



KIWOOM SECURITIES STRATEGY ANALYSIS



2025년 6월 30일 | 투자전략팀 7월 월간 전망

ASSET STRATEGY 자산전략

경제 김유미 helloym@kiwoom.com

주식전략 한지영 hedge0301@kiwoom.com

채권전략 안예하 yhahn@kiwoom.com

퀀트/자산배분 최재원 cjw5056@kiwoom.com

원자재 심수빈 sb.shim@kiwoom.com

시황/ESG 이성훈 shl076@kiwoom.com



ASSET STRATEGY 자산전략

CONTENTS

7월 자산전략	3
7월 자산배분 View	4
6월 금융시장 리뷰	5
매크로 환경: 한국 재정 확대와 회복 기대	7
주식: 추가 레벨업의 도약을 준비하는 7월	9
채권: 각자의 사정들	17
원자재: 국제유가, 중동 정세 변화에 주목	19
FX: 달러 약세 국면 지속	21
자산배분: 관세 영향 본격화 속 국가 내 산업별 차별화	23
7월 주요 일정 정리	26

Compliance Notice

- 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.

고지사항

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

7월 자산전략

7월 금융시장은 주요 이벤트를 점검하는 과정이 필요한 만큼, 6월에 비해 주요 가격변수의 변동성은 다소 축소될 것으로 보인다. 7월 초에는 미국의 상호 관세 유예 종료 여부, 7월 FOMC를 통한 연준의 통화정책 방향, 2분기 기업실적 발표, 국내적으로는 상법 개정 이슈 등 다양한 변수가 대기하고 있다. 미국의 상호 관세 유예 기간 연장 가능성과 9월 추가 금리 인하 기대, 그리고 국내 재정 정책에 따른 경기 개선 가능성을 종합적으로 고려할 때 주식과 채권의 제한적인 상승은 기대해볼 수 있다. 미 달러화는 미국 경기 둔화를 반영해 약세 흐름이 이어질 수 있으며, 달러/원 환율의 추가 하락 가능성도 열려있다. 한국을 중심으로 한 비(非)미국 자산으로의 자금 유입 여지도 여전히 남아있으며, 관련 투자 매력은 7월에도 유효할 것으로 보인다.

		7월 흐름 및 전략
주식	국내	<ul style="list-style-type: none"> ☞ KOSPI 예상 레인지 2,850~3,300 pt, 국내 고유의 정책 기대감 잔존 등을 감안 시 상방 모멘텀 유효하나, 단기 숨고르기 출현 가능성 대비 ☞ 스타일/섹터 전략: 조선, 기계(비중 확대), 바이오, IT 가전(트레이딩)
	해외	<ul style="list-style-type: none"> ☞ 관세의 실제 충격 확인을 확인하는 과정에서 단기 변동성 확대 예상 ☞ 실적 시즌 불확실성에 노출될 소지가 있으나, 관세 무용 & 이익 모멘텀이 견조한 AI 주는 변동성 장세 속에서 매수 기회로 활용
채권	국내	<ul style="list-style-type: none"> ☞ 7월 국고채 시장은 미국채 강세 대비 강세 압력이 제한될 것으로 예상. 매파적인 한국은행의 코멘트와 함께 8월 예산안 경계감에 미 연준의 금리 인하 기대로 인한 미국채 강세 영향이 제약될 것으로 판단하기 때문 ☞ 전략: 연내 인하 기대는 여전하기에 국고 3년 2.5% 상회시 매수는 유효
	해외	<ul style="list-style-type: none"> ☞ 관세정책으로 인한 수요 둔화 흐름이 점차 나타나며 금리 인하 기대를 높일 것으로 예상. 7월 FOMC를 앞둔 엇갈린 연준 위원들의 발언 또한 강세 요인 ☞ 전략: 금리 인하 기대 높아진다는 점에서 미국채 10년물 기준 4.4% 상회시 매수 전략 유효
원자재	유가	<ul style="list-style-type: none"> ☞ 국제유가는 소폭의 반등 예상. 중동 불안 완화된 상황이나, 관련 이슈가 완전하게 해소된 것은 아니라는 점에서 공급 불안 상존
	금	<ul style="list-style-type: none"> ☞ 금은 보험권 등락 전망. 금융시장 내 안전자산 선호는 완화되었으나, 미 연준의 금리 인하 기대 등이 투자 수요를 자극할 것으로 전망
FX	달러	<ul style="list-style-type: none"> ☞ 트럼프 행정부 관세 관련 불확실성이 지속되는 가운데, 미국의 경제 지표 부진으로 성장 둔화 우려가 이어지면서 미 달러는 약세 흐름을 지속할 전망
	달러/원	<ul style="list-style-type: none"> ☞ 달러/원 환율은 미 달러화 약세, 한국 경기 비관론의 완화, 미국과의 무역 협상 과정에서 원화 절상 압력에 대한 우려 등으로 완만한 하락세 전망

7월 자산배분 View

2분기 이후 신흥/선진 권역 간의 뚜렷한 우위는 제한된 모습을 보이며, 공통적 상승세가 연출되고 있다. 그 결과 글로벌 증시는 전반적으로 밸류에이션 매력도가 낮아진 상황에서 관세 영향을 부분적으로 확인할 수 있는 2Q 어닝시즌이 어느때보다도 중요할 것으로 전망된다. 선진 증시는 전반적으로 이익 전망의 하향 압력이 진행되고 있는 가운데, 신흥 증시는 상대적으로 이익모멘텀이 양호한 상황이다. 다만, 공통적으로 산업별 차별화 흐름이 강해지는 만큼, 권역내 섹터 선별의 필요성이 높을 것으로 예상된다.

한편, 채권의 경우 국내 증시의 급등세가 연출되며 주식과 비교한 국내 채권의 상대 매력도가 높아졌으나, 국내 경기 상황을 감안 추가적인 금리 인하 기대감이 지연되고 있는 점은 부담이다. 반면, 미국의 경우 연내 두 차례 금리 인하에 대한 기대감이 지속되며 금리 하락 압력으로 작용하는 모습이다. 따라서 단기적으로 국내보다는 금리 하락 압력이 상대적으로 높은 선진 채권에 대한 비중을 높일 필요가 있을 것으로 판단한다. -

중/단기 자산배분 제안								
		SAA (장기)	TAA			자산별 최근 수익률 (원화 환산)		
			전월	1M	3M	1M	3M	6M
(단위)		(%)	(bp)	(bp)	(bp)	(%)	(%)	(%)
주식	국내	8.6	-30	-30	-25	14.9%	24.5%	31.5%
	신흥	10.3	-35	-30	-30	4.9%	3.8%	6.6%
	선진	37.8	+30	+25	+25	2.3%	2.5%	0.3%
종합		56.7						
채권	국내	18.3	+5	0	+5	-0.3%	0.3%	2.3%
	선진	7.5	+10	+15	+10	-0.4%	-6.9%	-4.6%
	신흥	4.5	+5	+5	0	0.1%	-5.6%	-3.7%
종합		30.3						
대체 자산	상품	2.3	+5	+5	+5	1.7%	-9.8%	-2.1%
	인프라	2.3	+5	+5	+5	-0.2%	1.3%	5.6%
	부동산	4.2	+5	+5	0	-0.6%	-3.3%	-2.0%
	사모주식	4.2	0	0	+5	3.4%	0.5%	-5.1%
종합		13.0	-	-	-	-	-	-

주 1) 각 자산별 BM 지수: 국내주식(KOSPI 200), 선진주식(MSCI World), 신흥주식(MSCI Emerging), 국내채권(KIS 종합채권), 선진채권(Bloomberg 미국 채권 종합), 신흥(Bloomberg 신흥시장 채권 종합), 상품(Bloomberg 상품), 인프라(S&P 글로벌 인프라), 부동산(FTSE NAREIT 글로벌), 사모주식(S&P 상장 PE)
주 2) 지수는 모두 총수익 지수 기준, 기간은 1M, 3M, 6M은 매월 말일 기준,

