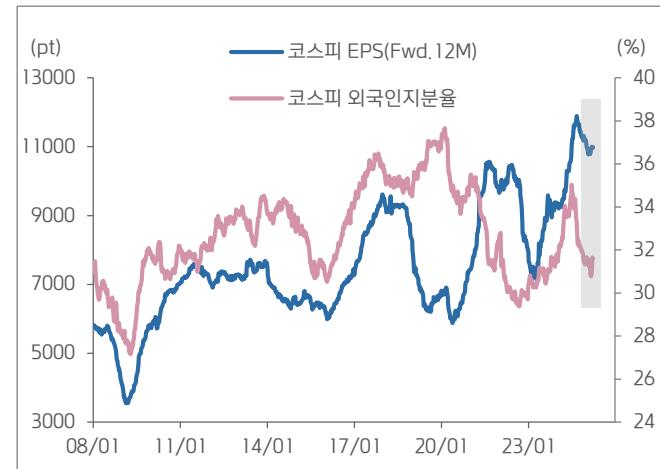
- ▶ 과거 3차례('09년, '11년, '21년) 공매도 재개 이후 급감하였던 외국인의 국내 증시 참여 비중은 증가했음
 - 6개월 동안 코스피 전체 거래대금 대비 외국인 비중은 공매도 재개 이후 '09년 16.0% → 21.8%, '11년 16.7% → 21.8%, '21년 17.2% → 21.0%로 3차례 평균적으로 약 4.9%p의 외국인 비중은 증가한 바 있음
 - 외국인 순매수 측면에서 살펴보아도, 동학개미운동 당시 개인투자자 주도 수급 장세였던 '21년도 사례를 제외한다면 '09년과 '11년 사례에서는 공매도 재개 이후 국내 증시로의 외국인 순매수는 증가하였음
- ▶ 한편, 국내 상장사 이익 전망치도 바닥을 다지고 턴어라운드 조짐이 보이고 있다는 점도 외국인 수급에 긍정적
 - 코스피 12개월 선행 EPS는 메모리 반도체 업황 조기 턴어라운드를 반영하며 바닥을 다지고 점진적으로 반등하는 추세
 - 현재 외국인 코스피 지분율은 지난해 7월 고점(35.0%) 대비 약 3.5%p 하락한 31.6% 수준. 1분기 실적 시즌을 통해 이익 전망치가 추가로 상향될 경우 국내 증시로의 외국인 수급 여건은 개선될 것으로 기대

역대 공매도 재개 이후 전체 거래대금 대비 외국인 비중 변화



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터
 주) 60일 누적 거래대금 기준

코스피 12개월 선행 EPS와 외국인 지분율 추이



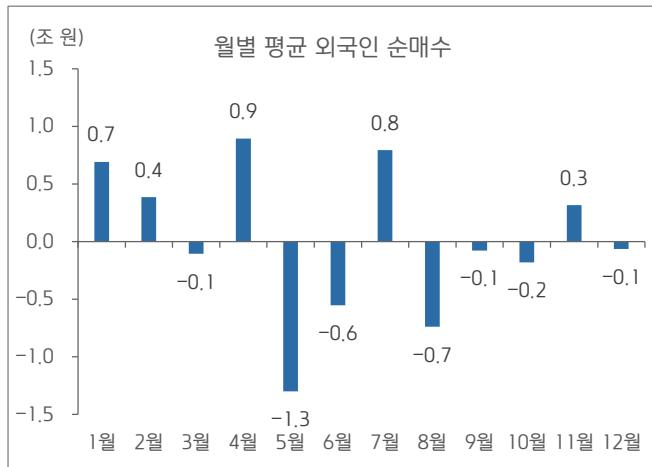
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

03.

