

리서치센터 투자전략팀

2025  
하반기전망

| 2025년 5월 19일 |

# fear and GROWTH





## 목차

- 05 I . 경제 - 해피엔딩
- 31 II . 채권 - 별의 순간
- 55 III . 퀀트 - 백조의 조선
- 79 IV . 투자전략 - 21세기 중상주의(重商主義)
- 101 V . 시황 - 시장은 똑똑하다

# Summary

## 경제: 해피엔딩

- ❖ 경기 사이클과 정책여력 측면에서 非미국이 더 매력적
- ❖ 트럼프 관세는 시행착오 이후 타협하는 구간. 실물경기가 심리지표만큼 부진할 가능성 낮음
- ❖ 한국은 연간 1%대 성장 가능할 전망. 민간소비와 정부지출 증가율은 상승, 수출 둔화 폭은 제한

## 채권: 별의 순간

- ❖ 2025년 하반기 한미 금리 모두 우하향 흐름 전망하나, 양국 모두 장기금리 상승 기회는 존재
- ❖ 한국은 하반기 경기 반등 및 추경, 미국의 경우 불확실성 감소 및 심리지표 개선, 3분기 중 TGA 發 유동성 흡수가 금리 상승 시점
- ❖ 한미 10년 기준 각각 2.80%, 4.50% 근접 시 적극 매수 권고

## 퀀트: 백조의 조선

- ❖ 하반기 KOSPI는 2,500~3,000p 내 등락 전망. 밸류업 정책 실시 이후 꾸준한 주주환원 확대로 2,500p에서 강한 지지력 보일 것
- ❖ 몇 년간의 업종별 적자 양상을 고려하면, 적자가 KOSPI 실적을 끌어내릴 가능성은 어느 해 보다 낮음. 올해, 내년 양호한 실적 전망
- ❖ 반도체, 제약/바이오, 조선, 기계, S/W 등 업종에 관심. 한 때 반짝했던 메타버스 테마는 AI 등장으로 그동안의 단점 해소 가능할 것



# Summary

## 투자전략: 21세기 중상주의(重商主義)

- ❖ 역사적으로 경상적자와 재정적자가 심화되면 보호무역주의 등장. 2024년 미국 쌍둥이적자는 2007년보다 큼
- ❖ 보호무역이 투자와 교역의 감소를 의미하지 않음. 생산을 고도화하고 품목을 특화한 나라들이 승리
- ❖ 한국은 가성비 좋은 소비재, 광학제품과 의약품 등 경쟁이 덜한 고부가가치 산업을 기대

## 시황: 시장은 똑똑하다

- ❖ 산업이 고도화되면서 주식시장 구성도 R&D 집약 산업 중심으로 재편되는 중
- ❖ 2023년 고점에서 감소한 R&D 예산은 다시 증가할 가능성. 하반기 R&D는 AI에 집중될 것으로 보이며 주식시장 주도주가 될 것
- ❖ IPO 시장은 성장 산업을 주식시장에 공급하는 역할. 올해 하반기부터 AI, 소프트웨어 기업들 상장 기대

2025  
하반기전망



fear and GROWTH

임혜윤 | [hylim@hanwha.com](mailto:hylim@hanwha.com) | 3772-7728  
최규호 | [choi.gh@hanwha.com](mailto:choi.gh@hanwha.com) | 3772-7720

---

I

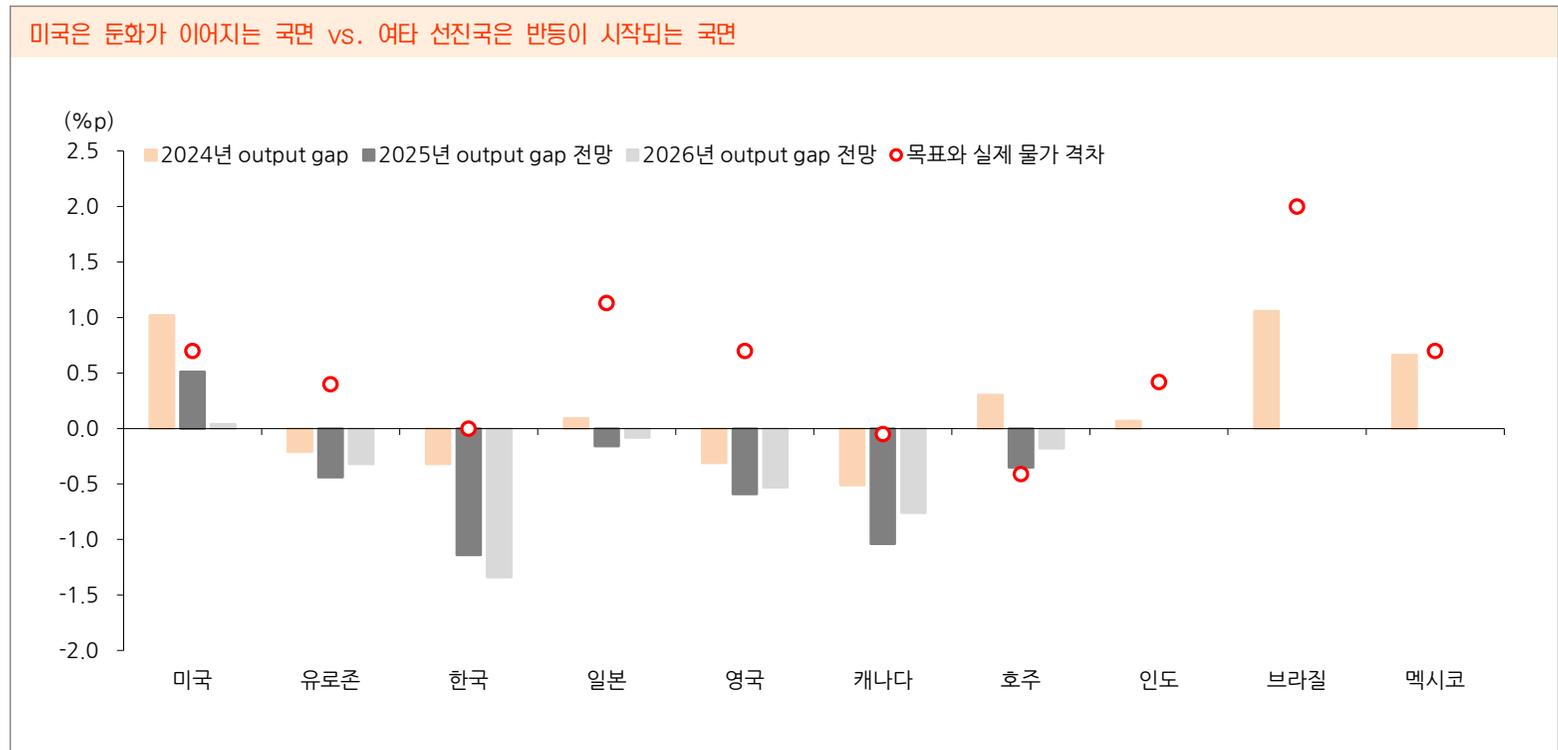
---

경제  
해피엔딩



# [Global] 미국 둔화 vs. 非미국 반등

- ❖ 경기 사이클과 정책 모멘텀 측면에서 非미국이 더 양호
- ❖ 미국 경기 둔화, 非미국 경기 반등 흐름 지속 전망
- ❖ 미국 output gap(=실제 성장률-잠재 성장률) 축소, 유럽과 일본 output gap 반등
- ❖ 미국은 인플레이션 부담 상대적으로 큼. 적극적인 통화완화 쉽지 않음



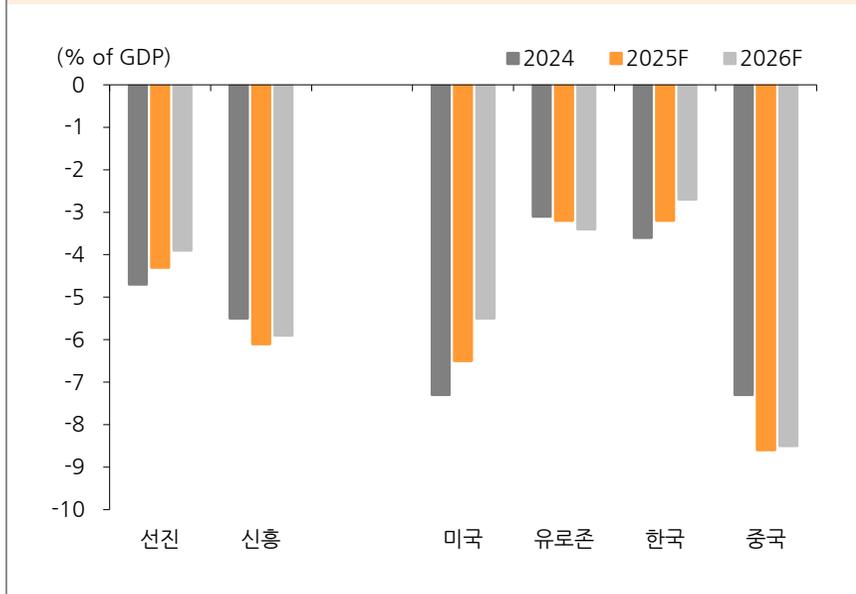
주: 실제 성장률이 잠재성장률을 상회하면 output gap (+)  
 자료: IMF, 한화투자증권 리서치센터



# [Global] 미국 긴축 vs. 非미국 확장

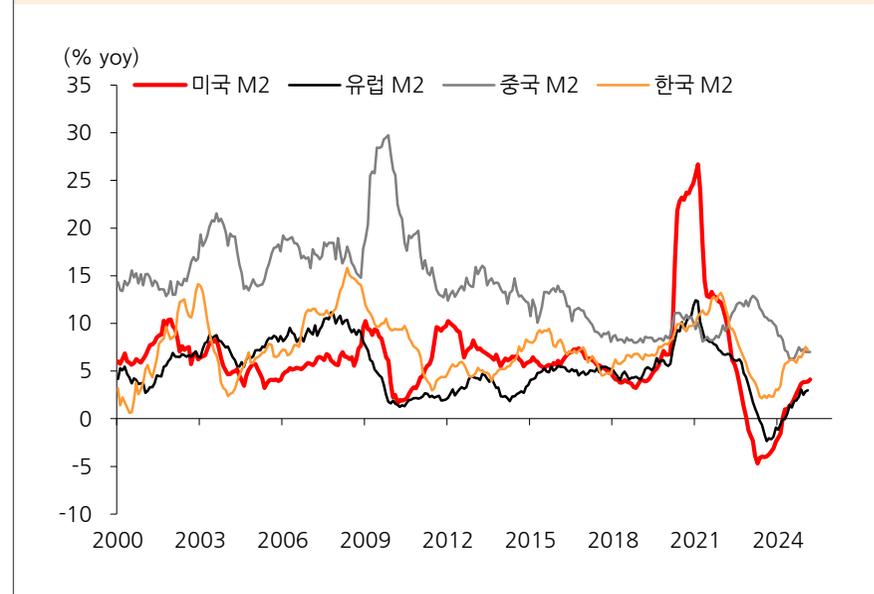
- ❖ 재정정책도 미국은 약화, 한국, 중국, 독일은 강화
- ❖ 코로나 이후 지출을 적극적으로 늘렸던 미국은 재정적자 축소에 집중
- ❖ 한국, 중국, 독일은 재정지출 확대 기조로 선회
- ❖ 감세(미국)보다 직접적인 지출(한국과 중국)의 재정승수가 더 크기 때문에 하반기 (+) 효과 기대 가능

미국은 재정정책 강도 약화, 중국과 유럽은 강화



주: GDP 대비 재정수지. 한국은 관리재정수지 기준  
 자료: IMF, 기획재정부, 한화투자증권 리서치센터

통화정책은 전반적으로 완화 기조



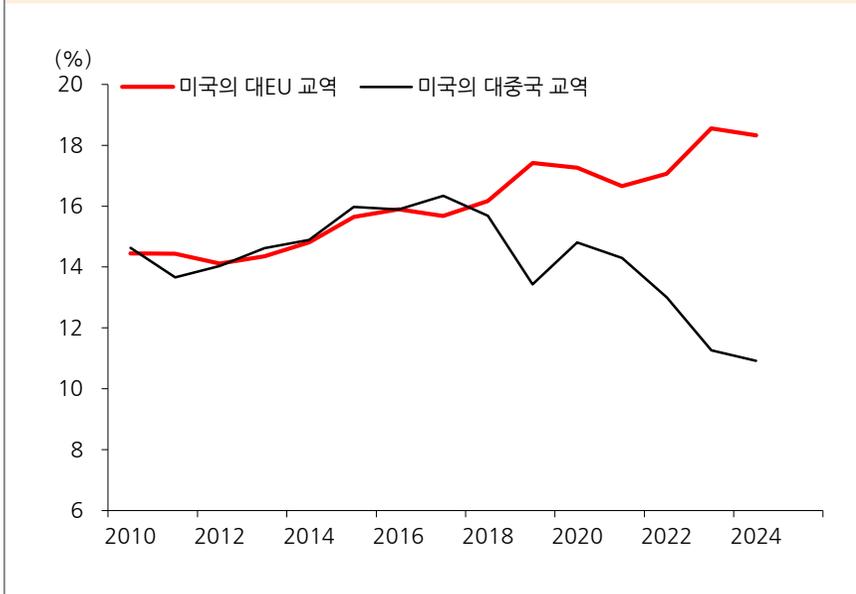
자료: FRB, ECB, PBOC, 한국은행, 한화투자증권 리서치센터



# [Global] 시행착오 다음은 타협

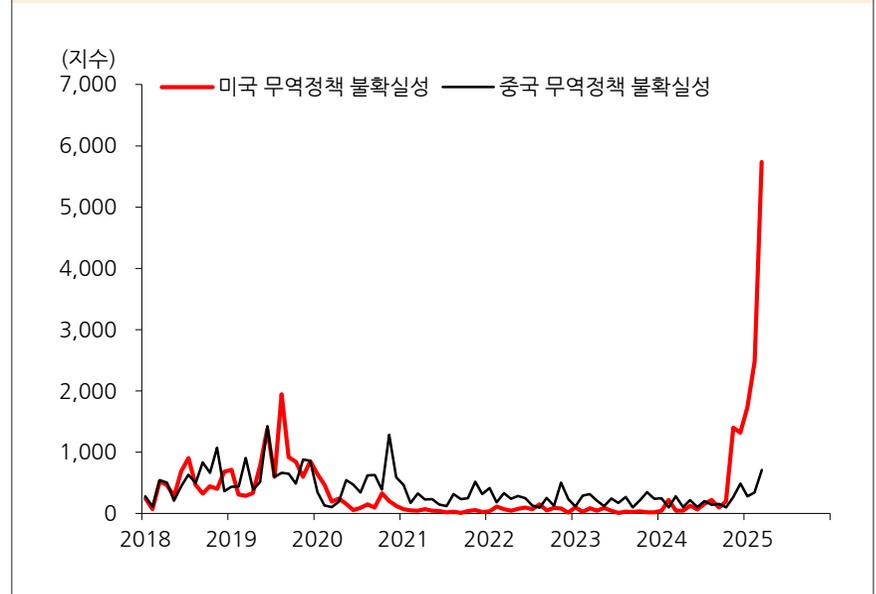
- ❖ 관세 기본 시나리오는 연내 '주요국 관세 10% + 대중국 관세 40% 내외'로 완화
- ❖ 강경한 스탠스를 유지하면서도 현실과 일정부분 타협하는 흐름
- ❖ 중국과 대치하는 가운데 유럽과의 분쟁까지 심화시키기 어려움. 미국 내 생산비중 낮은 품목에 높은 관세 적용하는 것도 부담
- ❖ 지난달 중국 이외 국가들에 대한 상호관세 유예와 전자제품 상호관세 면제가 이러한 현실을 반영한 결정

현실적으로 유럽과 무역분쟁을 지속하기 어렵다면



자료: IMF, General Administration of Customs, 한화투자증권 리서치센터

관세 불확실성은 2/4분기가 정점



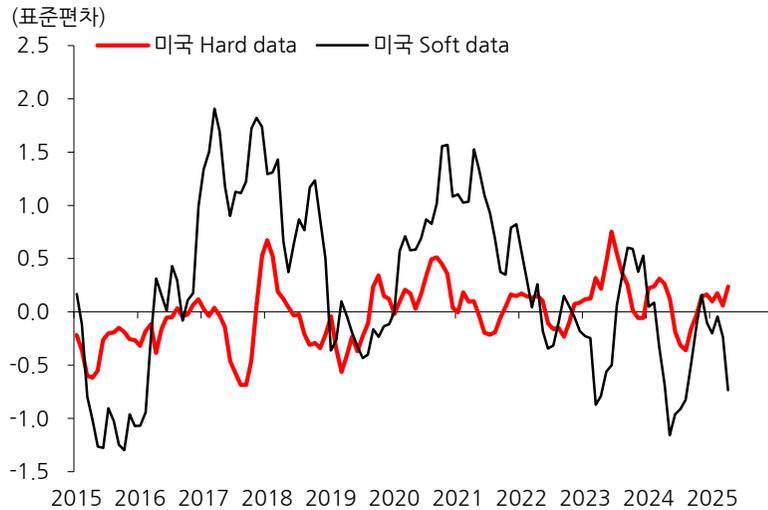
자료: Economic Policy Uncertainty, 한화투자증권 리서치센터



# [Global] Extreme Fear

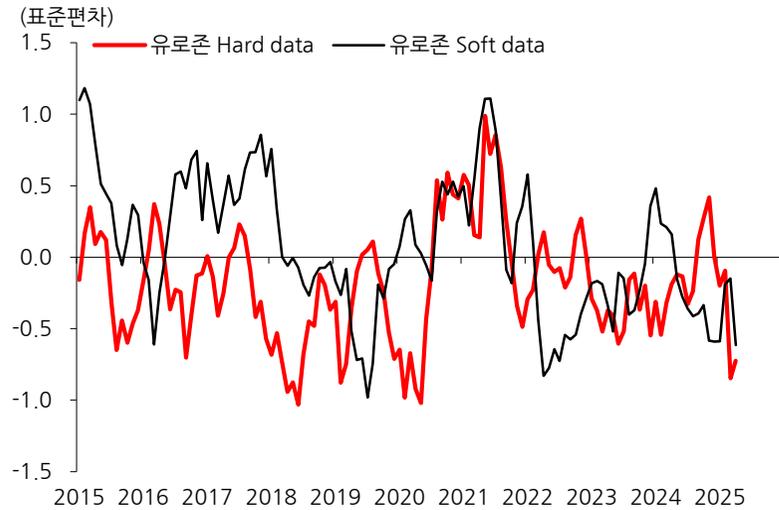
- ❖ 관세 불확실성이 정점 지나면서 Hard data(실물지표)는 Soft data(심리지표)보다 완만하게 둔화될 전망
- ❖ Soft data에는 응답자 주관이 개입되는데, 미래 불확실성을 과도하게 반영
- ❖ 상호관세 발표 이후 부각되고 있는 미국 경기 침체 우려는 과도. 주요국 hard data는 대체로 양호

미국 실물경기는 예상보다 양호, 심리는 예상보다 부진



주: 예상치와 실제치의 차이를 정규화. Bloomberg US surprise index 분해  
 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

유로존, 경기 반등 조짐



주: 예상치와 실제치의 차이를 정규화. Bloomberg Euro Area surprise index 분해  
 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



# [Global] 非 미국의 시간

- ❖ 미국 경제성장률은 코로나 이후 처음으로 2% 하회 유력. 다만, 양호한 구매력이 경기 하방을 제한
- ❖ 한국은 하반기 1.9% 성장 전망(연간 1.1%). 수출이 버티는 가운데, 추경과 설비투자 반등이 더해지는 흐름
- ❖ 중국은 정책대응이 관세 충격을 일부 만회. 5% 목표 달성은 어렵지만 4% 중반 성장 가능
- ❖ 달러화가 약세로 돌아서면서 여타 주요국 통화는 3% 내외 강세 전망

주요국 경제성장률 및 환율 전망

구분	국가	25.1Q	25.2Q	25.3Q	25.4Q	2024년	2025년
경제성장률 (% yoy)	한국	-0.1	0.5	1.6	2.2	2.0	1.1
	미국	2.1	1.8	1.4	1.3	2.8	1.6
	중국	5.4	4.4	4.0	4.3	5.0	4.5
	유로존	1.2	1.1	0.9	1.0	0.8	1.0
환율 (기간평균)	원/달러	1,452	1,415	1,390	1,375	1,365	1,408
	달러/유로	1.05	1.10	1.12	1.13	1.08	1.10
	위안/달러	7.28	7.24	7.24	7.20	7.20	7.24
	엔/달러	152	144	142	140	152	145

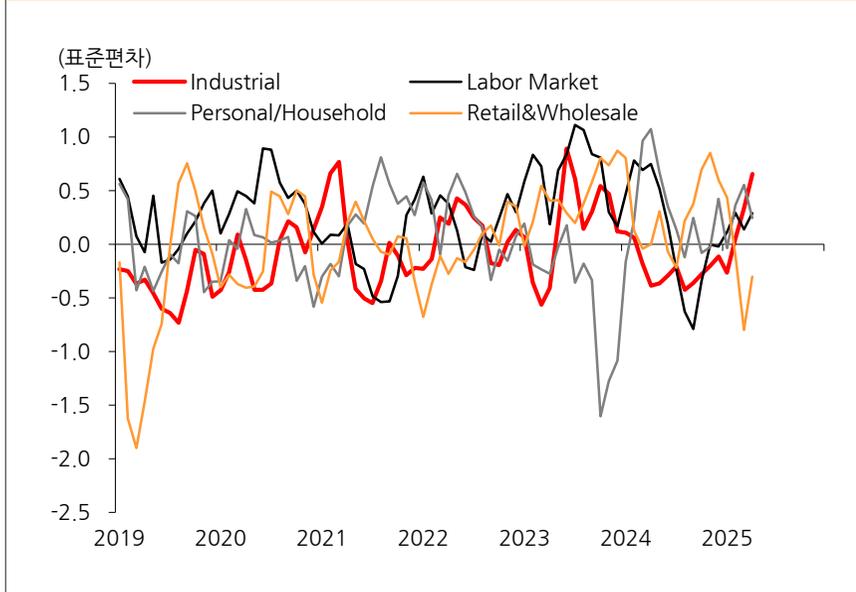
자료: 한화투자증권 리서치센터



# [미국] 침체 말고 둔화

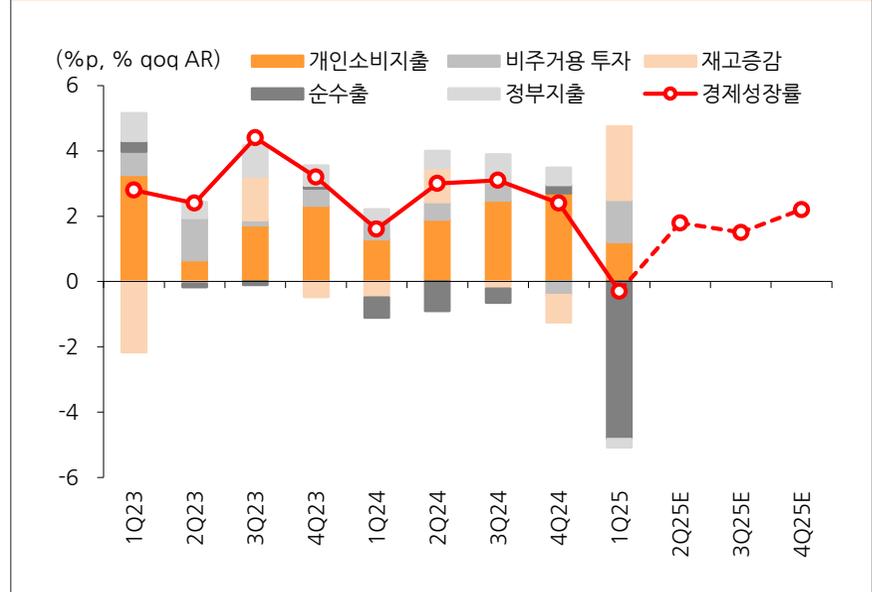
- ❖ 관세 불확실성에도 올해 1% 중반 성장 전망
- ❖ 안정적인 구인수요와 양호한 구매력이 소비 둔화를 제한
- ❖ 하반기 관세 리스크가 정점을 지나면, 기업들도 지연됐던 투자에 나설 전망
- ❖ 실물지표가 심리지표와 같이 급격하게 위축될 가능성 낮음

전반적으로 양호한 미국 실물지표



주: Bloomberg US Surprise index 세부항목  
 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

소비 둔화 제한되고 투자 반등하면서 연간 1.6% 성장 전망



주: 전기대비 연율 기준  
 자료: Bureau of Economic Analysis, 한화투자증권 리서치센터



## [미국] 양호한 구매력

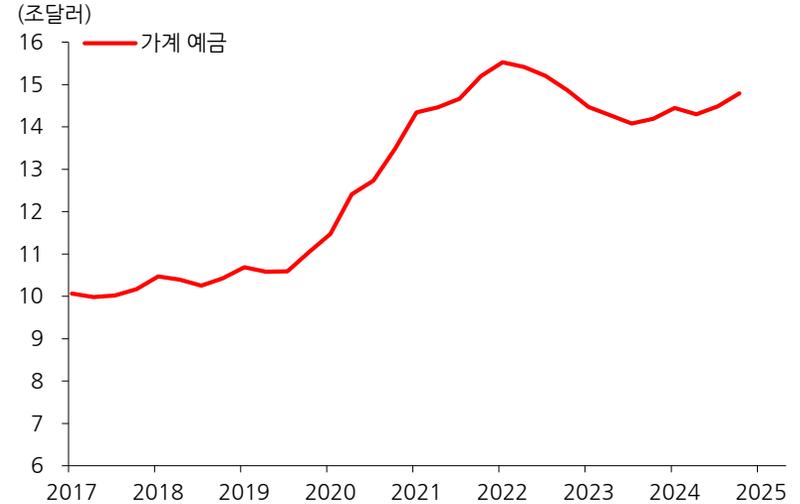
- ❖ 양호한 가계 재정은 경기 하방을 제한하는 요인
- ❖ 고용이 10만 명 내외로 늘고 있고, 일자리를 구하기 어렵다는 응답도 급증하지 않고 있음
- ❖ 근로소득을 토대로 가계 구매력 유지 가능
- ❖ 주식시장 부진과 미래 불확실성 확대는 부담 요인이지만, 실제 재정상황이 크게 악화되지 않는다면 둔화 폭은 제한될 전망

소득 증가세 둔화되고 있지만 고용환경은 양호



자료: Bureau of Economic Analysis, The Conference Board, 한화투자증권 리서치센터

가계 재정여건 부담 크지 않음



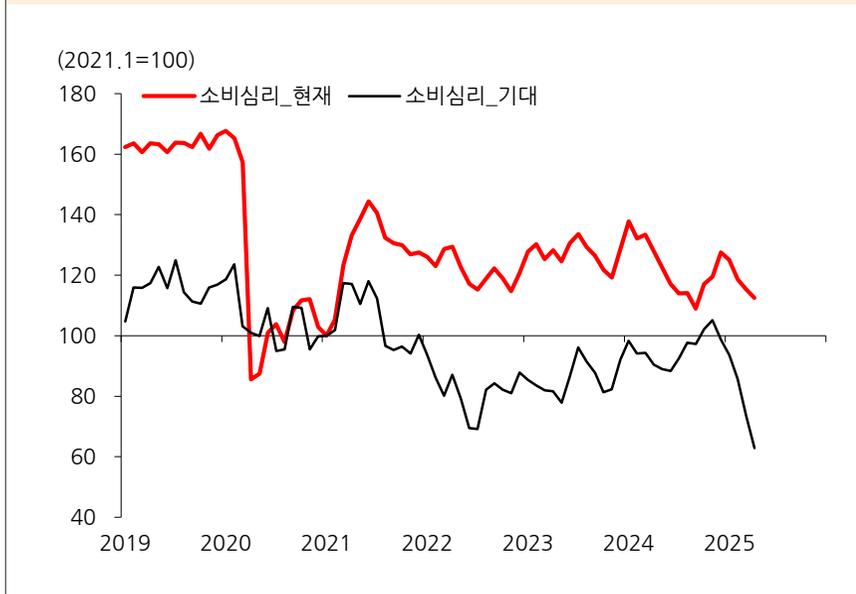
자료: Federal Reserve Board, 한화투자증권 리서치센터



# [미국] 불확실성 과대평가

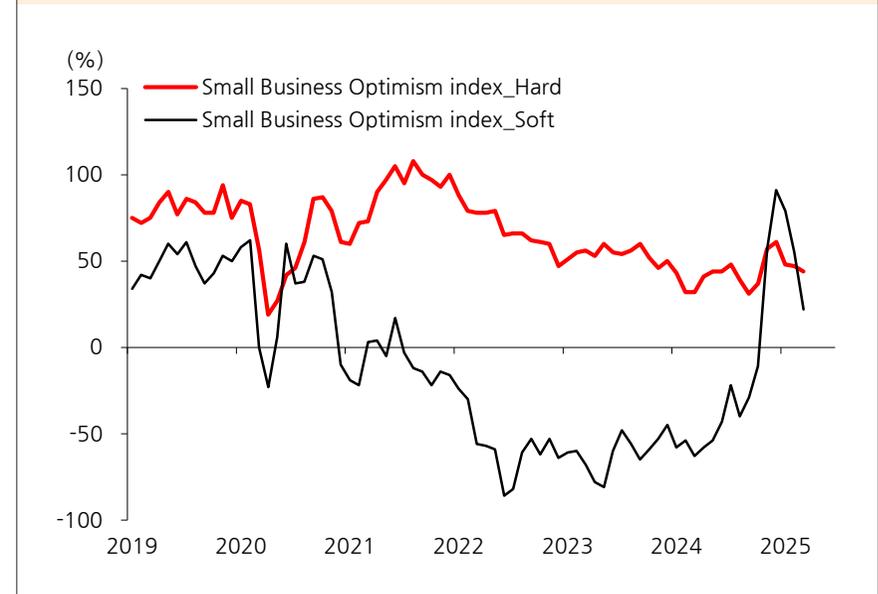
- ❖ Soft data는 hard data보다 변화를 신속하게 반영하지만 응답자 주관이 개입
- ❖ 침체 직전 심리지수는 평균 3개 분기 연속 하락. 다만, 3분기 이상 하락했으나 침체가 아니었던 경우도 적지 않음
- ❖ 소비자심리지수 하락은 현재 상황 악화보다 미래 불확실성을 반영
- ❖ 기업들의 투자와 채용 계획 변화도 크지 않음

소비심리 위축은 주로 미래에 대한 우려를 반영



주: 미시간대 소비자심리지수와 컨퍼런스보드 소비자심리지수 관련항목 평균  
 자료: The Conference Board, University of Michigan, 한화투자증권 리서치센터

기업들의 투자와 채용 계획에도 큰 변화 없음



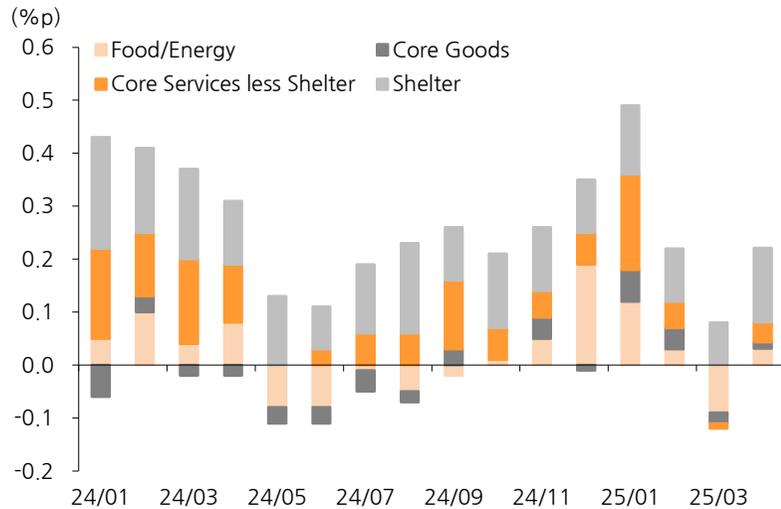
주: Hard는 최근 실적과 투자 및 채용 계획, Soft는 매출, 업황, 금융환경에 대한 기대  
 자료: National Federation of Independent Business, 한화투자증권 리서치센터



# [미국] 관세는 물가의 일부

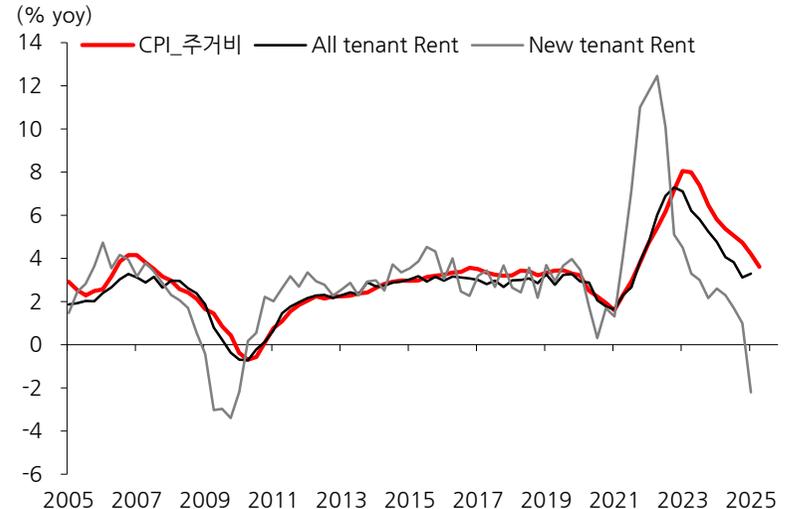
- ❖ 관세는 물가 상승 요인이지만, 둔화 추세를 바꿀 정도는 아닐 것. 유가와 임대료가 물가 상승률 하락을 지지하고 있음
- ❖ 미국 관세율이 10%p 오르면, 소비자물가는 약 0.4%p 상승할 것으로 보는데, 에너지 및 주거 물가 둔화가 상쇄 가능
- ❖ 유가 및 식료품 가격이 안정되면서 에너지/식료품의 물가 상승기여도 하락
- ❖ 주거비에 선행하는 임대료 상승세도 둔화 중. 지난해 주거비의 물가 상승기여도 1.8%p, 1/4분기 기여도 1.5%p

상품물가 상승 압력 둔화



주: CPI 지출항목별 전월대비 상승 기여도  
 자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 한화투자증권 리서치센터

주거 물가에 선행하는 임대료 상승세 둔화

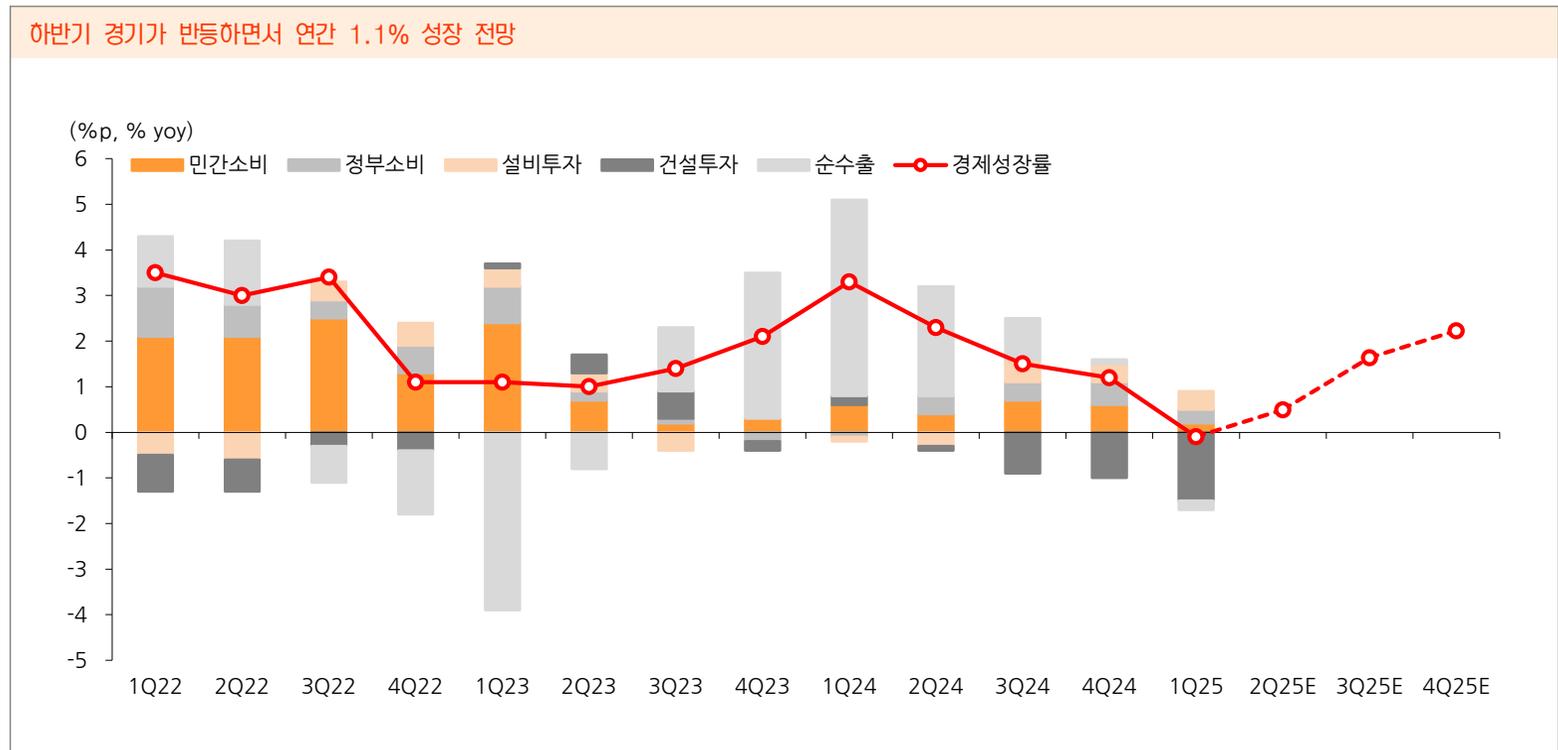


자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 한화투자증권 리서치센터



# [한국] 하반기 1.9%

- ❖ 국내 경기는 하반기 반등하면서 연간 1%대 성장 가능할 전망
- ❖ 수출(통관기준) 증가율은 관세 여파로 0% 내외 하락 예상. 순수출 성장기여도 하락 불가피하지만, 수출 둔화 폭 우려보단 적을 것
- ❖ 민간소비 증가율은 추경과 소비심리 개선에 힘입어 2%대, 정부지출 증가율도 5%대로 상승 예상



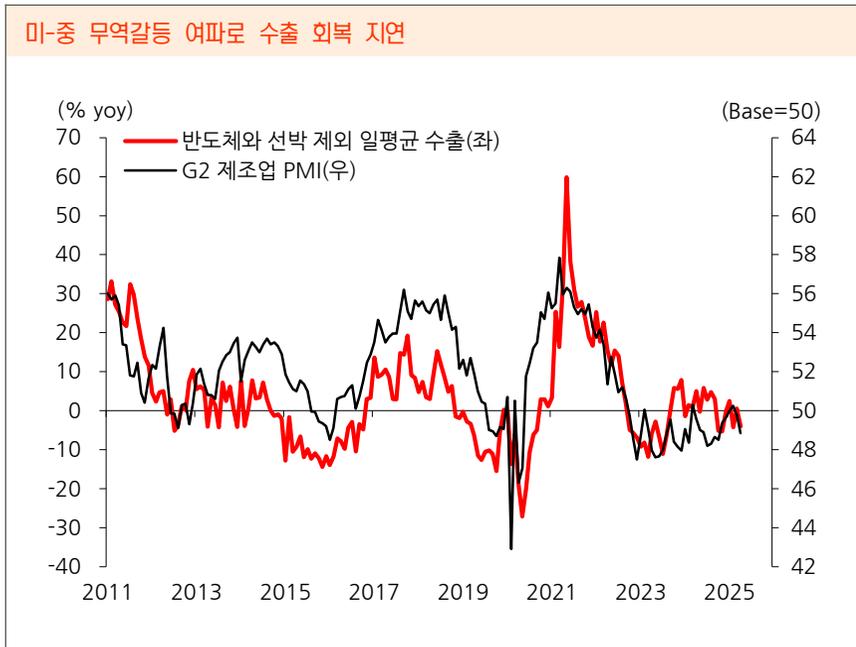
주: 지출항목별 전년동기대비 성장기여도  
 자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터



# [한국] 최악은 지났다

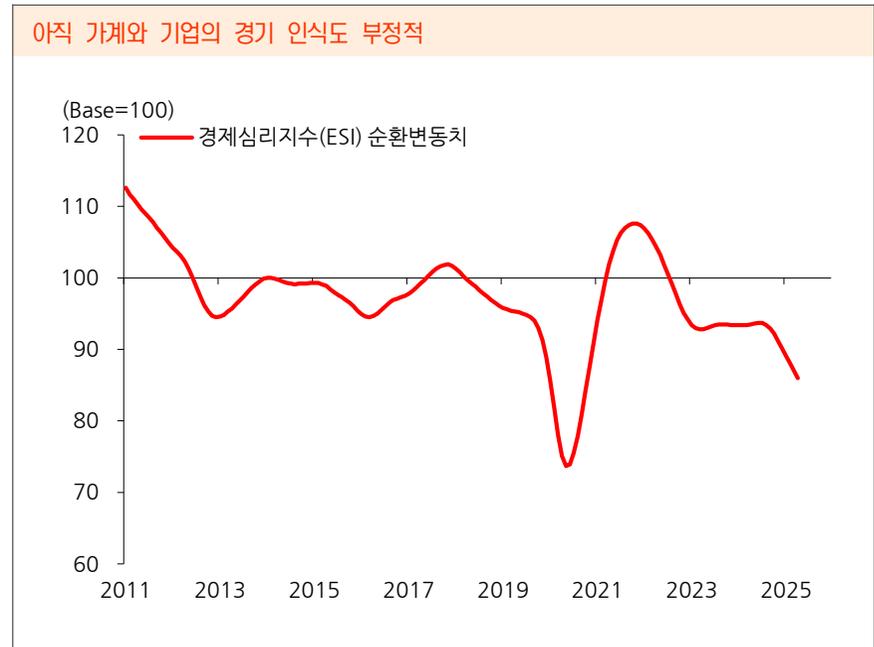
- ❖ 수출과 내수 모두 1/4분기를 저점으로 반등할 전망
- ❖ 1/4분기 마이너스 성장은 대내외 불확실성이 동반 확대됐기 때문. 수출은 관세, 내수는 정치 이슈와 민간심리 위축이 하방 압력으로 작용
- ❖ 수출은 협상을 통한 상호관세 조정, 소비는 추경 집행과 심리 회복이 우호적일 것으로 기대

미-중 무역갈등 여파로 수출 회복 지연



자료: 관세청, 산업통상자원부, Institute for Supply Management, National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터

아직 가계와 기업의 경기 인식도 부정적



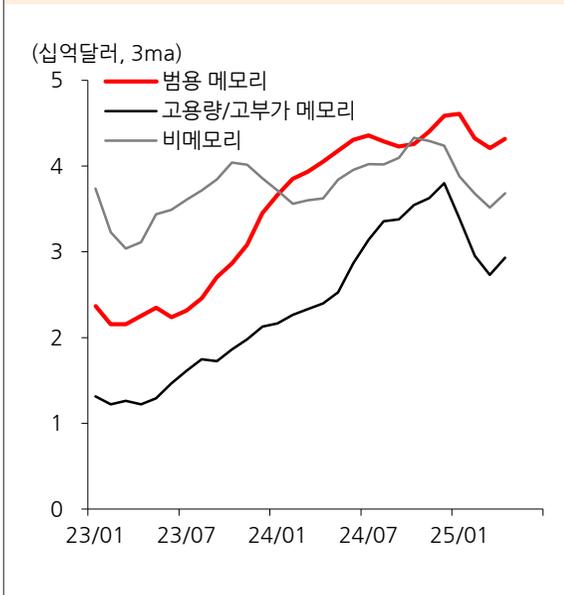
주: 기업과 소비자 등 민간의 심리를 반영. 순환변동치는 원계열에서 계절성 및 불규칙 변동을 제거  
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터



# [한국] 세 가지 아이디어

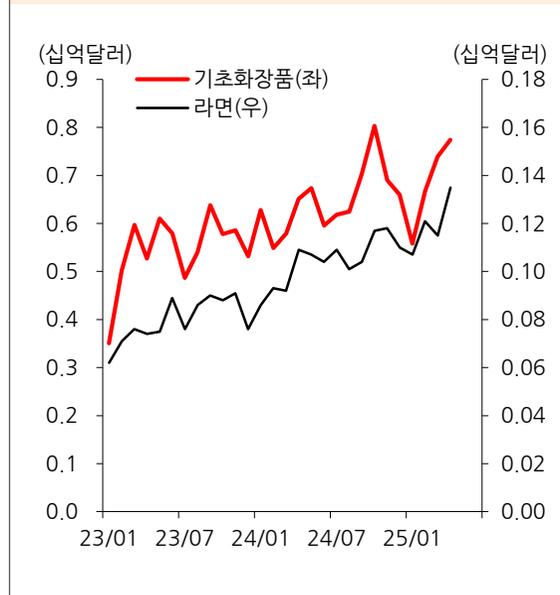
- ❖ 관세 영향에 따른 수출 차별화 국면에서는 반도체, 소비재, 유럽향 자본재에 주목할 필요
- ❖ 반도체는 미국의 수입의존도가 높아 고율관세 적용이 어려운데, 국내 기업들이 미국에서 일정수준 이상의 점유율을 확보
- ❖ 특색 있는 화장품과 라면은 대체재를 찾기 어렵고, 수요가 가격 상승에 덜 민감
- ❖ 유럽향 자본재는 미-중 무역갈등 장기화 여파에서 상대적으로 자유로움

반도체: 미국이 수입에 의존, 한국산 점유율 높음



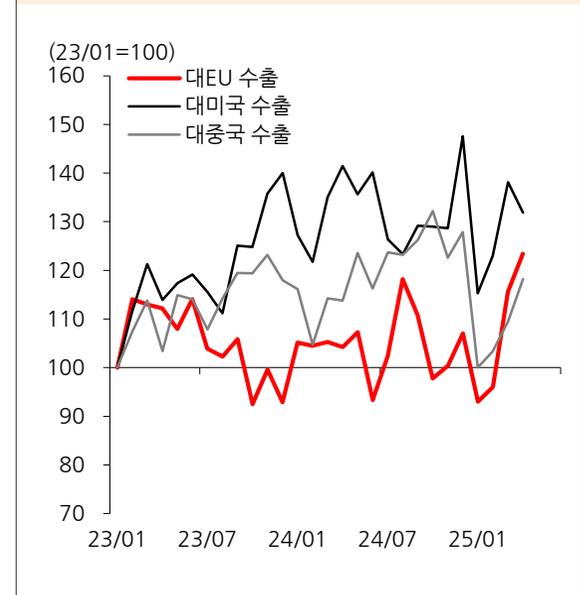
주: 고용량/고부가 메모리는 Multi Chip Package로 HBM, DDR5 포함  
 자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

라면과 화장품: 수요 비탄력적, 대체재 찾기 어려움



자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

유럽: 미-중 무역갈등에서 상대적으로 자유로움



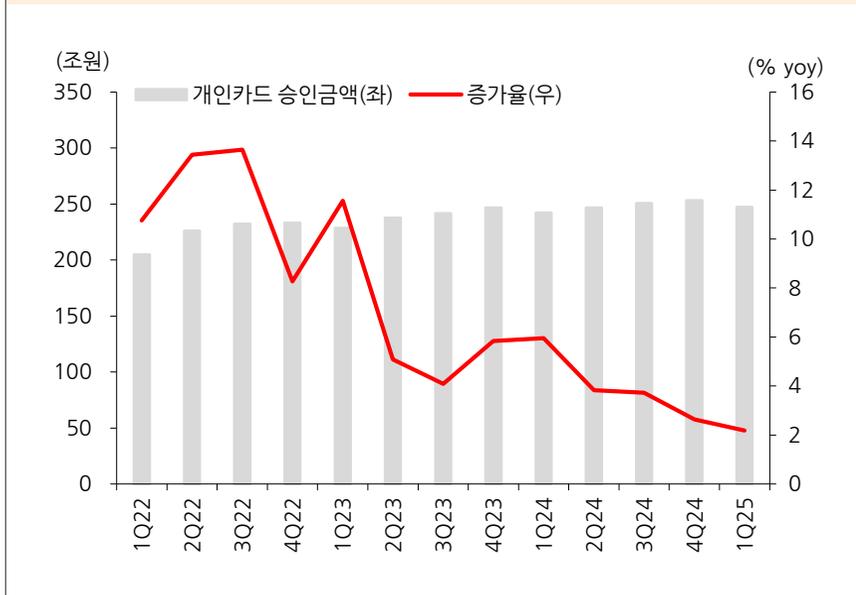
자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터



# [한국] 회복 시그널 ① 추경과 심리 개선

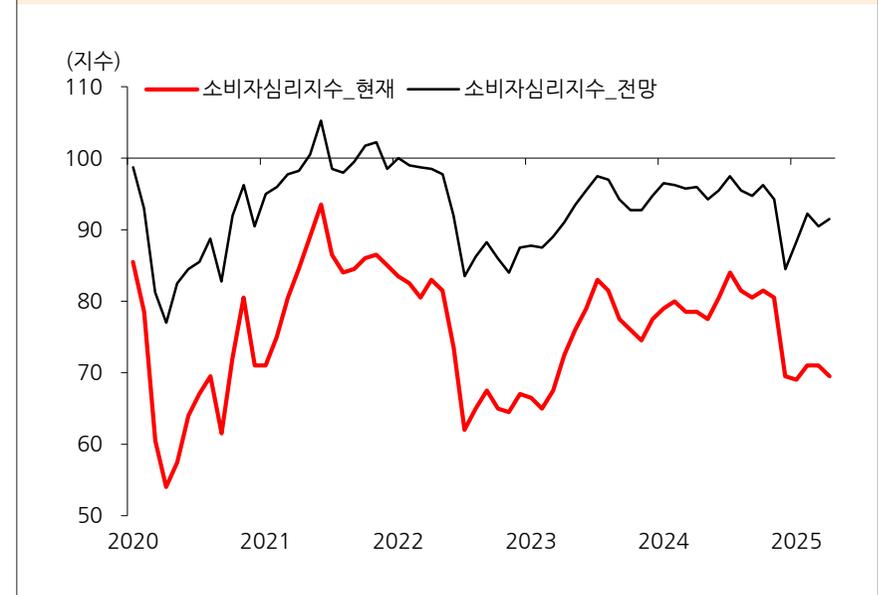
- ❖ 정치 불확실성 해소와 추경 집행이 소비 회복을 주도할 전망
- ❖ 1/4분기 개인카드 승인금액은 전년동기대비 2.2% 증가. 소비자물가 상승을 감안하면 실질소비는 늘지 않았음
- ❖ 추경은 정부지출을 늘리는 결정이면서 동시에 예상치 못한 정치 불확실성 해소를 의미
- ❖ 가계의 경기 및 소비지출 전망도 점차 개선되기 시작

