

2025년 4분기 글로벌 금융시장 전망 및 투자전략

반도체, AI가 만든 강세장의 시작과 끝이 될 겁니다.

본 자료는 2025.10. 8 기준으로 작성되었습니다.

Part 1. 미국 증시와 금가격 동반 상승, 동상이몽(同床異夢)

미국 증시 상승은 'Buy USA'를 의미하고, 금가격 상승은 'Sell USA'를 의미합니다.
현재 시장에는 극단적인 반대쪽 거래가 크게 확대되고 있습니다.

미국 증시 밸류에이션, 2000년 IT 버블 시기에 근접할 정도로 높아졌습니다. (현재 버블 진행 중)

- 2025.10.8 기준 S&P500 12개월 Forward PER 22.9 배입니다. 1990년 이후 역사적 고점에 거의 근접했습니다.
- 2025.10.8 기준 S&P500 Long-Term PER(CAPE, Shiller PE)은 40.08배입니다. 역사적 고점(2000년 IT 버블 44배) 수준에 거의 근접했습니다.
- 2025.10.8 기준 S&P500 PBR은 5.51배입니다. 역사적 High 입니다.

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



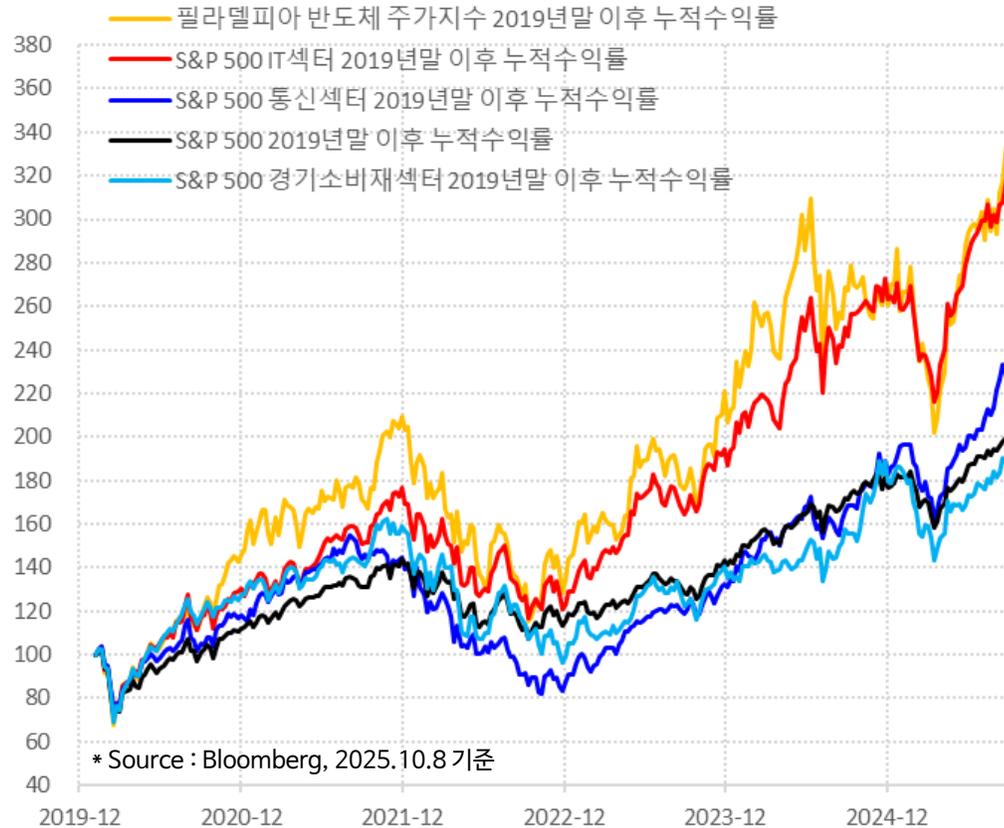
미국 증시 PBR은 이미 역사적 High Level



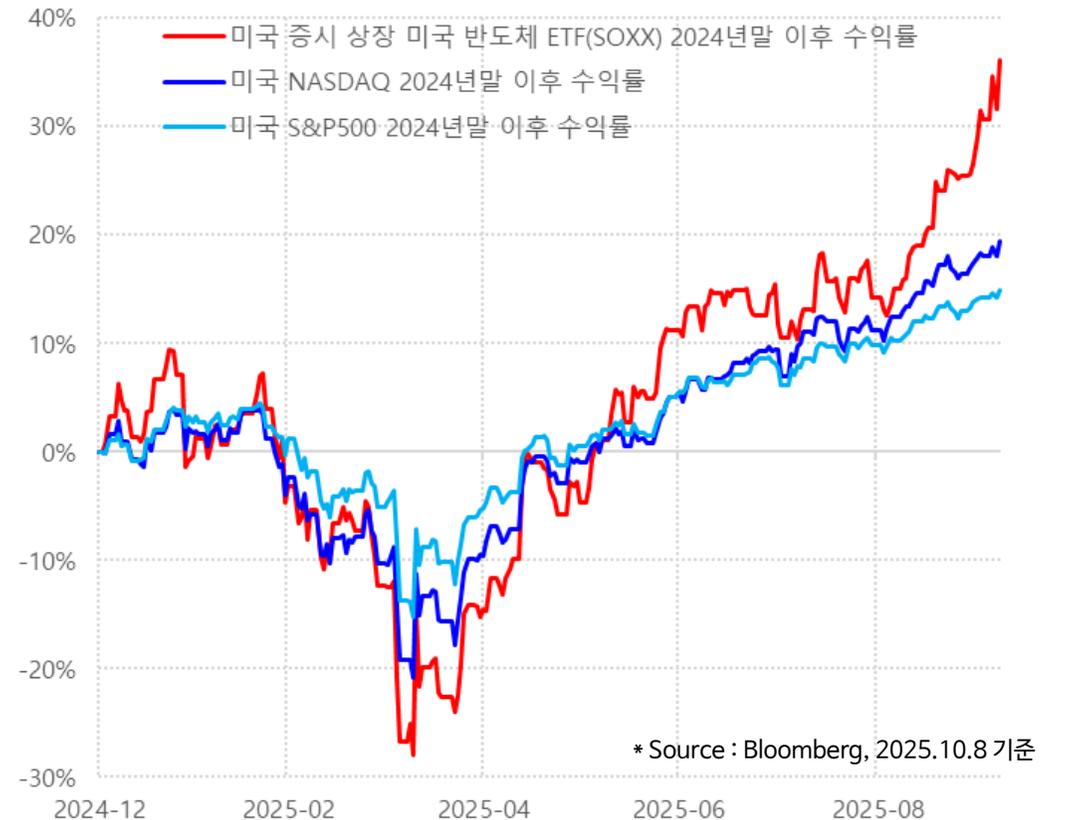
2024~25년 미국 증시 핵심 주도주는 “AI 관련 반도체” 입니다.

- AI 인프라 투자 붐으로 AI 반도체 및 레거시(DRAM, NAND) 반도체 수요가 계속 확대되고 있습니다.
- 2019년말 이후 M7 주식에 위치한 “IT / 경기소비재 / 통신” 3개 섹터 중 IT섹터(특히, 반도체)가 가장 높은 상승률을 기록 중이고, 올해도 그렇게 진행 중입니다.

미국 증시는 IT, 그 중에서도 반도체가 핵심 주도주



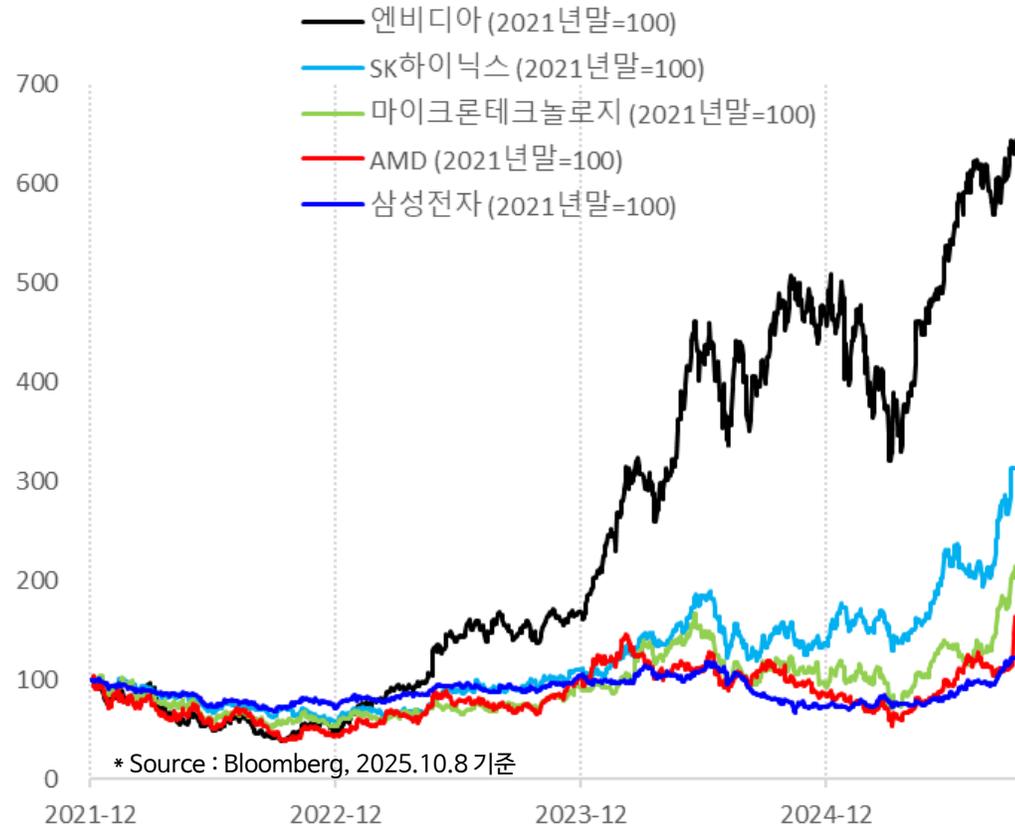
올해도 반도체가 미국 증시 핵심 주도주



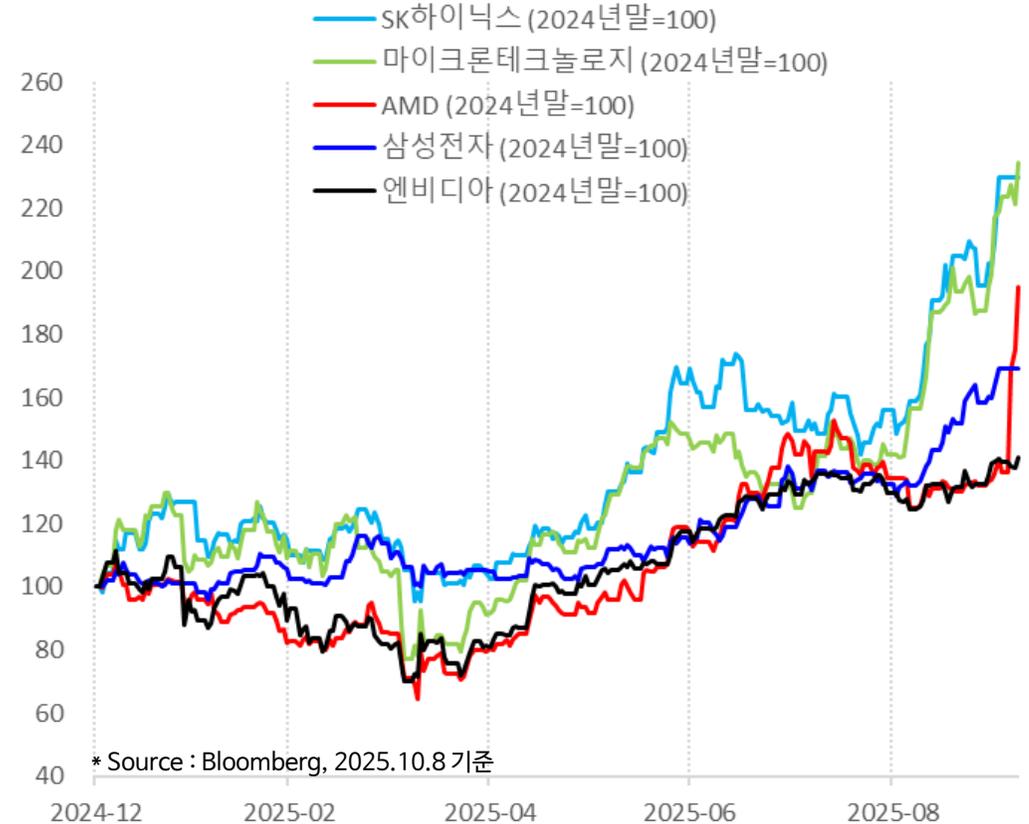
미국 반도체 대장주는 ‘엔비디아(NVDA)’입니다. 그러나 올해는 양상이 좀 다릅니다.

- 미국 반도체 대장주는 여전히 AI 반도체 개발업체 엔비디아(NVIDIA)입니다.
- 엔비디아 강세가 유지되는 가운데 올해는 레거시 반도체 생산자(마이크론)와 AI 반도체 후발주자(AMD)가 급등하면서 미국 반도체 섹터를 주도하고 있습니다.

길게 보면 엔비디아가 확실히 반도체 대장주지만...



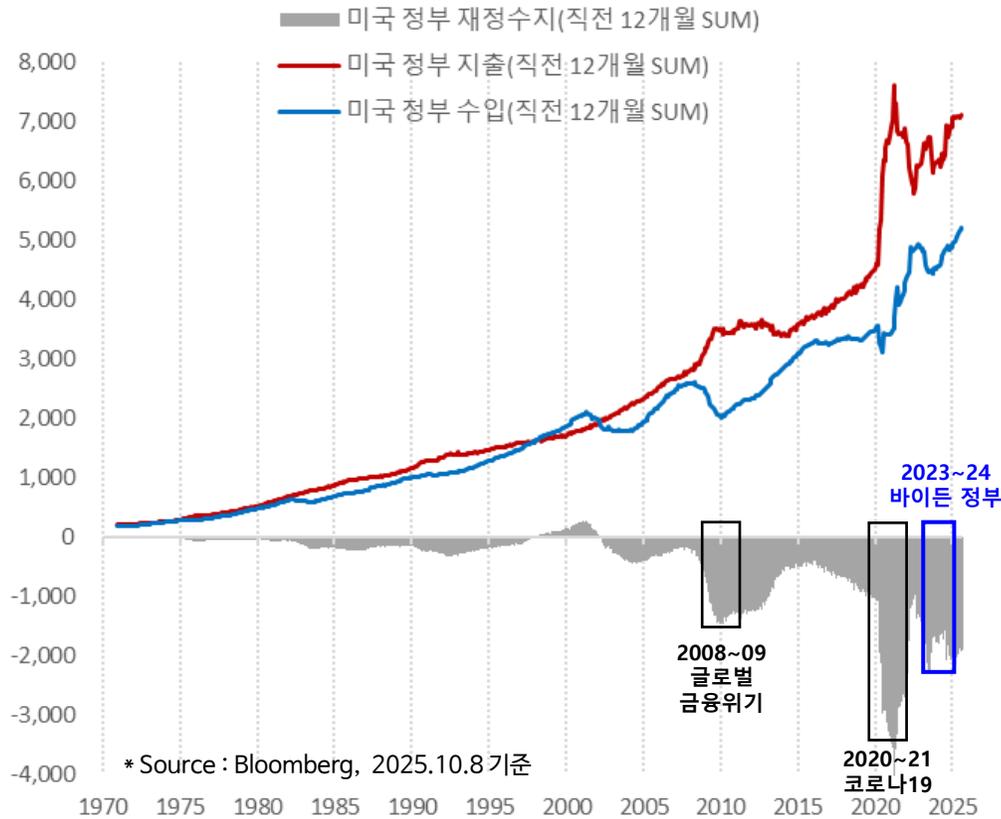
올해 미국 반도체는 마이크론 테크놀로지와 AMD가 주도 중



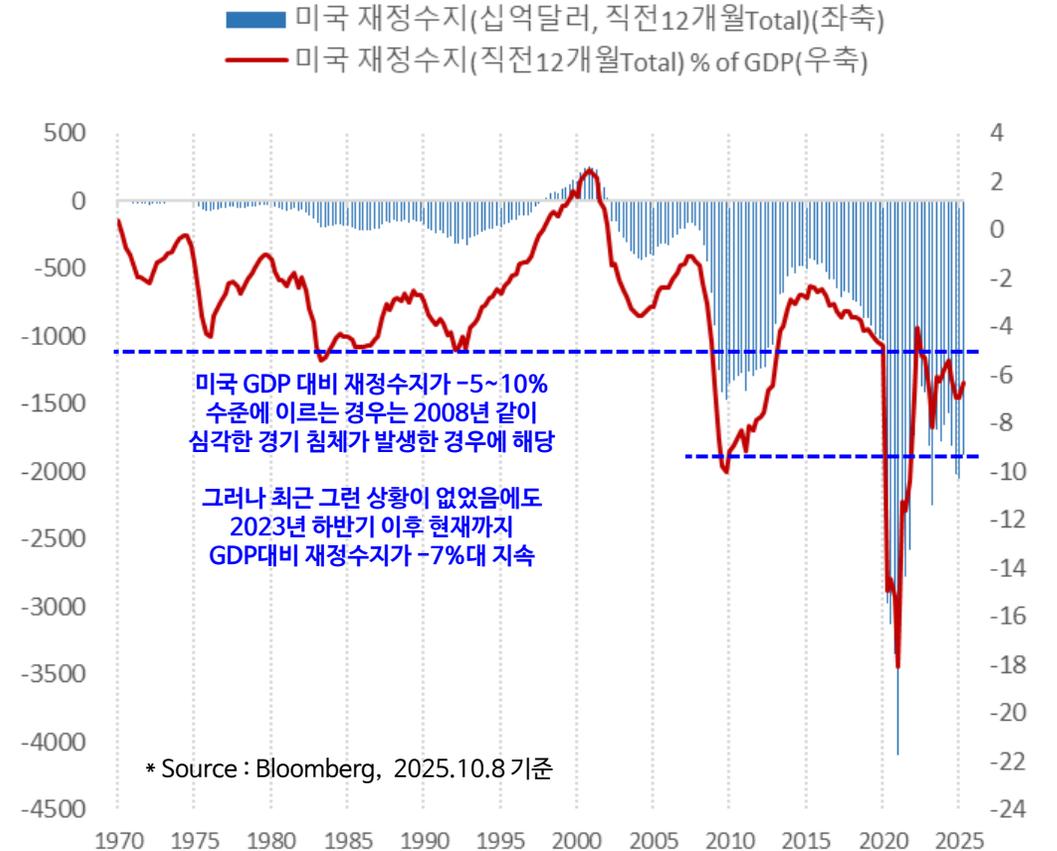
미국 정부의 유동성 확대(재정지출 확대) 정책이 긴축을 무력화시키며 증시 버블을 조장했습니다.

- 바이든 정부는 2023년 하반기부터 정부 지출을 크게 확대해서 재정적자를 확대시켰습니다.
- 트럼프 2기 정부도 재정지출 확대를 이어가고 있습니다. (GDP대비 재정수지 비중 -7%대 계속 유지)

경기 침체가 아닌데도 2023년부터 미국 재정적자 확대 중



2023년부터 미국 정부는 역대급 “적자” 재정정책을 펼치고 있음



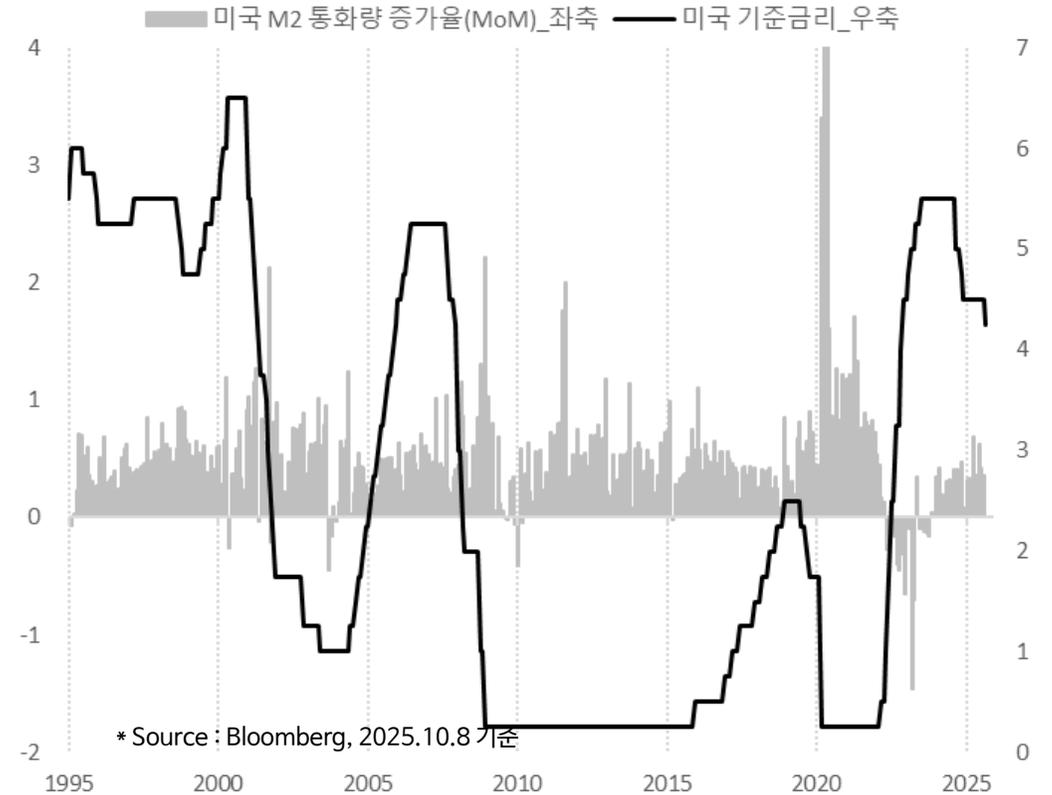
그런데 연준도 기준금리 인하 재개로 시중 유동성을 더 확대시키고 있습니다. (버블 확대)

- 미국 정부의 대규모 재정지출로 M2 통화량 증가율이 최근 빠르게 확대되고 있습니다.
- 연준도 기준금리 인하를 재개함으로써 시중 통화량을 더 확대시키는데 일조하기 시작했습니다.

연준의 긴축에도 미국 시중 유동성(M2 통화량)은 2023년 하반기부터 확대



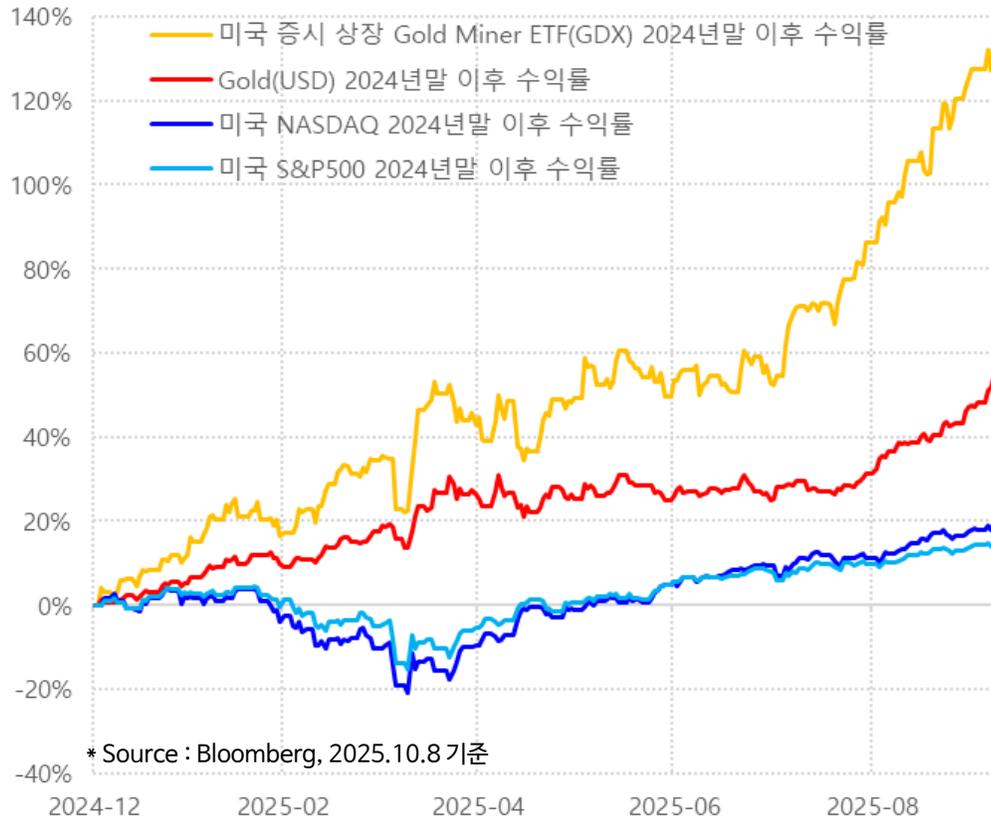
미국 기준금리 인하 국면에서 시중 유동성(M2 통화량) 증가율 확대



올해 미국 증시보다 금(Gold)가격이 더 크게 상승 중입니다.

- 2025.10.8 기준 연초이후 금가격 +54%, 금채굴 기업 주식에 투자하는 Gold Miner ETF(GDX) +133% 상승하며 미국 증시를 크게 압도하고 있습니다.
- 미국 증시와 금가격 동반 강세는 미국 정부가 본격적으로 재정지출을 확대하기 시작한 2023년부터 시작했습니다.

올해 금가격 상승률이 미국 증시 상승률을 2배 이상 Outperform



미국 증시와 금가격 동반 강세는 미국 재정지출 확대된 2023년부터 시작



금가격 급등은 ‘달러 가치 하락(달러 약세 or 미국 실질금리(10y) 하락)’ 기대 때문입니다.

- 금가격은 달러 약세 또는 미국 실질금리 하락할 때 추세적으로 상승했습니다.
- 미국 정부의 대규모 재정지출과 연준의 완화적 통화정책으로 인한 통화량 확대, 긴축 무력화로 인한 인플레이 장기화 전망이 확산되면서 화폐가치 하락(달러 약세)에 대한 베팅이 늘어났습니다. 즉, 금가격 상승을 겨냥한 거래가 늘어나고 있는 것은 달러가치 하락에 대한 베팅이 늘어나고 있음을 의미합니다.



달러는 24년까지 15년간 초강세였고, 25년부터 빠르게 약세 전환되고 있습니다.

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.

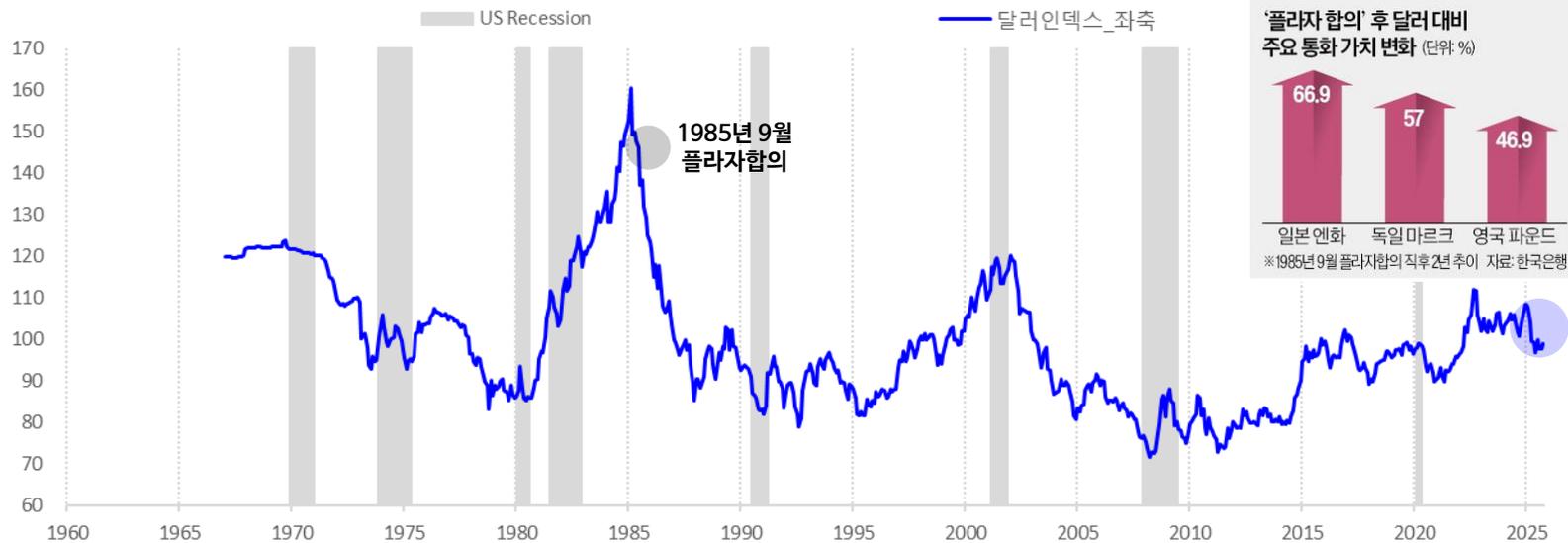
실질 실효환율의 계산 방식

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

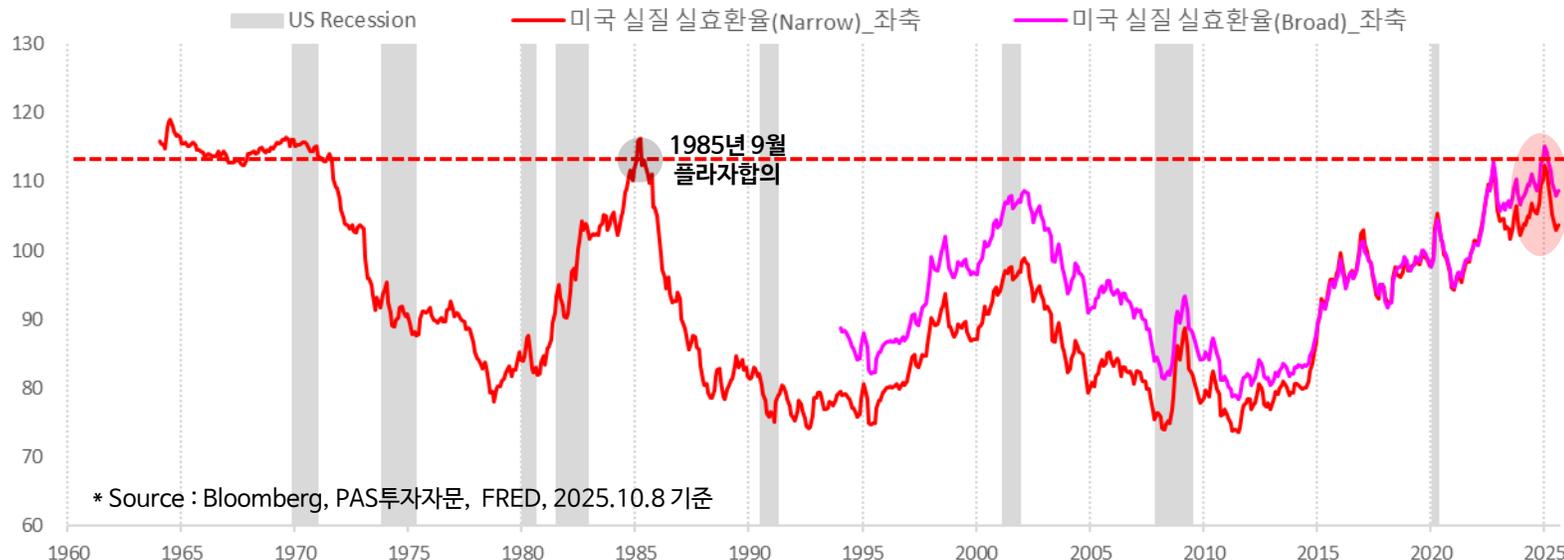
- 100을 기준으로, 값이 100보다 높으면 해당 국가의 통화가 상대적으로 강세를 보이고 있다는 의미입니다.
- 반대로 100보다 낮으면 해당 국가의 통화가 상대적으로 약세를 보이고 있다는 뜻입니다.
- 실질 실효환율이 상승하면 수출 경쟁력이 낮아질 가능성이 높고, 반대로 하락하면 수출 경쟁력이 높아질 수 있습니다.

※ 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.

