



KIWOOM SECURITIES STRATEGY ANALYSIS



2025년 9월 26일 | 투자전략팀 10월 월간 전망

ASSET STRATEGY 자산전략

경제 김유미 helloym@kiwoom.com

주식전략 한지영 hedge0301@kiwoom.com

채권전략 안예하 yhahn@kiwoom.com

퀀트/자산배분 최재원 cjw5056@kiwoom.com

원자재 심수빈 sb.shim@kiwoom.com

시황/ESG 이성훈 shl076@kiwoom.com



ASSET STRATEGY 자산전략

CONTENTS

10월 자산전략	3
10월 자산배분 View	4
9월 금융시장 리뷰	5
매크로 환경: 한국, 확장 재정으로 성장 모멘텀 강화	7
주식: 속도 조절 후 재 가속화	9
채권: 연준과 한은의 신중함	16
원자재: 금, 강세 흐름 이어질까?	18
FX: 단기 상승 압력 이후 하락 전망	20
자산배분: 리스크 온 국면 지속 기대	22
10월 주요 일정 정리	26

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책 임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전사, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하 는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

10월 자산전략

10월 금융시장은 유동성 여건 개선과 함께 주식시장의 추가 상승이 기대된다. 9월 FOMC 금리 인하 이후 연내 두 차례 추가 인하 가능성이 제기되면서 유동성은 더욱 확대될 수 있다. 이는 주식시장에 우호적인 환경을 제공할 것으로 보이며, 특히 미국과 한국의 재정지출 확대는 성장과 산업 전반에 긍정적인 기대를 높이고 있다. 채권시장은 단기 금리 하락 가능성이 있으나, 인플레이션 우려와 재정 불안이 여전히 남아 있어 장기금리는 불안정 흐름을 이어갈 수 있다. 환율과 원자재 시장은 뚜렷한 방향성이 부족해 현 수준에서 등락할 것으로 예상된다. 다만, 달러/원 환율이 일시적으로 상승 압력이 높아질 수 있으나, 대미 투자 불확실성 해소와 국내 증시 호조에 따른 외국인 자금 유입이 확대된다면 1,300대 후반에서 다시 움직일 것으로 보인다.

		10월 흐름 및 전략
주식	국내	☞ KOSPI 예상 레인지 3,250~3,650 pt. 정책 리레이팅 여력 잔존, 3분기 기업 실적 모멘텀 등으로 월 중 추가 레벨업 예상 ☞ 스타일/섹터 전략: 반도체, 기계, 증권(비중 확대), 자동차, 바이오(트레이딩)
	해외	☞ 단기 밸류에이션 부담으로 월 중순까지 변동성 장세에 노출될 가능성 ☞ 그러나 월 중순 이후 실적시즌을 치르는 과정에서 이익 모멘텀 확보, 밸류에이션 부담 해소 등 긍정적인 증시 환경 재 조성 예상
채권	국내	☞ 10월 국고채 시장은 4분기 한은 금리 인하 기대가 유지되나, 금융안정 측면 고려 신중한 태도에 상하방 요인 충돌되며 보합 예상 ☞ 전략: 추가 인하 가능성은 여전히 열려있으며 재정 불확실성 완화 등에 장기채 중심 매수 전략 유효
	해외	☞ 10월 미국채 금리는 미 연준의 신중한 태도를 확인하면서 보험권 등락 예상. 고용 둔화는 하락 요인이거나 가파른 인하 기조는 제한적이라는 점이 충돌 ☞ 전략: 상하방 요인 충돌 속에 박스권 장세 이어질 전망. 완만한 인하 속에 크레딧물 수요 지속 예상
원자재	유가	☞ 국제유가는 계속해서 보험권 등락 예상. 수요 불안 높아진 상황이나 러시아 생산 차질에 대한 경계감이 높아지고 있기 때문
	금	☞ 금은 상승 지속 예상. 단기 조정 가능성 열어두나 미 금리 인하 기대와 동유럽 지정학적 리스크에 따른 안전자산 수요 유입이 지속될 것으로 보임
FX	달러	☞ 연준 추가 금리 인하 전망에도 불구하고 내년 인하 폭에 대한 기대가 낮고, 유로존 재정 불안에 유로화 추가 강세가 제한되며 달러는 보험권 등락 전망
	달러/원	☞ 달러/원은 단기 상승 압력이 높아질 수 있으나, 보험권 달러와 대미 투자 관련 불확실성이 완화될 경우 하락 가능

10월 자산배분 View

9월 글로벌 금융시장은 유동성 환경 개선에도 불확실성이 상존하며, 위험자산 그리고 안전자산 공통적으로 상승세가 두드러졌다. 특히 FOMC와 함께 부각된 금리 인하 기대감이 위와 같은 흐름을 촉발했으나, 단기에 가파르게 반영된 기대감을 소화하는 흐름이 예상되는 만큼 당분간 채권 자산은 혼재된 방향성을 보일 것으로 판단한다.

