



KIWOOM SECURITIES STRATEGY ANALYSIS



2025년 8월 29일 | 투자전략팀 9월 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

9월 자산전략	3
9월 자산배분 View	4
8월 금융시장 리뷰	5
매크로 환경: 관세 불확실성 속 제한적 경기 둔화	7
주식: 불확실성과 계절성을 극복하는 방안	9
채권: 9월 이후 미 연준의 선택은	17
원자재: 국제유가, 외교적 이슈에 주목	19
FX: FOMC 관망 속 제한적 등락 전망	21
자산배분: 위험 자산에서의 기회 포착	23
9월 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 간접없이 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 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

9월 자산전략

9월 금융시장은 연준 통화정책을 둘러싼 불확실성이 여전히 높을 것으로 보인다. 트럼프 행정부의 관세 부과 여파에 대해 시장 내 의견이 엇갈리고 있으며, 혼재된 경제지표는 연준의 금리 인하 가능성에 대한 의구심으로 이어질 수 있다. 9월 FOMC에서는 기준금리가 25bp 인하될 것으로 전망된다. 점도표는 종전과 같이 연내 2회 정도의 금리 인하를 유지 할 가능성이 높으며, 연준 의장은 데이터에 기반한 정책 기조를 재확인할 것으로 예상된다. 다만, 금융시장에서 이미 금리 인하 기대가 높아진 만큼 이후 추가 인하 폭에 시장의 관심이 집중될 수 있다. 9월에 실제로 금리 인하가 단행된다면 불확실성 완화라는 점에서는 긍정적이지만, 여전히 높은 수준의 물가를 고려할 때 추가 통화 완화 기대는 제한될 수 있다. 이에 따라 주식시장은 상반된 재료 속에서 정체된 흐름을 보일 가능성이 크고, 금리는 일시적으로 소폭 하락한 뒤 반등할 여지가 있다.

9월 흐름 및 전략		
주식	국내	<ul style="list-style-type: none"> ☞ KOSPI 예상 레인지 2,980~3,350pt. 관세, 연준 불확실성, 부진한 계절성 등으로 월 중 방향성 부재 흐름 일어질 전망 ☞ 스타일/섹터 전략: 조선, 기계(주도주) 자동차, 바이오
	해외	<ul style="list-style-type: none"> ☞ 상호관세 여진 미확인, 9월 FOMC 불확실성 등 매크로 상 부담요인이 월 중 증시 상단 제한시킬 전망 ☞ 다만, 9월 FOMC 를 기점으로 금리인하 사이클에 돌입하며, 보험성 인하일 가능성이 높은 만큼, 월 후반부터는 상승 흐름 복귀 예상
채권	국내	<ul style="list-style-type: none"> ☞ 9월 국고채 시장은 10월 인하 기대가 유지되면서 소폭 강세 예상. 예산안 발표 이후 재정정책 불확실성이 해소되며 장기물 중심의 매수세 유입될 것으로 예상 ☞ 전략: 추가 인하와 재정 불확실성 완화 등에 장기채 중심 매수
	해외	<ul style="list-style-type: none"> ☞ 9월 미국채 금리는 하락 후 월 후반 낙폭을 일부 되돌릴 전망. 9월 이후 금리 인하폭이 제약된다는 점은 시장금리 하락을 제한시킬 요인 ☞ 전략: 9월 금리 인하 확인하는 과정에서 금리 하락 시 점차 장기채 비중 축소 전략 고려 필요
원자재	유가	<ul style="list-style-type: none"> ☞ 국제유가는 보합권 등락 예상. 계절 수요 종료를 앞둔 가운데 중동 산유량 결정, 러시아-우크라이나 휴전 관련 소식이 공급 불확실성 자극 예상
	금	<ul style="list-style-type: none"> ☞ 금은 강보합권 등락 전망. 미 연준의 금리 인하 기대 속 투자 수요 유입 예상하나, 이전보다 원화된 안전자산 선호심리로 상승폭 제한 예상
FX	달러	<ul style="list-style-type: none"> ☞ 9월 FOMC 를 앞두고 관망세가 이어지는 가운데, 연준이 금리를 인하하더라도 선반영되었다는 인식 속에서 약보합권에서 등락을 보일 전망
	달러/원	<ul style="list-style-type: none"> ☞ 달러/원 환율은 금융시장 내 불확실성과 연준의 금리 인하 전망이 맞물리면서 1,300 원대 후반에서 등락을 이어갈 것으로 전망

9월 자산배분 View

8월 글로벌 금융시장은 미국 기준금리 인하 기대가 재부각되며 위험자산 선호가 회복되었고, 글로벌 증시가 국내 증시를 앞서는 흐름을 보였다. 국내 증시는 정책 모멘텀이 제한된 가운데, 글로벌 기업들의 실적 및 정책 기대감 영향력이 높아지고 있는 점을 감안했을 때, 글로벌 증시 그리고 유동성 환경 개선에 힘 입은 대체자산의 성과가 상대적으로 양호할 것으로 전망한다.

기업들의 실적 전망은 한국을 비롯해 주요국 전반적으로 하향 조정이 지속되고 있다. 다만, 유일하게 미국은 AI 테마를 중심으로 한 대형 기술주의 성장 기대가 반등세를 이끌며 다시금 AI 주도의 성장주 장세로 전환되는 모습이다. 주식 리스크 프리미엄 역시 주요국에서 평균을 밑돌고 있으나, 금리 인하 기대감이 최근 시장 금리에 빠르게 반영된 만큼 위험자산에서의 초과 수익 기회가 있을 것으로 판단된다. 특히 증시에서는 이익모멘텀이 지속되는 성장 스타일 중심의 대응이 양호한 성과로 이어질 수 것으로 판단한다.

증/단기 자산배분 제안		자산별 최근 수익률 (원화 환산)				
	SAA (장기)	TAA				
	(단위) (%)	전월 (bp)	1M (bp)	3M (bp)	1M (%)	3M (%)
국내	8.6	-30	-30	-25	-1.8%	19.9%
주식	신흥	10.3	-30	-20	-25	2.1%
	선진	37.8	+25	+35	+35	2.7%
	종합	56.7				
국내	18.3	0	0	0	0.0%	0.1%
채권	선진	7.5	+10	0	0	1.2%
	신흥	4.5	+10	+5	+5	1.1%
	종합	30.3				
상품	2.3	+5	0	0	0.6%	3.4%
대체 자산	인프라	2.3	+5	+5	+5	2.3%
	부동산	4.2	+5	+5	+5	3.9%
	사모주식	4.2	0	0	0	10.4%
종합	13.0	-	-	-	-	-

주1) 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),

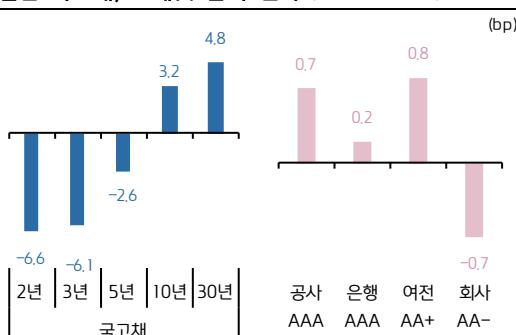
인프라(S&P 글로벌 인프라), 부동산(FTSE NAREIT 글로벌), 사모주식(S&P 상장 PE)

