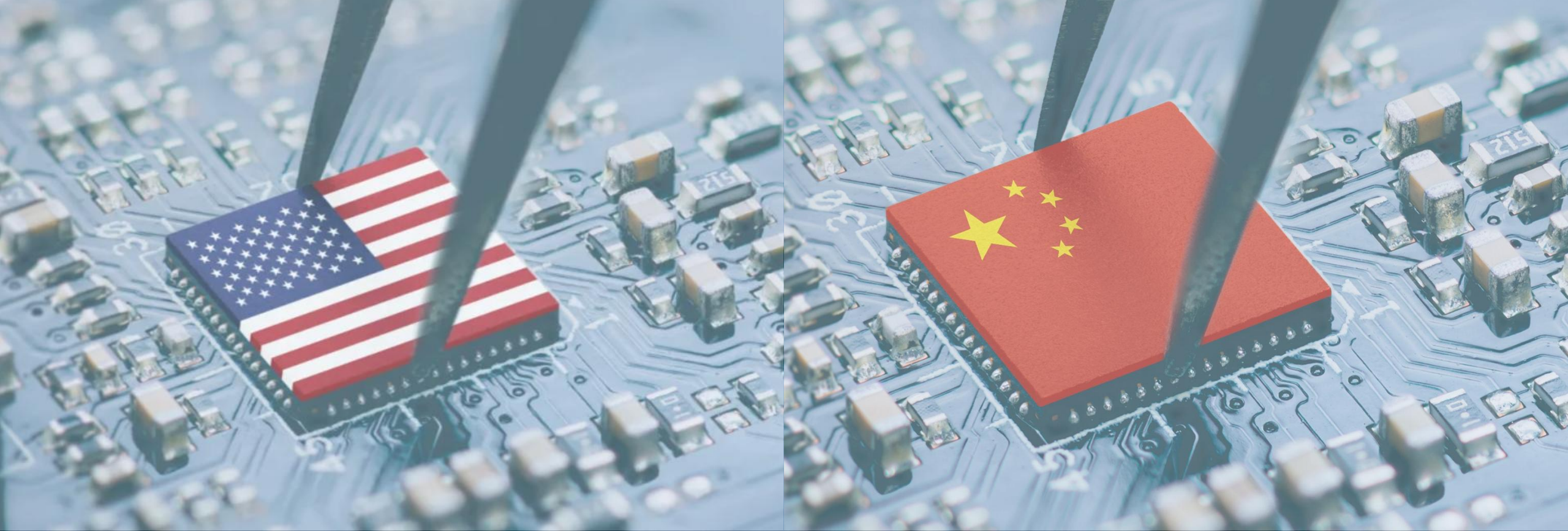




2025년 4분기 글로벌 금융시장 전망 및 투자전략

위험자산 투자 경기장을 바꿉시다. 미국에서 중국과 한국으로.

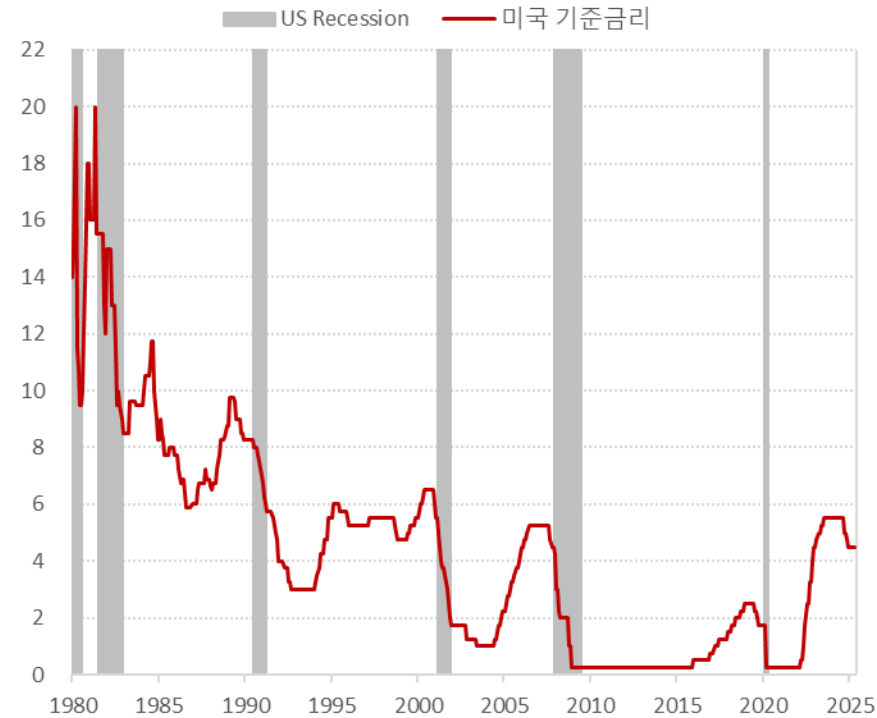
본 자료는 2025.8. 31 기준으로 작성되었습니다.

= 미국 경제 / 증시 / 금리 =

7월 고용보고서를 계기로 미국 경기가 침체에 가까워졌음이 드러났습니다.
그런데도 미국 증시는 경기 침체 리스크를 전혀 반영하지 않고 있습니다.
미국 주식은 고평가되었고, 미국 장기물 국채는 저평가되었습니다.

미국 / 글로벌 경기 침체는 “미국 고용지표” 둔화에서 시작됩니다.

“강력한 긴축+기준금리 인하” 조건이 충족되면 경기 침체 시작

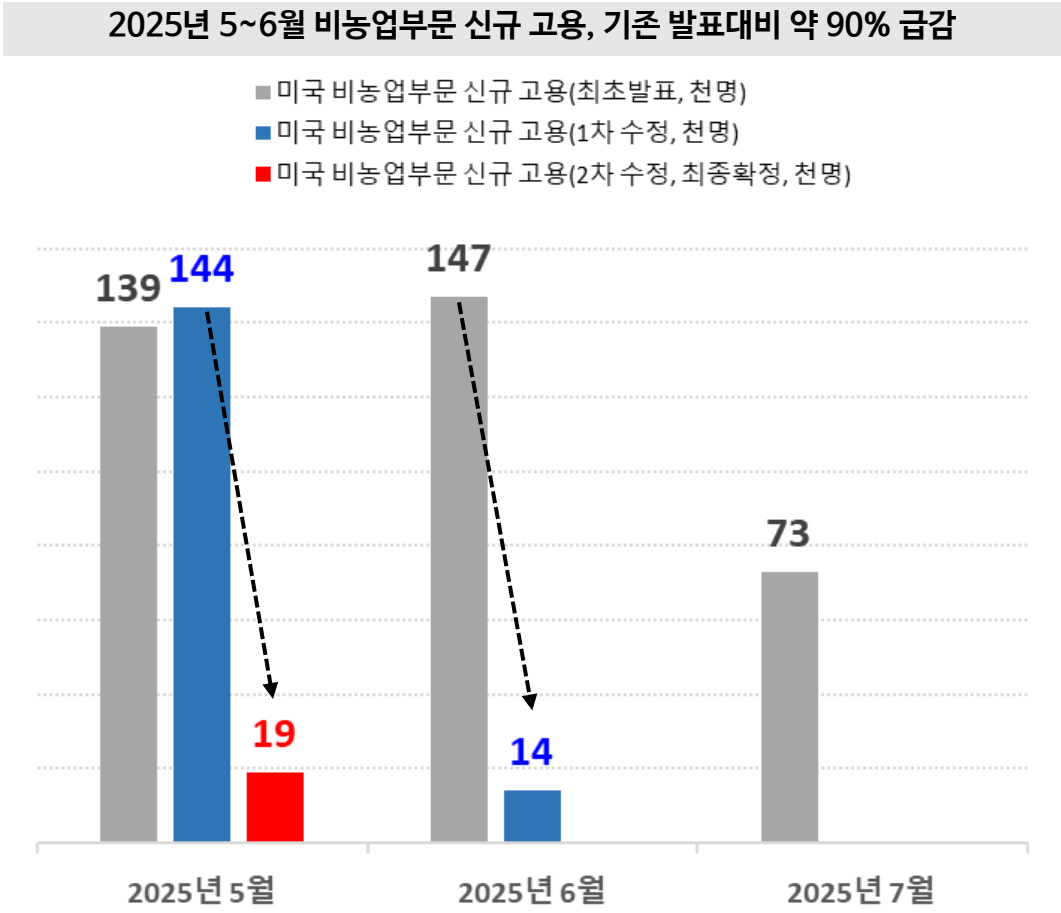


* Source : Bloomberg, 2025.8.31 기준



탄탄했다고 믿었던 미국 ‘신규 고용’, 실제보다 크게 부풀려져 있음이 드러났습니다.

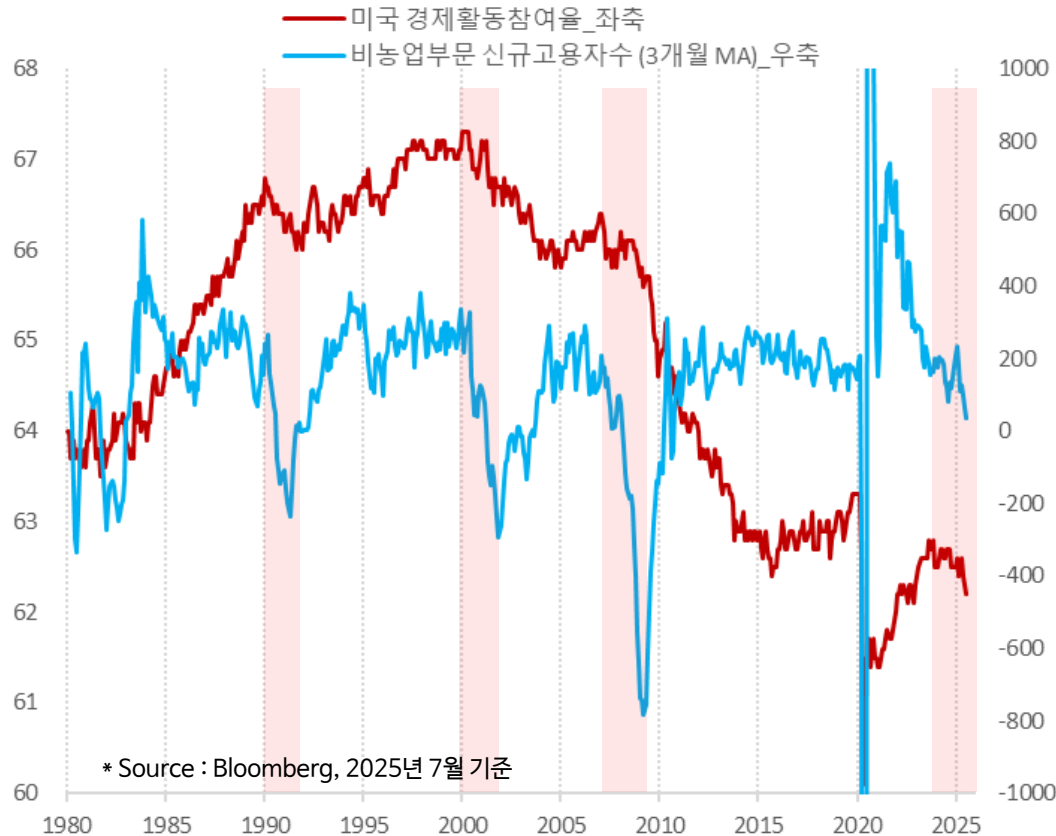
- 25년 6월 고용보고서가 발표되었을 때 비농업부문 신규 고용 5~6월 2개월 평균은 14만5천명이었습니다. 그러나 25년 7월 고용보고서는 5~6월 비농업부문 신규 고용이 기존보다 약 90% 축소되어 월평균 1만7천명으로 크게 줄어들었습니다. 25년 7월 신규 고용도 월가 컨센서스를 크게 하회한 7만3천명으로 나왔습니다.



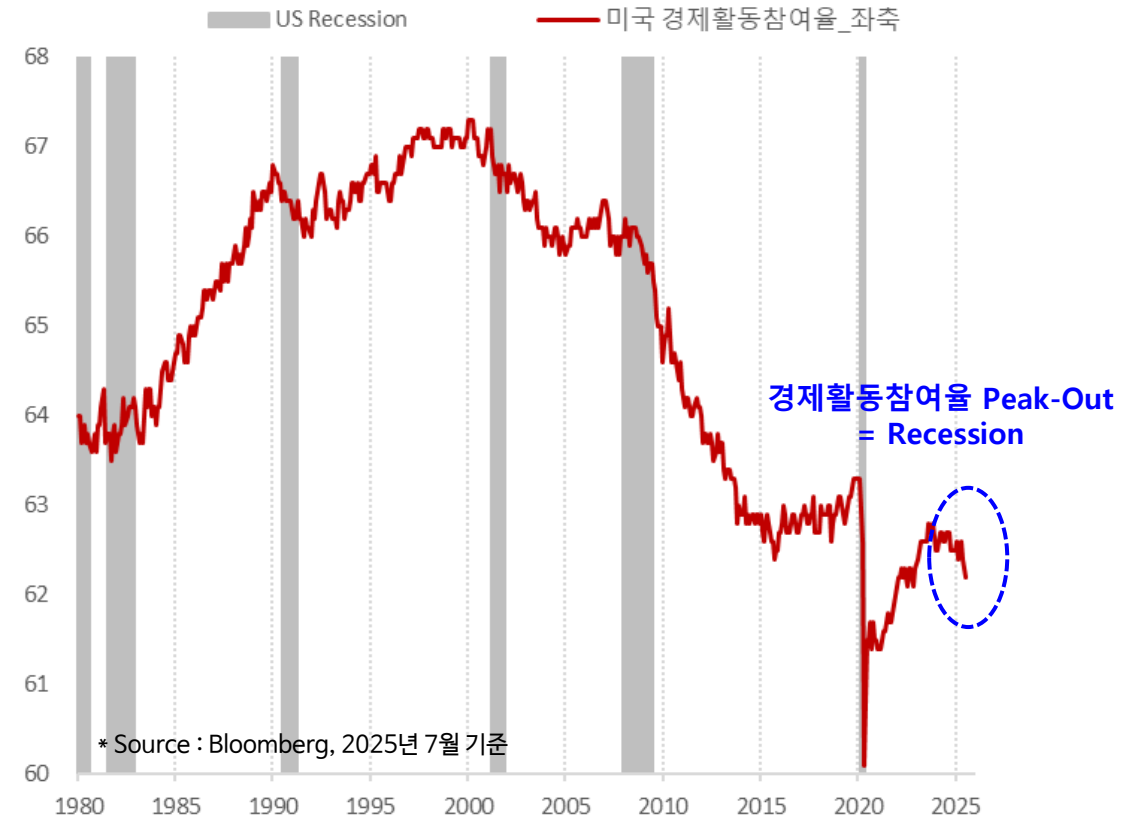
경제활동참여율 축소(구직활동 포기)도 전형적인 경기 침체 징후입니다.

- 경제활동참여율은 생산 가능 연령 인구 중에서 노동시장에 참여하고 있는 사람들의 비율을 말합니다. 경제가 좋은 상태라면 경제활동참여율이 상승하고, 그 반대라면 경제활동참여율이 낮아집니다. 경제활동참여율이 낮아진다는 것은 사람들이 노동시장에 나가지 않거나 구직활동을 포기했음을 의미합니다.
- 경기 침체 발생하면 경제활동참여율이 추세적으로 낮아지는 현상이 나타납니다. 작년 하반기부터 경제활동참여율이 Peak-Out되었고, 올해 하락이 더 뚜렷해지고 있습니다.

미국 신규 고용 둔화될 때 경제활동참여율 하락



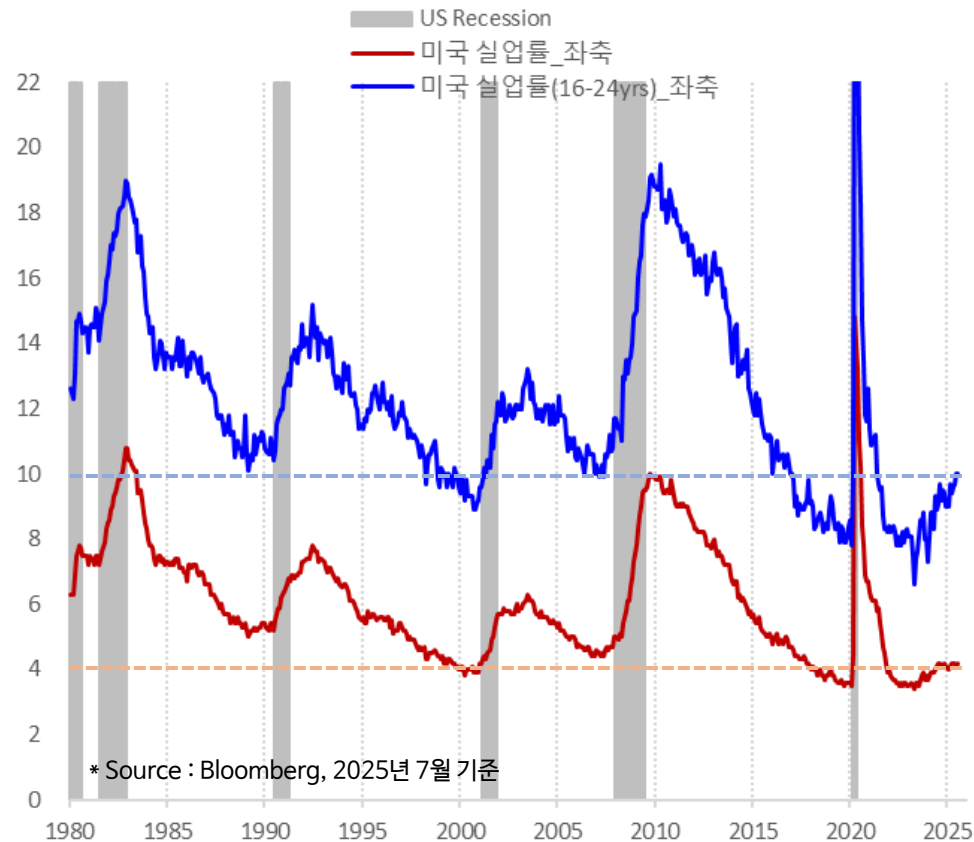
미국 경제활동참여율 추세적 하락은 전형적인 경기 침체 징후



미국 경기 침체 판단에서 가장 중요한 “실업률 상승 전환”이 나타나고 있습니다.

- 실업률 상승 전환되면 어김없이 경기 침체 시작되었습니다.
- 미국 전체 실업률은 2023년 4월에 3.4% 저점 기록 후 점진적으로 상승하고 있습니다. (2025년 7월 4.2%)
- 그러나 Youth(16~24살) 실업률은 매우 가파르게 상승해서 10%를 터치했습니다. (2025년 7월 10.0%)

미국 전체 실업률 천천히 상승 중, 그러나 Youth 실업률은 가파르게 상승 중



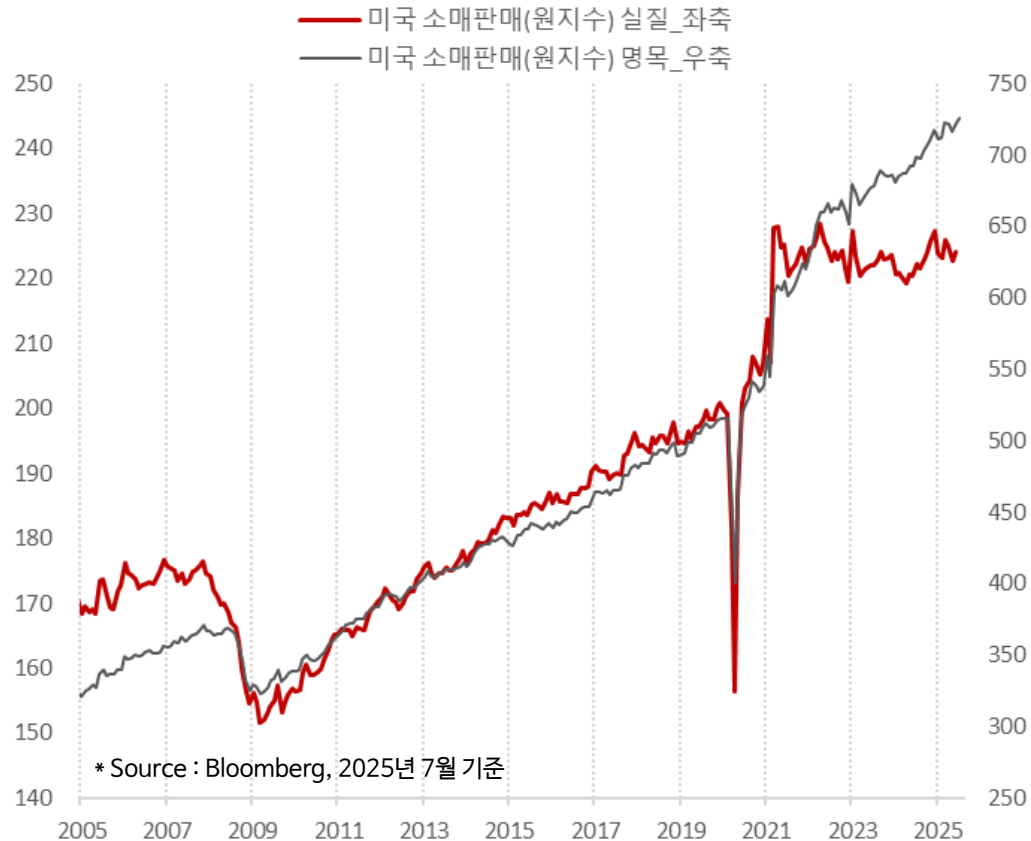
Not On Temporary Layoff(임시해고에서 완전해고로 전환) 계속 상승 중



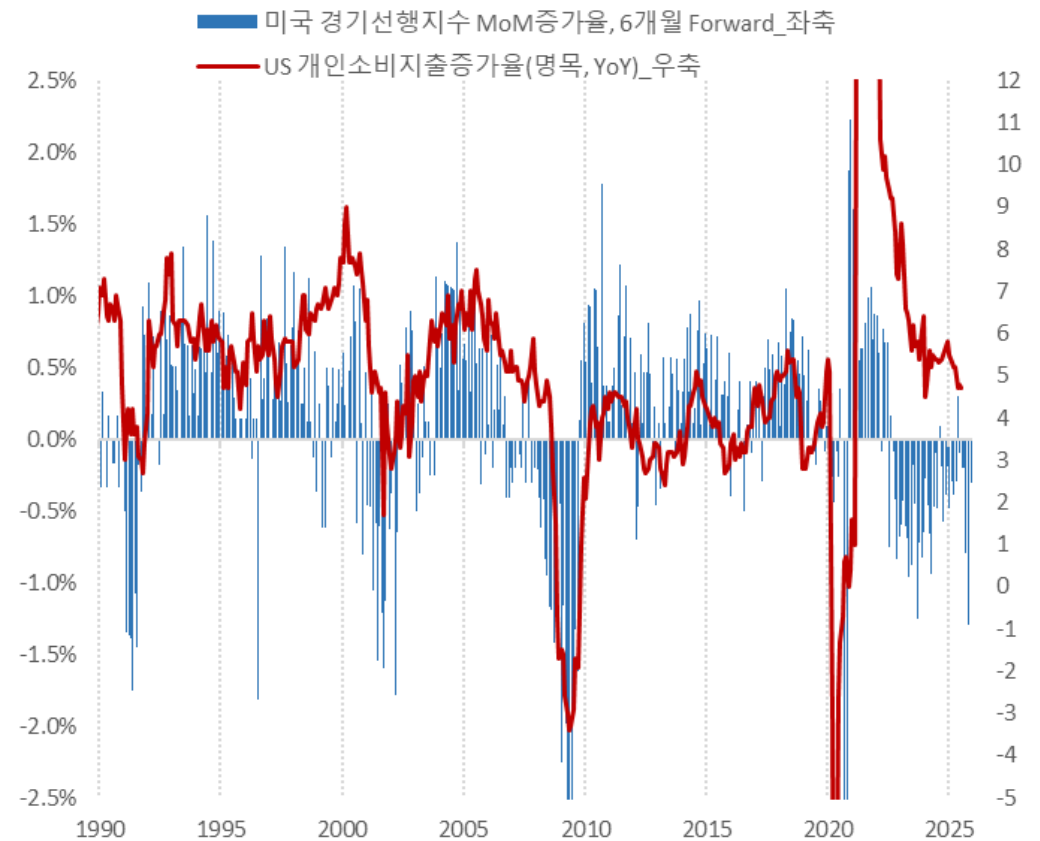
경기에 후행하는 '소비' 지표도 최근 둔화되기 시작했습니다. 향후 추가 둔화 확실히 예상됩니다.

- 물가 상승이 반영된 명목 소비 지표는 상승세지만 물가 상승이 제외된 소비지표는 오랫동안 횡보하고 있었고 올해 들어서 다시 둔화되기 시작했습니다.
- 그런데 물가 상승이 반영된 명목 소비 지표도 최근 상승세 둔화가 나타나고 있습니다. (소매판매, 개인소비지출 모두 공통)
- 소비 지표에 약 6개월 선행하는 '컨퍼런스보드 경기선행지수'로 미루어 향후 소비는 추가로 더 둔화될 가능성이 매우 높습니다.

물가 상승을 제거한 미국 실질 소매판매는 4년간 횡보 중, 올해 둔화되고 있음



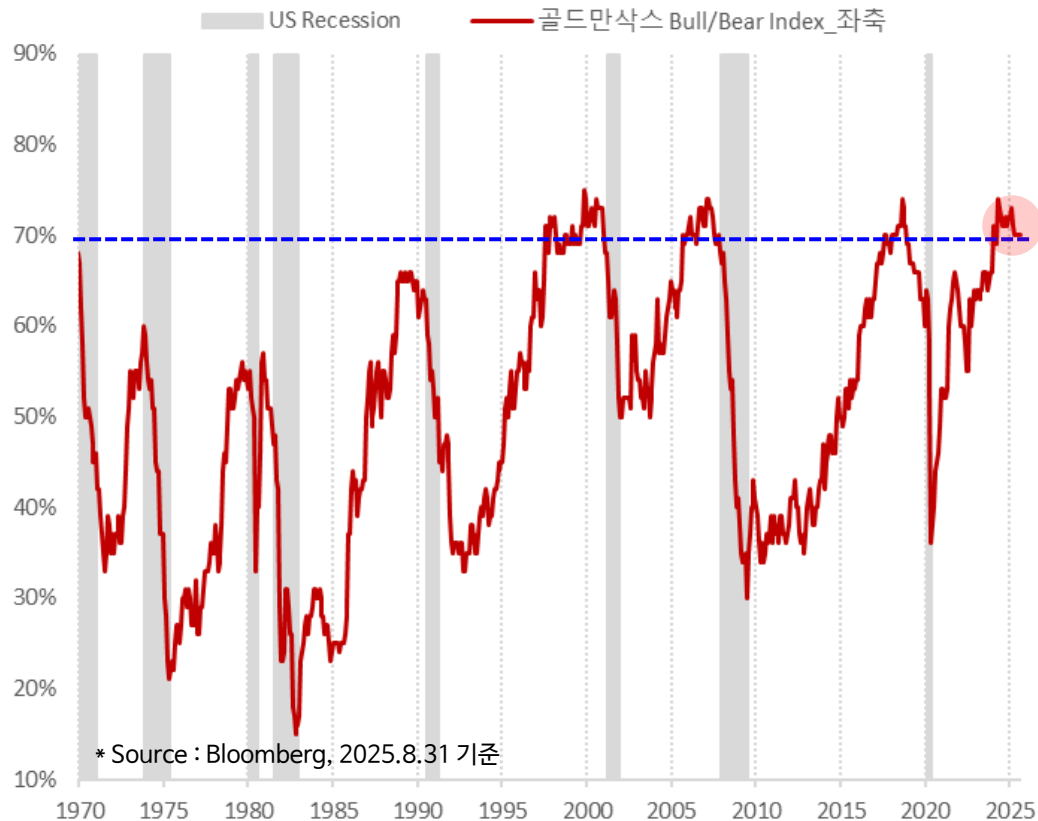
경기선행지수는 미국 개인소비지출에 약 6개월 선행, 향후 추가 소비 둔화 예고



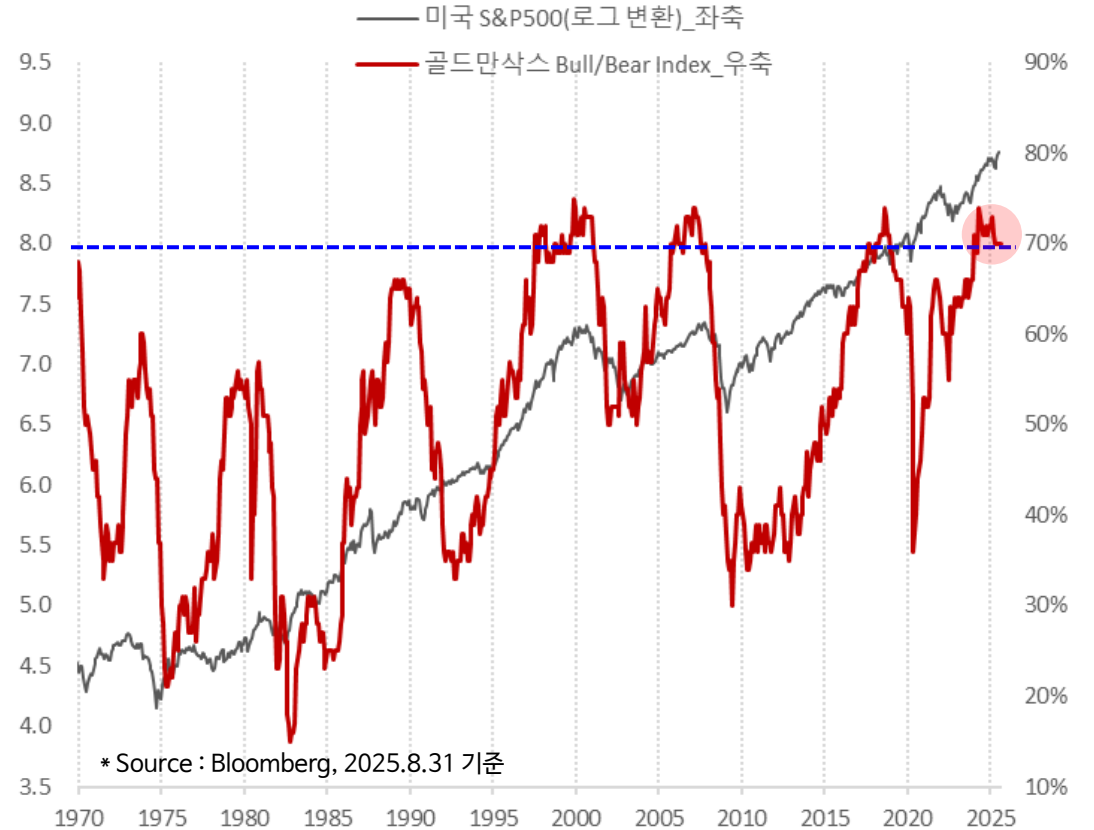
“GS Bull/Bear Market Index”가 꺾이면 경기 침체 발생했습니다. 현재 그렇게 진행 중입니다.