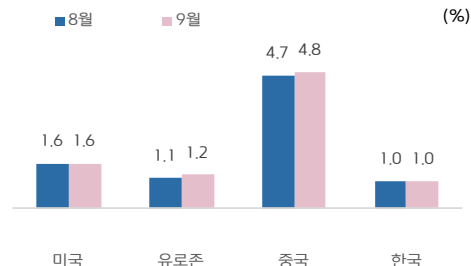
한편, 10월부터 시작될 3분기 어닝 시즌은 국내외 증시의 상승 모멘텀을 재차 자극할 수 있을 것으로 기대한다. 최근 국내외 증시의 가파른 상승세를 멀티플 개선이 주도하며 유동성 장세 및 밸류에이션 부담에 대한 경계감을 만들어내고 있는 점은 부담이다. 다만, 3분기 어닝 시즌을 앞두고 AI 및 IT 산업의 비중이 높은 한국, 미국, 대만의 실적 전망이 개선되는 모습이 나타나고 있는 상황은 현재의 리스크 온 국면을 지탱할 수 있는 요인으로 판단된다. 따라서, 10월에는 주식 내에서 이익모멘텀이 존재하는 업종 중심으로 압축 대응이 필요한 국면으로 예상한다.

중/단기 자산배분 제안								
		SAA (장기)	TAA			자산별 최근 수익률 (원화 환산)		
			전월	1M	3M	1M	3M	6M
(단위)		(%)	(bp)	(bp)	(bp)	(%)	(%)	(%)
주식	국내	8.6	-30	-25	-20	11.7%	16.1%	45.2%
	신흥	10.3	-20	-20	-25	8.7%	15.3%	18.5%
	선진	37.8	+35	+30	+30	3.5%	10.5%	13.1%
종합		56.7						
채권	국내	18.3	0	0	0	0.1%	0.6%	0.8%
	선진	7.5	0	0	0	2.1%	5.8%	-1.7%
	신흥	4.5	+5	+5	+5	2.7%	7.8%	1.5%
종합		30.3						
대체 자산	상품	2.3	0	0	0	2.6%	6.9%	-4.9%
	인프라	2.3	+5	+5	+5	2.0%	7.0%	8.5%
	부동산	4.2	+5	+5	+5	1.1%	7.2%	3.5%
	사모주식	4.2	0	0	0	-0.8%	6.7%	6.3%
종합		13.0	-	-	-	-	-	-

주1) 각 자산별 BM 지수: 국내주식(KOSPI 200), 선진주식(MSCI World), 신흥주식(MSCI Emerging), 국내채권(KIS 종합채권), 선진채권(Bloomberg 미국 채권 종합), 신흥(Bloomberg 신흥시장 채권 종합), 상품(Bloomberg 상품), 인프라(S&P 글로벌 인프라), 부동산(FTSE NAREIT 글로벌), 사모주식(S&P 상장 PE)
주2) 지수는 모두 총수익 지수 기준, 기간은 1M, 3M, 6M은 매월 말일 기준,

9월 금융시장 리뷰

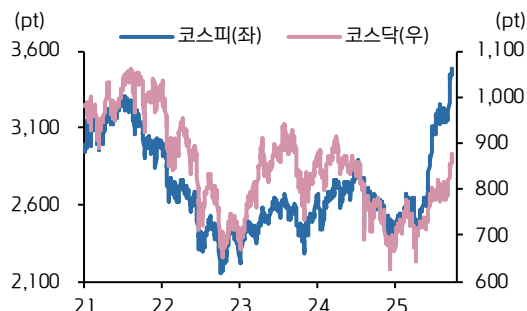
주요국 2025년 경제성장률 전망치 변화



자산

- #### 리뷰
- ✓ 유로존 성장 전망치는 소폭 상향 조정된 반면, 미국은 노동시장 둔화에 대한 우려 확산
 - ✓ 한국은 성장 전망치 상향 조정 흐름이 주춤해진 가운데 중국은 경기 부양 기대 등에 소폭 개선

