DAOL 다올투자증권

18 Nov. 2025

2026 연간 전망

CPI Tantrum: 최후의 만찬

Quant 김경훈 aimhigh2027@daolfn.com

CONTENTS

03 Ⅰ. 어제와 다른 오늘

10 Ⅱ. 수면 밑 물가

26 Ⅲ. 최후의 만찬

36 Ⅳ. Appendix

I. 어제와 다른 오늘

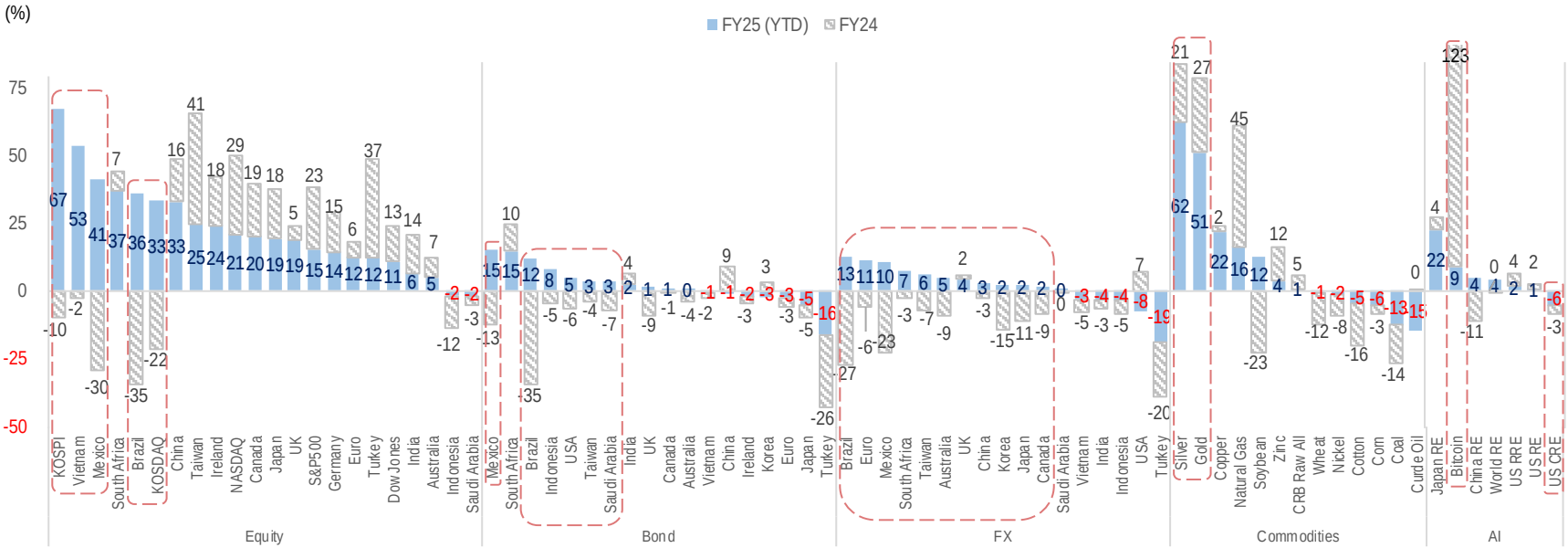
- 앞이든 뒤든 항상 1등만 하는 국내증시
- 반박자씩 늦어지는 FED 통화정책
- 운신의 폭이 작을 수밖에 없는 "진퇴양난 FED"
- 과거 같으면 이미 치솟았어야 될 실업률
- 비우호적인 금융환경 장기화 속 버블 논란마저 겹친 내년

어제와 다른 오늘

앞이든 뒤든 항상 1등만 하는 국내증시

- 작년 주요 국가들 대비 크게 소외됐던 국내 증시가(KOSPI -10%, KOSDAQ -22%) 올해는 +67% 상승이라는 기염을 토하며 전세계 1등 기록
- 트럼프 2기가 시작된 올해, 위험자산(주식)과 안전자산(금, 은) 모두 작년보다 더 가파르게 상승하며 "Everything Rally" 현상은 지속 중:
  - ⇒ (미국 영향) FED 금리인하 영향으로 대다수 국가의 채권시장은 호황 및 트럼프 정부의 관세 정책으로 인한 약달러는 대다수 국가 환율의 절상 야기
  - ⇒ (대체 투자) 작년 한해에만 123% 급등한 비트코인은 올해 9%만 상승하며 안전자산 격의 금, 채권 수익률에도 크게 못 미친 반면, 미국의 상업용 부동산은 2년 연속 불황 중

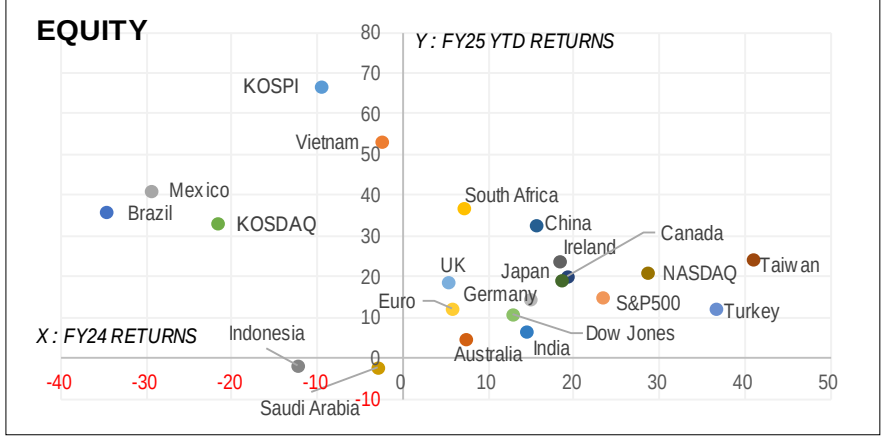
작년의 Loser가 올해의 Winner로 변모한 EM 자산시장



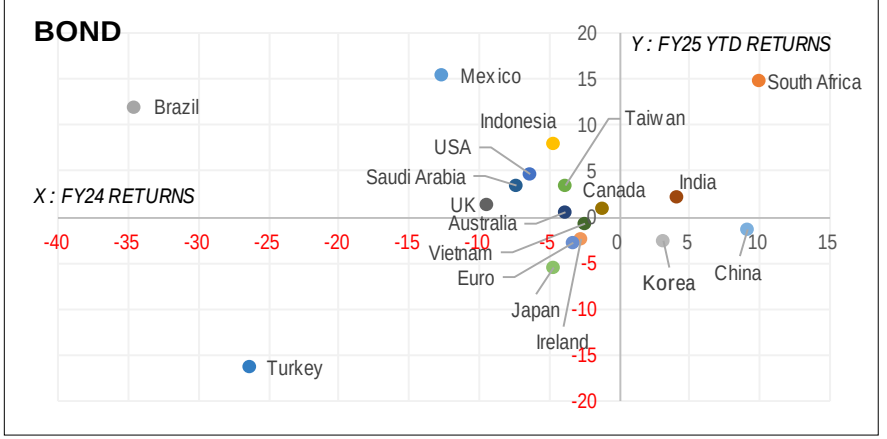
Note: YTD 수익률은 2025년 11월 4일 종가 기준
Source: Bloomberg, Quantiwise, DAOL투자증권

어제와 다른 오늘

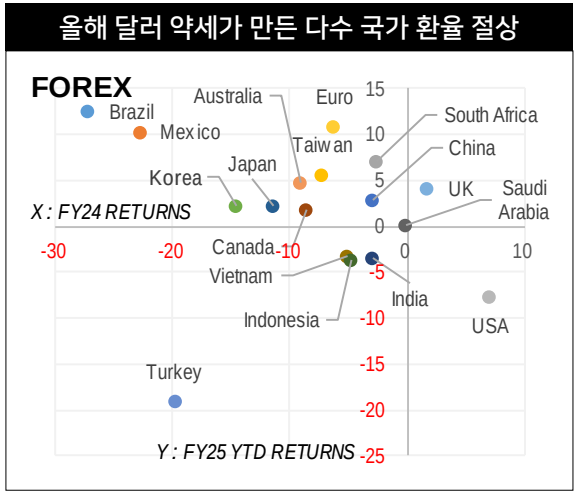
대다수 DM은 1분면에서 2년 연속 상승, EM은 2분면 진입하며 올해 상승 전환



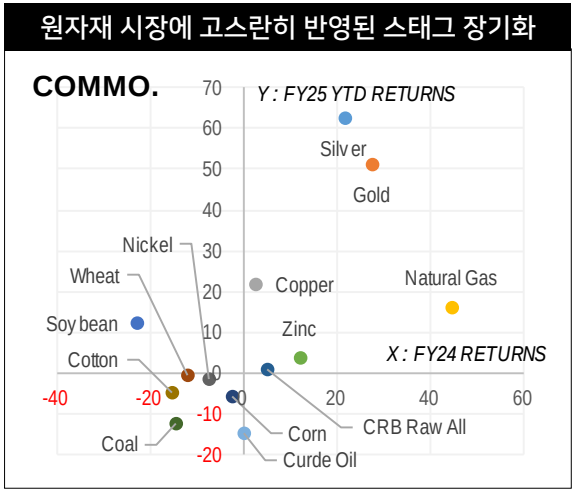
극심한 인플레 겪는 터키 제외시, FED 금리인하에 따른 채권시장 수혜



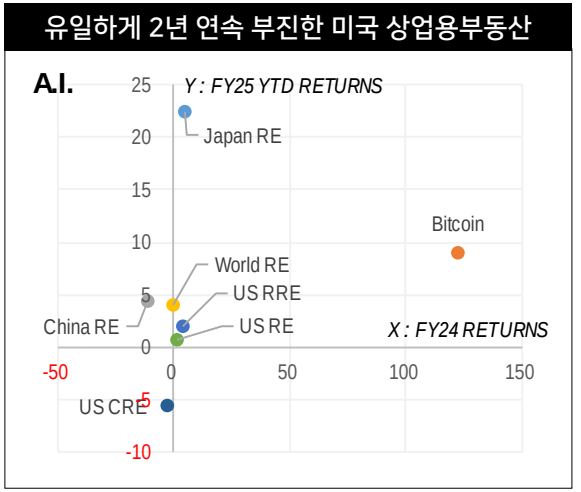
올해 달러 약세가 만든 다수 국가 환율 절상



원자재 시장에 고스란히 반영된 스태그 장기화



유일하게 2년 연속 부진한 미국 상업용부동산



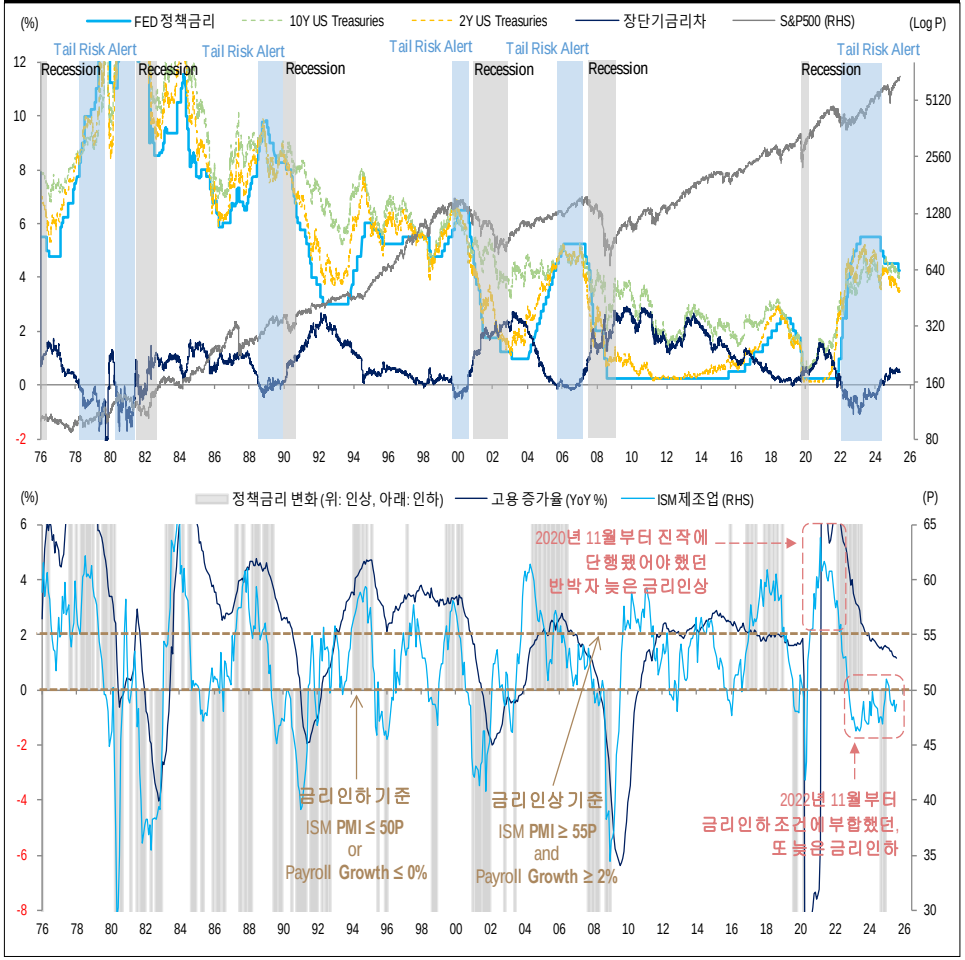
Note: YTD 수익률은 2025년 11월 4일 종가 기준
Source: Bloomberg, DAOL투자증권

어제와 다른 오늘

반박자씩 늦어지는 FED 통화정책

- 경기의 과열과 침체가 반복되 듯, 이에 상응하는 FED의 긴축과 확장 정책이 단행되어 온 장기적인 역사
- 중앙은행의 이러한 반복된 패턴 속 경기침체가 본격 도래하기 전, 장단기 금리차 역전 현상이라는 "전조 증상"(Tail Risk Alert)이 매번 포착
  - ⇒ 이는 동구간 FED가 빠르게 긴축하며 단기채를 끌어올리며 발생
  - ⇒ 결국 경기 초과 과열, 유동성 팽창, 지정학적 리스크 등으로 발생한 물가 상승을 잡기 위한 조치
- 이러한 반복된 패턴은 FED로 하여금 통화정책 의사결정에 결정적인 영향을 주는 실물경기 메커니즘(Magic-Number Rule)을 탄생:
  - ⇒ 1) ISM PMI 제조업 지표의 55P 이상 그리고 2)고용 증가율 2% 이상의 성장이 동시에 나올 때 현 경기가 과열됐다는 판단 속 금리인상 단행
  - ⇒ 1) ISM PMI 제조업 지표가 50P 이하이거나 2)고용 증가율이 0% 이하의 역성장 중 하나일 때 경기 냉각 인식 속 금리인하 단행
  - ⇒ 예컨대, ISM 지표가 50P 미만이었던 2013년과 2015년의 경우 정책금리가 2008년 금융위기 이후 이미 제로 상태였던 만큼, 당시 금리인하 대신 각각 QE2와 QE3을 단행
- 지난 반세기 넘게 FED의 통화정책 의사결정 도구로서 자리잡은 해당 메커니즘이 최근 코로나 사태 이후 늦어지기 시작
  - ⇒ 코로나로 막대하게 풀린 유동성(QE4) 및 제로금리 재개는 경제활동을 급격하게 끌어 올리며 사실 20년 11월부터 긴축 조건에 부합했지만, 실제 금리인상은 그보다 한참 늦은 22년 3월 러우전쟁 발발로 시작
  - ⇒ 그 이후 실물경기 급랭으로 22년 11월부터 금리인하 조건에 부합했으나, 확장정책 전환은 다시 한번 크게 늦은 24년 9월에야 비로소 단행

반복되는 역사가 탄생시킨 FED의 통화정책 메커니즘



Source: Bloomberg, Quantiwise, DAOL투자증권

어제와 다른 오늘

운신의 폭이 작을 수 밖에 없는 "진퇴양난 FED"

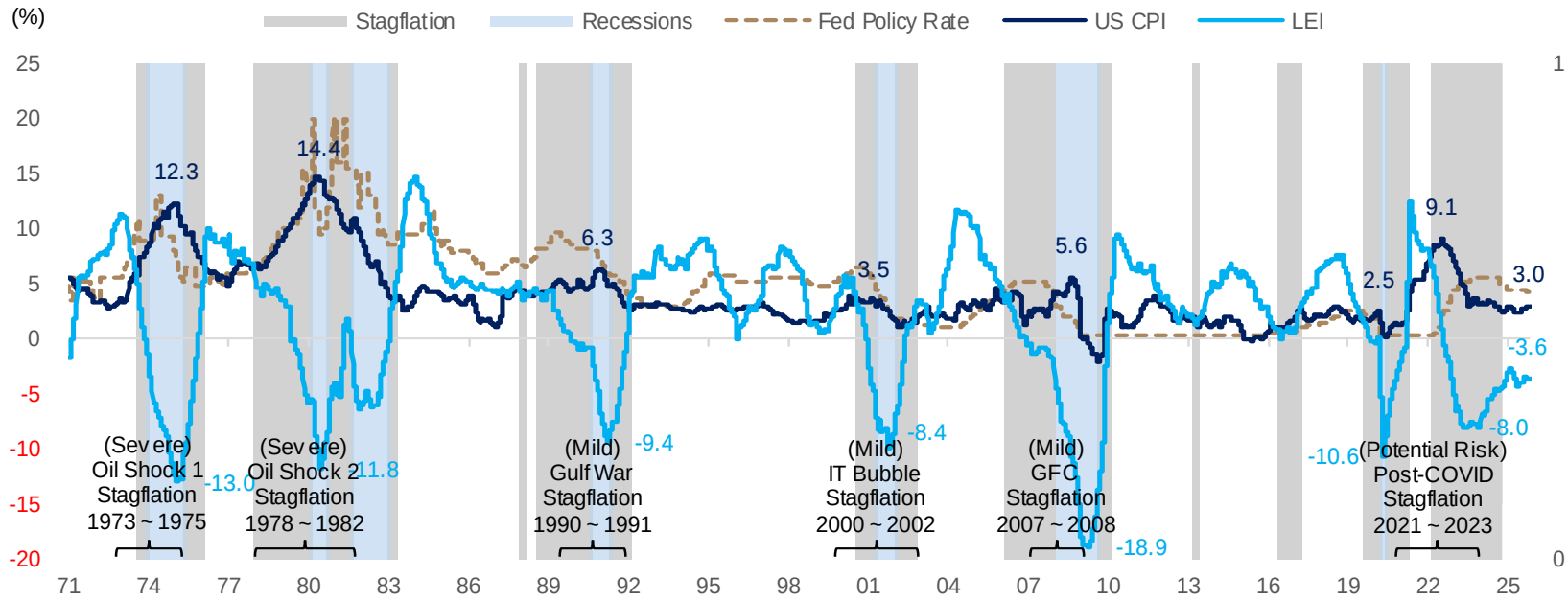
▪ 왜 최근 FED의 의사결정이 늦어지는 걸까? 역사상 가장 길어지고 있는 Stagflation 환경이 한 몫!

