

리서치센터 투자전략팀 | 2025년 2월 4일

2월 월간 전망

: 눈치 게임의 생존 전략

투자전략/시황 한지영
hedge0301@kiwoom.com

퀀트/자산배분 최재원
cju5056@kiwoom.com

시황/ESG 이성훈
shl076@kiwoom.com

키움증권 



I. 전략: 눈치 게임의 생존 전략

- 1월 국내 증시는 그간의 부진세를 만회하는 긍정적인 주가 되돌림을 보이기도 했으나, 1월말~2월초부터 딥시크 파장, 트럼프 관세 부과 소식 등으로 월중 상승폭을 반납하며 불안한 2월을 시작.
- 관세, 감세 등 공약 뿐만 아니라 연준에 대해서도 일관성이 보이지 않는 트럼프의 행보는 금융시장 참여자들이 2월에도 불확실성에 빈번하게 노출될 것임을 시사
- 결국 2월에도 트럼프의 관세(정치), 연준의 정책, CPI, 고용(매크로), 딥시크 사태(AI) 등이 증시의 주 동력원들을 둘러싼 노이즈가 주가 변동성을 만들어낼 전망
- 하지만 돌발 악재라고 보기엔 어려운 만큼, 지난 2018년처럼 고점 대비 10% 이상의 가파른 가격 조정보다는 5~10% 미만의 기간 조정에 그칠 것으로 판단
- 2월 코스피 레인지는 2,430~2,650pt로 제시하며 현재는 박스권 하단 부근에 있다고 판단. 해당 영역에서는 조선, 기계, 반도체(고환율 수혜), 소프트웨어(딥시크 파급효과), 바이오(미국 금리 부담 완화) 등을 중심으로 업사이드를 가져갈 필요

II. 키포인트: 실적과 밸류에이션 부담 재점검

- 4분기 어닝시즌이 진행되고 있는 가운데, 한국의 실적 전망의 하향 압력은 지속되고 있음. 작년 중반까지만 하더라도 코스피의 '25년 매출, 영업이익 성장률은 각각 7.1%, 22.5%로 전망됐으나, 현재는 5.5%, 18.6%까지 낮아짐.
- 미국 기업들의 실적 전망은 빅테크 기업들의 주도 하에 지속적인 우상향 경로 지속 중. 다만, 미국 역시도 고른 이익 보다는 기술주 중심인 IT 그리고 커뮤니케이션 서비스 업종 주도로 실적 개선세가 이어지고 있음. 이는 최근 딥시크 이슈와 같은 충격에 민감한 주가 흐름을 만들어낼 수 있는 배경
- AI패러다임 그리고 미국의 관세 이슈로 인해 증시 변동성이 높아지는 구간에서는 실적 안정성과 밸류에이션 부담이 높지 않은 업종들을 중심으로 하방 안정성 확보의 필요성이 높을 것으로 판단



Ⅲ. 시황: 관세 노이즈에서 주도주 모아가기

- 트럼프 취임 이후 중국, 캐나다, 멕시코 관세 발표를 시작으로 금융시장은 본격적으로 관세 전쟁에 대한 민감도를 높이고 있는 흐름. 트럼프의 관세 정책은 '관세 부과에 있어 강경한 스탠스를 보인 이후 무역상대국과의 협상'이라는 뚜렷한 목적성을 띠는 것 이에 취임 직후 트럼프발 관세 노이즈로 인한 단기 시장 변동성은 불가피할 것으로 판단. 특히, 지난 트럼프 1기 무역전쟁 당시 글로벌 교역 감소로 인해 수출의존도가 높은 국내 기업의 이익과 주가 하락이 컸었던 과거 경험이 변동성 증폭을 유발
- 다만, 보편관세의 전면적인 시행 등의 최악의 시나리오는 나타나지 않을 것으로 예상. 1) 과거 스무트-홀리법 제정을 통한 보편 관세의 전면적 시행이 1930년 대공황을 유발한 사례가 있고, 2) 관세 부과로 인한 인플레이션 재점화 우려와 유권자 및 공화당 내 반발 우려가 있을 수 있기 때문
- 결론적으로, 트럼프 관세 정책은 협상용 지렛대 역할을 수행할 것으로 예상하며, 취임 직후 나타날 수 있는 관세 노이즈에 따른 주가 조정은 1월 주도 업종이었던 전력기기, 조선, 원전 등 주도 테마의 저가 매수 기회로 작용할 수 있다고 판단



- I. 전략: 눈치 게임의 생존 전략
- II. 퀀트: 실적과 밸류에이션 부담 재점검
- III. 시황: 관세 노이즈에서 주도주 모아가기

Compliance Notice

- 당사는 2월 3일 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.

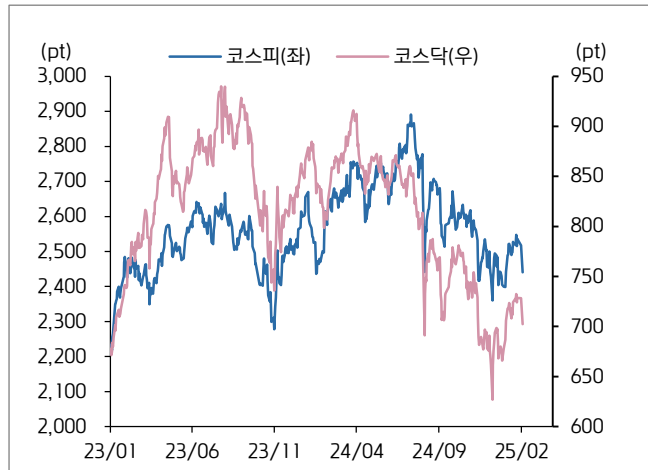


Part 1

전략: 눈치 게임의 생존 전략

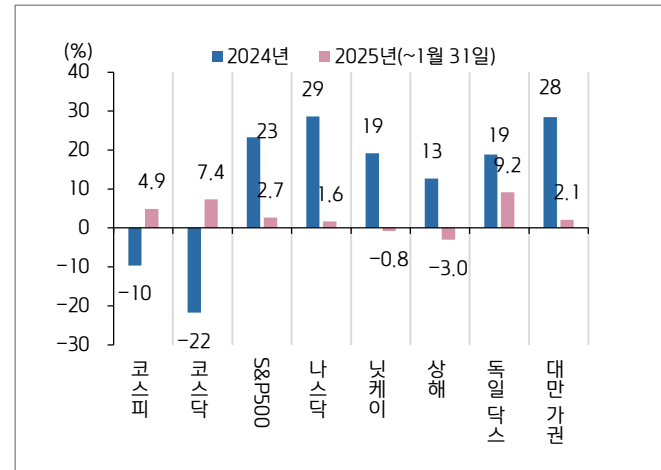
- ▶ 1월에도 순탄치 않은 일들이 벌어졌지만, 국내 증시는 지난해 부진을 만회하는 주가 흐름을 보임(1월 주요국 증시 등락률: 코스피 +4.9% vs 나스닥 +1.6%, 닛케이 -3.0%, 상해종합 -3.0%)
- ▶ 월 중 미국 고용 호조에 따른 금리 및 달러 강세 부담, 4분기 삼성전자 잠정실적 쇼크 등으로 하방 압력을 받기도 했으나, 밸류에이션 매력 지속, 수출 및 미 ISM 신규주문 호조, 12월 미 CPI 안도감 등이 상대적으로 더 큰 영향력을 발휘
- ▶ 반면 미국, 일본, 중국 등 지난해 상대적으로 성과가 좋았던 증시는 단기 주가 및 밸류에이션 부담, 신규 모멘텀 부재 등으로 중립 수준의 흐름에 그치는 등 지난 1월은 주요국 증시 사이에서 되돌림이 발생했던 시기로 평가

코스피와 코스닥



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

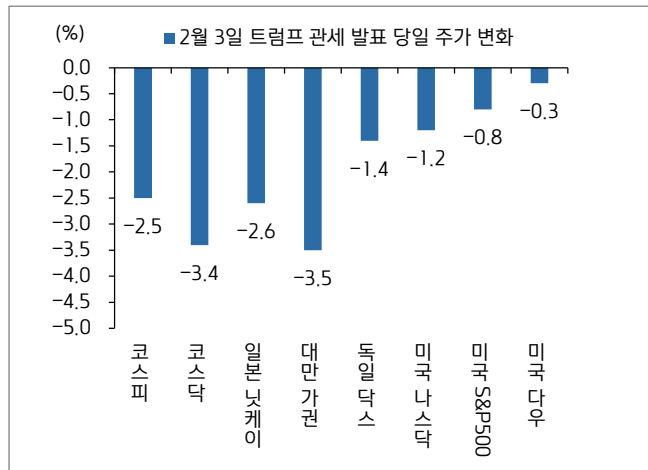
주요국 증시의 24년 등락률 vs 25년 1월 등락률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

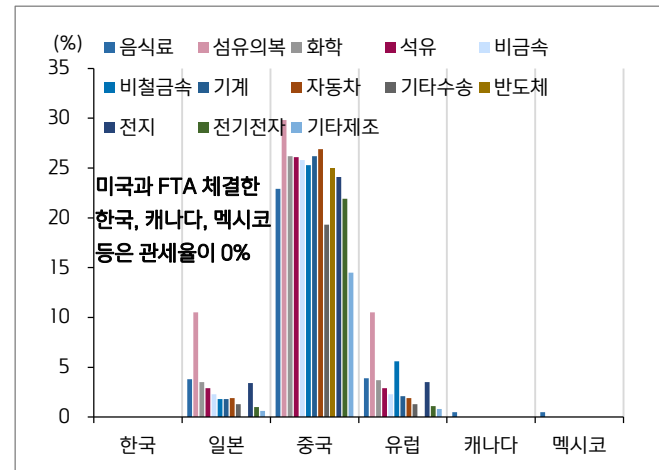
- ▶ 하지만 2월 첫거래일부터 트럼프의 관세 부과라는 암초를 만나면서, 2월 3일 대부분 증시는 폭락세를 연출
- ▶ 트럼프는 2월 4일에 멕시코와 캐나다에게는 25%, 중국에게는 10% 관세를 부과하겠다고 발표(철강, 알루미늄, 구리는 2월 말~3월, 원유와 가스는 2월 18일 예정)했으며, 관세가 미치는 시장 반응은 개이지 않는다는 식의 강경한 입장을 내비치면서 시장 참여자들의 불안심리를 자극
- ▶ 이 같은 트럼프의 관세에 캐나다는 약 1,000억달러 품목에 25% 관세 부과를 발표했으며 멕시코와 중국도 보복 조치를 취할 예정이라고 언급. 물론 멕시코, 캐나다에 대한 관세는 1개월 연기하기로 결정했다는 점은 안도 요인이거나, 여전히 그의 관세 행보는 쉽게 종료되지 않을 것이라는 의견이 대다수
- ▶ 이처럼 다른 이슈(연준, 딥시크)에 가려져 있을 줄 알았던 관세가 뉴스플로우를 지배하고 있는 실정

2월 3일 트럼프의 관세 부과 발표 후 주요국 증시 반응



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

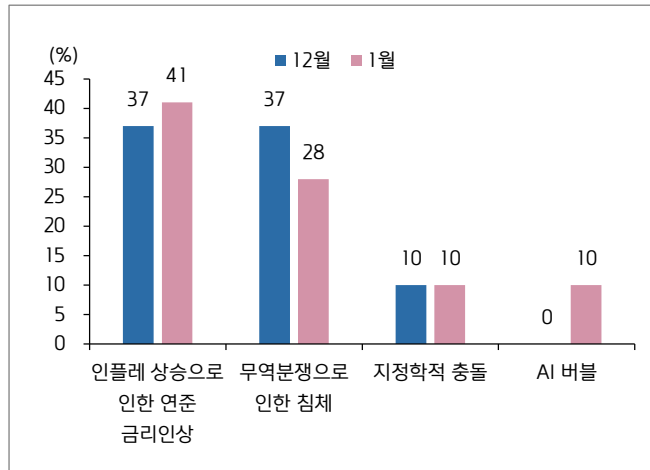
미국의 주요국들에 대한 산업별 관세 현황



자료: 산업연구원, 키움증권 리서치센터

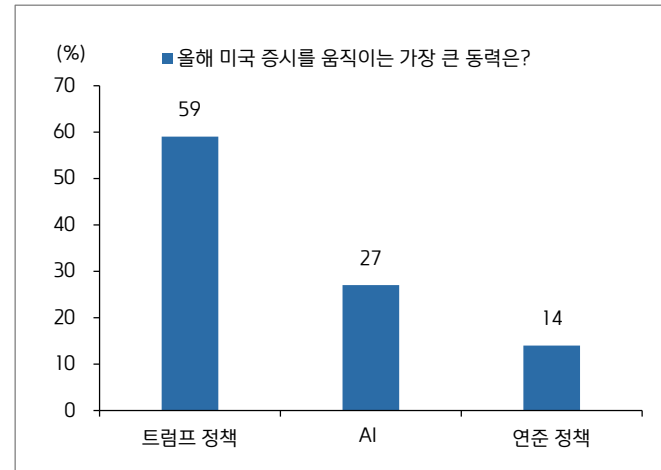
- ▶ 2월에도 트럼프의 관세 리스크, 연준의 정책 불확실성, 딥시크 사태의 파장 등이 증시 변동성의 핵심이 될 전망
- ▶ 1월 21일 발표된 BofA의 글로벌 펀드매니저 서베이(조사기간 1월 10~16일)에서도, 증시의 잠재적인 위험으로 “인플레이션으로 인한 연준의 금리 인상(응답률 41)” 다음으로 “무역분쟁으로 인한 글로벌 침체(28%)”가 지목. 이미 많은 이들이 “관세 발 인플레이션 상승 및 경기 위축”을 가장 신경 쓰고 있음을 시사
- ▶ 2월 초 공개된 블룸버그의 서베이도 마찬가지. 올해 전세계 증시의 대장주인 미국 증시를 움직이게 하는 가장 큰 동력이 트럼프 정책(59%), AI(27%), 연준 정책(14%)로 집계됐다는 점 역시 해당 3개의 변수가 흘러가는 방향에 증시가 종속될 수 밖에 없음을 유추할 수 있는 대목

시장의 잠재적인 위험에 대한 글로벌 펀드매니저 설문



자료: BofA Survey(25.01), 키움증권 리서치센터

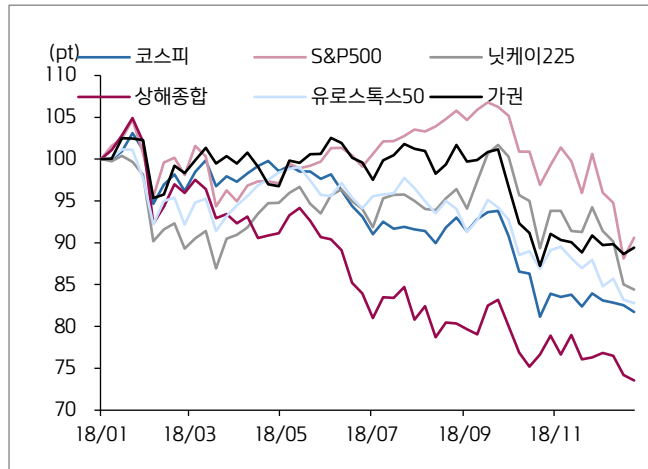
미국 증시를 움직일 수 있는 동력에 대한 블룸버그 설문



자료: Bloomberg MLIV Survey(25.02), 키움증권 리서치센터

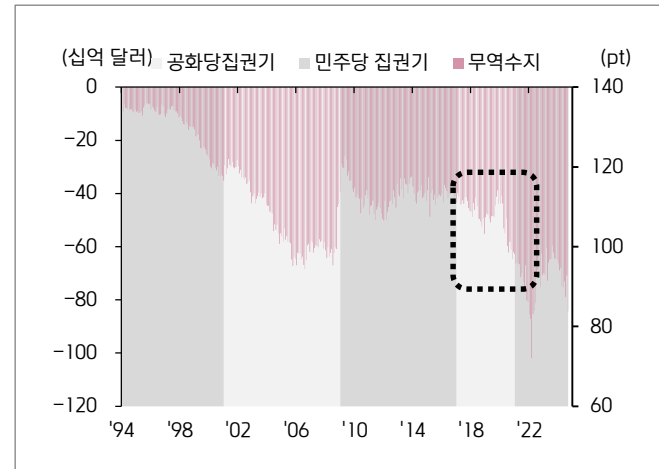
- ▶ 2월 초 트럼프의 관세 부과 소식이 시장 폭락을 유발한 것은 1기 시절에 겪었던 무역분쟁 발 주가 충격이 재현될 것이라는 트라우마가 기제로 작용
- ▶ 2018 년도 본격화했을 당시에 중간재를 중심으로 수출 및 무역 의존도가 높은 국내 증시가 그해 20% 가까운 주가 급락세를 보이기도 했음(2018 년 연간 등락률, 코스피 -17.3%, 코스닥 -15.4%)
- ▶ 이미 취임식 선언과 행정명령을 통해 미국의 무역수지 적자 축소를 내세운 보호무역주의를 공식적으로 천명한 만큼, 앞으로 주식시장 참여자들은 트럼프가 유발하는 관세 노이즈와 불확실성의 장기화를 피할 수 없을 전망

