

2025년 05월 14일

키움증권 리서치센터 | 투자전략팀

2025년 하반기 금융시장 전망: 관세의 언덕을 넘어서

경제 김유미 helloym@kiwoom.com
주식전략 한지영 hedge0301@kiwoom.com
채권전략/ESG 안예하 yhahn@kiwoom.com
퀀트/자산배분 최재원 cjw5056@kiwoom.com
디지털자산/원자재 심수빈 sb.shim@kiwoom.com
디지털자산 김현정 hyun.k@kiwoom.com
시황/ESG 이성훈 shl076@kiwoom.com
RA 이현수 hslee@kiwoom.com
RA 유지윤 jiyun.yoo@kiwoom.com



Contents

Summary	P.03
I. 경제 : 과도기적 회복과 정책의 교차점	P.06
II. 전략 : 주도주 레이스	P.31
III. 시황 : 대내외 정책 모멘텀에 초점	P.64
IV. 퀘트 : 실적 둔화 대비 국면	P.91
V. 채권 : 금리 인하폭이 제한적이라면	P.113
VI. 원자재 : 우려를 선반영한 시장	P.144
VII. FX : 환율의 기로, 순환과 구조의 충돌	P.170
VIII. 디지털자산 : 친가상자산 이슈에 주목	P.188

Compliance Notice

- 당사는 05월 14일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 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 짰게 됩니다.





Summary

I. 경제: 과도기적 회복과 정책의 교차점

- 2025년 2분기 중반부터 3분기까지는 트럼프 행정부의 관세 정책에 대한 불확실성이 정점을 통과했으나, 본격적인 반등을 기대하기에는 아직 이른 과도기적 국면으로 평가. 이 기간 동안 미국과 주요국의 실물 지표는 약세 흐름을 보일 것으로 예상. 4분기에는 무역 정책 관련 불확실성이 점차 해소되며, 금융시장의 관심은 감세 및 규제 완화 등 미국의 내수 부양 정책으로 이동할 것으로 전망
- 한국 경제는 추경과 3분기 중 본격화될 정책 집행이 하반기 성장을 반등에 일정 부분 기여할 것으로 전망. 다만, 소득 계층 간 또는 산업 간 회복 속도의 차이와 같은 구조적 불균형은 오히려 더욱 부각될 것으로 예상

II. 전략: 주도주 레이스

- 상반기 남은 기간~7월 중순까지는 상단 레벨이 제한된 박스권 & 변동성 장세를 보일 전망. 3분기 이후 이익 가시성 회복, 경기 침체 우려 완화, 연준 등 중앙은행의 금리인하 등 실적, 매크로, 유동성 측면에서 긍정적인 재료를 확보해가면서 레벨업 예상
- 코스피 레인지는 2,380~2,880pt로 제시(후행 PBR 0.8배~0.95배 레벨). 현재 주도주인 조선, 방산은 3분기 초를 지나면서 비중 확대에서 비중 중립의 전략으로 선회하는 것이 적절. 관세 피해주이자 AI 투자사이트 수혜주인 반도체는 3분기부터 비중 중립에서 비중 확대로 변경. 은행, 지주 등 코리아디스카운트 해소 대장주, AI 산업 성장의 과실을 누릴 수 있는 전력기기 업종 또한 비중 확대로 제시

III. 시황: 대내외 정책 모멘텀에 초점

- 하반기 국내 증시는 한국, 중국, 미국 각각의 개별적 정책 모멘텀이 교차하는 사이클에서 주도 업종이 순환하는 장세를 연출할 전망
- 한국) 조기 대선 국면 진입 속 코리아 디스카운트 해소, 추경 편성 기대감이 부각될 수 있는 저 PBR 테마 및 내수주 수혜 예상
- 미국) 미국 내 원전 공급망 재건을 위한 한미 원전 협력 모멘텀은 유효. 한미 협상 속 우수한 국내 원전 기술력이 하나의 카드가 될 가능성 또한, 주요국 금리 인하 본격화 속 하반기 감세 정책에 초점 맞춰질 경우 시장 대비 베타 높은 반도체 상승에 대비할 시점
- 중국) 25년 중국은 내수 확대를 최우선 정책 과제로 추진. 내수 촉진 정책 속 한한령 해제 기대감 맞물리며 중국 소비 테마 수혜 기대



Summary

IV. 퀸트: 실적 둔화 대비 국면

- 글로벌 경제의 성장 둔화 그리고 관세 여파에 대한 우려로 주요국 증시의 실적 전망은 하향 압력이 우위. 2Q부터 관세 실효 구간임을 감안 실적에 대한 관세의 영향은 시차를 두고 가시화될 것으로 전망
- 국내 증시의 실적 전망은 반도체 그리고 연초 이후 증시를 지탱해 온 조선, 방산, 기계 업종 등을 제외할 경우 하방 압력 가중. 하반기 실적 모멘텀 부진 가능성은 감안 이익모멘텀에 집중할 필요가 있으나, 밸류에이션 부담을 고려한 선별적 접근 필요. 미국의 주요 성장 업종(IT, 커뮤니케이션)의 편더멘털이 상대적으로 양호한 점을 감안 국내 증시 역시 성장 스타일 내 켈리티 종목군의 양호한 흐름 예상

V. 채권: 금리 인하폭이 제한적이라면

- 한국은행과 미 연준 모두 성장 둔화 우려에 따라 3분기까지 정책금리 인하 예상. 기본관세 등 무역 환경에 변화가 생겼다는 점은 경기 둔화를 가져오나, 최악의 협상과정은 지났다는 점에서 경기 침체 가능성은 낮음. 이를 고려하면 미 연준과 한국은행 모두 3분기 내 인하 사이클 마무리 예상
- 시장금리는 금리 인하 사이클이 마무리 되는 3분기 중반부터 상승 재료에 노출될 것으로 예상. 통화정책 재료 소멸되면서 미국과 한국 모두 재정정책이 시장금리 방향의 주된 재료가 될 것으로 판단하기 때문

VI. 원자재: 우려를 선반영한 시장

- 하반기 중에도 무역 분쟁에 따른 경기 불안이 수시로 높아질 수 있을 것으로 예상하나 미국과 중국이 보복 관세를 유예하는데 합의하는 등 원자재 수요 불안이 추가로 확대되기도 어려울 것으로 판단
- 이에 유가는 추가 급락보다 반등에 무게. OPEC+가 증산 규모를 상향하면서 점유율 경쟁에 대한 우려가 높아진 상황이나, 사우디가 단계적 증산 기조를 유지하고 있는 만큼 대규모 과잉공급 발생 부재할 전망. 유정 운영 비용 감안 시 현 유가 수준에서 미국 산유량 증가 둔화 불가피. 하반기 원유시장이 초과 수요로 전환되지는 않을 것으로 보이지만, 당초 예상보다 과잉공급 규모가 작을 가능성 열어둘 필요



Summary

VII. FX: 환율의 기로, 순환과 구조의 충돌

- 미국 달러화는 연준의 완화적 통화정책과 경기둔화에 따라 2~3분기 동안 약세 흐름을 보일 것으로 예상. 4분기에는 관세 정책 불확실성 해소와 경기 우려 완화에 힘입어 달러화가 반등하는 U자형 흐름을 나타낼 것으로 전망
- 달러/원 환율은 달러 약세에 연동되어 1,300원 중반대까지 완만하게 하락할 것으로 전망. 다만, 하반기 중반 이후 미국 자산으로의 자금 유입이 재개되면서 환율은 다시 상승해 1,400원대 수준으로 반등할 것으로 예상

VIII. 디지털자산: 친가상자산 이슈에 주목

- 하반기, 남아있는 관세 불확실성 등에 따른 변동성 주의는 필요하나, 긍정적인 이슈에 주목할 필요. 특히 미국 내 친가상자산 정책 기조에 따른 하반기 미국 주정부의 가상자산 전략자산화 추진 본격화, SEC의 알트코인 ETF 허용 가능성, 스테이블코인 규제 명확화 주목
- 국내도 6월 대선을 앞두고 관련 공약들이 다수 등장하고 있는 만큼, 하반기 내 디지털자산 규제 도입 등의 움직임이 있을 것으로 기대. 더욱이 법인의 가상자산 시장 참여를 위한 로드맵 추진으로 법인의 참여 사례 등장 시 시장 관심 확대 전망

I. 경제: 과도기적 회복과 정책의 교차점



01. 2025년 하반기 매크로 환경

2025년 하반기 초입인 2분기 중반부터 3분기까지는, 트럼프 행정부의 관세 정책 불확실성이 정점을 통과했으나 본격적인 반등을 기대하기에는 아직 이른 과도기적 국면으로 평가된다. 글로벌 무역 협상과 관련한 불확실성은 트럼프 2기 행정부의 정책 방향이 일부 가시화되면서 극심한 긴장은 완화된 상황이지만, 세부 협상안 도출 과정에서는 정책 발표의 변동성과 시장 기대의 반복적인 수정 가능성이 여전히 상존한다.

트럼프 행정부의 관세 정책은 글로벌 교역 둔화와 제조업 투자 위축 등 실물경제 전반에 부정적인 영향을 미치기 시작했으며, 이에 따라 2~3분기 중 미국과 주요국의 생산 및 수출 지표가 약세를 보일 가능성이 높다. 미국 경제가 전면적인 침체에 진입할 가능성은 낮지만, 고용시장과 소비 지표의 둔화가 지속됨에 따라 연준은 선제적인 ‘보험성’ 금리 인하에 나설 것으로 예상된다. 이에 따라 3분기 중 두 차례의 금리 인하가 단행될 것으로 전망한다.

이러한 대외 여건 속에서 한국 경제는 재정정책 대응 여력과 정치 일정을 배경으로, 적극적인 지출 확대 기대가 부상하고 있다. 특히 6월 조기 대선을 전후해 편성될 가능성이 높은 추가경정예산(추경)과 3분기 중 본격화될 정책 집행은 하반기 성장을 반등에 일정 부분 기여할 것으로 전망된다.

2025년 4분기에는 트럼프 행정부의 무역 정책 관련 불확실성이 점차 해소되고, 금융시장의 관심은 감세 및 규제 완화 등 미국 내수 부양 정책으로 이동할 가능성이 크다. 이러한 정책 전환은 미국 기업의 투자 심리 회복과 자산 신뢰도 제고로 이어질 수 있으며, 연내 연준의 금리 인하 사이클이 종료되면서 정책금리는 중립 수준에서 안정화될 것으로 예상된다. 아울러, 금융 규제 완화 기조는 민간 신용 창출 여건을 개선하며 유동성 확대를 유도할 가능성이 높다. 한국 경제는 대선 이후의 재정 지출 확대와 수출 개선의 영향을 받아 단기적으로 성장을 반등이 가능할 것으로 보인다. 다만, 소득 계층 간 또는 산업 간 회복 속도의 차이와 같은 구조적 불균형은 오히려 더욱 부각될 것으로 예상한다.

02. 하반기 분기별 체크 포인트

2분기 ~ 3분기 : 관세 이슈는 최악을 지나 과도기적 국면 진입

- ✓ 무역 협상 과정에서의 마찰과 시장의 소화 국면
 - 관세 정책의 방향성은 윤곽을 드러냈지만, 세부 협상 과정에서 발표와 번복이 반복되며 시장 기대와 실망이 교차하는 양상 지속
- ✓ 트럼프 관세 정책의 부정적 영향 본격 반영
 - 미국 경기 침체 가능성은 낮지만, 2분기 중반 이후 소비와 투자 지표 둔화 전망
- ✓ 연준, 선제적 '보험성' 금리 인하 전망
 - 물가 안정과 노동시장 둔화에 대응해 연내 두 차례 금리 인하 전망
- ✓ 한국, 재정 지출 확대 기대
 - 6월 조기 대선을 전후해 경기 부양 목적인 추경 편성 예상, 3분기 중 정책 집행이 본격화될 경우 하반기 성장 반등에 일부 기여할 전망

4분기 : 구조적 변화에 주목하는 국면으로 전환

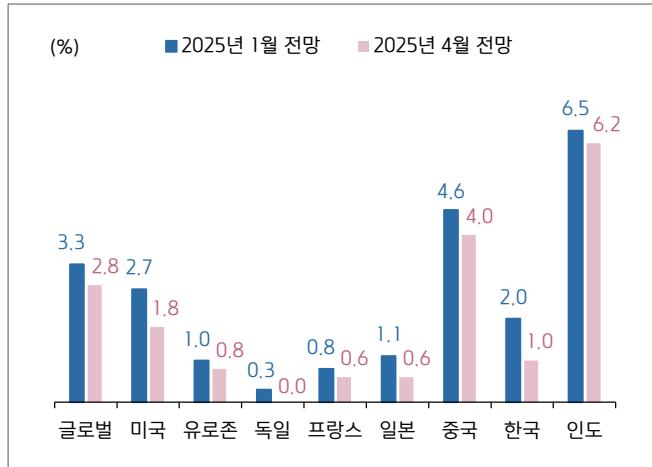
- ✓ 트럼프 관세 정책 불확실성 완화
 - 감세 재개 및 규제 완화 가능성을 시사 → 금융시장은 무역 긴장보다 내수·민간투자 부양 기대에 반응
- ✓ 미국, 투자 사이클 회복 기대
 - 기준금리 인하와 감세 기대가 맞물리며 설비투자 회복세가 완만하게 재개
- ✓ 미국 연준, 금리 인하 사이클 연내 마무리 전망
 - 경기 회복 기대와 물가 반등 조짐 속에 금리 인하 종료 가능성. 은행 규제 완화 흐름 속, 민간 신용공급 확대 여건도 조성
- ✓ 한국 경제, 정부 주도 성장과 구조적 한계 공존
 - 재정지출과 수출 반등이 단기 성장을 견인하겠으나 내수 양극화·중소기업 생산성 정체 등 구조적 한계도 공존

03.

트럼프 관세 정책 불확실성 확대, 주요국 성장을 전망 하향 조정

- ▶ 트럼프 행정부의 관세 정책으로 인한 불확실성 확대로, 미국을 중심으로 주요국의 2025년 경제성장을 전망치 하향 조정
 - 미국과 한국의 성장을 전망 하향 폭이 특히 두드러진 가운데, IMF는 4월 발표에서 한국의 2025년 경제성장을 전망을 기준보다 1.0%p 낮춘 1.0%로 조정

IMF 2025년 국가/지역별 성장 전망치 변화



자료: IMF, 키움증권 리서치센터

미국 관세로 인한 전세계 성장을 전망치 변화

	2025년 2월 전망치 (%)	2025년 시나리오 (%) (10% 보편관세 + 145% 중국 관세)
미국	2.0	0~1.0
유로존	1.0	0~1.0
독일	0.3	-0.5~0.5
영국	1.3	0~1.0
프랑스	0.7	0~1.0
중국	4.5	3.0~4.0
인도	6.6	5.5~6.5

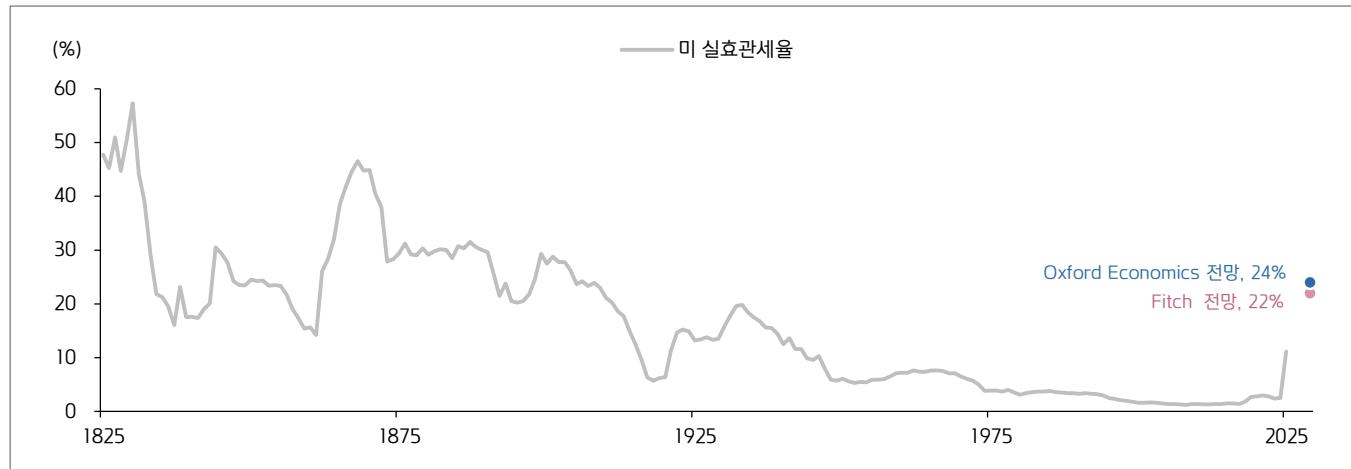
자료: 무디스, 키움증권 리서치센터

04.

관세 인상으로 인한 성장 하방 리스크 확대

- ▶ 미국 실효관세율은 트럼프 행정부의 일련의 관세 조치로 인해 약 20%p 급등하며, 1930년 스무트-홀리법 제정 이후의 최고치였던 19.8%를 상회
 - 미국의 단순 평균 최혜국(MFN) 관세율은 3.3%로 세계에서 가장 낮은 수준에 속하지만, 브라질(11.2%), 중국(7.5%), 유럽연합(5%), 인도(17%), 베트남(9.4%) 등 주요 무역 파트너 국가들의 MFN 관세율은 상대적으로 높은 수준
- ▶ 트럼프 행정부의 관세 부과가 시장 예상보다 폭넓고 강하게 진행되면서, 미국의 성장 하방 리스크 확대
 - 관세율 상승과 정책 불확실성으로 기업 투자 보류 및 고용 축소 → 가계 소비 위축 가능성 높이는 요인으로 작용
 - PIMCO, 미국 실효관세율이 1%p 상승할 때마다 미국의 성장률은 약 -0.1%p 씩 하락할 것으로 추정

미국 실효관세율과 전망치



자료: U.S International Trade Commission, Fitch, Oxford, 키움증권 리서치센터

05. 트럼프 관세 불확실성, 정점은 통과...협상 마찰은 여전

- ▶ 무역 협상은 국가별로 차별화 양상, 미·중 실질적 협상에 이르기까지 일정 수준의 마찰 가능성도 열어둘 필요
 - 현재 기본관세 10%는 부과, 중국 제외한 상호관세는 7.8일까지 90일 유예 (중국은 5.12일 공동성명 통해 90일 유예)
 - 미중 협정(5.12일) 관세 인하는 긍정적이나, 구속력이 없는 협상의 불확실성을 고려 시 추가 협상 구체화를 지켜볼 필요
 - 2018년 미·중 무역 갈등 이후, 양국은 일시적 휴전을 거쳐 2020년 1월 1단계 합의에 이르렀으나, 협상 결렬과 추가 관세가 1년 반 넘게 지속된 전례가 있음

트럼프 행정부 관세 부과 이후 협상 진행 상황

국가/지역	미국의 관세 조치	협상 진행 상황 및 전망
중국	145% 관세 부과 (4월)	스위스 제네바에서 고위급 협상을 통해 90일간의 관세 일부 유예 등 공동성명 발표(5.12일) - 美 대중관세 145%→30%, 中 대미관세 125%→10%, 오는 5.14일부터 적용 - 미국의 대중 관세 34%(기본관세 10%+24% 상호 관세 중 24% 90일 유예), 기본 관세 10%+ 펜타닐 관세 20% 부과
영국	10% 관세 부과	5. 8일, 양국 간 무역 협정 발표. 미국은 영국산 자동차 10만대에 10%의 기본 관세만 부과 이외 영국에 적용되는 10% 기본 관세는 유효 영국은 소고기 및 에탄올 시장을 개방하고 미국산 농산물과 화학제품에 통관절차를 간소할 예정
유럽연합(EU)	20% 관세 부과 (4월)	EU는 협상 타결을 위해 미국산 액화천연가스(LNG)와 농산물 수입 확대, 산업재에 대한 상호 무관세 협정 등을 제안 그러나 미국 측은 EU의 디지털세 및 미국 빅테크 기업에 대한 과징금 등을 문제 삼으며 협상에 난항을 겪고 있는 상황
캐나다, 멕시코	25% 관세 부과 (3월)	협상 지속 중이나 주요 진전 없음
대만	32% 관세 부과 (3월)	5. 1일, 대만과 미국은 첫 번째 실질적인 관세 협상을 마무리 대만은 미국산 무기, 액화천연가스(LNG), 농산물 등의 수입을 확대하고, 미국 내 투자를 늘리는 방안을 제시
인도	27% 관세 부과 (4월)	고위급 협상 진행 중. 우선순위 높은 협상 대상국으로 간주 인도는 미국과의 무역 협정을 체결하기 위해 자국의 평균 관세율을 약 13%에서 4% 미만으로 9%포인트 인하하는 방안을 제안
일본	24% 관세 부과 (4월)	초기 단계의 협상 진행 중. 주요 진전은 아직 없음
한국	25% 관세 부과 (4월)	초기 단계의 협상 진행 중. 주요 진전은 아직 없음
베트남	46% 관세 부과 (4월)	협상 진행 중이나 주요 진전 없음. (베트남 대표단은 5.1일 워싱턴 D.C.를 방문하여 본격적인 협상을 진행)

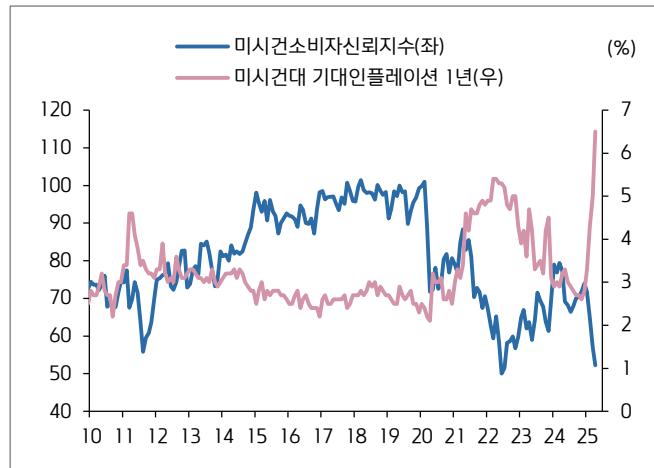
자료: 키움증권 리서치센터.

06.

심리 부진 → 실물경제 충격 강도에 주목할 필요

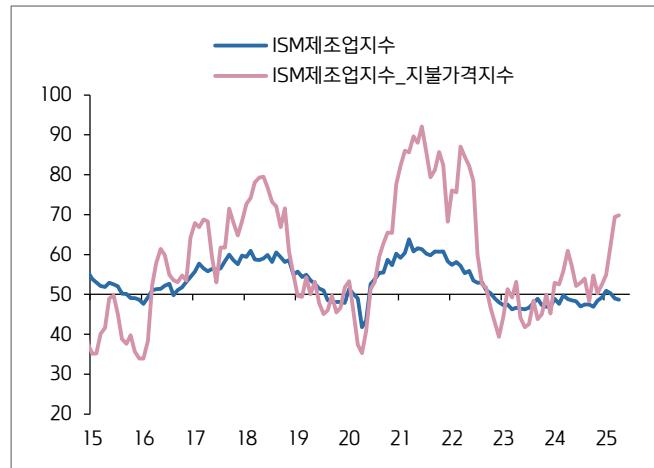
- ▶ 트럼프 행정부의 관세 정책 불확실성 속 체감경기 위축과 인플레이션 우려 동시 발생
 - 가계는 소비심리가 약화되는 반면, 기대 인플레이션 상승 중
 - 제조업 체감경기가 기준선을 하회한 가운데, 구매물가지수의 상승은 인플레이션 우려를 반영 중
- ▶ 2025년 5월 미중 무역협상에서 양국이 관세를 대폭 인하하기로 합의하면서, 경기 침체 가능성은 일부 완화된 상황. 그러나 법적 구속력이 없는 협상 특성상 불확실성이 여전히 남아 있으며, 이에 따른 기업들의 투자 지연 가능성을 감안할 때 미국 경제의 하방 리스크는 여전히 상존

미국 미시건 소비자심리지수와 1년 기대인플레이션



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

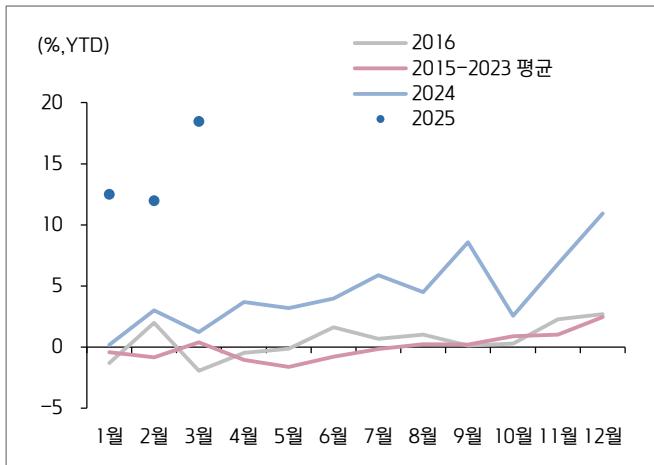
미국 ISM제조업지수와 지불가격지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

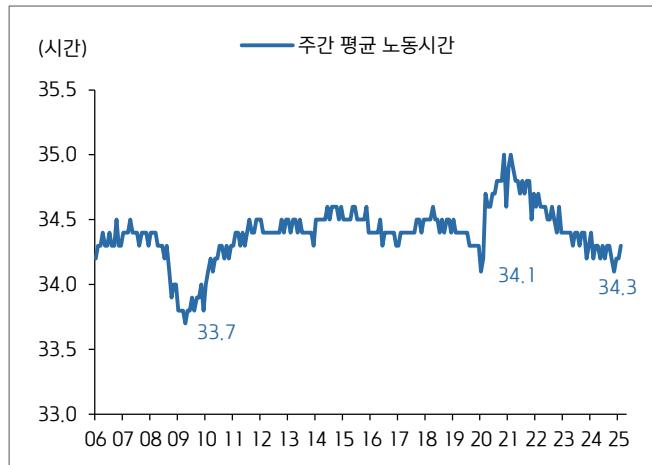
- ▶ 관세 부과 전 소매업체의 재고 축적·인력 충원 등 선제 수요 확대 → 이후 수요 공백 발생으로 경제지표 둔화 불가피. 이 경우 연준의 통화정책은 다시 성장 중심으로 이동할 것으로 전망
 - 관세로 인한 공급망 재조정 및 비용 절감 압력 → 일부 기업은 고용 계획 축소 또는 신규 고용 중단 무역 정책 불확실성이 클수록 투자 계획 재검토 가능성 확대
 - 관세 인상은 주로 저소득층에 부정적 영향, 고금리 부담과 맞물려 가계 건전성 악화 우려
- ▶ 기업들의 투자 보류와 보수적인 고용 계획으로 노동시장 둔화가 점차 현실화될 가능성
 - 현재까지 기업들은 노동시간 축소를 통해 해고 압력을 완화, 그러나 노동시장은 이미 2020년 3월(코로나19직후) 수준까지 하락

미국 연도별 연초대비 실질 수입량 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

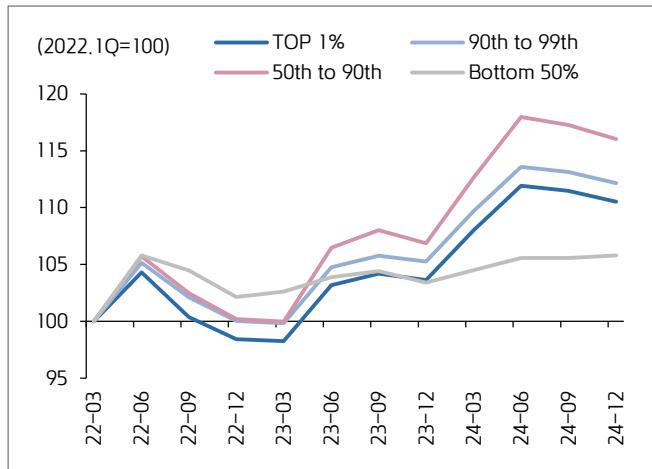
미국 주간 평균 노동시간



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 미국 GDP의 약 70% 차지하는 소비에 주목. 가계 순자산 증가가 소비의 급격한 위축을 완화할 요인으로 작용
 - 소득 분위별 자산·부채 분포 확인 시, 50~90% 구간의 순자산이 코로나 이후 빠르게 증가
 - 순자산 증가 폭이 가장 커던 소득 분위 50~90% 구간 → 이들의 부채 비중은 전체의 약 45% 차지
- ▶ 소득 하위 50%가 소비자신용 부채의 과반을 보유하며 부담 요인으로 존재하지만, 순자산도 일부 개선

미국 소득 분위별 가계 순자산 변화



자료: FRB, 키움증권 리서치센터

미국 소득 분위별 자산과 부채 항목별 비중

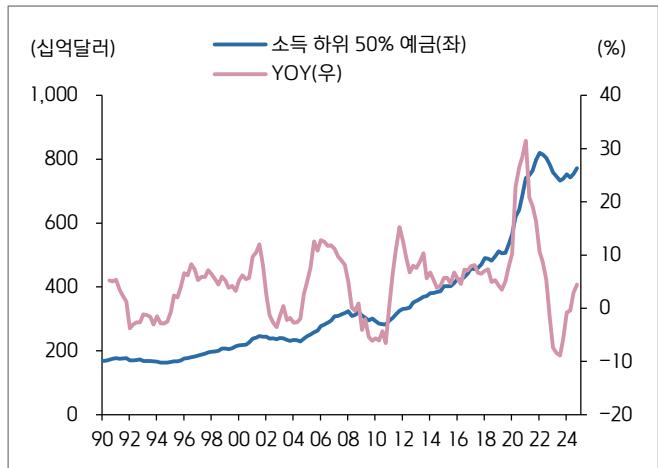
	항목 (%)	TOP 1%	90th to 99th	50th to 90th	Bottom 50%
자산	가계순자산	28.0	34.6	31.8	5.6
	부동산 자산	13.4	30.5	46.0	10.2
	금융자산	34.7	37.1	25.6	2.6
	예금	23.6	35.0	35.9	5.5
	채권	38.5	40.5	20.4	0.5
	주식, 펀드	50.0	37.2	11.7	1.0
부채	부채	4.5	20.0	44.5	31.0
	대출	4.9	19.4	44.6	31.2
	모기지 대출	3.1	24.0	49.9	23.1
	소비자신용	3.2	10.2	35.0	51.5

자료: FRB, 키움증권 리서치센터

주: 2024년 4분기 기준

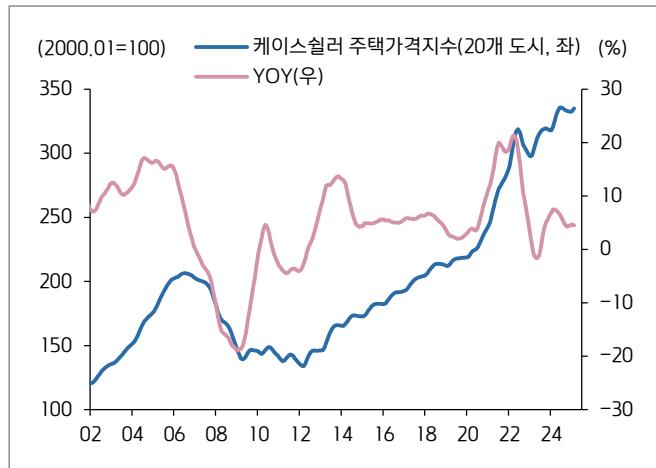
- ▶ 하위 계층 중심의 신용 연체 증가 우려에도 불구하고, 저소득층 예금은 여전히 높은 수준이며 증가율은 반등 중
- ▶ 부동산 가격 상승에 힘입어 중상위 계층의 순자산이 확대되었으며, 향후 자산가격 변화는 소비에 큰 영향을 미칠 것으로 예상
 - 주택가격 안정에 따라 중상위 계층의 순자산이 양호하게 유지되며, 소비 여력을 지지할 것으로 예상

미국 소득 분포 하위 50% 예금 자산 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 케이스슬러 주택가격지수

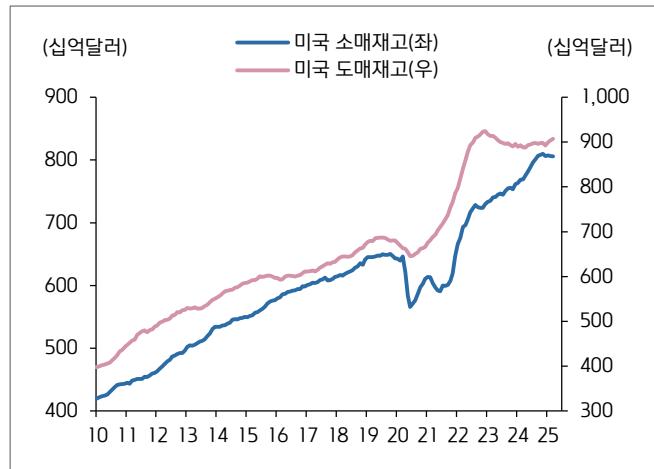


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

10. 관세의 인플레이션 효과, 단기적으로는 제한적

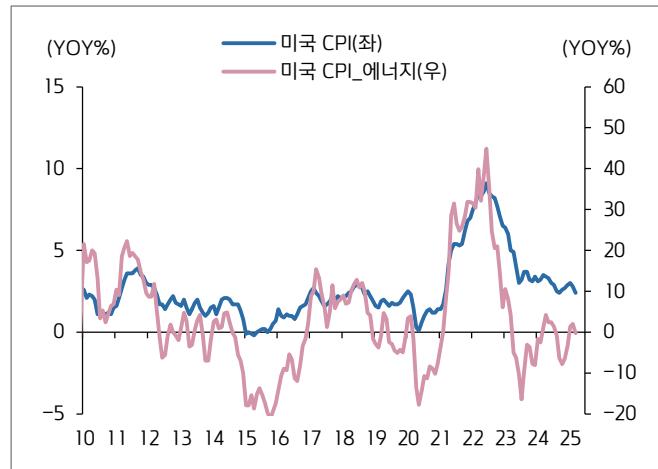
- ▶ 소매업체는 마진을 줄여 가격 상승을 흡수하고, 기업들은 사전 재고 확보 및 공급망 다변화를 통해 관세 충격을 완화 중
 - 상호관세 유예 조치와 선제적 재고 축적은 단기적으로 관세 충격에 따른 가격 상승 압력을 일정 부분 완화시켜줄 전망
 - 국제유가 하락은 단기적으로 헤드라인 물가의 안정화를 유도 가능. 트럼프 행정부의 관세 정책에 따른 불확실성과 글로벌 수요 둔화는 유가의 상승 압력 제한하는 요인으로 작용할 전망

미국 도소매 재고 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 소비자물가와 에너지 가격

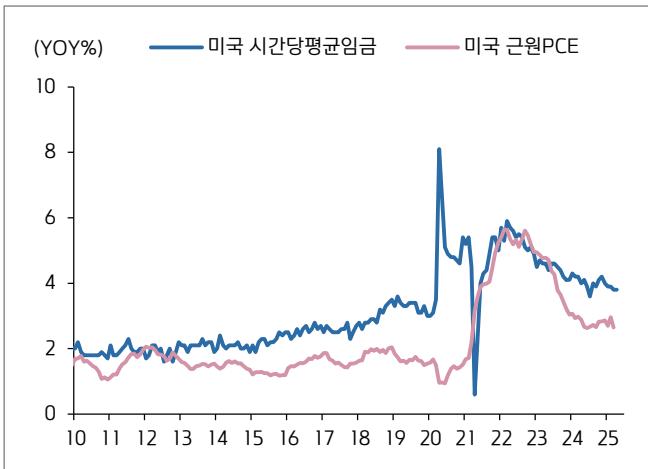


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

11. 연준의 추가 금리 인하 전망, 여전히 유효

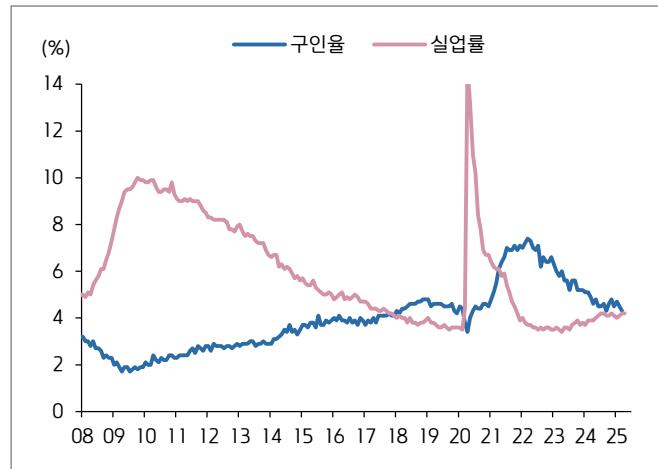
- ▶ 일부 품목을 중심으로 물가 상승 압력이 높아질 수 있으나, 전체적으로는 점진적 둔화 흐름 유지
 - 재고 축적과 유가 하락 등으로 단기 물가 충격은 일부 완화되나 수요 부진으로 기업의 가격 전가 여력은 제한될 가능성
- ▶ 노동시장 둔화와 성장 우려에 따라 연준에 대한 금리 인하 압력은 커질 것으로 보이며, 하반기 두 차례 정도의 금리 인하는 가능할 것으로 전망(미국 최종 정책금리 3.75~4.00% 전망)

미국 근원PCE물가와 시간당 평균 임금



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

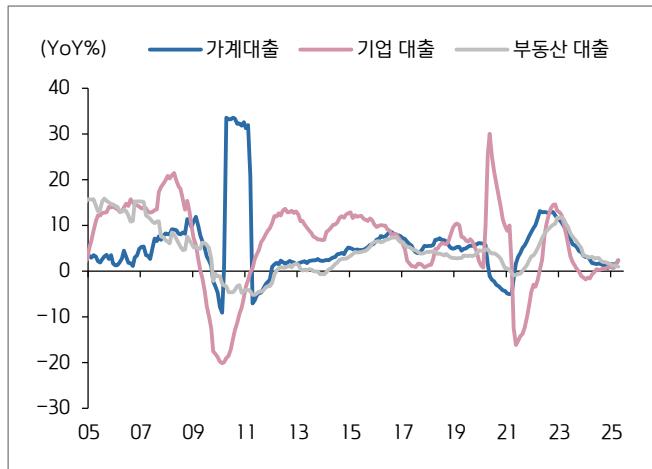
미국 실업률과 구인율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

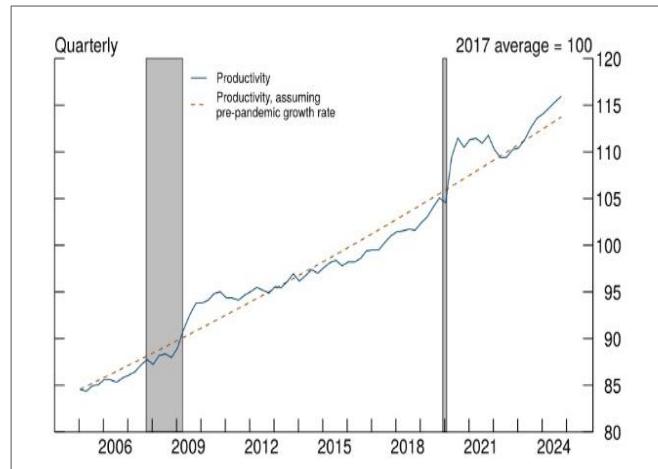
- ▶ 금융 규제 완화 기대와 감세 정책은 은행 중심의 민간 신용 창출을 통해 수요 부진을 완화하는 역할이 기대
 - 마이클 바 전 연준 부의장은 강력한 금융 규제론자, 대표적인 규제책이 SLR 규제로 대형은행들의 자기자본을 자산의 6% 이상 맞춰야 한다는 내용. 해당 규제가 완화될 경우, 미 국채에 대한 대형은행의 매수 여력 확대 가능
- ▶ AI 산업 등 생산성 투자 사이클은 지속되고 있으며, 관세 불확실성 완화와 금융 여건 개선이 더해질 경우 미국의 펀더멘털 회복 가능성

미국 민간 대출 증가율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 기업 생산성 추이



자료: U.S. Bureau of Labor Statistics via Haver Analytics, 키움증권 리서치센터

- ▶ 트럼프 2기 정부가 지향할 정부는 표면적으로는 작은 정부를 추가하는 성향을 보이지만, 실제 정책 방향이나 실행은 선택적 개입을 강화한 '부분적 큰 정부' 성격
 - 이념적으로는 전통적 공화당처럼 작은 정부·감세·규제 완화 지향, 그러나 산업 정책, 통상, 국가 안보 분야에서는 정부 주도 개입이 강해지는 형태로 전통적 '작은 정부' 모델과는 차별화된 운영 방식
 - '미국 우선주의' 아래 트럼프 정부는 작은 정부 이념과 선택적 개입이 결합된 하이브리드형 운영 모델
 - 정책적 지원을 통해 기업 투자를 촉진하고, 이를 기반으로 가계 소비의 선순환 구조를 유도

트럼프 2기 정부의 정책 방향

구분	표면적 지향	실제 정책 경향	내용
규제 정책	작은 정부	감축 지향	친기업 규제 완화, 에너지·환경 규제 철폐 등 민간 자율 중시
재정 지출	작은 정부	선택적 큰 정부	국방, 인프라, 제조업 리쇼어링 등 특정 분야에는 과감한 지출 확대
복지·의료	작은 정부	감축 시도	오바마케어 축소 시도, 복지 축소 기조
통상·산업 정책	개입주의적 경향	큰 정부적 성향	관세 부과, 공급망 재편 개입 등 시장에 대한 직접적 간섭
감세정책	작은 정부	실행	법인세·소득세 감세로 민간 중심 경제 성장 유도

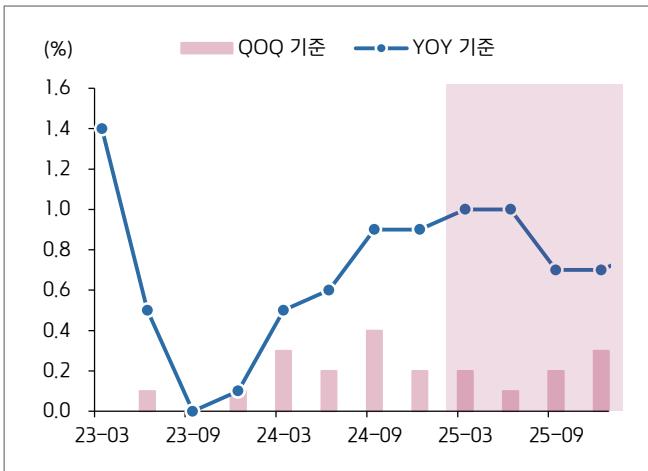
자료: 키움증권 리서치센터

14.

유로존 경제, 제한적인 회복세 지속

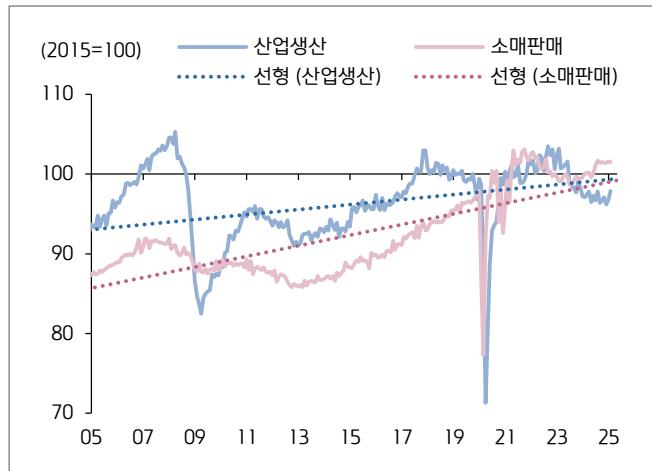
- ▶ 유로존 경제는 하반기 회복 흐름이 예상되지만, 무역 갈등과 정책 불확실성에 따른 하방 리스크 지속될 전망
 - 제조업은 둔화세가 지속되는 반면, 서비스업은 비교적 양호한 수준을 유지
 - 미국의 보호무역 강화는 유로존의 수출 및 투자 둔화를 유발할 수 있으며, 독일 등 수출 중심 국가들이 타격을 받을 가능성 상존

유로존 경제 성장을 추이와 전망치



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 음영은 2025년에 대한 유로존 경제성장을 시장 컨센서스

유로존 산업생산 지수와 소매판매 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ ECB의 완화적인 통화정책 기조는 하반기에도 지속 가능할 전망
 - 에너지 가격 안정과 수요 둔화, 통화정책 효과 누적 등에 기반해 유로존의 디스인플레이션 흐름은 당분간 지속될 전망
 - 시장에서는 2025년 하반기까지 추가로 2~3회의 0.25% 포인트 인하가 단행될 것으로 예상
- ▶ 독일의 재정 확대 움직임에도 불구하고 EU 차원의 공동 재정 기반이 미흡할 경우, 재정 공조는 제약을 받을 수 있으며, 남북유럽 간 재정 격차는 중장기 리스크로 작용할 전망
 - 재정여력이 있는 독일과 긴축 재정에 뛰어난 남유럽 국가들 간의 정책 대응력 격차가 커질 수 있음

유로존 기준금리와 소비자물가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

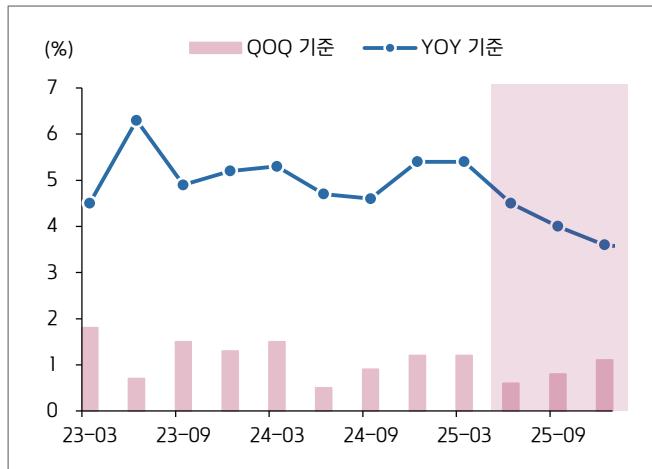
유로존 국가의 정부부채/GDP와 재정수지/GDP

단위: %	정부부채/GDP	재정수지/GDP
네덜란드	43.2	-1.1
독일	63.9	-2.8
오스트리아	81.2	-4.7
유로존	87.7	-3.1
스페인	101.8	-3.2
프랑스	113.1	-5.8
이탈리아	135.3	-3.4
그리스	150.9	-0.3

자료: IMF, 키움증권 리서치센터

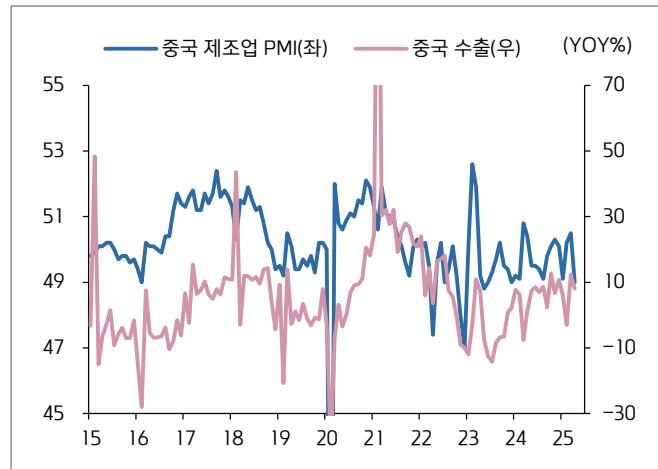
- ▶ 중국 정부는 2025년 경제성장을 목표를 약 5%로 제시했으나, 대외 여건 악화와 구조적 한계로 목표 달성을 쉽지 않을 것으로 전망
 - 5월 12일 미·중 무역협상 이후에도 실질 합의까지는 시간이 소요될 것으로 보이며, 이로 인해 지속되는 불확실성과 대외 수요 둔화가 중국 제조업과 고용에 부담으로 작용할 전망
 - 대외 여건 악화와 구조적 제약을 반영해, 주요 외신들은 중국의 2025년 성장을 5% 미만으로 낮춰 전망

중국 경제 성장을 추이와 전망치



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 음영은 2025년에 대한 중국 경제성장을 시장 컨센서스

중국 제조업 PMI 지수와 수출

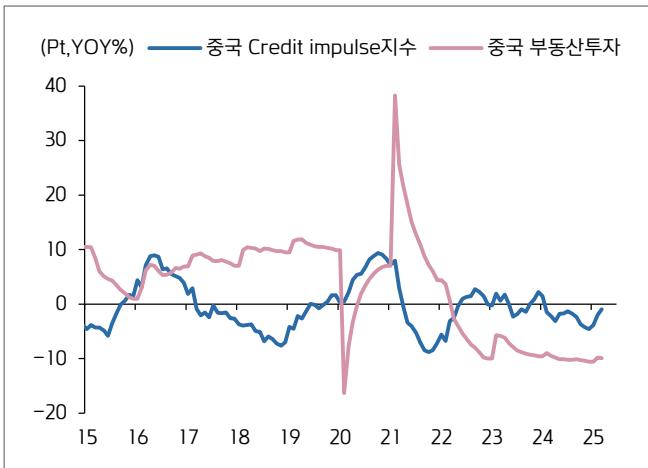


17.

내수 부진 심화와 정책 대응의 제약

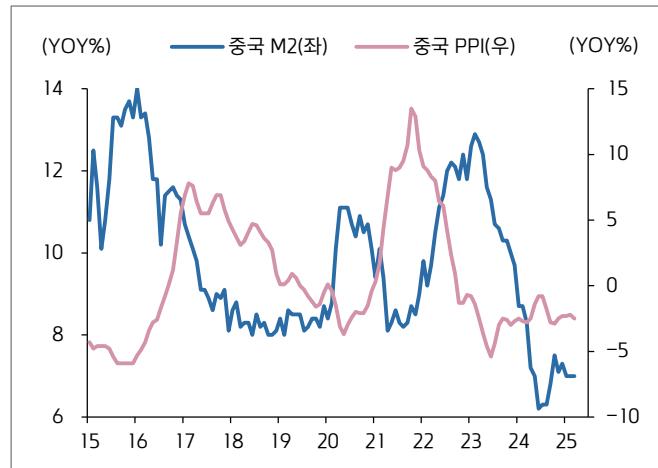
- ▶ 소비와 투자의 동반 부진으로 중국 내수 회복이 지연되고 있으며, 정책 여력의 제약으로 인해 적극적인 부양은 어려운 국면
 - 통화정책의 한계 : 금리 인하 여력 제한, 환율 압박, 유동성 전달력 저하
 - 재정정책의 한계 : 지방정부 부채 부담, 재정수입 둔화, 국채 확대에 대한 부담
- ▶ 구조적으로 중국은 투자 주도에서 소비 주도 성장 모델로 전환 중이나, 과거처럼 인프라 투자가 성장을 상승으로 직결되지 않으면서 통화·재정정책의 승수 효과도 점차 낮아지고 있는 상황

중국 신용자극지수와 부동산 투자



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국 생산자물가와 M2

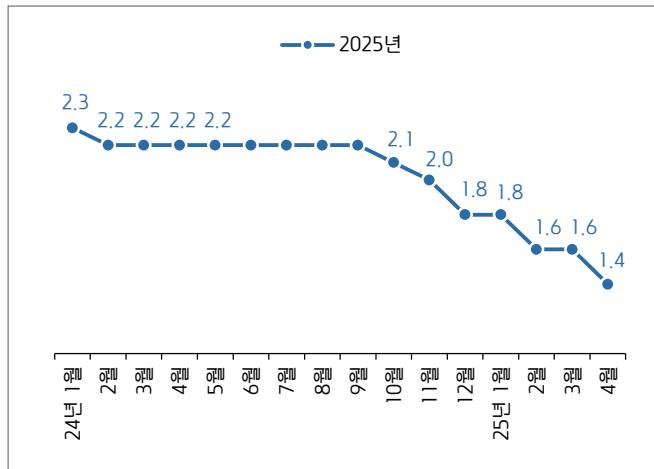


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

18. 대외 불확실성 속 한국 성장 전망 하락

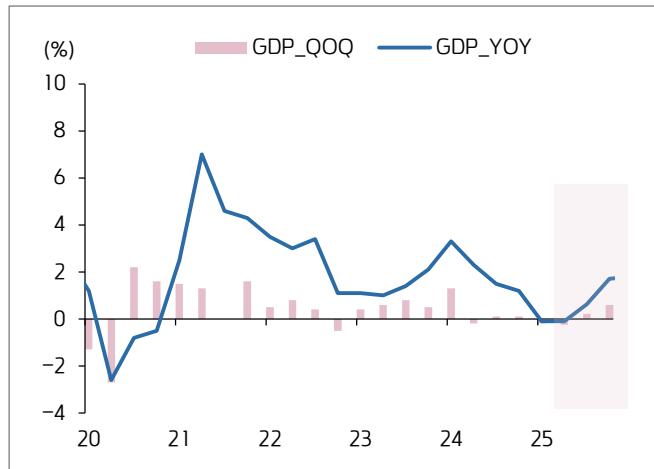
- ▶ 미국 관세 불확실성 확대에 따라, 2025년 한국의 경제성장을 전망은 하향 조정되는 흐름
 - 중국 경기 둔화와 중간재(반도체 등) 수출 감소는 한국 경제에 직접적인 하방 압력으로 작용할 수 있으며, 이로 인한 성장률 하락 폭은 최대 0.7%p로 추정
- ▶ 한국 경제는 상반기 부진, 하반기 회복 흐름의 '상고하저' 패턴을 보이며, 연간 성장률은 1.0%로 전망
 - 6월 조기 대선을 전후해 경기 부양을 위한 추가경정예산이 편성되고, 3분기 중 정책 집행 본격화될 경우 하반기 성장 반등에 일정 부분 기여할 가능성

한국 2025년 경제성장률에 대한 주요 IB 전망치 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 전망치는 주요 IB 중간값 기준

한국 경제성장을 추이와 전망치



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터
주: 음영은 2025년 한국 경제성장을 대한 전기비, 전년동기비 당사 전망치

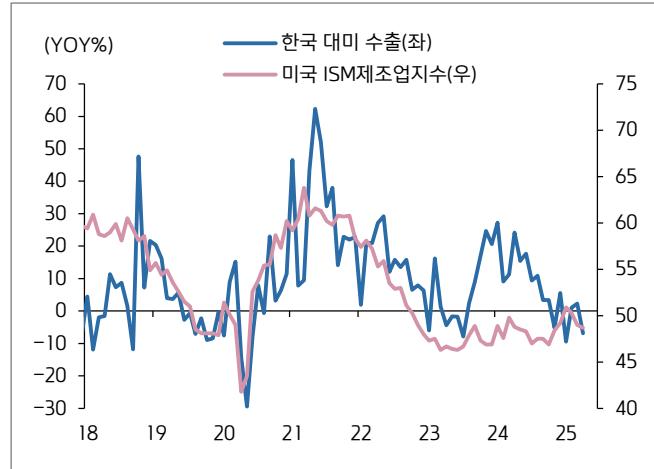
- ▶ 관세 인상은 다음 세 가지 경로를 통해 한국 경제에 영향을 미칠 것으로 예상 ① 대미 수출의 반사이익효과(+),
② 제재 대상국(중국 등)으로의 중간재 수출 감소(-), ③ 보편관세 부과에 따른 직접적 영향(-)
 - 무역협회, 미국이 전면적으로 10% 포인트의 보편관세를 시행할 경우, 미국 총수입이 전반적으로 감소하면서 세계 전체 수출은 1.9% 감소할 것으로 예측
- ▶ 트럼프 행정부의 관세 정책에 대한 불확실성이 해소되기 전까지는 기업 투자 보류와 소비 부진이 불가피하며, 이에 따라 상반기 수출 부진이 예상
 - 일부 글로벌 투자은행은 분기별 수출 증가율이 마이너스를 기록할 가능성도 제기

트럼프 2기 관세조치 한국 수출 영향 분석 (시나리오 1~3)

수출 대상국	시나리오 3 시나리오 2+ 보편관세 10%p					
	시나리오 1 對중국 10%p		시나리오 2 시나리오 1+ 캐나다 ·멕시코 25%p		시나리오 3 시나리오 2+ 보편관세 10%p	
	금액	증가율	금액	증가율	금액	증가율
對미국	4.0	0.3	19.6	1.5	-100.3	-7.9
對중국	-8.1	-0.6	-6.8	-0.5	-13.0	-1.0
對캐나다	-	-	-2.6	-2.5	-3.3	-3.2
對멕시코	-	-	-12.4	-9.1	-15.7	-11.5
對세계	-4.1	-0.1	-2.2	-0.03	-132.4	-1.9

자료: 무역협회 재인용, 키움증권 리서치센터

한국 대미 수출과 미국 ISM 제조업지수

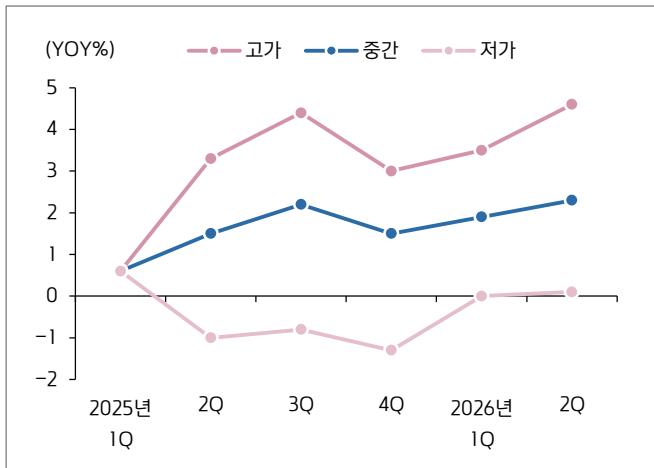


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

20. 관세 정책의 구체화 중요, 수출 품목별 차별화 지속

- ▶ 수출 전망에 있어 미국의 통상정책 방향은 중요. 특히, 트럼프 행정부의 관세 정책 구체화 여부로 정책이 명확하지 않고 지속적으로 변동될 경우 한국 수출도 불확실성 하에서 제한적 회복세를 보일 가능성
- ▶ 2025년 하반기 후반으로 갈수록 관세 관련 불확실성이 완화되고, 글로벌 IT 수요도 견조하게 유지되면서 상반기 대비 점진적인 회복세가 나타날 것으로 기대
 - 품목별 수출 회복 속도에 차이가 나타나는 가운데, 반도체 등 고부가가치 품목은 견조한 흐름을 보이겠으나 중국 내수 둔화에 영향을 받는 중간재 및 소비재는 회복이 제한적일 것으로 예상

한국 2025년 분기별 주요 IB 수출 전망치



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

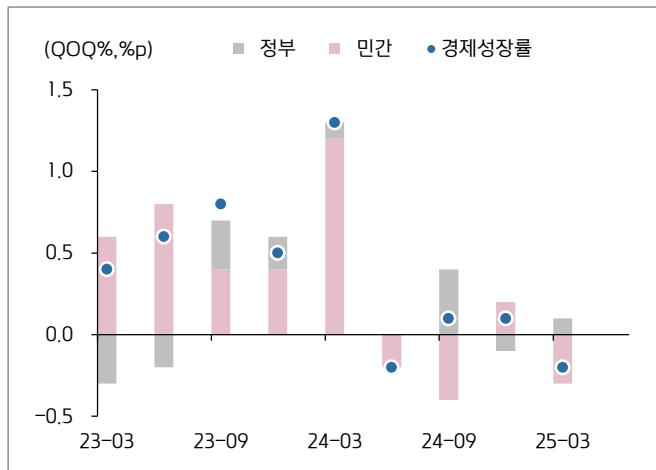
한국 수출산업경기전망지수(EBSI)

	2024년		2025년	
	3Q	4Q	1Q	2Q
석유제품	71.8	70.6	98.9	52.1
철강·비철금속제품	112.3	66.2	64.1	88.8
기계류	106.0	79.6	91.9	89.3
가전	100.8	97.5	52.7	54.0
전기·전자제품	106.6	104.2	85.3	61.5
반도체	125.2	135.2	64.4	112.7
자동차·자동차부품	117.3	98.7	130.7	59.4
선박	139.8	146.7	146.4	140.6
의료·정밀·광학기기	118.5	104.7	74.8	77.8
전산업	108.4	103.4	96.1	84.1

자료: 한국 무역협회, 키움증권 리서치센터

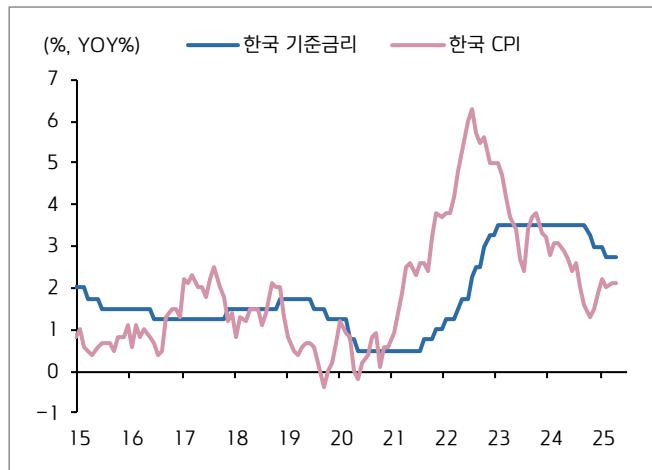
- ▶ 한국 경제는 구조적으로 내수가 취약하고 수출을 통해 성장을 견인. 트럼프 관세 관련 불확실성이 완화되고 수출이 본격적으로 회복되기 전까지는 정부의 적극적인 역할이 요구
- ▶ 경기 회복을 위해 통화 및 재정 정책의 확장적 기조가 필수적인 시점
 - 한국 경제에 대한 비관론 등을 고려할 때, 기준금리는 5월과 8월 두 차례 추가 인하될 가능성
 - 조기 대선 이후, 추가적인 추경 편성 가능성이 높아질 전망

한국 분기 경제성장률과 정부와 민간 성장 기여도



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

한국 기준금리와 소비자물가



자료: 한국은행, 통계청, 키움증권 리서치센터

22. 대선 이후 경기 대응을 위한 추가 추경 편성 가능성

- ▶ 정부는 12.2조원 추경을 통해 성장을 제고를 시도하고 있으나, 대선 이후 추가 추경이 편성될 가능성 있음
 - 한국은행: 15~20조원 규모의 추경 → 경제성장을 0.2%p 제고 효과 추정
 - 정부는 이번 추경이 GDP를 0.1%p 끌어올릴 것으로 보지만, 민생 위주 편성으로 경기 부양 효과는 제한적이며 대선 이후 추가 추경 가능성도 제기
 - 추경 재원은 국채 발행(8.1조원), 기금 자체 재원(3.4조원), 기타 세외수입(0.7조원)을 통해 조달 예정

정부 추경편성안(총 12.2조원) 세부 내역

구분	배정금액	항목	세부내용
재해·재난 대응 (3.2조원)	1.7조원	재해·재난 예방·대응력 강화	예비비 1.4조원 및 AI 감시카메라·산불 감시 드론 등 구비
	1.4조원	산불 피해 복구	재해·재난 대책비, 주택 복구 등
	0.2조원	SOC 안전투자	노후 하수관로 정비, 항공안전 강화 등
통상 및 AI 지원 (4.4조원)	2.1조원	통상 리스크 대응	피해기업 지원 1.8조원 및 관세·공급망·고용불안 등 대응
	1.8조원	AI 생태계 혁신	GPU 1만장 확보 1.5조원, AI 개발 역량 제고 및 인재 양성 등
	0.5조원	반도체 등 첨단전략 산업 육성	인프라 구축, 투자보조금, 저리대출 등
민생지원 (4.3조원)	2.6조원	소상공인 부담경감	부담경감 크레딧 1.6조원, 무이자 신용카드 0.1조원 등
	1.6조원	영세 중소사업자 매출기반 확대	상생 페이백 1.4조원, 공공배달앱 할인 등
	0.2조원	취약계층 생활안정지원	체불임금 대지급, 최저 신용자 청년·대학생 정책자금 등
기타 (0.2조원)	0.2조원	국채 이자, 주요 행사 개최 등	

자료: 기획예산정책처, 키움증권 리서치센터

- ▶ 정부 주도형 모델은 단기적으로 재정 지출 증가를 통한 총수요 확대를 통해 경기 부양에 기여 가능
- ▶ 하지만, 중장기적으로는 재정건전성 악화 우려 점증
 - 복지 확대는 분배 개선과 소비 확대 효과가 있으나, 장기적으로 재정 부담과 민간 부문의 투자·신용 위축 등 부작용 상존
 - 한국이 큰 정부 체제로 전환할 경우 전략산업에는 기회를 제공하는 반면, 규제산업에는 부담으로 작용할 가능성이 있음

한국의 '큰 정부' 전환 시 예상 경제 변화

정책 영역	변화 내용	경제적 영향	내용
재정 지출	사회복지, 교육, 의료, 인프라 지출 확대	재정적자 및 국가채무 증가	단기 경기부양 효과 vs. 장기 재정 건전성 우려
세제 정책	고소득층·대기업 증세, 보편적 복지 재원 확보	가처분 소득 변화, 투자 위축 가능성	조세 저항, 기업 유출 우려 병존
노동 시장	고용 보호 강화, 공공일자리 확대	고용 안정 vs. 노동시장 유연성 저하	청년층 신산업 일자리 창출과 충돌 가능성
산업 정책	전략산업 지원 확대, R&D 보조금 확대	특정 산업 성장 촉진 vs. 민간 자율성 위축	반도체·AI·에너지 전환 산업 중심 개입 가능성
복지 제도	보편 복지 확대(기초연금, 건강보험, 돌봄 등)	소비 확대 VS. 노동 유인 저하 가능성	중산층 이상 증세 병행 가능성 큼
규제 정책	ESG, 탄소 중립 등에서 규제 강화	지속가능성 개선 vs. 기업 부담 증가	녹색산업 육성과 규제 강화를 병행할 가능성
금융 정책	지방 투자 확대 및 지역 인프라 재정 지원	지방경제 활성화 vs. 효율성 논란	정치적 고려로 인한 비효율 우려 가능성

자료: 키움증권 리서치센터

24.

정부 재정지출 확대 → 단기 성장을 제고에 기여

- ▶ 정책 추진력과 재정 확대가 하반기 성장을 개선을 유도할 수 있으나, 구조적 제약과 대외 리스크로 반등 폭은 제한적일 전망
 - 산업 지원 정책(예: 반도체 세액공제)은 기업 투자 및 수출 확대에 긍정적 효과를 미칠 수 있음
 - 소비 진작 정책이 지속될 경우, 단기적으로 내수 회복 효과가 기대

한국의 재정지출 기반 성장 제고 사례

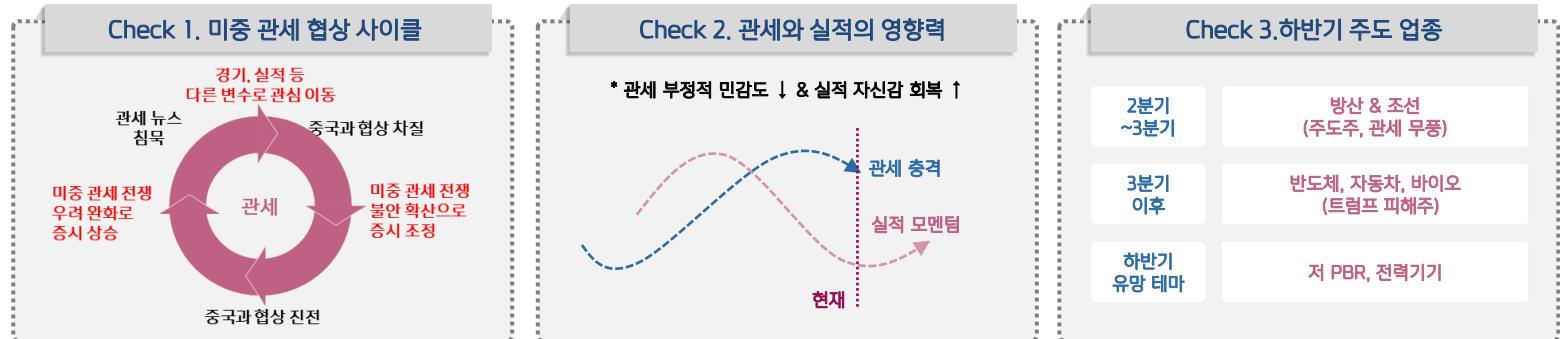
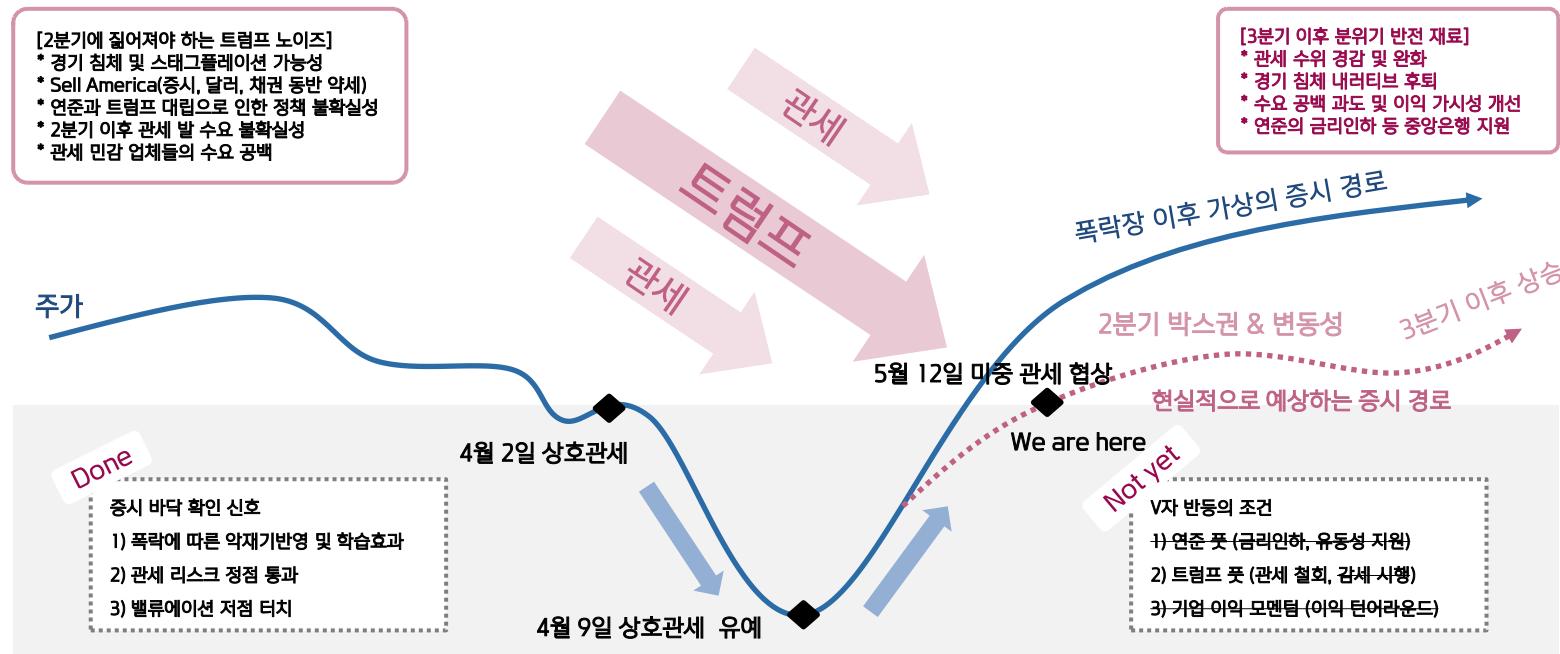
항목	2009년 (글로벌 금융위기)	2020년 (코로나 팬데믹)
경제위기 유형	수출 급감 중심의 대외발 경기침체	공급망 붕괴 + 내수 위축
정부 대응 방식	28.4조 원 추경 + 4대강 등 SOC 중심	총 67조 원 규모 추경 4차례 (직접지원 중심)
재정지출 방향	대규모 인프라 투자 (건설 중심)	긴급재난지원금, 소상공인 자금, 고용유지
주요 정책 수단	공공사업 확대, 고용창출, 지역개발	소비보전, 생계지원, 방역인프라
GDP 성장률	2009: +0.8% → 2010: +7.0% 급반등	2020: -0.7% → 2021: +4.6% 회복
고용 효과	건설업 중심 고용 일시 확대	자영업·서비스업 고용방어 효과
정책 승수 효과	SOC 투자 → 민간 설비·소비 동반 회복	가처분소득 증가 → 단기 소비 증가
한계점	일자리 질 논란, 과잉 건설 논쟁	재정 지속가능성 우려, 효율성 논란
평가	단기 경기부양 성공, 장기비전은 부족	위기 방어에는 효과적, 구조개혁은 미흡

자료: 키움증권 리서치센터

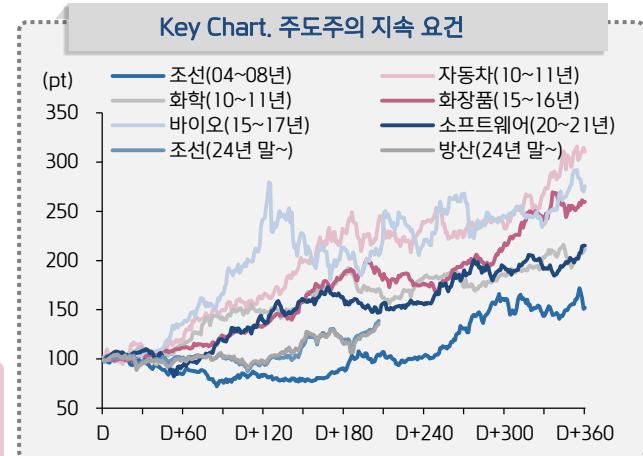
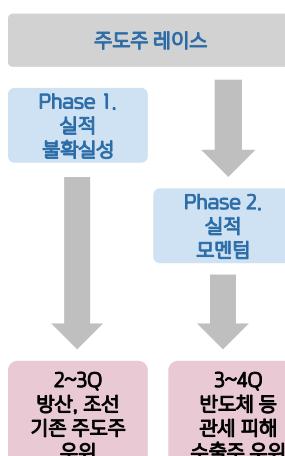
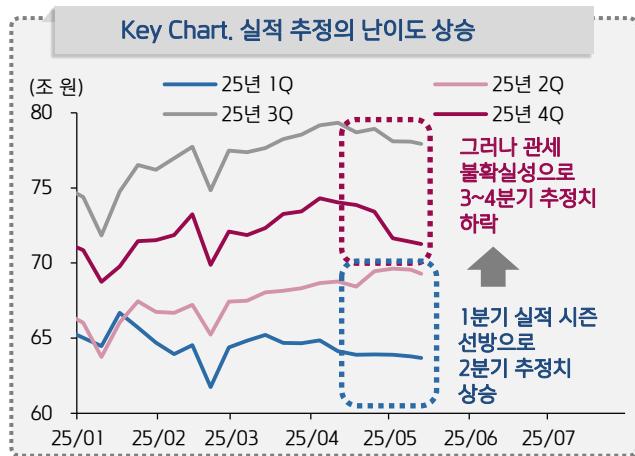
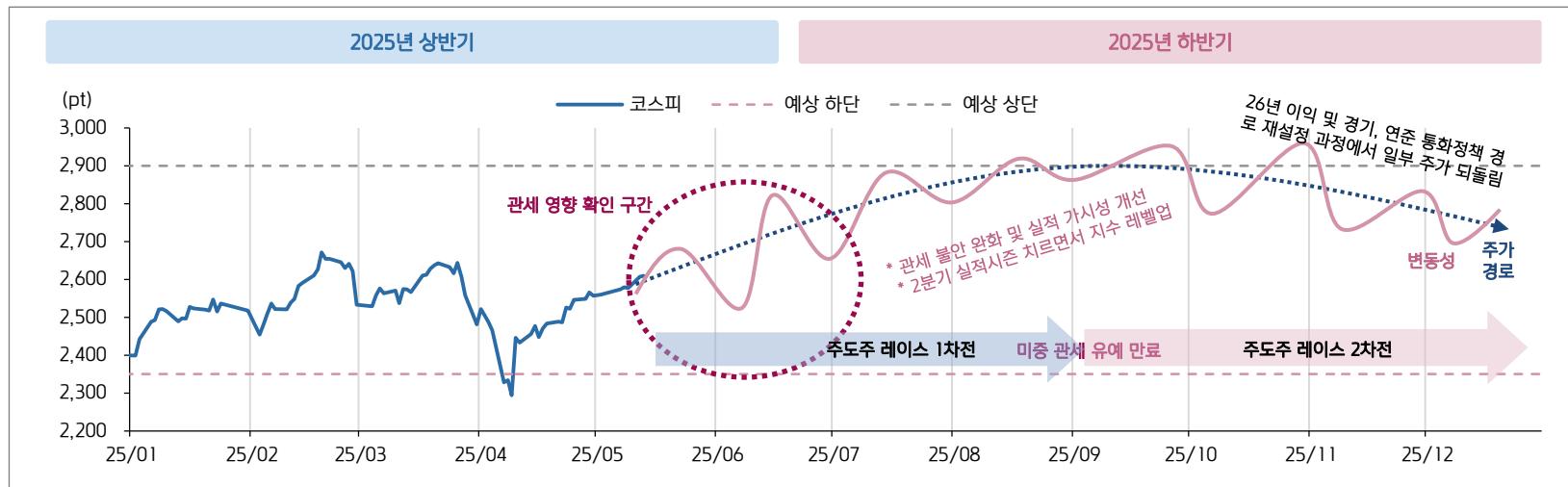
II. 전략: 주도주 레이스



00. (요약) 현재 주식시장의 상황 진단과 예상 증시 경로



00. (요약) 2025년 하반기 코스피 예상 경로

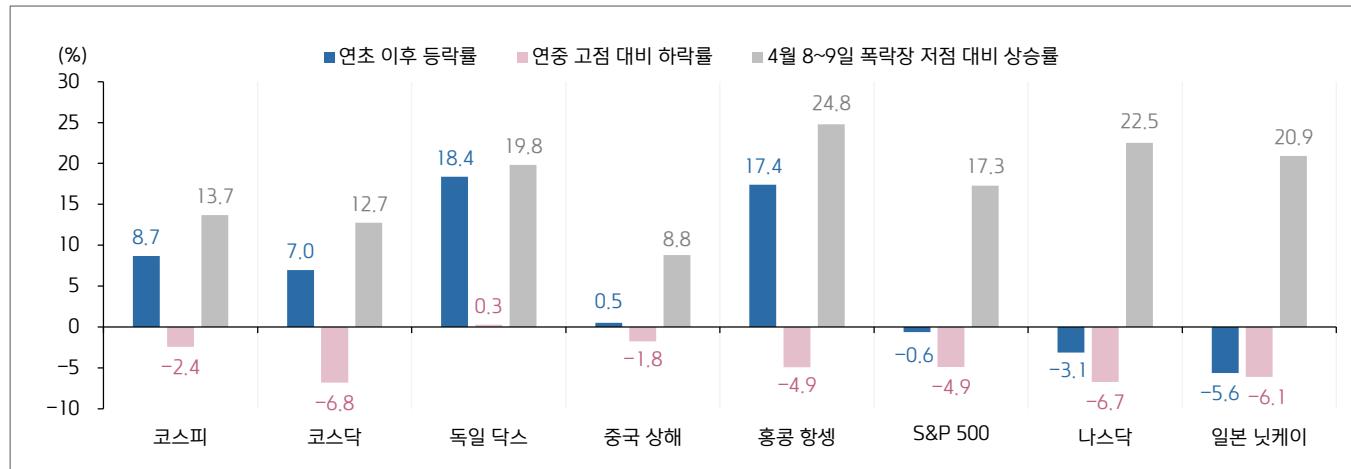


01.

