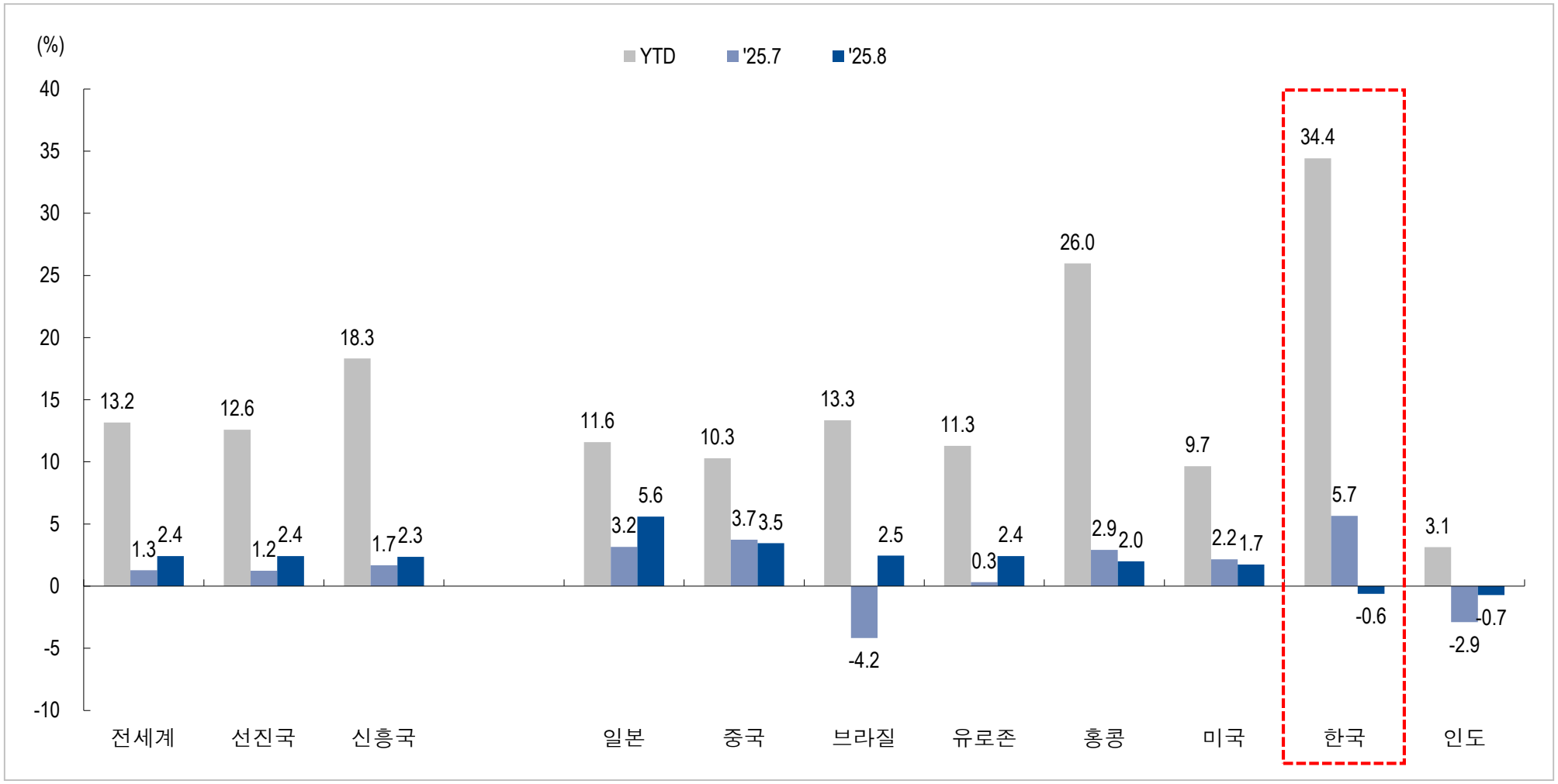
쉬어간 8월. 남은 2025년 시장의 키는 달러와 정책 신뢰

2025년 YTD로 미국 대비 양호했던 이머징 및 한국. 8월 한국 등은 휴식

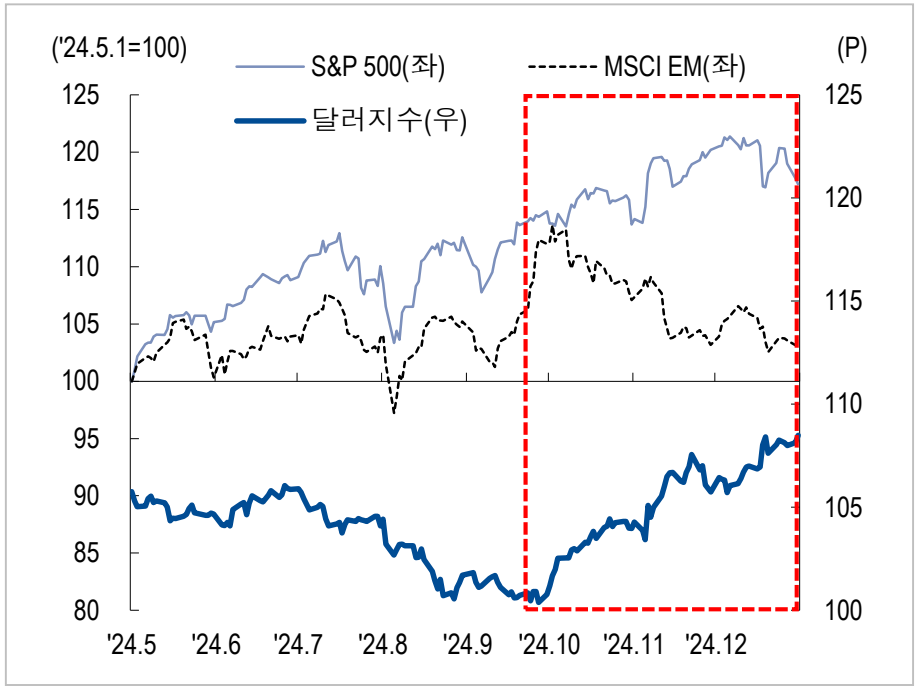


주: 2025년 8월 21일 기준
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

① 달러: '24년 4분기는 100bp 인하에도 달러 강세, 이머징 디커플링이었지만…

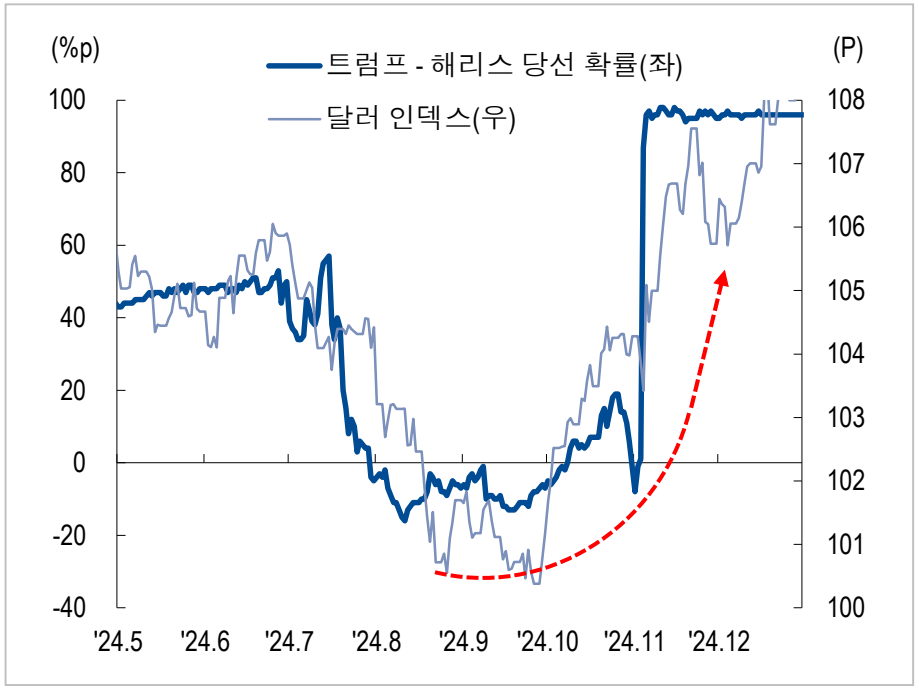
- '24년 4분기는 Fed의 기준금리 100bp 인하에도 트럼프 당선으로 달러 강세
- 달러 강세에 따라 미국만 상승, 이머징은 하락