코스피 및 코스닥 주가 추이

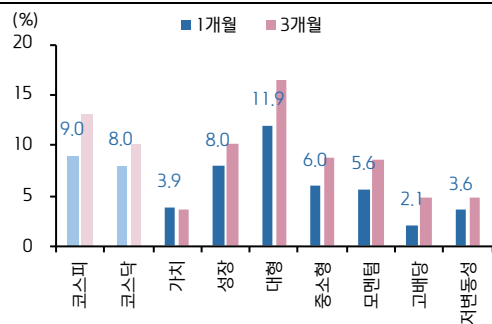


자산

국내주식

- #### 리뷰
- ✓ 9월 국내 증시는 대주주 양도세 기준 50억원 현행 유지 속 새정부 정책 불확실성 해소되며 상승 탄력 지속
 - ✓ 또한, 연이은 AI 발 화재 속 레거시 메모리 반도체 업황에 대한 기대감도 부각된 결과 대형 반도체 주도 강세장 연출

월간 주요 스타일별 수익률 (9월 24일 기준)

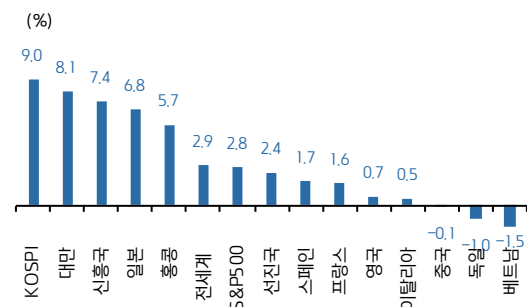


자산

스타일

- #### 리뷰
- ✓ 국내 증시는 정책 기대감이 재차 부각되는 가운데, IT 섹터를 중심으로 실적 턴어라운드 기대감이 부각되며 대형주를 중심으로 강세 흐름 연출
 - ✓ 스타일 측면에서도 9월 FOMC 이후 금리 인하 기대감이 재차 부각되며, 가치주 대비 성장주를 중심으로 상승세 집중

월간 글로벌 주요 증시 등락률 (9월 24일 기준)



자산

해외주식

- #### 리뷰
- ✓ 미국 증시는 월 초 오라클 수주잔고 급등 속 AI 산업 확대 기대감 지속됨에 따라 기술주 중심으로 완만한 반등
 - ✓ 9월 FOMC에서 25bp 보험성 금리 인하 단행 속 금리 인하 기대감 지속된 결과 상승세 지속되었으나, 월 말 차익실현성 매물 출회되며 상승폭 반납

KIWOOM SECURITIES RESEARCH CENTER 6

매크로 환경

Economist 김유미
helloym@kiwoom.com

▶ 한국, 확장 재정으로 성장 모멘텀 강화

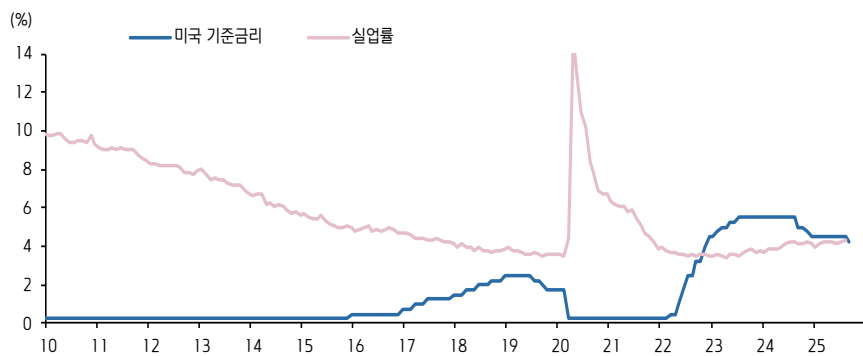


미국은 관세 여파로 스태그플레이션 우려가 남아 있으나, 금리 인하와 투자 사이클이 성장 기대를 지지하며 산업 간 차별화로 K자형 패턴이 심화될 전망. 통화·재정의 확장 기조는 유동성 확대를 통해 금융시장에 긍정적으로 작용할 가능성. 한국은 AI·R&D 중심의 확장 재정과 금리 인하 기대가 성장 모멘텀을 강화하고 있으며 성장 전망치의 상향 조정 가능성도 열어둘 필요