2018년 트럼프 1기 무역분쟁 당시 주요국 증시 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

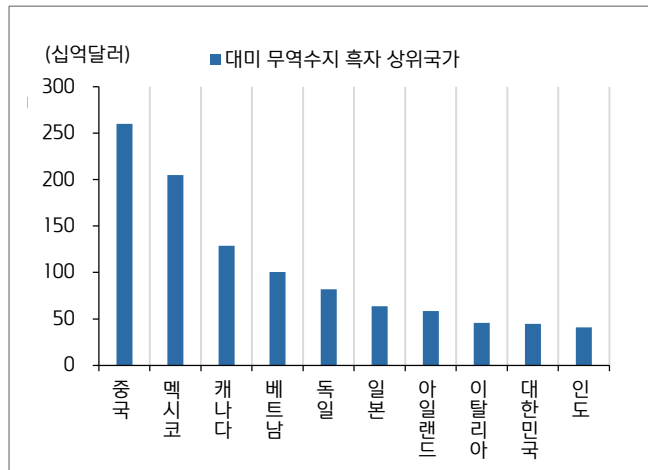
미국의 무역수지 적자 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

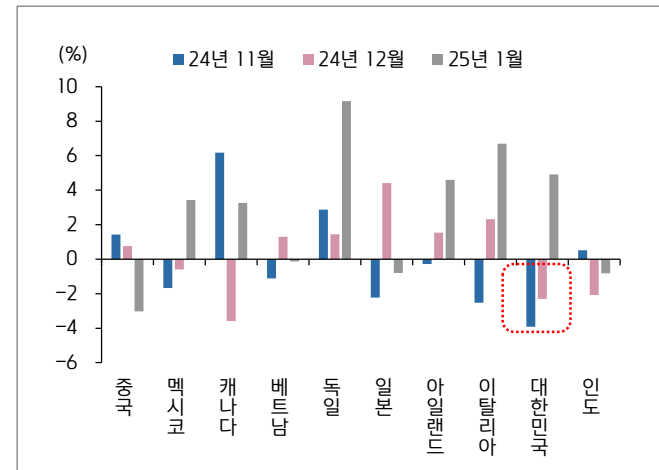
- ▶ 트럼프의 관세정책은 미국의 만성적인 무역적자를 메우기 위한 방편이었지만, 그의 1기 시절 내내 미국의 무역적자는 오히려 확대되면서 실효성을 보지 못했다는 점에 주목할 필요(2017년 미국 무역적자 5,430억 달러→ 2020년 6,260억달러)
- ▶ 이를 감안 시 트럼프 2기의 관세 정책은 주변국가들의 미국으로의 프렌드 쇼어링 촉구, FTA 재협상을 위한 레버리지 용도로 쓰일 가능성이 높다고 판단
- ▶ 관세 전쟁의 신호탄을 맞은 상기 국가들은 대미 무역수지 흑자 국가(수출 비중 높은 국가)의 최상위권에 있으며, 중국을 제외하면 무역수지 흑자 규모가 과거에 비해 늘어난 실정
- ▶ 결국 시기와 형태의 문제인지 대미 무역흑자 상위국가들은 관세 리스크에서 자유로울 수 있음. 관건은 관세의 수위로써, 특정 국가 혹은 특정 품목에 대한 관세 부과를 넘어 전면적인 관세, 보편적인 관세가 현실화될 경우, 지난 2018~2019년 무역분쟁이 그 이상의 강도로 재발될 가능성도 배제할 수 없기는 함

2023년 기준 대미 무역수지 흑자 상위국가 현황



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

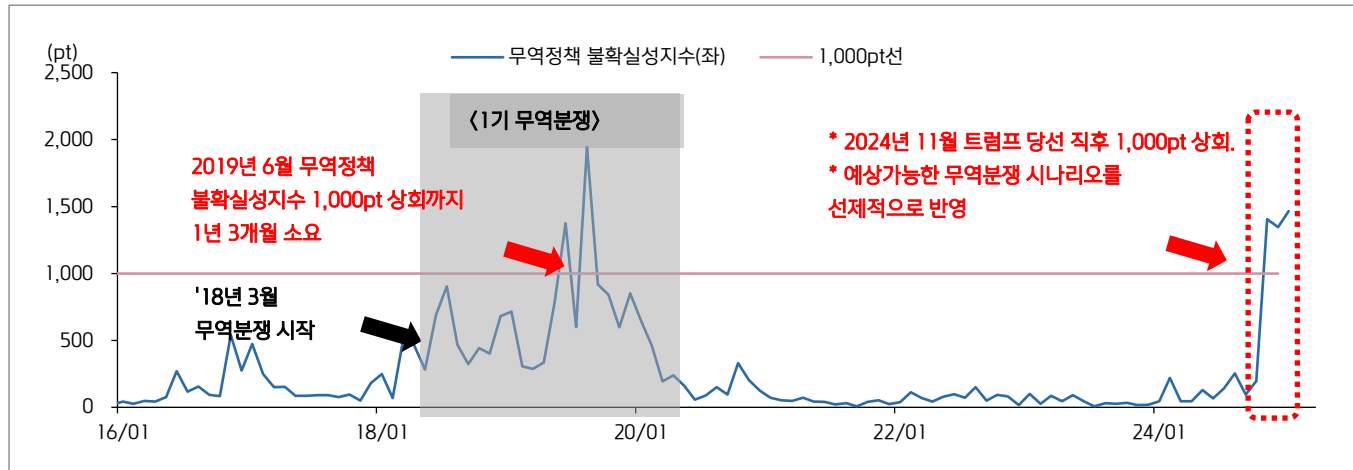
대미 무역흑자 상위 국가들의 최근 3개월 증시 수익률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터, 주: 각 대표지수 사용

- ▶ 유사한 맥락에서 이미 시장은 지난 11월 6일 미국 대선 이후 트럼프 트레이드가 전개되는 과정에서 보호무역주의 리스크를 조기에 반영해왔다는 점에 주목할 필요.
- ▶ 미국의 무역정책 불확실성 지수가 10월말 195pt에서 11월 트럼프 당선 이후 폭등하면서 1월 말 현재 1,400pt대까지 급등했다는 점이 대표 사례가 될 것
- ▶ 2018~2019년1기 무역분쟁 당시 1,000pt를 넘었던 시점은 2018년 3월 미중 무역분쟁 시작 이후 1년 3개월 뒤인 2019년 6월(1,374pt)이었지만, 이번에는 1,000pt대에 도달하는데 1개월 밖에 소요되지 않았기 때문.
- ▶ 전면적인 무역분쟁의 재발 불안감이 뉴스플로우를 통해 선제적으로 금융시장의 가격에 반영된 것으로 보임. 과거 경험 상 뉴스플로우는 주가, 금리, 달러 등 금융시장의 가격 변화에 영향을 주는 경향이 있기 때문에, 작년 11월 이후 달러 강세, 금리 상승, 한국 등 무역분쟁 피해국가의 주가 부진 등을 통해 일정부분 기반영 났다고 볼 수 있음.

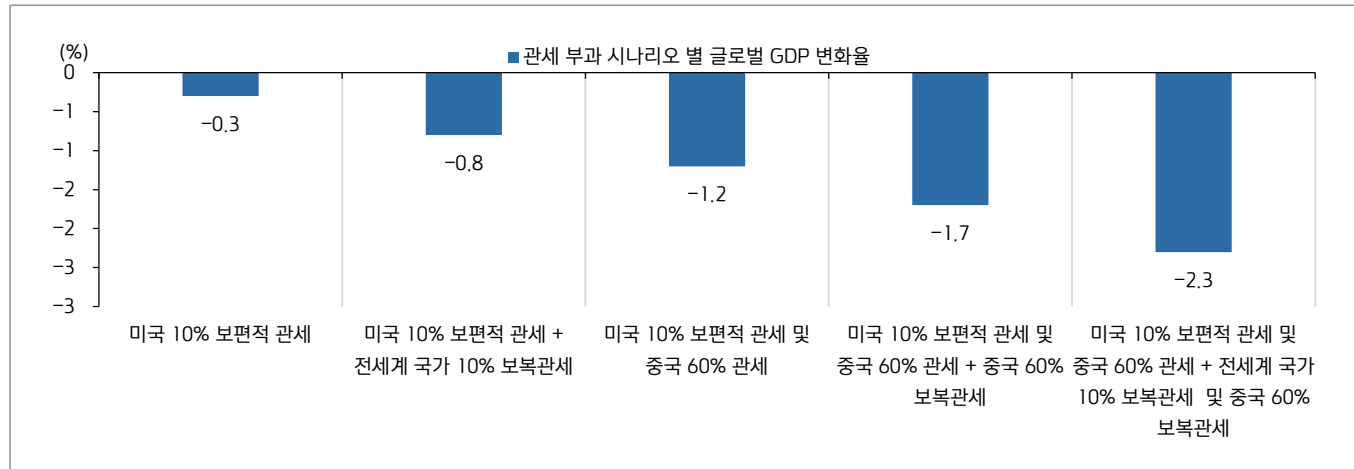
미국 무역정책 불확실성 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 트럼프 관세 부과 시 그에 따른 보복 조치도 이어지면서, 글로벌 성장률 및 기업 이익의 부진(수요 감소, 비용 증가 등)이 현 시점 증시의 가장 큰 걱정거리. 주요 외신과 미국 산업계에서도 그의 관세정책이 계속 강행되는 것에 대한 부작용을 경고하고 있다는 점도 눈 여겨 볼만(ex: 평균 관세율이 기존 3%에서 10%로 높아질 수 있으며, 그로 인해 미국 내 GDP 감소, PCE 물가 상승, 중국으로의 공급망 재구조로 인한 미국의 리쇼어링 약화 등이 해당).
- ▶ 더 나아가, 관세 부과는 지난 대선 이후 트럼프의 입을 통해서 여러 차례 나왔던 것이었으며, 증시에서도 해당 수위 관세는 선반영 해온 측면이 있음. 미국 내 정치권, 기업, 유권자 등에서 관세 반대 목소리가 높은 가운데, 관세의 법적 근거 불충분(국가비상경제권법), USMCA 협정 위반 여부 등 제약 사항들이 존재
- ▶ 관세 부과를 증시 대응 시나리오에 반영해야 하는 것은 맞지만 “관세부과 -> 맞대응 -> 추가 관세 부과 및 타국가로 무역분쟁 전면 확산”이라는 최악 시나리오보다는 “일부 국가, 일부 품목 별 선 관세 부과 후 -> 협상”의 시나리오가 유력할 전망

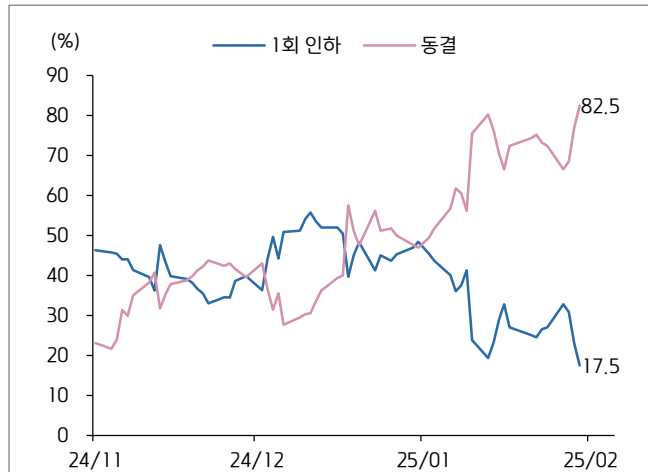
관세 부과 시나리오별 글로벌 GDP 충격에 대한 분석



자료: Global Trade Analysis Project, 국제금융센터, 키움증권 리서치센터

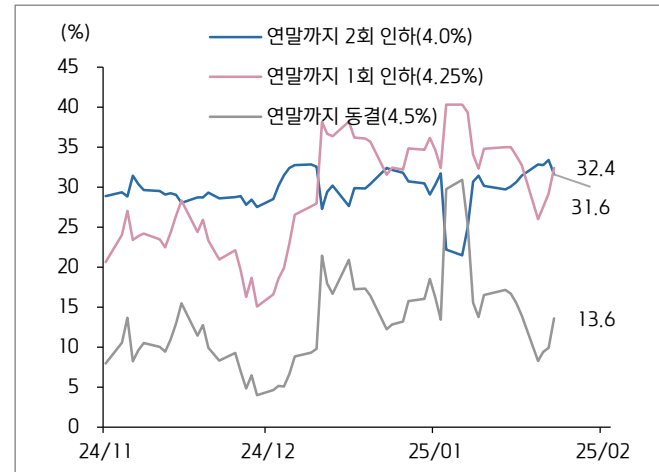
- ▶ 1월 FOMC는 시장이 예상했던 대로 금리 동결을 했으며, 관건은 성명서와 파월 의장의 기자회견에서 향후 정책 스탠스에 대한 변화 여부였음
- ▶ 성명서 상 “2% 인플레이션 목표치를 향해 진전하고 있다”는 문구를 삭제하고, “인플레이션이 다소 높은 수준을 유지하고 있다”는 문구로 대체했다는 점은 인플레이션 통제에 대한 연준의 자신감 하락을 내포하며, 이는 3월 FOMC도 금리 동결 할 것이라는 전망에 힘을 실어주고 있는 실정
- ▶ 2월에는 FOMC가 부재하지만, 인플레이션, 고용 등 지표 민감도는 여전히 높을 전망. 다행인 점은 12월 FOMC 이후 한동안 ‘25년 1회 인하 전망이 지배적이었다면, 현재는 2회 인하 전망에도 무게가 다시 실리고 있다는 것으로, 향후 데이터에 따라 매파적인 인하 경로가 바뀔 수 있음을 시사

3월 FOMC 금리인하 확률 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

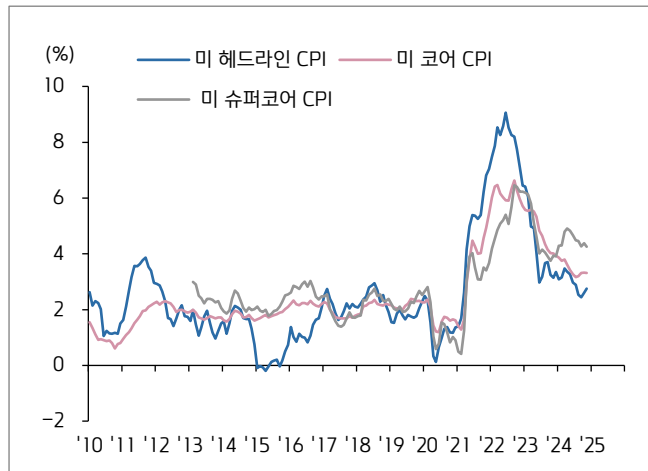
연말까지 금리인하 확률 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

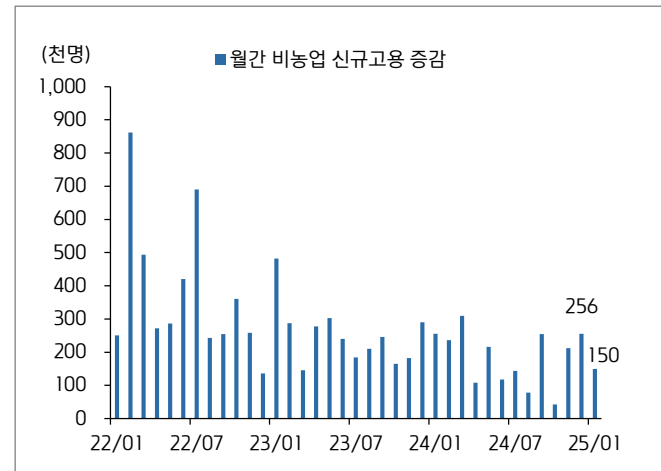
- ▶ CPI, 고용 이벤트에 대한 주가 민감도는 2월에도 높아지겠지만, 경기 측면에서 4분기 이후 미국 고용시장 둔화, 소비 둔화 등으로 인한 미국 경기 연착륙에 무게를 두는 것이 적절
- ▶ 또 코어 인플레이션은 하향 안정화가 되고 있으며, 최근 미국의 경기 모멘텀을 측정하는 경기서프라이즈 지수가 하락세로 전환했다는 점도 주목할 필요
- ▶ 12월 FOMC에서 내년도 연준의 경제전망 상향폭이 크지 않았다는 점까지 고려 시 향후 수요 단의 인플레이션 둔화가 진행될 것으로 판단
- ▶ 1월 중 매파 성향인 윌러 연준 이사도 시장이 생각하는 것보다 이른 시점에 금리인하를 할 수 있고, 데이터만 잘 나와준다면 연내 3~4회 정도도 가능하다”고 언급한것도 같은 맥락

미국 헤드라인 vs 코어 vs 슈퍼코어 CPI



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 비농업 고용



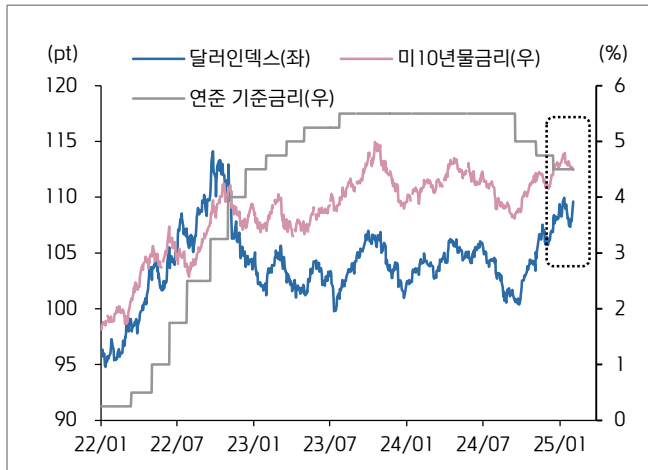
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

10.