'24년 9월 이후 미국과 이머징은 디커플링



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

'24년 9월 이후 트럼프 당선 확률이 상승하면서 달러 동반 상승

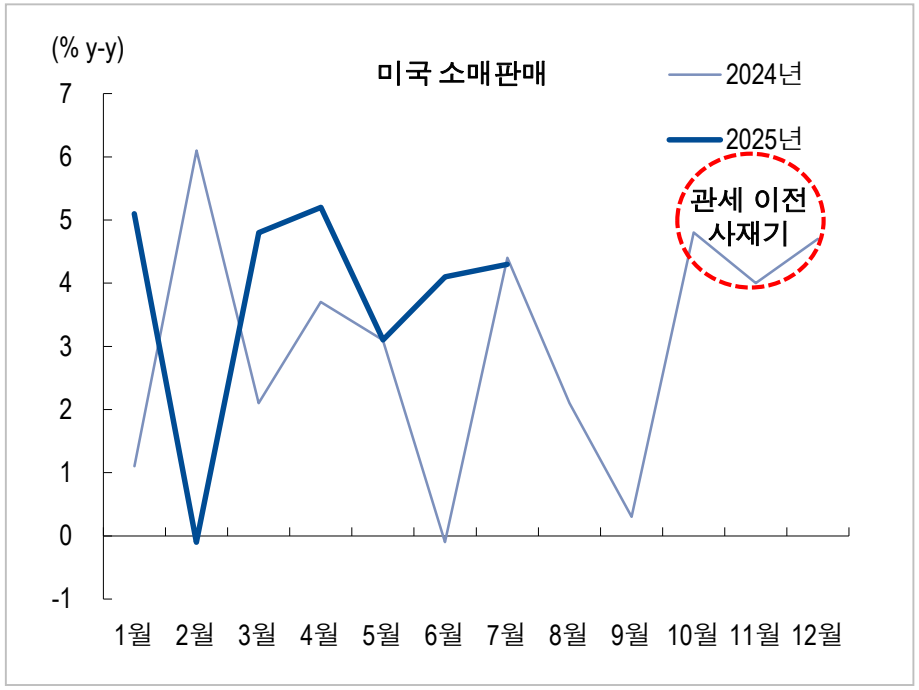


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

당시는 사재기가 있었음. 지금은 달러 강세가 쉽지 않음

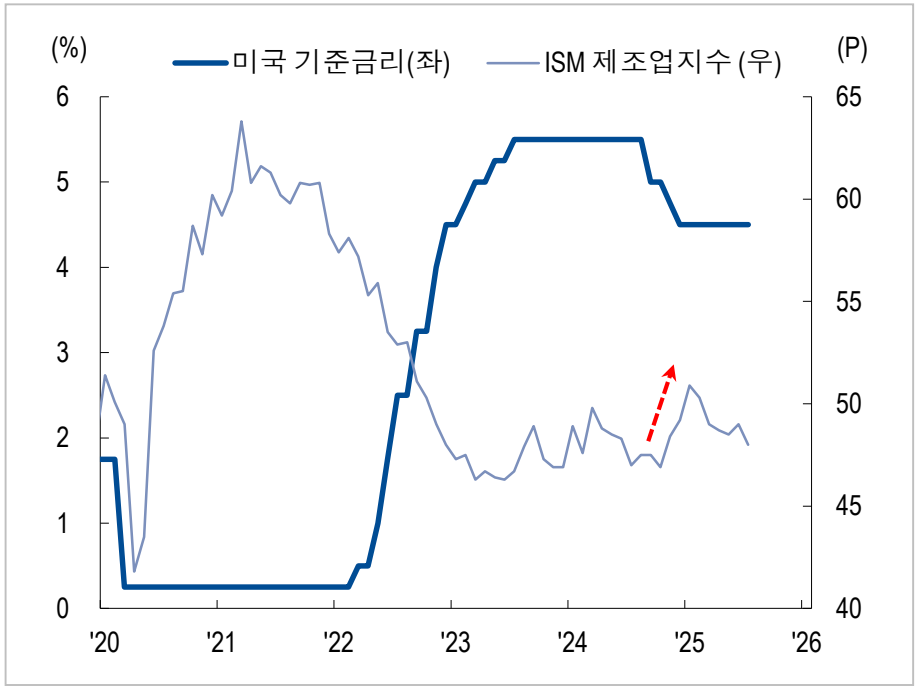
- '24년 트럼프 당선 이후 관세 도입 가능성이 미국 가계의 사재기 수요를 촉발
- 현재는 이미 발효된 관세 영향에 따른 유통 과정에서의 비용 증가로 수요 둔화 우려가 커진 상황
- 연준의 금리 인하 재개 시 완충 역할이 기대되나 경기 반등 강도는 '24년에 비해 낮을 것
- **'24년 4분기와 같은 달러 강세는 쉽지 않음**

4Q24, 트럼프 관세를 대비한 사재기 수요



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

금리 인하 재개에도 '24년보다는 반등 강도가 낮을 듯

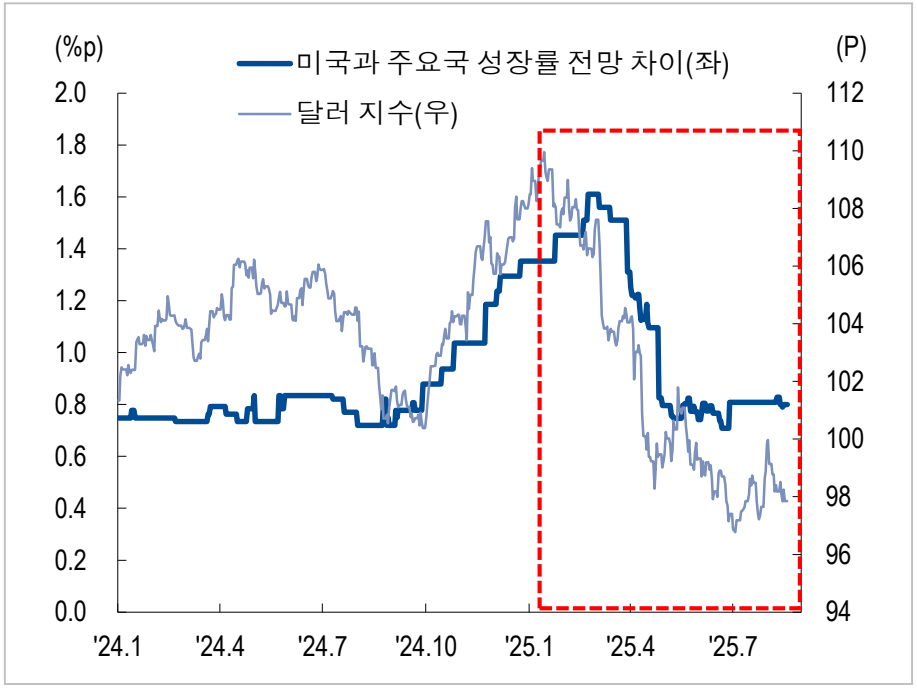


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

달러 약세 전망 ① 경기차 축소

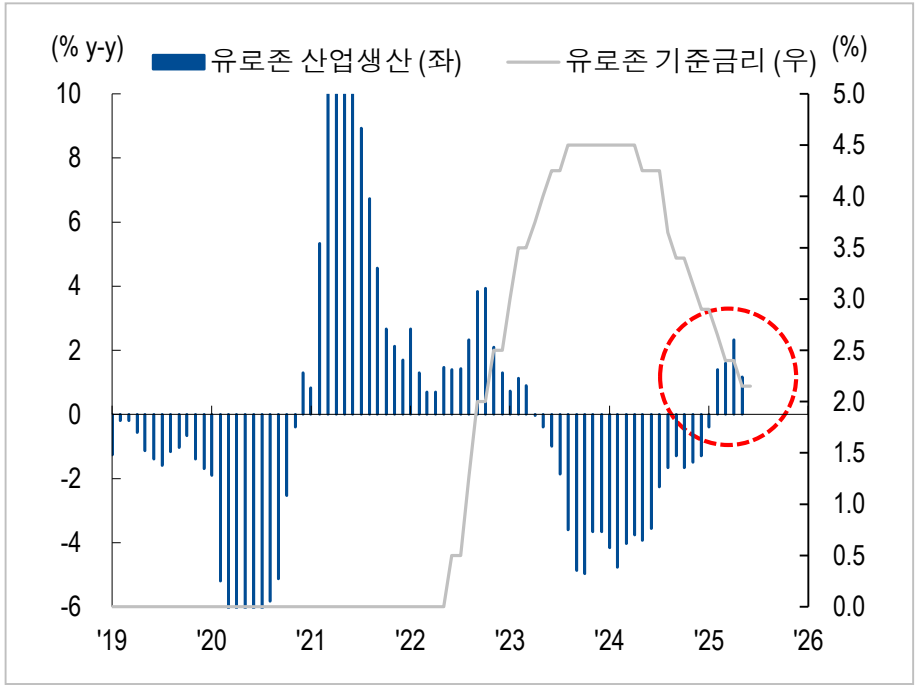
- 남은 '25년, 달러는 약세 전망
- 유럽의 경제지표 개선(PMI, 소비, 생산, 공장수주)으로 미국과 주요국의 성장률 차이는 1%p 미만을 유지 중
- 러-우 종전 기대와 저유가에 힘 입어 유로존 경기는 추가 개선될 가능성이 높음

'24년 9월 이후 미국과 이머징은 디커플링



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

유로존 경기는 추가 개선될 가능성이 높음

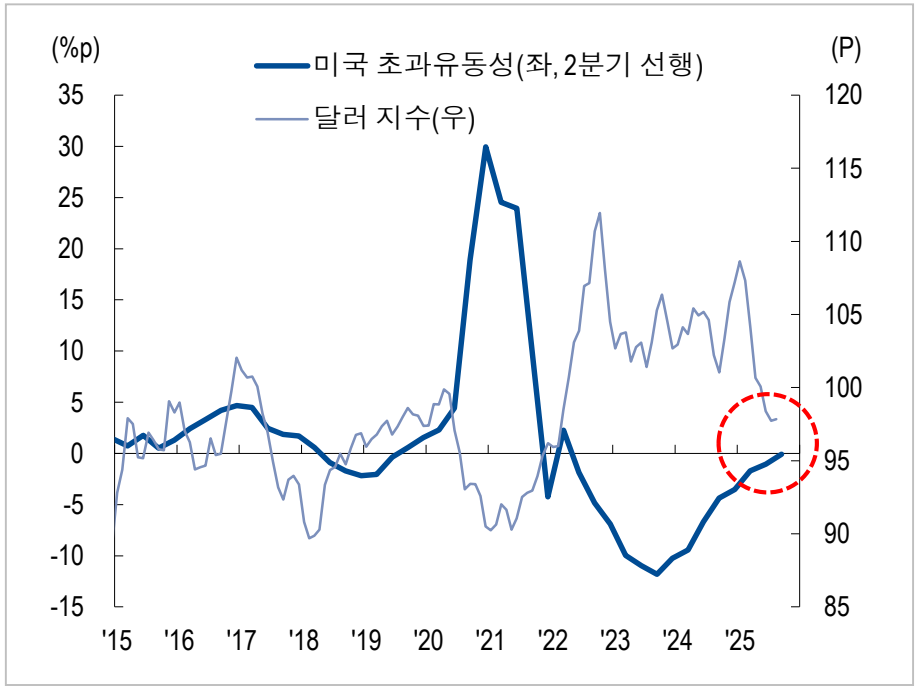


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

달러 약세 전망 ② 달러 공급 확대

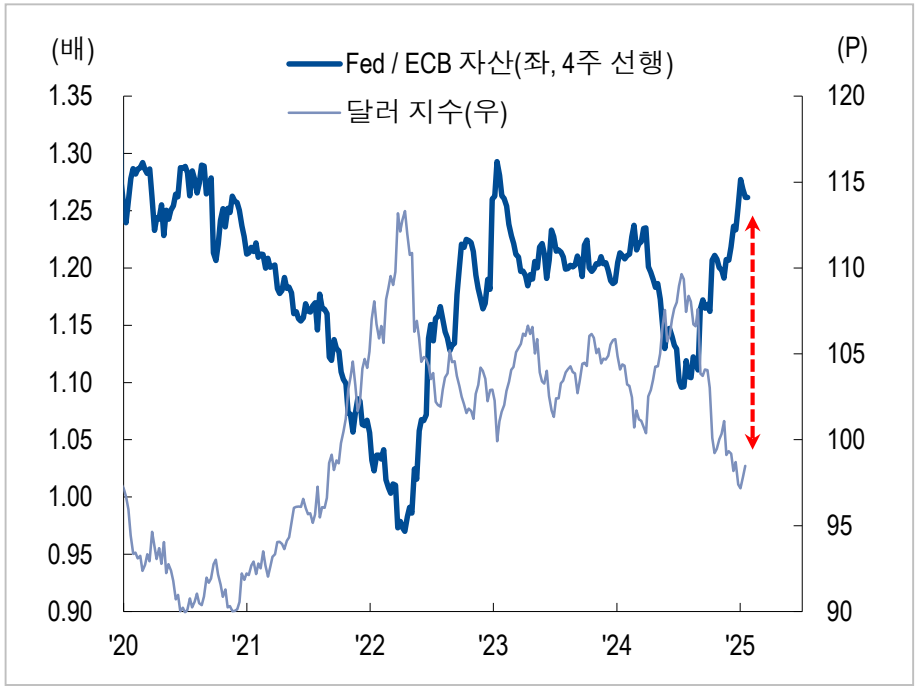
- 미국 초과 유동성(M2 증가율 – 명목 성장률)은 플러스(+) 전환
- Fed의 QT도 마무리 수순

