

2025년 하반기 주식시장 전망과 전략

Buy Korean. I Am.



2025년 하반기 주식시장 전망과 전략

Buy Korean. I Am.



김용구

Strategist

02 3770 3521

yg.kim@yuantakorea.com

SUMMARY

2025년 하반기 주식시장 전망과 전략: Buy Korean. I Am.

하반기 KOSPI 시장은 2,450 ~ 2,900Pt 밴드 내 중립 이상의 추가흐름 전개를 예상. 지수 상단은 '25년 KOSPI 예상 순이익 202.2조원과 Target P/E 11.0배, 하단은 순이익 180.9조원과 P/E 9.2배를 고려해 산출. 1) 상반기 Maximum Pressure(관세/재정 정책 불확실성)에서 하반기 Trump Put(감세와 친기업 규제 완화/철폐를 통한 경기부양)으로의 트럼프 정책 포커스 변화, 2) 연준 2회 금리인하와 QT 감속/종료가 자극하는 미 10년 국채금리 4%선 이하로의 하향 안정화 가능성, 3) 신정부 출범 이후 공세적 재정/통화 부양과 코리아 디스카운트 탈피 관련 주식시장 친화적 정책 대응의 연쇄화 기대, 4) 여전히 글로벌 경기침체 당시에 준하는 현 시장 Rock-bottom 밸류에이션 메리트가 대내외 잠복 불확실성을 완충하며 하반기 시장의 계단식 저점 상승 과정을 견인할 전망

'25년 하반기 KOSPI 기대수익률은 +10% 내외로 제한. 1) 글로벌 매크로 Late Cycle 진입, 2) 한시라도 경계의 끈을 놓을 수 없는 트럼프 정치/정책 불확실성, 3) 한국 수출 모멘텀 약화 실적 불확실성 추가 심화 등의 명시적 부정요인 영향으로 인덱스 베타 플레이의 유효성은 일정 수준 이하로 제한될 개연성이 높음. 단, 하반기 KOSPI 기대손실율은 -7% 이내로 한정. 1) 실제 기우(杞憂) 수준으로 제한된 글로벌 추세적/시스템 위기 현실화 가능성, 2) 잠복 불확실성의 극한을 선반영한 현 국내증시 추가/밸류에이션/수급 환경, 3) 주요국 재정/통화 부양 릴레이 등의 묵시적 긍정요인이 유효한 까닭. '25년 하반기 국내외 증시는 명시적 부정요인 때문에 높은 곳까지 쉽게 가진 못하더라도, 묵시적 긍정요인 영향으로 위험보다 기회가 더 크게 주어질 공산이 큼. 비관보단 낙관이, 두려움보단 용기가 '25년 하반기 'Buy Korean' 추가 정상화 과정에서의 투자전략 측면 절대 미덕에 해당

하반기 글로벌 경기/수요/실적 환경은 중립 이하 기류가 지속될 개연성이 높음. 단, 잠복 경기/정책/실적 불확실성의 극한은 이미 상반기 중 확인 및 통과. 트럼프 관세 리스크 및 정책 불확실성 피크아웃 전환과 실물경기 지표 연쇄 부진 완충을 위한 연준의 Dovish 시각선회간 결합은 국내외 증시 투자심리 환경의 바로미터인 AAI S&P500 Bull% - Bear% 투자심리 서베이 스프레드의 바닥반등 행보를 자극할 전망. 이는 글로벌 투자가측 낙폭과대 신흥국 증시 전반에 대한 팔목상대격 시각변화와 함께 국내 외국인 액티브 현물엔 선행하고 기관 현물엔 동행하는 외국인 KOSPI200 지수선물 수급 환경의 순매수 방향선회를 견인할 소지. 하반기 국내증시 외국인 수급 환경은 중립 이상의 긍정적 기류가 크게 앞설 것으로 판단하는 이유

KOSPI 12개월 선행 P/B는 0.86배로 역사/통계적 중심 추세선에 해당하는 0.9배(환산 KOSPI 지수대 2,760Pt선)와 글로벌 매크로 및 금융환경 내 추세적 위기(Recession) 발발 당시 펀더멘탈 진바닥에 준하는 0.8배선(환산 KOSPI 지수대 2,450Pt선) 사이 구간에 위치. 하반기 대내외 잠복 불확실성의 극한을 상정하더라도 펀더멘탈 Rock-bottom KOSPI 2,450Pt선의 하방 지지력은 공고. 상반기 말 P/B 0.9배선 부근까지의 점진적 추가 정상화와 하반기 0.9배선 안착 이후 1.0배선(KOSPI 3천Pt선) 접근 과정 전개를 예상

하반기 포트폴리오/주도주 전략 초점은, 1) Shooting Star(실질 성장주 스타일 투자대안), 2) Fallen Angel(통계적 낙폭과대 실적주), 3) Creating Value(신정부 주주 친화적 재무정책 변화 관련 수혜주)의 세가지 투자 아이디어에 집중할 필요. 관련 맥락에 부합하는 업종대안은, 반도체, IT가전(2차전지), 산업재 밸류체인(조선, 기계, 상사/자본재(방산)), 바이오, 소프트웨어, 미디어/엔터. Top 10 Picks로는 SK하이닉스, LG에너지솔루션, 삼성바이오로직스, 한화오션, 하이브, NH투자증권, 효성중공업, 에이피알, 엔씨소프트, 롯데케미칼을 제시

SUMMARY

2025년 하반기 주식시장 전망과 전략: Buy Korean. I Am.

하반기 투자전략 관련 네가지 핵심 논점을 주목할 필요. 첫째, 미국 실물경기 Perfect(No/Soft) Landing 가능성. 트럼프 관세 쇼크 관련 금융시장 가격변수 급변과 Soft Data 속락 파장은 5월 이후 국내외 주요 Hard Data의 전방위적 부진으로 연쇄화될 전망. 단, 트럼프는 상반기 극한의 정책 불확실성의 대가로 경기/금리/정치 삼중고에 직면. 이에 트럼프는 정치/정책 리스크 피크아웃 전환을 도모하는 동시에 대규모 재정부양 패키지를 동원해 공세적 경기부양에 나설 개연성이 높음. 특히, 트럼프는 10년 국채금리가 4%선 이하로 하향 안정화되거나, 충분한 수준의 경기 자신감과 금융 안정성을 자신하기 전까진 그간의 정책 파상공세를 거두고 유화적 대화/협상 시도에 주력할 개연성이 높음. 하반기 글로벌/미국 매크로 환경의 Perfect(No or Soft) Landing 가능성을 주목하는 이유

둘째, 매물기(매를 가장한 비둘기 Fed) 나르샤. 트럼프 관세 쇼크 파장은 하반기 미국 주요 기업측 매크로 자신감 약화와 장래 사업계획 수립 제약 등을 경유해 노동수요(구인율) 감소로 반영될 개연성이 높음. 고용시장 양적/질적 둔화와 제약적 금융/통화 환경은 하반기 연준 시각선회를 자극. 중장기 물가 방향성은 무역협상 최종 결과가 좌우할 것이고, 단기적으로는 추가 상승 가능성이 우세한 것이 사실. 단, 장기 기대인플레이션 환경은 관세 쇼크에도 비교적 안정적 흐름이 유지. 결국, 연준은 실물경기 전망의 후퇴와 단기 물가 부침에도 여전히 안정적인 장기 인플레이션 전망에 근거해, '25년 하반기 중 2회 수준의 금리인하와 3분기 부채한도 협상을 전후한 시점에서 QT 감속/종료에 나설 가능성이 높은 것으로 판단. '25년 하반기 미 10년 국채금리 4.0%선 내외까지의 점진적 하향 안정화 가능성에 무게를 두는 이유

셋째, 수출 모멘텀 약화와 실적 불확실성 심화 가능성. 하반기 한국 수출 경기는 미국의 중국을 위시한 주요국과의 무역협상 최종 결과에 따라 그 진폭은 크게 달라질 것이나, 현재로서는 중립 이하의 부정적 기류가 절대적으로 앞서는 것으로 평가. Fed/Trump/Beijing Put 등 세가지 반전의 트리거 출현 이전까진 하반기 수출/실적 변수에 대한 보수적 접근이 불가피. 가격 전가력 약화 환경 역시 '25년 하반기 실적 전망의 신뢰도와 가시성을 제한. '25년 증익 전망은 매출 성장이 아닌 마진율 개선에 의거. 전략적으로 보수적 접근이 필요한 이유. '25년 KOSPI 영업이익 270조원, 순이익 200조원을 예상. 하반기 잠복 실적 불확실성에 대한 적극적 사주경계가 필요. 단, '25년 한국증시 이익 성장률은 글로벌 No.1이나 현재 시장은 Rock-bottom 주가/밸류에이션/수급 대응으로 그 최소한의 가능성마저 평가절하. 하반기 최악의 실적 쇼크의 연쇄화가 아닌 이상, 제한적 실적 부침에도 중립 이상의 주가/밸류/수급 대응은 능히 가능할 전망

넷째, 한국 신정부 출범과 투자전략 함의. 1) 민간/기업 주도 경제 성장, 2) 고강도 정책부양을 통한 경기 둔화/침체 대응 강화, 3) 기업 지배구조 개선 및 주주 친화적 재무정책 변화, 4) 코리아 디스카운트 해소를 통한 증시 활성화(MSCI 선진지수 편입), 5) AI, 반도체, 바이오 등 신성장 동력 집중 육성 등에 대해선 양 정파 모두 한 목소리로 공감. 신정부 정책 주안점은 대규모 정책부양을 활용한 내수경기 활성화와 미래산업 육성. 신정부 출범 및 관련 정책 기대를 반영한 수혜주의 핵심 원천으로서 중대형 성장주를 주목할 필요. 특히, 윤석열 정권 자본시장 선진화 정책은 신정부 코리아 디스카운트 해소로 계승될 전망. 주주 친화적 재무정책 변화 관련 중장기적 투자기회를 하반기 시장의 알파 원천으로 활용할 필요

CONTENTS

PART 1	주식시장 전망과 전략	7
PART 2	포트폴리오/주도주 전략	55



PART 1

주식시장 전망과 전략



0) Buy American. I Am. (by Warren Buffet, 2008-10-16, The New York Times)

- *THE financial world is a mess, both in the United States and abroad. Its problems, moreover, have been leaking into the general economy, and the leaks are now turning into a gusher. In the near term, unemployment will rise, business activity will falter and headlines will continue to be scary.*

(금융시장은 미국과 해외 모두 엉망진창입니다. 게다가 금융시장 문제가 일반 경제로 누출되기 시작했고, 누출은 이제 분출로 바뀌고 있습니다. 가까운 시일 내에 실업률은 오르고, 기업 활동은 위축될 것이며, 신문 헤드라인은 계속해서 공포를 조장할 것입니다.)

- *So ... I've been buying American stocks. This is my personal account I'm talking about, in which I previously owned nothing but United States government bonds. (This description leaves aside my Berkshire Hathaway holdings, which are all committed to philanthropy.) If prices keep looking attractive, my non-Berkshire net worth will soon be 100 percent in United States equities.*

(그래서 ... 저는 이전에는 미국 국채만 보유하고 있었던 제 개인 계좌로 미국 주식을 매수하고 있습니다. 주가가 계속 매력적으로 보인다면 버크셔를 제외한 저의 순자산은 곧 100% 미국 주식이 될 것입니다.)

- *Why? A simple rule dictates my buying: Be fearful when others are greedy, and be greedy when others are fearful. And most certainly, fear is now widespread, gripping even seasoned investors. To be sure, investors are right to be wary of highly leveraged entities or businesses in weak competitive positions. But fears regarding the long-term prosperity of the nation's many sound companies make no sense. These businesses will indeed suffer earnings hiccups, as they always have. But most major companies will be setting new profit records 5, 10 and 20 years from now.*

(왜 그럴까요? 간단한 규칙이 제 매수 대응을 결정합니다: 남들이 욕심낼 때 두려움을 느끼고, 남들이 두려워할 때 욕심을 부리는 것입니다. 그리고 무엇보다도 두려움은 이제 널리 퍼져 노련한 투자자들까지 사로잡고 있습니다. 물론 투자자들이 레버리지가 높은 기업이나 경쟁력이 약한 기업을 경계하는 것은 당연한 일입니다. 그러나 장기적 번영을 누릴 다수의 우량 기업에 대한 두려움은 말이 되지 않습니다. 이러한 기업들은 잠시 잠깐의 실적 부진을 겪을 수 있겠지만, 5년, 10년, 20년 후엔 새로운 이익 기록을 세울 것입니다.)



Buy American. I Am. (by Warren Buffet, 2008-10-16, The New York Times)

- *Let me be clear on one point: I can't predict the short-term movements of the stock market. I haven't the faintest idea as to whether stocks will be higher or lower a month — or a year — from now. What is likely, however, is that the market will move higher, perhaps substantially so, well before either sentiment or the economy turns up. So if you wait for the robins, spring will be over.*

(한 가지 분명히 말씀드리자면 저는 주식 시장의 단기적인 움직임을 예측할 수 없습니다. 지금부터 한 달 후 또는 1년 후 주가가 더 오를지, 아니면 더 내릴지 전혀 알 수 없습니다. 하지만 분명한 것은 심리나 경제가 회복되기 훨씬 전에 시장이 상승할 것이며, 아마도 상당히 상승할 것이라는 점입니다. 따라서 파랑새가 오기만을 기다린다면 봄은 아마 끝나 있을 것입니다.)

- *A little history here: During the Depression, the Dow hit its low, 41, on July 8, 1932. Economic conditions, though, kept deteriorating until Franklin D. Roosevelt took office in March 1933. By that time, the market had already advanced 30 percent. Or think back to the early days of World War II, when things were going badly for the United States in Europe and the Pacific. The market hit bottom in April 1942, well before Allied fortunes turned. Again, in the early 1980s, the time to buy stocks was when inflation raged and the economy was in the tank. In short, bad news is an investor's best friend. It lets you buy a slice of America's future at a marked-down price.*

(역사를 살펴보겠습니다. 대공황 시기, 다우지수는 1932년 7월 8일에 41로 저점을 찍었습니다. 경제 상황은 프랭클린 D. 루스벨트가 1933년 3월 취임할 때까지 계속 악화되었지만 그때 주식시장은 이미 30%나 상승해 있었습니다. 또한 제2차 세계대전 초기, 유럽과 태평양에서 미국의 상황이 매우 나빴던 때를 생각해봅시다. 시장은 1942년 4월에 바닥을 쳤고, 이는 연합군의 전세가 뒤집히기 훨씬 전이었습니다. 또 1980년대 초, 인플레이션이 극심하고 경제가 침체에 빠졌을 때가 주식을 사야 할 시기였습니다. 요컨대, 나쁜 소식은 투자자에게 최고의 친구입니다. 미국의 미래를 싼 가격에 살 수 있게 해주기 때문입니다.)

- *Over the long term, the stock market news will be good. In the 20th century, the United States endured two world wars and other traumatic and expensive military conflicts; the Depression; a dozen or so recessions and financial panics; oil shocks; a flu epidemic; and the resignation of a disgraced president. Yet the Dow rose from 66 to 11,497.*

(장기적으로 주식시장은 좋을 것입니다. 20세기 동안 미국은 두 번의 세계대전과 그 밖의 충격적이고 비용이 많이 든 군사 분쟁, 대공황, 열두번의 경기침체와 금융 공황, 오일 쇼크, 독감, 그리고 불명예스러운 대통령의 사임까지 겪었습니다. 그럼에도 다우지수는 66에서 11,497로 올랐습니다.)



Buy American. I Am. (by Warren Buffet, 2008-10-16, The New York Times)

- You might think it would have been impossible for an investor to lose money during a century marked by such an extraordinary gain. But some investors did. The hapless ones bought stocks only when they felt comfort in doing so and then proceeded to sell when the headlines made them queasy.*
(엄청난 상승이 있었던 세기 동안 투자자가 돈을 잃는 것이 불가능했을 것 같지만, 일부 투자자들은 실제로 돈을 잃었습니다. 불운한 이들은 주식이 안전하다고 느낄 때만 샀고, 신문 헤드라인이 불안할 때는 팔아버렸기 때문입니다.)
- Today people who hold cash equivalents feel comfortable. They shouldn't. They have opted for a terrible long-term asset, one that pays virtually nothing and is certain to depreciate in value. Indeed, the policies that government will follow in its efforts to alleviate the current crisis will probably prove inflationary and therefore accelerate declines in the real value of cash accounts.*
(오늘날 현금성 자산을 보유한 사람들은 안도감을 느낍니다. 하지만 그래서는 안 됩니다. 그들은 장기적으로 아주 나쁜 자산을 선택한 것입니다. 거의 아무런 수익도 주지 않으며, 가치 하락이 확실시되는 자산이기 때문입니다. 실제로 정부가 현재 위기를 완화하기 위해 취할 정책들은 아마도 인플레이션을 유발해 현금 계좌의 실질 가치를 더욱 빠르게 깎아내릴 것입니다.)
- Equities will almost certainly outperform cash over the next decade, probably by a substantial degree. Those investors who cling now to cash are betting they can efficiently time their move away from it later. In waiting for the comfort of good news, they are ignoring Wayne Gretzky's advice: "I skate to where the puck is going to be, not to where it has been." I don't like to pine on the stock market, and again I emphasize that I have no idea what the market will do in the short term. Nevertheless, I'll follow the lead of a restaurant that opened in an empty bank building and then advertised: "Put your mouth where your money was." Today my money and my mouth both say equities.*
(향후 10년간 주식은 거의 확실히 현금을 능가할 것이며, 그 차이는 상당할 것입니다. 지금 현금에 집착하는 투자자들은 나중에 현금에서 벗어날 시기를 정확히 맞출 수 있다고 내기를 거는 셈입니다. 좋은 소식이 들릴 때까지 기다리면서, "나는 퍽이 있던 곳이 아니라, 퍽이 올 곳으로 스케이트를 탄다"는 웨인 그레츠키의 조언을 무시하고 있습니다. 저는 주식시장에 대해 장황하게 말하는 것을 좋아하지 않으며, 다시 한 번 말씀드리지만 단기적으로 시장이 어떻게 움직일지 전혀 모릅니다. 그럼에도 불구하고, 저는 은행 건물에 새로 문을 연 레스토랑의 "당신의 입을 당신의 돈이 있던 곳에 두세요"란 광고 문구를 따르려 합니다. 오늘, 제 돈과 제 입은 모두 주식을 가리키고 있습니다.)



1) Buy Korean. I Am. - 2025년 하반기 KOSPI 전망: 2,450 ~ 2,900pt

- 2025년 하반기 KOSPI 시장은 2,450 ~ 2,900Pt 밴드 내 중립 이상의 증가흐름 전개를 예상
- 지수 상단은 '25년 KOSPI 예상 순이익 202.2조원과 Target P/E 11.0배(+3σ), 하단은 순이익 180.9조원과 P/E 9.2배(52주 MA)를 고려해 산출
- 1) 상반기 Maximum Pressure(관세/재정 정책 불확실성)에서 하반기 Trump Put(감세와 친기업 규제 완화/철폐를 통한 경기부양)으로의 트럼프 정책 포커스 변화, 2) 연준 2회 금리인하와 QT 감속/종료가 자극하는 미 10년 국채금리 4%선 이하로의 하향 안정화 가능성, 3) 신정부 출범 이후 공세적 재정/통화 부양과 코리아 디스카운트 탈피 관련 주식시장 친화적 정책 대응의 연쇄화 기대, 4) 여전히 글로벌 경기침체 당시에 준하는 현 시장 Rock-bottom 밸류에이션 메리트가 대내외 잠복 불확실성을 완충하며 하반기 시장의 계단식 저점 상승 과정(상저하고)을 견인할 전망

'25년 하반기 시나리오별 KOSPI Target 추정

구분	'25년 예상 순이익 (컨센서스 보유 기업, 조원)	Target P/E (배)	Target 시가총액 (컨센서스 보유 기업, 조원)	Target KOSPI (상단 기준, 지수)
Best Case	223.5 ('25년 5월 현재 컨센서스 212.8조원 대비 +5% 상향 조정)	11.0 (+3σ)	2,447	3,150
Base Case	202.2 (현 컨센서스 대비 -5% 하향 조정)	11.0 (+3σ)	2,214	2,900
Worst Case	180.9 (현 컨센서스 대비 -15% 하향 조정)	10.4 (+2σ)	1,881	2,650

자료: Dataguide, 유안타증권 리서치센터



'25년 하반기 KOSPI 기대수익률 +10% VS 기대손실율 -7%

- 분기별로는 2Q(5~6월) 2,400 ~ 2,700Pt(상승), 3Q 2,500 ~ 2,800Pt(정체, 3Q 미국 부채한도 협상 관련 정치/정책 불협화음 확대 VS 연준 QT 추가 감속/종료를 통한 Dovish Fed 시각선회의 시작), 4Q 2,600 ~ 2,900Pt(재상승, 연준 금리인하를 위시한 주요국 정책 모멘텀 강화, 글로벌 투자가족 EM 러브콜 강화와 EM 내 한국증시 차별화 가능성)의 등락 경로를 상정
- '25년 하반기 KOSPI 기대수익률은 +10% 내외로 제한. 1) 글로벌 매크로 Late Cycle 진입, 2) 한시라도 경계의 끈을 놓을 수 없는 트럼프 정치/정책 불확실성, 3) 한국 수출 모멘텀 약화 실적 불확실성 추가 심화 등의 명시적 부적요인 영향으로 인덱스 베타 플레이의 유효성은 일정 수준 이하로 제한될 개연성이 높음
- 단, 하반기 KOSPI 기대손실율(MDD, Maximum Drawdown)은 -7% 이내로 한정. 1) 실제 기우(杞憂) 수준으로 제한된 글로벌 추세적/시스템 위기 현실화 가능성, 2) 잠복 불확실성의 극한을 선반영한 현 국내증시 주가/밸류에이션/수급 환경, 3) 주요국 재정/통화 부양 릴레이 등의 묵시적 긍정요인이 유효한 까닭

'25년 하반기 KOSPI Target 추정

		KOSPI 12개월 선행 P/E (배, 5/14일 현재 9.3배)						
구분	순이익 변화 시나리오	11.0 (+3σ)	10.4 (+2σ)	9.8 (+1σ)	9.2 (20주 MA)	8.6 (-1σ)	8.2 (-2σ)	7.4 (-3σ)
'25년 KOSPI 순이익 (조원)	234.1(현 컨센서스 대비 +10% 상향 조정)	3,264	3,148	3,024	2,899	2,775	2,682	2,526
	223.5(현 컨센서스 대비 +5% 상향 조정, Best Case)	3,159	3,048	2,930	2,811	2,692	2,604	2,455
	212.8('25년 5월 현재 컨센서스)	3,054	2,949	2,836	2,723	2,610	2,526	2,384
	202.2(현 컨센서스 대비 -5% 하향 조정, Base Case)	2,949	2,849	2,742	2,634	2,527	2,447	2,312
	191.6(현 컨센서스 대비 -10% 하향 조정)	2,844	2,749	2,648	2,546	2,444	2,369	2,241
	180.9(현 컨센서스 대비 -15% 하향 조정, Worst Case)	2,740	2,650	2,554	2,458	2,362	2,290	2,170
	170.3(현 컨센서스 대비 -20% 하향 조정)	2,635	2,550	2,460	2,369	2,279	2,212	2,098

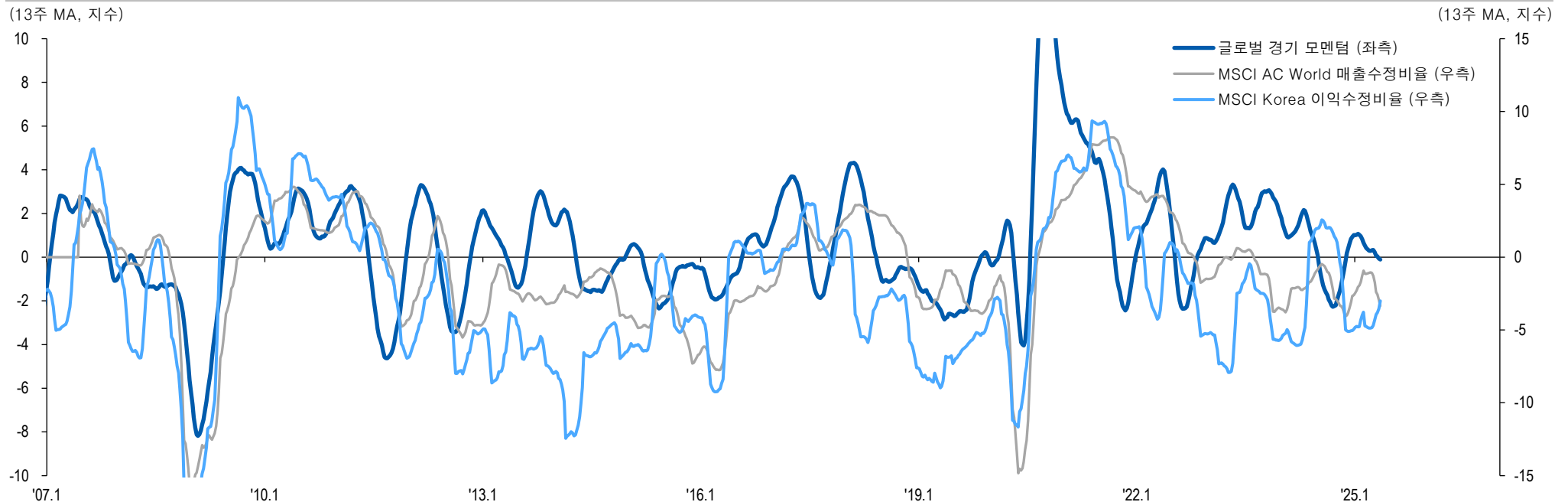
자료: Dataguide, 유안타증권 리서치센터



하반기 글로벌 경기/수요/실적 환경은 중립 이하 기류가 지속될 개연성이 높음

- 국가/지역별 Citi Economic Surprise 지수를 MSCI Index 기준 시가총액 비중으로 가중평균해 증시 투자전략 관점하 글로벌 경기 모멘텀 지수를 도출
- 글로벌 경기 모멘텀 지수 고점통과 이후 바닥통과까진 평균 5~6개월의 시간이 소요. '25년 1월 피크아웃 전환에 따른 경우, 소순환 경기 모멘텀 바닥통과 시점은 빨라야 6~7월이 될 공산이 크고 양(+) 전환은 9~10월 중이나 가능할 전망. 보수적 견지하 하반기 중립 이하의 실물경기 흐름이 불가피하다 판단하는 이유
- 글로벌 경기 모멘텀 약화는 이에 2~3개월 가량 후행하는 글로벌 매출수정비율(글로벌 수요/교역 및 한국 수출 관련 선행지표)의 동반 하락을 자극할 개연성이 높고, 글로벌 매출수정비율 하락은 이에 1~2개월여 후행하는 한국 실적 모멘텀(MSCI Korea 이익수정비율)을 추가 제약할 소지가 다분. 하반기에도 실적 변수에 대한 보수적 접근을 강조하는 이유

'25년 하반기 글로벌 매크로/금융 환경 미리보기: 글로벌 경기 모멘텀 ▼ → 글로벌 매출수정비율 ▼ → 한국 실적 모멘텀 ▼



참고: 글로벌 경기 모멘텀 지수는 국가/지역별 Citi Economic Surprise 지수를 MSCI Index 기준 시가총액 비중으로 가중평균해 투자전략 관점에서의 글로벌 경기 모멘텀 변화를 진단

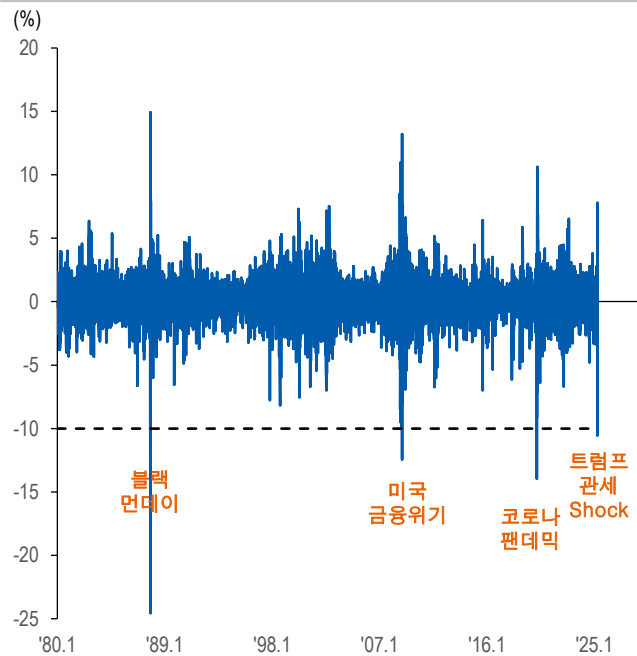
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



단, 잠복 경기/정책/실적 불확실성의 극한은 이미 상반기 중 확인 및 통과

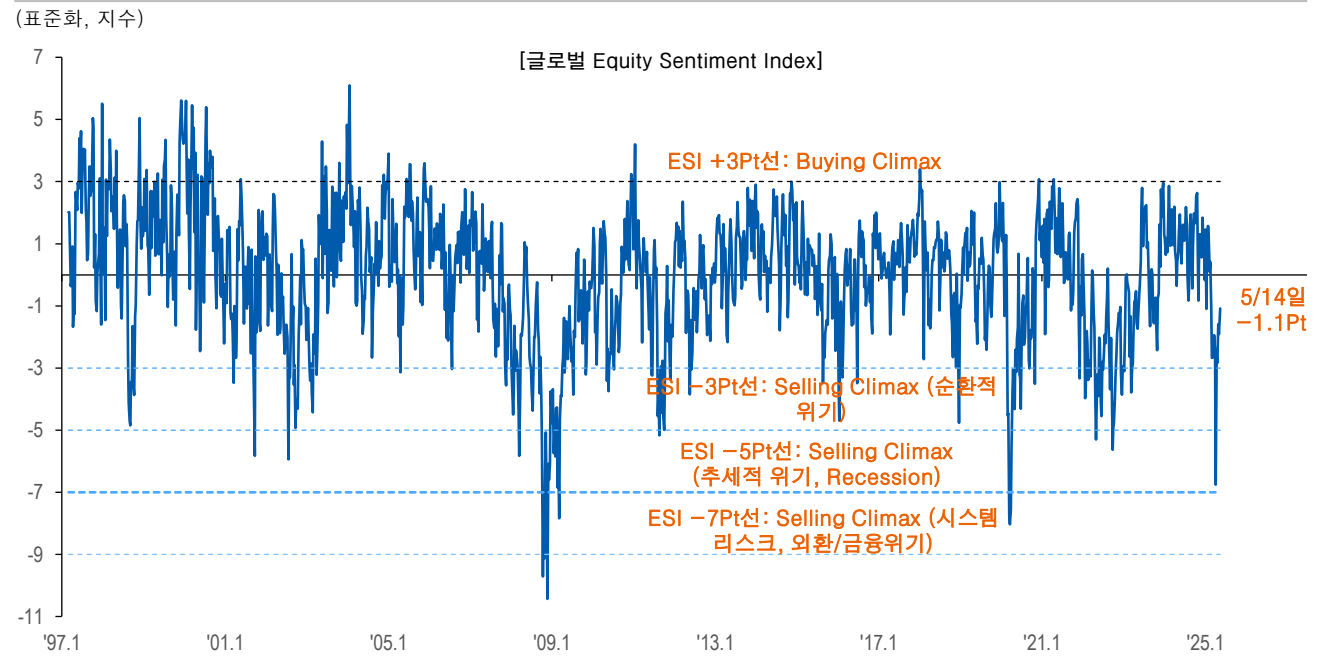
- 1980년 이후 S&P500 지수가 최근 2거래일 사이 -10% 이상 폭락한 것은 4월 패닉(4/2~4일 -10.5%)을 포함해 역사적으로 단 네 차례에 불과. 주목할 점은 '87년 10월 블랙 먼데이, '08년 11월 미국 금융위기, '20년 3월 코로나 팬데믹 등 앞선 세 차례 모두 실물경기 침체(추세적 위기) 파장이 최악의 시스템 리스크(신용경색 → 크레딧 리스크 확산 → 금융/외환 위기 → 퍼펙트 스톰) 현실화까지 추가 전염됐던 경우에 해당한다는 사실
- 4월 초 글로벌 Equity Sentiment Index는 위험/안전 자산을 구분치 않는 자산시장 맹폭 과정과 함께 과거 시스템 리스크(금융/외환 위기) 현실화 당시 국내외 증시 언더슈팅 극단인 -7pt선까지 속락. 시장은 트럼프 관세 쇼크발 스태그플레이션 경기침체 파국을 기정사실화하며 투자심리 측면 최악의 지점까지 과민반응
- 단, 1) Hard Landing(Recession) 보단 Perfect(No/Soft) Landing 가능성이 우세한 장래 경기둔화의 성격, 2) 반작용적 Fed/Trump/Beijing Put 정책 부양 기대, 3) 미약 또는 전무한 국내외 신용경색 및 금융권 유동성 위기 징후 등에 따른 경우, 4월 과민반응은 비합리/비이성적 대응 성격이 절대적으로 우세한 것으로 평가

최근 2거래일간 S&P500 등락률: 역사상 네번째 -10% 이상 폭락



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

4/4일 최악의 시스템 리스크 현실화에 상응하는 -7Pt선으로 속락했던 글로벌 ESI는 5/14일 현재 -1.1Pt 수준까지 상승



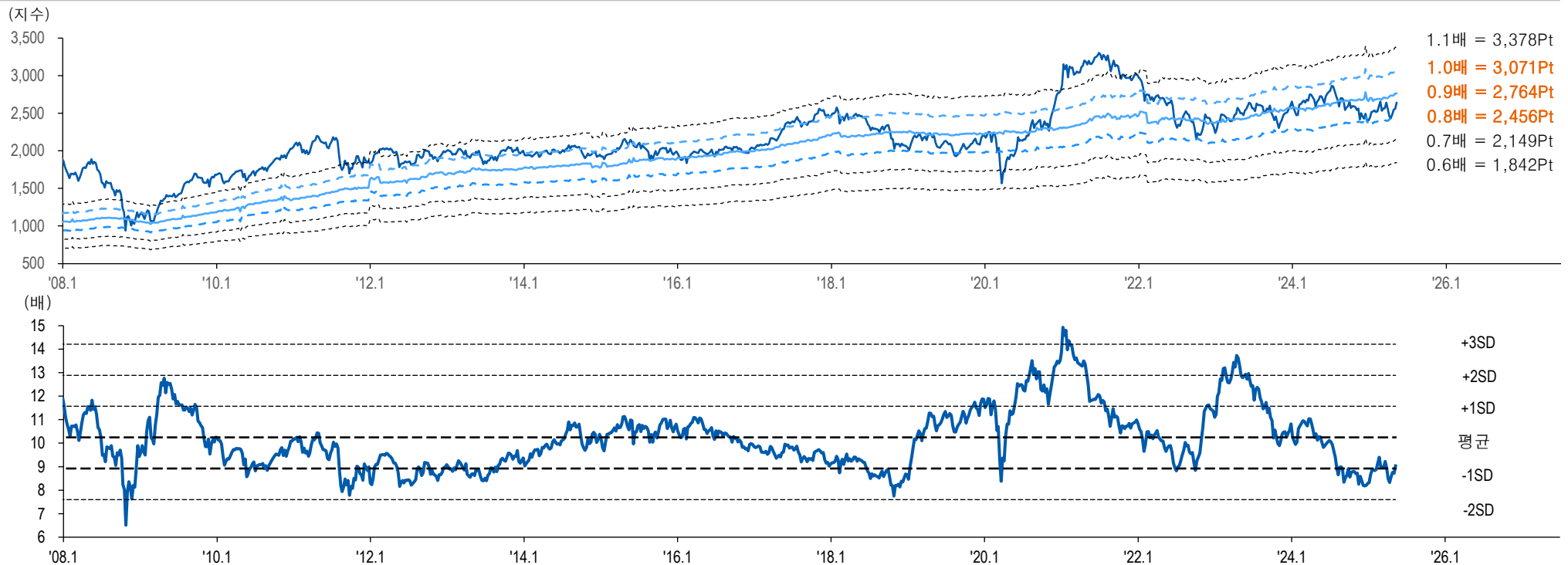
참고: 글로벌 Equity Sentiment Index는 VIX, CBOE Put/Call Ratio, AAI Bull% - Bear% Spread 등을 표준화해 산출
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



Rock-bottom 밸류에이션 메리트가 하반기 잠복 불확실성 파고를 완충

- 5/14일 현재 I/B/E/S 집계 KOSPI 12개월 선행 P/B는 0.86배로 역사/통계적 중심 추세선에 해당하는 0.9배(환산 KOSPI 지수대 3,070Pt선)와 글로벌 매크로 및 금융환경 내 추세적 위기(Recession) 발발 당시 펀더멘탈 진바닥에 준하는 0.8배선(환산 KOSPI 지수대 2,450Pt선) 사이 구간에 위치
- KOSPI 12개월 선행 P/E는 9.0배로 글로벌 추세적 위기(Recession) 현실화 당시 국내증시 주가/밸류 마지노선에 해당하는 -1SD(8.9배)권 어귀에 위치
- 하반기 대내외 잠복 불확실성의 극한을 상정하더라도 펀더멘탈 Rock-bottom KOSPI 2,450Pt선의 하방 지지력은 공고. 상반기 말(2Q) P/B 0.9배선 부근까지의 점진적 주가 정상화와 하반기 0.9배선 안착 이후 1.0배선(KOSPI 3천Pt선) 접근 과정 전개를 전망

(上) I/B/E/S 집계 KOSPI 12개월 선행 P/B, (下) KOSPI 12개월 선행 P/E



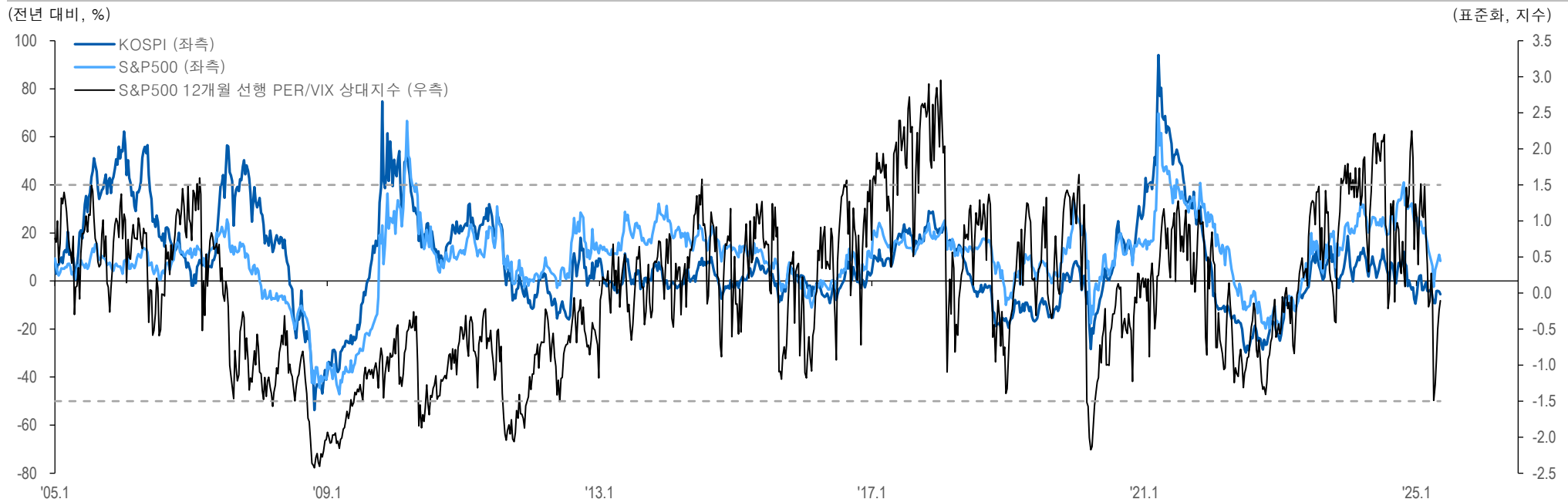
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



하반기 KOSPI는 네가지 반작용에 힘입어 우려의 벽을 타고 오른다

- 하반기 KOSPI는 상반기 중 확인된 최악을 딛고, 네가지 반작용을 추동력 삼아 점진적 회복 과정에 나설 전망. 네가지 'Buy Korean' 상승장 전망의 논거를 주목
- 1) 상반기 경기/물가(금리)/정치 삼중고에 직면한 트럼프는 하반기 중 정책 리스크 피크아웃 전환을 도모하는 동시에 대규모 재정부양 패키지를 동원해 공세적 경기부양에 나설 개연성이 높음. 글로벌/미국 매크로 환경의 Perfect(No/Soft) Landing 가능성을 주목하는 이유
- 2) 연준 2회 금리인하와 QT 중단은 미 10년 국채금리 4.0%선 내외로의 하향 안정화를 경유해 증시 Bottom-out과 성장주의 전술적 유용성을 강화를 견인할 전망
- 3) 잠복 실적 불확실성에 대한 적극적 사주경계를 강조. 단, '25년 한국증시 이익 성장률은 글로벌 No.1이나 현 주가/밸류에이션/수급 환경은 이를 깡그리 무시
- 4) 내부 경기/증시 관련 정책대응은 신정부 출범을 기점으로 가일층 강화될 소지. 한국도 정치/정책 측면에서 다시금 미래와 변화를 말할 수 있게 됐다는 의미

S&P500 12개월 선행 PER/VIX 상대지수로 국내외 증시 상하방 변곡점을 판단(Buying-Climax는 +1.5 표준편차, Selling-Climax는 -1.5 표준편차): 4/9일 과매도 극한 통과 이후 주가/심리 정상화 과정이 전개



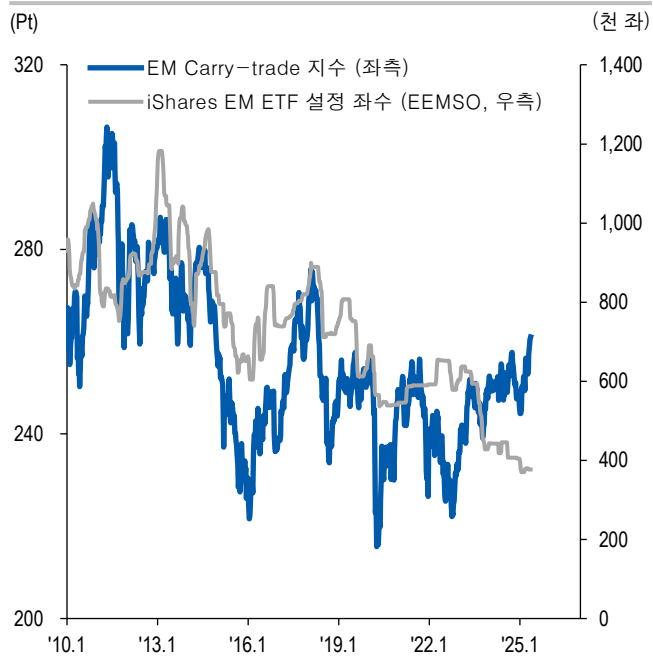
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



하반기 외국인 현선물 수급 러브콜 재개 가능성에 초점

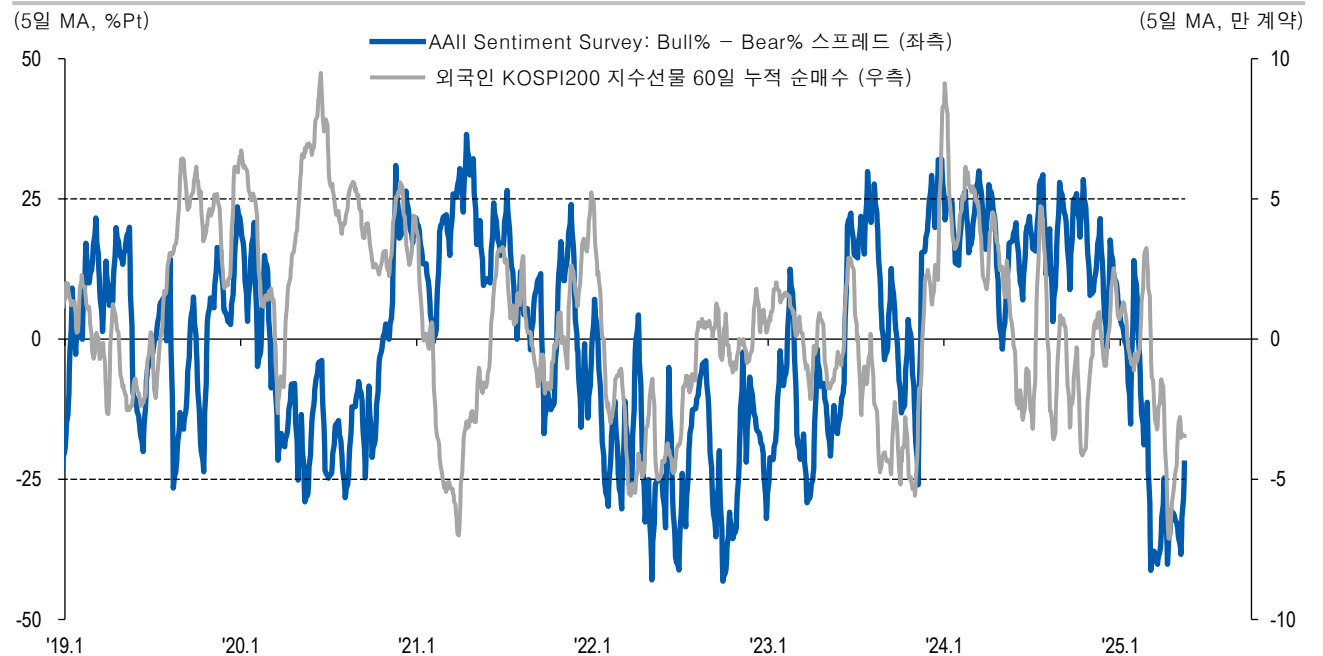
- 트럼프 관세 리스크 및 정책 불확실성 피크아웃 전환과 실물경기 지표 연쇄 부진 완충을 위한 연준의 Dovish 시각선회간 결합은 국내외 증시 투자심리 환경의 바로미터인 AII(전미 투자가 협회) S&P500 Bull% - Bear% 투자심리 서베이 스프레드의 바닥반등 행보를 자극할 전망
- 이는 글로벌 투자가측 낙폭과대 신흥국 증시 전반에 대한 괄목상대적 시각변화와 함께 국내 외국인 액티브 현물(PR 비차익) 수급엔 선행하고 기관 현물(금융투자 PR 차익)엔 동행하는 외국인 KOSPI200 지수선물(파생/패시브) 수급 환경의 순매수 방향선회를 견인할 소지가 다분
- 하반기 국내증시 외국인 수급 환경은 중립 이상의 긍정적 기류가 크게 앞설 것으로 판단하는 이유

하반기 글로벌 투자가측 신흥국 증시 괄목상대 가능성을 염두



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

AII(전미 투자가 협회) S&P500 Bull% - Bear% 투자심리 스프레드와 외국인 KOSPI200 지수선물 60일 누적 순매수 추이



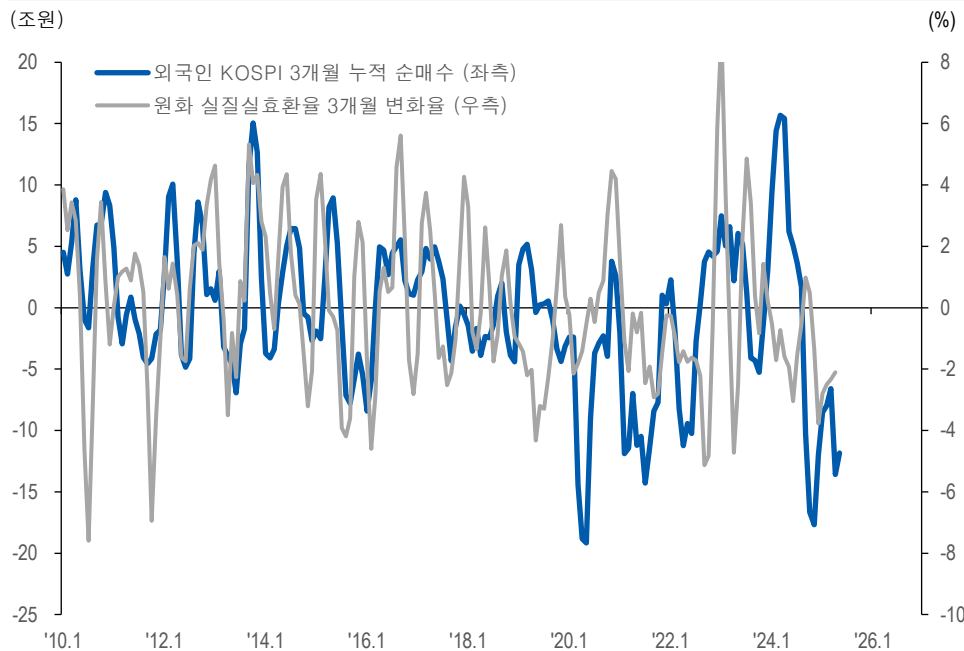
자료: KRX, LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