6월 금융시장 리뷰

주요국 2025년 경제성장률 전망치 변화	자산	리뷰
<div><div><div>■ 5월</div><div>■ 6월</div></div><div>(%)</div><div><div><div>1.3</div><div>1.5</div></div><div>0.8</div><div>0.9</div><div>4.5</div><div>4.5</div><div>0.9</div><div>0.9</div></div><div><div>미국</div><div>유로존</div><div>중국</div><div>한국</div></div></div>	매크로	<div>✓ 트럼프 관세 정책 불확실성이 다소 완화되면서 미국 경제 성장률 전망치 하향 조정도 주춤해지는 모습</div> <div>✓ 유로존은 재정지출 확대 기대 속 상향 조정, 한국은 대선 이후 하향 조정 움직임 제한</div>
코스피 및 코스닥 주가 추이	자산	리뷰
<div><div>(pt)</div><div><div>— 코스피(좌)</div><div>— 코스닥(우)</div></div><div><div>3,600</div><div>3,100</div><div>2,600</div><div>2,100</div></div><div><div>21</div><div>22</div><div>23</div><div>24</div><div>25</div></div></div> <div><div>(pt)</div><div><div>1,100</div><div>1,000</div><div>900</div><div>800</div><div>700</div><div>600</div></div></div>	국내주식	<div>✓ 6월 국내 증시는 대선 이후 본격화될 추경 편성, 금리 인하, 주식시장 활성화 등 정부 정책 기대감 반영하며 급등세</div> <div>✓ 특히, 고객예탁금이 3년 만에 60조 원을 상회할 정도로 증시 유동성 여건이 개선된 영향으로 저 PBR, AI 등 주요 정책주 중심으로 상승</div>
월간 주요 스타일별 수익률 (6월 27일 기준)	자산	리뷰
<div><div>(%)</div><div><div>■ 1개월</div><div>■ 3개월</div></div><div><div>13.3</div><div>6.4</div><div>12.2</div><div>14.1</div><div>14.6</div><div>10.4</div><div>16.8</div><div>9.1</div><div>9.2</div></div><div><div>피식</div><div>피식</div><div>가치</div><div>중형</div><div>대형</div><div>중형</div><div>대형</div><div>중형</div><div>대형</div></div></div>	스타일	<div>✓ 국내 증시는 정치 리스크 완화에 힘입어 증시 전반적으로 상승세가 연출됐지만, 외국인의 매수세가 집중된 대형주 중심으로 상승 탄력이 높았음</div> <div>✓ 스타일 측면에서는 이익모멘텀이 뒷받침되는 모멘텀 스타일을 비롯해 성장 그리고 사이즈 팩터의 성과 양호</div>
월간 글로벌 주요 증시 등락률 (6월 27일 기준)	자산	리뷰
<div><div>(%)</div><div><div>13.3</div><div>6.2</div><div>5.8</div><div>5.8</div><div>4.4</div><div>4.3</div><div>4.0</div><div>3.8</div><div>2.9</div><div>2.3</div><div>0.3</div><div>0.1</div><div>-0.8</div><div>-0.9</div><div>-1.3</div></div><div><div>KOSPI</div><div>대만</div><div>일본</div><div>S&P500</div><div>유럽</div><div>러시아</div><div>대만</div><div>대만</div><div>대만</div><div>대만</div><div>대만</div><div>대만</div><div>대만</div><div>대만</div><div>대만</div></div></div>	해외주식	<div>✓ 미국 증시는 이스라엘-이란 지정학적 리스크에도 관세 정책 불확실성 완화 속 AI 모멘텀 재개되며 기술주 중심으로 반등 국면 지속</div> <div>✓ 달러화 약세 속 비미국 증시로의 자금 로테이션 진행됨에 따라 한국 증시를 필두로 한 신흥국 전반적으로 강세 흐름 연출</div>

월간 국고채, 크레딧 금리 변화 (6월 27일 기준)	자산	리뷰
<p>(bp)</p> <p>국고채: 2년 13.3, 3년 12.0, 5년 8.5, 10년 1.3, 30년 10.5</p> <p>크레딧: 공사 AAA -2.0, 은행 AAA -1.3, 여전 AA+ -4.8, 회사 AA- -4.6</p>	국내채권	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 6월 국고채 시장은 약세 마감. 6월 초 대선 이후 2차 추경안 등 재정 확장에 대한 우려가 반영되며 금리 상승. 다만 2차 추경안 발표 후 불확실성 해소 속에 장기물 금리는 상승폭 축소 ✓ 크레딧 시장은 강세 마감. 월 후반 들어 국고채 금리 박스권 속 크레딧물 수요 확대된 가운데 업종별 차별화 지속
월간 주요국 국채 10년물 금리 변화 (6월 27일 기준)	자산	리뷰
<p>(bp)</p> <p>미국 9.1, 영국 1.3, 독일 -0.7, 프랑스 -5.8, 일본 -6.3, 캐나다 -12.4, 한국 -12.9, 홍콩 -14.2, 대만 -19.9</p>	해외채권	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 글로벌 국채금리는 대부분 하락. 월중 이란-이스라엘 전쟁으로 국제유가 급등에 상승 압력을 받기도 했으나 휴전과 함께 리스크가 완화되며 하락 전환 ✓ 한편 트럼프 대통령의 연준 금리 인하 압박 등이 영향을 미치면서 월 후반 들어 단기금리도 하락 압력 강화
월간 주요 상품 가격 상승률 변화 (6월 27일 기준)	자산	리뷰
<p>(%)</p> <p>WTI 9.6, 금 6.1, 밀 5.4, 쌀 3.1, 천연가스 -0.2, 구리 -0.8, 철광석 -1.1, 콩 -1.4, 설탕 -2.8, 옥수수 -3.0</p>	원자재	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 국제유가는 상승. 이스라엘과 이란 간의 군사적 충돌로 중동 지역의 정세 불안 부각된 영향. 이후 관련 불확실성 완화되자 월말 급등분 반납 ✓ 금은 하락. 중동 정세 불안이 고조되며 안전 자산 수요가 유입되기도 했으나, 관련 이슈 진정되자 상승폭 축소하며 하락 전환
월간 주요 통화 수익률 변화 (6월 27일 기준)	자산	리뷰
<p>(%)</p> <p>달러 -1.9, 일본엔 -0.4, 캐나다달러 0.4, 중국위안 0.5, 홍콩달러 1.5, 한국 원화 1.6, 영국 파운드 1.9, 스위스프랑 2.8, 유로 3.3, 브라질레알 4.1</p>	FX	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 미 달러는 미국 경제 지표 부진과 미국 자산에 대한 신뢰도 약화 등으로 약세 지속 ✓ 달러/원 환율은 미 달러 약세, 한국 경제에 대한 비관론 완화, 외국인 자금 유입 등으로 1,300 원 중반대까지 하락

매크로 환경

Economist 김유미
helloym@kiwoom.com

▶ 한국 재정 확대와 회복 기대



미국은 트럼프 행정부의 관세 정책 불확실성에 따른 경기 둔화세가 지속되면서 수요 둔화에 대한 우려가 점차 커질 것으로 예상. 반면, 국내에서는 수출 부진이 이어지고 있으나, 정부의 재정 정책에 힘입어 소비를 중심으로 한 내수 부양 기대가 확산되면서 성장 전망의 상향 조정이 예상

6월 매크로 환경은 미국 트럼프 행정부의 관세 관련 불확실성이 다소 완화되고, 국내 정책과 경기에 대한 기대감이 한국 조기 대선 이후 부각되었다. 미국의 경제성장률 전망은 하향 조정된 반면, 한국의 성장률 전망은 추가 하향 조정은 멈추면서 일부에서는 상향 조정 움직임도 나타나고 있다.

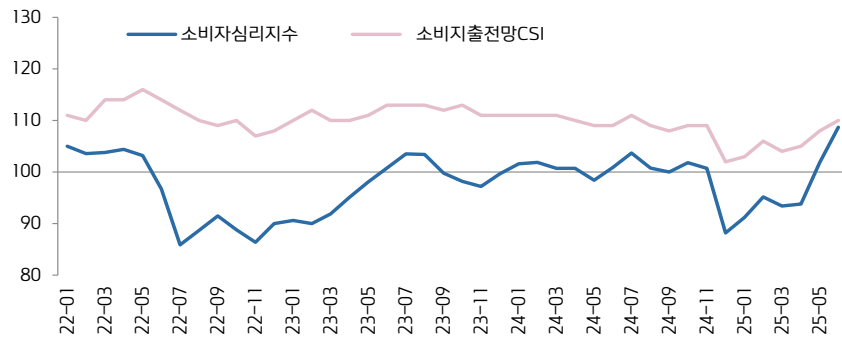
미국 관세 충격에 대해서는 그동안 금융시장에서 의견이 분분했다. 미국 내 인플레이션 압력이 높아지고 수요가 위축되면서 스태그플레이션 가능성이 확산됐다. 그러나 6월에 발표된 미국의 물가 및 실물 경제지표들은 이러한 우려를 일부 완화시켰다. 미국의 소비자물가와 생산자물가는 금융시장의 예상보다 둔화되었으며, 이에 따라 관세 충격이 물가 상승 압력을 당장은 자극하지 않고 있음을 확인하며 시장이 안도했다. 물론, 관세 부과를 앞두고 기업들이 미리 재고를 확보해 둔 영향으로 가격 전가가 지연되었을 가능성을 지적하며, 시간이 지남에 따라 가격 인상 압박이 커질 수 있다는 시기도 여전히 존재한다. 그럼에도 미국의 물가 지표가 예상보다 둔화된 것은 연준의 추가 금리 인하 기대를 유지하는 요인으로 작용했다.

미국의 실물 경제지표는 혼재된 모습을 보였다. 제조업 체감 경기는 관세 불확실성 등의 영향으로 부진했으나, 우려와 달리 고용 지표는 비교적 양호한 흐름을 유지했다. 물론, 신규 고용 증가 폭이 꾸준히 둔화되면서 노동시장 내 수요가 약화되고 있다는 신호가 나타났다. 그 속도가 완만하게 진행되고 있다는 점은 금융시장 참가자들에게 일정 수준의 안도감을 주었다. 다만, 경제지표의 부진과 불확실성에 따라 기업들이 투자와 고용에 신중한 태도를 보이고 있어, 이러한 점은 향후 경기 흐름에 대한 기대치를 낮추는 요인으로 작용하고 있다.

