LEVES: V-shape 반등 이후 횡보

BNK리서치센터
김성노
매크로/전략
ksn0909@bnkfn.co.kr
(02)3215-7568

지수보다는 종목별 대응전략

5월 중국에 대한 보복관세 인하와 90일 관세 유예가 진행되면서 미국 무역정책에 대한 불확실성이 완화되기 시작했다. 미국 소비자물가 전망치도 소폭 하향 조정되면서 경제성장률 하향 조정도 일단락되고 있다. 일단 세계경제성장률 전망이 반등하고 있다는 점은 긍정적이나, 현재 수준은 저성장 국면으로 볼 수 있다. 한국은 6월부터 신정부가 출범하면서 경기부양대책에 대한 기대감이 커지고 있다.

4월 S&P500 12MF EPS가 하향 조정된 이후에 5월에는 정체 국면을 보였는데, 주식시장이 V자형 회복을 보이면서 재차 valuation 부담이 커지고 있다. 미국과 글로벌 주식시장 12MF PER은 +1σ를 넘어섰다. 한국시장은 12MF EPS 상향으로 인해 여전히 valuation 매력이 높은 상태다. 글로벌 주식시장이 V자 반등이 진행된 이후에는 일반적으로 소강국면을 보이는데, 이는 지수보다는 종목별 대응에 집중하는 것이 바람직하다. 향후 금융시장에서는 달러, 미국 장기국채수익률 하향 안정 등이 중요한 변수로 작용할 전망이다.

1Q25 KOSPI200 영업이익, 순이익이 사상 최대치를 기록하면서 earnings 상향 조정이 진행 중이다. 1Q25 수출물가지수가 10.8%YoY 상승하면서 SK하이닉스, 조선, 기계 등 수출주가 실적개선을 주도했다. 그러나 수출물가지수는 4월에 0.7%YoY를 기록한 이후 5월부터는 마이너스 국면으로 진입할 것으로 예상된다. 왜냐하면 수출물가지수에 영향이 큰 원/달러환율이 빠르게 하향 중이기 때문이다. 미국 무역 불균형 해소를 위해서는 달러화 약세가 필요한데, 원화가치 상승은 수출보다 내수에 유리하다.

Chart로 보는 LEVES

LEVES: V-shape 반등 이후 횡보

우방에 이어서 중국에 대한 관세도 90일 유예기간을 확보하면서 미국 무역정책에 대한 불확실성이 완화되기 시작했다. 관세 유예 발표 이후에 미국 경제성장률 하향이 일단락되면서 세계경제성장률 전망은 반등 중이다. 소비자물가 전망치도 하락 반전하고 있다는 점은 긍정적이다. 그러나 현재 상황이 유지되더라도 세계경제는 저성장 기조로 진입한 것으로 볼 수 있다. 한국은 신정부 출범을 계기로 경기부양에 대한 기대감이 높아질 수 있다. 가격 변수 중에서는 달러, 미국 장기국채수익률 등이 중요해 보인다.

글로벌 주식시장이 V자 회복을 보이면서 valuation 부담은 재차 커지기 시작했다. 4월 S&P500 12MF EPS가 하향된 이후에 5월부터는 정체국면에 진입 중인데, 주가 반등이 빨라지면서 12MF PER이 +1σ를 상회 중이다. 수출기업들의 실적개선으로 1Q25 KOSPI200 영업이익, 순이익이 사상 최대치를 경신하면서 12MF EPS 상승으로 이어지고 있다. 그러나 5월부터 수출물가지수가 전년대비 마이너스로 떨어질 것으로 예상되기 때문에 향후 전망은 불안정한 상태다. 즉 기업실적 전망은 원/달러환율 영향을 받을 것으로 예상한다. V자형 반등 이후에는 지수보다는 종목별 대응에 집중할 필요가 있다.