하반기 'Buy Korean' 상승장. 비관보단 낙관, 두려움보단 용기로 대응할 필요

- '25년 하반기 국내외 증시는 명시적 부정요인 때문에 높은 곳까지 쉽게 가진 못하더라도, 묵시적 긍정요인 영향으로 위험보다 기회가 더 크게 주어질 공산이 큼. 비관보단 낙관이, 두려움보단 용기가 '25년 하반기 'Buy Korean' 주가 정상화 과정에서의 투자전략 측면 절대 미덕에 해당
- 원/달러 환율 피크아웃 전환 기대는 외국인 현선물 수급환경에 긍정적 영향. 단, 원화 강세의 추세를 기대하기 어렵다면, 포트폴리오 전략 초점은 인덱스 베타가 아닌 모멘텀 알파 플레이에 집중함이 합당할 전망. 하반기에도 여전히 시장보단 업종/종목 옥석 가리기에 초점
- 포트폴리오/주도주 전략 초점은, 1) Shooting Star(실질 성장주 스타일 투자대안), 2) Fallen Angel(통계적 낙폭과대 실적주), 3) Creating Value(신정부 주주 친화적 재무정책 변화 관련 수혜주)의 세가지 투자 아이디어에 집중할 필요. 관련 맥락에 부합하는 업종대안은, 반도체, IT가전(2차전지), 산업재 밸류체인(조선, 기계, 상사/자본재(방산)), 바이오, 소프트웨어, 미디어/엔터. Top 10 Picks로는 SK하이닉스, LG에너지솔루션, 삼성바이오로직스, 한화오션, 하이브, NH투자증권, 효성중공업, 에이피알, 엔씨소프트, 롯데케미칼을 제시

원화 강세(달러화 약세) 환경은 국내증시 외국인 현선물 수급 환경에 긍정적 영향



자료: LSEG Workspace, Dataguide, 유안타증권 리서치센터

단, 원화 강세의 추세를 기대할 수 없다면, 하반기 포트폴리오 전략 초점은 계속해서 모멘텀 알파에 집중



자료: Dataguide, 유안타증권 리서치센터



2) 하반기 투자전략 포커스: ① 미국 실물경기 Perfect Landing 가능성에 초점

- '25년 글로벌 매크로 환경은 대순환 주기 측면 경기 사이클 후반부에 해당하는 Late Cycle(경기 둔화 ~ 수축 국면)에 자리
- 통상, 글로벌 경기 사이클 후반부에선, 1) 실물경기 모멘텀은 피크아웃 전환 이후 하락세가 이어지고, 2) 넘쳐나던 글로벌 유동성은 물가 통제를 위한 중앙은행 통화 긴축과 금융권 대출/투자 스탠스 보수화로 서서히 메말라가며, 3) 이는 글로벌 금융시장 내 위험 선호심리 약화와 국내외 증시 멀티플 제약으로 확산
- 4) 잠복 경기/금융 리스크 완충을 위해 주요국의 재정/통화 부양이 시작되나, 초기엔 미온적/선별적 경기대응이 앞서는 까닭에 실제 매크로 추세 변화의 물증이 확인되기 전까진 그 실효성을 두고 설왕설래가 지속. 5) 이에 국내외 증시 주도 내러티브는 Bad is Good(낙관)과 Bad is Bad(비관) 사이의 갈지자 행보를 반복

글로벌 경기 사이클 변화와 국면별 특징: Late Cycle(둔화 ~ 수축 국면)에 자리한 '25년 글로벌 매크로 환경

구분	회복(Recovery)	확장(Expansion)	둔화(Slowdown)	수축(Contraction)
성장률	저점통과 이후 상승	상승세 지속/가속화	고점통과 이후 하락	하락세 지속/가속화
인플레이션	낮음	적정	높음	낮음
생산성	낮음	상승	높음	하락
유동성	증가	풍부	풍부	부족
밸류에이션	낮음	상승	높음	하락
위험 선호도	낮음	상승	하락	낮음
통화/재정 정책	확장	확장	긴축	긴축에서 확장으로 선회

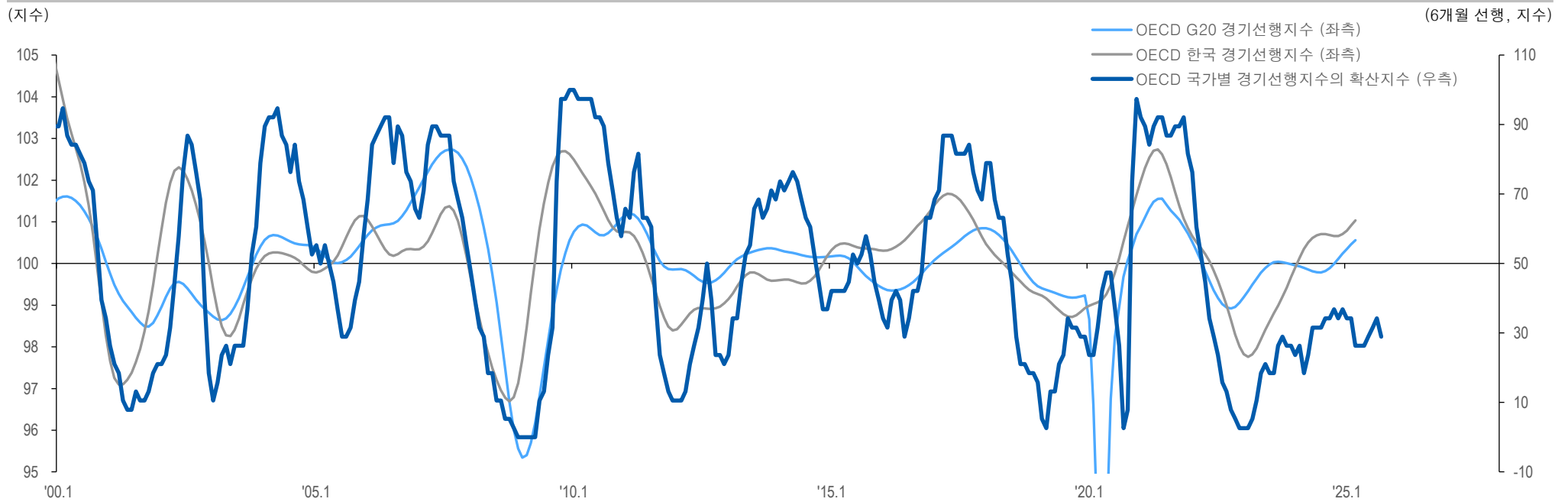
자료: 유안타증권 리서치센터



하반기 투자전략 수립을 위한 최우선 과제는 Late Cycle 생존전략 판단

- 1) 미국 경기 모멘텀 약화, 2) 정책 기대와는 달리 여전히 미약한 수준으로 제한된 Non-US 주요국 경기/수요 여건, 3) 수출가격 정체 & 수입물가 상승에 연유한 가격 전가격 약화(Margin Squeeze) 환경 등의 종전 부정요인에, 4) 트럼프 관세/통상 관련 극한의 정책 불확실성이 추가 가세
- 이에 OECD 글로벌 또는 국가별 경기선행지수에 6개월 가량 선행하는 확산지수는 '25년 2월을 기점으로 피크아웃 전환
- 확산지수와 시차 상관성에 따를 경우, 국내 증시 주가/수급 환경과 동선행하는 OECD G20/한국 경기선행지수는 '25년 8월부터 하락 추세 전환 가능성이 우세
- '25년 하반기 시장 대응을 위한 최우선적 과제로서 Late Cycle 생존전략을 주목하는 이유. 1) 경기 둔화에서 수축까지의 이번 Late Cycle 성격(속수무책 경착륙 vs 통제가능 연착륙) 판단, 2) 잠복 불확실성 헤지 아이디어 도출 결과에 따라 하반기 포트폴리오 투자성과는 천양지차로 달라질 개연성이 높음

OECD G20 및 한국 경기선행지수와 OECD 경기선행지수 6개월 선행 확산지수: 확산지수 2월 피크아웃 전환 → 글로벌/한국 경기선행지수 8월 하락 추세 전환 가능성



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



4/2일 관세 쇼크의 결과로 미국 스태그플레이션 경기침체 우려가 급부상

- 4/2일('Liberation Day') 트럼프 관세 쇼크 관련 금융시장 가격변수 급변과 Soft Data(심리/서베이 관련 연성 경기지표) 속락 파장은 5월 이후 국내외 주요 Hard Data(실물 관련 경성 경기지표)의 전방위적 부진으로 연쇄화될 공산이 큼
- ISM, Conference Board, NFIB 관련 데이터를 표준화해 산출한 미국 고용 Soft Data Proxy는 향후 비농업 신규고용(Nonfarm Payroll) 지표의 급락 가능성을 암시
- 뉴욕 연준 실질 기대소득과 미시건대 소비자 기대심리 역시 4월 큰 폭으로 하락하며, 개인/가계 경기 자신감 약화와 장래 소비경기 둔화/침체 가능성을 시사
- 5대 지역 연은의 Capex/인프라 확충 투자 모멘텀 Survey 또한 4월 급락 전환하며 투자, 제조업, Restocking 수요 환경의 전방위적 둔화/부진 가능성을 역설

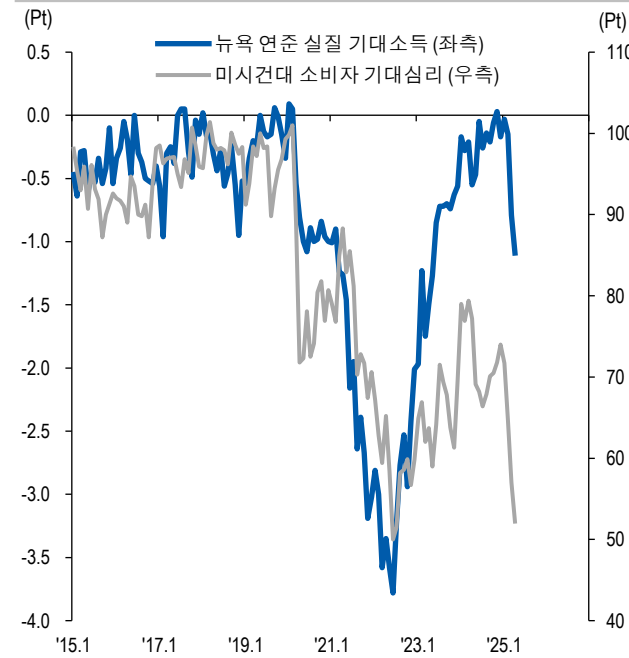
4월 관세 쇼크 파장은 향후 고용시장 Hard Data 부진으로 반영될 것



참고: 미국 고용 관련 Soft Data는 ISM, Conference Board, NFIB의 관련 6개 데이터를 기초해 산출

자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

소득/소비 지표 역시 트럼프 정책 불확실성으로 추가 부진이 불가피



참고: 뉴욕 연준 실질 기대소득은 향후 1년 소득과 인플레이션 예상 관련 서베이 값을 차감해 산출

자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

투자/제조업 Hard Data는 4월 관세 내용을 뒤이어 반영해갈 전망



참고: Capex/인프라 투자 모멘텀 Survey는 뉴욕, 델라스, 필라델피아, 캔자스시, 리치몬드 연은 관련 데이터로 산출

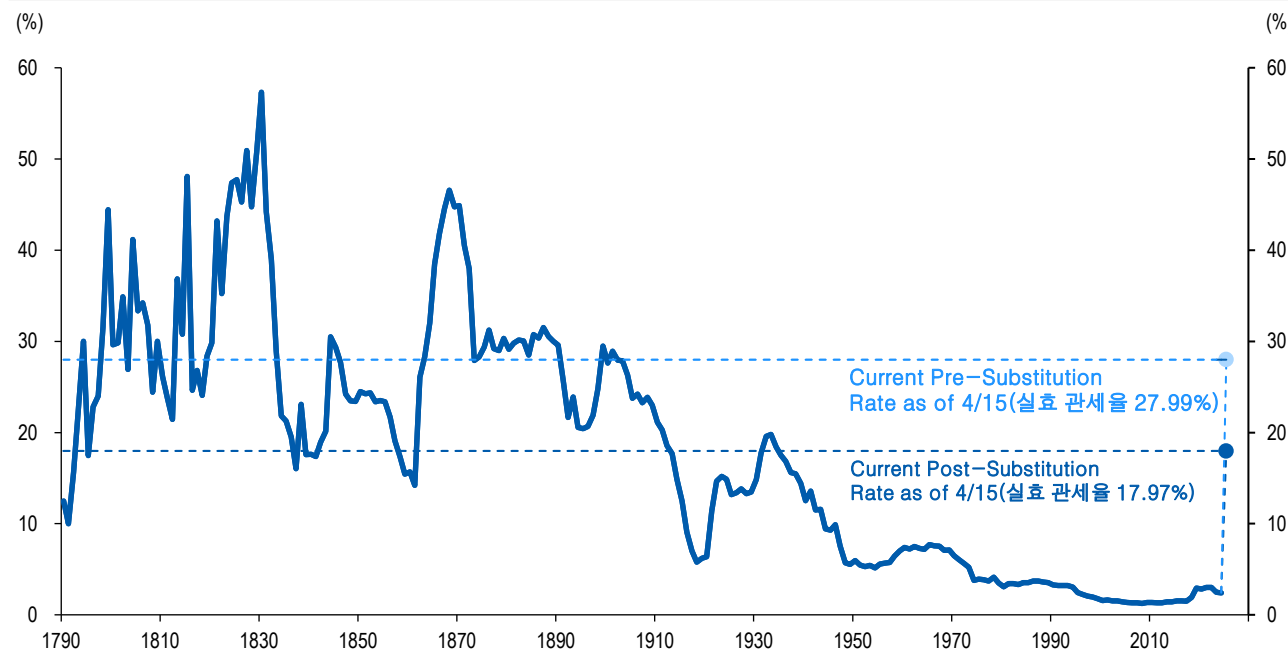
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



하반기 미국/글로벌 경기 방향성 판단을 위한 시금석은 트럼프 관세율 조정 여부

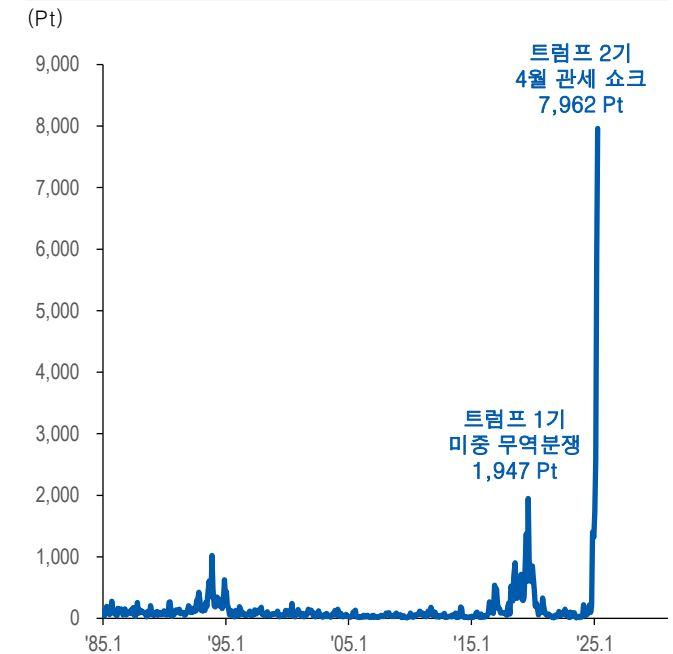
- 하반기 미국/글로벌 경기 방향성은 미국 실효 관세율 조정 여부에 따라 천양지차로 달라질 개연성이 높음. 관세율 변화 관련 두 가지 시나리오를 상정
- 1) Base Case(실효 관세율 18% 이하, 확률 80%): 대중국 관세율은 현 145%에서 30~50% 수준으로 낮아지고(WSJ, Capital Economics 전망), 우방 교역국들은 보편관세 10%에 품목별 관세가 일부 적용되는 글로벌 No/Soft Landing 시나리오. 관세 부과는 글로벌 경기/교역을 일부 제한하고 단기적으로 물가 상승을 자극할 것이나, 주요국 재정/통화 부양과 공급망 재편으로 관련 파장은 상쇄. 트럼프 초점은 정책 리스크 피크아웃과 감세 및 친기업 규제 완화 등의 경기부양에 집중
- 2) Worst Case(실효 관세율 28%, 확률 20%): 현 관세율이 추가 협상/조정 없이 최종 확정되는 Hard Landing 또는 파국 시나리오. 하반기 글로벌/미국 Recession 현실화가 불가피하며, 연준 통화정책은 단기 초고물가를 이유로 Behind the Curve(또는 사후약방문) 성격으로 제한. 미국 경기침체 국면은 최소 10~12개월간 지속되는 바, 공화당은 '26년 11월 중간선거에서 패퇴할 공산이 크고 이 경우 트럼프는 조기 레임덕을 면하기는 어려울 전망

미국 실효 관세율: '24년 말 2.42% → 보편관세만 부과시 10% → 70% 수입감소 발생시 17.97% → 수입 대체효과 미발생시 27.99%



자료: The Budget Lab at Yale, 유안타증권 리서치센터

무역 정책 불확실성 지수



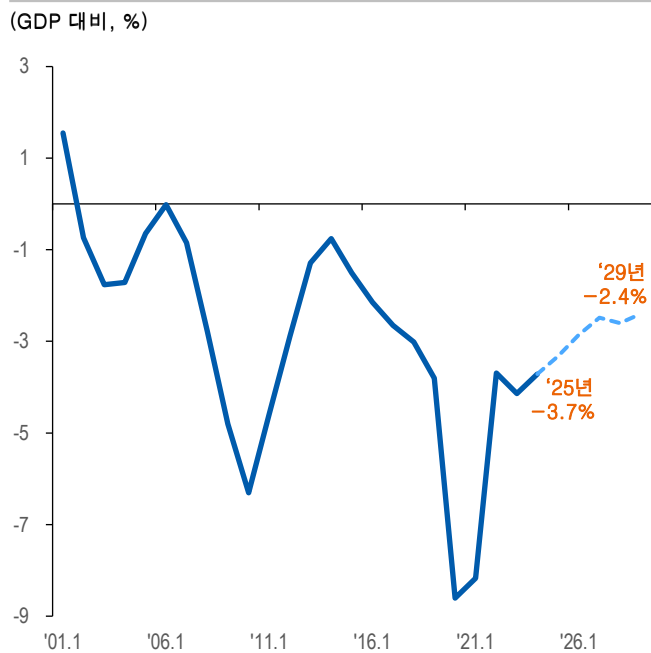
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



트럼프 2기 최우선 정책 과제는 명목 GDP 성장률 > 10년 국채금리

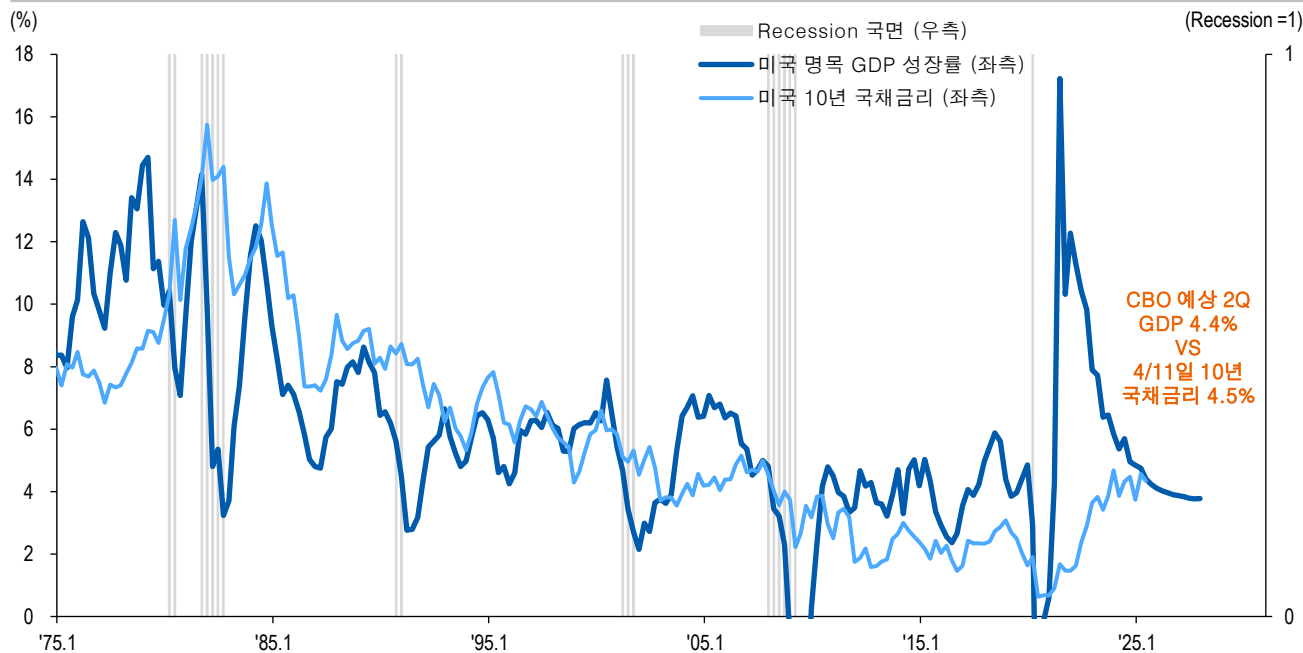
- 트럼프 경제 정책 중추는 GDP 대비 기초재정수지(Primary Balance, 정부/공공부문 세입과 세출 차이) 0%까지의 재정긴축(IMF는 '25년 -3.7% 적자를 예상)
- 1) 이를 위해선 명목 GDP 성장률 이하로 정부 차입비용(스캇 베센트 재무장관은 10년 국채금리를 Proxy로 제시)을 낮춰야하고, 2) 이는 재정 긴축/효율화와 물가통제(원유 및 LNG 증산)를 대가로 한 연준의 대폭적 금리인하의 뒷받침이 필요하며, 3) 여기에 스티븐 미란식 통상/환율 압박과 마러라고 협정 추진으로 확보된 약달러에 감세 및 친기업 규제 완화/철폐를 더해 추가 경제성장을 도모하겠다는 것이 중장기 'MAGA' 달성을 위한 핵심 전략에 해당
- 트럼프가 2기 정책 대응을 통해 궁극적으로 얻고자 하는 바는 저물가/저금리/약달러 세가지. 트럼프 MAGA와 골디락스 매크로 환경은 본질적으로 일맥상통
- 명목 GDP 성장률 이하로 10년 국채금리를 유지하는 것이 급선무일 것이나, 과거 정반대의 상황 하에선 실제 경기침체 및 금융위기 압력이 전면화

미국 GDP 대비 기초재정수지(Primary Balance)



참고: 2025년 이후는 IMF Fiscal Monitor 전망치를 준용
자료: IMF, 유안타증권 리서치센터

Bessenomics(스캇 베센트 재무장관 경제정책) 초점: 정부 차입비용(미 10년 국채금리가 Proxy)을 명목 GDP 성장률 이하로 유지



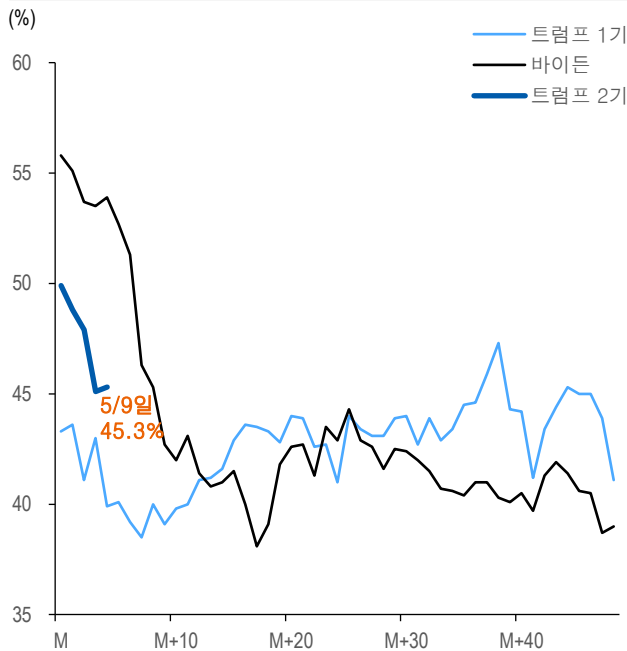
참고: 2025년 이후 미국 명목 GDP 성장률은 CBO 분기별 전망치를 준용
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



트럼프는 시장금리가 충분히 하향 안정화 되기 전까진 협상/화해 과정에 주력할 전망

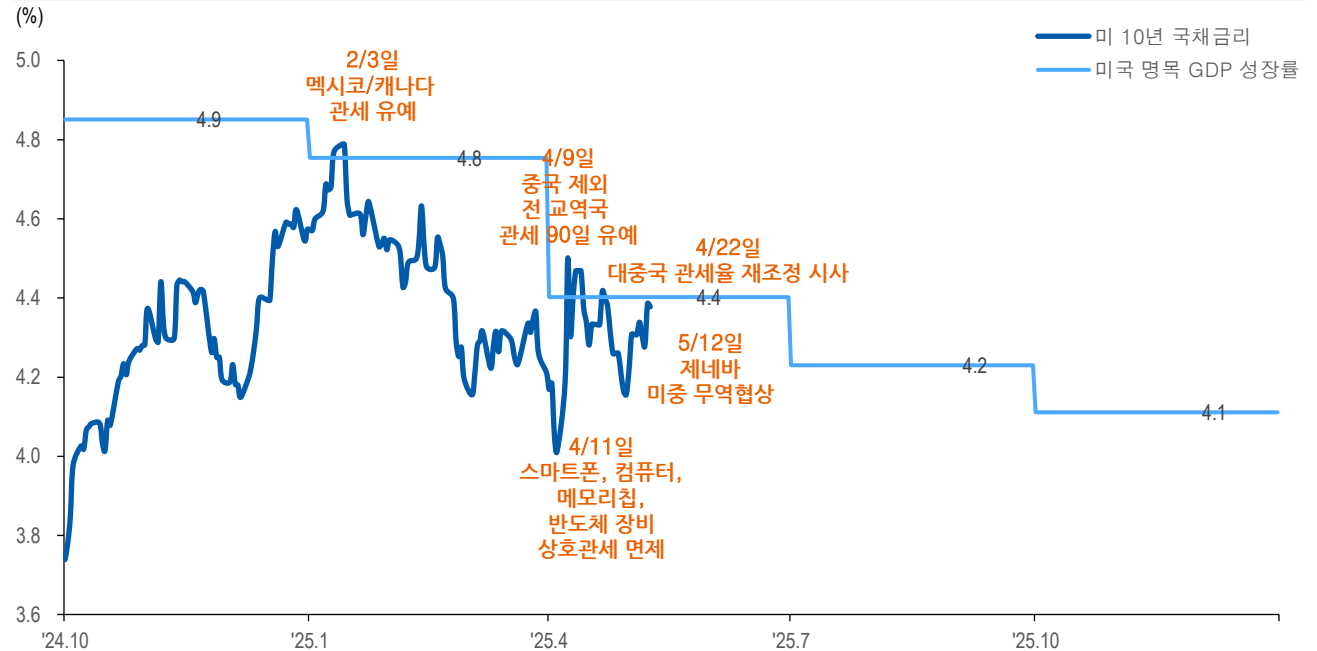
- 중장기 청사진은 그럴싸했으나 트럼프의 두서 없는 정책대응으로 시작부터 단단히 꼬임. 문제는 5.8조\$ 대규모 재정적자를 수반하는 감세안을 추진하며 세수 확보 대안이랍시고 막무가내식 관세/통상 압박을 이와 동시에 이어갔던 점
- 4월 관세 쇼크 후폭풍격 경기/금융 불안은 트럼프와 공화당측 정치적 부담으로 직결. 50% 이하 국정 지지율은 중간선거 및 대선 패배를 암시하는 적신호에 해당
- 흥미로운 대목은 미 10년 국채금리가 CBO 추정 명목 GDP 성장률 전망치를 넘어설 때 마다 경기/금리/정치 삼중고를 이유로 트럼프 2기 관세/통상 압박과 정치/정책 불확실성이 숨 고르기 또는 유화적 제스처로 급선회했다는 사실
- 트럼프는 미 10년 국채금리가 4.0%선 이하로 하향 안정화(물가 하락 및 연준 금리인하 기대 강화)되거나, 충분한 수준의 경기 자신감과 금융 안정성을 자신하기 전까진 그간의 정책 파상공세를 거두고 유화적 대화/협상/화해 시도에 주력할 개연성이 높음. 실효 관세율 18% 이하 Soft Landing 시나리오에 무게를 두는 이유

트럼프 2기 국정 지지율은 5월 현재 45% 수준까지 하락



자료: Real Clear Politics, 유안타증권 리서치센터

미 10년 국채금리가 명목 GDP 성장률 전망치를 넘어서는 시점에서 트럼프 관세/통상 파상공세는 숨 고르기 또는 유화적 제스처로 급선회



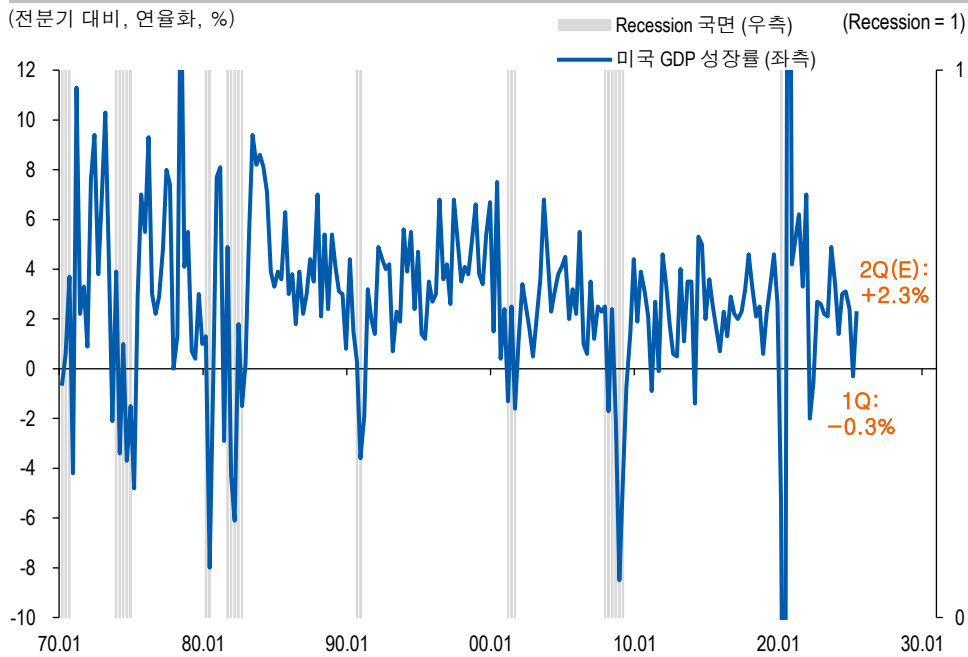
참고: 2025년 이후 미국 명목 GDP 성장률은 CBO 분기별 전망치를 준용
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



속수무책의 Hard Landing보단 통제가능한 Soft Landing 가능성에 무게

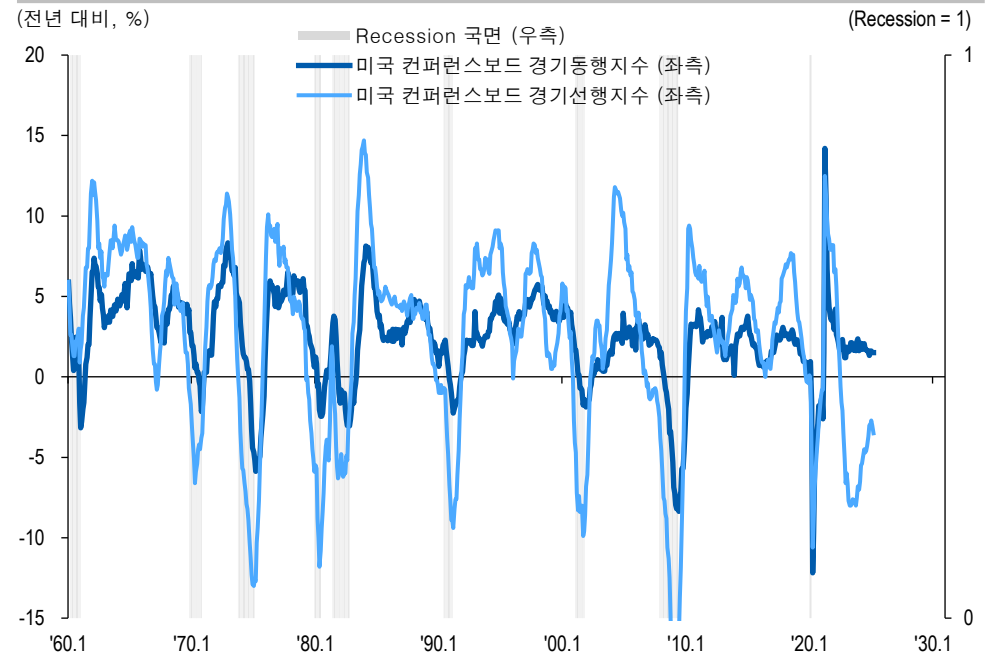
- 1) 트럼프 관세 리스크의 피크아웃 전환, 2) 감세 및 친기업 규제 완화/철폐로의 정책 포커스 변화, 3) Hard Data 부침에 근거한 연준의 Dovish 시각선회 가능성 등을 고려할 경우, 장래 미국 경기 둔화/침체 성격은 속수무책 Hard Landing보단 통제가능 Soft Landing 또는 기술적 침체 가능성이 우세한 것으로 평가
- 미국 1Q 실질 GDP 성장률 -0.3% 역성장은 4/2일 관세 부과 이전 사재기성 수입 폭증에 따른 순수출 지표 왜곡과 임기 초 정부지출의 일시적 감소 영향에 기인
- 반면, 1분기 중 줄기차게 GDP 역성장 가능성을 경고했던 Atlanta 연준 GDPNow 모델은 견조한 민간부문 수요 환경을 근거로 2Q +2.3% 회복 전망으로 방향선회
- 통상 미국 경기침체는 컨퍼런스보드 경기 동선행지수 전년 대비 증감률의 동반 음(-) 전환 이후 구체화됐으나, 3월 말 현재까지 동행지수의 저공비행 흐름은 지속

미국 실질 GDP 성장률: 1Q -0.3% 역성장했던 미국 경제는 2Q +2.3%로 회복 전환을 예상



참고: '25년 2Q 성장률은 Atlanta Fed GDPNow 전망치(5/9일)를 적용
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

컨퍼런스보드 경기 동선행지수 전년 대비 증감률이 동반 음(-) 전환할 때 실제 경기침체가 현실화



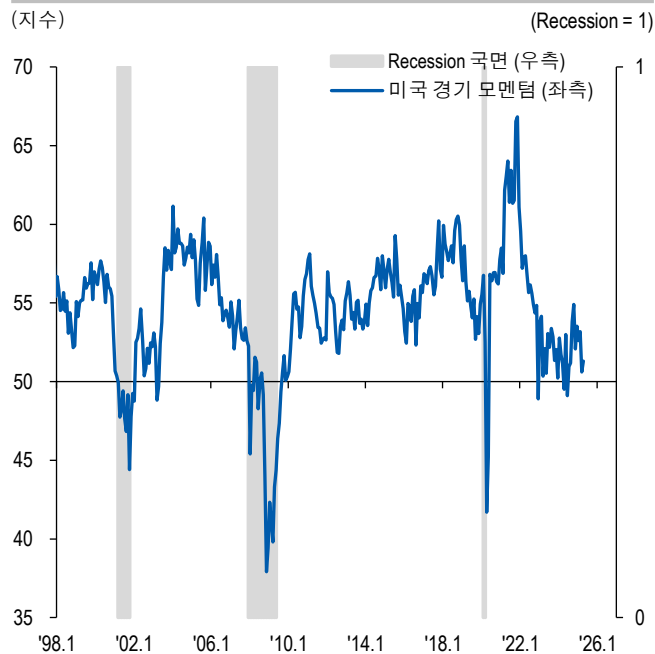
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



중립 이상의 서비스 경기 환경 역시 Soft Landing 가능성을 지지

- 트럼프 정책 불확실성과 쉬 찾아들지 않는 Core(서비스) 물가 상승압력에도 불구하고 서비스/비제조업 경기 환경의 순항은 지속. 중립 이상의 서비스업 경기 환경 역시 장래 경기 둔화/침체 성격이 잠복 리스크의 극한을 상정하더라도 Soft Landing 가능성이 크게 앞섭을 시사하는 명징한 긍정요인에 해당
- ISM 제조업과 비제조업(서비스) 지수를 GDP 내 부문별 비중으로 가중평균해 미국 경기 모멘텀 지수를 도출. 그간 경기 모멘텀 지수가 기준선 50Pt선을 하회하는 시점에서 실제 Recession이 현실화됐으나, 서비스 경기 순항이 제조업 경기 부진을 지속 상쇄하며 중립 이상의 경기 흐름이 유지(3월 50.6Pt → 4월 51.3Pt)
- 실제, 4월 ISM 비제조업 지수는 기업 활동(Business Activity)과 신규주문(New Orders) 추가 개선에 힘입어 3월 50.8Pt에서 4월 51.6Pt로 서프라이즈 상승. 공급자 납품 시간과 고용 부진 등이 '24년 4Q 이후 지표 전반의 부침을 자극하고 있으나, 중추인 기업 활동과 신규주문이 버티는 한 Hard Landing 가능성은 기우로 제한

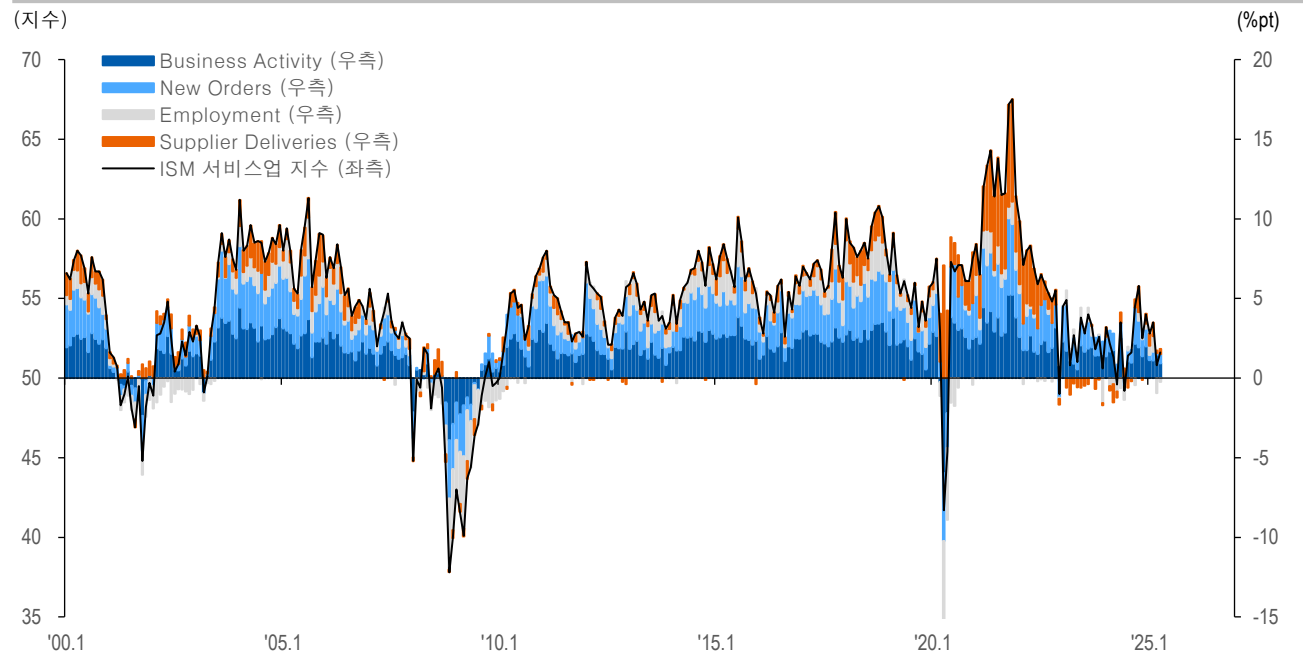
미국 경기 모멘텀: 서비스업 순항으로 중립 이상의 긍정적 기류 지속



참고: 미국 경기 모멘텀 지수는 ISM 제조업 지수 25%, 비제조업 지수 75%로 가중 평균해 산출(GDP 내 제조/비제조업 비중)

자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

ISM 비제조업(서비스업) 지수와 주요 항목별 기여도: 기업 활동과 신규주문이 버티는 한 Hard Landing 현실화 가능성은 기우로 제한



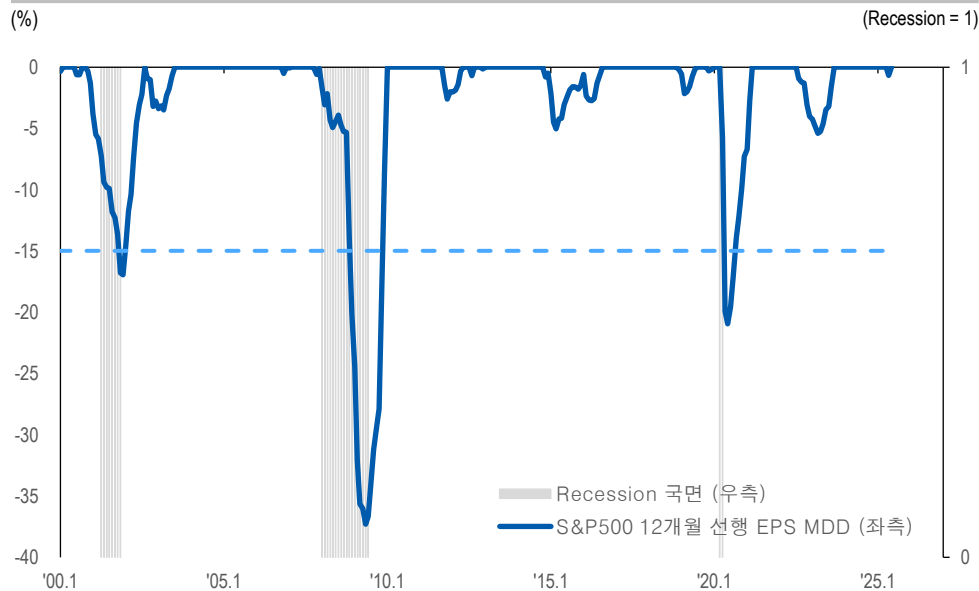
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



S&P500 실적 컨센서스 환경은 No/Soft Landing 가능성에 무게

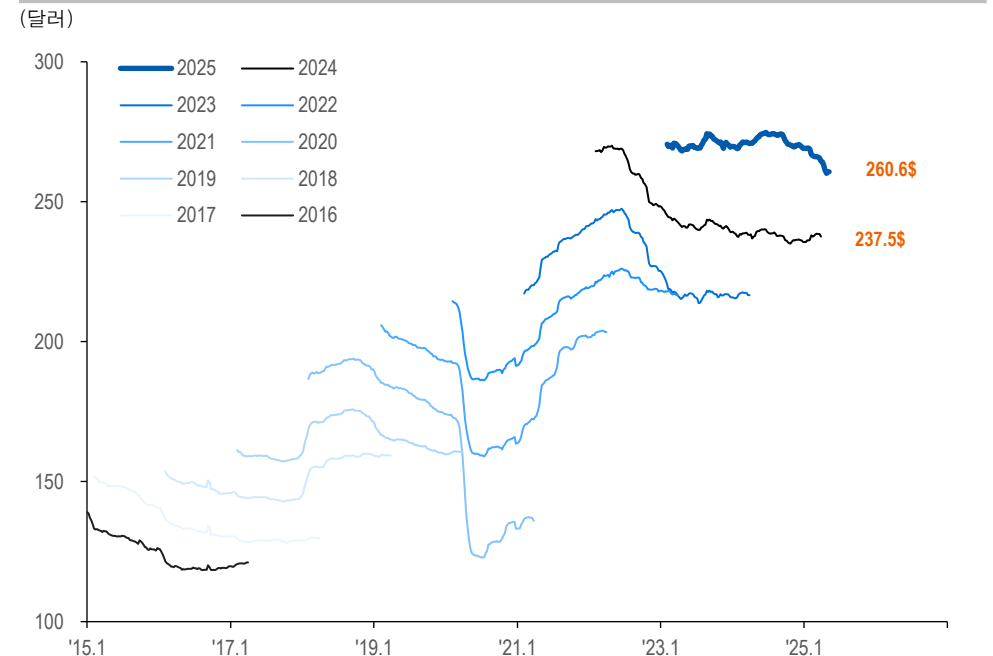
- 장래 실물경기 둔화/침체 여부를 가장 빠르게 진단할 수 있는 투자전략 잣대 중 하나는 바로 증시/기업 실적 추정치 변화
- 통상, S&P500 12개월 선행 EPS 컨센서스는 미국/글로벌 Recession(Hard Landing) 발발 전후 국면에서 최근 1년 추정치 고점 대비 -15% 이상 하락
- 5월 현재 I/B/E/S 집계 '25년 S&P500 예상 EPS는 260.6\$로 '24년 237.5\$ 대비 +9.7% 증익을 예상. 단, 중립 이하 글로벌 경기/수요 환경과 모호성 가득한 트럼프 관세/통상 리스크 등을 고려할 경우, 해당 증익 전망을 오롯이 신뢰하긴 무리. 미국 증시도 하반기 중 실적 눈높이 하향조정이 일정 수준 불가피하다 보는 이유
- 현재 '25년 미국 명목 GDP 성장률 컨센서스는 3~5% 내외. 하반기 매크로 파국의 현실화가 아닌 이상, 보수적 실적 전망을 견지하더라도 전년 대비 명목 GDP 성장률 수준의 이익 성장 또는 최소 '24년 확정실적에 준하는 정도의 실적 추세는 이어갈 개연성이 높은 것으로 평가

S&P500 12개월 선행 EPS는 Hard Landing 현실화 전후 국면에서 최근 1년 고점 대비 -15% 이상 하락



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

연도별 S&P500 EPS 컨센서스 변화 추이: '24년 확정치 이상이면 No/Soft Landing



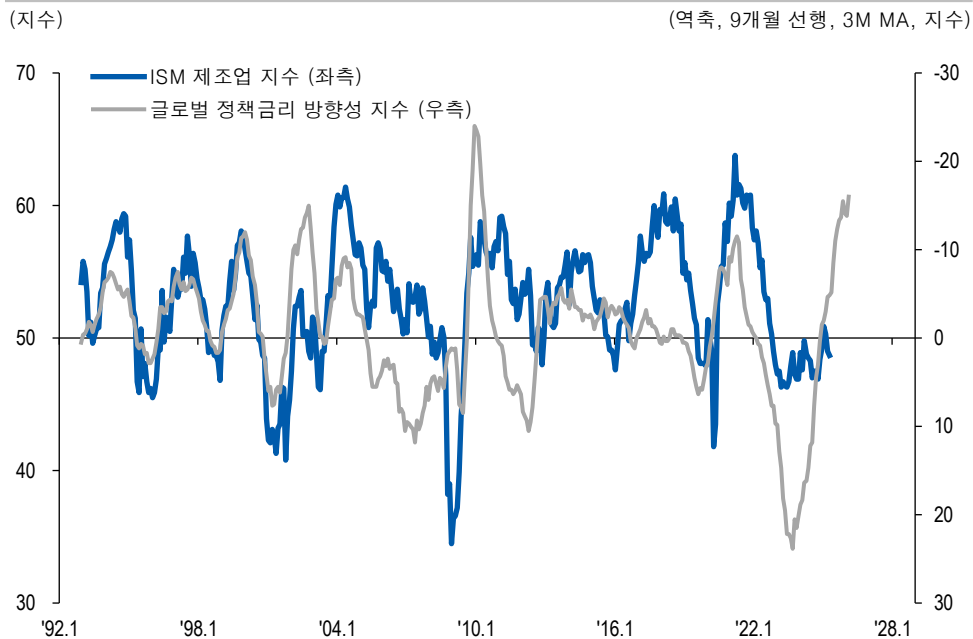
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