4월 상호관세 충격에서 벗어나고 있는 주식시장

- ▶ 지난 4월 시장은 트럼프의 상호관세 충격에 고스란히 노출되며 2020년 코로나 판데믹 당시에 준하는 역대급 폭락을 겪음
- ▶ 이후 중국 제외 상호관세 유예, 낙폭과대 인식, 밸류에이션 메리트 등에 힘입어 그간의 급락을 만회해왔던 상황. 월 중 내내 극단의 공포 영역(0~25pt)에 머물러 있었던 CNN의 Fear & Greed index도 공포의 영역(26~50pt)로 올라오는 등 최악으로 치닫던 투자심리도 안정을 찾아가고 있는 모습
- ▶ 그 가운데, 5월 12일 미중 실무진 고위급 협상을 통해 양국의 고율 관세를 90일간 115%p 씩 인하하는데 합의하는 단기 호재가 출현. 이로 인해 현재 코스피, 나스닥 등 대부분 벤치마크 지수들은 연저점을 기록했던 4월 8~9일 폭락장을 기점으로 약 10%대 이상의 반등을 하고 있는 상황

주요국 증시의 수익률 (5월 12일 종가 기준)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

02.

저항선으로 작용했던 200일선을 일단 돌파했지만, 전고점 탈환은??

- ▶ 현재 코스피, 나스닥 등 한국과 미국 증시는 한동안 저항을 받았던 기술적 장기 추세선인 200일선을 상향돌파하면서, 추세 상승 궤도 진입 기대감이 점증하고 있는 모습
- ▶ 그렇지만 1~2개월이라는 시간 내에 전고점을 탈환할 수 있는지 그 의구심은 완전히 해소되지 못하고 있는 것으로 보임
- ▶ 결국 관세 전쟁 상황 종료라고 하기에는 시기상조라고 할 수 있으며, 앞으로도 주식시장은 관세 발 불확실성에 빈번하게 노출될 수 있는 만큼, 어떤 식으로 관세 대응 전략을 수립해야 하는지가 과제

코스피와 200일선



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

나스닥과 200일선



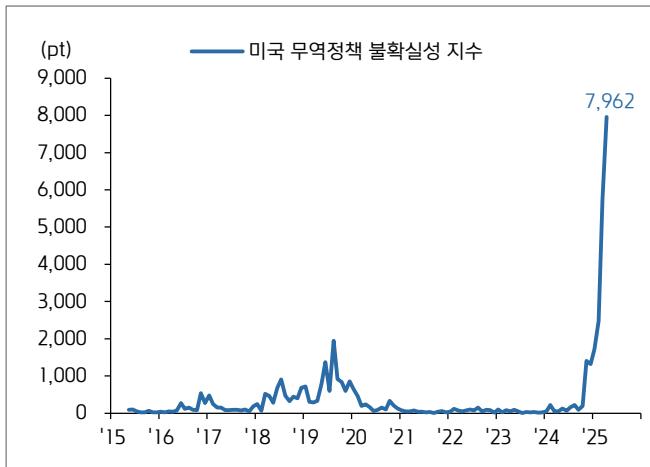
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

03.

관세 그 자체보다는, 매크로와 실적에 어느정도 충격이 전이됐는지가 관건

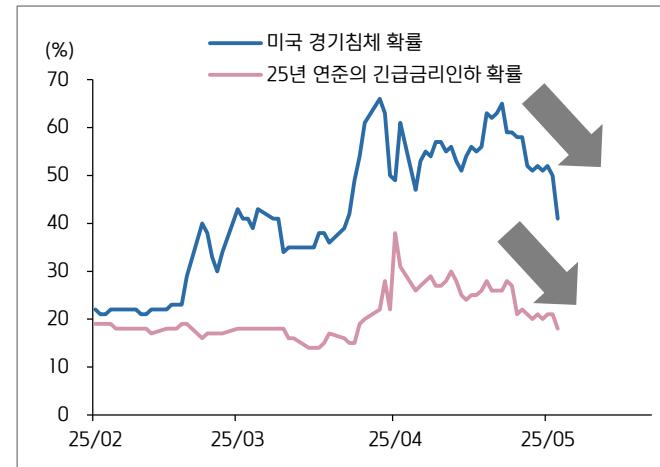
- ▶ 전반적으로 최악의 국면에서 벗어난 것은 자명한 사실인 만큼, 관세 불확실성의 가능자인 미국의 무역정책 불확실성 지수도 4월 말 7,900pt대를 고점으로 하락 전환할 것으로 예상
- ▶ 또 한동안 폴리마켓에서 유력시되고 있던 미국의 경기 침체와 이에 사후적으로 대응하기 위한 연준의 긴급 금리인하 확률도 5월 이후 빠르게 내려가고 있다는 점도 눈여겨볼 부분
- ▶ 결국 올해 하반기에는 관세 그 자체보다, 관세의 여진이 얼마나 될 것인지를 주가 결정력을 만들어 내는 국면으로 이동할 것으로 예상
- ▶ 매크로 측면에서는 고용, CPI, FOMC 등 대형 이벤트를 치르는 과정에서 개별 이벤트 결과에 따라 시장 참여자들의 의견 충돌이 발생할 가능성에 대비해야 할 것

미국의 무역정책 불확실성 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 침체 확률, 연준의 긴급 금리인하 확률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

04.

5월 12일 상호관세 인하, 부분적인 게임 체인저 역할에 그칠 가능성

- ▶ 5월 12일 미중 실무진 고위급 협상은 기대 이상의 서프라이즈, 미국과 중국은 최근 상호간에 부과한 고율 관세를 5월 14일부터 90일 동안 115%p 인하키로 결정(미국의 대중관세 145%→30%, 중국의 대미관세 125% → 10%). 또 양국 모두 각자의 성명문을 통해 균형 잡힌 무역을 추구할 것이며, 여타 국가와도 무역 협력을 강화하겠다는 입장을 표명.
- ▶ 이처럼 이번 미중 관세 협상은 주식시장이 최근 반등 과정에서 반영해왔던 “최악의 상황은 지났다”에 힘을 실어준 것을 넘어서는 결과. 이는 그간 여러 차례 제기됐던 “셀 아메리카” 현상을 후퇴시키는 계기가 될 것으로 예상.
- ▶ 양국간 극적인 관세 유예에 합의를 봤다고 하더라도, “조기 관세 전쟁 종결 및 즉시 전고점의 빠른 탈환”에 대한 베팅에는 한계가 존재. 여전히 중국 포함 여타 국가에 대한 관세율 10%는 발효되고 있는 데다가, 이번 관세 합의에 자동차, 철강, 의약품 등 품목별 관세 유예는 적용되지 않고 있기 때문

5월 12일 미중 관세, 90일간 대폭 인하키로 합의



자료: 로이터, 키움증권 리서치센터

트럼프 당선 직후 시장이 예상했던 관세 시나리오

	글로벌 경제성장을 변화폭(%p)	글로벌 경제성장을 변화폭(%p)
미국 10% 보편 관세	-0.3	-0.3
미국 10% 보편 관세 + 전세계 국가 10% 보복관세	-0.8	-0.8
미국 10% 보편 관세 및 중국 60% 관세	-1.2	-1.2
미국 10% 보편 관세 및 중국 60% 관세 + 중국 60% 보복관세	-1.7	-1.7
미국 10% 보편 관세 및 중국 60% 관세 + 전세계 국가 10% 보복관세 및 중국 60% 보복관세	-2.3	-2.3

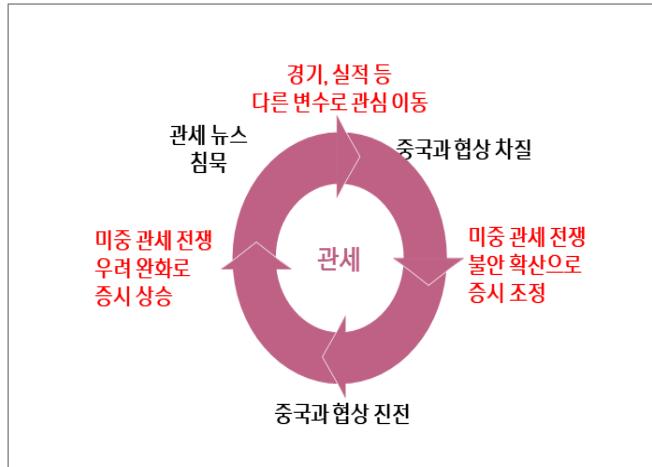
자료: 국제금융센터 재인용, 키움증권 리서치센터

05.

방향성보다는 변동성 유발에만 국한될 것인 트럼프 관세

- ▶ 또 ‘18~19년 1기 무역분쟁 당시에도 “양국간 휴전 합의 → 취소 및 관세 인상 → 재합의”의 과정을 반복했던 사례도 참고해볼 필요.
- ▶ 이를 종합해보면, 일단 이번 고율관세 유예 조치는 증시의 위험선호심리 개선에 기여하는 재료인 것은 맞음. 트럼프와 시진핑의 회담 등 후속 협상 내용, 10% 보편관세 및 개별 품목 관세의 영향에 대한 확인 과정 등이 필요하다는 점을 감안 시, 향후 1~2개월 동안의 협상 진행 과정 및 경기 및 실적 데이터의 증시 민감도는 높을 것이라는 기준 전망을 유지.
- ▶ 중간중간 주식시장은 관세 협상 뉴스플로우에 따라 변동성을 겪겠지만, 이미 4월 중 수차례에 걸친 주가 급락을 겪으면서 학습효과를 체득해오고 있다는 점에 주목할 필요

미중 관세 협상 사이클



자료: 키움증권 리서치센터

2018~2019년 무역분쟁 1기 시절 코스피 주가 변화

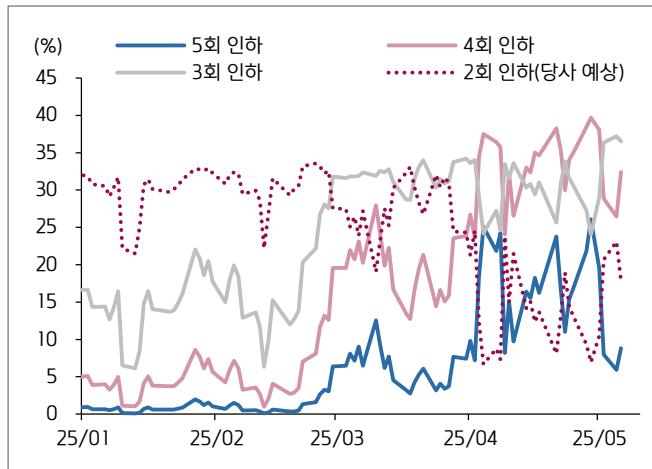


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

06. 연준은 당분간 Wait, Wait, Wait. 7월 이후 금리인하 2회 전망

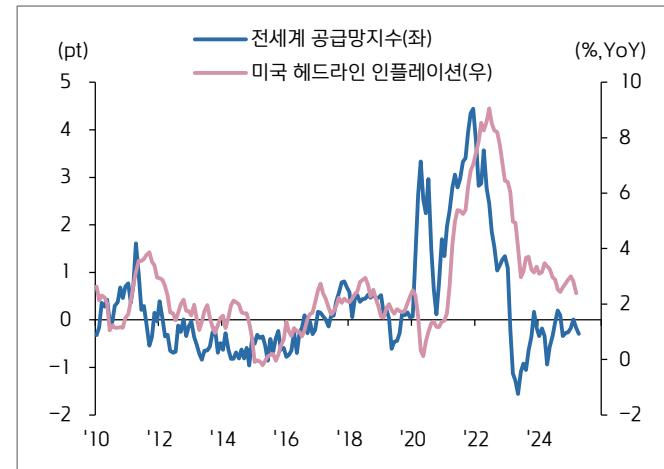
- ▶ 5월 FOMC는 시장의 예상대로 금리는 동결했으며, 기자회견에서 침체에 대한 시장의 불안을 달랠준 모습. 1분기 마이너스 성장은 관세 발 수입 급증으로 인한 이례적인 현상에 불과하며 2분기에는 플러스 성장으로 돌아설 것임을 시사했고, 고용 시장을 포함함 미국 경제는 여전히 견조하다는 자신감을 표명
- ▶ 하지만 시장에 더 주목했던 것은 관세 정책이 연준의 금리인하 경로에 어느정도 영향을 가하고 있는지 였으며, 이에 대해 연준은 가시적인 신호를 제공하지 못함. 지난 4월 중 몇 차례 연설을 통해 이야기해왔던 것처럼, 파월 의장은 이번 상호관세의 여파가 예상을 뛰어넘었으며, 이것이 소비와 투자, 인플레이션(3월 FOMC에서는 “일시적” → 5월 FOMC에서는 “단기적”으로 표현을 교체)에 어떤 파급효과를 기할지는 불명확하다고 진단.
- ▶ 결국 상반기 남은 기간 연준은 데이터를 후행적으로 확인함과 동시에 관세 협상 과정을 지켜보려는 신중한 움직임을 취할 것으로 예상. 현 시점에서는 시장의 3~4회 인하 전망과 달리, 하반기 총 2회 인하를 베이스 경로로 설정하는 것이 타당

연준 금리인하 확률



자료: Fed Watch, 키움증권 리서치센터

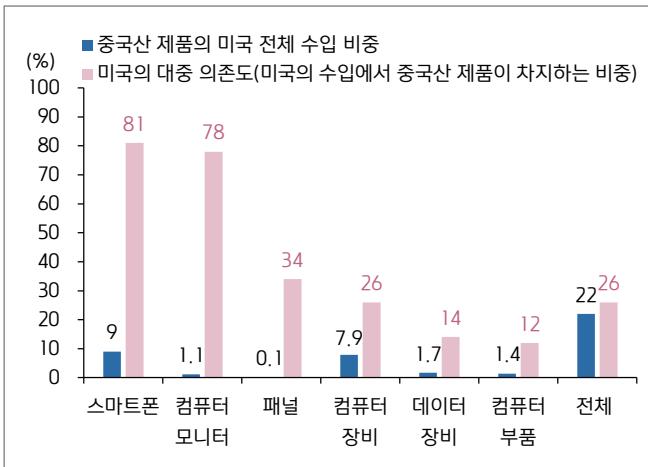
전세계 공급망지수와 인플레이션



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

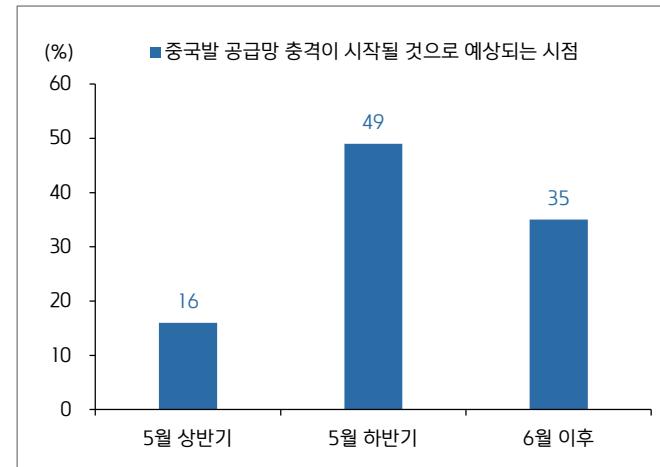
- ▶ 만약 하반기에 3~4회 인하가 경기 침체에 대응하기 위한 인하의 성격이라면 올 하반기 증시 방향성은 하방으로 향할 가능성. 반대로 경기 침체에 선제적인 대응 혹은 인플레이션 둔화를 확인하고 인하를 하는 것이라면 하반기 증시 방향성은 상방으로 보는 것이 적절
- ▶ 결국 이를 결정하는 것은 관세 정책이 경기와 인플레이션, 그리고 기업 실적에 미치는 영향이 될 것. 경기, 인플레이션 등 매크로 상으로는 7월 FOMC전까지 발표되는 5~6월 데이터를 셈법하는 작업이 필요.
- ▶ 앞으로 두 달 동안 발표되는 데이터의 중요도는 높을 수가 있는데, 4월 말부터 나타난 중국에서 미국으로 수출되는 물량 감소의 여파가 5월 하순 이후부터 지표나 물가에 반영될 가능성이 크기 때문

미국의 대중 의존도



자료: Bloomberg Survey, 키움증권 리서치센터

공급망 충격이 시작될 것으로 예상되는 시점



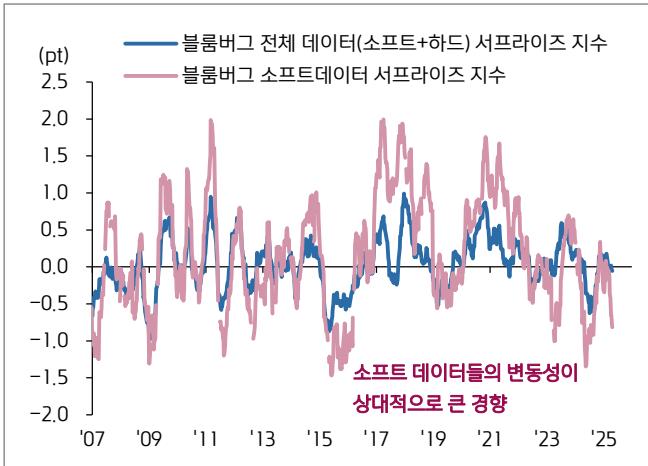
자료: Bloomberg Survey(4.30), 키움증권 리서치센터

08.

소프트 데이터 vs 하드 데이터, 후자를 보고 가자

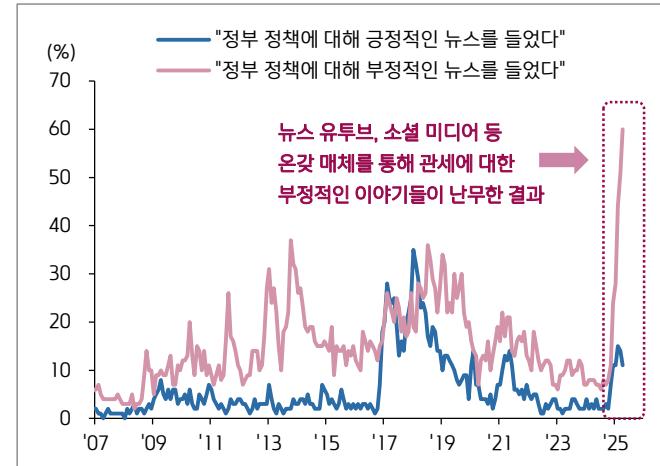
- ▶ 최근 뉴스 플로우를 장악하고 있는 관세 불확실성은 실물경제주체들에게 경기와 인플레이션 전망에 부정적인 생각을 주입시키고 있다는 점이 심리적으로 침체, 스태그플레이션 불안을 자아내고 있는 실정
- ▶ 지난 3월에 이어 4월 미시간대 소비자심리지수 예비치(50.8 vs 컨센 54.0)는 쇼크를 기록한 반면 1년 기대인플레이션(6.7% vs 3월 5.0%)은 급등하는 등 “소비심리 냉각 + 기대인플레이션 급등”의 부정적인 조합이 발생
- ▶ 물론 경제와 주식시장에서 심리가 중요하다는 것은 자명한 사실이기에, 이 같은 심리지표가 시차를 두고 실물 지표에 부정적인 충격을 가하면, 즉시 입장에서는 골치 아파질 수 있기는 함
- ▶ 하지만 심리지표와 같은 소프트데이터들은 역사적으로 하드 데이터들에 비해 변동성이 상대적으로 크다는 맹점이 있음. 이는 설문자들의 응답을 기반으로 하는 지표는 환경에 영향을 많이 받는 특성에서 기인

소프트데이터 서프라이즈 지수의 변동성



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

정부 정책에 대한 긍정/부정 뉴스 응답 비율



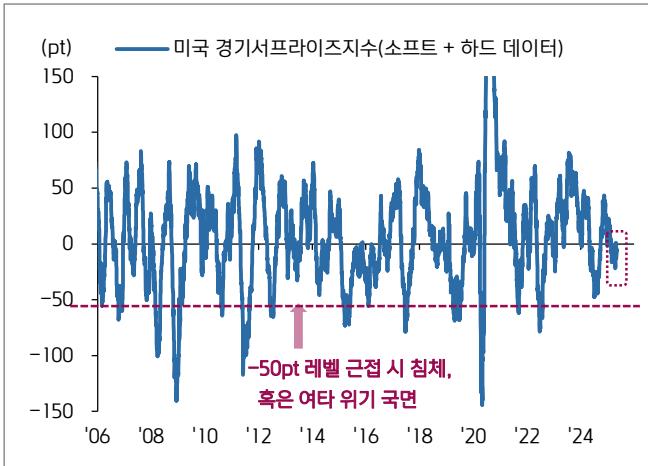
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

09.

침체 내러티브의 현실성도 아직 크지 않아

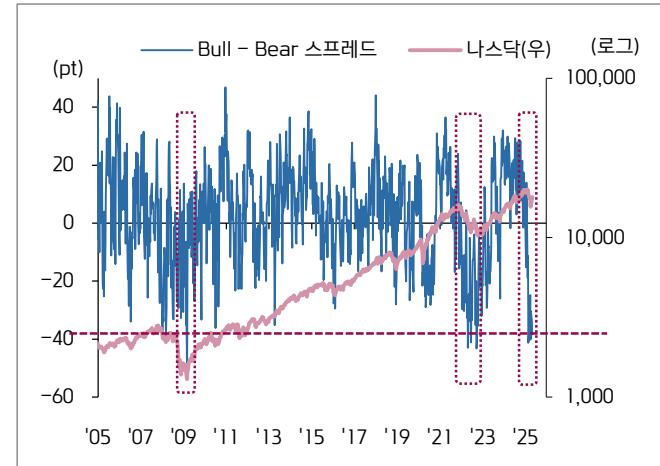
- ▶ 하지만 지금 시점에서는 고용, 소비, 산업생산 등 실물에 기반한 하드 데이터에 집중하는 것이 주식시장 입장에서는 대안
- ▶ 오늘날 시장은 미국의 경기침체를 기정사실화하고 있지만, 소프트데이터와 하드데이터가 결합된 경기 서프라이즈 지수는 현재 $-10\text{pt} \sim -20\text{pt}$ 대 사이에 머물러 있다는 점도 주목 필요
- ▶ 또 주식시장 입장에서도 동일한 악재에 대해 반복적으로 노출될 수록, 면역력과 내성이 강해진다는 특성이 있음. 가령, 불-베어 스프레드는 최근에도 -30pt 에서 -40pt 대를 넘나들고 있는데, 이 같은 레벨은 미국 증시 역사상 08년 금융위기, 22년 러-우 전쟁 이후 전무했던 경험
- ▶ 그 만큼, 최근 시장은 트럼프의 상호관세를 단기간의 주가 폭락을 통해 빠르게 내성을 키워가고 있음을 시사. 향후 관세 불확실성이 빈번하게 증시에 주입되더라도, 증시 하단을 위협할 가능성은 제한적

미국의 경기 서프라이즈 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 투자심리지표 불-베어 스프레드

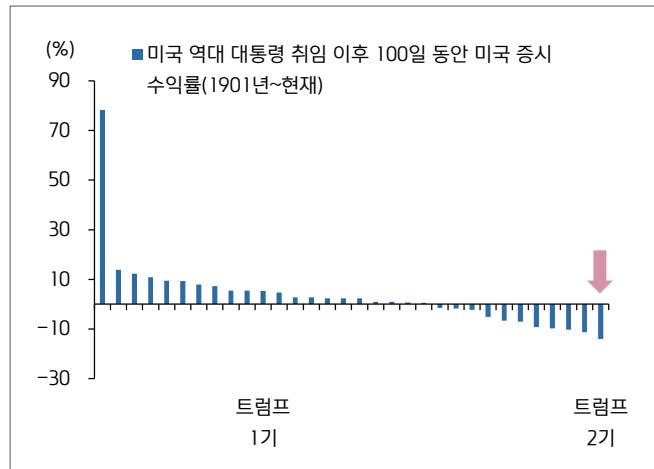


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

10. 트럼프 억제기, 역대 최악의 주식시장 성과를 기록하고 있는 트럼프 2기

- ▶ 미국의 경기침체, 연준 정책 불확실성 등 매크로 상 불안요인이 증폭될지 여부는 트럼프의 관세 행보에 달려있음
- ▶ 지금 정황 상 트럼프는 주식시장보다 채권시장 상황 변화에 더 주목하고 있다는 게 뉴스플로우 상 분위기
- ▶ 하지만 역대 대통령들의 취임 이후 100일 동안 주식시장의 성과를 계산해보면, 이번 트럼프 2기가 역대 최악의 성과를 기록중에 있다는 점을 눈여겨봐야 함
- ▶ 어느 대통령보다 주식시장 발언을 수십차례 쏟아낸 그의 성향을 고려해보면, 지지율 하락 뿐만 아니라 이 같은 주식시장 성과 부진을 계속해서 도외시 하기 어려울 것으로 판단

역대 대통령 취임 이후 100일 간 미국 증시 수익률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Sell America, 미국 자산의 전방위적 매도 재출현?



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

트럼프의 일관성 없는, 자기애성이 강한 행보에도 시장은 익숙해질 것

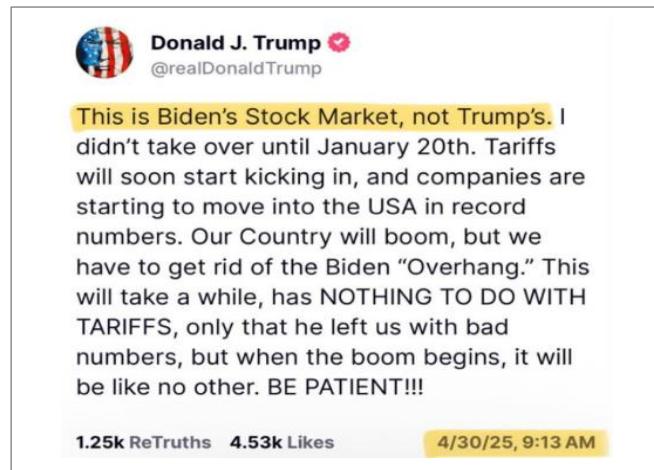
- ▶ 관세 협상 관련된 것 뿐만 아니라 주식, 채권 등 금융시장, 연준의 통화정책을 놓고서도 그의 입털기는 계속될 것
- ▶ 가령, 4월 30일 미국 장 개시전 1분기 GDP 역성장 발표 이후 미국 선물 시장이 급락했을 당시, 트럼프는 지금의 주식시장은 “바이든의 주식시장” 이라면서 비판을 하기도 했음. 하지만 작년 1월 29일 미국 증시가 상승장에 있을 때는 “트럼프의 주식시장”이라고 칭하는 등 시장 상황에 따라 그의 태도는 수시로 바뀌고 있는 모습
- ▶ 파월 의장에게도 “해임시킬 것이다 vs 해임시키겠다고 이야기한적이 없다”는 식으로 빈번하게 입장을 번복하고 있다는 점도 연준의 정책 불확실성을 배가 시킬 수 있음
- ▶ 하지만 앞서 언급했듯이, 4월 중 일련의 금융시장 혼란, 지지율 급락 등 다방면으로 트럼프를 한발 물러나게 하는 억제기들이 등장하고 있으며, 시장도 여러 차례 그의 행보를 겪어오면서 면역과 내성이 생기고 있다는 점에 주목할 필요

2024년 1월 29일 트럼프 SNS(당시 미국 장 상승 중)



자료: Truth Social, 키움증권 리서치센터

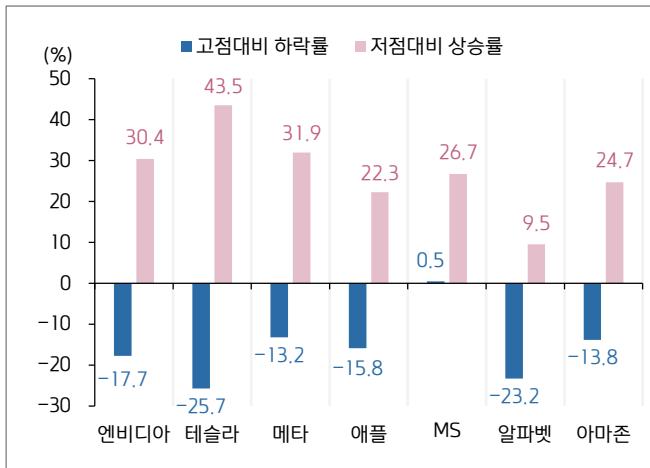
2025년 4월 30일 트럼프 SNS(당시 미국 장 급락 중)



자료: Truth Social, 키움증권 리서치센터

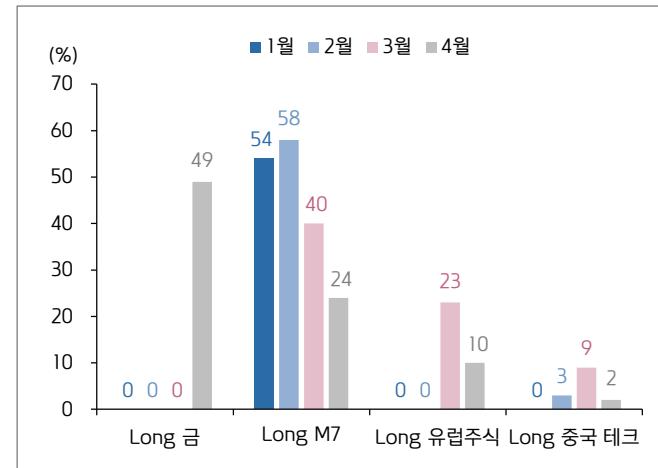
- ▶ 현재 M7 업체들의 주가는 4월 초 폭락장 당시 저점에서 20%이상의 주가 반등을 시현한 상태. 이번 1분기 실적시즌의 기대감은 크지 않아도, 현재 테슬라를 제외한 M7 업체들은 분기 실적과 가이던스 모두 예상보다 높은 결과를 시장에 제공한 덕분이 큼. 또 이들에 대한 쏠림현상도 줄어들었으며, 밸류에이션 상으로도 가격 부담이 낮아졌다는 점도 주목해볼 필요.
- ▶ 가령, 매달 중순 공개되는 BofA의 글로벌 펀드매니저 서베이 내 “쏠림현상이 가장 많이 일어나고 있는 전략”에서 “M7 매수”가 장기간 1순위 응답률을 차지 해왔음. 그 이후 올해 2월 응답률 58%를 고점으로 3월 40%, 4월 24%대로 지속 하락하고 있으며, 4월 현재 “금 매수(49%)”에 1위 자리를 내주었다는 점은 그간 M7 발목을 붙잡았던 수급 쏠림 현상 우려도 상당부분 덜어낸 것으로 판단

M7 주가 현황



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

쏠림현상이 발생한 전략으로 생각되는 것은?

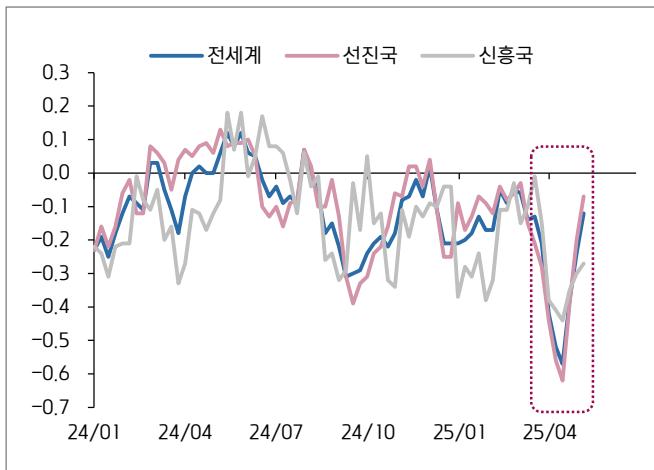


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

13. 1분기 실적시즌 이후가 더 중요해진 주식시장

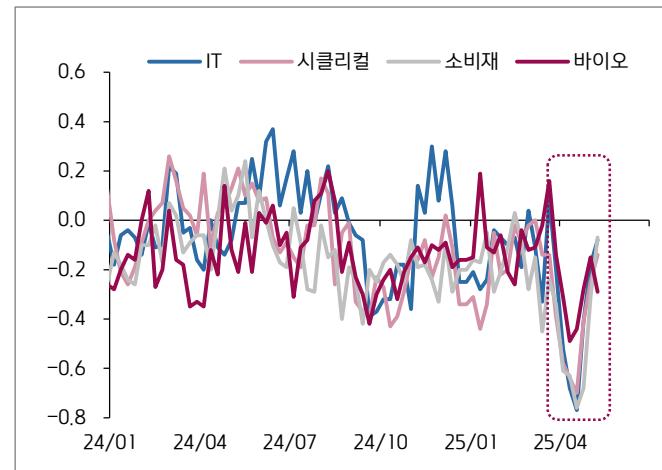
- ▶ 관세가 주식시장에 초래한 직접적인 여진은 실적 전망의 불확실성
- ▶ 다행히 관세 리스크의 주가 충격은 정점을 확인했고, 이번 1분기 국내외 주요 기업들의 실적 선방이 전개됨에 따라, 4월 한 때 급락했던 애널리스트들의 이익 추정 자신감(이익수정 비율)도 반등한 상황.
- ▶ 그렇지만 아직 관세 자체가 유지되고 있기에, 관세 리스크가 온전히 소멸될지 여부는 불투명. 이는 관세발 수요 충격이 2분기 이후에나 드러날 가능성이 높음을 시사

2024년 이후 지역별 이익 수정 비율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

2024년 이후 주요 업종의 이익 수정 비율

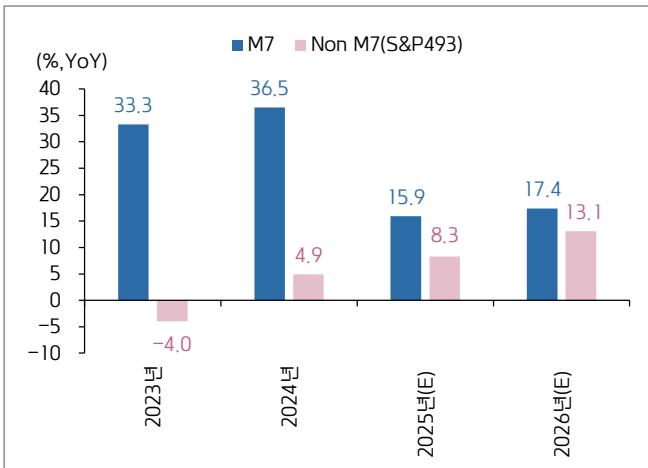


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

하반기 M7주 강세 전망하나, 그 안에서 AI주들이 성과 약진 예상

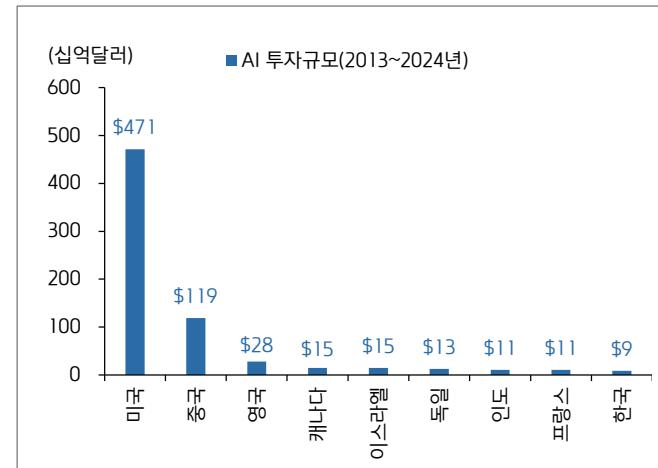
- ▶ 미국 증시 뿐만 아니라 한국 증시에도 유의미한 영향력을 행사하는 주체는 M7으로, 하반기에도 이들이 주식시장을 견인하는 핵심 운전수 역할을 할 것으로 예상.
- ▶ Factset 데이터에 의하면, 1분기 S&P500의 EPS 증가율 컨센서스(이하 이익 컨센)는 7.1%(YoY)로 형성되어 있으며, M7은 14.8%, 나머지 S&P493은 5.1%대로 집계. 올해 연간으로 봐도 마찬가지, S&P500의 이익 컨센은 10.1%, M7은 15.9%, S&P493은 8.3%로 형성되는 등 실적 측면에서 아직까지 M7의 증시 의존도와 중요성이 높기 때문.
- ▶ 이번 1분기 실적시즌의 기대감은 크지 않아도, 현재 테슬라를 제외한 M7 업체들은 분기 실적과 CAPEX 가이던스 모두 예상보다 높은 결과를 보여왔으며, 이 같은 추세는 하반기에도 유효할 가능성
- ▶ 통상적으로 주식시장이 폭락을 겪은 이후 주도주가 교체된다는 게 정설로 알려져 있지만, AI주들은 기존의 주도주 지위를 누릴 것으로 전망한 반도체에 대한 관세 부과, 관세로 인한 전방 수요 불확실성 등이 노이즈로 작용하고 있으나, 미중 패권 경쟁 측면에서 미국 AI주들은 수혜를 볼 수 있기 때문

M7 vs Non M7의 연간 이익성장을 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주요국들의 AI투자 규모



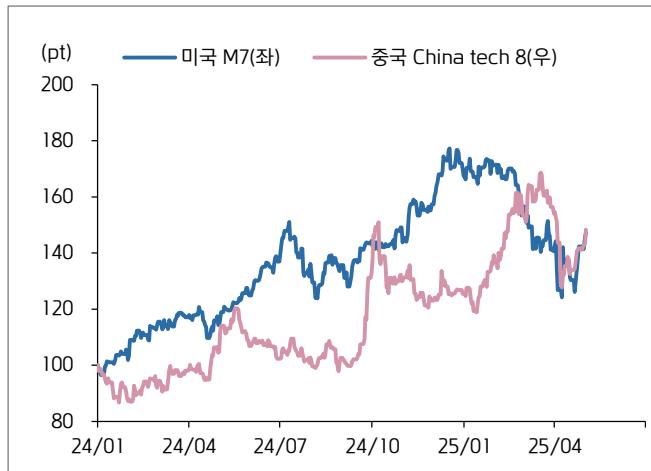
자료: 모건스탠리, 키움증권 리서치센터

15.

미중 AI 패권 경쟁은 AI 업체들에게 중기적으로 호재

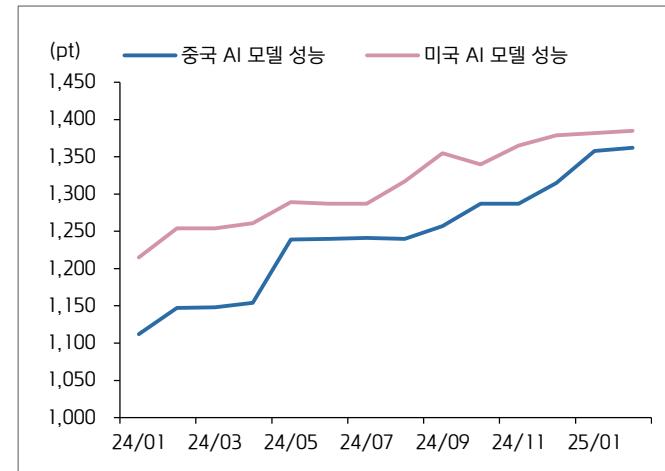
- ▶ 미·중 간 AI 패권 경쟁은 최근 기술, 시장, 정책 각 분야에서 치열하게 대립하고 있는 상황. 중국발 딥시크 돌풍은 미국의 AI주들의 미래 전망을 흐리게 만들긴 했지만, 중장기적으로 미국 AI 업체들이 AI 시장 주도권을 지속할 전망
- ▶ 역사적으로 미국의 AI 모델은 중국의 모델보다 일관되게 높은 성능을 보여왔지만, 최근 몇 년 사이에 중국의 AI 모델 성능이 빠르게 향상
- ▶ 양국 간의 성능 격차가 상당히 줄어들다는 점은 미국 정부 측면에서도 스타게이트 프로젝트 등을 포함해 AI 산업 육성에 다시 주력할 유인을 제공
- ▶ 이는 주식시장에서도 AI주가 기존 주도주의 지위를 쉽게 내려놓지 않을 것임을 유추할 수 있는 대목

미국 M7 vs 중국 차이나테크 주가 지수 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국과 중국의 AI 모델 성능 격차



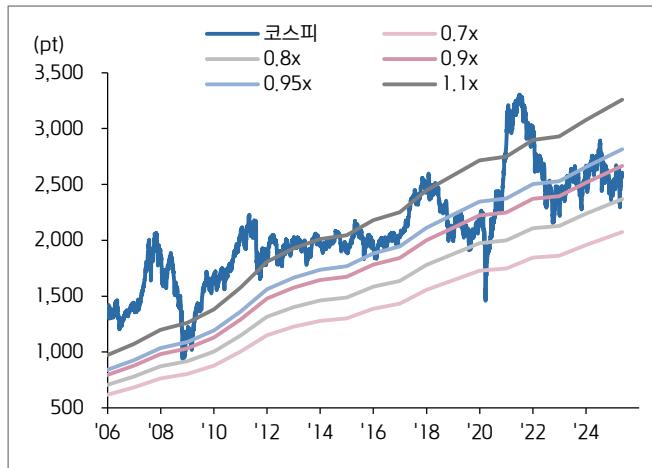
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

16.

국내 증시, 수요 공백 & 실적 불확실성에도 밸류에이션 상으로는 하방은 견고

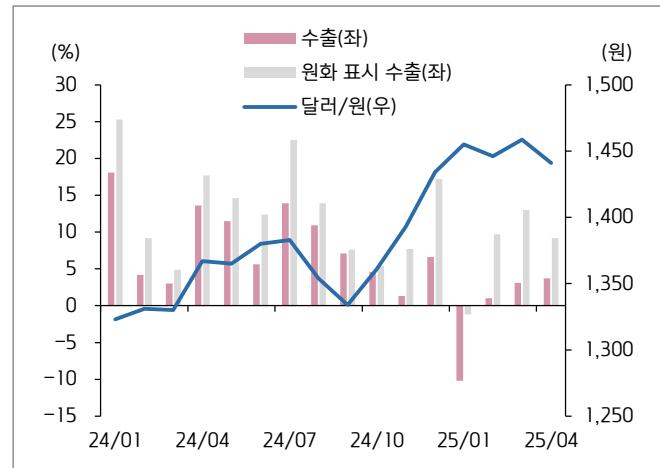
- ▶ 지난 4월 중 코스피 후행 PBR은 8~9일 중 0.78~0.79배까지 내려가는 등 작년 극심한 조정을 받았던 당시의 밸류에이션 저점(0.83배) 이하로 내려간 전력이 있음. 새로운 돌발 변수, 예측 불가능한 악재를 생성시키지 않는 한 4월 초 2,200pt대가 사실상의 올해 바닥으로 보는 것이 적절.
- ▶ 또 실적 불확실성이 상존함에도, 5월 1일 발표된 한국의 4월 수출이 서프라이즈(3.7%YoY, 컨센 -1.6%)을 기록했으며, 원화 표시 수출(9.2%YoY vs 달러 표시 3.7%)도 호조세를 기록하는 등 환율 효과가 여전히 작동 중이라는 점도 안도요인
- ▶ 증시 상단 가능하는 것은 또 다른 문제로 지수 상단이 제대로 열리기 위해서는 2가지 조건이 필요
 - 1) 5~6월 중 미국과 중국, 여타 국가들의 협상을 통해 관세 수위를 낮춰가는 과정에서 이익 전망의 가시성 회복 여부
 - 2) 관세 영향이 개입되는 5월 이후의 한국 수출, 미국 ISM, 소매판매, 고용, CPI 등 매크로 지표들을 통해 경기침체 및 주요국 수요 불확실성을 소멸시킬지 여부

코스피 후행 PBR



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

수출 vs 원화 표시 수출



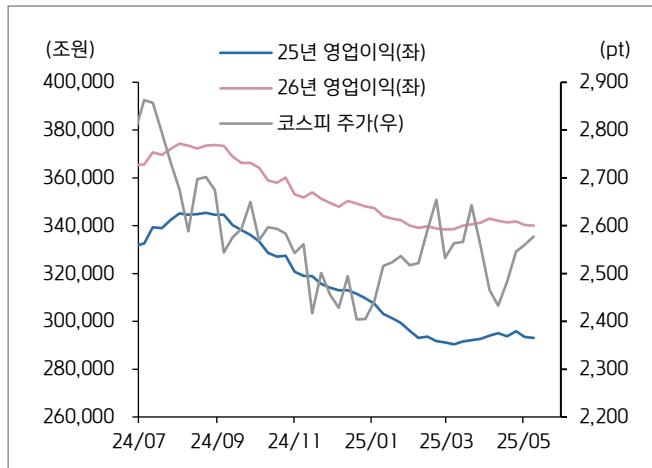
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

17.

코스피도 1분기 실적은 순조로운 편, 다만, 향후 이익 전망 변화가 중요

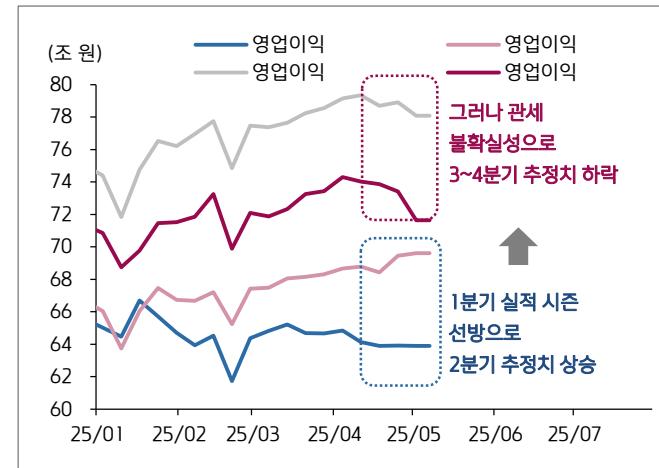
- ▶ 한국과 미국 모두 1분기 실적시즌은 예상보다 순조롭게 진행되고 있지만, 아직까지 주가의 추세적인 상승 궤도 복귀, 이익 전망의 호전에 대한 자신감은 그리 크지 않은 양상
- ▶ 코스피 25년 2분기 영업이익 추정치는 국내 주력 업종을 중심으로 상향되고 있기는 하지만(3월말 68.3조원 → 5월 현재 69.6조원), 3분기(78.5조원 → 78.0조원)와 4분기(73.4조원 – 71.6조원) 영업이익은 하향조정 되는 기현상 출현
- ▶ 최근 미중 관세 협상 모드 돌입에도 현존하는 관세의 부작용이 올 하반기부터 나타날 것이라는 우려가 반영되고 있는 것으로 판단
- ▶ 하반기부터는 데이터를 해석할 때나 기업 실적을 추정할 때 노이즈가 개입될 소지는 있겠지만, 관세발 수요 및 인플레이션 충격은 현재 시장이 상정하는 것보다 덜 할 것으로 예상

코스피 주가와 25년, 26년 영업이익 컨센서스 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

코스피 25년 분기별 영업이익 컨센서스 변화

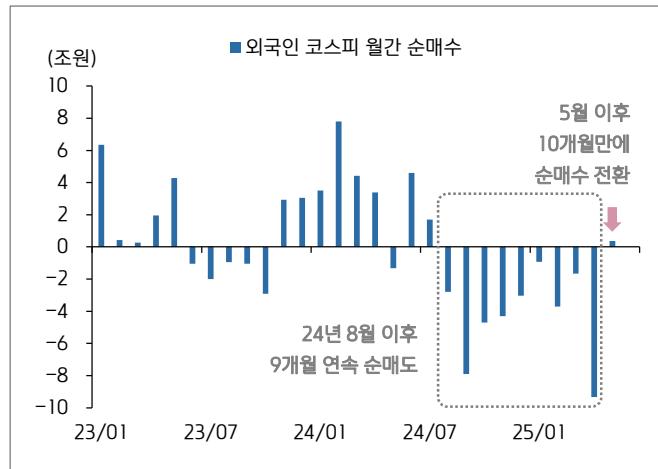


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

18. 외국인 순매수 재개는 여부가 아닌 시간 문제

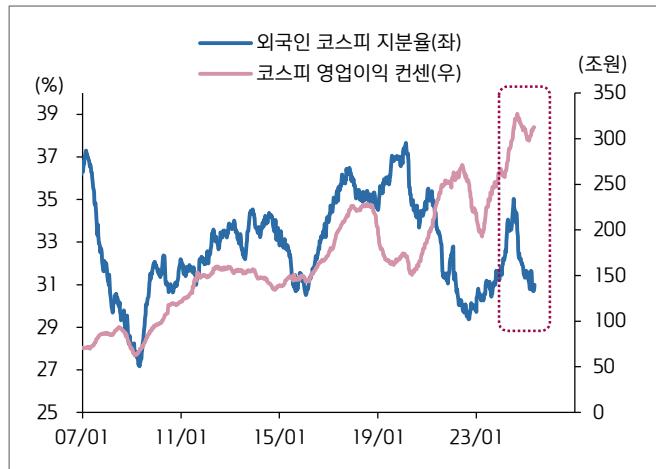
- ▶ 연초 이후 몇차례 1,480원대를 넘나들었던 달러/원 환율의 급등세가 진정된 가운데, 4월 7~9일 폭락장 당시 0.8배를 하회하는 등 환율과 밸류에이션을 따져보면, 외국인의 순매수는 여부보다는 시간의 문제로 볼 수 있음.
- ▶ 그렇지만 관세 리스크가 촉발한 대외 수요 불확실성으로 수출업종들의 실적 추정에 어려움이 발생하고 있다는 점은 5월 이후 소폭이나마 순매수로 전환한 외국인들 수급 전망을 어렵게 만드는 요인
- ▶ 관세가 만들어낸 기업들의 수요 공백 우려 및 실적 추정의 불확실성은 이르면 2분기 남은기간~3분기 초 정점을 통과할 것이며, 이는 하반기 외국인들의 주력 업종 중심의 순매수 재개를 견인할 것으로 판단

외국인 코스피 월간 순매수, 9개월 연속 순매도 중



자료: Qunatiwise, 키움증권 리서치센터

외국인 코스피 지분율과 영업이익 컨센서스

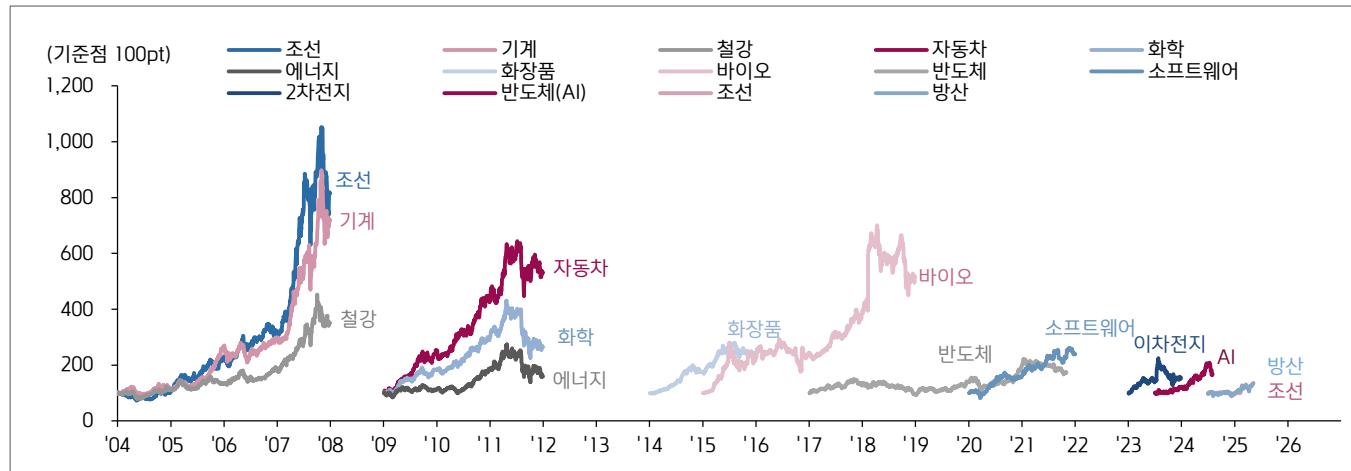


자료: Qunatiwise, 키움증권 리서치센터

19. 하반기 주도주 교체 여부에 대한 고민

- ▶ 하반기에도 주식시장에서도 전체 주가를 견인할 수 있는 주도주 선정을 통해 알파를 창출하는 것이 또 다른 과제
- ▶ 약세장을 제외하고 시장 색깔 변화 유무와 관계없이 증시에서는 거의 항상 그 당시의 벤치마크지수를 견인하는 주도주들이 존재해왔음
- ▶ 향후 미국은 AI가 증시 내 주도권을 장악할 것으로 보이지만, 국내는 결이 다른 문제. 5월 12일 미증 관세 90일 유예를 기점으로 국내 주식시장에서는 주도주 비중을 높고 수싸움을 하는 국면에 진입한 것으로 판단

과거 국내 증시 역사상 시기별 주도주들의 시가총액 변화



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

20.

주도주 후보군들, 기준 주도주 vs 과거의 주도주

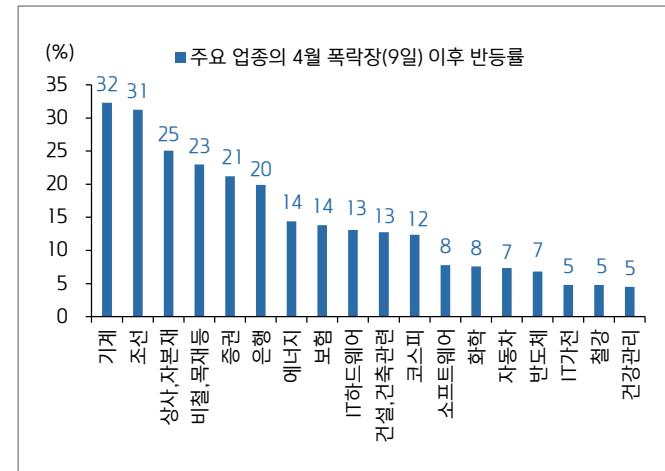
- ▶ 통상적으로 주도주는 중형주, 테마주 단에서 등장하는 것이 아니라, 시가총액이 상위권에 있는 반도체, 자동차, 방산, 조선, 소프트웨어, 바이오, 금융 등의 굵직한 업종에서 등장하는 것이 일반적
- ▶ 지금 시점에서는 조선, 방산이 작년 11월 트럼프 당선 이후 주도주 역할을 수행해왔으며, 4월 초 폭락장 이후에도 그 주도권을 내려놓지 않았음.
- ▶ 가령 지난주 5월 9일 종가 기준으로, 4월 9일 폭락 이후 주가 상승률 상위권 업종은 기계(+32.3%), 조선(+31.2%), 상사, 자본재(+25.1%) 등 주도주이자 관세 무풍지대 주식으로 인식된 방산과 조선 업종이 해당 . 반면, 코스피(+12.4%)보다 부진했던 하위권 업종은 철강(+4.8%), IT가전(+4.8%), 반도체(+6.8%), 자동차(+7.4%) 등 관세 피해주들이 해당
- ▶ 이를 감안 시, 올해 하반기에도 방산, 조선이 주도주 지위를 유지해나갈지, 혹은 여타 업종들에게 그 주도권을 이양할지가 하반기 최대의 관전 포인트

주요 업종들의 코스피 내 시가총액 비중 변화



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

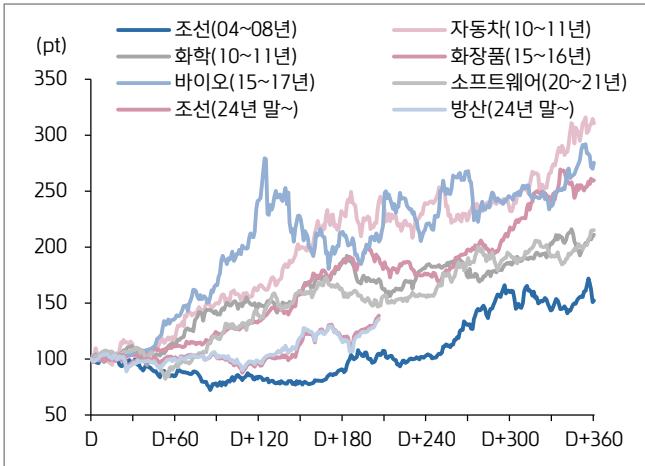
주요 업종들의 4월 폭락장 이후 반등 상황



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

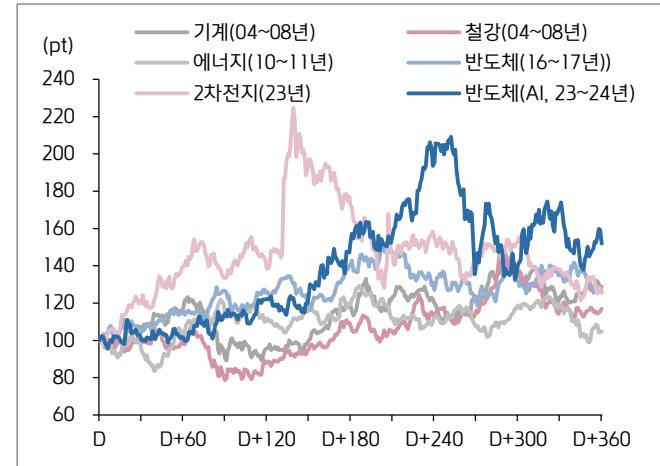
- ▶ 주도주 선정을 위해서 과거 주도주들의 지속력을 확인해보는 과정이 필요. 국내 증시 역사상 10개가 넘는 주도주들이 등장했다가 사라졌었으며, 이 중 주도주로서 주가 모멘텀을 1년 이상 지속한 업종도 있는 반면 6 개월 내외, 1년 미만의 기간 동안만 주도주 역할을 수행하는데 그친 업종들이 있었음
- ▶ 주도주로서 생명력, 주가 모멘텀의 지속력을 부여하는 것은 1) 주가가 오를 수록 높아지는 밸류에이션을 정당화할 만한 이익 성장, 2) 쏠림현상 등 수급적 요인에 달려있다고 판단
- ▶ 조선, 방산은 관세 무풍지대 및 글로벌 자주국방 모멘텀이라는 구조적 재료를 보유한 업종인 만큼, 2~3분기까지는 주도주역할을 할 것을 보이지만, 시간이 지날수록 누적되는 단순 주가 부담 및 수급 부담, 연말 이후 '26년 수주 모멘텀에 대한 불확실성 등을 고려 시 3분기부터 비중을 점차 줄여나가는 것이 타당
- ▶ 반대로, 관세 피해주이자 AI 수혜주로 분류되는 반도체의 경우, 현시점부터 3분기까지 수요 공백 불확실성은 존재하나, 실제 관세 충격 제한적, AI 투자 사이클 유효, 중국 경기 회복 모멘텀 등을 감안 시, 3분기부터 주도주 논의가 활발할 전망

1년 이상 지속력을 유지한 과거 주도주들



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

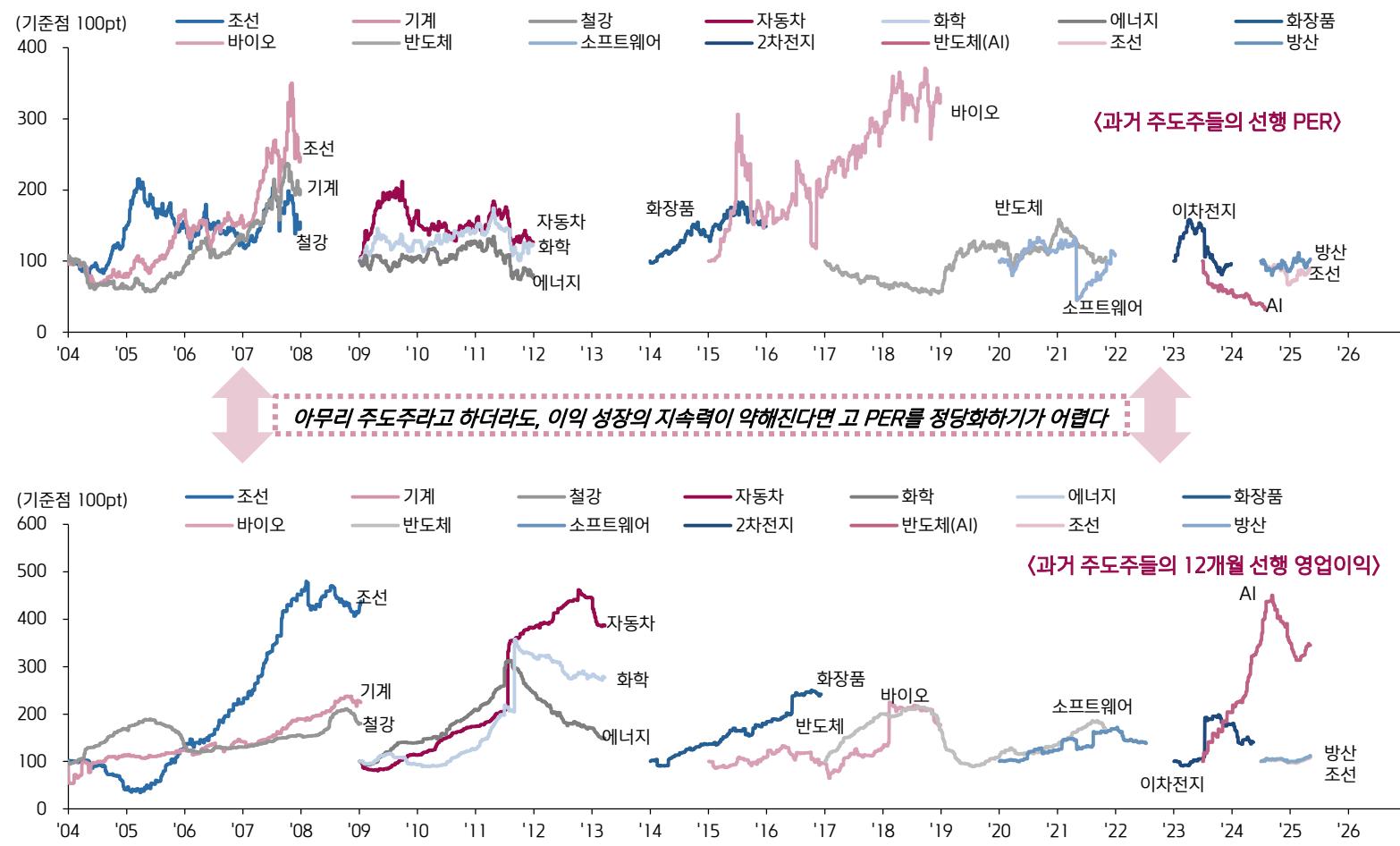
1년 미만 지속력에 그친 과거 주도주들



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

22.

과거 주도주들의 밸류에이션(위)과 이익(아래), 지속력은 결국 이익에 달려

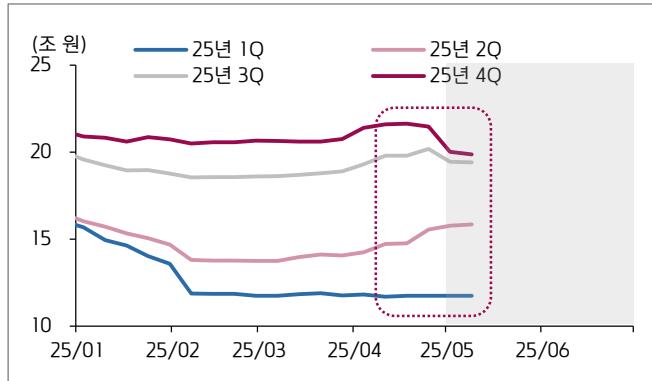


자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

23.

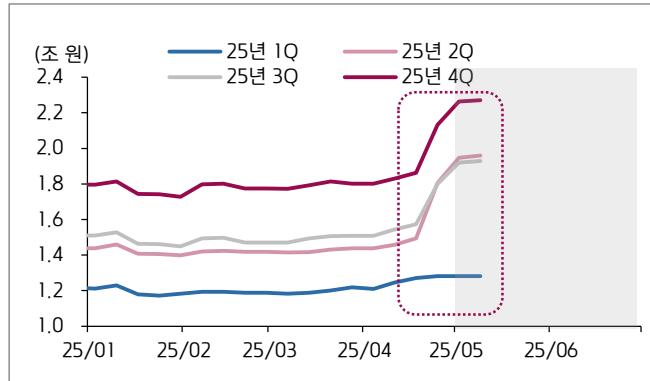
분기 영업이익 컨센서스 변화(1) : 이익 측면에서 아직 조선, 방산이 주도주

국내 반도체 업종의 분기별 영업이익 컨센서스



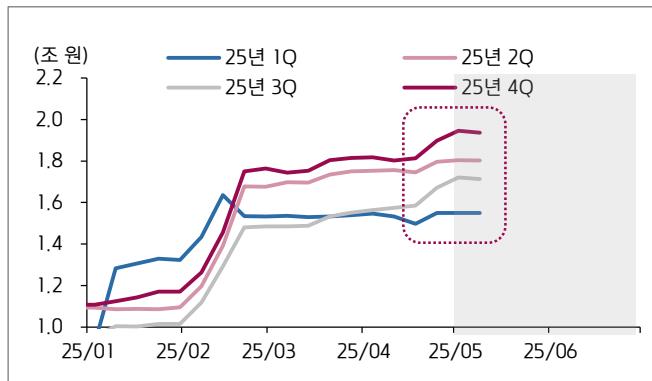
자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

국내 조선 업종의 분기별 영업이익 컨센서스



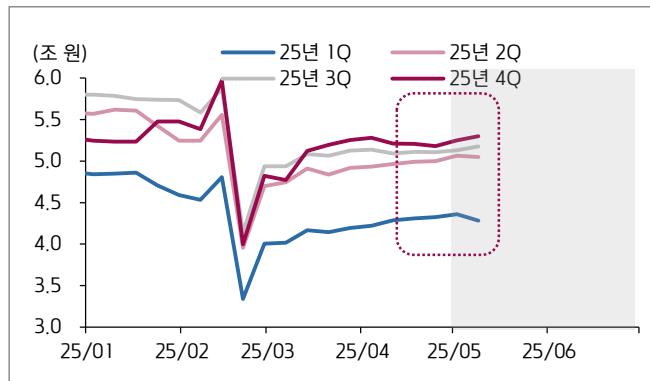
자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

국내 상사, 자본재 업종의 분기별 영업이익 컨센서스



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

국내 기계 업종의 분기별 영업이익 컨센서스

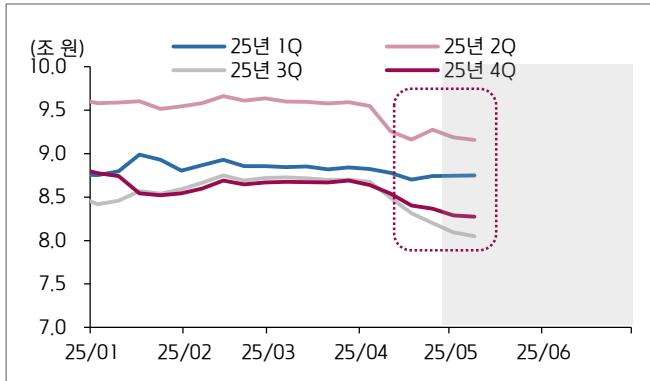


자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

24.

