한국 경제 및 금융시장 진단과 전망

박희찬 hcpark@miraeasset.com

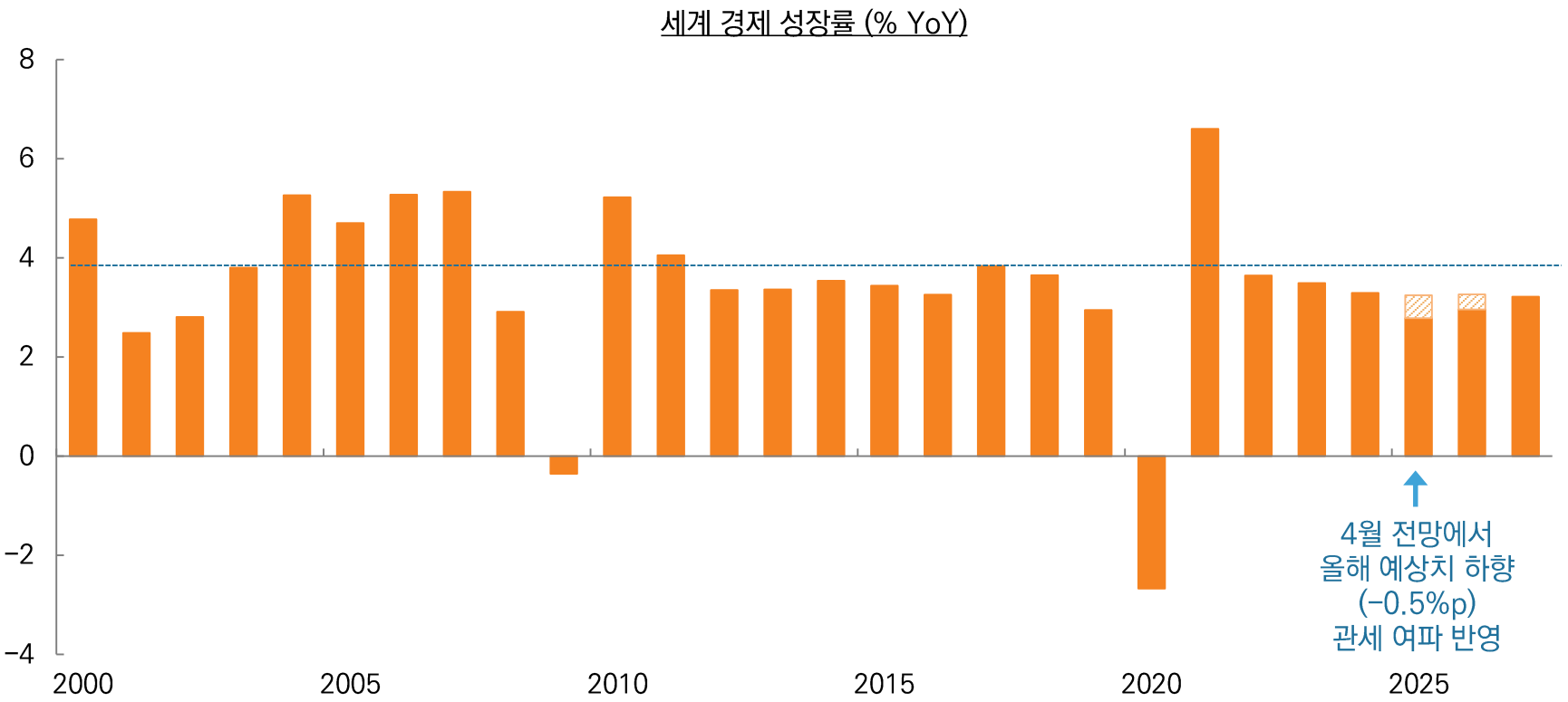
MIRAE ASSET
Building on principles

올해 세계경제는 저조한 성장세

2010년 이후 두번째로 낮은 성장률(최저는 2020년)

- 미국의 지나친 자국 우선주의, 무역정책 불확실성으로 세계경제 성장률 예상치 추가 하락 리스크 직면.

팬데믹 이후 세계경제 성장세는 2010년대 장기 저성장 때보다 더 약해졌으며, 올해는 특히 더 낮은 성장률 예상됨



자료: IMF, 미래에셋증권 리서치센터

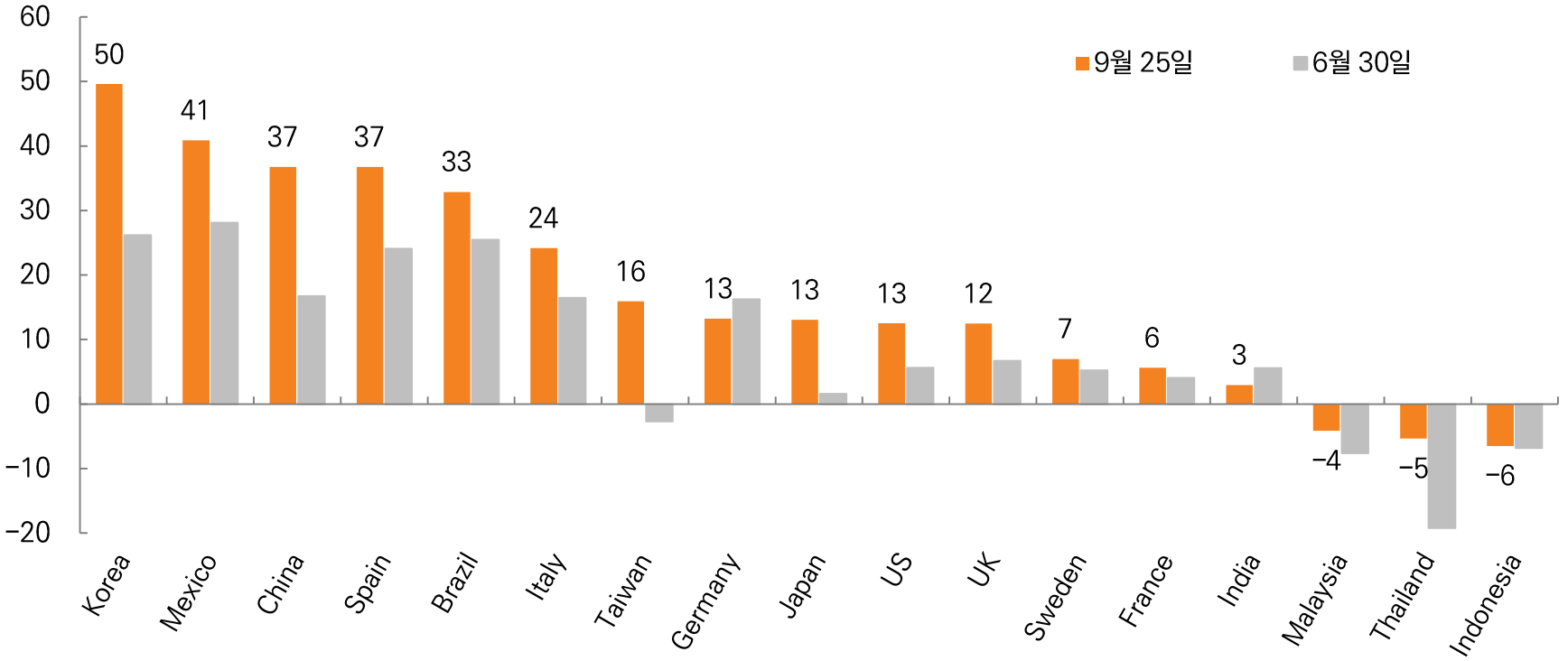
글로벌 증시 기대 이상의 강세

중국을 중심으로 하는 미국 외 분산 투자 전략 유지

- 미국 여전히 강하지만, 올해는 미국보다 더 높은 수익률을 내는 시장이 다수 존재.

한국, 중국은 상반기에 이어 하반기에도 강세 유지하는 대표 국가, 그리고 대만, 일본 등은 하반기 들어 수익률 크게 개선

2025년 연초 이후 국가별 주가지수 상승률 (%, MSCI 지수 기준)



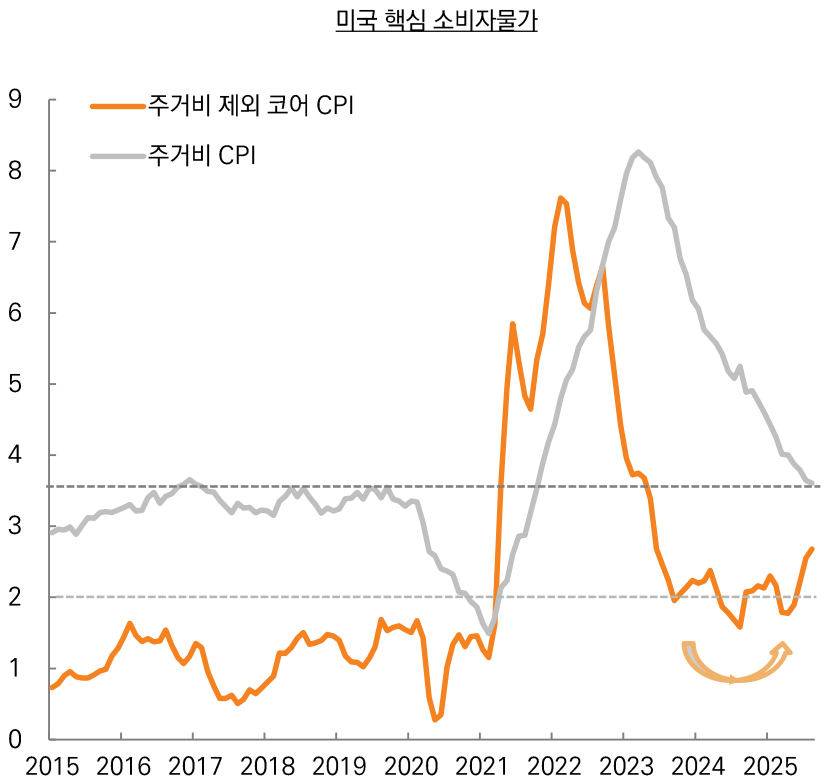
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

미국 인플레 상승세로 전환

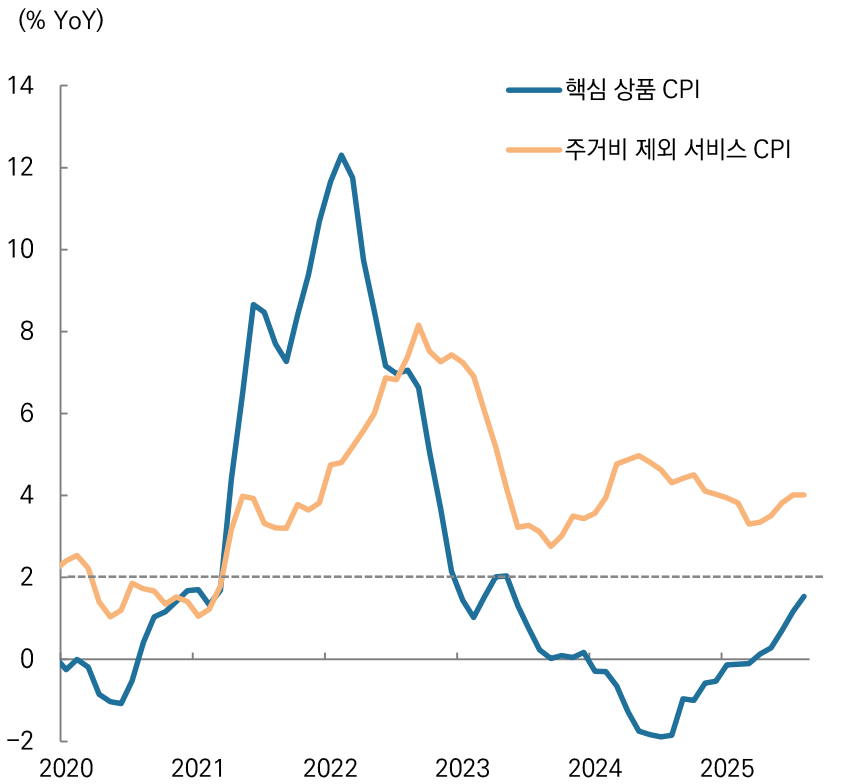
관세 인상, 기대 인플레 상승 반영하면서 미국 인플레 재상승, 고인플레 고착화 양상

- 연준 금리인하 추가 될 전망 → 금리인하 영향과 관세 인상 지연 반응 등으로 미국 인플레 더 높아질 것.

