

2025년 5월 8일

# KIWOOM 이슈 분석

키움증권 리서치센터 투자전략팀 | Strategist 한지영 hedge0301@kiwoom.com

## 5 월 FOMC, 연준도, 증시도 섀범이 더 필요하다

### SUMMARY

- ✓ 5 월 FOMC 는 상방 혹은 하방 쪽에서 별다른 재료를 제공하지 못한 이벤트로 종료
- ✓ 파월 의장은 경기에 대한 자신감을 표명했지만, 향후 관세 정책이 데이터와 통화정책에 미치는 영향은 사후적으로 확인해가겠다는 기존의 입장을 고수
- ✓ 이번 상호관세 여파가 발현되기 시작되는 시점은 5 월 하순 이후인 만큼, 시장 입장에서도 금리인하 시점으로 예상되는 7 월 FOMC 전까지의 두 달간 데이터를 섀범 하는 과정이 수반될 것
- ✓ 기업 실적도 마찬가지로, 1 분기 실적 시즌 섀범 이후 2 분기 추정치는 상향되고 있으나, 3~4 분기 추정치 하향이라는 기현상 발생. 이 같은 엇갈린 추정치 흐름은 당분간 증시 상단 제약 요인으로 작용할 전망
- ✓ 증시 박스권으로 상정한 채, 기존 주도주인 조선, 방산 비중은 유지, 국내 대선 정책 모멘텀이 있는 저 PBR 주, AI 관련주, 중국 부양 기대감이 재생성 중인 중국 소비 관련주 등에 주목할 필요.

전일 미국 증시의 전반적인 흐름은 나쁘지 않았다. 알파벳(-7.5%, 애플 브라우저에서 구글 검색수 감소)이 개별 악재로 급락하기는 했으나, 미중 고위급 실무 회담 소식, 트럼프 정부의 바이든 정권 때 시행하고 있었던 AI 반도체 수출 통제정책 폐지 추진 소식 등에 힘입어 반등에 성공했다(다우 +0.7%, S&P500 +0.4%, 나스닥 +0.3%).

그 가운데, 이달 메인 이벤트 중 하나였던 5월 FOMC는 상방이든, 하방이든 양쪽 측면에서 별다른 재료를 주지 못했다. 아직 연준에게도 트럼프 관세의 영향을 더 섀범을 하는데 시간이 필요한 것으로 보인다.

시장의 예상대로 금리는 동결했으나, 금리 동결 여부보다 더 중요했던 것은 파월 의장의 기자회견이었다. 경기 측면에서는 침체에 대한 시장의 불안을 달래준 모습이다. 1분기 마이너스 성장은 관세 발 수입 급증으로 인한 이례적인 현상에 불과하며 2분기에는 플러스 성장으로 돌아설 것임을 시사했고, 고용 시장을 포함함 미국 경제는 여전히 견조하다는 자신감을 표명했다. 최근 소비심리 지수, 기업심리지수 등 심리지표들이 모두 악화되기는 했지만, 비정상적으로 악화된 측면이 있으며 실물 데이터 상 경제가 둔화되고 있다는 명확한 증거가 없다는 식의 평가를 내렸다. 트럼프의 금리인하 압박에 연준은 정치적인 압력을 받지 않을 것이라면서 선을 긋기도 했다.

하지만 시장에 더 주목했던 것은 관세 정책이 연준의 금리인하 경로에 어느정도 영향을 가하고 있는지 였으며, 이에 대해 연준은 가시적인 신호를 제공하지 못한 듯 하다. 지난 4월 중 몇차례 연설을 통해 이야기해왔던 것처럼, 파월 의장은 이번 상호관세의 여파가 예상을 뛰어넘었으며, 이것이 소비와 투자, 인플레이션(3월 FOMC에서는 "일시적" -> 5월 FOMC에서는 "단기적"으로 표현을 교체)에 어떤 파급효과를 가할지는 불명확하다는 진단을 내렸다. 실제로 최근 업데이트된 미국의 무역정책 불확실성은 지난 3월 5,000pt대에서 상호관세 발표 이후인 4월에는 7,900pt대로 한차례 더 폭등하면서, 전례 없는 고점을 경신하고 있는 중이다.

