

거시경제/투자전략

두 개의 사이클

박희찬

hcpark@miraeasset.com



CONTENTS

[요약] 2025 자산배분 핵심 테마	03p
I. 거시경제 및 금융시장 전망	04p
II. 주식 핵심 테마	31p



[요약] 2025 자산배분 핵심 테마

거시경제 및 금융시장

- 두개의 사이클: AI 중심의 신성장 추세 + 2025년 중 경기 소순환적 반등 기대(연 중반 이후).
- 경기 회복은 디스인플레이션과 누적된 금리인하 효과. 트럼프 2기 출범 후 아메리카퍼스트 정책 강화되더라도 non-US 경기 반등 기대 가능.
- 2025 상반기 중 달러 강세 압력 잔존하나, 달러 약세 압력이 점차 우세해질 전망.
- 주식에 대해서는, (1) 미국 증시 강세 지속, (2) 미국외 증시 모멘텀 개선 예상. 약달러 안착 시에는 미국외 증시 모멘텀이 더 좋을 수 있음.
- 채권 금리는 속도 변수 있지만 연준 금리인하 기조에 따라 하락세 예상. 2025년 상반기까지 디스인플레이션 기조 지속될 전망이며, 현재 연준 예상보다 더 낮은 인플레 기대.
- 핵심 리스크 팩터는 트럼프 2기 이민정책. 아직 미국 서비스 인플레가 높은 상황에서 이민 제한 조치가 강하게 시행되면 임금 상승세에 따른 인플레 재상승 위험이 커짐. 다만, 정책 시차를 감안해야 하므로 2025년 상반기보다 하반기 위험 요인으로 간주. 또, 정책 당국자들이 인플레 부담을 인식하고 있기 때문에 정책 전개 양상을 중립적으로 잘 점검해야 할 것.

자산배분 핵심 테마

- 주식 핵심 투자 테마는 계속해서 AI·반도체: AI 에이전트가 본격 성장하면서 AI 생태계는 좀더 빠른 속도로 확장, 데이터 생산 및 사용량의 가파른 증가세도 지속될 것.
- 클라우드 컴퓨팅, 디지털 광고 및 쇼핑에서 강세를 보이는 빅텍들, 그리고 엔비디아 브로드컴 TSMC 등에 대해 계속해서 긍정 관점 유지. 근래 밸류에이션 급팽창한 AI 서비스 및 인프라 기업들에 대해서는 플러스 알파를 기대하는 관점에서 조금 신중한 투자 권고.
- 친환경 에너지에 대해서도 긍정적(태양광, 원전(우라늄) 등).
- 미국 외 시장에 대한 관심 증가에도 대비해야 할 것. 미국 외에서는 인도 최선호 의견 유지하며, 중국에 대해서도 선별적으로 테크 및 전기차/배터리 관심 상향.
- 채권은 국채보다 투자등급 회사채, 전통 자산 외에는 금, 비트코인 등이 탈중앙화 자산으로서 시장의 높은 관심도가 지속될 전망.

I
—

거시경제 및 금융시장 전망

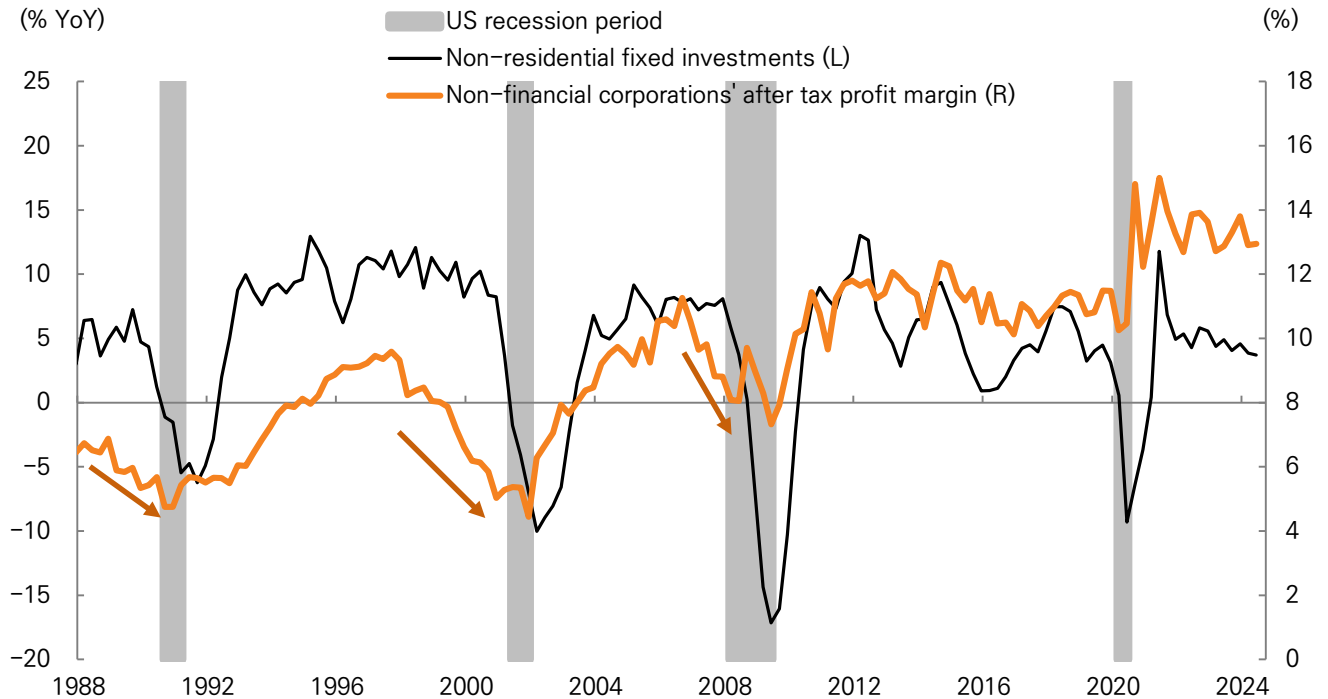


미국 경제 2025년에도 견고한 성장세 예상

견고한 마진 추세, 기업 투자 확대 잠재력

- 미국 경제 2025년 2%대 후반 성장세, 2026년에도 2~3% 수준 견고한 성장세 기대 가능.
- 연준 금리인하, 아메리카 퍼스트 정책 강화 등이 기회 요인.
- 기업 이익 마진도 견고한 상황. 과거 경기가 급격히 떨어지기 전에 마진이 축소됐던 상황과 대비됨.
- 기업들 투자 확대 잠재력 높은 상황. 이에 따른 기업들의 자발적 투자, 트럼프 행정부의 해외 자본 유치 확대 등으로 꾸준한 일자리 증가세도 기대할 수 있음.

과거 리세션 직전의 반복적 패턴(마진 위축 후에도 높은 고정투자 증가율 유지)과 지금은 차별적



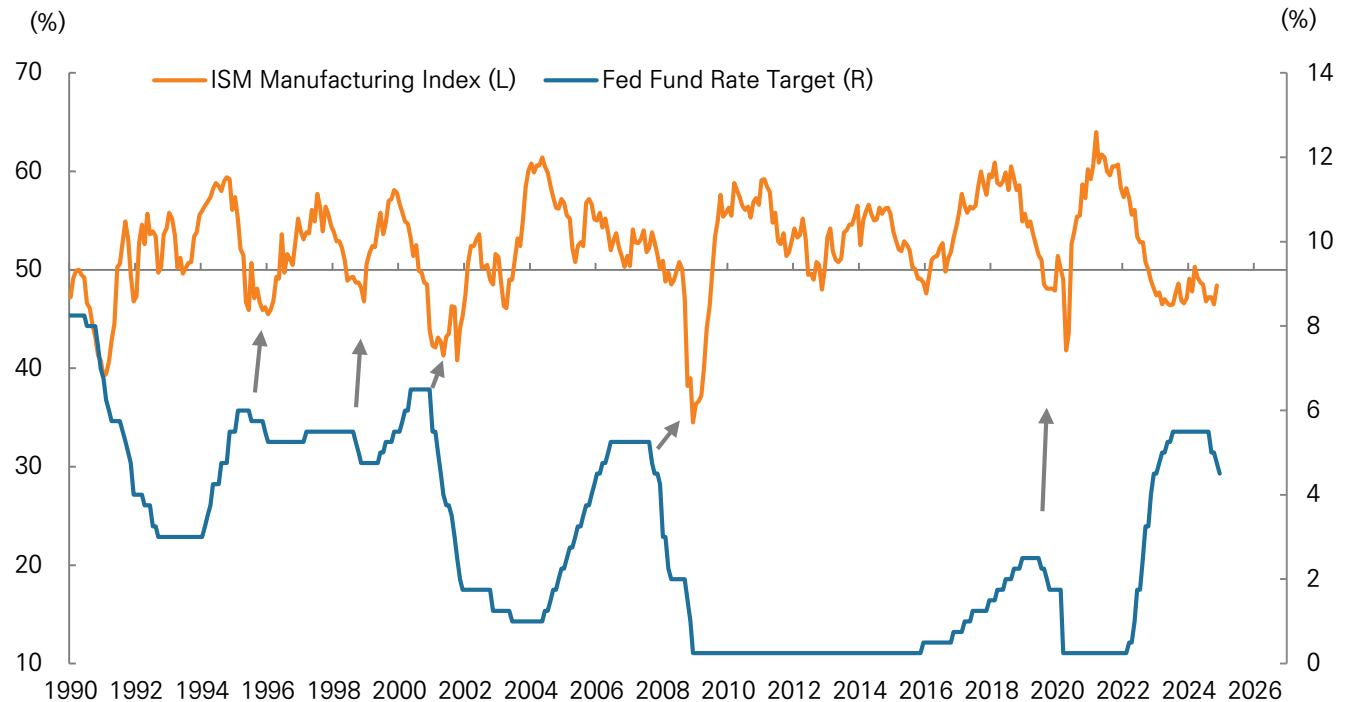
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

미국경제 연착륙, 그리고 회복

누적되는 금리인하 효과

- 2024년 9~12월 사이에 연준 기준금리 100bp 인하(5.25~5.50% → 4.25~4.50%).
- 2025년 초 미국 소비 증가세가 둔화될 것으로 예상되나, 금리인하가 시차를 두고 내수에 긍정적인 영향을 미치게 될 것.
- 경험적으로 6~12개월 시차. 2024년 9월에 금리인하 시작했으니, 2025년 상반기보다 하반기에 금리인하에 따른 내수 진작 효과가 더 크게 나타날 수 있음.

ISM 제조업지수는 연준 첫번째 금리인하 이후 6~12개월 시차를 두고 회복 반전하는 경향을 보임



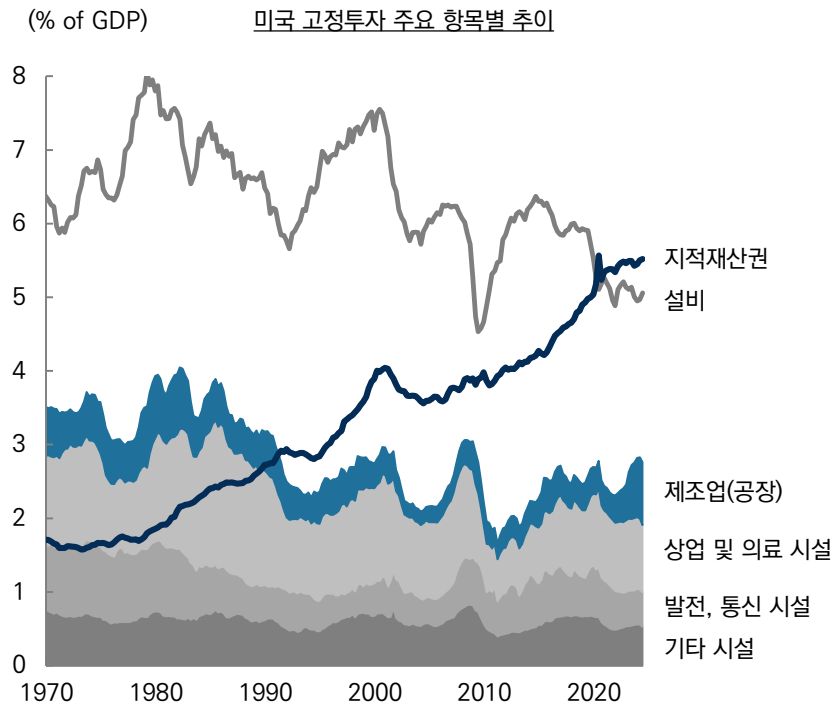
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

트럼프 2기, 인프라투자 확대 기대되나 재정 부담 직면(+고금리)

2025년에도 투자의 중심축은 AI와 인프라: AI는 자생적, 인프라는 미국 정부 + 해외 자본

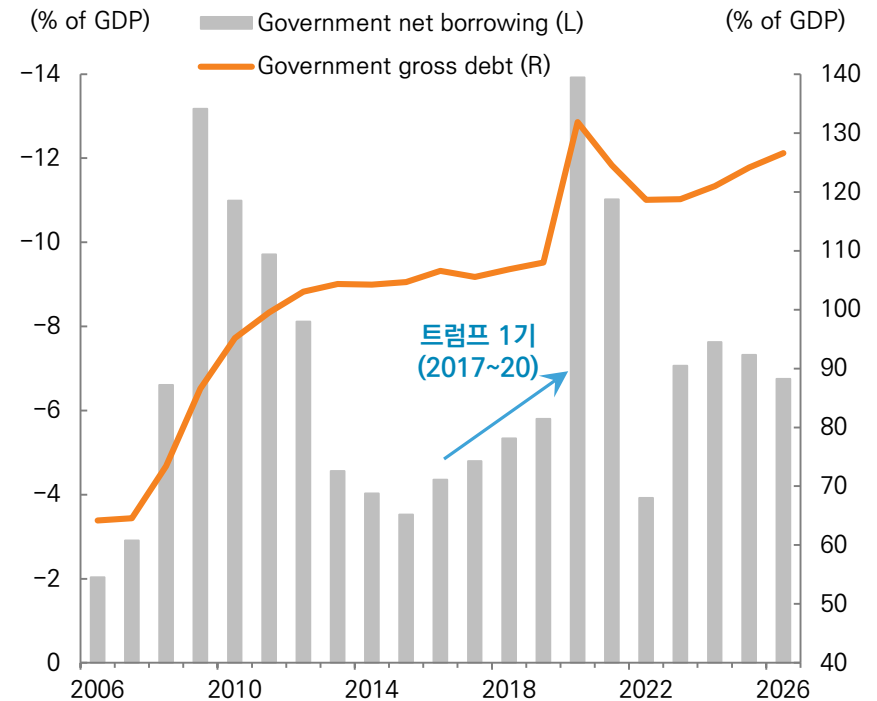
- AI 관련 투자는 빅테크 기업들을 중심으로 적자 생존을 위한 필수적, 자발적 선택. 막대한 자금력이 이를 뒷받침하게 될 것.
- 인프라투자는 노후화된 기존 시설, 장비를 업그레이드 해야 할 필요성에 기인. 지난 수십년간 이에 대한 투자가 저조했기 때문.
- 단, 현재 미국 재정 부담이 트럼프 1기 대비 크게 높아진 점 감안해야 함. 정부부채도 많이 늘었고 국채 금리는 두 배 수준.
- 따라서, 인프라투자를 늘리되, 재정을 무리하게 확장하기보다 해외 자본을 적절히 유치하려 할 것

미국 내 주요 시설 투자 및 설비 투자는 장기간 저조했음



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

트럼프 1기에 비해 커진 재정 부담: GDP 대비 정부부채 현재 120%대



자료: IMF, 미래에셋증권 리서치센터

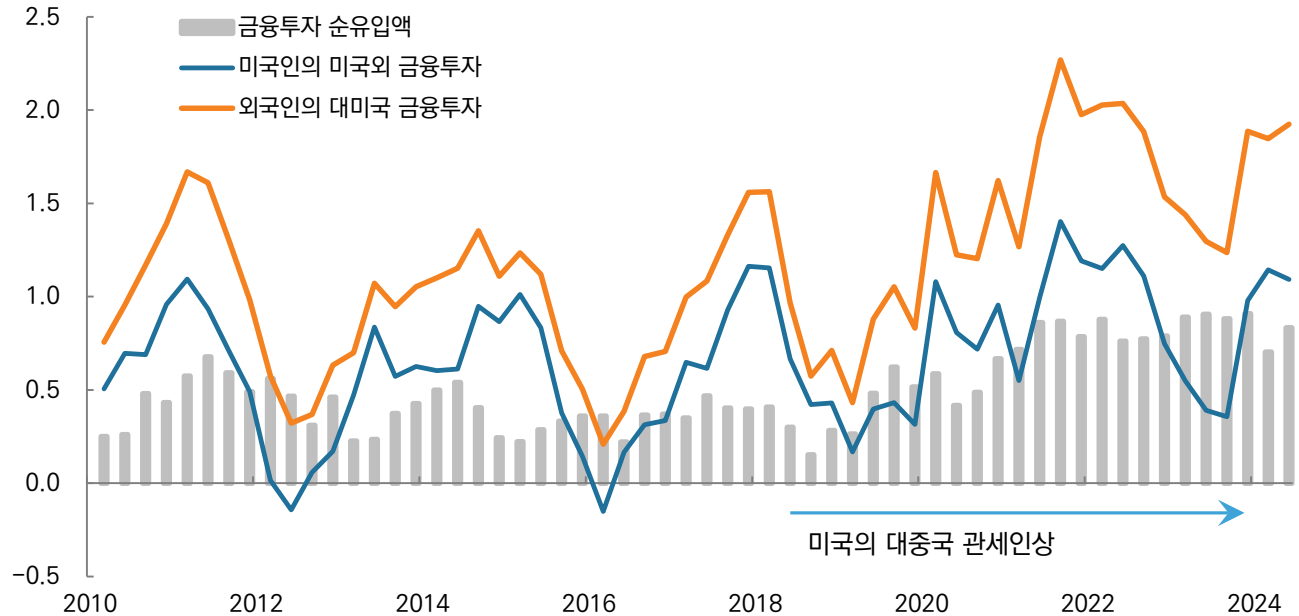
트럼프 2기, 해외 민간 자본 유입을 계속 압박

관세 등 활용, 아메리카퍼스트 정책 강화

- 트럼프 1기 아메리카 퍼스트 정책, 중국에 대한 강력한 압박 조치 시행. 바이든 정부에서도 이런 기조를 유지. 이는 미국으로의 금융투자금 순유입액이 커지는데 기여.
- 트럼프 2기에도 이런 정책 기조가 좀더 강화된 형태로 유지될 전망. 관세 위협 등을 통해서 해외 자본의 미국 유치 성과를 내기 위해 노력할 것(관세 인상 조치는 있겠으나 미국 인플레이 여건상 오래 유지하기는 어려울 듯함).
- 해외 자본 유입은 강달러 요인. 하지만, 반드시 달러 강세를 유발한다고 단정짓기는 어려움.

2019년 이후 미국으로 유입되는 금융투자 순유입액 레벨업

(USD tn)



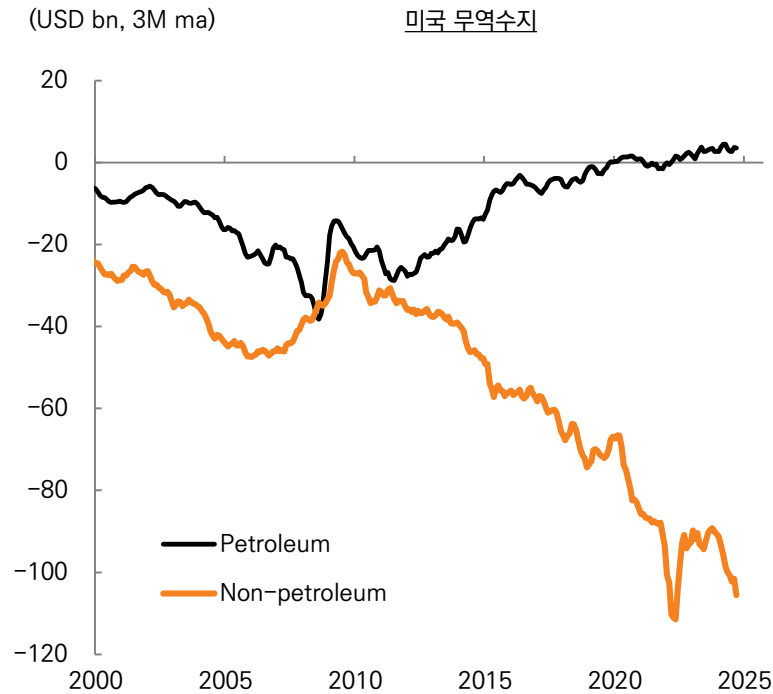
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

아메리카 퍼스트 정책의 반대 급부: 미국 무역적자 확대

미국내 투자를 위한 외자 유입 시 자본재 수입 증가를 동반

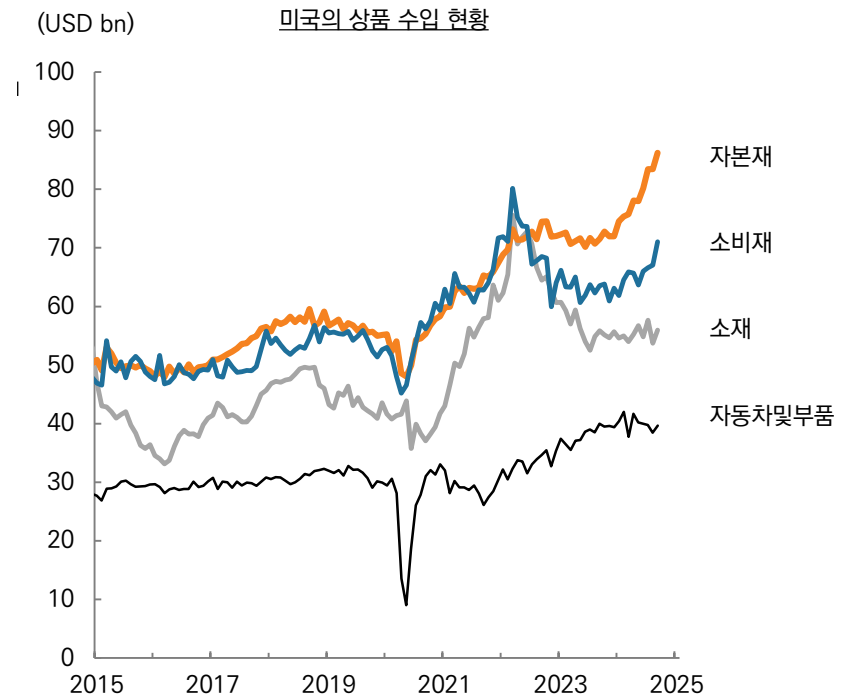
- 미국 무역적자는 계속해서 확대 기조. 자본재 수입 증가가 결정적인 역할을 하고 있음.
- 공장 및 인프라 투자를 위한 필요 자본재를 해외로부터의 수입에 의존하기 때문.
- 요컨대, 아메리카 퍼스트 정책으로 인한 금융투자 순유입액 증가와 무역적자 확대가 동반되는 구조라는 것.
- 이런 구조가 단기간 내 바뀌기는 어려움. 따라서, 아메리카 퍼스트 정책이 일방적인 달러 강세 요인은 아닐 수 있음.