소비, 추경과 심리 회복이 더해지면서 반등 전망



자료: 여신금융협회, 한화투자증권 리서치센터

현재 재정상황과 경기에 대한 인식 부정적이지만, 향후 전망은 점차 개선



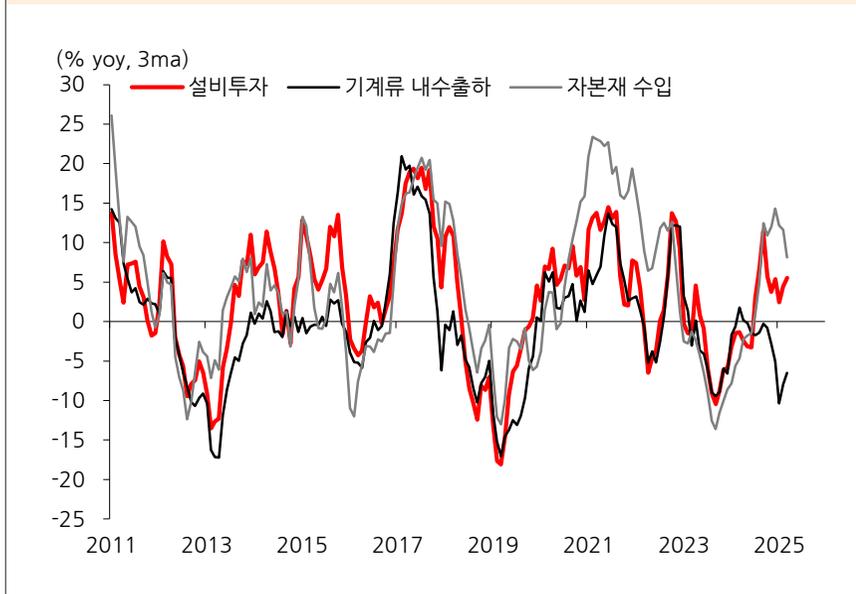
주: 현재는 현재생활형편과 현재경기판단 평균, 전망은 생활형편, 향후경기, 가계수입, 소비지출전망 평균  
 자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터



## [한국] 회복 시그널 ② 설비투자 반등

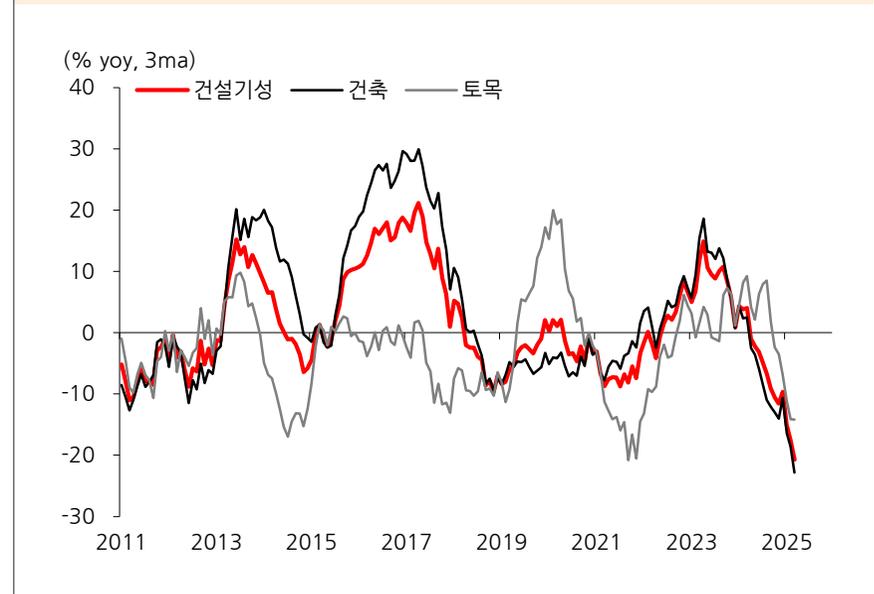
- ❖ 설비투자는 저점 통과, 건설투자는 감소 폭 축소 전망
- ❖ 기계류 출하, 자본재 수입 등을 감안하면, 설비투자는 완만한 회복 흐름 이어질 것
- ❖ 건설경기 회복에는 상대적으로 시간이 필요. 부동산PF 구조조정, 주택경기 부진 등의 영향으로 감소세 지속 전망

설비투자는 하반기 저점 통과 전망



자료: 통계청, 관세청, 한화투자증권 리서치센터

건설경기 반등은 시간 필요



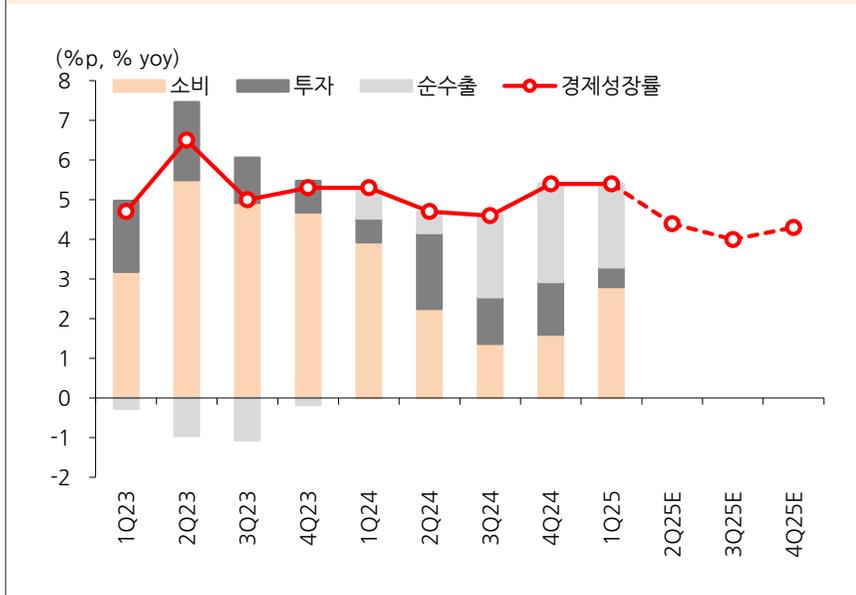
주: 불변가격 기준  
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터



## [중국] 현실적인 목표 4.5%

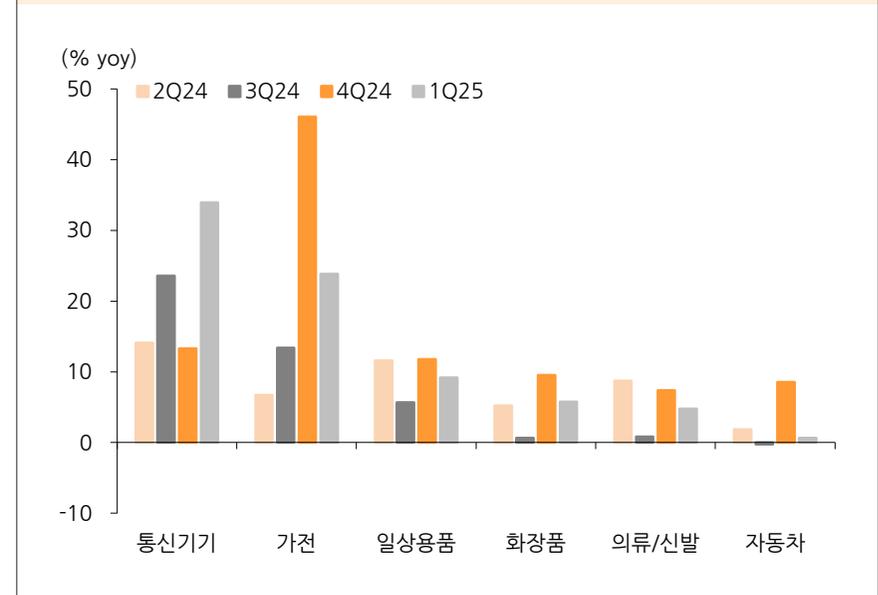
- ❖ 중국은 관세 충격의 일부를 정책 대응이 만회하면서 4% 중반 수준 성장 예상
- ❖ 늘어나는 재정지출이 관세에 따른 수요 둔화의 절반 정도를 메울 것으로 기대
- ❖ 정책이 내수 강화에 집중되면서 소비가 성장을 주도할 전망
- ❖ 소비 회복을 위한 정책대응이 내구재에서 비내구재로 확산될 가능성

정책대응 및 관세 부담 완화로 4% 중반 성장 전망



자료: National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터

정책대응이 비내구재로 확산될 수 있음



주: 일정규모 이상 판매점의 소매판매액

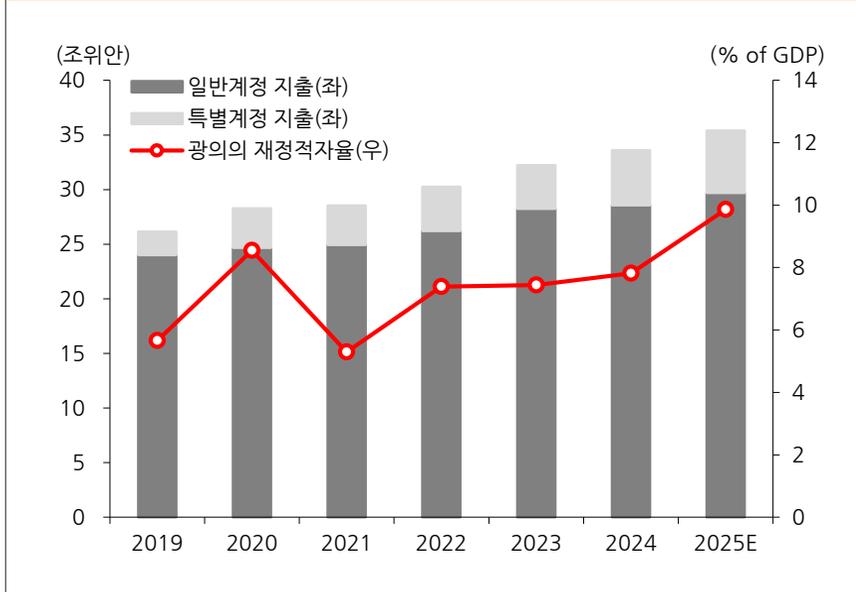
자료: National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터



# [중국] 아껴둔 카드

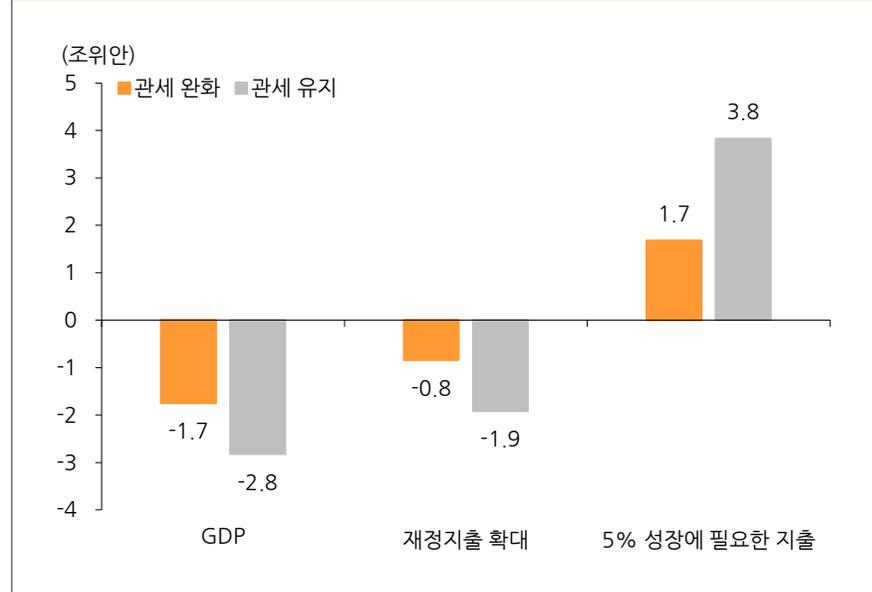
- ❖ 중국 재정정책은 코로나 당시보다 강할 것. 관세 충격에 따른 경기 위축을 일정부분 상쇄 가능
- ❖ 일반계정과 특별계정 기준 재정적자는 GDP 대비 8%를 상회하고, 기금계정을 포함한 광의의 재정적자율은 10%에 근접할 전망
- ❖ 재정지출 확대는 경제성장률을 약 0.6%p 끌어올리는 효과, 미국의 대중국 관세 인상은 경제성장률을 약 1.3%p 감소시키는 요인
- ❖ 통화완화 기조와 추가 지출 확대 가능성을 감안한 GDP 충격은 0.6% 내외

재정자극이 코로나 당시보다 강할 것



주: 광의의 재정수지는 일반계정에 기금계정을 포함한 것으로 통합재정수지와 유사  
 자료: Ministry of Finance, 한화투자증권 리서치센터

관세 충격 GDP -1.3%, 재정지출 확대 +0.6%



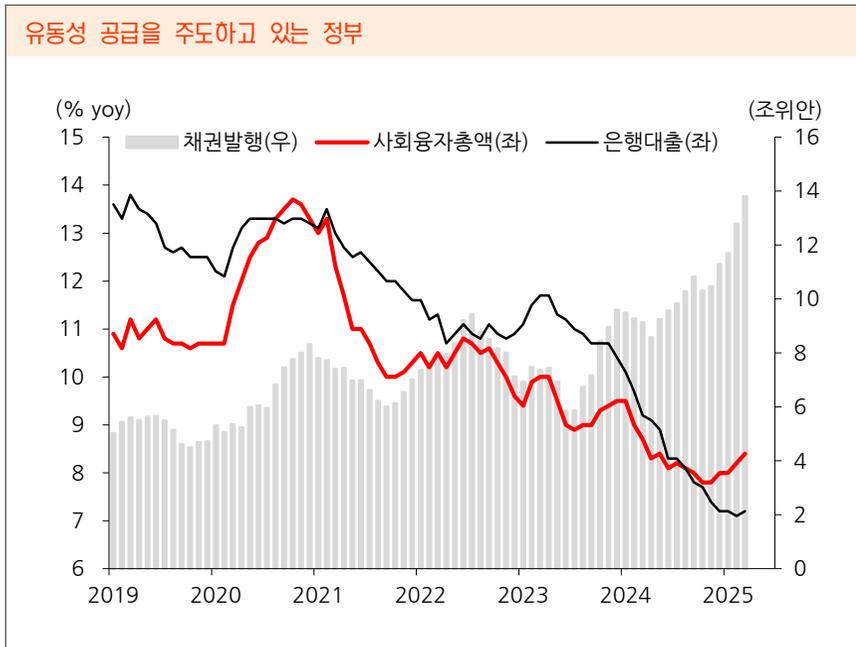
주1: 관세 완화는 하반기 관세율이 점차 낮아지는 시나리오. 올해 미국의 대중 관세율 60% 가정  
 주2: 재정지출은 일반계정과 특별계정을 포함해서 전년대비 1.81조 위안 증가 기준. 재정승수 0.5 적용  
 자료: National Bureau of Statistics, Ministry of Finance, 한화투자증권 리서치센터



# [중국] 더해지는 정책대응

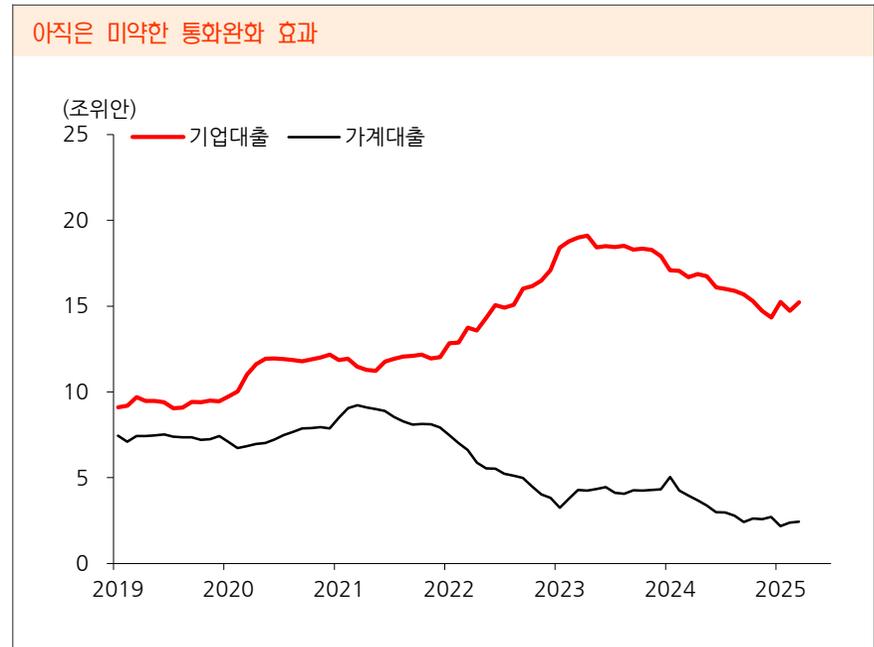
- ❖ 하반기에는 통화완화 효과가 나타나면서 민간부문 활력이 강해질 전망
- ❖ 1/4분기 사회융자총액 증가율 상승은 정부의 채권발행이 늘었기 때문. 은행대출은 지난해부터 감소 흐름 지속
- ❖ LPR(대출우대금리) 및 지급준비율 인하 등 완화적인 통화정책이 더해지면서 대출도 반등할 것으로 예상

유동성 공급을 주도하고 있는 정부



주: 정부의 채권발행은 12개월 이동합  
 자료: The People's Bank of China, 한화투자증권 리서치센터

아직은 미약한 통화완화 효과



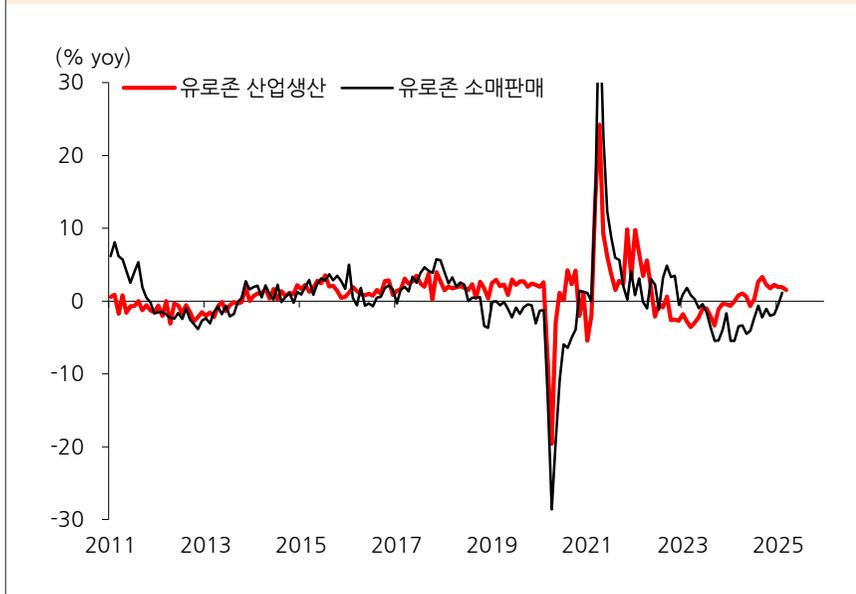
주: 신규대출의 12개월 이동합  
 자료: The People's Bank of China, 한화투자증권 리서치센터



## [유로존] 반등의 초입

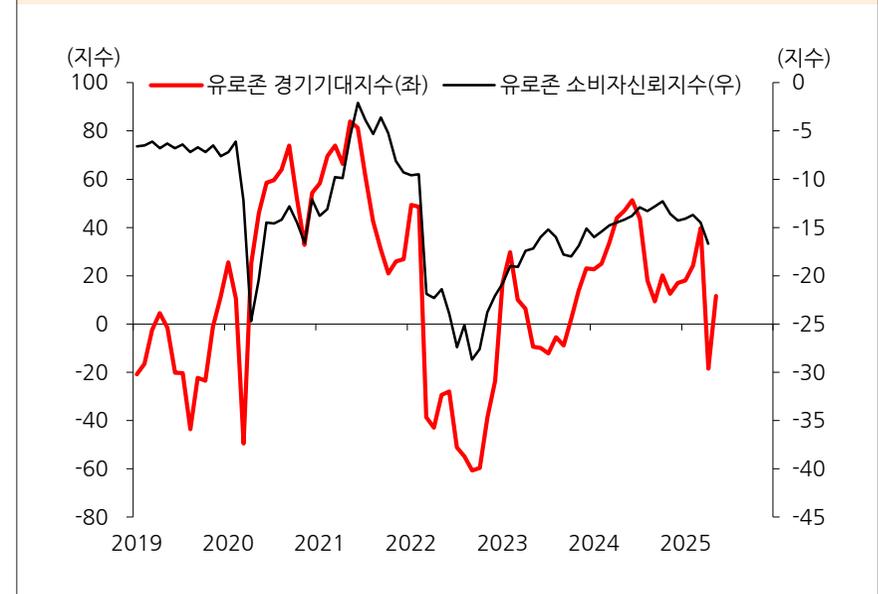
- ❖ 유로존은 올해 1% 성장 가능할 전망. 실물경기 회복이 나타나는 가운데, 정책도 경기에 우호적으로 작용할 것
- ❖ 산업생산, 소매판매 등 주요 실물지표 증가율은 저점을 지나 반등하기 시작
- ❖ 심리지표 부진은 주로 트럼프 관세 불확실성을 반영. 하반기 추가 위축보다는 회복 가능성 높음

실물지표 저점 통과 조짐 확인



자료: Eurostat, 한화투자증권 리서치센터

심리지표는 불확실성을 반영



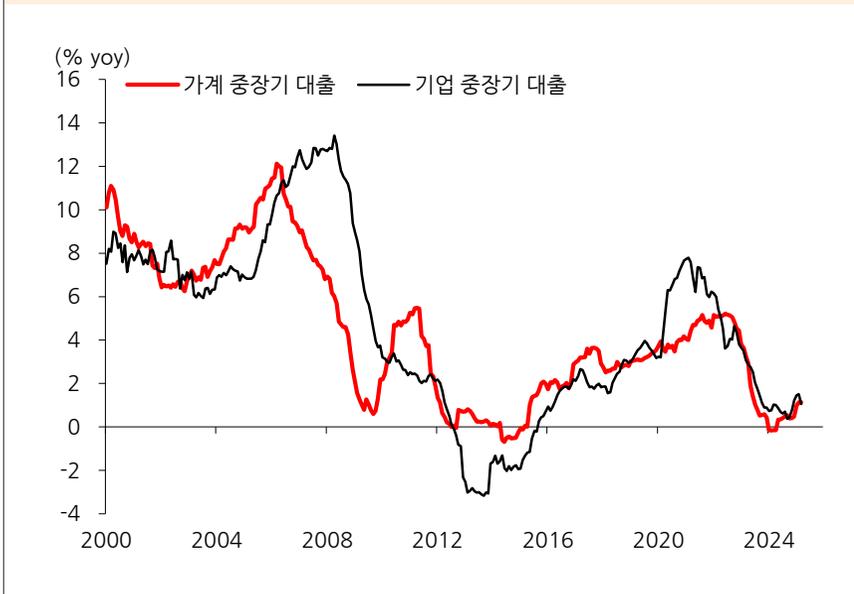
자료: Leibniz Centre for European Economic Research, European Commission, 한화투자증권 리서치센터



# [유로존] 점진적일 정책효과

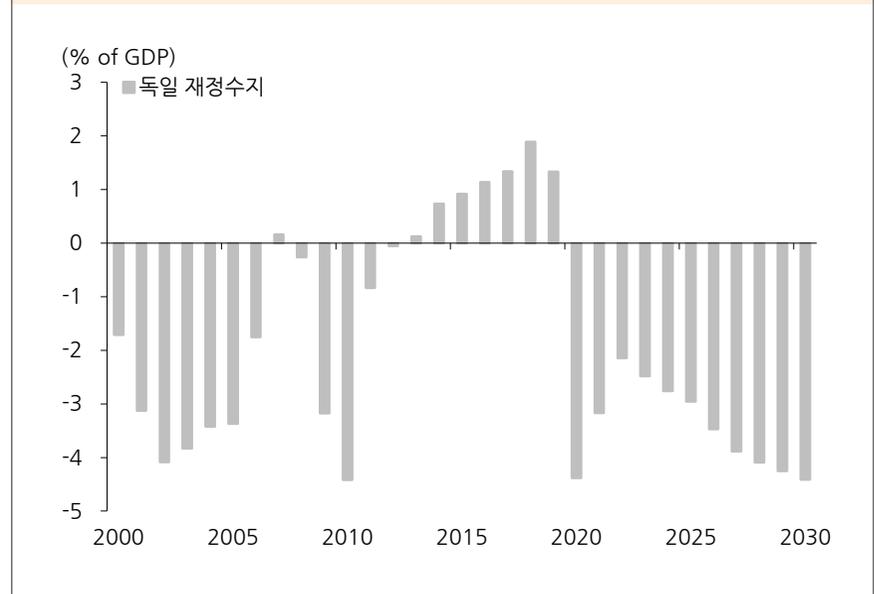
- ❖ ECB와 독일의 정책 대응은 유로존 경기에 긍정적인 요인이지만, 그 효과는 점진적으로 반영될 전망
- ❖ ECB는 최근 1년 동안 정책금리(재융자금리)를 210bp 인하했으나 민간대출 회복세 약함
- ❖ 독일의 GDP 대비 재정적자는 향후 5년 동안 꾸준히 늘어 코로나 수준에 근접할 전망
- ❖ 제한적인 금리 인하 여력과 점진적으로 강해질 재정자극을 감안하면, 하반기에 중국과 같은 정책효과를 기대하기는 어려움

지속적인 금리 인하 대비 미약한 대출 회복



주: 만기 5년 이상 대출  
 자료: European Central Bank, 한화투자증권 리서치센터

독일 재정정책 강화 기조 유지 전망



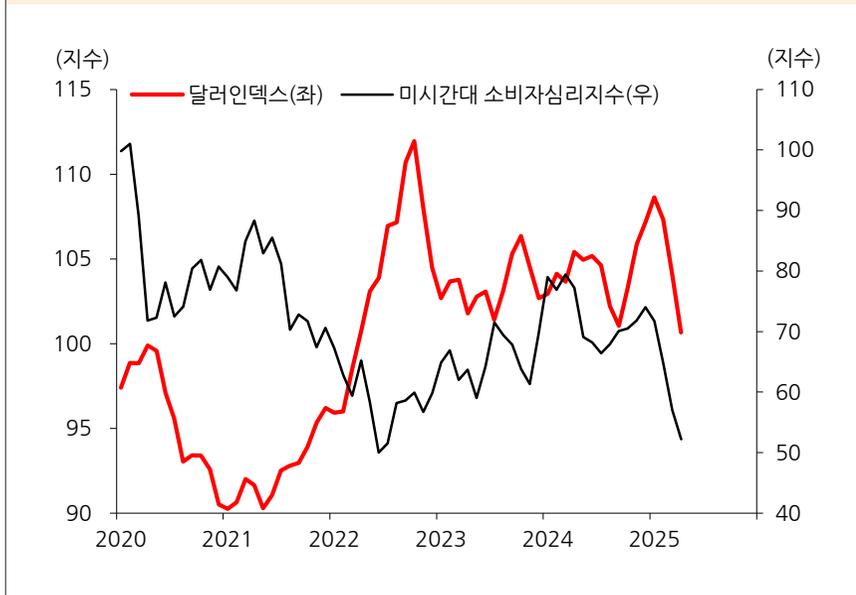
주: 2024년 이후는 IMF 전망  
 자료: IMF Fiscal Monitor(2025.4), 한화투자증권 리서치센터



# [FX] 달러화 약세 폭은 축소

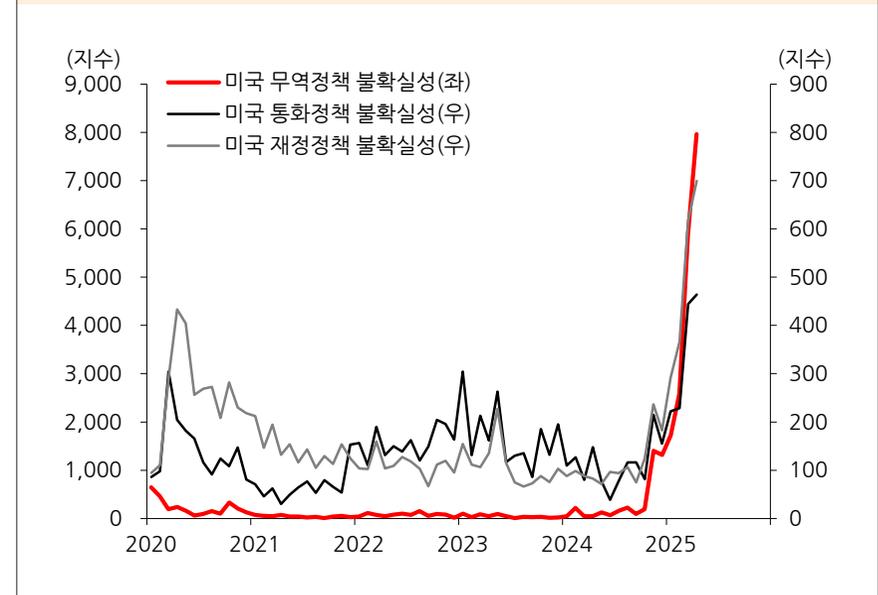
- ❖ 하반기 달러화 약세 폭은 상반기보다 적을 것
- ❖ 올해 들어 달러인덱스는 8.2% 하락(4월 말 기준). 심리지표 부진으로 경기 침체 가능성이 부각됐기 때문
- ❖ 심리 위축은 높아진 관세 불확실성 영향. 관세 부담 완화되면 경기 우려도 완화될 수 있음

심리지표 부진이 경기 우려로 이어지며 달러 약세



자료: Bloomberg, University of Michigan, 한화투자증권 리서치센터

무역정책 불확실성은 역사적으로 가장 높은 수준



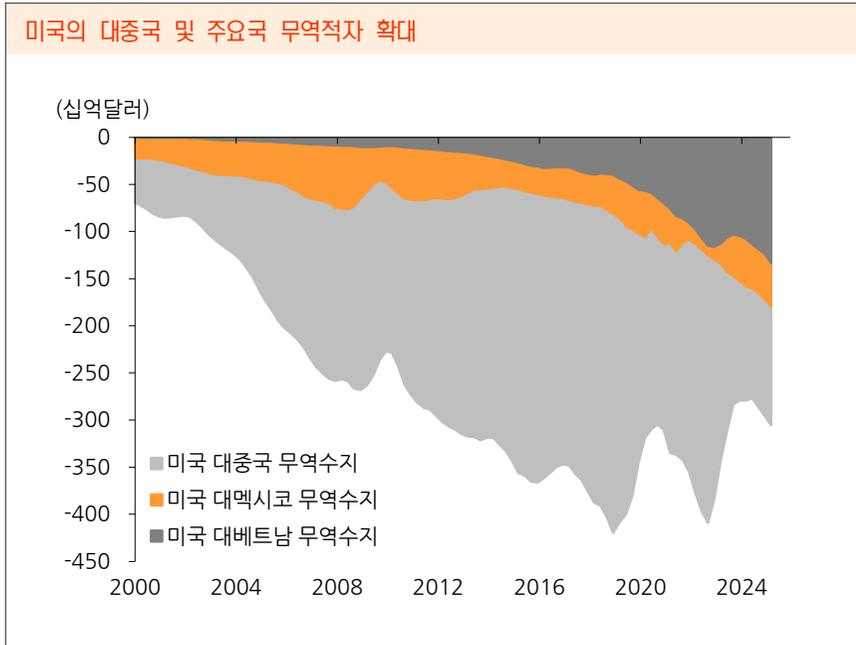
자료: Economic Policy Uncertainty, 한화투자증권 리서치센터



# [FX] 제한적인 약달러

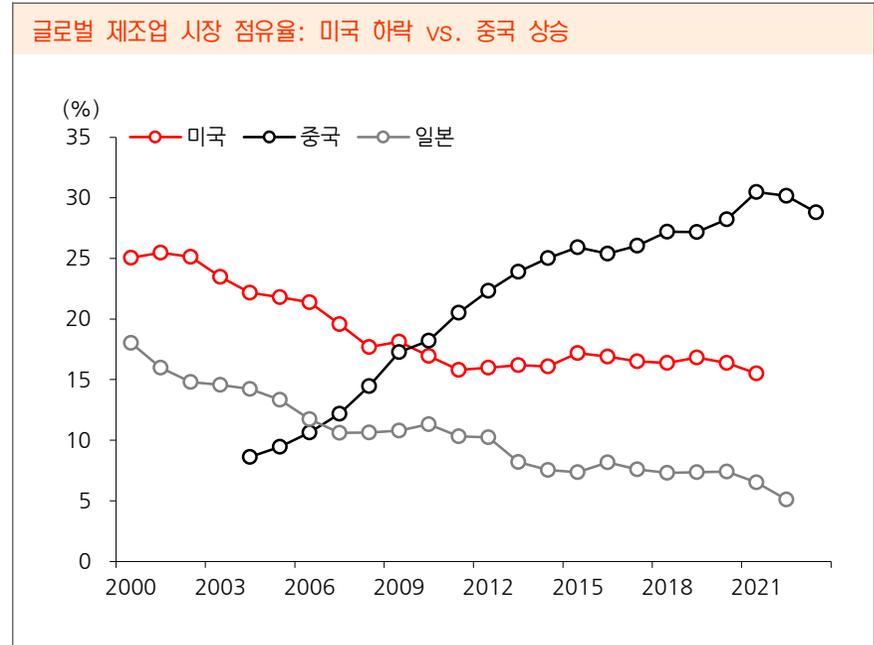
- ❖ 하반기 달러인덱스는 95~105 등락 전망
- ❖ 미국의 무역적자 확대와 제조업 시장 점유율 하락을 감안하면, 약달러를 선호할 가능성
- ❖ 다만, 트럼프 행정부는 달러 패권 또한 유지하고 싶어하기 때문에 관세정책을 포기하기는 어려움(달러화 약세 제한)
- ❖ 일정 수준의 관세 압박과 경기 우려 완화 전망을 고려하면, 하반기 달러화 약세 폭은 최대 5% 내외

미국의 대중국 및 주요국 무역적자 확대



주: 4개 분기 누적  
 자료: U.S. Census Bureau, 한화투자증권 리서치센터

글로벌 제조업 시장 점유율: 미국 하락 vs. 중국 상승



자료: World Bank, 한화투자증권 리서치센터



# [FX] 원/달러 환율 하단은 1,350원

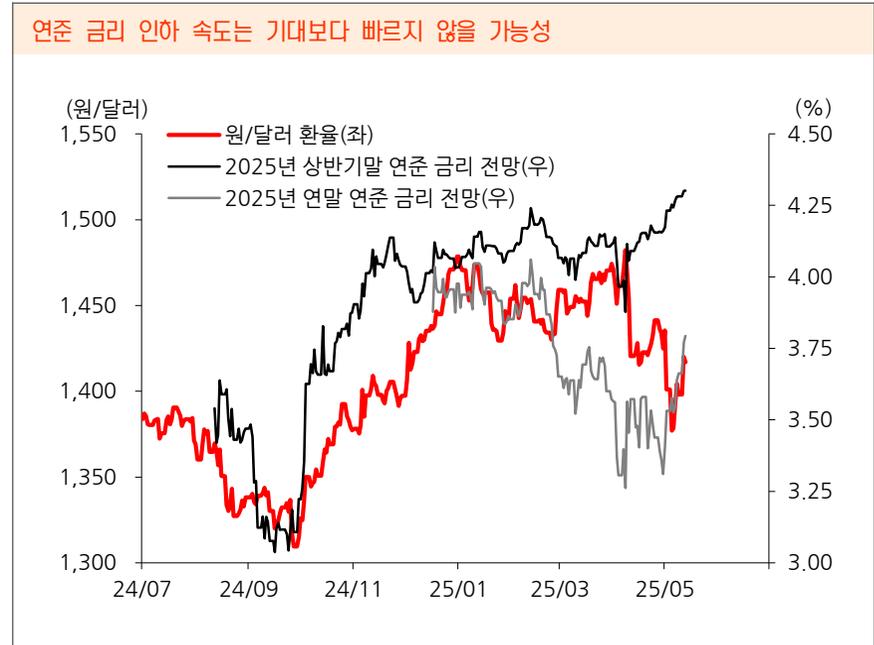
- ❖ 원/달러 환율 하단은 1,350원 전망. 하반기에 완만하게 하락할 가능성 높음
- ❖ 관세 불확실성 완화 및 글로벌 제조업 반등은 원화 강세 요인
- ❖ 다만, 탄력적인 제조업 반등을 기대하기 어렵고, 연준 금리 인하도 시장 기대에 미치지 못할 전망

글로벌 교역 개선은 완만한 원화 강세로 이어질 것



자료: Bloomberg, FRB of Dallas, 한화투자증권 리서치센터

연준 금리 인하 속도는 기대보다 빠르지 않을 가능성



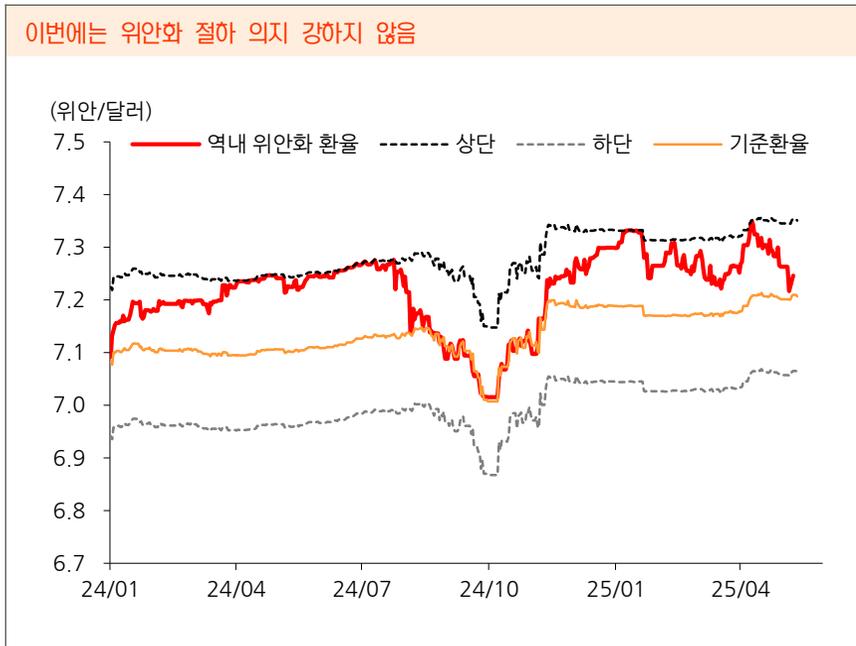
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



# [FX] 위안화, 약세보다 안정

- ❖ 위안화는 과거 무역분쟁 당시와는 달리 안정적인 것으로 예상. 정책당국이 위안화 절하에 적극적이지 않기 때문
- ❖ 2018~19년에는 시장환율이 일일 변동범위 중간에 위치하도록 기준환율을 고시. 위안화 약세를 적극적으로 용인
- ❖ 최근에는 기준환율을 대체로 전일 증가보다 낮게 고시(=역내 환율 상단 제한). 관세 부담에도 위안화 가치 안정을 중시
- ❖ 이러한 스탠스가 이어진다면, 위안화는 완만한 강세 흐름 나타날 전망

이번에는 위안화 절하 의지 강하지 않음



주: 역대 위안화 환율은 개장 전 고시하는 기준환율의 상하 2% 범위 내에서 변동  
 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

2018년에는 위안화 약세를 대부분 용인



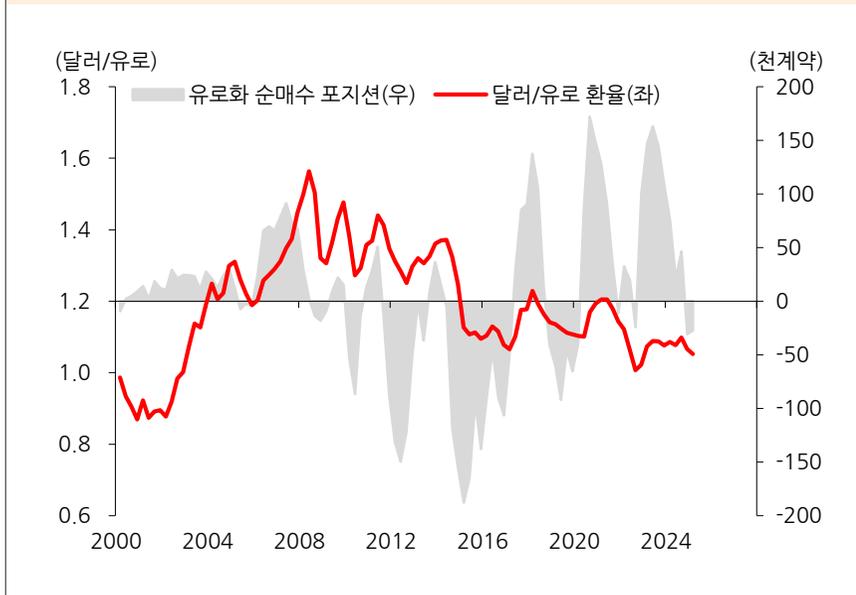
주: 역대 위안화 환율은 개장 전 고시하는 기준환율의 상하 2% 범위 내에서 변동  
 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



# [FX] 유로화는 완만한 강세

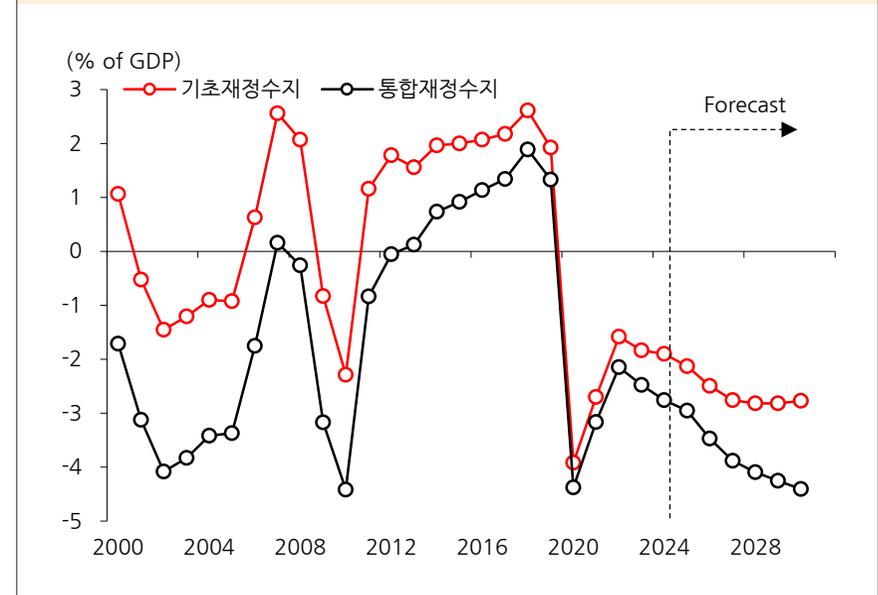
- ❖ 달러/유로 환율 상단은 1.16달러 예상. 상반기 고점을 넘어서기는 쉽지 않음
- ❖ 연초 이후 유로화는 달러화 대비 9.4% 반등(4월 말 기준). 독일 재정 확대 이슈와 더불어 유로존 경기 회복 기대가 강해졌기 때문
- ❖ 다만, 재정지출이 하반기에 집중되는 것 아니고, 유로존 경기도 완만하게 회복되고 있음
- ❖ 하반기 유로화 강세에 대한 기대는 다소 낮출 필요

선물시장은 유로화 강세 베팅 중



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

독일 재정 확대와 집행에는 시간이 필요



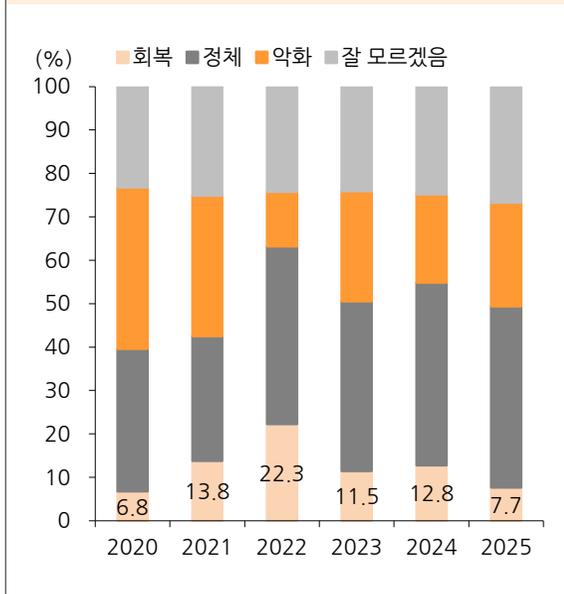
자료: IMF, 한화투자증권 리서치센터



# [FX] 기대에 미치지 못할 엔화 강세

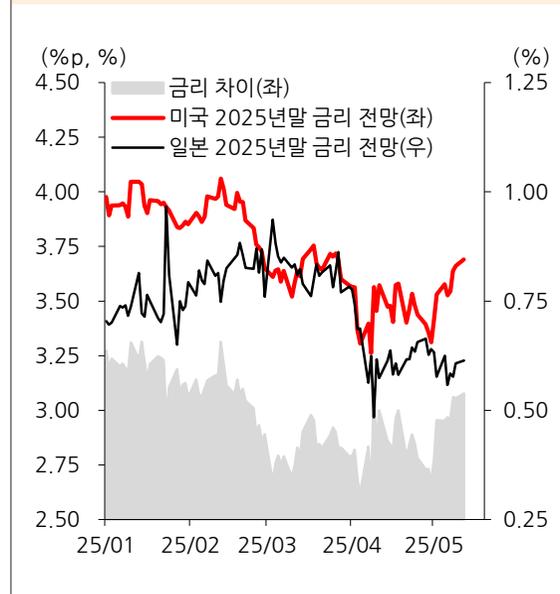
- ❖ 엔/달러 환율 하단은 137엔 전망. 하반기 엔화 강세 폭 제한될 것
- ❖ 기업들의 경기 전망이 악화된 가운데, 금리 인상 기대도 점차 약해지고 있음
- ❖ 공급 요인 중심의 물가 상승 압력, 중소기업 임금 인상 불확실성 등을 감안하면, 긴축에 따른 엔화 강세 압력은 제한될 가능성
- ❖ 선물시장에서 엔화 매수 포지션이 역사상 가장 많은 수준이라는 점도 추가 강세 부담 요인

일본 기업들의 경기 전망 악화



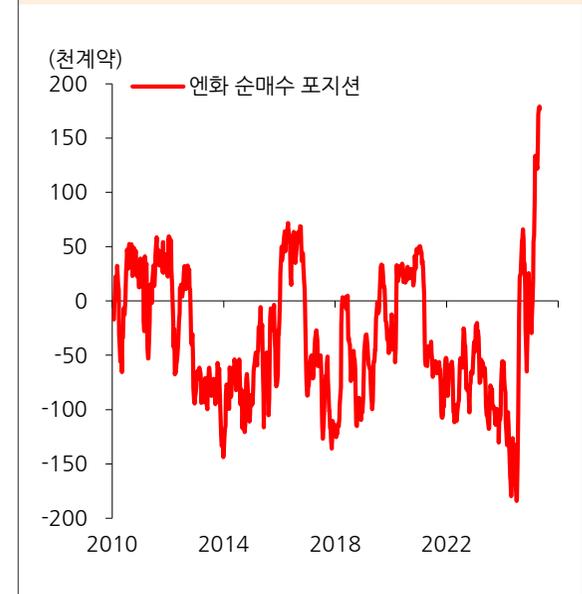
자료: Teikoku Databank, 한화투자증권 리서치센터

낮아진 일본은행 금리 인상 기대



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

역사상 최고 수준인 엔화 강세 베팅



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

2025  
하반기전망



fear and GROWTH

김성수 | [sungsoo.kim@hanwha.com](mailto:sungsoo.kim@hanwha.com) | 3772-7616

---

II

---

채권  
별의 순간



# [채권시장 전망] 별의 순간을 잡아라

- ❖ 2025년 하반기 국고 및 미 국채금리 Range. 한미 금리 모두 우하향 하는 흐름 전망
  - 국고 3년: 2.10~2.40% / 국고 10년: 2.30~2.80% / 미국 2년: 3.60~4.10% / 미국 10년: 4.05~4.50%
- ❖ 별의 순간, 양국 모두 장기금리 상승 기회 있을 것
  - 한국: 하반기 경기 반등 및 추경, 2026년 예산안에 주목
  - 미국: 불확실성 감소 및 심리지표 개선, 3분기 중 TGA 發 유동성 흡수
- ❖ **한미 10년 기준 각각 2.80%, 4.50% 근접 시 적극 매수 권고**

주요 금리 전망치					
구분(% , bp)	25.1Q	25.2Q(E)	25.3Q(F)	25.4Q(F)	2025년 연간
한국 기준금리	2.75	2.50	2.25	2.25	2.25
국고 3년	2.59	2.23	2.20	2.20	2.30
국고 10년	2.82	2.63	2.58	2.60	2.65
10-3년 Spread	22.8	40.0	38.0	40.0	35.0
미국 기준금리	4.50	4.50	4.25	4.00	4.00
미국 2년	4.16	3.87	3.75	3.58	3.85
미국 10년	4.46	4.30	4.25	4.15	4.30
10-2년 Spread	29.7	45.0	50.0	50.0	43.0

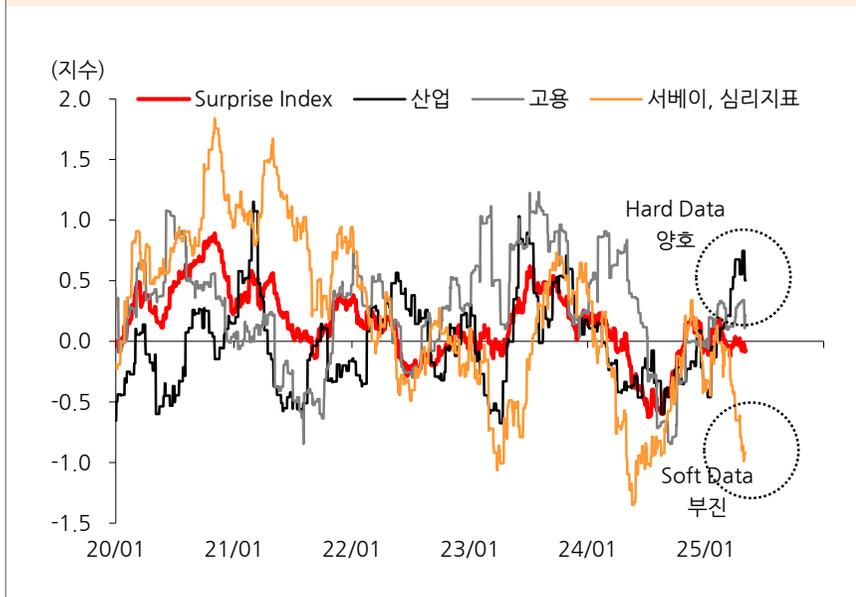
주: 기준금리는 기말, 스프레드와 국채 금리는 평균값  
 자료: 한화투자증권 리서치센터