달러 약세 이유 (1) 미국 경기 침체 우려 확대 : 7~8월 고용보고서 발표 당일 모두 달러 약세

- 경기 침체 우려가 커질 수록 미국 국채 금리 하락합니다.
- 경기 침체 우려로 미국 국채 금리 하락할 때 달러도 동반 약세입니다.

[2025년 8월 1일, 7월 미국 고용보고서 발표 당일 변화]

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 |

(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% | |

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

[2025년 9월 5일, 8월 미국 고용보고서 발표 당일 변화]

미국 국채 금리 변화

| 구분 | 현재금리 (%) | 당일 변화 (%p) |
|---------|----------|------------|
| 미국 기준금리 | 4.500 | 0.000 |
| 미국 3M | 4.009 | -0.072 |
| 미국 6M | 3.880 | -0.073 |
| 미국 1Y | 3.650 | -0.110 |
| 미국 2Y | 3.510 | -0.079 |
| 미국 5Y | 3.583 | -0.064 |
| 미국 10Y | 4.076 | -0.086 |
| 미국 30Y | 4.760 | -0.094 |

(2025.9.5) 8월 고용보고서 발표 당일 미국 국채 금리 급락

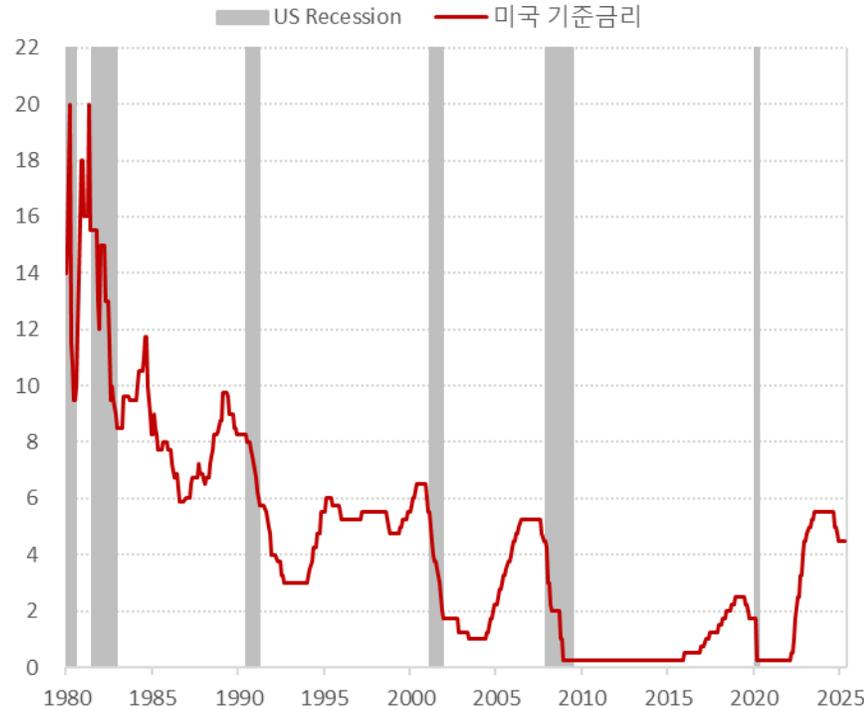
Global Currency

| 구분 | 국가 | 현재값 | 1D |
|--------------|-----------------|----------|--------|
| 선진국 | 미국 Dollar Index | 97.768 | -0.59% |
| | 유럽미국 EURUSD | 1.172 | 0.58% |
| | 영국미국 GBPUSD | 1.351 | 0.56% |
| | 호주미국 AUDUSD | 0.656 | 0.60% |
| | 미국일본 USDJPY | 147.430 | -0.71% |
| 신흥국 | 미국한국 USDKRW | 1386.950 | -0.60% |
| | 일본한국 JPYKRW | 9.405 | 0.10% |
| | 브라질한국 BRLKRW | 256.132 | 0.00% |
| | 미국중국 USDCNY(역내) | 7.133 | -0.12% |
| | 미국중국 USDCNH(역외) | 7.126 | -0.18% |
| | 미국대만 USDTWD | 30.562 | -0.39% |
| | 미국인도 USDINR | 88.264 | 0.13% |
| | 미국브라질 USDBRL | 5.413 | -0.62% |
| | 미국멕시코 USDMXN | 18.716 | -0.13% |
| 미국러시아 USDRUB | 81.557 | 0.27% | |

(2025.9.5) 8월 고용보고서 발표 당일 달러 약세. 특히, 엔화가 가장 강했음 USDJPY 환율 -0.71% 하락

미국 / 글로벌 경기 침체는 “미국 고용지표” 둔화에서 시작됩니다.

“강력한 긴축+기준금리 인하” 조건이 충족되면 경기 침체 시작



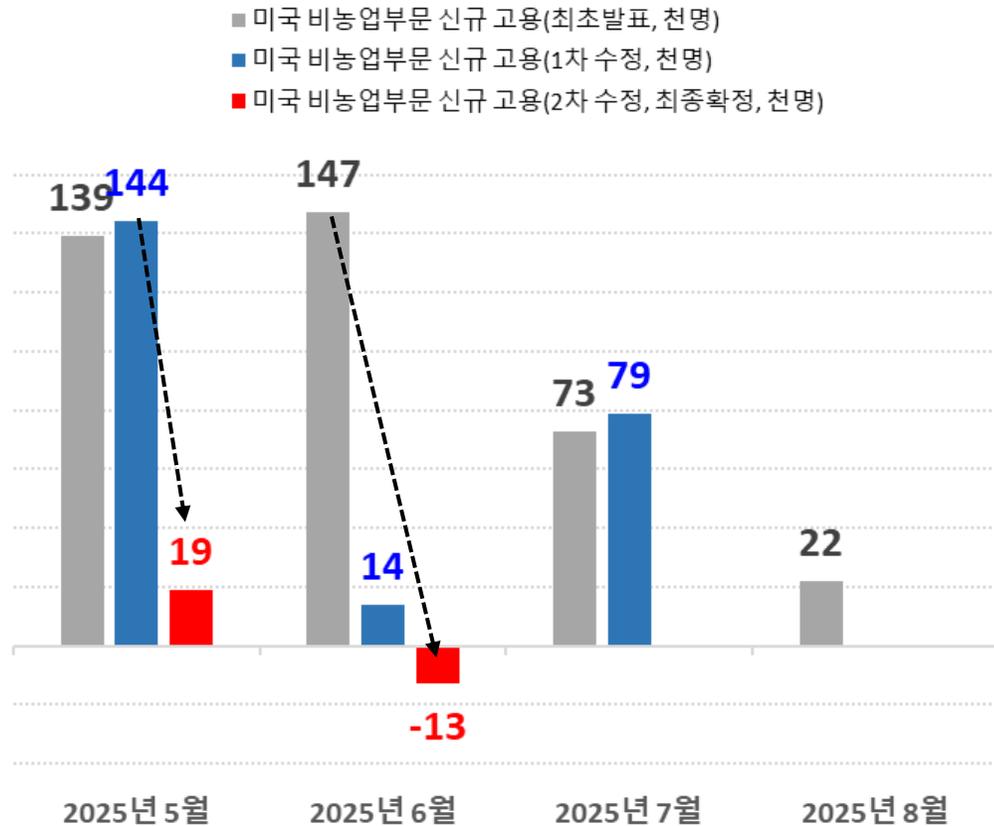
* Source : Bloomberg, 2025.8.31 기준



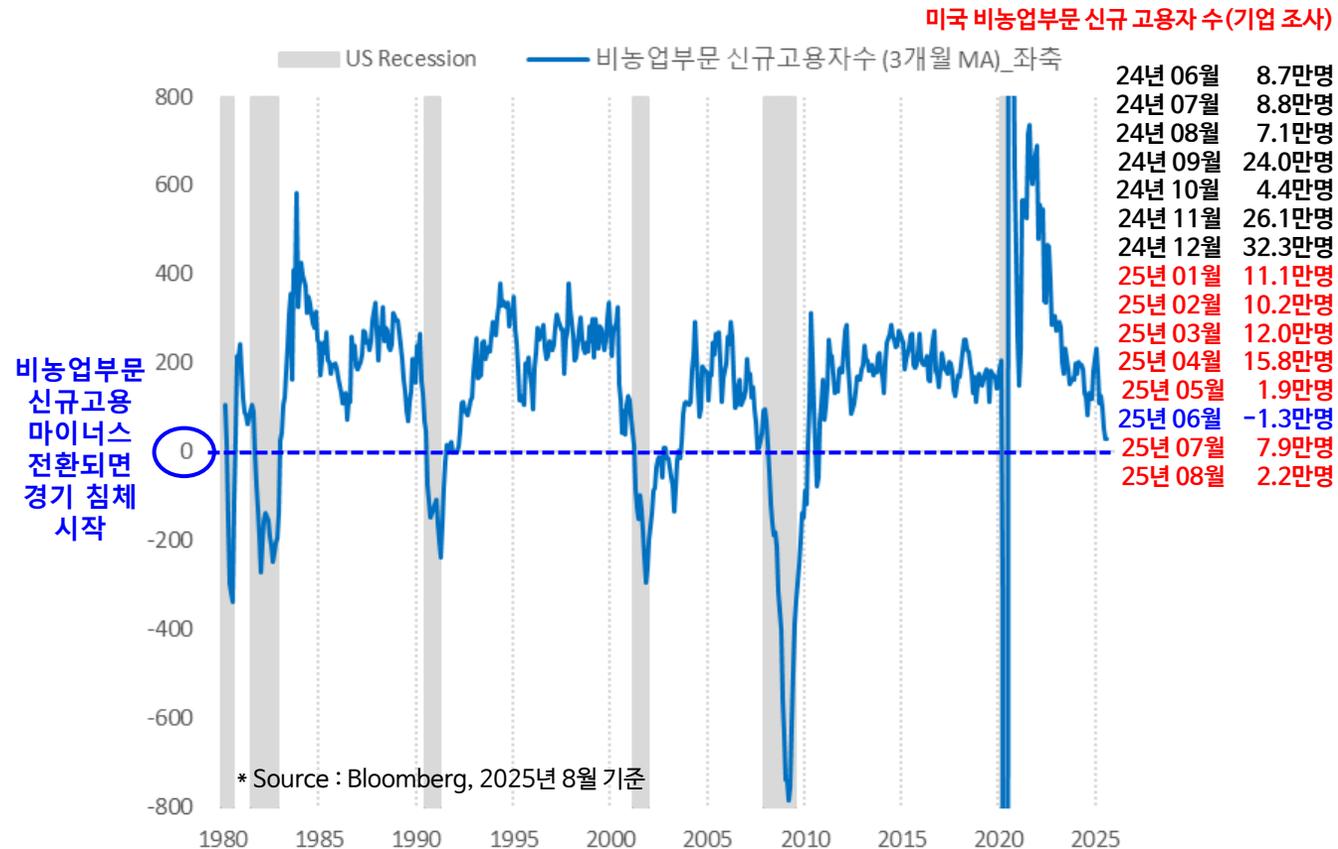
탄탄했다고 믿었던 미국 '신규 고용', 실제보다 크게 부풀려져 있음이 드러났습니다.

- 25년 6월 고용보고서가 발표되었을 때 비농업부문 신규 고용 5~6월 2개월 평균은 14만5천명이었습니다. 그러나 5월 신규 고용은 기존보다 90% 하향 조정되었고 6월 신규 고용은 2020년 코로나19 이후 처음으로 마이너스 전환되었습니다. 25년 7~8월 신규 고용도 월가 컨센서스를 크게 하회했습니다.

2025년 5~6월 비농업부문 신규 고용, 기존 발표대비 약 90% 급감



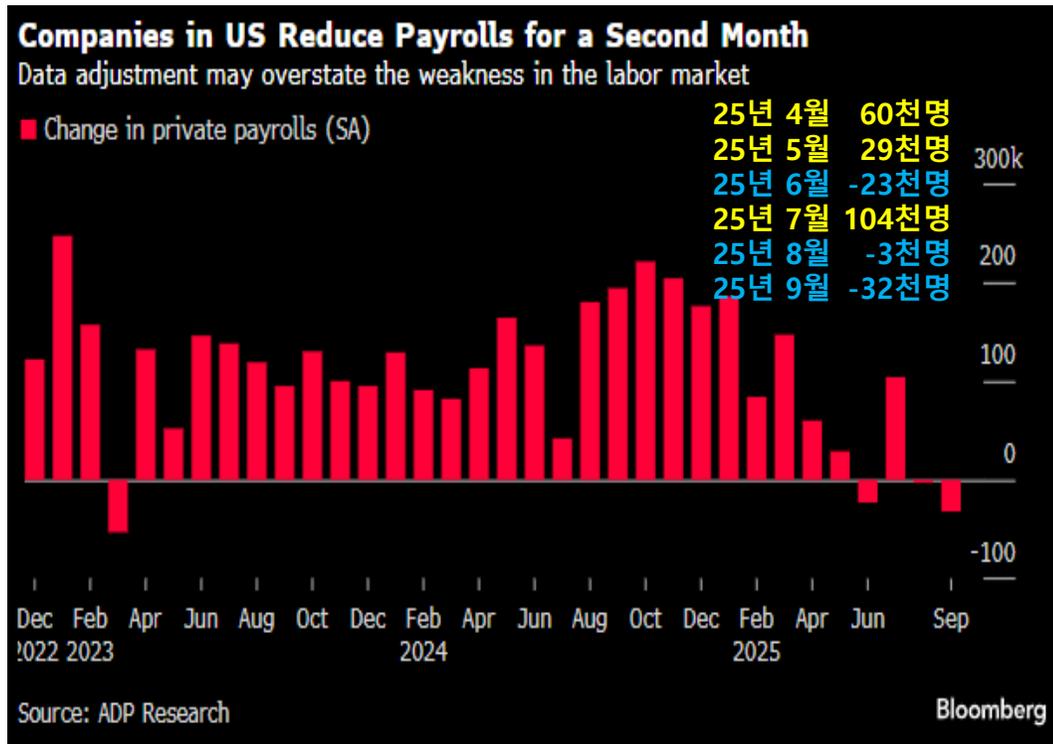
미국 비농업부문 신규 고용, 경기 침체 시작되는 레벨에 빠르게 근접



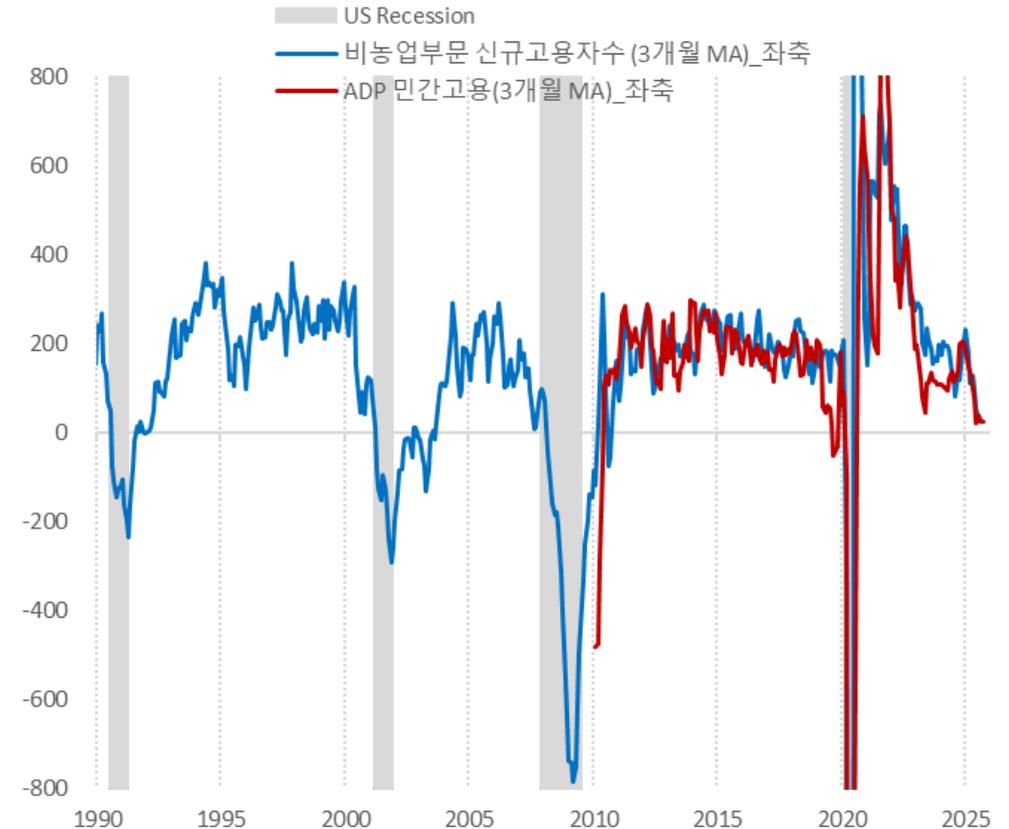
셋다운으로 9월 미국 고용통계는 발표되지 않았지만...민간 고용지표는 여전히 좋지 않습니다.(1)

- 미국 ADP 민간 고용은 미국 정부가 발표하는 비농업부문 신규 고용(Non-Farm Payrolls)과 비슷한 궤적으로 움직입니다.
- ADP 민간 고용은 올해 6월부터 마이너스 전환되었고 8~9월 2개월 연속 마이너스를 기록하며 민간부문 고용이 뚜렷하게 위축되고 있음을 보여주었습니다.

미국 ADP 민간 고용, 25년 8~9월 2개월 연속 마이너스



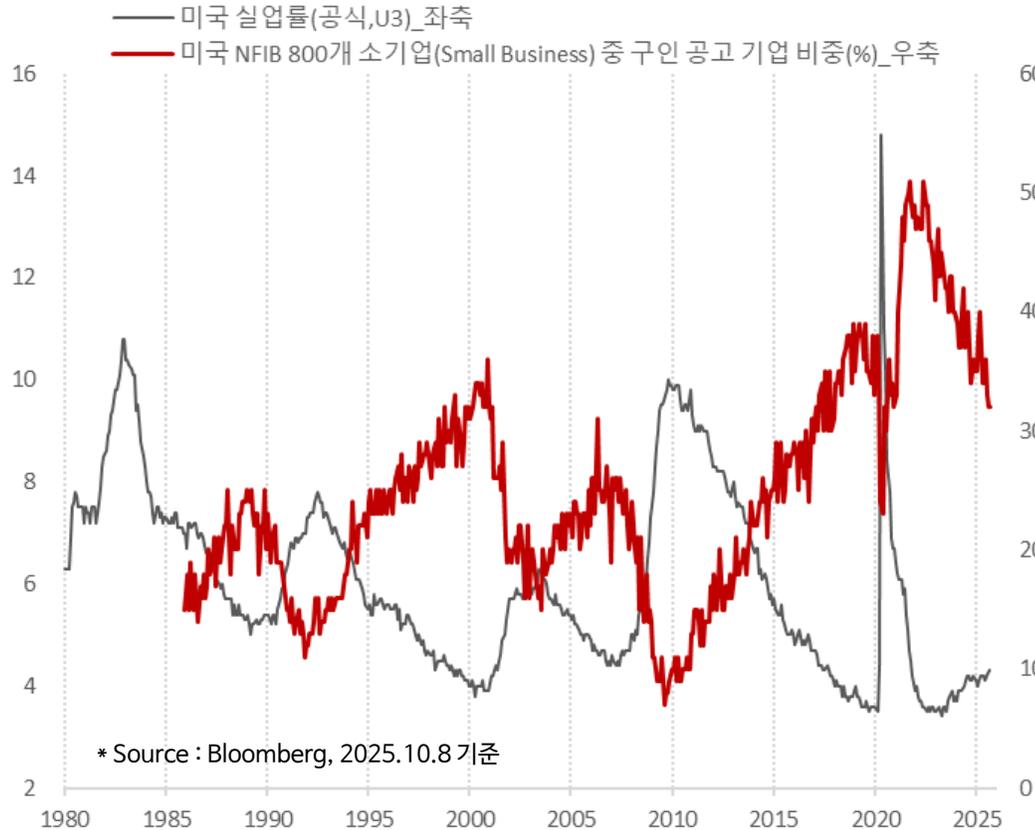
ADP 민간 고용은 비농업부문 신규 고용과 유사한 궤적으로 진행



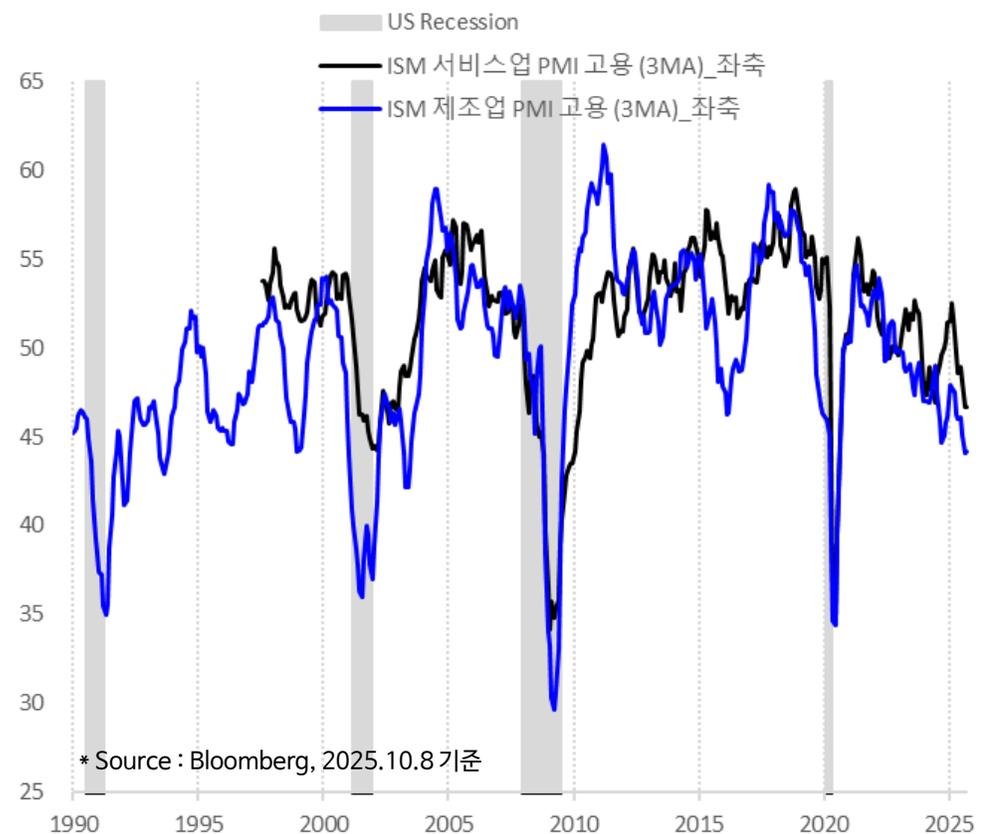
셋다운으로 9월 미국 고용통계는 발표되지 않았지만...민간 고용지표는 여전히 좋지 않습니다.(2)

- 미국 NFIB 800개 소기업 채용공고는 계속 하락세가 유지되고 있습니다. 9월에도 마찬가지였습니다.
- 미국 ISM 제조업/서비스업 ISM PMI 고용 지표도 계속 하락세가 유지되고 있습니다. 9월에도 마찬가지였습니다. 기업들이 체감하는 고용이 악화되고 있습니다.

NFIB 800개 소기업 채용공고 하락세 유지



ISM 제조업/서비스업 PMI 고용 하락세 유지



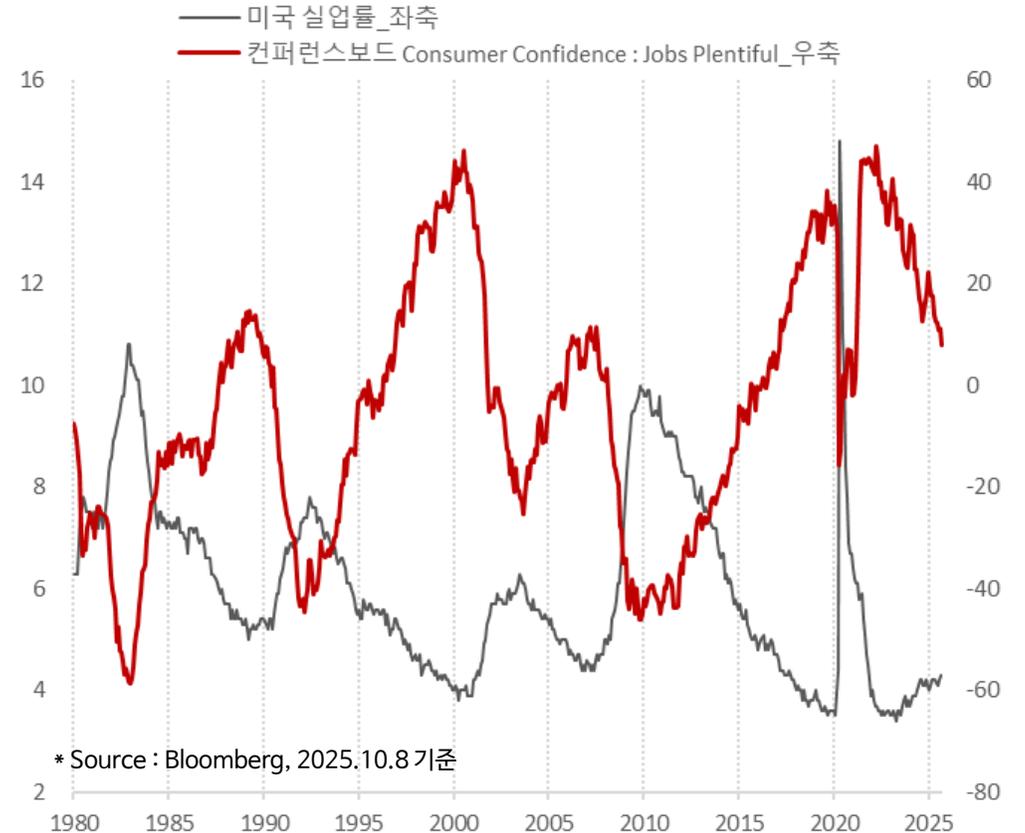
셋다운으로 9월 미국 고용통계는 발표되지 않았지만...민간 고용지표는 여전히 좋지 않습니다.(3)

- 컨퍼런스보드 소비자신뢰지수 '구직 난이도' 지수가 계속 상승하고 있습니다. 일자리 찾기가 어렵다는 응답이 늘고 있습니다.
- 컨퍼런스보드 소비자신뢰지수 '일자리 풍부함' 지수가 계속 하락하고 있습니다. 일자리가 많지 않다는 응답이 늘고 있습니다.

컨퍼런스보드 소비자신뢰지수 '구직난이도 지수' 상승세 지속



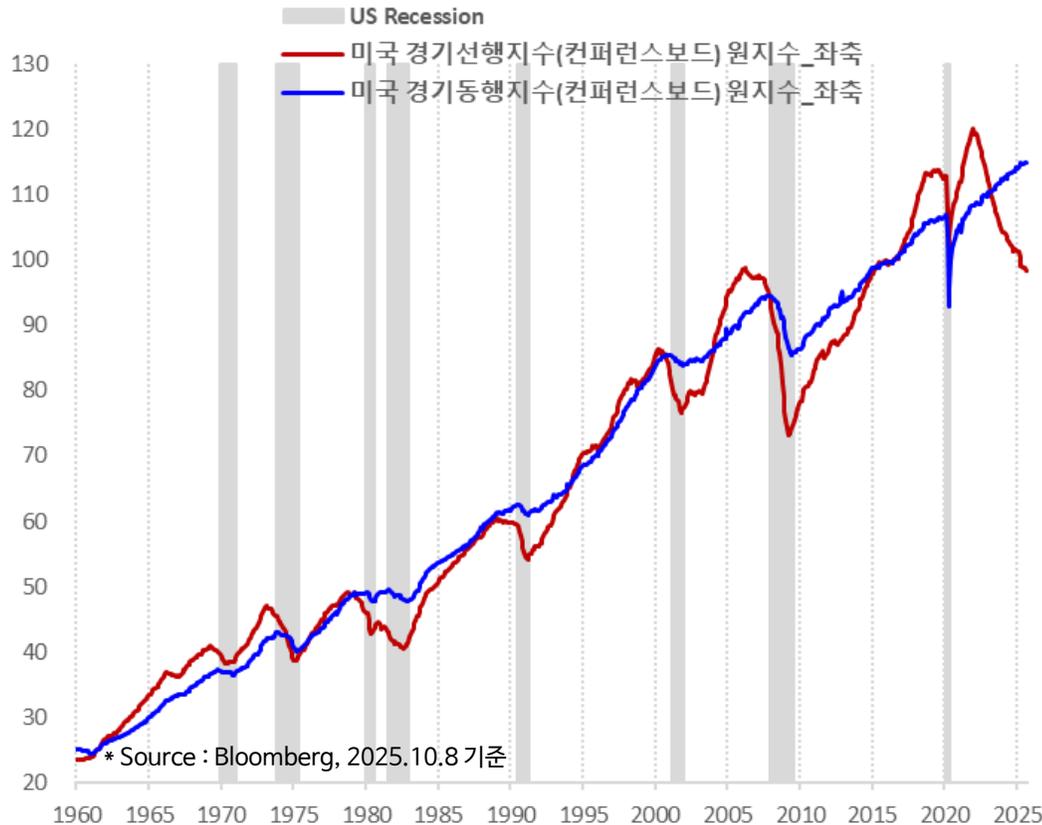
컨퍼런스보드 소비자신뢰지수 '일자리 풍부함 지수' 하락세 지속



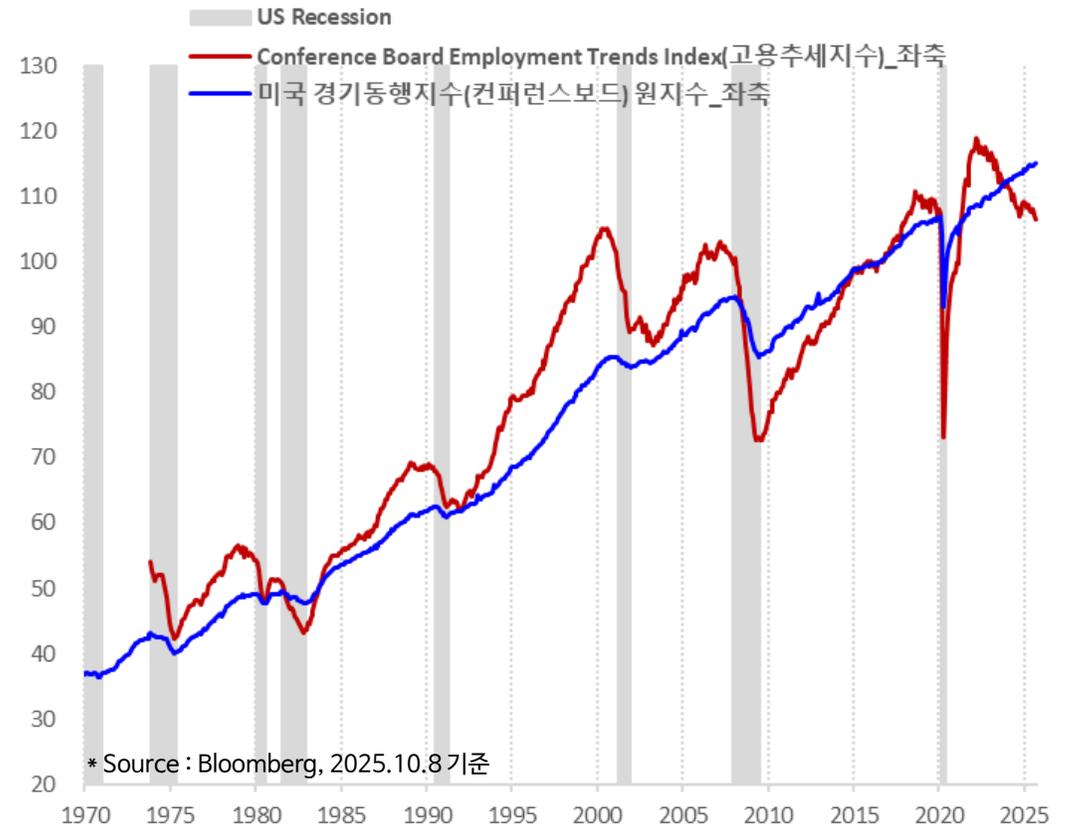
경기종합지수(경기선행지수, 고용추세지수)는 미국 경기 침체를 예고하고 있습니다.

- 미국 컨퍼런스보드 경기선행지수는 최근 하락세가 더 가팔라졌습니다. 미국 정부가 그렇게 돈을 많이 풀었음에도 경기선행지수는 전혀 반등없이 더 하락하고 있습니다.
- 미국 컨퍼런스보드 고용추세지수 역시 Peak-Out된 지 3년 경과되었고, 최근 하락세가 더 가팔라졌습니다.