금리와 달러의 피크아웃했다는 점은 하나의 수확

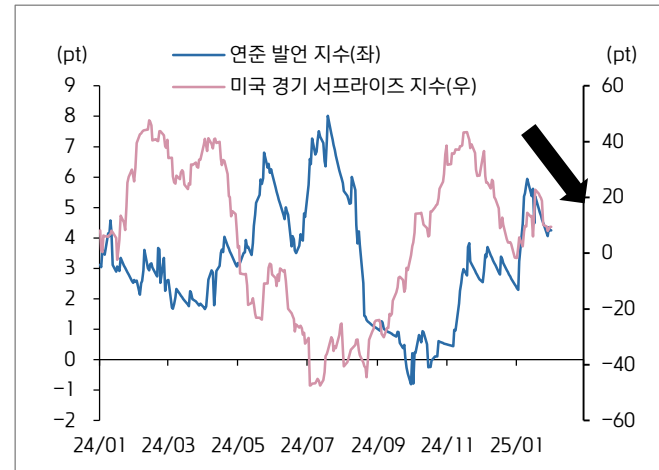
- ▶ 동시에 연준의 발언 수위와 미국 경기 모멘텀 지수가 반락하는 과정에서 금리와 달러가 정점을 확인했다는 인식을 만들어 준 것은 하나의 수확
- ▶ 물론 정점 확인 후 이른 시일 내에 빠르게 하향 안정화 되기는 어려울 전망. 트럼프의 정책 불확실성이 인플레이션 전망에 혼선을 일으키고 있는 만큼, 2~4월까지 약 3개월 간은 관세 불확실성을 소화하는 시간이 필요하기 때문
- ▶ 그 과정에서도 인플레 둔화 추세는 훼손되지 않을 것으로 예상하기에, 연준은 연내 2회 인하가 가능할 것. 인하 시점은 6월과 9월 FOMC가 될 전망

달러 인덱스 vs 10년물 금리 vs 연준 기준금리



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

연준 발언 수위 지수와 미국 경기 서프라이즈 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 연준과 트럼프 정부와의 불협화음은 노이즈를 유발할 수 있는 요인. 1월 FOMC 기자회견에서 파월 의장은 트럼프의 금리인하 요구에 대해 논평이 적절치 않으며, 트럼프와 접촉한 적이 없다고 답변한 가운데, 지난 12월 FOMC와 유사하게 트럼프 정부의 관세정책의 영향에 대해 지켜봐야 한다는 입장을 표명.
- ▶ 반면, 트럼프는 1월 FOMC 이후 본인의 SNS 계정을 통해 연준은 그들이 초래한 인플레이션을 해결하는데 실패했으며, 은행 규제도 형편없었다는 식의 불편한 기색을 드러내기도 함
- ▶ 동시에 2월 초 기자 인터뷰에서는 연준의 1월 금리 동결이 적절한 결정이었다는 평가를 내리는 등 급격한 태세전환을 보이고 있다는 점이 시장을 혼란스럽게 만드는 부분
- ▶ 이 같은 트럼프의 일관성 없는 행보는 시장 참여자들이 그의 예측 불허함에 대한 내성과 학습효과가 한번 더 생길 때까지 변동성을 감내해야 할 것임을 시사

1월 FOMC 결과 발표 이후 트럼프의 반응



Donald J. Trump ✓
@realDonaldTrump

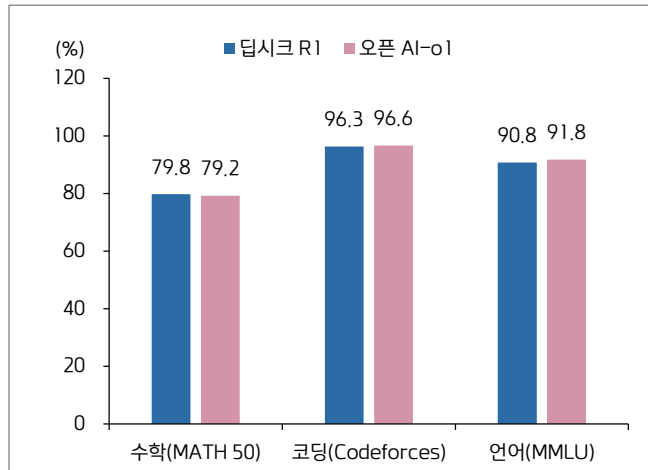
Because Jay Powell and the Fed failed to stop the problem they created with Inflation, I will do it by unleashing American Energy production, slashing Regulation, rebalancing International Trade, and reigniting American Manufacturing, but I will do much more than stopping Inflation, I will make our Country financially, and otherwise, powerful again! The Fed has done a terrible job on Bank Regulation. Treasury is going to lead the effort to cut unnecessary Regulation, and will unleash lending for all American people and businesses. If the Fed had spent less time on DEI, gender ideology, "green" energy, and fake climate change, Inflation would never have been a problem. Instead, we suffered from the worst Inflation in the History of our Country!

6.55k ReTruths **24.1k** Likes
Jan 30, 2025, 6:17 AM

자료: Truce Social, 키움증권 리서치센터

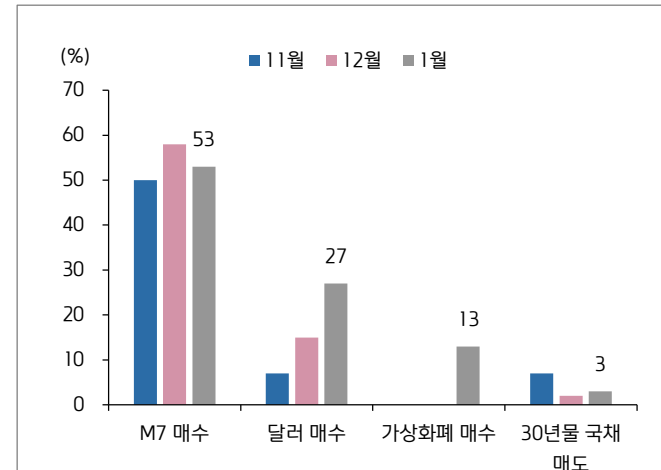
- ▶ 트럼프, 연준과 같이 기존 변수 뿐만 아니라 딥시크의 파장이 엔비디아 등 AI 주들의 분위기를 바꾸고 있는 모습
- ▶ 딥시크의 AI 모델은 엔비디아의 저사양 GPU H800을 사용했는데, 그 성능이 현재 주도 모델인 오픈AI의 o1 모델과 견주어도 크게 뒤쳐지지 않는 결과물을 내고 있다는 점이 화젯거리
- ▶ 고사양, 고가의 H100 GPU를 사용하는 메타의 라마 3 모델보다 학습비용이 10분의 1밖에 되지 않는 것으로 알려졌으며 중국의 이 같은 AI 기술 발전은 AI 패권 경쟁을 위해 미국 정부가 시행했던 대중 반도체 수출 규제도 실효성을 거두지 못했다는 평가가 뒤따르고 있는 실정
- ▶ 이 여파로 27일 엔비디아는 하루만에 17% 폭락하는 등 주도주로서 지위를 유지해 나갈 수 있을지에 대한 의문점을 불러 일으키고 있는 가운데, 글로벌 펀드매니저들이 가장 많이 몰린 주식인 M7이었던 만큼, 이번 AI 주가 하락은 체감 상 하락의 강도를 크게 만들고 있는 상태

딥시크와 오픈AI의 AI 모델 성능 비교



자료: 딥시크, 키움증권 리서치센터

가장 많이 수급이 몰렸을 것으로 생각되는 자산군



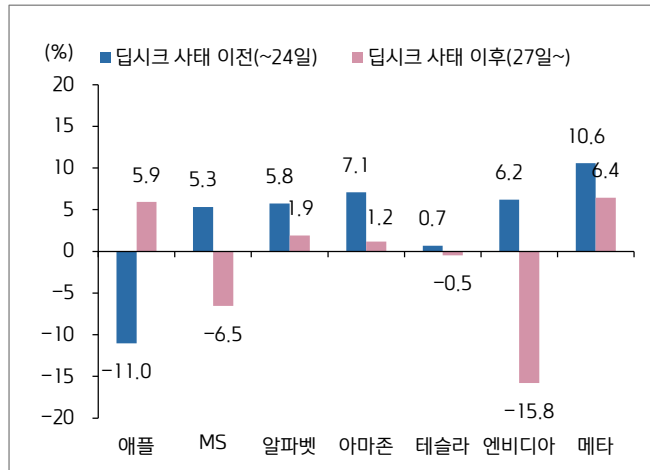
자료: BofA Survey(25.01) 키움증권 리서치센터

13.

AI 내러티브는 유효하겠으나, 그 안에서 주도권 이동 예상

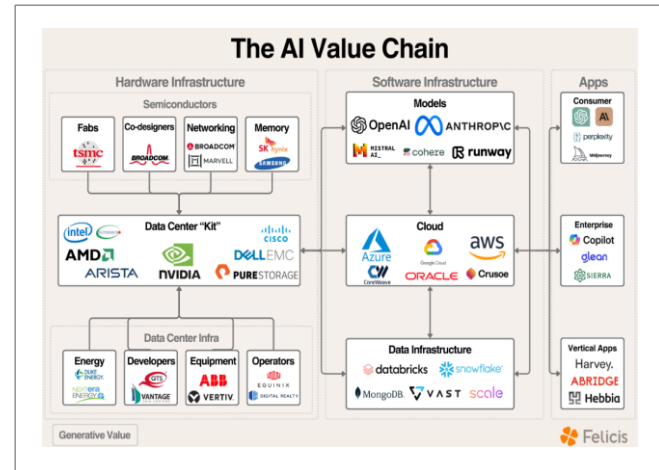
- ▶ 물론 딥시크는 1) 엔비디아의 고성능 H100 칩을 수출 규제를 우회해 활용했는지 여부, 2) 딥시크 측에서 밝힌 약 600만달러의 저렴한 훈련 비용에 초기 투자 비용과 인건비가 생략됐을 가능성, 3) 오픈 AI 모델에서 데이터를 무단 도용한 “지식 증류(Knowledge Distillation)” 등 팩트체크가 필요하기는 함
- ▶ 그렇지만 딥시크가 촉발한 저비용, 저사양 GPU의 가성비 이슈는 고사양, 고비용 GPU 사용 및 투자에 대한 회의를 유발하고 있는 실정이며, 그간 엔비디아가 주도해왔던 AI 테마 및 증시의 내러티브 변화를 생각해보게 만들고 있음
- ▶ 27일 엔비디아 실적 발표에서 가이던스 및 딥시크 여파를 확인하기 전까지, “고비용, 고성능 칩 사용을 위한 빅테크의 대규모 투자에 대한 회의”, “트럼프 정부의 대중 반도체 수출 추가 규제 우려” 등 관련 노이즈가 수시로 주입될 전망
- ▶ 하지만 중기적으로는 AI 학습 비용 하락은 AI 도입의 가속화, 확정성을 이끌어낼 수 있는 재료가 될 것이며, 그 과정에서 “하드웨어, 인프라 -> 소프트웨어, 전력기기” 등으로 AI 밸류체인 내에서 주도권이 옮겨갈 것으로 예상

딥시크 사태 전후 M7 추가 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터, 주: 1월 31일 종가 기준

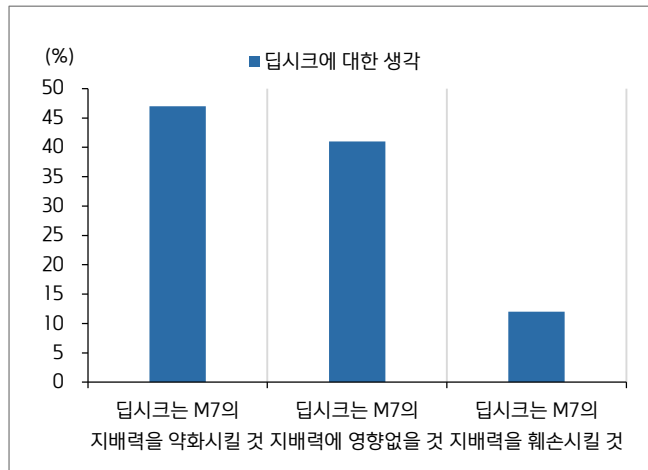
AI 밸류체인



자료: Felicity, 키움증권 리서치센터

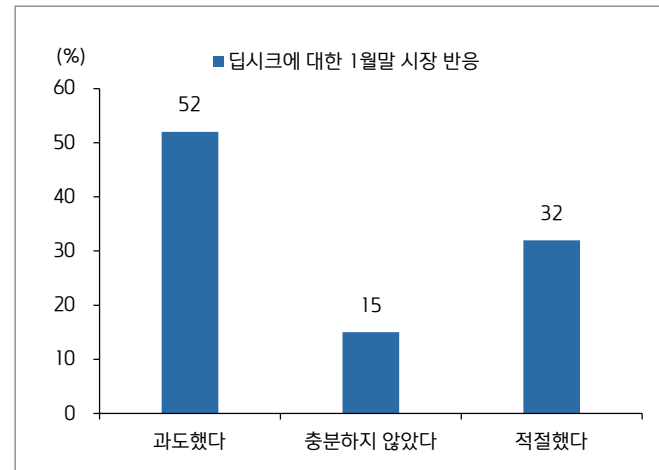
- ▶ 딥시크가 주도주로서의 M7 지배력에 큰 영향, 훼손을 가져오지 않을 것이라는 전망이 시장의 중론
- ▶ 메타와 MS 모두 올해 AI 관련 CAPEX 투자 규모를 늘릴 계획을 밝혔다는 점도 눈여겨봐야 함. 이는 고사양, 첨단 GPU 투자를 통해 시가 만들어낸 중장기적인 메가트렌드에서 우위를 점하고자 하는 이들의 목적은 꺾이지 않음을 시사
- ▶ 대규모 투자를 통해 인간 수준(AGI)의 고성능 AI 기술을 확보해야 하는 상황 속에서 AI 비용 하락은 이들에게 꼬리표처럼 따라다니던 수익성 불안을 완화시켜줄 것으로 보임
- ▶ 동시에 이번 딥시크 사태로 “AI 활용도 하락에 따른 전력 수요 감소 우려”로 동반 주가 충격을 받았던 전력기기 업체들 역시 주가 모멘텀은 유효.
- ▶ 메타, MS와 같은 날 실적을 발표한 테슬라가 부진한 전기차 판매 실적 발표, 트럼프 정부와 불협화음 우려에도 주가가 상승한 것 역시 해당 업체 또한 물리적 AI에 대한 성장 기대감이 반영된 것으로 해석 가능

딥시크에 대한 생각(1월말 블룸버그 서베이)



자료: Bloomberg MLIV Survey(25.02), 키움증권 리서치센터

1월말 딥시크 발 주가 급락에 대한 평가



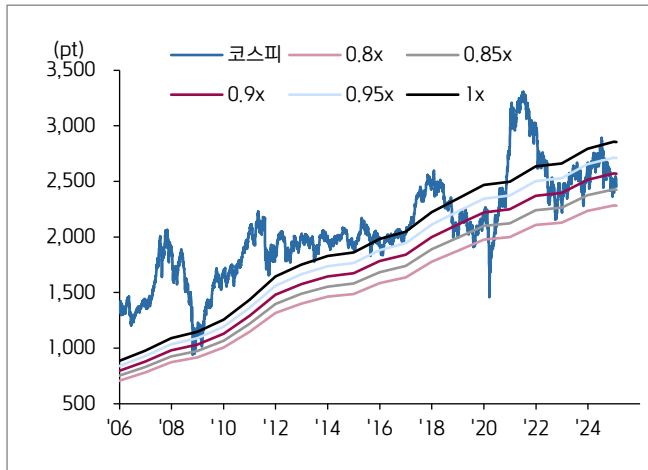
자료: Bloomberg MLIV Survey(25.02), 키움증권 리서치센터

15.

