

BUY LOW SELL HIGH

2025년 3분기 글로벌 금융시장 전망 및 투자전략

고평가된 자산 축소하고, 저평가된 자산 확대해야 합니다.



이음컴퍼니 자산관리센터

본 자료는 2025.6.6 기준으로 작성되었습니다.

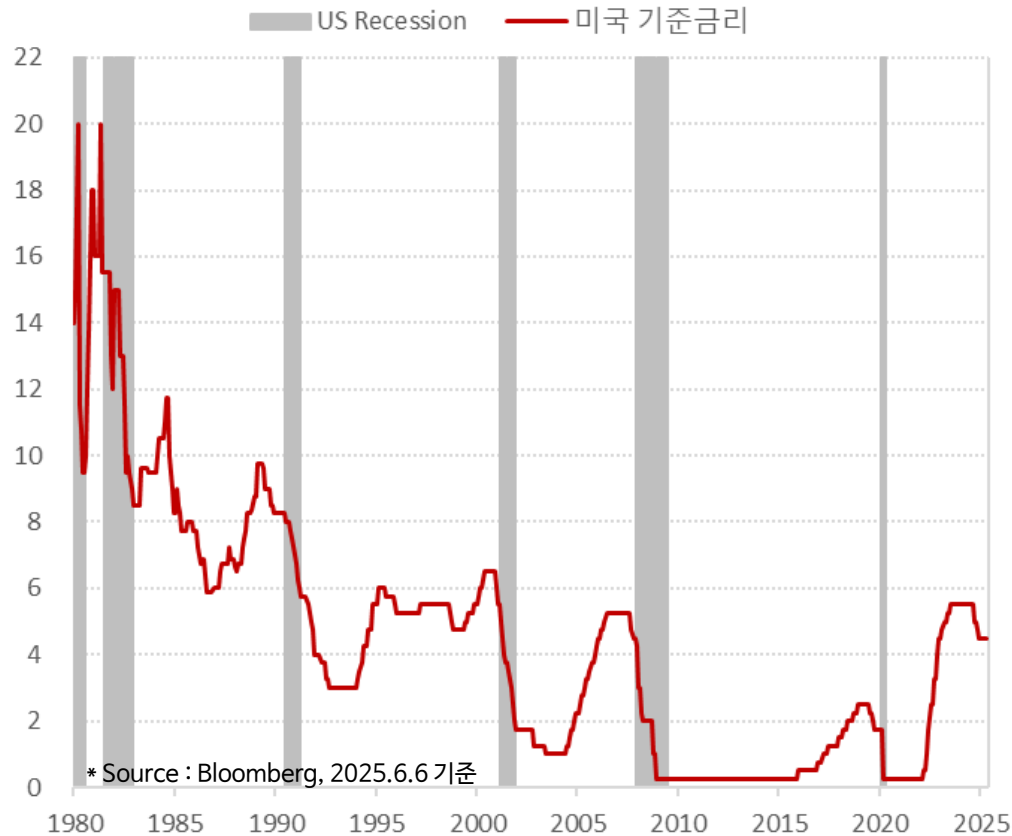
고평가 자산 (1) 미국 증시

= 비중 축소 =

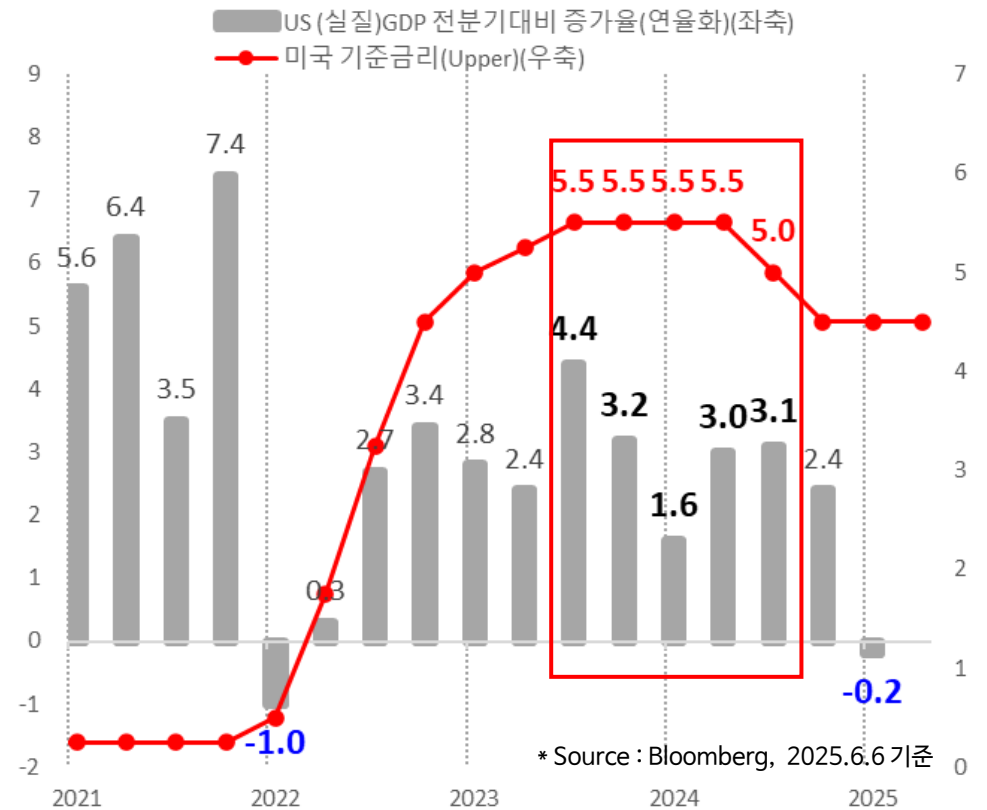
2025년 1분기 미국 실질 GDP QoQ증가율 -0.2%(연율화), 3년 만에 처음으로 마이너스 전환

- 강력한 긴축이 전개되고나서 기준금리 인하되기 시작하면 거의 대부분 경기 침체 시작되었습니다. 아이러니하게도 금리가 인하되면 경제가 개선되지 않고 망가졌습니다.
- 이번 긴축에서도 기준금리가 5.25~5.50%에 머물 때는 경제성장률(QoQ, 연율화)이 평균 3%를 넘었는데, 기준금리 인하 이후 경제성장률이 빠르게 낮아지고 있습니다.

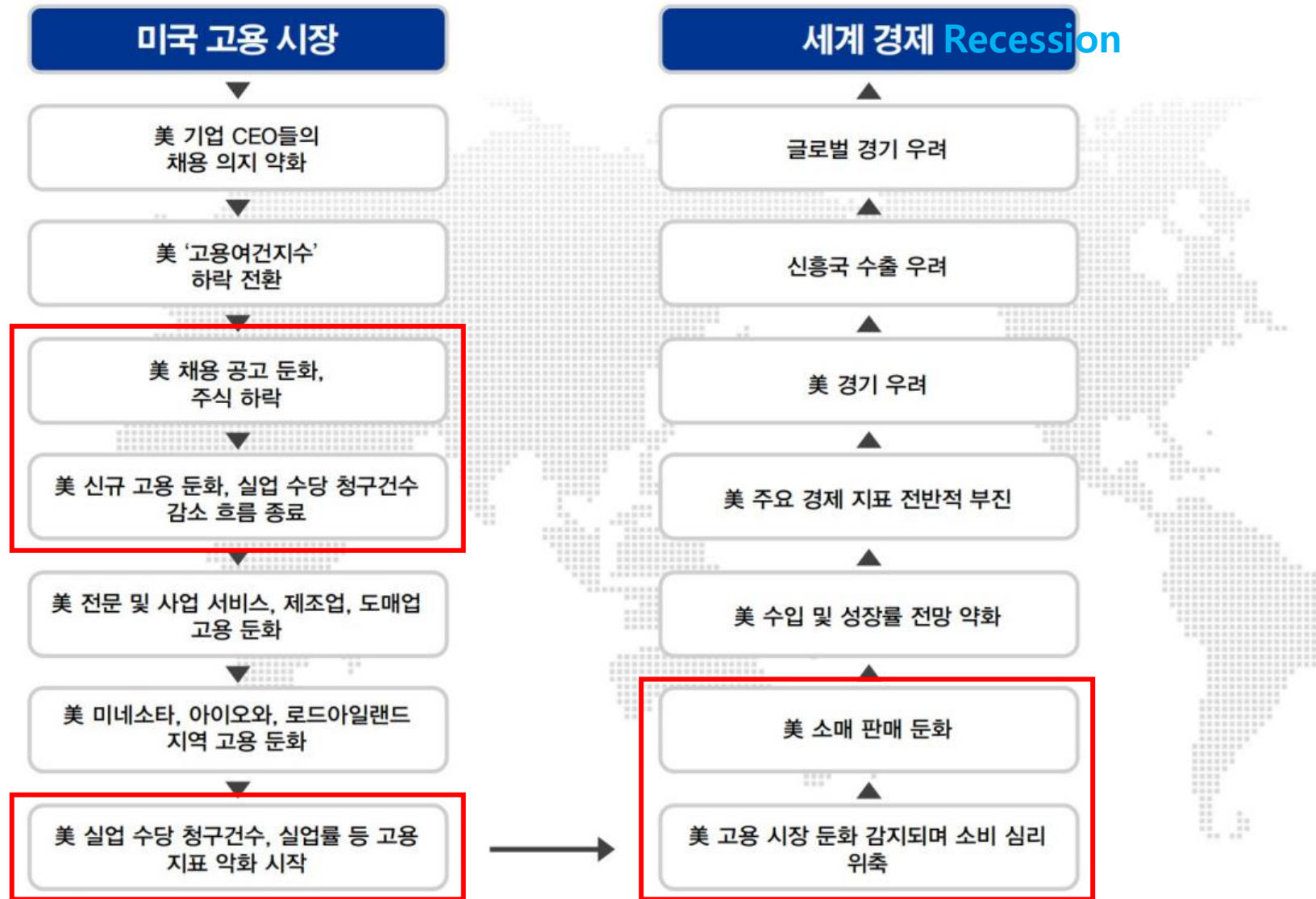
“강력한 긴축+기준금리 인하” 조건이 충족되면 예외없이 경기 침체 시작



이번에도 기준금리 인하가 시작되면서 경제성장률 하락 발생



미국/글로벌 경기 침체는 “미국 고용지표” 둔화에서 시작됩니다.



자료: IBK투자증권

미국 경기 침체 시작 (1) 실업률 상승 전환

조건 충족

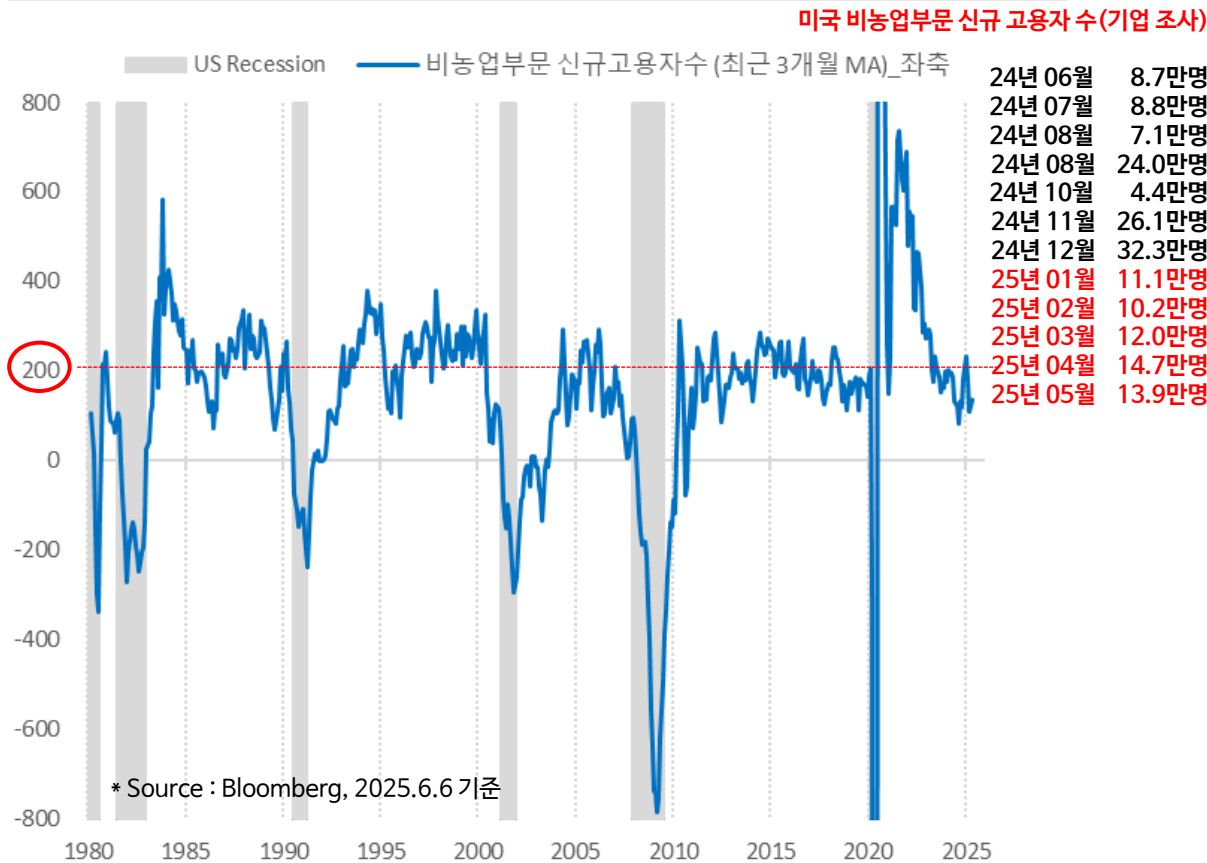
- 실업률 상승 전환되면 어김없이 경기 침체 시작되었습니다.
- 미국 실업률은 2023년 4월에 3.4% 저점 기록 후 점진적으로 상승하고 있습니다. (2025년 5월 4.2%)



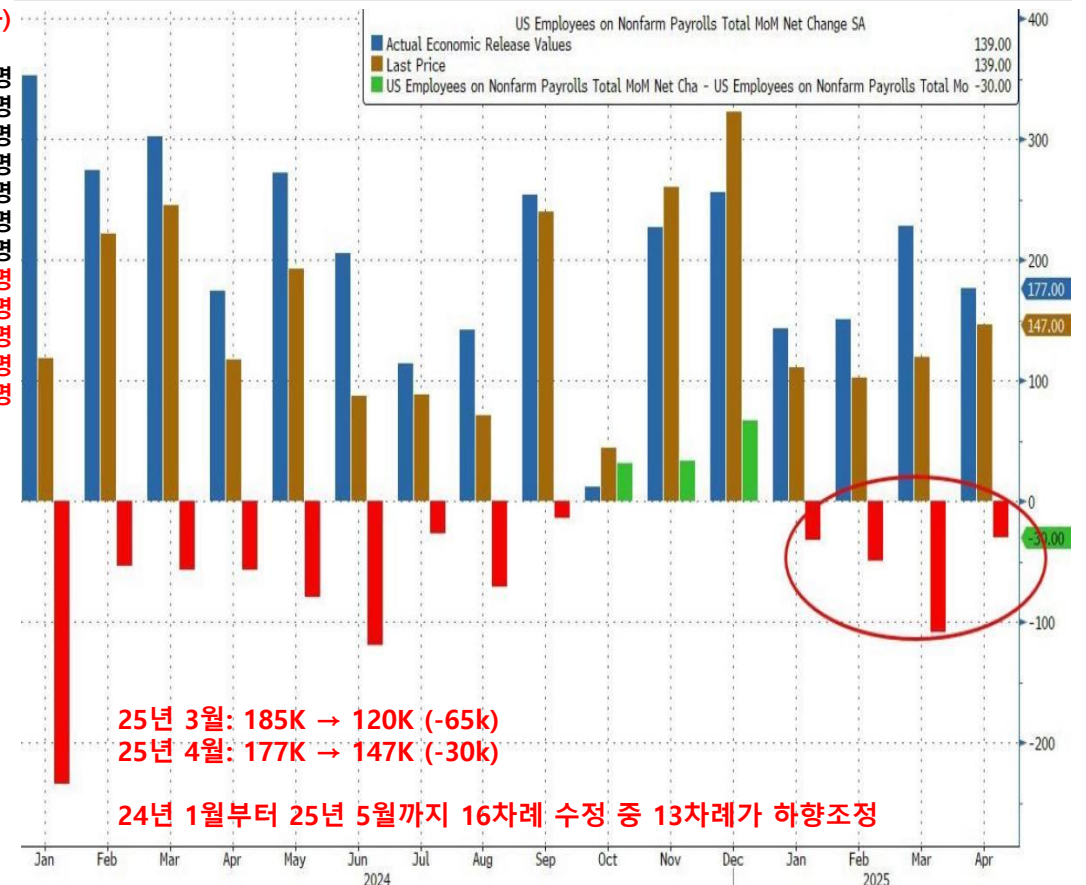
비농업부문 신규 고용, 25년부터 확연하게 낮아지고 있으며 최근 계속 하향 조정되고 있습니다.

- 비농업부문 신규 고용자 수(Non-Farm Payrolls)는 실제보다 과대 평가되는 경향이 있습니다.
- 25년 1월 고용지표에서 계절조정 Factor 변경과 인구 추정 모델 변화로 인해 24년 고용이 기존 발표보다 약 20% 하향 조정되었습니다.
- 25년 들어서 신규 고용이 10만명 초반대로 둔화되고 있으며 최근 계속 하향 조정되고 있습니다.

미국 비농업부문 신규 고용자 수(최근 3개월 평균 13만5천명)



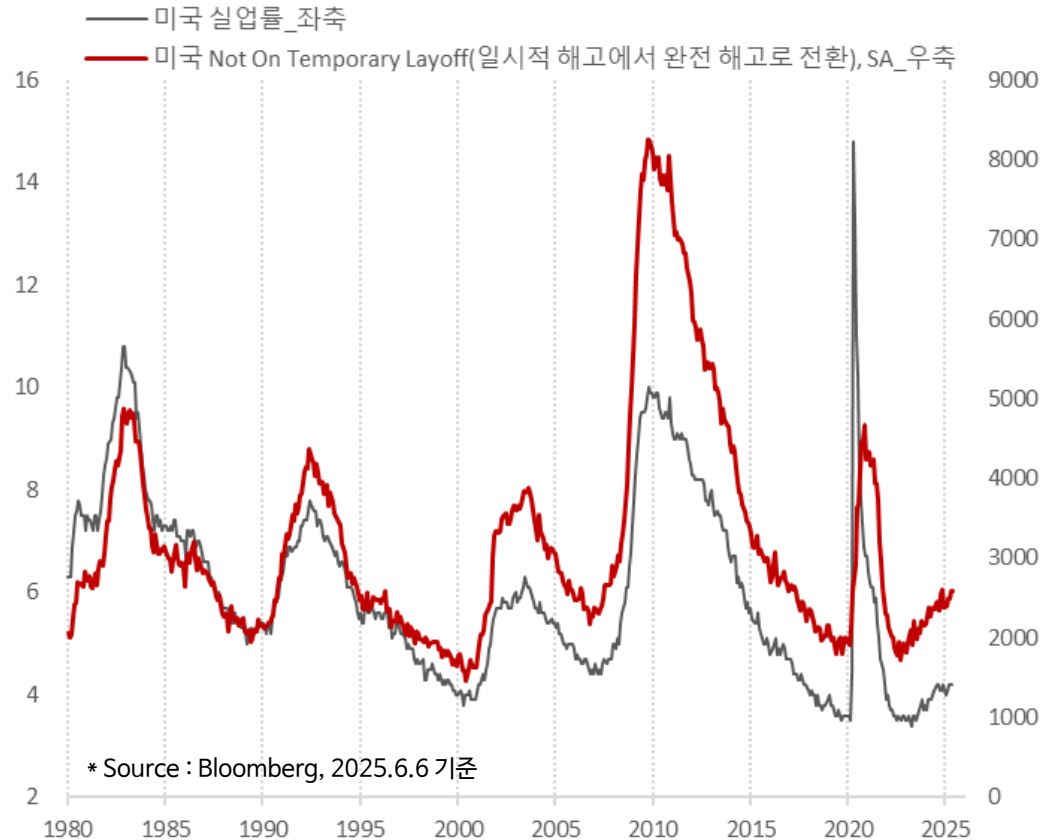
미국 비농업부문 신규 고용자 수, 최근 계속 크게 하향 조정 반복



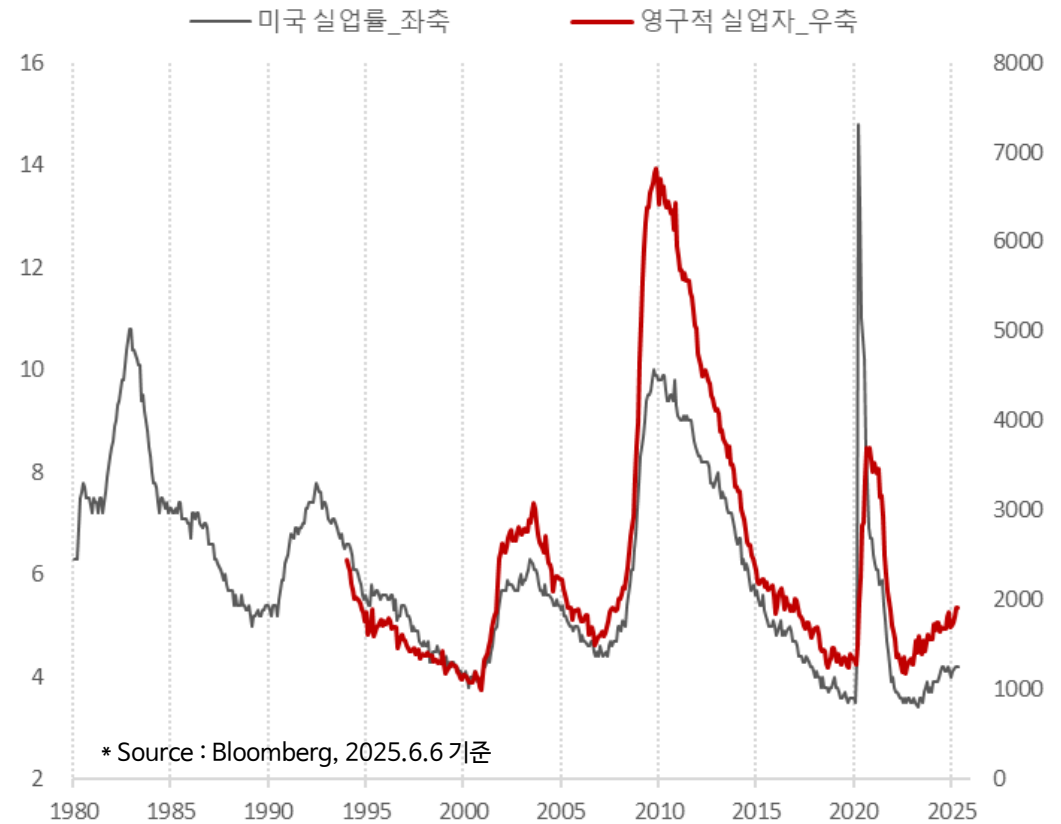
해고자(Not On Temporary Layoff, Permanent Job Loser)도 꾸준히 증가되고 있습니다.

- Temporary Layoff(일시적 해고자)는 재취업일이 정해져 있거나 6개월 이내 재취업이 예상되는 실업자를 의미합니다.
- Not on Temporary Layoff는 초기에는 일시적 해고였으나 회사가 복귀시키지 않아서 완전 해고로 전환된 실업자를 의미합니다.
- 최근 Not On Temporary Layoff, 영구적 실업자(Permanent Job Loser) 모두 상승 추세가 유지되고 있습니다.

Not On Temporary Layoff 꾸준히 증가



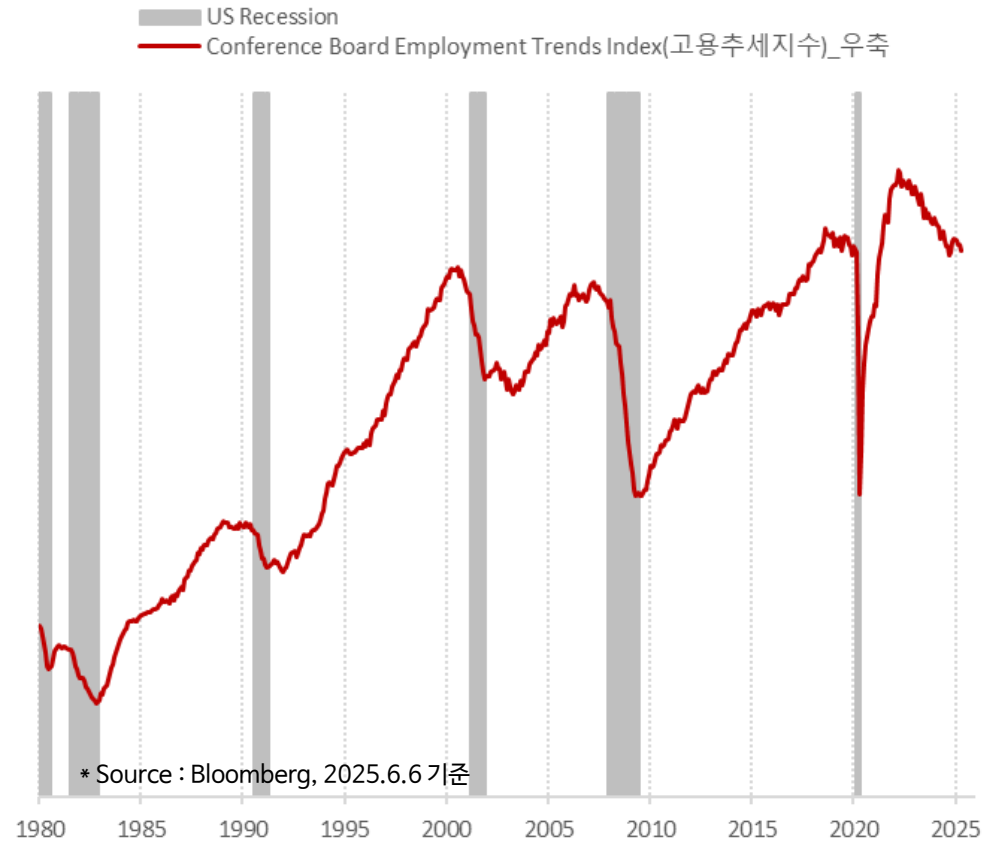
영구적 실업자(Permanent Job Loser) 꾸준히 증가



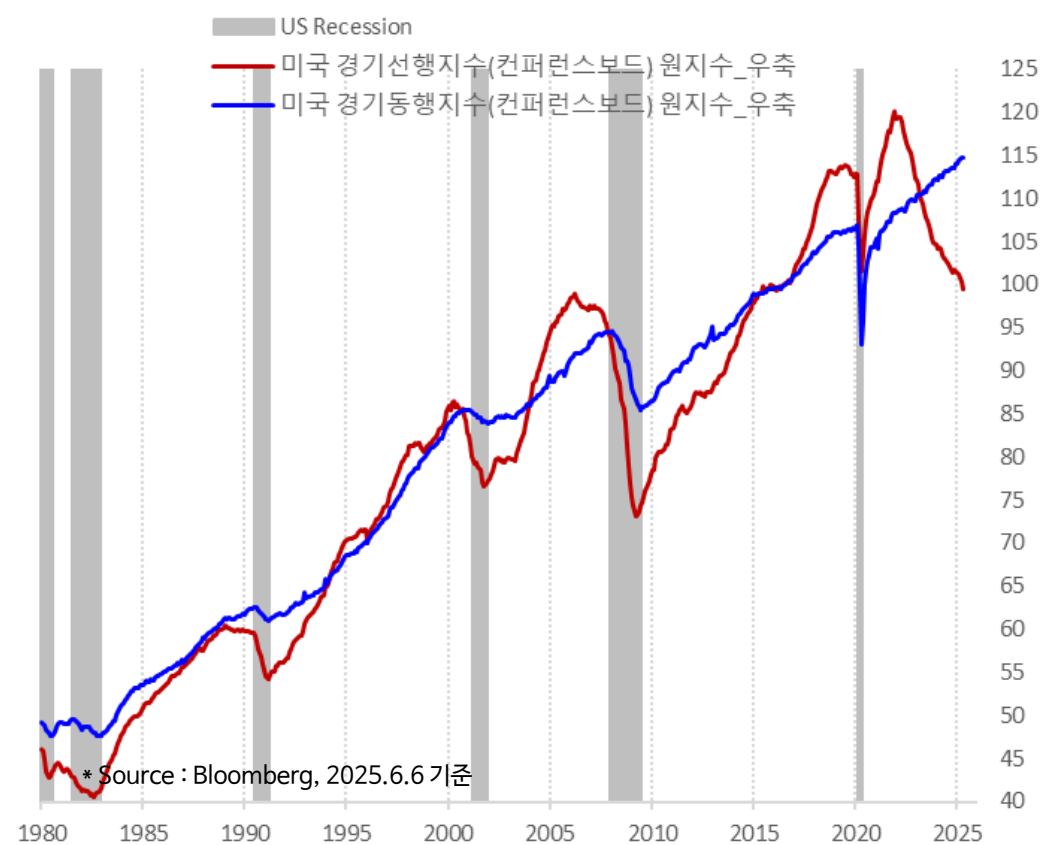
고용 선행지수(컨퍼런스보드 고용추세지수)와 경기 선행지수는 계속 하락하고 있습니다.