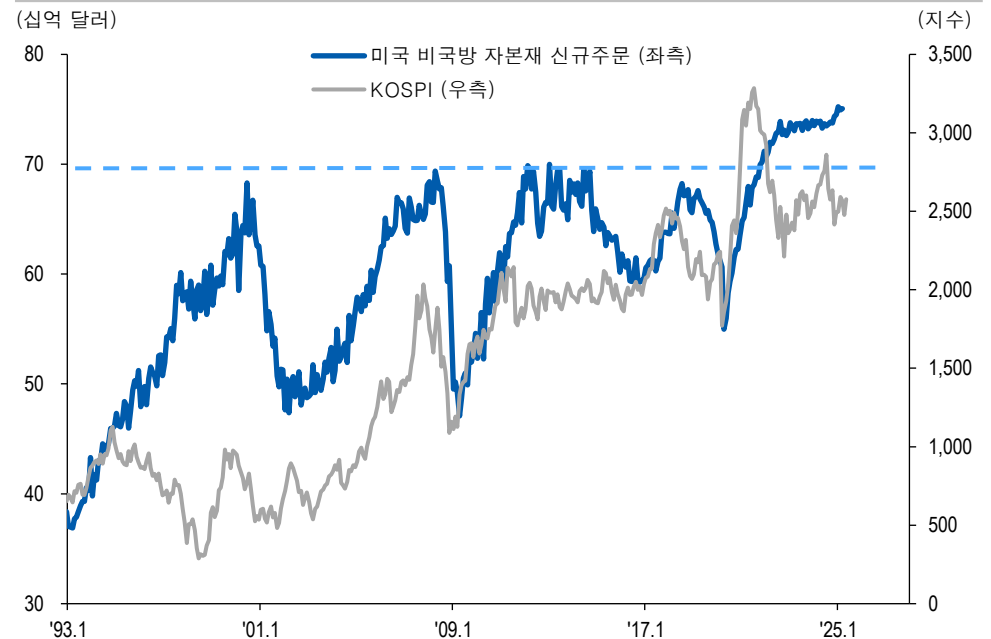
하반기 관세 불확실성 완화와 적극적 재정/통화 부양이 Perfect Landing을 견인

- 트럼프는 상반기 극한의 정책 불확실성의 대가로 경기/금리/정치 삼중고에 직면. 이에 트럼프는 정치/정책 리스크 피크아웃 전환을 도모하는 동시에 대규모 재정부양 패키지를 동원해 공세적 경기부양에 나설 개연성이 높음. 하반기 글로벌/미국 매크로 환경의 Perfect(No or Soft) Landing 가능성을 주목하는 이유
- 트럼프 집권 1기에 시행됐던 TCJA(Tax Cuts & Jobs Act)는 '25년 말로 종료. 하반기 트럼프는 TCJA를 대규모(향후 10년간 4.5조\$ 감세, 1.5조\$ 재정긴축 등)로 늘려 영구화 입법에 박차를 가할 전망. 대통령 경제자문위원회는 장기 GDP 성장률 3.2%pt 개선, 실질임금 상승, 일자리 창출, 향후 10년 4.1조\$ 세수 증가를 예상
- 연준은 실물경기 전망의 후퇴와 단기 물가 부침에도 안정적인 장기 인플레이 전망에 근거해 '25년 하반기 중 2~3회 금리인하에 나설 전망. 또한, 연준은 재무부 긴급재정 6월 고갈(X-Date)과 3Q 부채한도 협상(공화당은 5조\$ 증액 주장)을 전후해 QT 중단을 모색할 공산이 큼

ISM 제조업 지수와 글로벌 정책금리 방향성(확산) 지수



미국 비국방 자본재 신규주문과 KOSPI



참고: 정책금리 방향성 지수는 43개국 대상 전월 대비 정책금리 인하시 -1Pt, 동결시 0Pt, 인상시 +1Pt 부여 및 합산해 측정
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

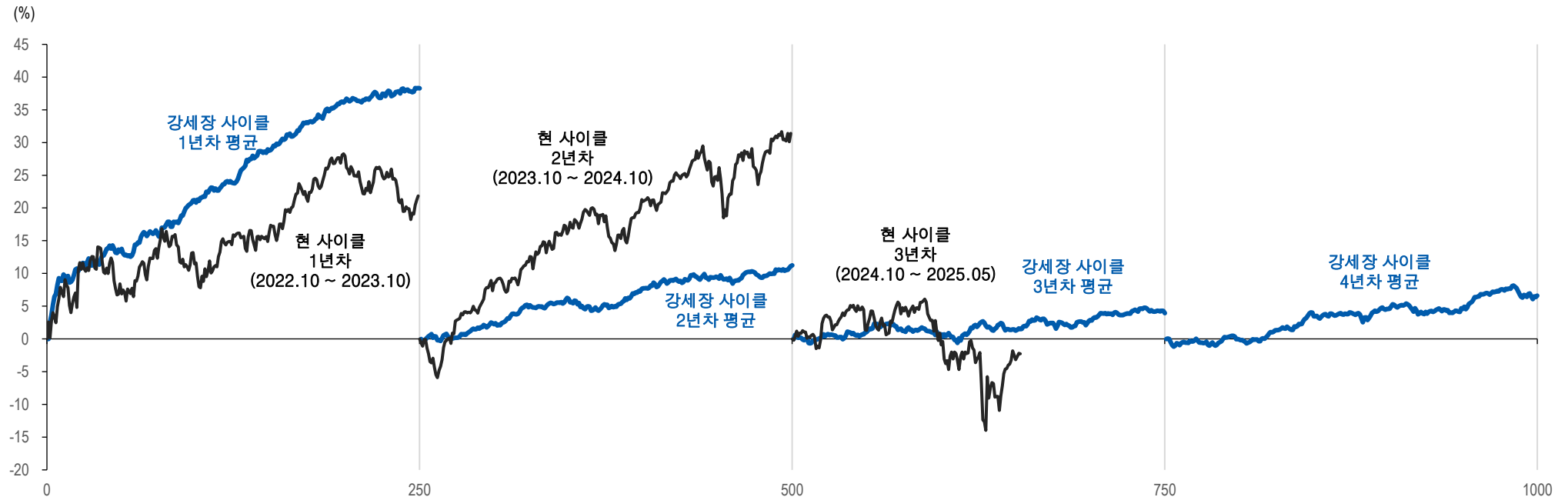
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



강세장 사이클 3년차에선 기대수익률 제약과 주가 변동성 확대가 심화

- 제아무리 천하의 미국 증시라 할지라도 강세장 사이클 3년차에선 기대수익률 제약과 주가 변동성 확대가 동반 심화. 이는 익히 알려진 선반영 호재엔 서서히 둔감해지고, 그간 외면됐던 미반영 악재엔 빠르게 민감해지는 시장 성격 변화 영향 때문
- 상반기 최악의 트럼프 정치/정책 불확실성 가세로 Bull Market 사이클 3년차 주가 부침은 이전 강세장 사이클 대비 크게 확대됐고, 이는 하반기 글로벌 매크로 및 증시 비관론의 직간접적 빌미로 작용
- 하반기 트럼프는 정치/정책 불확실성 피크아웃 전환과 적극적 재정부양을 통해 미국 매크로 Perfect Landing에 주력할 개연성이 높음. 잠복 불확실성에 대한 적극적 사주경계를 이어가더라도, 하반기 국내외 증시 환경은 위기보단 기회가 더 크게 주어질 것이라 확신하는 이유

미국(S&P500) 강세장 사이클 History: 천하의 미국 증시라 할지라도 통상 강세장 사이클 3년차에선 기대수익률 제약과 주가 변동성이 심화(강세장 사이클 3년차에선 호재 둔감 & 악재 민감으로 시장 성격이 변화)



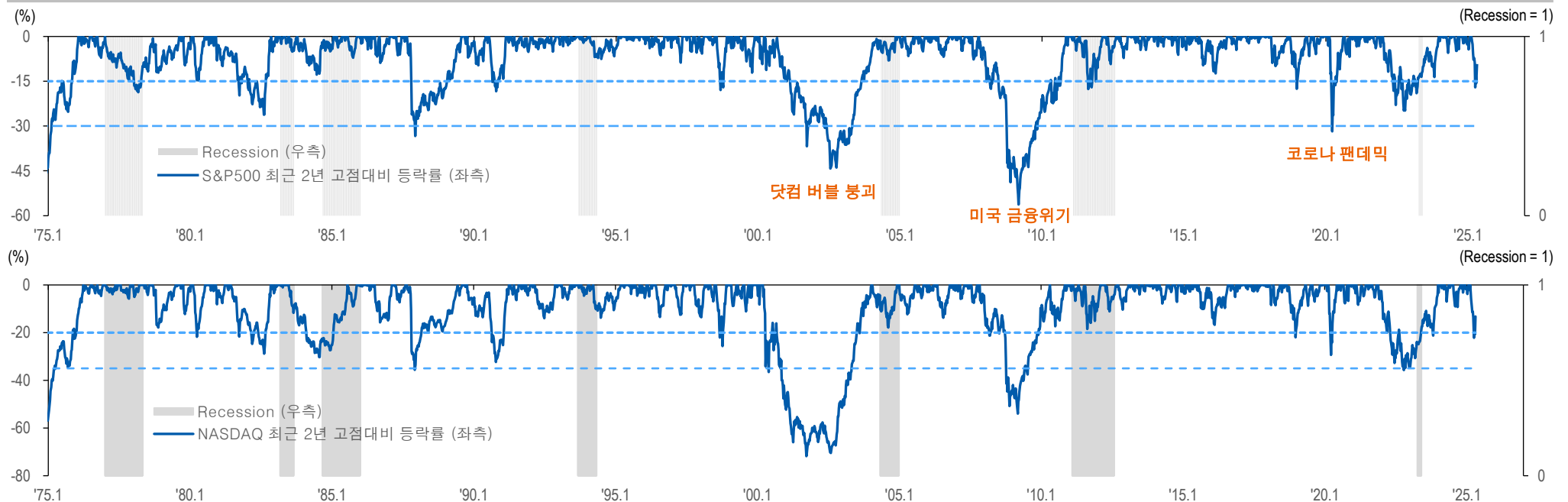
참고: 강세장 사이클은 1949년 6월, 1957년 10월, 1962년 6월, 1966년 10월, 1970년 5월, 1974년 10월, 1982년 8월, 1990년 10월, 2002년 10월, 2009년 3월, 2020년 8월, 2022년 10월(현 사이클) 이후 총 12회의 전저점 대비 +20% 이상의 상승 랠리로 규정
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



상반기 최악에서 하반기 차악, 차차악, 차차선, 차선 순의 점진적 회복 과정에 초점

- 하반기 국내외 증시 환경은 4월 8~9일 국내외 증시 동반 패닉 당시를 최악(바닥)으로, 이후 트럼프 관세/정책 리스크 피크아웃 전환의 경과와 주요국 재정/통화 부양 관련 정책 모멘텀 변화를 확인해가며, 상반기 최악에서 하반기 차악, 차차악, 차차선, 차선 순의 점진적 회복 경로를 모색할 것으로 판단
- 통상, 1) 글로벌 매크로 및 금융 환경 내 순환적 위기(Soft Landing) 현실화 파장은 S&P500 지수의 최근 2년 고점 대비 -15%(NASDAQ은 -20%) 하락, 2) 추세적 위기(Recession 또는 Hard Landing) 발발 충격은 최근 2년 고점 대비 -30%(NASDAQ은 -35%) 이상의 주가 하락으로 구체화
- 이 경우 S&P500 지수는 4/8일 관세 패닉 당시 최저점이자, 2년 고점 대비 -15% 가량 하락 지점인 5,000Pt선(NASDAQ은 15,300Pt선)이 잠복 불확실성의 극한을 상징한 '25년 시장의 진바닥에 해당. 이미 상반기 중 최악은 지났거나, 현 수준 대비 얼마 멀지 않은 지점에서 바닥은 막혀 있다는 의미

S&P500 및 NASDAQ 지수의 최근 2년 고점 대비 하락률(MDD, Maximum Drawdown): S&P500은 순환적 위기 발발 당시 저점인 -15%선이, NASDAQ은 -20%선이 Rock-bottom으로 기능할 전망



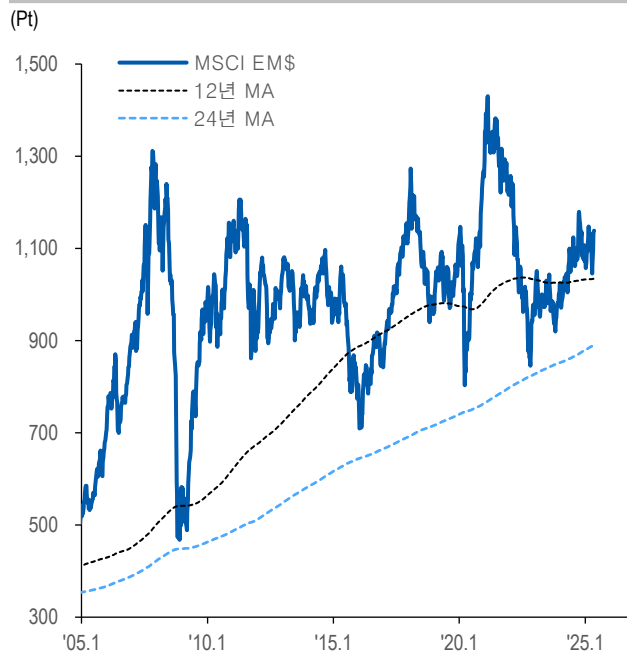
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



글로벌 매크로 Perfect Landing이 이끄는 하반기 'Buy Korean' 주가 정상화

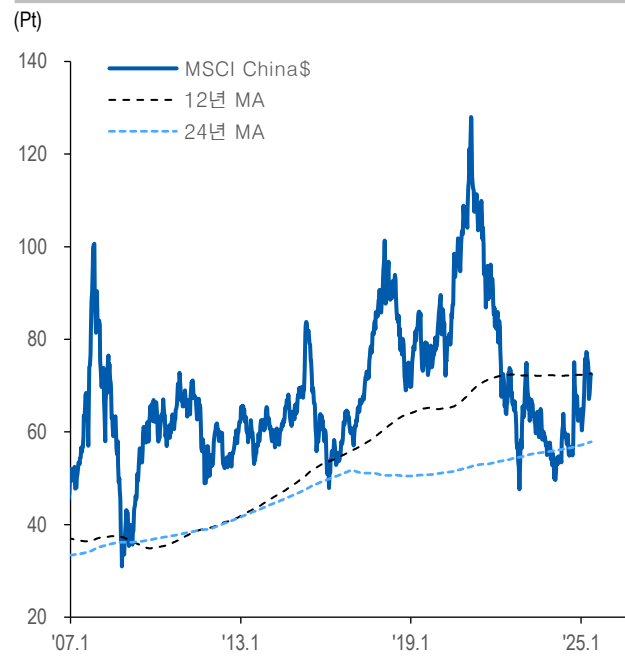
- EM 전체 및 주요국 증시의 언더슈팅 극단은 순환적 위기 현실화 당시엔 12년 이동평균선, 최악의 시스템 리스크 발발 당시엔 24년 이동평균선 부근에서 형성
- 최악의 시스템 리스크 현실화(G2 무역전쟁 발발 → 글로벌 매크로/금융 환경 공멸 시나리오)를 상정한 한국증시 Selling-climax는 MSCI Korea 지수 24년 MA에 해당하는 -13% 추가 하락 수준. 이 경우 4/9일 패닉의 극단이었던 KOSPI 2,300Pt선 어귀가 잠복 불확실성의 극한을 상정한センチ멘탈 진바닥에 해당
- 1) 트럼프 정책 리스크 피크아웃 전환, 2) 2회 금리인하와 QT 종료의 Dovish Fed 정책 변화, 3) 주요국 총력전 성격의 정책부양 가능성, 4) 신정부 출범 이후 매크로/증시 자신감 회복 기대 등은 '25년 하반기 MSCI Korea 지수의 12년 MA까지(+10%, 환산 KOSPI 지수대 2,900Pt선 내외)의 주가 정상화를 견인할 전망
- '25년 하반기 'Buy Korean' 투자전략을 강조하는 첫번째 논거로서 글로벌/미국 매크로 Perfect Landing 가능성을 주목하는 이유

MSCI EM(\$): 24년 MA까지 최대 가능 하락률(MDD)은 -21.8%



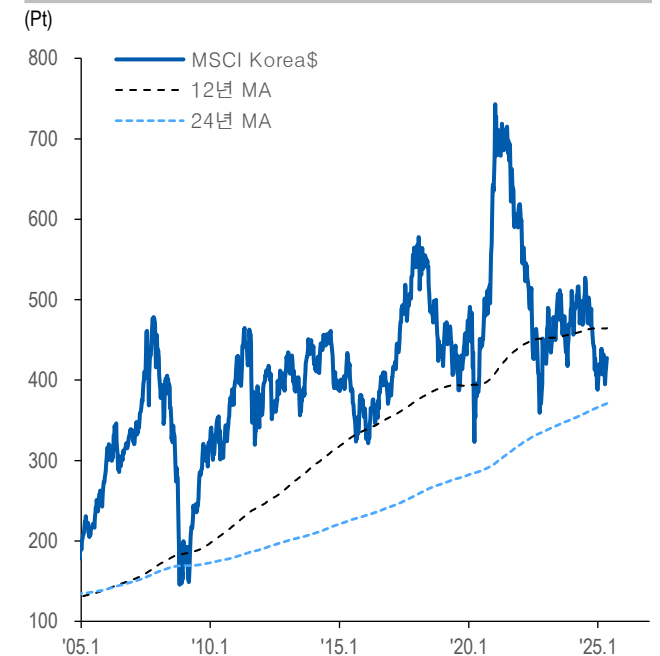
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

MSCI China(\$): 24년 MA까지 최대 가능 하락률(MDD)은 -20.1%



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

MSCI Korea(\$): 24년 MA까지 최대 가능 하락률(MDD)은 -13.2%



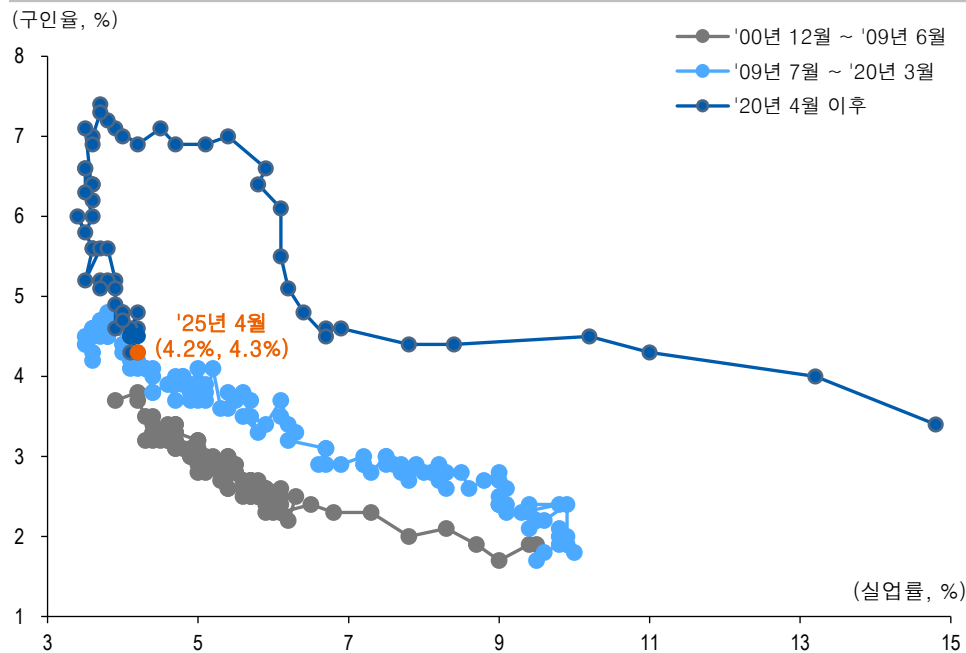
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



2) 하반기 투자전략 포커스: ② 매돌기(매를 가장한 비둘기 Fed) 나르샤

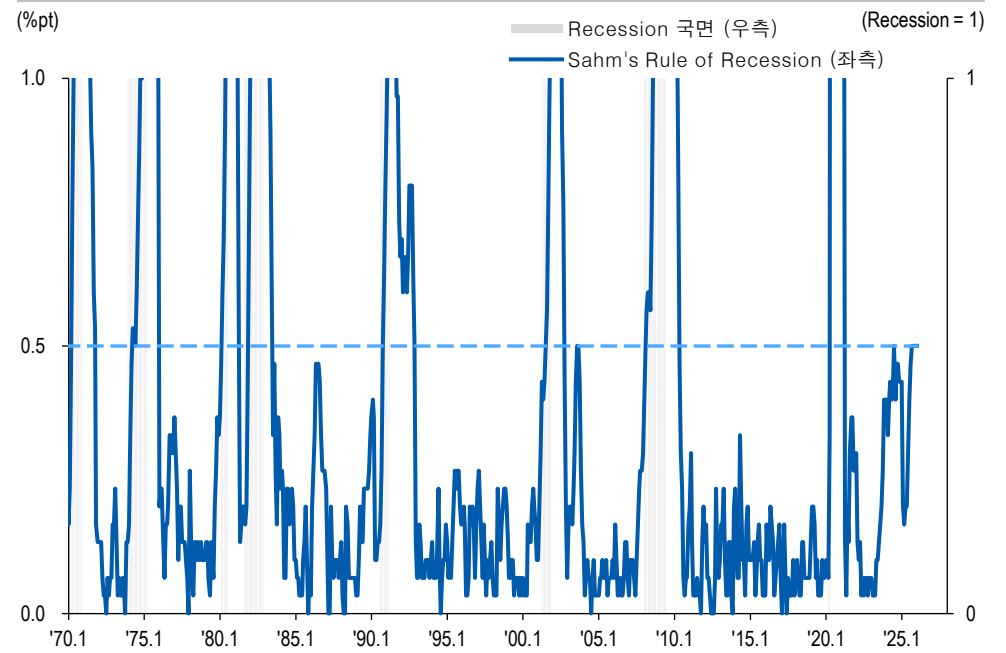
- 트럼프 관세 쇼크 파장은 하반기 미국 주요 기업측 매크로 자신감 약화와 장래 사업계획 수립 제약 등을 경유해 노동수요(구인율) 감소로 반영될 개연성이 높음
- 구인율(Vacancy rate, 노동수요의 Proxy)과 실업률간 역의 상관성을 나타내는 베버리지 곡선은, 최근 구인율 속락 영향을 반영하며 '09년 7월 ~ '20년 3월 당시의 고용시장 악순환(둔화/침체) 사이클 초입 구간에 진입. 향후 실업률 지속/추가 상승 가능성을 암시하는 부정요인의 출현에 해당
- '22년 8월 당시 크리스토퍼 월러 연준 이사는 연준의 적극적 통화긴축(인플레 파이팅)으로 실업률 상승 없이 노동시장 과열만 견어낼(구인율 하락) 수 있음을 자신했으나, '25년 4월(14일 세인트루이스 연설) 현재 월러는 단기 인플레 대응보단 경기 둔화/침체 대응이 시급함을 강조하며 적극적 금리인하 지지로 입장선회
- 경제학자 클라우디아 삼이 고안한 삼의 법칙에 따를 경우, 4월 현재 4.2%의 실업률이 장래 4.5% 수준까지 상승할 경우 경기침체 국면 진입 시그널이 발생

미국 베버리지 곡선: 매크로 자신감 약화 → 구인율 하락 → 실업률 상승 가능성



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

실업률 4.5% 부근에서 Sahm의 법칙상 경기침체 시그널이 발생



참고: Sahm's Rule은 실업률이 5월 4.3%, 6월 4.4%, 7월 이후 4.5%로 고정되는 경우를 가정

자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



고용시장 양적/질적 둔화와 제약적 금융/통화 환경은 하반기 연준 시각선회를 자극

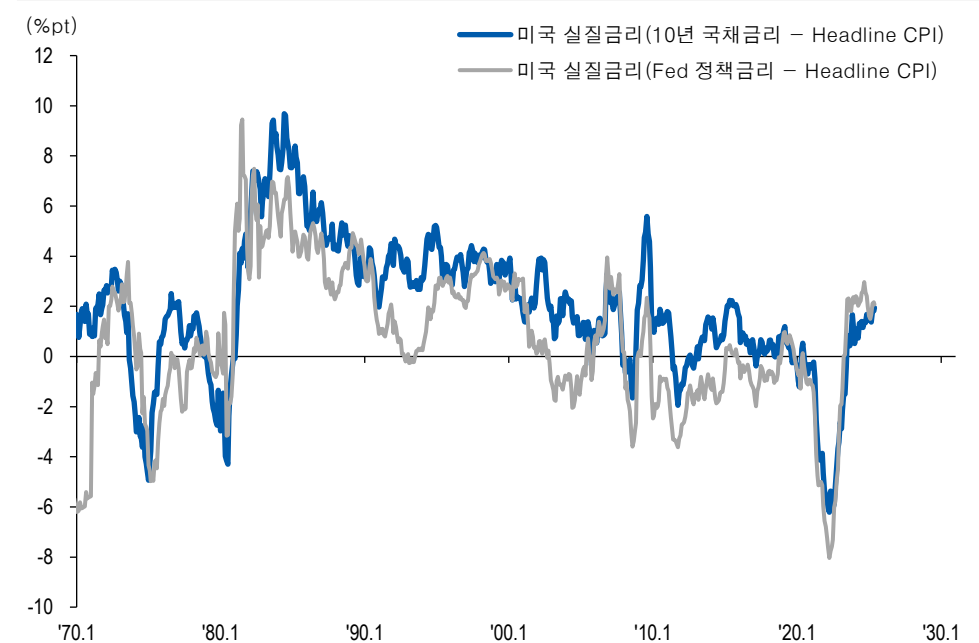
- 3월 연준 금융환경 지수(FCI-G, +0.005%)는 '23년 10월 이후 최초로 양(+) 전환. 4월 관세 쇼크 영향이 더해질 경우 이후 동 지표의 추가 상승 여지는 명약관화
- 연준 금융환경지수는 최근 3개월 사이 금융/통화(정책금리, 국채금리, 회사채 금리, 주가, 주택가격, 달러화 등) 환경 변화가 향후 1년간 실질 GDP 성장률에 미치는 영향을 지시. 3월 FCI-G +0.005%로 표방되는 제약적 금융/통화 여건이 향후 1년간 실질 GDP 성장률 -0.005% 감소로 파급될 것이란 의미
- 금융환경 지수는 연준 내부에서 관리/발표되는 지표인 만큼, 이후 연준의 경기 판단과 정책 의사결정에도 큰 영향을 미칠 개연성이 높음
- 실질금리 상승 추세 역시 지속. 연준은 4.5% 정책금리 동결대응(Higher for Longer)이 표면적으로 물가 통제를 위함이라 말하고 있으나, 내부적으로 실물경기 및 금융환경을 제약하는 긴축적 금융/통화 환경에 대한 고민 또한 시시각각 깊어질 공산이 큼

연준 금융환경 지수(FCI-G)와 글로벌 주가: 3월 FCI-G는 '24년 10월 이래 최초로 양(+) 전환



참고: 연준 금융환경 지수는 최근 3개월간 금융/통화 환경 변화가 실질 GDP 성장률에 미치는 영향을 의미
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

미국 Ex-Post 실질금리: 실물경기 및 금융시장을 제약하는 긴축적 금리 여건이 지속



참고: 4~5월 Headline CPI는 클리블랜드 연준의 Inflation Nowcasting(5/9일) 전망치를 준용
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



중장기 물가 방향성은 무역협상 결과가 좌우, 단기적으로는 추가 상승 가능성이 우세

- 중장기 물가 방향성은 이후 관세/무역 협상 경과에 따라 달라질 것이나, 최근 Soft Data가 암시하는 대로라면 단기적으로는 추가 상승이 크게 앞서는 것이 사실
- Capital Economics와 BCA Research 등의 분석에 따를 경우, 1) 실효 관세율 18% 이하(전술했던 Perfect Landing 시나리오)에선 '25년 말 Core PCE 물가(전년 대비, 3월 2.65%)는 3.5%까지의 제한적 상승에 그칠 것이나, 2) 관세율 25% 이상(Hard Landing 파국 시나리오)에선 4~5%대 하이퍼 인플레이션이 추세화될 공산이 큼
- ISM 지불가격과 공급자 인도 시간 지수를 제조업 25%, 비제조업 75%로 가중평균해 Core PCE 디플레이터에 6개월 가량 선행하는 미국 물가압력 지수를 도출. 미국 물가압력 지수는 트럼프 관세 쇼크 영향을 반영하며 3월 57.2Pt에서 4월 59.3Pt로 추가 상승하며, 단기 인플레이 압력 추가 심화 가능성을 역설

중장기 물가 방향성은 이후 무역협상 경과에 따라 크게 달라질 개연성이 높음



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

물가 관련 Soft Data는 단기 인플레이 압력 추가 강화 가능성을 시사



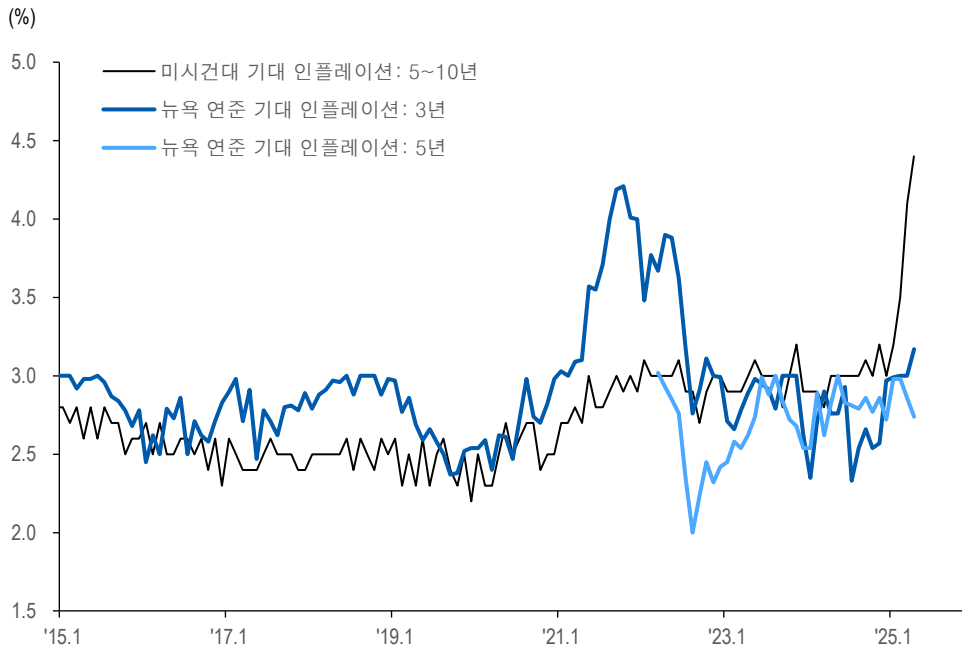
참고: 미국 물가압력 지수는 ISM 지불가격 및 공급자 인도 시간 지수를 제조업 25%, 비제조업 75%로 가중평균해 산출
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



단, 장기 기대인플레이션 환경은 관세 쇼크에도 비교적 안정적 흐름이 유지

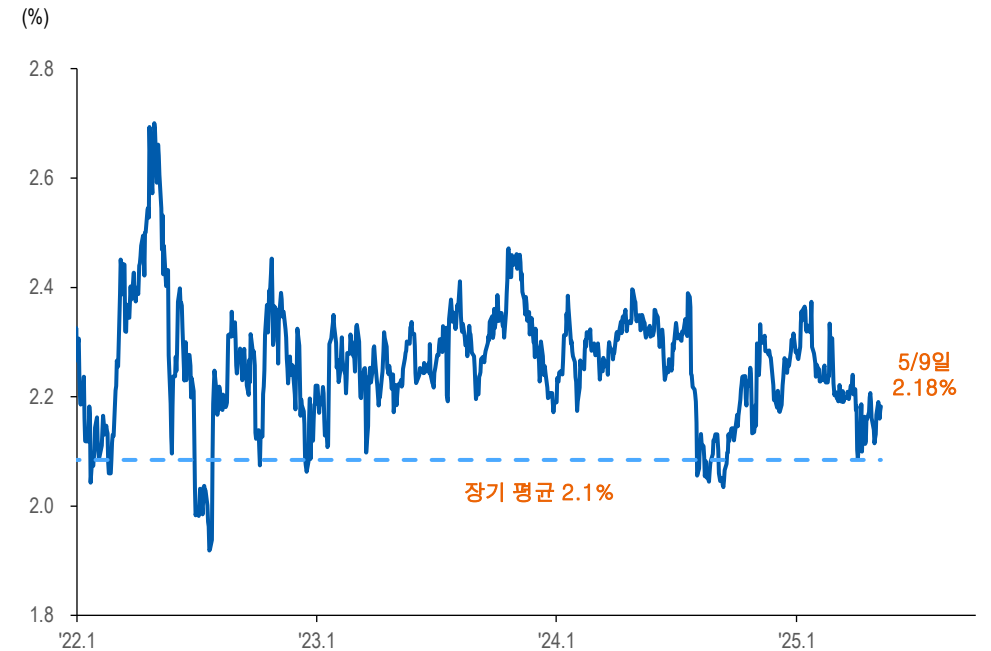
- 4/4일 파월은 장기 기대인플레이션을 잘 고정하고(anchored), 단기 물가 압력이 장기 인플레이션으로 고착화되지 않도록 하는 것이 연준의 핵심 책무임을 강조
- 관세 쇼크로 단기 물가 압력은 점증 가능성이 우세한 것이 사실이나, 장기 기대인플레이션은 관세 충격에도 비교적 안정적 흐름이 유지되고 있음을 주목할 필요
- 시장은 4월 미시건대 장기 기대인플레이션 속등에 근거해 관세 충격의 장기 인플레이션으로의 전이 가능성을 우려하고 있으나, 실제 미시건대 기대인플레이션은 바이든 정권 당시 초고물가엔 지극히 둔감했으나 트럼프 2기 관세 충격엔 지극히 민감하게 반응하는 정치적으로 지극히 편향된 데이터임을 가려서 볼 필요
- 미시건대 데이터와는 달리, 뉴욕 연준의 중장기 기대인플레이션은 최근 관세 충격에도 불구하고 상대적으로 안정적인(잘 고정된) 흐름이 유지
- 연준이 주시하는 5년/5년 선도 Breakeven inflation rate(BEI) 역시 장기 평균 2.1%선 어귀에서 비교적 안정적 흐름을 유지

민주당 친화적인 미시건대 데이터와는 달리 뉴욕 연준의 중장기 기대인플레이션은 안정적 흐름이 지속



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

연준이 주시하는 5년/5년 선도 BEI(장기 기대인플레이션) 역시 장기 평균 어귀에서 안정적 흐름을 유지



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



하반기 연준은 2회 수준의 금리인하와 QT 감속/종료에 나설 전망

- 4월 관세 쇼크와 후폭풍격 경기 지표 연쇄 부진으로 말미암아, 장래(6월 FOMC) 연준 경기/물가 인식은 종전(3월 FOMC) 전망보다 크게 악화될 개연성이 높음
- 1) '25년 실질 GDP 성장률은 잠재 성장률(Longer run 1.8%)을 밑돌았던 3월 전망(1.7%)보다 추가 하향조정될 소지가 다분하고, 2) 실업률은 노동수요 감소 여지를 고려해 3월(4.4%)과 자연 실업률(Longer run 4.2%) 전망을 웃돌 공산이 크며, 3) 물가 전망은 이후 무역협상 경과에 따라 전체 경로가 크게 요동칠 가능성이 우세
- 결국, 연준은 실물경기 전망의 후퇴와 단기 물가 부침에도 여전히 안정적인 장기 인플레이 전망에 근거해, '25년 하반기 중 2회 수준의 금리인하와 3분기 부채한도 협상을 전후한 시점에서 QT 감속/종료에 나설 가능성이 높은 것으로 판단

2025년 3월 FOMC 경제 및 금리 전망

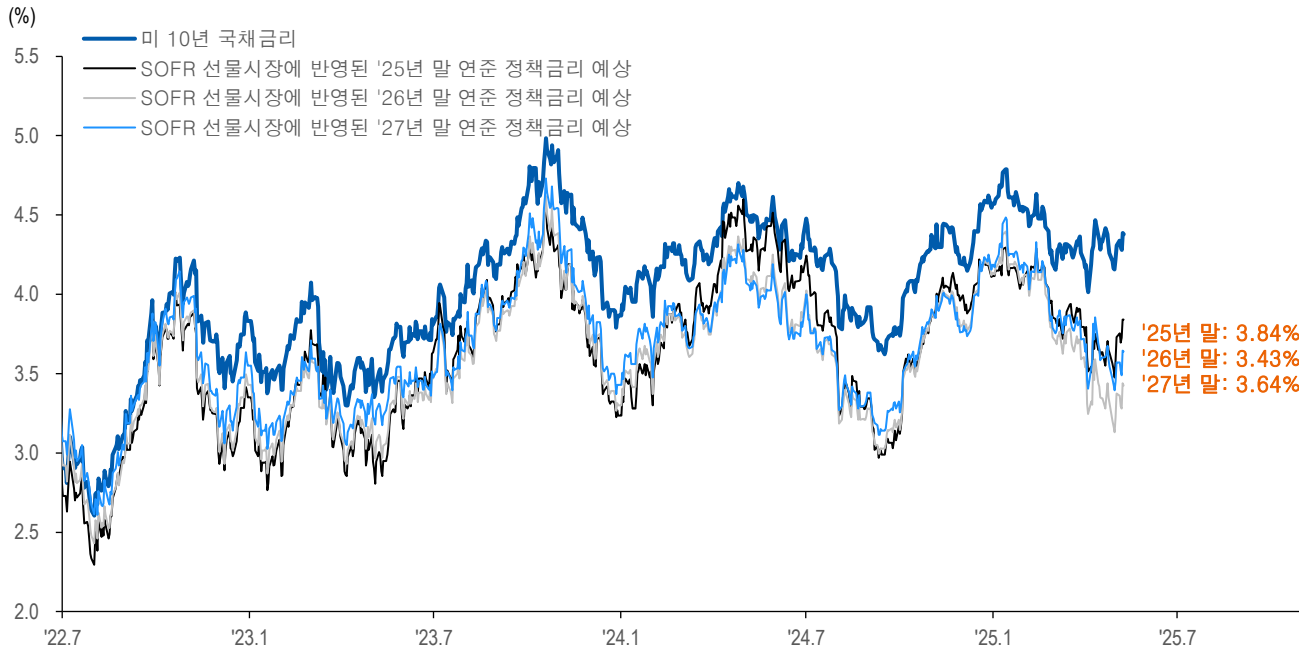
구분 (전년 대비, %)	2025년	2026년	2027년	Longer run
Real GDP	1.7	1.8	1.8	1.8
'24년 12월 전망	2.1	2.0	1.9	1.8
Unemployment rate	4.4	4.3	4.3	4.2
'24년 12월 전망	4.3	4.3	4.3	4.2
PCE / Core PCE Inflation	2.7 / 2.8	2.2 / 2.2	2.0 / 2.0	2.0 /
'24년 12월 전망	2.5 / 2.5	2.1 / 2.2	2.0 / 2.0	2.0 /
Federal fund rate(Median dot)	3.9	3.4	3.1	3.0
'24년 12월 전망	3.9	3.4	3.1	3.0

자료: FRB, 유안타증권 리서치센터

미 10년 국채금리 4.0% 내외로의 점진적 하향 안정화 가능성에 초점

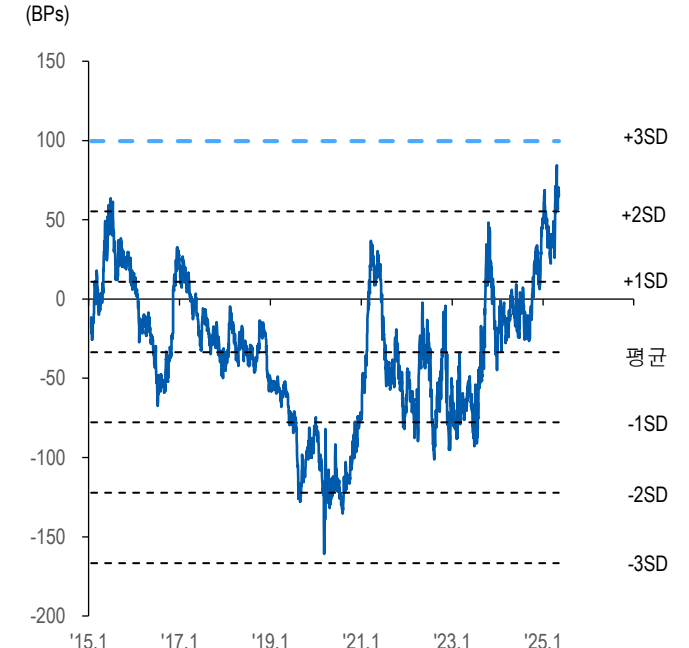
- 트럼프 관세 리스크 및 정책 불확실성 피크아웃 전환과 실물경기 지표 연쇄 부진 완충을 위한 연준의 Dovish 시각선회간 결합은 장기금리 환경의 점진적 하향 안정화로 반영될 전망. '25년 하반기 미 10년 국채금리 4.0%선 내외까지의 점진적 하향 안정화 가능성에 무게를 두는 이유
- 5/9일 현재 SOFR 선물시장에 반영된 '25년 말 연준 정책금리 예상치는 3.84%. 현재 시장은 하반기 2.6회 연준 금리인하 기대를 가격변수에 선반영 중인 상황
- 미 10년 국채금리와 SOFR 선물시장에 반영된 '25년 말 연준 정책금리 예상치간 스프레드는 평균 46.1Bp, '26년 말 예상치간 스프레드는 평균 55.4Bp('24년 7월 ~ '25년 5월 현재). 10년 국채금리는 하반기 최초 인하 직전까진 4.3%선 내외에서 등락을 반복할 것이나, 직후부터 4.0% 어귀로의 하향 안정화에 나설 공산이 큼
- 4월 트럼프 관세/정책 불확실성 극대화 이후 장기금리 상승 과정은 전적으로 정책 리스크와 국채 수급 불안을 반영한 Term Premium 상승에 기인. 트럼프 정책 불확실성 완화와 연준 금리인하 기대 강화간 결합은 하반기 Term Premium 하락을 경유해 장기금리 하향 안정화로 반영될 개연성이 높음

미 10년 국채금리와 SOFR 선물시장에 반영된 각 연도말 연준 정책금리 전망



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

미 10년 국채금리에 내재된 Term Premium(NY Fed)



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

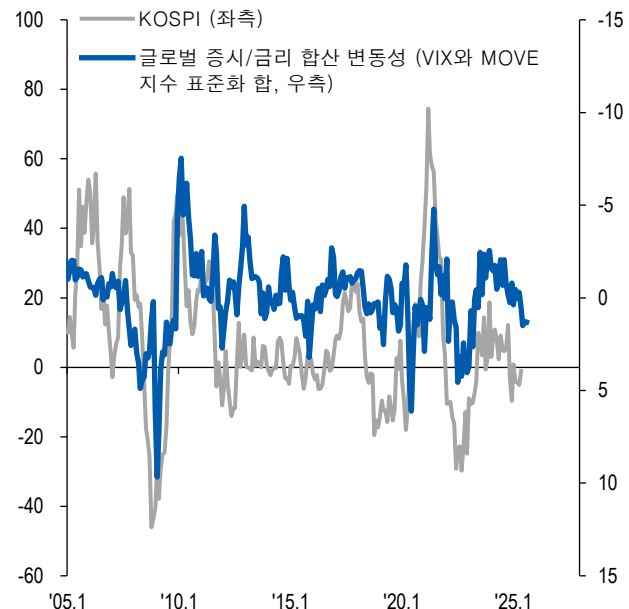


시장금리 하향 안정화로 주가 정상화 탄력과 성장주의 전술적 유용성은 배가

- '25년 하반기 'Buy Korean' 투자전략을 강조하는 두번째 논거로서, 하반기 연준의 2회 이상 금리인하 실시와 QT 조기 중단에 근거한 미 10년 국채금리 4.0%선 내외로의 점진적 하향 안정화 가능성을 주목할 필요
- 국내외 증시 인덱스 경로는 VIX와 MOVE 지수의 표준화 합으로 측정되는 글로벌 증시/금리 합산 변동성에 3개월여 후행. 하반기 트럼프 정책 불확실성 피크아웃 전환과 연준 Dovish 정책선회간 결합은 VIX와 MOVE 지수 동반 하락을 경유해 국내외 증시 Bottom-out 기류 변화로 확산될 전망
- 하반기 미 10년 국채금리 4.0% 내외로의 하향 안정화는 국내외 증시 하방 경직성 강화 및 주가/수급/밸류에이션 추가 도약을 암시하는 명징한 긍정요인에 해당
- 국내외 증시 스타일 로테이션 환경은 시장금리 및 일드커브 환경 변화에 연동. 하반기 시장금리 하향 안정화로 성장주의 전술적 유용성은 가일층 배가될 것

증시/금리 변동성 동반 하락으로 국내외 증시 Bottom-out이 가능

(전년 대비, %) (역축, 3개월 선행, 표준화, 지수)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

장기금리 하향 안정화와 주가/밸류/수급 추가 도약 가능성에 초점

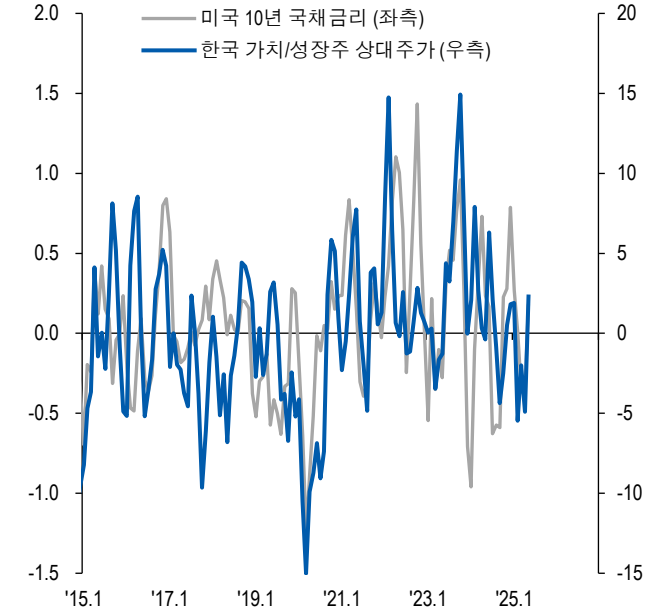
(배) (역축, %)



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

시장금리 하향 안정화로 하반기 성장주의 전술적 유용성은 배가

(3개월 대비, %pt) (3개월 변화율, %)



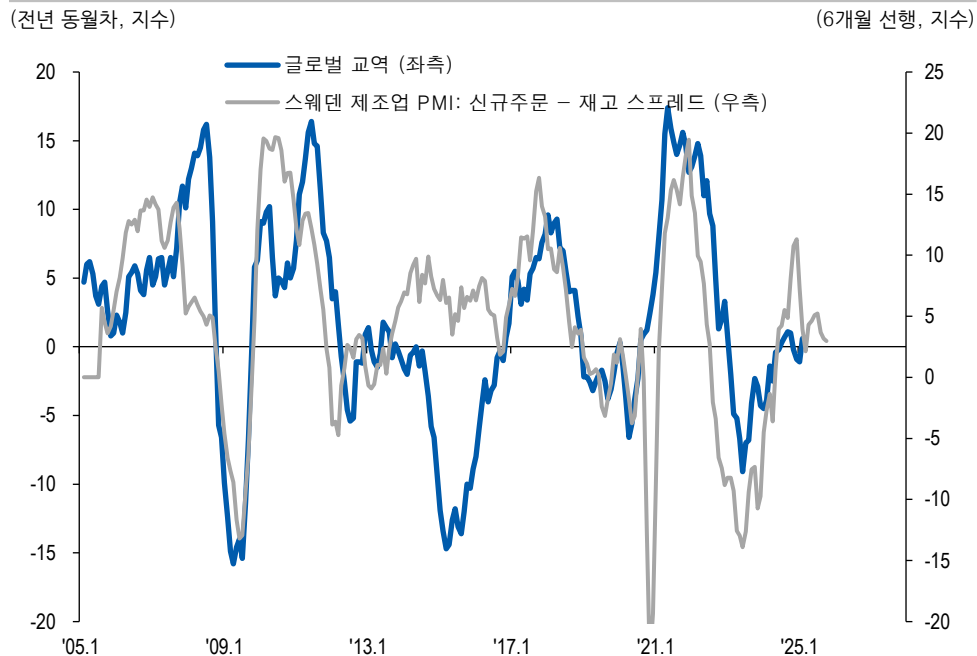
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