표1. LEVES 주요 이슈와 평가

구분	주요 이슈와 평가
Liquidity	선진국 금리인하가 차별적으로 진행 중(유로존 인하, 미국 동결, 일본 인상). 6월 미국 금리 동결이 유력. 4월 관세 유예 이후 소비자물가 전망치가 소폭 둔화 국내 기관투자자 중심으로 매수여력이 확대된 상황
Economy	미국 무역정책에 대한 불확실성이 완화되기 시작 관세정책 발표 이후 세계 경제성장률은 저성장 국면으로 진입 중 한국경제 부진을 만회하기 위해서는 경기부양대책이 필요
Valuation	글로벌 주식시장이 V자형 반등에 성공, 미국과 글로벌 12MF PER이 +1σ를 상회하기 시작하면서 재차 valuation 부담이 발생 KOSPI200 12MF PER, PBR은 여전히 저평가 영역에 머물러 있음
Earnings	4월 미국과 글로벌 12MF EPS가 소폭 하향 조정된 이후 5월에는 정체 국면 1Q25 KOSPI200 영업이익, 순이익이 사상 최대치를 경신. 그러나 2Q25에는 수출물가지수 상승률이 마이너스로 진입할 가능성이 큼
Sentiment	트럼프 관세정책으로 인한 금융시장 혼란이 조기에 종료된 상황. 무역 불균형 해소를 위해서 달러화 약세를 유도할 가능성은 여전히 높은 상황 중국 관세 유예로 인해 위안화 가치 회복이 원화가치 상승으로 귀결 → 수출물가 둔화는 수출보다는 내수주에 유리한 여건

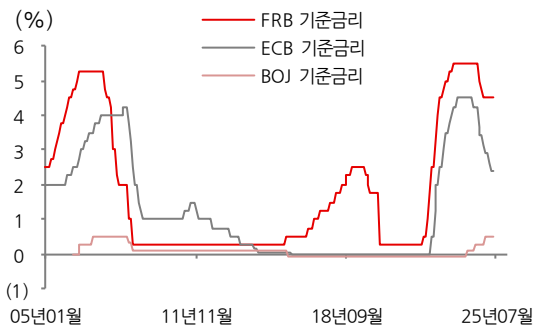
자료: BNK투자증권

Liquidity: 관세 유예 이후 국내 수급은 개선

4월 소비자물가가 예상치를 하회한 2.3%YoY를 기록했으나, 관세 영향을 고려하면 5월부터는 소비자물가 상승이 불가피한 상황이다. 물론 전세계를 대상으로 90일 관세 유예가 진행되면서 소비자물가 상승 폭이 줄어든 점은 긍정적이나, 그럼에도 불구하고 물가불안이 이어지고 있는 상황이다. 6월 미국 금리 동결이 유력한 상황이나, FRB자산이 2025년 명목GDP의 (USD30.5조) 22%를 하회하기 시작해 향후 QT 변화가 금리인하의 메신저가 될 전망이다.

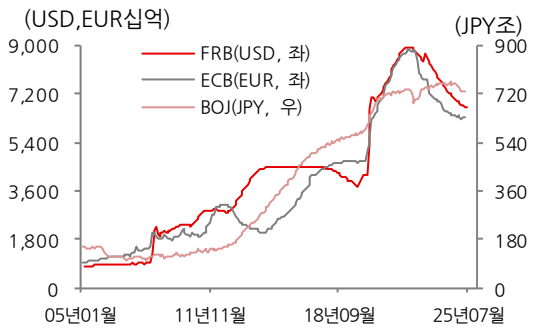
4월 트럼프 관세정책이 90일 유예되면서 한국 주식시장의 유동성은 개선되고 있는 상황이다. 국민연금을 중심으로 한 기관투자가의 국내 주식비중확대가 진행됐기 때문이다. 대통령 선거 이후에 재정지출 확대에 대한 기대감이 조성될 수 있다는 점은 긍정적이다. 다만 무역정책 불확실성이 지속되고 있다는 점에서 추세적인 수급개선으로 이어질 지는 미지수다.