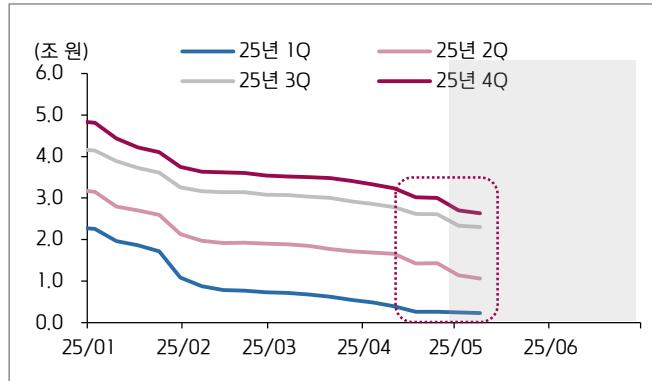
분기별 영업이익 컨센서스 변화(2) : 관세 피해주들은 3분기 이후 비중 확대 고려

국내 자동차 업종의 분기별 영업이익 컨센서스



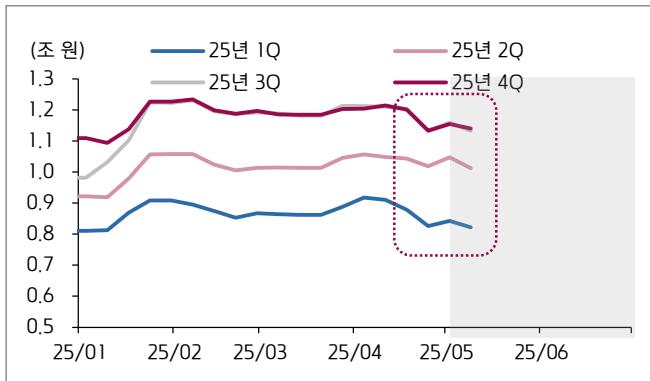
자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

국내 이차전지 업종의 분기별 영업이익 컨센서스



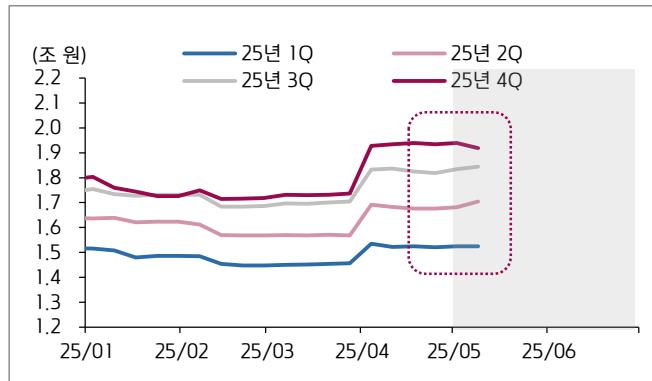
자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

국내 바이오 업종의 분기별 영업이익 컨센서스



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

국내 소프트웨어 업종의 분기별 영업이익 컨센서스



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

25.

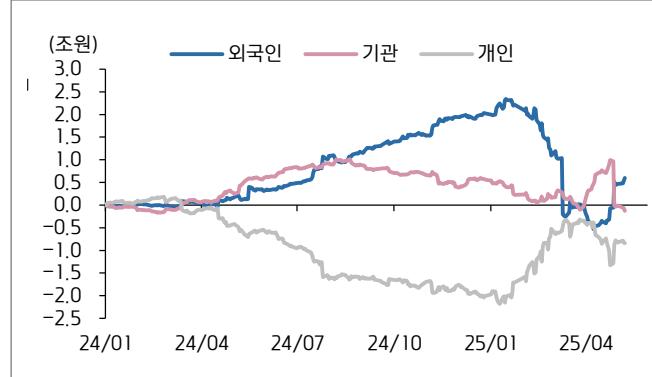
반도체 vs 조선, 방산의 엇갈린 외국인과 기관 수급 현황

국내 반도체 업종의 수급 주체별 누적 순매수



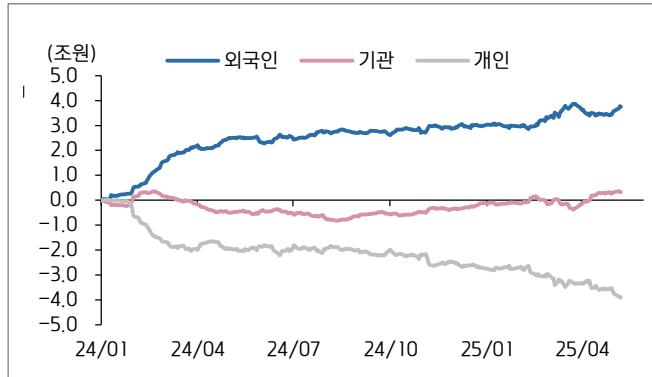
자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

국내 조선 업종의 수급 주체별 누적 순매수



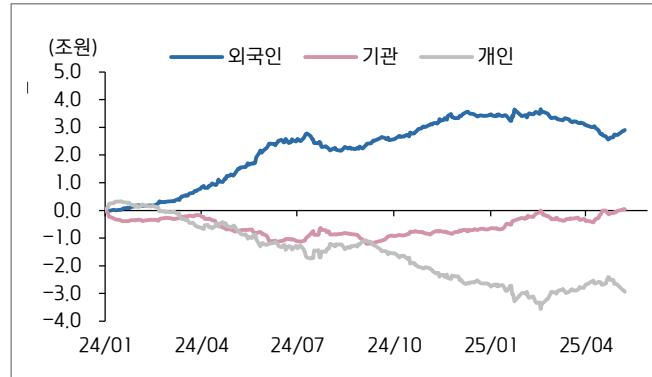
자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

국내 상사, 자본재 업종의 수급 주체별 누적 순매수



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

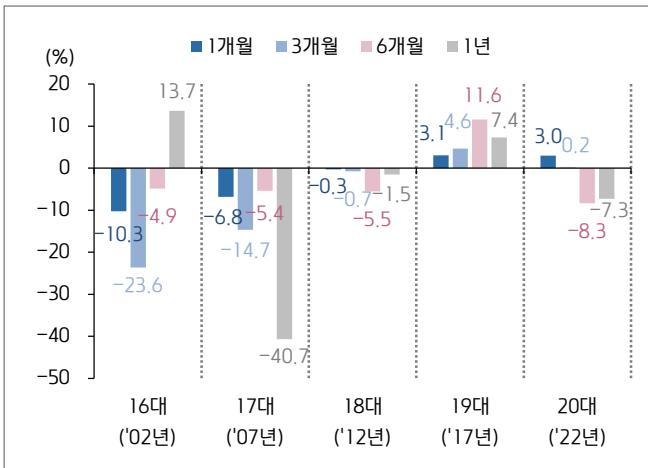
국내 기계 업종의 수급 주체별 누적 순매수



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

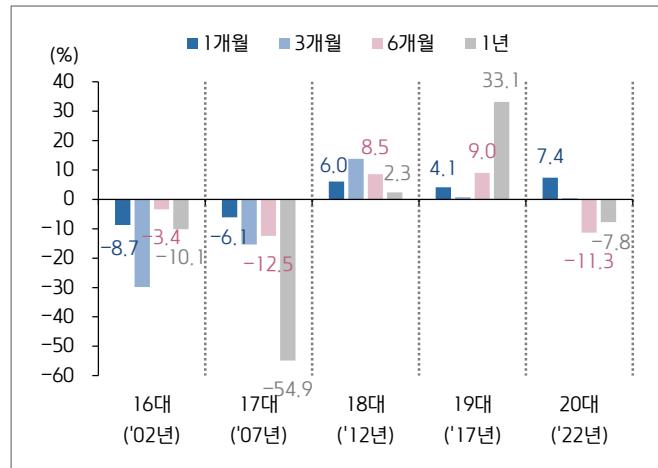
- ▶ 2분기 후반 치러질 예정인 국내 고유의 정치 이벤트 6월 2일 대선에서 국내 증시가 부차적인 상승 모멘텀을 제공할 가능성도 상존
- ▶ 일단 과거 2000년 이후 치러진 대선 이후 코스피와 코스닥의 기간별 수익률을 보면, 뚜렷한 패턴이 등장하지 않기는 했지만, 시장 분위기에 따라 코스피보다는 코스닥의 베타가 더 컸던 경향

과거 대선 이후 코스피의 기간별 수익률



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

과거 대선 이후 코스닥의 기간별 수익률



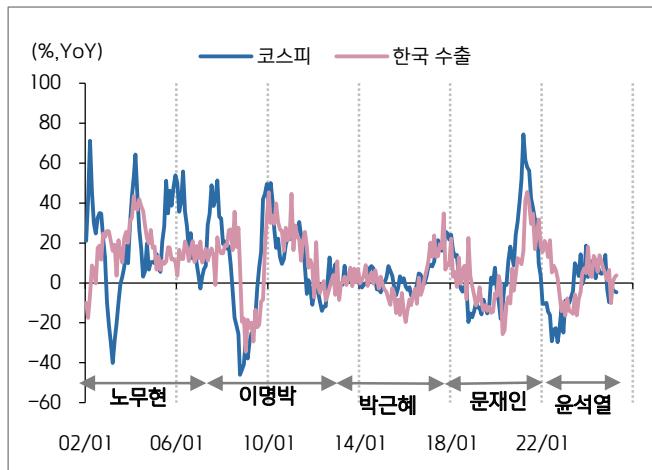
자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

27.

증시 방향성은 대외 변수가 장악하지만, 종목 장세의 아이디어 기회

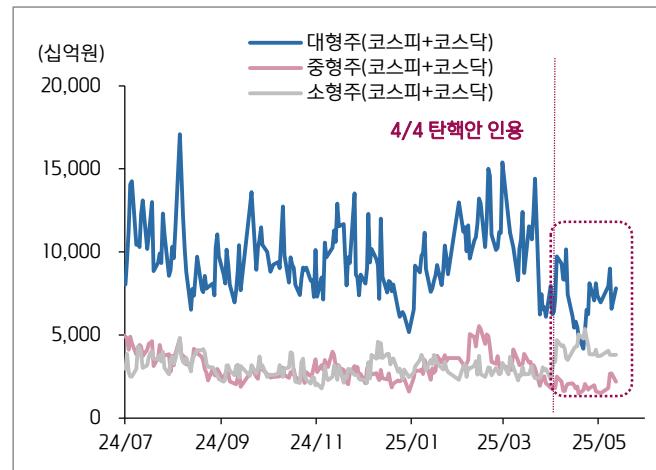
- ▶ 사실 국내 증시의 방향성은 자국 정책 모멘텀보다는 당시 글로벌, 특히 선진국 경제를 포함한 매크로 환경에 더 많은 영향을 받는 편. 현 시점은 개인이 아닌 외국인들이 수급의 키를 쥐고 있는 상황이며, 외국인의 수급은 매크로 환경 및 국내 주요 상장사 이익과 직결된 수출이 좌우하고 있다는 점을 상기해봐야 함
- ▶ 하지만 매크로, 탑 다운 상으로 시장 참여자들이 관세 이슈에 대해 피로감과 아이디어의 부재를 느끼고 있는 상태임을 감안 시, 대선이라는 국내 고유의 대형 재료가 단기 수익률 만회의 기회를 제공할 수 있다고 판단
- ▶ 대선 이후 정권 변화 및 해당 정권이 만들어내는 정책에 힘입어, 중소형주 중심의 한 대선 테마주들이 허니문 랠리를 보일 가능성. AI, 조선, 방산 등 이전과 달리 굵직한 업종들에 대한 정책적 지원 기대감이 단기 상승 모멘텀을 제공할 소지

과거 대통령 임기기간 별 코스피 주가와 수출 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

최근 대형주, 중형주, 소형주 거래대금 변화

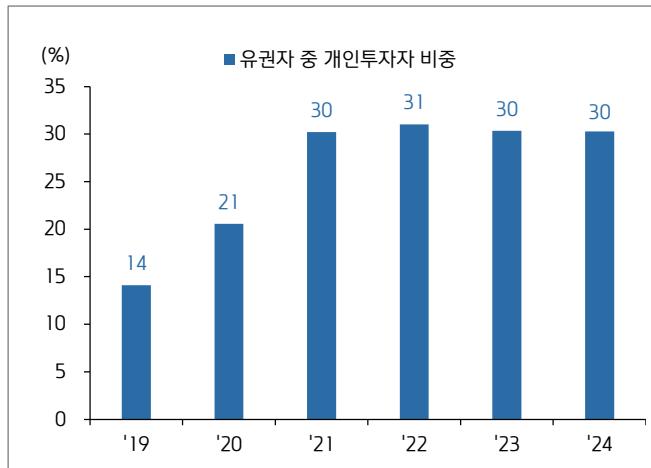


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

그럼에도 불구하고, 여야당이 합치하는 지점은 코리아 디스카운트

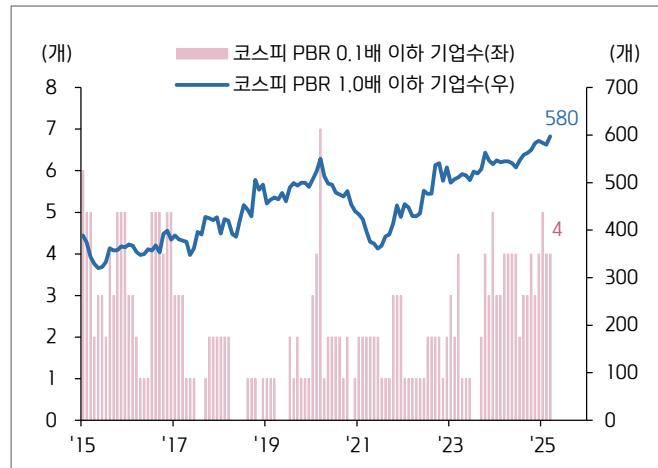
- ▶ 6월 2일 대선과 관련한 핵심 트레이딩 아이디어는 저 PBR주에서 찾아볼 수 있음
- ▶ 더불어 민주당 이재명 후보가 4월 말 여의도 간담회를 통해 1,400만명 개인투자자들을 언급하며 기업지배구조 개선, 상법 개정, 공정한 증시 질서 등을 강조했다는 점이 하나의 사례
- ▶ 지난 정권 때 “밸류업 정책”의 중심에 있던 주주환원 업종은 정권 교체에 따른 정책 드라이빙 약화 우려가 상존하고 있지만, 형태만 다를 뿐 코리아 디스카운트 해소는 초당파적인 과제임을 유추할 수 있는 대목
- ▶ 또 이미 유권자 중 개인투자자 비중이 지난 19년 14%에서 24년 30%까지 급증했다는 점을 감안 시, 정치권의 개인 투자자를 위한 증시 활성화 정책 유인은 시간이 지날 수록 커질 것으로 예상
- ▶ 그 중심에 있는 코리아 디스카운트 해소(자사주 매입, 주주환원) 관련 주들은 비중은 향후 예상되는 단기 박스권 장세 속에서 중립 이상으로 가져가는 것이 적절

유권자 중 주식투자자 비중



자료: 통계청, 한국예탁결제원, 키움증권 리서치센터

코스피 PBR 0.1배, 1배 미만 기업 비중

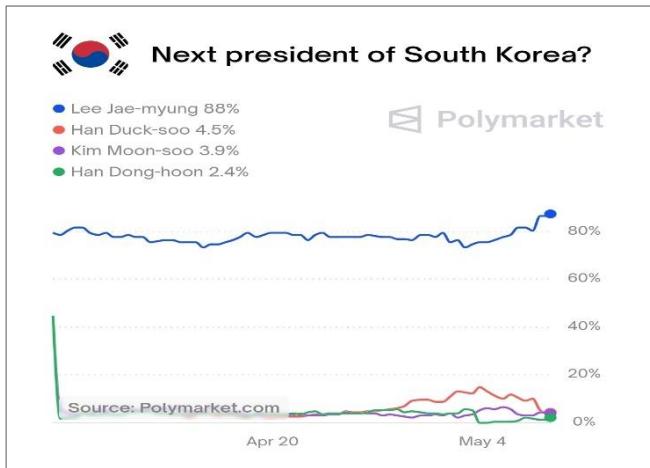


자료: Qunatiwise, 키움증권 리서치센터

29. 여야당의 또 다른 의견 일치 지점은 AI, 대선 테마의 한 축 담당 예상

- ▶ 분기 MS, 알파벳, 메타 등 빅테크 업체들의 호실적, CAPEX 상향 등으로 AI 투자사이클 훼손 불안감은 수면 아래로 내려가고 있으며, 이는 엔비디아 등 AI 하드웨어 업체, 팔란티어 AI 소프트웨어 업체들의 주가 상승을 견인 중
- ▶ 그 가운데, 최근 대선 판세에 미묘한 변화가 감지되고 있기는 하지만 국내 대선에서도 AI는 여야를 막론하고 핵심 정책 공약으로 부상 중에 있음. 물론 민주당 측이 100조원대, 국민의 힘이 20~200조원대 수준의 투자를 공약으로 내세웠지만, 재원 조달이 불명확하고 “한국형 챗 GPT, 팔란티어”와 같은 기업 등장 역시 현실성이 부족하다는 지적이 종론
- ▶ 다만, 후보자 중 누가 당선되더라도 AI 인프라 및 소프트웨어 관련 업체들을 중심으로 정책적인 지원은 이루어질 수 있다는 점을 고려 시, AI 산업 육성과 관련된 주식들은 대선 테마의 한 축을 담당할 전망

폴리마켓 상 대통령 당선 확률



자료: 폴리마켓, 키움증권 리서치센터

주요 대선 후보자들의 AI 관련 공약

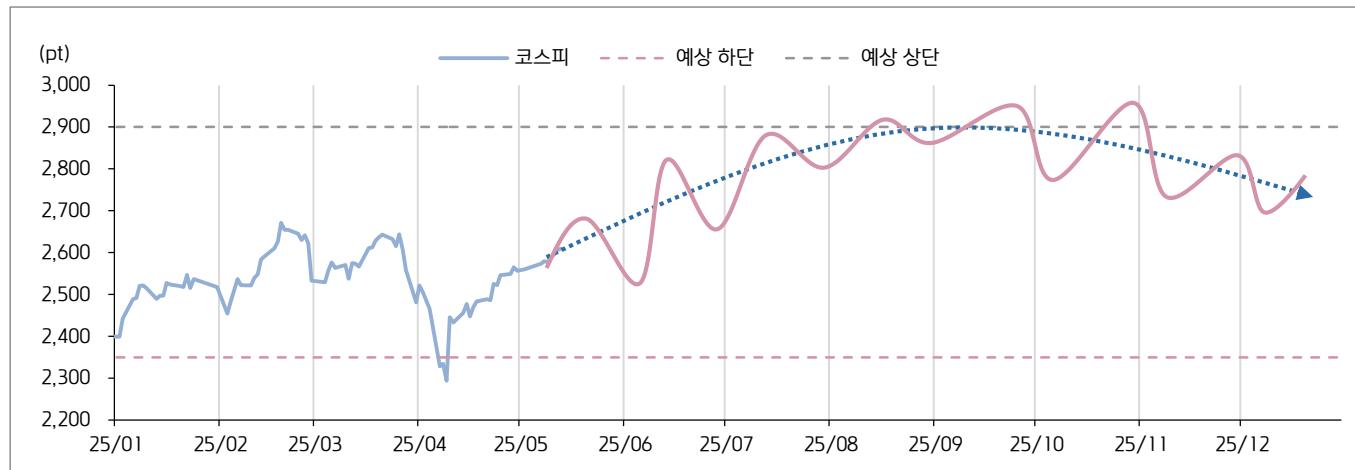
	투자규모	당내 후보들의 주요 공약
민주당	100조원	<ul style="list-style-type: none">* 한국형 챗 GPT 무료 제공(이재명)* 국가 AI 데이터 클러스터 조성 및 GPU 5만개 이상 확보(이재명)* AI 전용 신경망처리장치 개발 지원(이재명)* AI 인재 확보 및 병역 특혜 확대(이재명)
국민의 힘	20~200조원	<ul style="list-style-type: none">* AI 인프라 5년간 150조원 투자(한동훈)* AI 전문인재 AI 전사 1만명 양성(한동훈)* AI 관련 미래전략부 신설(한동훈)* AI를 통한 국가경쟁력 강화(김문수)* AI 맞춤형 학습시스템 도입(김문수)* AI 포함 첨단기술 산업 육성(이준석)* 연구개발 투자 비중 GDP 5% 달성(안철수)* K스타트업펀드 20조원 조성(안철수)

자료: Qunatiwise, 키움증권 리서치센터

30. (결론) 3분기 이후 증시 레벨업 예상, 단 주도주 교체는 필요

- ▶ 현시점에서 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 있음
- ▶ 그 시점은 7월 2분기 실적시즌을 거치는 과정에서 찾아올 것으로 예상하며, 상반기 남은기간~7월 중순까지는 상단 레벨이 제한된 박스권 & 변동성 장세를 보일 전망. 3분기 이후 이익 가시성 회복, 경기 침체 우려 완화, 연준 등 중앙은행의 금리인하 등 실적, 매크로, 유동성 측면에서 긍정적인 재료를 확보해가면서 레벨업 예상
- ▶ 현 시점부터 연말까지 코스피 레인지지를 2,380~2,880pt로 제시(후행 PBR 0.8배~0.95배 레벨). 현재 주도주인 조선, 방산은 3분기 초를 지나면서 비중 확대에서 비중 중립의 전략으로 선회하는 것이 적절. 관세 피해주이자 AI 투자사이클 수혜주인 반도체는 3분기부터 비중 중립에서 비중 확대로 변경을 추천.
- ▶ 지수에 미치는 영향력은 상기 업종들에 비해 크진 않겠으나, 은행, 지주 등 코리아디스카운트 해소 대장주, AI 산업 성장의 과실을 누릴 수 있는 전력기기 업종 또한 비중 확대로 제시

하반기 코스피 예상 경로 및 상하단



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

III. 시황: 대내외 정책 모멘텀에 초점



01.

한국) 밸류업 패러다임은 '자율성'에서 '강제성'으로

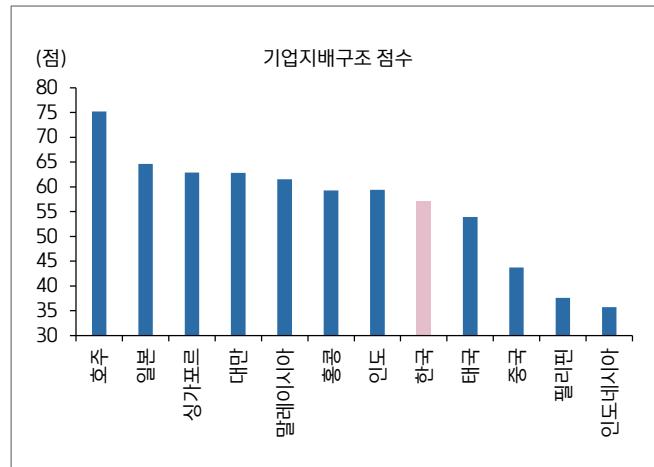
- ▶ 21대 대선을 앞두고 여야를 막론하고 주요 후보자들은 자본시장 개혁 및 활성화 공약을 제시하는 중
 - 팬데믹 이후 유권자 중 개인투자자 비중은 2배 이상 증가함에 따라 정치권에서도 일반주주 보호에 대한 필요성 증가
 - 특히, 현 시점 압도적인 지지율을 기록하고 있는 민주당 이재명 후보는 '저 PBR 기업의 청산이 필요하다'고 강조
 - 이와 더불어 저평가된 기업에 대한 적대적 인수합병(M&A)과 자사주 소각 의무화의 필요성에 대한 부분도 언급
- ▶ '24년 밸류업 패러다임이 '기업의 자율적 참여'에 초점을 맞추었다면 올해는 '강제적 참여' 쪽에 무게
 - '23년 CG Watch 기준, 주요 아시아 국가 11개 중 한국의 기업지배구조 점수는 8위로 하위권에 위치
 - 한국의 경제 규모를 감안한다면 기업 거버넌스 측면에서 저조한 평가를 받고 있음이 확인 가능
 - 지배주주와 일반주주 간 이해상충 문제에서 기인한 기업 거버넌스 개선에 초점을 맞춘 밸류업이 진행될 가능성에 주목

주요 대선 후보자들이 언급했던 자본시장 관련 공약 취합

지배구조 투명성	<ul style="list-style-type: none"> - 집중투표제 활성화 및 감사위원 분리 선출 - 분할 상장 시 모회사 일반주주에게 신주 우선 배정 - 상장회사 자사주는 원칙적으로 소각 - 상법개정 및 자본시장법 개정
시장 질서 확립	<ul style="list-style-type: none"> - 주가조작 원스트라이크 아웃제 도입 - 불공정 행위 단기차익 실현 환수 강화 - 임직원, 대주주 미공개 정보 활용 엄단
투자 환경 개선	<ul style="list-style-type: none"> - 정부 투자 산업 규모, 방식 미리 제시 - MSCI 선진국 지수 편입
세제 개선	<ul style="list-style-type: none"> - 배당소득세 완화 - 상속세 완화

자료: 언론 보도, 키움증권 리서치센터

아시아 국가별 기업 지배구조 점수 : 한국은 8등



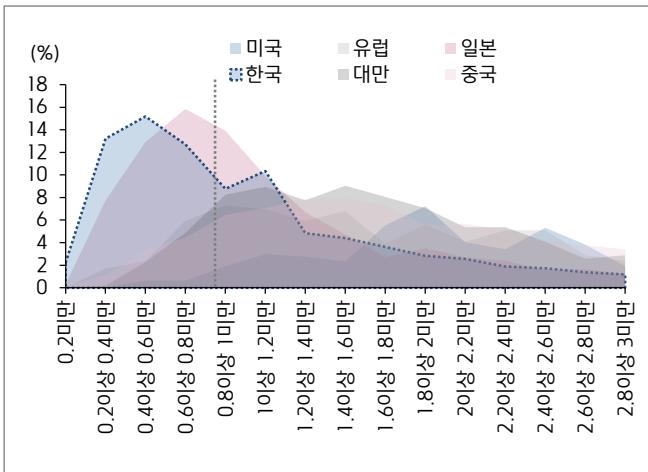
자료: CG Watch, 키움증권 리서치센터, 주) 2023년 기준

02.

한국) 과거 국내 대선 전후로 저 PBR 주는 양호한 성과 시현

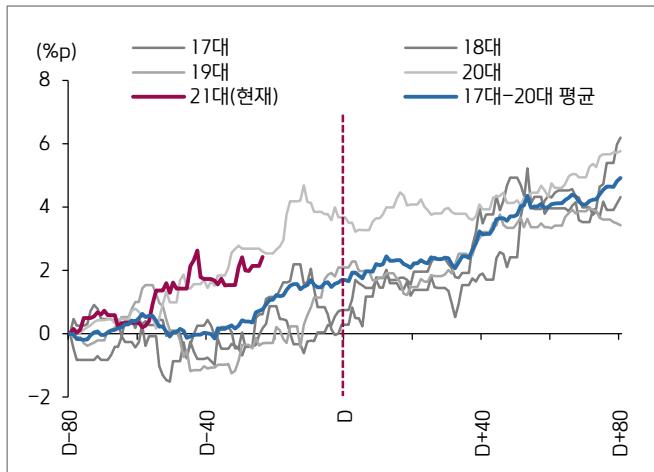
- ▶ 코리아 디스카운트 해소의 당위성, 한국의 저조한 주주환원율과 PBR
 - 국내 PBR 1배 미만 기업 비중은 50%를 상회하며 미국, 중국, 대만, 유럽, 일본 주식시장 대비 가장 높은 수치
 - 국내 경제가 과거와 달리 저성장 국면으로 접어든 가운데 급격한 성장성보다는 안정화된 기업이 다수를 차지
 - 주가 재평가를 위해 저 PBR 상장사는 배당확대, 자사주소각 등 주주환원 확대를 통한 ROE 개선이 필요한 시점
- ▶ 역대 국내 대선을 전후로 저 PBR 주는 벤치마크(코스피) 대비 양호한 초과수익률을 시현
 - 국내 대선을 전후로 주식시장 부양 정책, 기업지배구조 개혁 등의 기대감이 저 PBR 주 반등의 기제로 작용
 - 현재 21대 조기 대선을 앞두고도 저 PBR 종목들의 주가 상승세가 개시되고 있음이 확인 가능. 조기 대선을 전후로 종목장세 대응을 위해 저 PBR 주에 주목해볼만한 시점

주요국 PBR 구간별 기업 비중 : 한국은 50%를 상회



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

역대 국내 대선일 전후 저 PBR 주의 초과수익률 추이

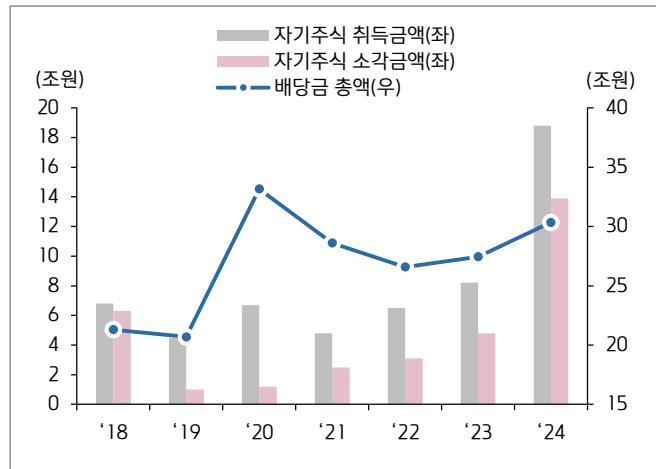


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주) 유니버스는 코스피, 섹터종합화,
저 PBR 상위 1분위의 코스피 대비 초과수익률

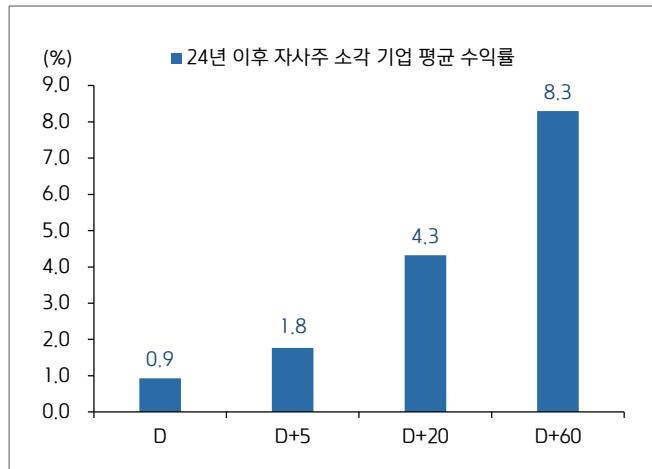
- ▶ 주주가치 중요성에 대한 공감대 형성은 상장사의 주주환원 확대를 불러일으켜
 - 주주가치에 대한 관심도 제고됨에 따라 '24년 기준 자사주 매입, 자사주 소각은 전년대비 각각 2.3배, 2.9배 증가
 - 유가증권시장 기준, 배당금 총액 또한 30.3조 원으로 전년 대비 10.5% 증가하며 전반적으로 주주환원 확대 기조 지속
- ▶ 시류적 흐름을 반영하여 저평가 해소에 힘쓸 주주환원 확대 기업에 주가 프리미엄 부여될 환경
 - '24년 기준 밸류업 본공시 기업 주가는 평균 3.2% 상승하며 동 기간 코스피 수익률(-9.6%)를 큰 폭 상회
 - '24년 이후 자사주 소각을 공시한 기업의 평균 수익률도 공시 이후 상승했다는 점도 이를 방증
 - 코리아 디스카운트 해소를 위한 정책적 지원이 본격화될 경우 주주환원 관련 종목에 대한 프리미엄 더 부여될 전망

연도별 자사주 취득 및 소각금액과 배당금 총액 추이



자료: KRX, 키움증권 리서치센터, 주) 배당금 총액은 유가증권시장 기준

'24년 이후 자사주 소각 기업의 평균 수익률



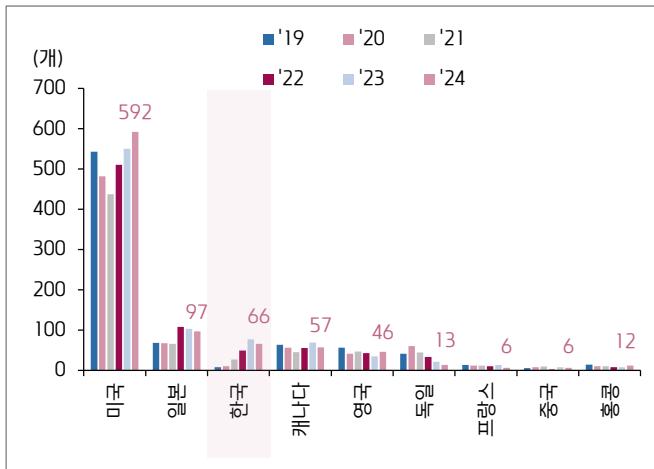
자료: FnGuide, KIND 키움증권 리서치센터
주) D= 자사주 소각 공시 시점

04.

한국) 주주행동주의는 밸류업의 지렛대 역할을 할 전망

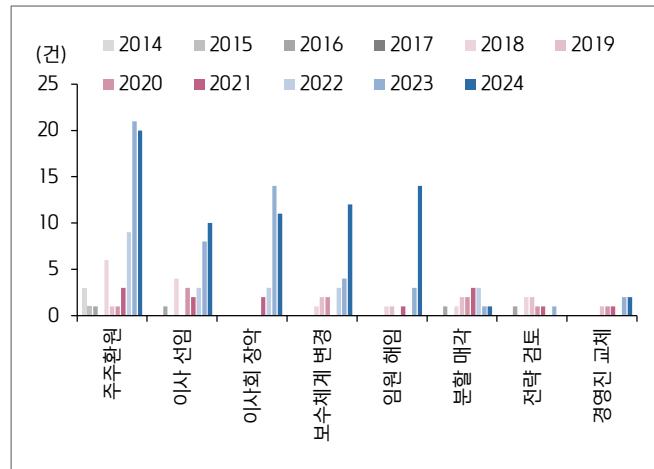
- ▶ 국내에서 기업 거버넌스에 대한 관심도가 높아짐에 따라 국내에서도 주주행동주의가 두드러지게 확산되는 중
 - '24년 기준 주요국별 행동주의 캠페인 대상 기업 수를 비교해보면 미국(592개), 일본(97개)에 뒤를 이어 한국(66개)이 전세계에서 3번째로 주주행동주의 대상이 된 기업이 많았음
 - 기업지배구조 개선, 밸류업에 대한 사회적 공감대 형성으로 주주환원, 이사선임 등의 주주제안 안건 증가하는 추세
- ▶ 조기 대선 이후 기업 가치제고 방식에 강제성이 부여될 경우 주주행동주의는 재차 활성화될 것으로 판단
 - 실제로, '25년 기준 얼라인파트너스, 달튼인베스트먼트 등 국내외 주요 행동주의펀드의 대상이 된 국내 상장사는 현재 우수한 수익률을 기록하고 있는 상황

주요국별 연간 행동주의 캠페인 대상 기업 수 추이



자료: Diligent Market Intelligence, 키움증권 리서치센터

한국, 연간 행동주의 캠페인 주주제안 안건별 추이



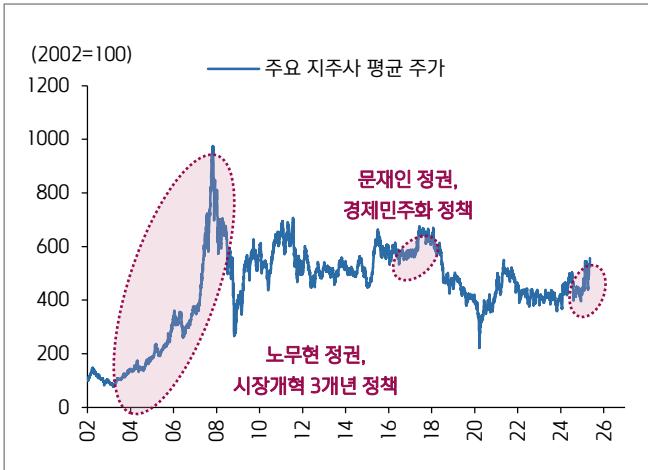
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터, 주) 기업별 종복 안건 포함

05.

한국) 저 PBR 업종 ① 지주사, 밸류업 강제성이 이끌 대표적인 저 PBR 수혜주

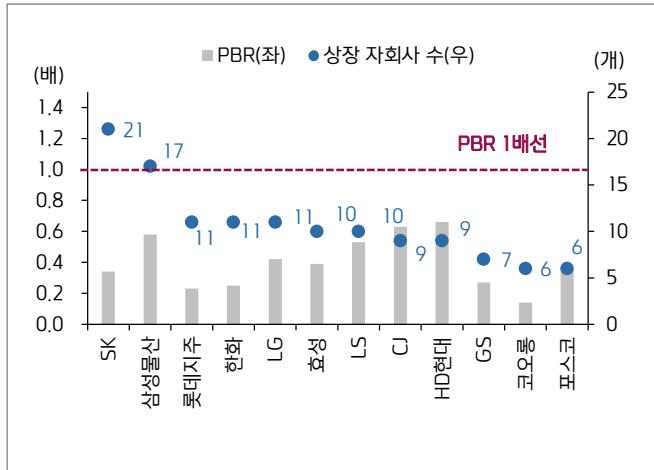
- ▶ 향후 기업 밸류업에 강제성이 부여될 경우, 지주 업종은 대표적인 저 PBR 수혜 업종이 될 것으로 전망
 - 지주사는 일반적으로 상장 자회사로 인한 더블 카운팅 이슈로 주가가 할인되는 현상이 존재. 향후 상법 개정 등 기업지 배구조 관련 개선 정책이 입법화될 수 있다는 점도 지주사의 추가 상승을 이끌 요인
 - 또한, 지주사는 일반적으로 최대주주의 지배력을 높이기 위한 수단으로서 자사주 보유비율이 높은 편. 최근 자사주 소각 의무화에 대한 기대감이 부각되는 시기에 지주사는 해당 기대감을 반영할 수 있는 업종
- ▶ 특히, 과거 노무현 정권, 문재인 정권 등 진보 집권 시기에 부각되었던 시장개혁 3개년 정책 및 경제 민주화 정책 등이 당시 지주사 랠리를 이끌었었다는 점도 참고해볼 필요

2002년 이후 주요 지주사 평균 주가 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터
 주) 2002년 이후 SK, 삼성물산, HD현대, GS, 코오롱, DL, 롯데지주, 한화, 포스코홀딩스, 효성, LG, LS, CJ, 두산의 주가 평균화

주요 지주사의 PBR과 상장 자회사 수



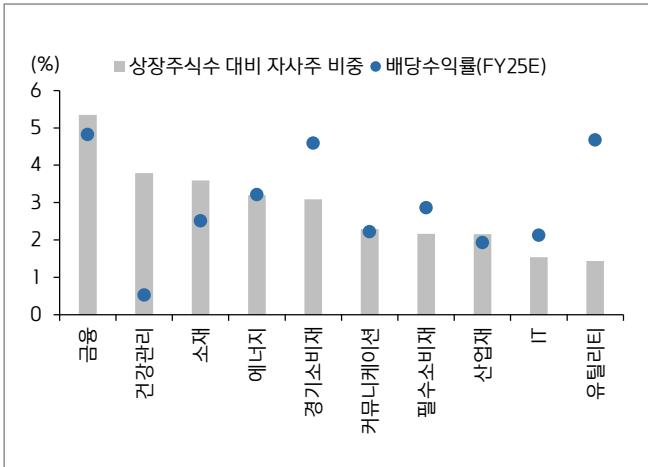
자료: FnGuide, 공정거래위원회, 키움증권 리서치센터

06.

한국) 저 PBR 업종 ② 금융주, 모범적인 주주환원과 높은 자사주 비중

- ▶ 보험, 증권, 은행 등 금융주는 대표적인 저 PBR 밸류업 수혜주로서의 지위를 이어나갈 것으로 전망
 - 지난해 밸류업 대표주였던 금융주는 모범적인 기업가치제고 계획 이행 및 높은 주주환원을 바탕으로 추가 상승 가능할 것으로 판단
- ▶ 자사주 소각 의무화, 지배력 강화 수단에서 주주환원의 수단으로
 - 기존에 자사주는 대주주의 지배력 강화 수단으로 사용되었으나, 최근 자사주 매입시 소각 의무화 가능성성이 거론. 주주환원 효과 극대화를 위한 자사주 본연의 목적이 강조됨에 따라 자사주 비중이 높은 기업에 주목해볼 필요
 - 10개 업종 분류 기준 금융 업종의 상장주식수 대비 자사주 비중은 5.3%(보험 10.0%, 증권 9.1%, 은행 2.0%)로 가장 높으며, 특히 보험과 증권은 자사주 소각 의무화 기대감을 반영할 수 있다는 점에서 주목할 필요

주요 업종별 자사주 비중 및 배당수익률 비교



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

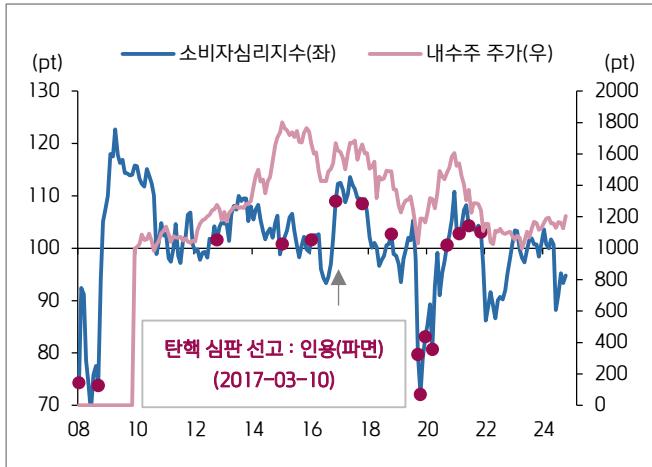
금융주 내 자사주 비중 5% 이상 종목 리스트

종목코드	종목명	업종	PBR(배)	자기주식 비중(%)	3년 평균 배당수익률(%)
A001720	신영증권	증권	0.44	53.1	7.2
A001270	부국증권	증권	0.34	42.7	6.9
A085620	미래에셋생명	보험	0.27	26.3	0.0
A003540	대신증권	증권	0.41	25.1	8.4
A006800	미래에셋증권	증권	0.57	23.0	2.8
A000810	삼성화재	보험	1.03	15.9	6.1
A005830	DB손해보험	보험	0.58	15.2	6.7
A026890	스틱인베스트먼트	은행	1.36	13.5	3.5
A088350	한화생명	보험	0.17	13.5	1.8
A001450	현대해상	보험	0.36	12.3	4.4
A032830	삼성생명	보험	0.49	10.2	4.8
A003690	코리안리	보험	0.41	9.3	6.8
A029780	삼성카드	은행	0.53	7.9	7.8
A105560	KB금융	은행	0.59	6.8	5.2
A071050	한국금융지주	증권	0.51	5.4	4.7

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터, 주) 시가총액 3,000억원 이상 기준

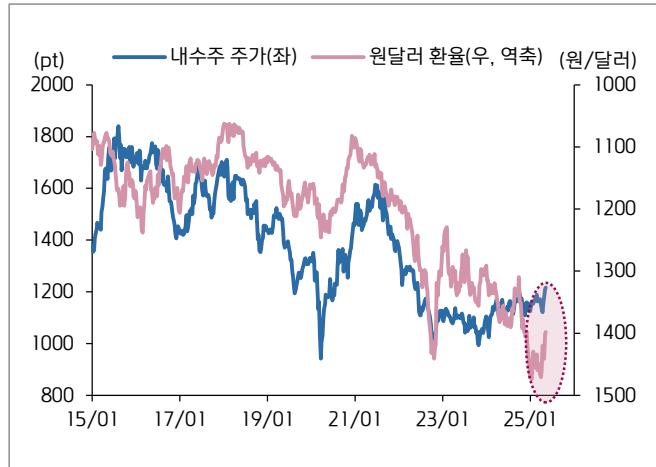
- ▶ 조기 대선 국면 진입 속 내수 경기 진작을 위한 정부의 추경 편성은 소비심리 반등으로 이어질 전망
 - 국내 소비심리지수와 내수주 주가는 동행하는 경향성이 관찰. 과거 정부의 추경 편성안 발표 이후 평균적으로 소비 심리가 반등했다는 점은 금번 추경 편성이 내수주의 투자심리 개선으로 이어질 것으로 기대되는 배경
 - 과거 '17년 사례를 살펴보면, 탄핵 선고(3/10) 이후 추경 발표일(6/7)까지 국내 내수주 주가 아웃퍼폼한 사례 존재
- ▶ 트럼프 정책에 따른 달러화 약세와 국내 경기 회복에 기인한 원달러 하락 또한 내수주에 훈풍으로 작용할 전망
 - 미 연준 금리 인하, 경기 둔화로 2~3분기 달러화 약세와 연동하여 원달러 환율 하락 예상

한국 소비자심리지수와 국내 내수주 주가 추이



자료: Bloomberg, DataGuide, 키움증권 리서치센터
 주1) 내수주 = FnGuide 내수주플러스 지수, 주2) 검정 점은 정부 추경안 발표일 시점

국내 내수주 주가와 원달러 환율 추이



자료: Bloomberg, DataGuide 키움증권 리서치센터
 주) 내수주 = FnGuide 내수주플러스 지수

- ▶ 공매도 재개, 자본시장 선진화 및 밸류업 정책 추진 등으로 MSCI 선진국 지수 편입 가능성 증가
 - MSCI 선진국 지수에 편입하려면 6월 예정되어있는 관찰대상국(Watch List)에 1년 이상 등재되어야 함
 - 최근 금융당국은 MSCI 선진국 지수 편입을 위한 주요 제도 개선 작업을 사실상 마무리했다고 공식 발표하는 등 선진국 지수 편입에 대한 기대감 높아지는 상황

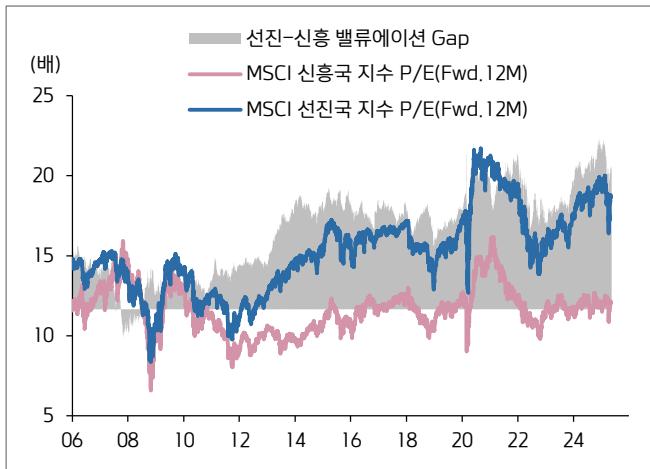
MSCI 시장 접근성 평가 (MSCI Global Market Accessibility Review)

		'22년 평가	'23년 평가	'24년 평가
1. 외국인 투자 개방도 (Openness to foreign ownership)	투자자 자격요건 (Investor qualification requirement)	++	++	++
	투자자 보유한도 제한 (Foreign ownership limit levels)	++	++	++
	외국인 추가 투자 여력 (Foreign room level)	+	+	+
	외국인 투자자 동등한 권리 (Equal rights to foreign investors)	+	+	+
2. 자본유출입 용이성 (Ease of capital inflows / outflows)	자본흐름의 제한 수준 (Capital flow restriction level)	++	++	++
	외환시장 자유화 수준 (Foreign exchange market liberalization level)	-	-	-
3. 운영체제 효율성 (Efficiency of the operational framework)	시장 진입 (Market entry)	투자자 등록 및 계좌 개설 (Investor registration & account set up)	-	-
	시장 구성 (Market organization)	시장규제 (Market regulations)	++	++
		정보흐름 (Information flow)	-	-
		청산 및 결제 (Clearing and Settlement)	-	-
	시장 구조 (Market infrastructure)	수탁 (Custody)	++	++
		등록/예탁 (Registry / Depository)	++	++
		매매 (Trading)	++	++
		이체성 (Transferability)	-	-
4. 투자 상품의 가용성 (Availability of Investment Instruments)		대주 (Stock lending)	++	++
5. 제도 안정성 (Stability of institutional framework)		공매도 (Short selling)	+	-

자료: MSCI, 키움증권 리서치센터

- ▶ MSCI 선진국 지수 편입에 따른 국내 증시 예상 순유입액은 약 170억 달러(약 24조 원) 예상
 - 다만, 해당 수치는 MSCI 추종 자금 규모 및 글로벌 증시 내 한국 시가총액 비중에 따라 가변성이 높다는 데 유의
 - MSCI 편입에 따른 기계적 리밸런싱발 수급 외에 MSCI 선진국 지수 편입은 국내 증시를 바라보는 외국인 투자자의 인식 변화를 가져올 가능성에 주목. 실제로, MSCI 선진국과 신흥국 지수 간 밸류에이션 프리미엄 차이는 유의미하게 존재
 - 최근 국내 정부 정책 기조가 코리아 디스카운트 해소라는 점을 감안시, MSCI 선진국 지수 편입은 코리아 디스카운트 해소에 일정 부분 기여할 것으로 전망

MSCI 선진국 및 신흥국 지수 간 밸류에이션 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

MSCI 선진국 지수 편입에 따른 국내 예상 순유입액

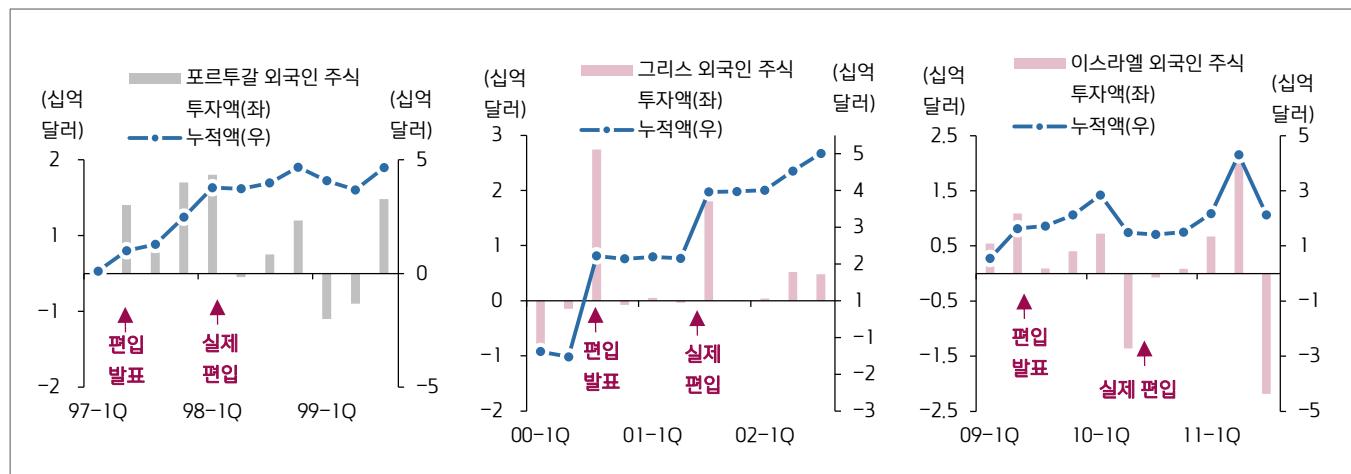
(단위: 십억 달러)	AUM	유출 예상액	유입 예상액
EM	1,345	161.4	-
Asia	767	2.0	-
DM	129	-	15.7
ACWI	4,276	70.6	-
DM	3,763	-	77.1
EAFFE	1,508	-	87.7
World	3,457	-	70.8
합계	234.0	251.3	
순유입액			17.3

자료: MSCI, 키움증권 리서치센터, 주) 2Q24 기준

10. 한국) 역대 MSCI 선진국지수 편입 발표 이후 외국인 수급액은 모두 유입

- ▶ 역대 MSCI 선진국 지수 편입 사례를 살펴보면, 편입 발표 이후 유의미한 외국인 수급 유입이 관찰
 - 포르투갈('97년), 그리스('00년), 이스라엘('09년) 사례 당시 각각 아시아 금융위기, 닷컴 버블, 금융위기 이후 회복기 등 주요 매크로 이벤트 등의 요인도 있지만 공통적으로 편입 발표 이후 외국인 투자액은 상승했다는 점에 주목해볼 필요
 - 물론, 한국의 경우 먼저 관찰대상국 등재 → 1년 이상 경과 후 편입 여부 결정 → 1년 이상 경과 후 최종 편입의 절차를 거쳐야 함. 다만 금번, 6월 관찰대상국 리스트에 등재될 경우 외국인의 선제적인 자금 유입 가능성도 염두에 둘 필요

역대 MSCI 선진국 지수 편입국(포르투갈, 그리스, 이스라엘) 편입 발표 이후 외국인 포트폴리오 주식 투자액 추이

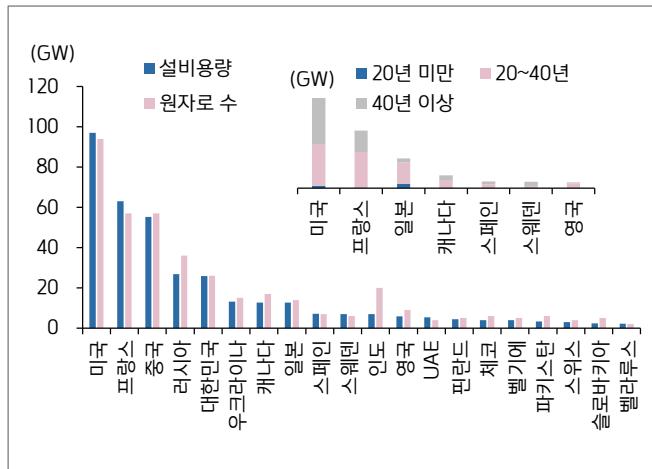


자료: CEIC, 키움증권 리서치센터

11. 미국) 트럼프의 원자력 리더십 회복을 위한 로드맵

- ▶ 스리마일섬 사고 이후 붕괴된 미국 원전 공급망 재건을 위해 한국 원전 기술력과 협력 필요
 - 미국은 전 세계 원자력 발전의 약 30% 이상을 차지하는 최대의 원자력 발전국(설비용량, 원전수 전세계에서 20% 이상)
 - 다만, '79년 스리마일섬 원전 사고 이후 신규 원전 건설 중단되며, 미국의 원전 공급망은 사실상 붕괴되어 있는 상태
 - 미국 내 원전은 대부분 70년~80년대 건설됨에 따라 가동기간이 30년 넘은 노후 원전이 대부분
- ▶ 트럼프 2기, 2050년까지 미국 원자력 발전 용량 현재의 4배 수준으로 확대 추진
 - 지난 트럼프 1기 행정부와 바이든 행정부부터 이어져온 미국 내 원자력 부흥 정책은 양당 초당적으로 합의된 상태
 - 트럼프 2기에서는 신규 대형 원전보다는 선진 원자로 및 SMR 개발에 원자력 정책의 초점이 맞춰질 것으로 전망
 - 실제로, 트럼프 대통령이 지명한 크리스 라이트 미 에너지부 장관은 SMR 기업인 오클라의 이사직도 수행한 바 있음

주요국 원전 수 및 설비용량과 선진국 평균 연수별 설비용량



자료: IAEA PRIS, IEA, 키움증권 리서치센터

트럼프 2기 행정부의 원자력 정책 방향성

주요 정책·법제화 내용

• 원전 이용 확대 : 2050년까지 발전 용량 4배로 확대

- (에너지부 원자력국 조직 개편) 원자력국은 R&D 활동에만 집중할 수 있도록 조직 체계 개편
- (규제 개선) 원자력규제위원회(NRC) 규제요건 개선, 인허가 절차 간소화 및 수수료 체계 효율화
- (신속한 인허가 검토) 경수로 통합인허가, 설계인증, 기존 원전 부지 조기 부지허가 신속 처리

• 선진 원자로 및 SMR 개발

- (민간 주도 실증) 기존에 진행 중인 프로젝트를 제외한 원자로 실증 및 상업화 프로젝트는 민간이 주도

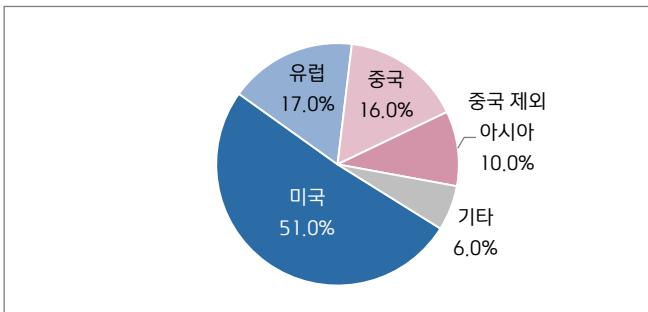
• 핵연료주기

- (에너지부 내 방폐물 관리실 재신설) 사용 후 핵연료 관리의 중요성 강조하여 에너지부 내 방폐물 관리실 재신설 등 관련 조직 확대 추진
- (처분 부지 선정 노력) 동의기반 부지 선정 절차로 구체적 결과 도출

자료: 에너지경제연구원, 키움증권 리서치센터

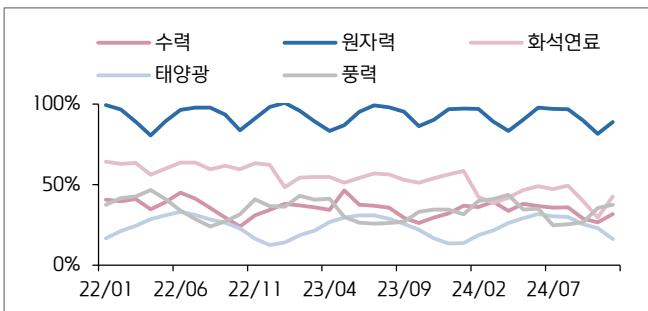
- ▶ 미국은 전세계 최대 데이터센터 보유 국가, 막대한 AI 전력 수요 충당을 위해 안정적인 전력 공급이 필요
 - 데이터센터 운영을 위해서는 24/7 안정적인 전력 공급이 이루어져야 함. 원자력은 미국 내 가장 안정적인 전력 공급원
 - 주요 빅테크는 데이터센터별 전력 수요 급등에 대응하기 위해 원자력 및 SMR에 집중적으로 투자하는 중
 - 구글, 아마존, 메타 등 하이퍼스케일러사는 2050년까지 원자력 에너지 3배 확대에 서명

글로벌 데이터센터 용량 비중 : 미국이 절반 이상 차지



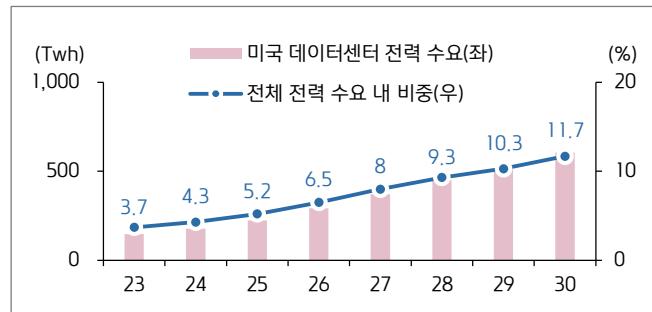
자료: Synergy Research Group, 키움증권 리서치센터

미국 에너지원별 설비 이용률 : 원자력, 안정적 전력 공급원



자료: EIA, 키움증권 리서치센터

미국 내 데이터센터 전력 수요 전망



자료: Mckinsey, 키움증권 리서치센터

주요 빅테크 기업의 원자력 및 SMR 활용 현황

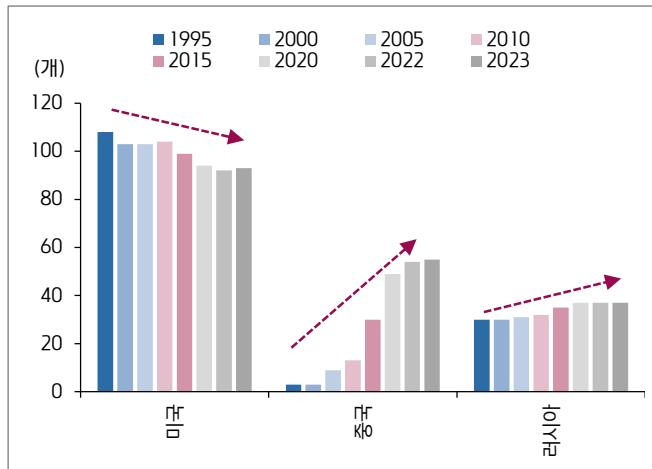
구글	- SMR 스타트업 '카이로스파워'와 2035년까지 총 500MW 전력 구매 계약 체결
아마존	- 미국 원전 기업 탈렌 에너지 데이터센터 인수 - 약 5억 달러 규모의 자금을 선진원자로 개발사인 X-energy에 지분 투자 - 도미니언 에너지와 버지니아주 원전 인근에 SMR 배치를 위한 MOU 체결
マイクロ소프트	- 콘스텔레이션 에너지가 소유한 쓰리마일섬의 원전 1호기에서 생산된 전력에 대해 20년간 구매하는 계약 체결
오픈AI	- 샘 올트먼 CEO, 핵융합 스타트업 오클로의 SMR 개발에 참여
오라클	- 래리 엘리슨 회장은 전력 수요 급증을 이유로 3개의 SMR로부터 전력을 공급받는 데이터센터를 설계하고 있다고 발표

자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

13. 미국) 원전 재건 배경 ② 글로벌 원전 패권 경쟁, 원자력은 안보 문제와 직결

- ▶ 글로벌 원전 시장을 주도하는 중국과 러시아, 에너지 안보 측면에서 미국은 이에 대한 견제가 필요
 - 미국을 필두로 한 자유진영국가의 탈원전 기조로 신흥국인 중국과 러시아가 글로벌 원전 시장에 빠르게 침투
 - 중국은 2010년대 원전 굴기 선언 이후 풍부한 내수시장을 바탕으로 자국 내 원전 건설 세계 최대 국가로 자리매김
 - 러시아는 국영기업 로사톰 주도 하에 원전 건설을 필요로 하는 신흥국을 대상으로 전세계 원전 수출 시장 장악한 상태
- ▶ 미국 vs 중국/러시아로 양분화된 원전 패권 경쟁 구도는 한국에 기회로 작용할 전망
 - 전세계에서 원전을 건설해 수출할 수 있는 국가는 미국, 프랑스, 중국, 러시아, 한국 5개 국가에 국한
 - 원전 수입 국가는 현재와 같이 양분화된 패권 경쟁 구도를 감안할 수 밖에 없고, 이에 따라 안보적 명분으로 일부 원전 수입 국가는 중국, 러시아를 배제할 가능성이 높음
 - 이는 상대적으로 외교적 지원이 부족한 한국 입장에서 신규 원전 수출 시장의 활로를 개척할 수 있는 기회

미중러 가동중 원전 수 추이 : 중국, 러시아 약진, 미국 후퇴



자료: IAEA, 키움증권 리서치센터

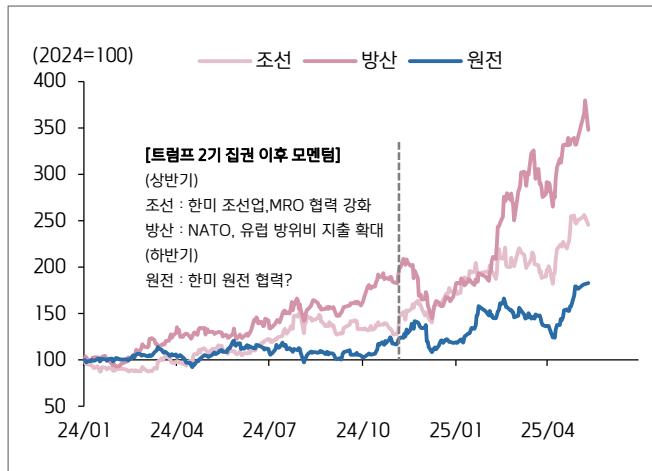
전세계 자국 및 타국 건설 중인 원전 현황



자료: WNSR, 키움증권 리서치센터, 주) '24년 7월 기준

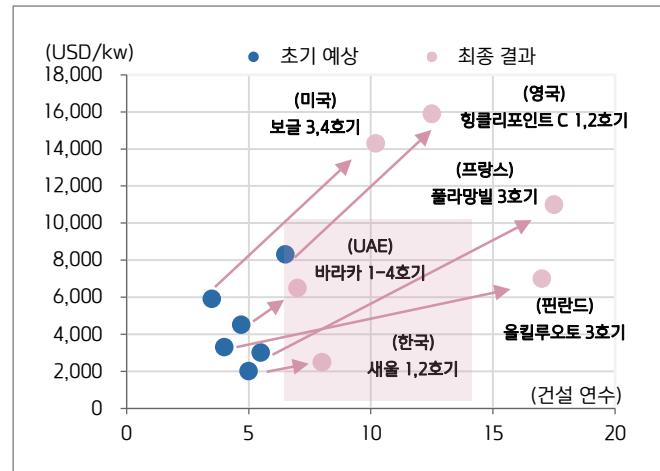
- ▶ 트럼프 2기 대표 수혜주인 조선과 방산처럼, 하반기 원전주도 한미 협력에 따른 추가 상승 모멘텀 보유
 - 한국은 원전의 설계부터 기기 공급, 건설, 시운전 및 운영까지 원전 산업 기술의 자립을 완료한 상태
 - '09년 UAE 바라카 원전 4기를 해외에서 건설한 레퍼런스도 보유했으며, 미국 NRC로부터 표준설계 인증도 취득
 - 붕괴된 원전 공급망 재건을 위해 트럼프는 동맹국인 한국에 원전 협력을 요구할 가능성 높다고 판단
- ▶ 우수한 원전 기술력으로 인해 한국은 가격 경쟁력과 납기일 준수에 있어 미국, 프랑스에 비해 우위
 - 지난 10년 동안 미국, 프랑스 주도의 원전 프로젝트는 대부분 상당한 건설 지연으로 초기 추정 대비 건설 비용 증가
 - 이와 달리 축적된 원전 건설 경험과 완비된 공급망을 갖춘 한국이 건설한 원전은 상대적으로 적은 일정 지연을 겪었고
이로 인해 초과 비용이 거의 들지 않았음

'24년 이후 조선, 방산, 원전주 주가 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터
주) 조선, 방산, 원전 각각 주요 5개 기업 평균 주가

주요 원전 프로젝트의 초기 예상과 실제 건설 기간 및 자본비용



자료: IEA, 키움증권 리서치센터, 주) 음영 부분이 한국이 건설한 원전 프로젝트

15.

미국) 붕괴된 미국의 원전 공급망 재건을 위해 한국과 협력이 필요

- ▶ 올해 1월, 한국과 미국은 원자력 수출 및 협력에 관한 약정(MOU) 서명, 한미 원전 협력을 위한 초석
 - 한미 간 수출 통제 협력 강화로 인해 미국과 협력을 통해 해외 원전 시장 공략이 더 용이해질 것으로 전망
 - 원전 수출에 있어 걸림돌 역할을 하였던 웨스팅하우스와의 지재권 분쟁도 종결 합의 공식 발표
- ▶ 미국 내 자체적인 원자력 공급망 구축 과정에서 국내 기업과 협력 가능성 대두
 - DOE에 따르면, 모든 원자로 세대에 걸쳐 공통적으로 나타나는 우려 사항은 주단소재 및 주기기 공급망 약화라고 지적
 - 즉, 미국은 원전 관련 부품을 자체적인 공급망을 통해 조달하기 어렵기 때문에 파트너십을 구축한 한국 원전 기자재 업체와 협력 필요
 - 또한, 최근 뉴스케일, 테라파워 등의 사례와 같이 미국 내 SMR 기술 개발 과정에서도 향후 국내사와의 협력 기대

미국 에너지부(DOE)의 자국 원전 기자재 공급망 진단 결과

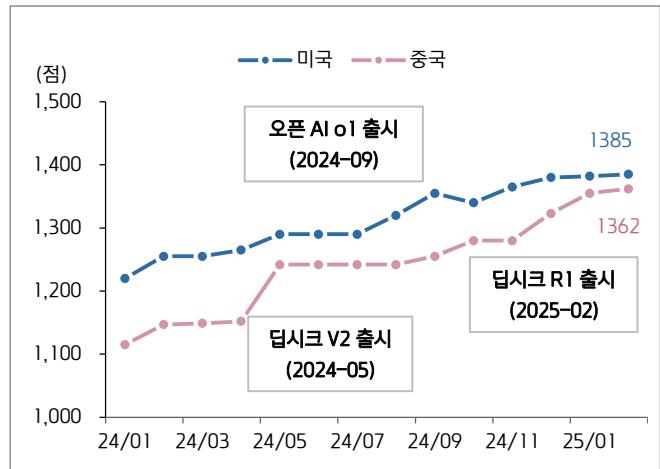
단계	최종 제품 수요를 충족하기 위한 공급망 세그먼트	미국 내 주요 공급업체 여부	미국 내 공급업체들 간 비용 경쟁력 여부	미국과 글로벌 공급업체 간 비용 경쟁력 여부	해외 공급원의 안전성 여부	최선의 조치
Mining / Milling	인듐, 니오븀, 이트륨, 하프늄	아니오	-	-	확실치 않음	글로벌 마켓 활용
	크롬, 니켈	아니오	?	?	예	글로벌 마켓 활용
	카드뮴, 코발트, 구리, 납, 은 등	예	예	예	예	기존 미국 공급망 및 글로벌 마켓 활용
Processing	강철	예	예	예	-	기존 미국 공급망 활용
	콘크리트	예	예	예	-	기존 미국 공급망 활용
	기타	예	예	예	-	-
Component	대형 부품 단조 및 제조	아니오	?	?	예	기존 미국 공급망 및 글로벌 마켓 활용
	기타 부품 단조 및 제조	예	예	예	예	기존 미국 공급망 활용
Aseembly	모듈 조립	한정적	-	-	확실치 않음	미국 내 공급망 구축

자료: DOE, 키움증권 리서치센터

16. 미국) 미중 AI 패권 경쟁은 현재 진행형, 좁혀진 미중 AI 기술 격차

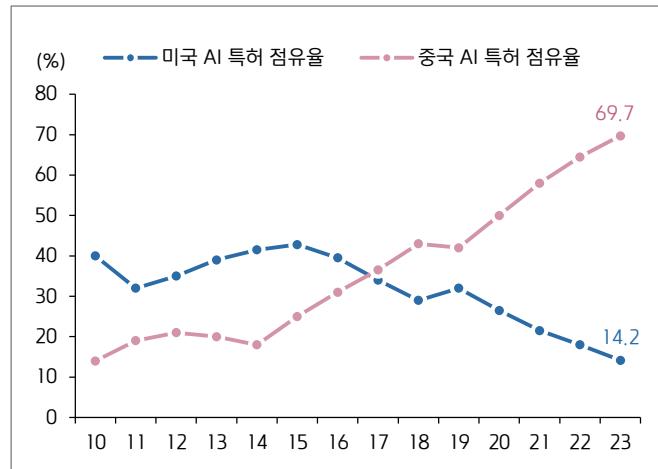
- ▶ '25년 1월, 트럼프 2기 출범 직후 딥시크(DeepSeek)가 쓰아올린 미중 AI 패권 경쟁
 - 저비용으로 고성능 AI를 구현한 딥시크 R1의 출시는 빅테크를 중심으로 한 미국 AI 기술의 선두 지위를 위협
 - 딥시크 쇼크 이후 오픈AI, 구글 딥마인드 등의 미국 AI 기업은 앞다투어 최신형 AI 모델 출시
- ▶ 정부의 막대한 지원을 바탕으로 구축된 중국의 AI 기초 인프라
 - '10년 이후 중국의 AI 등록 특허 건은 지속적으로 증가하여, '16년을 기점으로 미국을 추월
 - 미중 AI 패권 경쟁 본격화 속 AI 양산 속도 가속화됨에 따라 AI 산업의 저변 확대가 예상

미국과 중국의 AI 성능 비교



자료: Standford HAI, 키움증권 리서치센터

미국과 중국의 AI 등록 특허 수 추이



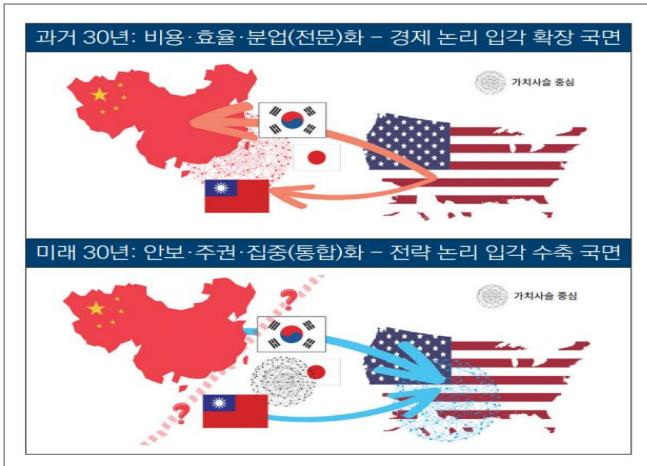
자료: Standford HAI, 키움증권 리서치센터

17.