미국 코어 인플레 상승세, 주거비 상승률 정상화는 마무리 단계



상품 인플레 빠르게 반등, 서비스 인플레 4% 수준



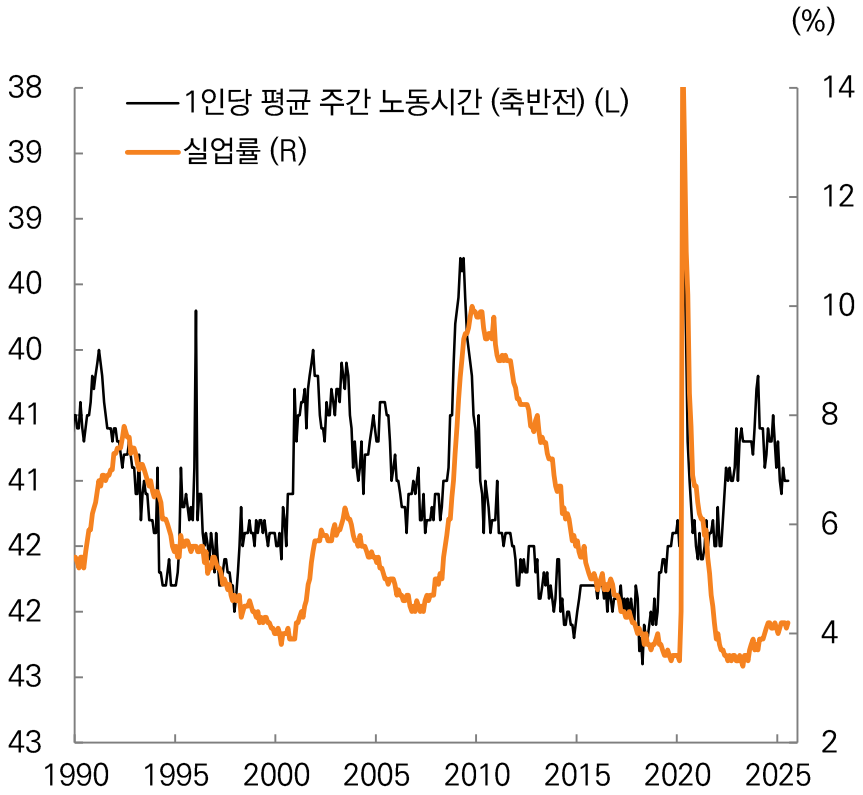
자료: CEIC, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

미국 인플레 상승세로 전환 (2)

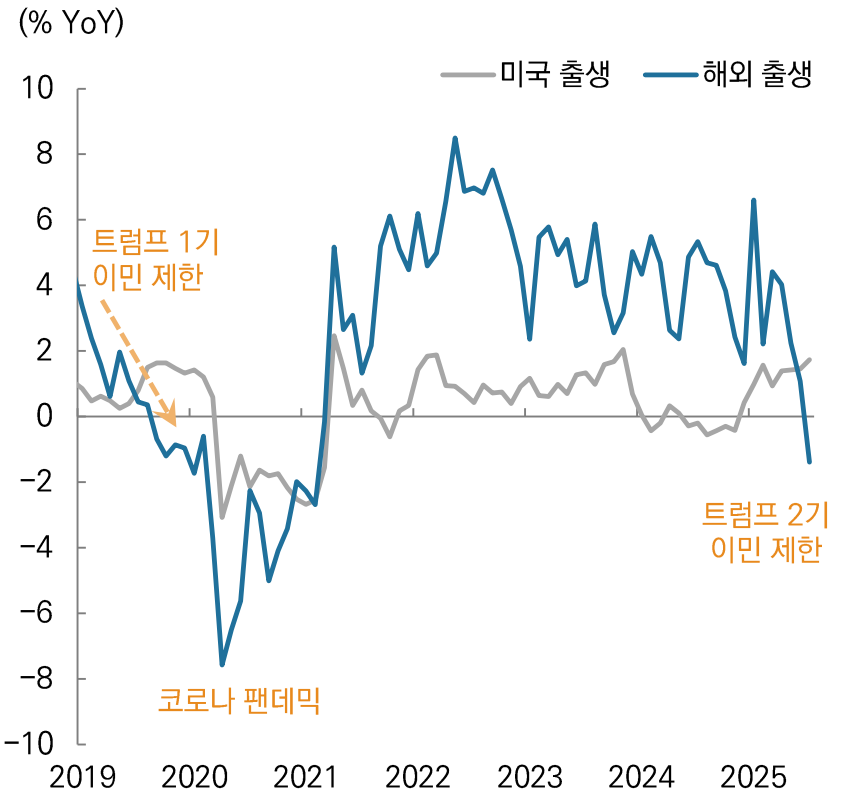
일자리 증가세 둔화에도 잡마켓은 여전히 타이트한 상황으로 판단됨

- 신규 일자리 창출도 잘 안 되지만, 노동력 공급 부족도 원인 → 임금 상승률 높게 유지될 것.

실업률 선행지표인 주간 노동시간 회복세



해외로부터 노동력 공급 감소



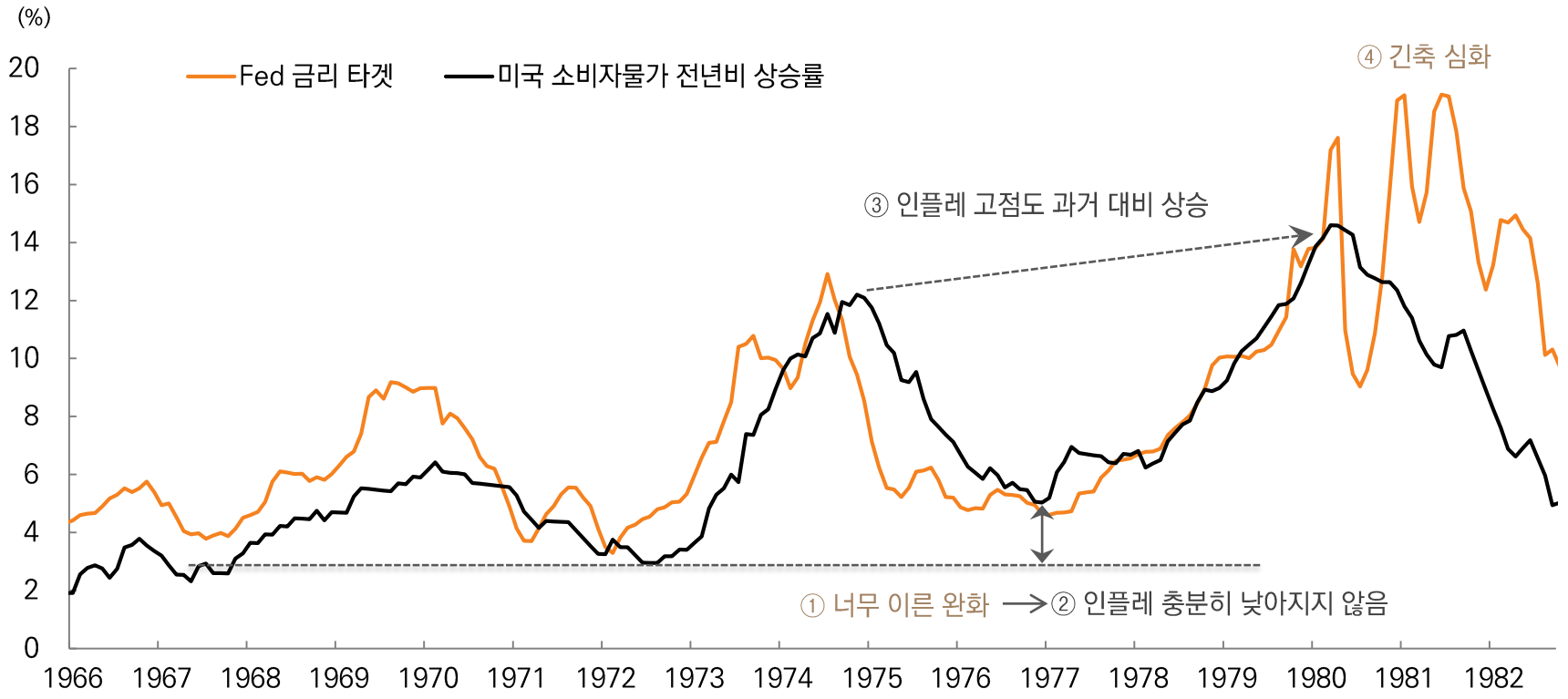
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

연준 금리인하로 미국 인플레 추가 상승 가능성

1970년대 정책 실패 교훈

- 정치적 압박으로 금리인하를 강행한다면? 고인플레 역사 재현 가능성.

1970년대 미국 인플레와 연준 기준금리



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

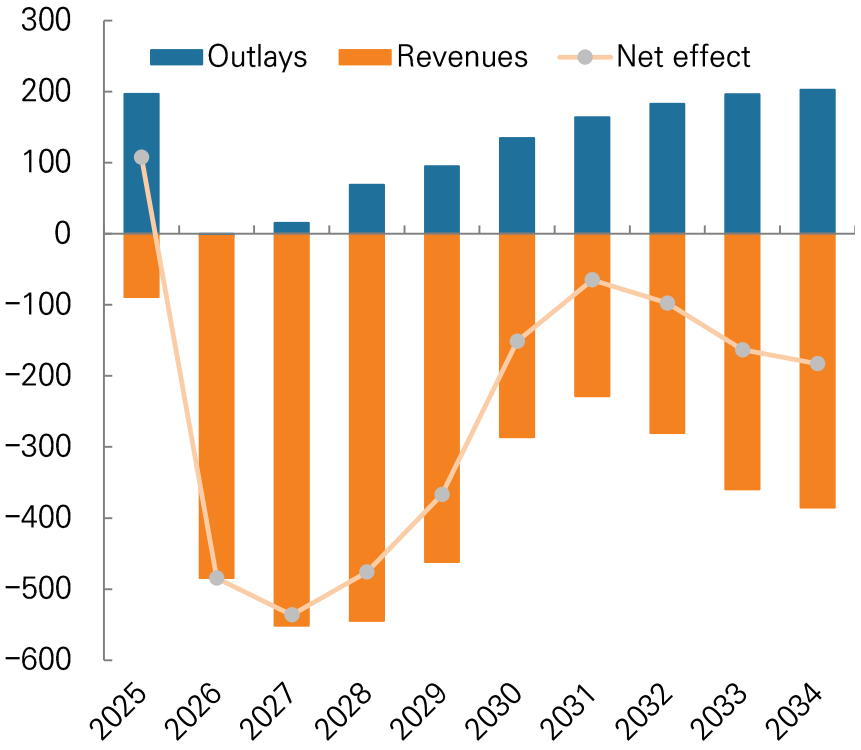
미국 재정 부실

미국채에게 인플레뿐만 아니라 재정적자도 문제

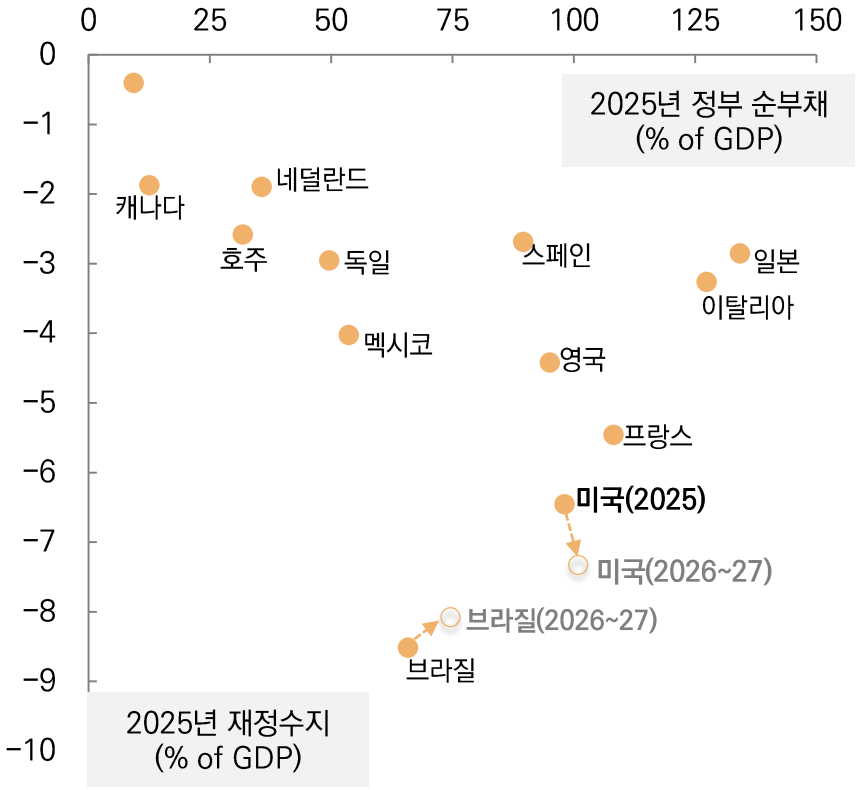
- 미국 재정 지속 가능성에 대한 의심이 커질 수 있음. Dalio, Dimon 등 미국 채권시장 균열 경고.