Fig. 1: 미국, 유로존, 일본 차별적인 금리결정



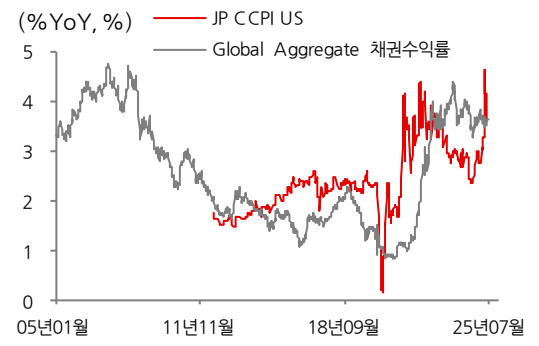
자료: 각국 중앙은행, Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 2: FRB자산 2025년 명목GDP 22% 이하로 축소



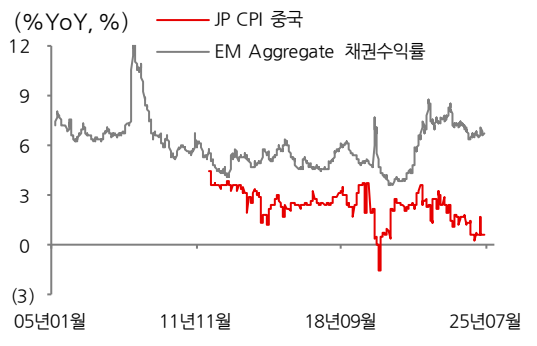
자료: 각국 중앙은행, Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 3: 미국 core CPI 급등세 둔화



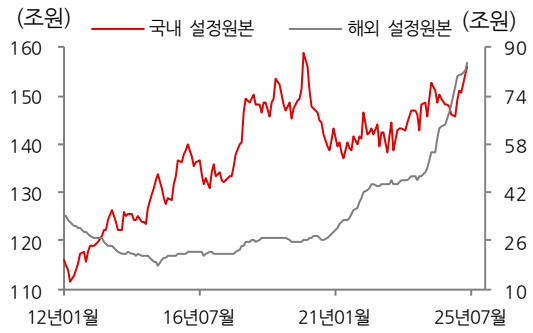
자료: JP Morgan, Bloomberg, BNK투자증권
주: 4분기(t-1~t+2) 소비자물가 전망

Fig. 4: 중국 CPI도 반등 이후 저물가 기조로 회귀



자료: JP Morgan, Bloomberg, BNK투자증권
주: 4분기(t-1~t+2) 소비자물가 전망

Fig. 5: 주식형 펀드: 국내외 펀드 동반 유입

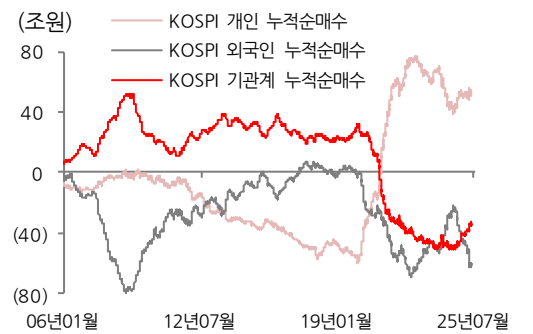


자료: 금융투자협회, BNK투자증권

Fig. 6: 실질고객예탁금 소폭 개선된 상태가 유지

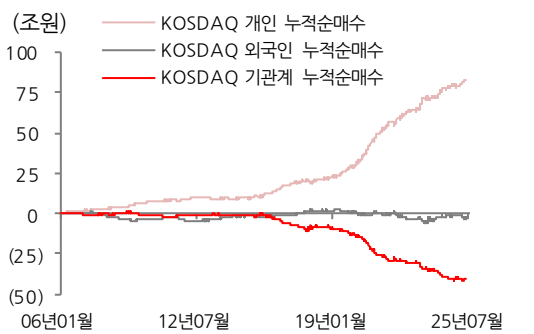
자료: 금융투자협회, Dataguide, BNK투자증권
주: 실질고객예탁금은 미수금, 신용융자를 제외한 금액