# [미국] 펀더멘털: Soft와 Hard의 괴리

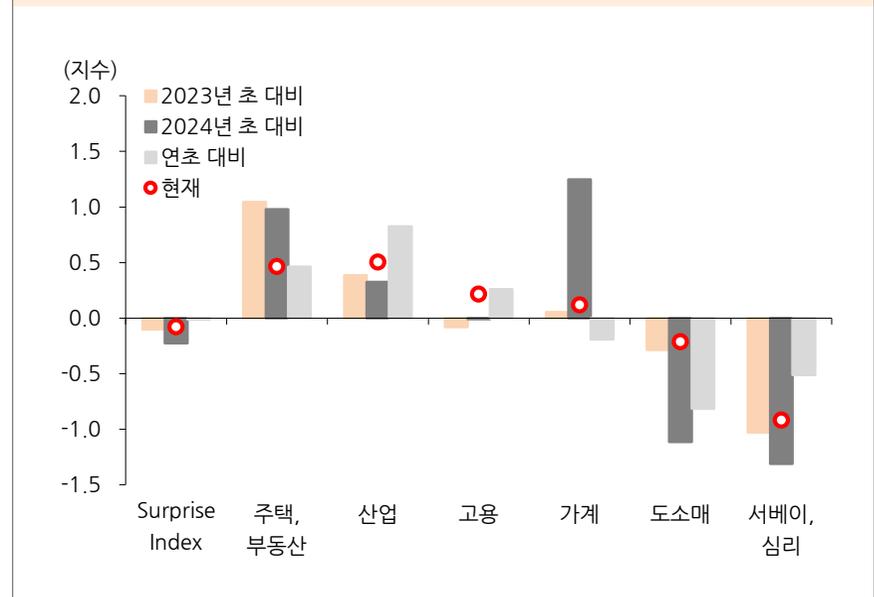
- ❖ 미국 경기 모멘텀 둔화속도가 빨라진 것은 심리지표 부진에 기인. 실물지표는 아직까지 양호한 반면, 심리지표는 빠르게 둔화
- ❖ 연준은 양호한 실물지표를 이유로 경제가 심각한 수준이 아님을 강조 중
- ❖ 실물, 심리 간 괴리 확대는 현재 경제가 생각하는 것 만큼 나쁘지 않다고 추정해볼 수 있음
- ❖ 현재 미국 경제는 Hard Data보다 부정적이지만 Soft Data보다는 준수한, 완만한 둔화세가 지속되는 상황으로 판단

양호한 실물지표, 부진한 심리지표



주: Bloomberg US Economy Surprise Index  
 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

Surprise Index 세부지표 현황



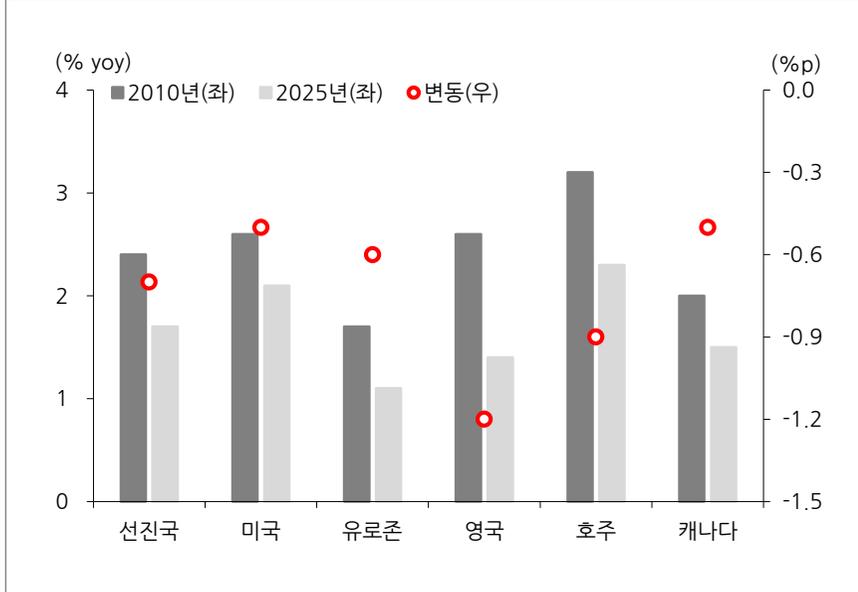
주: Bloomberg US Economy Surprise Index  
 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



# [미국] 펀더멘털: Soft는 올라올 것

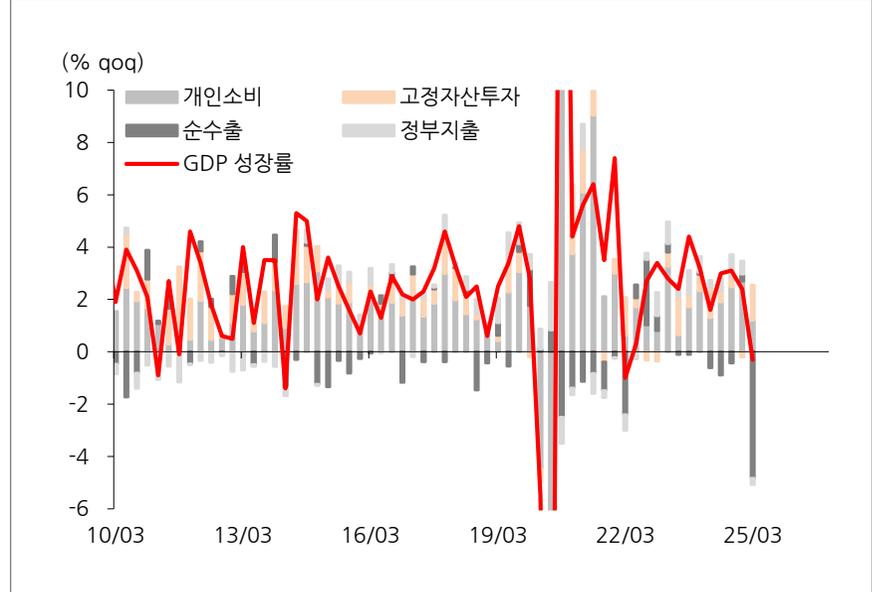
- ❖ Soft Data 부진 원인은 불확실성. 불확실성의 근원은 관세정책
- ❖ 관세협상 결과가 극단적인 수준이 아니라면 심리지표는 반등 가능
- ❖ 2분기 성장 반등 -> 하반기 심리지표 개선으로 경제는 점진적인 둔화세 이어갈 전망

흔들려도 미국은 미국



주: 국가별 5년 뒤 성장률 전망지  
 자료: IMF, 한화투자증권 리서치센터

1분기 기저효과 2분기에 발현, 이후 점진적인 둔화 흐름 이어갈 전망



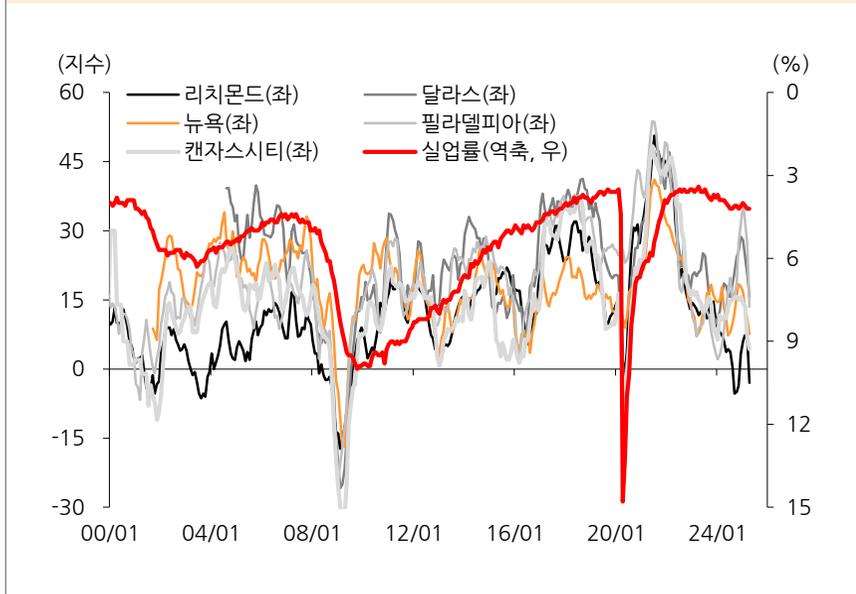
주: 성장률은 전분기대비 연율화  
 자료: U.S. Bureau of Economic Analysis, 한화투자증권 리서치센터



# [미국] 펀더멘탈: 고용은 수요 우위

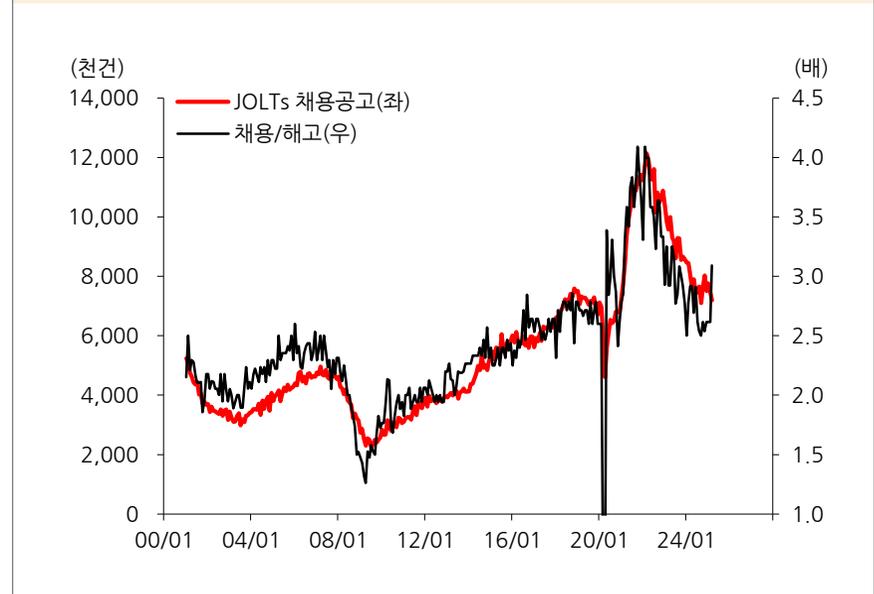
- ❖ 성장 둔화는 필연적으로 실업률 상승으로 귀결. 그러나 연준의 임계점인 4.5%을 크게 상회하지는 않을 것
- ❖ 과거와 달리 기업들은 경기 둔화를 해고가 아닌 채용 축소로 대응 중. 동시에 이민정책 등 영향에 노동력 공급도 약화 중
- ❖ 즉, 수요 감소를 공급 감소가 상쇄하고 있는 것. 연말까지 고용은 수요 우위 상황이 이어질 전망

고용 선행지표 반락, 실업률 상승 가능성 높지만



주: 제조업 고용 전망지수 3MA  
 자료: 각 지역 연은, Bureau of Labor Statistics, 한화투자증권 리서치센터

여전히 고용시장은 수요 우위



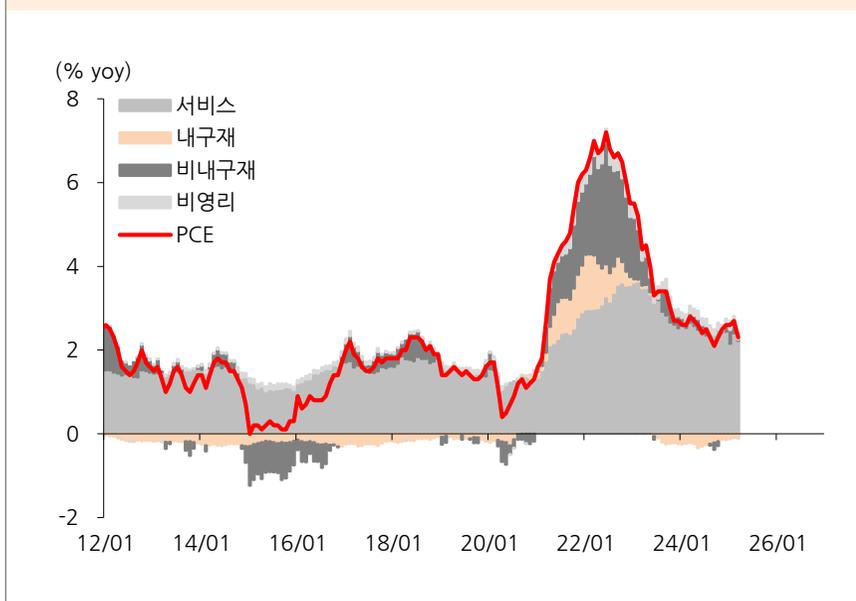
자료: Bureau of Labor Statistics, 한화투자증권 리서치센터



## [미국] 펀더멘탈: 주거, 금융이 문제

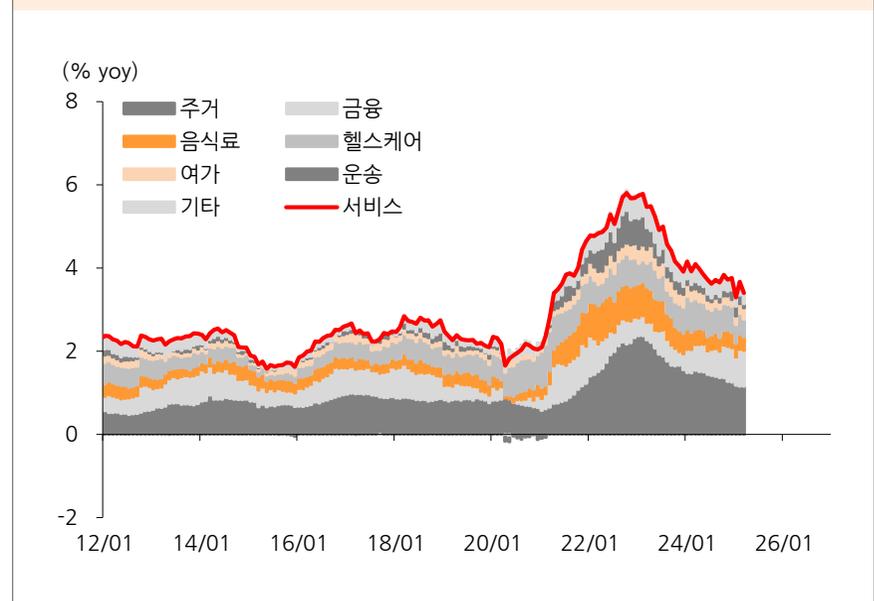
- ❖ 미국 상품 인플레이션은 사실상 안정화에 성공, 남은 것은 서비스 물가
  - 4월 PCE(2.3%) 상승분에서 서비스 물가 기여도는 2.2%p
- ❖ 서비스 물가 중에서는 주거(Housing and Utilities), 금융 및 보험(Financial Services and Insurance)이 문제
  - 4월 서비스 물가(3.4%) 상승분에서 주거, 금융 및 보험 기여도는 각각 1.2%p, 0.86%p
- ❖ 주거 부문에서는 임대료(Rental of Owner-Occupied Nonfarm Housing), 금융에서는 자산관리(Portfolio Management and Investment Advice Services)가 문제. 물가 목표 달성에는 이들 가격 안정이 필수

미국 물가상승률과 부문별 상승 기여도 추이



자료: U.S. Bureau of Economic Analysis, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

미국 서비스 물가상승률과 부문별 상승 기여도 추이



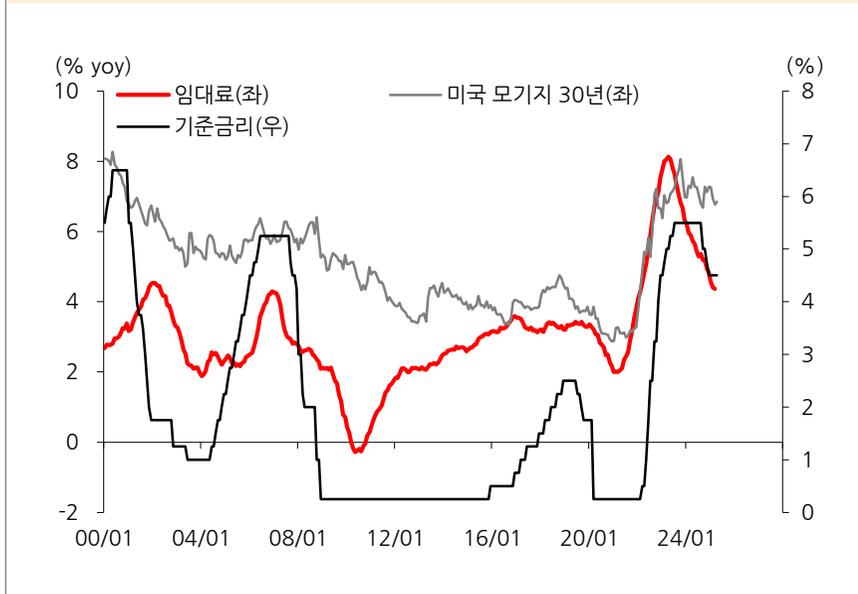
자료: U.S. Bureau of Economic Analysis, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



# [미국] 펀더멘털: 금리가 내려가면 자산관리 가격 상승

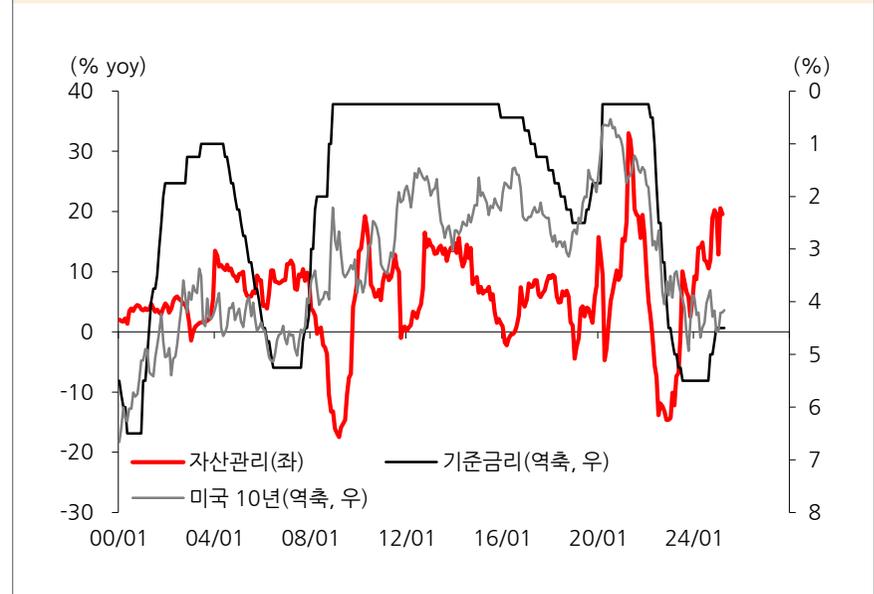
- ❖ 임대료는 고금리와 긴축적인 통화정책 영향을 받는 중. 꾸준히 둔화 추세. 주택시장도 마찬가지로
- ❖ 저금리 환경 또는 변동성이 확대되는 국면에서 자산관리 가격은 상승하는 경향
- ❖ PCE에서 차지하는 비중은 임대료가 11.7%, 자산관리는 1.3%
  - 그러나 Market Based PCE에서 자산관리 비중은 11.0%
- ❖ **현재 주택시장 모멘텀은 둔화, 자산시장 변동성은 확대. 그렇다면 당분간은 금리 인하에 신중을 기하는 것이 적절**

임대료는 꾸준히 내려가겠지만



자료: U.S. Bureau of Economic Analysis, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

자산관리는 저금리, 변동성 국면에서 오른다



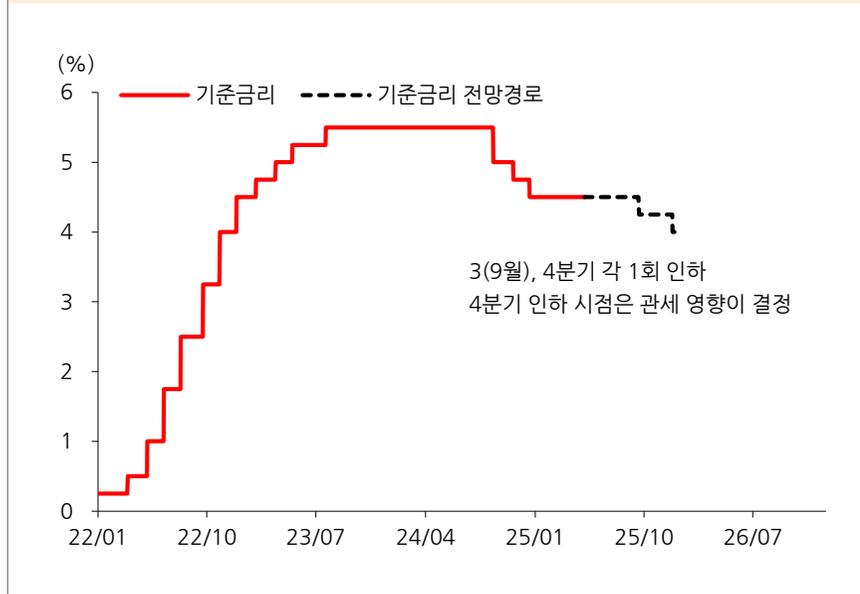
자료: U.S. Bureau of Economic Analysis, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



# [미국] 통화정책: 연말까지 신중모드

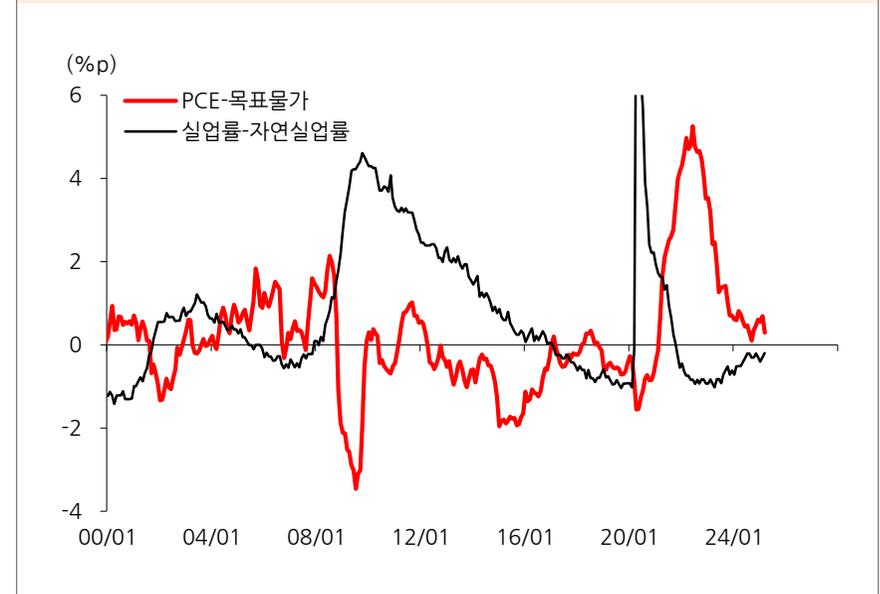
- ❖ **연말 미국 기준금리는 4.00% 전망, 인하 시점은 3분기(9월), 4분기 각 1회 예상**
- ❖ 신중한 연준의 기조는 연말까지 유효. 이들이 제시한 통화정책 완화 조건 두 가지는 생각보다 엄격
  - 통화정책 조정 조건 ① : 정부정책의 Net Effect 발현
  - 통화정책 조정 조건 ② : 기대인플레이션 고정 확인
- ❖ 궁극적으로 기준금리는 인하될 것. 통화정책 조정과 별개로 물가는 끈질기게 내려오지 않고, 고용은 여전히 완전고용 상태에 근접한 상황. 여러 불확실성에도 불구하고, 연준은 경제가 견조(solid)하다고 평가

연준 기준금리 전망



자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

끈질긴 물가, 견조한 고용은 신중한 통화정책 장기화를 지지



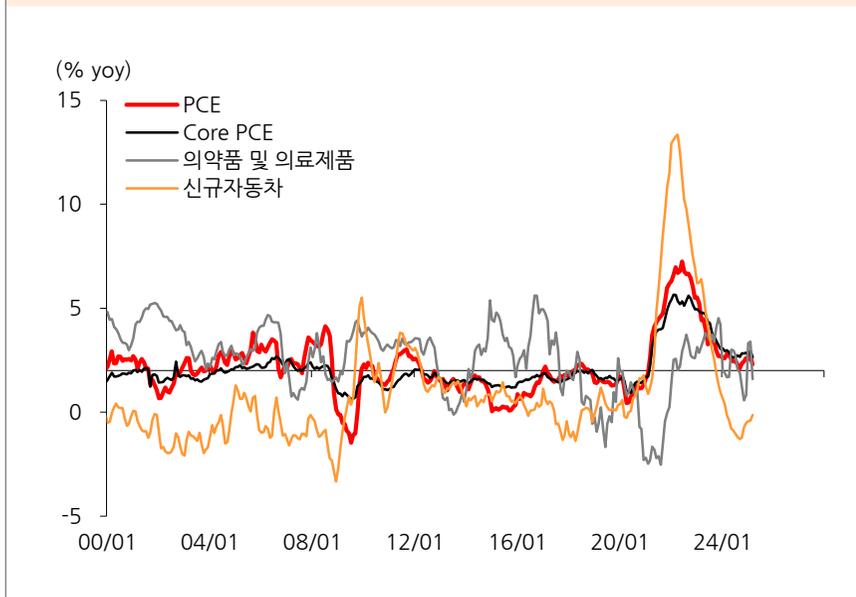
주: 자연실업률은 Congressional Budget Office 기준, 매 분기 변동  
자료: U.S. Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, 한화투자증권 리서치센터



# [미국] 통화정책: 연준이 제시한 조건 ① Net Effect

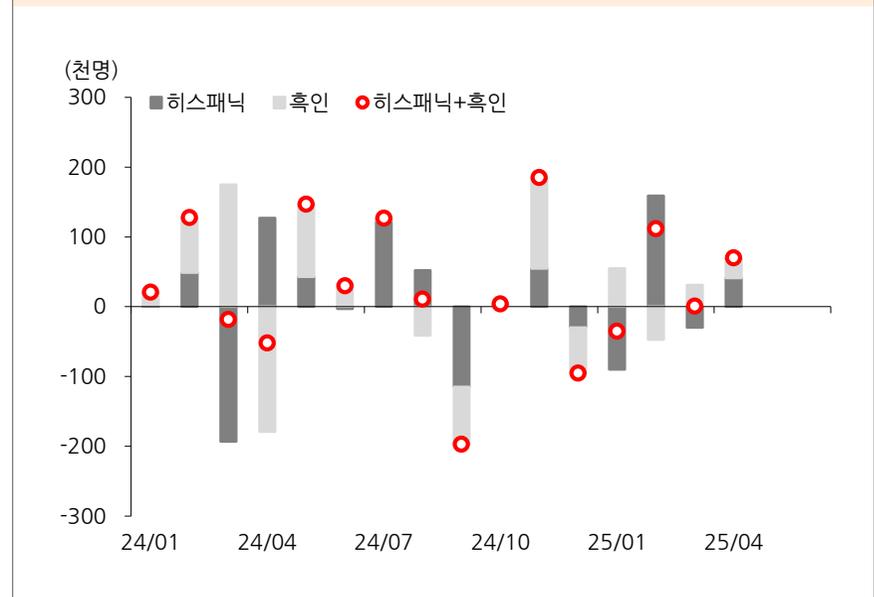
- ❖ Net Effect란 정부정책이 일부 부문이 아닌 전체 경제와 물가, 고용에 미치는 영향을 의미
- ❖ 지금은 ① 관세가 물가에 미치는 영향이 일시적 또는 항구적일지, ② 일부 품목이 아닌 전체 물가 흐름에 영향을 미치는지 파악이 필요
- ❖ 90일 유예된 관세정책을 감안하면 제대로 된 영향을 확인할 수 있는 시기는 빨라야 8월
- ❖ 고용의 경우 아직까지 엄격해진 이민정책 영향은 제한적. 노동력 수요 둔화가 공급 둔화를 상쇄 중이기 때문

수입 민감 품목 가격 변동성 확대에도 전체 물가는 안정적



주: 의약품 및 의료제품, 신규자동차는 PCE 구성 품목 중 수입품 의존도가 가장 높은 품목들  
 자료: U.S. Bureau of Economic Analysis, 한화투자증권 리서치센터

강화된 이민정책 관련 고용에 특별한 추세가 형성되지 않고 있음



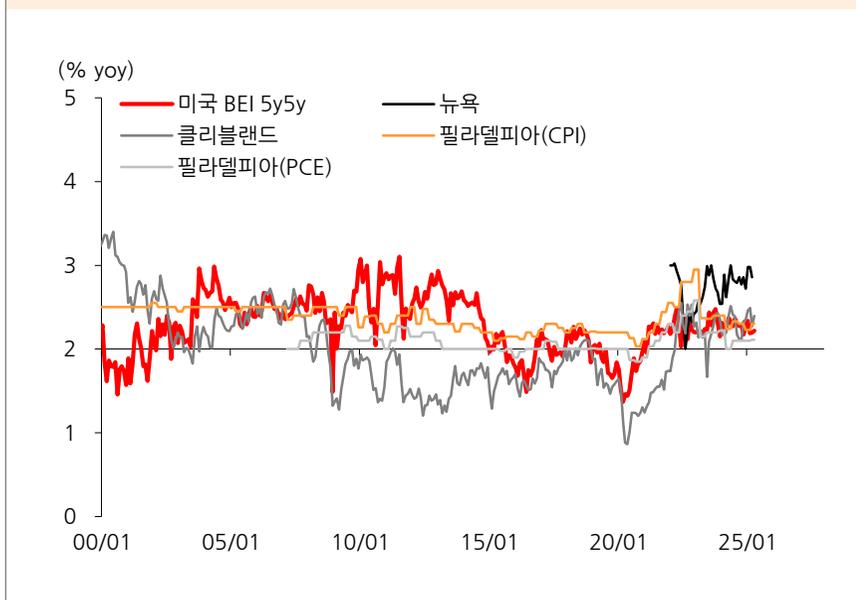
자료: Bureau of Labor Statistics, 한화투자증권 리서치센터



## [미국] 통화정책: 연준이 제시한 조건 ② 기대인플레이션

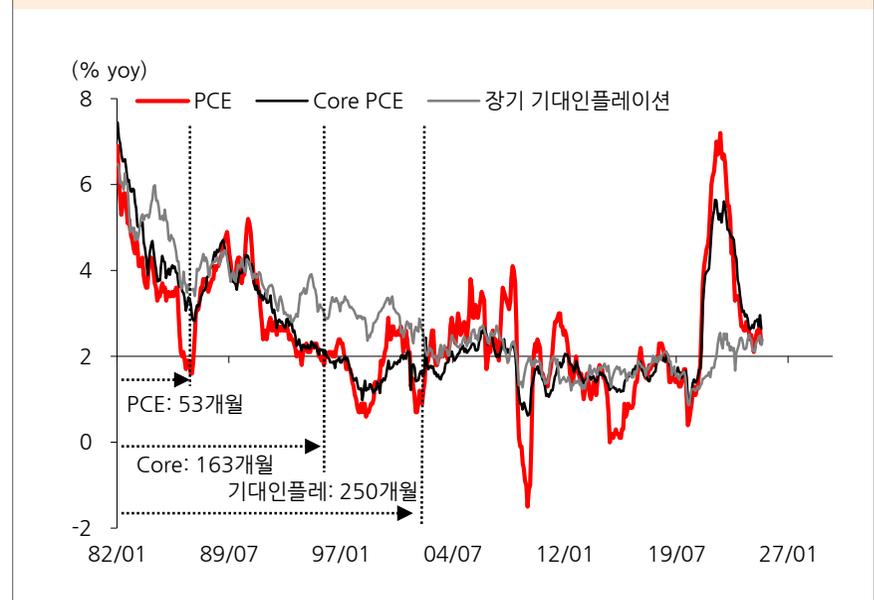
- ❖ 현재 장기 기대인플레이션은 안정적. 일부(미시간대학교) 지표가 급등했으나, 이는 통계상 outlier일 가능성
- ❖ 그럼에도 기대인플레이션의 고정(anchor)을 강조하는 이유
  - 한번 풀리면 실제 물가에 미치는 영향이 막대
  - 기대인플레이션 안정은 물가 안정보다 훨씬 긴 시간이 소요
- ❖ 여러 정부정책이 심리 지표에 부정적인 영향을 미치고 있기에 **연준은 기대인플레이션의 확실한 고정을 확인하고 싶어함**

기대인플레이션은 시장, 심리지표 모두 안정적이지만



자료: 각 지역 연은, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

한번 풀리면 물가보다 잡기 힘든 기대인플레이션



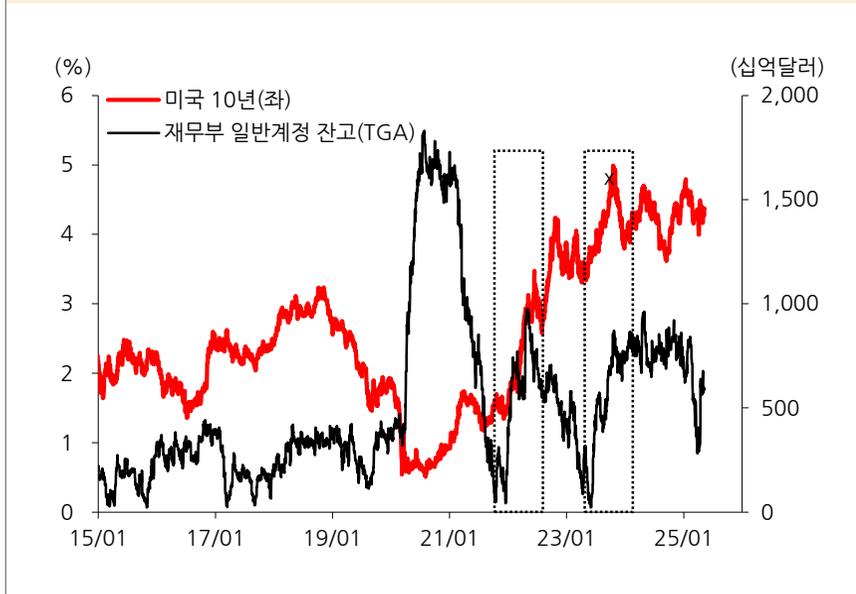
주: 기대인플레이션은 월간 집계 기간이 가장 긴(1982.01) 클리블랜드 연은 기대인플레이션(5년) 기준  
 자료: Cleveland Fed, U.S. Bureau of Economic Analysis, 한화투자증권 리서치센터



# [미국] 수급: TGA 유동성 흡수를 매수 기회로 활용

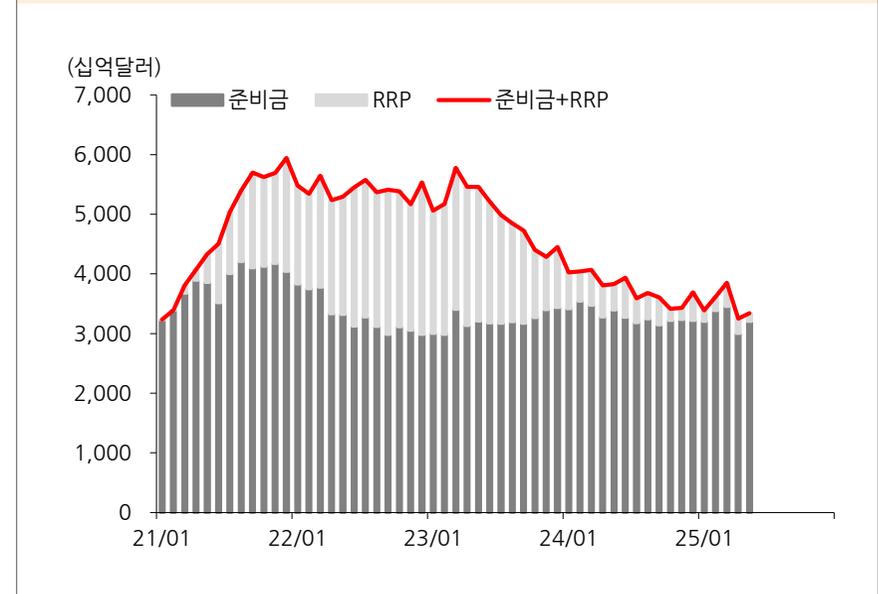
- ❖ 미국 연방정부 파산일(X-Date)은 8월로 추정. 이 전까지 부채한도 협상은 결과물이 나올 수밖에 없음
- ❖ 문제는 그 이후. TGA는 목표(8,500억달러)수준까지 빠르게 채워질 것이고, 이는 시중 유동성 흡수를 의미
  - 연방정부 세입은 5월 크게 증가한 뒤 7월까지 꾸준히 감소하는 경향
  - 5월 첫째 주 기준 TGA: 5,959억달러, 3분기 재무부 목표 TGA: 8,500억달러
- ❖ 시장에 유동성이 매우 풍부했던 2021년, 2023년에도 동 시기 금리는 상승
  - 미국 10년 기준 약 1개월 시간 동안 40bp 상승. 당시 RRP: 약 2조달러, 현재 RRP: 1,549억달러

TGA 잔고가 채워질 때 높은 확률로 금리는 상승



자료: U.S. Department of the Treasury, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

완충 역할을 하던 RRP 잔고도 크게 감소



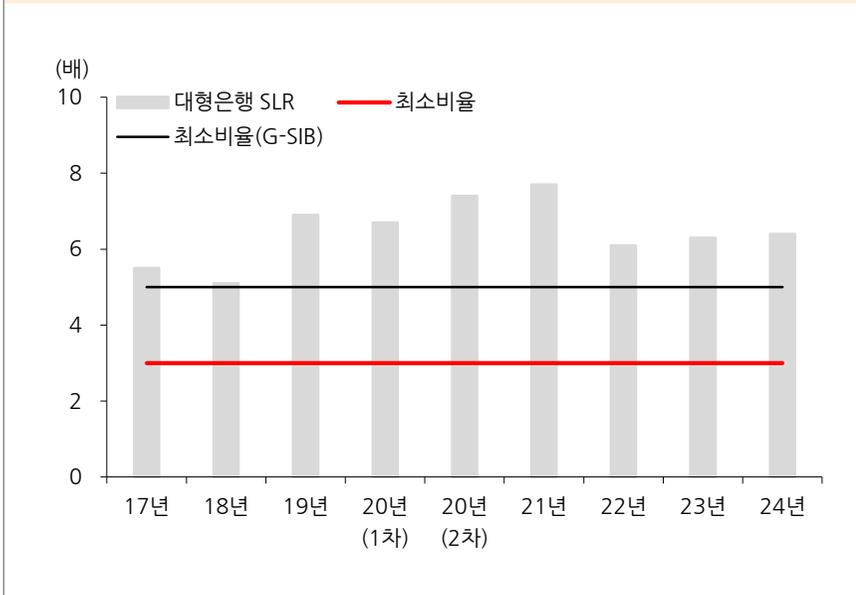
자료: the Fed, New York Fed, 한화투자증권 리서치센터



# [미국] 수급: 베센트의 희망회로

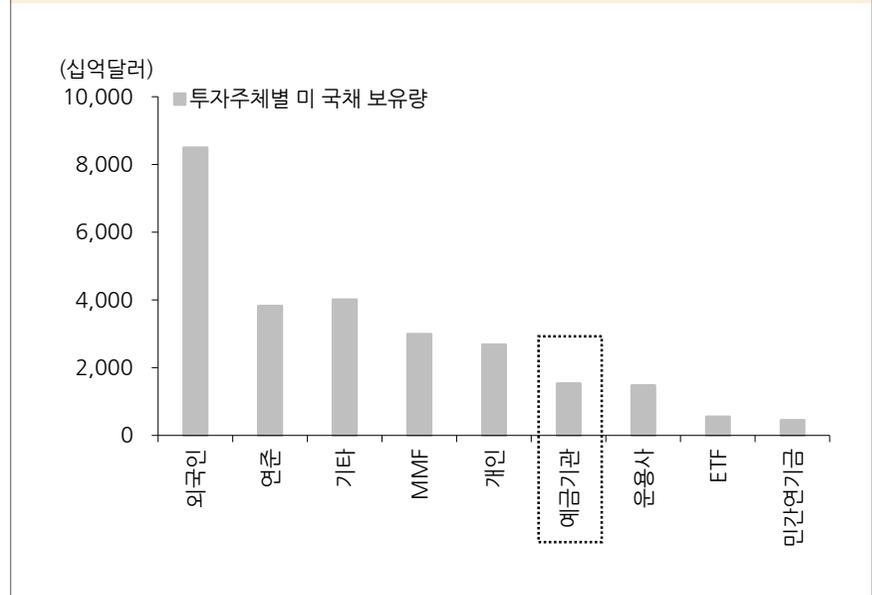
- ❖ 미국 정부는 국채금리 하향 안정화를 도모 중. 은행 SLR 규제 완화(분모에서 국채 제외)도 금리 안정화의 일환
- ❖ 규제 완화가 실제 은행들의 국채 수요를 자극 + 국채금리 하락으로 이어질 가능성은 높지 않을 것
  - ① 은행들의 SLR은 이미 규제를 충분히 충족(2024년 대형은행 SLR: 6.4%, G-SIB 최소 비율: 5.0%)
  - ② 국채시장 내 은행 비중(5.6%, 개인: 10.8%)은 작은 편. 적극적으로 매수하더라도 시장에 미치는 영향은 제한적

규제완화가 절박하지 않은 은행들



주: 2017~2018년 SLR은 기말 기준, Severely Adverse 시나리오 상황 하 SLR  
 자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

채권시장 내 은행 비중은 개인의 절반가량



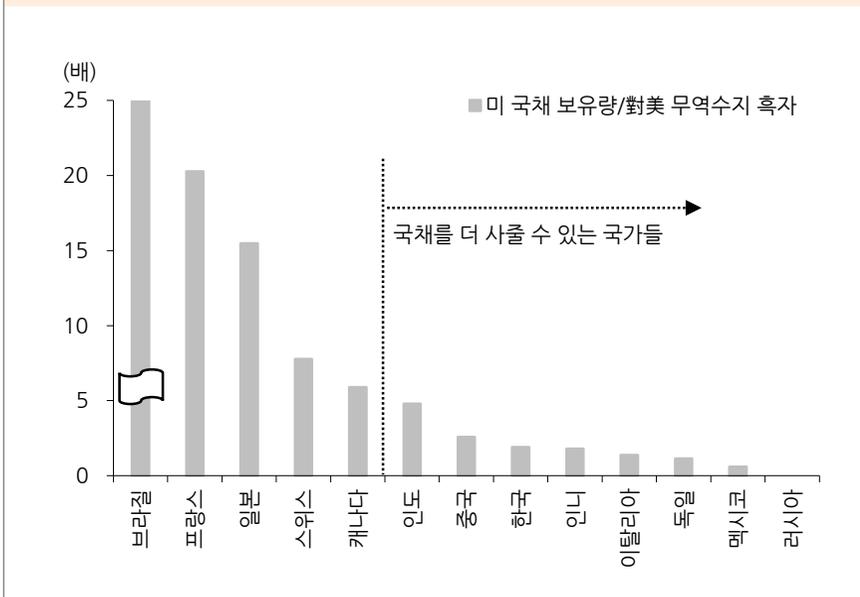
주: 2024년 4분기 기준  
 자료: U.S. Department of the Treasury, 한화투자증권 리서치센터



# [미국] 수급: 국채매입을 협상카드로 꺼내든다면?

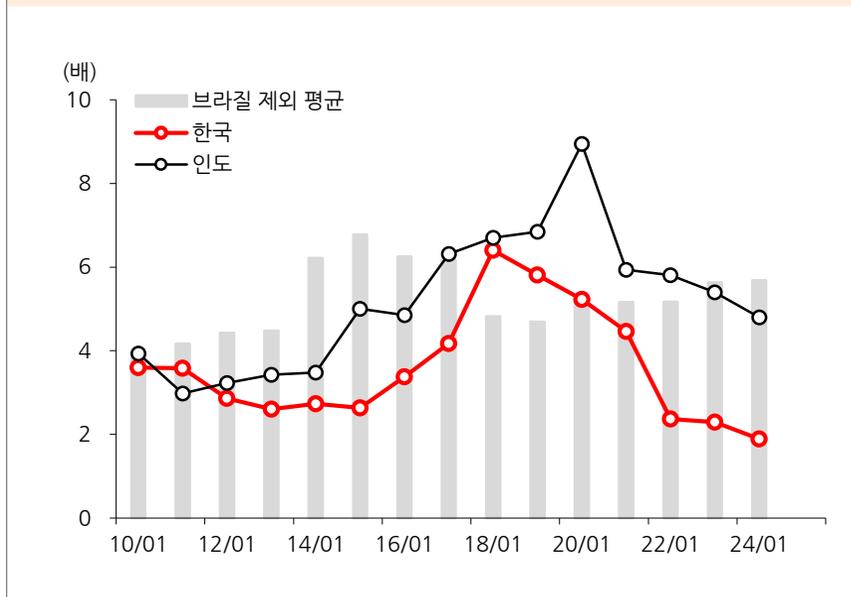
- ❖ G20 국가 중 對美 무역수지 흑자를 보는 국가는 13개국. 이들의 미 국채 보유량/무역수지 흑자 평균(브라질 제외)은 5.3배
- ❖ 비율 평균을 하회하는 국가는 중국, 독일, 인도, 이탈리아, 러시아, 한국, 멕시코, 인도네시아 등 8개국
  - 중국, 러시아는 사실상 적성국가. 독일, 이탈리아는 EU 회원국(프랑스 같은 국가들도 존재)
  - 멕시코, 인도네시아는 국채 보유량을 가파르게 늘려가는 중
- ❖ **인도(4.8배)와 한국(1.9배)는 추가적인 매수 여력 존재**

주요국 미 국채 보유량 대비 對美 무역수지 흑자 비율



주: 2024년 말 기준, 브라질은 203.1배  
 자료: U.S. Department of the Treasury, U.S. Census Bureau, 한화투자증권 리서치센터

한국, 인도는 국채매입을 협상카드로 내세워 볼 만함



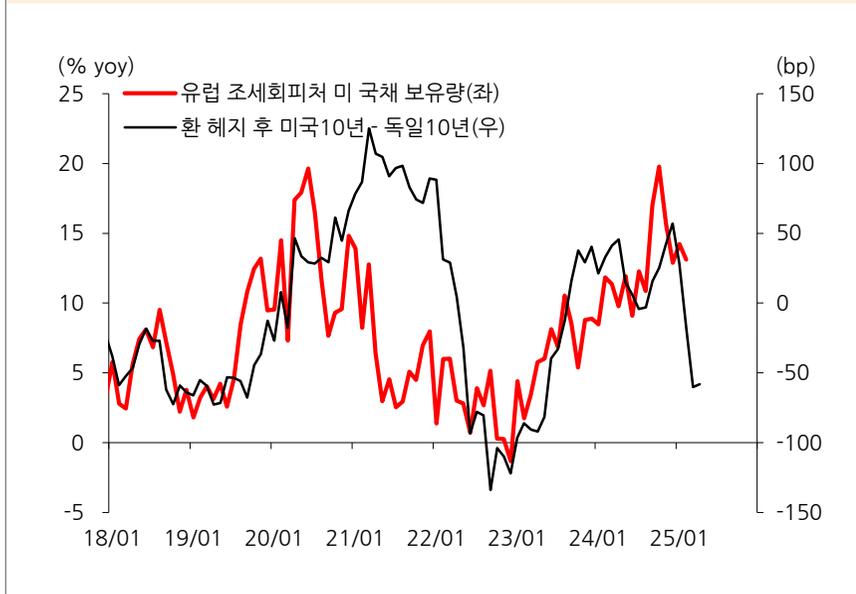
주: 주요국 평균치에는 한국, 인도 제외  
 자료: U.S. Department of the Treasury, U.S. Census Bureau, 한화투자증권 리서치센터



# [미국] 수급: 자금은 다시 미국으로

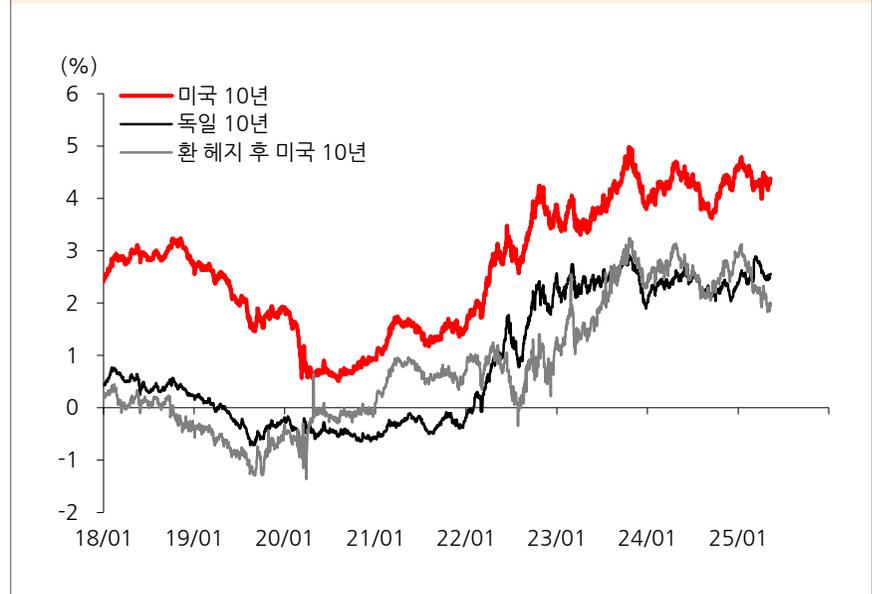
- ❖ 2분기 초 미국 채권시장 자금 일부는 독일 등 다른 선진국 시장으로 유입 추정
- ❖ 연말까지 달러 대비 주요 기축통화는 등락폭이 제한된 모습을 보이고(헤지비용 일정),
- ❖ 유럽 주요국 금리는 경기, 정책 상황 감안 시 하락세 지속 전망(환 헤지 후 미국 - 선진국 금리 스프레드 확대)
- ❖ 미 국채를 대체할 채권은 없음. 자금은 다시 유입될 것

미국-독일 스프레드 확대 예상, 그러면 자금은 다시 돌아온다



주1: 환 헤지비용은 EURUSD 3개월 스왑포인트, 연환산 기준으로 계산  
 주2: 조세회피처 국가는 벨기에, 아일랜드, 네덜란드, 룩셈부르크  
 자료: U.S. Department of the Treasury, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