미국) AI 반도체는 국가 안보와 연결, 한미 협력은 필수 불가결

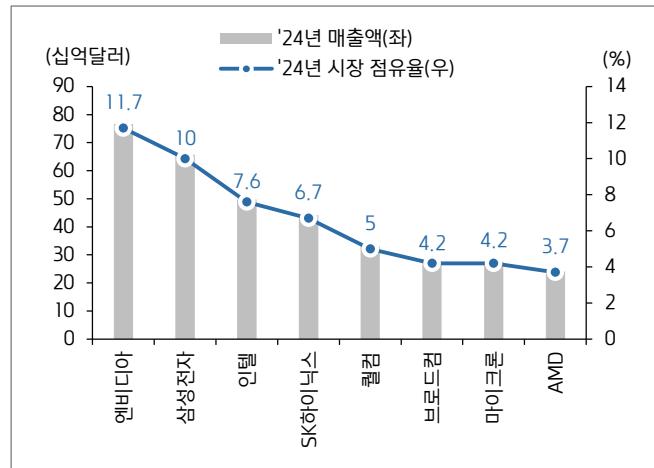
- ▶ 글로벌 반도체 분업 구조는 미중 패권 경쟁 기조 하에 안보화, 주권화, 집중화되는 추세
 - 미국은 자국 중심으로 반도체 분업 구조를 재편하기 위해 주요국들의 미국 내 반도체 시설 투자를 유도
 - 트럼프 2기, 국내 반도체 산업의 향방은 미국 내 공급망 연계 및 AI 안보 파트너십 구축과 밀접한 연관
- ▶ AI 패권 경쟁에서 주도권을 잡기 위해 트럼프도 한국과의 협력이 필수적이라고 판단
 - 한국은 전세계 반도체 생산의 약 20%, 이 중 글로벌 메모리 시장의 약 60% 이상을 차지하며 한국의 영향력은 절대적
 - 최근 트럼프는 AI 반도체 수출 통제 폐지를 선언, 향후 국가별 개별 협상을 통해 수출 허용, 제한국을 결정한다는 방침
 - 개별 협상에 따른 새로운 형태의 규제가 나올 수 있지만, 종국에는 한미 반도체 협력이 구축될 것으로 예상

세계 반도체 분업 구조 형성 동력 : 과거 및 미래 30년 전망



자료: 산업연구원, 키움증권 리서치센터

'24년 전세계 매출액 기준 상위 10대 반도체 공급업체

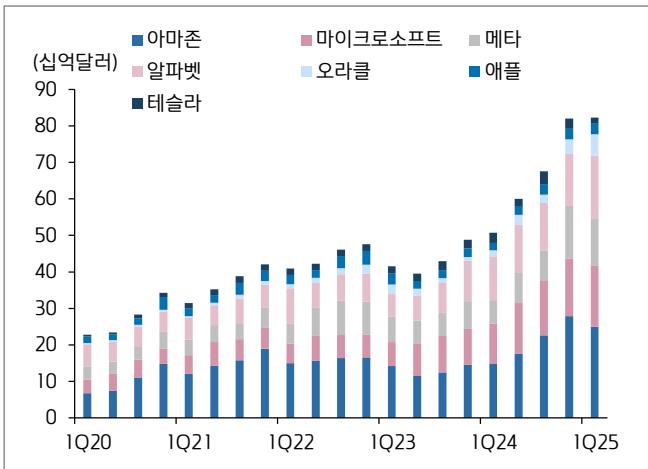


자료: Gartner, 키움증권 리서치센터

18. 미국) 빅테크의 AI Capex 기조 지속, AI 시장 성장 경로 유효

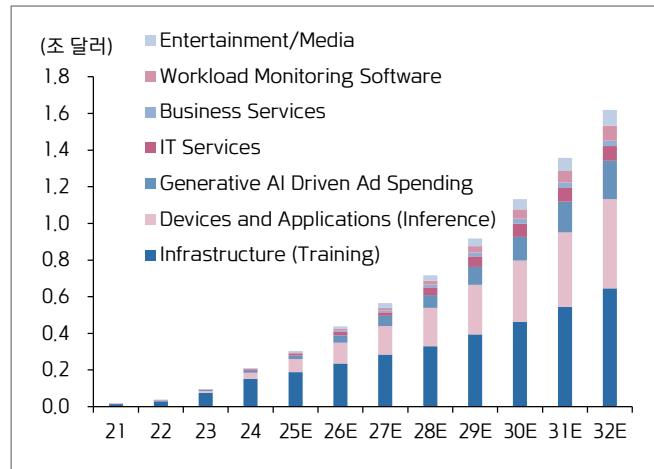
- ▶ 1분기 실적에서 확인할 수 있는 하이퍼스케일러의 AI Capex 기조는 현재 진행형
 - AI 과잉 투자 및 수익성 훼손 우려 속에서도 빅테크는 강력한 수요를 바탕으로 대체로 Capex 가이던스 유지 및 상향
 - 견조한 AI 수요 속 생성형 AI 시장 성장 경로 유효, 이는 AI 메모리 시장에서의 HBM 수요 지속으로 이어질 것
- ▶ 트럼프 2기 최대 AI 인프라 구축 사업인 스타게이트 프로젝트, AI 칩 수요 증가 전망
 - 트럼프는 취임 직후 약 5,000억 달러 규모의 AI 인프라 구축 사업인 스타게이트 프로젝트 발표
 - 최근 오픈 AI는 스타게이트 프로젝트의 글로벌 확장을 예고, 초기 10개국에서 프로젝트를 시작하는 것을 목표로 언급
 - 스타게이트 프로젝트의 주된 목적은 미국의 AI 리더십 강화라는 점을 감안시 동맹국인 국내 반도체 산업에도 수혜 예상

주요 테크 업체의 Capex 추이



자료: Bloomberg Intelligence, 키움증권 리서치센터

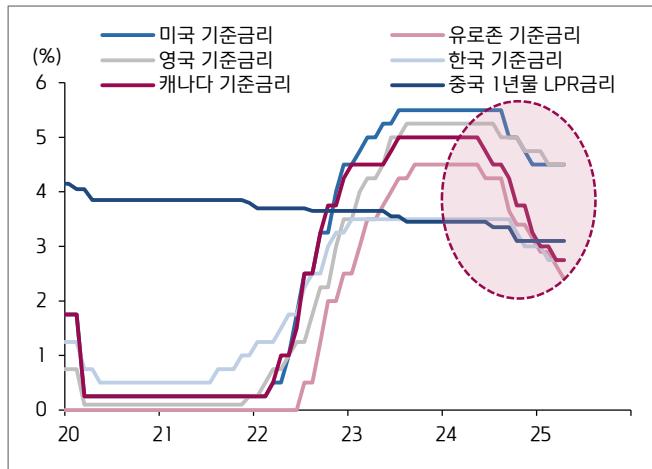
글로벌 생성형 AI 매출액 전망치 추이



자료: Bloomberg Intelligence, 키움증권 리서치센터

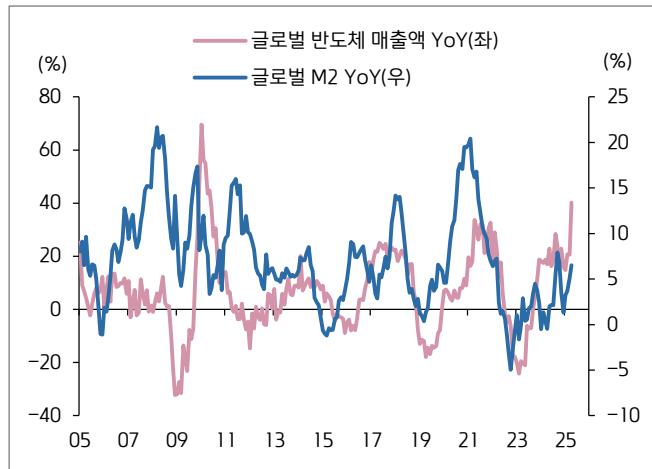
- ▶ 주요국 금리 인하 및 유동성 공급 기조는 하반기 반도체 주가를 견인할 것으로 전망
 - 중국, 유로존, 한국 등 주요국들이 본격적으로 금리 인하에 나선 가운데 미국도 하반기 이후 2차례 금리 인하 전망
 - 경기 민감 산업인 반도체 주가는 경기 선행지표와 동행하는 경향성 관찰. 유동성 증가 환경 속 반도체 업황 개선 기대
 - 과거 미국 금리 인하 이후 반도체 주가와 동행하는 ISM 제조업 PMI 대체로 상승했던 경험. 2~3분기 트럼프 관세발 이익 영향을 확인한 이후 본격적인 반등에 나설 것으로 전망

주요국 기준금리 추이 : 뚜렷한 금리 인하 기조



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

글로벌 M2 증가율과 반도체 매출액 증가율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터, 주) 미국, 일본, EU, 중국 M2 합산

20. 미국) 트럼프의 거꾸로 전략, 하반기 감세 모멘텀은 테크주 반등으로

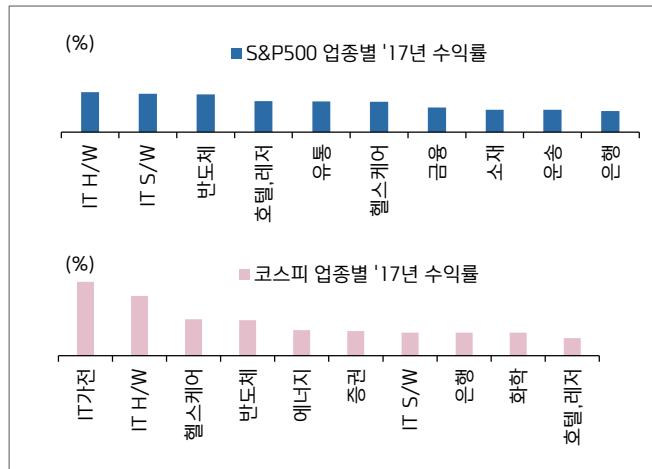
- ▶ 하반기 트럼프 정책 초점이 감세로 맞춰질 경우, 시장 대비 베타가 높은 테크주 반등에 무게
 - 상반기 주식시장을 지배했던 관세 불확실성은 주요국과의 합의를 거치며 연말로 갈수록 차츰 잦아들 전망
- ▶ 1기와 달리 트럼프 2기 행정부 전략 순서는 채찍(관세) 이후 당근(관세 및 규제 완화) 전략으로 탈바꿈
 - 과거 트럼프 1기를 복기해보면, '17년 감세 정책 기대감으로 미 증시는 폭등. 당시 시장을 이끈 업종은 단연 테크주
 - 이후 '18년 이후 본격적으로 관세 정책 추진하며 증시는 급락세 연출. 관세발 침체 불확실성이 가중된 점은 지지율 하락으로 이어지며 '18년 말 중간선거 패배의 주된 원인으로 작용
 - 이를 감안하여 트럼프 2기 정책 경로는 先 관세 → 後 감세 전략을 채택한 것으로 보임. 특히, 연말 미국 최대 소비 행사인 쇼핑 시즌을 전후로 증시 부양을 위한 정책 추진이 집중될 것으로 예상

트럼프 1기와 2기, S&P500 지수 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

'17년 미국, 한국 수익률 상위 10개 업종



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 한미 AI 협력 가능성, 주요국 금리 인하 기조, 감세 정책 등으로 하반기에는 반도체주 상승에 대비할 시점
 - 실제로, 벤치마크 대비 상승 민감도를 측정한 국내 반도체 Bull Beta는 '18년~'19년 미중 무역전쟁 당시 큰 폭 상승
 - 트럼프 2기 집권 이후 현재도 '10년 이후 평균치를 상회하고 있음. 이는 트럼프발 관세 불확실성이 열어질 때 반도체 업종은 시장 대비 큰 폭으로 아웃퍼폼할 수 있음을 의미

국내 반도체 지수의 52주 Bull 베타와 반도체 주가 추이 : 미중 무역분쟁 시기, 코스피 상승시 반도체 상승 탄력은 높은 편



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터, 주) Bull 베타는 코스피(벤치마크) 지수 1% 상승시 개별 업종 수익률이 몇 % 변동하는지에 대한 민감도 지표

중국) '25년 중국 당국은 내수 확대를 최우선 정책과제로 추진

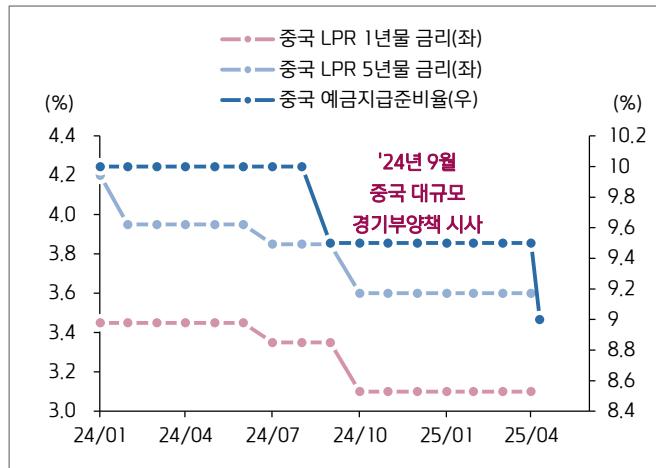
- ▶ '24년 9월, 중국인민은행 통화정책 완화를 기점으로 '08년 이후 최대 수준의 대대적인 경기 부양책 예고
 - 중국은 코로나19 팬데믹 이후 가계 소득 둔화와 부동산 경기침체로 소비 부진 현상 지속
 - '25년 전인대에서 중국은 자국 내 소비, 투자 확대를 통해 내수중심 성장전략을 강화하겠다는 의지를 피력
 - 트럼프 2기 출범 이후 미중 무역갈등 장기화에 대비하여 수출 감소를 내수로 상쇄하겠다는 의도도 내포
 - 소비 보조금 지급, 국채 발행 등 재정 지출 확대, 통화정책 완화의 정책 조합으로 소비 활성화 유도에 초점

중국 정부업무보고 및 양회 기간 발표된 정책 목표

	2024	2025	전년대비
경제성장률	5% 정도	5% 정도	유지
도시실업률	5.5% 정도	5.5% 정도	유지
신규고용	1,200만명 이상	1,200만명 이상	유지
CPI	3% 정도	2% 정도	하향
재정적자율	3%	4%	확대
재정 지출	28.5조 위안	29.7조 위안	증가
지방정부 특수채	3.9조 위안	4.4조 위안	증가
특별 국채	1조 위안	3조 위안	증가

자료: 중국 국무원, 키움증권 리서치센터

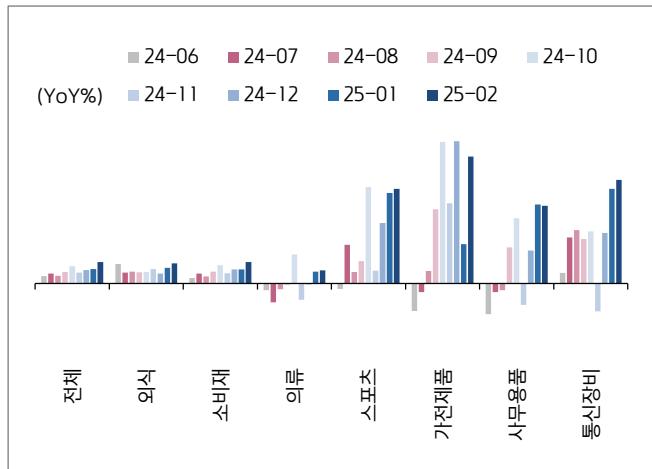
중국 LPR 1년물 및 5년물 금리와 지급준비율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

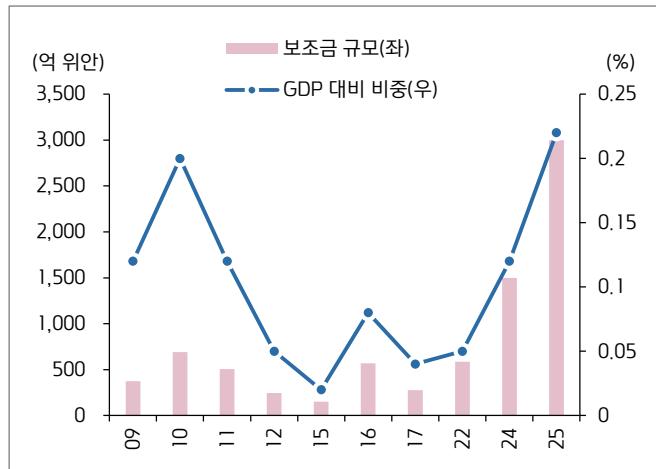
- ▶ 연초 양회에서 중국 당국은 이구환신 보조금 규모를 지난해 1,500억 위안에서 올해 3,000억 위안으로 증액
 - 기존에 이구환신 보조금 대상이었던 가전, 전기차 이외에 스마트폰, 태블릿 PC 등 스마트기기로 지원 대상 확대
 - 최근에는 소비재 외에도 문화, 관광, 스포츠 등 서비스 부문으로까지 보조금 지급 대상 확대 고려
 - 이를 반영하여 연초 이후 소비재를 비롯한 중국 소매판매 증가율도 점진적 회복세 연출
- (3월 기준 YoY, 전체 소매판매 +5.9%, 외식 +5.6%, 소비재 +5.9%, 의류 +3.6%, 가전제품 +35.1%)

중국 세부 항목별 소매판매 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

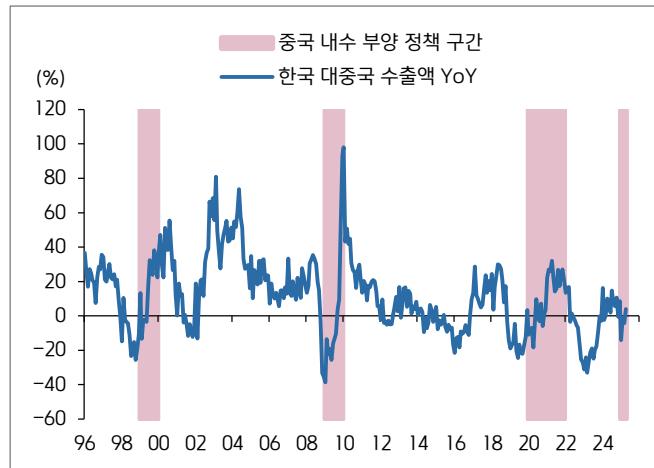
중국 내수 진작을 위한 보조금 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

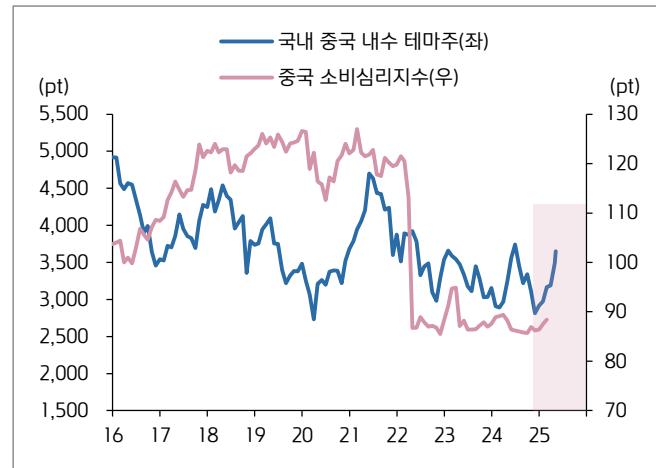
- ▶ 아시아 외환위기('98년), 금융위기('08년), 코로나('20년) 당시 중국은 경기 회복을 위해 소비 진작 정책을 추진
 - 과거 중국 내수 진작 정책 당시 한국의 대중국 수출액 증가율은 모두 상승했던 경험 존재
 - 과거 중국의 소비진작 정책의 대상은 주택, 자동차, IT 가전 소비 활성화에 초점을 맞춘 반면,
 - 금년에는 기존 가전제품 외 소비재 항목에 대한 보조금 지원 대상 넓혀짐에 따라 관련 국내 수혜 업종 확대 예상
 - 대대적인 소비 부양 정책으로 중국 내 소비심리 개선될 경우 국내 중국 소비 관련주 주가 상승 탄력도 높아질 전망

중국 내수 부양정책 구간, 한국 대중국 수출액 증가율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국 소비심리지수와 국내 중국 소비주 주가 추이



자료: Bloomberg, DataGuide, 키움증권 리서치센터

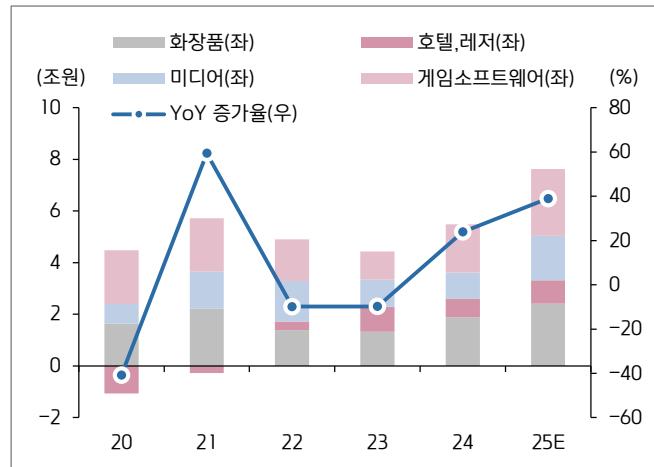
- ▶ 소비 활성화를 통한 경기 부양, 미중 갈등 심화 속 한중 외교적 관계 개선 등을 위해 한한령 해제 기대감 부각
 - '17년 사드 배치 이후 보복조치로 시행된 한한령은 중국인 단체 관광 중단, 신규게임 판호 발급 지체, 반한 감정 고조 등으로 국내 관광서비스, 문화콘텐츠, 소비재 실적에 타격
 - 다만, 최근 중국 당국은 단체 무비자 입국 허용, 중국 본토 내 국내 가수 공연을 허용하는 등 한한령 해제 움직임 포착
 - 이를 반영하여 호텔/레저, 미디어, 게임 업종의 '25년 합산 영업이익 증가율은 현재 전년 대비 +39.0% 증가 전망 (YoY, 화장품 + 28.4%, 호텔/레저 +25.6%, 미디어 +69.9%, 게임소프트웨어 +38.4% 증가 전망)

한한령 해제 관련 뉴스풀로우

시기	내용	세부 언급 사항
	무비자 입국 허용 중국이 한국을 무비자 대상국으로 지정	
2024.11	장관급 회담	유인촌 문화체육관광부 장관, 및 중국 문화여유부장 회담 문화예술, 콘텐츠, 관광 분야 교류 협력 논의
2025.02	韓 국가회장, 中국가주석 면담	우원식 국회의장, 시진핑 중국 국가주석 회담 문화 교류의 중요성 언급
2025.03	韓 영화 중국 개봉	봉준호 감독의 신작 미키 17 중국 개봉 한한령 해제에 대한 기대감 고조
2025.04	중국 본토 내 국내 가수 공연	3인조 래퍼 '호미들', 약 8년 만에 처음으로 중국 본토 우한시에서 공연 진행

자료: 언론보도, KITA, 키움증권 리서치센터

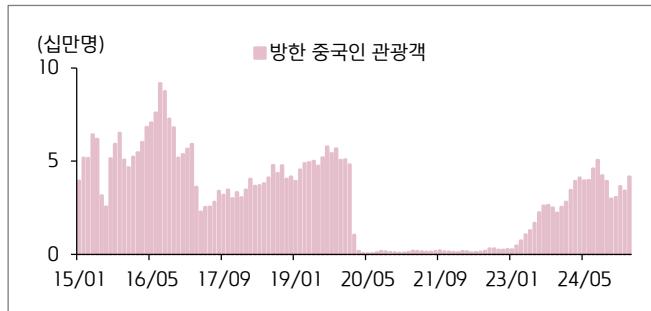
한한령 해제 관련 업종의 영업이익 및 증가율 추이



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

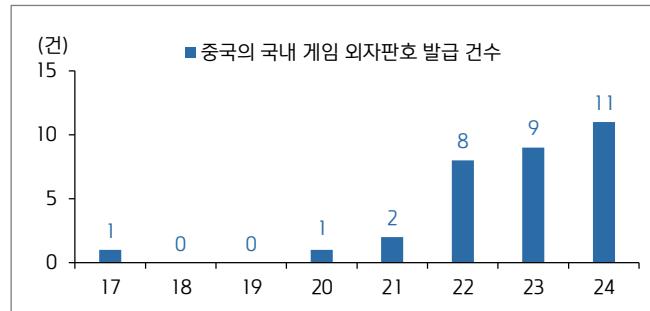
- ▶ 올해 11월 한국에서 개최되는 APEC 정상회의까지 한한령 해제 기대감은 유지될 전망
 - 11월 APEC 정상회의에 시진핑 주석은 참석을 고려하고 있다고 언급. 하반기 한한령 해제 모멘텀 유효
 - 하반기 추가적인 중국 내수 부양책까지 고려하면, 엔터, 카지노, 게임, 화장품 등 중국 소비 테마주에 대한 관심 지속

방한 중국인 관광객 추이



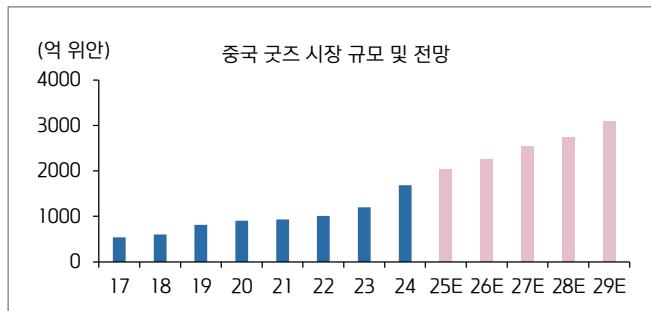
자료: 한국관광데이터랩, 키움증권 리서치센터

중국, 한국 게임 외자판호 발급 현황



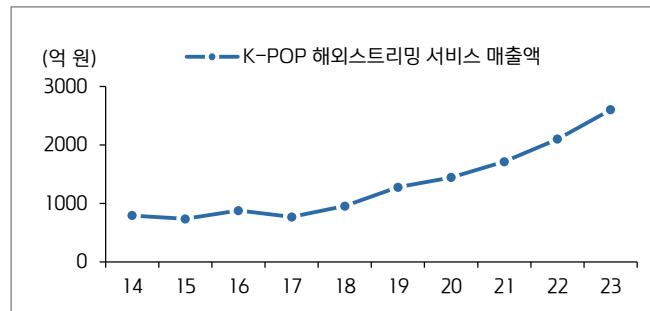
자료: NPPA, 키움증권 리서치센터

중국 굿즈 시장 규모 및 전망치 추이



자료: 新浪财经, KITA 키움증권 리서치센터

K-POP 해외 스트리밍 서비스 매출액 추정치



자료: 한국문화관광연구원, KITA 키움증권 리서치센터

IV. 퀸트: 실적 둔화 대비 국면

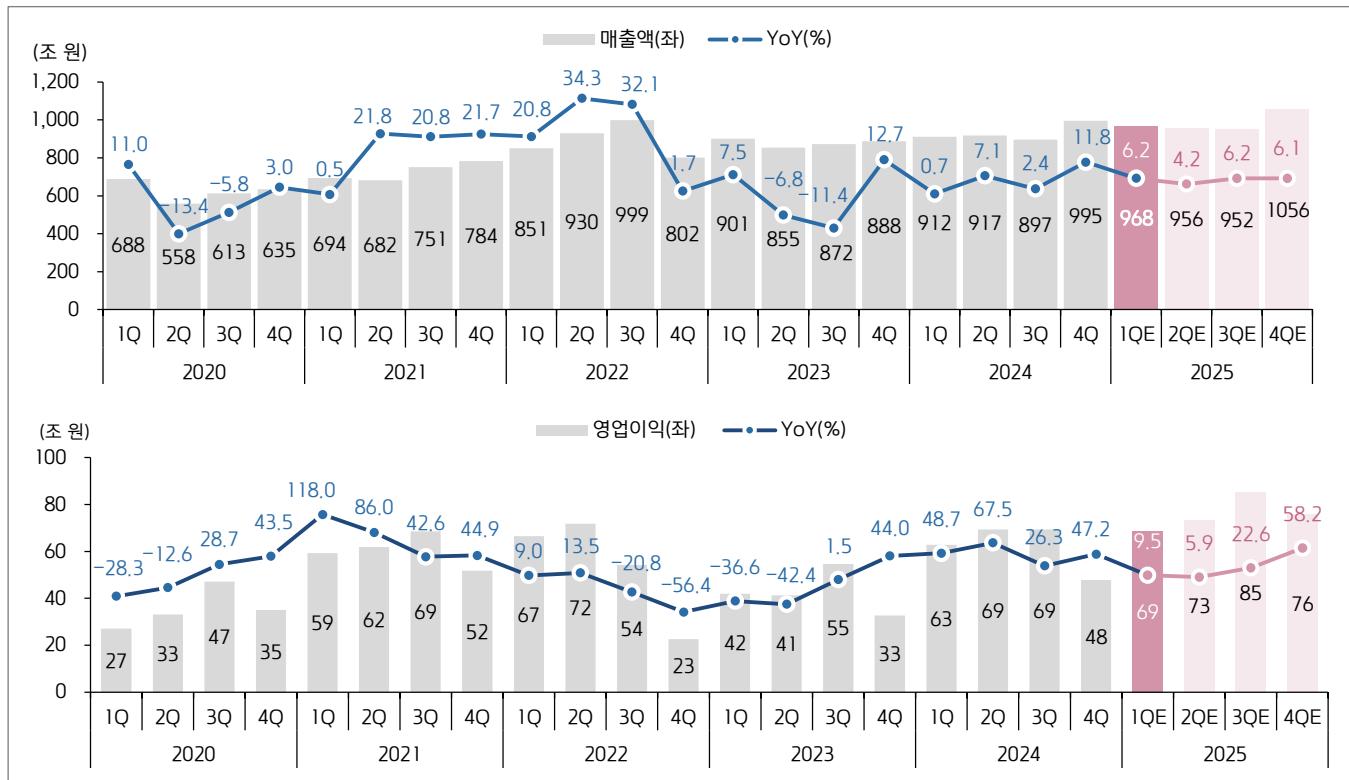


01.

'25년은 전년 대비 실적의 양적 성장 예상

- ▶ 25'년 매출 성장은 5% 내외로 예상되는 가운데, 영업이익은 하반기로 갈수록 높은 실적 성장 흐름이 기대
 - 올 하반기 매출은 상반기 대비 +4.4% 증가, 영업이익은 상반기 대비 13% 늘어날 것으로 예상
 - 영업이익 기준 1분기를 저점으로 회복 흐름이 예상되는 점은 긍정적

코스피, 분기별 매출액과 영업이익 전망치 및 성장률



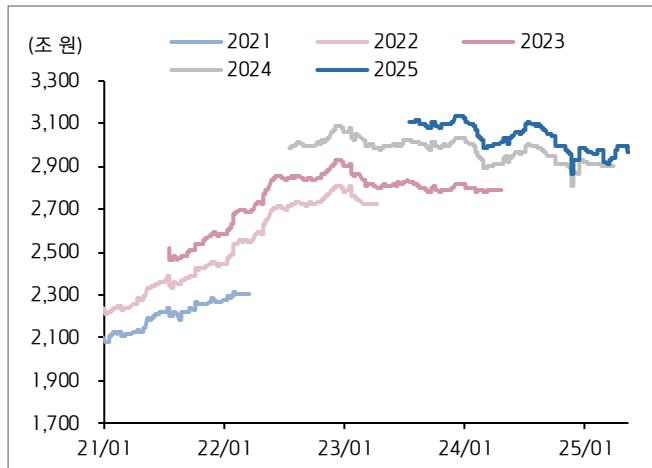
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터.

02.

연초 실적 반등 기대감은 정책 불확실성으로 제한

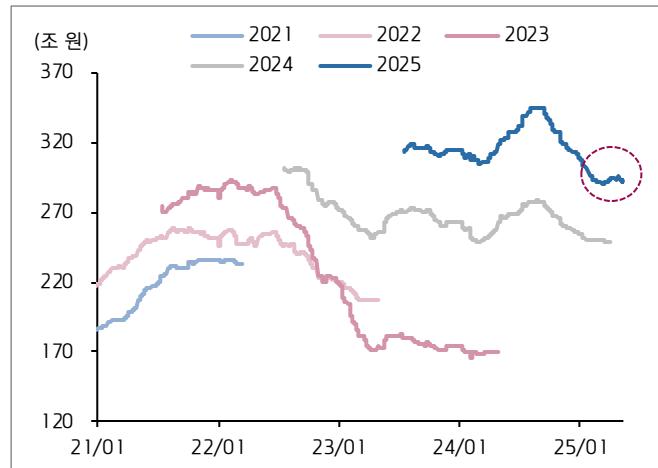
- ▶ 지난해 하반기부터 반도체 업종을 중심으로 실적 급감 흐름이 연출되었음. 해당 조정은 연말/연초를 기점으로 일단락 되는 듯 보였음. 특히 1분기 어닝 시즌 반도체 업종의 어닝서프라이즈에 힘입어 실적 전망이 일시적으로 개선되며 실적 턴어라운드에 대한 기대감을 높이기도 했음
- ▶ 그러나 업종별 실적 전망이 차별화되는 모습을 보이며 실적 개선이 소수 업종에만 이루어지고, 미국의 교역국 관세 부과 영향이 점진적으로 반영될 것으로 전망되는 점은 본격적인 실적 개선을 제약시키고 있음

코스피200, 연도별 매출액 전망 추이



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터.

코스피200, 연도별 영업이익 전망 추이

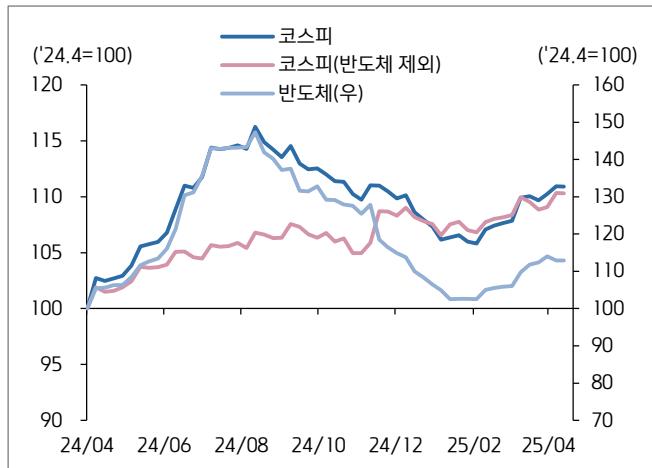


자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터.

03. 반도체 업종을 제외하는 경우 코스피 실적은 하향 진행중

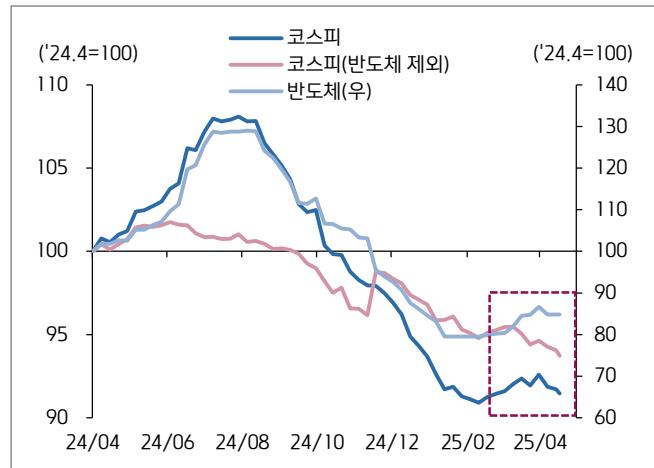
- ▶ 코스피 기업의 실적은 '25년 그리고 '26년까지 (+) 성장이 예상되며, 실적의 금액 수준은 선행 12개월 경로상 우상향 하는 모습
- ▶ 다만, 경기둔화에 따른 수요둔화 우려 그리고 관세부과에 따른 비용상승이 기업들의 수익성 악화에 대한 우려를 자극한 영향으로 '25년 실적 전망 개선 흐름 제한
 - 연초 이후 개선을 이끌었던 반도체 업종의 올해 영업이익 전망도 4월 이후 재차 낮아지는 모습
 - 개선 탄력이 강한 반도체 업종을 제외하는 경우 3월 이후 코스피(반도체 제외) 전반의 실적 전망은 연초 이후 지속 하향

코스피, 코스피(반도체 제외) 선행 12개월 영업이익 추이



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터.

코스피, 코스피(반도체 제외) 2025년 영업이익 추이



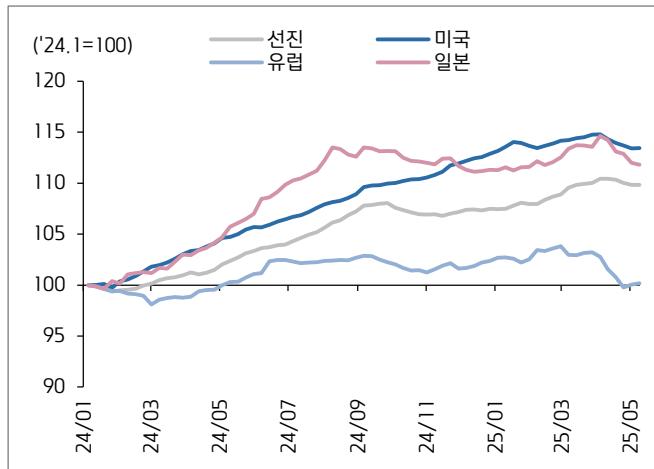
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터.

04.

경기 그리고 정책 불확실성은 국내외 공통 분모

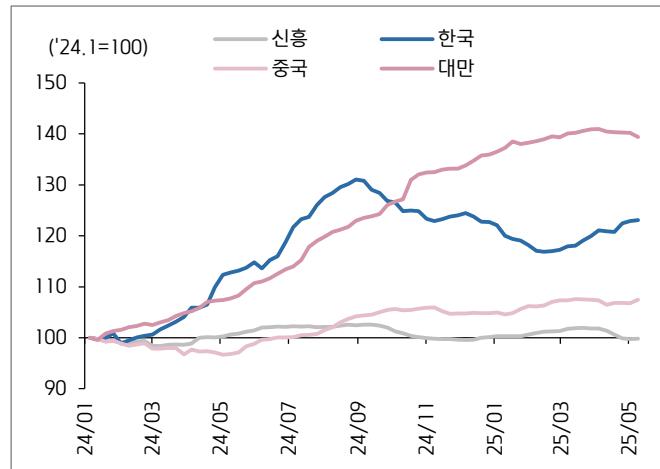
- ▶ 미-중간의 관세 부과 유예 소식으로 최악의 상황은 피했으나, 기본 상호 관세는 부과되며 1분기 어닝시즌이 진행과 함께 기업들의 실적 전망은 관세 경계감에 노출
- ▶ 연초까지만 하더라도 선행 12개월 주당순이익(EPS)은 우상향하는 흐름을 보였으나, 4월 이후 점차 실적 전망의 하향 조정이 이루어지는 모습
- ▶ 신흥국의 경우 상대적으로 견조한 모습을 보이고 있으나, 한국 그리고 중국 역시도 EPS(Fwd. 12M)의 기울기가 점차 낮아지는 모습

주요 선진국 선행 12개월 EPS 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

주요 신흥국 선행 12개월 EPS 추이

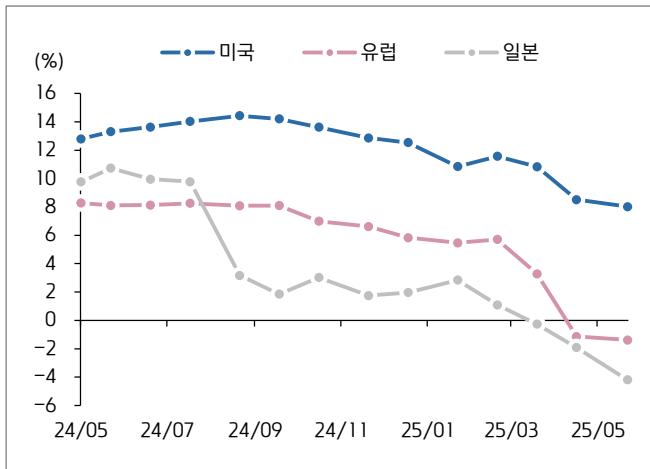


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

FY25 실적 성장률로 국한하는 경우, 실적 둔화 양상은 두드러짐

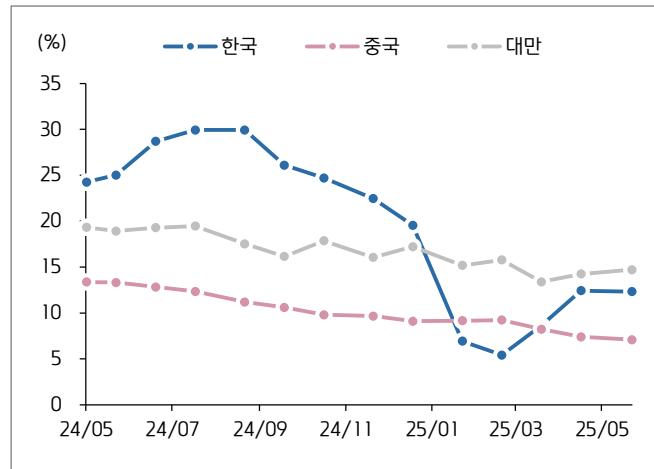
- ▶ '25년 그리고 '26년 실적 전망은 절대 금액 측면에서의 성장이 예상되나, 글로벌 경기 둔화 우려 그리고 관세 압력에 따른 수익성 악화 우려가 상존하며 '25년 실적 성장률은 빠르게 낮아지고 있음
- ▶ 특히 미국 예외주의를 가능케했던 미국 기업들의 실적 역시 작년 4분기를 기점으로 지속적으로 하향되고 있음
 - 한때 '25년 성장률(YoY)은 14%를 넘을 것으로 예상되기도 했으나, 현재 8%대까지 하향
 - 유럽 그리고 일본의 순이익 성장률은 5월에 들어 역(-)성장 전망
- ▶ 신흥국 중 한국만이 유일하게 3월에 들어 성장률 전망이 반등하기도 했으나, 주요국의 하향 흐름에서 자유롭기는 어려울 것으로 판단

주요 선진국 FY25 EPS 성장률 전망 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

주요 신흥국 FY25 EPS 성장률 전망 추이

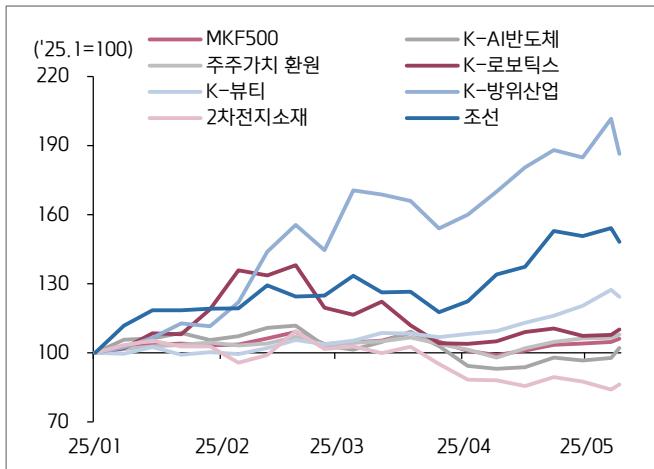


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

06. 연초 이후 국내 증시는 핵심 테마 지속 중

- ▶ 국내 증시는 반도체, 자동차 등 대형 수출 섹터들의 실적이 부진한 모습이 이어진 영향으로 세부 테마별 성과 차별화가 연출. 연초 조선, 방산, 로보틱스 등의 강세가 연출되었으나 3월 이후 조선, 방산, 기계로 압축
 - 반면, 반도체, 2차전지 등의 핵심 테마는 연초 이후 성과가 부진한 모습이 이어지고 있음
- ▶ 증시 전반의 실적 모멘텀이 부진한 상황에서도 조선, 방산, 기계 업종의 양호한 수주 모멘텀을 바탕으로 한 실적 개선 추세는 지속 중
 - 조선 업종의 경우 과거 2000년도 초중반의 조선업 사이클을 상회하는 실적이 기대되고, 기계 업종 역시도 '22년 이후 가파른 실적 성장 구간 돌입

국내 증시, 주요 주도 테마의 연초 이후 주가 수익률 추이



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터.

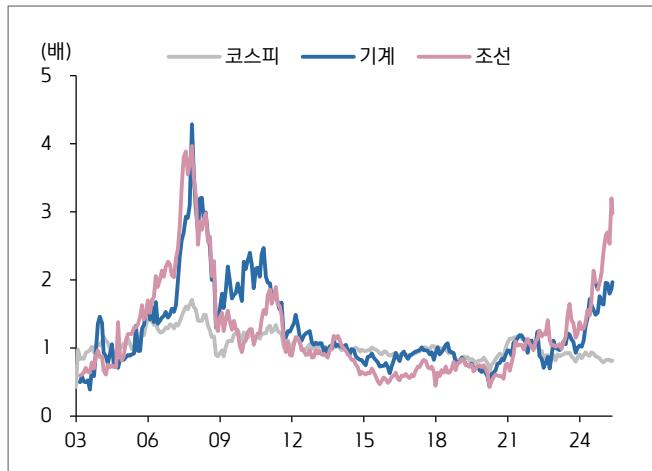
코스피, 조선, 기계 업종의 영업이익(Fwd. 12M) 추이



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터.

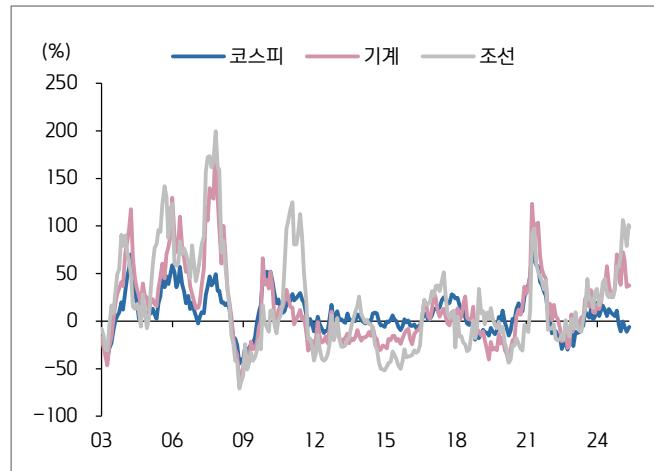
- ▶ 연초 이후 주도 테마들의 견조한 실적 흐름이 예상됨에도, 밸류에이션 부담이 점차 높아지고 있는 점은 부담. 역사적 고점과 비교하는 경우 여전히 상승 여력은 남아있지만, 과거 사이클과 달리 코스피 전체와 탈동조화 된 흐름을 보이고 있는 점은 경계 요인
 - 관세 불확실성을 둘러싼 국면 전환이 연출되는 경우, 차익실현 압력에 따른 업종간 로테이션 가능성 존재
- ▶ 과거 2000년대 중반 조선, 기계, 철강 산업의 사이클이 연출되었던 기간에서도 지속적인 상승을 보이기 보다는 주가 수익률의 진폭을 보인 점 또한 참고할 필요
- ▶ 관련 업종들의 관세 무풍지대 위치 그리고 양호한 펀더멘털을 감안 추가적인 개선이 예상되나, 점진적인 차익실현을 통한 로테이션 대비의 실익이 클 것으로 판단

코스피, 조선, 기계 업종의 PBR(Fwd. 12M) 추이



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터.

코스피, 조선, 기계 업종 12M 주가수익률 추이

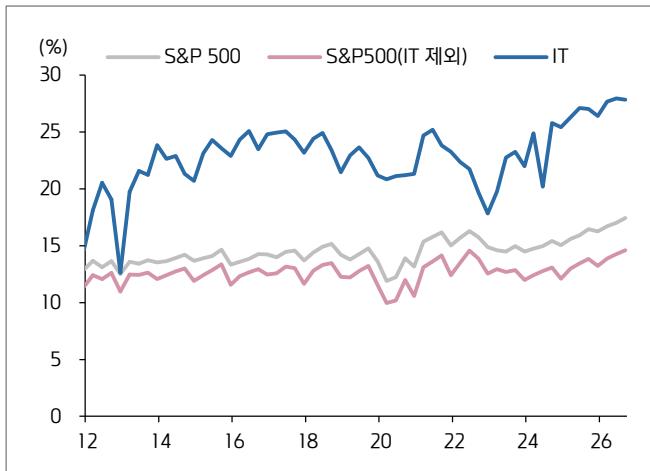


자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터.

08. 美 실적 및 수익성을 견인한 'IT'

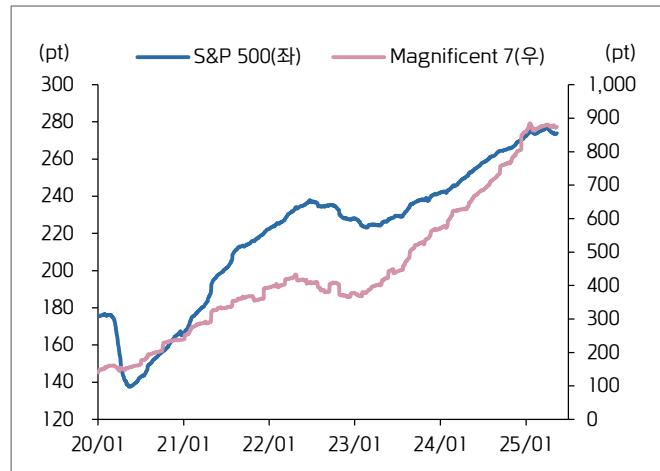
- ▶ 미 증시는 IT 업종의 높은 영업 마진을 바탕으로 2010년대 이후 안정적인 실적을 기록해왔음
- ▶ 2020년 코로나19 이후 빅테크 기업을 비롯해 증시 전반의 실적 개선 모멘텀이 양호했으나, '23년 이후 M7 기업들을 중심으로 한 실적 개선 흐름이 가속화
- ▶ 2026년 까지도 증시 전반에 비해 IT 기업들의 높은 영업 마진 레벨이 예상. 다만, IT 업종의 수익성 개선 모멘텀과 빅테크 기업들의 실적 개선 흐름이 둔화가 포착되고 있는 점은 경계 요인

미국, S&P 500과 IT 업종 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.
주) '25년 이후는 컨센서스'

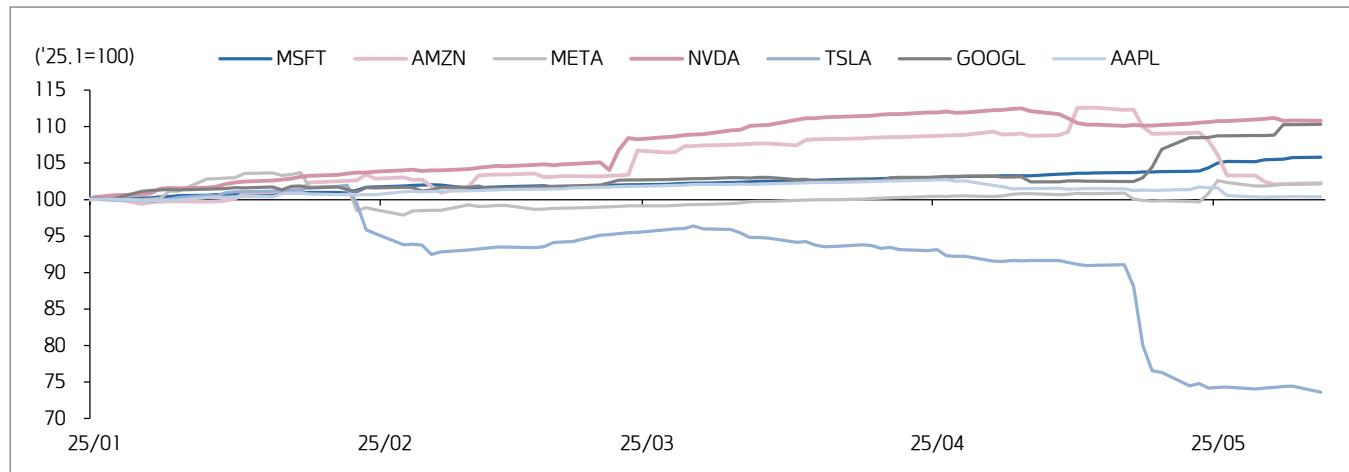
S&P 500과 Magnificent 7 EPS(Fwd. 12M)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

- ▶ M7 개별 기업들의 선행 12개월 주당순이익 전망 추이를 살펴보면, 차량 인도량 감소 및 경쟁 심화 그리고 대외 브랜드 이미지 훼손 등에 기인해 테슬라의 실적 전망은 지속적으로 감소
- ▶ 미-중 관세 이슈 부각 됨에 따라 중국 판매자 의존도가 큰 아마존 그리고 애플 등의 실적 전망 역시 고점 대비 하향되기도 했음
- ▶ 하지만, 해당 기업들을 제외하는 경우 소프트웨어(플랫폼) 및 AI 중심 기업들의 실적 전망은 여전히 견고. 미-중 무역 갈등의 점진적 완화는 AI 경쟁력을 지니고 있는 미 기업들로의 관심을 재차 높일 것으로 판단

미국, M7 기업들의 연초 이후 EPS(Fwd. 12M) 추이

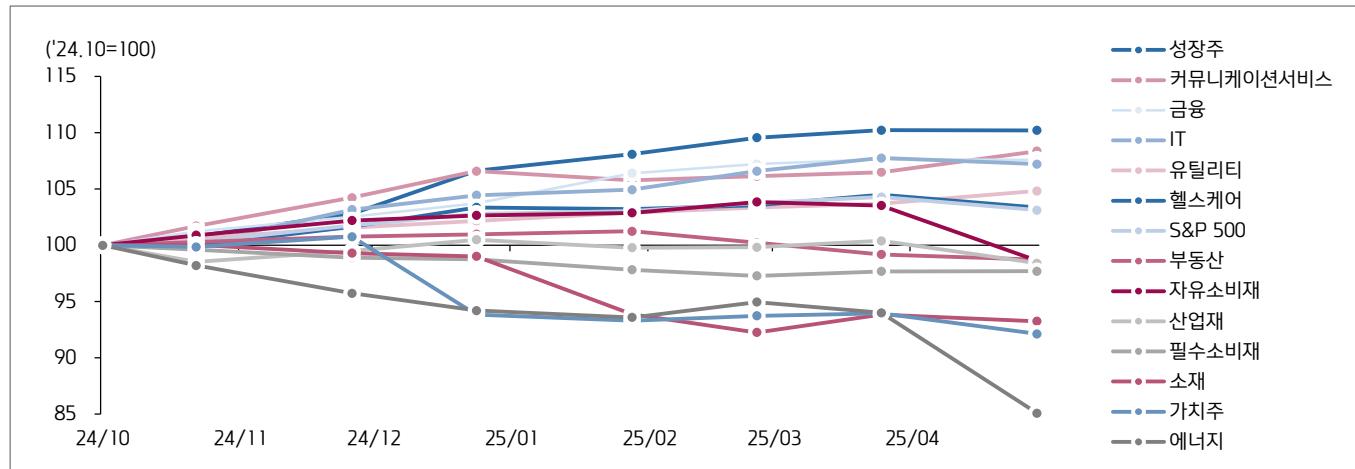


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

10. 미국 GICS 업종의 실적 전망 추이 (1)

- ▶ 미국 주요 업종들의 선행 12개월 EPS 추이를 살펴보면, 커뮤니케이션서비스, IT, 금융 업종의 실적 상승세가 가장 양호할 것으로 전망됨
- ▶ 그 외 유트리티, 헬스케어 등은 뚜렷한 개선 흐름은 제한
- ▶ 반면, 에너지, 소재, 필수소비재, 산업재 등과 같이 전통 제조 산업군에 해당하는 업종들의 경우 서비스 업종에 비해 실적 부진이 두드러짐

S&P 500, GICS 업종별 EPS(Fwd. 12M) 추이

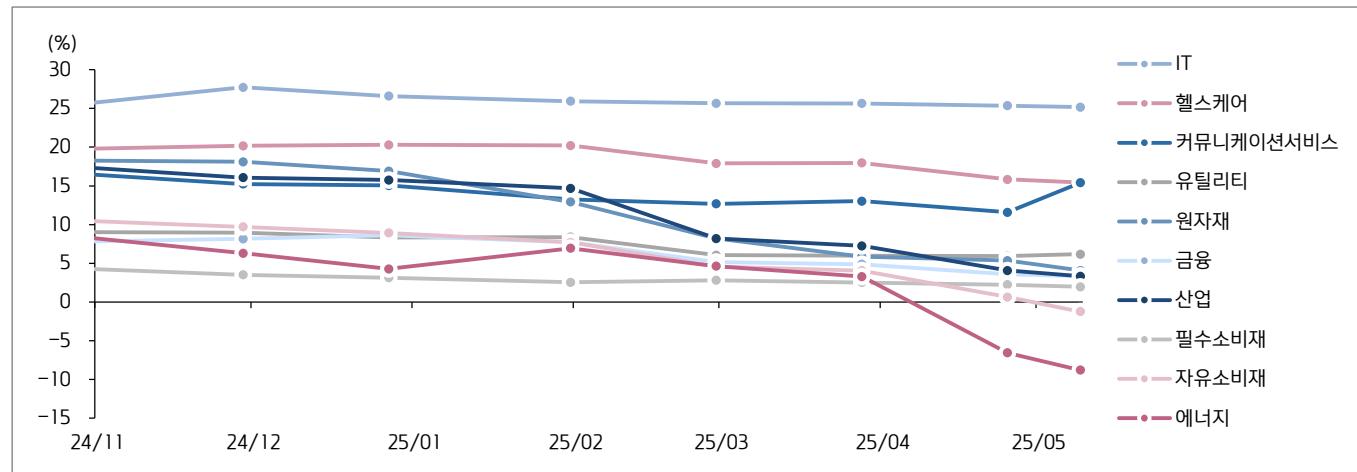


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

11. 미국 GICS 업종의 실적 전망 추이 (2)

- FY25 주당순이익 성장을 전망을 살펴보면, 이익 전망 상향 보다는 보합 또는 하방 압력에 무게가 실리는 모습
- 특히 에너지, 자유소비재, 필수소비재, 산업재 등 전통 제조 중심의 업종들은 성장을 탄력 약화되는 모습이 공통적으로 연출
- 반면, IT, 헬스케어, 커뮤니케이션서비스 등과 같은 IT 그리고 R&D 기반의 산업들은 비교적 성장을 약화 흐름이 제한되는 모습

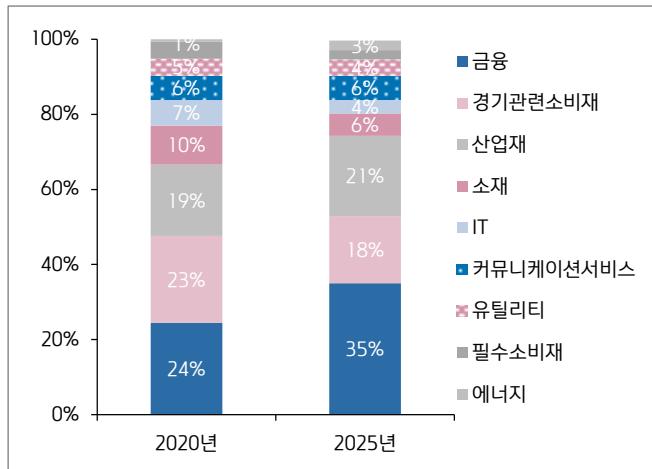
S&P 500, GICS 업종별 FY25 EPS 성장을 전망 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

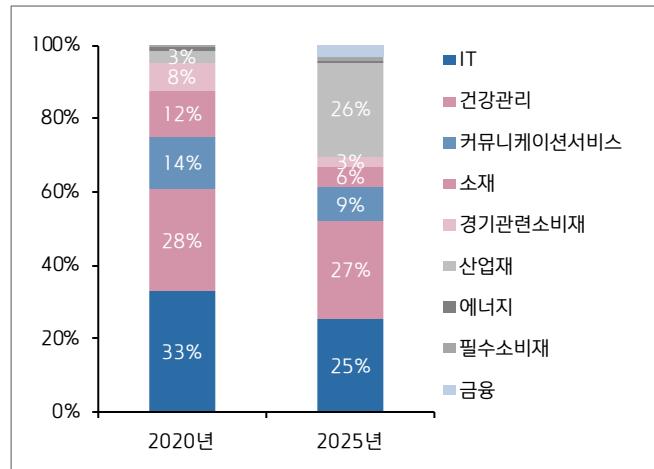
- ▶ 스타일 전략 측면에서 살펴볼 필요가 있는 점은 최근 가치 그리고 성장 스타일을 구성하는 업종들의 변화
- ▶ 일반적으로 가치주의 경우 금융 업종을 필두로 소비재, 산업재 등의 비중이 큼. 2024~2025년을 지나며 밸류업 정책과 함께 주주환원 기대감이 확대되며 가치 스타일 내 금융 업종의 비중 보다 확대
- ▶ 성장주의 경우 IT, 건강관리, 커뮤니케이션서비스 업종의 비중이 절대적. 하지만, 최근 방산, 조선, 기계 업종을 중심으로 실적 성장이 빠르게 이루어지며 성장 스타일 내에서 산업재 업종의 비중이 5년 새 3% → 26%로 확대
 - 해당 증분은 IT, 커뮤니케이션서비스, 소재 업종에서 상쇄

가치주 구성 업종 변화(2020년 vs. 현재)



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터.

성장주 구성 업종 변화(2020년 vs. 현재)

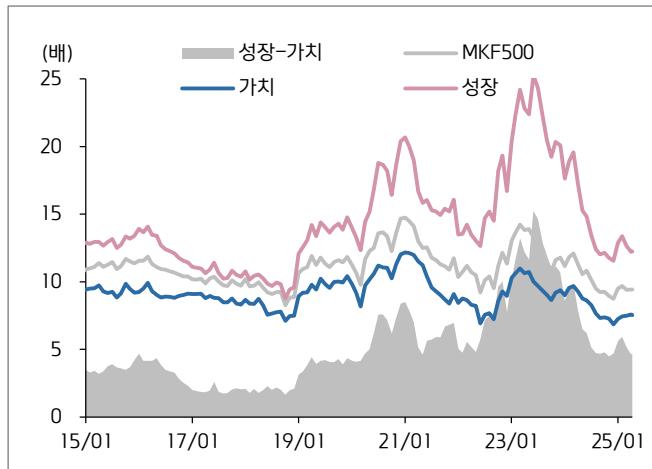


자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터.

13. 성장주 vs. 가치주의 간극 축소

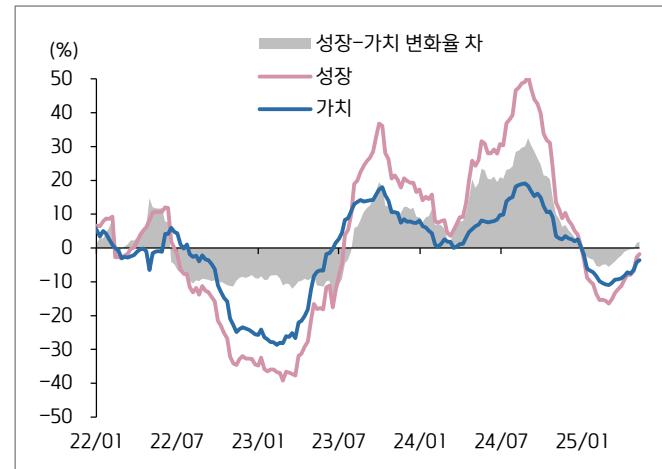
- ▶ 금리 인하 사이클 돌입에도 연초 이후 성장 그리고 가치 스타일 간의 뚜렷한 우위는 연출되지 않는 모습
 - 관세 부과로 인해 인플레이션 둔화 속도를 둘러싼 불확실성이 끊임없이 노이즈를 생성했기 때문
- ▶ 장기 평균과 비교한 성장 그리고 가치 스타일의 PER(Fwd. 12M) 밸류에이션 캡은 평균 수준(5배 차)을 못 미치고 있음
- ▶ 성장 그리고 가치 스타일 간의 EPS(Fwd. 12M) 변화율(6M)은 최근에서야 성장 스타일의 변화율이 소폭 우위를 보이는 모습
- ▶ 관세 리스크로 인해 기업 전반에 비용 부담이 가중되고, 금리 인하 전망이 유효한 현 상황은 펀더멘털 개선에 기반한 성장 스타일의 상대 우위 기대감을 높이는 요인
 - 다만, 저 PBR주와 같은 정책 드라이브가 가시적인 일부 가치 스타일 또한 개선 모멘텀 유효

MKF500, 가치/성장주 PER(Fwd. 12M) 추이



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터.

MKF500, 가치/성장주 지수 EPS(Fwd. 12M) 변화율(6M)



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터.

14.

주력 수출 품목 Top 2로의 편중 심화

- ▶ 한국의 수출은 소수의 주력 품목 집중도가 매우 높음. 과거 반도체, 석유제품, 일반기계, 자동차, 철강, 디스플레이 등의 6개 품목이 전체 수출의 절반 이상을 차지.
- ▶ 그러나 글로벌 산업 구조의 변화와 함께 반도체 그리고 자동차 품목의 수출 비중이 점차 확대

한국 13대 주요 수출 품목의 연간 수출금액 비중

	반도체	자동차	일반 기계	석유 제품	석유 화학	철강 제품	선박류	자동차 부품	디스플레이	무선통신기기	컴퓨터	섬유류	가전
2005	10.5	10.3	7.8	5.4	7.3	5.9	6.2	3.0	1.7	9.7	5.0	4.8	5.3
2006	11.5	10.1	7.4	6.3	7.4	6.0	6.8	3.2	3.8	8.3	3.9	4.0	4.6
2007	10.5	10.0	8.1	6.5	7.8	6.2	7.5	3.4	4.7	8.2	3.7	3.7	3.8
2008	7.8	8.3	8.7	8.9	7.6	7.1	10.2	3.4	4.5	8.5	2.5	3.2	3.2
2009	8.5	6.9	7.2	6.3	7.6	6.3	12.4	3.3	7.1	8.5	2.2	3.2	2.9
2010	10.9	7.5	7.5	6.8	7.7	6.2	10.5	4.1	7.2	5.9	2.0	3.0	2.9
2011	9.0	8.1	8.0	9.3	8.2	6.9	10.2	4.3	6.0	4.9	1.6	2.9	2.6
2012	9.2	8.5	8.4	10.2	8.4	6.7	7.3	4.7	6.7	4.2	1.5	2.9	2.5
2013	10.2	8.6	8.0	9.4	8.6	5.8	6.6	4.9	6.4	4.9	1.4	2.9	2.8
2014	10.9	8.5	8.2	8.9	8.4	6.2	7.0	4.9	5.7	5.2	1.3	2.8	2.7
2015	11.9	8.6	8.6	6.1	7.2	5.7	7.6	5.1	5.6	6.2	1.5	2.8	2.4
2016	12.6	8.1	8.9	5.3	7.3	5.8	6.9	5.2	5.1	6.0	1.7	2.8	2.3
2017	17.1	7.3	8.5	6.1	7.8	6.0	7.4	4.0	4.8	3.9	1.6	2.4	1.5
2018	20.9	6.8	8.9	7.7	8.3	5.6	3.5	3.8	4.1	2.8	1.8	2.3	1.2
2019	17.3	7.9	9.7	7.5	7.9	5.7	3.7	4.2	3.8	2.6	1.6	2.4	1.3
2020	19.3	7.3	9.3	4.7	6.9	5.2	3.9	3.6	3.5	2.6	2.6	2.2	1.4
2021	19.9	7.2	8.1	5.9	8.5	5.6	3.6	3.5	3.3	2.7	2.6	2.0	1.3
2022	18.9	7.9	7.5	9.2	7.9	5.6	2.7	3.4	3.1	2.5	2.3	1.8	1.2
2023	15.6	11.2	8.5	8.2	7.2	5.6	3.4	3.6	2.9	2.4	1.2	1.7	1.3
2024	20.8	10.4	7.5	7.4	7.0	4.9	3.8	3.3	2.7	2.5	1.9	1.5	1.2

자료: 산업통상자원부, FnGuide, 키움증권 리서치센터

15. 미-중 사이의 수출 동향 변화

- ▶ 중국의 내수 중심 성장 정책과 기술 자립화로 인해 중국향 수출 비중은 점차 축소. 반면, 미국의 인플레이션 감축법(IRA)을 비롯해 첨단 산업의 자국 경쟁력 제고를 위한 보조금 정책들로 공급망 재편이 이루어지며 미국향 수출의 중요성 그리고 실적 연동성이 높아짐

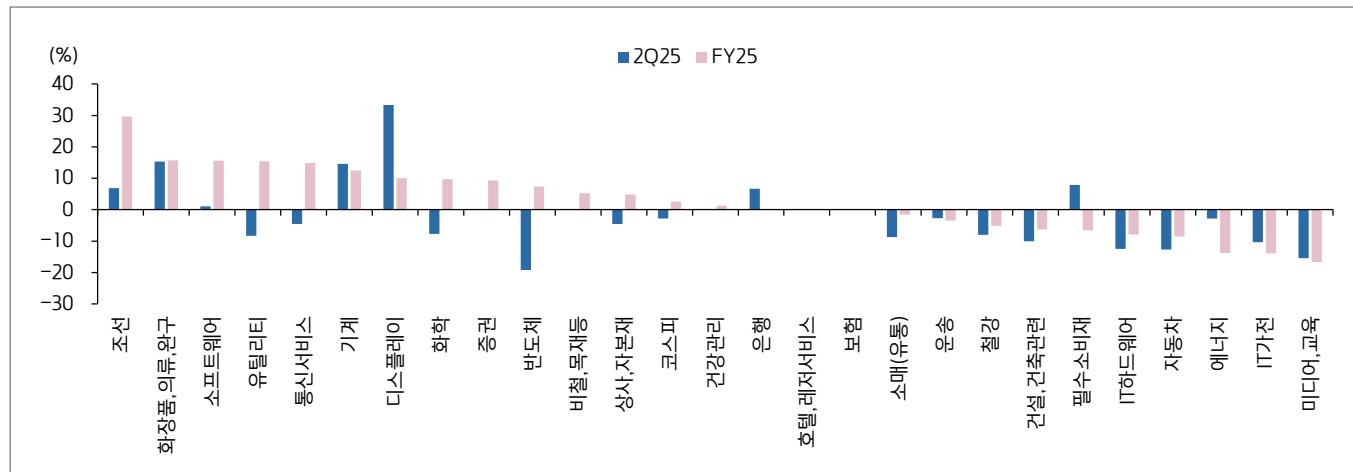
한국 수출금액 비중 상위 15개국

	중국	미국	일본	홍콩	베트남	대만	싱가포르	인도	독일	호주	인도네시아	말레이지아	필리핀	러시아	태국
2005	21.8	14.5	8.4	5.5	1.2	3.8	2.6	1.6	3.6	1.3	1.8	1.6	1.1	1.4	1.2
2006	21.3	13.3	8.2	5.8	1.2	4.0	2.9	1.7	3.1	1.4	1.5	1.6	1.2	1.6	1.3
2007	22.1	12.3	7.1	5.0	1.6	3.5	3.2	1.8	3.1	1.3	1.6	1.5	1.2	2.2	1.2
2008	21.7	11.0	6.7	4.7	1.8	2.7	3.9	2.1	2.5	1.2	1.9	1.4	1.2	2.3	1.4
2009	23.9	10.4	6.0	5.4	2.0	2.6	3.7	2.2	2.4	1.4	1.7	1.2	1.3	1.2	1.2
2010	25.1	10.7	6.0	5.4	2.1	3.2	3.3	2.5	2.3	1.4	1.9	1.3	1.3	1.7	1.4
2011	24.2	10.1	7.1	5.6	2.4	3.3	3.8	2.3	1.7	1.5	2.4	1.1	1.3	1.9	1.5
2012	24.5	10.7	7.1	6.0	2.9	2.7	4.2	2.2	1.4	1.7	2.5	1.4	1.5	2.0	1.5
2013	26.1	11.1	6.2	5.0	3.8	2.8	4.0	2.0	1.4	1.7	2.1	1.5	1.6	2.0	1.4
2014	25.4	12.3	5.6	4.8	3.9	2.6	4.1	2.2	1.3	1.8	2.0	1.3	1.8	1.8	1.3
2015	26.0	13.3	4.9	5.8	5.3	2.3	2.8	2.3	1.2	2.1	1.5	1.5	1.6	0.9	1.2
2016	25.1	13.4	4.9	6.6	6.6	2.5	2.5	2.3	1.3	1.5	1.3	1.5	1.5	1.0	1.3
2017	24.8	12.0	4.7	6.8	8.3	2.6	2.0	2.6	1.5	3.5	1.5	1.4	1.8	1.2	1.3
2018	26.8	12.0	5.0	7.6	8.0	3.4	1.9	2.6	1.5	1.6	1.5	1.5	2.0	1.2	1.4
2019	25.1	13.5	5.2	5.9	8.9	2.9	2.4	2.8	1.6	1.5	1.4	1.6	1.5	1.4	1.4
2020	25.9	14.5	4.9	6.0	9.5	3.2	1.9	2.3	1.9	1.2	1.2	1.8	1.4	1.3	1.3
2021	25.3	14.9	4.7	5.8	8.8	3.8	2.2	2.4	1.7	1.5	1.3	1.6	1.5	1.5	1.3
2022	22.8	16.1	4.5	4.0	8.9	3.8	3.0	2.8	1.5	2.7	1.5	1.7	1.8	0.9	1.3
2023	19.7	18.3	4.6	4.0	8.5	3.2	3.0	2.8	1.6	2.8	1.4	1.5	1.4	1.0	1.2
2024	19.5	18.7	4.3	5.1	8.5	5.0	2.7	2.7	1.3	2.3	1.2	1.5	1.5	0.7	1.1

자료: 산업통상자원부, FnGuide, 키움증권 리서치센터

- ▶ 1분기 어닝시즌이 진행되며 향후 실적 전망에 대한 경계감이 반영되며, 업종별 차별화 진행중
- ▶ 실적 모멘텀이 강한 조선, 기계, 방산 등은 2분기 그리고 올해 실적 전망의 상향 의견이 앞서는 모습
- ▶ 그 외에도 화장품의류완구, 소프트웨어, 디스플레이, 반도체 등 역시도 올해 이익 모멘텀 양호
- ▶ 반면, IT가전, 에너지, 자동차, IT하드웨어 등은 2분기 그리고 올해 전반의 실적 전망 하향 의견에 무게가 쓰임

코스피, 업종별 2Q25, FY25 이익조정비율(1개월)



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터.