Fig. 7: KOSPI 누적 순매수: 외국인 매도 강화



자료: 금융투자협회, Dataguide, BNK투자증권

Fig. 8: KOSDAQ 누적 순매수: 개인 순매수 지속



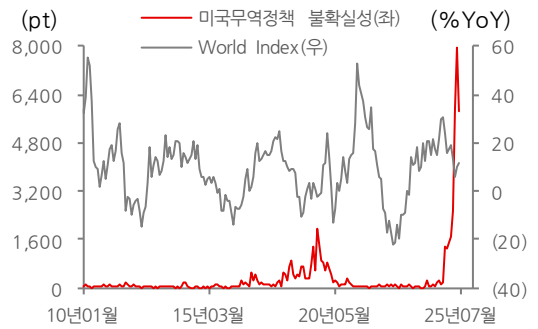
자료: 금융투자협회, Dataguide, BNK투자증권

Economy: 무역정책 불확실성이 완화?

트럼프 관세정책이 우방에 이어 중국에 대해서도 90일간 유예된 상황에서 관세정책에 대한 위헌 판결을 고려하면 향후 미국 무역정책에 대한 불확실성이 완화될 것으로 예상한다. 이러한 변화로 인해 세계경제성장률 전망치가 소폭 반등에 성공하면서 경제성장률 하향 추세는 주춤해진 상황이다. 그럼에도 불구하고 품목별 관세 등을 통해 트럼프 행정부의 관세정책에는 큰 변화가 없을 것으로 예상한다.

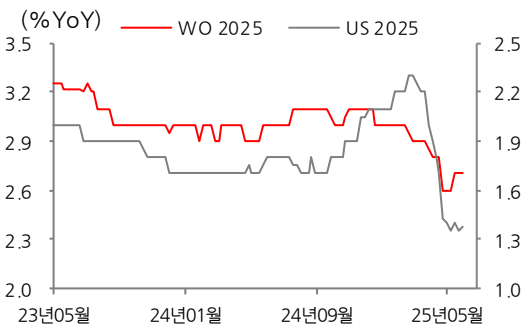
2025년에도 OECD 경기선행지수가 상승세를 유지하고 있으나, 3월부터 OECD 미국 경기선행지수는 둔화되기 시작했다. 한국경제는 2월부터 경기종합지수가 일제히 반등세를 보이고 있는데, 무역정책의 불확실성을 고려하면 추세적인 흐름으로 보기에는 이르다. 경제성장률 부진이 건설부문의 부진에서 비롯되고 있다는 점에서 경기부양대책에 관심이 커질 수 있다.

Fig. 9: 미국 무역정책의 불확실성은 완화



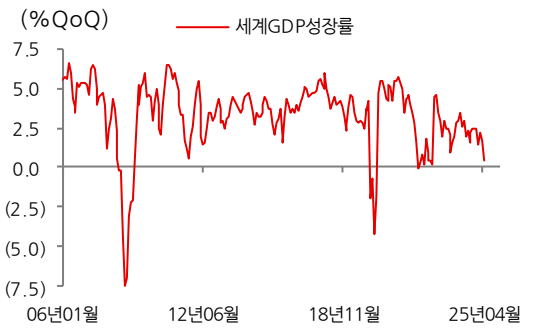
자료: Baker, Bloom & Davis, BNK투자증권

Fig. 10: 경제성장률 하향 조정은 주춤



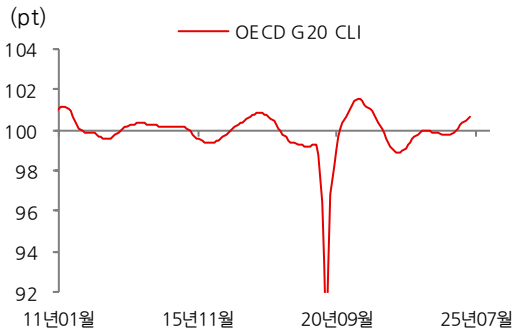
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 11: Bloomberg GDP Tracker