반면, 국내에서는 경기 비관론이 다소 진정되었다. 6월 조기 대선 이후 국내 정치적 불확실성이 줄어들고, 재정 정책 확대를 통한 경기 회복 기대감이 커졌다. 특히, 소비자심리지수가 2개월 연속 기준선을 상회하며 소비 지표의 반등 가능성을 높였다. 지난 5월 1차

추경에 이어 2차 추경이 편성되었으, 민생 안정을 위한 소비 쿠폰 등이 주로 포함되었다. 대외적으로는 수출이 부진한 상황에서 크게 벗어나지 못했지만 내수 측면에서 정부의 성장 기여도가 높아지면서 성장을 가능성이 제기되고 있다.

한국 소비자심리지수



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

7월에도 매크로 환경은 6월과 크게 다르지 않을 것으로 예상된다. 미국의 경제지표 부진이 지속될 것으로 보이는 반면, 한국에서는 내수 지표의 반등 가능성이 높게 평가되면서 성장 전망의 상향 조정이 뒤따를 수 있기 때문이다.

트럼프 행정부의 상호관세 유예 종료일이 7월 8일에 예정되어 있다. 주요국 간의 무역 협상이 진행되는 과정에서 마찰음이 발생할 수 있겠으나 유예 기간을 연장될 것이라는 전망이 현재 우세하다. 만약, 이같이 진행된다면 금융시장은 안도하겠지만, 불확실성이 연장됨에 따라 미국 기업들은 투자와 고용에 대해 보수적인 태도를 이어갈 가능성이 높다. 미국의 수요 둔화가 더욱 가시화될 수 있으며, 특히 노동시장에서 이러한 흐름이 뚜렷해질 경우 연준의 추가 금리 인하 기대가 한층 강화될 수 있다.

한국에서는 재정정책을 통한 성장 제고 기대가 지속될 것으로 보인다. 2차 추경이 통과될 경우, 7월 중순 늦어도 하순부터는 전 국민을 대상으로 민생 회복 지원금 지급될 예정이다. 1인당 15만원부터 최대 52만원까지 소득 수준에 따라 차등 지급되며, 1차 지급은 7월, 2차 지급은 8~9월로 계획되어 있다. 이들 지원금은 약 4개월의 사용 기한이 설정될 예정으로, 단기적인 소비 부양 효과가 기대된다. 이는 한국 경제성장을 상향 조정 요인으로 작용하며, 경기 비관론을 완화하는 데 기여할 것으로 보인다.

주식

주식전략/시황 한지영

02) 3787-5241

Hedge0301@kiwoom.com

▶ 추가 레벨업의 도약을 준비하는 7월

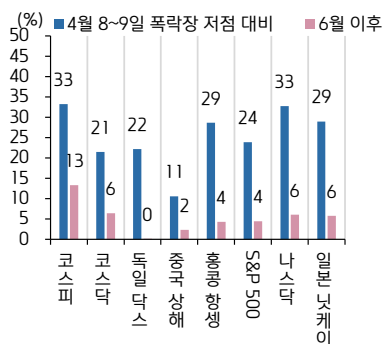


글로벌 증시 전반에 걸쳐서는 1) 관세 충격 완화 여부 및 연준 불확실성 해소 여부, 국내 증시에 한해서는 3) 2분기 실적시즌 이후 이익 모멘텀 재확보, 4) 거버넌스 개선 여부 등을 온전히 가능하기 위해 7월 내내 섹션을 해야 하는 국면에 돌입할 전망이다.

6월 주요국 증시를 둘러싼 환경은 녹록치 않았지만, 월 후반으로 갈수록 견조한 주가 회복력을 보이면서 중립이상의 주가 흐름을 연출했다. 월 중 트럼프의 관세 행보는 이전보다 잠잠해졌으나, 6월 FOMC, CPI, 고용 등 매크로 이벤트를 무난히 소화해왔다. 월 중순 이스라엘과 이란의 중동발 지정학적 리스크가 자칫 시장의 베이스 시나리오(인플레이션 상방 압력은 덜하며, 연준의 하반기 금리인하는 가능하다 등)를 훼손 시킬 법했다. 하지만 미국의 이란 공격이 오히려 지정학 불확실성 해소로 인식됨에 따라, 주식시장에 미치는 부정적인 영향력은 감소했다.

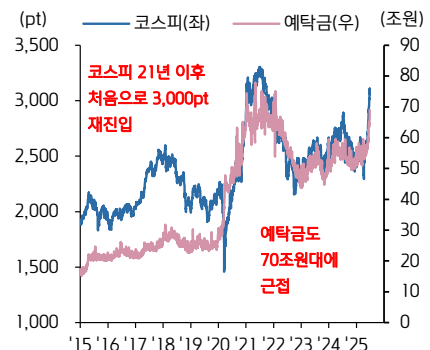
주식시장은 트럼프의 관세 충격에서 완전히 벗어난 것일까? 지난 4월 8~9일 상호관세 발 폭락장을 기점으로 반등세를 지속하고 있는 주요국 증시는 6월 말 현재 저점대비 약 20% 이상 상승하는 기술적 강세장에 진입했다. 한국 증시는 이보다 더 좋을 수가 없었다. 6월 3일 대선 이후 이재명 신정부의 정책 기대감 확대 속 외국인 순매수에 힘입어 거침없는 상승세를 연출했으며, 코스피는 21년 이후 처음으로 3,100pt대에 도달하기도 했다. 잠재적인 증시 대기 자금인 고객예탁금도 6월 말 현재 약 70조원(6월 27일, 69조 원)에 육박하는 등 재료, 수급 측면에서 더할 나위 없는 한달을 보낸 한국 증시였다.

주요국 증시 수익률: 지난 4월 폭락장에서 대부분 20% 이상 급반등, 6월 흐름도 중립 이상



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

코스피는 상징적 레벨인 3,000pt에 21년 이후 처음으로 도달했으며, 예탁금도 급증



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

이 같은 분위기를 감안하면, 7월에도 상승 모멘텀을 이어받으면서 순항할 것이라는 기대감이 우위에 있는 것으로 보인다. 7월 증시 방향성에 대해 결론부터 이야기 하자면, 추세는 상방으로 보고 가는 것이 맞겠으나, 월 중 주요 이벤트를 치르는 과정에서 되돌림이 몇차례 발생할 수 있는 만큼, 기대 수익률의 눈높이는 낮추고 갈 필요가 있다.

지난 4월 상호관세 유예 및 5월 미중 관세 협상 이후 관세 리스크의 정점 기대감, 연준의 금리인하 기대감 등 기대감에 기인한 리레이팅이 증시 상승의 주된 원동력이었다(한국은 신정부의 정책 기대감도 가세). 하지만 현 시점부터는 그 기대감의 현실성에 무게 중심이 쏠리는 국면으로 이동할 것으로 판단한다.

일단 탐탁한 측면에서는 관세 영향권에 깊숙이 들어와 있기에, 월 중 고용, CPI, 소비 등 미국의 주요 경제지표가 주요국 증시 전반에 걸쳐 높은 영향력을 행사할 전망이다. 현재 트럼프 정부 측에서는 7월 8일 만료 예정인 상호관세 유예기간을 연장할 의사를 내치기는 했다. 하지만 보편관세(10%), 자동차, 철강 등 개별품목관세(20~25%)가 쉽게 철회되지 않을 것이기에, 보편관세(+품목 관세)가 당분간 상수화 될 것으로 보인다.

이런 관점에서 미국의 경기 서프라이즈 지수에 주목해봐야 한다. 6월 말 현재 -3p대로 지난 23일 -21pt를 저점으로 반등하고 있지만, 지수자체의 변동성이 높은 상태다. 4월에도 해당 지수 부진으로 침체 이슈가 부각이 된 적이 있었으나, 증시는 이를 소화하면서 올라오기는 했다. 그렇지만 당시 관세 뉴스플로우에 민감했던 소프트 데이터 중심으로 지표가 부진했다면, 이번에는 하드 데이터를 중심으로 지표가 부진하다는 점이 우려스러운 부분이다.

과거 경험을 미루어 보아, 해당 지수가 -50pt 대까지는 급락해야 침체 불안 확산으로 증시 조정이 출현하기는 했다(ex: 작년 8월 고용 발 경기 침체 불안 당시 -40pt대까지 하락). 현재 레벨을 감안하면, 경기 침체를 주가에 반영하는 것은 시기 상조이나, 월 중 주요 매크로 이벤트를 치르면서 “Bad is bad, Good is good” 형태로 주가 변동성이 높아질 수 있다는 점은 대비를 하는 것이 적절하다.