컨퍼런스보드 경기선행지수 3년째 하락, 최근 하락세가 더 가팔라졌음



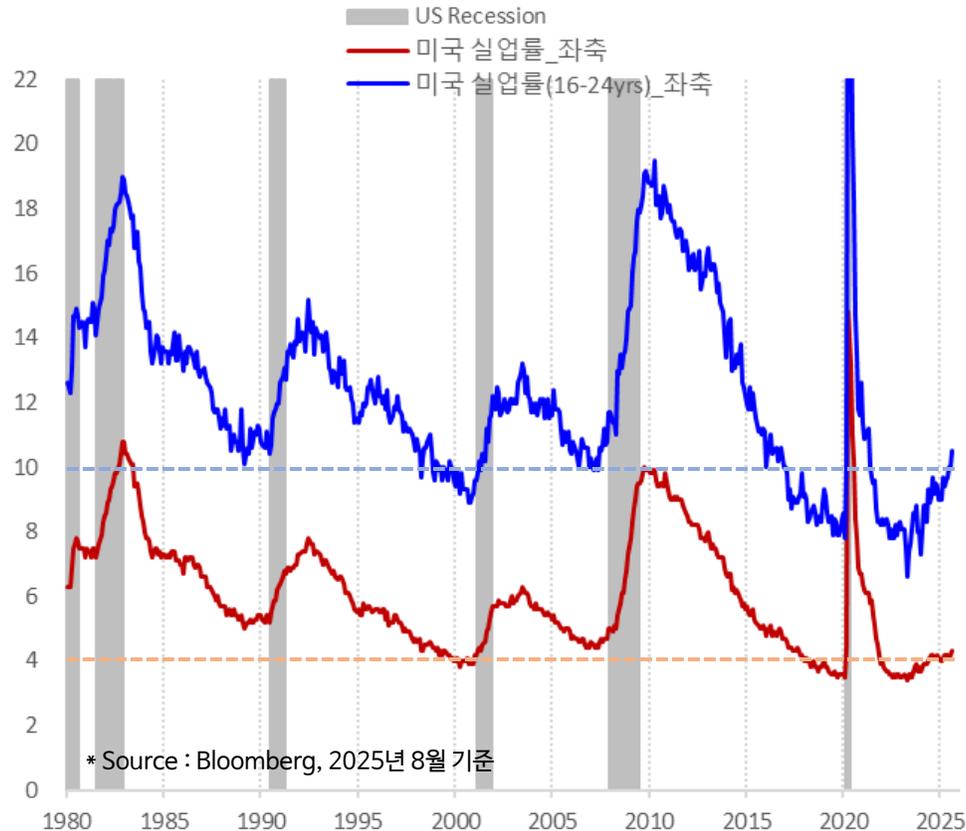
컨퍼런스보드 고용추세지수 3년째 하락, 최근 하락세가 더 가팔라졌음



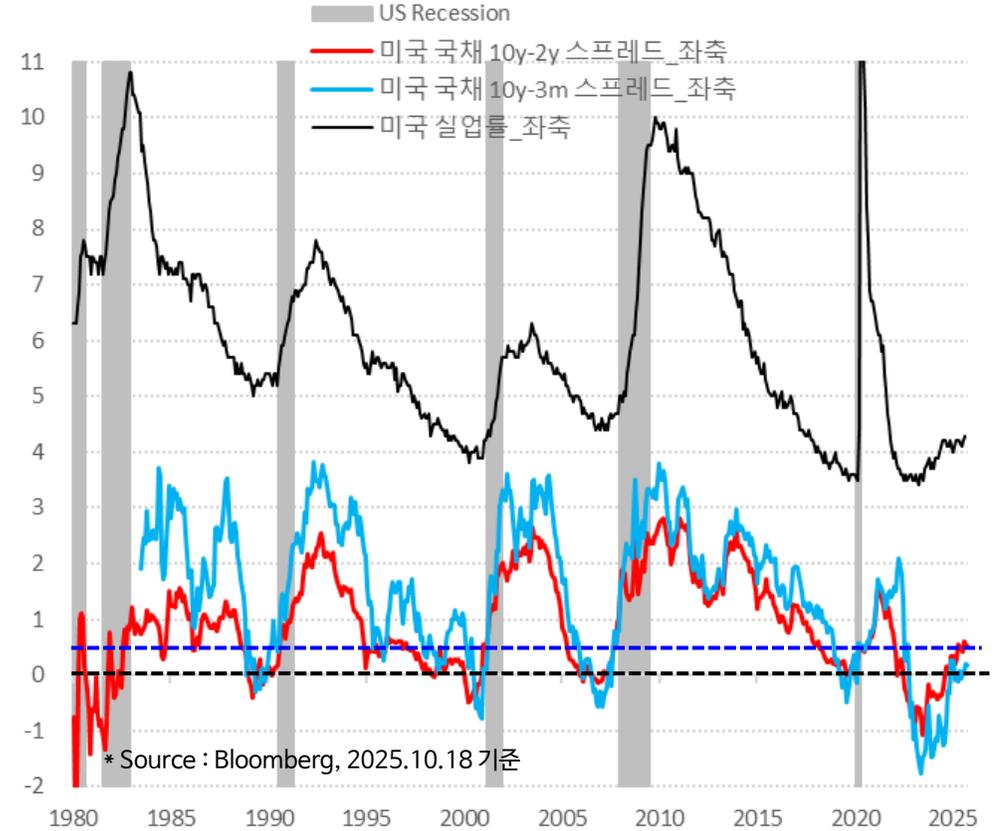
“장단기 국채 금리 스프레드 확대”되면 경기 침체 발생했습니다. 현재 그렇게 진행 중입니다.

- 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 +50bp 라인에서 횡보하고 있습니다.

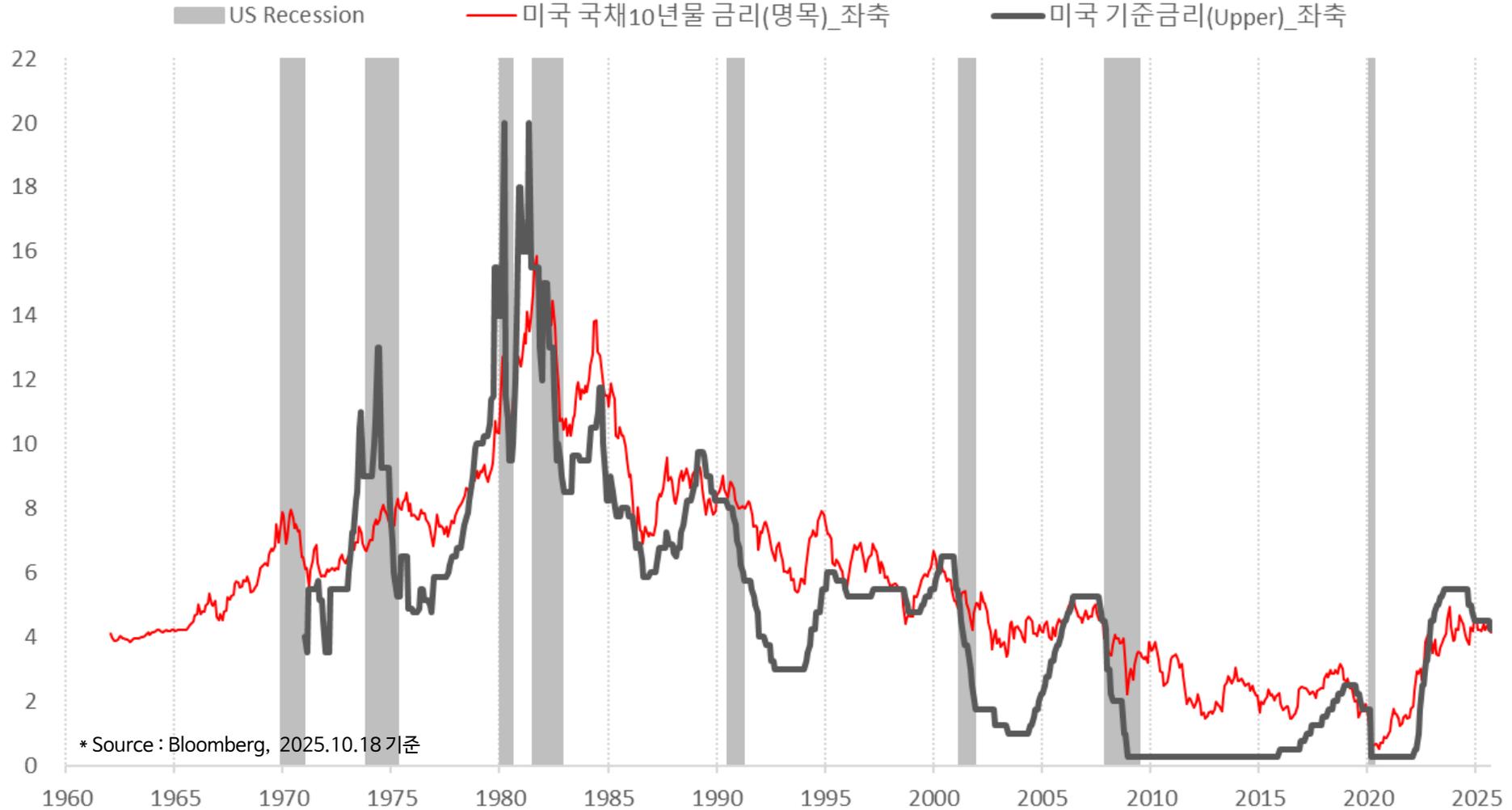
미국 전체 실업률 천천히 상승 중, 그러나 Youth 실업률은 가파르게 상승 중



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



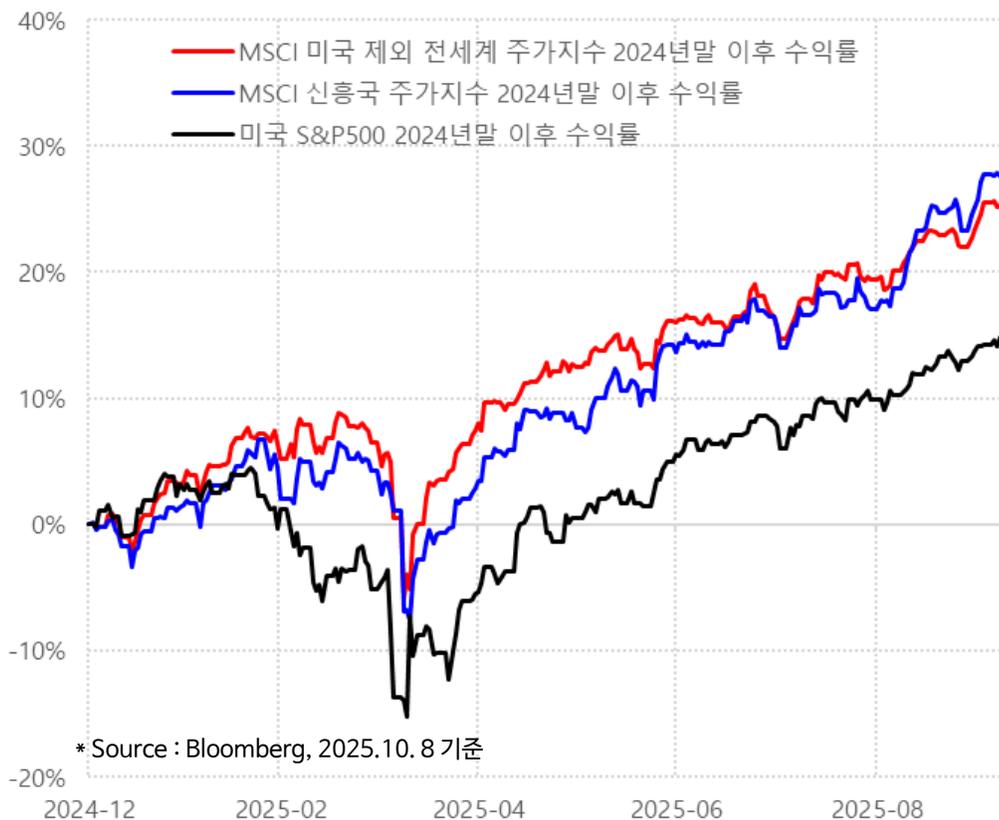
기준금리 인하로 경기 개선 기대가 크지만... 경기 침체는 대부분 기준금리 인하 이후 발생했습니다.



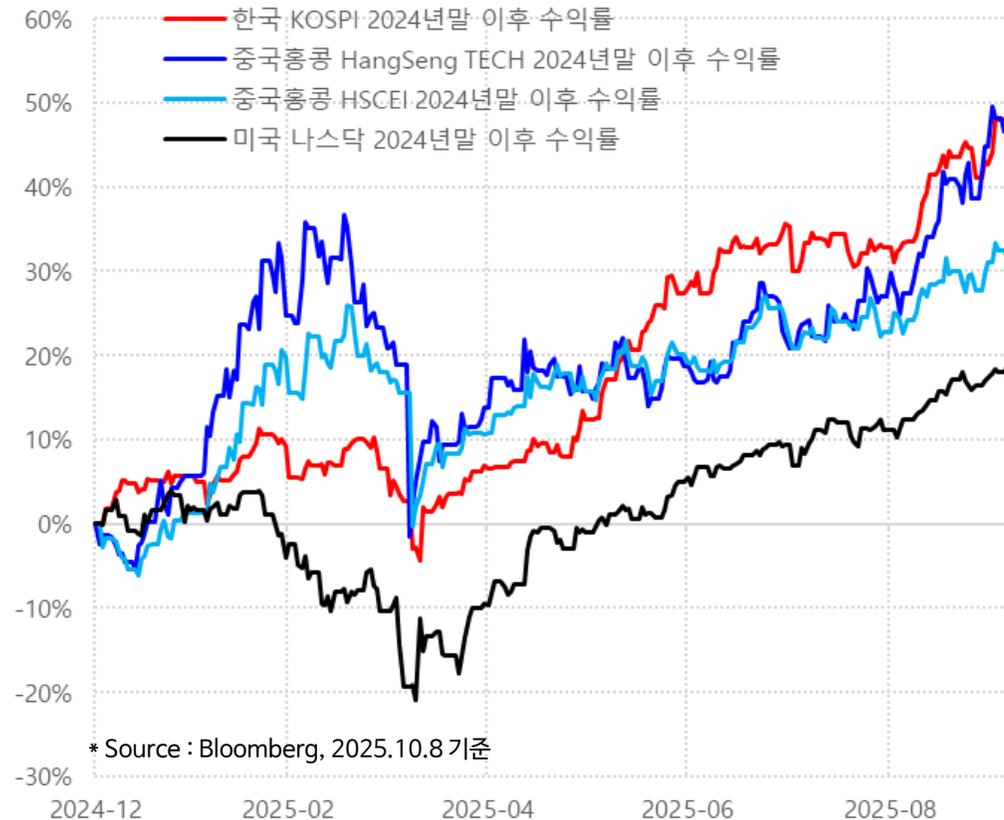
달러 약세 이유 (2) 미국 투자 매력 약화 : US 증시 대비 Non-US(특히, 신흥국) 증시 상대우위

- 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.

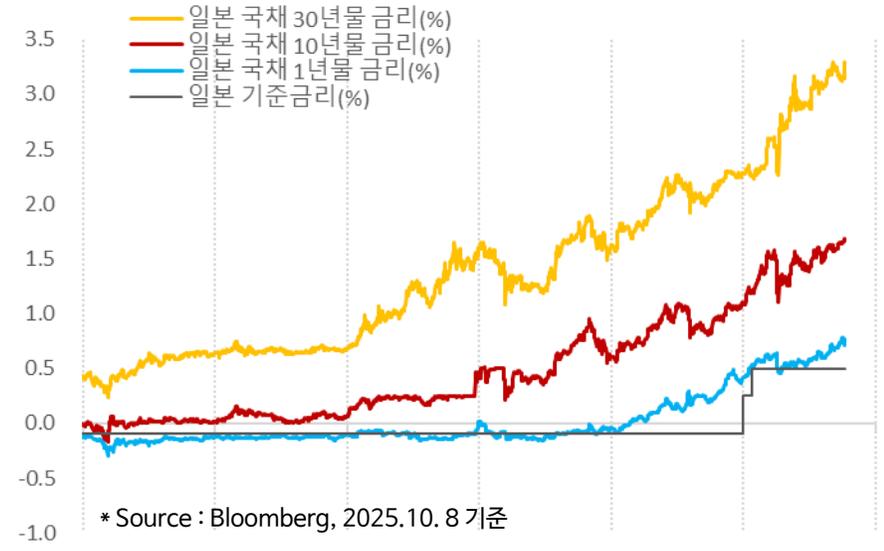
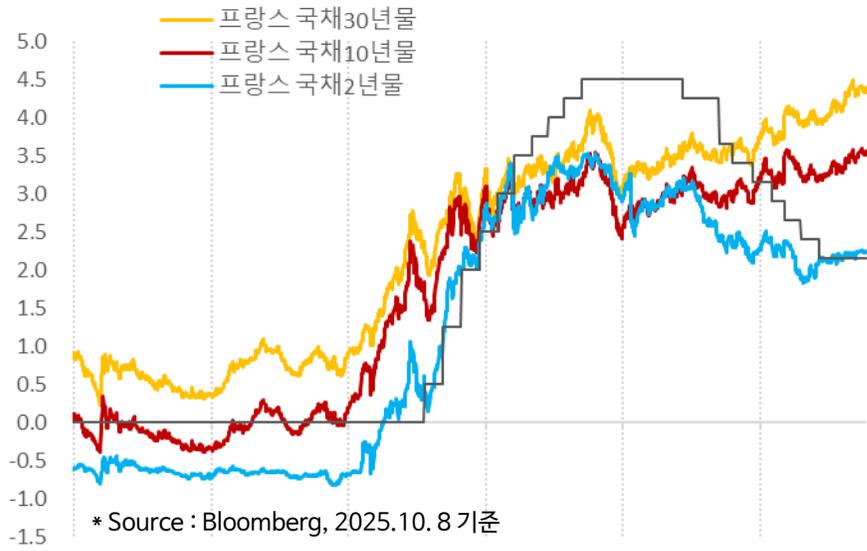
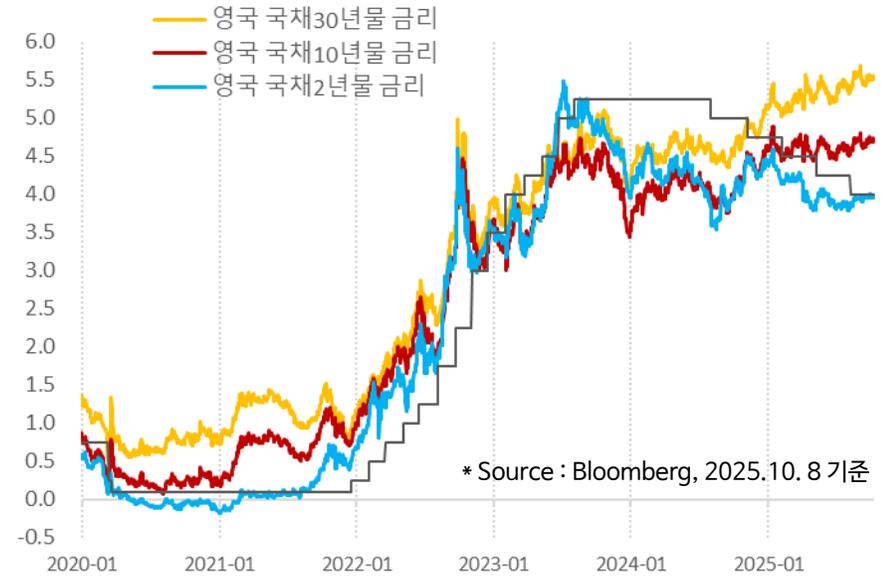
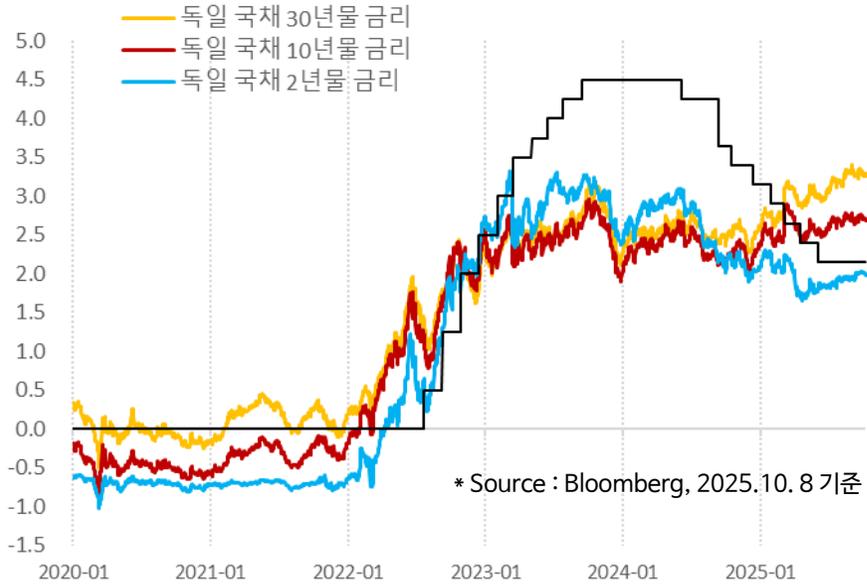
2025년부터 US 증시보다 Non-US 증시가 더 강함



2025년, 한국 / 중국 증시가 미국 증시보다 더 강함



최근 유럽과 일본은 재정적자 확대 및 긴축 우려로 장기물 국채 금리가 가파르게 상승하고 있습니다.

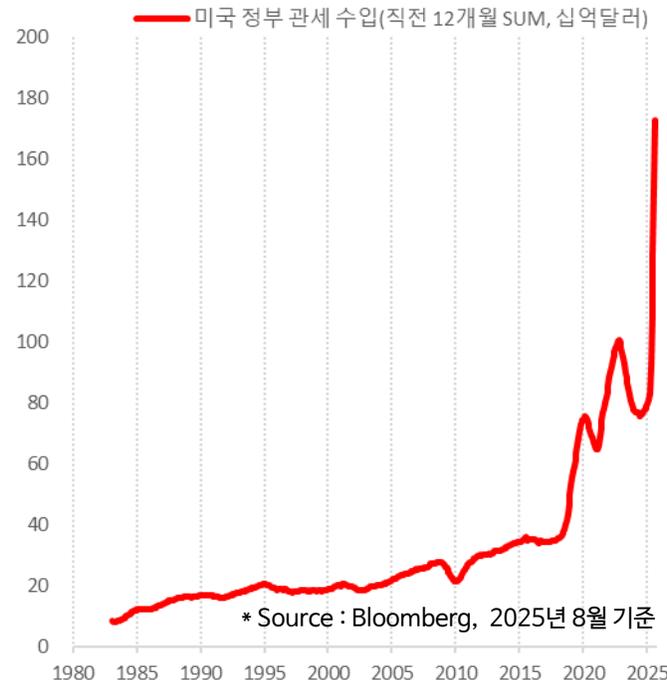
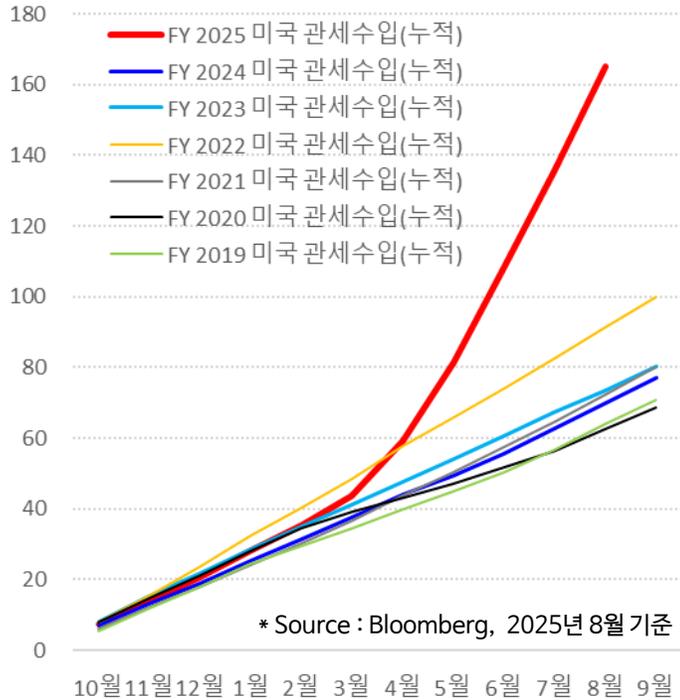


본 자료에 수록된 내용은 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것입니다. 그러나 그 정확성이나 안전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용할 수 없음을 알려드립니다.

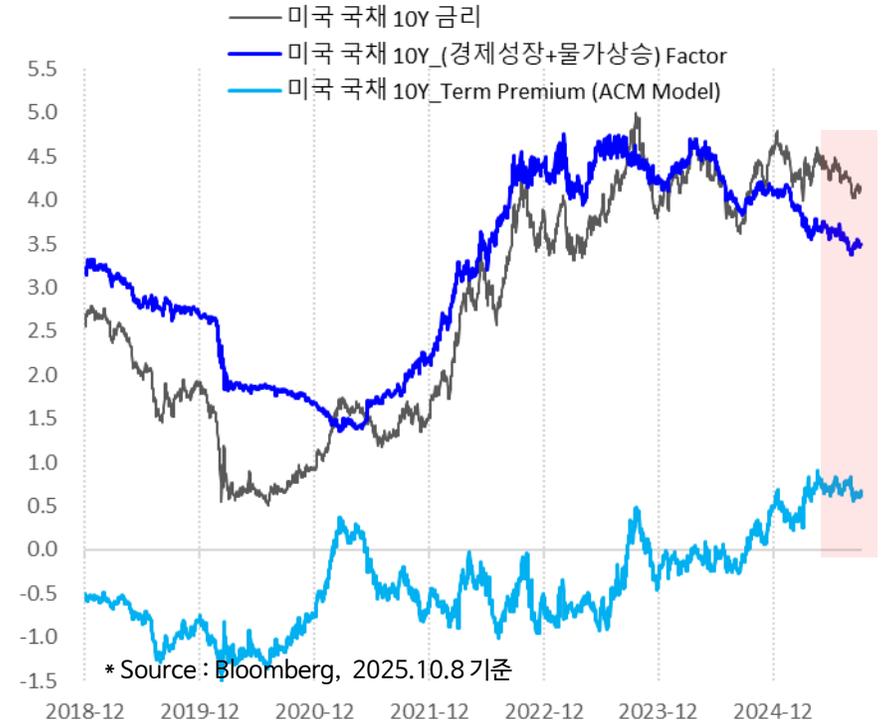
유럽, 일본은 재정적자 확대되고 있지만 미국은 관세 수입으로 재정적자 부담이 완화되고 있습니다.

- 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. (미국 1년 재정적자 약 2조 달러, 관세수입 약 4~5천억 달러)
- 재정적자 확대 우려가 진정되면서 최근 미국 국채 10년물 금리에 반영된 Term Premium이 더 이상 상승하지 않고 하락하기 시작했습니다.
- Term Premium 하락은 미국 국채 장기물 금리 하락 요인입니다.

미국 정부 관세(Tariff) 수입 급증, 최근 12개월 약 1800억달러 발생, 향후 1년 약 4천억달러 발생 예상



경기 우려 및 Term Premium 상승 멈춤으로 10y 금리 하락

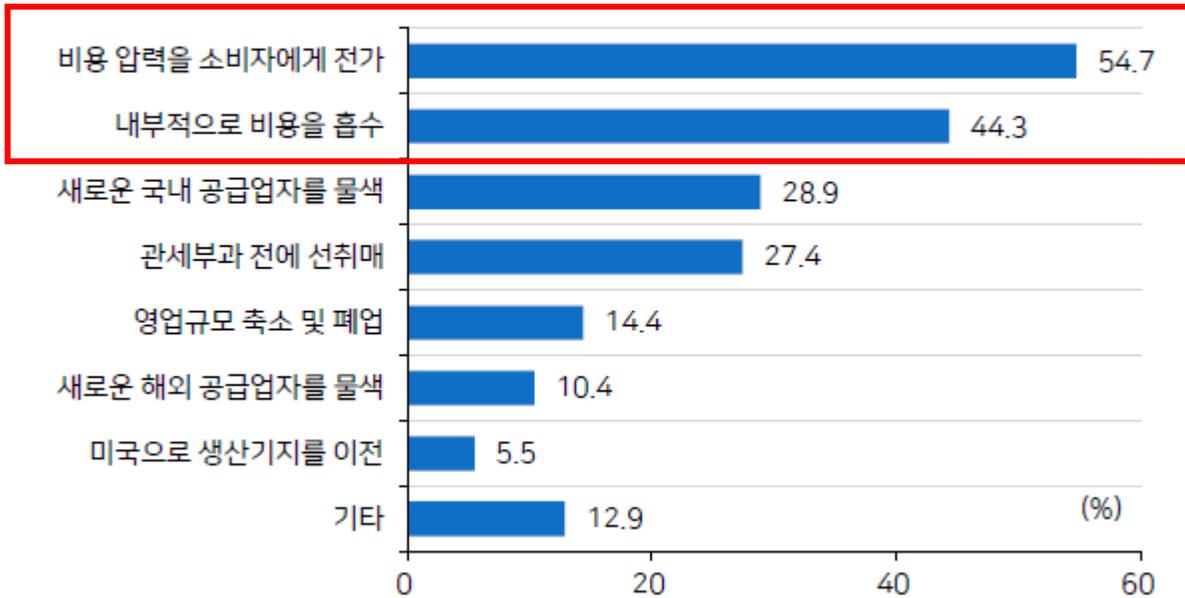


미국, 관세 때문에 인플레이 우려가 있지만... 기업 실적 둔화 우려로 소비자 전가가 느릴 것입니다.

- 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.

