

리서치센터 투자전략팀 | 2024년 11월 29일

# 12월 월간 전망 : 촉매를 찾아서

투자전략/시황 한지영  
hedge0301@kiwoom.com

퀀트/자산배분 최재원  
cjw5056@kiwoom.com

시황/ESG 이성훈  
shl076@kiwoom.com

키움증권 



## Summary

### I. 전략: 촉매를 찾아서

- 12월은 주가 복원력을 개선시키기 위한 촉매 찾기 국면으로 옮겨갈 전망. 트럼프 2기 정책 불안감의 해소, 12월 FOMC 이후 연준 불확실성 완화 등 정치 나 매크로 상 촉매를 발견해 나갈 수 있다는 점은 긍정적
- 촉매로서 영향력이 가장 큰 “이익” 측면에서는 가시적인 신호가 등장하지 않고 있다는 점이 아쉬운 부분. 반도체, 자동차 등 주력 업종을 중심으로 이익 전망 하향 조정이 지속되고 있기에, 12월 증시 상단에 저항이 생길 전망
- 결론적으로 저점을 높여갈 수 있는 주가 회복력이 상존하겠지만, 2,700pt 내외에서 상단이 제한되는 흐름을 보일 것으로 예상. 반도체, 자동차 등 낙폭과대 수출주(트럼프 피해주)에 주목하는 것도 적절하지만, 바벨 전략 차원에서 금리 레벨 다운의 수혜, 이익 가시성이 높은 업종(바이오, 조선, 기계), 지수 변동성을 방어할 수 있는 업종(금융)에도 비중을 확대해 가는 것을 추천(12월 코스피 예상 레인지 2,420~2,680pt).

### II. 퀀트: 부진한 실적 경로 대응 전략

- 현재 진행 중인 실적 전망의 하향 조정은 오는 연말/연초까지도 지속될 가능성이 높음. 장기적으로 봤을 때, 외국인 수급은 기업들의 실적 전망과 궤를 같이한다는 점에서 12월 역시도 수급 환경이 부진한 가운데 변동성이 높은 장세가 연출될 가능성이 높을 것으로 판단
- 실적 전망 하향에도 주가의 조정 속도가 더 빠르게 연출되며, 최근 5년 평균 밸류에이션(P/B)을 하회하는 업종이 절반 가량 해당. 12월 저점을 점진적으로 높여가는 흐름이 예상되는 만큼, 낙폭 과대 양상을 보이는 국내 대형 수출주에 대한 관심 필요.
- 스타일 측면에서는 실적 모멘텀이 불투명한 구간에서는 이익모멘텀 그리고 고배당 스타일이 양호했던 만큼 해당 스타일의 양호한 흐름 지속 예상. 또한, 변동성 확대 구간 하방 안정성을 확보할 수 있는 대형주 그리고 퀄리티 스타일 중심의 대응 제안



### Ⅲ. 시황: 트럼프 2기, 관세 리스크 점검

- 트럼프 2기 집권을 앞두고 관세 정책 불확실성이 점증. 트럼프의 관세 정책의 목적은 1) 무역적자 개선, 2) 제조업 보호, 3) 무역상대국과의 협상 수단 등으로 판단. 실제로 지난 '18~'19년 무역분쟁 당시 미국 우선주의에 입각해 중국에 대한 고관세 부과 뿐만 아니라 동맹국도 무역 제재 대상으로 포함. 당시, 글로벌 교역 감소 등의 요인으로 수출 의존도가 높은 국내 증시의 이익 전망치와 주가 하락이 컸다는 점이 트럼프 2기 집권을 앞둔 현재 우려 요인으로 작용
- 트럼프의 관세 공약은 1) 중국에 대한 고관세, 2) 보편관세 및 상호관세로 구분. 현행 법규제는 특정국 혹은 특정 품목에 대한 고율 관세 부과가 가능하기 때문에 중국에 대한 고관세 부과는 신속히 추진 가능하나, 보편관세 및 상호관세는 의회의 신규 법률 제정이 필요하기 때문에 단기간 도입 가능성 낮음
- 한편, 보편관세 정책은 주요 무역적자국을 대상으로 한 협상용 수단으로 사용할 것으로 예상. 스무트-홀리법 제정을 통한 보편관세의 시행이 1930년 대공황을 유발한 사례가 있고, 현재 저물가, 저금리, 약달러, 감세, 관세 인상이라는 트럼프 2기의 모순된 정책 조합은 보편관세의 실현 가능성을 낮추는 요인
- 따라서, 현실적으로 전방위적인 관세 인상이 제한된다면, 트럼프 2기 행정부는 인위적인 환율 개입을 통해 약달러를 유도하는 제 2의 플라자합의를 추진할 가능성도 존재



## Summary

- I. 전략: 촉매를 찾아서
- II. 퀀트: 부진한 실적 경로 대응 전략
- III. 시황: 트럼프 2기, 관세 리스크 점검

### Compliance Notice

- 당사는 11월 28일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 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 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.





## 12월 상승과 하락요인 및 그에 따른 증시 대응 전략

상승

**\* 주가 복원력 생성 구간**

- 11월 중 후행 PBR 0.85배까지 하락하는 과정에서 트럼프 리스크 등 대부분 악재 소화
- 2,420pt 부근에서 자율 반등이 가능한 주가 복원력 확보
- 현 시점부터는 반등 촉매를 찾아 나가는 구간

**\* 금리와 달러 정점 가능성**

- 증시 발목을 붙잡았던 달러 강세, 금리 상승 등은 12월 중 레벨다운이 될 것으로 예상
- 12월 FOMC 금리인하 기대, "Bad is Good" 국면에 부합하는 지표 결과 예상

**\* 외국인 순매도 강도 약화**

- 역대급 순매도가 현재 진행 중에 있으나, 시간이 지날수록 순매도 강도가 약화되는 중
- 외국인 코스피 지분율도 역사적 평균을 하회하는 수준까지 단기간에 내려왔다는 점도 추가 순매도 유인을 약화시킬 것

하락

**\* 이익 전망 부진 지속**

- 이익전망 부진세 지속 중이므로, 킬러 급 촉매를 확보하기가 어렵다는 점은 상단 제약 요인
- 한은의 선제적인 서프라이즈 금리 인하의 배경도 트럼프 2기 이후의 충격에 대비한 측면

**\* 트럼프 노이즈**

- 트럼프 2기 정책의 현실성을 신중하게 가능하는 구간에 돌입 하기는 했음
- 그러나 최근 관세 신호탄을 쏘아 올렸듯이, 관련 노이즈 자체는 증시에 남아있을 전망

**\* 11월 CPI 발 단기 변동성**

- 12월 FOMC 자체는 중립 이상으로 소화가
- 그러나 FOMC 직전 예정된 11월 CPI 전후로는 인플레이션 민감도가 높아지면서 단기적인 증시 변동성 유발할 전망

대응 전략

**\* 촉매 찾기 국면**

- 코스피 2,420~2,680pt
- 트럼프 2기 불안감 및 연준 불확실성 완화 등 정치 나 매크로 상 촉매를 발견해 나갈 것
- 촉매로서 영향력이 가장 큰 "이익" 측면에서는 가시적인 신호가 등장하지 않고 있다는 점이 아쉬운 부분

업종 전략

**\* 매크로 부담 완화, 이익 가시성, 변동성 관리**

- 11월 중 금리 상승 및 미국 정치 리스크 선반영하면서 진입 메리트가 높아진 업종인 바이오
- 전반적인 이익 하향이 진행되는 상황에서 수주 모멘텀, 미국발 정책 모멘텀으로 이익 가시성을 유지하고 있는 업종인 조선, 기계
- 월 중 증시 변동성 출현에 대비한 위험관리 차원에서 은행, 증권 등 주주 환원 대상 업종인 금융

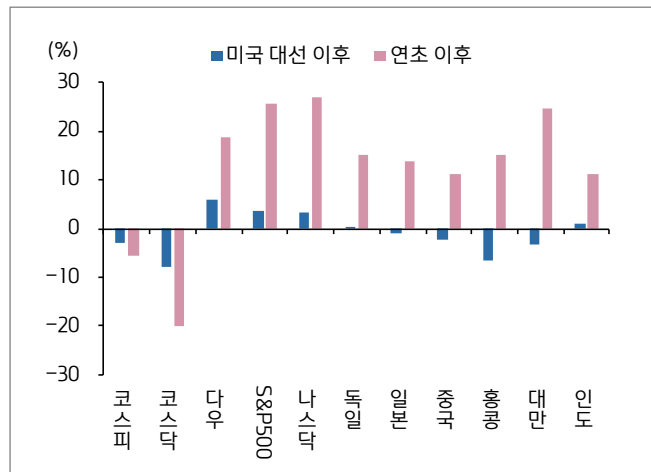
자료: 키움증권 리서치센터

## 01.

## 여느 때보다 유독 체감 상 상실감이 컸던 11월 국내 증시

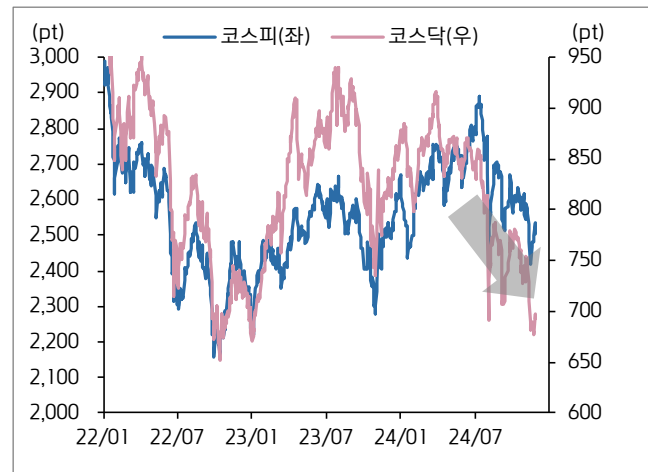
- ▶ 11월 대선 이후 미국 증시, 비트코인과 같은 자산들은 여러차례 신고가 행진을 누려왔지만, 국내 증시는 정반대의 상황이 연출되고 있는 실정
- ▶ 코스피는 2,500pt 내외에서 힘겹게 공방을 벌이고 있으며, 코스닥은 상황이 더 심각한데 같은 기간 주가가 7%대 급락하면서 연초 이후 -20%대의 수익률을 기록(코스피는 -5%대)
- ▶ 달러/원 환율은 1,400원 부근에서 좀처럼 레벨 다운되지 않고 있는 가운데, 미국 증시와의 탈 동조화 현상이 심화됐다는 점도 체감 상 국내 증시에 대한 상실감을 크게 만들고 있는 상황

미국 대선 이후 주요국 증시 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

코스피와 코스닥, 레벨다운을 경험



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 02.

## 국내 증시는 기술적으로도 진입하기가 어려운 국면에 놓여 있는 상황

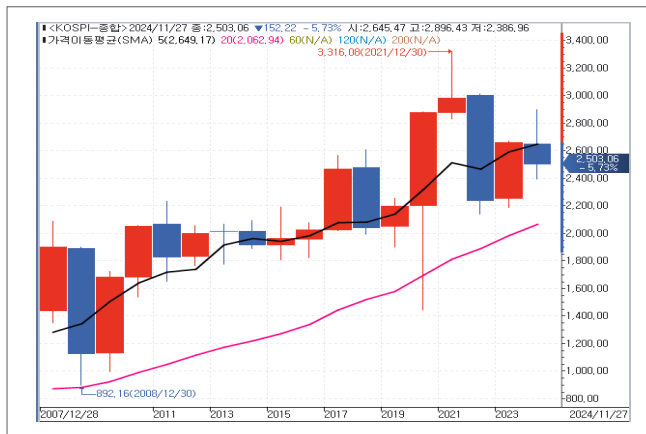
코스피 일간 차트



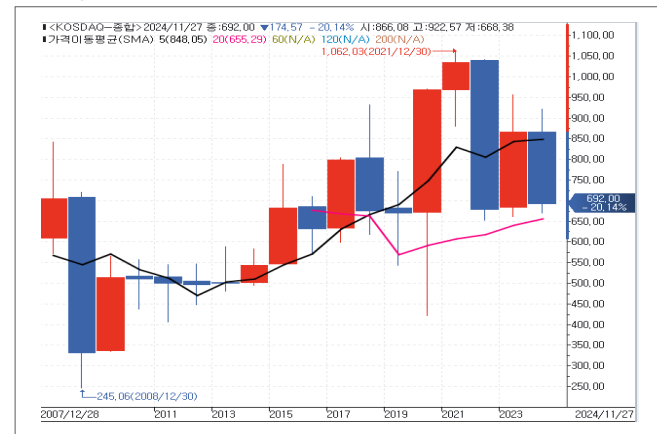
코스닥 일간 차트



코스피 연간 차트



코스닥 연간 차트



자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터

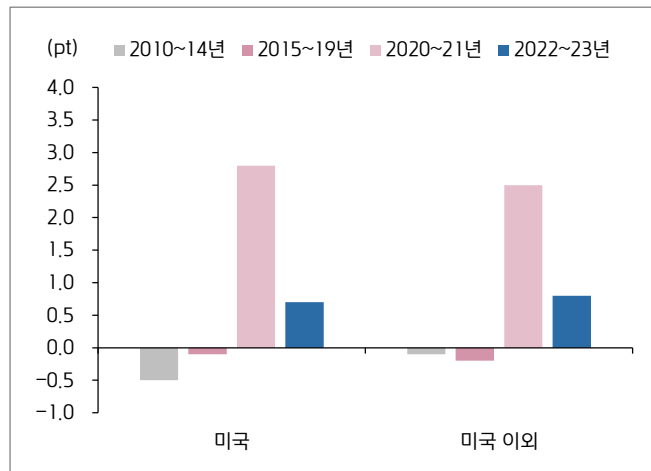


## 03.

## 불확실성의 수위가 높아지는 시대

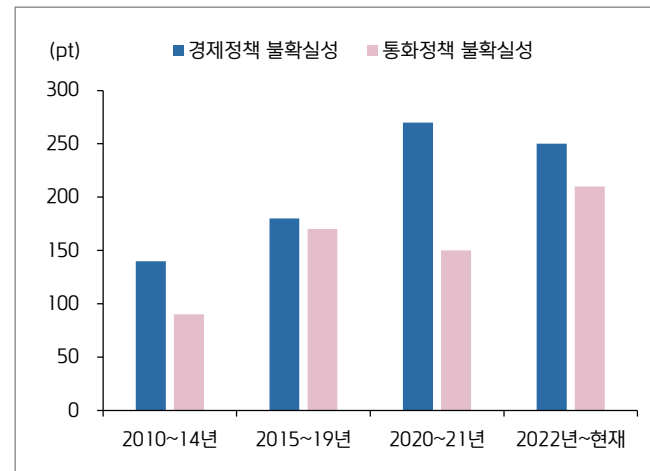
- ▶ 불확실성은 주식시장에 늘 존재해왔으며 필요악과 같은 존재이기는 해도, 시대를 거듭할수록 불확실성의 레벨이 높아지고 있는 현실
- ▶ 불확실성은 금융시장의 혼란, 가계와 기업의 의사결정 지연 등을 초래하면서 주식시장에 변동성을 만들어 낸다는 파급력을 상기할 필요
- ▶ 하지만 이 같은 불확실성 확대에도 11월 중 국내 증시의 나홀로 약세 움직임에 대해서는 아쉬움이 들 수 밖에 없는 게 현재의 상황

미국과 미국 이외 지역의 시대별 정책불확실성 레벨 변화



자료: IMF, 키움증권 리서치센터

시대별 미국의 경제 및 통화정책 불확실성 레벨 변화



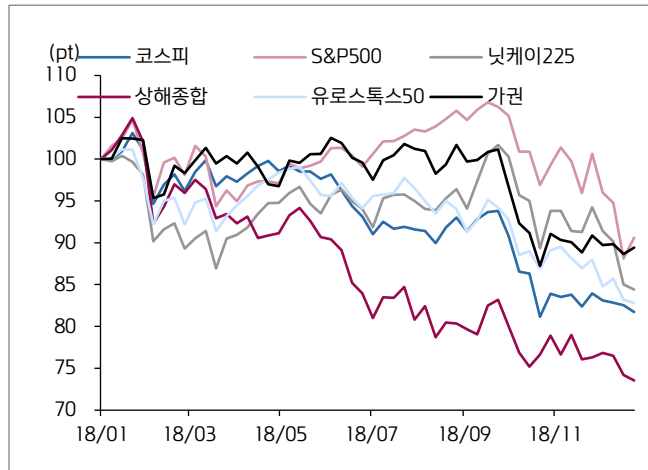
자료: IMF, 키움증권 리서치센터

## 04.

# 학습된 무력감, 트럼프 1기 시절의 부정적인 경험이 되살아나는 듯

- ▶ 한국 뿐만 아니라, 미국을 제외한 다른 국가들도 최근 주가 흐름이 대체로 부진한 편이었음
- ▶ 이는 트럼프 당선 이후 지난 1기 시절에 겪었던 무역분쟁 발 주가 충격이 재현될 것이라는 트라우마가 기제로 작용
- ▶ 더군다나, Red Sweep 구도가 형성된 상황 속에서 국무부장관, 재무부장관, 상무부 장관, 정부효율부(DOGE) 등 주요 요직에 본인의 인물들로 배치했다는 점이 2기 정부에 대한 두려움을 유발
- ▶ 실제로 2018년도 본격화했을 당시에 중간재를 중심으로 수출 및 무역 의존도가 높은 국내 증시가 그해 20% 가까운 주가 급락세를 보이기도 했음(2018년 연간 등락률, 코스피 -17.3%, 코스닥 -15.4%)
- ▶ 하지만 이제부터는 단순 과거의 경험만 가지고 주가 프라이싱 작업을 하는게 아니라, 예상 정책의 현실성을 따져보는 작업을 해나가는 것이 필요

2018년도 미중 무역분쟁 당시 주요국 주가 흐름



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

트럼프 정부의 2기 인선 현황(11월 말 기준)



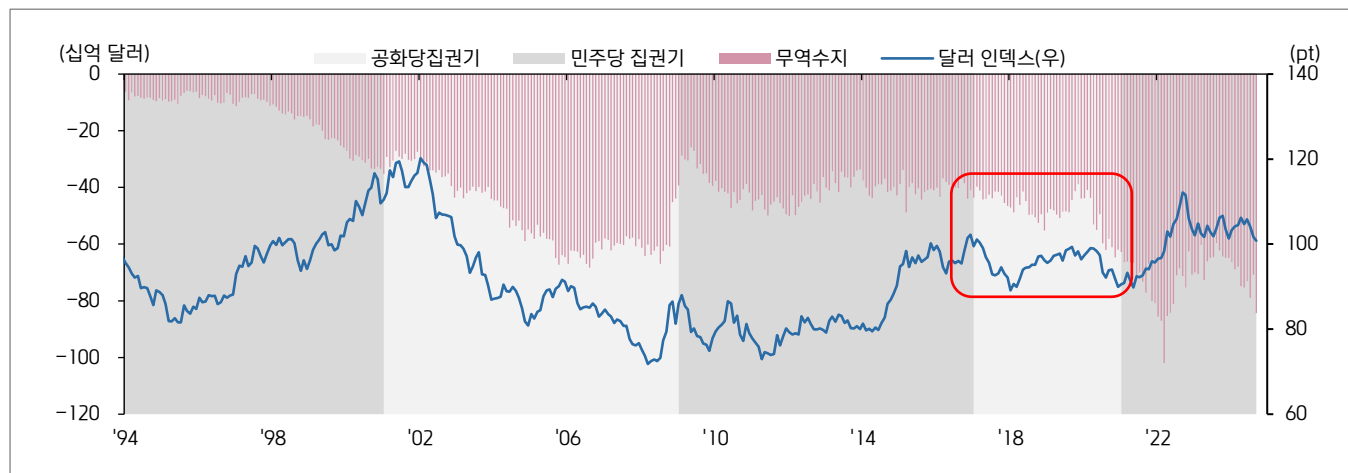
자료: 연합뉴스, 키움증권 리서치센터

## 05.

## 관세로 인한 무역수지 적자 축소는 1기 때 이미 별다를 실효성을 거두지 못함

- ▶ 이번에도 트럼프는 모든 수입품에 10%~20%의 보편 관세, 중국산 수입품에는 60%, 혹은 특정 상황에 따라 그 이상의 관세 부과를 예고하고 있는 상황
- ▶ 뿐만 아니라 부유층 감세, 법인세 인하 등의 조치는 증시 긍정 요인이나, 작용으로 재정적자 심화, 외국인 노동자 추방 등으로 성장을 둔화가 심해질 수 있으며, 인플레이션 상방 리스크도 이전에 비해 높아질 소지
- ▶ 무엇보다 트럼프의 관세정책은 미국의 만성적인 무역적자를 메우기 위한 방편이었지만, 그의 1기 시절 내내 미국의 무역적자는 오히려 확대되면서 실효성을 보지 못했다는 점에 주목할 필요(2017년 미국 무역적자 5,430억 달러→ 2020년 6,260억달러)
- ▶ 이를 감안 시 트럼프 2기의 관세 정책은 프렌드 쇼어링, FTA 등을 위한 협상의 카드로 쓰일 가능성이 높다고 판단

미국의 공화당/민주당 집권기별 무역수지와 달러 인덱스



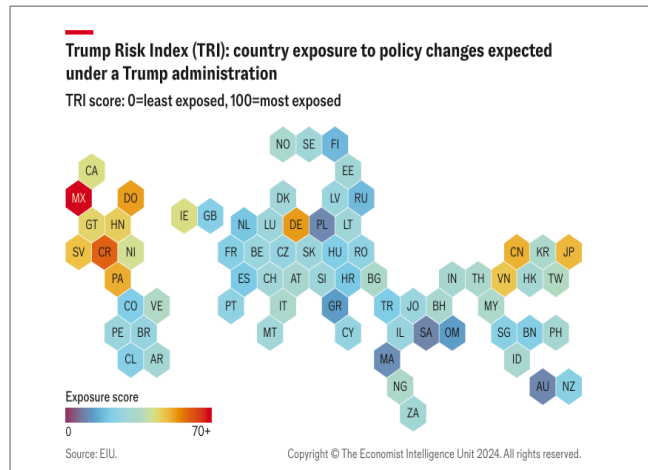
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 06.