주2) 지수는 모두 총수익 지수 기준, 기간은 1M, 3M, 6M은 매월 말일 기준,

8월 금융시장 리뷰

주요국 2025년 경제성장을 전망치 변화 (%)		자산	리뷰																															
■ 7월	■ 8월		매크로																															
<table border="1"> <thead> <tr> <th>국가</th> <th>7월 (%)</th> <th>8월 (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>미국</td> <td>1.5</td> <td>1.5</td> </tr> <tr> <td>유로존</td> <td>1.0</td> <td>1.1</td> </tr> <tr> <td>중국</td> <td>4.8</td> <td>4.7</td> </tr> <tr> <td>한국</td> <td>1.0</td> <td>1.0</td> </tr> </tbody> </table>		국가	7월 (%)	8월 (%)	미국	1.5	1.5	유로존	1.0	1.1	중국	4.8	4.7	한국	1.0	1.0	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 유로존 성장 전망치는 소폭 상향 조정된 가운데 미국 경기에 대한 시각은 큰 변화가 없는 모습 ✓ 한국은 성장 전망치 상향 조정 흐름이 주춤해진 가운데 중국은 최근 지표 부진 등으로 소폭 하향 조정 																	
국가	7월 (%)	8월 (%)																																
미국	1.5	1.5																																
유로존	1.0	1.1																																
중국	4.8	4.7																																
한국	1.0	1.0																																
코스피 및 코스닥 주가 추이		자산	리뷰																															
<table border="1"> <thead> <tr> <th>날짜</th> <th>코스피(좌축 pt)</th> <th>코스닥(우축 pt)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>21</td> <td>3,100</td> <td>1,000</td> </tr> <tr> <td>22</td> <td>2,800</td> <td>800</td> </tr> <tr> <td>23</td> <td>2,600</td> <td>700</td> </tr> <tr> <td>24</td> <td>2,800</td> <td>800</td> </tr> <tr> <td>25</td> <td>3,100</td> <td>1,000</td> </tr> </tbody> </table>		날짜	코스피(좌축 pt)	코스닥(우축 pt)	21	3,100	1,000	22	2,800	800	23	2,600	700	24	2,800	800	25	3,100	1,000	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 8월 국내 증시는 대주주 양도세 기준 강화, 배당소득분리과세 기준안 대비 최고세율 인상 등 세제 개편안 발표 속 실망 매물 출회되며 하락 출발 ✓ 잭슨홀 미팅에서의 파월 의장 발언 이후 금리 인하 기대감 상승 속 낙폭 축소하며 월중 박스권 장세 지속 														
날짜	코스피(좌축 pt)	코스닥(우축 pt)																																
21	3,100	1,000																																
22	2,800	800																																
23	2,600	700																																
24	2,800	800																																
25	3,100	1,000																																
월간 주요 스타일별 수익률 (8월 27일 기준)		자산	리뷰																															
<table border="1"> <thead> <tr> <th>스타일</th> <th>수익률 (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>대형주</td> <td>-1.8</td> </tr> <tr> <td>중형주</td> <td>-0.4</td> </tr> <tr> <td>소형주</td> <td>-3.8</td> </tr> <tr> <td>가치</td> <td>-1.0</td> </tr> <tr> <td>성장</td> <td>-0.8</td> </tr> <tr> <td>혁신</td> <td>-1.3</td> </tr> <tr> <td>혁신주</td> <td>-2.3</td> </tr> <tr> <td>혁신成长</td> <td>-1.8</td> </tr> <tr> <td>혁신成长주</td> <td>-2.2</td> </tr> </tbody> </table>		스타일	수익률 (%)	대형주	-1.8	중형주	-0.4	소형주	-3.8	가치	-1.0	성장	-0.8	혁신	-1.3	혁신주	-2.3	혁신成长	-1.8	혁신成长주	-2.2	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 국내 증시는 세계 개편안 및 글로벌 통화정책 불확실성으로 인해 대형주를 중심으로 차익 매물 출회 ✓ 특히 정책 드라이브에 제동이 걸리며 수혜가 집중되었던 가치 스타일의 낙폭이 가장 컸음. 반면, 견조한 실적 성장세가 전망되는 성장 스타일의 낙폭은 제한 												
스타일	수익률 (%)																																	
대형주	-1.8																																	
중형주	-0.4																																	
소형주	-3.8																																	
가치	-1.0																																	
성장	-0.8																																	
혁신	-1.3																																	
혁신주	-2.3																																	
혁신成长	-1.8																																	
혁신成长주	-2.2																																	
월간 글로벌 주요 증시 등락률 (8월 27일 기준)		자산	리뷰																															
<table border="1"> <thead> <tr> <th>증시</th> <th>등락률 (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>미국</td> <td>11.3</td> </tr> <tr> <td>중국</td> <td>6.4</td> </tr> <tr> <td>인도</td> <td>4.3</td> </tr> <tr> <td>일본</td> <td>4.2</td> </tr> <tr> <td>영국</td> <td>3.5</td> </tr> <tr> <td>이탈리아</td> <td>3.3</td> </tr> <tr> <td>선진</td> <td>2.6</td> </tr> <tr> <td>전세계</td> <td>2.5</td> </tr> <tr> <td>S&P500</td> <td>2.2</td> </tr> <tr> <td>미국장</td> <td>2.1</td> </tr> <tr> <td>영국장</td> <td>1.7</td> </tr> <tr> <td>베트남</td> <td>1.3</td> </tr> <tr> <td>베트남장</td> <td>-0.1</td> </tr> <tr> <td>중국장</td> <td>-0.4</td> </tr> <tr> <td>싱가포르</td> <td>-1.8</td> </tr> </tbody> </table>		증시	등락률 (%)	미국	11.3	중국	6.4	인도	4.3	일본	4.2	영국	3.5	이탈리아	3.3	선진	2.6	전세계	2.5	S&P500	2.2	미국장	2.1	영국장	1.7	베트남	1.3	베트남장	-0.1	중국장	-0.4	싱가포르	-1.8	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 미국 증시는 월중 AI 버블 논란, 연준 독립성 훼손 우려에도 잭슨홀 미팅 이후 금리 인하 기대감 반영 속 상승 ✓ 금리 인하 기대감 및 달러화 약세 속 비미국 증시로의 자금 로테이션 진행됨에 따라 베트남, 중국 등 신흥국 증시 강세 연출
증시	등락률 (%)																																	
미국	11.3																																	
중국	6.4																																	
인도	4.3																																	
일본	4.2																																	
영국	3.5																																	
이탈리아	3.3																																	
선진	2.6																																	
전세계	2.5																																	
S&P500	2.2																																	
미국장	2.1																																	
영국장	1.7																																	
베트남	1.3																																	
베트남장	-0.1																																	
중국장	-0.4																																	
싱가포르	-1.8																																	

월간 국고채, 크레딧 금리 변화 (8월 27일 기준)



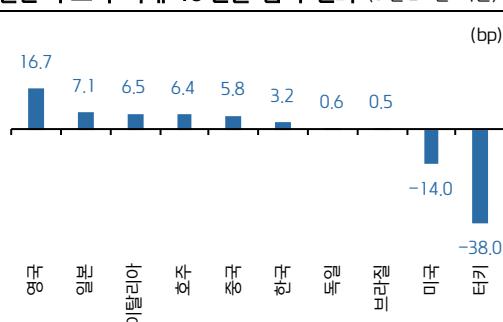
자산

리뷰

국내채권

- ✓ 8월 국고채 시장은 혼조 마감. 단기 구간은 강세를 보였으나, 장기구간은 약세 마감. 미 연준 금리 인하 기대 속에 단기 금리는 하락 압력을 받았으나, 장기 금리는 예산안 경계감에 상승
- ✓ 크레딧 시장은 보합권 혼조 마감. 그간 강세를 보여왔던 여전채는 소폭 약세

월간 주요국 국채 10년물 금리 변화 (8월 27일 기준)



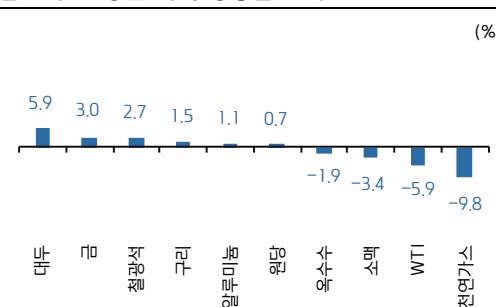
자산

리뷰

해외채권

- ✓ 글로벌 국채금리는 미국채 금리의 하락에도 대체로 상승. 영국과 프랑스 등이 재정 확장 우려가 부각되면서 상승하며 글로벌 전반적으로 커브 스티프닝
- ✓ 한편 미국채 금리는 미 연준의 금리 인하 기대 확대와 함께 하락. 다만 월 후반 중앙은행 독립성 훼손 이슈로 낙폭 축소

월간 주요 상품 가격 상승률 변화 (8월 27일 기준)



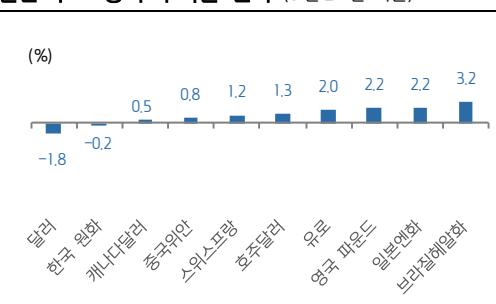
자산

리뷰

원자재

- ✓ 국제유가는 하락. 사우디 등 주요 산유국이 9월 증산 규모를 8월과 동일하게 유지하며 과잉공급 우려 확대. 또한 러-우 휴전 논의 가능성도 유가 약세 요인으로 작용
- ✓ 금은 상승. 러-우 휴전 논의 가능성이 언급되었으나 잭슨홀 미팅 이후 미 연준의 9월 금리 인하 기대가 높아진 영향

월간 주요 통화 수익률 변화 (8월 27일 기준)



자산

리뷰

FX

- ✓ 미 달러는 트럼프 행정부 관세 부과에 따른 불확실성과 연준 금리 인하 전망 등으로 하락
- ✓ 달러/원 환율은 미 달러 약세에도 불구하고 외국인 자금 매도세 등에 1,300 원 후반대 등락

매크로 환경

Economist 김유미
helloym@kiwoom.com

▼ 관세 불확실성 속 제한적 경기 둔화



9월 매크로 환경은 트럼프 행정부의 관세 여파로 불확실성이 이어지며, 스태그플레이션 우려가 부각 가능. 다만 미국 경기는 정부 지원과 투자 사이클이 유효해 침체 가능성은 낮으며, 9월 FOMC에서는 25bp 금리 인하가 예상되고 연내 두 차례 인하 전망도 유지될 가능성. 한국은 대미 수출 부진에도 불구하고 소비심리 개선과 추경 효과로 내수 회복이 기대

8월 매크로 환경은 트럼프 행정부의 관세 여파로 불확실성이 확대되었다. 미국에서는 소비자물가가 시장 예상에 부합하며 안도감을 주었으나, 생산자물가는 컨센서스를 상회해 인플레이션 우려를 키웠다. 실물 경제지표 역시 고용보고서는 예상보다 부진하게 발표되며 노동시장 둔화 우려를 자극했지만, 소매판매는 예상보다 양호한 흐름을 보였다.