- GS(골드만삭스) Bull/Bear Market Index는 경기 침체를 예고하는 6가지 지표(주식 밸류 평가, 수익률 곡선, 제조업 활동, 민간 부문 지출, 핵심 물가, 실업률)를 결합해서 경기 침체 가능성을 평가합니다. 해당 지표가 Peak-Out되면 경기 침체 시작되었고 미국 증시 약세 전환되었습니다. 현재 Peak-Out 진행 중입니다.

골드만삭스 Bull/Bear Market Index Peak-Out 진행 중



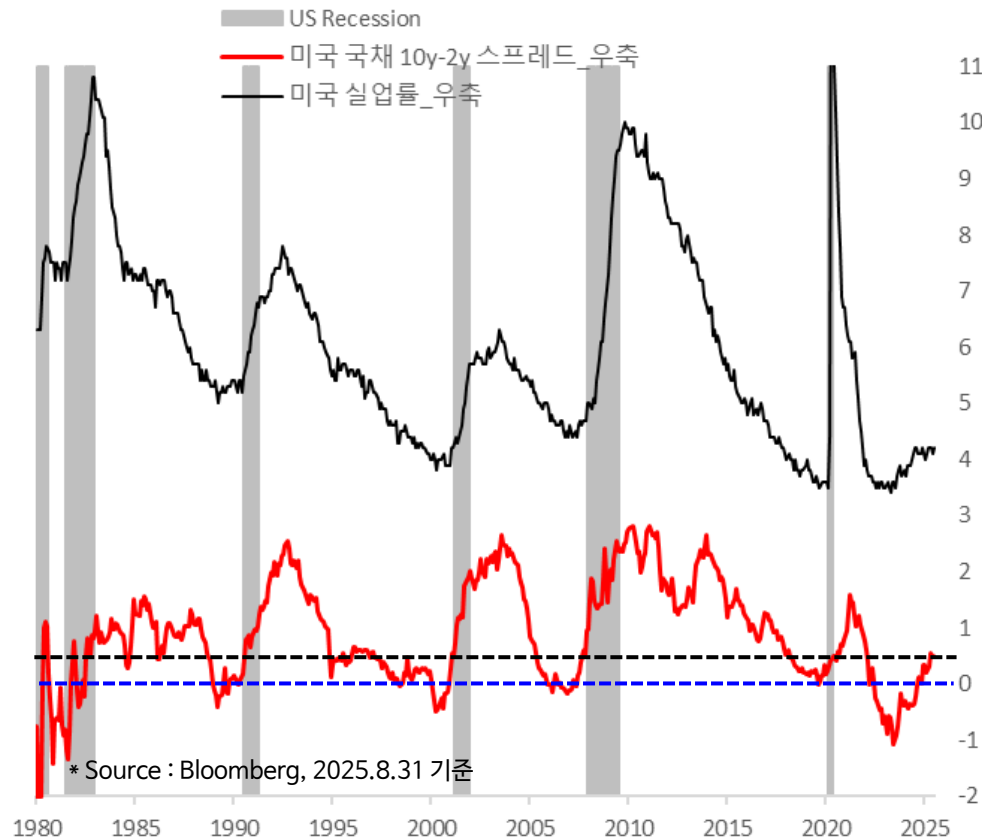
골드만삭스 Bull/Bear Market Index Peak-Out되면 미국 증시 약세 전환



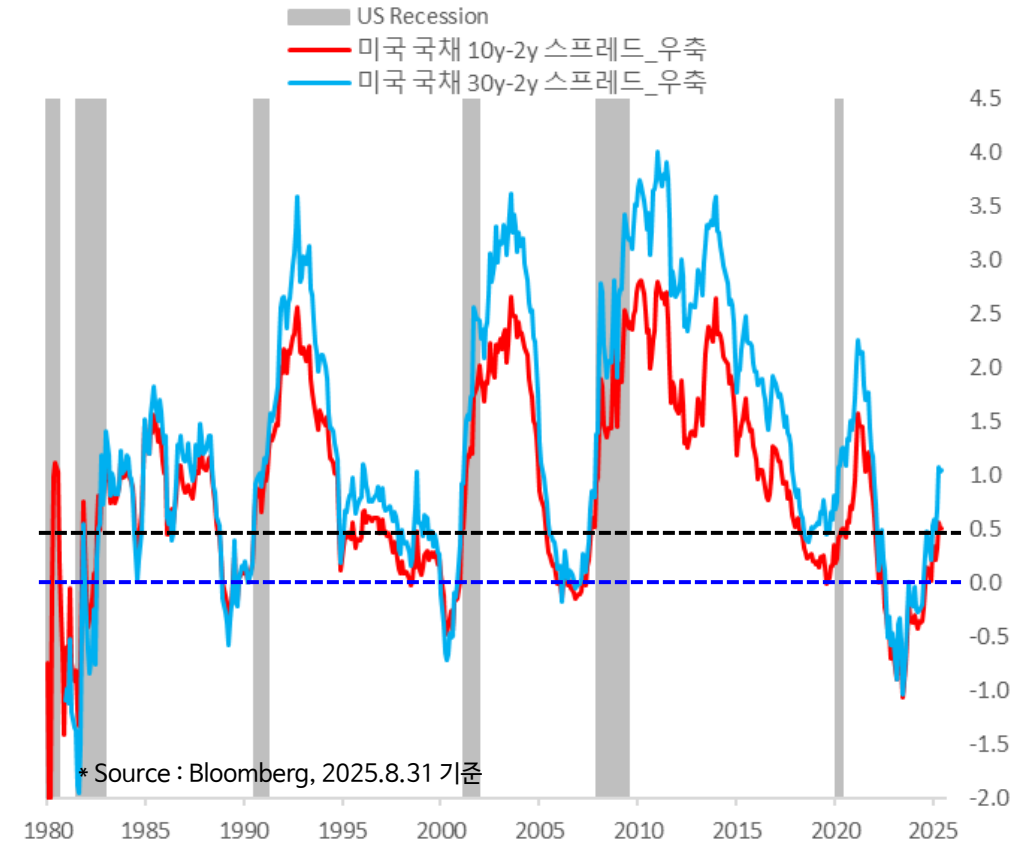
“장단기 국채 금리 스프레드 확대”되면 경기 침체 발생했습니다. 현재 그렇게 진행 중입니다.

- 과거 미국 10y-2y 국채 금리 스프레드가 마이너스 영역에서 저점 기록 후 반등하면서 미국 실업률도 상승 전환되었습니다.
- 미국 장단기 국채금리 스프레드(10y-2y)는 2024년 9월에 플러스로 전환되었고, 2025년 4월부터 +50bp에 근접해 있습니다.

미국 장단기 금리 스프레드(10y-2y, 빨간색) vs 미국 실업률(검정색)



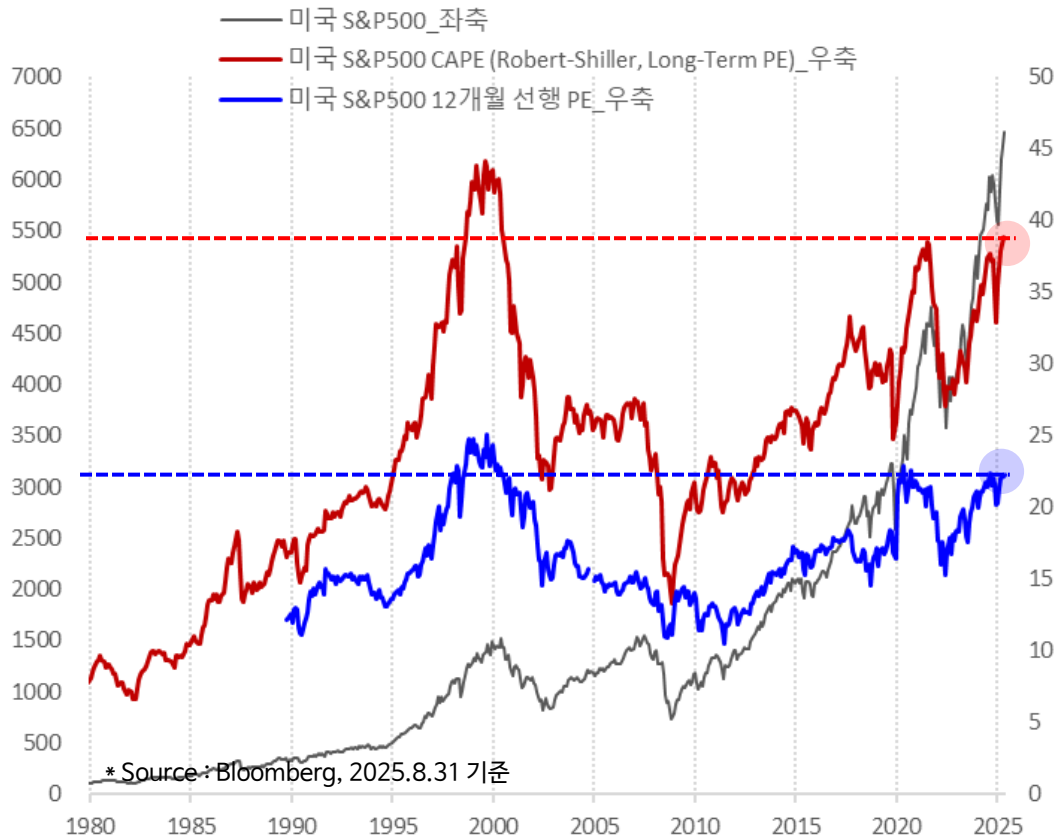
미국 30y-2y, 10y-2y 금리 스프레드 모두 +50bp 초과 확대 중



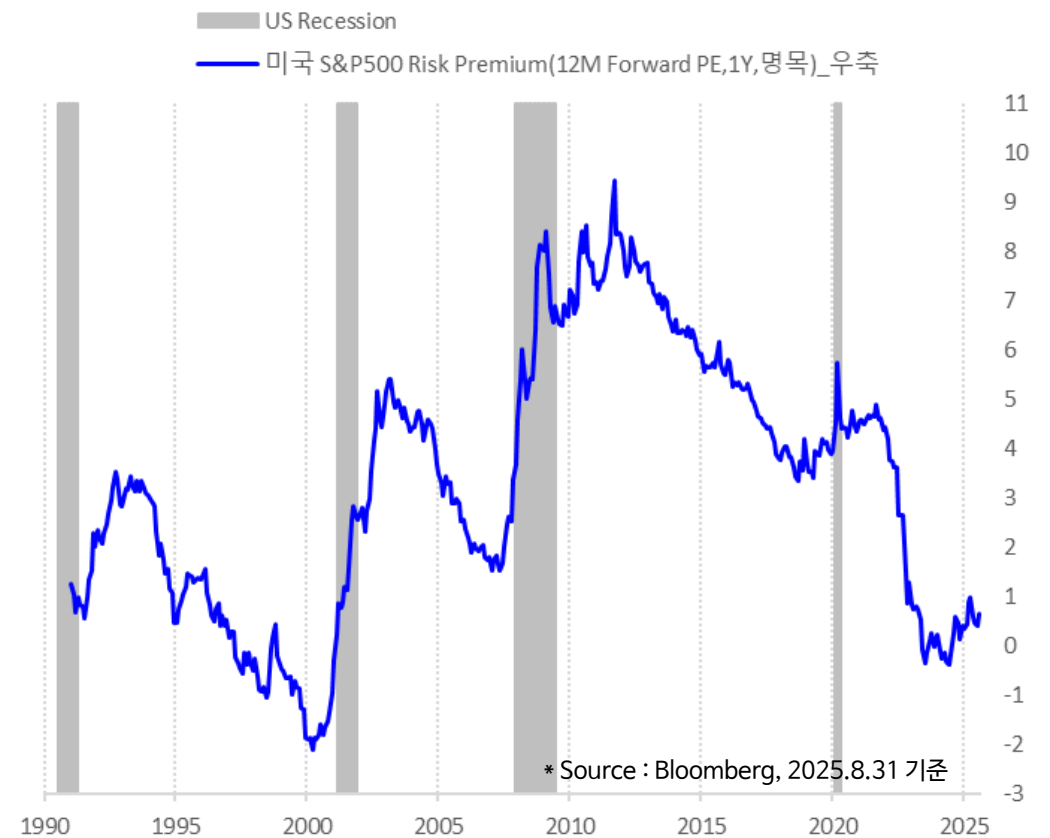
미국 증시 고평가 우려가 큼니다. 안전자산 대비 위험자산 투자 보상이 매우 작습니다.

- P/E 역수(=1 / PER)는 주식에 대한 기대수익률입니다. 주식 기대수익률에서 무위험수익률(국채금리)을 차감한 스프레드가 주식 Risk Premium입니다. (=Yield Gap)
- 2025.8.31 기준 S&P500 12개월 Forward PER 22.3 배입니다. 향후 1년 S&P500기대수익률 4.48%, 안전자산(국채 1Y) 기대수익률 3.83%, Yield Gap +0.65%p
- **S&P500 Risk Premium(일드갭)이 Bottom-Out되면 미국 경기 침체 시작되었습니다. (2024년 7월 이후 Bottom-Out 진행 중~!)**

2000년 IT 버블 시기를 제외하면 현재 미국 증시 PER 역사적 High Level

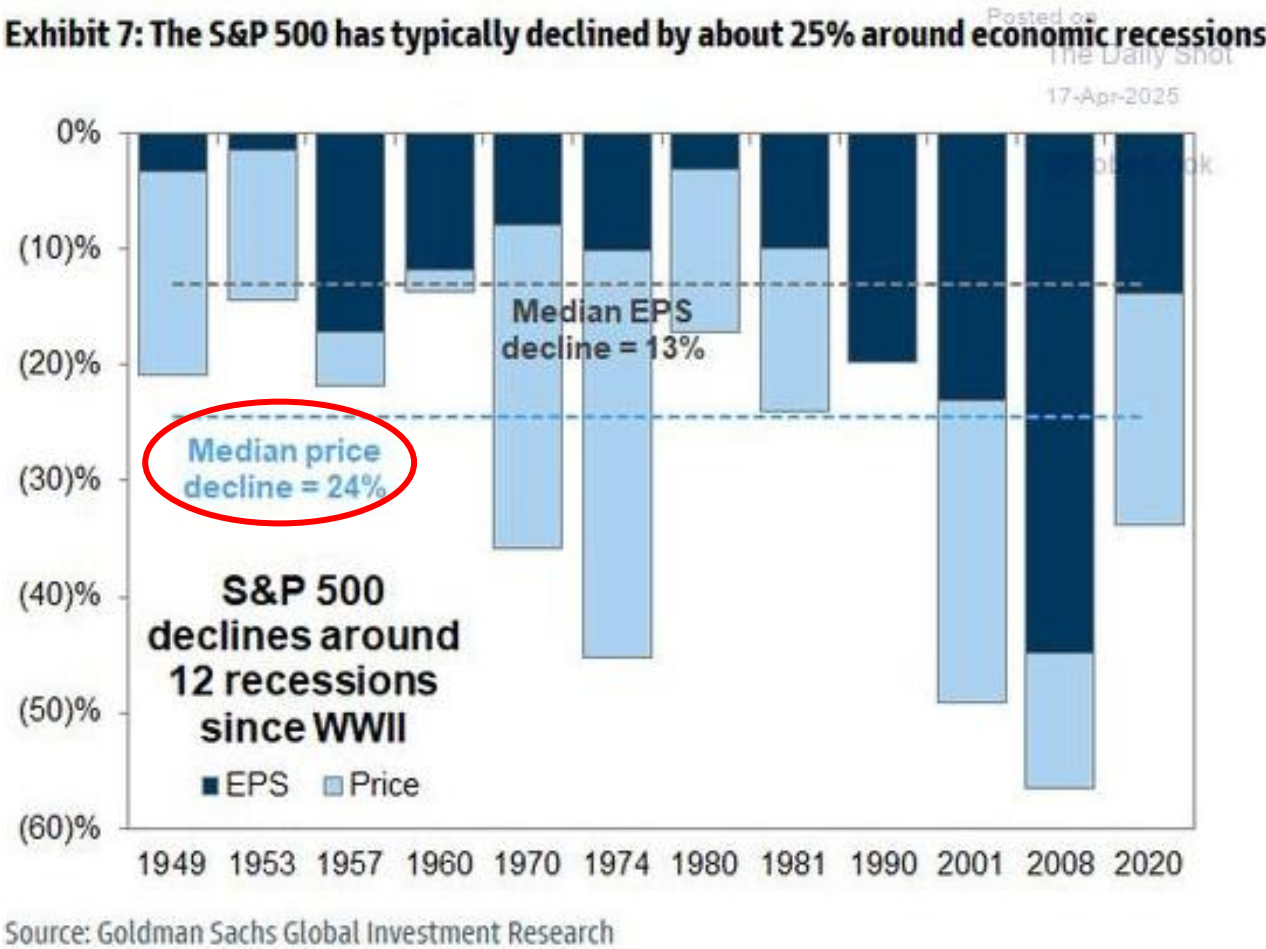
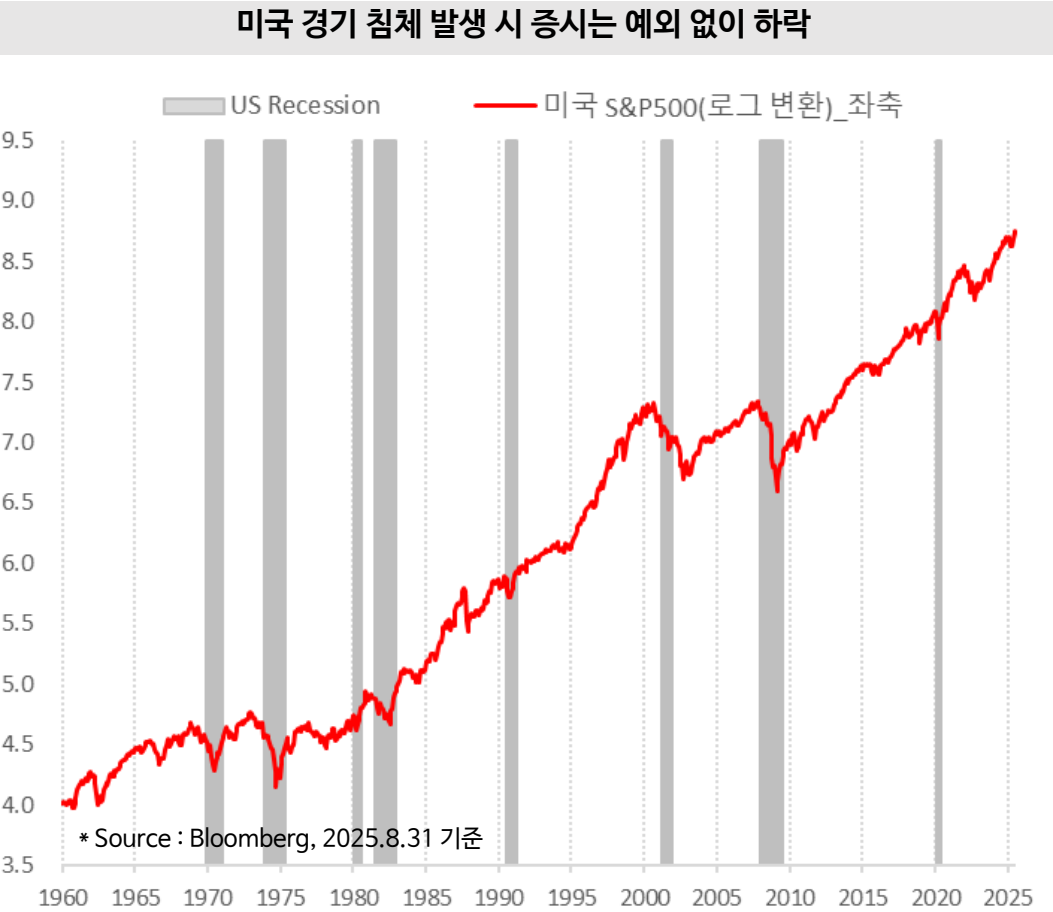


S&P500 Risk Premium(Yield Gap) 상승 전환되면서 경기 침체 시작



[참고] 2차 세계대전 이후 총 12번 미국 경기 침체 발생 : S&P500 최대 하락률 중간값 -24%

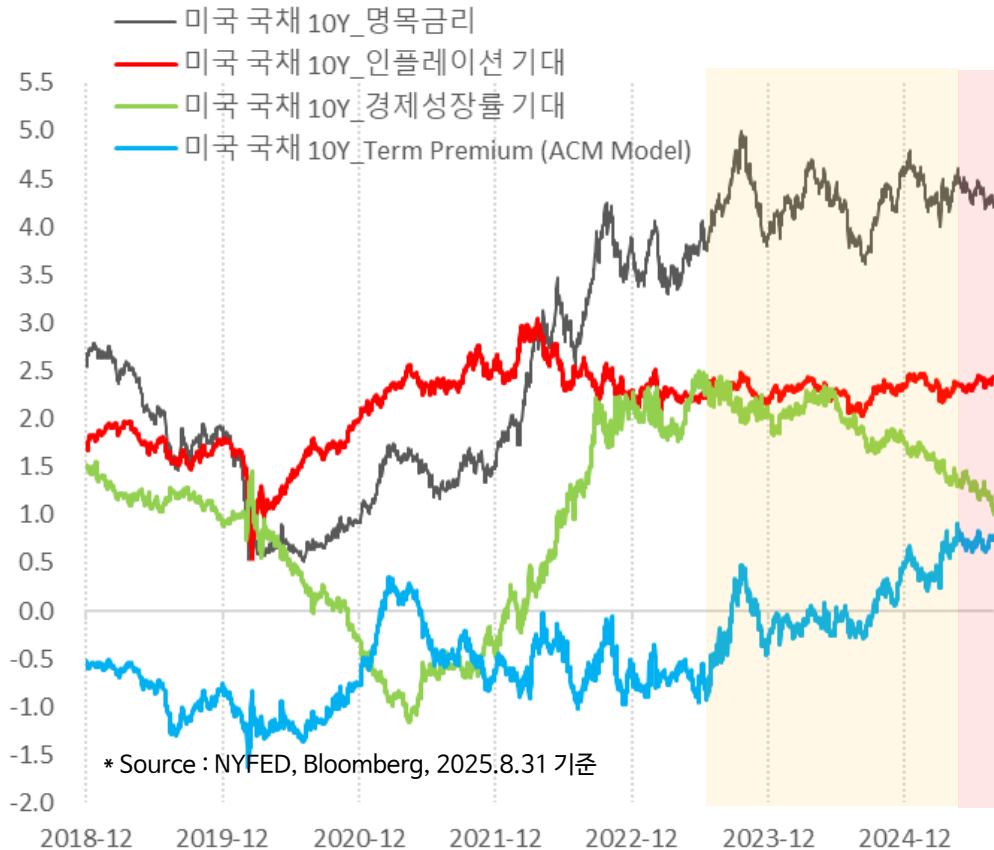
- 과거 미국 경기 침체 발생 시 미국 증시는 예외없이 하락했습니다.
- 경기 침체 발생 시 S&P500 최대 하락률의 중간값은 -24% 입니다. 즉, 경기 침체를 예상한다면 이 정도 증시 하락을 감안해야 합니다.



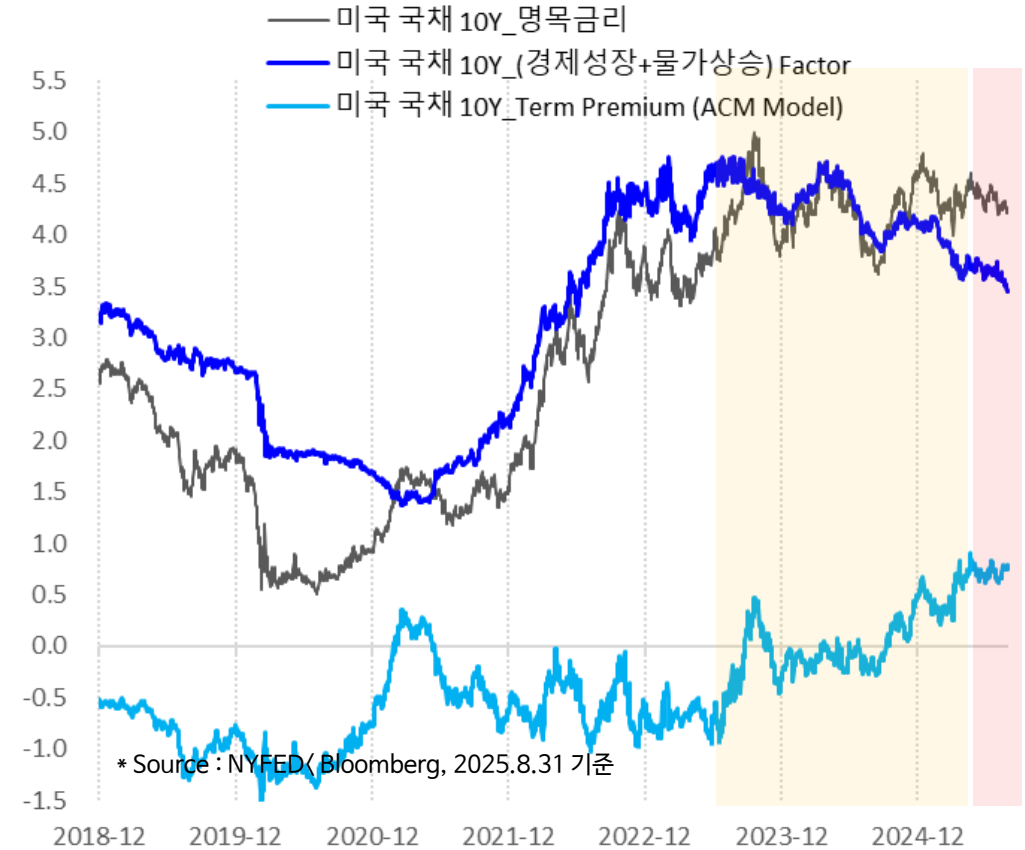
미국 국채 10년물 금리, 경기 침체 우려가 커지면서 최근 “경제성장 기대” 요인이 급락하고 있습니다.

- 장기물 국채 금리는 (1) 실질 경제 성장 기대, (2) 물가 상승 기대, (3) 기타 리스크(Term Premium, 채무자 정성적 리스크) 3가지 요인으로 분해됩니다.
- 경제성장 기대는 24년 하반기부터 하락하기 시작했는데 올해 들어서 하락세가 더 가팔라졌습니다. (→25년 8월말 기준 10년물 금리에 반영된 실질 경제성장률 약 1.0%)

최근 인플레이 기대, Term Premium은 변화 없지만 경제성장 기대 급락



최근 경제 펀더멘탈(=경제성장 기대+인플레이 기대)요인 하락세가 더 가팔라졌음

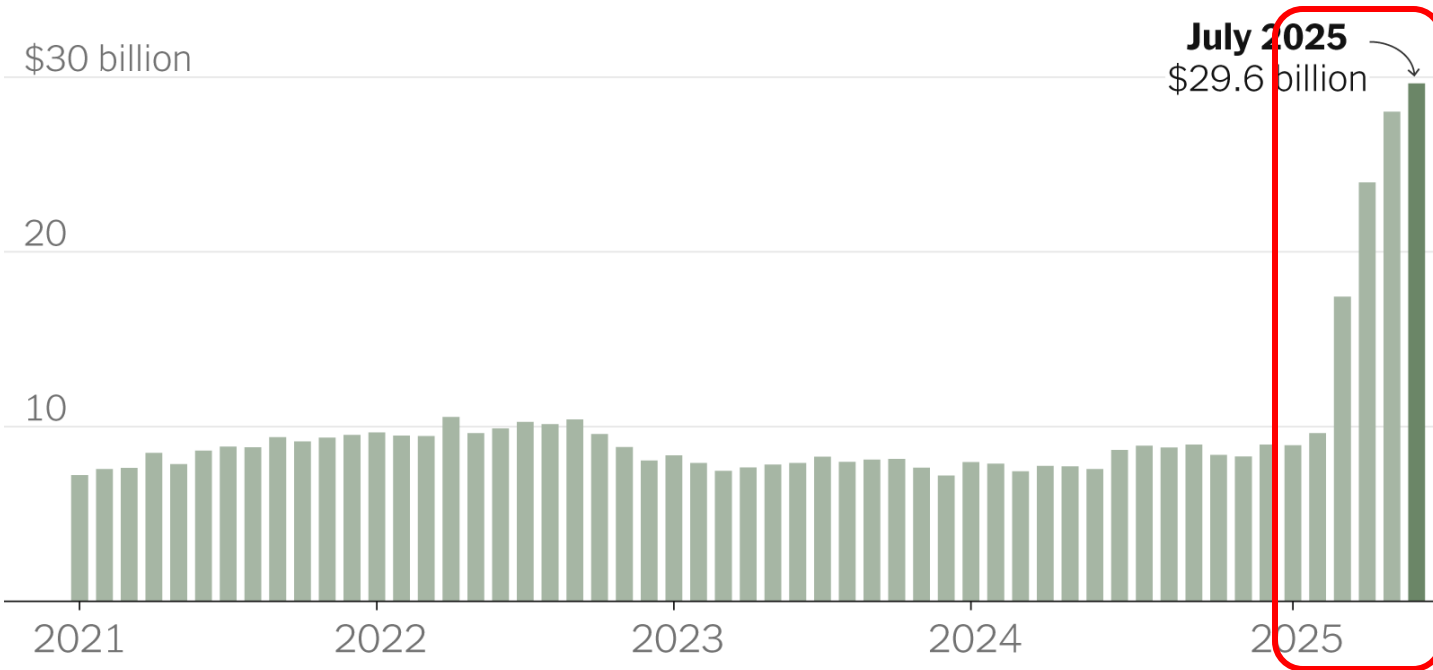


관세 수입이 급증하고 있어서 앞으로 미국 재정적자 둔화될 겁니다. → Term Premium 상승 억제

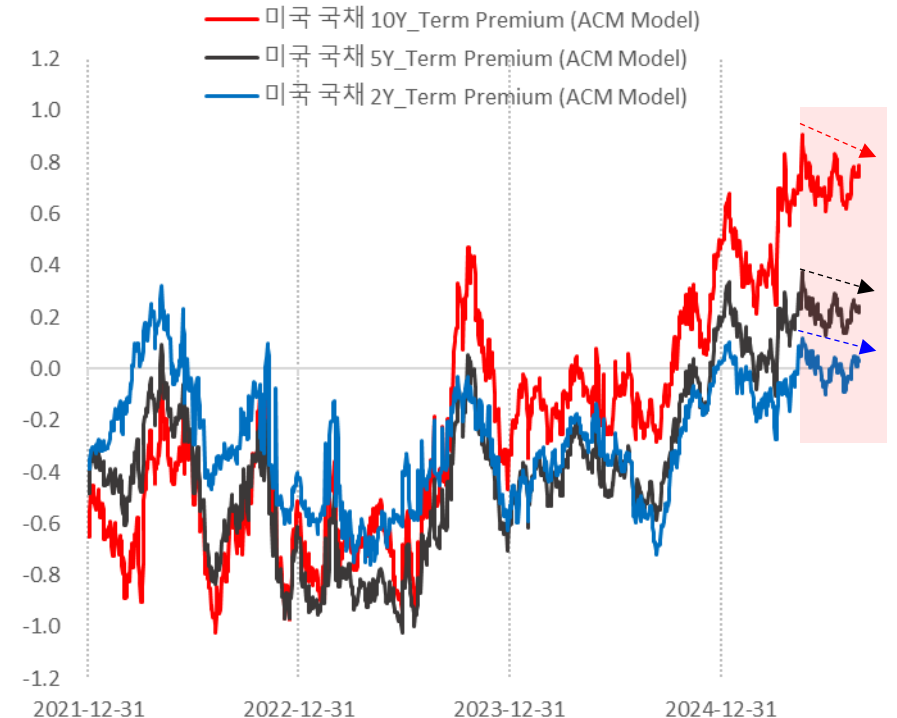
- 정부가 경기 부양을 위해 재정지출을 크게 늘리면 재정적자 확대, 이자비용 확대, 국가 부채 증가 등으로 채무자 리스크가 커집니다. 즉, 'Term Premium'이 상승합니다.
- 관세 수입으로 미국 정부 세수가 증가되고 있으므로 미국 재정적자 확대 우려는 점차 진정될 가능성이 높습니다. (최근 10y Term Premium이 더 이상 상승하지 않습니다.)