17. 하반기 금리 인하 사이클 + 실적 불확실성 환경은 성장 스타일에 우호적

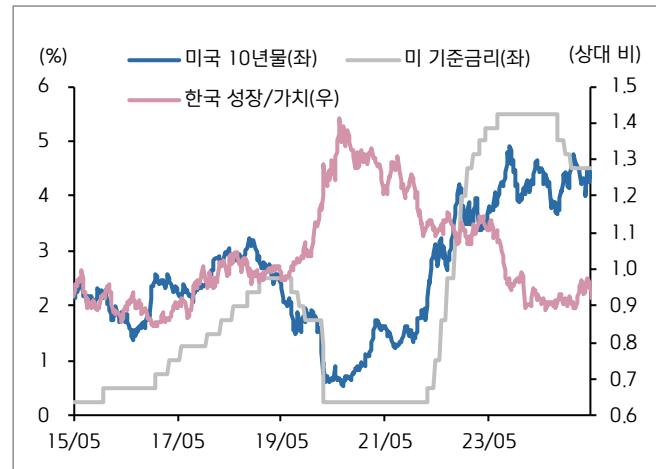
- ▶ 미국의 4월 CPI는 시장 예상(2.4%)을 하회하는 2.3%, 인플레이션 둔화 방향성을 뒷받침
- ▶ 최근 관세 마찰 완화 그리고 인플레이션 안정 흐름은 주요국 중앙은행의 기준 금리 인하 경로를 유지시킬 것으로 판단
- ▶ 더불어, 글로벌 증시의 실적 모멘텀 둔화는 상대적으로 실적 전망이 밝은 성장 스타일에 대한 프리미엄을 부여할 것으로 전망

미국 금리와 성장/가치 상대지수



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터.

한국 금리와 성장/가치 상대지수

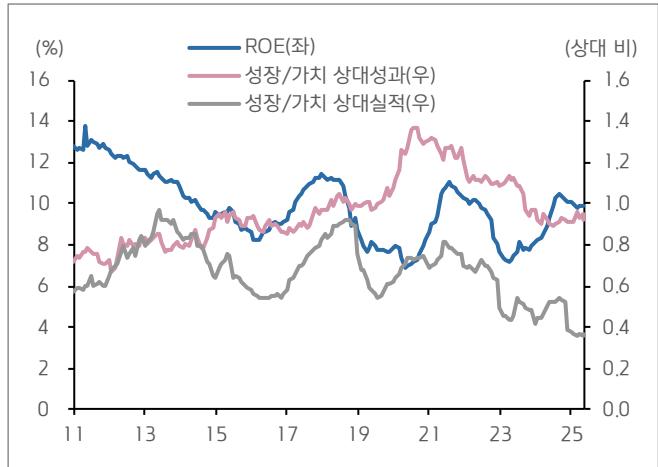


자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터.

18. 관세 영향의 시차에 대비한 수익성 중심 대응

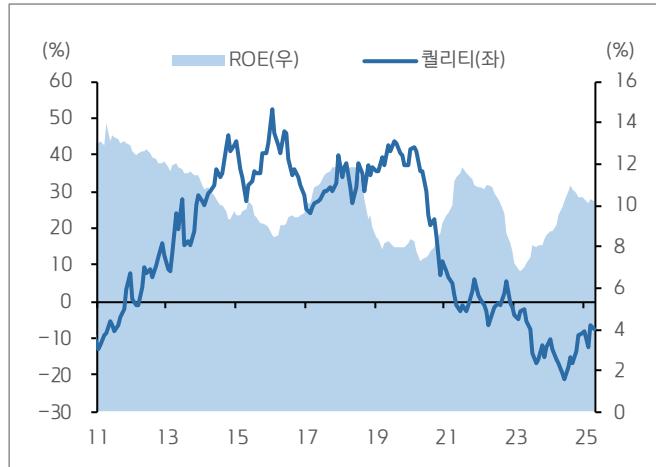
- ▶ 과거 트럼프 행정부 1기에는 2018년 중반을 기점으로 본격적으로 관세 부과 실행. 이후 미국 기업들의 수익성 악화는 시차를 둔 2018년 9월부터 점진적으로 이루어짐. 금번 관세 부과 역시 최악은 면했으나, 기본 상호 관세에 따른 영향은 하반기 중 나타날 것으로 예상
- ▶ 과거 국내 기업들의 수익성 악화가 나타나는 구간에서 현재와 같이 성장주의 실적 모멘텀이 우위에 있는 경우 가치 대비 성장 스타일의 상대 우위 연출
- ▶ 또한, 기업들의 수익성 악화가 연출되는 구간은 높은 수익성을 지니고 있는 퀄리티 스타일의 개선 흐름이 연출
- ▶ 하반기 관세 영향이 시차를 두고 나타나며, 기업들의 수익성 악화가 예상되는 점을 감안 성장 그리고 퀄리티 스타일 중심의 대응이 필요할 것으로 판단

코스피 ROE와 한국 성장/가치 상대성과



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

코스피 ROE와 퀄리티 스타일 룽/숏 누적 성과

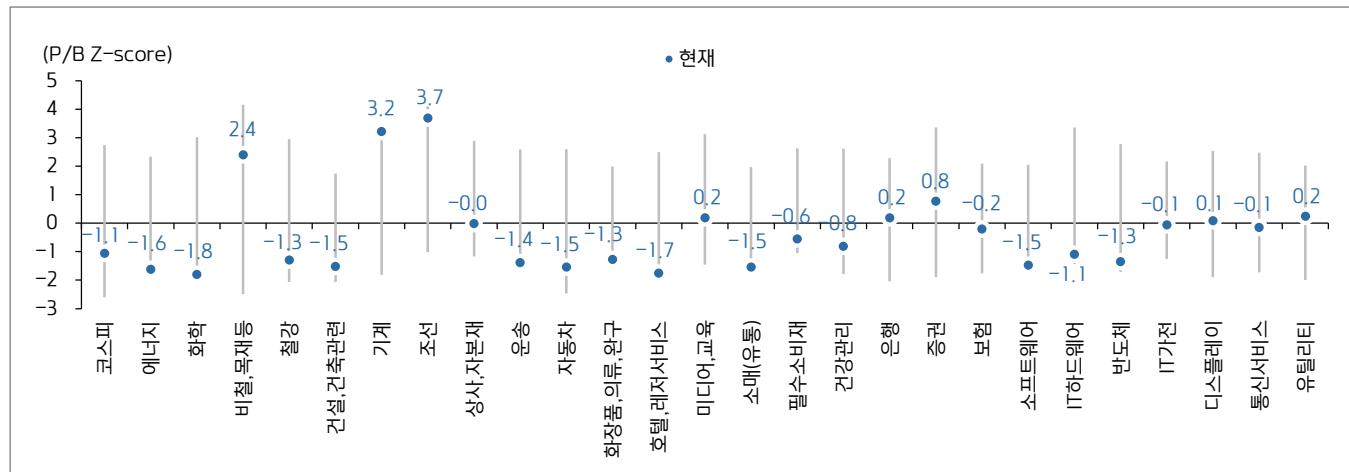


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

19. 하반기 저평가된 실적 텐어라운드에서 기회 포착

- ▶ 앞서 살펴본 연초 이후의 주도 업종(조선, 기계, 방산)과 금융 업종을 제외하는 경우, 전반적으로 10년 평균 PBR 수준 대비 낮아져 있는 상황
- ▶ 금리 인하 사이클을 감안 가치 대비 성장 스타일에 양호한 환경이 예상되나, 관세 정책을 둘러싼 증시의 국면 전환에 대비한 로테이션 대비 필요. 최근 양호한 주가 성과를 기록하며 밸류 부담이 높아져 차익실현 가능성이 높은 업종에서 상대적으로 밸류 부담이 높지 않은 업종으로의 점진적 로테이션 제안

코스피, 업종별 최근 10년 기준 PBR(Fwd. 12M) Z-score

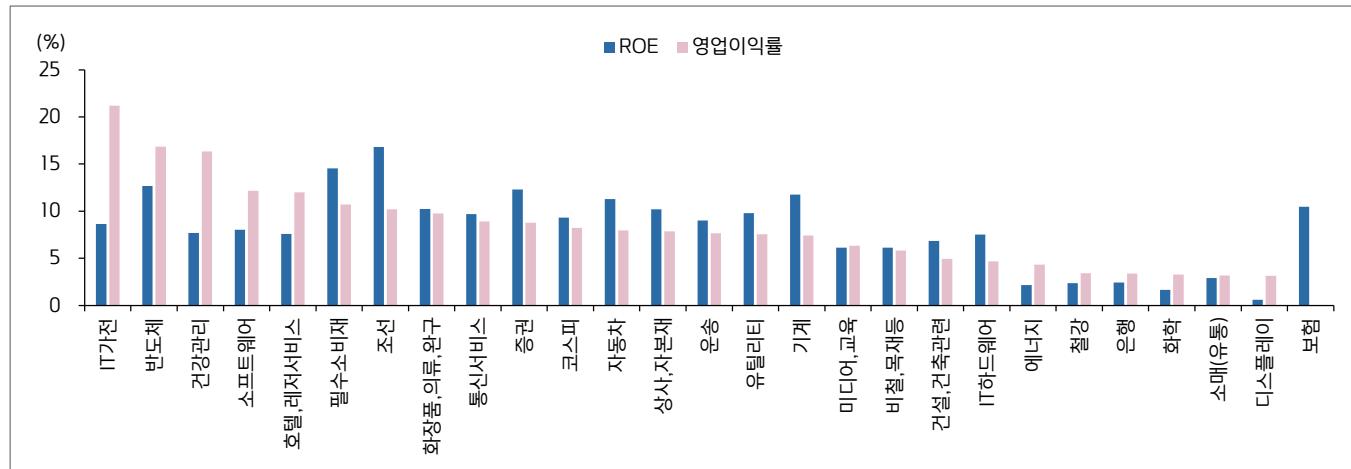


자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터.

20. 관세 충격 가시화를 대비한 수익성 점검

- ▶ 퀄리티 스타일은 재무적 안정성, 안정적 현금흐름 등 다양한 측면에서 평가되지만 가장 중요한 특징은 결국 수익성과 관련된 부분
 - 퀄리티 스타일의 성과는 '수익성' 관련 세부 팩터와의 동행성이 가장 높음
- ▶ 5월 미-중간의 관세 부과 유예 등으로 시장의 불안은 완화되었지만, 관세 부과에 따른 여파는 점차 기업 실적 및 소비자 물가로 전이될 가능성이 높음
- ▶ 하반기 추가적인 비용 부담에 따른 실적 전망 조정 가능성을 염두에 둔다면, 높은 수익성 그리고 서비스업의 성격을 지니고 있는 업종의 매력도가 높을 것으로 판단

코스피, 업종별 '25년 ROE와 영업이익률 전망



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터.

21. (참고) 코스피, 업종별 분기 실적 성장을 전망

코스피, 업종별 '25년 분기 매출액 성장을 전망

	2025E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2026E		2025E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2026E
코스피	5.7	6.2	4.2	6.2	6.1	5.4	미디어,교육	7.8	7.6	6.5	5.3	7.4	8.1
코스닥	11.5	1.7	8.8	18.2	20.3	13.9	소매(유통)	2.8	1.6	3.2	2.5	2.9	3.2
에너지	3.1	3.7	-0.8	4.6	3.8	4.2	필수소비재	4.8	3.8	5.0	5.6	4.9	4.6
화학	4.2	4.0	-0.3	3.6	8.2	9.4	건강관리	16.2	18.4	16.0	17.1	16.0	13.0
비철,목재등	9.2	28.3	6.7	4.5	0.1	1.2	은행	-8.6					3.1
철강	0.4	-3.6	-1.6	1.0	4.0	3.8	증권	5.9	-	-	-	-	-0.8
건설,건축관련	-5.0	-5.0	-8.0	-3.8	-1.5	4.0	보험	-	-	-	-	-	-
기계	7.6	7.3	3.6	12.1	5.9	8.0	소프트웨어	7.2	6.5	5.1	7.4	8.7	8.5
조선	13.2	22.3	11.4	13.3	6.3	10.6	IT하드웨어	4.5	3.1	-3.6	5.6	6.5	7.0
상사,자본재	10.3	11.1	3.1	12.6	10.3	6.2	반도체	10.8	12.0	8.0	9.5	11.4	6.8
운송	7.3	3.8	9.3	3.7	4.3	2.9	IT가전	2.6	-4.7	-2.1	6.7	8.5	11.6
자동차	5.3	6.2	4.8	4.6	4.8	4.3	디스플레이	-2.3	17.4	-15.3	0.7	-4.7	0.8
화장품,의류,완구	7.3	7.9	7.5	8.0	7.1	6.6	통신서비스	3.2	2.8	5.8	1.2	2.7	0.6
호텔,레져서비스	6.3	1.5	5.1	7.1	10.4	6.6	유일리티	4.5	4.5	5.9	3.9	1.1	1.2

코스피, 업종별 '25년 분기 영업이익 성장을 전망

	2025E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2026E		2025E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2026E
코스피	23.2	9.5	6.1	22.7	58.1	16.1	미디어,교육	51.2	42.1	37.1	47.0	66.8	26.6
코스닥	58.7	18.7	34.1	69.9	125.9	36.8	소매(유통)	42.0	9.9	29.3	30.2	134.0	15.2
에너지	78.9	-20.4	45.6	526.4	190.7	34.6	필수소비재	11.6	5.9	9.8	9.5	23.7	9.8
화학	흑전	-13.3	74.1	흑전	흑전	98.8	건강관리	54.9	93.8	33.4	35.4	72.0	26.6
비철,목재등	0.0	-2.9	-38.4	24.0	83.9	14.6	은행	3.0	-6.1	1.3	-0.3	36.0	4.9
철강	27.4	-20.5	-6.4	20.6	582.4	29.7	증권	6.5	3.6	-3.7	1.3	29.3	6.1
건설,건축관련	139.9	-3.3	16.4	70.2	흑전	24.4	보험	4.0	-15.7	-6.1	11.3	88.5	6.0
기계	19.5	1.2	3.3	52.0	31.9	19.8	소프트웨어	22.8	15.5	2.8	24.5	41.8	15.4
조선	134.3	254.1	128.8	112.9	73.0	28.8	IT하드웨어	25.2	-15.9	-12.2	57.0	85.2	29.2
상사,자본재	28.6	32.3	18.6	24.3	37.1	15.3	반도체	21.8	22.4	-1.4	18.5	35.0	17.6
운송	-15.9	0.9	-14.7	-29.1	-13.0	3.8	IT가전	143.7	-30.0	2.3	138.5	흑전	98.5
자동차	-2.0	-0.9	-7.9	-6.8	11.5	3.7	디스플레이	흑전	흑전	적지▲	흑전	365.6	45.2
화장품,의류,완구	24.9	6.5	18.0	29.3	56.7	14.2	통신서비스	54.9	18.9	29.4	9.2	흑전	-3.4
호텔,레져서비스	23.0	-0.4	18.3	21.7	72.7	13.8	유일리티	39.7	102.8	54.9	30.4	2.2	8.7

자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터.

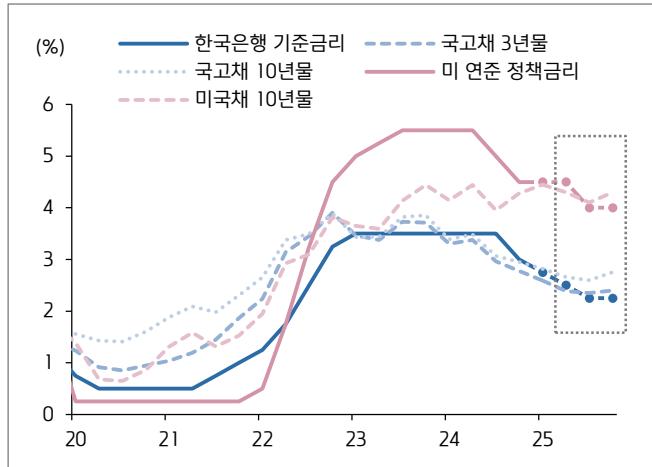
V. 채권: 금리 인하폭이 제한적이라면



01. 2025년 하반기 채권시장 전망

- ▶ 한국은행과 미 연준 모두 성장 둔화 우려에 따라 3분기 중 정책금리 인하 예상. 기본관세 등 무역 환경에 변화가 생겼다는 점은 경기 둔화를 가져오나, 최악의 협상과정은 지났다는 점에서 경기 침체 가능성은 낮음.
미 연준은 '보험성 인하'를 3분기에 마무리할 것으로 예상. 한국은행은 2.25%까지 금리 인하 단행 전망
 - 한국은행 기준금리 최종 2.25% ('25년 2, 5, 8월 각 25bp 인하)
 - 미 연준 정책금리 최종 3.75~4.00% ('25년 7, 9월 각 25bp 인하)
- ▶ 시장금리는 금리 인하 사이클이 마무리 되는 3분기 중부터 상승 재료에 노출될 것으로 예상. 통화정책 재료 소멸되면서 미국과 한국 모두 재정정책이 시장금리 방향의 주된 재료가 될 것으로 예상

한미 정책금리 및 시장금리 추이 및 예상 경로



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

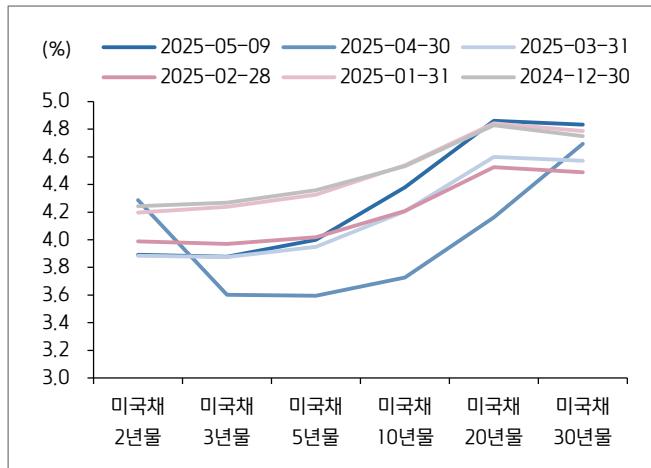
분기별 금리 전망치

(정책금리 기말) '24 1Q '24 2Q '24 3Q '24 4Q '25 1Q '25 2Q '25 3Q '25 4Q								
시장금리 평균	3.50	3.50	3.50	3.00	2.75	2.50	2.25	2.25
한국 기준금리	3.50	3.50	3.50	3.00	2.75	2.50	2.25	2.25
미국 정책금리	5.50	5.50	5.00	4.50	4.50	4.50	4.00	4.00
국고 3년물	3.30	3.38	2.97	2.78	2.59	2.39	2.35	2.40
국고 10년물	3.38	3.48	3.06	2.95	2.82	2.66	2.60	2.75
미국채 10년물	4.13	4.45	4.06	4.28	4.45	4.30	4.10	4.30

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

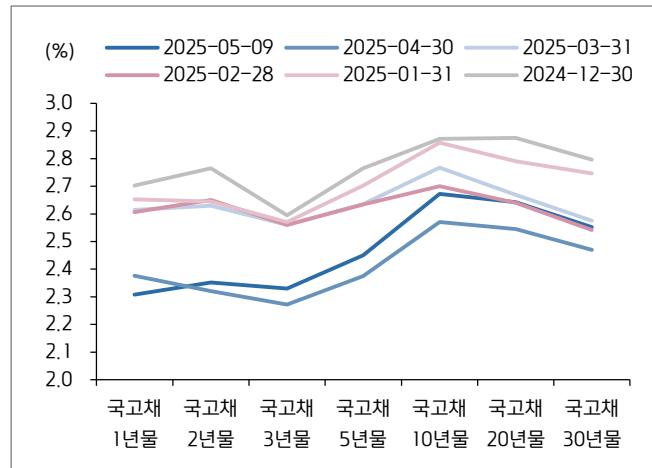
- ▶ 2025년 상반기 시장금리는 연초 고점 형성 이후 하락. 미국 통상정책으로 인한 경기 하방 우려가 높아지면서 시장금리 하락 압력 받음
 - 미국채 10년물 금리는 3.99~4.79%의 레인지에서 등락을 보인 한편, 국고채 10년물 금리는 2.58~2.88% 레인지에서 등락을 보임
 - 미국채 금리는 2024년 말 트럼프 당선 이후 재정확장 정책에 대한 우려로 상승하다 통상정책이 예상보다 강도 높고 빠른 속도로 진행됨에 따른 경기 하강 우려에 하락. 단 통상정책으로 인한 물가 상방 리스크로 미 연준의 금리 인하 사이클이 휴식기에 들어가면서 미국채 금리 하락폭 제한
 - 한편 국고채 금리는 국내 정치 불확실성 장기화에 따라 1분기 중 좁은 레인지에서 등락을 보이다 4월 초 미국 상호관세 부과 조치 이후 금리 인하 기대 확대와 함께 금리 하락

미국채 월말 기준 커브 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

국고채 월말 기준 커브 변화



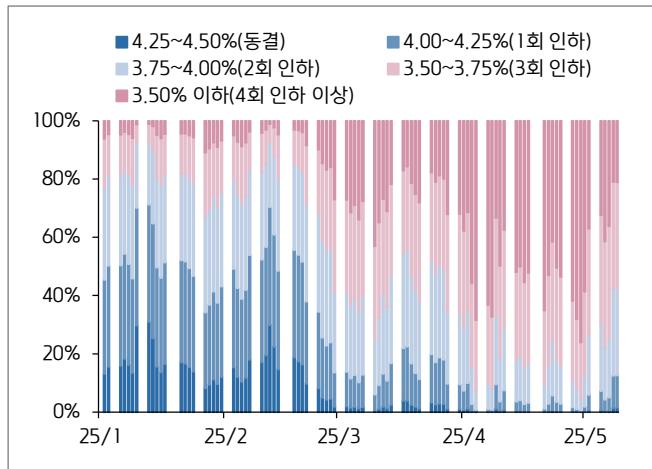
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

03.

①미 연준: 금리 인하 기대 축소

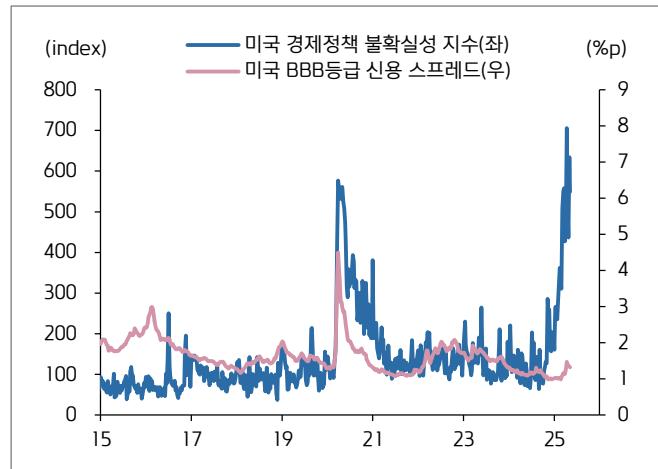
- ▶ 5월 중 미국이 영국, 중국 등 다른 국가들과의 무역협상 타결 과정을 밟으면서 미 연준의 연내 금리 인하 단행이 0회에 그칠 수 있다는 의견도 제시되는 등 미 연준의 금리 인하 기대가 축소되는 과정을 거치는 과정에 있음. CME Fedwatch 상 5월 초 기준 미 연준의 연내 금리 인하 횟수가 2~3회에 그칠 것이라는 기대가 우위에 있는 상황
- ▶ 미국 무역 협상 타결 진행과정을 거치고 있다는 관점에서 무역 협상 불확실성은 일부분 약화될 것으로 예상하며, 이에 따라 미국 경기 침체 가능성 또한 약화되었다고 판단
- ▶ 경기 침체 가능성의 낮은 상황에서 미 연준은 물가 둔화를 확인하고, 고용 지표가 둔화되는 과정에서 경기 하강 수준을 제약하는 정도로 완만하게 금리 인하에 나설 것으로 전망하며, 미 연준은 7, 9월 두 차례 정책금리를 25bp씩 인하할 것

CME Fedwatch 미 연준 2025년 12월 정책금리 전망



자료: CME Fedwatch, 키움증권 리서치센터

미국 경제정책 불확실성과 미국 신용스프레드

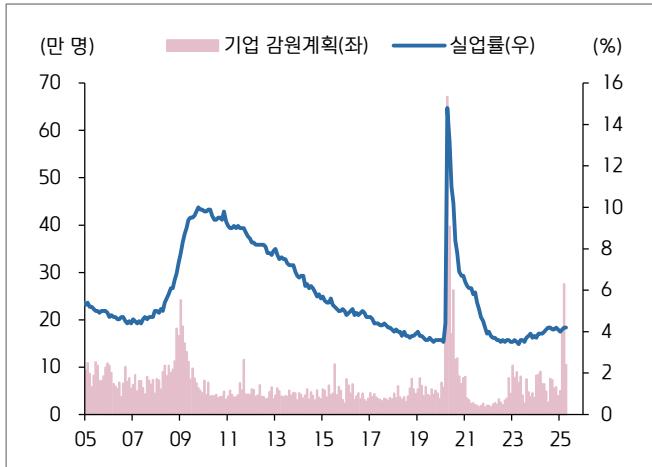


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

①미 연준: 고용 둔화가 미 연준의 선제 요건이 될 것

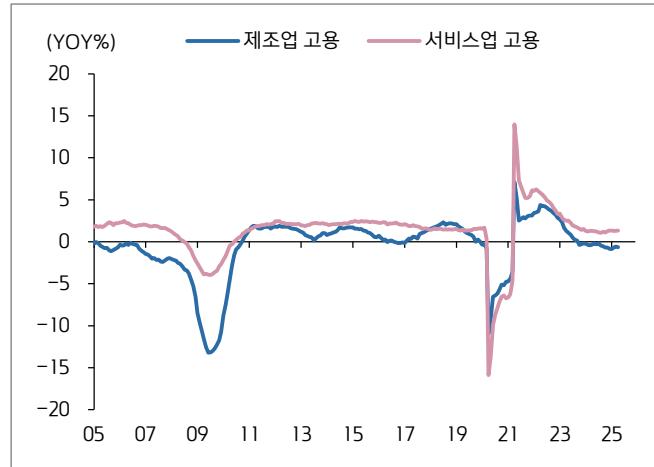
- ▶ 무역 협상이 최악의 과정은 지났다고 판단. 다만 여전히 기본관세는 부과된 상황이라는 점과 미중간 관세 부과가 '유예'의 상태라는 점에서 심리지표가 빠르게 개선되기는 어려우며 오히려 경기가 둔화되는 과정을 확인할 것으로 예상
- ▶ 그 과정에서 고용지표의 변화가 미 연준의 금리 인하를 결정하는 주요 변수가 될 것
 - 2024년 9월 빅 컷 결정 또한 실업률 반등에서 기인. 침체 가능성은 크지 않았지만 실질 금리를 낮추어 경기 하반 리스크를 낮추는 대응이었음. 미중 무역협상 과정에서의 실물 경기 둔화가 확인될 경우 미 연준은 2024년과 비슷한 수준의 금리 인하를 재개할 것으로 예상
- ▶ 기업들의 감원계획이 2025년 1분기 중 급증세를 보였고, 제조업 고용 증가율이 마이너스 성장세를 보이고 있다는 점 등은 고용 둔화 시그널이 강화되고 있음을 보여주는 증거

미국 기업 감원계획과 실업률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 제조업과 서비스업 고용



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 미국 고용시장은 점차 공급 우위의 시장에서 수요 우위의 시장으로 변화 중
 - 노동 가능 인구가 증가하는 가운데 채용공고 건수가 감소하면서 기업들이 관세 정책 이후로 고용에 보수적으로 접근하고 있음
- ▶ 아직까지는 명확하게 둔화하는 시그널을 확인하기는 어려우나 점차 둔화될 것이라는 신호는 존재
 - 고용시장 캡 지표 상 노동력 부족과 과잉 사이의 경계에 위치해 있으나 ISM 서비스업 지수 내 세부지표인 고용지표도 기준선인 50을 하회하고 있다는 점에서 점차 관세 정책으로 인한 경기 둔화가 나타날 것으로 판단

미국 고용시장 캡

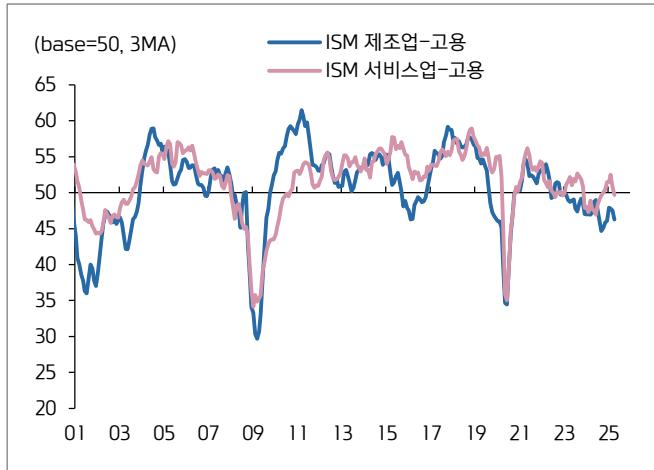


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주) 고용 캡 = 노동공급과 노동수요 간의 차이 (노동수요=채용공고 건수+취업자, 노동공급 = 취업가능인구)

주) 음영은 경기 침체기

ISM 제조업 및 서비스업 내 고용지표

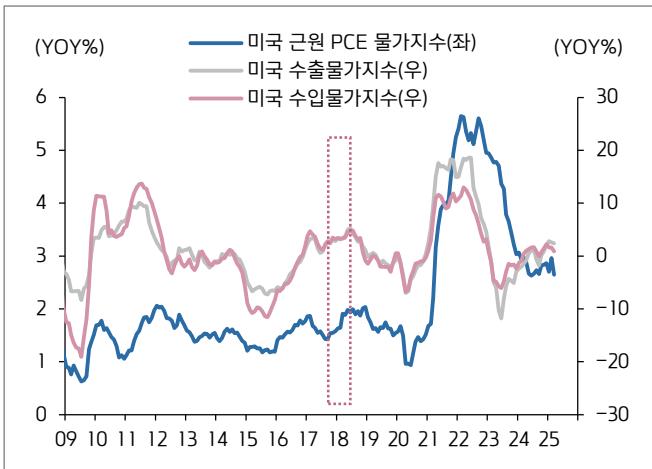


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

①미 연준: 관세로 인한 물가 상방 리스크도 있으나

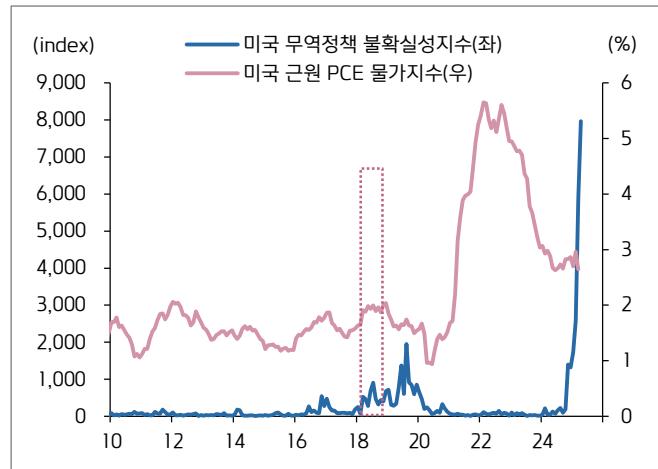
- ▶ 관세정책이 경제에 미칠 수 있는 영향 중 가장 불확실성이 높은 요인은 '물가'라고 판단.
특히 코로나를 겪으면서 구조적으로 높아진 물가 레벨을 고려할 때 물가가 재차 반등할 수 있는 요인은
미 연준의 완화정책을 제약시킨다는 점에서 물가 방향이 채권시장에 가장 중요 변수라고 봄
- ▶ 트럼프 1기 당시를 복기해보면 미중 간 관세를 인상하는 과정에서 초반에는 수입 물가 등이 소폭 상승 압력을
받으면서 전반적으로 물가 상향에 영향을 미친 것으로 판단
 - 단, 트럼프 임기 초반에는 법인세 인하 등을 통해 수요 여건이 양호한 환경이었다는 점이 현재와 차이점.
현재는 과거 1기와 같이 수요 개선을 동반하지 않는 한 물가가 높아지기는 어려움

미국 근원 PCE 물가와 수출입물가지수 추이



자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

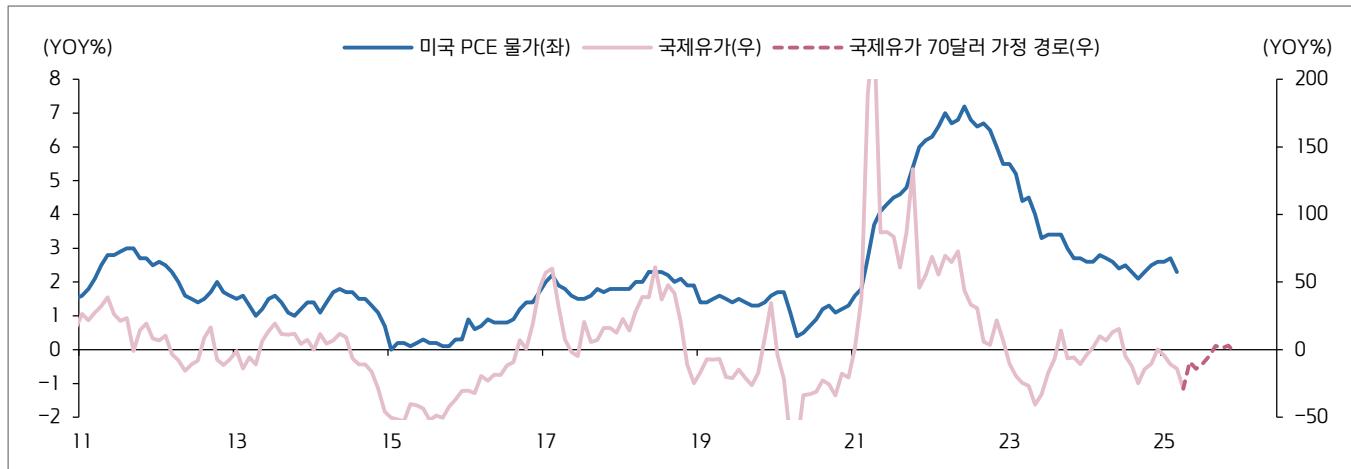
미국 무역정책 불확실성 지수와 미국 근원 PCE 물가



자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

- ▶ 관세가 물가 상방 압력을 높일 수 있는 우려가 있지만 기본적으로 국제유가 등 공급 요인을 점검해보면 물가는 상방 압력에 제약될 것으로 판단
- ▶ 국제유가가 재차 70달러로 반등하여 2025년 연말까지 유지된다고 가정하더라도, 2024년의 국제유가 레벨을 고려하면 전년동기 대비 마이너스를 기록하게 될 것. 이는 결국 미국 CPI와 PCE의 상방 압력을 제약시킬 요인임
 - 하반기 들어 국제유가 상승률 경로가 우상향할 가능성이 있지만 물가 상승률을 높이기보다는 횡보하는 수준으로 등락을 보일 것으로 전망

미국 PCE 물가와 국제유가 추이

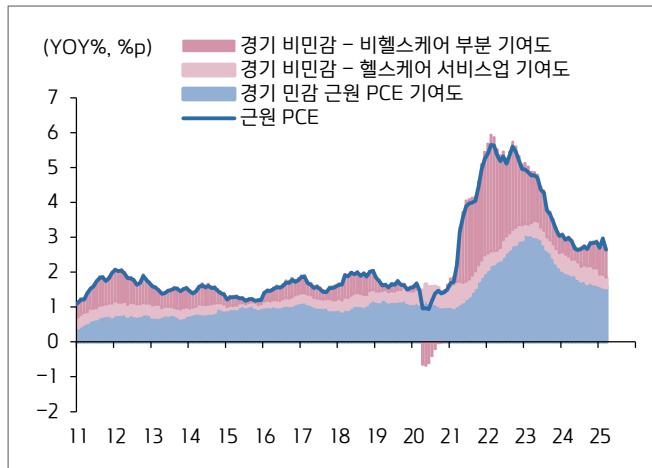


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

①미 연준: 트럼프의 약가 인하 추진은 물가 상방 상쇄시켜줄 것

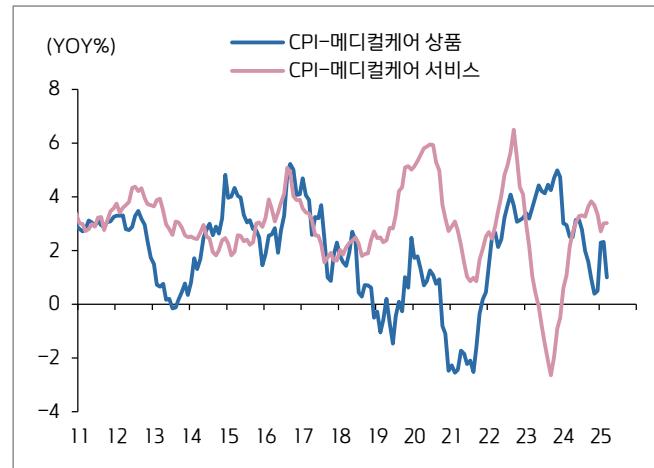
- ▶ 트럼프 행정부는 미국 약가를 하향 조정하는 행정명령에 서명. 트럼프 대통령은 약가가 59% 인하될 것이라고 주장했고, 백악관에서는 보건복지부가 약품 업계의 충분한 진전이 이루어지지 않는다면, 규정 제정을 통해 최혜국 가격 정책을 시행할 것이라고 밝힘. 연방거래위원회 또한 미국 약가의 상승을 제약하기 위해 반경쟁적 조치를 시행할 계획을 언급
- ▶ 미국 근원 PCE 물가에 헬스케어 부문이 차지하는 기여도가 높은 가운데, 메디컬 케어 관련 상품 가격의 하락 압력이 나타나는 과정은 관세로 인한 상방 압력을 상쇄시켜줄 것으로 기대
- ▶ 트럼프 대통령은 에너지 가격 등에 대해서도 높다고 지적해왔다는 점을 고려하면 에너지와 헬스케어 물가 조정을 통해 물가 상방 리스크가 완화될 것으로 예상

근원 PCE 물가 분해



자료: 샌프란시스코 연은, 키움증권 리서치센터

미국 CPI 메디컬 케어 상품과 서비스물가 상승률 추이

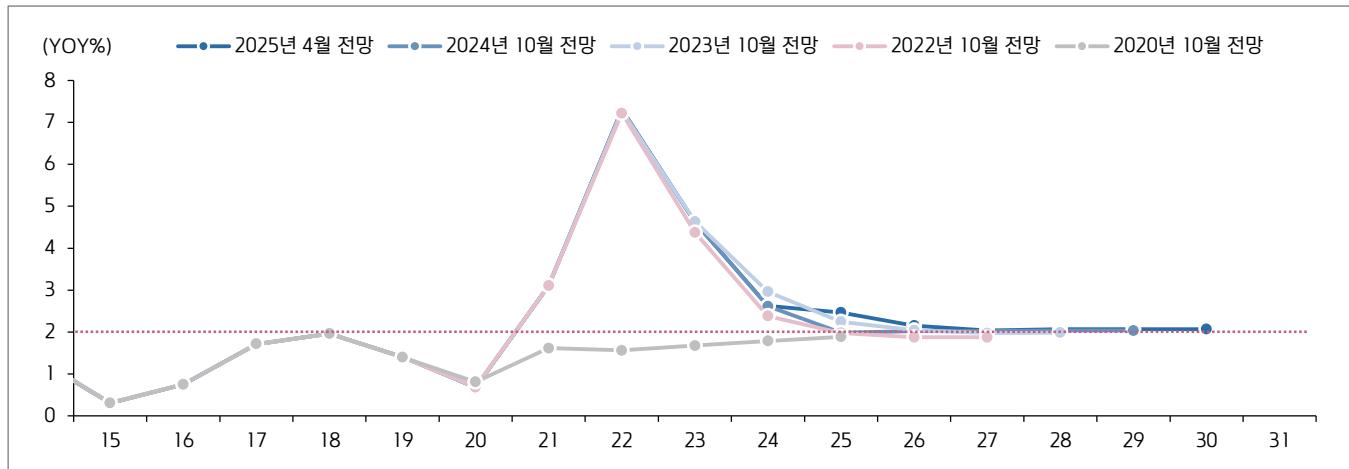


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

①미 연준: 2% 이상의 중물가 흐름에 변화는 없을 것

- ▶ 관세 정책으로 인한 가격 상승은 전반적인 수요 둔화, 에너지, 약가 인하 등으로 상쇄된다는 점에서 인플레 리스크는 예상보다 높지 않을 것으로 예상. 2~3분기를 지나면서 관세 정책으로 인한 물가 압력이 예상보다 크지 않다는 것을 확인하게 될 경우 미 연준의 금리 인하 대응 기대와 함께 시장금리는 하락 압력을 받을 것으로 예상
- ▶ 단, 물가가 2%를 넘어서는 중물가 환경은 당분간 지속될 것으로 예상. 주거비가 둔화되고 있지만 둔화 속도가 가파르지 않다는 점과 임금 상승률 또한 크게 위축되지 않고 있다는 점에서 물가 목표 2%로 회복하기 까지는 다소 시간이 소요될 것으로 봄
 - 3년 전 IMF 경기 전망에서는 2025년부터는 물가가 2%를 하회할 것이라 전망한 바 있으나, 최근 발표한 경제 전망에서는 2030년까지도 물가 상승률이 2%를 넘어설 것이라 전망

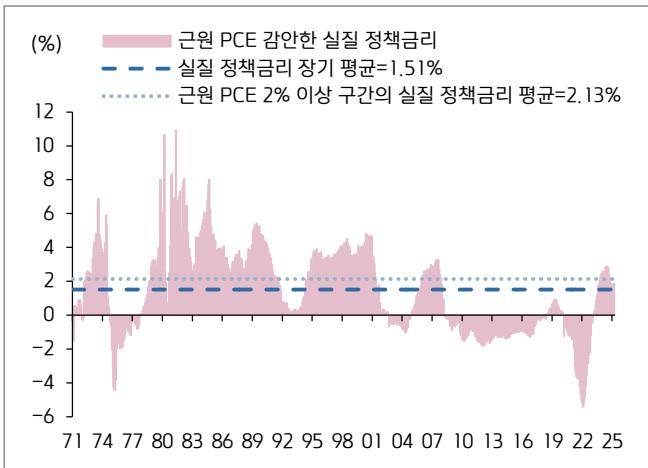
IMF 선진국 물가 전망 변화



자료: IMF, 키움증권 리서치센터

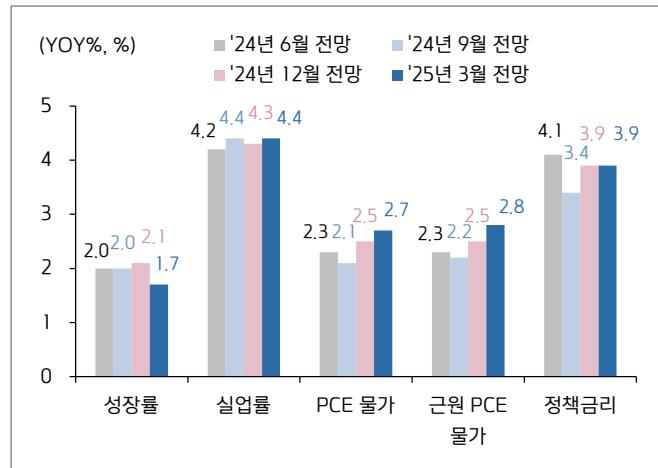
- ▶ 미 연준이 2025년 3월에 제시했던 올해 물가 상승률이 다소 하향 조정될 수 있음. 관세정책 영향으로 실물 경기둔화 시 물가 상승률은 다소 하향 조정될 것으로 판단하기 때문
- ▶ 올해 물가 수준이 2.5~2.6% 수준이라고 가정하고, 과거 실질 정책금리의 장기 평균 값 등을 대입해보면 물가를 고려한 적정 정책금리는 4.00~4.50% 선. 성장 하방과 물가 상방 중 성장 하방 요인이 더 우위에 있다는 점을 고려, 과거 물가를 고려한 정책금리 수준보다 소폭 낮은 수준까지 금리를 낮출 수 있다고 판단
 - 물가가 2% 이상인 구간에서의 실질 정책금리 장기 평균은 2.13%, 이를 올해 물가 전망 2.5%에 대입하면 적정 정책금리는 4.6%. 다만 물가 요인뿐만 아니라 경기 요인도 함께 고려해야 하는 환경인만큼 장기 실질 정책금리 평균 1.5%를 대입할 경우 4% 수준으로 책정할 수 있음. 따라서 3.75~4.00% 선까지 금리를 낮출 수 있다고 판단
 - 7월, 9월 두 차례 25bp씩 금리 인하 단행 예상

미국 실질 정책금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미 연준 2025년 경제 전망치 변화

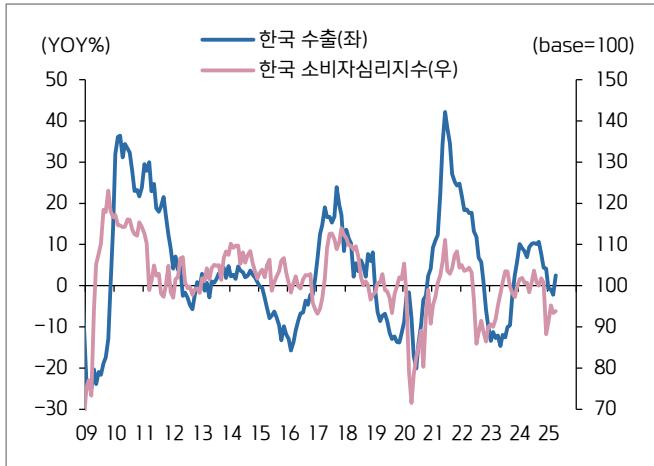


자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

②한국은행: 대내외 경기 불확실성, 한국은행 완화정책 필요성 높아져

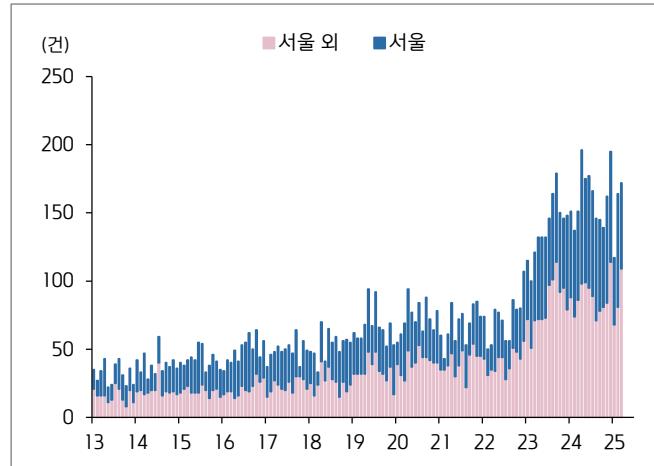
- ▶ 미국과 중국 간의 무역 갈등이 완화되는 환경이 나타나고 있으나 한국과 미국 간의 무역 협상에 대한 경계감은 여전히 남아 있음. 뿐만 아니라 기본관세 10%가 부과된 환경이라는 점에서 이전과는 다른 무역 환경이 형성되었다는 점을 고려해야 함
- ▶ 최악의 시나리오 가정을 피할 수 있다는 점은 긍정적이지만 수출 경기 불확실성은 여전히 남아있고, 정치 불안에 따른 소비 심리 지수 위축, 내수 경기 위축 장기화에 따른 법인 파산 신청건수 증가 흐름 등을 고려하면 한국은 경기 부양 정책이 필요한 상황이라고 판단
- ▶ 한국은행은 5, 8월 각 1회씩 25bp 인하해 연말 기준금리는 2.25%일 것으로 전망

한국 수출 증가율과 한국 소비심리지수 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

법인 파산 신청건수 추이



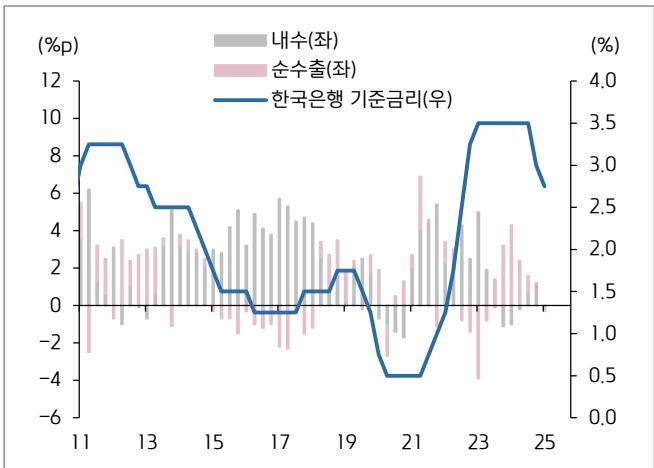
자료: 법원통계월보, 키움증권 리서치센터

12.

② 한국은행: 한국 경기, 최악의 시나리오는 지나갔다면

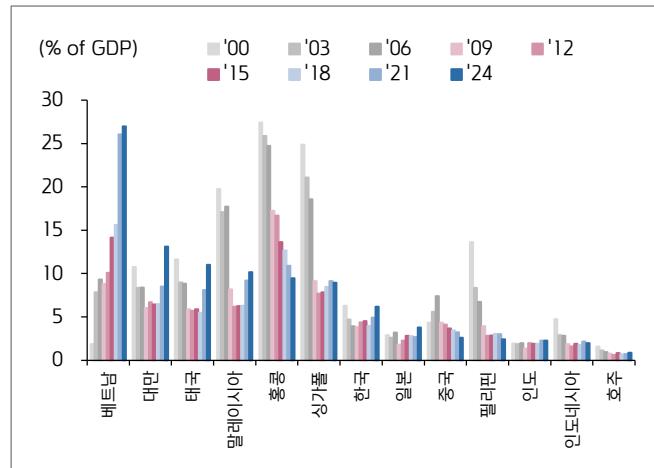
- ▶ 미국과 중국, 영국 등의 무역협상 과정을 토대로 보면 경기 침체 가능성은 낮추는 요인일 것
 - ▶ 다만 미국은 영국과 중국에게 모두 기본관세 10%는 유지하고 있다는 점, 이는 다른 국가들에게도 동일하게 적용될 것으로 예상되는 점 등을 고려하면 미국향 수출 비중이 점차 높아져온 베트남, 대만, 태국, 말레이시아, 한국 등 아시아 국가들의 성장세가 둔화되는 것은 불가피하다고 판단
 - ▶ 점차 정부 지출 증가 등에 내수 경기가 성장에 플러스 요인이 될 것으로 기대되나 수출 요인이 마이너스를 유지할 수 있다는 우려 등은 금리 인하 기대를 높이는 요인

항목별 성장 기여도와 한국은행 기준금리 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

국가별 GDP 대비 대미국수출 비중



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 환율과 물가 등의 요인은 한국은행의 금리 인하를 더 이상 제약시키는 요인이 아닐 것
 - 2024년 4분기부터 높아진 환율 레벨로 인해 한국은행의 운신의 폭이 축소되었다는 평가가 지배적이었지만 최근 달러/원 환율이 무역 협상 과정에서 1,400원 선을 하회하기도 하며 한국은행의 금리 인하 기대 확대
 - 한국은행 기준금리가 2%까지 낮아질 수 있다는 기대가 반영되기도 함
- ▶ 한국 물가 상승률이 재차 2% 선을 상회하고 있으나, 현재 레벨에서 더 상승하기보다는 낮아진 유가 레벨과 내수 부진 등을 고려하면 물가는 하향 안정화 기조가 예상됨

달러/원 환율과 국고 3년물 금리 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

한국 소비자물가와 국제유가 추이

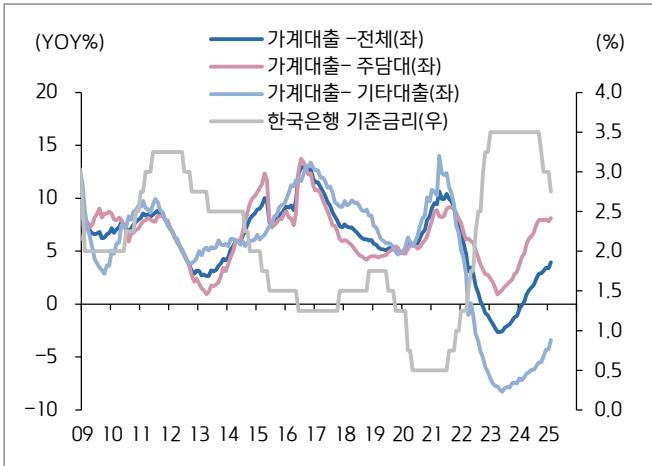


자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

②한국은행: 가계부채 이슈는 진행형

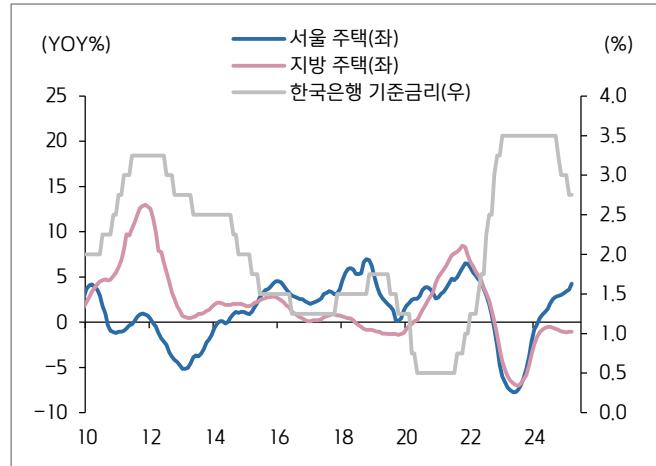
- ▶ 단, 가계대출과 부동산 가격 등의 요인은 금리 인하 속도를 제약시키는 요인으로 여전히 자리 잡고 있음
- ▶ 가계대출이나 주택가격 모두 2021년과 같은 상승률을 기록하고는 있지 않으나, 금리 인하와 함께 서울 등 수도권 주택 가격 상승률은 높아지고 있으며, 전반적인 가계대출은 증가세를 보이고 있다는 점에서 가파른 금리 인하는 어려울 것
- ▶ 물론 2021년과 같이 전국적인 부동산 가격 상승세가 나타나고 있지 않다는 점, 주택담보대출 증가세는 주춤하고 있다는 점, 스트레스 DSR 시행 등의 규제가 시행되고 있다는 점은 금리 인하 자체를 막지는 못할 것. 금리 인하 속도에 영향을 미칠 요인. 기준금리 2.25%까지 2회 인하 예상

가계대출 증가율과 기준금리 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

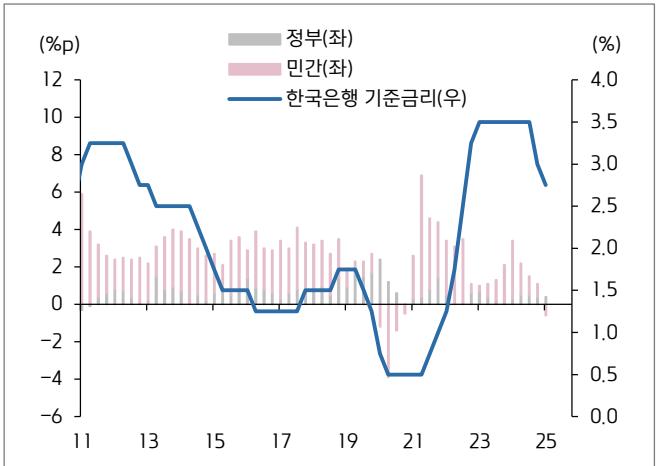
지역별 주택 가격 상승률과 기준금리



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

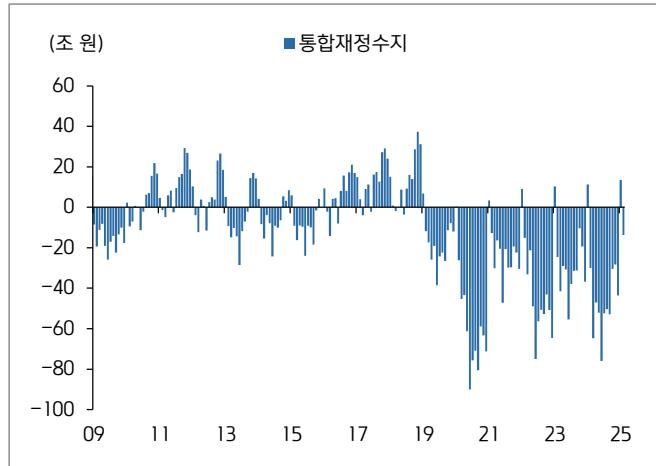
- ▶ 정부 지출 확대가 예상되는 점 또한 한국은행의 금리 인하가 2회에 그칠 것이라는 근거를 강화시키는 요인. 민간 부문의 경기 성장은 제약되고 있으나, 6월 한국 대선 이후 집권당의 2차 추경 편성 의지 등을 고려하면 정부 지출로 인한 성장을 제고가 예상됨. 단발성 지출에 그칠 수 있다는 점에서 장기적 성장 기대는 낮지만 한국은행의 금리 인하 속도 조절을 통해 금융안정을 함께 유지할 것으로 판단

항목별 성장 기여도와 한국은행 기준금리 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

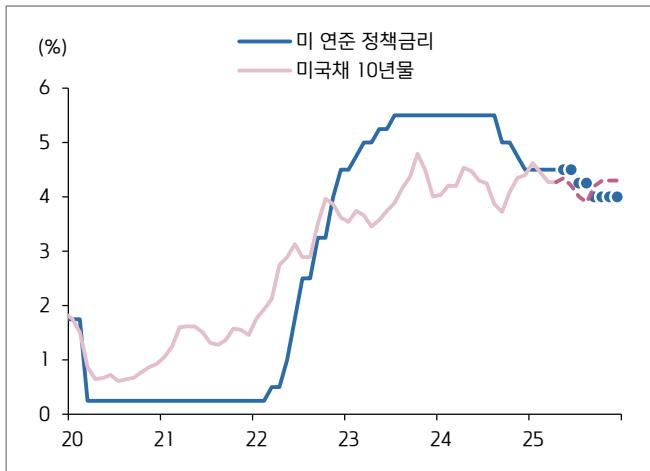
한국 통합재정수지 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

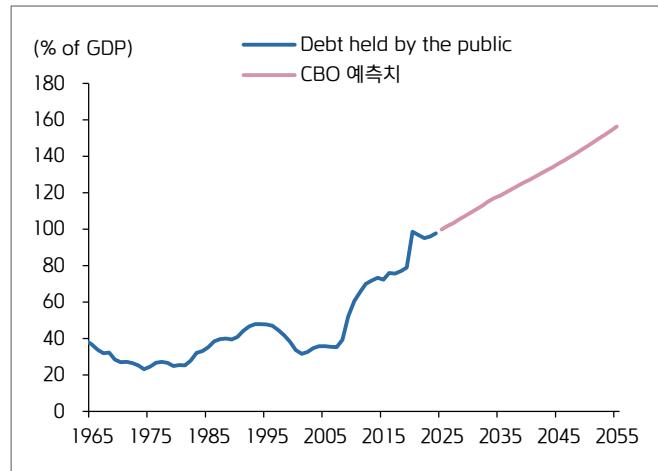
- ▶ 미국채 금리는 2~3분기 중 금리 인하 단행을 확인하는 과정에서 완만하게 하락하겠으나, 금리 인하폭이 제한된다는 점, 경기 침체 가능성성이 낮다는 점, 미중 무역 협상 과정이 4분기 들어서는 안정될 것이라는 점 등으로 인해 반등할 것으로 예상
- ▶ 특히 트럼프 행정부가 연말로 갈수록 아젠다를 무역협상에서 법인세 인하 등으로 옮겨갈 것으로 판단. 관세 정책으로 인한 경기 하방 우려 높아질 수록 재정 측면에서는 법인세 인하 등을 통해 경기 심리 회복을 불러올 것으로 판단
 - 법인세 인하 등은 결국 미국 재정 적자 확대를 불러오고, 미국채 발행을 같이 가져온다는 점에서 시장금리 상방 요인으로 작용할 것으로 전망
 - 2025년 하반기 미국채 10년물 금리 3.8~4.6% 예상

미 연준 정책금리와 미국채 10년물 금리 전망치



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

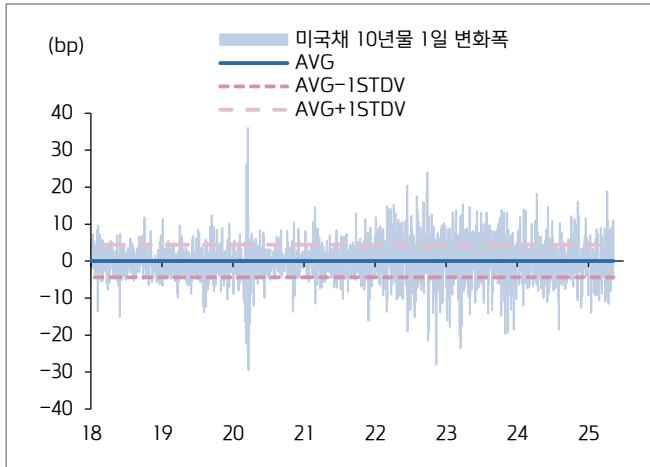
미국 GDP 대비 부채비율 추이와 예상치



자료: CBO, 키움증권 리서치센터

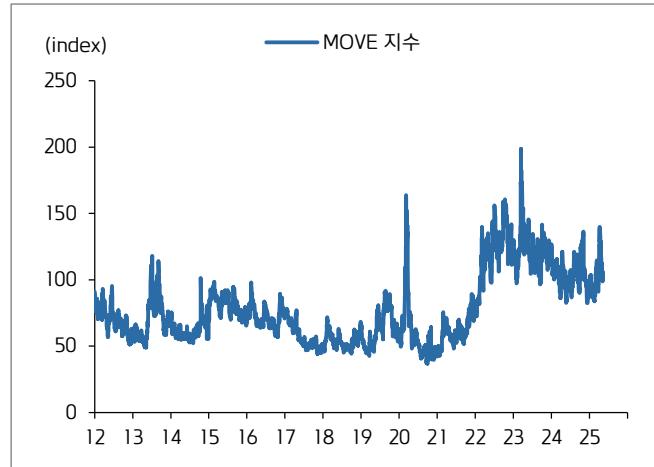
- ▶ 특히 하반기 미국채 금리는 수시로 수급 요인에 따른 상방 리스크에 노출될 것으로 판단.
이 리스크가 완화될 수 있는 이벤트가 있을지 확인해볼 필요
 - 시중 은행 SLR 규제 완화, 외국인 국채 매수 확대 환경 등에 따라 리스크는 일부 완화될 것
 - 다만 미국채 발행 확대 가능성, 미 연준 QT 종료 기대 약화 등은 상방 리스크를 유지시킬 요인
- ▶ 2023년 이후로 미국채 시장은 변동성이 높은 장세가 유지되고 있음. 특히 상방 우위의 장세로 기울어진 양상
 - 2025년 상반기 중 4월 7일 하루 변동폭은 18.92bp였으며, 이는 2023년 이후 하루 최대 상승폭
 - 7~11일 주간으로 총 49.52bp 상승했던 것은 2010년 이후 가장 큰 폭의 주간 상승폭이었음
(2010년 이후 가장 큰 폭의 하락폭은 40.35bp로, 2024년 8월 2일 주간 낙폭이었음)
 - 2010년 이후 주간으로 최대 상승폭과 하락폭이 모두 2024년 이후 발생했다는 점에서 그만큼 미국채 시장의 수급에 변화가 생겼다는 것을 의미

미국채 10년물 1일 변화폭



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) 평균과 표준편차는 2012년 이후

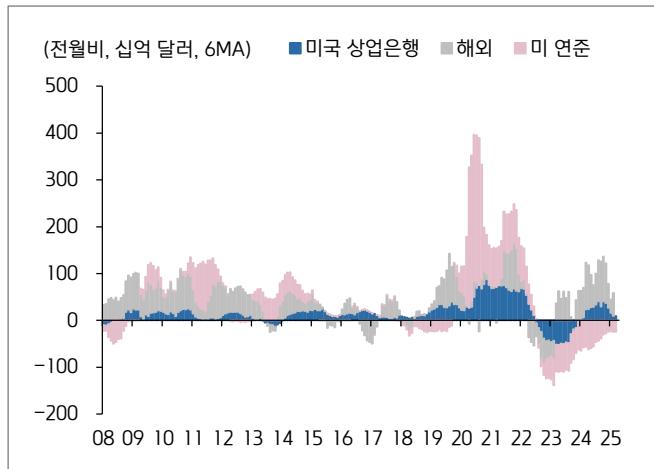
MOVE 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

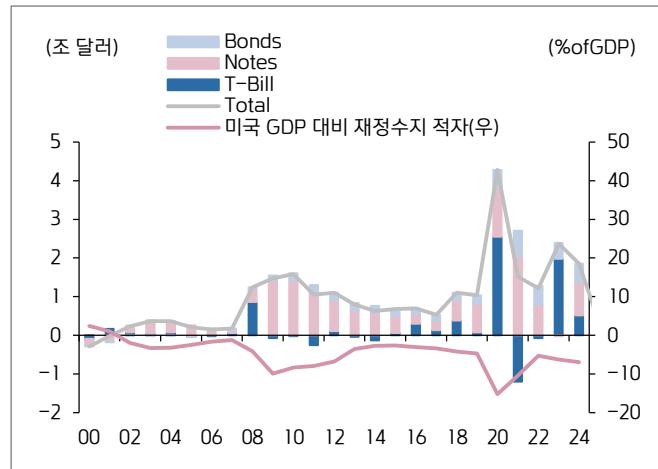
- ▶ 미국채 시장의 변동성 확대에는 급변하는 맥크로 환경(중물가 변환, 트럼프 관세 정책 불확실성 등)도 역할을 하겠으나, 기본적으로 미국채를 주요로 보유하던 기관들의 보유 매력 약화가 영향을 미치고 있음
- ▶ 특히 미국채 순발행이 계속해서 높은 수준을 기록하고, GDP 대비 재정수지 적자폭이 확대되는 점은 미국채에 대한 텁 프리미엄을 높이면서 금리 상방 우위의장을 형성하고 있는 것

미국채 주요 수급 주체 미국채 보유 변동



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국채 순발행 추이

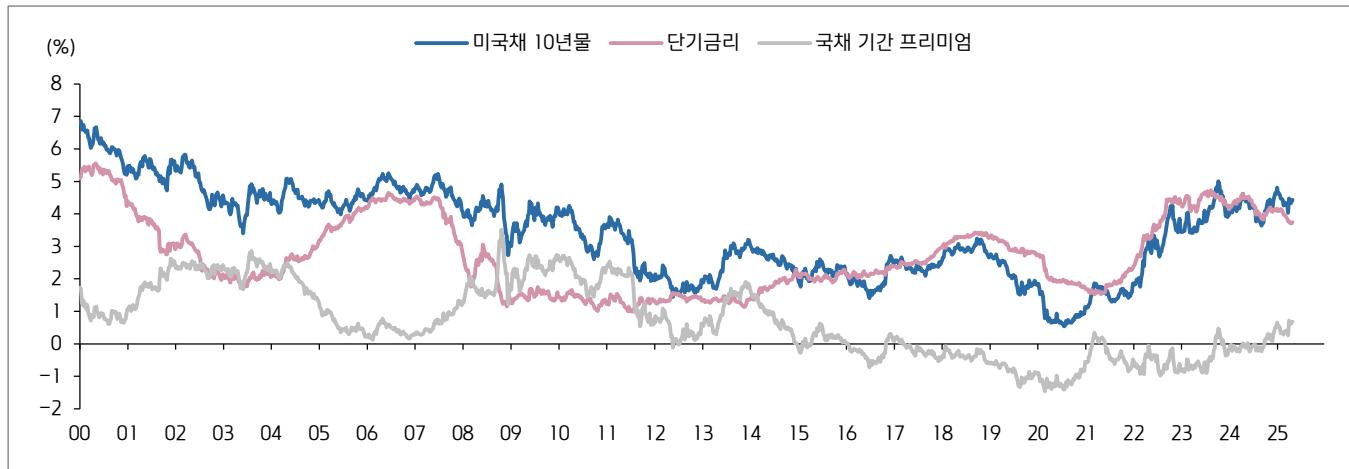


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

③미국채: 최근 금리 상승은 대부분 기간프리미엄 상승에서 기인

- ▶ 이런 구조적인 변화로 시장금리 상승은 대부분 기간 프리미엄 상승에서 기인하고 있는 것으로 나타남
- ▶ 미 트럼프 행정부의 감세 정책은 결국 국채 발행 확대 가능성을 높인다는 점에서 금리 상승을 견인하고 있는데, 국채 발행 확대가 지속되기 위해서는 저금리 환경이 필요함
- ▶ 하지만 미 연준의 금리 인하가 촉발될만큼 급격한 경기 침체 환경이 조성되지 않는다면 트럼프가 바라는 것과는 다르게 하반기 중 금리 하락 환경 보다는 금리 상승 환경이 수시로 조성될 것

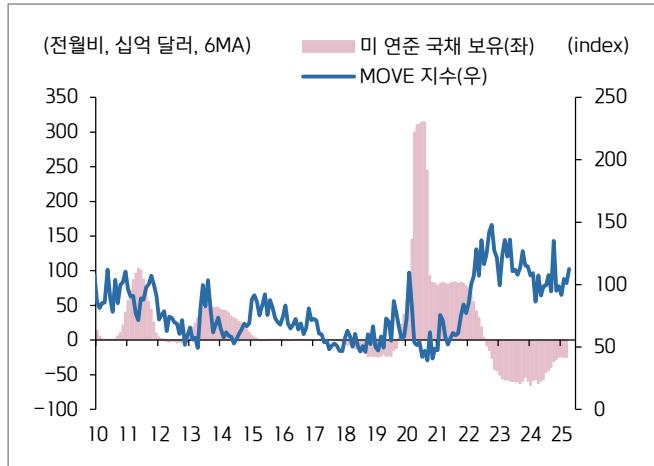
미국채 10년물 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

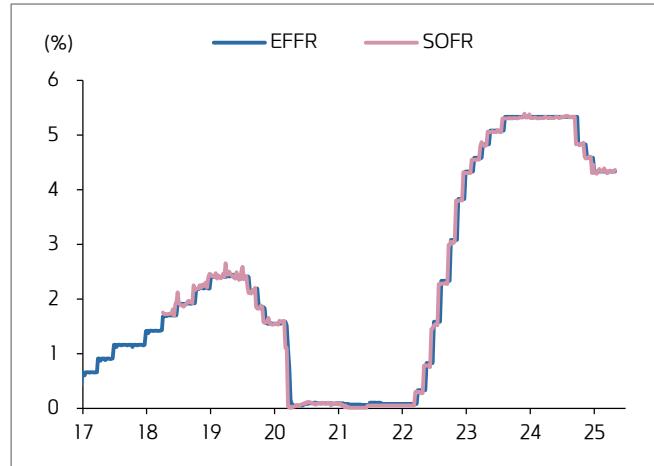
- ▶ 미 연준은 4월부터 월간 국채 QT 한도를 기존 250억 달러에서 50억 달러로 축소, MBS는 350억 달러 한도 유지. QT 규모를 축소 결정은 단계적으로 QT 중단 가능성을 열어두는 것으로 해석 가능. 경기 둔화 우려는 하반기 중 QT 종료 기대를 높인다는 점에서 QT 종료는 장기채 금리 변동성 축소에 기여할 것
- ▶ 다만, 미 연준이 QT 종료를 단행하기 위해서는 1) 예상치 못한 경기 침체가 발생하거나, 2) 단기 금융시장 변동성이 확대되며 유동성에 이슈가 발생해야 한다는 전제 조건이 필요. 최근 들어 SOFR 금리가 큰 변동이 없다는 점에서 QT 종료를 단행할만큼 유동성에 리스크는 없는 것으로 판단. QT 종료가 하반기 중에는 이뤄질 것으로 예상되나, 상반기 말로 앞당겨질 가능성은 낮게 평가
- ▶ 미 연준을 통한 변동성 축소 가능성은 낮은 것으로 판단