미국 초과 유동성은 이제 플러스(+) 전환



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

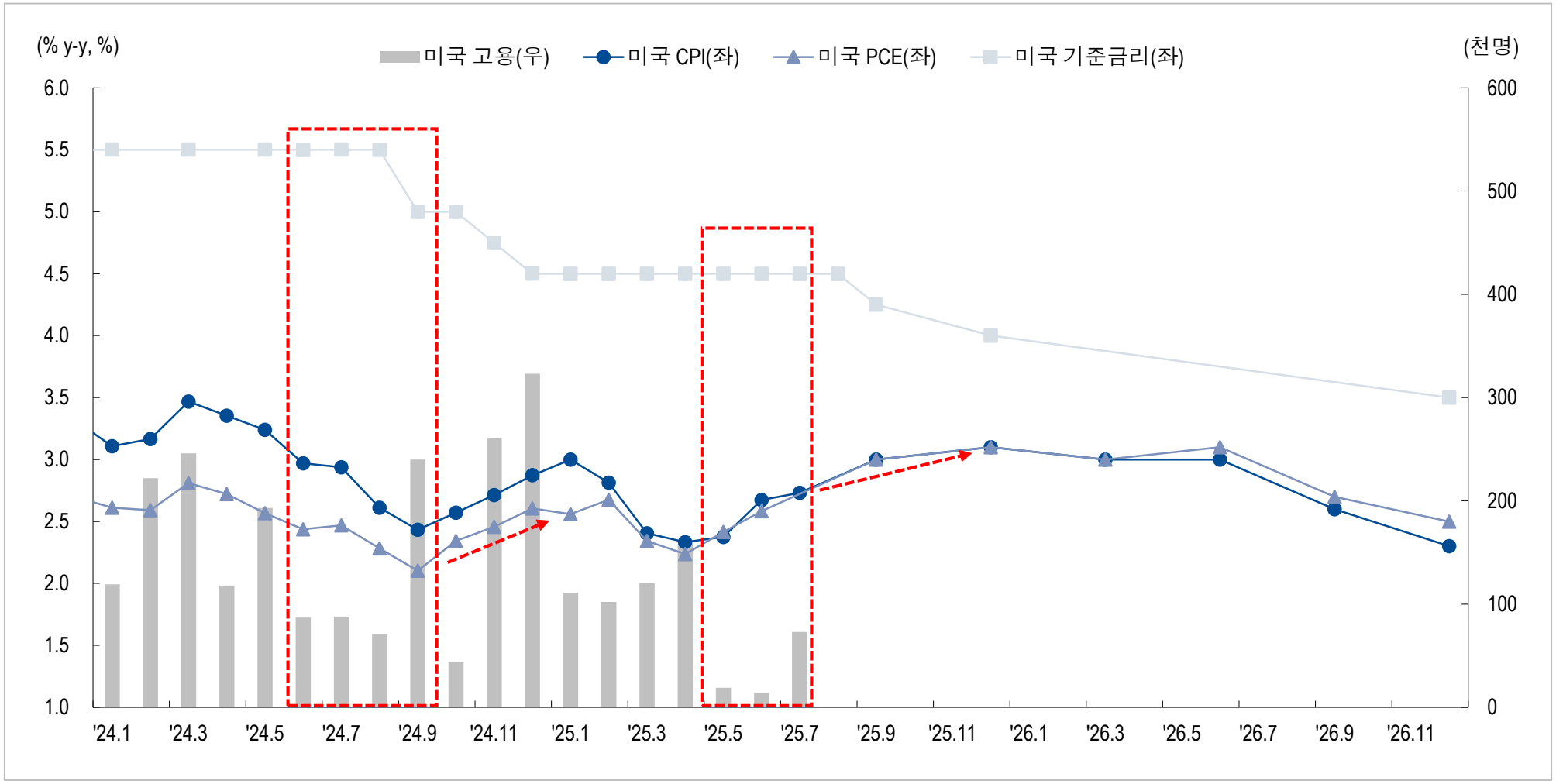
미국의 QT도 마무리 수순



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

달러 약세 전망 ③ 기준금리 인하

'24년 9월 빅컷 당시 대비 일자리는 더 감소한 반면 물가는 상승 중. 고용과 물가의 우선순위가 정해지면 남은 하반기 인하폭도 결정될 것

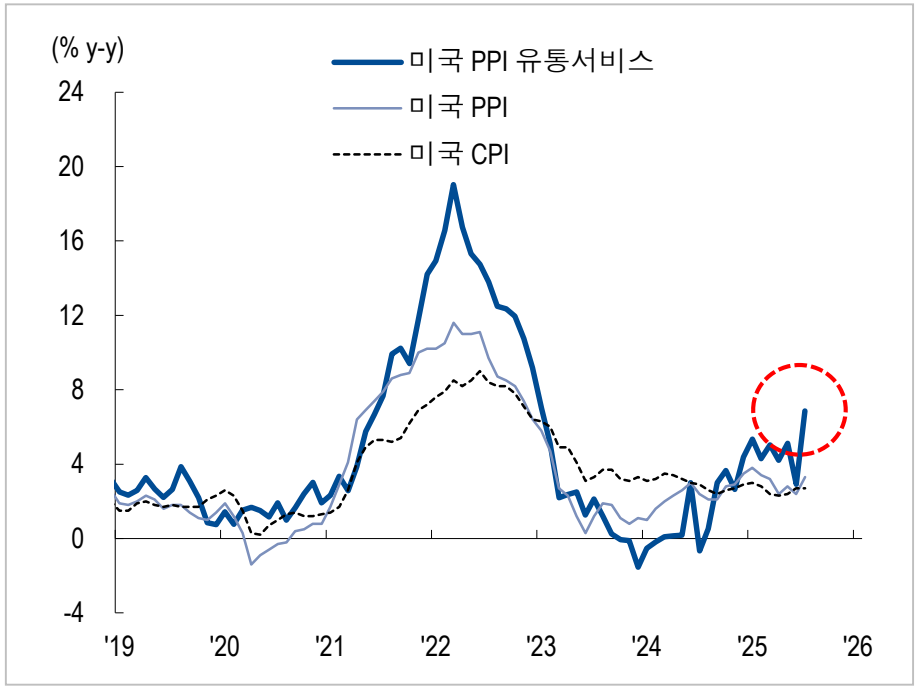


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

[참고] 파월이 머뭇거리는 이유 ① PPI

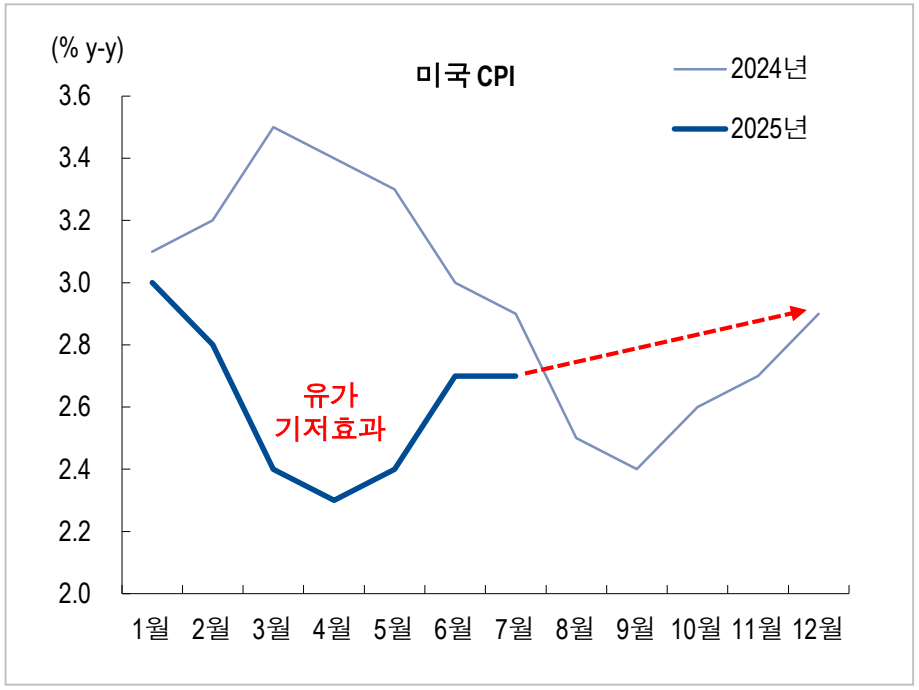
- 7월 PPI(+3.3%). PPI 하위 항목에서 **유통서비스**(+6.9% y-y, +2.0% m-m)가 급등
- 유통서비스는 유통업체 구매가격과 최종소비자가격 간의 차이를 의미. 운송/보관/관세 등 유통과정에서의 부가서비스 비용을 포함하는 개념
- 미국 대표 기업들(월마트, 홈디포, P&G, 펩시코, 나이키 등)이 가격 인상에 나서면서 **향후 물가 전이의 개연성이 높아짐**

물가 전이: 유통서비스 비용→ PPI → CPI



자료: 미국 노동통계국, NH투자증권 리서치본부

미국 '25년 하반기 CPI는 3%대를 기록할 수도



자료: 미국 노동통계국, NH투자증권 리서치본부

파월이 머뭇거리는 이유 ② 실업률

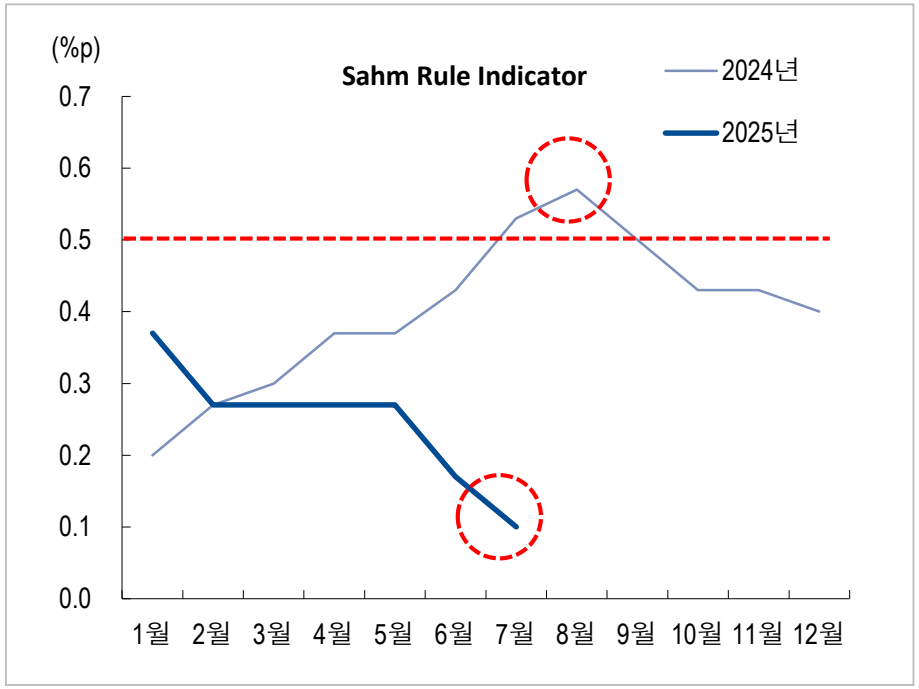
- '24년 9월 빅컷 당시 실업률 속보치는 4.3%였으며 Sahm Rule Indicator는 침체를 예고한 0.5%p를 터치
- 현재 실업률은 4.2%이며 Sahm Rule Indicator는 0.1%p
- 연말 실업률 4.5%에 도달하려면 실업자가 하반기 월평균 8.5만명 증가해야 하는데 이민자 퇴출, 공무원 해고 등으로 실업률 상승이 쉽지 않음
- 실업률이 '24년 4분기보다 견조할 전망