9월 미국에서는 노동시장 둔화에 따른 경기의 하방 리스크가 부각되는 동시에 연준의 금리 인하 전망이 강화되었다. 물가는 대체로 시장 예상 수준에 부합하며 9월 FOMC에서 금리 인하 기대가 한층 높아졌고, 실제로 25bp 인하가 단행되었다. 또한 점도표가 올해 총 두 차례 인하에서 세 차례로 변경되면서 추가 금리 인하 기대가 이어졌다. 다만 내년도 성장률과 물가 전망치가 상향 조정되고, 점도표상 내년에는 한 차례 인하만을 전망하면서 이번 인하가 완화적 통화정책으로의 전환보다는 보험적 성격이 강함을 분명히 보여주었다.

한국에서는 정부의 정책 효과로 소비 개선세가 이어지며 내수 회복 기대를 뒷받침했다. 수출은 트럼프 행정부의 관세 여파로 대미 수출이 둔화했지만 반도체 등 주력 품목은 비교적 양호했다. 산업별로 수출 차별화가 심화되는 가운데 수출 지역의 다변화가 동반되면서 전반적인 수출 둔화 우려를 일부 완화시켰다. 유럽에서는 재정건전성에 대한 우려가 영국과 프랑스를 중심으로 나타났다. 특히, 프랑스는 국가 신용등급이 하향 조정되면서 디폴트 우려가 부각되었고, 장기 금리의 급등세가 이어졌다.

미국 기준금리와 실업률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

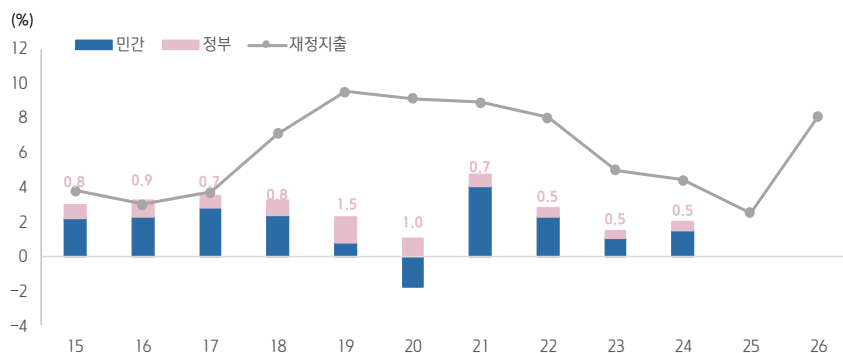
10월에도 매크로 환경은 9월과 크게 다르지 않을 것으로 보인다. 미국은 트럼프 행정부의 관세 영향이 시차를 두고 나타날 수 있어, 물가나 실물 경제지표의 변화가 단기간에 뚜렷하게 확인되기는 어려울 전망이다. 이러한 영향은 하반기 내내 이어지며 스태그플레이션 우려를 간헐적으로 자극할 가능성이 있다.

다만 연준의 금리 인하와 기업을 중심으로 한 대출 증가세는 투자 사이클을 통한 성장 기대를 유효하게 만들 것이다. 신성장 산업과 전통 실물 경제 간 차별화는 더욱 확대될 가능성이 높아 K자형 성장 패턴은 뚜렷해질 것으로 보인다. 그러나 통화와 재정이 모두 확장적인 국면에서는 유동성 증가가 가져올 긍정적인 효과에도 주목할 필요가 있다.

한국은 정부의 재정정책에 대한 긍정적 기대가 이어질 전망이다. 2026년 예산안에서 재정지출 증가율은 8.1%로 큰 폭 확대되었고, 이 중 AI와 R&D 투자 비중이 크게 늘어나며 혁신 성장에 대한 의지가 강조되고 있다. 정부와 민간 투자의 선순환을 통해 성장을 이끌어내겠다는 정책 기조와 이와 보조를 맞추는 한국은행의 10월 금통위 금리 인하 기대는 당분간 한국 성장 기대치를 높이는 요인으로 작용할 것이다.

OECD는 올해와 내년 한국의 경제성장률을 각각 1.0%, 2.2%로 전망하고 있다. 특히, 내년의 경우 정부의 확장적 재정 기조를 통한 내수 회복과 성장 제고 가능성에 주목하고 있다. 단기적으로는 트럼프 행정부의 관세 여파로 수출 증가세가 둔화가 불가피하나, 내부적으로 정책 효과가 이를 완충해주며 금융시장의 위험자산 선호 심리를 지지할 것으로 예상된다.