이처럼 물가와 실물 지표가 엇갈리면서 금융시장에서는 연준의 금리 인하 여부를 둘러싸고 의견이 분분했다. 특히, 연준 내부에서도 9월 금리 인하를 두고 상반된 발언이 이어지며 불확실성이 확대되었고, 이는 투자심리에 부담으로 작용했다.

한국의 경우 수출은 시장 우려보다 양호했으나 품목별 차별화가 지속되었고, 대미 수출은 관세 여파로 부진했다. 다만, 민생안정지원금 지급과 소비심리 개선이 이어지면서 내수 경기 회복 기대가 높아졌다. 건설투자 부진이 장기화되고 있다는 점은 여전히 부담 요인이나, 추경을 통한 성장을 제고할 가능성이 부각되면서 올해 경제성장률에 대한 시장 컨센서스는 상향 조정되는 흐름을 보였다.

한국 소비자심리지수와 소비지출전망



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

9월에도 매크로 환경은 여전히 높은 불확실성이 지속될 것으로 보인다. 트럼프 행정부의 관세 영향은 시차를 두고 나타날 수 있어, 물가나 실물 경제지표의 변화가 단기간에 뚜렷하게 확인되기 어려울 전망이다. 이러한 영향은 하반기 내내 이어지며 스태그플레이션 우려를 간헐적으로 자극할 가능성이 있다..

다만, 미국 경기가 곧바로 침체 국면에 진입할 가능성은 낮게 본다. 정부의 지원을 바탕으로 투자 사이클이 여전히 유효하기 때문이다. 산업별로는 차별화된 흐름이 나타날 수 있으나, 전체적으로 경기의 급격한 위축 가능성은 크지 않다.

또한 연준의 금리 인하가 정책적 대응 수단으로 작용하며 경기 회복 기대를 높일 수 있다. 9월 FOMC에서 연준은 25bp 금리 인하를 단행할 것으로 예상되며, 점도표 역시 연내 두 차례의 금리 인하 전망을 유지할 가능성이 높다. 이는 경기 우려를 다소 완화시킬 수 있다. 물론, 높은 물가 수준은 추가 금리 인하 폭을 제한하겠지만, 연준이 정책 수단을 보유하고 있다는 점은 경기의 완충 역할을 할 수 있다.

한국의 경우 대미 수출 흐름과 소비 동향에 주목할 필요가 있다. 상호관세 여파는 수출 지표를 통해 확인할 수 있으며, 이에 따른 정부의 정책 지원이나 경기 부양 가능성이 부각될 수 있다. 내수 측면에서는 건설투자가 여전히 부진하지만, 소비심리 개선과 추경 효과를 통해 소비 경기 회복이 기대된다. 이는 올해 한국 경제성장을 전망의 상방 요인으로 작용할 수 있으며, 시장 컨센서스는 1% 내외에서 형성될 가능성이 있다.

한국 수출과 대미 수출 증가율



자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터

주식

주식전략/시황 한지영
02) 3787-5241
Hedge0301@kiwoom.com

▼ 불확실성과 계절성을 극복하는 방안

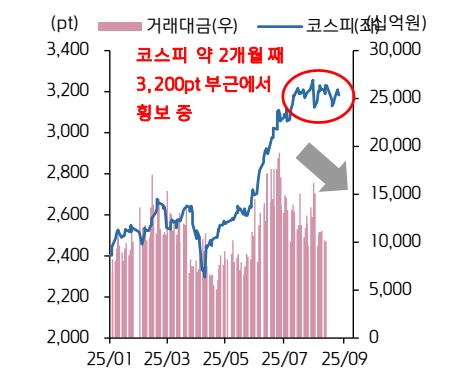


9월 주식시장은 방향성 탐색 구간을 이어갈 전망. 9월 FOMC 불확실성, 관세 충격 미확인 등 매크로 불확실성이 잔존하기 때문. 관세 무풍 내러티브가 유효한 조선, 방산 등 주도주 비중 유지. 실적 바닥 확인인 자동차, 바이오(+금리인하 기대감) 업종도 편입해볼 시점

최근 국내 증시는 답답한 행보를 이어가고 있다. 7월 초 3,200pt 돌파할 때만 해도 역사적 고점(3,300pt) 돌파를 조기 달성을 수 있을 것이라는 자신감이 생기기도 했으나, 어느덧 2개월 가까이 3,200pt 부근에서 등락만 반복하고 있는 상황이다. 8월 첫거래일부터 3%대 폭락을 유발했던 국내 세제개편안을 둘러싼 실망감이 여전한 가운데, 8월 말 현재까지도 가시적인 결과가 나오지 않은 상태다. 이는 많은 투자자들로 하여금 정부 정책의 신뢰성에 의문을 던지게 만들고 있다. 더군다나, 조선, 방산, 원전 등 주도주들도 조정 압력에 빈번히 노출되고 있다는 점도 증시 대응 난이도를 높이고 있는 실정이다.

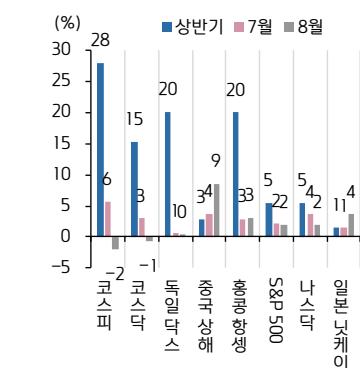
사실 한국 뿐만 아니라, 여타 선진국 증시들도 비슷한 환경에 처해있다. 월간 수익률로 보면 코스피보다 높긴 하고, 미국 증시는 중간중간 신고가도 경신했지만, 전반적인 수익률 상승의 탄력은 약화됐다. 물론 일본, 중국 등 아시아 증시는 상대적으로 높은 성과를 내고 있긴 하지만, 이들의 8월 주가 상승은 지난 1~7월 중 한국, 미국 증시에 비해 부진한 성과를 보였던 것에 따른 키맞추기 성격의 내재되어 있다. 결국, 한국도 그렇고, 미국도 그렇고, 증시 전반에 걸쳐 신규 상방 재료 확보가 중요해진 시점이며, 8월에는 확보하지 못했던 상방재료를 9월에는 확보할 수 있을 지에 대한 고민으로 연결된다.

코스피와 거래대금: 코스피, 7월 이후 3,200pt 부근에서 2개월째 방향성을 상실한 모습



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주요국 증시 등락률: 중국, 일본 제외한 대부분 국가들도 수익률 정체 중



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

결론부터 짓고 가자면, 9월에도 주식시장은 이 같은 고민을 해결하기가 녹록치 않을 것이기에 방향성이 부재한 흐름을 보일 전망이다. 관세와 과세 불확실성은 높은 수준을 유지할 것이며, 실적 가시성도 확보하기가 쉽지 않을 것이기 때문이다. 계절적으로도 9월에는 한국과 미국 모두 부진한 경향이 있다는 점도 생각해 봐야 한다(2000년 이후 9월 평균 등락률: 코스피 -1.0%, 나스닥 -2.1%). 9월의 부진한 계절성은 투자자들로 하여금 지수 상승에 대한 심리적인 저항력을 만들어낼 소지가 있으며, 그 과정에서 나타날 수 있는 변동성의 재료는 매크로 측면에서 나타날 전망이다.

우선 실적시즌이 부재한 만큼, 매크로에 대한 증시 민감도가 높아지는 것은 불가피하다. 관세 이슈는 여전히 시장에 모호성을 제공할 것으로 보인다. 7월까지 보편관세의 충격을 경제나 기업 실적 측면에서 잘 견뎌 냈지만, 8월부터는 보편관세가 아닌 상호관세 영향권으로 들어온 상태다. 아직 그 영향을 가늠하기 어려운 국간에 있는 만큼, 최소한 9월 중 발표되는 8월 고용, CPI 등 주요 실물 지표를 확인하고 나서야 상호관세의 충격을 셈법할 수 있을 것으로 판단한다.

관세 영향 확인도 중요하나, 9월 FOMC라는 대형이벤트가 월 중순에 대기 중이다. 지난 잭슨홀 미팅은 자칫 금리 동결 가능성이 부상할 뻔 했던 9월 FOMC 불안감을 해소시켜준 이벤트였다. 더 나아가, 침체에 사후적으로 대응하기 위한 금리인하보다는 선제적인, 예방적인 금리 인하의 성격이 될 가능성을 높여준 것으로 보인다.