국내 증시, 이제는 더 이상 반영할 악재를 찾기 힘든 가격대

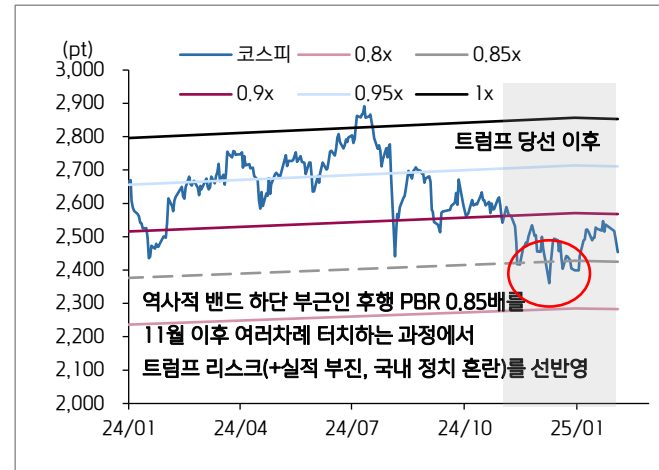
- ▶ 국내 증시는 11월 이후 밸류에이션 조정을 극심하게 겪는 과정에서 역사적 저평가 영역에 수시로 도달. 1월 이후 국내 증시가 여타 증시 대비 성과 우위에 있다는 점도 되돌림의 과정의 일환
- ▶ 이는 12월 이후 코스피 후행 PBR이 0.83배~0.85배 레벨을 오가는 과정에서 이익 부진, 트럼프 2기 때 예상되는 리스크, 매크로 불안 등을 국내 증시를 둘러싼 악재를 상당부분 기 반영(1월 이후 0.87배 내외)
- ▶ 코스피 이익 전망에 영향을 주는 미국 ISM 제조업 신규주문 호조, 대적인 수출 의존도가 아직 높은 중국의 경기 모멘텀 회복 기대감 등을 악재 일변도 속에서 부분적인 주가 반등의 촉매가 등장하고 있다는 점도 눈 여겨볼 필요

코스피 후행 PBR 밸류에이션 장기 차트



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

24년 중 후행 PBR 밸류에이션 변화



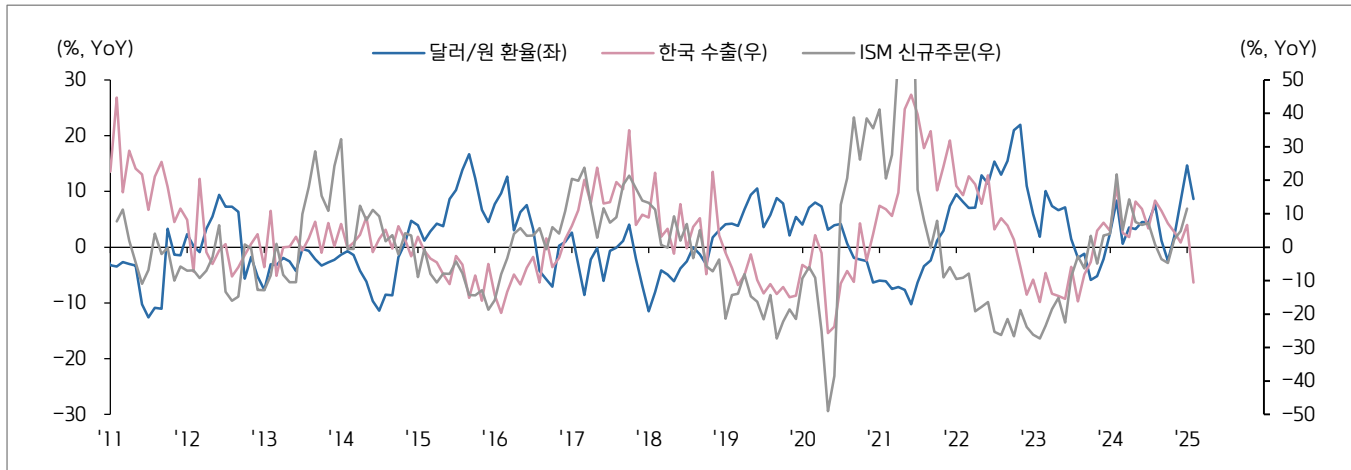
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

16.

수출 부진 등 펀더멘털 환경이 녹록치 않지만, 환율 효과, 미국 수요 개선 등 주목

- ▶ 트럼프 관세 발 리스크가 확산되고 있는 2월이지만, 고점 부담이 여전한 미국 증시에 비해 국내 증시의 주가 복원력은 남아있을 전망
- ▶ 2월 1일 발표된 1월 수출은 -10.3%(YoY)로 12월(+6.6%) 플러스에서 마이너스로 전환했지만, 연휴컨센(-13.5%)보다 양호했고, 일 평균 수출 역시 7.9%(YoY)로 12월(4.3%)에 비해 개선됐다는 점도 긍정적
- ▶ 달러/원 환율도 1,400원대 이하로 내려오기 어려운 고환율 환경이라는 점도 국내 수출업체들의 환율 효과에 지속력을 부여할 것이며, 이는 덩시크 사태로 인해 부담이 발생한 HBM 관련 수출주들에게도 하방 경직성을 만들어줄 것으로 판단

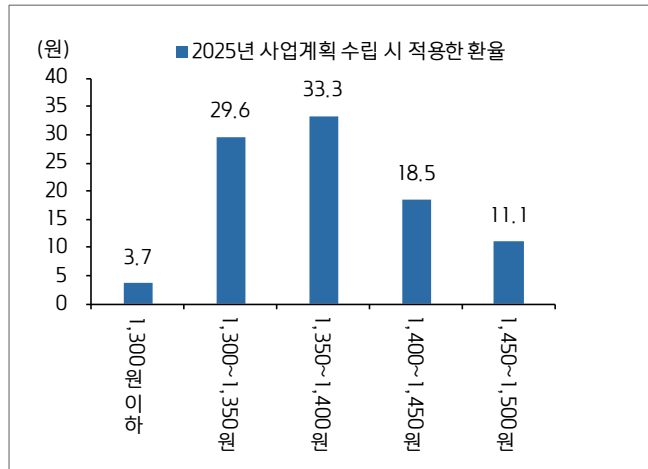
한국의 수출 vs ISM 제조업 PMI VS 달러/원 환율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 환율 효과는 대기업들이 하반기 사업 계획 수립을 하는 5월전까지 증시에서도 지속적으로 부각될 가능성
- ▶ 지난해 50대 대기업들이 2025년 사업 계획 수립 시 적용한 예상 환율 레인지는 평균 1,300~1,400원대(응답률 60% 이상)로 집계됐다는 점이 힌트
- ▶ 현재 환율은 1,400원대 중후반에서 등락을 거듭하고 있는 가운데, 연준의 통화정책 불확실성, 트럼프 정부 불확실성이 상반기 내내 이어질 수 있다는 점을 고려하면, 이른 시일내에 1,400원대 이하 레인지로 내려가기 어려울 것으로 예상

50대 기업들의 2025년 사업계획 수립 시 적용 환율



자료: 대한상공회의소, 키움증권 리서치센터

달러/원 환율 계절성 차트



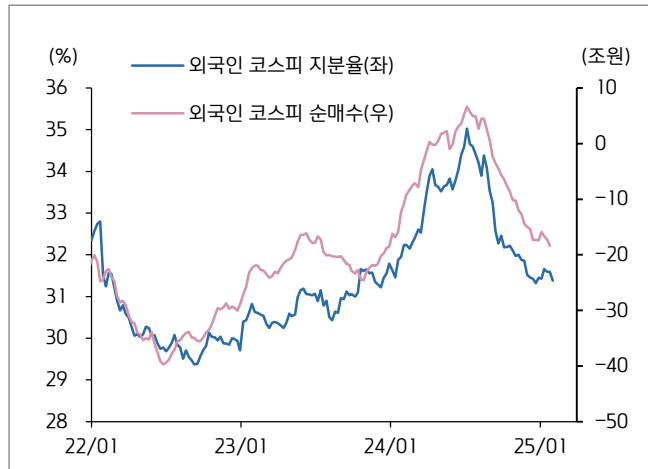
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

18.

6개월째 순매도로 일관한 외국인, 하지만 순매수 전환 가능성이 높아진 구간

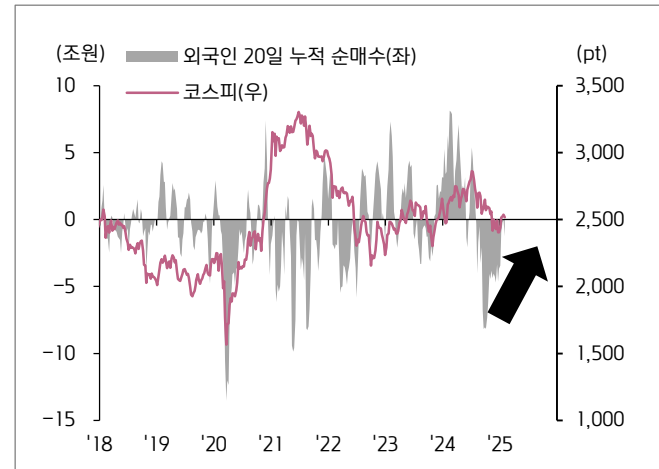
- ▶ 2월 3일 외국인의 코스피 지분율은 31.3%로 작년 연중 저점(31.3%)부근까지 재차 내려왔으며, 역사적 평균 지분율도 크게 하회(외국인 평균 지분율은 2000년 이후 34.1%, 2010년 이후 33.4%, 연초 이후 33.1%)
- ▶ 20일 누적 순매수 추이를 봐도 비슷한 결론에 도달. 이들의 코스피 매매패턴은 11월 말을 기점으로 누적 순매도 추세가 완화되고 있는 만큼, 현 시점에서는 이들의 한국 증시 비중 축소 작업이 마무리 단계에 진입했을 가능성
- ▶ 단기적으로는 트럼프의 관세 정책이 만들어낸 달러 강세(FX), 주요국 교역 둔화 우려(펀더멘탈), 딥시크 사태로 인한 SK하이닉스 등 HBM 포지션 정리(차익실현) 등이 이들의 순매도를 재차 만들어내고 있지만, 상기 변수들의 지속력은 길지 않을 것으로 보임. 이는 추후 외국인들의 한국 증시 순매수를 재개 시킬 수 있는 요인

외국인 코스피 지분율과 순매수



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

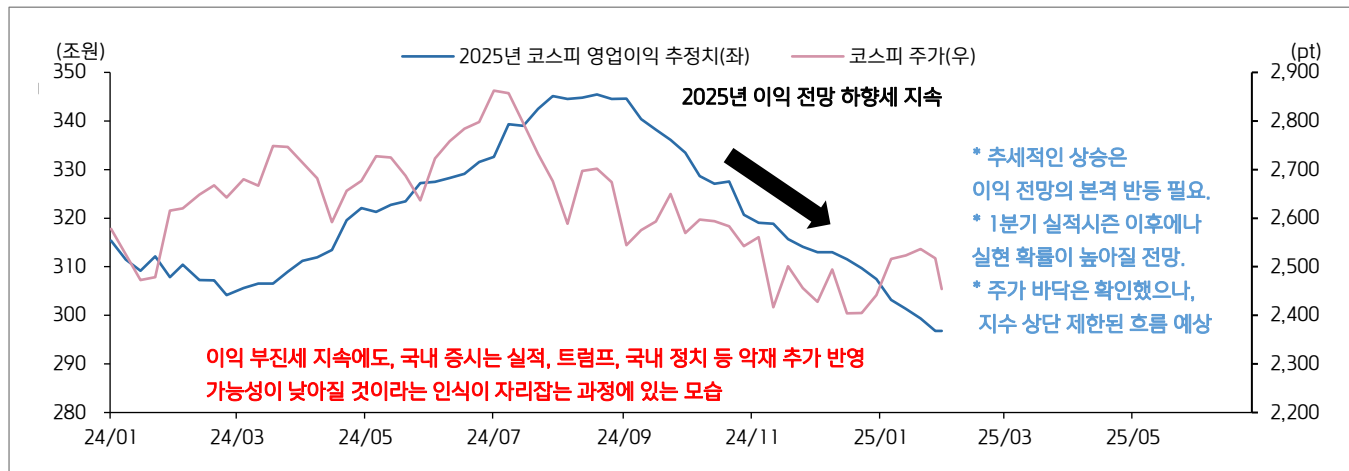
외국인 20일 누적 순매수와 코스피



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

- ▶ 국내 증시가 추세적인 상승을 위해서는 이익 전망의 반등 가시화가 필요하다는 점을 염두에 두어야 할 것
- ▶ 4분기 실망스러운 국내 기업들의 실적은 중립 수준의 주가 반응으로 귀결됐다는 점은 다행요인이나, 이번 4분기 실적 시즌을 소화하면서 이익 전망 하향은 계속 이루어지고 있는 실정.
- ▶ 이익 전망의 본격적인 개선은 1~2개월 이른 시일내에 추세 상승을 기대하기는 어렵고 1분기 실적시즌 이후에나 그 가능성을 타진해볼 수 있을 것으로 예상
- ▶ 그전까지는 2,700pt 레벨 이하에서 지수 상단이 형성된 채, 그 안에서 업종간 순환매 장세가 이어질 것으로 예상

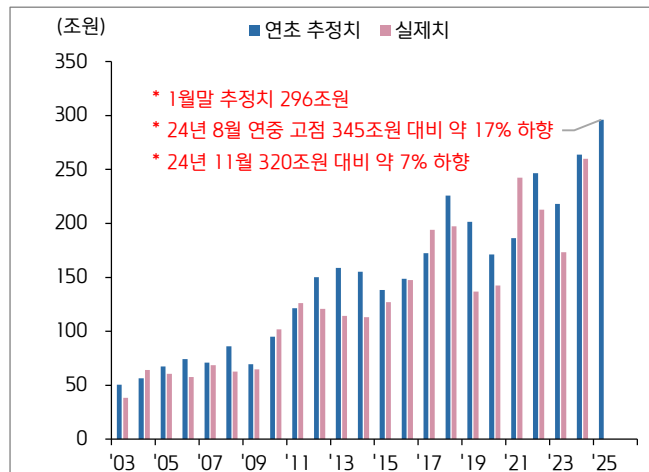
코스피 주가와 코스피 25년 영업이익 전망치



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

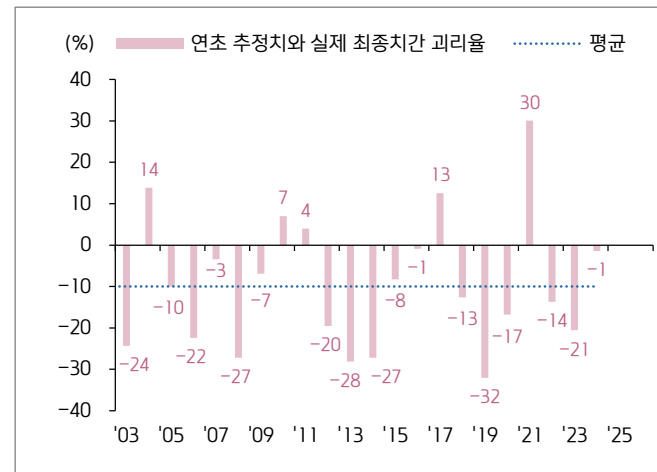
- ▶ 증시 역사를 돌아켜봤을 때, 연초의 이익 전망치를 실제 실적이 충족하거나 상회했던 사례는 2010~2011년(차화정 사이클), 2017년(반도체 슈퍼사이클), 2021년(팬데믹 이후 대규모 부양 효과), 2024년(AI 사이클, 금리인하 기대감) 등 소수에 불과
- ▶ 연초에 기업 이익이 “올해에는 좋을 것”이라는 낙관적인 편향을 가지고 시작한 채 연말까지 시간이 지날수록 내부 및 외부 요인들의 변화, 실제 기업들의 분기 실적들을 확인해 가면서 현실성을 반영하는 것이 일반적이며, 이는 연초 대비 이익 전망 하향으로 귀결되는 패턴을 만들어 낸다고 판단
- ▶ 2025년의 경우의 연초 추정치와 추정치 간 평균 괴리율(약 10%)에 수출 모멘텀 둔화트, 트럼프 리스크 vs 금리인하 효과, AI 모멘텀 등을 반영해보면, 약 7~10% 수준의 하향 조정에 그칠 것. 현재 24년 8월 연중 고점인 345조원 대비 약 17% 하향, 24년 11월 320조원대비 약 7% 하향된 점을 감안 시, 하향조정 작업 마무리 단계 진입 가능성