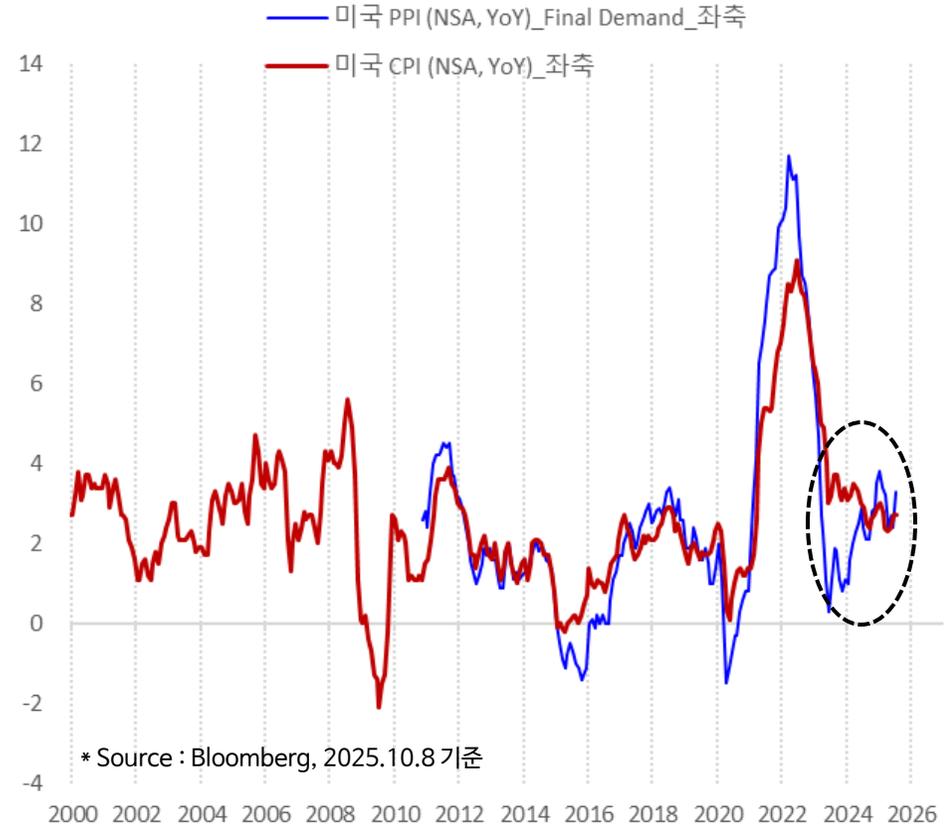
관세충격 절반이상 가격 전가 vs 흡수 노력도 진행될 것

■ 관세율 인상시 대응방안 (복수응답 가능)



자료: DL Fed, 메리츠증권 리서치센터

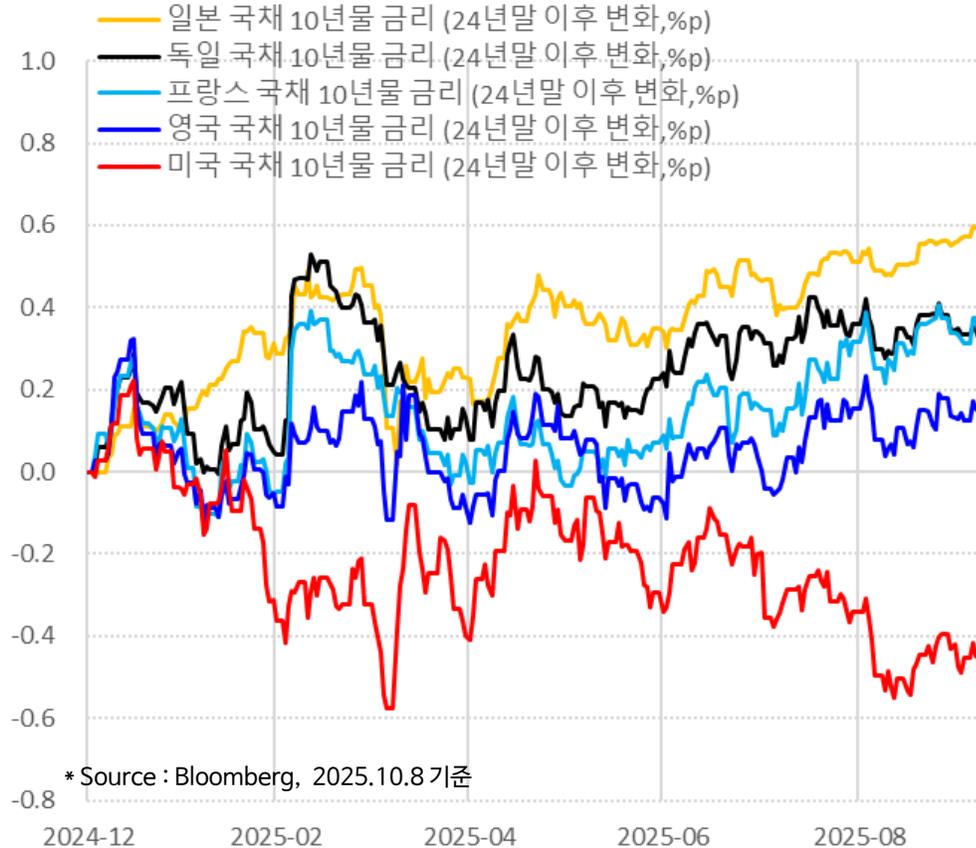
미국 PPI YoY증가율은 빠르게 상승하는데 CPI YoY증가율은 오히려 둔화



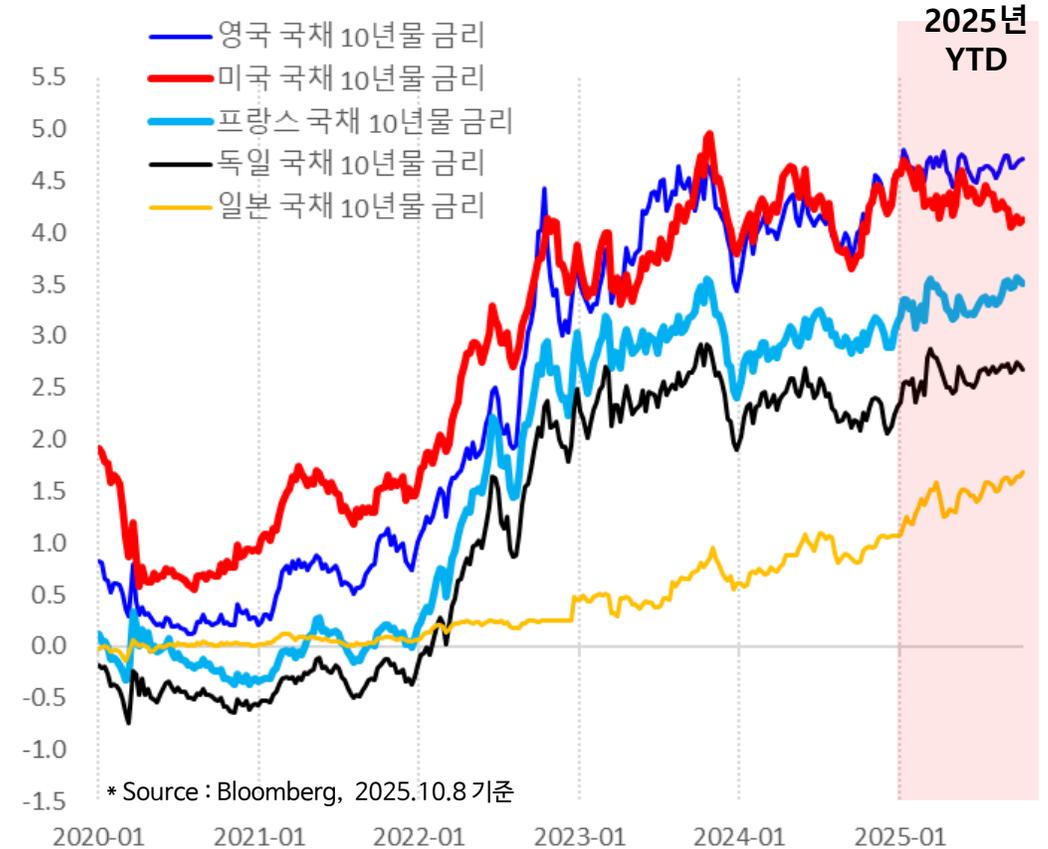
달러 약세 이유 (2) US와 Non-US 금리 차이 축소로 인한 미국 국채 투자(환헤지+만기보유) 매력 축소

- 유럽과 일본 장기물 국채 금리는 빠르게 상승하고 있습니다. 그러나 미국 국채 장기물(10y) 금리는 하락하고 있습니다.
- 그래서 “미국-유럽 / 미국-일본” 국채 금리 스프레드가 계속 축소되고 있습니다.

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



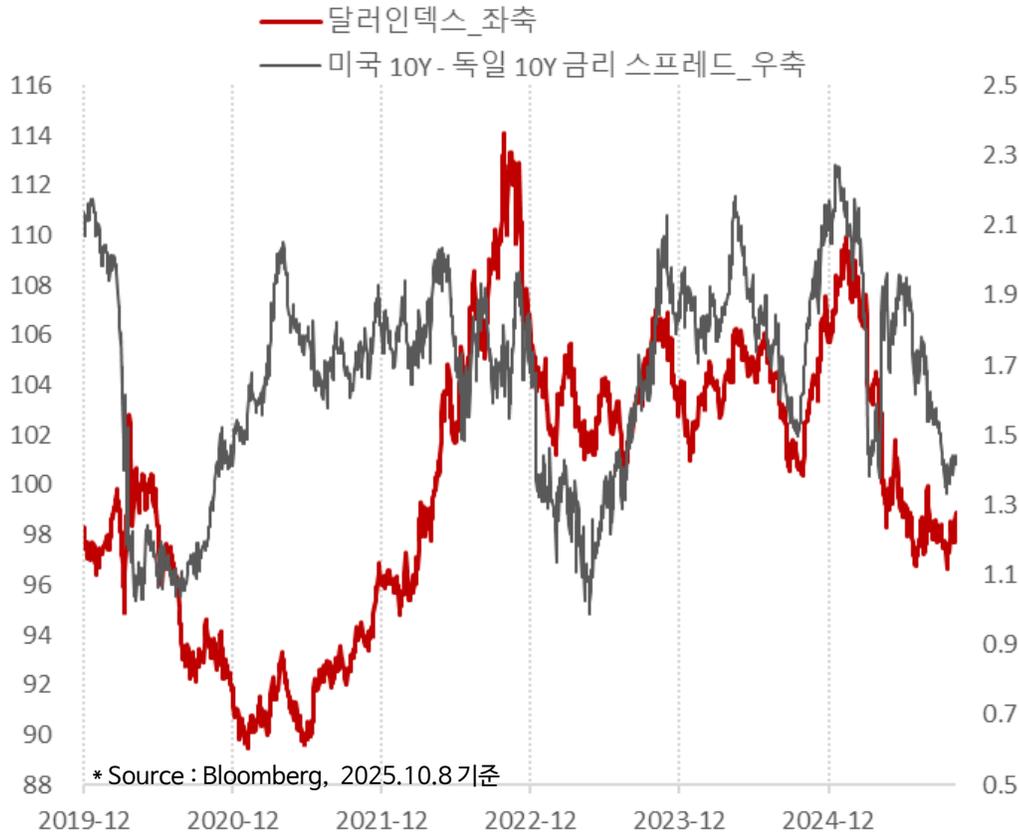
2025년 국채 10년물 금리 비교 : 미국 하락 vs 유럽과 일본은 상승



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

- 달러인덱스와 미국-독일 국채 10y 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 10년 금리는 하락하고 독일 10년 금리 상승해서 미-독 금리 스프레드 축소

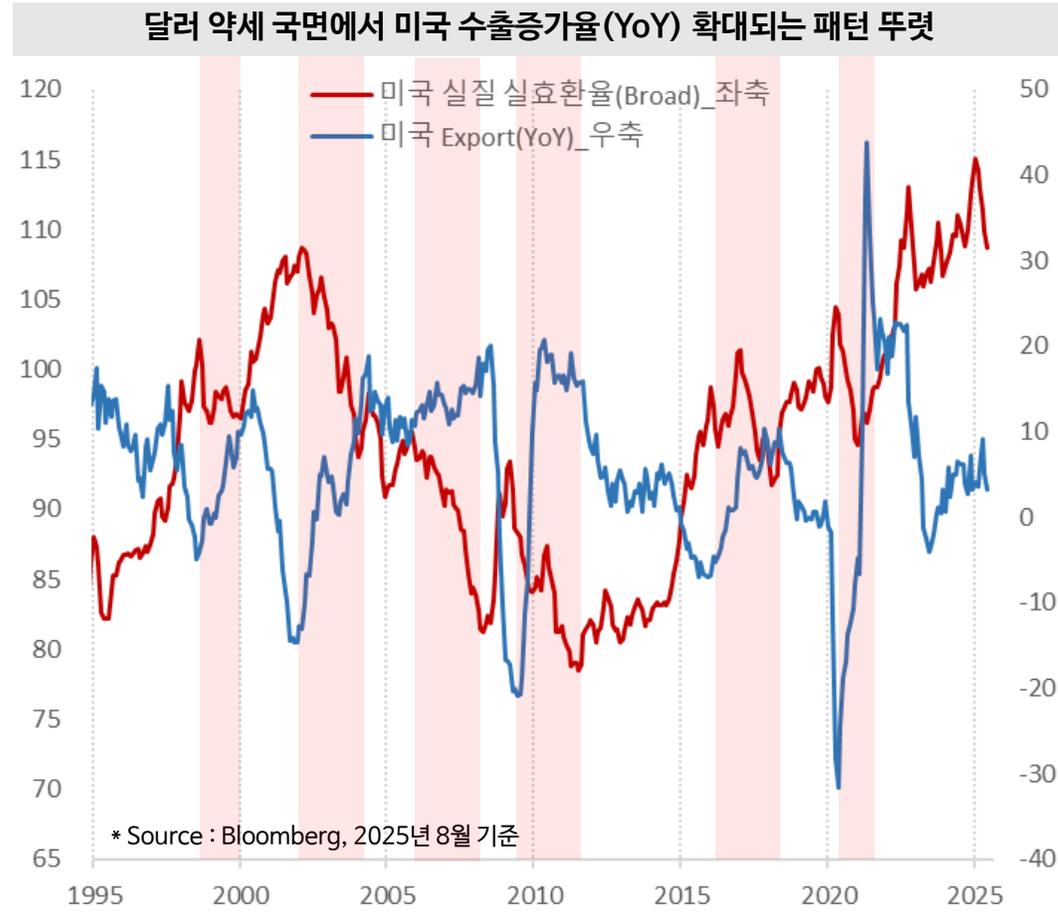
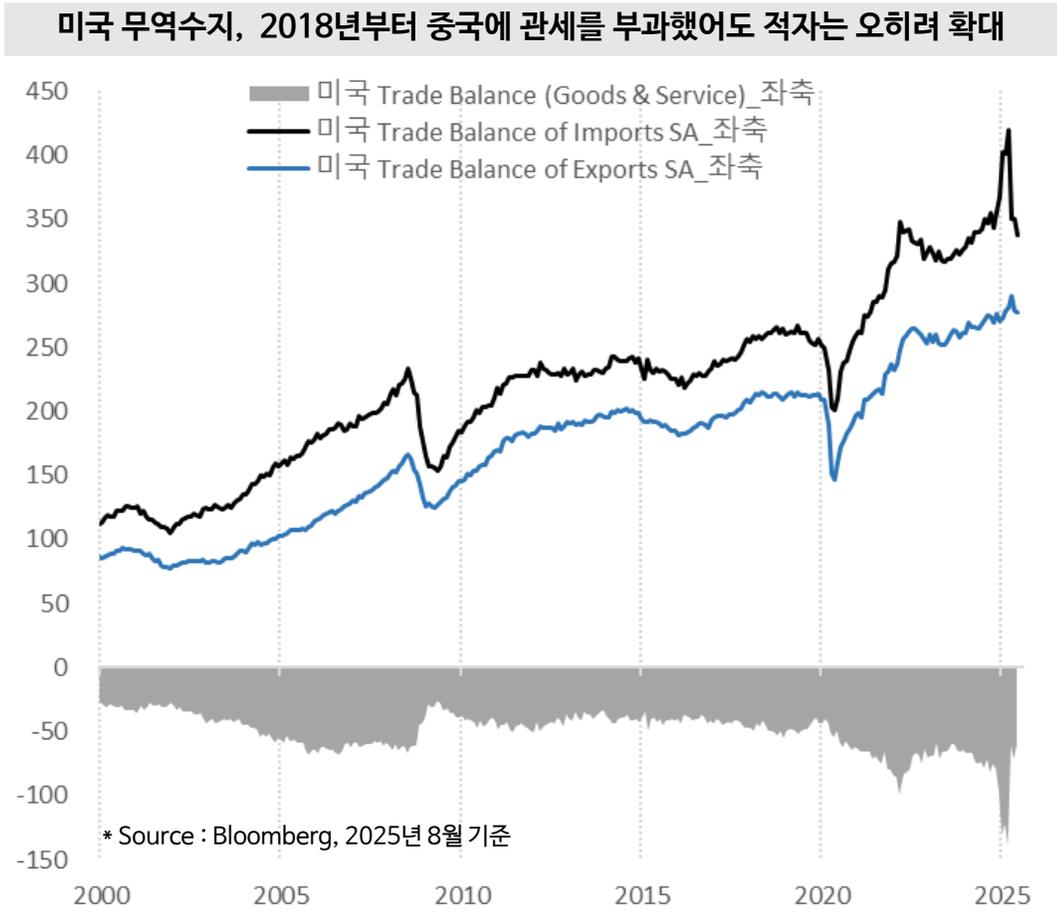


미국 10년 금리는 하락하고 일본 10년 금리 상승해서 미-일 금리 스프레드 축소



달러 약세 이유 (3) 무역 경쟁력 강화를 위해 미국이 '달러 약세'를 원합니다.

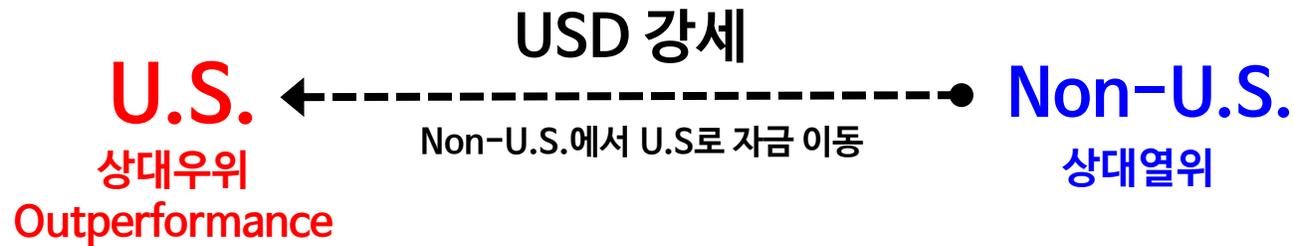
- 수출 경기를 부양하려면 자국 통화를 절하시켜야 하고, 내수 경기를 부양하려면 자국 통화를 절상시켜야 합니다.
- 미국은 내수는 매우 강한데 수출은 반대로 매우 부진합니다. 그래서 미국은 수출 경쟁력 확대를 위해 자국 통화(USD) 약세를 유도할 것으로 예상됩니다.



Part 2. 달러 약세 국면 투자 전략

US 자산 축소하고 Non-US(신흥국) 자산 확대해야 합니다.

달러 강세 vs. 달러 약세 투자 전략



- ✓ USDKRW 환오픈(UH) 비중 확대
- ✓ US 비중 확대, Non-US 비중 축소
- ✓ Good Case 미국 주식 비중 확대
- ✓ Bad Case 미국 국채 비중 확대



- ✓ USDKRW 환헤지(H) 비중 확대
- ✓ US 비중 축소, Non-US 비중 확대
- ✓ Focus in China, Commodities

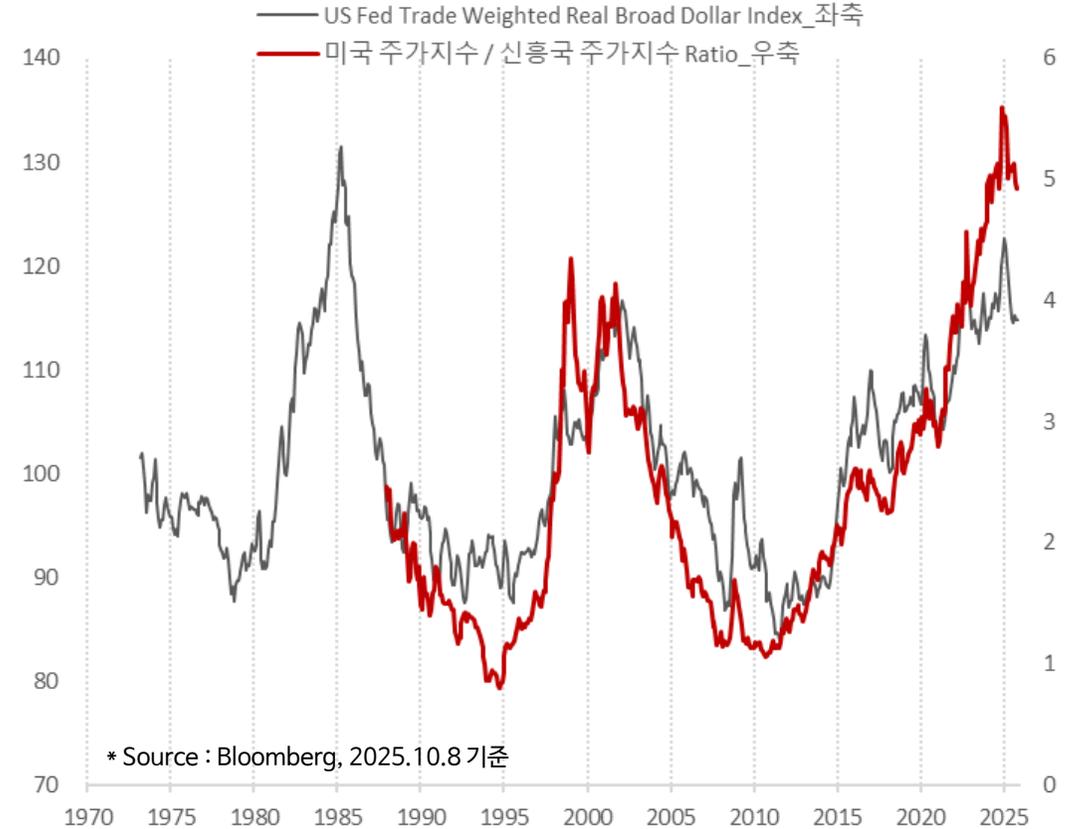
달러 약세 국면에서 US 증시 대비 Non-US(특히, 신흥국) 증시가 더 강해집니다. 그 반대도 마찬가지

- 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.

신흥국 증시대비 미국 증시 상대강도(빨간색) vs 달러인덱스(검정색)



신흥국 증시대비 미국 증시 상대강도(빨간색) vs 무역가중 달러인덱스(검정색)



= 중국 경제 및 증시 =

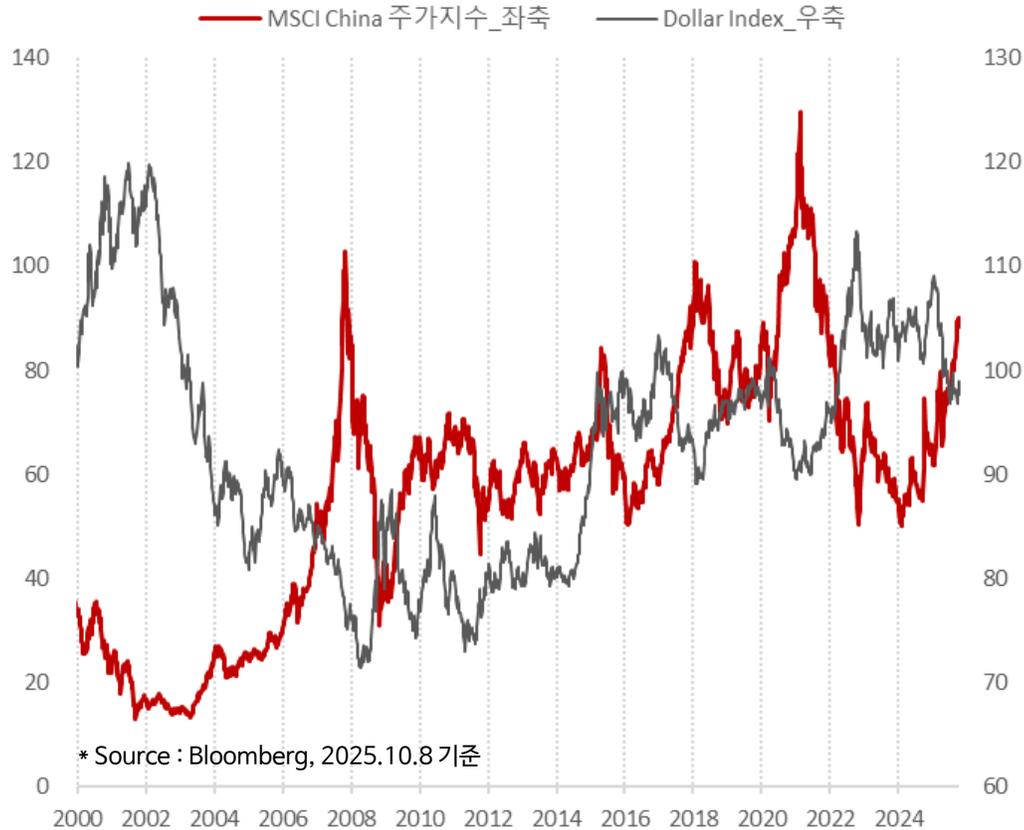
중국 증시는 저평가 매력이 높고 달러 약세 수혜를 받으며
정부 정부 경기 부양에 AI 등 테크 모멘텀까지 갖추고 있습니다.

미국 증시 버블이 터지기 전까지 중국 증시는 미국 증시보다 더 크게 상승할 것입니다.

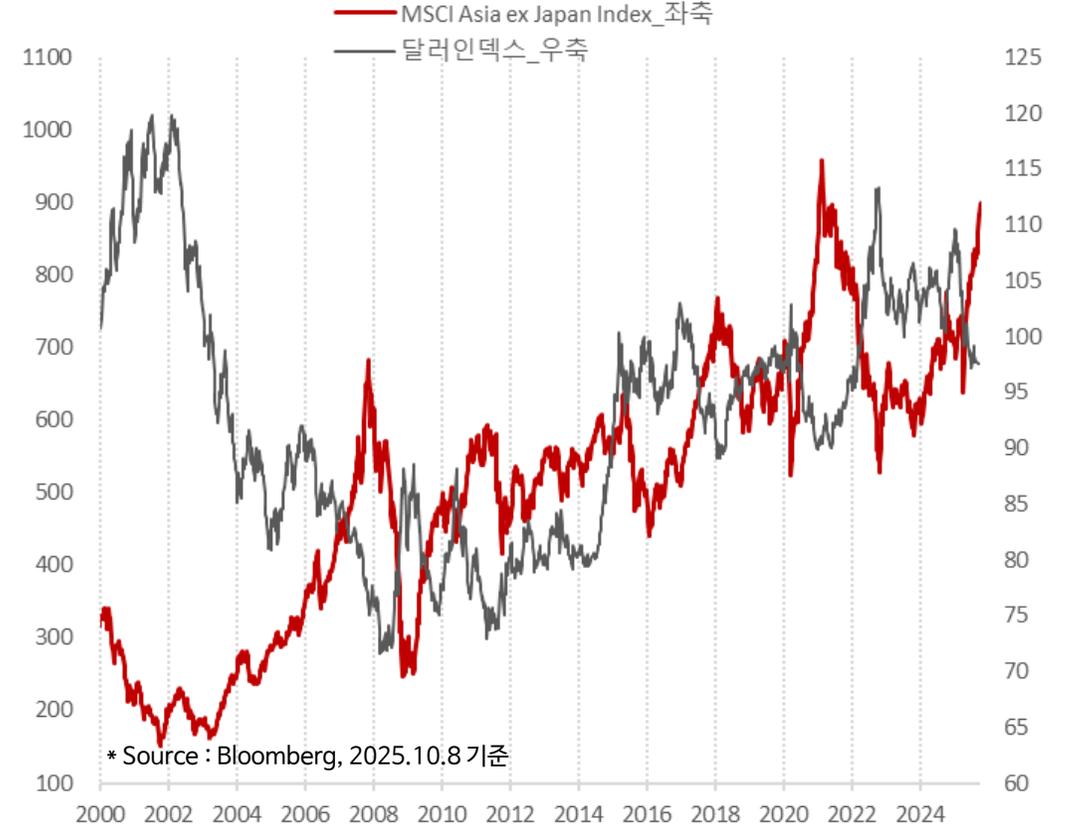
중국, 아시아(일본 제외) 증시는 달러 약세일 때 강해집니다.

- 달러 약세일 때 미국 투자자는 해외 투자시 환이익을 얻게 됩니다. (My Currency가 약세일 때 환이익)
- 달러 약세일 때 중국 및 아시아로 미국 자금 유입이 늘어납니다.

MSCI China 주가지수(빨간색) vs 달러인덱스(검정색)

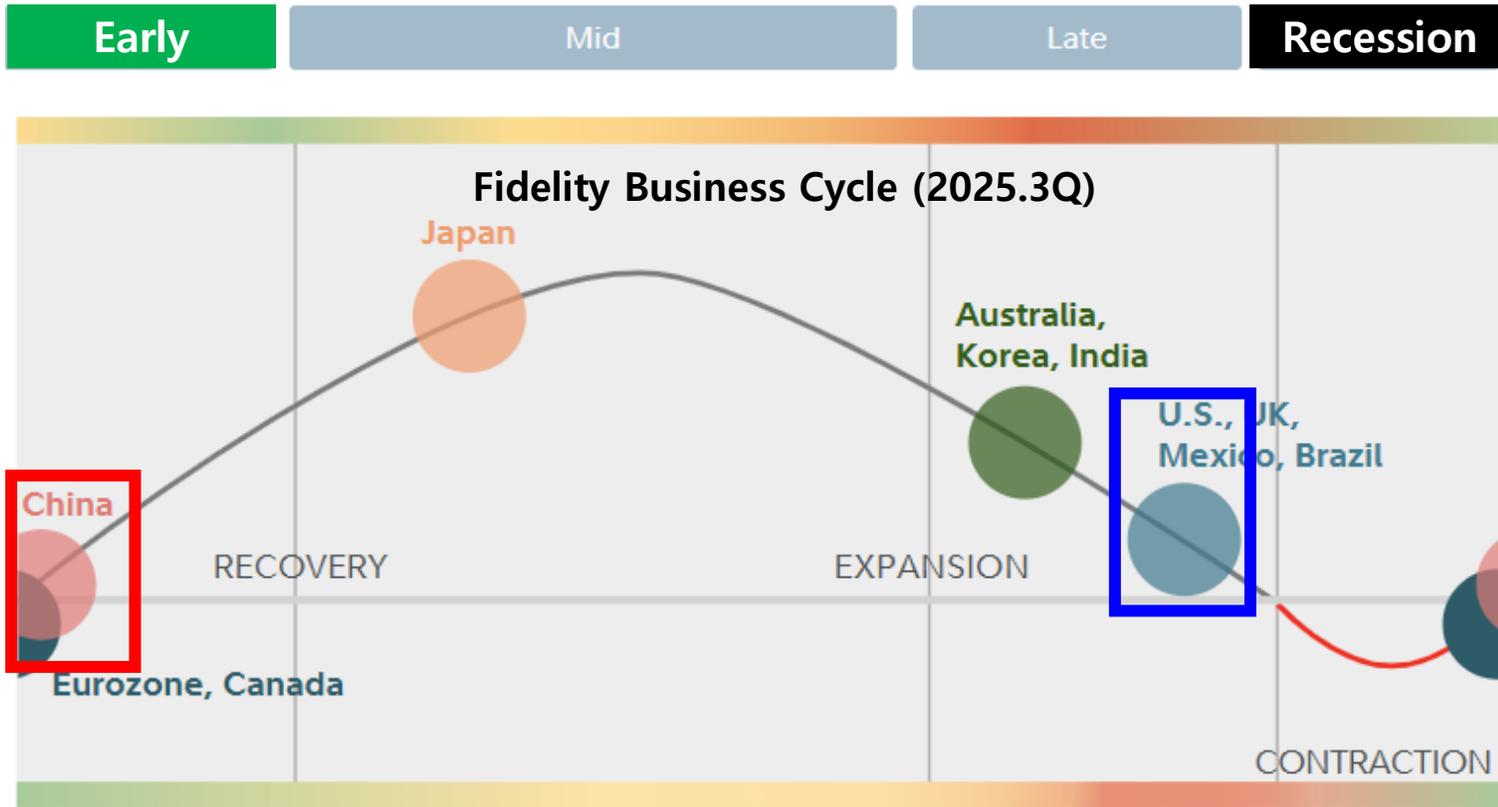


MSCI 아시아(일본 제외) 주가지수(빨간색) vs 달러인덱스(검정색)



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.



