



# 잠깐 숨고르기

[주식전략/퀀트]

주식전략. 강대승, [ds\\_kang92@sksecurities.co.kr](mailto:ds_kang92@sksecurities.co.kr)  
퀀트. 황지우, [jeewoo.hwang@sksecurities.co.kr](mailto:jeewoo.hwang@sksecurities.co.kr)  
R.A. 박유진, [youjin.park@sksecurities.co.kr](mailto:youjin.park@sksecurities.co.kr)

# Contents

Summary	3
<b>Part 1</b> 잠시 쉬어가는 구간	6
<b>Part 2</b> 하반기에도 정책이 주요 동인	29

## Compliance Notice

- 작성자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석팀당사는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

# Summary

## 잠시 쉬어가는 구간

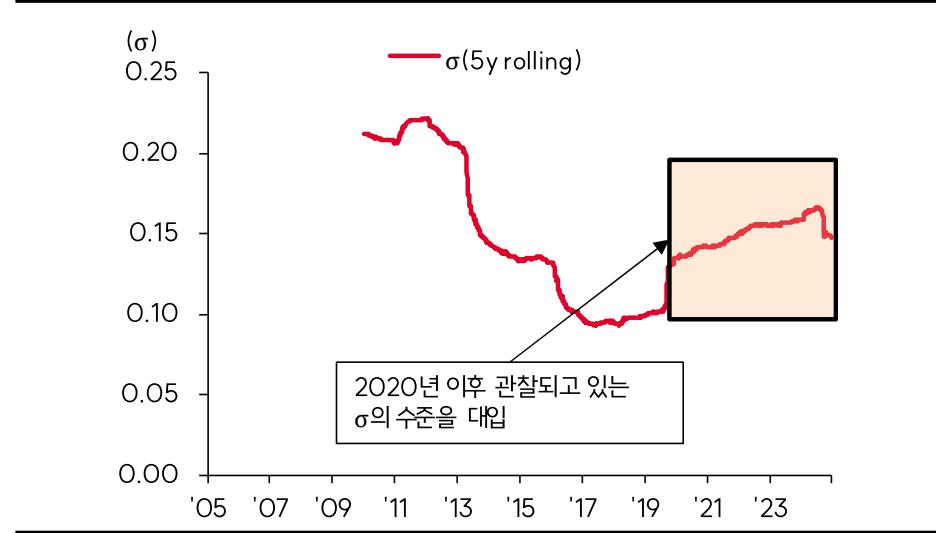
- 코스피가 기존 연간 전망 상단(3,200pt)에 도달하여 하반기 밴드 범위 재점검. 경기 개선보다는 이벤트에 따른 상승 지분이 높았던 것으로 관찰되며, 2020년 전후로 발생하고 있는 매크로 이벤트들로 인해 높아진 변동성( $\sigma$ ) 수준에서도 현재는 매우 긍정적인 시나리오를 반영하고 있다고 판단
- 역사적으로 지수의 추가 상승/하락 여력에 관련하여 유의미한 패턴이 관찰됐던 위험 회피 계수는 대선 직후 고점까지 상승한 이후 부담을 일부 해소한 상태. 현재 주어진 변동성 수준에서 전고점을 탈환하는 시나리오라면 코스피 지수는 3,400pt로 관찰됨
- 한편 경기 국면 모델에 따르면 현재 국면에서는 산업재, 건강관리, IT, 통신서비스 등의 성과가 양호했으며, 향후 1/4분면으로 이동할 확률이 높다고 가정하면 경기소비재, 금융, IT 등의 업종이 상대적 강세를 보일 확률이 높다는 의견

## 하반기에도 정책이 주요 동인

- 관세, 경기 둔화 등 불확실성이 높아진 지금 하반기 주요 시장 동인이 무엇일지 파악. 미국 경기 둔화가 점차 부각될 것으로 예상. 때문에 상반기와 같이 하반기에도 가계 소비, 기업 투자 등 민간 경제 보다는 정부 정책이 주도하는 시장 성격이 이어질 것으로 예상
- 시장은 조선, 방산, 원전 등 기존 주도주에 대해서 실적 성장 기대가 충족되는지 확인하고자 할 것. 미국의 관세 협상에 따른 LNG 프로젝트 가시화, EU 국가들의 내년 국방 예산 확정, 4분기 루마니아 SMR FID 확정 등의 이벤트가 주요 판단의 초석이 될 것으로 이후 재차 상승을 도모할 것
- 새롭게 테마로 자리매김할 가능성이 있는 부분은 중국의 소비 구조 개혁 정책과 한국의 배당 분리과세 정책이 될 것으로 기대. 그에 따라 수혜를 입을 수 있는 기업군은 호텔, 레저 산업과 배당 성향을 상향 조정할 수 있는 기업군이 될 것

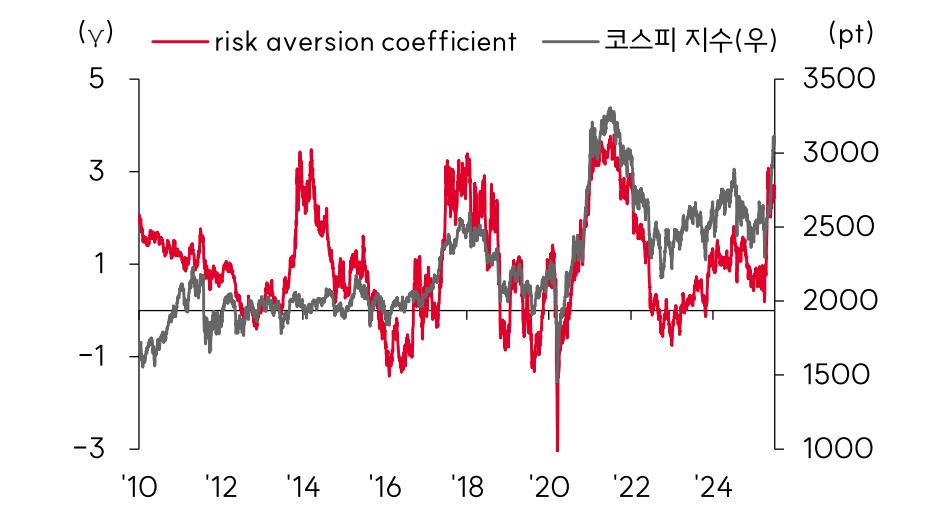
# Key Chart

코스피 초과수익률( $E[R] - rf$ )의 5년 rolling  $\sigma$



자료: Quantewise, SK증권

코스피의 위험 수용도는 과거 고점 부근 도달 이후 단기 부담 일부 해소



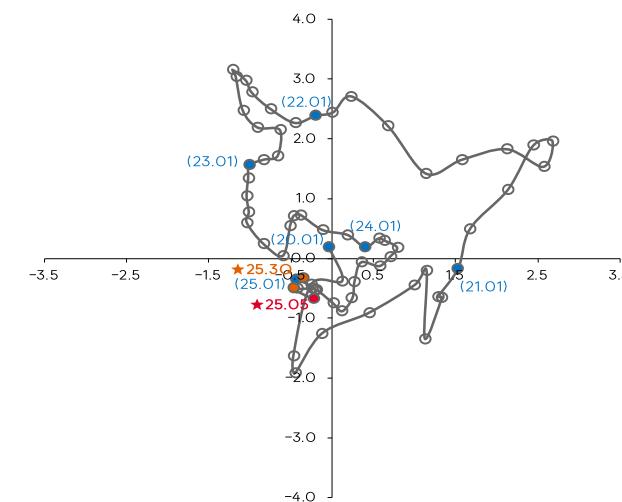
자료: Quantewise, SK증권

+2 $\sigma$ 의 경우 예상 코스피 값

$\sigma$	2	ROE				
		-10%	0%	10%	20%	30%
ERP	40%	3,274.8	3,281.1	3,287.4	3,293.7	3,300.0
	30%	3,278.7	3,285.0	3,291.3	3,297.6	3,303.9
	20%	3,282.6	3,288.9	3,295.2	3,301.5	3,307.8
	10%	3,286.6	3,292.9	3,299.2	3,305.5	3,311.8
	0%	3,290.5	3,296.8	3,303.1	3,309.4	3,315.7
	-10%	3,294.4	3,300.7	3,307.0	3,313.3	3,319.6
	-20%	3,298.3	3,304.6	3,310.9	3,317.2	3,323.5
	-30%	3,302.3	3,308.6	3,314.9	3,321.2	3,327.5
	-40%	3,306.2	3,312.5	3,318.8	3,325.1	3,331.4
	-50%	3,310.1	3,316.4	3,322.7	3,329.0	3,335.3

자료: Quantewise, SK증권

경기국면모델 궤적과 향후 1분기 예상 경로



자료: 통계청, SK증권

# Key Chart

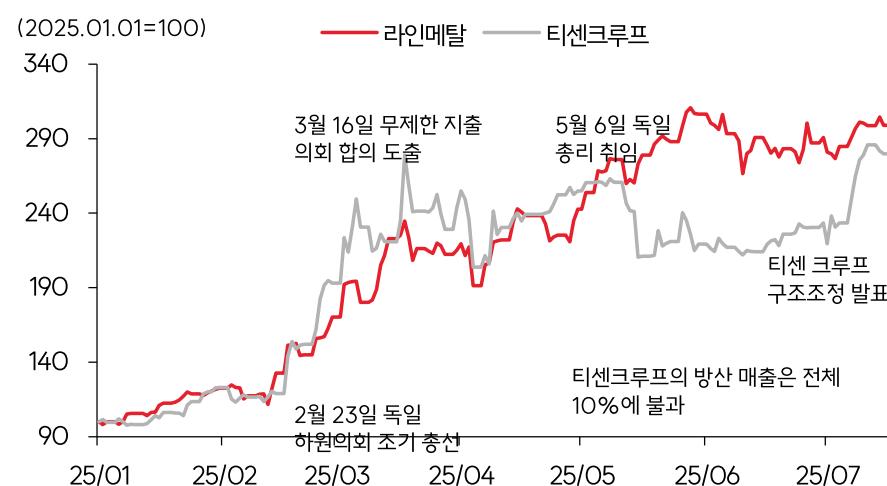
## KOSPI200 영업이익 성장 기대와 밸류에이션 지표 움직임



자료 : Quantwise, SK증권

주: 이익성장 기대는 직전 12개월 EPS 대비 향후 12개월 EPS 전망치 비율

독일 방산 테마로 묶였던 두 기업의 주가 상승 양상: 수혜 여부에 따른 차별화



자료: Bloomberg, SK증권

## 6월 서베이 결과, 미국 기업 CEO들의 자본지출, 고용 심리 전분기 대비 악화



자료: Bloomberg, SK증권

## 중화권 한국 방문객 수와 호텔/레저 PER



자료 : 한국 관광청 데이터랩, Quantwise, SK증권

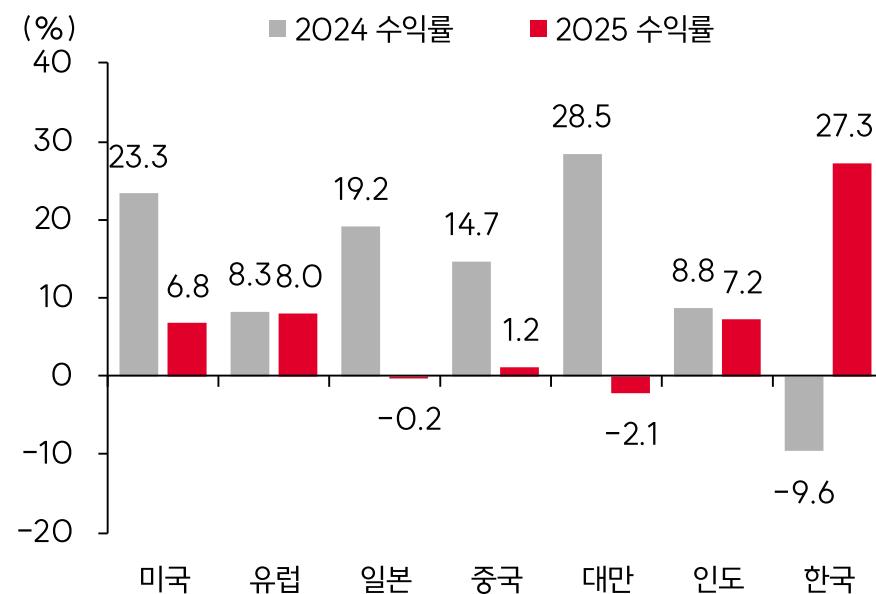


Part 1.  
잠시 쉬어가는 구간

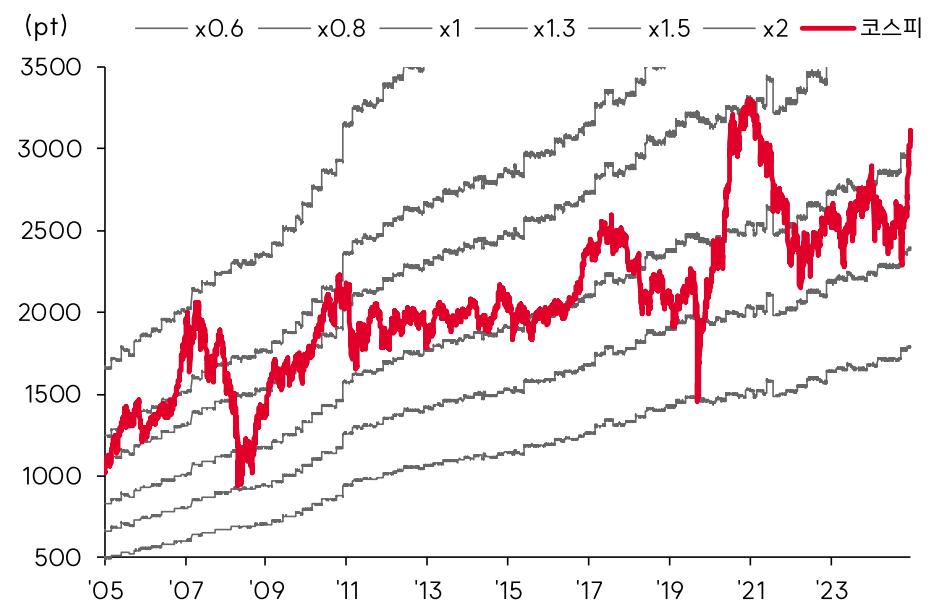
# 기존 전망 상단에 도달한 코스피

- 배경 : 국내 증시 강세로 당사의 기존 연간 전망 밴드(2,400pt~3,200pt) 상단에 도달하며 당시 전망했던 논리 점검
- 상승의 주요 배경으로는 1) 타 증시 대비 부진했던 기간('23~'24)을 만회하는 키 맞추기 장세, 2) 구조적인 디스카운트 요인의 사회적 관심 부상 등
- 모두 경기 개선보다는 이벤트 성격이 강하며 이에 따른 밸류에이션 상향 조절은 상당 부분 반영된 것으로 관찰됨
- 한편 반도체 이외의 업종에서 이익 개선이 두드러지며 올라온 만큼 펀더멘털 측면에서 추가 상승 여지는 상존
- 결론적으로 하반기 코스피 밴드는 2,700pt ~ 3,400pt 사이로 전망

주요 증시 수익률



코스피 Trailing P/B는 1배를 회복



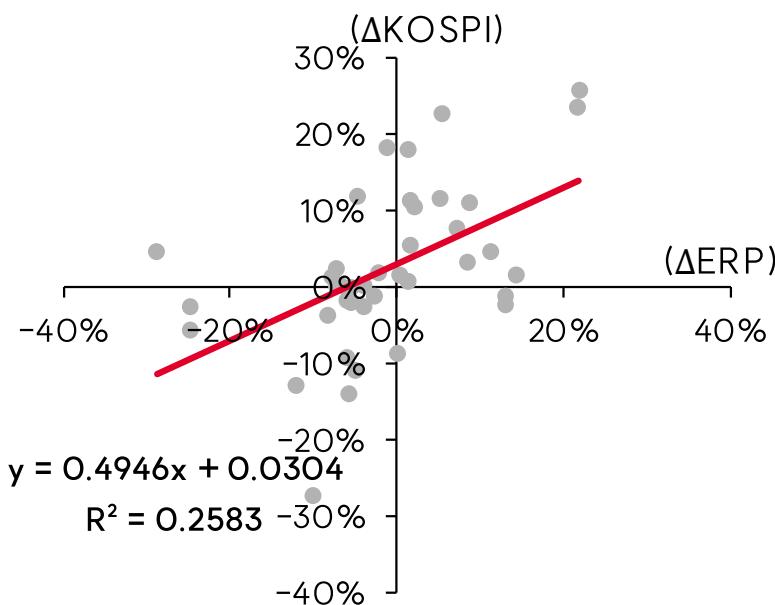
자료: Bloomberg, SK증권

자료: Quantiwise, SK증권

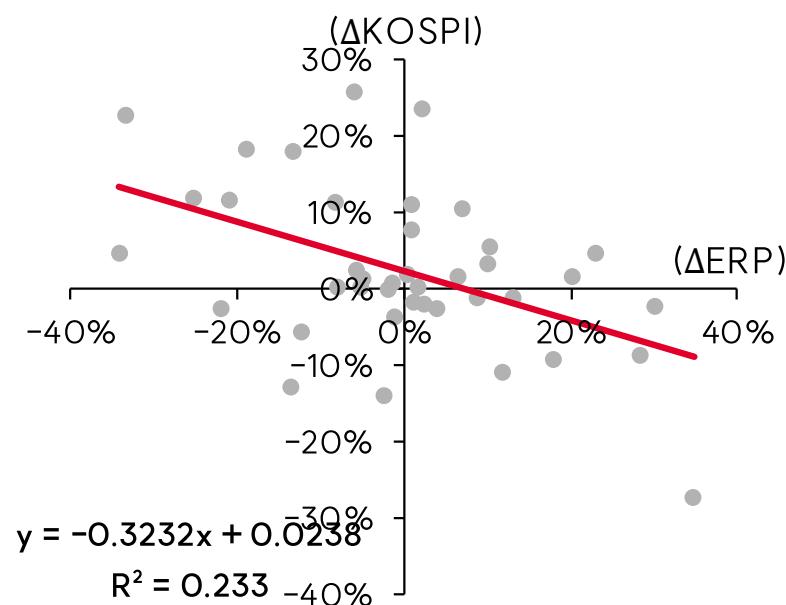
# ROE, ERP로 전망해본 증시

- 당사는 뱡드를 전망하기 위해 KOSPI에 영향을 미치는 2가지 요인(ROE, Equity Risk Premium)을 사용
- 본문의 목적은 하반기 변화율이며, 2005년부터 현재까지 각 요인과 코스피의 변화율 사이엔 유의미한 패턴 관찰됨
- ERP(1/PER – risk free rate)는 수식상에 가격에 데이터가 포함되어 있지만 본 모델의 목적은 각 요인과 코스피의 인과관계를 포착하는 것이 아니라 2가지 요인이 예상되는 범위 내에서 변화할 때 통상적으로 코스피가 보여주는 민감도를 관찰하기 위함

△ROE와 △KOSPI의 민감도



△ERP와 △KOSPI의 민감도



# 연간 전망 근거 리뷰

- 지금까지 당사가 기존에 전망한 ROE와 ERP에서 크게 벗어나지는 않았지만, ERP의 경우 현재 최선의 시나리오로 전개되고 있다고 평가
- 기업 실적은 아직 1분기까지 밖에 확정되지 않았지만 12개월 포워드 기준 2024년 고점에 도달. 당시와 현재의 차이점은 반도체가 아닌 다른 업종들의 증익으로 현재 수준에 도달함. 즉 ROE 개선은 아직 확인되지 않았고, ERP는 예상치 상단을 달성했다는 의견

각 요인들의 기준 예상 이동 경로 및 근거

구분	예상 이동 강도	근거
ROE	+10% ~ +20%	<ul style="list-style-type: none"> <li>R : 1) 기업 증익 (컨센서스의 25%보다 조금 보수적으로 추정)           <ul style="list-style-type: none"> <li>성장률 둔화 가능성 고려</li> <li>현재 시장 컨센서스가 과거에 비교했을 때도 낙관적 상태임을 고려</li> </ul> </li> <li>2) 주주 환원(배당) 확대 요구 지속</li> </ul>
		<ul style="list-style-type: none"> <li>Equity의 증분은 자사주매입 및 소각 트렌드에 따라 과거에 비해 상대적으로 둔화</li> </ul>
Risk Premium	+10% ~ -20%	<ul style="list-style-type: none"> <li>그동안의 EPS 상승분을 주가가 반영하지 못해 상승해 있는 리스크 프리미엄은, 기업 증익으로 인해 추가로 상승 압력이 있는 EPS를 후행적으로 반영할 가능성이 높다고 예상</li> </ul>
		<ul style="list-style-type: none"> <li>일시적인 변동성 구간에서 가격 하락으로 인해 리스크 프리미엄이 추가로 상승할 여지는 존재 하겠지만 과거의 이동 범위를 고려했을 때 하락 여력이 상대적으로 크다고 판단</li> </ul>

# 연간 전망 밴드 리뷰(평균)

- 작년에는 ROE와 ERP의 변화율을 적용하여 올해의 평균 코스피는 2,800pt로 전망하였음
- 두 지표의 예상되는 평균 변화 범위를 특정하고, 이에 민감도를 대입하여 KOSPI의 올해 평균을 예측.
- 해당 평균치에서 기간 단위의 연율화 표준편차  $\pm 1\sigma$ 를 적용하여 상단과 하단 전망

예상 ROE, ERP 변화 범주로 가정했던 2025년 코스피 평균값

기준일	2024-10-23		ROE								
코스피	2599.62		-40%	-30%	-20%	-10%	0	10%	20%	30%	40%
			5.00%	5.84%	6.67%	7.51%	8.34%	9.18%	10.01%	10.84%	11.68%
ERP	40%	12.00%	2,696.7	2,705.6	2,714.5	2,723.4	2,732.3	2,741.2	2,750.1	2,759.0	2,767.9
	30%	11.15%	2,705.7	2,714.6	2,723.5	2,732.4	2,741.3	2,750.2	2,759.1	2,768.0	2,776.9
	20%	10.29%	2,714.8	2,723.7	2,732.5	2,741.4	2,750.3	2,759.2	2,768.1	2,777.0	2,785.9
	10%	9.43%	2,723.8	2,732.7	2,741.6	2,750.5	2,759.4	2,768.3	2,777.2	2,786.1	2,795.0
	0	8.57%	2,732.8	2,741.7	2,750.6	2,759.5	2,768.4	2,777.3	2,786.2	2,795.1	2,804.0
	-10%	7.72%	2,741.8	2,750.7	2,759.6	2,768.5	2,777.4	2,786.3	2,795.2	2,804.1	2,813.0
	-20%	6.86%	2,750.9	2,759.8	2,768.7	2,777.6	2,786.5	2,795.4	2,804.3	2,813.2	2,822.1
	-30%	6.00%	2,759.9	2,768.8	2,777.7	2,786.6	2,795.5	2,804.4	2,813.3	2,822.2	2,831.1
	-40%	5.14%	2,768.9	2,777.8	2,786.7	2,795.6	2,804.5	2,813.4	2,822.3	2,831.2	2,840.1
	-50%	4.29%	2,778.0	2,786.9	2,795.8	2,804.7	2,813.6	2,822.5	2,831.4	2,840.3	2,849.1