## 이번 관세 전쟁은 무역분쟁 1기와 성격이 다를 것, 쇼어링 확대 의도

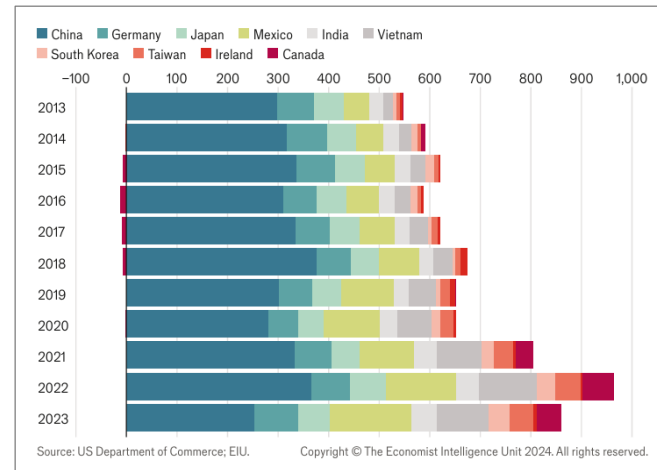
- ▶ 트럼프가 팬타닐 및 불법이민 문제를 해결하기 위해 그 문제의 중심에 있는 국가인 중국(+10% 추가 관세), 멕시코와 캐나다(25% 관세)에게 관세 부과를 발표했음에도, 금융시장의 반응은 우려했던 것보다 부정적인 반응이 크지 않았음
- ▶ 여기서 관세 전쟁의 신호탄을 맞은 상기 국가들은이 대미 무역수지 흑자 국가(수출 비중 높은 국가)의 최상위권에 있으며, 중국을 제외하면 무역수지 흑자 규모가 과거에 비해 늘어났다는 점에 주목할 필요
- ▶ 그와 동시에 20년 팬데믹, 22년 러-우 사태 등을 거치면서 심화된 경기 및 무역 블록화에 대응 하기 위해 쇼어링 정책을 강화시키고 있는 미국의 스탠스를 감안 시, 2기의 관세 정책은 무역적자 해소, 재정 마련 등의 도구보다는 쇼어링을 위한 협상의 카드로 제시할 것이라는 데에 더 높은 확률을 부여하는 것이 타당
- ▶ 또 EIU에서 제시한 무역, 관세, 이민 등의 요인을 종합해 만든 트럼프 리스크 인덱스 상 한국은 중하위권에 있다는 점도 2기 무역분쟁의 폐해가 국내 증시에 미치는 영향이 제한적일 것임을 시사

트럼프 리스크 인덱스(진할수록 트럼프 리스크 높음)



자료: EIU, 키움증권 리서치센터

국가별 대미 무역흑자 상위국들의 연도별 변화



자료: EIU, 키움증권 리서치센터

- ▶ 최근 시장이 경험했던 것처럼, 트럼프(+일론 머스크)의 발언들이 증시에 무역분쟁 노이즈, 인플레이션 노이즈를 증시에 주입시킬 수는 있을 것
- ▶ 하지만 관세, 인플레이션, 재정적자 확대, 친환경 법안 리스크 등 특정 재료에만 주목했던 트럼프 트레이드의 지속성은 약해질 수 있기에, 해당 트레이드 과정에서 취약한 흐름을 보였던 자산군의 가격 복원력이 생성될 것이라는 전제로 대응 전략을 수립해 나가는 것이 적절
- ▶ 이번 대선 이후 가장 주가가 부진했던 한국은 트럼프 리스크 인덱스로 측정한 무역장벽지수가 높은 수준이 아니라는 점도 참고해볼 만 하다고 판단

국가별 트럼프 리스크 인덱스(100에 가까울수록 미국에 대한 익스포저 높음)

	양자간 무역 균형	상호무역추세	경상수지	미국향 수출 민감도	재화 무역 의존도	미국과 FTA 협정	전체 무역장벽 지수
멕시코	99.0	53.9	26.0	70.7	100.0	0	100.0
중국	100.0	49.7	37.1	14.7	16.5	100	76.7
캐나다	52.6	54.7	28.4	100.0	100.0	0	70.4
베트남	78.7	52.2	30.5	8.4	31.4	100	64.4
독일	65.6	52.3	48.4	38.9	10.6	100	55.5
일본	58.3	52.1	40.0	46.1	24.0	100	53.8
대만	49.8	52.4	30.7	7.9	25.9	100	41.3
인도	49.3	51.9	24.1	9.3	18.1	100	37.2
아일랜드	28.6	51.3	62.9	0.0	47.7	100	37.2
한국	44.6	55.6	36.1	62.7	22.9	0	36.5

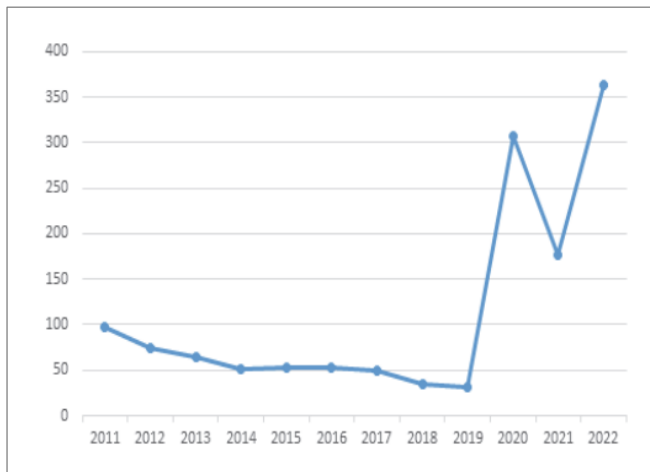
자료: EIU, 키움증권 리서치센터

## 08.

## 트럼프 2.0 시대의 구조적인 변화에서 찾는 기회와 위험 요인

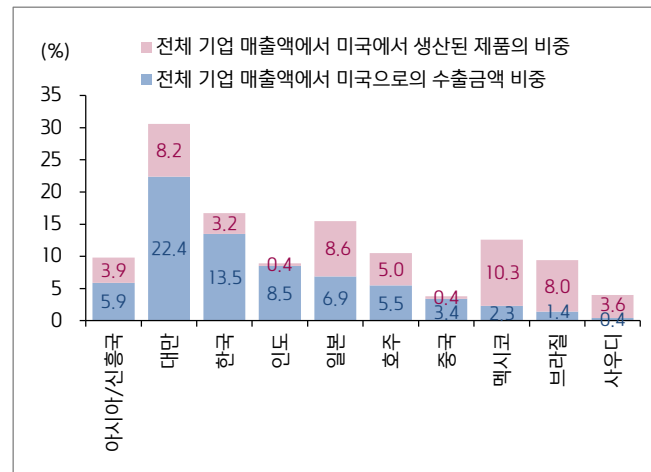
- ▶ 한국 역시 수출 중심으로 돌아가는 주식시장인 만큼, 무역 및 경제 블록화의 리스크에서 자유로울 수 없을 것
- ▶ 최근 전세계적으로 한국과 직접 교역 및 투자 관계를 맺고 있는 국가에서 수출 규제 정책이 시행되고 있으며, 이는 향후 수출업체들의 무역 애로사항 증가, 공급난 직면 가능성 등을 높이는 부분
- ▶ 트럼프 당선 이후 미중 무역 갈등의 골은 더 깊어질 소지가 있음. 그렇지만 전체 기업 매출액에서 미국에 대한 익스포저가 높은 한국, 대만, 일본 등 주요 아시아 국가들에게는 이전 트럼프 1기 시절에 겪었던 것에 비해 그 충격이 제한될 것으로 판단

2011~22년 전 세계 수출제한 및 수출통제 조치 건수



자료: 대외경제정책연구원, 키움증권 리서치센터

각국의 전체 기업 매출액에서 미국에 대한 익스포저 현황

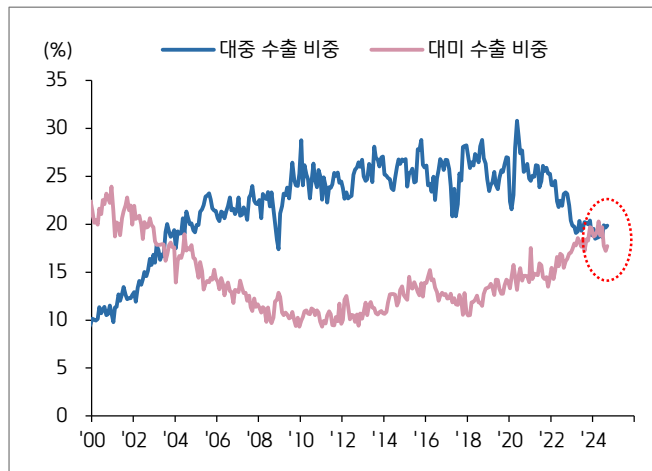


자료: Morgan Stanley, 키움증권 리서치센터



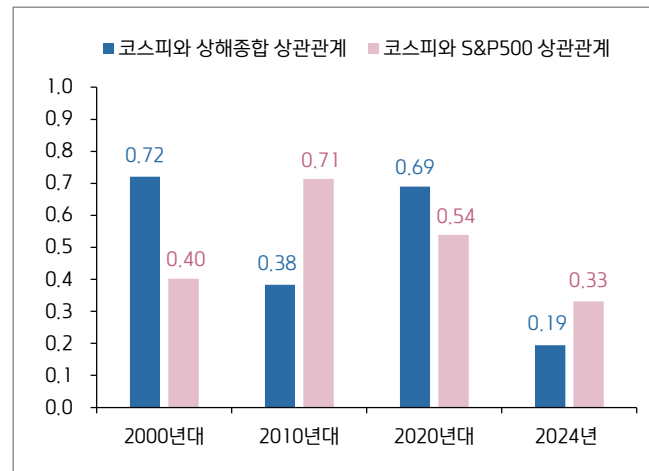
- ▶ 실제로 지난 2004년 이후 약 20년간 한국의 대중 수출 비중이 대미 수출 비중보다 높은 구조가 이어졌지만, 2024년을 기점으로 대미 수출 비중이 재차 역전을 한 상태
- ▶ 그만큼 미국 경제와 주식시장에 대한 의존도(or 상관관계)가 높아지고 있음을 의미하며, 이 같은 변화가 최근 고환율(1,300원대 이상) 현상이 이전만치 국내 경제와 주식시장에 부정적인 파급력이 제한되는 원인 중 하나(+ 가계, 기업의 해외 직접투자, 해외주식 투자 증가)
- ▶ 다른 한편으로는 2024년 9월 이후 인민은행의 대규모 부양책 이후 경기 진반등 기대감 및 주식시장 급등을 경험하고 있는 중국발 낙수효과가 향후 국내 증시에 미치는 영향력이 낮아질 것임을 시사

한국의 중국향 수출 및 미국향 수출 비중 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

코스피와 상해종합, S&amp;P500의 상관관계 변화



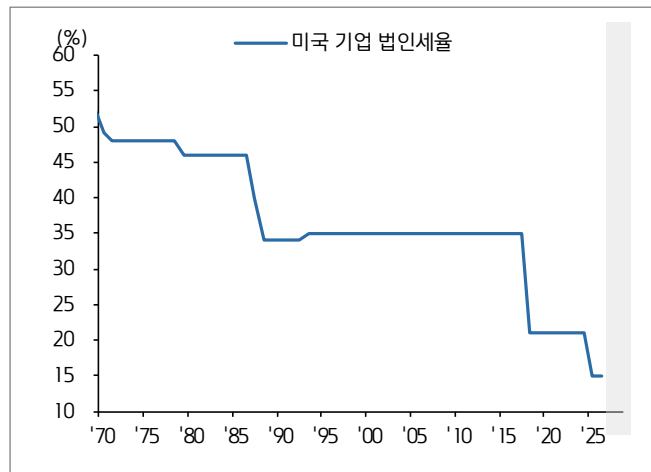
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 10.

## 트럼프 2기의 정책 추진력, 현실성 고려 시 우려보다 충격이 적을 가능성

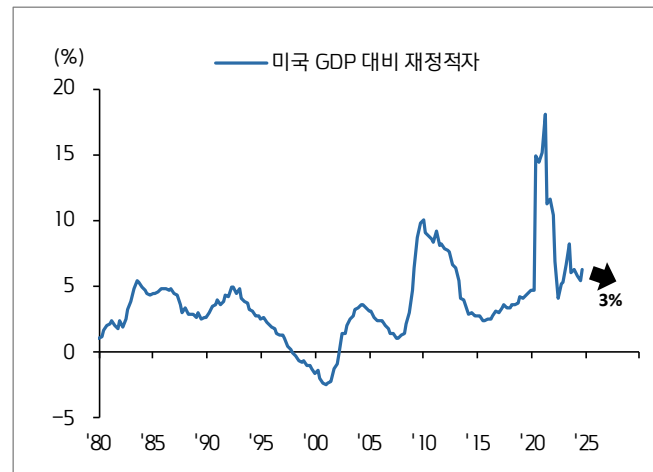
- ▶ 현재 시장이 우려하고 있는 것에 비해 2기 정책의 추진력이나 부정적인 파급력은 생각보다 크지 않을 가능성
- ▶ 현재 공화당 내부에서는 트럼프가 공약으로 내세운 법인세, 소득세 인하, 초과근무수당 등 세금 관련 공약을 수정하는 게 불가피하다는 의견들이 나오고 있기 때문
- ▶ 25년 만료 예정인 세금 감면 조치를 연장 여부 문제가 대표적. 이를 연장할 경우, 10년 동안 약 4조 달러의 비용이 발생할 수 있으며(CBO 추정), 이를 메우기 위해서는 IRA 예산 축소(5,000억달러 확보 가능)만으로는 부족하기에 감세 규모를 축소하는 방안이 제기되고 있음
- ▶ 차기 재무장관으로 지목된 스콧 베센트가 제시한 “GDP 대비 재정적자 3% 이내로 축소” 정책은 재정적자 확대에 따른 국채 발행 물량 증가를 억제함과 동시에 시장금리의 구조적인 상승을 제어할 수 있는 부분(24년 3분기 말 미국의 GDP 대비 재정적자 비율은 6.2%대, 무디스 추정에 의하면 향후 5년간 7%대 예상)

미국의 법인세율 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

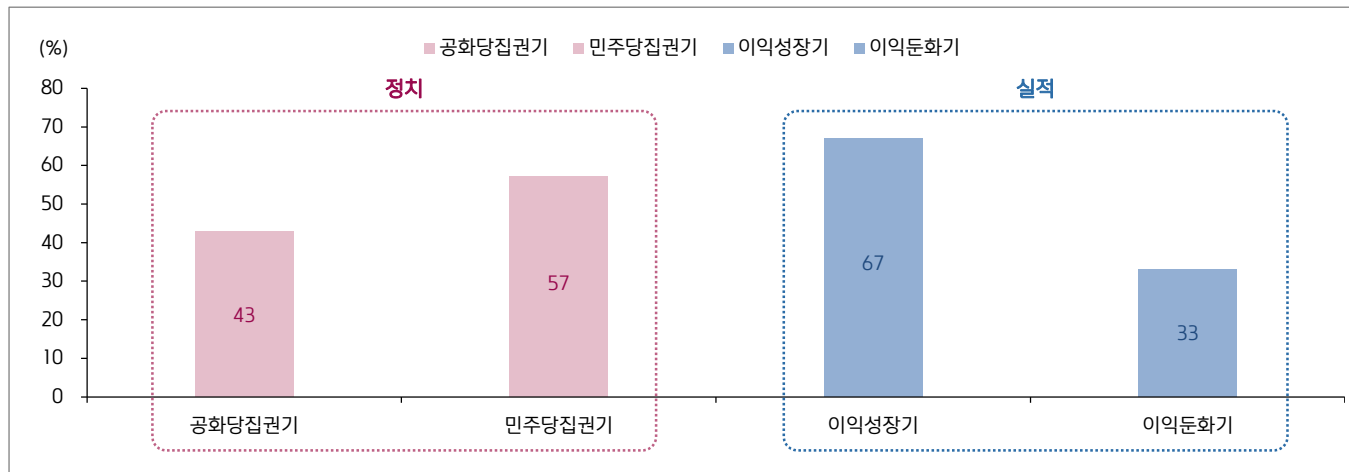
미국의 GDP 대비 재정적자



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 11월 미국 대선에서 누가 당선되는 냐에 따라 관련 트레이드를 하는 것은 적절한 대응 전략이지만, 단기에 국한하는 것이 타당하다고 판단
- ▶ 중기적인 시각에서 봤을 때, 주가의 본질적인 흐름을 결정하는 것은 이익, 매크로에 달려 있기 때문
- ▶ 10월 말 블룸버그의 서베이에서도 연말까지 주식투자에 가장 중요한 요인으로 대선 결과(응답률 39%)보다 이익(응답률 45%)이 1순위로 지목됐다는 점을 참고(연준의 금리인하 강도는 16%로 3순위)
- ▶ 또 1923~2023년까지 미국 S&P500이 플러스를 기록했을 때의 요인을 분해해보면, 공화당 집권기(43%), 민주당 집권기(57%)보다 기업 실적 증익 사이클(이익성장기, 67%) 등 실적 그 자체가 주가 상승의 주된 촉매였다는 점도 눈여겨볼 만한 요인