미국-중국관세부과 현황

- 2월 4일 기존관세(평균 약25%)에 추가10% 발효(모든 중국수입품)
 - 2월 10일 미국산 석탄·액화천연가스(LNG) 추가관세 15% 및 원유·농기계·대배기량 자동차·픽업트럭 추가관세 10% 발효
- 3월 4일 추가관세 10% 신규 부과해 총 20% 발효(모든 중국수입품)
 - 3월 10일 농축산물 추가관세 10~15% 발효
- 4월 2일 34% 부과 상호관세 발표
 - 4월 4일 추가 34% 맞불 관세 부과 발표(모든 미국 수입품, 10일 발효)
- 4월 5일 상호관세 10%(기본 관세) 발효(모든 중국수입품)
- 4월 7일 상호관세 34%에 50% 추가부과 경고
- 4월 9일 상호관세 10% → 84%(개별 관세) 발효(모든 중국수입품)
 - 4월 9일 맞불 관세 34% → 84%로 인상 발표
- 4월 10일 상호관세 125%로 재산정. 누적 관세 총 145%
 - *중국 제외상호관세(개별 관세) 90일간유예
 - 4월 10일 맞불 관세 84% 발효
 - 4월 11일 맞불 관세 125%로 인상(12일 발효)
- 5월 12일 미-중 고위급 무역협상 통해 상호관세 115%p 인하, 145% → 30%
 - 90일간 관세 일부유예 등 공동성명 발표
 - 5월 12일 상호관세 115%p 인하, 125% → 10%

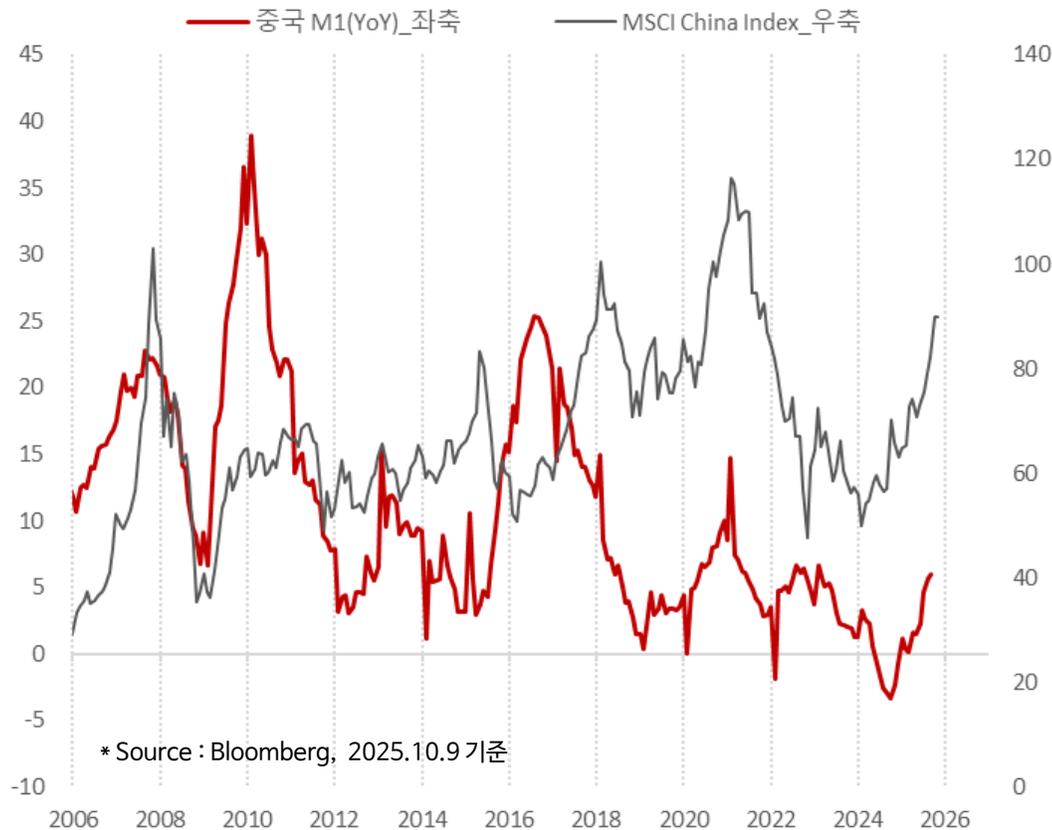
연말뉴스 김명은 기자 = 0eun@yna.co.kr / 20250512

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

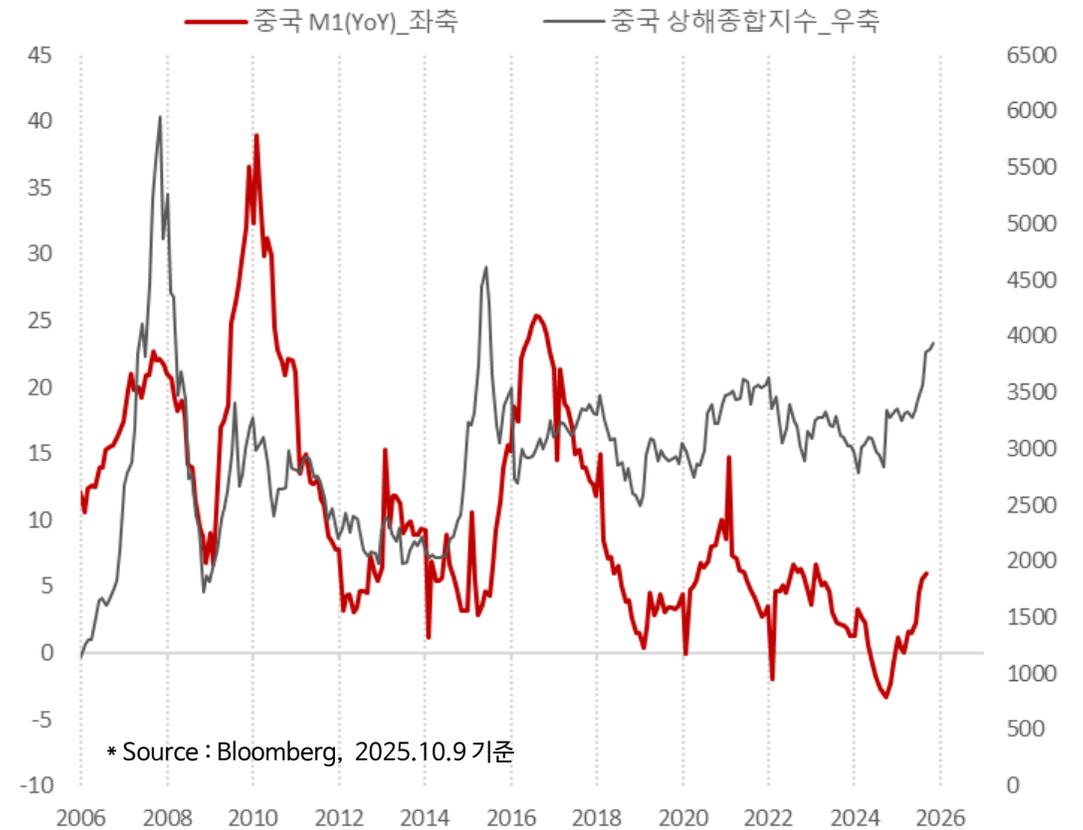
중국 정부 경기 부양(재정지출 확대 → 시중 유동성 확대)은 증시 상승 압력을 높일 것입니다.

- 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



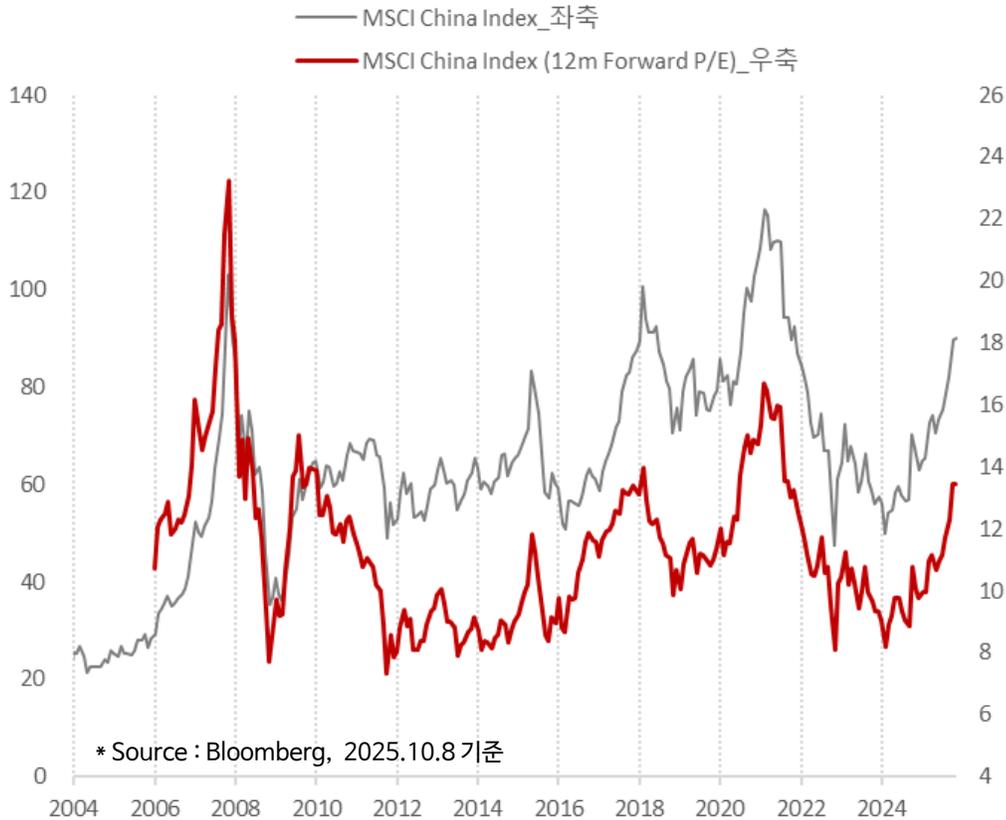
중국 정부의 유동성 확대(경기 부양) 정책은 증시 상승 요인



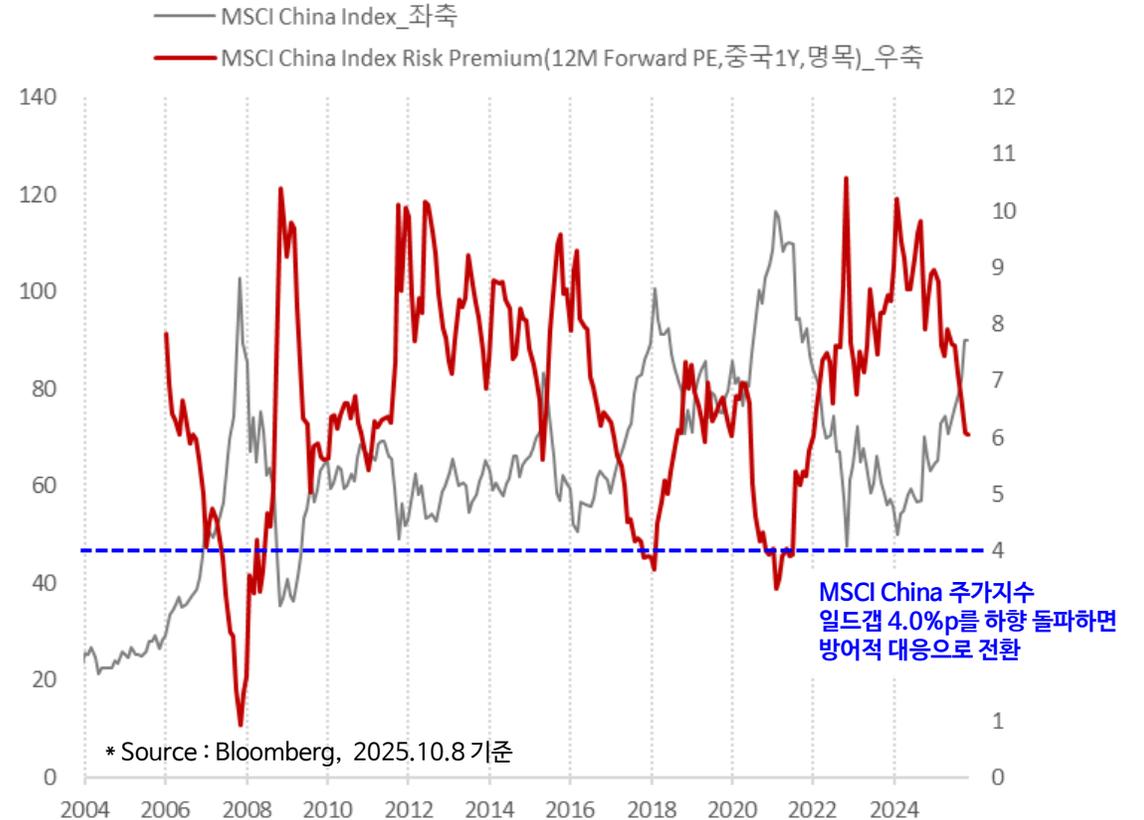
중국 증시, 최근 급등했지만 여전히 Low Valuation 상태입니다.

- 2025.10.8 기준 MSCI China 주가지수 12개월 Forward PE는 13.5배입니다.
- PE 전고점(21년 2월말 16.5배)까지 상승한다면 MSCI China 주가지수는 현재 대비 약 +23% 상승 여력이 남아있습니다.

12개월 Forward P/E 비교, 미국 22.9배 vs 중국 13.5배



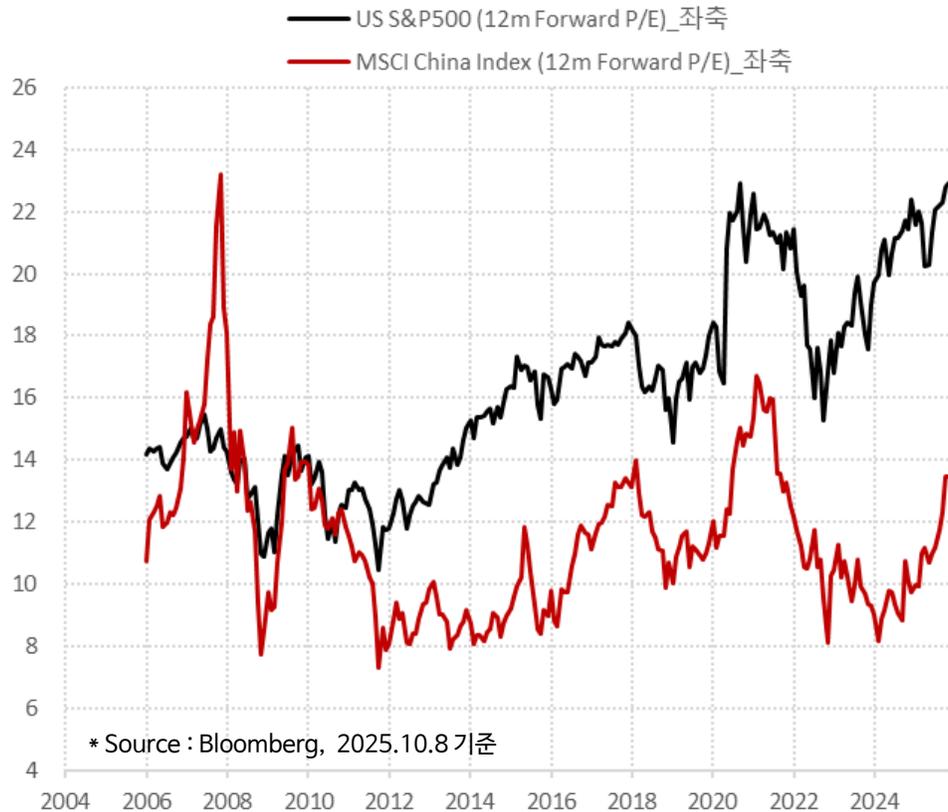
중국 Yield Gap 여전히 높습니다. 중국 증시 추가 상승 여력 충분히 남아있음



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

- 2025.10.8 기준 12개월 Forward P/E = 미국 S&P500 22.9배 vs 중국 MSCI China 주가지수 13.5배
- 2025.10.8 기준 안전자산 대비 위험자산 투자 보상(일드 갭, Yield Gap) = 미국 S&P500 +0.71%p vs 중국 MSCI China 주가지수 +6.06%p

12개월 Forward P/E 비교, 미국 22.9배 vs 중국 13.5배



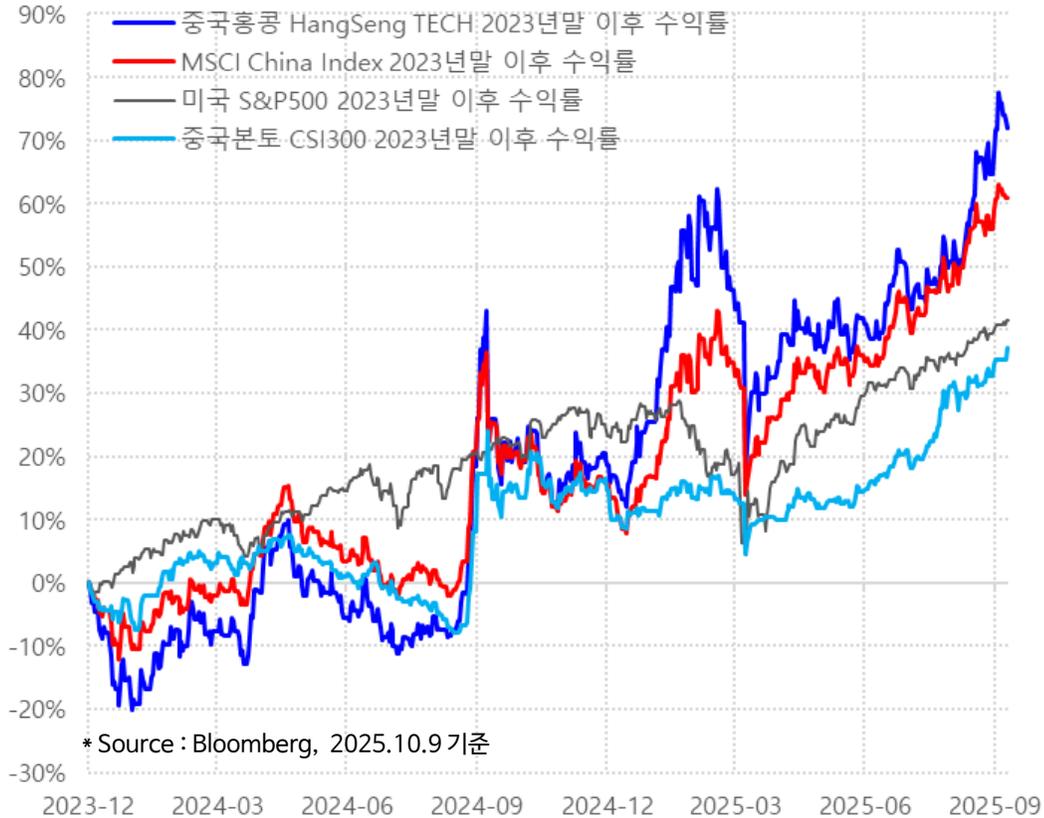
Yield Gap(Equity Risk Premium) 비교, 미국 0.71%p vs 중국 6.06%p



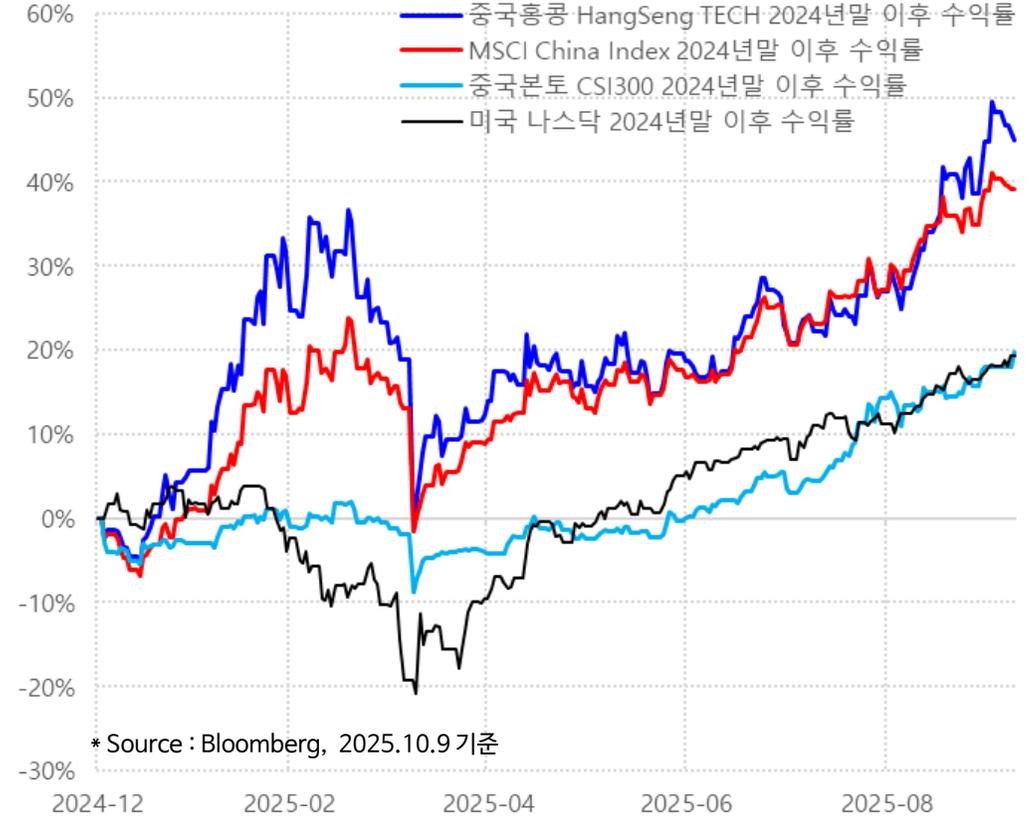
중국 증시는 24년부터 미국 증시를 이기고 있습니다. 올해는 더욱 그렇습니다.

- 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



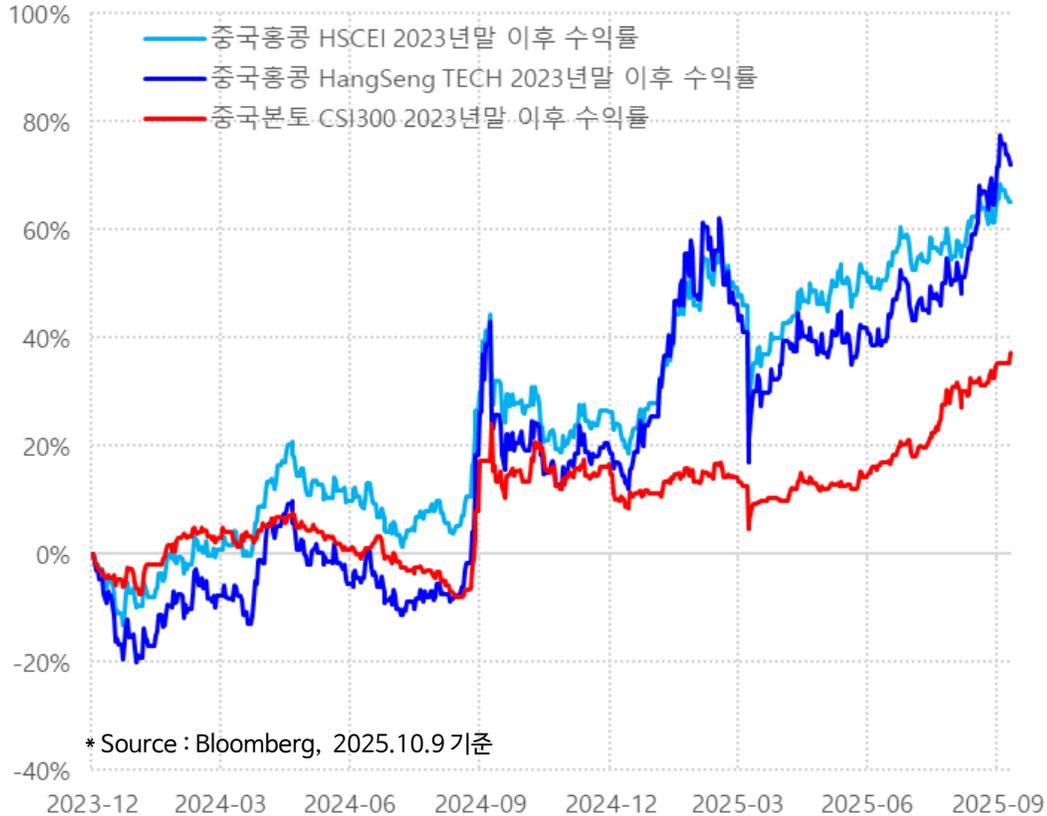
2025년 올해는 홍콩과 본토 증시 모두 미국 증시를 이기고 있음



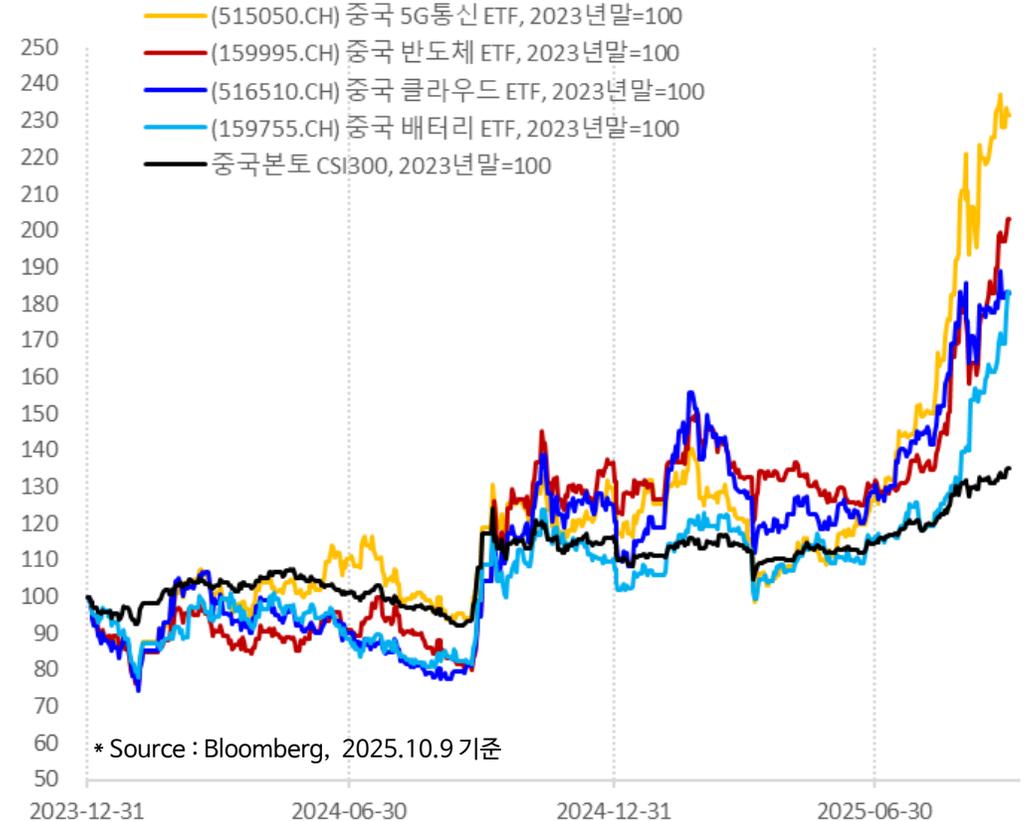
중국 증시는 “AI 테마(반도체,클라우드,5G 통신) 및 배터리”가 상승을 주도하고 있습니다.

- 홍콩은 알리바바 중심으로 항셱테크가 증시 상승을 주도하고 있습니다.
- 본토는 반도체, 클라우드, 5G통신 등 AI 테마와 배터리가 증시 상승을 주도하고 있습니다.

중국 AI 테마주(반도체 / 통신 등), 2025년 7월부터 급등



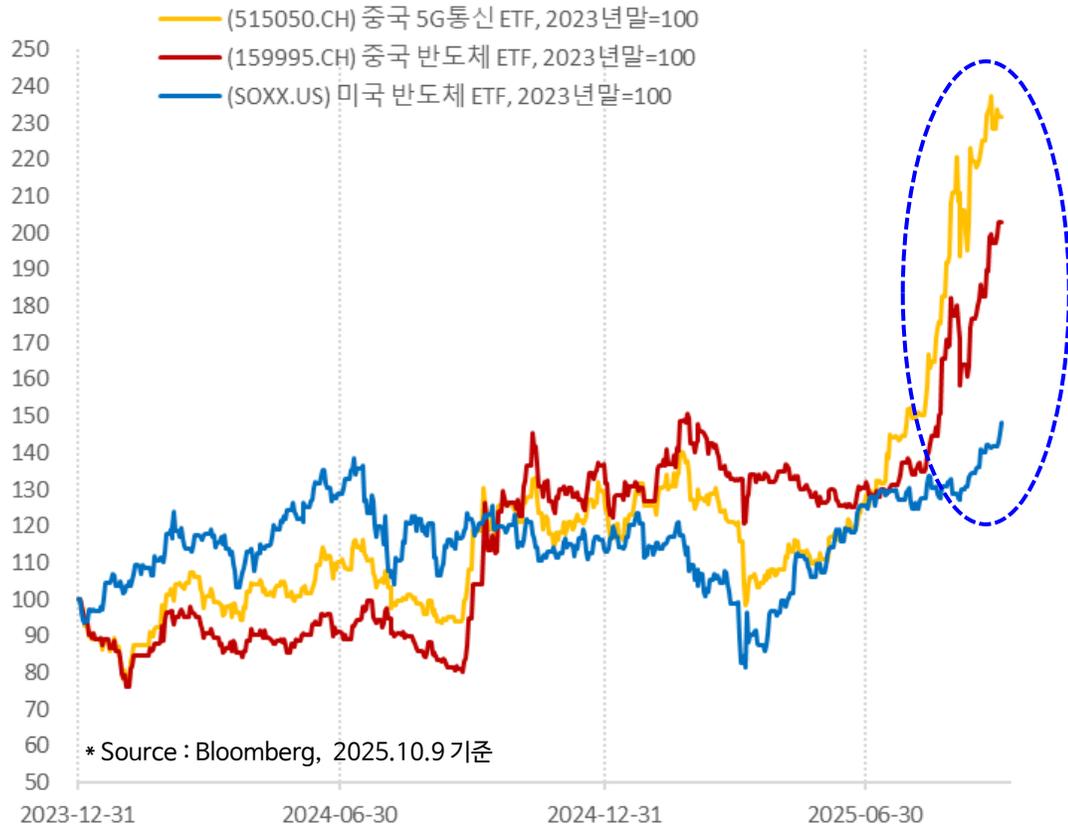
중국 본토, “5G통신+반도체+클라우드+배터리”가 증시 상승 견인



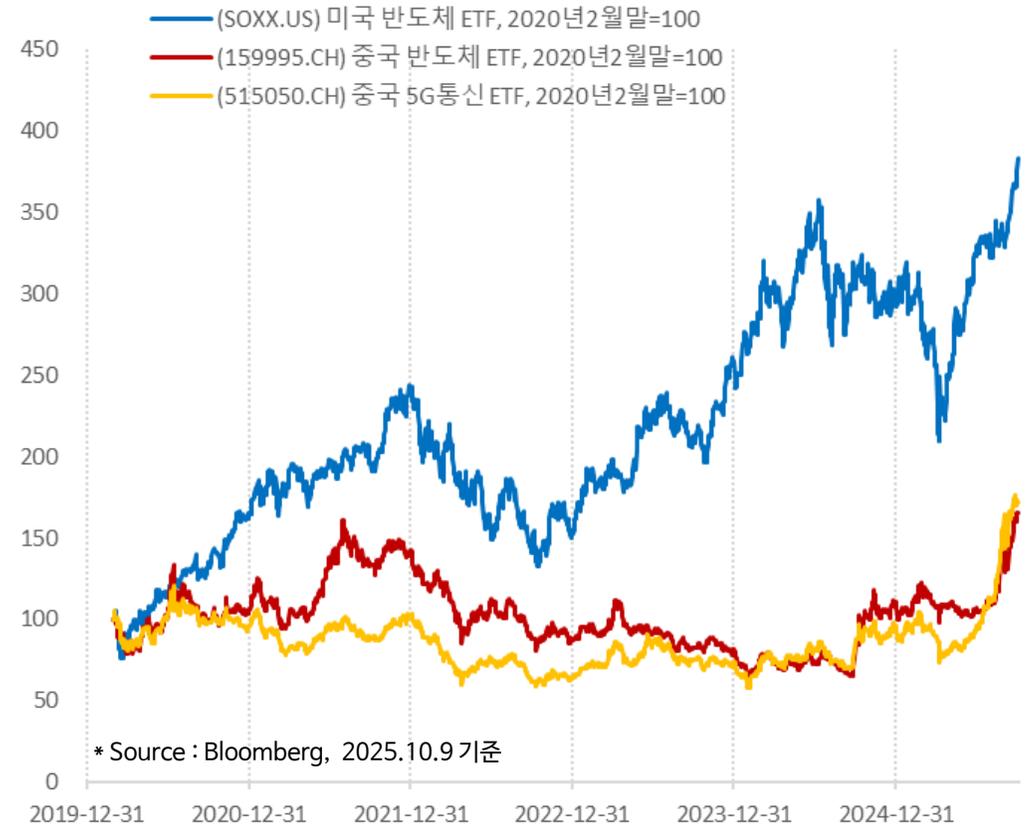
중국 AI 테마 주가 최근 급등했지만... 미국과 비교해서 아직 한참 낮은 레벨입니다.