2) 하반기 투자전략 포커스: ③ 수출 모멘텀 약화와 실적 불확실성 심화 가능성을 경계

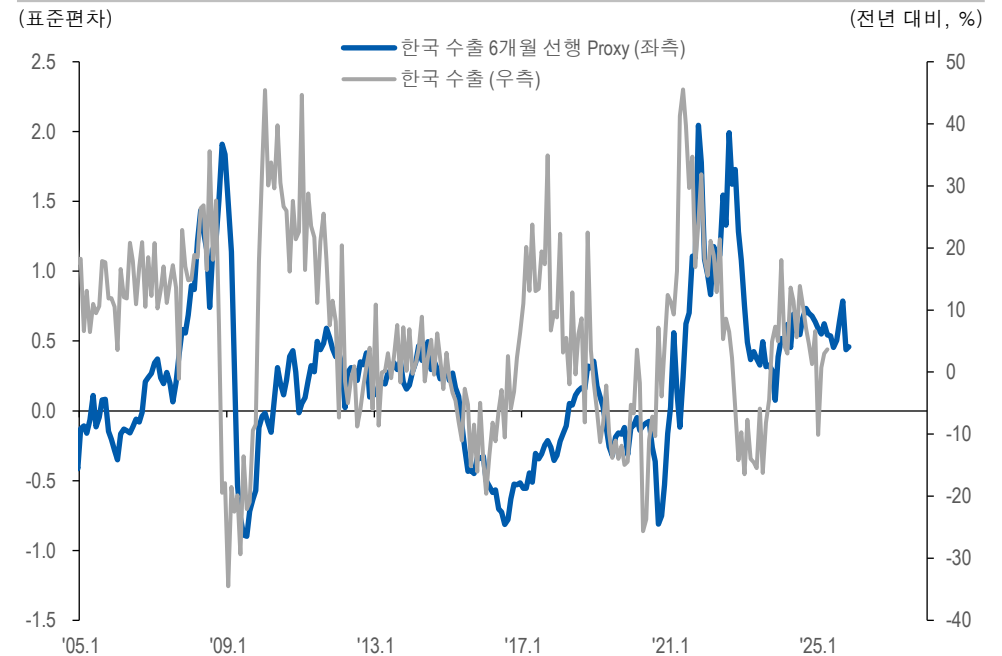
- 5/12일 미중 양국은 제네바 고위급 무역협상을 통해 상호관세 인하에 합의(대중국 30%, 대미국 10%)하며 90일간 관세/무역 전쟁 휴전에 돌입
- 하반기 한국 수출 경기는 미국의 중국을 위시한 주요국과의 무역협상 최종 결과에 따라 그 진폭은 크게 달라질 것이나, 현재로선 중립 이하의 부정적 기류가 절대적으로 앞서는 것으로 평가
- 글로벌 수요/교역 및 한국 수출 모멘텀 변화에 6개월 가량 선행하는 스웨덴 제조업 PMI 신규주문 - 재고 스프레드(Restocking Proxy)는 '24년 12월 피크아웃 전환한데 이어, 4월 트럼프 관세 쇼크 영향을 반영하며 재차 반락전환하며 하반기 글로벌 교역 및 한국 수출 경기 추가 둔화/부진 가능성을 역설
- BDI, WTI 국제유가, 구리가, 목재 선물가 등을 표준화해 산출한 한국 수출 6개월 선행 지표 역시 하반기 수출 경기 하방압력 확대 가능성을 시사

스웨덴 Restocking Proxy는 하반기 글로벌 교역 및 한국 수출 모멘텀 약화 가능성을 시사



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

한국 수출 6개월 선행 지표 역시 하반기 수출 경기 하방압력 추가 확대 가능성을 역설



참고: 한국 수출 6개월 선행 Proxy는 BDI, 국제유가, 구리가, 목재 선물가 등을 표준화해 산출
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

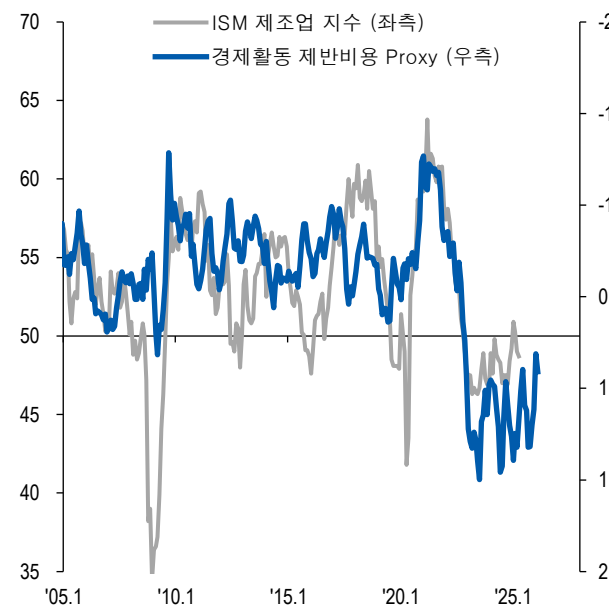


하반기 수출 경기 반전의 트리거: Fed/Trump/Beijing Put

- 전술했던 바와 같이, 미국의 실효 관세율은 18% 이하로의 하향 안정화 가능성이 크게 우세한 것으로 평가. 대중국 관세율은 최종적으로 30~50%대로 낮아지고, 우방 교역국들은 보편관세 10%에 품목별 관세가 일부 적용되는 글로벌 Perfect(No/Soft) Landing 시나리오에 방점
- 하반기 한국 수출 경기 회복 및 반전의 트리거는 Fed/Trump/Beijing Put 세가지
- 1) Fed Put: Dovish Fed 시각선회 전후 물가/금리 동반 하향 안정화는 경제활동 관련 제반비용 감소를 경유해 ISM 제조업 지수 개선으로 반영될 개연성이 높음
- 2) Trump Put: 하반기 트럼프 정책 초점은 감세 및 친기업 규제 완화/철폐를 활용한 경기부양 및 투자 촉진에 집중될 것. 대미 수출 모멘텀 회복의 정족수로 평가
- 3) Beijing Put: 대중국 수출 모멘텀은 중국 Restocking 사이클에 연동. 하반기 정책당국 재정/통화 부양의 강도와 실효성을 반전의 트리거로서 주목하는 이유

Fed Put: 연준 통화완화는 제조업 경기 회복의 마중물로 기능할 것

(지수) (역축, 9개월 선행, 지수)



참고: 경제활동 제반비용 Proxy는 주요 원자재가, 미 10년 국채금리, 달러 인덱스 등을 표준화해 산출

자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

Trump Put: 감세 및 규제 완화 이후 투자 경기 활성화 여부에 촉각

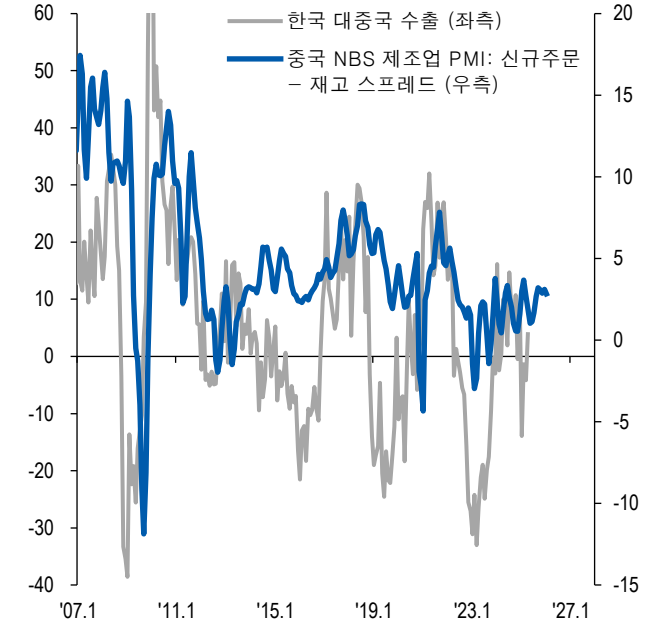
(전년 대비, %) (전년 대비, 3M MA, %)



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

Beijing Put: 중국 Restocking 사이클 재개 여부가 반전의 트리거

(전년 대비, %) (9개월 선행, 지수)



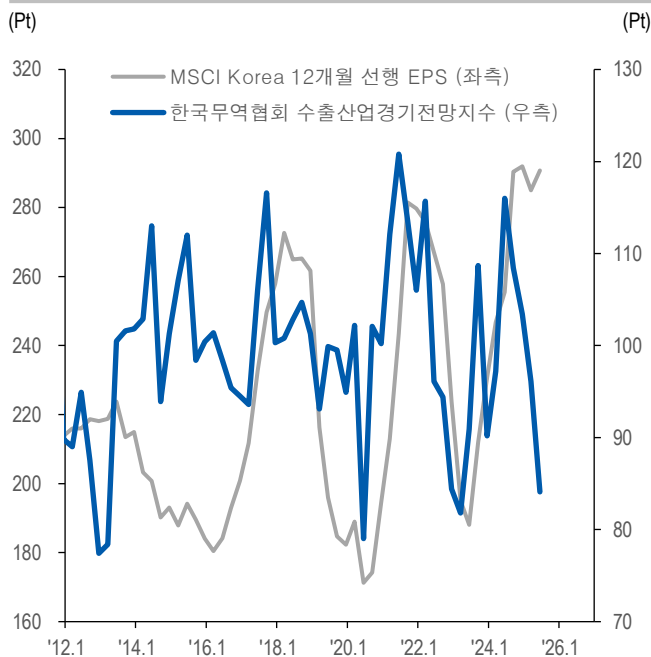
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



당장은 꽃길보단 험로를 따를 가능성이 앞서는 수출/실적 환경

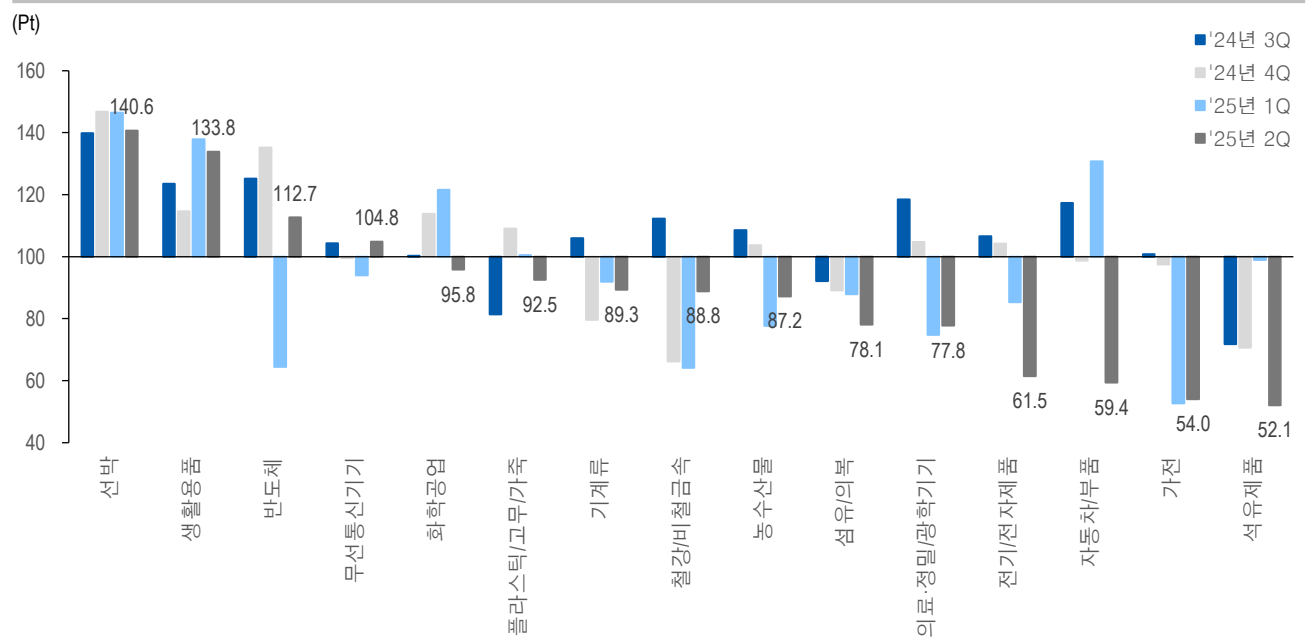
- 한국 수출과 기업실적 모두 당장은 꽃길보단 험로를 따를 가능성이 절대적으로 우세한 상황. 전술했던 Fed/Trump/Beijing Put 등 세가지 반전의 트리거 출현 이전까진 하반기 수출/실적 변수에 대한 보수적 접근이 불가피하다 보는 이유
- 한국 수출/실적 변수에 유의미한 선행성을 갖는 한국무역협회 수출산업경기전망지수(EBSI, 주요 수출기업 대상 차분기 수출 전망 서베이)는 '24년 2Q 116.0Pt 정점통과 이후 '25년 2Q 현재 84.1Pt로 하락하며 수출 경기 환경의 추가 부진/정체 가능성을 역설
- 수출 호조/선방 업종은 조선, 화장품, 반도체, 무선통신 등 극소수 품목으로 한정될 전망이다, 석유화학, 자동차, 전기/전자 제품 등은 추가 부진 가능성을 우려

당장은 꽃길보단 험로 가능성이 절대적으로 우세한 수출/실적 환경



참고: 수출산업경기전망지수는 100 이상(이하)이면 전분기 대비 수출 개선(악화)
자료: 한국무역협회, LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

품목별 수출산업경기전망지수(EBSI): 2Q 수출 개선은 조선, 화장품, 반도체, 무선통신 등 극소수 품목으로 한정될 전망



참고: 수출산업경기전망지수는 100 이상(이하)이면 전분기 대비 수출 개선(악화)
자료: 한국무역협회, LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



가격 전가력 약화 환경 역시 '25년 하반기 실적 전망의 신뢰도와 가시성을 제한

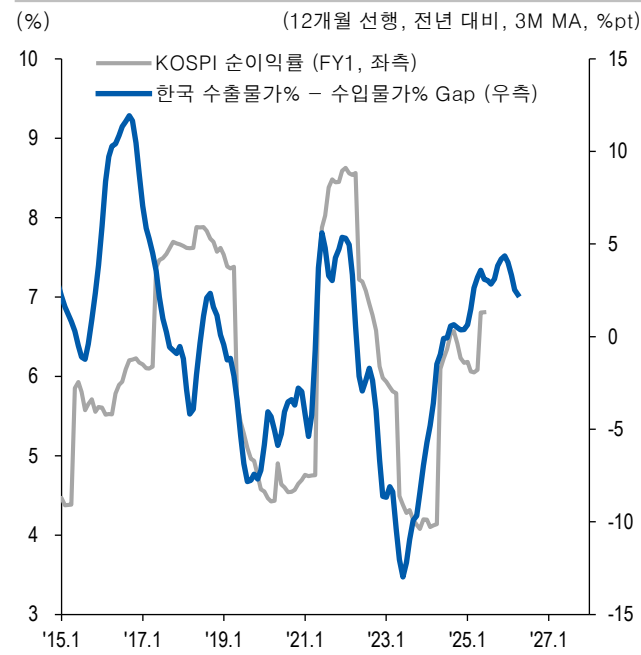
- 국내외 증시 가격 전가력 판단의 핵심 잣대 중 하나는 미국 Core CPI - PPI YoY% Gap(글로벌 및 한국 증시 실적 모멘텀 변화에 6개월 가량 선행)
- '23년 5월 정점통과 이후 하락 추세가 이어지던 미국 Core CPI% - PPI% Gap은 '24년 10월부터 음(-) 전환. 판매단가(CPI%가 Proxy) 보다 매출원가(PPI%가 Proxy) 상승 속도가 훨씬 더 빠른 가격 전가력 약화 환경에선 현 실적 컨센서스를 오롯이 신뢰하긴 무리
- 한국 경제/증시 특화 가격 전가력 판단 잣대는 수출물가% - 수입물가% Gap(KOSPI 순이익률에 12개월 가량 선행)
- 수출물가% - 수입물가% Gap 또한 '24년 9월 피크아웃 전환 이후 하락세가 지속되며 '25년 실적 전망의 신뢰도와 가시성을 제한
- 트럼프 관세/통상 리스크 격화는 한국 순상품교역조건 악화를 통해 실적 불확실성 추가 확대에 반영될 소지

미국 Core CPI% - PPI% Gap과 한국 12개월 선행 EPS



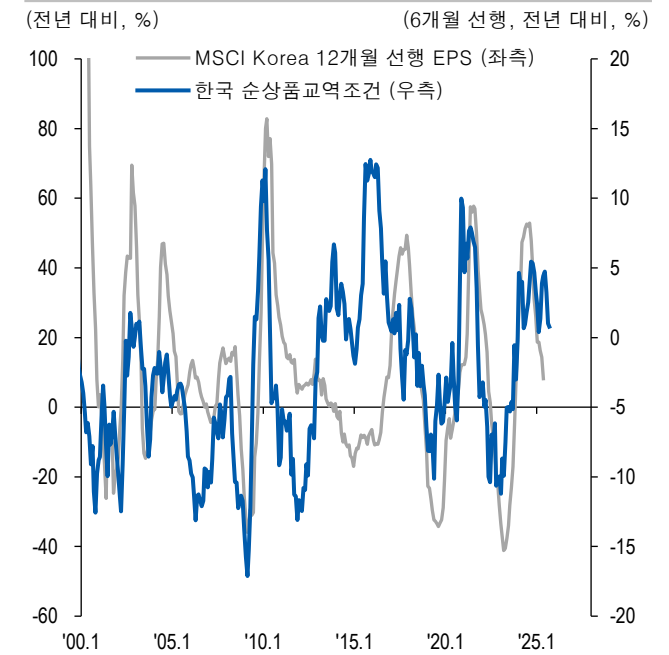
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

한국 수출물가% - 수입물가% Gap과 KOSPI 순이익률



자료: Dataguide, LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

한국 순상품교역조건과 MSCI Korea 12개월 선행 EPS



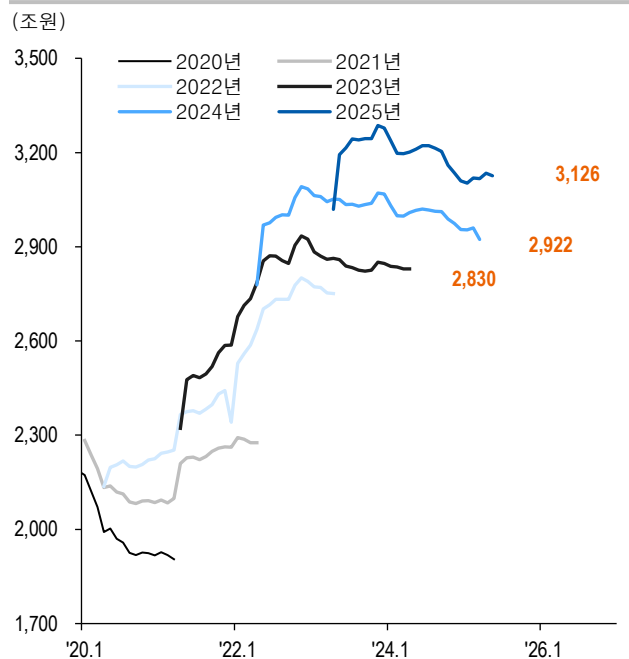
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



매출 성장이 아닌 마진율 개선에 기댄 '25년 증익 전망. 전략적으로 보수적 접근이 요구

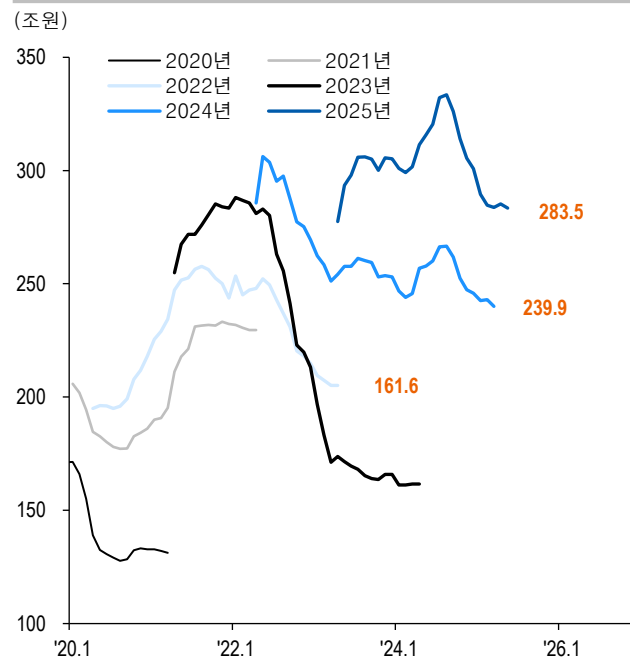
- '25년 KOSPI 실적 전망은 '24년과 유사하게 매출 성장보단 영업이익률/순이익률의 쿼터포인트 개선 기대가 주도
- 5월 현재 '25년 KOSPI 매출액 컨센서스는 3,126조원으로 '24년 2,922조원 대비 +7.0% 내외의 제한적 매출 성장을 예상하고 있으나, 영업이익은 283.5조원(전년 대비 +18.2%), 순이익은 212.8조원(전년 대비 +19.9%)으로 마진율 대폭 상승에 근거한 대규모 증익 가능성을 상정
- 단, '24년 증시 투자자들은 실제 대규모 이익 성장에도 불구하고 매출/이익 동반성장이 아니었던 까닭에, 장래 증익 사이클의 추세화 가능성(또는 이익 퀄리티)을 의심하고 잠복 실적 불확실성을 경계하며 냉담한 주가/수급 대응으로 일관했음을 상기할 필요
- '25년 현 실적 눈높이의 실제 현실화 여부는 하반기 경기/업황 및 판가/원가 구조 변화가 좌우할 전망. 실적 변수에 대한 보수적 접근을 지속 강조하는 이유

연도별 KOSPI 매출액 컨센서스 변화 추이



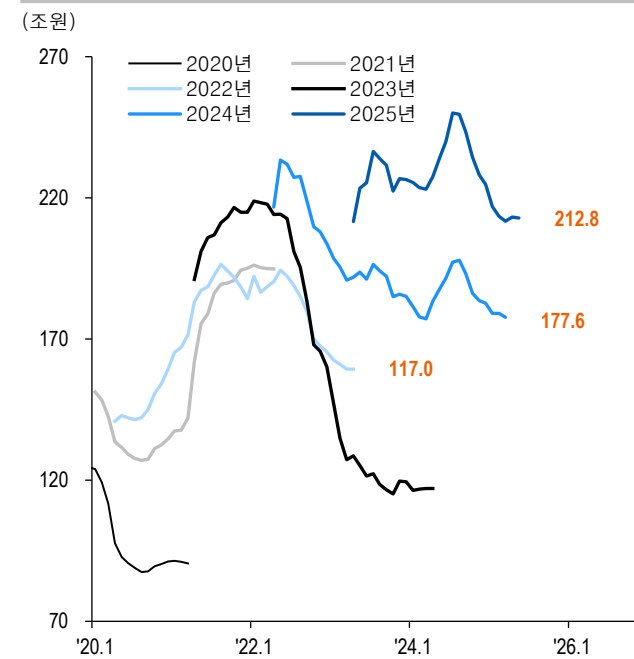
자료: Dataguide, 유안타증권 리서치센터

연도별 KOSPI 영업이익 컨센서스 변화 추이



자료: Dataguide, 유안타증권 리서치센터

연도별 KOSPI 순이익 컨센서스 변화 추이



자료: Dataguide, 유안타증권 리서치센터

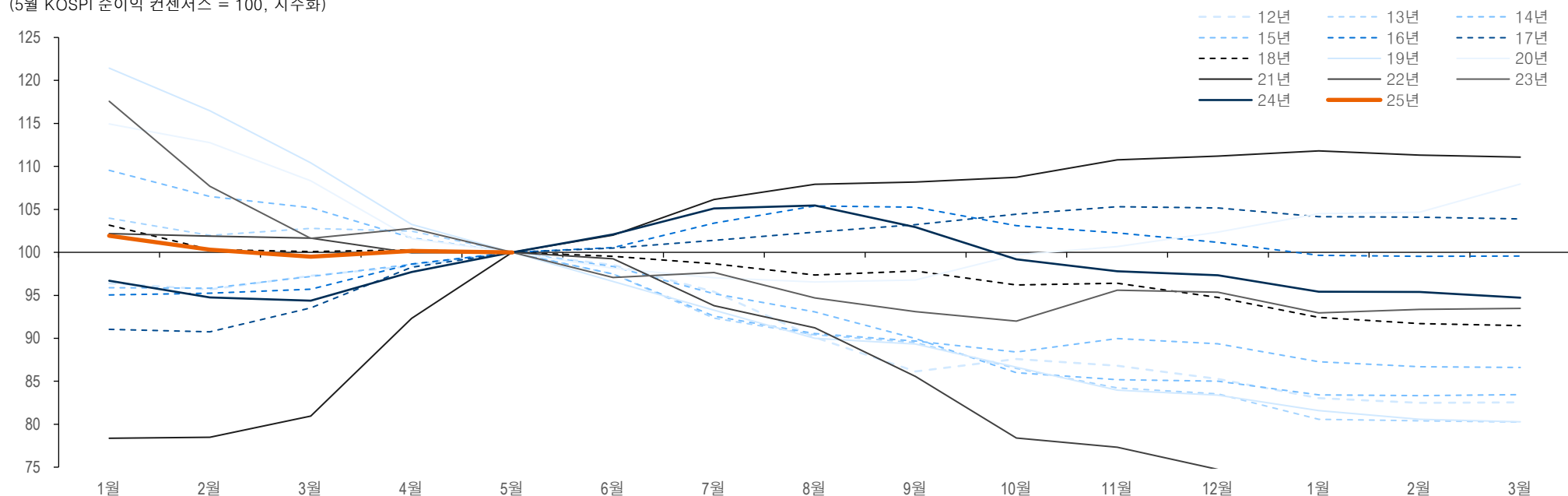


'25년 KOSPI 영업이익 270조원, 순이익 200조원 가능성에 초점

- 당해 5월 기준 KOSPI 연도별 영업이익/순이익 컨센서스 대비 이듬해 3월 말 최종 확정실적까지의 변동률로 잠복 실적 불확실성 및 실적 시나리오를 판단
- 2012년 K-IFRS 회계기준 도입 이후 확정실적이 5월 추정치를 상회했던 경우는 반도체 슈퍼 사이클 당시인 '17년, '20년, '21년 단 세 차례에 불과(실적 불확실성은 평균 +7.6%). KOSPI 실적 불확실성의 전 기간 평균은 -9.6%, 글로벌 경기 둔화/침체기 당시 평균은 -14.8%, '20년 이후 평균은 -6.6%('24년은 -5.3%)
- '25년 하반기 경기/수출 전망과 과거 실적 불확실성을 종합해 세가지 KOSPI 실적 시나리오를 상정
- 1) Best Case(5월 현재 순이익 컨센서스 212.8조원 대비 +5% 상향조정): 영업이익 297.7조원, 순이익 223.5조원, 2) Base Case(현 컨센서스 대비 -5% 하향조정): 영업이익 269.3조원, 순이익 202.2조원, 3) Worst Case(현 컨센서스 대비 -15% 하향조정): 영업이익 241.0조원, 순이익 180.9조원

KOSPI 실적 불확실성 판단: 5월 기준 KOSPI 연도별 순이익 컨센서스 대비 이듬해 3월 말 확정치까지의 변화 추이

(5월 KOSPI 순이익 컨센서스 = 100, 지수화)



자료: Dataguide, 유안타증권 리서치센터



최악의 실적 쇼크 현실화가 아닌 이상 주가/수급 반응은 중립 이상 기류가 우세

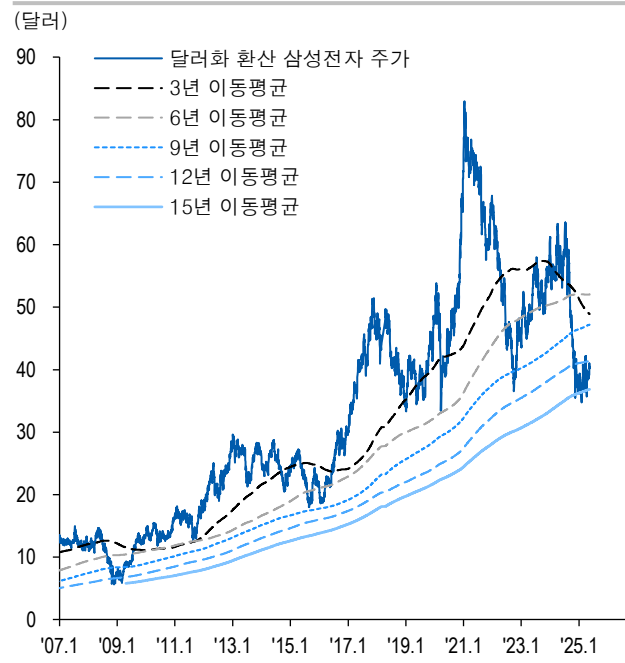
- 하반기 잠복 실적 불확실성에 대한 적극적 사주경계가 필요. 단, '25년 한국증시 이익 성장률은 글로벌 No.1이나 현재 시장은 Rock-bottom 주가/밸류에이션/수급 대응으로 그 최소한의 가능성마저 평가절하
- 하반기 최악의 실적 쇼크의 연쇄화가 아니라면, 제한적 실적 부침에도 중립 이상의 주가/밸류/수급 대응이 이어질 수 있다고 보는 이유
- 실제, 반도체 대표주 실적 눈높이는 미국 빅테크 Capex 전망 이상으로 형성됨에 따라 그 신뢰도와 가시성이 제한되는 것이 사실일 것이나, 관련주 주가는 글로벌 경기침체 또는 Tech(반도체) 업황 침체기 당시 수준에 불과
- 2,600Pt선 내외 KOSPI 지수 레벨은 '25년 200조원 남짓의 영업이익 달성 기대를 상정. 하반기 파국의 현실화를 상정하더라도 이의 현실화 가능성은 전무

빅테크 Capex 전망 이상의 한국 반도체 실적 전망이 반영



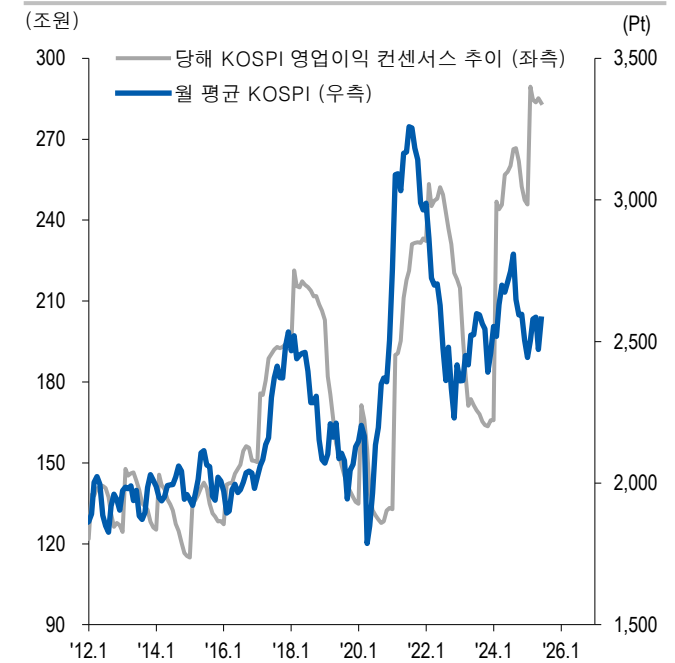
참고: '25년 이후는 현 컨센서스
자료: Bloomberg, Dataguide, 유안타증권 리서치센터

달러 환산 삼성전자 주가는 업황 침체기에 해당하는 12년 MA 수준



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

KOSPI 2,600Pt선은 '25년 200조원 남짓의 영업이익의 기대를 반영



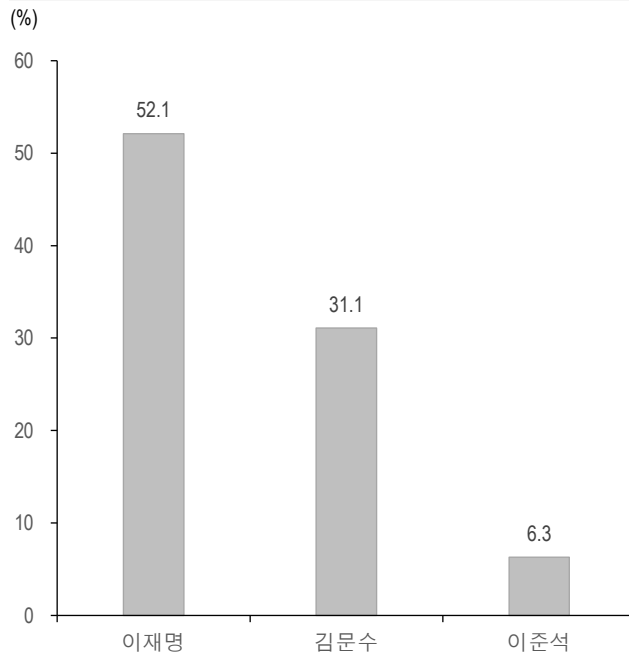
자료: Dataguide, 유안타증권 리서치센터



2) 하반기 투자전략 포커스: ④ 한국 신정부 출범과 투자전략 함의

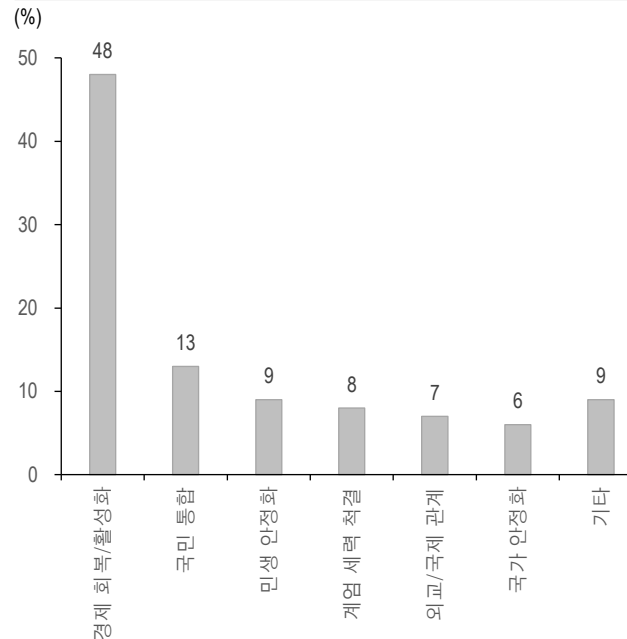
- 6/3일 대선 직후 별도의 인수위 활동 없이 곧바로 신정부가 출범
- 현재 대부분 여론조사에서 더불어민주당 이재명 후보의 과반 우위 구도가 확연. 윤석열 대통령 계엄/탄핵과 국정 불안 장기화로 정권 연장보단 교체 여론이 우세
- 신정부 국정운영 관련 국민적 기대 및 요구는 경제 성장과 사회 안정화/통합 변수에 집중
- 특히, 경제 정책 방향성에 대해선 내수/자영업/중소기업 중심 민생 회복과 AI(반도체)/로봇/바이오 등 미래산업 중심 성장 전략 추진에 대한 요구가 큰 상황

대선 후보자별 지지율 여론조사



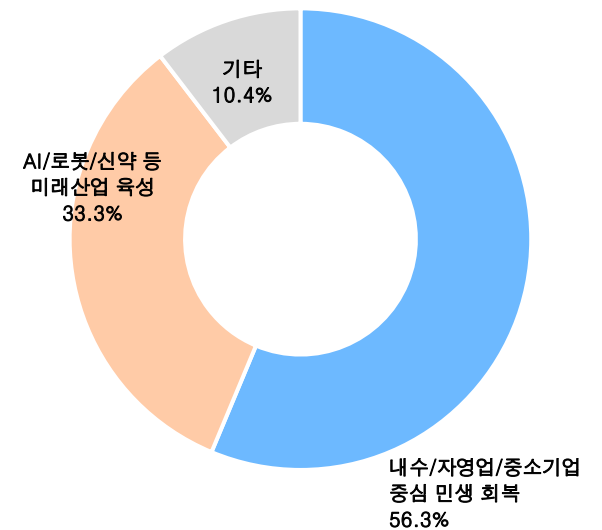
자료: 리얼미터(5/7~8일), 유안타증권 리서치센터

신정부에게 바라는 최우선 정책 과제: 경제 활성화 & 사회 안정화



자료: 한국 갤럽(4/11일), 유안타증권 리서치센터

신정부 경제 정책 방향 여론조사



자료: 리얼미터(5/7~8일), 유안타증권 리서치센터



경기부양, 밸류업, 증시 활성화, 신성장 동력 육성은 경제/금융 정책 교집합에 해당

- 더불어민주당 이재명 후보의 '우클릭'으로 말미암아 경제/금융 정책 관련 양 진영 및 후보자간 이견은 상당 수준 축소
- 특히, 1) 민간/기업 주도 경제 성장, 2) 고강도 정책부양을 통한 경기 둔화/침체 대응 강화, 3) 기업 지배구조 개선 및 주주 친화적 재무정책 변화(더불어민주당은 상법 개정, 국민의힘은 자본시장법 개정)에 초점, 4) 코리아 디스카운트 해소를 통한 증시 활성화(MSCI 선진지수 편입), 5) AI, 반도체, 바이오 등 신성장 동력 집중 육성 등에 대해선 양 정파 모두 한 목소리로 공감
- 대선 결과나 진영논리와 상관 없이 관련 의제들은 신정부 출범 초기 국정운영의 핵심 골자를 구성할 개연성이 높음

더불어민주당(이재명)과 국민의힘(김문수) 경제/금융 관련 대선 공약

구분	더불어민주당 (이재명)	국민의힘 (김문수)
핵심 비전	• 진취적 실용주의, K-이니셔티브(질적 성장 및 첨단 산업 주도) • KOSPI 5,000pt 시대(코리아 디스카운트 해소) • 자본시장 신뢰 회복, 국민 자산 증식, 사회 전체 부의 선순환	• 기업 하기 좋은 나라, 기업 자율성 확대 추진 • 수출 5대 강국 성장 • 장기 '박스피' 탈출 및 코리아 디스카운트 해소
자본시장 정책	• 상법 개정을 통한 공정 지배구조 확립: 이사 총실의무 대상 확대(회사 → 회사 및 주주), 소액주주권 보호(상장회사 전자 주주총회 도입 의무화, 집중투표제, 감사위원 분리 선출제도 등) • 주가조작 '원스트라이크 아웃' 제도 도입, 외국인 투자환경 개선, MSCI 선진지수 편입	• 자본시장법 개정(상장사 중심 거버넌스 선진화: 주주보호 의무 강화, 사외이사 전문성 제고) • 대통령이 직접 해외투자자 대상 IR 시행, MSCI 선진지수 편입 • 경제사법 처벌 대폭 강화, 징벌적 손해배상제도 도입
경제 모델	• 성장(역사니즘) 및 실용주의 노선 강조 • 양극화 해소(질사니즘), 민간/기업 주도 & 정부 적극적 지원	• 성장 강조, 민간 주도 & 규제 완화 (중대재해처벌법 완화, 주 단위 근로 시간제 확대, 기업 정년 제도 자율권 부여)
신산업 전략	• 반도체 특별법(국내 생산 및 판매 반도체 최대 10% 생산세액공제) 제정 및 RE100 인프라 구축, R&D 및 고급 인력 양성 지원 • AI 투자예산 증액, 국가 AI 데이터 집적 클러스터 조성 등 AI산업 육성 • 신재생에너지 및 이차전지 산업 육성	• AI 인프라 확충, 반도체, 이차전지 등 투자 • AI 산업 컨트롤타워(AI혁신전략부, 부총리급) 신설
세제 및 복지	• 상속세, 소득세 기본공제액 상향 • 배당소득 분리과세를 통한 밸류업 추진 • 노동시간 단축 및 제도 개선, 주거·생계비 부담 완화 • 지역화폐 활성화 및 농촌 기본소득 도입	• 종합소득세 산정 시 물가연동제 도입 및 기본공제액 상향 통한 세금부담 완화 • 배당소득세 폐지 통한 배당소득 확대 및 자본시장 활성화 • 상속세 개편(배우자 간 상속세 폐지, 자본이득제 방식 도입, 최고세율 인하) • 법인세 인하(최고세율 24% → 21%), 선별적 복지

자료: 언론 종합, 유안타증권 리서치센터

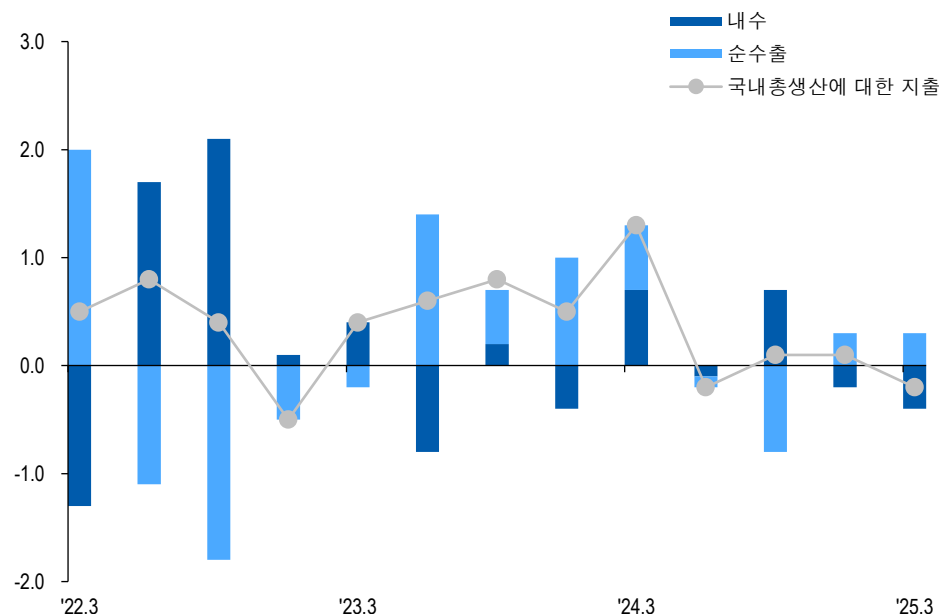


내외수 복합 부진의 '25년 한국 경제, 1% 성장을 위해선 고강도 정책부양이 절실

- 최근 IMF는 내외수 경기 복합 부진을 이유로 '25년 한국 실질 GDP 성장률 전망을 종전(1월) 2.0%에서 4월 1.0%로 반토막 하향조정
- 실제 '25년 1분기 한국 실질 GDP 성장률은 전년 대비 -0.1%, 전분기 대비 -0.2% 역성장. GDP 역성장은 코로나 팬데믹 당시인 '20년 4Q 이후 16 분기만에 처음. 이는 내수와 순수출 부진 영향이 두드러진 가운데, 정부지출이 내부 정치 불확실성 심화를 이유로 민간 부문 부진을 상쇄할 만큼 활발하지 못했던 데 따른 결과
- 소비경기는 정국 안정화와 추경 집행 등에 힘입어 2분기부터 차차 회복세를 그려갈 공산이 크나, 수출 경기는 트럼프 관세 부과 영향으로 추가 부침이 불가피
- '25년 1%대(유안타증권은 1.2% 전망) 성장률 사수를 위해선 신정부의 적극적인 재정부양과 한국은행의 3회 이상 금리인하 대응이 절실한 상황인 것

한국 내수와 순수출의 성장 기여도: 내외수 복합 부진

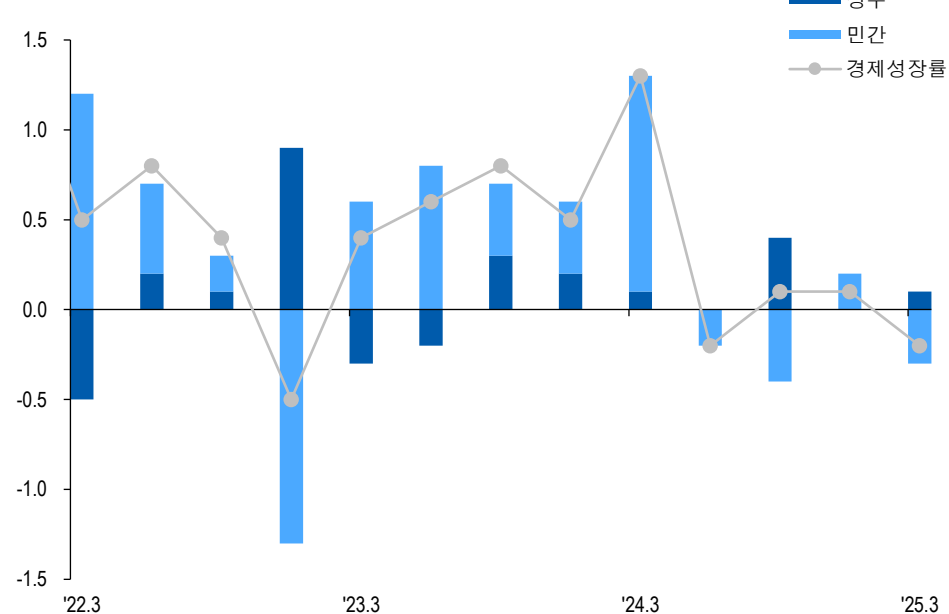
(전분기 대비, %pt)



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

정부와 민간 부문의 성장 기여도: 민간 부문 부진을 상쇄하지 못했던 정부지출

(전분기 대비, %pt)



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

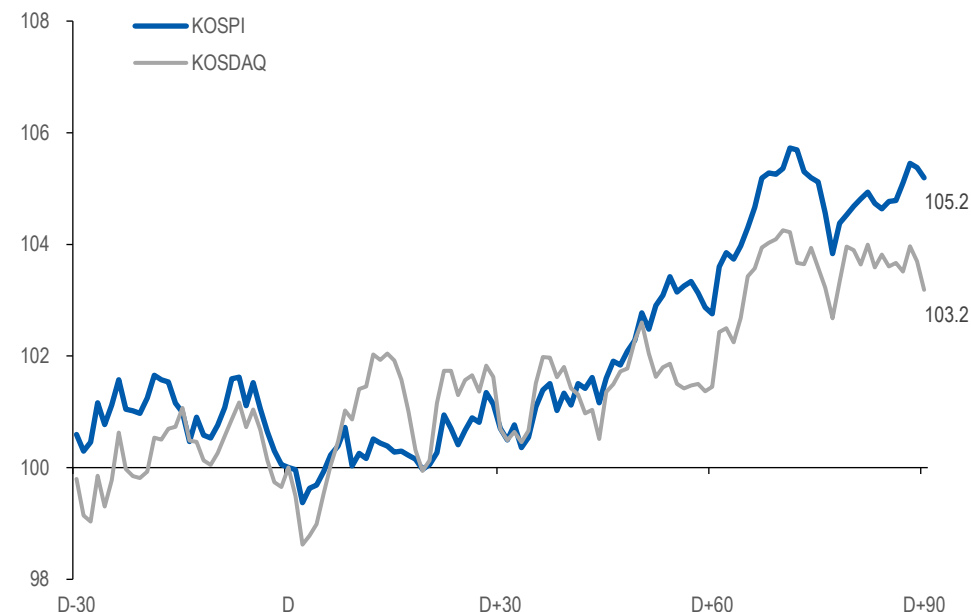


신정부 정책 주안점은 대규모 정책부양을 활용한 내수경기 활성화와 미래산업 육성

- 이에 신정부 최우선 국정 과제는 대규모 재정/통화 부양을 활용한 내수경기 활성화와 신성장 동력 집중 육성 등이 될 공산이 큼. 신정부에선 중장기 재정 건전성 확보보단 당장의 경기 둔화/침체 대응을 위한 고강도 정책부양 논리가 절대적으로 앞설 것이란 의미
- 이번('25년 13.8조원, 7월 말까지 70%인 12조원이 우선 집행 예정) 추경에 앞서 35조원대 슈퍼 추경안을 제시했던 더불어민주당은, 최근 경제 위기의 심각성과 정책 대응의 시급성을 이유로 민생 안정 및 신성장 동력 확보 목적의 50조원 규모 고강도 추가 추경을 강조
- 추경을 위시한 정부측 재정부양 시도는 주식시장에 대체로 긍정적 영향(과거 추경 편성일 90일 이후 평균 투자성과는 KOSPI +5.2%, KOSDAQ +3.2%)

추경 편성 관련 증시 영향: 추경 편성일(D) 90일 이후 KOSPI +5.2%, KOSDAQ +3.2%

(추경 편성일(D) = 100, 지수화)



참고: 2009년 이후 총 15번의 추경 예산 편성 당시 인덱스 등락률의 평균
자료: Dataguide, 유안타증권 리서치센터

신정부 재정정책 미리보기: 더불어민주당이 2/13일 제안했던 35조원 규모 슈퍼 추경안

구분	내용	금액
민생회복 (23.5조원)	소비 진작 4대 패키지	13.1
	상생소비 캐시백	2.4
	지방정부 지역화폐	2.0
	8대 분야 소비 바우처	0.5
	소상공인/자영업자 손실 보상	2.8
	농어업 지원	1.3
	취약계층 지원	0.5
	기타	0.9
경제성장 (11.2조원)	AI, 반도체 등 R&D	5.0
	지방정부 투자 촉진	2.6
	교육 지원	1.2
	공공주택, SOC 투자	1.1
	기후위기 대응	1.0
	신재생 에너지, RE100	0.8
	청년 일자리/창업 지원	0.5