1분기 실적 시즌은 계절적으로 어닝 서프라이즈를 기대하기에 충분

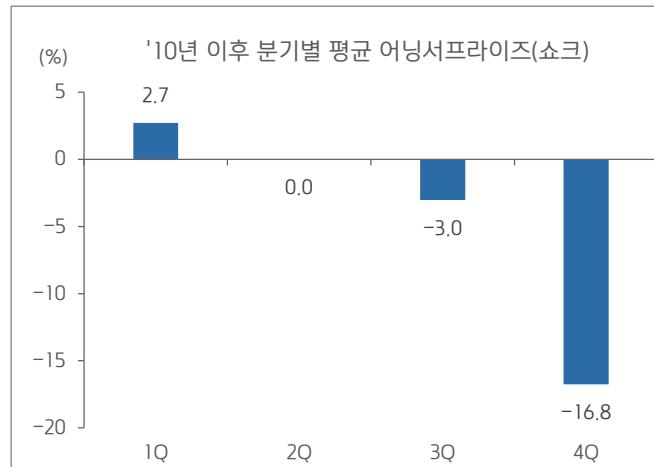
- ▶ 2010년 이후 월별 외국인의 평균 코스피 순매수 자금을 비교해보면,
 - 상장사의 실적시즌이 개막하는 1월(+0.7조원), 4월(+0.9조원), 7월(+0.8조원), 11월(+0.3조원)에 평균적으로 외국인이 국내 증시를 매수하는 경향성이 있음이 확인 가능
- ▶ 한편, 1분기 실적 시즌이 개막하는 4월에 외국인 수급 강도가 가장 높았는데, 이는 1분기 실적시즌에 계절적으로 어닝 서프라이즈를 시현하는 비율이 높았기 때문
 - 2010년 이후 코스피의 분기별 어닝 서프라이즈 비율은 1Q(+73%), 2Q(+53%), 3Q(+26%), 4Q(0%) 순으로 높았음
 - 또한, 2~4분기를 제외한 1분기에는 평균적으로 +2.7%의 영업이익 어닝서프라이즈를 시현했다는 점이 차별적

2010년 이후 월별 평균 외국인 코스피 순매수 자금 비교



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

2010년 이후 실적 시즌별 평균 코스피 어닝서프라이즈(쇼크)

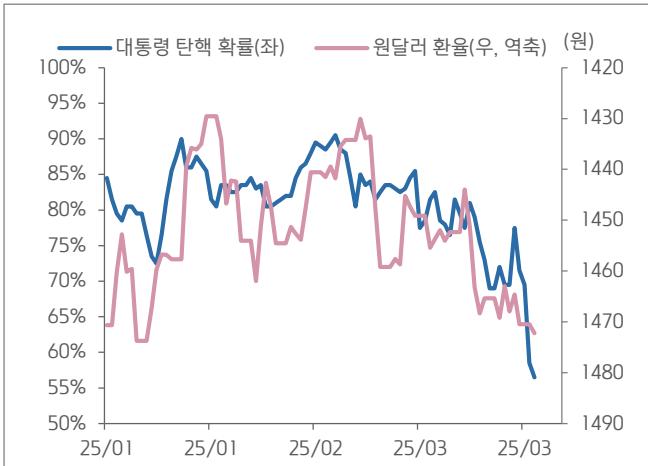


자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터, 주 영업이익 기준

대통령 탄핵 선고 기일 확정될 경우 정치 불확실성 해소 가능

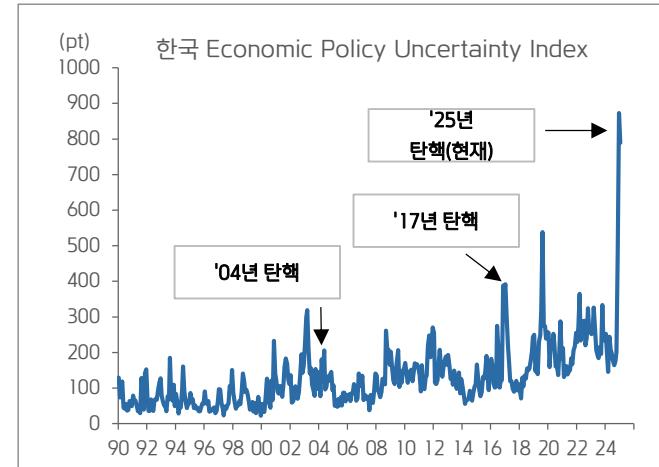
- ▶ 4월 중 탄핵 선고 기일 확정 유력한 가운데 국내 고유의 정치 불확실성 해소될 경우 외국인 자금 추가 유입 기대
 - 지난해 12월 비상 계엄 사태 이후 국내 탄핵 정국에 따른 정치적 불확실성은 원달러 환율에 상방 압력으로 작용하며, 국내 증시로의 외국인 자금 유입을 가로막음
 - 특히, 3월 중 탄핵 선고 기일 확정이 무산되며, 대통령 탄핵 확률이 감소함에 따라 이와 연동하여 원달러 환율도 재차 1,470원대 레벨을 상회
 - 국내 경제 정책 불확실성 지수(Economic Policy Uncertainty)도 800pt를 상회하며 역대 최고치 기록 경신