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

중국 AI 테마주(반도체 / 통신 등), 2025년 7월부터 급등



길게 보면 중국 AI 테마주 주가 상승은 미국과 비교해서 한참 낮음



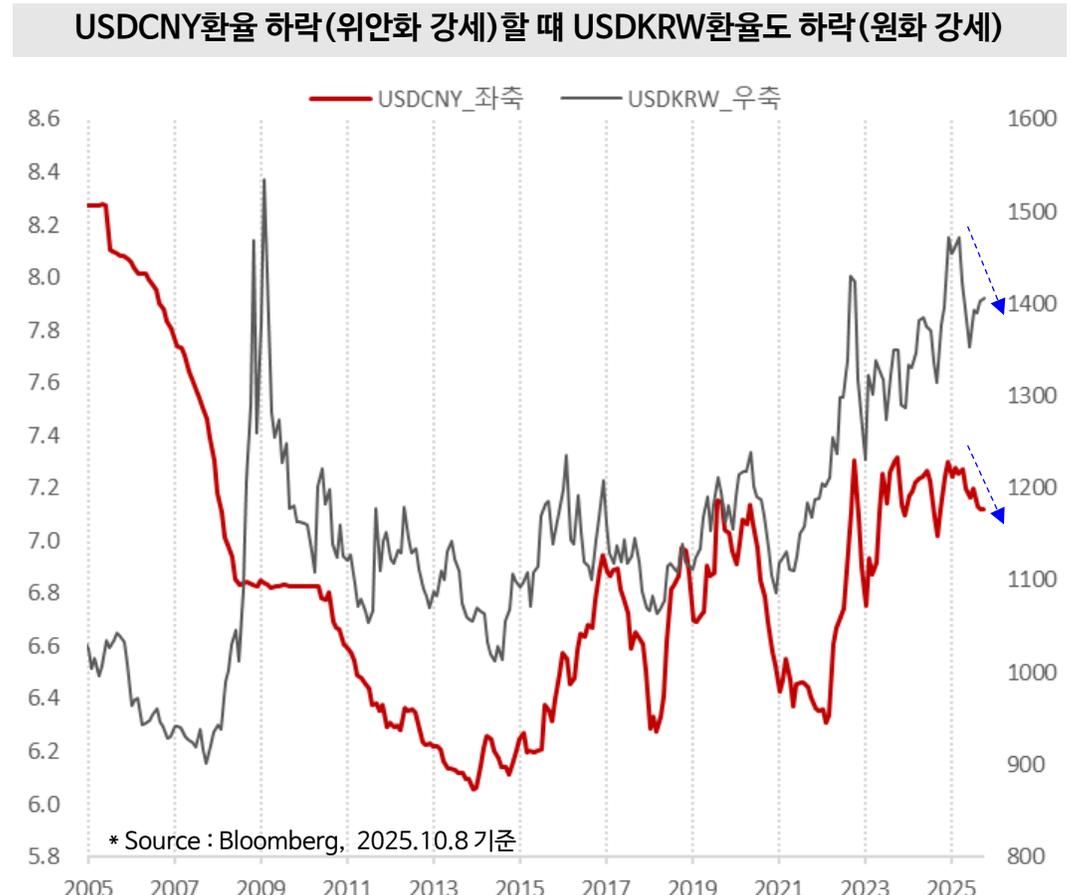
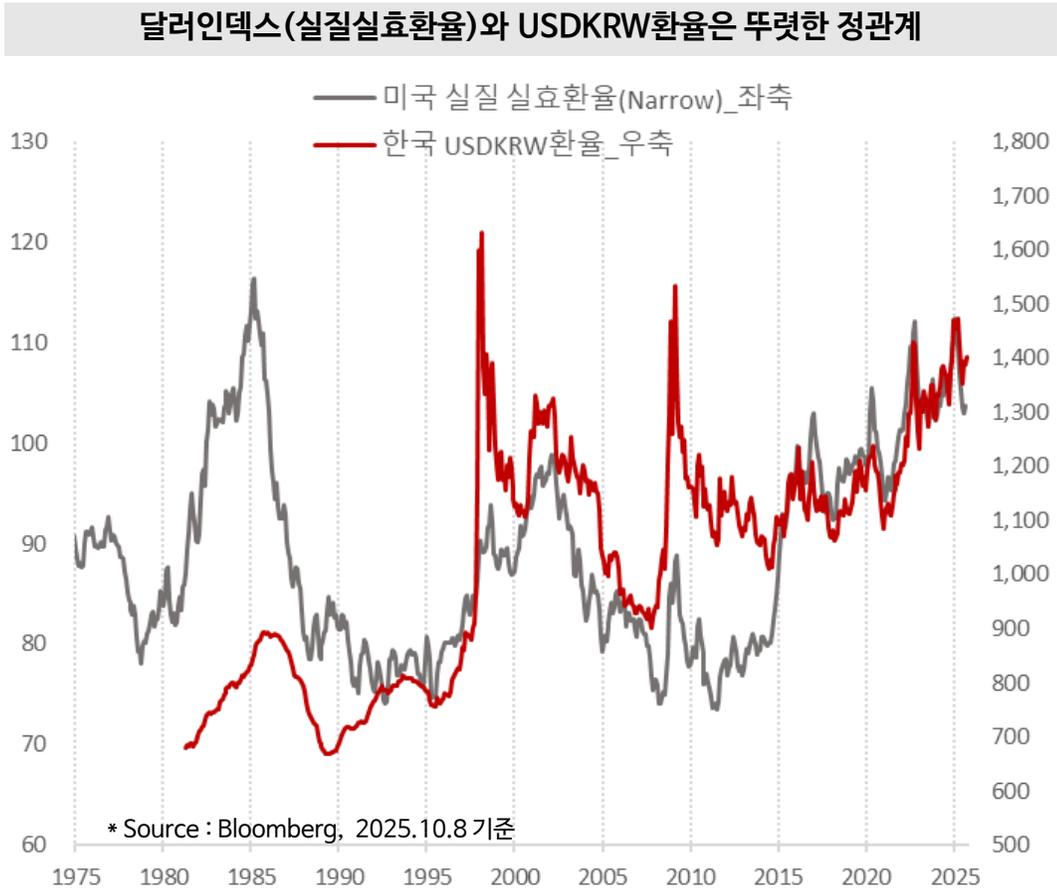
= 한국 경제 및 증시 =

한국 경제는 바닥을 통과하고 있다고 판단됩니다.
달러 약세 환경, 극단적 증시 저평가, 경기 회복 기대 및 증시 활성화 정책 등으로
한국 증시는 추가 상승할 것으로 예상됩니다.

미국 증시 버블이 터지기 전까지 한국 증시는 미국 증시보다 더 크게 상승할 것입니다.

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

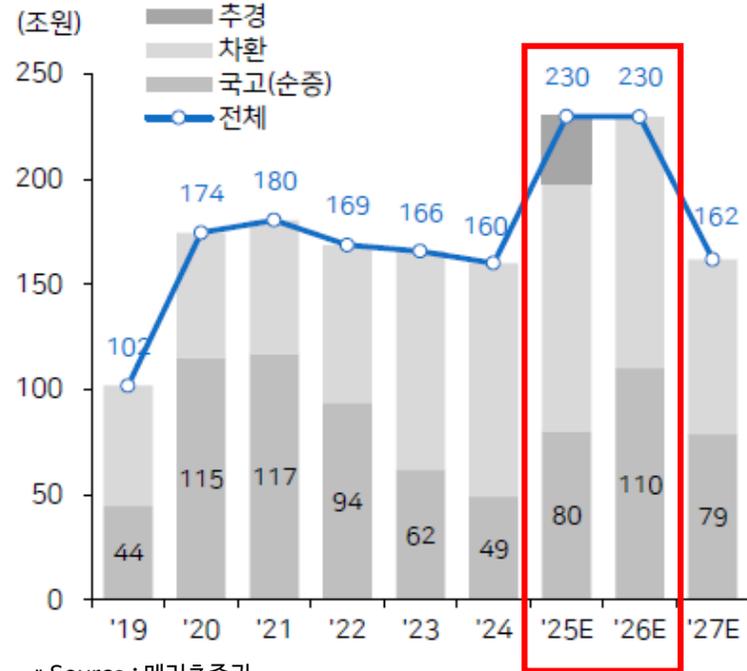
- 글로벌 달러 약세일 때 한국 원화 강해집니다. (원화 강세 = USDKRW 환율 하락) 특히, 중국 위안화가 강세일 때 한국 원화도 강해집니다. (위안화 강세 = USDCNY 환율 하락)
- 글로벌 달러 약세, 위안화 강세가 모두 동시에 진행되고 있으므로 한국 USDKRW 환율 하락 압력은 여전히 높게 유지되고 있습니다.



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



* Source : 메리츠증권

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



* Source : Bloomberg, 2025.10.8 기준

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

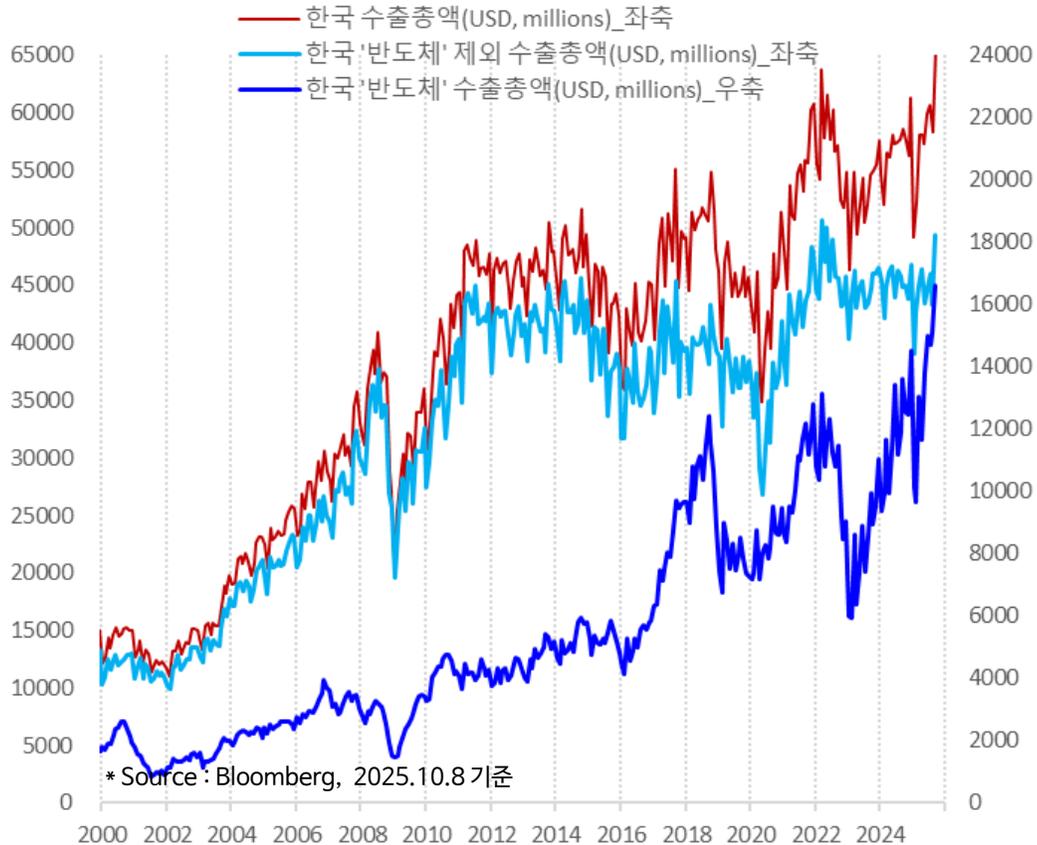


* Source : Bloomberg, 2025.10.8 기준

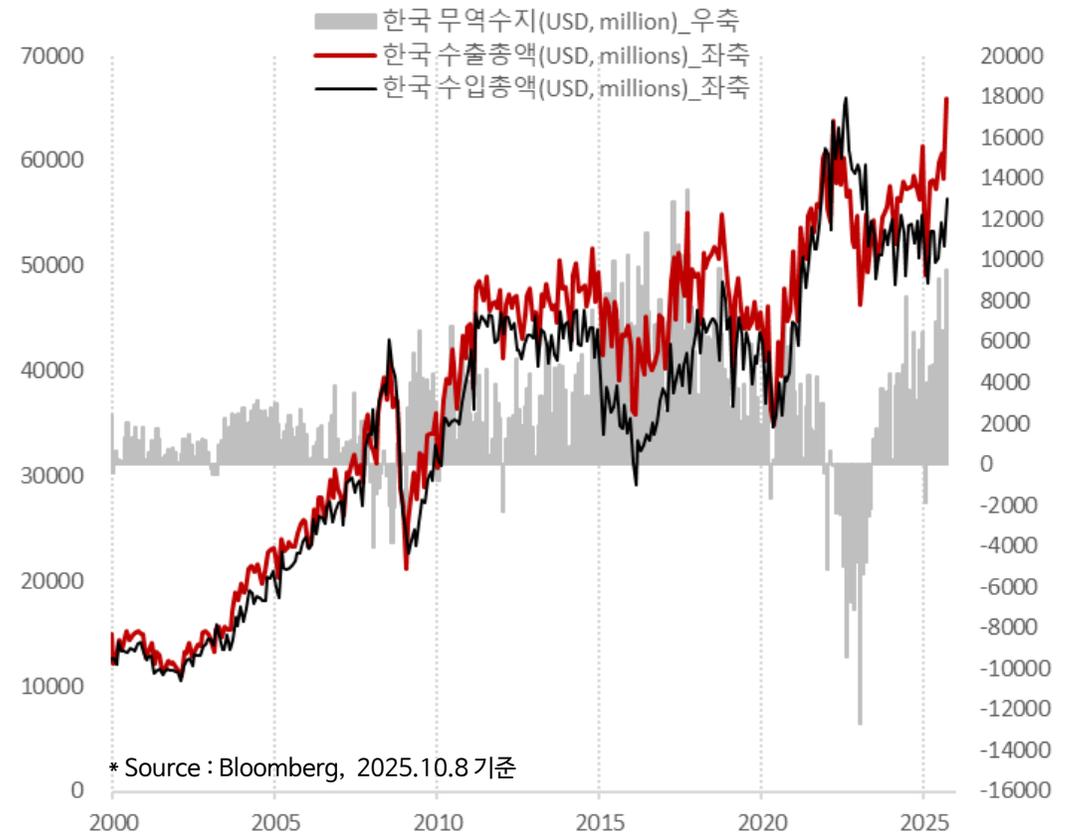
한국 반도체 수출이 계속 늘어나면서 무역수지 '흑자' 확대되고 있습니다. (원화 강세 요인)

- 한국 수출은 반도체 수출이 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



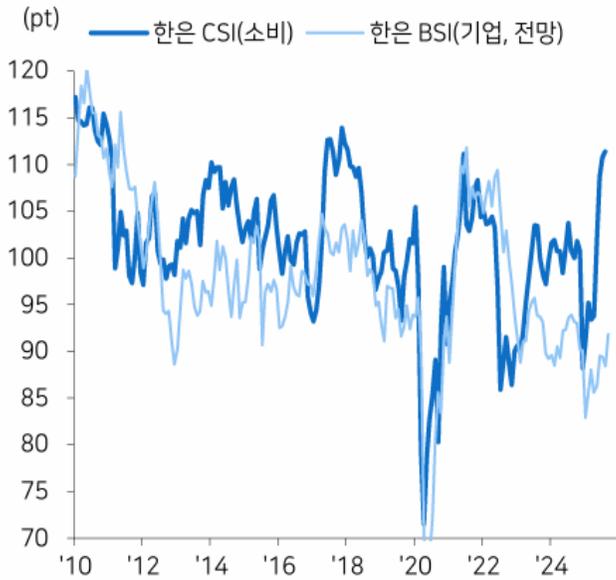
한국 수입보다 수출이 더 늘어나서 무역수지 '흑자'가 더 확대되고 있음



수출 호조에 이어 내수 지표도 반등하기 시작했습니다. 경제성장률 전망도 상향 조정되고 있습니다.

- 한국은행은 작년 11월부터 올해 5월까지 2025년 성장률 전망을 1.9% → 1.5% → 0.8%까지 대규모 하향 조정했습니다.
- 그러나 6월 대선 전후 확대재정에 따른 경기개선 기대감 유입(소비자 심리 급반등) 등으로 경제성장률 전망을 조금씩 상향 조정하기 시작했습니다.
- 다만, 관세협상 불확실로 인해 아직은 신중한 입장을 유지하고 있습니다.

소비에 이어 기업심리도 관세협상 후 개선 방향



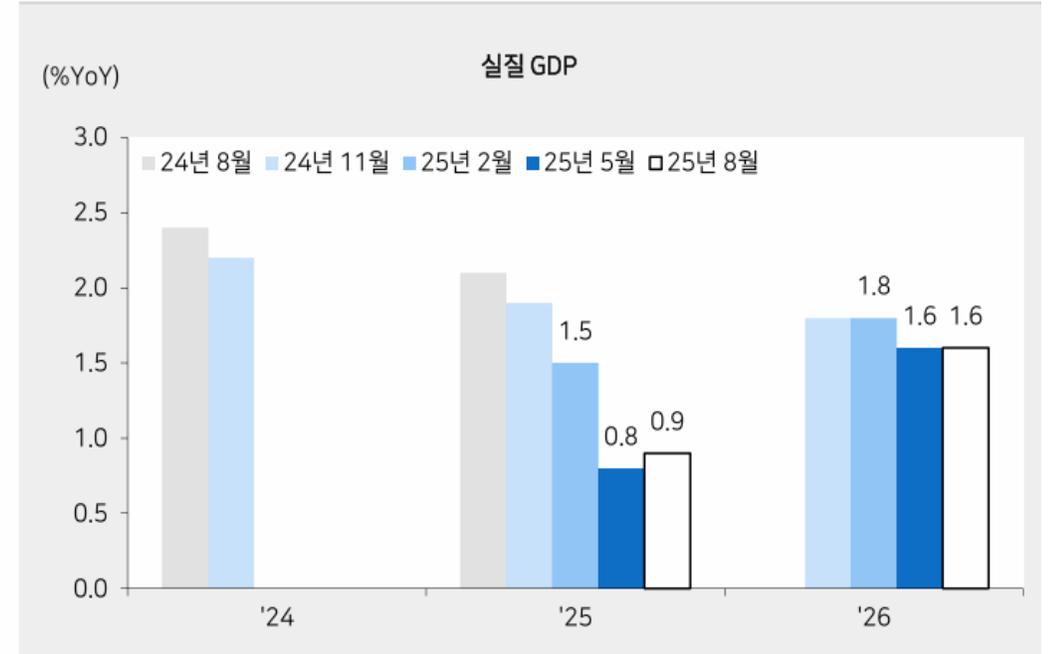
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

전반적인 경제심리 개선 흐름 이어질지 주목



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

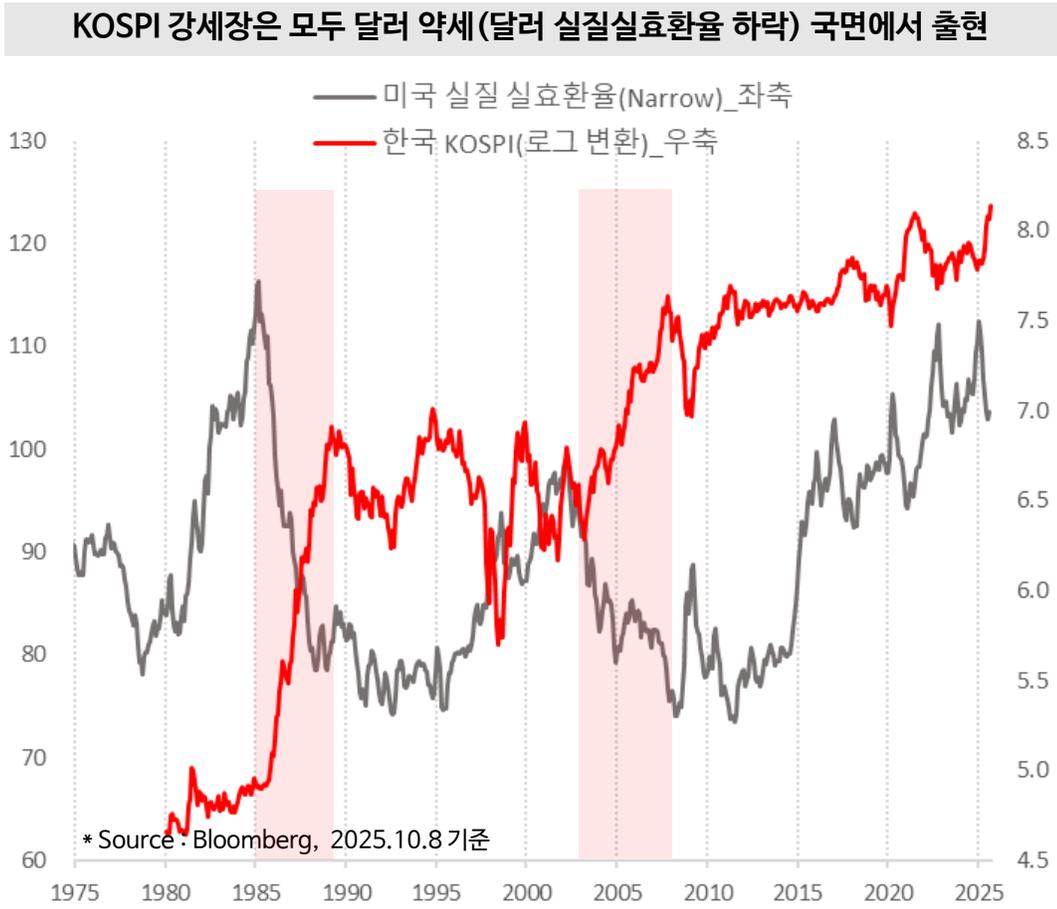
한은 수정경제전망 올해 1%로 상향 고민하는 반면 내년은 1% 후반대로 상향 조정



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

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

- KOSPI 강세장은 모두 달러 약세 국면에서 출현했습니다. 달러 약세 국면에서 USDKRW환율 추세적으로 하락하고 KOSPI 추세적으로 상승합니다.
- 중국과 마찬가지로 한국 증시는 달러 약세일 때 미국 증시보다 더 강해집니다.



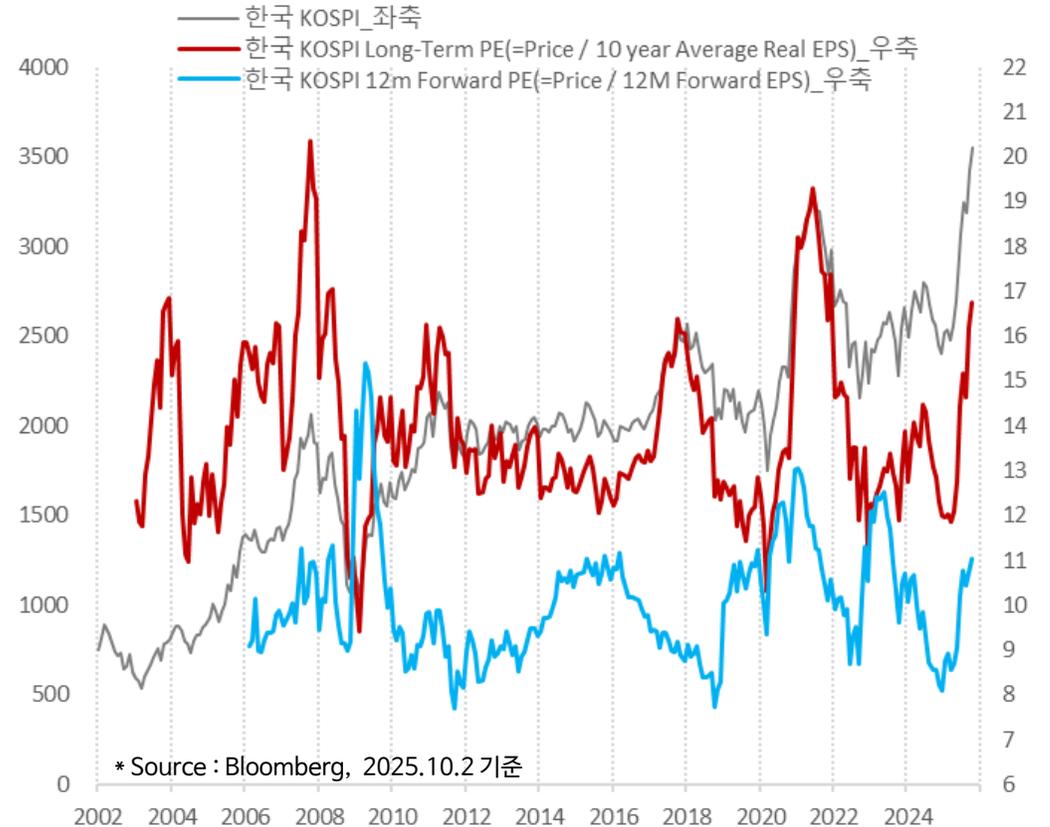
한국 증시, 최근 급등했지만 여전히 Low Valuation 상태입니다.

- 2025.10.8 기준 KOSPI 3445pt, PBR = 1.19배, 12개월 Forward P/E = 11.0배, Long-Term P/E(Price/10 years Average Real EPS) = 16.7배
- **KOSPI가 PBR 1.2배까지 상승한다면 약 3600pt, PBR 1.3배까지 상승한다면 약 3900pt (KOSPI 3000pt = PBR 1.0배)**

KOSPI PBR, 아직 과열 단계 아님



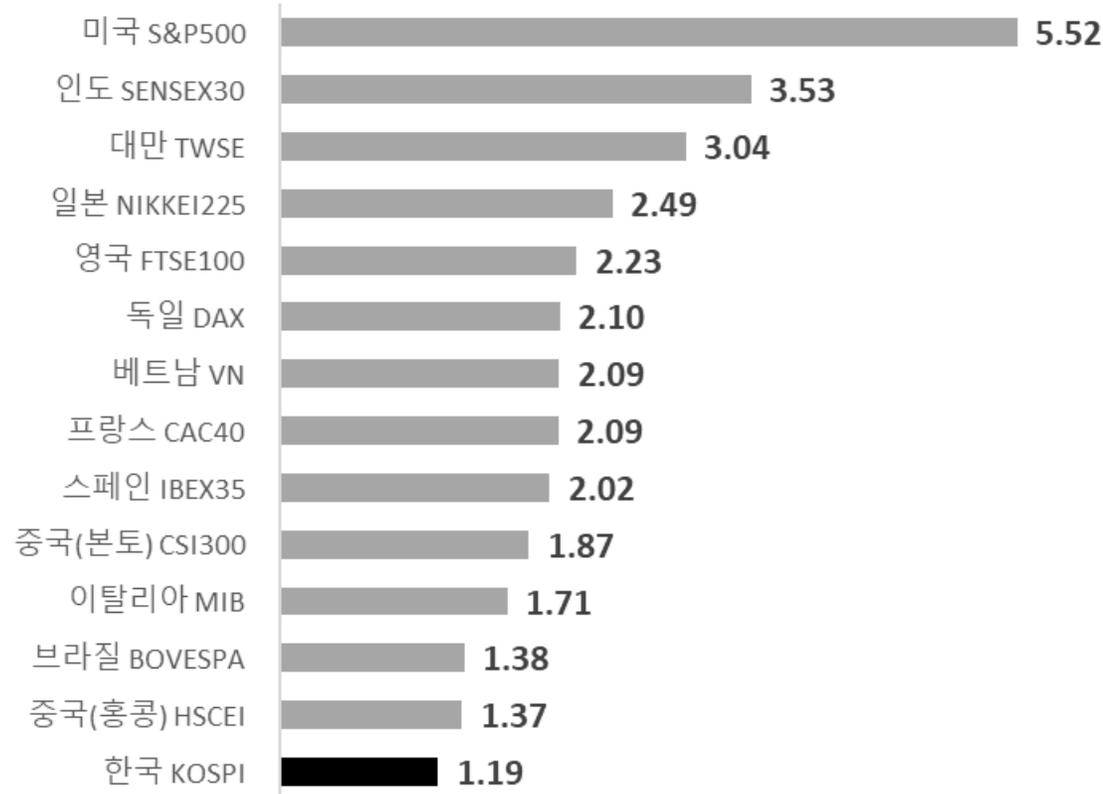
KOSPI PER, 아직 과열 단계 아님



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

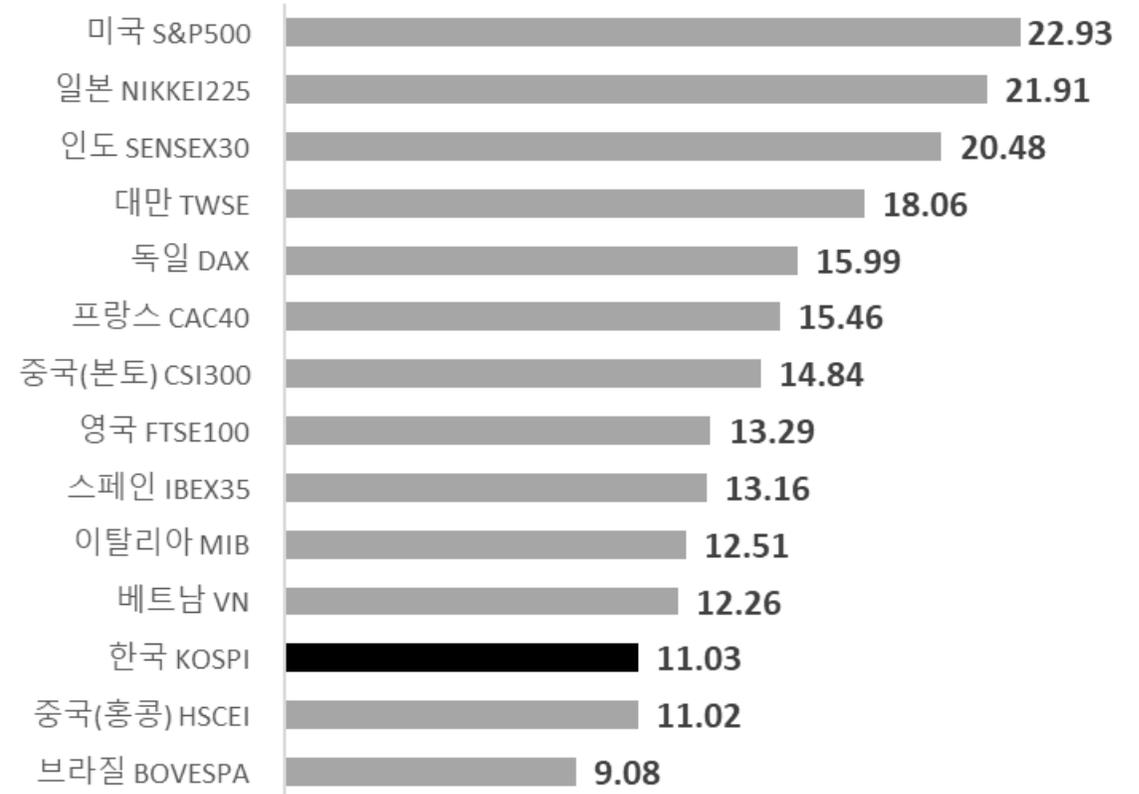
- KOSPI가 PBR 1.3배(약 3900pt)까지 상승하더라도 PBR 기준 전세계 최하위입니다.