미국 실효관세율 약 18%, 2025년부터 미국 관세 수입 크게 증가
(25년 1~7월 1,110억 달러 → 25년 전체 3천억달러 이상 → 26년 약 5~6천억달러 예상)

Monthly government revenue from tariffs and certain excise taxes



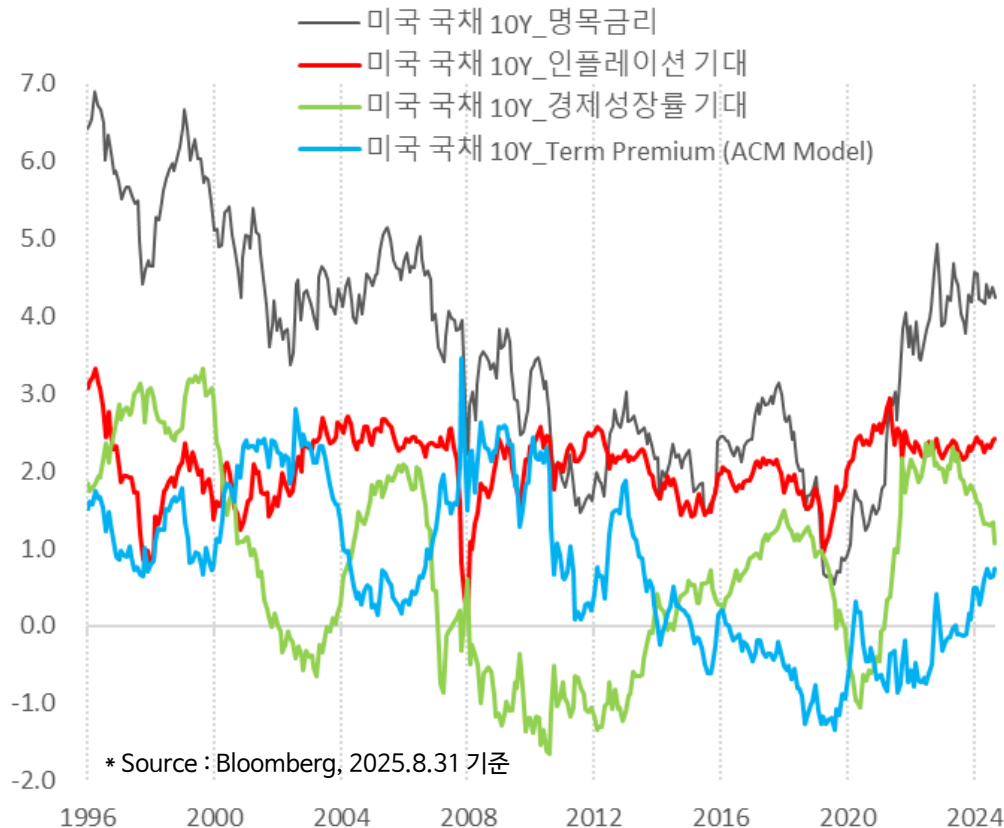
미국 국채 금리 반영된 Term Premium 더 이상 확대되지 않음



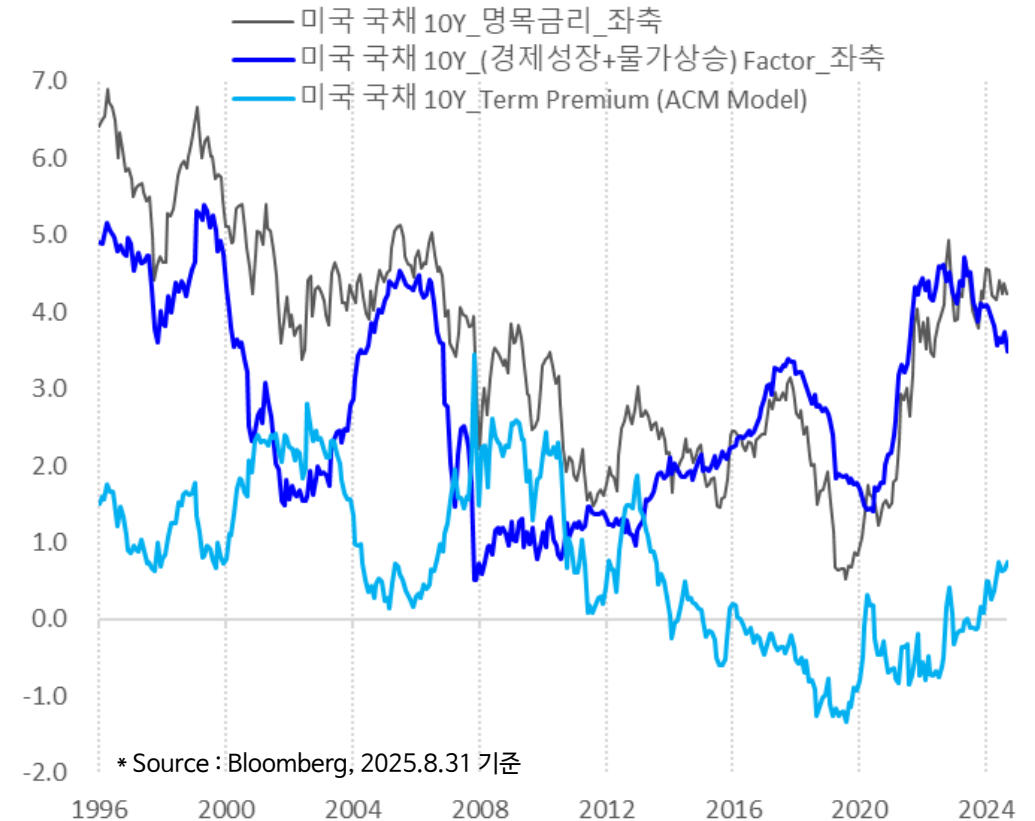
관세로 인한 인플레이 우려만 진정된다면 미국 장기물 국채 금리 본격적으로 하락할 것입니다.

- 경제성장 기대는 최근 더 빠르게 하락하고 있습니다. 관세 수입 증가로 재정적자 우려가 완화될 것이므로 Term Premium은 점차 하락할 가능성이 높습니다.
- 따라서 관세로 인한 인플레이 확대 우려가 진정된다면 미국 장기물 국채 금리는 본격적으로 하락할 가능성이 높습니다.

경제 펀더멘탈 요인 중 '경제성장 기대'는 급락하는데 '인플레이 기대'는 불변



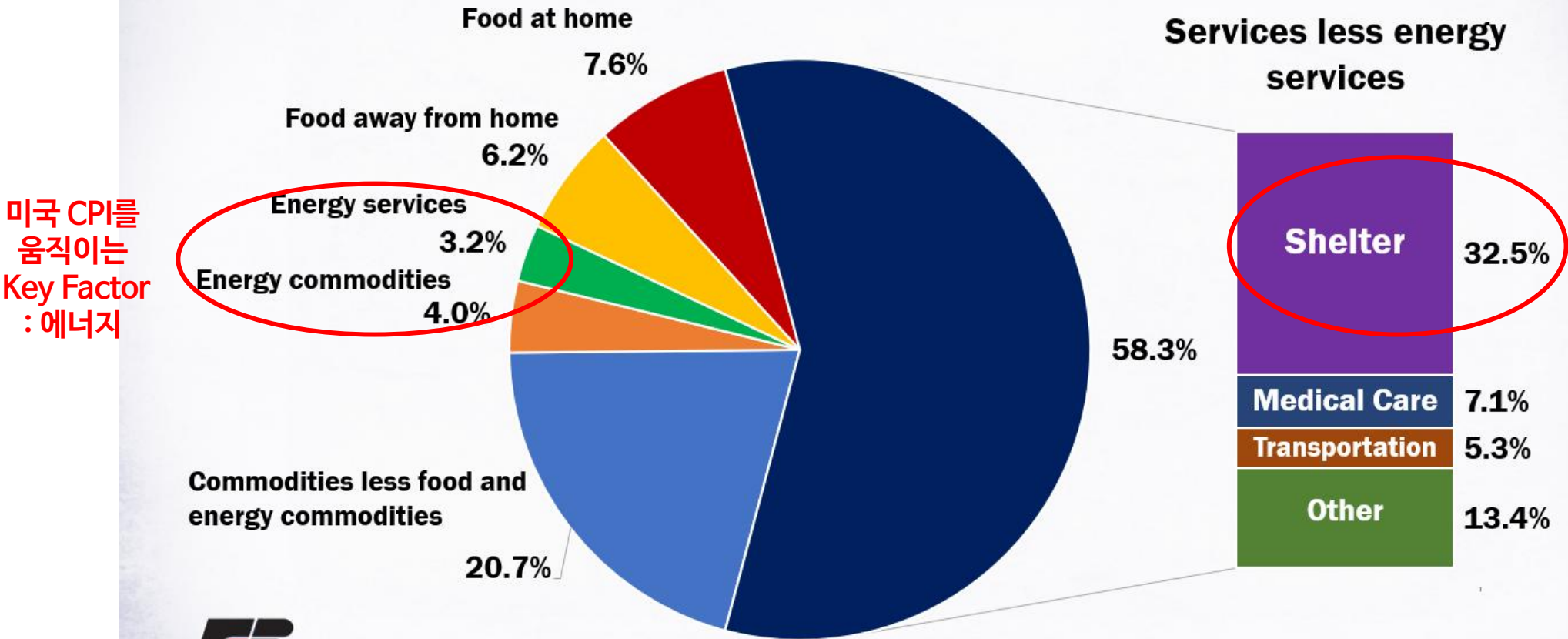
인플레이 우려가 진정된다면 경제 펀더멘탈 요인 금리 하락 압력은 더 커질 것



[참고] 미국 CPI를 움직이는 핵심 항목 : 에너지와 주거비

Figure 1 : Relative Importance of Expenditure Category to CPI

July 2021



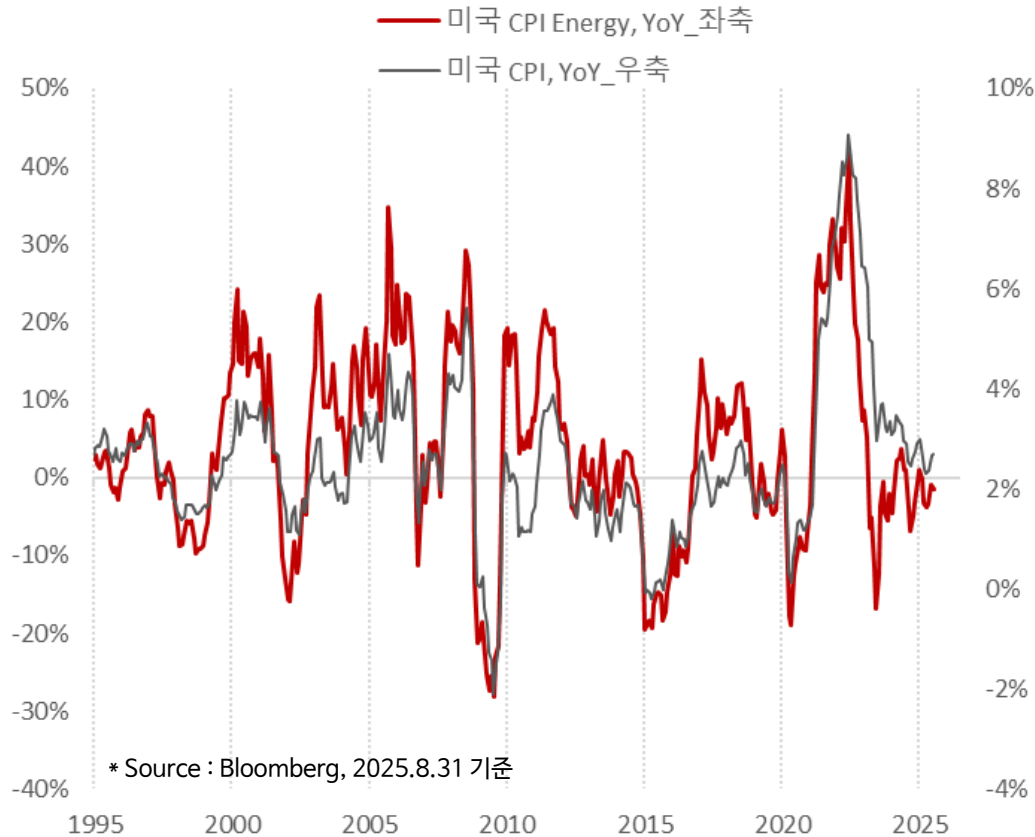
미국 CPI를 움직이는 Key Factor : 에너지

미국 CPI에서 가장 큰 비중을 차지하는 Factor : 주거비(월세)

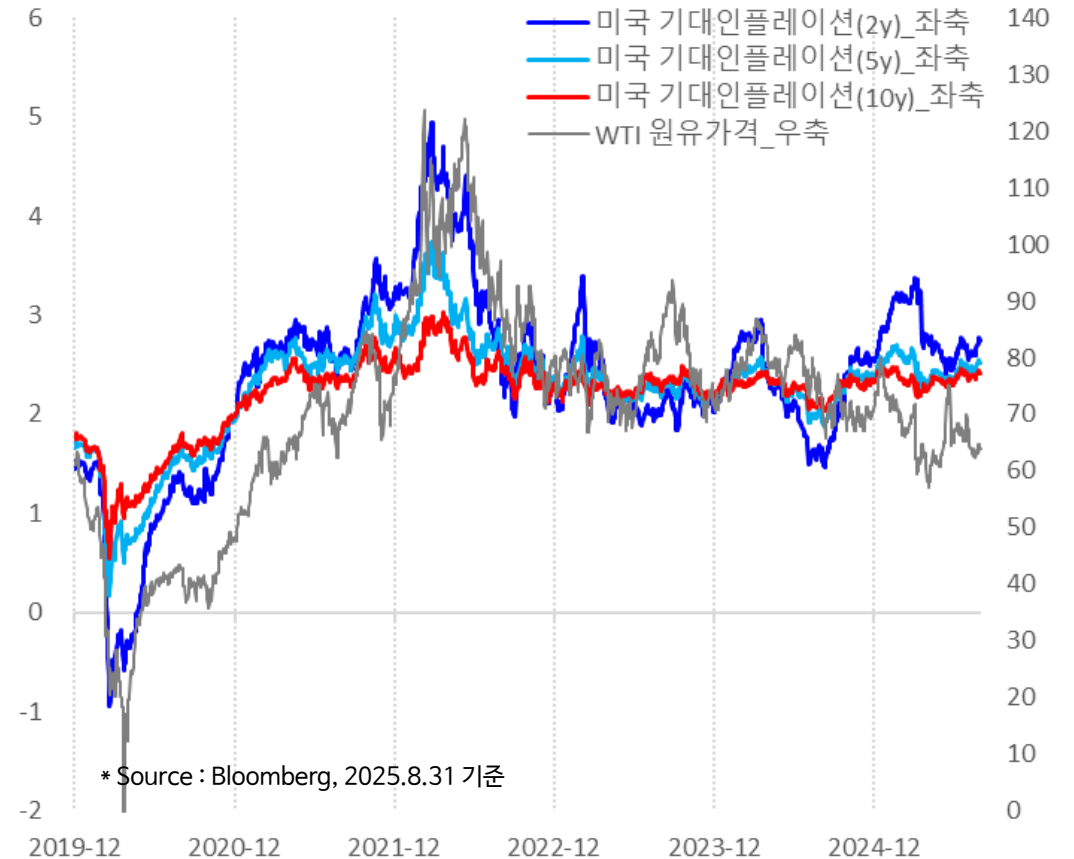
관세때문에 상품(Goods) 가격 상승하겠으나... (1) 에너지 가격 하향 안정화가 상쇄할 겁니다.

- 트럼프는 감세와 관세로 인한 인플레이 확대 압력을 에너지 가격 하향 안정화로 상쇄시키려 합니다.
- OPEC+는 시장 점유율을 회복시키고 미국 원유기업의 수익성을 악화시키기 위해 원유 공급 과잉 우려에도 8월부터 대규모 증산을 통해 유가 하락을 유도하려 합니다.

미국 CPI는 에너지가격 변화에 큰 영향을 받음

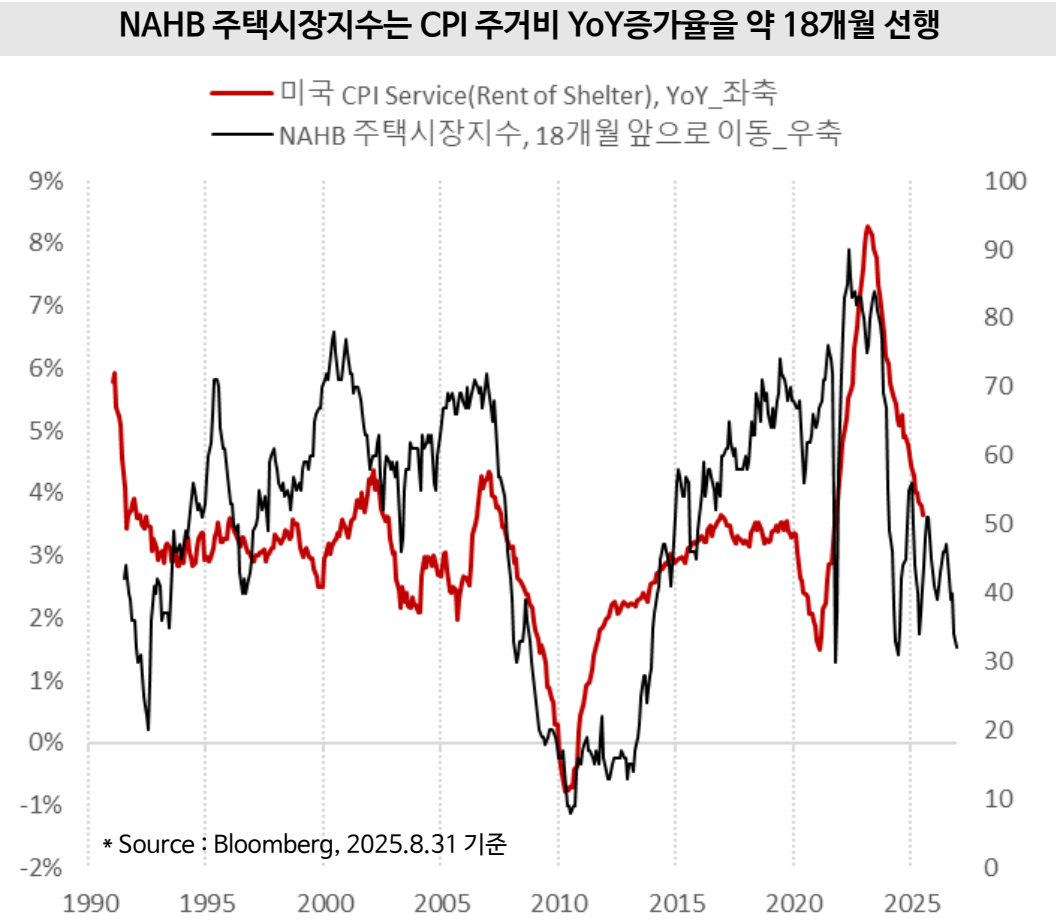
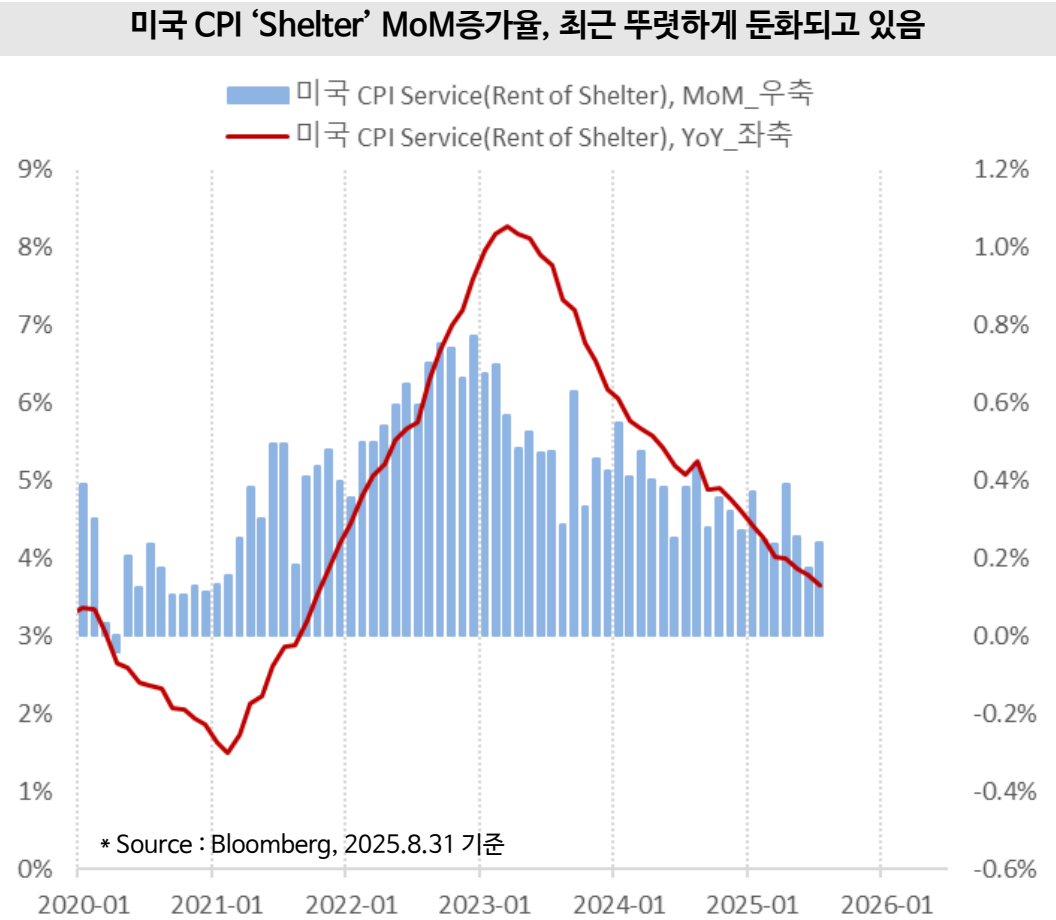


미국 국채 금리에 반영된 기대 인플레이션은 WTI 가격 영향을 많이 받음



관세때문에 상품(Goods) 가격 상승하겠으나... (2) 주거비 가격 상승 둔화가 상쇄할 겁니다.

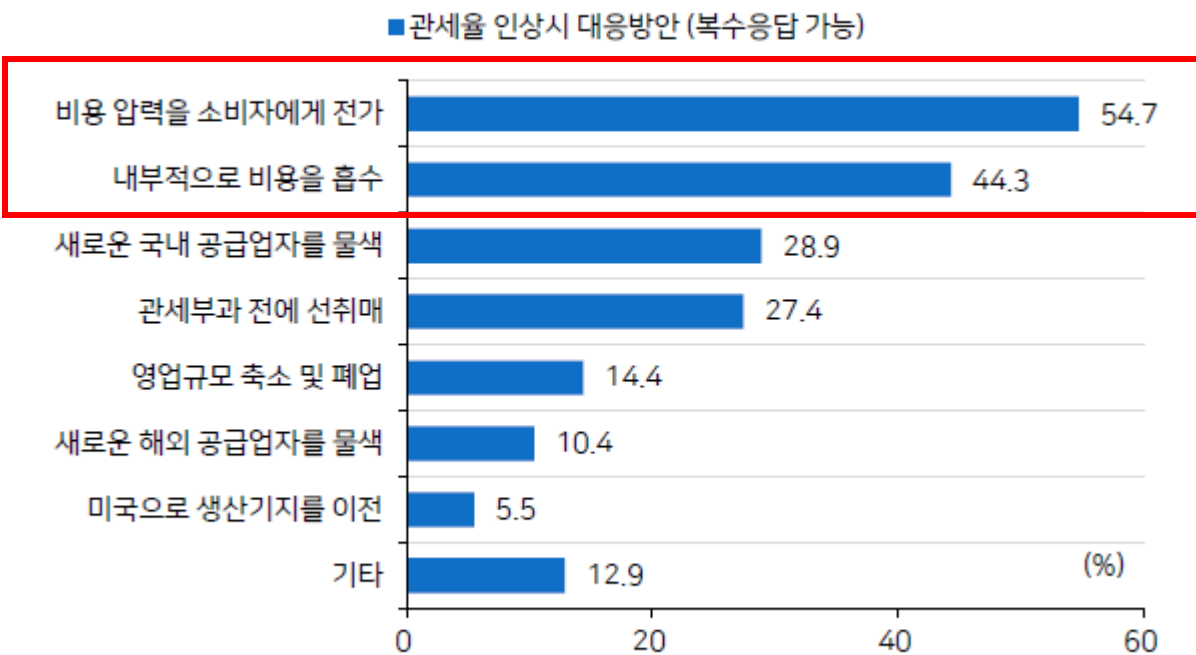
- CPI 주거비(Rent of Shelter) 가격 상승세가 최근 둔화되고 있습니다.
- 미국 주택경기 선행지표인 'NAHB 주택시장지수'가 계속 악화되고 있으므로 CPI 주거비 상승세 둔화는 더 이어질 가능성이 매우 높습니다.



관세때문에 상품(Goods) 가격 상승하겠으나… (3) 실적 둔화 우려로 소비자 전가가 느릴 것입니다.

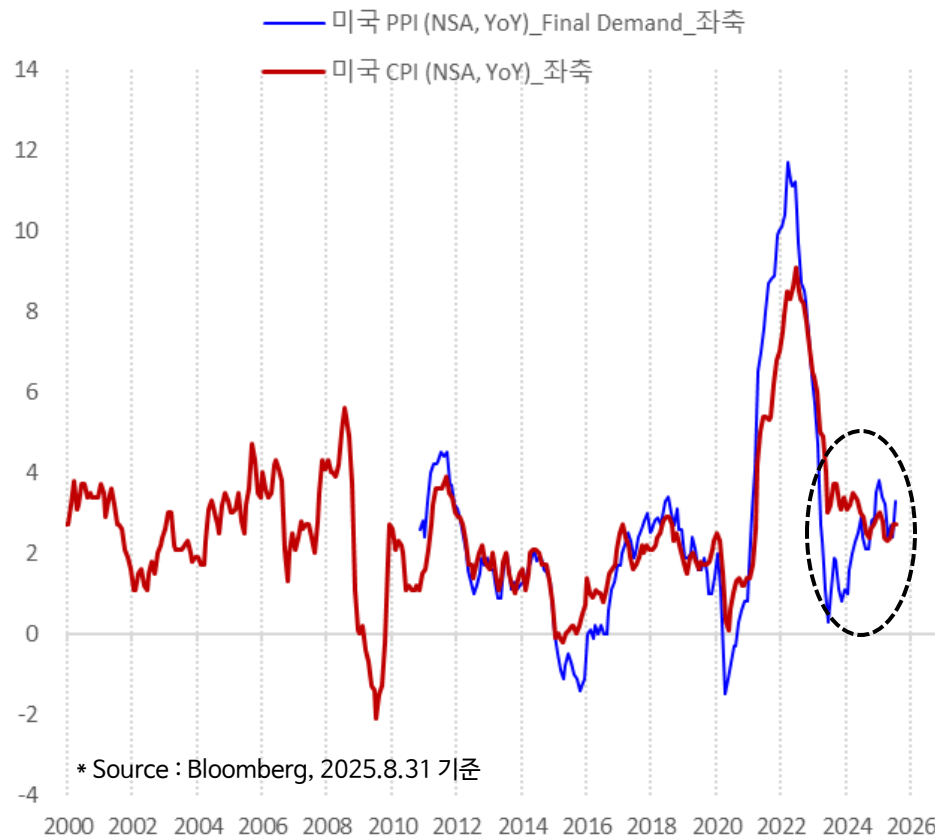
- 올해 미국 생산자물가(PPI) 증가율은 계속 상승하는데 소비자물가(CPI) 증가율은 반대로 둔화되고 있습니다.
- 소비가 둔화되고 있어서 미국 기업들이 생산비용 증가를 소비자가격에 적극적으로 전가하지 못했습니다. 관세 역시 적극적으로 전가되지 못할 가능성이 높습니다.