이 같은 파월의장의 신중한 발언은 시장에서 생성되고 있었던 6월 인하 기대감을 7월로 연기시킨 모양새이다(당사도 7월 인하, 총 2회 인하 예상). 다만, Fed Watch 상 올해 연말까지 금리인하 횟수가 3~4회 사이로 유지되고 있다는 점을 미루어 보아, 올 하반기로 갈수록 인하 속도가 빨라질 것이라는 데 베팅을 하고 있는 것으로 보인다. 문제는 인하의 성격으로서, 만약 하반기에 3~4회 인하가 경기 침체에 대응하기 위한 인하의 성격이라면 올 하반기 증시 방향성은 하방으로 향할 가능성이 높다. 반대로 경기 침체에 선제적인 대응 혹은 인플레이션 둔화를 확인하고 인하를 하는 것이라면 하반기 증시 방향성은 상방으로 보는 것이 적절하다.

결국 이를 결정하는 것은 관세 정책이 경기와 인플레이션, 그리고 기업 실적에 미치는 영향이 될 것이다. 경기, 인플레이션 등 매크로 상으로는 7월 FOMC전까지 발표되는 5~6월 데이터를 섀범하는 작업이 필요하다. 앞으로 두 달 동안 발표되는 데이터의 중

요도는 높을 수가 있는데, 4월 말부터 나타난 중국에서 미국으로 수출되는 물량 감소의 여파가 5월 하순 이후부터 지표나 물가에 반영될 가능성이 크기 때문이다.

기업 실적 측면에서도 비슷하다. 한국과 미국 모두 1분기 실적시즌은 우려보다 선방을 하면서, 4월 한때 급락했던 이익수정비율도 빠른 반등세를 보이면서 실적 자신감을 어느정도 회복한 것은 다행 요인이다. 이로 인해 코스피 기준으로 25년 2분기 영업이익 추정치는 국내 주력 업종을 중심으로 상향되고 있기는 하지만(3월말 68.3조원 → 5월 현재 69.6조원), 3분기(78.5조원 → 78.0조원)와 4분기(73.4조원 - 71.6조원) 영업이익은 하향조정 되는 기현상이 발생했다. 아마도 관세의 본격적인 부작용이 올 하반기부터 나타날 것이라는 우려가 반영되고 있는 것으로 판단한다.

결국 현 시점에서 증시의 추가 상승 모멘텀 확보는 5~6월 중 미국과 중국, 여타 국가들의 협상을 통해 관세 수위를 낮춰가는 과정에서 수요 공백 불안 완화, 이익 전망 가시성이 얼마나 회복되는 지에 달려 있을 것이다. 그 전까지 한국이나 미국 모두 상단 레벨이 제한된 박스권 흐름을 베이스 경로로 설정하는 것이 타당하다. 동시에 지수 하단도 크게 밀리지 않을 것인 만큼(관세 협상 진행, 밸류에이션 상 4월 선제적인 가격 조정 등) 업종 순환매 플레이는 해볼만한 구간이다.

국내 증시에서는 조선, 방산 등 주도주들이 지난 폭락장 이후 반등 탄력이 가장 컸으며 5월 이후에는 잇따른 신고가를 경신함에 따라 단기 가격 부담은 존재할 것이고, 단기적으로는 차익실현 물량이 나와도 이상하진 않을 것이다. 하지만 외국인 수급 여건, 여타 경기 민감 업종 대비 상대적으로 높은 이익 가시성 등을 고려 시, 이들 주도주에 대한 비중 축소는 지양. 이에 더해 1) 대선 정책 테마와 관련한 저 PBR주, AI 관련주, 2) 인민은행의 지준율 인하로 중국 추가 부양 기대감이 재차 생성중인 중국 내수 소비와 관련된 국내 중국 소비 관련주들을 박스권 장세 속에서 알파를 낼 수 있는 기회를 제공할 것으로 판단한다.