1923년~2023년까지 연간 수익률이 플러스(+)를 기록했을 때의 요인 분해

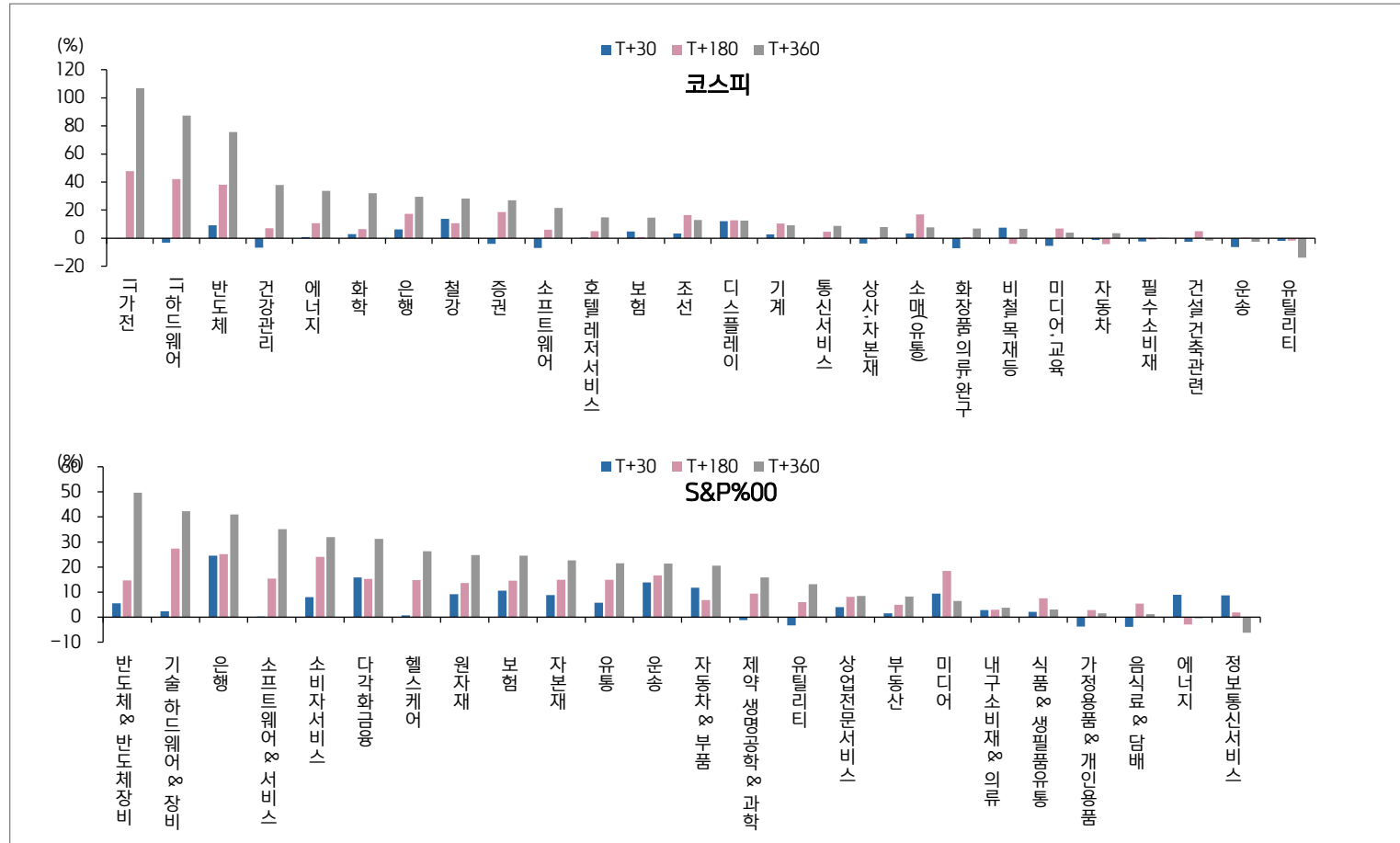


자료: Bloomberg, BofA, Factset, 키움증권 리서치센터

## 12.

## 트럼프 1기 시절 업종 수익률: 정치보다 주가의 큰 줄기는 업황과 매크로

2016년 11월 트럼프 당선 이후 30일/180일/360일 동안 코스피와 S&P500의 업종별 수익률 변화

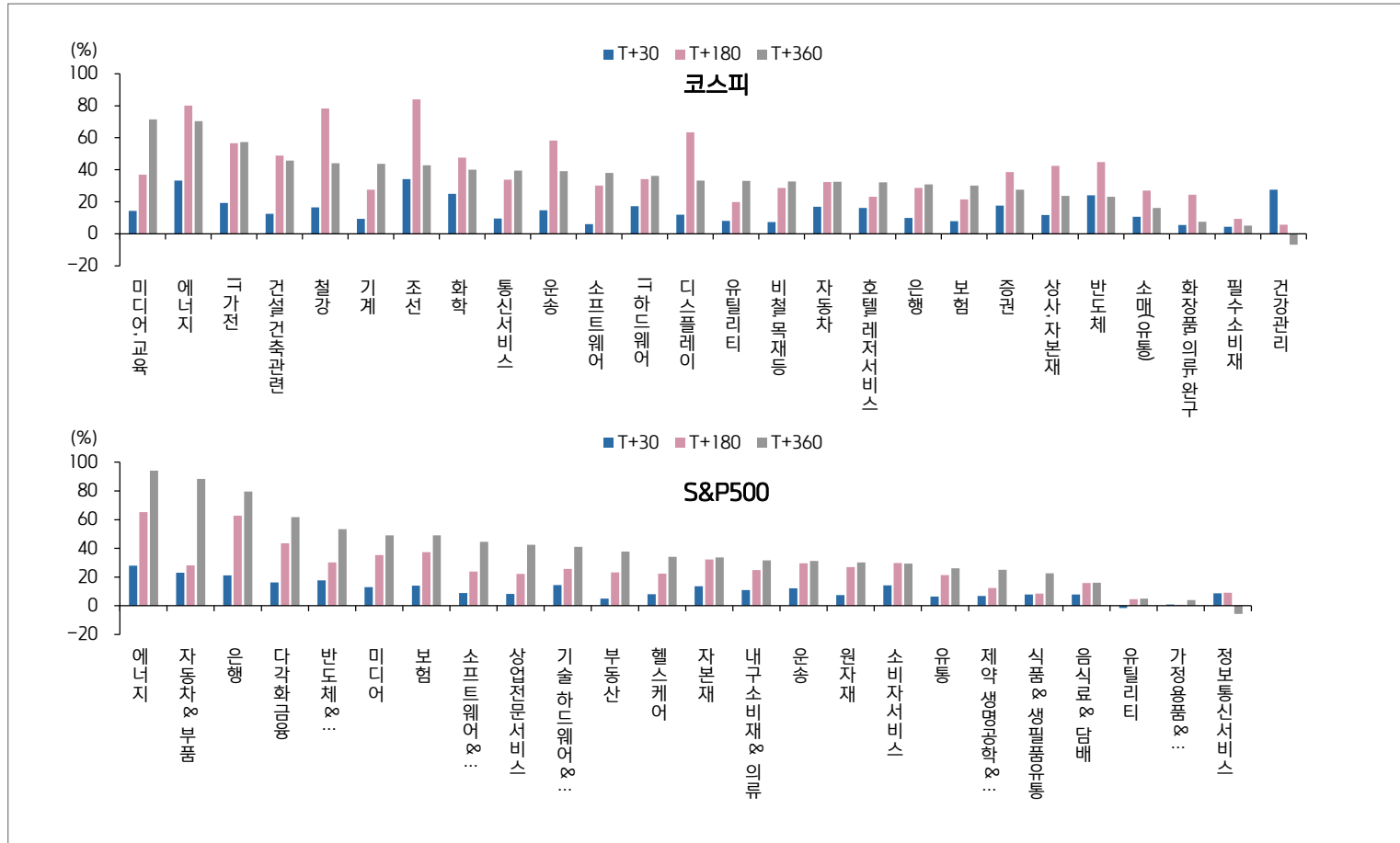


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 12.

# 바이든 임기 시절 업종 수익률: 정책 변화보다는 외생변수에 더 영향

2020년 11월 바이든 당선 이후 30일/180일/360일 동안 코스피와 S&P500의 업종별 수익률 변화



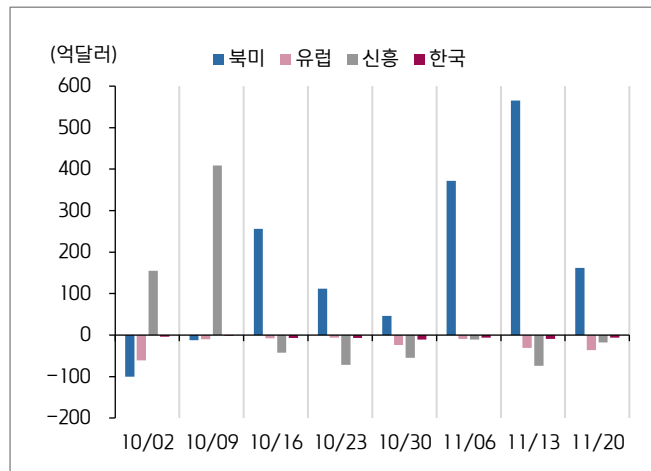
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 13.

## 미국 우선주의 &amp; 미국 독주 현상이라는 내러티브 악화될 가능성

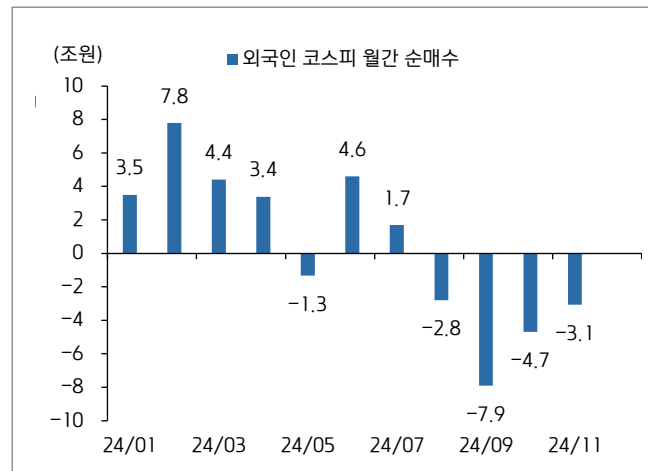
- ▶ 현재까지도 미국 증시로의 자금 유입 추세는 지속되고 한국 등 여타 국가에서는 자금 이탈이 일어나는 흐름은 이어지고 있는 분위기
- ▶ 이 같은 자금흐름을 초래한 배경은 트럼프 2기 출범 이후 관세정책 불확실성에도 법인세 인하, 재정 부양책, 규제 완화 등이 만들어낸 낙수효과가 미국 기업들에게만 집중될 것이라는 기대감에서 기인
- ▶ 하지만 2018년 트럼프 1기 시절에도 당시 미국 주식시장도 연말로 갈수록 한국, 중국 등 어느 다른 국가 증시와 마찬가지로, 무역분쟁의 충격에서 자유롭지 못했다는 점을 상기해볼 필요
- ▶ 또 상기 논의한 것처럼, 트럼프 2기에 예상되는 정책과 파급력이 크지 않을 수 있는 만큼, 12월에는 미국 우선주의 & 미국 증시 독주라는 내러티브가 악화될 가능성

글로벌 주식형펀드의 지역별 자금 유출입



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

외국인 코스피 월간 순매수: 4개월 연속 순매도



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

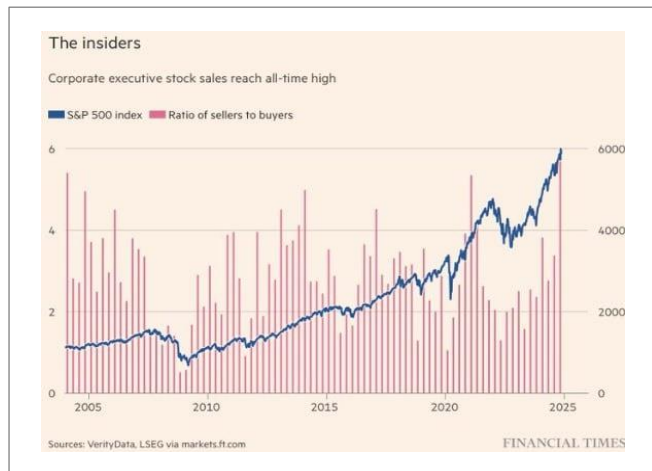


## 14.

## AI 사이클 주도, 이익 성장 우위 등은 여전하나, 미국 증시의 과열론 대두

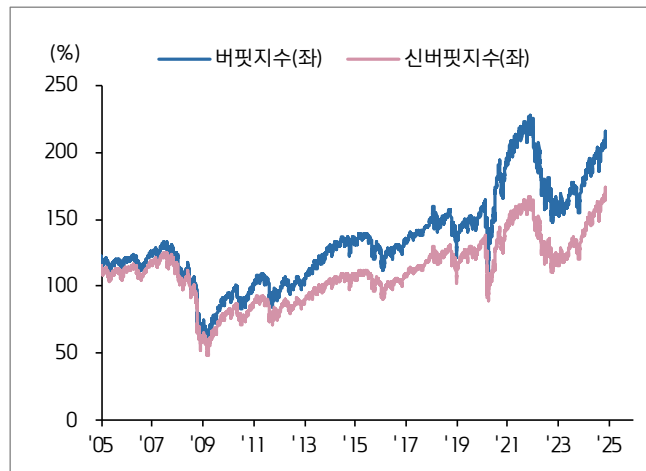
- ▶ S&P500의 내부자 매도/매수 비율은 사상최고를 경신하는 등 최근 미국 증시가 독주를 하는 과정에서 내부자들의 매도건수가 급등하고 있는 상황
- ▶ 버핏지수로 알려진 미국 증시 시가총액/GDP 비율은 11월 현재 210%대로 '21년 말 최고치(225%) 수준에 육박. 물론 버핏지수의 실효성이 약해진 것은 사실. 2008년 이후 연준이 경제와 주식시장에 미치는 영향력이 큰 폭 됐기 때문(연준의 정책은 경제주체들의 소비와 투자에 큰 영향)
- ▶ 이를 감안해 버핏지수의 분모를 구성하는 GDP에 연준 총자산을 더한 신버핏지수로 계산한 결과, 11월 말 현재 170%대로 역사적 고점에 도달했다는 점도 단기적으로 미국 증시의 과열 논란을 초래할 소지

미국 증시의 내부자 매도/매수 상대강도



자료: FT, 키움증권 리서치센터

버핏지수와 신버핏지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주1: 버핏지수=월세5000시가총액/GDP

주2: 신버핏지수=월세5000시가총액/GDP+연준 총자산

## 15.

## 현 시점에서 주가 하락 벤틱은 업사이드 리스크 발생 가능성 높아

- ▶ 미국 증시는 과열론이 대두되고 있는 반면, 1월 미국 대선 이후 현재까지도 국내 증시에 대한 비관론만 일색인 상태. 그러나 시간이 지날수록 그 비관론의 수위는 점차 낮아질 것. 지난 11월 15일 코스피가 2,400pt를 하회하면서 후행 PBR 0.85배라는 역대급 수준의 저점 레벨을 기록한 경험이 있기 때문
- ▶ 후행 PBR 0.85배는 상징적인 레벨로 볼 수 있으며, 과거 코스피 PBR이 0.85배를 하회했던 사례는 '19년 9~10월(무역분쟁, MSCI 비중 축소), '20년 3년(코로나 팬데믹), '22년 9~10월(러-우사태, 연준 긴축), '23년 1월(중동 불안, 이익 둔화, 연준 불확실성) 등 소수에 불과
- ▶ 당시와 현재는 연준의 통화정책이나, 2기 무역분쟁의 예상강도, 수급 등 차별점이 존재. 또 8월 5일 블랙먼데이 조차 0.87배 레벨까지 하락하는데 불과했으며, 당시 미국 침체, 엔-캐리 청산, AI 버블 등 최악의 3개 사건이 일어날 것이라는 가정이 반영됐지만, 현재 위기의 수위는 그에 미치지 못하고 있다고 판단(11월 27일 기준 0.88배)

후행 PBR 0.85배는 예상 가능한 악재를 일시에 선반영한 레벨



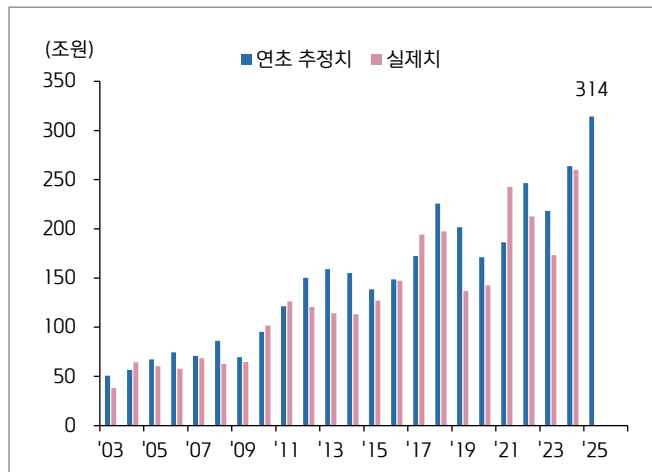
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 16.

## 이익이 가장 큰 촉매이나, 하향조정이 계속되고 있는 상태. 그렇지만...

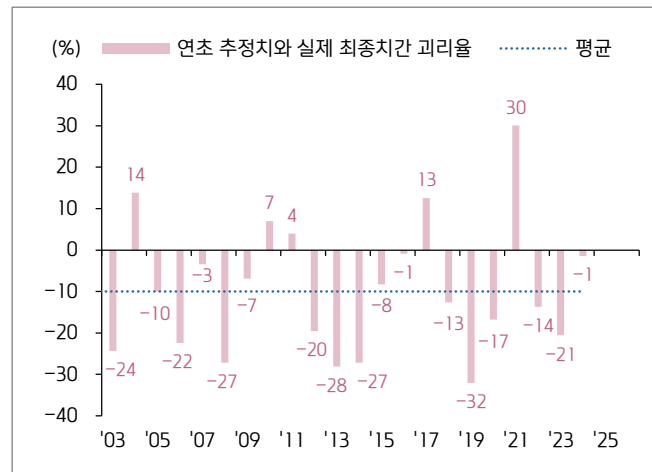
- ▶ 주가가 바닥에서 탄력적인 상승을 하기위한 촉매로 이익만한 것이 없기는 함. 하지만 코스피의 12개월 선행 영업이익 증가율(YoY)은 4월 41%에서 고점을 형성 후 11월 말 현재 21%대로 둔화되고 있는 실정.
- ▶ 증시 역사를 돌이켜봤을 때, 연초의 이익 전망치를 실제 실적이 충족하거나 상회했던 사례는 2010~2011년(차화정 사이클), 2017년(반도체 슈퍼사이클), 2021년(판데믹 이후 대규모 부양 효과), 2024년(AI 사이클, 금리인하 기대감) 등 소수에 불과
- ▶ 연초에 기업 이익이 “올해에는 좋을 것”이라는 낙관적인 편향을 가지고 시작한 채 연말까지 시간이 지날수록 내부 및 외부 요인들의 변화, 실제 기업들의 분기 실적들을 확인해 가면서 현실성을 반영하는 것이 일반적이며, 이는 연초 대비 이익 전망 하향으로 귀결되는 패턴을 만들어 낸다고 판단
- ▶ 2025년의 경우의 연초 추정치와 추정치 간 평균 괴리율(약 10%)에 수출 모멘텀 둔화 vs 금리인하의 실물경제 효과, 유동성 증대 등을 반영해보면, 약 7~10% 수준의 하향 조정에 그칠 것으로 판단

연도별 코스피 영업이익 추정치와 실제 수치 비교



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

연초 추정치와 실제 수치 간 괴리율



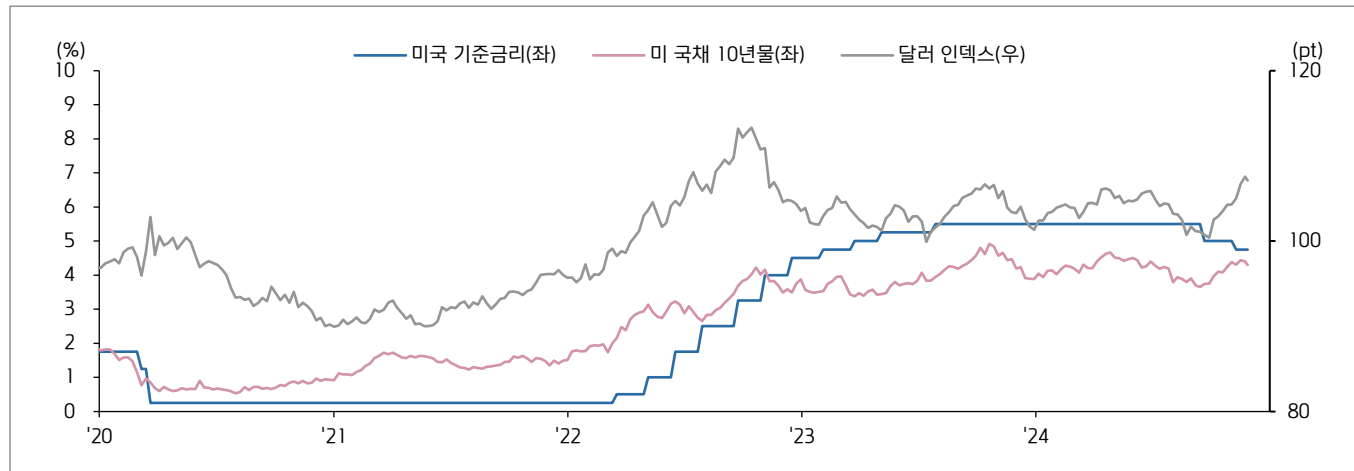
자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

## 17.

## 달러 강세와 금리 상승, 제동장치는 확보할 수 있을 것

- ▶ 다른 쪽에서 부분적인 촉매를 찾아야 하며, 최근 시장을 불편하게 만들고 있는 달러 흐름에서 찾아볼 수 있다고 판단
- ▶ 금융시장 참여자들 사이에서도 달러 강세에 대한 공감대가 형성되고 있음. 최근 블룸버그의 전문가 서베이(조사기간 11월 18~22일)에 의하면, 현시점부터 1개월 뒤에도 달러강세가 지속될 것이라는 응답비율이 70%를 차지하고 있는 것으로 집계. 또 향후에도 달러 강세를 지지하는 촉매로 “관세 리스크(39%)”가 1순위로 지목되고 있으며, “금리 상승(33%)”, “미국 성장률의 독주 (28%)”가 2,3순위를 차지하고 있는 것으로 드러난 상황
- ▶ 관세 리스크 이외에도 금리 상승과 미국 경기 독주가 달러 강세를 초래한 또 다른 본질적인 요인이라고 가정한다면, 현 시점에서 달러의 추가 상승 압력도 크지 않으며, 정점 또한 멀지 않았을 가능성

최근 증시를 불편하게 만드는 것은 달러 강세, 금리 상승, 12월 중 레벨다운 가능할 전망



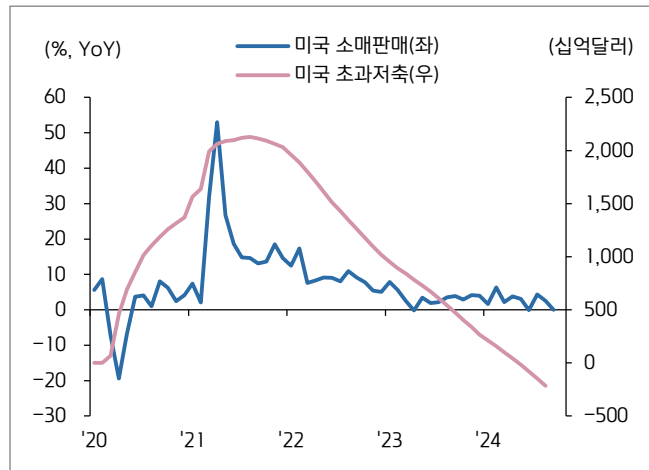
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 18.

# **매크로와 정치 변수의 부정적인 파급 효과의 수위는 낮아질 전망**

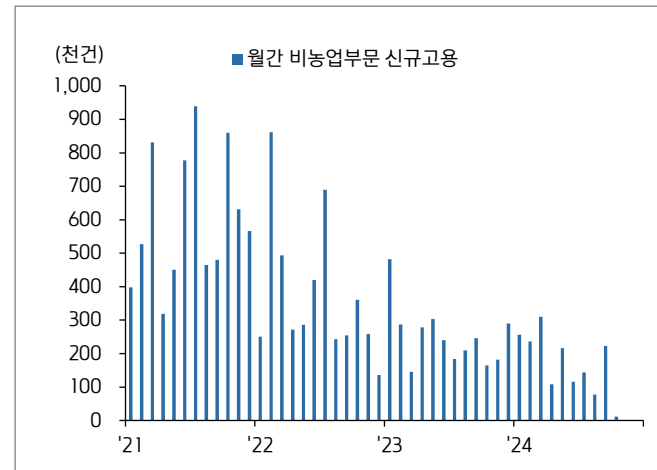
- ▶ 최근 금리 상승에 인플레이션 불확실성, 연준의 12월 동결 가능성 등이 개입되면서 달러 강세를 초래한 측면도 있다는 점을 감안 시, 12월 FOMC(당사는 25bp 인하 예상)를 통해 달러 강세의 되돌림 재료를 확보할 전망
- ▶ 경기 측면에서도, 최근 지역 연은 제조업 PMI 둔화, 연속실업수당청구건수의 상승 등을 고려하면, 12월 중 발표 예정인 ISM 제 조업 PMI, 비농업 고용 지표를 통해 미국 경기 독주라는 내러티브도 약해질 소지
- ▶ 결국 미국 정치 및 매크로 상 변수들은 주가 방향성에 추가적인 영향력을 행사하기 보다는, 단기적인 주가 진폭을 키우는 단계로 수위가 낮아질 것이라는 전제를 향후 증시 대응 전략에 반영해 나갈 필요

미국 소매판매와 초과저축



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국의 비농업부문 고용



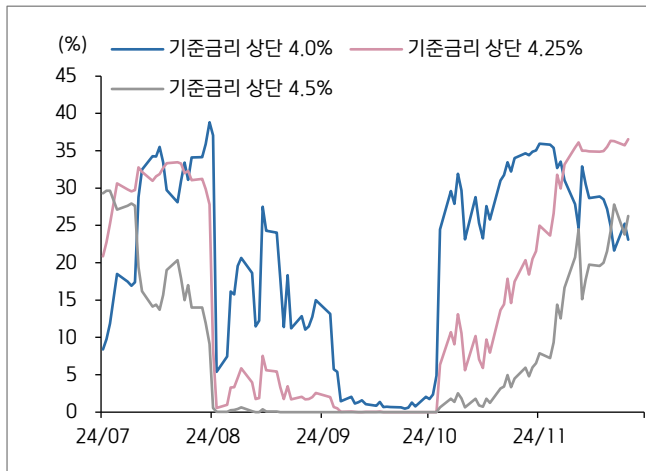
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 19.