한국 연간 정부와 민간 성장 기여도와 재정지출 증가율



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

주식

주식전략/시황 한지영
02) 3787-5241
Hedge0301@kiwoom.com

▶ 속도 조절 후 재 가속화



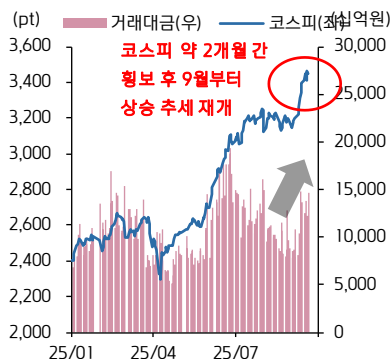
코스피 10월에도 레벨업 예상. 단기 레벨 부담에도 1) 정부의 증시 정상화 정책 모멘텀 회복, 2) 미국 AI 수요 확장성 및 그에 따른 반도체 업사이클 진입 가능성, 3) 연준 금리인하 기대감, 4) 3분기 실적시즌 기대감 등이 월 중순 이후 상방 모멘텀을 수시로 부여할 전망

9월의 부진한 계절성(2000년 이후 9월 평균 수익률 코스피 -1.0%, 나스닥 -2.1%)은 현실화되지 않았다. 9월 첫거래일 하락세로 출발했을 당시만해도, “9월에는 쉬자”라는 공감대가 형성이 되는 듯 했다. 하지만 연준의 금리인하 기대감 확산, 미국 AI 업체들의 잇따른 호실적 및 국내 반도체 낙수효과 등 미국발 호재가 연이어 출현했다.

더 나아가, 이재명 대통령 취임 100일 기자회견에서 대주주 양도소득세 50억원 현행 유지 확정되는 등 8월 중 훼손됐던 정부의 정책 모멘텀도 회복된 상태다. 코스피는 역사상 처음으로 3,400pt에 도달했으며, 9월말 현재 해당 레벨에 안착했다. 9월 FOMC도 중립 이상으로 치렸으며, 관세가 8월까지의 고용과 물가에 미치는 충격도 제한적이었던 것으로 확인되는 등 매크로 상으로도 우호적인 증시 환경이 조성된 상태다.

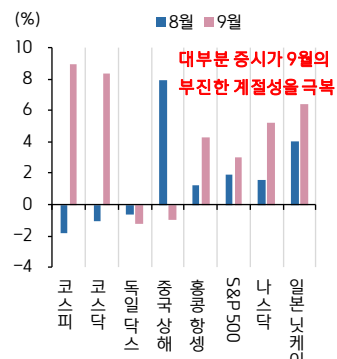
하지만 월말로 갈수록 최근 랠리에 대한 피로감과 속도 부담을 느끼는 시장 참여자들이 늘어나고 있는 분위기다. 파월 의장이 지적한 증시 고평가 부담, 연준과 시장 참여자들의 인하 경로를 둘러싼 괴리 등 몇몇 제약 요인들도 수면 위로 부상하고 있다. 향후 증시 향방을 놓고 기대감과 불안감이 공존하고 있는 현 시점, 10월 주식시장을 대응하는데 있어서 섣범이 복잡해졌다.

코스피와 거래대금: 코스피, 약 2개월간 갇혀 있던 박스권 상단 돌파하며 신고가 경신 중



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주요국 증시의 월간 등락률: 여타 주요국 증시도 “9월의 부진한 계절성”을 극복하며 순항 중



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

결론부터 먼저 이야기하자면, 기존 상방 모멘텀이 유효한 만큼, 증시 상승 추세는 훼손되지 않을 것으로 판단한다. 10월 초~중순까지 매크로 이벤트, 장기 연휴 등을 소화하는 과정에서 변동성은 출현하겠지만, 숨고르기 성격의 얇은 조정에 그칠 것이다. 이후 국내외 주요 기업들의 3분기 실적시즌을 치르면서, 이익 자신감을 확보해감에 따라 월말까지 증시는 기존 주도주를 중심으로 우상향 흐름을 보일 것으로 전망한다.