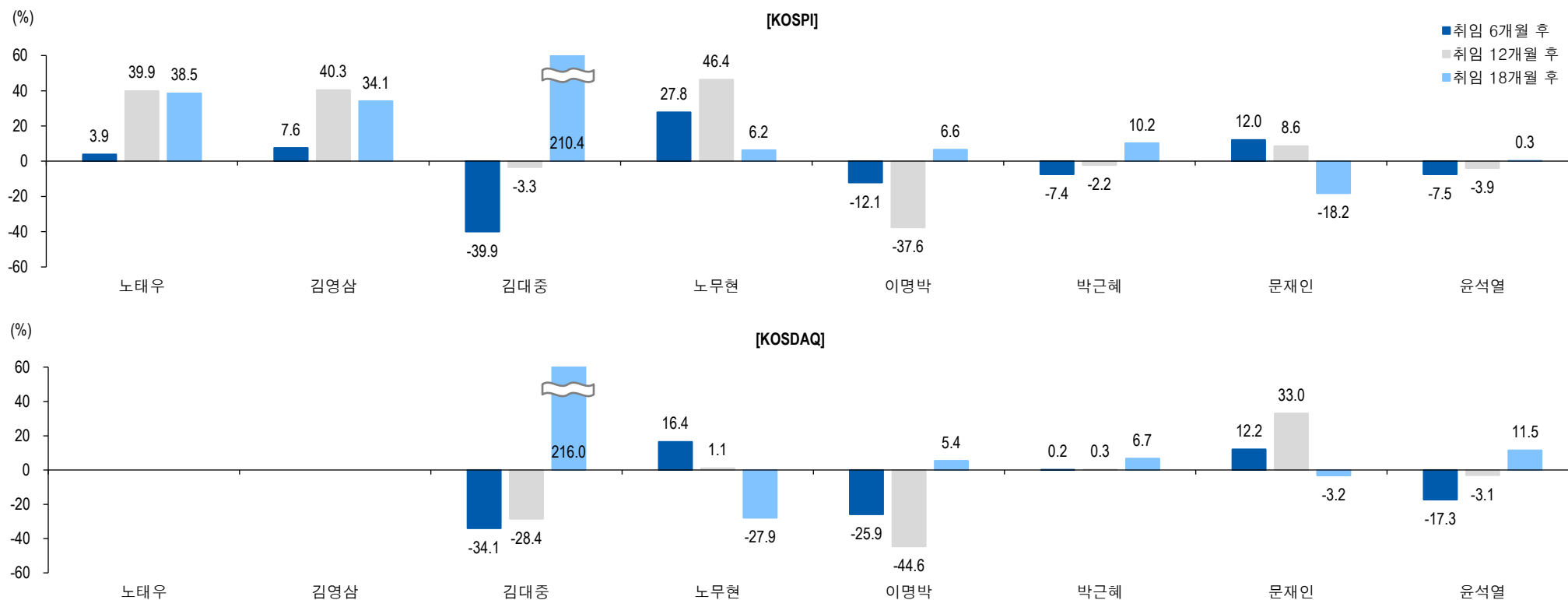
자료: 언론 종합, 유안타증권 리서치센터



신정부 출범 및 관련 정책 기대는 KOSPI/KOSDAQ 시장 모두에 긍정적 영향

- 과거 신정부 출범 6개월, 12개월, 18개월 이후 KOSPI/KOSDAQ 양 시장 투자 성과를 살펴보면, 국내외 매크로 위기 파장이 극심했던 김대중(1998년 동아시아 금융위기)과 이명박(2008년 미국 금융위기) 정권 출범 당시 사례를 제외하곤 중립 이상의 긍정적 주가 영향이 확인
- 시장 통념과는 달리 문재인 정권을 제외하곤 KOSDAQ 중소형주 대비 KOSPI 대형주 시장의 투자성고가 보다 우월했던 점 역시 특징적인 대목
- 하반기 'Buy Korean'을 주장하는 내부 정책 관련 논거로서, 신정부 정책 모멘텀 강화와 이에 연유한 매크로 자신감 회복 및 증시 체질 변화 여지를 주목하는 이유

대통령 취임 6개월, 12개월, 18개월 이후 KOSPI, KOSDAQ 지수 등락률: 대내외 매크로 위기(김대중, 이명박 취임 직전후) 발발 당시를 제외할 경우 신정부 정책 기대는 중립 이상의 주가 영향으로 구체화

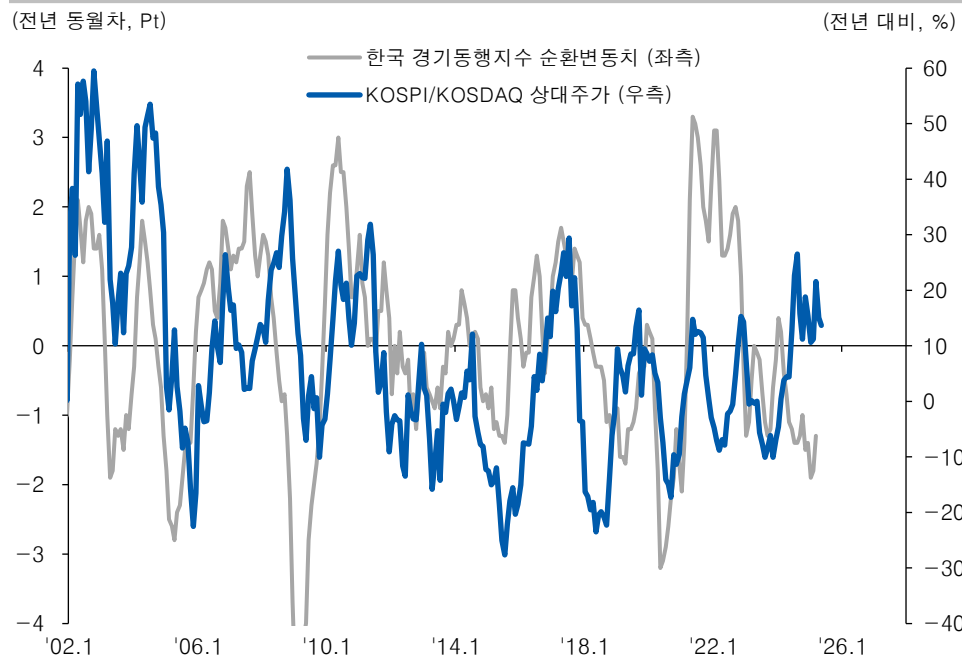




신정부 정책 모멘텀은 중대형 성장주를 향해 흐른다

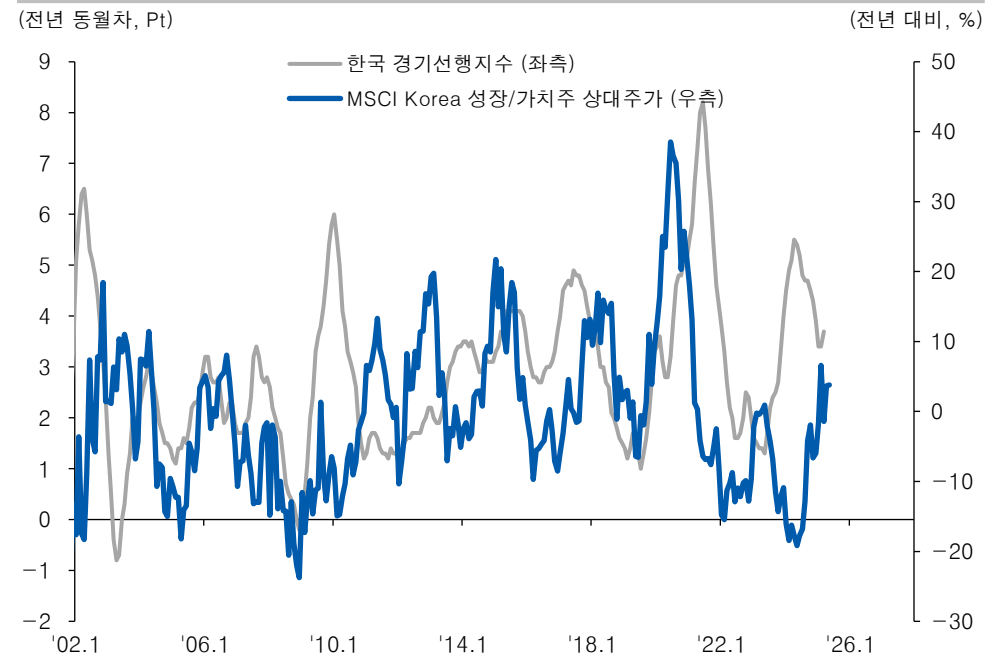
- 신정부 정책 기대 또는 고강도 경기부양 대응은 경제주체 및 시장 투자가측 매크로 자신감 회복을 경유해 국내증시 스타일/사이즈 로테이션 주도권 변화로 반영
- 신정부 출범 이후 정책당국 재정/통화 총력 부양에 연유한 내수경기 바닥반등 기대는 KOSDAQ 중소형주보다 KOSPI 대형주 시장에 보다 긍정적 영향을 미침
- AI(반도체), 로봇, 방산(조선/항공 MRO), 바이오 등 미래 신성장 동력 육성책은 가치주 대비 핵심 성장주 상대우위 가능성을 지지하는 정책 측면 긍정요인에 해당
- 신정부 출범 및 관련 정책 기대를 반영한 수혜주의 핵심 원천으로서 중대형 성장주를 주목하는 이유

한국 경기동행지수 순환변동치와 KOSPI/KOSDAQ 상대주가



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

한국 경기선행지수와 MSCI Korea 성장/가치주 상대주가



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



군맹무상(群盲撫象)식 단순 정책 수혜주 찾기의 투자전략 실효성은 미미

- 신정부 출범 직전후 과정에서 대두됐던 정책 수혜주가 실제 최종 승자로 군림했던 사례는 극소수에 불과. 해당 Winner 투자대안의 긍정적 추가/수급 반응 역시 실제로는 신정부 정책 관련 영향보단 글로벌 경기/업황/증시 사이클 측면 영향이 우세했다는 사실 역시 가려서 볼 필요가 있음
- 군맹무상(群盲撫象)식 단순 정책 수혜주 찾기(단기 정치 테마주 플레이)의 투자전략 측면 한계는 명확하고 그 실효성 역시 미미한 수준으로 제한될 소지가 다분
- 1) 밸류업(코리아 디스카운트 해소), 2) AI(반도체), 로봇, 바이오 등 신성장 동력 육성, 3) 내수경기 활성화 등으로 정책 플레이어의 시계를 확장해서 접근함이 타당

과거 대통령 취임일 전후(1개월 이전, 6개월 & 12개월 이후) W126 주요 업종별 KOSPI 대비 상대 수익률

구분	노무현			이명박			박근혜			문재인			윤석열			평균(대통령 5명)		
	-1개월	+6개월	+12개월	-1개월	+6개월	+12개월	-1개월	+6개월	+12개월	-1개월	+6개월	+12개월	-1개월	+6개월	+12개월	-1개월	+6개월	+12개월
에너지	8.7	-6.4	-23.7	-2.0	-13.2	-2.4	-0.9	-9.7	-18.8	-2.5	8.3	6.4	5.5	0.7	-7.6	1.8	-4.1	-9.2
화학	-1.5	27.8	-7.8	6.8	8.1	7.9	-4.0	-1.6	-4.8	-5.3	9.2	12.9	-0.9	24.7	45.3	-1.0	13.6	10.7
비철,목재등	1.9	-2.6	-19.6	0.8	3.6	1.2	-4.4	-1.2	-2.7	-4.8	1.1	2.5	-4.0	2.0	-0.7	-2.1	0.6	-3.9
철강	-7.0	50.9	13.0	0.1	1.9	-2.1	-4.7	-3.6	-14.0	-7.2	1.4	18.8	4.0	0.1	21.5	-3.0	10.1	7.5
건설,건축관련	3.5	-5.1	-18.5	4.3	-19.4	-18.0	-0.1	-10.0	0.4	-4.4	-17.7	3.6	0.4	-15.0	-18.5	0.7	-13.4	-10.2
기계	1.5	10.8	3.9	9.0	-8.3	-8.7	-4.3	0.5	-12.4	-2.0	-13.6	11.0	5.7	-2.6	6.4	2.0	-2.7	0.0
조선	-1.5	24.0	3.8	0.3	-12.5	-11.2	-0.6	4.7	4.1	-2.9	-13.0	-5.6	7.8	3.6	4.9	0.6	1.4	-0.8
상사,자본재	5.2	-1.9	16.1	3.6	-27.0	-17.0	-2.6	3.0	1.0	-2.2	-5.8	-9.1	5.5	7.5	1.8	1.9	-4.8	-1.5
운송	5.8	-18.4	-17.0	4.0	-7.2	-10.7	-6.9	-5.5	-9.9	1.3	-18.1	-8.9	3.3	-17.0	-22.6	1.5	-13.3	-13.8
자동차	3.3	0.0	20.6	-7.4	21.3	14.4	5.9	10.0	10.1	0.2	-10.9	-15.3	6.3	-1.3	12.7	1.7	3.8	8.5
화장품,의류,완구	-0.4	-12.7	-19.0	-1.8	10.6	12.9	-3.7	3.2	14.3	9.9	-10.2	-2.0	-0.1	-14.8	-15.6	0.8	-4.8	-1.9
호텔,레저서비스	3.3	-17.9	-19.9	-3.4	-4.4	-11.4	-1.8	6.8	23.0	0.3	2.1	6.7	-5.5	-6.6	-9.1	-1.4	-4.0	-2.1
미디어,교육	2.3	-10.0	-26.6	-0.8	-16.5	-12.8	-1.3	6.2	3.7	-2.5	-10.8	-3.6	-7.7	-19.4	-4.5	-2.0	-10.1	-8.8
소매(유통)	5.3	-13.0	-28.2	-4.8	8.0	-0.6	-1.4	6.1	10.6	2.0	-16.8	-4.4	-2.5	-9.6	-13.1	-0.3	-5.1	-7.1
필수소비재	-0.5	-6.5	-14.8	0.3	14.8	19.7	-2.2	-3.6	-4.1	0.1	-11.0	-8.8	4.3	3.5	-0.5	0.4	-0.6	-1.7
건강관리	3.8	-0.1	3.1	0.6	-8.5	9.4	0.9	8.9	6.5	-0.7	19.4	54.5	-4.3	0.4	-1.3	0.1	4.0	14.4
은행	1.2	-9.2	13.1	-2.6	4.9	-17.2	0.2	-1.9	4.7	3.7	-8.9	-3.4	2.5	-11.2	-15.6	1.0	-5.3	-3.7
증권	4.9	-6.2	22.9	-6.2	-17.7	-7.4	0.0	-13.1	-22.7	3.6	-6.2	12.1	-4.5	-9.6	-5.4	-0.4	-10.5	-0.1
보험	5.7	1.7	27.2	1.0	4.1	2.7	-4.5	5.9	3.3	0.6	-2.4	-11.2	-3.3	3.9	16.8	-0.1	2.6	7.7
소프트웨어	-1.6	-15.7	-16.1	-5.8	-15.9	-2.7	-0.2	11.2	36.2	-3.1	-2.5	-3.0	-11.3	-23.1	-19.5	-4.4	-9.2	-1.0
IT하드웨어	1.7	-4.9	-17.3	-0.7	-13.8	-6.3	4.4	1.7	-16.5	-3.8	2.4	14.8	-1.2	-13.5	-15.0	0.1	-5.6	-8.1
반도체	-4.9	9.5	19.1	1.1	7.0	13.0	4.7	-5.9	-5.7	2.7	14.1	9.4	0.8	-3.8	-1.8	0.9	4.2	6.8
IT가전	6.6	0.0	-26.5	5.9	8.2	3.3	3.3	1.1	-16.5	-0.2	21.5	21.1	-2.0	18.8	21.6	2.7	9.9	0.6
디스플레이	8.9	-4.1	-16.5	2.1	-9.7	7.0	1.9	10.5	-2.1	-3.4	-9.9	-24.1	-4.4	-11.2	-5.7	1.0	-4.9	-8.3
통신서비스	-5.0	-0.5	5.7	0.3	6.7	25.5	-4.7	21.3	8.8	-10.5	-12.6	-14.2	2.4	-3.7	-13.6	-3.5	2.3	2.4
유통리타	5.3	-21.9	-6.9	-7.1	3.6	4.6	-10.8	-2.4	16.3	-9.0	-23.1	-19.8	7.5	-4.8	-15.1	-2.8	-9.7	-4.2

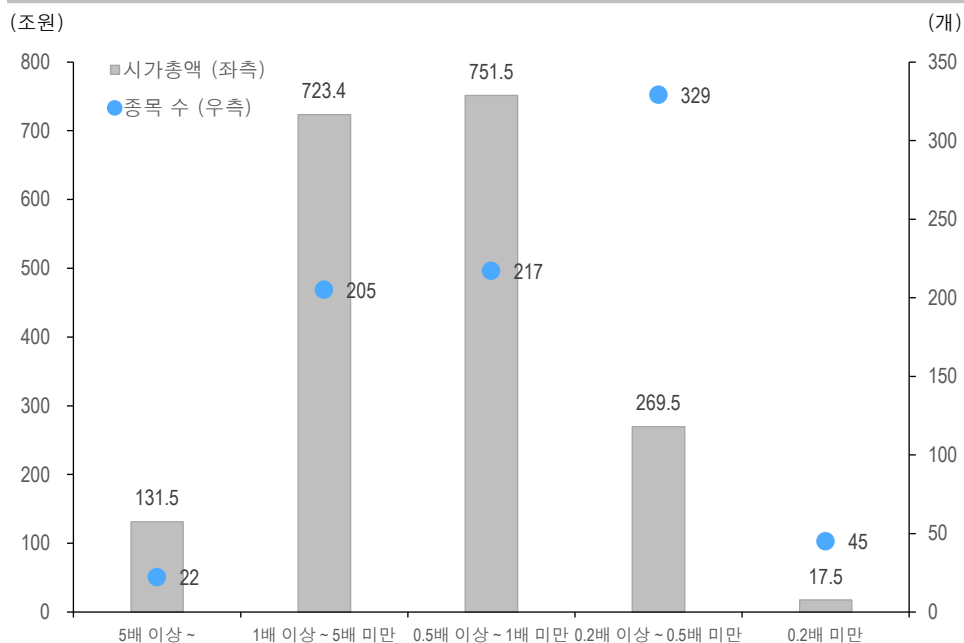
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터



윤석열 정권 자본시장 선진화 정책은 신정부 코리아 디스카운트 해소로 계승

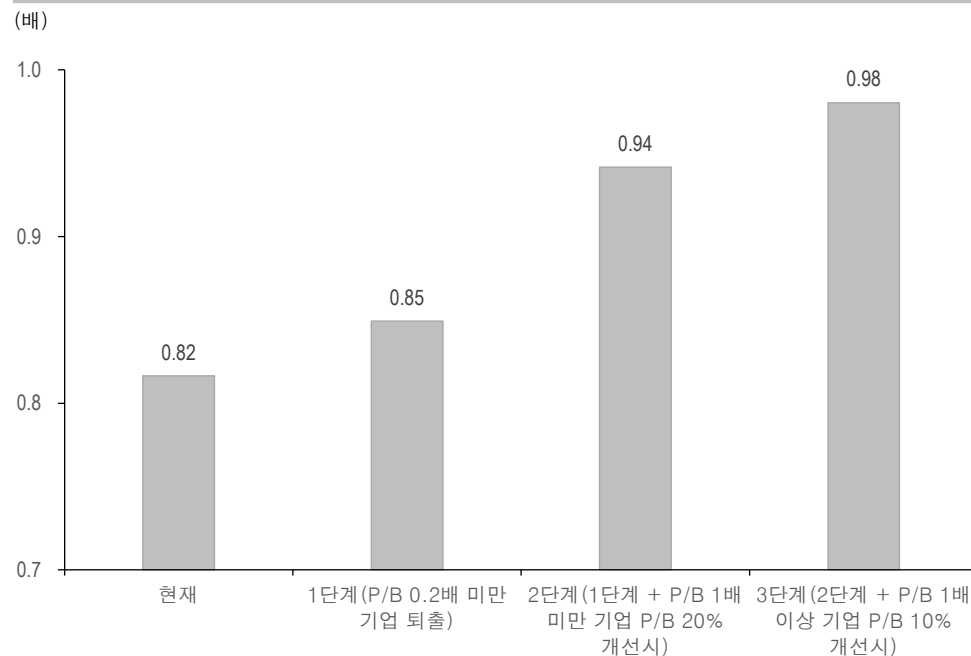
- 신정부는 윤석열 정권에서 추진됐던 '자본시장 선진화 정책(자본시장 접근성/효율성 제고, 주주가치 기업경영 확립, 시장질서 확립. 자본시장 혁신/역량 강화)'에 기업 지배구조 개선과 주주/시장 친화적 재무정책 변화를 강제 및 뒷받침하는 세제/제도 개편을 더해 중장기 코리아 디스카운트 탈피 행보에 박차를 가할 전망
- '24년 말(증가 및 확정실적 기준) 기준 현재, KOSPI 상장사 가운데 종목 수 기준 63.4%, 시가총액 기준으론 54.9%가 P/B(TTM) 1.0배에 미치지 못하고 있는 실정
- '24년 말 기준 현재 KOSPI P/B(TTM)는 0.82배. 1) 1단계 변화로 P/B 0.2배 미만 기업이 시장에서 퇴출될 경우엔 시장 P/B는 0.85배, 2) 1단계에 연이어 P/B 1배 미만 기업들이 P/B 20% 개선을 위한 자구책격 주주 정책 변화에 나설 경우엔 0.94배, 3) 2단계 변화에 더해 P/B 1배 이상 기업들의 추가 10% 밸류업 조치가 뒤따를 경우 시장 P/B는 0.98배로 추가 도약이 가능. KOSPI PBR 1배 달성 또는 중장기 코리아 디스카운트 탈피의 로드맵인 셈

KOSPI 기업들의 P/B 레벨 및 구간별 분포



참고: '24년 말 증가 및 확정실적(TTM) 기준
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

KOSPI P/B 1배 달성 로드맵(코리아 디스카운트 탈피 시나리오)



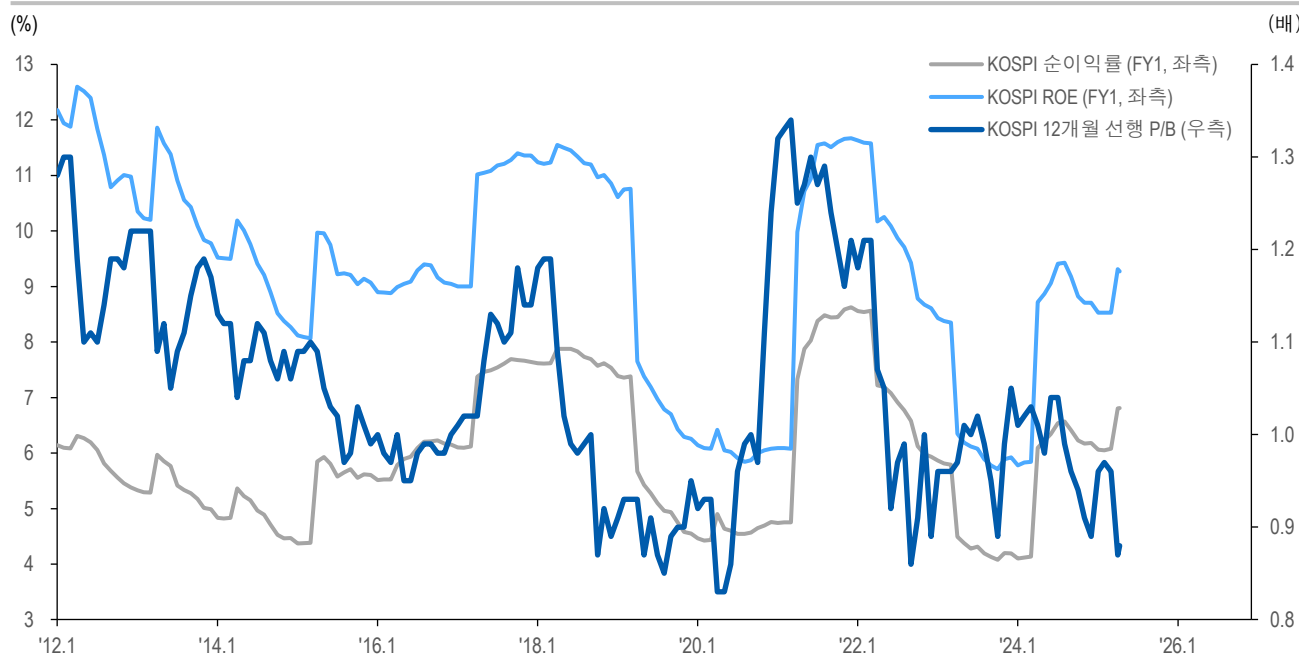
참고: '24년 말 증가 및 확정실적(TTM) 기준
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터



주주 친화적 재무정책 변화 관련 중장기적 투자기회를 주목할 필요

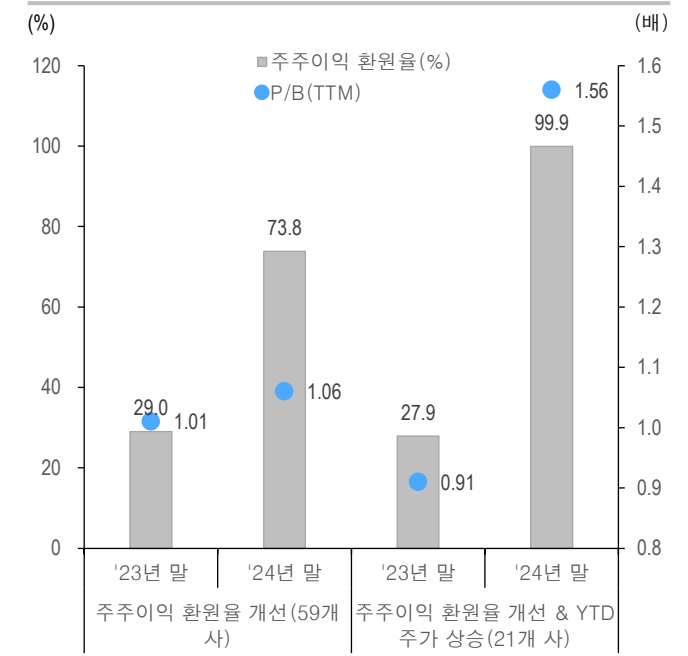
- 국내증시 순이익률 상승과 주주 친화적 재무정책 변화(또는 순자산의 효율적 활용)는 ROE 개선을 경유해 P/B 추가 도약(밸류에이션 리레이팅)으로 반영
- 1) 중립 이하의 글로벌 경기/수요 환경, 2) 트럼프 관세/통상 리스크의 가세, 3) 미국 CPI%-PPI% 또는 한국 수출물가%-수입물가% Gap으로 측정되는 가격 전가력 약화(Margin Squeeze) 등을 고려할 경우, '25년 하반기 KOSPI 순이익률 추가 개선을 기대하긴 무리. 현상유지만해도 불행 중 다행일 것
- 단, 현 주주 친화적 재무정책 변화 속도는 신정부 출범을 계기로 한층 더 빨라질 전망. 순이익률 부침에도 KOSPI P/B 밸류에이션의 추가 도약이 가능한 이유
- 실제, '24년 5/2일 밸류업 프로그램 시행 이후 주주 친화적 재무정책 변화가 활발. 1) '24년 2Q ~ '25년 1Q 누적 기준 상장사 자사주 매입액은 22.9조원, 소각액은 19.6조원으로 사상 최고 수준으로 상승했고, 2) '24년 주주이익 환원(현금배당 + 자사주 매입) 증가 기업들은 비례적 주가 레벨업 및 P/B 밸류업을 경험

KOSPI 순이익률 상승 + 주주 친화적 재무정책 변화에 연유한 ROE 개선 = 코리아 디스카운트 탈피(P/B 도약)



자료: Dataguide, 유안타증권 리서치센터

주주 친화적 재무정책 변화(밸류업)로 P/B 추가 도약이 가능



참고: 주주이익 환원율은 (현금 배당액 + 자사주 취득액)/순이익으로 측정. '24년 밸류업 공시 102개 사 대상

자료: Dataguide, 유안타증권 리서치센터



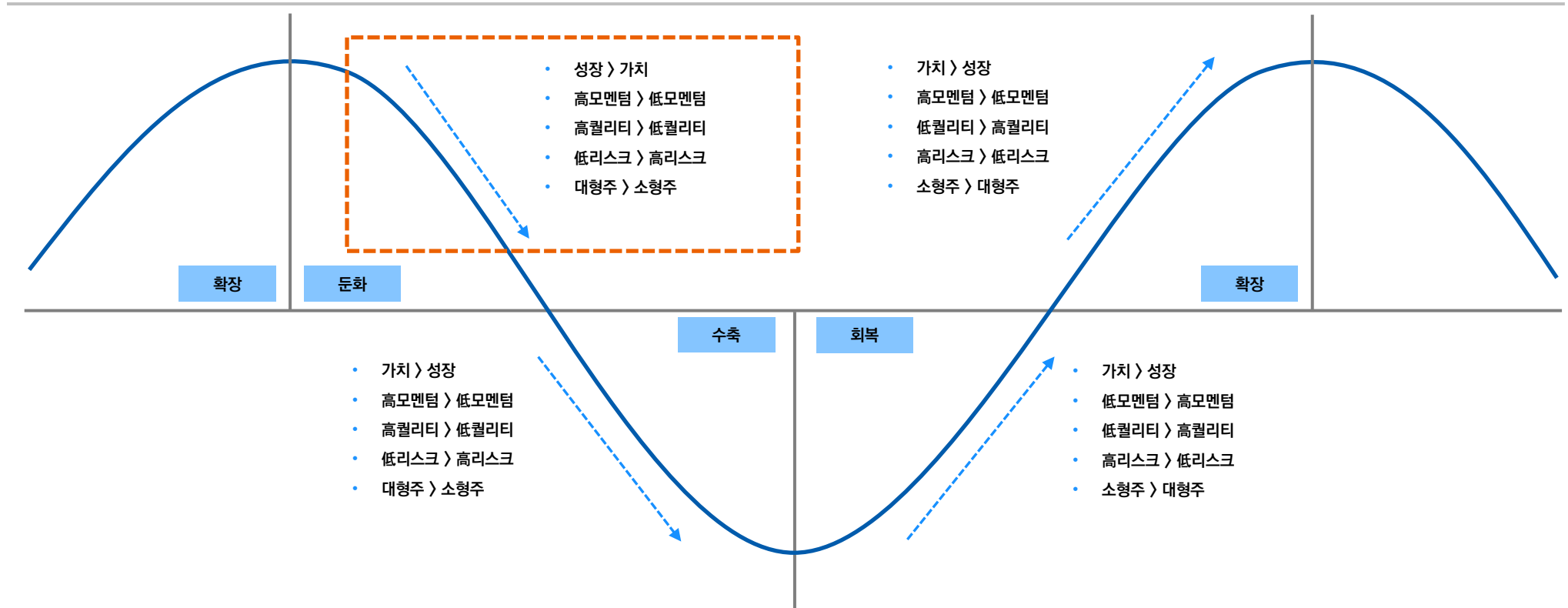
PART 2

포트폴리오/주도주 전략

1) 2025년 하반기 포트폴리오 전략: 교토삼굴(狡兔三窟)

- 글로벌 매크로 Late Cycle(둔화 → 수축) 당시 국내외 증시 포트폴리오/주도주 전략 리더십은, 1) 성장주 > 가치주, 2) 대형주 > 중소형주, 3) 高모멘텀 > 低모멘텀, 4) 高퀄리티 > 低퀄리티, 5) 低변동성 > 高변동성 Play 절대/상대우위 형태로 차별화
- '25년 하반기 포트폴리오 전략 초점은, 1) Shooting Star(실질 성장주 스타일 투자대안), 2) Fallen Angel(통계적 낙폭과대 실적주), 3) Creating Value(신정부 주주 친화적 재무정책 변화 관련 수혜주)의 교토삼굴격 세가지 투자 아이디어에 집중할 필요

경기 사이클 순환과 국면별 증시 포트폴리오/스타일 리더십 변화



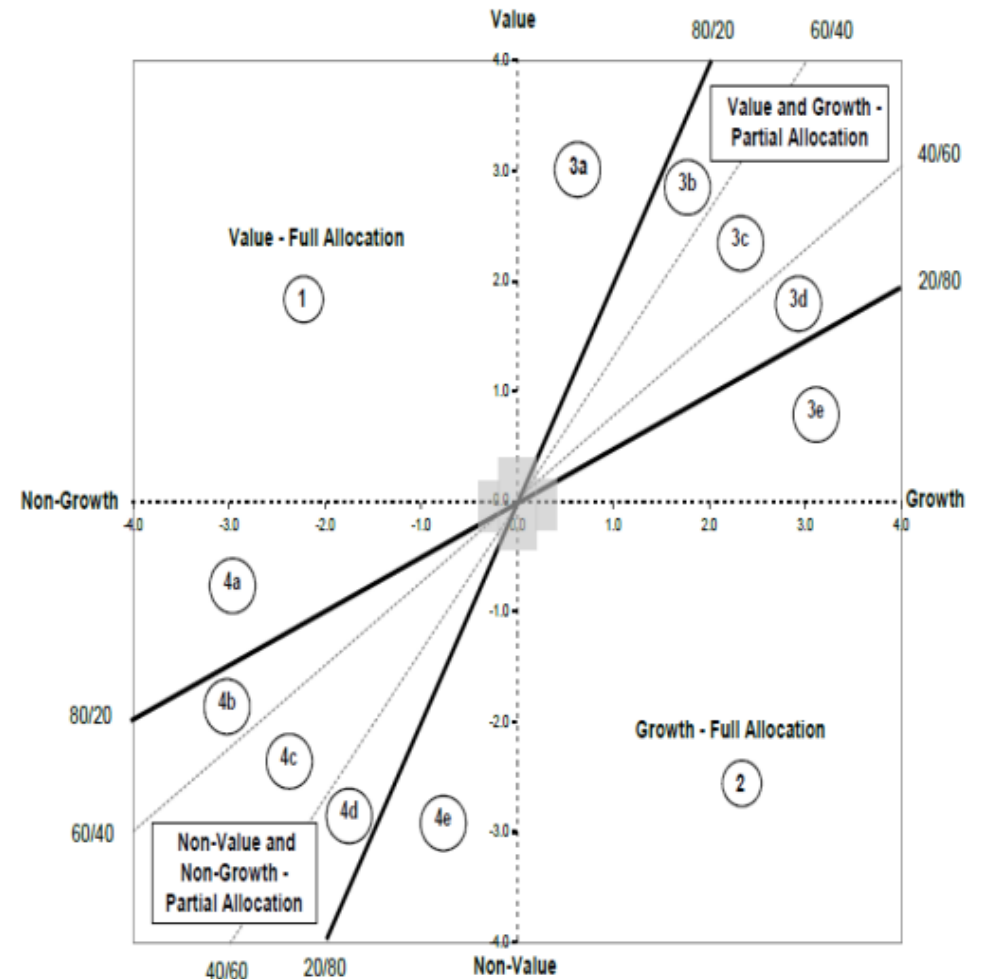
자료: 유안타증권 리서치센터



① Shooting Star: 진짜 성장주(Real Growth)로 끝까지 간다

- Quantwise WI26 업종지수 및 실적 컨센서스 보유 종목군을 대상으로 MSCI 성장/가치주 분류 방법론에 국내 실적 컨센서스를 결합해 액티브 포트폴리오 운용 관점에서 업종/종목 대안별 실질 스타일을 재판단
- 중장기 성장 기대를 실적 모멘텀으로 증명하는 진짜 성장주를 찾기 위함
- 첫째, 가치 변수(Value):
1) '24년 확정 BPS/P, 2) '24년 확정 DPS/P, 3) 12개월 Forward EPS/P
- 둘째, 성장 변수(Growth):
1) 장기 EPS 성장률('24년 확정 EPS 대비 향후 3~5년 예상 EPS 증감률),
2) 단기 EPS 성장률(12개월 Forward EPS/12개월 Trailing EPS),
3) Current Internal Growth Rate(ROE*유보율),
4) 역사적 EPS 성장률 추이(확정 EPS의 회귀분석 기울기/확정 EPS 절대값의 최근 5년 평균),
5) 역사적 SPS 성장률 추이(확정 SPS의 회귀분석 기울기/확정 SPS 절대값의 최근 5년 평균)
- 셋째, 극단값 또는 이상값 조정(Winsorizing):
상하위 10% 이내 값들은 상위 10% 경계값, 하위 10% 경계값으로 대체
- 넷째, 종목별 스타일 최종 판단(종목별 Value/Growth Z-Score):
종목별 Value 및 Growth Z-Score를 도출해 스타일을 평정
- 다섯째, 업종별 스타일 최종 판단(업종별 Value/Growth Z-Score):
종목별 Value 및 Growth Z-Score에 업종 내 시가총액 비중을 가중평균 합산해 업종별 스타일을 평정

MSCI Index 글로벌 성장주/가치주 스타일 평정 방법론 개괄



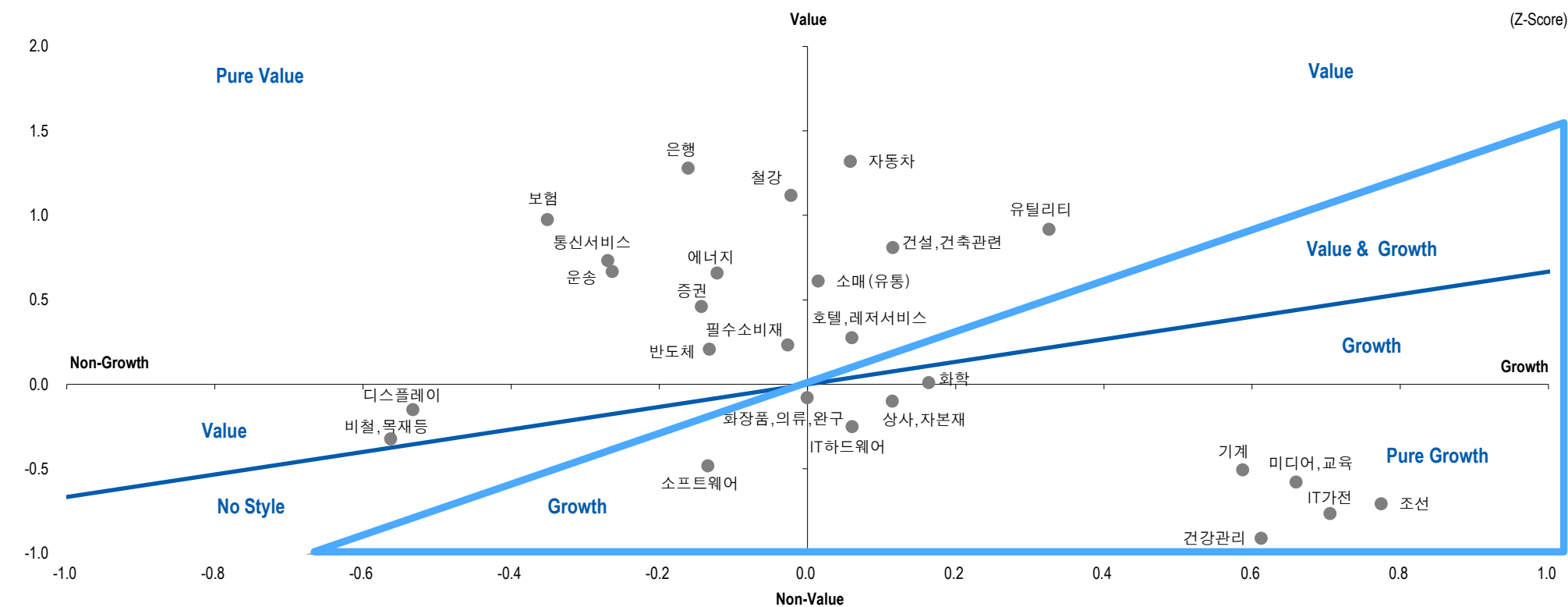
자료: MSCI



MSCI 성장/가치주 평정 방법론에 따른 WI26 업종별 실질 스타일 분포

- 5/14일 종가 기준 현재 WI26 업종들은, 1) **Pure Growth**(조선, 기계, 상사/자본재(방산), IT가전(2차전지), IT하드웨어, 바이오, 미디어/엔터), 2) **Growth**(SW, 화학, 화장품/패션), 3) **Value**(자동차, 유틸리티, 비철/목재, 건설, 소매/유통, 호텔/레저, 디스플레이), 4) **Pure Value**(반도체, 은행, 보험, 증권, 에너지, 철강, 운송, 통신, 필수소비재) 등 4개 실질 스타일 형태로 분포

MSCI 스타일 평정 방법론을 활용한 Quantiwise WI26 주요 업종별 실질 스타일 분포(5월 현재)

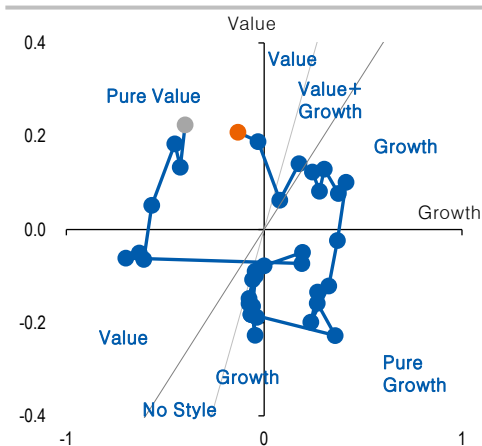


자료: Quantiwise, MSCI, 유안타증권 리서치센터



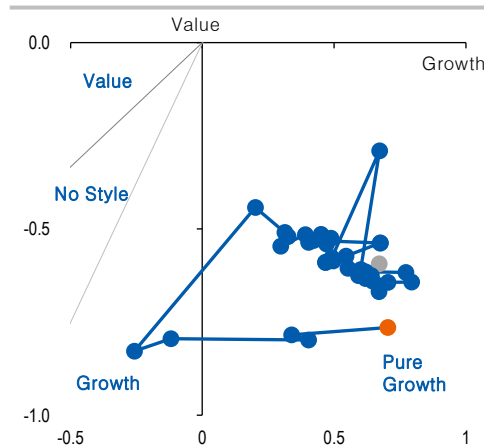
업종별 스타일 산포도 변화 Flow (1)

반도체



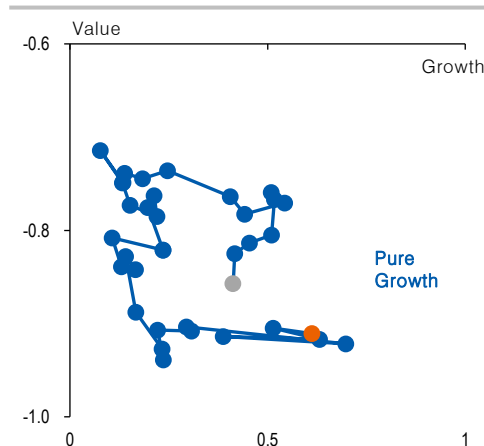
참고: 회색은 '22년 6월, 주황색은 '25년 5월 현재
자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

IT가전



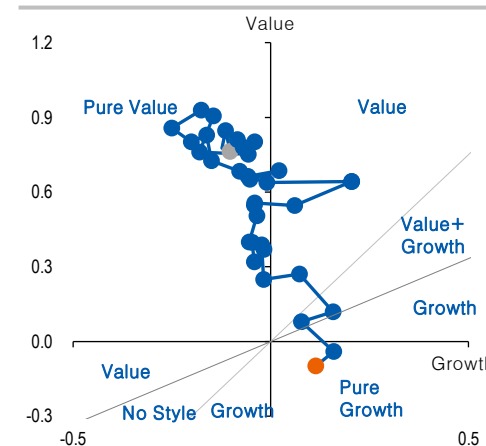
참고: 회색은 '22년 6월, 주황색은 '25년 5월 현재
자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

건강관리



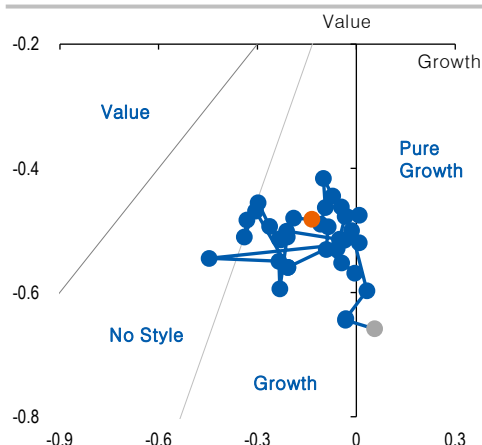
참고: 회색은 '22년 6월, 주황색은 '25년 5월 현재
자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

상사, 자본재



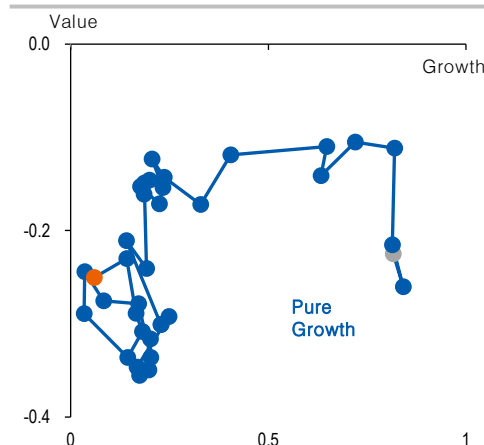
참고: 회색은 '22년 6월, 주황색은 '25년 5월 현재
자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

소프트웨어



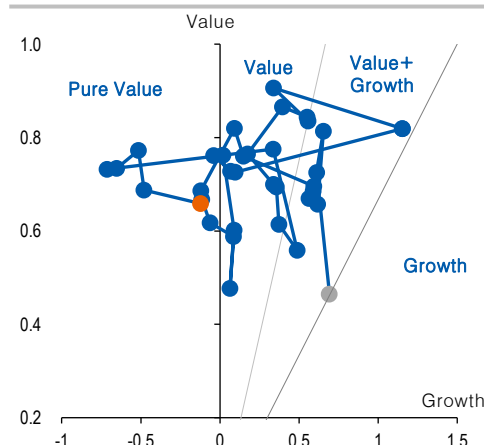
참고: 회색은 '22년 6월, 주황색은 '25년 5월 현재
자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

IT하드웨어



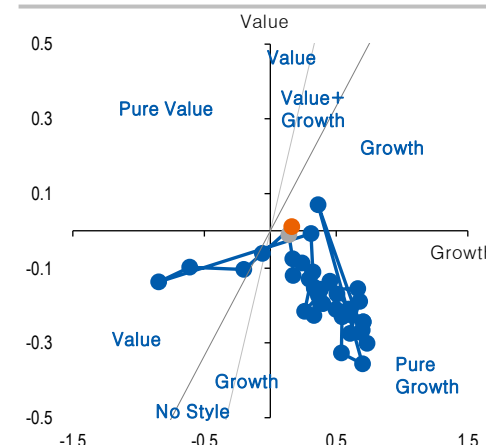
참고: 회색은 '22년 6월, 주황색은 '25년 5월 현재
자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

에너지



참고: 회색은 '22년 6월, 주황색은 '25년 5월 현재
자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

화학

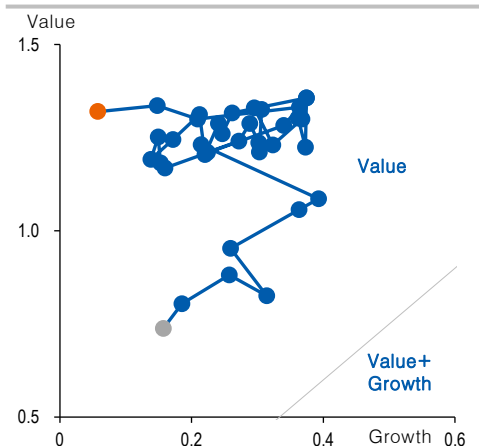


참고: 회색은 '22년 6월, 주황색은 '25년 5월 현재
자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터



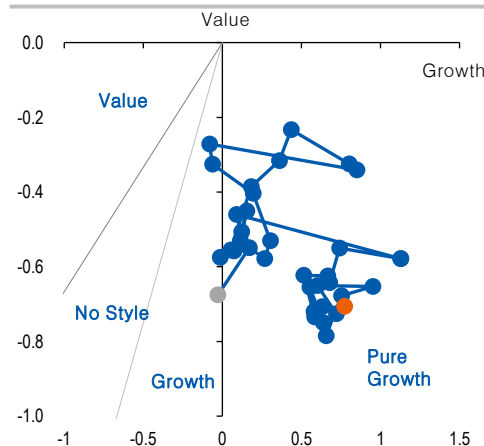
업종별 스타일 산포도 변화 Flow (2)