글로벌 주요 주가지수 PBR



* Source : Bloomberg, 2025.10.8 기준

글로벌 주요 주가지수 12개월 선행 PER

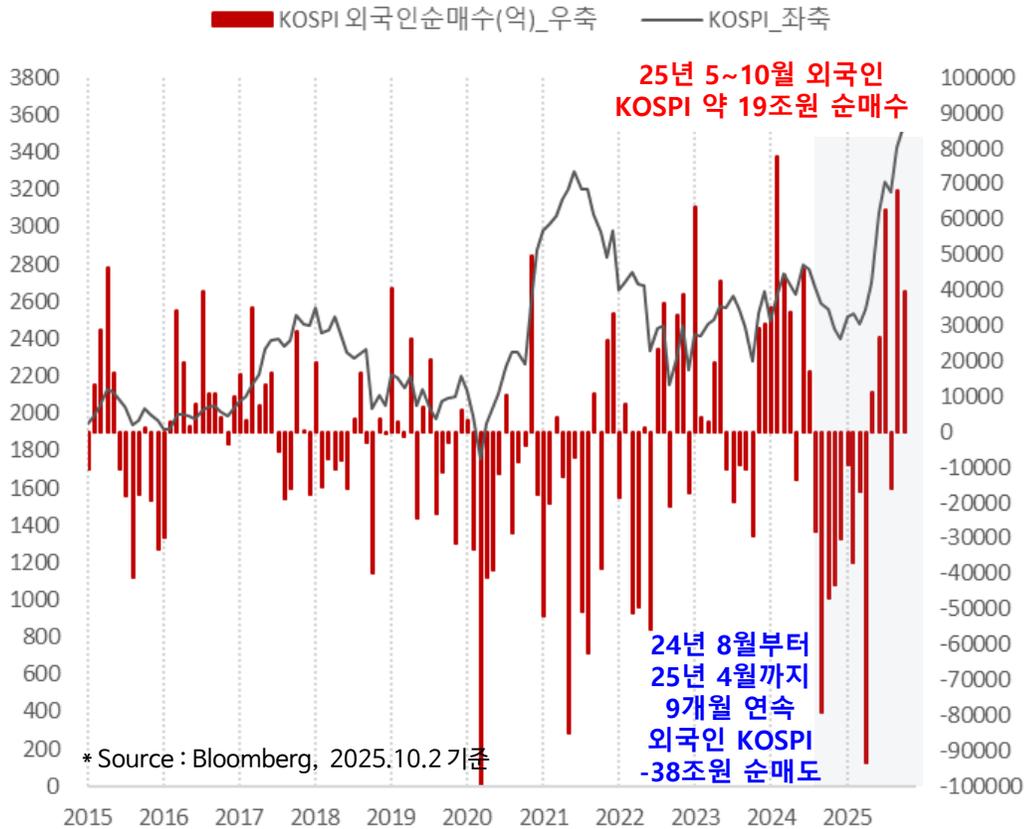


* Source : Bloomberg, 2025.10.8 기준

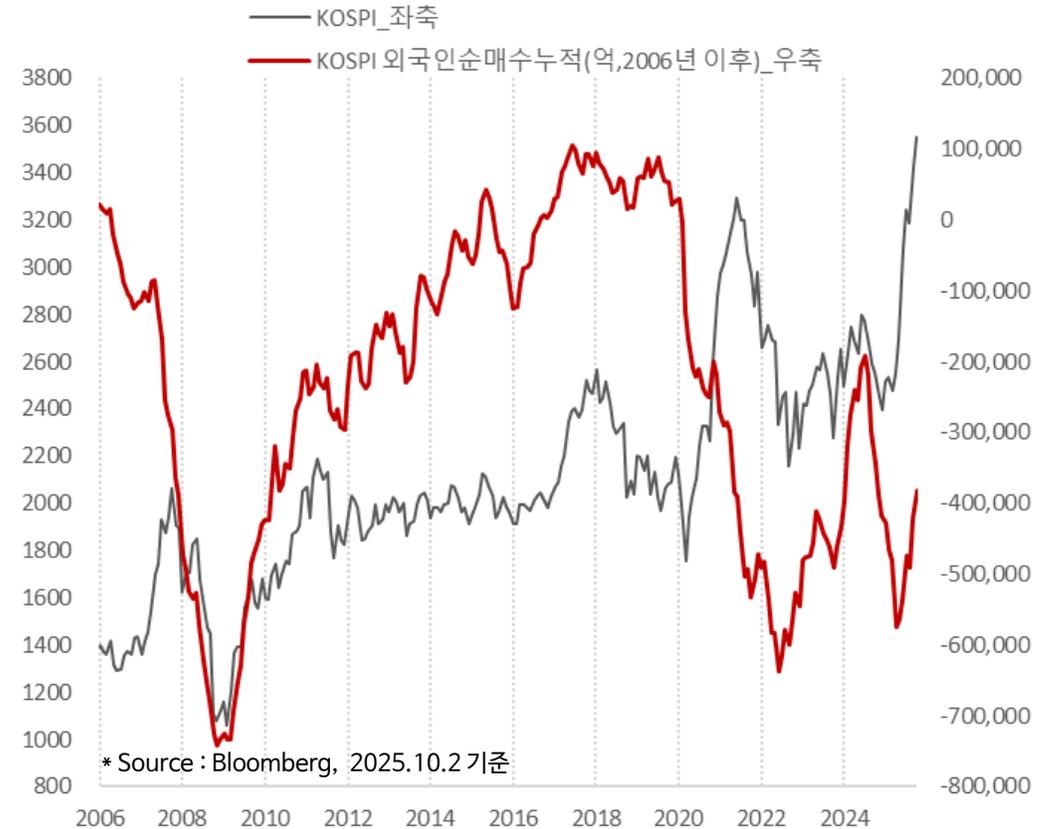
달러 약세, 한국 펀더멘탈 개선 기대 등으로 인해 외국인이 KOSPI를 끌어올리고 있습니다.

- KOSPI 외국인 순매수는 25년 5월부터 시작되었습니다. 외국인은 25년 9월에 약 7조원 순매수했으며, 10월은 1~2 이틀 동안 약4조원 순매수했습니다.
- 2020~21년 KOSPI 강세장은 개인이 주도했으나 달러 약세 환경으로 인해 25년 강세장은 외국인이 주도하고 있습니다.

KOSPI 외국인 순매수, 25년 9월 역대급 수준 기록 중



20~21년 KOSPI 강세장은 개인이 주도했으나 25년 강세장은 외국인이 주도



이재명 정부의 '증시 활성화(밸류업) 정책'은 KOSPI를 추가 상승시킬 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.

1차 개정 상법 주요내용

| 바뀐내용 | 적용대상 | 영향 | 기업대응방안 |
|---|-------------------------|--------------------------------------|-------------------------------------|
| 전자주주총회 의무 개최 | 미정 (시행령에 위임) | 소액주주 참여 증가, 주총 결과예측 곤란 | IT 인프라 구축, 사전 시뮬레이션, 현장 출석 대응 |
| 사외이사 명칭 독립이사로 변경·의무선임 비율 이사 총수의 1/4→1/3상향 | 대부분의 상장회사 | 사내이사·집행임원 감시 강화, 요건 미충족으로 관리종목 지정 유의 | 정관 개정, 결격요건 등 시행령 개정 내용 확인 |
| 모든 감사위원 선임·해임시 최대주주 '3%룰' 적용·강화 | 감사위원회 도입 1000억원 이상 상장회사 | 소수주주 추천인사 선출 가능성 커져 | 감사위원 자격요건 강화, 비밀유지서약서 제출 요구, 백기사 확보 |

2차 개정 상법 주요내용

| 바뀐내용 | 적용대상 | 영향 | 기업대응방안 |
|--------------|-------------------------|---------------------|-------------------------------|
| 집중투표제 의무화 | 대규모 상장회사 | 소수주주의 이사회 진입 가능성 확대 | 이사자격요건 강화, 비밀유지 강조, 시차임기제도 도입 |
| 분리선출 감사위원 확대 | 감사위원회 도입 1000억원 이상 상장회사 | 소수주주의 이사회 진입 가능성 확대 | 감사위원 자격요건 강화, 비밀유지 강조, 시차임기제 |

그래픽 이지현 아시아경제

범여권 '자사주 소각 의무화' 상법 개정안 발의 (3차 상법개정 핵심 내용)

| 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

이재명 정부의 '배당소득 분리과세'는 기업 배당성향을 높여서 KOSPI를 추가 상승시킬 것입니다.

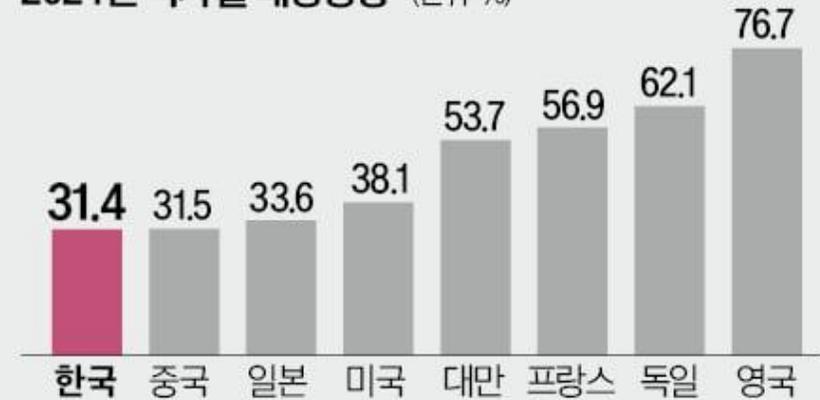
배당성향 변화에 따른 세수 변화 추계 (단위: 원)

| | 배당성향 | 전체 배당액 | 세수 증감폭 |
|-----------|-------|---------|----------|
| 분리과세 도입 전 | *221% | 5조6500억 | - |
| 분리과세 도입 후 | 22.1% | 5조5200억 | -1300억 |
| | 22.7% | 5조6700억 | +200억 |
| | 35% | 8조5900억 | +2조9400억 |
| | 50.4% | 12조300억 | +6조3800억 |

*2024년 코스피200 개별 주식의 평균 배당성향

자료: 엘라인파트너스자산운용

2024년 국가별 배당성향 (단위: %)



자료: 블룸버그

| 구분 | 정부안 ('27년 분리과세 적용) | 이소영 의원안 ('26년 분리과세 적용) |
|---------------|--|--|
| 과세 방식 | 전년 대비 현금배당이 감소하지 않고, 배당성향 40% 이상 또는 배당성향 25% 이상 + 직전 3년 평균 대비 5% 배당액 증가 상장법인으로부터 배당소득에 대해 분리과세 | 배당성향이 35% 이상인 상장법인으로부터 받은 배당소득에 대해 분리과세 |
| 적용세율 (지방세 포함) | 2천만 원 이하: 15.4% 2천만 원 초과 ~ 3억 원 미만: 22.0% 3억 원 초과: 38.5% | 2천만 원 이하: 15.4% 2천만 원 초과 ~ 3억 원 미만: 22.0% 3억 원 초과: 27.5% |

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

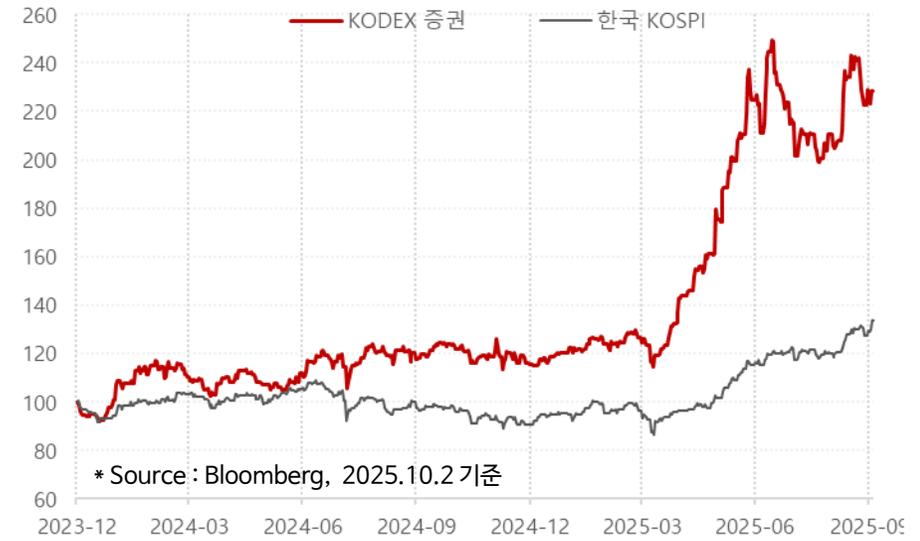
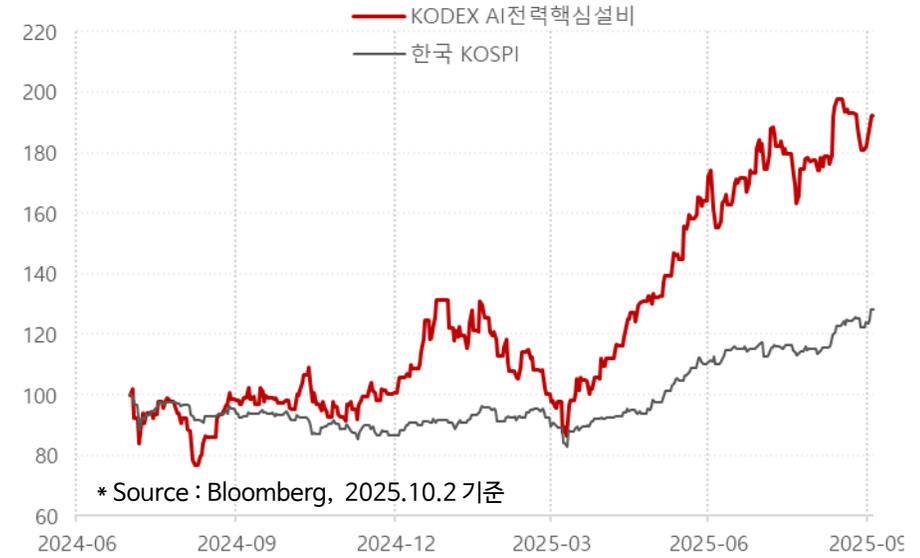
| 대륙 | 국가 |
|-----------|--|
| 아메리카 | 브라질, 칠레, 콜롬비아, 멕시코, 페루 |
| 유럽 | 그리스, 폴란드, 체코, 헝가리 |
| 아프리카·중동 | 이집트, 카타르, 쿠웨이트, 사우디아라비아, 남아프리카 공화국, 터키, 아랍에미리트 |
| 아시아·오세아니아 | 중국, 인도, 인도네시아, 필리핀, 말레이시아, 한국 , 대만, 태국 |

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 |

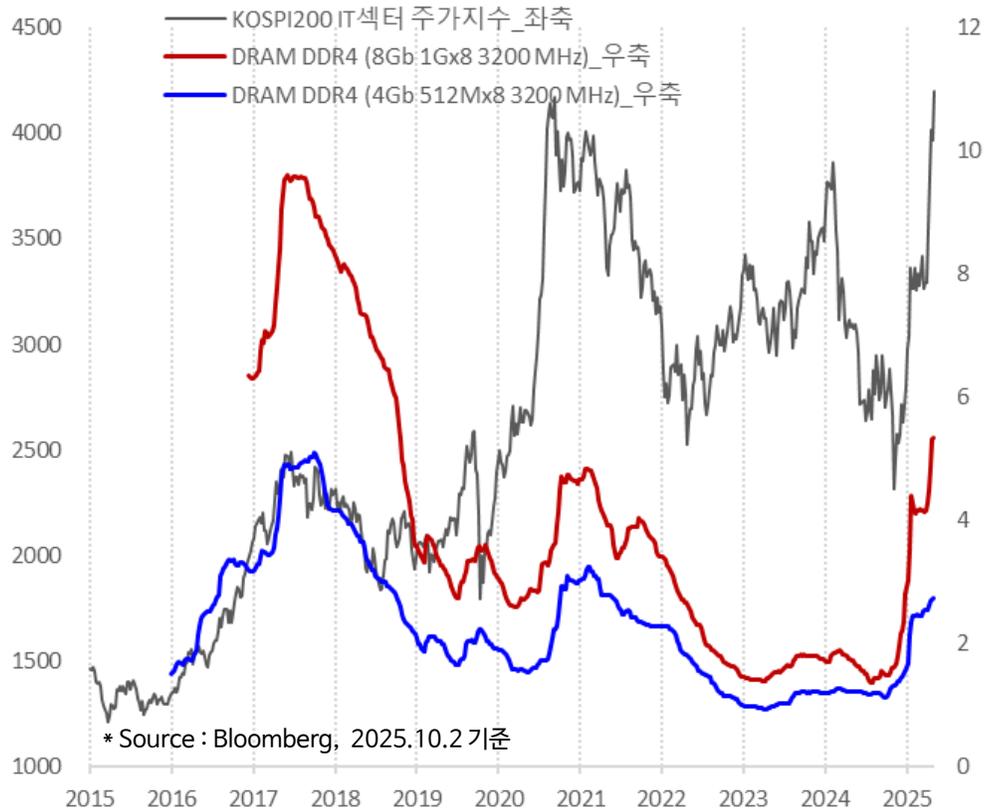
한국 증시는 미국 테마(조선, AI전력, 반도체)와 증시 밸류업 테마(증권,배당성장)가 주도주입니다.



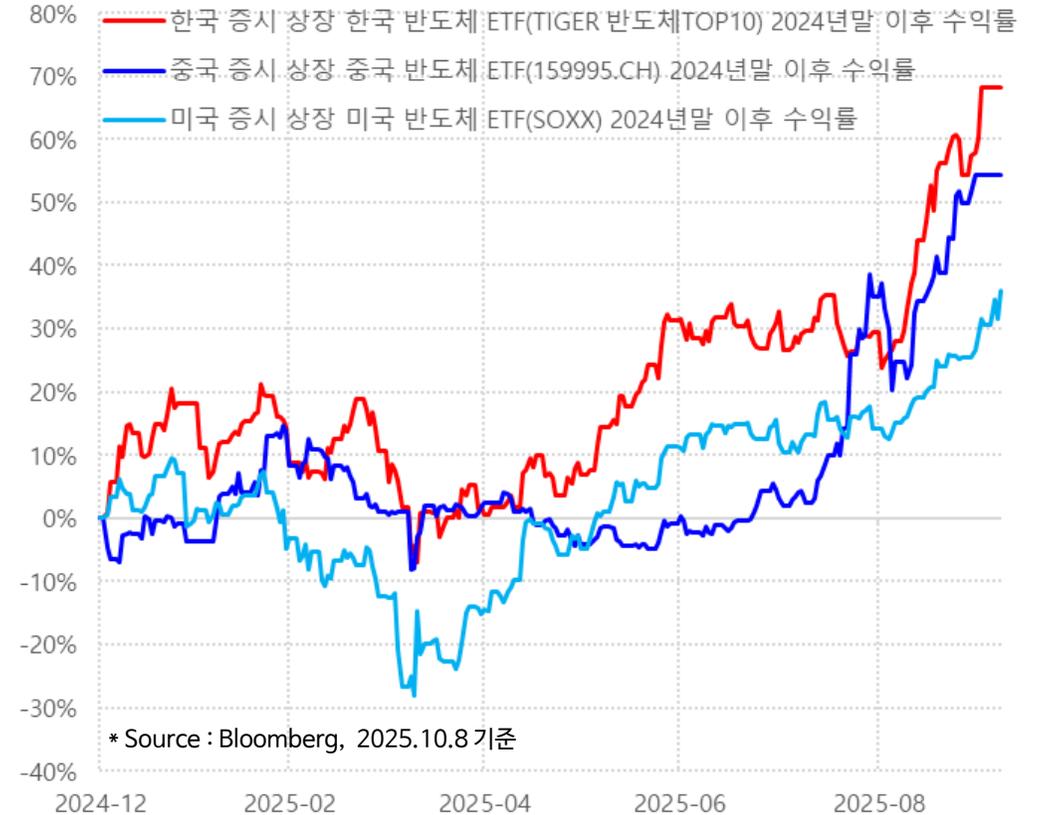
AI 붐으로 한국이 장악하고 있는 레거시 반도체(DRAM, NAND) ‘슈퍼 사이클’이 시작되었습니다.

- DRAM(DDR4 8Gb 1Gx8 3200MHz) 가격 연초이후 +296% 상승
- 연초이후 한국 반도체섹터 주가가 중국, 미국보다 더 크게 상승 중입니다.

DRAM가격 최근 가파르게 상승 중



올해 “한국, 중국, 미국” 순서로 반도체 섹터 주가 상승



반도체 슈퍼 사이클 및 삼성전자 주가가 여전히 싸기 때문에 KOSPI 추가 상승 예상됩니다.

- 2025.10.2 기준 SK하이닉스 PBR 3.13배, 삼성전자 PBR 1.34배

SK하이닉스 주가는 올해 급등해서 PBR이 역대 최고 수준을 경신했지만...



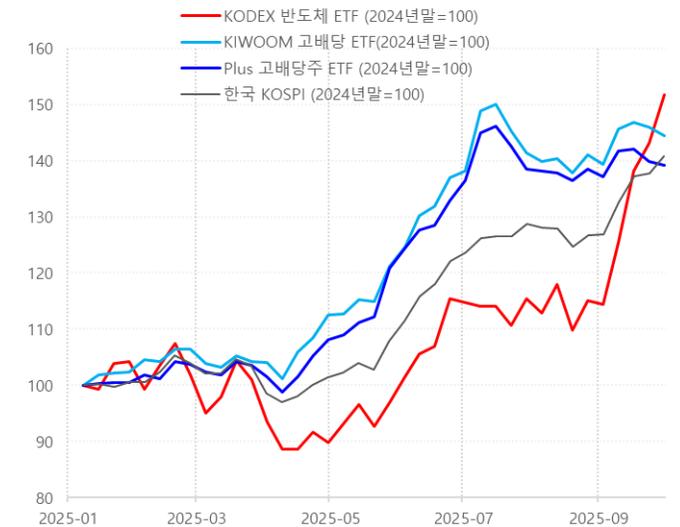
삼성전자 주가는 많이 오르지 않아서 PBR이 아직 높지 않음



증권, 은행 등 밸류업 정책 테마(배당성장)는 올해 급등했지만 여전히 PBR이 1보다 낮습니다.

| PBR | 한국 KRX Sector | 연초이후 (YTD) | 최근 1개월 | 최근 3개월 |
|------|----------------|------------|--------|---------|
| 0.42 | KRX 철강 | 28.12% | 4.04% | 1.48% |
| 0.54 | KRX 자동차 | 7.77% | -4.13% | 0.66% |
| 0.55 | KRX 유틸리티 | 46.82% | 0.54% | -5.98% |
| 0.65 | KRX 은행 | 47.28% | 5.49% | 5.55% |
| 0.72 | KRX 에너지화학 | 22.48% | 7.05% | 4.80% |
| 0.72 | KRX 보험 | 37.37% | 0.82% | 9.89% |
| 0.73 | KRX 방송통신 | 14.99% | 2.31% | -5.45% |
| 0.68 | KRX 건설 | 41.14% | -4.24% | -11.18% |
| 0.83 | KRX 경기소비재 | 21.58% | 1.47% | -5.13% |
| 0.85 | KRX 증권 | 94.18% | 11.14% | 2.65% |
| 0.97 | KRX 운송 | 17.90% | -5.96% | -2.00% |
| 1.24 | KRX 필수소비재 | 33.26% | 1.49% | 0.82% |
| 1.81 | KRX 정보기술(IT) | 57.01% | 26.30% | 31.60% |
| 2.38 | KRX 반도체 | 72.55% | 34.87% | 35.90% |
| 1.94 | KRX 미디어&엔터테인먼트 | 23.84% | 0.84% | -5.02% |
| 3.94 | KRX 기계장비 | 79.58% | 5.48% | 17.38% |
| 4.50 | KRX 헬스케어 | 15.66% | 3.29% | 9.85% |

* Source : Bloomberg, 2025.10.2 기준



* Source : Bloomberg, 2025.10.2 기준

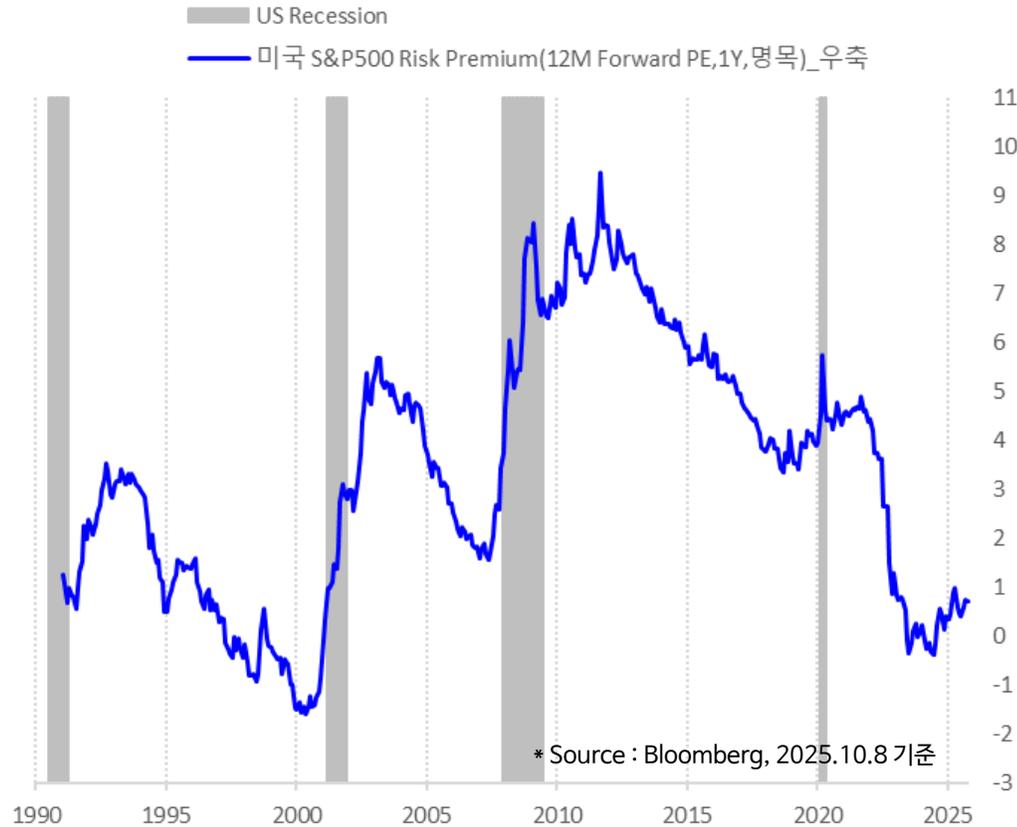
Part 3. 리스크 점검 및 안전장치

유일한 리스크는 미국 증시 고평가, 미국 경기 침체 발생입니다.

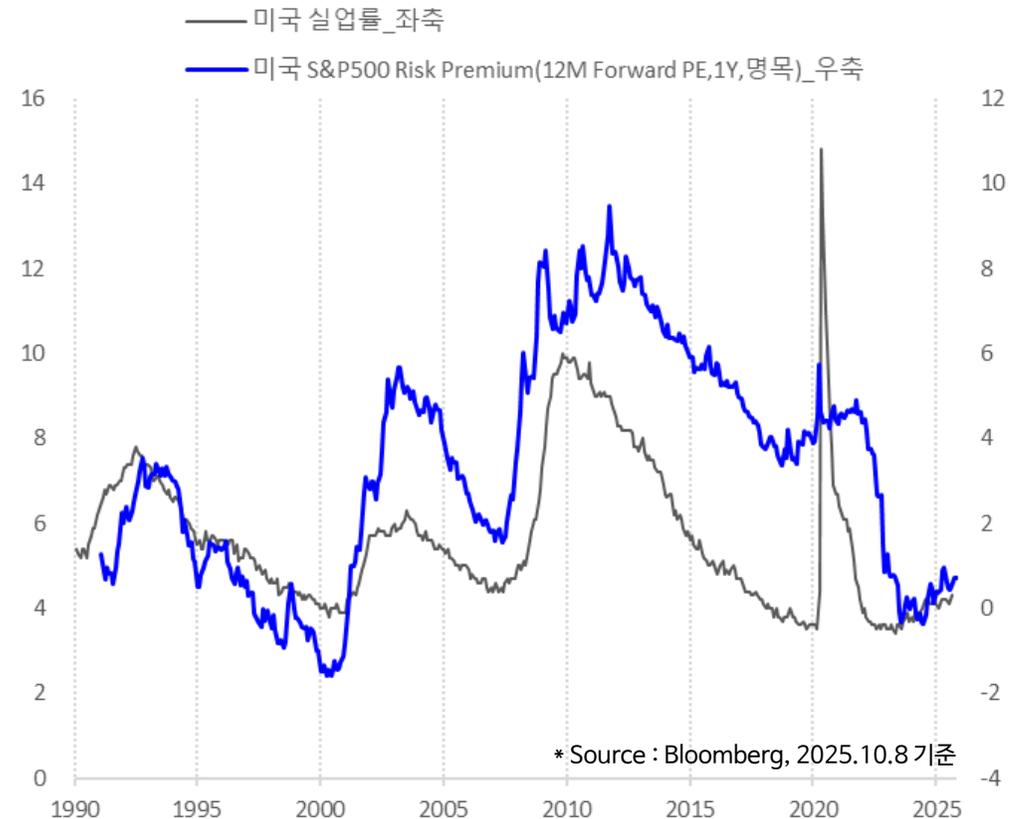
미국 증시가 고평가되어서 안전자산 대비 위험자산 투자 보상이 매우 작아졌습니다.

- P/E 역수(=1 / PER)는 주식에 대한 기대수익률입니다. 주식 기대수익률에서 무위험수익률(국채금리)을 차감한 스프레드가 주식 Risk Premium입니다. (=Yield Gap)
- 2025.10.8 기준 S&P500 Yield Gap은 +0.71%p로 매우 낮고, 최근 반등하고 있습니다.
- **S&P500 Risk Premium(Yield Gap)이 Bottom-Out되면 미국 경기 침체 시작되었습니다. (2024년 7월 이후 Bottom-Out 진행 중~!)**

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

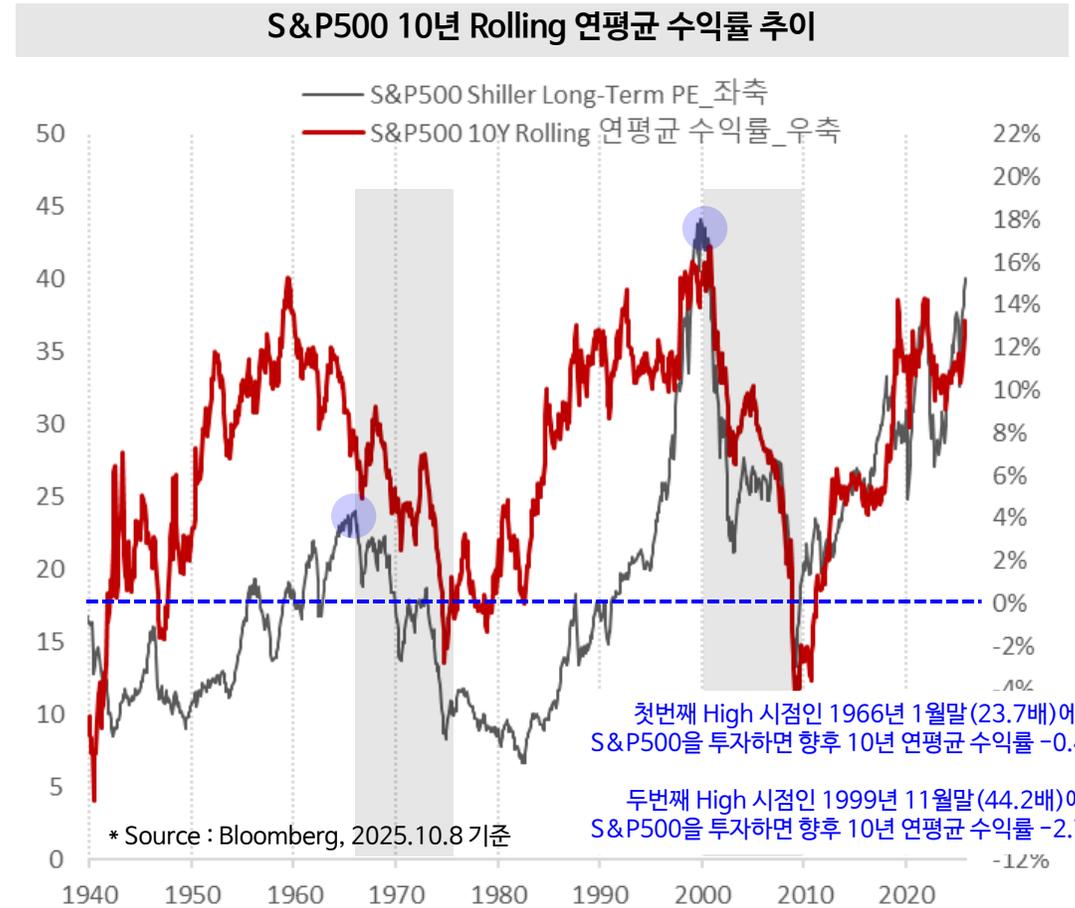
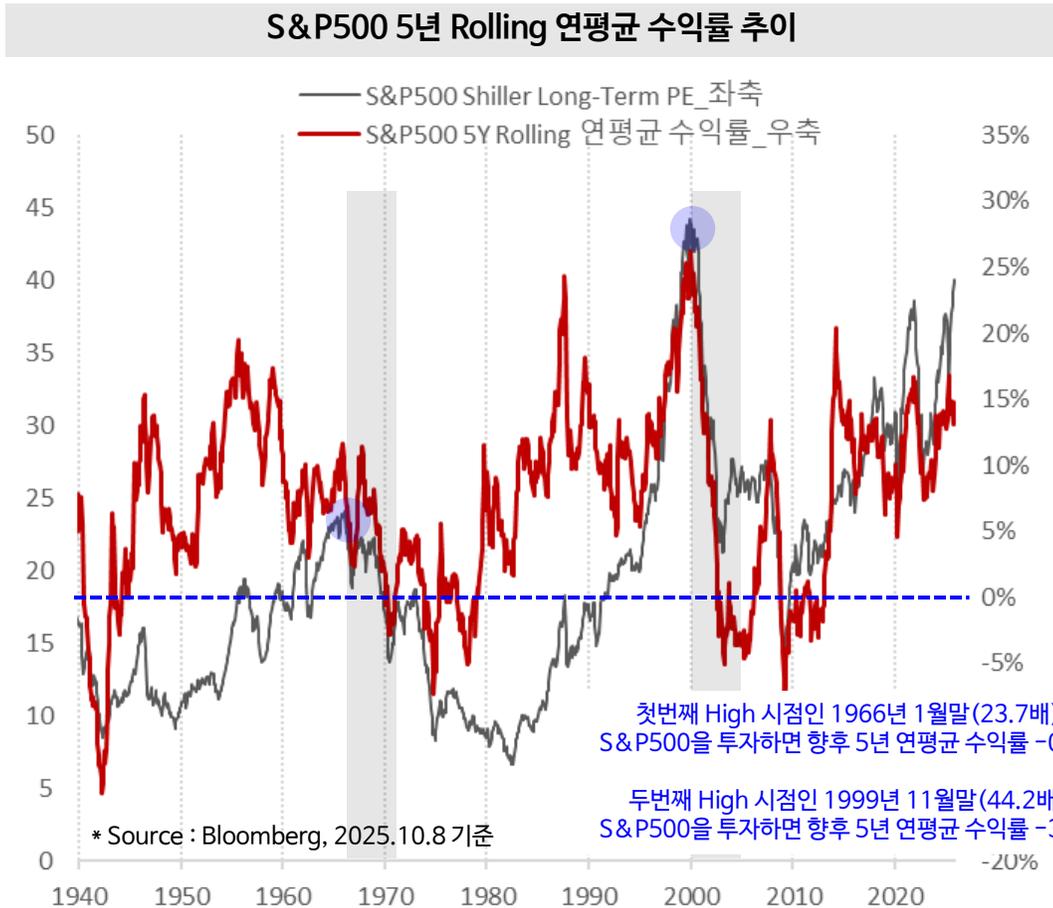


S&P500 Risk Premium(Yield Gap)와 미국 실업률 뚜렷한 정관계



미국 증시(S&P500)는 ‘좋은 기업’이지만 지금은 ‘좋은 주식’이 아닙니다. 비싸기 때문입니다.

