

# Morning Meeting Brief

## Macro

### [2025년 하반기 전망] 이 또한 지나가리

- 상반기 글로벌 경제는 트럼프 정부의 관세 위협에 불확실성이 확대, 경기 침체 우려가 확산
- 하반기에도 정책 불확실성 요인이 상존하나, 점차 무뎌지고 있는 모습
- 미국발 수요 둔화에 경기 부양 강화 및 유동성 공급 확대 지속 전망

이하연. hayeon.lee@daishin.com

## 환율

### [2025년 하반기 전망] 아직 남은 원화 강세여력

- 상반기 미 성장 및 정책 경로 불확실성에 달러자산 선호 약화, 달러 하락 전환
- 하반기 달러대비 아시아 국가 환율 하향 안정화 지속 전망
- 대외 약달러 유효한 가운데, 대내 정치리스크 해소된 점 달러원 환율 하락 뒷받침

이주원. joowon.lee2@daishin.com

## 채권

### [2025년 하반기 전망] 따로 또 같이

- 기준금리 인하 사이클이라면 시중금리도 추세적인 하향 안정화
- 그러나 인하에 대한 다른 반응 속도를 고려하면 美 상대적으로 더딘 금리 안정
- 韓 꾸준한 인하 기조 속에 지속적인 금리 하향 안정화 경로

공동락. dongrak.kong@daishin.com

## 투자전략

### [2025년 하반기 전망] 비정상성의 정상화. Way to Historical High

- 25년 하반기 코스피는 4월 저점 통과 이후 추세적인 상승을 이어갈 전망
- Non-US 모멘텀에 이어 미국의 금리인하 & 경기회복 여부에 주목
- 미중 갈등이 지속되는 상황에서 반사이익을 받을 수 있는 업종에 관심

이경민. kyoungmin.lee@daishin.com

## 글로벌전략

### [2025년 하반기 전망] 타코(TACO) 장세가 온다

- 트럼프 정책 후퇴, 주요국 중앙은행 통화재정정책 강화, AI 혁명 지속 등
- 3Q 상승 후 얕은 조정, 4Q 지속 상승. S&P500 5,500~6,600p(비중확대)
- 트럼프 배제하는 증시 흐름. 미국, 유럽, AGI, 양자컴퓨팅, 우리농원전 주목

문남중. namjoong.moon@daishin.com

[2025년 하반기 전망] 원자재, 유동성 사이클 속 테마로 승부

- 시장의 시선은 관세 → 유동성으로 이동, 수요 둔화에 시작된 유동성 사이클
- 변수는 펀드에서 절반 차지하는 에너지, 사우디발 3차 유가 전쟁 가능성 ↑
- 선택과 집중의 시간, 원자재 회복 방향이지만 상단 제한된다면 테마로 승부

최진영. jinyoing.choi@daishin.com

[2025년 하반기 전망] 금리에 질척, 관세에 주춤, 그러나 회복에 방점

- 미국 부동산은 선별적인 진입하기 좋은 시기라는 판단 유지
- 미국 상업용 부동산은 연중 전월비 양(+)전 기대, 섹터 별 속도 차 존재
- 주택시장은 상반기 추가 조정 나타날 수 있으나, 연간 강보합세 기대

배상영. sangyoung.bae@daishin.com

[일본 마켓 레이더 Weekly / 6월 3주차 전략] 6월 BOJ 금리 동결, 금융시장 안도 요인

- 17일 6월 BOJ 금정위, 금리 동결 예상. 日 성장 둔화 우려 및 美 무역정책 불확실성 대응, BOJ 금리 인상 서두르지 않은 2가지 이유
- 1) 2/4분기 GDP, 이전보다 높아진 미국 관세를 적용 시 日 경제의 대외 취약성 증가 재확인
- 2) 美 상호관세 유예 후 참의원 선거기간 돌입, 미국과 무역합의 타결 전까지 불확실성 지속

문남중. namjoong.moon@daishin.com

이스라엘 공습에 놀란 유가, 그러나 제한적인 확전

- 이란 핵 시설과 탄도미사일 기지 공격한 이스라엘, WTI는 장중 한때 \$75 상회
- 이스라엘-이란 전면 충돌 가능성, 이는 호르무즈 해협 봉쇄 가능성으로 연결
- 그러나 압도적 힘의 우위로 제한될 확전 가능성, 유가는 다시 박스권으로 회귀 예상

최진영. jinyoing.choi@daishin.com

이란의 호르무즈 해협 봉쇄? 실현 불가능한 이유들

- 이스라엘에 의해 제공권 상실한 이란, 이란 내부에서는 외부를 통한 대이스라엘 압박 위해 교육지책으로 호르무즈 해협 봉쇄 거론
- 전세계 에너지 해상 물동량의 20%가 거쳐가는 호르무즈 해협, 해협 봉쇄는 전세계 공급의 7~10% 해당하는 원유 수출 차단하는 것
- 그러나 실현 불가능한 5가지 이유(부재한 역사적 사례, 우방과 고객인 중국의 반발, 미군 개입 빌미 제공), 다시 안정 되찾을 유가 기대

최진영. jinyoing.choi@daishin.com

[Issue Comment] 파마리서치: 단기 노이즈는 호실적이 깨부순다

- 6/13, 지주사와 핵심 사업을 영위하는 사업회사로 분할 발표
- 인적분할 뉴스 이후 주가가 급락했으나 이는 과도한 반응으로 판단
- 단기 노이즈보다는 결국 실적을 통한 펀더멘털 증명이 중요

# 매크로

Economist 이하연  
hayeon.lee@daishin.com

## 이 또한 지나가리

- 상반기 글로벌 경제는 트럼프 정부의 관세 위협에 따른 불확실성이 확대
- 하반기에도 정책 불확실 요인이 상존하나 점차 무너지고 있는 모습
- 미국발 수요 둔화에 경기 부양 강화 및 유동성 공급 확대 지속