미국 무역적자 확대



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

미국 상품 수입 증가는 자본재가 주도



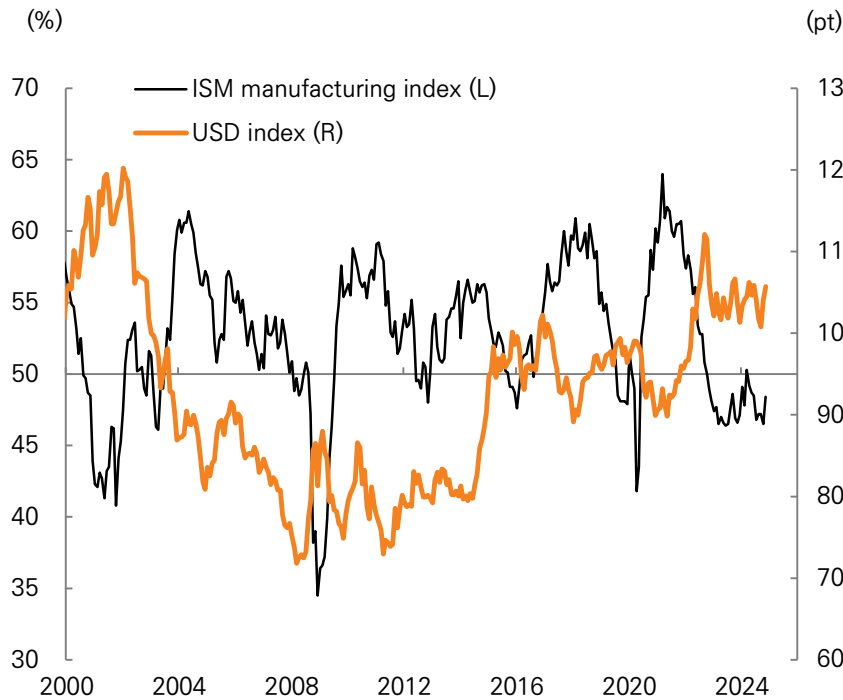
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

달러: 경기 순환적 회복에 따른 약세 압력

2025년 경기 방향 전환, US – non US 경기 격차 완화 가능성

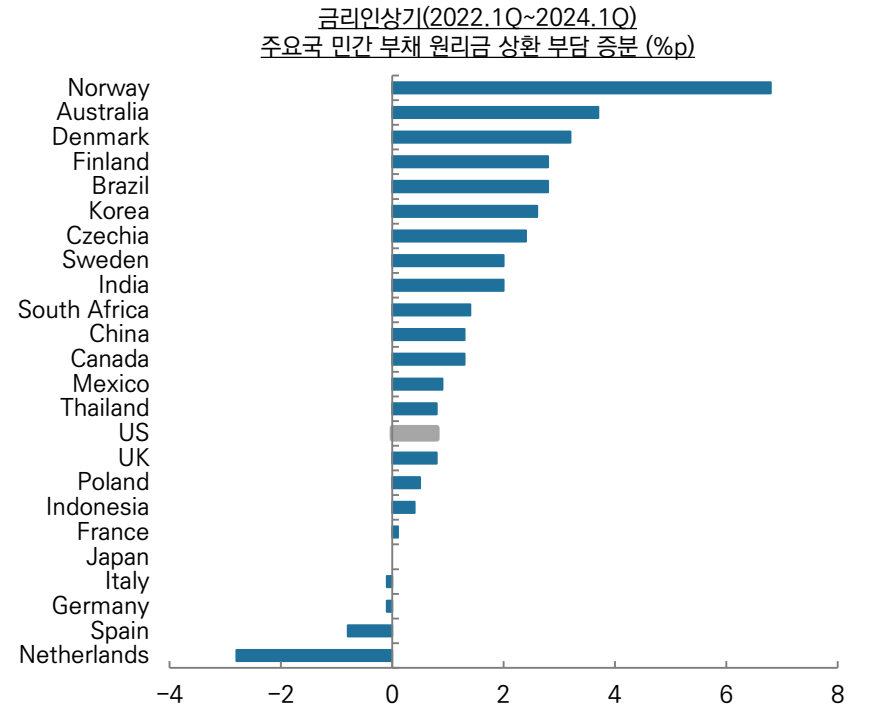
- 통상적으로, 달러는 글로벌 경기와 반대로 가는 경향을 보임: 경기 하락 국면, 경기 우려가 커지는 국면에서 강달러, 그렇지 않을 때 약달러.
- 2025년 중반경부터는 전세계 금리인하가 누적된 효과 등으로 인해 글로벌 경기 회복 전환을 기대할 수 있을 전망.
- 따라서, 2025년 상반기에는 경기 관련 기대감이 조금씩 생겨나면서 달러 약세 전환 가능성을 고려할 수 있음.
- 아울러, 미국보다는 미국 외에서 금리인하에 따른 내수 진작 효과가 더 클 것으로 기대되는 점도 비달러 선호도를 개선시킬 요인.

달러와 반대로 움직이는 미국 제조업 경기



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

유럽 다수 국가들과 일부 신흥국 부채 원리금 상환 부담 크게 증가한 상황



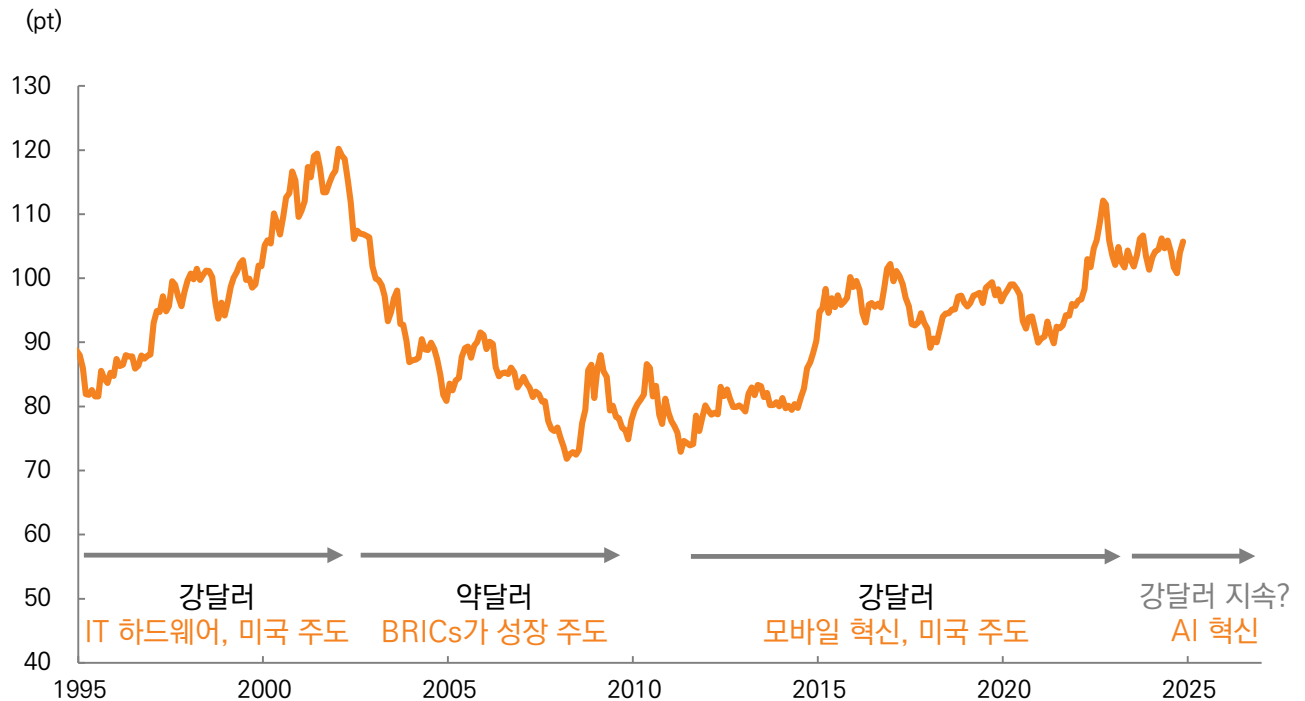
자료: BIS, 미래에셋증권 리서치센터

달러: 추세적으로는 미국의 기술 혁신 주도력에 따른 강세 압력 상존

추세 요인과 순환 요인 저울질 필요

- AI 혁신 강도가 높고 그에 대한 미국의 주도력이 지속된다면, 달러는 쉽게 약해지지 않을 수 있음.
- 즉, 앞서 언급한 경기 소순환 변화에 따른 달러 약세 압력이 있더라도 AI 혁신을 주도하는 미국 테크 기업들의 자본 흡수력(대규모 이익 또는 투자 유치)으로 인해 상쇄될 수 있는 것임.
- 반면, AI 추가 혁신보다 글로벌 확산, 그리고 그에 따른 미국 외 성장 기회가 더 부각된다면 달러는 확실히 약해질 것.
- 따라서, 경기 순환적 회복이 부각되기 전까지는 강달러, 그 후로는(2025년 중반 이후) 약달러 예상.

미국달러 방향은 세계경제 및 혁신 주도력과 연관됨



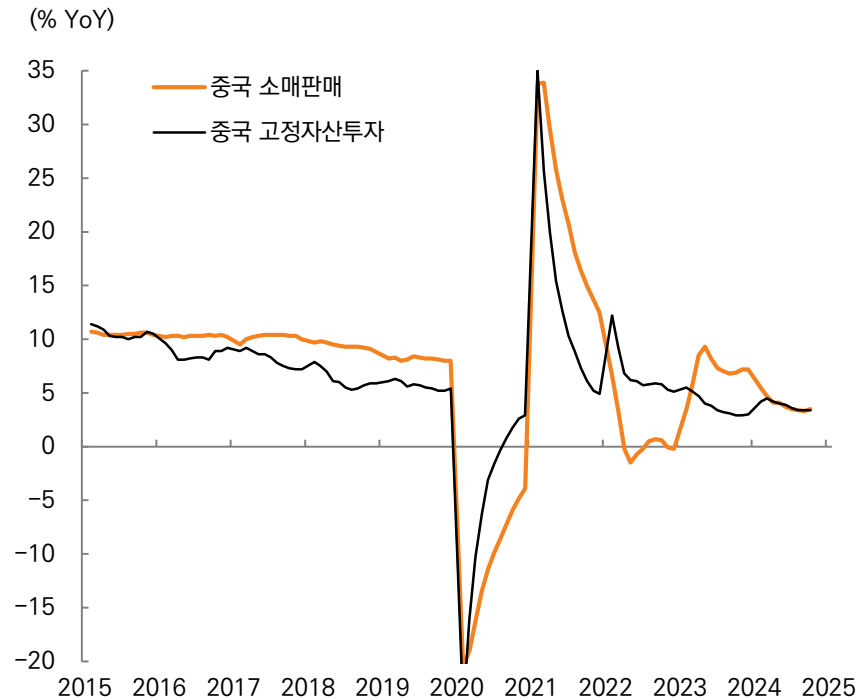
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

중국 경제는 쉽지 않을 것, 디플레이션 수출 지속

과잉 부채, 부동산 공급 과잉 → 부양책은 마땅치 않고 집값 하락과 연계된 악성 디플레 압력은 지속

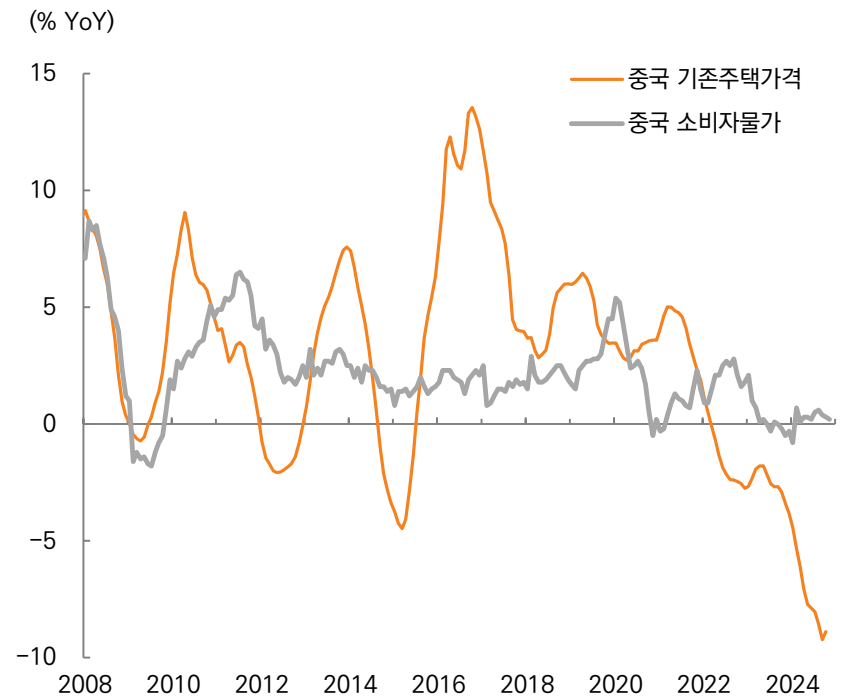
- 중국 정부는 내수 진작 및 디플레 타개를 위한 부양 정책 강도를 소폭 높이는 상황.
- 이에 따라, 2025년에도 5%에 가까운 성장세 기대할 수 있을 듯함.
- 하지만, 부채 부담 크고 부동산 공급 과잉 이슈가 있는 상황에서 대규모 부양을 선택하기 쉽지 않음.
- 소규모 부양책으로는 디플레 타개 효과 없을 것. 중국 디플레 수출 지속이 글로벌 관점에서는 나쁘지 않음(디스인플레이션에 기여).

중국 소비, 고정투자 모두 둔화 국면



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

중국 집값 하락세 심화된 상황, 소비자물가 전년비 0% 내외 유지



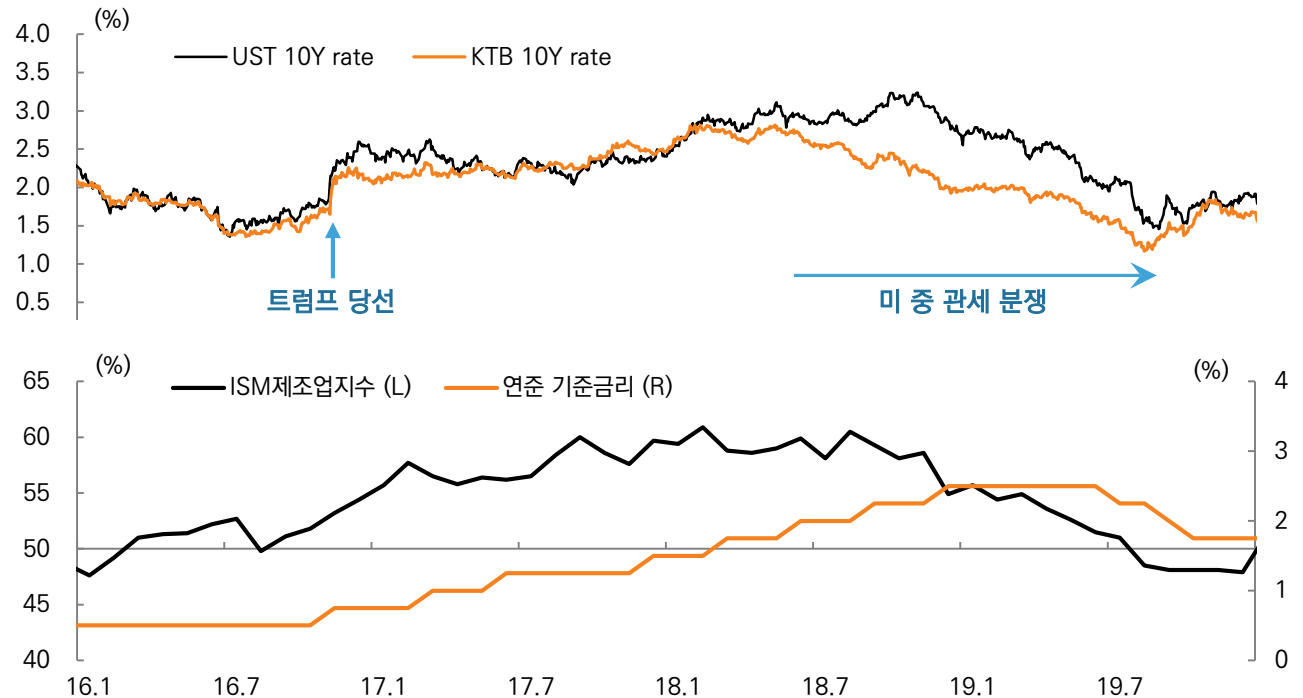
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

채권 투자 긍정 관점

속도 문제 있지만 금리 정상화는 지속

- 트럼프 2기 출범으로 미국 경제에 대한 낙관론이 증가함과 동시에 인플레 우려도 재상승. 이에 따른 미국채 금리 상승 우려 제기. 2016~17년 미국채 금리 상승 경험도 이런 판단에 일조.
- 하지만, 지금은 2016~17년과 달리 글로벌 경기 둔화 국면이고 또한 연준 기준금리 인하 국면. 연준이 금리인하 속도 조절 의지 보였지만, 중립금리를 향한 중기적 금리인하는 계속 기대할 수 있을 것.
- 고금리 부담으로 재정정책이 트럼프 1기 때만큼 공격적이지 않을 가능성도 고려할 요소.

지금은 경기 둔화 및 금리인하 국면: 2016년 트럼프 당선 직후보다 2018~19년 무역 분쟁 국면과 유사



자료: Bloomberg, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

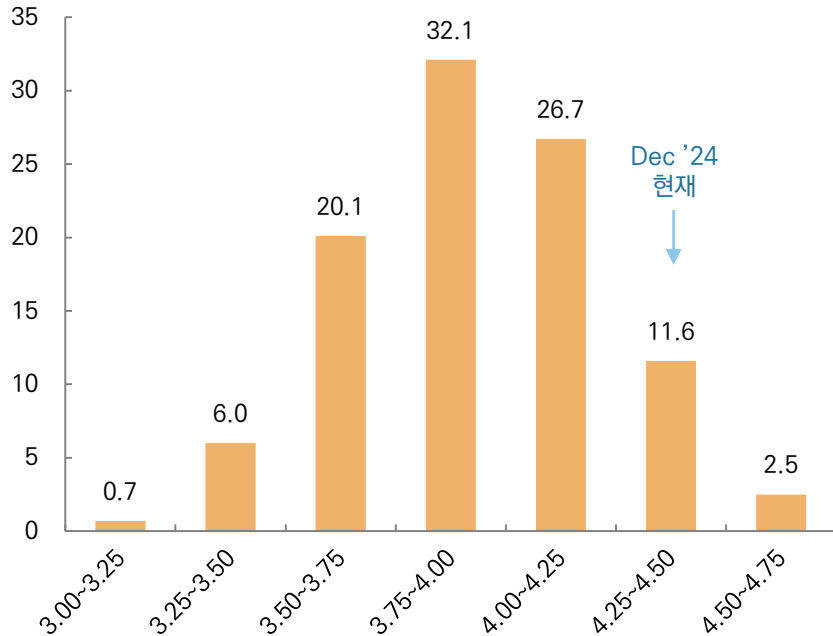
채권 투자 긍정 관점

연준 2025년 금리인하는 2회 이상일 것으로 기대

- 12월 FOMC에서 연준 인플레이 전망 상향 및 파월 의장의 매파적 발언 확인 후 2025년 금리인하 기대 후퇴. CME Fed watch에 따르면, 2025년 금리인하 기대치는 1~2회로 축소.
- 하지만, 주거비 인플레이 하향 안정화 추세, 상품물가 하락세 등은 디스인플레이션 기조가 2025년에도 지속될 가능성을 시사. 2025년 상반기 인플레이 경로는 12월 FOMC에서 제시된 인플레이 예상치보다 낮아질 여지를 보여줄 것이며, 금리인하 기대 반등에 기여할 전망.