# 연간 전망 밴드 리뷰(상단&하단)

- 시장에 큰 충격을 미칠만한 예측 불허의 이벤트(fat tail) 발생 가능성을 접어두고  $\pm 1\sigma$ 를 적용하여 상단과 하단 전망
- 설정한 기간(2019 이후)동안 관찰된  $\sigma$ 를 연율화(annualize)하여 적용
- 그러나 국내 정치적 불확실성과 트럼프 관세 정책 등이 상반기에 크게 작용하여  $-1\sigma$ 를 소폭 하회하는 지점까지 도달했다고 생각
- $+1\sigma$  부근에 도달한 현재 시점에, 최근 관찰되는 시장의 변화가 이를 상회할 만큼의 요인인지 평가해볼 필요가 있음

-1 $\sigma$  일경우 예상 코스피 값

$\sigma$	-1	ROE			
		0%	10%	20%	30%
ERP	40%	2,384.8	2,392.5	2,400.3	2,408.1
	30%	2,392.6	2,400.4	2,408.2	2,415.9
	20%	2,400.5	2,408.3	2,416.1	2,423.8
	10%	2,408.4	2,416.2	2,423.9	2,431.7
	0%	2,416.3	2,424.1	2,431.8	2,439.6
	-10%	2,424.2	2,431.9	2,439.7	2,447.5
	-20%	2,432.1	2,439.8	2,447.6	2,455.4
	-30%	2,439.9	2,447.7	2,455.5	2,463.2
	-40%	2,447.8	2,455.6	2,463.3	2,471.1
	-50%	2,455.7	2,463.5	2,471.2	2,479.0

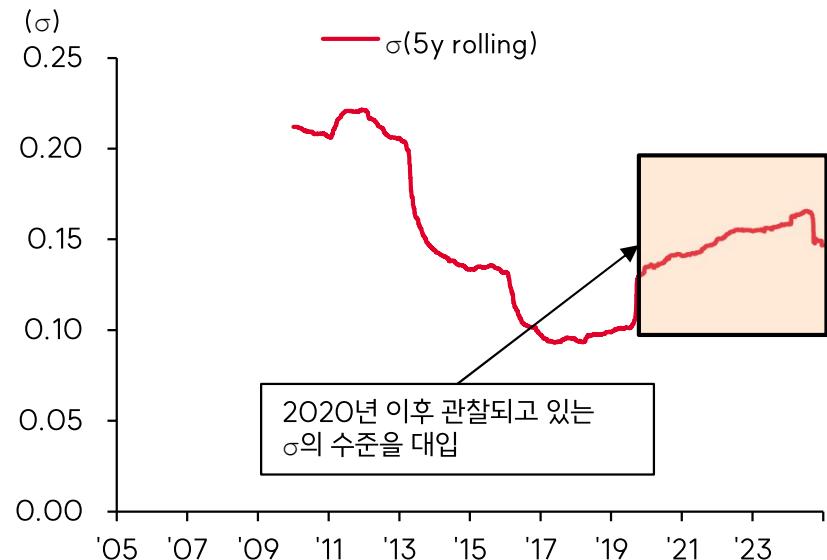
+1 $\sigma$ 일 경우 예상 코스피 값

$\sigma$	1	ROE			
		0%	10%	20%	30%
ERP	40%	3,123.6	3,133.8	3,143.9	3,154.1
	30%	3,133.9	3,144.1	3,154.3	3,164.4
	20%	3,144.2	3,154.4	3,164.6	3,174.8
	10%	3,154.6	3,164.7	3,174.9	3,185.1
	0%	3,164.9	3,175.1	3,185.2	3,195.4
	-10%	3,175.2	3,185.4	3,195.6	3,205.7
	-20%	3,185.5	3,195.7	3,205.9	3,216.1
	-30%	3,195.9	3,206.0	3,216.2	3,226.4
	-40%	3,206.2	3,216.3	3,226.5	3,236.7
	-50%	3,216.5	3,226.7	3,236.8	3,247.0

# ○에 담긴 의미

- 2010년 중반에 접어들면서 감소했던 증시의 변동성이 2020년 전후로 재차 점증하고 있는 것으로 관찰됨
- 2010년 전후와 2020년 전후는 매크로 변수가 증시에 미치는 영향력이 확대되며 체계적 위험(systematic risk)이 높았던 시기
- 현재 국내 증시를 부양하고 있는 요인들이 최근의 거시 변수보다 더 큰 의미를 가지고 있을까? (즉  $\sigma$ 를 더 높여서 밴드를 볼 필요가 있을까?)
- 정치적 불확실성의 해소와 상법 개정 합의는 긍정적인 요인이나마, 국내 디스카운트 요인들을 해소하는 긴 여정의 시작이라고 판단
- 주주 충실 의무, 사외이사-독립이사 변경, 3%룰, 전자 주주총회 도입 의무화 등
- 즉 근래 고조된 변동성보다 추가적으로 높은 수준을 고려할 필요성까지 관찰되지는 않음

코스피 초과수익률( $E[R] - rf$ )의 5년 rolling  $\sigma$



자료: Quantwise, SK증권

2010년, 2020년 전후로 발생했던 매크로 이벤트들

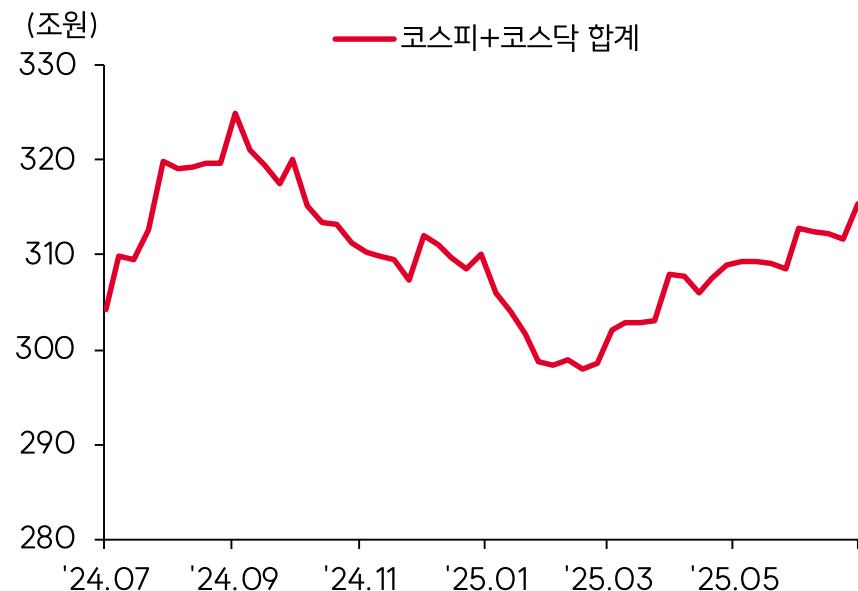
구분	이벤트 내용
08~09	글로벌 금융위기
2011	유럽 재정위기
2013	테이퍼 탄트럼
18~19	미중 무역분쟁, 연준 금리 인상, 일본 수출규제
2020	코로나 바이러스 확산, 글로벌 양적완화
2021	바이든 취임, BBB/IRA 등 강력한 재정 정책
2022	러-우 전쟁 발발, 인플레이션 충격 현실화
2023	ChatGPT 보편화, 중동 분쟁 재점화
2024	트럼프 재취임, 국내 정치 리스크 발생
2025	조기 대선, 상법 개정안?

자료: SK증권

# 이익 체력은 회복 중

- F12M 증시 영업이익 컨센서스는 2024년 AI 랠리 피크아웃 이후 조정을 받다가 재차 회복되고 있는 추세
- 차이점은 반도체의 이익 회복이 아직 본격화되지 않은 가운데 여타 업종들의 약진으로 상당 부분 회복되었다는 것
- 다만 현재 국내 증시의 강세를 이익만으로 설명할 수 없다는 사실은 자명
  - 벤류에이션의 유지될 수 있도록 사회적/정책적 보완이 지속되면서도 펀더멘털이 회복해야 증시의 추가 상승이 가능할 것으로 보임

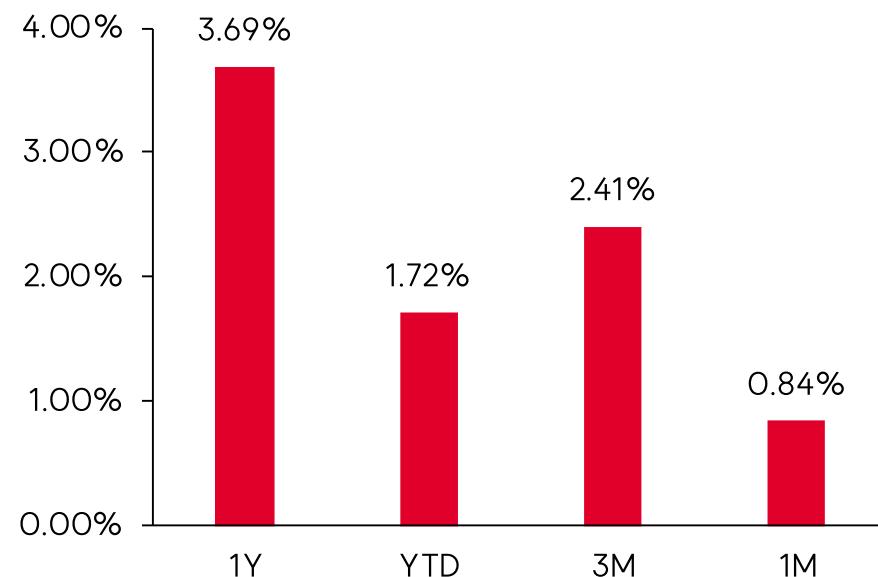
코스피 컨센서스 추이



주 : 52주동안 컨센서스가 지속된 코스피 249사, 코스닥 98사 기준

자료: Quantiwise, SK증권

컨센서스 기간별 변화율

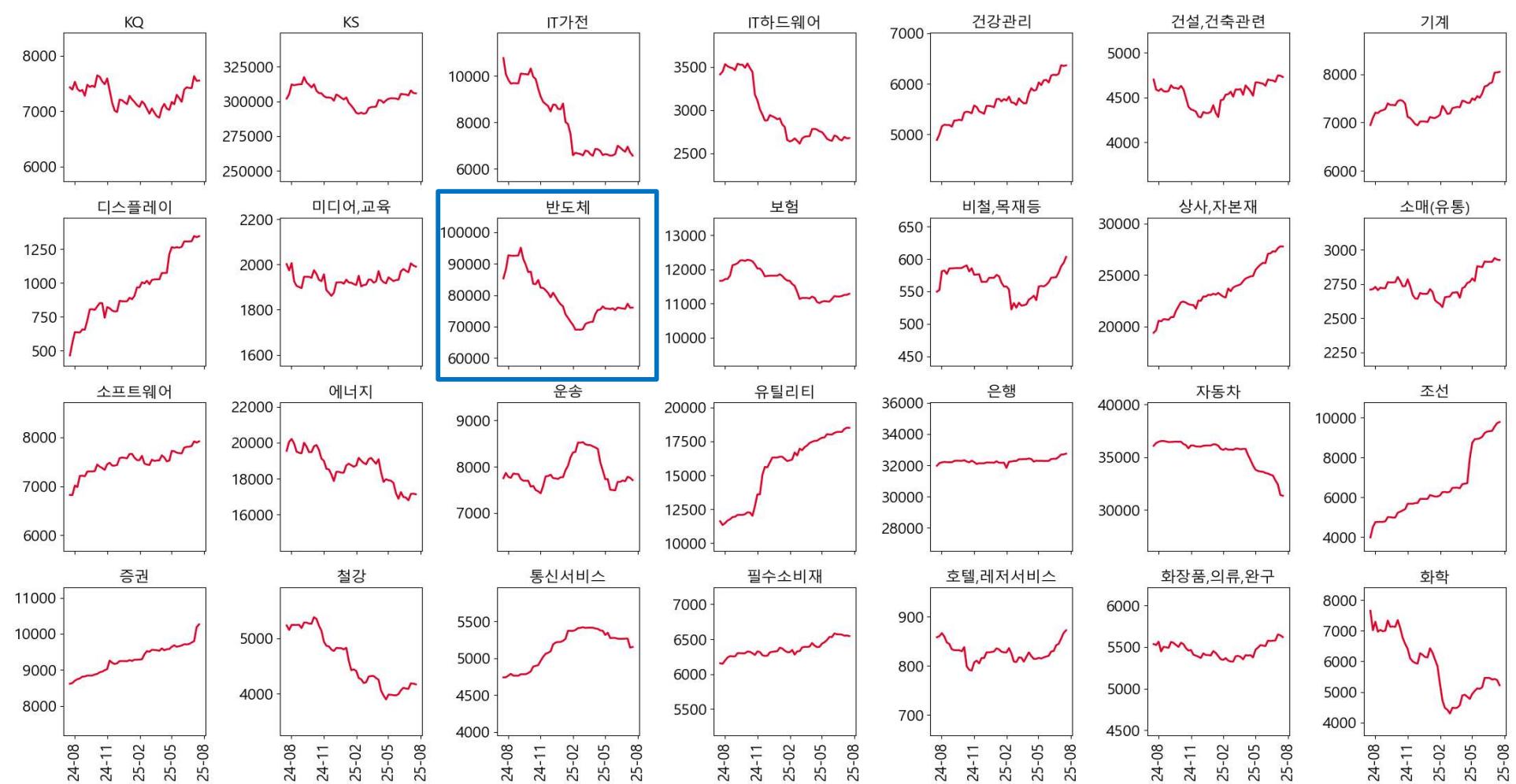


자료: Quantiwise, SK증권

# 업종별 컨센서스(현황)

업종별 연간 F12M 영업이익 컨센서스 추이

(단위 : 십억원)

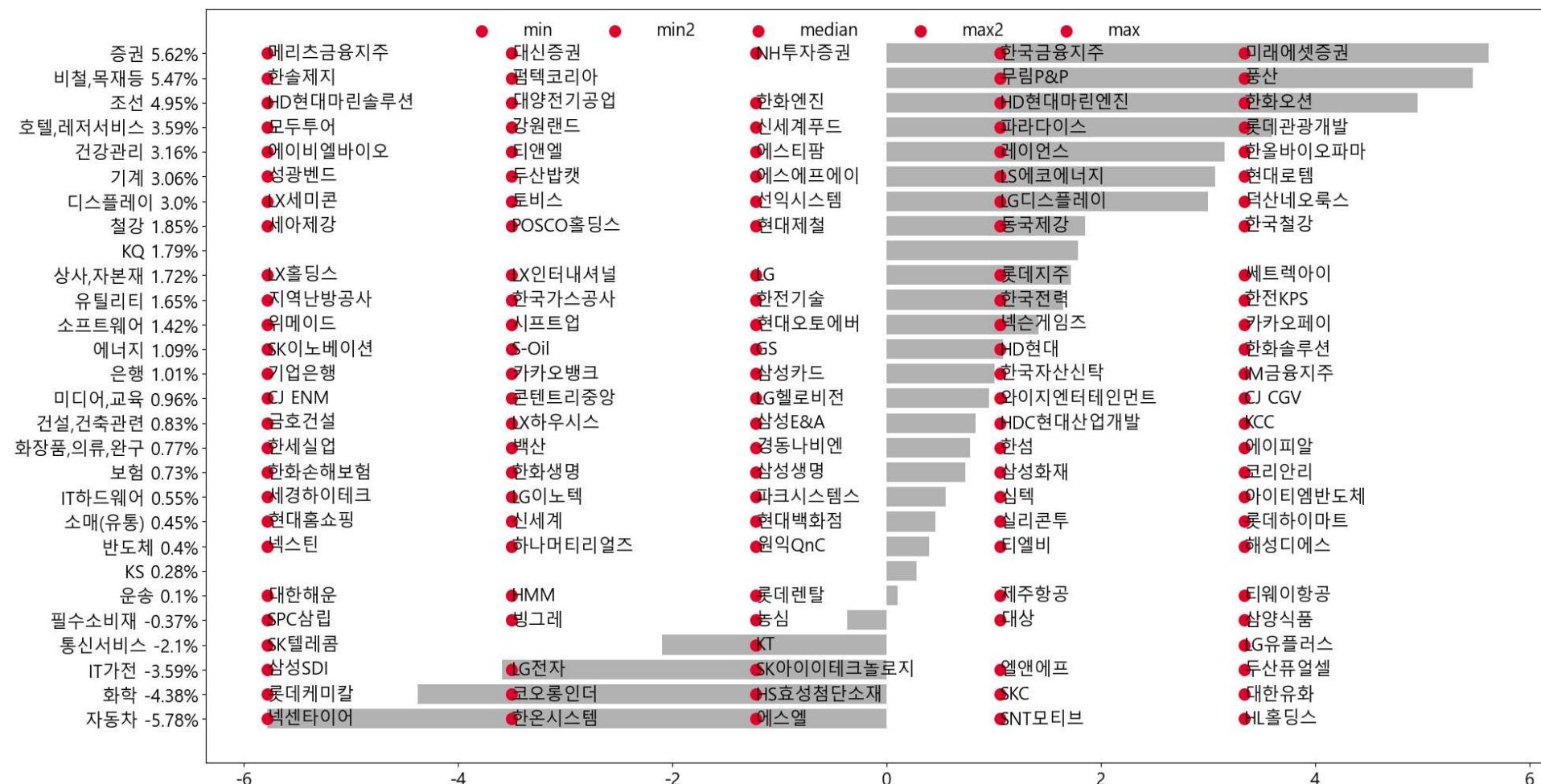


주 : 52주동안 컨센서스가 지속된 코스피 248사, 코스닥 99사 기준

자료: Quantewise, SK증권

# 업종별 컨센서스(월간 변화율)

월간 국내 업종별 영업이익 전망 변화율과 상승률/하락률 상위 종목 리스트



주 : 52주동안 컨센서스가 지속된 코스피 248사, 코스닥 99사 기준

자료: Quantwise, SK증권

# 코스피 전망 밴드 조정

- 상반기 코스피 평균인 2,600종반을 기준으로 반년  $\sigma$ 를 적용했을 때  $+2\sigma$ 가 3,310pt 수준
- 최근 코스피의 고점이 약 3,200pt에 도달한 것을 고려하면 이미 현재는 상당히 반영된 것으로 판단
- 추세적인 펀더멘털 개선이 확인된다면 추가 상승을 기대해 볼만 하지만, 이는 아직 컨센서스에서 관찰되고 있지 않음
- 증시 급등에 따른 조정이 발생할 수는 있지만, 증시 부양에 대한 정부의 의지가 높은 만큼 일정 수준의 하방 경직성은 존재할 것으로 판단
  - 6/3 대선일 종가 2,700pt

상반기 평균( $O_\sigma$ ) 코스피 값

$\sigma$	0	ROE				
		-10%	0%	10%	20%	30%
ERP	40%	2,651.7	2,656.8	2,661.9	2,667.0	2,672.1
	30%	2,654.9	2,660.0	2,665.1	2,670.2	2,675.3
	20%	2,658.0	2,663.2	2,668.3	2,673.4	2,678.5
	10%	2,661.2	2,666.3	2,671.4	2,676.5	2,681.6
	0%	2,664.4	2,669.5	2,674.6	2,679.7	2,684.8
	-10%	2,667.6	2,672.7	2,677.8	2,682.9	2,688.0
	-20%	2,670.8	2,675.9	2,681.0	2,686.1	2,691.2
	-30%	2,673.9	2,679.0	2,684.1	2,689.2	2,694.4
	-40%	2,677.1	2,682.2	2,687.3	2,692.4	2,697.5
	-50%	2,680.3	2,685.4	2,690.5	2,695.6	2,700.7

자료: Quantwise, SK증권

$+2\sigma$ 의 경우 예상 코스피 값

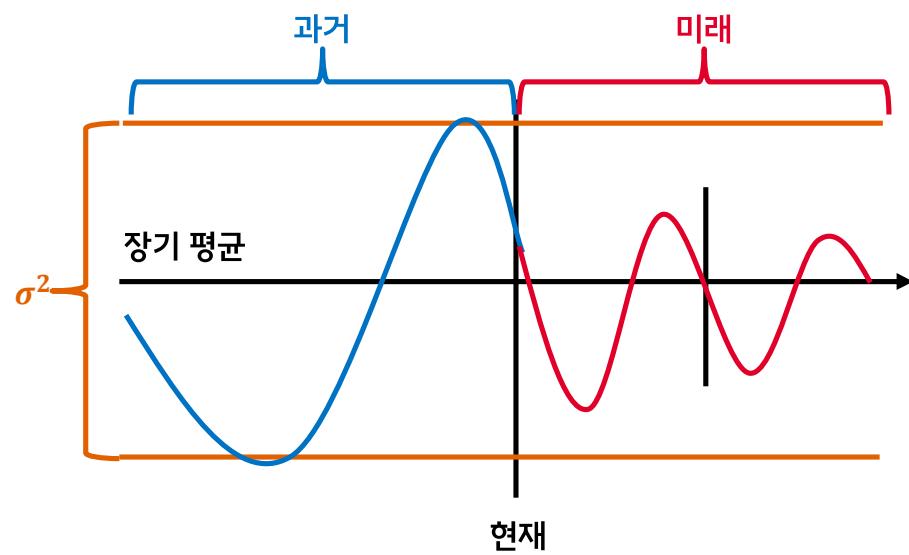
$\sigma$	2	ROE				
		-10%	0%	10%	20%	30%
ERP	40%	3,274.8	3,281.1	3,287.4	3,293.7	3,300.0
	30%	3,278.7	3,285.0	3,291.3	3,297.6	3,303.9
	20%	3,282.6	3,288.9	3,295.2	3,301.5	3,307.8
	10%	3,286.6	3,292.9	3,299.2	3,305.5	3,311.8
	0%	3,290.5	3,296.8	3,303.1	3,309.4	3,315.7
	-10%	3,294.4	3,300.7	3,307.0	3,313.3	3,319.6
	-20%	3,298.3	3,304.6	3,310.9	3,317.2	3,323.5
	-30%	3,302.3	3,308.6	3,314.9	3,321.2	3,327.5
	-40%	3,306.2	3,312.5	3,318.8	3,325.1	3,331.4
	-50%	3,310.1	3,316.4	3,322.7	3,329.0	3,335.3

자료: Quantwise, SK증권

# 판단의 기준, 평균 회귀 과정

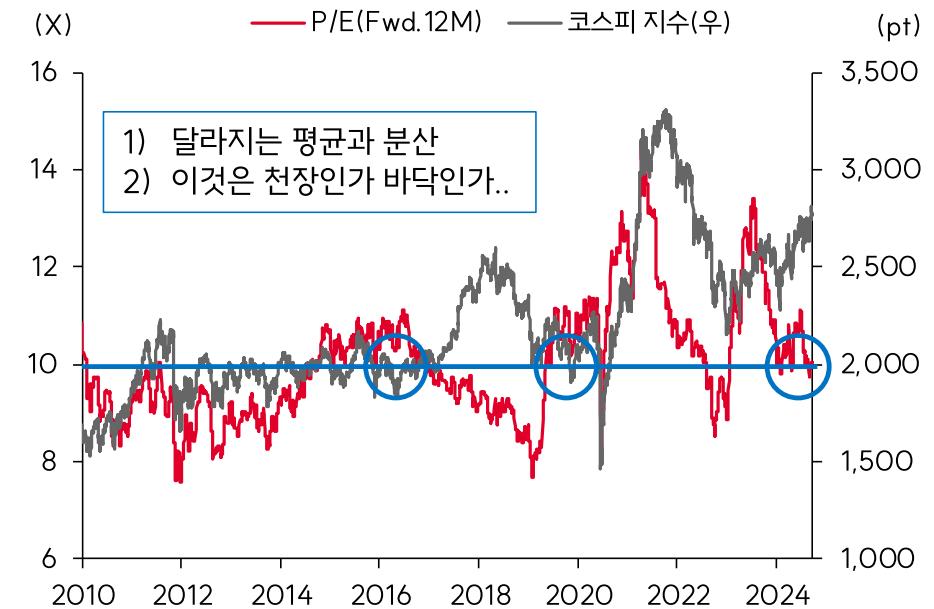
- 평균 회귀 과정(Mean reverting process) : 어떤 변수가 단기적으로는 극단 값을 보이더라도 시간이 지나면 장기 평균으로 돌아오는 성질
  - 표본 기간에 관계없이 평균과 분산이 일정 수준에서 유지되어야 함
- 만약 특정 데이터가 평균 회귀 과정을 따르면서, 증시와 일종의 관계가 관찰된다면 이를 활용하여 현재의 수준을 가늠할 수 있지 않을까?
  - 평균회귀 데이터가 제공하는 정보는 천장과 바닥. 미래의 흐름을 전망하는 것이 아니라 현재의 위치를 평가하는 것
- 상기 질문에 대한 기준점을 제시하고자 사용되는 지표가 밸류에이션이지만 평균 회귀하는 특징이 다소 약함

평균 회귀 데이터



자료: SK증권

밸류에이션은 평균 회귀 하는가?