### 2025년 상반기 글로벌 매크로 동향

상반기 글로벌 경제는 트럼프 정부의 관세 위협에 따른 불확실성이 확대. 대부분의 교역국을 대상으로 당초 예상보다 높은 관세율을 발표해 글로벌 경기 침체 우려를 초래하기도 했지만, 관세 일시 유예 및 협상 가능성 등을 통해 관세에 대한 경계감은 정점을 통과하는 중

미국은 관세 선수요가 마무리. 1분기 수입 및 재고가 큰 폭으로 증가. 당분간 소비 공백 가능성이 있으며, 기업의 투자 및 고용 등도 정부 정책에 따라 관망 기조가 지속되는 모습. 비미국은 미국의 수요 둔화를 메우기 위한 경기 부양에 적극적으로 나서는 모습. 특히 유로존에서 독일이 재정정책 확대를 시사하며 경기 회복 기대를 높였으며, 중국 역시 내수 중심으로 경기 부양 강화가 지속

### 하반기에도 지속될 트럼프의 싸움

트럼프를 가로막는 중국/EU 등 교역상대국, 연준, 의회(민주당)에 대한 압박은 하반기에도 계속될 전망. 교역대상국에 대한 관세 압박은 공급 의존도 감안시 추가 악화되기 쉽지 않은 상황. 연준에 대한 통화완화 압박은 지속될 전망이며, 연준의장 교체가 유동성 공급 기대를 높일 수 있으나 장기 금리를 자극할 위험도 상존. 의회에 대한 예산 통과 압박은 X-date(디폴트 시점)을 앞두고 시장 경계감을 높이는 요인

다만, 시장도 상당 수준 트럼프발 정책 불확실성에 무너지고 있으며, 미국 경기 둔화 흐름 및 금융시장 변동성을 감안해 트럼프 정부 역시 강경한 태도를 지속하기 어려운 환경

### 결국, 유동성이 옵니다

이제 관세 영향이 미국 경제지표에 반영되기 시작. 미국의 경기 둔화 흐름이 확인된다면, 재정정책 뿐만 아니라 통화정책 측면에서도 정책 당국 스탠스 역시 완화될 여지가 있을 것. 관세 관련 정책 불확실성 완화 이후 연준 금리 인하 재개, 감세안 등이 미국 경기 회복 및 유동성 확대에 이어질 전망

한편, 미국의 관세 부과 및 교역 악화로 인한 대외 수요 둔화를 메우기 위한 비미국의 내수 부양 역시 하반기에도 지속될 전망. 국내 경제 역시 한국은행의 금리 인하 기조가 지속되는 가운데, 신정부 추경 확대에 내수 부양 기대가 강화. 물론 국가마다 처한 경제 여건에 따라 실물 경기 회복 정도는 상이한 모습을 나타낼 수 있음. 일부 국가의 경우, 통화완화 정책을 동반한 재정정책이 유동성 확대에 이어져 실물경기 회복보다 자산 가격 인플레이션을 초래할 가능성

## 환율

Economist 이주원  
joowon.lee2@daishin.com

## 아직 남은 원화 강세여력

- 상반기 미 성장 및 정책 경로 불확실성에 달러자산 선호 약화, 달러 하락 전환
- 하반기 달러대비 아시아 국가 환율 하향 안정화 지속 전망
- 대외 약달러 유효한 가운데, 대내 정치리스크 해소된 점 달러원 환율 하락 뒷받침

## 상반기 미 성장 및 정책 경로 불확실성에 달러자산 선호 약화, 달러 하락 전환

트럼프 취임 이후 달러는 하락 추세로 전환. 미국 성장 및 정책 경로 불확실성이 큰 상황에서 미 달러자산에 대한 신뢰 약화. 안전선호 심리 확대되는 시기에도 미 달러 보다 금이나 일본 엔화, 스위스 프랑화가 강세 시현

한편 비미국 국가들은 트럼프 2기 하 글로벌 통상 관련 불안 확대된 환경에서 적극적으로 경기 부양에 나서기 시작. 글로벌 금융시장 참가자들은 미국보다 불확실성이 상대적으로 덜한 점에 주목. 팬데믹 이후 미국으로 집중되었던 자금흐름이 정상화되는 흐름 나타남

## 하반기 달러대비 아시아 국가 환율 하향 안정화 지속 전망

달러 하락 추세는 당분간 유지될 것으로 보이며, 4분기 예산안 수립으로 불확실성이 해소될 경우 반등 가능할 전망 (3분기 저점 확인 후 4분기 반등하는 흐름 예상)

현재는 공급망 재편 과도기. 환율보고서에서도 확인되었듯 미국은 수출경쟁력 확보 차원에서 과도했던 달러 고평가 해소를 추구할 소지. 글로벌 교역 감소 국면에서 기존 수출 중심 경제 구조의 비미국 국가들은 내수확대 필요성 부각. 미국과의 무역협상에서 통화가치 절상 대두될 가능성. 이는 비미국의 내수 확대 뒷받침 및 관세에 따른 경기 하방리스크 완화 가능

유럽 경기 부양 기대는 이미 유로화에 상당 부분 반영. 반면 아시아 국가들은 중국 중심으로 통화가치 절상 가능성 반영될 여지가 더 크다는 판단. 달러인덱스 하락 속도보다 달러 대비 아시아국가 환율이 하락하는 속도 및 폭이 더 가파를 것으로 예상

## 대외 약달러 유효, 대내 정치리스크 해소된 점 달러원 환율 하락 뒷받침

대외 달러 약세 & 아시아통화 강세 국면 유효한 가운데, 대내 정치 리스크도 해소. 달러원 환율 추가하락 시도 가능

장기적으로 미국 경기는 부양정책에 힘입어 개선될 것으로 예상되며, 달러 자산에 대한 신뢰 역시 다시 회복할 공산이 큼. 그러나 정책 시행을 위한 재정여력에 의구심이 남아있어 아직 이를 기대하기에는 이른 시점