미국, 독일 국채금리 추이



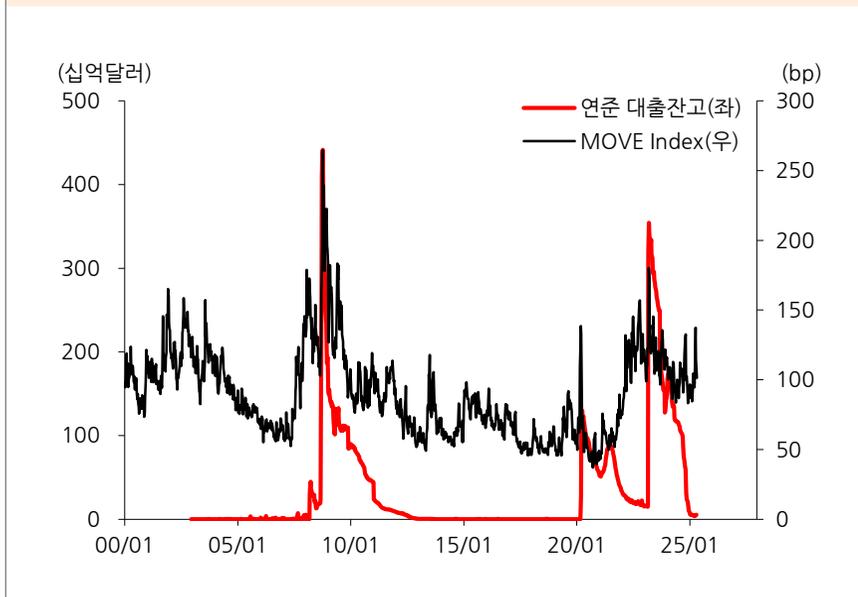
주: 환 헤지비용은 EURUSD 3개월 스왑포인트, 연환산 기준으로 계산  
 자료: U.S. Department of the Treasury, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터



# [유동성] 시장은 튼튼하다

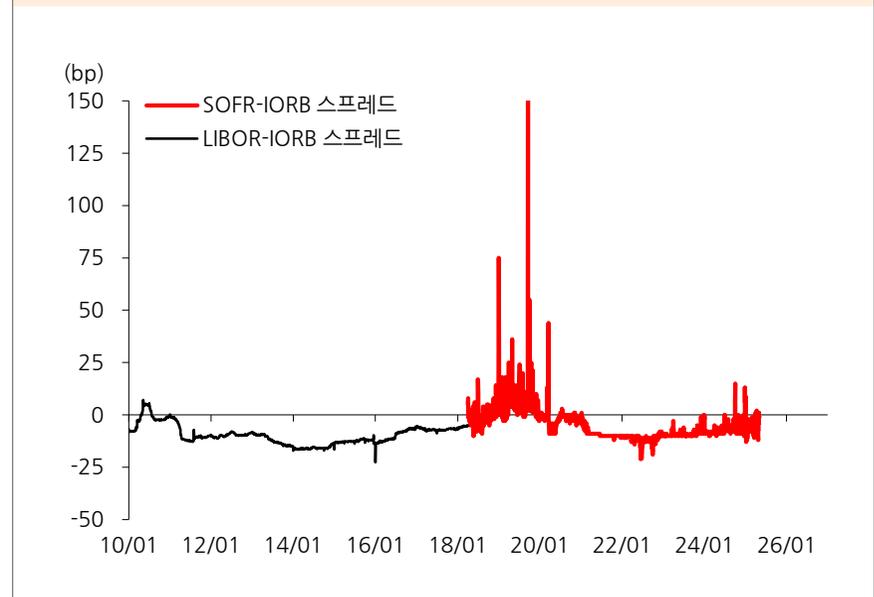
- ❖ 시장 안정 장치는 ① 공개시장운영 -> ② 대출창구 -> ③ 연준의 직접 개입 순
- ❖ 유동성 환경은 IORB 대비 단기자금금리 스프레드의 (+) 전환 및 지속 여부를 통해 확인 가능
- ❖ 4월 변동성 장세 당시 공개시장운영 실적은 증가했으나 대출 수요는 무의미한 수준에 머물렀음
- ❖ 단기자금금리 스프레드는 (-) 폭이 축소, 간헐적으로 (+) 전환 중이나 추세로 발전하지는 못하고 있는 상황
- ❖ **시장은 연준에게 과도한 기대를 걸고 있는 모습. 현 수준의 변동성, 유동성 감소는 시장이 감내해야 하는 수준**

변동성 확대에도 최종 대부자 시스템은 가동 X



자료: the Fed, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

단기자금시장 상황, 평화롭다고 볼 수는 없지만 연준이 개입할 수준도 아님



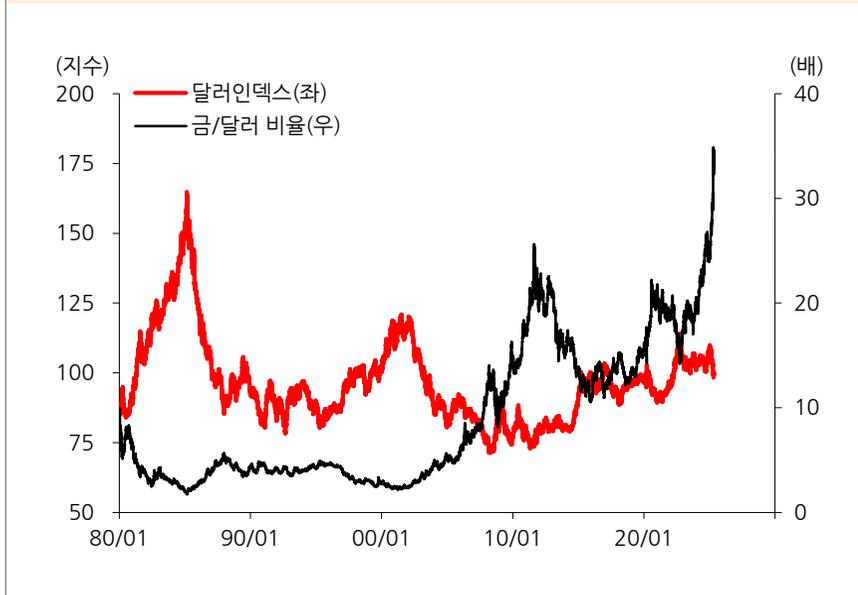
자료: New York Fed, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



# [유동성] 달러는 더 튼튼하다

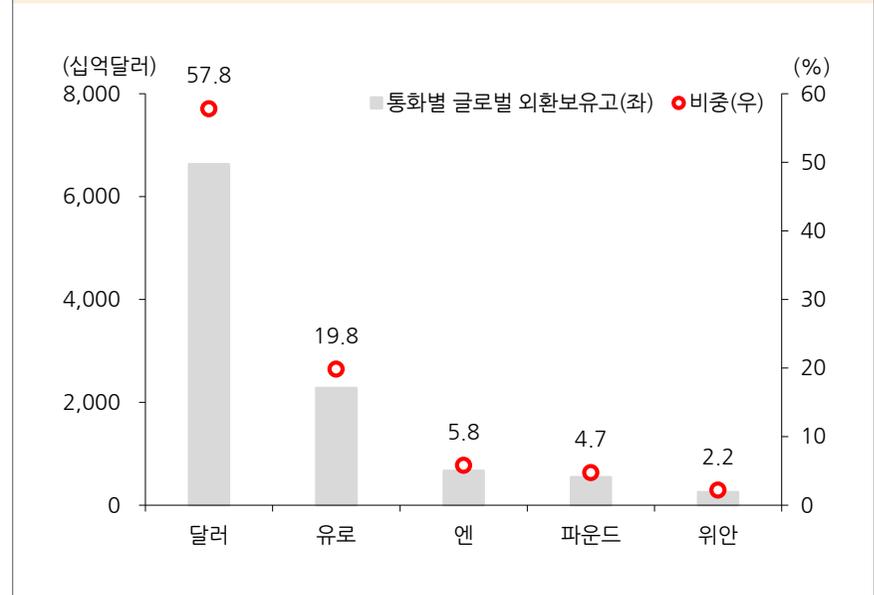
- ❖ 과격해진 미국을 바라보는 시장의 우려는 크게 두 가지
  - ① 경제: 경기는 경기대로 좋지 않을 것 같고, 물가는 물가대로 잡히지 않는 모양새
  - ② 달러와 미국시장: 정책 불확실성 증가로 안전자산으로서의 신뢰도에 의문을 표하는 이들이 증가
- ❖ 중요한 것은 달러와 미국 자산시장 신뢰도에 금이 간다고 한들 대체 통화나 시장이 없다는 것
  - 외환시장에서 유로화는 출범 이래 20%대 점유율을 유지 중. 위안화 위상은 파운드 스텔링의 절반도 되지 않음
- ❖ 지금의 불안함은 단기적 변동성 재료. 달러는 대체될 수 없음. 금리 방향성이 정해지지 않은 지금이 투자 시점

달러 신뢰도에 균열: 금과의 격차는 역대급



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

그렇다고 대안이 있는 것은 아님. 중국은 영국부터 넘고 와야



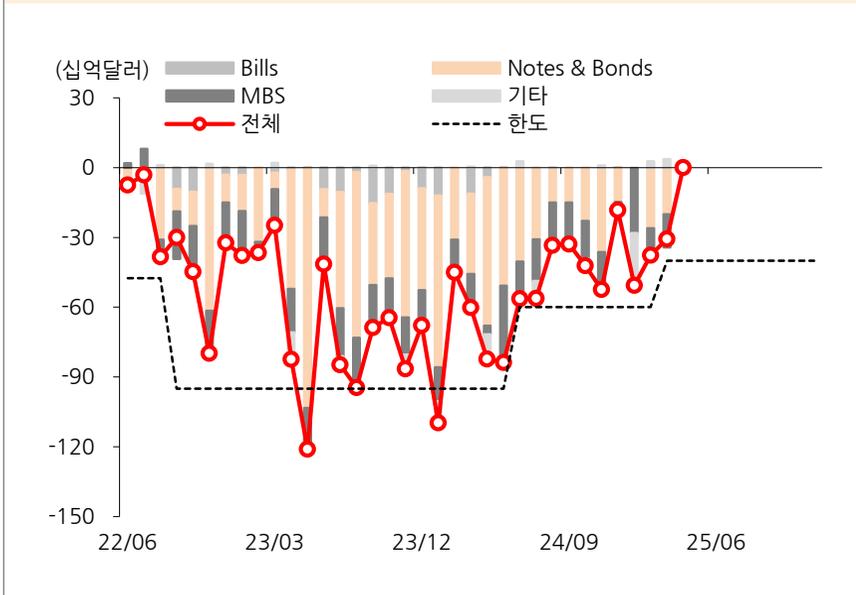
자료: IMF, 한화투자증권 리서치센터



# [유동성] QT는 연말까지 지속 예상

- ❖ Slowing Does Not Mean Stopping. 연준 입장에서 QT는 일찍 종료해야 할 이유가 없음
  - ① **Ample Level** 눈높이가 낮아졌을 가능성: 통상 GDP 대비 준비금 10% 수준을 Ample Level로 추정  
현재 준비금이 동 수준에 근접했음에도 연준 인사들은 준비금은 Abundant한 상황임을 강조  
GDP 대비 8%를 새로운 기준으로 가정 시, 현재 수준에서 추가 5,000억달러 감축 가능
  - ② 금리 조정에 있어 유용한 옵션. 과도한 금리 하락은 QT 확대를 통해 제어할 수 있음을 여러 차례 증명
  - ③ 국채 QT는 2026년 중 중단 가능. 그러나 MBS는 장기간 축소가 불가피

QT는 중단이 아니라 감속



자료: New York Fed, 한화투자증권 리서치센터

GDP 대비 준비금 비율 추이



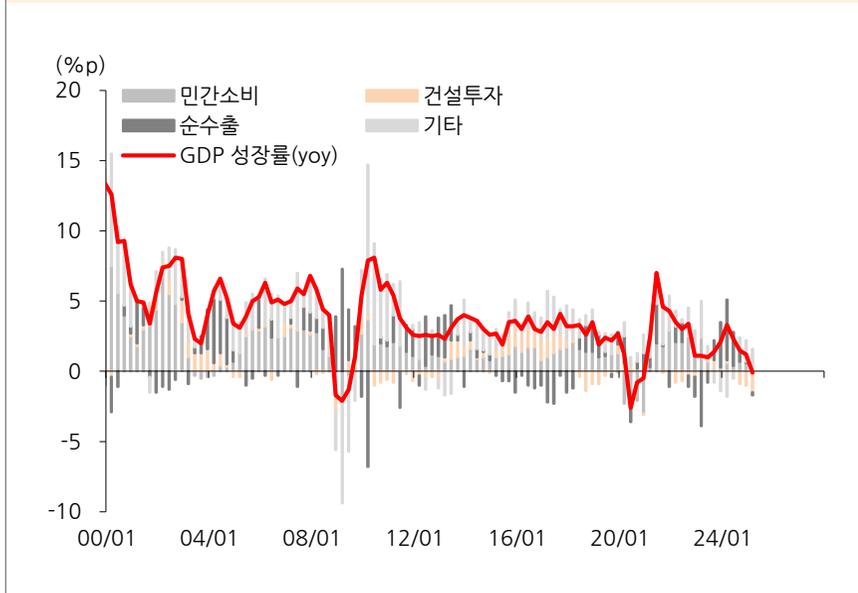
주: 미국 GDP는 IMF 기준  
자료: IMF, the Fed, 한화투자증권 리서치센터



# [한국] 펀더멘탈: 구조적 저성장은 현실

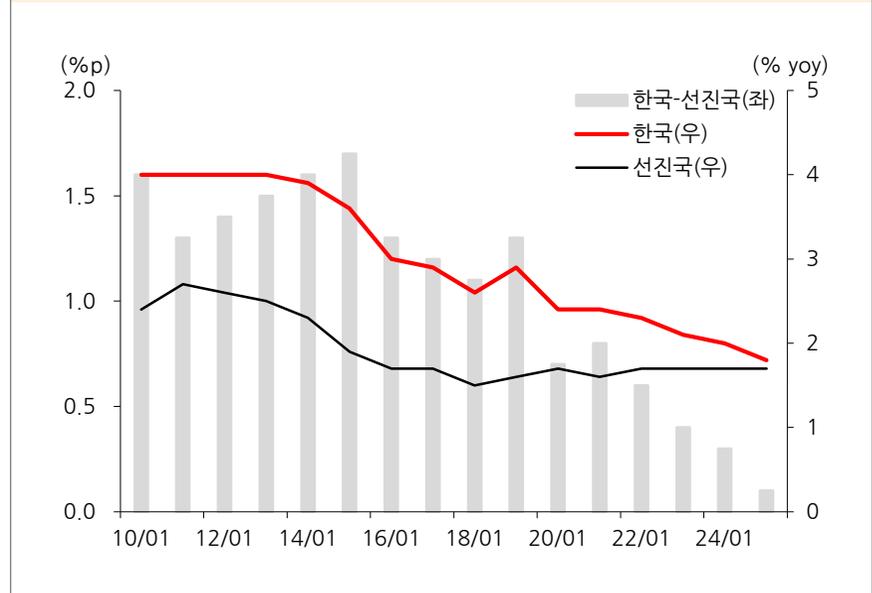
- ❖ 하반기 성장 반등세는 단발성에 그칠 전망. 수출형 경제구조를 가지고 있는 만큼 무역전쟁 국면에서 순수한 성장세를 보이기는 어려움
- ❖ 기존 산업 외 신규 성장 동력도 부재. 중기적으로도 Output Gap이 (+)로 전환될 가능성은 높지 않을 것으로 예상
- ❖ **선진국 대비 높은 성장률은 예전 이야기. 구조적 저성장은 현재진행형**
  - 2010년 대비 장기 경제성장률 전망치: 글로벌 -1.5%p, 선진국 -0.7%p 하향 조정. 한국은 -2.2%p

한국 GDP 성장률 및 지출별 기여도 추이



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

한국은 더 이상 선진국 중에서도 우등생이 아니다



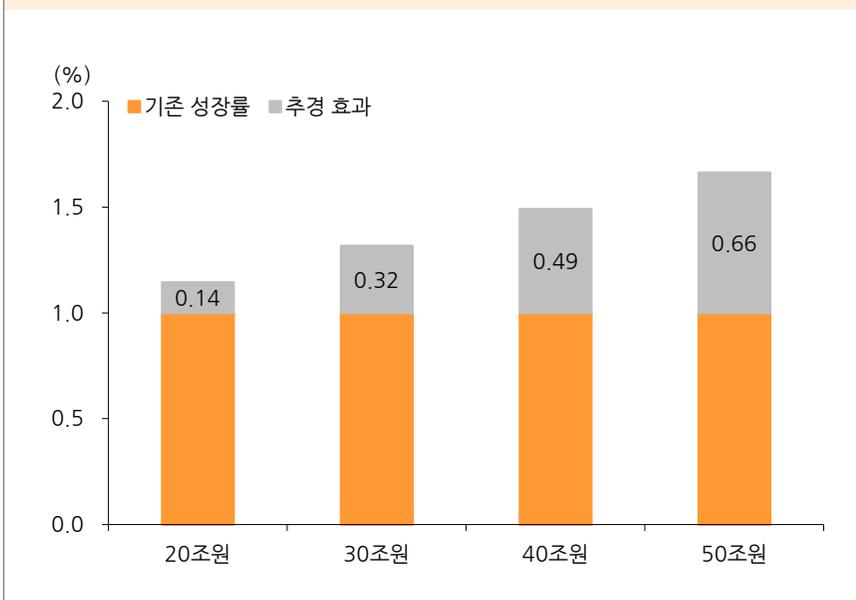
주: 연도별 5년 뒤 성장률 전망치  
 자료: IMF, 한화투자증권 리서치센터



# [한국] 펀더멘탈: 적정 추경규모 추정

- ❖ 정권 교체, 유지 여부와 상관없이 추경은 사실상 확정적. 공격적인 지출 가능성도 높다는 판단
- ❖ 재정승수 0.4를 가정하면 정부지출 10조원 당 대략 0.17%p 성장을 제고효과
- ❖ **추경 없는 연간 성장률이 0.6%일 때 1.0%까지 성장하려면 30조원, 0.8%일 때 1.2%까지 성장하려면 35조원 필요**
  - 2000년 이후 연도별 평균 추경편성금액: 17.8조원, 2010년 이후: 28.5조원

성장률 1.0%가정 시 추경편성 규모별 성장을 제고효과



주: 재정승수는 0.4 가정, 데이터들은 2025년 1분기 GDP 역성장 감안한 수치  
 자료: 한국은행, 통계청, 한화투자증권 리서치센터

성장 목표별 적정 추경 규모

구분	0.6% 성장 예상	0.8% 성장 예상	1.0% 성장 예상	1.2% 성장 예상
1.0% 성장 목표	30조원	20~25조원	-	-
1.2% 성장 목표	40~50조원	35조원	20~25조원	-
1.5% 성장 목표	50조원 이상	50조원 이상	40~45조원	25~30조원

자료: 한화투자증권 리서치센터

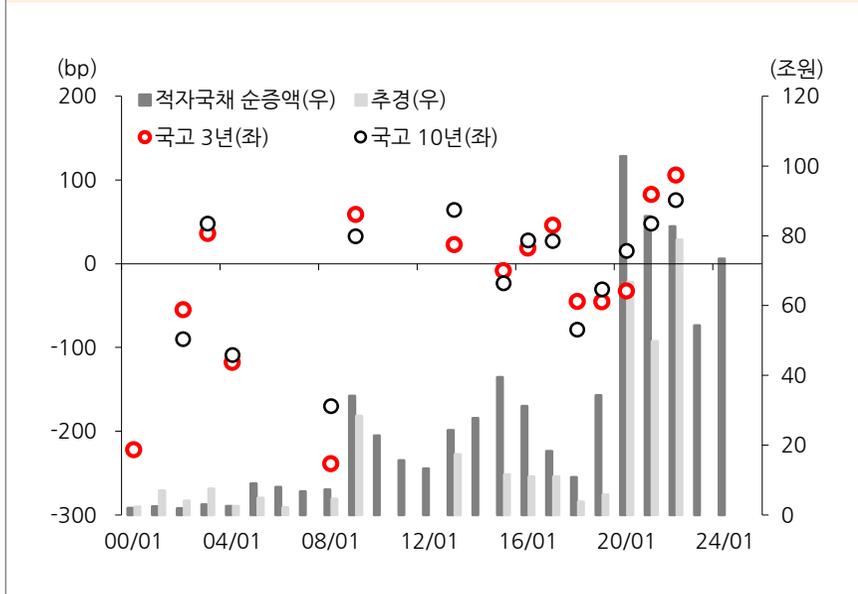


# [한국] 펀더멘탈: 추경은 금리 상승재료

❖ **금번 추경은 높은 확률로 금리 상승재료.** ① 추세, ② 대내외 환경, ③ 재정상황 모두 상승을 지지

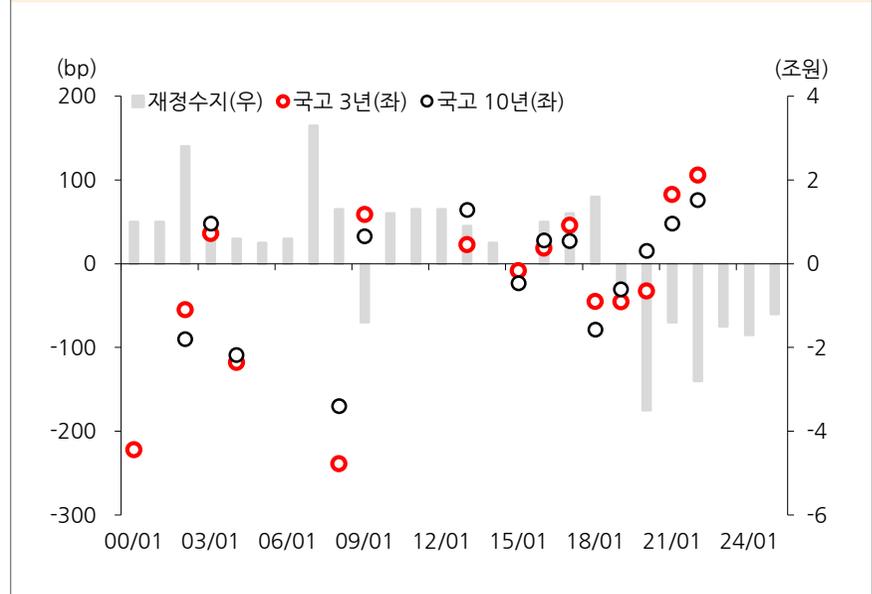
- ① 추세: 2000년 이후 추경 편성 시 국고 10년 평균 -11.5bp → 2010년 이후 평균 +14.1bp
- ② 대내외 환경: 2004년 노무현 탄핵정국 국고 10년 -109.0bp. 2017년 박근혜 탄핵정국 + 트럼프 1기 때는 +27.3bp
- ③ 재정상황: 재정수지가 적자 + 추경 시 국고 10년 평균 +28.4bp. 하락 사례는 2019, 2020년 뿐

연도별 추경편성 및 적자국채 발행 규모, 금리 변동폭



주: 금리 변동폭은 추경 발표 한달 전부터 연말까지  
 자료: 기획재정부, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

연도별 재정수지, 금리 변동폭



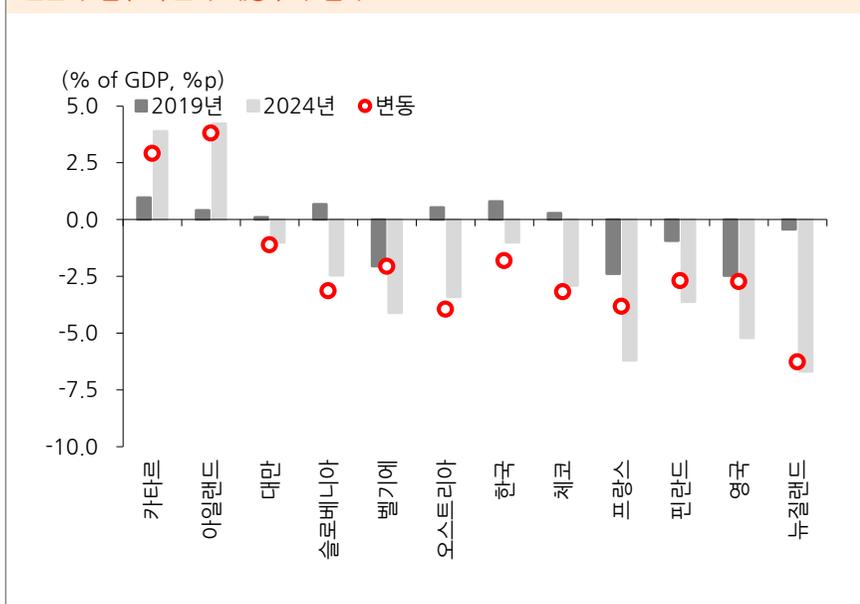
주: 금리 변동폭은 추경 발표 한달 전부터 연말까지  
 자료: 기획재정부, 국회예산정책처, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터



# [한국] 펀더멘털: 재정을 주의깊게 바라볼 때

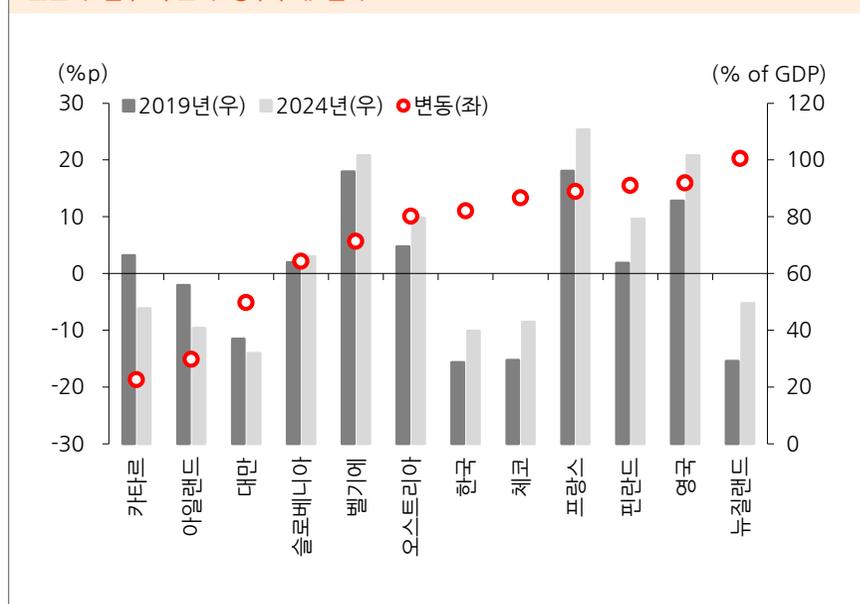
- ❖ 국가 신인도 관련 재정 여력 Premium은 떨어지는 중
- ❖ 코로나 전후 동일 Peer 등급(AA) 12개국 중 재정수지 악화 정도는 한국이 9위로 평균을 상회, 정부부채 증가 정도는 7위로 중간 수준
- ❖ AA Peer 국가 중 대부분은 기축통화국(유로존 5개국 + 영국)이거나 산유국(카타르)
- ❖ 태생적인 신용등급 약점인 북한 리스크를 재정 + 성장으로 만회하던 것이 한국 신용등급

코로나 전후 주요국 재정수지 변화



주: S&P 기준 AA Peer(AA-, AA, AA+) 국가들  
 자료: S&P Capital IQ, 한화투자증권 리서치센터

코로나 전후 주요국 정부부채 변화



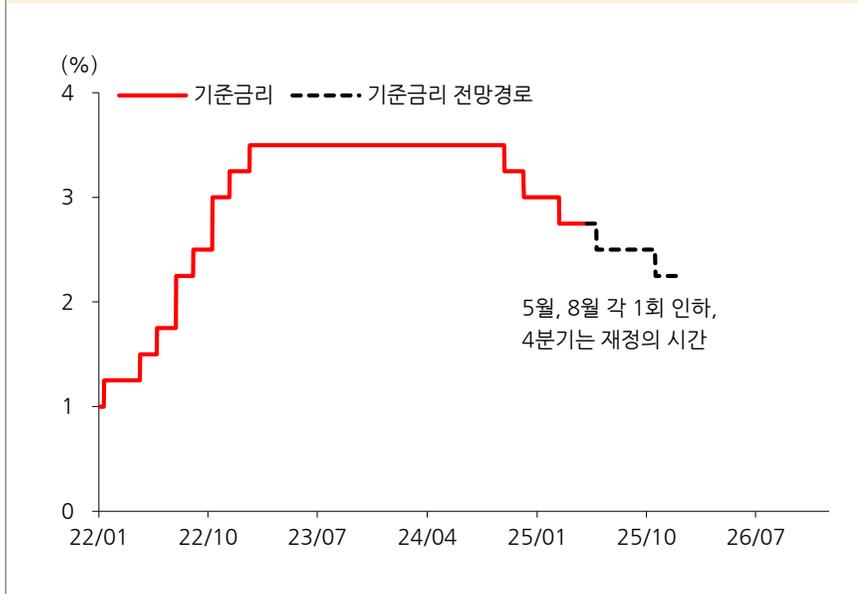
주: S&P 기준 AA Peer(AA-, AA, AA+) 국가들  
 자료: S&P Capital IQ, 한화투자증권 리서치센터



# [한국] 통화정책: 추경 전까지는 통화정책의 시간

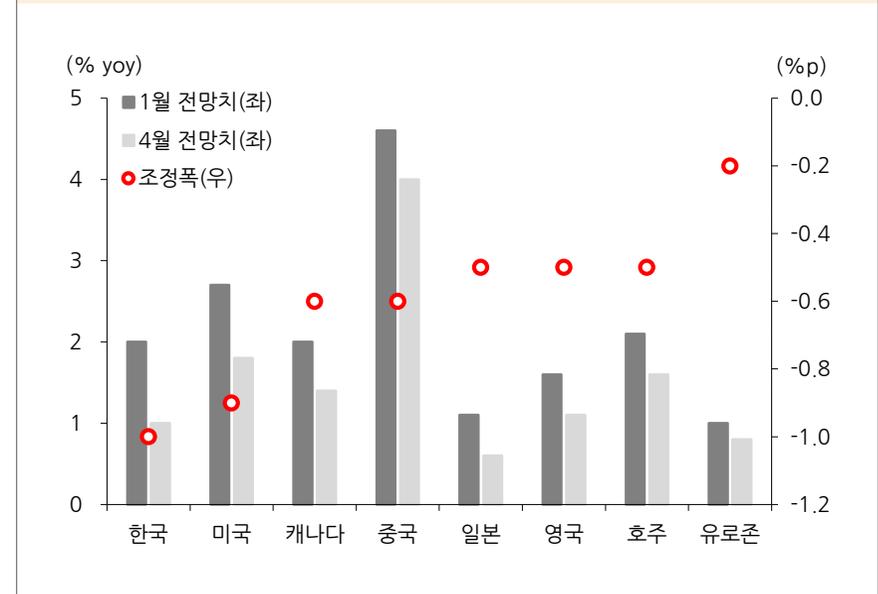
- ❖ 연말 한국 기준금리는 2.25% 전망, 인하 시점은 5월, 8월 각 1회 예상
- ❖ 통화정책은 부진한 성장에 집중할 수 있는 여건이 조성되어 있음
  - ① 환율: 달러 강세 + 위안화 약세 제한 진행되면서 환율 가치 및 외환시장 안정화 기대
  - ② 물가: 안정적인 유가 흐름, 부진한 내수로 목표 부근에서 등락할 전망
- ❖ 4분기 중 추경 편성 및 집행 가능성이 높음. 그 전까지는 통화정책의 시간

한국은행 기준금리 전망



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

상대적 관점에서 보아도 경제는 매우 부진



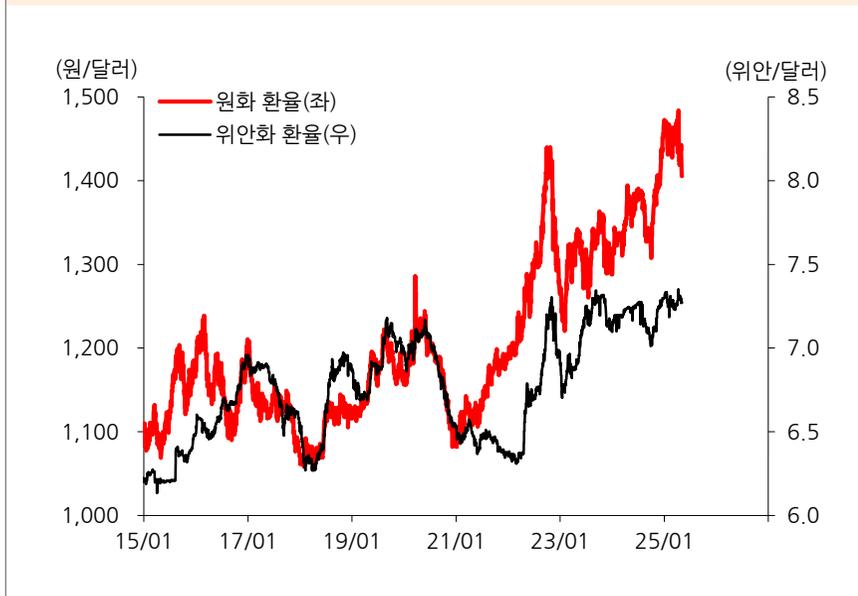
주: 2025년 1월, 4월 World Economic Outlook 2025년 성장을 전망치  
 자료: IMF, 한화투자증권 리서치센터



# [한국] 통화정책: Terminal Rate는 2.00%, 도달 시점은 2026년

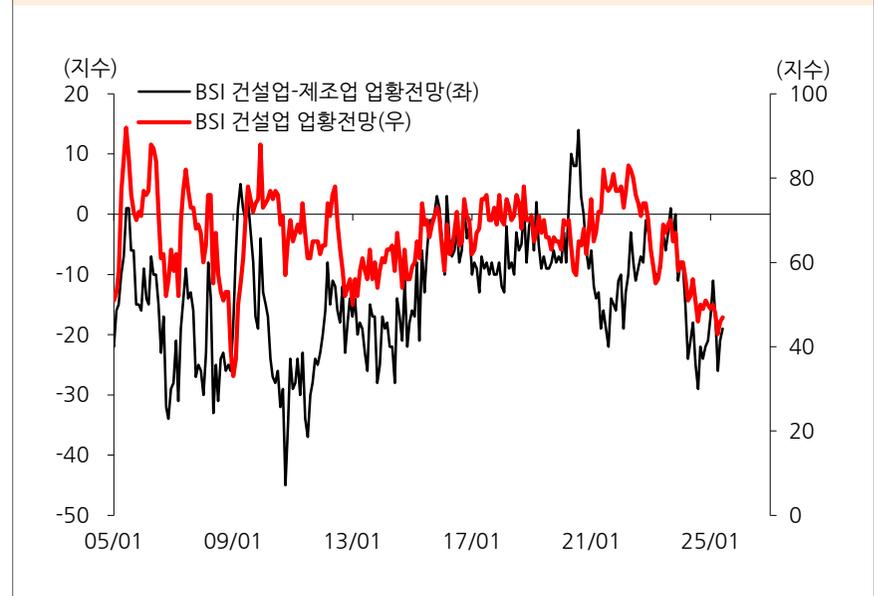
- ❖ 금번 사이클 Terminal Rate는 2.00%. 도달 시점은 2026년 초 예상
- ❖ 연말 추경, 부동산 시장 자극 경계, 신중한 연준의 행보 등으로 4분기에는 인하 휴지기에 들어설 것
- ❖ 경기 부진의 가장 큰 원인 중 하나는 건설업 침체
  - 건설 장기평균 성장 기여도(2020~2024): 0.2%p, 2025년 1분기: -1.5%p(1998년 4분기 이후 최저)
- ❖ 한국은행에게 건설경기 부양은 고려사항이 아님. **적극적인 저금리 환경 조성은 부동산 과열로 이어질 가능성**

중국은 위안화 강세를 선호, 원화 흐름에도 긍정적



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

성장이 급하다지만 부동산 부양은 고려사항이 아님



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터



2025  
하반기전망

fear and GROWTH

안현국 | hg.ahn@hanwha.com | 3772-7646

---

III

---

퀀트  
백조의 조선



## 우리나라 실적은 2016년 전과 후로 나뉜다

- ❖ KOSPI 12개월 과거(예상치가 아닌 실제치) EPS 추이와 KOSPI 흐름을 보면, 2016년 이전에는 대체로 유사하고 진폭이 크지 않음
- ❖ 그러나, 2016년부터 EPS보다 주가의 선행성이 분명하게 나타나기 시작하고, 진폭도 매우 커지면서 두 지표 간 엇박자가 빈번
- ❖ 2016년은 반도체 실적이 본격적으로 레벨업한 시기

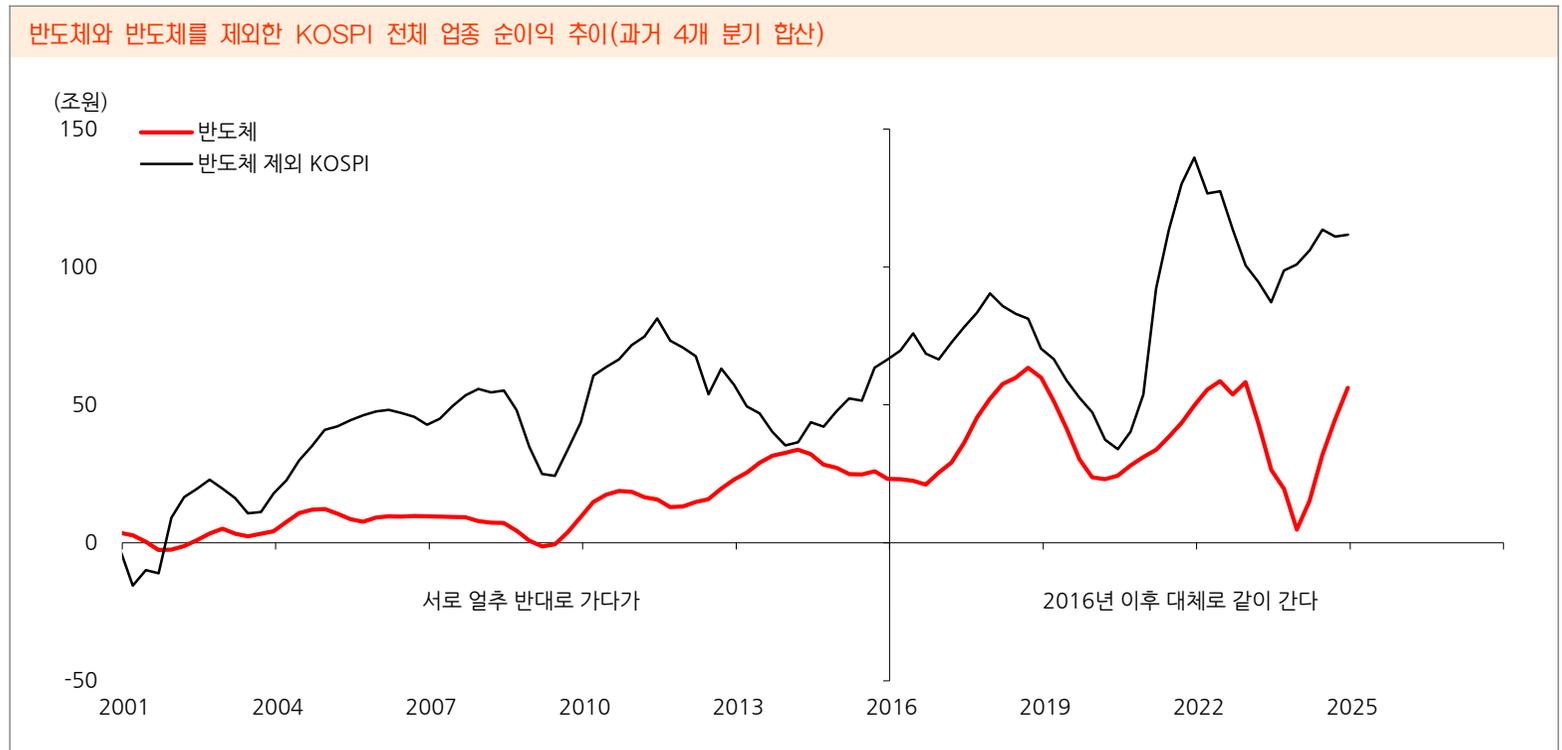


자료: Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터



# 다 같은 사이클을 타게 됐다는 것

- ❖ 꼭 반도체 때문이라고 말하기 힘든 것은, 반도체를 제외한 업종들도 영향을 미쳤기 때문
- ❖ 2016년 이전에는 반도체와 반도체가 아닌 업종의 순이익 흐름은 대체로 반대로 가면서 어느 정도 상쇄
- ❖ 그러나, 2016년 이후 반도체든 반도체가 아니든 서로 실적 방향성이 같아지면서 진폭이 커짐. 다 같은 사이클을 타게 됐다는 것



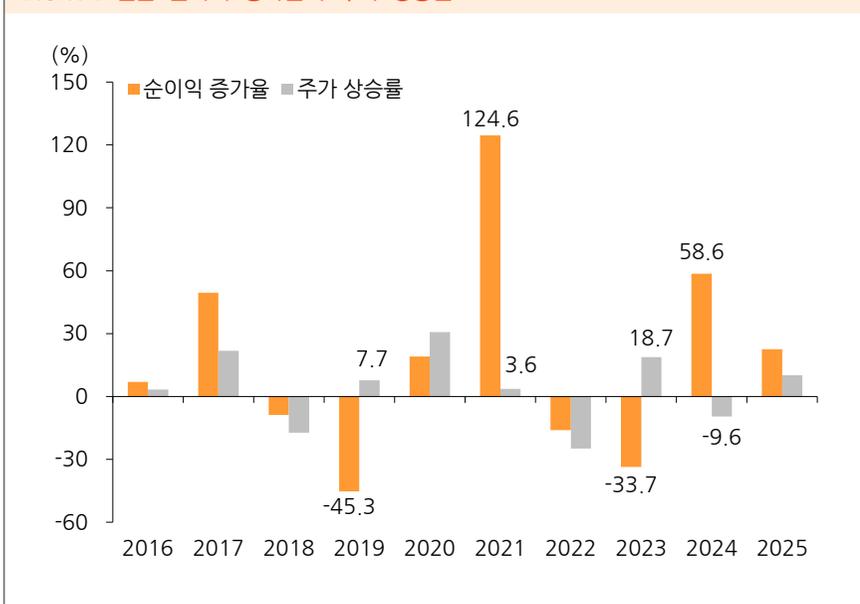
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



# 주가는 두 해를 기억한다

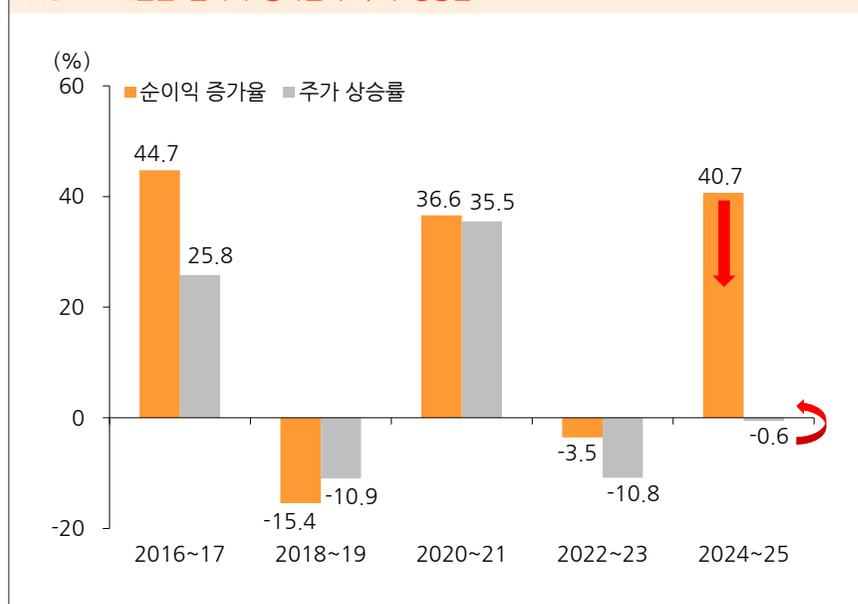
- ❖ 작년 KOSPI 순이익은 168조원, 2023년 106조원 대비 58.7% 증가. 그러나 주가는 9.6% 하락
- ❖ 실적 사이클보다 빨리 움직이는 주가, 더 커진 진폭 탓에 한국은 1년 단위의 실적보다 2년 단위가 더 맞을 것
- ❖ 2년간 순이익 증가율과 주가 상승률은 비교적 유사하기 때문. 방향성은 모두 일치
- ❖ 24-25년 이익 증가율 고려 시(실적 하향 감안해도), 올해 지수는 23년 종가 2,655.28p보다 최소 10% 이상 높게 기대 가능(2,920p)

KOSPI 연간 순이익 증가율과 주가 상승률



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

KOSPI 2년간 순이익 증가율과 주가 상승률



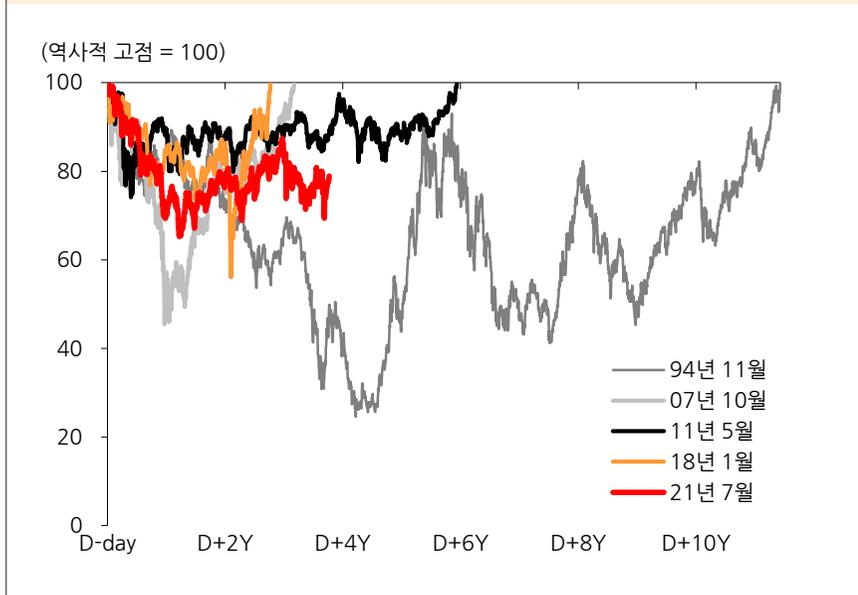
주: 빨간색 화살표는 올해 실적이 증익이 없다고 가정할 경우 40.9% → 26.5% 하락하는 것을 표시  
 자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



# 역사적 고점 돌파에 걸리는 시간

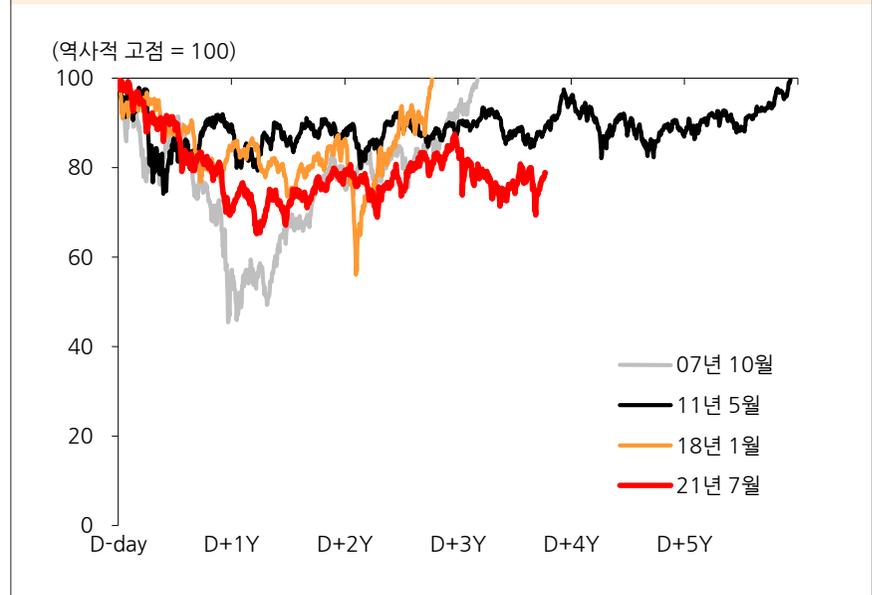
- ❖ KOSPI 역사적 고점 돌파 기간은 평균적으로 5년 남짓 소요
  - : 94년 11월 >> 05년 09월(약 11년)
  - : 07년 10월 >> 11년 01월(약 3년)
  - : 11년 05월 >> 17년 05월(약 6년)
  - : 18년 01월 >> 20년 11월(약 3년), 그리고 현재 21년 05월 고점(3,305.21p) 이후 약 4년 경과. 언제 돌파 가능할까
- ❖ 돌파 시점의 공통점은 직전 역사적 고점 당시의 실적을 추월해야 한다는 것

KOSPI 추이, 각 구간별 직전 역사적 고점 이후 다시 돌파에 걸리는 기간



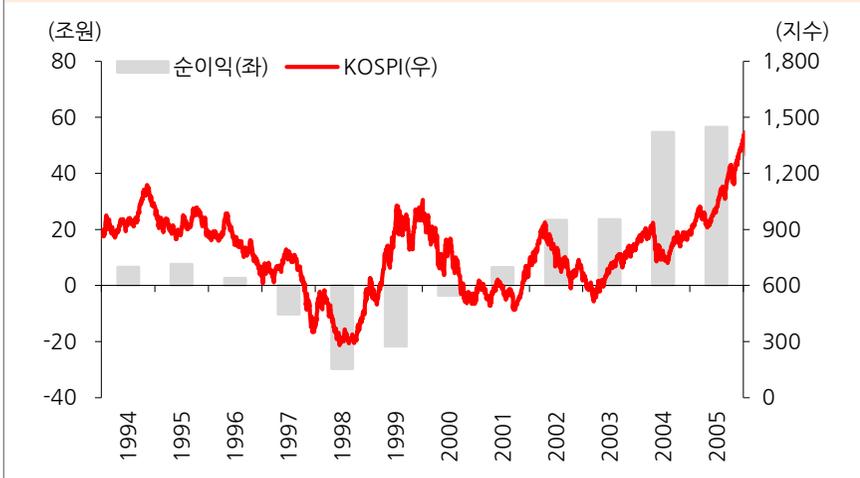
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