하지만 시장의 색깔에 변화가 생길 것임을 염두에 둘 필요가 있다. 기존 고용 등 실물 지표에 “Bad is Bad(지표가 안 좋으니 경기 침체)”로 주가가 반응했다면, 이제부터는 “Bad is good(지표가 안 좋으니 연준이 선제적 금리인하)”로 바뀔 것으로 예상 한다. 물론 “연준의 9월 25bp 인하 + 연내 총 2회 인하(총 50bp)”라는 당사의 전망은 변함 없다. 이 같은 연준의 금리인하 사이클 돌입은 4분기 주식시장에 긍정적인 유동성 환경을 제공할 것이라는 의견 역시 변하지 않았지만, 9월 FOMC 전뿐만 아니라 9월 FOMC 이후에도 관세 불확실성과 맞물려, 변동성 장세를 여러 차례 마주할 수 있음에 유의해야 한다.

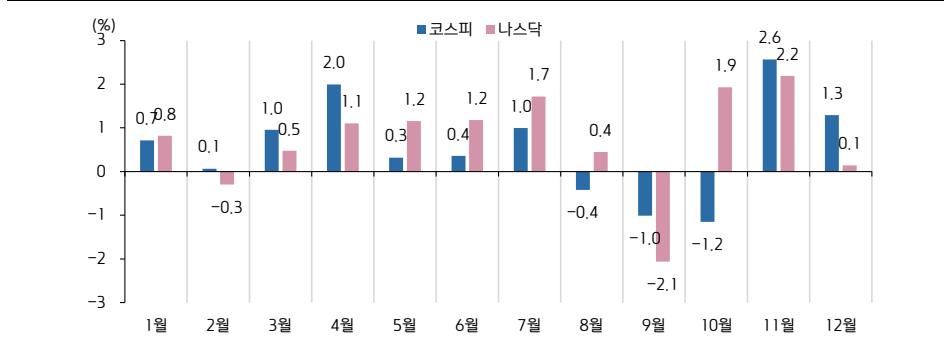
이처럼 매크로 민감도가 높은 상황 속에서 미국 등 주요국 증시의 밸류에이션 부담이 높다는 점도 고민이다. 현재 S&P500의 12개월 선행 PER은 22배를 상회하며 약 20년 이래 최고치를 기록하는 등 밸류에이션 부담이 누적된 상황이다. 이를 극복하고 주가가 상승하기 위해서는 실적 모멘텀이 형성되어야 하지만, 8월 말 중립 이상의 결과를 제공한 엔비디아 실적 이벤트도 종료된 만큼, 2~3분기 실적시즌 공백기인 9월에는 그 모멘텀을 확보하기가 녹록치 않다.

코스피의 경우, PER, PBR 모두 상대적으로 밸류에이션 부담이 크지 않다는 점은 다행이긴 하다. 하지만 코스피 역시 2분기 실적시즌 부진 여파로 실적 추정의 가시성 저하 상황에 직면해있다. 뿐만 아니라 세제개편안을 둘러싼 국내 고유의 불확실성도 떠안은 상태다. 9월부터 시작되는 국회 본회의에서 증시 친화적인 절충안이 나올 가능성이 높긴 하나, 절충안 통과 과정에서 8월처럼 정부와 정치권 사이의 노이즈가 투자자들의 혼선을 유발할 소지가 있다. 결국 관세, 실적, 과세를 둘러싼 사안들은 9월 이내에 교통정리 되기에는 한계가 있을 것으로 판단한다.

결론을 정리하면 이렇다. 9월 코스피는 방향성 탐색 구간에서 머물러 있을 것으로 전망한다(코스피 9월 예상 레인지: 3,000~3,350pt). 잭슨홀 미팅, 엔비디아 실적 안도감에도, 9월 FOMC 불확실성, 관세 충격 미확인 등 맥크로 경계감이 지수 레벨업을 제약할 것으로 판단한다. 다만, 국내 1~2차 상법개정안 통과, 자사주소각 의무화 등 3차 상법개정안 등 단계적인 거버넌스 개선 움직임이 코스피 후행 PBR 1.0배 부근에서 하방 경직성을 부여할 것으로 예상한다.

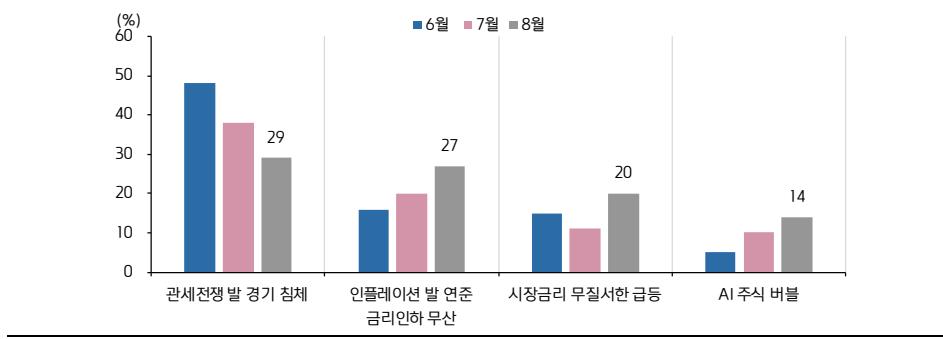
지수 레벨업이 어려운 환경이므로, 업종 대응이 여전히 중요한 시점이다. 8월 중 한 때 조정 압력에 노출됐던 조선, 방산, 은행, 증권 등 주도주들은 내러티브(관세 무풍, 거버넌스 개선 등)가 재차 부각될 수 있다는 점에서 현재 비중을 유지해 가는 것이 적절하다. 또 소외주 내에서는 실적 바닥 통과 중에 있으며 배당 등 주주환원 메리트가 있는 자동차 업종, 연준 금리인하 수혜를 받을 수 있는 바이오 업종의 역시 9월 변동성 장세에서 조정시 비중 확대의 관점으로 접근하는 전략도 추천한다.

2000년 이후 코스피와 나스닥의 평균 등락률: 9월의 부진한 계절성은 이번에도 투자자들에게 심리적인 저항력을 만들어낼 가능성



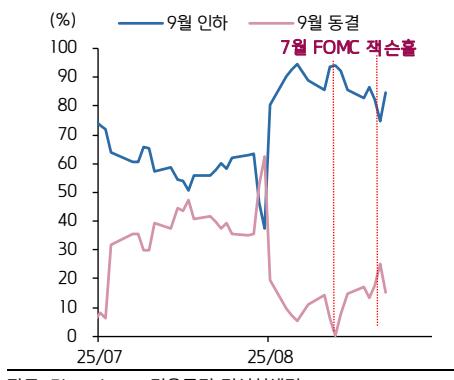
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

글로벌 펀드매니저들이 우려하는 시장의 잠재적인 위험: 관세, 인플레이션, 연준 등 매크로 상리스크를 우려하고 있으며, 이는 9월 주식시장은 매크로 불확실성에서 자유롭지 못함을 시사



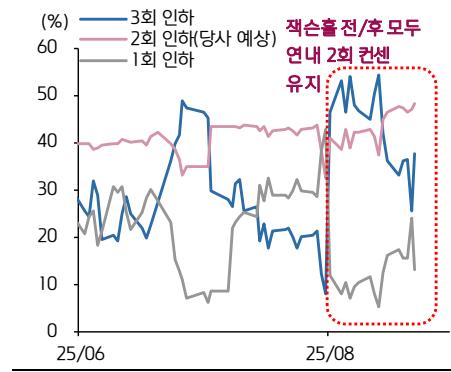
자료: BofA Survey(25.08), 키움증권 리서치센터

9월 금리인하 확률 변화: 잭슨홀 미팅은 안도감을 제공했으나, 9월 금리인하 베팅은 잭슨홀 이전부터 높은 수준이었음



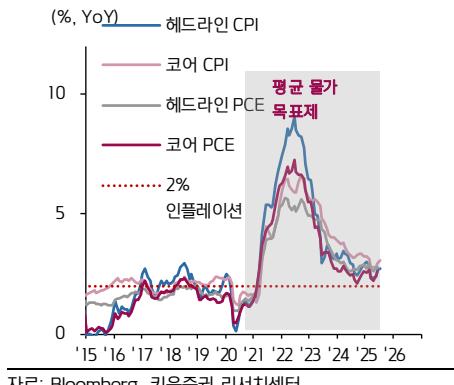
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

연말까지 금리인하 확률 변화: 연준 독립성 논란, 관세 경계심리 등으로 당분간 인하 확률 급변 예상되나, 연내 2회 인하로 중심을 잡고 갈 필요



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국의 인플레이션: 평균 물가 목표제에서 기존 2% 물가 목표제로 회귀 예정. 이전보다 금리인하 강도가 낮아질 수 있음을 예고