하반기 중에는 아시아 국가가 미국과 협상하는 과정에서 환율 관련 논의 이뤄질 수 있으며, 가능성 대두되는 것만으로 달러원 환율 추가 하락 요인으로 작용할 전망

## 채권

Fixed Income Strategist 공동rak  
dongrak.kong@daishin.com

## 따로 또 같이

- 기준금리 인하 사이클이라면 시중금리도 추세적인 하향 안정화
- 그러나 인하에 대한 다른 반응 속도를 고려하면 美 상대적으로 더딘 금리 안정
- 韓 꾸준한 인하 기조 속에 지속적인 금리 하향 안정화 경로

## 기준금리 인하 사이클을 반영한 추세적인 금리 하향 안정화

2024년 하반기부터 시작된 기준금리 인하 사이클을 반영한 중기 추세적인 시중금리 하향 안정화 경로를 예상. 그러나 단기적으로는 국채 수급 여건에 따른 반응 정도에 따라 금리의 변동성이 확대되는 가운데 국가별로 차별화된 금리 하향 경로를 전망

## 한국은 통화정책의 악발이 잘 받는 나라. 인하 기대 반영한 지속적인 금리 하향

한국의 경우 기준금리 인하가 시중금리에 미치는 영향이 명확할 뿐만 아니라 하반기에도 기존 인하 사이클이 이어짐에 따라 지속적인 금리의 하향 안정화 구도 예상. 다만 신임 정부 출범 이후 예상되는 추가경정예산 편성에 따른 국채 물량 부담, 인하 기대를 선반영한 과도한 채권 랠리에 대한 되돌림 등으로 변동성 분출 가능성에는 대비할 필요(2025년 연말 韓 기준금리 2.25% 예상)

## 미국은 높은 국가 부채 수준과 국채 물량 부담에 더딘 시중금리 안정 경로

미국은 상반기 기준금리 인하 사이클 중단 이후 하반기 인하 재개를 반영한 금리 하향 전망. 그러나 높아진 재정 부담과 국채 물량 증가로 인해 기준금리 인하의 영향이 시장금리에 더디게 반영될 전망. 하반기 인플레이션 여건의 진전을 확인한 이후 정상화 관점에서의 인하 사이클 재개 예상하며, 하반기 전체로는 한국에 비해 시장금리 하락 모멘텀이 커 보임(2025년 연말 美 기준금리 3.75%(상한 기준) 예상)

## 크레딧은 이전 국면에 비해 스프레드 축소 정체 예상

크레딧 채권의 경우 부정적 경기 인식과 美 신용등급 강등 후폭풍 등에 스프레드 축소 정체 진입. 한국은 부정적인 경기 인식을 고려하면 크레딧 투자는 부담, 우량 채권과 비우량 채권 간의 스프레드 축소세도 이제는 멈춤. 미국은 국가신용등급 강등 영향이 국채보다 오히려 크레딧에 더 큰 부담

## 투자전략

Strategist 이경민

kyoungmin.lee@daishin.com

## 비정상의 정상화.

## Way to Historical High

- 25년 하반기 코스피는 4월 저점 통과 이후 추세적인 상승을 이어갈 전망
- Non-US 모멘텀에 이어 미국의 금리인하 & 경기회복 여부에 주목
- 미중 갈등이 지속되는 상황에서 반사이익을 받을 수 있는 업종에 관심

25년 하반기 KOSPI Target으로 3,150p 제시. 12개월 선행 EPS 315.6p에 KOSPI PER 9.96배를 반영

25년 하반기에도 트럼프발 관세, 정책 등 노이즈는 불가피. 그럼에도 불구하고 25년 하반기 코스피는 4월 저점 통과 이후 추세적인 상승을 이어갈 전망

중국, 유럽의 경기부양 드라이브, 금리인하 사이클 등이 경기/유동성 모멘텀 동반 회복/개선으로 이어질 것. Non-US 경기 회복은 달러 약세와 함께 한국 수출 모멘텀을 견고히 만들고, 하반기 한국 기업 실적 불안심리를 제어할 수 있다고 생각

## Non-US 모멘텀에 이어 미국의 금리인하 &amp; 경기회복 여부에 주목

9월 미국 금리인하 여부, 4분기부터 미국 경기 회복 여부가 25년 4분기 이후 26년 상반기 흐름을 결정지을 전망

Non-US에 이어 미국까지 경기부양 드라이브에 가세하고, 경기 회복이 가시화될 경우 26년에는 풍부한 유동성 모멘텀에 글로벌 경기 회복 기대가 강해지는 국면 진입

25년 하반기 유동성 장세에서 26년 실적/편더멘탈 장세 진입 가시화. 26년 KOSPI는 역사적 고점을 향할 것으로 예상.

25년 하반기에도 정책 수혜주들의 상승세는 지속될 전망. 다만, 단기 급등에 따른 과열 해소, 매물소화 국면은 감안. 향후 상승 탄력이나 강도 측면에서도 상반기보다는 둔화될 가능성 높다고 생각

## 미중 갈등이 지속되는 상황에서 반사이익을 받을 수 있는 업종에 관심

반면, 상반기 트럼프 관세 우려와 글로벌 업황 불안, 실적 불확실성 등으로 부진했던 업종들은 트럼프 관세정책 완화와 Non-US 경기 회복이 가시화되면서 반전 기대. 이와 함께 미중 갈등이 지속되는 상황에서 반사이익을 받을 수 있는 업종들도 관심권에 돌 필요가 있음