자동차



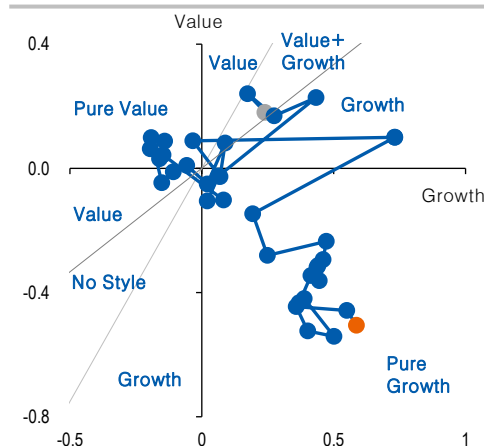
참고: 회색은 '22년 6월, 주황색은 '25년 5월 현재
자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

조선



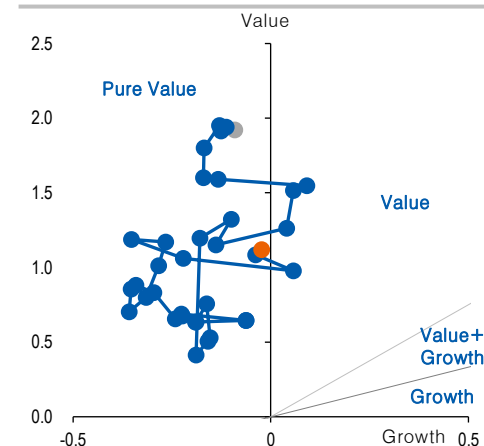
참고: 회색은 '22년 6월, 주황색은 '25년 5월 현재
자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

기계



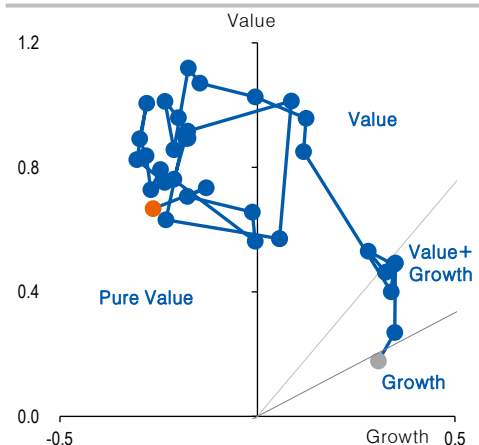
참고: 회색은 '22년 6월, 주황색은 '25년 5월 현재
자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

철강



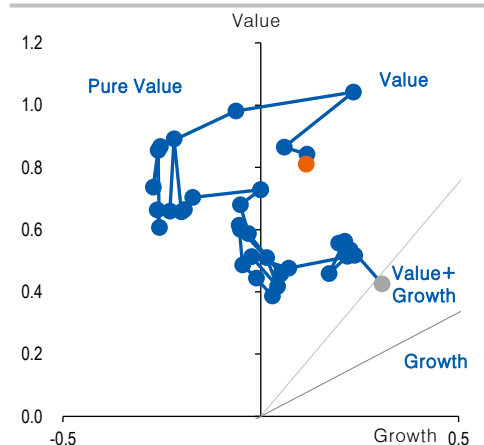
참고: 회색은 '22년 6월, 주황색은 '25년 5월 현재
자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

운송



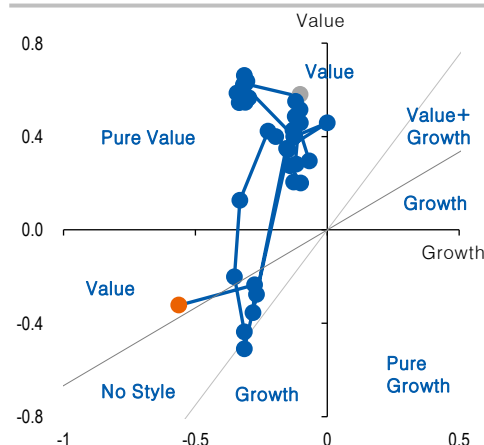
참고: 회색은 '22년 6월, 주황색은 '25년 5월 현재
자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

건설



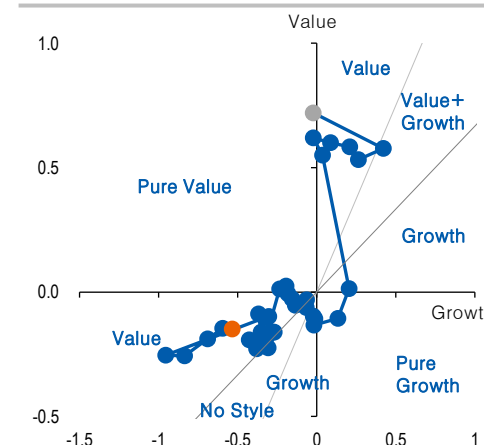
참고: 회색은 '22년 6월, 주황색은 '25년 5월 현재
자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

비철, 목재 등



참고: 회색은 '22년 6월, 주황색은 '25년 5월 현재
자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

디스플레이

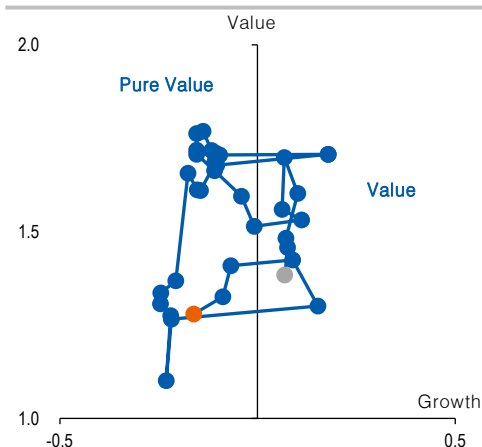


참고: 회색은 '22년 6월, 주황색은 '25년 5월 현재
자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터



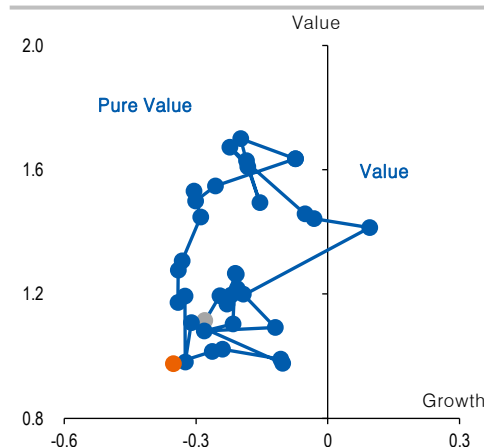
업종별 스타일 산포도 변화 Flow (3)

은행



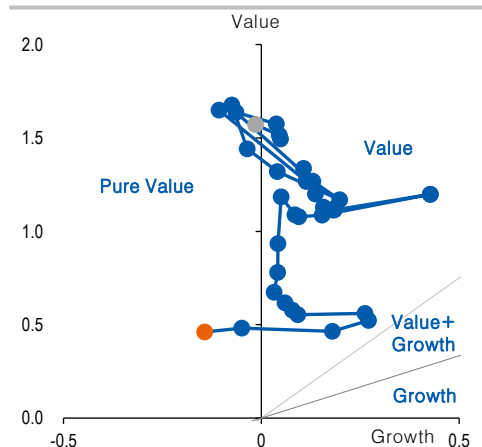
참고: 회색은 '22년 6월, 주황색은 '25년 5월 현재
자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

보험



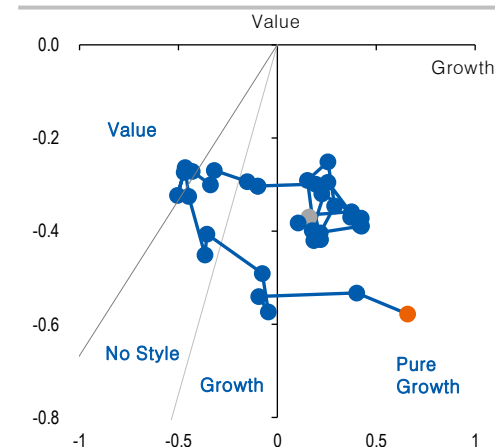
참고: 회색은 '22년 6월, 주황색은 '25년 5월 현재
자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

증권



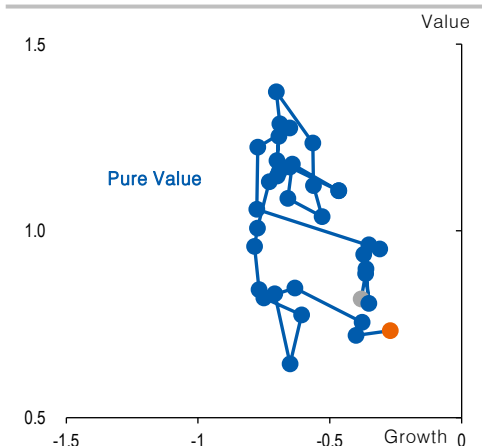
참고: 회색은 '22년 6월, 주황색은 '25년 5월 현재
자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

미디어, 교육



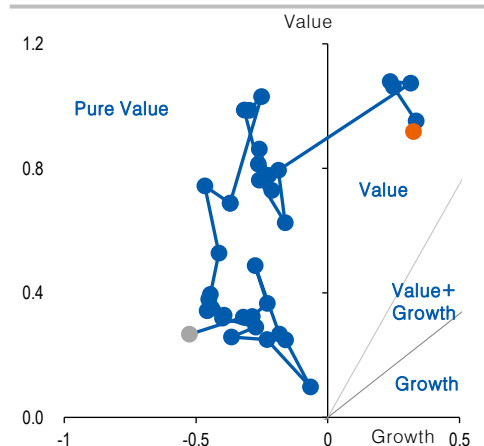
참고: 회색은 '22년 6월, 주황색은 '25년 5월 현재
자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

통신서비스



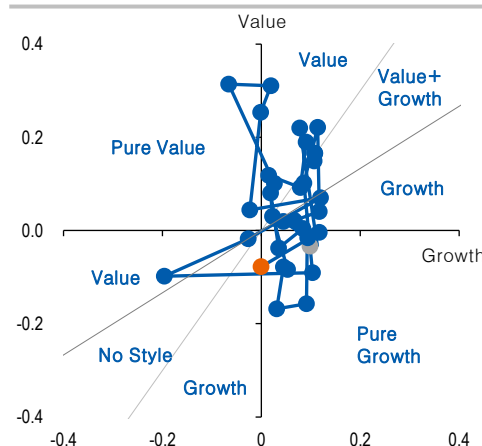
참고: 회색은 '22년 6월, 주황색은 '25년 5월 현재
자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

유틸리티



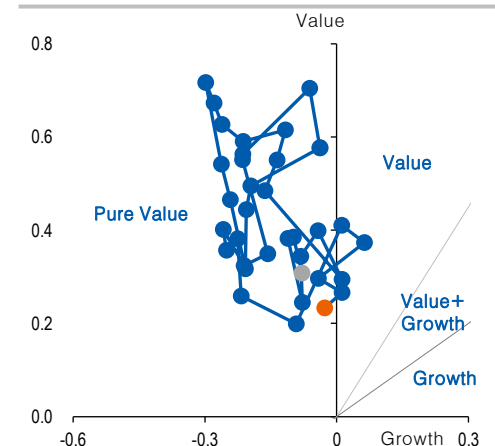
참고: 회색은 '22년 6월, 주황색은 '25년 5월 현재
자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

화장품, 의류, 완구



참고: 회색은 '22년 6월, 주황색은 '25년 5월 현재
자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

필수소비재



참고: 회색은 '22년 6월, 주황색은 '25년 5월 현재
자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터



WI26 주요 업종별 하반기 실질 스타일 재판단

- 1) 글로벌 매크로 Perfect Landing 기대, 2) Fed/Trump/Beijing Put 정책 모멘텀 강화, 3) 국내외 시장금리 하향 안정화 가능성, 4) 신정부의 내수경기 활성화와 미래산업 육성을 위한 공세적 정책부양 여지, 5) 실적 불확실성에 정비례하는 실적 모멘텀의 중요성 등은 하반기 실질 성장주군의 전술적 유용성을 지지
- 성장주 접근 전략은 주가/수급 바람몰이에 근거한 가짜 성장주 트레이딩이 아닌 '25년 하반기 실적 모멘텀 보유 진짜 성장주 압축대응으로 차별화할 필요

WI26 주요 업종별 실질 스타일 재분류(5/14일 현재)

구분	업종	Growth Z-Score	Value Z-Score	Value			Growth				
				BPS/P	12M EPS/P	DPS/P	단기 예상 EPS 성장률	Internal 성장률	장기 예상 EPS 성장률	과거 장기 EPS 성장률	과거 장기 SPS 성장률
순수 성장	건강관리	0.6	-0.9	36.5	2.9	0.2	64.5	8.2	201.8	19.4	10.9
	상사, 자본재	0.1	-0.1	117.5	7.3	1.6	29.5	8.7	50.7	25.5	10.2
	IT가전	0.7	-0.8	72.6	3.3	0.2	170.4	-1.0	287.1	-14.6	12.8
	조선	0.8	-0.7	34.0	5.4	0.6	69.0	10.4	245.7	36.3	0.6
	기계	0.6	-0.5	60.3	6.1	1.0	54.8	8.9	166.9	38.6	8.0
	IT하드웨어	0.1	-0.3	95.9	8.0	1.1	42.5	7.3	88.6	8.5	4.1
	미디어, 교육	0.7	-0.6	65.4	5.1	0.8	126.9	4.3	232.5	-1.1	12.4
성장	소프트웨어	-0.1	-0.5	77.6	6.2	0.7	46.4	7.4	121.0	-15.4	-5.9
	화학	0.2	0.0	188.2	6.4	1.1	129.5	0.2	167.4	-31.0	9.2
	화장품, 의류, 완구	-0.0	-0.1	94.0	8.8	1.7	22.0	9.1	52.5	12.8	1.8
가치	자동차	0.1	1.3	201.4	20.3	3.6	5.2	8.7	19.1	35.5	13.2
	유틸리티	0.3	0.9	216.8	19.0	1.8	43.7	9.4	124.0	9.5	11.9
	비철, 목재등	-0.6	-0.3	67.2	3.8	2.2	22.3	-0.5	6.0	-12.5	6.0
	건설, 건축관련	0.1	0.8	211.5	15.0	2.3	69.6	4.4	113.4	-1.7	8.3
	소매(유통)	0.0	0.6	227.0	10.2	2.3	115.8	3.1	85.7	-1.0	1.6
	호텔, 레저서비스	0.1	0.3	116.6	9.0	2.9	17.3	4.5	6.2	43.5	17.7
	디스플레이	-0.5	-0.1	149.1	7.4	0.8	84.9	1.1	11.4	-26.7	-2.1
순수 가치	반도체	-0.1	0.2	90.7	12.7	2.1	15.8	9.2	39.8	2.8	6.0
	은행	-0.2	1.3	213.4	17.9	3.8	9.0	5.8	22.3	10.3	13.2
	에너지	-0.1	0.7	262.7	7.8	2.5	122.4	-1.2	53.9	-7.3	9.2
	보험	-0.4	1.0	179.8	15.0	3.6	3.9	6.5	13.6	18.8	-3.1
	증권	-0.1	0.5	116.5	14.2	2.5	7.1	11.2	14.2	9.8	5.2
	필수소비재	-0.0	0.2	115.4	9.4	2.6	23.5	7.0	78.4	9.2	6.0
	운송	-0.3	0.7	153.6	13.9	2.9	19.0	8.7	19.1	11.7	-3.0
	통신서비스	-0.3	0.7	131.6	11.9	4.1	43.8	2.9	124.0	-15.6	-5.9
	철강	-0.0	1.1	312.8	8.4	3.6	58.1	0.9	152.2	-11.8	5.5

참고: 5/14일 종가 기준 현재

자료: Quantilise, MSCI, 유안타증권 리서치센터



'25년 연간 및 2~3Q 실적 모멘텀 보유 실질 성장주 스타일 업종대안 판단

- Pure Growth, Growth, Value & Growth 등 실질 성장주 스타일 투자대안 가운데 실적 모멘텀과 재무 퀄리티를 고려해 '25년 하반기 포트폴리오 알파를 도출
- '25년 및 2~3분기 실적 모멘텀(영업이익 전년 대비 증가율과 추정치 1개월 변화율 개선) 보유 실질 성장주 스타일 업종대안은 조선, 기계, 상사/자본재(방산), 바이오, 소프트웨어, 미디어/엔터, 화학. 관련 업종 대표주를 하반기 포트폴리오/주도주 전략의 중심 축으로 활용할 필요

'25년 하반기 실적 성장주 스타일 업종대안 판단

구분	업종	YTD 상대 수익률 (%)	'25년 2Q 영업이익 (%)		'25년 3Q 영업이익 (%)		'25년 연간 영업이익 (%)		12개월 선행 P/E		12개월 선행 P/B	
			전년 대비	1개월 변화율	전년 대비	1개월 변화율	전년 대비	1개월 변화율	현재	Z-Score	현재	Z-Score
순수 성장	건강관리	-7.6	69.1	-1.0	44.4	-3.5	112.6	-4.3	38.3	0.2	3.4	-0.7
	상사, 자본재	43.1	4.6	2.8	10.7	1.1	27.8	3.1	9.7	-0.7	1.0	0.1
	IT가전	-23.9	-8.2	-10.9	137.2	-14.9	142.9	-14.5	38.9	2.7	1.5	-0.2
	조선	33.3	122.0	36.1	107.4	27.8	127.9	33.5	18.6	0.0	3.1	4.2
	기계	24.8	-5.8	-0.3	61.7	5.8	13.9	0.5	16.5	2.3	1.9	3.2
	IT하드웨어	-7.4	-11.6	-8.5	79.7	-5.3	49.3	-4.2	12.5	0.4	1.0	-1.3
	미디어, 교육	14.9	27.0	-1.9	72.7	-2.4	45.9	-5.5	20.6	0.7	1.7	-0.3
성장	소프트웨어	-5.2	12.5	-0.4	24.8	0.9	27.4	-1.3	16.3	-1.7	1.3	-1.5
	화학	-14.2	3.6	-5.8	1,455.8	-12.1	514.8	-1.6	18.4	1.6	0.6	-1.8
	화장품, 의류, 완구	4.8	-21.5	0.5	-6.9	3.7	-11.5	-3.2	10.5	-1.2	1.1	-1.2
가치	자동차	-12.6	-18.8	-4.1	-13.7	-7.2	-11.2	-6.1	4.0	-1.7	0.4	-1.6
	유틸리티	14.7	45.3	-2.9	30.1	-4.9	36.6	0.1	2.9	0.0	0.4	0.3
	비철, 목재 등	-13.2	-65.9	5.6	-30.3	13.5	-42.1	13.1	29.0	5.6	1.5	2.2
	건설, 건축 관련	8.9	-32.6	11.8	10.9	17.8	46.1	16.4	6.3	-1.0	0.5	-1.7
	소매(유통)	12.5	13.9	0.8	30.7	1.8	36.1	-0.1	9.7	-0.9	0.4	-1.4
	호텔, 레저 서비스	2.5	21.0	-6.5	1.6	2.6	25.6	-1.8	11.5	-0.6	0.9	-1.7
	디스플레이	-11.2	-26.5	21.1	1,115.4	3.5	흑전	9.1	13.3	0.1	0.7	-1.1
순수 가치	반도체	-2.6	0.6	11.2	3.4	0.7	21.3	3.6	7.3	-0.6	0.9	-1.5
	은행	2.6	0.8	-0.5	-2.7	-3.2	2.5	-1.0	5.5	-0.4	0.5	0.2
	에너지	-5.3	88.6	-16.0	1,547.6	-8.4	75.1	-11.7	14.7	0.5	0.5	-1.7
	보험	-10.5	-14.2	3.6	-1.2	5.9	-1.0	-1.5	5.5	-1.4	0.6	-0.2
	증권	11.9	-26.1	-1.9	-23.3	0.8	-19.5	0.6	6.5	-0.5	0.8	0.9
	필수소비재	5.4	-24.7	1.4	-22.8	0.9	-11.5	-0.3	10.4	-0.8	1.0	-0.6
	운송	-7.5	-21.6	-10.2	-32.8	-7.8	-20.5	-12.4	6.9	-0.2	0.6	-1.5
	통신서비스	1.9	30.1	2.4	9.1	1.4	55.4	-0.6	8.4	-0.7	0.8	-0.1
	철강	-3.7	-23.4	1.5	12.9	0.4	16.1	-1.2	11.4	1.0	0.3	-1.3

참고: 5/14일 증가 기준 현재

자료: Quantwise, MSCI, 유안타증권 리서치센터



'25년 연간 및 2~3Q 실적 모멘텀 보유 실질 성장주 스타일 종목대안 판단

- 상기 방법론을 확장해 Pure Growth, Growth, Value & Growth 실질 성장주 스타일군 내 '25년 연간 및 2~3분기 실적 모멘텀 보유 종목대안을 선별

'25년 하반기 실질 성장주 스타일 종목대안 판단

구분	종목명	YTD 상대 수익률 (%)	'25년 2Q 영업이익 (%)		'25년 3Q 영업이익 (%)		'25년 연간 영업이익 (%)		12개월 선행 Valuation (배)	
			전년 대비	1개월 변화율	전년 대비	1개월 변화율	전년 대비	1개월 변화율	P/E	P/B
순수 성장	한화에어로스페이스	165.2	86.1	15.2	69.6	19.1	71.4	20.5	22.4	4.7
	HD현대중공업	37.1	128.2	46.6	111.4	35.8	159.8	43.2	25.4	5.1
	한화오션	107.9	흑전	52.6	806.6	44.0	312.5	49.5	31.1	4.2
	HD현대일렉트릭	-19.6	14.2	1.0	32.2	3.2	37.1	1.4	16.4	5.4
	삼양식품	16.8	20.1	0.0	36.4	1.3	33.5	1.1	18.1	5.4
	HD현대미포	20.8	328.8	37.9	125.1	23.1	280.1	24.4	23.1	2.9
	LS ELECTRIC	26.6	12.2	3.7	85.8	6.6	21.3	0.5	17.5	2.9
	효성중공업	23.9	103.6	12.0	15.9	2.9	45.0	5.2	12.5	2.0
	클래시스	32.4	36.6	0.6	55.7	0.8	41.6	0.2	27.8	7.3
	카카오페이	12.6	흑전	135.3	흑전	160.0	흑전	47.4	72.4	2.2
	파마리서치	37.4	33.8	0.8	24.1	0.9	35.2	0.5	28.6	6.0
	에스엠	58.6	45.5	8.1	175.8	4.3	63.7	6.9	25.3	3.6
	에이피알	45.4	45.8	4.2	54.3	2.5	41.1	3.2	18.4	5.4
	이수페타시스	32.5	45.3	3.0	65.5	3.0	61.6	3.2	18.2	4.2
	한전기술	12.4	2.9	0.4	57.3	2.0	7.2	1.9	27.4	3.7
	실리콘투	6.0	14.2	1.7	18.0	1.2	24.5	1.5	15.6	5.1
	산일전기	-22.0	63.1	5.2	55.0	5.9	48.4	4.4	12.7	3.0
	대웅제약	0.5	6.5	3.4	17.9	0.1	15.9	0.7	10.9	1.6
	비에이치아이	90.5	58.9	7.3	82.4	8.1	84.4	9.4	31.9	6.4
	덕산네오룩스	5.0	66.1	1.5	90.2	4.6	37.2	0.5	10.9	1.5
성장	폴무원	31.1	41.6	0.5	18.4	4.1	21.8	1.9	9.8	1.6
	세진중공업	2.3	64.1	7.9	1,702.5	43.8	34.3	11.1	14.4	2.3
	HD한국조선해양	15.4	125.8	39.3	105.4	27.8	147.7	46.9	8.1	1.4
가치&성장	코웨이	19.8	6.8	0.6	8.2	0.2	8.3	0.8	9.4	1.7
	SK하이닉스	2.3	59.4	11.4	37.4	4.3	53.1	5.3	4.6	1.1
	현대백화점	17.7	66.5	2.5	25.9	0.6	32.6	0.4	6.0	0.3

참고: 5/14일 종가 기준 현재

자료: Quantwise, MSCI, 유안타증권 리서치센터



② Fallen Angel: 통계적 낙폭과대 실적주 팔목상대

- 상반기를 통해 최악은 지났다는 안도감과 하반기 경기/정책/증시 정상화에 대한 기대감간 결합은 통계적 낙폭과대 실적주의 투자전략 측면 가치를 지지
- 이에, 1) 업종/KOSPI 상대주가의 200일 MA 대비 현 위치(Z-Score)가 -1.0 하방 임계선 이하이며, 2) 연초 이후 KOSPI 대비 마이너스 상대 수익률을 기록 중인 낙폭과대 업종 가운데, 3) '25년 연간 및 2~3분기 실적 모멘텀을 보유한 투자대안을 선별
- 반도체, IT가전(2차전지), 디스플레이, 바이오, 화학, 철강이 관련 맥락에 부합하는 역발상적 관심이 요구되는 하반기 시장의 추락천사에 해당

실적 모멘텀 보유 낙폭과대(업종/KOSPI 상대주가의 200일 MA 대비 현 위치가 Z-Score -1 하방 임계선 이하 & 연초 이후 KOSPI 대비 마이너스 상대 수익률) 업종대안 판단

구분	YTD 상대 수익률 (%)	업종/KOSPI 상대주가의 200일 MA 대비 현 위치 (Z-Score)			'25년 2Q 영업이익 (%)		'25년 3Q 영업이익 (%)		'25년 영업이익 (%)		밸류에이션 (12M Fwd, 배)	
		현재	1개월 전	3개월 전	전년 대비	1개월 변화율	전년 대비	1개월 변화율	전년 대비	1개월 변화율	P/E	P/B
IT가전	-25.8	-2.2	-1.9	-1.5	-10.6	-13.9	135.5	-14.3	141.8	-15.7	40.3	1.5
비철,목재등	-16.3	-0.2	-0.7	1.8	-58.5	29.0	-21.4	26.6	-31.6	27.0	23.1	1.5
화학	-16.0	-2.1	-1.8	-2.2	2.5	-7.3	1,509.0	-9.8	537.7	0.7	18.0	0.6
자동차	-12.4	-0.8	-0.8	-0.3	-20.1	-2.7	-15.2	-6.8	-12.0	-5.6	4.1	0.4
보험	-11.5	-1.0	-0.9	0.4	-14.2	3.6	-0.2	7.0	-1.3	-1.6	5.6	0.6
디스플레이	-11.0	-0.9	-1.4	-0.7	-33.1	10.2	1,104.7	2.6	흑전	5.7	13.8	0.7
건강관리	-10.4	-0.5	-0.1	0.6	67.8	-1.3	44.4	-3.1	113.6	-3.7	35.8	3.3
철강	-7.5	-1.4	-0.8	-1.7	-28.5	-1.1	6.9	-3.0	9.7	-1.6	12.2	0.3
소프트웨어	-7.1	0.0	0.4	0.8	12.0	1.5	25.4	0.3	28.0	0.3	16.2	1.3
IT하드웨어	-5.5	-0.3	-0.8	-0.3	-12.8	-9.1	78.6	-5.8	47.4	-5.1	13.3	1.1
에너지	-3.8	-0.3	-0.6	0.1	89.0	-14.4	1,552.8	-3.6	73.2	-8.7	15.1	0.5
반도체	-2.6	-1.1	-1.0	-1.7	0.6	11.2	3.4	0.7	21.3	3.6	7.3	0.9
통신서비스	-1.6	0.6	1.3	1.4	26.1	-1.0	5.6	-2.4	52.9	-2.1	8.5	0.8
필수소비재	1.8	0.8	1.0	0.8	-25.1	1.2	-22.8	1.7	-11.8	-0.2	10.2	1.0
호텔,레저서비스	1.9	0.6	0.5	0.2	21.2	0.2	2.1	-1.2	26.3	-0.6	12.0	1.0
은행	2.2	0.5	-0.2	0.7	0.8	-0.6	-2.7	-3.4	2.3	-1.0	5.5	0.5
화장품,의류,완구	5.9	1.0	0.1	0.3	-23.1	-3.9	-8.4	-1.4	-14.3	-5.5	11.0	1.2
운송	6.4	0.9	0.3	1.1	-22.7	-9.4	-33.8	-6.5	-22.7	-14.0	8.0	0.7
소매(유통)	6.9	0.7	0.5	-0.5	18.0	3.4	31.5	1.5	38.0	1.3	9.6	0.3
건설,건축관련	9.6	0.8	0.7	-0.3	-32.1	-0.7	12.0	2.0	46.4	1.1	6.6	0.5
유틸리티	9.6	0.8	0.7	0.2	45.3	-2.3	30.1	-4.1	36.6	0.1	2.8	0.4
증권	13.2	1.4	0.9	1.0	-26.5	1.9	-24.1	-0.4	-19.5	1.1	6.6	0.8
미디어,교육	13.4	2.0	1.4	0.6	26.5	-1.6	74.4	0.7	44.1	-3.6	20.5	1.6
기계	28.4	2.3	1.1	1.3	-5.0	0.9	63.2	6.5	14.4	1.1	16.7	2.0
조선	30.4	2.2	1.9	2.1	122.4	34.6	107.7	25.0	128.4	32.8	18.2	3.0
상사,자본재	39.4	3.0	2.6	0.9	5.3	2.8	11.5	2.6	28.2	3.0	9.4	0.9

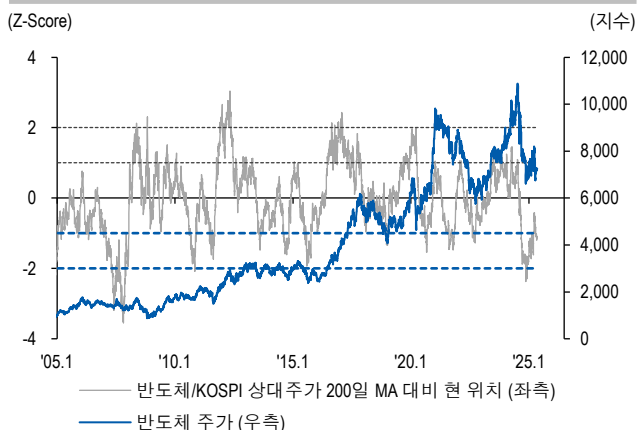
참고: 5/14일 종가 기준 현재

자료: Quantilise, 유안타증권 리서치센터



통계적 낙폭과대 6選: 업종/KOSPI 상대주가의 200일 MA 대비 현 위치

반도체/KOSPI 상대주가의 200일 MA 대비 현 위치



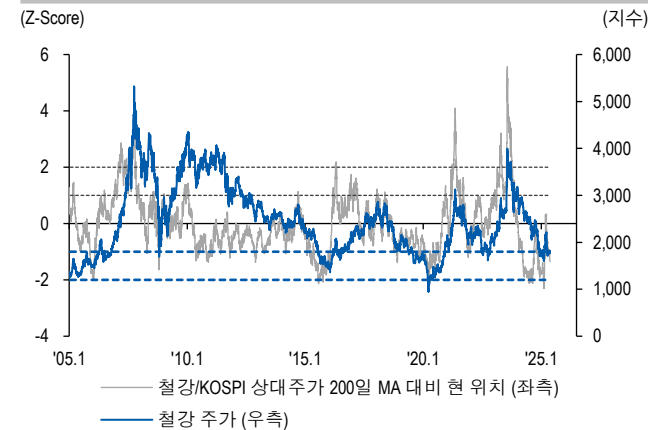
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

IT가전/KOSPI 상대주가의 200일 MA 대비 현 위치



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

철강/KOSPI 상대주가의 200일 MA 대비 현 위치



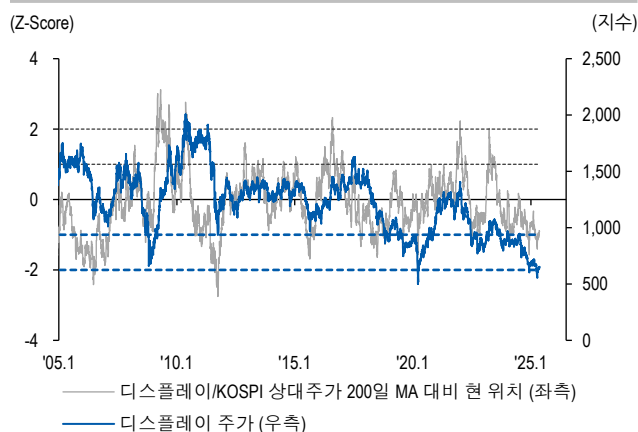
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

화학/KOSPI 상대주가의 200일 MA 대비 현 위치



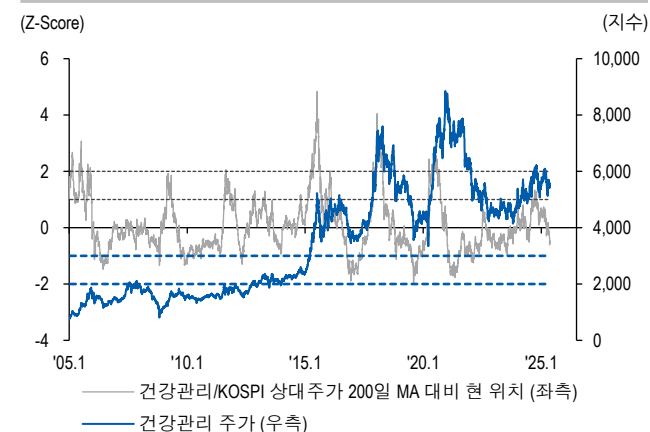
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

디스플레이/KOSPI 상대주가의 200일 MA 대비 현 위치



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

건강관리/KOSPI 상대주가의 200일 MA 대비 현 위치



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터



'25년 연간 및 2~3Q 실적 모멘텀 보유 낙폭과대 종목대안 판단

- 1) 실적 컨센서스 보유 종목군을 대상으로, 2)종목/KOSPI 상대주가의 200일 MA 대비 현 위치(Z-Score)가 -1 하방 임계선 이하이거나, 3)연초 이후 KOSPI 대비 마이너스 상대 수익률을 기록 중인 낙폭과대주 가운데, 4) '25년 연간 또는 2~3Q 실적 모멘텀을 보유한 종목대안을 선별
- LG화학, 서진시스템, 동아에스티, 유한양행, CJ제일제당, POSCO홀딩스, 원익IPS 등이 역발상 측면 관심이 요구되는 하반기 시장의 액티브 알파에 해당

낙폭과대(종목/KOSPI 상대주가의 200일 MA 대비 현 위치가 Z-Score -1 하방 임계선 이하 & 연초 이후 KOSPI 대비 마이너스 상대 수익률) 실적주 옥석 가리기

구분	YTD 상대 수익률 (%)	시장 대비 업종 상대주가의 200일 이동평균 대비 현 위치 (Z-Score)			'25년 2Q 영업이익 (%)		'25년 3Q 영업이익 (%)		'25년 영업이익 (%)	
		현재	1개월 전	3개월 전	전년 대비	1개월 변화율	전년 대비	1개월 변화율	전년 대비	1개월 변화율
쏘카	-33.1	-1.0	-0.6	0.0	흑전	0.0	67.8	0.0	흑전	0.0
포스코퓨처엠	-28.9	-1.9	-1.4	-1.7	492.4	3.5	1805.3	-12.3	11465.2	12.4
LG화학	-28.7	-1.7	-1.1	-1.3	흑전	0.4	1642.3	-18.1	흑전	-5.1
서진시스템	-26.6	-1.2	-2.0	-0.4	16.2	-4.9	75.8	-2.2	63.2	0.0
동아에스티	-26.3	-1.3	-1.6	-0.2	흑전	6.4	116.2	-21.3	흑전	1.1
GS리테일	-23.8	-1.4	-1.2	-0.7	33.1	-9.6	9.0	-4.8	7.4	-10.2
유한양행	-20.1	-1.2	-0.5	1.1	109.2	0.6	-28.6	53.7	106.6	-7.2
에코프로비엠	-19.6	-1.3	-1.2	-1.3	247.5	-3.4	흑전	-22.5	흑전	-6.7
CJ제일제당	-17.7	-1.3	-0.9	-1.2	-0.1	-2.4	6.4	0.1	3.3	-2.4
POSCO홀딩스	-10.6	-1.5	-0.9	-1.7	-4.5	0.8	1.0	-0.6	24.9	-0.3
원익IPS	-5.8	-1.3	-1.2	-1.7	흑전	1.2	93.3	27.7	585.4	-1.9
아이패밀리에스씨	-5.7	-1.1	-1.1	-1.1	17.0	-18.6	16.6	-7.0	8.9	-13.2

참고: 5/14일 종가 기준 현재

자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터



③ Creating Value: 신정부 주주 친화적 재무정책 변화 수혜주 찾기

- 신정부는 윤석열 정권에서 추진됐던 '자본시장 선진화 정책'에 기업 지배구조 개선과 주주/시장 친화적 재무정책 변화 등을 강제 및 뒷받침하는 세제/제도 개편을 더해 중장기 코리아 디스카운트 탈피 행보에 박차를 가할 전망
- 이에, 1) P/B 1배 이하의 실적 컨센서스 보유 기업 가운데, 2) 최근 3개년 주주이익 환원율이 지속 개선(또는 평균 20% 이상) 중인, 3) '25년 실적 모멘텀 보유, 4) 시가총액 5천억원 이상의 중대형주를 선별. Rock-bottom 주가/밸류에 가려진 Hidden Value를 하반기 시장의 액티브 알파로 활용할 필요

신정부 주주친화적 재무정책 변화 수혜주 찾기: 1) 12M Fwd P/B 1배 이하, 2) 최근 3개년 주주이익 환원율 개선(또는 20% 이상), 3) '25년 실적 모멘텀을 보유, 4) 시가총액 5,000억원 이상의 중대형주

구분	종목명	P/B (12M Fwd, 배)	현금배당액 (십억원)			자사주매입액 (십억원)			주주이익 환원율 (%)				'25년 영업이익 (%)	
			2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	평균	전년 대비	1개월 변화율
비금융주	삼성에스디에스	1.0	247.5	208.9	224.3	0.0	0.0	0.0	21.9	29.8	28.4	26.7	7.4	2.9
	LG생활건강	0.9	67.1	58.8	58.8	0.0	0.0	0.0	26.0	35.9	28.8	30.2	7.7	2.2
	LX세미콘	0.8	73.2	29.3	39.0	0.0	0.0	0.0	31.3	28.9	29.9	30.1	15.3	3.1
	풍산	0.7	27.3	32.8	71.0	22.4	0.0	0.0	28.4	21.0	30.1	26.5	3.0	4.5
	SK가스	0.7	58.3	71.8	71.8	0.0	0.0	0.0	22.7	22.7	40.4	28.6	56.8	1.5
	삼성물산	0.6	376.4	417.4	425.5	0.0	0.0	0.0	14.8	15.3	15.4	15.2	3.5	1.2
	LG유플러스	0.6	279.4	279.4	279.4	0.0	0.0	0.0	42.2	44.3	88.8	58.4	14.8	1.6
	대상	0.6	28.8	28.8	30.6	0.0	0.0	0.0	35.1	42.1	31.7	36.3	15.3	4.1
	금호석유화학	0.5	146.4	76.5	57.3	150.0	100.0	50.0	29.1	39.5	30.8	33.1	45.7	6.4
	한화	0.4	73.7	73.7	72.2	9.1	0.0	126.3	4.1	4.5	11.7	6.8	47.8	6.8
	팬오션	0.3	80.2	45.4	64.2	0.0	0.0	0.0	11.8	18.5	23.9	18.1	4.1	0.9
금융주	NH투자증권	0.7	245.8	280.8	329.3	0.0	0.0	51.5	81.2	50.8	55.5	62.5	10.4	1.0
	키움증권	0.6	89.2	88.1	205.7	84.1	34.7	82.1	34.1	27.9	34.5	32.2	4.8	3.2
	미래에셋증권	0.6	123.4	89.8	146.7	85.7	69.9	170.3	29.6	47.9	34.2	37.3	2.5	3.2
	하나금융지주	0.4	976.7	979.9	1,015.9	0.0	150.0	396.9	26.8	32.6	37.5	32.3	6.5	0.8
	iM금융지주	0.3	109.9	91.5	83.2	0.0	20.0	0.0	24.7	27.1	41.3	31.0	118.5	2.6

참고: 5/14일 종가 기준 현재

자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터



P/B 1배 이하 주주이익 환원율 상위주와 자사주 5% 이상의 밸류업 관련주를 주목

- '24년 12월 말 자본시장 선진화와 코리아 디스카운트 탈피(밸류업)의 일환으로 자사주 관련 제도 개선안이 도입. 신정부는 상법(또는 자본시장법) 개정을 통해 주주이익 환원 및 기업 밸류업 관점하 5% 이상 자사주 보유 기업에게 자사주 처분/소각을 강제 또는 장려하는 정책대응에 집중할 개연성이 높은 것으로 판단
- '25년 하반기 Creating Value Play의 또 다른 한 축으로서, 1) 자사주 5% 이상 보유, 2) '25년 실적 모멘텀 또는 주주 친화적 재무정책 변화 여력 검토, 3) 밸류업 (KRX 밸류업 지수 편입 또는 밸류업 공시) 대표주를 주목할 필요

자사주 5% 이상 보유 밸류업 실적주 옥석 가리기

구분	종목명	YTD 상대 수익률(%)	자사주 비중(%)	'25년 예상 (% , 전년 대비)				밸류에이션 (12M Fwd, 배)	
				FCF/시가총액	ROE(지배)	배당수익률(FY1)	순이익 증가율	P/E	P/B
KRX 밸류업 지수 편입 종목	엔씨소프트	-26.5	9.8	4.0	5.7	1.7	60.2	17.5	0.9
	메디톡스	39.0	9.3	2.4	8.8	0.5	131.7	31.6	2.5
	현대엘리베이터	39.0	7.6	8.7	22.0	7.5	48.2	10.6	2.1
	미스토홀딩스	-14.5	7.1	13.0	11.8	4.3	67.0	8.9	1.0
	JYP Ent.	-6.9	6.8	3.8	23.0	1.0	35.3	18.8	3.7
	SK하이닉스	1.9	5.2	14.4	30.6	0.9	51.3	4.6	1.1
	이녹스첨단소재	12.4	5.2	-8.7	15.2	1.6	22.7	6.0	0.8
KRX 밸류업 지수 미편입 종목 중 기업가치 제고 계획 공시기업	SK	-0.7	24.6	3.2	2.8	5.1	275.4	11.5	0.3
	금호석유화학	19.9	14.4	5.0	6.4	2.4	13.9	7.9	0.5
	SK네트웍스	-6.6	12.4	7.3	2.6	5.7	12.2	15.9	0.4
	신세계	22.4	10.9	18.9	4.4	2.8	39.4	7.5	0.3
	HD현대	-5.4	10.5	31.3	10.3	4.6	67.3	6.0	0.6
	유한양행	-19.5	7.9	1.2	5.7	0.5	118.1	56.8	3.6
	롯데웰푸드	-2.3	6.3	8.4	4.6	3.1	20.8	9.7	0.5
	LG생활건강	-1.5	5.4	8.1	5.0	1.3	48.3	19.4	0.9

참고: 5/14일 증가 기준 현재

자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터



2) 하반기 섹터/업종 View (1)

섹터/업종	Key Idea	Top Picks
반도체 (백길현 Analyst)	- 미 정부의 반도체 관세 정책에 대한 우려가 여전하나 AI 연산 주권 확보를 위한 노력이 모멘텀으로 작용할 것 2H25 메모리반도체 시장은 HBM/DDR5 등 고부가 제품 위주의 성장이 지속될 가능성이 높을 것으로 전망. AI Chipset(NVIDIA GB300, Google TPU, AWS Trainium/Inferentia)을 활용한 주요 Tech기업들의 AI 연산 주권 확보 트렌드가 업종에 긍정적인 것으로 예상	SK하이닉스
제약/바이오 (하현수 Analyst)	- 트럼프 정부의 의약품 관세 부과 예고 및 약가 인하 행정 명령에 서명하면서 산업 내 불확실성 높아질 것으로 예상 - 구체적인 정책 실행 방안 등을 밝히지는 않았으나 해외 선진국에 비해 높은 약가를 지불하지 않겠다 원칙 - FDA 인력 감축 및 CBER 센터장으로 Vinay Prasad가 임명되며 FDA 규제 강화, 심사 지연 등 우려. Prasad는 FDA의 가속 승인 등에 부정적인 인물로 유명	삼성바이오로직스 에이비엘바이오
조선 (김용민 Analyst)	- 상반기 트럼프 행정부 수해업종으로 부각되며 주가 지속적인 상승, 밸류에이션 부담 제기되고 있는 구간 - 그러나, 기정 사실화된 FY25~27F 실적 개선 사이클과 하반기 추가적인 미국발 조선업종 수해 이벤트는 지속적인 리레이팅 트리거로 작용할 것	한화오션
자동차 (김용민 Analyst)	- 상품 믹스 개선세 둔화, 미국 시장 완성차 관세 불확실성에 기인한 투자심리 약화는 하반기 지속 전망 - 원화 약세로 인한 우호적 환차익 지속될 경우, 하반기 배당매력 부각되며 반등 가능성 존재	현대모비스
2차전지 (이안나 Analyst)	하반기 섹터 Overweight 의견 제시. 1) 미국 관세 정책, IRA(AMPC 포함) 등 2차전지 섹터 정책 불확실성 완료, 2) 2026년 EV 인기 신차 출시 확대로 하반기 실적 개선 기대, 3) 테슬라 인베스트리 데이(휴머노이드 등) 이벤트 드리븐 등으로 하반기 비중 확대 유효	LG에너지솔루션 포스코퓨처엠 나노신소재
건설 (장윤석 Analyst)	- 하반기에도 지속될 원가율 하향 추세. '21-'22년 착공 현장 준공에 따른 믹스개선 효과가 하반기에 강화되며 업종 전반적인 이익 성장 기대감 유효 - Q 성장 기대감 또한 존재. 중장기 준공 및 입주 물량 감소로 인한 주택 가격 상승 압력은 부동산 시행사 및 조합의 신규 사업 착수 유인. '25년 6월 대선 이후 구체화될 주택 공급 정책은 업종 양적 성장 기대감의 근거로 작용할 전망	GS건설
건설기계 (장윤석 Analyst)	- 북미 관세 정책에 쏠린 시선. '25년 7월로 유예된 미국의 상호관세에 대한 협상 결과에 따라 북미 시장 수요가 탄력적으로 증가할 트리거 존재 - 글로벌 건설기계 산업의 바텀아웃은 시기의 문제. 최근 3~4 년 간 지속된 글로벌 건설기계 다운사이클은 주요국 금리 인하, 러-우 전쟁 종전, 북미 관세 불확실성 해소 시 바텀아웃 임박	두산밥캣
정유/화학 (황규원 Analyst)	- 정유업종은 약세 압박이 이어질 전망. 국제 원유가격 약세(두바이 평균 63~65\$)로 재고손실 압박, 러시아 정유설비 재가동 변수 존재. - 우크라이나 전쟁이 휴전으로 접어들게 되면, 그동안 제재로 수출생산이 줄어들었던 러시아 정유설비 80만b/d가 재가동될 수 있으며 이는 정제마진 압박요인 - 석유화학 업종은 바닥 탈출 징후가 나타나기 시작할 전망. 글로벌 관세전쟁으로 위축되었던 석화제품 수요는 각국의 내수 경기 부양으로 상반기 보다 개선 예상. - 추가적으로 국제 원유가격 하락에 따라 석화 원료가격 부담이 낮아질 것. 특히, 3분기 NCC설비 흑자전환을 테스트할 것으로 예상	롯데케미칼 코오롱인더
전력기기 (손현정 Analyst)	- 전력 수요 확대에 따른 업황 사이클은 유효하며 미국 인프라 교체 수요, AI 및 데이터센터 전력 수요 증가, 재생에너지 확산 등 구조적 전력 수요 증가는 여전히 진행 중. 2022년 말 시작된 확장 사이클은 최소 2029년까지 이어질 가능성이 높은 상황 속 밸류에이션 부담보다 실적 기반 선별 매수 필요	산일전기 효성중공업 LS ELECTRIC



하반기 유안타 섹터/업종 View (2)