미 연준 국채 보유량 변화와 MOVE 지수 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

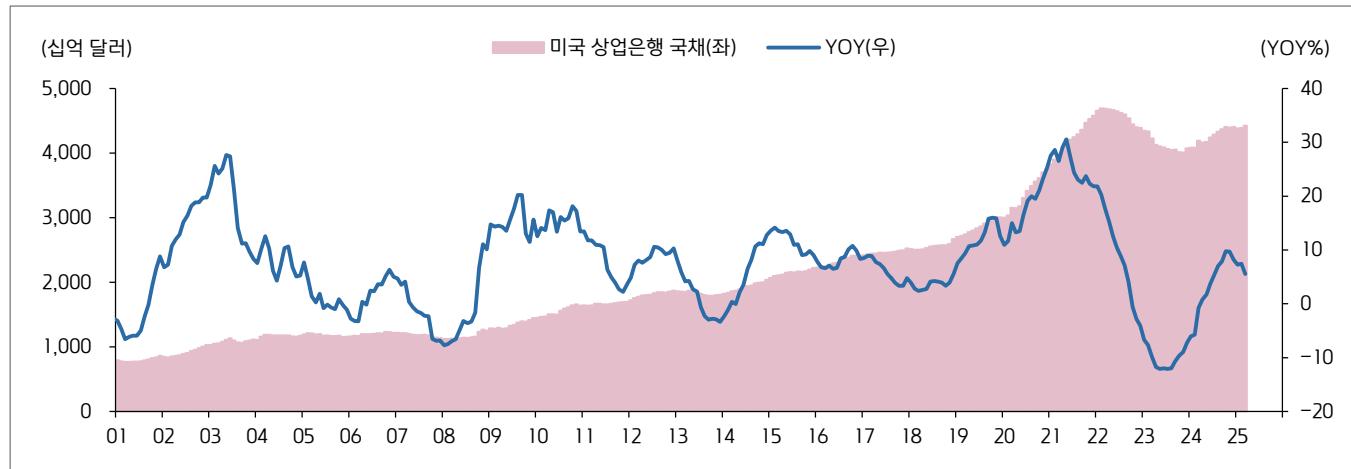
미국 실질실효환율금리와 SOFR 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 연준의 금융규제가 완화될 가능성이 있다는 점에서 상업은행의 미국채 순매수가 재차 확대될 여지는 있음.
이전 연준 부의장은 금융 규제론자로, SLR 규제로 자기자본을 자산의 6%에 맞춰야 했음. 관련 규제가 완화될 경우 지급준비금과 국채를 제외하게 되어 미국채 매수를 확대할 수 있는 계기가 될 것
 - 트럼프 행정부는 작은정부를 통해 민간의 투자를 확대하고자 하는 만큼 금융기관의 완화적 신용 환경을 통해 민간 신용 창출을 추구하고자 할 것
 - 미국채 주요 수요처 중 상업은행의 국채 순매수 기조가 확대될 가능성이 현실적으로 가장 높아 보임

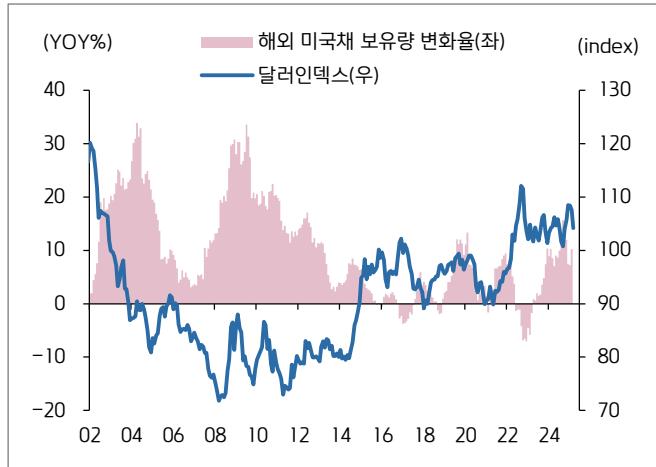
미국 상업은행의 국채 보유량 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

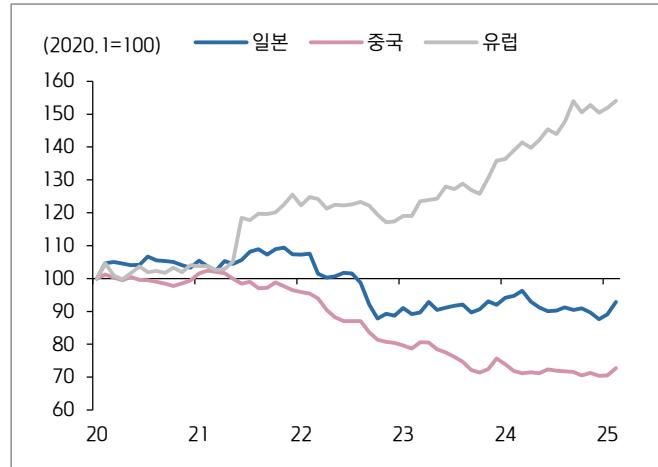
- ▶ 안전자산 선호가 강화되는 구간에서 달러와 미국채의 동반 강세가 나타나나, 달러 강세가 지속되는 환경에서 해외의 추가 매수가 약화됨. 다시 달러 강세가 진정되는 국면에서 해외의 채권수요 회복되는 패턴 확인 가능
- ▶ 최근 높아진 달러 강세 속에 해외의 매수세가 약화된 가운데, 일본과 중국은 미국채 매수가 제한되고, 유럽과 그 외 아시아 국가들의 매수세가 강화되는 양상. 다만 미국채 보유의 중심에는 과거 일본과 중국이 있었다는 점에서 이들 국가들의 매수가 제한되고 있다는 점은 수급 공백의 요인으로 지적되고 있음
- ▶ 2025년 4월 미국채 금리 급등 과정에서 일본과 중국의 매도가 작용했다는 분석 등도 제기되고 있으나, 실제로 추가 매도를 했다기 보다는 달러 강세에 따른 차익실현 수준의 움직임이었다고 판단
- ▶ 최근 달러 강세가 다소 진정되었다는 점에서 미국채 매수는 재차 확대될 수 있는 환경이라 판단

해외의 미국채 보유량 변화와 달러인덱스 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

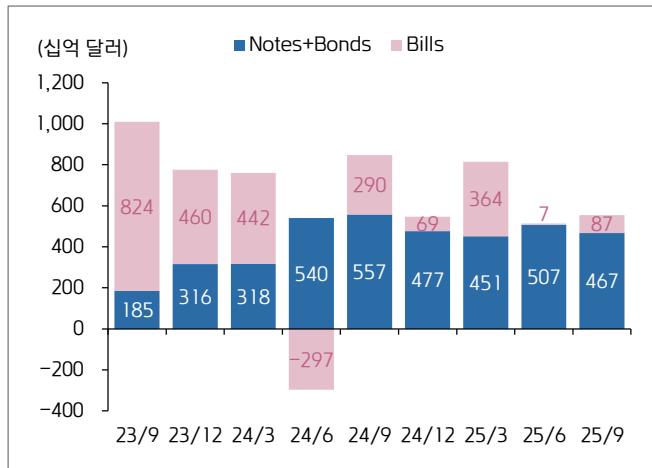
국가별 미국채 보유량 추이(2020.1=100)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

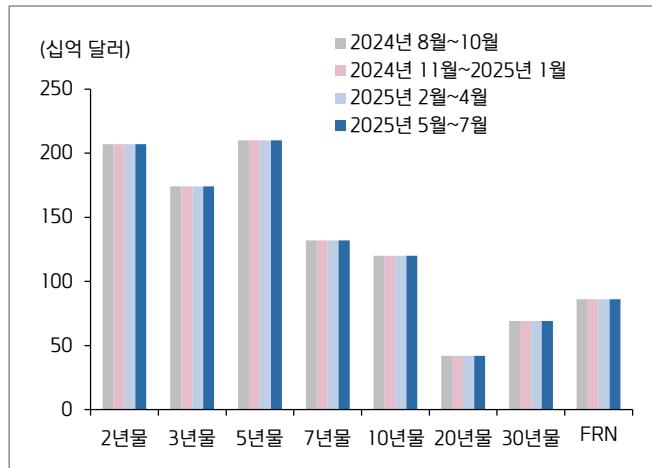
- ▶ 트럼프 행정부에서 베센트 재무 장관은 1, 4월 재무부 차입계획 발표에서 미국채 공급 부문에 큰 변화를 주지 않는 것을 택함. 기존 베센트 재무장관 취임 직후 우려되었던 이유는 1) 베센트 재무장관의 장기물 발행 확대 주장, 2) 차입계획 내 포워드 가이던스 삭제 등의 주장이 있었기 때문
하지만 우려와 달리 재무부는 발행 계획량에 큰 변화를 주지 않았고 장기물 발행 또한 크게 확대시키지 않을 것을 시사함. 이에 따라 분기 차입계획 발표 이후 금리 상방 압력이 제한되는 흐름이 나타남
- ▶ 다만, 연말로 갈수록 관세보다 법인세 인하 쪽으로 시선이 이동한다면 결국 국채 발행 증가가 불가피하다는 점이 부각되면서 금리 상방 압력을 높일 것으로 예상

미국채 종류별 발행량 계획 추이



자료: US Treasury, 키움증권 리서치센터

미국채 만기별 발행량 계획 추이

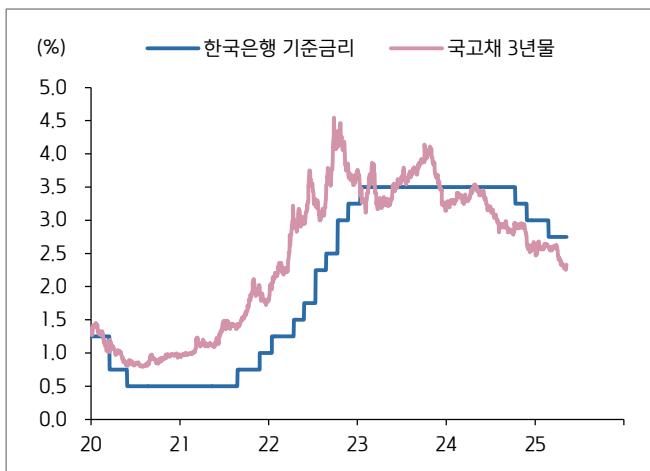


자료: US Treasury, 키움증권 리서치센터

④국고채: 통화정책 기대 선반영, 상승 리스크에 노출

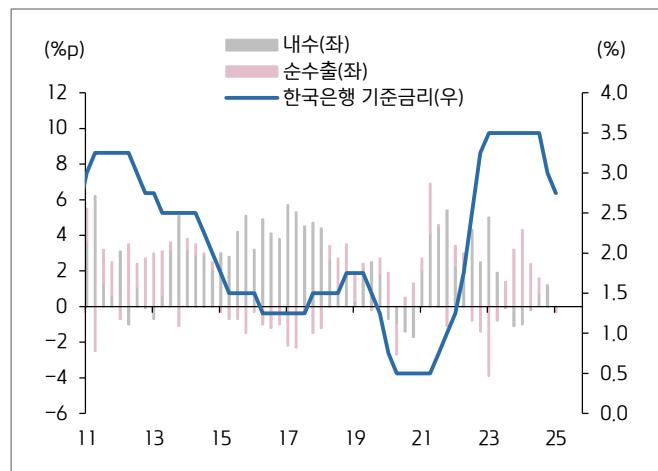
- ▶ 2025년 4월 미국이 교역 국가들 대상으로 상호관세를 부과해 경기 하강 우려 높아짐. 이에 따라 시장금리는 통화 완화 기대를 반영하며 단기 구간 중심으로 하락폭이 가파르게 나타난 바 있음
 - 국고 3년물 2.25% 수준까지 떨어지면서 한국은행 기준금리 2.0% 수준까지 반영
- ▶ 기준금리 3회 인하까지 선반영한 레벨에서 미국 무역정책 관련 불확실성이 최악을 지났다는 점을 고려하면 한국은행의 금리 인하폭은 2회에 그칠 것으로 판단. 금리 인하 기대를 일부 되돌리는 가운데, 통화정책보다 재정정책으로 인한 경기 회복 기대 등이 반영되며 시장금리 반등 예상
 - 미 연준의 금리 인하가 진행되는 3분기 중까지 시장금리 완만히 하락 후 반등 경로
 - 2025년 하반기 국고 3년물 2.25~2.40%, 국고 10년물 2.50~2.85% 예상

국고 3년물 금리와 한국은행 기준금리



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

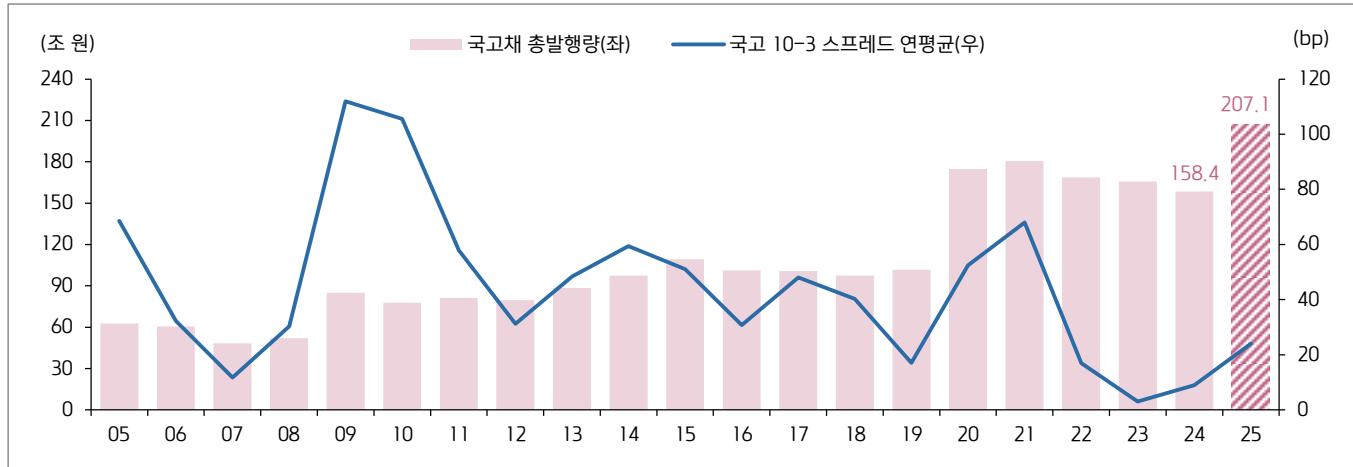
한국 GDP 성장을 항목별 기여도와 한국은행 기준금리 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

- ▶ 6월 대선에서 이재명 민주당 후보가 당선될 경우 2차 추경 편성에 대한 기대감이 부각될 것으로 예상.
- 2025년 예정된 발행량이 계속해서 증가할 경우 장기채 위주의 발행으로 인해 공급 부담이 높아질 것
 - 2025년 예정된 순증발행 물량 약 84조원에 산불/AI/관세 지원 추경으로 인한 발행 9.5조 원까지 더해지면 약 93조 원
 - 여기에 대선 이후 하반기 신정부의 2차 추경 편성 가능성까지 불거지고 있는 점은 금리 상방 압력을 더욱 높일 것으로 예상. 최소 20조 원 규모의 추경이 필요하다는 입장을 보이고 있다는 점에서 공급 부담 높아질 전망
 - 대부분 추경 재원은 국고채 발행을 통해 마련한다는 점에서 추경 30조원 가정시 적자국채 발행량은 20조원 이상이 될 가능성. 코로나 추경으로 인한 2021년 국고 발행 순증분이 120조원이었음을 고려, 그에 육박하는 수준의 국고채 발행량이 기록될 가능성 높음. 과거 추경 편성 재원에 적자 국채 발행이 차지한 비중이 평균 74%

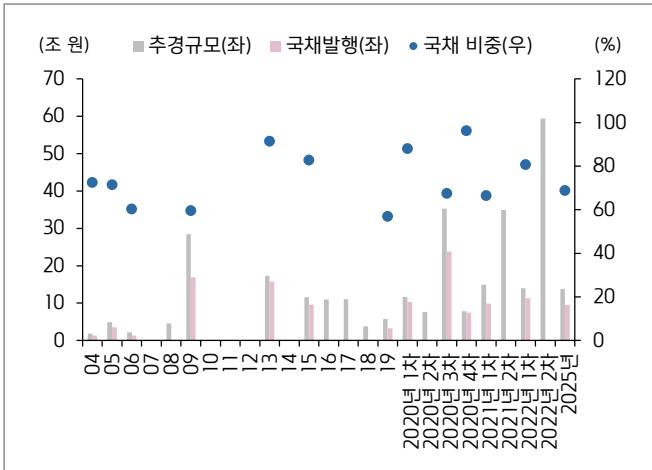
국고채 총발행량과 국고 10~3년 스프레드 추이



자료: 기획재정부, 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터
 주) 2025년은 추경 포함 / 2025년 스프레드는 YTD 평균

- ▶ 올해 산불 추경 이외에 대선 이후로 민생안정과 관련한 추가 경정 예산 편성이 진행될 경우 그 규모가 30조 원 이상으로 확대될 가능성을 배제할 수 없음. 특히 큰정부를 추구하는 민주당 측에서는 최대한 재정을 활용해 경기 하방을 막고자 하는 정책을 선택할 것으로 보임
- ▶ 한편 기재부는 상반기 발행 물량 등을 고려해 2025년 국채 발행 계획에서 장기물 비중을 확대하기로 결정. 상반기 실적을 고려한 상향 조정일 것으로 판단되나, 하반기에 2차 추경이 진행될 경우 그 발행물량 또한 장기 비중이 높아진다는 점을 고려하면 10/30 스프레드 확대에 영향을 미칠 것. 공급 확대에 따른 수요 기반을 확인할 필요

역대 추경규모와 국채 발행 비중 추이



자료: 기획재정부, 키움증권 리서치센터

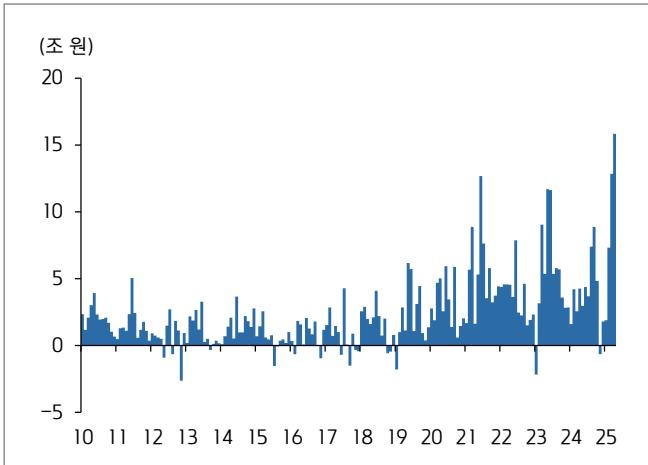
국고채 발행 계획 변경

	2년	3년	5년	10년	20년	30년	50년
	단기	중기	장기				
'25년 기존 계획	30±3%	35±3%	35±5%				
'25년 수정 계획	30±3%	30±3%	40±5%				
2025년 5월까지의 실적	26.7%	31.8%	41.6%				

자료: 기획재정부, 키움증권 리서치센터

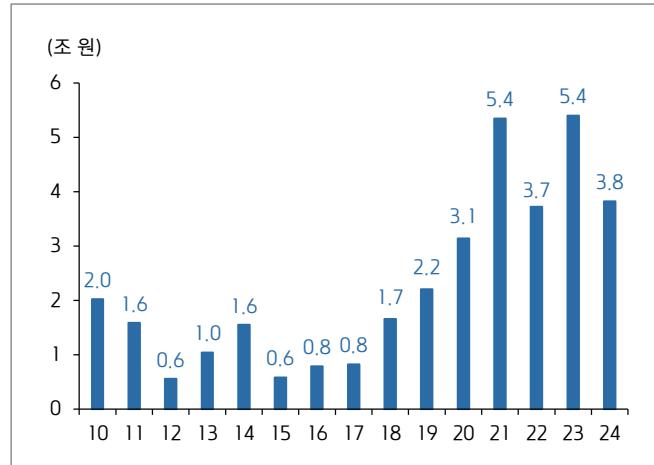
- ▶ 특히 하반기 공급 확대 우려 속에 당초 기대되었던 WGBI 편입에 따른 외국인 수급에 차질이 생긴다는 점은 금리 상방 압력을 높일 수 있는 요인
 - WGBI 편입 시기가 당초 2025년 11월에서 2026년 4월로 연기됨. 실제 편입 마무리 시기는 2026년 11월로 이전 계획과 동일하나, 관련 자금 유입 시기는 빨라야 하반기 말이라는 점에서 올해 늘어나는 국채 발행 물량을 소화해줄 것으로 기대했던 외국인 수급에 공백이 발생
 - WGBI 편입으로 약 60~80조 원의 외국인 자금 유입이 기대되어 왔으며 이는 올해 당초 계획의 국고채 순증물량 84조원을 소화할 수 있는 물량이었음

외국인 국채 순매수 추이



자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터

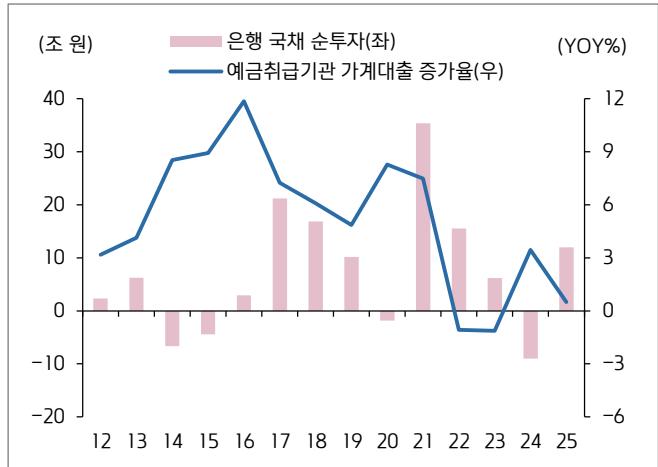
외국인 국채 월 평균 순매수 추이



자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터

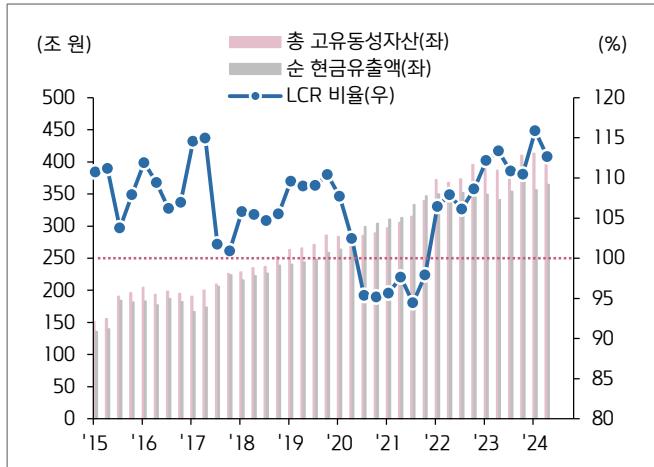
- ▶ 은행 LCR 비율 높게 유지되면서 추가 유동성 자산 매입 수요 약화에 국채 투자 적극적으로 확대되기엔 제한적
- ▶ 가계 대출 증가세가 둔화되었다는 점에서 올해 은행의 국고채 투자 확대 유인이 있으나, 하반기 금리 인하와 함께 가계대출 증가 경계감이 남아있다는 점은 변수. 단, 금리 인하에도 스트레스 DSR 시행 등을 고려하면 가계부채가 급증하지는 않을 것이며, 상반기와 비슷한 수준의 국채 순투자 흐름 이어질 전망

은행 국채 순투자와 가계대출 증가세 추이



자료: 연합인포맥스, 한국은행, 키움증권 리서치센터
주) 2025년은 4월 말 기준

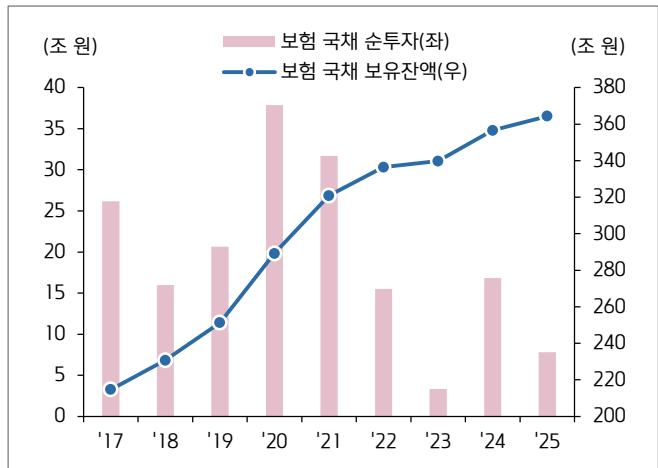
은행 LCR 비율 추이



자료: 금융정보통계시스템, 키움증권 리서치센터

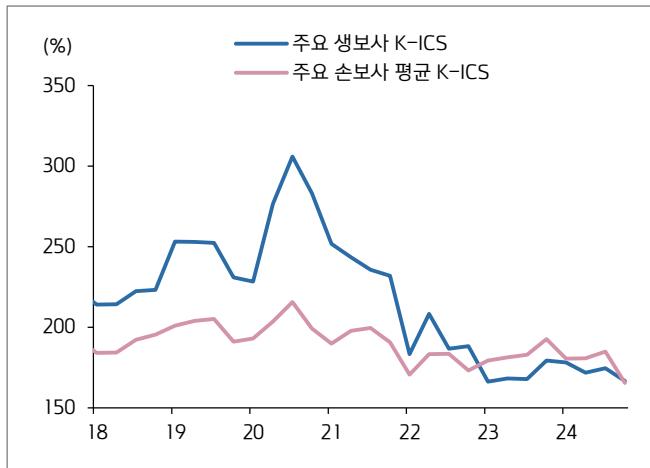
- ▶ 한편, 보험사들의 국고채 투자 수요 흐름도 유지될 것으로 예상. 기준금리 인하 등 금리 하락에 따른 보험사의 자본 감소 우려와 이에 따른 K-ICS 비율 하락 추세 등을 감안하면, 신종자본증권 등의 자본확충 기조 흐름도 이어지며 국채 수요 또한 유지될 것으로 예상됨. 이와 함께 국채선물, 본드포워드 등 파생 시장 또한 유지될 것으로 예상되어 국채 수요 등은 견조할 것으로 기대
- ▶ 하반기 들어 장기채 발행 비중 확대로 인해 금리 상방 압력이 높아지는 구간에서는 보험사들의 매수가 제약될 수 있으나, K-ICS 비율 하락 등을 고려하면 보험사들의 초장기물 수요는 견조할 전망. 하반기 금리 상승 이후 보험사들의 대응이 확대될 유인 존재

보험 국채 순투자와 국고 30년물 금리 추이



자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터
주) 2025년은 4월 말 기준

주요 생보사 및 손보사 K-ICS 비율 평균 추이

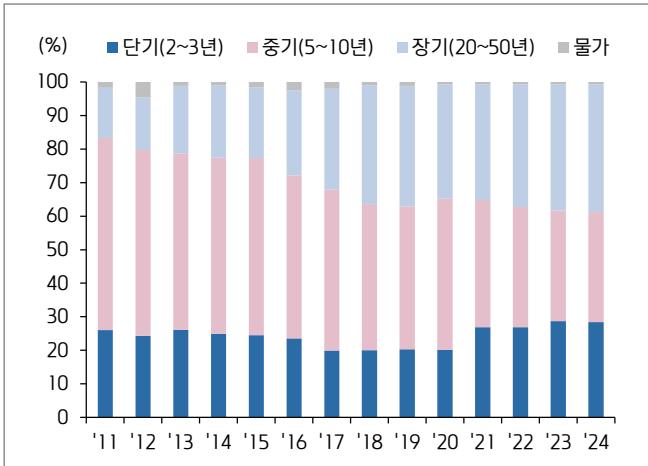


자료: 금융정보통계시스템, 키움증권 리서치센터
주) 주요 생보/손보사 평균, 경과조치 적용 전

30. ④국고채: 8월 말 내년도 예산안에 대한 경계감도

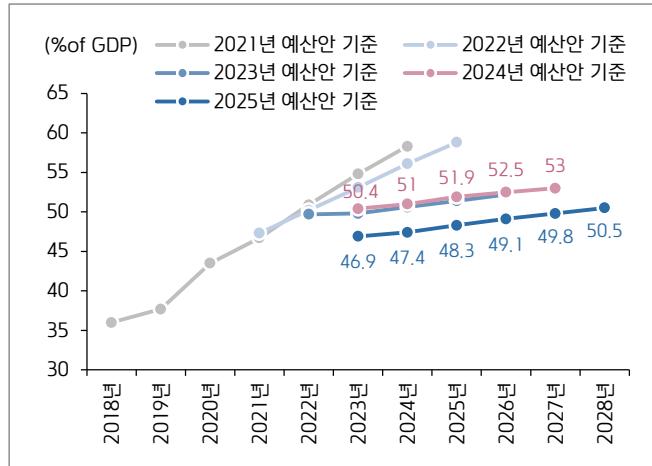
- ▶ 추경 편성 등 재정 확장 정책이 장기적으로 성장을 이끌어내기 위해서는 민생지원금과 같은 단발성 정책이 아닌 R&D, SOC 투자 등이 확대되어야 기대해볼만. 8월에 발표될 예산안을 통해 다음 정권의 운영 방안을 확인할 수 있을 것
 - 2025년 5월 현재 대선 후보들은 공통적으로 AI 등 신산업을 육성하는데 뜻을 모으고 있으며, 청년 지원, 저출생, 고령화 등을 지원하는 복지 지출도 증가할 것으로 예상됨
 - 재원 마련의 방식에는 차이점이 있겠으나 재정 확장을 통한 정책이라는 점에서 장기적으로 국채 발행 확대 가능성
- ▶ 올해에 이어 내년에도 국채 발행 물량 부담이 높다면 연말까지 커브 스티프닝 환경 지속될 것으로 예상. 보험사들의 초장기물 수요 지속에도 10/30 스프레드는 확대될 가능성이 높음

국고채 발행 물량 비중 추이



자료: 기획재정부, 키움증권 리서치센터

각 연도별 예산안 기준 GDP 대비 정부 부채 비율



자료: 기획재정부, 키움증권 리서치센터

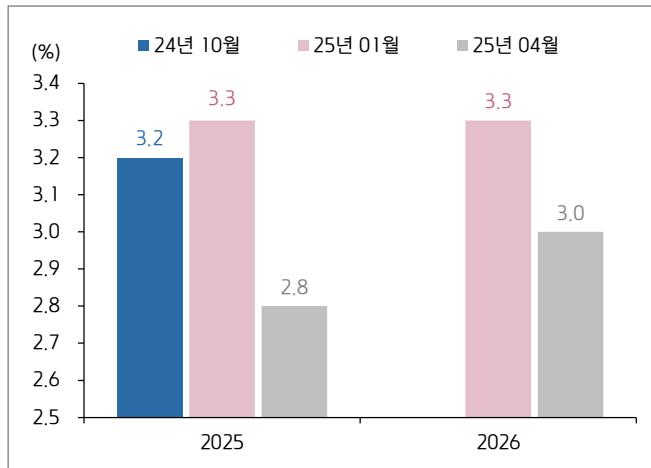
VI. 원자재: 우려를 선반영한 시장



01. 2025년 하반기 원자재 시장 Preview

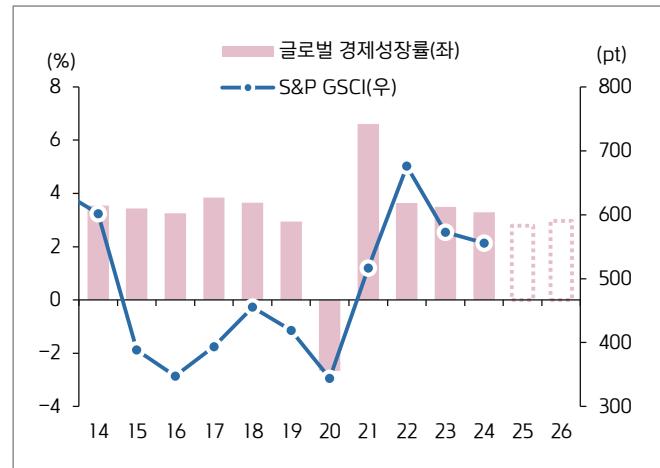
- ▶ 트럼프 행정부의 무역정책, 미 연준의 추가금리 인하 시기 등 여전히 다양한 불확실성 상존. 이는 하반기 중에도 원자재 수요 불안이 수시로 높아질 수 있다는 것을 의미
 - 최근 IMF는 4월 2025년 글로벌 경제성장률을 3.3%에서 2.8%로 하향 조정
- ▶ 그러나 에너지, 산업금속 등은 경기에 민감한 산업체는 4월 초 상호관세 부과 발표 이후 하락하는 등 현재 금융시장 내 투자심리를 자극한 이슈들을 빠르게 반영
- ▶ 5월 들어 무역협상이 진행된 점을 감안, 하반기 중 경기 우려가 더욱 극대화될 가능성 제한적. 이 경우 수요 불안이 추가로 확대되지 않을 것으로 보이는 만큼 하반기 상품 가격 반등에 무게

IMF 글로벌 경제성장률 전망치 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

글로벌 경제성장률과 S&P GSCI 지수 추이



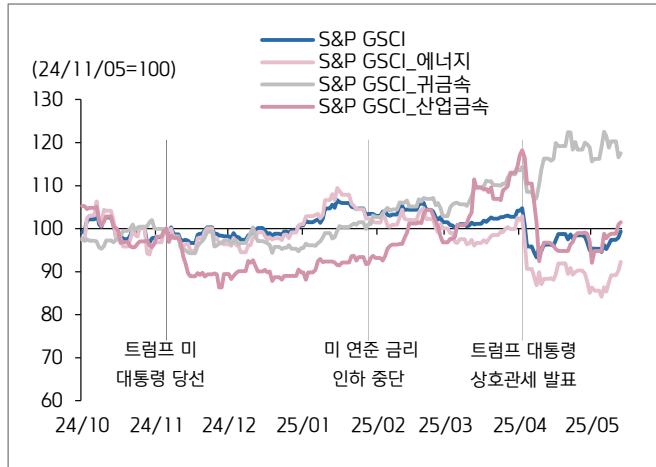
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

02.

2025년 상반기 원자재 시장 Review: '트럼프'라는 변수

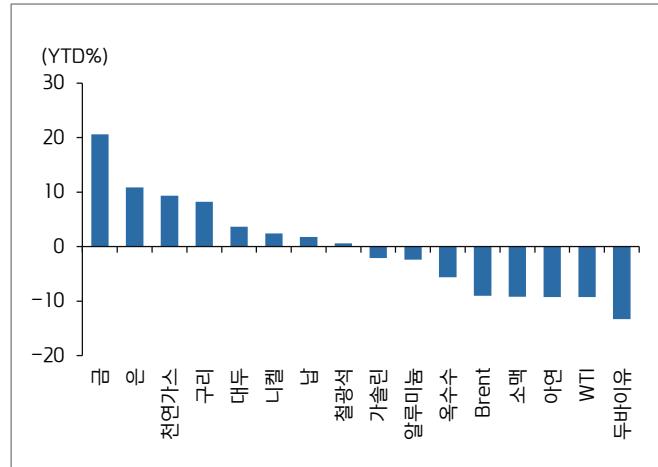
- ▶ 트럼프 2기 행정부 임기 시작 후 발표된 정책들은 대외 불확실성 확대로 연결
 - 특히 트럼프 1기 행정부 시절 미-중 무역갈등이 부각되었던 만큼 향후 중국 경기 우려 부각. 이에 중국 수요 비중이 높은 산업금속은 트럼프 당선 직후, 4월 상호관세 발표 직후 가격이 급락하는 등 관련 소식에 민감한 움직임
- ▶ 트럼프 미 대통령의 무역정책은 미 연준의 통화정책에도 영향. 미 연준은 관세 여파로 인플레 압력이 높아질 수 있다는 점을 언급하며 추가 금리 인하에 신중할 것이라는 점을 시사. 이에 미 경기 둔화 우려도 함께 높아짐
- ▶ 주요국 경기에 대한 불안은 금융시장 내 투자심리 위축으로 연결. 이에 안전자산 수요 부각되며 원자재 시장 내 금 강세 지속

S&P GSCI 섹터별 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주요 상품가격 연초대비 변화(YTD)



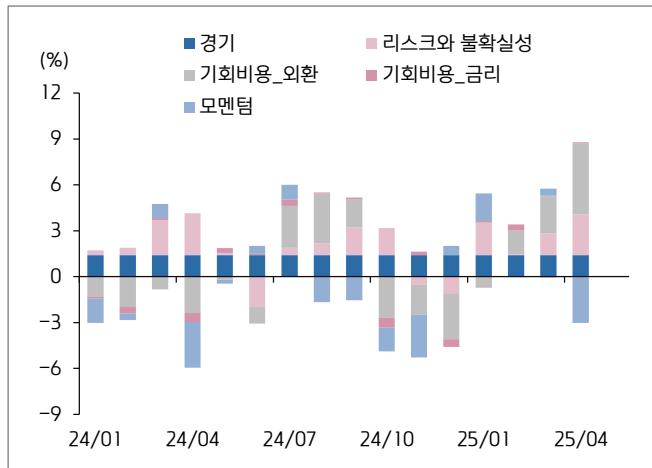
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

03.

금, 안전자산 수요와 우호적인 금융여건 속 강세

- ▶ 미 연준의 추가 금리 인하 시점에 대한 불확실성은 높아졌으나, 금 가격 상승 지속. 이는 ①안전자산 수요, ②달러 약세에서 기인
- ▶ 금에 대한 안전자산 수요는 러-우 전쟁('22), 이스라엘-하마스 전쟁('23) 등 지정학적 리스크 속 꾸준히 유입
이런 가운데 발생한 미 경기 우려는 안전자산 수요를 새롭게 자극
 - 트럼프 미 대통령은 취임 직후 러-우 종전을 추진할 것으로 발표했으나 아직 뚜렷한 성과 부재
- ▶ 미국 경기 부담은 달러 약세에도 영향. 이에 미 연준의 금리 인하 중단에도 달러가 연초 가파른 약세를 보이며
금에 우호적인 여건 형성

금 가격 변동 요인 분해



자료: World Gold Council, 키움증권 리서치센터

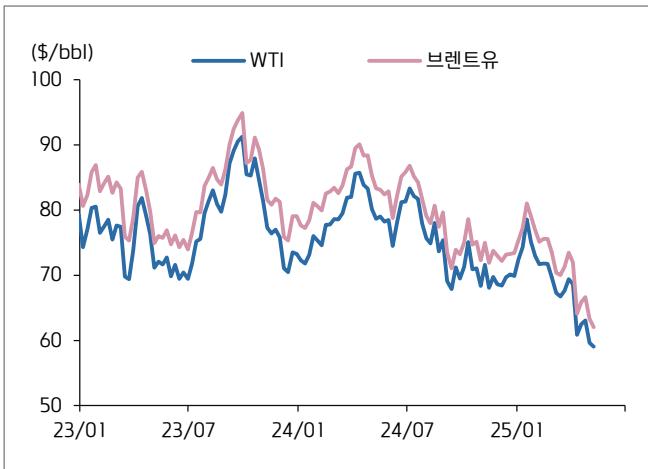
금과 달러인덱스



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

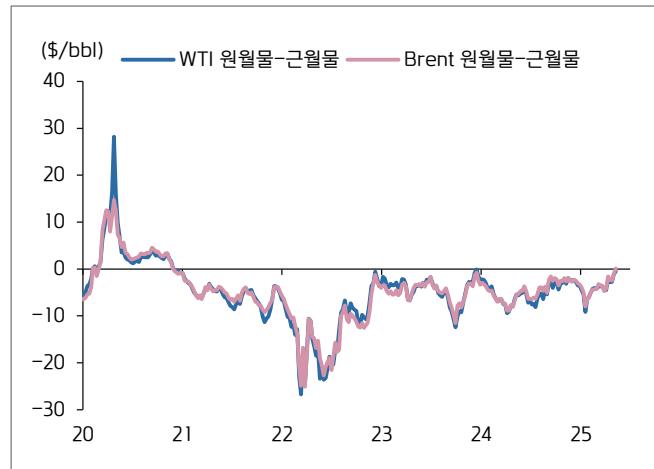
- ▶ 2025년 초 강세를 보인 국제유가는 1월 이후 빠르게 하락하며 하락 전환. 이후 WTI는 배럴당 \$60 내외 등락
 - 현재 유가 수준은 러시아-우크라이나 전쟁 이전보다 낮음
- ▶ 연초 원유시장은 초과수요 우려가 우세했으나 트럼프 미 대통령 취임 이후 과잉공급 가능성 확대
 - 원유시장의 인식이 변화한 배경으로는 주요국 경기 우려와 공급 증가 전망을 들 수 있음
 - 트럼프 행정부의 친화석연료 정책을 기반한 미국 산유량 증가 기대와 OPEC+의 감산 축소가 공급 전망에 영향
 - 특히 수요 불안이 높아진 구간인 만큼 향후 공급 증가 전망이 유가에 미치는 영향 강화. 코로나19 이후 백워데이션을 유지했던 원유 선물의 기간 구조는 최근 콘탱고로 전환되기도 함

최근 WTI와 브렌트유 가격



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

WTI, 브렌트유 원월물-근월물 스프레드



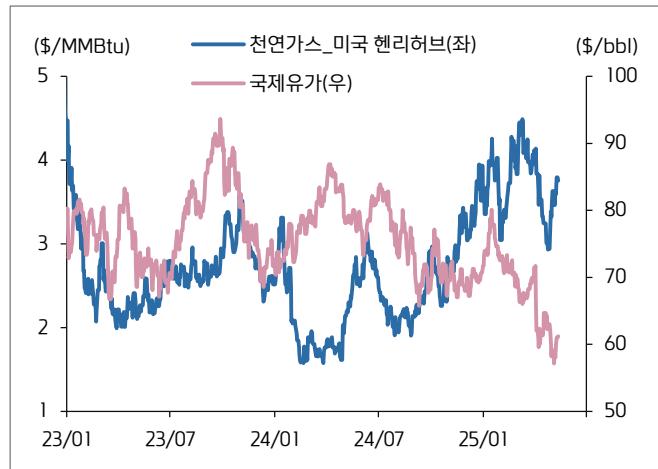
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

05.

천연가스, 계절 수요 종료 속 상승폭 축소

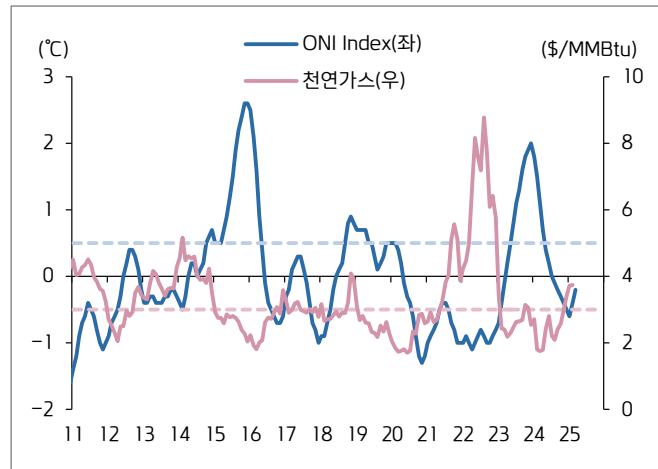
- ▶ 천연가스는 겨울철 난방 수요가 종료되며 연초 급등했던 부분들을 되돌렸으나, 원유 대비 낙폭은 제한적
 - 연초 천연가스 강세는 라니婁 발생에 따른 한파 가능성이 언급되며 겨울철 연료 수요 기대 부각되는 가운데 러시아산 가스 공급 중단이 발생했기 때문
- ▶ 일부 지역의 타이트한 재고 여건과 여름철 냉방 수요를 앞두고 있다는 점이 낙폭 제한에 영향을 준 것으로 판단

국제유가와 천연가스 가격 추이



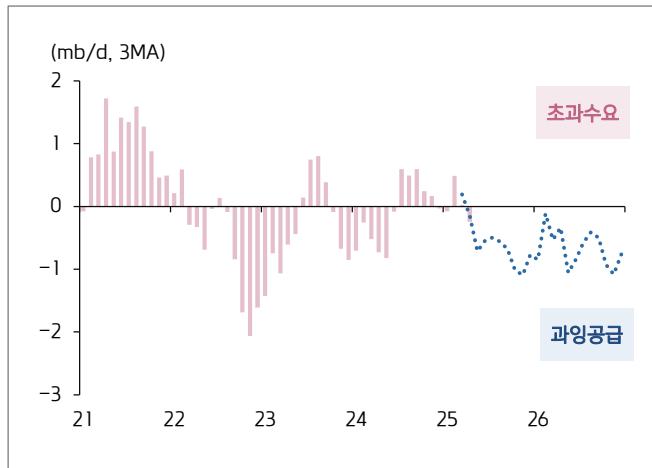
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

천연가스 가격과 ONI Index

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 엘니뇨(ONI>0.5), 라니婁(ONI<-0.5)

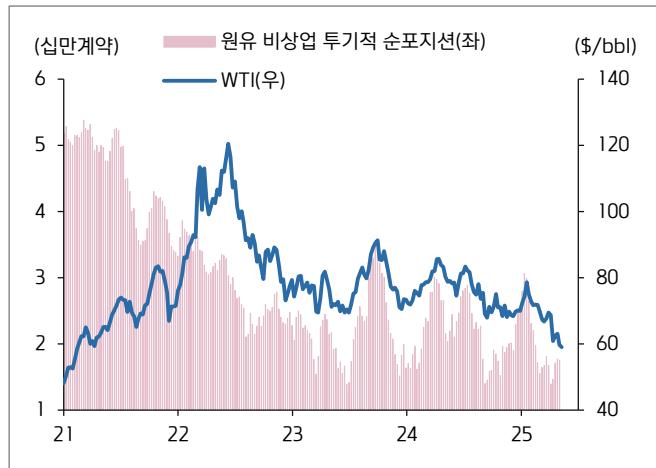
- ▶ 미국 에너지정보청(EIA)은 2025년 하반기 원유시장이 초과수요에서 과잉공급으로 전환될 것으로 전망 그러나 이는 지난해 하반기부터 언급되어온 부분인 만큼 새로운 소식은 아니라는 점에 주목
- ▶ 특히 1분기 중 원유 재고 감소에도 유가가 가파르게 하락한 점을 감안하면, 과잉공급 이슈는 현 유가에 이미 반영된 것으로 판단
- ▶ 이에 하반기 중 유가가 상반기와 같은 급락세를 재현할 가능성은 낮아 보이며 유가는 2분기를 지나며 점차 반등 예상. 다만 최근 반등 폭은 OPEC+의 증산 등으로 최근 급락을 일부 되돌리는 정도에 그칠 것으로 보임 (WTI 기준 \$55~\$75)

글로벌 원유 수요-공급 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

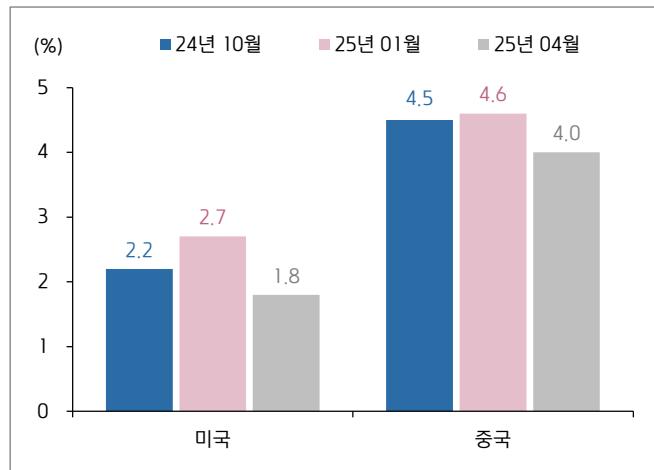
국제유가와 비상업 순매수 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

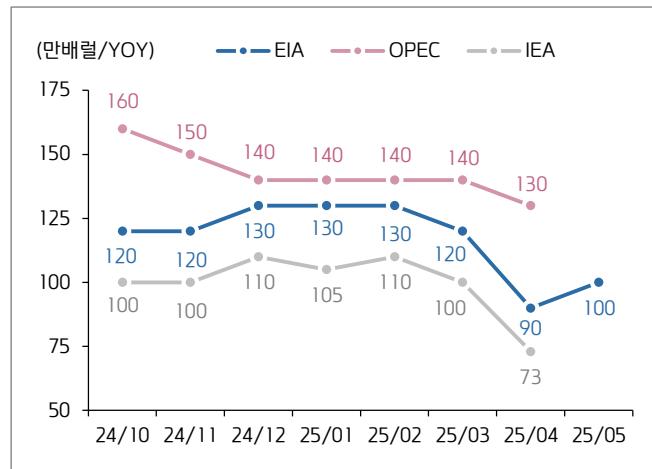
- ▶ 무역분쟁 우려는 주요국 경제성장을 하향 조정으로 연결. 이는 주요 에너지기관이 2025년 글로벌 원유 수요 증가 전망치를 꾸준히 하향 조정하는 배경으로 작용
 - 국제에너지기구(IEA)와 EIA는 2025년 일평균 원유 수요 증가 전망치를 2025년 1월 각각 130만 배럴, 105만 배럴에서 2025년 4월 90만 배럴, 73만 배럴로 하향
- ▶ 그러나 무역분쟁 이슈가 수요 전망에 미치는 영향은 점차 진정될 것으로 기대. 트럼프 미 대통령이 관세 부과 이후 무역협상을 진행하는 패턴을 반복하고 있기 때문
 - 최근 미국과 영국이 무역 협상을 타결했고, 미국과 중국이 보복 관세 유예에 합의한 점도 이를 뒷받침
 - 또한 EIA가 5월 발표한 2025년 글로벌 원유 수요 증가 전망치 변화를 살펴보면, 추가 하향 조정 부재

중국과 미국의 2025년 경제성장을 전망치 변화



자료: IMF, 키움증권 리서치센터

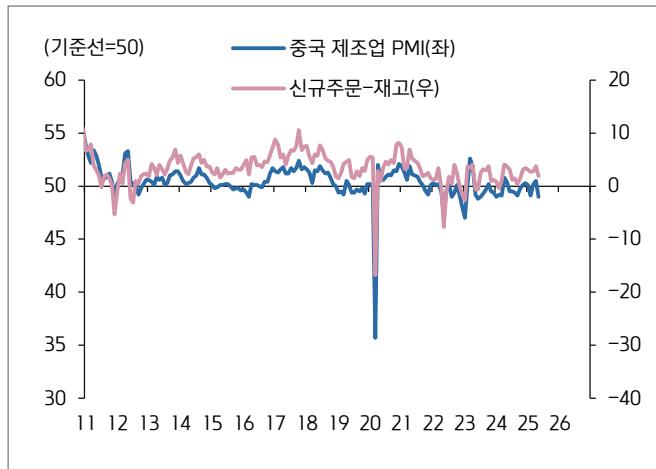
주요 에너지기관별 '25년 글로벌 원유 수요 증가 전망 변화



자료: EIA, OPEC, IEA, 키움증권 리서치센터

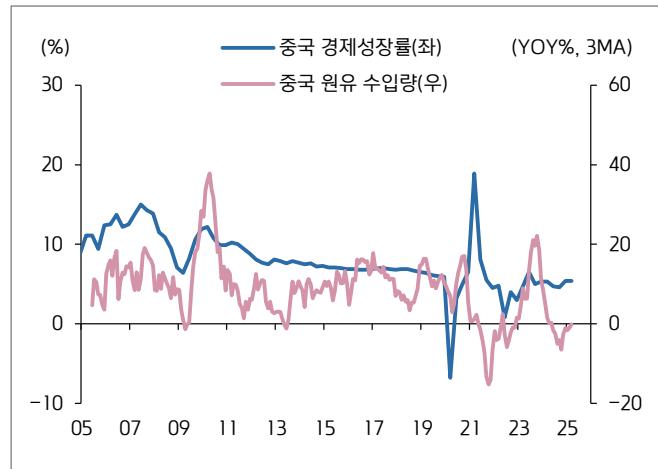
- ▶ 물론 최근 발표된 중국의 4월 제조업 PMI는 기준선(50)을 하회하며 무역 분쟁 여파를 반영한 것으로 보임
- ▶ 그러나 트럼프 행정부의 관세 정책 관련 잡음이 일시적으로 진정된 만큼 향후 유가는 미국과 중국의 경제 지표에 더 민감하게 반응할 것으로 예상. 만약 경제지표가 크게 위축되지 않는다면 높아진 수요 불안 완화 기대
- ▶ 최근 발표된 2025년 1분기 중국 경제성장률은 5.4%로 전분기 성장률을 상회. 해당 지표는 미-중 갈등이 고조되기 전의 경제 상황을 반영한 것이나, 1분기 양호한 경제성장률을 통해 중국 정부의 부양책 시행 및 효과를 확인했다는 점에서 중국발 원유 수요 부진 우려가 추가로 확대되지 않을 것으로 예상

중국 제조업 PMI와 신규주문-재고 스프레드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

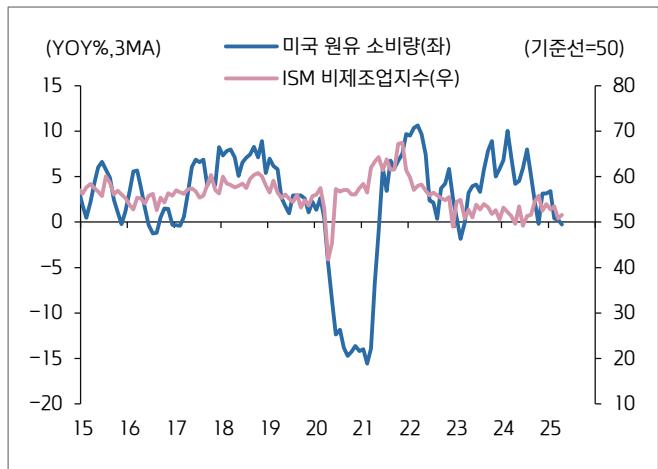
중국 원유 수입량과 중국 경제성장률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

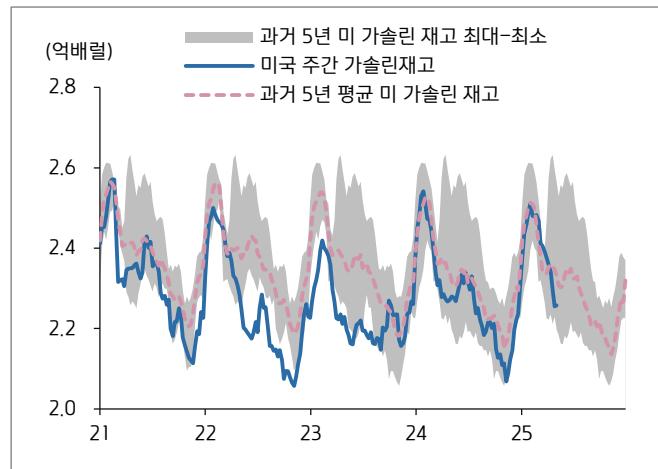
- ▶ 미국 또한 관세 여파로 경기 우려가 높아진 가운데 지난해 하반기부터 체감경제지표도 둔화되는 흐름 동기간 미국 원유 소비 증가세도 완만해지는 흐름을 보임
- ▶ 그러나, ISM 비제조업지수는 여전히 기준선(50)을 상회하고 있고, 최근 발표된 수치는 시장 예상을 상회 이는 우려보다는 경기 여건이 나쁘지 않다는 것을 시사
- ▶ 또한 가솔린 재고가 여전히 5년 평균 수준을 하회하는 만큼, 석유제품에 대한 견조한 수요는 이어지고 있는 것으로 판단. 미국의 경우 5월 말 드라이빙 시즌이 시작되는 만큼 이동거리 증가에 따른 가솔린 재고 추가 감소 가능성 상존

미국 ISM 비제조업지수와 미국 원유 소비 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 가솔린 재고 추이

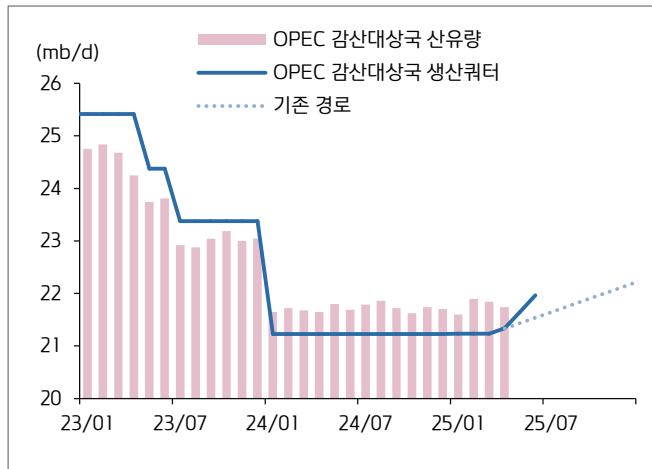


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

10. OPEC+ 증산 규모 상향, 점유율 경쟁을 시작하나?

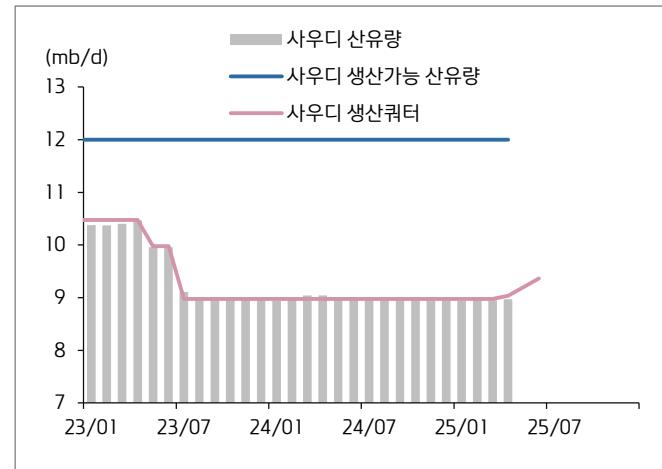
- ▶ 무역이슈 진정과 중국 부양책 등을 감안하면 하반기 중 상반기보다 높은 수요 불안이 발생하지는 않을 것으로 예상. 이는 하반기 유가의 하방 리스크를 약화시켜주는 요인인 만큼 하반기 유가 반등 기대
- ▶ 유가 반등폭은 공급 여건에 따라 달라질 것으로 예상. 최근 OPEC+가 증산을 시작한 점이 유가 반등폭을 제한 할 것으로 전망. 특히 OPEC+는 4월 감산 규모 축소를 시작한 후 5월, 6월 증산 규모를 상향 조정하자 사우디가 점유율 경쟁을 시작했다는 시각 우세
- ▶ 그러나 사우디의 생산 여력을 감안했을 때, 단계적 증산 기조를 유지하고 있다는 점에서 증산 규모 상향을 점유율 경쟁으로 보기는 어려운 것으로 판단
 - 최근 사우디가 아시아향 원유 수출 프리미엄을 3개월 연속 낮춘 상황이나 과거에도 2분기 중에는 이러한 흐름을 보여옴

OPEC 감산대상국 산유량과 생산쿼터 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

사우디 산유량과 생산쿼터 및 생산 가능 산유량

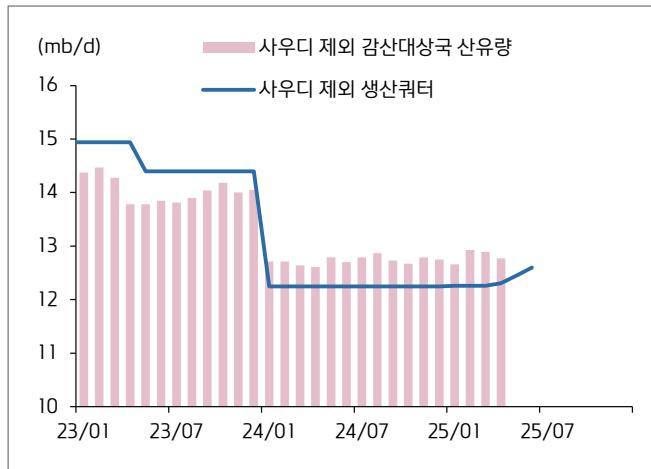


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

감산 협력 지속 여부가 하반기 유가의 변수가 될 수 있겠지만…

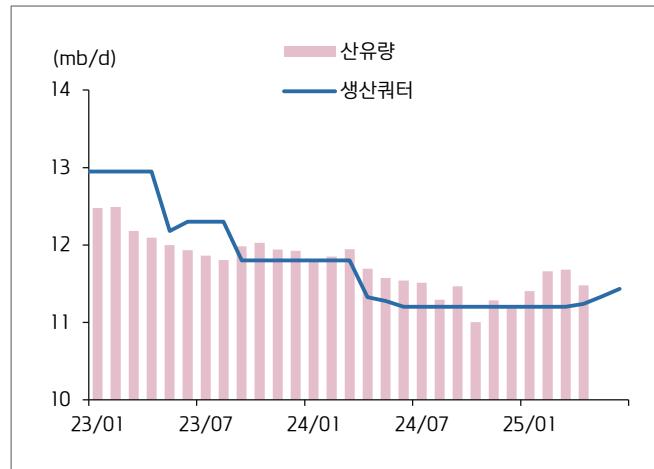
- ▶ 물론 OPEC+의 감산이 유가 상승으로 연결되지 못하고 감산 기간도 길어지면서 주요 산유국의 감산 참여는 이전보다 약화된 것이 사실. 이에 감산 협력 지속 가능성을 두고 잡음이 발생할 가능성은 열어둘 필요
 - 사우디는 꾸준히 모든 산유국의 감산 참여를 강조해온 만큼 일부 산유국의 불성실한 감산 참여에 불편함을 표할 수 있음
- ▶ 그러나, 이라크 등 일부 감산 미준수 산유국은 보상감산안을 발표했고 최근 산유량도 3개월 연속 줄어들고 있다는 점을 고려했을 때 감산 협력 지속에 무게
 - 더욱이 현재 사우디만큼 대규모 증산이 가능한 산유국 부재. 일부 산유국의 감산 미준수가 유가에 미치는 영향은 단기로 그칠 가능성이 높아 보임

사우디를 제외한 OPEC 감산대상국 산유량 및 생산쿼터



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

카자흐스탄, 오만, 러시아 산유량 및 생산쿼터



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

12. 사우디, 감산 장기화 속 Vision 2030 속도 조절

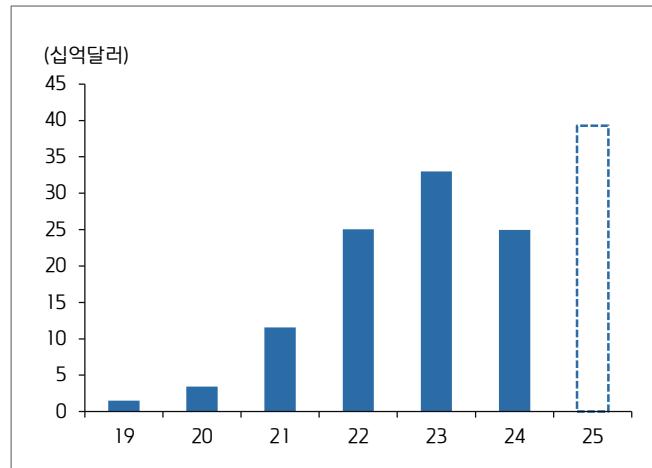
- ▶ 또한 사우디가 대규모 증산을 진행하기도 부담. 사우디는 생산 비용이 낮지만, 높은 석유 의존도, 기가 프로젝트(Giga Project) 진행 등을 감안했을 때 재정 균형을 유지하기 위한 유가가 높기 때문
 - 지난해 기가프로젝트 발주 금액을 낮추는 등 Vision 2030 관련 프로젝트 추진 속도를 조절하면서 사우디 재정 균형 유가도 하향 조정
- ▶ 코로나19와 달리 대규모 과잉공급을 받아줄 수 있는 수요처 부재. 이는 대규모 증산을 통한 점유율 경쟁 이후 유가 반등에 긴 시간이 소요될 수 있음을 시사. 따라서 사우디는 단계적 증산 기조를 유지할 것으로 예상

브렌트유와 사우디 재정균형 유가



자료: Bloomberg, IMF, 키움증권 리서치센터

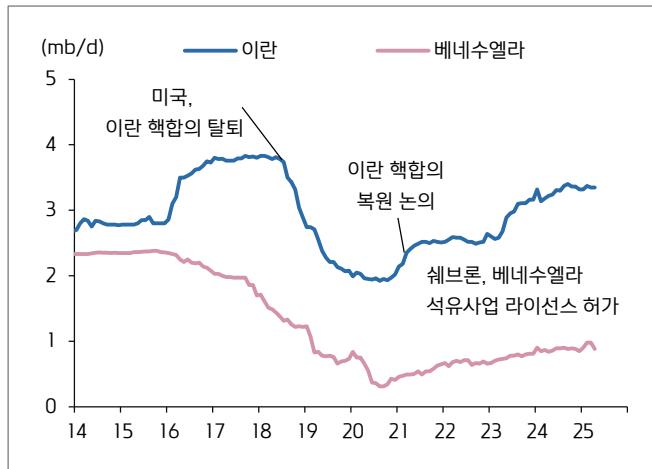
사우디 기가프로젝트 발주금액



자료: KOTRA, 키움증권 리서치센터

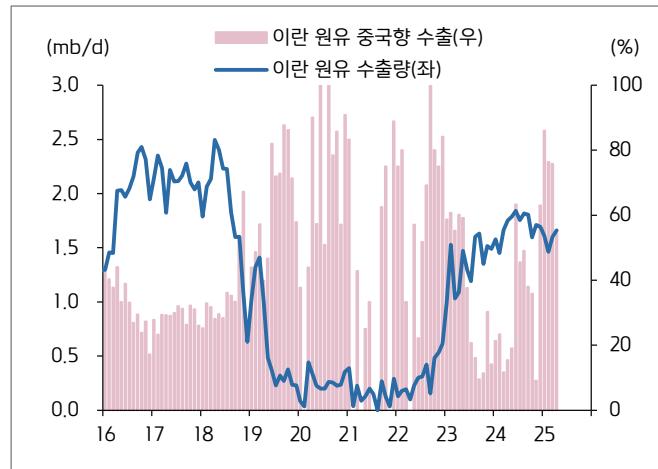
- ▶ 또한 이란과 베네수엘라 생산 감소 가능성도 배제하기 어려운 상황. 미국과 이란이 핵합의를 진행하고 있지만, 동시에 미국은 이란산 원유를 수입하거나 거래에 참여한 국가에 대한 제재 부과
 - 이란산 원유를 수입하는 주요 주체는 중국. 중국이 제재 이슈로 이란산 원유를 대체하기 시작한다면 공급 여건이 이전보다 타이트해질 것으로 보임
- ▶ 또한 바이든 행정부 하에서 베네수엘라 석유 사업 라이선스를 부과 받은 쉐브론은 5월 중 라이선스 만료를 앞두고 있음. 쉐브론 철수 시 베네수엘라 산유량 감소 전망
 - 트럼프 미 대통령은 베네수엘라산 원유를 수입하는 국가에 대해 추가 관세를 부과할 것으로 발표

이란과 베네수엘라 산유량



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

이란의 원유 수출량 변화와 중국향 수출 비중

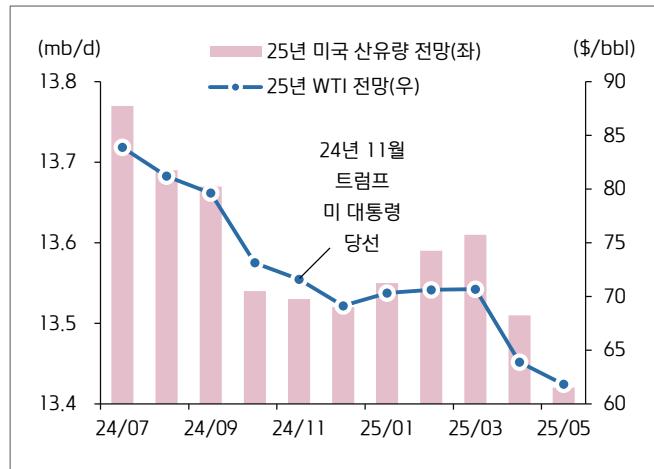


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

현재 유가 수준이 유지된다면, 미국 산유량 감소 불가피

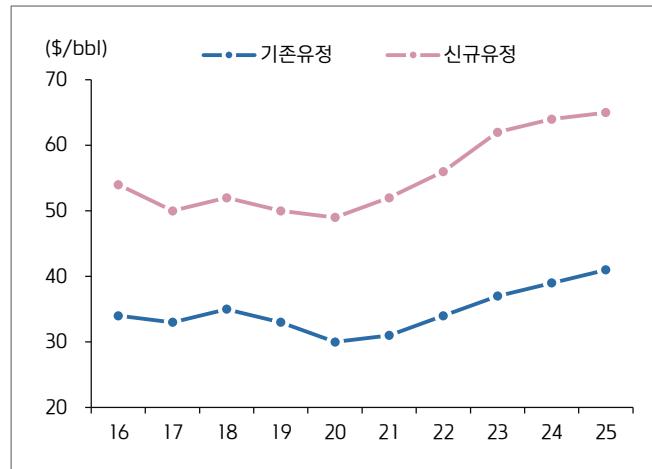
- ▶ 한편, EIA는 2025년 WTI 전망치를 큰 폭으로 하향 조정하면서 미국 산유량 전망치도 낮추는 모습
- ▶ 댈러스연은에 따르면, 2025년 기존유정 및 신규유정 운영 비용을 감당할 수 있는 유가는 각각 \$31, \$65
- ▶ 특히, 유정 운영 비용이 꾸준히 올라가고 있다는 점을 감안, 수요 불확실성 속 하방 압력이 높은 구간에서
에너지 기업이 생산에 적극적으로 참여할 유인은 부재
 - 댈러스연은 관할 지역의 에너지 탐사 및 생산 기업은 유가가 배럴당 \$50 선으로 내려온다면 미국의 석유 생산량이
빠르게 감소할 것으로 전망

EIA의 WTI 및 미국 산유량 전망치 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

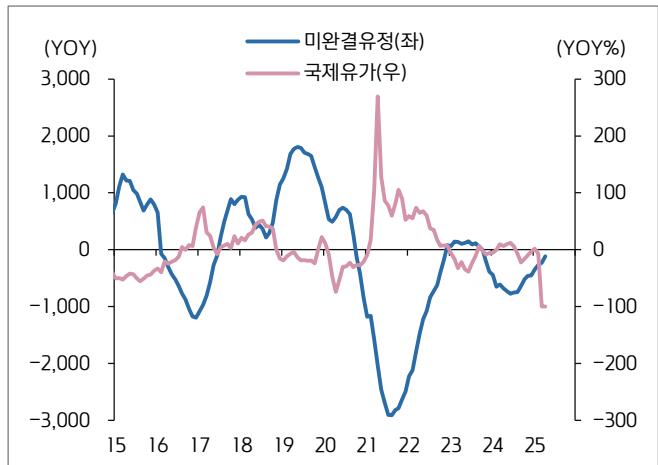
유정 운영 비용을 감당할 수 있는 유가 수준



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

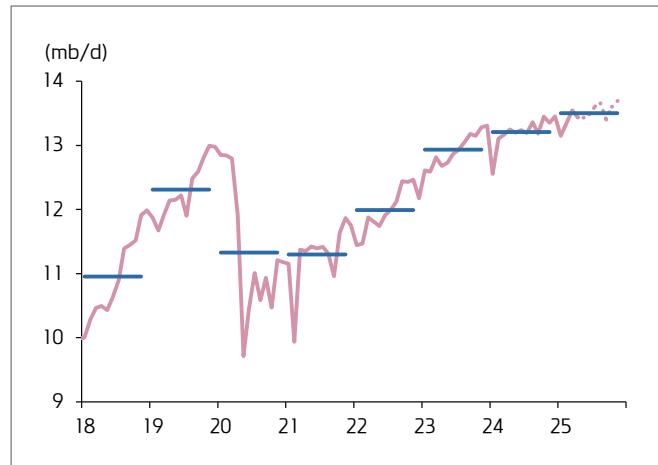
- ▶ 미국의 원유 생산 관련 선행지표도 EIA의 전망을 뒷받침. 미완결유정 감소세가 둔화되며 최근 미완결유정의 수 증가. 이는 미국 산유량도 속도 조절에 들어갔다는 것을 의미
 - 코로나19 이후 미국 생산 증가는 미완결유정의 완결을 통해 진행. 이에 2021년~2022년 사이 미완결유정의 수는 크게 감소했으며, 이와 함께 미국 산유량도 꾸준히 증가
 - 그러나, 지난해 말부터 미완결유정 감소 속도가 느려지기 시작했으며 미국 산유량 증가세도 점차 완만해지는 모습
- ▶ 따라서 유가가 현재 수준을 유지하는 경우 오히려 미국 산유량 감소로 연결될 수 있음