관세충격 절반이상 가격 전가 vs 흡수 노력도 진행될 것



자료: DL Fed, 메리츠증권 리서치센터

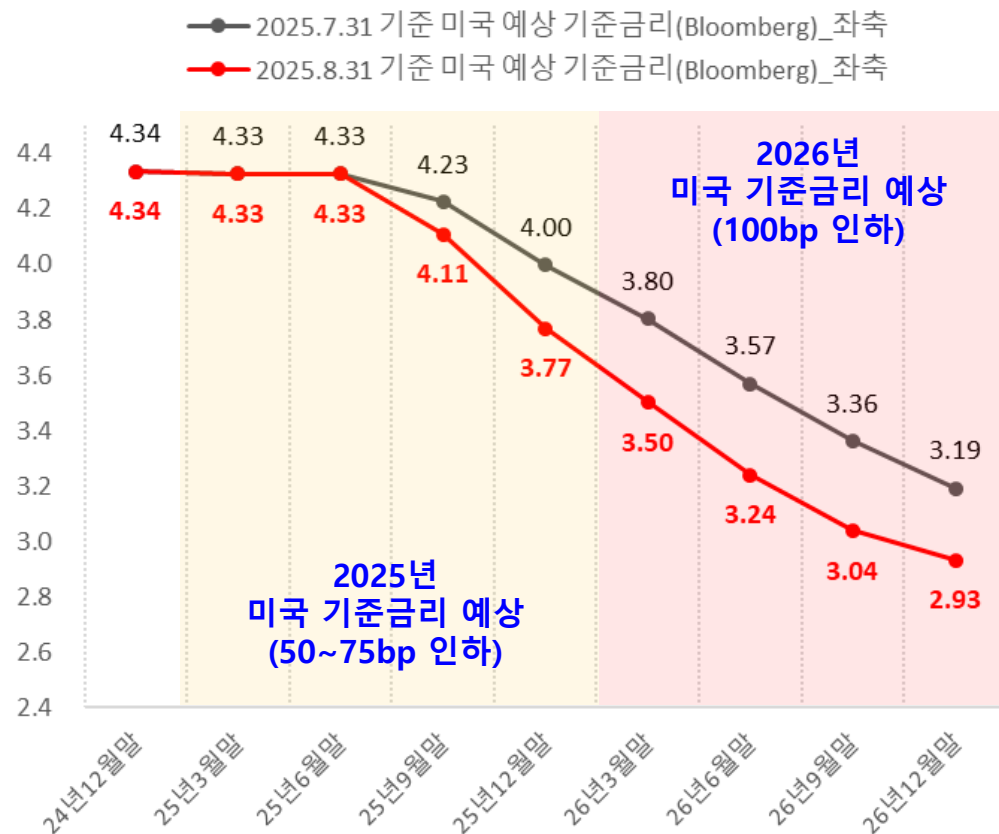
미국 PPI YoY증가율은 빠르게 상승하는데 CPI YoY증가율은 오히려 둔화



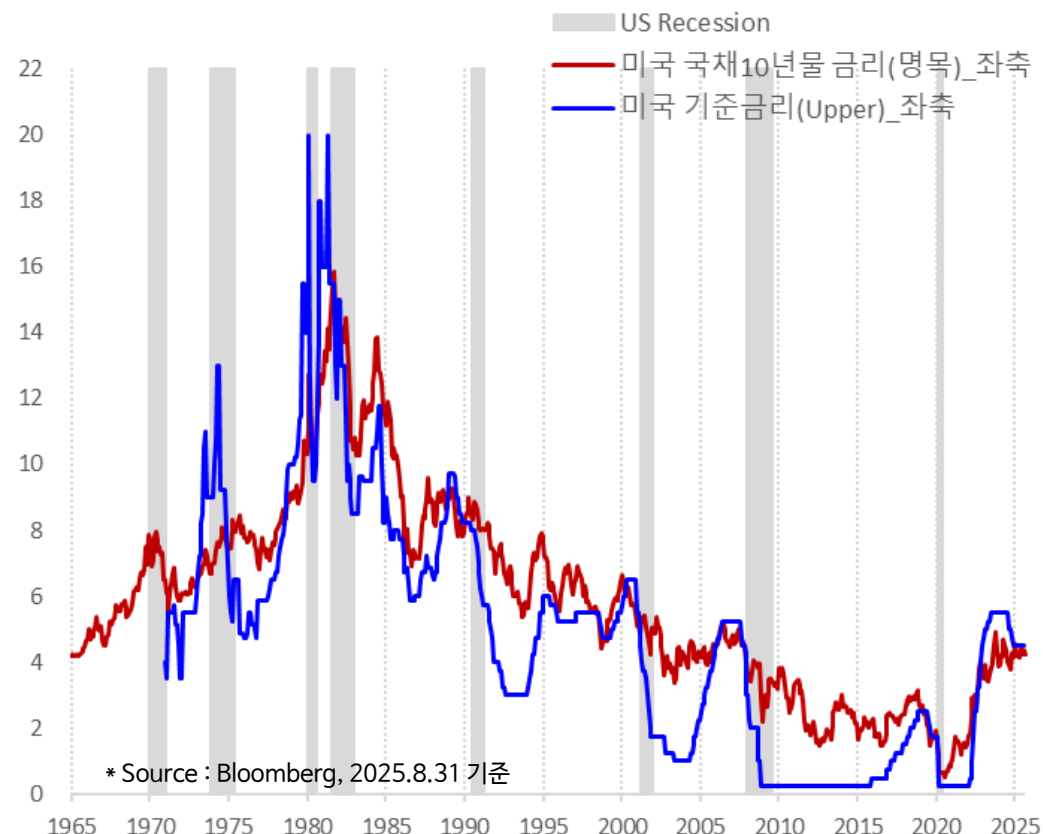
미국 국채 투자 의견 : 듀레이션 확대(장기물 국채 비중 확대) 유지합니다.

- 장기간 이어진 고금리 여파로 미국 경제성장이 크게 둔화되거나 침체될 것으로 예상됩니다. (시장 컨센서스 : 올해 9월부터 내년말까지 기준금리 150~175bp 인하)
- 경제성장 둔화 및 침체 이유로 기준금리가 인하되면 장기물 국채 금리도 동반 하락할 것입니다. 단, 10년물 중심으로 듀레이션 확대할 것을 권장합니다.

미국 기준금리 예상 : 25년말 3.75~4.00% → 26년말 2.75~3.00%



경기 침체 배경으로 기준금리 인하되면 장기물 국채 금리도 동반 하락



= 달러(USD) / 엔화(JPY) =

미국과 유럽, 미국과 일본 금리 스프레드 축소는 달러 약세 요인입니다.

미국 경제성장 둔화 및 미국 증시 상대 열위는 미국의 투자 매력을 낮추므로 역시 달러 약세 요인입니다.

미국 스스로가 무역 경쟁력 강화를 위해 달러 약세를 원합니다.

달러 추가 약세, 엔화 추가 강세 예상합니다.

7월 고용보고서 발표로 경기 침체 우려가 커지자 미국 국채 금리 급락하면서 달러가 약해졌습니다.

- 경기 침체 우려가 커질 수록 미국 국채 금리 하락하면서 달러는 추가 약세될 것으로 예상됩니다.
- 단, 미국 경기가 Hard-Landing 되지 않아야 달러 약세입니다. 미국 정부는 확장적 재정지출을 지속할 것이므로 급격한 Hard-Landing 가능성은 크지 않다고 판단됩니다.

미국 국채 금리 변화

구분	현재금리 (%)	당일 변화 (%p)
미국 기준금리	4.500	0.000
미국 3M	4.280	-0.061
미국 6M	4.111	-0.164
미국 1Y	3.870	-0.230
미국 2Y	3.684	-0.274
미국 5Y	3.758	-0.215
미국 10Y	4.218	-0.158
미국 30Y	4.824	-0.077

* Source : Bloomberg, 2025.8.31 기준

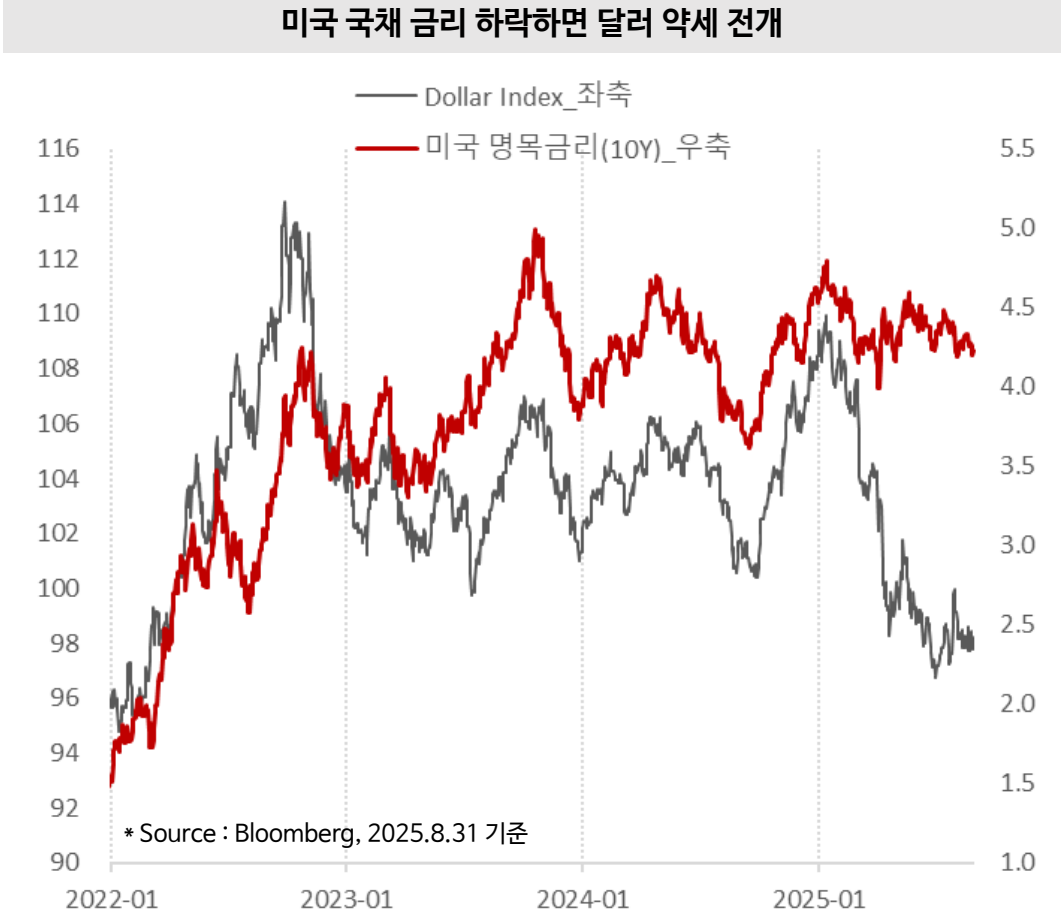
(2025.8.1) 7월 고용보고서 발표
당일 미국 국채 금리 급락

Global Currency

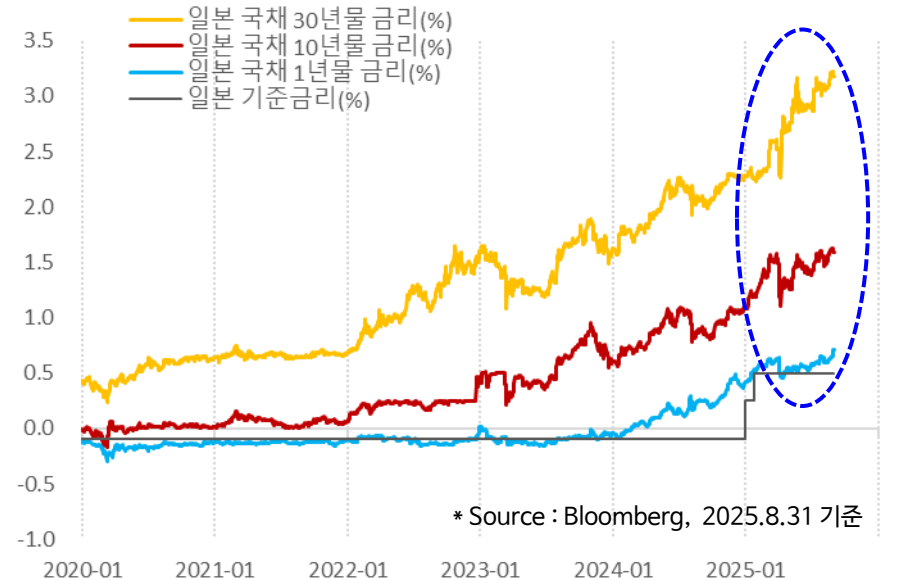
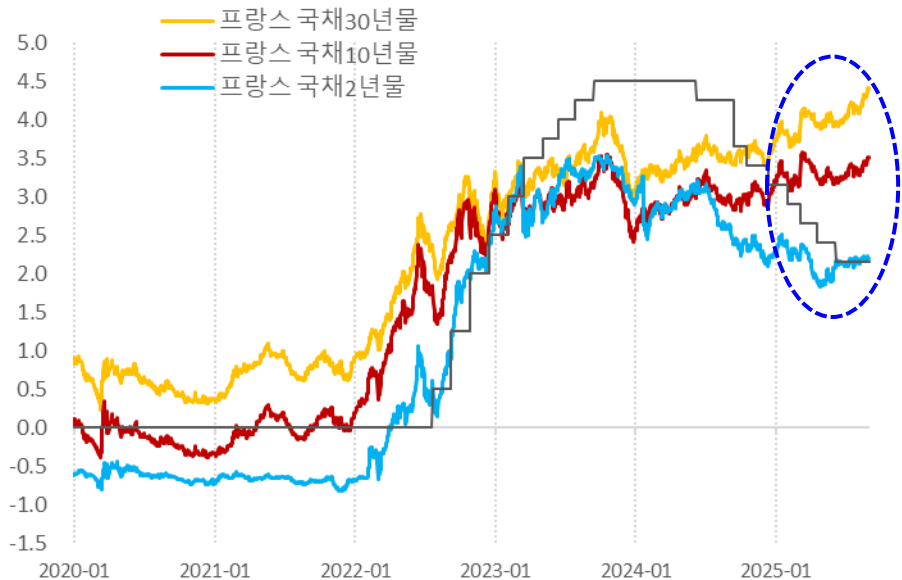
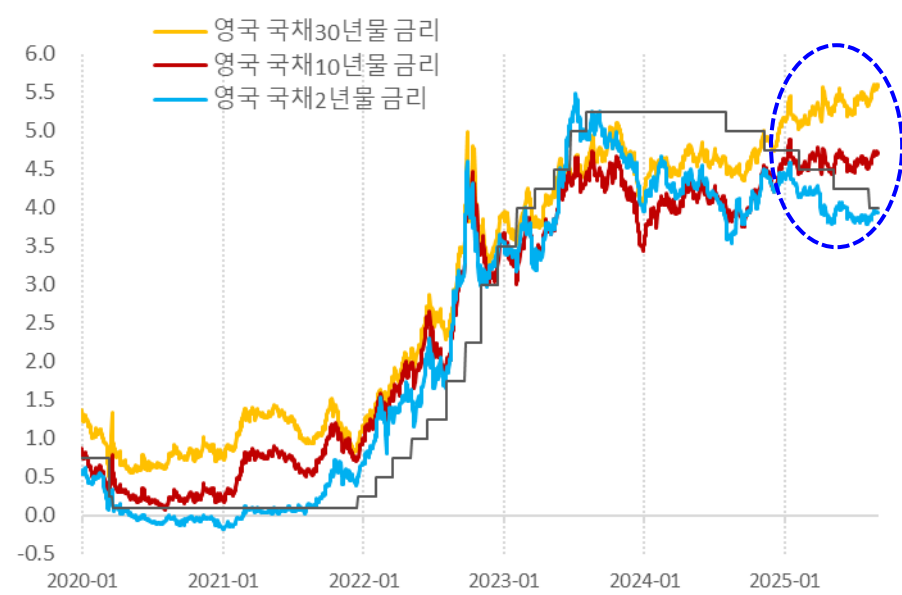
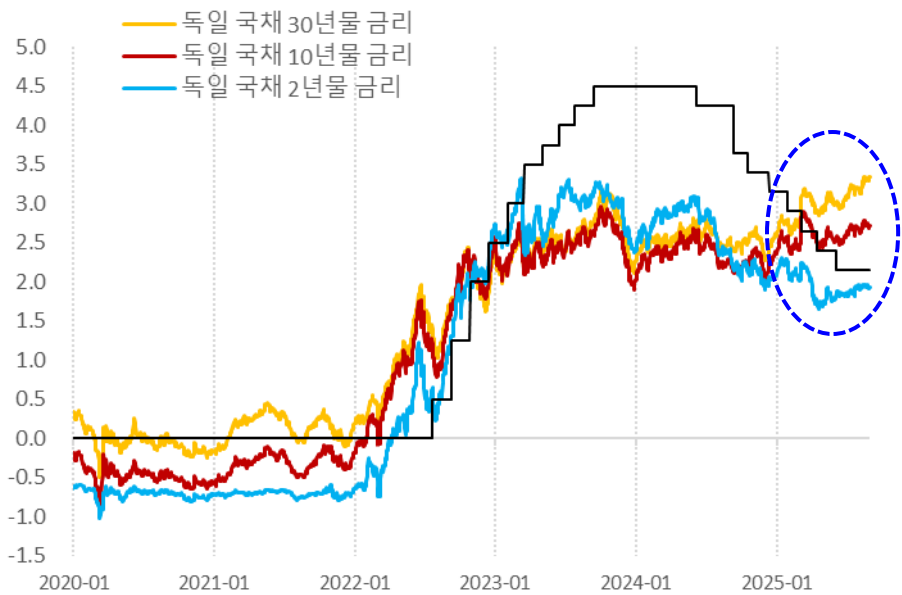
구분	국가	현재값	1D
선진국	미국 Dollar Index	99.141	-0.83%
	유럽미국 EURUSD	1.159	1.51%
	영국미국 GBPUSD	1.328	0.55%
	호주미국 AUDUSD	0.647	0.76%
	미국일본 USDJPY	147.400	-2.22%
신흥국	미국한국 USDKRW	1389.300	-0.29%
	일본한국 JPYKRW	9.426	1.97%
	브라질한국 BRLKRW	250.743	0.75%
	미국중국 USDCNY(역내)	7.193	-0.09%
	미국중국 USDCNH(역외)	7.194	-0.21%
	미국대만 USDTWD	29.973	0.31%
	미국인도 USDINR	87.545	-0.06%
	미국브라질 USDBRL	5.542	-1.04%
	미국멕시코 USDMXN	18.860	-0.09%
	미국러시아 USDRUB	79.714	-1.03%

* Source : Bloomberg, 2025.8.31 기준

(2025.8.1) 7월 고용보고서 발표 당일
달러 초약세. 특히, 엔화가 가장 강했음
USDJPY 환율 -2.22% 급락



재정적자 악화 및 인플레이 우려 등으로 “유럽, 일본” 국채 금리 최근 가파르게 상승 중입니다.

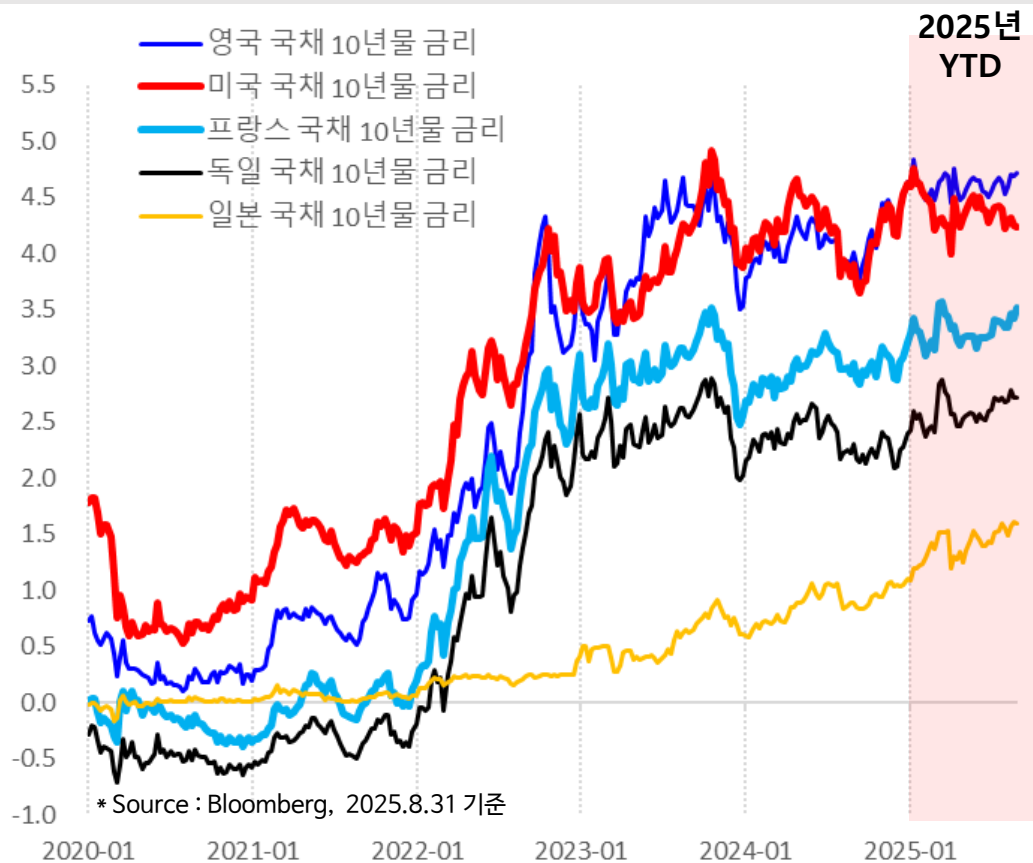


* Source : Bloomberg, 2025.8.31 기준

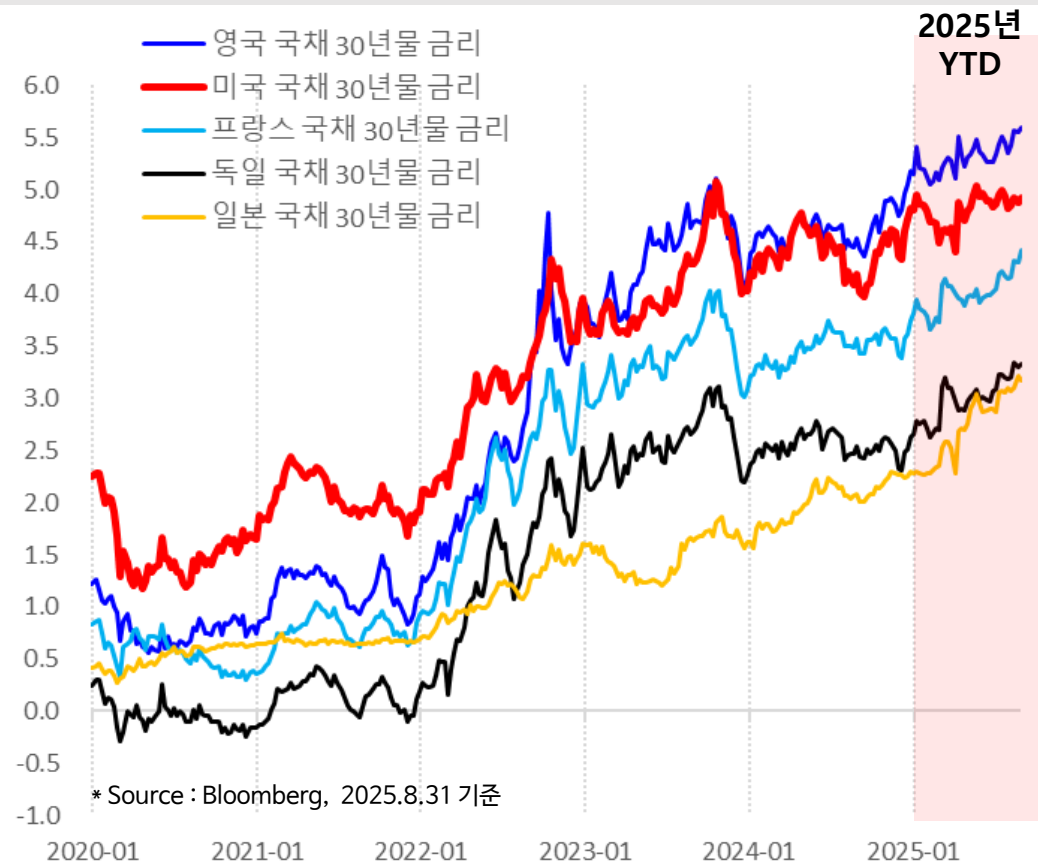
“유럽, 일본” 국채 금리 상승하지만 “미국” 국채 금리는 그렇지 않습니다.

- 유럽과 일본 장기물 국채 금리는 빠르게 상승하고 있습니다. 그러나 미국 국채 금리는 하락하거나(10y) 소폭 상승(30y)에 그치고 있습니다.
- 그래서 “미국-유럽 / 미국-일본” 금리 스프레드가 점차 축소되고 있습니다.

2025년 국채 10년물 금리 비교 : 미국 하락 vs 유럽과 일본은 상승



2025년 국채 30년물 금리 비교 : 미국 소폭 상승 vs 유럽과 일본은 크게 상승



“미국-유럽 / 미국-일본” 국채 금리 스프레드 축소는 ‘달러 약세’ 요인입니다.

- 달러인덱스와 미국-독일 국채 2y 금리 스프레드는 뚜렷한 정관계로 움직입니다. 미국 금리는 하락하는데 독일 금리는 상승하고 있어서 금리 스프레드 축소되고 있습니다.
- 달러인덱스와 미국-일본 국채 10y 금리 스프레드는 뚜렷한 정관계로 움직입니다. 미국 금리는 하락하는데 일본 금리는 상승하고 있어서 금리 스프레드 축소되고 있습니다.

미국 2년 금리는 하락하고 독일 2년 금리 상승해서 미-독 금리 스프레드 축소

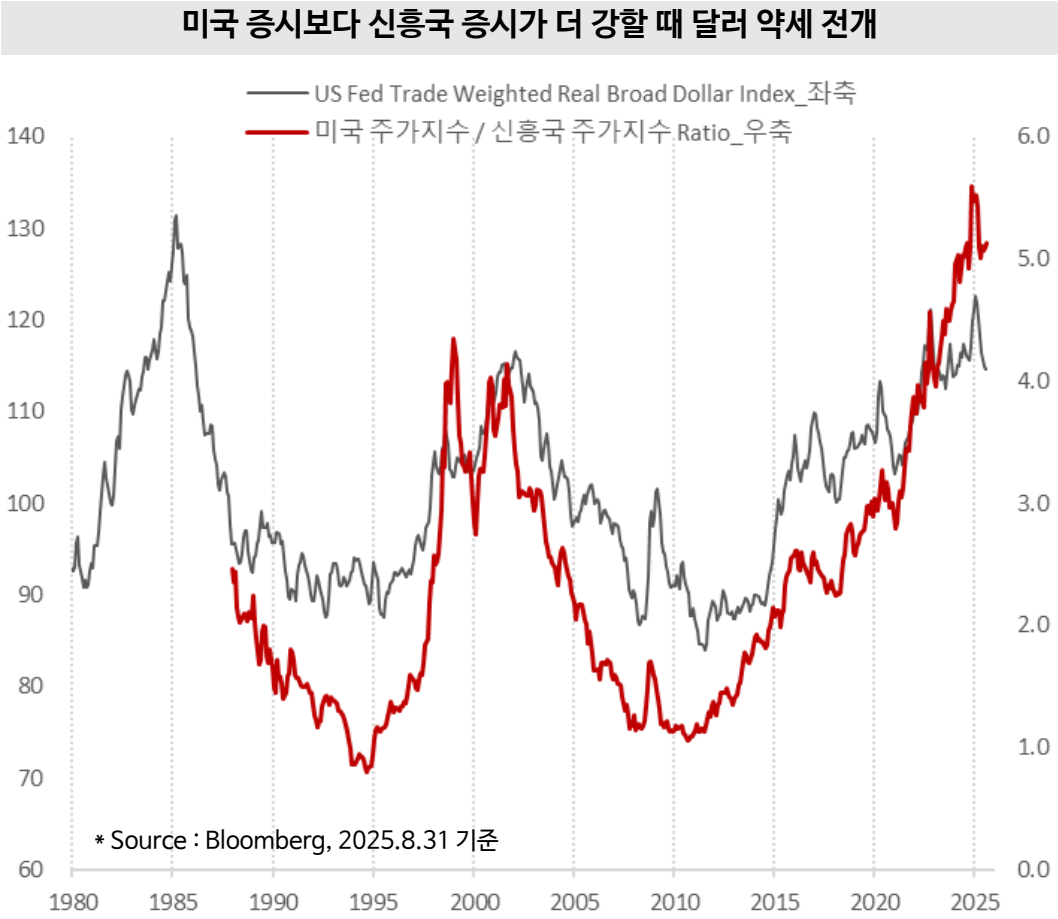
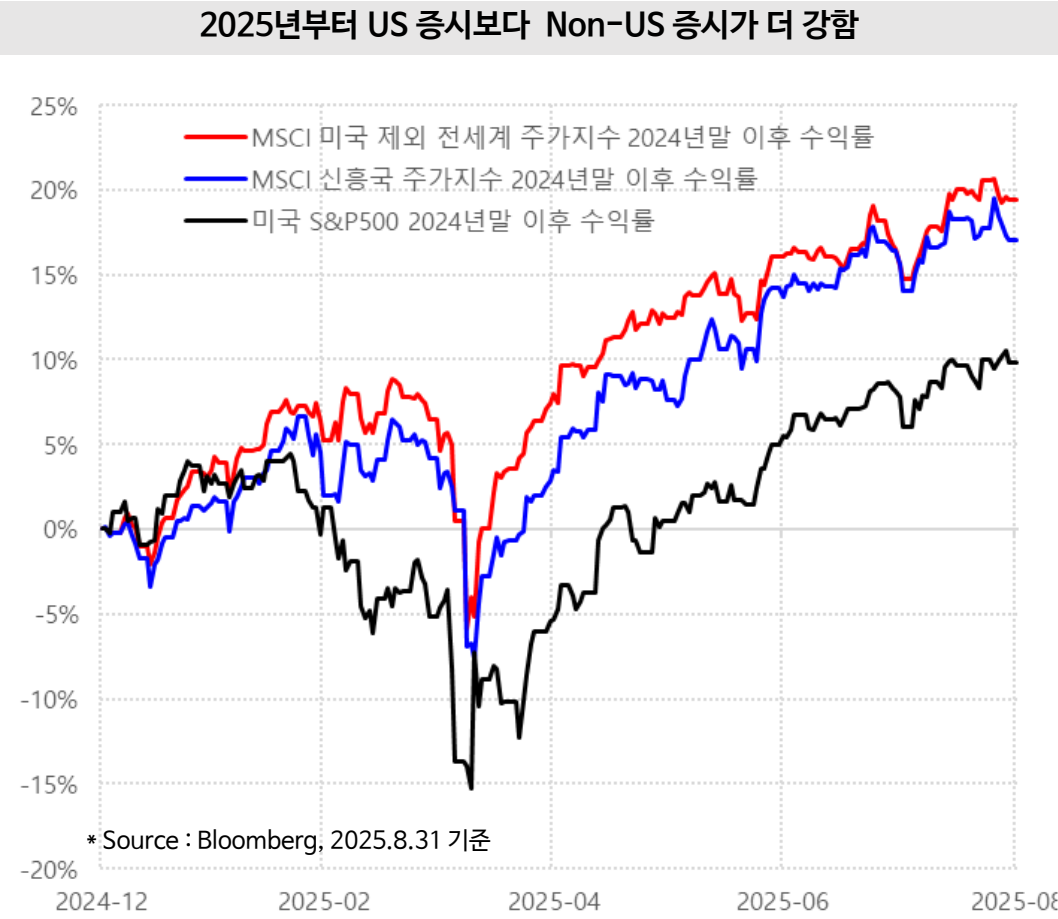


미국 10년 금리는 하락하고 일본 10년 금리 상승해서 미-일 금리 스프레드 축소



US 증시 대비 Non-US(특히, 신흥국) 증시 상대우위도 ‘달러 약세’ 요인입니다.