- 미국 고용 선행지표인 '컨퍼런스보드 고용추세지수'는 2022년 4월에 Peak-Out되어 현재까지 계속 하락 추세에 유지되고 있습니다.
- 미국 경기 침체가 시작되기 전에 컨퍼런스보드 경기선행지수 '원지수'는 1~2년 앞서서 먼저 하락 전환되었습니다.
- 경기선행지수는 계속 하락하고 있으며 최근에 하락세가 더 가팔라졌습니다.

컨퍼런스보드 고용추세지수(빨간색) vs 미국 경기침체(회색 음영)



컨퍼런스보드 경기선행지수(빨간색) vs 경기동행지수(파란색)

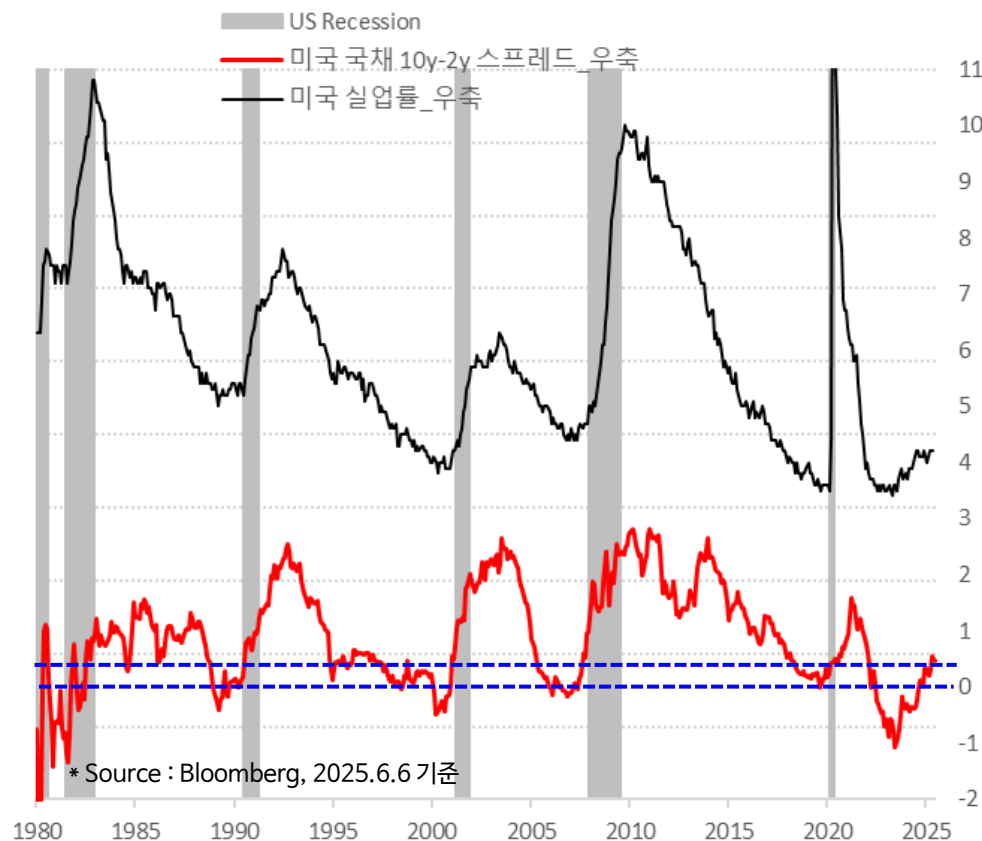


미국 경기 침체 시작 (2) 장단기 국채 금리 스프레드 플러스(+) 전환 및 +50bp 초과

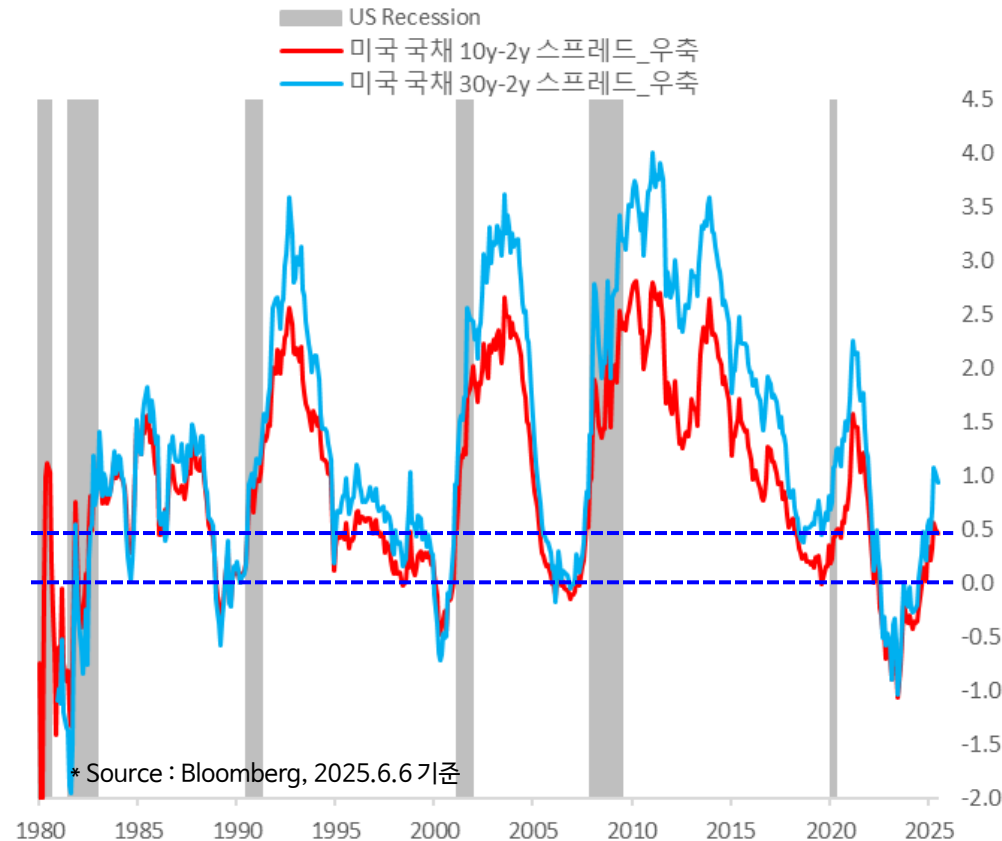
조건 충족

- 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 4월에 +50bp를 초과했습니다.

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



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

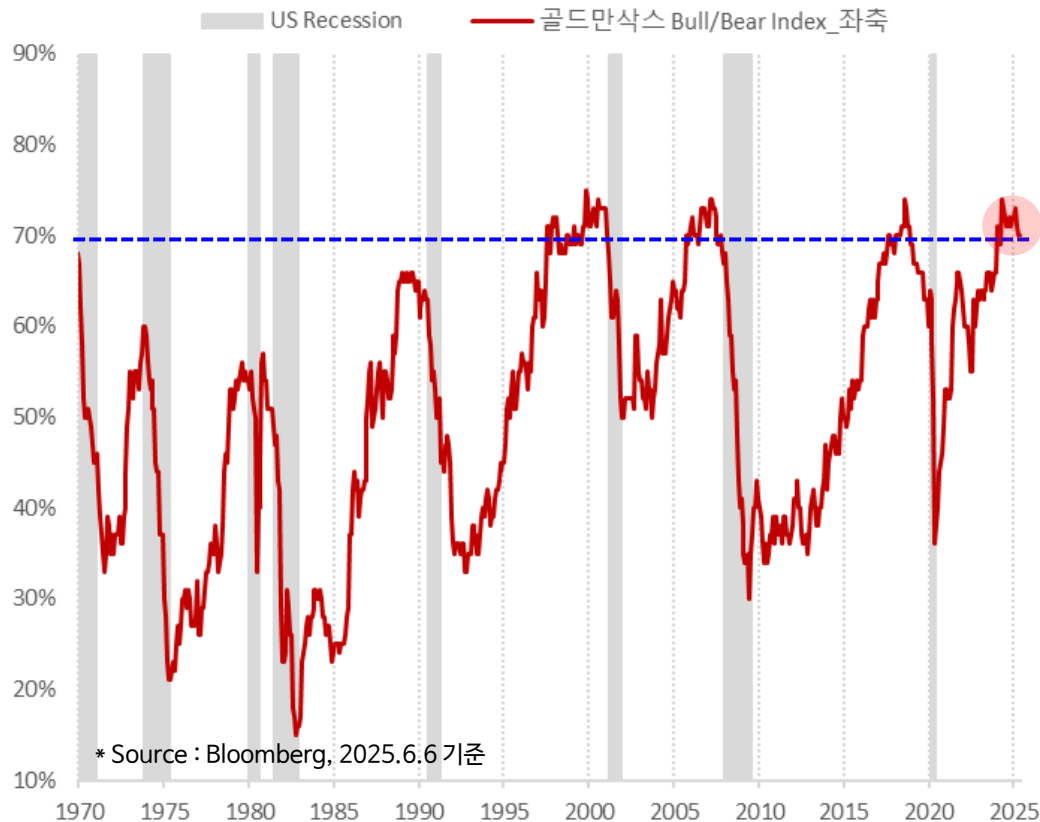


미국 경기 침체 시작 (3) 골드만삭스 Bull/Bear Market Index Peak-Out

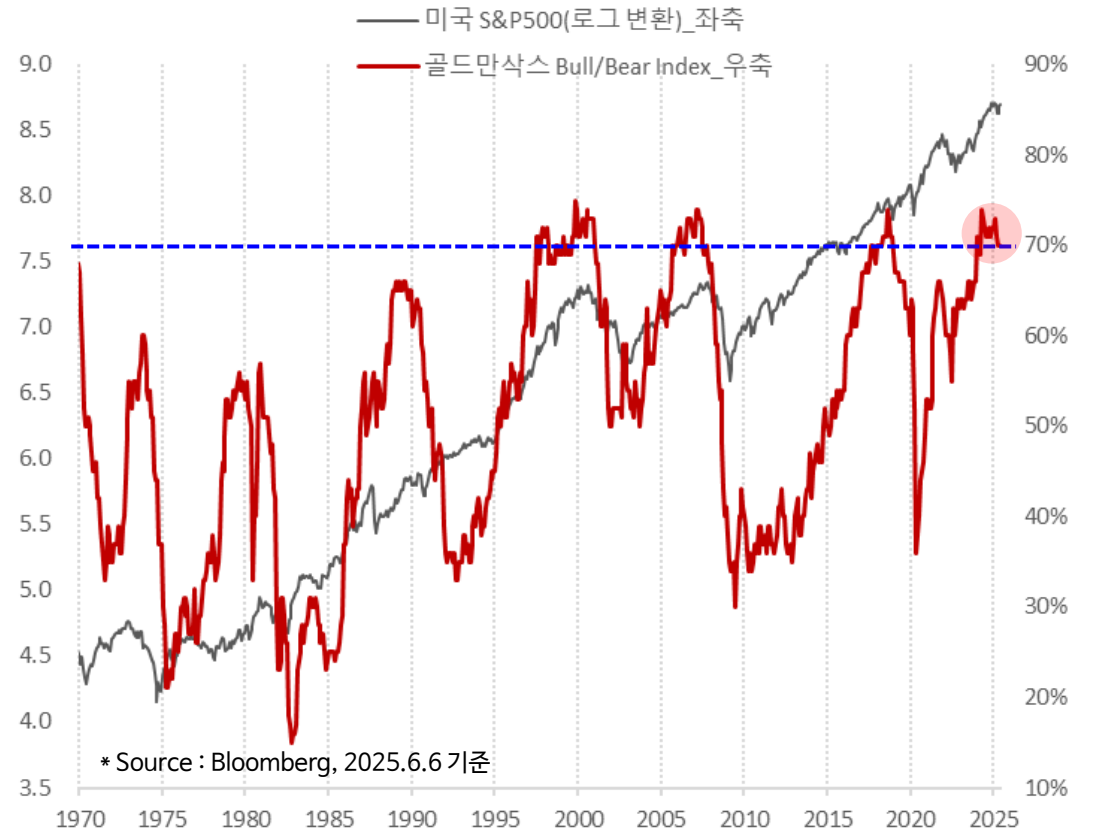
조건 충족

- 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. 25년 5월 기준 이 지표는 70% 입니다. 역사적으로 70% 위에서 Peak-Out되면 경기 침체 시작되었고 미국 증시 약세 전환되었습니다.

골드만삭스 Bull/Bear Market Index (73까지 상승했다가 70으로 하락)



골드만삭스 Bull/Bear Market Index (빨간색) vs S&P500(검정색,로그 변환)



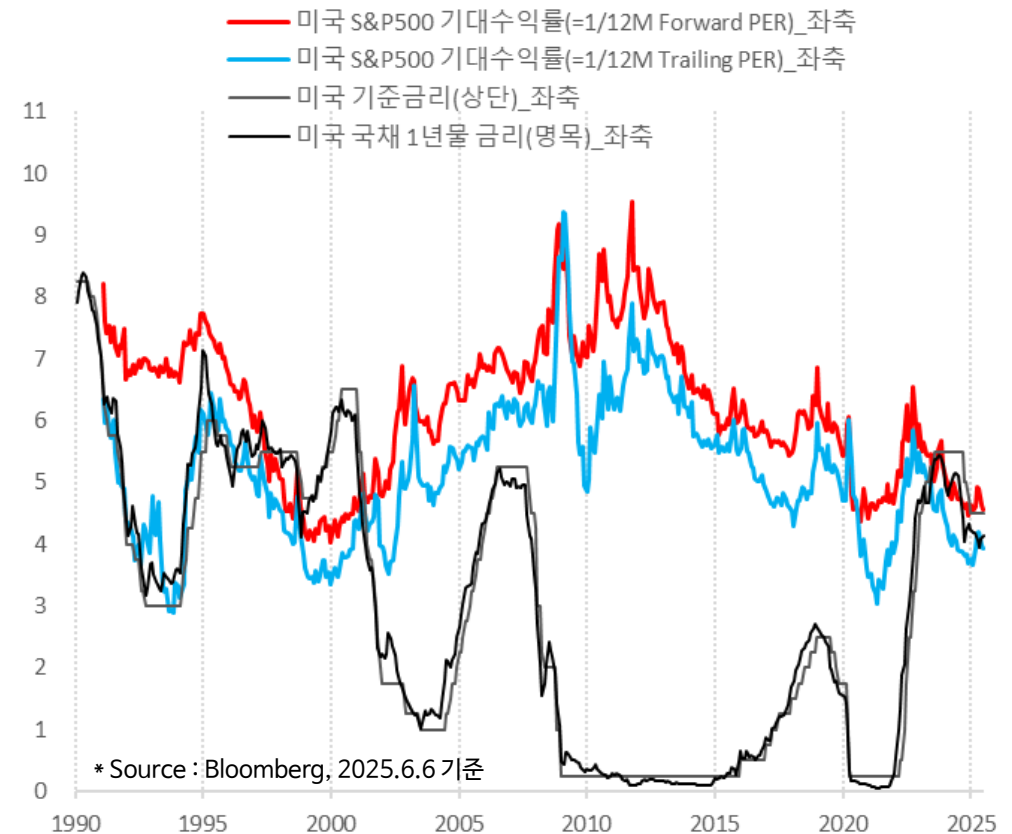
미국 증시 비싸져서 안전자산 대비 위험자산 투자 보상(일드갭, Equity Risk Premium)이 너무 작습니다.

- P/E 역수(=1 / PER)는 주식에 대한 기대수익률입니다. 주식 기대수익률에서 무위험수익률(국채금리)을 차감한 스프레드가 주식 Risk Premium입니다. (=Yield Gap)
- 2025.6.6 기준 향후 1년 S&P500기대수익률 4.568%, 안전자산(국채 1Y) 기대수익률 4.140%, Yield Gap +0.428%p

미국 증시 다시 고평가 영역으로 진입



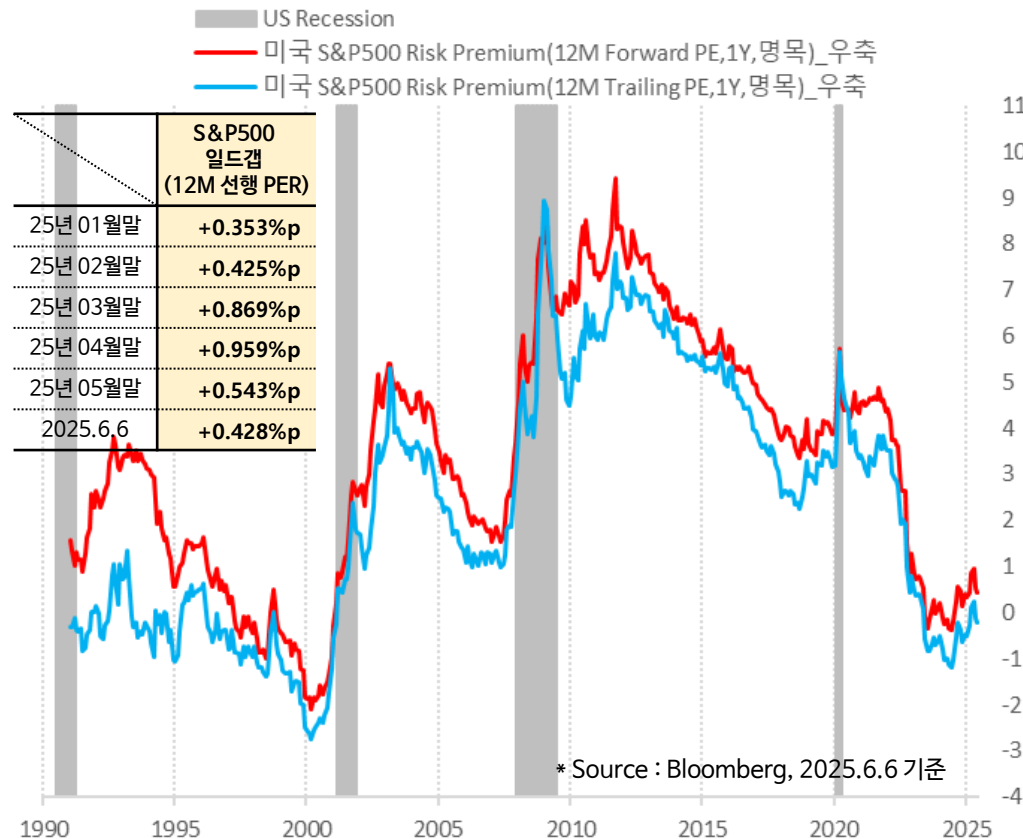
향후 1년 S&P500기대수익률이 안전자산(국채 1Y) 기대수익률과 거의 비슷



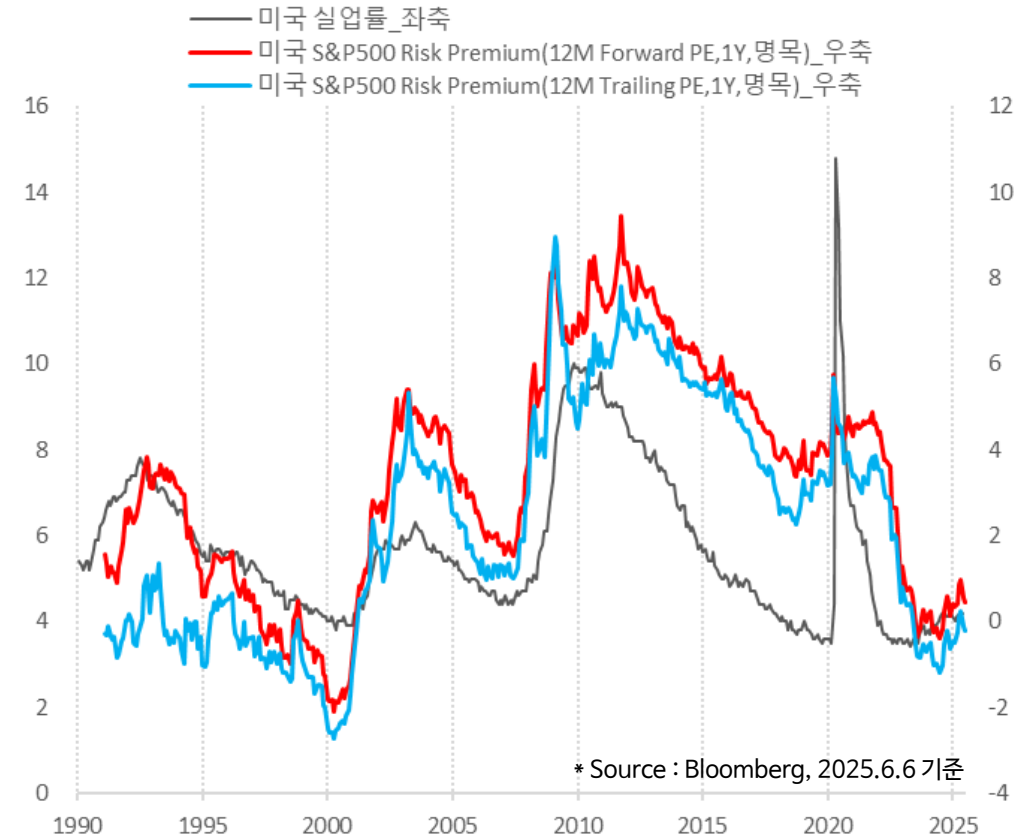
미국 S&P500 Risk Premium(일드갭) Bottom-Out 되면 경기 침체 시작되었습니다.

- S&P500 Risk Premium이 Bottom-Out되면 미국 경기 침체 시작되었습니다. (2024년 7월 이후 Bottom-Out 진행 중~!)
- S&P500 Risk Premium이 Bottom-Out되면 미국 실업률이 상승 전환되었습니다. 이번에도 마찬가지입니다. (미국 실업률 상승 전환 = 미국 경기 침체 시작)

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



S&P500 Risk Premium(Yield Gap)과 실업률 동일한 패턴



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 경기 침체 발생 시 증시는 예외 없이 하락

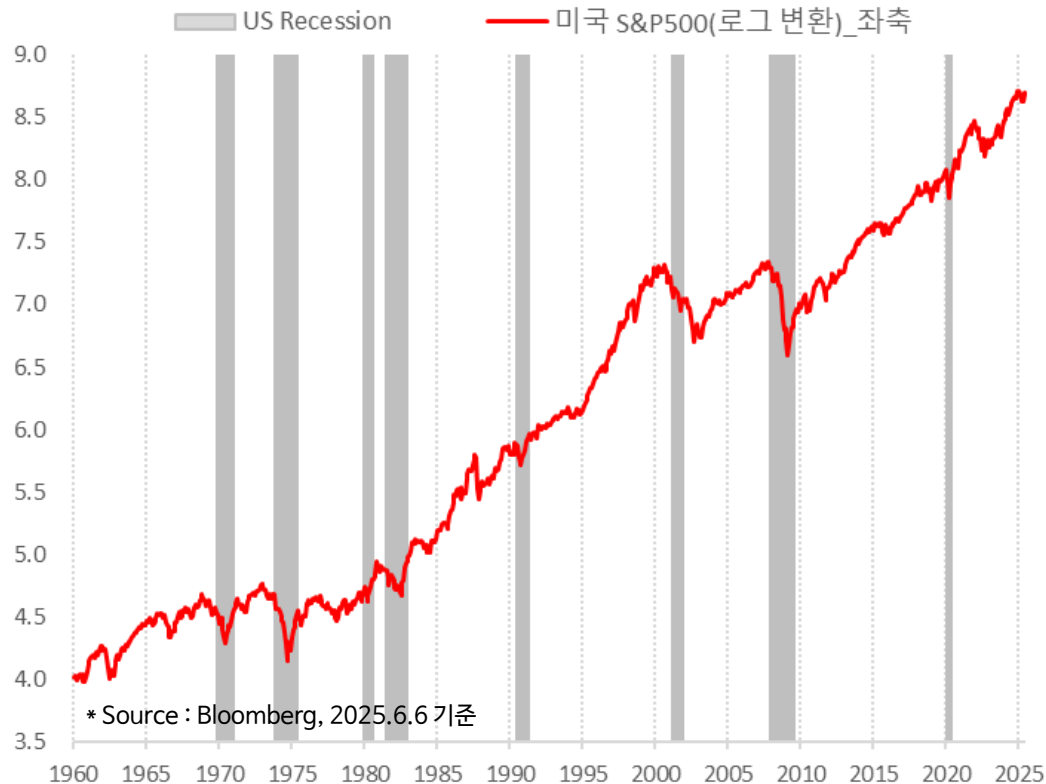
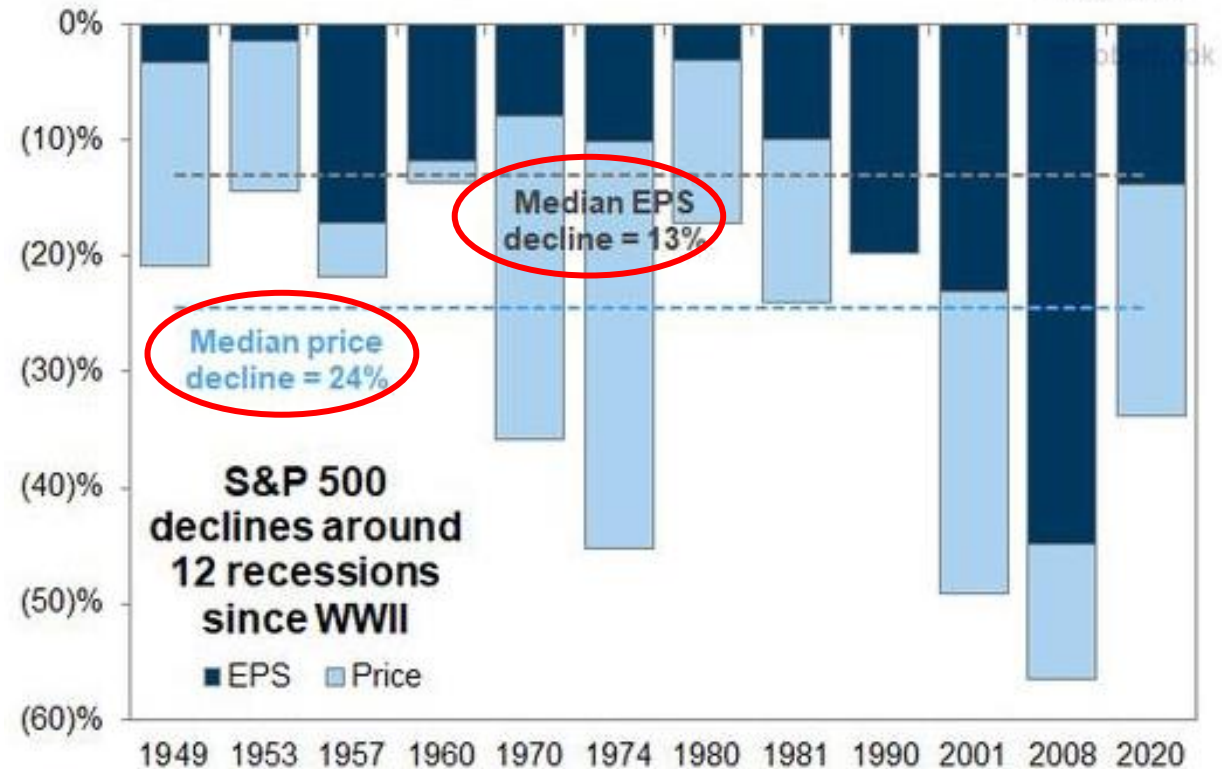


Exhibit 7: The S&P 500 has typically declined by about 25% around economic recessions



Source: Goldman Sachs Global Investment Research

고평가 자산 (2) 달러(USD)

= UH 축소하고 H 확대 =

명목과 실질, 어떤 관점으로 보느냐에 따라 USD 평가가 달라집니다. 실질로 보면 달러 초강세~!