왼쪽과 동일 차트에서 94년 11월 사례 제외

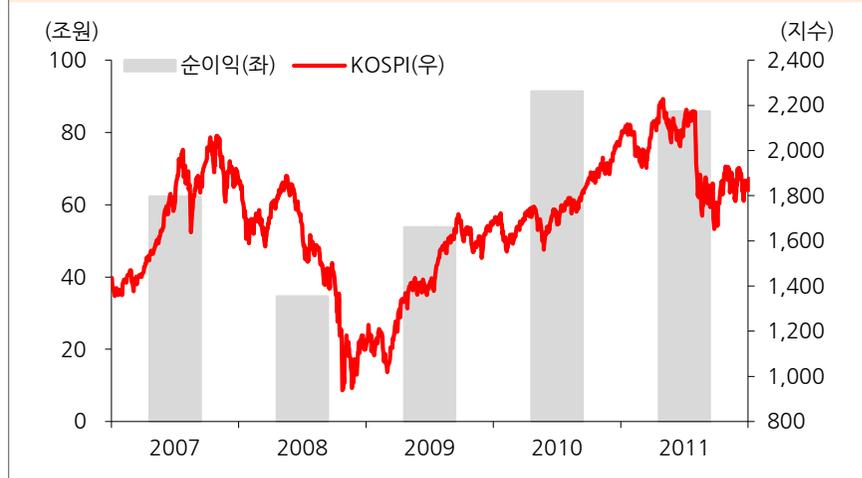


자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

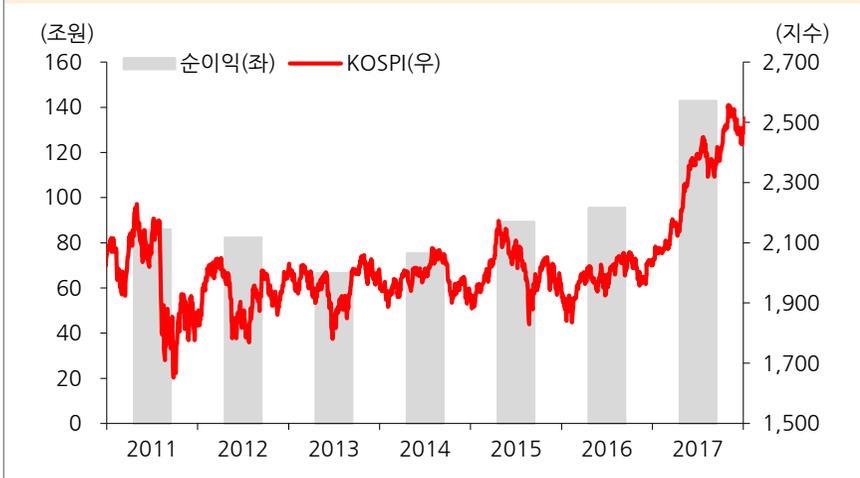
### 94~05년 KOSPI 순이익과 주가



### 07~11년 KOSPI 순이익과 주가



### 11~17년 KOSPI 순이익과 주가



### 17~21년 KOSPI 순이익과 주가



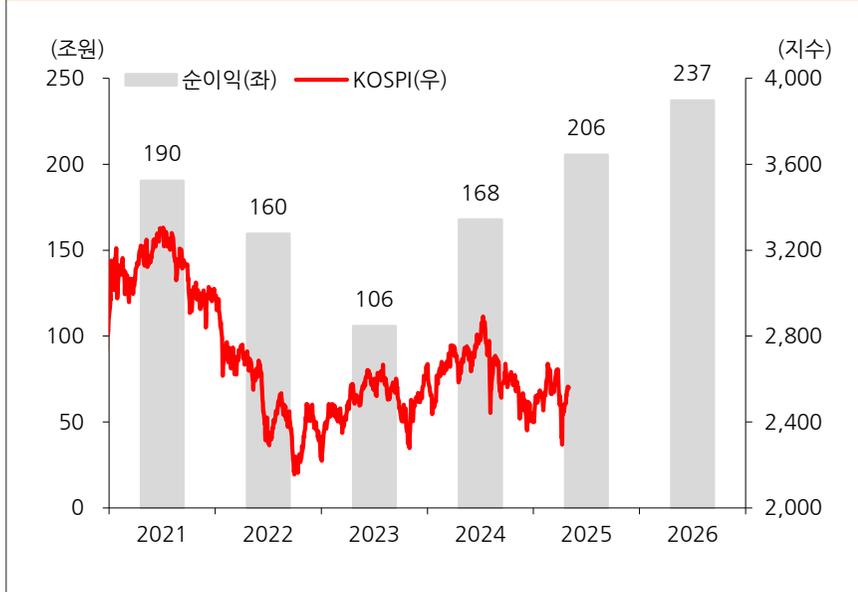
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



# 순이익 190조를 언제 넘을 수가 있나

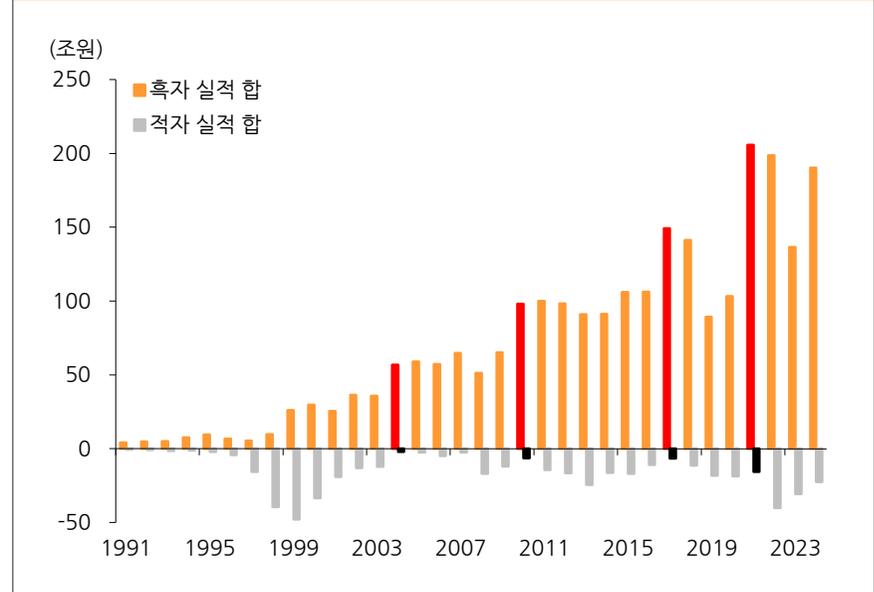
- ❖ 직전 최고점 당시의 실적을 돌파해야 한다면, 현재 목표치는 2021년의 190조원. 올해 실적은 190조보다 8% 높고, 내년은 24% 높음
- ❖ 관세 영향으로 인한 실적 하향 고려 시, 올해는 어려울 수 있으나 내년은 가능할 수도 있다고 판단
- ❖ 역사적으로 실적이 레벨업하는 시기에는 적자를 내는 규모가 대폭 줄어드는 것이 공통점  
: 누가 얼마를 더 벌 것인가의 물음은 누가 얼마를 덜 잃을 것인가와 같다고 봄. 누군가 더 벌 때는 잃던 사람도 덜 잃게 되는 것

21~26년 KOSPI 순이익과 주가(25, 26은 예상치)



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

KOSPI 연도별 흑자 실적 합한 값과 적자 실적 합한 값(순이익 기준)

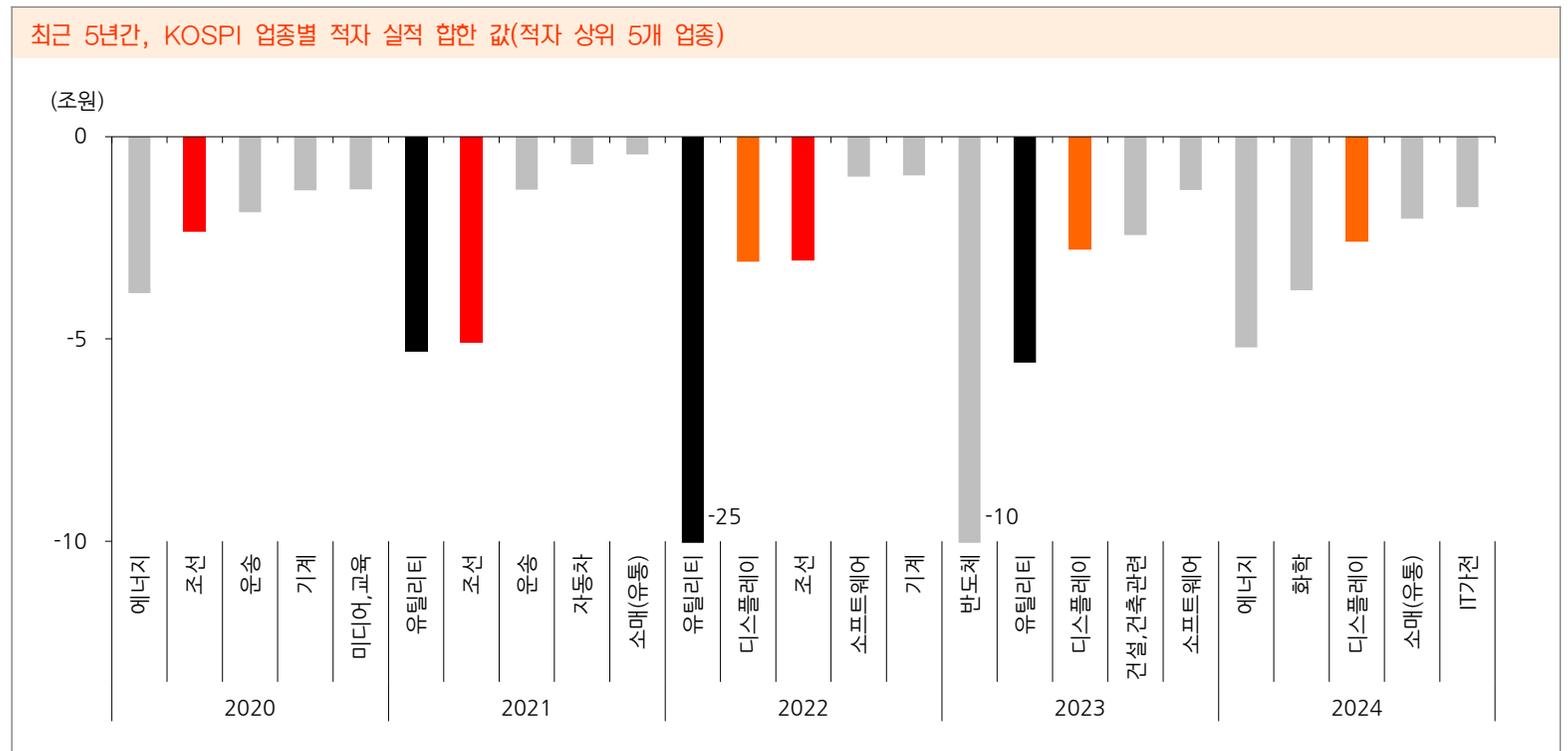


자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



# 여태까지 잃어 왔던 업종들

- ❖ 최근 5년간 업종별 적자 실적 가장 많았던 상위 5개 업종을 보면, 유틸리티, 조선, 디스플레이가 가장 많이 포함된 업종
- ❖ 유틸리티, 조선은 흑자 전환 성공으로 적자 가능성 매우 낮고, LG디스플레이는 2개 분기 연속 영업 흑자 달성, 순적자도 축소
- ❖ 반도체도 문제될 것 없고, 흠을 찾자면 작년 적자 상위였던 에너지, 화학, IT가전. 이들 업종 적자는 모두 2차전지 종목 탓



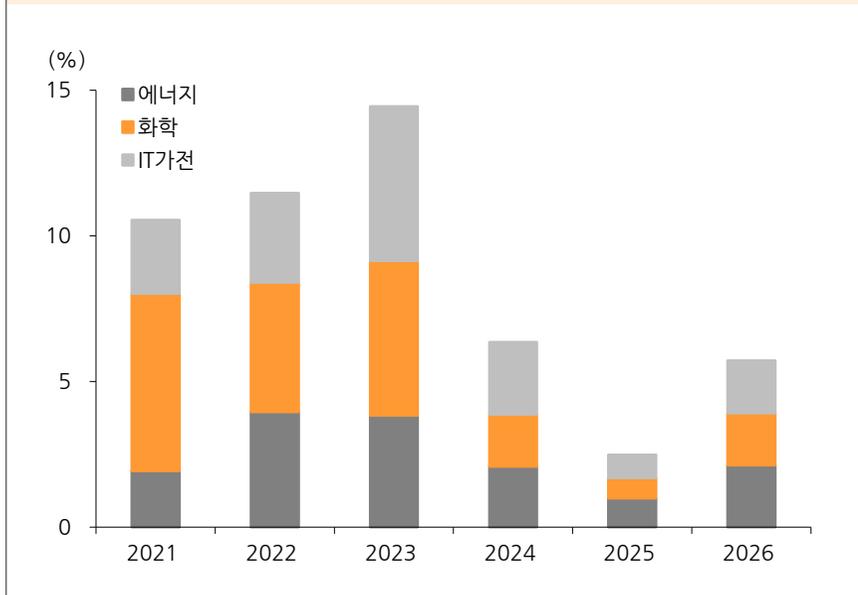
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



# 포그라든 2차전지 실적

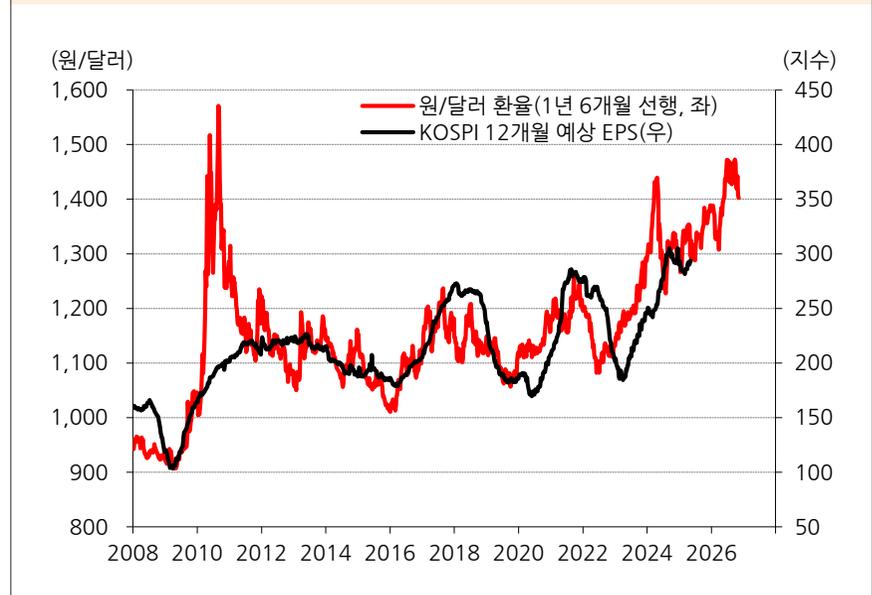
- ❖ 2차전지 종목이 속해있는 에너지, 화학, IT가전의 순이익 예상치는 이미 포그라들어서 전체 순이익에 미치는 영향 약화
- ❖ 2023년 한 때 14.5%에 달했던 3개 업종의 이익 비중은 올해 2.5%로 큰 폭으로 하락한 상태. 내년도 5.7%에 불과
- ❖ 길게 보면 실적은 결국 환율 따라서 움직이는 것. 급격한 원화 강세가 없다면 내년도 실적 190조원 돌파 가능성에 주목

에너지, 화학, IT가전 업종 예상 순이익이 KOSPI 전체에서 차지하는 비중



주: 예상치 기준은 매년 5월 말, 올해와 내년은 현재 시점 기준  
 자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

원/달러 환율과 KOSPI 12개월 예상 EPS 추이



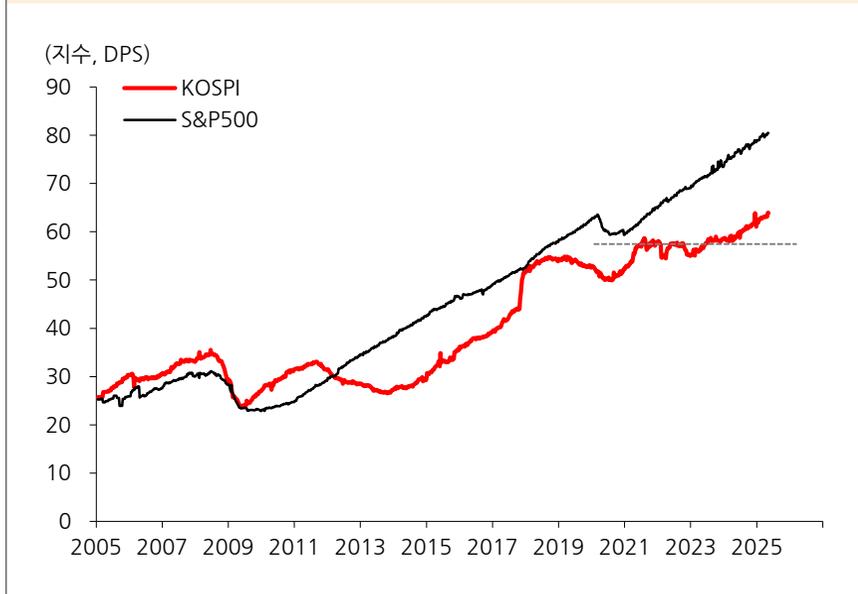
자료: WISEfn, Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터



# 상단을 여는 것은 실적, 하단을 닫는 것은 배당

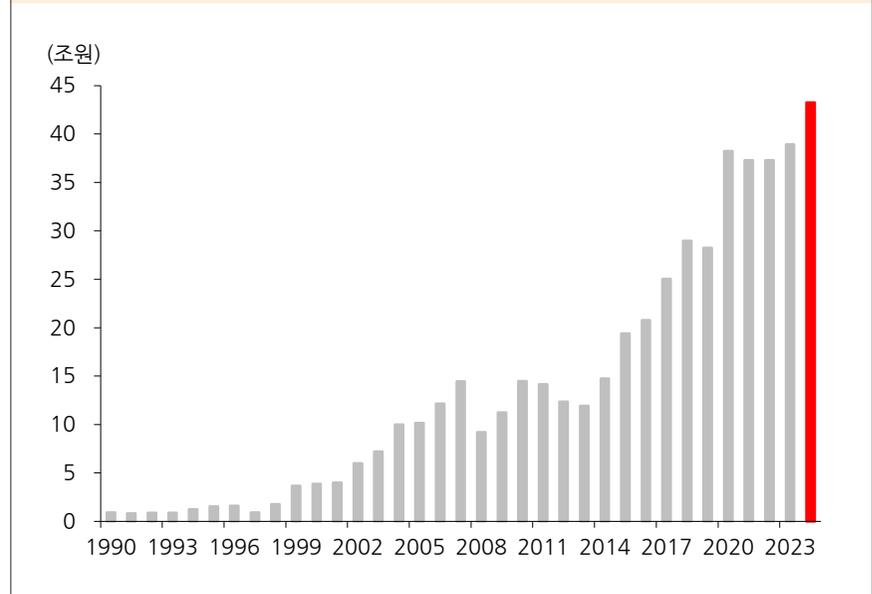
- ❖ 2005년 이후 KOSPI와 S&P500의 주당배당금(DPS) 예상치를 보면 한국의 배당은 쉽게 우상향하지 못하는 모습
- ❖ 다행히 2021년부터 정체였던 배당금 예상치가 작년 하반기부터 박스권을 뚫고 미국 배당금 추이와 유사한 기울기로 복귀
- ❖ 실제로 작년 KOSPI 배당금 총액은 43.2조원으로 2023년도보다 11.1% 증가. 배당 확대는 단단한 지수 하단을 만들 것

2005년 이후 KOSPI와 S&P500의 12개월 예상 주당배당금(DPS) 추이



자료: Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터

연도별 KOSPI 연간 배당금 추이



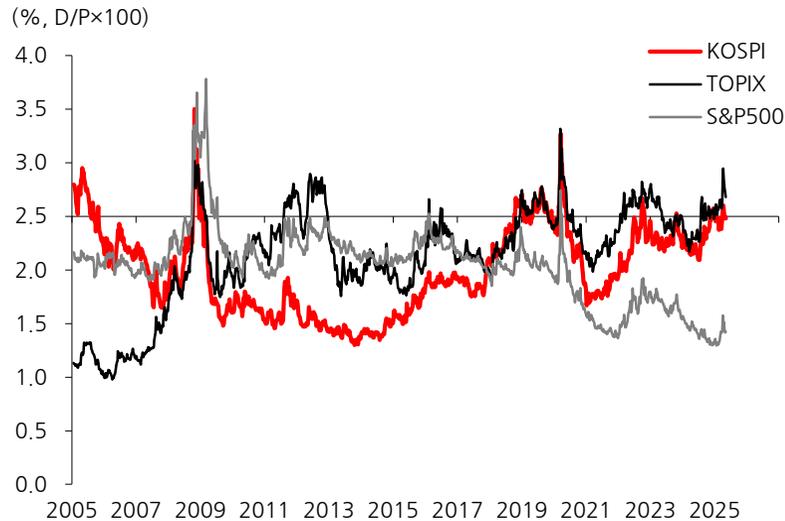
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



# 배당수익률 2.5%, P/D 40배가 지수 저점. 2,500p

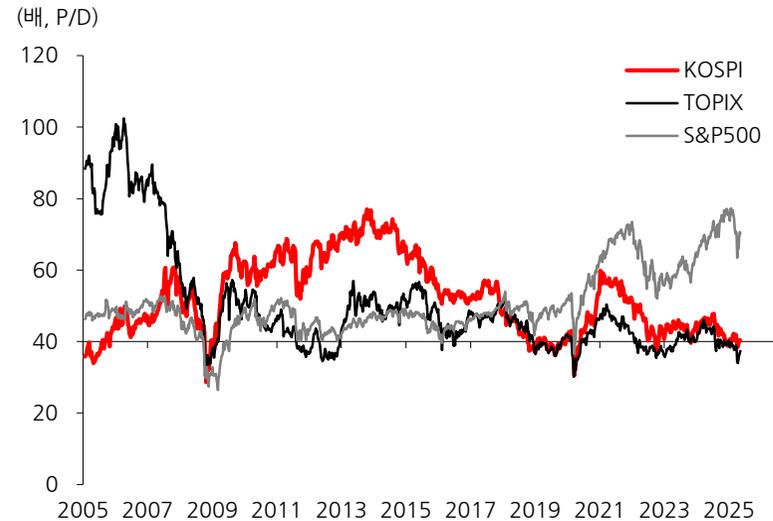
- ❖ 지난 20년 동안 한국과 일본, 미국의 배당수익률은 2.5%와 3.0% 사이에서 대부분 움직임. 큰 차이가 없다는 것에 집중
- ❖ 배당금/주가로 계산되는 배당수익률이 2.5% 이상 잘 올라가지 않는다는 것은 주가가 올랐다는 것(배당이 감소하지 않았다면)
- ❖ 배당수익률이 2.5%가 넘고, 배당이 늘어나고 있다면 그 시점은 단단한 저점으로 봐도 좋을 것. 배당수익률의 역수로는 40배 이하 저점
- ❖ 현재 KOSPI 12개월 예상 DPS 63.9에 40배면, KOSPI 2,556p

KOSPI, TOPIX, S&P500의 12개월 예상 배당수익률



자료: Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터

KOSPI, TOPIX, S&P500의 12개월 예상 배당수익률의 역수(P/D)



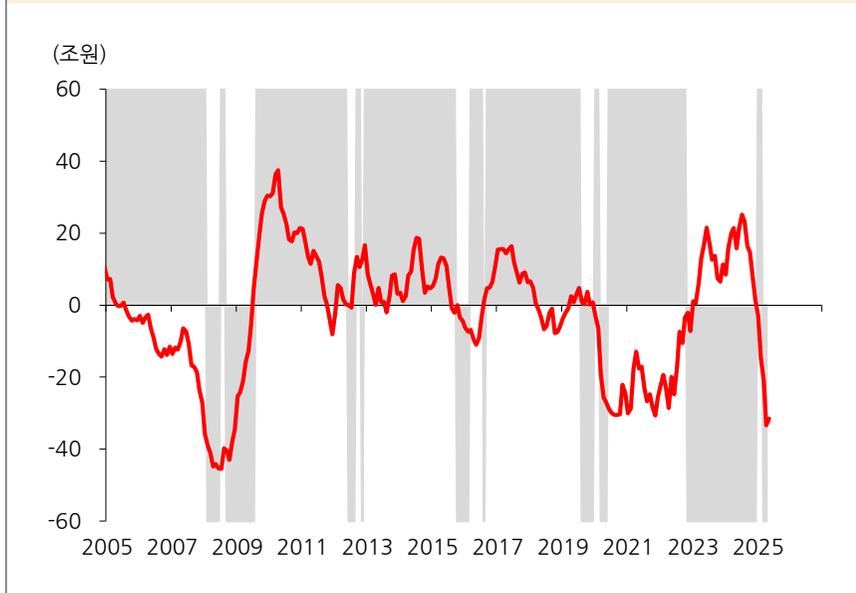
자료: Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터



## 뒤바뀐 외국인과 개인의 수급

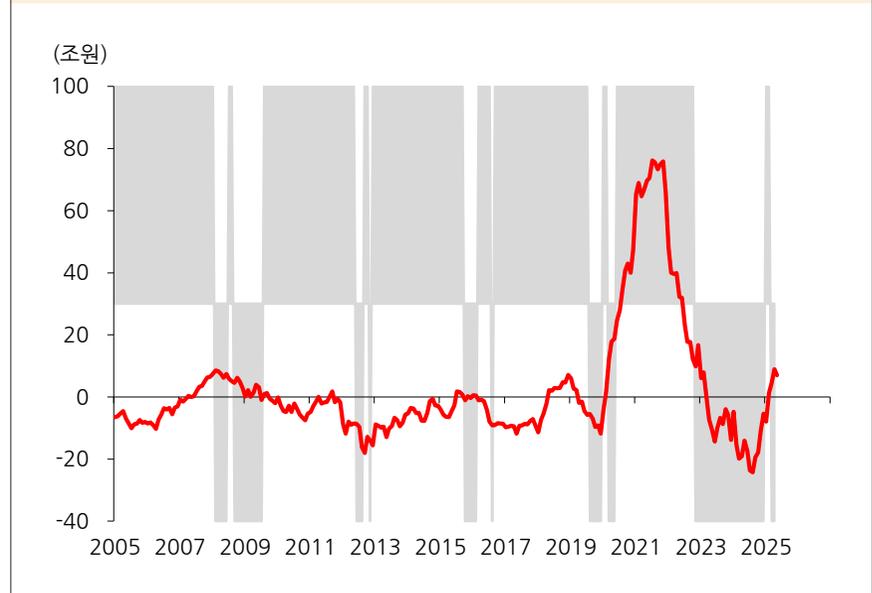
- ❖ 글로벌 제조업 경기를 잘 반영하는 미국 ISM 제조업 지수와 외국인 누적 순매수 추이는 오랫동안 유사한 흐름
- ❖ 외국인 투자자는 ISM 제조업 지수가 확장 국면(50이상)에 있을 때 순매수, 수축 국면(50아래)에서는 순매도하는 경향
- ❖ 그러나 코로나 충격 이후 개인 투자자 급증으로 방향성이 완전히 뒤바뀜. 다시 제 위치대로 돌아갈지? 아니면 서로 동행할지?

ISM 제조업 지수 수축/확장 국면에서 KOSPI 과거 1년 누적 외국인 순매수



주: 회색 음영은 ISM 제조업 지수가 50 위에 있을 때 0보다 높게, 50 아래에 있을 때 0보다 아래에 표시  
 자료: WISEfn, Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터

ISM 제조업 지수 수축/확장 국면에서 KOSPI 과거 1년 누적 개인 순매수



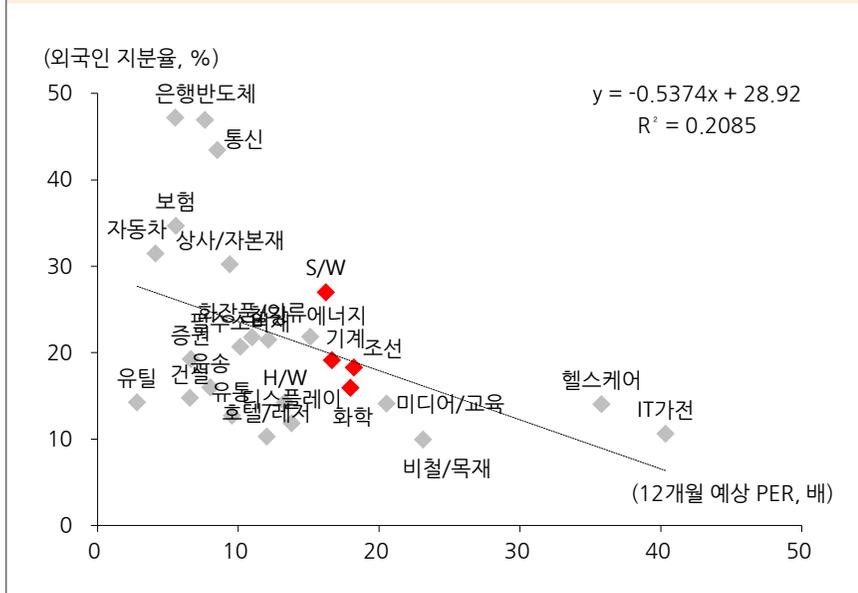
주: 회색 음영은 ISM 제조업 지수가 50 위에 있을 때 0보다 높게, 50 아래에 있을 때 0보다 아래에 표시  
 자료: WISEfn, Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터



# 외국인과 개인의 골든존

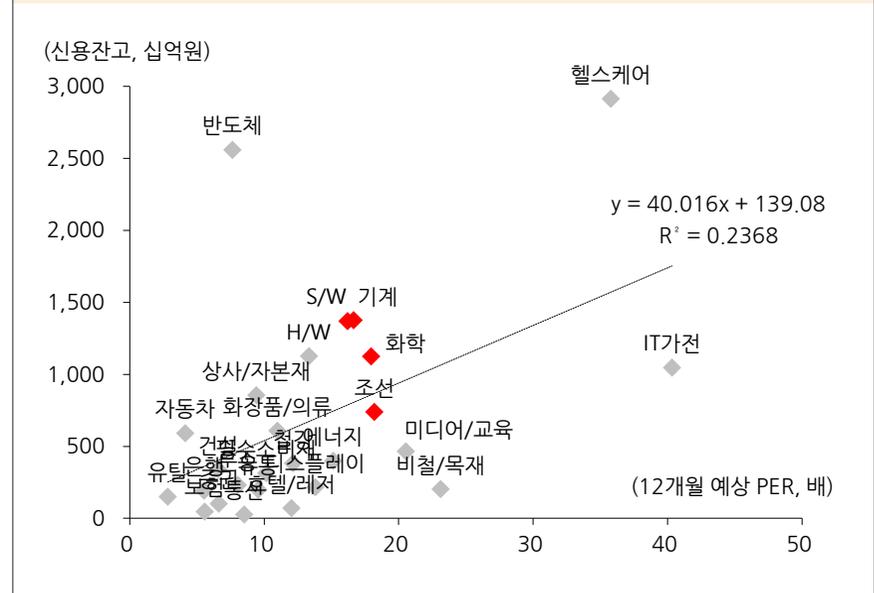
- ❖ 외국인 수급을 외국인 지분율, 국내 수급을 신용잔고로 보면, 업종별 12개월 예상 PER과 사뭇 다른 궤적을 보임
- ❖ 외국인 지분율과 PER은 대체로 부(-)의 관계, 신용잔고와 PER은 대략 정(+)의 관계. 외국은 저PER, 국내 수급은 고PER와 밀접
- ❖ 외국인과 국내 수급 모두한테서 주목 받을 수 있는 골든존은 PER 15~20배 사이라고 생각. 현재 S/W, 기계, 조선, 화학이 위치

KOSI 업종별 12개월 예상 PER과 업종별 외국인 지분율



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

KOSI 업종별 12개월 예상 PER과 업종별 신용잔고금액

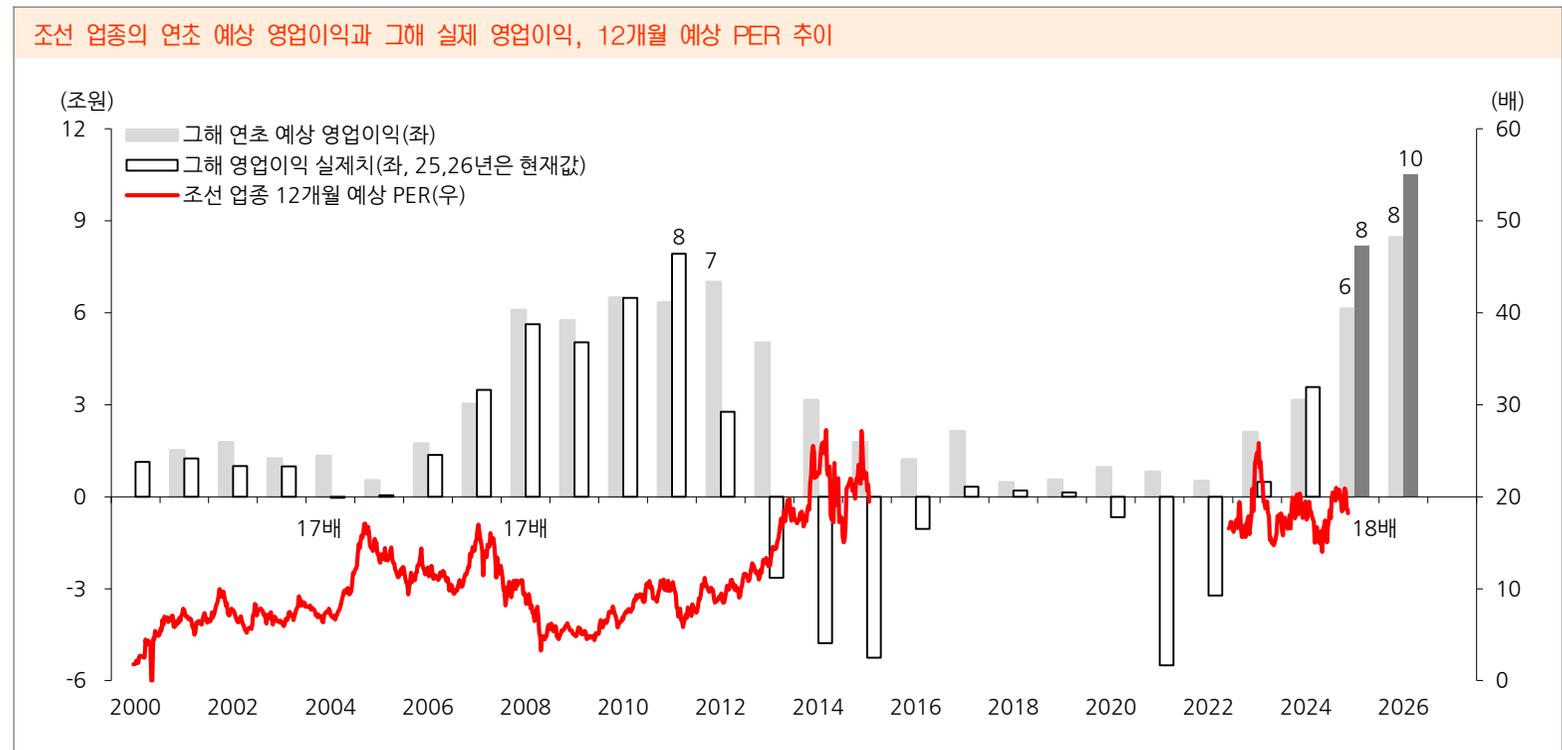


자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



## 골든존 안에서 오래 머물 것 같은 조선

- ❖ 2000년 이후 조선 업종의 실적은 2006년부터 2011년까지 우상향. 실적 급증의 초입이었던 2007년 PER은 최고 17배까지 상승
- ❖ 이후 금융위기를 맞았지만, 금융위기가 없었다면 17배에서 멈추었을까 하는 의문. 조선업 최대 순이익은 2011년 약 8조
- ❖ 올해 예상 영업이익이 연초 6조에서 현재 8조, 내년은 8조에서 10조로 상향. PER은 18배 초반. 실적 상향으로 부담스럽지 않은 밸류

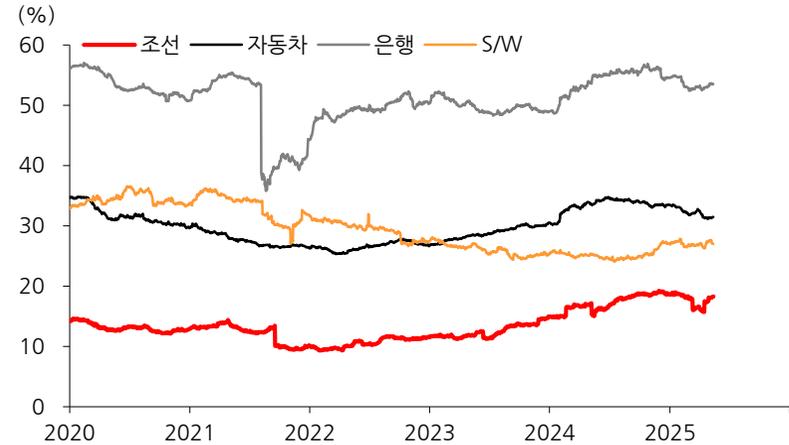


자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

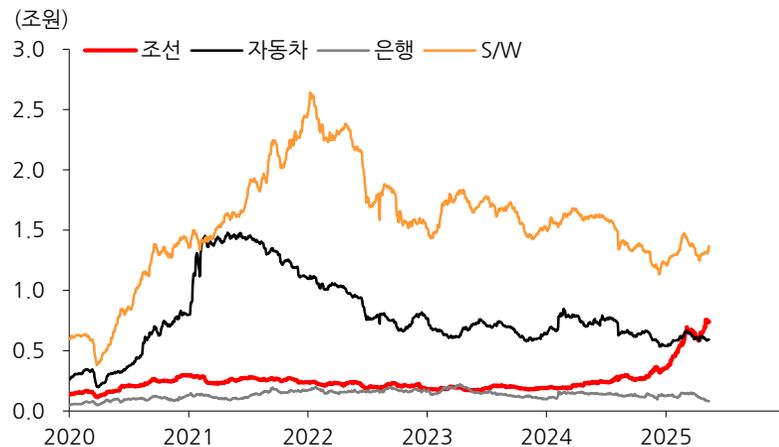
시가총액 추이, 4개 업종이 한 곳으로 모이는 중



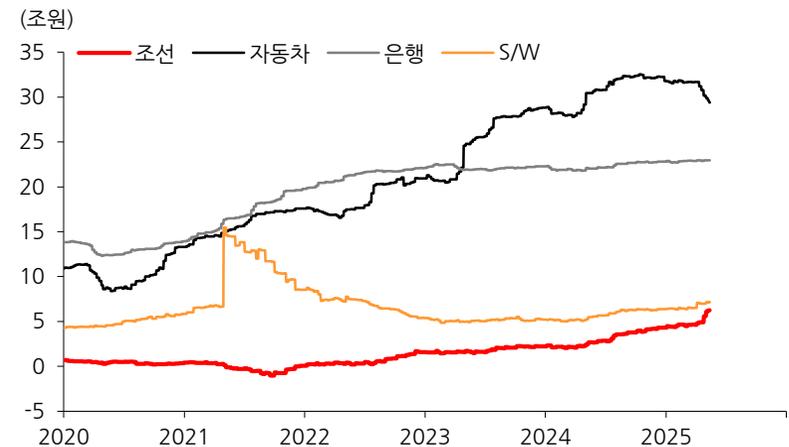
외국인 지분을 추이, 조선이 가장 낮아



신용잔고금액, 조선이 자동차의 신용잔고 추월



12개월 예상 순이익 추이, 조선이 소프트웨어 실적 추월 눈앞



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



# 가치의 삼각형

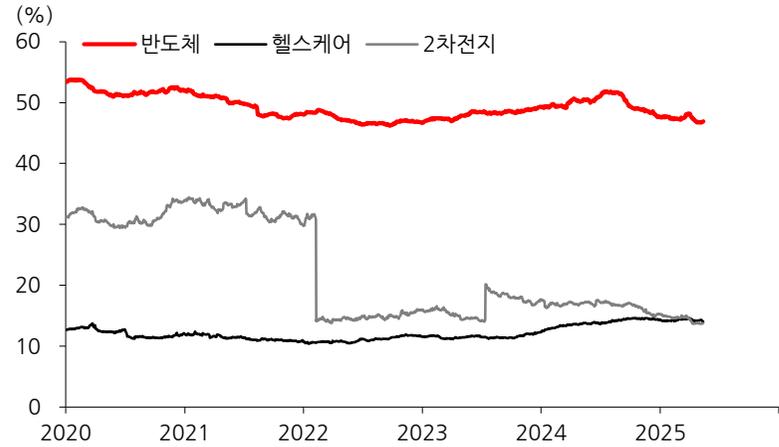


주: 시가총액이 비슷한 업종끼리 같은 라인에 배치 / 자료: 한화투자증권 리서치센터

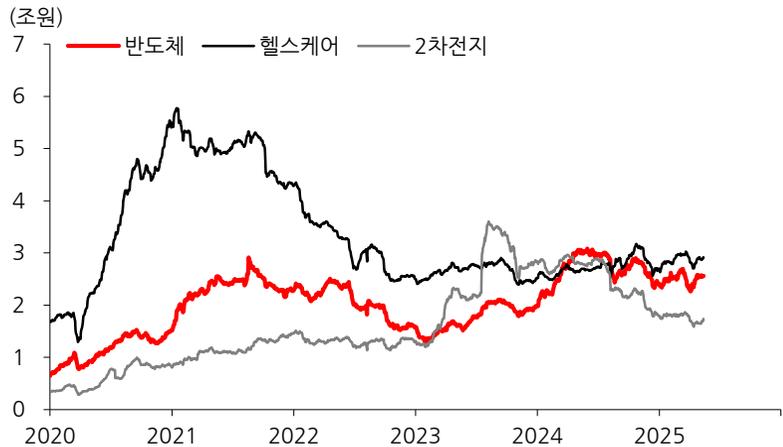
시가총액 추이, 작년에 이미 헬스케어와 2차전지는 엇갈림



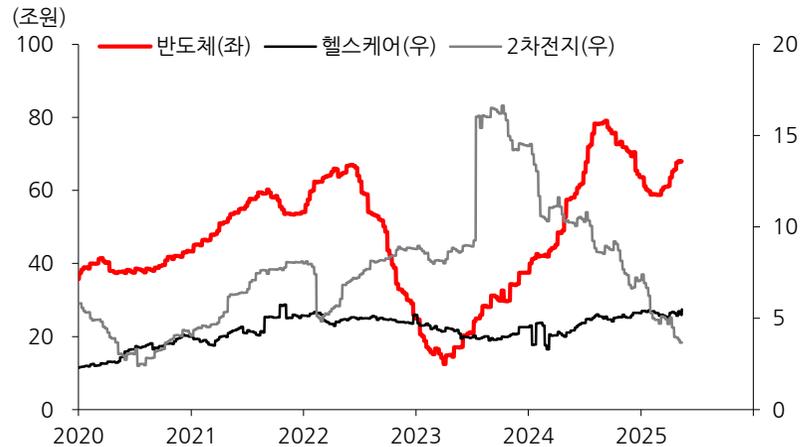
외국인 지분율 추이, 최근 2차전지의 지분율 하락하며 헬스케어보다 낮아짐



신용잔고금액, 2차전지로부터 신용이 사라지는 중



12개월 예상 순이익 추이, 추세 하향 탓에 2차전지가 헬스케어보다 낮아짐



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



## 삼성전자 상승 사이클은 이미 시작

- ❖ 삼성전자의 실적 사이클에 백분위를 활용. 과거 1년 동안의 이익 예상치 중에서 현재 예상치가 어느 수준에 있는지를 표현
- ❖ 100에 가까우면 현재 12개월 예상 영업이익이 과거 1년래 최고 수준이라는 의미. 0은 바닥. 주가 바닥/고점에 유용
- ❖ 지난 2월 초 삼성전자는 백분위 0%까지 하락. 저점을 찍으면 대부분 100%까지 갔으나, 못 가더라도 최소 70%까지는 백분위 상승



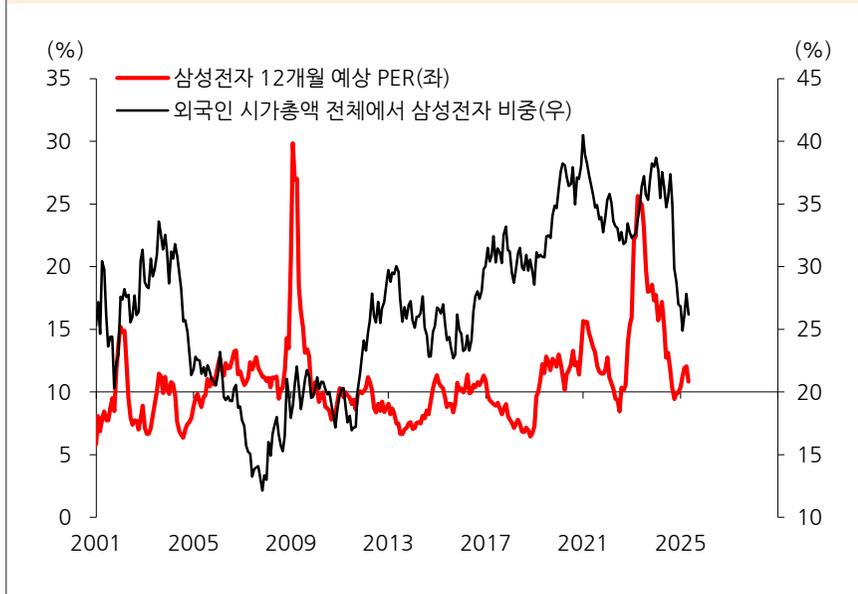
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



# 외국인도 이제 전자 비중을 늘리게 될 것

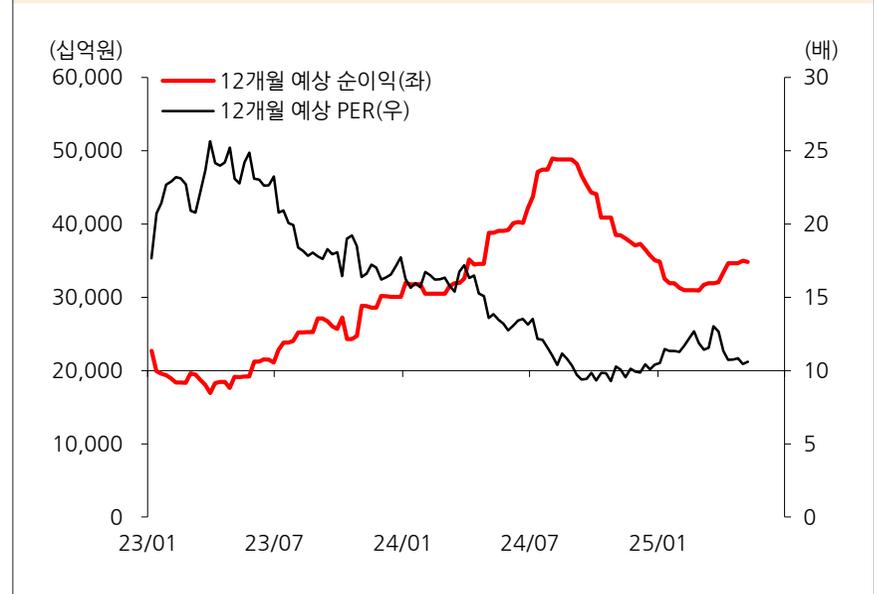
- ❖ 외국인 투자자가 보유한 KOSPI 시가총액은 626조원, 그 중 삼성전자는 164조원. 약 26.2%. 트럼프 1기 2017년 이전으로 회귀
- ❖ 외국인 포트폴리오 내 삼성전자 비중은 PER과 밀접. PER이 10배 밑으로 내려가는 구간에서 외국인 포트 내 삼성전자 비중 상승
- ❖ PER 하락은 순이익 예상치의 상향이 필요. 작년 하반기부터 하락하던 예상치가 변곡점을 형성. PER 10배 위에서 주목

삼성전자 PER과 외국인 KOSPI 포트폴리오 내 삼성전자 비중



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

삼성전자 12개월 예상 순이익과 PER 추이

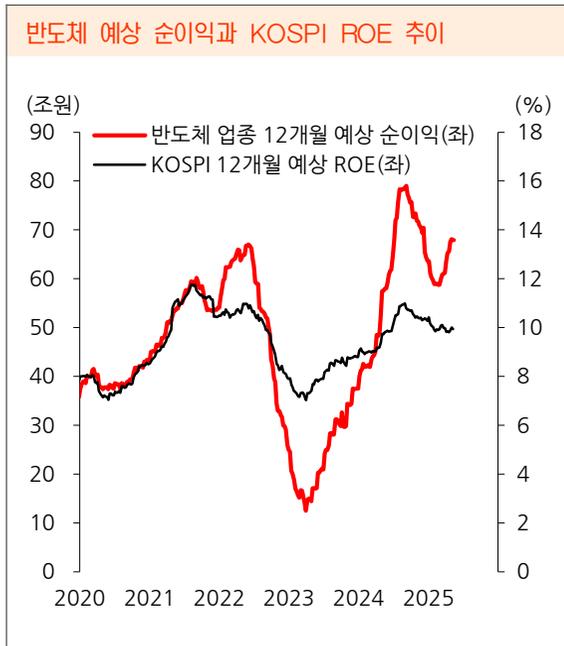


자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

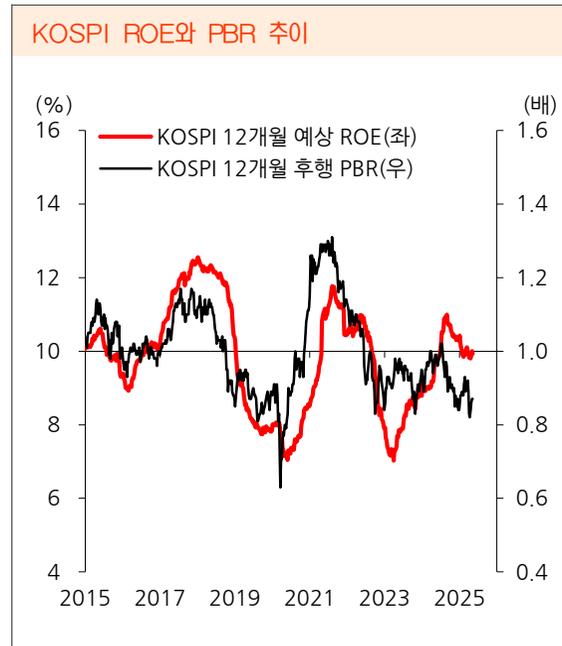


# 하반기 KOSPI 예상 밴드는 2,500~3,000p

- ❖ 한국 시장의 ROE는 결국 반도체 실적 방향성과 밀접. 반도체 실적이 돌아서면, ROE 역시 돌아서는 모습 반복
- ❖ 3월 들어 반도체 예상치의 반등은 ROE가 다시 10%에 안착할 가능성을 높임. 10% 안착은 곧 PBR 1배 회복으로 연결될 것
- ❖ 현재 KOSPI PBR 1배는 2,950p. 하반기에 돌파 기대