고용시장에 대한 눈높이 차이

	2024년	2025년
7월 실업률	4.2% (속보치 4.3%)	4.2%
상반기 실업률	3.9%	4.1%
상반기 NFP 신규고용	16.4만명	8.7만명
5~6월 NFP 조정	2.9만명 하향	25.8만명 하향
상반기 이벤트	1분기 신규고용 서프라이즈	1분기 공무원 해고, 이주 노동자 유입 중단
상반기 ISM 제조업지수		
상반기 연속 실업수당 청구건수		

자료: 미국 노동통계국, NH투자증권 리서치본부

7월 Sahm Rule Indicator는 0.1%p까지 하락

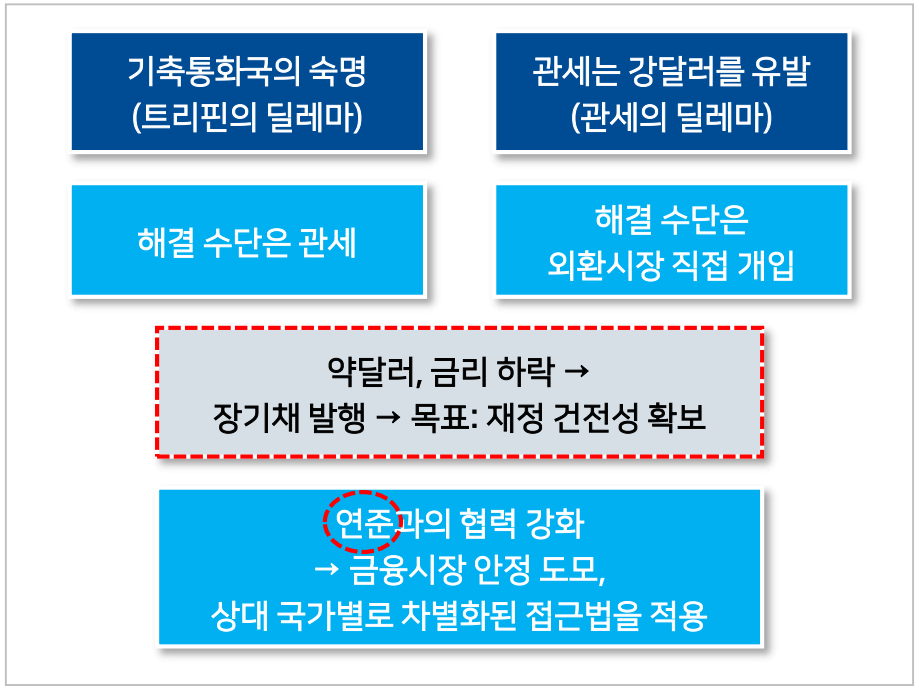


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

'26년 상반기 Fed 기준금리의 정상화(인하) 스텝이 한층 빨라질 전망

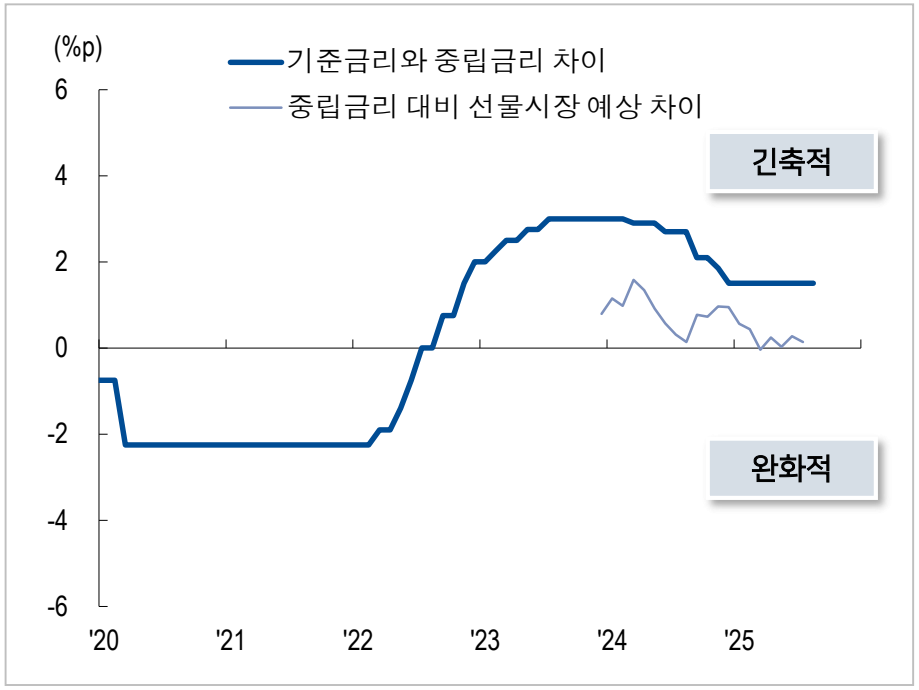
- 스티븐 미런을 연준 위원으로 지명하였는데 이는 '26년 상반기 완화적인 의장 교체를 의미
- '25년 4분기보다 '26년 상반기 미국 기준금리의 정상화(인하) 스텝이 한층 빨라질 개연성
- 9월 FOMC에서 정상화 단계의 금리 인하가 시작될 가능성이 높으나, 공격적인 금리 인하는 2026년 시행 예상

다시보는 스티븐 미런 보고서(User's Guide)