⇒ 저성장과 고물가로 정의되는 Stagflation은 과거 경험상 경기침체(Recession) 전 매번 목격되는 현상

⇒ 허나, 길게는 5년, 짧게는 3년간 이어지고 있는 현 Stagflation 환경은 최근 성장 및 물가 모두 뚜렷한 방향성 없이 횡보하며 장기화 되는 중

▪ 따라서 FED 또한 떠 있는 물가를 잡기 위해 QT를 통한 긴축(22년 2월), 그리고 저성장 탈피를 위해 금리인하(24년 9월) 확장 등 엇갈린 정책 행보를 이어왔던 배경

지난 반세기 중 가장 길어지고 있는 미국의 Stagflation 환경



Source: Bloomberg, DAOL투자증권

어제와 다른 오늘

과거 같으면 이미 치솟았어야 될 실업률

▪ 긴축에 대한 강도를 엿볼 수 있는 「FED 통화정책 태도」 지표는 미국의 실업률을 1년 선행

⇒ 장기 시계열 평균인 15%를 기준으로 이를 상회시 FED의 긴축, 하회시 확장 사이클을 의미

⇒ 매 긴축의 정점에서 실업률의 고점과 일치해 온 경험. 경기침체 이후 곧장 확장정책을 전개하며 0%대에 상당 기간 머무는 완전 완화 국면과 이때 덩달아 진정되는 실업률

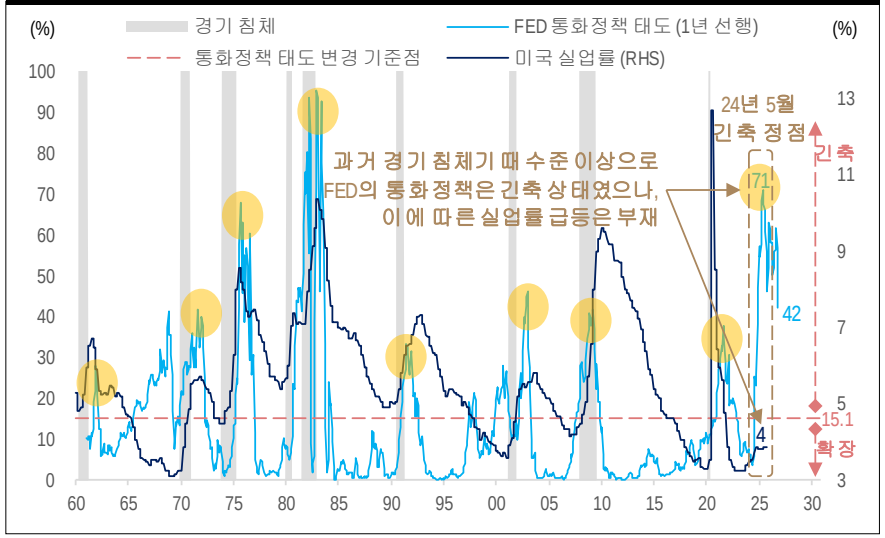
⇒ 최근 긴축 사이클의 정점은 24년 5월이었으나, 과거처럼 치솟는 실업률의 모습은 부재했던 이례적인 상황 (i.e. 역레포 등 여전히 시중에 풍부했던 초과 유동성에 주로 기인)

▪ 미국 「시중은행 기업 대출태도」 또한 경기침체를 조기에 파악할 수 있는 유용한 지표

⇒ 시중은행들의 대출태도는 FED의 통화정책 스탠스와 대체적으로 동행하는 경향. 최근 대출태도의 정점(긴축)은 23년 7월이었으나, 역시나 큰 변화가 발생하지 않은 미국 실업률

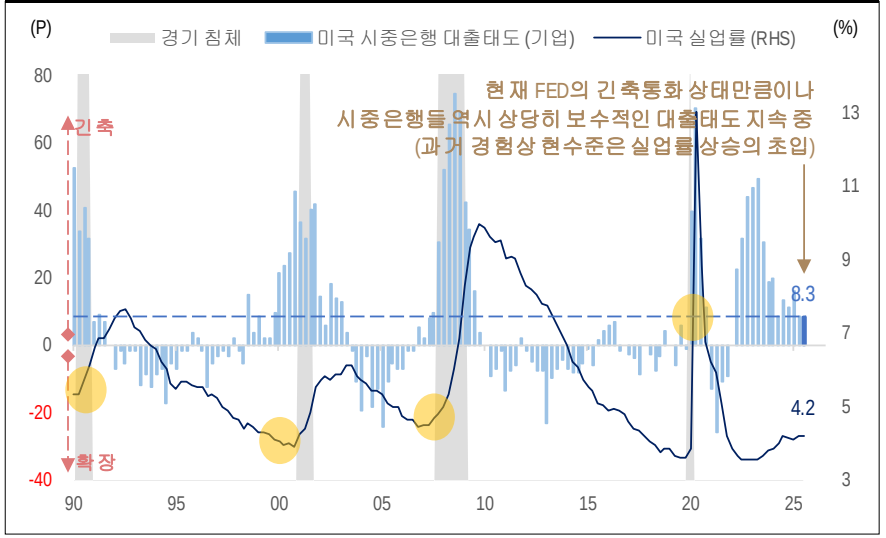
⇒ 더 나아가 현재의 8.3p에 해당하는 긴축적 대출태도는 과거 본격적인 실업률 상승의 초입을 의미

일단 최악은 지난 FED 통화정책 태도



Source: Bloomberg, FRB, DAOL투자증권

현 시중은행 대출태도는 과거 실업률 본격 상승의 초입 수준



Source: Bloomberg, DAOL투자증권

어제와 다른 오늘

비우호적인 금융환경 장기화 속 버블 논란마저 겹친 내년

▪ FED의 통화정책 태도는 여전히 부담

⇒ 24년 5월 긴축의 정점을 지나 지금의 수준까지 내려 왔어도 (i.e. 71% → 42%) , 여전히 크게 보수적인 위치 라는 점에서 변동성 확대 요인 (e.g. 기준점 15% 이상)

⇒ 다만, 통화정책 태도가 1년 선행하는 점 감안시, 현 위치는 최소 내년까지 실업률에 큰 영향이 부재하다는 것 또한 의미

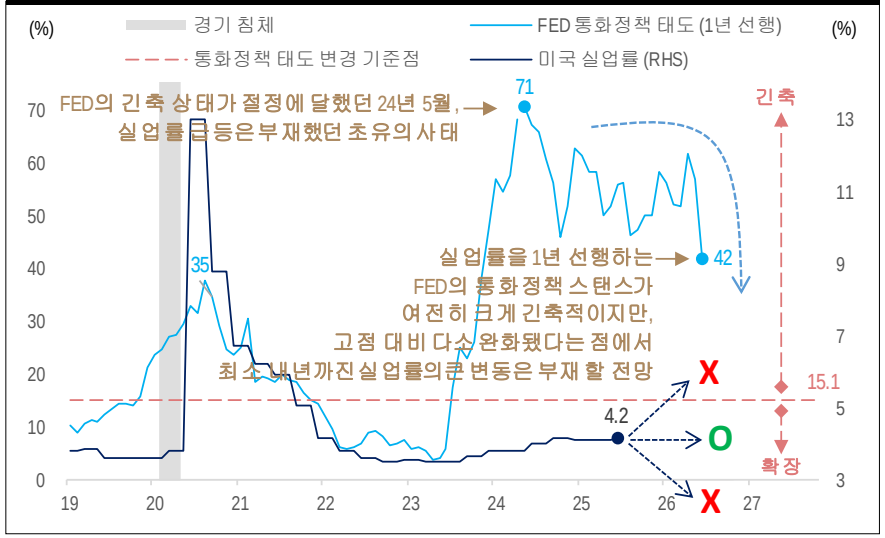
▪ 확실히 과거 IT Bubble 때와는 다른 이번 A.I. 랠리

⇒ 2000년도 고점 0% 기준, 현재 S&P500 Tech 섹터의 상대 수익률은 79%로 표면적인 주가 측면에서는 그때보다 상당히 과열됐다는 것은 사실

⇒ 허나, 허상이 아닌 실제 사업을 영위하는지 여부를 판단할 수 있는 P/FCF 밸류에이션 관점에서는 IT Bubble 때 대비 현저히 저평가 된 지금의 상황 (i.e. P/FCF 70배 vs. 46배)

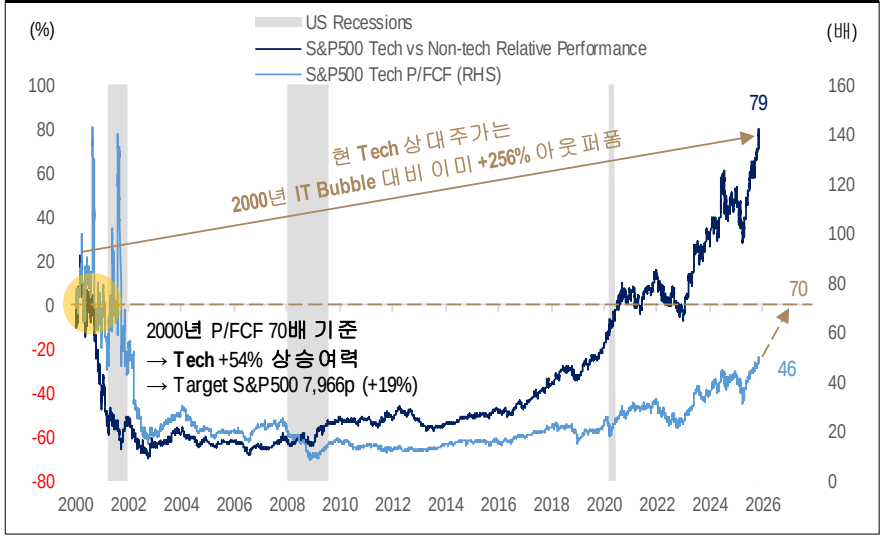
⇒ S&P500 내 Tech 업종 비중 35%와 2000년 과열 때의 P/FCF 밸류에이션 수준까지 회귀 가정시, Tech 업종의 상승여력 +54%로 이는 S&P500 7,966P (+19% Upside)에 해당

적어도 내년까진 고용시장에 숨 쉴 틈이 남아있는 FED 통화정책 수준



Source: Bloomberg, FRB, DAOL투자증권

아직 고평가를 논하기엔 이른 Tech 업종



Note: 각 데이터의 마지막 종가는 11/6 기준
Source: Bloomberg, DAOL투자증권

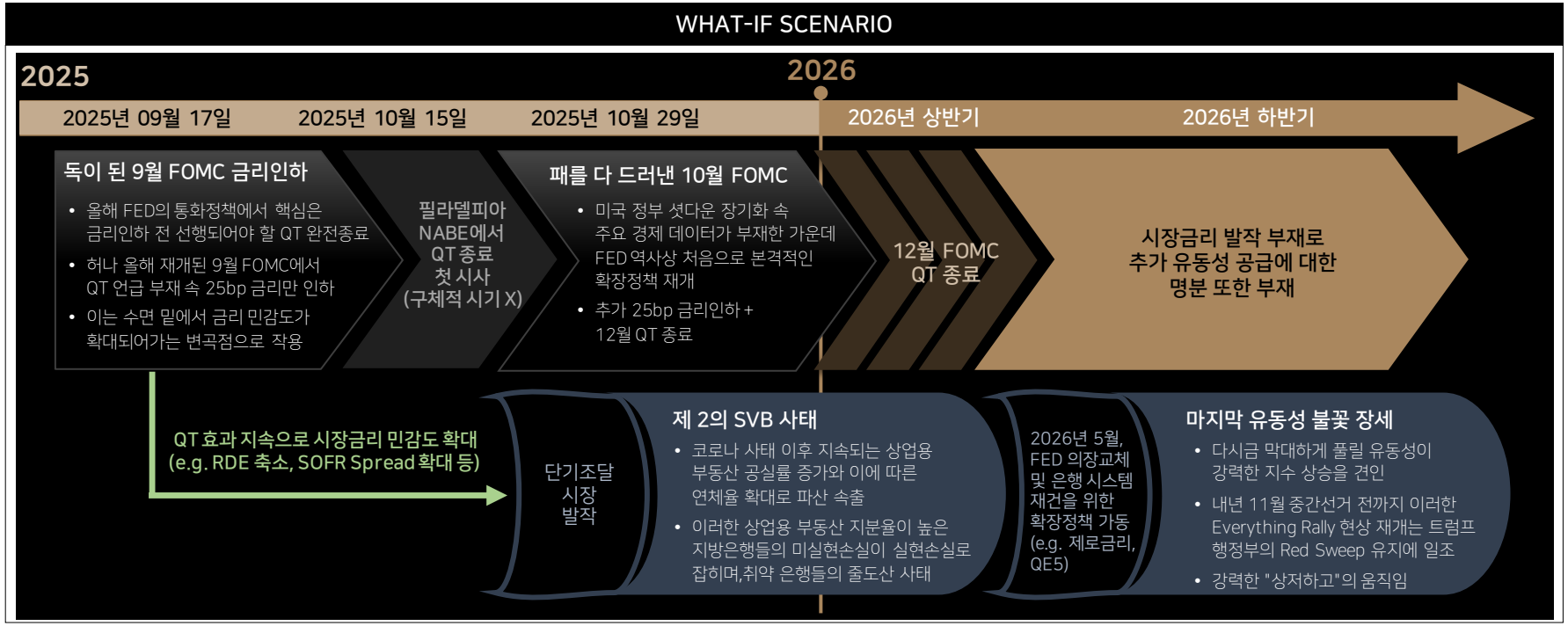
II. 수면 밑 물가

- [기존 전망] 내년 "마지막 유동성 랠리"의 열쇠를 쥐고 있던 QT
- "제 2의 SVB사태" 가능성
- 트리거를 기다리는 미국 크레딧 시장
- [신규 전망] 내년 모든 정책에 영향을 줄 수밖에 없는 물가
- 물가에 대한 금리인하 영향
- 공식 1. 금리인하 = 물가상승
- 공식 2. 금리인하 = 고용둔화
- 물가에 대한 관세부과 영향
- 트럼프 관세가 만든 미국 내 변화
- 그 변화는 오래 갈 수 있을까?
- 공식 3. 관세부과 = 물가상승
- 공식 4. 물가상승 = 큰 정부 공백
- 내년 물가상승은 기정사실화?!
- 물가 중 어떤 걸 주시해야 할까?

수면 밑 물가

[기존 전망] 내년 "마지막 유동성 랠리"의 열쇠를 쥐고 있던 QT

- 경험이 없던 FED가 역사상 첫 QT를 시행했던 건 2017년 10월. 그 이후 2019년 8월엔 금리인하를 단행하면서 단기조달시장(Repo)의 발작을 유발
- 지난 3년간 이번 두번째 QT가 진행되고 있는 가운데, 작년 9월 Pivot에 이어 올해 금리인하 재개로 2019년도 때의 "발작 데자뷰" 대두 우려
  - ⇒ 과거 「QT유지+금리인하」 엇갈린 통화정책 조합의 악영향을 경험한 미국정부가 이를 애초에 의도한 거라면, 내년 중간선거를 위한 포석이라는 해석
  - ⇒ 26년 상반기 중 제 2의 SVB 사태 야기 → 5월 FED 의장 교체 → 은행 시스템 재건을 명분으로 「제로금리+QE5」 확장정책 풀가동 → 하반기 유동성의 힘으로 11월 중간선거 승리



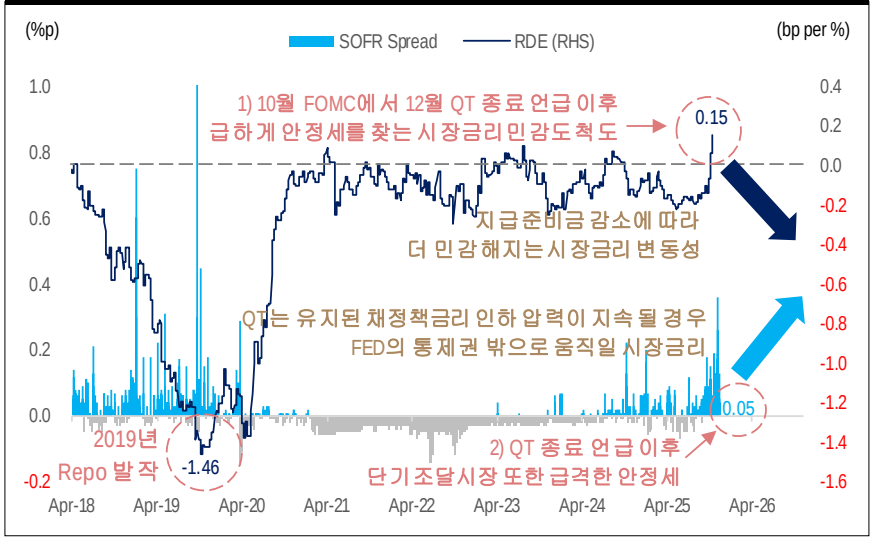
Source: DAOL투자증권

수면 밑 물가

"제 2의 SVB 사태" 가능성

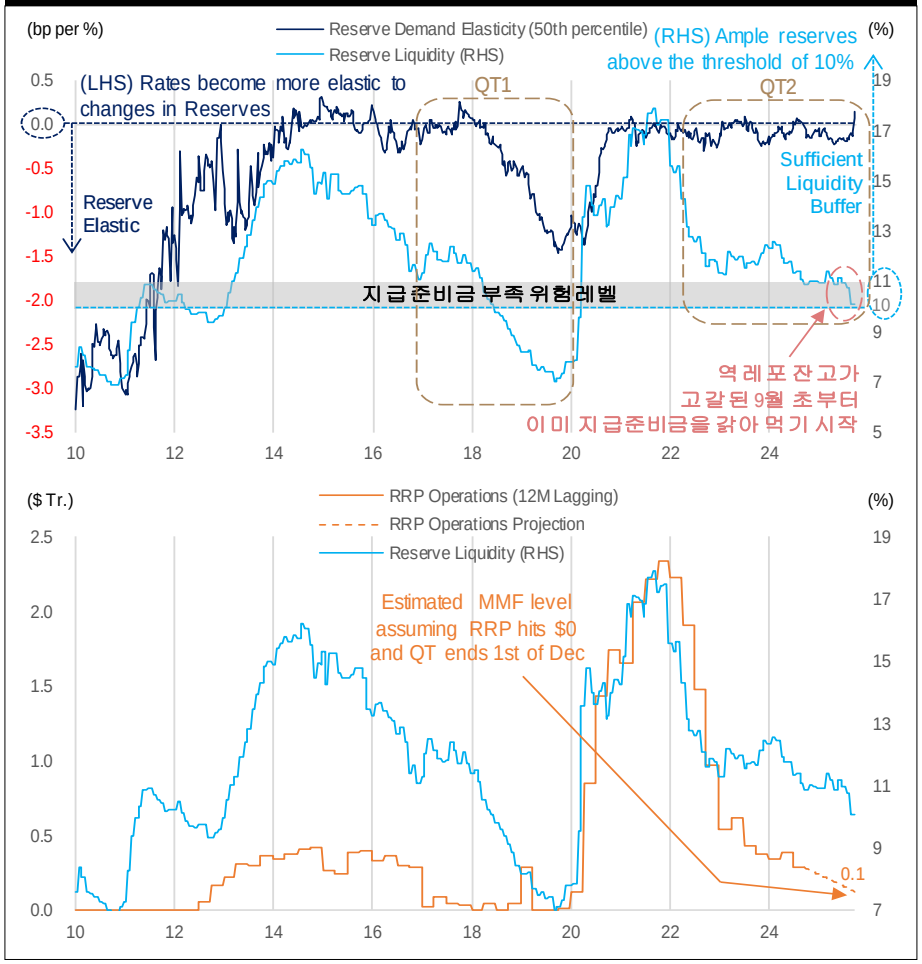
- 올해 FED의 통화정책상 가장 중요했던 건 금리인하 전 QT종료 선행
  - ⇒ 금리의 상방 압력으로 작용하는 QT가 지속 될 경우 과거 19년도 Repo 발작 사태가 재발할 수 있기 때문 (i.e. QT1 당시 RDE 및 지급준비금이 빠르게 동반 하락하며 시장금리의 민감도 확대를 야기)
  - ⇒ 이번 QT효과로 올 9월 초 역레포잔고가 모두 고갈됐음에도, 9월 FOMC에서 QT에 대한 언급은 부재한 채 금리 인하만 단행. 이는 최근 지급준비금을 실제 위험 수준까지 갉아먹어왔던 상황 (i.e. 준비금 10%대 근접)
- 비로소 10월 FOMC에서야 12월 1일자로 QT종료를 공론화 한 만큼, RDE와 SOFR Spread 등 시장금리 민감도 척도 모두 급안정세에 진입