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



## Q: 최근 10년 사라진 테마?

#	테마	내용
1	메타버스	- 2021년 코로나19로 비대면 트렌드 확산하며 폭발적으로 성장 - 2022년 이후 대중의 관심이 급격히 식고 실제 이용자 수도 기대에 못 미치면서 산업 전체가 위축됨
2	3D TV	- 2010년대 초반 대형 가전사들이 영화관과 같은 입체 시청 경험을 내세우며 3D TV를 차세대 성장 동력으로 제시 - 콘텐츠 부족과 셔터글라스 무게 및 피로감 등 불편한 사용성으로 2015년 이후 사실상 시장에서 사라짐
3	스마트 글래스	- 2013년 구글 글래스를 필두로 웨어러블 스마트 글래스 출시. 디지털 정보를 눈 앞에 띄우는 혁신 기술이 주목받음 - 프라이버시 이슈와 실용성 부족, 기술 미비로 대중화에 실패
4	드론 택배/드론 상용화	- 2015년 전후로 드론을 활용한 택배, 촬영, 보안 등 다양한 산업이 각광 - 규제와 기술 한계, 수익모델 부재로 대중화에 실패
5	O2O(Online to Offline)	- 2010년대 중반 배달, 세탁, 청소 등 다양한 O2O 스타트업 유행. 스마트폰 및 위치기반 서비스를 바탕으로 확산 - 사업모델 한계와 치열한 경쟁, 수익성 악화로 대거 정리됨.
6	1인 미디어 MCN(멀티채널네트워크)	- 2015~2018년 1인 크리에이터 붐과 함께 MCN 산업 급성장 - 유튜브의 직접 관리 강화와 수익구조 악화로 많은 업체가 사라짐
7	VR 테마파크	- 2016~2018년 VR 기기 보급과 함께 VR방, VR 테마파크 급증. 가상현실을 활용해 게임 등 체험 콘텐츠 제공 - 콘텐츠 부족과 유지비 부담으로 대부분 폐업
8	위치기반 소셜 네트워크 (Location Based Social Networks)	- 싸이월드 등 2010년대 초반 사용자 물리적 위치 정보를 바탕으로 다양한 상호작용을 수행하는 플랫폼 - 페이스북 · 인스타그램 등 대형 플랫폼에 밀려 시장에서 사라짐
9	암호화폐 ICO (Initial Coin Offering)	- 2017~2018년 블록체인 기반 ICO 투자 열풍. 블록체인 프로젝트가 자체 토큰 발행 및 판매 - 시기와 규제 강화로 대부분의 프로젝트가 사라짐
10	공유경제	- 2018년 전후로 공유 킥보드, 공유 우산 등 다양한 공유경제 서비스 등장 - 수익성 악화와 규제, 안전 문제로 대부분 정리됨

자료: ChatGPT, Perplexity, 한화투자증권 리서치센터



## Q: AI로 해결될 수 있는 메타버스 문제점

#	문제점	AI를 통한 해결 가능성	내용
1	비싼 하드웨어 가격과 진입장벽	△ (부분적)	- AI로 콘텐츠 제작·운영 비용은 낮아지지만, 하드웨어 자체 가격은 직접적으로 낮추기 어려움 - 단, AI 기반 소프트웨어 최적화로 저 사양 기기 지원 확대 가능성은 있음
2	콘텐츠 부족	◎ (매우 높음)	- 생성 AI와 자동화 툴로 누구나 쉽고 빠르게 AR/VR 콘텐츠 제작 가능 - 콘텐츠 부족 문제를 크게 해소할 수 있음
3	기술적 한계(열미, 배터리 등)	△ (부분적)	- AI가 사용자 행동 데이터 분석·최적화로 열미 감소, 배터리 효율화 등 일부 기술적 문제 개선에 기여 - 하드웨어 한계는 직접 해결 불가
4	실질적 수요 부족	△ (부분적)	- AI 기반 개인화 추천·맞춤형 경험 제공으로 사용자의 몰입감과 재방문율을 높일 수 있음 - 그러나 사회적 트렌드나 근본적 수요 창출은 제한적
5	낮은 사용자 경험과 불완전한 서비스	◎ (매우 높음)	- AI가 자연스러운 대화, 고품질 아바타, 인터랙티브 시나리오 등 사용자 경험을 혁신적으로 개선 - AI가 수집한 로그 데이터를 분석해 운영자가 문제점을 즉시 파악하고 개선
6	복잡한 이용 방식과 기기 의존성	◎ (매우 높음)	- AI 음성 인식, 자연어 인터페이스, 자동 UI 최적화 등으로 접근성과 사용 편의성 크게 향상 - 사용자가 자주 사용하는 기능 및 경로 학습 및 자동 단순화
7	높은 콘텐츠 제작 비용	◎ (매우 높음)	- 생성 AI, 자동화 툴로 콘텐츠 제작 시간·비용이 대폭 절감 - AI가 에셋의 라이선스 유형을 판별해 법적 리스크 검토 비용을 줄이고 사용 가능 여부를 즉시 알려줌
8	사회적·윤리적 문제	△ (부분적)	- AI 모니터링·필터링 기술로 일부 범죄·악성 행위 감지 및 예방 가능 - 그러나 사회적 이슈는 기술만으로 완전 해결 불가
9	불확실한 수익모델	△ (부분적)	- AI 기반 데이터 분석·개인화 마케팅 등으로 새로운 수익모델 발굴에 도움 - 하지만 근본적 비즈니스 모델 혁신은 제한적
10	네트워크 및 인프라 한계	△ (부분적)	- AI가 사용자 밀집도 및 행동 패턴을 분석해 데이터를 사전로드하거나 서버 자원 동적 재배치 - AI 압축 알고리즘으로 실시간 인코딩/디코딩해 품질 저하를 최소화하면서 전송량을 감소시킴

자료: ChatGPT, Perplexity, 한화투자증권 리서치센터



# 메타버스 관련

	테마	코드	종목명	주요 포인트	
국내	콘텐츠 및 플랫폼	A035420	NAVER	자회사 네이버제트를 통해 ZEPETO 등 메타버스 플랫폼운영. 가상 공간 기반 소셜·커머스 환경을 제공하며 디지털 콘텐츠 생태계를 확장	
		A352820	하이브	네이버제트에 전략적 투자를 진행해 플랫폼과의 협업을 강화하고 있으며, 소속 아티스트 콘텐츠를 메타버스 공간에서 제공	
		A376300	디어유	팬과 아티스트 소통 플랫폼 버블(bubble)을 운영하며, 메타버스 기반 팬 커뮤니케이션 서비스 확대	
		A299900	위지웍스튜디오	VFX·AR·VR 콘텐츠 제작, 메타버스·XR 콘텐츠 IP 확보	
		A047080	한빛소프트	VR 게임·스포츠 메타버스 콘텐츠, 정부·대기업 협업 경험	
	기술 및 인프라	A005930	삼성전자	VR/AR 장치 및 반도체 등 메타버스 구현에 필요한 하드웨어 및 인프라 제공	
		A000660	SK하이닉스	고성능 메모리 반도체를 통해 메타버스 플랫폼 데이터 처리 및 저장 솔루션 지원	
		A347860	알체라	AI기반 얼굴 인식 및 이상 상황 감지기술로 메타버스 환경에서의 보안 및 사용자 인증 솔루션 제공	
		A289220	자이언트스텝	실시간 콘텐츠 제작 및 VFX 기술 활용해 메타버스 내 실감형 콘텐츠 제작에 주력	
		A274400	이노시물레이션	스마트 모빌리티 시뮬레이터 및 XR 가상훈련 솔루션을 개발해 메타버스 기반 교육 및 훈련 시스템 제공	
미국	콘텐츠 및 플랫폼	FBLX	Roblox	사용자 생성 콘텐츠 기반 메타버스 플랫폼을 운영. 2025년 1분기 기준 일일 활성 사용자수 9,780만명으로 전년대비 26% 증가	
		U	Unity Software	실시간 3D 콘텐츠 제작 엔진을 제공하여 게임, 영화, 산업 시뮬레이션 등 다양한 분야에서 메타버스 콘텐츠 제작에 활용	
	기술 및 인프라	NVDA	Nvidia	고성능 GPU로 메타버스 구현에 필요한 기술 제공. 특히, Omniverse 플랫폼을 통해 디지털 트윈 및 가상 환경 구축을 지원	
		MSFT	Microsoft	혼합현실(MR) 디바이스 HoloLens와 Azure 클라우드 서비스를 통해 인프라 제공. 또한, Mesh 플랫폼을 통해 가상 협업 환경을 구축	
		AAPL	Apple	AR 헤드셋 'Vision Pro'를 통해 메타버스 하드웨어 시장에 진입하였으며, 향후 소프트웨어 및 콘텐츠 생태계 확장을 계획	
	생태계 및 플랫폼	META	Meta	메타버스·AI 스마트글래스 시장 선도, Oculus·Ray-Ban Meta 등 하드웨어·플랫폼 동시 보유	
		GOOGL	Alphabet	AR 기술 및 AI 연구를 통해 메타버스 관련 기술 개발에 참	
		하드웨어	SNAP	Snap	AR 렌즈·Bitmoji·Spectacles 등 AR/스마트글래스·메타버스 기술 선도
			ADSK	Autodesk	3D 디자인·애니메이션 소프트웨어, 메타버스·XR 콘텐츠 제작 필수 툴
VUZI	Vuzix		산업·소비자용 스마트글래스 전문, AR 웨어러블 하드웨어 시장 강자		

자료: 한화투자증권 리서치센터



2025  
하반기전망



fear and GROWTH

박승영 | [park.seungyoung@hanwha.com](mailto:park.seungyoung@hanwha.com) | 3772-7679

---

IV

---

투자전략

21세기 중상주의(重商主義)



# 자유무역 vs. 보호무역

- ❖ 자유무역과 보호무역은 서로 원인과 결과로 작용하며 반복돼 왔음
- ❖ 대공황, 2차 세계대전에 대한 반성으로 시작된 자유주의는 1989년 소련 해체로 최고조에 달했지만
- ❖ 2008년 금융위기를 기점으로 미국의 경상수지, 재정수지 적자가 유지 불가능해지면서
- ❖ 트럼프가 주창하는 미국 우선주의(America First) 시대로 귀결됐음

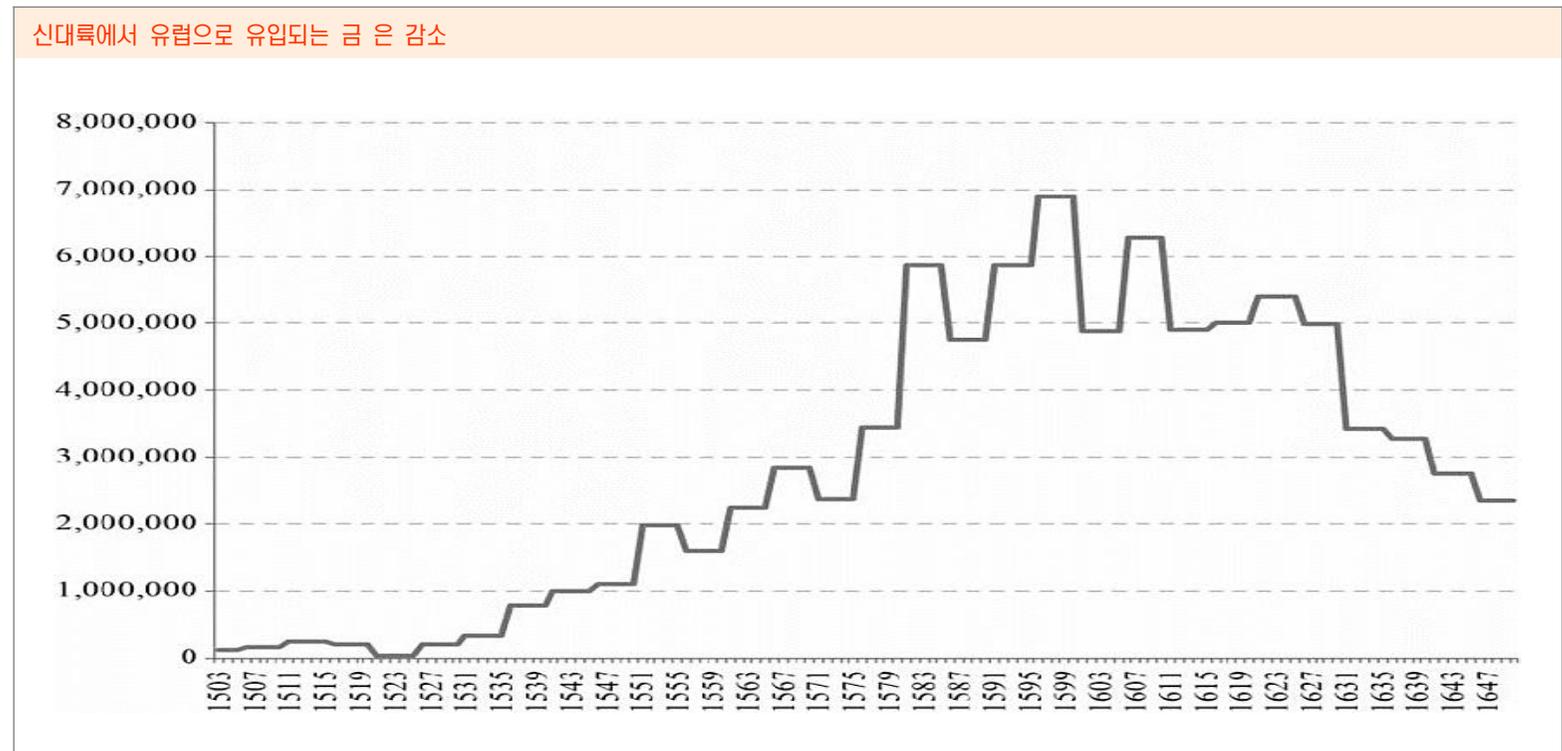
르네상스 이후 자유무역과 보호무역 번갈아 나타나			
시기	무역사조	변곡점	사회기조
14세기	자유무역주의	1350년 흑사병으로 장원 몰락	이탈리아 중심 도시 발달
15세기	자유무역주의	1453년 오스만제국에 의한 비잔틴제국 멸망	대항해시대(1492년 콜럼버스 신대륙발견)
16세기	중상주의	1540년 라틴아메리카 금은광산 발견	왕실 금은 축적(스페인 가격혁명)
17세기	중상주의	1610년 신대륙으로부터 금은 유입 감소	중상주의 최고조
18세기	중상주의/자유무역주의	1760년 영국산업혁명	중상주의 쇠퇴 의회주의
19세기	자유무역주의	1870년대 독일 등 후발산업국가 부상	영국 중심 자유무역 사상 발전
20세기 전반	보호무역주의	1929년 대공황	금 본위제 기반 보호주의
20세기 후반	신자유주의	1989년 소련 해체	EURO, 자유주의 최고조
21세기 전반	신자유주의/보호무역주의	2008년 금융위기	America First

자료: 한화투자증권 리서치센터



# 17세기 중상주의의 시작

- ❖ 라틴아메리카로부터 유입되는 금의 수량이 감소하기 시작
- ❖ 17세기 초 연 700만톤 유입되던 금은 17세기 중반 200만톤으로 3분의 1 이상 감소
- ❖ 16세기부터 인구의 증가와 동반해 나타났던 유럽의 인플레이션은 17세기 중반을 기점으로 전환



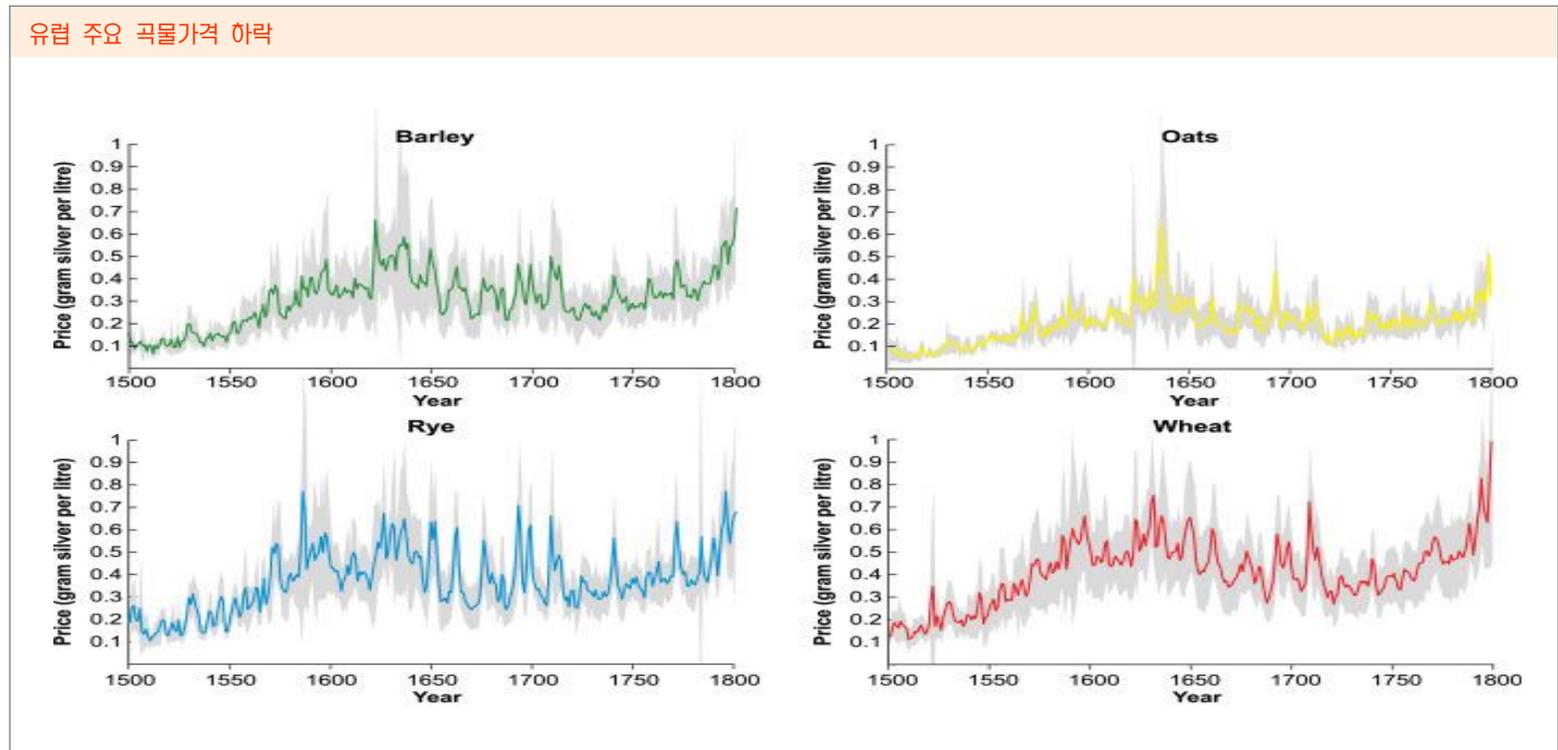
주: 금+은 유입량  
자료: Google Scholar, 한화투자증권 리서치센터



## 신대륙발 디플레이션

- ❖ 신성로마제국의 페르디난트 2세가 가톨릭을 강요한 것이 발단이 돼 30년 전쟁이 발발
- ❖ 1648년 베스트팔렌 조약이 체결돼 30년 전쟁은 종료됐으나 독일 인구가 감소하는 등 유럽 황폐화
- ❖ 유럽 주요국은 ① 금을 축적하고 ② 식물산업 등 제조업을 육성하고 ③ 항해조례 등 자국에 유리한 교역정책을 펴

유럽 주요 곡물가격 하락



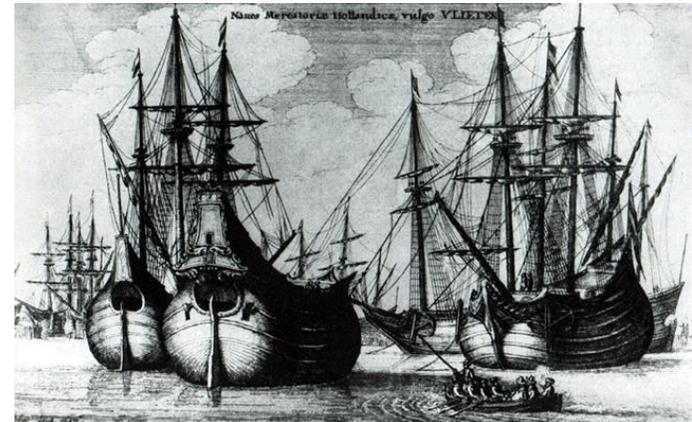
자료: Google, 한화투자증권 리서치센터



## 핵심부의 경쟁 ① 조선업의 네덜란드

- ❖ 네덜란드는 국토의 25%가 해수면보다 낮음. 1594년 ‘코르넬리스 코르넬리스존 반 위트게스트’가 풍차를 이용한 제재소 발명
- ❖ 목재를 30배 빨리, 균일한 규격으로 생산. 풍차 많은 Zaan강 유역에 목재소, 조선소 집적. 선박 설계 및 건조 기술 발전
- ❖ 17세기 네덜란드 번영의 주역인 플루트선(Fluyt) 발명. 더 적은 인원으로 더 많은 화물 운송 가능
- ❖ 공업이 도시에 위치해 노동조합이 등장했고 복지정책 확대에 따른 고임금 고율 과세로 제조업 경쟁력 쇠퇴

네덜란드 목재소와 플루트선



자료: Gemini, Wikipedia, 한화투자증권 리서치센터



## 핵심부의 경쟁 ② 왕의 프랑스

- ❖ 루이14세 때 재상 콜베르는 유리, 테피스트리(tapestry) 등에 관세 부과
- ❖ 강력한 왕권으로 상업자본이 성장하지 못한 채 사치품 제조업으로 발전. 현대 명품산업의 토대
- ❖ 프랑스, 영토가 넓고 자원 풍부해 대외무역에 주력하지 않았음
- ❖ 콜베르는 직접세를 매겨 균형재정 달성. 프랑스 중산층은 귀족으로 분류, 생산활동에 소극적

### Tapestry는



자료: Google Image, 한화투자증권 리서치센터

### 현대 프랑스 명품의 토대가 됨



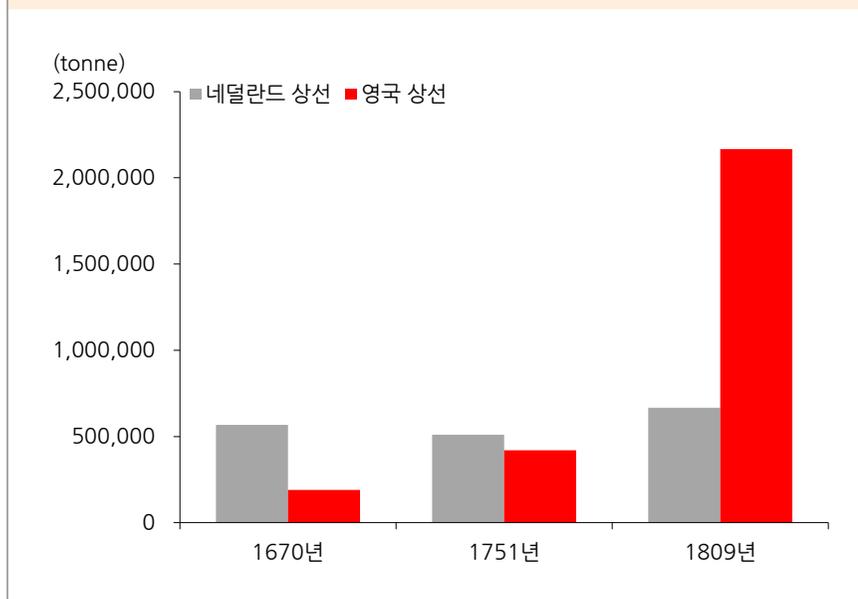
자료: Hermes, 한화투자증권 리서치센터



## 핵심부의 경쟁 ③ 사적 대량생산의 영국

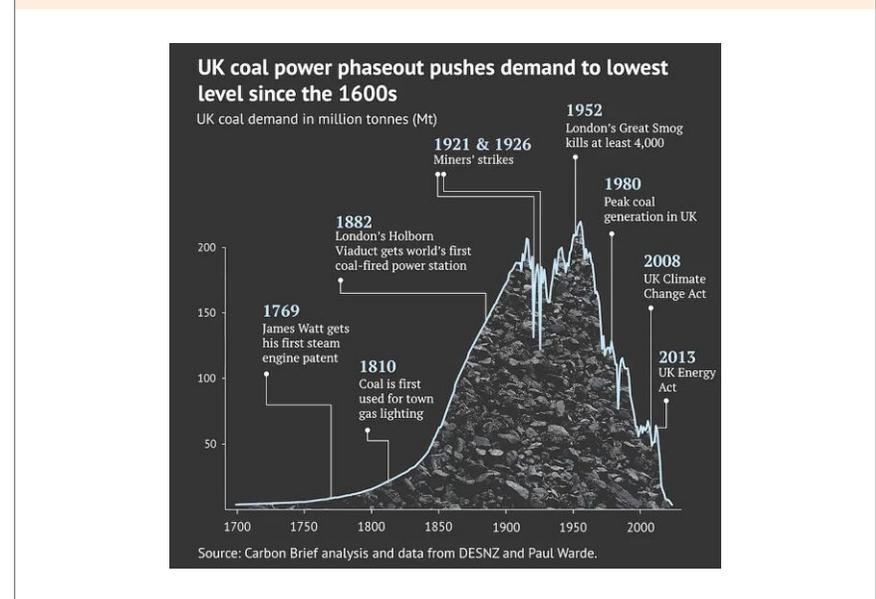
- ❖ 프랑스보다 내수가 작았고, 1) 조선업 성장 2) 런던 대화재 3) 아일랜드 목재난으로 발트해 국가들, 아메리카 식민지와 교역 확대
- ❖ 목재 부족은 목탄 부족으로 이어져 a) 석탄 개발 압력 확대 b) 발트해에서 철수입 증가
- ❖ 항해조례 후 선박 많아지며 c) 삼각무역 육성 d) 식민지 육성 위해 외국인 이민 허용
- ❖ 교역은 사적으로 통제, 대량생산으로 보호무역 반대, 의회제 자유주의 발전, 장기 국채 메커니즘 형성
- ❖ 중상주의에서 가장 성공한 영국 내부에서 자유무역 주장 생겨남

식민지 성장으로 영국 선박 급증



자료: Lesger, Petty, 한화투자증권 리서치센터

석탄 수요도 동반 증가

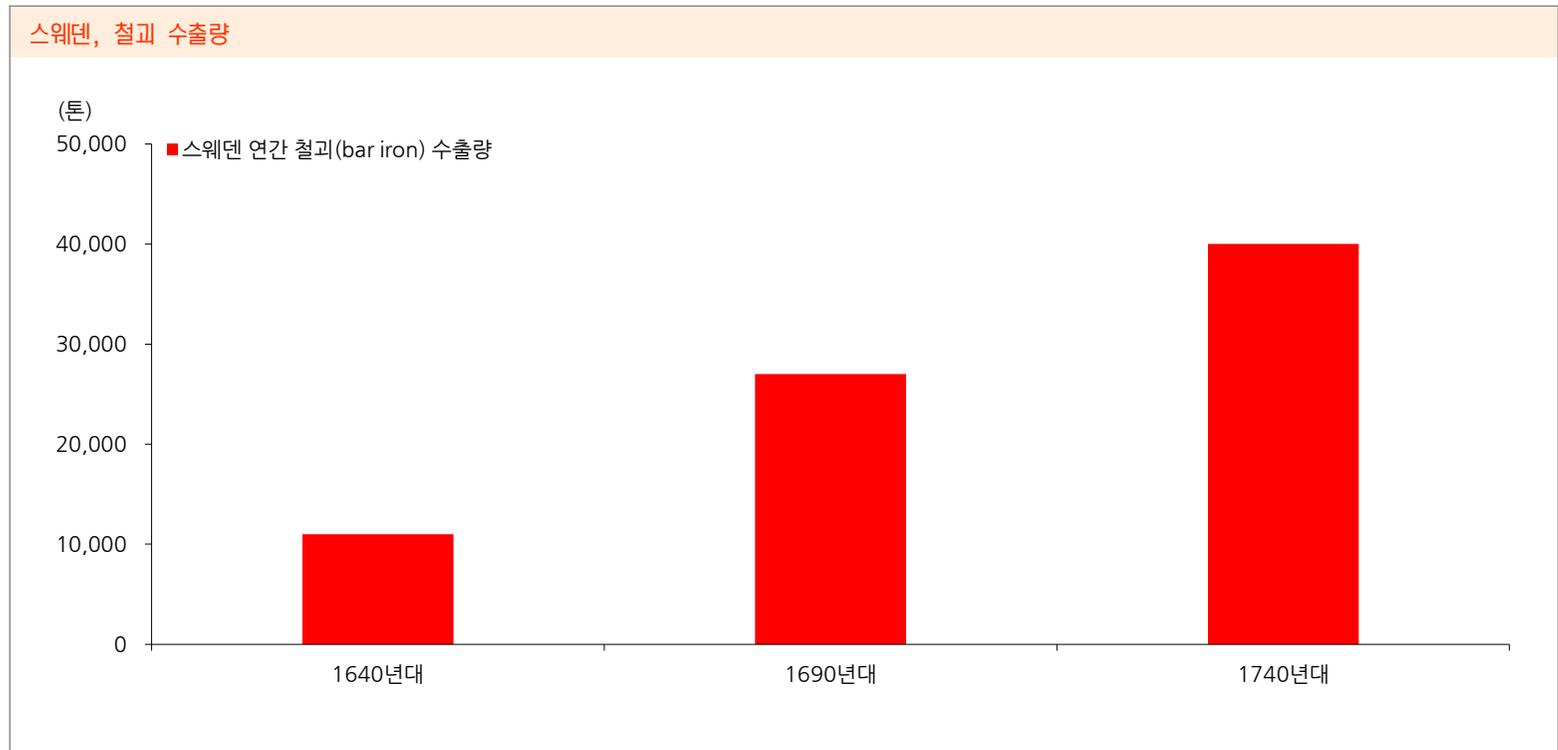


자료: Carbon Brief, 한화투자증권 리서치센터



## 반주변부의 부상 ① 특화한 스웨덴

- ❖ 스웨덴, 직물을 수입하고 광물을 수출하는 교역구조. 광물에 특화
- ❖ 스웨덴 구리는 네덜란드에서 술과 낫쇠 제품을 만드는데 사용. 네덜란드가 차관을 제공하고 구리로 변제하는 방식
- ❖ 구리 다음은 철. 대포 등 군수물자와 철제 가정용품 수요 증가. 스웨덴 철은 고순도로 네덜란드가 투자
- ❖ 스웨덴은 고순도 철, 구리, 타르 세가지 품목을 거의 독점



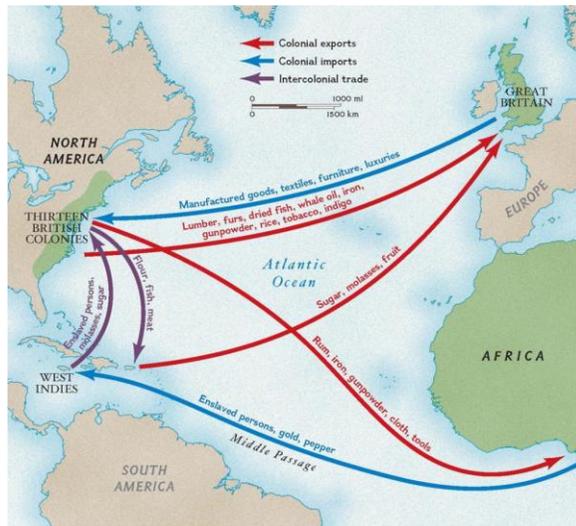
자료: Google Scholar, 한화투자증권 리서치센터



## 반주변부의 부상 ② 삼각무역의 북아메리카 식민지

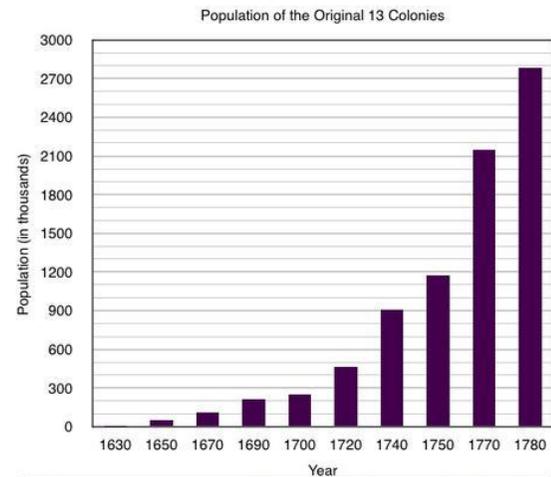
- ❖ 1651년 영국이 1차 항해조례를 시행한 이후 급부상. 항해조례는 영국으로 상품을 운송하는 선박을 영국 혹은 최초 생산국으로 제한
- ❖ 영국은 항해조례로 중계무역을 배제했고 원재료 조달을 위해 북아메리카 식민지를 육성
- ❖ 영국은 프랑스와 가까웠던 스웨덴도 경계해 식민지 육성에 더 적극적. 외국인도 식민지 이주를 허용
- ❖ 영국은 식민지에 무역적자를 강요. 식민지는 영국 제품을 수입하기 위해 제조업을 확장하고 해운산업을 육성

영국, 북아메리카 식민지 육성위해 삼각무역



자료: Google Scholar, 한화투자증권 리서치센터

북아메리카 식민지 인구



\*Not all thirteen colonies were established at the same time, so as time passed by, more colonies were formed. Georgia, being the last of the thirteen colonies, was established in 1732.

자료: Google Scholar, 한화투자증권 리서치센터



# 성공 공식은 지금도 유효하다

- ❖ 중상주의 보호무역이 투자와 교역의 감소를 의미하지 않음
- ❖ 네덜란드는 상업이 강해 투기로 돈이 몰렸고, 전쟁에서 패배했고, 도시 노동자들을 위한 과도한 복지로 세금부담 확대
- ❖ 스페인은 직물 제조업이 수공업에서 벗어나지 못했고 라틴아메리카로부터 정화(금, 은) 유입이 줄면서 쇠퇴

## 17세기 중상주의 성공과 실패 요인들

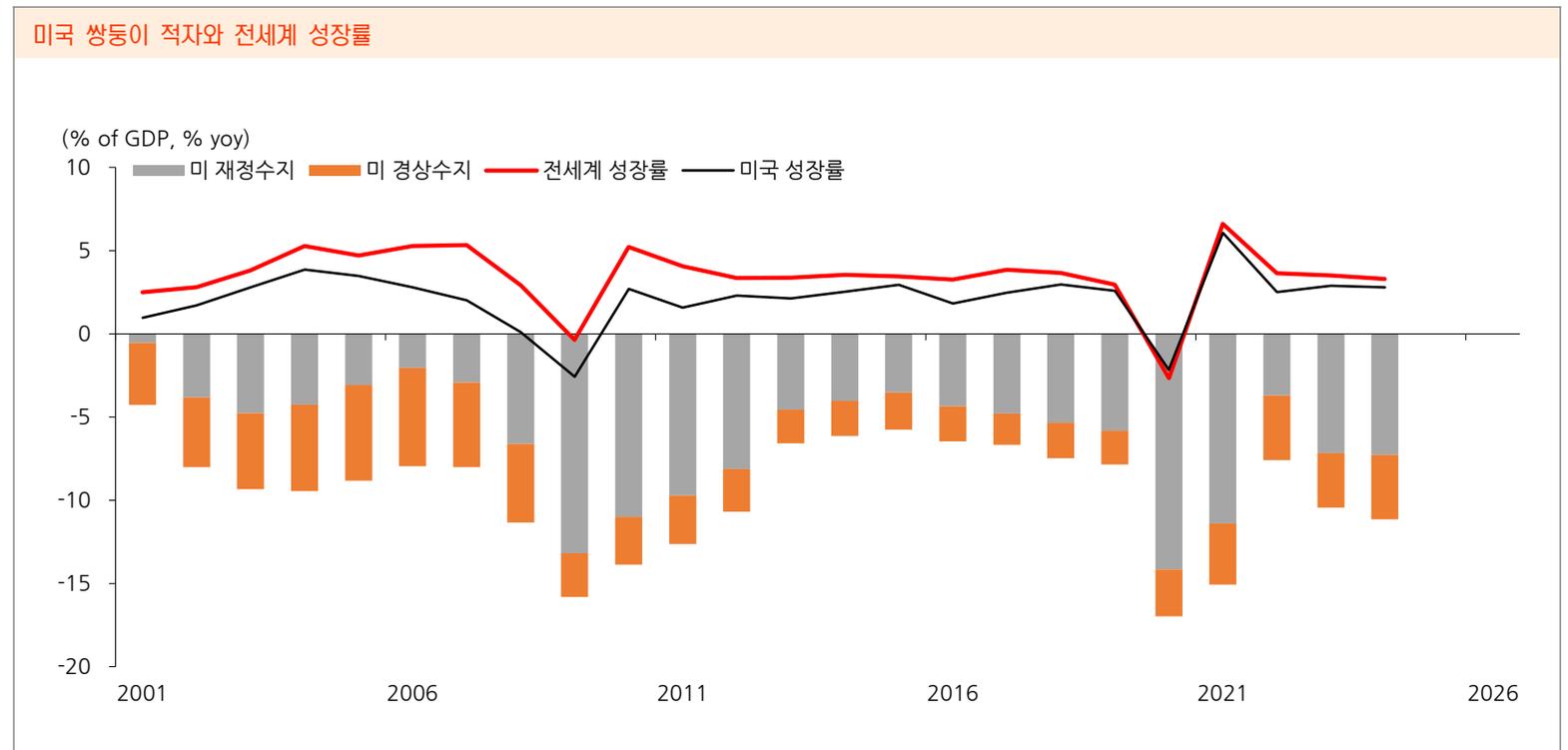
	성공	실패
핵심부	영국	네덜란드
반주변부	스웨덴	스페인
요인	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 생산 고도화</li> <li>- 상품 특화</li> <li>- 교역 증가</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 상업(금융) 집중</li> <li>- 정화(正貨) 부족</li> <li>- 과도한 세금</li> </ul>

자료: 한화투자증권 리서치센터



## 적자를 줄이면 달러공급은 감소

- ❖ 유럽 중국 일본 등 주요국, 재정수지 적자 경상수지 흑자 기록중. 특히 동아시아 국가들은 중상주의 정책에 기반해 성장
- ❖ 재정적자를 줄이는 건 자신의 고통이지만 경상적자를 줄이는 건 남의 고통이기 때문
- ❖ 미국 또한 재정적자 감축보다 경상적자 감축을 우선시 할 수밖에 없음



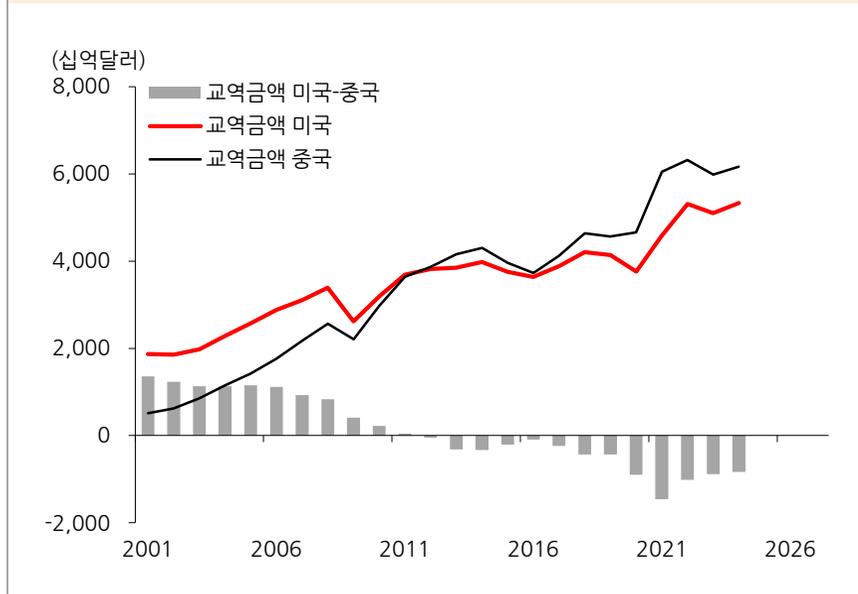
자료: IMF, CEIC, 한화투자증권 리서치센터



# 보호무역에서 승리하기 위한 조건

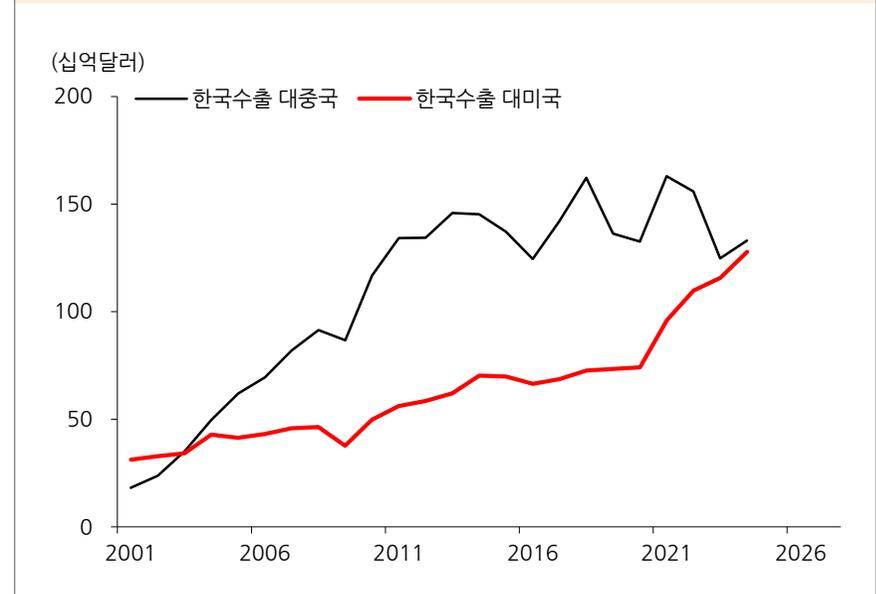
- ❖ 보호무역은 투자와 교역의 감소를 의미하지 않음. 내수주는 좋은 대안이 아님
- ❖ 생산을 고도화하고, 상품을 특화하고, 교역이 증가한 나라들이 보호무역 경쟁에서 승리
- ❖ 미국과 중국은 다른 나라들과 교역을 늘리기 위해 경쟁할 것으로 예상

미국 중국, 교역 증가 감소 반복



자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

한국수출, 대미국 대중국 비슷

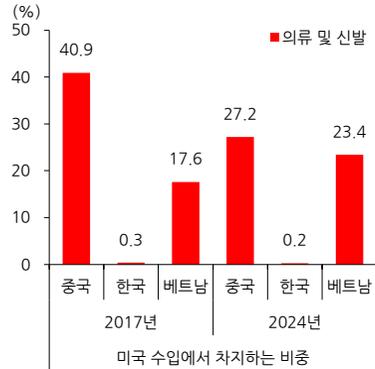


자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

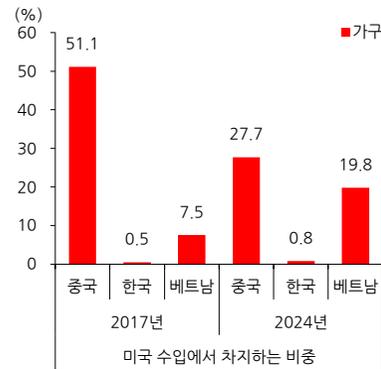


# 미국, 중국 밀어내고 있고

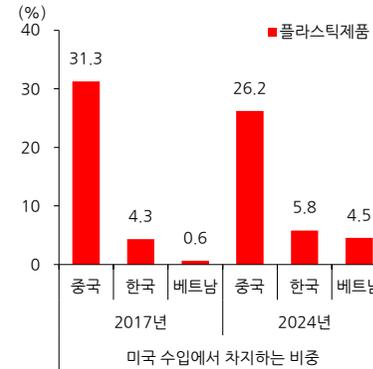
의류신발, 베트남이 중국 대체



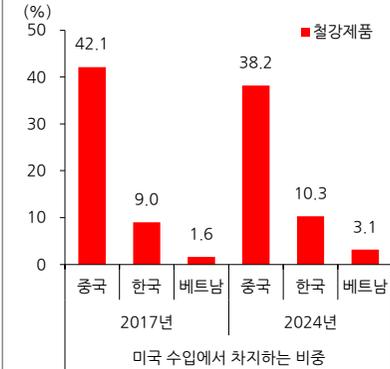
가구, 베트남이 중국 대체



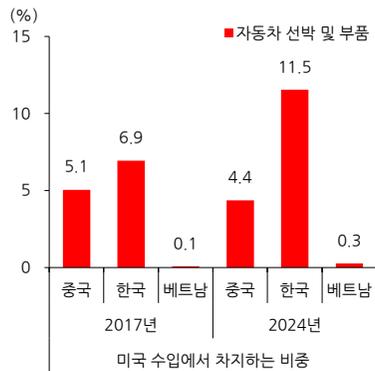
플라스틱, 변화 미미



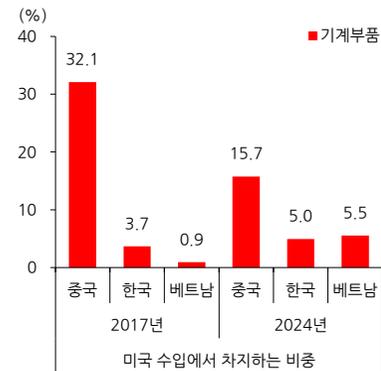
철강, 변화 미미



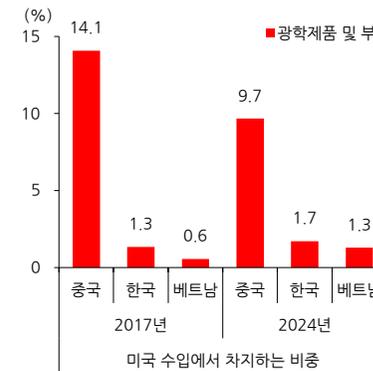
자동차선박, 한국 독주



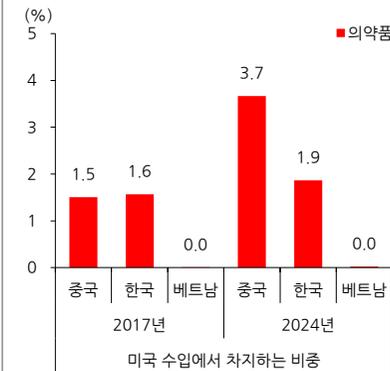
기계, 한국이 중국 대체



광학제품, 중국 하락



의약품, 중국 한국 상승

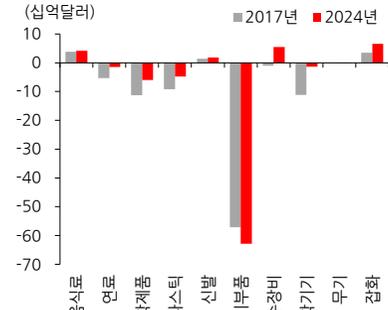


자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

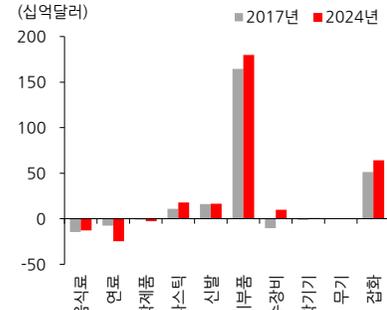


# 중국은 미국 대체시장 찾는 중

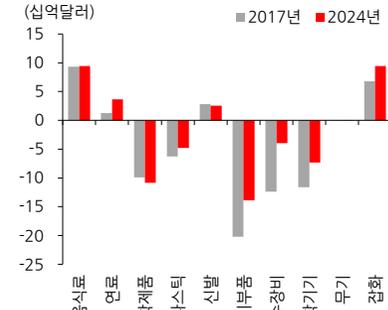
중국의 대한국 무역수지



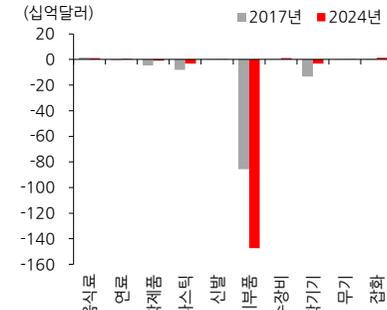
중국의 대미국 무역수지



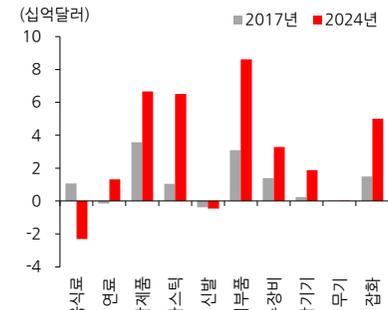
중국의 대일본 무역수지



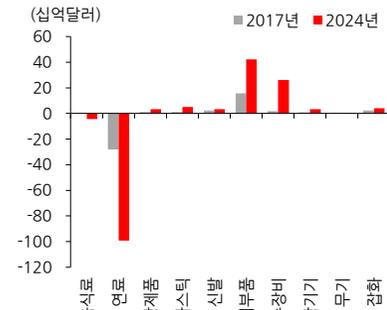
중국의 대대만 무역수지



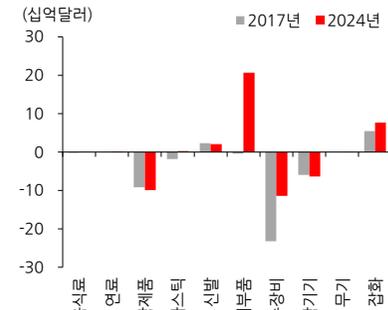
중국의 대베트남 무역수지



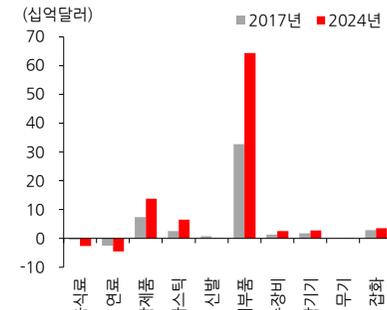
중국의 대러시아 무역수지



중국의 대독일 무역수지



중국의 대인도 무역수지

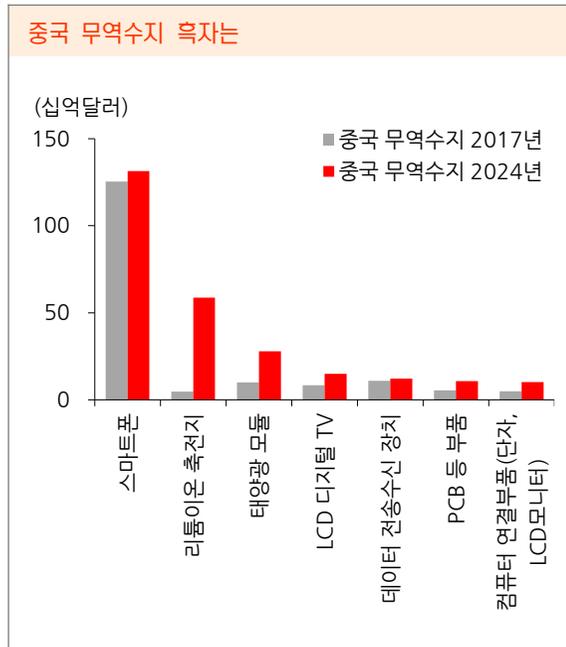


자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

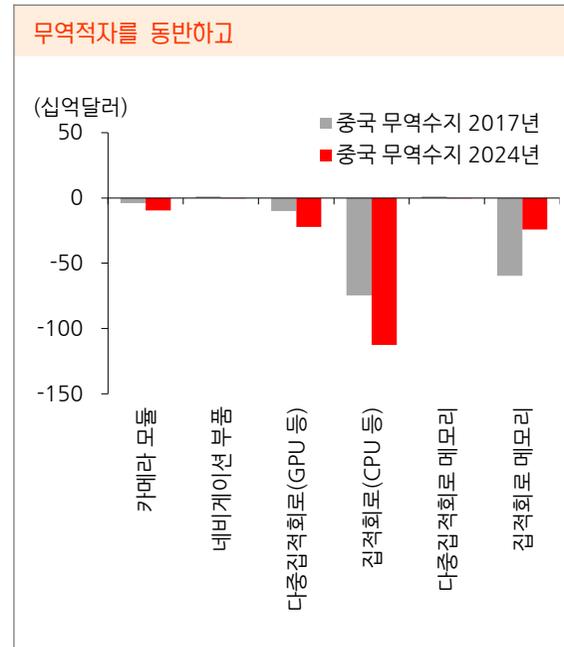


# 중국의 무역구조

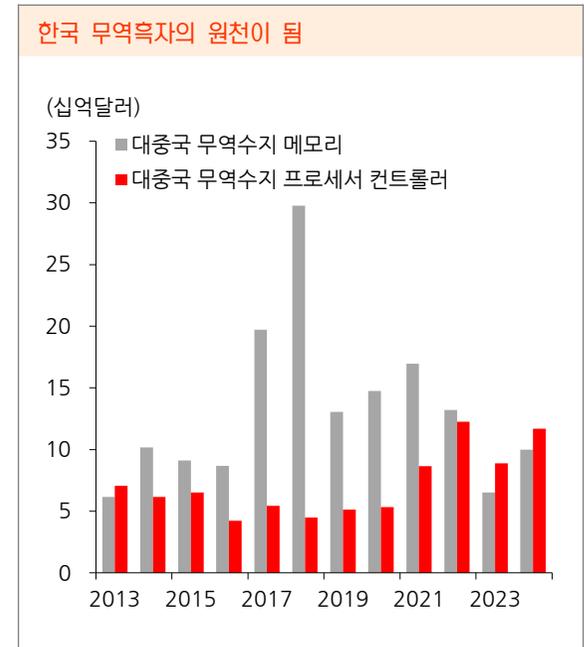
- ❖ 중국은 원유 등 원자재를 수입해 가공해서 수출하는 동아시아 국가 모델을 따르는 중
- ❖ 중국은 스마트폰, 배터리, 태양광모듈, 디지털tv 등에서 수출을 늘렸지만
- ❖ CPU, GPU는 수입이 증가했고, 메모리는 여전히 수입 중
- ❖ 메모리 무역적자 감소는 국내기업들의 중국 현지공장 수출로 추정