자료: NH투자증권 리서치본부

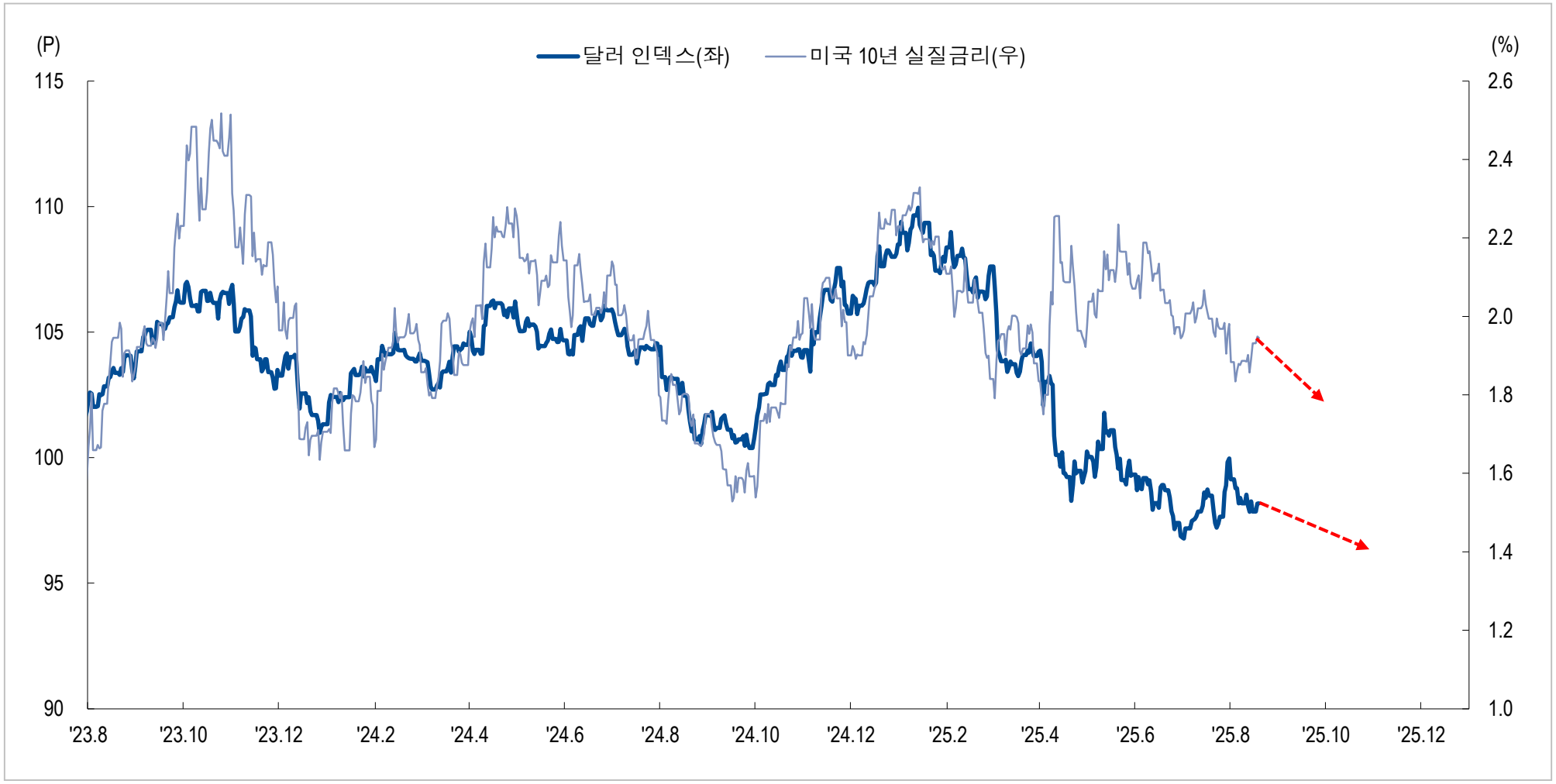
미국 기준금리의 정상화(인하) 스텝이 한층 빨라질 개연성



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

10년 실질금리 하락폭이 확대되면 달러도 약세

3월 말 일시적 충격을 제외하면 여전히 강한 10년 실질금리와 달러의 상관관계

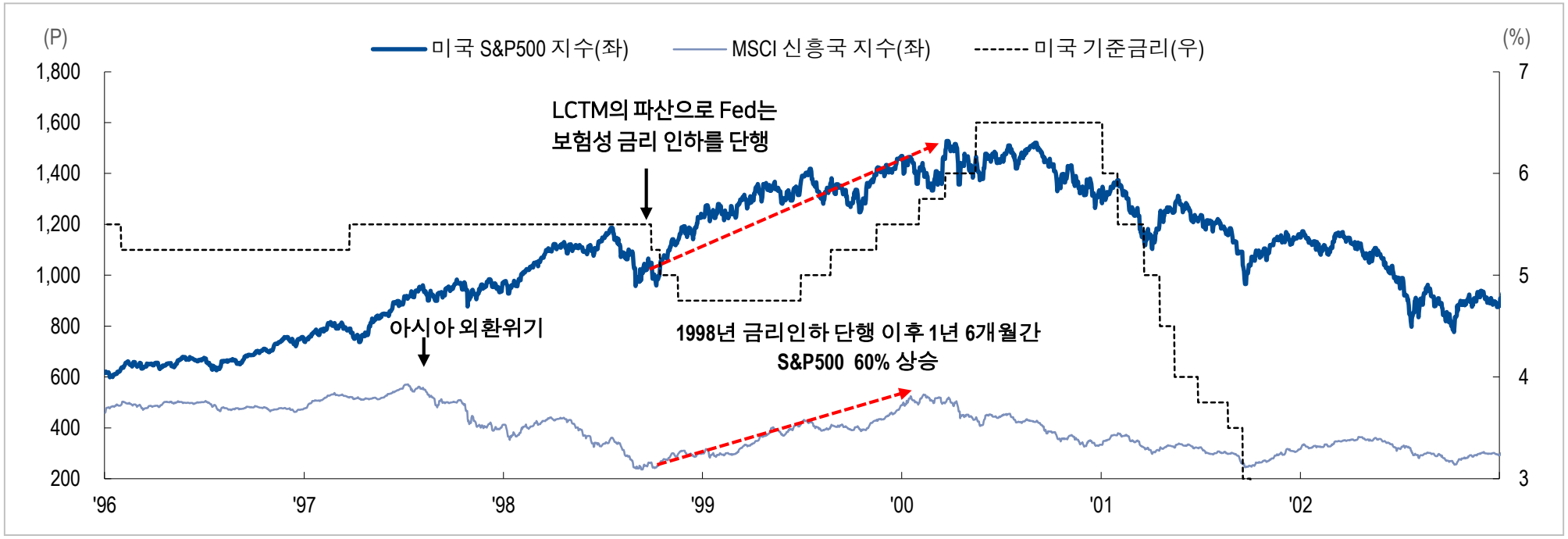


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

[참고] 의도적인 금리 인하는 멀티플 상승의 단초

- 1997년 동아시아 외환외기, 1998년 러시아 외환위기와 맞물려 1998년 LTCM 파산은 미국의 경기가 양호함에도 불구하고 미국 금융시장의 변동성을 자극
- 이에 연준은 1998년 9~11월 세 차례에 걸쳐 기준금리 인하를 단행. 이는 IT 버블의 원인이 됨

1998년 연준은 미국 경기침체 상황이 아닌데도 보험성 금리 인하를 단행. 이는 IT 버블로 이어짐



주: LTCM은 47억달러 자본금으로 1,259억달러의 부채와 1조달러가 넘는 장부 외 파생상품 포지션을 구축. 1998년 9월, 러시아가 모라토리엄을 선언하자 LTCM은 대규모 손실을 입음. 연준은 LTCM의 포트폴리오 청산 과정에서 나타날 수 있는 금융 불안정성과 월가의 LTCM 채권자들의 연쇄 파산 가능성을 우려해 보험성 금리 인하를 단행
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

② 남은 2025년 한국 시장의 키는 정책 신뢰

대주주 양도 소득세 기준 확정 결과에 따라 남은 4분기 지수의 궤적이 달라질 전망

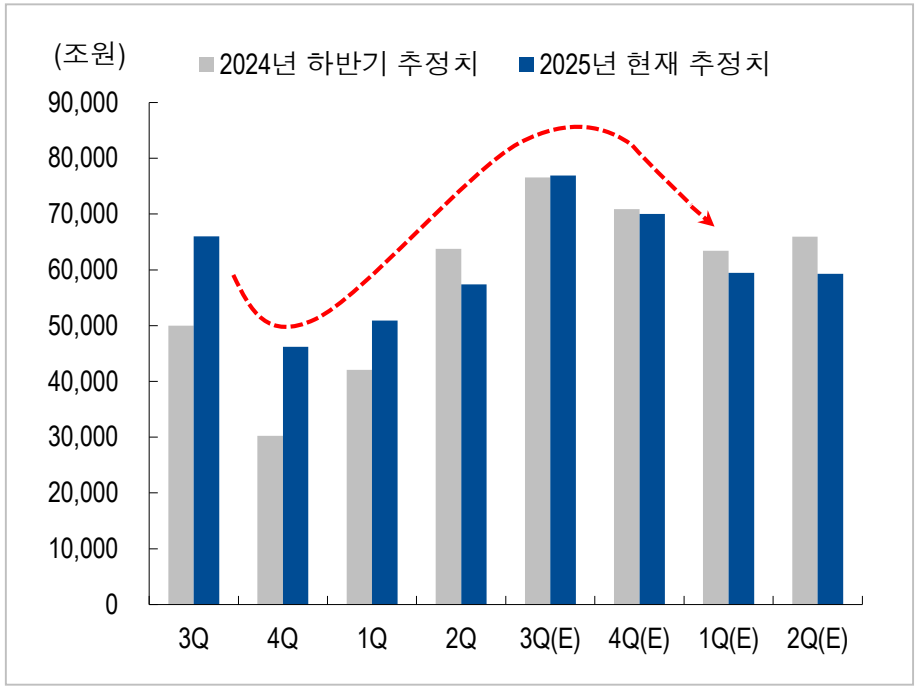
법인세	24%→ 25% - '22년 1%p 인하된 최고세율 재인상
대주주 양도 소득세	소득세 기준 강화: 50억원→ 10억원 - 윤석열 정부 당시 10억원에서 50억원으로 상향된 소득세 기준을 하향 조정
증권 거래세	일부 인상 - 윤석열 정부 당시 인하된 증권거래세율 (코스피: 0.08%→0%, 코스닥: 0.23%→ 0.15%) 재인상
감액배당	과세

자료: 언론보도, NH투자증권 리서치본부

어닝 모멘텀은 밋밋

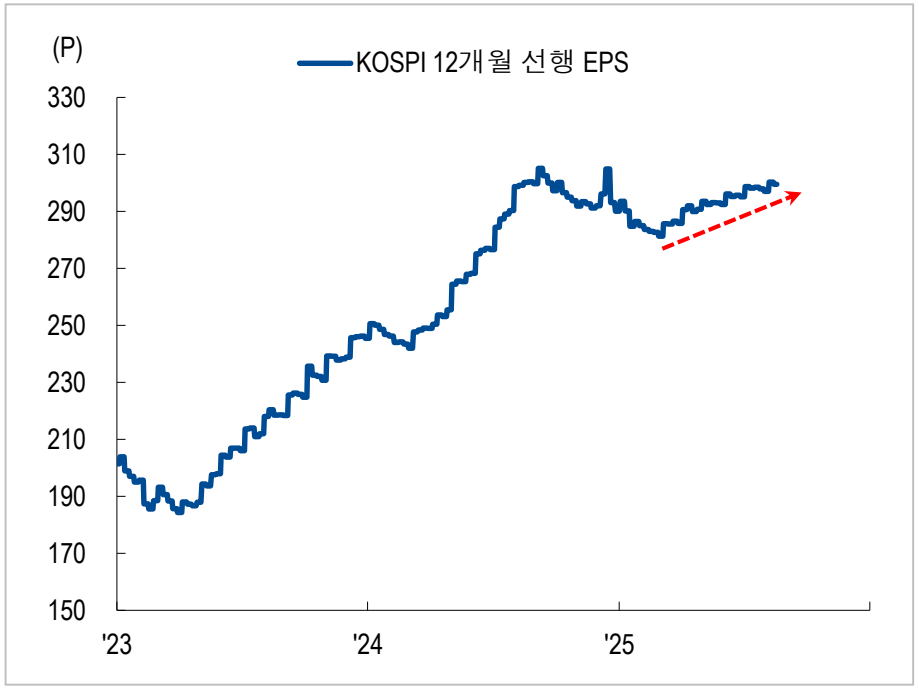
- '24년 하반기와 같이 분기별 어닝 흐름은 현재도 유사. 3분기 고점 이후 하락
- 12개월 선행 EPS의 꾸준한 상승이 바텀 라인을 지지

'24년 하반기 당시 추정치 기준 분기별 영업이익



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

KOSPI 12개월 선행 EPS는 꾸준히 상승 중



자료: LSEG, NH투자증권 리서치본부

정책 모멘텀, 9월 정기 국회에서 효율주의, 시장친화주의 등을 확인 가능

- 9월 1일부터 100일 동안 9월 정기 국회 진행, 국회 본회의는 20~25일 사이 진행할 것으로 예상
- 9월 정기 국회에서 상법 추가 개정안(집중투표제, 감사위원 분리선출 확대, 자사주 소각 법안) 통과 예상
- '25년 7월 초 '이사의 의무 확대' 상법 개정으로 기업에서 우려하고 있는 특별배임죄 조항 삭제 가능성
  주식시장 지원을 위해 배당소득 분리과세 기준 결정할 것으로 예상, 토큰증권(STO) 제도화 법안 통과 가능성

항목	기존 법안	개정 예상 법안
1. 집중투표 의무화	도입 가능하나 정관으로 배제 가능. 의무 사항은 아님	자산 2조원 이상 상장사에 집중투표제를 의무화하여, 소액주주도 이사 선임에 실질적 영향력을 행사할 수 있도록 함
2. 감사위원 분리 선출 확대	감사위원 1인은 분리선출 의무화	감사위원 분리선출 2인 또는 전원으로 확대
3. 자사주 소각 제도화	자사주 소각은 기업의 자율 사항	상장회사의 자사주는 원칙적으로 소각하도록 제도화하여, 주주 이익에 직접적으로 기여하도록 함, 현재 기보유 주식 소각에 대한 기간 논의 중
4. 배당소득 분리과세	이자·배당 합산 2,000만원 초과 시 종합소득에 합산, 최고세율 49.5%	배당성향 요건을 충족하는 상장법인의 배당소득은 전액 분리과세 대상으로 하며, 종합소득에서 제외, 배당금 규모에 따라 분리과세 세율을 차등 적용하며, 최고 세율은 27.5%에서 35% 사이에서 결정될 것으로 예상
5. 공개 매수제도	잔여 지분 인수 의무 사항 없음	기업 합병(M&A) 과정에서 25% 이상의 지분율 인수 시 잔여 지분 전량 또는 일부(50% +1 주)를 의무 공개 매수
6. 배임죄 완화	자신이나 제3자가 부당한 이익을 얻어 회사에 손해를 끼치면 '특별배임죄'로 처벌	업무상 배임죄와 내용이 거의 같아, 특별 배임죄 조항 삭제 형법개정안을 통해 "경영자가 이해충돌 없이, 본인의 이익을 위해 최대한 합리적으로 판단한 경우에는 배임죄 적용을 배제한다"는 내용 신설
7. 토크증권의 제도화	토큰증권을 직접 규정한 조항 부재	토큰증권(STO)을 전자증권법상 디지털, 권리, 증권으로 규정, 투자계약 증권 및 수익증권의 장외거래 중개업 제도 마련