- 달러의 방향은 US(미국)와 Non-US(미국을 제외한 전세계) 상대비교를 통해 결정됩니다.
- US 증시보다 Non-US 증시가 더 강하다면 글로벌 자금은 US를 빠져나와서 Non-US에 들어가므로 자연스럽게 달러화 약세가 유발됩니다. 그 반대도 마찬가지.



실질실효환율로 보면 USD는 지난 15년간 초강세였습니다. 미국은 달러 강세 불만이 많습니다.

실질 실효환율(Real Effective Exchange Rate, REER)은 한 국가의 통화가 다른 여러 교역 상대국의 통화 대비 얼마나 실질적으로 강한지를 나타내는 지표입니다. 단순한 명목 환율과 달리, 실질 실효환율은 물가 수준을 고려하여 조정된 환율을 반영합니다.

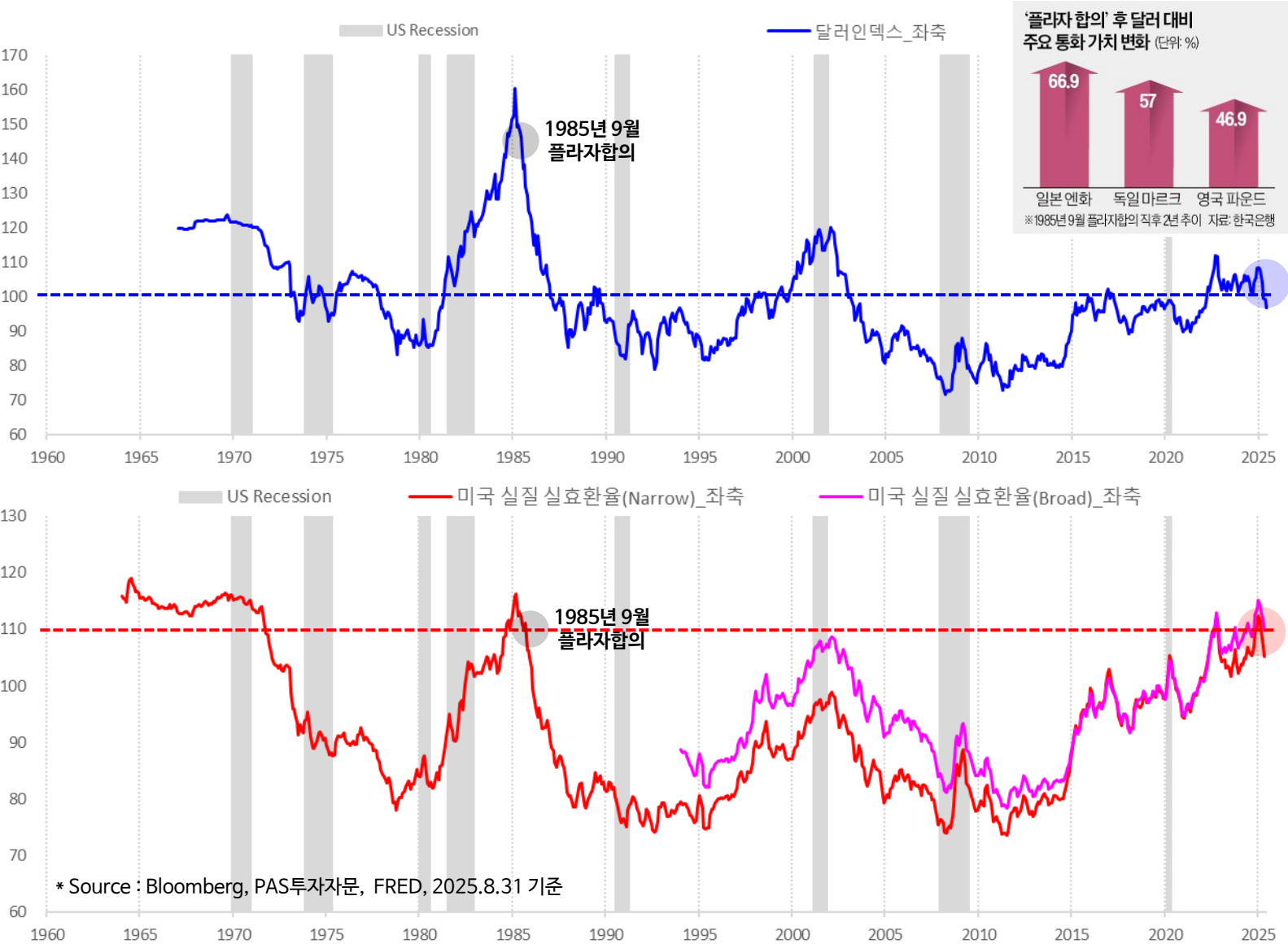
실질 실효환율의 계산 방식

실질 실효환율은 무역 가중 평균을 기반으로 계산됩니다. 즉, 특정 국가의 통화가 주요 교역국의 통화 대비 얼마나 강한지를 측정하며, 각 국가의 소비자 물가 지수(CPI)를 반영하여 조정됩니다. 이를 통해 단순한 환율 변동이 아니라 실질적인 구매력을 평가할 수 있습니다.

실질 실효환율의 의미

- 100을 기준으로, 값이 100보다 높으면 해당 국가의 통화가 상대적으로 강세를 보이고 있다는 의미입니다.
- 반대로 100보다 낮으면 해당 국가의 통화가 상대적으로 약세를 보이고 있다는 뜻입니다.
- 실질 실효환율이 상승하면 수출 경쟁력이 낮아질 가능성이 높고, 반대로 하락하면 수출 경쟁력이 높아질 수 있습니다.

※ Source : Copilot (MS AI)



명목 기준
달러인덱스로 보면

현재 달러는
1985년 9월
플라자 합의 시점보다
현저히 낮은
수준이지만...

물가상승 조정한
실질 실효환율
기준으로 보면

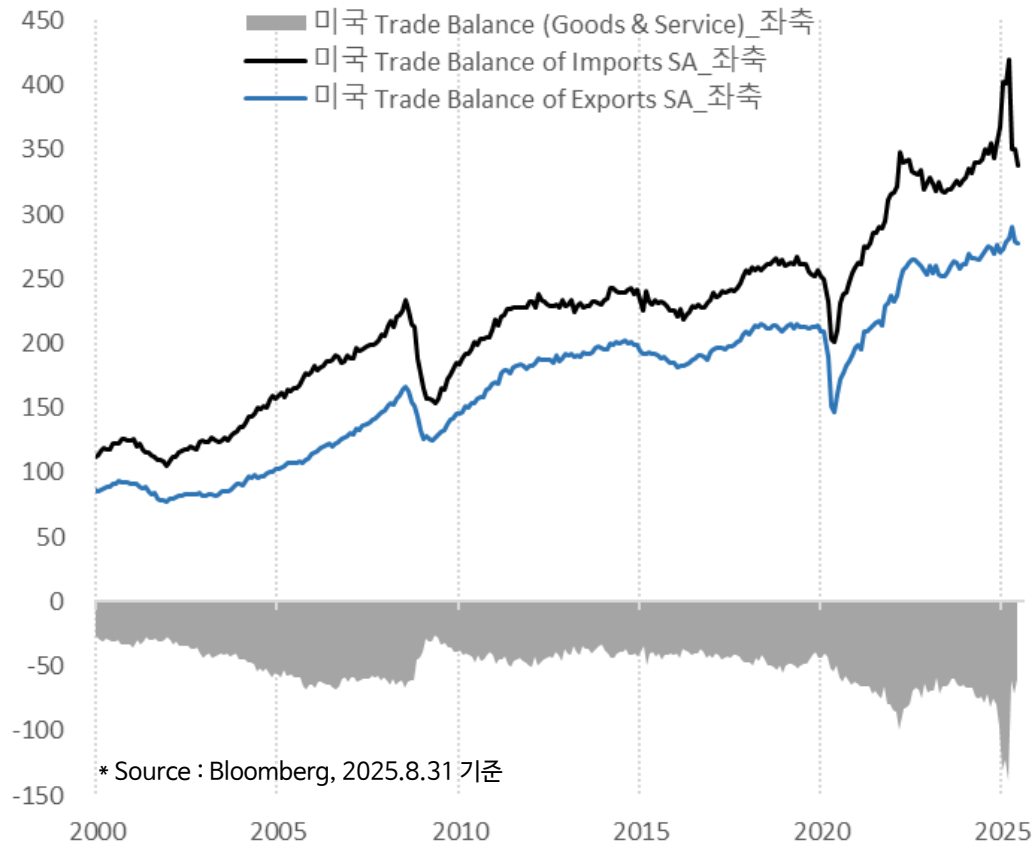
현재 달러는
1985년 9월
플라자 합의 시점과
비슷한 수준에
놓여 있습니다.

즉, 달러 초강세입니다.

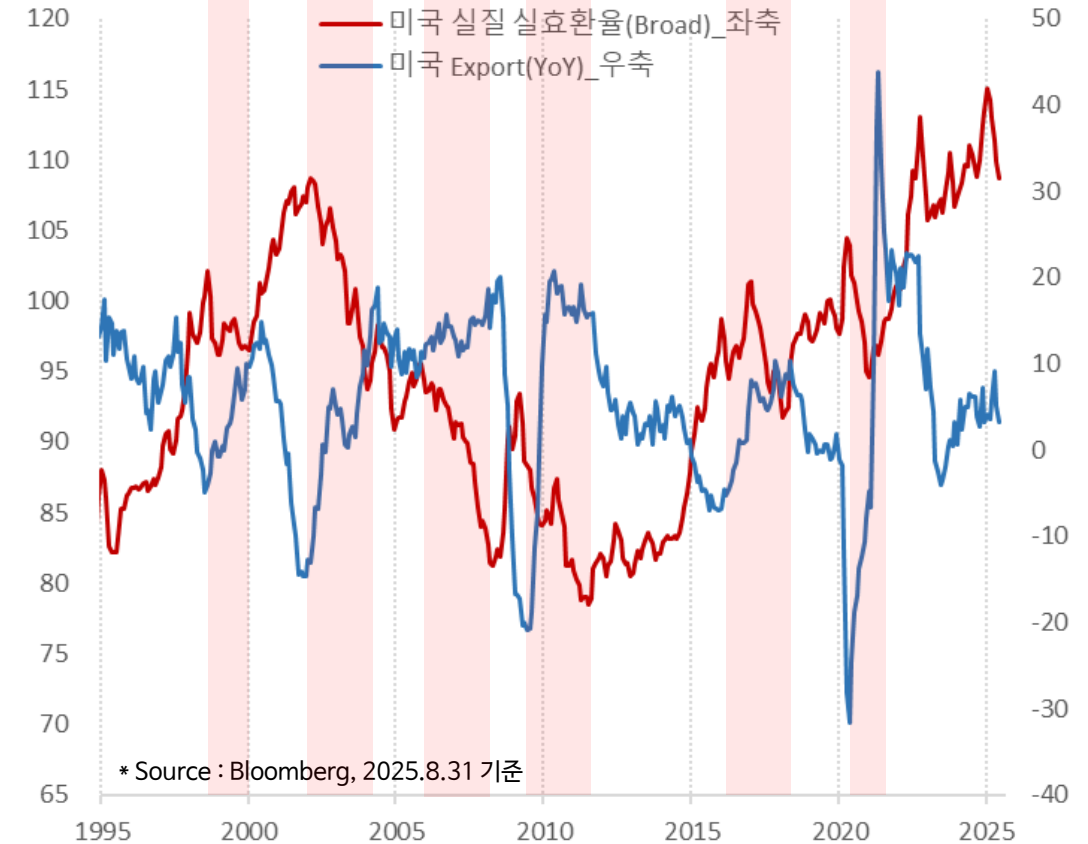
자국 통화 강세는 수출에 불리한 환경입니다. 수출 개선을 위해 미국은 [달러 약세]를 원합니다.

- 수출 경기를 부양하려면 자국 통화를 절하시켜야 하고, 내수 경기를 부양하려면 자국 통화를 절상시켜야 합니다.
- 미국은 내수는 매우 강한데 수출은 반대로 매우 부진합니다. 그래서 미국은 수출 경쟁력 확대를 위해 자국 통화(USD) 약세를 유도할 것으로 예상됩니다.

미국 무역수지, 2018년부터 중국에 관세를 부과했어도 적자는 오히려 확대



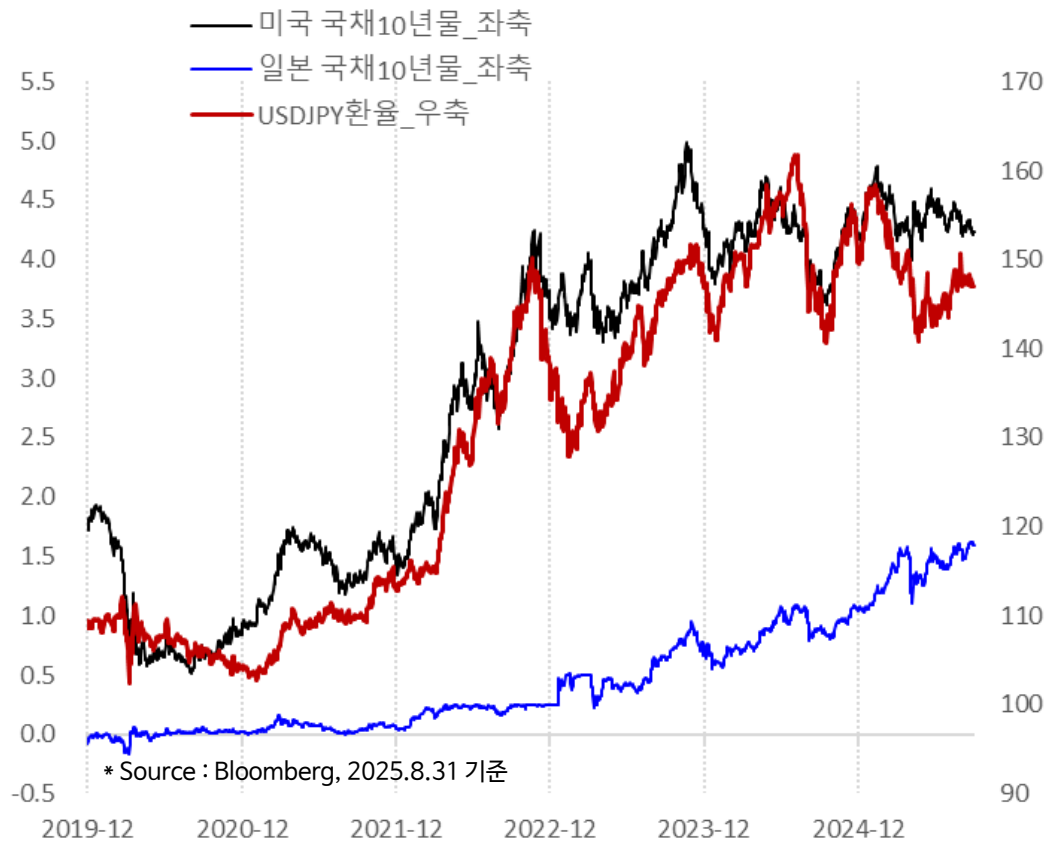
달러 약세 국면에서 미국 수출증가율(YoY) 확대되는 패턴 뚜렷



‘미국 장기물 금리 하락 + 미국 증시 하락’ 조합은 엔화 강세(USDJPY환율하락) 압력을 높일 것입니다.

- 미국 국채 10년물 금리 하락하면 미국-일본 국채 금리 스프레드 축소되어 엔화 강세(USDJPY환율 하락) 요인으로 작용합니다.
- 미국 증시(특히, 성장주) 하락하면 엔화를 빌려서 미국 증시에 투자한 ‘엔캐리 트레이드’가 청산되어 엔화 강세(USDJPY환율 하락) 요인으로 작용합니다.

‘미국 국채 10y 금리 하락’은 엔화 강세(USDJPY환율 하락) 요인



‘미국 성장주 하락’도 엔화 강세(USDJPY환율 하락) 요인



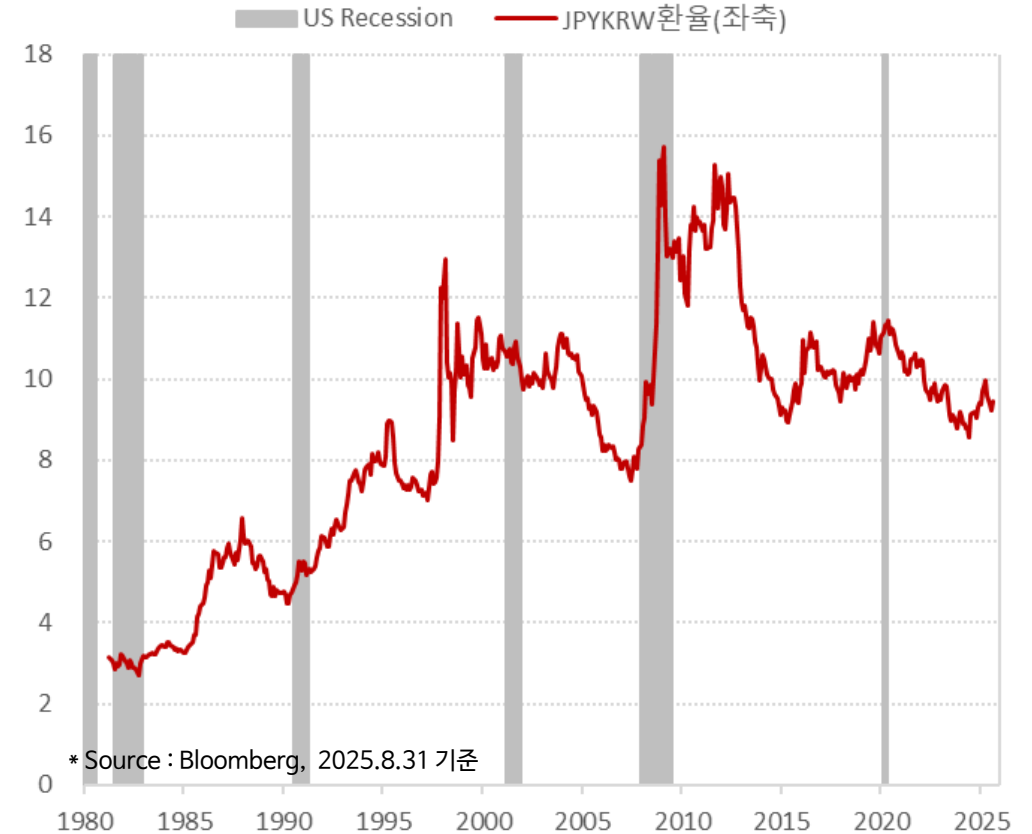
USDJPY환율 하락할 때 JPYKRW환율 상승합니다. (JPYKRW환율 상승 = 엔화 강세, 원화 약세)

- USDJPY환율 하락하면 JPYKRW환율 상승합니다. 즉, 미국 경기 둔화로 미국 국채 금리가 하락한다면 한국인의 엔화도 강세 전환될 것입니다.
- 과거 미국 경기 침체 국면에서 원화 약세로 인해 JPYKRW환율은 대부분 상승했습니다. 즉, 한국인 입장에서 엔화 투자는 미국 경기 침체를 대비하는 투자가 될 수 있습니다.

USDJPY환율 하락 = JPYKRW환율 상승



미국 경기 침체 발생하더라도 한국인에게 엔화는 안전자산으로 작동



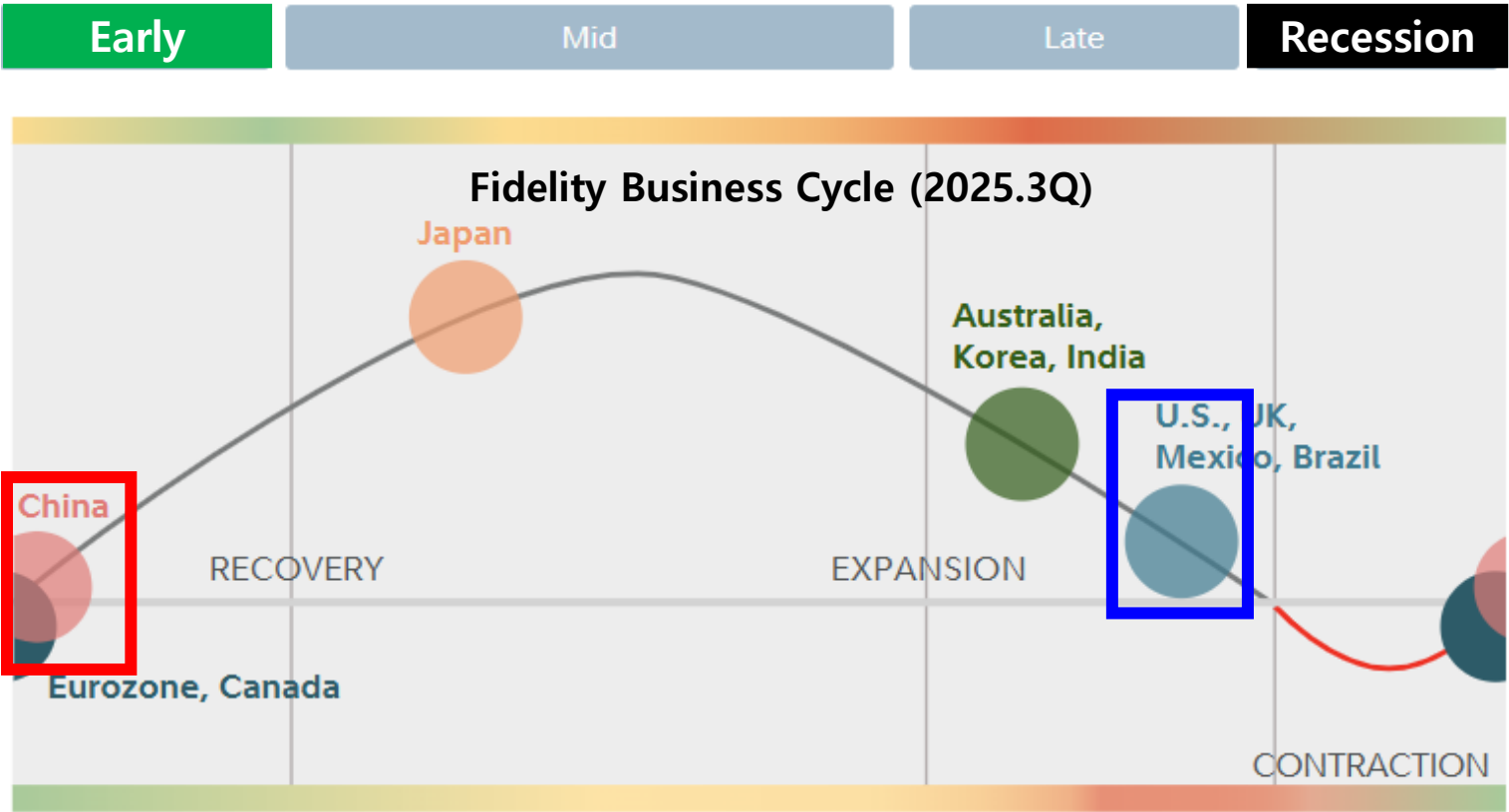
= 중국 경제 및 증시 =

트럼프 1기는 중국에만 관세를 부과했으나, 트럼프 2기는 동맹국 포함해서 다른 국가에도 15% 이상 높은 관세를 부과했습니다. 중국 입장에서는 상대적으로 유리해졌습니다.

중국 증시는 여전히 저평가 매력이 높고 달러 약세 수혜를 받으며
정부 경기 부양에 AI 등 테크 모멘텀까지 갖추고 있습니다.

중국 경기는 침체를 벗어나는 끝자락에 놓여 있습니다. 경기 개선 기대가 커지고 있습니다.

- 중국은 오랜 기간 강력한 긴축을 끝내고 2024년 9월 대규모 경기 부양정책을 발표하여 경기를 회복시키겠다는 의지를 보였습니다.
- 트럼프 1기는 중국에만 관세를 부과했고, 트럼프 2기는 동맹국 포함해서 다른 국가에도 15% 이상 높은 관세를 부과했습니다. 중국 입장에서는 상대적으로 유리해졌습니다.



https://institutional.fidelity.com/app/item/RD_13569_40890/business-cycle-update.html



미국-중국 관세부과 현황



2월 4일	기존 관세(평균 약 25%)에 추가 10% 발효(모든 중국 수입품)	
	미국산 석탄·액화천연가스(LNG) 추가 관세 15% 및 원유·농기계·대배기량 자동차·픽업트럭 추가 관세 10% 발효	2월 10일
3월 4일	추가 관세 10% 신규 부과해 총 20% 발효(모든 중국 수입품)	
	농축산물 추가 관세 10~15% 발효	3월 10일
4월 2일	34% 부과 상호 관세 발표	
	추가 34% 맞불 관세 부과 발표(모든 미국 수입품, 10일 발효)	4월 4일
4월 5일	상호 관세 10%(기본 관세) 발효(모든 중국 수입품)	
4월 7일	상호 관세 34%에 50% 추가 부과 경고	
4월 9일	상호 관세 10% → 84%(개별 관세) 발효(모든 중국 수입품)	
	맞불 관세 34% → 84%로 인상 발표	4월 9일
4월 10일	상호 관세 125%로 재산정. 누적 관세 총 145%	
	*중국 제외 상호 관세(개별 관세) 90일간 유예	
	맞불 관세 84% 발효	4월 10일
	맞불 관세 125%로 인상(12일 발효)	4월 11일
5월 12일	미-중 고위급 무역협상 통해 상호 관세 115%p 인하, 145% → 30%	
	90일간 관세 일부 유예 등 공동성명 발표	5월 12일

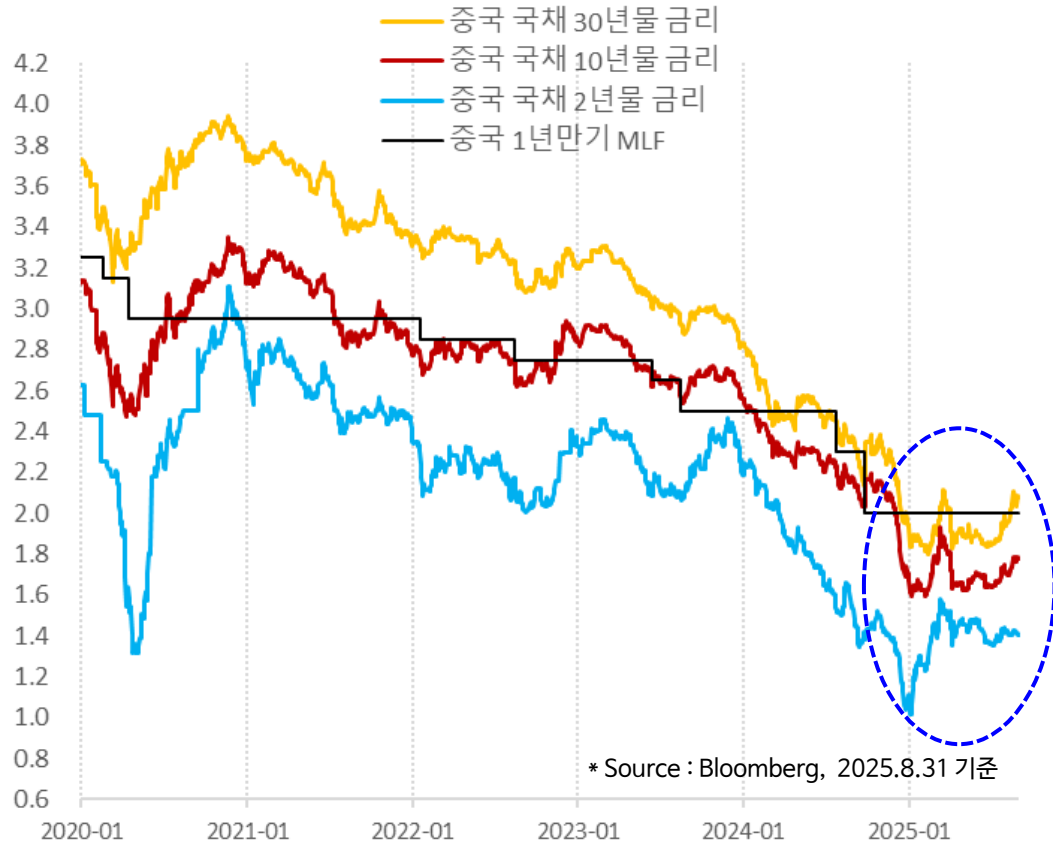


김영은 기자 = 0eun@yna.co.kr / 20250512

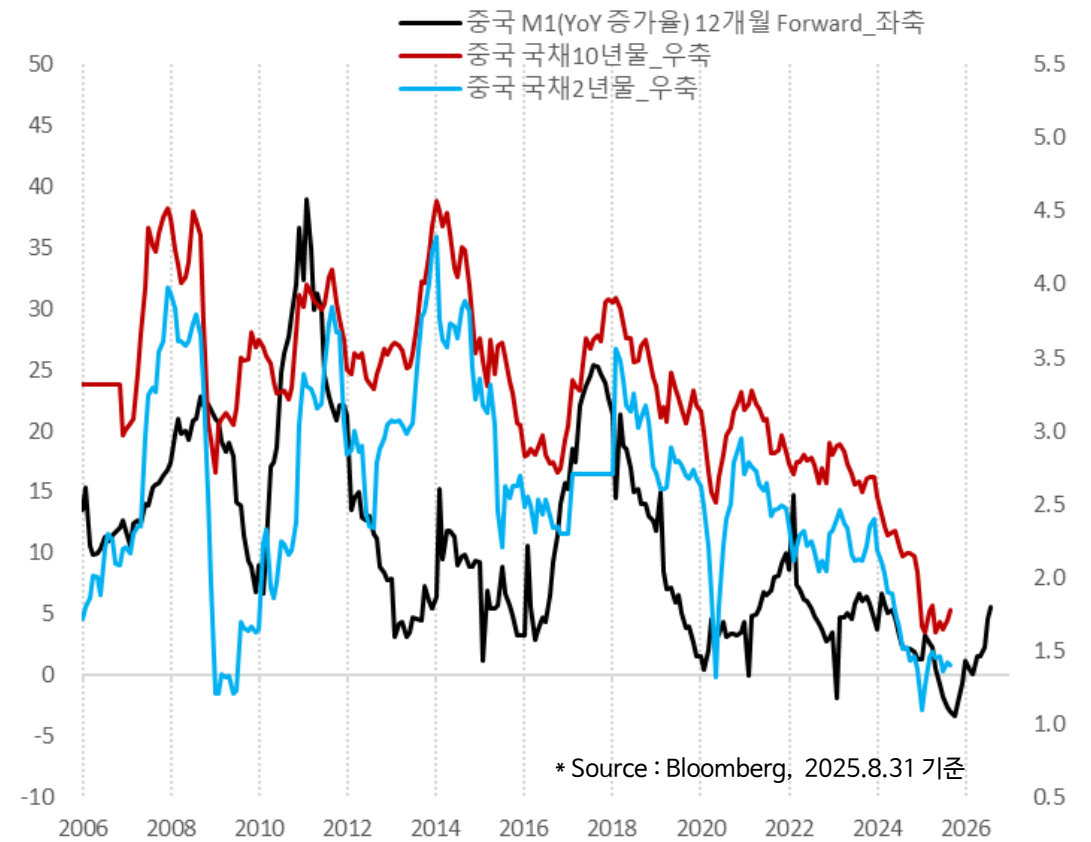
중국 국채 금리 반등하고 있습니다. 시중 유동성 확대로 미루어 추가 금리 상승 예상됩니다.