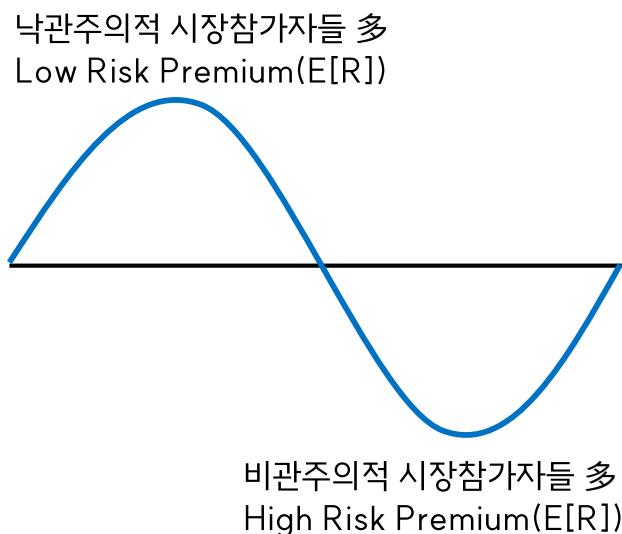


자료: Quantwise, SK증권

# 세상은 몰라도 심리는 평균 회귀한다

- 우리에 대한 정보이자 Market Cycle의 핵심 : 낙관
- 낙관이 반영되기 시작할 때 주식 시장도 동반 상승하다가, 낙관주의자들이 일정 수준 이상으로 많아지면 시장은 하락
- 시장에서 기대하는 미래와 실제로 확인하는 현실간의 괴리가 발생하며 차익실현/실망 매물 등이 풀리기 때문
- 따라서 심리 상태가 좋을 때 오히려 감수하는 위험에 대한 보상인 Risk Premium은 낮아지는 음의 관계가 형성됨
- 시장에는 많은 주체들이 존재하며 그들의 심리 상태는 다 다른데, 시장에 반영된 낙관주의를 어떻게 정량화 할 수 있을까?

Market Cycle



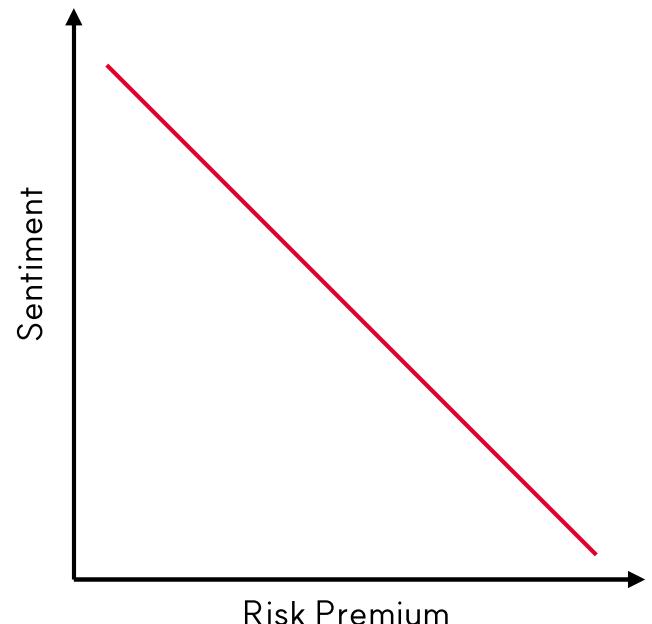
자료: SK증권

Market Cycle의 핵심, 낙관

고려하고 있는 투자에 관해 딱 한 가지 질문  
만 할 수 있다면 그것은 아주 간단하다.  
**가격에 낙관주의가  
얼마나 많이 포함되어 있는가?**  
낙관주의가 높다는 것은 발생 가능성이 있  
는 긍정적인 사건들이 이미 가격에 포함되  
어 있다는 의미이다

자료: Mastering Market Cycle 中

낙관과 위험 보상의 음의 관계

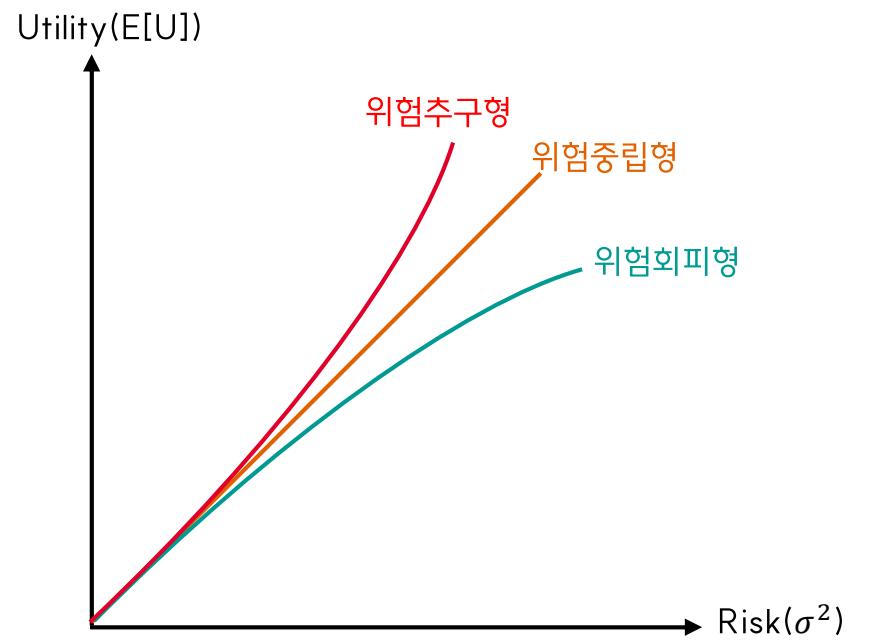


자료: SK증권

# 낙관의 척도 : 위험 회피 계수(risk aversion)

- Markowitz의 포트폴리오 최적화 이론: 원하는 기대수익률을 수취하기 위해 어느 정도의 위험을 감수(소비)할 수 있는가?
- 대표적인 효용 함수(Utility Function) : 투자자의 효용( $E[U]$ ) = 기대수익률( $E[R]$ ) – 위험 회피 성향(Risk aversion  $\gamma$ ) x 변동성( $\sigma^2$ )
  - 위험 회피는 불확실성이 높은 결과보다 불확실성이 낮은 결과를 선호하는 경향성 (투자자들의 개별적인 주관에 따라 상이)
- 자산(e.g 코스피) 매수 여부가  $w^* = 0$  or  $1$ 이라고 해석해 본다면,  $\gamma$  값(샤프비율과 유사)이 반영하고 있는 정보 중에는 시장 참가자들의 평균적인 낙관 여부도 포함되어 있지 않을까?

위험 회피 성향에 따라 같은 단위의 위험에서 상이한 투자자 효용



자료: SK증권

간단한 효용 함수에서 가늠해볼 수 있는 시장의 위험 회피 계수

$$E[U] = E[r_p] - 0.5 \times \gamma \times \sigma_p^2$$

( $\gamma = 0 \rightarrow$  위험 회피 성향이 중립이라 가정)

$$\text{where } E[r_p] = E[(1-w)r_f + w(E[r_m])], \sigma_p^2 = w^2 \sigma_m^2$$

First order condition:

$$\frac{\partial E[U]}{\partial w} = -r_f + E[r_m] - \gamma \times w \cdot \sigma_m^2 = 0$$

$$\therefore w^* = \frac{E[r_m] - r_f}{\gamma \sigma_m^2}$$

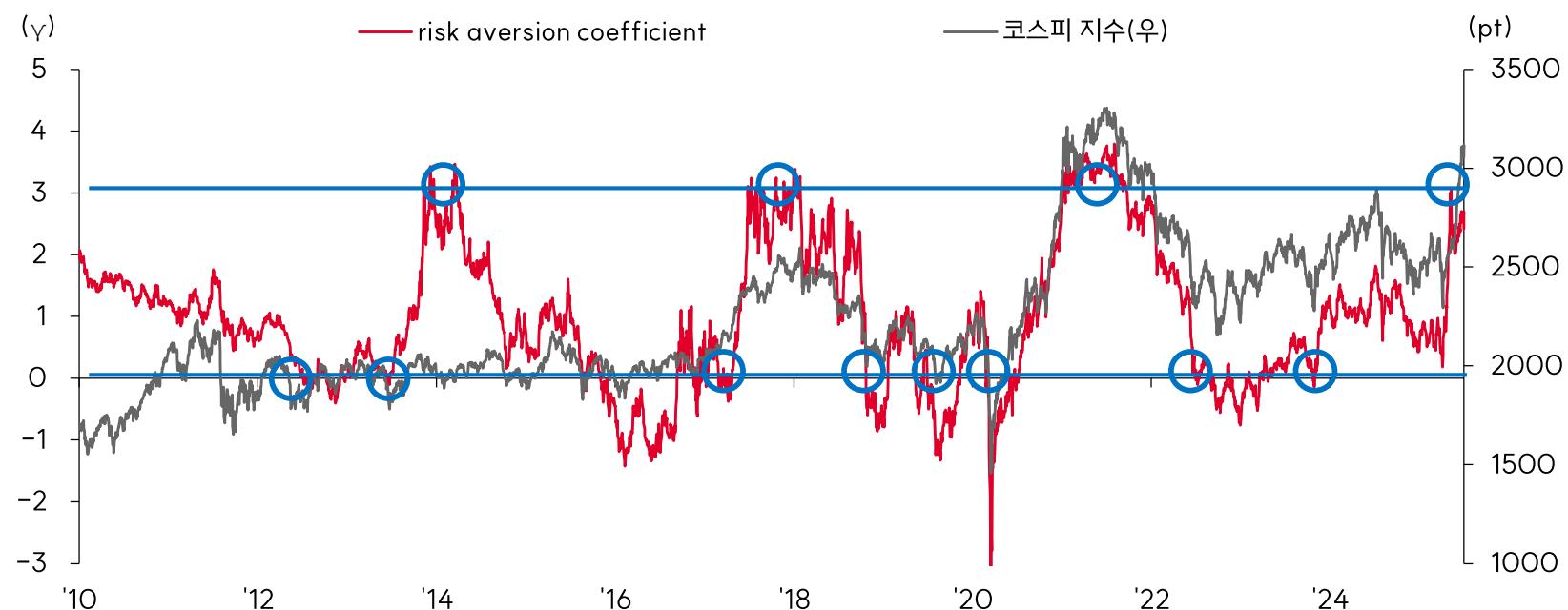
$$\therefore \gamma = \frac{E[r_m] - r_f}{w^* \sigma_m^2}$$

자료: SK증권

# 평균 회귀 패턴을 보이는 위험 수용도

- 리스크 프리미엄(기대수익률)으로 전체 기간 또는 단기간 평균 수익률은 시대적 상황을 고려하지 않기 때문에 5년 평균 수익률을 사용
- 5y rolling  $E[R] / \sigma^2$ 로 가늠해본 현재 국내 시장의 risk aversion coefficient  $\gamma$ 
  - 더 갈 수 있는 여력과, 그 여력이 없는 위치를 어느 정도 확인할 수 있는 것으로 파악됨
- 바닥이 0 부근인 이유는 수식상  $E[R]$ 이 음수일 경우 투자자가 손실을 기대하고 매수한다는 비논리적 가정을 내포하기 때문
- 최근 고점 부근을 기록(2.7)했다가 변동성이 감소하며 2.35수준으로 조정되며 증시 부담을 일부 해소했으나 여전히 높은 수준 유지 중
- 현재 변동성 수준에서 재차 2.7로 상승할 경우 코스피는 약 3,400pt 수준

코스피의 위험 수용도는 과거 고점 부근 도달 이후 단기 부담 일부 해소



자료: Quantwise, SK증권

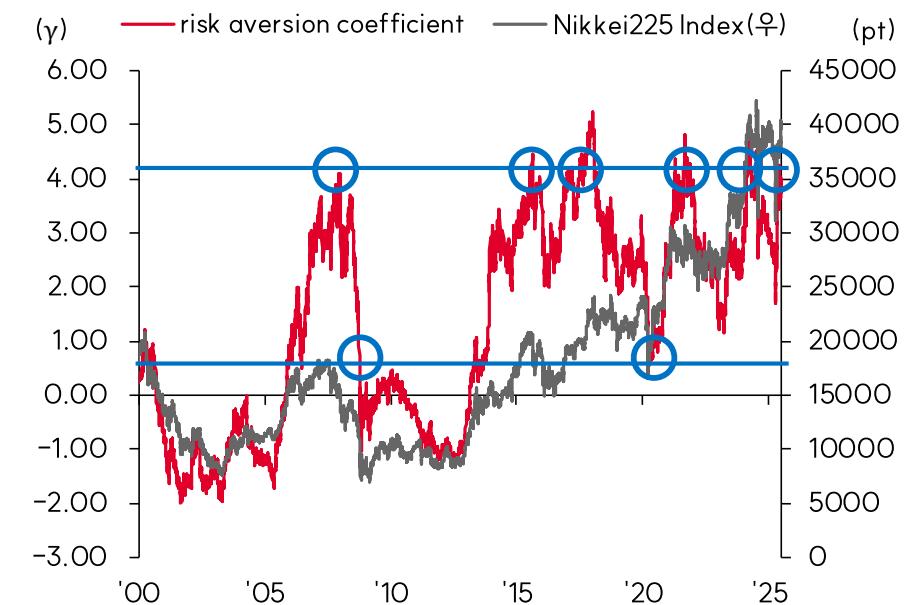
# 기타 증시 위험 수용도

- 미국 증시는 5y rolling  $\sigma^2$ 이 낮았던 만큼 지속된 우상향 추세에도 불구하고 위험 수용도가 중립적인 수준
  - 즉 위험 자산 비중 유지가 유호한 구간
- 일본 증시는 국내와 마찬가지로 risk aversion coefficient가 과거 고점 부근으로 관찰되어 현재 수준에서 쉬어가거나 조정이 나올 수 있는 구간

S&P500 위험 수용도

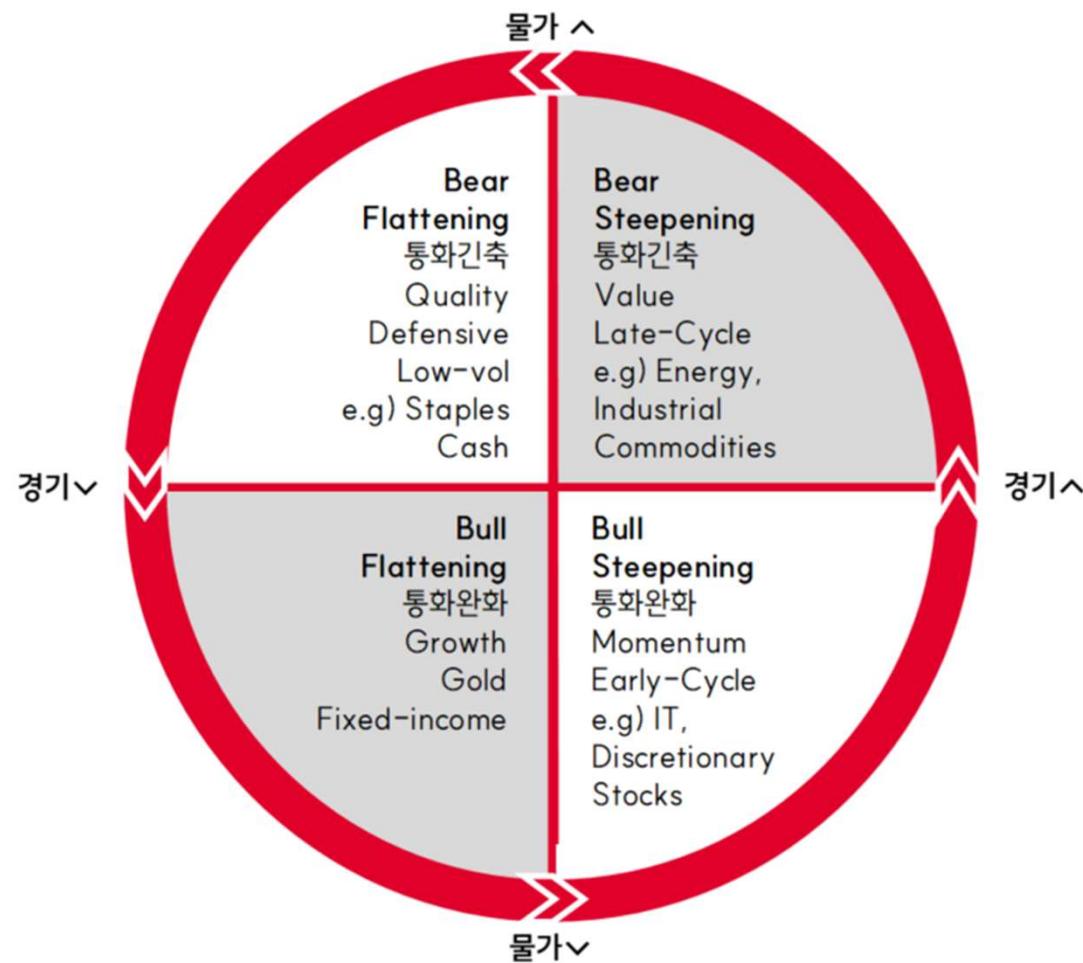


Nikkei225 위험 수용도



# 경기 국면 모델 개요

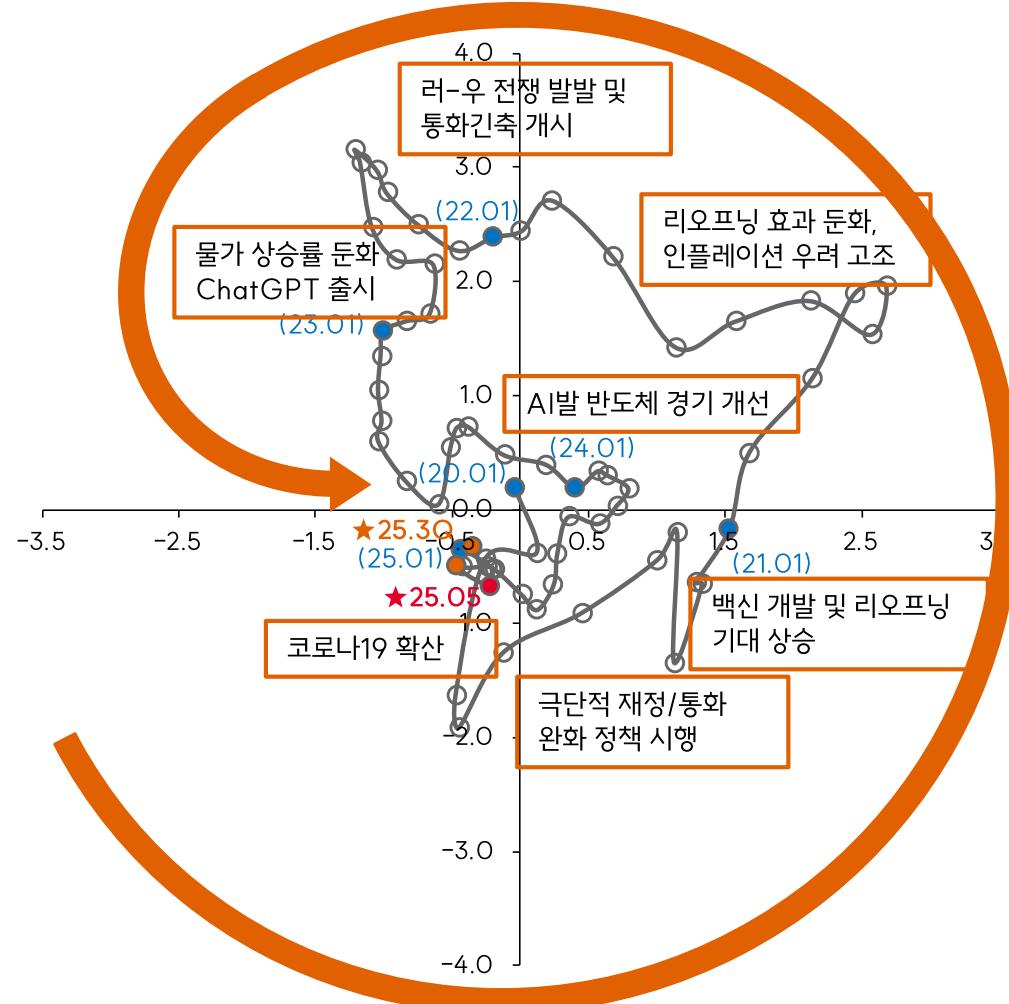
물가와 경기로 구분한 4 국면 모델



- 금융 시장의 현재 국면을 진단하고 자산배분 의사결정에 참고하기 위한 모델
- X축은 경기지표, Y축은 물가지표
- 보편적으로 사용되는 국면 판단 방법이지만 사용자의 데이터 전처리 방식에 따라 국면 위치와 해석이 상이할 수 있음
- 본 모델은 5year moving window로 경기선행지수와 소비자물가지수를 z-score로 표준화한 값을 사용
- 장점 : 최근 시장 대비 현재 값을 파악하기 때문에 더 적시성 있는 이동 경로를 파악 할 수 있음
- 단점 : 장기간을 학습하지 않기 때문에 새로운 금융 환경에 대한 정확성은 다소 부족할 수 있음
- 그러나 본 모델의 목적은 현재 시장의 개략적인 위치와 방향을 파악하는 용도이기 때문에 적시성이 더 중요한 요인