연도별 코스피 영업이익 추정치와 실제 수치 비교



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

연초 추정치와 실제 수치 간 괴리율



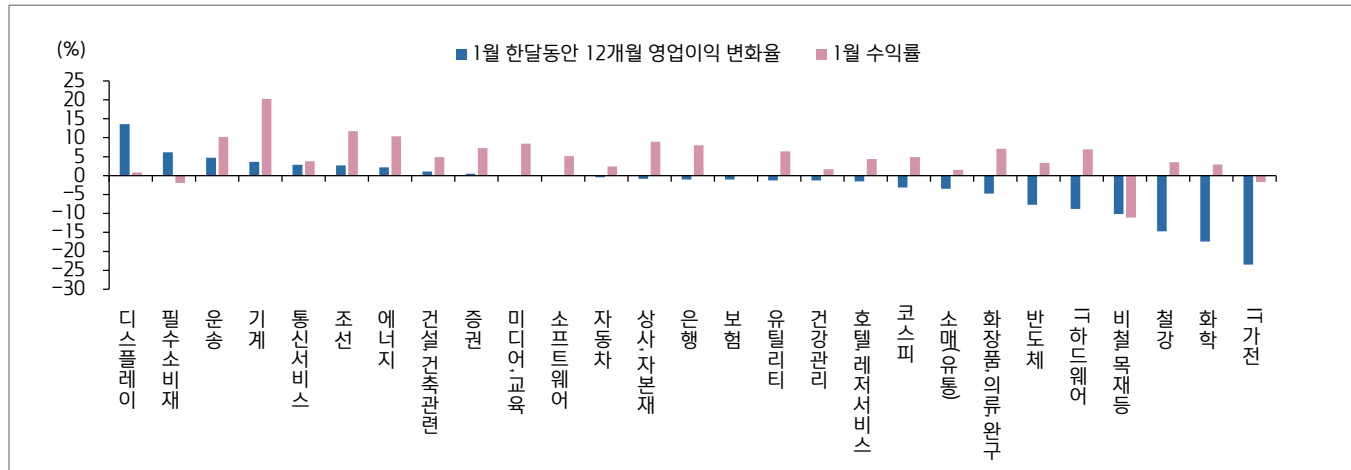
자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

21.

(결론) 박스권 시나리오로 상정 후 업종별로 업사이드를 다르게 가져 갈 필요

- ▶ 결국 2월에도 트럼프의 관세 리스크, 연준의 정책 불확실성, 딥시크 사태의 파장 등이 주요국 증시 변동성을 만들어낼 전망
- ▶ 하지만 돌발 악재라고 보기엔 어려운 만큼, 지난 2018년처럼 고점 대비 10% 이상의 가파른 가격 조정보다는 5~10% 미만의 기간 조정에 그칠 것으로 판단
- ▶ 2월 코스피 레인지는 2,430~2,650pt로 제시하며 현재는 박스권 하단 부근에 있다고 판단. 해당 영역에서는 조선, 기계, 반도체(고환율 수혜), 소프트웨어(딥시크 파급효과), 바이오(미국 금리 부담 완화) 등을 중심으로 업사이드를 가져갈 필요.

코스피 26개 업종별 1월 한달간 영업이익 변화율과 수익률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



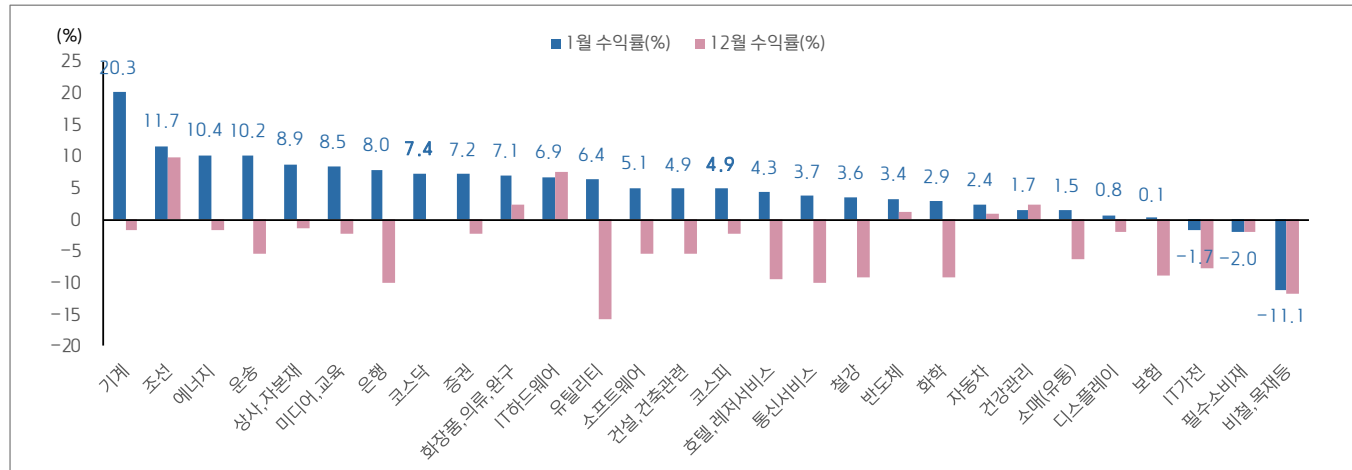
Part 2

퀀트: 실적과 밸류에이션 부담 재점검

01. 1월 업종별 리뷰

- ▶ 국내 증시는 글로벌 인플레이션 완화에 따른 시장 금리 안정에 힘입어 반등에 성공. 특히 지난해 높은 주가 조정 폭으로 인해 밸류에이션 매력이 부각된 영향으로 국내 증시의 반등 탄력은 상대적으로 높았음
 - 1월 효과에 따른 중소형주의 상승 탄력이 더 높게 나타나며 코스닥의 상승률이 코스피를 상회
- ▶ 4분기 어닝시즌이 진행되는 가운데, 높은 실적 성장세가 확인되는 기계, 조선 업종의 상승폭이 가장 높았음.
 - 반면, 비철목재, 필수소비재, IT가전 업종은 부진한 실적 모멘텀이 더해지며 하락

업종별 월간 수익률



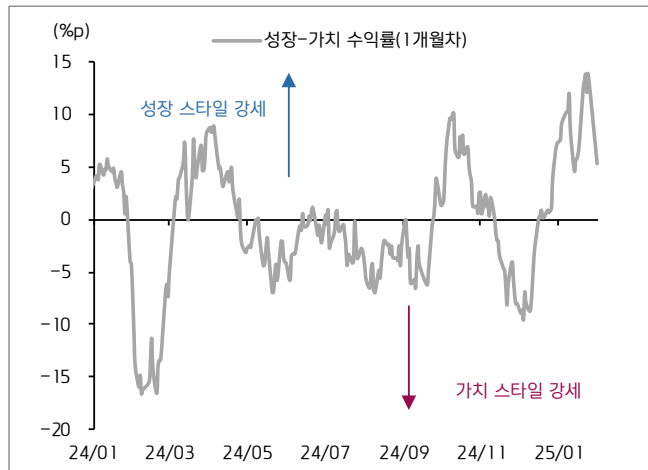
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

02.

Style: 실적 성장 동력에 힘입은 성장 스타일 우위 지속

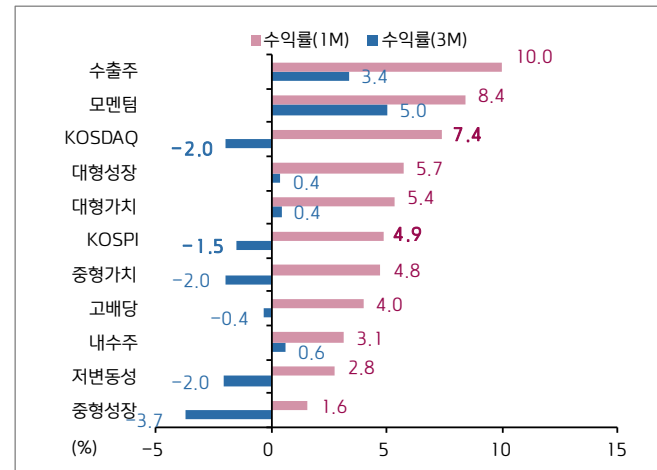
- ▶ 미국의 시장금리가 1월에 들어 안정되는 흐름이 나타난 가운데, 4분기 어닝시즌이 진행되며 실적 성장성에 대한 관심이 지속되며 가치 대비 성장 스타일의 우위가 지속
 - 다만, 월 후반 금융 업종 중심의 기업가치 제고 계획 발표가 이루어지며 월 중반까지의 성장 스타일 우위를 소폭 축소
- ▶ 세부 스타일별로 살펴보면, 수출주가 10% 상승하며 가장 높은 성과를 기록했고, 모멘텀 스타일 역시 8.4% 상승하며 증시 내 추세가 이어지는 모습. 그 외에도 대형성장(5.7%) 스타일 역시 양호

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 75.7%로 전망. 다만, 4분기 일회성 비용 발생 등을 감안 시 전년 동기 대비 60% 내외의 성장 예상
- ▶ 4분기 기준 전년 동기 대비 성장률 상/하위 업종은
 Top 5: 증권(+402%), 반도체(395%), 조선(+290%), 철강(+209%), 에너지(+198%),
 Bottom 5: IT하드웨어(-21%), 소매(5.3%), 자동차(8.6%), 건설건축(11%), 기계(14%)

업종별 분기 영업이익 성장률(YoY) 전망

	2024E	3Q24	4Q24E	1Q25E	2025E		2024E	3Q24	4Q24E	1Q25E	2025E
코스피	58.4	26.3	75.7	17.5	18.7	미디어,교육	-8.1	-45.7	39.9	56.1	50.0
코스닥	31.2	-12.5	89.6	27.1	67.3	소매(유통)	-2.0	-11.8	5.3	9.1	22.5
에너지	-19.0	-94.0	198.7	14.8	65.5	필수소비재	16.2	9.1	29.5	8.5	10.1
화학	-41.8	-92.3	적지▲	6.4	169.8	건강관리	4.4	6.8	17.8	92.8	50.9
비철,목재등	43.2	5.3	98.4	-1.3	-0.2	은행	12.6	10.7	48.4	-7.0	1.2
철강	-34.3	-53.0	209.6	25.1	27.7	증권	40.5	31.1	402.7	-1.4	1.9
건설,건축관련	-7.1	-38.4	11.0	-8.3	32.2	보험	20.9	17.9	15.9	-14.6	3.0
기계	-4.3	-22.3	14.5	19.4	23.1	소프트웨어	29.2	21.1	18.9	15.3	21.6
조선	428.3	255.5	290.7	237.1	78.6	IT하드웨어	7.3	-20.9	-21.3	-10.1	21.9
상사,자본재	54.3	-29.3	104.5	34.8	23.3	반도체	흑전	9499.3	394.7	44.5	17.8
운송	54.3	85.7	100.9	11.8	-9.3	IT가전	-35.4	-68.9	적전	-25.1	43.1
자동차	7.8	-2.0	8.6	2.5	1.8	디스플레이	적지▲	적지▲	44.1	적지▲	흑전
화장품,의류,완구	10.2	-3.1	27.9	13.8	19.8	통신서비스	-19.9	15.8	적전	29.6	52.5
호텔,레저서비스	28.4	-1.6	86.6	-	23.4	유틸리티	흑전	73.3	20.7	73.0	34.4

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

04.

코스피, 투자주체별 월간 수급 현황

- ▶ 1월 코스피 기준, 외국인(-9,352억원)과 기관은(-4,059억원) 순매도. 반면, 개인(+3,266억원)은 나홀로 순매수
- ▶ 외국인은 반도체 업종을 비롯해 건강관리, 자동차, IT(가전, H/W) 등과 같은 대형수출주를 중심으로 매도
- ▶ 기관 투자자 역시 반도체, 자동차 업종에 대한 매도 우위를 보임. 반면, 조선, 소프트웨어 업종에 매도 우위를 기록하며 외국인과는 상반된 흐름을 보이기도 했음
- ▶ 개인 투자자는 조선 그리고 건강관리 업종에 대해서 매수세가 집중. 그 외에도 2차전지 업종에 대한 매수세가 유입되며 IT가전, 화학 등의 업종에 대해서도 매수 우위 기록

코스피 업종별 개인/기관/외국인 1월 순매수 대금

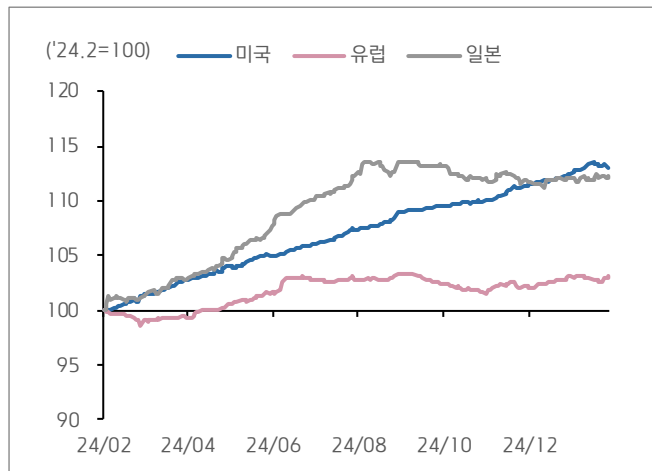
	(십억 원)				(십억 원)		
	개인	기관	외국인		개인	기관	외국인
반도체	- 1.7	- 393.8	- 427.6	조선	364.8	- 313.1	108.5
자동차	102.0	- 273.9	- 211.8	건설,건축관련	12.4	- 19.6	4.4
IT가전	225.2	- 100.9	- 125.4	소매(유통)	- 9.9	- 7.2	18.2
기계	- 340.6	419.7	- 19.6	비철,목재등	22.6	60.6	- 74.0
보험	73.6	- 110.7	31.7	운송	- 98.6	4.8	84.2
필수소비재	198.3	- 211.6	14.6	건강관리	334.1	- 6.5	- 379.2
미디어,교육	- 52.8	38.7	14.9	화학	151.4	35.2	- 149.8
화장품,의류,안구	- 132.8	117.2	13.4	호텔,레저서비스	- 3.3	- 2.7	6.3
상사,자본재	8.8	6.2	- 19.4	통신서비스	49.7	- 50.7	- 1.1
유틸리티	23.1	- 67.4	43.1	은행	- 210.6	308.3	- 92.5
디스플레이	21.5	- 18.0	- 1.7	에너지	- 313.0	245.0	31.9
증권	- 33.1	81.0	- 44.3	소프트웨어	- 107.1	- 201.2	312.8
IT하드웨어	128.6	26.6	- 121.8	철강	- 86.0	28.1	49.1

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

05. 미국 중심의 펀더멘털 우상향 흐름 정체?