국제유가와 미완결유정 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 산유량 추이 및 전망

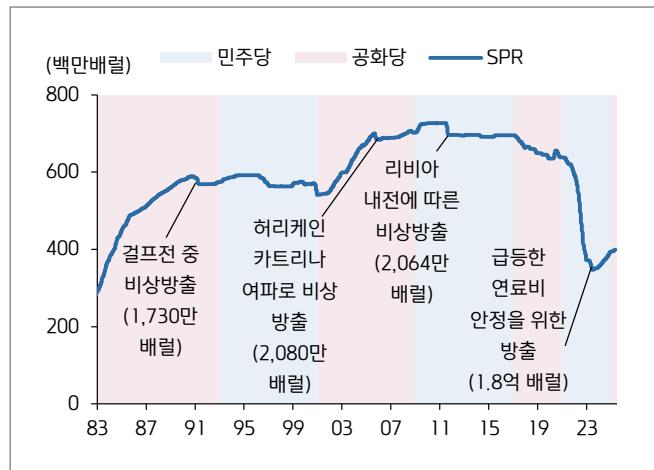


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

16. 하반기 국제유가, 수요 불안 완화 속 반등 예상

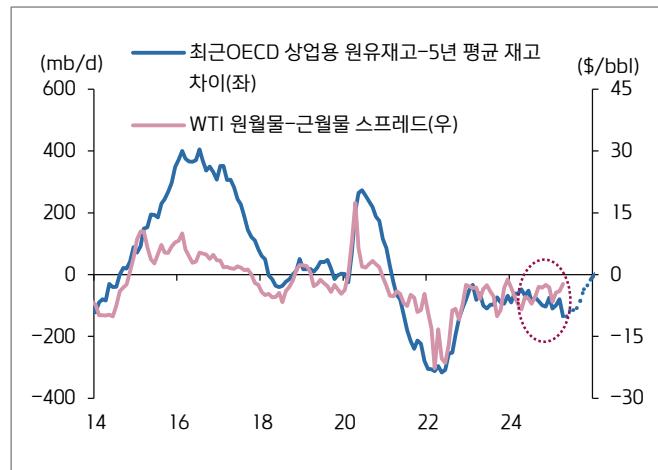
- ▶ 트럼프 미 대통령은 친화석연료 정책을 에너지 안보의 수단으로 강조. 만약 미국의 산유량이 낮은 유가로 줄어든다면 에너지 정책을 수행하는데 어려움으로 작용할 수 있음
- ▶ 더욱이 현재 OECD 상업용 원유재고는 여전히 5년 평균 수준을 하회하고 있다는 점을 감안, 원유시장 내 과잉 공급 우려는 과도했던 것으로 보임. 하반기 중 과도한 수요 불안 진정 시 유가 반등할 것으로 전망
 - OECD 상업용 원유재고와 5년 평균 OECD 상업용 원유재고간 캡은 상반기 중 확대. 그에 반해 WTI 원월물-근월물 스프레드는 축소되었기 때문

미국의 전략비축유 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

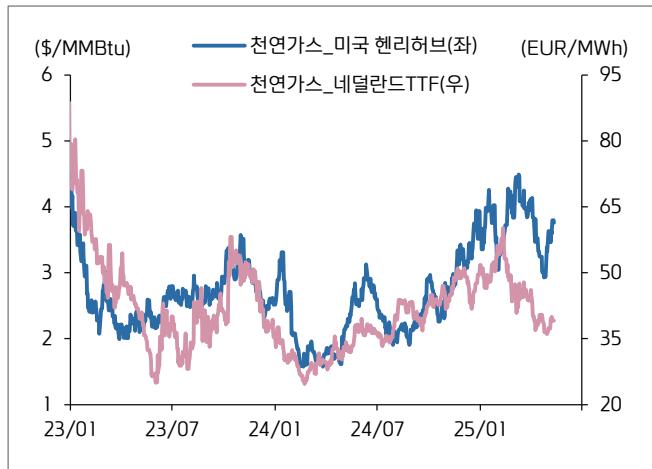
최근 OECD 상업용 원유재고 추이와 WTI 원월물-근월물



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

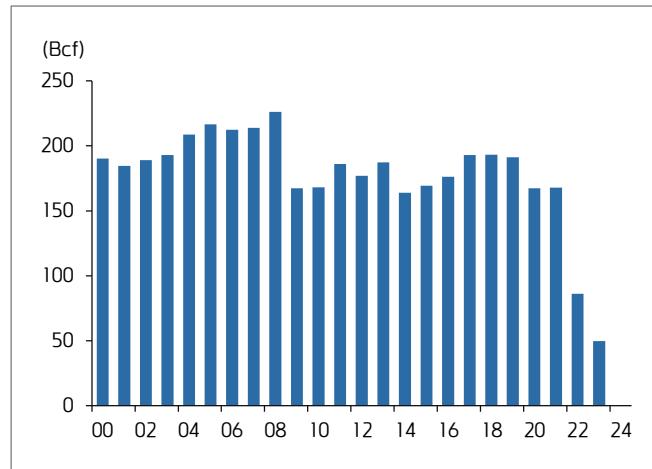
- ▶ 천연가스는 여름철 전력 소비, 겨울철 난방 소비 변화 영향을 모두 받는 만큼 계절 변화가 중요
EIA는 미국의 여름철 냉방일과 겨울철 난방일 모두 10년 평균 수준을 상회할 것으로 전망
- ▶ 라니냐는 소멸되었으나 러-우 휴전이나 종전 협상과 관련한 소식에 변화가 없다면, 하반기 천연가스 가격은 겨울철 수요 기대 속 하방보다 상방리스크가 우세할 것으로 예상
 - 최근 독일 정부가 가즈프롬과 수차례 회담을 가졌다라는 소식이 보도되면서 추후 러시아산 가스 공급 재개 가능성 언급되기도 했으나, 이는 러시아와 우크라이나 간 휴전 협상이 먼저 진행되어야 할 것으로 보임
 - 러-우 전쟁 발생 이후 유럽의 러시아산 천연가스 수입은 꾸준히 감소. 만약 러시아산 가스 공급이 재개되지 않더라도 관련 소식이 천연가스 가격에 미치는 영향은 크지 않을 것으로 예상

지역별 천연가스 가격 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

유럽의 러시아산 천연가스 수입 추이

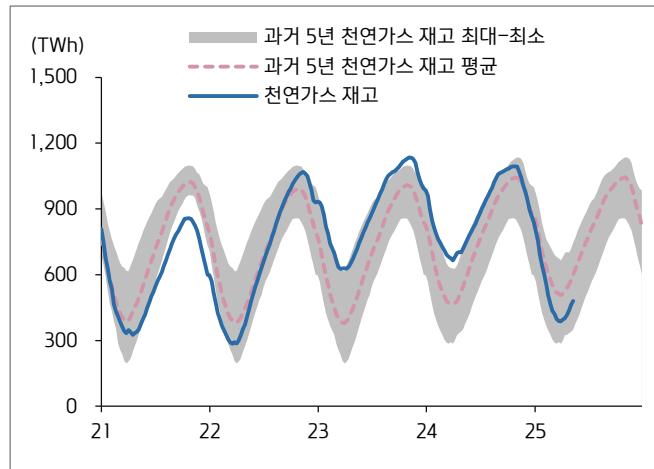


자료: BP, 키움증권 리서치센터

유럽, 5년 평균보다 낮은 천연가스 재고와 미국 LNG 수출

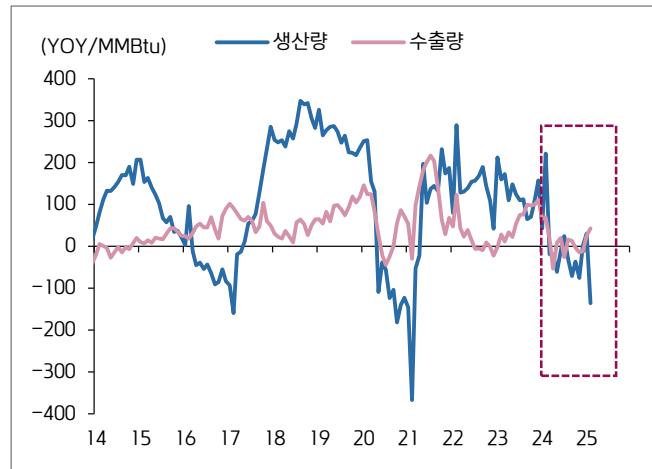
- ▶ 유럽은 러시아산 가스 수입 중단에도 안정적인 재고 여건 유지. 동기간 미국산 LNG 수입을 늘렸다는 점을 감안, 러시아산 LNG 대체 방안은 충분히 마련된 것으로 판단
 - 2022년, 2023년은 예년보다 겨울 기온이 높았다는 점도 안정적인 재고 조성에 영향을 주었을 것으로 보임
- ▶ 그러나 2024년 말부터 천연가스 재고가 5년 평균을 하회하는 등 이전보다 수급 여건이 타이트해진 모습
 - 이에 유럽지역의 천연가스 가격 상방 압력 높아질 수 있음
 - 2·3분기 중에도 재고가 5년 평균 수준을 하회한다면, 미국 천연가스와 대비 반등폭이 미미했던 유럽 천연가스 가격도 빠르게 반등할 가능성이 높음

유럽 천연가스 재고 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

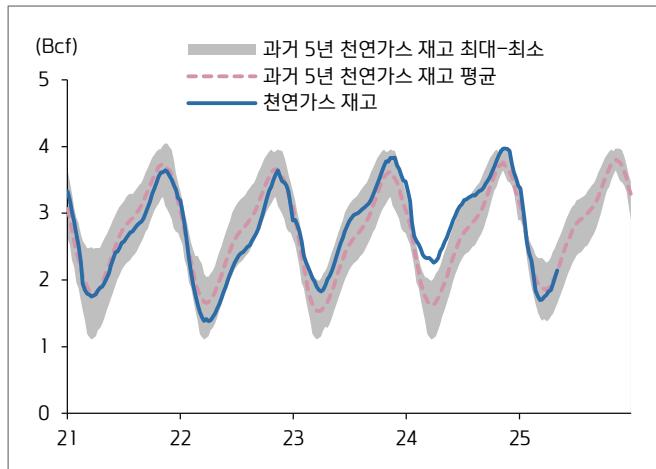
미국 천연가스 생산량과 수출량 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

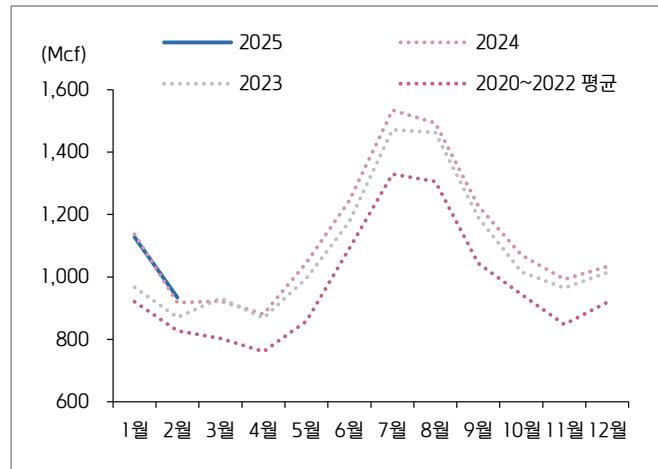
- ▶ 한편 미국의 경우 미국 내에서 천연가스 생산과 소비가 모두 가능한 만큼 현재 안정적인 재고 여건 유지 그러나, 트럼프 미 대통령의 천연가스 수출 증가 정책은 미국 내 타이트한 천연가스 수급 우려를 자극할 수 있음
 - 최근 미국의 천연가스 생산 증가세가 둔화되고 있는 반면 LNG 수출량은 늘어나고 있음
- ▶ 특히, 미국의 발전용 천연가스 소비는 매년 증가하고 있고 유럽이 안정적인 재고 확충에 나설 가능성도 상존 천연가스 재고가 계속해서 5년 평균 수준을 유지하는지 여부를 살펴볼 필요

미국 천연가스 재고



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 발전용 천연가스 월별 소비 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

20. 귀금속, 은보다 가파른 금 가격 상승세

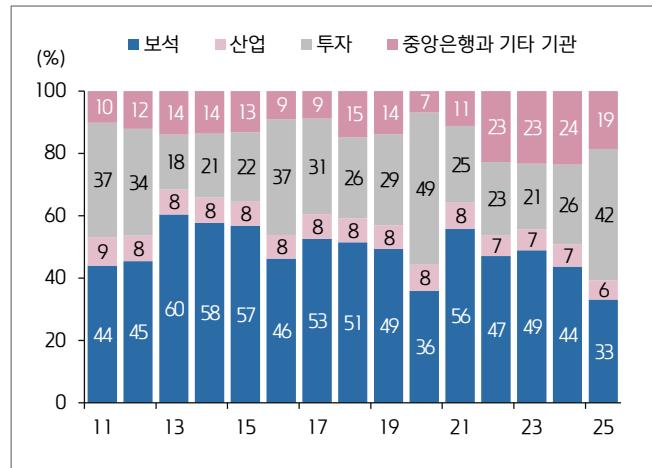
- ▶ 금은 2025년 상반기 중 상승 흐름 지속하며 온스당 3,500달러 선을 터치, 역사적 고점 기록
이에 은도 동반 상승했으나, 금보다는 부진한 흐름 보이며 금/은 비율 상승
 - 역사적으로 은은 금과 동행성을 강하게 보여온 만큼 최근 금 가격 급등으로 은에 대한 저평가 매력이 언급되기도 함
- ▶ 1분기 금 수요를 목적별로 나누어 살펴보면, 최근 투자 목적 금 수요가 급증한 것을 확인할 수 있음
 - 최근 3년간 금 수요에서 투자 수요가 차지하는 비중은 20%대였으나, 2025년 1분기 기준 42%
반면, 중앙은행 수요가 차지하는 비중은 19%로 줄어들었음

금과 금/은 비율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

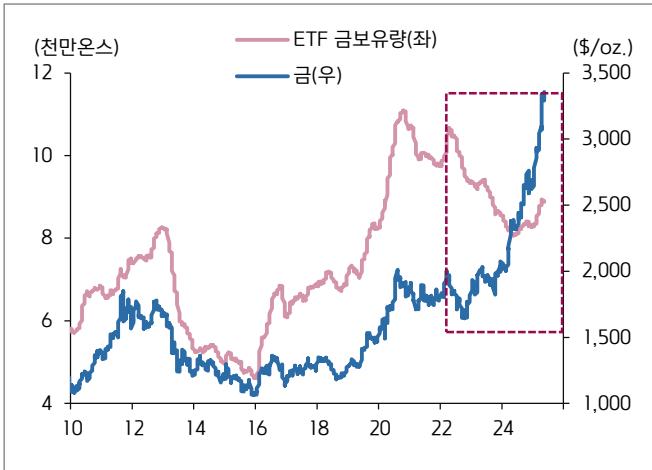
금의 목적별 수요 분해



자료: World Gold Council, 키움증권 리서치센터
주: 2025년은 1분기 수요 데이터 기준

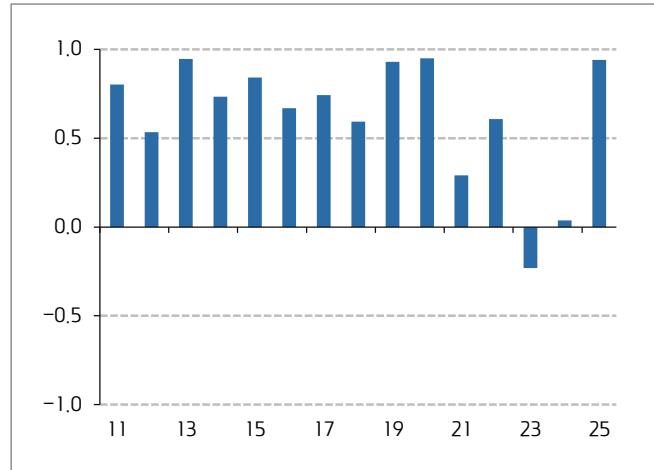
- ▶ 금의 목적별 투자수요 비중 변화와 금 가격과 금 ETF 금 보유량의 상관계수 변화를 통해 최근 금 가격 상승을 견인한 요인에 변화가 있다는 점을 확인할 수 있음
 - 2022년~2024년 중앙은행 및 기타기관이 금 수요에서 차지하는 비중은 10% 초반대에서 20% 이상으로 급증
 - 금과 금 ETF의 금 보유량 간 상관 계수는 일반적으로 상당히 높은 상관관계를 보이지만, 중앙은행 수요 비중이 높았던 기간에는 상관계수가 0에 가까웠음
- ▶ 따라서, 2022년~2024년 금 가격의 상승은 중앙은행의 금 매입에서 기인했으나, 최근 금 가격 상승은 ETF 등 금 관련 투자상품 수요 증가가 영향을 준 것으로 판단

ETF 금 보유량과 금 가격 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

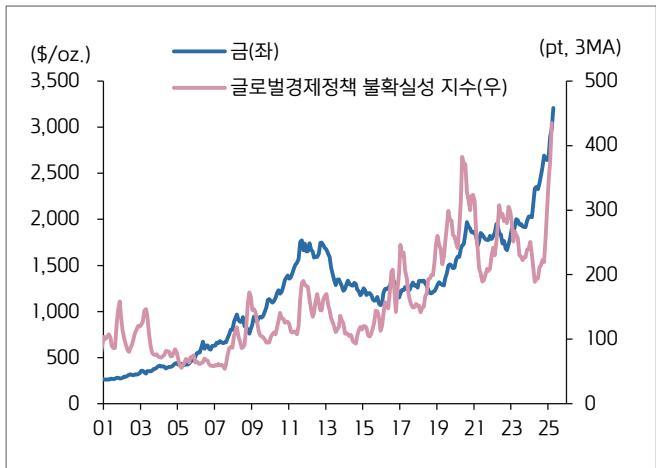
금과 금 ETF 금 보유량 간 상관계수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

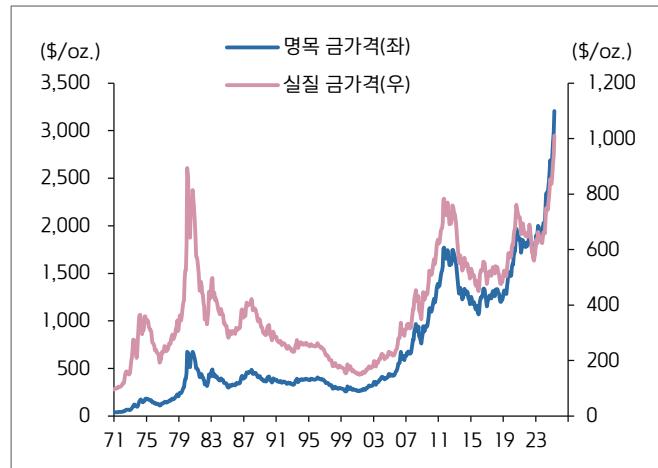
- ▶ 이는 연초 트럼프 미 대통령의 관세 이슈로 금융시장 내 투자심리가 위축되었기 때문. 금융시장에서 금은 안전 자산이라는 인식이 강한 가운데 최근 견조한 상승세를 보인 점이 ETF 등을 통한 금 투자를 자극한 것으로 보임
- ▶ ETF를 통한 투자의 경우 투자심리가 회복된다면 빠르게 이탈할 가능성 상존. 이런 가운데 최근 미국과 중국이 무역협상을 진행하며 연초보다 불확실성 완화된 만큼 차익실현 매물 출회될 수 있을 것으로 예상
 - 현재 금은 실질 가격 기준으로도 역사적 고점을 기록, 가격부담이 높은 상황
- ▶ 그러나 과거(2011년, 2020년)와 달리 금 가격의 상승이 금 관련 투자 상품 수요의 강한 유입만으로 금 강세가 발생하지 않았던 만큼, 단기 조정 이후 상승 흐름은 지속될 것으로 전망

금과 글로벌 경제정책 불확실성 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

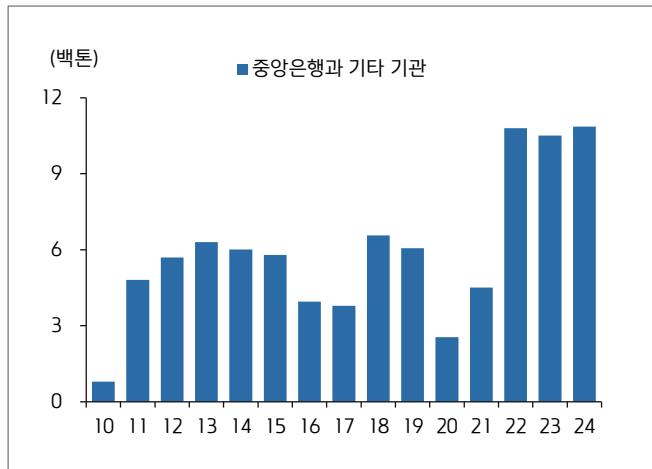
금의 명목 가격과 실질 가격



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

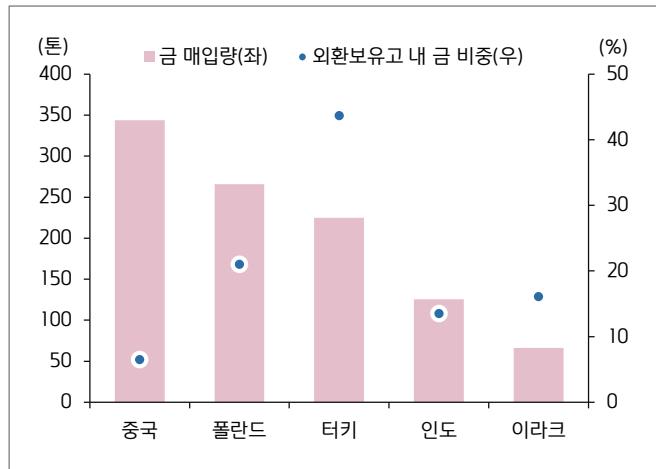
- ▶ 탈세계화 트렌드 하에서 중앙은행의 금 매입 기조는 유지될 가능성이 높고 중앙은행이 금을 매도할 유인 부재
 - 중국 인민은행의 경우 대규모 금 매입 지속에도 여전히 금 보유 비중이 6%에 불과
- ▶ 다만, 2022년부터 중앙은행의 대규모 금 매입이 진행, 가파른 금 가격 상승 등으로 중앙은행의 금 매입 규모가 이전보다 줄어들 가능성도 열어둘 필요
 - 2025년 1분기 중앙은행의 금 매입량은 243.7톤으로 전분기(365.1톤), 전년동기(309.9톤)보다 낮은 수준
 - 중국은 2024년 2분기 금 가격 상승 등을 이유로 금 매입을 중단하기도 했으며 폴란드의 경우 외환보유고 내 금 비중을 20%까지 늘리는 것이 목표였던 가운데 최근 이를 달성
- ▶ 따라서 하반기 금 가격의 상승폭은 상반기보다는 완만하게 진행될 것으로 예상

중앙은행 금 매입량 추이



자료: World Gold Council, 키움증권 리서치센터
주: 2025년은 1분기 수요 데이터 기준

1Q22~1Q25 중앙은행 금 매입 상위 5개국 매입량과 비중

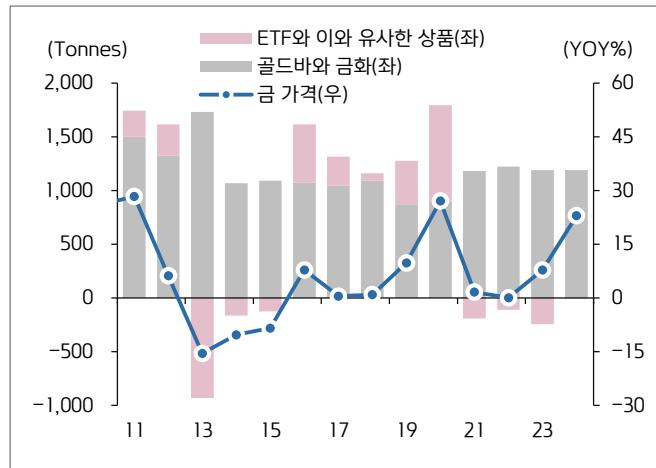


자료: World Gold Council, 키움증권 리서치센터

24. 금 실물 수요, 계절성 존재하지만…

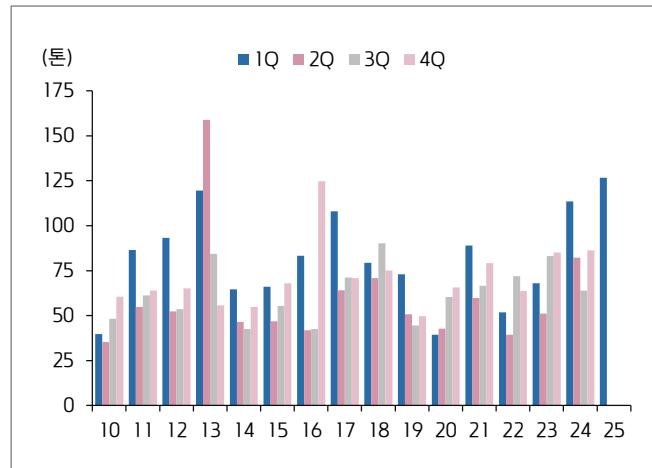
- ▶ 또한 ETF를 활용한 금 투자 수요가 부진했던 기간에도 골드바, 금화 수요는 꾸준히 유입
- ▶ 실물 금 수요는 계절성을 가지고 있는 만큼 2,3분기 중 수요가 강하게 유입되기는 어려울 것으로 전망하나, 실물 수요는 가격에 비탄력적인 만큼 차익실현이 빠르게 발생하기도 어려울 가능성이 높음
- ▶ 이를 정리해보면, 금에 대한 수요 동향을 고려했을 때 금은 투자심리 개선, 차익실현 매물 출회 가능성 등으로 2분기 중 추가 상승은 다소 어려울 것으로 전망. 이에 하반기 초 금 조정 가능성은 열어두나 금 매입을 주도했던 주체들이 금을 매도하는 주체로 전환될 가능성은 낮아 보이는 만큼 금 가격 상승 추세는 지속될 것으로 예상

투자목적 금 수요와 금 가격 추이



자료: World Gold Council, 키움증권 리서치센터

중국 골드바 및 금화 분기별 매수량

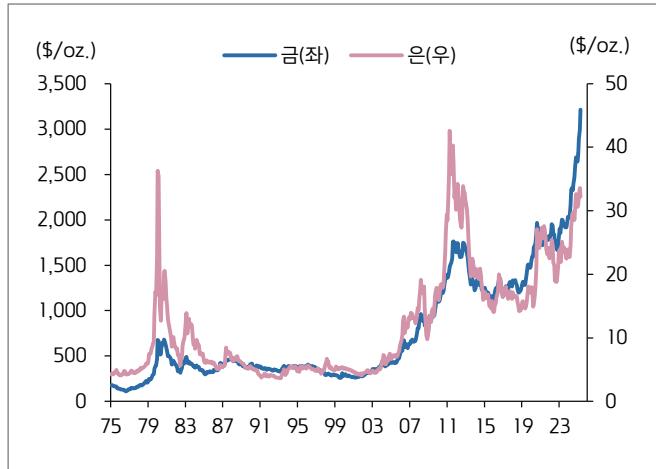


자료: World Gold Council, 키움증권 리서치센터

25. 은, 저평가 구간일까?

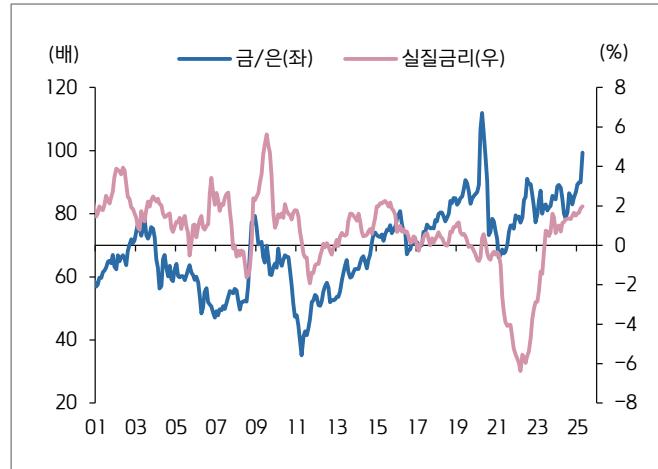
- ▶ 금의 상승 흐름이 이어진다면 은에 대한 관심도 함께 높아질 수 있음. 이에 은도 하반기 중 상승 흐름 보일 것으로 전망하지만, 계속해서 금이 중앙은행 등의 수요를 기반으로 상승한다면 은보다 가파른 상승 흐름도 이어질 것으로 예상
 - 이 경우 은 가격이 금 대비 크게 저평가 되었다고 보기는 어려운 측면 존재
- ▶ 물론 미 연준이 연내 추가 금리 인하를 진행할 것으로 보이지만 과거와 같은 저금리를 의미하지 않을 가능성도 높음. 이에 실질금리의 가파른 하락을 기대하기는 다소 어려워 보임
 - 과거 금 대비 은의 가파른 상승은 미 연준의 통화 완화 정책 하에서 발생. 이에, 은에 대한 투자는 미 연준의 금리 인하 관련 불확실성이 완화되는 구간에서 단기적으로 접근할 필요

금과 은 가격 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 실질금리와 금/은 비율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 실질금리=미국 10년물 국채금리-미국 소비자물가 상승률

VII. FX: 환율의 기로, 순환과 구조의 충돌



01. 하반기 외환 시장 체크 포인트

미국 달러화 :
추세적 약세 전환인가?

✓ 미국 달러화: 연간 완만한 U 자형 흐름 전망

- 미국 달러화는 연준의 완화적 통화정책과 경기둔화에 따라 2~3분기 동안 약세 흐름이 예상
- 4분기 들어 관세 정책 불확실성의 해소와 경기 우려 완화에 따라, 달러화는 반등하는 U자형 흐름을 보일 것으로 전망

원화 가치 :
저평가 인가,
구조적 변화인가?

✓ 달러/원 환율 경로: 1,300원대 중반 → 1,400원대 반등

- 달러 약세에 연동되어, 2~3분기 중 달러/원 환율은 1,300원 중반대까지 완만하게 하락 전망
- 하반기 중반 이후 미국 자산으로의 자금 유입 재개 등에 따라, 달러/원 환율은 1,400원대 수준으로 반등할 것으로 예상

엔화 가치 :
엔캐리 트레이드 청산
압력, 현실화될 것인가?

✓ 달러/엔 환율: 제한적 강세 흐름 지속

- 엔화는 점진적인 강세 전환이 예상되지만, 그 속도는 제한적일 것으로 전망
- 엔캐리 트레이드는 단기적으로 금리 변화와 환율 변동성 확대에 따라 청산 압력이 높아질 수 있으나, 구조적으로는 여전히 제한적인 수준에 머물 가능성

아시아 통화 절상 ,
위기의 신호인가?

✓ 아시아 통화 절상: 시장 우려 vs. 현실 평가

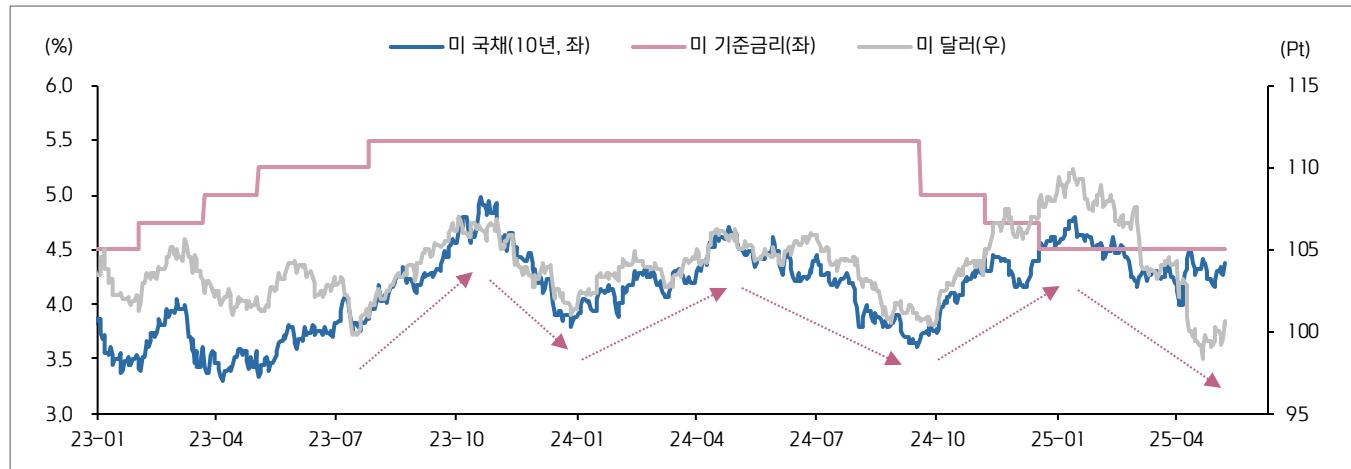
- 달러 약세 및 금리 전환 국면에 대한 정상적 반응으로 풀이
- 수출 부담 우려에도 불구하고, 내수 기반과 정책 여력을 고려할 때 아시아 통화 강세가 위기로 전이될 가능성은 제한적

02.

미국 경기 둔화 속 달러 흐름, U자형 경로 예상

- ▶ 미국 달러화는 연준의 완화적 통화정책과 경기 둔화에 따라 2~3분기에는 약세 흐름을 보이다가, 4분기 들어 관세 정책 불확실성 해소와 경기 우려 완화에 힘입어 반등하며 U자형 경로를 형성할 것으로 예상
 - 미국 경제는 침체에 빠지기보다는 성장 둔화 국면에 머물 것으로 전망되며, 하반기 후반에는 기업의 투자 사이클 회복을 중심으로 경기가 점진적으로 개선될 것으로 예상
 - 연준의 정책금리 인하는 경기 하방 리스크에 대응한 보험적 조치로 3분기 중 두 차례의 인하가 단행될 것으로 전망

미국 기준금리와 국채금리(10년), 달러인덱스



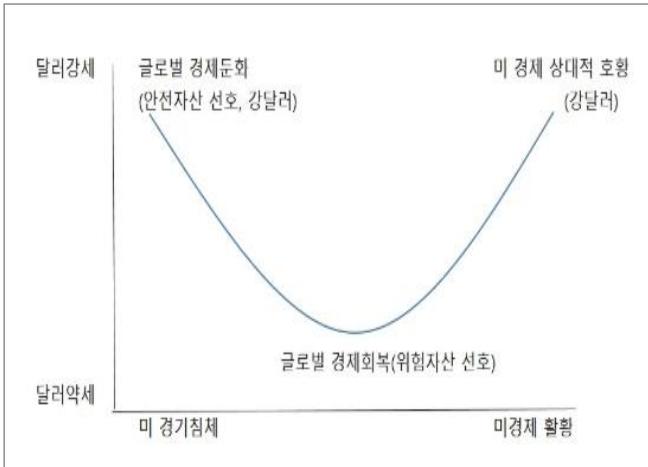
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

03.

성장 둔화와 스마일 이론이 가리키는 달러 방향성

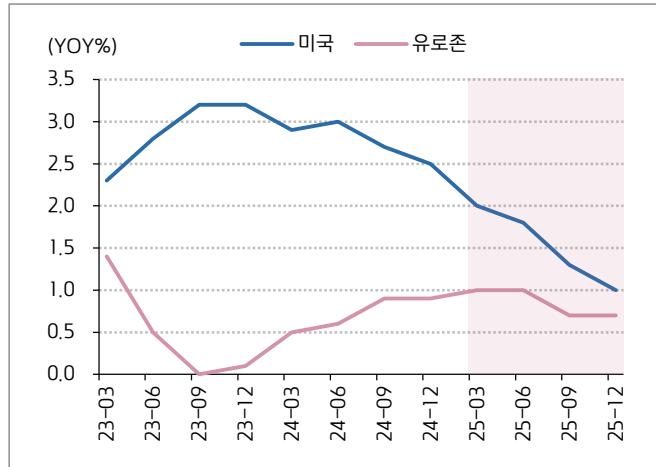
- ▶ 미국과 주요 교역국 간 편더멘털에 대한 기대 약화는 달러화 약세를 유발하는 주요 요인으로 작용
 - 트럼프발 관세 정책에 대한 불확실성이 고조되면서, 미국 경기 둔화에 대한 우려 확산
- ▶ 달러 스마일 이론에 따르면, 미국 경제가 매우 강한 성장세를 보이거나 반대로 침체에 진입할 경우 달러는 강세를 나타내며, 성장세가 둔화되고 주요국과의 편더멘털 격차가 축소될 때는 달러 약세 흐름이 나타남
 - 미국 경제가 침체보다는 성장 둔화 경로를 보일 것으로 전망됨에 따라, 달러화에는 당분간 약세 압력이 우세할 전망
 - 다만, 하반기 중반 이후 미국 경기 침체에 대한 우려가 완화되고 경기 회복 기대가 형성되면서, 달러화는 반등할 가능성

달러스마일 이론



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국과 유로존 경제성장을 전망치 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

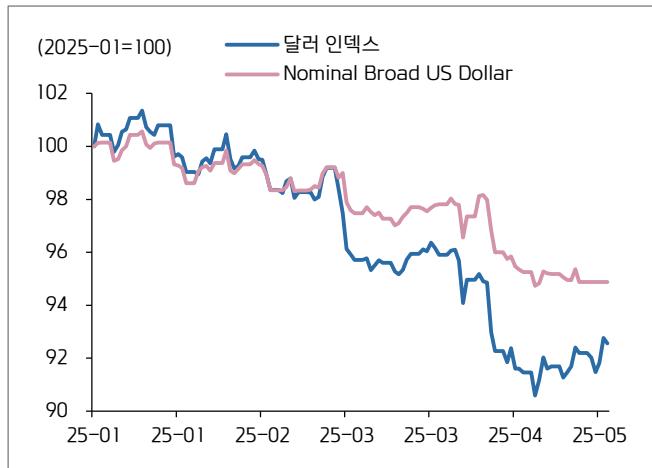
주: 음영은 미국과 유로존 2025년 경제성장을 대한 분기 시장 컨센서스

04.

달러 위기론, 과도한 비관론일 가능성

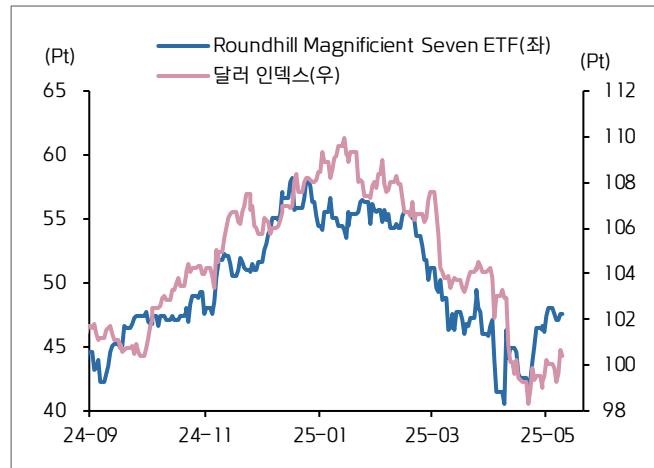
- ▶ 무역가중치 기준의 연준 달러지수와 일반 달러인덱스 간 고리를 감안할 때, 최근 달러인덱스 하락은 달러 대비 유로화 강세 등 양 통화 간 상대적 움직임에 기인한 측면이 큰 것으로 해석
 - 달러인덱스는 6개 주요 통화 기준으로 산출되며, 유로화 비중은 57.6%로 가장 큼
- ▶ 미국 자산에 대한 자금 유입과 달러화 간의 상관관계가 강화되는 가운데, 향후 신뢰 회복 여부가 달러 흐름에 주요 변수로 작용할 가능성
 - 기술주 ETF·달러인덱스 간 상관관계 강화 → AI 기대 및 포트폴리오 조정이 달러 흐름에 영향 → 기술주 자금 유입 시 달러 반등 가능성 확대

달러인덱스와 연준 무역가중치 달러지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

달러인덱스와 매그니피센트 7 ETF



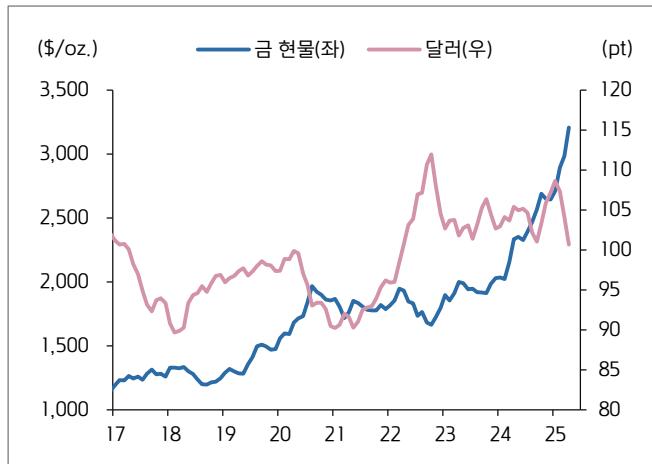
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

05.

달러 자산 신뢰 약화 논의, 대체 자산은 여전히 부재

- ▶ 트럼프 행정부의 관세 정책에 대한 불확실성이 완전히 해소되기 전까지는, 미국 자산에 대한 신뢰도를 둘러싼 의구심이 반복적으로 제기될 가능성이 있음
 - 금 가격 상승세와 국채 매수 여력에 대한 의구심은 채권시장 변동성을 확대시키며, 달러화에는 약세 압력으로 작용
 - 대미 무역흑자 축소 시, 교역국의 미국 자산 매입 여력 감소 가능성
- ▶ 대체 자산 성장에도 불구하고, 유동성과 신뢰 측면에서 달러의 단기 대체는 여전히 어려운 상황
 - 2024년 기준 외환보유액의 58%, 국제 결제의 49%가 여전히 미 달러화 기반 (IMF·SWIFT)

달러인덱스와 금 가격 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

대체 자산의 한계

자산유형	주요 한계
유로	정치적 통화 불완전, 에너지·국방 주권 부족
위안화	자본 통제, 환율 개입, 제도적 신뢰 부족
금	유동성 낮고, 결제수단 기능 없음
스테이블 코인	규제 불확실성, 규모 제한, 신뢰 부족
암호자산(비트코인 등)	변동성 큼, 결제 수단 기능 부재

자료: 키움증권 리서치센터

- ▶ 트럼프 2기 행정부에서는 저금리 및 달러 약세를 선호하는 정책 기조가 재확인되고 있으며, 연준에 대한 금리 인하 압박과 함께 감세 및 재정 지출 확대 기조가 병행될 가능성도 상존
- ▶ 그러나 재정적자 확대에 따른 국채 공급 증가와 연준의 통화정책 대응 여력 제약 등을 감안할 때, 달러화는 약세보다는 오히려 강세를 보일 가능성이 높은 상황

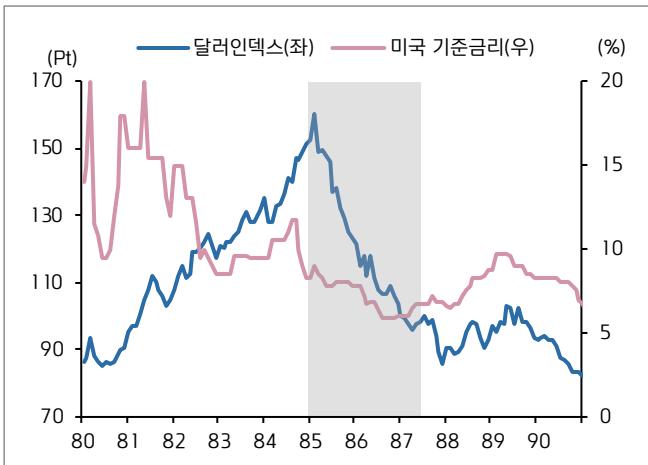
트럼프 2기 약달러 선호 vs. 강달러 가능성

	약달러 정책 의도(트럼프 2기)	강달러 발생 가능성(시장, 현실 요인)
통화정책 방향성	연준에 금리 인하 압박 완화적인 통화정책 선호 달러 약도 유도 발언 반복	연준의 독립성 유지 시 금리 동결 인플레이션 지속 시 금리 추가 인상 여지
재정 정책	감세 + 인프라 투자 확대 재정적자 확대 → 약달러 압력 요인	재정적자 확대 → 국채 발행 급증 → 금리 상승 → 달러 수요 증가
무역 전략	관세 부과 + 약달러 조합으로 수출 경쟁력 강화 목표	무역 마찰 심화 시 글로벌 리스크 확대 → 달러 안전자산 수요 증가
외환시장 개입 의도	공개적으로 “달러 강세 너무 강하다”고 발언 美 재무부의 입장 변화 가능성은 있음	시장 기반 환율 체계 유지 → 실제 개입 효과는 제한 G7 환율 조작 비판 가능성
글로벌 자금 흐름	관세, 세금 및 기타 모든 형태의 해외 수입을 징수하는 임무를 맡은 새로운 부서인 대외수입청(External Revenue Service) 설립 계획, 미국 자산으로의 자금 유입 속도 둔화	글로벌 금리차 확대 → 미국 자산으로 자금 유입 증가 미국 관세 불확실성 해소와 성장 회복 기대 시 미국 자산으로 자금 유입

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 1985년 플라자합의 이후, 환율 개입과 함께 실효성 있는 통화·재정정책이 병행되면서 미국 무역수지 개선
 - 1985~1987년 달러 약세는 폴 볼커 연준 의장의 통화정책 완화가 주요 요인으로 작용. 실제 금리는 1984년 10월 12%에서 1986년 12월 6%로 크게 낮아졌으며, 이에 따라 환율도 달러 약세 흐름을 보임
- ▶ 이와 유사한 ‘마리라고 합의’ 구상은 트럼프 행정부 내에서 논의된 바 있으며, 국제 무역·금융 시스템의 근본적 전환을 위해 과세 부과, 달러 약세 유도, 외환시장 공동 개입, 그리고 새로운 형태의 재정정책 결합 등이 제안
- ▶ ‘마리라고 합의’는 정치적 충돌, 정책 여력의 한계, 지정학적 리스크 등을 고려할 때 실현 가능성이 낮으며, 공식적인 국제 공조보다는 개별 국가의 대응 중심으로 전개될 것으로 예상

1980년대 달러인덱스와 미국 기준금리



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

1985년 플라자합의 vs 2025년 마리라고 합의 구상: 차이점

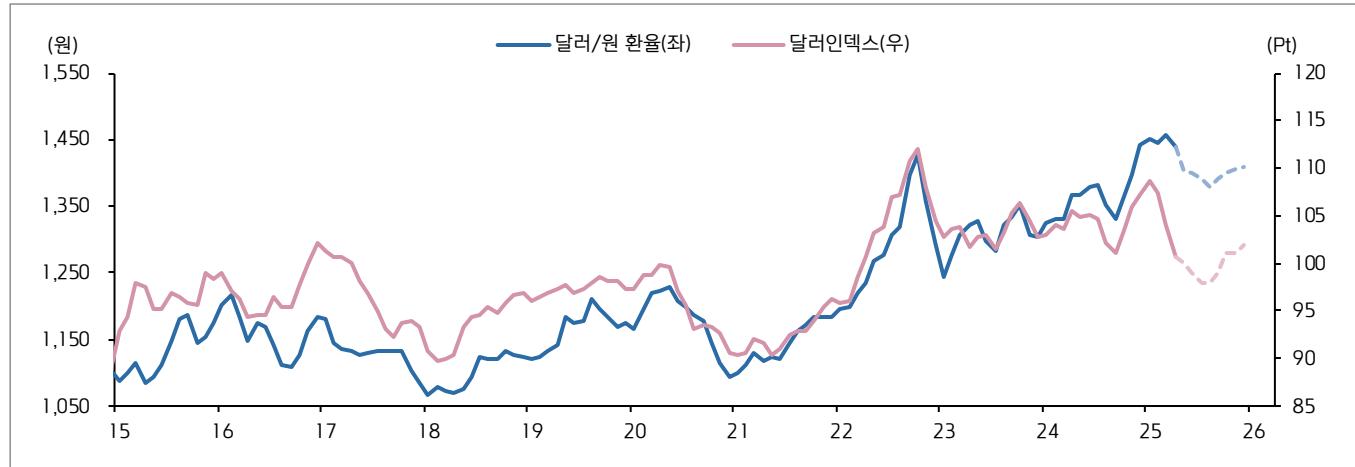
구분	1985년 (플라자합의)	2025년 (마리라고 합의 구상, 가정)
국제공조의 배경	미국의 쌍둥이 적자에 따른 달러 강세 조정 필요	미국 무역적자, 글로벌 공급망 재편 등 복합적 배경
참여 국가 체계	G5 중심(미국, 일본, 독일, 영국, 프랑스)	G7 및 G20 다극화, 주요 협의 대상에 중국 포함 필요
정치 환경	미국 행정부와 의회 간 조율 가능, 주요국 간 정치적 신뢰 형성	미국 신정부 초기 국면, 미·중 전략 경쟁 심화, 지정학적 갈등 고조
경제 정책 여력	금리, 재정 여력 존재, 정책 수단 활용 가능	고물가, 고금리 지속, 재정 여력 제약, 통화정책 여지도 제한적
협상 대상의 성격	동맹국 중심(일본, 독일 등)	전략적 경쟁국(중국)과의 이행 상충, 제재와 공조가 병존하는 구조
국제 질서 구조	미국 주도 단극 체제	미·중 양극화 + 유럽·신흥국 다극화, 조율 어려움 증가
환율 조정 수단	환율 공동개입 및 금리 정책 조합	외환시장 개입에 대한 효과성 논란, 정책 수단 간 충돌 우려

자료: 키움증권 리서치센터

08. 달러/원, 단기 하락 후 반등 흐름 전망

- ▶ 달러/원 환율은 미 달러 약세와 비(非)미국 자산으로의 자금 이동 등에 따라 1,300원 중반대까지 하락할 여지를 열어두고 있으나, 4분기에는 미 달러 반등과 함께 1,400원대로 재상승할 것으로 전망
 - 달러/원 환율(평균) : 1Q 1,452원, 2Q 1,415원, 3Q 1,385원, 4Q 1,405원
 - 트럼프 정책에 대한 불확실성과 국내 성장 리스크는 환율 상승 요인으로 작용하지만, 조기 대선을 전후로 정치 불확실성이 완화될 경우, 일정 부분 완충 역할을 할 것으로 기대

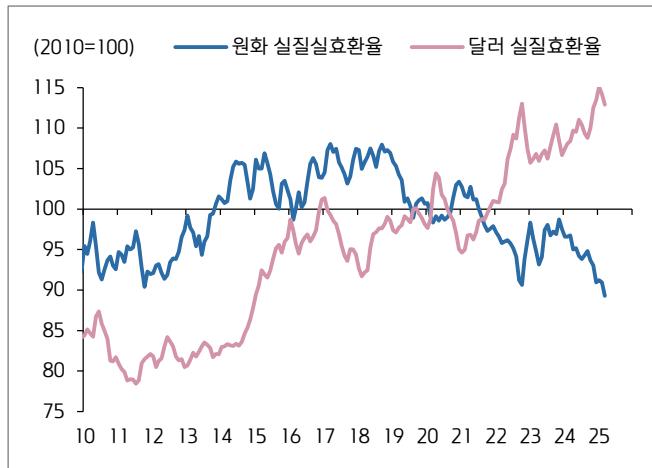
달러/원 환율과 달러인덱스



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 점선은 당사 전망 경로

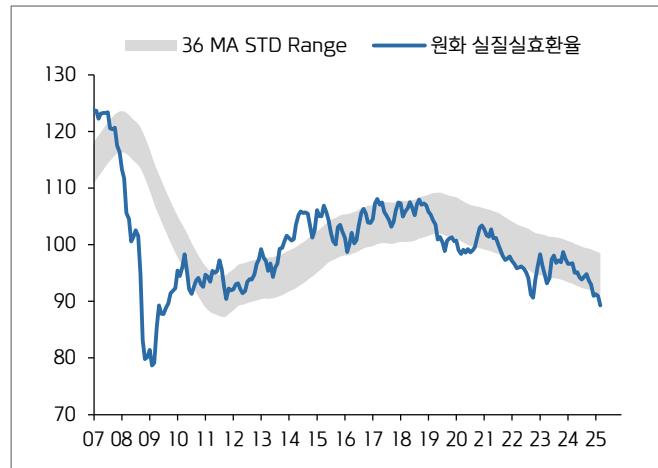
- ▶ 원화 실질실효환율은 장기 평균을 크게 하회하고 있어, 원화 가치는 저평가된 상태로 평가
밸류에이션 측면에서 과도한 저평가 국면에 진입한 만큼, 기술적 반등 유인이 작용할 가능성도 상존
 - 2025년 3월 기준 원화의 실질실효환율(REER)은 89.28로, 이는 1994년 이후 장기 평균인 약 101.2를 크게 하회하고 있으며, 이는 원화의 실질 가치가 역사적 평균 대비 저평가된 상태임을 시사
- ▶ 단기적으로는 달러 약세 압력과 원화 실질실효환율의 저점 인식 등이 작용하면서 저평가된 원화 가치가 일부 해소될 가능성 존재
 - 관세 정책에 대한 불확실성이 지속되면서 달러 수요가 감소할 경우, 달러 실질실효환율의 고평가 부담도 완화될 가능성

원화와 달러 실질실효환율 (REER)



자료: BIS, 키움증권 리서치센터

원화 실질실효환율

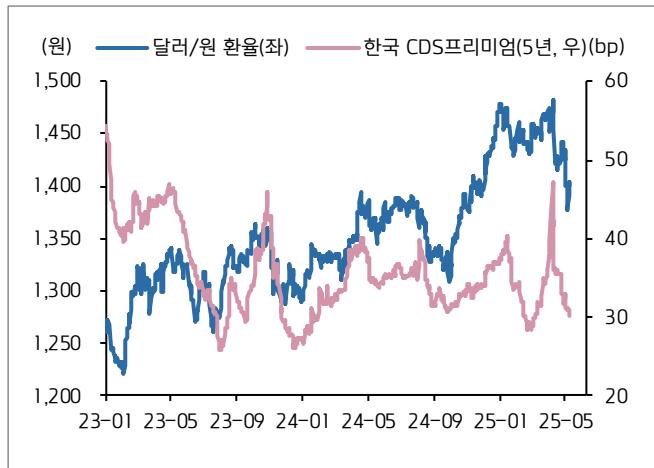


자료: BIS, 키움증권 리서치센터

10. 원화 단기 강세: 정책, 심리, 글로벌 요인의 복합 작용

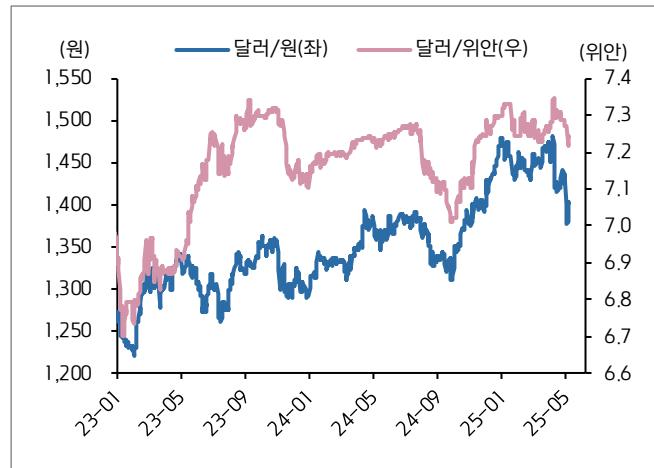
- ▶ 원화는 달러 약세, 국내 정치 불확실성 완화, 위안화 강세에 대한 동조 현상 등에 힘입어 단기적으로 강세 흐름을 보일 것으로 전망
 - 6월 조기 대선 이후 정책 방향성이 가시화되고, 재정 지출 확대 및 하반기 정책 집행을 통한 국내 성장을 개선 기대
 - 국내 정치 불확실성의 완화와 경제 성장에 대한 비관론의 진정은 외국인 투자 심리 개선으로 이어지며, 원화 수요 유입으로 연결될 것으로 기대
 - 미·중 무역 협상 과정에서 중국의 내수 부양 및 금융시장 개방에 대한 단기적인 기대가 위안화 강세를 유도할 경우, 원화 역시 이에 동조하는 흐름을 보일 수 있음

달러/원 환율과 한국 CDS프리미엄(5년)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

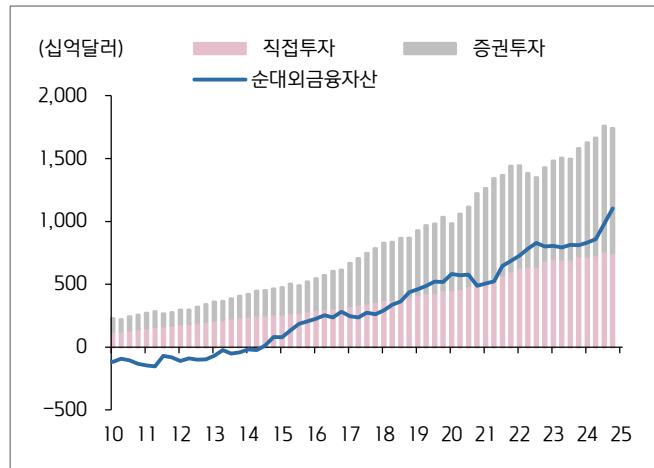
달러/원 환율과 달러/위안화 환율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

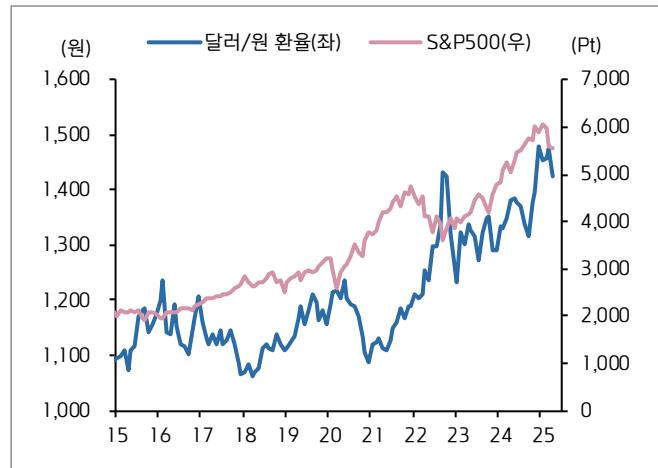
- ▶ 미국 경기 침체 우려 완화 시 달러 강세가 나타날 수 있으며, 이에 따라 4분기 중 달러/원 환율에도 상승 압력이 가해질 전망
 - 한국 수출의 대미 경기 민감도가 높아진 가운데, 자본수지가 환율에 미치는 영향력 확대
 - 미국 주식시장이 반등할 경우, 내국인의 해외 증시 투자 확대가 원화의 약세 압력으로 이어질 수 있음
 - 물론, 순대외금융자산의 증가로 외화 유동성에 대한 우려는 완화되었으며, 외국인 자금이 이탈하더라도 내국인 자금의 유입으로 자본 변동성 역시 일정 부분 흡수되고 있음. 이러한 자산 축적은 글로벌 리스크 분산에도 기여

한국 국제투자대조표: 직접투자, 증권투자, 순대외금융자산



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

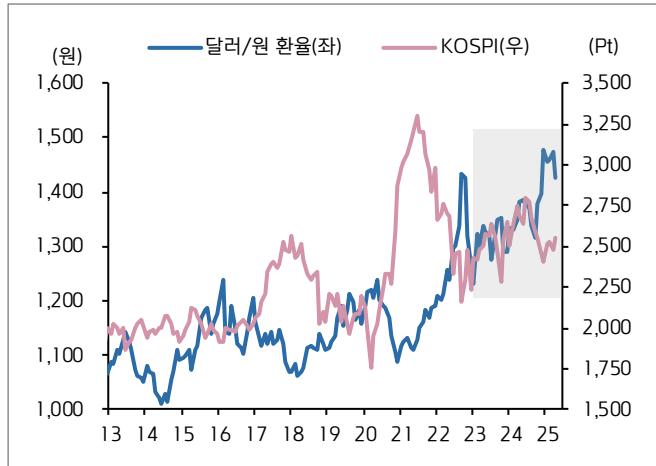
달러/원 환율과 S&P500 주가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

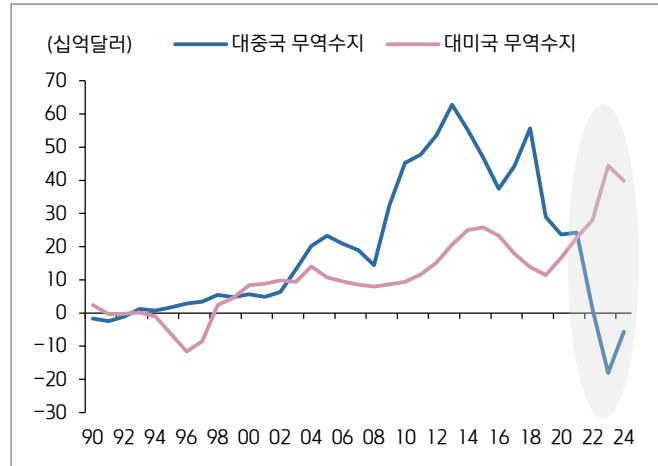
- ▶ 과거에는 코스피 상승과 달러/원 환율 하락 간의 역상관 관계가 뚜렷했으나, 최근에는 그 연관성이 약화
- ▶ 한국 수출 비중이 중국에서 미국으로 이동함에 따라 미국 성장에 대한 민감도가 확대. 달러 약세는 원화 강세로 이어질 수 있으나, 대미 수출둔화 우려는 증시에 부담 요인
 - 대미 수출 확대는 원화 강세 요인 있지만, 내국인의 해외 투자 증가와 달러 강세가 겹칠 경우 달러/원 환율은 오히려 상승할 가능성 있음

달러/원 환율과 KOSPI 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

한국 대중국과 대미국 무역수지

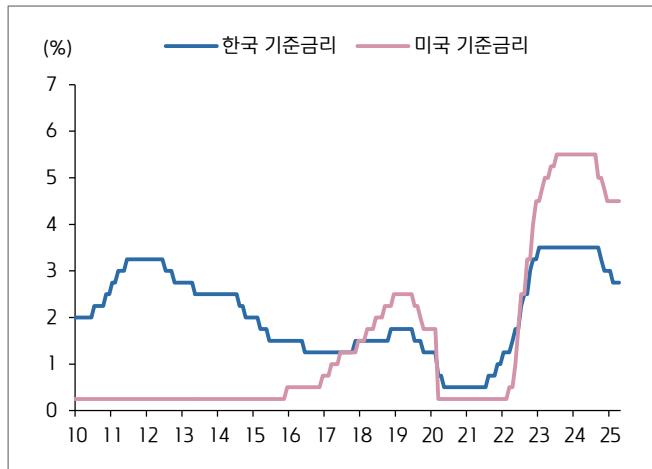


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

13. 금리 차가 주도하는 달러/원 환율의 방향성

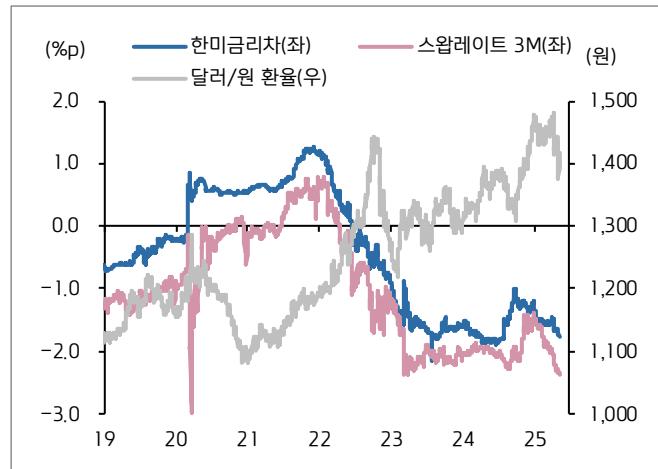
- ▶ 한국과 미국 간 기준금리 역전 폭은 2분기 중 추가로 확대된 이후, 3분기 중에는 다시 축소될 것으로 전망
 - 한국과 미국은 모두 연내 기준금리를 두 차례 인하할 것으로 예상되며, 한국은 5월과 8월, 미국은 7월과 9월에 단행될 가능성이 높음(연내 최종 기준금리는 한국 2.25%, 미국 3.75~4.00% 수준으로 전망)
- ▶ 단기적으로는 환헤지 비용이 일부 축소될 수 있으나, 한국의 저성장 기조로 인해 구조적인 저금리 흐름이 예상됨에 따라 중장기적으로 환헤지 비용 부담은 불가피할 것으로 판단

한국과 미국 기준금리 추이



자료: Bloomberg, 한국은행, 키움증권 리서치센터

한미 금리차와 스왑레이트(3개월), 달러/원 환율 추이



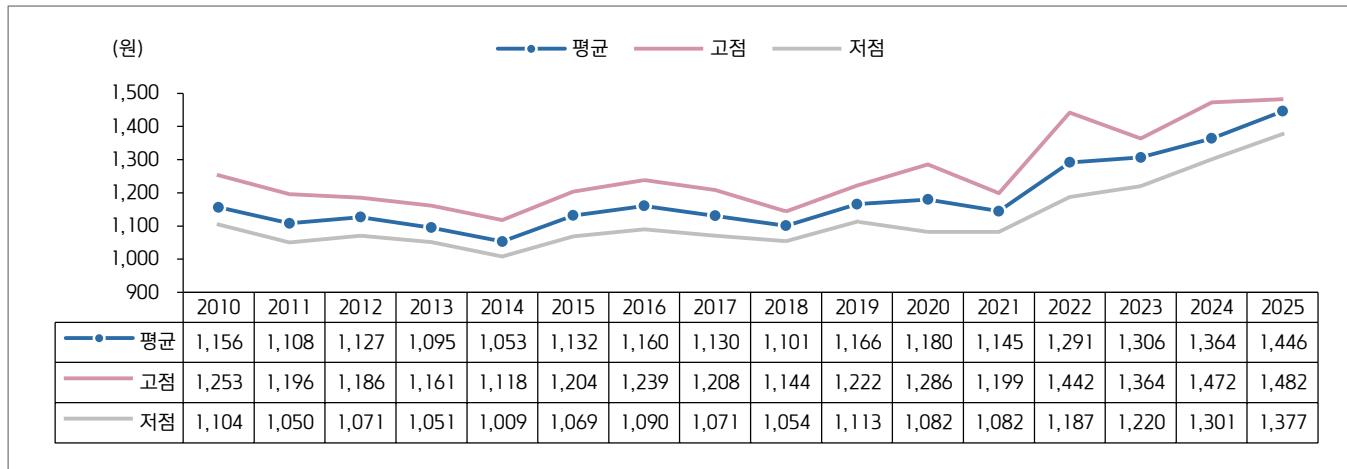
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

14.

달러/원 환율, 구조적 요인 속 점진적 상승 흐름 형성

- ▶ 한국의 구조적 저성장 기조와 함께 해외 투자 수요 확대, 자본수지 주도형 환율 구조로의 전환이 맞물리며, 달러/원 환율의 평균 수준은 과거보다 점진적으로 높아질 가능성
 - 한국의 구조적 저성장 지속: 국내 경제 편더멘털에 대한 신뢰 저하 시 외국인 자본 유입 매력 감소
 - 내국인의 해외 투자 수요 증가: 저금리 기조 이후 장기적인 해외 자산 분산 선호 확대
 - 경상수지의 구조적 축소 가능성, 외환 유입 압력 감소로 연결
 - 자본수지 주도의 환율 결정구조 전환: 글로벌 금리·유동성 변화에 민감하게 반응하는 환율 구조 형성

달러/원 환율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 2025년은 5/12 기준

15. 엔화 강세, 속도와 폭은 제한적

- ▶ 2025년 하반기 엔/달러 환율은 미·일 금리차 변화가 핵심 변수이며, 일본은행의 정책 정상화 속도와 연준의 금리 인하 시점에 따라 엔화 강세 또는 약세가 좌우될 전망
- ▶ 기본 시나리오는 점진적인 엔화 강세 전환이지만, 속도는 제한적일 것으로 전망
 - 금융시장은 현재 0.50%인 일본 기준금리에 대해, 일본은행이 하반기 중 한 차례 추가 인상을 단행할 것으로 전망
 - 연준의 금리 인하로 미·일 금리가 다소 축소될 수 있으나 축소 폭은 제한적일 것으로 예상
 - 임금 인상은 소비 확대를 유도할 수 있으나, 트럼프발 관세 불확실성이 대외 수요 둔화 우려를 키우는 상황

2025년 하반기 엔/달러 환율 주요 변수

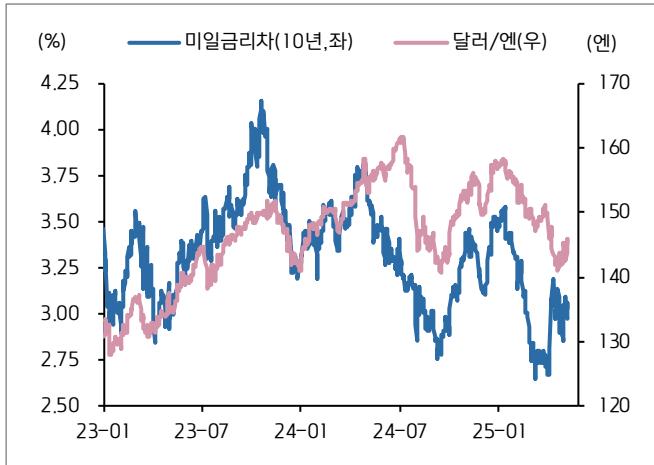
주요 변수	설명	환율 영향 방향
일본은행(BOJ)의 통화정책	긴축 강화 시 엔화 수요 증가/미국발 관세 불확실성에 BOJ 점진적 금리 인상	엔화 제한적 강세
미국 연준(Fed)의 금리 정책	연내 2회 금리 인하 예상. 인플레이션 둔화와 경기 흐름에 따라 속도 조절될 가능성	달러 약세 → 엔화 강세
미일 금리차	실질 금리차는 엔/달러 흐름의 핵심 요인. 단기보다 장기 금리 차이에 좀더 민감	금리차 축소 → 엔화 강세 / 확대 → 약세
일본의 경상수지 및 무역수지	일본의 에너지 수입 감소, 수출 회복 등으로 경상수지 흑자 확대 기대. 이는 엔화 수요 증가로 이어질 수 있음.	엔화 강세 요인
글로벌 리스크 환경	글로벌 리스크 확대(지정학, 금융불안) 시 엔화는 여전히 안전자산 역할 일부 수행. 다만 과거보다 약화	위기 시 엔화 강세
외환시장 포지션(투기 수급)	최근 수년간 엔화는 대표적 솟 포지션 대상. 포지션 청산, 커버링은 단기 반등 유발 가능.	단기적 엔화 강세 요인

자료: 키움증권 리서치센터

16. 엔캐리 트레이드, 청산 압력 현실화 가능성 점검

- ▶ 엔캐리 트레이드는 단기적으로 금리 변화와 환율 변동성 확대에 따라 청산 압력이 높아질 수 있지만, 구조적으로는 여전히 제한적인 수준에 머물 것으로 예상
 - 일본 금리가 여전히 낮은 수준에 머물고 있어, 엔캐리 트레이드는 전면적인 청산보다는 일부 조정이나 리밸런싱에 그칠 가능성이 큼
 - 미국의 제한적 금리 인하와 BOJ의 점진적 인상으로 미·일 금리차 축소 폭은 제한될 전망이며, 이에 따라 엔화의 급격한 강세 가능성은 낮음

달러/엔 환율과 미일금리차(10년)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

요인별로 본 엔캐리 트레이드 청산 유인 점검

요인	설명	영향
일본 금리 상승	일본이 마이너스 금리 해제 이후 금리 인상을 단행하면서 조달비용 상승	청산 유인 ↑
미국 금리 인하	연준의 금리 인하가 시작될 경우 캐리 차익 축소 → 포지션 축소 압력	청산 유인 ↑
엔화 강세 전환 가능성	환차손 우려 커지며 해지 필요 또는 청산 고려	청산 유인 ↑
글로벌 리스크 확대	지정학·금융 불안 시 레버리지 축소 → 리스크 자산 청산과 함께 캐리 트레이드 청산	청산 유인 ↑
시장 수급 및 포지션 구조	과도한 속 포지션 누적 시 속 커버링(환매) 발생 → 단기 급등 가능성	청산 유인 ↑ (단기적 급변 가능)
일본 금리 수준의 절대적 한계	일본 금리는 여전히 낮고, 물가 상승도 완만 → 캐리 수익 여전	청산 유인 ↓ (완전 청산까지는 제한적)

자료: 키움증권 리서치센터

17. 아시아 통화 절상, 시장의 우려와 실질 여건 간의 괴리

- ▶ 최근 아시아 통화의 절상을 '위기의 신호'로 해석하는 시각도 존재하나, 실제로 위기로 전이될 가능성은 제한적인 것으로 평가
 - 아시아 통화 절상은 달러 약세 및 금리 사이클 전환에 대한 정상적 반응으로 평가
 - 절상에 따른 수출 부담 가능성은 존재하나, 내수 여력 및 구조적 회복 요인을 고려할 때 아시아 통화 절상이 위기로 이어질 가능성은 낮을 전망
 - 하반기 아시아 통화 절상에 영향 미칠 주요 변수: 미국 금리 변화, 환율 정책 압박, 위안화 정책 방향, 글로벌 무역 갈등

과거 외환위기(1997년) vs. 현재 아시아 통화 절상 우려 비교

구분	1997년 아시아 외환위기	2025년 아시아 통화 절상 우려
통화 움직임의 배경	외환보유 부족, 급격한 자본 유출, 환투기 공격 → 통화 급락	연준 금리 인하 기대, 달러 약세, 외국인 자금 유입 → 점진적 통화 절상
외환보유액	한국·태국 등 외환보유 부족, 외채 상환 불능 발생	한국·대만 등 충분한 외환보유, 외채 구조 안정
자본 흐름의 성격	단기 외화차입 의존, 핫머니 중심 → 급격한 유출	직접투자·장기 자금 유입 중심, 질적으로 안정적
경제 구조	수출 의존도 높고, 내수 기반 취약	내수 확대 및 서비스업 비중 증가, 경제 구조 다변화 진행 중
통화정책 여력	고금리 방어로 정책 여력 소진, 경기 침체 심화	저금리 기반 정책 유연성 확보, 시장 대응 여력 존재
시장 변동성 (환율)	통화 급락, 외환시장·금융시스템 붕괴	환율 변동폭 제한적, 외환시장 안정성 유지
위기 전이 가능성	높은 연쇄 위기 전이 (IMF 구제금융 확산)	위기로의 전이 가능성 낮음, 구조적 여건과 정책 대응력 보유

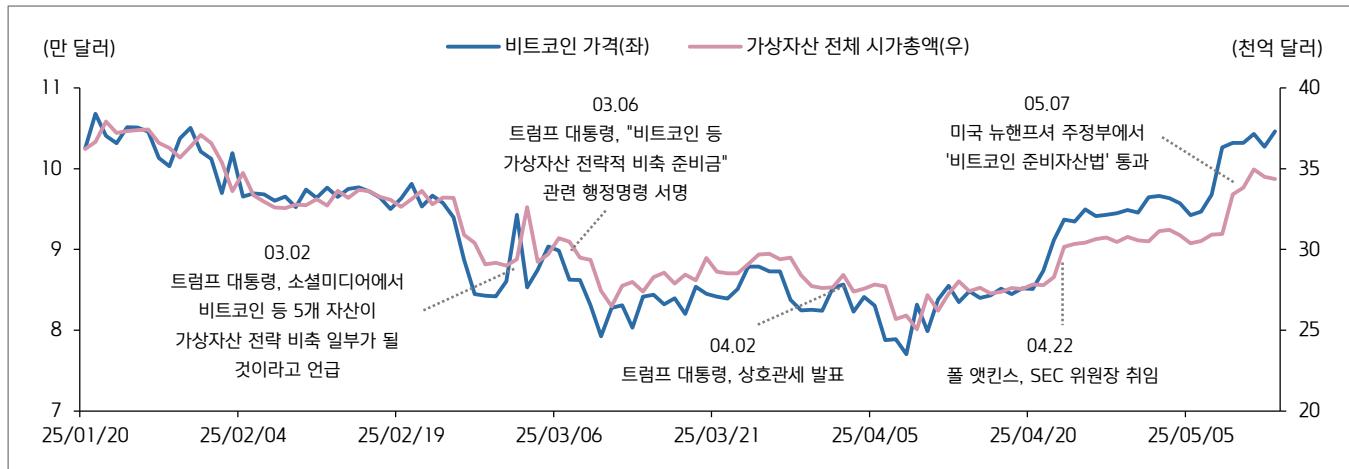
자료: 키움증권 리서치센터

VIII. 디지털자산: 친가상자산 이슈에 주목



- ▶ 도널드 트럼프 대통령 취임 이후 비트코인은 차익실현 매물 출현, 트럼프 대통령의 친가상자산 정책에 대한 실망감이 높아진 영향으로 역사적 고점이었던 10만 달러 대를 반납하며 약세
- ▶ 또한, 트럼프 대통령의 예상보다 강한 관세 정책으로 경제 불확실성이 확대된 점도 비트코인 가격에 부정적. 이에 비트코인은 트럼프 대통령이 상호 관세를 발표했던 4월 2일 이후 급락하여 7만 4000달러 대 까지 후퇴

비트코인 및 가상자산 시가총액 변동 추이와 트럼프 취임 이후 주요 사건

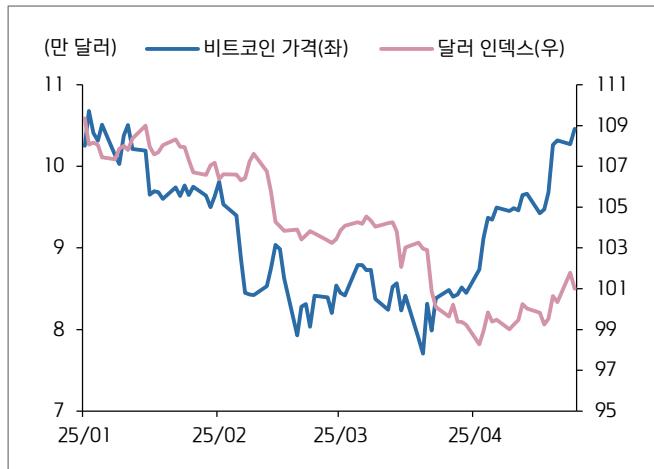


자료: Bloomberg, coingecko, 키움증권 리서치센터
주: 2025년 5월 13일 기준

02. 비트코인, 다시 10만 달러

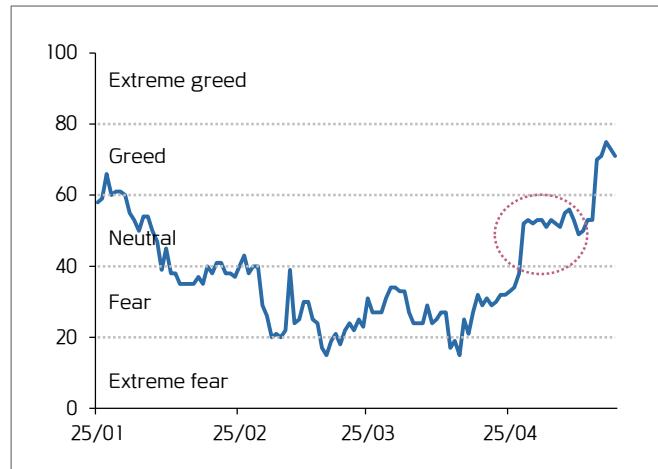
- ▶ 트럼프 행정부 출범 이후 한동안 약세가 이어졌으나, 증권거래위원회(SEC) 위원장으로 친가상자산 성향인 폴 앤킨스가 취임하면서 미국 내 완화된 가상자산 규제 환경 기대감 강화
- ▶ 이러한 가운데, 트럼프 대통령의 금리인하 압박으로 연준의 독립성 우려 확대되며 달러 가치 하락. 이는 시장에 정부, 은행, 금융기관 등의 영향을 받지 않고 발행량이 한정되어 있다는 비트코인의 특징을 주목하게 만드는 요인으로 작용
 - 비트코인백서(Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System): 전적으로 개인 대 개인 버전인 전자 화폐로 금융기관을 거치지 않고 한쪽에서 다른 쪽으로 직접 전달되는 온라인 결제 실현
- ▶ 또한, 미국이 영국과 무역협정을 원활하게 체결하고, 중국과 90일 관세 유예 협정이 이루어졌다는 소식 전달. 이에 경제 불확실성이 일부 완화되며 비트코인 강세

트럼프 2기 출범 이후 비트코인 가격과 달러인덱스 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 2025년 5월 13일 기준

비트코인 Fear&Greed Index



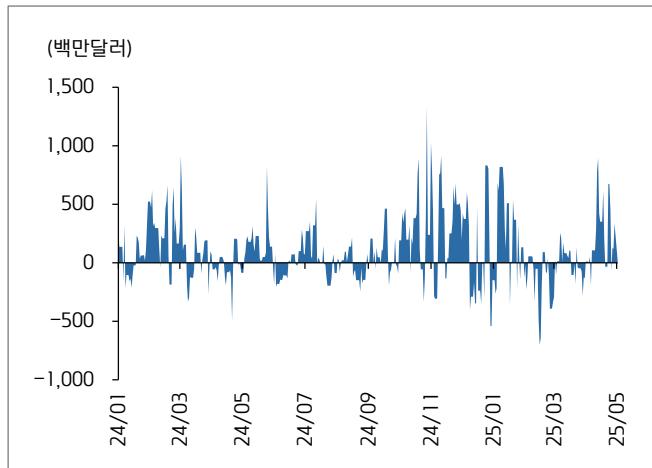
자료: Coinmarketcap, 키움증권 리서치센터
주: 2025년 5월 13일 기준

03.