② 이를 의식한 듯 비로소 나온 QT종료 선언



Source: Bloomberg, FRED, DAOL투자증권

① 연초부터 "올해 FED의 금리인하를 선행해야 할 QT종료"라고 주장한 이유



Source: Bloomberg, FRED, DAOL투자증권

수면 밑 물가

트리거를 기다리는 미국 크레딧 시장

- FED의 긴축이 단행된 2022년부터 미국 상업용부동산(CRE)의 공실률과 연체율 모두 일제히 치솟기 시작

  ⇒ 작년 하반기 소폭 고개를 숙이는 듯 보였던 CMBS 연체율이 올해 트럼프 2기 시작과 함께 재차 상승으로 전환되며, 지금은 11.8%라는 역사적 고점 경신 중 (e.g. 2008년 전고점 10.9%, 최근 SVB 사태 3.3%)

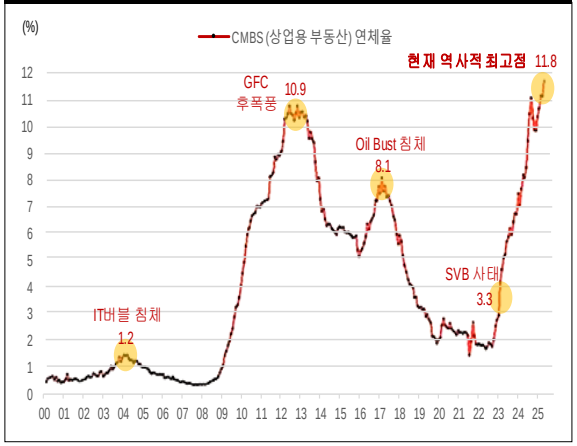
- 이를 반영하듯 미국 시중은행들의 대규모 "미실현손실"이 여전히 이어지는 상황

  ⇒ 08년 리만 사태 대비 현재 미실현손실 총 누적 금액이 -$4,430억 → -$7조로 16배 증가. 단일 분기별 SVB 사태 대비 지금은 -$5,160억 → -$3,954억으로 줄었지만, 대다수 매도가능증권(AFS) 축소에 주로 기인

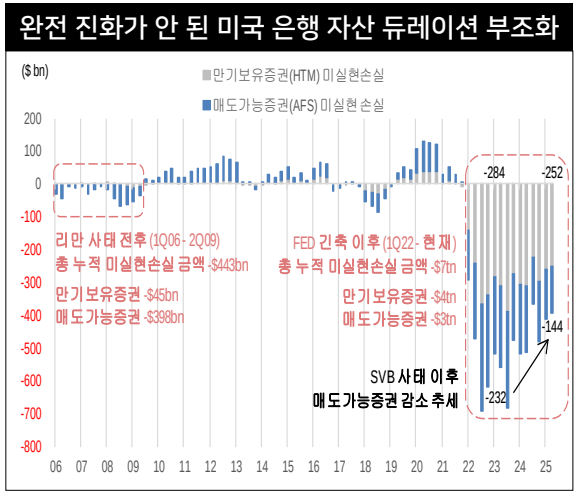
  ⇒ 다만, 상대적으로 만기보유증권(HTM) 보유량이 더 큰 지방은행 투자자산의 경우 미국 전체 시중은행 감소분에 못 미치는 상황. 즉, 투자자산은 만기까지 묶이고 수익성 극대화를 위한 대출은 부동산에 과도하게 쏠려있는 모습

  ⇒ 리만 사태 때의 문제가 "민간" 쪽에서의 MBS/ABS/CDO 크레딧 손상 및 실현손실이었다면, 지금은 "정부"에 의한 UST/MBS 관련 듀레이션 미스매치의 문제 (i.e. 미세한 금리 변화가 자산가격을 휴지로 만들 수 있는 나비효과)

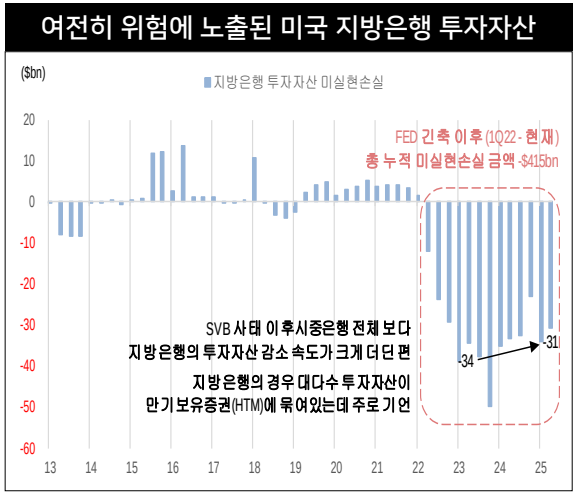
역사적 고점을 경신 중인 미국 상업용부동산 연체율



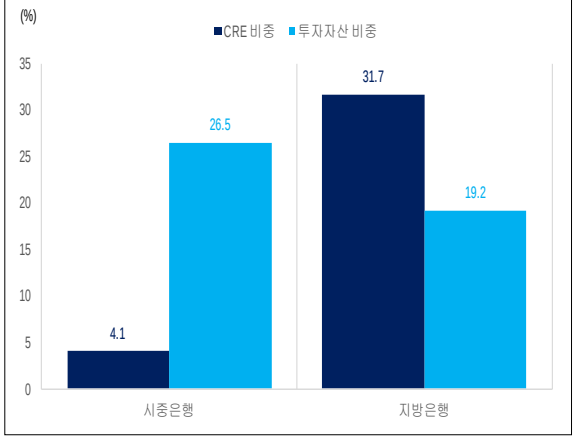
완전 진화가 안 된 미국 은행 자산 듀레이션 부조화



여전히 위험에 노출된 미국 지방은행 투자자산



규모 대비 특정 자산 쏠림현상 심한 미국 지방은행



Note: 2Q25 기준 자산총계 내 비중
Source: Trepp, FDIC, Bloomberg, DAOL투자증권

수면 밑 물가

[신규 전망] 내년 모든 정책에 영향을 줄 수밖에 없는 물가

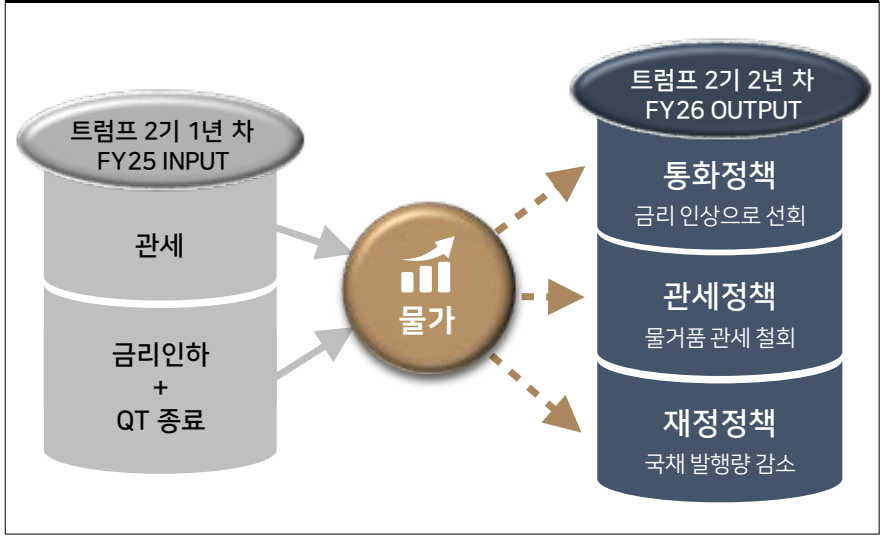
- 앞서 살펴 본 바와 같이 올 연말 QT 종료 선언으로 내년 예상됐던 상반기 크레딧 이슈, 하반기 유동성 랠리의 극단적인 모습은 일단락
- 현재 남아있는 변수 중 현 Stagflation 환경 속 트럼프 행정부의 "관세 부과" 및 "확장적 통화정책"의 합은 결국 시차를 두고 거세질 물가의 상방 압력을 의미
  - ⇒ 통화정책 : 올해의 확장 기대감이 내년 긴축으로 선회 가능성
  - ⇒ 관세정책 : 미국 내 소비절벽으로 물거품이 된 관세 철회 가능성
  - ⇒ 재정정책: 시장금리 상방 압력 재개로 국채 발행량 축소 가능성

내년 하반기까지 총 3차례 추가 금리인하를 기대하는 시장

Meeting Date	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425
2025-12-10				0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	66.90%	33.10%	0.00%
2026-01-28	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	28.20%	52.70%	19.20%	0.00%
2026-03-18	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	11.60%	38.30%	38.90%	11.30%	0.00%
2026-04-29	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.90%	18.20%	38.40%	32.00%	8.50%	0.00%
2026-06-17	0.00%	0.00%	0.00%	1.70%	11.80%	29.90%	34.70%	18.40%	3.60%	0.00%
2026-07-29	0.00%	0.00%	0.50%	4.90%	17.60%	31.50%	29.50%	13.60%	2.40%	0.00%
2026-09-16	0.00%	0.20%	2.10%	9.50%	22.60%	30.70%	23.70%	9.60%	1.50%	0.00%
2026-10-28	0.00%	0.50%	3.40%	11.80%	24.10%	29.50%	21.20%	8.10%	1.30%	0.00%
2026-12-09	0.10%	1.00%	4.90%	14.00%	25.00%	28.00%	18.90%	6.90%	1.00%	0.00%
2027-01-27	0.10%	1.10%	5.10%	14.20%	25.10%	27.80%	18.60%	6.80%	1.00%	0.00%
2027-03-17	0.20%	1.20%	5.30%	14.50%	25.10%	27.60%	18.40%	6.70%	1.00%	0.00%
2027-04-28	0.20%	1.20%	5.20%	14.10%	24.70%	27.50%	18.80%	7.20%	1.20%	0.00%
2027-06-09	0.20%	1.20%	5.30%	14.30%	24.70%	27.40%	18.60%	7.10%	1.20%	0.00%
2027-07-28	0.20%	1.10%	4.70%	12.90%	23.10%	27.00%	19.90%	8.90%	2.10%	0.20%
2027-09-15	0.10%	1.10%	4.60%	12.80%	23.00%	26.90%	20.00%	8.90%	2.20%	0.20%
2027-10-27	0.10%	1.00%	4.30%	12.10%	22.10%	26.60%	20.60%	10.00%	2.80%	0.40%

Note: 11월 7일 기준
Source: FedWatch, DAOL투자증권

트럼프 2기의 1년 차 환경은 물가 상승의 필요충분 조건, 결국 내년 정책에 영향



Source: DAOL투자증권

수면 밑 물가

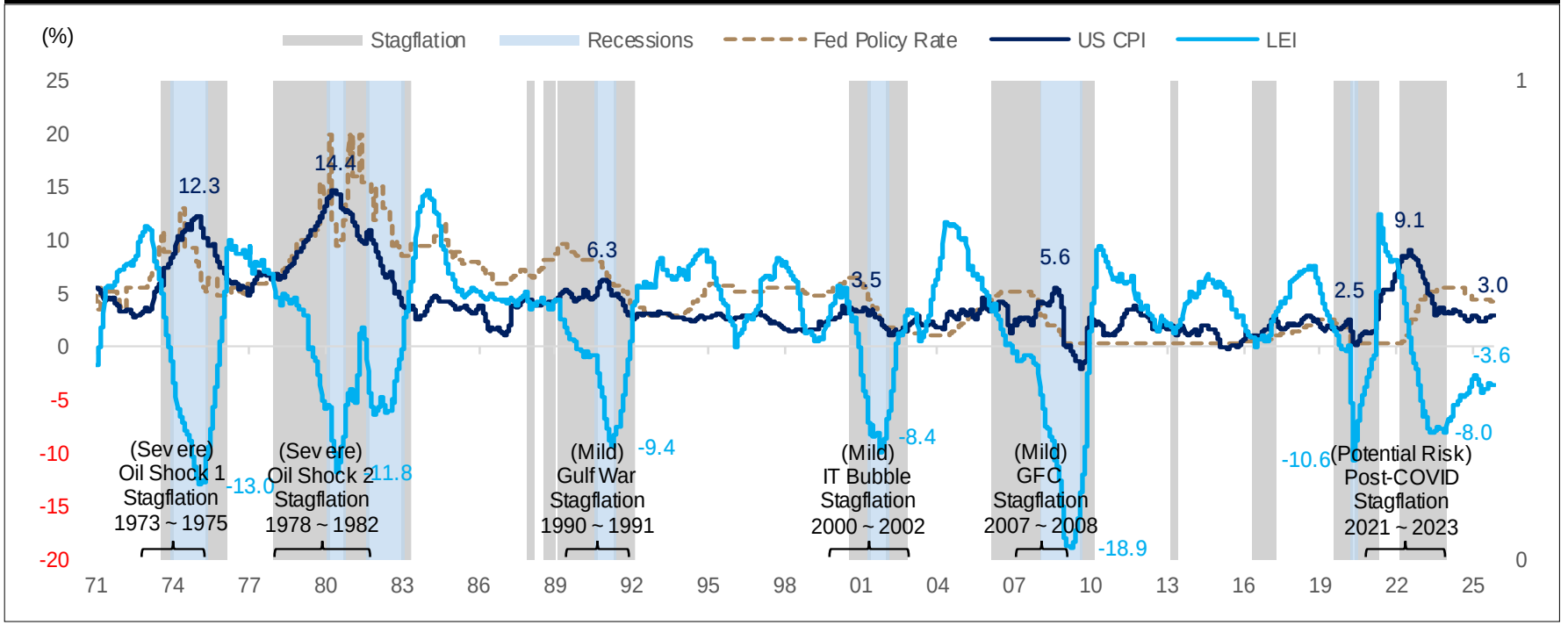
물가에 대한 금리인하 영향

▪ 지난 반세기간 경제활동 둔화(LEI↓)와 물가 상승(CPI↑) 국면을 지금과 같은 Stagflation(회색 음영) 구간으로 정의

⇒ 전통적으로 Stagflation 현상은 경기침체 전후로 발생했던 과거 경험. 다만, 현재 Stagflation의 모습은 뚜렷한 방향성 없이 횡보하며 이례적으로 장기화 중

▪ FED의 금리인하가 물가에 미쳐온 영향을 알아보기 위해 1) 전체 금리인하 구간, 2) Stagflation 환경 속 금리인하 구간, 3) 고용시장 영향을 분석

과거 Stagflation 환경에서 물가에 대한 FED의 금리인하 영향은 어땠을까?