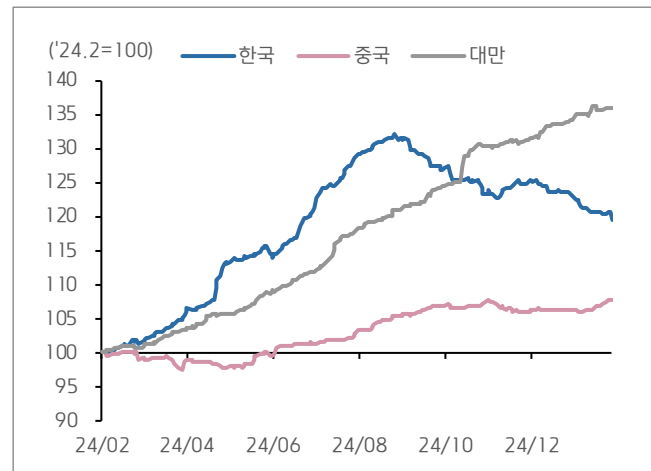
- ▶ 한국을 비롯해 해외 증시의 어닝 시즌이 진행되고 있는 가운데, 선진 증시와 신흥 증시 사이의 실적 전망 양극화 흐름은 지속 중
 - 미국의 AI 산업을 중심으로 그 수혜가 집중되는 대만 증시의 이익모멘텀이 가장 양호
- ▶ 다만, 최근 실적 발표가 이루어지며 미국의 선행 12개월 EPS가 소폭 정체되는 듯한 모습이 나타나기도 했지만, 이는 일부 종목의 영향일뿐 빅테크를 중심으로 한 견조한 실적 전망은 유효

주요 선진국 선행 12개월 주당순이익



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주요 신흥국 선행 12개월 주당순이익

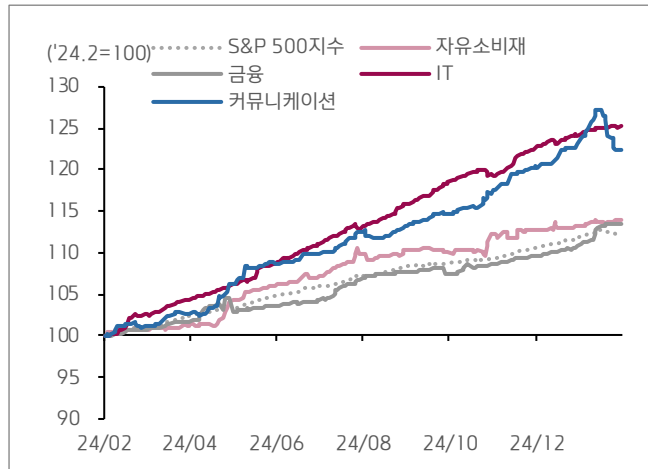


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

06. 빅테크 기업들이 견인 중인 미국의 실적

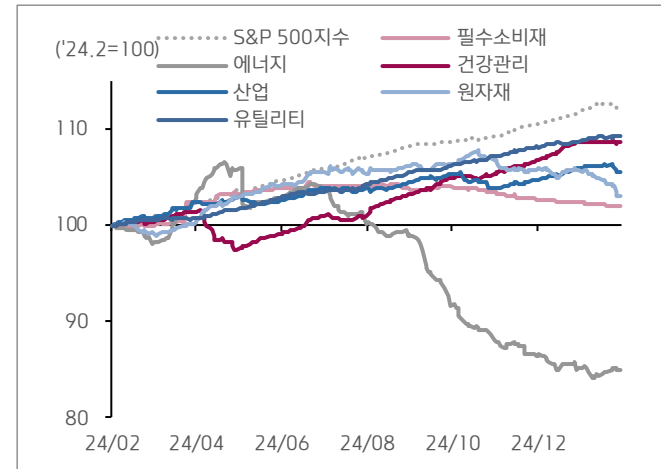
- ▶ S&P 500의 선행 12개월 주당순이익(EPS) 전망치는 1년 전에 비해 12% 상향
 - IT 업종과 커뮤니케이션 업종의 EPS는 같은 기간 각각 25%, 22% 상향되며, 오는 1년 동안에도 꾸준한 실적 성장세가 예상되고 있음. 그 외에도 자유소비재, 금융 업종 역시도 증시 전반의 이익모멘텀을 소폭 상회
- ▶ 그러나 위 4개 업종을 제외하는 경우, 실적 전망 개선 탄력은 높지 않은 모습은 경계 요인

S&P 500, BM 대비 EPS(Fwd. 12M) 개선폭 상회 업종



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

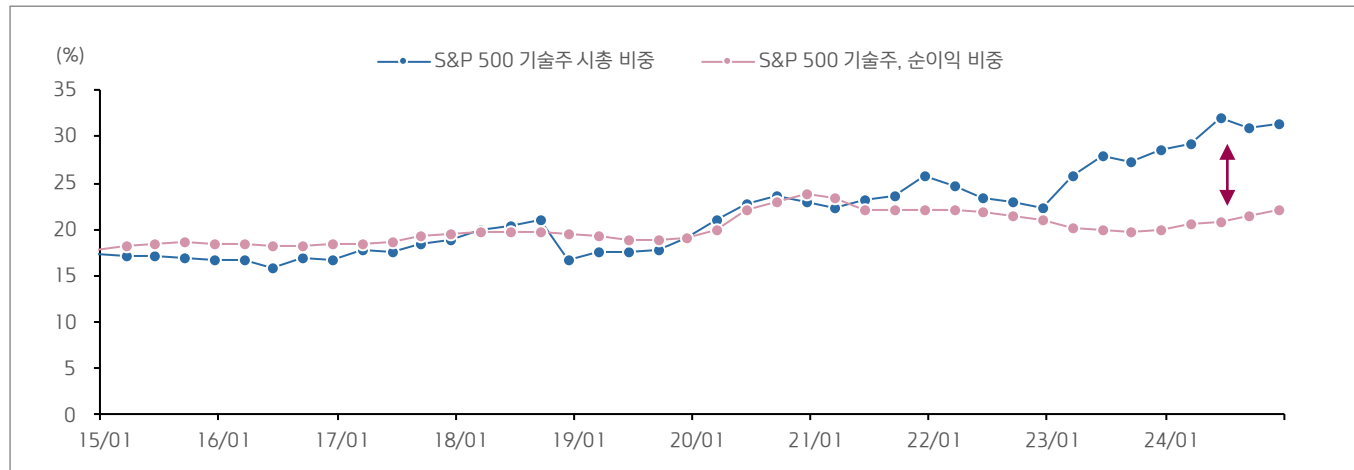
S&P 500, BM 대비 EPS(Fwd. 12M) 개선폭 하회 업종



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 미 증시의 실적 개선을 주도하고 있는 것은 단연 소수의 빅테크 기업들임
- ▶ 장기적으로 S&P 500 내에서 기술주가 차지하고 있는 시가총액과 순이익의 비중은 상당히 비슷한 흐름을 이어 왔으나, '23년 이후 실적과 시가총액 비중 사이의 괴리가 확대
 - 현재 S&P 500 내에서 기술주의 순이익 비중은 22%인데 반해, 시가총액 중 약 30% 가량을 차지
- ▶ 이처럼 펀더멘털 대비 주가의 상승세가 가파른 상황은 딥시크 사태와 같이 AI 테마를 둘러싼 불확실성이 확대되는 상황에서 밸류 부담에 따른 차익매물 출회 압력을 높일 수 있음

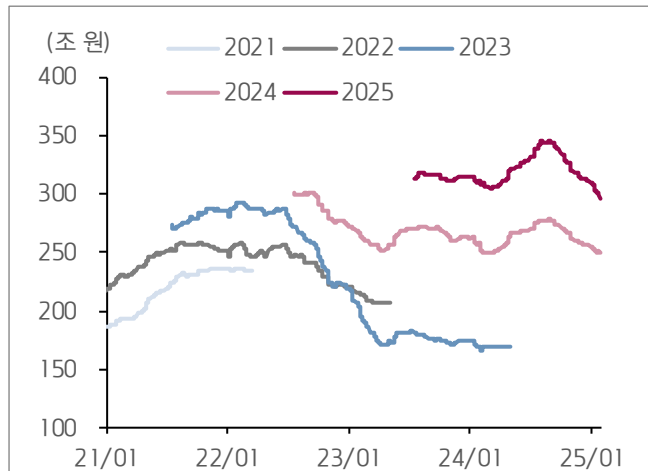
S&P 500, 기술주의 시가총액과 순이익 비중



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

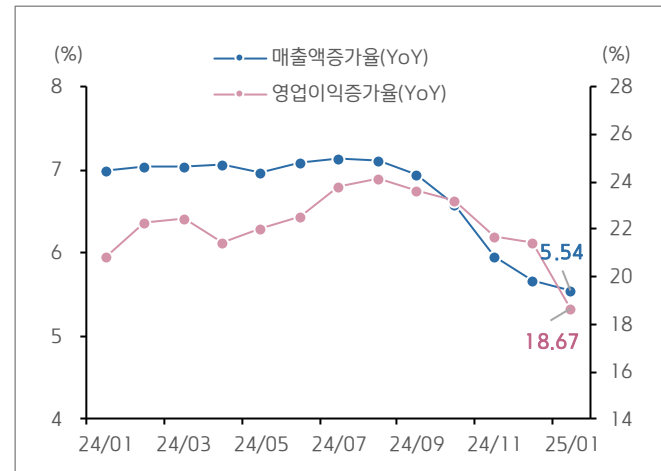
- ▶ 실적 시즌 개막과 함께 4분기 그리고 이후 실적에 대한 추정치가 활발하게 수정되고 있음. 국내 대형 업종에 해당하는 반도체 그리고 2차전지 업종을 중심으로 실적 전망의 하향 조정이 집중되고 있음
- ▶ 코스피의 '25년 매출액과 영업이익 성장률 전망치는 작년 중반까지만 하더라도 각각 7.1%, 22.5%로 전망됐음. 그러나 최근의 실적 전망 하향이 이어진 결과 성장률 전망은 각각 5.5%, 18.6%까지 낮아졌음
 - '24년 실적 전망 역시 하향되고 있는 점을 감안, 올해 실적 전망의 조정 속도가 더욱 가파름
 - 현재 진행 중인 실적 전망 조정과 더불어 주요국 간의 관세 전쟁이 현실화되는 경우 추가적인 성장률 둔화 가능성은 더욱 높아질 수 있음

코스피200, 연도별 영업이익 전망치 추이



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

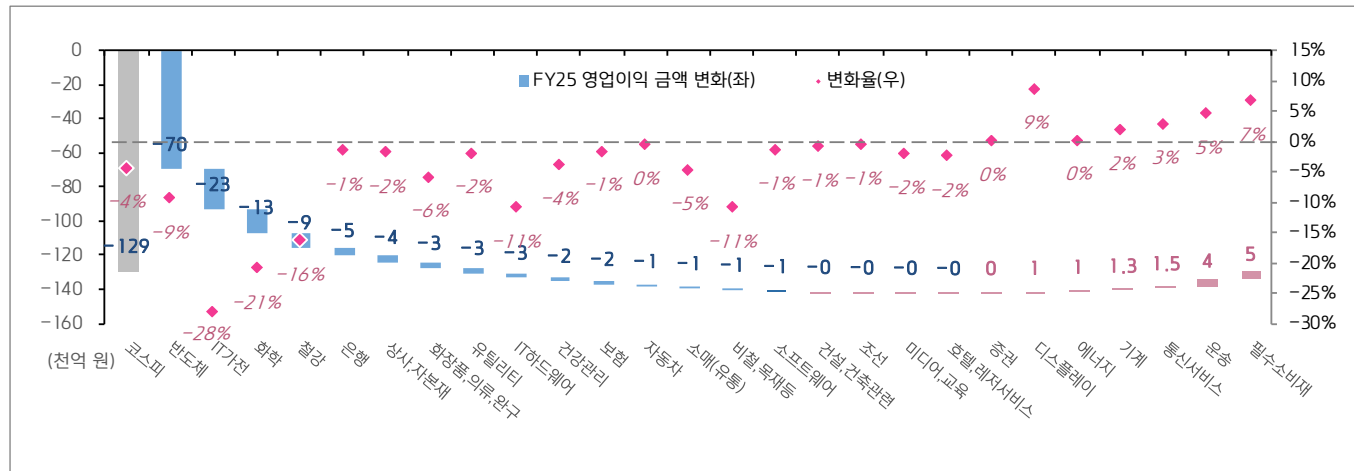
코스피, '25년 실적 성장률 전망 추이



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

- ▶ '25년 기준, 업종별 영업이익의 전망치의 연초 대비 변화를 살펴보면,
 - 금액 기준으로는 반도체 업종의 영업이익 전망이 약 7조원 하향되며 가장 컸음. 그 뒤로 IT가전(-2.3조원), 화학(-1.3조원), 철강(-0.9조원) 등의 조정 금액이 컸음
 - 변화율 기준으로는 IT가전(-28%), 화학(-21%), 철강(-16%), IT하드웨어(-11%), 비철소재(-11%), 반도체(-9%) 순
- ▶ 반도체 그리고 2차전지 업종을 중심으로 실적 전망의 하향 압력이 두드러진 모습. 반면, 디스플레이(9%), 필수소비재(7%), 운송(5%), 통신(3%), 기계(2%) 업종은 실적 전망이 상향되었지만, 절대 규모 자체가 크지 않아 증시의 하향 압력은 우위

코스피 업종별, '25년 영업이익의 전망 연초 대비 변화



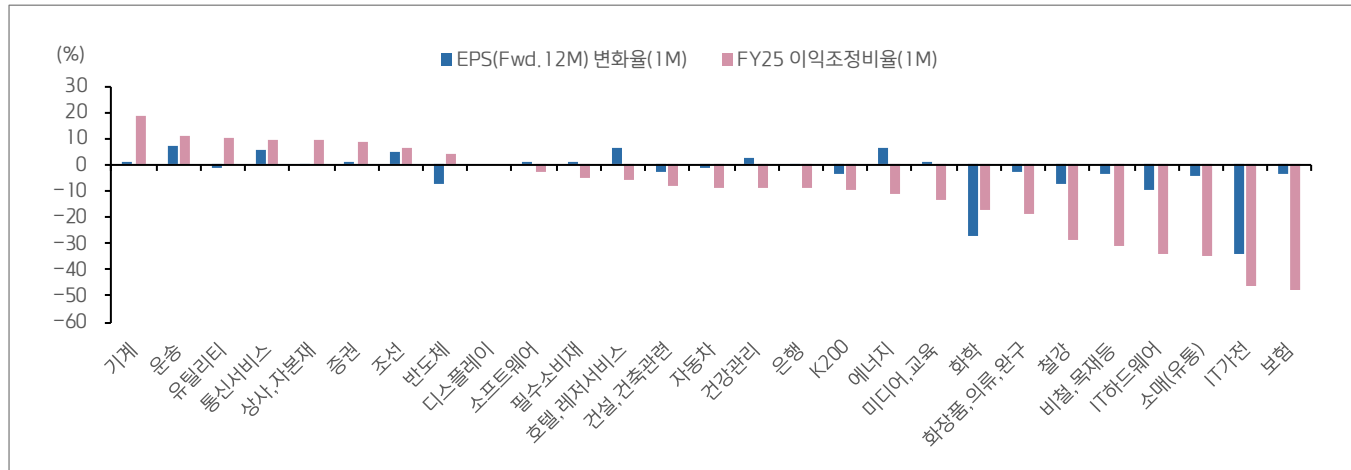
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

10.

변동성 확대 구간 전략 (1) 실적주 중심의 대응

- ▶ 미국을 중심으로 한 주요 교역국 간의 관세 노이즈가 수시로 불거질 때마다 국내 증시의 변동성 역시 확대될 가능성이 높음
- ▶ 실적 전망의 개선이 지속되며, 확실한 실적주로서 자리매김 하고 있는 업종들은 상대적으로 변동성이 제한될 수 있을 것으로 기대
- ▶ 최근 1개월 기준, '25년 EPS의 개선 비율이 더 높은 업종들 중 1) 기계(전력 기기), 2) 조선 등은 양호한 실적 전망과 맞물려, 미국과의 통상 마찰 측면에서의 저항도 높지 않을 것으로 판단
 - 전력 기기의 경우 미국의 노후화된 전력 인프라 교체 및 데이터 센터 설비 확대 수요 유효. 조선 업종의 경우, 미국과의 협력 가능성 확대에 따른 모멘텀 지속되는 등 대미 수요 견조할 것으로 예상

코스피200, 업종별 FY25 이익조정비율과 EPS(Fwd. 12M) 변화율(1M)



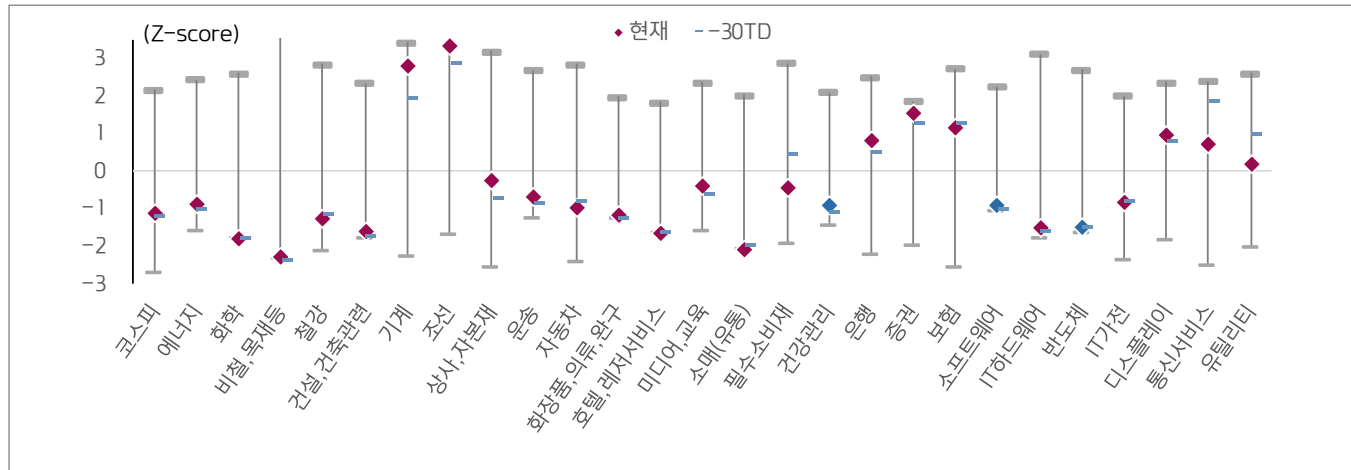
자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

11.