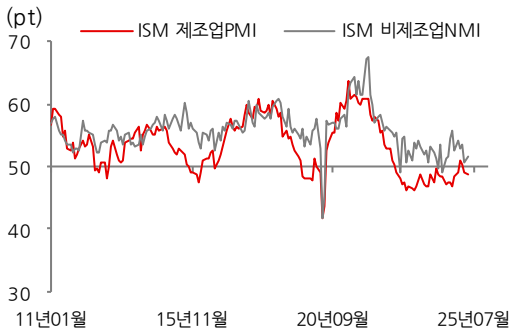
자료: Bloomberg Economics, BNK투자증권

Fig. 12: G20 경기선행지수 불안한 상승 흐름



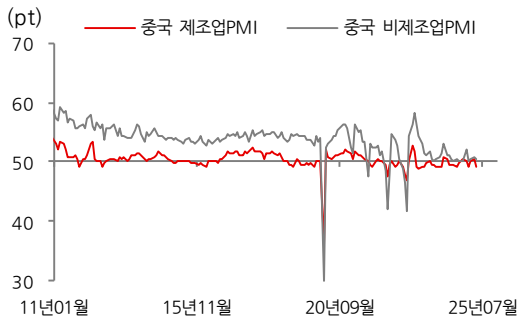
자료: OECD, Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 13: 미국 ISM지수 하락세 진정



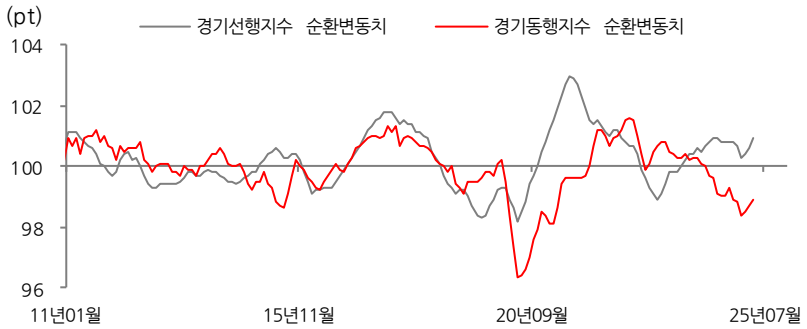
자료: ISM, Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 14: 중국 PMI, 중립 수준에서 등락



자료: 중국 물류 및 구매 연합, Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 15: 한국 경기종합지수: 3개월 연속 반등하고 있으나, 추세적 개선은 아직



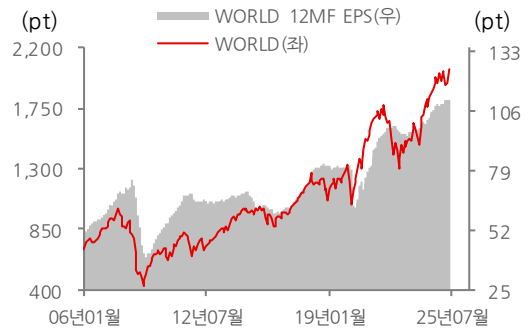
자료: 통계청, BNK투자증권

Valuation & Earnings: V자형 반등으로 valuation 부담

4월부터 미국 주식시장의 12MF EPS 상승세가 꺾이면서 글로벌 earnings momentum도 주춤해지고 있다. 1Q25 KOSPI200 영업이익, 순이익이 사상 최대치를 경신하면서 12MF EPS가 반등세를 유지하고 있다. 그러나 4월 수출입물가지수는(상품교역조건지수) 개선되고 있으나, 수출물가지수 상승률이 크게 둔화된 상황 속 5월에는 원/달러환율마저 급락했다는 점에서 earnings visibility 훼손이 불가피할 전망이다.

글로벌 주식시장이 V자형 회복세를 보였으나, 12MF EPS 상승세가 주춤해지면서 valuation 부담이 재차 커졌다. 글로벌 주식시장과 S&P500 12MF PER은 이미 +1σ를 크게 상회하면서 2024년말 수준으로 회귀했다. 다만 한국시장은 valuation이 경기침체를 반영한 수준까지 하락한 (-2σ) 이후에 반등하고 있다는 점에서 향후 earnings 하향 조정이 크지 않다면 valuation 부담에서는 자유로울 수 있을 전망이다.