월말에는 7월 FOMC가 대기하고 있다. 7월에는 금리 동결이 유력하다는 것이 중론이나, 정책 불확실성은 갈수록 높아지고 있는 실정이다. 트럼프의 파월 의장에 대한 고강도 비난과 해임 압박은 디폴트 값이 되어버린 가운데, 월러 연준 이사, 보우먼 연준 부의장 등 7월 소수인하 의견 등장, 차기 연준의장의 9~10월 조기 지명설 등도 섹션을 복잡하게 만들고 있다. 이 여파로 7월 동결은 그렇다치더라도, 연내 2회 인하 전망이 3회 이하 전망으로 변한 상태다. 주식시장 입장에서는 금리인하 횟수가 늘어나는 건 반길만한 일이나, 전망이 급변하는 것 자체에서 피로감이 발생할 수 있다. 7월 말로 갈수록 연준의 정책이 시장 불확실성의 한 축을 담당할 것으로 판단한다.

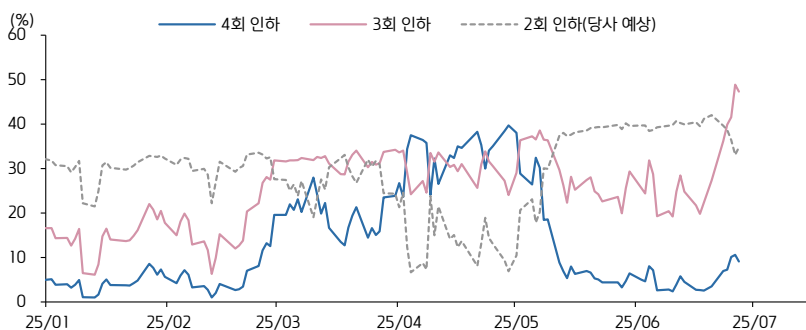
글로벌 주식시장 내에서는 2분기 실적시즌이 메인 이벤트다. 이익 전망에 대한 시장의 자신감을 확인하는 이익 수정비율은 4월 말을 기점으로 급 반등에서 5~6월 중 (+) 영역에 진입하기도 했으나, 6월 말 현재 재차 (-) 영역으로 내려왔다. 이 같은 이익수정비율의 변동성 확대 역시 관세 불확실성이 반영되고 있음을 시사한다. 이번 실적시즌 컨퍼런스콜을 통해 기업들이 관세를 어떤 형태로 소화하고 있는지가 추후 이익과 주가 방향성에 높은 영향력을 행사할 것이다. 미국 M7 내에서는 AI주들이, 국내에서는 조선, 방산, 원전, 전력기기 등 기존 주도주들의 이익 모멘텀은 견조할 전망이다. 다만, 7월 말 FOMC 이벤트와 주력 업종들의 실적시즌을 같이 치러야 하기에, 월말의 단기 변동성은 시장이 감내하고 가야할 것으로 판단한다.

미국 경기서프라이즈 지수 : 7월부터 본격적인 관세 영향권에 돌입. 상호관세 유예 만료(7월 8일) 뿐만 아니라, 기존 관세가 지표에 미치는 영향을 확인하는 과정에서 노이즈 생성 예상



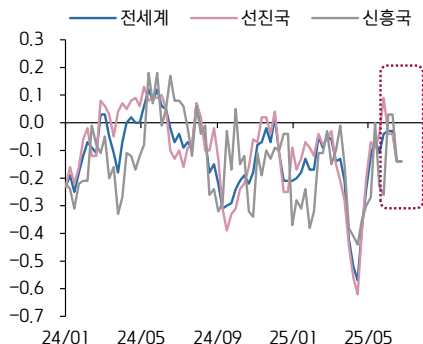
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

연준의 연말까지 금리 인하 확률: 한동안 2회 인하(9월 인하 시작)가 지배적인 전망이었으나, 최근 7월 인하 소수의견 등장, 파월 의장 후임 조기 임명설 등에 영향을 받으면서 연내 3회 인하 전망이 컨센서스로 변화. 월중 CPI, 고용, FOMC까지 일련의 연준 이벤트를 치르는 과정에서 눈치보기 장세 빈번하게 등장 예상

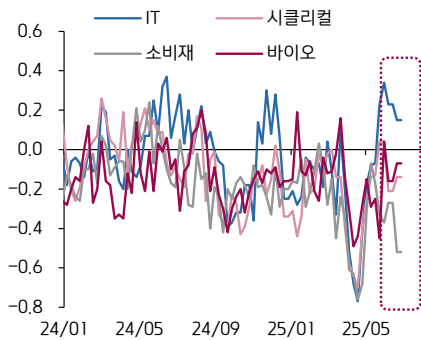


자료: Fed Watch, 키움증권 리서치센터

전세계 이익수정 비율(왼쪽), 업종별 이익 수정 비율(오른쪽) : 7월에는 2분기 실적시즌도 대기 중. 최근 이익 수정비율의 변동성 확대 역시 관세 불확실성이 반영. 이번 실적시즌 컨퍼런스콜을 통해 기업들이 관세를 어떤 형태로 소화하고 있는지가 추후 이익 방향성에 직결

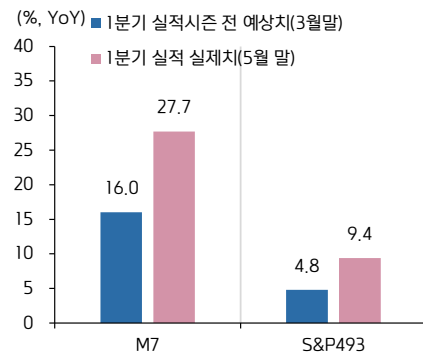


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



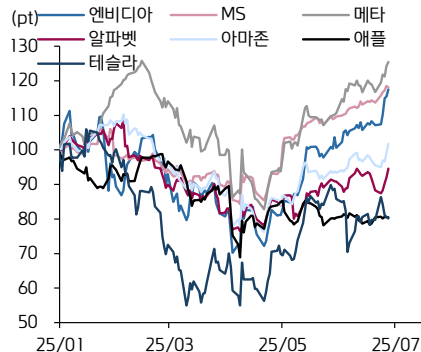
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 M7 vs 비 M7의 1분기 실적시즌 결과 : 지난 1분기 실적시즌을 주도했던 M7은 2분기에도 미국 증시의 이익을 이끌어갈 전망



자료: Fact set, 키움증권 리서치센터

연초 이후 M7 주가 추이: M7 전부가 아닌 AI 업체들 위주(관세 무풍, 트럼프 노이즈 제한)로 2분기 실적 모멘텀 수혜를 누릴 것으로 예상



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

국내 증시에 한정해서는 허니문 랠리가 연장될지 여부가 관건이다. 27일 현재 코스피의 후행 PBR은 1.03~0.4배 내외로 PBR 1.0배는 시가총액이 장부상 가치와 일치하게 되는 기준점을 모처럼 돌파했다. 22년 6월 이후 최고 수준. 역사적 고점인 3,300pt(21년 7월 5일 3,306pt)에 해당하는 PBR 1.1배 레벨까지는 7월 상단을 열고가는 게 타당하다. 6월 한달간 약 350pt 이상 코스피가 급등한 이후에도, 신정부 정책 기대감은 잔존하고 있으며 수급 환경도 중립 이상이기 때문이다.

그렇지만, 역대급 랠리에 따른 피로감을 중간중간 소화하는 과정이 수반될 것이다. 이번 6월 코스피의 월간 수익률은 13%대로 역대 15위에 해당한다(월 중 한 때 15%를 기록하며, 역대 10위에 진입하기도 했다). 과거 월간 상승률이 높을 수록 다음달의 수익률이

평균적으로 정체 현상이 나타났다는 점에 주목해야 한다. 일례로 역대 코스피 월간 상승률 1~15위의 통계를 보면, 월간 10%대 이상 상승한 다음달 평균 수익률이 2%에 그쳤다. 상방 모멘텀이 유효하다고 하더라도 단기적으로는 숨고르기 국면이 나타날 수 있음을 암시하는 대목이다. 수급 상 메인 주포 역할하고 있는 외국인 역시 바이코리아 기조는 변함없으나, 6월 후반부로 갈수록 순매수 강도가 약해진 점도 마찬가지다. 이들 역시 단기 속도 부담을 느끼고 있는 것으로 해석 가능하다.

더 나아가, 3,300pt까지는 단순 수급과 기대감만으로 슈팅이 가능한 일이라고 하더라도, 코스피의 구조적인 레벨업은 정책 기대감의 현실화, 이익 방향성이 중요하다. 현재 분기 실적 전망은 상향되고 있는 반면, 3~4분기 전망치는 하향 되는 등 하반기 이익 방향성에 불확실성이 발생하고 있다. 2분기 실적시즌이 중요한 것도 여기에 있다.

6월 허니문 랠리의 메인이었던 상법 개정안 이슈도 간과할 수 없다. 7월 4일 이내에 상법 개정안이 통과될 것으로 알려지기는 했으나, 더 중요한 것은 상법 개정안 내용(이사회 주주 총실 의무 추가 등)이다. 최근 언론에서는 “유예 없이 즉시 시행”, “전자주총 시스템 정비” 등과 관련해 속도조절론을 제기되고 있다. 만약 속도 조절이 나올 경우 상법개정안을 통한 거버넌스 개선 기대감이 일정부분 후퇴할 소지가 있다. 또 상법 개정안 통과 후 실제로 일반 주주들의 이익을 우선시 하는 기업들의 행보가 이어질지가 코리아 디스카운트 해소를 향한 진정한 시작이라는 점도 생각해봐야 한다.