변동성 확대 구간 전략 (2) 밸류에이션 부담 낮은 업종

- ▶ 최근 5년 기준, 업종별 PBR 범위를 살펴보면, 양호한 주가 성과를 기록한 조선, 기계, 금융 등의 업종을 제외한 경우 전반적으로 밸류에이션 부담은 높지 않음
- ▶ 다만, 밸류 트랩에 빠지지 않기 위해서는 앞서 살펴본 실적 모멘텀이 양호한 업종들로 압축 대응할 필요가 있음
 - 특히 2차전자 관련 업종(IT가전, 화학, 철강, IT하드웨어)들은 아직까지 실적 턴어라운드 보다는 실적 전망 하방 압력이 높음
- ▶ 반면, 오는 1분기를 저점으로 실적 반등이 예상되며 FY25 이익조정비율이 개선되기 시작한 1) 반도체 업종을 비롯해 이익전망의 하방 압력이 높지 않고, 금리 인하 국면에서의 수혜를 받을 수 있는 성장 업종인 2) 건강관리, 3) 소프트웨어 등은 상대적으로 하방 안정성이 존재한다고 판단

코스피, 업종별 최근 5년 PBR(Fwd. 12M) 범위



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터



Part 3

시황: 관세 노이즈에서 주도주 모아가기

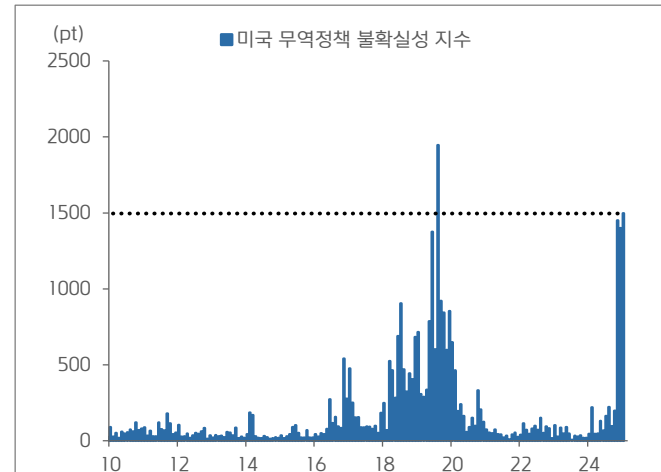
- ▶ 트럼프는 행정명령을 통해 캐나다, 멕시코에 25% 관세, 중국은 기존 관세에 10%의 추가 관세 부과를 예고
 - 금번 관세 부과는 펜타닐, 불법 이민자 추방 등을 명분으로 국가비상경제권법(IEEPA)를 통해 대통령 권한으로 즉각적인 관세 인상을 취임 직후 실현했다는 점에서 관세 정책에 있어서 트럼프의 강경한 스탠스를 재확인
- ▶ 트럼프 관세 부과 결정 직후 캐나다는 즉각적으로 미국산 제품에 25%의 보복 관세를 선언하였으며, 멕시코와 중국도 관세 대응으로 맞서겠다는 의지를 표명하며 글로벌 통상 전쟁에 대한 긴장감이 증폭
 - 다만, 실제 관세 부과 직전 캐나다와 멕시코를 대상으로 한 관세 부과는 한 달간 유예되며 안도감 생성
- ▶ 동맹국에게도 관세를 부과한다는 점에서 향후 한국도 관세 타겟이 될 가능성 배제 못함. 이에 따라, 우선적으로 관세 부과 타겟이 된 국가와의 협상이 어떤식으로 진행되는지에 주목해볼 필요

트럼프 취임 이후 주요국 간 관세 부과 예고 정리

미국 → 캐나다	- 캐나다 수입품에 25% 관세 부과 - 원유 등 에너지 제품은 10% 관세 부과 - 최소 기준 면제(800달러 이하 개인 수입품에는 면제) 미적용
미국 ← 캐나다	- 1,550억 캐나다 달러 상당의 미국산 제품에 25% 관세 부과 - 핵심광물, 에너지 조달 및 파트너십 등과 관련된 비관세적 대응 예고 * 캐나다 관세 부과 1개월 유예
미국 → 멕시코	- 멕시코 수입품에 25% 관세 부과 - 최소 기준 면제(800억 달러 이하 개인 수입품에는 면제) 미적용 * 멕시코 국경 군대 배치에 합의하며 관세 부과 1개월 유예
미국 ← 멕시코	- 기존 보복관세 및 비관세 조치 예고 했으나 합의로 선회
미국 → 중국	- 중국산 수입품에 10% 추가 관세 부과 - 최소 기준 면제(800달러 이하 개인 수입품에는 면제) 미적용
미국 ← 중국	- 보복관세 및 세계무역기구(WTO) 제소 방침
미국 → EU	- 반도체, 철강, 석유, 가스 등 부문별 추가 관세 부과 예고 - 석유가스의 경우 이달 18일 관세 부과 예고

자료: 언론 보도, 키움증권 리서치센터

미국 무역정책 불확실성 지수 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ '18~'19년 무역전쟁 당시를 복기해보면, 트럼프 고관세 부과 정책은 중국을 중심으로 진행
 - '18년 7월 중국 수입품에 대한 25% 관세 부과를 시작으로 미중무역분쟁 개시되었으며, 중국도 이에 대한 대응으로 미국산 농산물, 자동차, 수산물 등에 동 규모의 25% 보복관세를 부과
 - 트럼프 1기 당시 인상된 미국의 중국산 수입 관세율은 바이든 행정부에서도 유지되며 현재 19%의 평균 관세율 수준
- ▶ 한편, 트럼프 2기 집권 이후에도 1기와 유사하게 중국산 수입품에 최소 60% 관세(자동차 최대 200%) 부과 및 최혜국대우(MFN) 철회 등 직접적 통상 견제 강화 정책이 추진될 것으로 예상
 - 이에 따라, 미중 협상이 원만하게 타결되지 못할 경우 향후 2차 미중무역분쟁으로 격화될 우려가 제기

'18년~'19년 미중 무역분쟁 주요 일지

	미국	중국
2018년	(3/22) 트럼프, 500억 달러 규모 중국산 제품에 관세 부과, 중국의 대미 투자제한 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

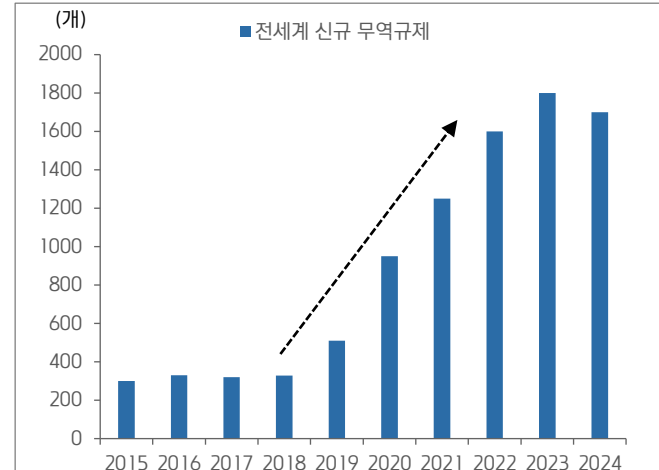
- ▶ 트럼프 무역 제재 대상은 중국 뿐만 아니라 EU, 캐나다, 멕시코, 일본, 한국 등 동맹국까지도 포함
 - 트럼프 1기 당시 EU, 캐나다, 멕시코산 철강, 알루미늄에 각각 25%, 10% 관세 부과를 시사하였고, 동맹국들 또한 미국 정부에 보복관세로 맞대응하며 글로벌 단위로 무역전쟁 격화되는 흐름 연출. 실제로, 2018년 무역 분쟁 이후 전세계 신규 무역규제는 큰 폭으로 증가한 바 있음
 - 당시 한국은 쿼터제를 통해 수출 물량 제한 조치 등의 FTA 재협상을 통해 관세를 면제받은 바 있음. '23년 기준 한국의 대미 흑자 규모는 주요국들 중 8위에 랭크. 이를 감안시, 트럼프 2기에도 관세를 수단으로 방위비분담, 쿼터 제한 등을 한국에 요구할 가능성이 높다고 판단

트럼프 1기, 동맹국 간 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 - 캐나다, 14조원 규모 미국산 수입제품에 미국과 동일한 세율 적용한 보복관세 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 발표
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 맞벌 경고

자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

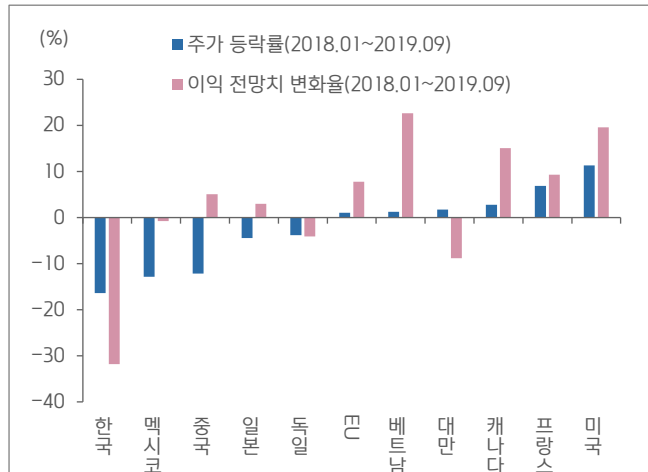
전세계 신규 무역규제 추이



자료: Global Trade Alert, 키움증권 리서치센터

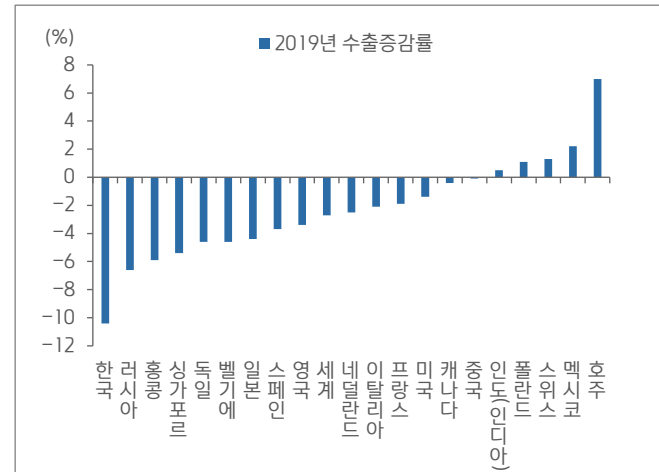
- ▶ 보호무역주의가 확산되면서 주요국들 간 관세 인상 정책의 증가는 글로벌 교역 둔화를 유발
- ▶ 트럼프 1기 무역분쟁 당시 중간재 수출 기업 비중이 높은 한국의 주가 및 이익 감소율이 여타 주요국들 대비 컸음
- ▶ 또한, '19년 수출증가율 기준, 주요국 중 한국의 수출 감소율이 전년 대비 -10.4%를 기록하며 가장 부진했던 흐름
- ▶ 즉, 트럼프 2기 관세 전쟁이 최악의 시나리오로 현실화될 경우 국내 미치는 부정적 영향이 극대화될 가능성 배제 못함

트럼프 1기 무역전쟁, 주요국 주가 및 이익 전망치 변화율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

트럼프 1기 무역전쟁, 주요국 수출 증감률



자료: 한국무역협회, 키움증권 리서치센터

- ▶ '18년 무역분쟁 당시 실제 관세 조치의 근거로 사용한 법적 근거는 '무역법 301조'와 '무역확대법 232조'
 - 다만, 이를 적용하기 위해서는 관세 명령 이전 사전 조사 등의 절차가 필요하기 때문에 발효까지 최소 수개월 소요
- ▶ 취임 직후 트럼프는 신속한 관세 인상 조치를 시행하기 위해 국가비상경제권한법(IEEPA)을 적용하는 상황
 - IEEPA는 특정 국가, 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 활용되었음
 - 그 외에 최근 불법 이민자 추방을 명분으로 관세 타겟이 된 콜롬비아나 멕시코 사례와 같이 협상이 타결될 경우 보편 관세 부과 자체는 실제로 실행되지않거나 유예될 가능성이 높음

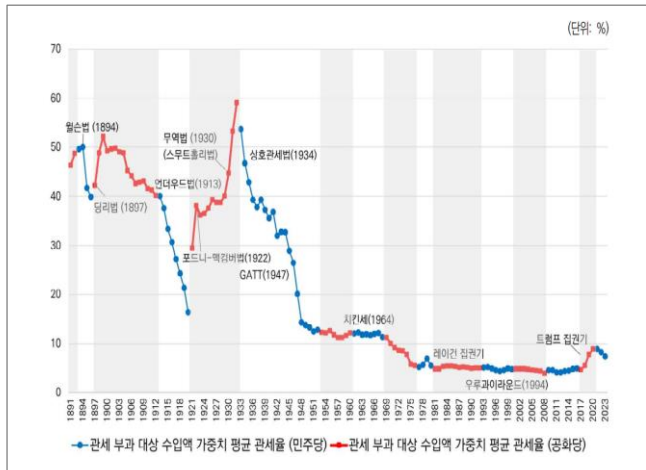
국가비상경제권한법(IEEPA)에 근거한 관세 부과 사례

국가비상경제권한법 (IEEPA)	미국 국가 안보에 위협이 발생하여 대통령이 국가 비상사태를 선포할 경우, 대통령이 경제 제재를 가할 수 있는 권한을 부여
1972년 8월, 10% 보편관세 부과 명령	<p>[닉슨 대통령은 불공정 환율을 문제로 '국가비상' 선포. 모든 수입에 10% 관세 부과 명령]</p> <p>- 일본, 서독 등 G10 국가와 협상 진행, 환율 조정에 합의(스미소니언 합의) → 관세종료(12.20)</p>
2019년 5월, 멕시코산 수입품 관세 부과 명령	<p>[트럼프 대통령은 불법 이민 단속 목적 멕시코산 수입에 5% 관세 부과 성명 발표]</p> <p>- '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</p> <p>- '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</p> <p>- '19년 6월 트럼프 대통령은 멕시코 당국의 국경 단속 강화 의사를 수용해 관세 중지명령</p>

자료: KOTRA, 대외경제정책연구원, 키움증권 리서치센터

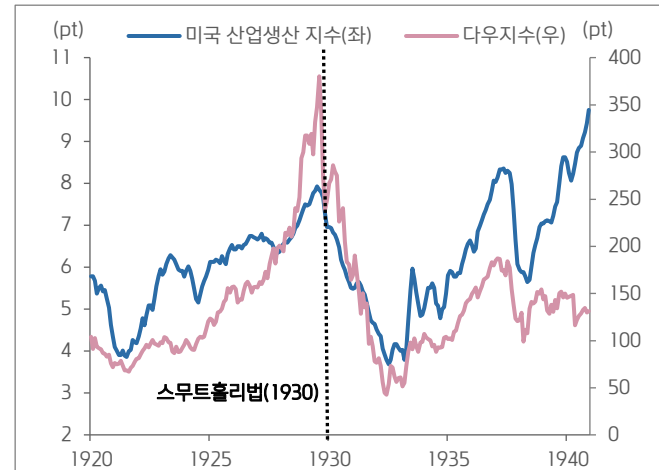
- ▶ 1930년 당시 집권당인 공화당은 수입품에 평균 59%, 최고 400%의 대규모 관세를 부과한 스무트-홀리법 제정
 - 당시 경기 둔화를 우려한 공화당은 보호무역을 통해 자국 산업을 보호해야한다는 취지에서 보편관세를 도입
 - 다만, 스무트-홀리법 도입 이후 주요국 보복관세 등으로 무역량 급감, 경기침체로 인한 실업을 증가로 인해 오히려 미국 경기에는 역풍으로 작용
- ▶ 보편관세가 불러일으킨 대공황의 경험은 미국의 이익 극대화를 주된 목적으로 삼는 트럼프 2기 행정부의 전방위적인 보편관세의 실제 시행 가능성을 낮추는 요인