Fig. 16: 글로벌 12MF EPS 상승세가 주춤

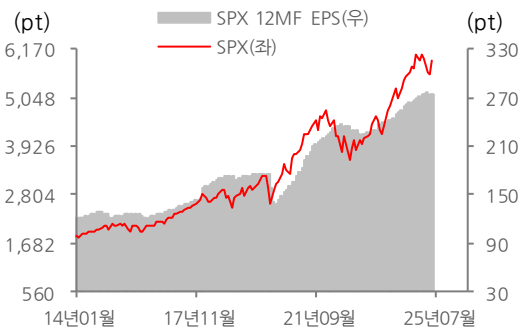


자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 17: 글로벌 12MF PER 18.3x

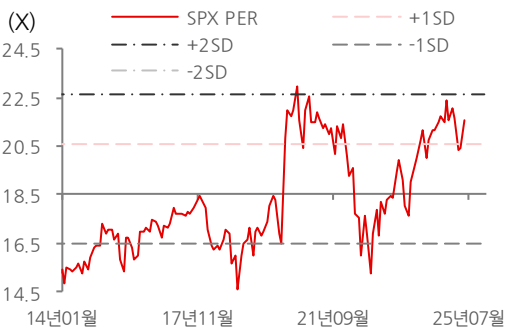
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 18: S&P500 earnings도 하향 조정 중



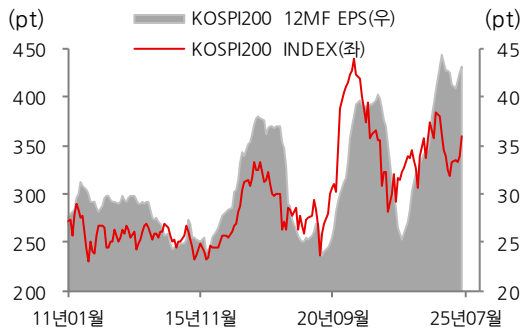
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 19: S&P500 12MF PER 21.6x



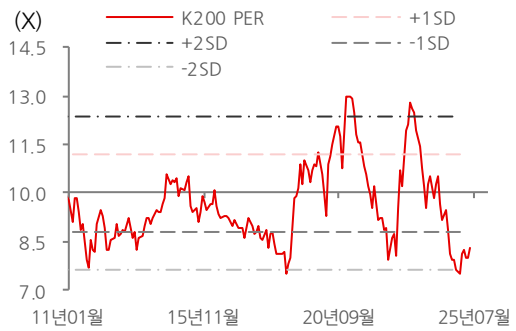
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 20: KOSPI200 earnings 소폭 반등



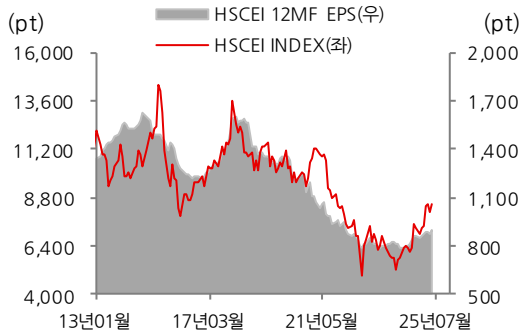
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 21: KOSPI200 12MF PER 8.3x



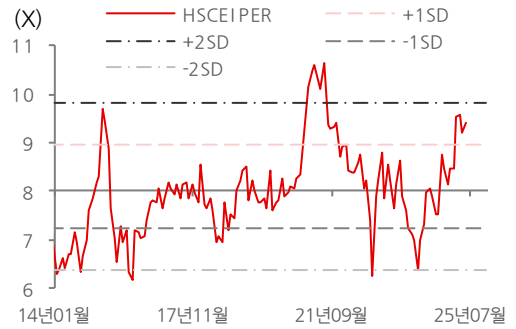
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 22: HSCEI 12MF EPS 회복세 주춤