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.

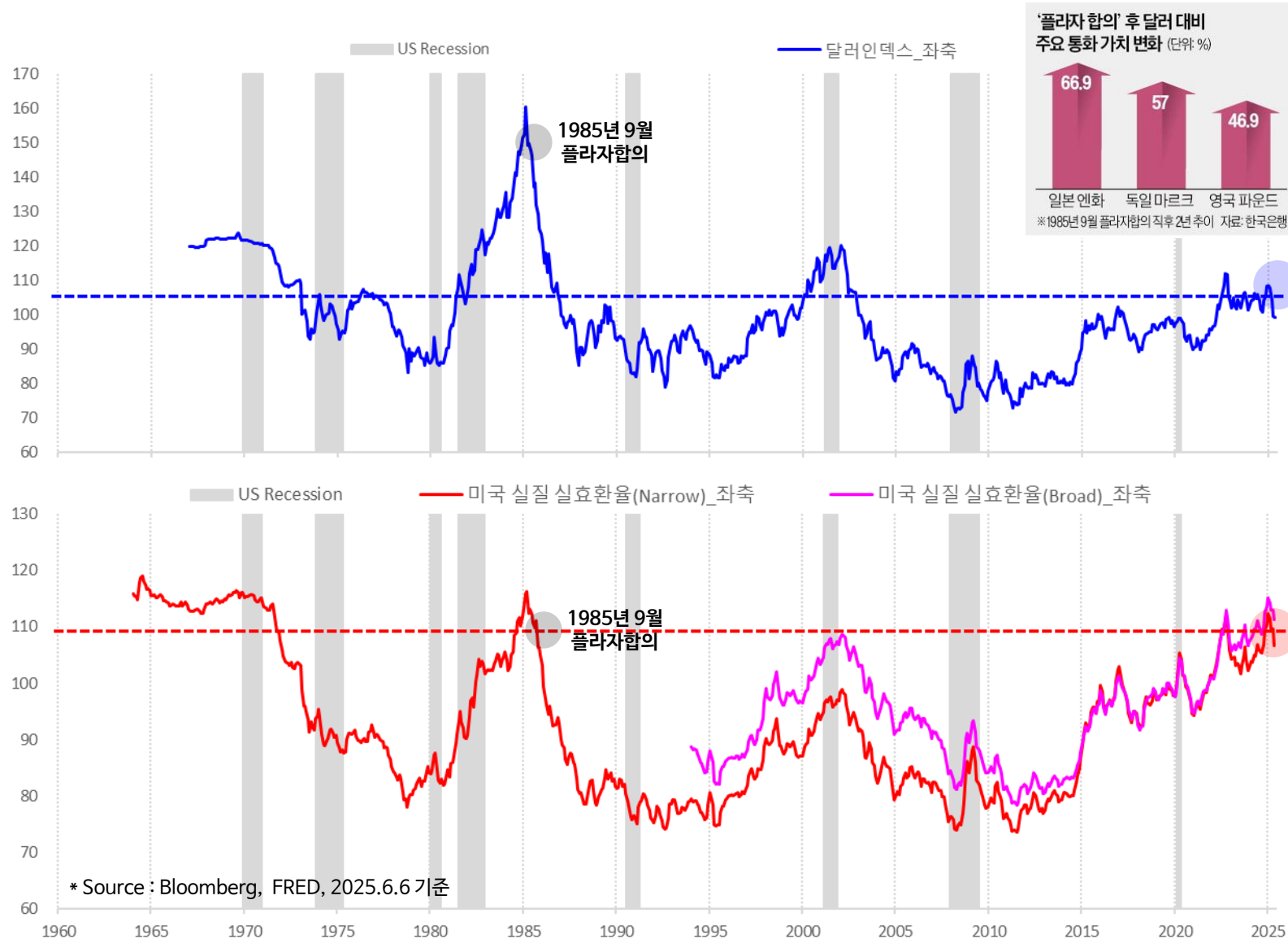
실질 실효환율의 계산 방식

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

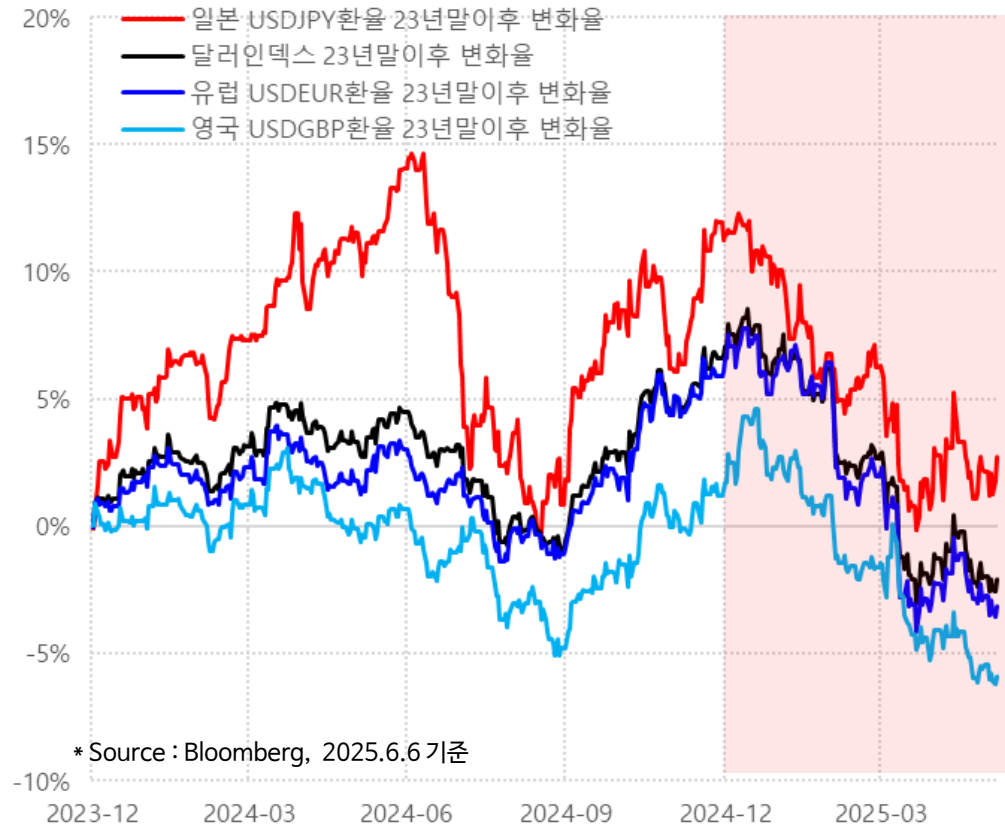
현재 달러는
1985년 9월
플라자 합의 시점과
비슷한 수준에
놓여 있습니다.

즉, 달러 초강세입니다.

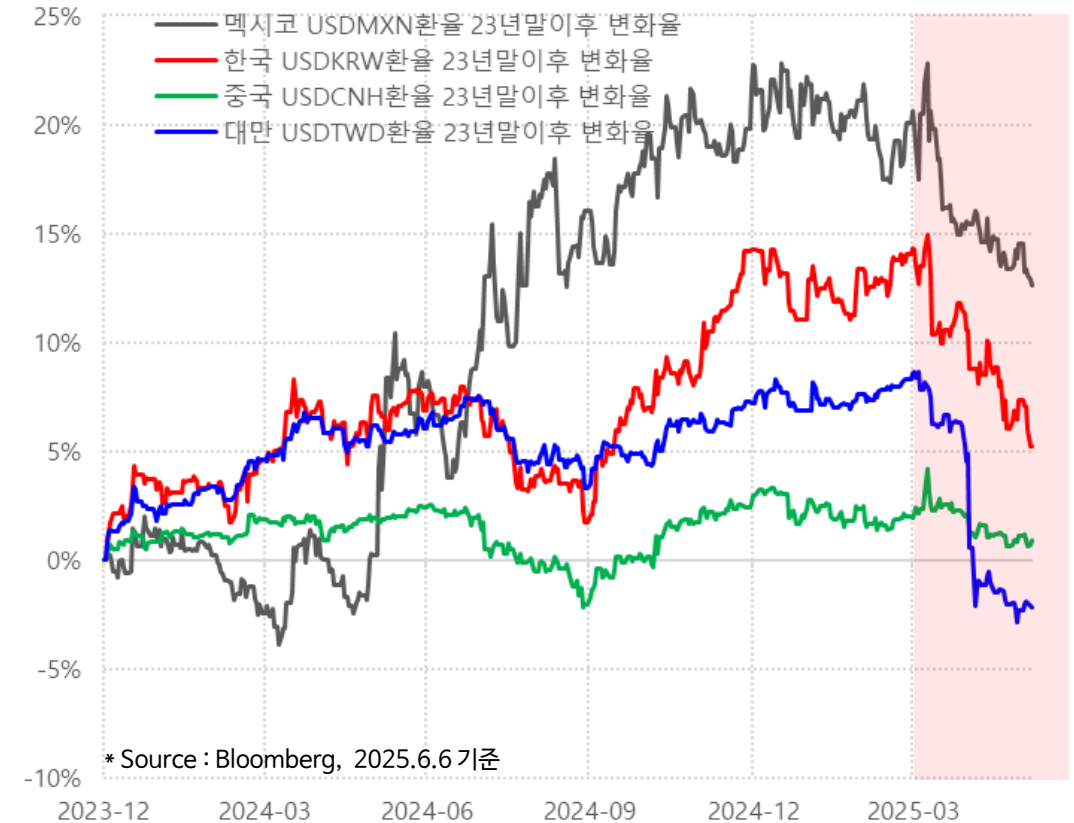
25년 들어서 자의반 타의반으로 뚜렷한 “달러화 약세 & Non-US 통화 강세”가 전개되고 있습니다.

- 트럼프 2기 정부는 미국 제조업 경쟁력 강화를 위해 의도적으로 달러화 약세를 유도하고 있습니다. (대미 무역 흑자국들은 통화 강세 압력 고조)
- 대미국 무역흑자를 보이는 국가들의 통화가 연초이후 강세 전환되고 있습니다. 특히, 상호 관세가 발표된 4월 2일부터 아시아 주요국 통화가 급격히 강해지고 있습니다.

유럽/일본/영국 선진국 통화는 25년 연초부터 달러대비 강세 전환



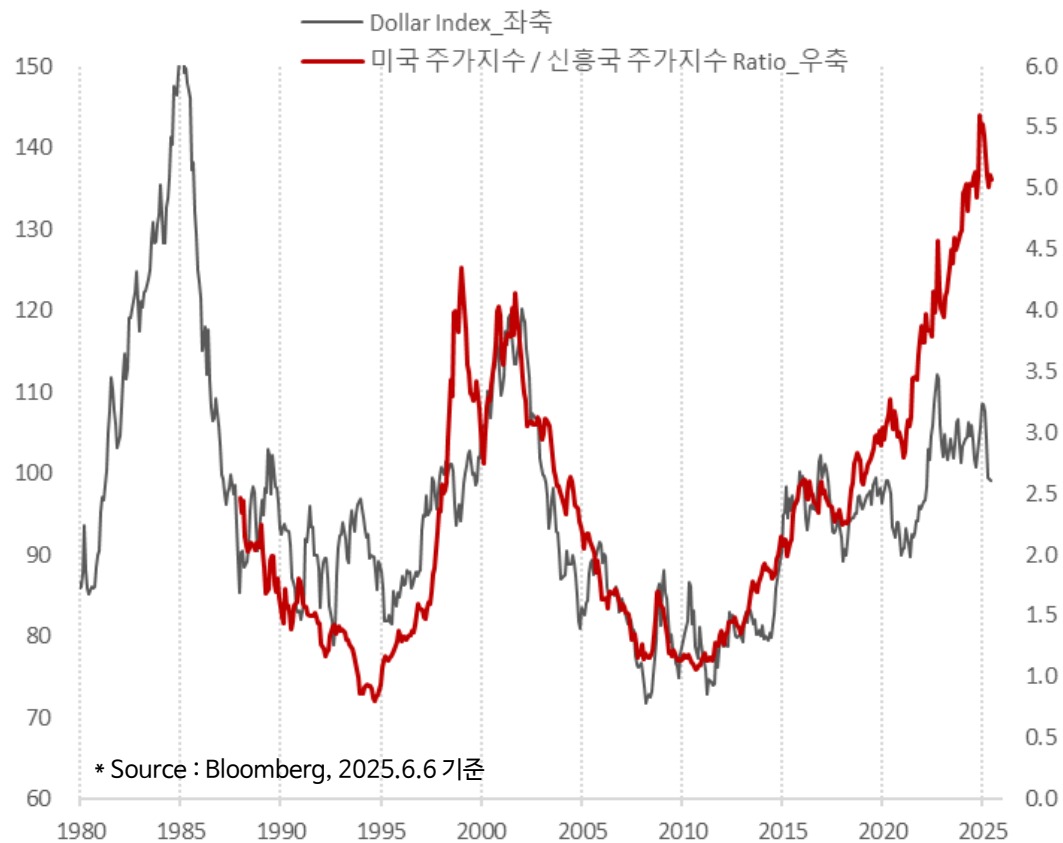
멕시코/한국/중국/대만 등 신흥국 통화는 25년 4월부터 달러대비 강세 전환



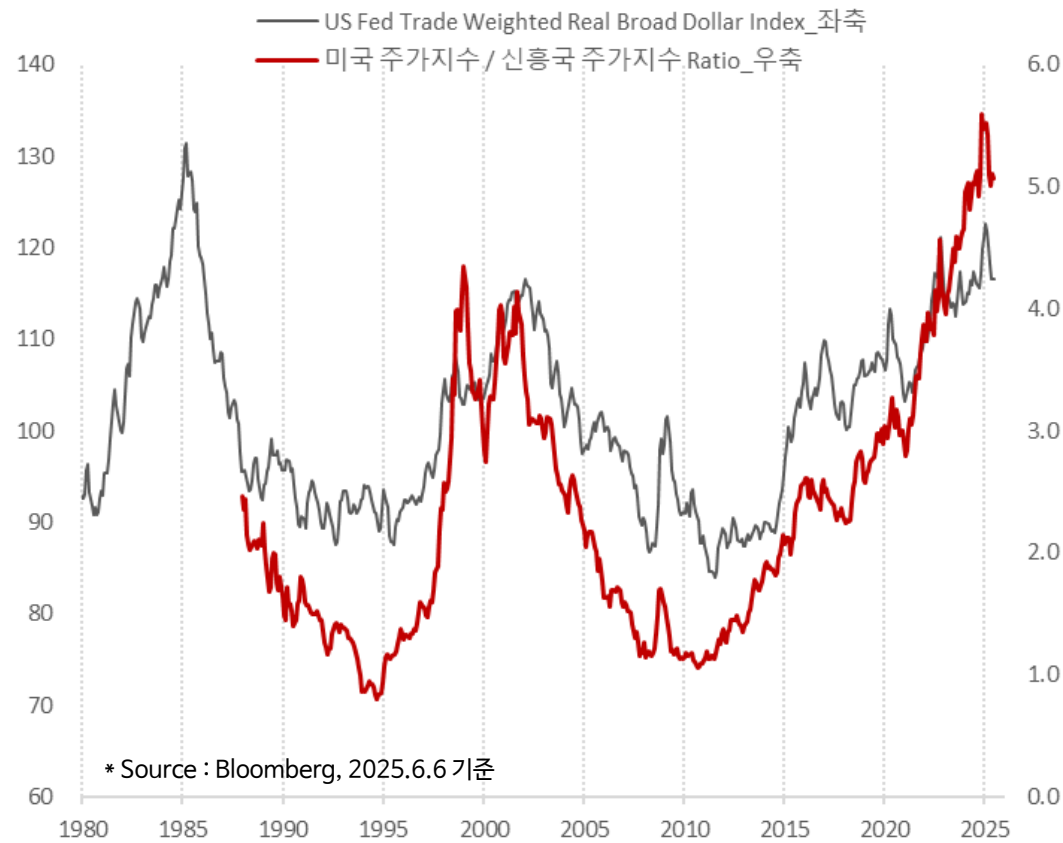
달러 약세 국면에서는 US 증시 보다 Non-US(특히, 신흥국) 증시가 더 강해집니다.

- 달러의 방향은 US(미국)와 Non-US(미국을 제외한 전세계) 상대비교를 통해 결정됩니다.
- US 증시보다 Non-US 증시가 더 강하다면 글로벌 자금은 Non-US에 집중되므로 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)



[참고] 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

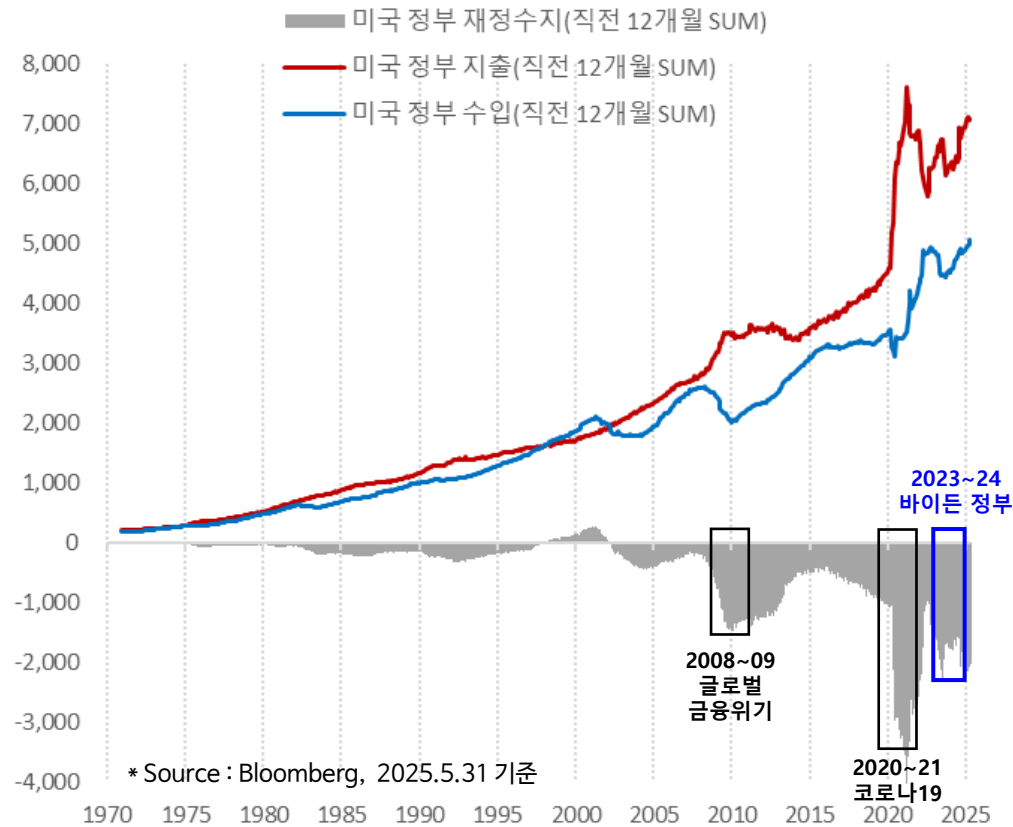
저평가 자산 (1) 미국 장기물 국채

= 비중 확대, 듀레이션 확대 =

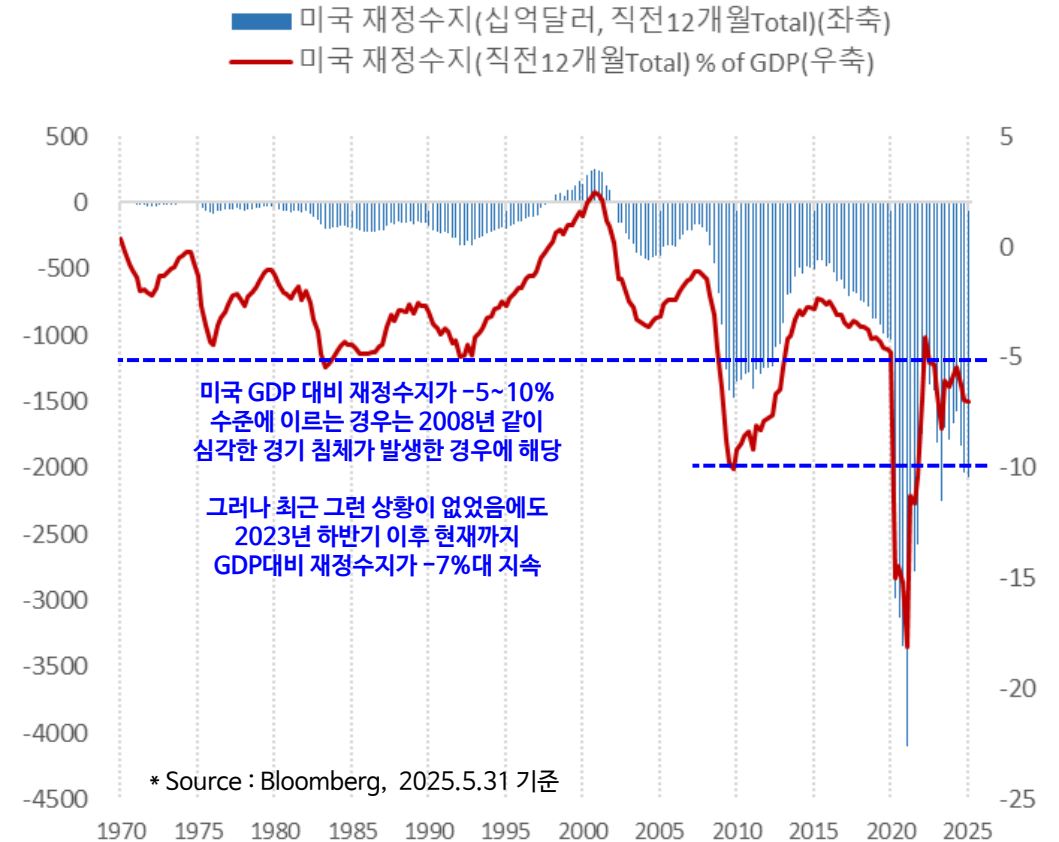
장기간 이어진 고금리에도 미국 경제와 증시가 강했던 이유: 미국 정부의 강력한 경기 부양 때문!

- 바이든 정부는 2023년 하반기부터 정부 지출을 크게 확대해서 재정적자를 확대시켰습니다.
- 중앙은행(연준)이 긴축할 때 정부는 반대로 대규모 경기 부양을 했습니다.

경기 침체가 아닌데도 2023년부터 미국 재정적자 확대 중

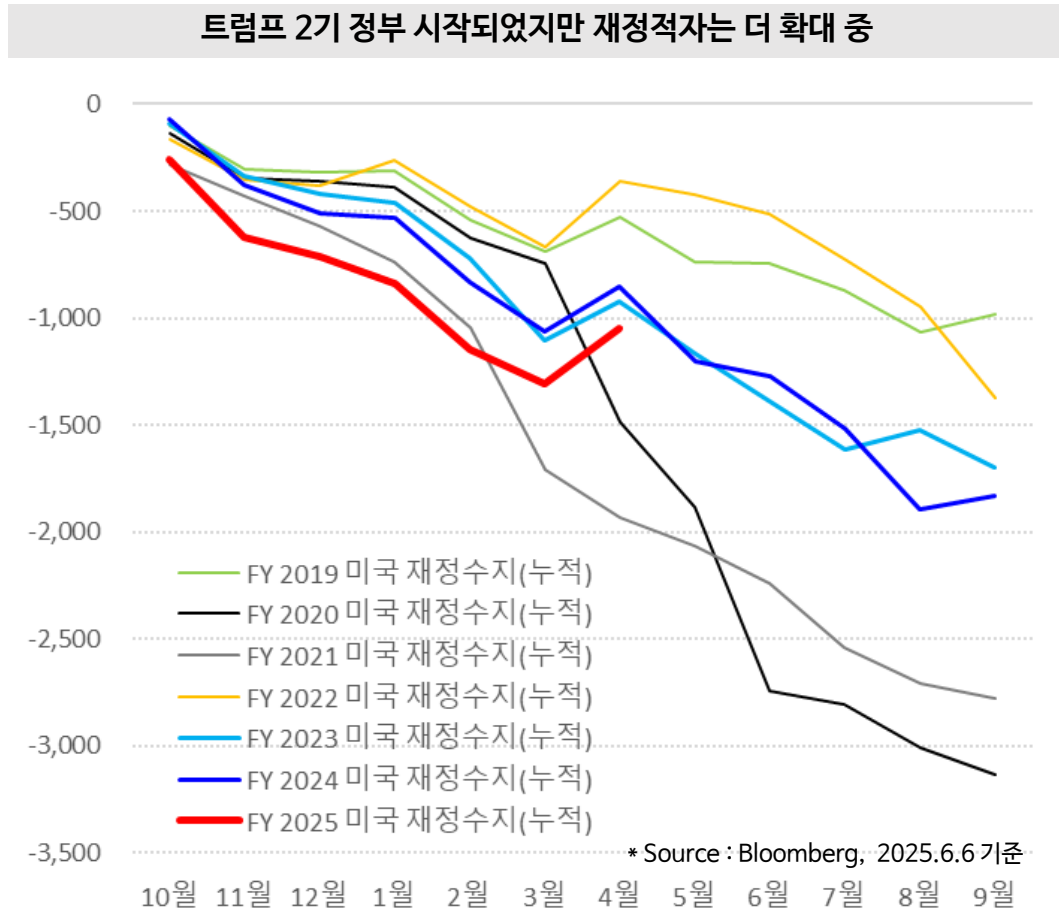


2023년부터 미국 정부는 역대급 “적자” 재정정책을 펼치고 있음



바이든 정부의 재정적자 확대를 비판한 트럼프는 재정적자를 줄이고 있을까요? Never!

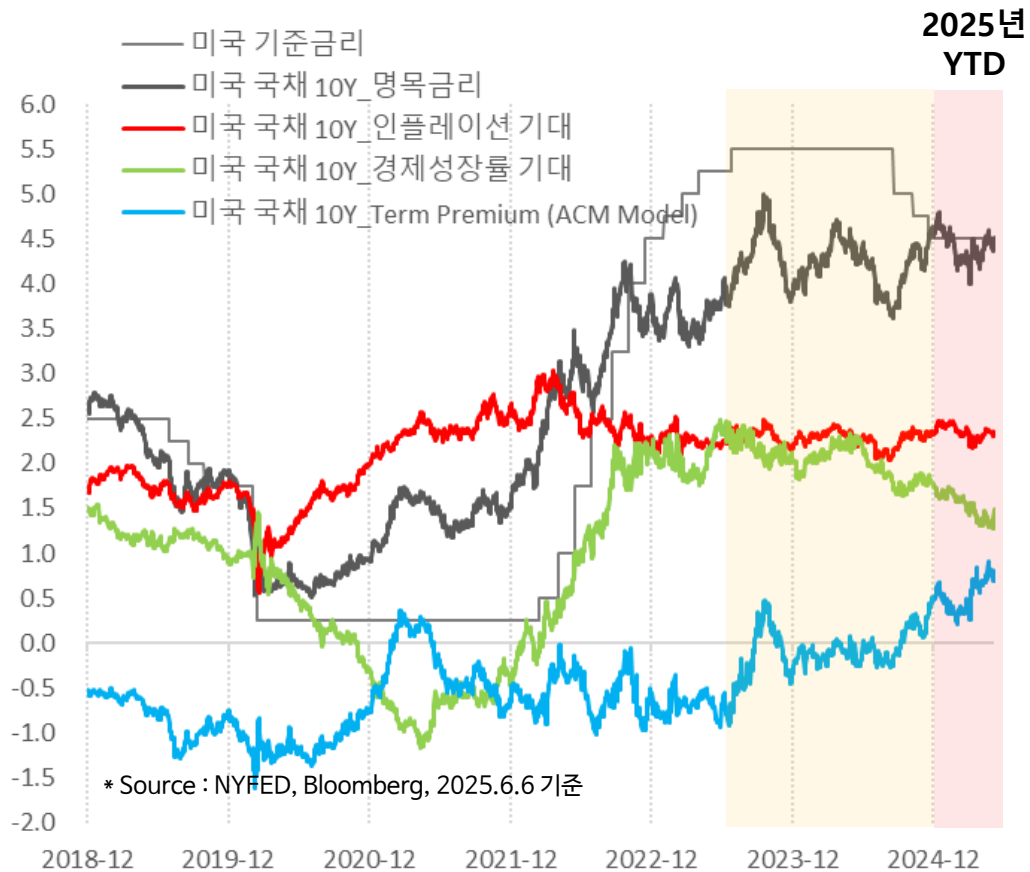
- 일론 머스크는 정부 지출을 축소시키는 '정부효율부(DOGE)' 수장을 맡아서 약 4개월간 미국 예산을 줄였습니다.
- 그러나 당초 계획과 달리 일론 머스크는 정부 지출을 소폭 축소하는데 그쳤습니다. 트럼프 정부도 바이든 정부처럼 정부 지출을 계속 늘리면서 경기를 지탱시키고 있습니다.