결국 글로벌 증시 전반에 걸쳐서는 1) 관세 충격 완화 여부 및 연준 불확실성 해소 여부, 국내 증시에 한해서는 3) 2분기 실적시즌 이후 이익 모멘텀 재확보, 4) 거버넌스 개선 여부 등을 온전히 가늠하기 위해서는 7월 내내 셈법을 해야 하는 시기이다.

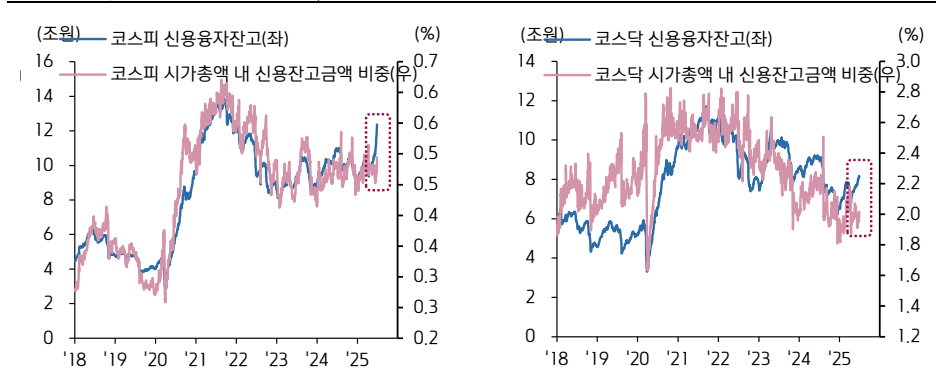
셈법은 숨고르기 장세를 수반하므로, 7월 코스피는 한자릿수 중후반대의 기대수익률을 제공할 것으로 예상된다(7월 코스피 예상 레인지 2,850~3,300pt). 이 같은 숨고르기 장세에서 6월 중 소외됐던 바이오, IT가전, 소매유통 등의 업종은 키밋추기가 나타날 수 있다. 다만, 이들 업종은 여전히 관세, 이익 불확실성에 노출되어 있기에 트레이딩 관점에서 접근할 필요가 있다. 전략적으로 대응하는 업종은 다음과 같다. 단순 주가 부담으로 최근 변동성은 확대되고 있으나, 이익 펀더멘털과 모멘텀이 견조한 기존 주도주(조선, 방산, 원전, 전력기기), 거래대금 증가 모멘텀을 보유한 증권 업종은 비중 중립 이상으로 가져가는 것이 적절하다.

코스피 후행 PBR 밴드 차트 : 현재 코스피 후행 PBR은 1.02~1.04배 레벨 수준. 정책 기대감 잔존, 개인 순매수 참여 등으로 고려 시 7월 상단은 3,300pt까지 열고 갈 필요



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

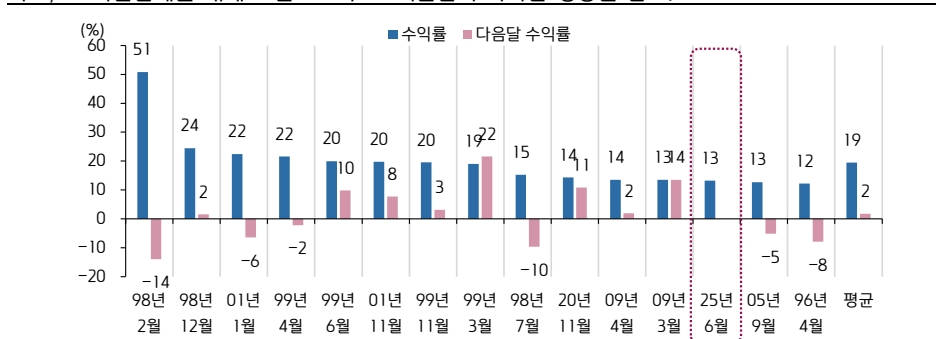
코스피와 코스닥의 신용잔고 절대 금액 및 시가총액에서 차지하는 금액: 강세장에서 개인의 레버리지 투자 급등이 과열신호. 최근 신용잔고의 절대금액은 급증했으나, 시가총액에서 차지하는 비중은 크게 늘어나지 않았다는 점을 감안하면, 아직 과열의 정점으로 보기엔 어려움



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

1995년 이후 역대 코스피 월간 상승률 및 다음달 수익률: 이 같은 불장 진입에도 3,300pt로 상단을 제한한 것은 단기적인 숨고르기 국면이 출현할 소지가 있기 때문. 과거 역대 월간 코스피 상승률을 봐도, 그 다음달에는 대체로 숨고르기 or 되돌림이 나타난 경향을 참조.



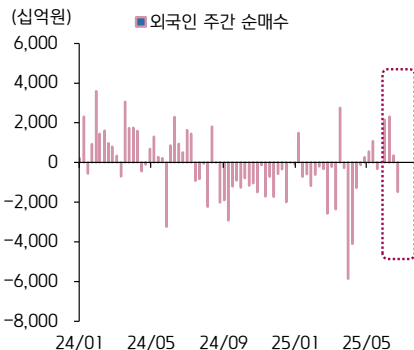
자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

외국인 코스피 지분율: 수급 상 주포인 외국인의 코스피 지분율은 역사적 평균 하회 중



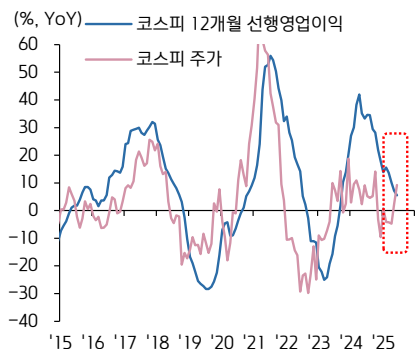
자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

외국인 코스피 주간 순매수: 다만, 6월 이후 4조 원 넘게 한국 증시 비중 확대 과정에서 예상보다 빠르게 주가 급등한 점은 이들로 하여금 속도조절 명분을 제공하고 있다는 점을 염두



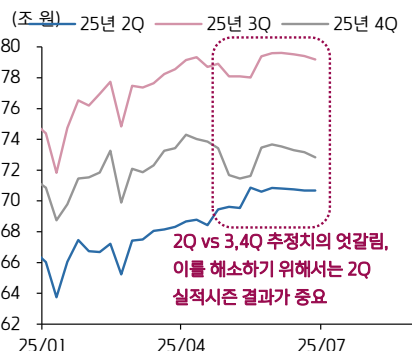
자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

코스피 12개월 영업이익의 전망치와 코스피 : 주가의 근본적인 상승 모멘텀은 이익



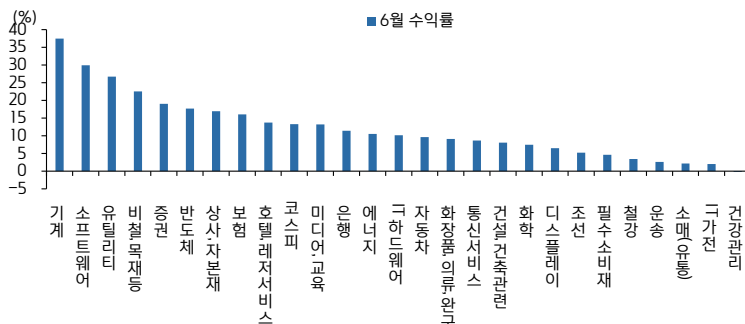
자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

코스피 분기별 영업이익의 컨센서스: 2분기 실적 전망은 상향되고 있으나 3~4분기 전망치는 하향되는 등 하반기 이익 방향성에 불확실성 점증. 2분기 실적시즌이 중요한 것도 여기에 있음



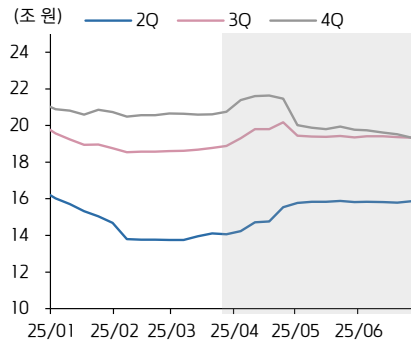
자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

코스피 26개 업종의 6월 수익률: 상방으로 열고가는 건 맞는 만큼, 6월 강세장에서 소외됐던 건강관리, IT가전, 소매, 운송 등의 업종의 키맞추기 가능성. 다만, 이들 업종 역시 이익 불확실성은 높은 만큼 트레이딩 관점으로 접근



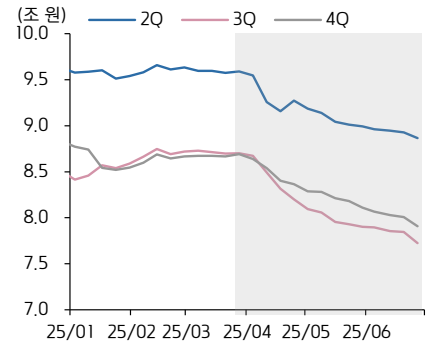
자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