## 12월 FOMC는 금리 인하 예상, FOMC 이후 안도감 확보 가능

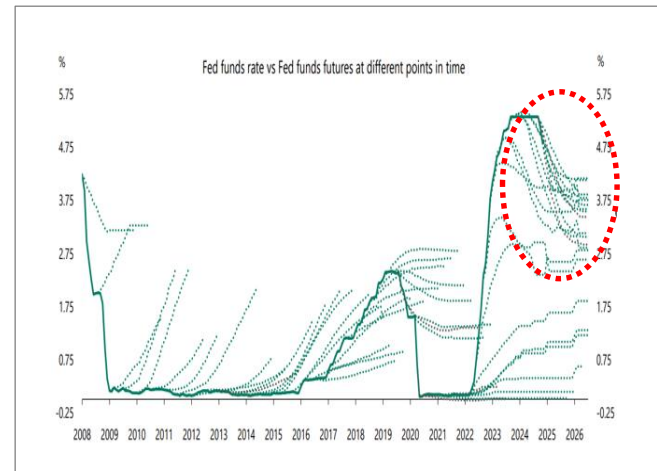
- ▶ 실제 12월 FOMC에서는 향후 고용 시장의 추가 냉각을 방지하고자 25bp 인하를 단행할 것으로 예상
- ▶ 점도표의 경우, 25년 중간값을 3.4%에서 상할 것으로 보이지만, 이미 시장에서는 내년 기준금리 상단을 4.0%(6월까지의 4.25%)로 이미 선반영 해놓았다는 점에 주목할 필요
- ▶ 점도표의 대폭 상향이라는 서프라이즈를 기록하지 않는 이상, 12월 FOMC 이후로는 금리와 달러의 레벨 다운이 일어나면 서 주요국 증시 전반에 걸쳐 우호적인 매크로 환경이 조성될 전망
- ▶ 11월 FOMC 의사록에서는 위원들 사이에서 데이터에 따라 “금리인하 일시 중단 vs 인하속도 가속화”라는 의견 대립이 있는 것으로 확인됐지만, 전반적인 그들의 의견은 점진적 인하 쪽으로 무게중심이 형성됐다는 점도 참고

Few Watch 상 '25년 6월까지 금리인하 확률 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

연준의 실제 기준금리 경로 vs 시장의 예상경로

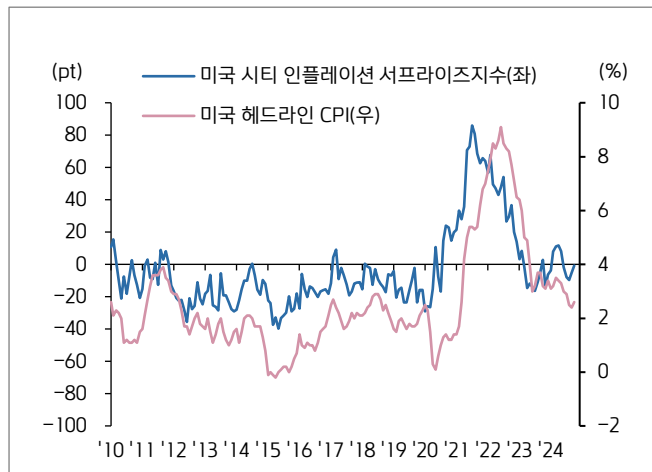


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



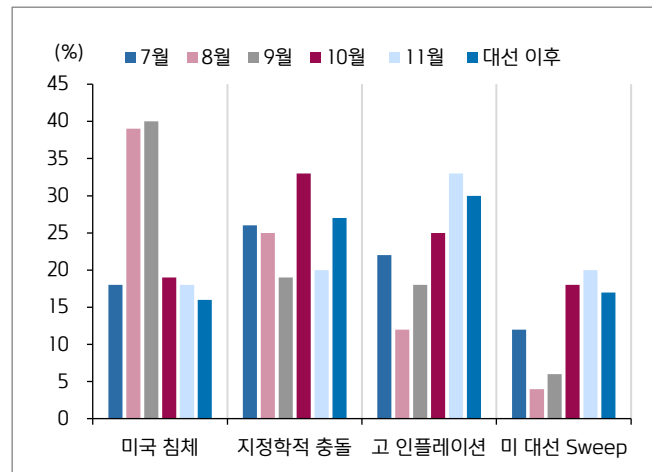
- ▶ 한동안 CPI 대한 주가 민감도를 낮춰가는 분위기였으나, 최근 그 민감도가 다시 높아지고 있는 상태. 9월 FOMC 성명서에서 “인플레가 2%를 향해 간다는 더 큰 자신감을 얻었다”는 문구가 11월 성명서에서는 자신감에 대한 문구가 삭제됐기 때문. 실제로 10월 CPI는 헤드라인과 코어가 각각 2.6%(YoY, 9월 2.4%), 3.3%(YoY, 9월 3.3%)로 전달에 비해 인플레이션 하락세가 정체되고 있는 상태(11월 헤드라인 CPI 2.6%, 코어 3.4%대 예상)
- ▶ 트럼프 당선 이후 관세 전쟁, 재정적자 심화 등이 인플레를 유발할 수 있다는 불안감도 있으나, 파월의장이 기자회견에서 지적했듯이, 트럼프 2기 정부의 정책 윤곽이 드러나서 인플레이션 등 실제 데이터에 얼마나 영향을 미칠지는 내년 하반기부터 가늠할 수 있을 것이라는 점에 주목할 필요
- ▶ 결국 인플레이션 민감도는 높아진다고 보는 것이 타당하나, 경기 측면에서 4분기 이후 미국 고용시장 둔화, 소비 둔화 등으로 인한 미국 경기 연착륙이 유력해보임. 이는 수요 단의 인플레 압력을 낮추는 요인이며, 궁극적으로 내년도 연준의 인하사이클은 지속될 것이기에, 현시점에서 미국 금리의 추가적인 레벨 업은 제한될 것으로 예상.

미국 소비자물가와 인플레이션 서프라이즈 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

글로벌 펀드매니저들의 생각하는 잠재 위험 요인



자료: BofA Survey, 키움증권 리서치센터

## 21. 외국인의 코스피, 반도체 순매도 수준은 역대급이지만...

- ▶ 11월에도 외국인의 삼성전자를 중심으로 한 코스피 순매도는 현재 진행형. 수급 상 시장의 자신감을 상실시키는 요인

외국인의 코스피, 삼성전자의 역대 순매도 상위권 프로파일

코스피 외국인 누적 순매도 상위	순매도금액(A~B, 조원)	시작일(A)	종료일(B)	해당 기간(A~B) 주가변동폭(%)
1위	82	2004-09-14	2008-11-25	15
2위	69	2020-01-20	2022-07-04	2
3위	20	2024-07-11	~ 진행중(11.28)	-13
4위	17	2015-05-22	2016-02-15	-13
5위	8	2017-06-02	2018-12-12	-12

삼성전자 외국인 누적 순매도 상위	순매도금액(A~B, 조원)	시작일(A)	종료일(B)	순매도 기간 주가 등락률(%)
1위	29	2020-10-14	2022-09-29	-14
2위	19	2024-07-11	~ 진행중(11.28)	-36
3위	17	2014-10-01	2018-12-21	67
4위	15	2004-02-20	2008-11-19	-20
5위	7	2011-04-28	2013-08-12	37

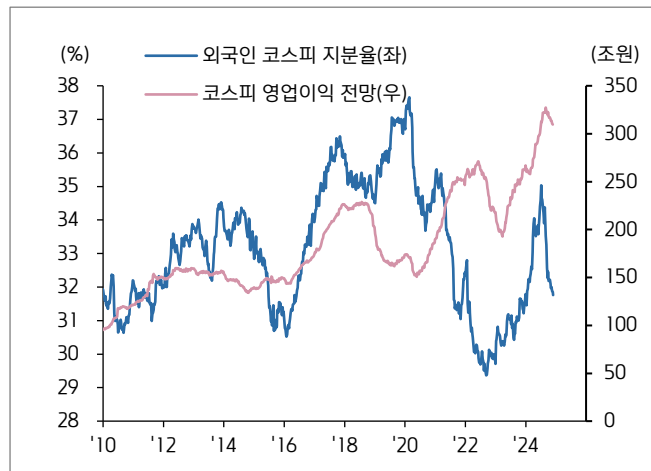
자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

## 22.

## 외국인의 공격적인 셀코리아 강도는 낮아질 전망

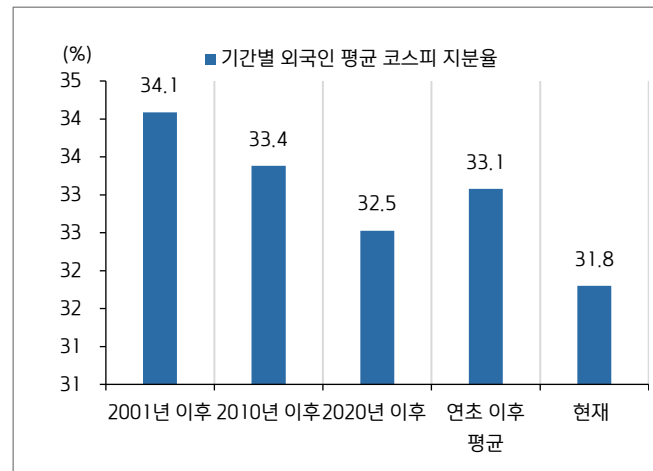
- ▶ 그러나 트럼프 트레이드의 되돌림이 수시로 출현할 가능성이 높아졌다는 점이나 12월 중 FOMC 거친 이후 매크로 상 부담이 완화될 것이라는 점을 수급 전망에 반영해볼 필요
- ▶ 19일 기준 외국인의 코스피 지분율은 31.8%로 연중 고점인 35.0%(7월 5일)에서 급감하면서 역사적 지분율 평균치를 하회하고 있다는 점도 눈에 띄는 부분(외국인 평균 지분율은 2000년 이후 34.1%, 2010년 이후 33.4%, 연초 이후 33.1%)
- ▶ 이는 최근 3~4개월 동안 그래왔던 것처럼, 한국 증시에 대한 대규모 순매도에 나설 추가적인 유인이 줄어들 소지가 있음을 시사

외국인 코스피 지분율 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

기간별 외국인의 코스피 지분율



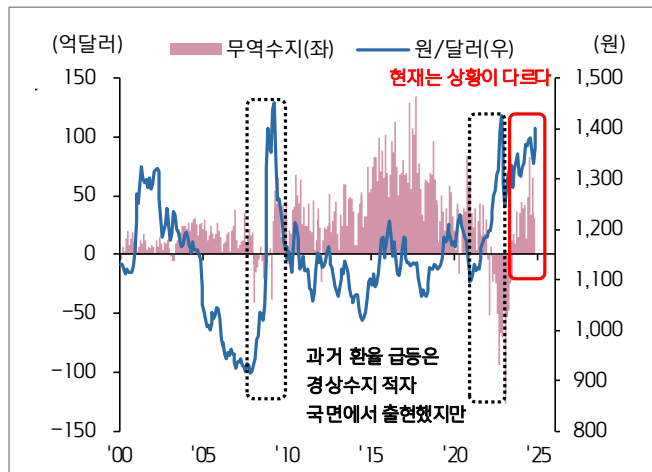
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 23.

## 환율과 증시의 관계 변화에 적응을 더 해야하는 시기

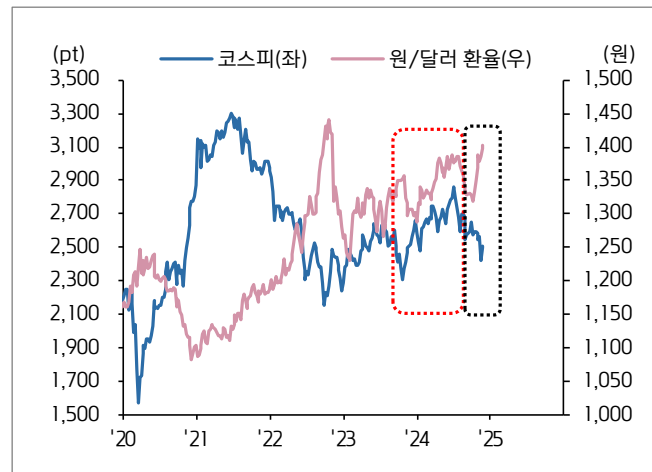
- ▶ 달러 강세의 정점은 멀지 않았으나, 1,300~1,400원대가 적정 수준이라는 원/달러 환율의 뉴노멀은 현실화 되는 중
- ▶ 하지만 과거의 1,300~1,400원대 고환율레인지는 한국 경제의 펀더멘털 혹은 미국 등 외생 변수발 악재가 반영된 레인지였지만, 현재는 다른 성격의 고환율로 보는 것이 타당하며 이 같은 관계 변화에 증시도 적응해 나갈 필요
- ▶ 1) 이전과 달리 무역수지 흑자 기조에서 출현한 고환율이라는 점, 2) 기업의 해외투자 확산, 서학개미 확대 등으로 인한 순대외금융자산 사상최고치('24년 3분기 말, 9,788억달러) 등으로 인한 달러의 구조적인 수요 증가, 3) 미국 경제에 대한 의존도 상승 등이 과거와 다른 환경을 만들었기 때문
- ▶ 당국 역시 환율 레벨보다는 변동성 관리에 주력할 것으로 보임. 실제로 한은 총재는 11월 금통위에서 예상 밖의 금리인하를 단행하면서, 환율 변동성은 외환보유고, 국민연금 스와프 체결 등으로 대응할 수 있다는 것도 같은 맥락

한국 무역수지와 원/달러 환율의 관계 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주식시장에서도 과거와 다른 패턴이 출현 중



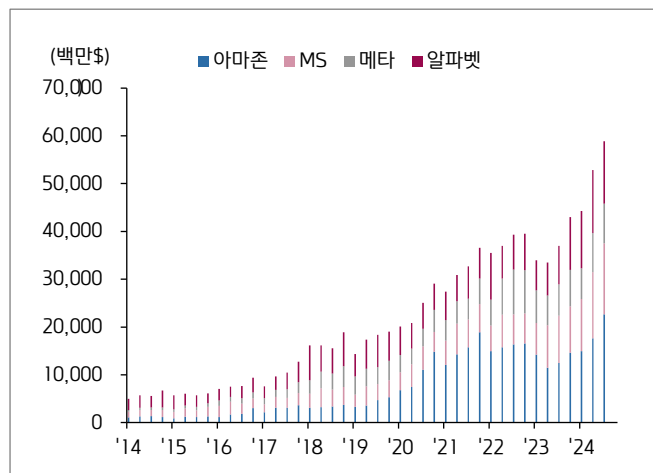
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 24.

## CAPEX 확대 논란은 진행형이나, AI 투자사이클은 유효하다는 증거들

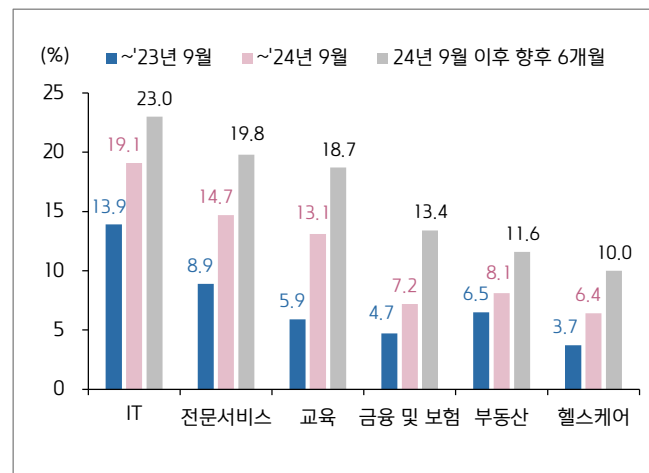
- ▶ 엔비디아 등 AI 하드웨어 관련 반도체주들이 2024년 시장을 주도해왔으나, 2025년에도 이들이 증시 주도주가 될 수 있을 지를 둘러싼 기대감과 의구심이 공존할 것
- ▶ 당사 역시 AI 하드웨어주들이 올해처럼 시장 전체를 끌고가면서 밸리를 재현하기 어렵다고 판단. 그렇지만 AI 투자 사이클 자체는 현재 진행형일 것으로 예상
- ▶ IT, 전문서비스, 교육 등 주요 업종을 중심으로 AI를 채택하는 기업들이 늘어날 것으로 보이며, 그 과정에서 AI 소프트웨어, 기기 업체들의 이익 모멘텀 확보 가능

미국 빅테크 업체들의 CAPEX 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

23년 9월 vs 24년 9월 및 향후 6개월간 산업별 AI 채택률



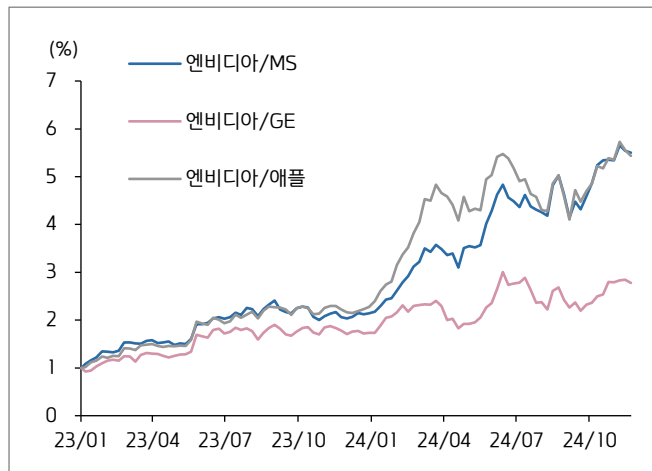
자료: Business Trends and Outlook Survey, UBS, 키움증권 리서치센터

## 25.

## AI 테마 내 수급의 주도권은 하드웨어에서 소프트웨어로 이동 중

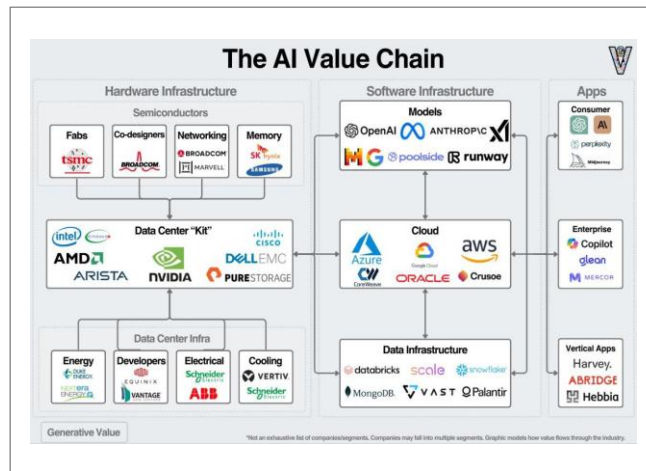
- ▶ 올해 전반적인 증시에 걸쳐 주가 모멘텀을 부여해왔던 AI 사이클이 훼손되지 않았다는 점은 안도요인
- ▶ 대신 AI 테마 내에서 수급의 주도권은 엔비디아와 같이 AI 하드웨어 밸류체인에서 AI 소프트웨어 밸류체인(+전력기기)으로 이동하고 있다는 점에 주목할 필요
- ▶ 엔비디아의 3분기 실적 발표 이후 하드웨어 업체들의 수익성 한계 논란, 각국간 잠재적인 관세 전쟁에서 자유로운 소프트웨어 및 서비스, 상대적으로 적은 밸류에이션 부담 등의 내러티브가 생성되고 있기 때문
- ▶ 다만, MS, 아마존 등 초대형 AI 소프트웨어 업체들을 보유한 미국과 달리, 국내는 네이버, 카카오를 제외하고 대형주들이 부재한 만큼, AI 소프트웨어로의 수급 주도권 이동에도 국내 증시 전반에 미친 주가 모멘텀은 미국 대비 열위에 있을 것으로 판단