자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터



자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

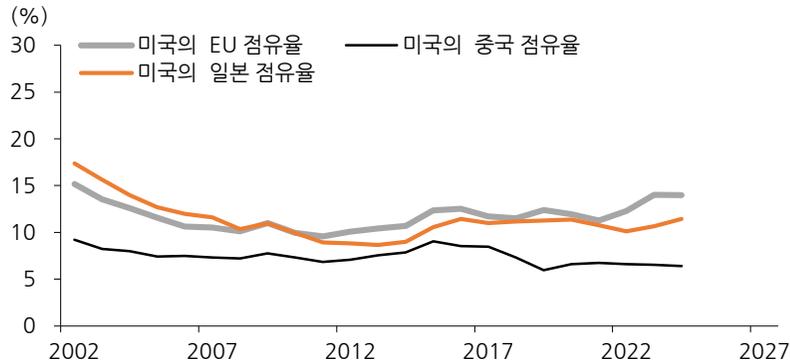


자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터



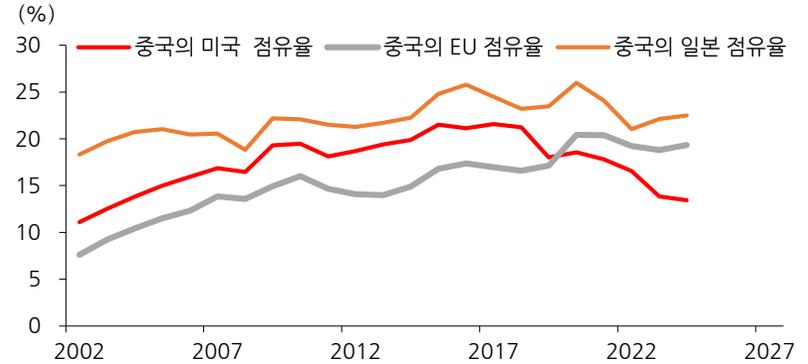
# 주요국 점유율

미국, 주요시장 점유율 유지



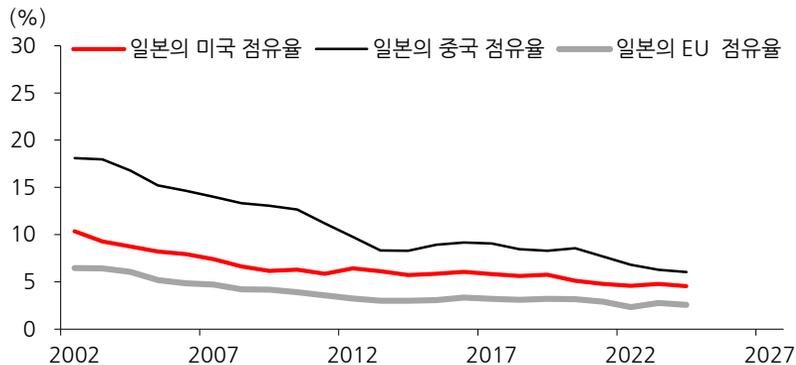
자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

중국, 2018년 이후 미국 잃고 EU 확대



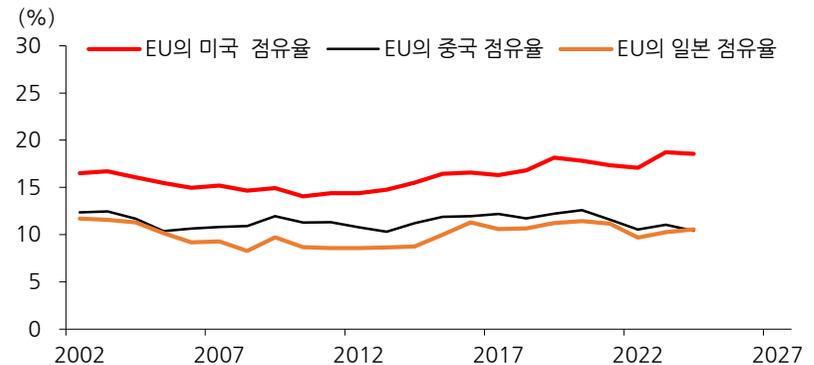
자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

일본, 대부분 주요시장서 점유율 잃어



자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

EU, 주요시장서 점유율 유지



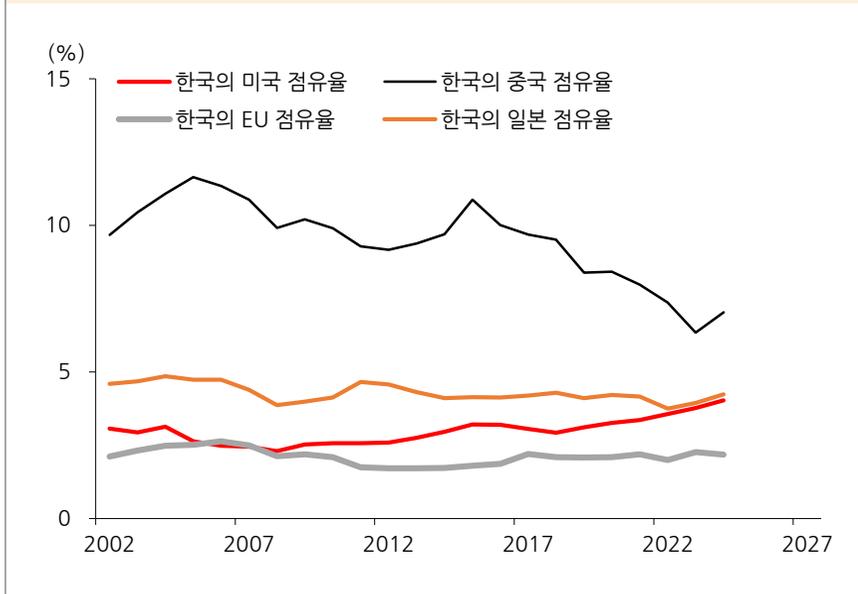
자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터



# 한국, 주요시장서 점유율 방어중

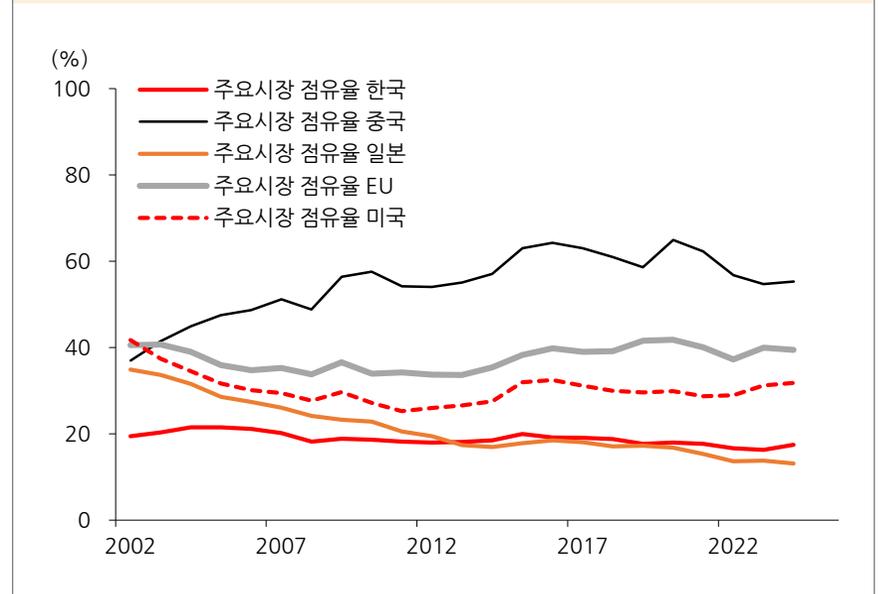
- ❖ 주요국 수입에서 한국 점유율은 지켜지고 있는 것으로 판단. 중국에서 하락을 미국, 유럽에서 보충
- ❖ 일본은 미국, 유럽, 중국 시장점유율 하락세. 미국, 유럽은 시장점유율 방어 중

한국, 주요시장에서 점유율 지키는 중



자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

일본과 대비



주: 한국은 4개국 점유율 합계, 다른 나라들은 한국을 제외한 3개국 점유율 합계  
 자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터



# 미국 관세, 한국 수출 -2.3% 효과

- ❖ 5월 10~11일 미중 고위급 무역회담 결과 미국의 대중국 관세율 하락. 품목관세 70%(25%+25%+20%) 보편관세 30%
- ❖ 관세율과 수입증가율 계수는 -1로 알려져 있음. 미국의 대중국 평균 관세율은 33.0%
- ❖ 한국의 대중국 수출중 미국향 가공수출 비중은 20%. 미국의 대중국 관세로 한국 수출이 받을 영향은 -6.6%
- ❖ 관세로 한국의 대미국 수출이 직접 받는 영향은 -15.7%. 전체 수출이 받을 영향은 -2.3%

## 미국 관세가 한국 수출에 미치는 직간접적 영향

	무역법 232조 (안보)	무역법 301조 (불공정)
중국	25%	25%
멕시코	25%	
캐나다	25%	
한국	25%	

한국 대중국 수출중 미국향 20%

### 관세 영향(십억달러)

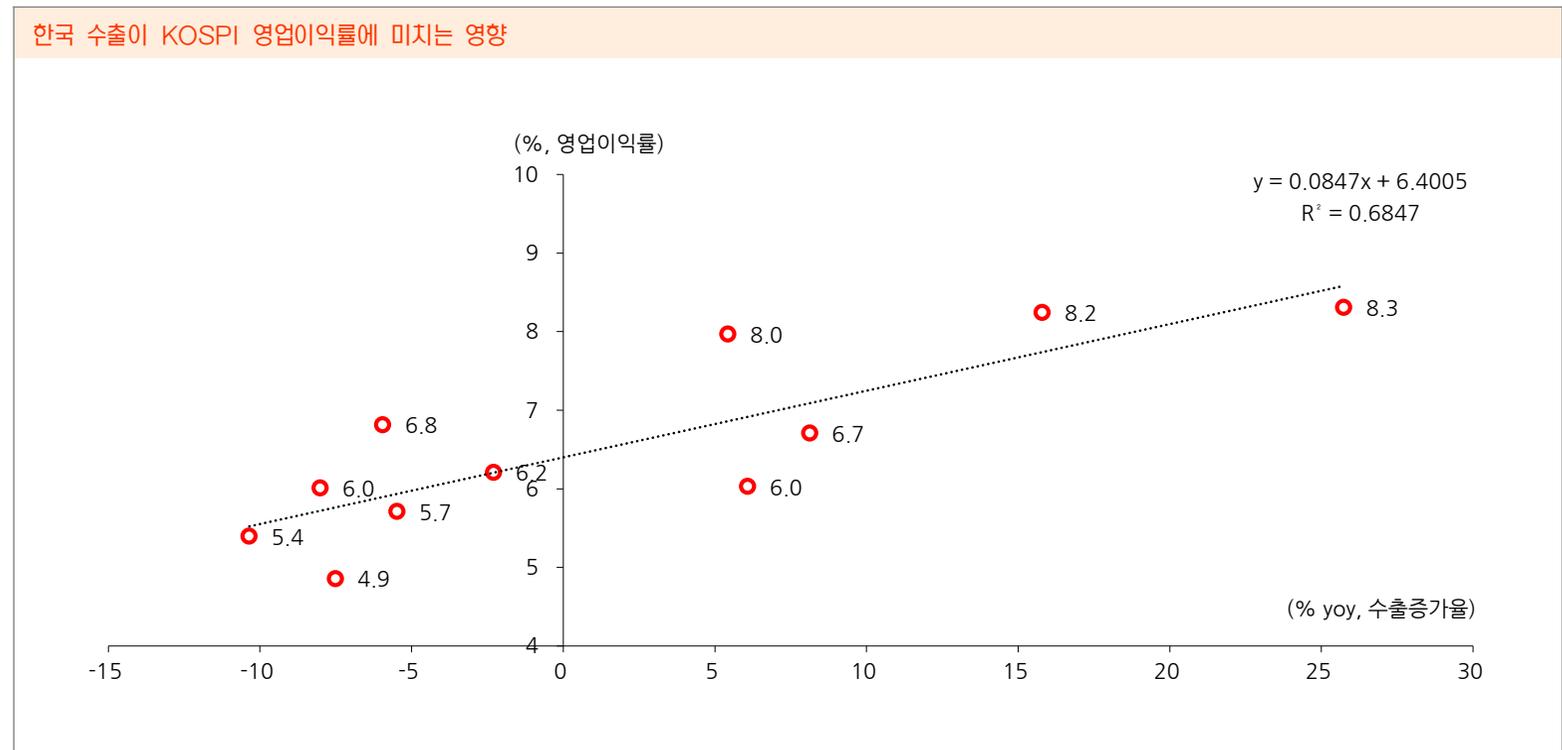
	2024년	품목관세	보편관세	관세반영	감소폭
한국 -> 미국 수출	127.8	36.2	71.5	107.7	(15.7)
중국 -> 미국 수출	524.3	11.8	339.6	351.3	(33.0)
한국 -> 중국 수출	133.0			124.2	(6.6)
한국 -> ex 미중 수출	422.8			436.2	1.03
수출총합	683.6			668.1	(2.3)

자료: 한화투자증권 리서치센터



## 영업이익률 0.5%p 하락

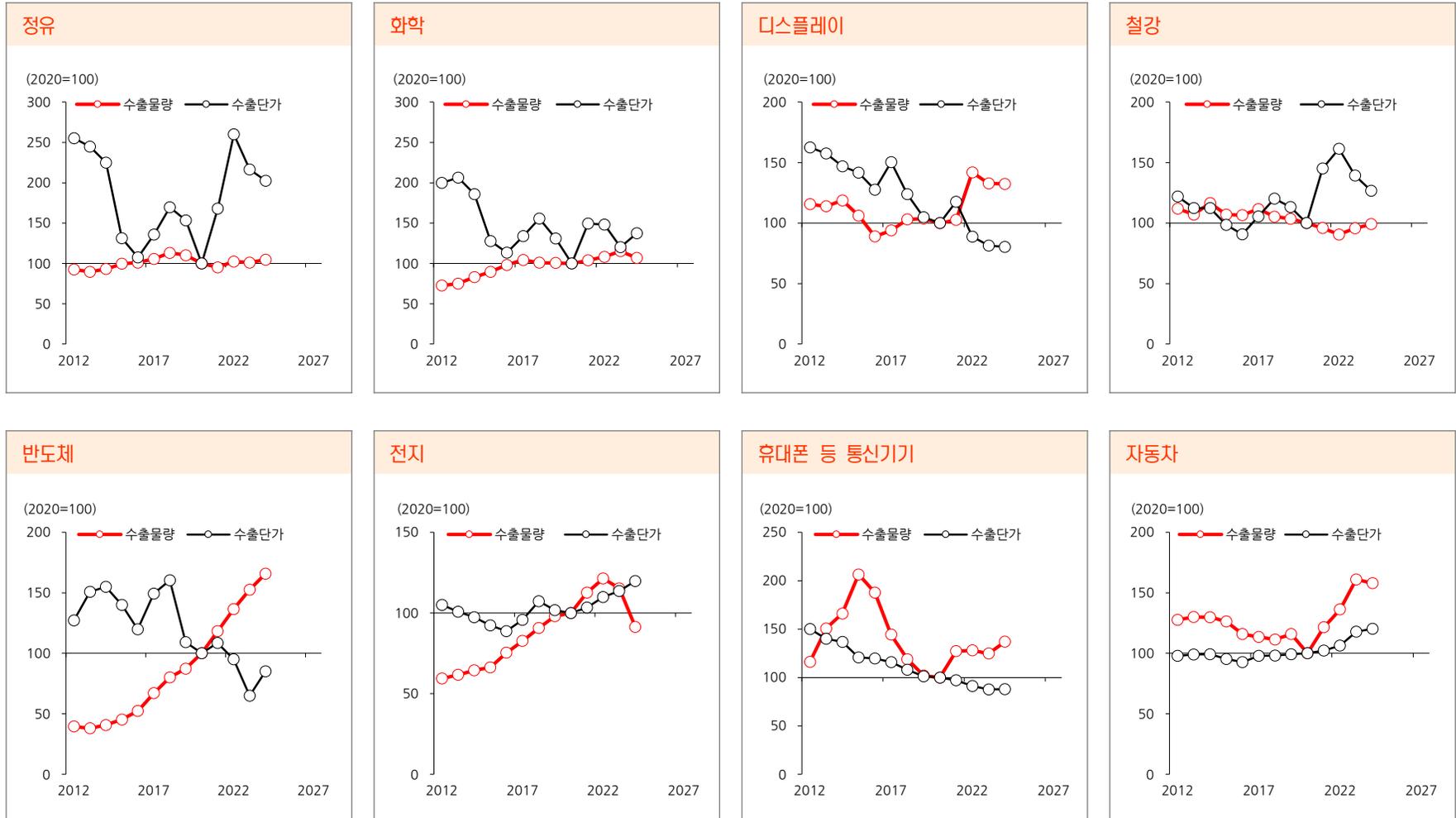
- ❖ 관세가 국내 주식시장에 미칠 공극의 영향은 수출 증가율의 하락과 마진율의 하락
- ❖ 2015년 이후 수출 증가율과 마진율의 회귀식을 구해보면 수출이 정체되면 KOSPI의 영업이익률은 6.4%
- ❖ 수출이 2.4% 감소한다고 가정했을 때 영업이익률은 6.2%로 하락하며 2022년 6.0%, 2015년 6.0%와 비슷한 수준



자료: 한화투자증권 리서치센터



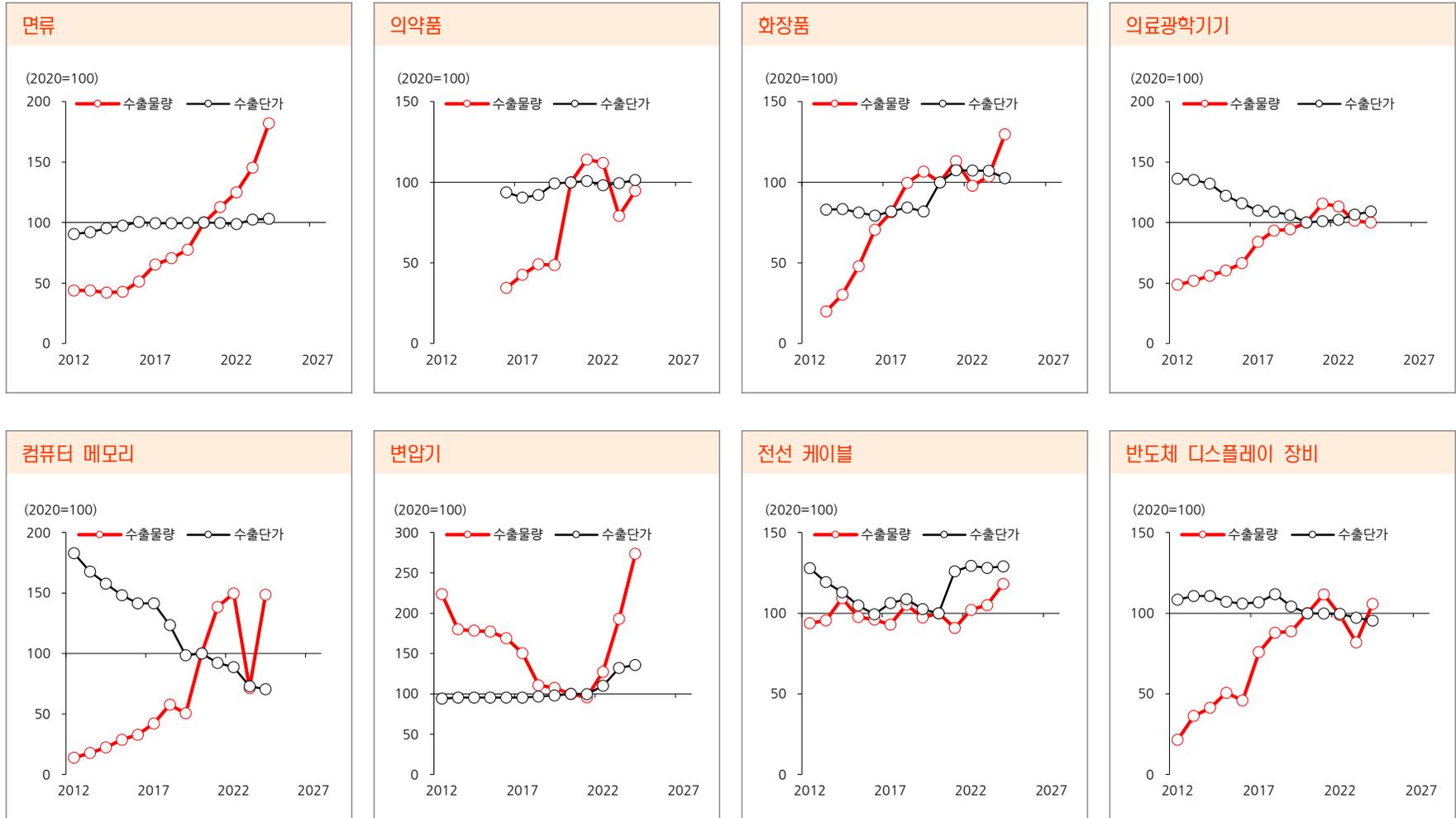
# 대체 불가능성, 수출물량이 증가하고



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터



# 대체 불가능성, 단가도 상승하는 품목



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터



# 비싸고 좋은 것에 특화

- ❖ 한국은 가격이 비싸고 진입장벽이 있는 산업으로 특화해 나갈 전망
- ❖ 고가의 제조품은 가격이 비싸지만 진입이 자유로워 관세가 매겨질 수 있는 영역
- ❖ 가격이 싼 품목들은 관세를 매겨도 미국내에서 생산이 늘어날 유인이 적음
- ❖ 의약품, 의료기기, 화장품 등 품질 요건이 까다로운 분야로 또 한차례 밸류체인을 업그레이드해야 할 때



자료: 한화투자증권 리서치센터

2025  
하반기전망



fear and GROWTH

김수연 | sooyeon.k@hanwha.com | 3772-7628

---

V

---

시황

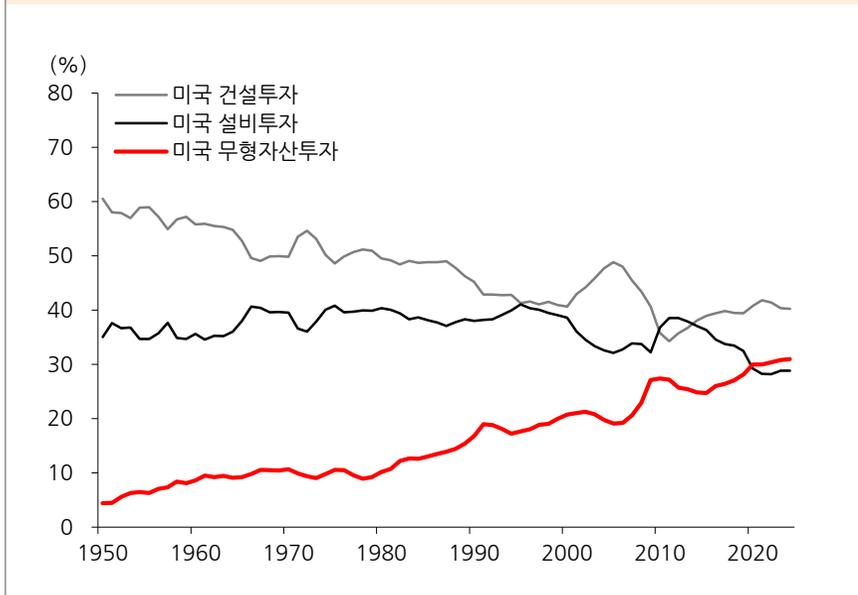
시장은 똑똑하다



# 고도화의 중심은 무형자산

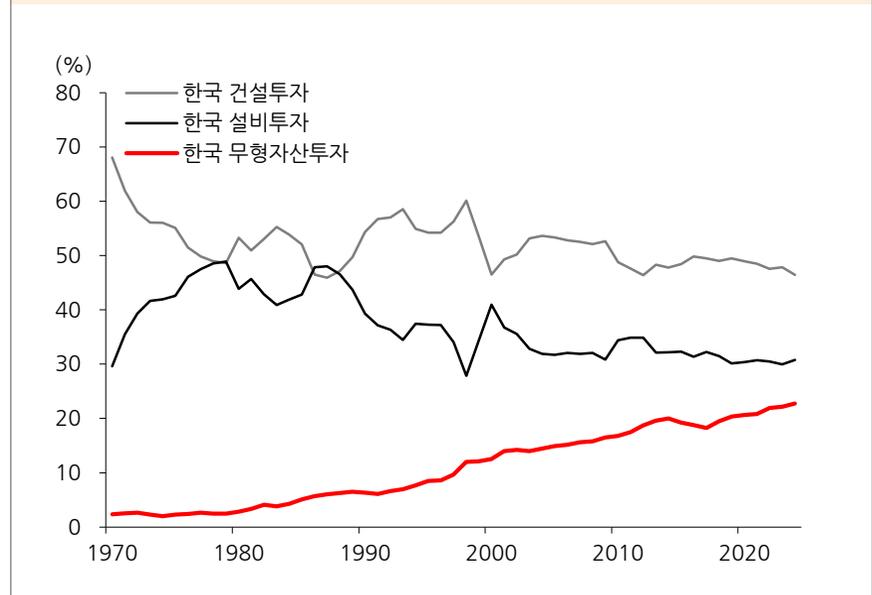
- ❖ 미국 고정자산 투자에서 무형자산투자가 설비투자 앞지르기 시작. 건설투자 40% 설비투자 29% 무형자산투자 31%
- ❖ 한국 고정자산 투자 비중, 건설 설비 줄고 무형자산 증가 중. 건설투자 46% 설비투자 31% 무형자산투자 23%. 현재 투자 구성은 미국의 2000년대 후반과 비슷
- ❖ 산업이 고도화되면서 주식시장 구성도 R&D 집약 산업 중심으로 재편되는 중

미 고정자산 투자, 무형자산이 설비투자 비중 앞질렀고



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

한국도 무형자산투자 비중 늘어나는 중

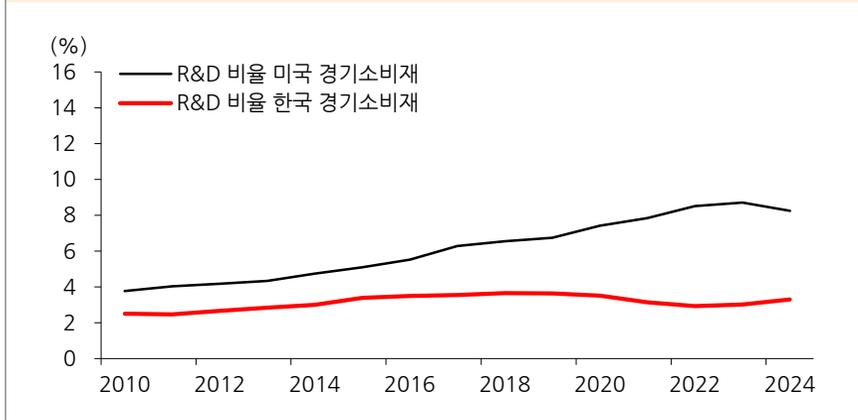


자료: ECOS, 한화투자증권 리서치센터



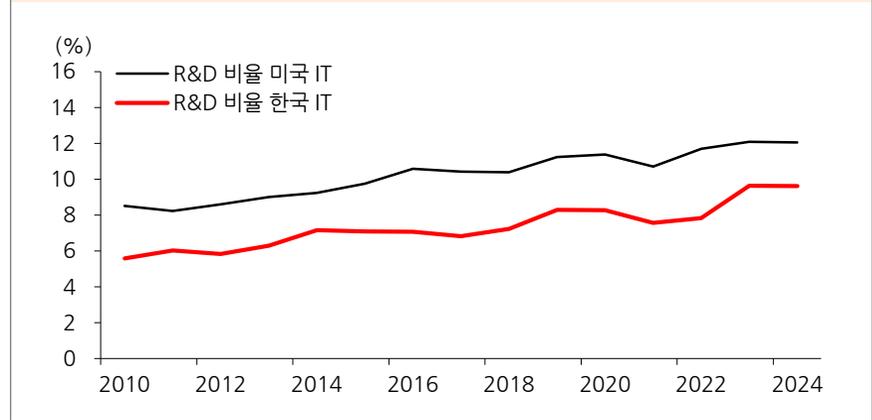
# 소비재 IT 커뮤니케이션 vs. 헬스케어

매출대비 R&D 비율 경기소비재, 미국 꾸준히 상승 한국 정체



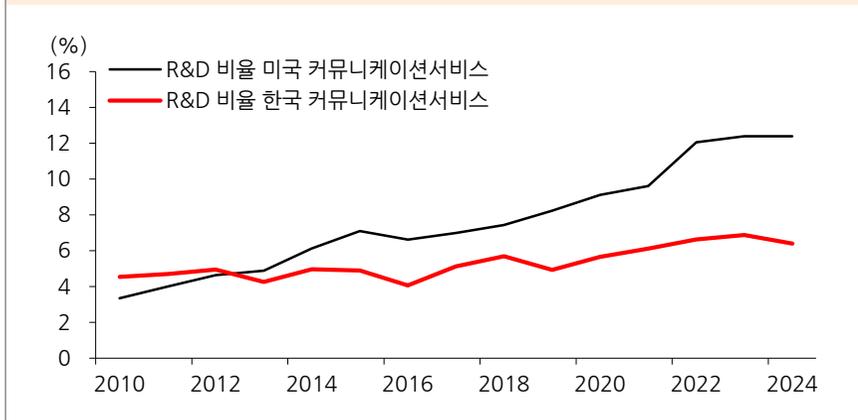
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

IT, 미국은 R&D 한국은 Capex



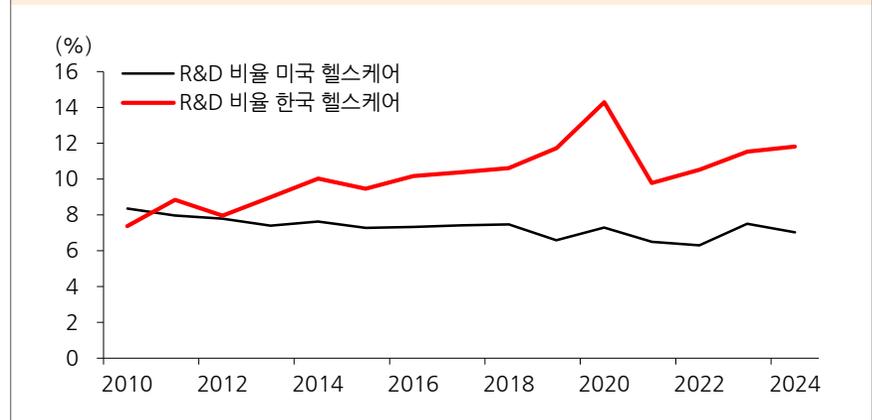
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

커뮤니케이션서비스 R&D, 미국 한국 격차 확대



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

헬스케어 R&D, 한국이 미국보다 많아



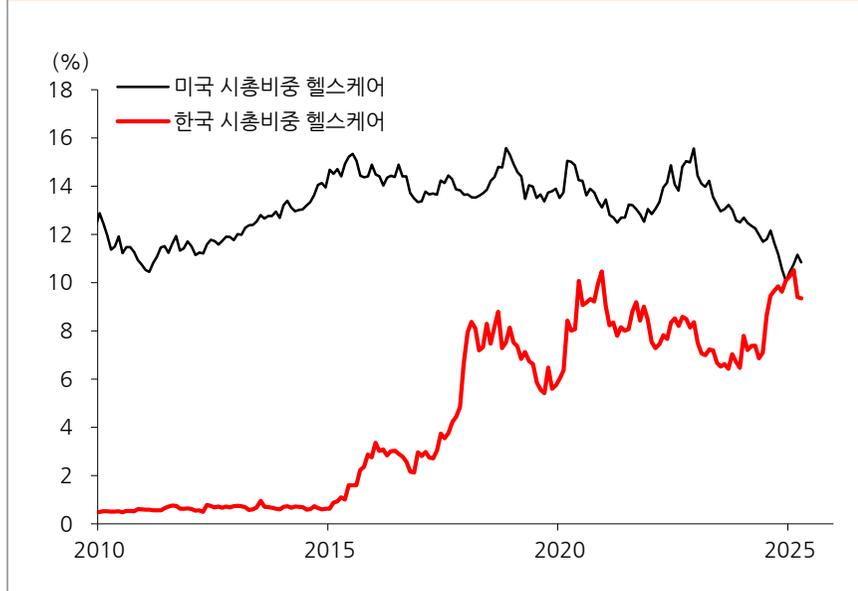
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



# 국내 헬스케어 비중이 올라올 수 있었던 건

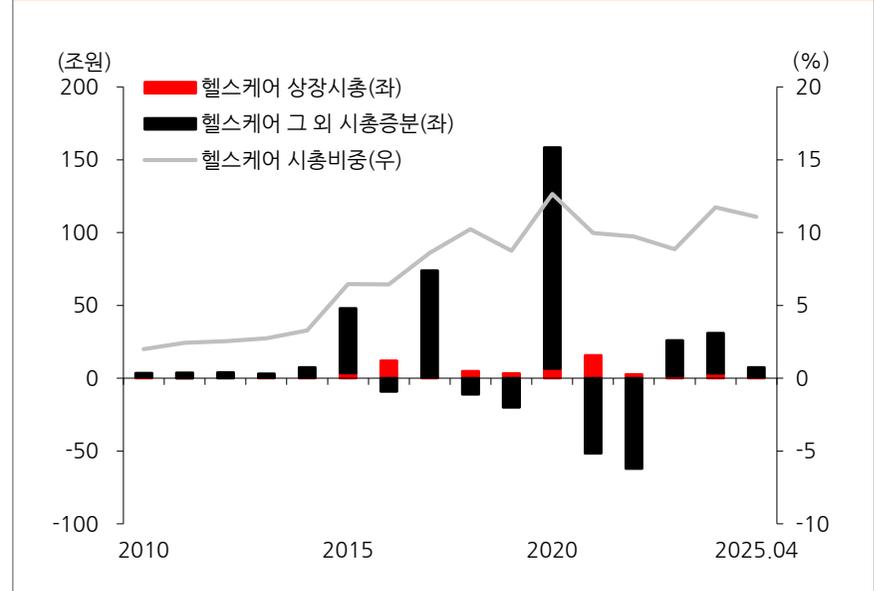
- ❖ 한국 헬스케어 시총비중, 2014년 0.6%에서 2016년, 2018년, 2021년 비중 확대. 2025년 비중 9.4%로 미국 10.8%에 근접
- ❖ 주가와 시총으로 보면 2010년부터 헬스케어 주가 260% 오르는 동안 시총은 1,270% 증가
- ❖ 주가 상승보다 상장이 헬스케어 비중 확대에 영향

헬스케어 비중 미국만큼 올라온 건



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

상장과 주가 상승 반복하며 비중 확대됐기 때문



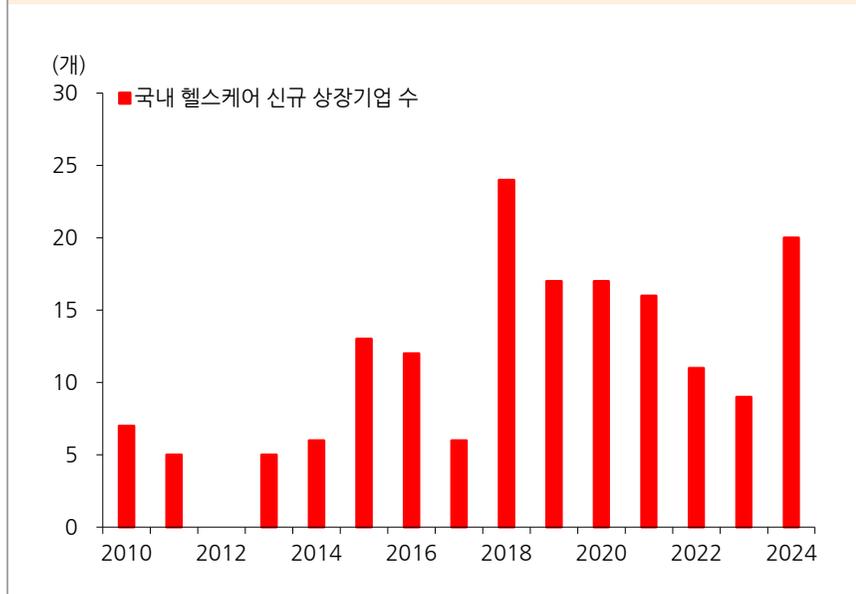
자료: KIND, WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



## 상장과 R&D 때문

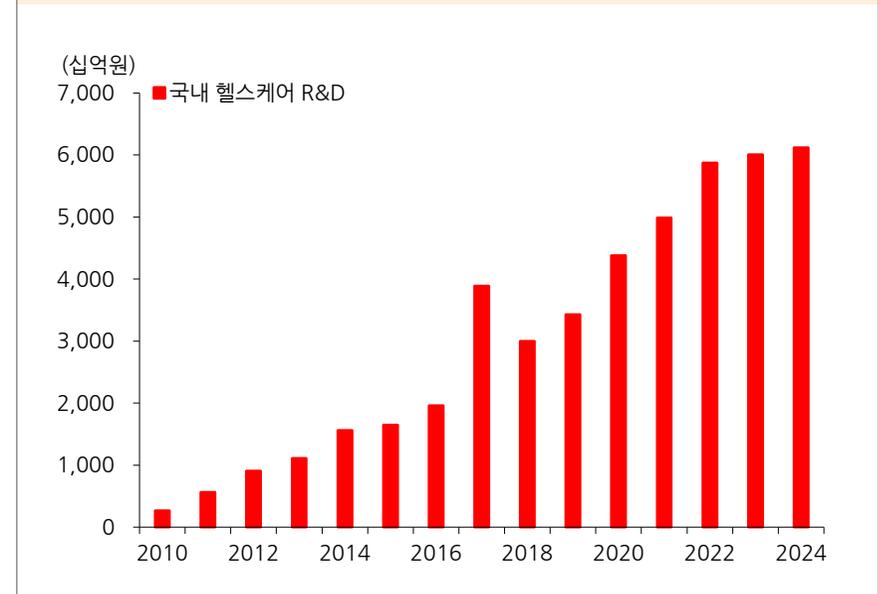
- ❖ 2013~2015년 헬스케어 기업들 상장으로 국내 주식시장에 없던 산업이 만들어짐
- ❖ 매출 없는 헬스케어 기업들의 상장이 가능했던 건 기술기업들의 자금 조달 편의성을 높인 기술특례상장 때문
- ❖ 헬스케어 수익의 원천은 R&D. 2013~2024년 R&D 금액 연평균 16.8% 증가. 미국 헬스케어 R&D 연평균 증가율 8.5% 배증

2013~15, 18, 24년 헬스케어 상장기업 늘고



자료: KIND, 한화투자증권 리서치센터

R&D 꾸준히 확대



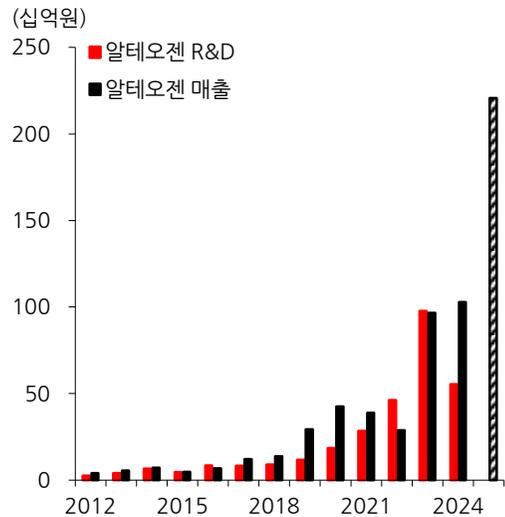
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



# R&D 누적으로 터진 포텐

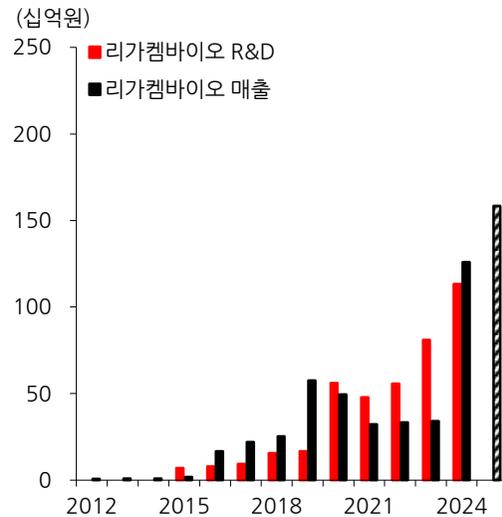
- ❖ 리가켄바이오, 알테오젠, 펩트론 등 2013~2015년 상장한 대표적 기업
- ❖ 공모, 유증 등으로 자금 조달해 R&D 투자했고 라이선스 아웃과 매출확대로 이어짐
- ❖ 국내 바이오텍 시총 상위 기업 Capex 중심에서 R&D 중심으로 변화 중

2013~15 상장 바이오, R&D 투자가



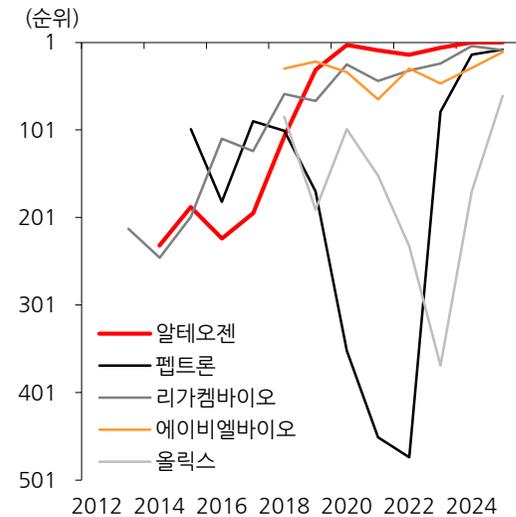
자료: Dart, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

매출로 연결되면서



자료: Dart, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

코스닥 시장 구성 바꿔



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



# 소프트웨어와 헬스케어 괴리

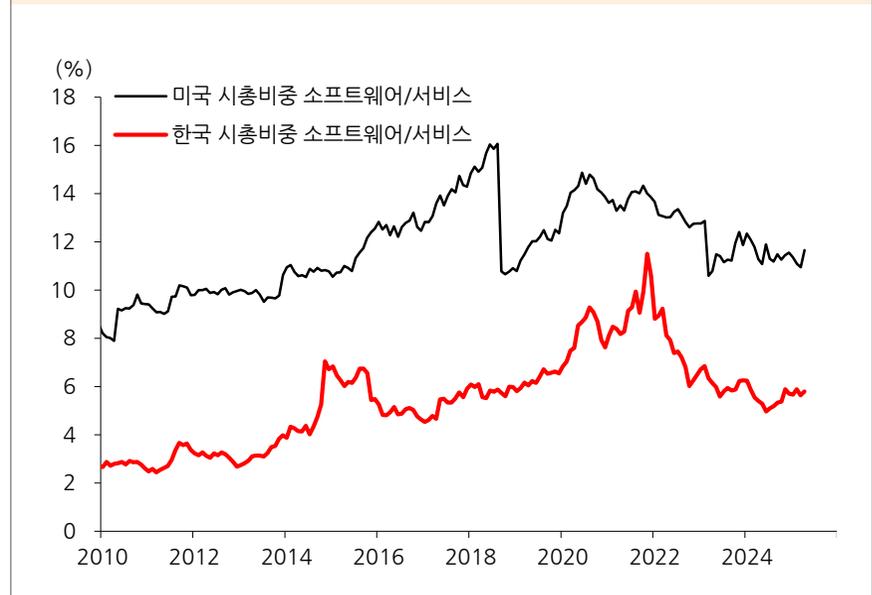
- ❖ 헬스케어와 소프트웨어는 모두 R&D 집약적. 같은 궤적으로 움직이던 두 업종이 2022년 이후 방향성 달라짐
- ❖ 현재 헬스케어 시가총액 265조원 소프트웨어 139조원. 격차가 125조원까지 벌어짐
- ❖ 미국 소프트웨어/서비스 시총비중 11.7% 한국 5.6%. 이 비중 차이는 국내에 AI 소프트웨어 기업이 부족하기 때문
- ❖ 국내 투자자들은 소프트웨어는 마이크로소프트, 팔란티어 등 미국 주식으로 부족함을 채우고 헬스케어는 접근성이 좋은 국내 주식을 매매

2022년 이후 확대된 헬스케어 소프트웨어 시총 괴리



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

미국 한국 소프트웨어 비중 차이 좁혀지지 않고 있음



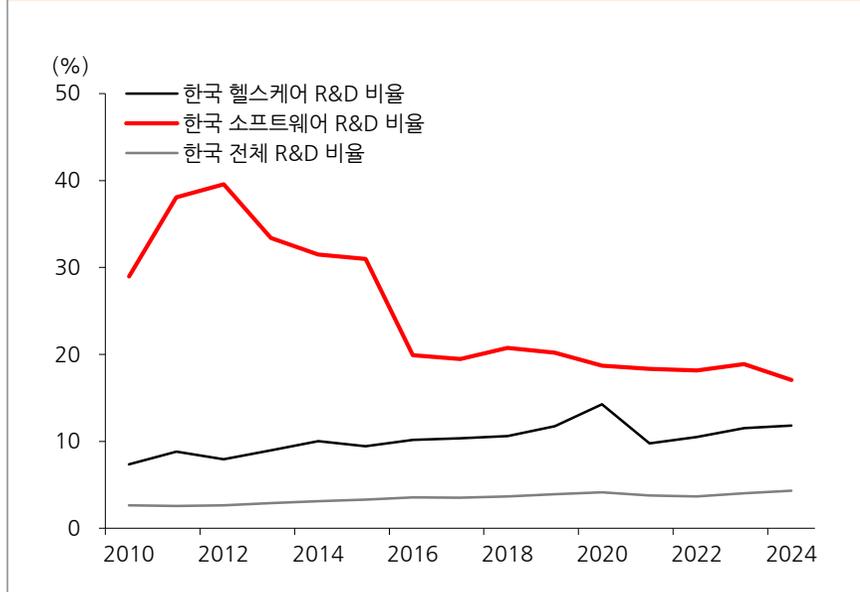
자료: Bloomberg, WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



# R&D는 압도적

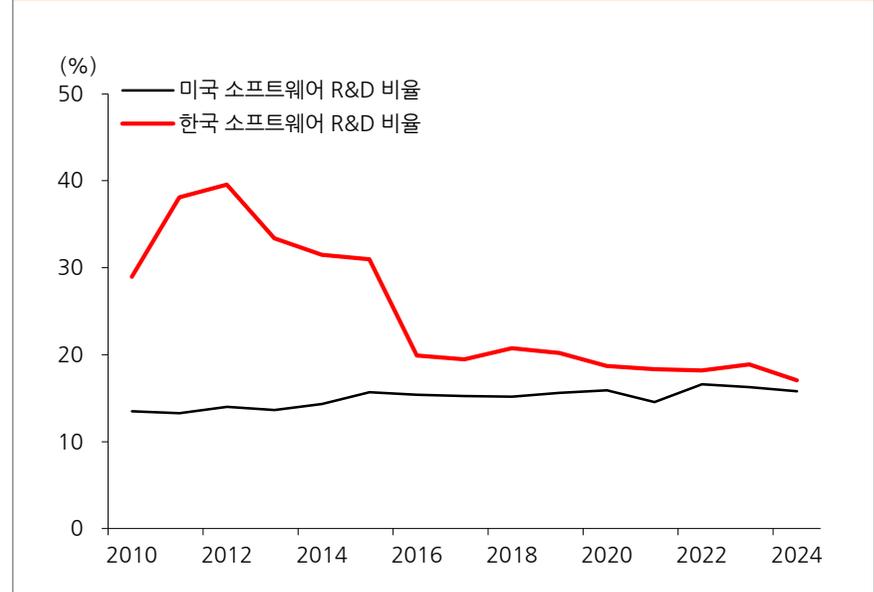
- ❖ R&D 집약적 성장산업, R&D 투자가 높은 멀티플의 근거가 되기도
- ❖ 2024년 국내 상장기업 매출대비 R&D 비중 전체 4.3% 헬스케어 11.8% 소프트웨어 17.1%
- ❖ 다만 헬스케어는 R&D 투자비중 꾸준히 상승한 반면 소프트웨어는 하락. R&D 금액 증가속도보다 매출 성장속도가 더 빨랐기 때문

소프트웨어, 헬스케어 R&D 비중 높아



주: 소프트웨어는 GICS Iv3. 기준 소프트웨어, 양방향 미디어서비스, 엔터테인먼트  
 자료: DART, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