반도체(관세 피해주) 업종의 분기별 영업이익 컨센서스 변화



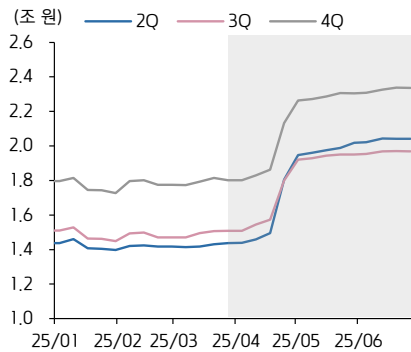
자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

자동차(관세 피해주) 업종의 분기별 영업이익 컨센서스 변화



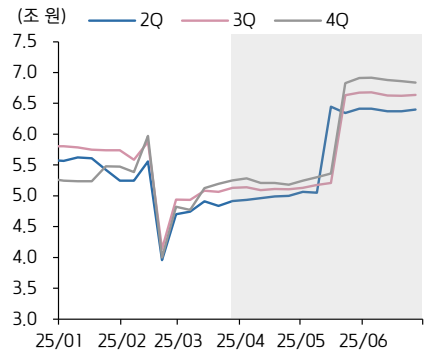
자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

조선(관세 무풍주) 업종의 분기별 영업이익 컨센서스 변화



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

기계(방산, 원전, 전력기기 = 관세 무풍주)의 분기별 영업이익 컨센서스 변화



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

채권

채권 안예하
02) 3787-5157
yhahn@kiwoom.com

▶ 각자의 사정들



7월 채권시장은 강보합 예상. 미국 국채금리는 관세정책으로 인한 수요 둔화를 반영하면서 금리 인하 기대 확대 속에 하락 압력을 받았으나, 국내 금리의 경우 부동산 규제 등 금융안정성을 고려하는 정책들과 함께 한은이 매파적인 스탠스를 내비칠 수 있어 강세폭 제한 예상

7월 채권시장은 국내 이슈와 대외 이슈가 혼재되면서 강보합권 흐름을 예상한다. 미국 통화정책은 점차 완화적인 정책으로 변환될 것으로 기대되는 가운데, 국내 통화정책은 완화 기조가 제약될 것으로 예상되는 점이 채권 금리 하락 압력을 제약시킬 요인으로 판단한다.

미 연준은 7월 FOMC에서 정책금리를 동결할 것으로 예상하나, 점진적으로 인하 기대가 조성될 것으로 전망한다. 미국 경기 심리 지표들이 계속해서 부진한 흐름이 이어지는 등 관세정책으로 인한 수요 둔화가 점진적으로 실물 경기 지표에 나타날 것으로 예상되기 때문이다.

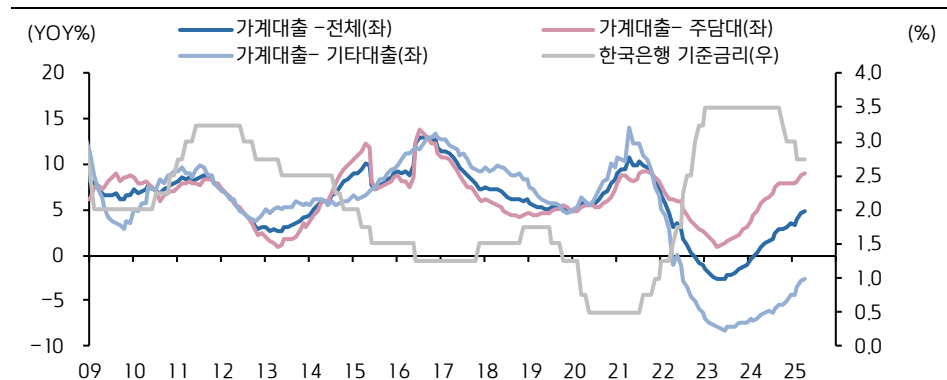
미 연준은 6월 FOMC에서 금리를 동결했으나 파월 연준 의장이 여름을 지나면서 관세정책의 영향을 확인할 것이라 언급한 바 있다. 경기 침체 우려는 낮은 상황이나 경기 연착륙 과정에서 보험적 성격으로 금리를 인하할 것으로 판단한다. 일부 정치적인 이유도 더해진 것으로 보이나 주요 연준 인사들 가운데 7월 금리 인하도 가능하다는 입장을 내비치는 점 또한 점진적으로 인하 기대를 확대시킬 요인이다. 7월 FOMC 이후 8월 잭슨홀 미팅 등에서 시그널을 준 후 9월에 인하 하는 시나리오라면 7월부터 금리 인하 기대를 좀더 반영해 나갈 것으로 판단한다.

6월 들어서부터 미국채 10년물 금리가 점진적으로 하락하면서 4.2% 수준까지 떨어졌다. 5월 이후로 4.3% 내외로 등락을 보여와 단기 밴드 하단으로 인식되는 레벨이기는 하나, 금리 동결 가능성이 높게 평가되었던 5월과는 달리 점진적으로 인하 기대가 높아지는 구간이라면 4% 내외까지는 금리 하단을 열어놓고 대응하는 것이 적절해보인다. 물론 FOMC에서 금리 동결 의지가 강화될 리스크도 고려해야 하나, 최근 연준 위원들의 엇갈린 발언을 감안하면 연내 인하 기대는 유지될 전망이다.

한편 한국은행은 5월 금리 인하 이후 속도 조절 가능성이 부각되고 있는 상황이다. 관세정책으로 인한 수출 수요 둔화 우려는 여전히 상존하나, 금리 인하와 이재명 정부의 재정 확장 정책 등에 따른 경기 심리 개선이 부동산 시장을 중심으로 나타나고 있어 이에 따른 금융안정 요인이 부각되고 있는 것이 그 이유다. 물론 6.27 부동산 대출 규제 등을 고려하면 추가적으로 대출이 확대될 가능성은 낮아졌으나, 한국은행 으로서는 매파적인 스탠스를 이전에 비해 강화시킬 가능성이 높다.

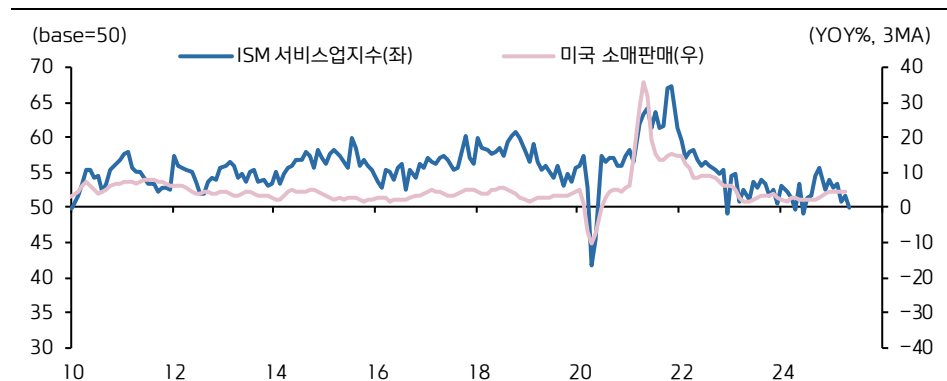
따라서 국고채는 미국채 대비 강세가 제약되는 흐름을 예상한다. 국내는 그간의 통화 완화 정책 이후 추가 완화가 제약되면서 미국과의 디커플링 가능성이 높다는 판단이다. 물론 국내 시장 또한 2차 추경안 제출 이후 재정 확장과 관련한 불확실성은 일부 완화되었다는 점에 따라 매수 유인이 될 수 있으나, 8월 예산안을 통해 재정 확장 기조를 확인해야 하는 심리가 남아있는 점도 7월 강세폭을 제한시킬 것으로 전망한다. 즉, 국고 3년물은 2.40~2.05%, 10년물은 2.73~2.90% 수준으로 전망한다.

한국은행 기준금리와 가계대출 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터.

미국 ISM 서비스업지수와 소매판매 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

원자재

원자재 심수빈
sb.shim@kiwoom.com

▶ 국제유가, 중동 정세 변화에 주목



6월 국제유가 급등을 유발했던 중동 정세 이슈는 진정되는 흐름. 그러나 이란과 미국 간 의견 표명에 차이를 보이는 만큼 7월 중 중동 관련 잡음은 이어질 것으로 예상. 이는 원유 시장 내 공급 불안을 자극할 수 있는 만큼, 유가 소폭의 반등 예상

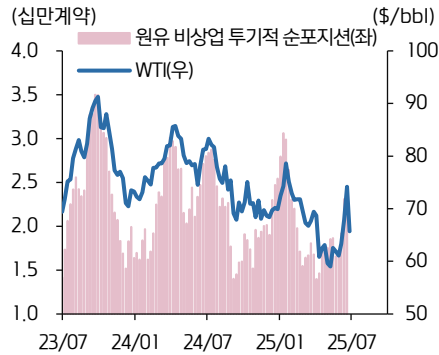
6월 국제유가는 중동 정세 이슈에 변동성이 큰 흐름을 보였다. 이스라엘과 이란의 군사적 충돌이 발생하면서 공급 불확실성이 높아졌기 때문이다. 특히 미국의 이란 공격 동참 여부와 이란의 호르무즈해협 봉쇄 가능성 등이 언급되면서 이스라엘-하마스 전쟁과 달리 실제 공급 차질로 연결될 수 있다는 우려가 높았다. 관련 소식에 WTI는 1분기 이후 처음으로 배럴당 70달러 선을 넘어서기도 했다. 양쪽의 충돌이 장기화될 수 있다는 전망이 강화되기도 했으나, 양국의 휴전으로 이스라엘-이란의 충돌 이슈가 빠르게 마무리되면서 유가도 빠르게 상승분을 반납하는 흐름을 보였다.