Note: 차트 아래 각 Stagflation 국면에 대한 이름 및 기간은 학계 정의 기준
Source: Bloomberg, DAOL투자증권

수면 밑 물가

공식 1. 금리인하 = 물가상승

▪ 지난 반세기간 FED가 금리인하를 단행 할 때 마다 물가의 움직임을 도표화

⇒ 대다수의 경우 금리인하는 Recession 국면에서 시행되는 만큼 인하 이후 첫 1년간 경기 둔화와 함께 물가 또한 우하향, 그리고 2년 째 접어들었을 땐 기존 수준으로 서서히 회복

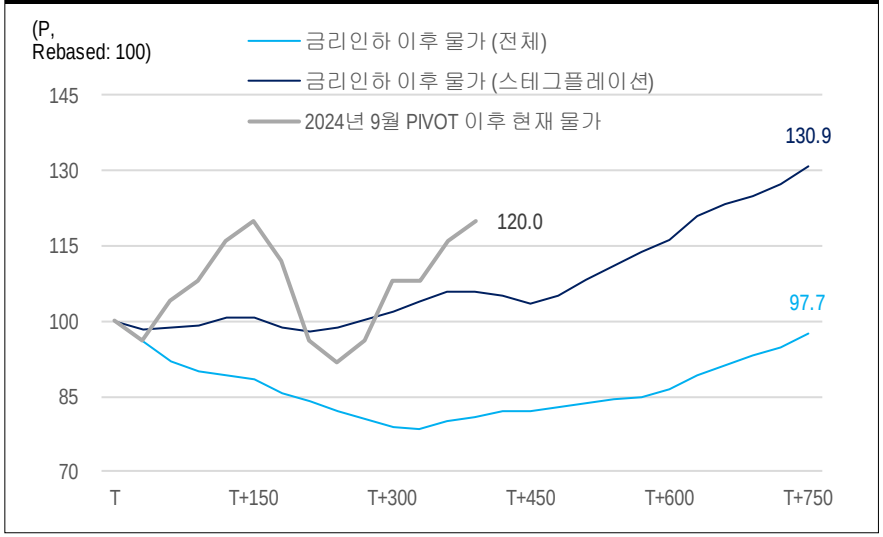
⇒ 반면, Stagflation 환경 속 물가는 곧바로 냉각되기보단 첫 일년간 횡보를 이어가다, 2년 차 부터 본격 추가 상승하는 그림

⇒ 현재 미국의 물가는 작년 FED의 Pivot 이후 평균적인 Stagflation에서의 속도보다 빠르게 상승 중

▪ 결국 내년까지 이어질 추가 금리인하는 "불난 데 기름을 붓는 격"

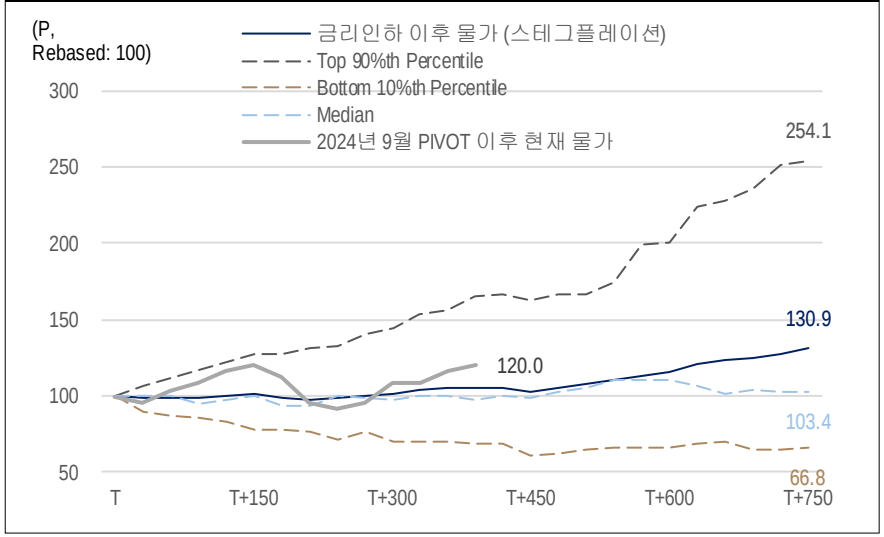
⇒ 이렇듯 1년 정도 후행해서 반영되는 금리인하 효과는 1) 작년 Pivot 영향이 올 하반기부터, 그리고 2) 올해 9월 인하 재개 영향은 내년 하반기에 추가 물가 상방압력으로 작용할 것

금리인하 영향은 시차를 두고 물가에 본격 반영



Note 1: 1970년 이후 총 129일의 금리인하 및 76일의 Stagflation 내 금리인하 구간
Note 2: 물가는 Headline CPI YoY 상승률을 의미
Source: Bloomberg, DAOL투자증권

지금과 같은 Stagflation 환경 속 금리인하는 물가에 상승 편향 (+ Skewed)



Source: Bloomberg, DAOL투자증권

수면 밑 물가

공식 2. 금리인하 = 고용둔화

- 애당초 경제 시스템에 문제가 발생했기에 단행되는 금리인하

  ⇒ 경기침체는 경제의 펀더멘털을 대변하는 고용시장에 곧장 반영되며 고용 감소와 실업률 상승을 야기

- Stagflation 환경 속 금리인하의 특이점

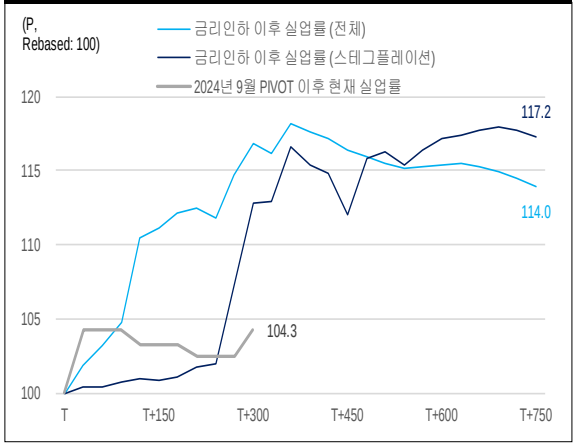
  ⇒ 일반적인 금리인하는 급격한 고용의 둔화와, 2년 차부터 일정부분 회복세로 접어드는 양상

  ⇒ 반면, Stagflation에서 금리인하는 고용의 둔화 속도가 상대적으로 더디지만, 그 추세가 더 장기화 되는 특징

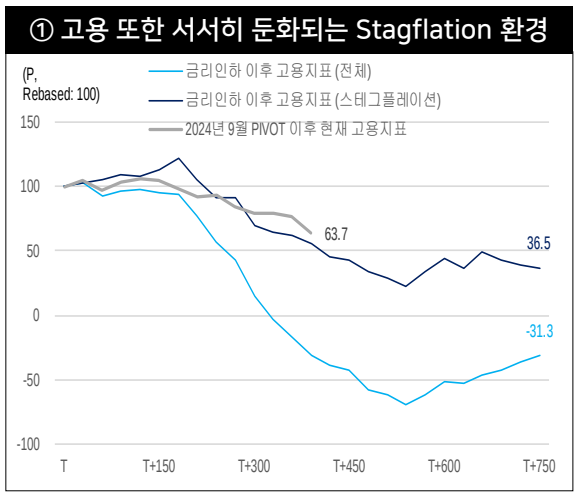
- 진퇴양난에 빠진 FED

  ⇒ 이러한 과거 궤적에 올라탄 현 고용시장이라면 내년엔 더 악화되겠지만, 수면 밑에서 이미 시작된 물가 상방 압력은 FED의 추가 금리인하에 다시 한번 걸림돌로 작용할 개연성

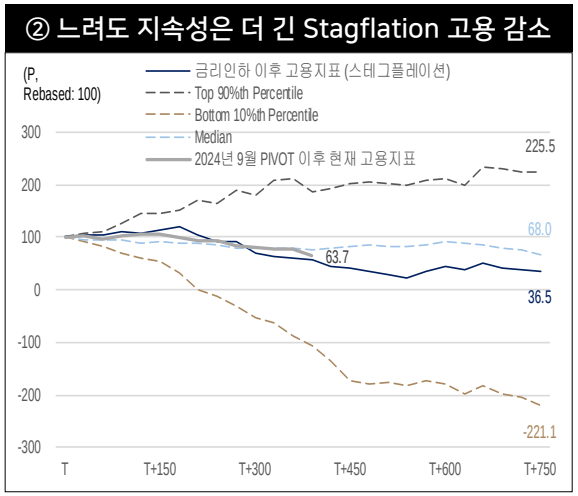
③ 시스템 내 문제가 발생했기에 단행되는 금리인하



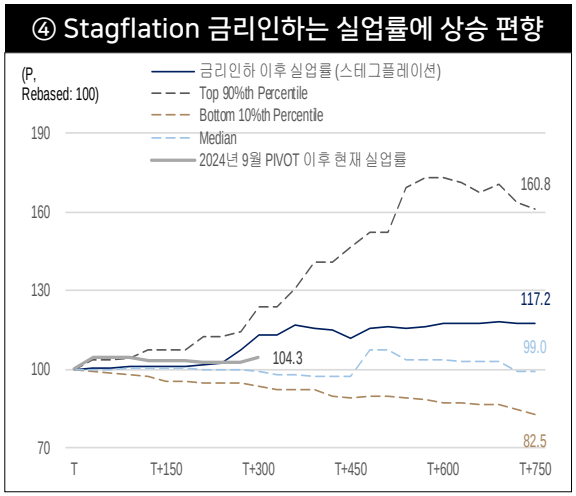
① 고용 또한 서서히 둔화되는 Stagflation 환경



② 느려도 지속성은 더 긴 Stagflation 고용 감소



④ Stagflation 금리인하는 실업률에 상승 편향



Note: 1970년 이후 총 129일의 금리인하 및 76일의 Stagflation 내 금리인하 구간을 의미
Source: Bloomberg, DAOL투자증권

수면 밑 물가

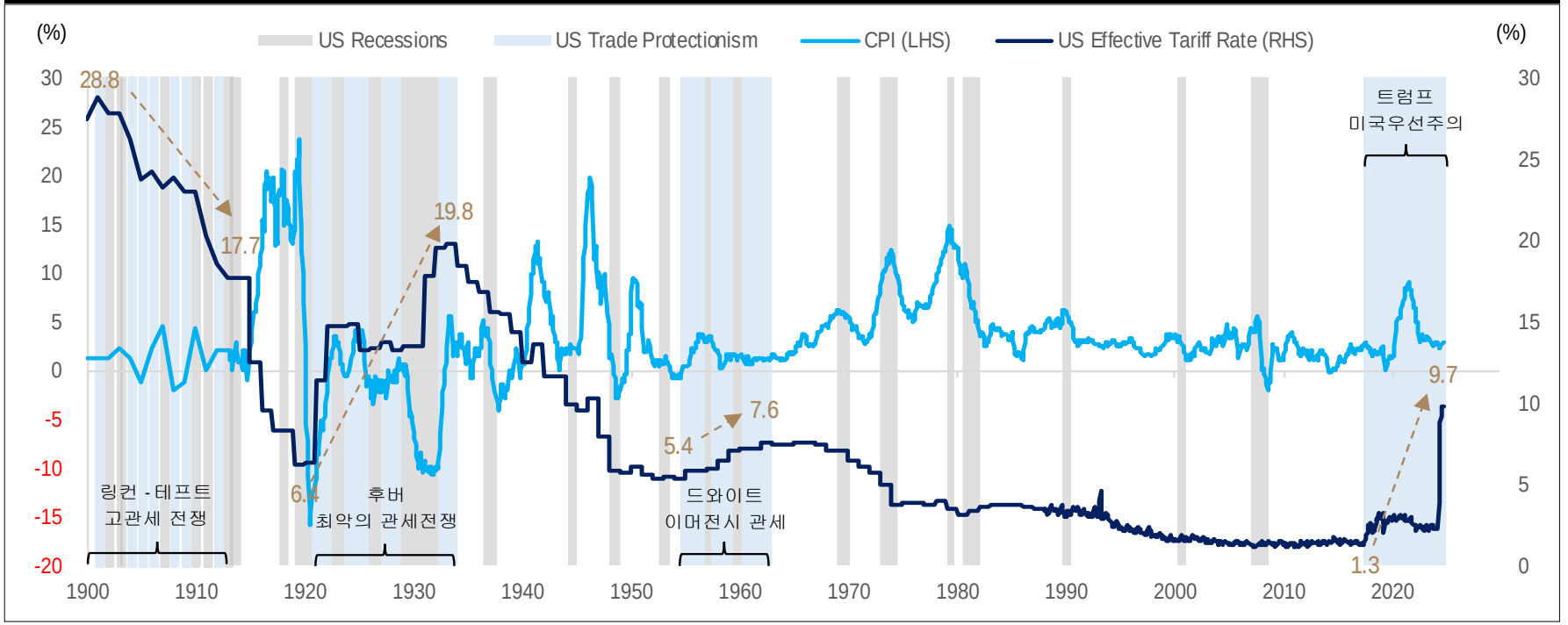
물가에 대한 관세부과 영향

▪ 지난 100년간 관세를 통한 미국의 보호무역주의는 추세적으로 완화되어 왔으나, 구간구간마다 이를 역행하는 총 4번의 사건 발생

⇒ 현 트럼프 1~2기 임기 동안 진행 중인 "미국 우선주의"는 21세기 들어 첫 관세전쟁이라는 점에서 불확실성이 매우 큰 상황

⇒ 통상 단절은 국제질서 혼란을 야기해 온 만큼 환율, 물가 등 실물경기 전반에 악영향을 미쳐왔던 과거 경험

100년 미국 관세 역사가 물가에 남긴 의미



Note: 차트 내 푸른색 음영은 실효 관세율 인상을 통한 보호무역주의 시기를 의미 (선택적 관세가 아닌 무역통상 전체에 대한 가중평균치 기준)
Source: USTR, Bloomberg, DAOL투자증권

수면 밑 물가

트럼프 관세가 만든 미국 내 변화

▪ 1기 "G2 무역분쟁" 때부터 이미 시작된 지각변동

⇒ 미국의 최대 수입국이었던 중국 비중이 기존 20%대에서 현재 한 자릿수까지 추락

⇒ 이를 우회하기 위해 중국은 베트남, 멕시코, 캐나다 등 제 3국으로 미국 향 수출 시도 (i.e. 트럼프 2기 시작과 동시에 멕시코와 캐나다 부터 관세가 부과됐던 이유)

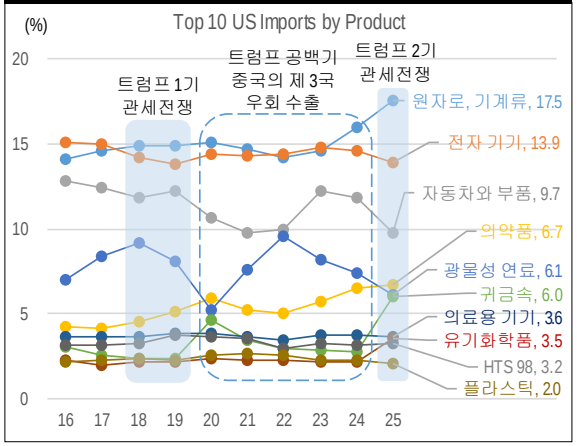
▪ 원점으로 되돌아가는 "트럼프 공백기" 때의 수혜 품목

⇒ 미국 제조업 재건이라는 2기 정책에 발맞춰 대체적으로 완성재 보단 원자재 및 중간재 수입 비중 증가 전환

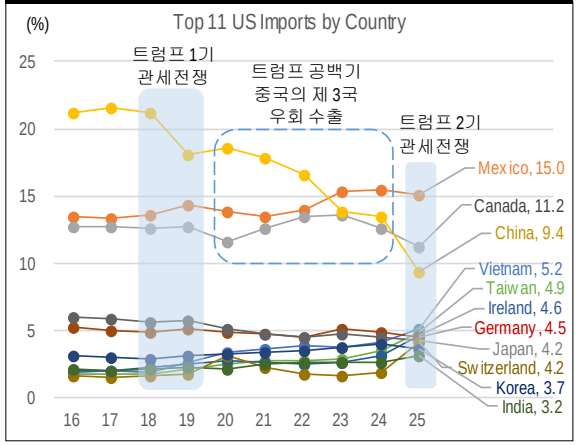
⇒ 예컨대, 한국과 대만의 증가는 현 A.I. 반도체 호황의 영향이라면, 일본의 감소는 자동차 등 정책 역행에 따른 악영향

⇒ 즉, 이미 미국 내 구축되어 있는 산업은 보호하되, 실제 생산까지 시간이 소요되는 첨단산업 품목들은 일단 수입하겠다는 취지

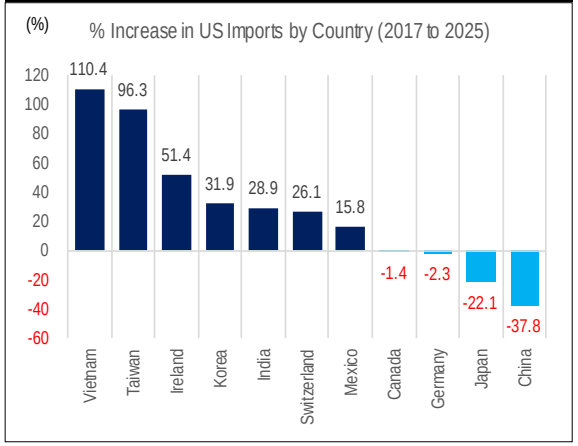
③ 원점으로 돌아가는 트럼프 공백기 때의 수혜품



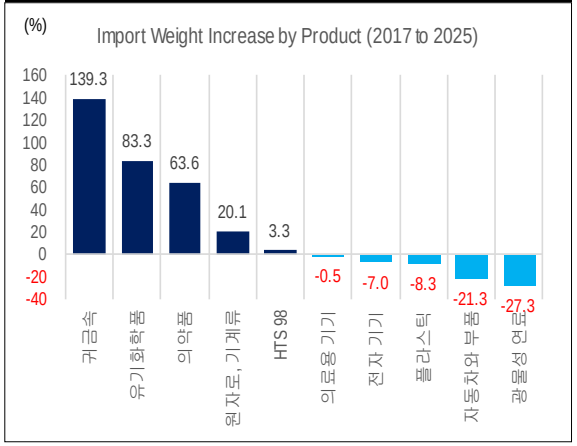
① 한때 20% 상회했던 현 중국의 초라한 모습



② 중국의 우회수출로 반사수혜 본 베트남과 멕시코



④ 현 정책에 맞춰 완성재 보단 원자재 비중 증가



Note 1: 미국 전체 수입액 중 누적 상위 2/3 이상 차지하는 국가 및 품목을 대상
Note 2: HTS98은 반환된 상품을 의미
Source: USITC, DAOL투자증권

수면 밑 물가

그 변화는 오래 갈 수 있을까?

▪ 아직까진 버틸 수 있었던 이유

⇒ 트럼프 당선 전부터 관세에 대한 우려가 존재했던 만큼, 전세계적인 미국 향 "밀어내기"가 진행되며 의외의 경제활동 촉매제 역할 (e.g. 기업들의 마진 호조)

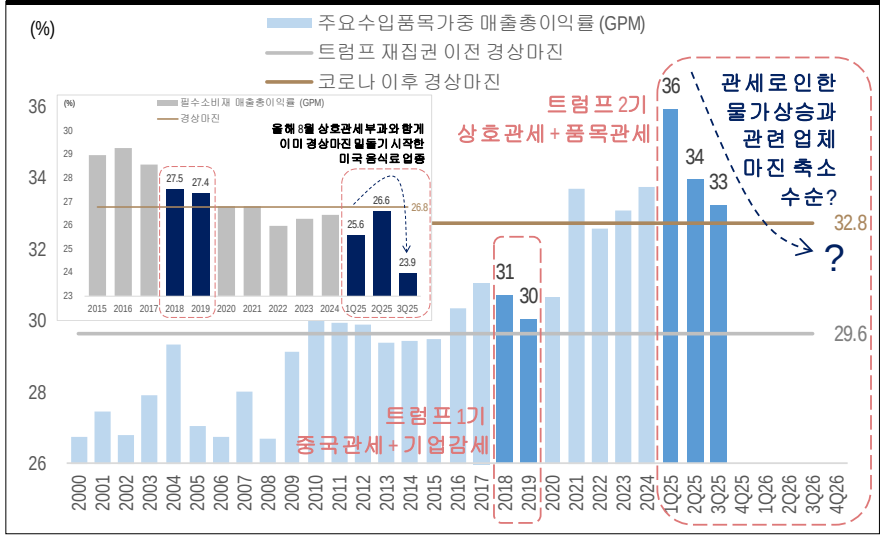
⇒ 허나, 올 4월 10% 기본관세를 시작으로 8월에는 국가별 고율 관세가 적용되면서 미국 대표 수입업체들의 이익 마진이 빠르게 축소되고 있는 양상

⇒ 그간 관세 비용 부담을 기업들의 마진 축소로 버텨왔다면, 경상 마진을 밑도는 순간부터 본격적인 소비자 가격 전가는 불가피 할 것으로 전망 (e.g. 필수소비재는 이미 크게 밑돈 상황)

▪ 앞으로 더 남은 관세

⇒ 국가별 상호관세는 미국 내 막대한 투자를 유인하며 조정되고 있으나, 품목별 관세 중 반도체, 의약품 등은 여전히 적용 예외 상태

경상 마진을 밑돌기 시작하면 미국 업체들의 본격적인 가격 전가?