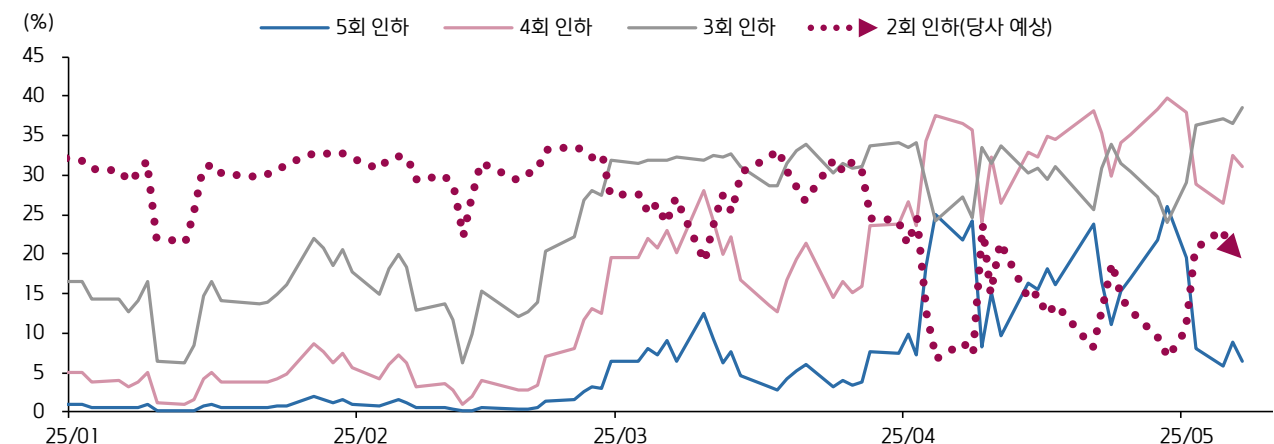
5월 FOMC 결과 발표 전후 나스닥(왼쪽)과 미 10년물 금리(오른쪽) 일종 차트



자료: Investing.com, 키움증권 리서치센터

자료: Investing.com, 키움증권 리서치센터

Fed Watch 상 연말까지 연준의 금리인하 횟수에 대한 컨센서스 변화



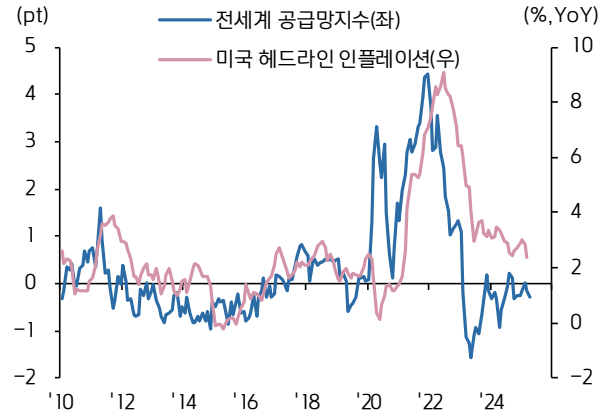
출처: Fed Watch, 키움증권 리서치센터

## 미국 무역정책 불확실성지수, 4월 7,000pt대로 또 다시 폭등



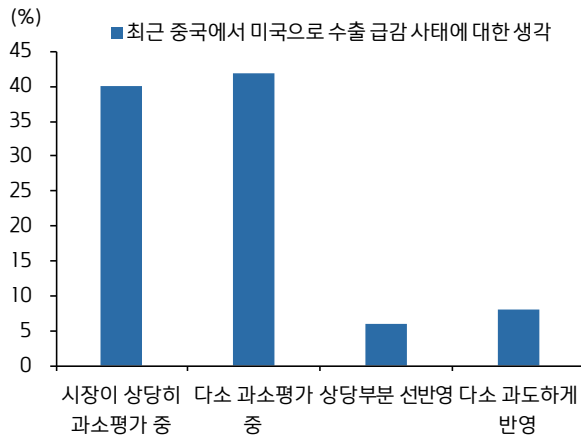
출처: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 전세계 공급망 지수와 미국 인플레이션



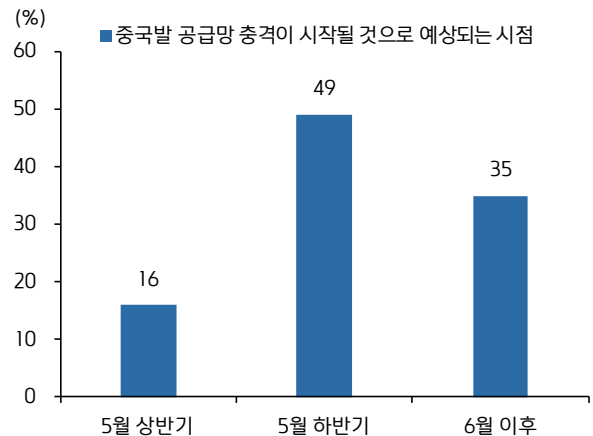
출처: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