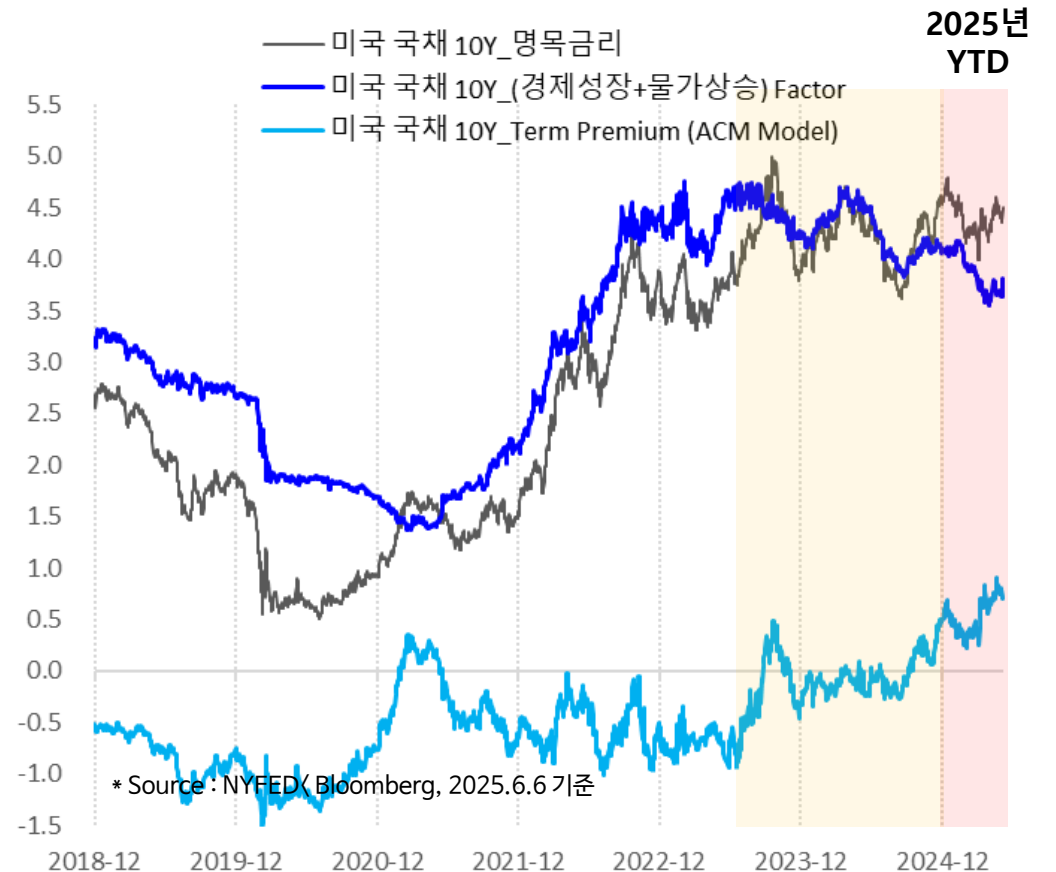
미국 재정 불안 우려 확대 → Term Premium(채무자 리스크) 확대 → 미국 장기물 국채 금리 상승

- 23년 하반기부터 시작된 미국 국채 10년물 금리 상승은 미국 정부 국채 발행 확대에서 기인된 Term Premium 상승이 주된 이유입니다.
- 미국 국채 10년물 금리에 반영된 Term Premium은 상승 중이지만 경제 펀더멘탈 Factor(=국채 10Y 금리 - Term Premium)는 반대로 하락하고 있습니다.

최근 미국 국채 10Y 금리 상승은 Term Premium 상승 때문

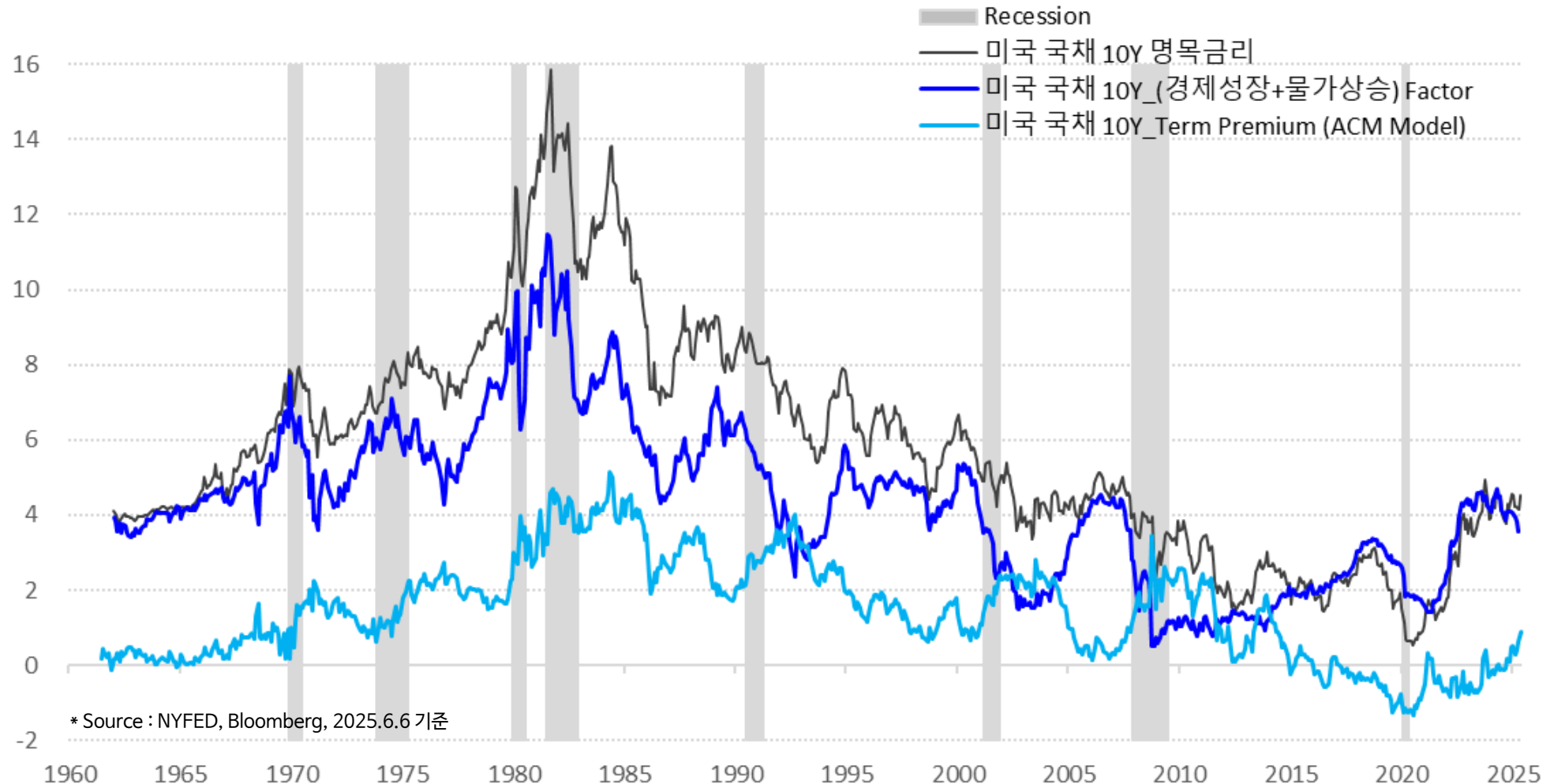


미국 10Y 금리, Term Premium 상승하지만 경제 펀더멘탈 요인은 하락 중



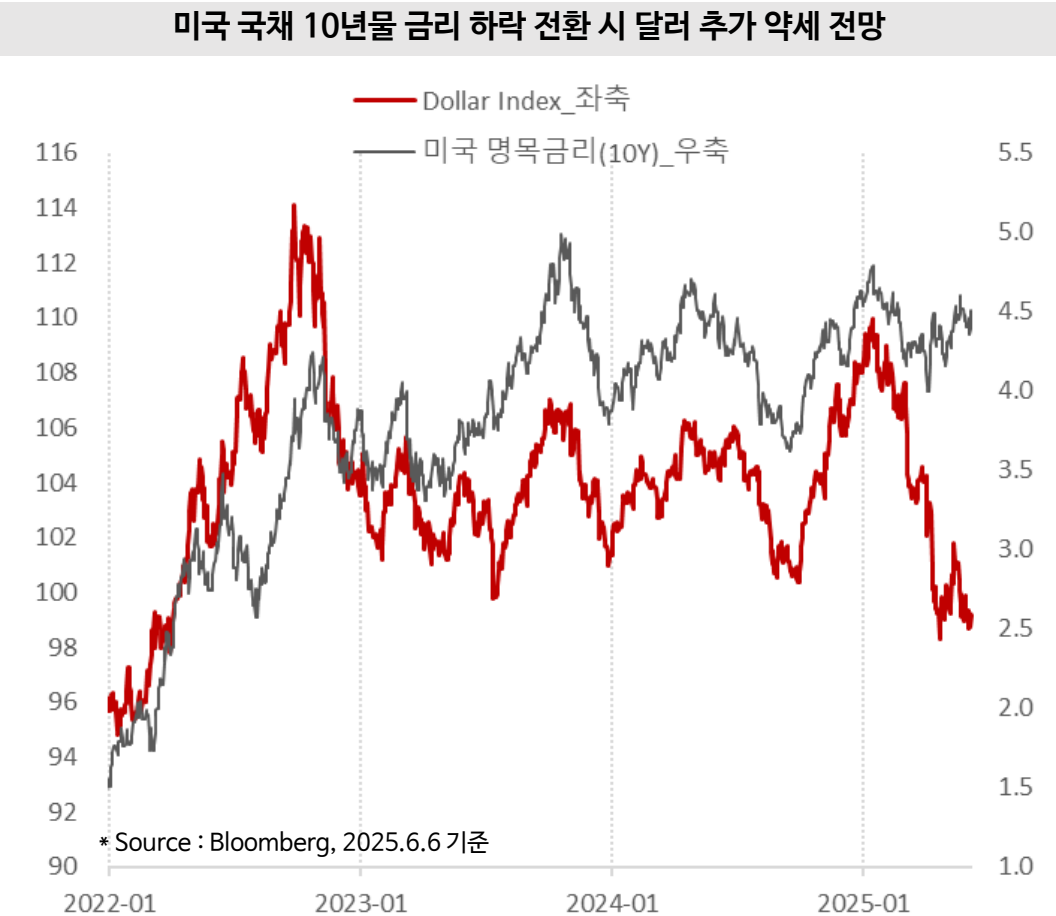
미국 국채 10년물 금리는 최종적으로 “경제 펀더멘탈” 방향에 수렴해서 움직였습니다.

- 경제 펀더멘탈 Factor(경제성장+물가상승)와 Term Premium이 반대로 움직일 때 미국 국채 10년물 금리는 경제 펀더멘탈 Factor에 수렴해서 움직였습니다.



System Risk (Deep Recession)가 아니라면 장기물 국채 금리 하락하고 달러는 더 약해질 것입니다.

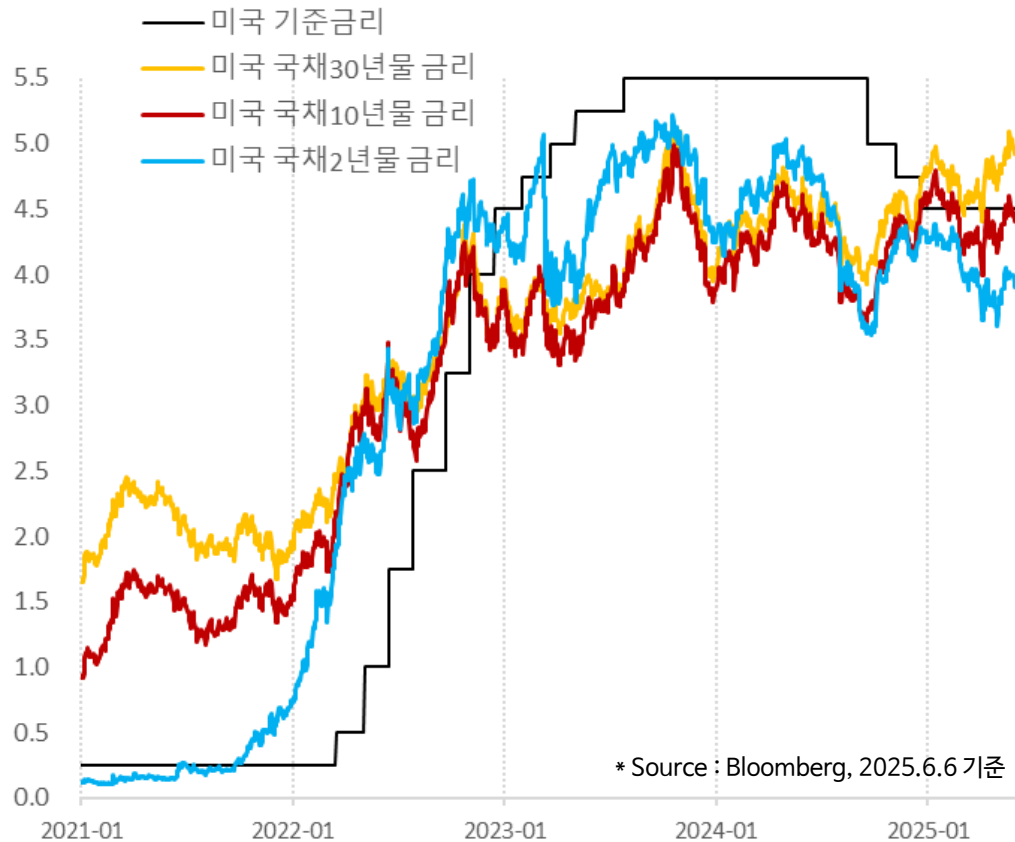
- 경기 침체 우려가 확대될 수록 장기물 금리 하락 압력이 커질 것입니다.
- 미국 경기가 나빠질 수록 US에 투자했던 Non-US 자금 이탈이 가속화되어 달러화는 추가로 더 약해질 것입니다.



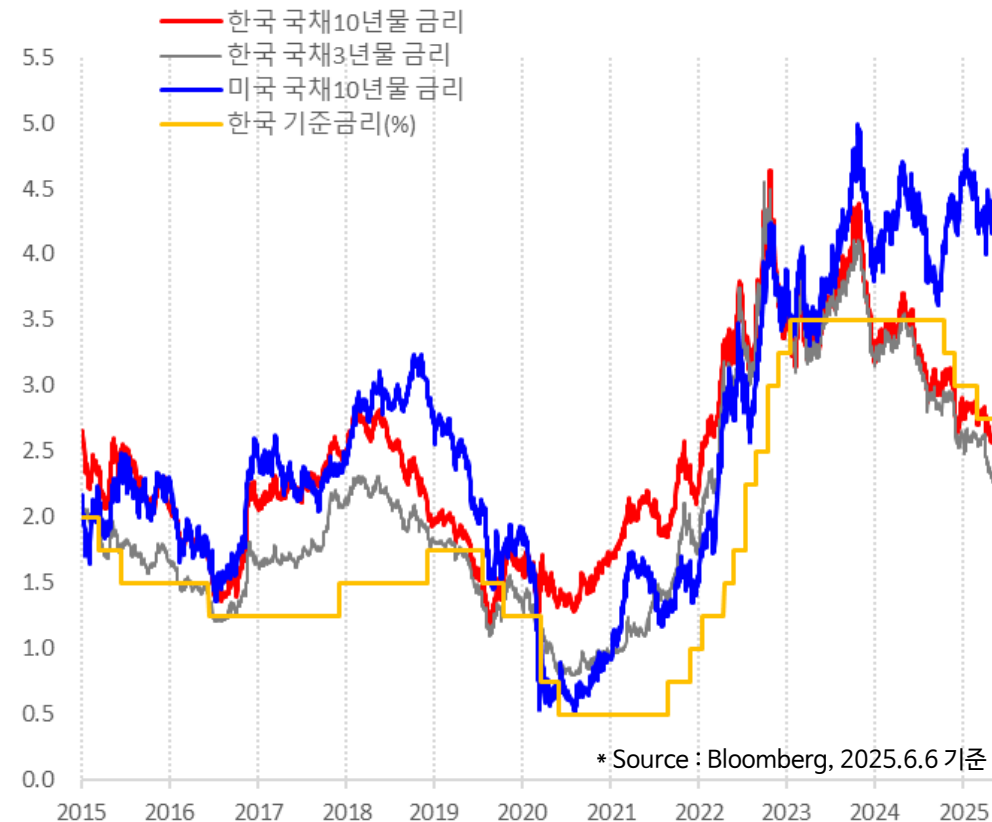
미국 국채 가격은 저평가(고금리)되었고, 한국 국채 가격은 고평가(저금리)되었습니다.

- 미국 경기 침체 가능성을 고려하면 현재 미국 국채 금리는 너무 높다고 판단됩니다.
- 한국 재정지출 확대를 통한 경기 부양 정책 변화 등을 고려하면 한국 국채 금리는 너무 낮다고 판단됩니다.

미국 국채 장기물 금리는 오랫동안 횡보하고 있습니다.



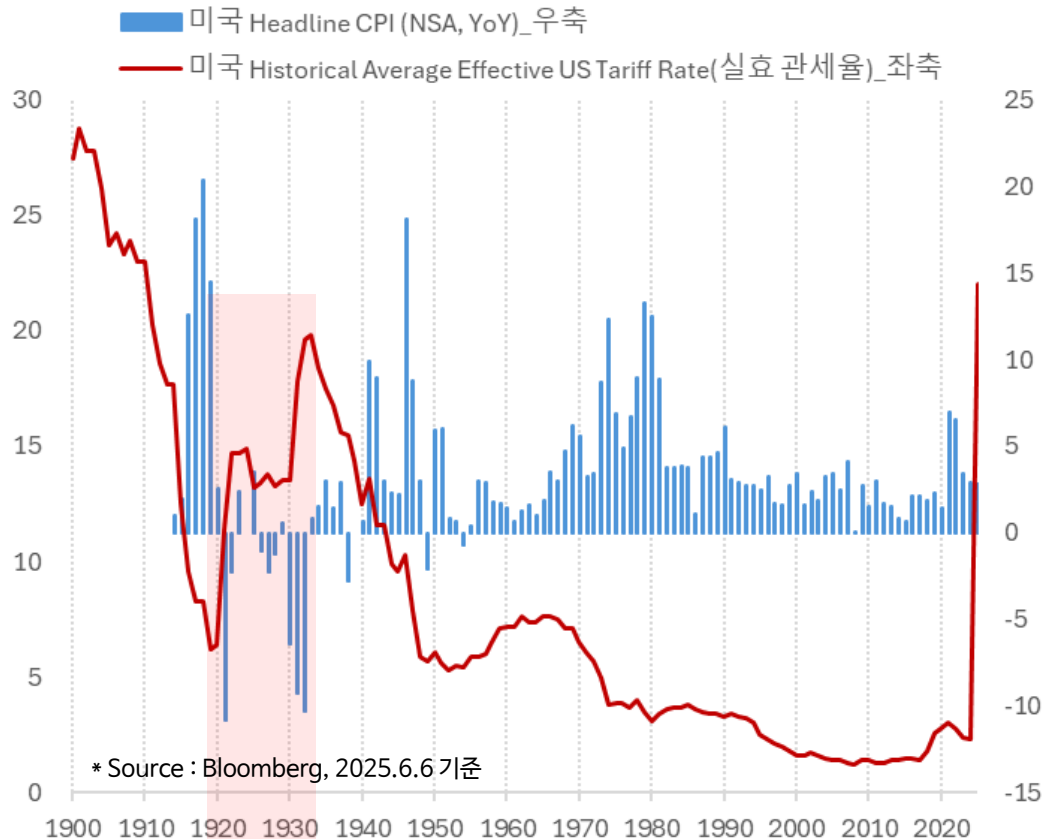
미국 장기물 국채는 저평가(고금리) vs 한국 장기물 국채는 고평가(저금리)



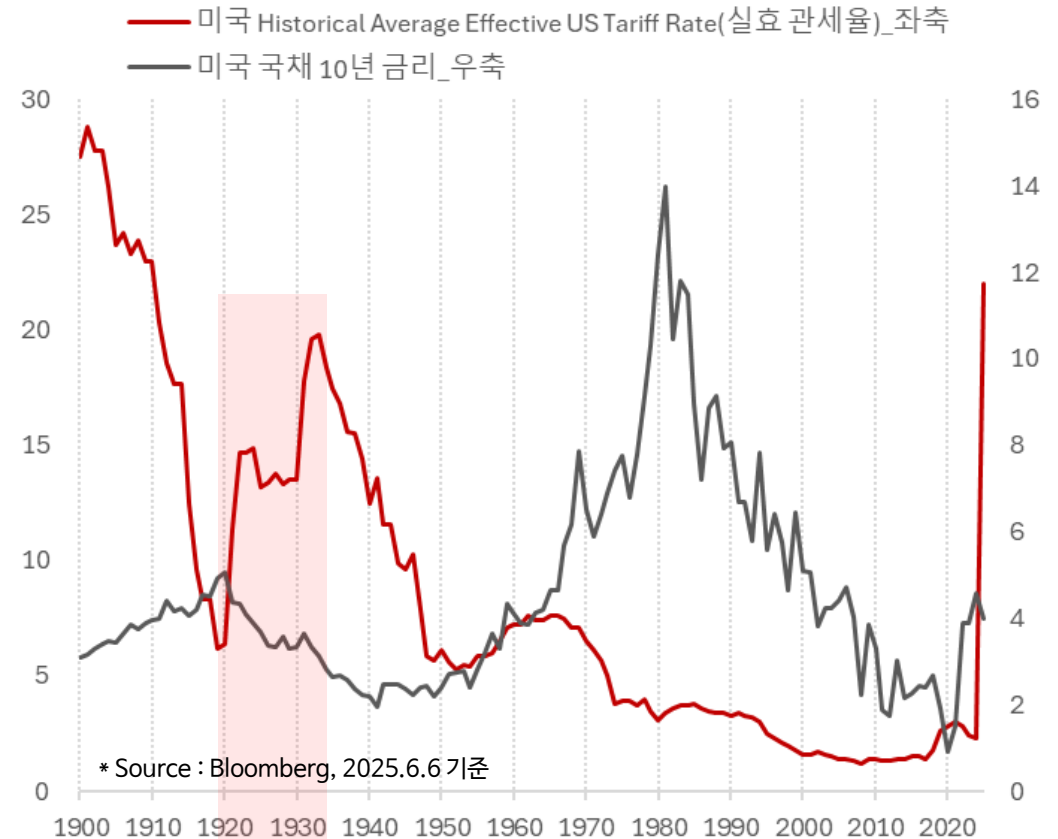
높은 관세때문에 ‘고물가 & 고금리’를 우려하고 있지만…과거의 기록은 정반대입니다.

- 2025.4.2 관세 발표로 미국 실효관세율은 22%까지 높아졌습니다. 실효관세율이 지금과 비슷했던 시기는 1920~30년초였습니다.
- 그 당시 미국 물가상승률은 디플레이였고, 국채 10년물 금리도 하락세였습니다. (단, 그 당시에는 대공황 포함해서 경기 침체가 빈번하게 발생했던 시기였습니다.)

지금처럼 관세가 높았던 1920~30년초 미국 물가상승률은 마이너스



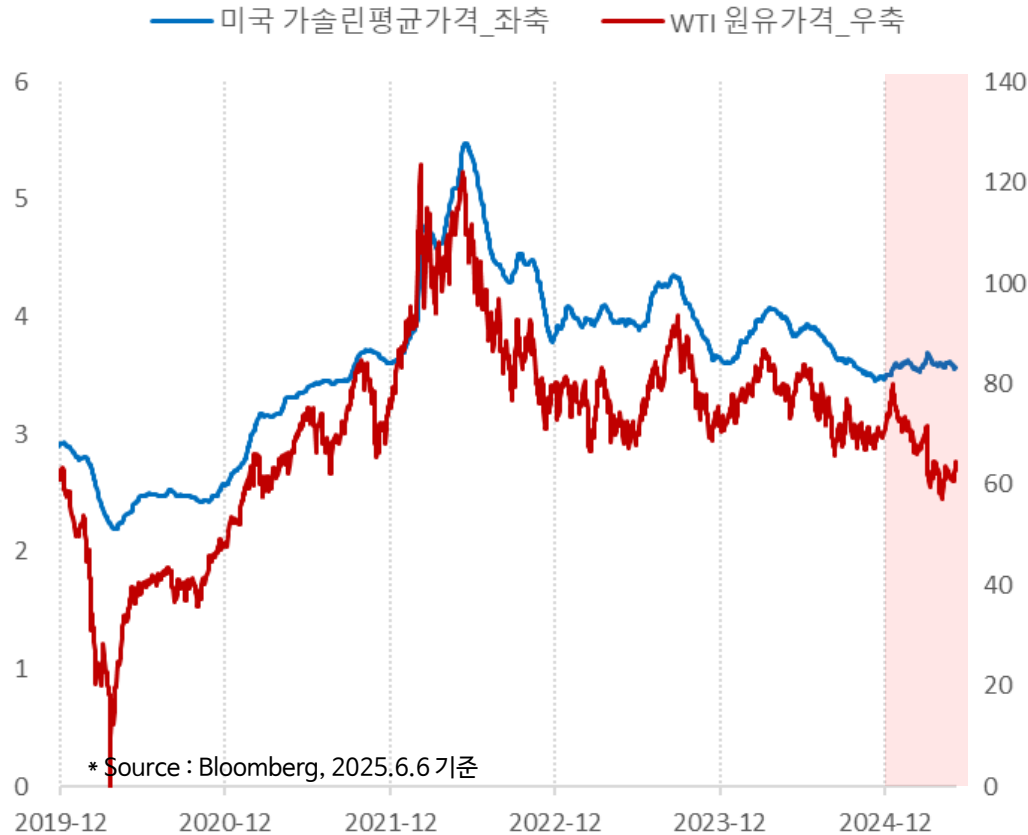
지금처럼 관세가 높았던 1920~30년초 미국 국채 10년물 금리 하락



트럼프 2기 정부 시작 이후 WTI 원유 가격이 계속 하락하고 있습니다. (최근 인플레이 둔화 요인)

- 공급 측면에서는 트럼프 정부의 원유 생산 확대, OPEC+ 증산 등이 가격 하락 압력으로 작용하고 있고
- 수요 측면에서는 미국 경기 둔화, 중국 경기 개선 부진, 미국의 고관세 부과로 인한 교역 위축 등이 가격 하락 압력으로 작용하고 있습니다.

트럼프 2기 정부 시작된 2025년부터 WTI 원유 가격 급락 중



J 중앙일보

유가 내리는데 OPEC + 증산 결정...“석유시장 폭탄 투하”

석유수출국기구(OPEC)와 주요 산유국 협의체인 OPEC+가 6월 원유 생산량을 하루 41만 1000 배럴 증산하기로 합의하면서다. 지난해까지...

2주 전

에너지플랫폼뉴스

균형 재정 유가 포기 가능성 언급한 OPEC 맹주 사우디, 왜?

[에너지플랫폼뉴스 김신 기자]세계 최대 산유국이자 산유국 카르텔 OPEC을 주도하는 사우디 아라비아가 유가 부양 수단인 감산 포기 의사를 내비쳐 배경에 관심이...

2주 전

에너지경제신문

트럼프 “국제유가 40~50달러 원해”...저유가 전망 현실화되나

2023년부터 배럴당 70~80달러대 박스권 흐름을 이어왔던 국제유가가 최근 들어 하향 곡선을 그리고 있다. 저유가를 고집하는 도널드 트럼프 미국 대통령이 중동 최대...