# 경기 국면 모델의 향후 예상 경로

2020년부터 현재까지의 궤적과 향후 1분기 예상 경로



- 가시성을 위해 비교적 최근(2020년)부터 현재까지의 궤적을 비교하여 검증
- 시장의 흐름을 개략적으로 포착하고 있다  
고 평가할만한 궤적이라고 평가할만
- Next question : 앞으로 국면 모델은 어디로 이동할까?
- 국면 모델의 이동 경로를 예상하여 이에 대응하는 자산 배분 전략을 구성해보겠다는 생각은 합리적
- 현재 본 모델은 25년 3분기에도 시장의 큰 흐름 변화를 예상하고 있지는 않지만, 이는 최근 큰 변화가 감지된 2분기가 반영되지 않은 데이터
- 본 모델은 순수 Data-driven 방법으로 경기와 물가의 향후 경로를 예측함
- 이를 위해서 선형 회귀분석(Linear regression)을 활용

# 향후 경로의 확률적 예측하기 위한 회귀 모델

- 정성적으로 유의미한 데이터들을 선별 및 전처리한 다음 통계적 유의성 검정
- 적절한 통계적 검증이 없다면 허구적 모델(무관계한 데이터들 사이에서도 관계가 있는 것처럼 표현)을 도출할 수 있음
- 선정된 경제 데이터들도 시계열 속성을 제거해주는 전처리 작업을 진행한 다음 종속 변수(y)와 회귀 분석 실행
- 매크로 데이터의 2분기 (4~6월)값을 확인할 수 있는 시간은 보통 7~8월이기 때문에, 2분기 → 4분기 변화율이 알고자 하는 y값
- 변수의 통계적 유의성이 높은지(t-stats 절대값 2 이상), 자기상관관계, 즉 시계열 속성이 수용 가능한 정도로 제거 되었는지(Durbin-Watson 1.5~2.5 사이), 정규분포에 가까운지(Jarque-Bera 5.99 미만) 등을 확인하며 최종 변수 선택

현재까지 경기선행지수 회귀모델에 최종 선택된 변수들

선택 독립 변수	t-stats	p-value
상수	4.350	0.000
기계류내수출하지수	3.727	0.000
경제심리지수	-4.350	0.000
장단기금리차	-2.630	0.010
재고순환지표	-2.259	0.027
G10_Citigroup_Economic_Surprise_Index	2.143	0.035

현재까지 소비자물가지수 회귀모델에 최종 선택된 변수들

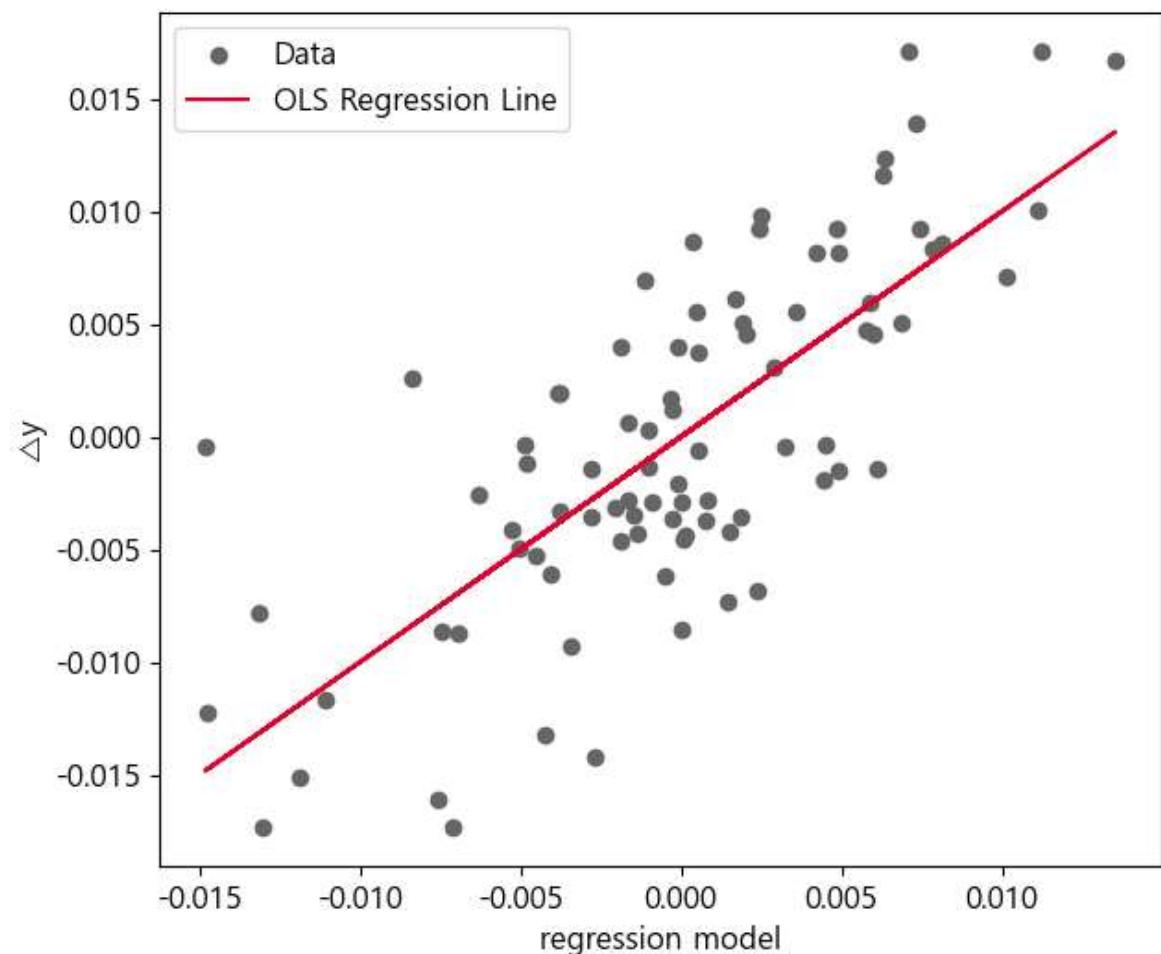
선택 독립 변수	t-stats	p-value
상수	5.824	0.000
경기소비재 이익추정치	3.397	0.001
무역수지	-2.364	0.021
상품물가지수	-5.890	0.000
서비스물가지수	-3.281	0.002
기대인플레이션(BEI)	2.102	0.039

# 경기선행지수 변화율과의 관계

- 4분기를 예측하기 위한 6월 경제 변수는 07/30에 업데이트 가능

경제 독립 변수들과 경기선행지수 반기 변화율 간의 OLS 회귀분석

Dep. Variable:	LEI	R-squared:	0.562	
Model:	OLS	Adj. R-squared:	0.535	
Method:	Least Squares	F-statistic:	20.78	
Date:	Sun, 20 Jul 2025	Prob (F-statistic):	2.68e-13	
Time:	16:05:12	Log-Likelihood:	335.67	
No. Observations:	87	AIC:	-659.3	
Df Residuals:	81	BIC:	-644.5	
Df Model:	5			
Covariance Type:	nonrobust			
	coef	std err	t	P> t
const	0.0558	0.012	4.715	0.000
Machine_Domestic_Shipment	-0.0006	0.000	-3.421	0.001
Econ_sentiment	-0.0557	0.012	-4.721	0.000
LT-ST	-0.0056	0.002	-2.603	0.011
inventory_t/o	-0.0003	0.000	-2.549	0.013
G10_econ_surprise	4.536e-05	1.92e-05	2.364	0.020
Omnibus:	0.136	Durbin-Watson:	1.619	
Prob(Omnibus):	0.934	Jarque-Bera (JB):	0.234	
Skew:	0.089	Prob(JB):	0.890	
Kurtosis:	2.819	Cond. No.	898.	

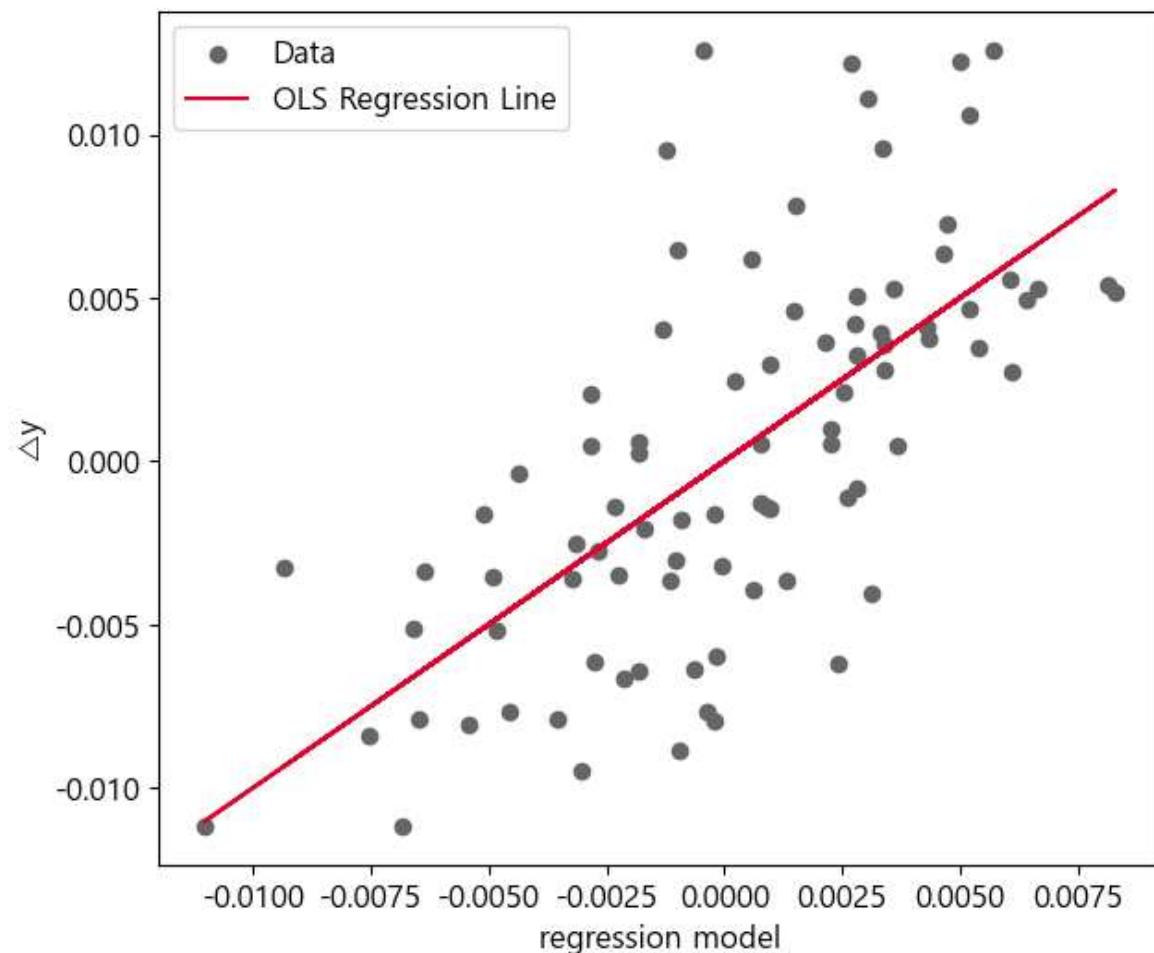


# 소비자물가지수 변화율과의 관계

- 4분기를 예측하기 위한 6월 경제 변수는 07/30에 업데이트 가능

경제 독립 변수들과 소비자물가지수 반기 변화율 간의 OLS 회귀분석

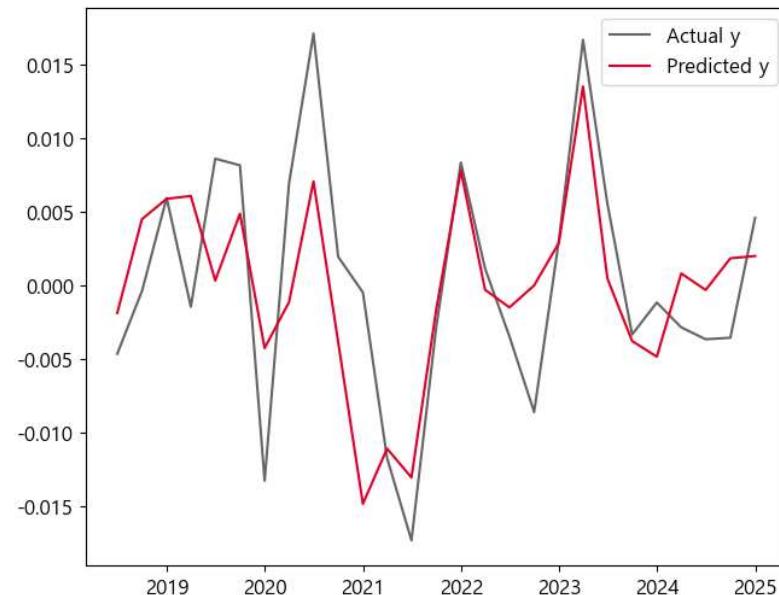
Dep. Variable:	CPI	R-squared:	0.461	
Model:	OLS	Adj. R-squared:	0.427	
Method:	Least Squares	F-statistic:	13.83	
Date:	Sun, 20 Jul 2025	Prob (F-statistic):	9.25e-10	
Time:	16:14:45	Log-Likelihood:	350.48	
No. Observations:	87	AIC:	-689.0	
Df Residuals:	81	BIC:	-674.2	
Df Model:	5			
Covariance Type:	nonrobust			
	coef	std err	t	P> t
const	0.8113	0.139	5.827	0.000
discretionary_earnings	0.0265	0.008	3.508	0.001
trade_balance	-6.659e-10	2.62e-10	-2.539	0.013
product_price	-0.3753	0.063	-5.919	0.000
service_price	-0.4740	0.146	-3.248	0.002
BEI	0.0160	0.008	1.950	0.055
Omnibus:	4.733	Durbin-Watson:	1.752	
Prob(Omnibus):	0.094	Jarque-Bera (JB):	4.109	
Skew:	0.516	Prob(JB):	0.128	
Kurtosis:	3.261	Cond. No.	8.09e+08	



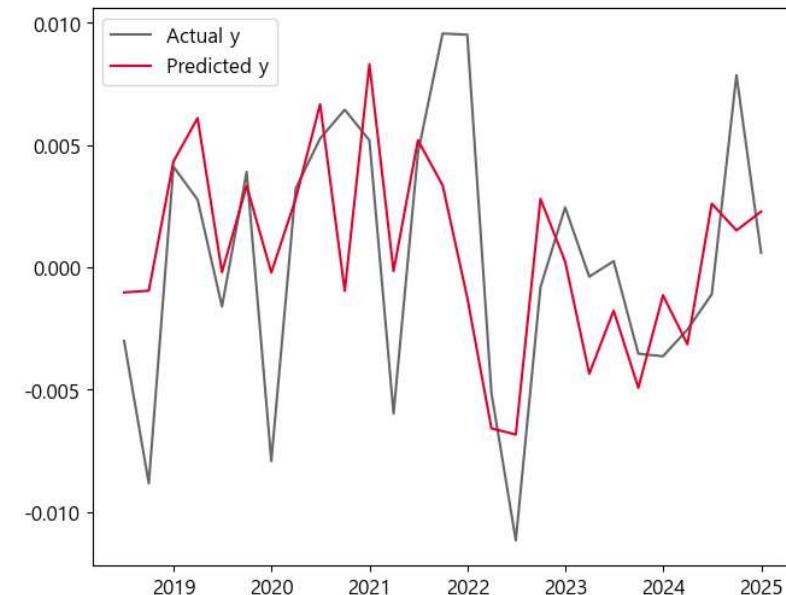
# 모델 정확도 검증(Out of sample test)

- 모델 예측 값을 실제 데이터와 시각적으로 비교하여 유효성을 검증하는 방법이 out of sample test
- 앞선 In-sample 기간(예컨대 수집된 데이터 기간의 앞 70%)동안의 패턴을 학습하여 모델 구성
- 이후 out-of-sample 기간(남은 30%)동안 관찰되는 x값들에 모델에서 관찰된  $\beta$ 를 적용하여 예측한  $\hat{y}$ 와 실제  $y$ 를 비교해 보는 것
- 두 모델에서 오차는 발생하지만 대략적인 방향성에 대한 패턴은 일치 들어맞고 있음을 확인

경기선행지수 out-of-sample test 결과



소비자물가지수 out-of-sample test 결과



# 예상 국면에서 업종별 성과

- 해당 모델은 이론적으로 골디락스(물가 완화, 경기 개선) 국면에서 가장 좋은 성과를 보이며 실제 국내 증시에서도 유사한 결과 확인
- 현재의 위치보다도 어떤 국면 방향으로 이동하고 있는지가 시장 흐름을 더 적시성 있게 반영하고 있는 것으로 관찰됨
- 예를 들어 금리(할인율)에 민감도가 높은 코스닥은 3/4, 4/4 분면, 경기에 민감도가 높은 코스피는 1/4, 4/4 분면에서 상대적으로 우수한 성과 시현
- 현재 모델이 예상하고 있는 위치 및 경로(3/4 분면)는 산업재, 건강관리, IT, 통신서비스 등이 상대적으로 양호한 성과
- 정책 동력의 강한 정부 기조 하에서 부진했던 경기가 부양되고(경기 압력 ↑), 물가 또한 근래 평균 수준의 상승률(물가 압력 ↑) 보이며 모델 상으로는 원점(0,0) 부근으로 이동할 것으로 전망. 다만 강도 자체는 제한적일 것으로 예상.
- 따라서 1/4 분면으로 이동할 확률이 높다고 가정하면 경기소비재, 금융, IT 등의 업종이 상대적 강세를 보일 확률이 높음

최근 10년 각 국면에서의 업종/스타일별 월 평균 수익률 및 변동성

국면	종류	구분	코스피	코스닥	대형	중소형	가치	성장	에너지	소재	산업재	경기소비재	필수소비재	건강관리	금융	IT	통신서비스	유ти리티
1/4	현재위치	월간 수익률	0.80%	0.44%	0.98%	0.73%	1.00%	0.80%	0.50%	-0.01%	0.39%	-0.02%	-0.18%	-0.05%	2.33%	1.77%	0.53%	0.09%
		월간 변동성	3.73%	4.72%	4.11%	4.05%	4.00%	4.47%	6.95%	5.63%	4.61%	4.96%	3.78%	6.71%	5.60%	5.52%	5.69%	6.51%
	이동방향	월간 수익률	1.40%	0.33%	1.54%	0.80%	1.88%	0.90%	1.09%	1.16%	0.79%	1.55%	0.36%	0.98%	2.30%	1.96%	1.15%	-0.58%
		월간 변동성	4.57%	5.73%	4.92%	5.13%	5.04%	5.10%	8.69%	7.36%	5.43%	5.94%	4.15%	7.25%	6.14%	6.09%	6.10%	6.38%
2/4	현재위치	월간 수익률	-1.62%	-1.78%	-1.53%	-1.85%	-1.36%	-1.82%	-2.54%	-0.73%	-1.42%	-1.86%	-1.11%	-1.76%	-1.47%	-1.43%	-2.02%	-1.35%
		월간 변동성	4.84%	7.37%	5.13%	6.12%	4.67%	6.24%	8.09%	8.66%	6.14%	5.48%	4.05%	8.00%	5.69%	6.27%	7.05%	6.93%
	이동방향	월간 수익률	-1.19%	-1.07%	-1.10%	-1.30%	-1.02%	-1.29%	-0.18%	-1.41%	-1.30%	-1.55%	-0.44%	0.02%	-1.36%	-1.30%	-0.65%	0.26%
		월간 변동성	4.38%	6.63%	4.69%	5.66%	4.46%	5.52%	8.14%	6.88%	5.72%	5.15%	4.46%	9.41%	5.35%	6.37%	6.02%	6.92%
3/4	현재위치	월간 수익률	1.17%	1.64%	1.30%	1.37%	1.02%	1.55%	1.15%	0.04%	2.13%	0.39%	0.51%	1.49%	0.18%	2.21%	1.42%	-0.28%
		월간 변동성	5.80%	7.51%	6.06%	6.88%	6.08%	6.47%	9.76%	8.08%	7.23%	6.26%	5.27%	8.88%	7.54%	7.46%	6.12%	7.04%
	이동방향	월간 수익률	-0.52%	0.26%	-0.53%	0.17%	-0.61%	-0.26%	0.50%	-0.75%	-0.17%	-0.83%	-0.16%	0.86%	-0.35%	-0.23%	-0.35%	0.49%
		월간 변동성	5.70%	7.66%	6.00%	6.87%	5.88%	6.62%	9.56%	8.04%	7.04%	6.35%	5.58%	9.02%	7.47%	7.33%	6.75%	7.51%
4/4	현재위치	월간 수익률	0.68%	1.03%	0.56%	0.97%	0.74%	0.52%	2.98%	1.66%	0.30%	1.04%	0.97%	4.26%	0.34%	-0.23%	0.57%	1.01%
		월간 변동성	4.96%	6.75%	5.31%	6.05%	5.33%	5.74%	9.50%	7.58%	6.12%	6.12%	5.43%	9.60%	6.38%	6.86%	6.00%	7.12%
	이동방향	월간 수익률	1.50%	1.83%	1.60%	1.56%	1.35%	1.84%	0.37%	2.28%	2.27%	0.49%	0.41%	1.88%	0.92%	2.13%	0.32%	-1.02%
		월간 변동성	4.61%	6.40%	4.91%	5.47%	4.61%	5.64%	7.88%	7.97%	5.87%	5.22%	4.15%	7.30%	5.99%	6.22%	6.03%	6.62%