2025년 연준 금리인하 1~2회?

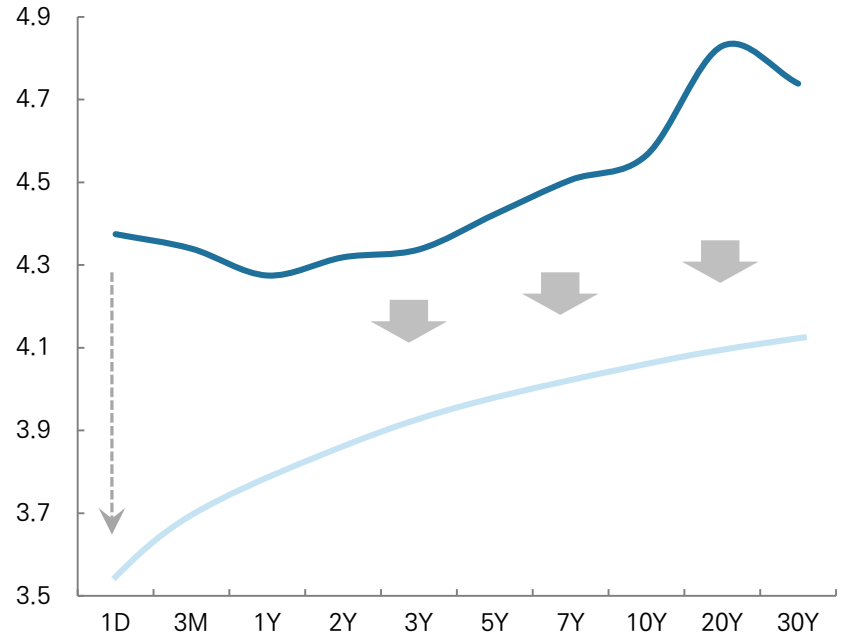
2025년 12월 연준 기준금리 확률분포(%)



자료: CME, 미래에셋증권 리서치센터

미국채 수익률곡선은 거의 정상화, 2025년에는 전반적 하향 이동 예상

(%) US treasury yield curve



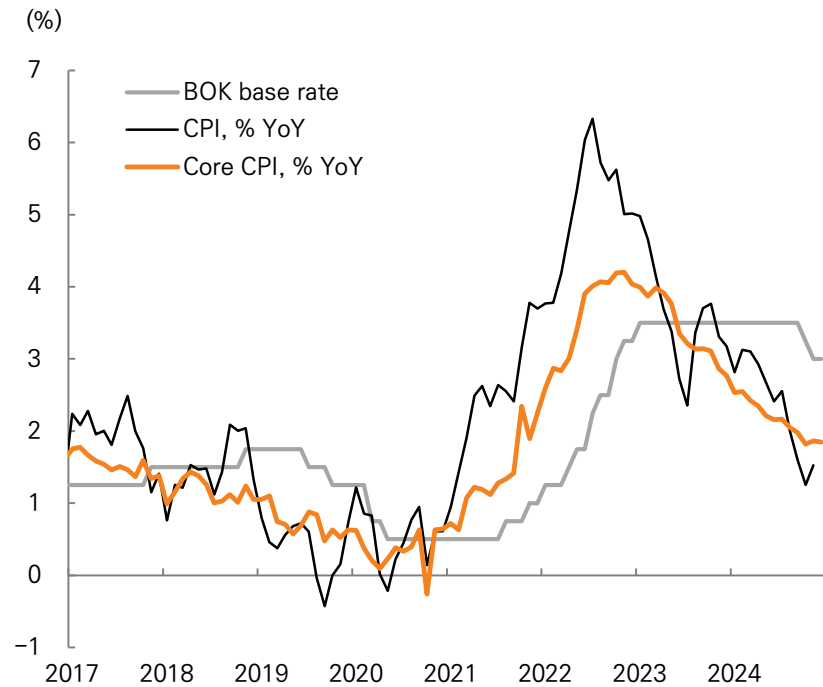
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

채권 투자 긍정 관점(한국 채권시장 판단)

좀더 크게 보고 가야 할 때; 당장 역캐리 부담이 있어도 한국 채권 비중확대

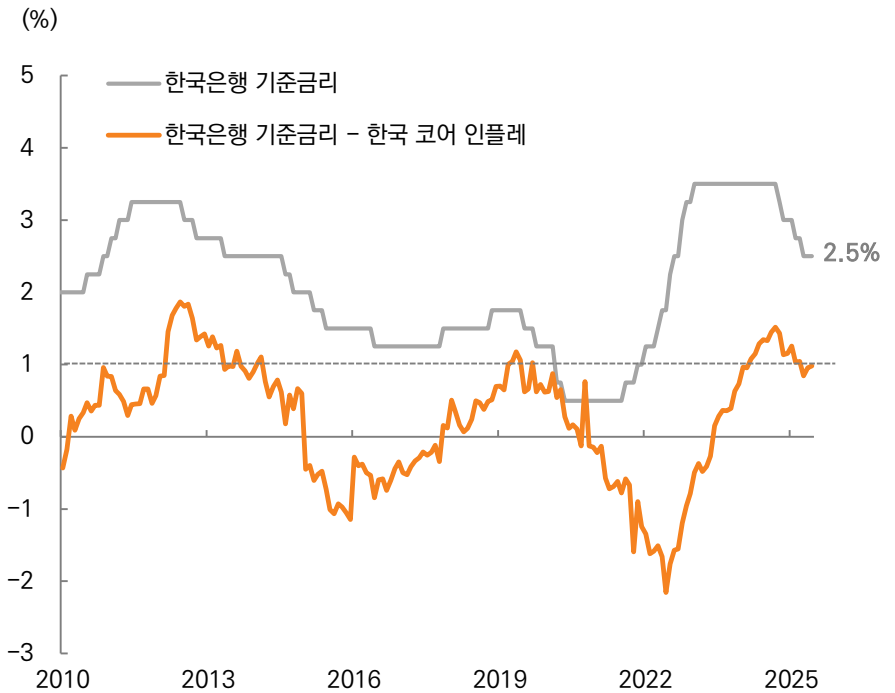
- 최근 인플레 추세나 내수 부진 상황으로 봤을 때, 2025년 상반기 말 1%대 중반 코어 인플레 예상. 이 경우, 명목 기준금리 2.5%로 낮아져도 실질 기준금리는 1%.
- 금리인하로 내수 개선 여지가 보이더라도 인플레 반등까지는 좀더 시간이 필요한 것이 일반적. 따라서, 상반기 두세 차례 금리인하가 진행되더라도 하반기 금리인하 기대도 지속될 가능성이 높음. 팬데믹 직전인 2019년 한국 코어 인플레가 1% 이하로 떨어졌던 점 참고.

2019년에는 코어 인플레도 1% 이하였음



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

2025년 상반기 기준금리 2.5%로 낮아져도 실질 기준금리 1% 수준



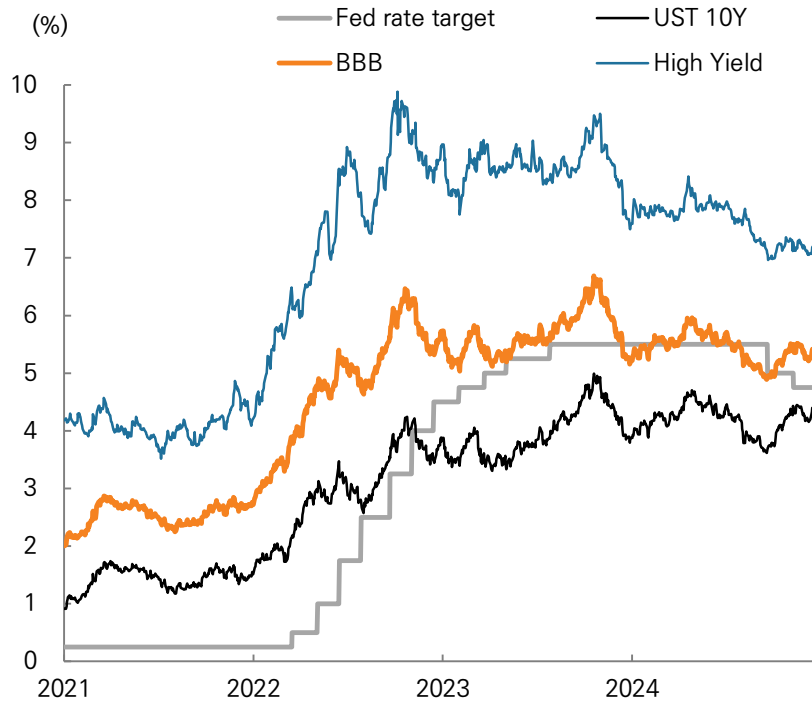
자료: 한국은행, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

채권 투자 긍정 관점

국채보다 투자등급 회사채 중심 투자

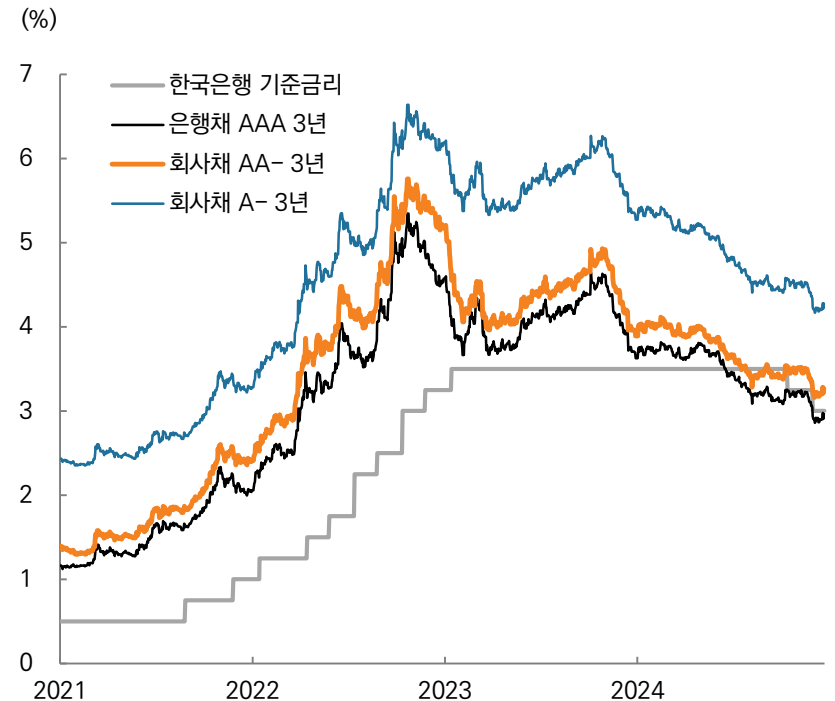
- 국채 금리 레벨에 대해 불만족스러운 면이 있고 미국경제 성장세가 견고하기 때문에, 국채보다는 투자등급 회사채가 더 괜찮은 투자 대안이라 판단됨.
- 채권에 집중하는 투자자라면 하이일드 등급도 좀더 적극적으로 투자할 수 있을 것(다양한 자산군으로 투자 배분이 가능하다면 하이일드 채권보다 주식 비중 확대를 더 권고). 물론, 내수가 좋지 않은 한국에서는 크레딧 리스크를 좀더 신경 써야 함.

미국 BBB 회사채 금리 5.5% 수준, 연준 기준금리 + 100bp



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

한국 AA- 금리 ≒ 한은 기준금리 + 25bp



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

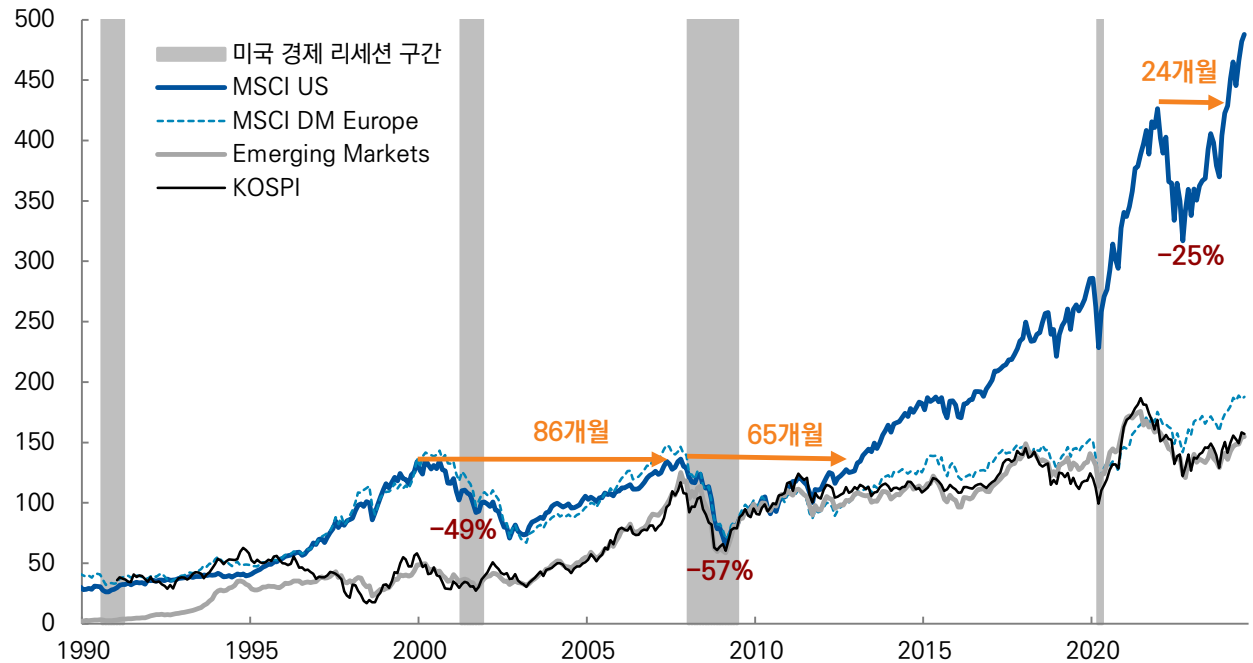
연착륙과 미국 증시

미국 증시 강세 지속 전망

- 지난 2년간 미국 주가 상승률이 높아, 미국 증시 고점론들이 일각에서 제기되고 있음.
- 미국 증시도 경기침체 사례에서는 주가 조정폭도 컸고 회복까지 상당한 기간이 소요된 바 있음.
- 하지만, 미국 경제 연착륙 사례에서는 미국 증시가 대체로 강세. 예상치 못하게 조정이 있더라도 전고점 복원에 오랜 시간이 걸리지 않았음.
- 리세션 가능성 제한적인 만큼, 2025년 미국 증시도 강세 기조 유지가 기본 관점. 미국 주식 비중을 적극적으로 줄일 단계 아니라고 판단됨.

리세션 동반된 주가 조정 시, 주가 하락 폭도 크고 전고점 복원에도 상당한 시간 소요

(pt, 2010yr = 100)



자료: Bloomberg, NBER, 미래에셋증권 리서치센터

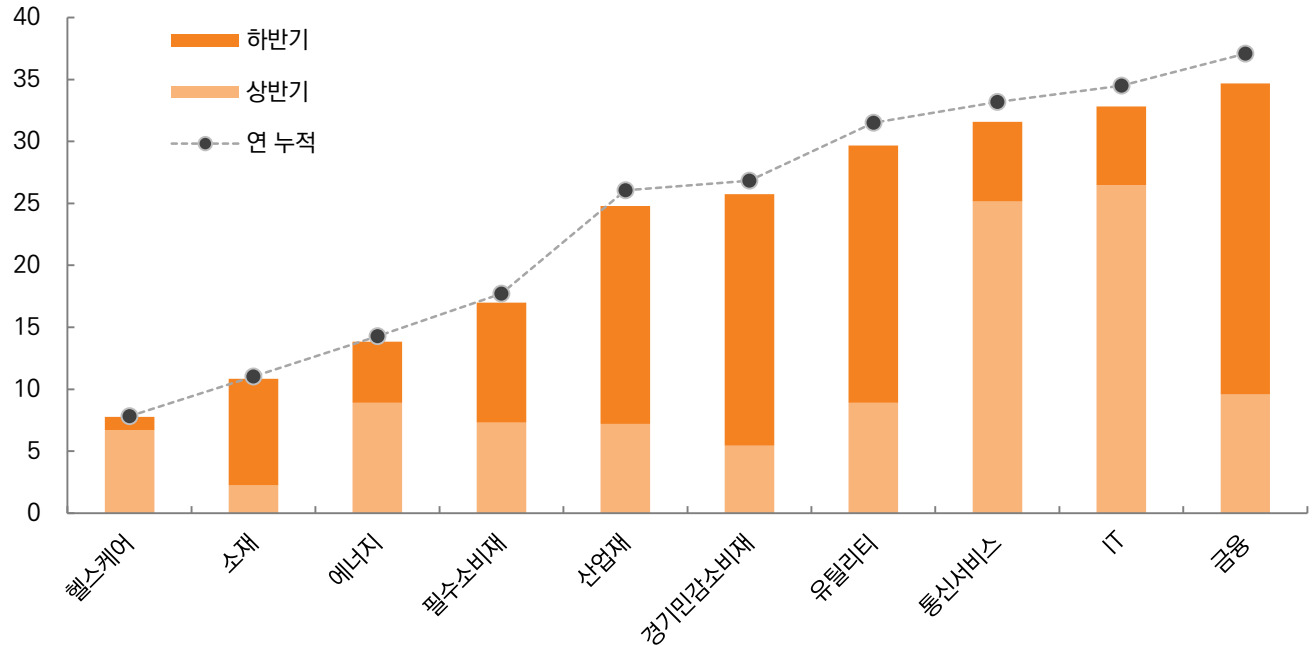
미국 증시 주도주 변화와 기대수익률 조정

기술주 밸류에이션 부담과 AI 수익화 논란

- 2023년 초부터 2024년 상반기까지 미국 증시는 테크 위주로 강세. 하지만 2024년 하반기에는 AI 수익화 논란 등으로 테크 주가 상승세 둔화. 2025년에도 빅테크 이익 증가세는 견고할 것으로 보이나, 주가 상승세는 예전 같지 않을 전망.
- 금융 산업재 소비재 등으로 다변화 필요. 하지만, 이들 섹터의 주가 상승률은 미국 명목 GDP 성장률을 조금 상회하는 수준에 그칠 가능성이 높음.
- 즉, 2025년 미국 증시 기대수익률은 지난 2년간에 비해 크게 낮춰 잡아야 할 듯함.

상반기는 테크, 하반기에는 금융 유틸리티 산업재 등이 미국 증시 주도

2024년 미국 섹터별 주가 수익률 (%)



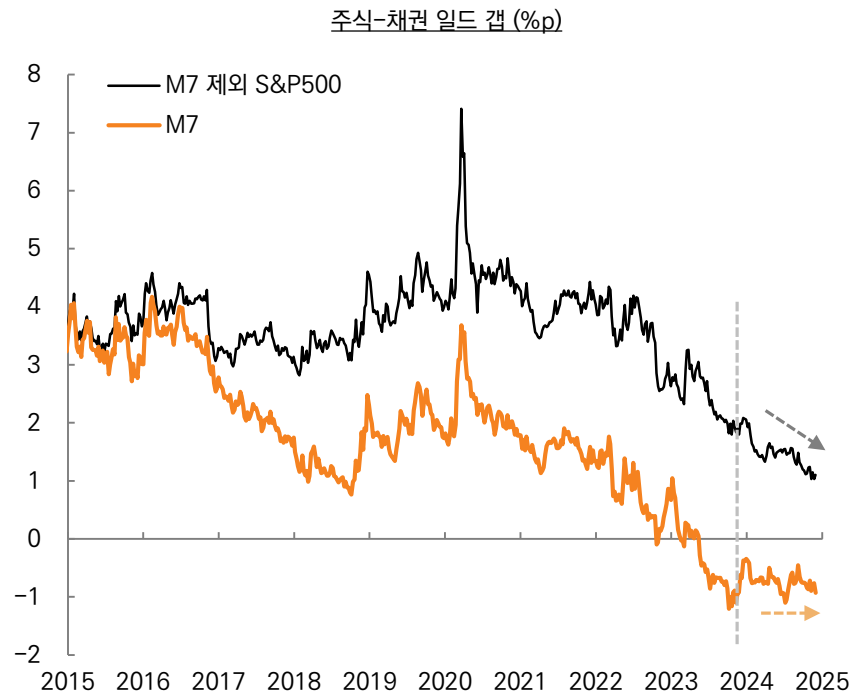
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터
주: 데이터는 11월 말까지 업데이트된 것.

미국 주식, 일부 쏠림 현상 경계

M7에서 AI 서비스 기업으로 주도주 변화?