4월말 중국의 미국향 선박 등 수출 급감에 대해 시장 참여자들은 주식시장이 이를 과소평가하고 있다는 의견이 우세



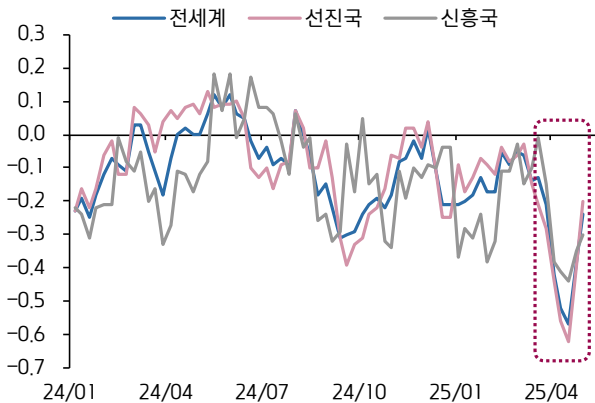
출처: Bloomberg Survey(4.30), 키움증권 리서치센터

중국발 공급망 충격이 발현될 것으로 예상되는 시점은 5월 하순이 후가 될 가능성



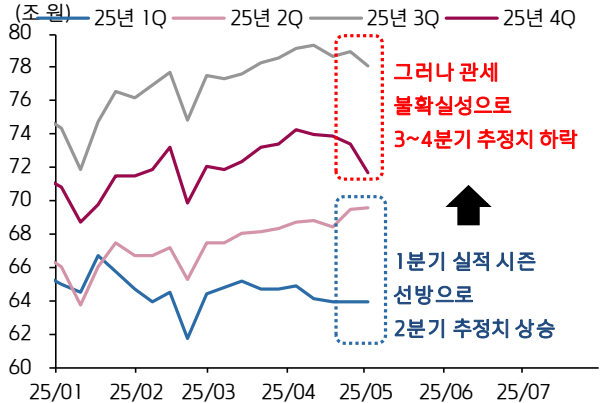
출처: Bloomberg Survey(4.30), 키움증권 리서치센터

전세계 이익 수정 비율: 1분기 실적시즌 선방으로 이익 수정비율 턴어라운드 출현한 상태이지만...