엔비디아와 MS, GE, 애플 상대강도



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

AI 밸류체인

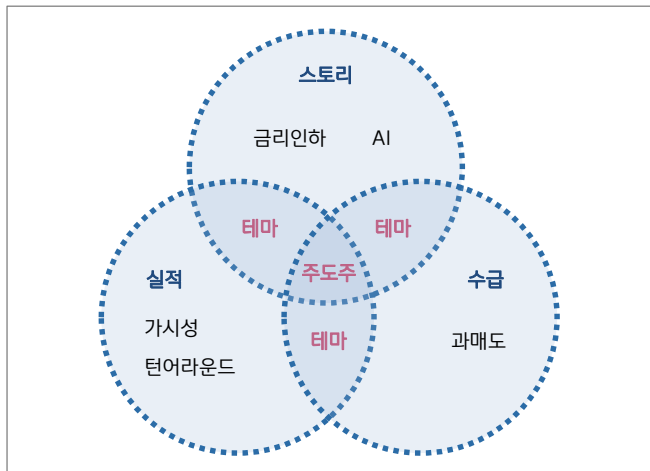


자료: Felicis, 키움증권 리서치센터



- ▶ 주도주는 “스토리 + 실적 + 수급”의 조화에서 탄생하지만, 반도체, 바이오, 이차전지 등 현재의 국내 주력 업종들 모두 상기 3가지 조건을 2025년 내내 충족해나가기 어려울 것으로 보임
- ▶ 이는 내년도 주도주의 손바뀜이 내러티브 변화와 맞물리면서 연간 단위가 아니라 분기 혹은 반기 단위로 일어날 수 있음을 시사하는 대목
- ▶ 상반기 성장주 내러티브 국면인 만큼 바이오가 우위에 있을 것으로 보이며, 하반기에는 실적 및 퀄리티 내러티브 국면으로 이행하는 만큼 반도체에 대한 비중 확대가 적절

주도 업종과 주도 테마의 조건



자료: 키움증권 리서치센터

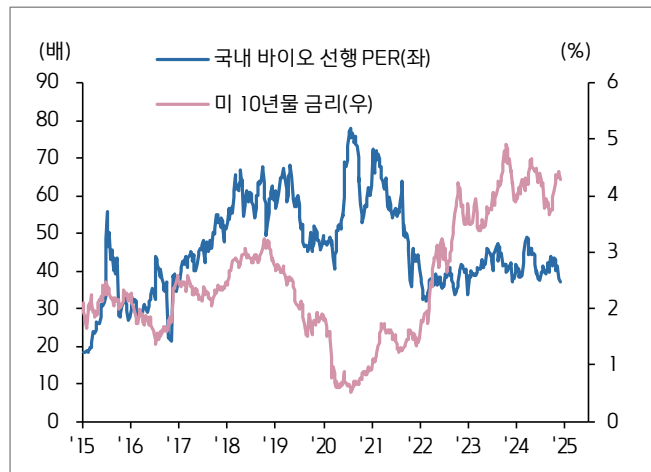
국내 반도체 vs 2차전지 vs 바이오 업종의 주가 변화



자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

- ▶ 11월 중 바이오주는 4.5%대 부근까지 도달했던 미국 금리 상승, 백신음모론자인 RFK의 미국 차기 보건복지부 장관 임명 소식, 코스닥 시총 1위 기업의 알테오젠의 극심한 주가 변동성 등 내외외환에 시달렸음
- ▶ 그러나 11월 말 이후 미국 금리 급등세가 진정되고 있는 가운데, 미국 보건복지부 장관발 악재 기반영 등으로 밸류에이션 상 진입 메리트가 생성되고 있는 것으로 판단
- ▶ 1월 미국 JP모건 헬스케어 컨퍼런스 재료도 주가에 온전히 반영되지 않았다는 점은 연말로 갈수록 개인들의 대주주 양도 세 회피성 물량이라는 수급 노이즈의 충격도 제한적일 수 있음을 시사

국내 바이오 업종 PER과 미국 10년물 금리



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

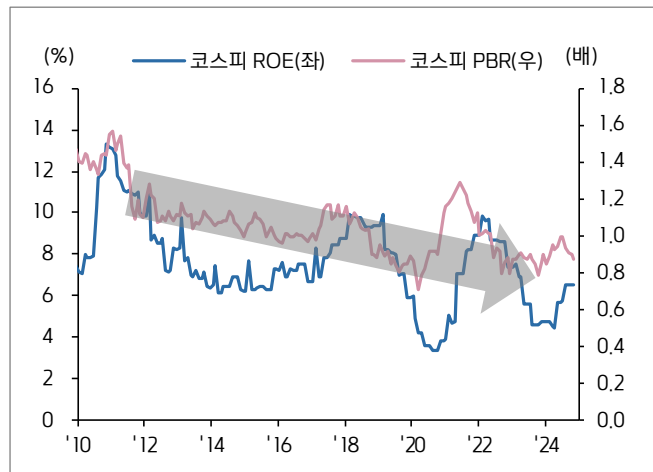
국내 바이오 업종 이익 및 외국인 순매수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

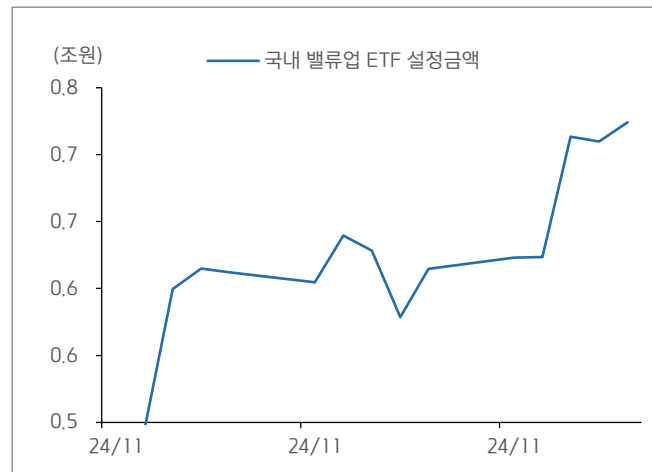
- ▶ 금융투자소득세 폐지 소식 이후에도 국내 증시가 부진한 국면에서 벗어나지 못함에 따라, 소액주주 권리 강화, 이사회 충실 의무 등을 포함한 상법 개정으로 초점이 이동하고 있는 상황
- ▶ 그러나 정부, 여야, 재계 등 이해 관계 주체들간 조율이 어려운 상태인 만큼, 코리아 디스카운트 해소의 큰 동력이 될 수 있는 상법 개정 이슈는 장기전으로 봐야 할 것. 또 밸류업 ETF 출시 이후 설정금액은 증가하고 있으나, 편입 종목을 둘러싼 논란 등 밸류업 ETF 실효성 노이즈도 계속되고 있다는 점도 마찬가지
- ▶ 대안으로 은행, 증권 등 밸류업 관련주도 대선 이후 수시로 높아질 수 있는 변동성 대응에 적절할 것. 이번 3분기 실적시즌에서도 확인할 수 있듯이, 실적시즌에서 밸류업 정책을 공시한 기업들의 대부분이 주주환원정책에 주안점을 둘 것으로 보이며, 이 같은 주주환원이라는 재료는 변동성 관리 및 수익률 방어 차원에서 비중을 중립 이상으로 싼고 갈 필요

코스피 후행 PBR과 ROE



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

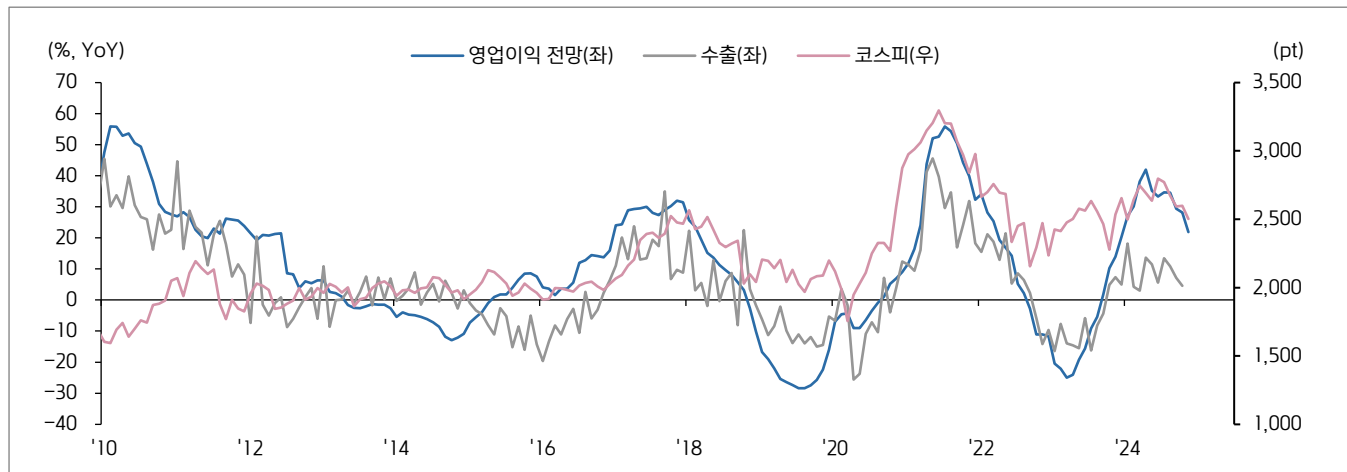
국내 밸류업 ETF 설정금액



자료: KRX, 키움증권 리서치센터

- ▶ 증시 바닥은 확인한 만큼, 현시점부터는 저평가 해소를 위한, 주가 복원력을 개선시키기 위한 촉매 찾기 국면으로 옮겨갈 전망. 트럼프 2기 정책 불안감의 해소, 12월 FOMC 이후 연준 불확실성 완화 등 정치 나 매크로 상 촉매를 발견해 나갈 수 있다는 점은 긍정적
- ▶ 촉매로서 영향력이 가장 큰 “이익” 측면에서는 가시적인 신호가 등장하지 않고 있다는 점이 아쉬운 부분. 반도체, 자동차 등 주력 업종을 중심으로 이익 전망 하향 조정이 지속되고 있기에, 12월 증시 상단에 저항이 생길 전망
- ▶ 12월 주식시장은 저점을 높여갈 수 있는 주가 회복력이 상존하겠지만, 2,700pt 내외에서 상단이 제한되는 흐름을 보일 것으로 예상
- ▶ 반도체, 자동차 등 낙폭과대 수출주(트럼프 피해주)에 주목하는 것도 적절하지만, 바벨 전략 차원에서 금리 레벨 다운의 수혜, 이익 가시성이 높은 업종(바이오, 조선, 기계), 지수 변동성을 방어할 수 있는 업종(금융)에도 비중을 확대해 가는 것을 추천(12월 코스피 예상 레인지 2,420~2,680pt).

## 코스피 vs 영업이익 전망 vs 수출

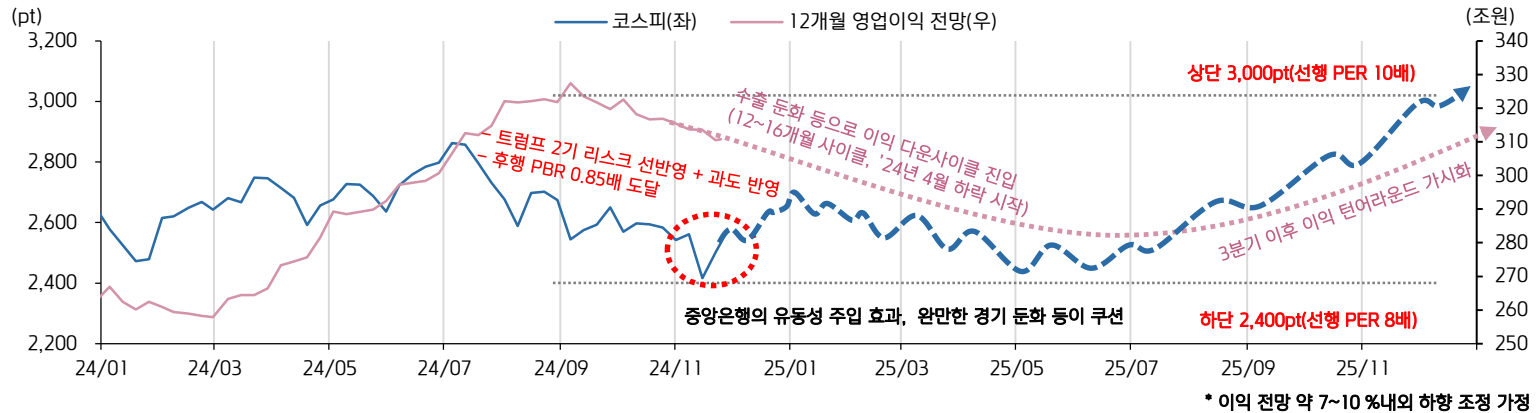


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 30. (참고) 2025년 주식시장 예상 프로파일

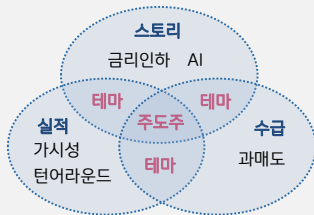
2024년 박스권&소외장세

2025년 코스피 예상 경로



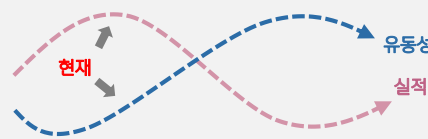
### 주도주의 지속성 둔화

- \* 주도주 = 스토리 + 실적 +수급
- \* 2025년은 이를 충족 시키는 주식 선정의 난이도 상승



### 유동성과 실적의 엇갈린 사이클

- \* 이익 다운 사이클 vs 시장 유동성 업 사이클
- \* 상반기 이익 의구심 → 하반기 이익 기대감



### 구조적인 변화

- \* G2간 대립, 지정학적 갈등, 무역 불확 및 공급난
- \* 구조적인 변화에 적응 or 극복하는 업종 찾기 과정



코스피  
밴드

\* 2,400~3,000pt  
\* 상반기 박스권 & 하반기 레벨업

업종,  
스타일

\* 상반기 : 바이오 / 성장  
\* 하반기 : 반도체 / 헬리케어

테마

\* 중국, 지정학, 과매도, 주주환원  
→ 시클리컬, 방산, 인터넷, 금융



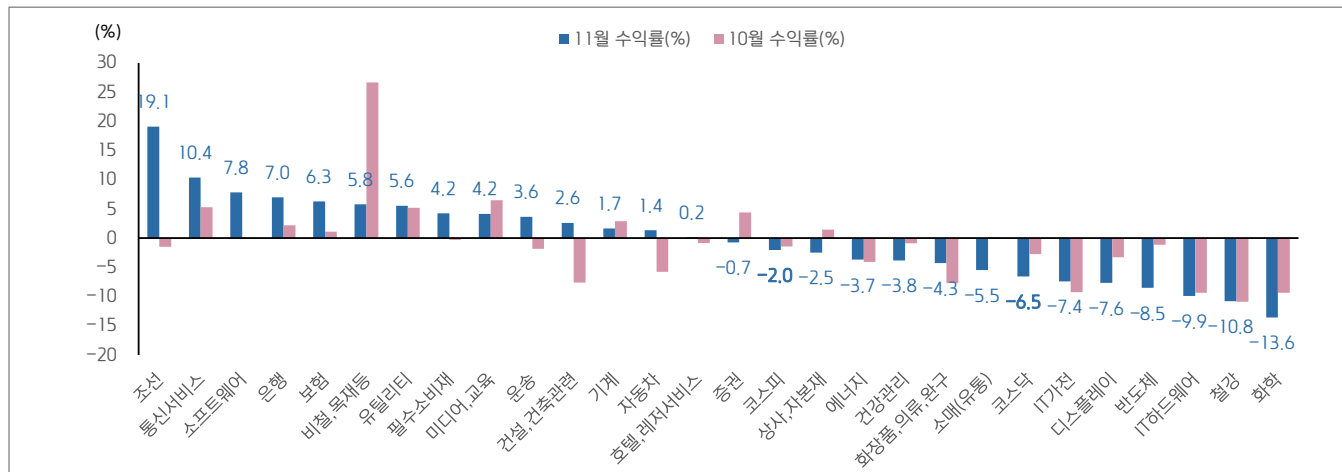
## Part 2

퀀트: 부진한 실적 경로 대응 전략

## 01. 11월 업종별 리뷰

- ▶ 11월 미 대선 결과가 확정된 이후 트럼프 정책에 대한 기대감과 우려가 반영되며 업종별 차별화 진행
- ▶ 신재생 관련 정책 후퇴에 대한 우려로 2차전지 관련 업종인 화학, 철강, IT하드웨어, IT가전 등은 부진
- ▶ 반면, 미국의 한국 조선 업계에 대한 협력 가능성이 두드러지며 조선의 약진 특징. 그 외에도 밸류업 지수 리밸런싱에 대한 기대감이 유입되며 통신, 금융(은행, 보험) 등의 업종 강세

업종별 월간 수익률



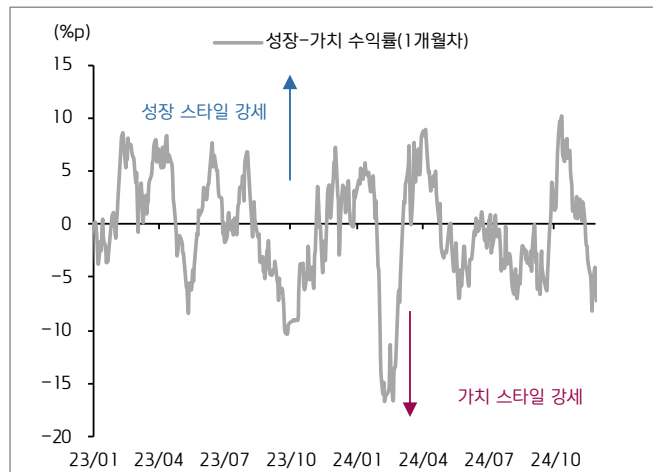
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

## 02.

## Style: 금리 상승 탄력 제한에도 이어진 성장 스타일의 부진

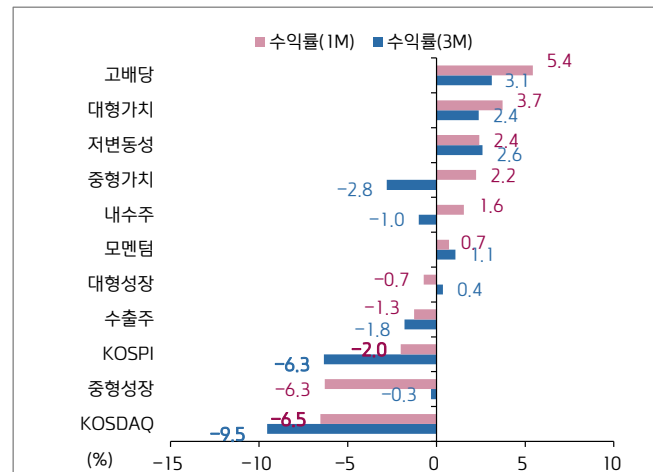
- ▶ 11월 글로벌 증시는 트럼프 2기 행정부 정책 우려로 급등세가 연출된 시장 금리가 점차 안정되는 모습을 보였음에도 성장 스타일 중심으로 부진한 흐름 연출. 매크로 동인보다는 업종 측면에서의 대외환경 영향이 컸음
- ▶ 특히 코스닥 헬스케어 종목을 중심으로 변동성이 확대된 가운데, 2차전지 관련 업종들의 흐름이 부진한 영향을 보인 결과 중형성장, 수출주, 대형성장 업종들의 성과 부진
- ▶ 반면, 부진한 이익 전망 및 대외 정책 불확실성이 겹치며 상대적으로 방어적인 성격이 강한 고배당, 대형가치, 저변동성 스타일은 양호한 흐름을 기록

성장/가치 스타일 1개월 수익률 차이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

주요 스타일별 수익률 현황



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터  
 주) 스타일 분류는 MKF500 기준



### 03. 업종별 4Q24 실적 전망 (YoY)

- ▶ '24년 4분기 영업이익 성장률(YoY, %)은 전월 90.1%로 전망. 다만, 4분기 일회성 비용 발생 등을 감안 시 전년 동기 대비 약 60% 내외의 성장 예상.
- ▶ 또한, 4분기 부터는 전년 동기 대비 실적 성장을 기록하는 업종이 대다수를 기록
- ▶ 4분기 기준 전년 동기 대비 성장률 상/하위 업종은  
 Top 5: 반도체(566%), 증권(+416%), 조선(+261%), 철강(+243%), 호텔레저(+111%),  
 Bottom 5: 통신(-74%), IT가전(-24%), IT하드웨어(-10%), 유틸리티(10%), 기계(16%)

업종별 분기 영업이익 성장률(YoY) 전망

	2024E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2025E		2024E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2025E
코스피	62.1	40.4	90.1	31.0	21.7	미디어,교육	-2.9	-13.0	53.9	55.4	43.1
코스닥	33.9	41.3	94.5	52.4	64.5	소매(유통)	4.1	-0.2	24.5	18.3	21.2
에너지	-15.2	-68.0	72.5	18.7	50.3	필수소비재	17.3	6.9	34.3	9.9	10.4
화학	-26.8	-22.2	흑전	112.1	173.1	건강관리	8.9	-8.1	30.7	128.5	46.0
비철,목재등	53.9	71.9	58.4	2.1	6.7	은행	13.3	6.6	56.6	-5.8	2.3
철강	-30.9	-38.1	243.5	47.1	31.5	증권	39.7	20.3	416.5	-6.8	2.2
건설,건축관련	-3.2	-10.5	33.3	-5.0	27.1	보험	25.1	29.5	58.5	-19.0	0.8
기계	-2.4	7.3	16.6	29.3	20.1	소프트웨어	32.2	27.8	29.2	17.2	20.4
조선	423.1	248.0	261.6	250.6	81.7	IT하드웨어	11.3	42.4	-10.7	7.1	32.1
상사,자본재	6.3	-3.2	79.0	24.2	21.4	반도체	흑전	11094.0	566.9	86.0	32.9
운송	51.2	82.5	88.8	-4.8	-13.8	IT가전	-30.9	-28.5	-24.6	53.5	91.1
자동차	9.9	5.7	17.0	3.8	1.1	디스플레이	적지▲	적지▲	77.4	적지▲	흑전
화장품,의류,완구	8.8	12.8	37.6	17.8	21.3	통신서비스	-9.3	14.6	-74.6	23.4	29.6
호텔,레저서비스	32.6	-3.9	111.1	-	22.2	유틸리티	흑전	57.6	10.0	82.9	38.3