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

PPI 유통 마진과 미국 소비자 물가: 7월 PPI 상기업들의 가격 전가가 나타나기 시작했음을 확인. 당분간 인플레 민감도 높을 전망

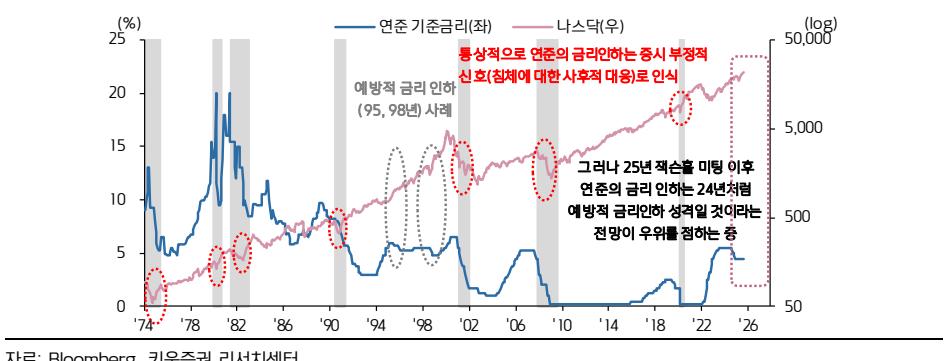


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

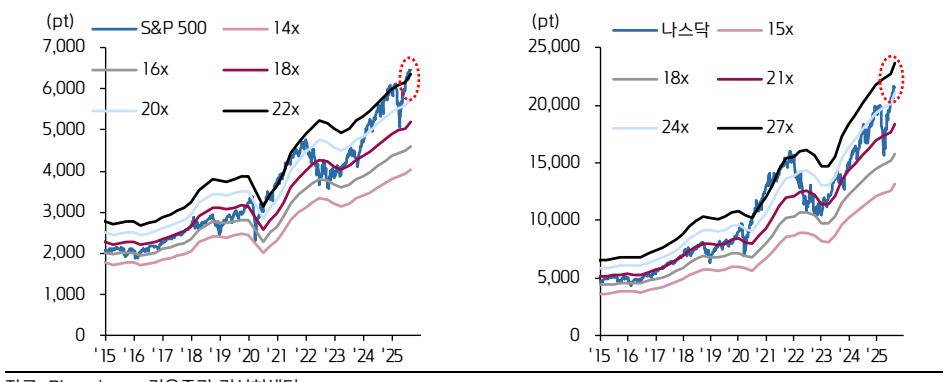
미구 경기 서프라이즈 지수: 여전히 50bp 전망도 거론되고 있으나, 경기 모멘텀이 크게 훼손되지 않았음을 감안 시 연준의 인하 사이클은 9월 25bp 인하부터 시작될 전망



연준 기준금리와 주식시장: 통상 금리인하는 증시 악재(경기 침체 대응) 성격이 짙은 편이었으나, 이번 인하는 작년처럼 증시 호재(보험성 인하)의 성격을 띸 것으로 예상

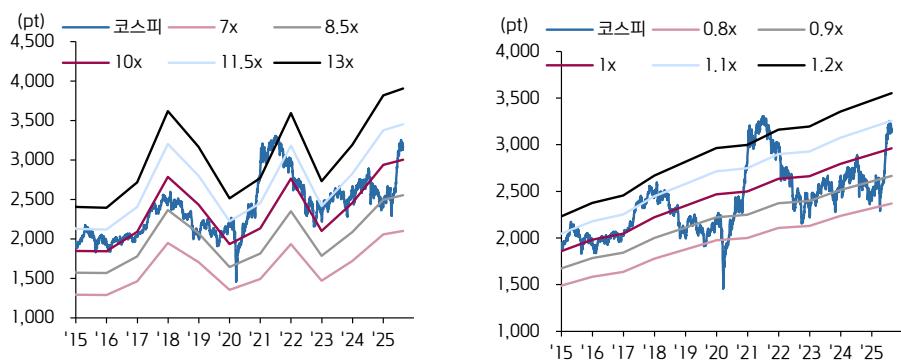


S&P500(왼쪽)과 나스닥(오른쪽)의 선행 PER 밸류에이션 밴드: 단기적으로는 미국 증시 밸류에이션 부담은 해소하고 가야 하는 상황



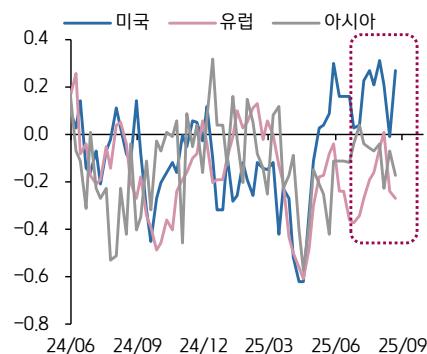
코스피의 선행 PER 밴드(왼쪽)과 후행 PBR 밴드(오른쪽): 미국에 비해 한국 증시는 밸류에이션 부담이 낮은 편이나, 5~6월 중 정책 기대감에서 기인한 리레이팅 재료 대부분 소진. 하방 경직성은 미국

증시에 비해 견고할지라도, 실적 모멘텀이 부재한 만큼 9월 중 상방 압력 제한될 전망



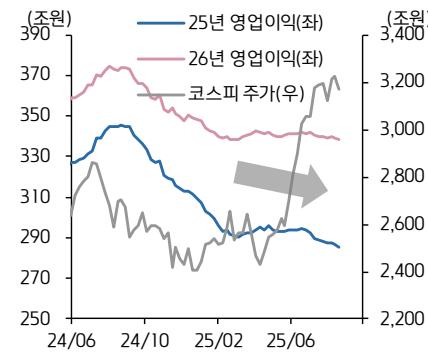
자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

주요국 이익수정 비율: 밸류 부담을 극복하고 위해서는 실적 상향이 필요. 그렇지만 8월 이후 대부분 증시는 실적 모멘텀이 소강



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

코스피의 25, 26년 영업이익 컨센서스: 2분기 실적시즌 부진 여파로 실적 추정의 가시성 저하 상황에 직면. 이를 해소하기 위해서는 10월 예정된 3분기 실적시즌까지 가야 할 것으로 판단



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

국내 주도주들의 주가 변화: 7월~8월 중 수차례 조정압력에 노출됐지만, 관세 불확실성이 재차 높아지고 있는 만큼, 이들 업종 비중 축소 지향



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

국내 소외주들의 주가 변화: 7월 중 그간 수익률 부진을 만회하는 흐름을 보였으나, 9월에는 재차 횡보 흐름 예상



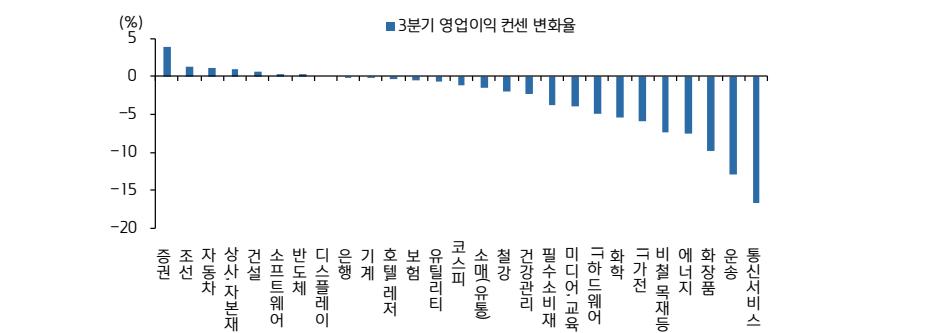
자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

세제개편안의 영향: 이번 세제개편안이 8월 이후 국내 증시의 발목을 붙잡는 부정적인 충격을 가하고 있는 것은 사실. 그렇지만 현 정권의 증시 활성화 및 코리아 디스카운트에 역행하는 정책인 만큼, 9월 이후 국회 본회의 통과 과정에서 시장 친화적인 절충안이 나올 것을 예상

과세 정책	주식시장 활성화 역행	코리아 디스카운트 역행
증권거래세율 인상	거래 비용 증가, 시장 유동성 저하 로 거래 위축	해외 투자자 진입 매력 반감, 해외 자금 유입 저해
대주주 양도소득세 요건 강화	대주주 해당 투자자 증가 → 대주주 요구건 회피하기 위한 매도물량 강화 → 연말 개인 수급 변동성 심화	큰손 투자자 이탈 우려, 국내 시장 유동성 약화
배당소득 분리과세	예상 높은 배당소득세율은 배당 투자의 실질적 혜택을 감소	시장 전반적인 배당 확대 유인 저해

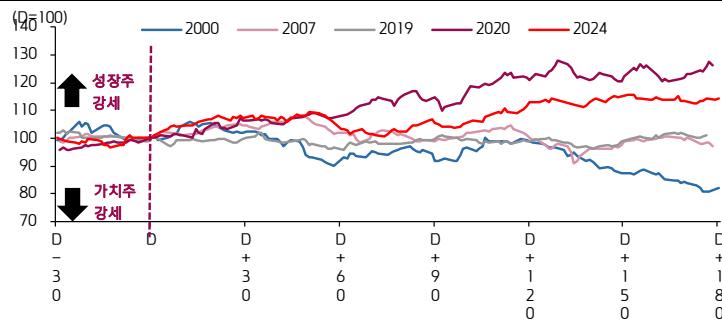
자료: 키움증권 리서치센터

코스피 26 개 업종의 8월 이후 3분기 영업이익 컨센서스 변화: 9월 방향성 부재 국면에서는 실적 가시성이 개선되고 있는 혹은 실적 모멘텀이 살아있는 업종을 대응할 필요. 증권, 조선, 자동차, 기계 등의 업종에 주목. 이들은 외국인과 기관의 수급 부담도 적은 업종이라는 점도 눈여겨볼 부분.