CBO에 따르면, OBBBA로 인해 향후 3년간 미국 재정적자 급증

OBBBA의 미국 재정지출 및 수입에 대한 영향 (단위: 십억 달러)



미국 재정수지 대규모 적자, 내년에 더 커지는 방향



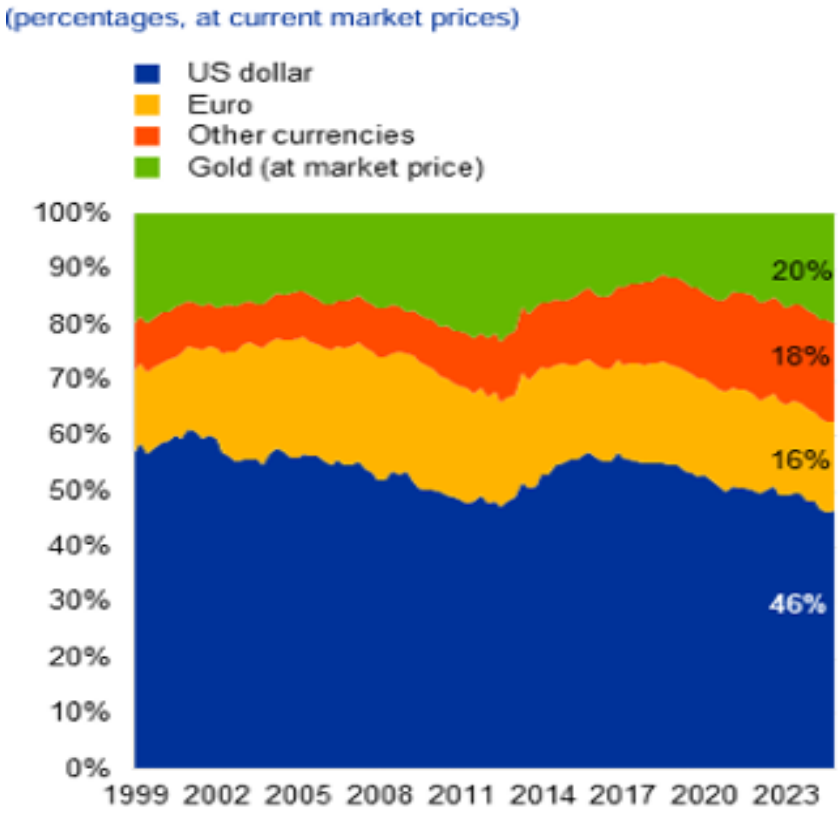
자료: CBO, IMF, 미래에셋증권 리서치센터

해외에서의 미국채 매수 약화

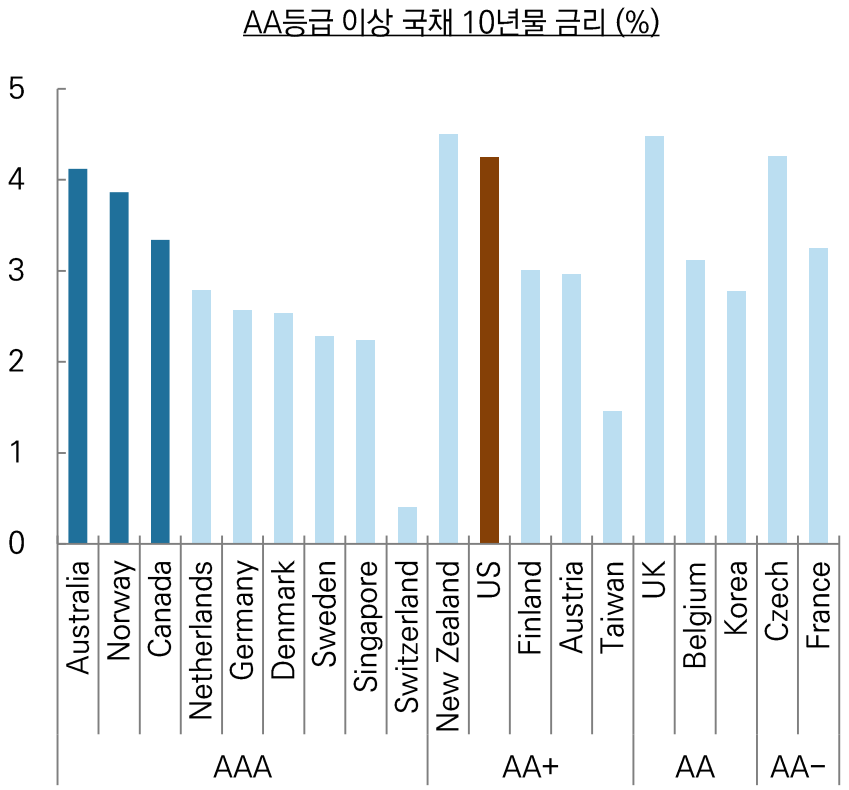
재정 건전성 우려 커질수록 AAA 대안 국채를 찾아갈 것

- 중앙은행들의 비달러로의 다변화는 이미 진행중. 미국 재정수지 개선 없으면 이런 기조가 바뀌지 않게 될 것.

중앙은행들 외환보유액에서 달러 비중 감소세



AAA 호주 노르웨이 등 미국채와 비슷한 수준 금리 형성



자료: ECB, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

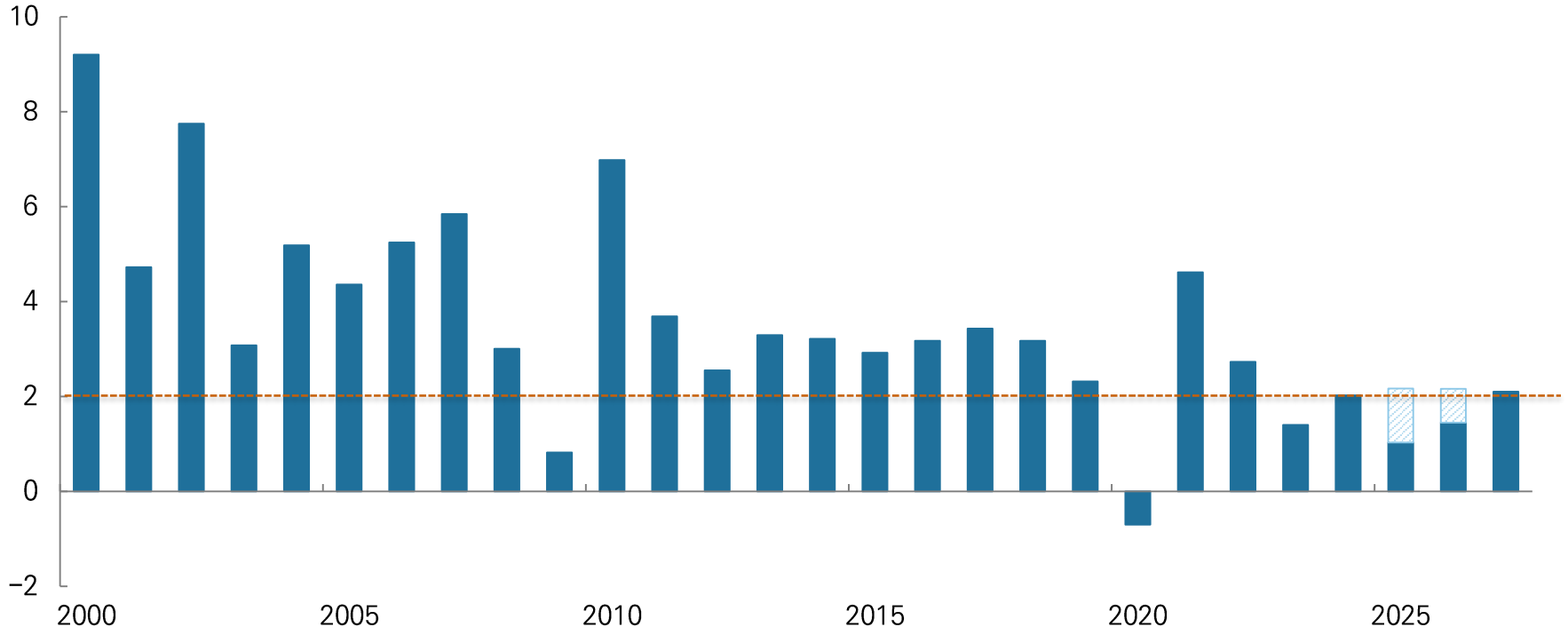
한국경제 침체 수준, 내년은 반등 기대

2000년대 이후 세번째로 낮은 성장률

- 내년 회복세 기대되나 미국 관세정책, 미중 갈등, 중국의 밀어내기 수출 강도 등이 변수.

한국 경제: 2010년대에 어려웠다고는 하나 3% 내외 성장, 이제는 2%도 쉽지 않아지고 있음

한국 경제 성장률 (% YoY)



자료: IMF, 미래에셋증권 리서치센터

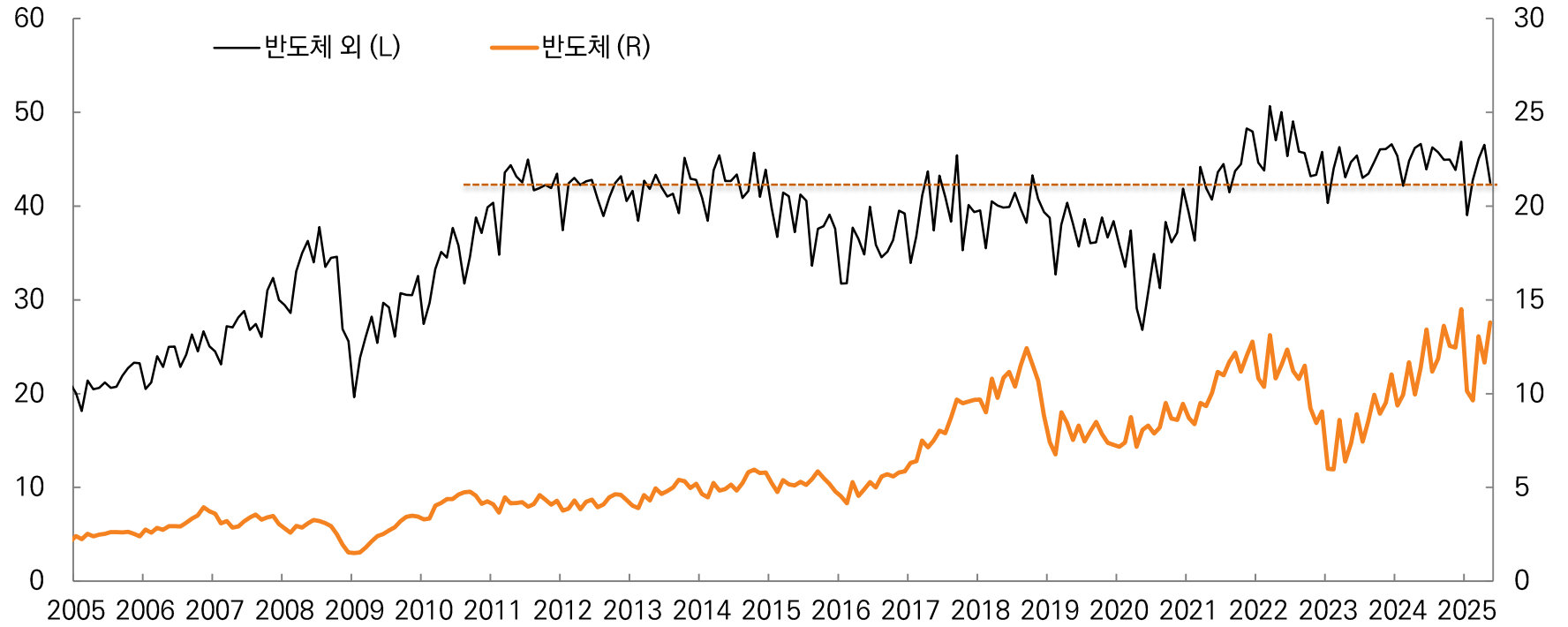
한국경제, 약해진 수출 엔진

중국 경쟁력 상승 등으로 한국 제조업 상대 경쟁력 저하

- 한국 수출에서 반도체가 차지하는 비중이 올해는 25%까지 올라왔음.