- 근래 미국 증시 중요 특징 중 하나는 M7 밸류에이션 상승이 제한적이라는 것(단, 테슬라는 미국 대선 이후 밸류에이션 급상승).
- 테슬라 제외 M6의 주가는 이익이 증가하는 수준에 조금 못 미치게 오르는 양상을 보이고 있음.
- 이런 가운데, 일부 AI 서비스 및 소프트웨어 기업들의 주가가 최근 급상승세. 빅테크들 투자할 때보다 적은 자본으로 더 많은 주가 상승을 유발하는 양상이 전개. 물론 향후 전망이 긍정적인 기업들 중심의 쏠림이지만, 밸류에이션 감안해서 신중한 투자가 요구됨.

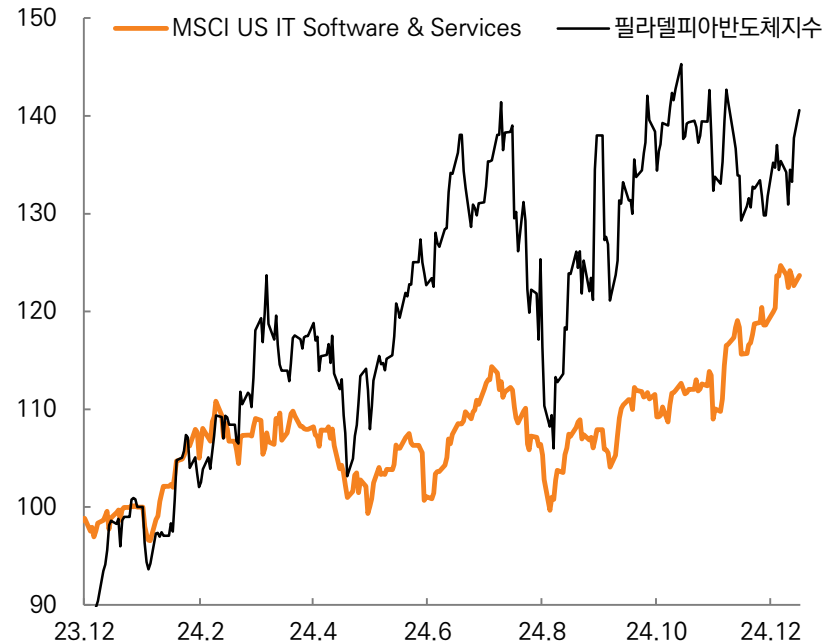
올해 M7 밸류에이션 추가 상승 제한, 밸류에이션 상승은 M7 외로 확산



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

미국 IT 소프트웨어 서비스 섹터 지수 vs. 필라델피아 반도체 지수

(pt, 2024.1.1 = 100)



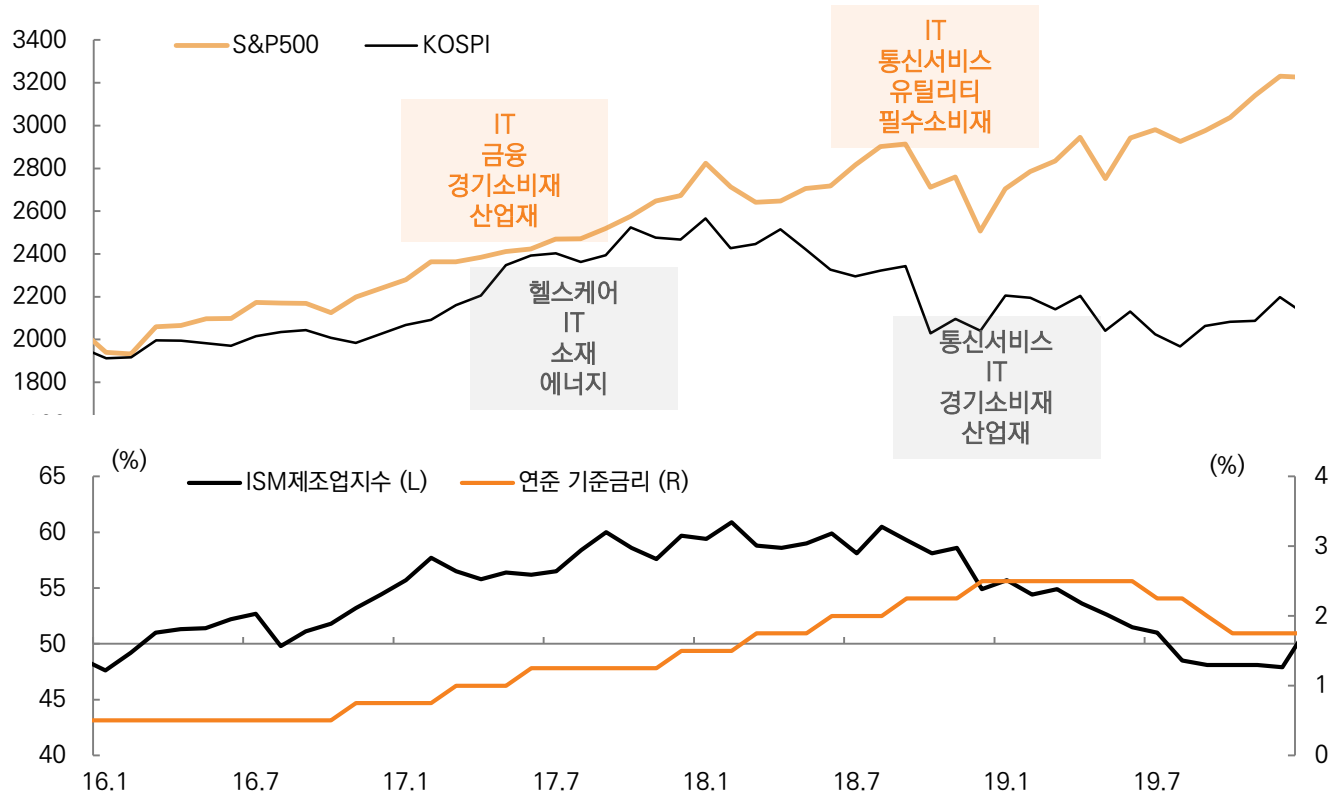
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

트럼프 트레이드와 펀더멘털 기반 투자

트럼프 수혜는 제한적으로 채택

- 미국 대선 이후 일부 종목 가파른 주가 상승 전개. 하지만, 트럼프 대통령 취임 후에는 단순 기대감보다 정책 집행 상황 및 실제 수혜 강도를 따져가면서 밸류에이션 조정이 일어날 가능성이 높다고 판단됨.
- 트럼프 1기에서도 결국 섹터별 퍼포먼스는 경기 국면에 부합하는 방향이었던 점 참고해야 할 것. 펀더멘털을 중심으로 하면서 정치적 거버넌스 변화에 따른 수혜를 조금 섞어주는 전략이 좋을 듯함.

트럼프 1기 경기, 주가, 금리 동향, 그리고 수익률 상위 섹터(전반부와 후반부)



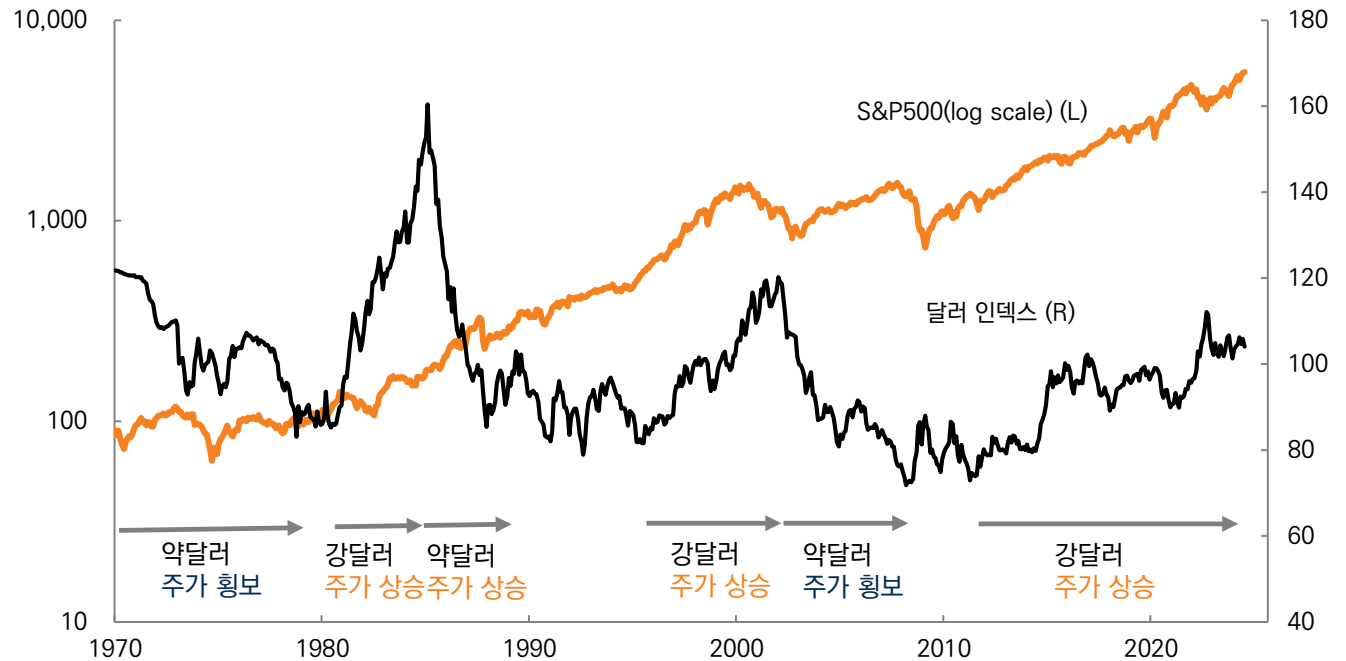
자료: Bloomberg, CEIC, 미래에셋증권 리서치센터
 주: 위 그림에서 오렌지 계열은 미국 주식, 회색 계열은 한국 주식에 해당하는 내용임

미국 주식 외로 조금씩 분산

달러 약세기에는 미국 증시 상승세 저하

- 미국 증시 밸류에이션 부담 감안해서 미국 외로 분산하려는 움직임이 강화될 전망.
- 달러가 약해질 때 미국 증시 수익률이 낮아지는 경향을 보이는 점도 감안할 요소.

달러가 약할 때 미국 증시 수익률 저하 구간 발생(1970년대와 2000년대), 달러가 강할 때는 미국 증시 강세



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

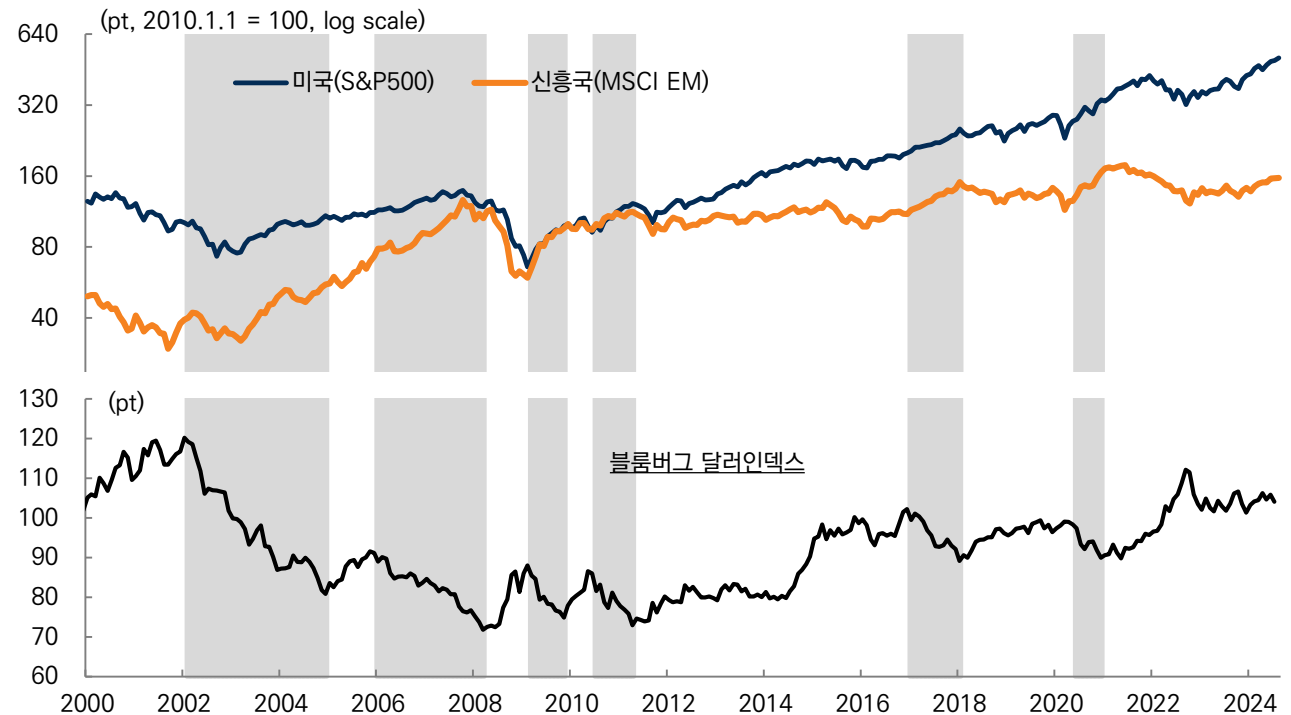
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

미국 주식 외로 조금씩 분산 (2)

미국 외 증시 상대 강세 국면 ≙ 달러 약세 국면

- 미국이 신흥국 또는 미국 외 증시를 압도할 때는 달러가 강세일 때. 대표적인 케이스가 2011~2016년, 그리고 2021년 이후.
- 반면, 달러가 약할 때는 미국 외 증시가 미국을 압도하는 사례를 어렵지 않게 찾을 수 있음.

달러 약세일 때(회색 음영 구간), 신흥국 주식이 미국 주식 대비 아웃퍼폼 경향



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

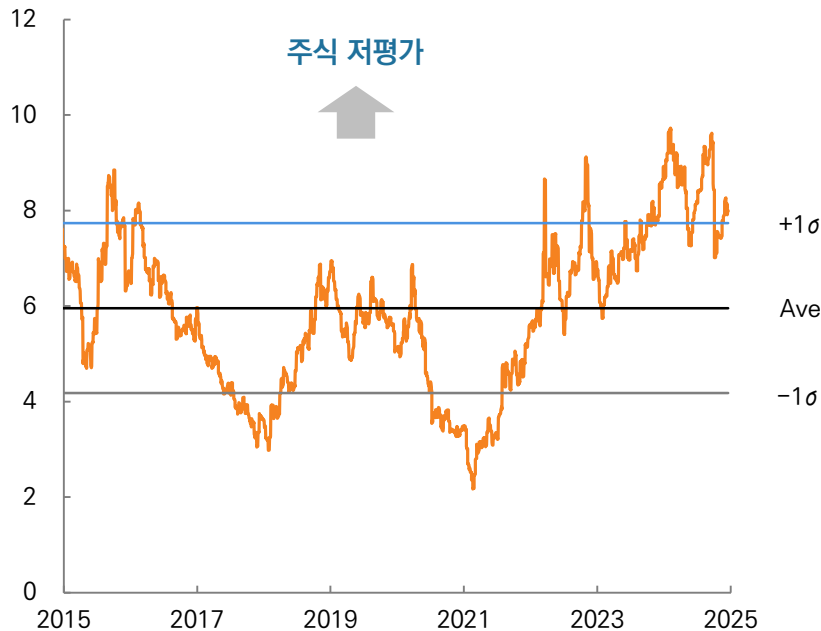
주식 밸류에이션 감안한 리밸런싱

미국 주식 중심으로 가지만, 가격 매력 높은 중국 주식을 적절히 섞는 전략 필요

- 미국 주식은 고평가가 심해진 상황. 실적 낙관론이 유지되는 상황에서는 괜찮지만, 다양한 변수에 변동성 및 취약성을 보일 위험 상존.
- 중국 주식은 저평가 상황 지속. 중국 정부의 부양적 의지가 나타나는 상황에서 선별적 투자 나쁘지 않을 것.

금리 감안한 중국 주식 저평가 지속

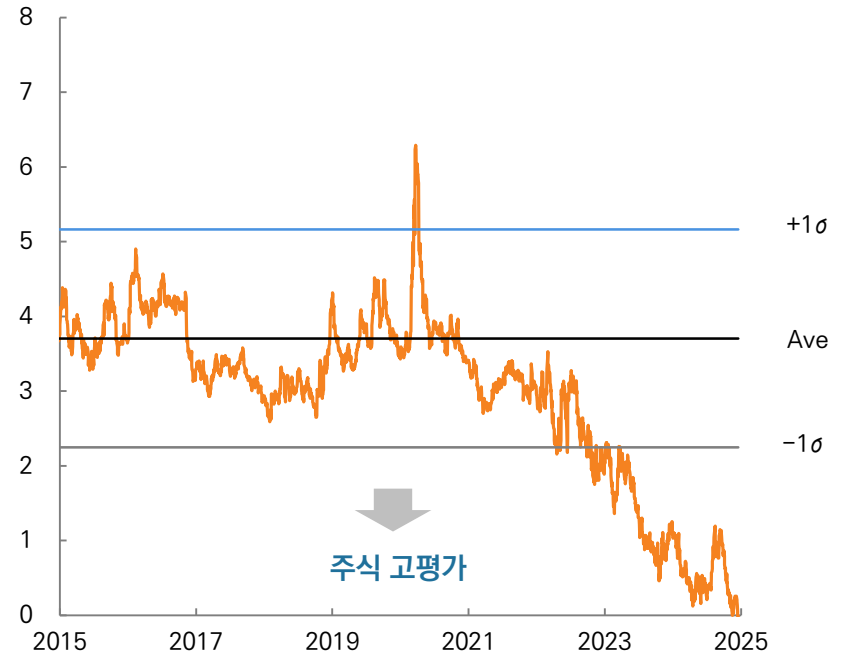
MSCI China, Yield Gap(= 1/PER - treasury 10yr rate)



자료: Bloomberg, Refinitiv, 미래에셋증권 리서치센터

금리 감안한 미국 주식 고평가 심화

MSCI US, Yield Gap(= 1/PER - treasury 10yr rate)



자료: Bloomberg, Refinitiv, 미래에셋증권 리서치센터

중국 주식: 테크 중심 선별 투자

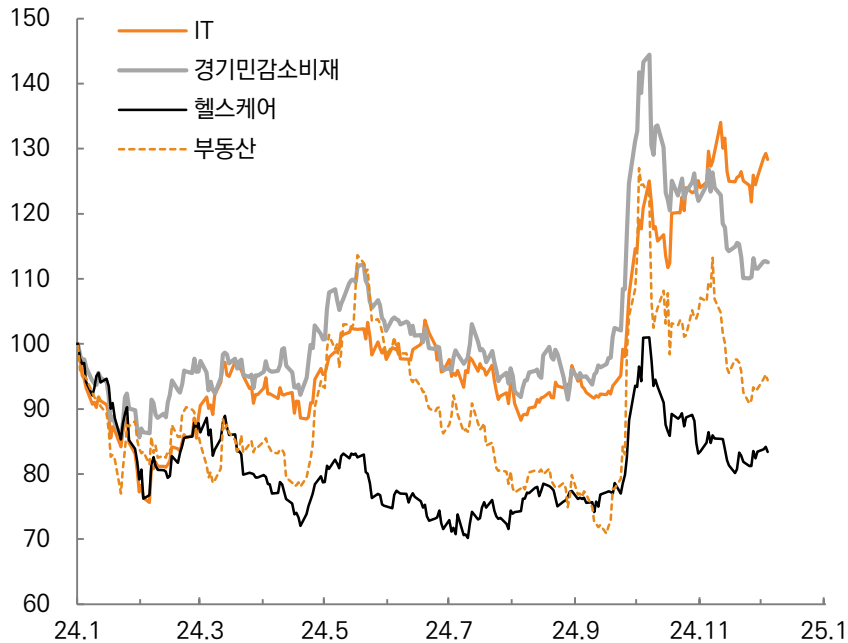
서방의 견제에도 기술 및 가격 경쟁력 있는 기업들은 투자 가치가 있음

- 중국 증시를 전체적으로 볼 때는 중국 경제가 안고 있는 디플레 리스크를 감안할 때 여전히 불안한 면이 있음.
- 하지만, 정부의 적극적인 지원 하에서 가격 및 기술 측면에서 경쟁력이 확보된 기업들에 대해서는 긍정 관점으로 대응 가능.
- IT, 전기차/배터리 섹터에서 선도적 역할을 하는 기업들이 그 대상. AI 분야도 마찬가지.