- 2025.10.8 기준 S&P500 Long-Term PER(CAPE)은 40배입니다. 2000년 IT 버블 때 기록한 역사적 High(약 44배)에 거의 근접했습니다.
- 과거 Long-Term PER 정점에서 S&P500에 투자하면 향후 5년, 10년 연평균 수익률은 모두 마이너스였습니다.



경기 침체 시작되면 미국 증시는 크게 하락합니다. (경기 침체 시 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 경기 침체 발생 시 증시는 예외 없이 하락

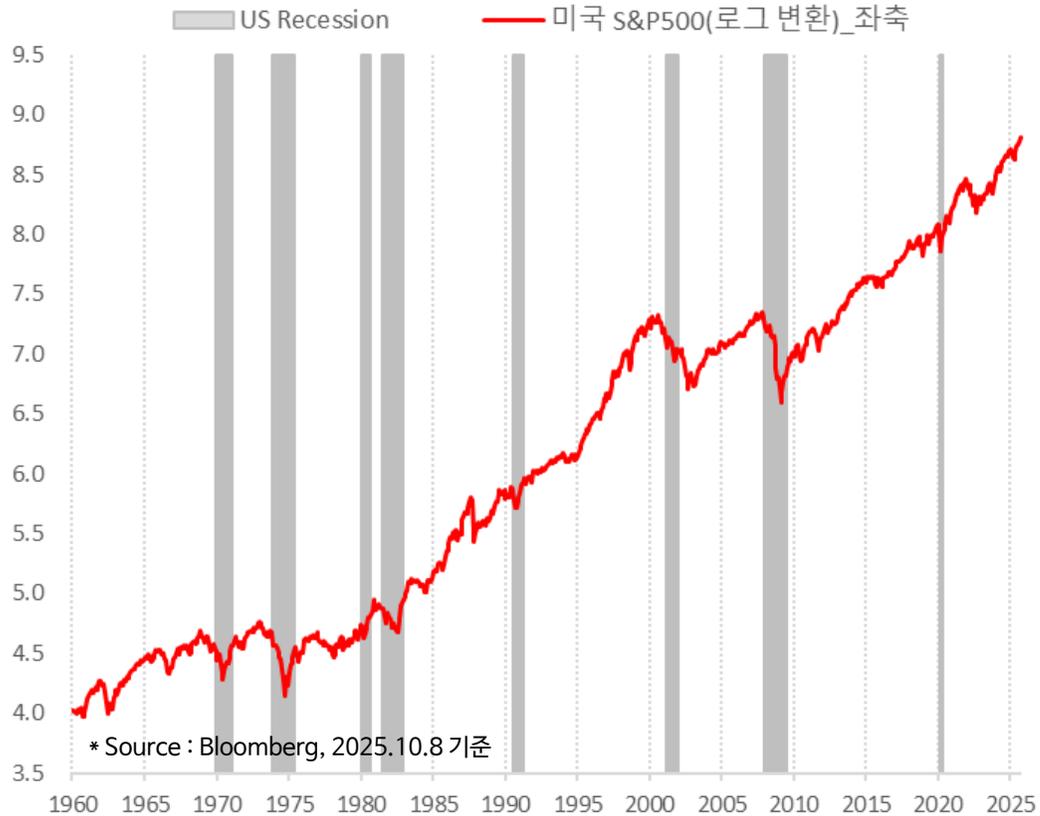
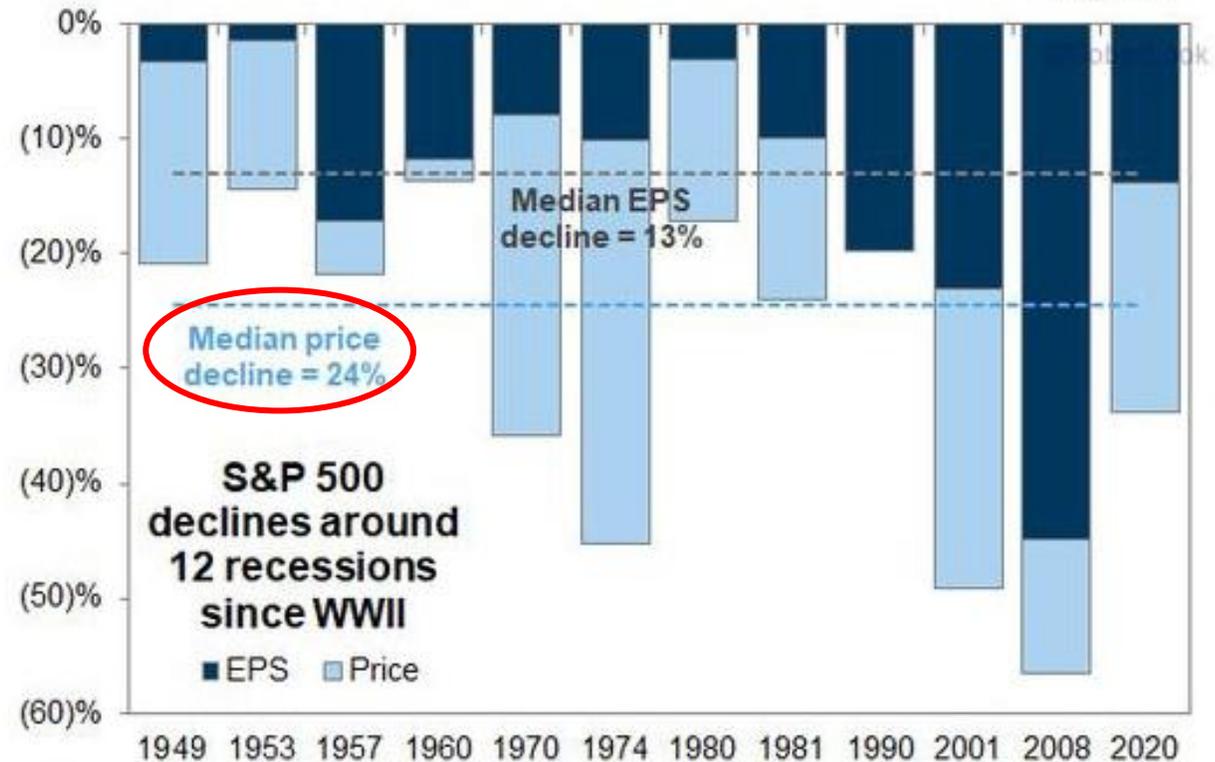


Exhibit 7: The S&P 500 has typically declined by about 25% around economic recessions



Source: Goldman Sachs Global Investment Research

OpenAI + NVIDIA 투자 계약, OpenAI + AMD 투자 계약, 거대한 폰지 사기? (닷컴버블 기사감)

OpenAI-NVIDIA, OpenAI-AMD 폰지 사기 유사성 및 AI 거품론 (Google AI 인용)

오픈AI와 엔비디아, 그리고 최근의 AMD와의 거래에서 제기되는 '순환 출자' 또는 '순환 거래' 유사성 우려는 다음과 같은 투자 및 구매 구조에서 비롯됩니다. 엔비디아의 투자금이 사실상 오픈AI의 칩 구매 대금으로 다시 엔비디아에게 돌아가는 형태가 됩니다. 일부에서는 이를 "엔비디아가 스스로에게 자금을 대어 매출을 창출하는 것"으로 봅니다. 엔비디아와의 거래와 유사하게, AMD 칩을 구매하는 오픈AI가 다시 AMD의 지분을 보유하게 되면서, 자금이 투자와 구매를 통해 순환하는 고리가 다각화되는 것으로 보입니다.

'폰지 사기(Ponzi Scheme)'는 새로운 투자자로부터 받은 돈으로 기존 투자자에게 이자나 수익을 지급하는 방식의 금융 사기입니다. 오픈AI와 관련 기업들의 순환 거래를 폰지 사기에 비유하는 것은 다음과 같은 이유 때문입니다.

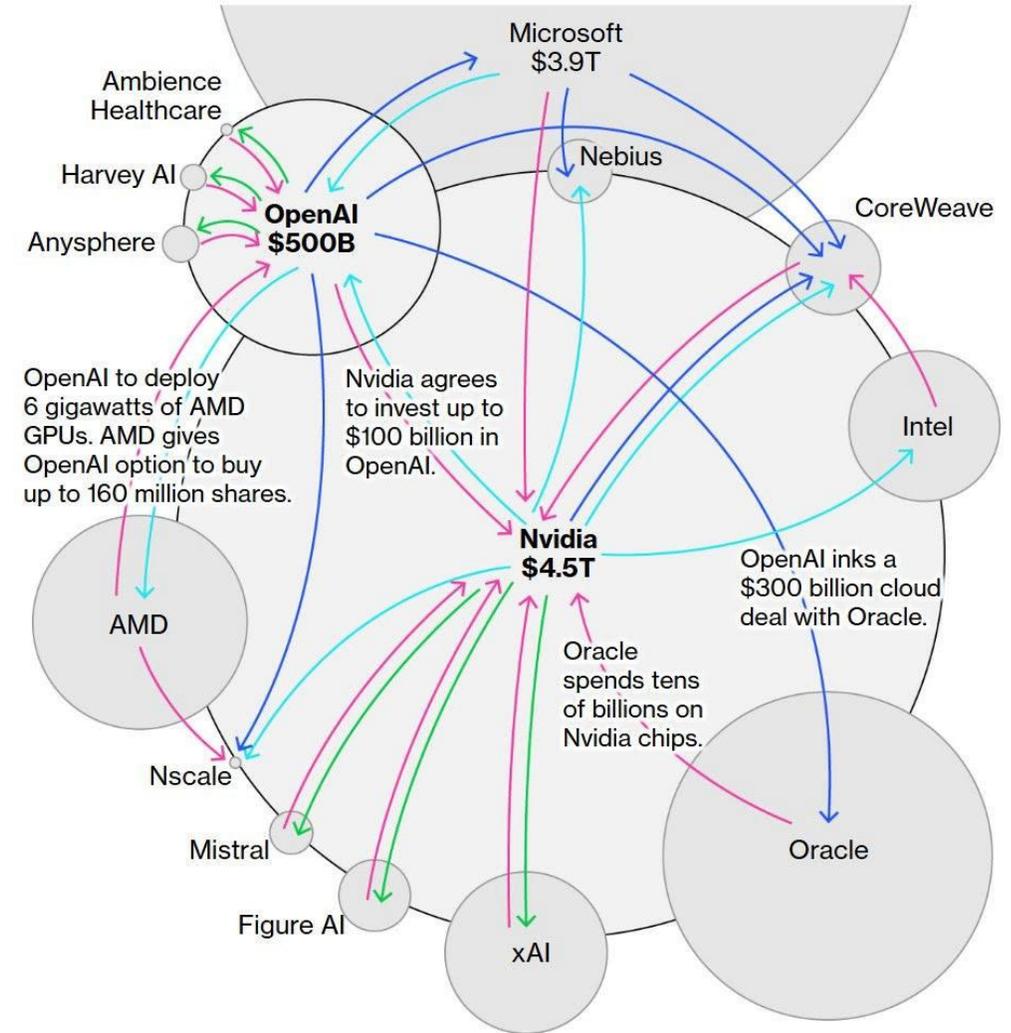
(1) 지속적인 수요에 대한 의존 : 이 순환 거래 구조는 AI 서비스에 대한 폭발적이고 지속적인 수요 증가가 전제되어야만 유지될 수 있습니다. AI 기술의 성장이 둔화되거나 수요가 줄어들면, 칩 기업의 매출이 줄고, 이는 다시 오픈AI 같은 AI 기업의 가치 하락과 자금 유치 어려움으로 이어질 수 있습니다.

(2) 수익성의 불확실성 : 천문학적인 투자금이 AI 인프라 구축에 투입되고 있지만, 이러한 대규모 투자가 궁극적으로 실질적인 대규모 수익으로 이어질지에 대한 근본적인 의문이 있습니다. 만약 수익이 예상만큼 발생하지 않고, 새로운 투자나 대출로만 이 순환이 유지된다면, 시장은 이 구조가 지속 가능하지 않은 거품이라고 판단할 수 있습니다.

(3) 닷컴 버블 기사감 : 막대한 자금이 오가는 현상이 2000년대 초 닷컴 버블 시대를 연상시킨다는 불안감도 큼니다. 당시에 도 혁신 기술에 대한 기대감으로 기업 가치가 과도하게 부풀려졌지만, 실질적인 수익 모델이 부족해 많은 기업이 파산했습니다.

(Summary) AI 산업의 혁신에 대한 기대와 함께, 오픈AI와 주요 반도체 기업 간의 '순환 거래' 방식은 자금의 투명성과 기업 가치의 건전성에 대한 우려를 낳고 있습니다. 특히, 대규모 투자가 실질적인 외부 수익 창출보다는 자사 제품 구매로 이어지는 형태는 '폰지 사기'에 비유될 정도로 시장의 AI 거품론을 부채질하는 요인이 되고 있습니다.

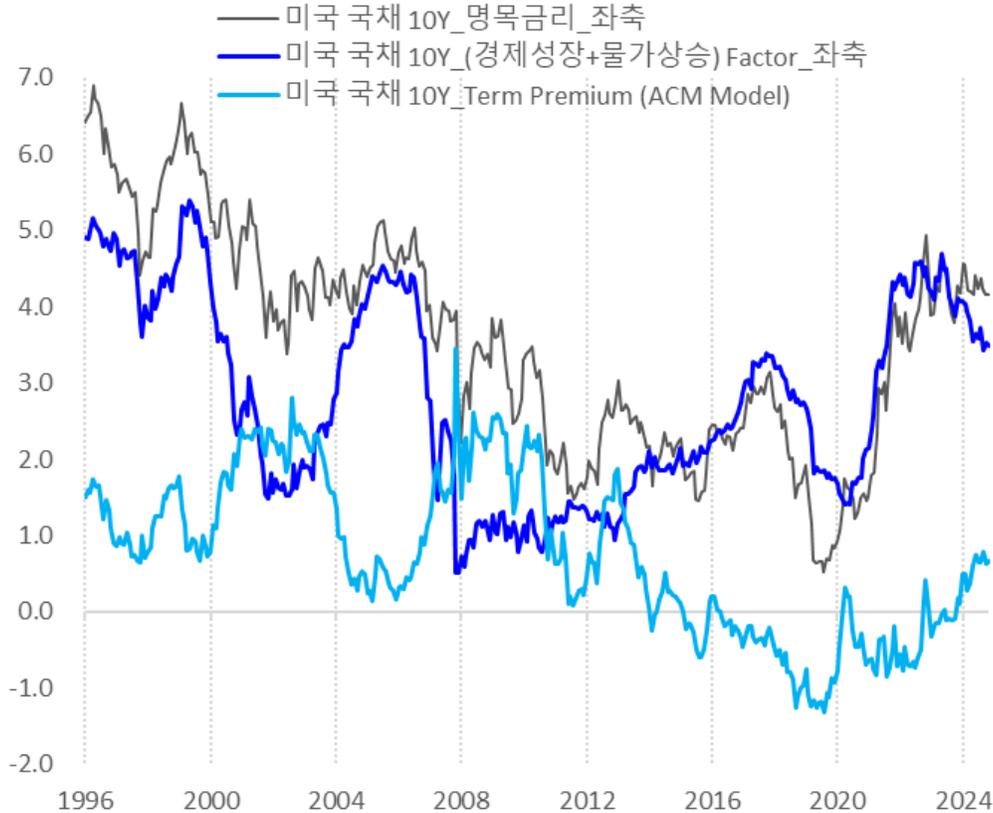
Hardware or Software / Investment / Services / Venture Capital
Circles sized by market value



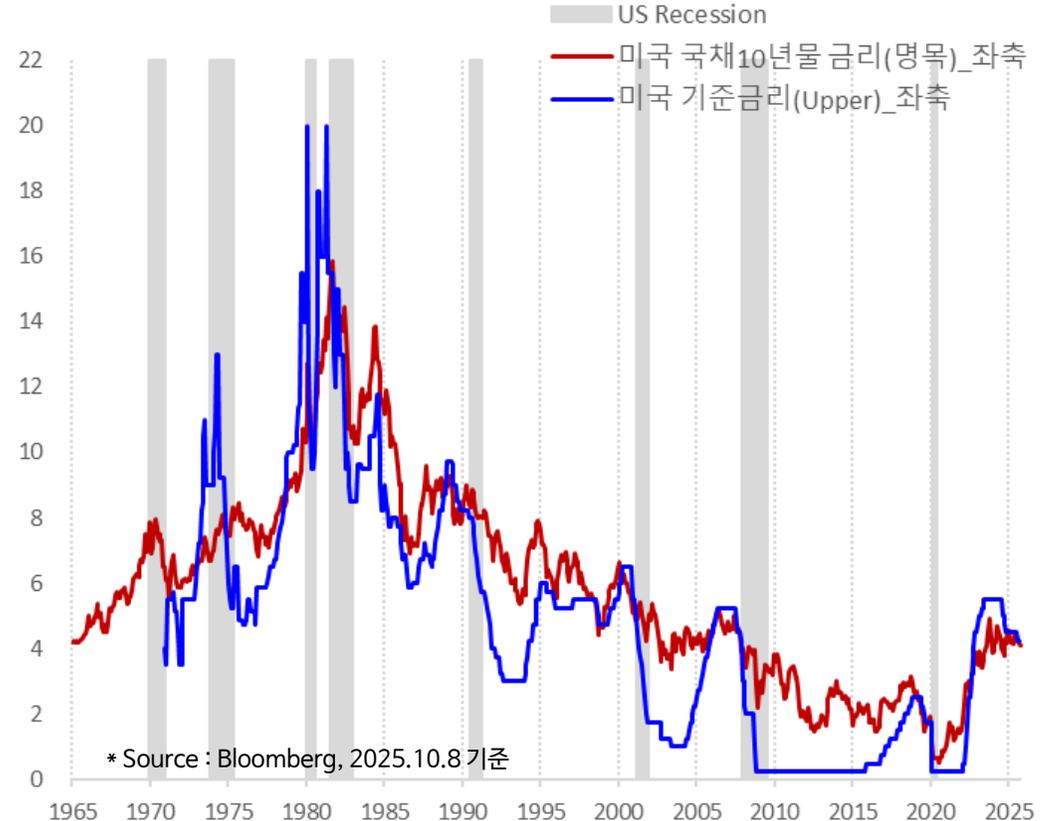
안전장치 (1) 미국 장기물(10y) 국채 투자: 듀레이션 확대

- 장기간 이어진 고금리 여파로 미국 경제성장이 크게 둔화되거나 침체될 것으로 예상됩니다.
- 경제성장 둔화 및 침체 이유로 기준금리가 인하되면 장기물 국채 금리도 동반 하락할 것입니다. 단, 10년물 중심으로 USDKRW환율 환헤지 투자를 권장합니다.

미국 국채 10년물 금리에 반영된 경제 펀더멘탈 요인은 계속 하락 중



경기 침체 배경으로 기준금리 인하되면 장기물 국채 금리도 동반 하락



안전장치 (2) 엔화 강세(JPYKRW환율 상승) 투자

- 미국은 금리 하락하지만 일본은 금리 상승하고 있어서 미국-일본 국채 금리 스프레드 축소되고 있습니다. 이는 엔화 강세(USDJPY환율 하락) 요인으로 작용합니다.
- USDJPY환율 하락하면 JPYKRW환율 상승합니다. 즉, 미국 경기 둔화로 미국 국채 금리가 하락한다면 한국인의 엔화도 강세 전환될 것입니다.

일본 정치 지형 변화로 노이즈가 발생되고 있지만 엔화 강세 환경 지속



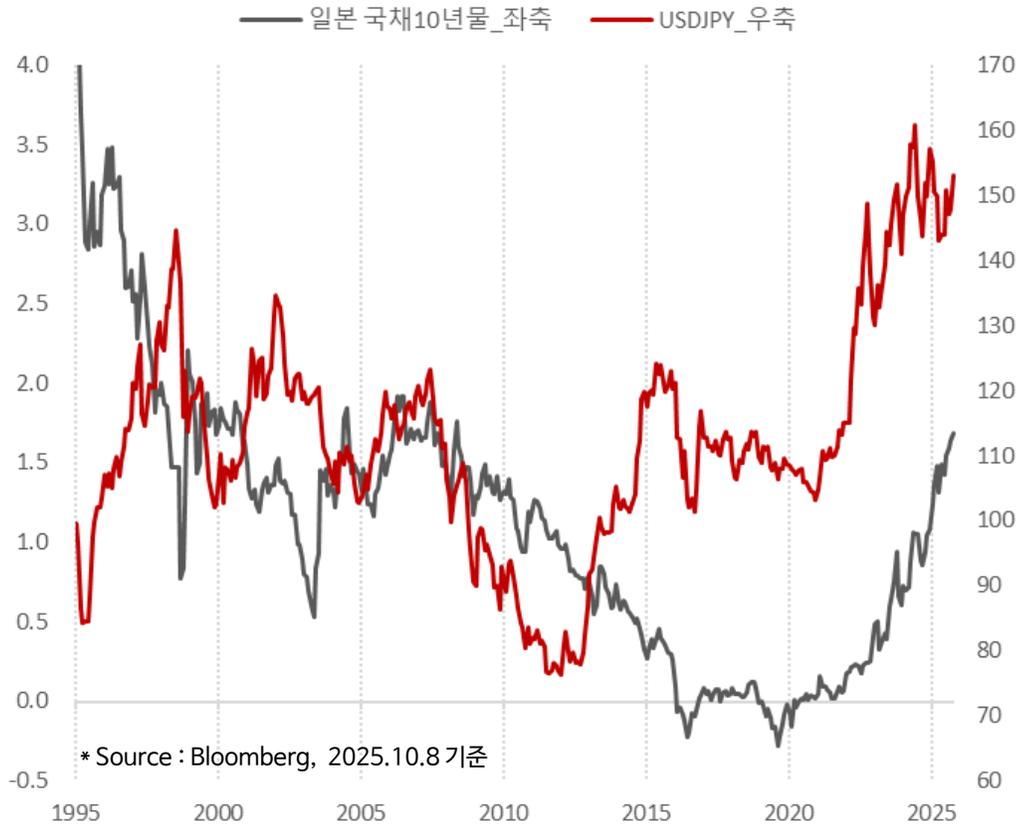
USDJPY환율 하락 = JPYKRW환율 상승



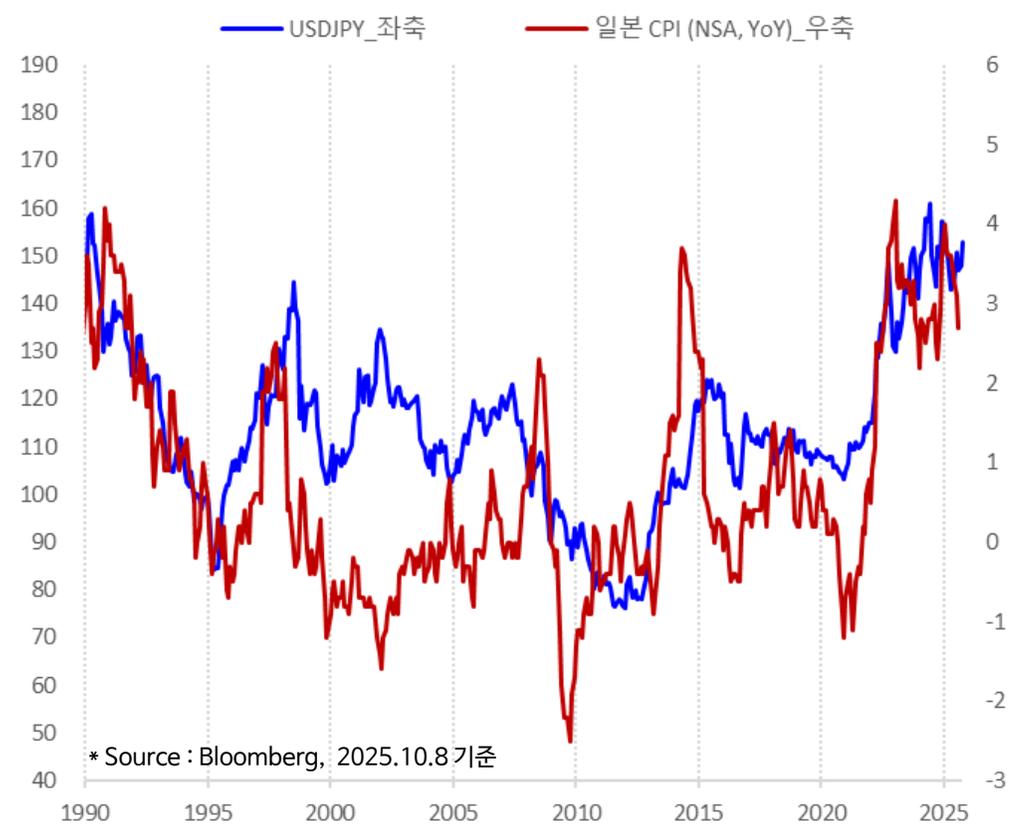
새로운 일본 총리 선출로 인한 엔화 약세는 단기에 그칠 것입니다. 엔화 강세 의견을 유지합니다.

- 아베노믹스(엔화 약세, 저금리)를 주장하는 다카이치 사나에 의원이 새로운 일본 총리로 선출되어 엔화가 다시 약해지고 있습니다.
- 그러나 엔화 추가 약세는 일본 물가상승 압력을 높여서 오히려 금리를 상승시키고, 금리가 상승하면 엔화가 약해지기 어렵습니다.
- 일본 정부가 확장적 재정정책을 다시 펼쳐서 엔화를 약하게 만든다면 일본 국채 금리 급등으로 제동이 걸릴 것입니다.

엔화를 약하게 만들려면(USDJPY환율 상승) 일본 국채 금리 하락 필요



추가 엔화 약세는 일본 물가상승률을 더 확대시켜서 금리 상승 압력을 높임



안전장치 (3) VIX, Gold 투자

- 미국 증시 하락하면 변동성 (VIX) 지수가 급등합니다. 전체 자산의 10~15% 한도로 VIX 투자를 병행하면 증시 하락 충격을 완충할 수 있습니다.
- 최근 5년 동안 금가격은 대체로 미국 증시와 반대로 움직였습니다. 미국 증시 하락하면 달러 약세가 심화될 것이므로 금가격 추가 상승 예상됩니다. 단, 금가격과 미국 증시는 항상 역관계는 아닙니다. 미국 증시 하락할 때 금가격 상승한다면 추가 매수하지 말고 차익 실현을 권장합니다.

미국 증시 하락 = VIX(변동성 지수) 상승



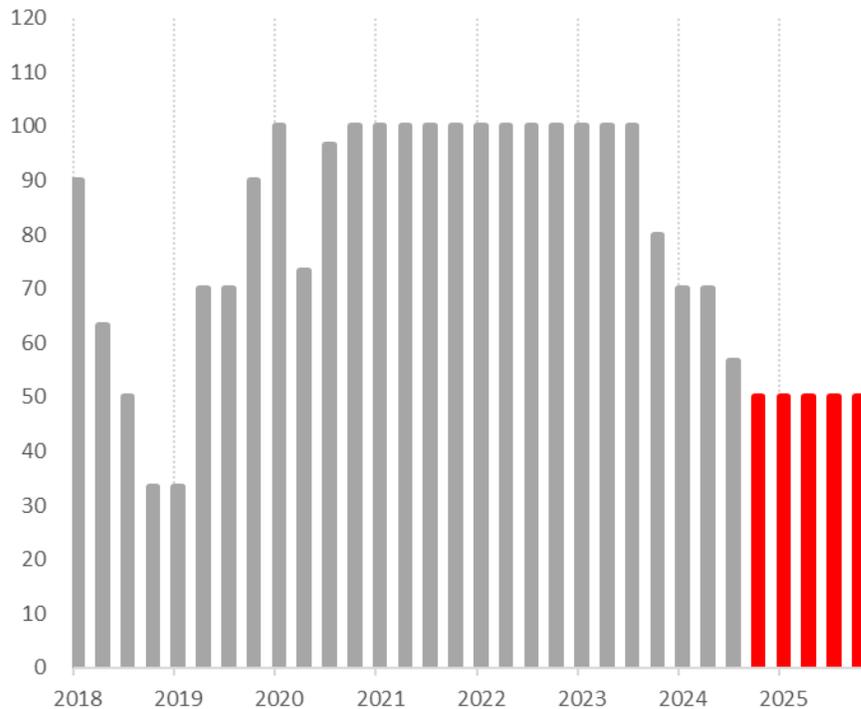
미국 증시 하락 = 달러 약세 = 금(Gold) 가격 상승



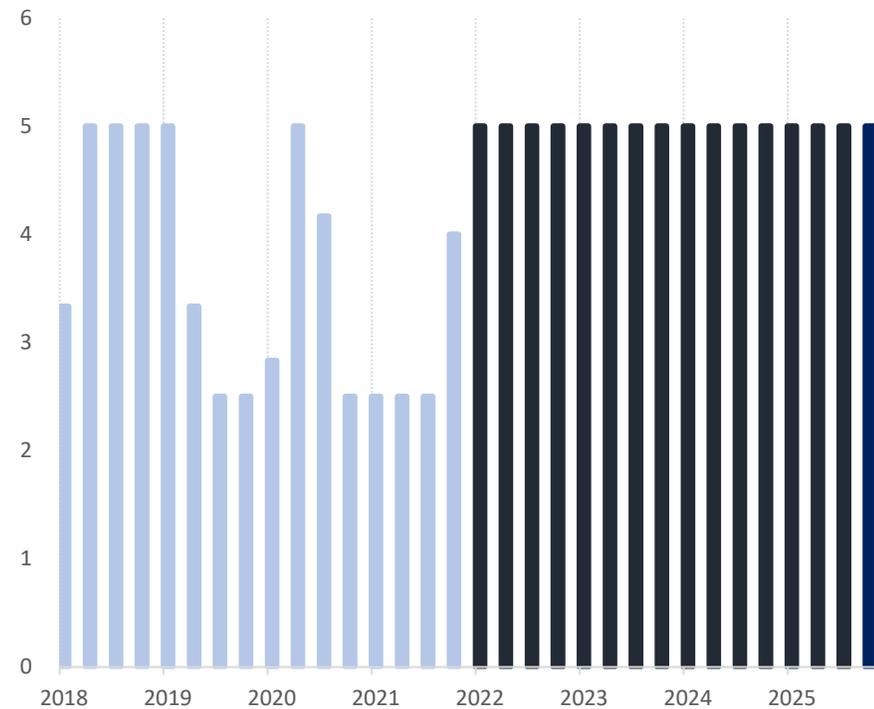
2025년 4분기 자산배분전략: 위험자산 비중 축소 유지, (미국) 국채 듀레이션 확대 유지

- 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.