자료: 언론정보 취합, NH투자증권 리서치본부

배당성향 확대, 자사주 매입 소각, ISA 개편 등이 지수 상승의 필요충분 조건

- 주주환원 강화(코리아 디스카운트 해소), 배당소득 분리과세 등이 기존 합리적 법안으로 통과 시, 연말 KOSPI 레벨이 현재보다 높을 전망
- KOSPI의 큰 흐름은 달러의 향방으로 정해지겠지만, 최근 KOSPI의 센티먼트는 어닝 등보다는 정책 모멘텀에 좌우

이재명 정부의 주식시장 활성화 방안

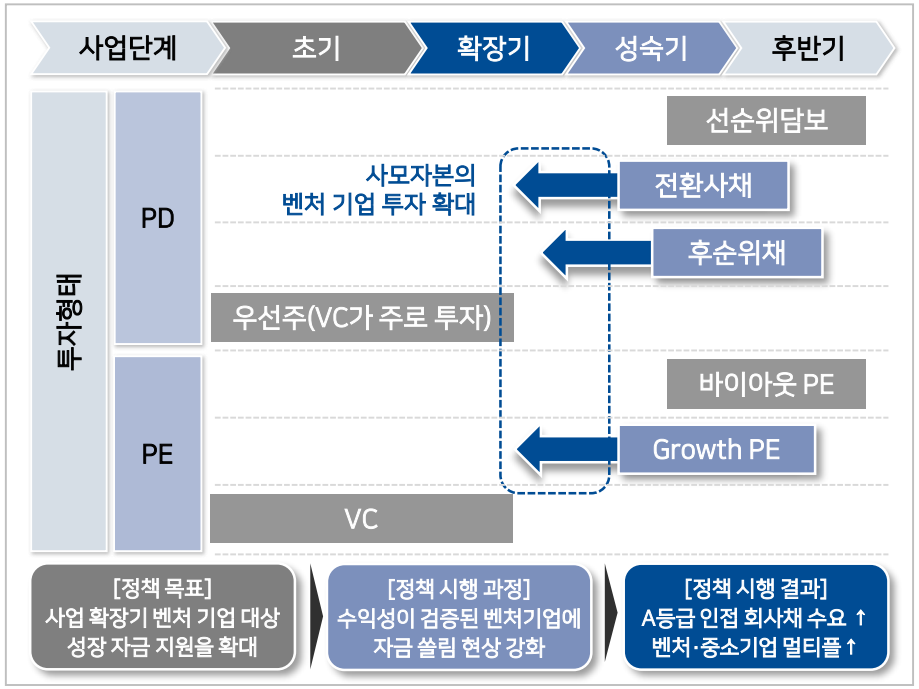
정책	세부 내용
주주환원 강화	이사의 충실 의무 대상 '회사 및 전체 주주'로 확대, 3% 룰 적용, 전자주총 의무화, 집중투표제 의무화, 자사주 소각 의무화 등 상법 개정
퇴직연금 기금화	퇴직연금 가입자는 계약형과 기금형 중 선택. 기금 운용은 고용노동부 장관의 인가를 받은 전문 운용사가 맡아서 관리. 수익률 상승 기대
배당소득 분리과세	배당성향 35% 이상 상장법인 배당은 분리과세 적용(종합소득에서 제외). 2,000만~3억원 22%, 3억원 이상 27.5% 세율 적용
ISA 개편	주니어 ISA, 국내투자형 ISA 등 도입. 국내투자형 ISA는 국내 주식만 투자 가능한 대신 비과세 한도가 일반 ISA의 두 배 (1,000만원)

주: ISA 개편은 금융위원회에서 정부와 국정기획위에 건의한 내용
자료: NH투자증권 리서치본부

[소결] 의도적 자금 공급은 멀티플 상승의 단초

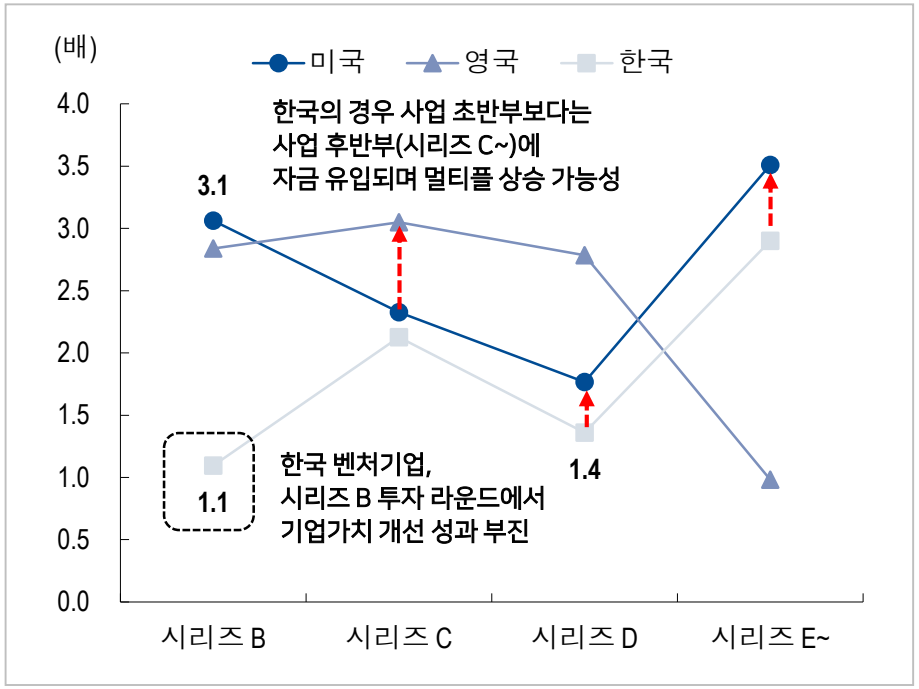
- 정부가 벤처기업 투자 확대 정책 시행 시 벤처투자회사 외의 대안적 자금 공급이 활성화 될 전망
- 사업 확장기에 있는 기업들의 자금 유치가 수월하게 되며, 사업모델이 검증된 기업의 경우 자금 공급이 집중될 가능성이 높음
- 영세 기업의 자금 유치가 수월하다는 의미는 유동성의 확대로 어닝의 증가 없이도 멀티플 확장이 가능하다는 의미

한국 벤처기업 사업 단계별 투자 형태와 정부 정책 기대 효과



자료: NH투자증권 리서치본부

국가별 벤처기업 VC 투자 라운드별 기업가치 증가 배수 추이



주: 2020~2024년 누적 기준 VC 투자 라운드별로 산정된 대상 기업 가치 배수
자료: Preqin, NH투자증권 리서치본부

[KOSPI 전망] 달러 방향과 정책 신뢰를 확인할 9월. 매수 기조 유지

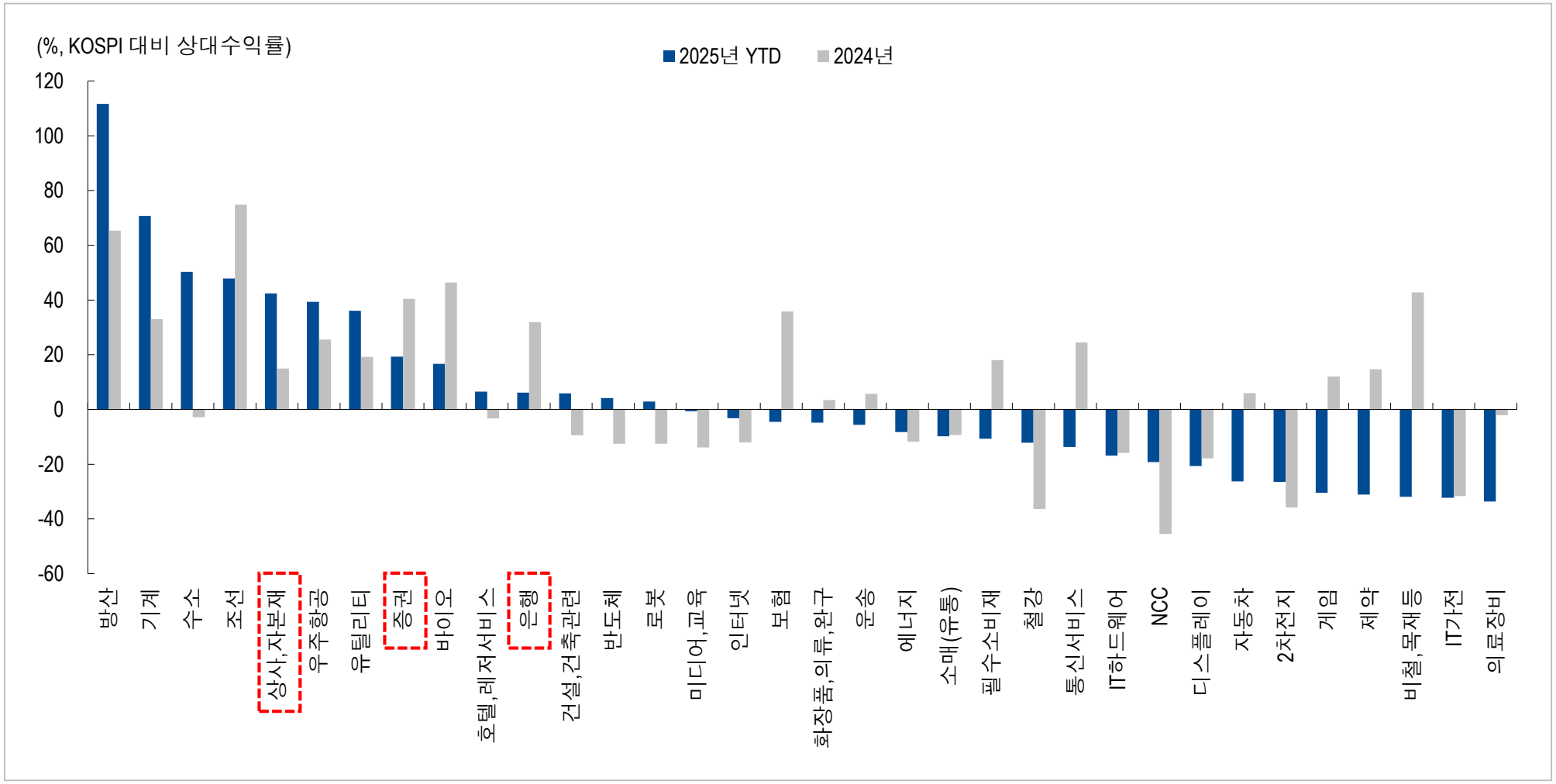
지수 레벨은 현재보다는 연말, 연말보다는 '26년 6월 레벨이 더 높을 것