- 최근 중국 국채 금리 반등하고 있습니다. 국채 금리 상승은 국채 가격 하락을 의미하며, 국채 투자수익률이 축소되거나 손실 전환됨을 의미합니다.
- 중국 M1 통화량 YoY증가율은 중국 국채 금리를 약 12개월 선행합니다. 선행성으로 미루어 중국 국채 금리 추가 상승 예상됩니다.

중국 국채 금리 바닥을 다지며 반등하고 있음



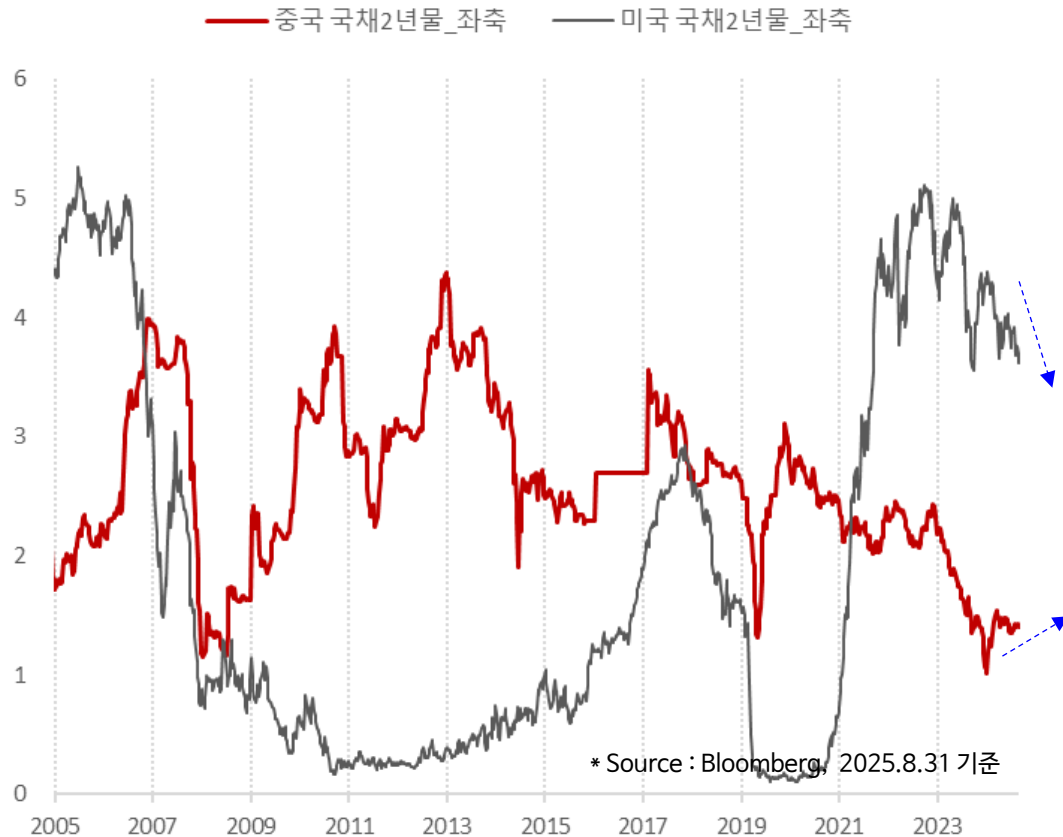
M1 통화량 YoY증가율 선행성으로 미루어 중국 국채 금리 추가 상승 전망



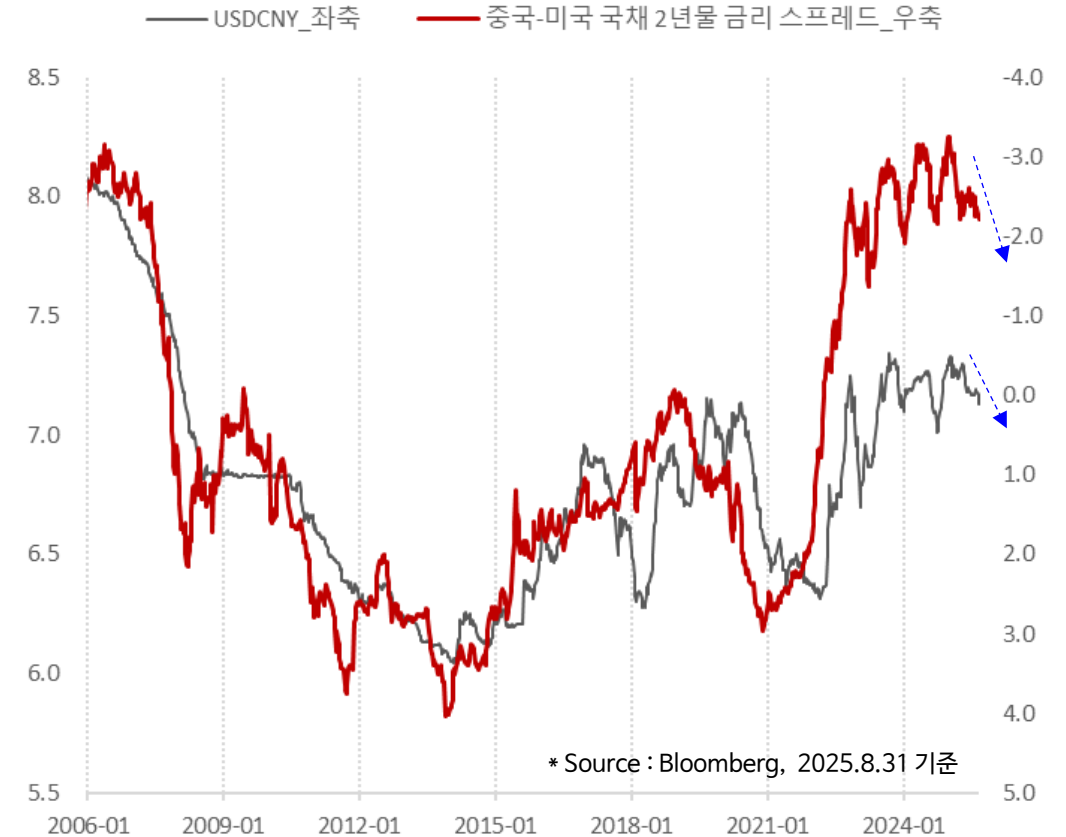
중국 국채 금리 상승은 “USDCNY환율 하락(=달러 약세, 위안화 강세)” 요인으로 작용합니다.

- 미국 국채 금리는 하락하지만 중국 국채 금리는 상승합니다. 그래서 미국-중국 국채 금리 스프레드가 축소되고 있습니다.
- 미국-중국 국채 금리 스프레드 축소는 위안화 강세(USDCNY환율 하락) 요인입니다.

미국 국채 금리는 하락하는데 중국 국채 금리는 반등



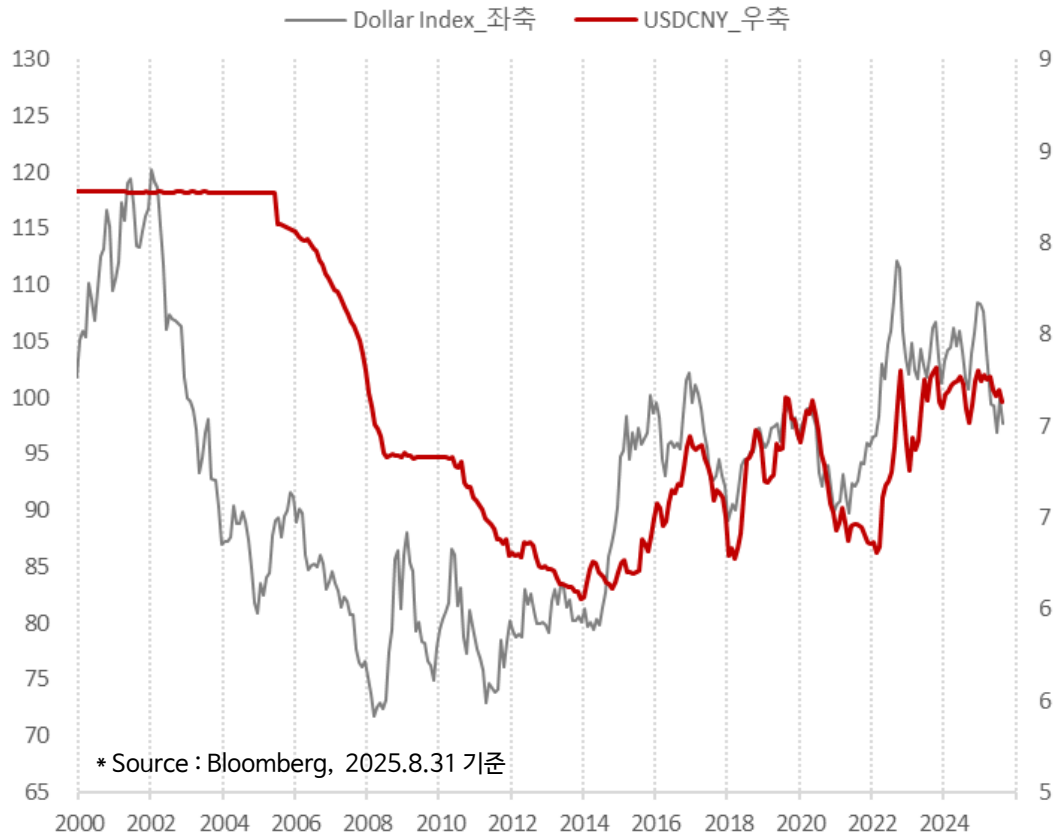
미-중 금리 스프레드 축소는 USDCNY환율 하락(위안화 강세) 요인



“달러 약세 & 위안화 강세” 국면에서 중국 증시는 미국 증시보다 강해집니다.

- 글로벌 달러 약세 국면에서 중국 위안화도 강해집니다.
- 글로벌 달러 약세(위안화 강세) 국면에서 중국 증시는 미국 증시보다 더 강해집니다. (달러 약세일 때 US 증시 대비 Non-US 증시 상대우위입니다.)

글로벌 달러화 약세 국면에서 중국 위안화 강세(USDCNY환율 하락)



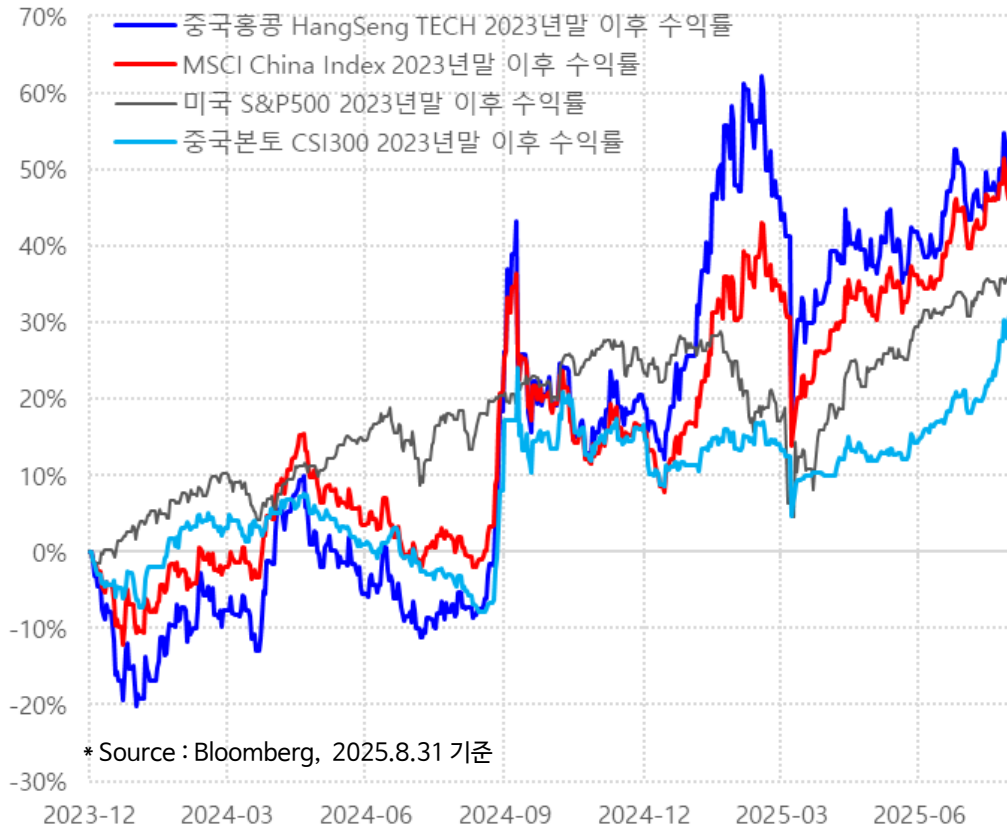
달러 약세 국면에서 미국 증시 대비 중국 증시 상대 우위



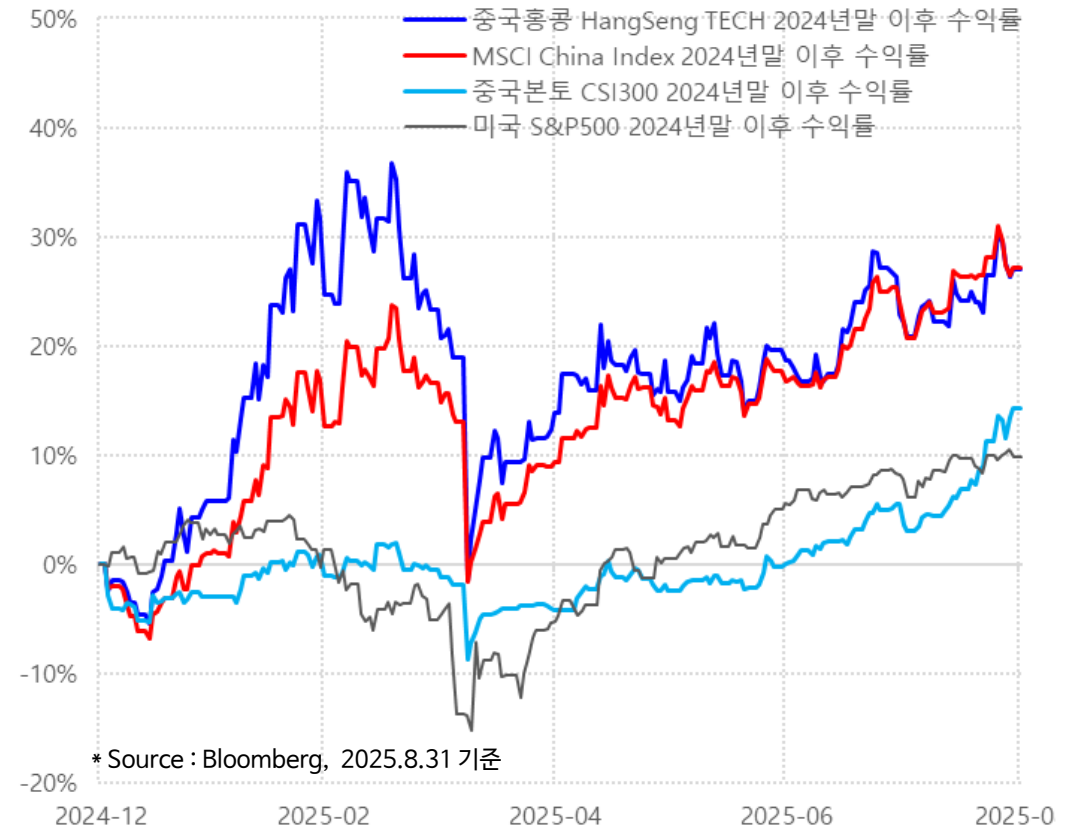
중국 증시는 24년부터 미국 증시를 이기고 있습니다. 올해는 더욱 그렇습니다.

- 올해 글로벌 전반적으로 달러 약세가 전개되고 있습니다.
- 그래서 올해 US 증시보다 Non-US 증시가 더 강합니다. 특히 중국 증시가 그렇습니다.

중국(홍콩) 증시는 2024년부터 미국 증시를 이기고 있음



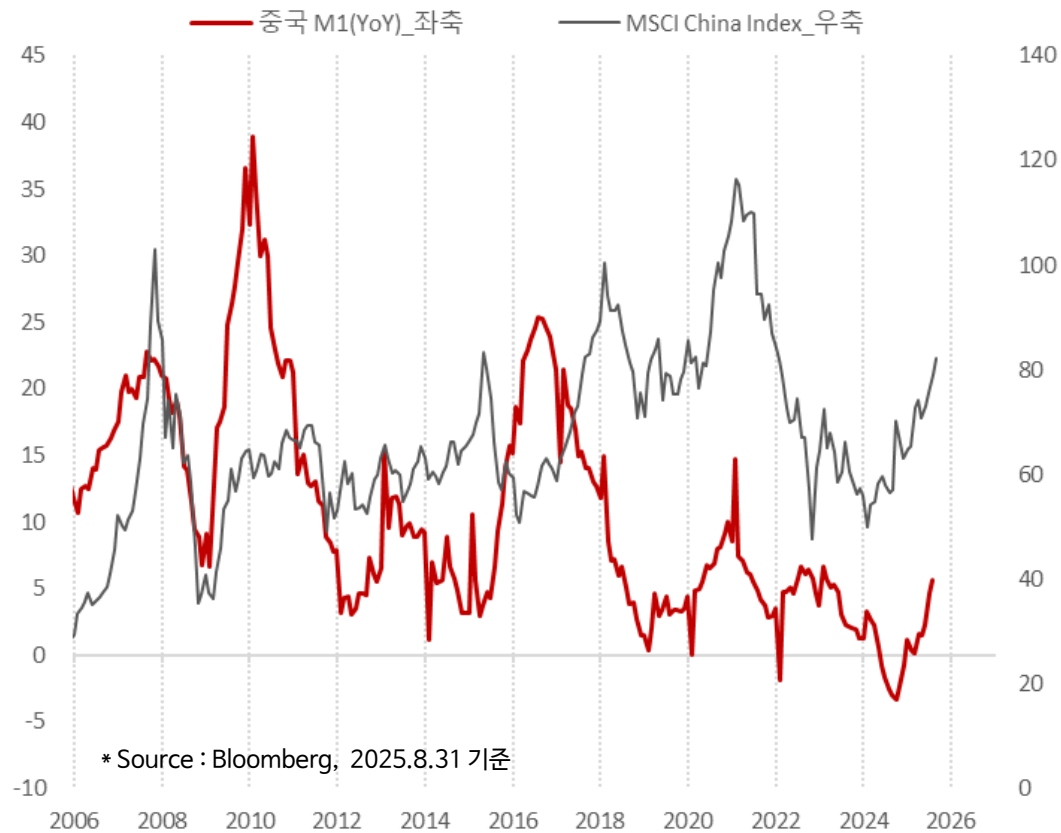
2025년 올해는 홍콩과 본토 증시 모두 미국 증시를 이기고 있음



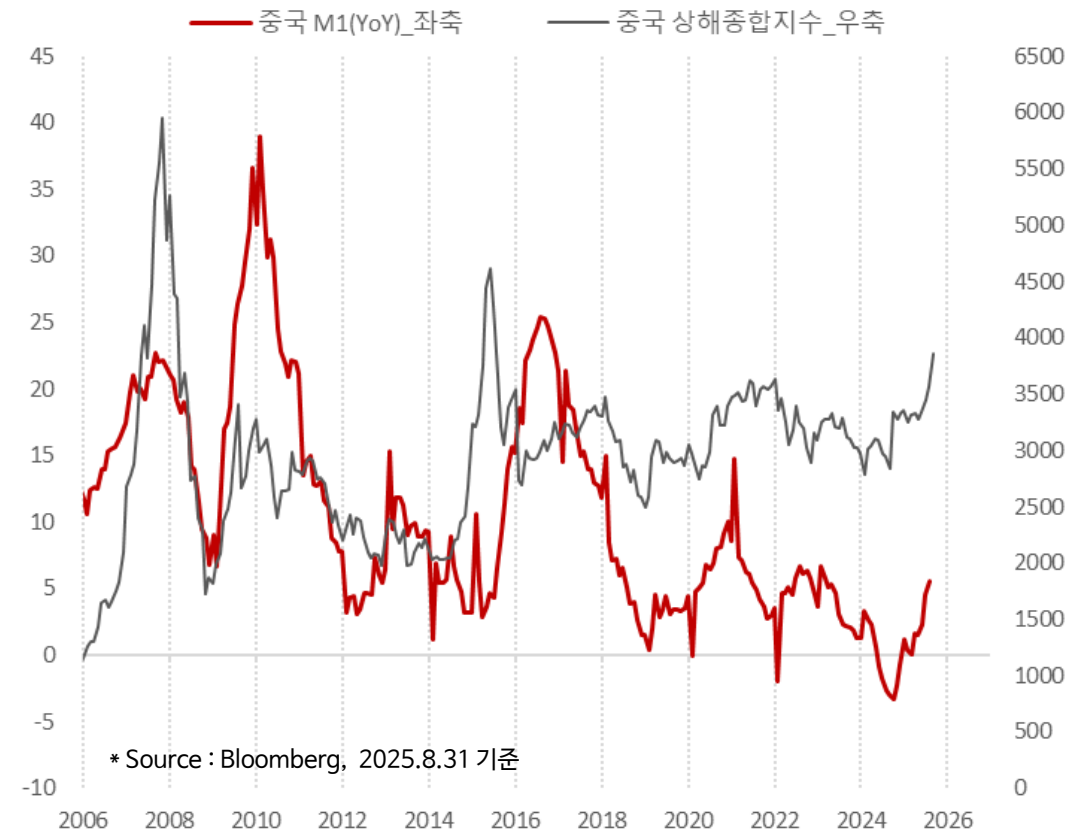
중국 정부 경기 부양(재정지출 확대 → 시중 유동성 확대)은 증시 상승 압력을 높일 것입니다.

- 정부가 경기 부양을 위해 재정지출을 확대하면 시중 통화량이 늘어나게 됩니다. 중국 증시는 시중 통화량 증가율(M1통화량 YoY)과 매우 뚜렷한 정관계로 움직입니다.
- 중국 정부가 재정지출을 확대해서 적극적으로 경기 부양하고 있으므로 시중 통화량 추가 확대되어 중국 증시 추가 상승 예상됩니다.

중국 정부의 유동성 확대(경기 부양) 정책은 증시 상승 요인



중국 정부의 유동성 확대(경기 부양) 정책은 증시 상승 요인



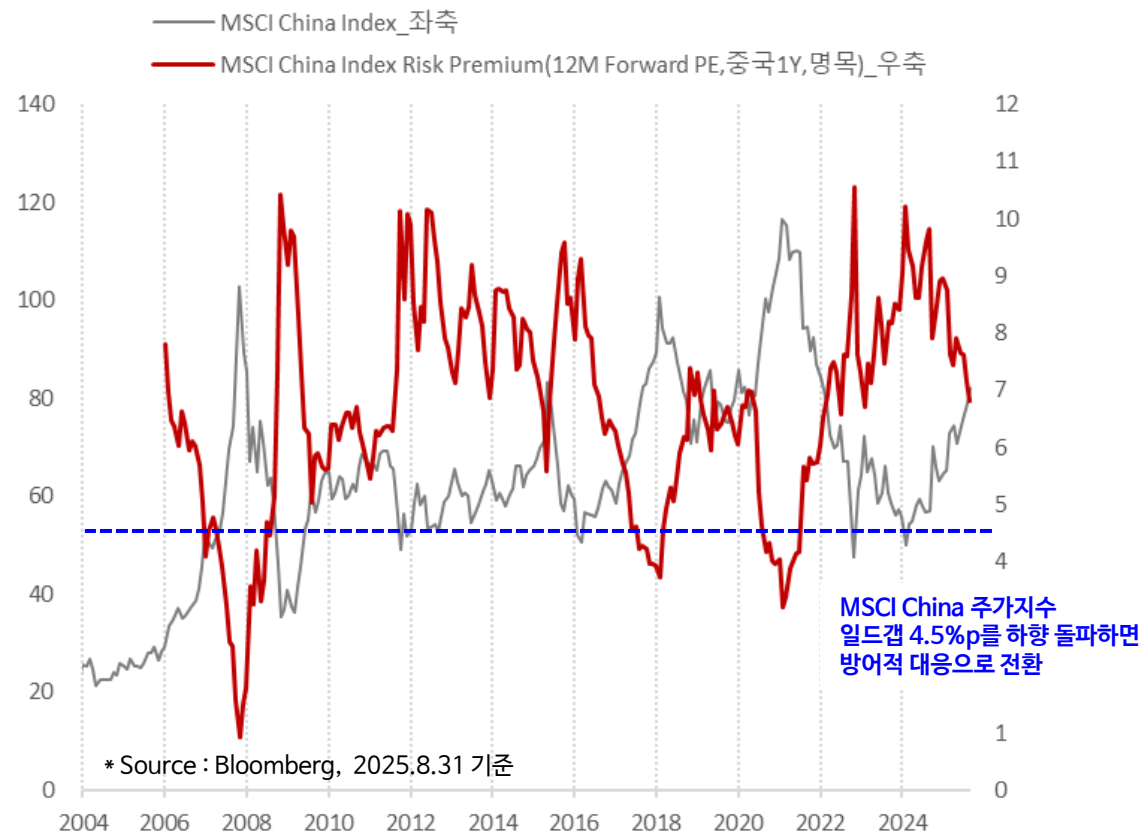
관세 불확실성이 있지만... 미국 증시와 비교해서 중국 증시는 ‘매우 싸다’는 차별점이 있습니다.

- 2025.8.31 기준 12개월 Forward P/E = 미국 S&P500 22.3배 vs 중국 MSCI China 주가지수 12.22배
- 2025.8.31 기준 안전자산 대비 위험자산 투자 보상(일드 갭, Yield Gap) = 미국 S&P500 +0.65%p vs 중국 MSCI China 주가지수 +6.82%p

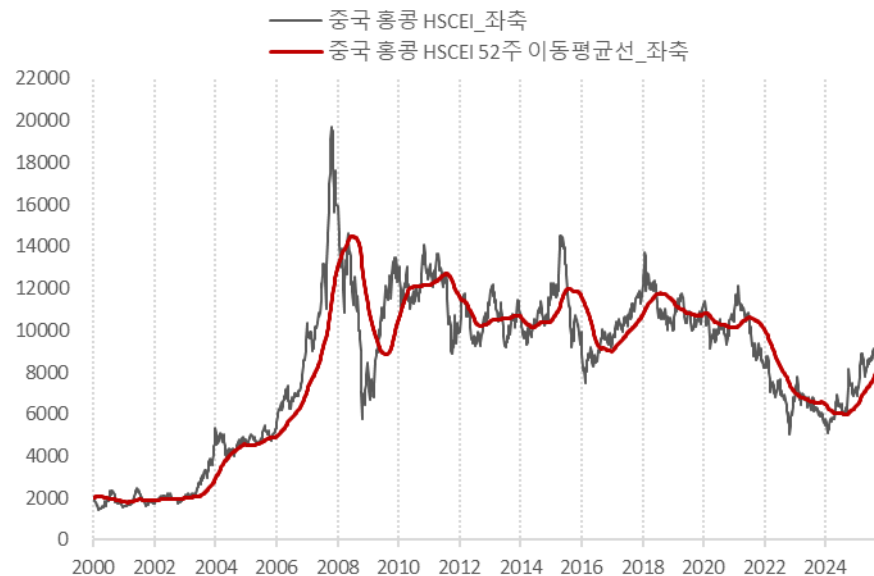
12개월 Forward P/E 비교, 미국 22.3배 vs 중국 12.2배



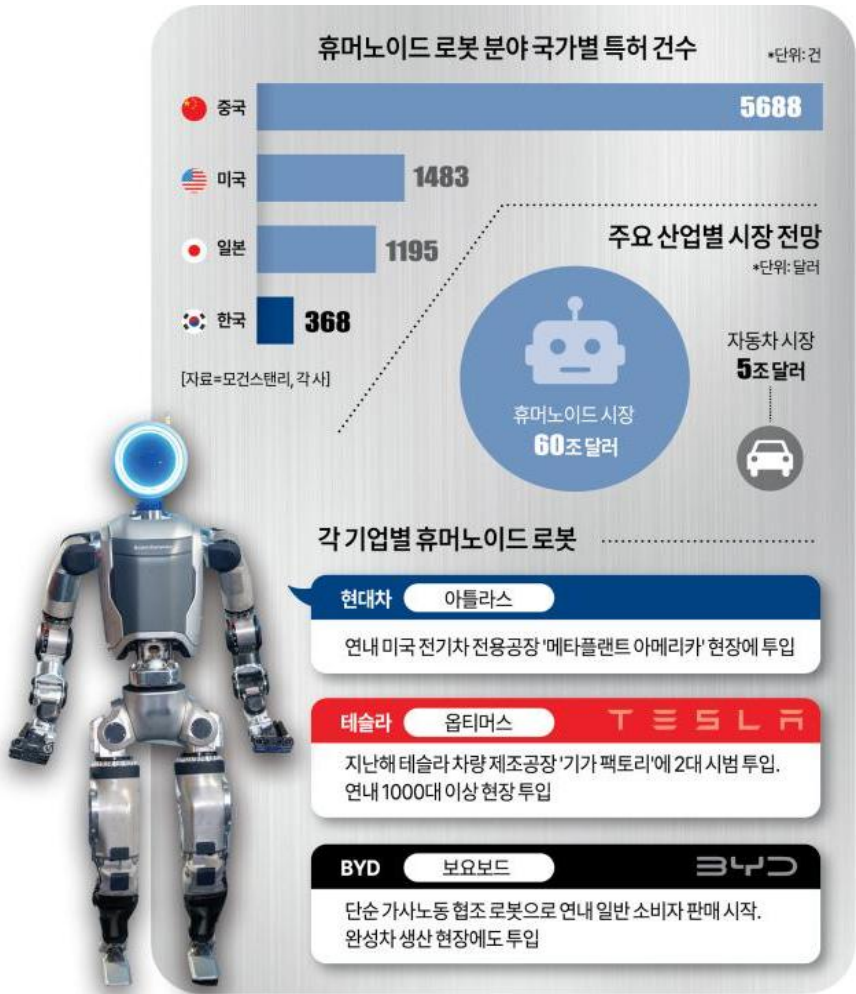
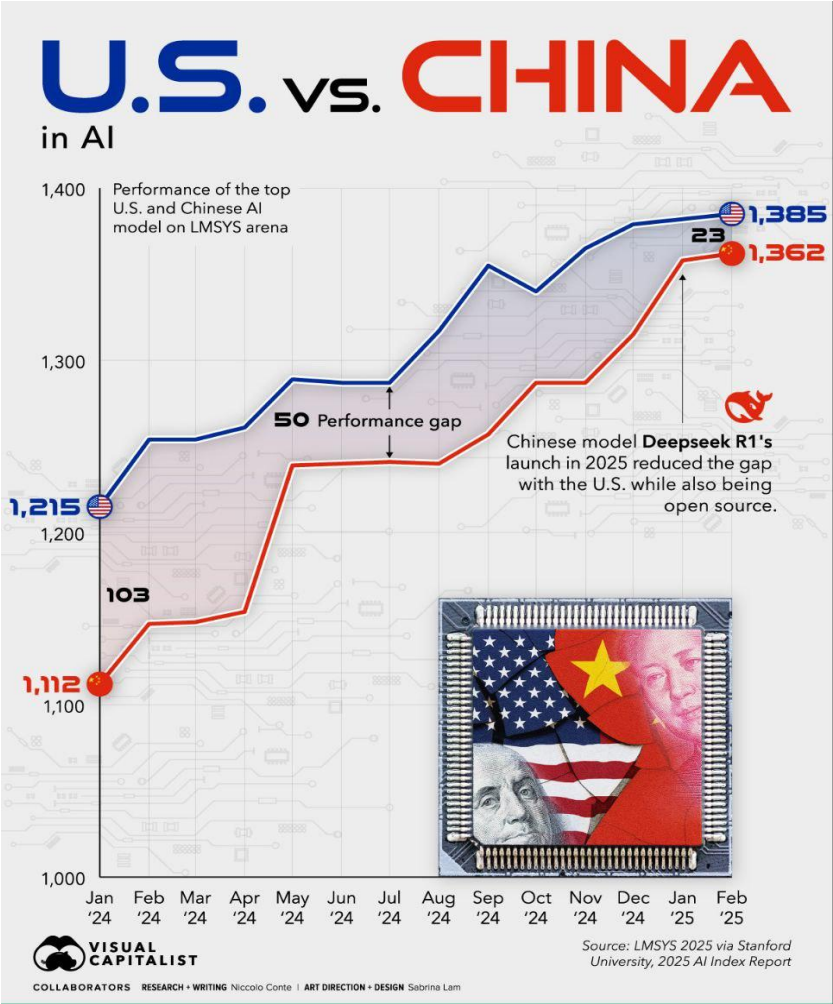
중국 Yield Gap 여전히 높습니다. 중국 증시 추가 상승 여력 충분히 남아있음



중국 증시, 아직 과열을 걱정할 수준이 아닙니다. (중국은 홍콩과 본토가 엇갈리면서 상승합니다.)