대통령 탄핵 확률과 원달러 환율 추이



자료: Polymarket, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

한국 경제 정책 불확실성 지수(EPU) 추이

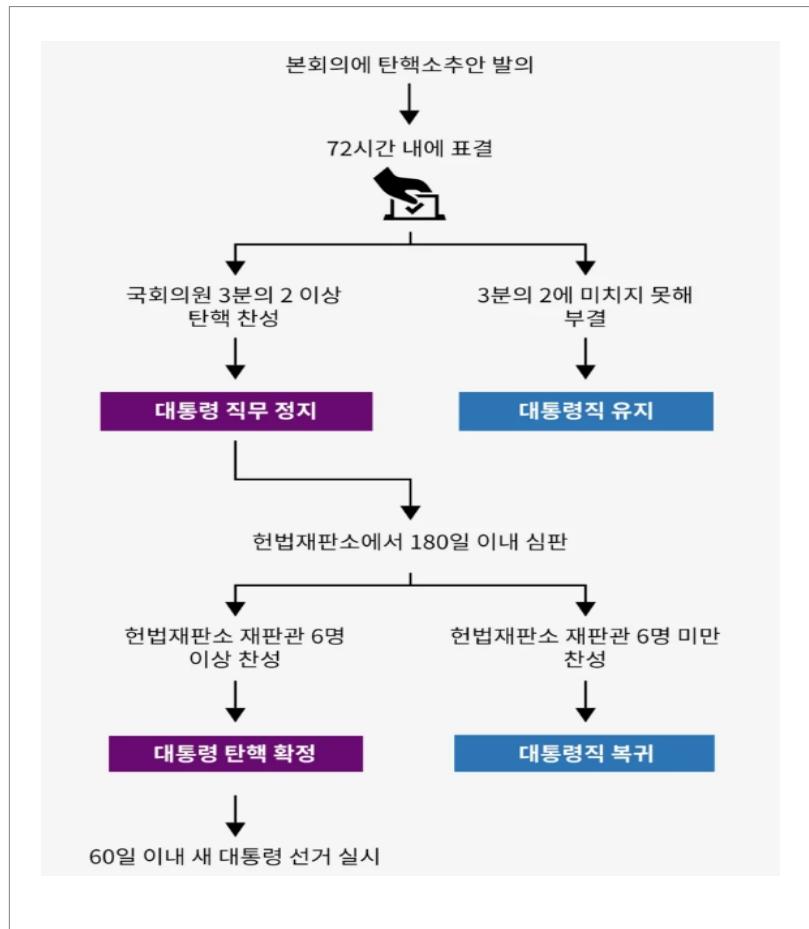


자료: policyuncertainty.com, 키움증권 리서치센터

05. 불확실성은 상존하고 있으나, 4월 중 탄핵 선고 기일 확정은 유력

- ▶ 현재의 4월 탄핵 선고 관련 3가지 시나리오는 1) 파면, 2) 복귀, 3) 헌법 재판소 불능으로 구분
 - 1) 4월 초 중순에 선고기일 지정하고 현 대통령 파면 결정(재판관 6명 이상 동의)
 - 2) 현재의 기각 또는 각하 결정(현 대통령을 파면해야 한다는 의견이 재판관 5인 이하이고, 3명이상이 기각 또는 각하)
 - 3) 탄핵 심판 4월 18일 넘길 경우 6인 체제로 사실상 현재 기능 불능
- ▶ 현재 유력한 선고일은 4월 4일과 11일이며, 국내 증시 관점에서 긍정적인 시나리오는 대통령 탄핵 확정 > 대통령 탄핵 기각 and 직무 복귀 > 현재 기능 불능 순으로 될 것으로 예상