18시간 전

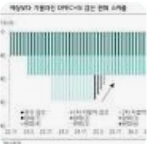
글로벌이코노믹

국제유가, 2주 만에 최저치로 하락...OPEC+ 7월 대규모 증산 논의

국제유가가 22일(현지시각) 뉴욕 시장에서 2주 만에 최저치로 하락했다. 석유수출국기구와 러시아 등 동맹국 협의체인 석유수출국기구플러스(OPEC+)가 7월 중 또 한...

2일 전

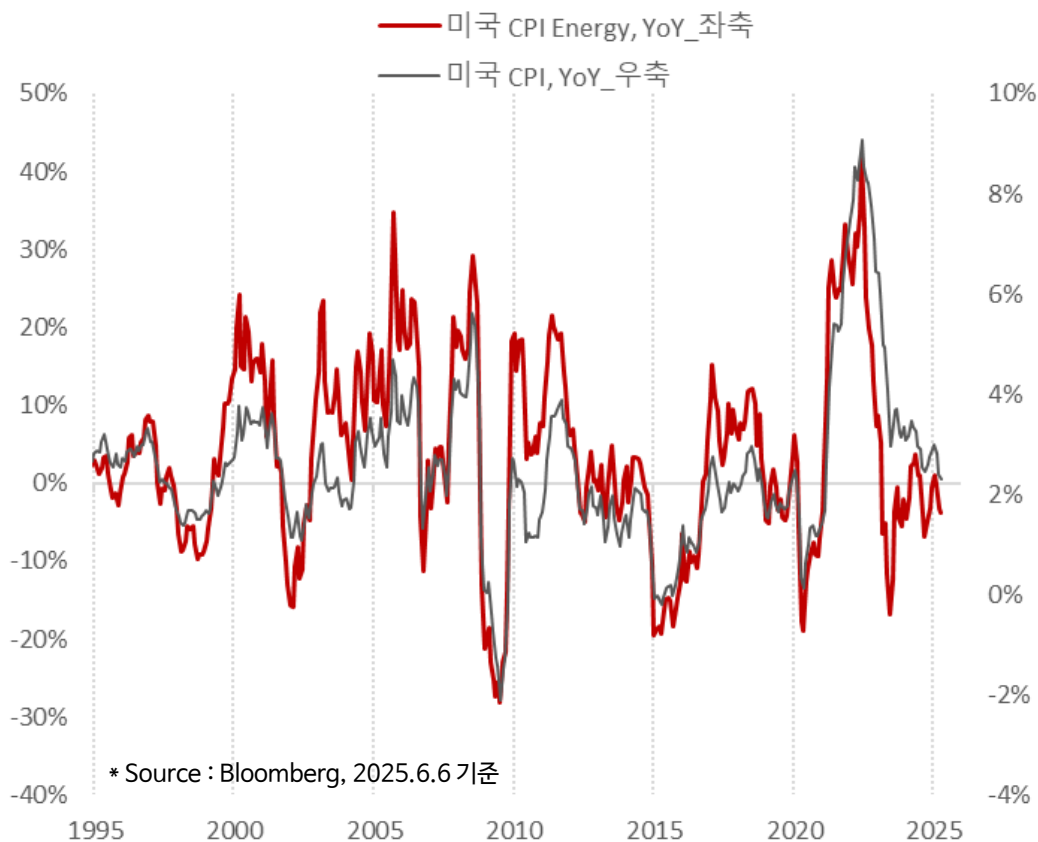
* Source : Google, 2025.5.23 기준



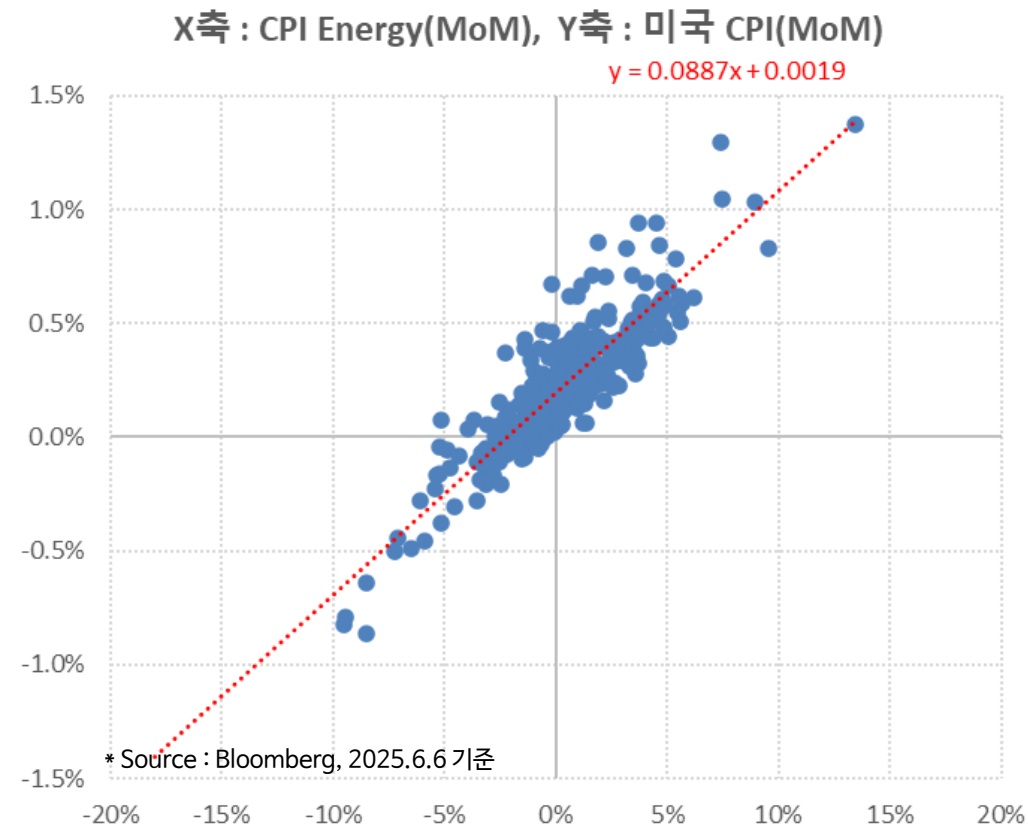
‘Energy’ 가격 약세는 관세로 인한 미국 인플레이(CPI YoY증가율) 압력을 둔화시킬 것입니다.

- 미국 CPI는 Energy 가격 변화 영향을 크게 받습니다. 관세로 인한 수입물가 상승 압력이 있더라도 에너지 가격 약세가 상쇄시켜 소비자물가 상승률을 완화시킬 것입니다.
- 관세로 인한 수입물가 상승을 소비자 가격에 전가시키는 것을 트럼프 정부가 강력하게 규제하고 있으므로 관세로 인한 인플레이 우려는 차츰 완화될 가능성이 높습니다.

미국 CPI ‘Energy’ YoY증가율과 CPI YoY증가율은 뚜렷한 정관계



미국 CPI ‘Energy’ MoM증가율과 미국 CPI MoM증가율, 뚜렷한 정관계



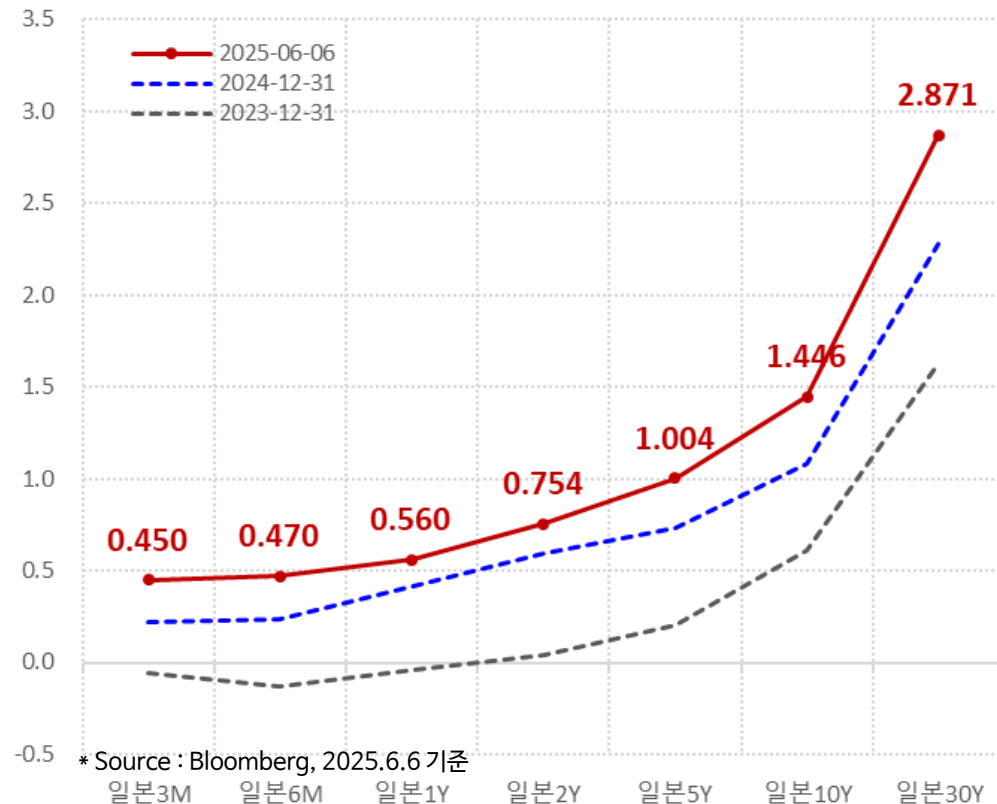
저평가 자산 (2) 엔화(JPY)

= USDJPY환율 하락, JPYKRW환율 상승 =

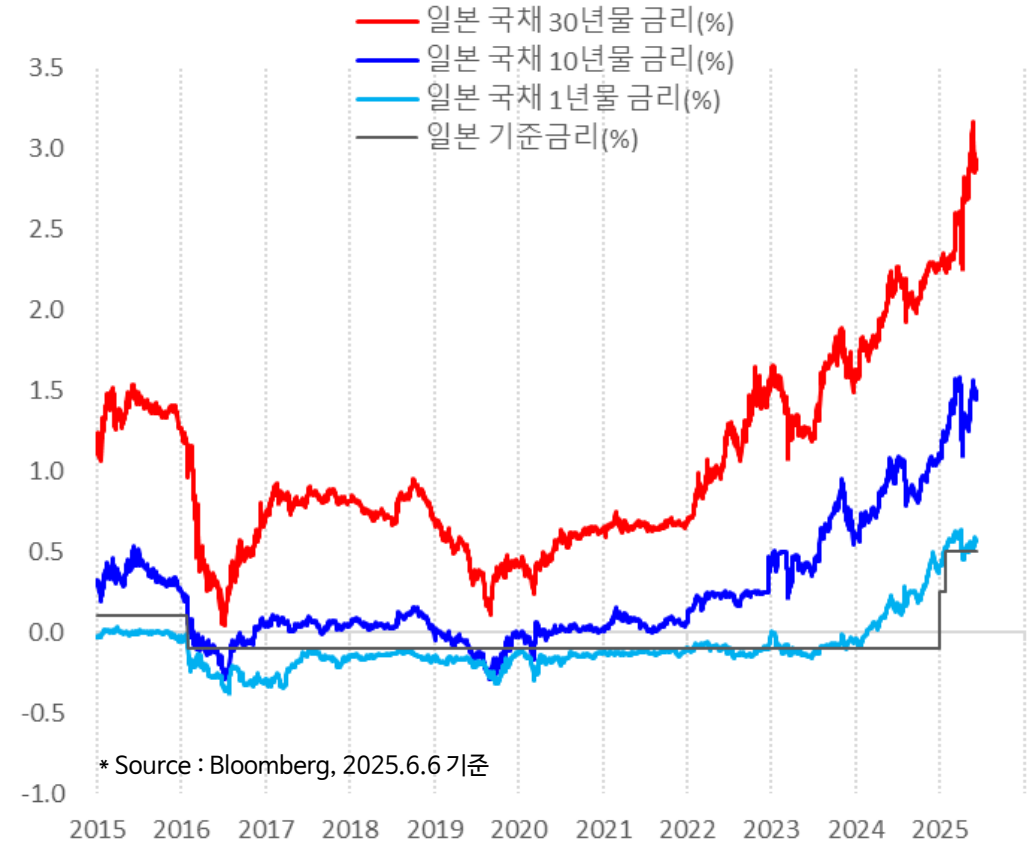
일본 국채 금리 빠르게 상승하고 있습니다. 일본 금리 상승은 ‘엔캐리’ 트레이드 청산을 유발합니다.

- 일본 물가상승률이 높아지면서 최근 일본 장기물 국채 금리 가파르게 상승하고 있습니다.
- 일본 국채 30년물 금리가 한국 국채 30년물 금리보다 높아졌습니다. (2025.6.6 기준 일본 30Y 금리 2.871% vs 한국 30Y 금리 2.754%)

일본 국채 금리, 장기물 중심으로 빠르게 상승 중



일본 30년물 국채 금리 가파르게 상승 중



“일본 금리 상승 + 미국 금리 하락” → 미국-일본 금리 스프레 축소 → 엔화 강세 압력 확대

- 일본 USDJPY환율은 미국-일본 국채 10년물 금리 Spread에 연동되어 움직이고 있습니다.
- 미국 국채 금리 하락하고 일본 금리 상승하면 미국-일본 금리 스프레드가 축소되어 USDJPY환율은 추가 하락할 것입니다.

(Sell America + USD 약세 + 일본 긴축) 결합으로 USDJPY환율 하락



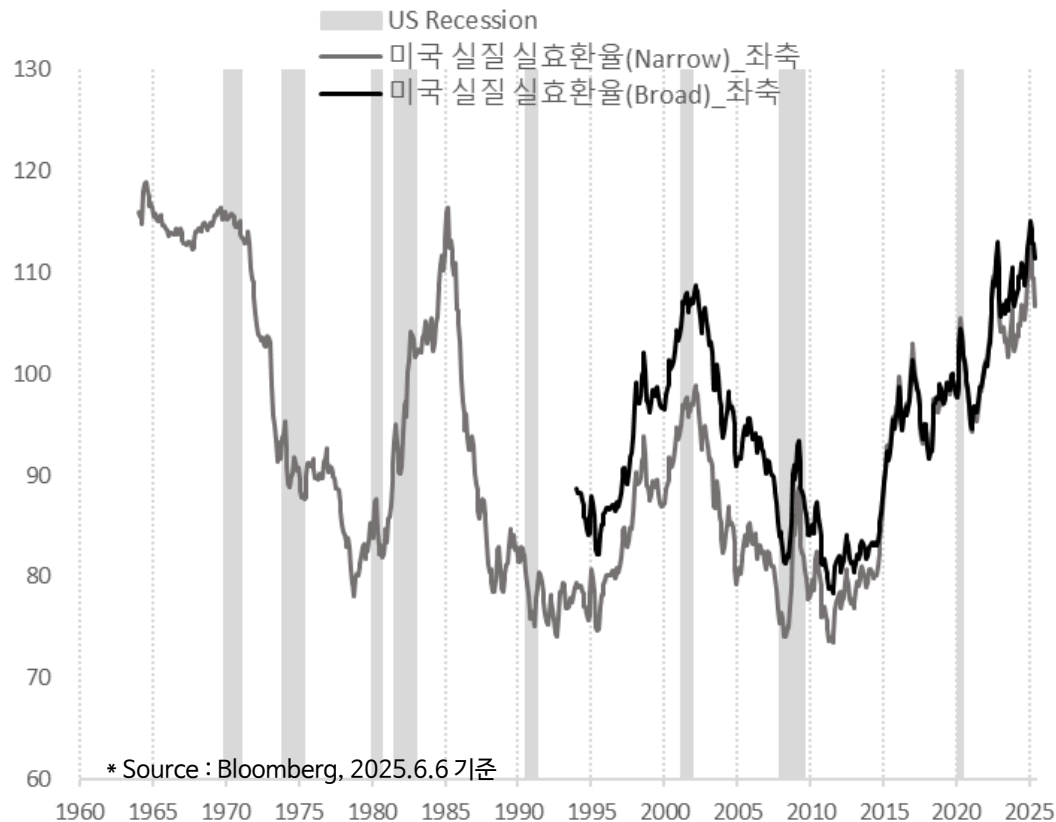
미국-일본 국채 10Y 금리 스프레드 축소는 USDJPY환율 하락 요인



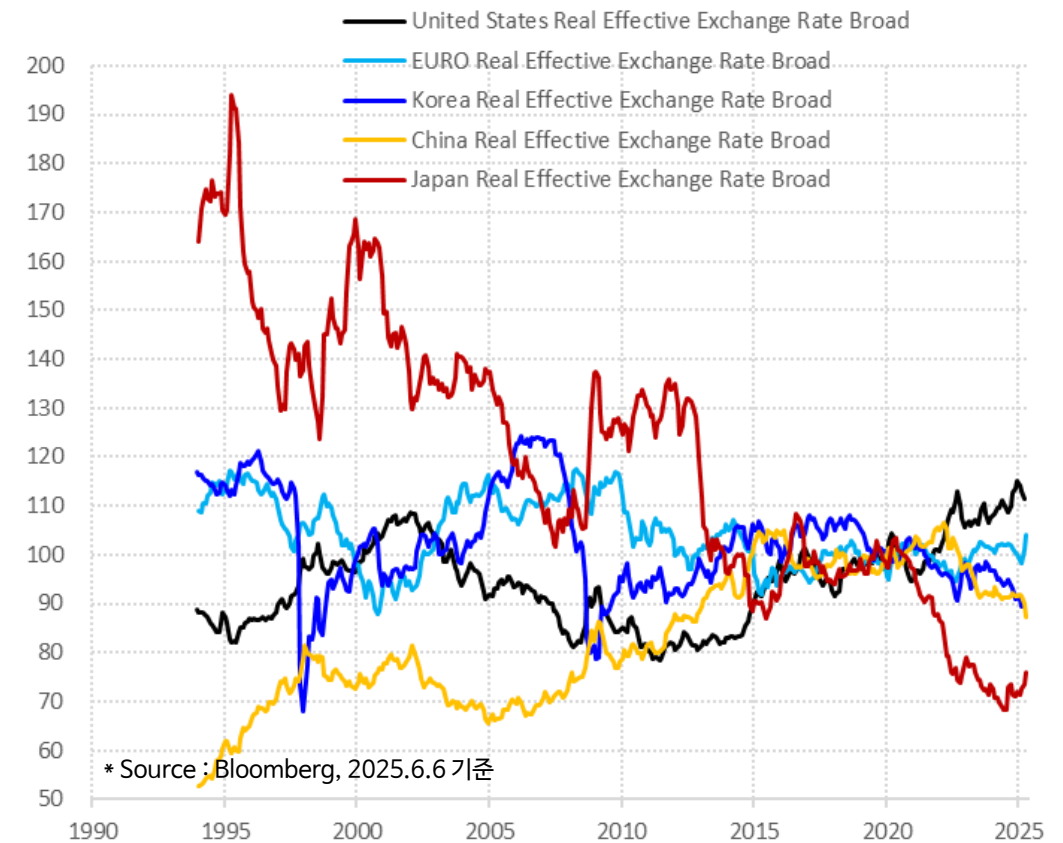
달러 약세 전환 반작용이 가장 크게 작용하는 통화는 “엔화(JPY)”입니다.

- 실질 실효환율로 바라보면 달러(USD)가 가장 강세이고, 일본 엔화(JPY)가 가장 약세입니다.
- 따라서 미국의 의도적인 달러 약세가 전개된다면 가장 강해질 통화는 엔화(JPY)일 가능성이 높습니다.

실질 실효환율 기준으로 달러는 최근 50년래 가장 높은 레벨에서 하락 전환 중



실질 실효환율 기준 가장 강세 통화는 “USD” 가장 약세 통화는 “엔화(JPY)”



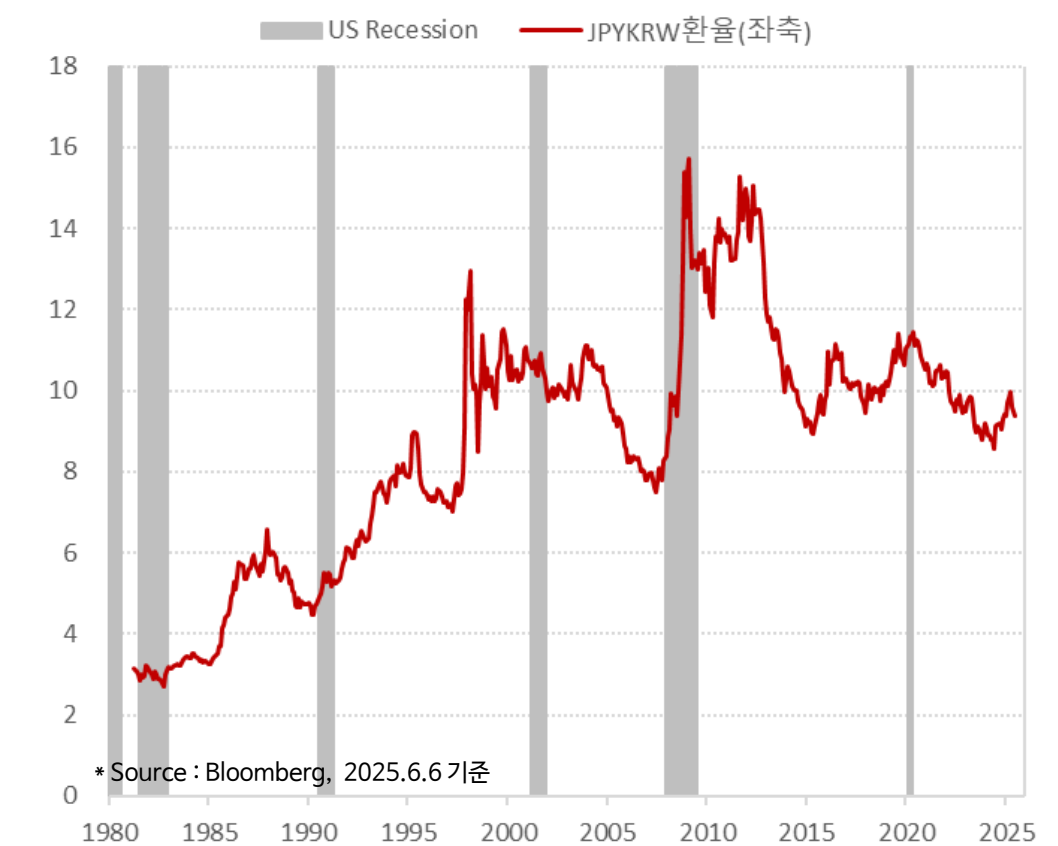
USDJPY환율이 하락할 때 JPYKRW환율 상승 합니다. 즉, 한국인도 엔화 투자하면 환이익 얻습니다.

- 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, 엔화 투자는 미국 경기 침체를 대비하는 투자가 될 수 있습니다.

USDJPY환율 하락 = JPYKRW환율 상승



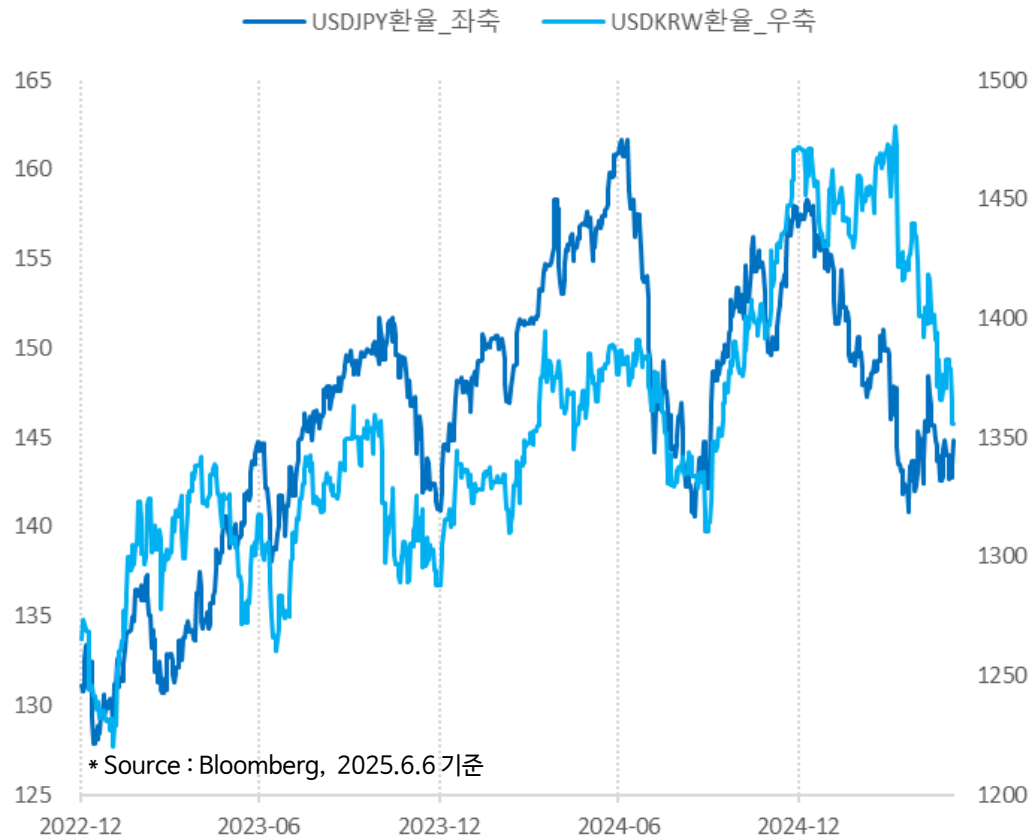
미국 경기 침체 발생하더라도 한국인에게 엔화는 안전자산으로 작동



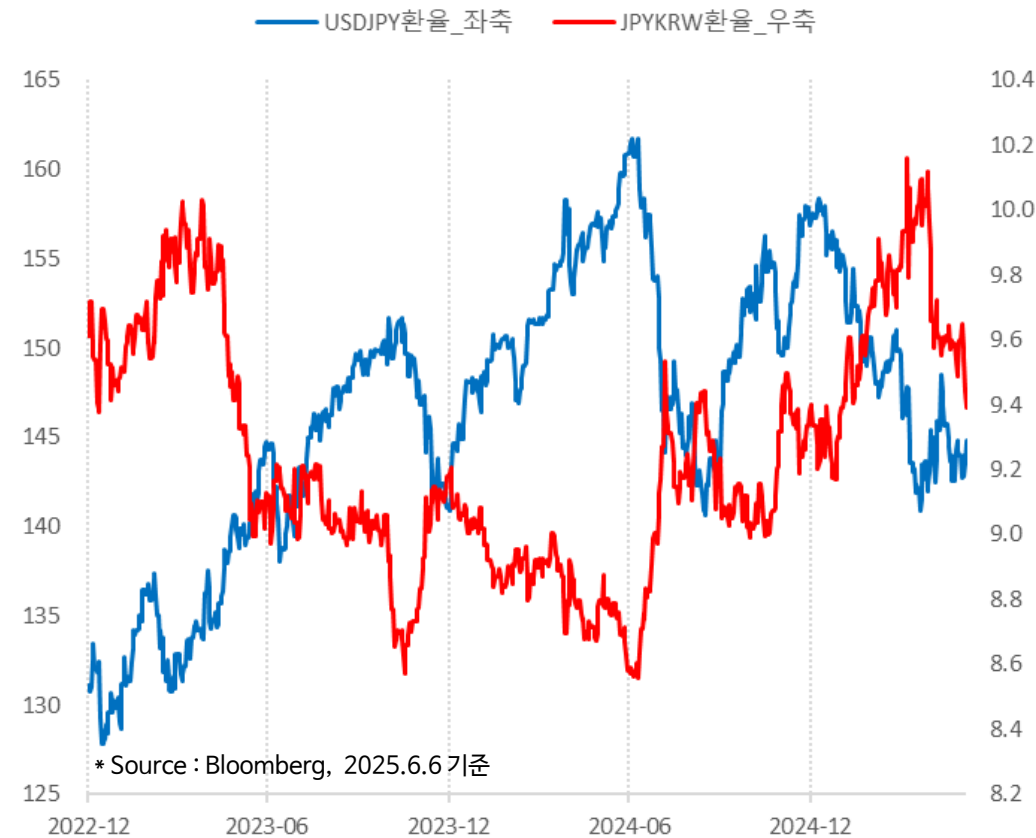
최근 JPYKRW환율 하락은 달러대비 엔화 강세보다 달러대비 원화 강세가 더 컸기 때문입니다.