다양한 모멘텀 속에 교집합 권역에 위치한 업종은 반도체, 자동차, 인터넷, 제약/바이오, 신재생에너지

# 글로벌 전략

Global Strategy 문남중  
namjoong.moon@daishin.com

## 타코(TACO) 장세가 온다

- 트럼프 정책 후퇴, 주요국 중앙은행 통화재정정책 강화, AI 혁명 지속 등
- 3Q 상승 후 얇은 조정, 4Q 지속 상승. S&P500 5,500~6,600p(비중확대)
- 트럼프 배제하는 증시 흐름. 미국, 유럽, AGI, 양자컴퓨팅, 우라늄·원전 주목

### 투자환경: 하반기 트럼프 정책 추진에 균열 발생과 추진 동력 상실

5.28일 미국국제무역법원(USCIT)의 국제비상경제권한법(IEEPA)에 근거한 관세 무효 판결, 이를 계기로 향후 트럼프 행정부의 관세 정책에 균열 발생과 추진 동력 상실은 불가피. 7.8일 상호관세 유예가 끝나기 전까지 남아 있는 시간은 한 달 미만으로 90개국과 무역협상을 마무리한다는 기존 계획을 달성하기에는 물리적 한계에 부딪칠 것. 현재 무역합의를 이룬 곳은 영국뿐으로 나머지 국가와는 협상 중. 트럼프행정부는 1) 상호관세 유예기간을 연장하거나, 아니면 2) 일괄적으로 기존 상호관세율 50%할인과 일부 국가 면제를 먼저 제시하고 추후 협상을 통해 합의에 도달하는 안을 선택할 것

### 증시 경로: 3Q 상승후, 얇은 조정(7월 상승, 8~9월 하락), 4Q 지속상승

– 미국 증시(S&P500): 5,500~6,600p, 투자의견: 비중확대

– 중국 증시(CSI300): 3,700~4,200p, 투자의견: 상승 시, 비중축소

트럼프 정책 후퇴. 자국기업 피해 양산과 통화정책 신뢰성 훼손에 기인. 그 외 주요국 중앙은행 통화·재정정책 강화 가시화로 유동성 증가, 미국 경기 순환, 20.5월 이후 현 경기확장 60개월째 진행(25.4월기준). 80년 이후 경기 확장은 총 5번으로 평균 85개월 지속. 적용시, 대략 27.6월까지 경기 확장 예상.

글로벌 AI 혁명 지속. 차입 비용 감소에 따른 기업실적 개선기대. (+) 실질정책금리(정책금리-물가) 유지, 금융여건 긴축 완화. [물가↓, 금리↓] → 성장 섹터/종목 수혜. 글로벌 AI 서비스 구현 단계는 25년부터 추론용 단계 발전 전환, AI 시장 성장지속. 미국 실적 성장, 커뮤니케이션, IT, 헬스케어 주도. 23.1/4분기 저점 이후, 매 분기 예상치 상회. 하반기 미국 증시, 경기확장+실적개선+금융여건완화+AI 혁명+트럼프정책후퇴 반영한 상승 흐름. 하반기 중국 증시, 정부 부양책 기대감 vs. 구조적 경기 둔화간 힘겨루기로 박스권 장세 예상

### 투자전략: 트럼프를 배제하는 증시 흐름. 얇은 조정은 비중확대 기회

– 권역/국가 선호도: DM, 최선호: 미국, 그 외: 경제체력(인도·베트남·대만), 피봇(유럽·멕시코·한국). 전략산업: AGI, 양자컴퓨팅, 우라늄·원전

신흥국, 미국 관세 정책으로 향후 성장 둔화 불가피. 24년 기준 미국의 전체 무역적자 중 아시아태평양지역이 약 60.3%로 가장 큰 비중 차지. 각자도생의 길에 들어선 신흥국. 트럼프 2기 행정부, 정책 방향성. 자국 우선주의 정책과 미국 중심의 정책 구현. (1. 전통제조업, 2. 규제완화, 3. 전략산업) 주목. 특히 전략산업인 AI, 반도체, 바이오의약품, 우라늄·원전, 양자컴퓨팅, 가상자산, 휴머로이드로봇 주목

## 원자재

원자재, 유동성 사이클 속  
테마로 승부Commodity Analyst 최진영  
jinyoing.choi@daishin.com

- 시장의 시선은 관세 → 유동성으로 이동, 수요 둔화에 시작된 유동성 사이클
- 변수는 펀드에서 절반 차지하는 에너지, 사우디발 3차 유가 전쟁 가능성 ↑
- 선택과 집중의 시간, 원자재 회복 방향이지만 상단 제한된다면 테마로 승부

## 잠시 진정된 미중 관세 리스크, 이제 유동성 사이클에 초점

시장의 시선은 관세에서 유동성으로 옮겨가고 있음. 4월초 중국 PBOC는 주식 부양을 목적으로 CIC에 재대출을 용인했으며 5월초에는 지준율과 LPR 금리를 인하. 현지에서는 추가 인하 가능성까지 열어두고 있음. 올해만 1.3조달러가 투입되는 것. ECB는 금리 인하 중. 파월 연은 총재는 조기 금리 인하는 없다며 기존 발언을 재확인했지만 하반기 인하는 여전히 유요. 설사 지연되더라도 2조달러의 레버리지를 유도할 SLR 은행 규제 완화 카드까지 보유. 미중만 합쳐도 약 3.2조달러. 유동성의 확장이 시작되는 것. 유동성이 성장주의 멀티플 상향이라면 실물 자산인 원자재에는 가치 상승 요인. 이미 글로벌 유동성 지수를 3개월 후행하는 비트코인이 반응하기 시작. 이는 원자재 역시 추후 동일한 방향으로 전개될 수 있음을 암시. 미중 관세 전쟁이 진정된 상황에서 이제 유동성 효과에 주목할 시점.