Note: 가중치는 미국 수입액 2/3를 차지하는 품목 내 각 섹터들의 시가총액 상위 10개 기업들의 총합
Source: Bloomberg, DAOL투자증권

현재까지 부과된 관세율과 아직도 검토 중인 그 외 품목별 관세

대상 국가	국가별 상호관세	품목별 관세						
		자동차	자동차 부품	철강 알루미늄	구리	목재	트럭	버스
대한민국	15%	↓15% (25%)	↓15% (25%)	50%	50%	↓15% (25%)	25%	10%
일본	15%	↓15% (25%)	↓15% (25%)			15%		
중국	47%	25%	25%			25%		
인도	50%							
베트남	20%							
태국	19%							
대만	20%							
인도네시아	19%							
필리핀	19%							
유럽연합	15%	↓15% (25%)	↓15% (25%)			15%		
영국	10%	↓10% (25%)	↓10% (25%)	25%		10%		
스위스	39%	25%	25%	50%		25%		
캐나다	35%							
멕시코	35%							
브라질	50%							

Note: 11월 14월 기준. 괄호 안 수치는 최초 선포 관세율, 음영은 변화가 있었던 품목 의미
Source: USTR, DAOL투자증권

수면 밑 물가

공식 3. 관세부과 = 물가상승

▪ 관세를 통한 미국 보호무역주의 시기 때의 물가 영향 도표화

⇒ 관세 부과는 불필요한 혹은 부재했던 비용이 추가되는 만큼, 과거 경험적으로도 매번 물가 상승으로 이어졌던 악순환 (i.e. P의 상승이 결국 Q의 감소 즉, 소비 침체로 이어지는 고리)

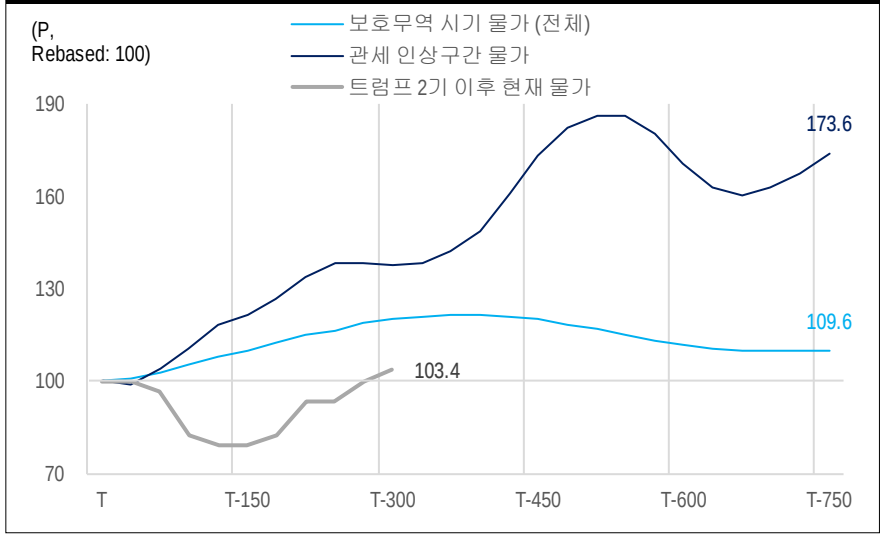
⇒ 고관세가 장기화 됐던 보호무역주의 시기의 첫 1년간은 물가의 상승세 나타나지만, 2년 차 접어들며 기저효과로 고개를 숙이는 모습 (i.e. 장기간 상단에서 오래 머무는 경향)

⇒ 지금과 같은 급작스러운 실효 관세 인상 구간에서는 매우 강력한 물가의 상방 압력이 끊임없이 지속되는 양상

▪ 올 8월 막 시작한 관세, 그리고 아직 남아있는 품목별 관세라면

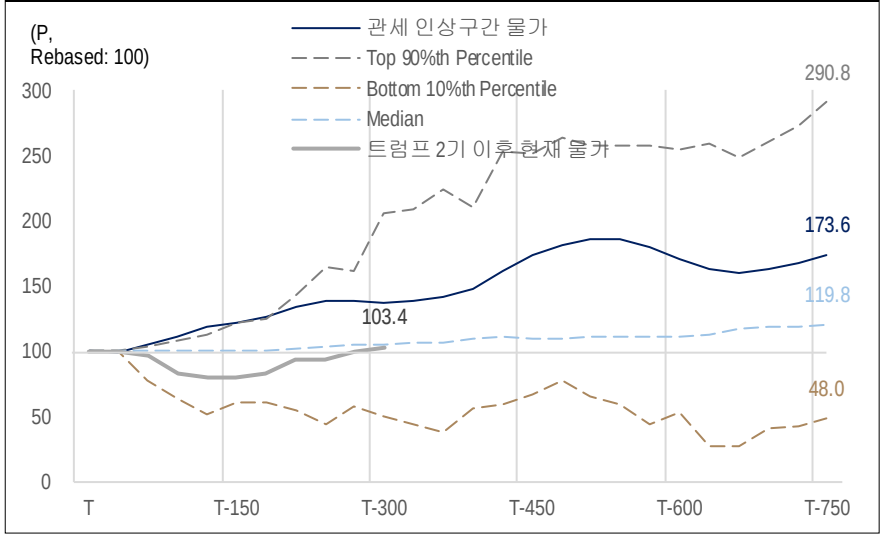
⇒ 트럼프 2기 취임 이후 현재 물가는 과거 중앙값(Median)을 따라가고 있는 가운데, 이 궤적대로라면 26년 연말까지 CPI는 최소 +16.4% 추가 상방 압력 의미 (잊으면 안 될 상승 편향)

관세라는 없던 비용이 새로 생긴 만큼 물가 상승은 당연한 이야기



Note: 보호무역 시기는 18 페이지 차트 참조. 관세 인상 구간은 실효 관세율 상승 시점들을 의미.
Source: Bloomberg, DAOL투자증권

보호무역주의 때의 중앙값을 따라가고 있는 현 트럼프 2기 물가



Source: Bloomberg, DAOL투자증권

수면 밑 물가

공식 4. 물가상승 = 큰 정부 공백

▪ 물가 상승은 시장금리에 대한 상방 압력

⇒ 과거 경험상 물가 상승은 결국 시장금리 상방 압력으로 작용하는 만큼, 미국 정부의 부채 증가율의 둔화를 야기하는 뚜렷한 "역의 관계" 존재

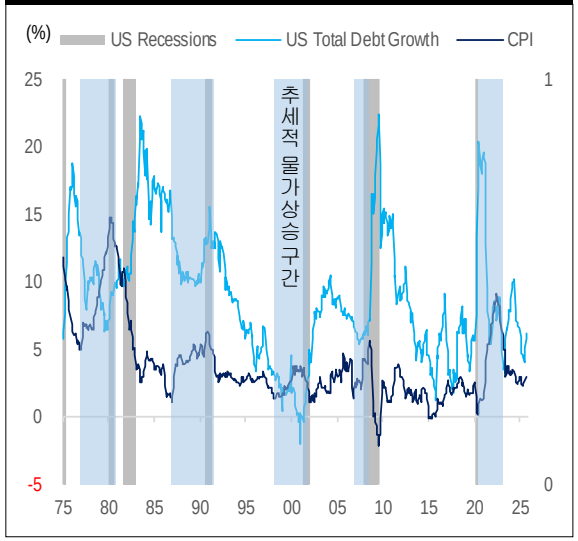
⇒ 최근 분기별 미국 재무부 국채 발행 또한 물가 향방에 따라 기존 계획(예상치)에서 다수의 차질이 발생했던 사례 (i.e. 물가 상승 시 계획에 못 미치는 발행, 하락 시 추가 발행)

▪ 큰 정부 공백의 의미

⇒ 길게는 01년 IT 버블, 짧게는 08년 리만 사태 이후 장기간 지속되어 온 미국 정부의 적극적인 시장 개입이 부재해지는 것을 의미

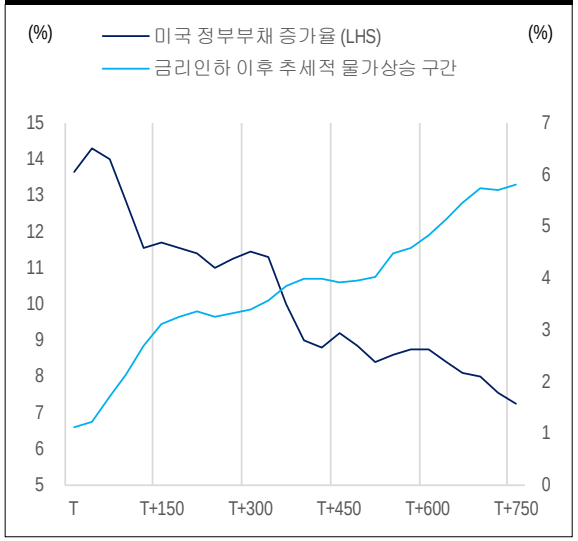
⇒ 당장 내년 중간선거를 앞둔 트럼프 행정부 입장에선 국채 발행 차질은 먹고 사는 문제와 연관된 유권자들의 지지율에 악재

물가 상승과 미국 부채 증가율간의 관계



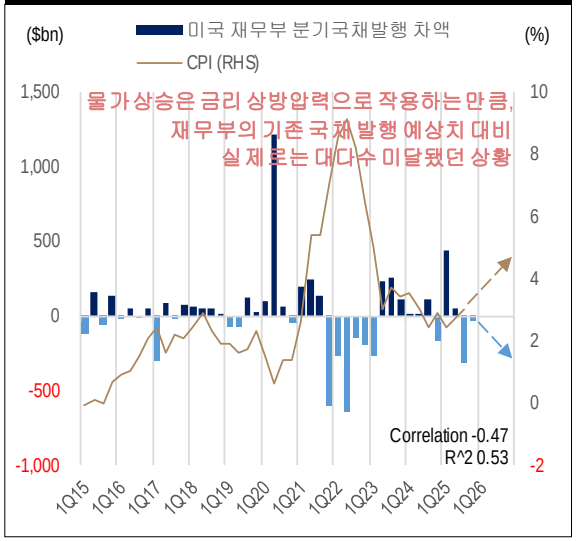
Note: 푸른음영은 "추세적 물가상승 구간" 의미
Source: Bloomberg, DAOL투자증권

물가와 정부부채 증가는 역의 관계



Source: Bloomberg, DAOL투자증권

국채발행 계획에 차질을 주는 물가



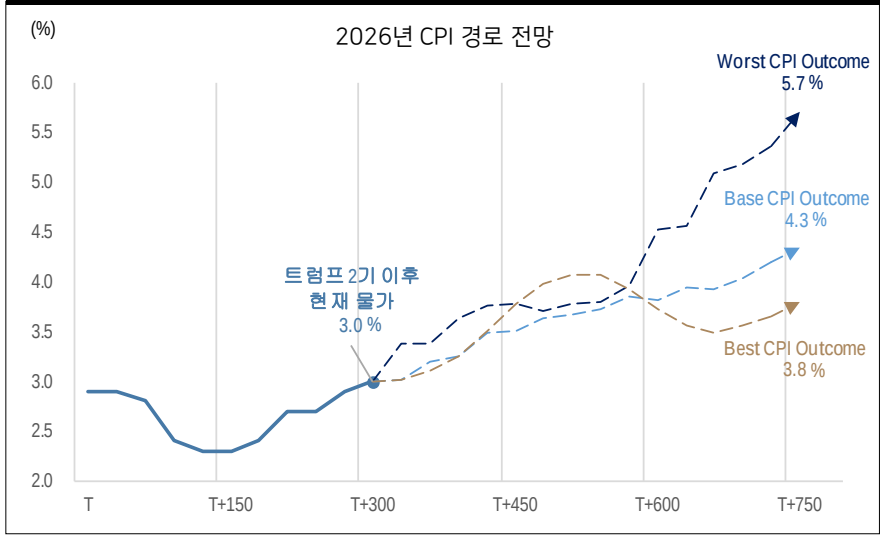
Source: Bloomberg, USDT, DAOL투자증권

수면 밑 물가

내년 물가상승은 기정사실화?!

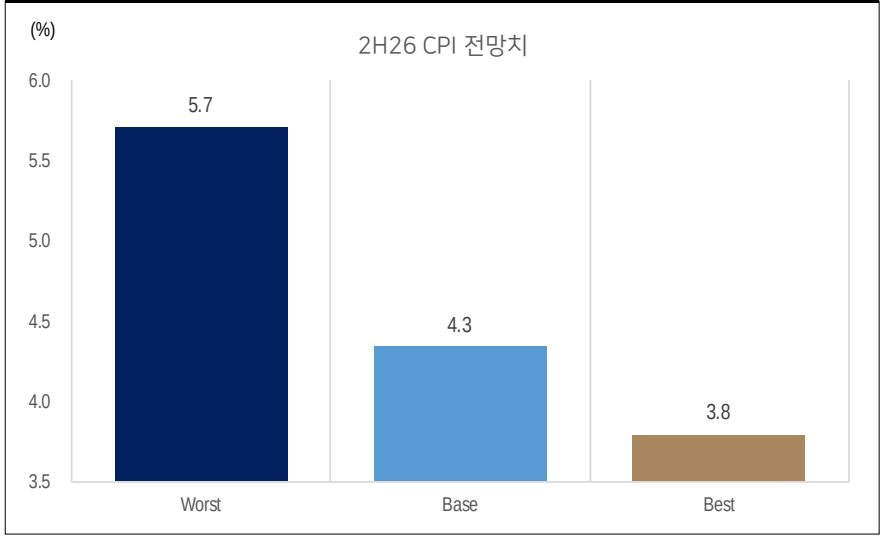
- 3, 4, 5 중 하나
  - ⇒ 올해 트럼프 2기가 진행한 금리인하 재개와 관세 부과에 대한 종합적인 수면 밑 물가 영향은 내년 최저 3.8%에서 최고 5.7%까지 상승하게 된다는 계산
  - ⇒ 다만, 현재 가장 높은 확률 (Base Scenario)로 예상되는 내년 하반기 물가는 4.3%로, 이는 미국 정부의 모든 정책에 영향을 줄 수 밖에 없는 수준이라는 판단
- 본격적인 물가의 변곡점은 2H26부터
  - ⇒ 실제 물가 반영까지 시차가 존재한다는 것 감안 시, Scenario 별 물가 향방의 가시화는 내년 하반기 이후로 점쳐지는 상황

내년 물가 전망치는 4% 대



Source: Bloomberg, DAOL투자증권

보수적인 관점에서 봐도 (Best Outcome) 현 수준보다 높아지는 내년 물가



Source: DAOL투자증권

수면 밑 물가

물가 중 어떤 걸 주시해야 할까?

- 인간 생존의 3대 필수항목 중 "먹는 것"과 "자는 곳"이 핵심

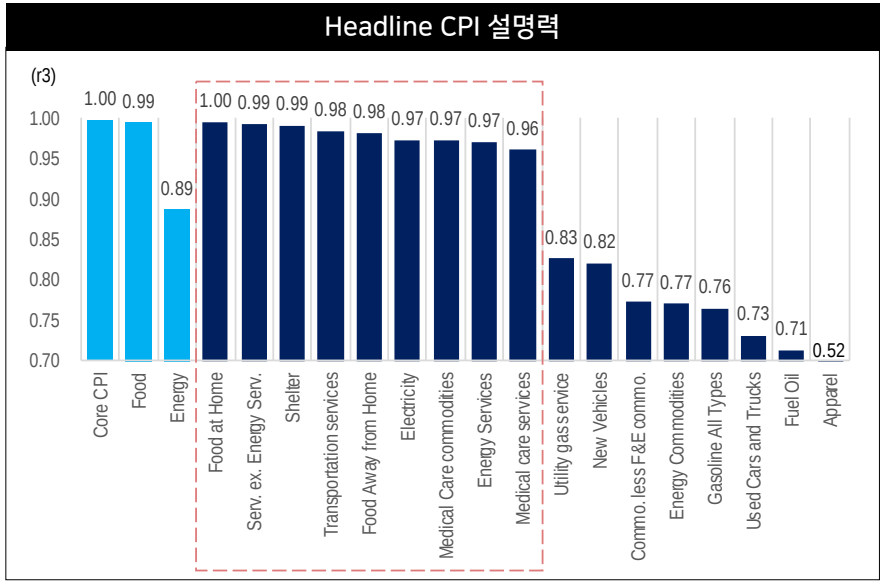
  ⇒ 장기 시계열간 Headline CPI와 가장 높은 연관성은 밥상 물가, 근원 서비스, 주거비 등이었으며, 반대로 의류비는 구성 요소 중 최하위

- 생산자 물가는 살짝 다른 얘기

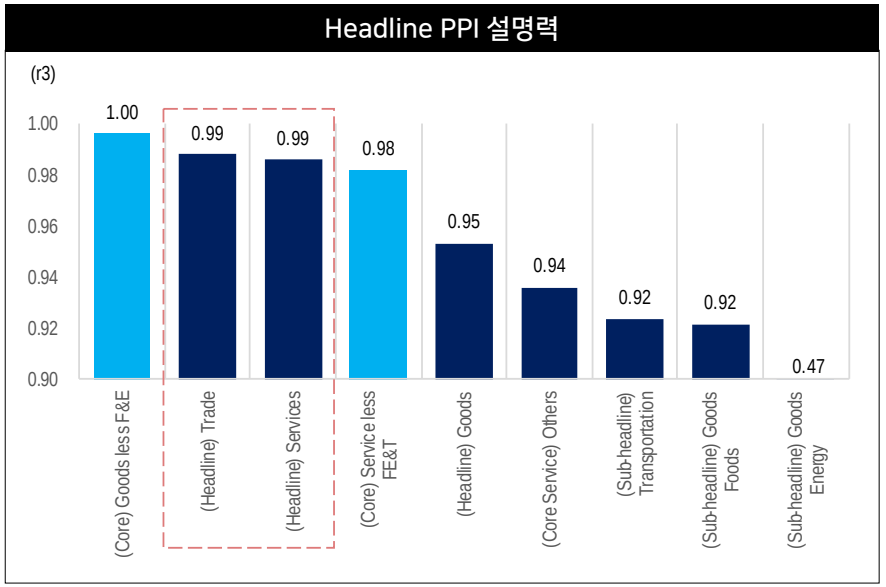
  ⇒ PPI는 CPI와는 다르게 무역, 서비스 등 Headline 항목과의 연관성이 높았던 모습

- 구성 항목들의 실제 현 상황?