대통령 탄핵 절차

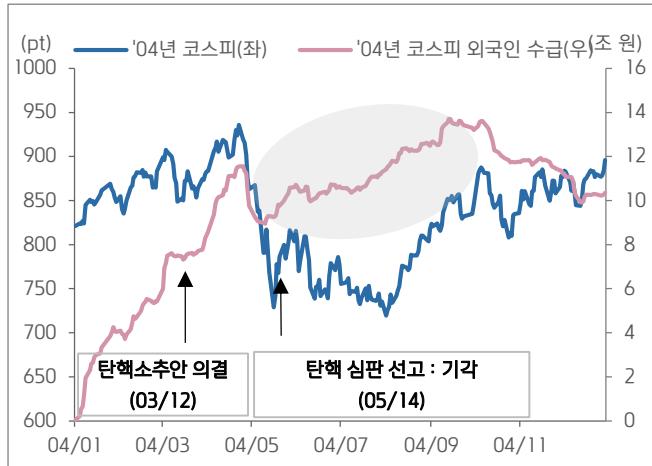


자료: BBC NEWS 코리아, 키움증권

06. 과거 탄핵 사례 살펴보면, 정치 불확실성 해소 이후 외국인 수급은 유입

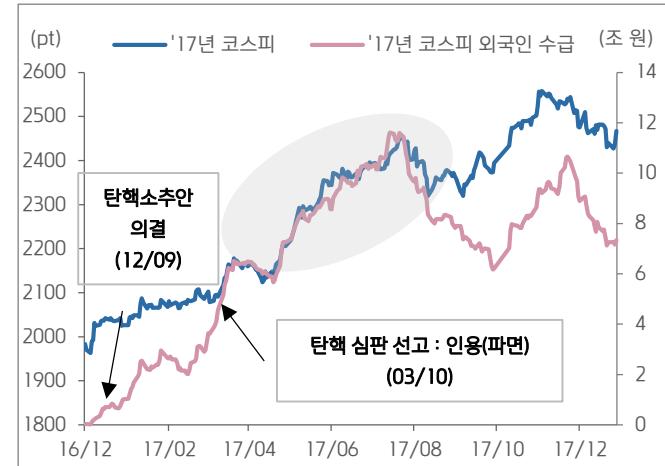
- ▶ 현재와 같은 유사한 탄핵 정국 사례였던 '04년과 '17년의 탄핵 정국 사례를 살펴보면,
 - '04년의 경우 코스피는 연초 상승세를 보였으나, 5월에 접어들며 중국 긴축 우려에 따른 차이나 쇼크 발발로 인해 증시는 급락 (3월 12일 탄핵소추안 의결 → 5월 14일 탄핵 선고 : 기각)
 - 반면, '17년의 경우 글로벌 반도체 경기 사이클 영향으로 연초 이후 코스피는 상승세 지속 (12월 9일 탄핵소추안 의결 → 3월 10일 탄핵 선고 : 인용)
- ▶ 결국, 탄핵 이벤트보다는 당시 매크로 상황과 업황 사이클에 증시는 영향을 받는다는 점을 알 수 있으나, 두 사례 모두(기각 or 인용) 탄핵 심판이 확정적으로 선고된 이후 외국인 순매수 기조는 지속된다는 점이 확인
 - 국내 증시의 경우 지난해 하반기 이후 8개월 연속 외국인이 순매도하고 있는 만큼, 탄핵 심판이 확정적으로 선고된다면 불확실성 해소에 따른 외국인 자금 큰 폭으로 유입 될 것으로 기대