출처: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

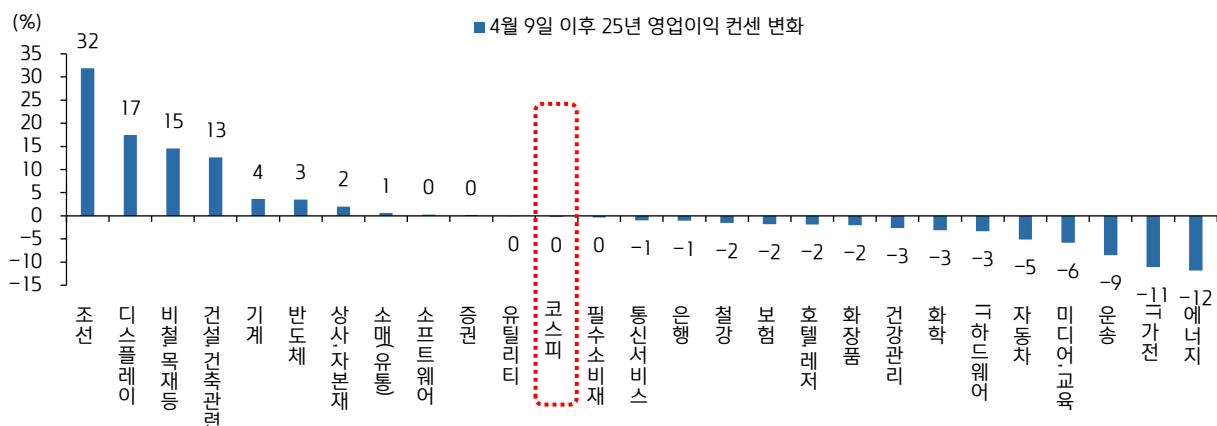
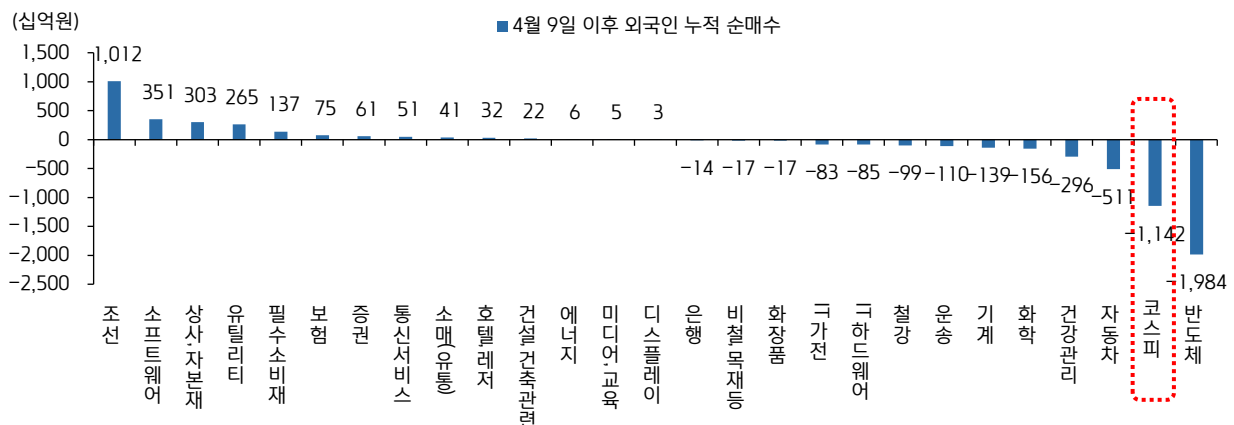
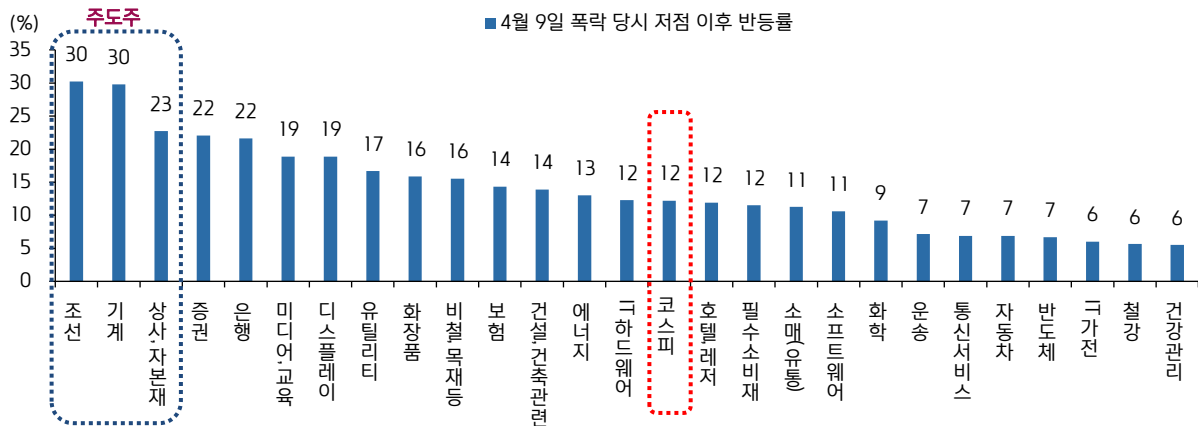
코스피의 25년 분기별 영업이익 컨센서스 변화 : 관세로 인한 수요 불확실성으로 3~4분기 컨센서스 하락하는 기현상 발생



출처: Quantwise, 키움증권 리서치센터

지난 4월 9일 폭락 이후 코스피 26개 업종의 수익률 VS 외국인 수급 VS 25년 영업이익 컨센 변화(~5월 7일) :

조선, 방산 등 주도주들은 지난 폭락장 이후 반등탄력이 가장 컸으며 5월 이후에는 잇따른 신고가를 경신한 만큼, 단기 가격 부담은 존재. 하지만 외국인 수급이나 이익 가시성 등을 고려 시 이들에 대한 비중 축소는 지양. 이에 더해 1) 정책 테마와 관련한 저 PBR주, AI 관련주, 2) 중국 추가 부양 기대감이 재생성중인 중국 내수 소비 테마주들을 알파 창출을 위한 트레이딩 기회로 삼을 필요



출처: Quantwise, 키움증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 5월 7일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용될 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.