반도체 수출은 증가세가 유지되고 있는 것으로 평가 가능하나 반도체 제외 수출 규모는 10여년간 제자리 걸음

한국 월간 수출액 (십억 달러, 통관 기준)



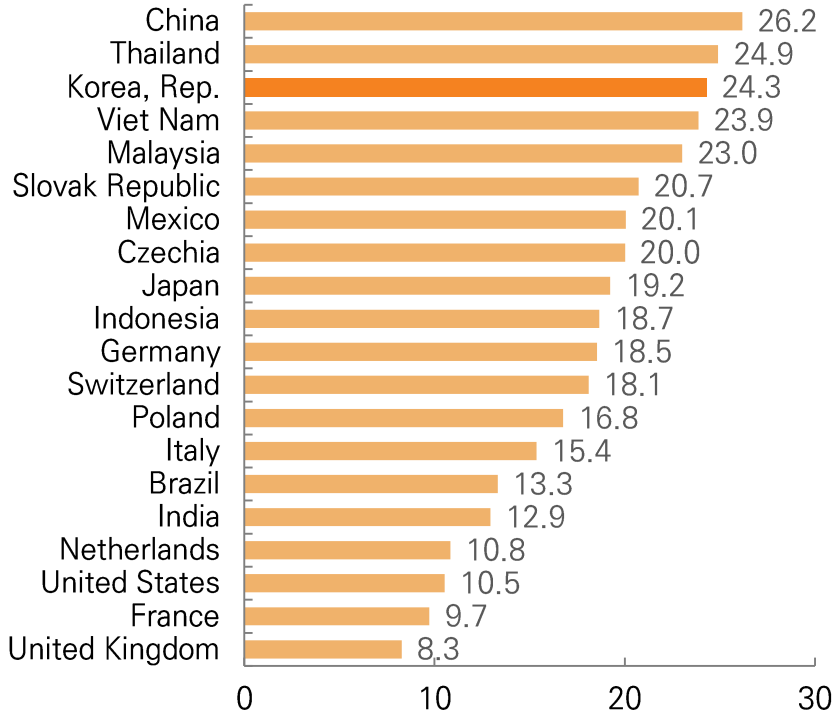
자료: 한국무역협회, 미래에셋증권 리서치센터

한국경제: 여전히 높은 제조업 & 수출(+건설) 의존도

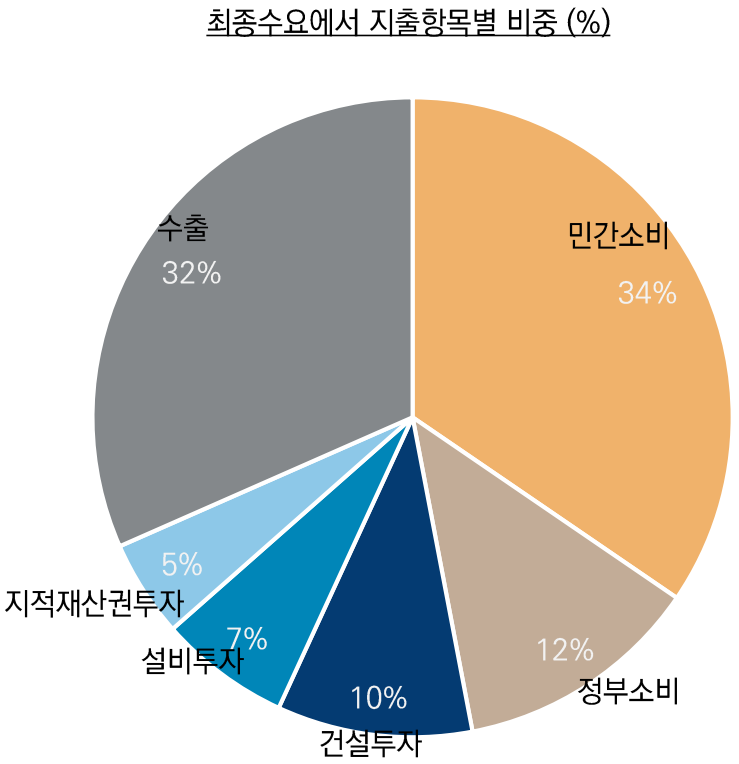
제조 경쟁력은 약화됐지만 제조업 비중 여전히 높음

- 민간소비 비중 GDP 대비로는 50% 전후, 대외 요인에 의한 경기부침 심할 수밖에 없음.

제조업 비중 국가별 비교: 한국은 20%대 중반의 높은 수준



민간소비 비중 낮은 수준



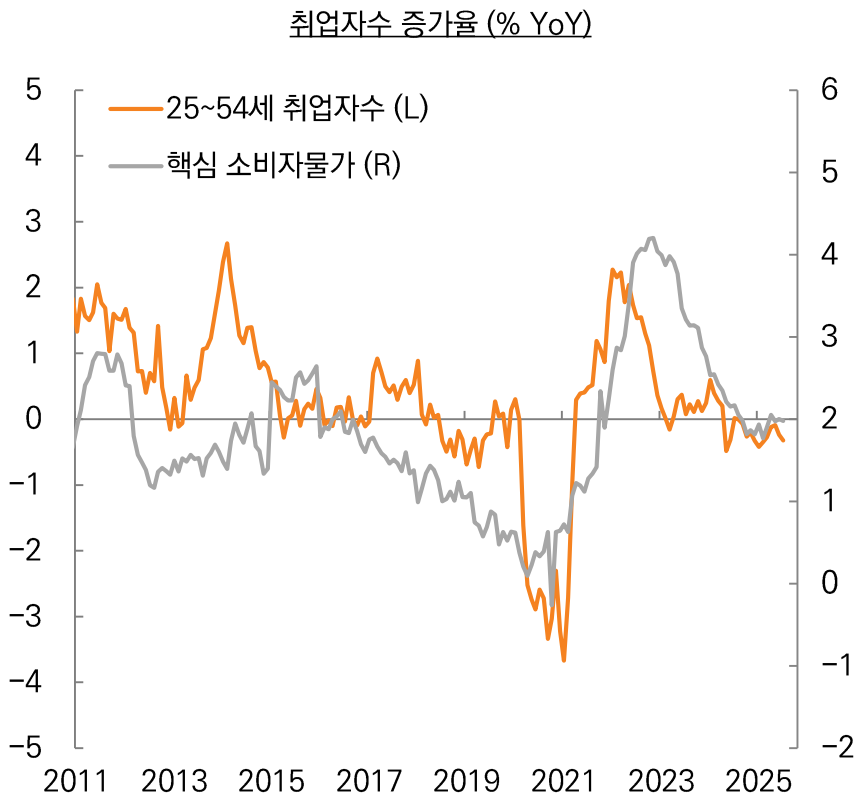
자료: OECD, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

한국 일자리 성장세 멈춘 상황

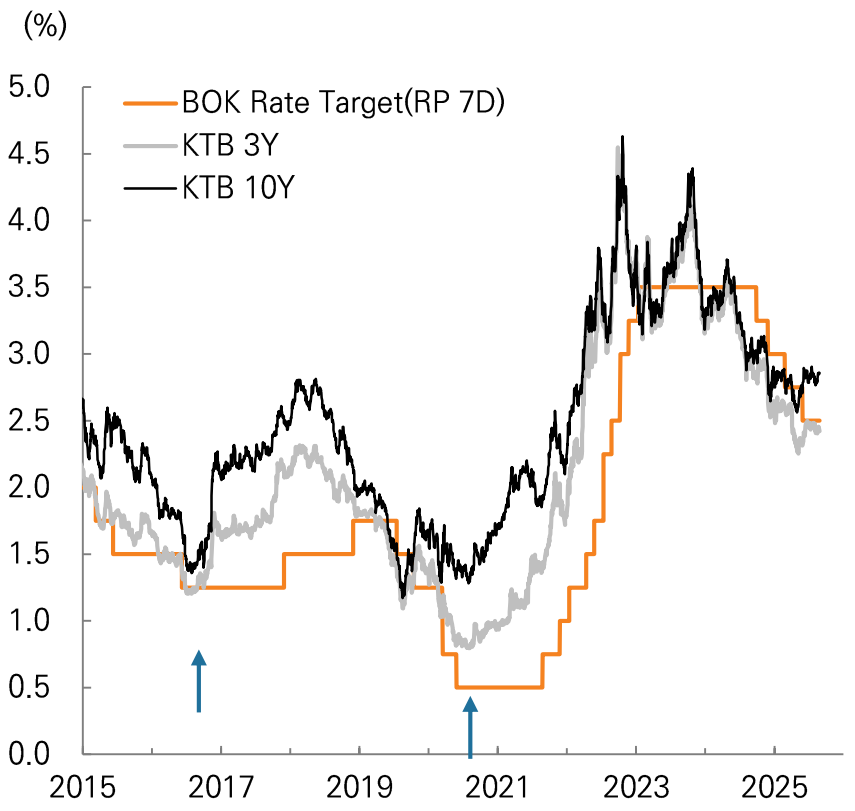
단기 부양책이 나오더라도 구조가 바뀌지 않으면 경기 촉진 효과 오래갈 수 없음

- 기준금리 인하 잠시 멈추지만 계속될 수밖에 없음. 한국채 선호 유지.

일자리 증가 없는 상황, 인플레 하방 압력 유지



한국채 금리 상승 전환은 기준금리 인하가 완전히 끝났을 때

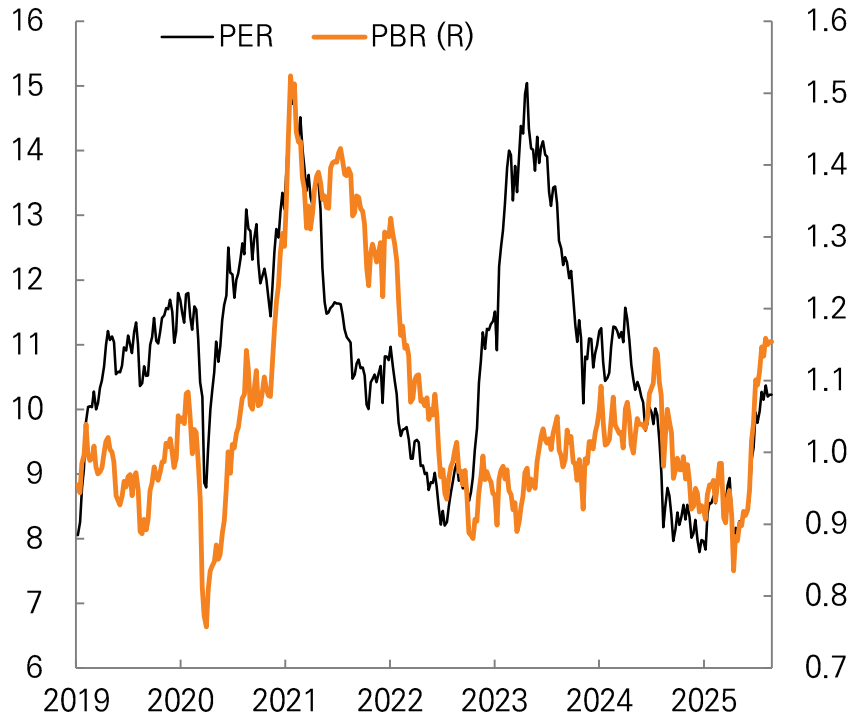


자료: CEIC, 한국은행, 미래에셋증권 리서치센터

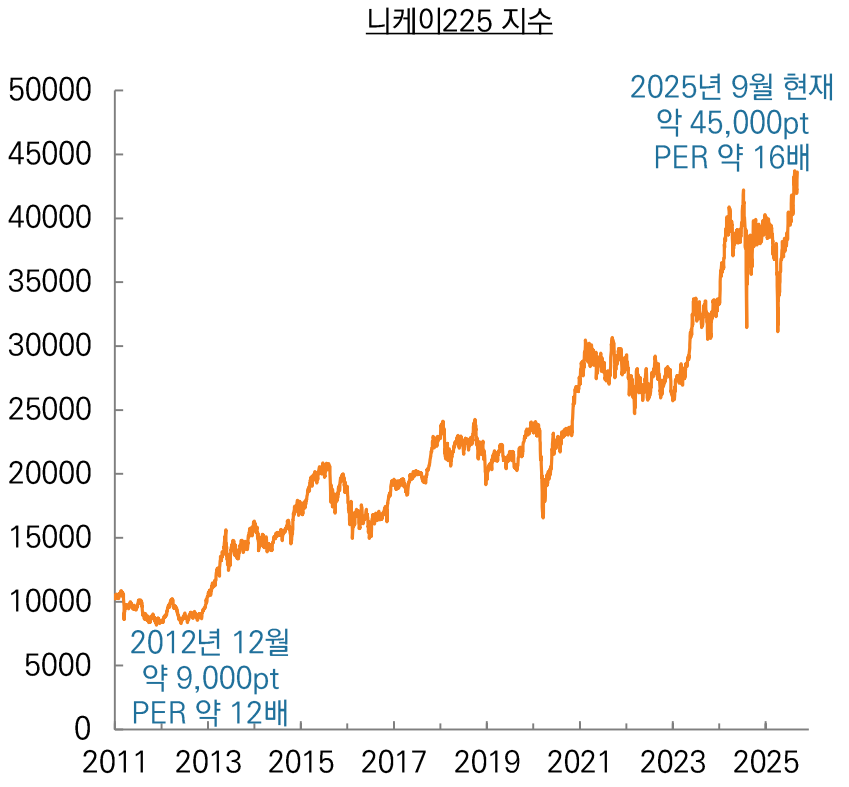
한국 주식: 정책 뒷받침 확인 필요

일본 사례: 기업 실적 증가가 아베노믹스 이후 주가 상승의 대부분을 설명

PBR 밸류에이션 1.2배로 회복, PER 은 10배(장기 평균 수준)