자료: Quantwise., 키움증권 리서치센터

2000년 이후 연준의 금리인하 사이클 돌입 당시, 국내 성장주와 가치주의 상대 성과 비교: 금리인하는 성장주들에게 유리한 환경을 조성할 것이라는 점에서 바이오 등 성장주들에게 9월 중 수익률 개선의 기회가 생성될 전망



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

코스피 조선 업종의 기관, 외국인 순매수



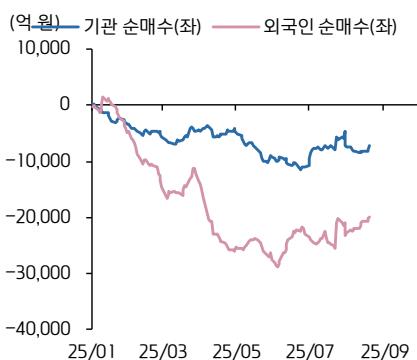
자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

코스피 기계 업종의 기관, 외국인 순매수



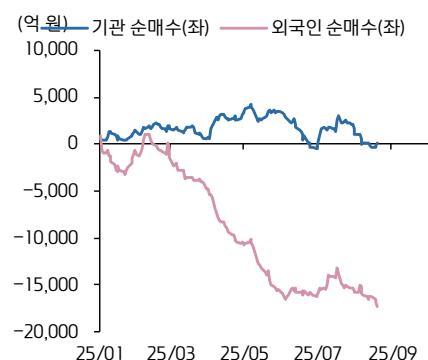
자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

코스피 자동차 업종의 기관, 외국인 순매수



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

코스피 바이오 업종의 기관, 외국인 순매수



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

채권

채권 안예하
02) 3787-5157
yhahn@kiwoom.com

▼ 9월 이후 연준의 선택은



9월 채권시장은 소폭 강세 예상. 10월로 미뤄진 한국은행 금리 인하를 대기하는 가운데 8월 말 예산안 발표 이후 재정정책 불확실성 완화, 9월 미 연준 정책금리 인하 확인 과정 등에 하락 압력 예상. 단, 중앙 은행 독립성 훼손에 따른 변동성 확대에 미국채 금리 하락 제한 예상

9월 채권시장은 소폭 강세를 보일 것으로 전망한다. 미 연준의 9월 금리 인하를 확인하는 과정에서 추가적으로 하락할 여력이 남아있다고 판단한다. 뿐만 아니라 한국 은행의 10월 인하 기대도 유지되는 상황 속에서 8월 말 예산안 이후 불확실성 해소에 따른 장기채 수요 또한 일부 회복될 수 있다는 점도 고려할 필요가 있다.

우선 한국은행은 10월 금융통화위원회에서 기준금리를 25bp 인하할 것으로 전망한다. 대출 규제 정책에 대한 효과와 경기 방향성을 좀더 확인하는 과정을 거친 후 여전히 잠재성장률을 하회하는 성장세를 고려 추가 부양 정책을 취할 것으로 예상한다. 10월까지 추가 인하 기대가 유지되는 상황에서 시장금리는 하방 압력이 유효하게 작용할 것으로 예상한다.

그 가운데 미 연준의 9월 FOMC에서 정책금리 인하 기대도 금리 하락 요인으로 작용할 것으로 예상한다. 미 연준은 9월 FOMC에서 정책금리를 4.00~4.25%로 25bp 인하할 것으로 예상한다. 최근 고용지표의 둔화를 고려하면 미 연준은 고용 추가 위축을 제약시키기 위해서 예방적 차원의 금리 인하를 단행할 것으로 예상한다. 9월 초 발표될 8월 미국 고용과 FOMC 전 발표될 미국 CPI 등에서 서프라이즈 수준이 나오지 않는다면 미 연준의 9월 인하 기대는 유지될 것으로 예상한다. 최근 인하 기대가 일부 축소되기도 했으나, 우려가 확신으로 변화하는 과정에서 시장금리의 추가 하락 여력은 남아있다는 판단이다.

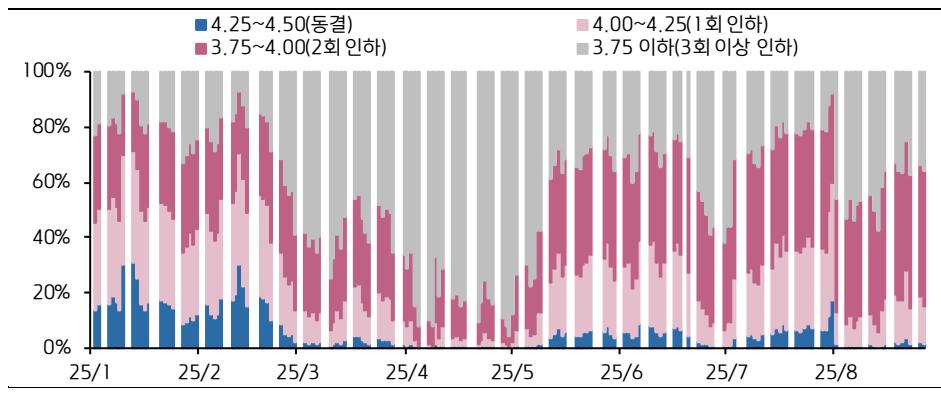
한국의 경우 8월 말 예산안 발표 이후 재정정책 불확실성이 해소되면서 장기채 중심의 매수세가 유입될 것으로 예상되는 점도 강세 요인이다. 재정 확대 기조가 불가피한 상황이나, 세수 확보 노력에 따른 국채 발행이 제약되는 점은 채권시장에 호재로 작용할 것으로 예상하며, 장기채 매수 심리를 회복시킬 요인이다.

한편 월 후반 들어서는 강세폭을 일부 반납할 것으로 예상한다. 특히 9월 미 연준의 금리 인하 단행 이후 추가 인하폭이 제약될 수 있다는 점 등이 시장금리 하락 압력

을 제약시킬 요인으로 본다. 트럼프 행정부의 금리 인하 압박 등에 중앙은행 독립성 훼손 우려 등이 상존하는 가운데, 미 연준은 쿠 이사 해임과 관련해 법원의 결정을 존중하겠다는 입장이며, 법정 공방 시 쿠 이사의 해임이 정당하지 않다는 의견이 우세하다는 점을 고려, 미 연준은 인플레를 중시하는 정책을 고집할 가능성이 있다. 특히 9월 FOMC에서 점도표를 통해 연내 2회 수준의 인하를 유지한다면 9월 이후 추가 인하가 한 차례 정도만 남았다는 점이 시장금리 반등 요인으로 작용할 가능성이 높다.

이를 고려시 9월 FOMC에서 금리 인하를 확인하는 과정에서 금리가 하락할 경우 점차 미국 장기채에 대한 비중을 축소하는 것이 적절하다는 판단이다. 다만 한국의 경우 추가 인하 기대 유지와 재정 불확실성 완화라는 측면에서 대외 금리 상승에 연동해 상승할 경우 분할 매수 접근이 유효하다.

미 연준 FOMC 12 월 정책금리 기대 변화



자료: CME Fedwatch, 키움증권 리서치센터.

주요국 장단기 금리차 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터.

원자재

원자재 심수빈
sb.shim@kiwoom.com

▣ 국제유가, 외교적 이슈에 주목

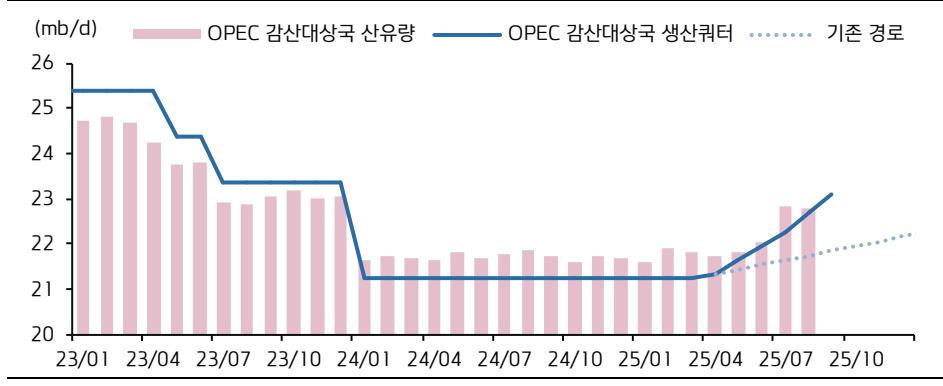


9월 국제유가는 혼재된 이슈 속 보합권에서 움직일 것으로 예상. 계절 수요 종료를 앞두고 있어 수요 불확실성이 가중될 수 있으나, 현재 공급 여건도 변수가 존재하기 때문. OPEC+의 10월 산유량 결정, 러-우 휴전 관련 소식 등이 이에 해당

9월 국제유가는 다양한 이슈가 혼재된 가운데 보합권에서 등락을 보일 것으로 예상 한다. 계절적인 수요가 종료되는 만큼 트럼프 행정부의 관세 정책관련 소식이나 주요 국 경기 전망 등의 이슈에 따라 수요 이슈에 유가가 8월보다 민감하게 반응할 가능성이 있다. 그러나, 만약, 주요 에너지기관 등이 2025년, 2026년 원유 수요 전망에 큰 변화를 주지 않는다면 원유시장 내 과잉공급 우려가 심화되지는 않을 것으로 전망한다.