12개월 기준	선행 PER	후행 PER	선행 PBR	후행 PBR
2,900P	9.7	11.9	0.93	**1.00**
3,000P	**10.0**	12.3	0.96	1.03
3,100P	10.4	12.7	**0.99**	1.07
3,200P	**10.7**	13.1	1.02	1.10
3,300P	11.0	13.5	1.06	1.14
3,400P	11.4	13.9	**1.09**	1.17
3,500P	11.7	14.3	1.12	**1.21**
3,600P	**12.0**	14.7	**1.15**	**1.24**
3,700P	12.4	15.1	**1.18**	1.28

주: 8월 18일 기준
자료: LSEG, NH투자증권 리서치본부

[업종 전략] 9월은 정기 국회 모멘텀에 주목

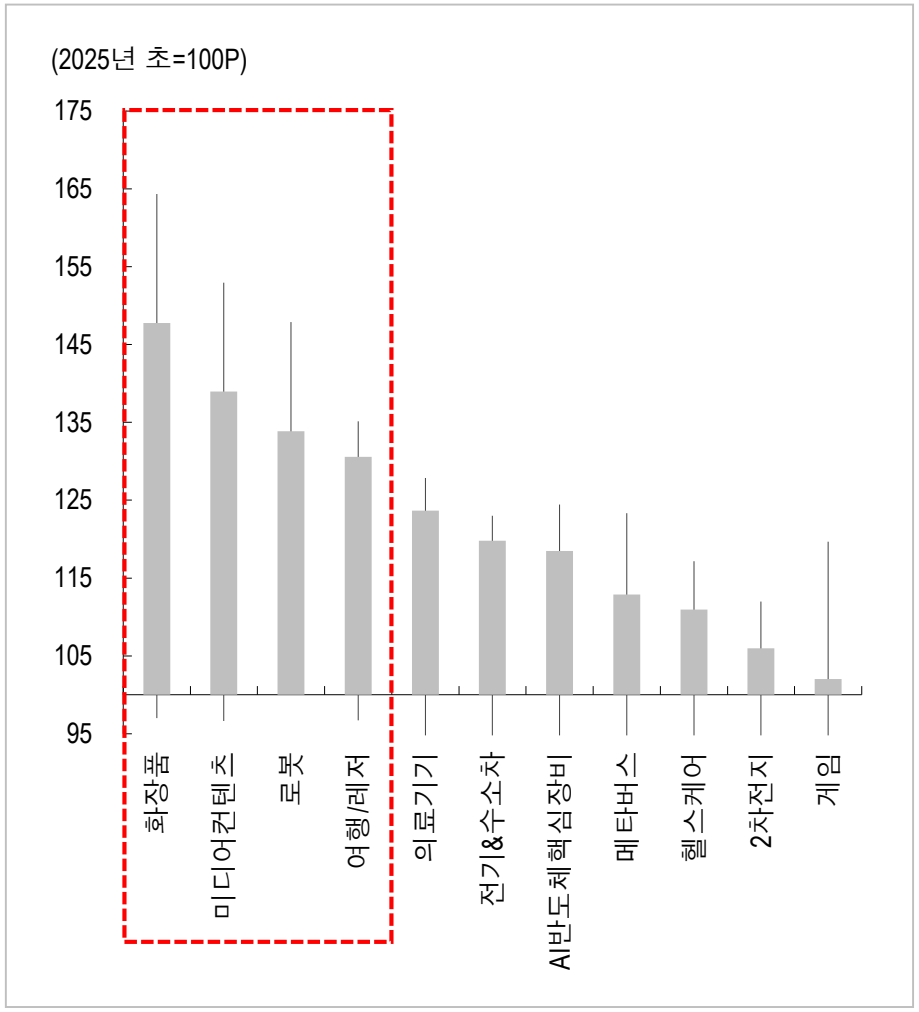
업종별 수익률 비교



주: 8월 18일 기준
자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

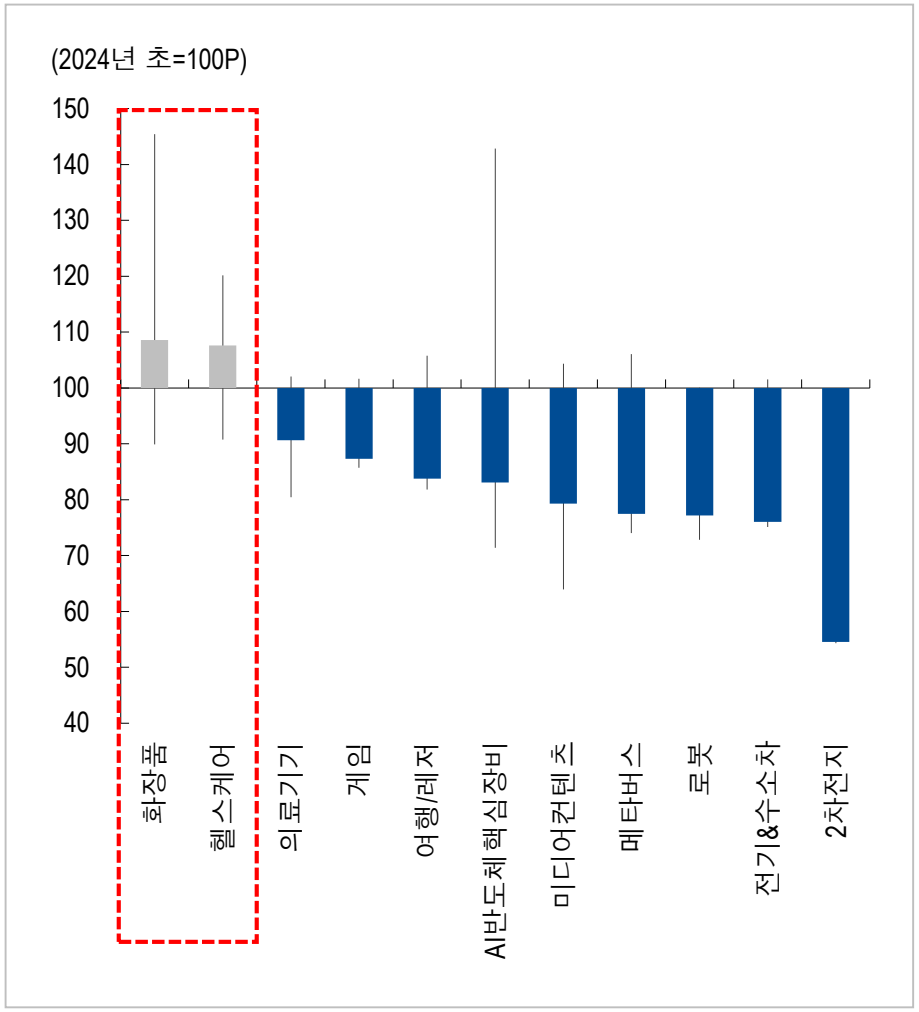
'25년 테마는 관광/소비

2025년 테마별 수익률



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

2024년 테마별 수익률

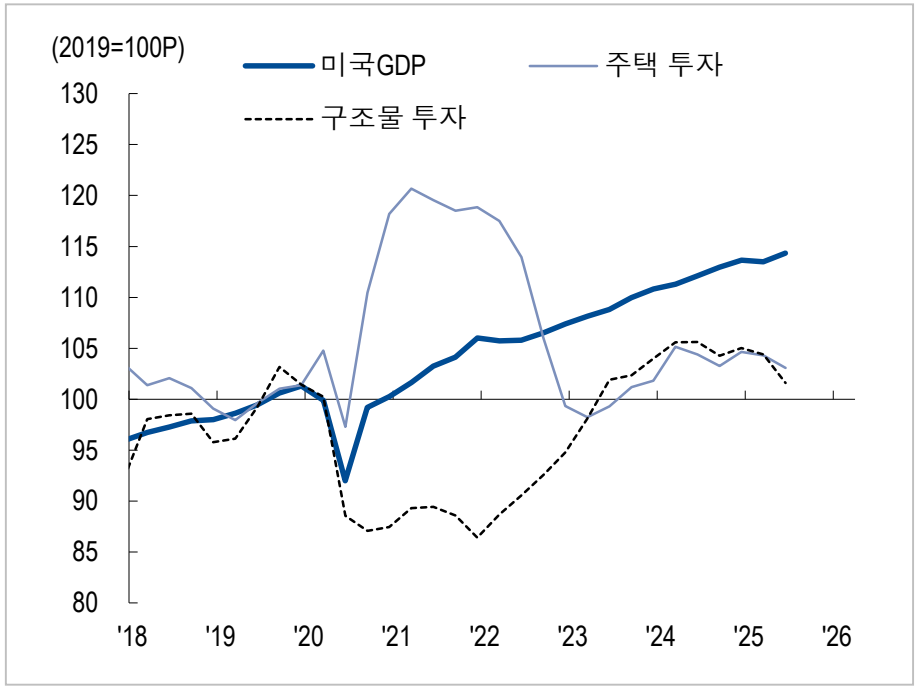


자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

약한 고리 ① 미국 주택

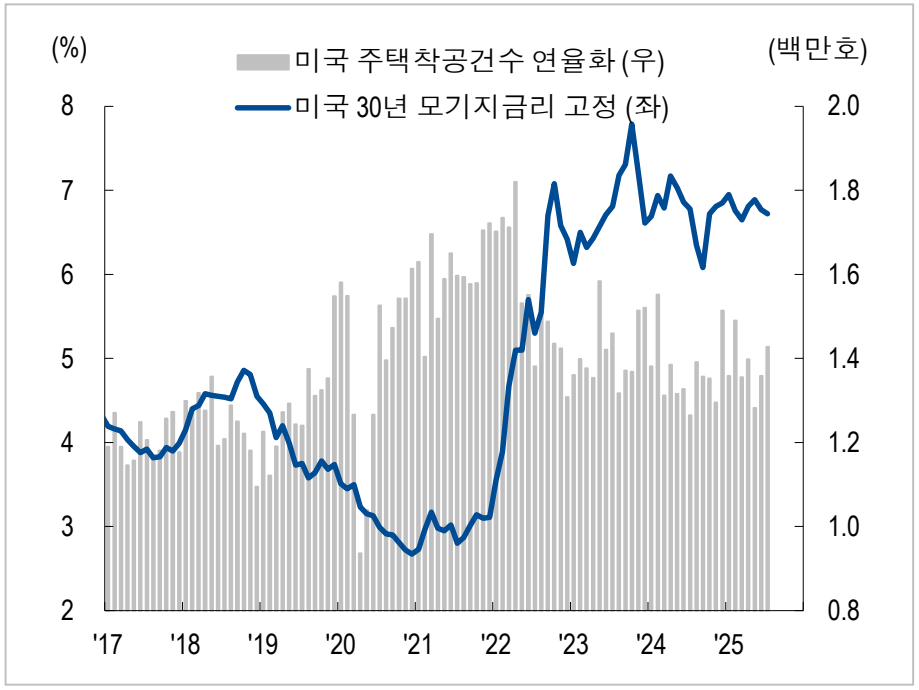
- 미국 건설업계는 건설투자가 본격적으로 반등하려면 기준금리는 최소 3%대 중반, 모기지금리는 5%대로 떨어져야 한다는 의견
- **적당한(?) 금리 인하는 미국 건설투자(주택, 구조물)를 반등시키거나, 지적재산권 투자를 가속화시키기에는 역부족**
- 고금리와 원자재 가격 상승으로 당분간 미국 주택 투자가 본격적으로 재개될 가능성은 낮음
- '25년 하반기의 문제라기보다 금리 인하폭과 주택 경기에 따라 장기적으로 고려해야할 요인