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

## 04. 코스피, 투자주체별 월간 수급 현황

- ▶ 12월 코스피 기준, 외국인(-3조 5,545억원)은 순매도. 반면, 기관(+2조 1,261억원)과 개인은(+3,197억원) 순매수
- ▶ 11월 기준, 외국인의 수급 흐름이 뚜렷한 업종은 반도체와 소프트웨어 업종
  - 외국인은 반도체 업종에 대해 11월 한달 간 3.9조원 순매도. 반면, 개인은 3.2조원 순매수
  - 소프트웨어 업종은 반대의 흐름이 나타나며, 개인이 1.2조원 순매도, 외국인이 8,121억원 순매수

코스피 업종별 개인/기관/외국인 11월 순매수 대금

	(십억 원)	개인	기관	외국인		(십억 원)	개인	기관	외국인
반도체		3,298.3	187.6	- 3,980.3	조선	- 146.2	- 186.4	390.1	
자동차	-	150.3	404.2	- 274.5	건설,건축관련	21.6	26.4	- 41.2	
IT가전		211.1	35.4	- 336.0	소매(유통)	20.3	- 19.2	- 3.0	
기계	-	308.1	17.3	329.1	비철,목재등	- 37.4	- 20.3	25.8	
보험	-	46.3	71.6	- 37.3	운송	- 253.5	144.1	116.8	
필수소비재	-	121.9	190.9	- 236.8	건강관리	- 190.9	198.0	- 189.4	
미디어,교육	-	118.9	102.1	13.2	화학	279.5	- 323.2	- 107.6	
화장품,의류,완구		99.3	- 0.8	- 89.8	호텔,레저서비스	- 18.9	- 2.2	2.2	
상사,자본재	-	336.0	117.7	213.8	통신서비스	- 263.1	148.4	104.8	
유틸리티	-	240.1	76.4	170.7	은행	- 218.3	341.3	- 176.6	
디스플레이		46.3	- 18.6	- 27.5	에너지	- 3.8	84.4	- 82.9	
증권	-	58.1	125.1	- 79.4	소프트웨어	- 1,211.4	433.6	812.1	
IT하드웨어		80.3	- 96.5	14.1	철강	- 14.7	117.0	- 84.3	

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터  
주) 표는 11/28 일 기준

## 05. 7월 이후, 외국인의 수급 흐름은 일관된 모습

- ▶ 외국인이 매도 우위로 전환한 7월 이후, 외국인 수급은 추세를 지니고 차별화되는 모습 지속
- ▶ 반도체 업종을 중심으로 주요 IT업종(IT하드웨어, IT가전, 디스플레이)에 대해서는 강한 매도 우위 지속. 그 외에도 자동차, 화학, 철강 등과 같은 주요 수출 품목에 대해서도 매도세 우위
- ▶ 반면, 수주 모멘텀이 지속되고 있는 조선 업종과 기계 업종을 비롯해 자본재, 운송 등의 업종에 대해서는 매수 흐름이 이어지는 모습이 특징. 더불어, 통신서비스, 유틸리티와 같은 내수 업종에 대해서도 매수우위
  - 11월에 들어 뚜렷한 수급 흐름이 제한되어 온 소프트웨어 업종에 대해 강한 매수세가 유입된 점은 특징적

코스피 업종별 외국인 투자자의 월간 순매수 강도

	에너지	화학	비철, 목재	철강	건설, 건축	기계	조선	상사, 자본재	운송	자동차	화학품, 의류, 완구	호텔, 레저 서비스	미디어, 교육
2024-07	- 0.07	- 0.34	- 0.16	0.08	0.22	- 0.45	0.92	- 0.13	- 0.26	0.15	0.03	0.03	0.76
2024-08	- 0.07	- 0.11	0.11	0.21	0.37	0.17	0.21	- 0.02	0.16	0.01	0.30	0.22	0.20
2024-09	0.20	- 0.32	0.23	0.19	0.52	0.50	0.35	- 0.01	0.49	0.19	0.77	1.18	0.33
2024-10	- 0.01	0.30	0.01	- 0.48	0.07	0.74	0.15	0.06	0.14	- 0.66	0.30	0.15	0.19
2024-11	- 0.22	- 0.21	0.13	- 0.25	0.20	0.42	0.52	0.24	0.31	- 0.20	0.21	0.28	0.16

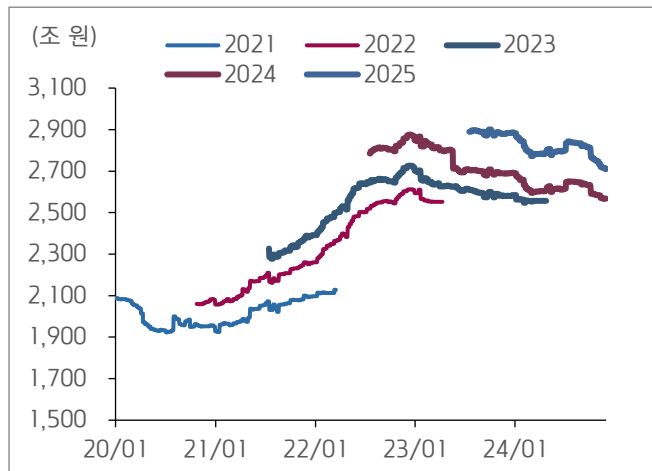
	소매 (유통)	필수 소비재	건강관리	은행	증권	보험	소프트웨어	IT 하드웨어	반도체	IT가전	디스플레이	통신 서비스	유틸리티
2024-07	- 0.06	0.41	0.34	0.07	0.01	0.06	0.01	1.64	- 0.16	0.16	0.51	0.36	0.34
2024-08	- 0.05	0.18	0.24	0.17	0.01	0.08	0.17	0.25	- 0.54	0.10	0.11	0.22	0.42
2024-09	0.16	0.08	0.11	0.05	0.04	0.24	0.11	0.12	- 1.73	0.33	0.11	0.24	0.07
2024-10	- 0.07	0.29	0.08	0.03	0.05	0.26	0.05	0.69	- 0.81	0.15	0.27	0.41	0.48
2024-11	0.00	- 0.54	0.13	0.10	0.16	0.04	0.86	- 0.35	- 0.77	0.24	0.47	0.32	0.66

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터  
주) 표는 11/27 일 기준

## 06. '25년 매출 그리고 영업이익 전망 동반 하향

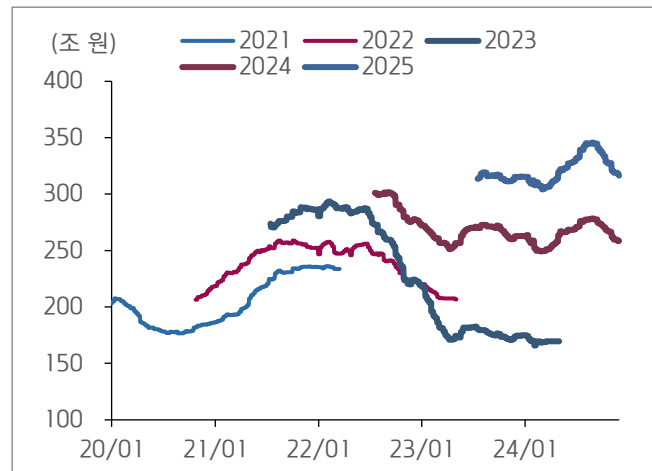
- ▶ 3분기 실적 시즌 종료 이후, 내년도 연간 전망이 활발하게 업데이트 되고 있음. 글로벌 경기에 대한 우려가 그간 형성되어 있던 낙관적인 실적 전망에 대한 기대치를 낮추며 하향 조정세가 지속되고 있음
- ▶ 일반적으로 변동폭이 크지 않은 매출액의 전망 하향 속도가 가팔라지고 있는 점은 기업들의 외형성장이 제한된 가운데, 수익성 개선을 통한 실적의 퀄리티 개선 필요성을 높이는 대목
  - 2025년 매출액 전망의 최근 1개월 변화율을 살펴보면,
  - 유틸리티(2.4%), 운송(1.7%) 등이 개선되는 반면, IT가전(-4.1%), 화학(-3.9%), 반도체(-2.9%) 등을 중심으로 하향 압력이 높은 상황

코스피200, 연도별 매출액 전망치 추이



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

코스피200, 연도별 영업이익 전망치 추이



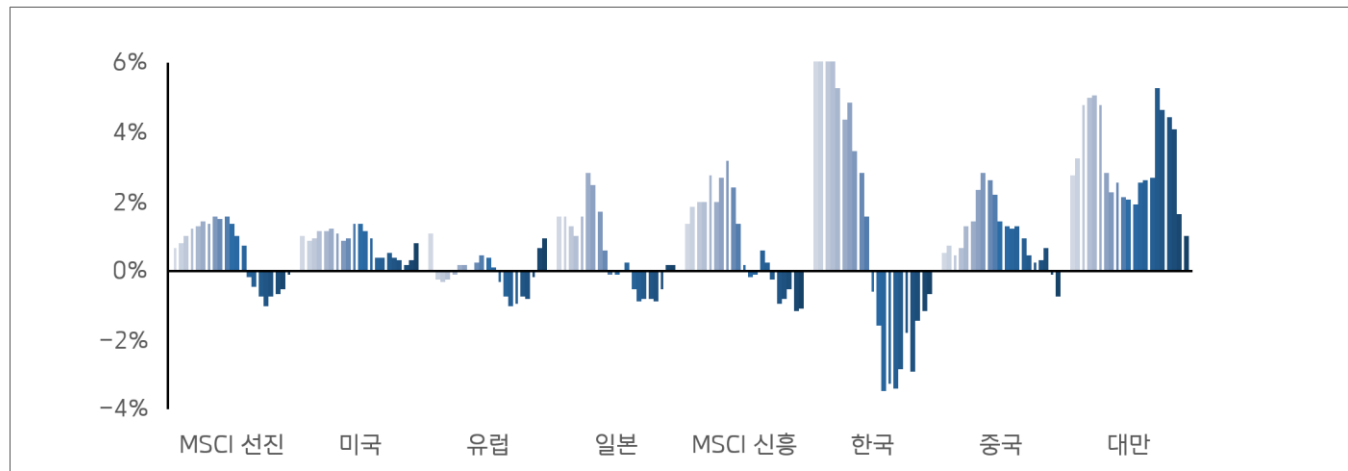
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

## 07.

## 주요국과 비교해도 한국의 이익모멘텀은 제한

- ▶ 3분기 어닝시즌을 소화하며 선진 증시는 양호한 이익모멘텀에 대한 기대로 선행 12개월 EPS가 우상향 하는 흐름을 보이고 있음
- ▶ 특히 최근 12개월 EPS의 월간 변화율이 (+)로 전환된 유럽, 일본과 달리 미국은 올해 하반기 이후 지속적으로 (+) 모멘텀을 이어가며 견조한 모습
- ▶ 반면, 신흥 권역의 이익모멘텀은 부진. AI트렌드에 힘입어 대만의 이익모멘텀은 가장 강한 모습이나, 최근들어 이익모멘텀이 소폭 둔화. 중국은 경기부양책 제시에도 관련 미국의 대중 강경책 등에 대한 우려가 반영되는 등 이익모멘텀이 (-) 전환
- ▶ 신흥 권역 중, 한국의 경우 가장 부진한 변화율을 보이고 있지만, 변화율의 (-)폭을 점차 줄여가고 있음

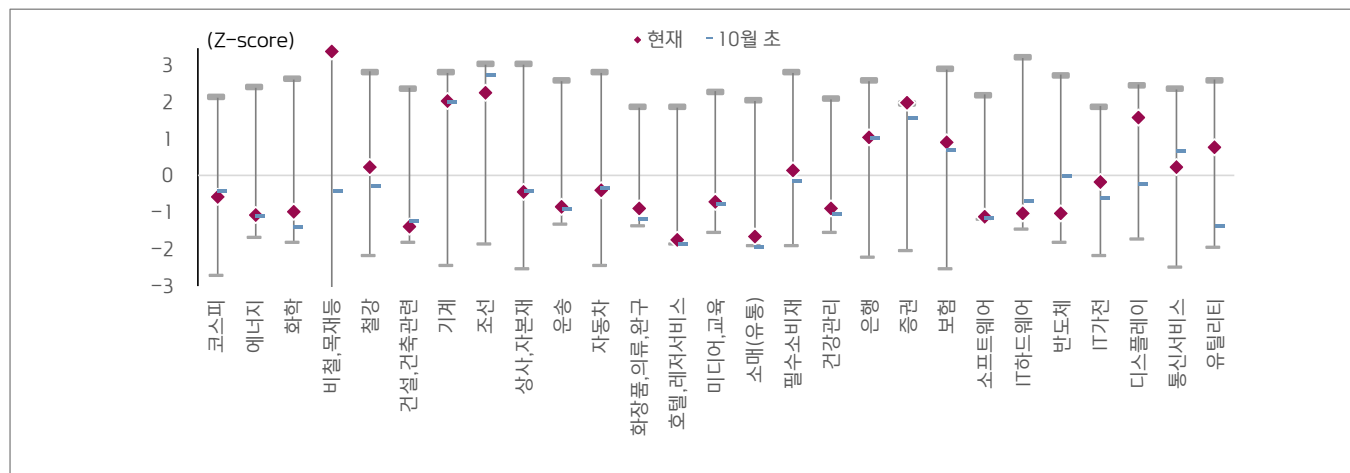
주요국 선행 12개월 주당순이익의 '24.7 이후 월간 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터  
주) 주간 주기. 막대는 4주 전 대비 변화율

- ▶ 이익전망 부진에도 주가 조정 속도가 더 빠르게 연출됨에 따라 밸류에이션 부담이 완화되는 업종 다수 연출
- ▶ 업종 전반적으로 PBR 밸류에이션 위치가 최근 5년 평균을 하회하는 경우가 조금 더 많은 가운데, 3분기 실적 발표가 있기 전과 비교해 밸류에이션 부담이 더욱 낮아진 업종들은 주가가 저점을 높여가는 과정에도 업사이드 매력이 더욱 높음
- ▶ 주요 업종 중, 반도체, IT하드웨어, 자동차 등과 같은 대표적인 수출 업종들은 5년 평균 수준을 하회하는 동시에 지난 10월에 비해서도 주가 밸류 부담이 낮아진 만큼 관심을 가져볼 필요가 있음

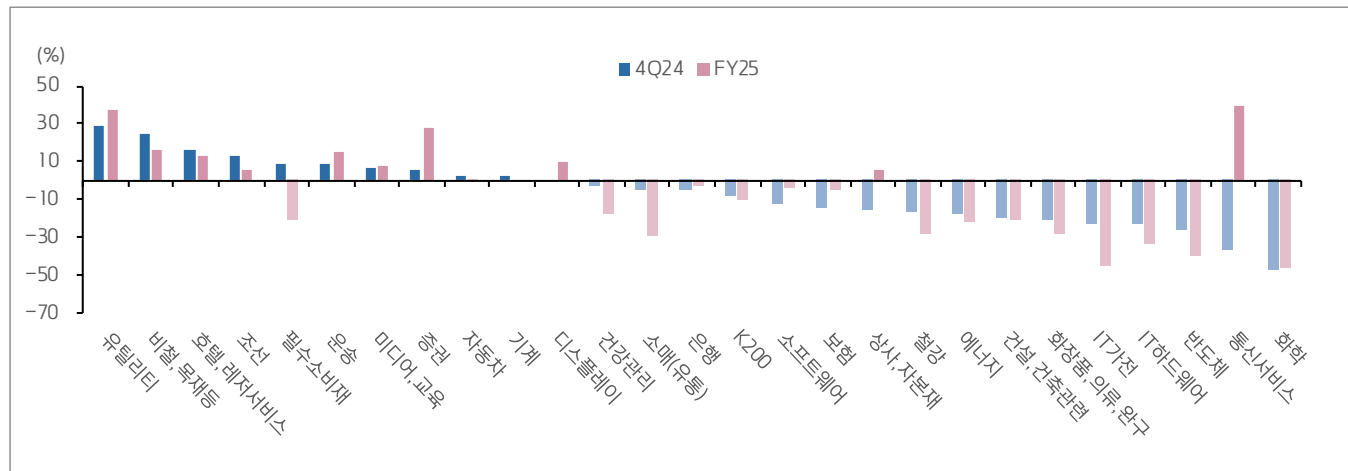
코스피 업종별 최근 5년 PBR(Fwd. 12) 상대 위치



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

- ▶ 최근 1개월 동안의 이익조정비율을 살펴보면, 2차전지(화학, IT가전, 철강) 등의 이익 전망이 부재한 가운데, 반도체, IT하드웨어 등 대형 수출주를 중심으로 이익 전망이 조정되며 시장 전체의 실적 전망 하향
- ▶ 이러한 가운데, 이익 전망이 개선되는 소수의 업종에 대해서는 시장에서 실적 프리미엄을 부여
  - 4분기 기준, 최근 1개월 이익조정비율이 양호한 업종은 유틸리티(29%), 비철목재(25%), 호텔레저(15%), 조선(13%), 필수소비재(9%) 등이 해당
  - '25년 기준으로는 통신(39%), 유틸리티(37%), 증권(27%), 비철목재(15%), 운송(15%), 디스플레이(10%), 미디어교육(7%), 조선(5%) 등이 양호
- ▶ 종합적으로 양호한 이익모멘텀이 지속되는 조선, 기계, 증권, 운송 등에 대한 관심 필요

코스피 업종별 4Q24, FY25 이익조정비율



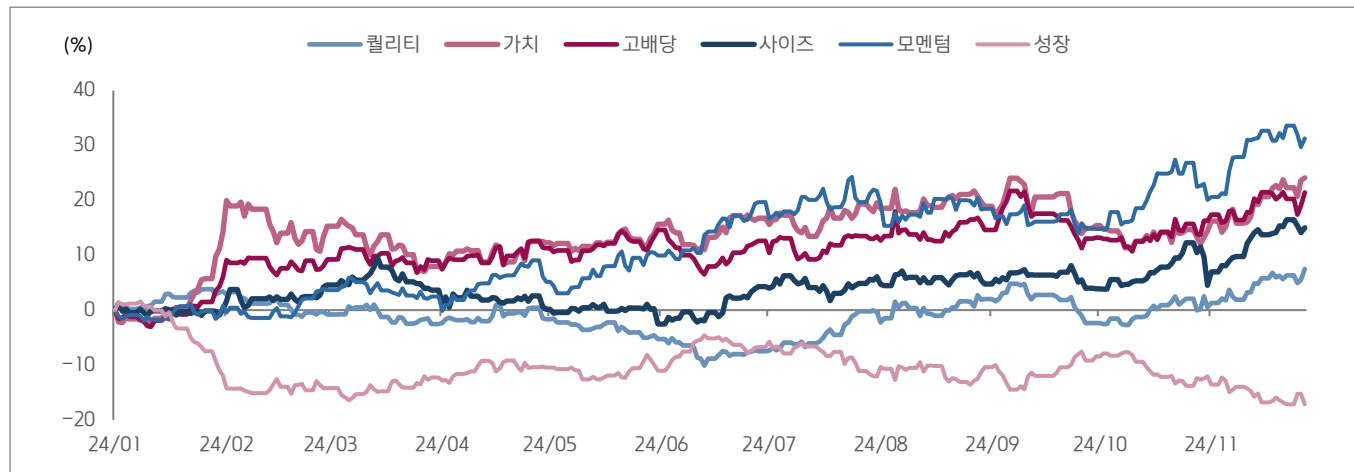
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

## 10.

## (접근 아이디어 3) 한국, 주요 스타일 연초 이후 누적 성과

- ▶ 11월 주요 스타일 성과를 살펴보면, 고배당 및 가치, 사이즈, 퀄리티, 사이즈 스타일의 성과가 양호한 모습을 보이는 모습
- ▶ 눈에 띄는 점은 가치 그리고 성장 스타일 간의 성과 차별화. 11월에 들어 금리 인하 속도 조절에 대한 우려가 점차 완화되었음에도 성장 스타일 약세 그리고 가치 스타일의 강세 연출. 이는 매크로 요인 보다는 트럼프 트레이드의 영향으로 2차전지 및 반도체 업종을 중심으로 변동성이 확대된 영향으로 판단
- ▶ 금리 인하 사이클 지속이라는 점을 감안한다면 성장 스타일 내 업종 선별의 실익은 유효할 것으로 전망. 특히 성장 스타일 중, 대형 그리고 수익성이 양호한 건강관리 업종에 대해서는 양호한 흐름 전망

코스피200, 주요 스타일 롱-숏 누적수익률



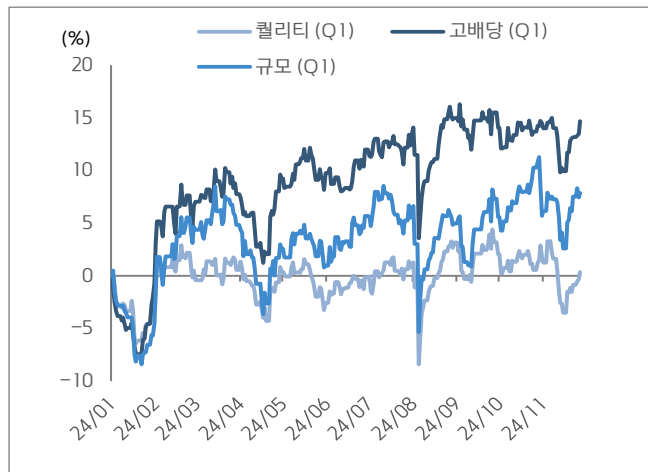
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