중국 증시는 “달러 약세 + 경기 부양 + AI, 로봇 등 테크 기술” 3가지 모멘텀을 가지고 있습니다.



중국 세계 최초 '로봇 올림픽' 폐막... 내년 8월에 또 연다

M 문화일보 (2025.8.18)



[현장]"넘어지면 어때요, 계속 발전할 건데" 로봇올림픽에서 본 중국 과학기술의 진짜 힘

경향신문 (2025.8.18)



중국 'AI칩 기술독립' 선언... 화웨이 만들고 딥시크 쓴다

M 매일경제 (2025.8.31)



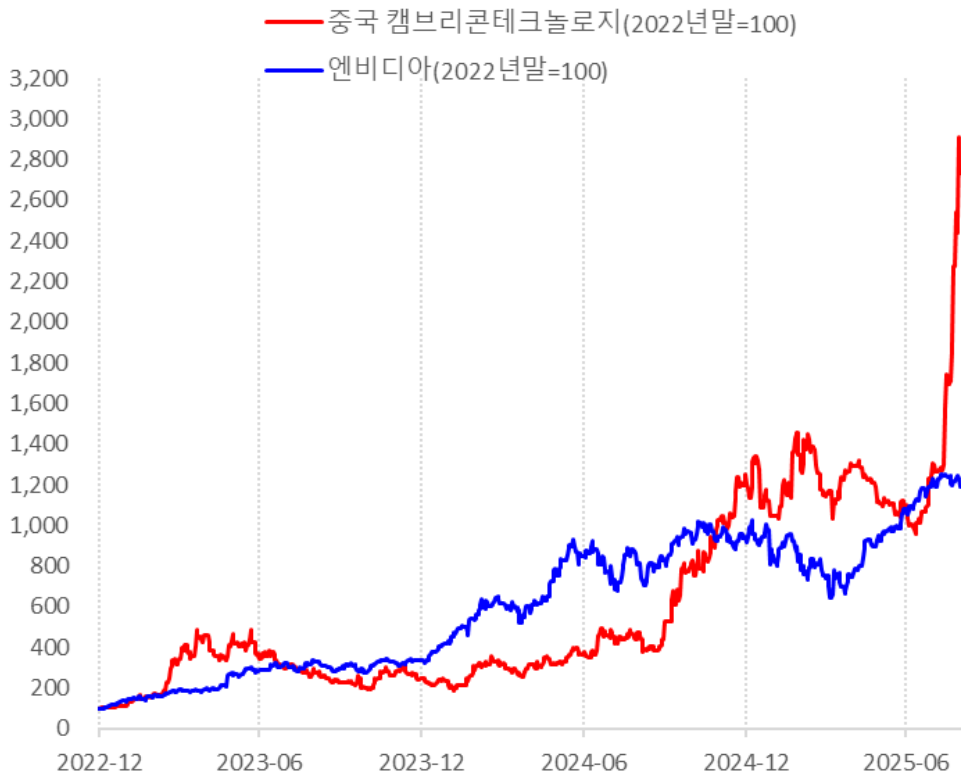
알리바바도 '자체 칩' 개발... 중국 'AI 기술 자립' 현실로

한겨레 (2025.8.31)

중국의 AI 기술 독립은 미국 AI 입장에서 악재입니다. (중국 AI 주가 강세 → 미국 AI 주가 약세)

- 중국은 AI 기술 독립을 목표로 삼았습니다. 상하이 소재 'MetaX', 베이징 소재 '캠프리콘 테크놀로지'에 이어 '알리바바'까지 새로운 AI 칩을 개발했습니다.
 - 중국의 AI 기술 독립으로 미국 반도체 기업들의 중국향 매출이 더 둔화될 수 있다는 우려가 커졌습니다.
- (8월 29일 알리바바 AI 칩 개발 소식에 알리바바ADR +13%, 엔비디아 -3.32%, TSMC -3.11%, 마이크론 테크놀로지 -2.45%, 필라델피아 반도체 주가지수 -3.15%)

중국 AI 반도체 제조회사 ‘캠프리콘 테크놀로지’ 25년 7월부터 주가 급등



* Source : Bloomberg, 2025.8.31 기준

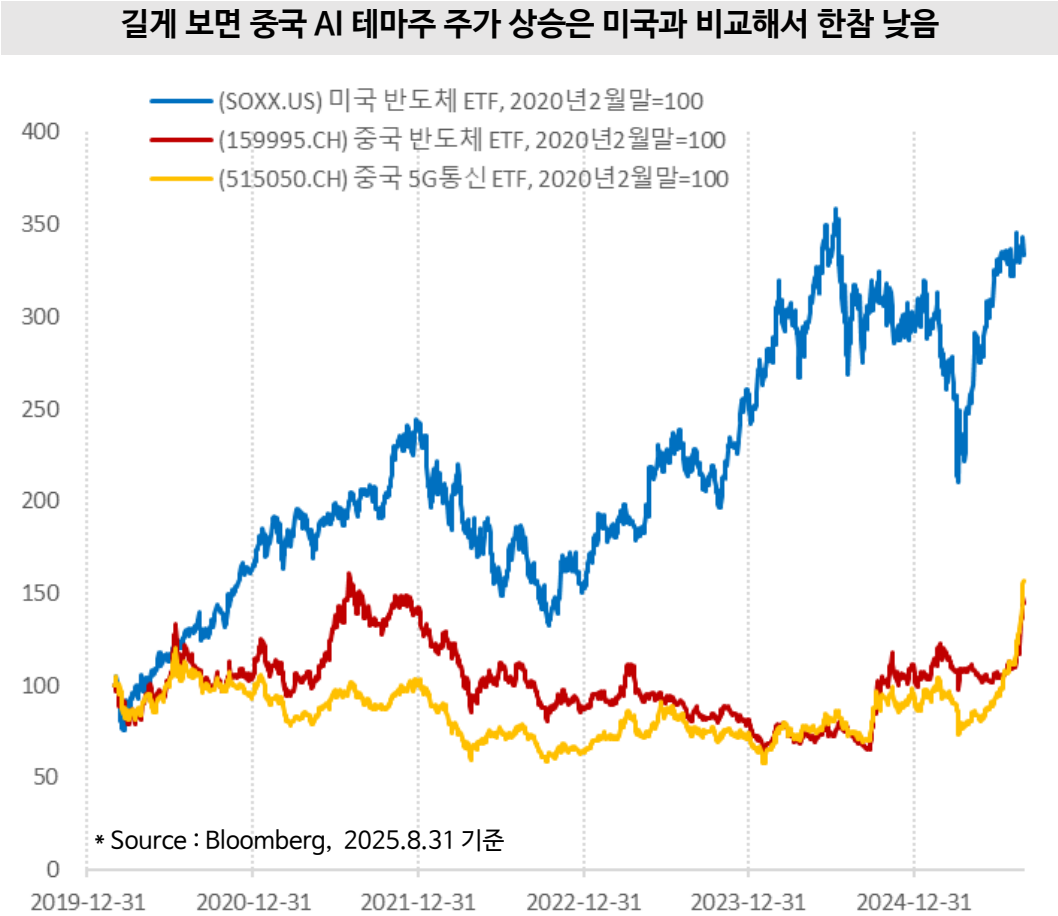
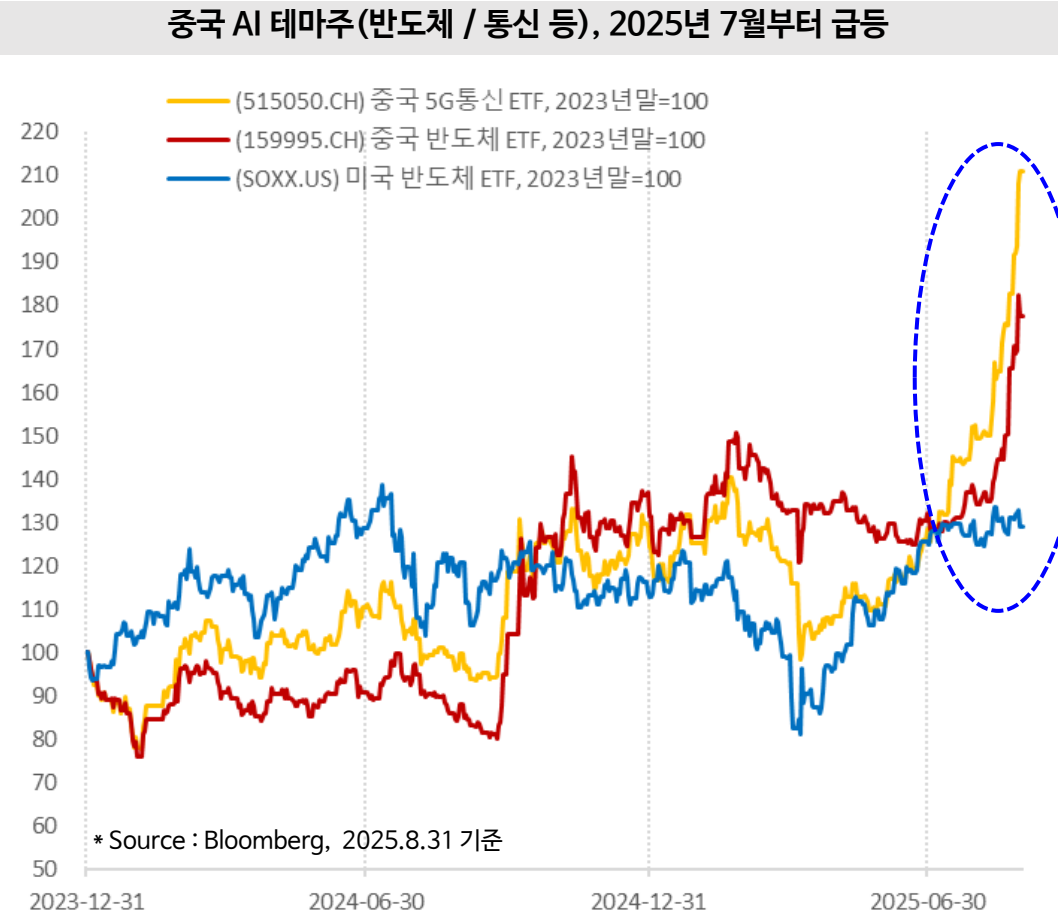
미국 ‘엔비디아’ 주가와 홍콩 ‘알리바바’ 주가는 거의 반대로 움직이고 있음



* Source : Google Finance, 2025.8.31 기준

중국 AI 테마 주가 최근 급등했지만… 미국과 비교해서 아직 한참 낮은 레벨입니다.

- 25년 7월부터 중국 AI 테마(반도체, 클라우드, 5G 통신 등) 주가가 급등해서 단기적으로 가격 부담이 커졌습니다.
- 그러나 테크 열풍이 시작된 2020년부터 미국과 비교해보면 아직 한참 밑에 있습니다. 중국 AI 테마 주가 상승은 아직 과열 단계로 보기 어렵습니다.



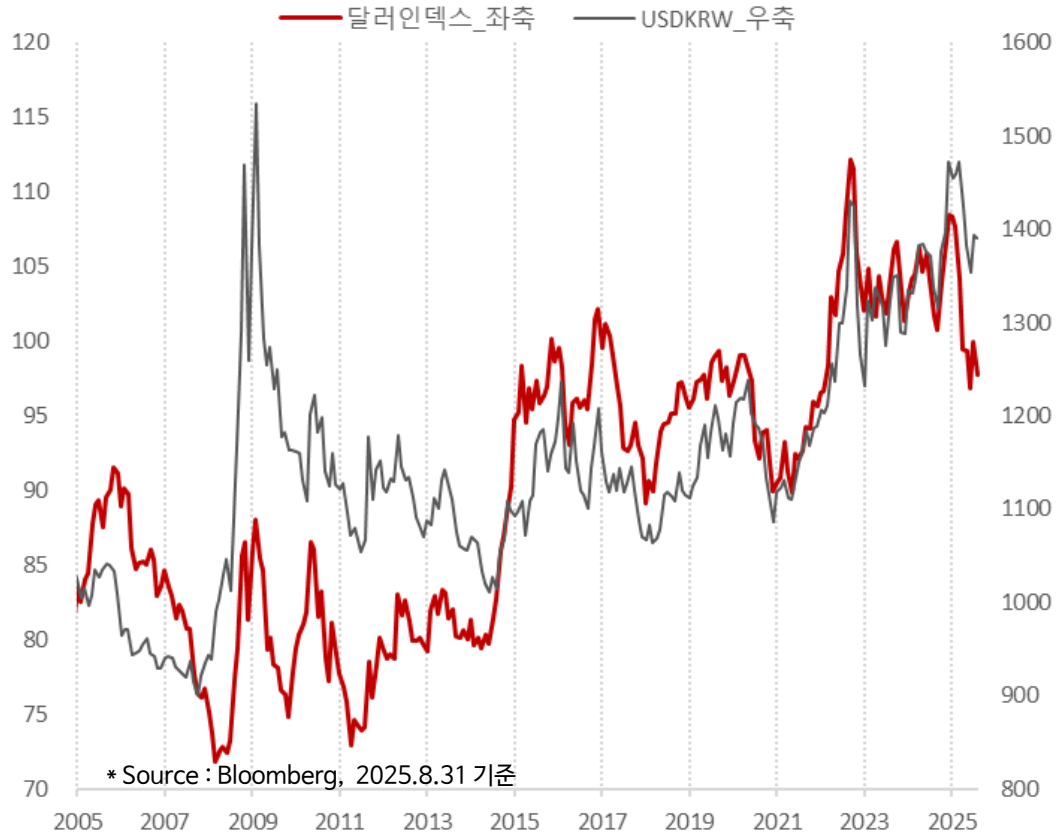
= 한국 경제 및 증시 =

한국 경제는 바닥을 통과하고 있다고 판단됩니다.
달러 약세 환경, 극단적 증시 저평가, 경기 회복 기대 및 증시 활성화 정책 등으로
한국 증시 상승 의견을 계속 유지합니다.

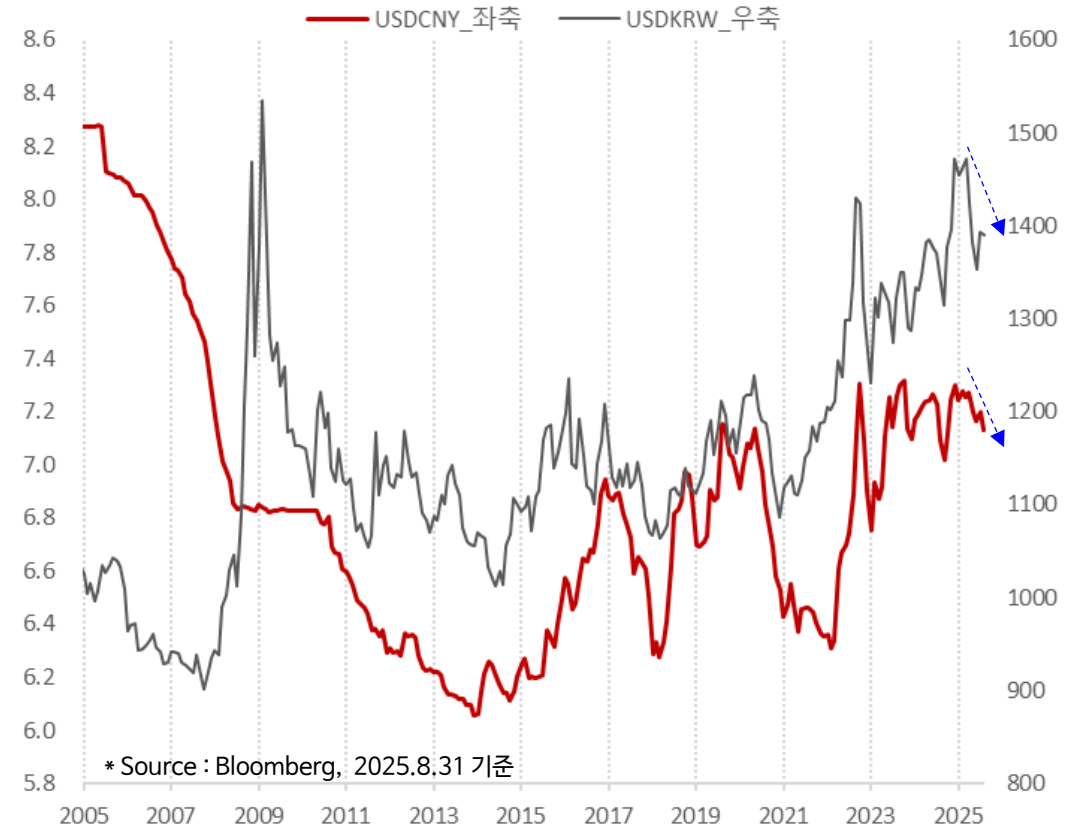
글로벌 달러 약세, 특히 위안화 강세일 때 한국 원화 강해집니다. (원화 강세 = USDKRW 환율 하락)

- 글로벌 달러 약세일 때 한국 원화 강해집니다. (원화 강세 = USDKRW 환율 하락) 특히, 중국 위안화가 강세일 때 한국 원화도 강해집니다. (위안화 강세 = USDCNY 환율 하락)
- 글로벌 달러 약세, 위안화 강세가 모두 동시에 진행되고 있으므로 한국 USDKRW 환율 하락 압력은 여전히 높게 유지되고 있습니다.

달러인덱스와 USDKRW 환율은 뚜렷한 정관계



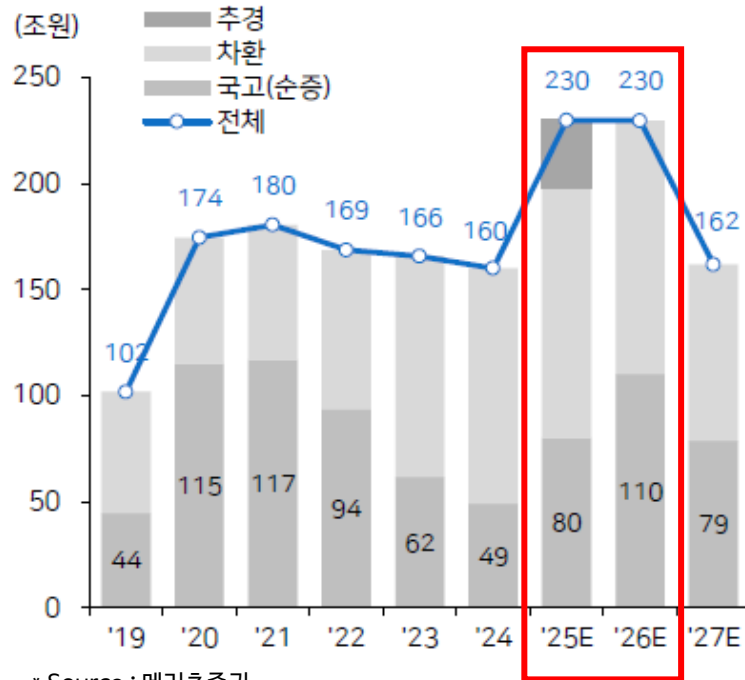
USDCNY 환율 하락(위안화 강세)할 때 USDKRW 환율도 하락(원화 강세)



한국 내부적으로도 ‘원화 강세’ 환경이 유지되고 있습니다. (한국 재정지출 확대)

- 이재명 정부는 대규모 재정정책을 펼치고 있습니다. (정부 지출 확대를 위해 적자 국채 발행 확대)
- 국채 발행 증가 및 경기 개선 기대로 금리 상승해서 미국-한국 금리 스프레드가 축소되면 USDKRW환율 하락 압력을 높일 것입니다.

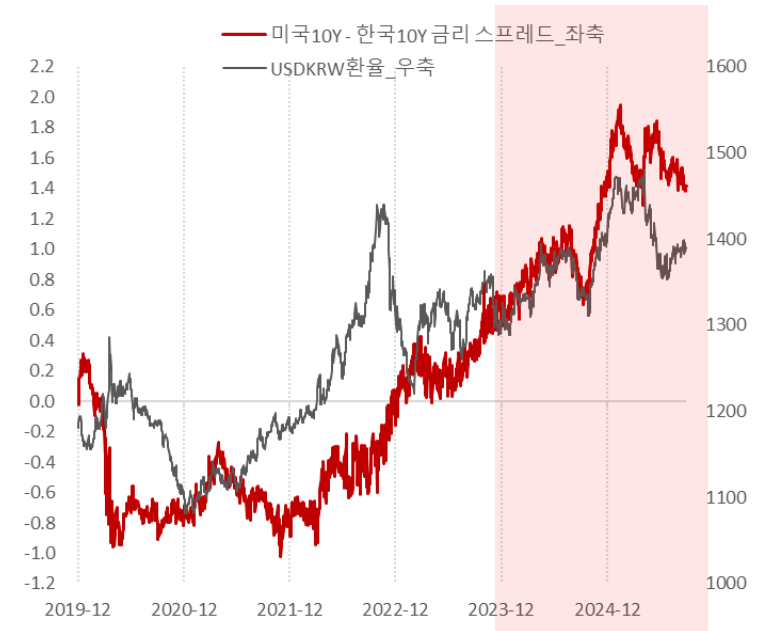
한국 확장적 재정정책 실행으로
2025~26년 국채 발행 물량 큰 폭 증가



한국 확장적 재정정책 실행
→ 미국-한국 10y 국채 금리 스프레드 축소

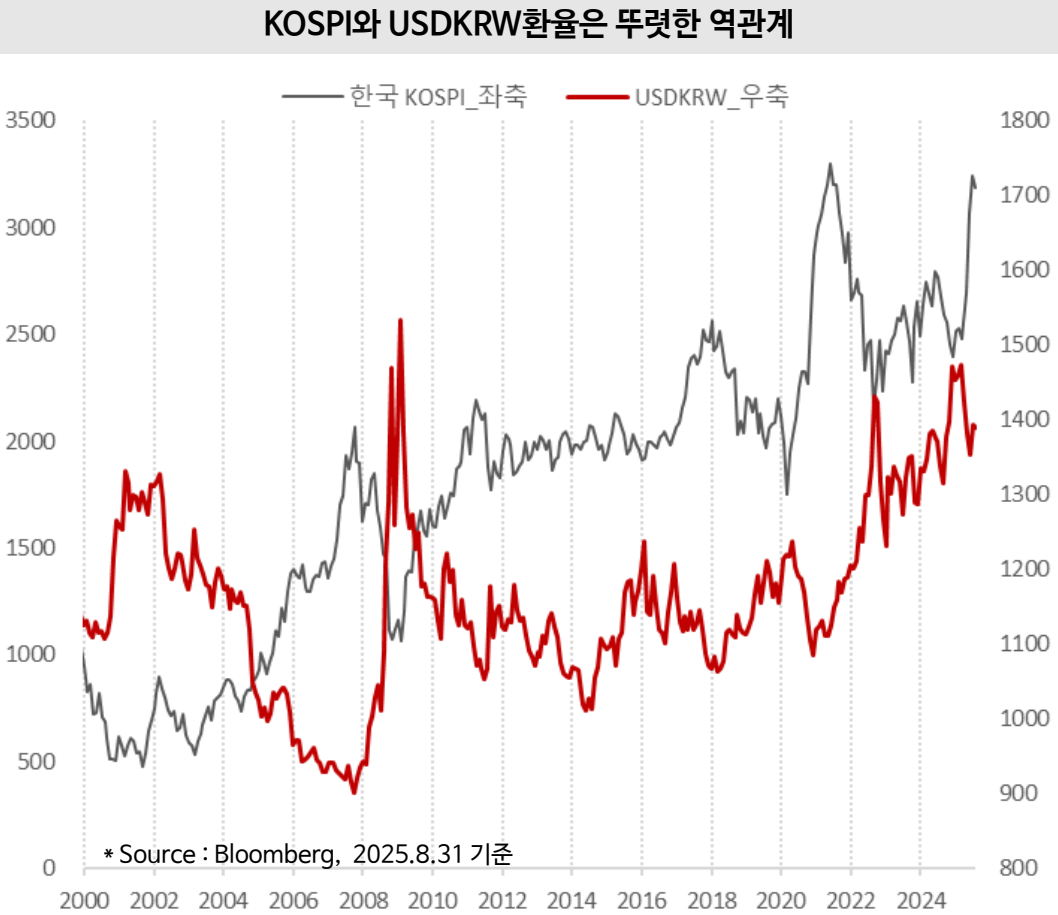


미국-한국 금리 스프레드 축소 → USDKRW환율 하락
(USDKRW환율 하락 시 KOSPI 외국인 순매수 확대)



달러 약세 국면(USDKRW환율 하락)에서 KOSPI 상승하고, 한국 증시가 미국 증시보다 강해집니다.

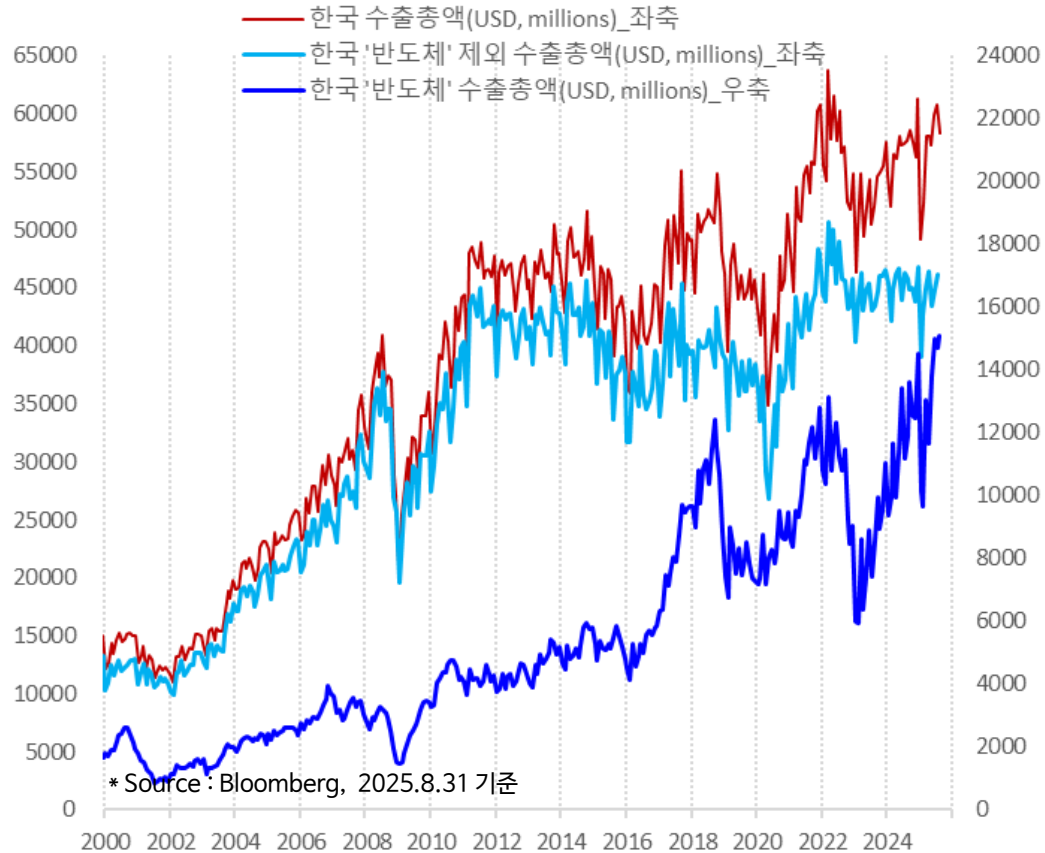
- USDKRW환율과 달러인덱스는 뚜렷한 정관계로 움직입니다. USDKRW환율과 KOSPI는 역관계입니다. USDKRW환율 하락할 때 KOSPI 상승합니다.
- 중국과 마찬가지로 한국 증시는 달러 약세일 때 미국 증시보다 더 강해집니다.