'04년 탄핵 선고 당시 코스피와 외국인 수급 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

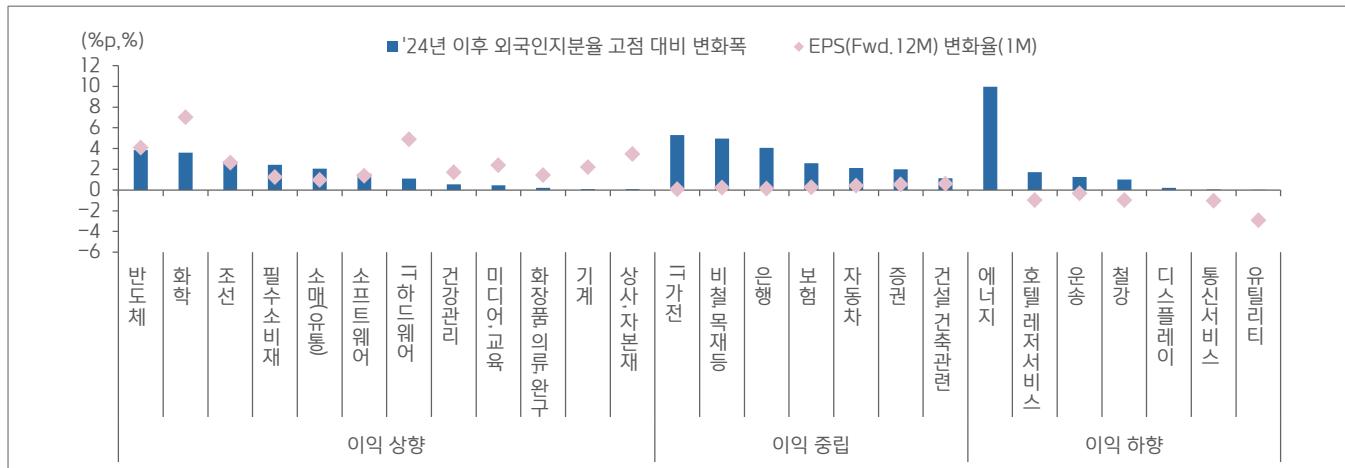
'17년 탄핵 선고 당시 코스피와 외국인 수급 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

- 결론적으로, 업종 측면에서는 지난해 고점 대비 외국인 지분율이 낮아지고 이익 모멘텀 보유한 업종에 주목
 - '24년 이후 외국인 지분율이 고점을 기록한 이후 현재 외국인 수급 측면에서 빈집인 동시에 최근 1개월 이익 모멘텀을 보유한 업종은 반도체, 화학, 조선, 필수소비재, 소매(유통) 등이 해당
 - 특히, 필수소비재, 소매(유통) 업종 등의 내수주 경우 세부 입장 차이는 존재하나 내수 경기 진작을 위한 추경에 여야가 합의했다는 점이 긍정적으로 작용할 여지. 향후 추경 기대감으로 소비심리 개선될 경우 내수주의 주가 상승 기대

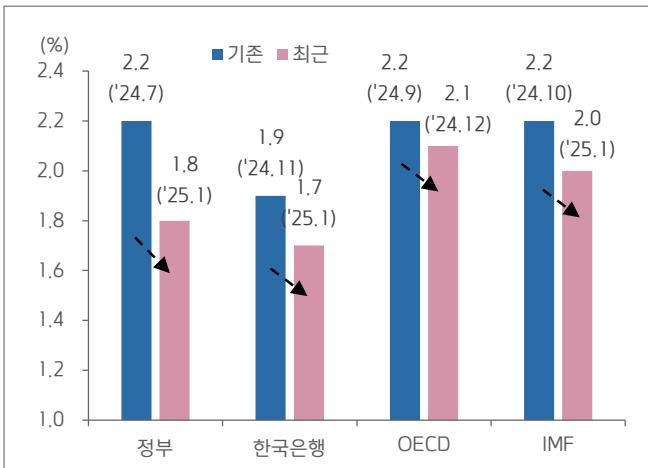
'24년 이후 업종별 외국인 지분율 고점 대비 변화 폭과 12개월 선행 EPS 변화율(1M) 비교