  ⇒ 물가에 영향력이 높은 주요 항목들 모두 (전기료만 제외) 트럼프 2기 집권 이후 가파르게 상승 중



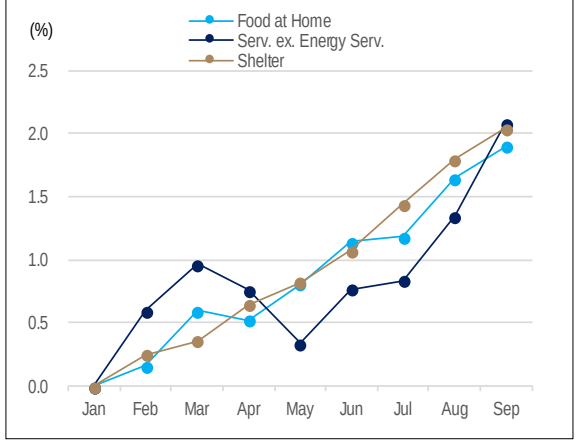
Note 1: 물가 구성항목 중 대분류는 하늘색 막대, 중소분류는 남색 막대
Note 2: 데이터가 존재하는 1967년 이후 구성 항목간의 r3 값 순 나열
Source: BLS, Bloomberg, DAOL투자증권



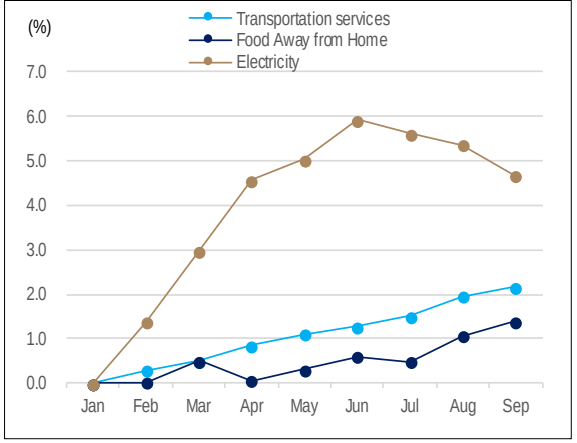
Note: 물가 구성항목 중 대분류는 하늘색 막대, 중소분류는 남색 막대
Source: BLS, Bloomberg, DAOL투자증권

수면 밑 물가

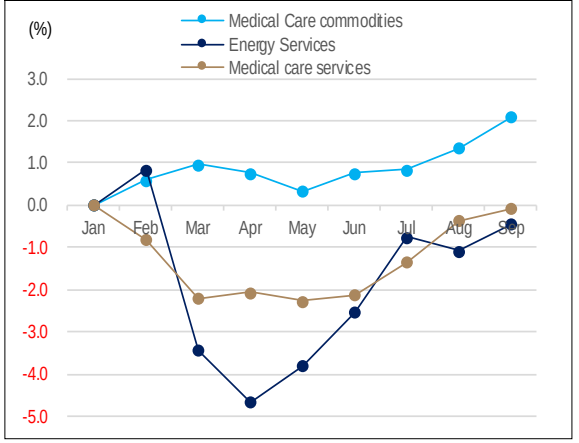
CPI 기여도 최상위 그룹 모두 일제히 상승 중



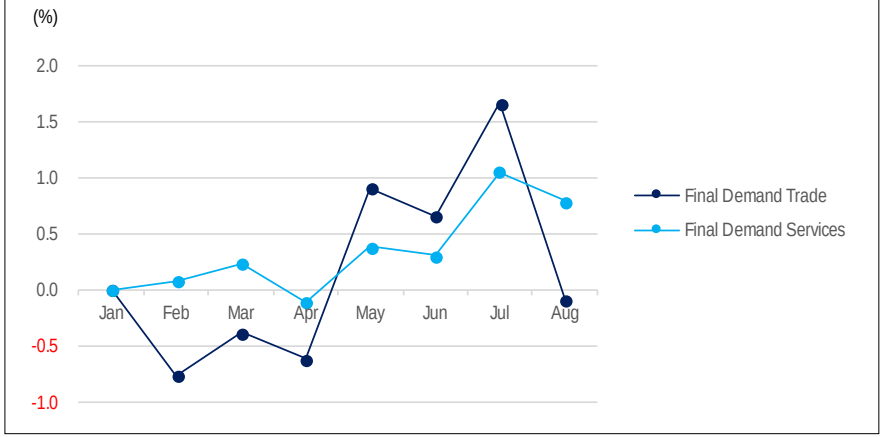
유일하게 전기료는 연초 급등 후 나홀로 반락 중



하반기 들어 에너지 및 의료 서비스 급등 중



8월 관세 여파에도 PPI 무역이 급락하며 CPI의 흐름과는 대조적



Source: BLS, Bloomberg, DAOL투자증권

자신 있나? 확실한가??

Source: 한국경제TV, DAOL투자증권

III. 최후의 만찬

- 임박한 "마이너스 실질금리"의 함의
- 내년을 배불리 먹어야 하는 이유
- 만찬을 빛낼 최고의 음식
- 끝날 때까지 끝난 게 아니다
- 한국도 초대된 만찬
- 미국 갈 때 한국도 동행 할 업종
- 만에 하나 Plan B
- The Moment of Truth
- 반복되는 역사 속 내년이 최후의 만찬인 이유

최후의 만찬

임박한 "마이너스 실질금리"의 함의

▪ 이대로 가다간 역전되는 실질금리

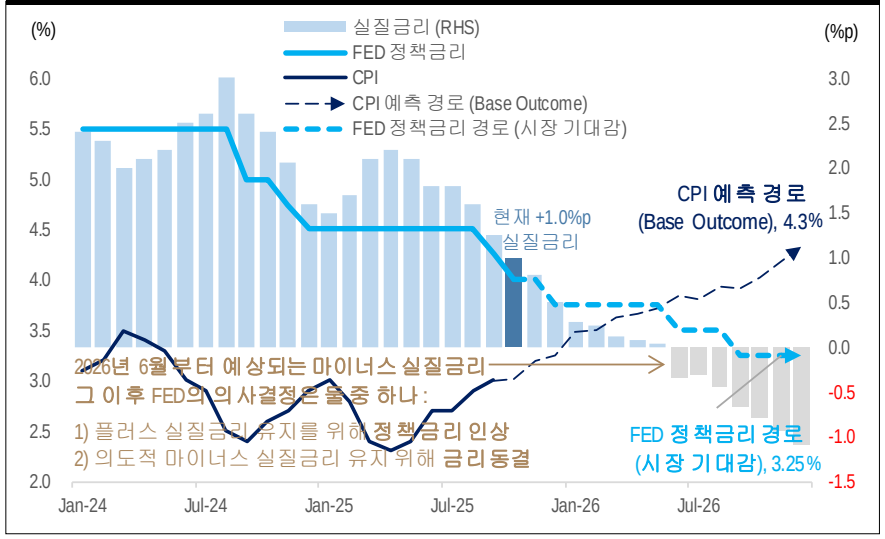
⇒ 최근 빠르게 축소되며 현재 1%p를 기록 중인 미국의 실질금리가 이르면 내년 하반기 (6월)부터 마이너스 구간에 진입

⇒ 이에 따른 FED의 통화정책 의사결정은 둘 중 하나: 1) 정책금리 인하 또는 동결을 통해 마이너스 실질금리 진입, 2) 실질금리의 플러스 상태가 유지 될 수 있도록 정책금리 인상

▪ 마이너스 실질금리 구간이 빈번해진 미국

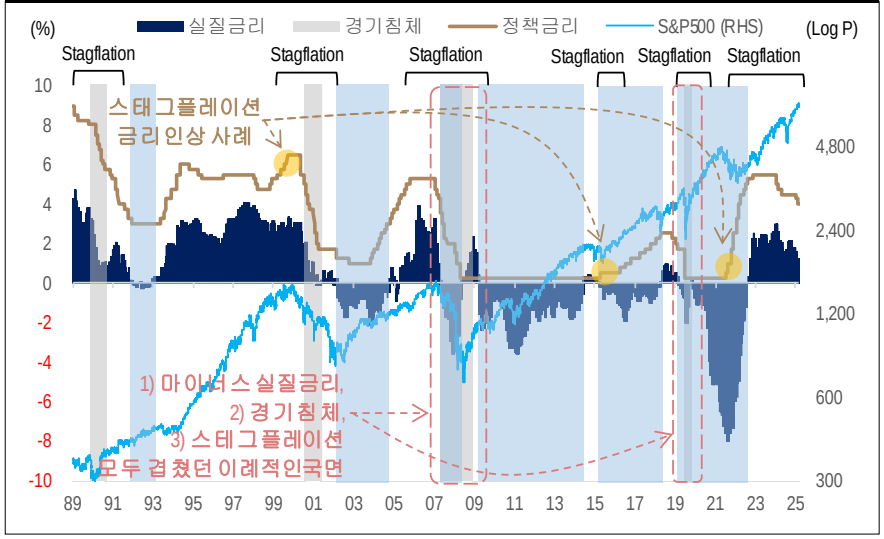
⇒ "큰 정부" 역할의 일환인 마이너스 실질금리는 증시의 폭발적인 상승 원동력으로 작용해 온 경험

기로에 놓인 미국 실질금리



Note: CPI 예측 경로는 앞서 본 시나리오 분석, FED 정책금리는 FedWatch 시장 기대감 반영
Source: FedWatch, Bloomberg, DAOL투자증권

다수의 마이너스 실질금리 구간과 몇 안되는 Stagflation 금리인상 구간



Source: Bloomberg, DAOL투자증권

최후의 만찬

내년을 배불리 먹어야 하는 이유

▪ 모 아니면 도가 될 것이기에

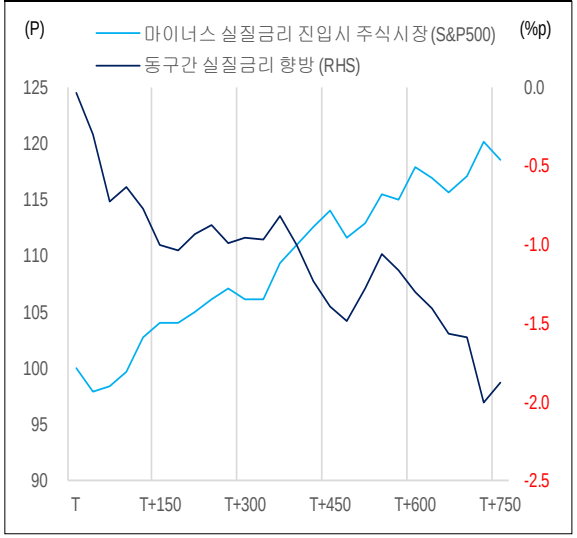
⇒ [모] 내년 5월 새로 부임하는 FED 의장이 상승하는 물가 속에서도 의도적으로 금리인상을 연기 혹은 오히려 인하한다면, 이는11월 중간선거를 염두한 정치적 포석으로 해석

⇒ [도] 수입물가 상승을 제어하기 위해 금리인상을 단행하게 될 경우, Stagflation 환경 속에서 FED의 그러한 시도는 오래가지 못했던 과거 경험 (e.g. 단기간 내 금리인하로 돌아서며 일관되지 못한 통화정책에 따른 시장의 혼란만 야기, 그리고 증시의 급락)

▪ 모든 우주의 기운이 감도는 모

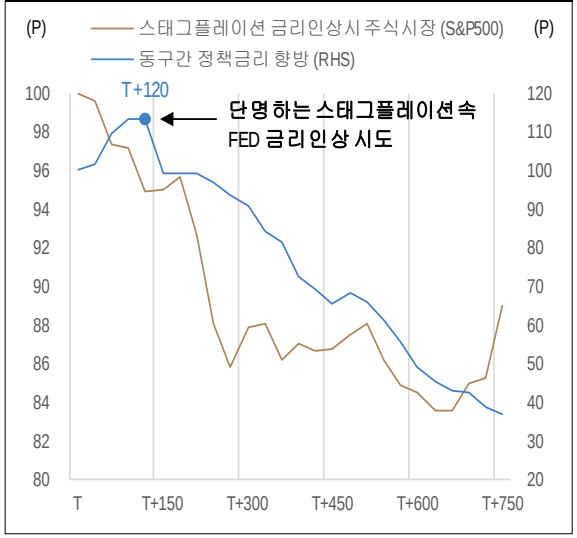
⇒ 1) 내년 미국의 정치적 이벤트를 위한 부양 의지 측면이나, 2) 과거 실제 주식시장의 확률 역시 마이너스 실질금리 환경의 도래를 가리키고 있다면, "WHY NOT GIVE IT A BIG SHOT?"

마이너스 실질금리는 증시에 매우 우호적



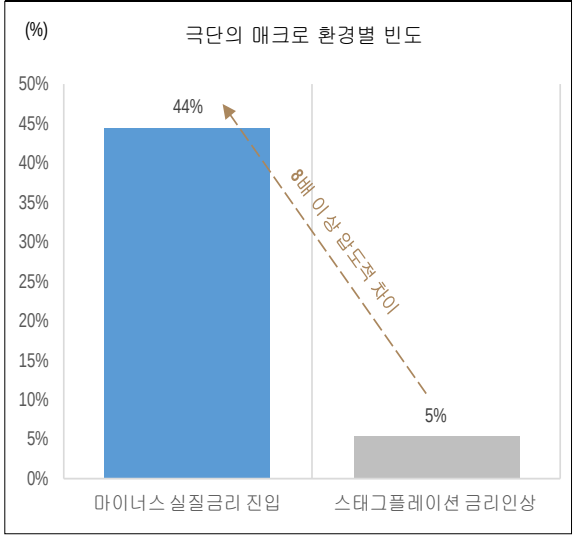
Source: Bloomberg, DAOL투자증권

Stagflation 속 금리인상은 최악으로 작용



Source: Bloomberg, DAOL투자증권

확률적으로도 내년 금리 인상은 부재



Source: Bloomberg, DAOL투자증권

최후의 만찬

만찬을 빛낼 최고의 음식

▪ 내년이 더 좋을 미국 IT

⇒ 마이너스 실질금리에 진입하는 본격적인 "금융장세" 속에서는 IT를 필두로 "시클리컬 업종"들의 장기적인 아웃퍼폼

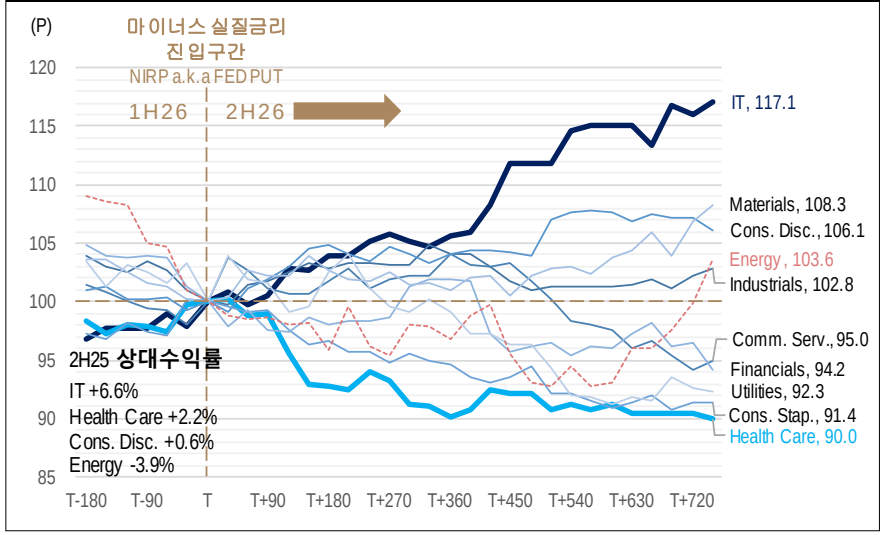
⇒ 이러한 증시 우호적인 환경은 내년 하반기 (2H26)에 개화할 것으로 예상되는 만큼,

a. 상반기 (1H26)까진 IT, 건강관리, 경기소비재 업종 유망한 반면, 동구간 낙폭이 가장 큰 섹터는 에너지

b. 올 하반기 (2H25) 동안 실제 상대주가 움직임 역시 동일한 흐름이었다는 점에서 괄목 (e.g. IT +6.6%, 건강관리 +2.2%, 경기소비재 +0.6%, 에너지 -3.9%)

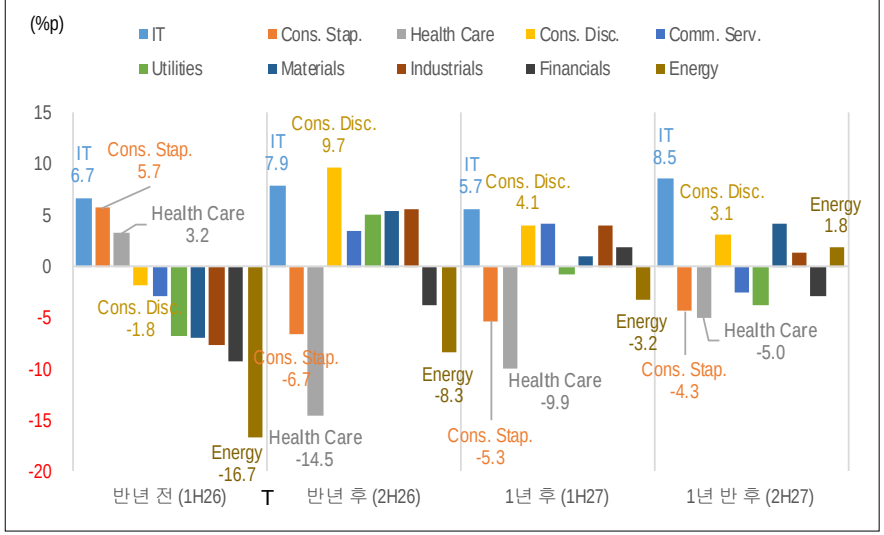
c. 현재는 상승기류에 동참하겠지만 방어주 성격에 포함되는 건강관리는 마이너스 실질금리 구간 진입부터 가장 빠르게 언더퍼포머로 전락