2012년 연말 아베노믹스 선언 이후 지금까지 니케이225는 5배로



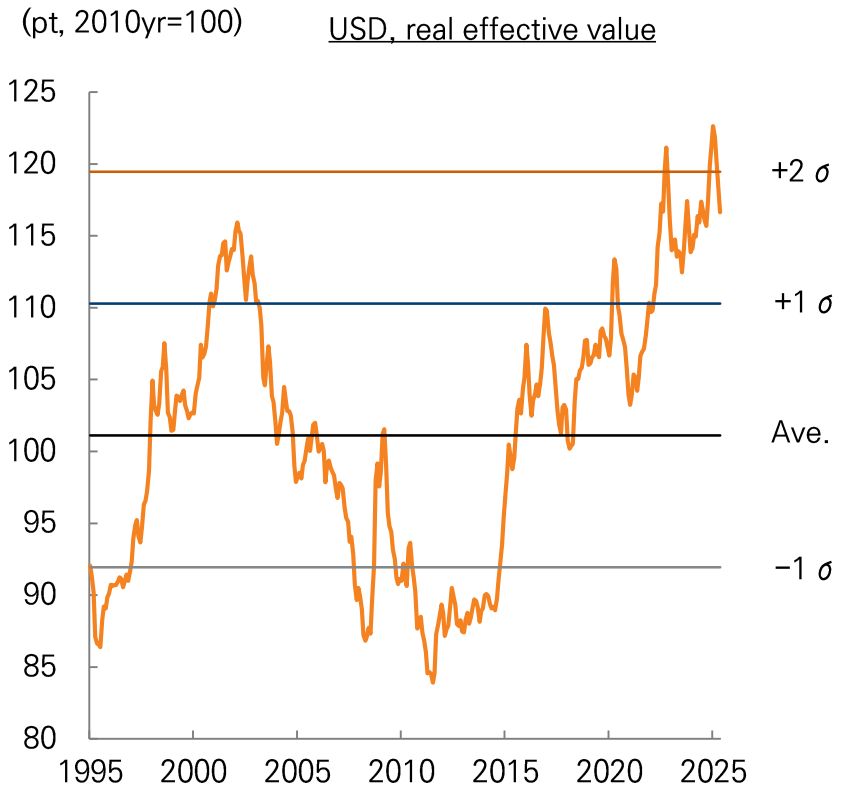
자료: Refinitiv, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

FX: 달러 약세 기조 예상

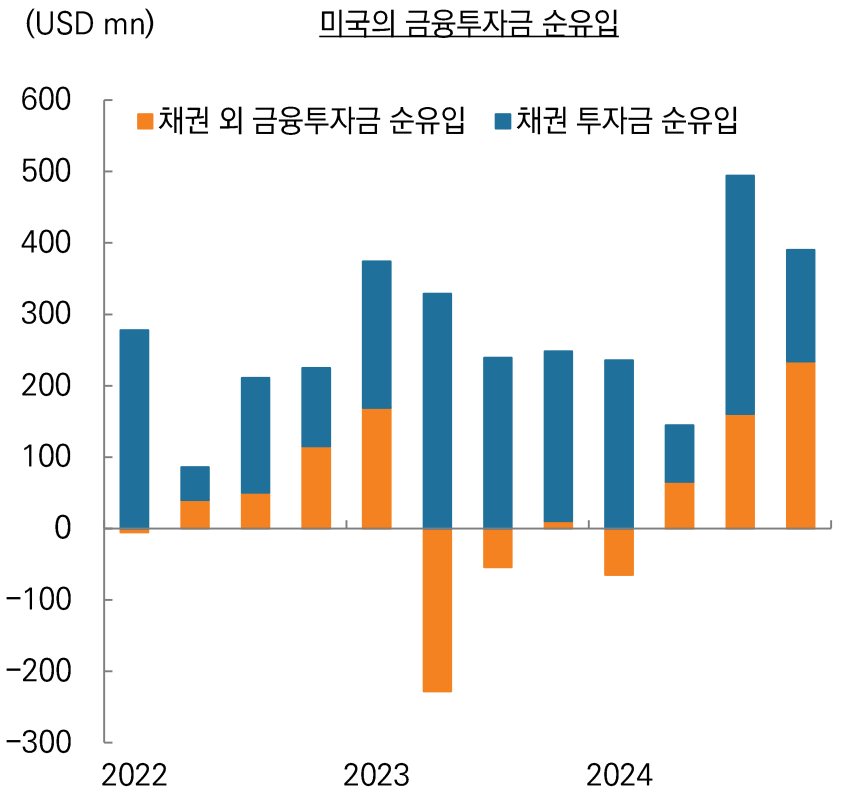
달러는 매우 고평가된 상황

- 경상수지 적자지만, 금융투자금 유입세가 강달러를 유발해 왔음 → 이 부분에 문제 발생.

원화 실질 실효 가치 매우 낮은 수준



채권 자금 지속 유입, 채권 외 자금 2024년 중 유입 확대



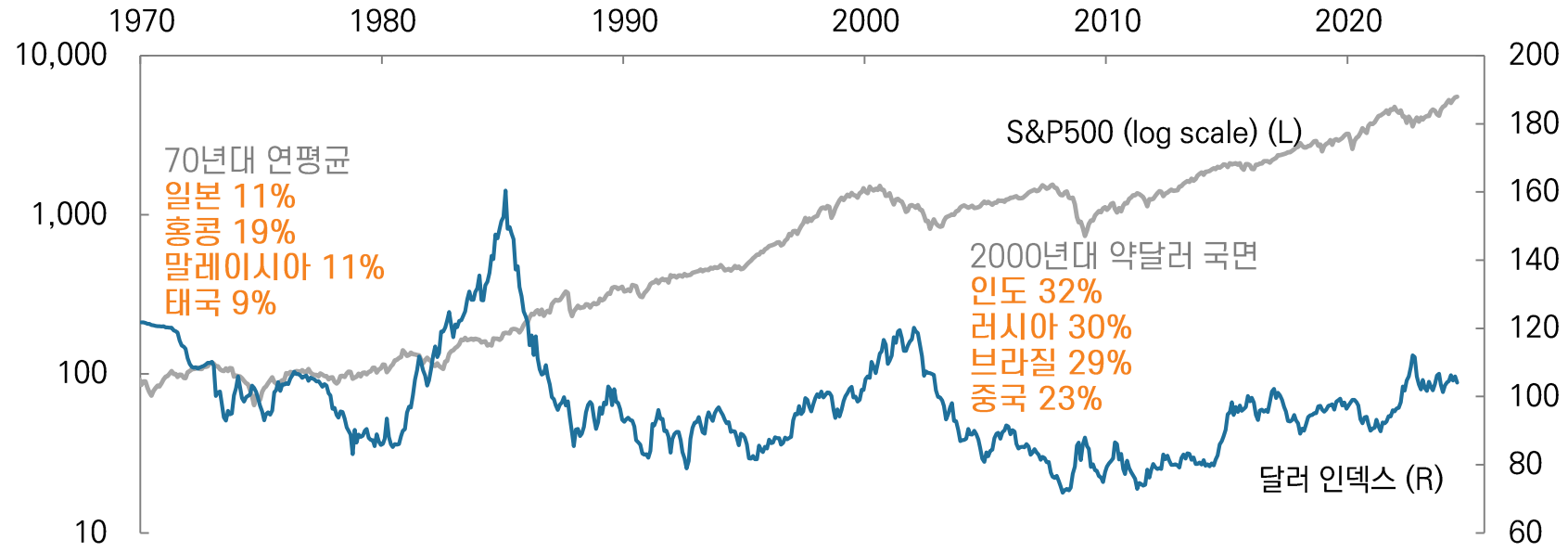
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

달러의 방향이 곧 투자의 방향

달러가 강할 때 미국 주식에 집중, 달러가 약할 때 미국 외 주식으로 분산

- 달러가 약세로 전환한다면, 1970년대, 2000년대처럼 미국 외에서 수익 기회 모색해야 함.

1970년대와 2000년대 달러 약세 국면에서 미국 증시 수익률 저하 확인



국면	'70.1~'78.10 약달러	'80.10~'85.2 강달러	'85.3~'87.12 약달러	'95.8~'02.1 강달러	'02.2~'08.3 약달러	'11.8~'24.6 강달러
S&P500 연환산 상승률 %	0.1	8.7	11.6	11.3	2.6	11.3

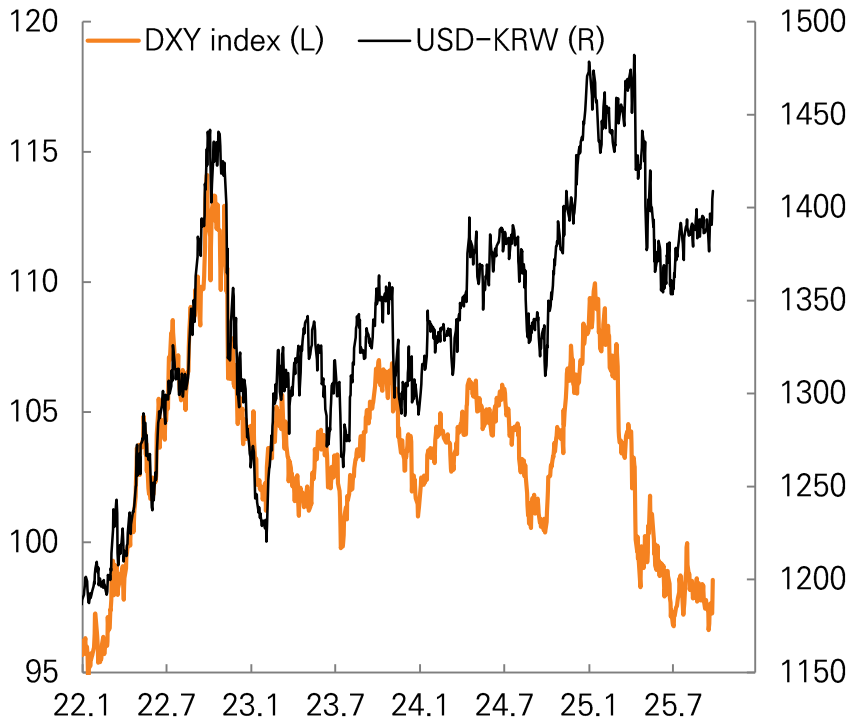
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

하지만, 달러 원 환율은 상승 추세 유지

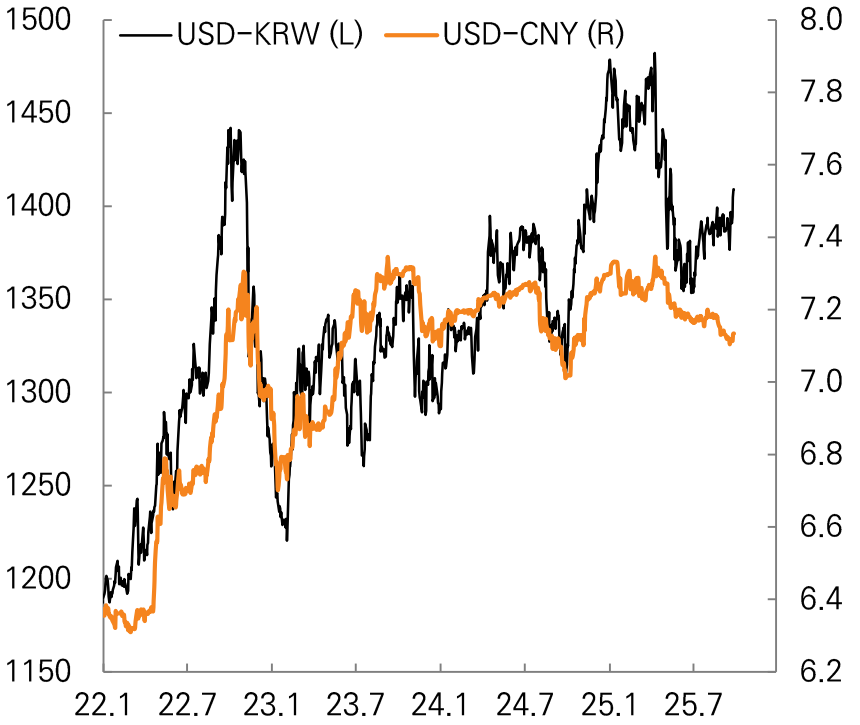
달러 약세가 완만하다면 원화 상대 약세로 인한 달러 원 환율 상승

- 중국의 기술적 성과가 확인되고 있고, 미국과 협상 과정에서도 중국이 한국 대비 유리한 위치.