사상 최고가를 눈 앞에 둔 비트코인

- ▶ 비트코인의 상승 흐름이 이어지자 현물 ETF로의 자금 유입이 빠르게 증가. 더불어 스트래티지 등과 같은 글로벌 기업들의 비트코인 매입도 지속된 점도 비트코인 가격 상승 견인. 이로 인해 비트코인 전 고점 돌파 기대감 확대
 - Bitcointreasuries에 따르면 자산운용사 등 기관이 보유한 비트코인 총 개수는 약 130만 개. 가장 많은 양을 보유하고 있는 자산운용사는 블랙록이며, 그 다음은 피델리티, 그레이스케일, 아크인베스트 순서로 각각 약 60만 개, 20만 개, 18만 개 보유
 - 스트래티지 역시 비트코인 매입을 지속. 이에 보유 비트코인 수량은 56만개 이상
 - 비트코인 최고가는 2025년 1월 20일에 기록한 10만 9000달러 대

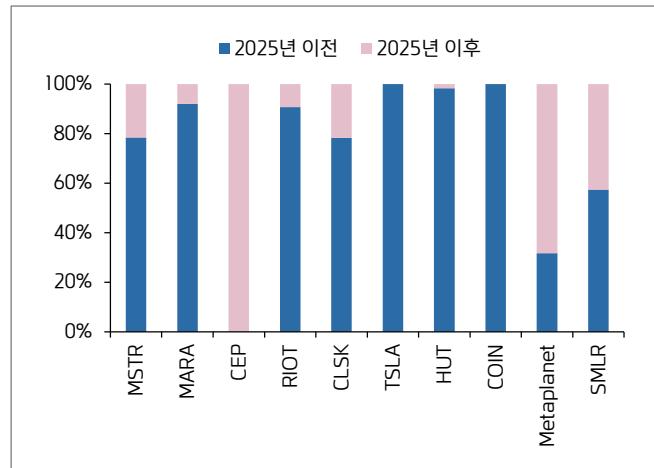
주요 비트코인 현물 ETF 수급



자료: Bloomberg, 카움증권 리서치센터

주: 시가총액 상위 4종목(IBIT, FBTC, GBTC, ARKB)의 합산 / 2025년 5월 13일 기준

기업들의 비트코인 보유량 중 2025년 매입량 비중



자료: Bitcointreasuries, 카움증권 리서치센터

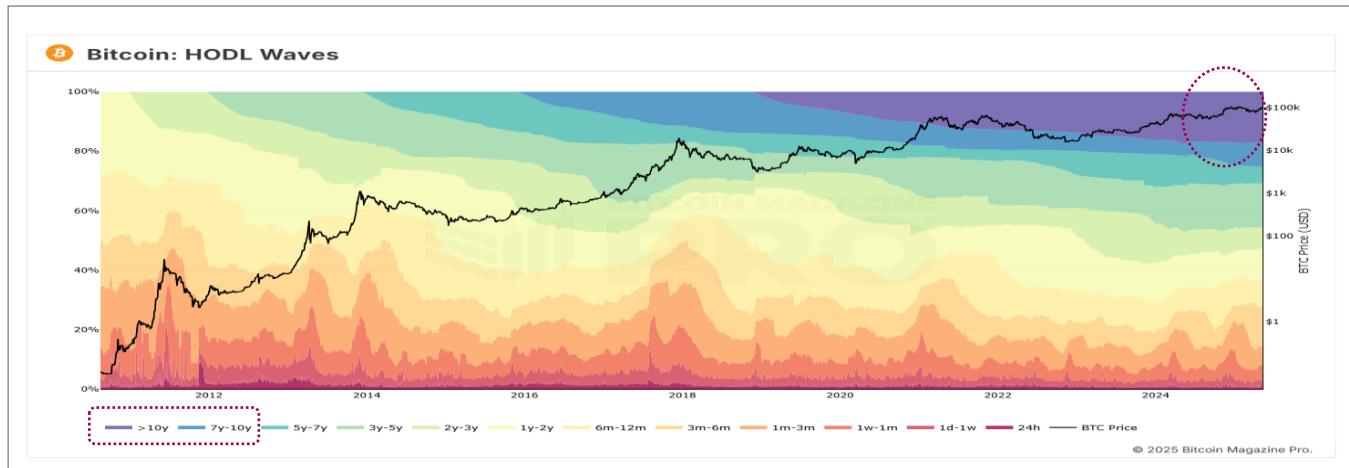
주: 2025년 매입량은 5월 13일까지 기준

04.

장기투자자 비트코인 보유, 상승 기대감도 확대

- ▶ 시장에 기관 및 기업들의 자금이 유입되고 있는 가운데, 장기투자자 역시 비트코인을 보유하며 가격 상승에 긍정적인 전망 투영
- ▶ 실제로 비트코인 시장 내 1년 이상 장기 보유한자의 비율은 60% 이상. 특히, 7년 이상의 장기 보유자 비율 증가. 이러한 현상은 시장에 비트코인 가격 상승에 대한 기대감을 불러일으키는 것 뿐만 아니라, 장기적으로 가격 변동성을 축소시키는 효과를 기대해볼 수 있다는 점에서 긍정적
 - 가상자산 시장에서는 일반적으로 보유 기간이 6개월 미만인 투자를 단기투자자로, 1년 이상 투자를 장기투자자로 취급

비트코인 장기투자자 비중(HODL waves)



자료: Bitcoin magazine

05.

거래소 비트코인 보유량도 최저치

- ▶ 주요 거래소의 비트코인 보유량은 2024년 10월 이후 급격히 하락하는 모습을 보였으며, 지난 3월에는 역대 최저치 기록. 4월에도 거래소 보유량은 상승하지 못하며 여전히 낮은 수치에 머물러 있음
 - 2024년 1월 거래소 비트코인 보유량 약 310만 개였으며 비트코인 가격이 역사적 고점을 기록한 2024년 12월에는 약 270만 개. 반면 올해는 4월 기준 약 250만 개 기록
- ▶ 이는 거래소 공급량 보다 비트코인 매수가 더 높다는 점을 의미하며, 시장에 강한 비트코인 매수세가 이어지고 있다고 해석해 볼 수 있음

거래소 비트코인 보유량 추이



자료: CryptoQuant
주: 2025년 4월 10일 기준

06. 비트코인 아직 상승 여력 존재

- ▶ 비트코인 현재 시가총액과 실현 시가총액을 비교하여 현재 가격의 과대평가 유무를 확인할 수 있는 대표적인 지표인 MVRV 비율은 5월 10일 기준 약 2.3 기록. 이는 역사적으로 고점으로 분류되는 3.5보다 낮은 수치로 아직 시장이 극도로 과열되었다고 보기는 어려움
 - MVRV(Market Value to Realized Value): 비트코인 현재 시가총액(현재 비트코인 가격X전체 비트코인 유통량)을 실현 시가총액($\Sigma(\text{각 비트코인의 마지막 이동 시점의 가격} \times \text{해당 시점에 이동한 비트코인 물량})$)으로 나눈 값으로 1이하인 경우에는 비트코인이 과소 평가되었다고 보며 3.5이상은 시장 과열로 판단
- ▶ 지난해 트럼프 당선 이후 비트코인 강세가 이어졌던 시기에는 MVRV가 대체로 2.7 수준 유지. 이후 시장 기대감이 한 풀 꺾이며 비트코인 가격 하락과 함께 MVRV 하락. 따라서 현재도 2.3 수준에서 꾸준히 상승하고 있으므로, 차익실현 매물 출현 등에 따른 변동성 주의 필요

비트코인 가격과 MVRV 변화 추이



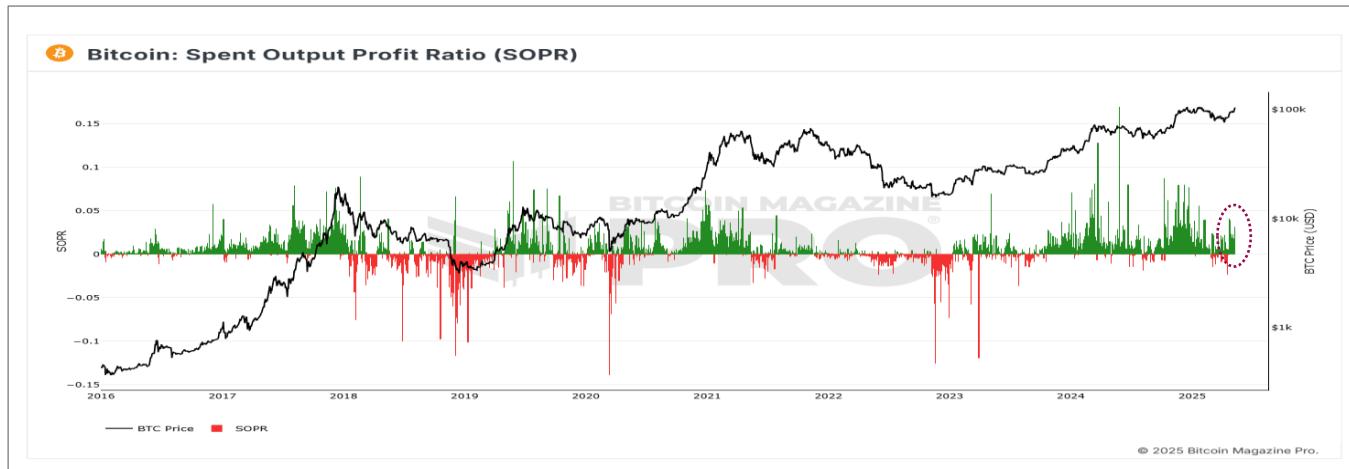
자료: Bitcoin magazine
주: 2025년 5월 10일 기준

07.

비트코인 가격 저항선 확인하며 단기 조정 주의 필요

- ▶ 비트코인 저항선을 확인할 수 있는 온체인 지표 SOPR(Spent Output Profit Ratio)도 현재 상승하는 모습. 이는 투자자들의 수익이 증가하고 있음을 나타내는 지표로 그 상승 흐름이 오래 유지되거나 급등할 시 가격 하락 가능성 존재
- ▶ 5월 이후 비트코인 가격은 꾸준히 상승해왔던 만큼 SOPR 지표 역시 비트코인 강세를 기록했던 2025년 1월 수준까지 상승. 이에 차익실현 매물이 출현할 수 있으며, 미국 관세 불확실성 및 가상자산 관련 이슈 발생 시 시장이 예민하게 반응할 수 있으므로 단기 조정 주의 필요

SOPR 지표 변화 추이

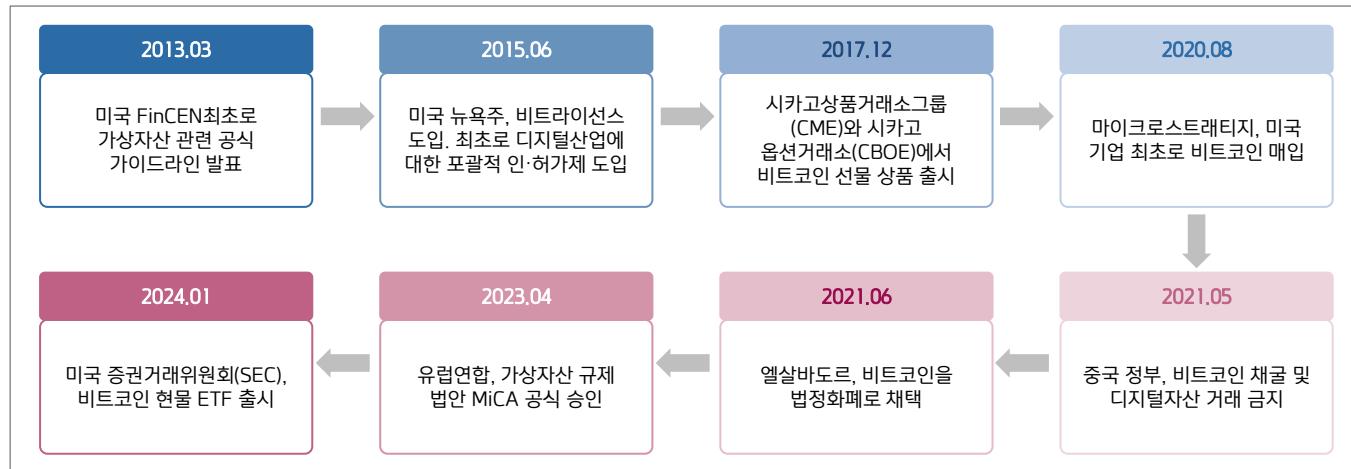


자료: Bitcoin magazine
주: 2025년 5월 10일 기준

08. 하반기, 등장할 가상자산 관련 이슈 주목

- ▶ 2025년은 역사상 비트코인 등 가상자산이 가장 주목 받고 있는 해. 이는 미국 최초로 친가상자산 정책을 예고한 대통령이 등장하였고, 유럽 등의 주요 국가에서 가상자산을 제도권으로 포섭하고 있기 때문
- ▶ 가상자산 제도 정비와 친화적 환경 조성 등 긍정적인 시장 흐름은 하반기에도 이어질 전망. 따라서 단기 조정에는 주의가 필요하지만 장기적인 관점에서는 긍정적인 시각 유지 필요
- ▶ 특히, 미국을 중심으로 가상자산에 우호적인 환경이 빠르게 구축될 것으로 보는 만큼 관련된 이슈에 주목하며 시장을 대응해갈 필요가 있다고 판단

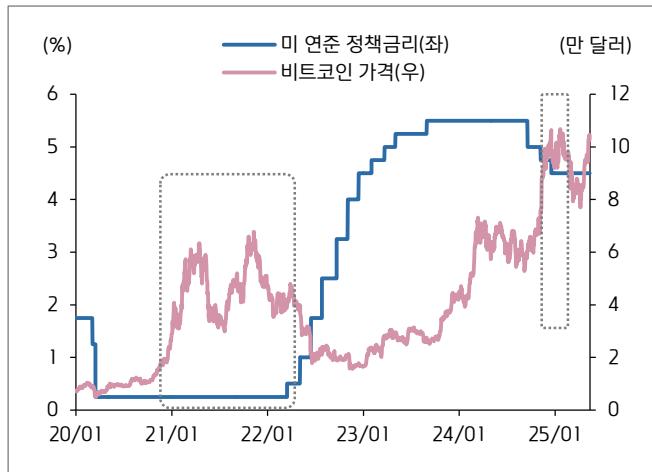
과거 비트코인 등 가상자산 글로벌 규제 관련 주요 사건



자료: DAXA, 키움증권 리서치센터

- ▶ 과거 비트코인은 저금리 시기 유동성 확대 국면에서 강세를 보이는 경향이 있었음. 그리고 지난해 하반기 미 연준의 금리 인하 결정 이후 비트코인 가격이 상승하기도 하였음
- ▶ 이러한 점을 고려할 때, 하반기 인플레이션 둔화와 함께 미 연준의 금리 인하가 시행될 경우 이는 비트코인 가격 상승 요인으로 작용할 가능성이 높음

미 연준의 정책금리와 비트코인 가격 변화 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 5월 13일 기준

M2와 비트코인 가격 변화 추이



자료: Bloomberg, 한국은행, 키움증권 리서치센터

10. 미국에 자리잡는 친가상자산 규제 환경

- ▶ 미국 증권거래위원회(SEC)의 가상자산 관련 법적 다툼이 중단되었고, 미국 통화감독청(OCC)의 과거 규제 지침 등이 폐지. 이처럼 트럼프 2기 행정부 출범 이후 이전 정부의 가상자산에 부정적이었던 규제들이 삭제
- ▶ 기존 규제 삭제를 통해 미국 내 친가상자산 정책을 추진할 수 있는 기반이 마련된 상황. 이에 하반기 이후 트럼프 대통령이 추구했던 가상자산에 친화적인 정책들이 새롭게 도입 및 구축될 수 있을 것으로 보임
 - SEC의 새로운 위원장 폴 앤킨스(Paul S. Atkins), 기존의 대립적인 규제 접근 방식에서 협력 중심의 새로운 규제 방향성 강조

트럼프 2기 행정부 출범 이후 미국 기관의 가상자산 규제 변화 주요 내용

규제기관	날짜	주요 내용
미국 증권거래위원회(SEC)	01.21	가상자산에 대한 포괄적이고 명확한 규제 체계 구축 지원을 위한 태스크포스(Crypto Taskforce) 신설
	01.23	금융기관이 고객을 대신해 보유한 가상자산을 부채로 인식하도록 규정한 지침 'SAB121' 폐지. 이에 미국 은행들은 가상자산 보유 가능
	02.27	코인베이스에 대해 진행 중인 민사 집행 조치를 기각하기 위한 공동 협의안 제출
	04.21	폴 앤킨스 위원장 취임. 가상자산 규제 전면 재검토 언급
	05.08	법원에 리플랩스 관련 소송을 종결하는 합의서 제출
미국 통화감독청(OCC)	03.07	은행이 가상자산 수탁, 스테이블코인 관련 활동, 분산원장 등 OCC에 사전 승인을 받지 않고 수행할 수 있도록 허용하는 1183 해석서 공개
	05.07	국가 은행(National Banks)과 연방저축은행(Federal Saving Associations)이 고객을 대신하여 가상자산을 보관하고 거래하는 서비스를 제공할 수 있음을 명시한 1184 해석서 공개
미국 상품선물거래위원회(CFTC)	03.28	가상자산 기반 파생상품에 대한 이전 지침 철회하며 전통적인 상품과 동일 취급 적용

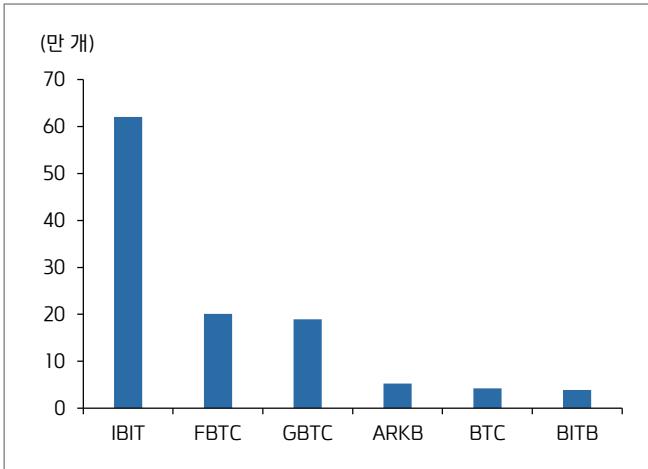
자료: SEC, OCC, CFTC, 언론사 재인용, 키움증권 리서치센터

11.

가상자산 시장의 새로운 주요 플레이어 될 은행

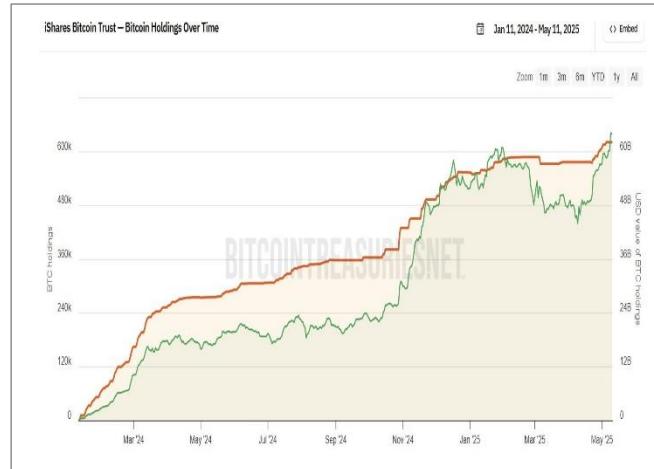
- ▶ 건전성, 소비자 보호 등 금융 안정성 리스크 우려로 가상자산 시장에 금융기관의 참여를 제한했던 과거 지침들이 삭제 및 수정됨에 따라 미국 내 금융기관들은 가상자산 관련 다양한 서비스 제공 및 추진 준비
- ▶ 특히, 미국 은행들이 가상자산 시장 참여를 위한 사업 및 서비스를 빠른 시일 내에 출시할 예정임을 적극적으로 공개하고 있음. 하반기 가시화 될 경우 가상자산 시장 내 은행 참여 기대감이 형성되며 가상자산 가격 상승을 뒷받침하는 요인이 될 수 있음
 - 모건스탠리: 2026년까지 자회사 E트레이드 플랫폼에서 디지털 자산 거래 기능 추가 계획
 - 찰스슈왑: 자사 플랫폼 내에서 비트코인 등 가상자산 거래 서비스 출시 계획
 - 씨티그룹: 디지털자산 보관 솔루션 제공 준비

주요 비트코인 ETF 별 보유 비트코인 개수



자료: BitcoinTreasuries, 키움증권 리서치센터
주: 2025년 5월 10일 기준

블랙록 비트코인 보유량 추이



자료: BitcoinTreasuries
주: 2025년 5월 10일 기준

12. 아직 열려있는 미 정부의 비트코인 매입 가능성

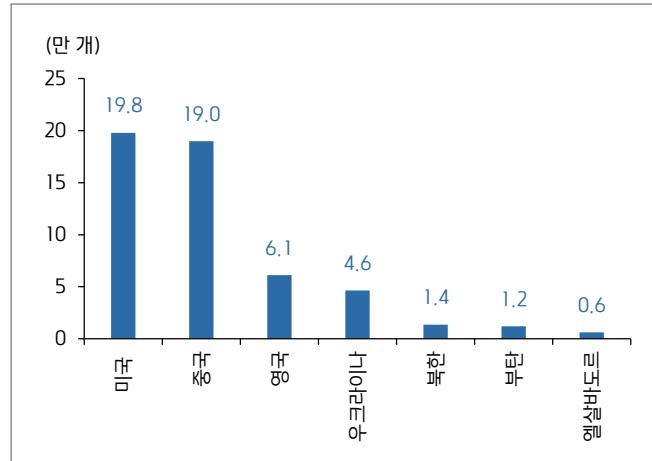
- ▶ 트럼프 대통령이 3월 6일 ‘비트코인 등 가상자산 전략적 비축 준비금’ 관련 행정명령 서명. 이 일환으로 미국 재무부는 지난 5월 5일 ‘비트코인 전략 비축 보고서 제출
 - 보고서의 내용은 현재 미공개. 미 정부가 보유하고 있는 비트코인 자산을 활용한 국가 비축 방안과 비트코인 보유 확대가 미국 재무 전략에 어떠한 영향을 줄 수 있을지, 그리고 비트코인 확대 보유 전략 등의 내용이 담겨 있을 것으로 추측
- ▶ 아직 트럼프 대통령이 가상자산 행정명령 서명 이후 직접적인 언급하지 않고 있음. 다만, 에릭 트럼프가 가상자산 사업에 적극 참여하고 있으며, 여전히 트럼프 대통령이 친가상자산 입장을 유지하고 있다고 밝힌 만큼 하반기 내 관련 언급이 있을 가능성 존재

비트코인 전략 자산 비축 행정명령 주요 내용

구분	내용
핵심 내용	<ul style="list-style-type: none">- 전략적 비트코인 준비금(Strategic Bitcoin Reserve) 설립- 미국 디지털 자산 비축고(United States Digital Stockpile)를 구축하여 국가 디지털자산 보유를 체계적이고 전략적으로 관리하도록 추진
세부 내용	<ul style="list-style-type: none">- 재무부 장관, 전략적 비트코인 준비금이라는 명칭으로 관리할 수 있는 운영 조직 설립 및 비트코인 준비 자산으로서 보관- 재무부 및 상무부는 추가적인 정부 비트코인을 확보하기 위한 전략 개발. 단, 납세자에게 추가적인 비용을 부담하는 것은 금지- 각 행정 기관장은 미국 디지털자산 비축고로 자산을 이동하기 위하여 재무부 장관과 대통령 디지털 자산 산하 실무단에 보유한 디지털 자산의 상세 회계 내역 공개

자료: Whitehouse.gov, 키움증권 리서치센터

주요 국가들의 비트코인 보유량 추정치



자료: Bitcointreasuries, 키움증권 리서치센터

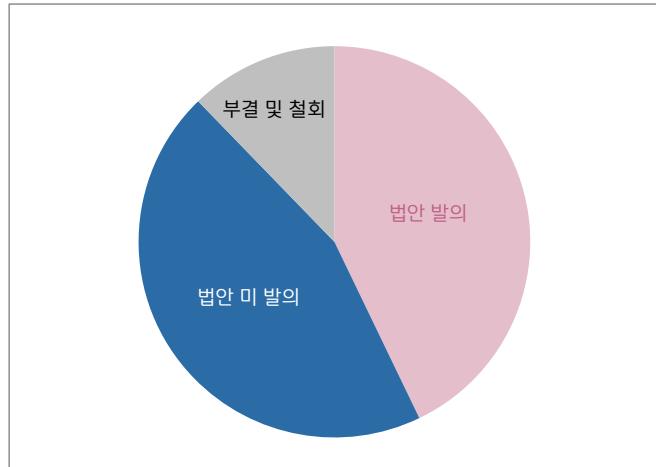
- ▶ 비트코인 전략 자산 비축 행정명령 서명 이후 미국의 28개주에서 관련 법안이 발의. 5월 기준 법안이 통과된 주는 ‘뉴햄프셔, 애리조나’
- ▶ 뉴햄프셔 주에서 처음으로 법안이 통과된 후 바로 그 다음날에 애리조나에서도 법안 통과. 따라서 이후 다양한 주에서 관련 법안이 통과되었다는 소식이 이어질 것으로 보임
 - 법안 미발의: 22개 주 / 발의 및 추진: 19개 주 / 승인: 2개주 / 부결 및 철회: 6개 주
- ▶ 그리고 법안이 통과된 주에서는 하반기에 실제로 비트코인 등 자산에 투자하고 전략 자산화 취급이 본격화 될 것으로 기대. 이는 비트코인 수요 자극으로 이어지며 가격 상승 요인으로 작용할 것으로 전망

미국 주정부 비트코인 전략 자산 관련 법안 발의 현황

분류	주(State)
법안 발의 및 추진	앨라배마, 미주리, 캔자스, 인디애나, 매사추세츠, 텍사스, 아이오와, 켄터키, 웨스트버지니아, 미시간, 오하이오, 조지아, 유타, 일리노이, 오클라호마, 메릴랜드, 로드아일랜드, 노스캐롤라이나, 뉴멕시코
법안 승인	뉴햄프셔, 애리조나
부결 및 철회	노스다코타, 몬태나, 와이오밍, 사우스다코타, 펜실베이니아 플로리다
법안 미발의	알래스카, 아칸소, 캘리포니아, 콜로라도, 코네티컷, 델라웨어, 네바다, 위스콘신, 아이다호, 사우스캐롤라이나, 뉴욕, 미시시피, 루이지애나, 메인, 오리건, 뉴저지, 테네시, 버몬트, 버지니아, 워싱턴, 위스콘신, 미네소타

자료: 블록엑스, 언론사 재인용, 키움증권 리서치센터

비트코인 전략자산 관련 법안이 발의된 주(State)의 비율



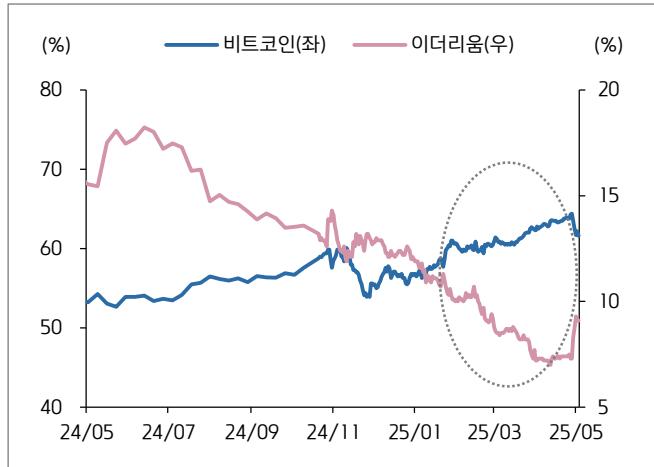
자료: 블록엑스, 언론사 재인용, 키움증권 리서치센터

14.

비트코인에 비해 소외되었지만 관심이 필요한 '알트코인'

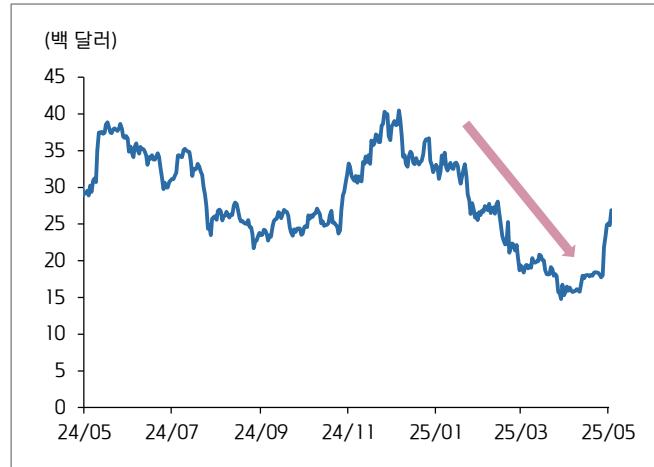
- ▶ 비트코인 전략 자산 관련 내용에 시장의 관심이 크게 쓸리면서 가상자산 시장 내 알트코인 투자 비중은 약화. 관련하여 전체 가상자산 시장에서 비트코인이 차지하는 비중을 나타내는 지표인 '비트코인 도미넌스'는 60% 이상을 기록 중
 - 2024년 비트코인 도미넌스 평균: 55.9%, 2025년 비트코인 도미넌스 평균: 60.41%
- ▶ 이에 대표적인 알트코인인 '이더리움' 가격 역시 지난해 고점 대비 약 -34% 하락하며 부진한 모습이 이어지고 있음. 그래도 알트코인 또한 하반기 내 가격 상승 요인으로 작용할 수 있는 이슈 존재

비트코인 · 이더리움 도미넌스 변화



자료: Coinmarketcap, 키움증권 리서치센터
주: 2025년 5월 13일 기준

이더리움 가격 변화

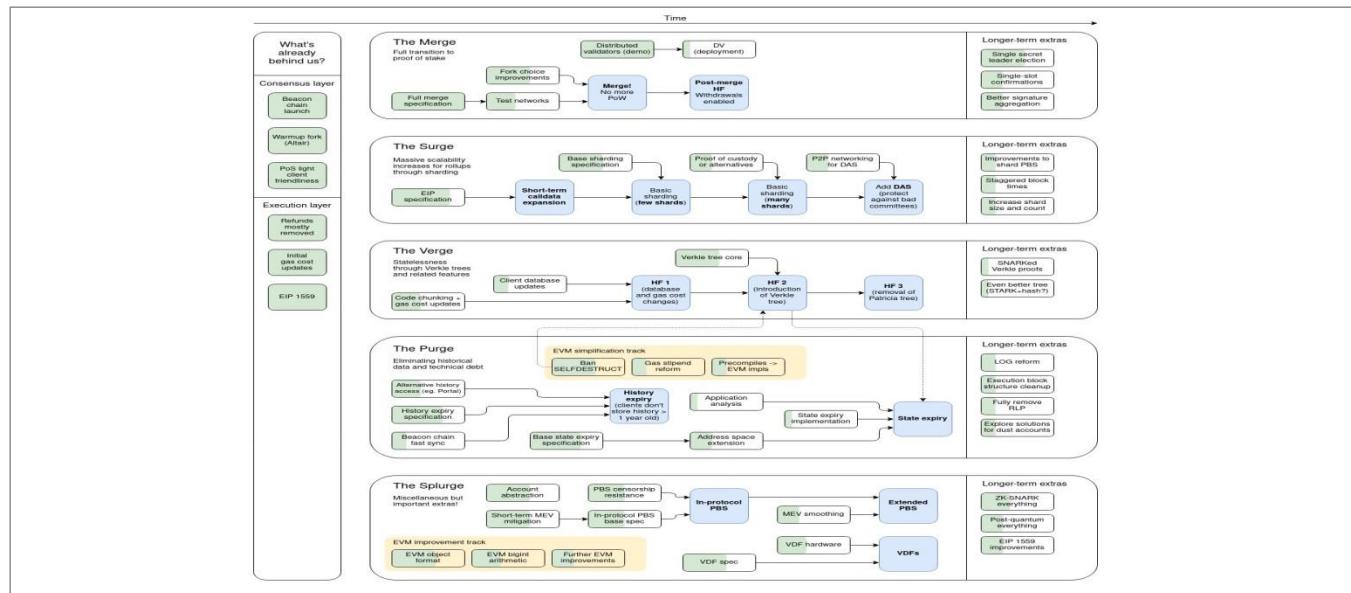


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 2025년 5월 13일 기준

15. 꾸준히 변화를 시도하고 있었던 알트 대장 '이더리움'

- ▶ 이더리움은 블록체인 기반으로 탈중앙화앱을 개발할 수 있도록 한 최초의 블록체인 플랫폼으로 비트코인 다음으로 가장 큰 가상자산으로 자리 매김
- ▶ 그러나 이후 솔라나, 아발란체 등의 새로운 블록체인 플랫폼이 등장하면서 시장은 이들에 비해 낮은 네트워크 처리 속도, 높은 가스비를 지적. 이에 따라 이더리움 재단은 이를 개선하기 위한 생태계 업그레이드 추진
 - 2020년부터 단계적으로 업그레이드 추진. 2021년 10월: 알테어 업그레이드, 2022년 9월: 머지 업그레이드 진행
 - 가스비: 블록체인에서 거래를 처리하거나 스마트컨트랙트를 실행할 때 네트워크에 지불하는 수수료

이더리움 로드맵



자료: ethereum.org

16. 이번엔 펙트라(Pectra) 업그레이드로 분위기 전환 시도

- ▶ 이더리움의 업그레이드는 여전히 진행 중인 상태로, 지난 5월 7일 이더리움 재단은 펙트라 업그레이드를 완료
– 펙트라(Pectra) 업그레이드: 2022년 머지(Merge) 업그레이드 이후 가장 큰 변화 시도로, 이더리움 네트워크의 속도감과 확장성을 개선하는 것을 목표. 가스비 지불 방식 변경과 스테이킹 보상 구조 변화가 주요 변경 사항
- ▶ 이번 업그레이드는 이더리움 생태계에서 지속적으로 제기되었던 문제점을 개선하는 것에 초점을 두고 있는 만큼 이후 근본적인 문제 해결이 이루어졌는지 시장의 관심이 이어질 것으로 전망.
- ▶ 업그레이드에 대한 긍정적인 평가가 이어질 시 침체된 분위기 환기시킬 수 있을 것으로 보이며, 이는 이더리움 외 알트코인에 대한 투자 심리 개선으로도 이어질 수 있다고 판단

이더리움 펙트라 업그레이드 이후 변화

구분	업그레이드 이전	업그레이드 이후 변화	기대효과
지갑 기능	기본 지갑은 단순 송금 위주	스마트 지갑 기능 도입으로 다중 거래 처리 가능	거래 효율성 증가와 사용자 접근성 개선
스테이킹 한도	1개 검증자당 최대 32ETH 스테이킹 가능	최대 2048ETH까지 스테이킹 가능	검증자 운용 효율성 향상
데이터 처리 용량	1개의 블록당 평균 3개의 데이터처리가 가능(최대 6개)	1개의 블록당 평균 6개의 데이터처리 가능(최대 9개)	수수료 인하 및 거래 속도 향상 기대
확장성 개선	호환성이 떨어져 향후 업그레이드되는 기술 적용이 어려웠음	향후 업그레이드 준비를 위해 확장성 개선	성능 개선을 위한 업그레이드 용이

자료: ethereum.org, 쟁글, 언론사 재인용, 키움증권 리서치센터

- ▶ 그레이스케일, 반에크 등 자산운용사에서 이더리움 외 솔라나, 도지코인 등의 알트코인을 기반으로 한 ETF 출시를 위하여 미국 증권거래위원회(SEC)에 신청서 제출. 따라서 하반기에 SEC 승인 사례 등장 가능성 존재
- ▶ 트럼프 대통령의 친가상자산 정책 추진 이후 SEC가 알트코인 ETF에 대해서도 우호적인 태도를 보일 수 있을 것이라는 기대감이 높은 상황. 실제로 알트코인 기반 ETF 승인 사례가 등장할 시, 알트코인 투자 매력도 높아질 전망
 - 현재 SEC는 리플(XRP), 도지코인(DOGE), 솔라나(SOL) ETF 신청 승인 시점 연기. 이에 리플과 도지코인은 오는 6월 중순까지 연기되었으며 솔라나는 10월로 연기

SEC에 제출된 주요 알트코인 ETF 리스트

코인명(티커)	코인시가총액	신청된 ETF	S-1 제출일	S-1/A 제출 날짜
XRP(XRP)	\$138.56B	21Shares Core XRP Trust	2024-11-01	-
		Franklin XRP Trust	2025-03-11	-
BNB(BNB)	\$91.66B	VanEck BNB ETF	2025-05-05	-
		VanEck Solana Trust	2024-06-27	-
		Franklin Solana ETF Shares	2025-02-21	-
Solana(SOL)	\$89.88B	Grayscale Solana Trust	2025-04-04	-
		Bitwise Dogecoin ETF	2025-01-28	-
		21Shares SUI ETF	2025-05-01	-
Avalache(AVAX)	\$10.36B	VanEck Avalanche ETF	2025-03-14	-
Polkadoe(DOT)	\$8.03B	21Shares Polkadot ETF	2025-01-31	2025-04-15

자료: SEC, Coinmarketcap, 키움증권 리서치센터
 주: 코인시가총액은 2025.05.12 9:00 기준

18. 알트코인, 증권성 리스크도 완화

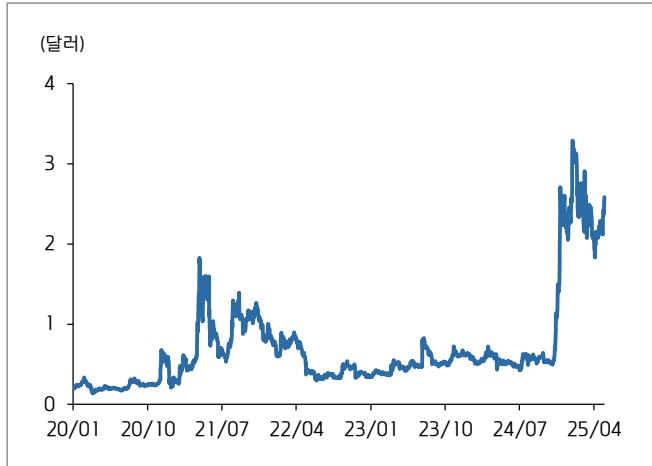
- ▶ 지난 5월 8일 미국 증권거래위원회(SEC)가 리플랩스와의 법적 분쟁에 대한 합의서를 법원에 제출하면서 사실상 소송 종료
 - 해당 소송은 2020년 12월 SEC에서 리플랩스에 제기한 소송으로, 리플(XRP)의 증권성 여부가 핵심
- ▶ 이번 합의는 SEC가 사후 소송 중심에서 규제 프레임워크 구축으로서 규제 전환을 이루고 있음을 보여주는 요소. 이에 알트코인 발행사의 증권성에 대한 사법 리스크는 완화될 것으로 기대

리플 소송 관련 주요 사건 타임라인

날짜	내용
2020.12.21	SEC, 리플랩스와 회사 임원인 브래드 갤링하우스, 크리스 라센 제소
2023.07.13	뉴욕연방남부지방법원, 기관투자자 대상 XRP 판매는 증권성 인정. 반면 일반투자자 대상 XRP 판매는 증권성 없음으로 결론
2024.08.07	아날리사 토레스 판사, 리플랩스에 1억 2,500만 달러 과징금 부과
2025.01.15	SEC, 리플랩스 1심 판결에 대한 항소 준비서면 제출
2025.05.08	SEC, 법원에 리플랩스와의 법적 분쟁에 대한 합의서 제출

자료: SEC, 언론사 재인용, 키움증권 리서치센터

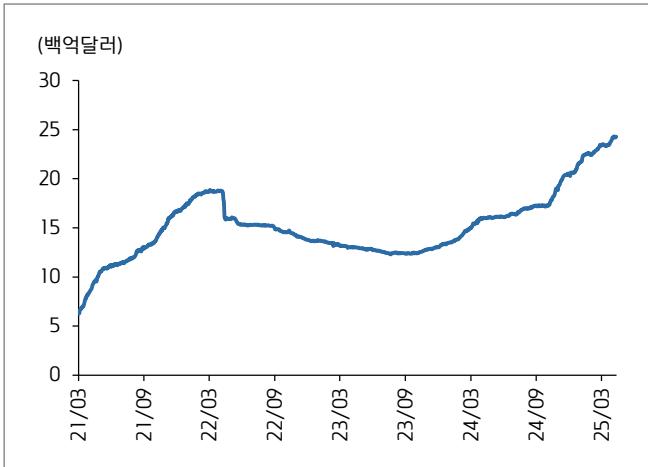
리플 가격 변동 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 2025년 5월 13일 기준

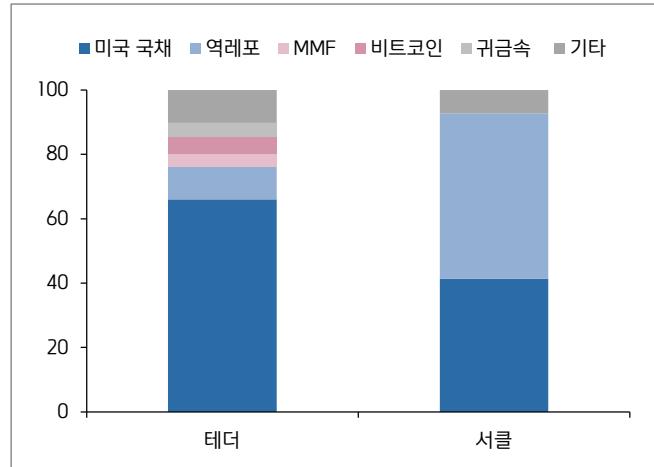
- ▶ 스테이블코인은 가상자산 시장 성장과 함께 꾸준히 성장해왔음. 그리고 이러한 성장은 트럼프 2기 행정부 임기 동안 강하게 나타날 것으로 전망
 - 스테이블코인 시가총액은 지난해 12월 처음으로 2,000억 달러를 넘어섰으며 5월 13일 기준 2400억 달러 상회
- ▶ 이는 스테이블코인 발행사들이 준비금으로 다량의 미 국채를 매입하기 때문. 이로 인해 트럼프 행정부 내에서 미 국채 수요처 증가 목적으로 스테이블코인 시장 활성화를 위한 정책이 앞으로 적극 추진될 것으로 예상. 특히 미국 의회에 발의된 스테이블코인 법안 추진이 하반기 내 이루어질 수 있을지 주목해볼 필요가 있음
 - 트럼프 대통령, 지난 3월에 참석한 가상자산 서밋에서 8월 내 스테이블코인 법안 마련 필요성 언급

스테이블코인 시가총액 변화



자료: Defillama, 키움증권 리서치센터
주: 2025년 5월 13일 기준

스테이블코인 발행사 테더와 서클의 준비금 현황



자료: Tether, Circle, 키움증권 리서치센터
주: 2025년 3월 발표된 보고서 기준

- ▶ 현재 미국 상·하원에 스테이블코인 관련 법안이 발의된 상태.
 - 상원: GENIUS Act, 하원: STABLE Act 각각 발의. 두 법안 내용은 대다수 유사
- ▶ 다만, 최근 상원에서 표결을 앞둔 가운데 발의된 법안 내용이 자금세탁방지, 국가 안보, 금융시스템 안정성 관련 조항이 미비하다는 의견이 등장. 이에 따라 협상 및 내용 수정 과정이 불가피해지면서, 8월 내 승인 가능성은 낮다고 판단
- ▶ 그래도 백악관의 입법 의지가 강하고, 미국 재무부에서도 스테이블코인을 주목하고 있다는 점에서 하반기 내 관련 법안 마련 시기는 어느정도 구체화 될 수 있을 것으로 예상
 - 미국 재무부 차입자문위원회(TBAC): 스테이블코인 시장 2028년까지 2조 달러 도달할 가능성이 있다고 언급

스테이블코인 관련 발의된 법안의 주요 내용

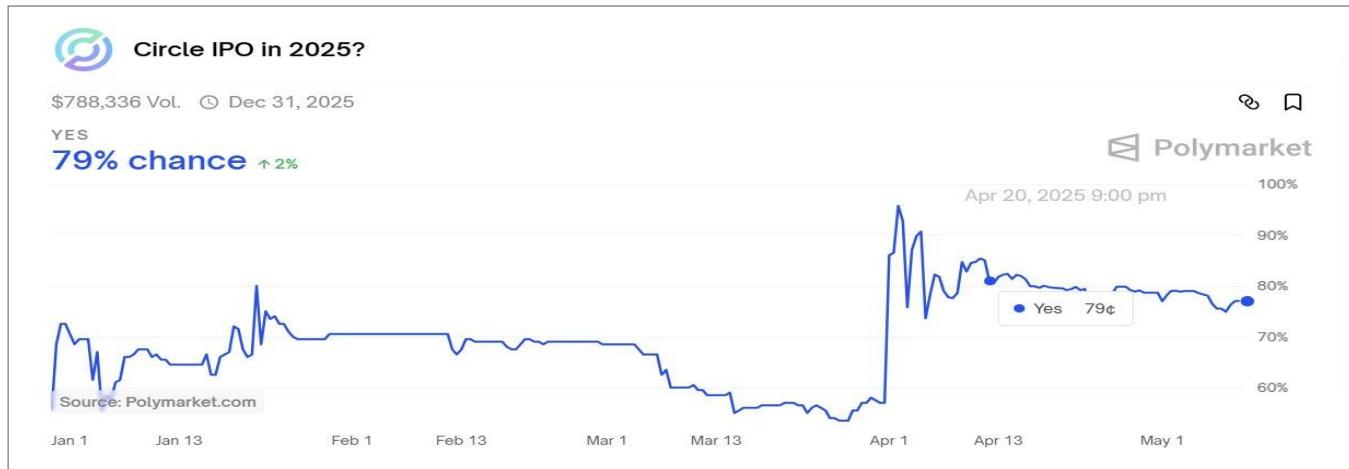
구분	내용
정의	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 지급결제스테이블코인(Payment stablecoin)이라는 용어는 결제 또는 결제 수단으로 사용되거나 사용되도록 설계된 디지털 자산을 의미 <ul style="list-style-type: none"> - (1) 발행자가 고정된 금액의 화폐 가치로 전환, 상환 또는 환매할 의무가 있고 (2) 고정된 금액의 화폐 가치에 대해 안정적인 가치를 유지할 것이라는 합리적인 기대가 있는 디지털 자산의 의미 또는 (3) 고정된 금액의 금전적 가치에 비해 안정적인 가치를 유지하거나 유지할 것이라는 합리적인 기대감이 있는 경우도 해당
발행인	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 지급결제스테이블 코인 발행자는 사전 승인을 받아야 하며, 승인 받지 않은 자가 발행하는 경우는 불법으로 규정 <ul style="list-style-type: none"> - 지급결제스테이블코인 발행을 승인 받은 보험 예탁 기관의 자회사 - 연방 수준에서 적격이 인정된 비은행 발행자 - 주(state) 적격이 인정된 발행자
발행요건	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 지급결제스테이블코인 발행자는 뒷받침하는 준비자산(reserves)을 최소한 1:1 비율로 유지 ▪ 준비자산은 이용자 상환에 관련되어서만 이용 가능하며, 재담보 등의 재 사용은 금지 ▪ 상환 정책 및 준비자산 구성을 정기적으로 공개해야 하며 등록된 공인회계법인에 의한 외부감사 실시 ▪ 발행 규모에 따라 규제 기관 상이
법적지위	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 증권(Security)에는 허용된 발행자가 발행한 지급결제스테이블코인은 포함되지 않음

자료: congress.gov, 업비트 투자자보호센터, 키움증권 리서치센터

21. 이어서, 스테이블코인 발행사 ‘서클’ IPO 도전도 주목

- ▶ 미국 내 스테이블코인 규제화에 대한 관심이 높아진 가운데, 달러 기반 스테이블코인 발행사 서클(Circle)은 2025년 4월 1일 미국 증권거래위원회(SEC)에 IPO 신청서 제출
- ▶ 이와 관련하여 시장에서는 미국 정부의 스테이블코인 규제화 및 활성화 추진 의지가 강하고, 규제 기관들의 친가상자산 태도가 이어지고 있는 만큼 서클의 IPO 가능성은 높게 추정하고 있는 모습
 - 폴리마켓의 서클 IPO 가능성은 70% 이상 유지
- ▶ 만일, 서클이 IPO에 성공할 경우 기관투자자들의 스테이블코인 시장 참여 증가를 기대해볼 수 있음. 이와 더불어 리플랩스 등과 같은 가상자산 관련 기업들의 IPO 신청 사례가 등장할 가능성이 높음. 승인 시 기관 투자자들의 스테이블코인 직·간접 투자에 따른 스테이블코인 시장 규모 성장 가능

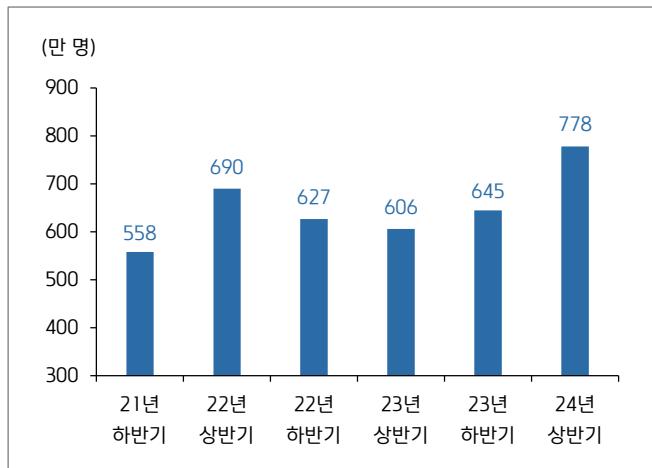
서클 연내 IPO 성공 가능성에 대한 폴리마켓 예측 결과



자료: polymarket

- ▶ 국내 가상자산시장 거래 이용자는 2024년 상반기 기준 778만 명을 넘어선 상황. 이는 지난 2023년 상반기 이후 꾸준히 증가한 수치
 - 2023년 하반기 대비 20.6% 증가
- ▶ 거래이용자 수 증가는 연내에도 이어질 것으로 예상. 이는 앞서 살펴본 바와 같이 경제 중심지인 미국을 비롯한 글로벌 국가에서 가상자산 및 스테이블코인 규제화 등 시장 확대를 위한 움직임이 이어지고 있기 때문
- ▶ 이러한 내용을 감안할 때 국내 역시 가상자산 규제 마련에 속도감을 더할 것으로 보임. 더욱이 오는 6월 대선을 앞두고 있는 만큼 하반기 가상자산 규제화 등 제도권 포섭에 대한 논의가 다양하게 이루어질 것으로 판단

2021~2024년 국내 가상자산시장 거래 이용자 변화 추이



자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터

국내 가상자산 관련 규제 주요 사건

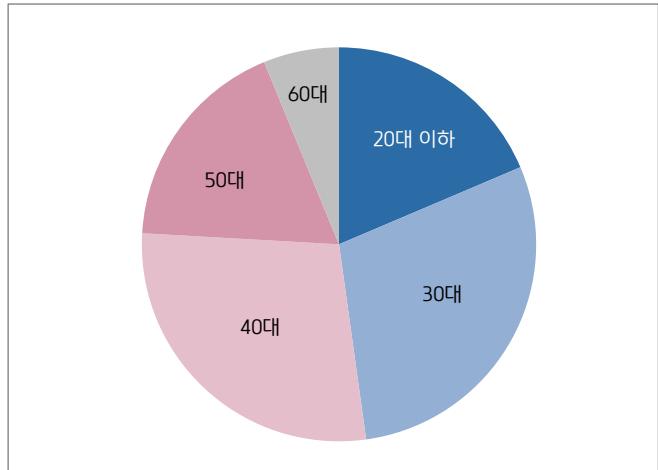
날짜	내용
2017.09	ICO 전면 금지
2018.01	거래실명제 시행
2021.03	특정금융정보법(특금법) 시행
2023.07	가상자산 관련 회계 투명성 제고
2024.06	NFT 가상자산 해당 여부 판단 가이드라인 공개
2024.07	가상자산 이용자보호법 시행
2025.02	법인의 가상자산 시장 참여 로드맵 발표

자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터

23. 가상자산 규제 속도는 ‘대선’을 주목

- ▶ 국내 가상자산 규제 마련이 이어지고 있는 가운데, 오는 6월 3일 대선이 예정되어 있음. 이미 대선 후보자들은 3040 표심 확보를 위해 가상자산 등 디지털자산에 대한 공약을 제시
 - 가상자산 시장에서 30대와 40대 이용자가 차지하는 비중은 2024년 상반기 기준 58.2%
- ▶ 이에 여·야 모두 가상자산 현물 ETF 허용과 2단계 법안의 조속한 마련에 대한 입장은 동일. 따라서 대선 결과에 상관 없이 가상자산 2단계 법안은 속도감 있게 전개될 수 있을 것으로 기대. 또한, 가상자산 현물 ETF 허용에 대한 논의도 함께 추진될 것으로 전망

2024년 상반기 가상자산 시장 이용자 연령별 현황



자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터

제21대 대통령 후보자 및 소속 정당의 디지털자산 관련 공약

더불어민주당	국민의힘
<ul style="list-style-type: none">1. 디지털자산 생태계 정비를 통한 산업육성 기반 마련2. 가상자산 현물 ETF 도입과 통합감시시스템을 구축해 가상자산 투자 환경 개선3. 1거래소 -1은행 원칙 폐기, 스테이블코인 규율 마련 등 검토1. 거래소 수수료 인하	<ul style="list-style-type: none">1. 디지털자산 육성 기본법 제정2. 가상자산 현물 ETF 허용3. 디지털자산 7대 공약<ul style="list-style-type: none">- 1거래소-1은행 원칙 폐기- 기업·기관 투자자의 가상자산 거래 제도화- 가상자산 현물 ETF 도입- 토큰증권 발행 법제화- 스테이블코인 규제 체계 도입- 가상자산 과세 체계 도입

자료: 중앙선거관리위원회, 언론사 재인용, 키움증권 리서치센터

- ▶ 금융위원회는 국내 가상자산 규제 제도화를 위하여 2024년 11월 가상자산위원회를 설립하며 주요 안건을 상정. 이후 2025년 상반기에 3차례 회의를 개최하며 가상자산 규제 토대를 마련해 가고 있음
 - 가상자산위원회: 지난 7월 시행된 ‘가상자산이용자보호 등에 관한 법률’에 따라 구성된 자문기구. 법령에 따라 당연직 위원장은 금융위 부원장이, 위원은 금융위 및 관계부처 공무원, 법조인, 전문가 등으로 구성
- ▶ 가장 먼저 논의되어야 할 주제로 ‘가상자산시장 내 법인 참여 허용’을 선택. 이에 지난 2월과 5월 각각 전체적인 로드맵과 비영리법인 및 가상자산거래소 매도를 위한 가이드라인 공개
- ▶ 가상자산위원회의 첫번째 논의 주제가 상반기 내 시행 시작을 알렸다는 점에서 하반기에는 스테이블코인 등을 포함한 가상자산 2단계 법안 목적 및 주요 내용 등 전체적인 법안 방향성을 확인할 수 있을 것으로 전망

금융위원회, 가상자산위원회 지난 회의 주요 내용

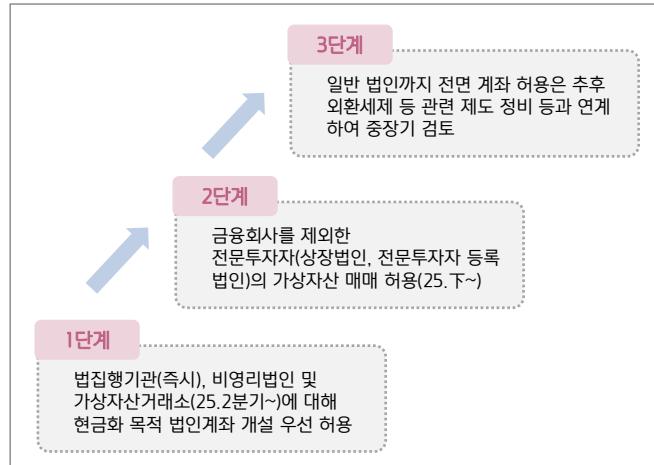
회의(개최일)	논의 안건 및 주요 내용
1차 회의 2024.11.16	<ul style="list-style-type: none"> ■ 국내외 가상자산 동향 확인 및 국내 가상자산 시장에 필요한 주요 과제 선정 <ul style="list-style-type: none"> - 법인에 대한 실명계좌 발급 / 가상자산사업자 진입·영업행위 규제, 자율규제기구 설립 - 2단계 입법 추진 방향 / 가상자산 거래지원 개선 문제 - 스테이블코인, 국경 간 가상자산 거래 등
2차 회의 2025.01.15	<ul style="list-style-type: none"> ■ 가상자산이용자보호법 2단계 입법 시 검토가 필요한 주요 과제 선정 및 입법 방향 논의 <ul style="list-style-type: none"> - 가상자산사업자 측면: 가상자산 매매·증개, 보관·관리, 자문, 평가 등의 해외 입법례 점검. 불건전 영업행위 규제 신설과 내부통제기준 마련 의무 - 가상자산거래: 투명한 상장·공시 제도 마련, 수시 공시 제도의 필요성 논의 - 스테이블코인 규율 방안: 스테이블코인 발행자의 준비자산에 대한 엄격한 관리 의무와 이용자 보호를 위한 상환청구권 보장 등의 필요성 논의
3차 회의 2025.02.13	<ul style="list-style-type: none"> ■ 법인의 가상자산시장 참여 로드맵 공개 및 거래지원 모범사례 개선 방향 논의, 토큰증권 도입을 위한 제도정비 진행 상황 점검 <ul style="list-style-type: none"> - 법인의 가상자산시장 참여 로드맵: 우선 상반기 내 비영리법인 및 가상자산거래소 매도 허용 추진 - 거래지원 모범사례: 거래지원 심사 기준 강화 등 업계 자정 노력 필요 지적 - 토큰증권: 토큰증권 제도를 신속하게 정비하기 위해 관련 논의에 적극적으로 참여할 필요가 있음
4차 회의 2025.05.01	<ul style="list-style-type: none"> ■ 비영리법인 및 거래소 매각 가이드라인 공개 <ul style="list-style-type: none"> - 법인의 가상자산시장 참여 로드맵에 대한 후속조치로 비영리법인 및 거래소의 가상자산 매각 가이드라인 제정안 최종 확정 - 상장법, 증미코인, 임코인 등에 대한 거래지원 기준을 강화하는 거래지원 모범사례 개정안 공개

자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터

25. 예정된 국내 가상자산 시장 변화 '법인 참여'

- ▶ 법인의 가상자산 시장 참여 단계적 허용을 위하여 금융위원회는 지난 5월 2일 1단계인 비영리법인 및 가상자산거래소 매도에 대한 가이드라인을 발표. 해당 가이드라인은 오는 6월 시행될 예정으로, 하반기 내 이들의 가상자산 시장 참여 사례가 등장할 것으로 전망
- ▶ 그리고 다음 2단계인 상장법인 및 전문투자자를 대상으로 가상자산 거래 매매 허용도 하반기 내 추진 계획.
- ▶ 따라서 하반기 국내 가상자산 시장에는 법인의 참여 사례가 본격적으로 나타날 가능성이 높음. 이는 국내 기관투자자 및 기업들의 참여 확대로 시장 안정성 등 긍정적 효과로 이어질 것으로 예상

법인의 가상자산 시장 참여 로드맵



자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터

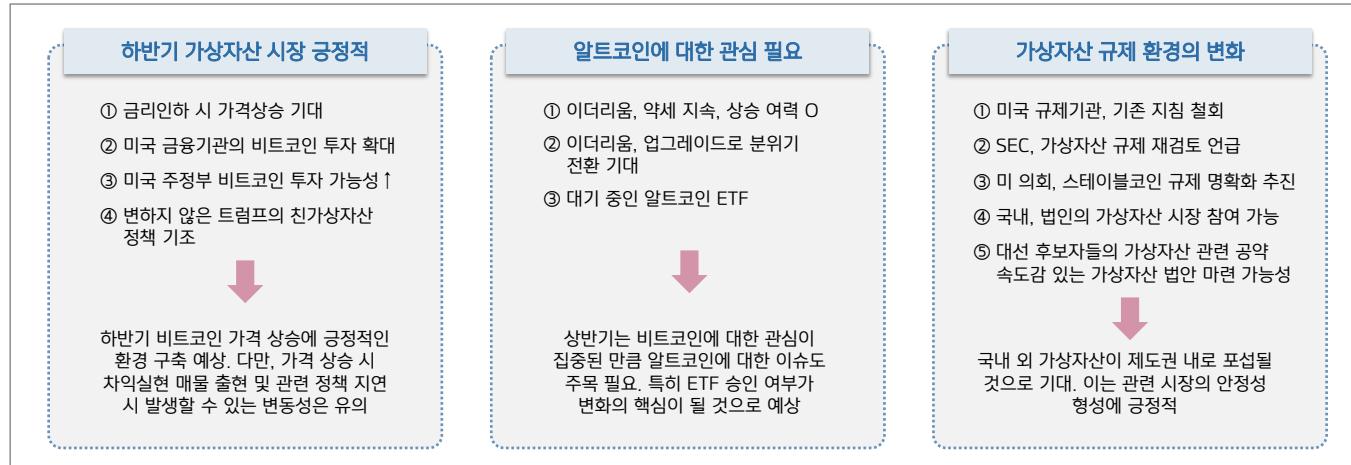
비영리법인 및 가상자산거래소 매도에 대한 가이드라인

구분	비영리법인	가상자산거래소
허용대상	외감법인이면서 5년 이상 업력 요건을 충족하는 비영리법인	'특금법' 상 가상자산사업자로 신고한 가상자산거래소
가상자산 종류	3개 이상 원화거래소에서 거래지원하는 가상자산	5개의 원화거래소 시가총액 상위 20개 가상자산
주요 규율 목적과 내용	[내부 통제장치 확보] 내부 심의기구를 통해 기부의 적정성, 현금화 계획 등 사전검토	[매도시 시장 영향 최소화] 매도 목적 제한(운영경비 확보) 및 일일 매도 한도 도입 등
자금세탁 방지	은행 · 거래소 · 법인이 중첩하며 기부금 관련 고객확인 등 수행	매도 목적 제한 및 사전 · 사후 공시의무 부과

자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터

- ▶ 이처럼 가상자산은 해외 및 국내에서 제도권 포섭, 기관 참여 확대 등 다양한 변화를 앞두고 있음. 특히 올해 미국 최초의 친가상자산 행정부가 등장하며 글로벌 변화를 이끌고 있고, 국내 역시 대선 이후 글로벌 추세에 따라 가상자산 규제화 등의 변화가 기대되는 상황
- ▶ 다양한 변화를 앞두고 가상자산 시장이 강세를 보이고 있는 만큼 단기적 변동성 주의는 필요. 그러나 이와 같은 변화는 장기적인 관점에서 가상자산 시장에 긍정적으로 작용할 것으로 기대
- ▶ 따라서 하반기는 관련 이슈에 주목하며 가상자산 시장에 대한 긍정적인 시각을 유지할 필요가 있다고 판단

하반기 주목해야 할 가상자산 이슈 정리



자료: 키움증권 리서치센터

27. (참고) 용어 정리

가상자산 관련 용어 정리

비트코인(BTC)	가장 대표적인 디지털자산 중 하나로 2008.10 사토시 나카모토에 의해 공개. 기존 화폐와 달리 중앙정부나 금융기관의 개입 없이 개인 간의 거래를 지원하며, 최대 발행량이 2,100만 개로 한정되어 있다는 점이 특징
이더리움(ETC)	탈중앙화 어플리케이션(Dapp)을 개발하고 실행할 수 있도록 설계된 블록체인 기반의 오픈소스 플랫폼으로, 이더리움 코인은 가장 대표되는 알트코인
알트코인	비트코인을 제외한 모든 코인
스테이블코인	가격 변동성을 최소화하기 위해 법정화폐나 실물 자산에 연동되도록 설계된 가상자산
분산원장기술(블록체인)	중앙 집중형 서버나 관리자 없이 여러 참여자가 동일한 데이터를 공동으로 기록하고 공유하는 기술로 정보가 분산되어 기록된다는 것이 특징
온체인데이터	블록체인 네트워크 위에 직접 기록되는 모든 데이터를 의미. 즉 블록체인의 분산원장에 영구적으로 저장되는 정보로 조작 불가능
오프체인데이터	블록체인 외부에서 생성되거나 저장되는 정보. 즉 블록체인에 직접 기록되지 않은 데이터로 일반적으로 중앙화된 서버나 외부 시스템에서 관리
이더리움 머지(Merge)	이더리움 블록체인과 알고리즘을 기준 방식에서 지분증명(PoS) 방식으로 변경하기 위해 수행한 업그레이드. 거래 처리 효율성과 확장성 향상이 목적
지분증명	알고리즘의 한 형태로써, 디지털자산을 보유하고 있는 지분율에 비례해 의사결정 권한을 주는 합의 알고리즘
검증자	블록체인 네트워크에서 새로운 블록을 생성하거나 거래를 검증하는 역할을 수행하는 참여자. 지분증명(PoS)에서 핵심적인 역할
블록	블록체인에서 거래 기록을 담고 있는 데이터 단위로 여러 개의 정보를 묶어 하나의 뎅어리로 만든 것이며 시간 순서대로 체인처럼 연결
스테이킹	지분증명(PoS) 방식의 블록체인에서 일정량의 가상자산을 예치하고 네트워크 운영에 참여하고 이에 대해 받는 보상
지갑	가상자산을 보관 · 전송 · 수신할 수 있게 해주는 소프트웨어나 하드웨어 도구를 의미
스마트컨트랙트	사전에 정해진 조건이 충족되면 자동으로 실행되는 디지털 계약. 블록체인 위에 코드로 작성되어 저장되고 실행되므로 중개자 없이도 계약 체결 가능
가스비	블록체인에서 거래를 처리하거나 스마트컨트랙트를 실행할 때 네트워크에 지불하는 수수료
커스터디	디지털 자산을 대신 보관 · 관리해주는 서비스
토큰증권	분산원장 기술을 활용해 자본시장법상 증권을 디지털화한 것

자료: 위키백과, 카움증권 리서치센터