중동 정세 불안이 최악의 상황은 면한 것으로 보이지만, 7월에도 중동 관련 잡음이 지속될 가능성이 높아 보인다. 트럼프 미 대통령은 이란과 핵협상 재개 및 제재 완화를 시사한 반면, 이란은 이를 부인하는 등 양쪽의 입장이 다른 모습을 보이고 있다. 또한, 이란의 최고 지도자는 이란이 이스라엘과 미국을 당대로 승리했다고 발표한 가운데 일부 외신은 이란의 농축 우라늄이 큰 피해를 입지 않았다는 소식을 보도한 점도 중동 정세 불안이 완전하게 해소되었다고 보기는 어려운 배경으로 들 수 있다.

물론, 수요 불안이 재차 높아진다면 공급 이슈가 유가에 미치는 영향은 축소될 수 있다. 현재 원유 시장 내 수요 불안을 자극할 요인으로 미국의 상호관세 부과를 들 수 있다. 지난 4월 트럼프 대통령의 상호관세 부과 발표 이후 원유시장 내 수요 불안이 급격하게 확대되었고, 결국 상호관세 부과 시점이 연기되며 유가도 반등했기 때문이다. 당시 발표되었던 상호관세는 7월 8일 이후부터 부과될 예정이나, 현재 백악관에서는 추가 유예 가능성을 언급하고 있다. 더욱이 계절적으로도 원유 수요가 높아지는 시점이다.

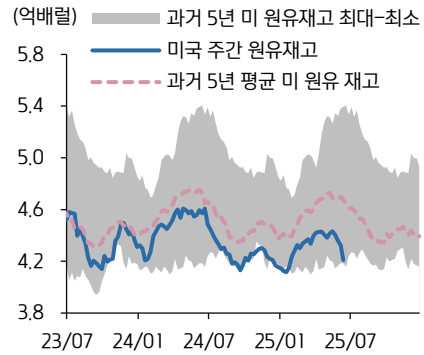
따라서, 7월 국제유가는 수요보다 공급 이슈에 민감한 흐름을 보일 것으로 예상하며, 이에 현 수준에서 추가로 하락하기 보다는 소폭의 반등 가능성을 높게 전망한다. 현재 중동의 지정학적 리스크가 완전하게 해소되지 않은 만큼 관련 이슈 변화에 따라 원유시장 내 공급 불안이 수시로 높아질 수 있기 때문이다.

최근 WTI와 원유 비상업 순매수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

최근 미국 주간 원유재고 추이

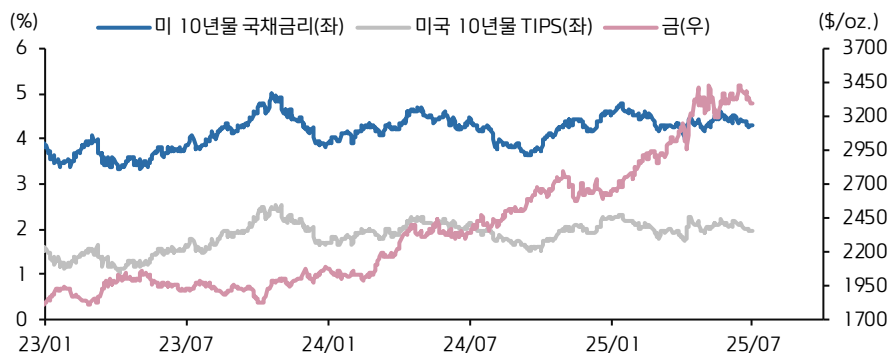


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

한편, 금은 뚜렷한 방향성을 보이지 않을 것으로 예상된다. 최근 금 가격의 상승을 견인했던 안전자산 수요는 미-중 무역 갈등과 중동 이슈에서 기인했다. 미국의 상호 관세 관련 불확실성이 남아 있기는 하나, 최근 백악관에서 관세 유예 연장 가능성을 언급한 만큼 관련 이슈가 안전자산 수요를 자극하지는 않을 것으로 예상된다.

그러나, 이전보다 개선된 투자 심리가 금 가격의 하락을 유발하기도 어려워 보인다. 이스라엘-이란의 휴전으로 중동 지역의 정세 불안이 완화된 상황이나 경계감은 이어질 가능성이 높아 보여 안전자산 수요가 수시로 높아질 수 있다. 또한 미 연준의 추가 금리 인하에 대한 기대가 이전보다 강화된 점도 금에 대한 투자 심리를 개선시킬 것으로 전망한다. 이는 최근 발표되었던 미국의 CPI 등 물가 지표가 시장 예상을 하회하면서 인플레이 우려가 완화되었고, 6월 FOMC 이후 발표되었던 점도표는 연내 두 차례의 금리 인하 가능성을 시사한 데서 기인했다. 현재 다양한 이슈가 중첩되어 있다는 점을 고려했을 때, 7월 금 가격은 각각의 이슈에 따라 보합권에서 등락을 이어갈 것으로 전망한다.

금과 미국 10년물 채권 금리 및 10년물 TIPS 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

FX

Economist 김유미
helloym@kiwoom.com

▶ 달러 약세 구간 지속



미 달러화의 약세 구간 지속 전망. 미국의 성장 둔화가 이어지고 주요국과의 펀더멘털 격차가 축소되면서 달러에는 약세요인으로 작용할 전망이다. 달러/원 환율은 1,300원 중반에서 등락 예상. 달러 약세와 국내 재정정책 확대에 따른 경기 회복 기대, 외국인 자금 유입 등이 맞물리며 달러/원 환율은 완만한 하락세를 이어갈 것으로 예상

6월 외환시장은 미 달러화의 약세가 지속되었다. 미국 경기 둔화로 주요국 간 펀더멘털 격차가 축소되면서 달러화에는 약세 압력이 작용했다. 특히 트럼프 행정부의 관세 정책 불확실성이 미국 자산에 대한 신뢰도 약화로 이어지면서 달러 흐름을 강화시켰다. 물론, 6월 미국 FOMC에서도 기준금리가 동결되었으며 연준의장은 신중한 입장을 재확인했다. 하지만, 점도표에서 연내 두 차례 금리 인하 전망이 유지되면서 미 국채금리 상승 압력이 제한되었고, 이는 달러에도 약세요인으로 작용했다.

달러/원 환율은 1,300원 중후반대에서 등락을 거듭했다. 미 달러화의 약세 흐름과 한국 재정정책 확대에 따른 경기 회복 기대, 외국인 자금 유입 등이 이어지면서 달러/원 환율의 하락세가 지속되었다. 다만, 월 중반 이란과 이스라엘 간 전쟁으로 안전자산 선호 심리가 강화되면서 미 달러화가 반등했고, 이에 따라 달러/원 환율도 일시적으로 1,300원 후반대로 상승했다. 그러나 이란과 이스라엘이 휴전에 합의하면서 관련 우려가 빠르게 해소되었고, 월말에는 달러/원 환율이 1,300원 중반에서 움직이며 상승보다는 하락 가능성에 금융시장 참가자들이 무게를 두는 모습이다.

달러인덱스와 달러/원 환율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

7월 외환시장은 미 달러화가 제한적인 하락 흐름을 이어갈 것으로 예상된다. 7월에는 확인해야 할 이벤트가 많은데, 특히 7월 8일 예정된 미국의 주요국에 대한 상호관세 유예 기간 연장 여부를 살펴봐야 하며, FOMC에서 연준이 금리 인하를 시사할지 주목할 필요가 있다. 미 달러화는 미국의 성장 둔화가 지속됨에 따라 당분간 약세 국면에 머물 가능성이 높아 방향성이 크게 바뀌지는 않을 것으로 본다. 다만, 주요 이벤트를 점검하는 과정이 필요한 만큼 6월에 비해 달러의 하락 속도는 다소 완만해질 가능성이 크다.

미국 트럼프 행정부의 상호관세 유예 기간이 연장될 가능성이 높다는 점은 긍정적이지만, 동시에 불확실성도 이어진다는 점에서 미국 경기 둔화의 흐름 자체는 크게 달라지지 않을 것이다. 이는 미 달러화의 약세 기조를 연장시키는 요인이 될 수 있다. 유로화는 제조업 생산 지표의 회복이 더딘 상황이나, 금리 인하를 통한 내수 부문의 반등세가 이어지면서 경기 회복 기대가 유지될 수 있다. 이는 달러인덱스의 약세 압력을 가하는 요인으로 작용할 것이다.