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

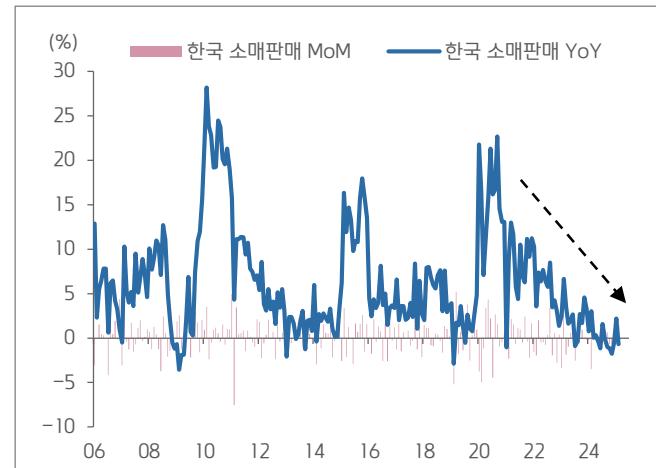
- ▶ 비상 계엄 사태, 트럼프 2기 정책 불확실성 등으로 경제 하방 위험 증가하며 주요 기관은 한국의 '25년 경제 성장 전망률을 하향 조정하는 추세
 - 특히, 한국은행은 비상계엄 사태로 촉발된 경제 심리 위축이 내수를 중심으로 경제 하방 압력을 높인다고 진단
 - 한국의 소매판매 전년대비 증가율도 지난 코로나 사태 고점 이후 지속적으로 하락하며, 현재 역성장 기조가 지속중
- ▶ 현재 산불, 통상 리스크, AI 경쟁력, 내수 부진 대응을 위해 정부는 10조 원의 추경을 추진하겠다고 밝힌 상황
 - 또한, 여야 간 세부적인 합의가 이루어질 경우 위와 같은 '필수 추경' 이외에 내수 경기 진작을 위한 추가 추경안이 편성될 것으로 예상

주요 전망기관의 2025년 경제성장을 조정 현황



자료: 각 기관, 키움증권 리서치센터

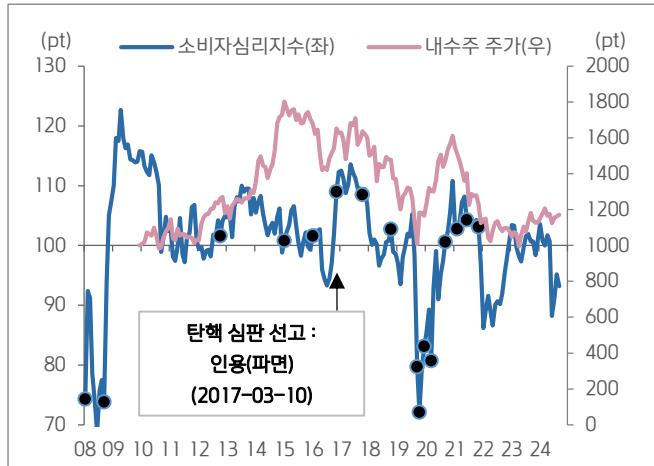
한국 소매판매 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 내수 경기 진작을 위한 정부의 추경 편성은 소비심리 반등을 이끌며 내수주에 긍정적으로 작용할 전망
 - 국내 소비심리지수와 내수주 주가는 동행하는 경향성이 관찰. 과거 정부의 추경 편성안 발표 이후 평균적으로 소비 심리가 반등했다는 점은 금번 추경 편성이 내수주의 투자심리 개선으로 이어질 것으로 기대되는 배경
- ▶ '17년 탄핵 선고(3/10) 이후 추경 발표일(6/7)까지 주요 내수 업종의 수익률을 살펴보면,
 - 백화점(+27.8%), 화장품(+21.0%), 기타유통(+17.6%), 호텔,레저(+14.9%), 문구,가정용품(+14.0%), 식음료(+13.1%) 등의 내수 업종이 코스피(+12.9%) 수익률을 상회했다는 점이 확인 가능