중국 IT 섹터 주가지수는 연초 대비 30% 상승, 상대적으로 견고한 추세

(pt, 2024.1.1 = 100)

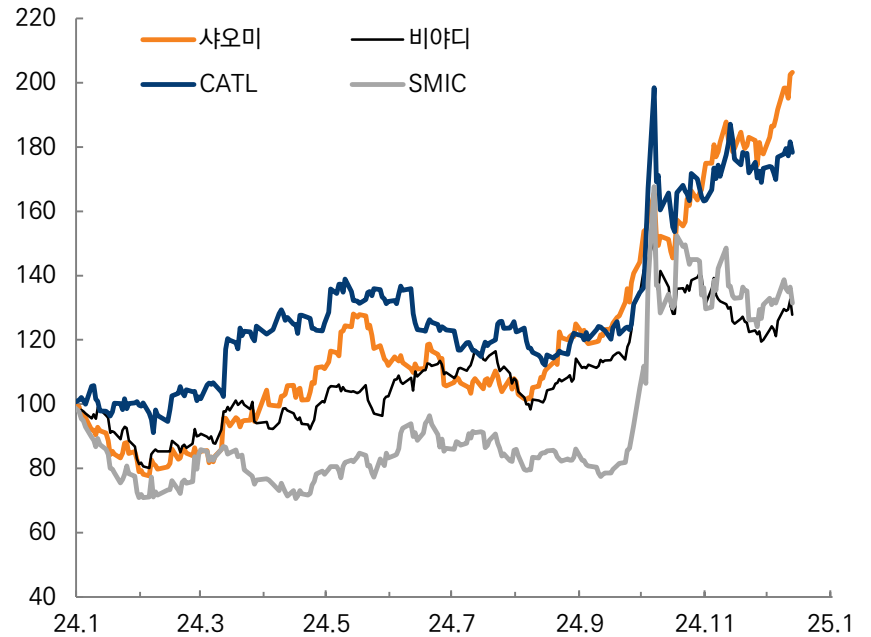
MSCI China 섹터별 주가지수



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

샤오미 주가 상승세 지속, 비야디 CATL 등 주가 급등 후 견고하게 유지

(pt, 2024.1.1 = 100)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

인도 주식, 미국 외에서 최선호 관점 유지

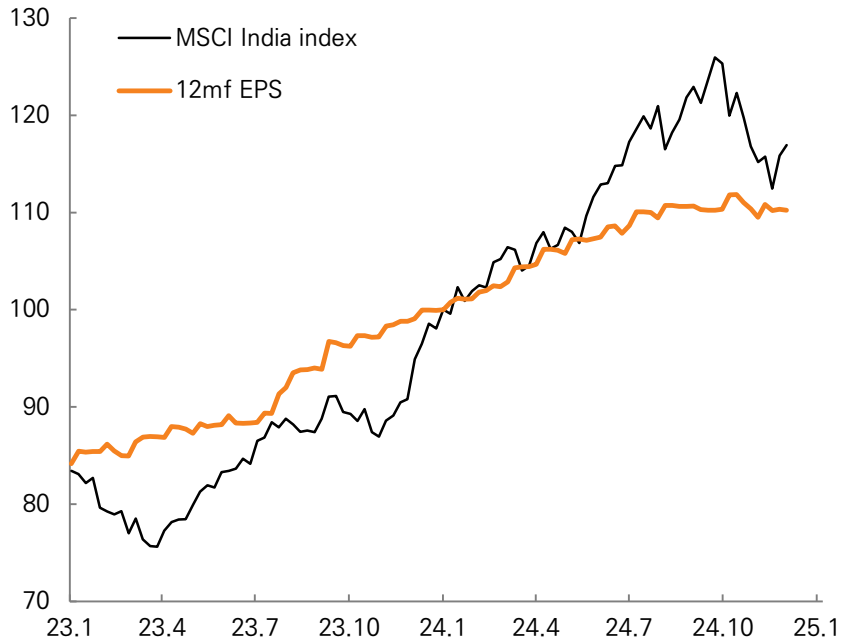
최근 주가 조정으로 밸류에이션 부담 완화

- 지난해 11월 이후 인도 증시는 거의 1년동안 별다른 조정 없이 강세 기조를 보여 왔음.
- 이에 따른 밸류에이션 부담, 그리고 금리인하 지연 등으로 최근 주가 조정 양상.
- 하지만, 기본적으로 인도 상장 기업들의 가파른 매출 성장세와 안정적이면서도 높은 수익성에는 변함이 없음.
- 아울러, 비식품 인플레이가 3%대 초반 수준인 점, 최근 소비 증가세 둔화 등으로 금리인하가 조만간 결정될 수 있는 점도 인도 주식에 긍정적.

인도 증시: EPS 추가 상승 제한되면서 주가지수도 최근 조정 양상

(pt, 2024.1.1 = 100)

인도 주가지수와 EPS

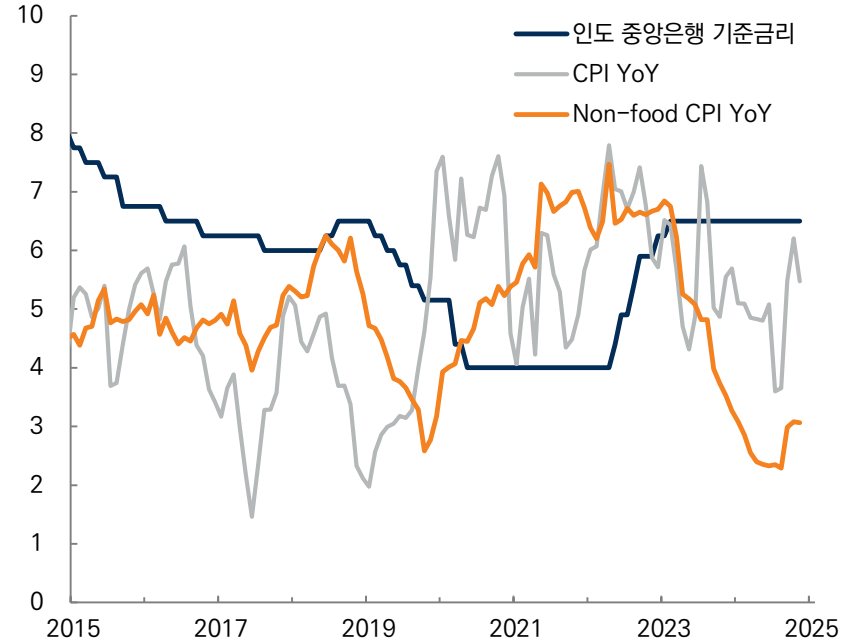


자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

인도 최근 인플레이 불안에 금리 동결 장기화

(%)

인도 소비자물가 상승률과 중앙은행 기준금리



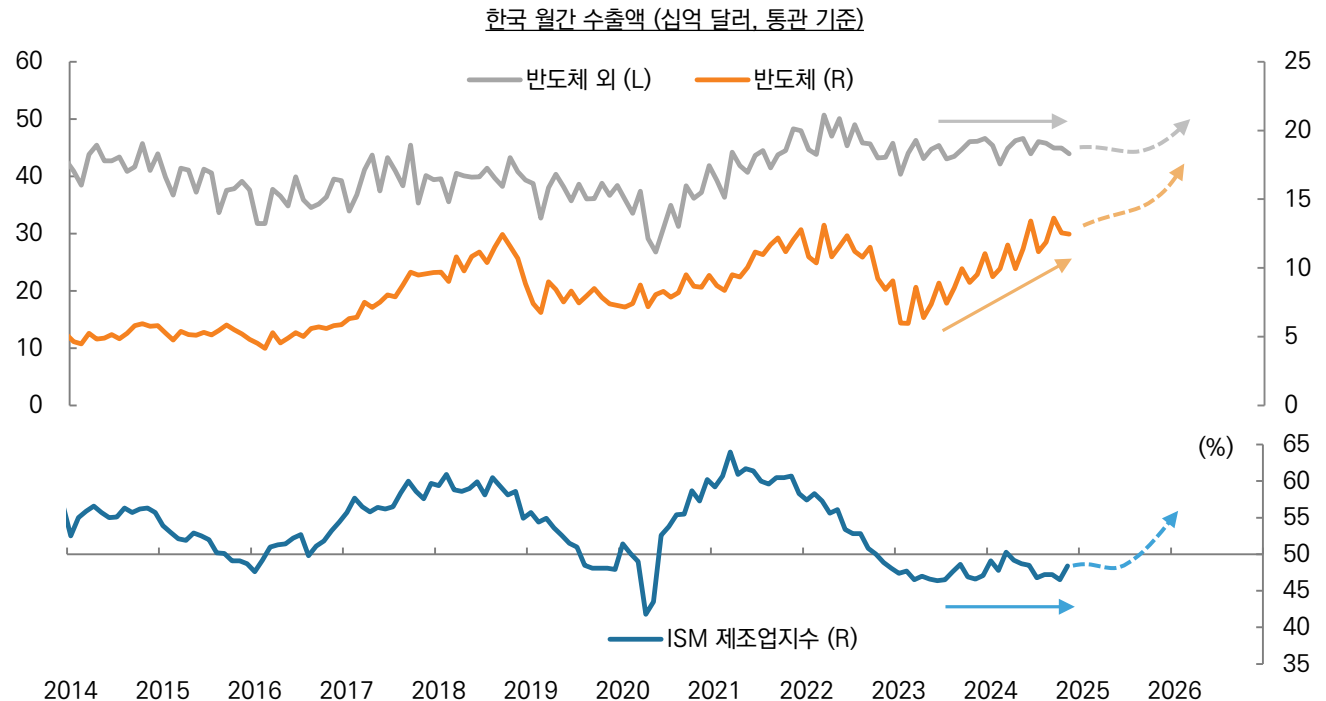
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

한국 주식, 2025년에는 하반기 수출 회복에 대한 기대가 반영될 것

반도체 + 반도체 제외 동반 회복 예상

- 2024년 한국의 반도체 수출이 강세를 보였던 것은 경기 흐름과 큰 상관 없었음. AI 관련 투자 확대가 기회 요인으로 작용.
- 하지만, 반도체도 전통적 수요처(PC 모바일폰 등)로는 수출이 그리 활발하지 못했고, 반도체 제외 시 전반적인 수출 또한 글로벌 경기 둔화에 연동되면서 정체된 모습을 보임.
- AI 생태계 확장에 따른 반도체 수요 증가세가 지속되는 가운데, 2025년 하반기 이후로는 글로벌 경기 반등에 따른 수출 회복이 동시에 나타날 것으로 기대됨. 한국 주식에게 기회가 될 것.

최근 반도체 수출 강세는 경기 사이클과 차별화, 반도체 제외 수출 부진은 경기 사이클에 연계된 것



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Gold & 비트코인

금 값 강세 기조, 비트코인과 공존 및 경쟁 관계

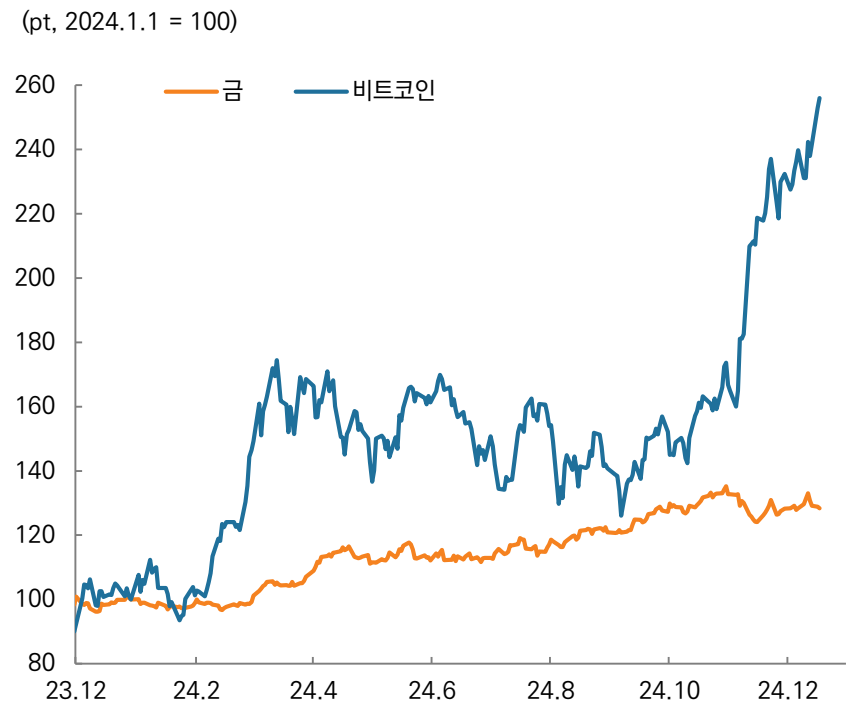
- 금 값은 일반적으로 실질 금리 또는 달러 값에 반대로 움직이는 속성을 갖지만, 그런 가운데서도 추세적인 상승세를 보이고 있음.
- 이는 중국 러시아 중심의 탈 달러화 움직임과 연계된 현상으로 판단됨. 금은 대표적인 탈 중앙화 자산.
- 하지만, 근래에는 비트코인이 금의 역할을 급격히 잠식하는 상황 전개. 기본 속성을 유사하나, 수급적으로 금과 비트코인은 상호 대체적 관계를 띌 수 있음. 달러가 약해지고 실질 금리 하락하면 이들 자산군의 투자 매력도는 더 높아지게 될 것.

금 값은 미국채 실질금리와 반대로 움직이면서도 상승 추세 유지



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

비트코인 가격은 금 값과 비교할 수 없을 정도의 상승세



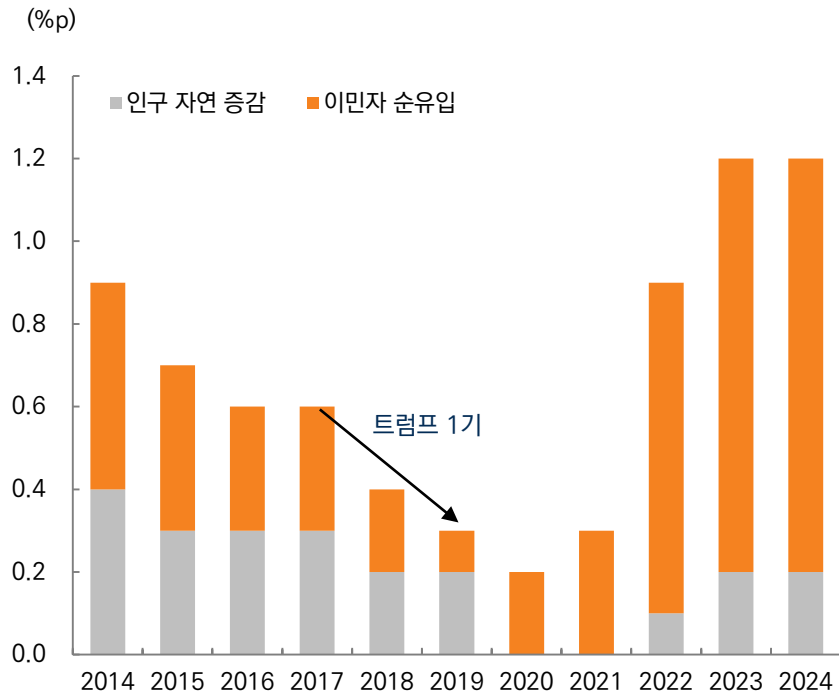
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

리스크 팩터: 트럼프 정부 이민정책

이민 제한 시 임금 상승 압박

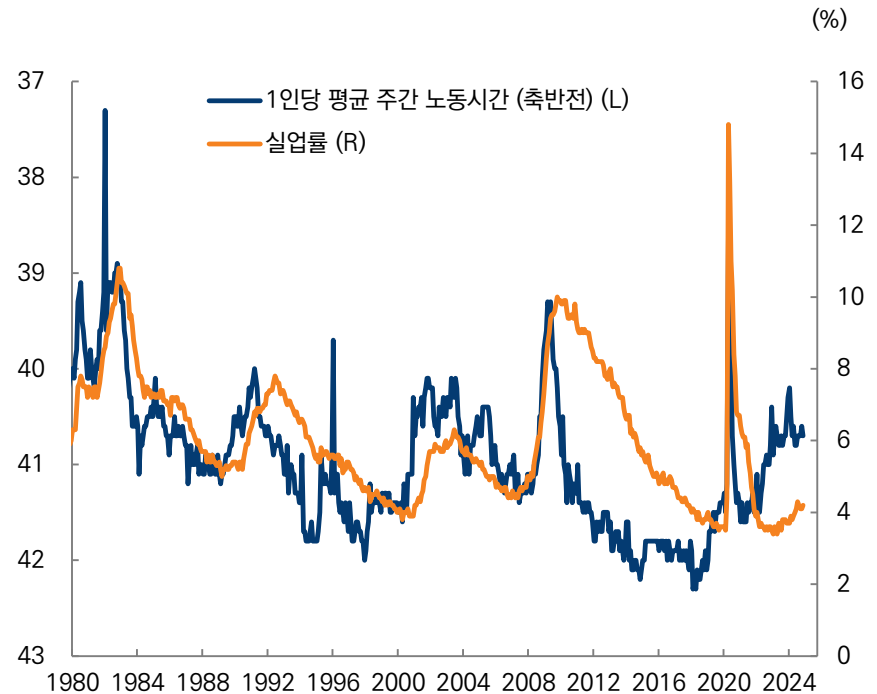
- 트럼프 1기 때는 이민 유입 통제 정책 시행. 하지만, 바이든 정부 때는 팬데믹 이후 노동력 부족 상황에 대처하기 위해 이민을 허용하는 방향으로 선회.
- 백인 집단 등의 불만을 반영해서 트럼프 2기에는 이민을 다시 적극적으로 제한하려 할 것으로 보임.
- 이 경우, 일자리 증가 속도에 따라 노동력 부족 현상이 심화될 위험이 있음. 임금 상승발 인플레이 재상승 위험이 잠복해 있는 것.

트럼프 1기 때 이민 유입 제한 조치, 바이든 정부 때 이민 유입 급증



자료: CBO, 미래에셋증권 리서치센터

실업을 선행지표에 해당하는 1인 평균 주간 노동시간 이미 안정화



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

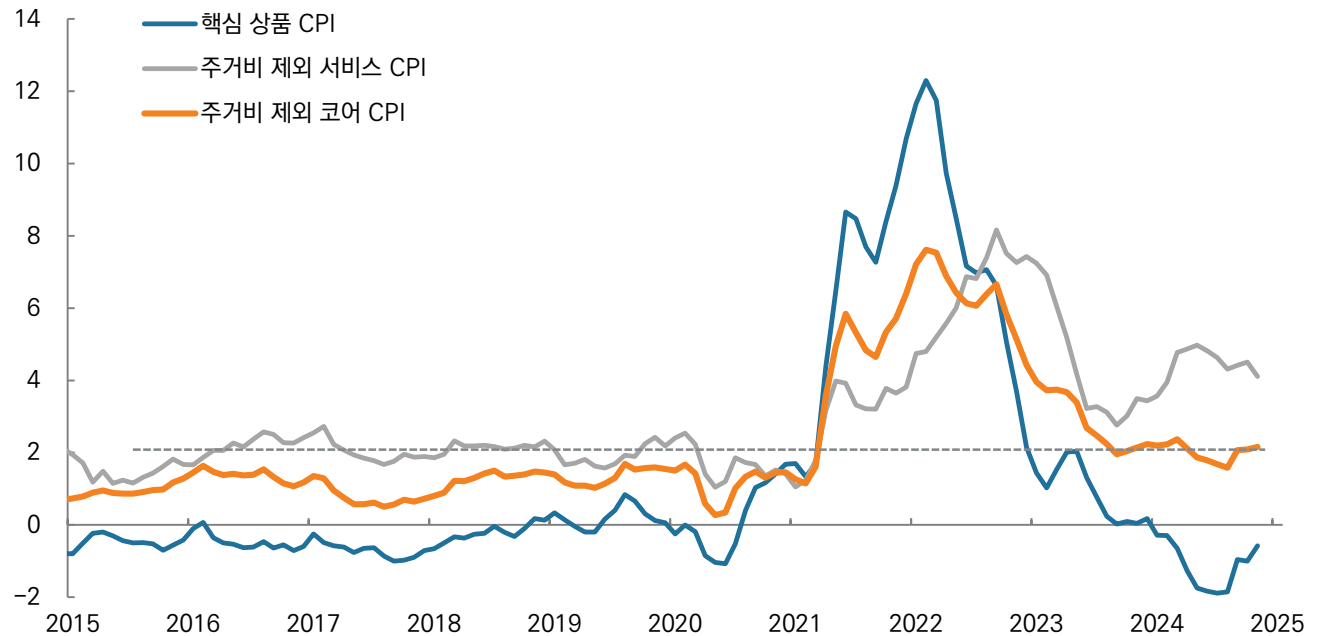
리스크 팩터: 트럼프 정부 이민정책 (2)

아직 불안한 인플레이, 재상승 위험 상존

- 2024년 들어서는 디스인플레이션에 큰 진전이 없음. 기대에 못 미치는 상황.
- 기본적으로 서비스 인플레이가 높게 유지되고 있는 것이 문제.
- 2025년에는 디스인플레이션이 좀더 진행될 것으로 기대하고 있지만, 이민 제한 조치가 강력하게 시행될 경우에는 서비스를 중심으로 인플레이가 재상승할 위험이 있음.
- 상품물가도, 일시적일 수 있지만 관세 인상 영향을 받으면서 잠시 오를 여지가 있음.