## 11. (접근 아이디어 3) 대형주와 퀄리티 스타일 중심으로 안정성 확보

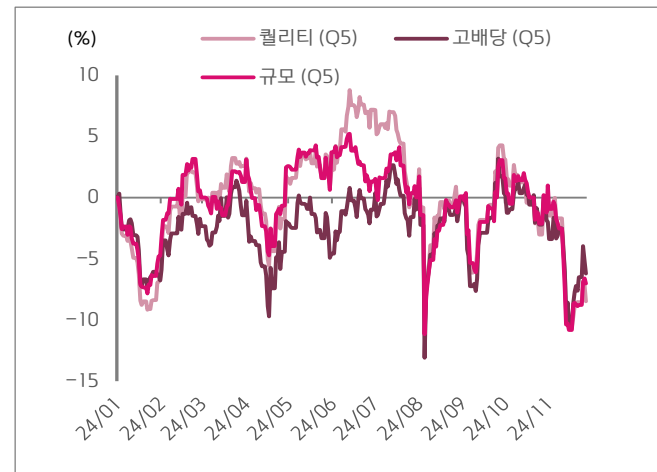
- ▶ 스타일 성과를 상위 1분위와 하위 5분위로 나누어 살펴보면, 앞서 살펴본 스타일 중 퀄리티, 고배당, 규모의 성과가 1분위의 성과가 개선되며 스타일 전체의 성과를 개선
- ▶ 특히 높은 수익성과 사업 다각화를 바탕으로 실적에 대한 변동성을 제한할 수 있는 대형주 및 퀄리티 스타일 중심으로 하방 안정성을 확보할 필요가 있음

코스피200, 주요 스타일 상위 1분위 성과



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

코스피200, 주요 스타일 하위 5분위 성과

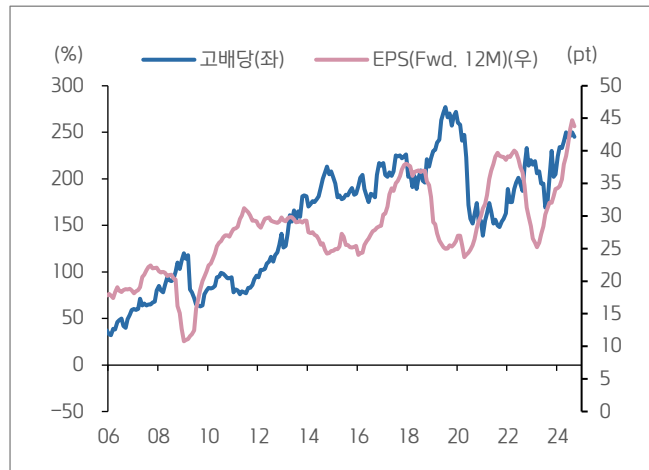


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 12. (접근 아이디어 4) 이익모멘텀 부진한 구간은 고배당 스타일 성과 안정적

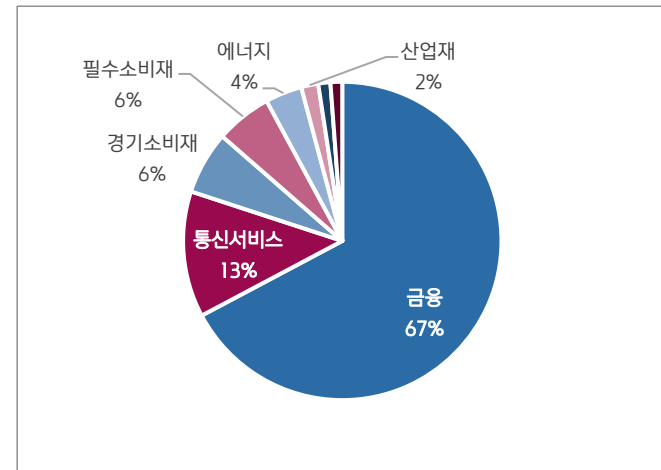
- ▶ 연말/연초까지도 실적 전망치의 조정이 이어질 가능성이 높은 가운데, 과거 실적 조정 구간에서는 고배당 스타일의 양호한 흐름 연출. 실적 불확실성이 높아지며 주가 변동성이 확대되는 경우, 시장 참여자들은 안정적인 수익원을 보장할 수 있는 배당 수익률에 대한 기대가 높아지기 때문
- ▶ 더불어, 대표적인 고배당 업종에 해당하는 금융 업종은 연말 밸류업 지수 리밸런싱과 관련된 기대감이 재차 반영될 가능성이 높음. 또한, 통신 업종 역시 밸류업 모멘텀과 더불어 고배당 매력도가 겹치며 최근 성과 양호

코스피200, EPS 추이와 고배당 스타일 성과



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

MKF500 고배당주, 업종 구성



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

# Part 3

시황: 트럼프 2기, 관세 리스크 점검



## 01. 트럼프 2기의 관세 폭탄 예고, 통상 정책 리스크 부각

- ▶ 트럼프 당선인은 내년 1월 20일 취임 첫날 멕시코와 캐나다에 각각 25%, 중국에는 추가 10%의 관세를 부과하겠다고 발표
  - 특히, 멕시코와 캐나다 등 미국의 최우방국에 대한 관세 부과 예고는 향후 한국을 포함한 동맹국들에 대한 관세 정책 불확실성을 증폭
- ▶ 실제로, 트럼프는 10% 보편관세 부과, 기존 무역협정 재검토 등 1기 보다 강화된 통상 정책을 예고한 바 있음
  - 역대 최단 기간이 소요된 트럼프 2기 내각 인선의 특징은 트럼프에 대한 '충성심'이며, 경제 투톱인 상무부 장관(러트닉)과 재무부 장관(베센트)은 모두 트럼프의 관세 정책을 지지하는 인물들

### 2024년 트럼프 관세 관련 발언

6월 14일	"관세로 소득세 인하효과 일부 상쇄"
7월 16일	"대중 관세 60~100%로 상향, 중국 외 지역은 10% 보편관세 도입"
7월 18일	"멕시코산 중국 자동차에 100~200% 관세 부과"
8월 14일	"수년 동안 바가지를 씌운 수입품에 10~20%의 보편관세 부과"
9월 7일	"우리는 관세국가가 될 것", "달러 벗어나는 나라엔 100% 관세"
10월 15일	"멕시코에 100, 200, 1000% 관세 부과할 것"
11월 25일	"대통령 취임이후 첫번째 행정명령은 멕시코, 캐나다에 25% 관세, 중국에 10% 추가 관세 부과할 것"

자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

### 트럼프 2기 관세 공약

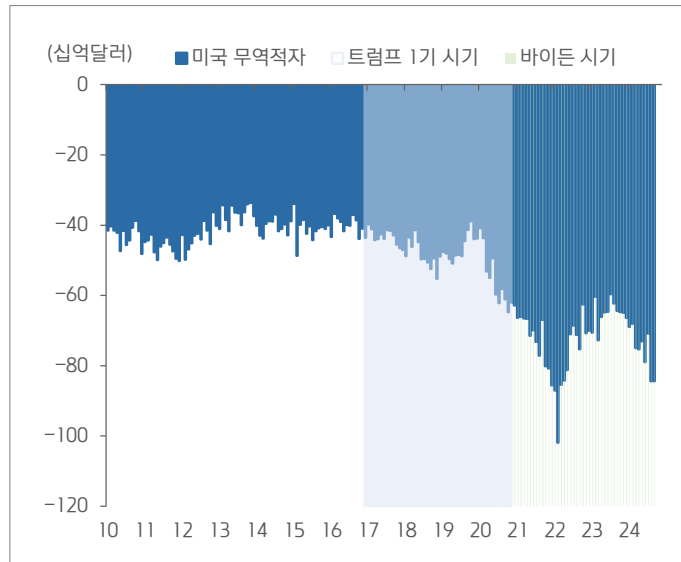
대상	종류	내용
모든(All) 국가	보편관세	모든 수입품 대상 10~20% 추가 관세
	상호관세	미국산 제품에 대해 외국이 부과하는 관세와 동일한 수준으로 해당국 제품에 부과되는 관세
특정(Specific) 국가	고율관세	중국산 수입품 대상 60% 추가 관세
	징벌적 관세	무역흑자국, 환율조작국 대상 부과되는 관세

자료: KOTRA, 키움증권 리서치센터

## 02. 트럼프 2기, 관세 부과 정책의 배경은?

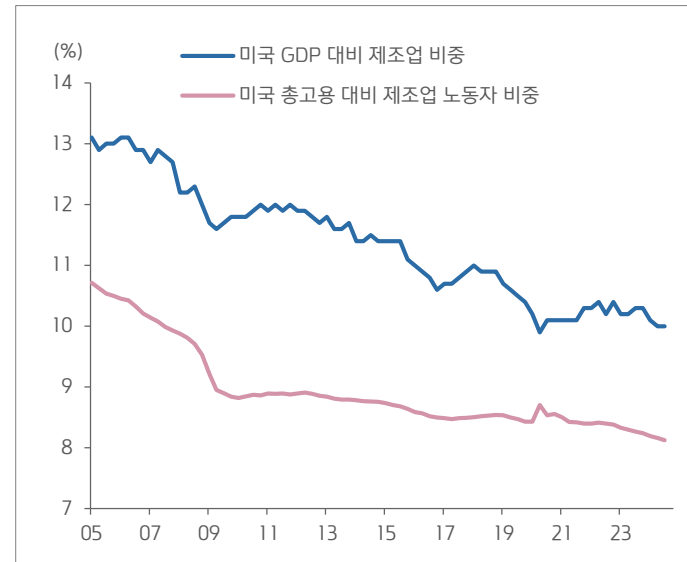
- ▶ 트럼프 관세 부과 정책의 배경은? 1) 무역적자 개선, 2) 자국 내 산업 육성 및 제조업 보호, 3) 통상 상대국과의 협상 수단
- ▶ 트럼프 통상정책의 키워드는 보호무역주의, 무역수지 상호주의, 양자간 무역 협상으로 설명 가능
  - 미국의 실익을 최우선으로하기 때문에 바이든 행정부 시기 큰 폭으로 심화된 무역 불균형 해소가 고관세 정책의 배경
  - 또한, 미국 경제 내 제조업 비중 축소가 이어지는 가운데 [관세 부과를 통한 해외 제품 수입 감소 → 미국 내 제조업 고용 회복]이라는 명분이 관세 정책의 또 하나의 배경. 다만 그 외에 관세를 무역 상대국과의 협상 수단으로 이용해 실익을 얻고자하는 것도 주된 목적

미국 무역적자 규모 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 경제 내 제조업 비중 추이



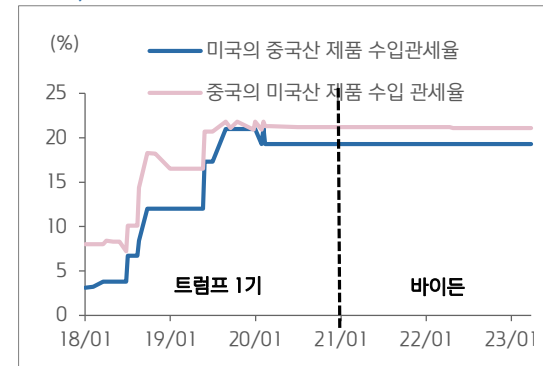
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 03.

## 트럼프 1기, '18~'19년 무역전쟁 시사점 ① 1차적인 타겟은 중국

- ▶ '18~'19년 무역전쟁 당시 트럼프 고관세 정책 타겟은 단연 중국
  - '18년 7월 중국 수입품에 대한 25% 관세 부과를 시작으로 미중무역분쟁 개시
  - 중국도 미국산 농산물, 자동차, 수산물 등에 동 규모의 25% 보복관세 부과
- ▶ 트럼프 2기에도 1기와 유사하게 중국산 수입품에 최소 60% 관세(자동차 최대 200%) 부과 및 최혜국대우(MFN) 철회 등 직접적 통상 견제 강화 정책 추진 예상
  - 미중 협상 타결 불발될 경우 2차 미중무역분쟁으로 격화될 우려 상존

미국, 중국 상호 수입 관세율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## '18~'19년 미중 무역분쟁 주요 일지

	미국	중국
2018년	(3/22) 트럼프, 500억 달러 규모 중국산 제품에 관세 부과, 중국의 대미 투자 제한 등의 내용을 담은 행정명령 서명 (4/3) 통신장비 등 25% 관세 대상 500억달러 규모 품목 발표 (7/6) 340억 달러 규모 중국산 제품에 25% 관세 발표 (8/23) 중국산 제품 160억 달러 규모에 25% 관세 부과 (9/24) 2천억 달러 규모 중국산 제품에 10% 관세 부과	(4/2) 미국산 돈육 등 8개 품목에 25%, 120개 품목에 15% 관세 부과 (4/4) 미국산 대두, 자동차 등 106개 품목에 25% 관세 부과 방침 발표 (7/6) 같은 규모 미국산 45개 품목에 25% 관세 부과 (8/23) 같은 규모로 25% 관세 부과 (9/24) 600억 달러 규모 미국산 제품에 5~10% 관세 부과
2019년	(5/10) 2천억달러 규모 중국산 제품 관세율 10%에서 25%로 인상 (8/5) 재무부, 중국을 환율 조작국으로 지정 (9/1) 1,120억 달러 규모 중국산 제품에 15% 관세 부과 (10/11) 미중무역협상 1단계 합의 발표 (12/12) 트럼프 1단계 무역합의안 승인	(6/1) 600억달러 규모 미국산 제품 관세율 5~25%로 인상 (9/1) 750억 달러 규모 미국산 제품에 5~10% 보복 관세 (12/12) 미국산 농산물 대폭 구매, 지적재산권 보호와 금융서비스 시장 개방 등 강화 약속

자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터,

## 04. 트럼프 1기, '18~'19년 무역전쟁 시사점 ② 동맹국도 예외는 없다

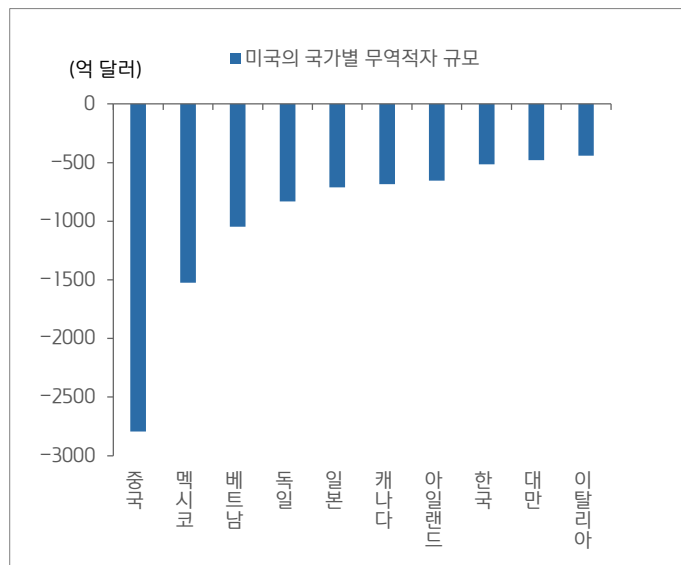
- ▶ 트럼프 무역 제재 대상은 중국 뿐만 아니라 EU, 캐나다, 멕시코, 일본, 한국 등 동맹국까지도 포함
  - 트럼프 1기 당시 EU, 캐나다, 멕시코산 철강, 알루미늄에 각각 25%, 10% 관세 부과를 시사하였고, 동맹국들 또한 미국 정부에 보복관세로 맞대응하며 글로벌 단위로 무역전쟁 격화되는 흐름 연출
  - 당시 한국은 쿼터제를 통해 수출 물량 제한 조치 등의 FTA 재협상을 통해 관세를 면제받은 바 있음. '23년 기준 한국의 대미 흑자 규모는 주요국들 중 8위 랭크. 이를 감안시, 트럼프 2기에도 관세를 수단으로 방위비분담, 쿼터 제한 등을 한국으로 요구할 가능성

### 트럼프 1기, 동맹국간 무역분쟁 일지

2018-03-01	- 미국 정부, 수입산 철강/알루미늄 제품에 25%, 10% 관세 예고
2018-03-16	- EU, 미국 정부 관세 부과시 28억 유로 미국산 수입품에 25% 보복관세 예고
2018-03-22	- 미국 정부, 캐나다, 멕시코, EU, 호주, 한국, 브라질, 아르헨티나 관세 부과 5월 1일까지 유예
2018-04-30	- 미국 정부, 한국산 철강 제품 관세 영구 면제 발표 - EU, 멕시코, 캐나다 관세 임시 유예 기한을 6월 1일까지 연장
2018-05-31	- 미국, EU, 캐나다, 멕시코산 철강, 알루미늄 제품에 25%, 10% 관세 부과 결정 - 동맹국, 미국 상대 보복 관세 발표 - 캐나다, 14조원 규모 미국산 수입제품에 미국과 동일한 세율 적용한 보복 관세 예고 - 멕시코, 미국산 철강/돈육/사과 등 농축산물에 보복관세 부과 예고 - 에마뉘엘 마크롱 프랑스 대통령 등 EU 보복관세 예고
2018-06-01	- 미국 정부, EU 철강, 알루미늄 제품에 각각 25%, 10% 관세 발효
2018-06-22	- EU, 28억 유로 상당의 미국산 철강과 버번위스키, 청바지, 오토바이 등에 보복관세 부과 - 미국 정부, EU 보복관세 철회 안하면 EU의 미국 수출 차량에 20% 관세 부과 경고 - EU, 트럼프 대통령의 자동차 관세 부과에 따른 보복관세 및 맞불 경고

자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

### 미국의 국가별 무역 적자 규모

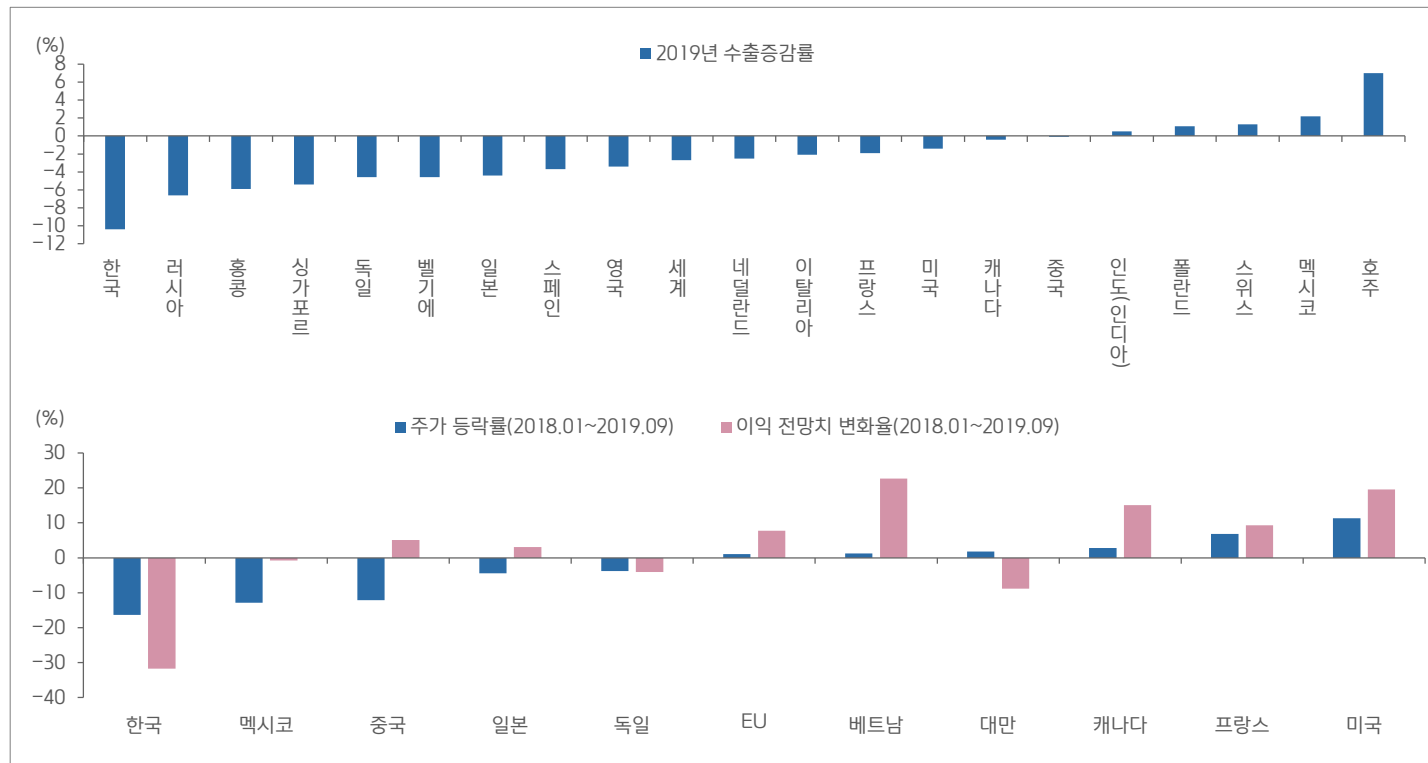


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터, 주) 2023년 기준

## 05. 트럼프 1기, '18~'19년 무역 전쟁 영향 : 국내 타격이 가장 심했다

- ▶ '19년 수출증가율 기준, 주요국 중 한국의 수출 감소율이 전년 대비 -10.4%를 기록하며 가장 부진한 흐름
- 또한, 무역분쟁 당시 한국의 주가 및 이익 감소율이 여타국들 대비 가장 컸었다는 점이 트럼프 2기 집권을 앞둔 현재 우려 요인으로 작용