물론 현재 사우디 등 주요 OPEC+ 산유국이 증산을 지속하는 만큼 원유시장 내 과잉공급 우려는 이어지고 있다. 8월 초 OPEC+는 9월에도 8월과 동일한 규모의 증산에 나설 것으로 발표했고, 그 후 유가도 하락했다. 그러나 10월에도 OPEC+가 증산을 지속할지 여부는 불확실한 상황이다. 당초 발표했던 스케줄보다 빠르게 2023년 산유량을 회복하게 되었고, 원유 수요도 비수기에 들어가기 때문이다. 이에 9월 7일 (현지시간) 사우디 등 주요 산유국의 산유량 결정 회의를 앞두고 공급 불확실성이 부각될 수 있다.

OPEC 감산대상국 생산쿼터와 산유량



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

또한 러시아와 우크라이나 휴전 협상 여부도 공급 불확실성을 높이는 이슈다. 트럼프 미 대통령은 러시아가 우크라이나와 휴전 협상을 진행하지 않는다면 러시아 추가 제재에 나설 것으로 발표했고, 이는 원유시장 내 러시아발 공급 불안을 자극했다. 이후 미국과 러시아의 정상회담 진행, 미국과 유럽, 우크라이나 간 회담이 진행되면서 유가 추가 약세로 연결되었다. 러-우 휴전 기대가 높아지면서 미국의 러시아 제재 우려가 해소되었기 때문이다.

만약, 9월 중 러-우 휴전에 진전을 보인다면, 일시적으로 유가의 추가 약세가 유발될 수 있고, 실제 러시아 경제 제재 완화 등이 어떻게 해결되는지에 따라 하락폭은 달라질 수 있다. 러-우 휴전에도 러시아 에너지 제재 해제는 부재할 경우, 급락 이후 이를 되돌리는 과정이 동반될 수 있다. 그러나 아직까지는 휴전 협상이 당초 기대보다 늦어질 가능성이 높아 보인다. 러-우 휴전 협상을 두고 양국 정상의 이견이 지속되고 있고, 군사적인 공격도 계속 진행 중이다. 이를 고려했을 때, 9월 중 미국의 러시아 추가 제재 우려가 다시 부각될 수 있다. 따라서, 상승과 하락 이슈가 혼재된 상황 속에서 국제유가가 뚜렷한 방향성을 보이기는 어려울 것으로 전망하며, 외교적인 이슈 플로우에 따라 보합권에서 등락을 반복할 것으로 전망한다.

한편, 잭슨홀 컨퍼런스 이후 미 연준의 9월 금리 인하 기대가 강화된 만큼 9월에도 금과 은에 대한 투자 수요는 지속될 것으로 예상한다. 특히 최근 금가격이 크게 움직이지 않는 가운데 은 가격이 가파르게 상승한 만큼, 시장에서 금보다 은에 대한 관심이 높아질 수 있다. 최근 은의 강세는 미 연준의 금리 인하 기대를 기반으로 이전보다 완화된 안전자산 수요에서 기인한 것으로 보인다.

이에 9월 중에도 금과 은은 상승할 것으로 예상하나, 최근 금융시장 내 투자심리 개선 등을 고려했을 때 단기적으로 은에 대한 투자 수요가 금보다 강하게 유입될 수 있다. 러-우 휴전, 미국의 관세 정책 등 안전자산 선호를 자극할 이슈가 남아있기는 하나, 금은 상반기보다 개선된 투자 심리 하에서 상승폭이 제한될 것으로 전망한다.

금과 은 가격 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

▼ FOMC 관망 속 제한적 등락 전망



9월 외환시장은 8월에 이어 뚜렷한 방향성을 잡기 어렵고, FOMC를 앞두고 미국 물가와 고용 지표에 따라 제한적 등락이 예상. 연준은 25bp 금리 인하와 연내 두 차례 인하 전망을 유지할 것으로 보이나, 이미 선반영된 영향으로 달러는 약보합권에 머물 것으로 보이며 달러/원 환율은 1,300원대 후반에서 등락을 보일 전망

8월 외환시장은 글로벌 정치·통화정책 불확실성 속에서 등락을 반복했다. 달러인덱스는 연준의 독립성 논란이 부각되면서 약세 압력을 받았으며 경제지표 혼재된 결과를 보이긴 했지만 9월 연준 금리 인하 전망이 다시 확대되면서 7월 대비 하락했다.

달러/원 환율은 월중 변동성이 확대되며 8월 한때 1,400원을 상회했다가 이후 1,300원 대 후반으로 내려오는 등 뚜렷한 방향성을 잡지 못했다. 이는 대외 불확실성과 국내 수급 요인이 맞물리며 상·하방 압력이 교차한 결과로 보인다. 이에 8월 달러가 약세를 보이며 주요 선진국 통화가 강세를 보였음에도 불구하고 원화는 소폭 약세를 기록했다.

엔화는 상대적으로 강세를 이어갔다. 일본 경제의 예상보다 높은 성장률과 수출 호조가 투자심리를 지지했고, 일본은행의 금리 정상화 가능성에 대한 기대가 일부 반영되면서 달러/엔 환율은 140엔 후반에서 등락했다.

한편, 트럼프 행정부의 연준 인사 개입 시도 등 정치적 리스크가 부각되자 외환시장은 민감하게 반응했다. 이는 달러 약세 요인으로 작용하며 주요 통화 전반에 불확실성을 확대시키는 모습이었다.

미국 기준금리와 달러인덱스,



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

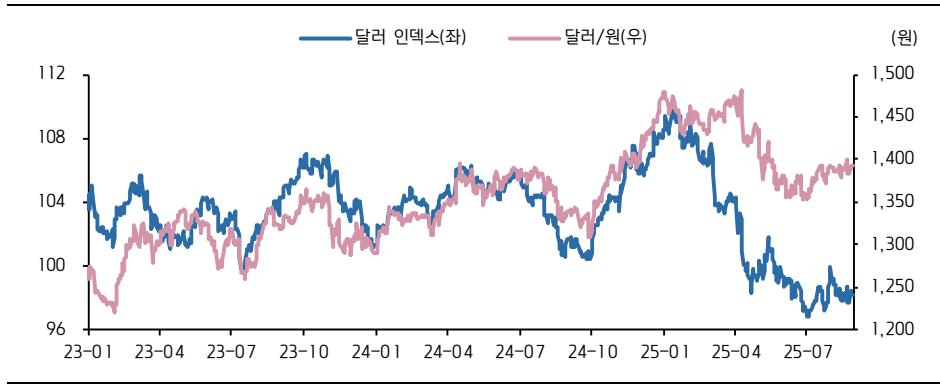
9월 외환시장은 8월에 이어 뚜렷한 방향성을 잡기 어려울 것으로 보인다. 9월 FOMC를 앞두고 미국의 물가와 고용 지표 결과에 시장의 관심이 집중되며, 달러는 제한적인 움직임에 머물 가능성이 크다. 물가가 예상보다 높게 나오거나 고용이 부진하게 발표될 경우 연준 통화정책에 대한 불확실성은 한층 더 확대될 수 있다.

이러한 상황에서 달러는 9월 FOMC 이전까지 관망세를 이어갈 전망이다. 9월 회의에서 연준은 25bp 금리 인하를 단행할 것으로 예상되며, 점도표 역시 연내 두 차례 금리 인하 전망을 유지할 가능성이 높다. 만약, 시장 기대대로 추가 금리 인하가 이뤄진다면 금융시장은 일시적 안도감을 가질 수 있다.

다만, 금리 인하가 실제로 단행되더라도 이미 상당 부분 선반영되었다는 인식과 추가 인하 폭에 대한 기대 약화로 달러는 약보합권에 머물 가능성이 크다. 특히, 관세 여파로 물가가 당분간 높은 수준에 머물 가능성을 감안할 때 연준의 금리 인하 속도가 빠르게 진행되기는 어려울 것으로 보인다.