한국 소프트웨어 R&D, 미국보다 투자 비중 높다가 최근 10년 근접



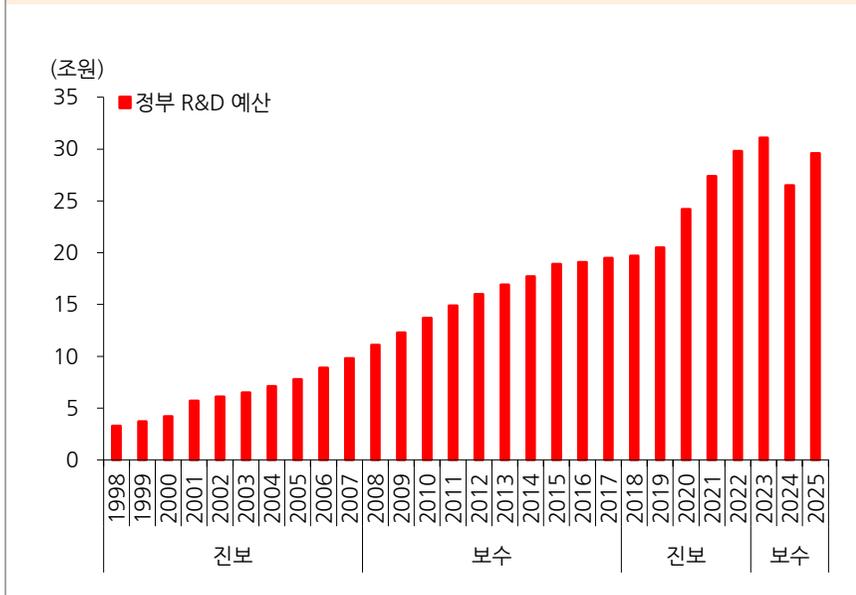
자료: DART, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



# R&D 예산 원복 기대

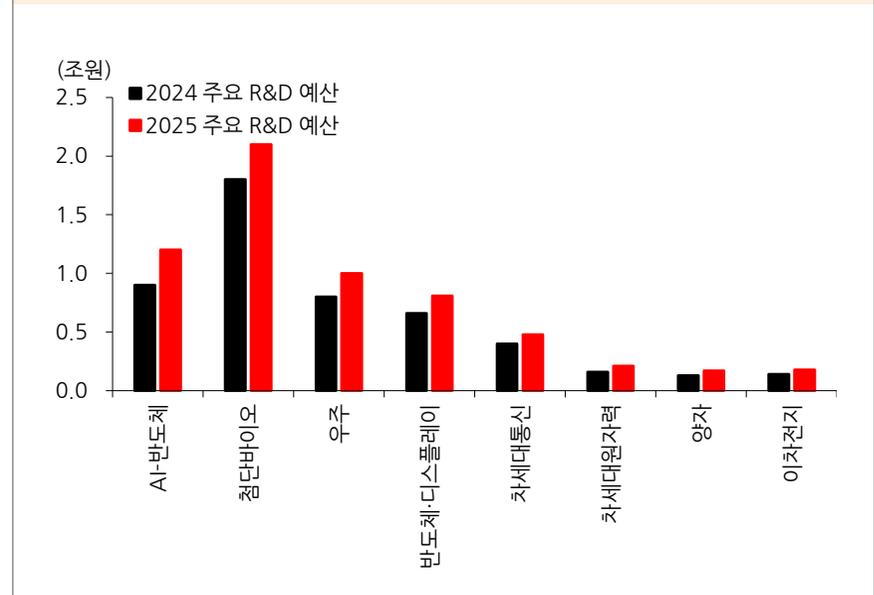
- ❖ 정부 R&D 예산, 보수정권보다 진보정권에서 증가하는 패턴
- ❖ R&D 예산 연평균증가율 진보정권 1998~2007년 12.9%, 2017~2022년 8.9% vs. 보수정권 2007~2017년 7.1%, 2022~2025년 -0.2%. 2025년 R&D 예산은 29.6조원으로 2023년 고점 31.1조원을 밑돌고 있음
- ❖ 2025년 R&D는 AI-반도체, 첨단바이오 중심

R&D 예산은 진보정권에서 증가율 높아



자료: e-나라지표, 한화투자증권 리서치센터

올해 R&D, AI-반도체, 첨단바이오 확대



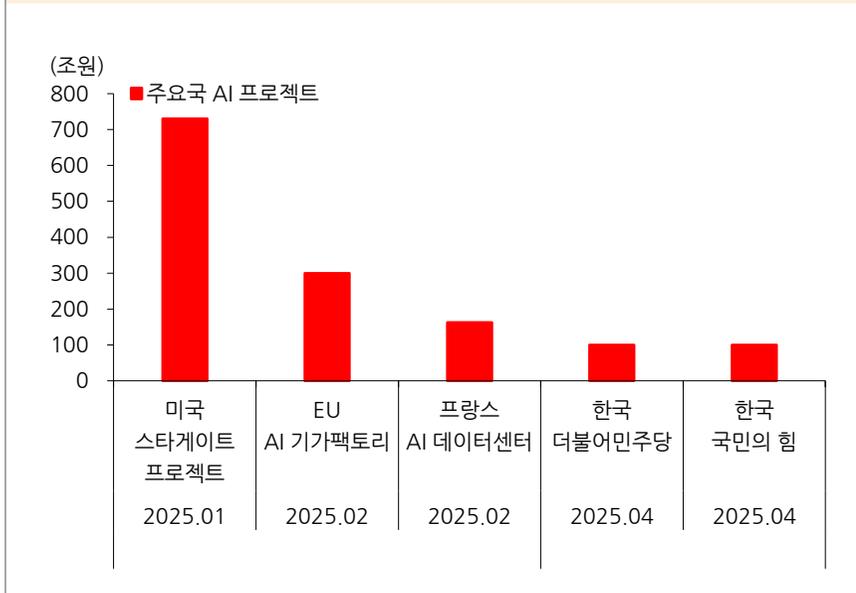
자료: 과학기술정보통신부, 한화투자증권 리서치센터



# 하반기 R&D는 AI

- ❖ 하반기 R&D는 AI에 집중될 것으로 보임. 올해 AI 기존 예산 3,190억원에서 추경으로 1.9조원이 더해져 2.2조원 편성
- ❖ 미국 유럽 등이 200조~700조원 규모 AI 프로젝트를 시작하면서 국내 대통령선거를 앞두고 양당 모두 AI에 100조원 투자 공약
- ❖ 추경은 GPU 확보뿐 아니라 국산 NPU 실증화, LLM 프로젝트, 스타트업 지원 등 분포

주요국 AI에 집중 투자



자료: 과학기술정보통신부, 한화투자증권 리서치센터

2025년 AI 기존 예산 3,190억원 + 추경 1조 9,067억원 (단위: 십억원)

AI 분야 추경 계획	2025 기존 예산	최종 추경안	계
1. GPU 1만장 연내 확보	-	1,634.1	1,634.1
- AI 컴퓨팅 기반 확충			
2. 국산 AI반도체(NPU) 실증·상용화	41.7	45.4	87.1
- NPU 외에도 온디바이스 AI, 해외실증 등 지원			
3. World Best LLM 프로젝트	-	213.6	213.6
- 국내 5개 팀 선정, 최대 3년 GPU, 데이터 등 지원			
- 해외 AI 연구자 국내 유치에 연 20억원 지원			
4. 글로벌 AI챌린지	-	15.0	15.0
- AI 인재 확보 및 양성			
5. AI 혁신펀드	45.0	55.0	100.0
- AI 스타트업 성장 지원 확대			
- AI 기술사업화, AI 전환 확산			

자료: 과학기술정보통신부, 한화투자증권 리서치센터



# AI / 콘텐츠

- ❖ 6월 대통령선거 앞두고 양당 모두 AI를 성장 동력으로 제시
- ❖ 더불어민주당, AI 예산 증액과 민간 100조원 투자, R&D 예산 확대와 벤처시장 육성, K-컬처 지원
- ❖ 국민의힘, AI 생태계 투자와 AI 유니콘 기업 지원 및 민관펀드 100조원 조성, 인프라전력 투자

## 더불어민주당 경제/산업 주요 공약

### AI 대전환

- AI 예산 비중 선진국 수준 이상 증액, 민간투자 100조원
- AI 데이터센터 건설 통한 'AI 고속도로' 구축 및 국가 혁신거점 육성
- 고성능 GPU 5만개 이상 확보, 국가 AI데이터 집적 클러스터 조성
- '모두의 AI' 프로젝트 추진, 규제 특례 통한 AI 융복합 산업 활성화
- AI 미래인재 양성 교육 강화

### 글로벌 소프트파워

- K-컬처 글로벌 브랜드화, 문화수출 50조원 달성
- K-콘텐츠 지원 강화, OTT 등 K-컬처 플랫폼 육성
- 문화예술인 복지환경 구축 및 창작권 보장

### K-방산

- K-방산 수출 증대 위한 컨트롤타워 신설 및 방위사업청 역량 강화
- 국방 AI 등 R&D 국가 투자 확대 및 방산수출기업 R&D 세제 지원 추진

### 국가첨단전략산업 집중투자

- 국민·기업·정부·연기금 등이 참여하는 국민펀드 조성
- 일반국민·기업 투자금에 대해 소득세·법인세 감면 등 세제혜택
- 산업생태계 뒷받침하는 기금 설치

안정적 R&D 예산 확대 및 국가연구개발 지속성 담보

벤처투자시장 육성

미래농산업 육성

자료: 중앙선거관리위원회, 한화투자증권 리서치센터

## 국민의힘 AI·에너지 주요 공약

### AI 청년 인재 20만명 양성

- AI 대학원, SW 중심대학 등 정원 확대, 글로벌 대학 협력 지원
- 해외 우수인력 유치 위한 인건비·연구비 지원: 정부-민간 매칭
- 전 국민 대상 AI 활용 기반 디지털 문해력 확산

### AI 유니콘 기업 지원

- 글로벌 기업 참여 민관합동펀드 100조원 조성, AI 핵심 기술 인프라 확보 지원
- 글로벌 AI 융합센터 구축으로 AI 생태계 강화
  - 차세대 AI(차세대 GPU NPU HBM 등) 원천기술 개발지원
  - AI 중소벤처기업 육성

### AI 관련 규제 글로벌 스탠더드 수준으로 혁신

- 국가AI위원회 기능 강화: 부처 간 조정, AI 규제 도입시 영향평가 실시
- 규제 폐지

### AI 산업 필수인프라 전력 확보

- 건설/계획 중인 대형 원전 6기 추진
- 한국형 소형원전(SMR) 상용화 추진, 원전 비중 확대 -> 안정적 전력원 확보
- 원전 비중 확대로 에너지 공급능력 확충, 산업용 전기료 인하, 반값 전기료 기반 조성
- 에너지 고속도로/국도/지방도 연결해 재생에너지 활용도 제고
- 에너지 신기술 개발, 분산 에너지 활성화

과학기술기본법 개정 및 과학기술부총리·과학특임대사 신설

과학기술인 처우 개선, 위상 강화

연구 중심 허브 육성 및 연구 몰입 환경 조성

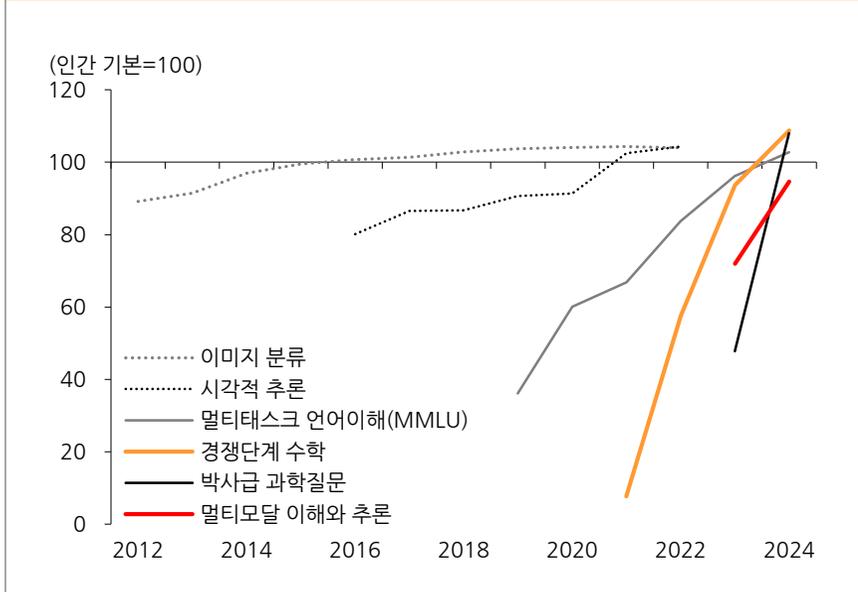
자료: 중앙선거관리위원회, 한화투자증권 리서치센터



# 글로벌 AI 속도를 따라잡아야 함

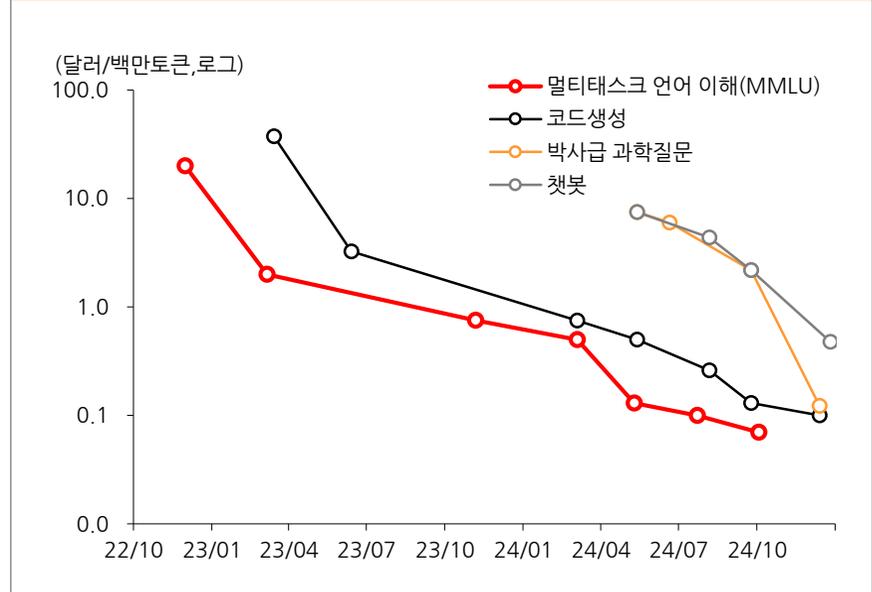
- ❖ AI 모델, 멀티모달 추론 제외하면 대부분의 영역에서 사람만큼 기능
- ❖ AI 퀄리티 올라오면서 가격은 낮아지기 시작
- ❖ 앞으로 AI 모델은 얼마나 가성비 있는지가 중요해질 전망

AI 퀄리티, 대부분의 영역에서 인간 추월



자료: AI Index Report, 한화투자증권 리서치센터

벤치마크 추론 가격은 싸지는 중



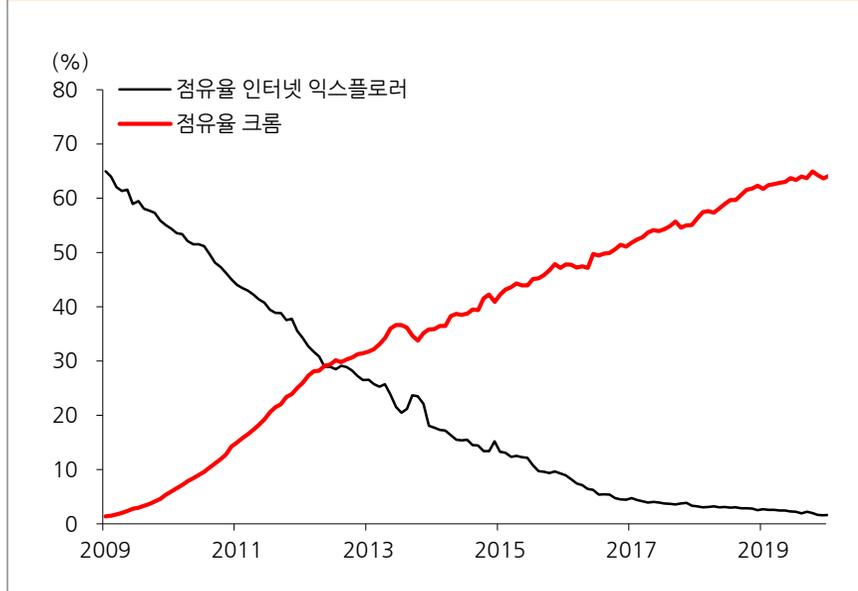
자료: Epoch AI, 한화투자증권 리서치센터



# AI 침투율 확대로

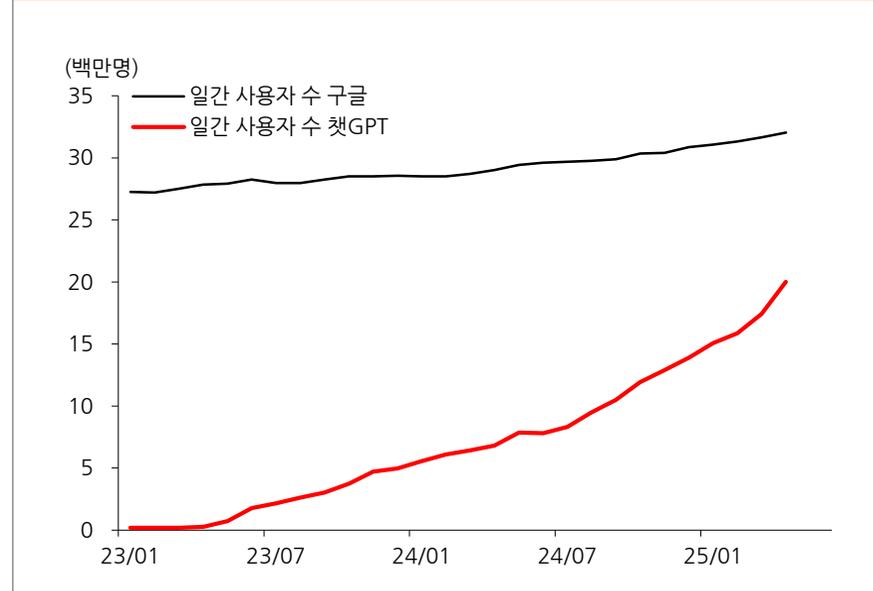
- ❖ AI 침투율, 2010년대 구글과 2020년대 오픈AI 비교해볼 만
- ❖ 구글, 페이지랭크 알고리즘으로 검색 혁신. 검색엔진 점유율 2009년 초 1.4%에서 2012년 30%로 인터넷 익스플로러 넘어섬
- ❖ 오픈AI, 챗GPT로 AI 침투율 높이는 중. 2023년 초 구글 일간 사용자 수의 1% 미만이었던 챗GPT 사용자 수가 최근 60%까지 증가

구글이 마이크로소프트의 점유율을 가져왔듯



자료: Statcounter, 한화투자증권 리서치센터

오픈AI가 구글 추격 중



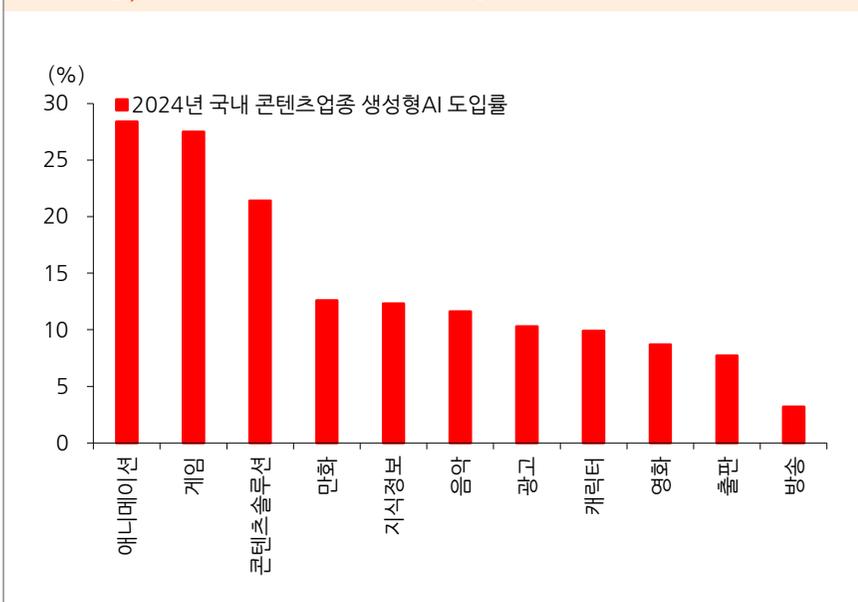
자료: SensorTower, 한화투자증권 리서치센터



# 가성비 확보

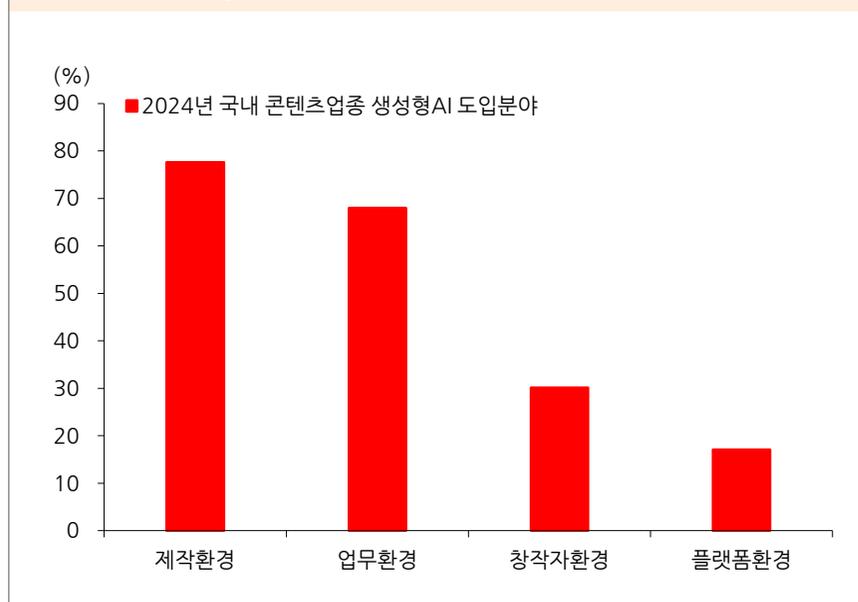
- ❖ 기업들의 AI 도입은 생산성 향상, 원가율 개선에 도움
- ❖ AI를 만드는 기업은 R&D 투자로 매출을 늘리고 AI를 도입하는 기업들은 AI로 비용을 줄일 수 있음
- ❖ 콘텐츠 업종, 애니메이션 게임 등 AI 도입으로 제작, 업무 환경 등 개선

콘텐츠업종, 애니메이션 게임 솔루션 도입률 상위



자료: 한국콘텐츠진흥원, 한화투자증권 리서치센터

AI로 제작 업무 환경 개선



자료: 한국콘텐츠진흥원, 한화투자증권 리서치센터



# 5,000억의 허들을 넘겼거나

알테오젠 시총 5,000억원 넘으면서



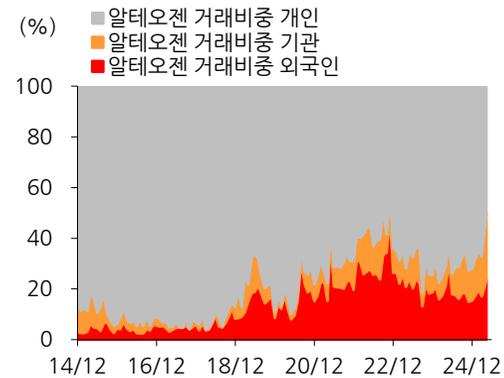
파크시스템스 시총 5,000억원 넘으면서



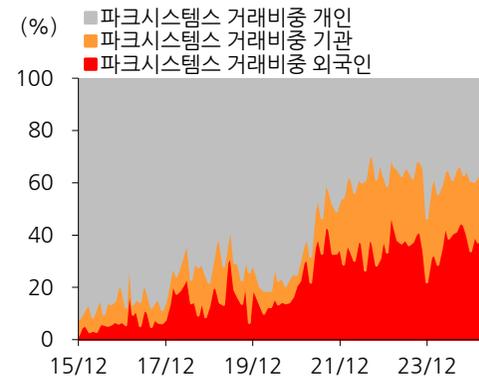
레인보우로보틱스 시총 두 번의 점프 후



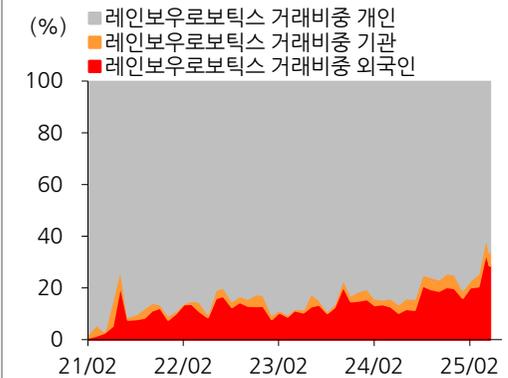
외국인 거래비중 10% 돌파



기관 외국인 수급 불어



외국인 지분을 10% 근접



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

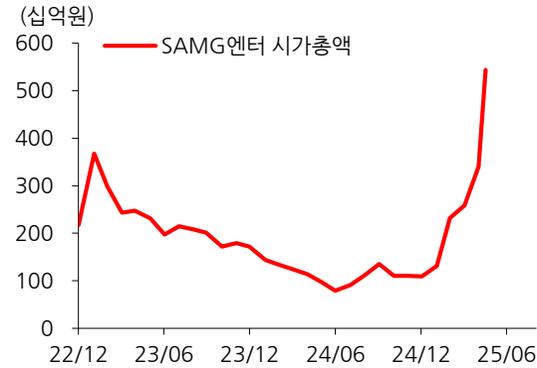


# 넘을 기업

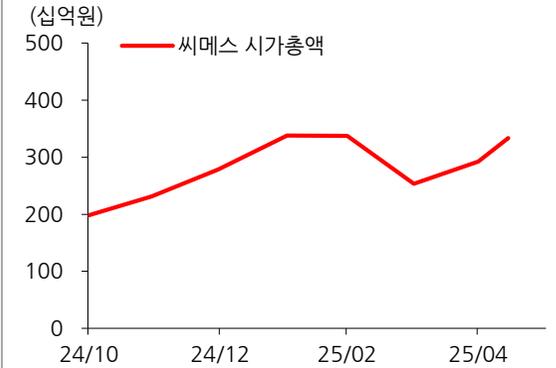
올릭스 시총 1조원 근접



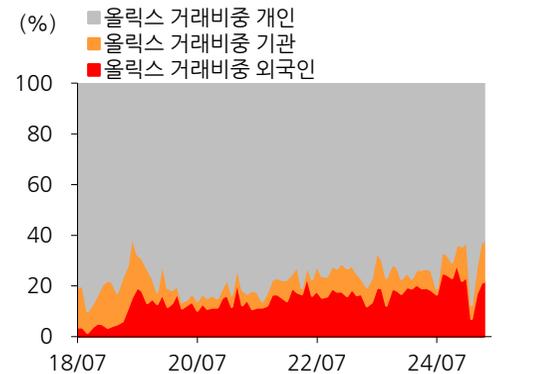
SAMG엔터 시총 2,000억에서 5,000억



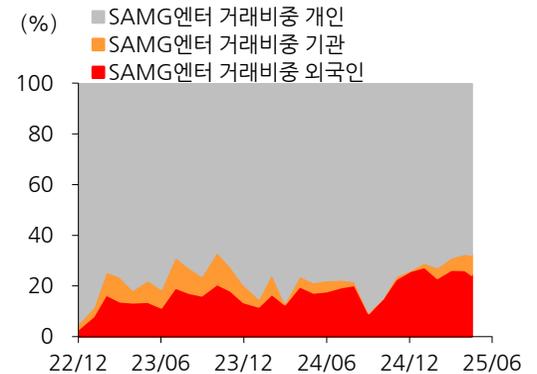
씨메스 시총 오르면서



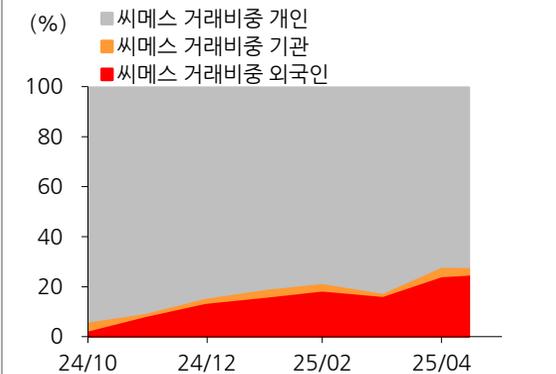
개인에서 기관, 외국인 거래비중 확대



외국인 지분율 3%에서 17%



외국인 거래비중도 상승

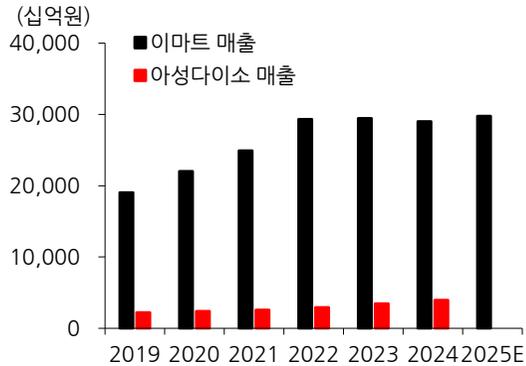


자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

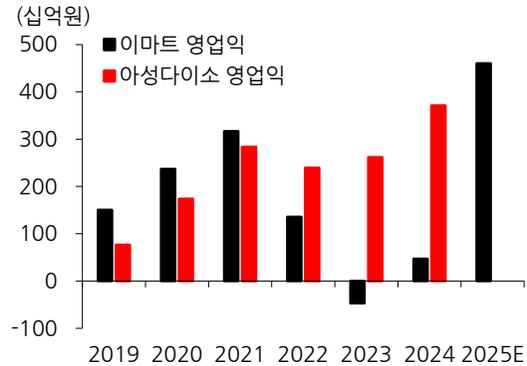


# 좋은 기업은 많아

2024년 매출 이마트가 다이소의 7배



영업익은 다이소가 이마트의 8배



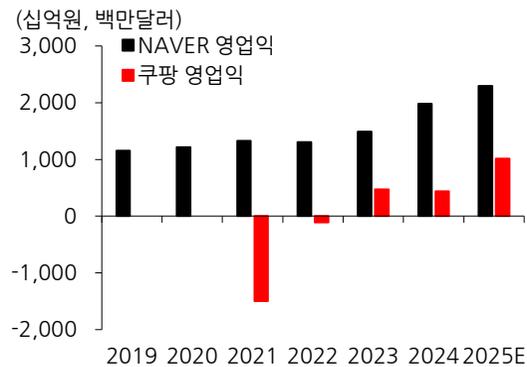
마진율 이마트 0.2% vs. 다이소 9.4%



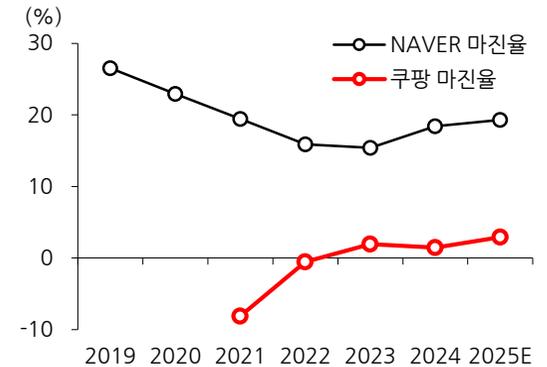
2025년 매출 NAVER YoY +11% 쿠팡 +14%



영업익 NAVER YoY +16% vs. 쿠팡 +132%



NAVER 마진율 하락 후 정체 vs. 쿠팡 흑전

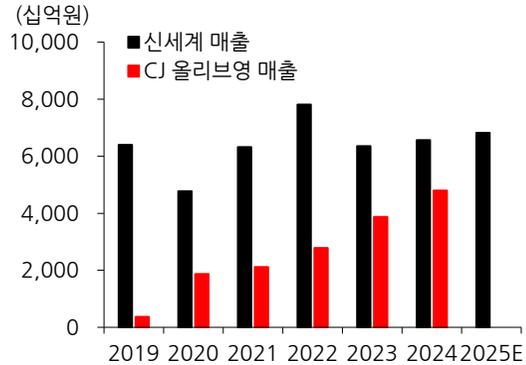


자료: DART, WISEfn, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

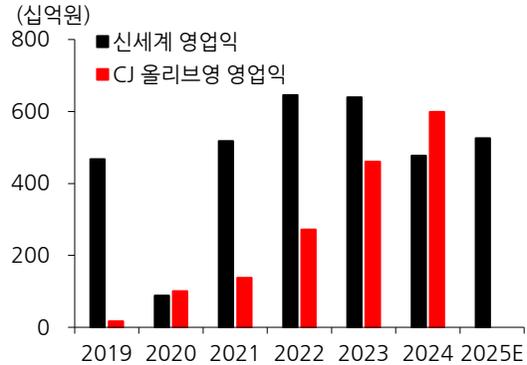


# 상장시장에 없을 뿐

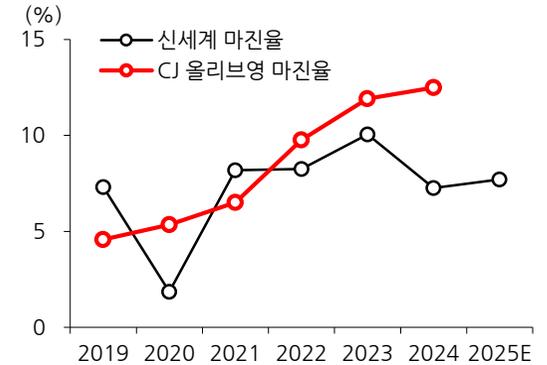
2024년 매출액 신세계 6.4조 올리브영 4.8조원



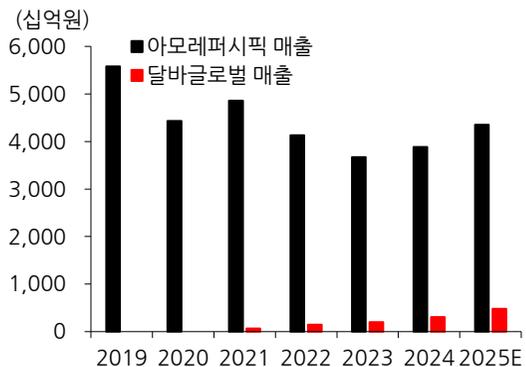
영업익은 올리브영이 신세계 추월



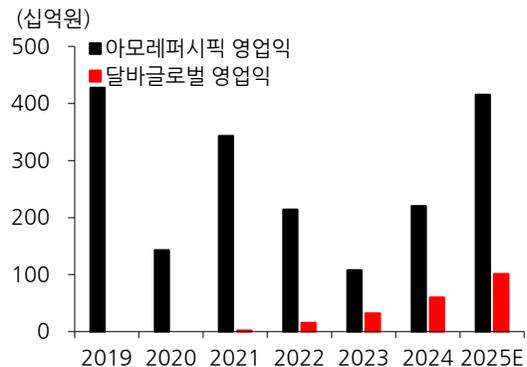
마진율 신세계 7% 정체 vs. 올리브영 10% 상회



매출액 3년 연평균 아모레퍼시픽 -7% 달바 +65%



영업익 아모레퍼시픽 횡보 달바 3년 연평균 +191%



마진율 아모레퍼시픽 10% 하회 달바 20% 근접

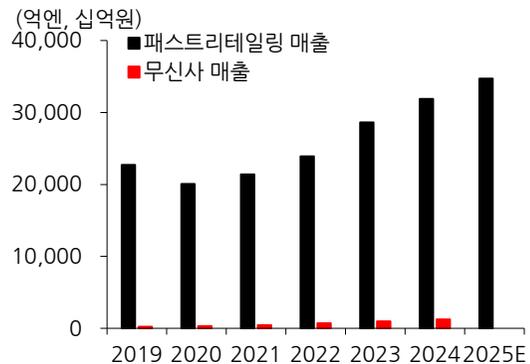


자료: DART, WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

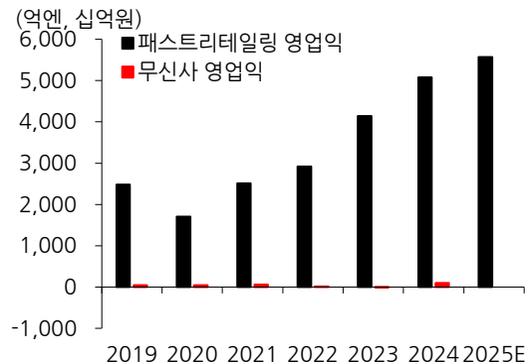


# 좋은 기업을 만날 수 있는 건

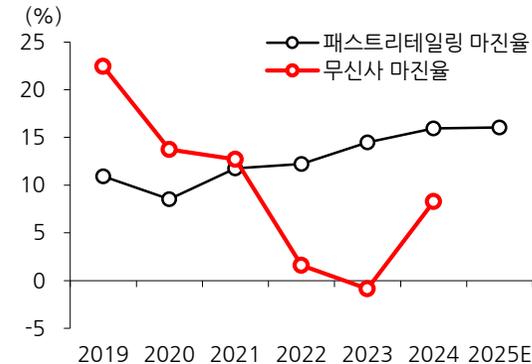
2024년 매출 유니클로 YoY +11% 무신사 +25%



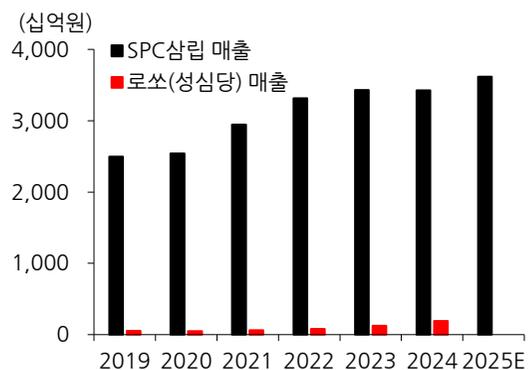
2024년 영업이익 유니클로 YoY +23% 무신사 흑전



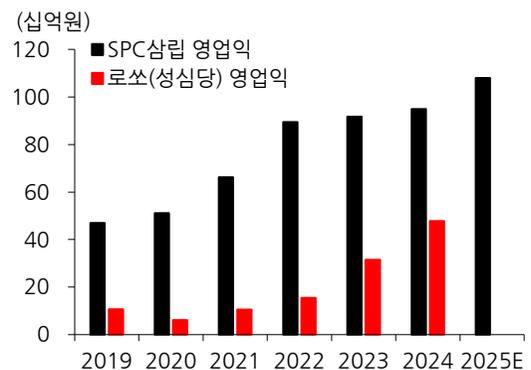
마진율 유니클로 15% 안정적 vs. 무신사 8.3%



매출액 5년 연평균 SPC삼립 +7% 성심당 +30%



영업익 5년 연평균 SPC삼립 +15% 성심당 +35%



마진율 SPC삼립 3% 성심당 25%



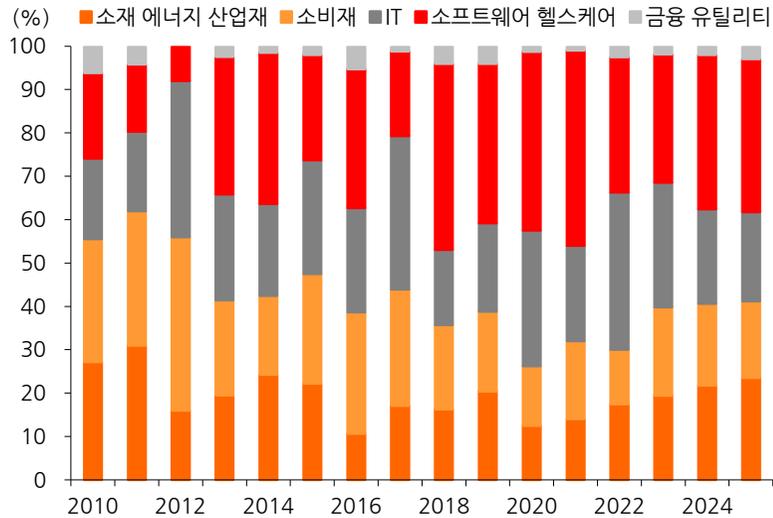
자료: DART, WISEfn, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



# IPO, 상장 비상장 연결고리

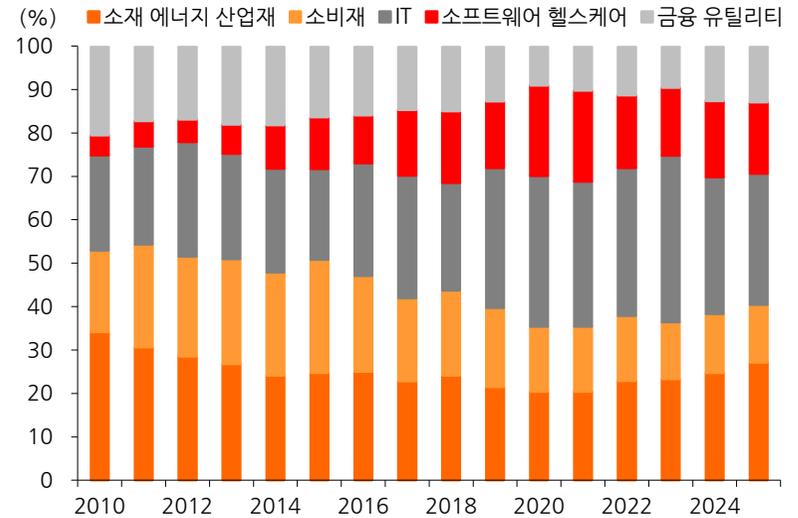
- ❖ IPO 시장은 성장 산업을 주식시장에 공급하는 역할
- ❖ 소프트웨어에선 AI, 반도체에선 AI반도체, 산업재에선 로봇, 소비재에선 가성비 기업들이 공모시장을 이끌 전망
- ❖ 신규로 상장한 기업들이 2~3년 후 실적을 내면서 주가가 오르고 주식시장의 구성비를 바꾸게 됨

산업별 당해년도 상장 기업 수 비중



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

산업별 시총 비중

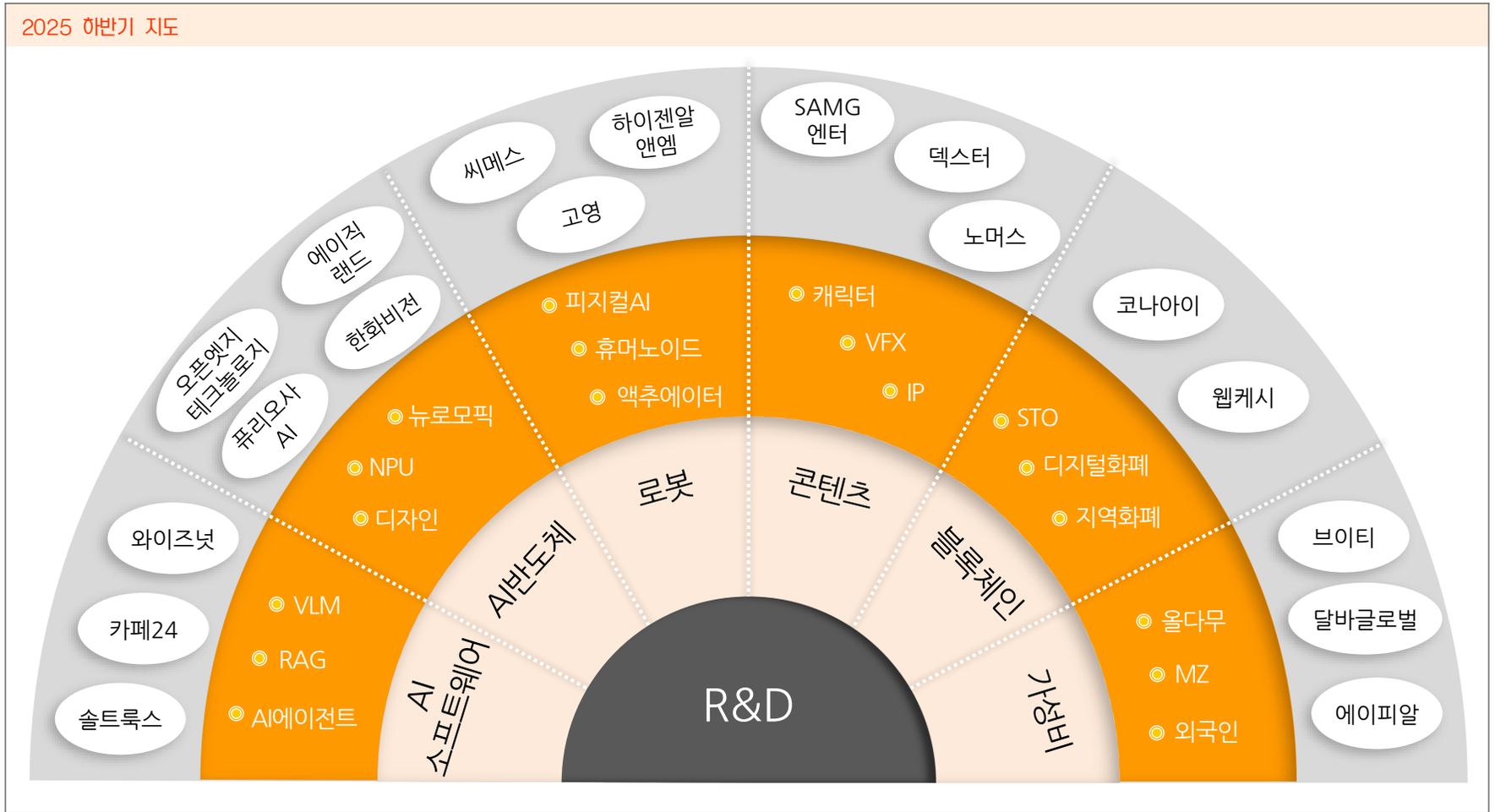


자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



# AI 소프트웨어

2025 하반기 지도



자료: 한화투자증권 리서치센터

## Compliance Notices

### Compliance Notice

(자료 공표일: 2025년 5월 16일)

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

### Ⓞ MSCI

The MSCI sourced information is the exclusive property of MSCI Inc. (MSCI). Without prior written permission of MSCI, this information and any other MSCI intellectual property may not be reproduced, disseminated or used to create any financial products, including any indices. This information is provided on an “as is” basis. The user assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, its affiliates and any third party involved in, or related to, computing or compiling the information hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to any of this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall MSCI, any of its affiliates or any third party involved in, or related to, computing or compiling the information have any liability for any damages of any kind. MSCI and the MSCI indexes are services marks of MSCI and its affiliates.

### Ⓞ GICS

The Global Industry Classification Standard (GICS) was developed by and is the exclusive property of MSCI Inc. and Standard & Poor's. GICS is a service mark of MSCI and S&P and has been licensed for use by Hanwha Investment & Securities.

# 한화투자증권 리서치센터



리서치센터장

박영훈

Energy

02.3772.7614

houn0715@hanwha.com

## [ 투자전략팀 ]

박승영	팀장	투자전략	3772-7679	park.seungyoung@hanwha.com
안현국	수석연구위원	퀀트	3772-7646	hg.ahn@hanwha.com
김수연	연구위원	시황	3772-7628	sooyeon.k@hanwha.com
임혜윤	연구위원	경제	3772-7728	hylim@hanwha.com
김성수	책임연구위원	채권	3772-7616	sungsoo.kim@hanwha.com
권병재	책임연구위원	EMP 전략	3772-7624	byeongjae.kwon@hanwha.com
최규오	책임연구위원	경제	3772-7720	choi.gh@hanwha.com
한시화	연구위원	차익거래	3772-7737	shhan1229@hanwha.com

## [ 기업분석팀 ]

김소혜	팀장	인터넷/게임/미디어	3772-7404	sohye.kim@hanwha.com
김성래	수석연구위원	자동차/부품	3772-7751	sr.kim@hanwha.com
송유림	수석연구위원	건설/건자재/유틸리티	3772-7152	yurim.song@hanwha.com
박세연	수석연구위원	ESG	3772-7406	shannon@hanwha.com
김도하	연구위원	은행/보험	3772-7479	doha.kim@hanwha.com
김광진	연구위원	반도체	3772-7583	kwangjin.kim@hanwha.com
한유정	연구위원	음식료/화장품	3772-7693	yujung.han@hanwha.com
이진협	연구위원	유통/의류	3772-7638	jinhyeob.lee@hanwha.com
엄수진	연구위원	ESG	3772-7407	sujineom@hanwha.com
박수영	책임연구위원	엔터/레저/운송	3772-7634	suyoung.park.0202@hanwha.com
이용욱	책임연구위원	에너지/화학/2차전지	3772-7635	yw.lee@hanwha.com
배성조	책임연구위원	방산/우주/기계	3772-7611	seongjo.bae@hanwha.com
권지우	연구위원	은행/보험 RA	3772-7689	jiwoo.kwon@hanwha.com
고예진	연구위원	반도체/에너지/화학/2차전지/음식료/화장품/엔터/레저/운송 RA	3772-7701	yejinko@hanwha.com
김나우	연구위원	인터넷/게임/미디어/유통/의류/방산/우주/기계 RA	3772-7710	now.kim@hanwha.com
김예인	연구위원	ESG/건설/건자재/유틸리티/자동차/부품 RA	3772-8420	yein.kim@hanwha.com

## [ 글로벌 리서치팀 ]

한상희, CFA	팀장	해외주식	3772-7695	sanghi.han@hanwha.com
정정영	연구위원	중국/신용국 주식	3772-7473	jeongyoung@hanwha.com
강재구	연구위원	미국주식	3772-7581	jaekoo.kang@hanwha.com
김유민	책임연구위원	대체자산	3772-7392	yumin.kim@hanwha.com
임해인	책임연구위원	자산배분	3772-7799	haein.lim@hanwha.com
박제인	연구위원	해외/중국/신용국/미국주식 RA	3772-7380	jane8314@hanwha.com

# 2025 하반기전망

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

## 본·지점망

### 서울

본사	02) 3772-7000	노원지점	02) 931-2711
강남WM센터	02) 6975-2000	목동WM센터	02) 2654-2300
갤러리아WM센터	02) 3445-8700	송파지점	02) 449-3677
금융플라자63지점	02) 308-6363	영업부	02) 3775-0775
금융플라자시청지점	02) 2021-6900	중앙지점	02) 743-7311

### 대전/충청

공주지점	041) 856-7233	타임월드지점	042) 488-7233
천안지점	041) 563-2001	홍성지점	041) 631-2200
청주지점	043) 224-3300		

### 대구/경북

대구WM센터	053) 741-3211	영천지점	054) 331-5000
문경지점	054) 550-3500	포항지점	054) 231-4111
영주지점	054) 633-8811		

### 광주/전라

광주지점	062) 713-5700	전주지점	063) 710-1000
순천지점	061) 724-6400		

### 부산/울산/경남

거창지점	055) 943-3000	언양지점	052) 262-9300
마린시티지점	051) 751-8321	창원지점	055) 285-2211
부산지점	051) 465-7533	거제브랜치	055) 730-0400
울산WM센터	052) 265-0505		

### 인천/경기

분당지점	031) 707-7114	일산지점	031) 929-1313
송도IFEZ지점	032) 851-7233	평촌지점	031) 381-6004
신갈지점	031) 285-7233	평택지점	031) 652-8668
안성지점	031) 677-0233		

### 제주

제주지점 064) 800-7500



**한화투자증권**

본사 02)3772-7000 (代) 서울시 영등포구 여의대로 56(여의도동)  
고객지원센터 080-851-8282 주문전용 080-851-8200 ARS 080-852-1234