- USDJPY환율 하락 기조는 유지되고 있습니다. 그러나 최근 USDKRW환율이 빠르게 하락해서 JPYKRW환율이 하락했습니다. (JPY 약세, KRW 강세)
- USDKRW환율은 추가로 더 하락하겠지만 USDJPY환율이 더 크게 하락해서 결국 JPYKRW환율은 다시 상승할 가능성이 높습니다.

최근 USDJPY환율 하락보다 USDKRW환율이 더 컸음



최근 JPYKRW환율 하락은 달러대비 엔화 강세보다 원화 강세가 더 컸기 때문



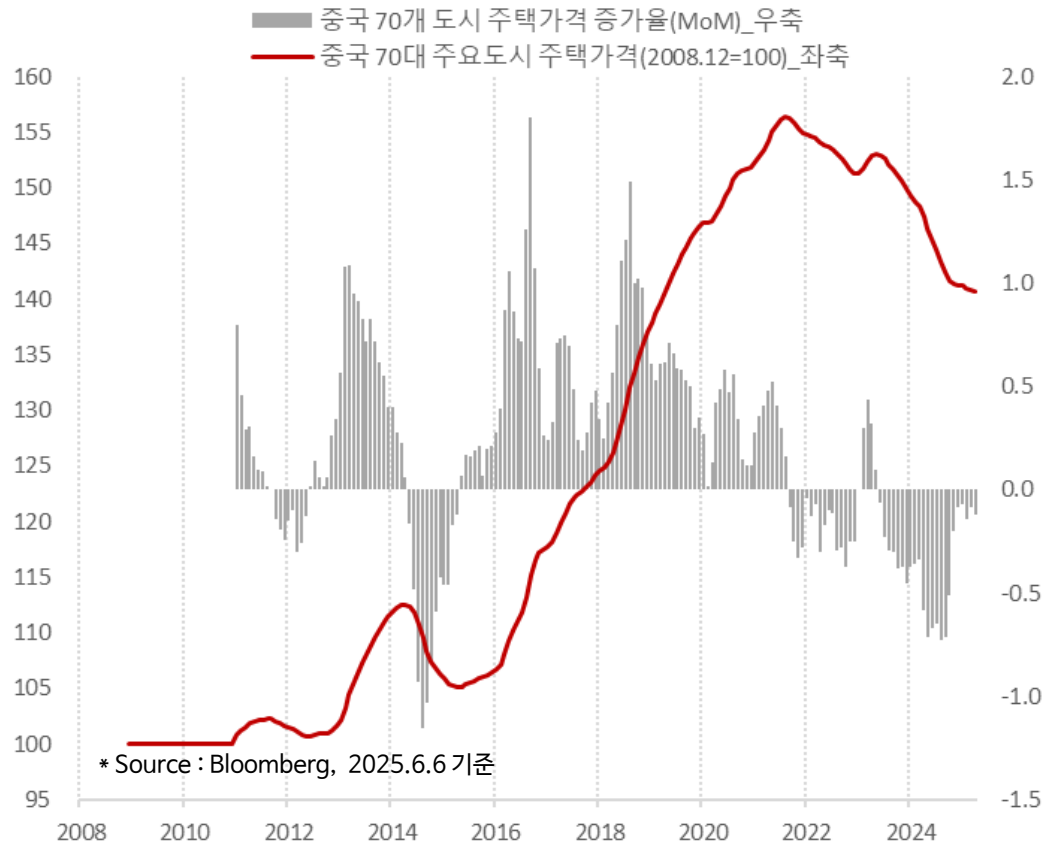
저평가 자산 (3) 중국 증시

= 비중 확대 =

중국 21년부터 매우 엄격한 긴축을 단행했습니다. 그래서 버블을 선제적으로 꺼트렸습니다.

- 중국은 21년부터 엄격한 긴축을 해서 약 3년에 걸쳐 주택가격을 -20~30% 하락시켰고 증시는 고점대비 약 -60% 폭락시켰습니다.

중국 70개 주요 도시 주택가격 지수(빨간색) vs MoM증가율(회색)

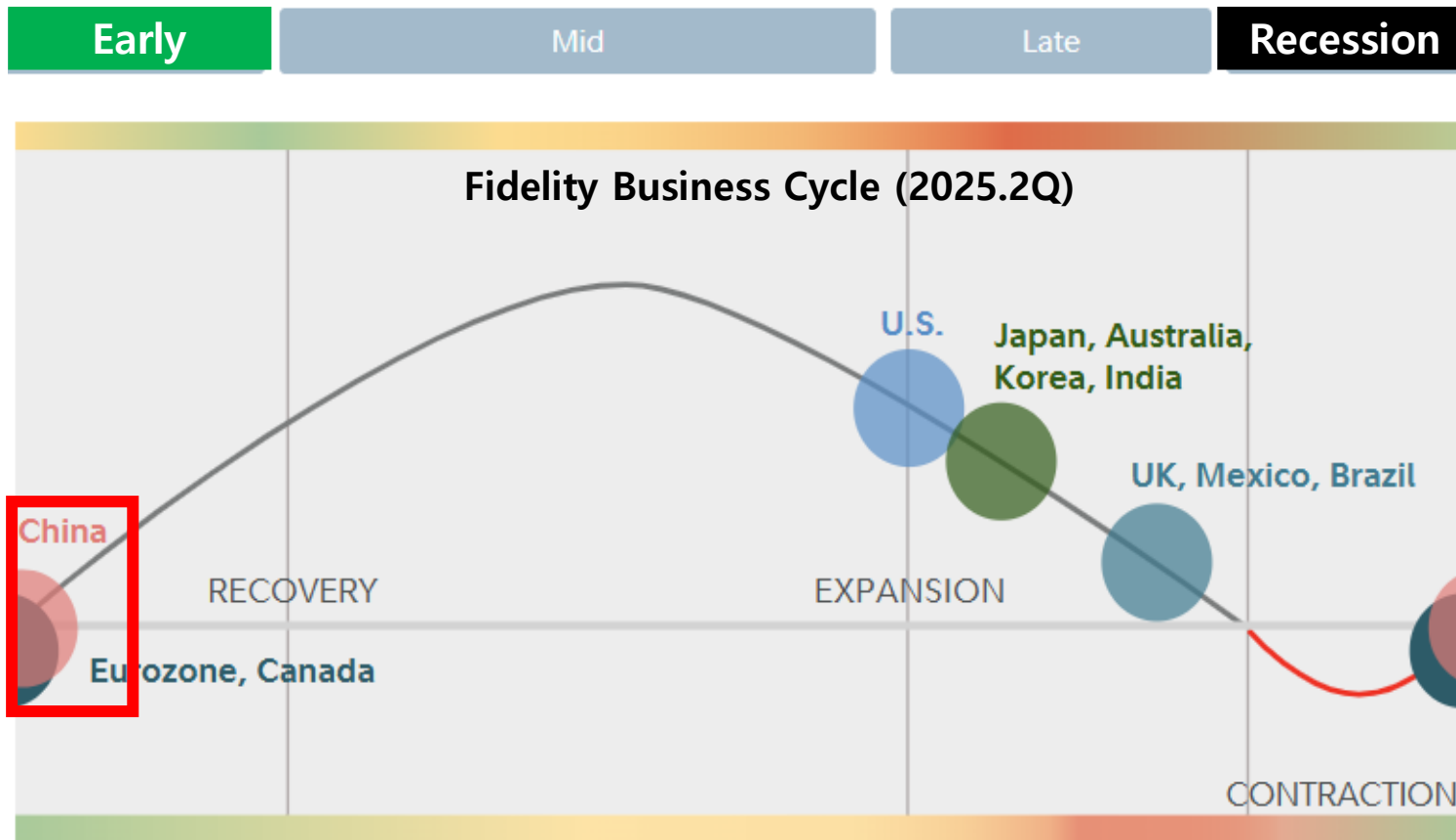


MSCI Chin 주가지수 장기 추이 (2020년말 이후 고점대비 최대 -61% 하락)



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

- 중국은 오랜 기간 강력한 긴축을 끝내고 24년 9월 대규모 경기 부양정책을 발표하여 경기를 회복시키겠다는 의지를 보였습니다.
- 그러나 25년 4월에 트럼프 미국 대통령이 중국에 높은 상호관세를 부과하자 중국은 굴복하지 않고 강대강 무역 전쟁을 시작했습니다.



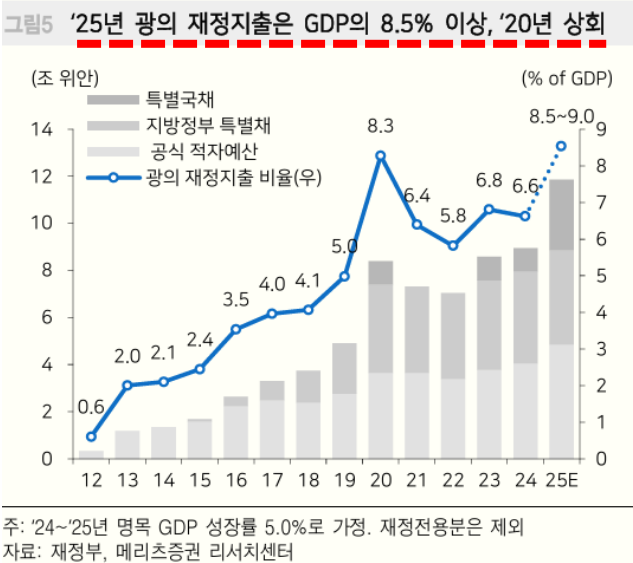
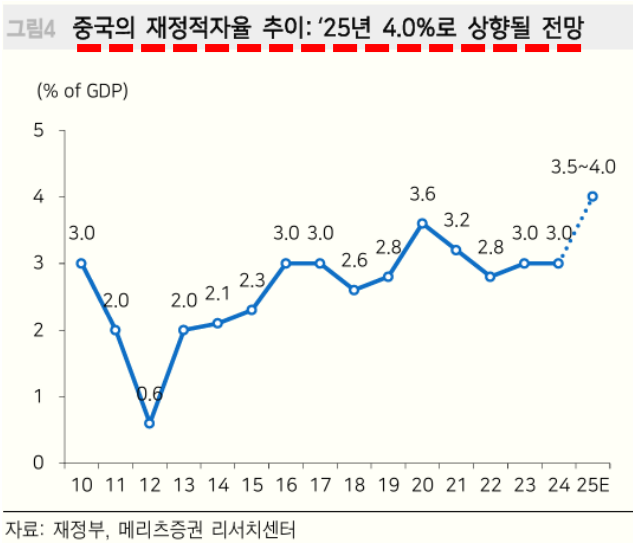
https://institutional.fidelity.com/app/item/RD_13569_40890/business-cycle-update.html



중국은 미국 무역규제로 인한 수출 위축을 '적극적인 재정정책 + 내수 부양'으로 대응하려 합니다.

표1 2023년과 2024년 경제공작회의에서의 주요 내용 비교		
	2023년 12월 10~11일	2024년 12월 11~12일
현 경기 문제점	· 국내: 유효수요 부족, 일부 산업 공급과잉, 기대치 약화, 잠재 리스크 여전히 많음 · 대외: 복잡하고 엄중하며 불확실성 상승	· 국내: 내수 수요 부족, 일부 산업 경영 어려움, 국민들의 취업 및 소득 증가 어렵고, 잠재 리스크 상존 · 대외: X (언급 부재)
정책 기조	· 온중구진, 안정적 성장, 선립후파 · 경제성장과 취업 안정, 시장 기대치 관리에 유리한 정책 발표	· 성장 안정, 취업 안정, 물가 안정, 국제수지 밸런스 유지 · 국민 소득과 경제성장률의 동반 증가
통화정책	· 온건한 기조 - 통화공급은 경제성장률과 물가상승률 합과 비슷하게 유지 - 기술혁신, 친환경 전환, 미소금융, 디지털경제에 지원 확대	· 적당한 완화 기조 - 기준율 및 금리 인하로 충분한 유동성 유지 - 사회용자총액 및 M2 증가율은 경제성장률의 동반 증가 - 위안화 환율은 합리적인 수준에서 안정세 유지
재정정책	· 적절히 강도 강화, 효과 증대 - 기술혁신과 제조업 발전을 중점적으로 지원 - 구조적 감세/비용 인하 추진, 도시간 자금이전 엄격히 통제	· 더 적극적인 재정정책 - 재정적자율 상향 - 초장기 국채 발행을 늘려 '이구환신', '설비교체' 정책 지원 - 지방정부 특수채의 사용범위 확대
주요 과제	1. 기술혁신을 통해 현대화 산업체계 구축	1. 전방위적으로 국내 내수 확대 (1순위)
	2. 국내 수요 확대	2. 기술혁신으로 생산력 개선, 현대화 산업체계 구축 (2순위)
	3. 주요 영역에 대한 개혁을 심화	3. 경제구조 개혁 추진
	4. 진일보 대외개방: 통신, 의료 등 서비스업 진입문턱 완화	4. 질적 개방 확대, 외자 및 수출 안정화
	5. 주요 부문의 리스크를 효과적으로 방어	5. 주요 부문의 리스크를 효과적으로 방어
	6. "3농" 작업 견지: 식량안보, 농촌 발전수준 진일보 제고	6. 도농간 융합 발전 추진: 신형도시화 및 농촌전면진흥 등
	7. 도농간 융합, 지역간 발전 추진	7. 지역의 성장 전략 강화
	8. 생태문명건설과 친환경발전(탄소중립) 추진	8. 탄소 감소 및 친환경 발전을 동시에 추진
	9. 민생을 보장하고 개선할 것: 취업 안정 강조	9. 민생을 개선하고 보장: 취업, 의료, 교육 안정 강조

자료: '20~'24년 경제공작회의의 원문, 메리츠증권 리서치센터 정리



중국 증시는 “경기 침체 종료 + 경기 부양 + 가성비 높은 AI” 3가지 모멘텀을 가지고 있습니다.

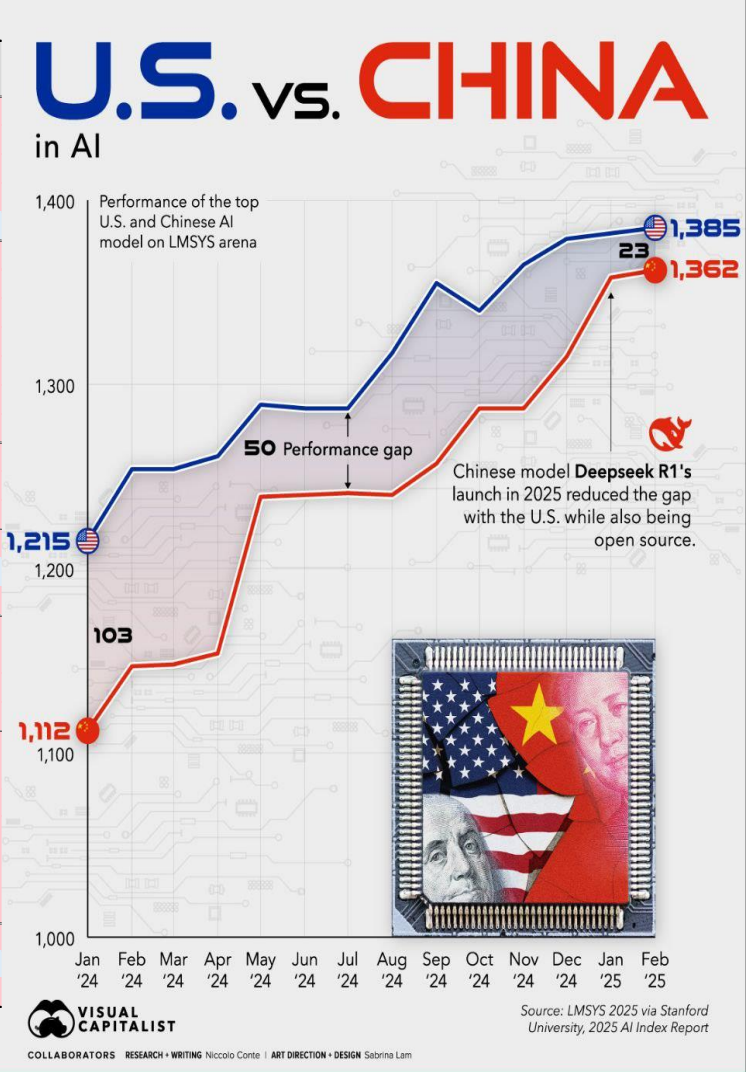
'딥시크(DeepSeek)' 쇼크 변화

2025년 06월 06일 기준

국가	현재값	2025.1.23 이후 누적	당일	최근 1주일	최근 1개월
비트코인	104574.41	1.40%	4.05%	-0.02%	10.42%
미국 NASDAQ100	21761.79	-0.64%	0.99%	1.97%	9.96%
미국 국채 10년물 금리 (%p)	4.51	-0.137	0.115	0.105	0.211
일본 USDJPY환율	144.85	-7.18%	0.92%	0.58%	1.68%
한국 USDKRW환율	1355.75	-5.54%	0.00%	-1.94%	-3.24%
M7 애플 (AAPL,\$)	203.92	-8.61%	1.64%	1.53%	2.86%
M7 메타 (META,\$)	697.71	9.72%	1.91%	7.76%	18.80%
M7 아마존 (AMZN,\$)	213.57	-9.28%	2.72%	4.18%	15.44%
M7 마이크로소프트 (MSFT,\$)	470.38	5.70%	0.58%	2.18%	8.75%
M7 알파벳 (GOOGL,\$)	173.68	-12.17%	3.25%	1.13%	6.40%
M7 테슬라 (TSLA,\$)	295.14	-28.43%	3.67%	-14.81%	7.19%
M7 엔비디아 (NVDA,\$)	141.72	-3.73%	1.24%	4.88%	24.82%
TSMC (TSM, ADR,\$)	205.18	-8.30%	0.90%	6.13%	19.10%
마이크로테크놀로지 (MU,\$)	108.56	3.68%	2.14%	14.93%	34.84%
SK하이닉스 (000660,₩)	224,500	3.12%	0.00%	9.78%	20.92%
삼성전자 (005930,₩)	59,100	10.71%	0.00%	5.16%	8.84%
네이버 (035420,₩)	191,200	-6.05%	0.00%	1.97%	-3.14%
카카오 (035720,₩)	44,300	24.10%	0.00%	3.75%	16.43%
필라델피아 반도체 ETF (SOXX,\$)	217.34	-7.54%	0.67%	6.05%	16.37%
미국 대형 성장주 ETF (SCHG,\$)	28.09	-3.11%	1.01%	1.92%	9.30%
미국 소프트웨어 ETF (IGV,\$)	105.98	1.62%	1.26%	2.25%	8.19%
미국 소형 가치주 ETF (MGV,\$)	128.28	-1.54%	1.06%	1.06%	3.92%
우라늄 ETF (URA,\$)	33.64	8.59%	1.42%	5.09%	27.47%
우라늄 및 원자력 ETF (NLR,\$)	99.66	3.59%	2.10%	2.54%	19.60%
석유 인프라 ETF (UMI,\$)	50.53	-4.80%	0.30%	1.59%	4.61%
전력망 ETF (GRID,\$)	132.63	3.91%	0.95%	2.08%	8.93%
신재생에너지 ETF (ICLN,\$)	12.95	15.73%	0.78%	2.21%	9.10%
태양광 에너지 ETF (TAN,\$)	33.59	0.18%	0.78%	3.83%	14.64%
풍력 에너지 ETF (FAN,\$)	17.64	18.71%	0.81%	2.98%	9.91%
중국 인터넷주 ETF (KWEB,\$)	34.24	16.30%	0.06%	4.58%	0.77%
중국 테크주 ETF (CQQQ,\$)	42.74	8.92%	0.45%	5.17%	-3.00%
중국 대형주 ETF (FXI,\$)	36.59	19.73%	-0.11%	4.54%	3.74%

** 중국 딥시크 이벤트는 2025.1.24(금)부터 미국 증시에 영향을 끼치기 시작했음

** 로컬 통화 기준 변화



▶ 엠투데이

中 초거대 AI의 반격, 화웨이 칩으로 무장한 딥시크 R2 공개 임박

[엠투데이 이세민 기자] 중국의 AI 스타트업 '딥시크'가 차세대 초거대 언어모델 'R2' 공개를 앞두고 세계 AI 업계의 이목을 집중시키고 있다.

15시간 전

▶ 이타임스

'딥시크-R2' 정보 인터넷에 떠돌아... "화웨이 칩으로 훈련·오픈AI보다 97.3% 저렴"

출시 초읽기에 들어간 딥시크의 최신 추론 모델 '딥시크-R2'에 대한 정보가 인터넷에 떠돌고 있다. 알려진 데라면 딥시크는 또 한번 서방 국가들에...

5일 전

▶ 한국일보

화웨이·텐센트 "내 안에 딥시크 있다"... 중국, AI 자립 생태계 속도

또 다른 IT 대기업 화웨어도 1일 성명에서 자사의 어센드 클라우드 서비스를 통해 딥시크의 언어 모델 V3와 추론 모델 R1을 제공하기로 했다고 발표했다.

2025. 2. 3.

▶ Chosunbiz

"엔비디아 H100의 60% 성능"... 딥시크 충격에 드러난 화웨이 반도체 굴기 - 조선비즈

딥시크 AI 모델 구현에 화웨이 반도체 활용 화웨이, 어센드 910C 출시 전 사전 검증 "성능은 엔비디아 H100 대비 60% 수준".

2025. 2. 7.

▶ KBS 뉴스

"딥시크 연구자 54%, 중국서만 교육받아...미 인적자본 우위 붕괴"

중국 인공지능 스타트업 딥시크의 주요 연구진 200여명 중 절반 이상이 중국에서만 교육받고 그 기관에 소...

2일 전

▶ 매일경제TV

"중국, 첨단 전투기 연구개발에 딥시크 활용 시작"

중국 당국이 첨단 전투기 연구개발에 자국 인공지능(AI) 모델 딥시크(DeepSeek)를...

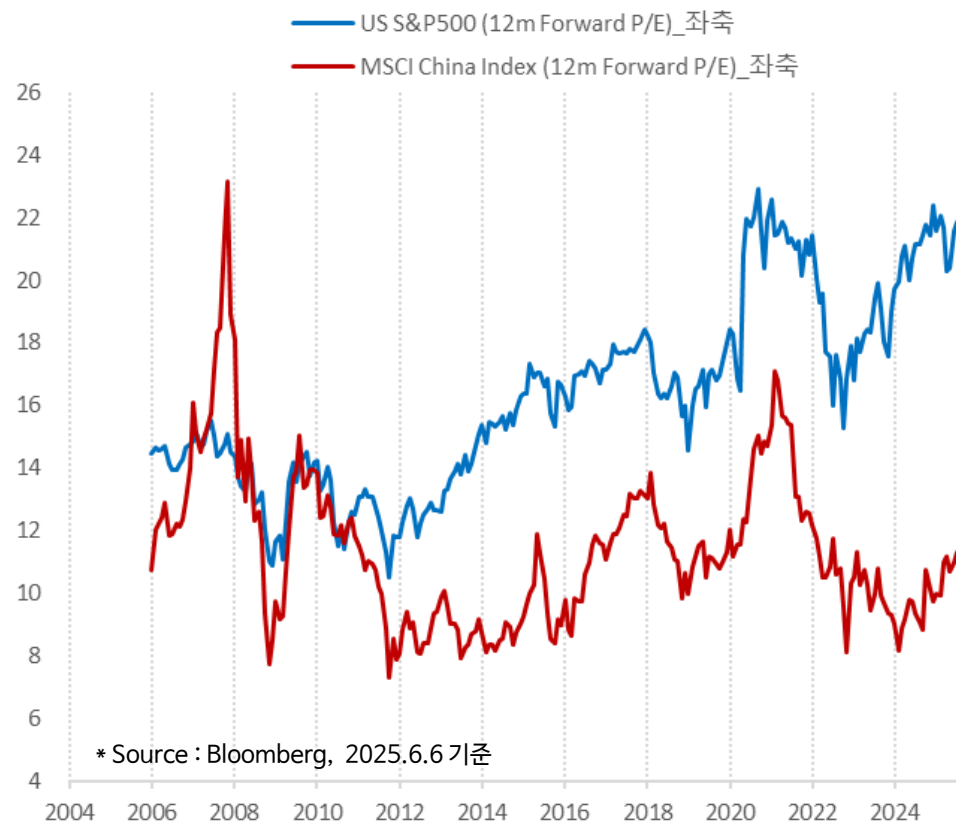
7시간 전

* Source : Google, 2025.6.6 기준

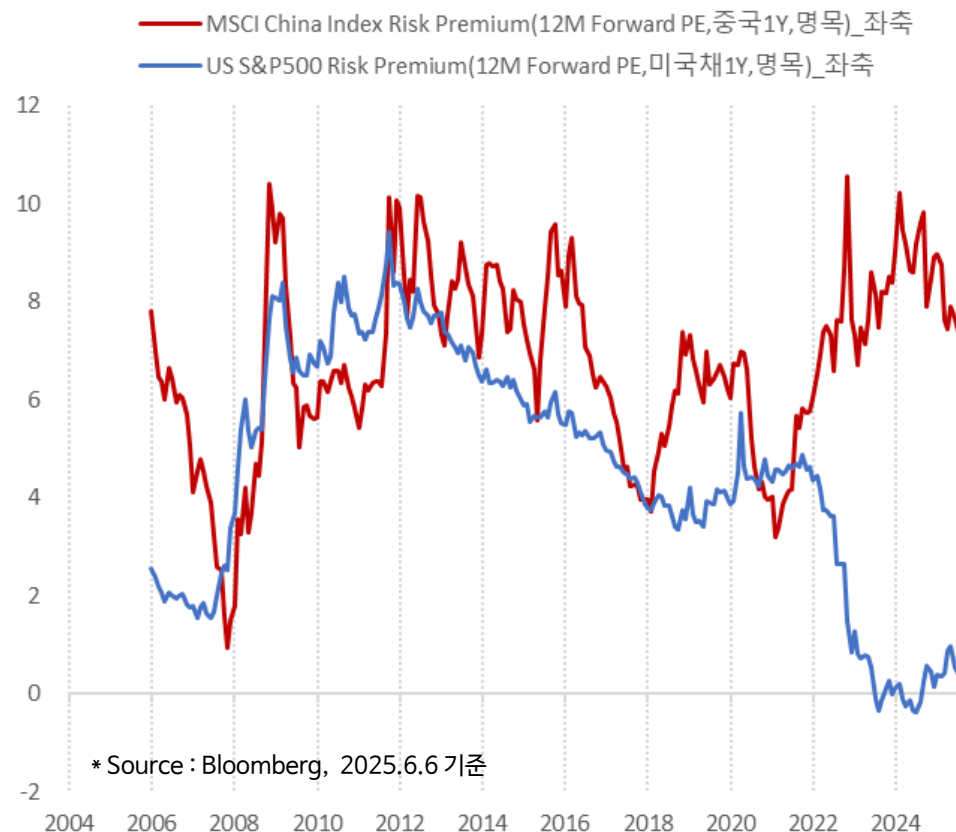
관세 불확실성이 있지만... 미국 증시와 비교해서 중국 증시는 ‘매우 싸다’는 차별점이 있습니다.

- 2025.6.6 기준 12개월 Forward P/E = 미국 S&P500 21.89배 vs 중국 MSCI China 주가지수 11.32배
- 2025.6.6 기준 안전자산 대비 위험자산 투자 보상(일드 갭, Yield Gap) = 미국 S&P500 +0.43%p vs 중국 MSCI China 주가지수 +7.42%p

미국 vs 중국, 12개월 Forward P/E 비교



미국 vs 중국, 일드 갭(Yield Gap = Equity Risk Premium) 비교



달러 약세일 때, US 증시 대비 Non-US 증시(신흥국, 중국) 상대우위입니다.