'18~'19년 무역전쟁 당시 주요국 수출증감률 및 주요국 지수의 주가 등락률과 이익 전망치 변화율 비교



자료: 한국무역협회, Bloomberg, 키움증권 리서치센터, 주) 이익전망치 = 12개월 선행 EPS, 기간은 '18년부터 미중무역분쟁 1단계합의안 발표(10월) 전까지

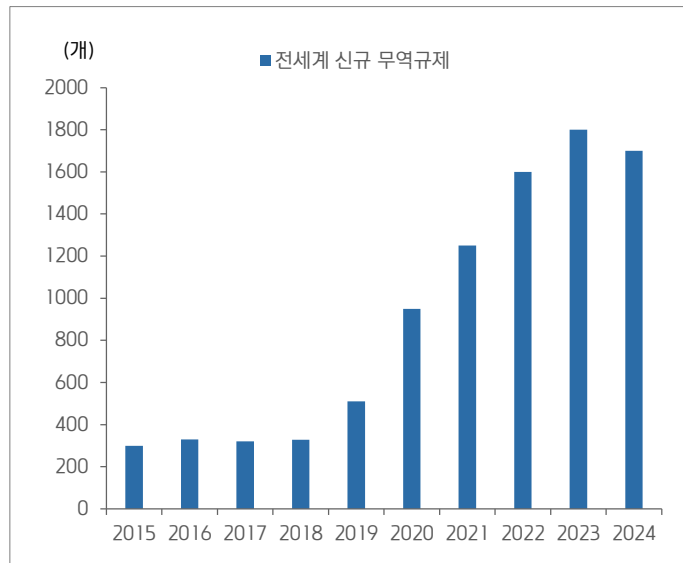


## 06.

## 트럼프 2기가 가속화할 보호무역주의 트렌드, 글로벌 교역 둔화 우려

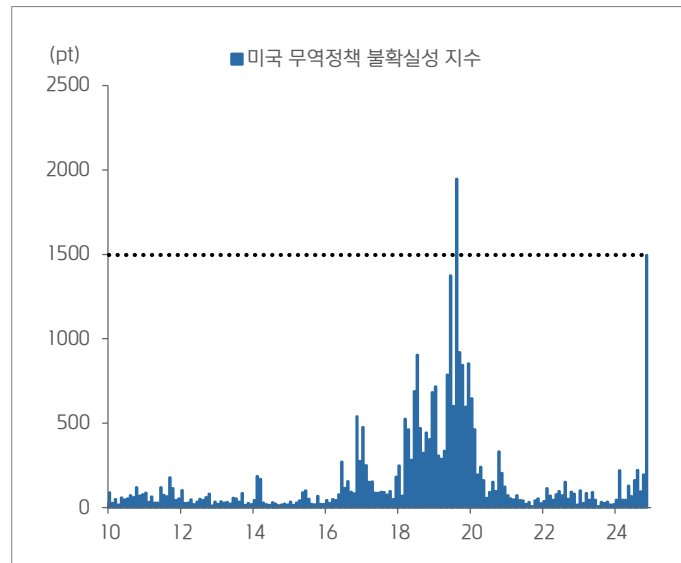
- ▶ 보호무역주의가 확산되면서 주요국들 간 관세 인상 정책의 증가는 글로벌 교역 둔화에 대한 우려를 유발
  - 실제로, 전세계 신규 무역규제(보조금, 반덤핑, 세이프가드 등)는 '15년 대비 약 8배 가량 상승하며 글로벌 무역장벽을 높이고 있음
- ▶ 이러한 가운데 미 대선에서의 트럼프 당선과 더불어 공화당의 양원 장악은 글로벌 무역 갈등의 심화로 이어질 가능성
  - 실제로, 미국의 무역정책 불확실성 지수는 트럼프 당선 이후 '19년 미중무역분쟁 수준까지 급등
  - '24년 하반기 국내 증시의 부진은 다양한 원인이 있지만 트럼프 당선 확률이 높아지며 트럼프 리스크의 반영도 일부 작용했다고 판단

전세계 신규 무역규제 추이



자료: Global Trade Alert, 키움증권 리서치센터

미국 무역정책 불확실성 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 07. 트럼프의 3대 관세 공약에 대한 법적 근거 점검

- ▶ 트럼프 1기, WTO 체제 출범전 60~70년대 제정된 조항을 근거로 안보, 불공정 무역 등을 명분으로 특정 품목 및 국가에 보호주의적 무역 조치 전개. 2기 행정부에서도 이와 유사한 법적 근거에 기반해 관세 정책을 실시할 것으로 예상
- ▶ 트럼프의 관세 공약은 크게 1) 보편관세, 2) 중국에 대한 고관세, 3) 상호관세로 압축
  - 중국 및 특정국가 특정 품목에 대한 고율의 관세는 현행 법규제로 실현가능하기 때문에 대통령 취임 이후 바로 추진 가능
  - 다만, 보편관세 및 상호관세는 미국 의회의 신규 법률 제정을 필요로 한다는 점에서 단기간 도입 가능성은 낮음

트럼프 관세 정책의 법적 근거 : 안보, 불공정 무역, 국가 비상사태 등을 명분

현행 법규제	주요내용
미국 헌법	의회는 관세를 부과하고 징수할 권한을 가지며, ... 외국과의 통상을 규제할 권한 을 가진다.
무역확장법(Trade Expansion Act) 제232조	美 국가 안보에 위협이 될 경우, 특정 품목에 관세를 부과할 수 있도록 대통령에게 권한 부여
무역법(Trade Act) 제 122조	대규모 무역수지 적자 혹은 심각한 달러가치 의 하락 발생 시, 대통령에게 수입품에 대하여 150일간 15%의 추가 관세를 부여할 수 있는 권한 부여
무역법(Trade Act) 제301조	불공정한 무역 관행으로 미국 경제에 피해가 발생했다고 판단될 경우, 대통령이 특정 국가 에 대해 보복 조치를 취할 권한 부여
관세법(Tariff Act) 제338조	미국의 상거래에 차별을 부과하는 교역국의 수 입품에 대하여 대통령이 관세 신설(최대 50%) 및 수입 금지 조치를 취할 수 있는 권한 부여 (단, 지난 70년 이상 사용된 바 없음)
국제긴급경제권한법 (International Emergency Economic Powers Act) 제 1702조	美 국가안보에 위협이 발생하여 대통령이 국가 비상사태를 선포한 경우, 대통령이 경제 제재 를 가할 수 있는 권한 부여

※ 공통점:  
- '일정요건' 충족 필요  
(국가 안보에 대한 위협, 대규모 무역수지 적자, 심각한 달러가치 의 하락, 불공정한 무역관행, 국가비상사태)  
- 미 양원을 공화당이 거의 장악한 상황에서, 정치적 판단으로 위 요건이 충족된 것으로 간주하고 필요한 조치들을 취할 가능성이 있음.

자료: 법무법인 세종, 키움증권 리서치센터

- ▶ '18년 무역분쟁 당시 실제 관세 조치의 근거로 사용한 법적 근거는 '무역법 301조'와 '무역확대법 232조'
  - 다만, 해당 법 조문을 적용할 경우 대통령 관세 명령 이전 사전 조사와 같은 복잡한 절차가 필요하기 때문에 발효까지 최소 수개월 소요
- ▶ 이에 따라, 트럼프 2기 행정부는 비상경제권한법(IEEPA)을 적용하여 신속한 관세 인상 조치를 시행할 것이라는 의견 대두
  - 특히, IEEPA는 특정 국가 혹은 특정 제품이 아닌 모든 나라와의 거래에 적용할 수 있다는 점에서 보편관세 시행의 근거로서 가능
  - 다만, 최근 '19년 사례를 살펴보면 해당 법은 멕시코와의 국경 문제 해결을 위한 협상용 수단으로만 활용되었다는 점을 감안할 필요

#### 비상경제권한법(IEEPA)에 근거한 관세 부과 사례

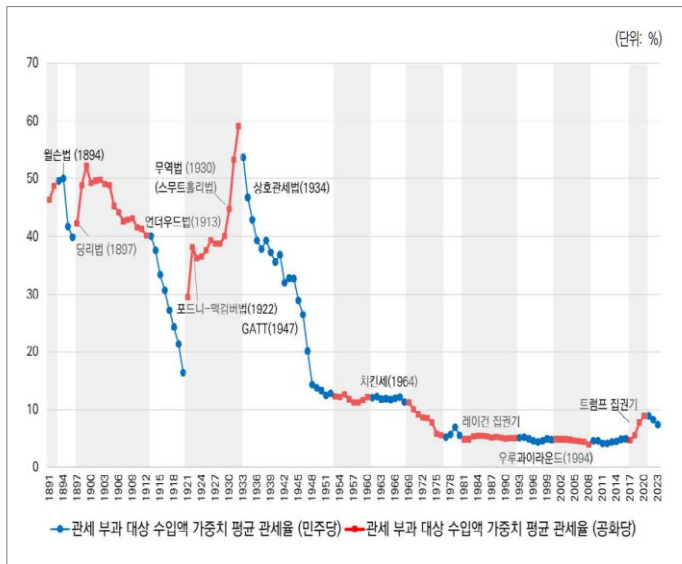
<p>1972년 8월, 10% 보편관세 부과 명령</p>	<p>[닉슨 대통령은 불공정 환율을 문제로 '국가비상' 선포. 모든 수입에 10% 관세 부과 명령]</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 일본, 서독 등 G10 국가와 협상 진행, 환율 조정에 합의(스미소니언 합의) → 관세종료(12.20)</li> </ul>
<p>2019년 5월, 멕시코산 수입품 관세 부과 명령</p>	<p>[트럼프 대통령은 불법 이민 단속 목적 멕시코산 수입에 5% 관세 부과 성명 발표]</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- '19년 2월 트럼프 전 대통령은 국가비상사태법에 근거하여 국가 안보의 핵심 이익을 위협하는 국경안보 및 인도주의적 위기에 대처하기 위해 미국 남부 국경에 관한 국가 비상사태를 선포</li> <li>- '19년 5월 트럼프 전 대통령은 멕시코가 국경 문제를 해결하지 않는 경우 '비상경제권한법'을 근거로 대통령의 권한을 활용하여 멕시코 수입품에 5% 관세를 부과하고 이후 25%까지 점진적으로 인상할 예정임을 밝힘</li> <li>- '19년 6월 트럼프 대통령은 멕시코 당국의 국경 단속 강화 의사를 수용해 관세 중지명령</li> </ul>

자료: KOTRA, 대외경제정책연구원, 키움증권 리서치센터

## 09.

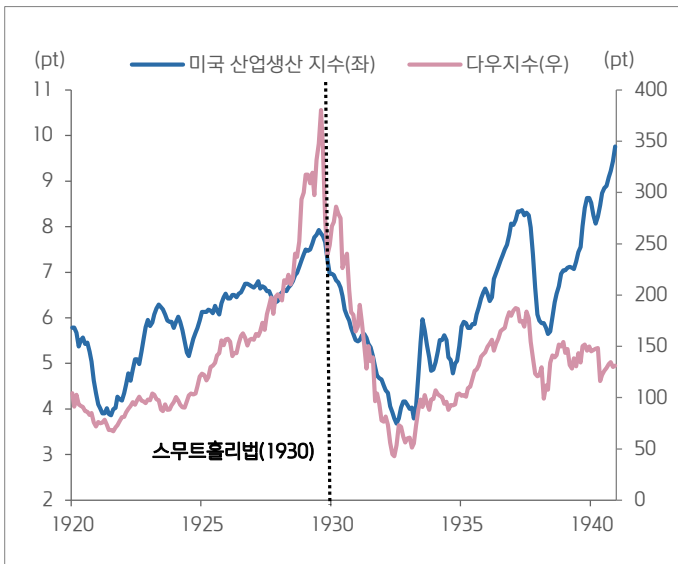
- ▶ 1930년 당시 집권당인 공화당은 수입품에 평균 59%, 최고 400%의 대규모 관세를 부과한 스무트-홀리법 제정
  - 당시 경기 둔화를 우려한 공화당은 보호무역을 통해 자국 산업을 보호해야한다는 취지에서 보편관세를 도입
  - 다만, 스무트-홀리법 도입 이후 주요국 보복관세 등으로 무역량 급감, 경기침체로 인한 실업을 증가로 인해 오히려 미국에 역풍으로 작용
- ▶ 보편관세가 불러일으킨 대공황의 경험은 미국의 이익 극대화를 주된 목적으로 삼는 트럼프 2기 행정부의 전방위적 보편관세의 실제 시행 가능성을 낮추는 요인

## 미국의 관세율 장기 추이



자료: 대외경제정책연구원, 키움증권 리서치센터

## 1930년 대공황 당시 미국 산업생산과 다우지수



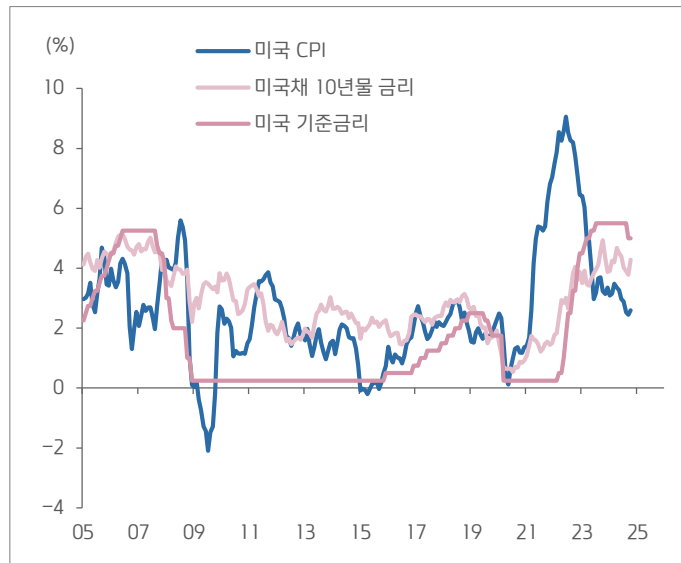
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 10.

## 보편관세 실현 가능성이 낮은 이유 ② 정책 조합의 모순

- ▶ 트럼프 2기 행정부는 저금리, 저물가, 약달러, 감세 그리고 관세 인상의 5가지 경제 정책 조합을 지향
  - 다만, 감세 → 국채발행 → 금리상승 → 달러 강세의 순환 고리는 트럼프가 추구하는 약달러를 통한 수출 증대 정책과 상충
  - 또한, 관세 인상 → 수입 물가 상승 → 인플레이션 자극의 고리도 존재하며, 이는 연준의 금리 인하에 대한 제약과 경기 둔화를 자극
- ▶ 결국, 패권 경쟁의 대상인 중국(경유국인 멕시코 까지)을 제외한 다른 국가들에 대한 보편관세 등의 강경한 관세 부과 시사는 협상용 수단으로서 무역 상대국과의 유리한 지위를 점하고자하는 것이 주된 목적이라고 판단

미국 CPI, 10년물 금리, 기준금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 달러지수와 수출액 YoY 추이

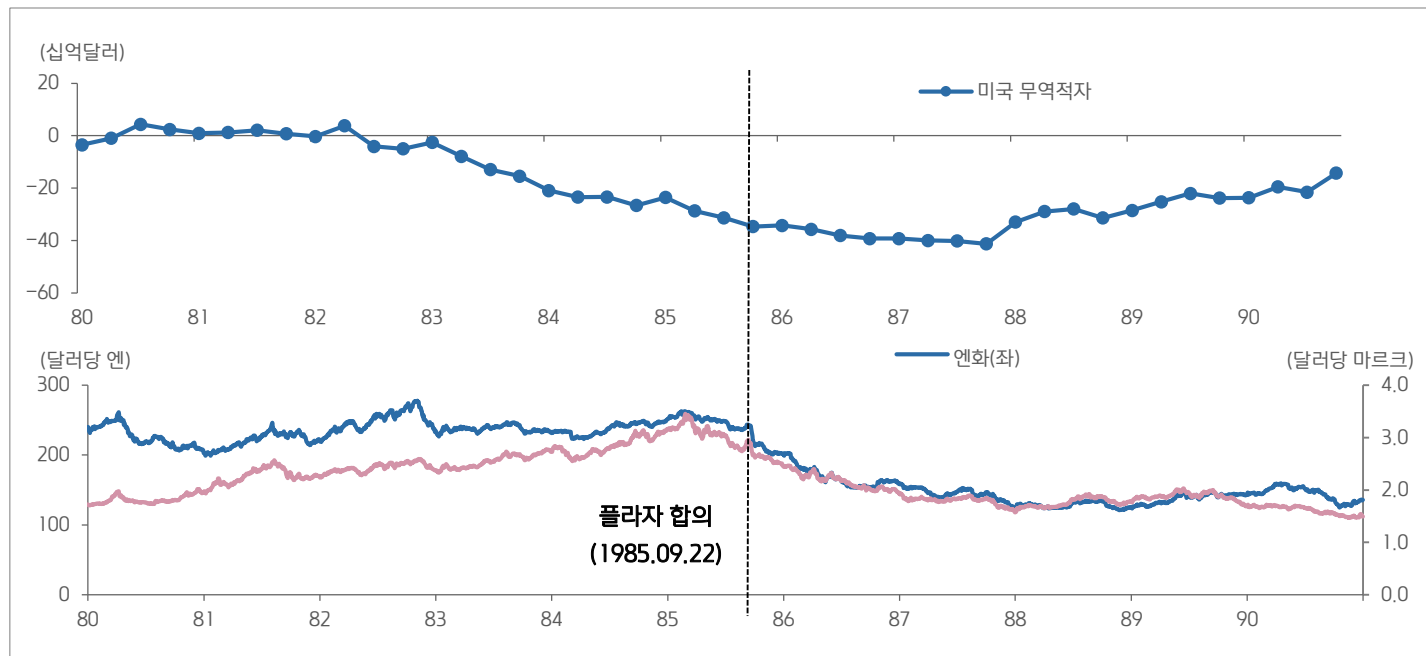


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 11. 트럼프 2기, 약달러를 위해 무역 상대국 통화 절상을 유도할 수도

- ▶ '80년 이후 무역적자에 시달리던 미국은 '85년 9월에 달러화 절하, 엔화 및 마르크화 평가 절상을 위한 플라자 합의 진행
  - 플라자합의로 약달러가 전개된 이후 미국 제조업 경기 개선과 더불어 약 1년 반 뒤부터 미국의 무역수지 개선세가 진행됨
  - 관세 정책만으로 무역적자 개선이 쉽지 않다는 점을 감안시, 약달러를 유도할 제 2의 플라자 합의를 추진할 가능성도 배제 못함

### 1985년 플라자 합의 이후 엔화, 마르크화, 무역적자 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 12. 한미 FTA, 방위비 분담금 등 재협상 요구 가능성

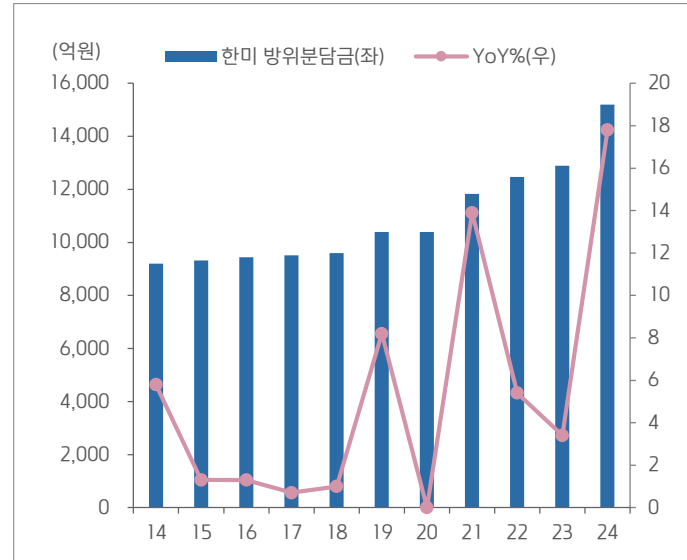
- ▶ '18년 한국산 픽업트럭 관세 철폐 시한 20년 연장, 자동차 연비, 온실가스 미국 규정, ISDS 개선 등의 FTA 협정문 개정
  - 당시 다른 국가 대비 선제적인 FTA 협상을 통해 미국의 무역확장법 232조에 근거한 철강관세 부과 면제를 얻어냄
  - 현재 미국의 대한국 무역적자가 '18년 대비 약 3배 이상 증가했다는 점을 감안시 트럼프 2기 행정부의 FTA 재협정 요구 가능성 증가
- ▶ '18년. 트럼프는 한국에 인상된 방위비 분담금을 지속적으로 요구하였고, '18년 대비 약 8% 증가한 금액을 '19년에 수취
  - '한국은 머니머신' 등의 최근 트럼프 발언을 감안한다면 트럼프 취임 이후 1기와 같은 방위비 요구 압박에 노출될 가능성 높다고 판단

### 2018년 한미 FTA 개정 주요 내용

투자자-국가 분쟁해결제도 (ISDS) 개선	- 동일한 정부조치에 대해 다른 투자협정을 통한 ISDS 제소 방지 - 투자자 입증 책임 명확화 - '설립 전 투자' 보호범위 구체화해 확대 해석 방지 - 내국인대우, 최혜국 대우 판단할 때 공공복지 목적 고려 - 투자자 기대 부합하지 않는다는 사실만으로는 손해 발생하더라도 최소 기준 대우 위반 아님을 명시
무역규제 투명성, 절차 개선	- 현지실사 절차 규정, 덤핑, 상계관세율 계산방식 공개
자동차	- 미국 내 화물자동차 관세 철폐 기간 추가 연장 (2021년→2024년 철폐) - 제작사별 5만 대까지 미국 자동차 안전기준 충족하면 한국 자동차 안전기준 충족한 것으로 인정
이행이슈	- 글로벌 혁신신약 약가 우대제도 FTA 합치하게 연말까지 마련

자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

### 역대 한미 방위 분담금 추이



자료: 외교부, 키움증권 리서치센터