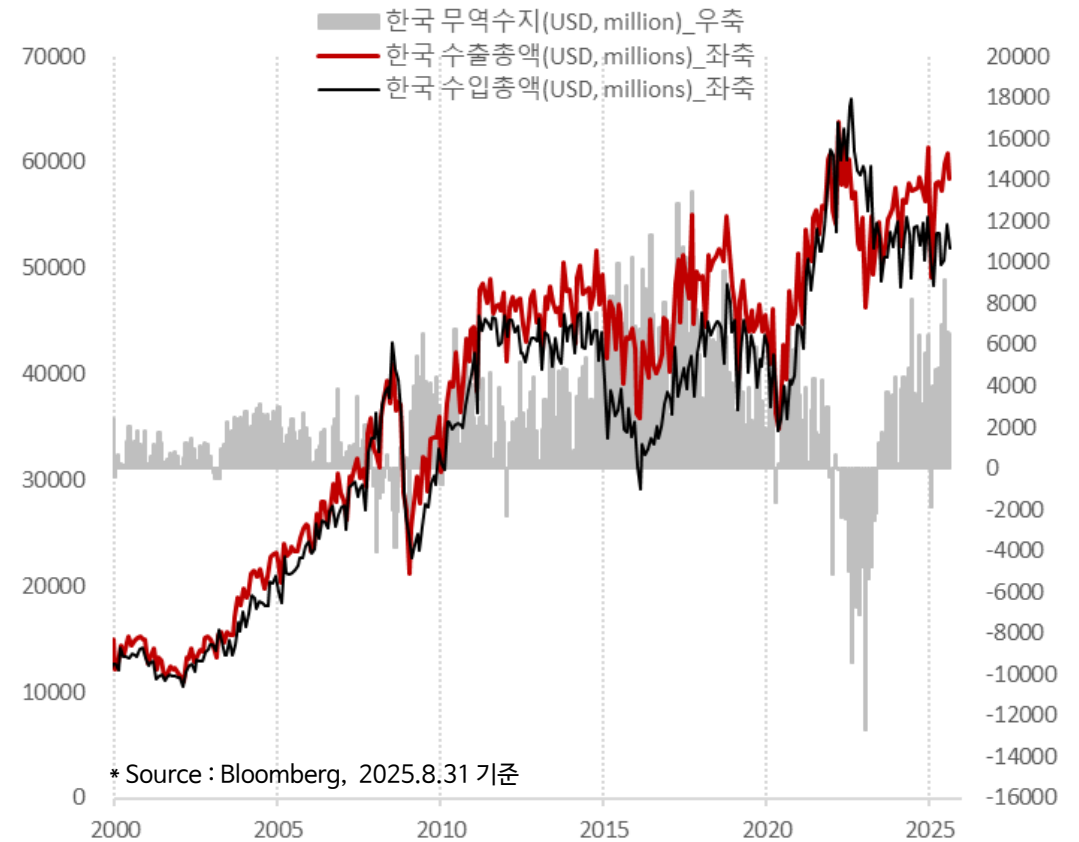
우려와 달리 한국 반도체 수출이 계속 늘어나면서 무역수지 '흑자' 확대되고 있습니다.

- 한국 수출은 반도체 쏠림이 매우 크지만 반도체 수출이 꺾이지 않고 계속 늘어나면서 전체 수출을 확대시키고 있습니다.
- 수입은 정체되어 있지만 수출이 늘어나서 한국 무역수지 흑자가 계속 확대되고 있습니다.

한국 수출은 반도체에 쏠려 있지만, 반도체 수출은 더 늘어나고 있음

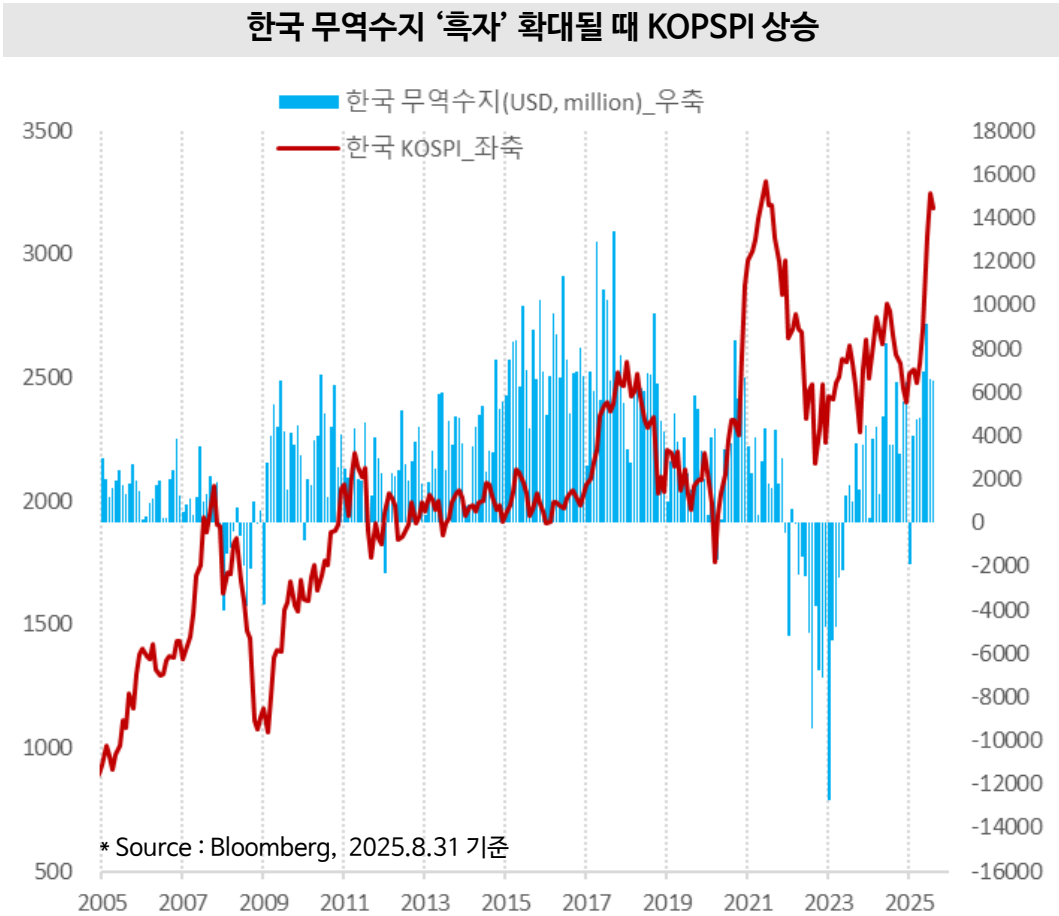
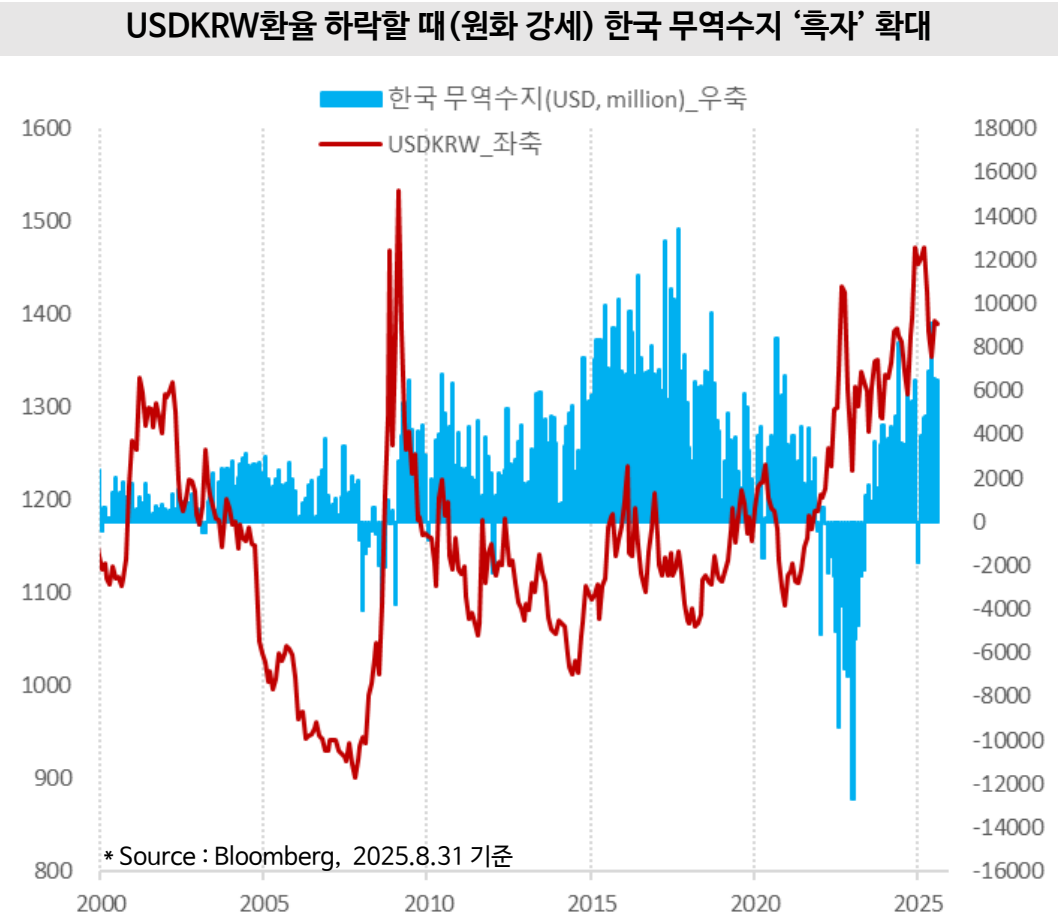


한국 수입보다 수출이 더 늘어나서 무역수지 '흑자'가 더 확대되고 있음



달러 약세 국면(USDKRW환율 하락)에서 한국 무역수지 ‘흑자’ 확대되고 KOSPI 상승합니다.

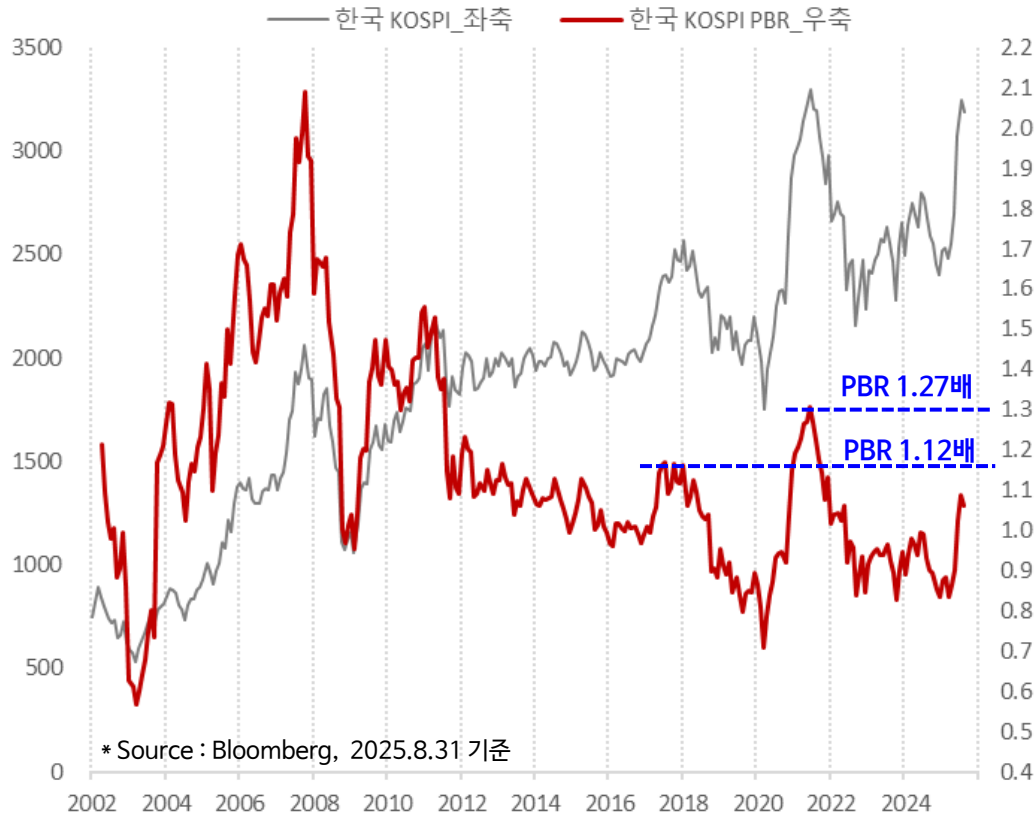
- USDKRW환율 하락할 때(원화 강세) 한국 무역수지는 ‘흑자’ 확대됩니다. USDKRW환율 상승할 때(원화 약세) 한국 무역수지는 ‘흑자’ 축소되고 ‘적자’ 전환됩니다.
- 달러 약세 환경에서 한국 무역수지가 ‘흑자’ 확대될 때 KOSPI 추세적으로 상승합니다. 현재 그렇게 진행 중입니다.



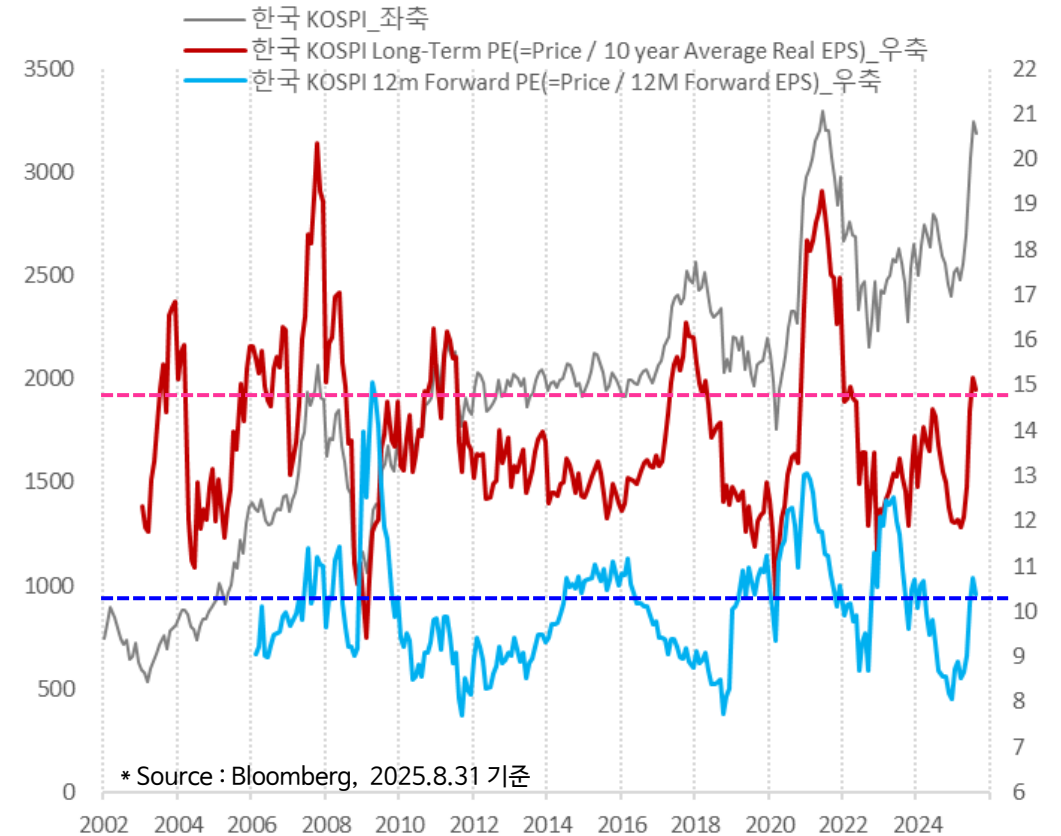
단기적으로 급등한 부담이 있지만, 한국 증시는 여전히 저평가 매력입니다.

- 2025.8.31 (금) 기준 KOSP PBR = 1.07배, 12개월 Forward P/E = 10.39배, Long-Term P/E (Price/10 years Average Real EPS) = 14.89배
- KOSPI가 PBR 1.1배까지 상승한다면 약 3300pt, PBR 1.2배까지 상승한다면 약 3600pt (최소 PBR 1.2배까지는 상승 여력 남아있음)

KOSPI PBR, 아직 과열 단계 아님

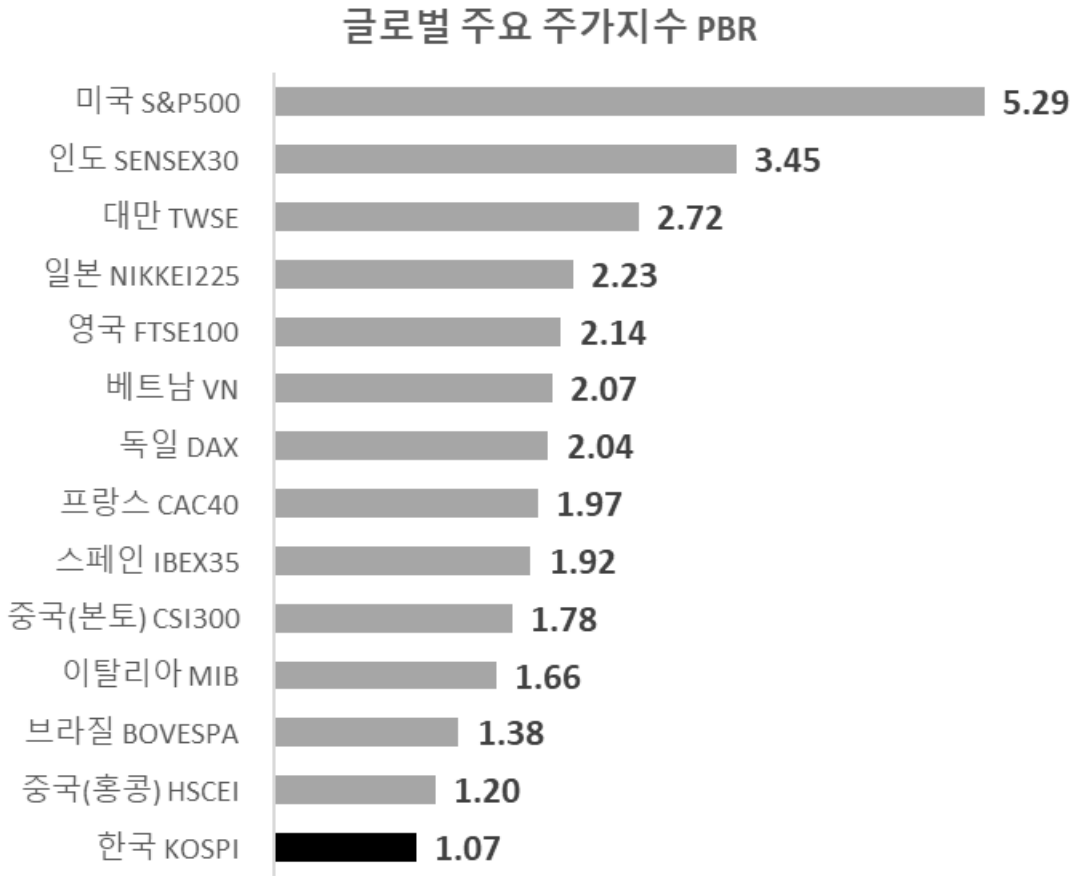


KOSPI PER, 아직 과열 단계 아님

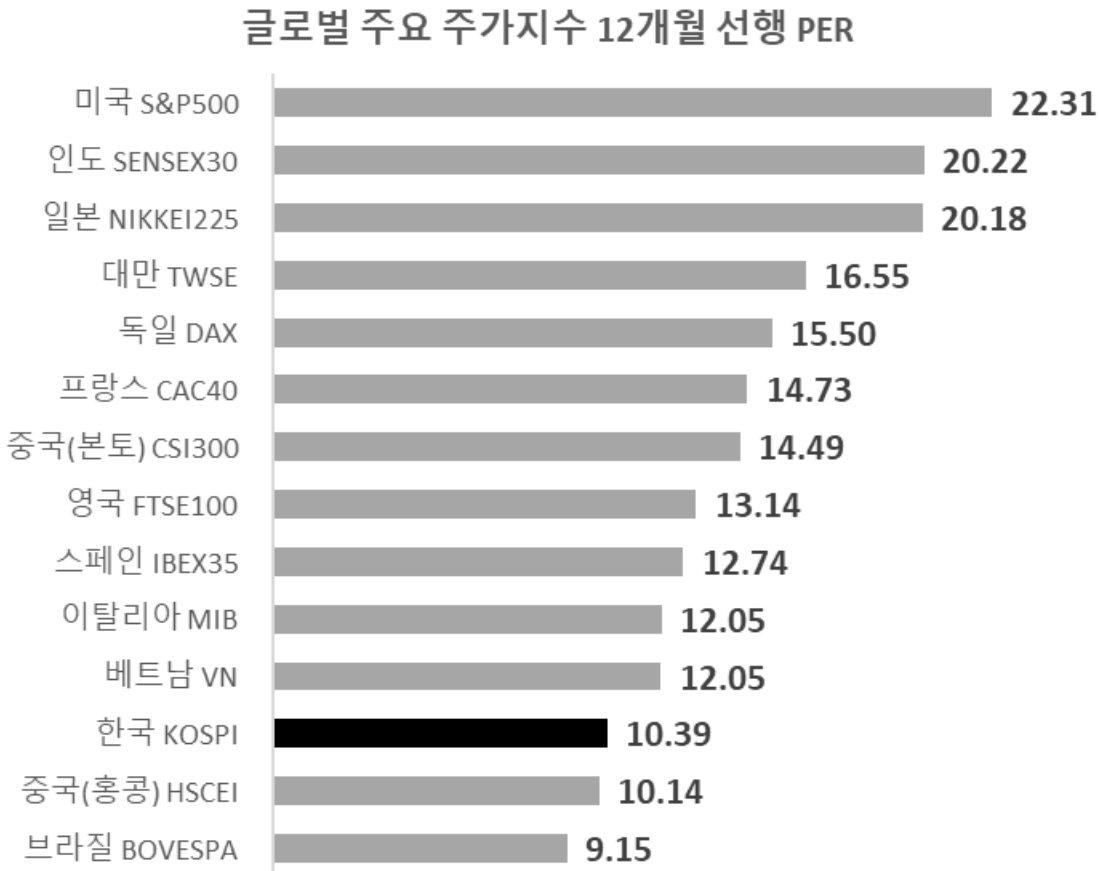


[참고] 글로벌 주요 주가지수 PBR, PER 비교 : 한국 KOSPI 최하위권

- KOSPI가 PBR 1.2배(약 3600pt)까지 상승하더라도 PBR 기준 전세계 최하위입니다.



* Source : Bloomberg, 2025.8.31 기준



* Source : Bloomberg, 2025.8.31 기준

이재명 정부의 ‘증시 활성화(밸류업) 정책’도 KOSPI 상승을 유발할 것입니다.

- 대주주와 소액주주 힘의 균형을 맞추는 여러 정책들이 순차적으로 시행되기 시작했습니다.
- 소액주주에게 일방적으로 불리한 구도가 완화되기 시작했으므로 증시 자금 유입이 늘어나서 한국 증시 상승 모멘텀을 확대시킬 것입니다.

상법 개정안 주요 내용 및 추진 현황

	개정안	내 용	시행 시점
1차 상법 개정안	이사의 충실의무 대상 확대	이사의 충실의무 대상을 기존 회사에서 ‘회사 및 주주’로 확대	공포 즉시
	전자주주총회 도입 확대	자산 2조원 이상 상장사일 경우 전자주주총회 병행 개최 의무화(하이브리드)	2027년 1월1일
	3%룰	감사 선임 시 최대주주와 특수관계인의 의결권을 ‘합산 3%’로 제한	1년 유예 후
	사외이사 명칭 변경 및 선임 비율 변경	사외이사 명칭을 독립이사로 변경, 독립이사의 의무 선임 비율을 기존 1/4서 1/3으로 확대	1년 유예 후
2차 상법 개정 추진	집중투표제 의무화	선임하는 이사 수만큼의 의결권을 주주에게 부여하고 원하는 후보에게 몰아서 투표할 수 있게 하는 제도	
	감사위원 분리선출 확대	사외이사인 감사위원을 기존 1명에서 2명 또는 전원으로 확대	

범여권 ‘자사주 소각 의무화’ 상법 개정안 발의

대표 발의	발의일	주요 내용 (자사주 소각 의무화)	보유 허용 예외 규정
김남근 (더불어민주당)	2025년 7월 9일	취득일로부터 1년 이내 소각	임직원에 대한 보상, 우리사주조합· 사내근로복지기금 출연 등
차규근 (조국혁신당)	2025년 7월 14일	취득일로부터 6개월 이내 소각, 이 법 시행 전에 보유한 자사주는 5년 이내 소각	임직원에 대한 보상 등
민병덕 (더불어민주당)	2025년 7월 22일	취득일로부터 1년 이내 소각. 단, 당시 자사주 총수가 발행주식 총수의 3% 미만인 경우 2년 이내 소각	임직원에 대한 보상 등
김현정 (더불어민주당)	2025년 7월 22일	취득 즉시 소각 , 이 법 시행 전에 보유한 자사주는 6개월 이내 소각	임직원에 대한 보상 등

자료: 의안정보시스템
 The JoongAng

지금 당장 이벤트는 아니지만, MSCI 선진국 주가지수 편입 기대도 KOSPI 상승에 우호적 요인입니다.

MSCI가 분류한 선진 23국

대륙	국가
아메리카	미국, 캐나다
유럽·중동·아프리카 (EMEA)	스페인, 스웨덴, 스위스, 영국, 오스트리아, 벨기에, 덴마크, 핀란드, 프랑스, 독일, 아일랜드, 이탈리아, 노르웨이, 포르투갈, 네덜란드, 이스라엘
아시아·오세아니아	일본, 홍콩, 싱가포르, 호주, 뉴질랜드

MSCI가 분류한 신흥 24국

대륙	국가
아메리카	브라질, 칠레, 콜롬비아, 멕시코, 페루
유럽	그리스, 폴란드, 체코, 헝가리
아프리카·중동	이집트, 카타르, 쿠웨이트, 사우디아라비아, 남아프리카 공화국, 터키, 아랍에미리트
아시아·오세아니아	중국, 인도, 인도네시아, 필리핀, 말레이시아, 한국 , 대만, 태국

자료=MSCI (모건스탠리캐피털인터내셔널)

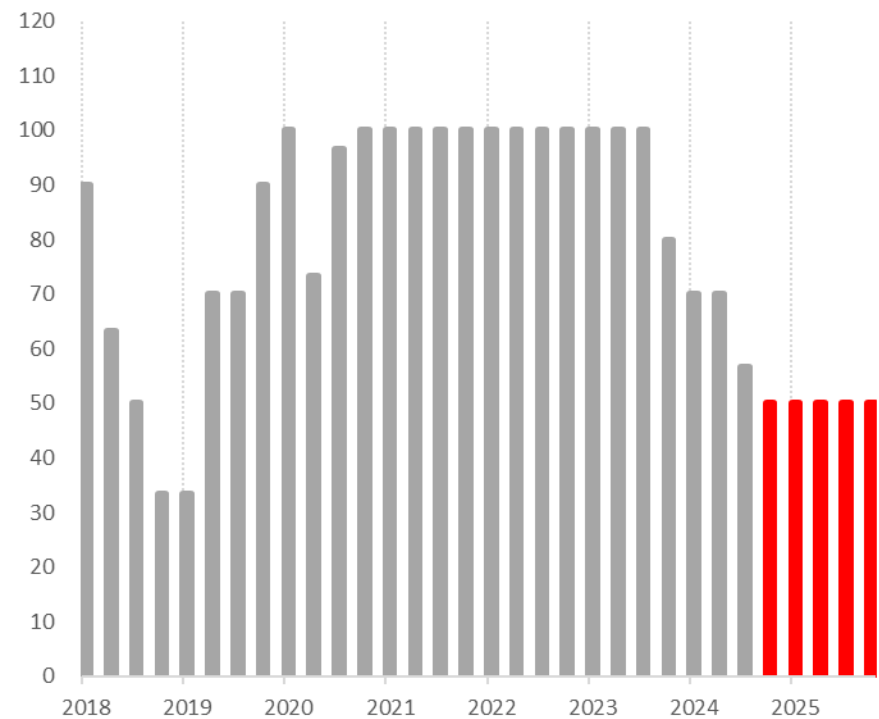
MSCI 선진국 지수 편입 절차 및 예상 시점

구분	내용
현재 상태	신흥시장(EM)
최근 평가 결과	관찰대상국(Watch List) 등재 실패
편입 절차	① 관찰대상국 등재 → ② 편입 발표 → ③ 실제 편입
최소 소요 기간	약 3년 (등재 1년 후 발표, 다음해 편입)
가장 빠른 시나리오	2026년 등재 → 2027년 발표 → 2028년 편입

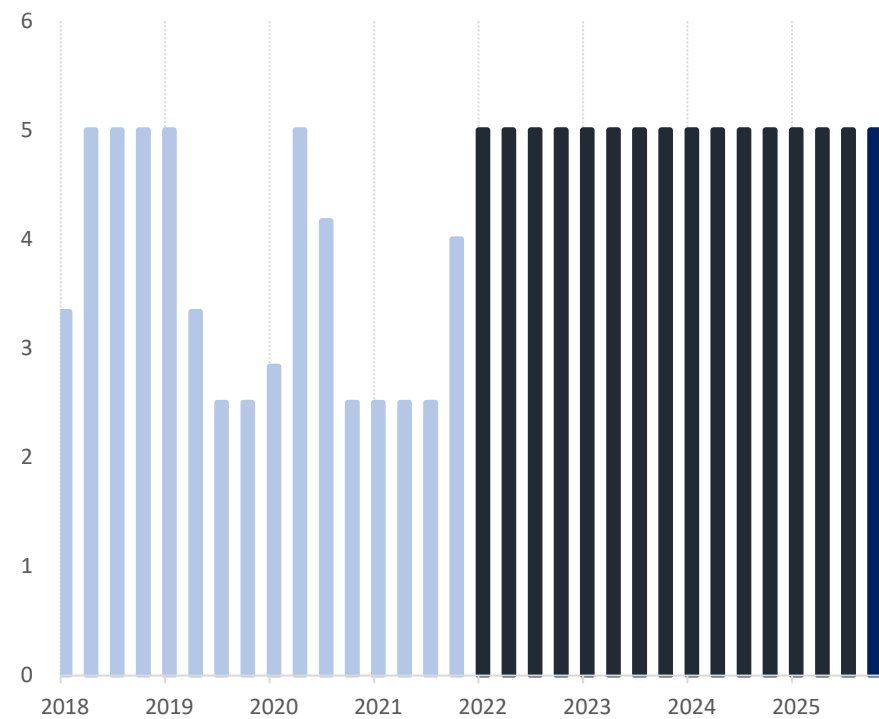
2025년 4분기 자산배분전략: 위험자산 비중 축소 유지, (미국) 국채 듀레이션 확대 유지

- 미국 경기 침체 리스크를 대비하기 위해 2024년 8월부터 주식비중을 추가로 축소해서 MAX 대비 50% 수준까지 낮췄 습니다.
- 위험자산 투자는 미국은 방어적으로, 중국과 한국은 적극적 수익추구 관점으로 대응할 것을 권장합니다.

위험자산 투자비중 변화 추이
(2025년 4분기, 위험자산 투자비중 축소 유지 : 50%)



안전자산 채권 듀레이션 변화 추이
(2025년 4분기, 안전자산 비중 확대, 채권 듀레이션 확대 유지)



감사합니다.
End of Document

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 배포되는 자료로서 수록된 내용은 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것입니다. 그러나 그 정확성이나 안전성을 보장할 수 없습니다.
따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용할 수 없음을 알려드립니다.