하반기 들어 달러 약세 완화된 이후 달러 원 환율은 상승



위안화는 강세로 가는데 원화는 그렇지 못함

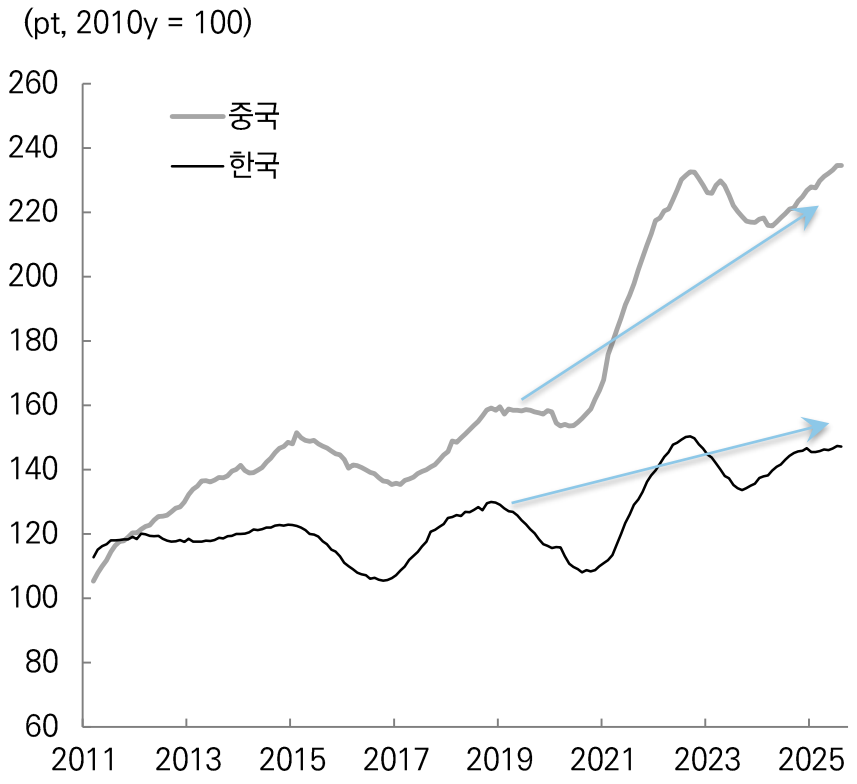


자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

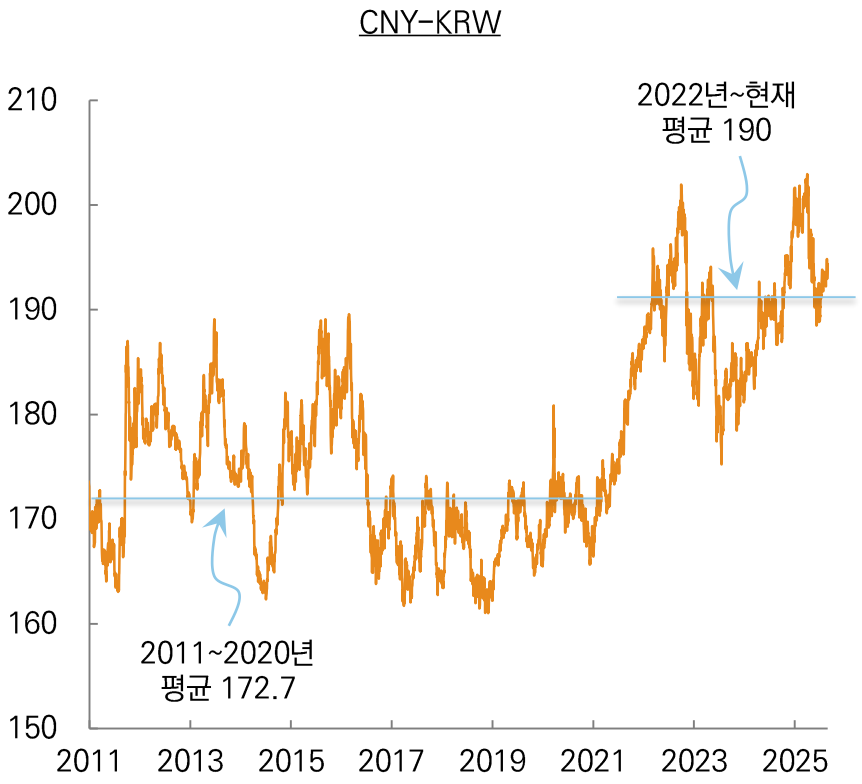
위안화 강세, 원화 약세

중국 제조업 성장세로 CNY-KRW 중심 환율 계속 높아지는 방향

2020년대 들어 한·중 수출 모멘텀 격차 심화



위안화의 원화 환율 중심값 상승



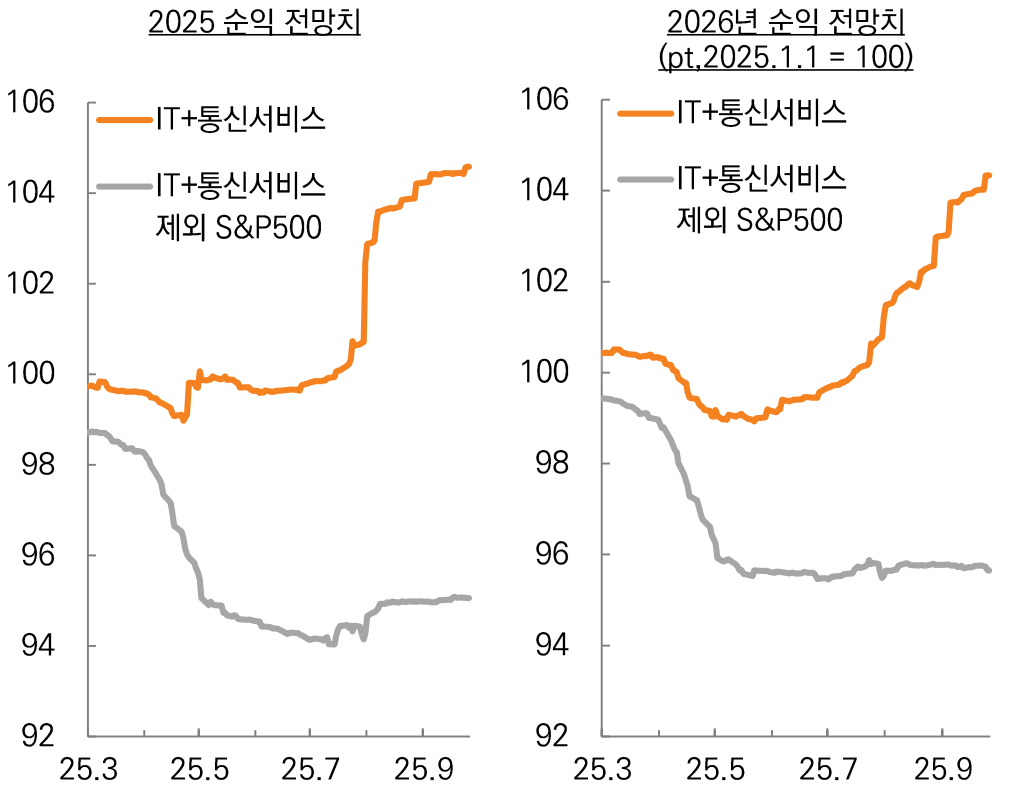
자료: CEIC, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

고평가 미국 주식: AI 의존도 심화

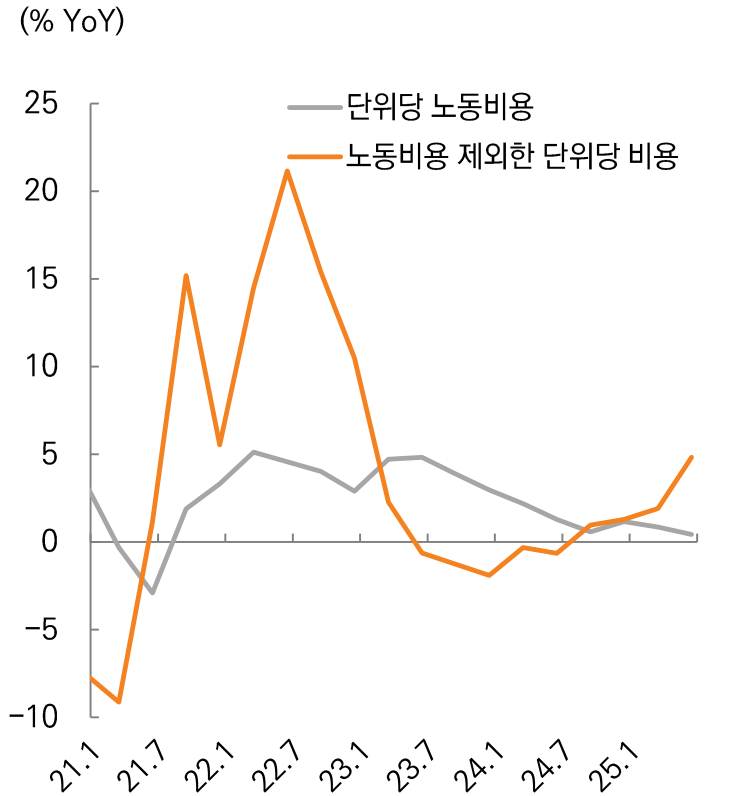
파월 의장, “fairly highly valued”

- AI 제외하면 이익 전망 개선 없으며, 이는 비노동비용 증가 등에 따른 것. 노동비용 조정 심화되면 소비가 문제.

하반기 들어 미국 2025~26년 순익 전망 상향은 IT와 통신서비스에 집중



노동비용 조정, 비노동비용 부담 증가



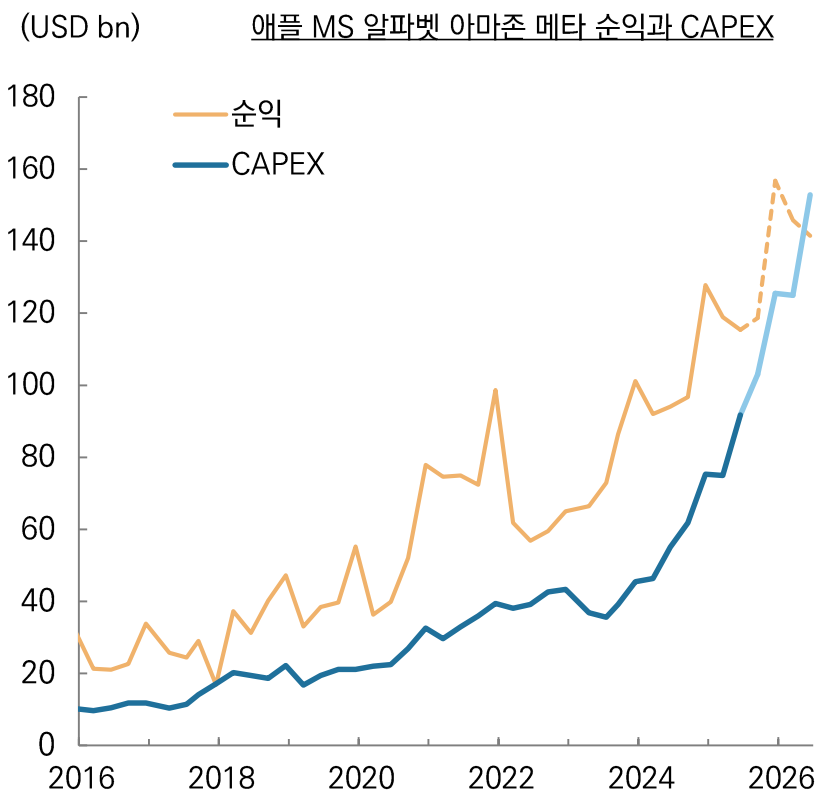
자료: Refinitiv, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

AI 버블론 우회, 분산 강화

수익성 논란 등 변동성 리스크에 시달릴 가능성 큼

벤더 파이낸싱 개념도

지금 추세면 내년에는 서비스 빅텍의 CAPEX가 순익보다 커짐



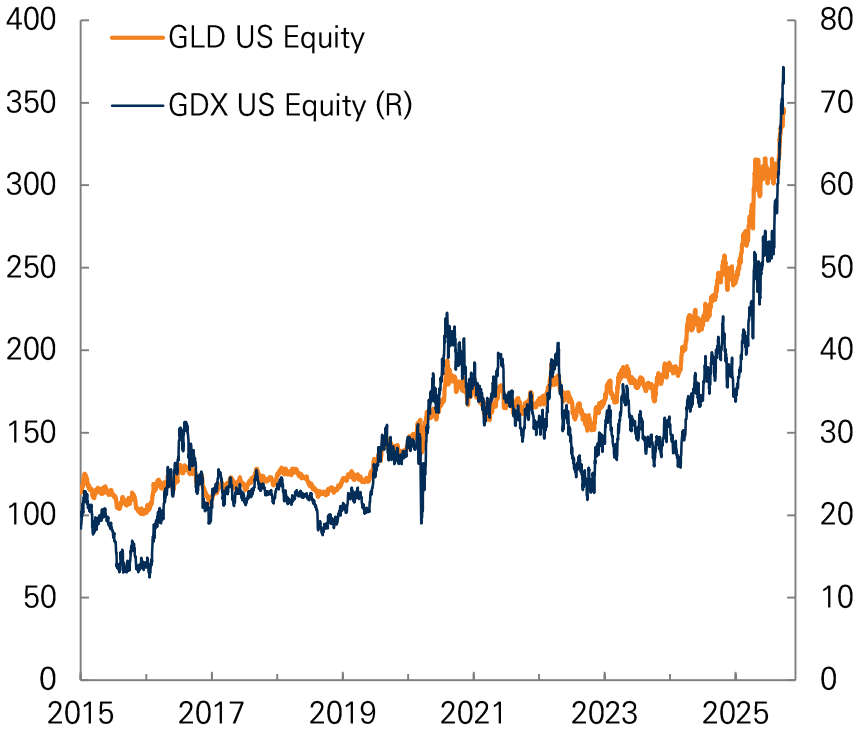
자료: CBO, IMF, 미래에셋증권 리서치센터

인플레이션 플레이

1) 금 + 금 채굴기업

- 금 채굴기업들 내년 이익 전망치는 아직 공격적이지 않으며, 금 값 상승 강도에 달려 있음.