## 원자재의 최대 변수, 사우디발 3차 유가 전쟁 가능성

다만, 변수는 원자재 펀드에서 절반 이상 차지하는 에너지 섹터. 4월말 사우디 측은 '장기간 저유가를 감당할 자신이 있다'고 전했음. 그러면서 사우디 측은 2026년 중반까지 220만b/d를 증산하겠다는 OPEC+ 계획을 뒤집고 불과 4개월 만에 63% 달성하게 만들었음. 카자흐스탄처럼 OPEC+ 내 감산을 거부하는 국가가 속출하자 실력 행사에 나선 것. 그러나 카자흐스탄 또한 만만치 않음. <얼굴 없는 중개자들>의 저자인 Javier Blas는 브렌트유가 배럴당 50달러로 추락하더라도 카자흐스탄의 에너지 수입은 불과 12%만 감소한다며 정책 변화는 어려울 것이라 주장. 만일 카자흐스탄 측이 강경한 입장을 고수한다면 사우디 역시 증산 강도를 높일 수밖에 없으며 이는 2014~2015년, 2020년 같은 사우디발 유가 전쟁으로 확대될 수 있음. 이처럼 유가가 압박을 받는다면 원자재 지수는 상단이 제한될 수밖에 없음.

## 선택과 집중의 시간, 유동성 사이클 속 테마로 승부

그렇기에 지금은 테마에 집중할 시점. 에너지 섹터에서 유가가 사우디발 3차 유가 전쟁 가능성에 막혔지만 천연가스는 냉방 시즌과 유럽향 LNG 수출 기대감을 추가 반영할 시점. 귀금속 섹터는 금 가격이 장기적으로 낙관적이지만 지금 같은 유동성 사이클에서는 경쟁자인 비트코인으로 자금 이탈이 발생할 구간. 산업금속에서 대장격인 구리는 유동성과 구조적 공급 부족 이슈를 즐겨야 하지만 대체재인 알루미늄 탓에 가격 상단은 제한. 구리 광산 기업 역시 생산 비용(전력원인 천연가스) 측면에서 압박이 존재하기에 기대하기 어려움. 그렇다면 칠레 광산 개발 사업에 대항해주는 은행, 은행 비중이 30% 이상인 칠레 ETF가 더 매력적인 구간. 추천 대상들이 다소 테마틱할 수 있음. 그러나 지금부터는 섹터별 우위를 나누는 것이 무의미한 유동성 사이클. 그러한 점에서 상단이 제한될 범원자재 보다 천연가스와 비트코인, 칠레 ETF 등 스토리가 있는 자산들에 집중할 것을 권고.



## 부동산

배상영 Ph.D.

sangyoung.bae@daishin.com

금리에 질척, 관세에 주춤,  
그러나 회복에 방점

- 미국 부동산은 선별적인 진입하기 좋은 시기라는 판단 유지
- 미국 상업용 부동산은 연중 전월비 양(+)전 기대, 섹터 별 속도 차 존재
- 주택시장은 상반기 추가 조정 나타날 수 있으나, 연간 강보합세 기대

## 2025년은 고금리 정체상황에서 나타난 관세이슈로 더딘 회복

미국 상업용 부동산은 연초 대비 -0.68%로 약보합세 기록, 강보합세 기대했으나, 시장 금리 상승과 관세 정책으로 인한 불확실성 증가가 영향

주택시장은 전국 기준으로 +0.52% 수준이며, 3월 전월비 하락세 기록, 2분기 약보합 가능성 있으나, 장기적으로 완만한 상승세 전망

## [주택시장] 고금리는 버텼으나, 관세정책으로 심리 악화

25년도에도 강보합세 기대하였으나, 3월 전월비 하락, 상반기 지표에서 추가 하락 나타날 가능성 잔존

매크로 불확실성이 확대되면서 3월 전월비 하락, 안정적인 재고 상황 고려하여 연간 상승률 2%대 중반 수준 전망

향후 미국 주택시장은 상승률 안정/둔화가 예상되며, 상승 사이클 지속 기대

## [상업용 시장] 섹터 별 속도 차이는 있으나, 회복세

임대 펀더멘털이 Cap Rate에 반영되는 시장, 리테일, 멀티 패밀리 Cap Rate 정체, 산업(물류) 섹터 Cap Rate 상승, 오피스 섹터의 Cap Rate 변동성은 높으나 고점 기록했다는 판단

전반적인 섹터 선호도가 멀티-패밀리 > 산업(물류) > 리테일 = 오피스 순인 가운데, 멀티-패밀리 및 오피스 시장의 임대 펀더멘털은 2025년이 바닥을 다질 것으로 예상되는 반면, 산업(물류) 섹터의 임대시장 바닥은 2026년 일 것으로 예상

멀티패밀리와 산업(물류)외에 기회추구형으로 오피스를 운영수익 추구 관점에서 리테일 섹터에 대한 선별적인 접근 유효

12개월 누적 거래량 또한 전년대비 +20% 수준으로 회복세, 추가적인 금리 하락은 거래량 회복에 기여, 25년까지는 부실자산 손유입이 더 클 것으로 예상

## [대출 시장] 부실은 지속되나, 대출도 계속된다

고금리가 지속되면서, 연체율 안정화가 확인되지 않은 가운데 부실자산 손유입이 더 큰 상황이 지속. 25년 연간으로 부실자산이 추세적으로 증가 할 것으로 예상되나, 투자자산에 대한 대출 또한 계속 될 것으로 기대

대출의 문제로 거래가 감소할 가능성은 높지 않은 가운데, 대출 투자를 목적으로 하는 CMBS나 대출 펀드의 시장 내 역할은 거칠 것으로 전망

# Global Strategy

Global Strategist 문남중  
namjong.moon@daishin.com

## 6월 BOJ 금리 동결, 금융시장 안도 요인

- 17일 6월 BOJ 금정위, 日 성장 둔화 우려 및 美 무역정책 불확실성 대응
- 2/4분기, 이전보다 높아진 미국 관세율 적용 시 日 경제의 대외 취약성 증가
- 美 상호관세 유예 후 참의원 선거기간 돌입. 타결 전까지 불확실성 지속