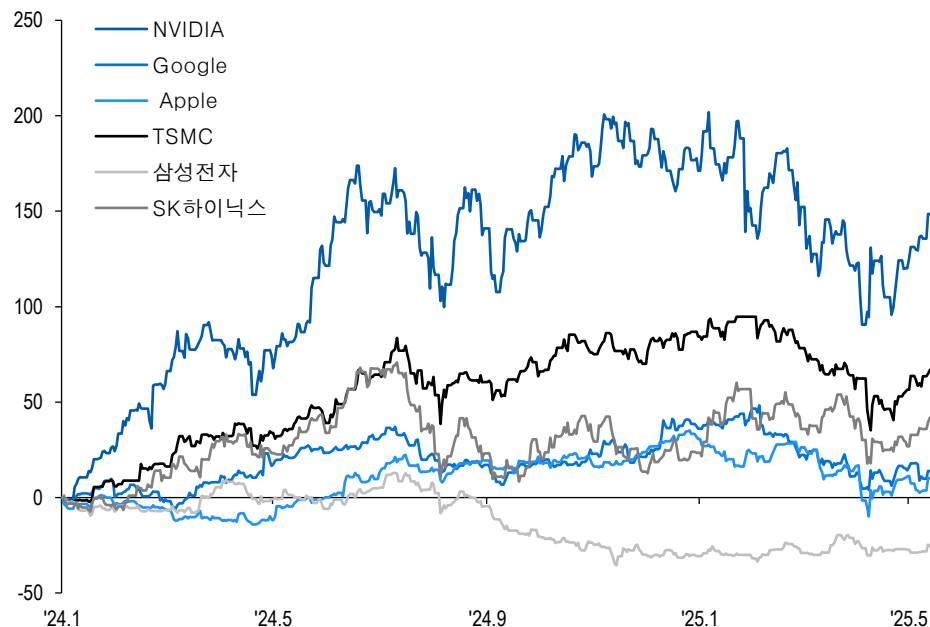
섹터/업종	Key Idea	Top Picks
철강/금속 (이현수 Analyst)	3월 양회에서 중국 국가발전개혁위원회가 보고한 바와 같이 철강 생산능력 축소와 감산이 하반기에 전망됨. 5월 현재 아직 구체화된 정책 및 수치가 발표되지는 않았지만 철강 산업 및 기업 관계자들의 의견을 청취하는 과정을 거치고 있는 것으로 추정 - 중국은 상반기 정책의 중심이 미국과의 관세 전쟁에 맞춰져 있던 것으로 사료되나 5월 미국과 잠정 협상이 타결되며 철강산업 구조조정 등 타 정책에 대해 속도를 낼 것으로 예상. 중국 내 공급개혁 진행 시 물량 및 가격 측면에서 국내 철강업체들에게 긍정적 효과를 줄 것으로 판단	POSCO홀딩스 현대제철
인터넷/플랫폼 (이창영 Analyst)	1분기 내수경기 바닥. 추경 집행에 따른 소비 회복 등 하반기 광고, 소비 회복에 따른 매출 성장 전망 - 신규채용 동결 등 비용효율화 지속에 따른 이익률 개선 예상. 타겟 광고, 상품 추천, AI 신규서비스 등 AI 를 통한 가시적 성과 시현으로 밸류에이션 회복 기대	NAVER
게임 (이창영 Analyst)	- AI로의 개발인력 대체, 인위적인 구조조정 등 고정비 감소. 과거와 다른 신작 개발 속도로 풍부해진 신작 라인업 - 한한령 해제 흐름에 따른 국내 게임 중국 서비스 확대, 기존 모바일 중심에서 PC, 콘솔을 통한 해외 매출 증가 전망	크래프톤
미디어/엔터 (이환욱 Analyst)	하반기 엔터 업종은 실적 성장성과 밸류에이션 리레이팅이 가능한 구간으로 진입할 예정. 유기적 & 비유기적 실적 성장이 동반해서 나타날 것으로 예상되며, 中 한한령 해제 관련 밸류업도 가능할 것으로 전망됨	하이브 에스엠 디어유
통신 (이승웅 Analyst)	- 이익 증가가 통신업종 주가 변동에 중요한 요소로 작용하는 중, 수익성 개선폭이 크게 나타나는 KT와 LG유플러스에 대해 긍정적 시각 유지 - 비용 효율화 및 저수익 사업 정리를 통한 수익성 제고는 지속, KT를 시작으로 감가비 감소에 따른 이익 개선 본격화 예상 - SK텔레콤의 정보 유출 사건과 단통법 폐지(6/27)로 하반기 마케팅 경쟁이 일부 발생할 가능성은 존재하지만 이익 레벨과 주주환원에 영향을 줄 가능성은 낮음	KT
카지노 (이환욱 Analyst)	1Q25 관광 비수기 시즌임에도 불구하고 중국인 관광객 수 회복률이 전분기 대비 가파른 회복세를 기록함. 한중 관계 개선에 따른 회복세 가속화 될 전망(단체관광객 무비자 입국 시행 예정) - 인천 국제 공항 도착 기준 2025년 3월 한-중 항공 운항 편수는 3,052편으로 19년 동월 대비 83% 회복률 달성하였고, 여객수는 47만명 수준으로 19년 동월 대비 86% 회복률을 달성함. 편당 여객수가 150명을 상회한 결과인데, 中 경기 부진에 따른 여행 수요 둔화라는 걱정을 한 시름 내려 놓을 수 있는 수치라고 판단됨	롯데관광개발 파라다이스 GKL
화장품 (이승은 Analyst)	- 하반기 국내 화장품 업종은 글로벌 B2B 중심 브랜드를 중심으로 하반기에도 실적 고성장이 지속될 것으로 전망 - 유럽·중동 지역에서의 K-뷰티 확산세가 가속 중이며, 글로벌 B2B 유통망을 통한 진출이 확대되고 있어, 이들 지역에서의 추가 매출 성장이 하반기 실적모멘텀으로 작용할 것으로 기대됨	에이피알 실리콘투 코스맥스
음식료 (손현정 Analyst)	- 하반기 판가 인상 효과 본격 반영. 지난 3월 국내 주요 식품업체들이 단행한 가격 인상이 2분기부터 손익에 반영되기 시작. 하반기에는 내수 소비 회복과 맞물려 수익성 개선폭 확대 전망 - 내수 소비 회복 + 곡물가·환율 안정에 따른 [C]비용 완화. 6월 이후 추경·조기 대선 등 정책적 유동성 공급 효과로 내수 소비 개선 기대. - 곡물가격 하향 안정이 이어지는 가운데 원/달러 환율도 하반기에는 고점 대비 완화 가능성이 커져, 원가 부담 완화 구간에 진입할 것으로 판단	삼양식품 농심 빙그레
은행 (우도형 Analyst)	- 커버리지 은행/금융지주의 평균 총주주환원수익률은 8.6% 수준으로 시중은행은 7~9%, 지방은행은 8~10% 수준을 보이는 상황. - 향후 기준금리 인하에 따라 순이자마진(NIM) 하방 압력은 지속될 것으로 보이나 높은 주주환원수익률을 통해 주가의 하방은 견고할 전망 - 또한 은행업종 지수는 원/달러 환율과 음의 상관관계를 보이고 있어 하반기 원/달러 하락에 따라 주가에 대한 영향은 긍정적으로 생각됨	하나금융지주
증권 (우도형 Analyst)	- 현재 증권업종은 정부의 경기 및 증시부양 기대감이 작용하고 있는 상황임. 하반기 추경에 따른 내수회복이 기대됨에 따라 코스닥의 상승이 예상됨 - 코스닥은 개인투자자 비중이 높으며 이에 따라 코스닥 거래대금 M/S가 높은 증권사가 수혜를 받을 것으로 판단됨 - 또한 하반기로 갈수록 배당수익률 및 총주주환원수익률이 높은 증권사에 대한 투자 매력도 역시 증가할 것으로 생각됨	키움증권 NH투자증권
지주 (이승웅 Analyst)	- 당분간 지주사별 주가 차별화 전망, 6월 대선 이후 정책 및 규제 변화와 더불어 자회사 및 그룹 내 산업 비중에 따른 미국 관세 영향도 지켜볼 필요 - 상법 및 상속증여세 개정이 지속적으로 부각될 전망, 유의미한 비상장 자회사를 보유하거나 PBR이 낮고 승계 이슈가 존재하는 지주사에 주목 - 하반기 밸류업 이행현황 등을 담은 후속 공시에도 관심 필요, 주주환원 등 단기 성과와 더불어 자산 효율성 제고와 수익성 개선 등 장기적 목표와 성과에 주목	CJ



반도체: 관세 < AI 연산 주권 확보 모멘텀

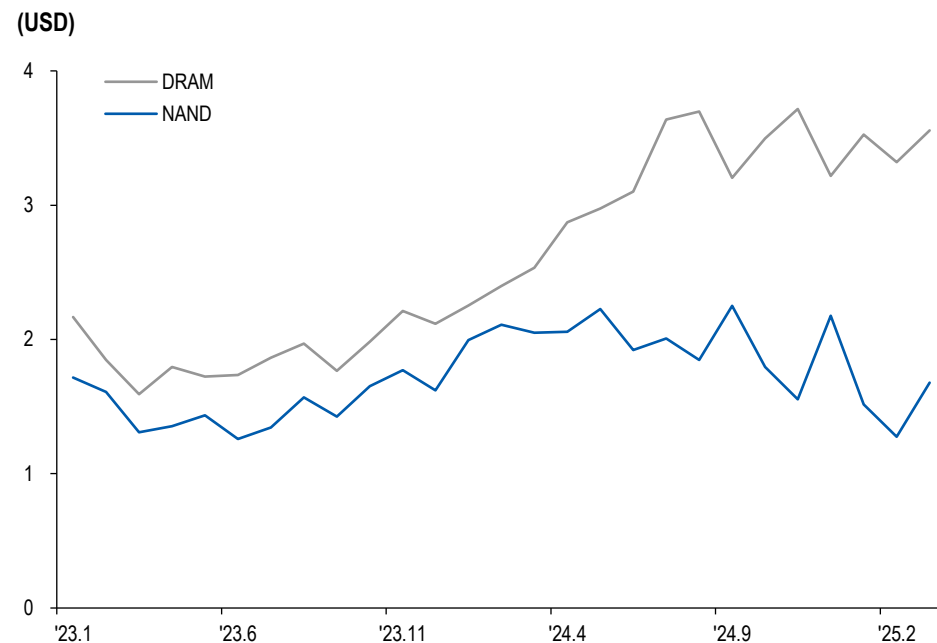
- 미 정부의 반도체 관세 정책에 대한 우려가 여전
- 2H25 메모리반도체 시장은 HBM/DDR5 등 고부가 제품 위주의 성장이 지속될 가능성이 높을 것으로 전망
- AI Chipset(NVIDIA GB300, Google TPU, AWS Trainium/Inferentia)을 활용한 주요 Tech기업들의 AI 연산 주권 확보 트렌드가 업종에 긍정적인 것
- Apple/Huawei 등 주요 Edge device 공급업체들의 설계 철학 변화를 기대하며, 이를 위한 Computing 회로 고도화가 업종 모멘텀으로 작용할 것
- **업종 Top Pick : SK하이닉스**

주요 글로벌 Tech 기업들의 주가 추이 (2024.01.02 = 0)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

메모리반도체 수출액 기준 단가 변화 추이 (2023.01 ~ 2025.04)



자료: KITA, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 \$ 기준



제약/바이오 : 커지는 불확실성

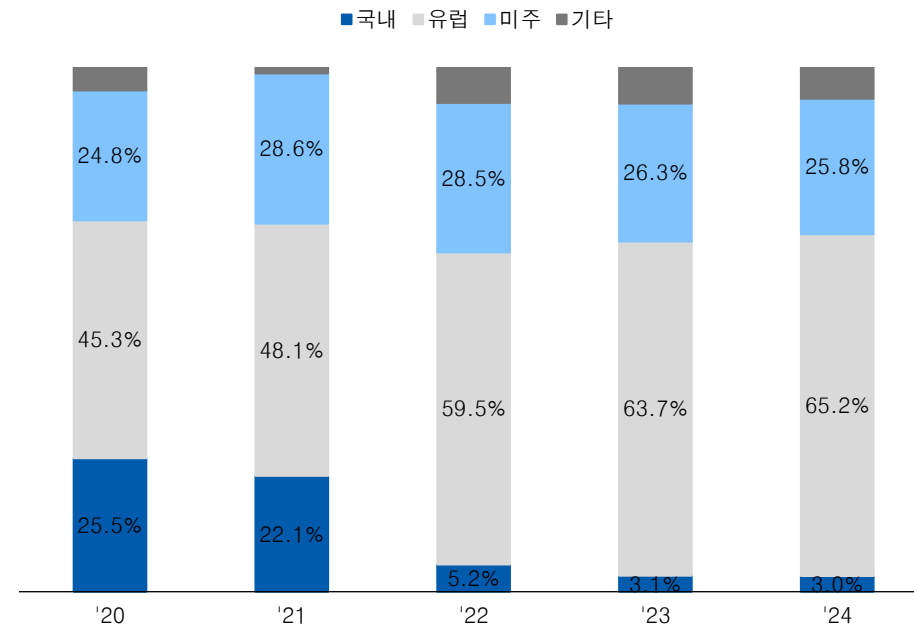
- 트럼프 정부의 의약품 관세 부과 예고 및 약가 인하 행정 명령에 서명하면서 산업 내 불확실성 높아질 것으로 예상. 구체적인 정책 실행 방안 등을 밝히지는 않았으나 해외 선진국에 비해 높은 약가를 지불하지 않겠다 원칙
- FDA 인력 감축 및 CBER 센터장으로 Vinay Prasad가 임명되며 FDA 규제 강화, 심사 지연 등 우려. Prasad는 FDA의 가속 승인 등에 부정적인 인물로 유명.
- **업종 Top Pick : 삼성바이오로직스, 에이비엘바이오**
삼성바이오로직스는 의약품 관세 등으로 인한 우려가 있으나 1) 유럽 중심 매출, 2) 고객사와 가격 협상 가능성 등으로 대형주 중 영향은 가장 적을 것으로 전망. 에이비엘바이오는 1) 추가적인 Grabody-B 플랫폼 기술 이전 가능성, 2) 하반기 Grabody-T 파이프라인들의 임상 결과 확인을 통한 주가 상승 모멘텀을 보유하고 있는 것으로 판단.

XBI 주가 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

삼성바이오로직스 지역별 매출 비중



자료: 삼성바이오로직스, 유안타증권 리서치센터



조선 : 대마는 쉽게 죽지 않습니다

- 상반기 트럼프 행정부 수혜업종으로 부각되며 주가 지속적인 상승, 밸류에이션 부담 제기되고 있는 구간
- 그러나, 기정 사실화된 FY25-27F 실적 개선 사이클과 하반기 추가적인 미국발 조선업종 수혜 이벤트는 지속적인 리레이팅 트리거로 작용할 것
- **업종 Top Pick : 한화오션**
1) 산업은행 보유지분 블록딜로 단기 오버행 우려 해소, 2) 우호적인 환율로 인한 환차익, 3) 필리조선소 사업확장 기회로 매력적이라고 판단.

국내 조선업체들의 분기별 선박 인도 스케줄

날짜	신조선가 지수	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27
22Q1	156	11	23	16	10	9	11	9	10	0	0	0	0	0	0	0	0
22Q2	162	1	3	4	12	17	10	8	7	8	4	2	0	0	0	0	0
22Q3	162	1	4	3	4	10	10	6	4	5	4	6	1	0	0	0	0
22Q4	162	1	1	2	4	3	6	6	8	6	3	1	3	2	1	2	1
23Q1	166	4	1	3	3	12	9	9	6	7	7	5	7	5	1	1	0
23Q2	171	1	1	0	0	3	7	5	7	5	3	2	3	1	2	3	3
23Q3	175	0	0	0	0	1	1	2	6	5	8	2	5	3	2	6	5
23Q4	178	0	0	0	0	0	0	0	3	5	6	5	1	6	5	1	2
24Q1	183	0	0	0	0	1	0	0	4	4	3	5	12	10	9	8	6
24Q2	187	0	0	0	0	0	0	1	3	2	6	8	10	6	4	2	1
24Q3	190	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	13	9	4	2
24Q4	189	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	6	7	8	9

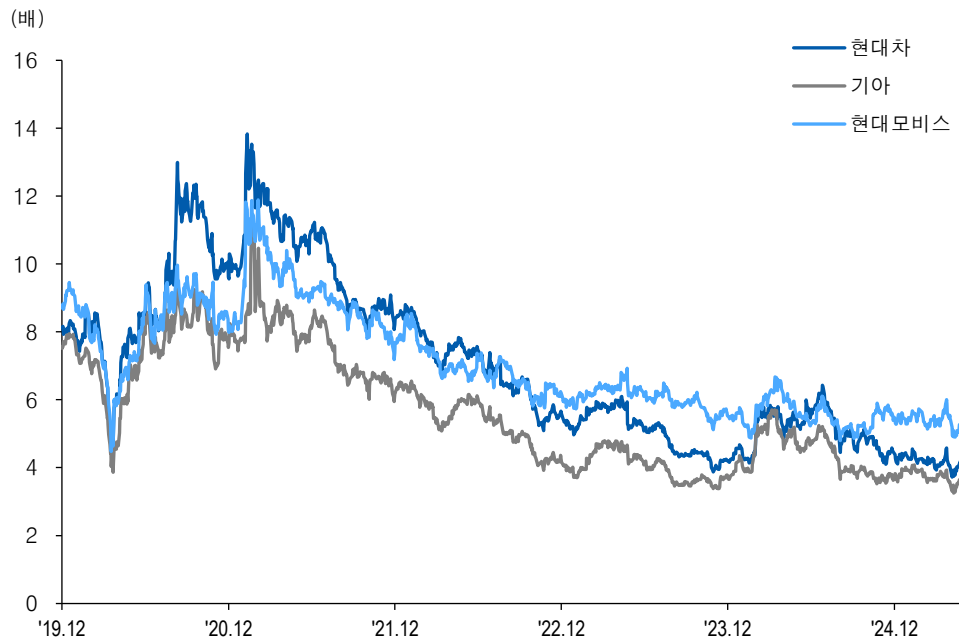
자료: 유안타증권 리서치센터, Clarkson



자동차 : 먹구름 속에서 빛을 찾는다면

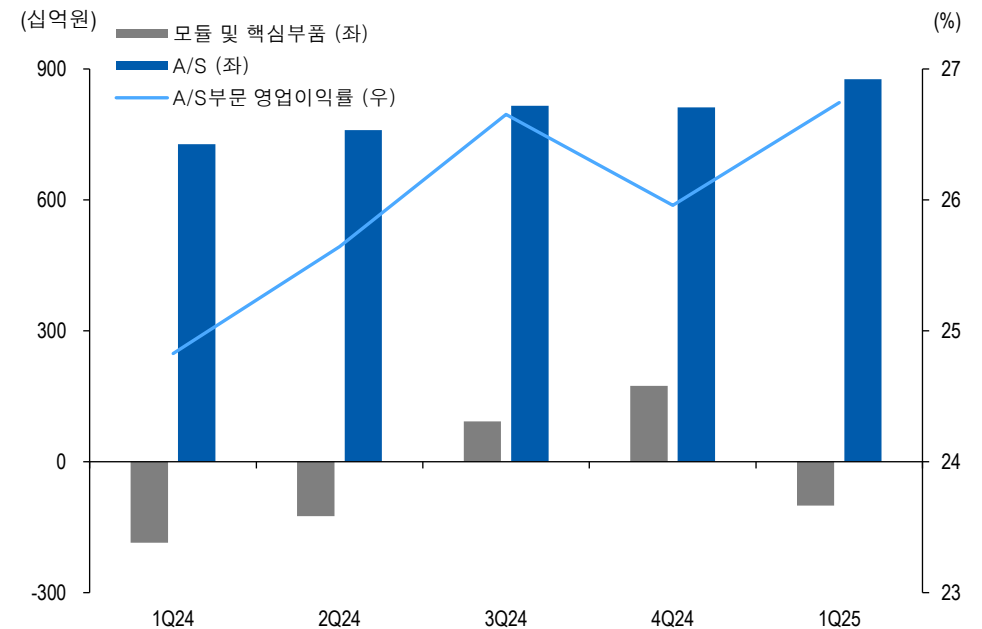
- 상품 믹스 개선세 둔화, 미국 시장 완성차 관세 불확실성에 기인한 투자심리 악화는 하반기 지속 전망
- 원화 약세로 인한 우호적 환차익 지속될 경우, 하반기 배당매력 부각되며 반등 가능성 존재
- **업종 Top Pick : 현대모비스**
1) 완성차 대비 관세 리스크가 낮으며, 2) 주요 이익사업인 A/S부품의 비용전가가 용이할 것이며 3) GM과 현대차그룹의 기술적 협업시 부품사업 영업레버리지 효과 기대할 수 있음.

COVID-19 최저점에서 회복하고 있는 업종내 주요 회사 P/E multiple(12m fwd)



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

현대모비스 A/S 사업의 견조한 영업이익률 성장세와 이익기여도



자료: 유안타증권 리서치센터, 현대모비스



2차전지 : 악재는 다 나왔다, 하반기 비중 확대 유효

• 하반기 섹터 Overweight 의견 제시:

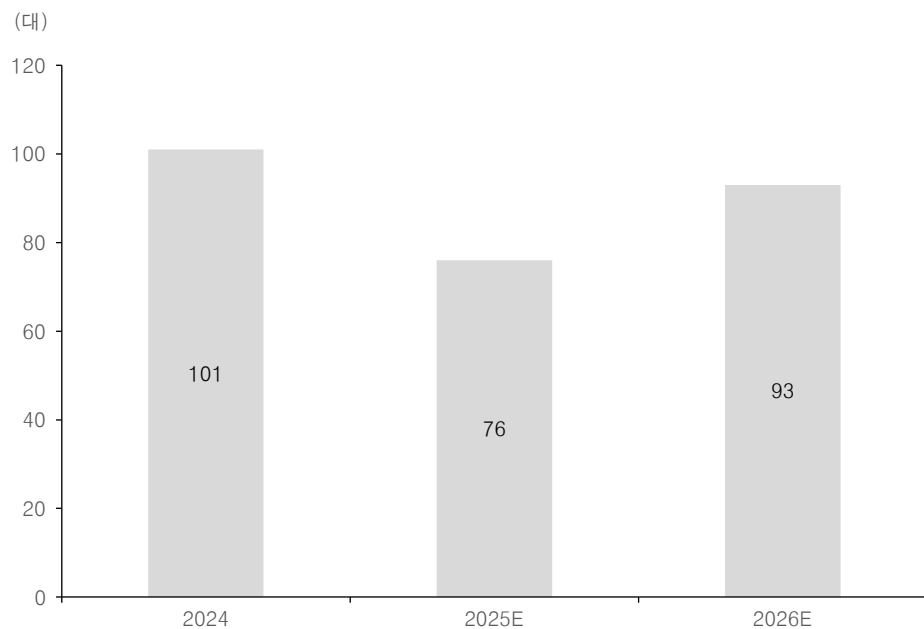
2차전지 섹터, 1) 미국 관세 정책, IRA(AMPC 포함) 등 2차전지 섹터 정책 불확실성 완료, 2) 2026년 EV 인기 신차 출시 확대에 하반기 실적 개선 기대, 3) 테슬라 인베스터 데이(휴머노이드 등) 이벤트 트리븐 등으로 하반기 비중 확대 유효

• 업종 Top Pick : LG에너지솔루션, 포스코퓨처엠, 나노신소재

LG에너지솔루션: 글로벌 경쟁력 유지 가능한 국내 유일 기업, 국내 3사 중 북미, 유럽 실적 개선 가장 빠를 것. 4680, LFP 등 신규 제품 고객사향 공급도 시작
포스코퓨처엠: 시장에서 우려했던 '유증'까지 악재 완료. 하반기 N86, 87 제품 위주 가동률 확대 지속

나노신소재: 2분기부터 북미 공장 중심 실적 개선 본격화, 북미 고객사향 추가 수주 기대감 및 건식 도전재 관련 수주 모멘텀 예상

중국 OEM사 제외 연도별 EV 신차 출시 수



자료: Marklines, 유안타증권 리서치센터

트럼프 정부의 2차전지 관련 정책 발언(관세, IRA 등)

발효일	대상	내용
2월 4일	중국	기존 관세(평균 약 25%)에 추가 10% 부과
3월 4일	중국	10% 신규 부과돼 추가 관세 총 20% 적용
3월 4일	캐나다·멕시코	25% 부과(자동차는 1개월 면제)
3월 12일	철강·알루미늄	25% 부과
4월 3일	자동차	25% 부과
4월 5일	(상호관세) 전세계 모든 국가	기본 관세 10% 부과 (미적용 품목: 철강·알루미늄, 자동차, 구리·의약품·반도체 등) 향후 무역확장법 232조 적용 품목, 금과, 에너지 및 미국에서 구할 수 없는 특정 광물, USMCA 적용 품목
4월 9일	(상호관세) 전세계 모든 국가	대미 관세율과 비관세 장벽 감안해 책정한 국가별 개별 관세 추가 부과. 중국산 수입품에 대한 관세 145% 인상, 중국이 보복으로 미국산 수입품에 125% 관세 부과 발표
4월 29일		미국 자동차 제조업체들의 요청에 따라 일부 관세를 완화하는 행정명령을 발표
5월 10일	(상호관세) 중국	중국에 대한 145% 관세 → 30%로 내리고 90일간 적용
5월 13일	IRA 혜택	IRA 전기차 보조금(차량당 최대 7,500달러 공제) 2026년 12월 31일부로 종료. AMPC 2026년부터 단계적 축소, 2033년 폐지

자료: 유안타증권 리서치센터



건설 : 상승사이클 진입

- 하반기에도 지속될 원가율 하향 추세

'21-'22년 착공 현장 준공에 따른 믹스개선 효과가 하반기에 강화되며 업종 전반적인 이익 성장 기대감 유효

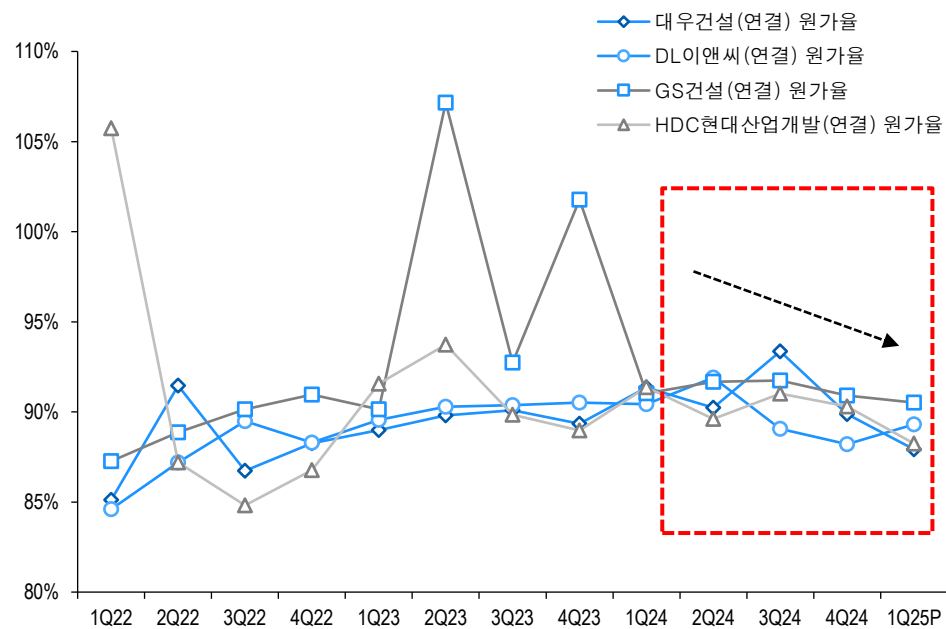
- Q 성장 기대감

중장기 준공 및 입주 물량 감소로 인한 주택 가격 상승 압력은 부동산 시행사 및 조합의 신규 사업 착수 유인
'25년 6월 대선 이후 구체화될 주택 공급 정책은 업종 양적 성장 기대감의 근거로 작용할 전망

- 업종 Top Pick : GS건설

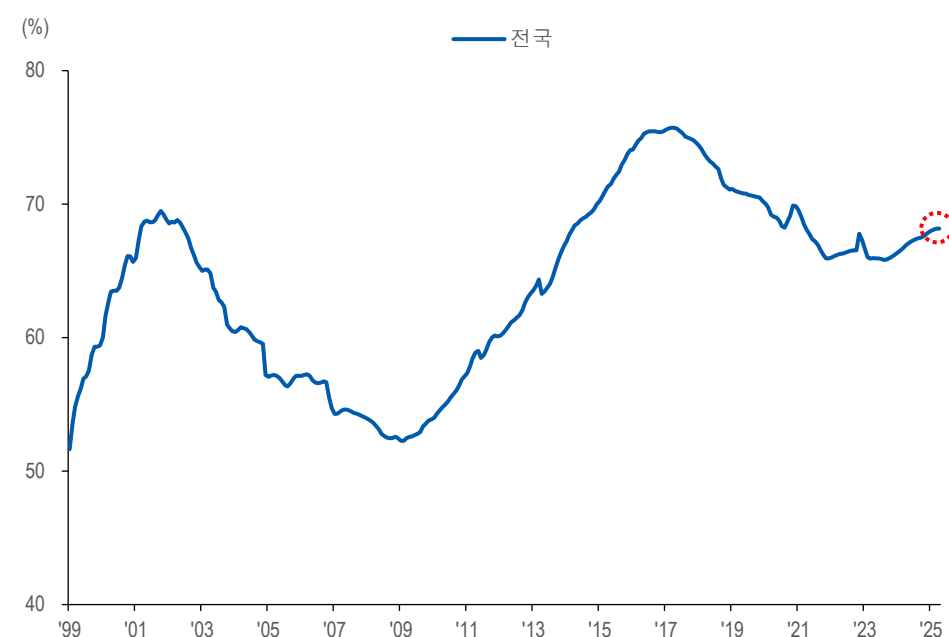
가시적인 이익성장이 예상되는 Peer 대비 실적 성장의 경로가 부각받지 못했으나 2Q25부터 전개될 영업이익의 YoY 성장을 시작으로 할인거래 정상화 전망
주택 수주잔고의 54%가 서울 및 수도권에 집중되어 있어 서울과 수도권 주택 시장에서 포착되고 있는 업황 회복에 따른 수혜 기대

주요 건설사 연결 매출원가율 추이



자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터, 주: 현대건설 제외

전국 아파트 매매가격 대비 전세가격 추이



자료: KB부동산, 유안타증권 리서치센터



건설기계 : 선진시장의 반등 확인 필요

- 북미 관세 정책에 쏠린 시선

'25년 7월로 유예된 미국의 상호관세에 대한 협상 결과에 따라 북미 시장 수요가 탄력적으로 증가할 트리거 존재

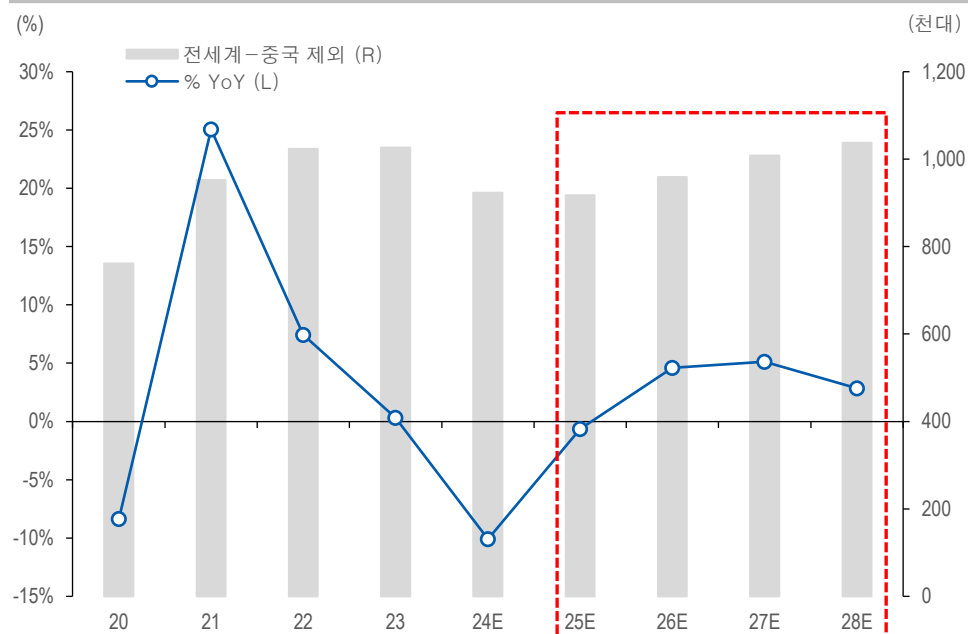
- 글로벌 건설기계 산업의 바텀아웃은 시기의 문제

최근 3~4 년 간 지속된 글로벌 건설기계 다운사이클은 주요국 금리 인하, 러-우 전쟁 종전, 북미 관세 불확실성 해소 확인 시 바텀아웃 임박

- 업종 Top Pick : 두산밥캣

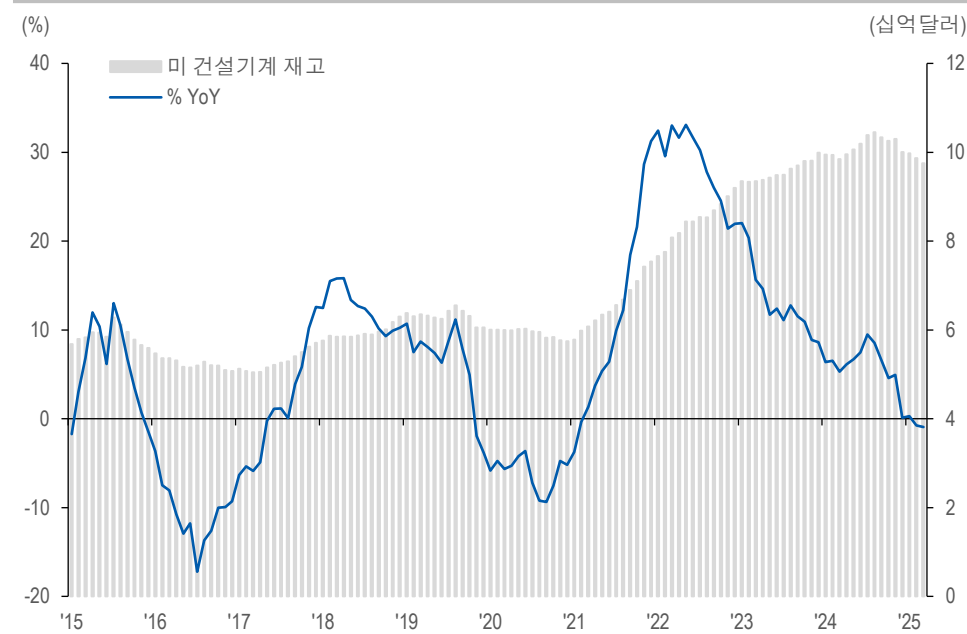
국내 건설기계 3사 중 미국 관세 민감도가 가장 낮은 동시에 북미 지역 판매 노출도가 가장 높아 선진시장 수요 회복의 수혜 집중 전망

글로벌(중국 제외) 건설장비 시장수요 추이 및 전망



자료: Off-Highway Research, 유안타증권 리서치센터, 주: 중국 시장 제외

미국 건설기계 재고 추이



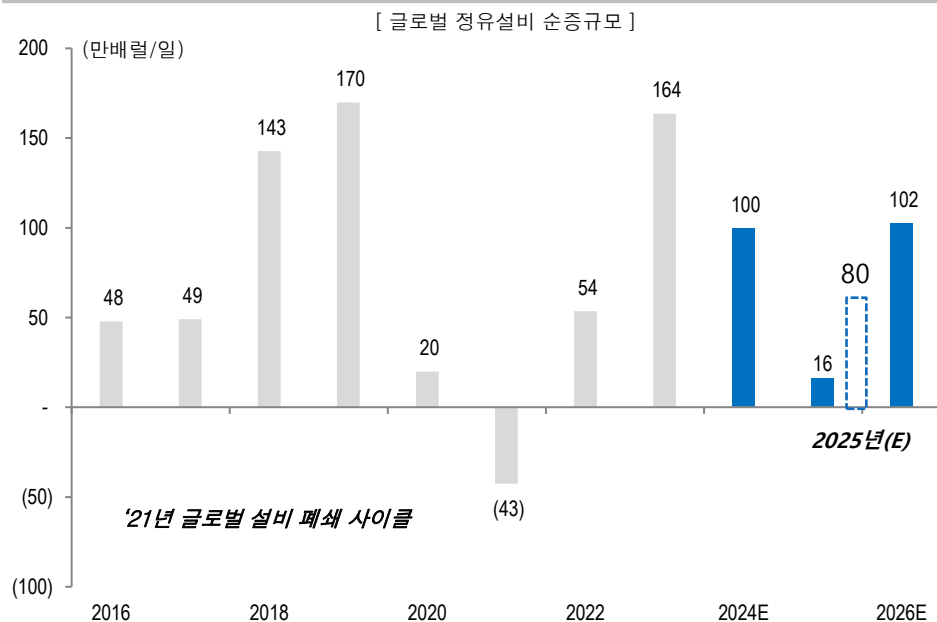
자료: U.S. Census Bureau, 유안타증권 리서치센터



정유/화학 : 유가하락은 정유에 부정적이지만, 석화에는 기회

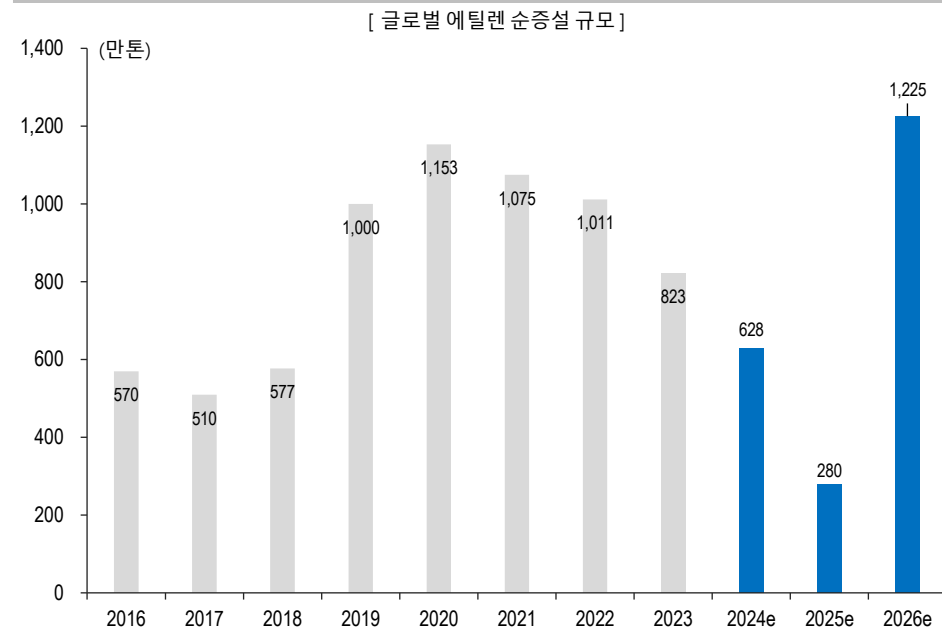
- 정유업종은 약세 압박이 이어질 전망. 국제 원유가격 약세(두바이 평균 63~65\$)로 재고손실 압박이 이어지는 가운데, 러시아 정유설비 재가동 변수도 남아 있음. 우크라이나 전쟁이 휴전으로 접어들게 되면, 그동안 제재로 수출생산이 줄어들었던 러시아 정유설비 80만b/d가 재가동될 수 있음. 정제마진 압박요인임
- 석유화학 업종은 바닥 탈출 징후가 나타나기 시작할 전망. 글로벌 관세전쟁으로 위축되었던 석화제품 수요는 각국의 내수 경기 부양(금융정책 완화, 민생지원금 지원)으로, 상반기 보다 개선 예상. 여기에, 국제 원유가격 하락으로, 석화 원료가격 부담이 낮아질 것임. 특히, 3분기 NCC설비 흑자전환을 테스트할 것임
- 업종 Top Pick : 롯데케미칼, 코오롱인더**
롯데케미칼의 경우 저유가로 NCC 흑자전환 가능성 + 차입금 축소로 재무부담 감소. 코오롱인더는 3분기부터 주력제품인 아라미드 판매가격 상승 기대

글로벌 정유설비 증설 계획 : 2025년 하반기 러시아 정유설비가 변수로 등장



자료: 유안타증권 리서치센터

글로벌 에틸렌 순증설 계획 : 신규설비 가동 지연으로 순증 설비 부담 둔화



자료: 유안타증권 리서치센터



전력기기 : 전망은 여전히 밝다, 다만 고를 줄 알아야 한다

- 전력 수요 확대에 따른 업황 사이클은 유효

미국 인프라 교체 수요, AI 및 데이터센터 전력 수요 증가, 재생에너지 확산 등 구조적 전력 수요 증가는 여전히 진행 중. 2022년 말 시작된 확장 사이클은 최소 2029년까지 이어질 가능성이 높음

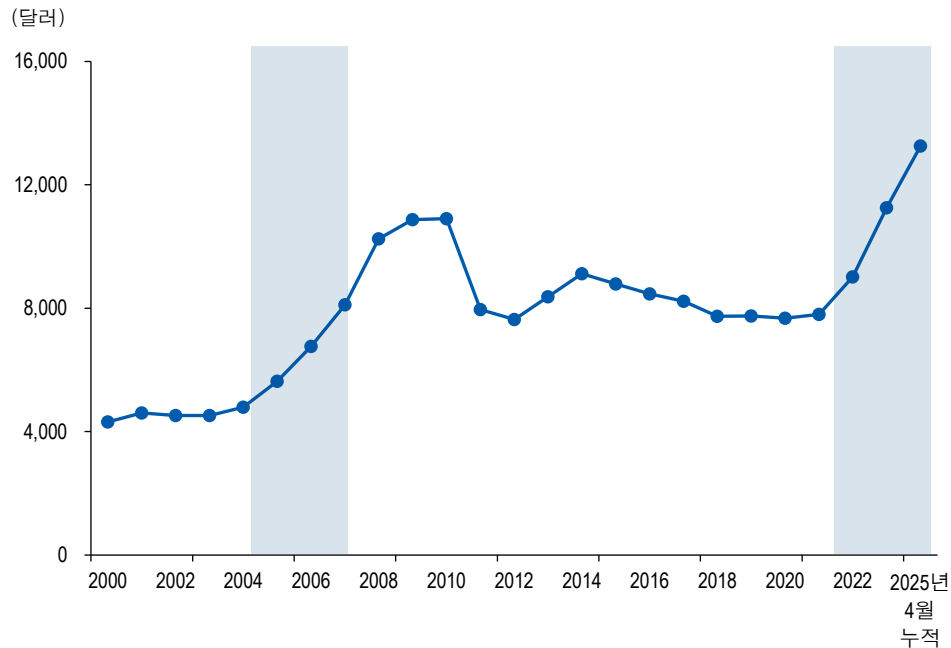
- 밸류에이션 부담보다 실적 기반 선별 매수 필요

상반기에는 데이터센터 투자 둔화 우려 등으로 전력기기 섹터 주가가 조정 받았으나, 수주·이익 흐름은 여전히 견조. 성장성과 업사이드가 분명한 종목 중심의 선별적 접근이 요구되는 구간

- 업종 Top Pick : 산일전기, 효성중공업, LS ELECTRIC

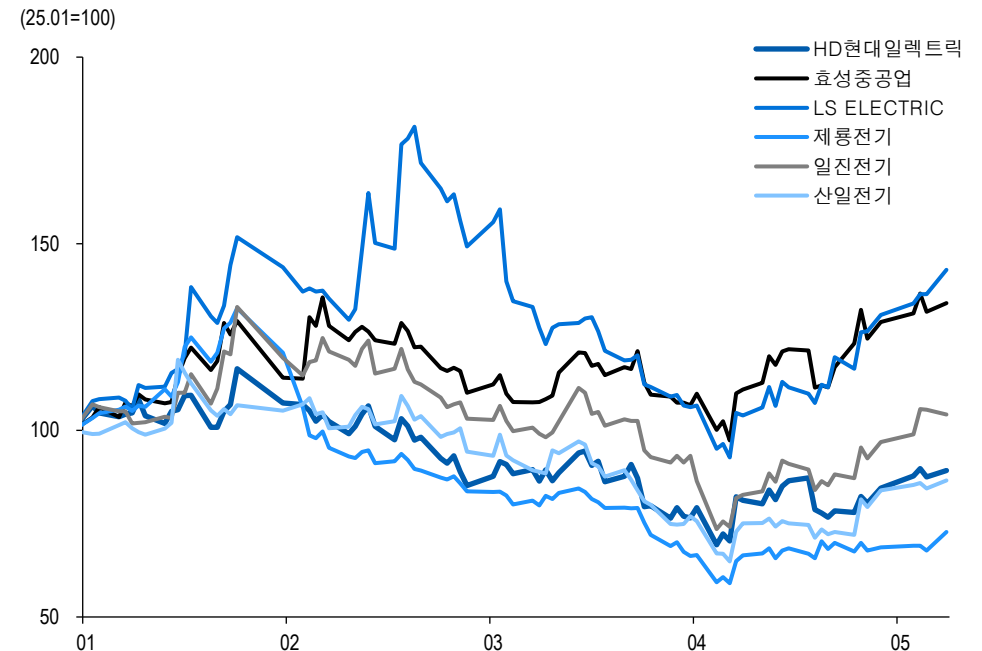
북미 수출 확대, CAPA 증설, AI 수요 대응력을 갖춘 기업 중심으로 업사이드 존재

한국 변압기 수출단가: 변압기 사이클 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

2025년 전력기기 업체 주가 상승률



자료: 유안타증권 리서치센터



철강: 중국, 감산과 함께 생산능력 조정 기대

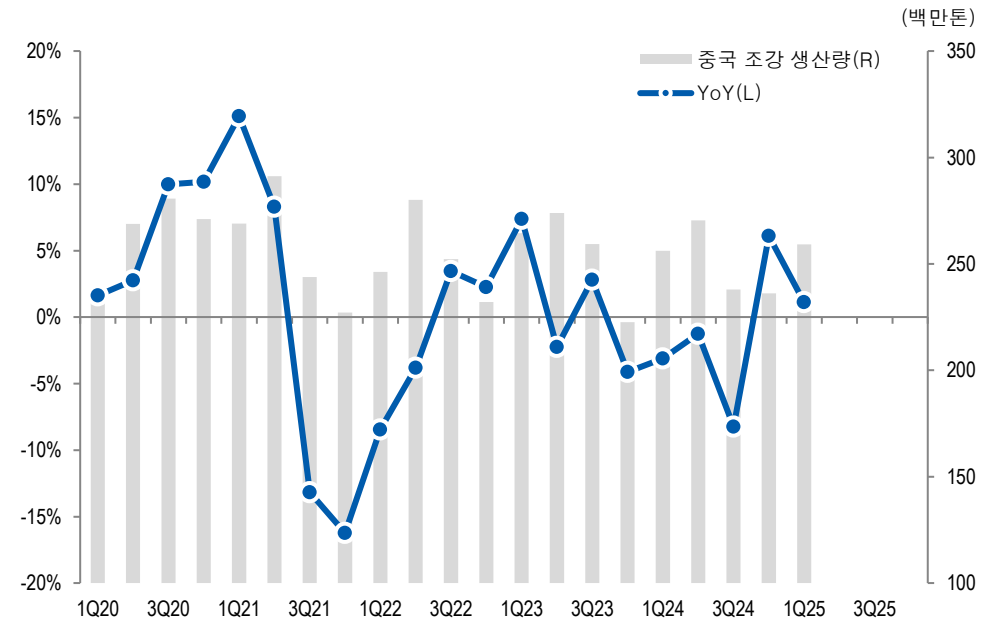
- 3월 양회에서 중국 국가발전개혁위원회는 철강 산업에 대해 감산과 함께 생산능력 조정을 보고한 바 있으며 이는 하반기에 본격적인 시작을 알릴 것으로 전망됨. 5월 현재 아직 구체화된 정책이 발표되지는 않았지만 철강 산업 및 기업 관계자들의 의견을 청취하는 과정을 거치고 있는 것으로 추정
- 상반기 중국 정부의 역량은 미국과의 관세 협상에 초점을 두고 있던 것으로 사료되나 5월 미국과 관세 협상이 잠정 타결되며 철강산업 구조조정 등 타 정책에 대해 향후 속도를 낼 것으로 예상. 중국 내 공급개혁 진행 시 물량 및 가격 측면에서 국내 철강 산업에 긍정적 영향을 미칠 것으로 판단
- 업종 Top Pick : POSCO홀딩스, 현대제철