미국 최근 디스인플레이션에 상품 물가 하락이 크게 기여

(% YoY)



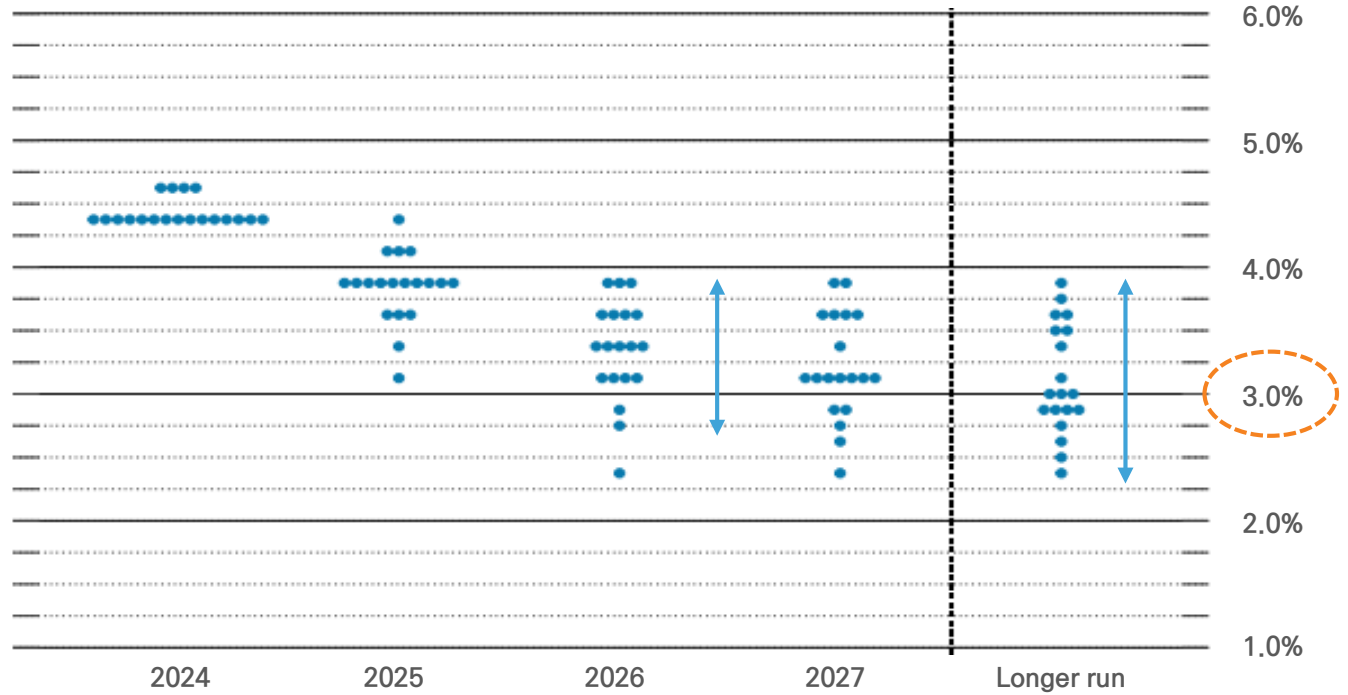
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

리스크 팩터: 궁극적으로 연준 금리인하가 제한될 위험

인플레이 상황에 따라 금리인하가 제한될 위험

- 현재 FOMC 위원들 사이에 중립금리 컨센서스 부재. 장기(longer run) 금리 추정치가 2%대 초반부터 3%대 후반까지 넓게 형성. 이는 인플레이 상황에 따라 중립금리 중심값이 쉽게 바뀔 수 있음을 의미.
- 즉, 이민정책, 관세정책 등이 인플레이를 자극한다면 중립금리 컨센서스가 3%대 후반으로 높아질 수도 있음. 연준 금리인하가 이 정도로 제약된다면 글로벌 금융시장에 큰 파급력을 가질 수 있음.
- 단, 현재 디스인플레이 추세나 정책 시차 효과 등을 감안하면, 2025년 상반기보다 하반기에 좀더 걱정할 이슈로 보임. 트럼프 취임 이후 정책 집행 상황을 잘 점검해야 할 것.

중립금리 및 2026~27년 금리 전망에 대한 연준 위원들의 의견차 큰 상황

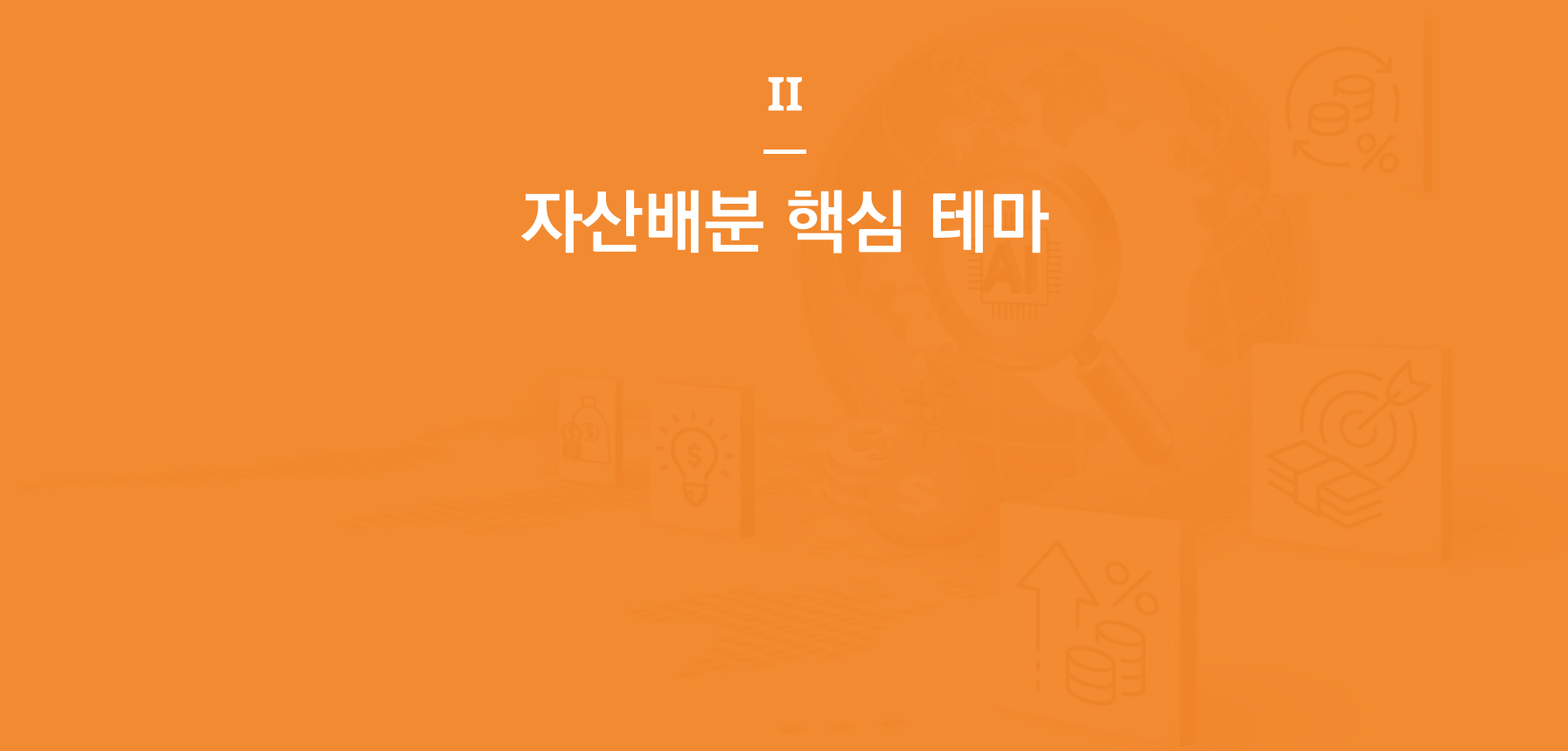


자료: Federal Reserve, 미래에셋증권 리서치센터

II

—

자산배분 핵심 테마

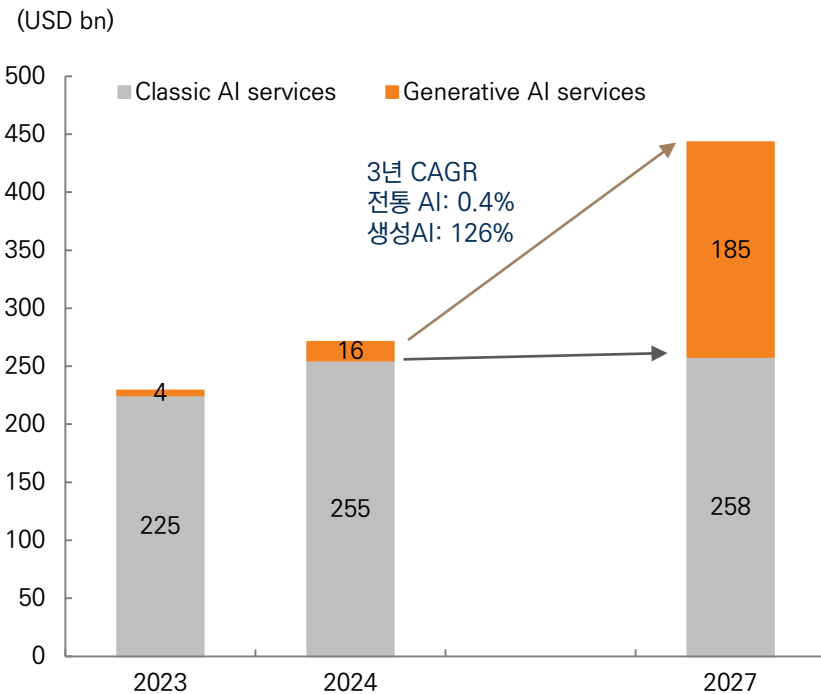


AI 에이전트 시장 개화, 본격 성장

AI 에이전트는 AI 생태계 확장의 가속기

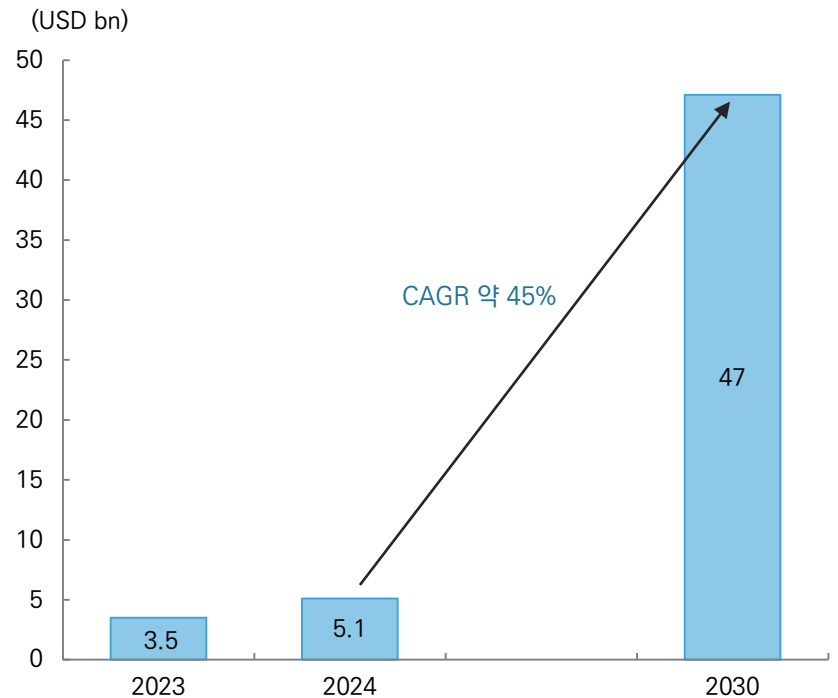
- 생성 AI가 급부상한 2023~24년은 파운데이션 모델의 등장과 챗봇의 발전기.
- 이제는 AI 챗봇에서 AI 에이전트로 진화. 이는 생성 AI의 경제적 사회적 침투가 본격화 됨을 의미.
- 관련된 변화는 2025년 이후 빠른 속도로 전개될 전망이며, AI 수익화도 본격적으로 전개될 것임을 시사.
- AI 에이전트 공급 및 수요 급증으로 데이터 생산 및 사용량도 가파른 증가세를 이어갈 것.

IT 서비스 시장은 생성 AI 기반 서비스로 재편



자료: Gartner, 미래에셋증권 리서치센터

AI Agent 시장 개화, '25년 이후 본격 성장 기대



자료: Markets and Markets, 미래에셋증권 리서치센터

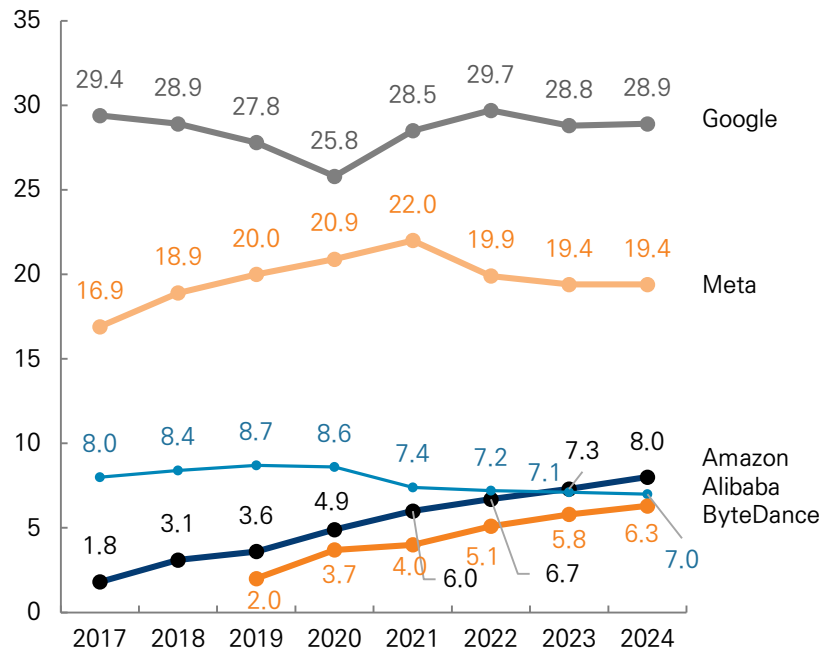
AI 생태계의 성장

온라인 광고 시장 지속 성장

- AI 에이전트는 광고로부터 구매까지 온라인 쇼핑 편의성을 크게 높일 수 있음.
- 이에 따라, 온라인 광고의 오프라인 광고 시장 잠식은 지속될 것: 근래 온라인 광고는 10% 내외 성장, 오프라인 광고는 역성장세.
- 디지털 광고 강자들의 경쟁은 더욱 심화될 것이며 AI 에이전트에 대한 활용도 의존도도 함께 커지게 될 것.
- 디지털 광고 시장에서는 구글, 메타 양강 구도에 아마존 점유율이 계속 높아지는 점에 주목.

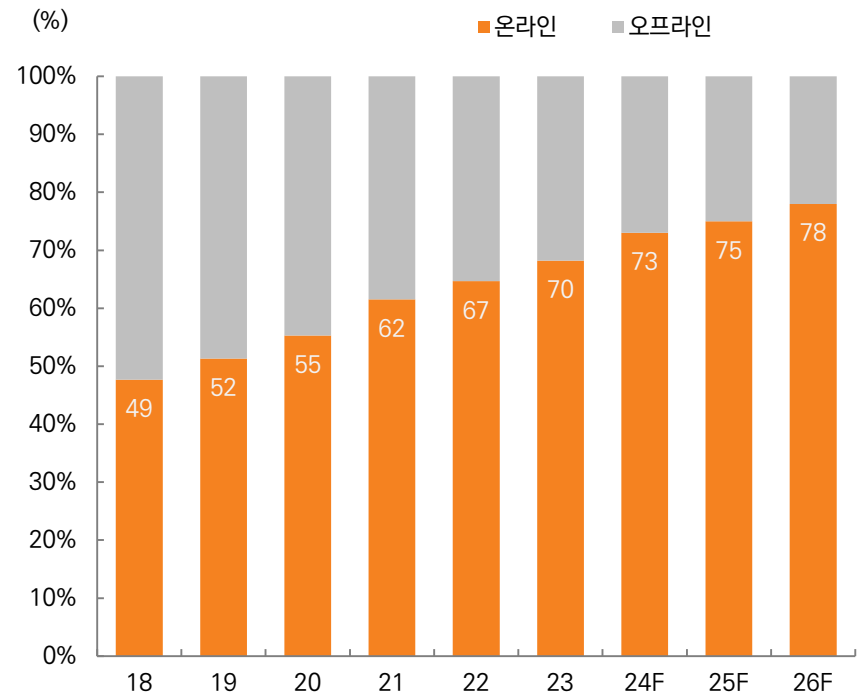
글로벌 디지털 광고는 구글 메타 2강 + 아마존 바이트댄스 상승세

Digital Ad revenue share by company (%)



자료: eMarketer, 미래에셋증권 리서치센터

온라인 광고 비중 지속 확대



자료: 마그나, 미래에셋증권 리서치센터

AI 생태계의 성장 (2)

AI 에이전트의 등장으로 이커머스 성장 잠재력 상승

- 아마존 Rufu 와 같은 생성 AI 쇼핑 에이전트는 온라인 쇼핑 편의성 및 선호도를 높이는데 기여할 수 있음.
- 이커머스 강자들도 경쟁 열위를 피하려면 AI 에이전트 도입에 적극 나설 수밖에 없을 것. 이는 이커머스 시장 전체적인 파이를 키우는 역할을 하게 될 전망.

글로벌 이커머스 점유율 현황

Corporations Dominated
63% of the Global Market
Share



이커머스 시장 확대 기조 다시 가속화될 전망



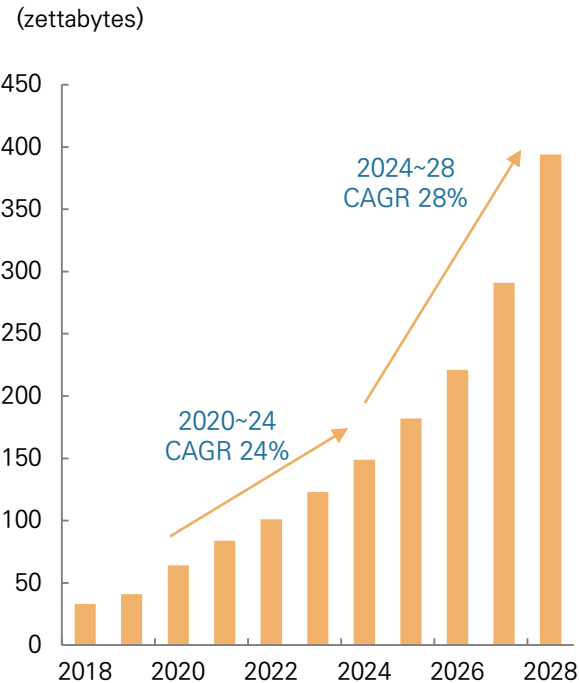
자료: Hostinger, Medium, 미래에셋증권 리서치센터

AI 생태계의 성장 (3)

데이터의 시대 → 클라우드 컴퓨팅과 반도체

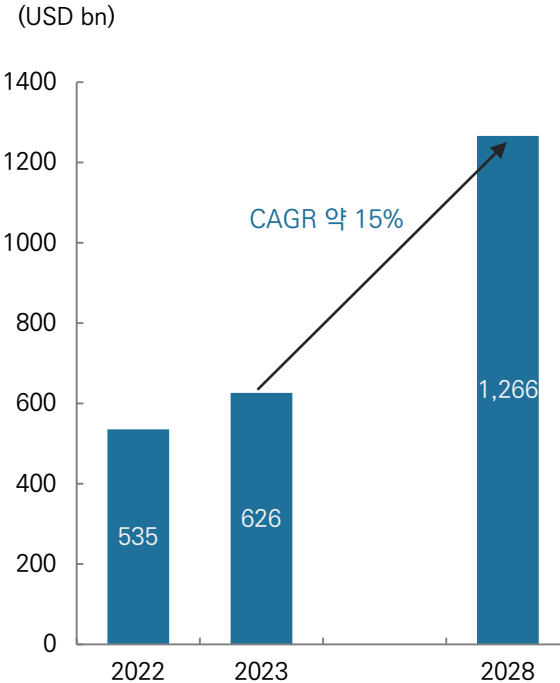
- 생성 AI 도입 이후, 데이터 생산 및 소비량에 대해서는 아래 그림과 같이 이미 가파른 성장세가 예상되고 있지만, AI 에이전트 시대가 개화하면서 그 성장 속도는 더 가팔라질 가능성이 커졌음.
- 이에 따라, 클라우드 컴퓨팅 시장의 성장세 및 중요도 또한 더 높아지게 될 것 → 클라우드 3강(아마존 MS 알파벳)에 대해 긍정 관점 유지.
- 반도체 수요의 가파른 성장세는 물론이고, 업그레이드 된 반도체에 대한 요구도 지속 증가 → 엔비디아, 브로드컴, TSMC에 계속 긍정 관점.