17일 6월 BOJ 금정위는 금리 동결을 통해 일본 성장 둔화 우려 및 미국 무역정책 불확실성에 대응할 예정이다. 25.1/4분기 GDP(수정치)는 전기대비 0.0%, 연율 기준 -0.2%로 속보치(-0.2%, -0.7%) 대비 상향 조정됐다. 이는 개인소비가 속보치 0.0%에서 0.1%로 상향 조정된 영향으로, 1/4분기 GDP 결과가 4월 미국 관세 부과 전 수치라는 점에서 일본 경제의 대외 취약성을 전적으로 보여준다. 2/4분기 부터 이전 보다 높아진 미국 관세율 적용을 감안하면, 통화정책 측면에서 BOJ가 금리 인상을 늦추는 요인이다.

일본은 미국 상호관세 유예 90일 후 참의원(상원) 선거기간에 돌입하게 된다. 조기 타결은 이시바 내각의 지지율 상승과 야당의 내각 불신임 결의안 제출을 방지한다는 점에서 여당인 자민당에게는 유리한 요인이다. 이로 인해 조기 무역합의를 위해 일본 정부는 서두르는 자세를 보이고 있지만, 미국 측은 일본이 요구하는 모든 관세 철폐가 아닌 상호관세에서 차등 추가 적용한 관세(일본 14%)에 대해서만 협의가 가능하다는 입장을 거듭 반복 중이다. 시간을 두고 양국이 협의를 타결할 가능성이 높지만, 참의원 선거 전까지 미국과의 무역협상 불확실성은 BOJ가 금리 인상을 서두르지 않은 또다른 한가지 이유가 될 것이다.

10일 우에다 총재는 참의원 재정금융위원회에서 기조적 물가 상승률이 아직은 2% 목표와 거리가 있어, 부합할 수 있도록 실질금리를 마이너스로 유지해 완화적인 금융환경을 이어가고 있다는 발언을 한 바 있다. 물가와 경제가 하방 압력을 받을 경우, 경기 부양 여력은 제한적일 수 있다는 점도 언급해, 향후 금리 인상에 대해 신중한 태도를 보이고 있다는 점을 시사했다. 6월 BOJ 금리 동결과 함께 연내 금리 인상에 대한 기대가 낮춰진 만큼, 엔화는 145엔 전후에서 엔화 강세가 제한되는 양상을 보일 것이다.

### 이번 주 중요 경제지표 및 이벤트(25.6.16~6.22)

경제지표 & 이벤트명	국가	일정	전기치	예상치	방향성	내용 및 시사점
6월 BOJ 금정위	일본	6.17	0.50 %	0.50 %	-	25.1/4분기 GDP 역성장 등 성장 둔화 우려 확대로 금리 동결 예상
5월 수출 / 수입	일본	6.18	2.0 / -2.2 % YoY	-3.8 / -6.7 % YoY	▼ / ▼	미국 관세 부과 영향에 따른 수출입 감소 영향. BOJ 금리 동결 뒷받침
6월 FOMC	미국	6.19	4.50 %	4.50 %	-	금리 동결 예상. 3월 수정경제전망, 25년 최종정책금리 수정 여부 중요

일자	국가	주요 지표	기간	단위	전기치	예상치	대비
6.17	일본	BOJ 금정위	6월	%	0.50	0.50	-
6.18	일본	수출 / 수입	5월	% YoY	2.0 / -2.2	-3.8 / -6.7	▼ / ▼
6.19	미국	FOMC(17~18일)	6월	%	4.50	4.50	-
6.20	중국	LPR 1년 / 5년	6월	%	3.0 / 3.5	3.0 / 3.5	- / -

기준일: 25. 6. 13  
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

# 이스라엘 공습에 놀란 유가, 그러나 제한적인 확전

- 이란 핵 시설과 미사일 기지 공격한 이스라엘, WTI는 장중 한때 \$75 상회
- 이스라엘-이란 전면 충돌 가능성, 호르무즈 해협 봉쇄 가능성으로 연결
- 그러나 압도적 힘의 우위로 제한될 확전 가능성, 유가는 박스권으로 예상

## 이란 핵 시설과 미사일 기지 공격한 이스라엘, 커져가는 지정학 불확실성

6월 13일, 이스라엘 측은 이란에 대한 기습 공격을 감행했다. 공격 대상은 이란의 핵 연료 농축 시설과 군 탄도미사일 기지로 집중됐다. 이번 공격으로 이란 군 참모총장과 혁명수비대 사령관, 고위급 간부, 핵무기 개발에 참여 중인 주요 과학자가 사망했다. 전날 IAEA 이사회는 이란 측이 약속한 핵 의무를 준수하지 않고 있다며 20년 만에 처음으로 이란 불이행 결의안을 공식 채택했다. 이스라엘 측은 이를 근거로 이란이 9~15기의 핵무기 제조가 가능한 수준까지 도달했다는 판단 하에 공습을 감행한 것이다. 지정학 리스크가 확산되자 WTI는 장중 한때 배럴당 75달러선을 돌파했으며 안전자산인 금 가격은 3,450달러선을 상회했다. 불확실성이 고조되는 순간이다.