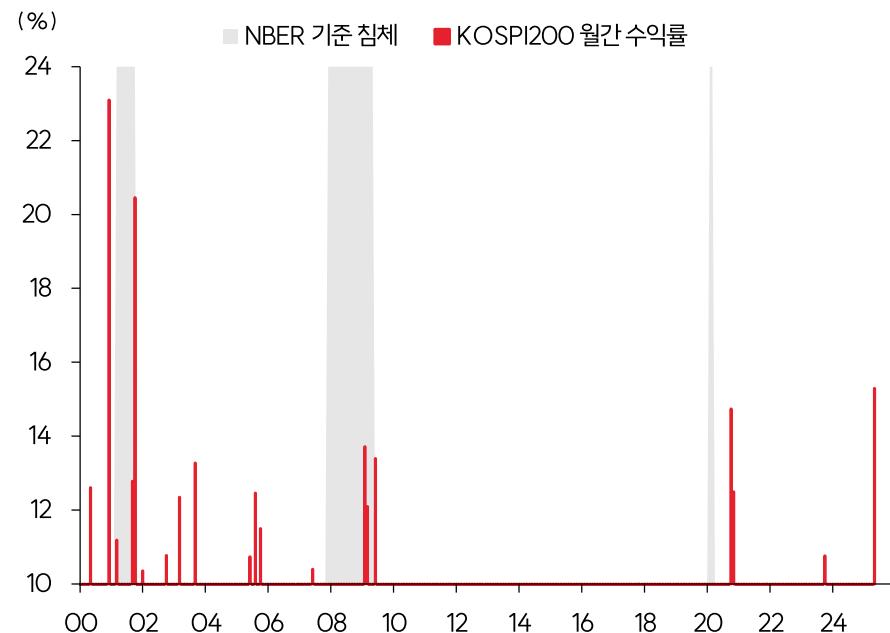


Part 2.  
**하반기에도 정책이 주요 동인**

# 상승세 지속을 위한 기반 확인 필요한 시점

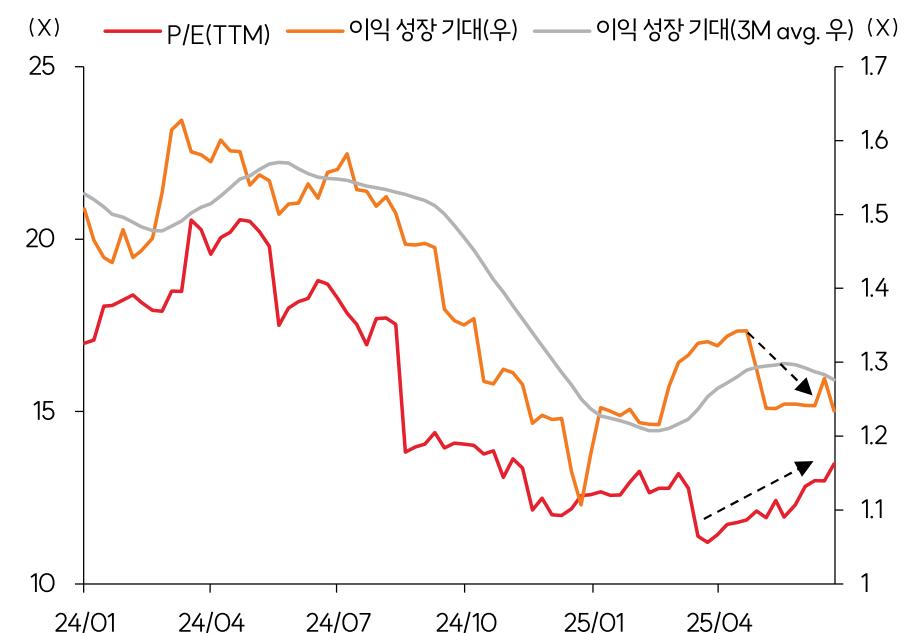
- 25년 6월 KOSPI 200 지수 상승률은 15.3%, 이는 2000년 이후 월간 상승률 기준 3위
- 10% 넘는 월간 수익률은 2000년대 한국 수출 증가 영향 혹은 경기 침체 시기를 전후하여 나타난 대규모 통화, 재정 정책 영향이 나타났던 시기에 나타남 (2002~2007년 전년동기대비 수출증가율 평균은 16.5%)
- 경기 침체 이후 수준의 유동성 공급을 기대하기 어려운 지금 지난달과 같은 상승세가 지속되기 위해서는 실적 성장 기대가 충족 되어야 함
- 하지만 향후 이익 성장에 대한 기대는 1분기 실적 발표 이후 크게 개선되지 못하고 있음

KOSPI200 월간 수익률 10% 이상을 기록한 경우



자료 : Quantewise, FRED, SK증권

KOSPI200 영업이익 성장 기대와 밸류에이션 지표 움직임



자료 : Quantewise, SK증권

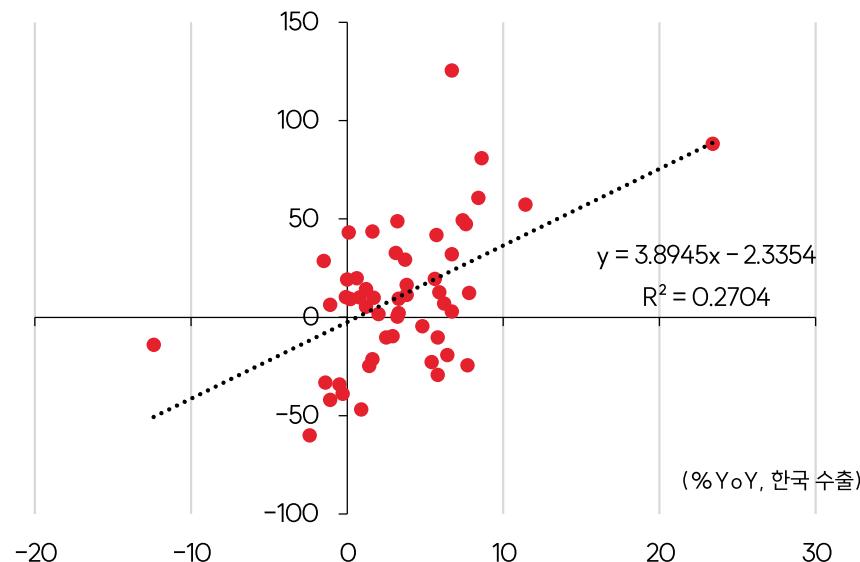
주: 이익성장 기대는 직전 12개월 EPS 대비 향후 12개월 EPS 전망치 비율

# 한국 기업 영업이익 성장은 수출이 중요

- 수출 이외에 수입, 고정자산투자, 민간 소비, 정부 지출 등이 포함된 GDP와의 상관성은 오히려 떨어지는 경향. 수출 증감률과 KOSPI 200 영업이익의 결정계수(R-Square)는 0.27인 반면 GDP와는 0.07

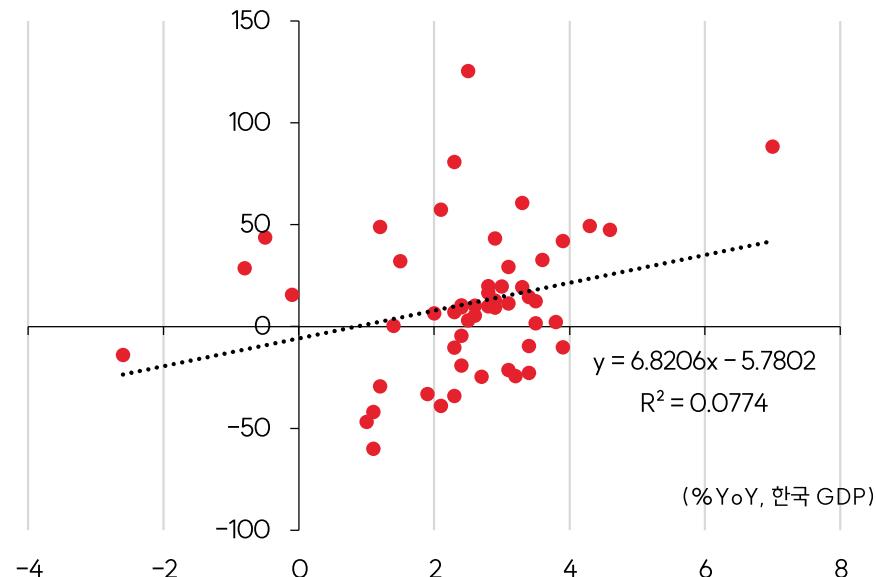
KOSPI200 영업이익과 한국 수출 증감률과 관계

(%YoY, KOSPI 200 영업이익)



KOSPI200 영업이익과 한국 GDP 성장률과 관계

(%YoY, KOSPI 200 영업이익)



자료 : Bloomberg, SK증권

주: 2012~2025년 1분기 까지 데이터 기준

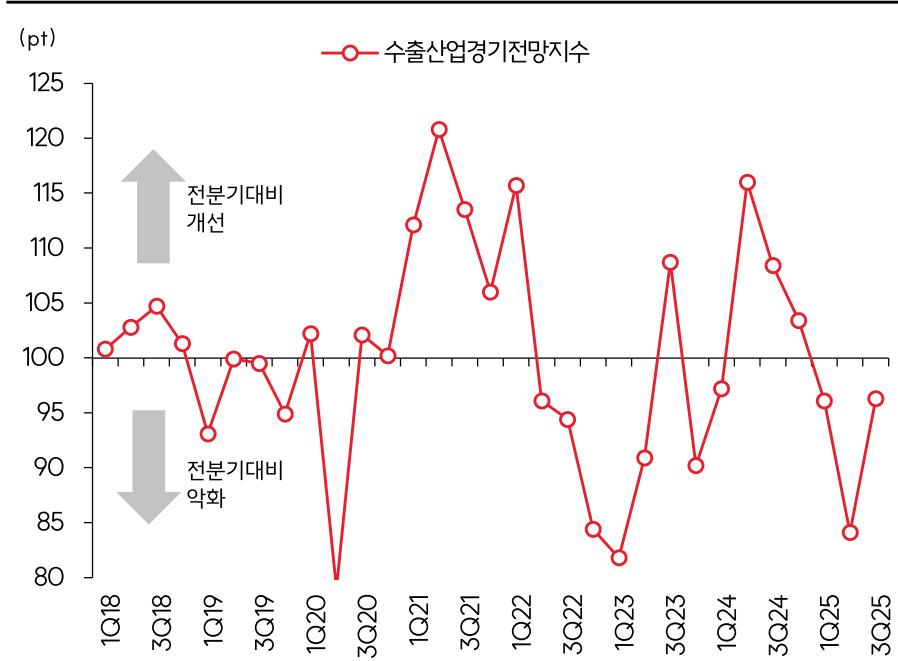
자료 : Bloomberg, SK증권

주: 2012~2025년 1분기 까지 데이터 기준

# 수출기업들이 우려하는 것: 관세보다 경기?

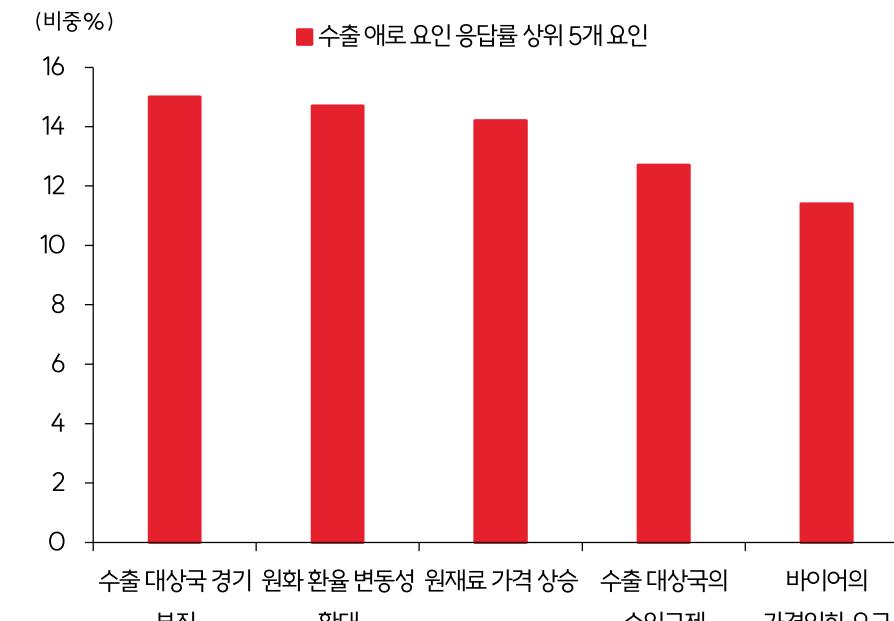
- 수출기업들의 전분기 대비 수출 여건 전망에 대한 자신감을 보여주는 수출산업경기전망지수(EBSI)는 지난 분기에 이어 3개 분기 연속 100선을 하회. 수출기업들이 2분기보다 3분기 수출 환경이 악화될 것으로 예상한다는 의미
- 수출 기업들은 그 이유로 관세 같은 수출 대상국의 수입 규제 뿐만 아니라 수출 대상국 경기 부진도 많이 꼽음

3분기에도 100선을 하회한 수출산업경기전망지수



자료 : 한국무역협회, SK증권

설문조사에서 수출 애로 요인으로 꼽은 상위 5개 요인

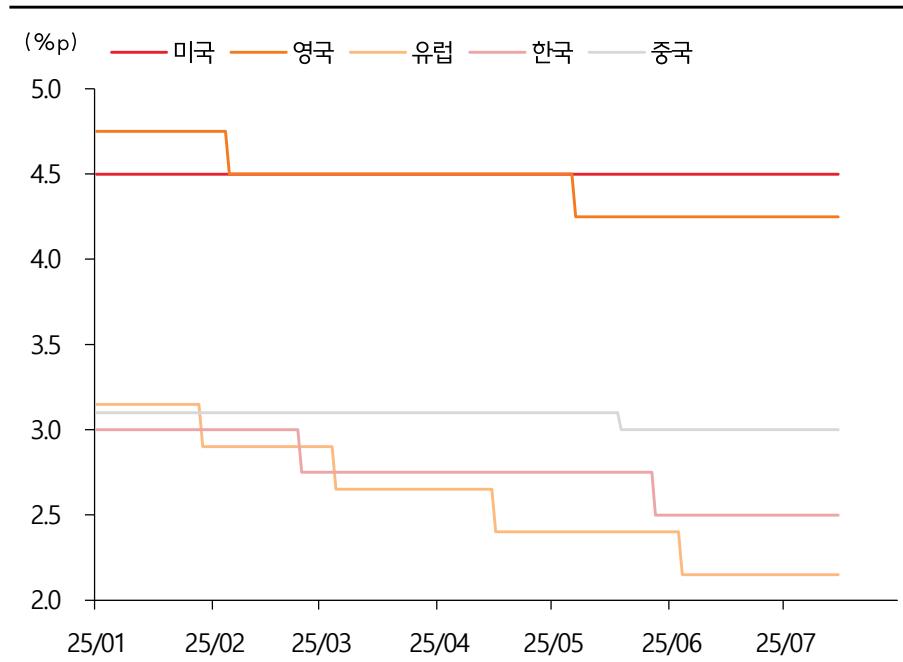


자료 : 한국무역협회, SK증권

# 민간 수요 버티고 있으나 점차 둔화될 것

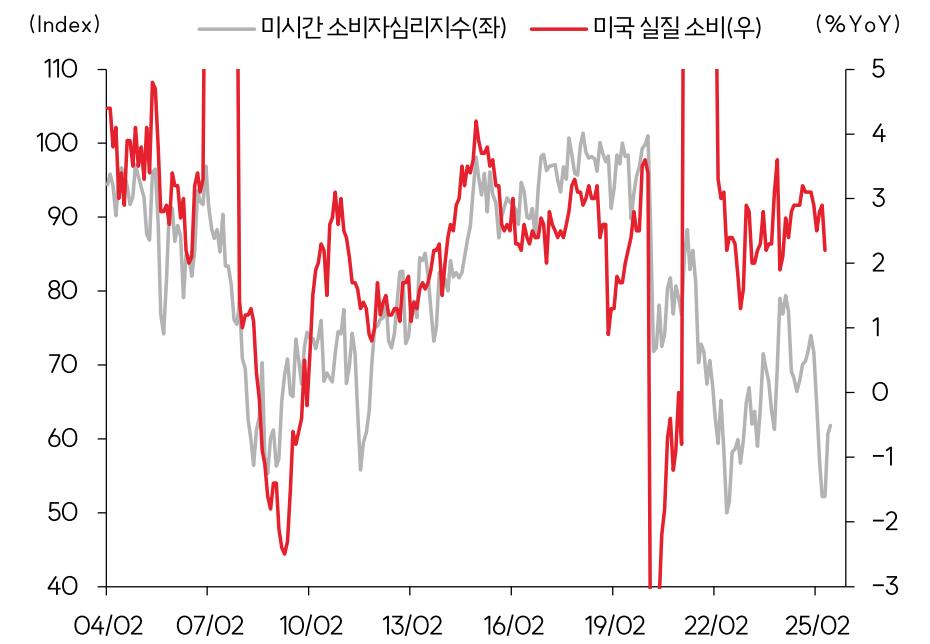
- 미국을 제외한 한국 주요 수출국인 중국, EU 등은 경기 부진을 이유로 적극적인 통화, 재정 정책을 활용 중
- 미국은 경기 선행지수와 소비 심리 지수가 저조한 흐름을 보이고 있음에도 소비와 고용 지표가 견조하게 나오며 경기 둔화가 나타나지 않을 것이라는 소리가 최근 힘을 얻고 있음
- 하지만 경제 지표의 세부 데이터, 감세 정책의 효과 발현 지연, 관세 영향 등을 고려했을 때 미국 경기도 점차 둔화될 것으로 예상

2025년 주요국 기준금리 인하 정도: 미국 제외 모두 금리 인하



자료 : Bloomberg, SK증권

미국 경기 선행지수, 소비 심리지수는 저조한 수준. 다만 소비는 견조

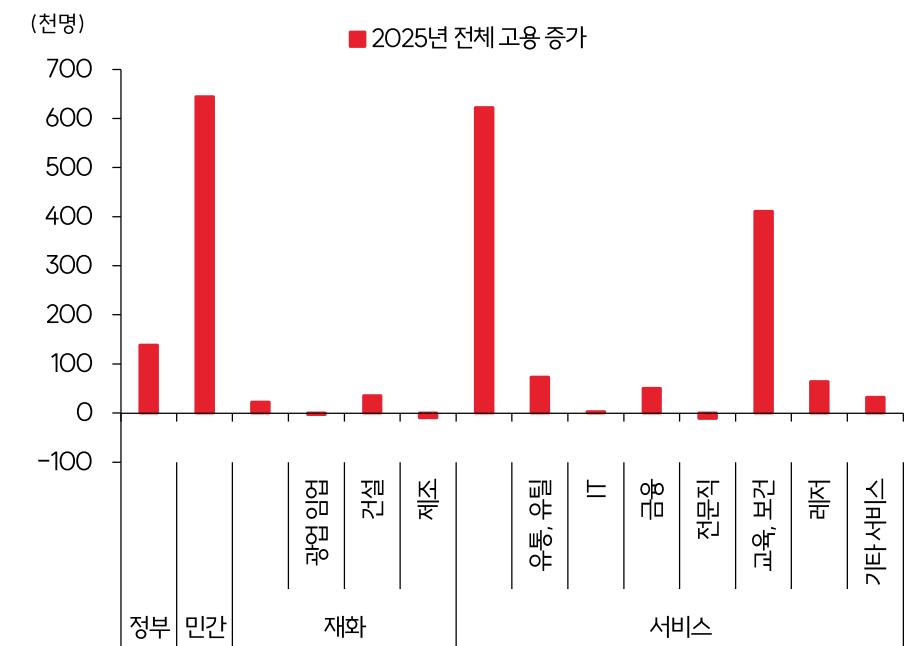


자료 : Bloomberg, SK증권

# 미국, 경제 지표 좋아 보이지만 실상은 글쎄?

- 미국의 주요 경제 동력인 소비 증가 여부를 판단하기 위해 고용, 주택 가격(자산 가격), 그리고 가계의 자산 건전성을 점검
- 2025년 고용이 견조하다고 이야기. 하지만 신규 고용은 정부, 교육, 보건 쪽에만 집중되어 있음. 정부, 교육 산업 고용의 경우 트럼프 재정 축소 노력에 하반기 위축될 가능성이 높아지고 있음
- 2024년 8월을 기점으로 주택 가격 상승세 주춤. 연준의 금리 인하가 요원해지면서 주택 가격 상승이 재차 나타나기에 무리 존재
- 미국 전반 뿐만 아니라 부자들의 연체율도 증가하고 있음을 확인. 소득 상위 10% 중 90일 이상 신용카드가 연체된 사람 비중은 금융위기 정도 수준까지 상승. 금액 비중은 코로나 위기 이전 평상시 수준을 상회