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 23: HSCEI 12MF PER 9.4x



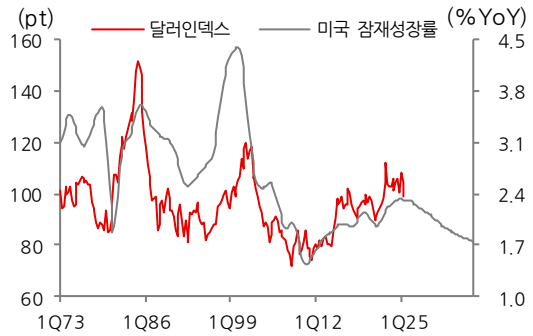
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Sentiment: 환율 영향이 커질 수 있는 국면

향후 가격 변수 중에서는 달러화와 미국 장기국채수익률 방향성이 중요한 변수로 작용할 전망이다. 트럼프 관세정책이 무역 불균형을 해소하기 위한 수단이라면 달러화 약세는 자연스런 현상으로 볼 수 있다. 달러화 약세 국면에서 다른 국가들이 미국 국채를 보유할 필요성이 약화된다는 점이 장기국채수익률 상승으로 이어지고 있다. 4월부터 달러화 약세가 빠르게 진행됐다는 점을 고려하면 주요국의 미국채보유금액 변화에 주목해야 할 것이다.

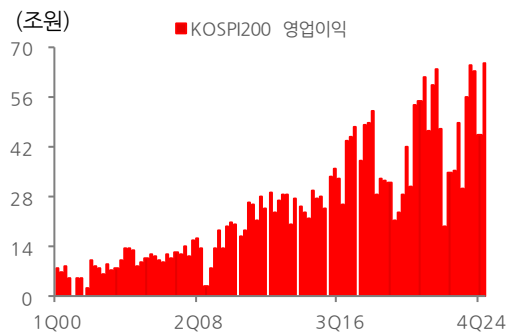
1Q25 KOSPI 영업이익과 순이익이 사상 최대치를 경신한 데에는 SK하이닉스, 조선, 기계 등 수출기업들의 기여도가 크다. 1Q25 원/달러환율이 9.2%YoY 상승하면서 수출물가지수도 평균 10.8%YoY 상승했다. 그러나 4월에 수출물가지수가 0.7%YoY로 급락했으며, 5월에는 원/달러환율 하락을 고려하면 마이너스가 불가피해 보인다. 상품교역조건은 여전히 안정적이나, 수출물가 둔화는 기업실적에 부정적인 요소다.

Fig. 24: 미국 잠재성장률 둔화 임박으로 달러화 약세



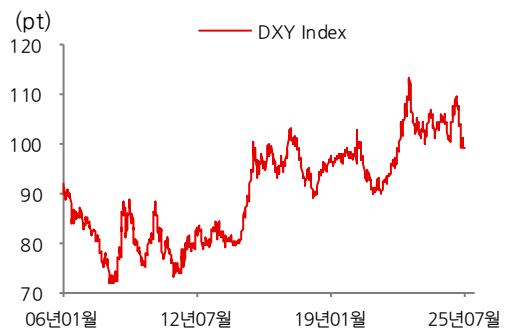
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 25: KOSPI200 영업이익 사상 최대



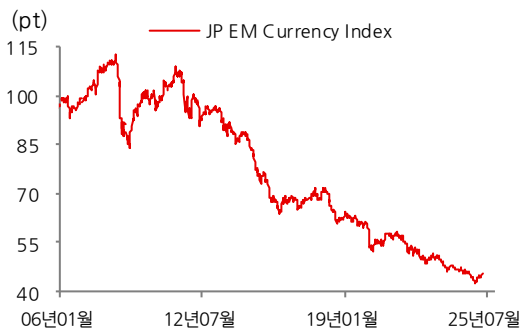
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 26: 무역적자를 줄이기 위한 달러약세