중국 철강제품 내수가격



자료: Platts, 유안타증권 리서치센터

중국 조강 생산량



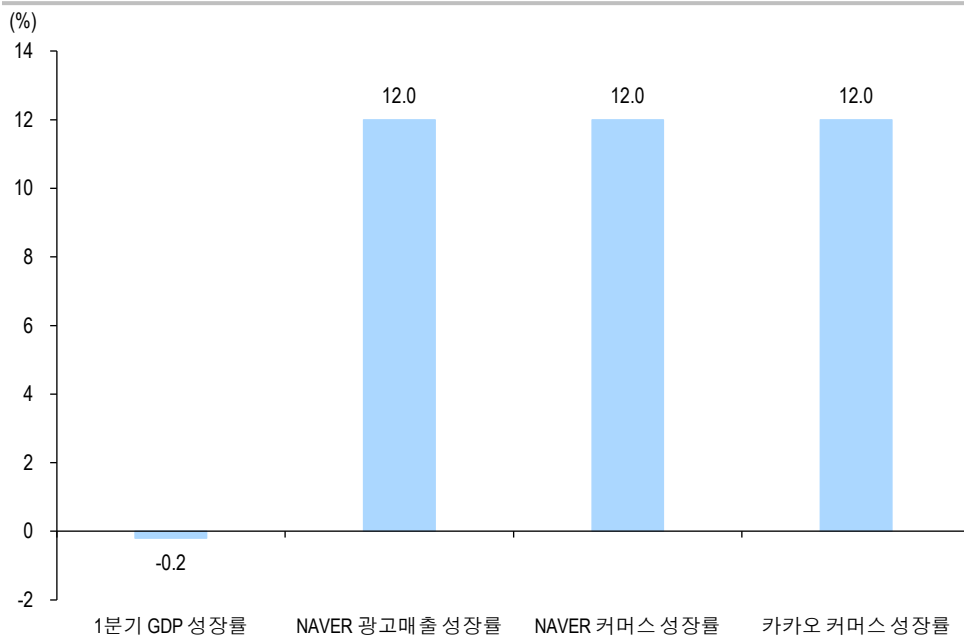
자료: National Bureau of Statistics, 유안타증권 리서치센터



인터넷/플랫폼 : 실적 개선 지속 전망. 낮아진 밸류에이션도 회복 기대

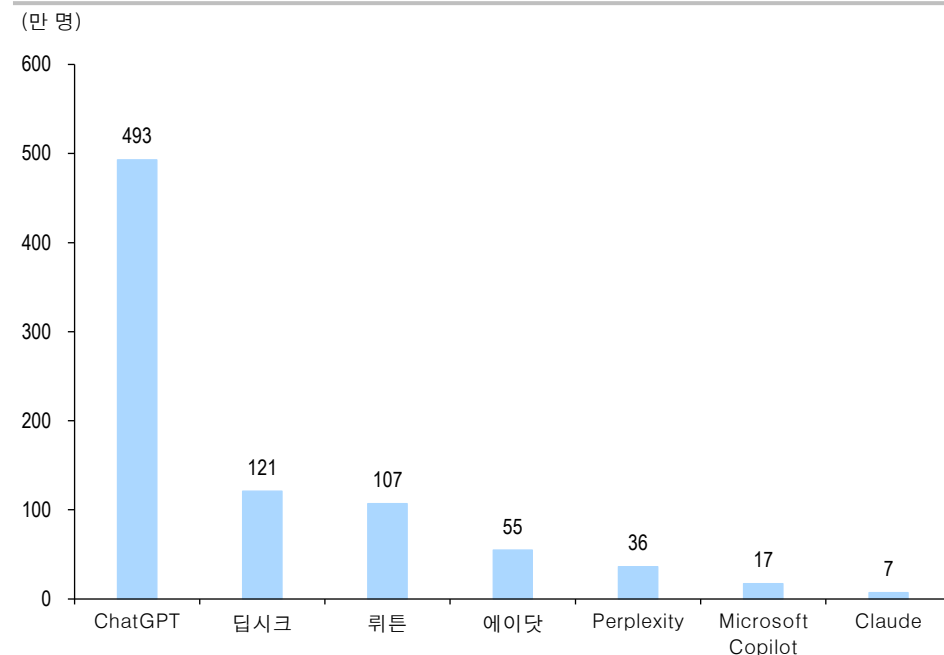
- 1분기 내수경기 바닥. 추경 집행에 따른 소비 회복 등 하반기 광고, 소비 회복에 따른 매출 성장 전망
- 신규채용 동결 등 비용효율화 지속에 따른 이익률 개선 예상
- 타겟 광고, 상품 추천, AI 신규서비스 등 AI 를 통한 가시적 성과 시현으로 밸류에이션 회복 기대
- **업종 Top Pick : NAVER**
챗GPT 등 경쟁 AI 검색 성장에 따른 검색점유율 축소 위협 있으나, 이미 주가에 충분히 반영되었고, 검색 매출, 트래픽(쿼리)에 아직 직접적인 영향이 없으며, UGC검색, 로컬검색, 검색의 다양화 등 NAVER만의 차별화된 검색으로 단기간 영향은 크지 않을 것으로 전망. 오히려 신규 쇼핑앱 출시에 따른 매출, 이익 개선으로 하반기 실적 기대감 높은 상황

2025년 1분기 국내 GDP 성장률 vs 플랫폼 기업 광고/커머스 성장률



자료: 한국은행, 각 사 IR 자료, 유안타증권 리서치센터

생성형 AI앱 사용자 수



자료: 와이즈앱, 유안타증권 리서치센터



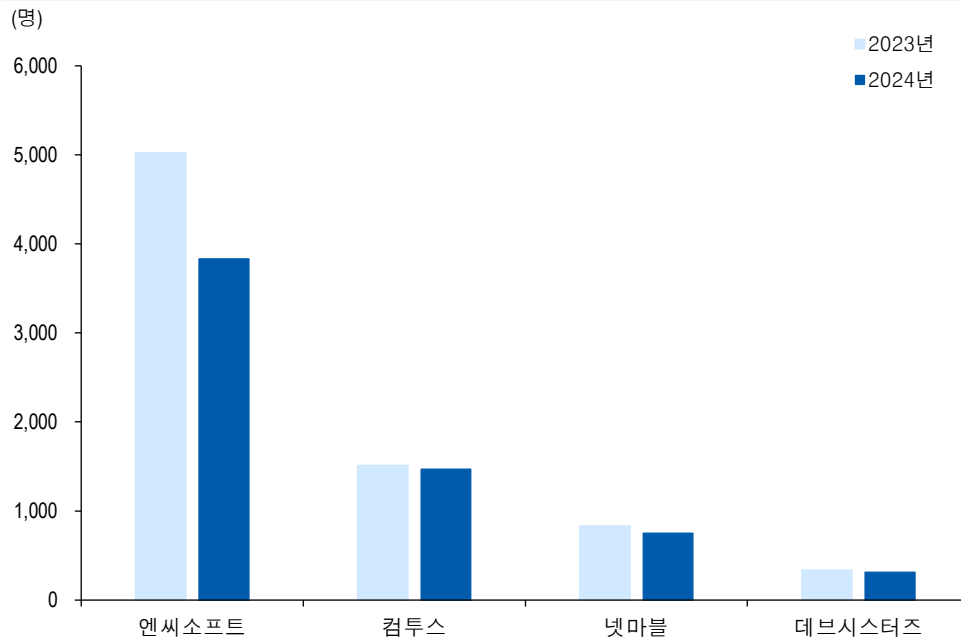
게임 : 낮아진 고정비, 증가된 라인업, 열려진 중국, 다양해진 플랫폼/지역

- AI로의 개발인력 대체, 인위적인 구조조정 등 고정비 감소. 과거와 다른 신작 개발 속도로 풍부해진 신작 라인업
- 한한령 해제 흐름에 따른 국내 게임 중국 서비스 확대, 기존 모바일 중심에서 PC, 콘솔을 통한 해외 매출 증가 전망

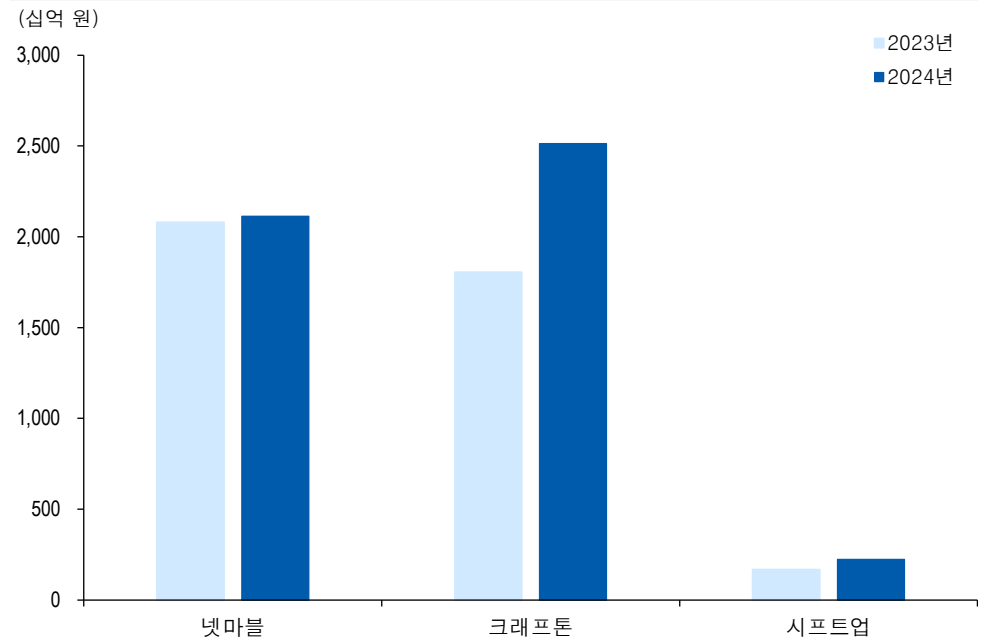
• 업종 Top Pick : 크래프톤

1분기 실적/모멘텀 Peakout 우려 있으나, 기존 PUBG 매출이 견조하고, 우려했던 신작 '인조이' 성과도 나쁘지 않았으며, '서브노티카2' 등 향후 라인업이 풍부하다는 면이 밸류업이 지속될 수 있을 것이란 전망이다. 특히 최근 게임사 밸류가 흥행이 불확실한 신작 가치보다는 기존 IP의 실적 가치가 더 높게 밸류에이션 되고 있는 점을 감안할 때 동사를 게임 주 TopPick으로 추천함

게임사 2023년 vs 2024년 인원수 변화



해외 매출액 2023년 vs 2024년 변화



자료: DART, 유안타증권 리서치센터
주: 본사 기준

자료: DART, 각 사 IR 자료, 유안타증권 리서치센터

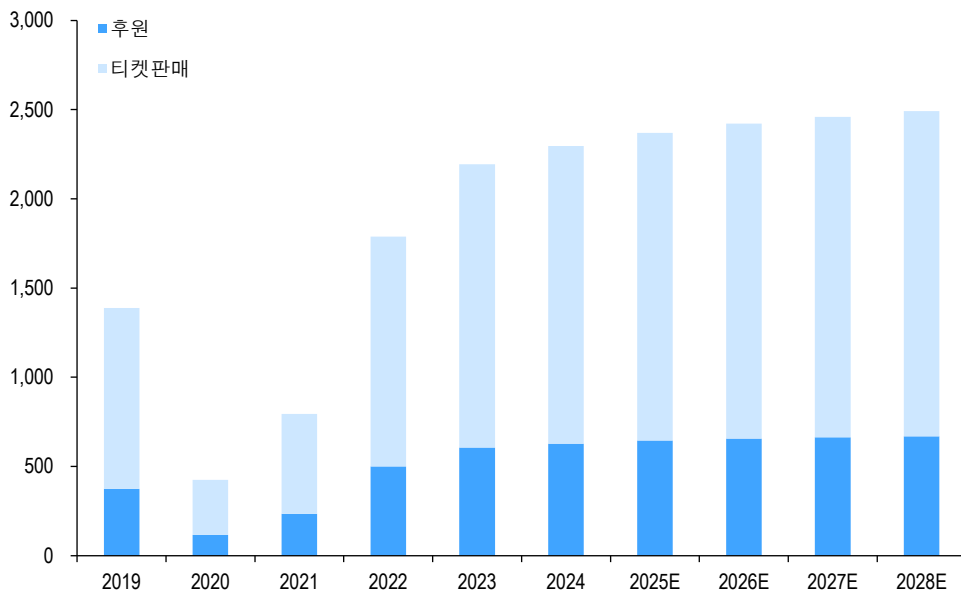


미디어/엔터 : 합리적인 선택지 'K-엔터'

- 하반기 엔터 업종은 실적 성장성과 밸류에이션 리레이팅이 가능한 구간으로 진입할 예정. 유기적 & 비유기적 실적 성장이 동반해서 나타날 것으로 예상되며, 中 한한령 해제 관련 밸류업도 가능할 것으로 전망됨
- '에스엠 엔터'의 경우 사업 안정성과 성장성을 보유한 '디어유'의 연결 실적 편입 효과가 두드러질 것이라 예상되며, '하이브'와 '와이지엔터테인먼트'의 경우 K-POP을 대표하는 IP 방탄소년단과 블랙핑크의 컴백이 25년도 하반기와 26년도에 걸쳐 예정된 상황
- 업종 Top Pick : 하이브, 에스엠, 디어유

中 공연 음악 시장 추이 및 전망

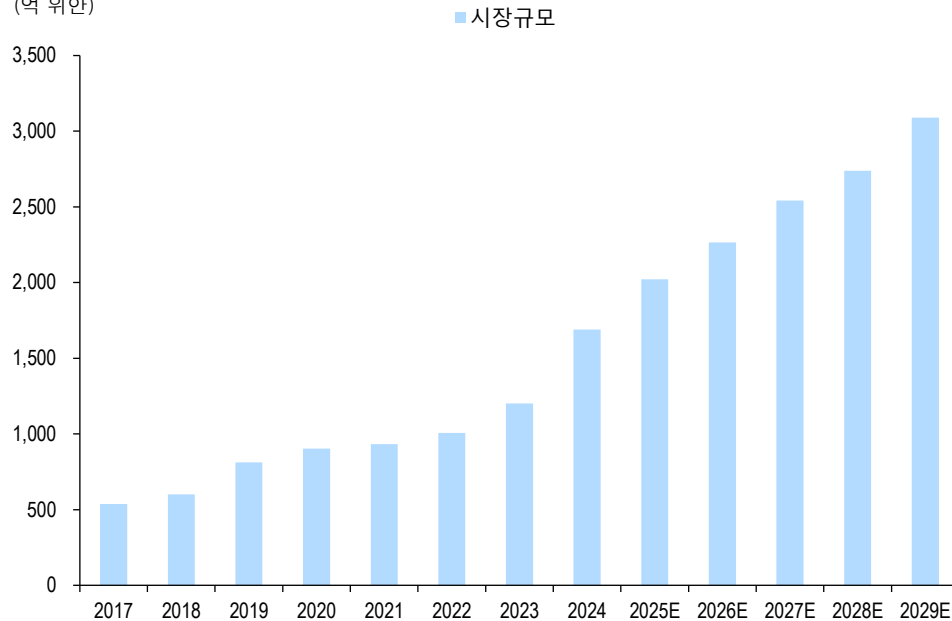
(백만 달러)



자료: PWC, 유안타증권 리서치센터

中 굿즈 시장 규모 추이 및 전망

(억 원)



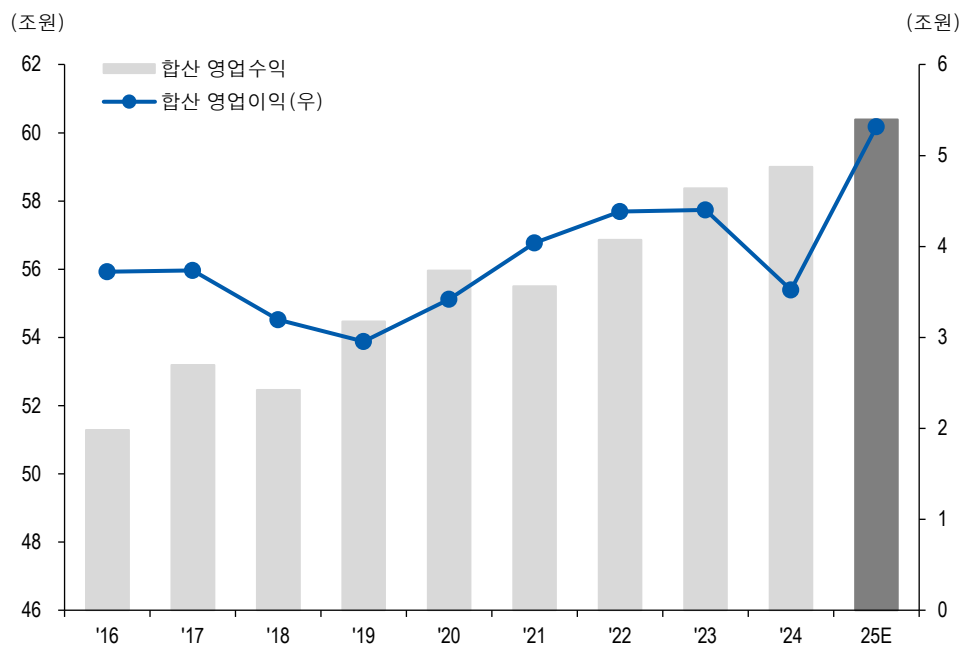
자료: 한국무역협회, 유안타증권 리서치센터



통신 : 견고한 펀더멘탈이 견인하는 주가

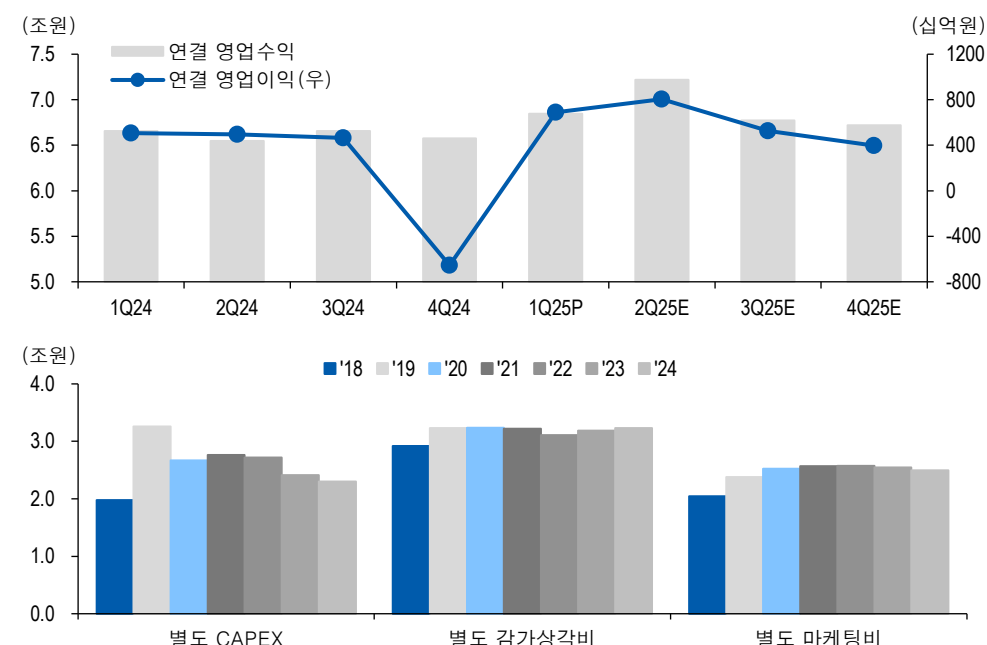
- 이익 증가가 통신업종 주가 변동에 중요한 요소로 작용하는 중, 수익성 개선폭이 크게 나타나는 KT와 LG유플러스에 대해 긍정적 시각 유지
- 비용 효율화 및 저수익 사업 정리를 통한 수익성 제고는 지속, KT를 시작으로 감가비 감소에 따른 이익 개선 본격화 예상
- SK텔레콤의 정보 유출 사건과 단통법 폐지(6/27)로 하반기 마케팅 경쟁이 일부 발생할 가능성은 존재하지만 이익 레벨과 주주환원에 영향을 줄 가능성은 낮음
- **업종 Top Pick : KT**
25년 큰 폭의 이익증가와 주주환원 확대 예상, 인건비 감소와 점진적인 감가비 부담 축소로 별도 이익 증가 추세가 26년까지 지속될 전망. 8월까지 2,500억원 규모의 자사주 매입 진행 중이며 28년까지 총 1조원 규모의 자사주 매입,소각을 실시할 계획. 이익 개선에 따른 배당 확대도 전망, 25E DPS 2,500원(+25% YoY)

통신3사 합산 연결 영업수익 및 영업이익 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

KT 연결 영업수익 및 영업이익, 별도 CAPEX 및 감가상각비, 마케팅비 추이



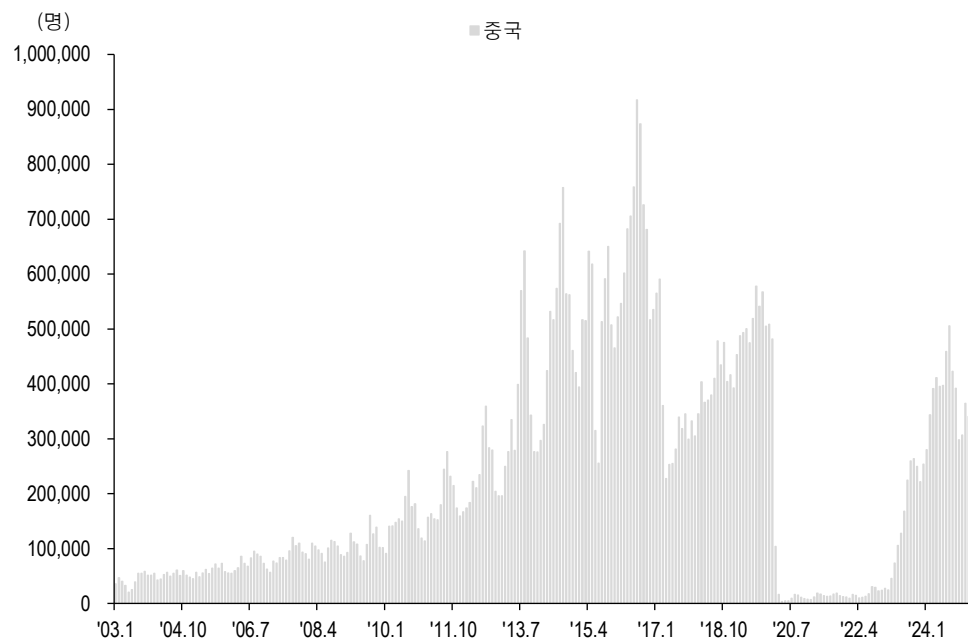
자료: 유안타증권 리서치센터



카지노 : 한-중 관계 회복에 따른 실적 개선 이어질 것

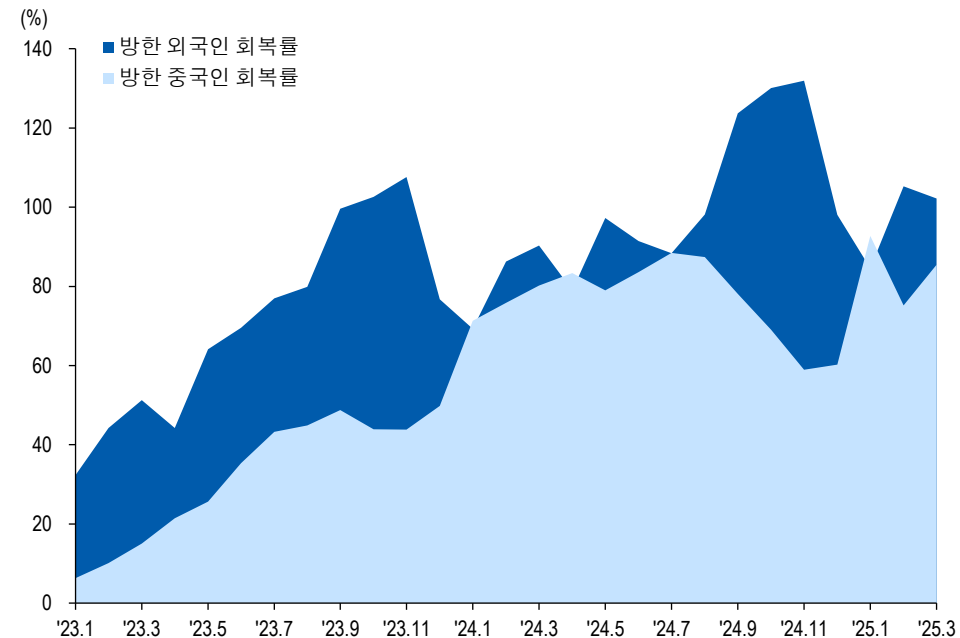
- 1Q25 관광 비수기 시즌임에도 불구하고 중국인 관광객 수 회복률이 전분기 대비 가파른 회복세를 기록함. 한중 관계 개선에 따른 회복세 가속화 될 전망(3Q24 중 단체관광객 무비자 입국 시행 예정)
- 인천 국제 공항 도착 기준 2025년 3월 한-중 항공 운항 편수는 3,052편으로 19년 동월 대비 83% 회복률 달성하였고, 여객수는 47만명 수준으로 19년 동월 대비 86% 회복률을 달성함. 편당 여객수가 150명을 상회한 결과인데, 中 경기 부진에 따른 여행 수요 둔화라는 걱정을 한 시름 내려 놓을 수 있는 수치라고 판단됨
- 업종 Top Pick : 롯데관광개발, 파라다이스, GKL

방한 중국인 관광객 수 추이(2003.01~2025.03)



자료: 관광지식정보시스템, 유안타증권 리서치센터

방한 외국인 & 중국인 회복률 추이



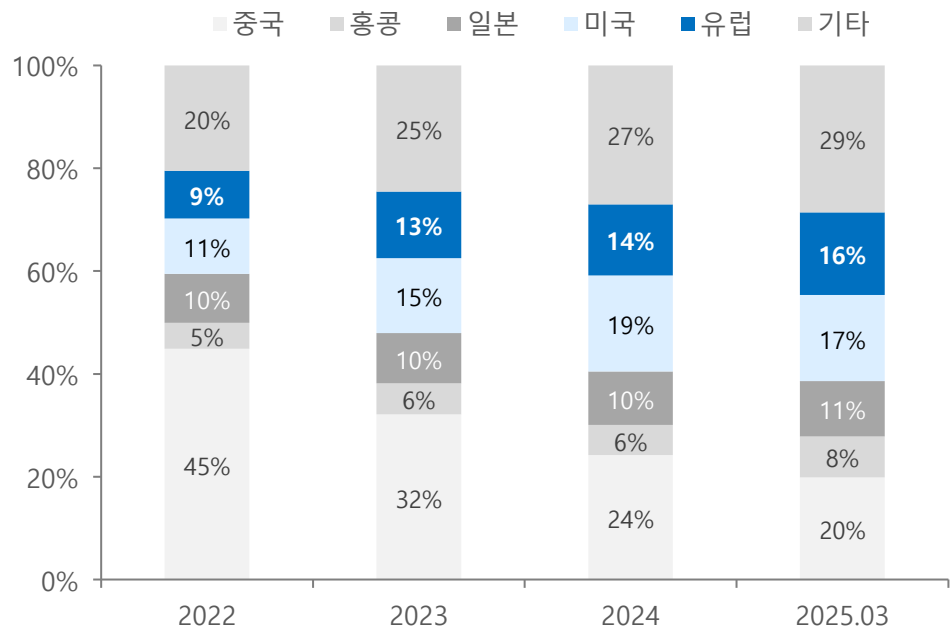
자료: 관광지식정보시스템, 유안타증권 리서치센터



화장품 : 하반기 K-뷰티 키워드는 B2B + 유럽·중동

- 하반기 국내 화장품 업종은 글로벌 B2B 중심 브랜드를 중심으로 하반기에도 실적 고성장이 지속될 것으로 전망
- 유럽·중동 지역에서의 K-뷰티 확산세가 가속 중이며, 글로벌 B2B 유통망을 통한 진출이 확대되고 있어, 이들 지역에서의 추가 매출 성장이 하반기 실적모멘텀으로 작용할 것으로 기대됨
- 업종 Top Pick : 에이피알, 실리콘투, 코스맥스

국가별 화장품 수출액 비중



자료: TRASS, 유안타증권 리서치센터

실리콘투 국가별 매출액 비중 변화 추정

국가	2023년	2024년	2025F	YoY
미국	31.6%	22.1%	16.0%	-6.1%p
유럽	11.7%	17.1%	26.0%	+8.9%p
대한민국	9.2%	6.8%	5.0%	-1.8%p
UAE	-	5.7%	8.0%	+2.3%p
동남아 3국	14.1%	11.0%	8.0%	-3.0%p
호주	4.4%	3.6%	2.5%	-1.1%p
캐나다	2.8%	2.9%	3.0%	+0.1%p
기 타	25.8%	30.8%	31.5%	+0.7%p

자료: 실리콘투 홈페이지, 유안타증권 리서치센터



음식료 : 판가 인상 효과와 소비 회복이 맞물리는 시기

• 하반기 판가 인상 효과 본격 반영

지난 3월 국내 주요 식품업체들이 단행한 가격 인상이 2분기부터 손익에 반영되기 시작했으며, 하반기에는 내수 소비 회복과 맞물려 수익성 개선폭이 확대될 것으로 전망

• 내수 소비 회복 + 곡물가·환율 안정에 따른 [C]비용 완화

6월 이후 추경·조기 대선 등 정책적 유동성 공급 효과로 내수 소비 개선 기대. 곡물가격 하향 안정이 이어지는 가운데 원/달러 환율도 하반기에는 고점 대비 완화 가능성이 커져, 원가 부담 완화 구간에 진입할 것으로 판단

• 업종 Top Pick : 삼양식품, 농심, 빙그레

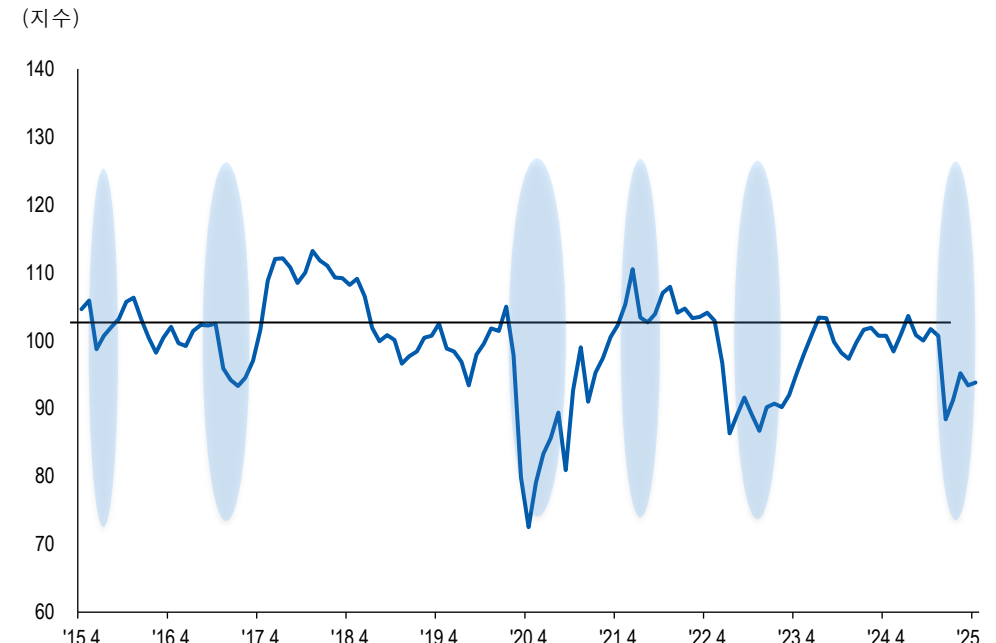
[Q]내수 회복 및 해외 성장과 [P]가격 인상 효과가 동시에 반영되는 구조적 이익 턴어라운드 국면에서, 실적 가시성이 높은 종목 주목

음식료 업종 12개월 선행 PER 및 상승 사이클 요인



자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

국내 추경 시기 및 소비자심리지수 추이



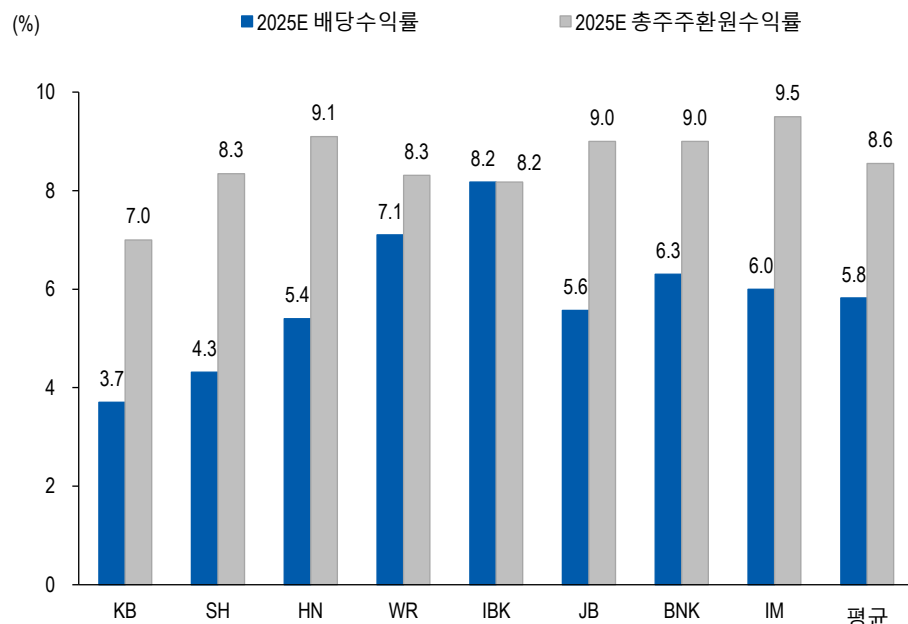
자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터



은행 : 총주주환원수익률을 통해 주가 하방 지지 가능

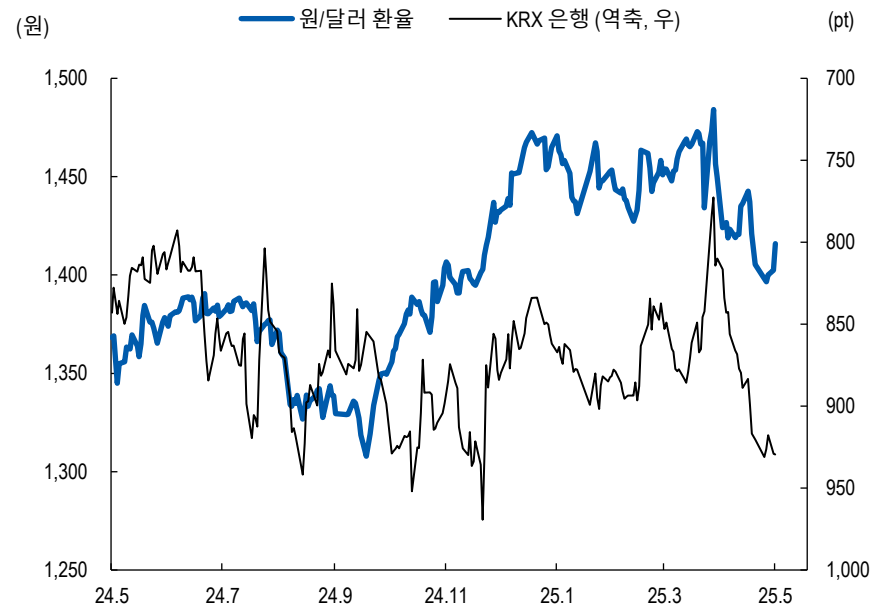
- 커버리지 은행/금융지주의 평균 총주주환원수익률은 8.6% 수준으로 시중은행은 7~9%, 지방은행은 8~10% 수준을 보이는 상황
- 향후 기준금리 인하에 따라 순이자마진(NIM) 하방 압력은 지속될 것으로 보이나 높은 주주환원수익률을 통해 주가의 하방은 견고할 전망
- 또한 은행업종 지수는 원/달러 환율과 음의 상관관계를 보이고 있어 하반기 원/달러 하락에 따라 주가에 대한 영향은 긍정적으로 생각됨
- **업종 Top Pick : 하나금융지주**
총주주환원수익률이 9.1%로 시중은행 중 가장 높으며 지방은행과 비교시에도 상대적으로 높은 수준
커버리지 은행 중 환율 민감도가 가장 높아 환율 하락에 따른 수혜 전망

은행/금융지주 총주주환원수익률



자료: 유안타증권 리서치센터

은행업지수 및 원/달러 환율 추이



자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터



증권 : 경기 및 증시부양 기대감 작용

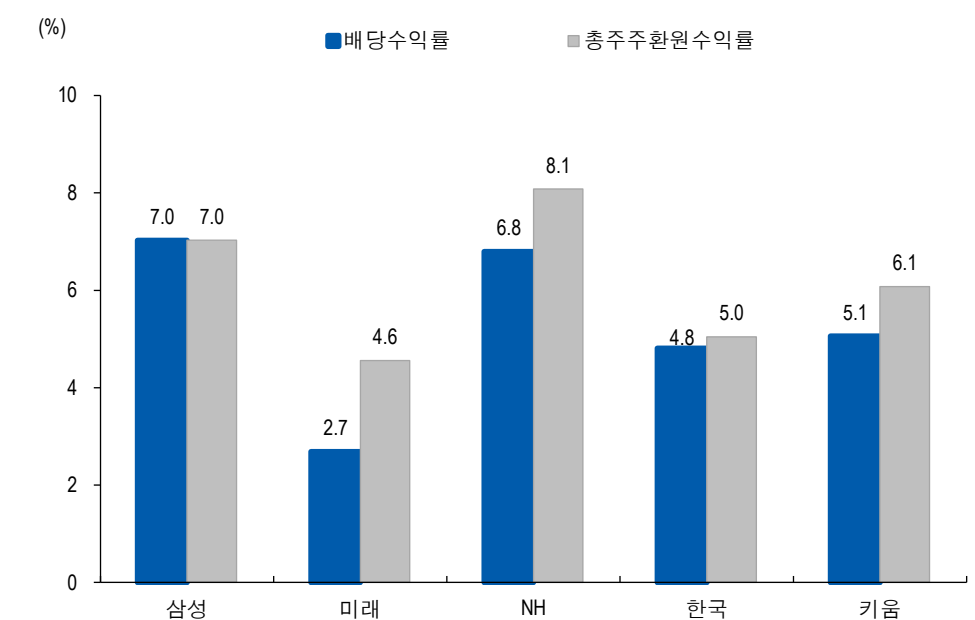
- 현재 증권업종은 정부의 경기 및 증시부양 기대감이 작용하고 있는 상황임. 하반기 추경에 따른 내수회복이 기대됨에 따라 코스닥의 상승이 예상됨
- 코스닥은 개인투자자 비중이 높으며 이에 따라 코스닥 거래대금 M/S가 높은 증권사가 수혜를 받을 것으로 판단됨
- 또한 하반기로 갈수록 배당수익률 및 총주주환원수익률이 높은 증권사에 대한 투자 매력도 역시 증가할 것으로 생각됨
- **업종 Top Pick : 키움증권, NH투자증권**
정부의 경기 및 증시부양에 따라 거래대금 민감도가 가장 높은 키움증권이 수혜를 볼 것으로 예상됨. 또한 하반기로 갈수록 배당수익률 및 총주주환원수익률이 높은 NH투자증권 역시 투자매력도가 증가할 전망

일평균거래대금 및 CPI 증가율 추이



자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

커버리지 증권사 총주주환원수익률 (2025E)



자료: 유안타증권 리서치센터



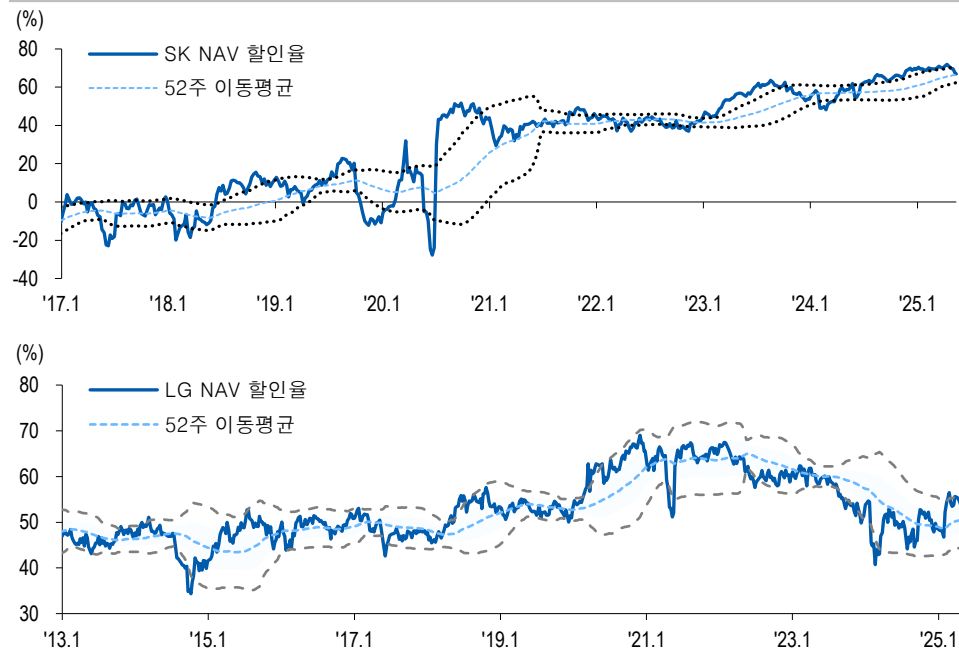
지주 : 할인율과 관계없이 주가 차별화 전망

- 당분간 지주사별 주가 차별화 전망, 6월 대선 이후 정책 및 규제 변화와 더불어 자회사 및 그룹 내 산업 비중에 따른 미국 관세 영향도 지켜볼 필요
- 상법 및 상속증여세 개정이 지속적으로 부각될 전망, 유의미한 비상장 자회사를 보유하거나 PBR이 낮고 승계 이슈가 존재하는 지주사에 주목
- 하반기 밸류업 이행현황 등을 담은 후속 공시에도 관심 필요, 주주환원 등 단기 성과와 더불어 자산 효율성 제고와 수익성 개선 등 장기적 목표와 성과에 주목

• 업종 Top Pick : CJ

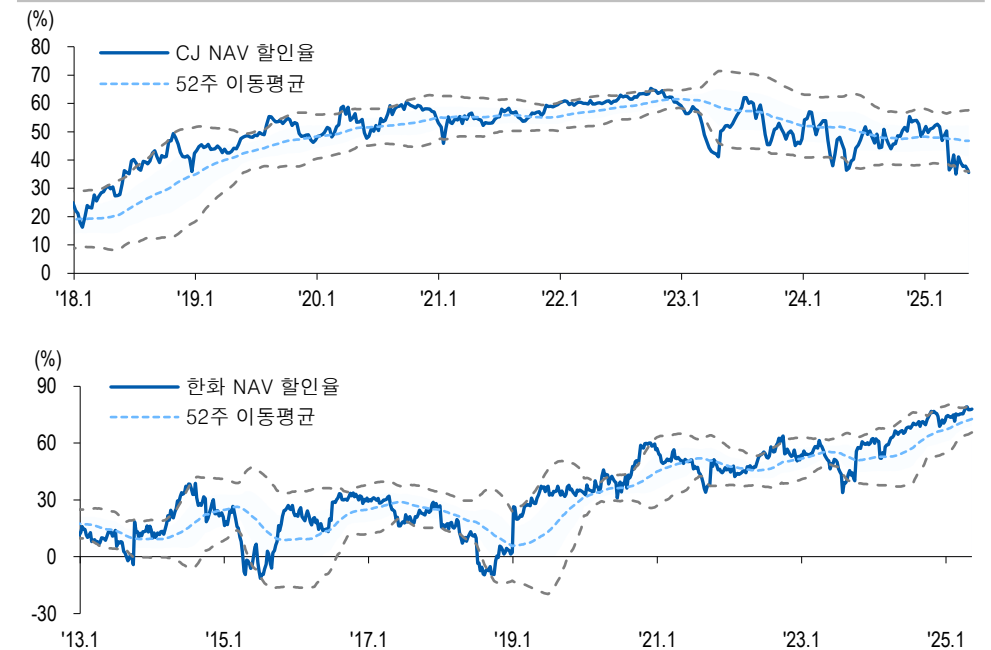
핵심 비상장 자회사인 올리브영의 해외, 온라인, 외국인 중심의 성장 지속될 전망. 지난 3월 올리브영은 한국뷰티파이오니어가 보유한 지분 11.3% 를 자사주형태로 취득 결정. 이에 따라 올리브영에 대한 CJ의 지배력 및 지분가치 상승을 주가에 반영할 것으로 예상

SK 및 LG NAV 할인율 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

CJ 및 한화 NAV 할인율 추이



자료: 유안타증권 리서치센터



하반기 Top 10 Picks

종목명	시가총액 및 주가		Valuation (배, %)				
	시가총액 (조원)	현재가 (원)	P/E	P/B	EPS 증가율	ROE	배당수익률
SK하이닉스	146.0	200,500	5.1	1.3	흑전	24.9	0.6
LG에너지솔루션	71.8	307,000	102.8	3.3	-67.4	3.2	0.0
삼성바이오로직스	71.0	998,000	48.8	5.6	21.3	11.5	0.0
한화오션	24.7	80,500	29.8	4.0	흑전	13.4	0.0
하이브	11.4	273,500	39.0	3.1	-69.3	8.0	0.3
NH투자증권	5.2	15,990	7.6	0.7	24.1	8.7	5.7
효성중공업	5.4	578,000	12.9	2.1	20.9	16.2	0.5
에이피알	4.1	110,500	19.5	6.5	12.8	33.5	0.0
엔씨소프트	3.4	155,500	17.2	1.0	-84.0	5.6	1.8
롯데케미칼	2.5	58,700	-9.8	0.2	적전	-1.9	4.8

참고: 5/15일 종가 기준

자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김용구)
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.



투자전략

팀장 Global Strategist	민병규	3770-3635	byungkyu.min@yuantakorea.com
Derivatives Analyst	정인지	3528	inji.jung@yuantakorea.com
Fund Analyst	김후정	3605	hujung.kim@yuantakorea.com
Strategist	김용구	3521	yg.kim@yuantakorea.com
Passive/ETF Analyst	고경범	3625	gyeongbeom.ko@yuantakorea.com
Economist/ESG	김호정	3630	hojung.kim@yuantakorea.com
US Market Analyst	황병준	3523	byeongjun.hwang@yuantakorea.com
Quant/ETF Analyst	신현웅	3634	hyunyong.shin@yuantakorea.com
Research Assistant	박성철	3632	seongcheol.park@yuantakorea.com
Research Assistant	임지윤	3527	jiyeon.lim@yuantakorea.com
Research Assistant	김혜원	3526	hyewon.kim@yuantakorea.com
Research Assistant	김세빈	3646	sebin2.kim@yuantakorea.com

채권분석

팀장 Credit Analyst	유태인	3770-5571	taein.yoo@yuantakorea.com
Fixed Income Strategist	이재형	5579	jaehyung.lee@yuantakorea.com
Credit Analyst	김현수	5582	hyunsoo.kim@yuantakorea.com
Credit Analyst	신연화	5721	yeonhwa.shin@yuantakorea.com
Credit Analyst	공문주	5586	moonju.kong@yuantakorea.com
Credit Analyst	이소윤	5572	soyoon.lee@yuantakorea.com
Credit Analyst	황태웅	5578	taewoong.hwang@yuantakorea.com

리서치지원

팀장	조병준	3770-5581	byungjun.cho@yuantakorea.com
----	-----	-----------	------------------------------

기업분석

팀장 2차전지	이안나	3770-5599	anna.lee@yuantakorea.com
인터넷/SW	이창영	5596	changyoung.lee@yuantakorea.com
화학/정유	황규원	5607	kyuwon.hwang@yuantakorea.com
스몰캡	권명준	5587	myoungchun.kwon@yuantakorea.com
철강/금속	이현수	5718	hyunsoo.yi@yuantakorea.com
화학품/유통	이승은	5588	seungeun.lee@yuantakorea.com
제약/바이오	하현수	2688	hyunsoo.ha@yuantakorea.com
통신/지주/방산/우주	이승웅	5597	seungwoong.lee@yuantakorea.com
조선/자동차	김용민	5606	yongmin.kim@yuantakorea.com
미디어/엔터	이환욱	5590	hwanwook.lee@yuantakorea.com
음식료/전력기기	손현정	5595	hyunjeong.son @yuantakorea.com
반도체	백길현	5635	gilhyun.baik@yuantakorea.com
건설/기계	장윤석	5583	yoonseok.chang@yuantakorea.com
금융	우도형	5589	dohyeong.woo@yuantakorea.com
전기전자	고선영	3525	sunyoung.kou@yuantakorea.com
스몰캡	백종민	5598	jongmin.baik@yuantakorea.com
Research Assistant	최지운	3640	jiyun.choi@yuantakorea.com
Research Assistant	박현주	2672	hyunjoo.park@yuantakorea.com
Research Assistant	김도엽	5580	doyub.kim@yuantakorea.com
Research Assistant	서석준	5585	seokjun.seo@yuantakorea.com
Research Assistant	조혜빈	5594	hevin.cho@yuantakorea.com
Research Assistant	한동우	3647	dongwoo.han@yuantakorea.com
Research Assistant	임석민	3648	seokmin.lim@yuantakorea.com
Research Assistant	김고은	3649	koeun2.kim@yuantakorea.com

2025년 하반기 주식시장 전망과 전략

Buy Korean. I Am.