2025년 6월까지 산업별 고용 증가 건수: 정부, 교육 및 보건에 집중



자료 : FRED, SK증권

미국 전역, 소득 수준별 90일 이상 신용카드 연체 금액 비중

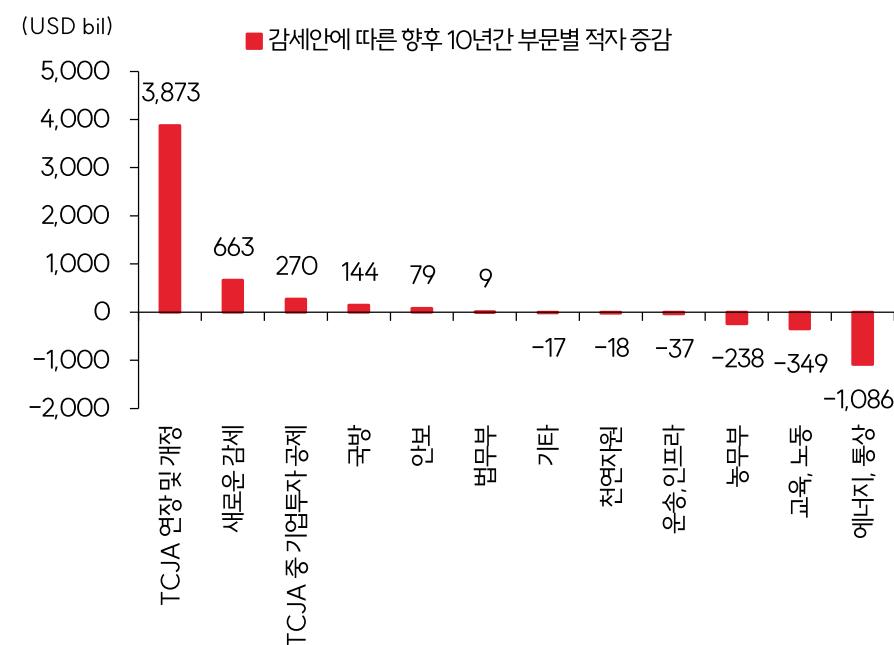


자료 : 세인트 루이스 연방은행, SK증권

# 감세가 경기를 회복시키기 까지 시간 필요

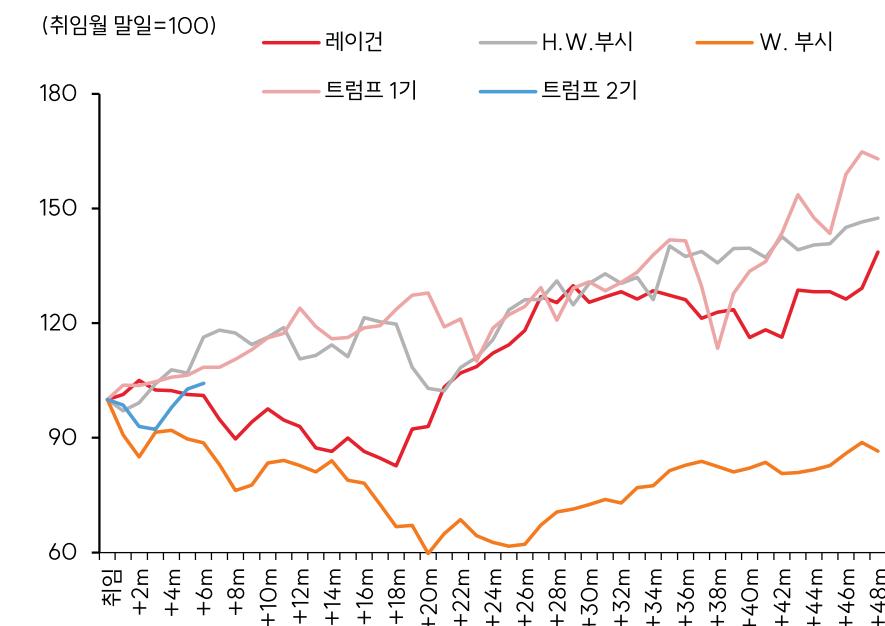
- 통과된 감세안의 가장 큰 지출 중 가장 큰 부분은 TCJA 연장 및 개정. 추가 모멘텀 보다는 현재 환경의 유지라고 보는 것이 맞을 것
- 이외의 감세 정책이 미국 경제를 회복 시키는 힘을 갖고 있음. 다만, 실질적인 효과가 나타나기까지 시간이 걸린다는 점이 문제
- 감세를 통해 경기를 회복시키고자 했던 과거 공화당 대통령은 레이건, W.부시가 있음. 그들의 감세 정책이 중국에는 효과를 일으켰지만, 경기 반등으로 주식시장이 상승하기까지 시간이 소요됨

미국 감세안에 따른 혜택은 대부분 TCJA 연장 및 개정에 집중



자료 : Bloomberg, SK증권

1980년 이후 공화당 대통령 별 주식시장 흐름

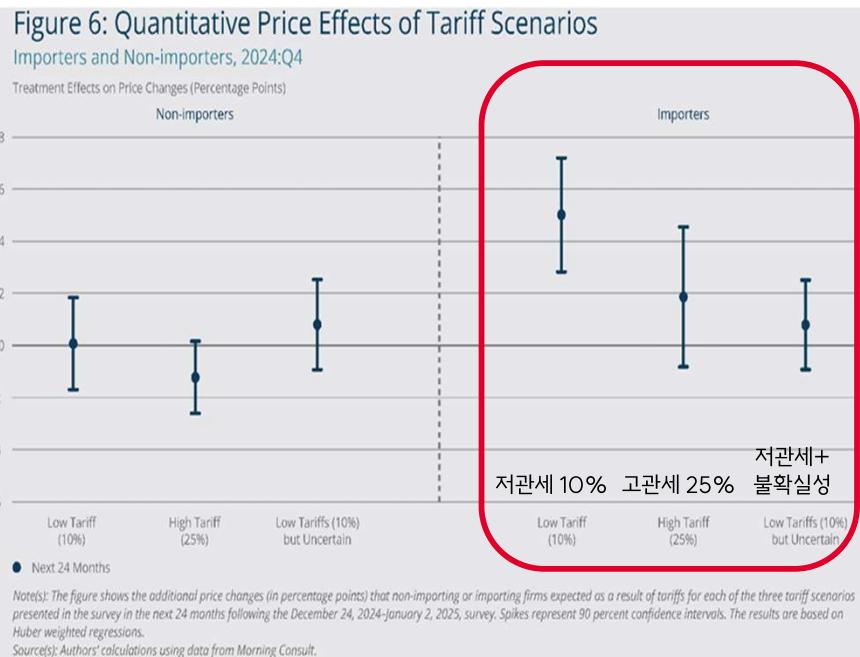


자료 : Bloomberg, SK증권

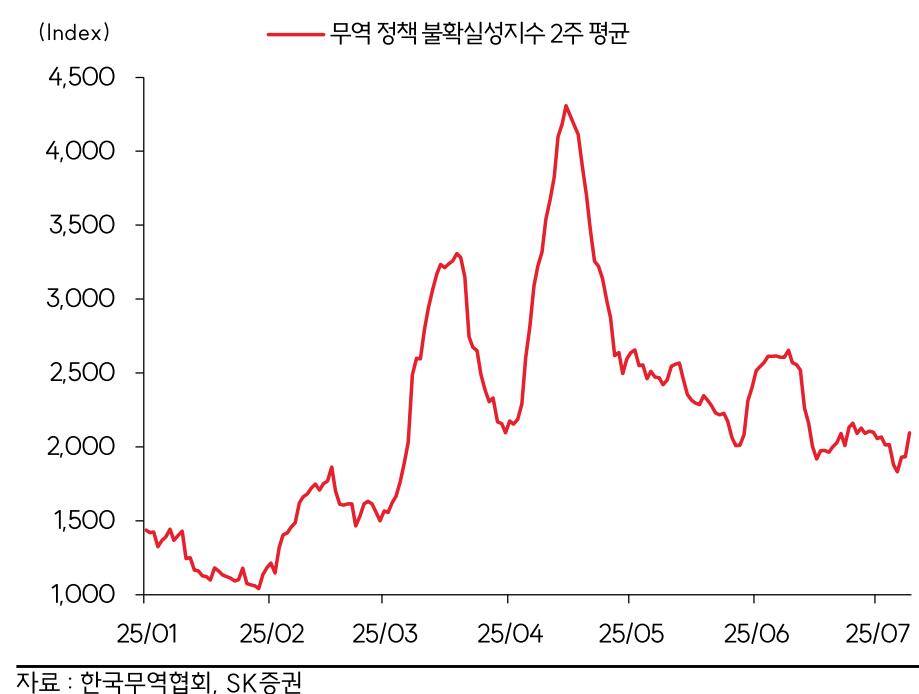
# 관세 영향 점차 가시화될 것

- 관세로 인한 마찰적 비용이 아직 CPI 혹은 경기 둔화로 나타나지 않은 이유는 아직 미국 수입업자가 비용을 전가하지 않았기 때문
- 보스턴 연방 은행이 Morning Consult의 설문조사를 분석한 결과, 수입업자의 관세 비용 전가를 막는 가장 큰 요인은 불확실성. 불확실성이 높을 때 비용을 전가한다면 수요 자체를 무너뜨릴 수 있기 때문
- 4월 상호관세 시행 유예 이후 미국 무역 정책 불확실성 지수는 하락하는 중. 관세 협상이 진행될수록 수입업자들은 현재 부담하고 있는 비용을 전가하기 시작할 것
- 중국과의 무역합의 이후 6월에 중국 수입 비중이 높은 가구, 레저용품, 의류 등의 CPI가 상승한 것이 이를 방증

수입업자들의 관세로 인한 가격 전가를 막는 가장 큰 요인: 불확실성



통상정책 불확실성 지수 4월을 고점으로 하향 안정화되는 중

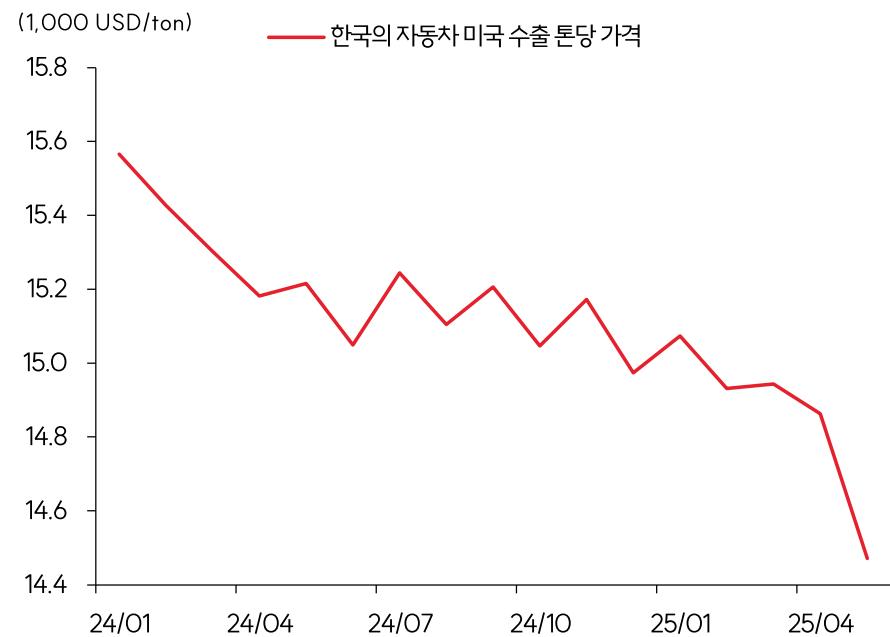


자료 : 한국무역협회, SK증권

# 소비, 투자 등 민간지출 개선 가능성 낮음

- 소비의 성장이 지속되기 어렵다는 점에서 자동차와 같은 소비재 기업 수출은 관세의 영향을 차치하고서라도 줄어들 수 있음
- 또한, 미국 경기둔화 우려가 있다 보니 수입업자들이 소비자에게 가격을 전가하기 보다 수출 가격 인하 압박을 요구할 수 있음. 25% 품목관세가 일찍이 부과된 자동차의 경우 일본, 한국의 대미 자동차 수출 가격 지수가 하락 중인 것을 통해 확인할 수 있음
- 미국 기업조차 경기둔화, 통상 정책 불확실성으로 투자를 꺼리는 중. 자본재 신규 주문과 밀접한 관계가 있는 Business Roundtable의 CEO 설문조사 결과 향후 경제 전망 및 자본 지출 심리는 전분기 대비 빠르게 악화
- 민간 수요에 의한 자발적인 수출 증가를 기대하기 어려운 환경이 2025년 하반기에도 이어질 것으로 전망

관세 영향은 수출 기업의 가격 인하 압박으로 연결



자료 : 한국무역협회, Bloomberg, SK증권

6월 서베이 결과, 미국 기업 CEO들의 자본지출, 고용 확대 심리 전분기 대비 악화

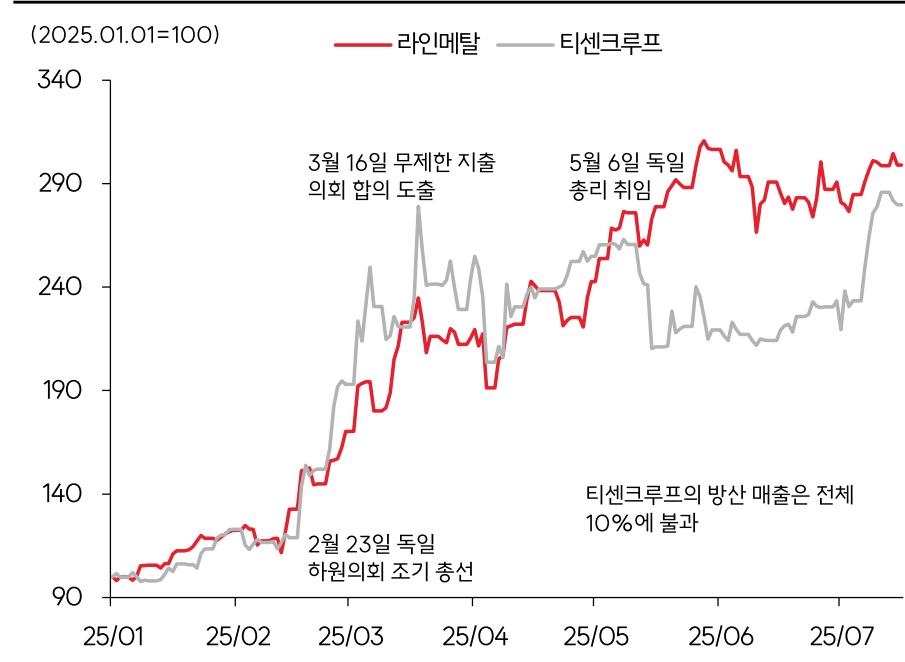


자료 : Business Round Table, Bloomberg, SK증권

# 하반기도 정책 관련 업종 강세 지속 예상

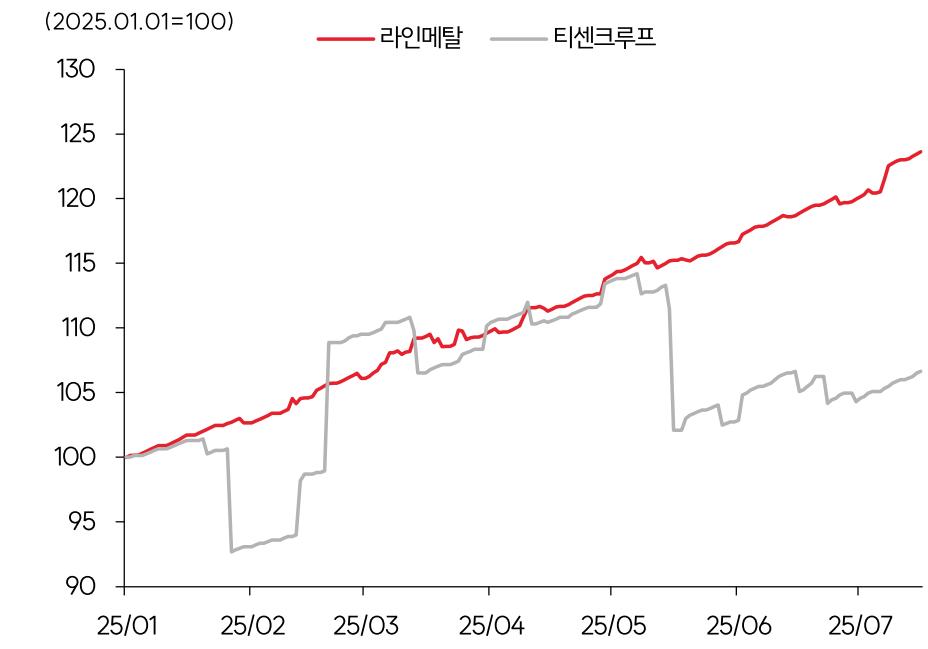
- 민간 수요는 둔화되는 반면 자국우선주의, 경기 회복을 위한 정부 지출은 하반기에도 이어질 것
- 올해 상반기 한국의 조선, 방산, 원전 강세가 주요국 정책에 따른 수혜 기대감에 상승했다는 점에서 하반기에도 해당 산업의 강세가 지속될 것으로 기대
- 다만, 독일 방산 기업들의 주가 상승 양상에서 확인할 수 있듯, 이제는 단순 기대감 보다 구체적인 실체를 확인하고자 할 것

독일 방산 테마로 묶였던 두 기업의 주가 상승 양상



자료 : Bloomberg, SK증권

독일 방산 테마로 묶였던 두 기업의 12개월 포워드 EPS 변화

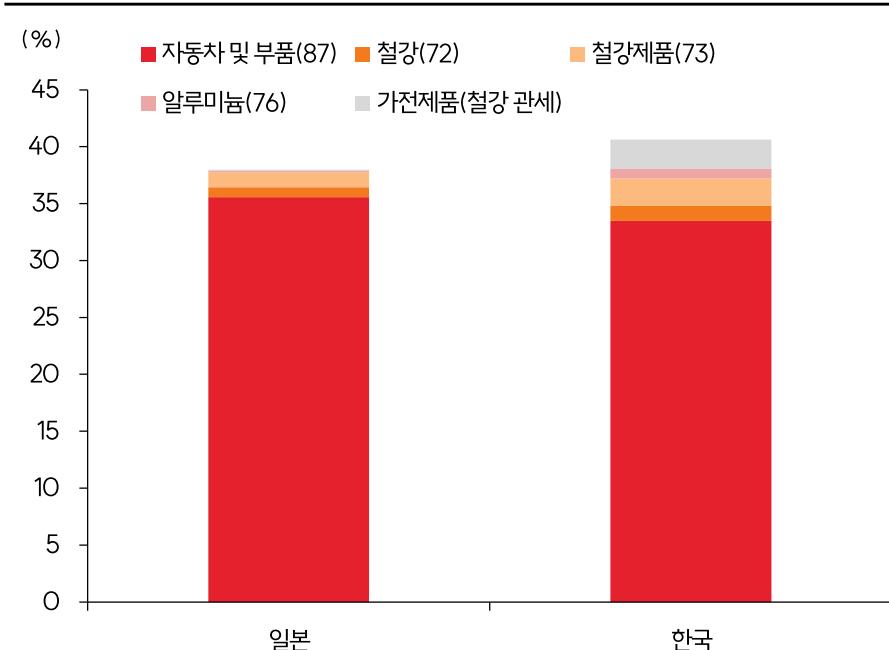


자료 : Bloomberg, SK증권

# [미국] 주요 정책: 시장 개방

- 미국은 4월 초 발표했던 높은 관세 정책에서 물러나 보다 낮은 관세와 시장 개방을 요구하기 시작
- 베트남, 인도네시아와의 관세 협상에서 확인. 미국은 베트남 상호관세율을 46%에서 20%로 하향 조정. 그 대신 미국산 제품 무관세 개방, 80억 달러 규모 보잉 항공기(50대)와 29억 달러 상당의 농산품 구매를 약속하는 MOU 체결. 인도네시아는 150억 달러의 미국산 에너지, 45억 달러의 미국산 농산물 및 50대의 보잉 항공기 구매를 약속
- 한국, 일본의 대미 수출 중 품목관세 부과 대상의 비중이 2024년 기준 약 40%. 2018년처럼 쿼터제를 도입하는 대신 시장 개방을 강요할 가능성이 높음

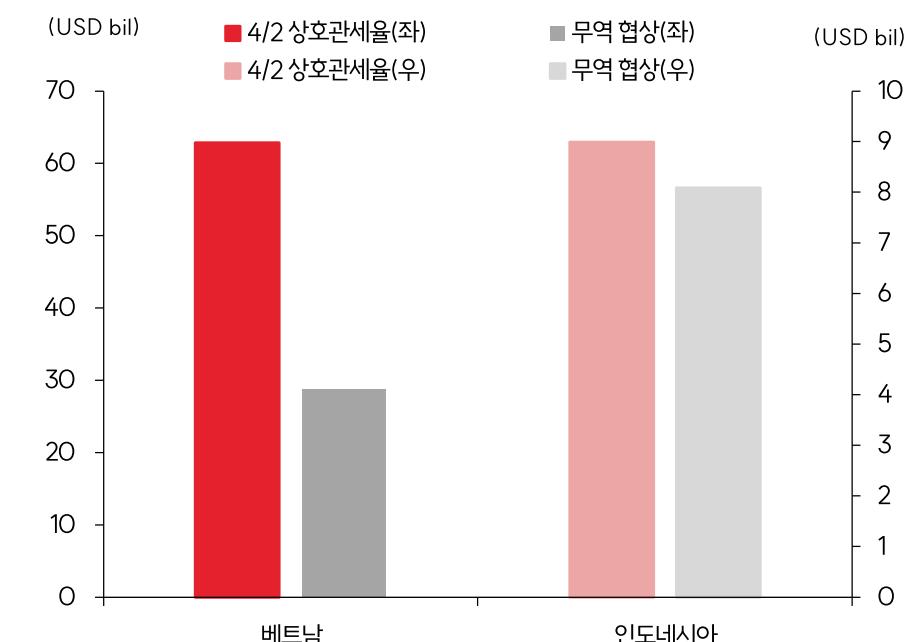
2024년 기준 한국, 일본의 대미 수출 중 품목 관세 부과 비중



자료 : UNComtrade, SK증권

주: HS code 87, 72,73,76, 8418, 8450, 8451, 850980, 851660 기준

베트남, 인도네시아와의 협상에 따른 미국 경제적 잉여 변화



자료 : Bloomberg, SK증권

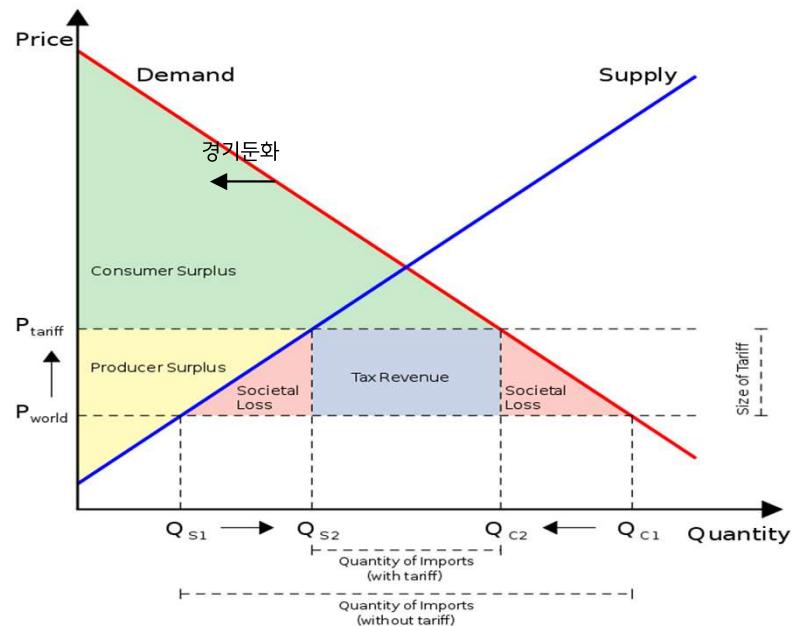
주1: 4/2 상호관세율 = 4월 발표한 상호 관세율 \* 2024년 수입 규모