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

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



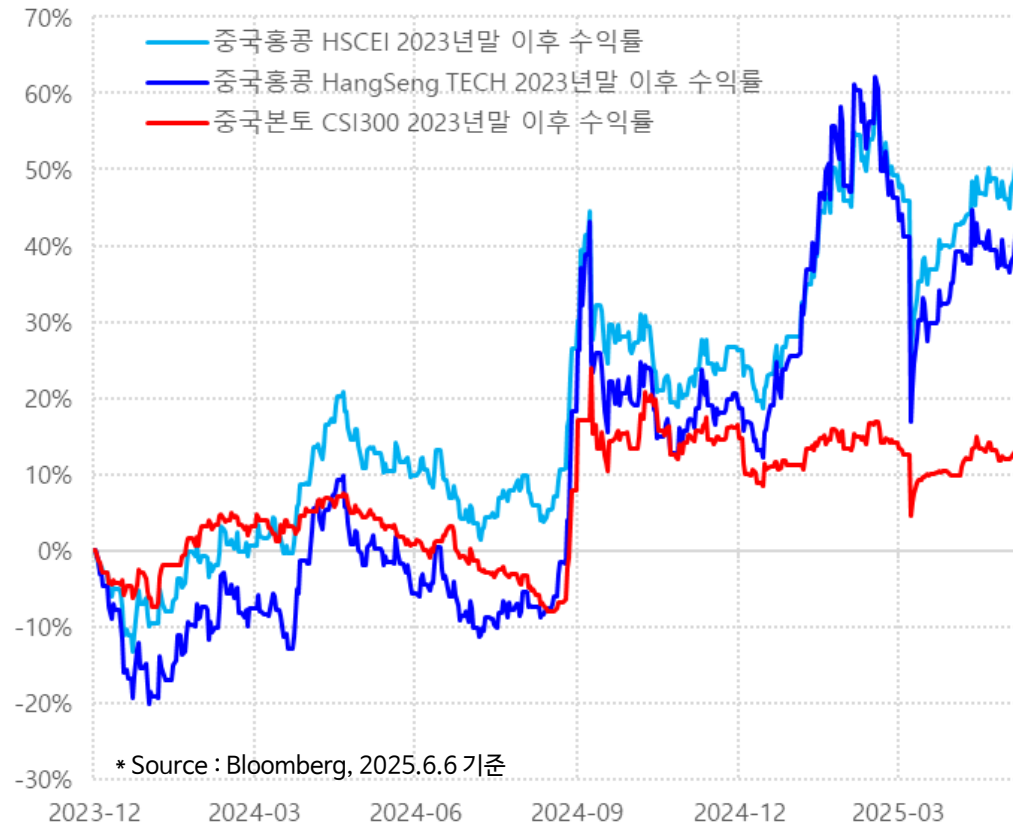
중국 증시대비 미국 증시 상대강도(빨간색) vs 달러인덱스(검정색)



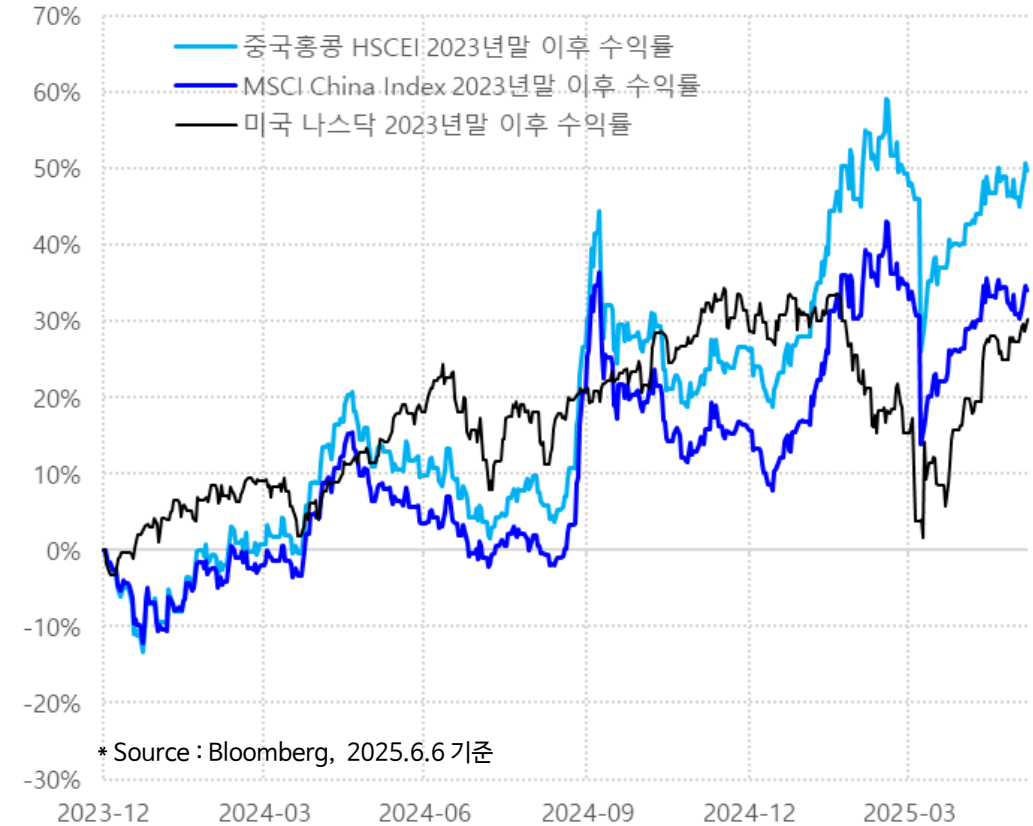
25년 4월 미중 관세 강대강 충돌 이후 중국 증시 상승이 약해졌지만… 여전히 미국보다 강합니다.

- 2025.6.6 기준 연초이후(YTD) 수익률 비교 = 중국 항셱테크 +18.32%, 중국 HSCEI +18.38%, 미국 S&P500 +2.02%, 미국 NASDAQ +1.13%
- 2025.6.6 기준 2023년말 이후 수익률 비교 = 중국 항셱테크 +40.44%, 중국 HSCEI +49.60%, 미국 S&P500 +25.80%, 미국 NASDAQ +30.10%

25년 4월초 미국이 상호관세 발표 이후 중국 증시 급락했지만 회복되고 있음



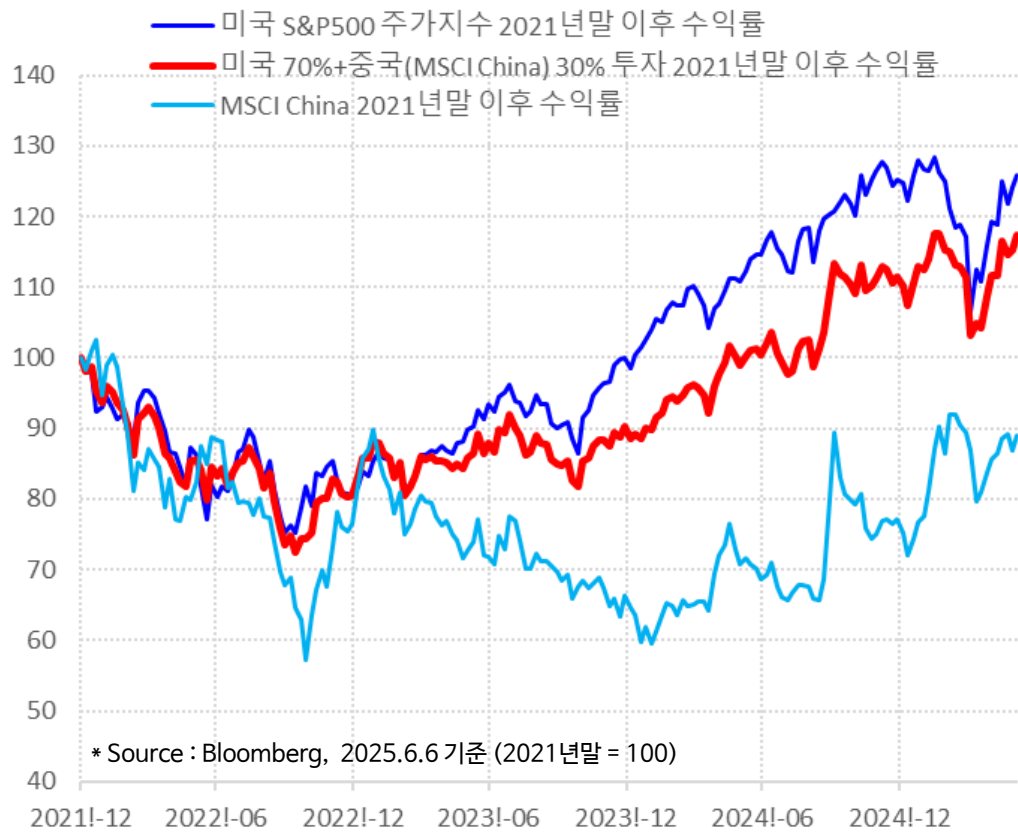
2023년말 이후부터 여전히 중국(홍콩) 증시가 미국 증시보다 우위 유지



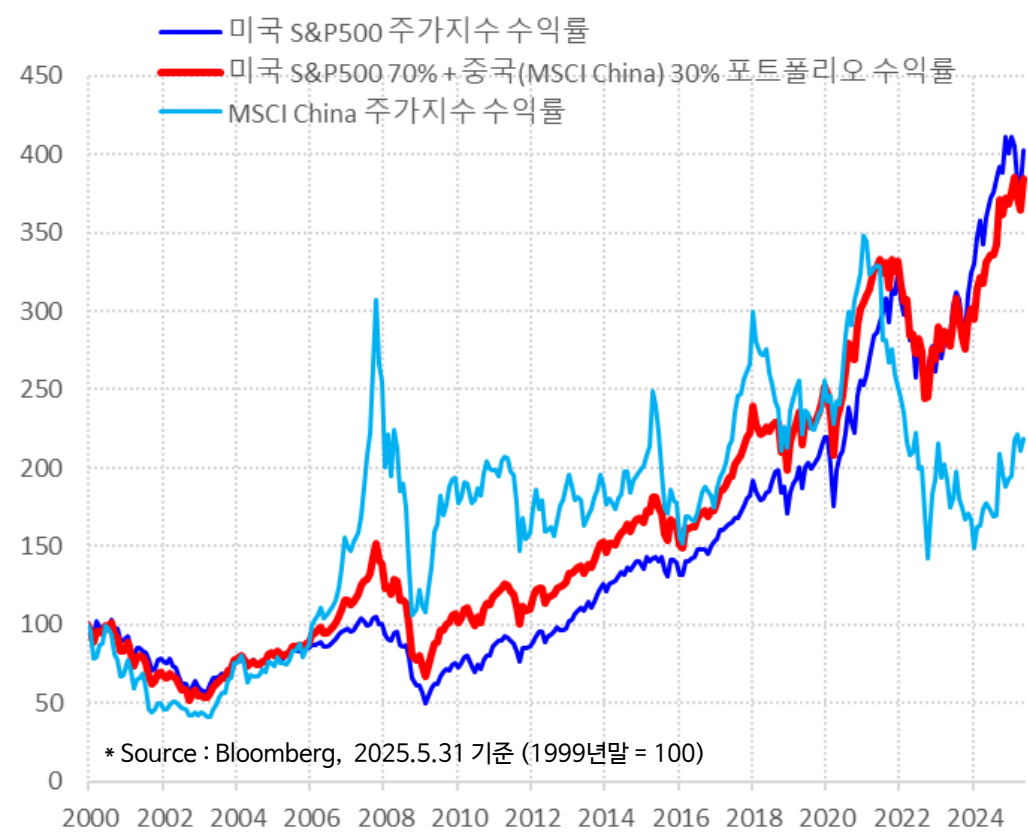
미국 단독 투자보다 ‘미국 중심으로 중국을 일부 투자’ 하는 것이 더 좋습니다.

- 미국 증시 시가총액이 중국 증시 시가총액보다 월등히 크기 때문에 포트폴리오 구성은 미국 70% + 중국 30% 조합이 좋습니다.
- 미국과 중국을 양자택일하기 보다 미국 중심으로 중국을 함께 투자한다면 미국이 부진할 때는 중국이, 중국이 부진할 때는 미국이 보완해 줄 것입니다.

미국 S&P500 70% + 중국 MSCI China 30% 포트폴리오 (2021년말=100)



미국 S&P500 70% + 중국 MSCI China 30% 포트폴리오 (1999년말=100)

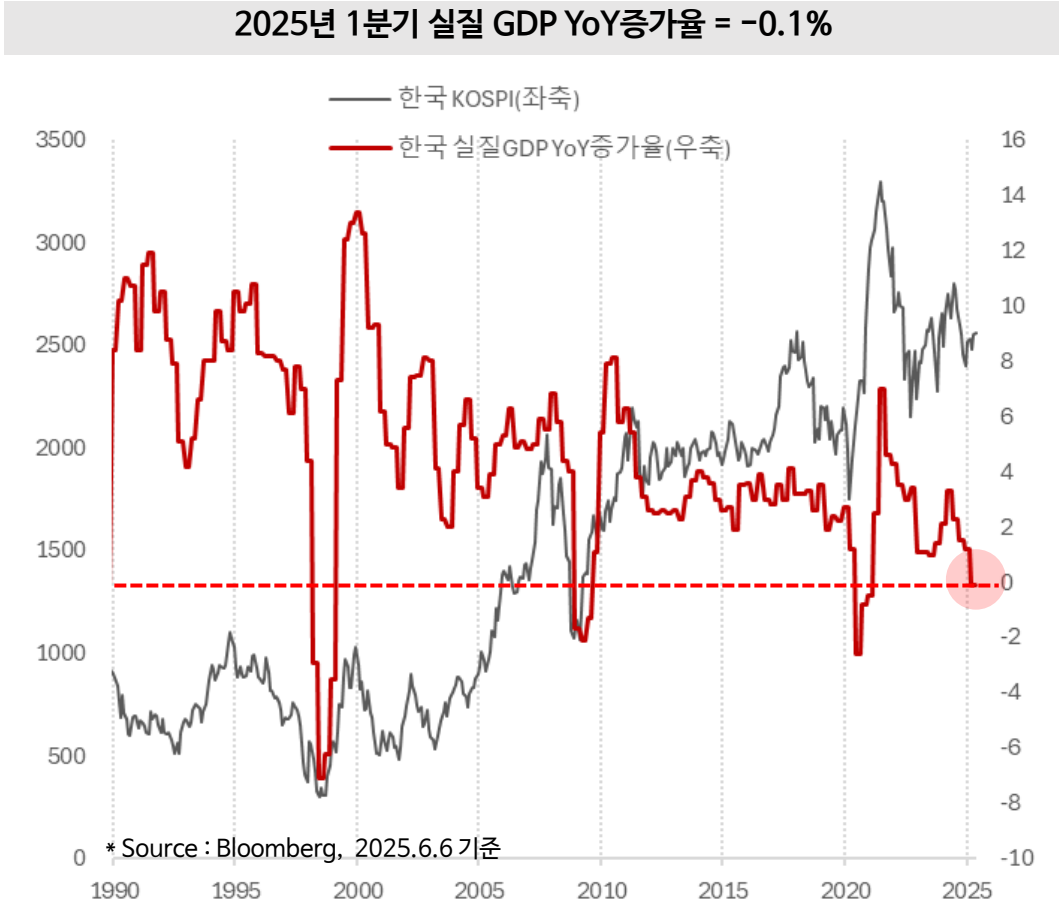
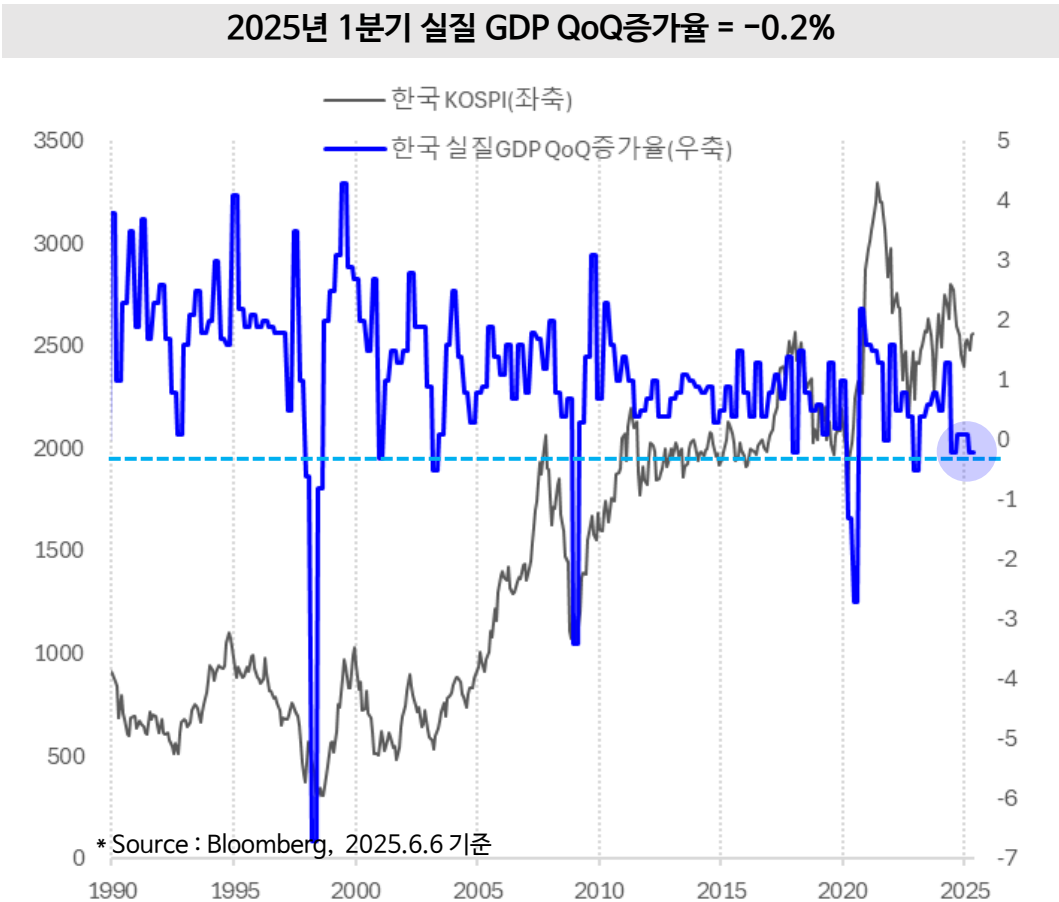


저평가 자산 (4) 한국 증시

= Strong Buy, Conviction Buy =

KOSPI매수, Why? (1) 한국 경제 불황일 때가 KOSPI 저가 매수 최적의 시기

- 2025년 1분기 한국 실질GDP QoQ증가율 -0.2%, YoY증가율 -0.1%
- 98년 IMF 외환위기, 08년 글로벌 금융위기, 20년 코로나19를 제외하면 가장 낮은 경제성장을 기록했습니다.



한국 새 정부의 대규모 추경 편성 기대로 25년 한국 경제성장률 상향 조정 나타나고 있습니다.

대통령 선거 전, 외국계 IB들은 올해 한국 경제성장률
하향 조정하며 부정적 전망 제시

주요 IB들의 올해 한국 성장률 전망치 변화 (단위 : %) 자료 : 블룸버그

	5월 2일		5월 30일
소시에테제네랄	1.0	→	0.3
JP모건	0.7	→	0.5
HSBC	1.4	→	0.7
스탠다드차타드	1.0	→	0.8
BNP파리바	1.6	→	1.0
골드만삭스	1.0	→	1.1

대통령 선거 이후 외국계 IB들은 대규모 추경 기대로
올해 한국 경제성장률 상향 조정

조선일보

대규모 2차 추경 기대에 해외 투자IB들 韓 경제성장률 전망치 다시 높여

해외 주요 투자은행(IB)들이 올해 한국 경제 성장률 전망치를 잇달아 상향했다. 새 정부의 2차
추가경정예산안 편성 가능성, 미·중 무역 갈등 완화 기대 등에 따른...

8시간 전



SBS Biz

한국, 올해 1%대로 성장할 것...성장전망 다시 높이는 해외 IB들

해외 주요 투자은행(IB)이 최근 한국의 올해 실질 국내총생산(GDP) 성장률 전망치를 잇달아 상
향 조정하고 있습니다.내수 부진과 수출 둔화 등을 반영해 전망치를...

11시간 전



서울경제TV

해외 IB들, 한국 성장률 잇달아 상향..."추경·무역 개선 기대"

글로벌 주요 투자은행(IB)들이 올해 한국의 실질 국내총생산(GDP) 성장률 전망치를 잇달아 상
향 조정하고 있다. 내수 부진과 수출 둔화로 줄곧 하향 조정.

12시간 전

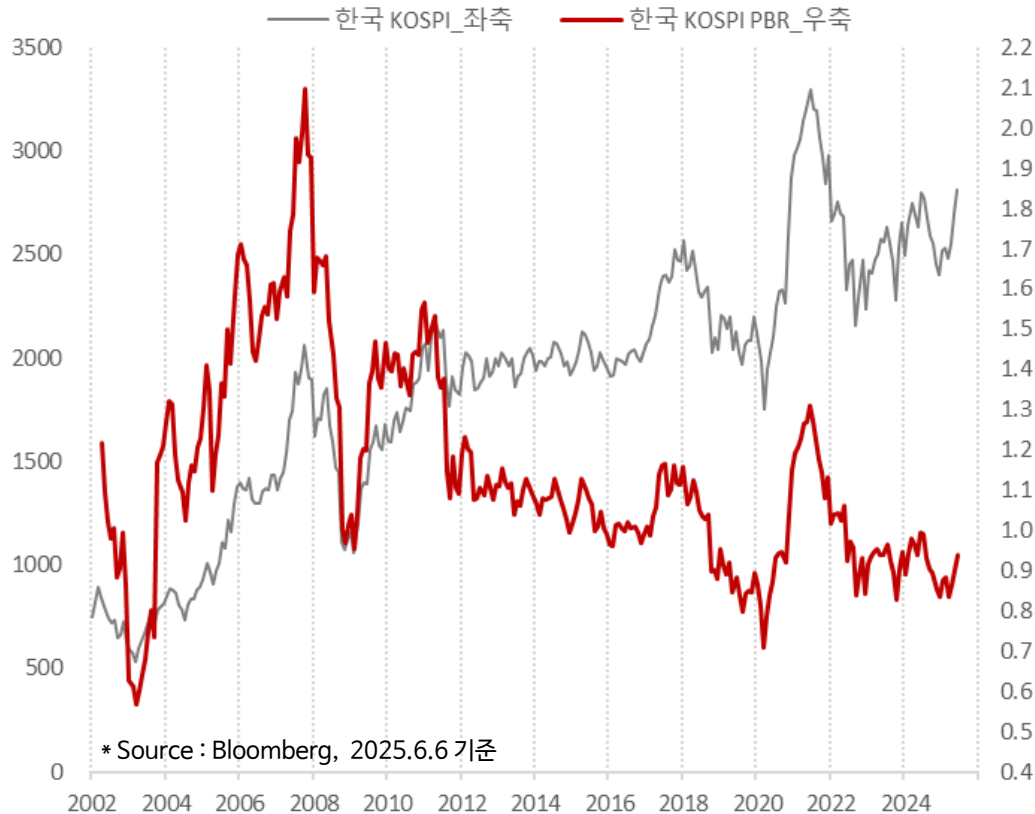


* Source : Google, 2025.6.8 기준

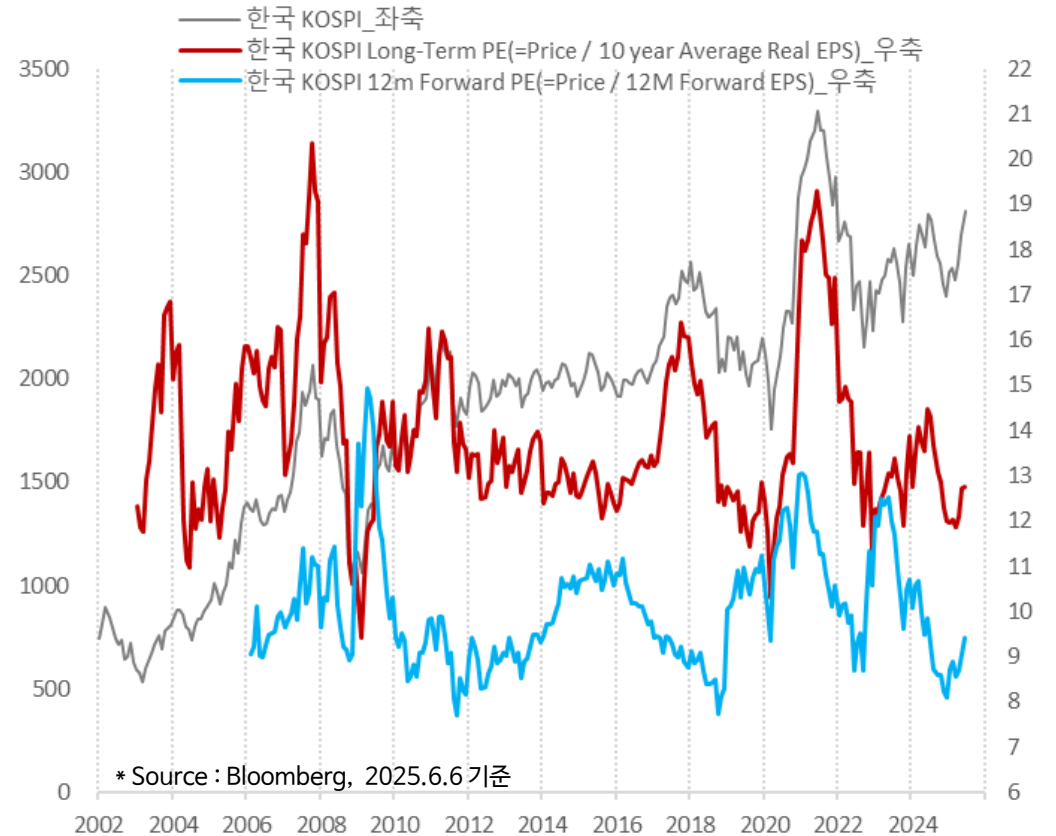
KOSPI매수, Why? (2) Extremely Low Valuation

- 2025.6.6(금) 기준 KOSP PBR = 0.94배, 12개월 Forward P/E = 9.42배, Long-Term P/E(Price/10 years Average Real EPS) = 12.76배
- KOSPI가 PBR 1.0배까지 상승한다면 약 3000pt, PBR 1.1배까지 상승한다면 약 3300pt, PBR 1.2배까지 상승한다면 약 3600pt