미국 관세율 장기 추이



자료: 대외경제정책연구원, 키움증권 리서치센터

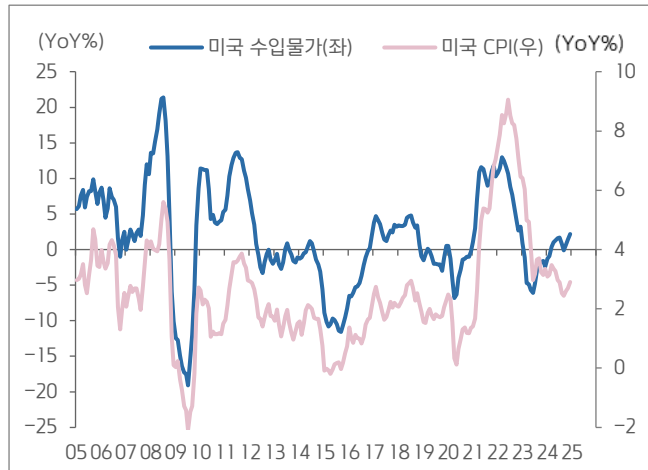
1930년 대공황 당시 미국 산업생산과 다우지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

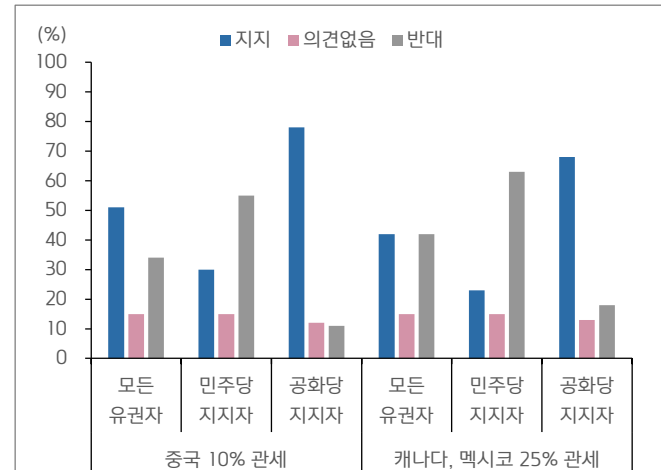
- ▶ 트럼프 2기 행정부는 저금리, 저물가, 약달러, 감세 그리고 관세 인상의 5가지 경제 정책 조합을 지향
 - 다만, 감세 → 국채발행 → 금리상승 → 달러 강세의 순환 고리는 약달러를 통한 수출 증대 정책과 상충
 - 또한, 관세 인상 → 수입 물가 상승 → 인플레이션 자극의 고리도 존재하며, 이는 연준의 금리 인하에 대한 제약과 경기 둔화를 자극
- ▶ 결국, 패권 경쟁의 대상인 중국(경유국인 멕시코 까지)을 제외한 다른 국가들에 대한 보편관세 등의 강경한 관세 부과 시사는 협상용 수단으로서 무역 상대국과의 유리한 지위를 점하고자하는 것이 주된 목적이라고 판단
- ▶ 또한, 중국 혹은 캐나다 및 멕시코에 대한 관세 부과에 반대하는 미국 유권자 비율은 각각 34%, 42%에 해당
 - 유권자들은 관세보다는 의료비 인하, 상품 및 서비스 가격 인하 등의 물가 하락을 유도하는 정책이 최우선순위가 되어야 한다고 응답

미국 CPI와 수입물가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

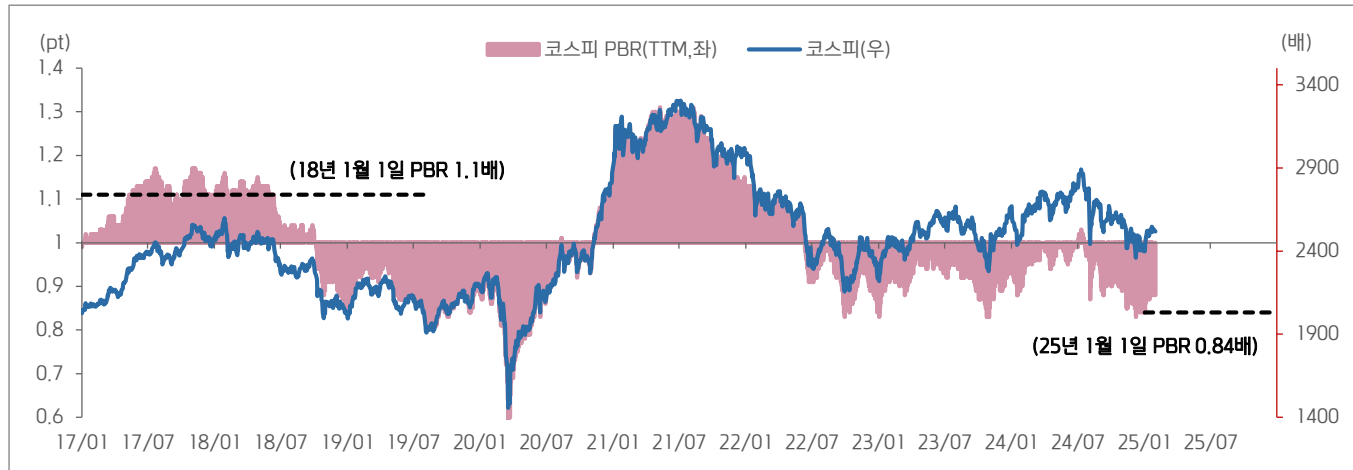
미국 유권자들의 관세 정책에 대한 서베이



자료: Morning Consult, 키움증권 리서치센터

- ▶ 2018년 초부터 격화된 트럼프 1기 무역분쟁 당시에는 코스피 PBR이 평균치를 상회하는 약 1.1배에 육박
- ▶ 다만, 올해의 경우에는 지난해 하반기부터 연이은 악재로 인해 밸류에이션 압력을 상당 부분 덜어냈다는 점에 주목해볼 필요.
 - 즉, 트럼프 당선에 따른 관세 리스크를 일정 부분 선반영해온 측면이 있으며, 무역 분쟁이 예상한 시나리오에 그칠 경우 약 0.84배의 PBR 부근에서 코스피 하단은 지지될 것으로 판단

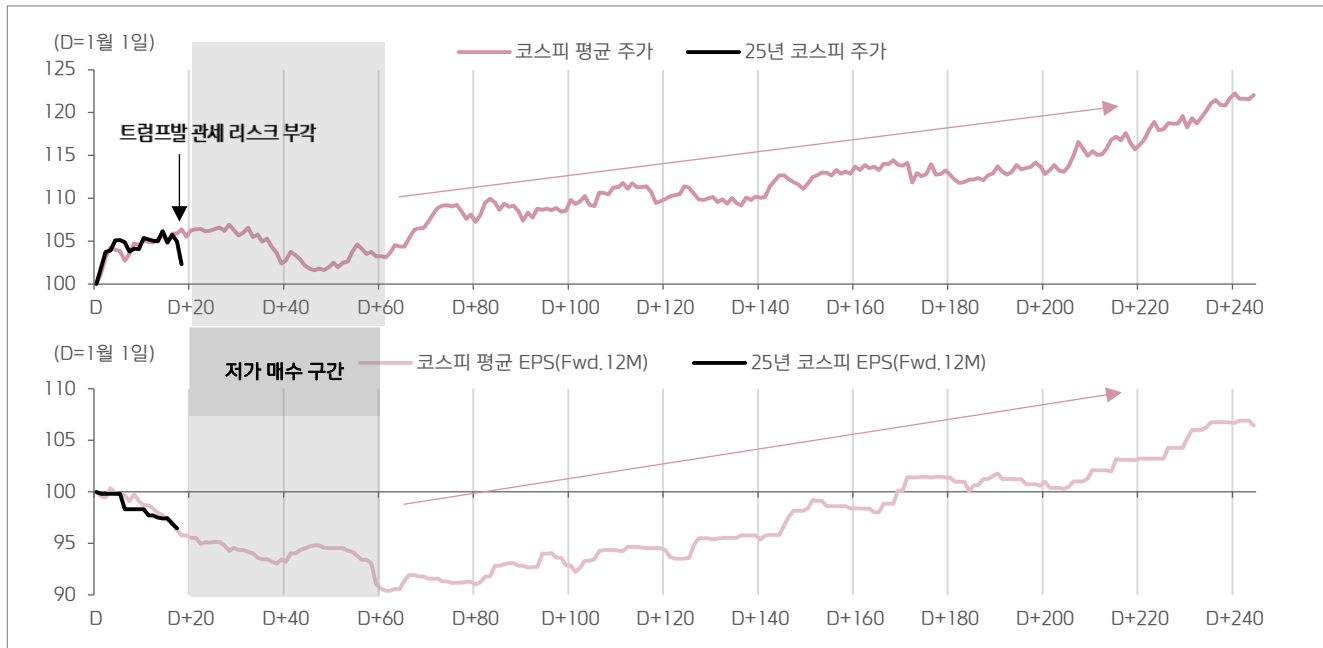
코스피 주가와 12개월 후행 PBR 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

- ▶ 연간 기준 코스피와 코스닥 모두 하락한 다음 해('01년, '03년, '09년, '12년, '19년, '23년)에는 평균 회귀 측면에서 코스피는 우상향하는 경로를 연출
 - 다만, 연초 1월 반등한 이후 2월~3월에는 조정세를 보이는 흐름을 보였다가 본격적인 반등은 1분기 실적시즌이 본격화되는 4월 초부터 반등했다는 점이 확인 가능
 - 현재 상황을 감안할 때 올해의 경우 조정의 트리거는 관세 리스크가 유력한 가운데 이를 주도주에 대한 저가 매수 기회로 삼을 필요

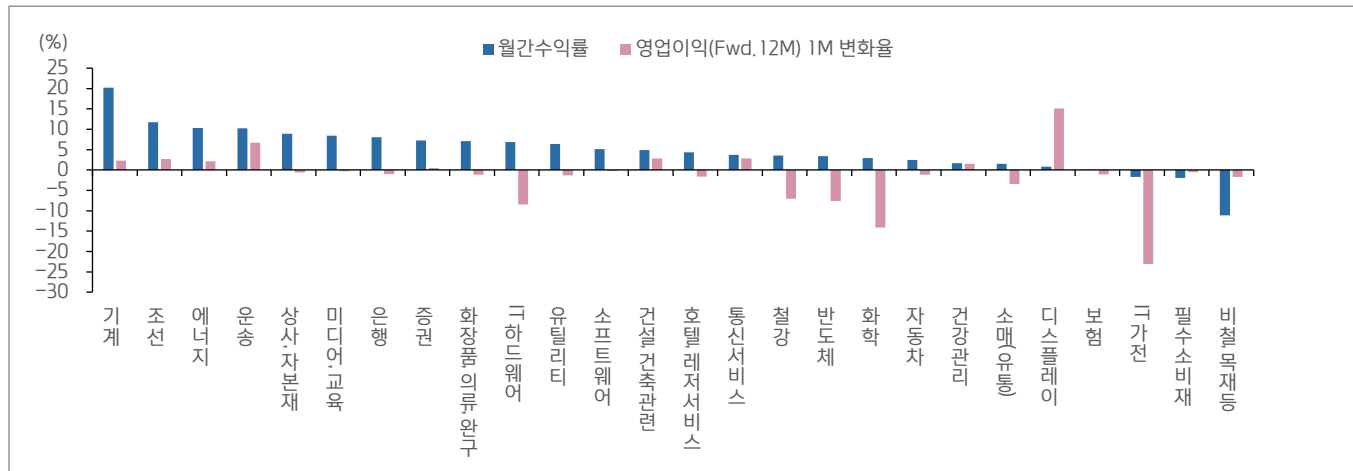
증시 하락한 다음해의 코스피 평균 주가와 평균 EPS 전망치 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

- ▶ 트럼프 취임 직후 국내 증시 측면에서 주목할만한 주요 정책은 에너지 정책과 스타게이트 프로젝트
 - 트럼프는 에너지 독립을 위한 화석연료 부활을 선언한 가운데 LNG 투자 확대 정책과 미 해군 함정 정비사업 수주 등이 기대되며 향후 한미 조선협력이 가속화될 것으로 예상
 - 또한, 저렴한 에너지 공급을 위해 향후 원자로 승인 규제 완화, 낙후된 미국 원전 산업 재건 방향성은 국내 원전주에 중장기적 모멘텀으로 작용할 것으로 판단
 - 여기에 약 5,000억 달러의 대규모 AI 프로젝트를 발표하며 전력 인프라 성장 전망은 국내 전력 기기 업체에 호재
- ▶ 관세발 노이즈로 인한 단기 조정은 해당 업종들에 대한 저가 매수 기회로 판단

코스피 주요 업종별 1월 수익률과 영업이익 전망치 변화율



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

분류	취임 이후 언급된 주요 내용	관련 행정명령
반이민	<ul style="list-style-type: none"> 남부 국경 비상사태 선포, 불법 입국 즉시 중단 남부 국경 군대 배치, 멕시코 잔류 정책 복원 외국인 적법 조치(Alien Enemy Act) 발동, 카르텔 외국 테러로 규정 	<ul style="list-style-type: none"> 불법 이민자와 망명 신청자를 조속히 추방할 수 있는 '타이틀 42' 정책 부활 바이든 행정부의 국경 정책 철회 미국 입국 외국인에 대한 심사 강화 남부 국경 장벽 건설 재개 출생 시민권 종료
에너지	화석연료 부활 <ul style="list-style-type: none"> 에너지 가격 급등이 인플레이션의 주된 원인 중 하나 국가 에너지 비상 사태 선언, 석유 및 가스 시추 확대 전략 비축유 확보를 통한 에너지 가격 하락 및 에너지 수출 강화 유도 	<ul style="list-style-type: none"> 에너지 생산 제한 연방정책 중단 및 취소 천연가스 수출 제한 철회 알래스카주 국립야생보호구역(ANWR) 관련 규제 철폐 미 연안에서의 원유/가스 개발 금지 취소
	그린 뉴딜 폐지 <ul style="list-style-type: none"> 바이든 정부의 그린 뉴딜 중식, 전기차 의무화 정책 철회 내연기관 중심의 자동차 산업 부활 및 전통 제조업 육성 강화 	<ul style="list-style-type: none"> 파리 기후변화 협정 탈퇴 전기차 보조금 폐지(예정)
무역 및 관세	<ul style="list-style-type: none"> 자국민 보호를 위한 무역 시스템 전면 개편 시작 미국 경제 진흥을 위한 보호무역 체제 재차 도입 해외 관세 부과를 통한 자국 내 일자리와 산업 보호 관세 및 수입 징수를 위한 대외수입청(External Revenue Service) 설립 	<ul style="list-style-type: none"> 무역 관행 조사 착수 및 캐나다, 중국, 멕시코에서 유입되는 이민자와 마약 흐름 조사 2월 1일부터 멕시코 및 캐나다에 25%의 관세 부과(예정)
외교	<ul style="list-style-type: none"> 멕시코만(Gulf of Mexico) → 아메리카만(Gulf of America)로 변경 파나마 운하 관련 중국 영향력 배제 및 미국의 소유권 확보 국제 안보를 위해 덴마크령 그린란드를 미 영토로 매입 	<ul style="list-style-type: none"> 대외 지원프로그램에 대한 일관성 검토가 완료될 때까지 해외 개발 원조 90일간 중단
언론 검열	<ul style="list-style-type: none"> 표현의 자유 완전 보장, 모든 형태의 정부 검열 중단 정부의 권력이 반대 세력을 탄압하는데 사용되지 않을 것임을 강조 	<ul style="list-style-type: none"> 온라인 플랫폼에서의 언론 자유 검열 방지
인종 및 성별	<ul style="list-style-type: none"> 인종 및 성별 관련 정책을 폐기하고 능력에 기반한 사회 추구 	<ul style="list-style-type: none"> DEI(다양성, 형평성, 포용성) 이념에서 비롯한 바이든 정부의 78개 행정 조치 폐기 연방 정부 DEI 프로그램 종료
국방	<ul style="list-style-type: none"> 국방력 강화를 통해 국제 문제에서 미국의 리더십 재확립 	<ul style="list-style-type: none"> 국경임무 지원 군대 계획 수립
우주 항공	<ul style="list-style-type: none"> 화성에 성조기를 꽂겠다고 언급하는 등 화성 탐사 및 우주 항공 기술 개발 	
그 외		<ul style="list-style-type: none"> 틱톡금지법 75일 유예, 세계보건기구(WHO) 탈퇴, 정부효율부(DOGE) 신설, AI 안전규제 폐기, 사형제 부활

자료: 백악관, 언론보도, 키움증권 리서치센터