매크로 측면에서 고려해야 하는 변수는 금리인하 강도를 놓고 확대된 연준과 시장의 괴리 축소 여부이다. 9월 FOMC에서 시장이 얻은 수확은 경기 모멘텀이 양호한 환경(경기서프라이즈 지수 현재 +10pt 대 vs 과거 경기 냉각, 침체기 당시 -50pt대) 속에서 단행한 보험성 금리인하, 그리고 연내 추가 50bp 인하 기대감 유지였다. 현재 미란 이사를 제외하고 대부분 연준 위원들이 연내 신중한 인하 전망을 제시하고 있다는 점은 시장의 인하 기대감을 억제시키고 있다.

당사는 연내 50bp 인하 전망을 제시하고 있지만(10월, 12월 FOMC 각각 25bp 인하), 추가 인하를 놓고 연준과 시장의 의견 괴리가 발생했다는 점은 단기적으로 유념해야 한다. 9월 고용, CPI 등 주요 지표 확인 과정에서 월 중순까지 중간중간 단기적인 변동성 장세가 출현할 수 있음에 대비하는 것이 적절하다.

주식시장 관점에서 살펴보자면, 미국 증시는 파월 의장이 도화선을 당긴 밸류에이션 부담 논란과 한동안 마주하게 될 것이다. 실제로 S&P500의 선행 PER은 22배를 상회하면서 역사적인 밸류에이션 밴드 상단을 이미 돌파한 상태다. AI, 테크주 중심의 연이은 신고가 랠리에 따른 상승 피로감도 누적되고 있는 만큼, 월 중 차익실현 압력에 몇 차례 노출될 수 있을 것이다.

하지만 닷컴 버블 당시와 달리, 현재 AI 등 주도주(국내 HBM, 조선, 방산도 마찬가지)들은 실적이 수반된 주가 상승세를 시현하고 있다는 점에 주목해야 한다. 미국 증시에서 AI를 주도주로 만든 것은 AI 투자 사이클 확대에서 기인하며, 이미 9월 중 브로드컴, 오라클, 마이크론 실적 서프라이즈를 순차적으로 확인하는 과정에서 AI 수요 및 이들 업체들의 수익성 불안도 상당부분 완화된 것으로 보인다.

이를 감안 시 10월 말 예정된 M7의 3분기 실적시즌을 중립 이상으로 치르면서 미국 증시는 오버 밸류에이션 부담을 일부 덜어낼 것으로 전망한다. 따라서, 10월 초~중순 매크로 장세에서 주가 변동성이 높아질 소지는 있겠으나, 숨고르기 성격에 국한될 만큼, 이 같은 변동성을 분할 매수 기회 관점에서 접근할 필요가 있다.

한편, 코스피는 연초 이후 45% 가까이 폭등하면서, 역사상 가보지 못한 영역에 도달해 있다. 이번 코스피 랠리는 다분히 기록적이다. 1981년 이후 45년 동안 코스피가 40% 넘게 폭등했던 사례는 1987년(3저 호황, +92.6%, 다음해 수익률 +72.8%), 1999년(닷컴버블 초입 +82.8%, 다음해 수익률 -50.9%), 1988년(3저 호황, +72.8%, 다음해 수익률 +0.3%), 1986년(3저호황, +66.9%, 다음해 수익률 +92.6%), 2005년(중국발 경기 호황, +54.0%, 다음해 수익률 +4.0%), 2009년(금융위기 직후, +49.7%, 다음해 수익률 +21.9%), 1998(IMF 직후, +49.5%, 다음해 수익률 +82.8%) 등 6차례에 불과하며, 올해가 역사상 7번째로 높은 상승률에 해당된다.

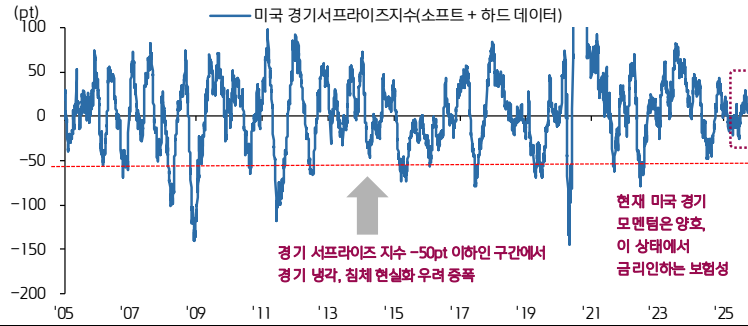
과거의 연간 코스피 폭등 사례를 살펴보면, 그해 폭등 후 다음해 수익률 편차가 크게 나타났다. 1980년대 후반 3저 호황 당시 3년 연속 40% 넘는 폭등세를 보인 반면, 1999년 닷컴버블 초입 당시 80%대 폭등한 직후 다음해 -50%대를 기록하기도 했다. 2005년 중국발 경기 호황기에는 이듬해 보험수준의 수익률에 그치는 등 당시 시대적 맥락과 증시 환경이 향후 수익률 향방을 좌우했다.