데이터 생산 및 소비량 가파른 성장



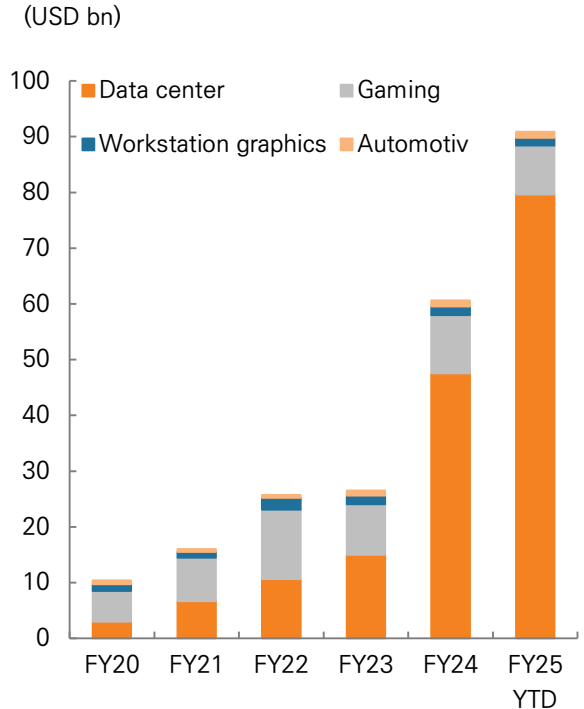
자료: Markets and Markets, 미래에셋증권 리서치센터

클라우드 컴퓨팅 시장 가파른 성장 지속 전망



자료: Markets and Markets, 미래에셋증권 리서치센터

엔비디아 데이터센터향 매출 급증세



자료: NVIDIA, 미래에셋증권 리서치센터

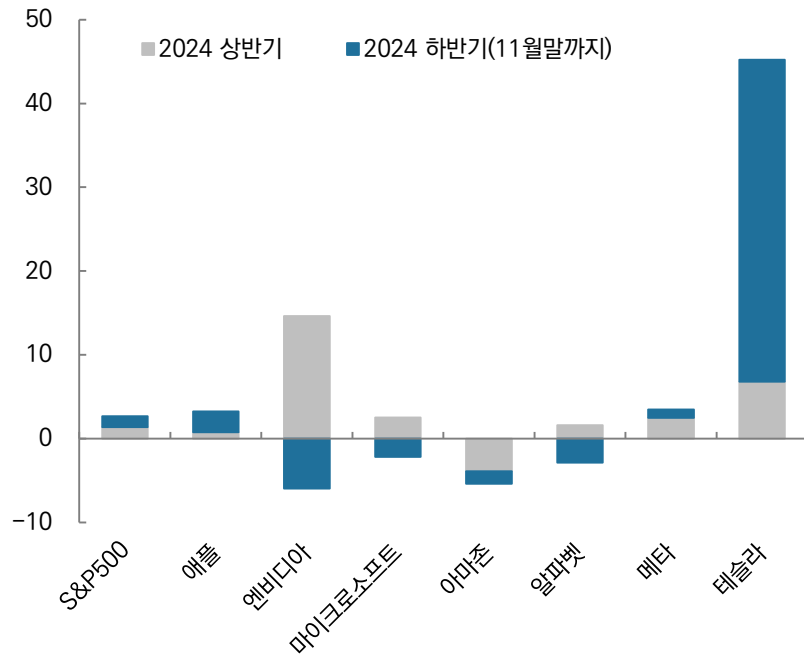
AI 관련 투자전략? 빅텍 중심 안전한 투자 + 알파(성장성)

계속해서 AI가 핵심 테마이나, 과도한 밸류에이션 상승에 대해서는 경계

- 2024년 증시에서 중요한 특징 중 하나는 M7 밸류에이션 상승이 제한적이었던 것(테슬라도 미국 대선 전까지 그랬음).
- AI 수익화 논란 등이 부정적으로 작용. 하지만, 동시에 AI 서비스 및 인프라 기업들 밸류에이션이 급속 팽창(일종의 풍선효과).
- 다만, AI 서비스 및 인프라 기업들의 높은 성장성에도 불구하고, 근래 밸류에이션 팽창은 과도한 면이 있어 주의 필요.
- 따라서, 2025년 AI 테마 투자는 빅텍을 계속해서 중심에 놓고 AI 서비스/인프라 기업을 조금 더해주는 정도의 전략을 제시.

M7 중에서 PER 상승은 테슬라에 집중, 엔비디아도 상반기에만 상승

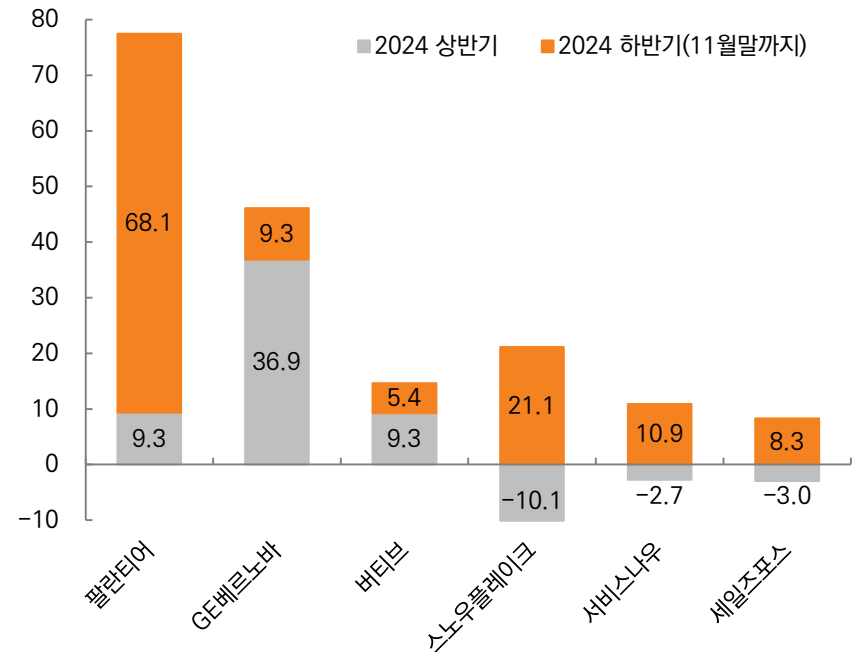
S&P500 및 M7 PER 변화 (전기말 대비)



자료: Refinitiv, 미래에셋증권 리서치센터

AI 서비스 및 AI 인프라 기업들 밸류에이션 상승세

AI 서비스 및 인프라 기업들 PER 변화 (전기말 대비)



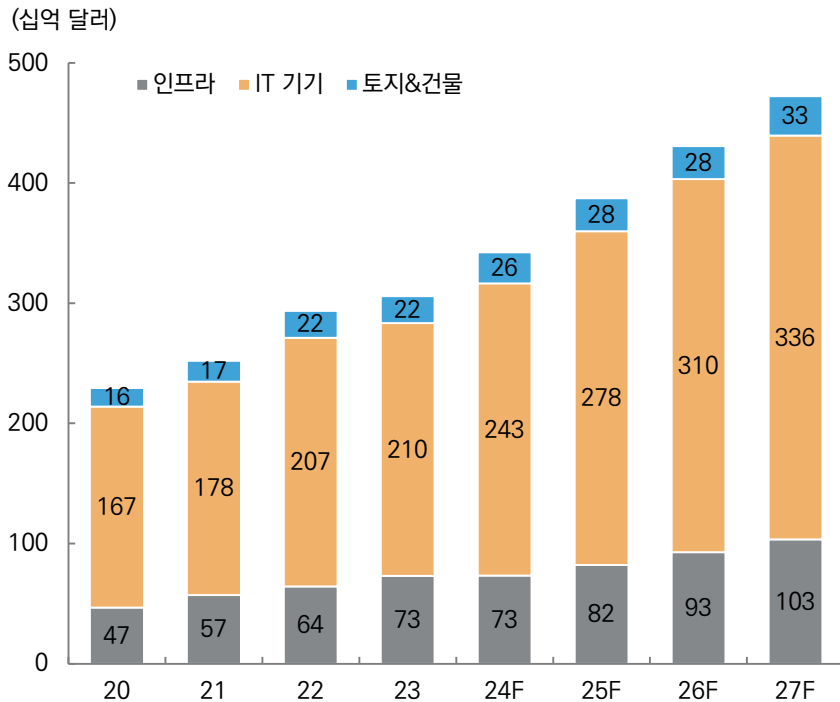
자료: Refinitiv, 미래에셋증권 리서치센터

에너지: AI 시대, 친환경 전력이 필요

데이터센터 증설과 친환경 에너지 수요 증가

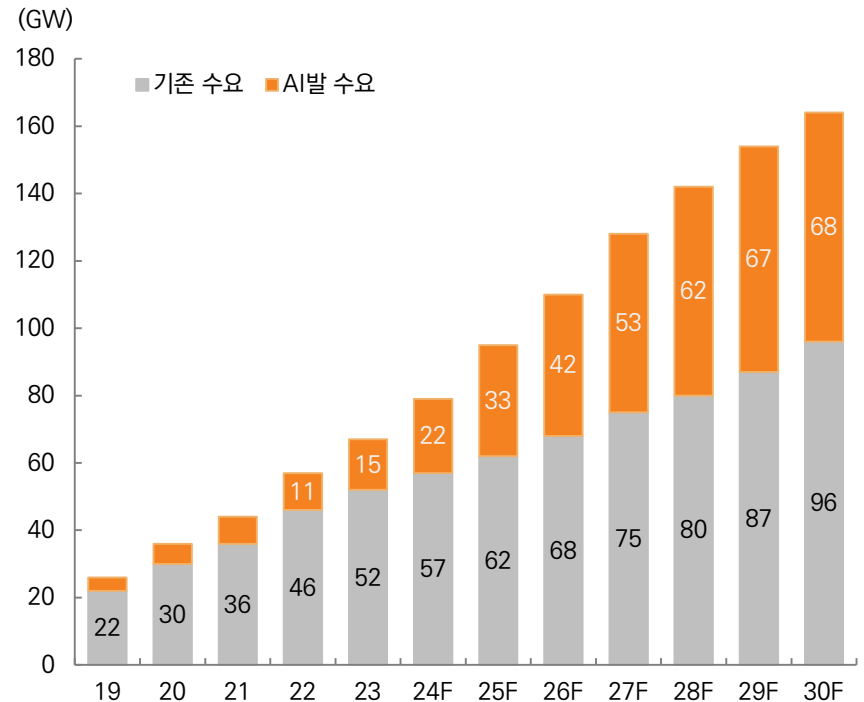
- 데이터센터에 대한 CAPEX가 계속 늘어가는 가운데, 빅텍 기업들이 이끄는 하이퍼스케일급 데이터센터 비중은 2027년 50.7%로 시장의 핵심 중추가 될 전망이다.
- 이들 빅텍들은 친환경 전환율 목표 달성을 위해 무탄소 에너지원 선점에 적극 참여하고 있는 상황.
- 따라서, 전력 수요 증가에 따른 수혜는 신재생 에너지원(태양광/풍력) 및 에너지저장장치(ESS)에 집중될 수 있음.

글로벌 데이터센터 CAPEX 추이



자료: IEA, WNA, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 데이터센터 전력 사용량 증가 추이



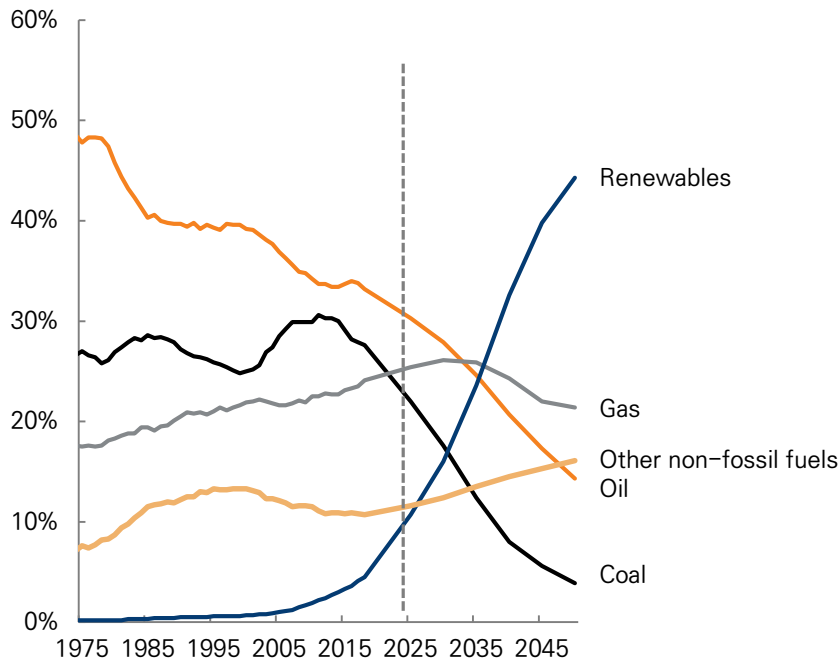
자료: IEA, WNA, 미래에셋증권 리서치센터

에너지: AI 시대, 친환경 전력이 필요 (2)

경제적 가치가 커진 친환경 에너지

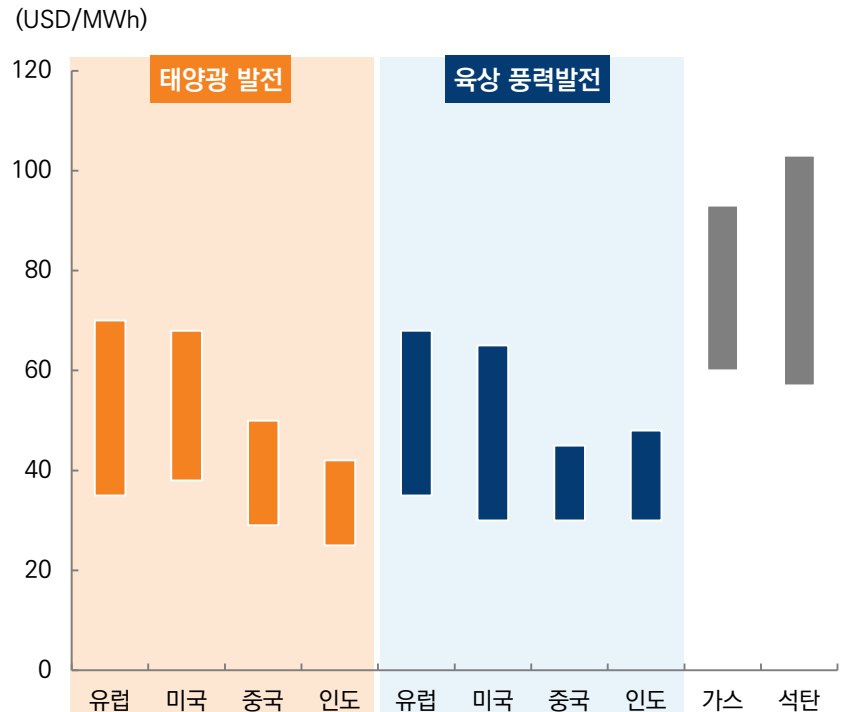
- IEA 등 주요 에너지 전문 기관들의 예측에 따르면, 향후 20~30년간 신재생 에너지 수요가 급증할 전망.
- 정부 정책도 있지만, 보다 중요한 것은 친환경 에너지가 경제성을 갖추고 있다는 것: 발전단가를 비교해 보면, 친환경 발전이 가스 및 석탄 발전에 비해 비용이 덜 들고 있음.
- ESG의 중요도가 높아질수록 경제성 격차는 더 커지게 될 것.

글로벌 에너지 믹스 추이: 신재생 에너지 본격 성장세에 진입



자료: IEA, WNA, 미래에셋증권 리서치센터

발전단가(LCOE) 비교: 친환경 발전이 가스 석탄 발전보다 비용 덜 든다



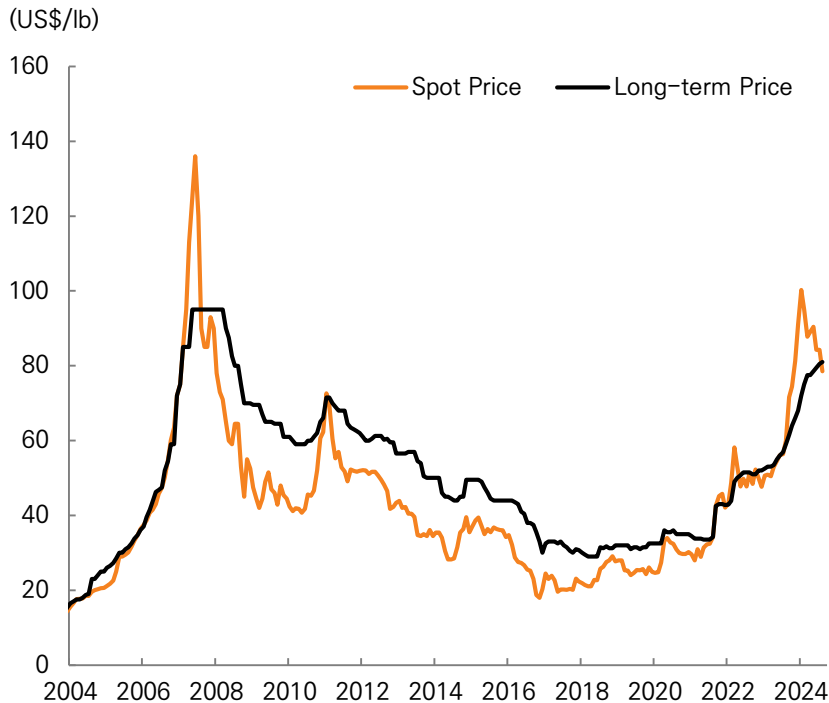
자료: IEA, WNA, 미래에셋증권 리서치센터

전력: 원전과 우라늄

우라늄 수요 우위에 따른 가격 상승 압력

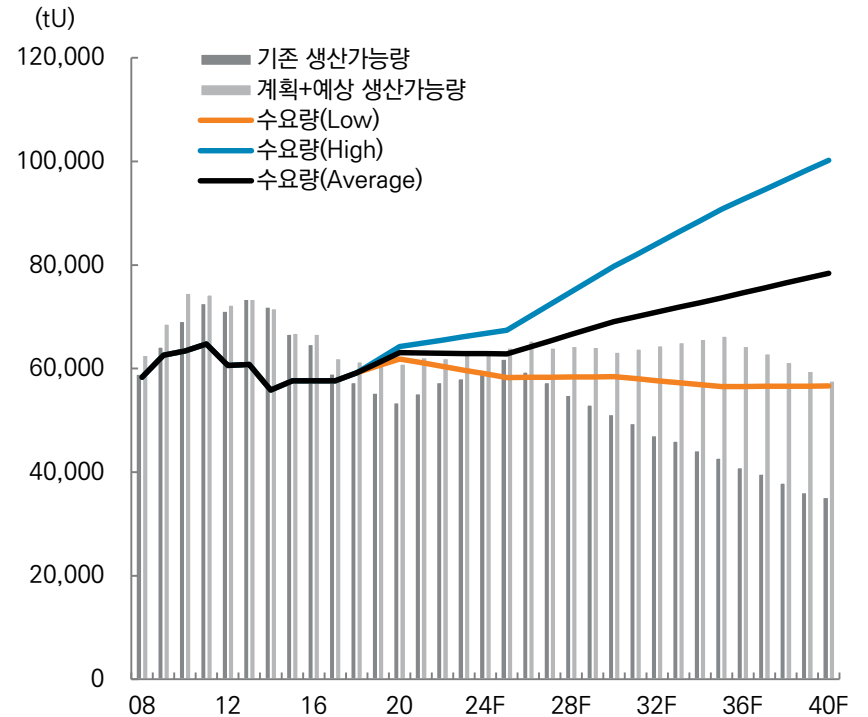
- IAEA: 2040년까지의 원전 용량을 378GW~629GW로 추정.
- WNA: 넷제로 달성을 전제로 신규 설비 확대를 가정할 경우, 원전 용량 629GW 달성을 예상.
- 현재 우라늄 생산 가능량과 신규 원전 추가분을 감안할 때, 우라늄 공급 부족 지속과 그에 따른 가격 상승 압력 증가가 예상됨.
- 우라늄 가격 상승과 재처리 기술 향상이 수요 증가를 완화할 여지는 있지만, 우라늄 수요 초과 전망이 여전히 기본 시나리오에 해당.