한국 소비심리지수와 내수주 주가 추이

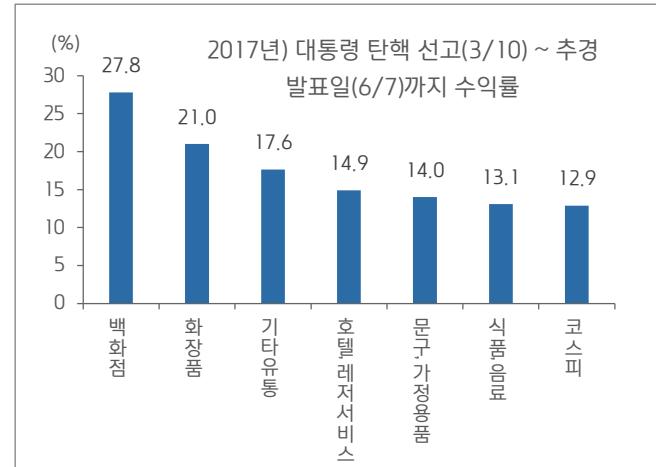


자료: Bloomberg, DataGuide 키움증권 리서치센터

주1) 내수주 = FnGuide 내수주플러스 지수

주2) 검정 점은 정부 추경안 발표일 시점

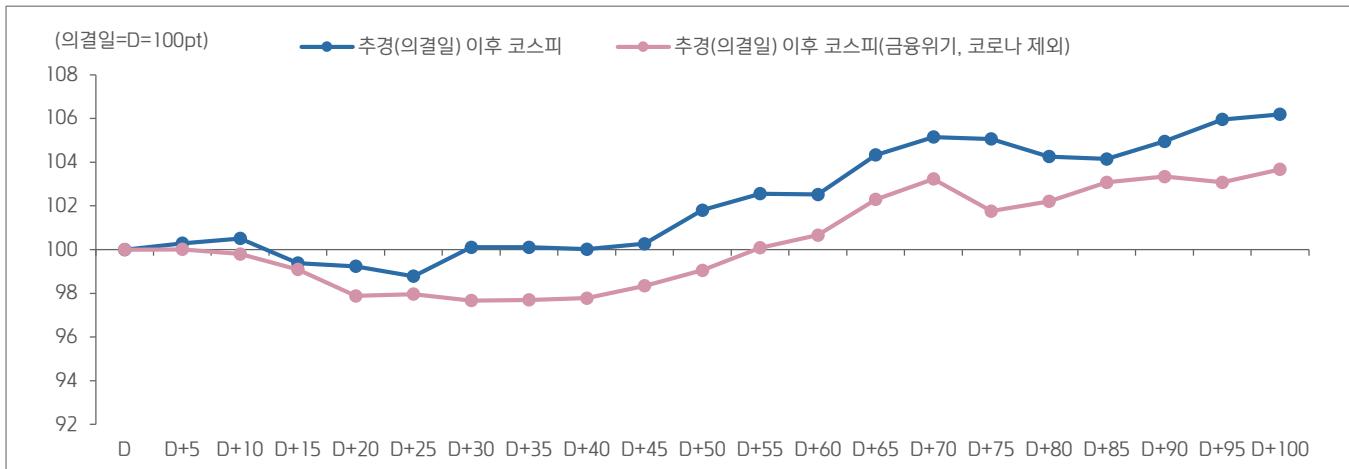
'17년 탄핵 선고~추경 발표, 주요 내수 업종 수익률



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

- ▶ '08년 이후 총 16회의 추경(의결일 기준) 편성 이후 코스피 평균 주가 추이를 살펴보면,
 - 평균적으로 약 1달 가량 부진한 이후 추경 편성에 따른 경기 회복 기대감 반영되며 코스피 주가는 추세적으로 상승하는 흐름이 관찰
 - 물론, 국내 증시 상승이 정부의 추경안 편성이라는 단일한 요인에 기인하는 것은 아니지만 현재와 같이 부진한 경기 여건 하에서 국내 경기 편더멘털 개선 신호를 줄 수 있다는 점에서 증시에 긍정적으로 작용할 것으로 전망