## 이스라엘-이란 전면 충돌 가능성, 다시 돌아온 호르무즈 해협 봉쇄의 망령

이스라엘-이란 전면 충돌 가능성은 자칫 과거 1차 오일쇼크 또는 이란-이라크전(불가항력 해상 운송 봉쇄)을 재현시킬 수 있다. 그 이유는 이란의 지리적 특수성 때문이다. 이란 남쪽에 위치한 호르무즈 해협은 페르시아만과 오만만을 연결해주는 해협으로 전세계 원유 및 LNG 해상 물동량의 약 20%(아시아항: 85%)가 이곳을 거쳐간다. 폭 55km, 평균 수심은 56m이나 VLCC급 유조선이 항해할 수 있는 구간(수심 25~30m)은 폭 3km 정도에 불과하며 그것도 이란 해역을 통해서만이 가능하다. 해당 해역을 우회할 수 있는 시설은 사우디와 UAE가 유일하며 이라크, 쿠웨이트, 카타르 등은 운송 차질이 불가피하다. 전세계 공급의 최소 7~10%에 해당하는 원유 수출이 제한될 경우 WTI 가격은 배럴당 85달러까지도 상승이 가능하다.

## 그러나 압도적 힘의 우위로 제한될 확전 가능성, 유가는 다시 박스권으로

그러나 확전은 여전히 제한적이다. 그 이유는 1)이스라엘이 핵무기 보유국이라는 점에 있다. 이는 앞서 이스라엘-하마스전, 이스라엘-헤즈볼라전에서 동맹의 지원 요청에도 이란이 직접 개입을 꺼린 이유이기도 하다. 2024년 4월과 9~10월에도 이란 측은 이스라엘에 대한 보복을 감행하면서도 확전은 지양한다는 메시지를 계속 전달했다. 또 다른 이유는 2)전력 차이이다. 이란을 주변으로 2개의 항모 전단을 지휘하는 미 해군 5함대 사령부와 B-52 폭격기가 소재한 5개의 공군 기지 등이 위치해 있다. 백악관은 해당 사안에 개입하지 않겠다고 전했지만 공화당원들은 여전히 동맹인 이스라엘을 옹호하고 있다. 압도적인 힘의 우위는 확전이 제한적임을 나타낸다.

물론 해당 사안이 정치 이슈라는 점에서 선불리 예단할 수 없다. 이란 측은 무너진 초상달 동맹과 국내 여론을 감안해서라도 보복에 나설 가능성이 높다. 다만, 지난해와 마찬가지로 확전이 아닌 소극적 보복이라면 유가를 비롯한 자산 시장에 미칠 영향은 제한적이다. 지금 OPEC+는 사우디 주도로 증산으로 선회했다. 이스라엘-이란 충돌이 국지전에 머문다면 유가는 공급 영향에 따라 다시 박스권(55~75달러)으로 회귀할 것이다. 여전히 핵 협상 원하는 미국, 과도한 불안은 지양해야 할 때이다.

# 이란의 호르무즈 해협 봉쇄? 실현 불가능한 이유들

- 제공권 상실한 이란, 고육지책으로 거론된 호르무즈 해협 봉쇄 가능성
- 호르무즈 해협 봉쇄는 전세계 공급의 7~10% 해당하는 원유 수출 차단
- 그러나 실현 불가능한 5 가지 이유들, 증산 기조 속 안정 되찾을 유가 기대

## 제공권 상실한 이란, 고육지책으로 거론된 호르무즈 해협 봉쇄 가능성

6월 14일 이스라엘 측은 이란이 제공권을 상실하자 공격 범위를 확장하기 시작했다. 첫날 핵연료 농축 시설과 탄도미사일/방공 기지, 군 간부 암살에 그쳤던 공격은 이후 전력 등 에너지 인프라로 확대되고 있다. 이란 에너지부는 수도 테헤란 인근에 위치한 Shahrar 석유 저장 시설(내수용)이 피격 받았으며 이란 내수의 70%를 담당하는 South Pars 가스전과 Fajr Jam 가스전까지 생산에 지장을 받았다고 전했다. 이처럼 대내외 상황이 불리하게 돌아가자 최악의 시나리오가 부상하기 시작했다. 바로 호르무즈 해협 봉쇄이다. Esmail Kowsari 이란 의원은 고육지책 중 하나로 해당 해협에 대한 봉쇄(해상 기뢰 부설, 해상 통제 강화 등) 방안이 검토되고 있다 밝혔다. 이를 불모로 외부로부터 이스라엘에 대한 압박을 유도하겠다는 차도살인 계획이다.

## 호르무즈 해협 봉쇄, 전세계 공급 7~10% 해당하는 원유 수출 차단하는 것

호르무즈 해협 봉쇄는 과거 1차 오일쇼크 또는 이란-이라크전(불가항력 따른 해상 운송 제한)을 재현시킬 수 있다. 그 이유는 이란의 지리적 특수성에서 찾을 수 있다. 이란의 남쪽 위치한 호르무즈 해협은 페르시아만과 오만만을 연결해주는 해협으로 전세계 원유 및 LNG 해상 물동량의 약 20%(아시아항: 85%)가 이곳을 거쳐간다. 폭 55km, 평균 수심 56m이나 VLCC급 유조선이 항해할 수 있는 구간(수심 25~30m)은 폭 3km 정도에 불과하며 그것도 이란 해역을 통해서만이 가능하다. 해당 해역이 이란에 의해 봉쇄될 시 우회 가능한 시설은 사우디와 UAE가 유일하며 이라크, 쿠웨이트, 카타르 등은 운송 차질이 불가피하다. 전세계 공급의 최소 7~10%에 해당하는 원유 수출이 제한될 경우 유가는 당장 배럴당 85달러까지도 돌파가 가능하다.