주2: 무역 협상: 낮아진 관세율 \* 2024년 수입규모 + 시장개방 약속 규모 / 10년

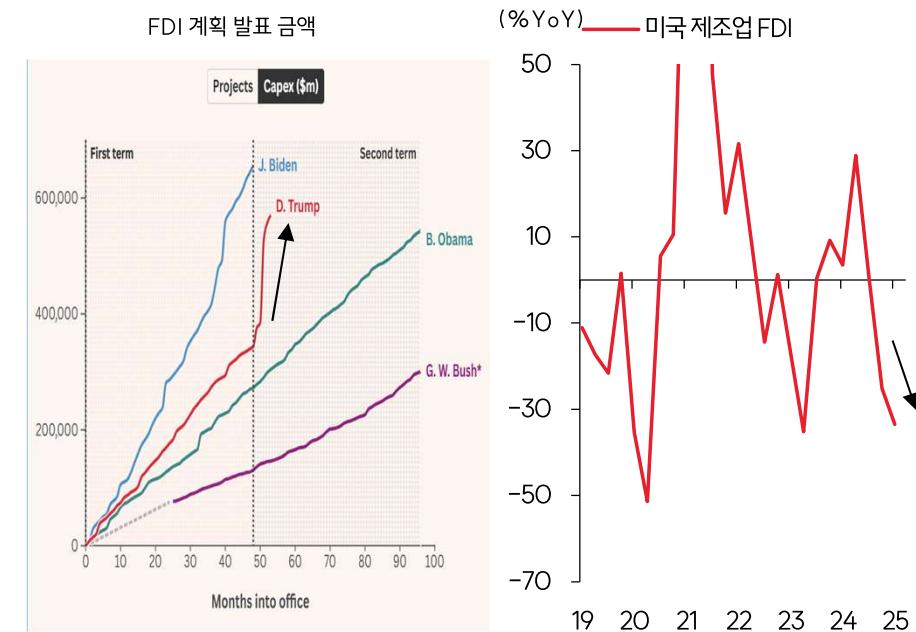
# 관세 전략 변화 이유: 미국 경기 둔화

- 관세 전략이 변화한 이유는 미국 경기 둔화 때문. 수요 둔화 발생 시 예상보다 관세로 인한 소비자 잉여, 정부의 재정 수입이 적을 수 있음
- 경기 둔화, 관세 불확실성, 높은 금리 등으로 트럼프 임기 시작 이후 해외 기업들의 투자 계획 발표와 달리 2025년 1분기 미국 제조업 FDI는 전년동기 대비マイ너스를 기록
- TACO임 등 트럼프 정책에 대한 신뢰도가 떨어지고 있음에도 높은 관세를 통해 장기적인 미국 경기 부흥을 노리기 보다 협상을 통해 즉각적인 수출 증대, 투자 확보를 노리는 이유

관세부과에 따른 수요 공급 곡선에 따른 사회 잉여 및 재정 지출



투자 계획 발표와 달리 제조업 FDI는 25년 1분기 전년동기대비 감소



자료 : Wikimedia, SK증권

자료 : FDI tracker, Bloomberg, SK증권

# 조선: LNG선 발주 구체화될 것

- 우방국과의 협상 과정에서 미국 LNG 수출 고객이 확정 된다면 LNG 수출 터미널 건설 및 LNG선 발주가 진행될 수 있음. 2024년 기준 천연가스 수입 중 미국산 비중은 한국과 일본은 약 10%, 유럽은 18%로 상향 조정할 여력 존재
- 2024년 말 기준, 건설 허가가 났지만 아직 시작하지 못한 프로젝트의 수출 능력은 현재 가동중인 LNG 터미널의 수출 능력과 유사한 수준. 수익성이 낮다고 평가 받는 알래스카 LNG 프로젝트까지 협상 테이블에 올라와 있음.
- 미국의 중국산 선박에 대한 항만 이용료 부과 계획을 감안 했을 때, LNG 프로젝트 진행 시 한국 조선의 수혜로 연결될 것

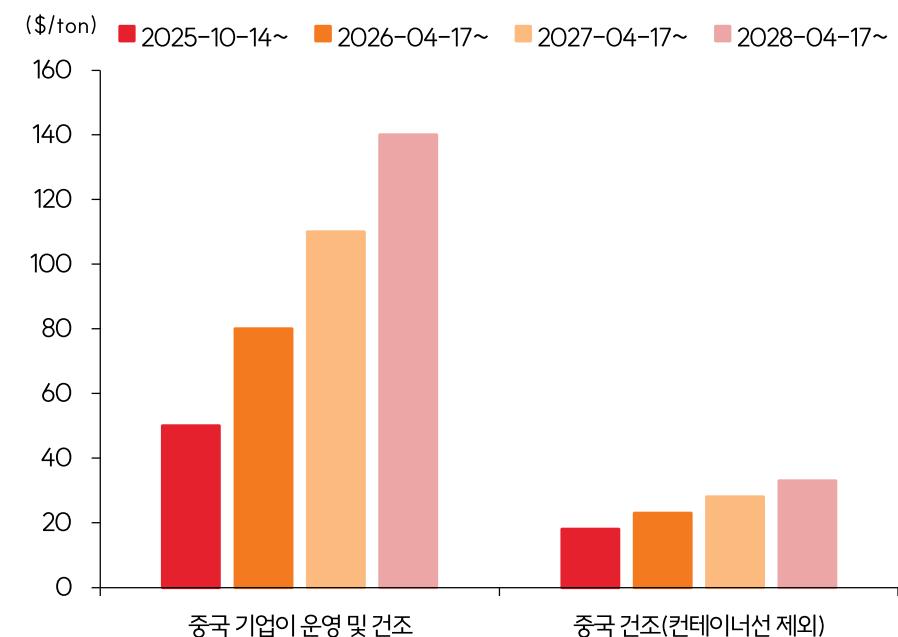
2024년 말 기준 LNG 수출 터미널 건설 현황별 캐파



자료 : EIA, SK증권

주: 가동 중에는 시운전도 포함

USTR의 중국산 선박 및 해운선사에 대한 입항 수수료 부과 계획

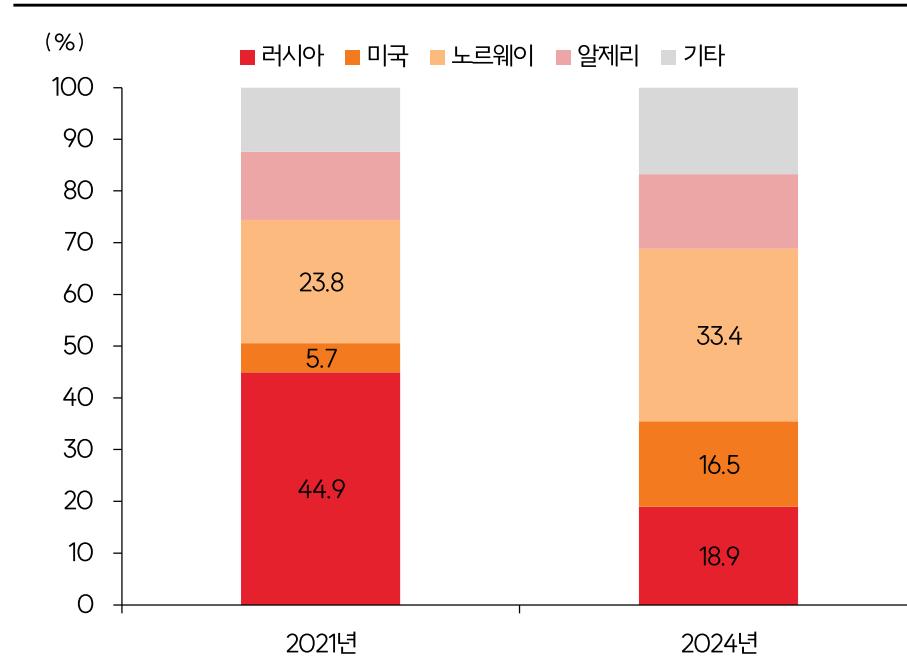


자료 : USTR, SK증권

# [EU] 주요 정책: 독립

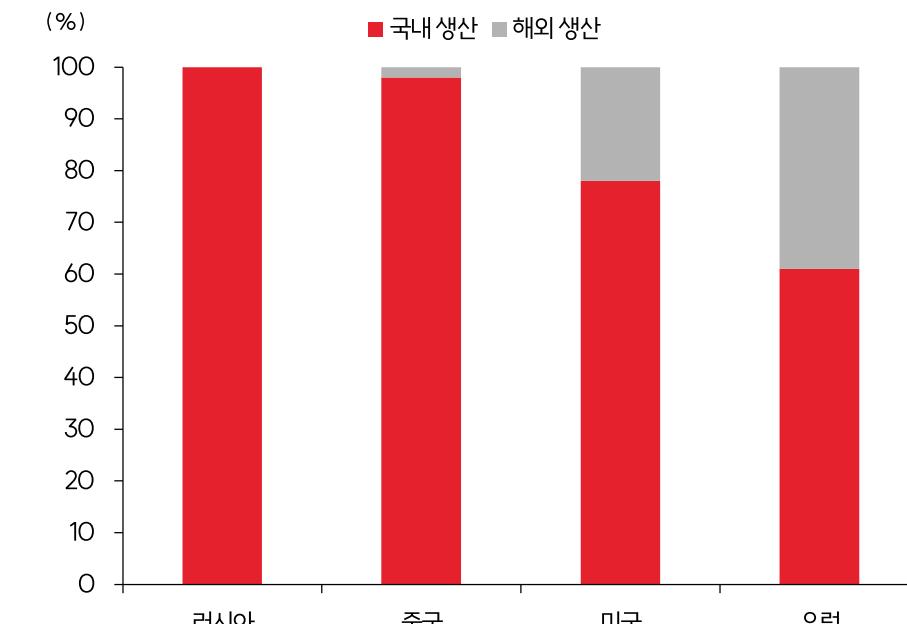
- EU는 정부 지출을 통해 경기 회복을 노리는 동시에 에너지, 방위 독립성을 키우고자 함
- 우크라이나-러시아 전쟁으로 에너지 독립에 위기감이 커짐. 줄이고는 있지만 여전히 전체 수입 천연가스의 19%를 차지
- 국방과 관련해서도 해외 의존도가 높다는 비판이 제기됨. 2024년 11월 BCG는 유럽 지역 내 일원화된 전략, 무기 제조를 위한 기반 부족으로 향후 10년간 국방 지출의 약 40%가 해외에서 발생할 것으로 예상

EU의 천연가스 수입국별 비중



자료 : EC, SK증권

2024년 11월 기준, 향후 10년간 방산 장비 구매 예상 비중



자료 : BCG, SK증권

# 원전: 4분기 루마니아 SMR 구체화 예상

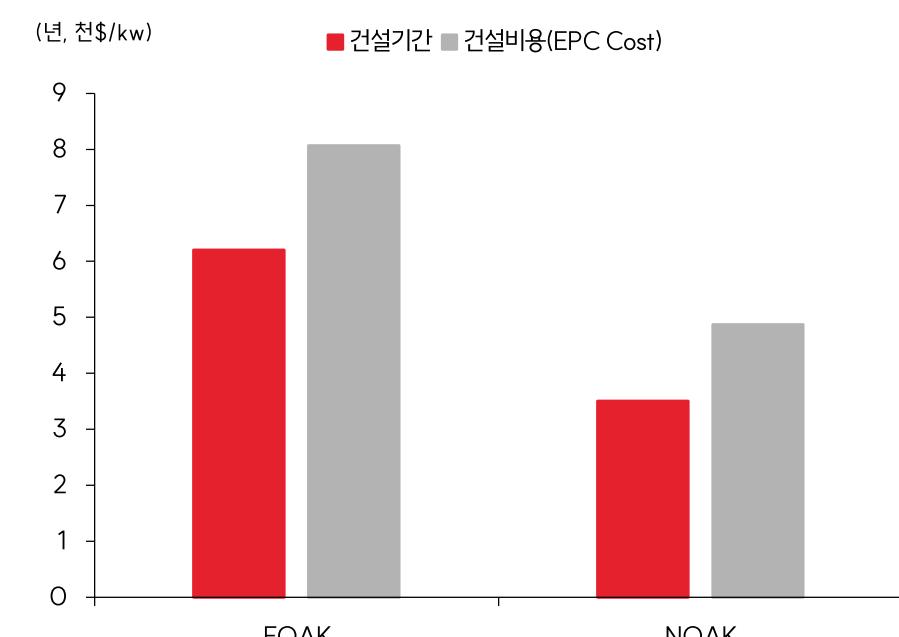
- 중국과의 에너지 패권 경쟁에서 승리를 위해 루마니아 SMR 프로젝트가 중요. 중국은 이미 링릉 1호를 2025년말 가동할 예정이며 2026년 상업화 예정. 루마니아 SMR의 경우 이번에 최종 투자 결정이 난다고 해도 2029년 말 상업화 예정
- 미국 에너지부 신임 장관은 원자력 르네상스 실현을 공식적으로 언급. 바이든 정부에 이어 트럼프 정부에서도 원전수출에 대한 미국의 의지 확인
- 폴란드도 뉴스케일파워의 SMR 도입을 고려하고 있는 가운데(유럽 원자력 공동체 공급 기관) SMR이 건설할수록 건설 비용이 줄어든다는 점에서 4분기 최종 투자 결정 가능성이 높다고 판단
- 루마니아 SMR 건설을 위해 뉴스케일 파워와 삼성물산, 두산에너빌리티 등이 합작 중

루마니아 SMR 용 측벽 모듈 모형 제작 완료(25년 5월 27일)



자료 : IHI, SK증권

SMR 지어볼수록 건설비용이 줄어든다



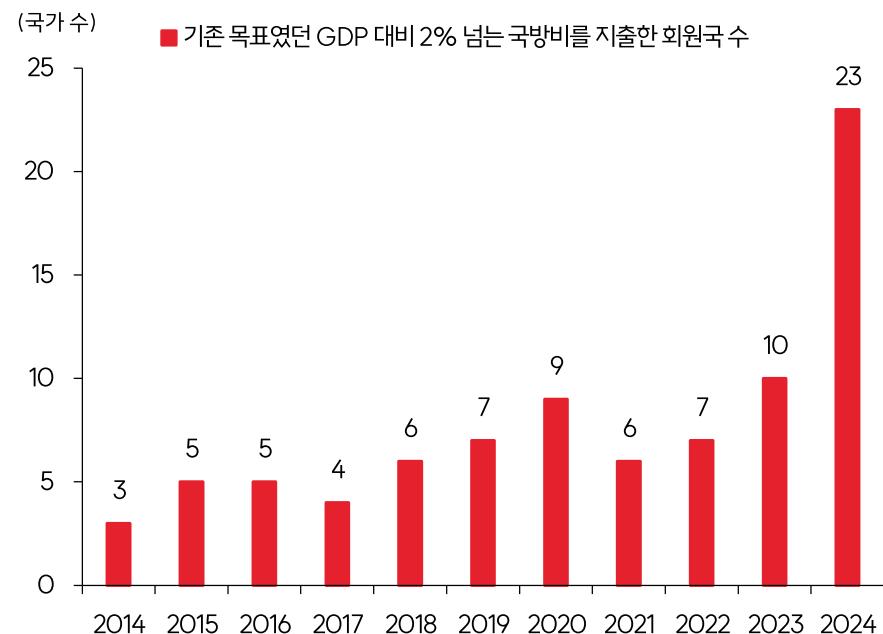
자료 : ERPI, SK증권

주: FOAK(First of a Kind, 처음 짓는 경우), NOAK(Nth of a Kind, 여러 번 짓은 경우) 43

# 방산: 국가별 예산 확정으로 수요 구체화

- NATO 회원국은 큰 마찰 없이 트럼프의 요구대로 국방비를 GDP의 5%까지 높이겠다는 합의를 이룸. 트럼프 1기 때 GDP 대비 4% 까지 늘리라고 이야기 했을 때 NATO 회원국들의 반응과 다름
- 한국 방산 기업들의 추가 수주 기대감이 확인되는 시점이 4분기 부근일 것으로 예상. 대표적으로 폴란드의 경우 8월말~9월 예산안이 내각에서 최종 승인되는 데 내년도 국방비 및 구매 계획이 여기에 포함

지난 트럼프 임기와 달리 NATO 회원국의 국방비 지출 의지 변화 감지



자료 : NATO, SK증권

주: NATO 회원국은 총 32개

폴란드 예산 설립 타임라인 중 국방 지출 관련 내용

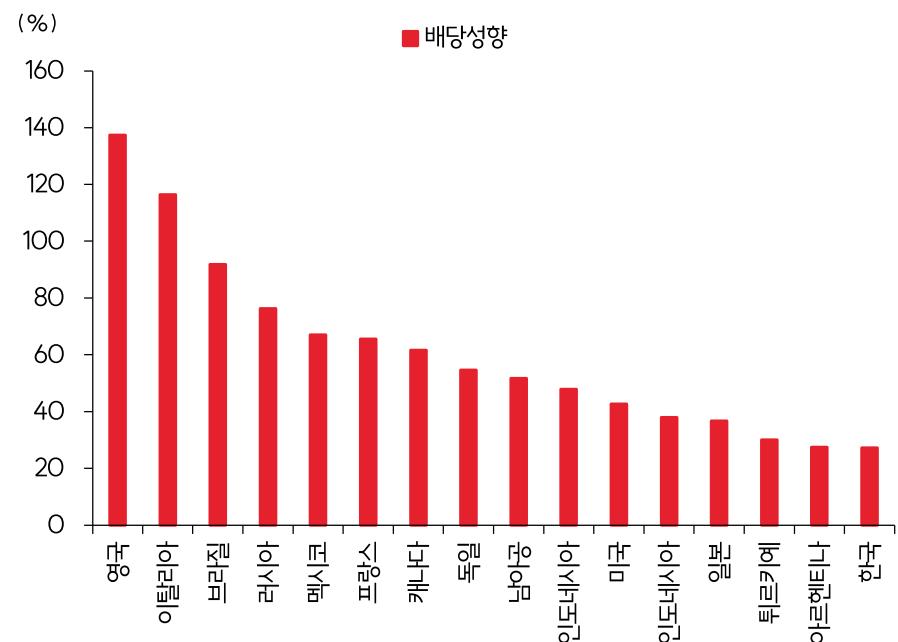
시기	단계	주요 내용
5~8월	예산 초안 작성	국방부: 장비 도입, 현대화 계획 반영한 예산안 조율
8월 말~9월	내각 최종 승인	전체 예산안 확정, 국방비 및 구매 계획 포함
9월 30일	예산안 하원 제출	헌법상 제출 마감일, 국방비 반영 필수
10월	하원 심의	하원 예산위 등에서 국방비 항목 심사
10월~11월	상원 심의	하원 통과안에 대한 검토 및 수정
11월~12월	대통령 최종 승인	서명 혹은 거부권 행사
다음해 1월~	구매 계획 실행 및 계약 체결 시작	국방부가 예산 집행, 무기 체계 계약 체결 및 장비 도입 착수

자료 : 언론보도, ChatGPT, SK증권

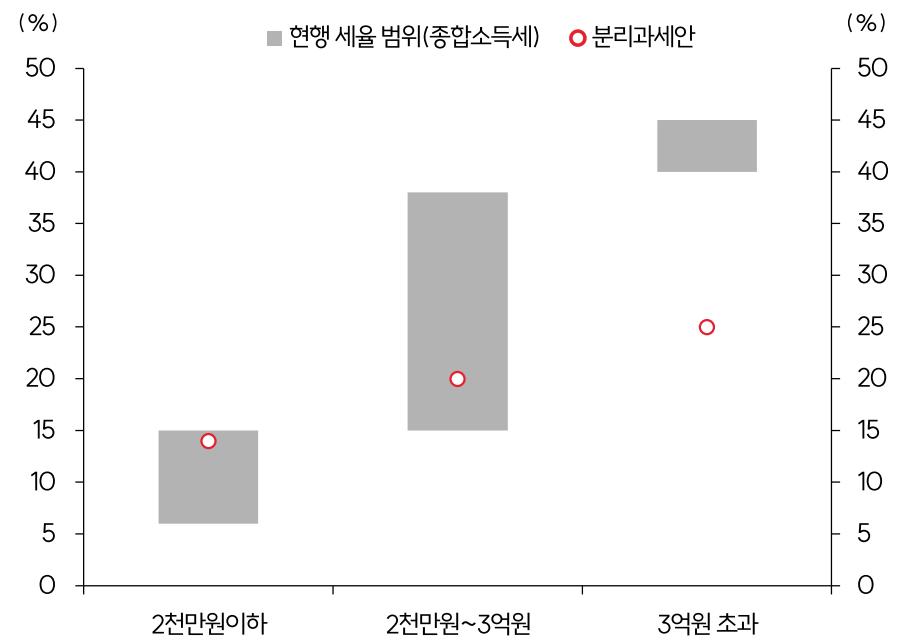
# [한국] 주요 정책: 배당 확대 유도

- 한국 기업들의 배당 성향이 낮아 장기 투자 매력도가 떨어진다는 비판이 제기되어 옴
- 배당 분리과세가 통과된다면 정부의 세수가 감소하지만 대주주, 소액 주주 모두에게 이득이 될 수 있기에 빠른 변화가 나타날 것을 기대
- 민주당 김소영 의원의 배당 분리과세 안은 배당성향 35% 이상의 기업으로부터 투자자가 배당을 받은 경우 그 배당에 대한 세율을 종합소득세에서 분리하여 따로 과세하겠다는 내용을 담음
- 대주주의 배당 메리트를 높여 배당 성향을 높이고 안정적인 배당을 지급하도록 하는 효과를 기대

한국 기업들의 배당 성향 주요국 대비 낮은 수준 기록 중



배당 분리과세안 도입 시 현재 적용 세율과 비교

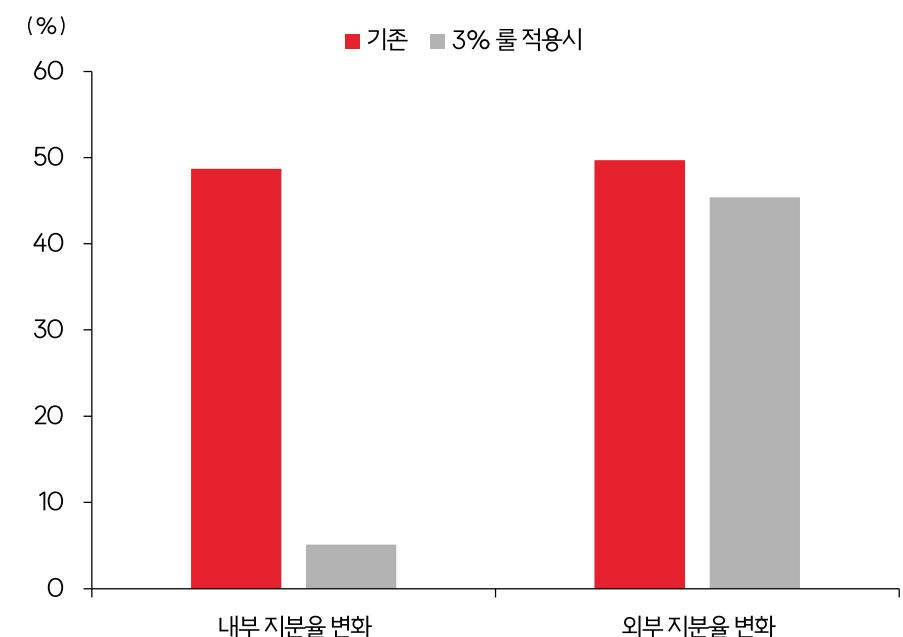


자료 : 한국은행, SK증권

# 상법 개정으로 소액주주의 목소리 확대 예상

- 상법 개정으로 소액 주주의 목소리를 낼 수 있는 환경이 마련. 상공회의소의 24년 11월 분석 기준 3% 를 적용시 감사위원 선출 때 지주회사의 내부 지분율 변화가 크게 감소하는 것으로 나타남
- 추가적으로 집중투표제 도입 및 자사주 소각 의무화 등이 논의되고 있음
- 최근 소액주주, 행동주의 펀드들의 활동이 증가하고 있는 가운데 상법 개정으로 그들의 행동 반경이 더욱 넓어질 것으로 예상