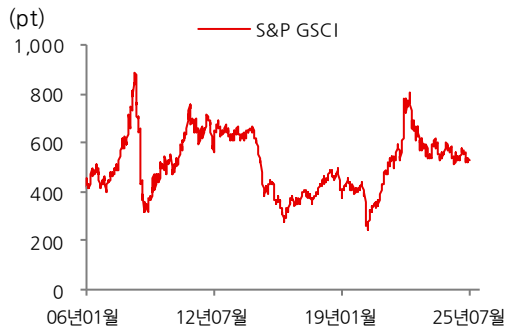
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 27: 신흥국 통화가치는 위안화가 변수



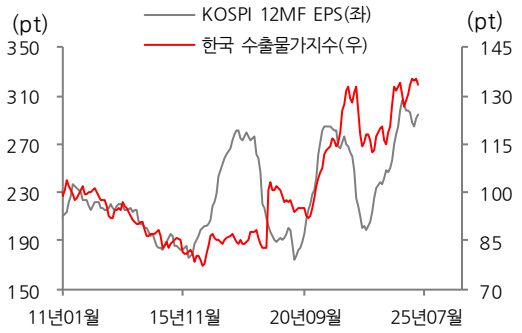
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 28: S&P Goldman Sachs Commodity Index



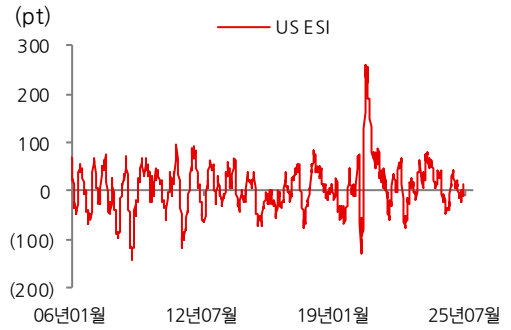
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 29: 수출물가 둔화가 빨라질 전망



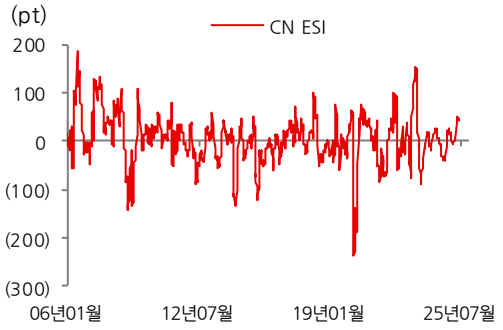
자료: 미 노동부, Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 30: 미국 ESI 낮아진 예상치를 충족



자료: Citigroup, Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 31: 중국 ESI는 예상치 상회 중



자료: Citigroup, Bloomberg, BNK투자증권

이 자료에 게재된 내용들은 본인들의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 본 조사분석 자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정으로 실제와 차이가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포할 수 없습니다. 이 자료는 네이버에서 제공한 나눔글꼴이 적용되어 있습니다.

BNK 투자증권

고객지원센터 1577-2601 www.bnkfn.co.kr

〈본사/영업부〉
부산시 부산진구 새싹로1(부전동) 부산은행 부전동별관 3층, 4층 / [본사] **T** 051-669-8000 / **F** 051-669-8009
[영업부] **T** 051-669-8080 / **F** 051-669-8099

〈서울영업부〉
서울시 영등포구 국제금융로 2길 24 (여의도동) BNK금융타워 6층 / **T** 02-3215-1500 / **F** 02-786-2998

〈경남영업부〉
경상남도 창원시 마산회원구 3.15대로 642 BNK경남은행본점 1층 / **T** 055-290-7100 / **F** 055-290-7199

〈울산영업부〉
울산시 남구 중앙로 202 BNK경남은행 울산영업부 1층 / **T** 052-210-6900 / **F** 052-271-6111

BNK

BNK 부산은행 BNK 경남은행 BNK 캐 피 탈 BNK 투자증권 BNK 저축은행
BNK 자산운용 BNK 신용정보 BNK 시 스 템 BNK 벤처투자 BNK 썸농구단