달러/원 환율은 1,300원 중후반대에서 움직이던 흐름이 1,300원 중반대로 하향 조정되며 등락을 보일 것으로 예상된다. 미국과의 무역협상 과정에서의 원화 절상에 대한 압박 우려뿐만 아니라, 주요 글로벌 투자은행들이 한국 경제 성장 전망을 상향 조정할 가능성이 열려있다. 미 달러화의 약세 흐름이 지속되는 가운데, 국내 경기 회복 기대와 외국인 자금 유입이 이어지면서 달러/원 환율에 하락 압력이 가해질 수 있다.

물론, 추세적으로 달러/원 환율의 하락세가 장기간 이어질 것으로 보기는 어렵다. 미국과 한국 간 금리 차이와 성장 격차가 지속적으로 축소될 것으로 기대하기 어렵기 때문이다. 다만, 미국의 성장 둔화와 국내 경기 회복 기대가 조성되는 3분기 중에는 단기적으로 달러/원 환율이 1,300원 초반 수준까지 하락할 여력이 남아있다고 본다.

자산배분

퀀트/자산배분 최재원
cjh5056@kiwoom.com

▶ 관세 영향 본격화 속 국가 내 산업별 차별화



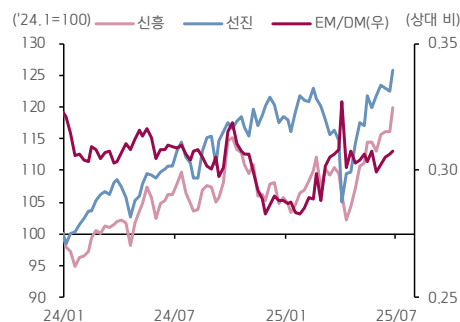
미국 그리고 미국 외 지역 간의 뚜렷한 차별화 흐름 제한 예상. 그 보다는 업종별 선별 필요성이 높아진 상황. 이익모멘텀 측면에서는 신흥국 내 실적 개선 섹터에 주목 필요. 한편, 미국의 금리 인하 기대감이 유지되는 점은 단기적으로 선진 채권에 대한 관심 확대 요인

연초 이후 4월까지의 미국의 관세 정책 관련 불확실성이 지속적으로 높아진 기간에는 달러 이외 자산에 대한 관심이 높아지며 미국 중심의 선진 증시보다는 신흥국 증시에 대한 관심이 확대되며 선진 대비 신흥 증시의 상승폭이 두드러졌다. 그러나, 관세 유예 조치 및 교역국 간의 협상 과정이 진행되는 모습이 이어지자 2분기에 들어서는 신흥국 또는 선진국에 대한 뚜렷한 우위는 제한된 가운데, 각 권역 내 차별화 흐름이 이어지고 있다.

1분기 동안 주가의 부침이 있었지만, 2분기부터 이어진 글로벌 증시 공통의 반등 흐름으로 밸류에이션은 상당 부분 이전의 위치를 되찾았다. 주가수익비율(PER)을 기준으로 살펴보면, 선진 증시의 경우 과거 5년 평균을 소폭 상회하는 수준이고, 특히 미국 증시는 5년 평균을 큰 폭(0.95σ)으로 상회하며 밸류에이션 부담이 높아진 모습이다. 반면, 신흥 증시의 경우 대만을 제외한다면 한국 그리고 중국은 5년 평균을 하회하며 밸류에이션 부담 상대적으로 높지 않은 모습이다.

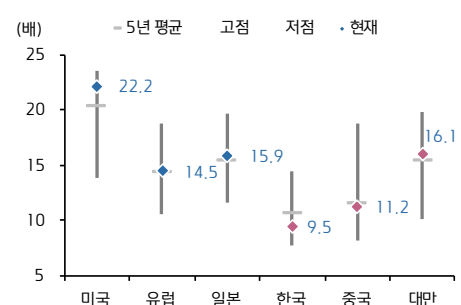
다만, 주가순자산비율(PBR) 기준으로 본다면, 한국과 중국 증시 역시 5년 평균 밸류에이션을 소폭 상회하고 있다는 점은 부담이 되는 상황이다. 특히나 한국의 경우 6월 한달 동안 10% 넘는 주가 상승세를 기록하는 등 단기 상승 속도에 대한 부담 역시 존재하는 만큼, 이를 뒷받침할 수 있는 펀더멘털 개선 여력이 확인될지가 중요할 것으로 판단된다.

신흥국, 선진국 최근 2년 주가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주요 선진/신흥국 최근 5년 PER 레인지



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

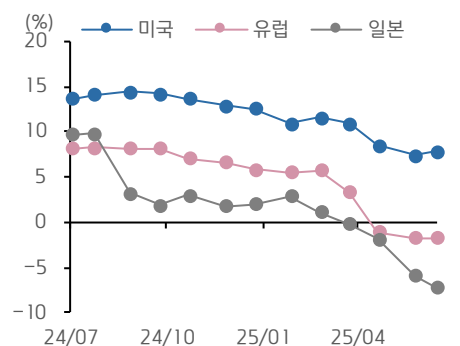
오는 7월부터 본격적으로 이루어질 2분기 어닝시즌은 4월부터 발표된 관세 충격을 부분적으로 확인할 수 있다는 점에서 중요한 이벤트가 될 것으로 판단된다. 어닝시즌 개막을 앞둔 현재 미국을 비롯한 주요 선진국들의 2025년 실적 성장률 전망은 지속적으로 하향 조정되고 있는 상황이다. 특히 유럽과 일본은 올해 실적 성장률이 (-)를 기록할 것으로 예상되는 등 부진한 성적이 예상되고 있다. 미국 역시도 두 자리 수 중반으로 예상되던 실적 성장률이 현재는 7%대까지 낮아지며 2Q 어닝시즌을 앞두고 정체되어 있다.

한편, 신흥국의 경우 주요 선진국과 사뭇 다른 흐름이 연출되고 있다. 특히 한국과 대만의 경우 신흥국 내에서 실적 성장률이 15~20% 수준을 기록할 것으로 예상되고, 4월 이후로 실적 성장 전망이 한층 더 개선되고 있다. 다만, 양국 모두 IT 업종을 중심으로 한 산업구조를 지니고 있는 만큼, 다가올 관세 협상과 관련된 리스크에 민감하게 반응할 수 밖에 없는 만큼 향후 관세 유예 기한의 방향성과 그에 따른 실적 영향을 보다 주도 면밀하게 살펴볼 필요가 있다.

한편, 중국 증시는 한국과 대만에 비해서는 실적 성장률이 높지는 않으나, 한 자리 수 후반의 완만한 실적 성장을 기록할 것으로 전망되고 있다. 더불어, 6월에 들어 추가적인 실적 하향 조정이 찾아들고, 테크, AI, 신소비 등의 테마를 중심으로 실적 모멘텀이 나타나며 성장률 전망이 반등하는 모습이 나타나고 있다.

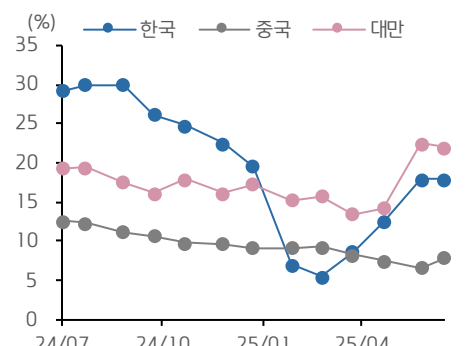
결국 주식 측면에서 오는 7월에도 신흥 증시가 상대적으로 높지 않은 밸류에이션 수준 속에서 상대적으로 우호적인 환경이 예상되나, 그 보다는 어닝 시즌 개막과 맞물려 업종별 차별화가 만들어내는 주가 방향성이 더욱 뚜렷할 것으로 예상된다.

주요 선진국 FY25 주당순이익 성장률 전망 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주요 신흥국 FY25 주당순이익 성장률 전망 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

한편, 주식과 채권 간의 상대 매력도를 확인할 수 있는 주식 리스크 프리미엄을 살펴 보면, 특히 국내 증시의 상승세가 가파르게 연출됨에 따라 한국 주식 리스크 프리미엄(ERP)은 빠르게 축소되었다. 그 결과 ERP는 5월말 6.36%에서 현재 5%대 중반까지 낮아지며, 주식의 기대수익률은 다소 낮아졌다. 같은 기간 미국 증시 역시 상승세를 보였으나, 안전자산 수요 확대로 인해 금리가 낮아진 결과 미국의 ERP는 전월과 비슷한 수준이 유지되었다.

한국의 ERP가 상대적으로 큰 폭으로 낮아졌지만, 여전히 미국은 금리 인하 기대감이 지속되는 반면, 한국의 경우 인하 시점 지연 가능성에 대한 우려가 존재하는 등 단기적으로 금리 하락 압력이 약해질 가능성이 높은 국면으로 예상되고 있다. 따라서, 오는 7월에는 상대적으로 금리 하락 압력이 높을 것으로 예상되는 선진 채권으로의 비중을 높게 가져갈 필요성이 있을 것으로 판단된다.

한국, 미국, 중국의 주식 리스크 프리미엄



자료: Datastream

[illegible]