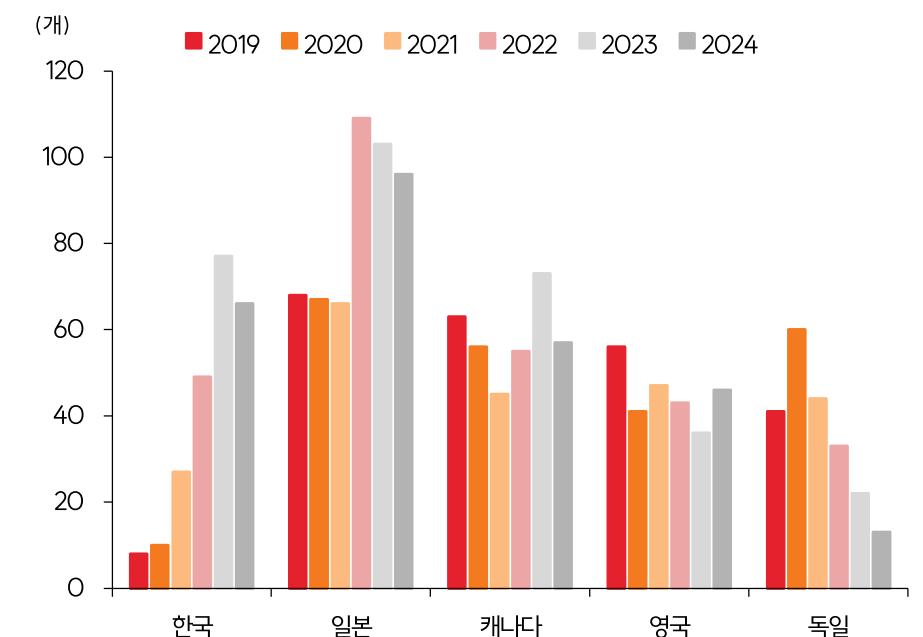
3%를 시행으로 감사위원 선출 시 지주회사 내부 지분율 변화 분석



자료 : 대한상공회의소, SK증권

주: 2024년 11월 자료 기준

국가별 행동주의 펀드의 요구를 받은 기업 수



자료 : Diligent Market Intelligence, SK증권

# 관심 기업1: 낮은 배당 성향 + 의지, 능력

배당 분리 과세 시행 시 배당을 키울 것으로 기대되는 기업

티커	기업명	24년 최대주주	24년 배당성향	24년 배당수익률
A036570	엔씨소프트	김택진	30.1	0.80
A091700	파트론	김종구	28.3	4.33
A086280	현대글로비스	정의선	25.4	3.13
A058610	에스피지	이준호	25.4	0.64
A007310	오뚜기	함영준	22.6	2.28
A033100	제룡전기	박종태	20.1	2.18
A002840	미원상사	김정돈	18.4	1.06
A035900	JYP Ent.	박진영	18.1	0.76
A003030	세아제강지주	이순형	17.0	1.00
A053610	프로텍	최승환	16.6	1.83
A031980	피에스케이홀딩스	박경수	15.8	1.84
A005850	에스엘	이성엽	15.0	3.98
A049070	인탑스	김근하	14.8	1.20
A003090	대웅	윤재승	14.1	0.93
A253590	네오셈	염동현	13.3	0.69
A138040	메리츠금융지주	조정호	10.4	1.30
A079370	제우스	이종우	7.3	0.84
A114840	아이파밀리에스씨	김태욱	7.1	0.63
A290650	엘앤씨바이오	이환철	0.8	0.21

- 1차적으로 시장의 관심이 높아질 기업은 배당 성향이 35% 미만이면서 배당 의지와 능력이 있고, 최대주주가 개인으로 기업의 배당 성향을 높일 경우 절세 혜택을 노릴 수 있는 기업일 것
- 2019년부터 2024년까지 코로나 위기에도 불구하고 배당을 연속해서 지급했으며(배당 의지), 2021년~2024년 순이익을 기록했는지(배당 안정성), 배당성향이 35% 미만이며, 최대주주가 개인인 기업을 선별

# 관심 기업 2: 낮은 배당 성향 + 지배주주지분

배당성향을 올리지 않을 경우 행동주의 펀드 활동 대상이 될 수 있는 기업

티커	기업명	지배주주 보유지분	FCF / 배당 성향 상향 조정을 위한 금액
A105560	KB금융	8.4	6.4
AO55550	신한지주	8.6	9.1
AO35420	NAVER	8.9	4.0
AO50890	쏠리드	10.4	3.8
AO25320	시노펙스	11.5	1.3
AO36570	엔씨소프트	12.0	4.9
AO14680	한솔케미칼	15.1	2.7
A000660	SK하이닉스	20.1	2.6
AO28050	삼성E&A	20.5	13.9
A101490	에스엔에스텍	21.8	2.2
AO05830	DB손해보험	23.3	13.7
AO42000	카페24	23.3	8.0
AO09150	삼성전기	23.8	6.2
AO35720	카카오	24.1	28.3
AO21240	코웨이	25.1	10.5
AO67160	SOOP	26.3	7.3
A348210	넥스틴	27.0	3.4
AO03490	대한항공	27.0	8.6
AO69080	웹젠	27.8	5.5
AO36930	주성엔지니어링	29.6	8.0

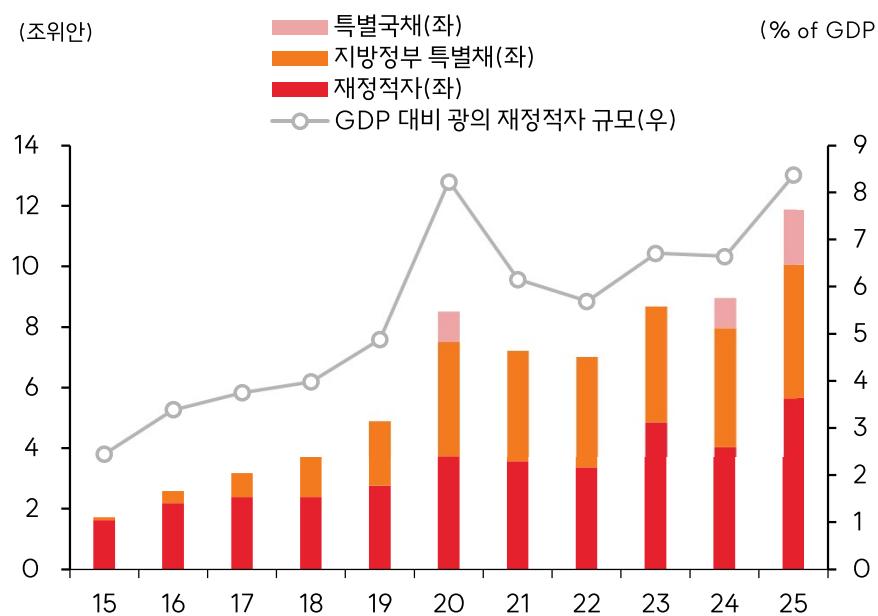
- 배당 분리과세 통과 시 배당 여력이 존재하나 배당을 하지 않는 기업에 대한 압박이 커질 수 있음
- 과거 해외 행동주의 펀드의 국내 기업 대상 주요 사례를 살펴보면 공격받은 회사의 당시 최대주주 지분율은 평균 28%(KT&G 5%, 삼성물산 52%, 삼성전자 28%, 현대자동차 28%, LG 46%, SM엔터 19%, 코웨이 25%)
- 지난 5년 평균 배당성향이 35% 미만인 기업 중 주당 배당금을 상향 조정 했을 때 현금흐름 기준 문제가 발생하지 않을 기업을 산출. 그 중 최대주주 지분율이 30% 미만인 기업이 배당을 늘리지 않을 경우 행동주의 펀드의 공격 대상이 될 가능성성이 존재

자료 : Quantwise, SK증권

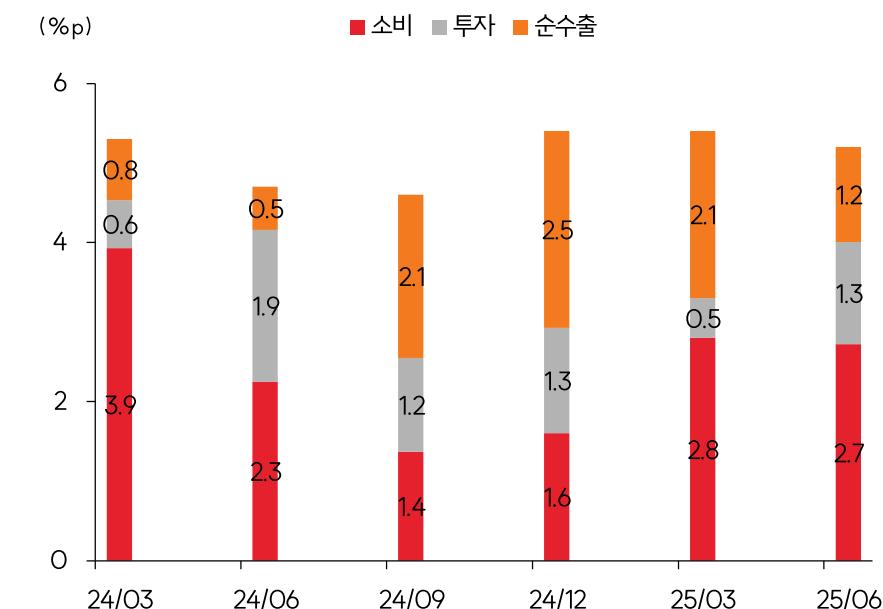
# [중국] 주요 정책: 재정을 통한 내수 살리기

- 경기 회복을 위해 중국 정부는 대규모 재정 지출을 예고. 양회에서 발표한 2025년 GDP 대비 재정적자 목표치는 지난 코로나 위기 수준
- 양회 정부업무보고 첫번째 사항이 2024년과 달리 2025년 내수로 변화했다는 점에 주목. 무역불확실성 하에서 5% 경제 성장을 위해 소비 진작을 강조하고 있음
- 다만 부양책 시행에도 불구하고 아직 소비가 크게 늘어나지 못하면서 시장의 관심을 끌지 못한 상황. 2025년 상반기 중국 GDP 성장 중 순수출 기여도 가 여전히 큼

지난 코로나 위기 만큼 재정을 풀 예정인 중국



2025년 상반기 중국 GDP 성장 중 순수출 기여 여전히 커



자료 : CEIC, SK증권

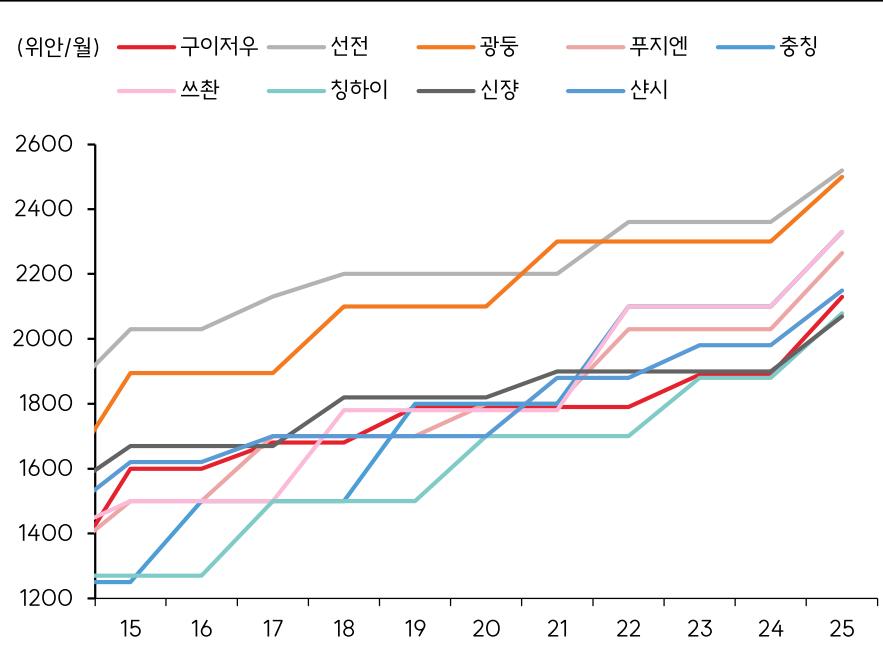
# 양회 정부업무보고 주요 내용

		25년	24년
		키워드	내용
주요업무	1	내수 활성화	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 소비 대폭 촉진, 투자 효율 개선, 전방위적인 국내 수요 확대</li> <li>- 내수를 경제 성장 주요 동력과 안정 기반으로 삼을 것</li> </ul>
	2	신질 생산력, 산업 현대화	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 신흥산업 및 미래산업 육성</li> <li>- 전통산업 업그레이드</li> <li>- 디지털 경제 활성화</li> </ul>
	3	과학교육, 혁신 체계 강화	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 고품질 교육 시스템 구축 가속화</li> <li>- 과학기술 자립자강 추진</li> </ul>
	4	경제 체계 개혁	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 경영주체 활성화</li> <li>- 전국 통일 시장 건설 심화</li> <li>- 세계 금융 시스템 개혁 확대</li> </ul>
	5	대외개방	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 대외무역 안정적 발전 도모</li> <li>- 외국인투자 적극 장려</li> <li>- '일대일로' 협력 강화</li> </ul>
	6	리스크 관리	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 부동산 침체 억제 및 안정화</li> <li>- 지방정부 부채 위험 해소</li> <li>- 금융 리스크 방지 체계 구축</li> </ul>
	7	농촌 활성화	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 주요 농산물 생산 및 공급 능력 강화</li> <li>- 탈빈곤 성과 확대</li> <li>- 농촌 개혁 및 발전</li> </ul>
	8	지역 발전, 신형 도시화	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 신형 도시화 액션플랜 확대</li> <li>- 지역 발전 전략 확대</li> </ul>
	9	친환경	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 생태계 개선</li> <li>- 녹색 저탄소 경제 발전</li> <li>- 단계적 탄소 중립 추진</li> </ul>
	10	민생	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 취업 안정 및 취업 확대 강화</li> <li>- 기본 의료 및 건강 서비스 강화</li> <li>- 국가 안보 및 사회안정 유지</li> </ul>

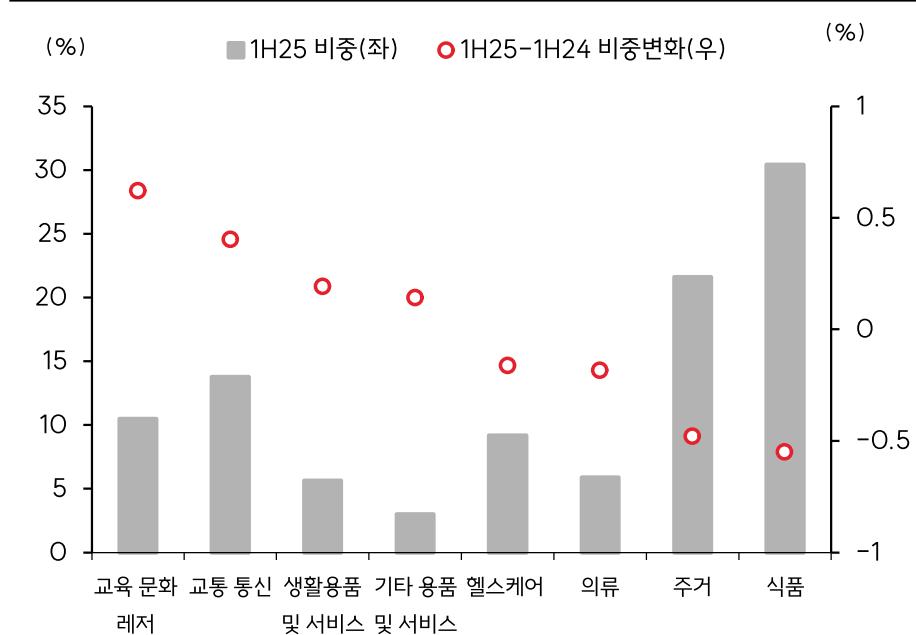
# 임금 소득 개선을 소비 증가 도모

- 이구환신, 부동산 정책 이외에도 임금소득 증대를 통한 자생적 소비 증가를 노리고 있음. 노동인구 비율이 가장 높은 광동성 등 일부 지역에서 2년 만에 최저 임금이 상승함
- 1분기 민간 소비 중 전년동기 대비 크게 증가한 부분은 교육, 레저 등 서비스 소비. 임금 증가로 인한 소득 증가가 소비로 이어질 경우 서비스, 여행 등의 소비가 증가할 것
- 멕킨지 설문조사에 따르면 중국인들이 향후 소비를 늘리고자 하는 부분은 교육, 의료서비스, 여행 등 서비스 소비이며 반대로 소비를 줄이고자 하는 부분은 주류, 가전제품 등 재화 위주

2~3년 만에 중국 최저 임금 상승 중



중국, 서비스 소비를 더 늘렸다



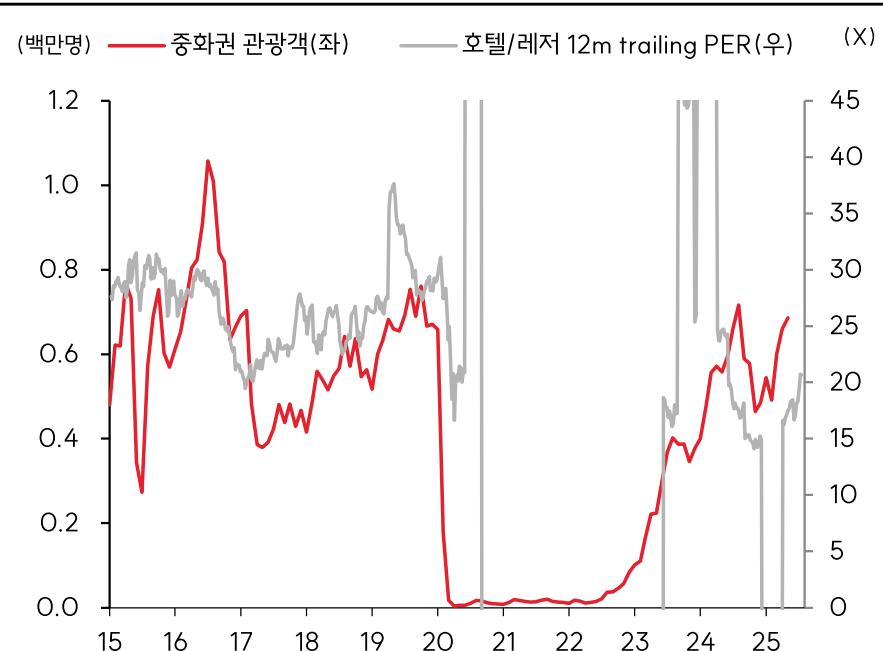
자료 : CEIC, SK증권

자료 : CEIC, SK증권

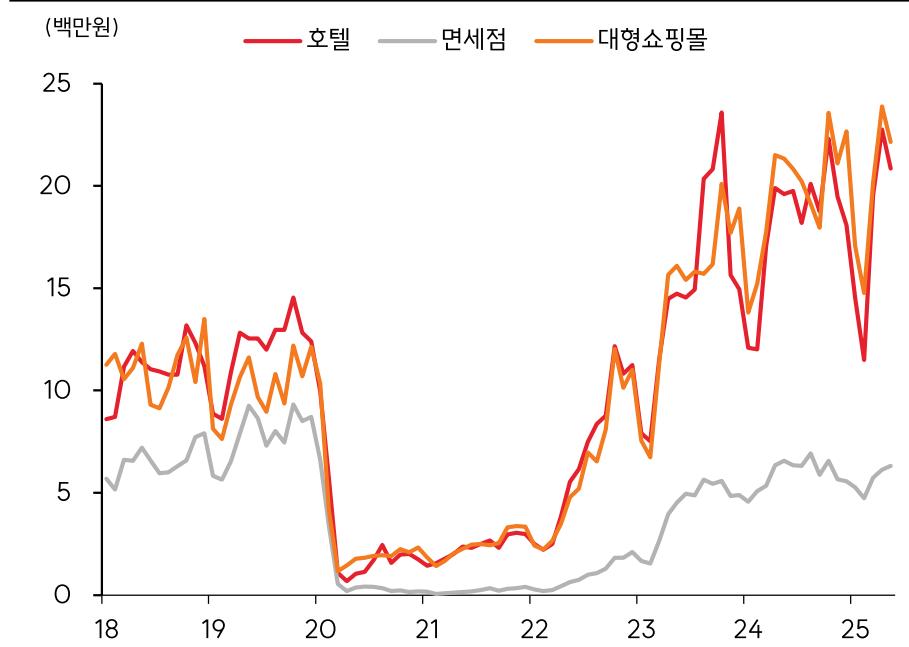
# 여행 수요 증가에 따른 호텔 레저 관심

- 한국으로 방문하는 중국 관광객 수 코로나 이전 수준까지 회복. 반면 호텔, 레저 지수의 Trailing PE는 과거 대비 낮은 수준으로 업사이드 존재
- 인바운드 관광객 증가로 호텔, 대형 쇼핑몰은 한국 관광청 데이터 집계 이후 최고 매출 기록 중
- 12차 한중 FTA 서비스, 투자 부문 후속 협상 지난 6월 진행. 과거 사드 배치로 악화되었던 한중 관계가 회복되는 과정에서 진행되었던 협상. 코로나로 2020년 10월 중단되었으나 2025년 재개
- 10월 국경절 연휴를 앞두고 올해 초 논의 되었던 중국 단체 관광객의 한시적 무비자 시행 기대감 존재

중화권 한국 방문객 수와 호텔/레저 PER



한국 관광청 데이터 기준 호텔은 집계 이후 최고 매출 기록 중



자료 : 한국 관광청 데이터랩, Quantwise, SK증권

자료 : 한국 관광청 데이터랩, SK증권