마이너스 실질금리 구간에선 시클리컬 업종 아웃퍼폼



Note: 실질금리 마이너스 진입일 T를 기준으로 S&P500 업종별 상대 수익률 추이
Source: Bloomberg, DAOL투자증권

모든 국면을 이기는 가장 안정적인 IT



Source: Bloomberg, DAOL투자증권

최후의 만찬

끝날 때까지 끝난 게 아니다

▪ 이제야 절반 온 Tech CAPEX

⇒ 2022년 11월 ChatGPT가 시장에 첫 선 보인 이후, 작년 7월부터 A.I. 관련 Tech 섹터의 본격적인 투자 확대가 시작

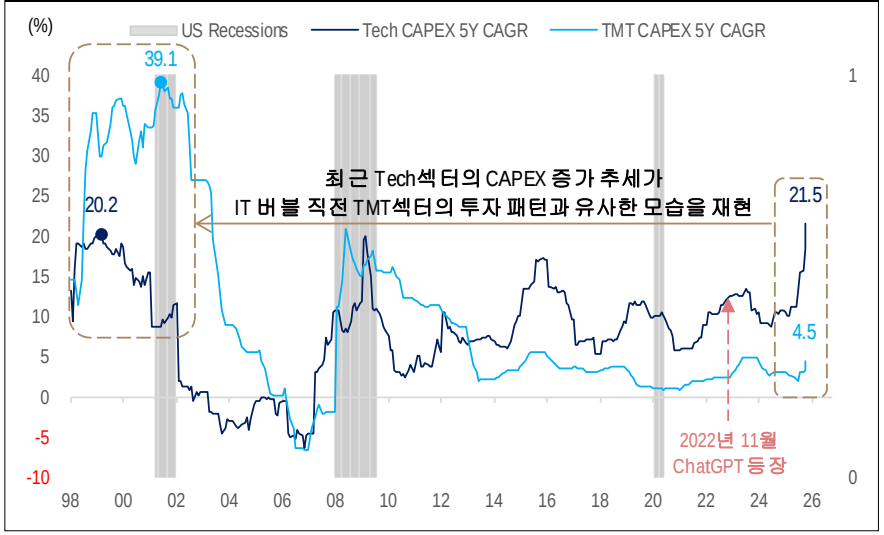
⇒ 현재 Tech CAPEX는 과거 IT Bubble의 중심에 서있던 TMT 업종들을 모습을 이어가는 중

⇒ 당시 버블이 꺼지기 전까지 TMT 업종들은 CAPEX 고점을 3번에 나눠 높여갔다는 점에서, 현 Tech CAPEX는 그때의 절반 정도 온 위치 (e.g. 2001년 6월 TMT CAPEX 증가율 최고치까지 +17.6% 추가 여력)

▪ 가장 돋보이는 꾸준한 성장세

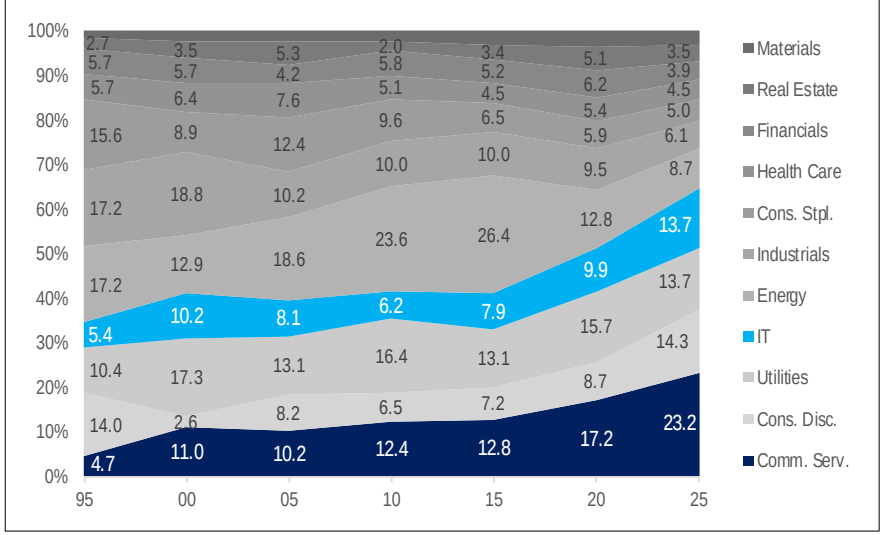
⇒ 전통적으로 설비투자 등 CAPEX 규모가 큰 시클리컬 업종 제외시, 21세기 미국의 혁신은 Tech에서 나온다는 것을 입증 (e.g. 95년 Tech 합 10% vs 현재 37%)

"투자가 계속되는 한 끝날 때까지 끝난 게 아니다!"



Note: Tech 은 AI IT, TMT는 Tech in general, Media, Telecos 업종을 의미
Source: Bloomberg, DAOL투자증권

미국 내 전체 CAPEX 중 1/3 이상을 차지하는 AI Tech 그리고 성장세



Source: Bloomberg, DAOL투자증권

최후의 만찬

한국도 초대된 만찬

▪ 환율 안정과 외국인 유입을 기대

⇒ 미국의 마이너스 실질금리는 추세적인 달러의 약세 및 원화의 강세를 만들어 온 장기적인 역사

⇒ 이러한 원화의 강세는 외국인 유입을 야기했고, 때마침 최근 외국인 수급에 대한 국내 증시 설명력 또한 확대 중이라는 점에서 더할 나위 없는 환경

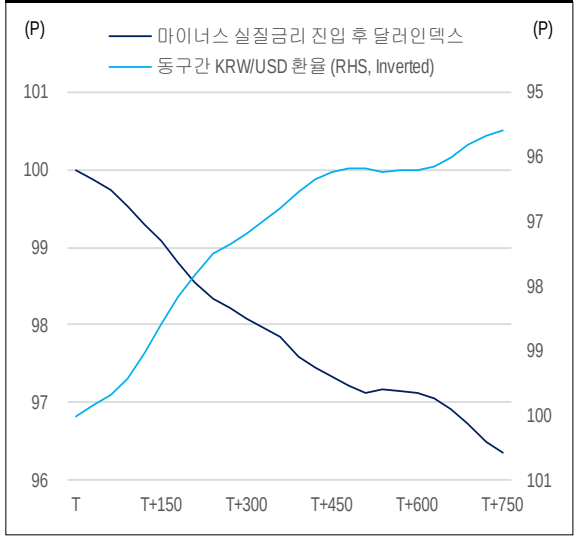
▪ 역대 가장 길어지는 한미 금리차는 부담

⇒ 현재 40개월째 지속되고 있는 한미간 금리차는 환과 수급 측면에서 분명 악재

⇒ 하지만 이에 대한 배경으로 1) 지난 몇년간 미국 경제만 좋았던 것과, 2) 올해 트럼프 2기 관세가 만든 국제질서 붕괴가 원화 약세의 또다른 요인

⇒ 트럼프 집권 2년 차에 접어드는 내년에는 관세 적응기를 지나온 것과, 미국의 마이너스 실질금리라는 우호적인 금융환경이 원화 및 외국인 수급에 긍정적으로 작용할 개연성

미국의 마이너스 실질금리는 원화의 강세 배경

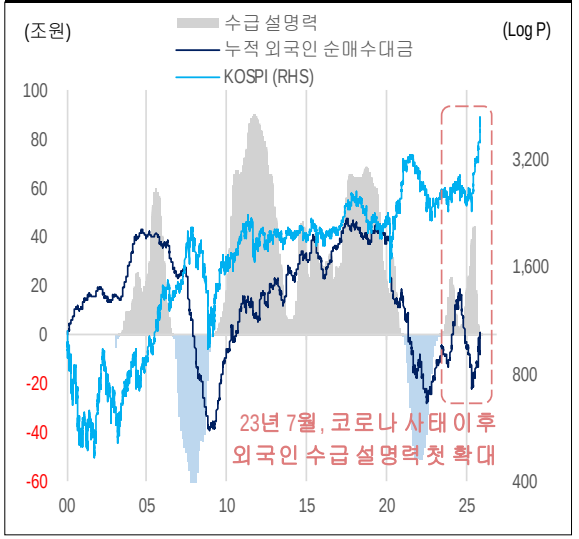


Note: 1967년 이후 데이터 적용
Source: Bloomberg, DAOL투자증권

전통적으로 원화의 강세는 외국인 수급을 유인

Source: Bloomberg, Quantiwise, DAOL투자증권

코로나 이후 최근 외국인 수급 설명력 첫 확대



Source: Bloomberg, Quantiwise, DAOL투자증권

최후의 만찬

미국 갈 때 한국도 동행 할 업종

▪ 국내 IT와 건강관리

⇒ 한미간 동업종간 주가 동행성이 높은 섹터는 IT와 건강관리

⇒ 타업종간 주가 동행성 역시 IT와 건강관리 섹터가 가장 높은 모습. 즉, 미 증시가 움직일 때 (그게 어떤 섹터든) 가장 큰 영향을 받는 업종이 국내 IT와 건강관리였다는 의미

▪ 동일한 한미 업종 전략

⇒ 내년 상반기까지 미국 IT와 건강관리의 상승이 예상되는 만큼, 국내 역시 동일업종 모두 유효

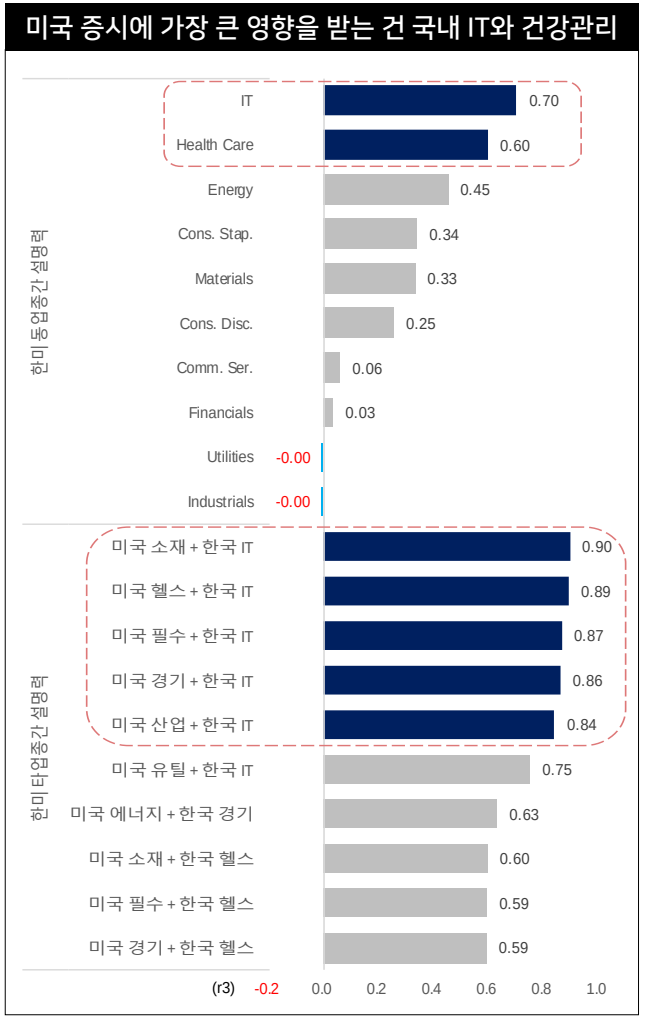
⇒ 내년 하반기 미국의 마이너스 실질금리 진입 이후에는 미국과 동일한 국내 건강관리 제외, IT 유지 전략

한미 업종간 주가 동행성 설명력

한미 업종별 주가 설명력 (r3)		USA										
		IT	Industrials	Com. Serv.	Health Care	Cons. Disc.	Cons. Stap.	Financials	Materials	Utilities	Energy	Sum
Korea	IT	0.70	0.84	0.07	0.89	0.86	0.86	0.42	0.89	0.75	0.22	6.5
	Industrials	-0.01	-0.00	-0.02	-0.01	-0.01	-0.00	-0.03	-0.00	-0.00	0.04	-0.0
	Com. Serv.	0.25	0.28	0.06	0.33	0.36	0.25	0.26	0.28	0.28	0.02	2.4
	Health Care	0.43	0.57	0.06	0.60	0.59	0.59	0.28	0.59	0.58	0.10	4.4
	Cons. Disc.	0.16	0.32	0.00	0.30	0.25	0.43	0.06	0.41	0.28	0.63	2.9
	Cons. Stap.	0.05	0.20	-0.00	0.22	0.15	0.34	0.03	0.27	0.25	0.36	1.9
	Financials	0.03	0.07	-0.00	0.04	0.03	0.06	0.03	0.11	0.06	0.37	0.8
	Materials	0.10	0.20	-0.00	0.21	0.17	0.28	0.03	0.33	0.20	0.45	2.0
	Utilities	-0.03	-0.01	-0.00	-0.01	-0.02	-0.00	-0.01	-0.00	-0.00	0.01	-0.1
	Energy	0.12	0.27	0.00	0.27	0.22	0.37	0.05	0.39	0.30	0.45	2.4
	Sum	1.8	2.7	0.2	2.8	2.6	3.2	1.1	3.3	2.7	2.6	

Note: 1995년 이후 데이터 적용
Source: Bloomberg, DAOL투자증권

미국 증시에 가장 큰 영향을 받는 건 국내 IT와 건강관리



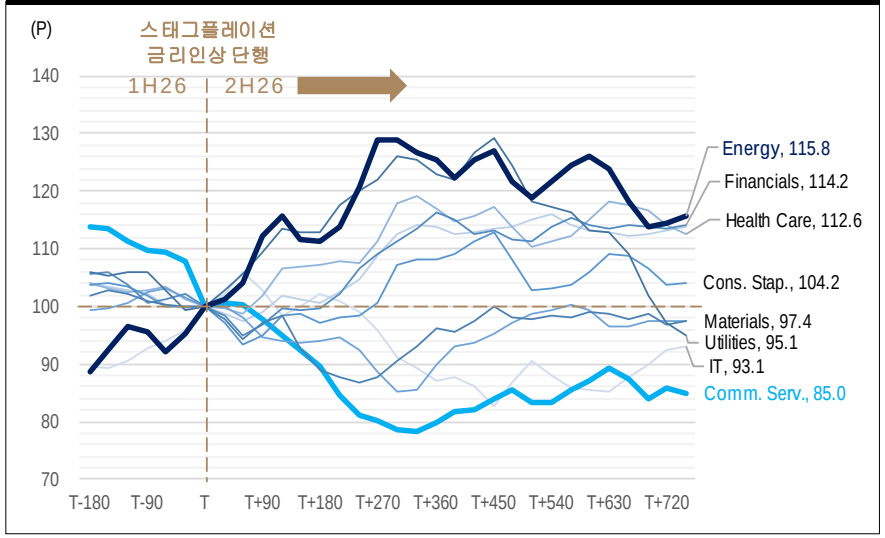
Source: Bloomberg, DAOL투자증권

최후의 만찬

만에 하나 Plan B

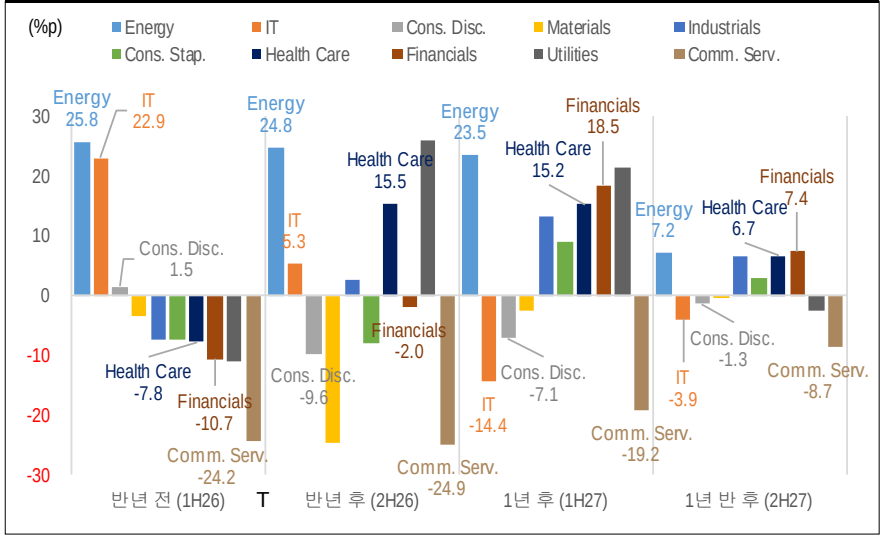
- "제 2의 폴 볼커" 사태를 위한 대비
  - ⇒ 올해 글로벌 증시의 상승분 중 상당 부분이 FED의 금리인하 기대감이었다면, 이를 역행하는 내년 인상으로의 선회는 글로벌 증시에 큰 변동성 야기
  - ⇒ 과거 경험상 확률은 낮지만 FED가 지금과 같은 Stagflation 환경 속에서 금리인상을 단행 할 경우, 앞서 확인한 마이너스 실질금리 시나리오와는 정반대의 결과가 도출
  - ⇒ 이는 고용보다 물가 급등 쪽에 무게를 둔 상황을 의미하는 만큼, 이를 "Hedge" 할 수 있는 에너지와 금융 외 건강관리, 필수소비재 등 "방어주" 컨셉의 논시클리컬 업종이 우위
- 현 주가 수익률도 이를 암시
  - ⇒ 지금 (2H25) 올라야 하는 에너지 섹터 상대수익률 -3.9%인 반면, 반대로 빠져야 할 커뮤니케이션 서비스 섹터는 +3.1% 상승 중 (e.g. 29 페이지 참조)