금 값 대비 금 채굴기업 주가 가파른 상승세



상품 인플레 빠르게 반등, 서비스 인플레 4% 수준

기업명	구성비	YTD(%)	EPS YoY (25~26)	
Barrick Mining	10.8	121.0	0.2	26.6
Gold Fields	10.5	198.0	117.0	26.8
Newmont	10.2	124.7	59.3	5.3
Anglogold Ashanti	9.9	185.1	134.0	15.7
Agnico Eagle Mines	9.5	104.4	78.1	7.8
Kinross Gold	9.3	155.0	121.5	13.1
Lundin Gold Inc	4.9	186.4	356.8	17.2
Alamos Gold INC Cl A	4.6	80.6	118.1	41.7
Pan American Silver Corp	4.3	82.0	376.8	23.9

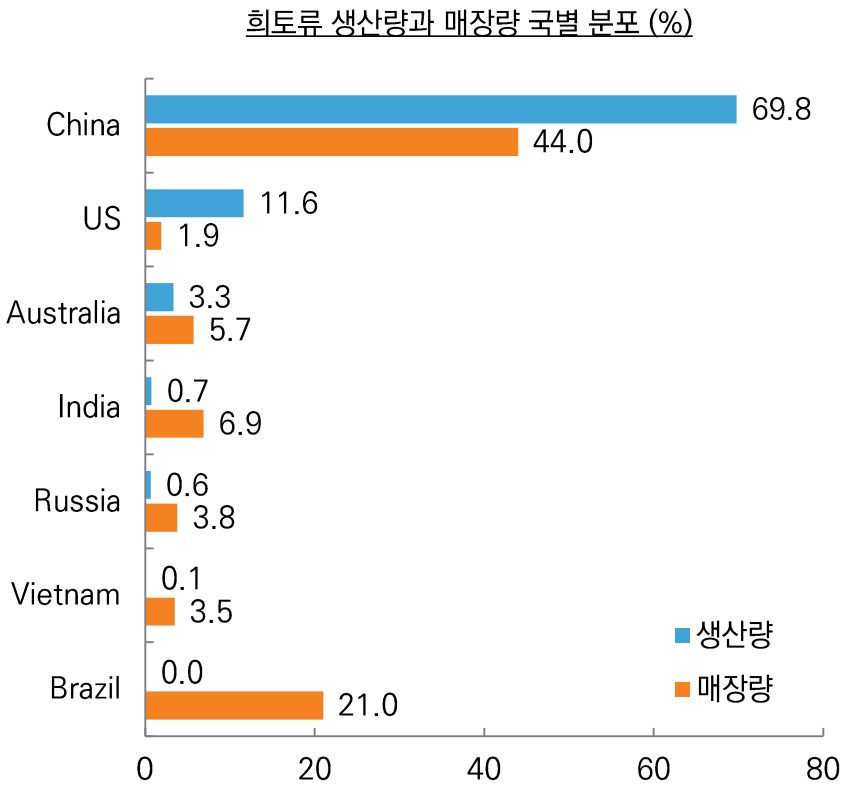
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

인플레이션 플레이

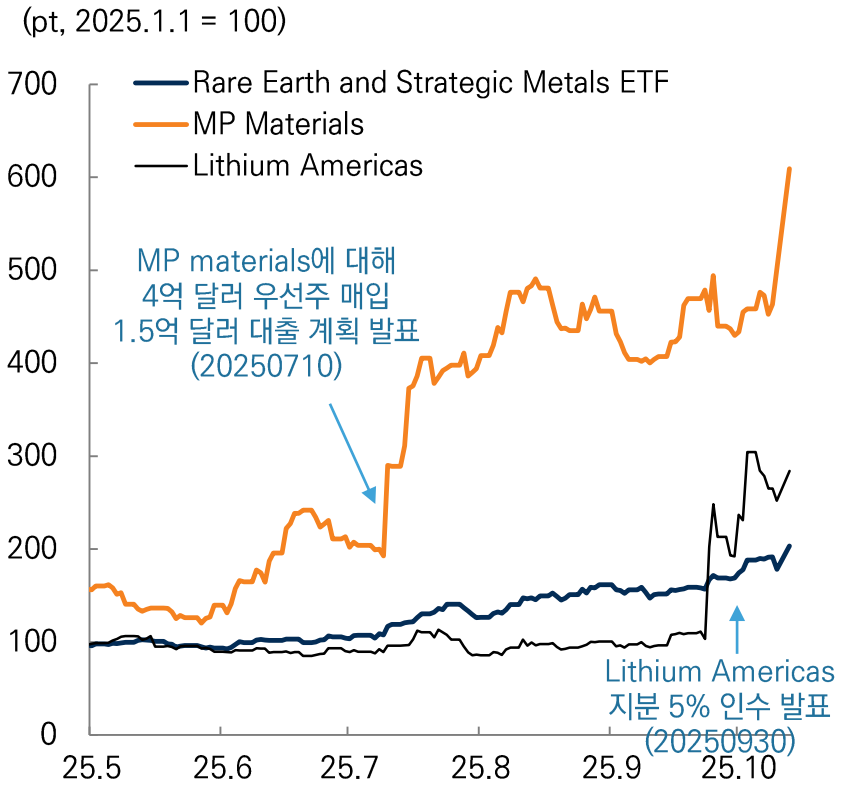
2) 희토류

- 미중 희토류 개발 경쟁 수혜 예상.

희토류 생산량에 비해 매장량의 중국 쏠림은 조금 덜함



희토류 관련 주요 기업 주가



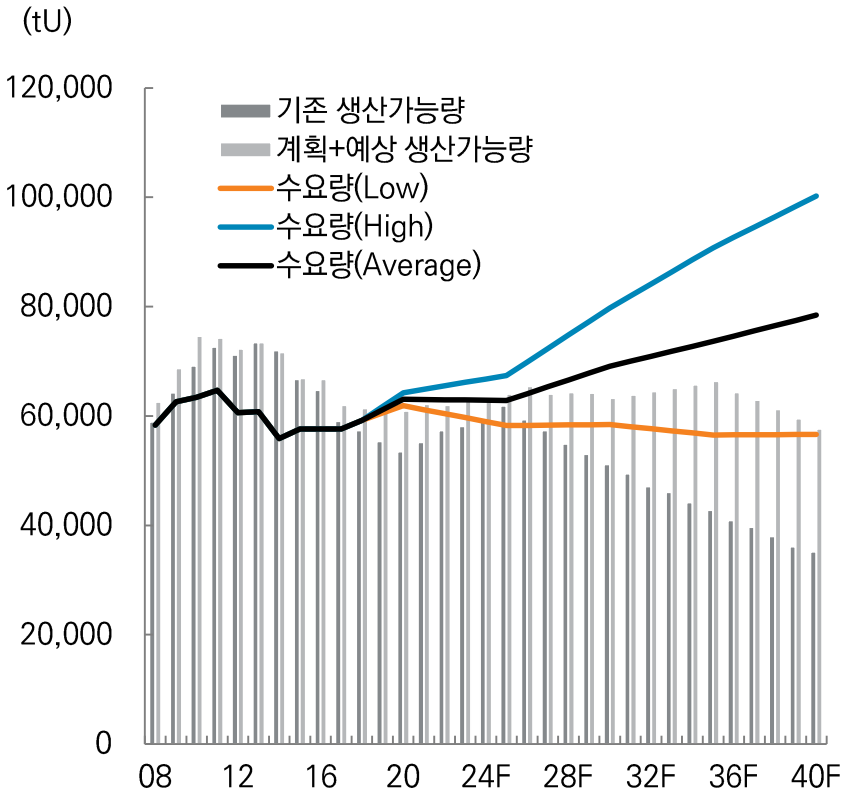
자료: Statista, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

인플레이션 플레이

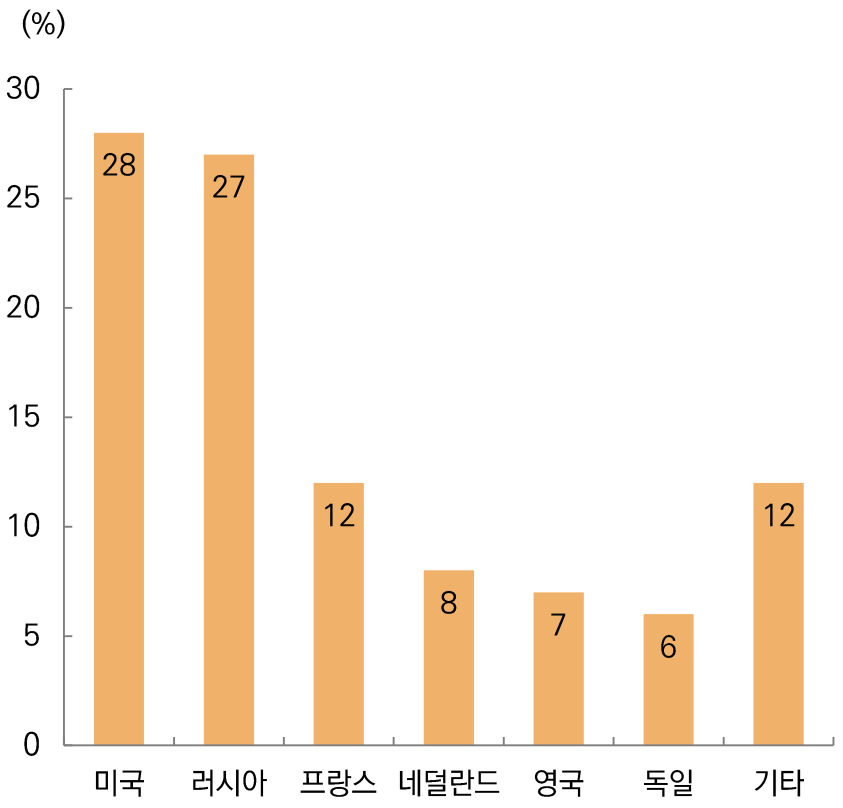
3) 우라늄

- AI 사용 급증에 따른 전력(원전) 수요 증가 → 우라늄 수요 초과 고착화 가능성.