적당한(?) 금리 인하로 건설투자가 반등하기는 어려움



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

주택투자는 미국 경제의 가장 약한 고리

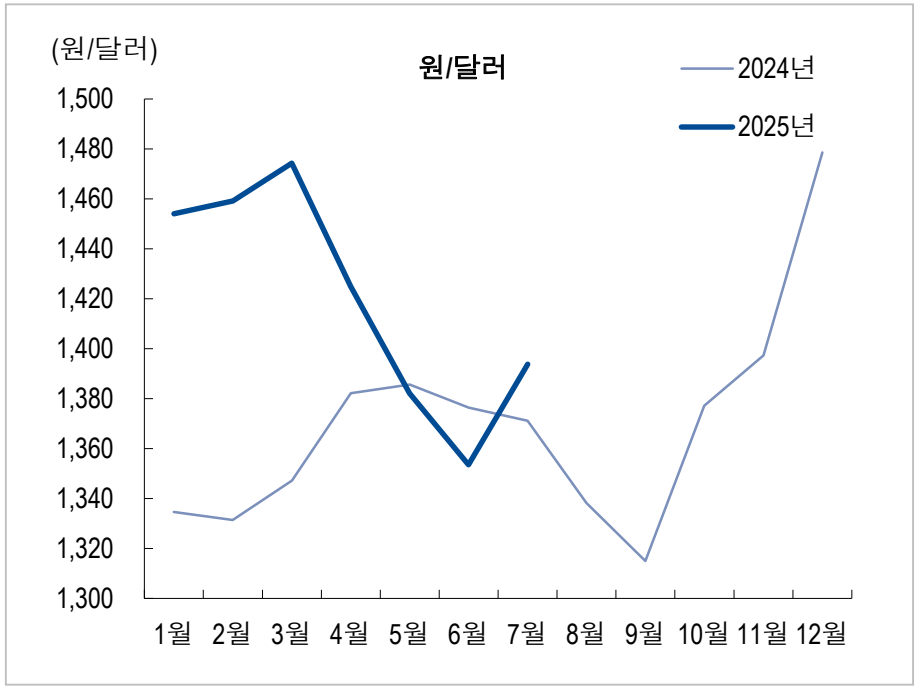


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

약한 고리 ② 원/달러 환율

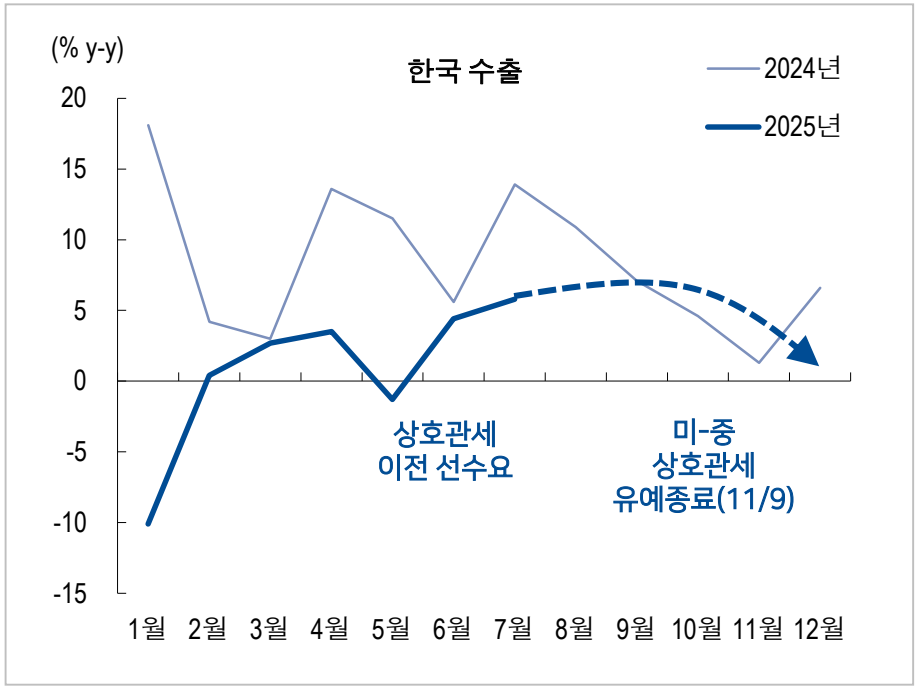
- '24년 연말 원/달러 환율은 1,480원까지 상승. 수출 둔화, 내수 부진, 정치적 불확실성이 겹친 결과
- '25년 4분기 수출은 조업일수 감소로 3분기 대비 수출 헤드라인 부진 예상(3Q25 +4%, 4Q25 -2.5% 전망)
- 그러나 관광, 내수 소비가 뒷받침될 것인 바 원/달러 환율 약세 기조가 지속되지는 않을 전망

'24년 4분기 같은 원/달러 환율의 약세는 아닐 것



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

조업일수 감소로 '25년 4분기 수출은 둔화 예상

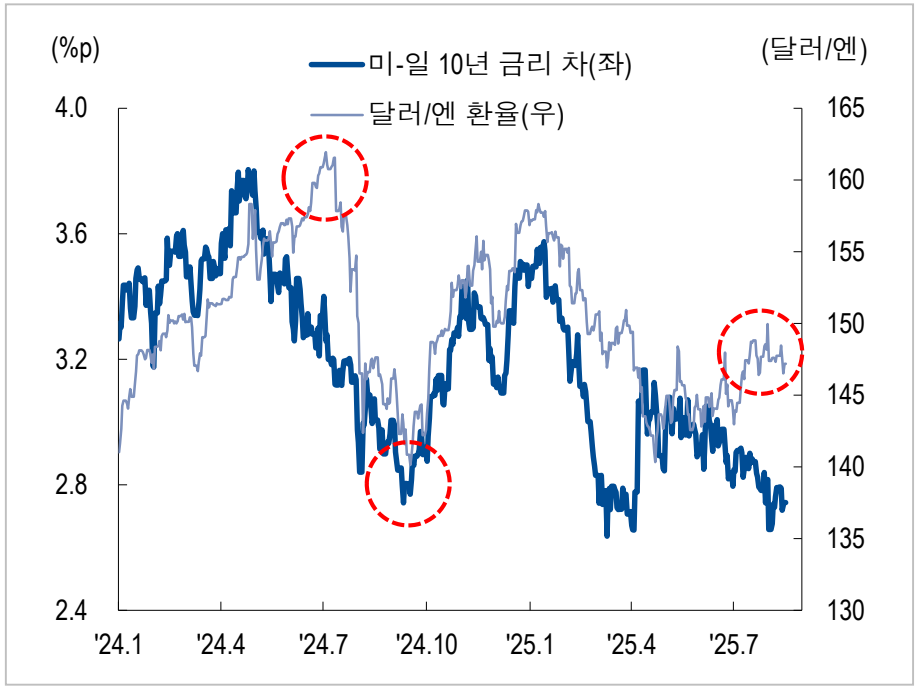


자료: 한국은행, NH투자증권 리서치본부

약한 고리 ③ 엔캐리

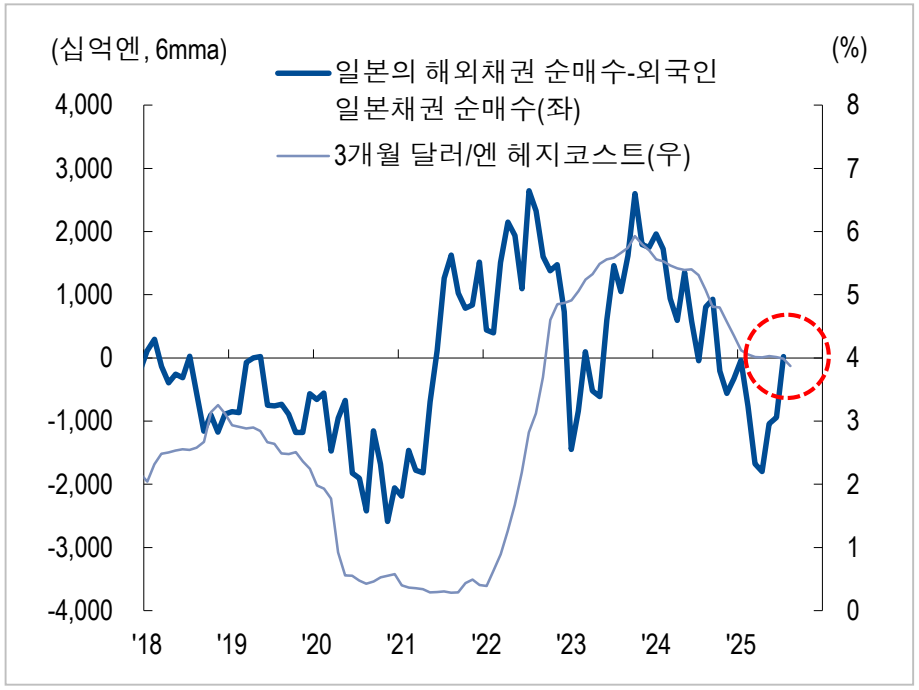
- 2024년 7~9월, Fed의 금리 인하 전망과 BoJ의 금리 인상이 맞물렸을 당시 엔캐리 트레이드 청산 우려가 고조
- **현재는 엔화 레벨이 당시와 다르고, 대상 자금 규모도 적음. BoJ의 학습효과를 감안 시 엔캐리 트레이드의 청산 우려가 재차 나타나지 않을 것으로 판단**

현재는 엔화 레벨이 '24년 7월 말과 다름



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

금리 차에 의해 회수될 자금의 규모도 '24년 7월 말과 다름



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부