## 그러나 실현 불가능한 5 가지 이유, 증산 기조 속 안정 되찾을 유가 기대

그러나 이란의 호르무즈 해협 봉쇄는 5가지를 이유로 실현 불가능할 것이라 판단한다. 1)과거 이란은 호르무즈 해협 봉쇄를 여러 차례 협박했으나 직접 시도한 사례는 없다. 2)이란 무역 85~90%는 해상을 통해 이루어진다. 높은 실업률과 대공 방어 실패로 여론이 악화된 상황에서 교역 위축은 최고지도자를 비롯한 보수파의 정치적 입지를 위축시킬 우려가 있다. 3)해당 해협을 통한 에너지 운송의 85%가 아시아항이라 함은 역으로 우방인 이라크와 카타르, 주요 고객인 중국의 반발을 유발할 수 있다. 4) 호르무즈 해협 내에는 2개 항모 전단이 소속된 미 해군 5함대 사령부가 위치해 있다. 해협 봉쇄는 미군 개입의 빌미로 작용할 수 있다. 또한 5)이란은 평화와 안전에 문제가 없는 한 항행의 자유를 보장한다는 <무해통항권(Innocent Passage, 1958)>에 가입되어 있다. 정치 이슈가 예단하기 어려운 것은 사실이지만 위 근거들은 호르무즈 해협 봉쇄가 어불성설에 가깝다는 것을 보여준다. 유가는 당장 지정학 리스크만을 반영하겠지만 호르무즈 해협 봉쇄가 어렵다는 것을 확인 시 공급 영향(사우디 주도의 OPEC+ 증산)에 따라 안정을 되찾을 것으로 예상(배럴당 55~75달러)한다.

# 파마리서치 (214450)

한승협

songhyeop.han@daishin.com

투자의견

Marketperform

시장수익률, 유지

6개월 목표주가

430,000

유지

현재주가

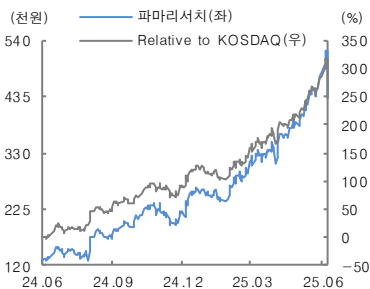
433,500

(25.06.13)

의료 장비 및 서비스 업종

KOSDAQ	768.86
시가총액	4,556십억원
시가총액비중	1.20%
자본금(보통주)	5십억원
52주 최고/최저	523,000원 / 129,900원
120일 평균거래대금	340억원
외국인지분율	17.89%
주요주주	정상수 외 7 인 34.53%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.9	33.6	76.9	214.8
상대수익률	3.7	25.6	59.6	256.8



## 단기 노이즈는 호실적이 깨부순다

- 6/13, 지주사와 핵심 사업을 영위하는 사업회사로 분할 발표
- 인적분할 뉴스 이후 주가가 급락했으나 이는 과도한 반응으로 판단
- 단기 노이즈보다는 결국 실적을 통한 펀더멘털 증명이 중요

### 투자의견 시장수익률, 목표주가 430,000원 유지

TP는 2025F EPS 14,937원에 글로벌 평균 PER 32.3배를 적용한 기준 밸류에이션 유지. 4~5월 수출액(약 1,500만달러)만으로 분기 최대 수출액을 달성한 것을 보면 실적 펀더멘털은 여전히 견조. 이에 물적분할도 아닌 인적분할 발표 직후의 주가 급락(-17%)은 과도한 반응으로 판단

다만 RCPS 회석 관련 불확실성과 아직 증명되지 않은 하반기 실적, 그리고 단기 급등한 주가는 부담 요인. 보유 시 매도할 종목은 아니나 새로 담기에는 부담스러운 자리라는 의견은 유지

### Fact Check: 인적분할 구조 - 현금 지주 vs. 성장 사업회사

10/17 임시주총에서 인적분할이 승인되면, 회사는 투자·배당 중심의 존속법인 파마리서치홀딩스(분할비율 74.28%)와 사업 중심의 신설법인 파마리서치(25.72%)로 나뉘. 홀딩스는 현금 4,500억 원 등 비영업 자산을, 사업회사는 리쥬란·콘쥬란 등 핵심 사업과 생산 시설을 확보.

분할 이후 주식 거래는 10/30부터 약 6주간 정지된 뒤 12/10 두 법인이 함께 재상장될 예정. 회사는 2026년 상반기 내 현물출자 유상증자 등을 통해 지주사 요건을 충족하고, 2029년까지 매출 1조원 달성, 자사주 전량 소각 및 주주환원을 30% 유지를 목표로 제시

### Comment: 주가는 빠졌지만 악재라고 보긴 힘들다

분할 이후 지주사는 할인율, 성장 사업회사는 프리미엄을 받는 일반적인 경로를 따를 가능성이 높음. 한편, 이번 분할을 계기로 CVC RCPS 117만주(전환가 17만원, 3년 양도제한)의 오버행 이슈가 나온다면 리스크

주가 하락은 높은 가치의 핵심인 사업회사의 분할 비율이 25.72%로 낮은 점, 단기 주가 급등에 대한 부담, 그리고 분할 자체의 불확실성이 맞물리며 비중 높은 투자자들이 선매도, 후고민 전략을 택한 것으로 보임. 단기적인 수급 이슈와 별개로, 결국 주가는 펀더멘털을 따라갈 것. 실적이 시장 컨센서스를 계속 뛰어넘는 어닝 서프라이즈를 보여준다면, 과거 F&F의 사례처럼 지배구조나 분할 비율의 우려를 넘어 기업 가치 자체가 재평가받을 가능성은 충분

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	261	350	509	654	871
영업이익	92	126	199	253	331
세전순이익	101	116	203	256	333
총당기순이익	77	89	157	198	258
지배지분순이익	77	92	155	197	256
EPS	7,569	8,743	14,937	18,923	24,617
PER	14.5	30.0	26.6	21.0	16.2
BPS	42,323	50,448	58,369	74,250	95,175
PBR	2.6	5.2	7.4	5.8	4.6
ROE	19.7	18.9	25.4	25.4	25.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 파마리서치, 대신증권 Research Center

▶ Compliance Notice

- ✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 Research Center가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- ✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.
- ✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다.
- ✓ 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.