장기적으로 우라늄 수요 초과 상황 예상



미국 내 농축 우라늄 국별 공급 비중

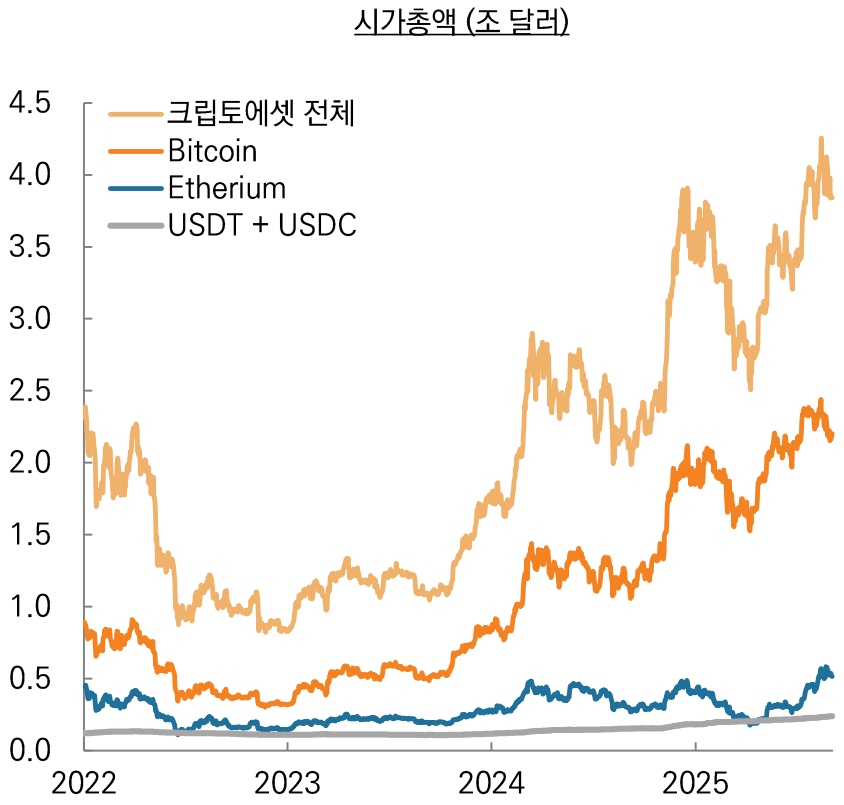


자료: Statista, IAEA, 미래에셋증권 리서치센터

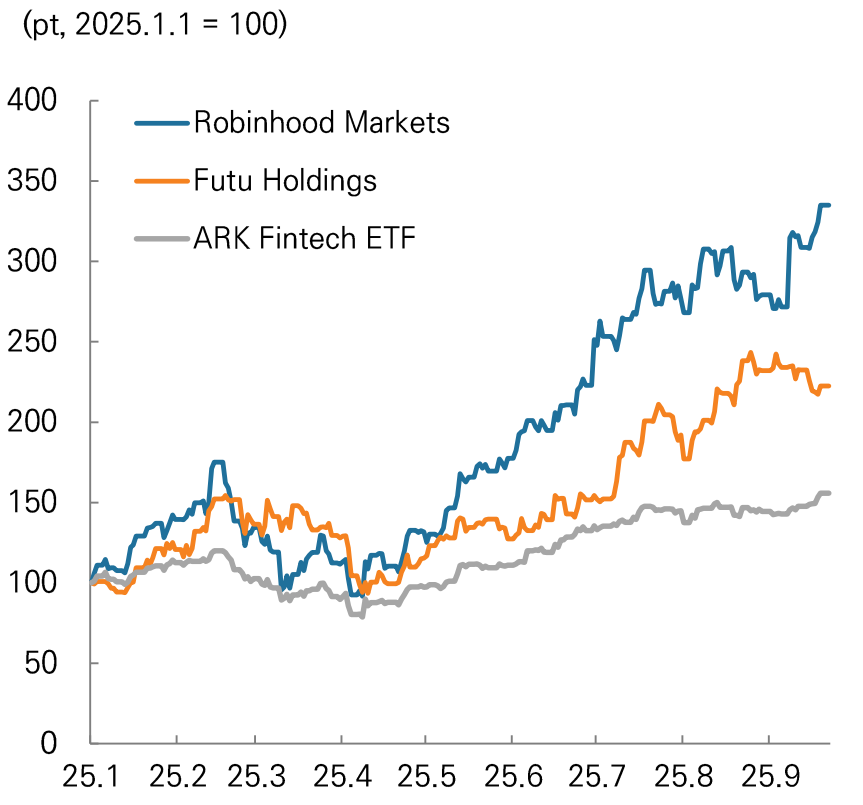
인플레이션 플레이

4) 스테이블코인과 STO 신생태계 성장

디지털자산 시가총액 가파른 증가세



블록체인 기반 핀테크 기업들 주가 급등



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

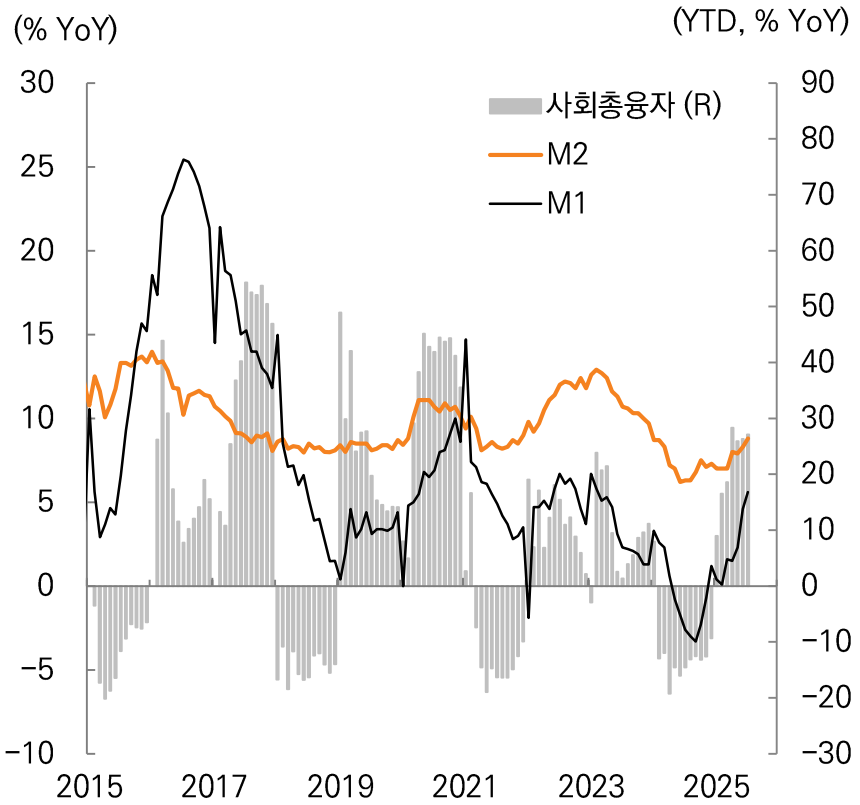
중국 주식 비중확대

정책 기조 변화와 초저금리에 밸류에이션 회복세 + 유동성 효과

- 증시 낙관론 확산, 신용잔고도 가파른 증가세.

중국 주식 PER 회복세, 국채 금리는 1%대

중국 유동성 팽창 국면



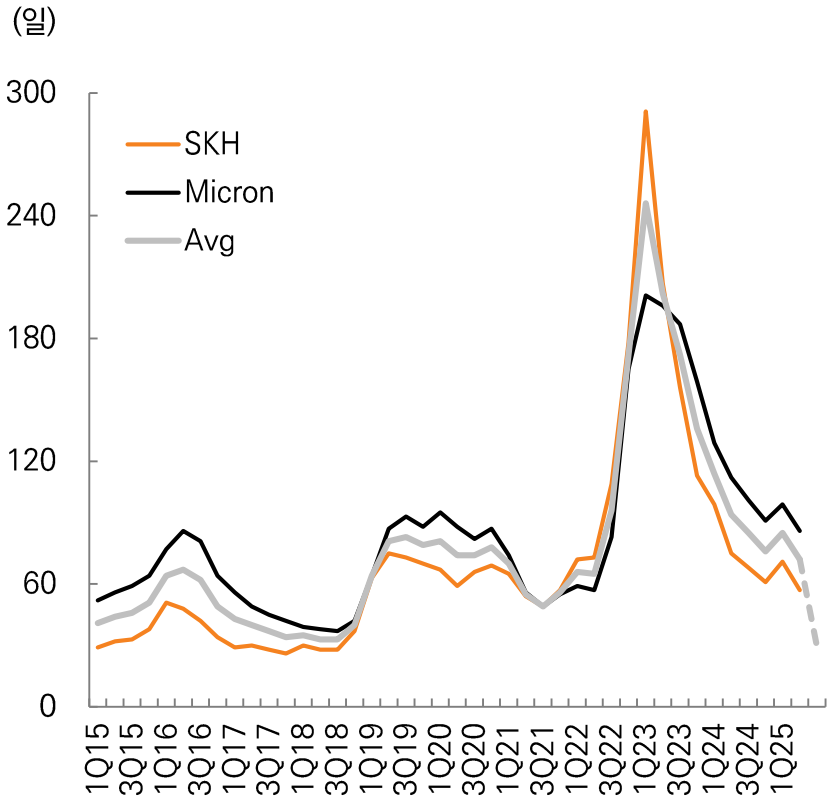
자료: Bloomberg, Refinitiv, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

한국 주식 선별적 대응

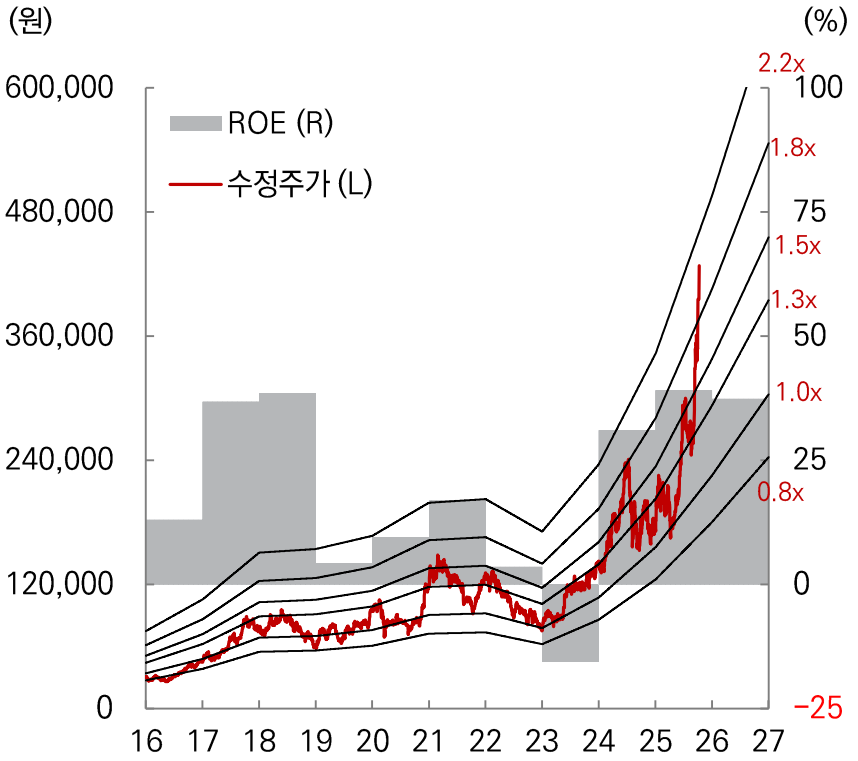
일단 반도체, 그리고 조선 방산 뷰티 증권업 등

- 반도체는 캐파 증설 부족으로 공급 초과 상황 직면, 당분간 메모리 가격 오름세 유지.

D램 재고일수 감소세



SK하이닉스 PBR 2배 수준으로 급등

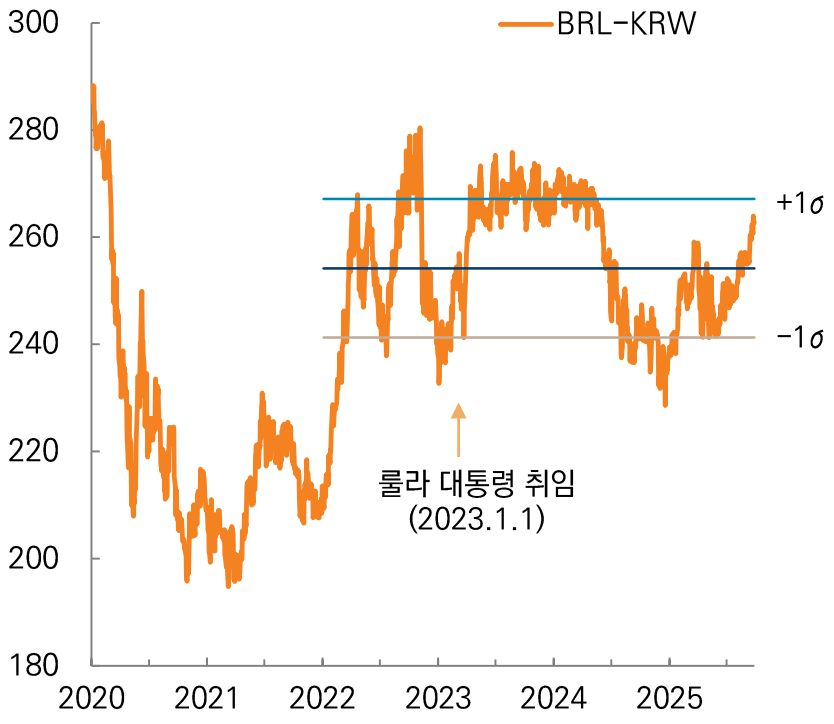


자료: 각 사, Bloomberg, DATAGUIDE, 미래에셋증권 리서치센터

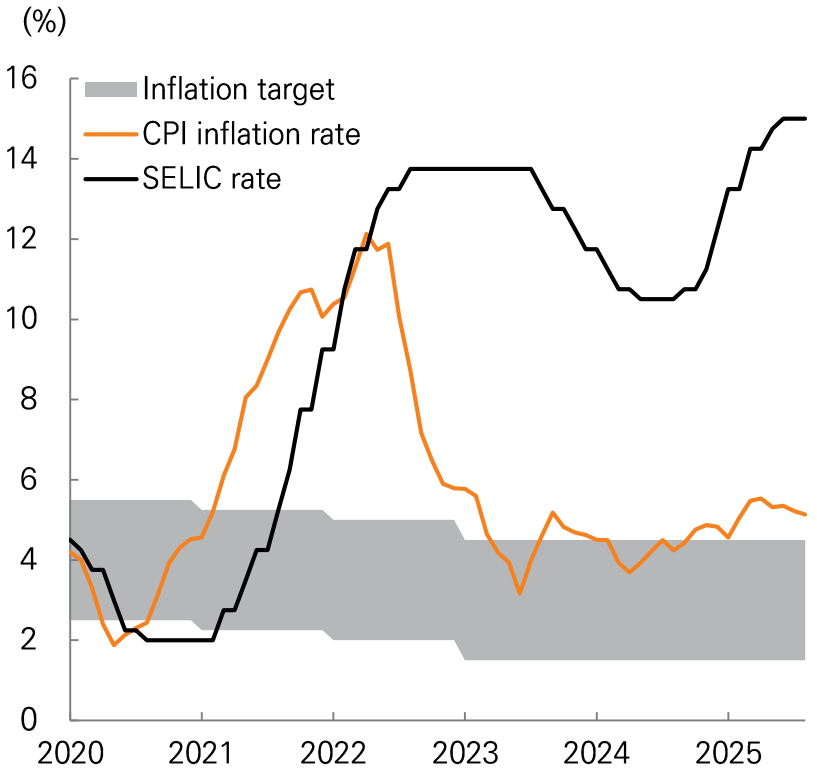
브라질 채권 긍정 관점 유지

환 리스크 축소, 인플레 안정화 긍정적. 단, 재정 이슈 지속되므로 단기물 투자가 적절

브라질 헤알화와 원화의 상대 가치는 2023년 이후 안정화



브라질 고금리 정책에 인플레 잡혀 가는 중



자료: Bloomberg, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터