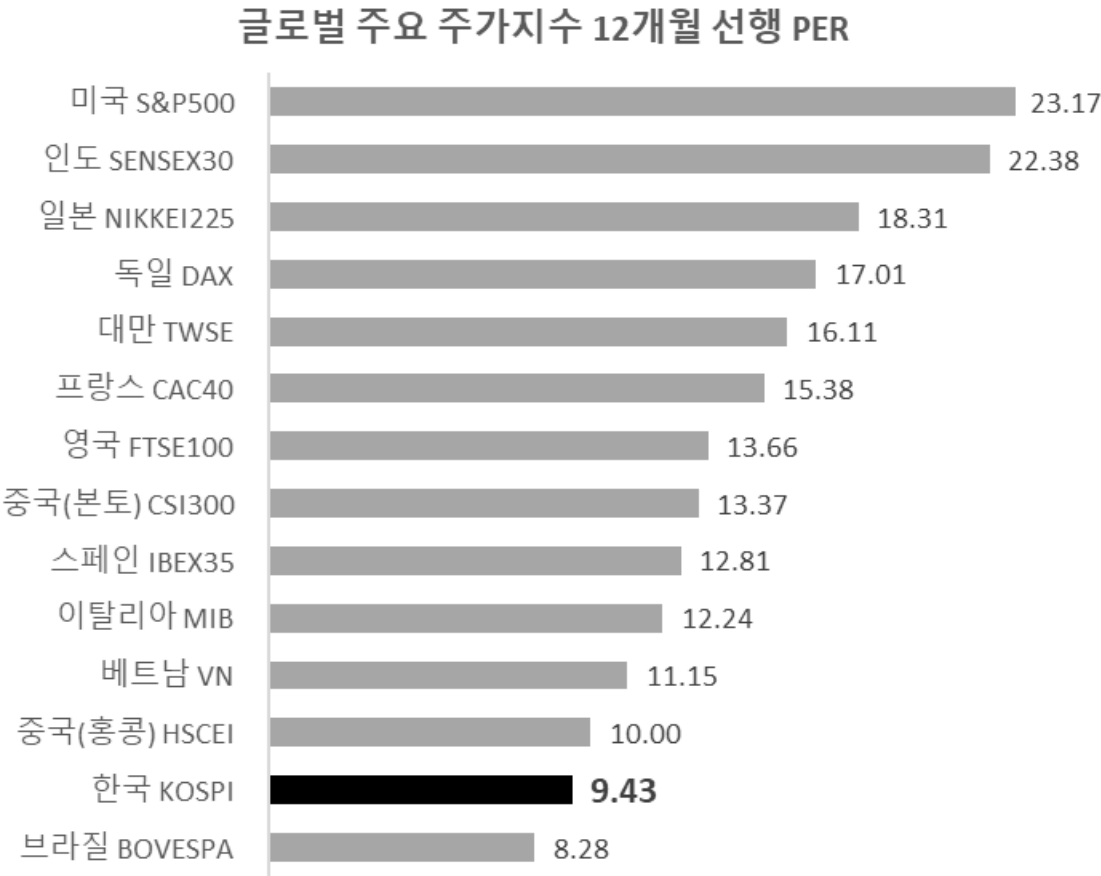
KOSPI PBR, 최근 바닥에서 빠르게 상승 중



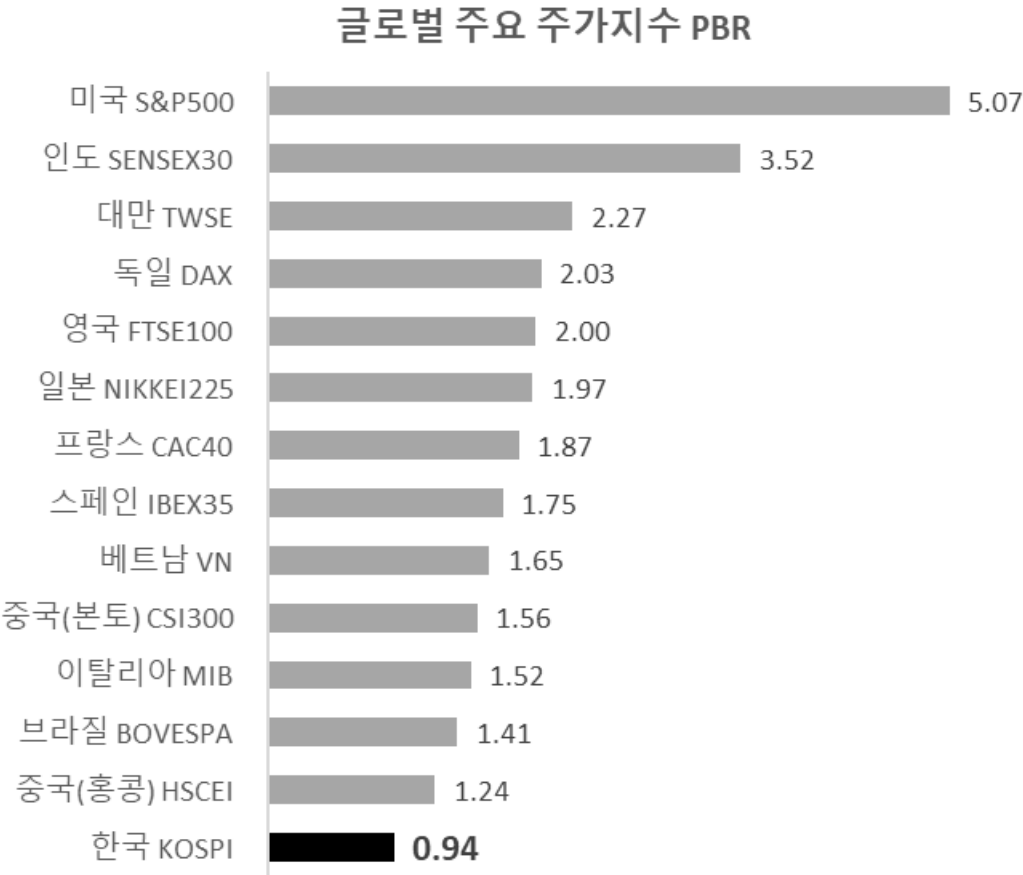
KOSPI PER, 최근 바닥에서 빠르게 상승 중



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



* Source : Bloomberg, 2025.6.6 기준

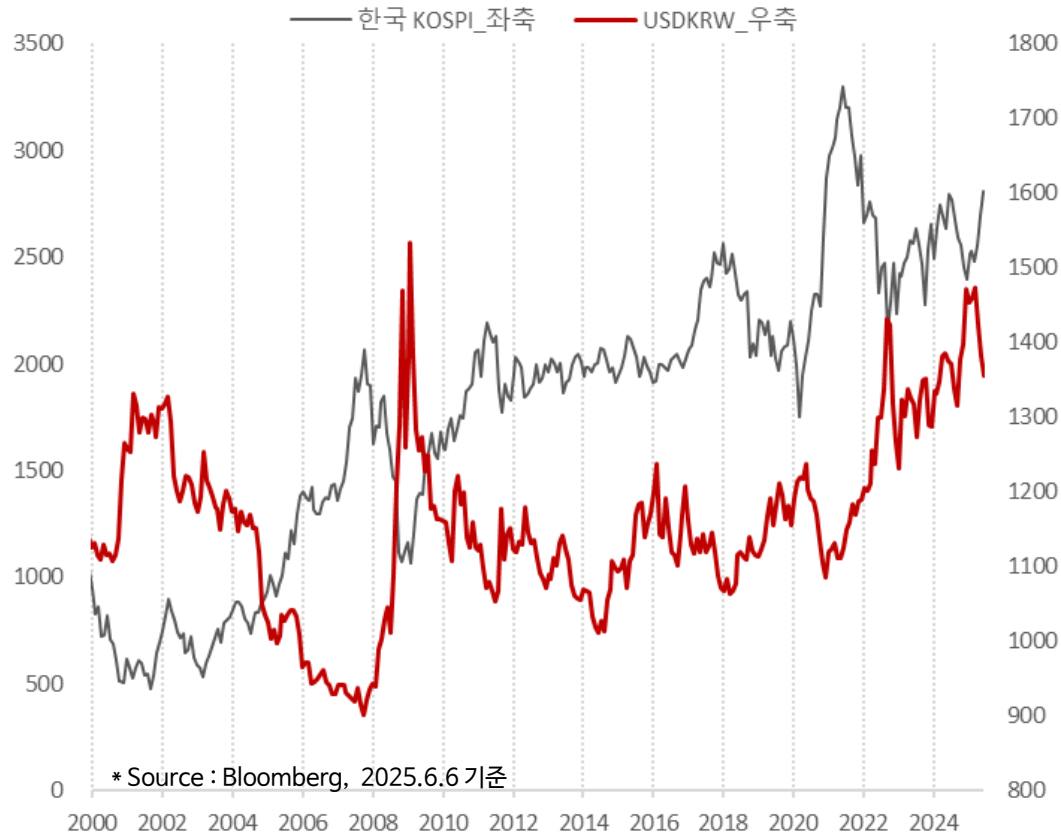


* Source : Bloomberg, 2025.6.6 기준

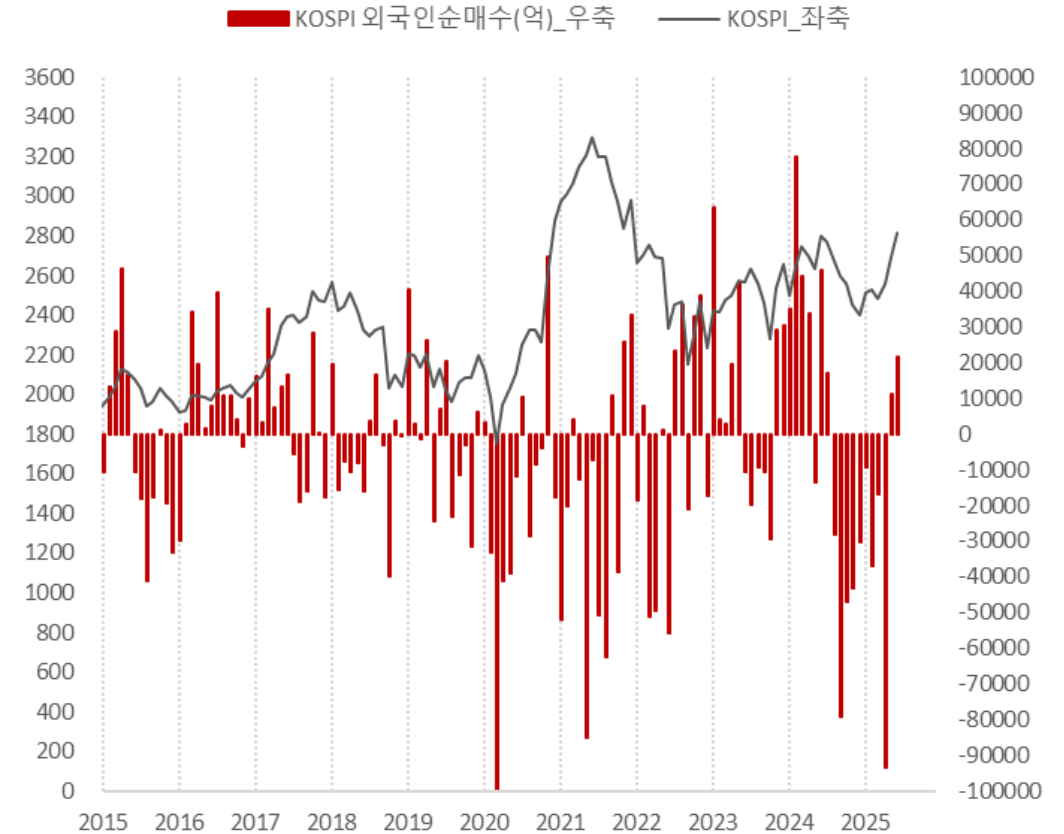
KOSPI매수, Why? (3) “달러 약세”는 외국인 순매수를 증가시키는 KOSPI 상승 최적의 조건

- KOSPI와 USDKRW환율은 반대로 움직입니다. USDKRW환율 하락할 때 외국인 순매수 늘어나면서 KOSPI 상승합니다.
- 외국인은 24년 8월부터 25년 4월까지 9개월 연속 KOSPI 순매도했으나 5월에 순매수 전환되었고 6월에 순매수 급격히 확대하고 있습니다.
(6월 3일 대통령 선거 이후 4~5일 이틀 연속 1조씩 순매수)

KOSPI와 USDKRW환율은 뚜렷한 역관계



외국인은 2025년 5월부터 KOSPI 순매수로 전환, 6월에 순매수 급증



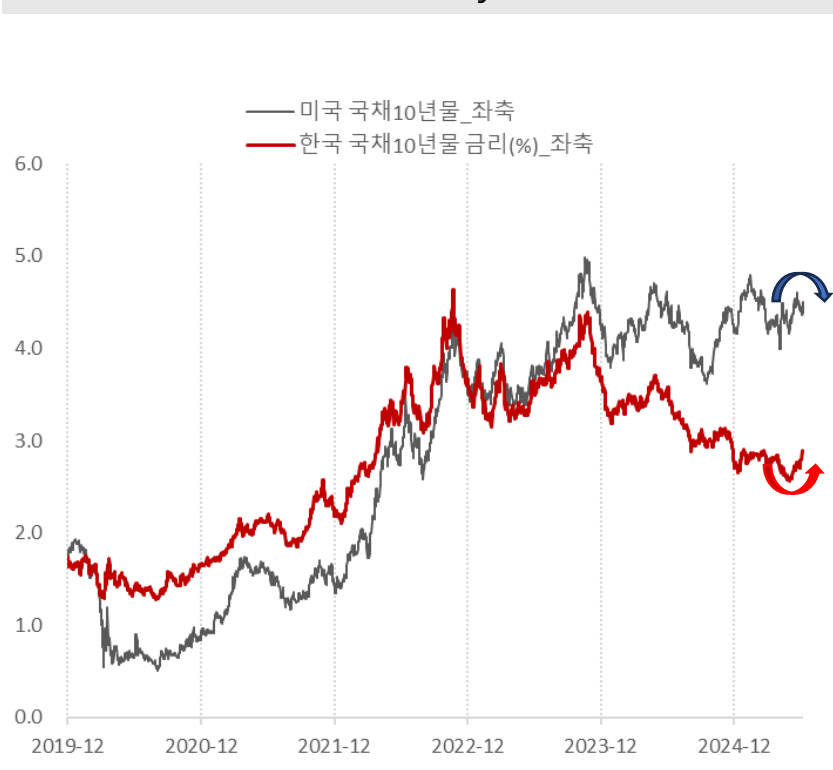
달러 약세 + 한국 재정지출 확대 → USDKRW환율 추가 하락 → KOSPI 외국인 순매수 확대

- 정권이 교체된다면 한국 정부는 확장적 재정정책으로 전환될 것입니다. (정부 지출 확대를 위해 적자 국채 발행 확대)
- 국채 발행 증가로 금리 상승해서 미국-한국 금리 스프레드가 축소될 것이므로 USDKRW환율은 추가 하락할 것입니다. (USDKRW환율 하락 시 KOSPI 외국인 순매수가 증가)



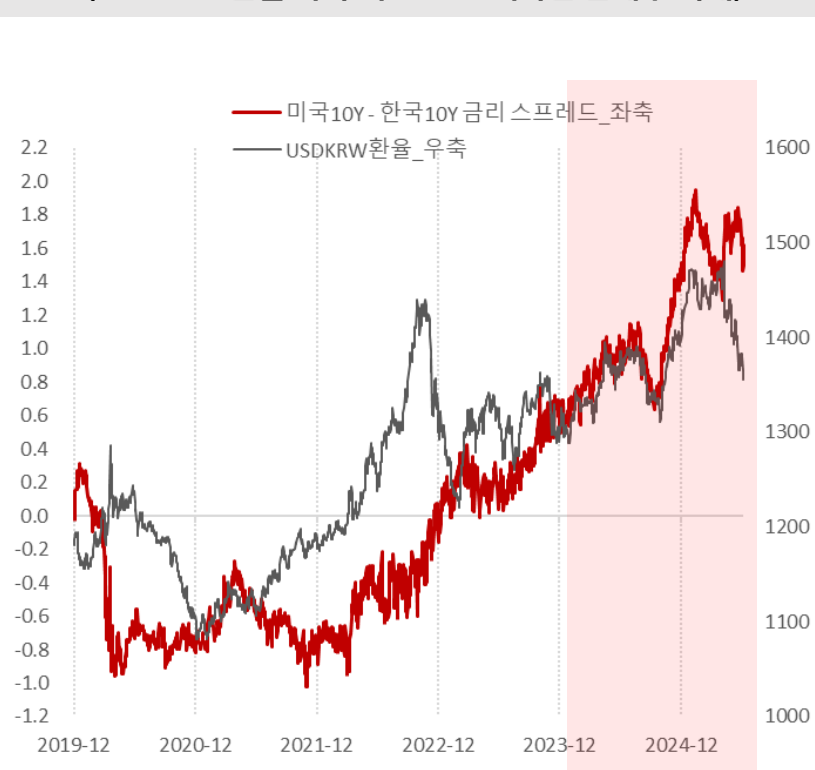
※ 25년 2월, 민주당 2025년 약 35조원 추경 필요 발표

한국 정부 확장적 재정정책 실행 시 장기물 국채 발행 확대
→ 국채 금리 상승 → 미국-한국 10y 국채 금리 스프레드 축소



* Source : Bloomberg, 2025.6.6 기준

미국-한국 금리 스프레드 축소되면 USDKRW환율 하락 예상
(USDKRW환율 하락 시 KOSPI 외국인 순매수 확대)

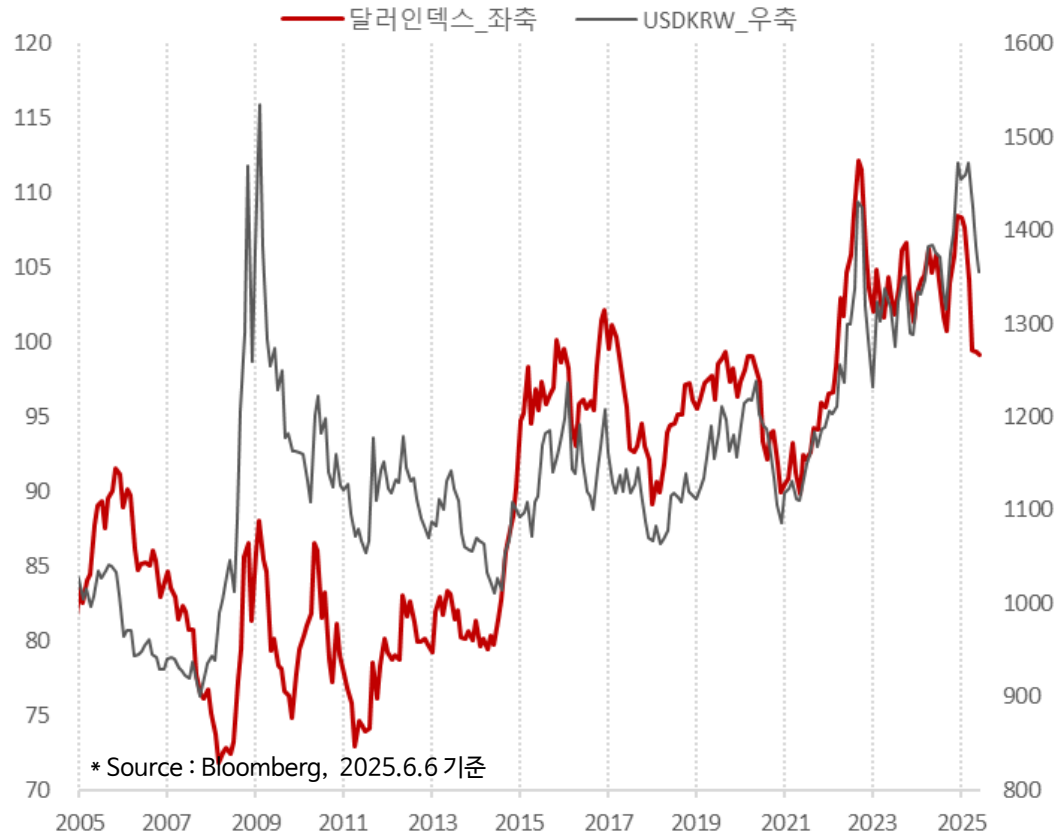


* Source : Bloomberg, 2025.6.6 기준

“달러 약세” 국면에서 한국 KOSPI는 미국 S&P500보다 상대 우위 성과를 보였습니다.

- KOSPI와 달러인덱스는 뚜렷한 정관계로 움직입니다. 트럼프 2기 정부 시작 이후 달러인덱스 빠르게 하락하고 있습니다.
- 달러인덱스 하락 국면(달러 약세)에서는 미국 S&P500보다 한국 KOSPI가 더 강해집니다.

최근 글로벌 달러화 약세 전개 중



달러 강세 국면은 S&P500 상대 우위, 달러 약세 국면은 KOSPI 상대 우위



KOSPI매수, Why? (4) 주주가치 Value-Up 정책 본격 실행

- 정권 교체로 주주 이익 보호, 자사주 매입 소각 의무화 등의 상법 개정과 배당소득 분리 과세 등의 세법 개정으로 주주가치 Value-Up이 본격 실행될 것입니다.
- 대규모 재정지출에 따른 경기 개선 기대가 고조되는 상황에서 본격적인 주주가치 Value-Up이 더해진다면 KOSPI 저평가 매력에 더욱 부각될 것입니다.

상법 개정안 내용

이사의 주주 충실의무(상법 제382조의3)

변경 전

이사는 **회사를 위해** 의무를 충실하게 수행해야 한다

변경 후

이사는 **회사 및 주주를 위해** 직무를 충실하게 수행해야 한다

신설

이사는 **총주주의 이익을 보호하고 전체 주주의 이익을 공정하게 대우해야 한다**

전자주주총회 (상법 제542조의14)

신설

① 상장회사는 이사회 결의로 원격지에서 전자주주총회를 개최할 수 있다

② 자산 규모 등을 고려해 **대통령령으로 정하는 상장회사는 전자주주총회를 개최해야 한다**

국가별 평균 배당 세율



미국	배당수익의 15%로, 분리과세함
중국 베트남	배당수익의 10%로, 분리과세함
영국 홍콩	배당과세 0%
한국	배당금 2000만원 이하 시 배당수익 15.4% 과세, 배당금 2000만원 초과 시 종합소득세로 과세해 최대 40~50%대 세율 적용

배당소득 분리과세 개정안 개요

현행법

- 배당소득: 15.4%
- 이자소득·배당소득의 합 2000만 원 이상 : 최대 49.5% (종합소득 합산 기준)

개정안

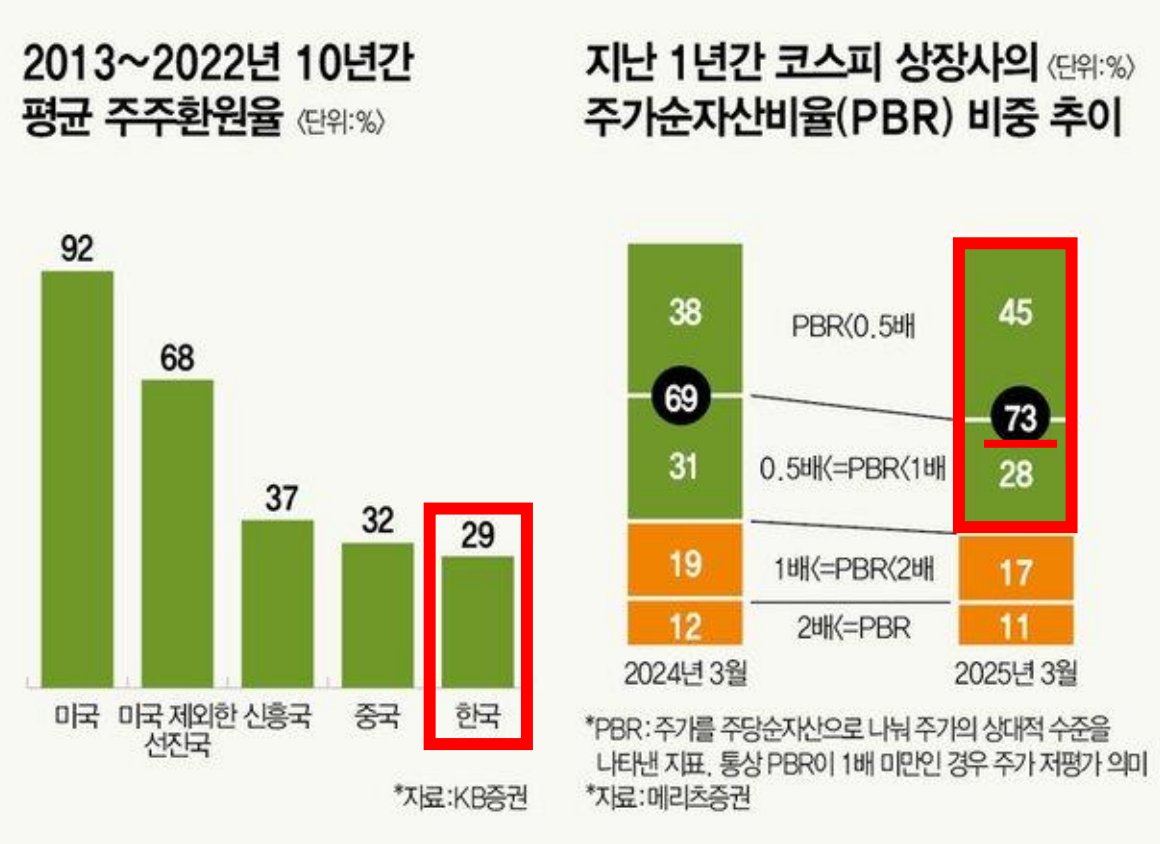
- 2000만 원 이하: 15.4%
- 2000만 원 초과~3억 원 이하: 22%
- 3억 원 초과: 27.5%

※개정안은 배당성향 35% 이상인 상장법인에 해당

자료: 더불어민주당 이소영 의원실

한국 증시의 ‘주주환원율’은 전세계 최하위 수준입니다. (코리아 디스카운트 핵심 원인)

- 주주환원율 = (현금배당 + 자사주 매입) / 연간 순이익
- 한국 대기업들은 자사주 매입 후 보유하고 있는 경우가 많습니다. 자사주 매입 후 소각을 의무화하면 KOSPI 상승 기대가 커질 것입니다. (최근 증권주 급등 배경)



※ 주주환원율 = (현금배당 + 자사주매입) / 연간 순이익

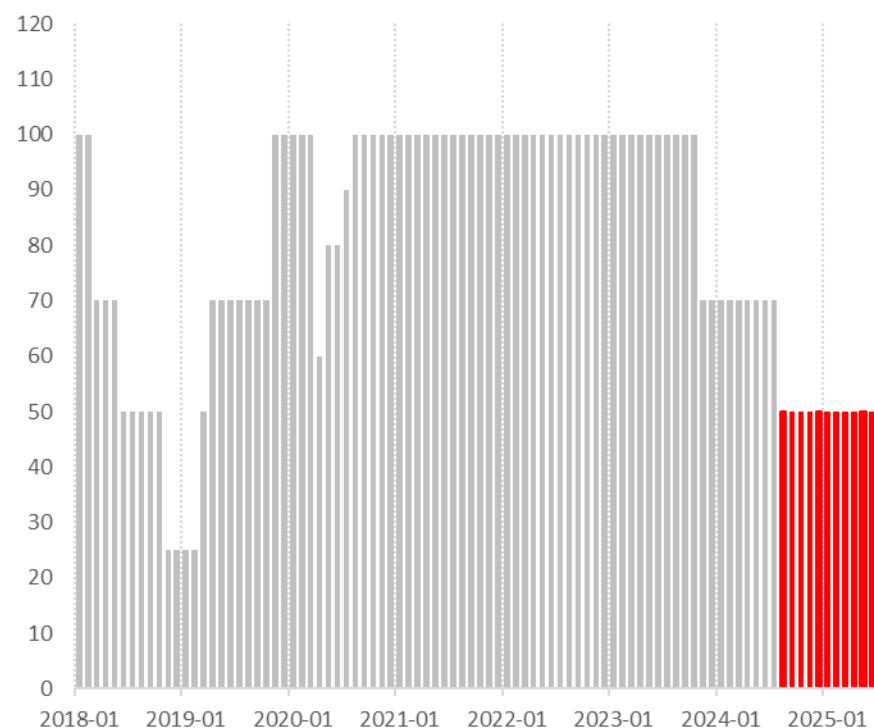


* Source : Google Finance, 2025.6.6 기준, 연초이후 수익률 비교

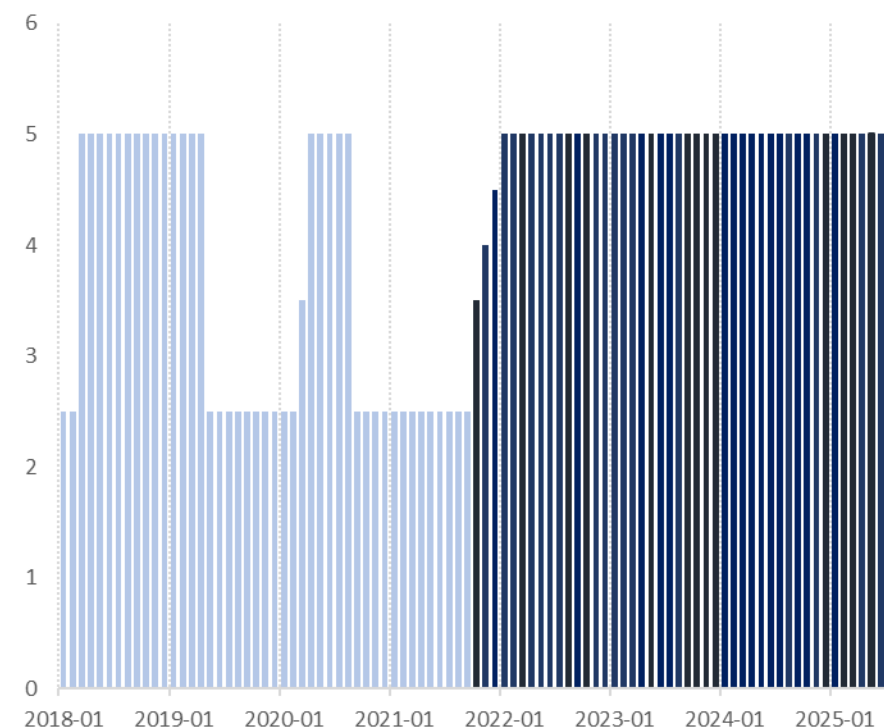
2025년 6월 자산배분전략 : 위험자산 비중 축소 유지, (미국) 국채 듀레이션 확대 유지

- 미국 경기 침체 리스크를 대비하기 위해 2024년 8월부터 주식비중을 추가로 축소해서 MAX 대비 50% 수준까지 낮췄 습니다.

위험자산 투자비중 변화 추이
(2025년 6월, 위험자산 투자비중 축소 유지 : 50%)



안전자산 채권 듀레이션 변화 추이
(2025년 6월, 안전자산 비중 확대, 채권 듀레이션 확대 유지)



수고 많으셨습니다.
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.