달러가 좁은 범위 내에서 등락을 보인다면 달러/원 환율 역시 현 수준에서 크게 벗어나지 어려우며, 1,300원대 후반에서 등락을 이어갈 가능성이 크다. 다만, 국내 금융 시장에서 외국인의 자금 매도세가 지속될 경우 일시적으로 1,400원을 상회할 가능성도 배제할 수 없다. 연준의 금리 인하 전망에 따라 금융시장에서는 달러 약세와 달러/원 환율의 하락 기대가 남아 있지만, 이러한 기대는 이미 상당 부분 반영된 만큼 실제 하락 폭은 제한적일 가능성이 높다.

달러인덱스와 달러/원 환율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

자산배분

퀀트/자산배분 최재원

cjw5056@kiwoom.com

▼ 위험 자산에서의 기회 포착



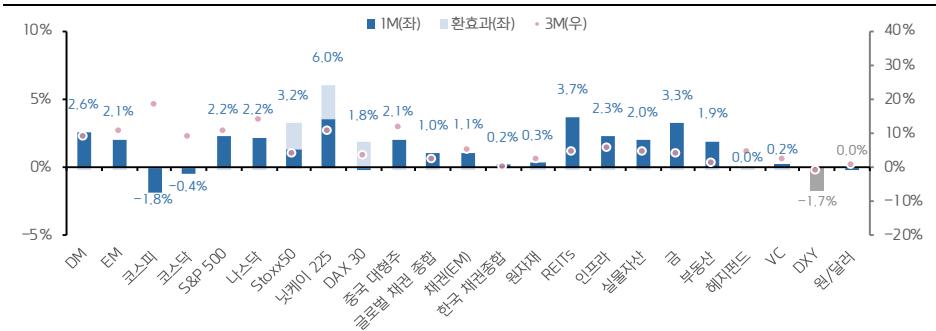
글로벌 금리 인하 기대감이 이어지는 점은 긍정적이나, 기대감 반영 속도를 감안 9월 중 시장금리 방향성은 혼재될 가능성 존재. 따라서, 위험자산 내에서의 선별적 대응을 통해 초과 수익 기회 포착에 주목 할 필요. 특히 글로벌 증시의 성장주 및 대체자산 중심의 우호적인 흐름 전망

8월 글로벌 금융시장은 미국 기준금리 인하 기대감이 재차 부각되면서 위험자산 선호 심리가 회복되는 모습을 보였다. 증시 측면에서는 상반기 동안 벌어졌던 성과 격차를 되돌리는 흐름이 나타나며, 국내 증시와 글로벌 증시의 상대적 위치가 역전되었다. 또한 시중 유동성 환경 개선에 대한 기대가 높아지면서 대체자산의 성과가 두드러진 점도 특징적이었다.

9월 FOMC를 포함해 연내 두 차례의 기준금리 인하가 예상되는 현 상황은 금융시장 전반의 위험 선호 심리를 지지할 것으로 보인다. 다만, 지난 잭슨홀 컨퍼런스 이후 금리 인하 기대가 빠르게 반영된 만큼, FOMC 이후에는 일부 모멘텀이 되돌려질 가능성도 존재한다. 따라서 9월에는 금리 인하 사이클의 수혜가 예상되는 대체자산과 함께 증시 내 선별적 대응을 중심으로 초과 수익 기회를 모색할 필요가 있다.

특히 증시 측면에서는 국가별로 상반된 흐름이 나타나고 있다. 한국 증시는 상반기 증시를 견인한 정책 모멘텀이 제한되며 기간 조정 양상을 보이는 반면, 글로벌 증시는 성장 모멘텀 및 정책 기대감이 반영되며 양호한 흐름을 이어가고 있다. 9월에도 유사한 흐름이 지속될 것으로 예상되는 만큼, 주식에서는 국내보다 글로벌 시장에 더 주목할 필요가 있다고 판단된다.

주요 자산의 최근 1, 3 개월 수익률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

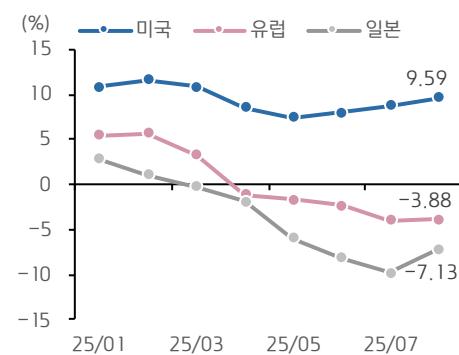
주) 수익률은 8/27 기준

기업 실적 전망을 보다 자세히 살펴보면, 2분기 어닝시즌 이후 주요국 전반의 실적 성장률을 전망이 한 차례 더 하향 조정되었다. 특히 올해 두 자릿수 순이익 성장이 기대되던 한국과 대만의 전망치는 각각 11%, 18% 수준으로 낮아졌다. 낮아지는 경제 성장을 전망과 관세 충격에 따른 수익성 약화를 감안할 때, 하반기 실적 전망도 추가 하향 조정될 가능성이 크다. 중국과 유럽 증시 역시 실적 둔화세가 이어지고 있는 가운데, 일본은 금리 인상 기대에 힘입어 금융 업종과 IT 업종의 실적 전망이 개선되며 역성장 폭을 일부 축소했다.

한편, 글로벌 증시에서 가장 눈에 띄는 부분은 미국 기업들의 실적 성장률 전망이 반등하고 있다는 점이다. 업종별로는 대체로 정체된 흐름을 보이나, AI 테마를 주도하는 대형 기술주의 실적 전망이 상향 조정되면서 증시 전반의 실적 전망을 견인하고 있다. 실제로 미국 증시 전체 성장을 전망에서 M7 기업 혹은 테크·커뮤니케이션 섹터를 제외하면 2025년 순이익 성장률은 한 자릿수 중반으로 낮아지고, 성장 모멘텀 또한 약화된다. 결과적으로 글로벌 증시는 연초 조정을 거친 뒤 다시금 AI 테마 중심으로 양분되는 양상이 강화되고 있다.

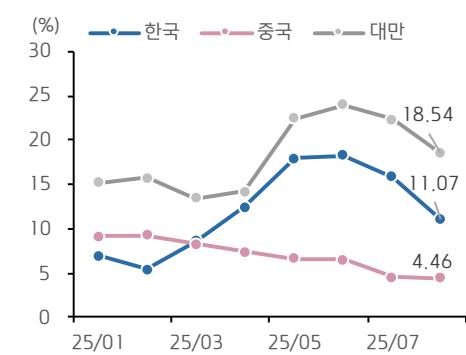
주식과 채권의 상대 매력도를 살펴보기 위해 주요 증시의 주식 리스크프리미엄을 살펴보면, 전반적으로 과거 평균을 밑돌고 있다. 특히 한국은 연초 이후 리스크프리미엄이 이례적으로 빠르게 낮아졌으나, 금리 인하 기대가 시장 금리에 상당 부분 반영된 점을 고려했을 때 9월에는 자산군 전반적으로 혼조세를 보일 가능성이 크다. 미국의 경우 잭슨홀 미팅 이후 금리 인하 기대 확대로 시장 금리가 안정되는 흐름을 보였으나, 9월 들어서는 재료 소멸 인식으로 금리 변화가 제한될 수 있다. 결과적으로 리스크 프리미엄의 변동 여력이 크지 않은 상황에서, 투자자들은 위험자산 중심의 대응을 통해 초과수익 기회를 적극적으로 탐색할 필요가 있다고 판단된다.

주요 선진국 FY25 주당순이익 성장률 전망 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주요 신흥국 FY25 주당순이익 성장률 전망 추이

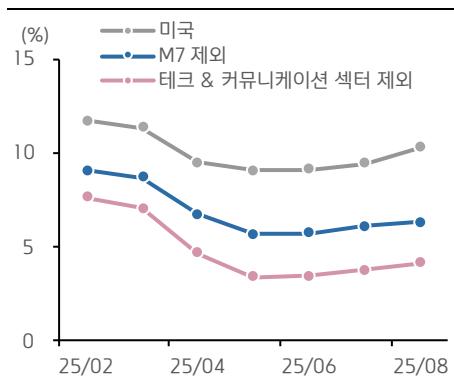


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

ASSET STRATEGY

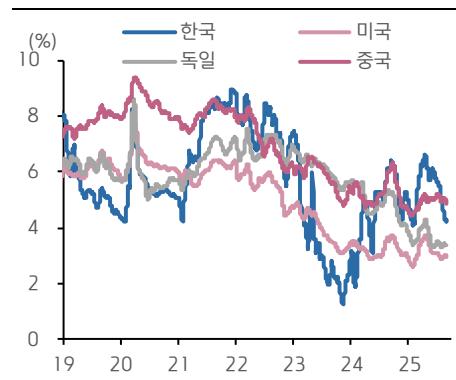
키움증권 투자전략팀 9월 자산전략

미국, 기술 종목군 제외 시 FY25 성장률 전망



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

한국/미국/중국/독일 주식 리스크 프리미엄



자료: Datastream, 키움증권 리서치센터

주) 1개월 이동 평균

9월 주요 일정 정리

2025년 9월 Kiwoom Research Calendar

Strategist 한지영 hjeung@kiwoom.com
Market ESG 이성준 9n70@kiwoom.com

카운승진↗