지금과 같은 Stagflation 환경에서 FED 금리인상은 방어주 중심 아웃퍼폼



Note: Stagflation 환경 금리인상 시점을 T일로 정의
Source: Bloomberg, DAOL투자증권

물가상승 헷지 에너지 및 금융과 그 외 논시클리컬 업종 유망



Source: Bloomberg, DAOL투자증권

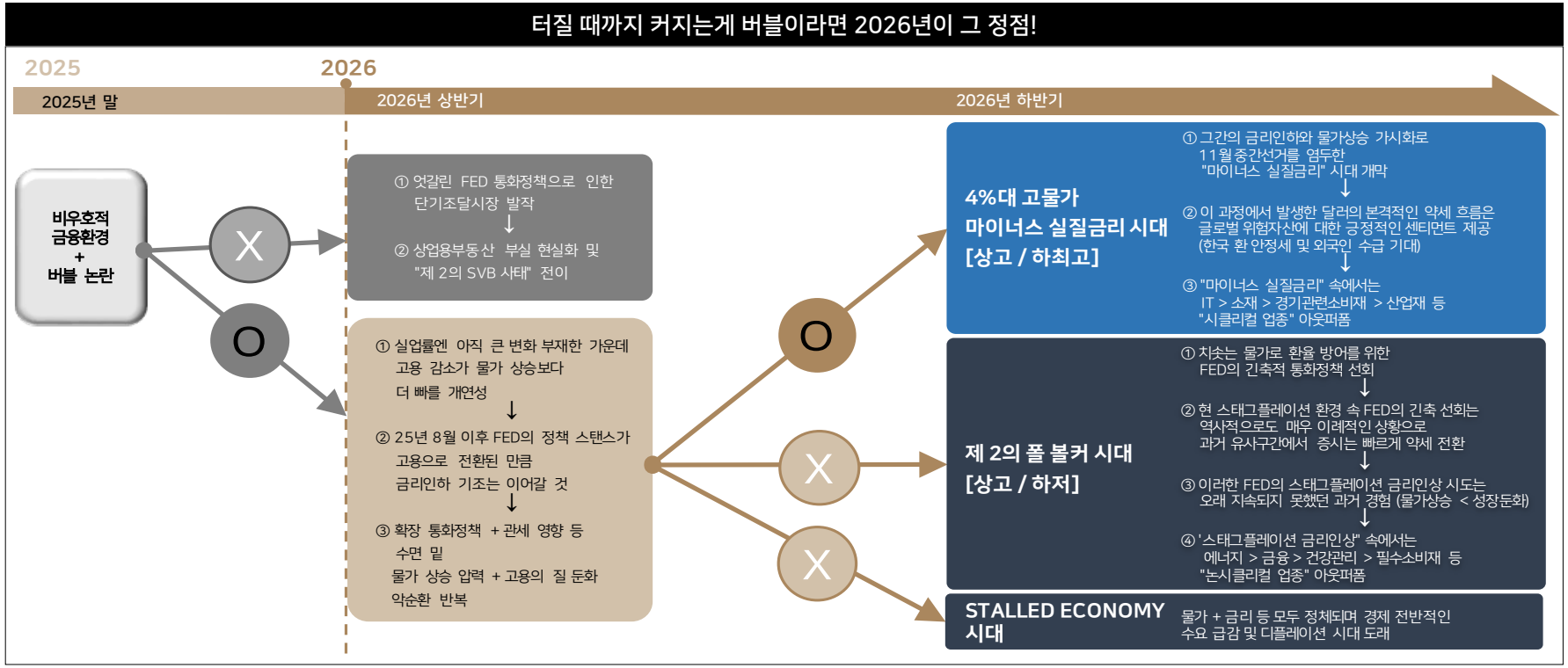
최후의 만찬

The Moment of Truth

▪ 통화정책으로 시작해서 통화정책으로 끝날 2026년

⇒ 내년 막대한 "유동성 재공급에 대한 명분"이 아이러니하게도 "FED의 QT 유지"였다라면, 지금으로서는 12월 1일 종료를 선언한 만큼 이제는 일단락이 된 이슈

⇒ 이러한 채권시장의 발작 없이도 내년 11월 미국 중간선거를 위해 "좋은 성적표" (유권자들의 표심)가 필요한 트럼프 정부라면, 다시 한번 통화정책상 내년 하반기에 진입하게 될 "마이너스 실질금리" 환경은 모든 자산군에 긍정적인 효과를 가져오게 될 것



Source: DAOL투자증권

최후의 만찬

반복되는 역사 속 내년이 최후의 만찬인 이유

▪ 이번 부채 사이클의 궁극적인 종지부

⇒ 2022년 글로벌 긴축 공조 과정에서 경기침체의 대표 전조 증상인 장단기금리차 역전의 장기화 시작

⇒ 현재는 FED의 Pivot 이후 수면 밑의 악재가 하나 둘 씩 떠오르는 시기에 해당 → 추후 FED의 Big Cut이 빨라진다면 이미 경기침체는 시작 된 것

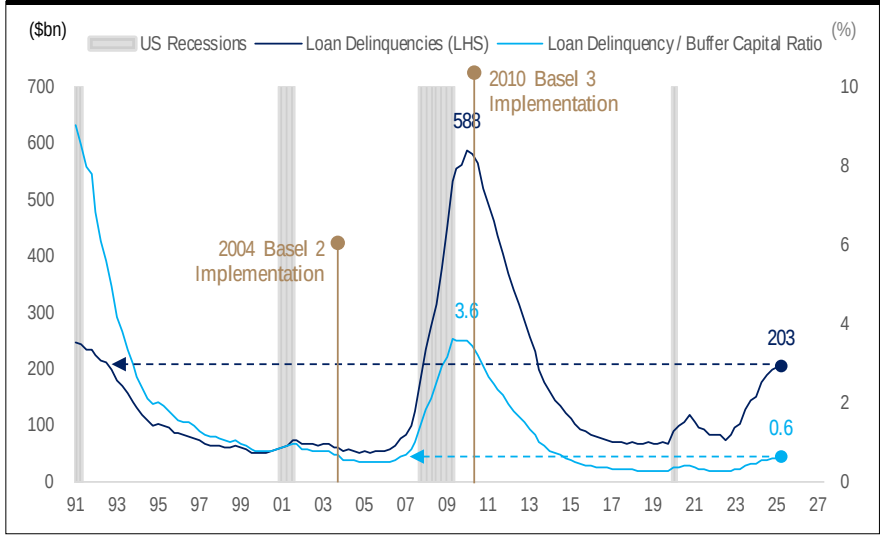
⇒ 본격적인 침체가 도래하기 전 시장 참여자들의 망각 또한 최고조에 달하며, 내년이 바로 이 현상의 정점이 될 개연성

▪ TAIL RISK에 빠질 수 없는 BANKING CRISIS

⇒ 시중은행들의 완충자본에 대한 규제는(Basel 1 – 3) 매번 강화되어 왔지만, 위기 자체를 피할 수 있었던 건 아니었음

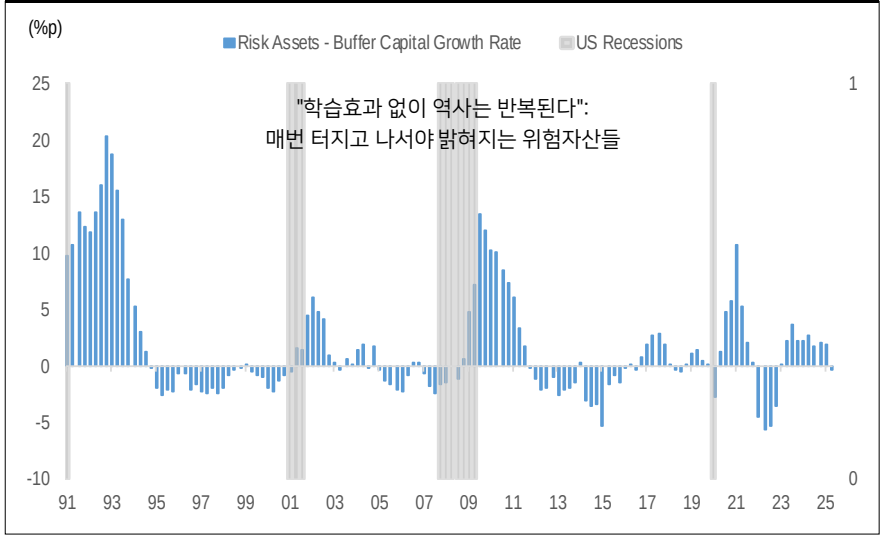
⇒ 학습효과 없이 반복되는 역사, 그리고 매번 위기가 발생한 후에야 결국 밝혀지는 은행들의 위험자산 (i.e. 탐욕과 안일함의 조합)

현 미국은행들의 완충자본 대비 연체규모는 08 리만사태 초입 수준



Source: Bloomberg, DAOL투자증권

결국 리스크가 터져야 밝혀지는 숨어있던 위험자산들



Source: Bloomberg, DAOL투자증권

Ⅳ. Appendix

- MAGA를 위한 첫 단추
- KOSPI 5,000의 초석

MAGA를 위한 첫 단추

돈 "더" 잘 찍어내는 신상 프린터 출시 임박

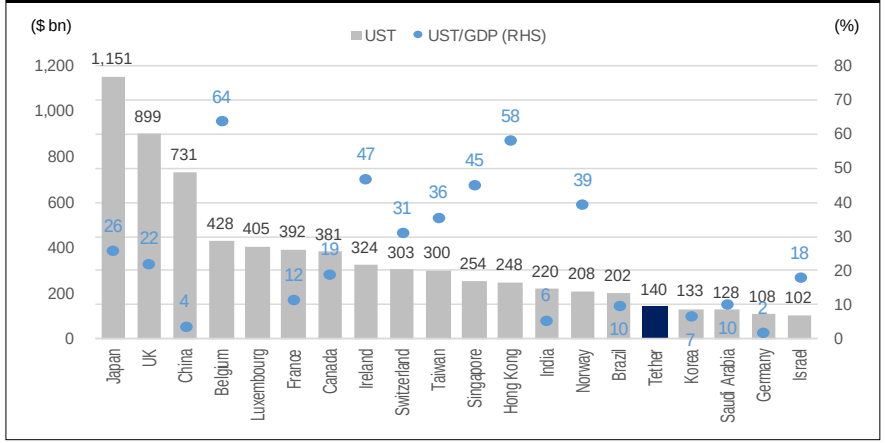
- "큰 정부"를 넘어 "거대한 정부"가 되고픈 미국
  - ⇒ 트럼프 2기 시작과 함께 스테이블코인 도입을 위한 GENIUS Act 입법화
  - ⇒ 코인 발행 만큼 달러 또는 미국채를 매입해야하는 메커니즘은 미국 정부 입장에서 돈을 찍어낼 수 있는 또다른 수단과 경로를 마련한 셈
  - ⇒ 본격적인 시행은 빠르면 내년 3분기, 늦어도 27년 1월
- 이미 시작된 변화
  - ⇒ 테더의 미국채 보유 규모는 최근 한국 마저 초월
  - ⇒ 미국채 보유량 증가 속도 또한 기존 상위 국가들을 매분기 압도 중

빠르면 내년 하반기에 추가 될 Money Machine, The GENIUS Act

발표일	**2025-07-18**
시행일	1안) 서명 후 18개월이 지나면 자동 발효 (**2027-01-18**) 2안) 연방 규제기관이 최종 규정을 발표하면 120일 후 자동 발효 1. ANPRM: 사전 제안 규칙 통지 (**2025/11/4 완료**) 2. NPRM: 제안 규정 통지 (**2026년Q1 예상**) 3. NPRM 의견 수렴 (**NPRM 통지 후 60일~90일**) 4. 최종 규정 발표 (**2026년 Q2 예상**) 5. 법안 시행 (**2026년 Q3 예상**) **1안과 2안 중 더 먼저 도달하는 날짜에 최종 법안 시행**
핵심 항목	**1. 발행 주체** - 규제당국 허가받은 기관 (e.g. 테크기업 등 비은행권도 가능) **2. 준비 자산** - 발행량 만큼 달러 혹은 3개월 미만 미국 국채 보유 (e.g. 90 Day T-bill) **3. 투명성 확보** - 매월 준비 자산에 대한 감사보고서 공개 - 발행자에게 Bank Secrecy Act을 적용해 자금세탁방지 및 제재 준수 의무 부과 - 법적 요구 시 압류, 동결, 소각할 수 있는 기술적 능력을 발행자에게 의무화
추가 법안	암호화폐 시장 구조 법안 (FIT21 Act) - 스테이블코인 외 모든 암호화폐가 증권인지 상품인지를 명확히 분류 - Genius Act는 결제/통화 측면에서의 규제, FIT21 Act는 투자/거래 측면에서의 규제 - Patrick McHenry (공화당) 발의로 2024년 5월 하원 본회의 표결에서 통과

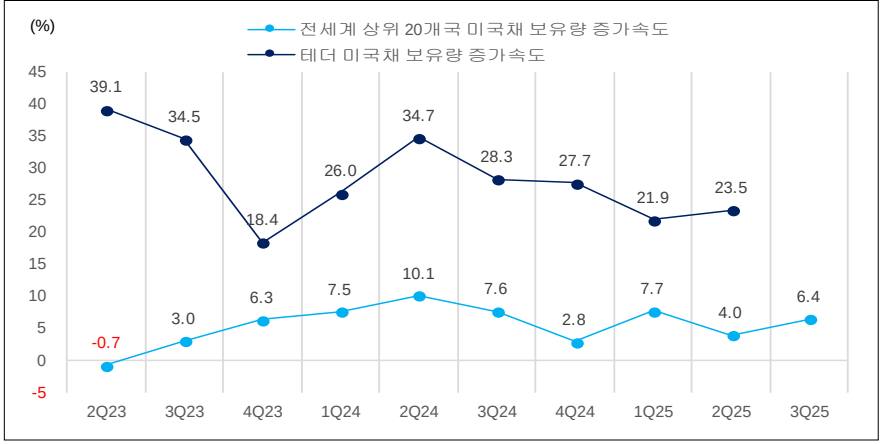
Source: The White House, DAOL투자증권

미국채 보유 상위 20개국 및 GDP 대비 비중



Source: Tether, Bloomberg, DAOL투자증권

기존 미국채 보유 상위 국가들을 압도하는 증가 속도



Source: Tether, Bloomberg, DAOL투자증권

KOSPI 5,000의 초석

Korea Discount의 해소 움직임과 궁극적인 증시의 하방경직성 확보

개정안	분류	항목	핵심 내용	기업 영향	현재 입법 상태	영향 강도
상법	지배구조	이사의 주주 충실 의무 확대	이사의 충실의무를 '주주 전체'로 강화	경영진 책임↑, 소송리스크↑	법안 발의·상임위 계류	H
	지배구조	대규모 상장회사 집중투표제 의무화	소수주주도 이사 후보에 표 집중 가능	지배주주 파워↓	법안 통과 가능성 높음(여·야 공감대)	H
	감사·지배구조	감사 선출 투명성 강화(3%룰)	대주주 의결권 3% 제한 명확화	감사 독립성↑, 지배구주 견제↑	일부는 기통과, 추가 강화안은 계류	M
	지배구조	독립 이사 제도 강화	사외이사 독립성·겸직 제한 강화	지배구조 신뢰↑	정부·여당 추진 중(계류)	M
	주주권	주주제안권 요건 완화	지분요건/보유기간 완화	행동주의 파워↑	여당이 강하게 추진 중(상임위 계류)	H
	주총제도	전자주주총회 도입	비대면 주총 허용	참여율↑, 보안비용↑	일부 시행 중, 나머지 세부는 계류	M
	자사주	자사주 소각 의무화	자사주 매입 → 소각 원칙	주주환원↑	국회 발의·계류	M
	주주권	소수주주권 행사 시 자기주식 제외	의결권 계산 시 자기주식 제외	소수주주 권한↑	상임위 통과 가능성 높음	M
세법	세제	배당소득 분리과세	배당 일정 구간 분리과세	개인 배당투자↑	정부 세제 개편안 포함·통과 가능성 높음	M
	거래세	증권거래세 인상	주식 매매세율 인상	단타 감소·유동성↓	이미 통과 or 단기 시행 예정	M
	세제	대주주 양도세	대주주 주식 양도차익 과세	지배구조 재편 부담↑	유지·보완 수준으로 존재	M
	장기투자	ISA 비과세 한도 확대	ISA 비과세 구간 상향	장기투자↑	2024~2025 세제 개편안에 포함(시행 예정)	L
자본시장법	지배구조·물적분할	모회사 주주 신주 우선배정 근거	분할·상장에서 모회사 주주 보호	물적분할 논란 완화	핵심 쟁점, 법안 발의·계류	H
	M&A	의무 공개매수제 도입	경영권 매수 시 TOB 의무	소수주주 보호↑	가장 논란 큼 – 계류 중, 통과 가능성 중간	H
	시장질서	주가조작 원스트라이크 아웃제	시세조종 적발 시 강력 제재	불공정 억제	여·야 공감대 있음(통과 가능성 높음)	H
	물적분할	물적분할 주주 보호 강화	상장 절차·동의 기준 강화	소액주주 보호↑	여당 핵심 추진안 – 계류	H
	M&A	합병/분할 시 주주 이익 고려 의무	합병 시 주주이익 고려 명문화	분쟁 기준↑	여야 공감대, 통과 가능성 높음	M
	M&A	합병가액 산정 규정 개선	합병 비율 공정성 강화	M&A 비용↑	정부·정책 라인에서 추진 중	M
	디지털	토큰증권(STO) 제도화	STO 발행·유통 제도권 편입	신산업 육성	일부 시행, 세부 제도는 추가 입법 중	M
외부감사법	감사	외부감사인 책임 강화	감사인의 책임·제재 강화	감사비용↑	기시행 + 추가 강화 논의 중	M
	감사	핵심 감사사항(KAM) 확대	리스크 공시 확대	투명성↑	기시행·확대안 계류	M
	감사	감사인 독립성·자격 강화	감사인 교체 제한 등 강화	독립성↑	법안 발의·계류	M
	회계·제재	회계 부정 과징금 기준 명확화	과징금 산식 명확	리스크 예측가능성↑	상임위 논의 중	M
노조법	노사	노란봉투법	쟁의행위 손배·가압류 제한	노조 파워↑	국회 통과 가능성 매우 높음 / 일부는 통과	H

Source: DAOL투자증권

Research Division

DAOL 다올투자증권

리서치본부장

상무
김현
hyunkim@daolfn.com

기업분석

조선 · 기계 · 방산
최광식
gs.choie@daolfn.com

건설 · 부동산
박영도
ypark@daolfn.com

자동차 · 이차전지
유지웅
jwyoo@daolfn.com

제약 · 바이오
이지수
jislee@daolfn.com

금융
김지원
jiwonkim@daolfn.com

반도체 · 소부장
고영민
ym.ko@daolfn.com

화장품 · 의료기기
박종현
alex.park@daolfn.com

인터넷 · 게임 · 레저
김혜영
hyyy@daolfn.com

음식료
이다연
dayeonlee@daolfn.com

철강
이정우
jungwoo@daolfn.com

운송 · 로봇
오정하
junghao@daolfn.com

엔터테인먼트
임도영
dy.lim@daolfn.com

투자전략

투자전략
조병현
bhcho@daolfn.com

계량분석
김경훈
aimhigh2027@daolfn.com

채권분석
허정인
jeongin@daolfn.com

시황분석
김지현
jeehyun12@daolfn.com

최근 3개월간 발간한 In-Depth

2025.09.03	이지수	제약 · 바이오 – 고장난 유전자 수리해드립니다
2025.09.08	최광식	조선 - 초대박을 타고 가보지 않은 길로
2025.09.08	고영민	반도체 – HBM 우려 정면돌파
2025.09.26	김혜영	인터넷 - AI의 진화: AGI에서 초지능까지
2025.10.14	박종현	의료기기 – Hype을 지나
2025.10.21	최광식	방산 - 전쟁이 끝나도 쇼핑은 계속된다
2025.10.23	이다연	음식료 - 음식료 줍줍 구간: 내년 요리 재료는?
2025.10.27	박영도	건설산업 – NUMBERS vs CASH
2025.11.05	유지웅	2026 자동차 연간전망 - 파티로의 초대
2025.11.06	고영민	2026 반도체/소부장 연간전망 – 같지만 다르고, 다르지만 같다
2025.11.10	임도영	엔터테인먼트 – 리허설 끝, 본무대 시작
2025.11.13	이지수	제약 · 바이오 – 고장난 유전자 수리해드립니다
2025.11.14	이정우	비철금속 – Not enough minerals

www.daolfn.com

본사 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워 27층

DAOL 다올투자증권

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.