우라늄 가격 상승 중장기 추세 속에서 올해는 조정



자료: IEA, WNA, 미래에셋증권 리서치센터

우라늄 수급 장기 전망: 공급 대비 수요 초과 상황 심화될 전망

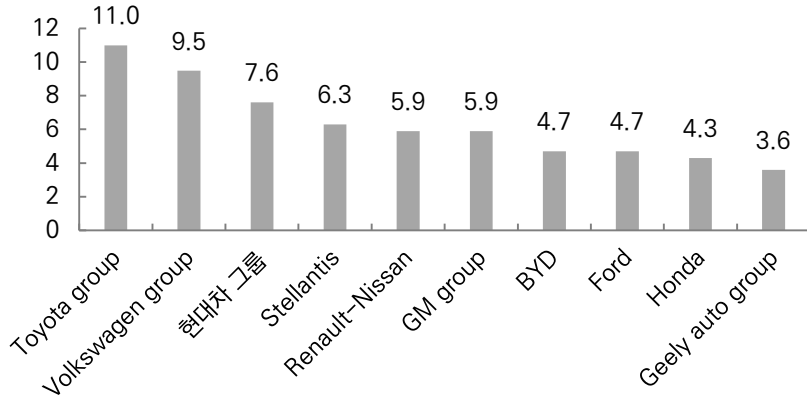


자료: IAEA PRIS, UxC, Cameco, 미래에셋증권 리서치센터
주: 우라늄 단가(150Kg/tU) 가정

중국 전기차 배터리 성장세 지속

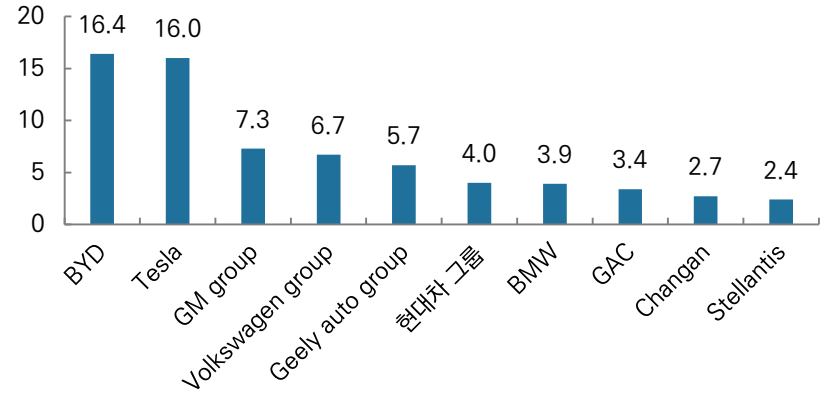
자동차 섹터 브랜드별 비중

전세계 자동차 점유율 2024 1~10월 (%)



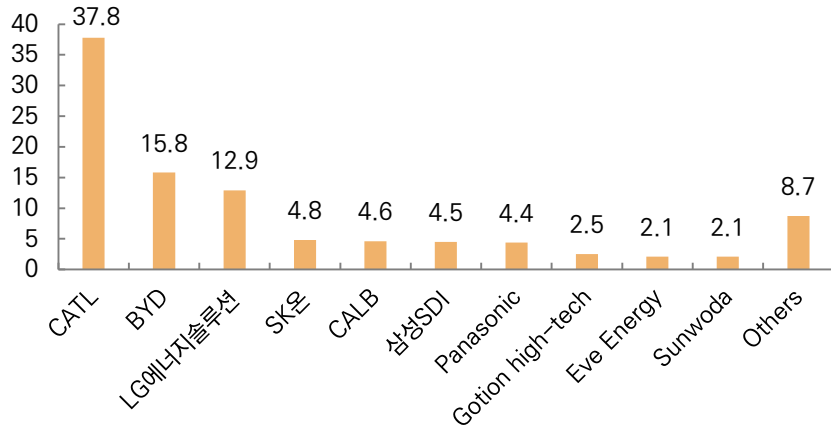
전세계 전기차 점유율: BYD 1위, 그 외 중국 브랜드 10위권 내 포진

전세계 EV 점유율 2024 1~10월 (%)



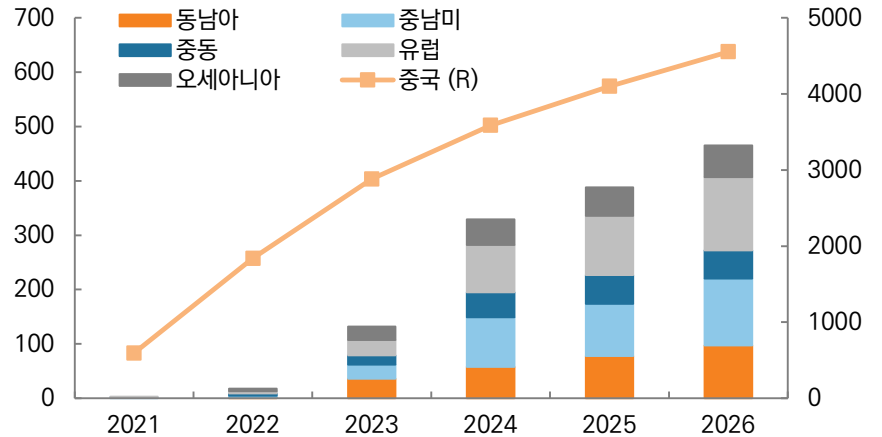
전세계 배터리 공급에서 CATL BYD 각 1, 2위

전세계 배터리 공급 비중 2024 상반기 (%)



BYD 해외 판매량 가파른 성장세 진행 중(2025~26년은 당사 예상치)

BYD 지역별 판매량 (천 대)



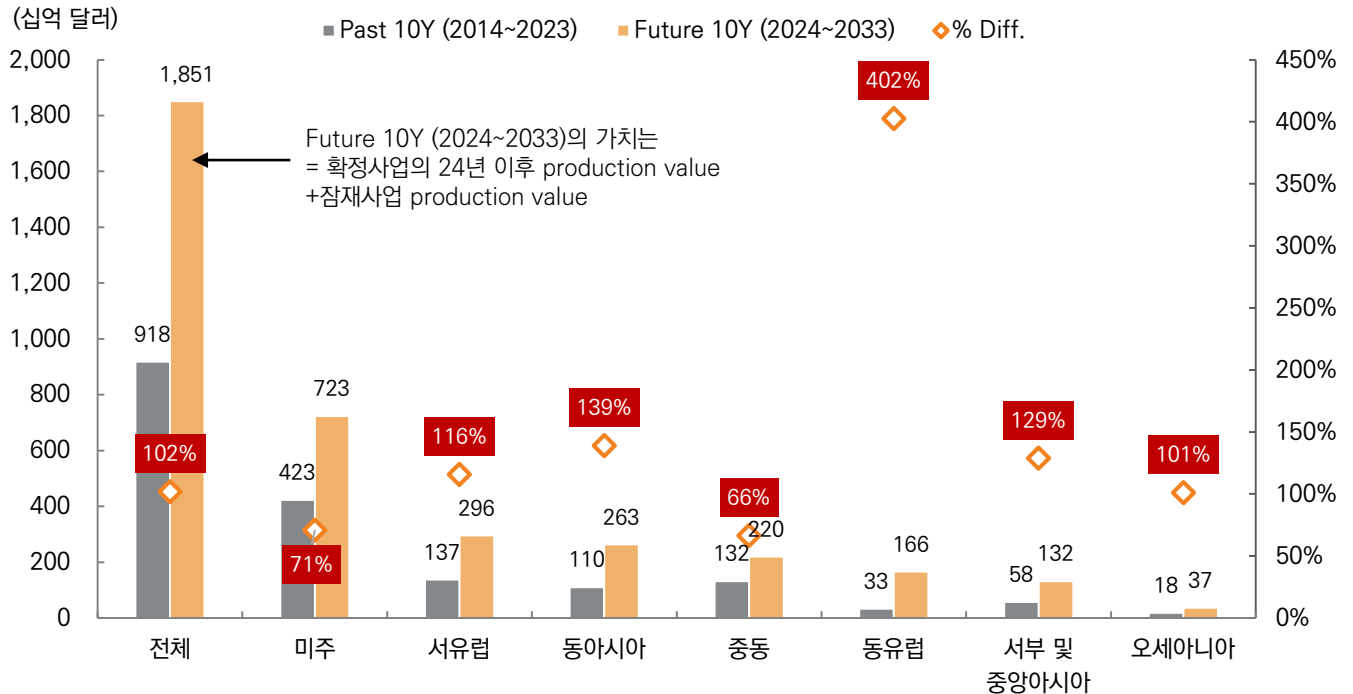
자료: Marklines, EV-volumes, Statista. BYD, 미래에셋증권 리서치센터

방산도 중장기 테마

신냉전 시대 군비 증강 불가피

- 향후 10년 무기체계 획득사업 Production value*는 지난 10년 대비 평균 2배 이상 성장 기대.
- 지역별로는 동유럽이 402%로 대폭 성장. 타 지역들도 과거 대비 눈에 띄는 변화를 보이기 시작.
- 주요 동인은 1) 군사적 위협 확대 (=전력강화 수요), 2) 군사 현대화 추진 (=노후화 무기 교체 수요)
- 우크라이나에서 휴전이 성사되더라도 미국 중심 서방과 중국·러시아 진영간 신냉전 체제 고착화, 트럼프 2기 미국의 나토 가입국 방위비 예산 확대 압력 등이 방산 수요 증가 배경.
- 전통적 방산 기업들 외에 AI와 데이터를 적극 활용하는 새로운 방산 기업 모델에 시장 관심 급증.

지역별 과거 10년 vs. 미래 10년 무기체계 획득사업 Production value 비교



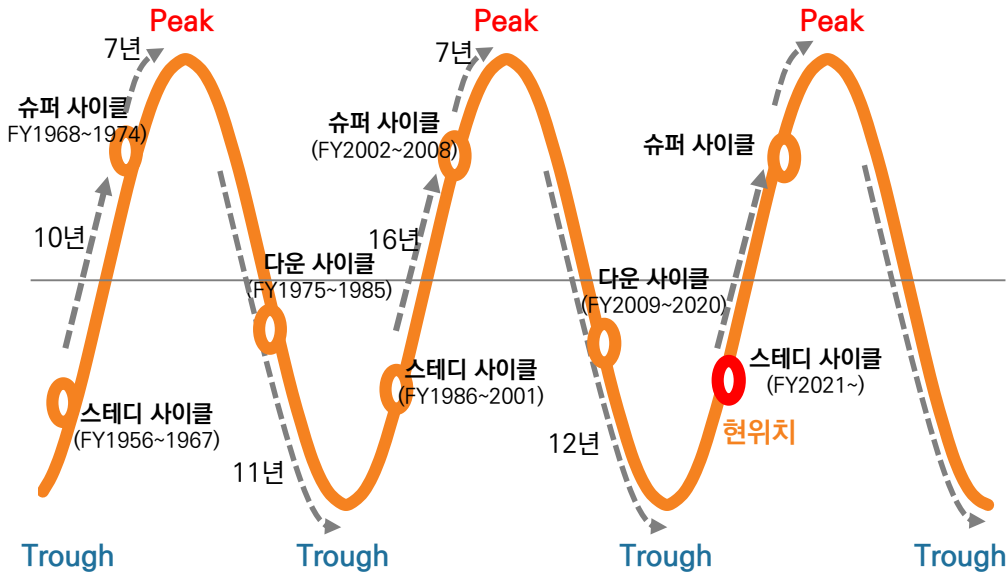
주: 1) 중국, 러시아 제외. 2) 자상차량, 군용기, 미사일 시장 production value만 계산 (함정, 포탄, 항전장비 등은 제외), Production value = Deliver units X ASP
 자료: Janes, 미래에셋증권 리서치센터

조선업 회복 전반부

스테디 사이클 = 슈퍼 사이클 전 단계

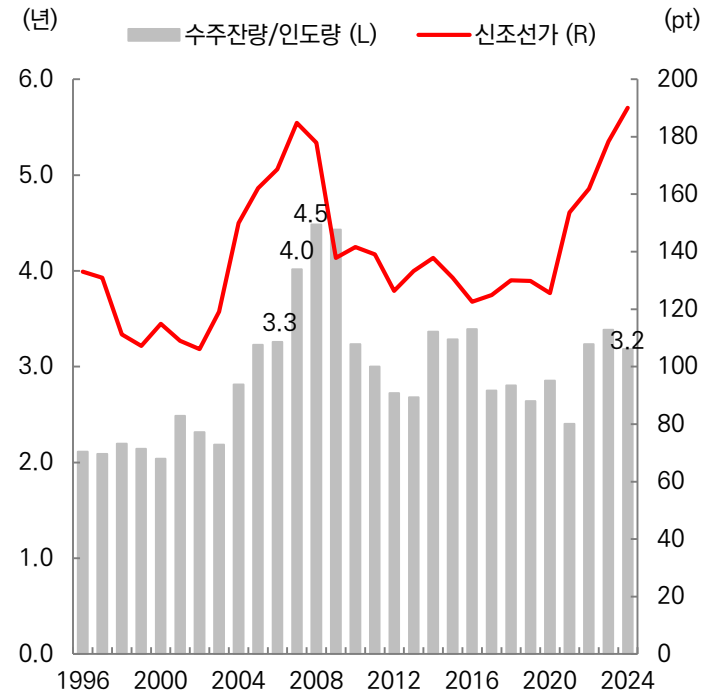
- 스테디 사이클 (Steady cycle)은 조선/해운 시장의 수급균형이 안정을 찾는 시기로서, 불황기와 초호황기 사이의 회복기~호황기를 의미.
- 선가와 발주량은 이미 초호황기 수준에 근접. 그러나, 물동량과 운임은 상반된 모습이 연출.
- 이는 현재 사이클이 경기회복이 아닌 1) 환경규제 심화, 2) 지정학 이슈, 3) 노후화 등 공급요인에 기인하고 있기 때문. 다음 슈퍼 사이클의 트리거는 경기와 물동량 회복이 될 것.

우라늄 가격 상승 중장기 추세 속에서 올해는 조정



자료: 미래에셋증권 리서치센터

신조선가 신고가, 전세계 조선소 3.2년치 일감 보유



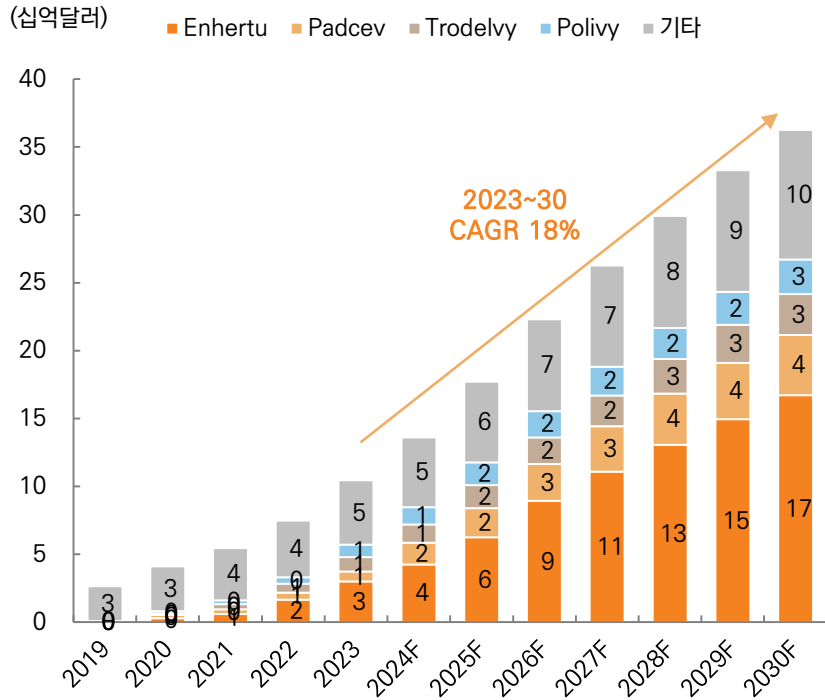
자료: ???, 미래에셋증권 리서치센터

헬스케어/바이오

ADC & Anti-aging

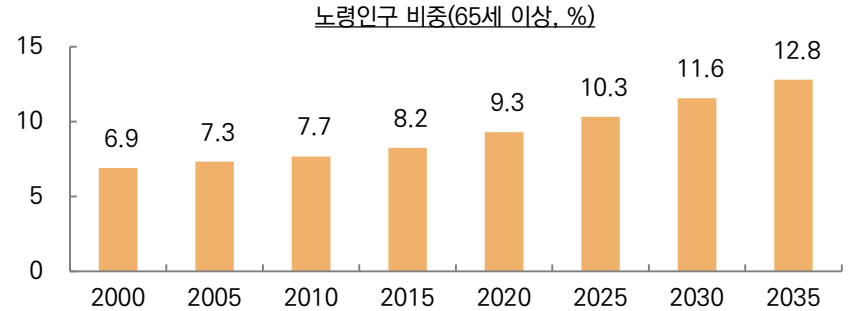
- ADC 치료제 개발에 대한 관심 증가. ADC와 표적 단백질 분해 기술을 결합한 DAC(Degrader antibody conjugates)는 차세대 신약 개발 가능성을 제시한다는 점에서 주목받고 있음. 이는 계속해서 바이오 섹터에 긍정 관점을 가져야 하는 이유.
- 아울러, 전세계 노령화가 가속화되어 감에 따라 anti-aging 수요 또한 기초적 성장세를 기대할 수 있는 테마.

ADC(antibody drug conjugates) 시장 성장

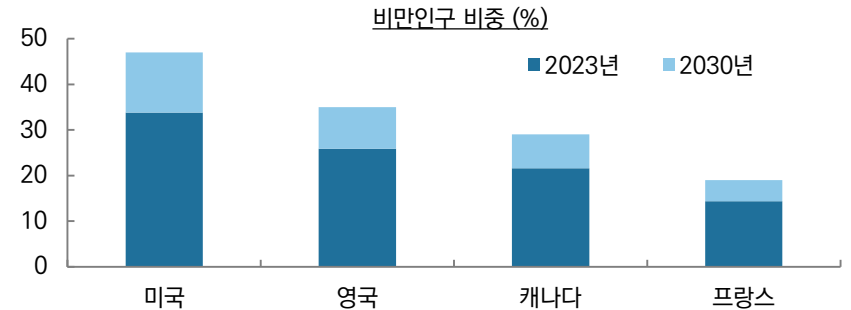


자료: 이벨류에이트파마, 미래에셋증권 리서치센터

전세계 노령화, 2020년 이후 가속화



비만인구 비중 계속 커질 전망



자료: OECD, UN, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 탐픽

기업별 주요 투자포인트

(십억달러, 배, %)

기업명	시가 총액	PER	PBR	ROE	EPS 증가율		주가 상승률			투자 포인트
					CY0	CY1	1M	3M	1Y	
메타플랫폼스	1,508	22.8	6.7	31.3	56.7	12.4	7.7	11.0	73.3	1) 대규모 AI 투자로 추천 알고리즘 개선 등을 통해 온라인 광고 시장 내 점유율 상승 지속 2) 소셜 미디어 플랫폼 특성을 활용해 생성 AI 기술을 빠르게 상용화 중 3) 중장기 핵심 플랫폼이 될 AI 에이전트 시장에서도 경쟁 빅테크 대비 앞서 나가는 모습
아마존	2,319	31.4	6.4	20.3	20.8	14.5	9.3	18.3	43.1	1) 생성 AI 투자가 본격화됨에 따라 클라우드 부문(AWS)의 성장 가속화 전망 2) 높은 투자 부담 및 기술 진입 장벽으로 클라우드 시장에서 상위 업체 점유율 상승 예상 3) 중장기 이커머스 분야에서도 AI 쇼핑 비서 등 AI 도입으로 구매전환율 상승 기대
세일즈포스	323	33.6	5.4	15.6	86.5	10.2	4.7	26.8	27.9	1) 고객센터 AI 에이전트인 에이전트포스 출시로 25년 실적 성장 가속화 전망 2) 방대한 고객 데이터를 바탕으로 하는 데이터 클라우드 사업 통해 유효 시장 확대 중 3) 고마진 AI 제품 확대로 마진과 잉여현금흐름 증가 기대
엔비디아	3,157	44.1	34.9	98.1	278.4	135.5	-8.0	13.7	157.4	1) AI 기술 발전 가속화로 반도체 성능의 발전 속도가 연산 능력의 발전 속도를 따라가지 못 하고 있어 엔비디아의 고성능 AI 반도체에 대한 수요가 지속될 전망 2) 중장기적으로 반도체 칩 뿐 아니라 최적화된 시스템 공급, AI 파운드리 서비스, 디지털 트 원을 통한 데이터 공급 등으로 AI 생태계에서 지배력 확대 전망
비야디	109	15.3	3.5	24.5	22.6	27.0	-1.1	11.5	51.4	1) 글로벌 1위 전기차 업체로 수직 계열화와 규모의 경제를 통해 높은 원가 경쟁력 확보 2) 중국에서의 지속적 성장 뿐 아니라 신흥국/유럽으로의 수출을 통해 중장기 성장 전망 3) 전기차 판매 확대 및 LFP 배터리의 점유율 상승으로 배터리 부문도 빠른 성장 기대
샤오미	100	25.9	3.5	13.7	16.5	20.5	8.8	55.6	90.8	1) 높은 가성비와 소프트웨어 경쟁력을 기반으로 전기차 부문에서 실적 서프라이즈 지속 2) 신 모델 출시 등으로 25년에도 전기차 판매량이 컨센서스를 상회할 가능성이 높음 3) 높은 가성비와 상품성 감안 시 중장기 글로벌 진출 잠재력도 높음
커민스	48.1	16.0	4.7	32.8	-65.8	3.12	-3.6	16.6	44.7	1) 파워 시스템 사업부 고성장; 시발 데이터센터 전력수요, 친환경 솔루션 니즈 증대 등 2) 디젤 이외 천연가스, 식물성 오일 기반 친환경 솔루션 제공 통한 포트폴리오 다변화 3) 수전해 등 수소 솔루션 업체 Accelera 통한 엔진, 발전부문 시장 내 장기 경쟁력 유지
퍼스트솔라	19.7	9.0	0.9	23.3	12.2	13.2	-1.6	-23.4	6.7	1) 생산 캐파(16GW) 대비 5배 수준(80GW)의 수주 잔고를 보유해 매출 안정성 확보 2) 100% 미국산 모듈을 생산해 IRA 추가 세액공제 대상으로 중국산 대비 프리미엄에 거래 3) AMPC 보조금 삭감 고려해도 18% 수준의 영업이익률 달성 가능해 정책 리스크 낮은 편

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance

- 당사는 자료 작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 본 자료에서 매매를 권유한 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.