'08년 이후 총 16회의 추경 편성 이후 코스피 평균 주가 추이



자료: 국회예산정책처, FnGuide 키움증권 리서치센터

11. 2008년 이후 추경 편성 현황 (총 16회)

구분	제출일 의결일	정부안 편성규모		국회 세출증감	주요내용
		세입결손 보전	세출증액		
2008년	6.20. 9.18.	-	5.2	-0.3	① 저소득층 유로비 및 대중교통망 확충 지원(2.4조원) ② 농어민·중소상인 생활안정 지원(0.4조원) ③ 에너지 절감 및 해외자원확보 지원(1.4조원)
2009년	3.30. 4.29.	11.2	17.7	-0.5	① 저소득층 생활안정 지원(4.2조원) ② 고용유지 및 취업기회 확대(3.5조원) ③ 중소·수출기업 및 자영업자 지원(4.5조원)
2013년	4.18. 5.7.	12	7	-0.01	① 일자리 확충 및 민생안정(1.3조원) ② 중소·수출기업 지원(1.0조원) ③ 지역경제 활성화 및 지방재정 지원(3.0조원)
2015년	7.6. 7.24.	5.6	9.3	-0.06	① 메르스 대응 및 피해업종 지원(2.5조원) ② 가뭄 및 장마 대책(0.8조원) ③ 서민생활 안정(1.2조원) ④ 생활밀착형 안전 투자 및 지역경제 활성화(1.7조원)
2016년	7.26. 9.2.	-	8.9	-0.1	① 구조조정 지원(1.9조원) ② 일자리 창출 및 민생안정(1.9조원) ③ 지역경제 활성화(2.3조원)
2017년	6.7. 7.22.	-	10.6	-1	① 일자리 창출 및 여건 개선(5.4조원) ② 일자리 기반 서민생활 안정(2.3조원) ③ 지역 일자리 창출을 위한 지방재정 보강(3.5조원)
2018년	4.6. 5.21.	-	3.9	-0.02	① 청년 일자리 대책(2.9조원) ② 구조조정지역·업종 대책(1.0조원)
2019년	4.25. 8.2	-	6.7	-0.9	① 미세먼지 대응 등 국민안전 확보(2.2조원) ② 선제적 경기대응 및 민생경제 지원(4.5조원)
2020년	제1회 3.5. 3.17	3.2	8.5	2.4	① 코로나 19 감염병 대응체계 강화 등(2.3조원) ② 중소기업·소상공인 회복 지원(2.4조원) ③ 민생·고용안정 지원(3.0조원)
	제2회 4.16. 4.30	-	4	4	① 긴급재난지원금 지원 사업(7.6조원)
	제3회 6.4. 7.3.	11.4	16	-0.2	① 금융지원 패키지(5.0조원) ② 고용·사회안전망 확충 및 경기보강 대책(18.9조원)
2021년	제4회 9.11. 9.22.	-	7.8	-0.03	① 소상공인 등 긴급 피해지원(3.8조원) ② 긴급 고용안전 패키지(1.4조원) 및 긴급돌봄 지원 등(2.2조원)
	제1회 3.4. 3.25.	-	15	-0.1	① 소상공인 긴급 피해지원(6.9조원) ② 긴급 고용대책(2.8조원) 및 방역대책(4.1조원)
	제2회 7.2. 7.24	-	31.8	0.2	① 코로나19 피해지원(15.7조원) 및 백신·방역 보강(4.4조원) ② 고용 및 민생안정 지원(2.6조원) 및 지역경제 활성화(12.6조원)
2022년	제1회 1.24. 2.21.	-	14	2.6	① 소상공인 지원(11.5조원) ② 백신·방역 보강(1.5조원) 및 예비비 보강(1.0조원)
	제2회 5.13. 5.29.	-	52.4	2.8	① 소상공인 지원(26.3조원) 및 민생·물가안정(3.1조원) ② 방역 보강(6.1조원) 및 예비비 보강(1.0조원) ③ 법정 지방이전지출(23.0조원)

자료: 국회예산정책처, 키움증권 리서치센터