현재 국내 증시를 둘러싼 환경이 3저 호황, 닷컴 버블 등 과거의 환경과 상이하기에, 역사적인 폭등 사례의 경로를 오늘날에 대입하는 것은 한계가 있다. 대신 최근 코스피 강세를 주도하고 있는 요인들이 당분간 훼손되지 않을 것이라는 점에 주목할 필요가 있다. 1) 정부의 증시 정상화 정책 모멘텀 회복, 2) 미국 AI 수요 확장성 및 그에 따른 반도체 업사이클 진입 가능성, 3) 연준 금리인하 기대감, 4) 기존 주도주 모멘텀 유지 등이 대표적인 요인들이다.

물론 단기적으로는 a) 반도체 중심의 쏠림 현상 심화, b) 연휴 직전 수급 공백 출현 가능성, c) 증시 전반에 걸친 단기 밸류에이션 부담, d) 금리인하를 둘러싼 연준과 시장의 괴리 등이 잠재적인 부담요인 상존하고 있는 것은 사실이다. 그러나 상기 언급한 1~4)에 해당하는 메인 동력의 지속성은 유지될 수 있다는 점을 감안 시, 10월 코스피의 방향성은 “단기 변동성 후 상승”으로 잡고 가는 것이 적절하다(10월 코스피 레인지 3,250~3,650p로 제시).

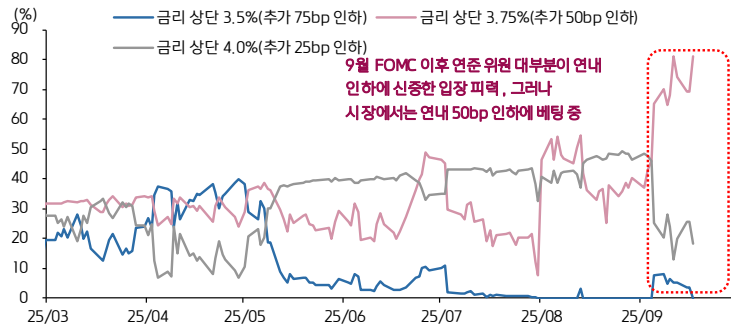
업종 측면에서는 반도체(메모리 업사이클, 외국인 수급 집중), 기계(방산/전력기기, 실적 및 수급 모멘텀 양호), 증권(주주환원, 거래대금 증가 수혜) 등 기존 주도주들의 비중은 중립 이상으로 가져갈 필요가 있다. 또한 자동차(10월 중 관세 인하 적용 가능성, 배당 수익률 5%대, 수급 빈집), 바이오(4분기 학회 및 기술이전 모멘텀, 수급 빈집)도 진입 메리트가 높아지고 있는 만큼, 이들 주식 또한 분할 매수하는 전략도 10월 수익률 제고에 기여할 수 있다고 판단한다.

미국 경기서프라이즈 지수: 경기 침체 임박 시점에 평균 -50p 대를 기록했던 것에 비하면, 현재 미국의 경기 모멘텀은 상대적으로 양호. 이 상태에서의 금리인하는 보험 성격으로 보는 것이 타당



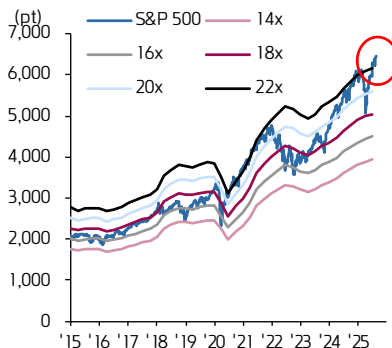
자료: Bloomberg 키움증권 리서치센터

연준의 연내 금리인하 횟수에 대한 시장의 확률 배팅 변화: 인하 강도를 놓고 연준과 시장의 의견 괴리가 발생한 만큼, 10월 중순까지 9월 고용, CPI 등 주요 지표 확인 과정에서 단기적인 주가 변동성이 출현할 수 있음에 유의



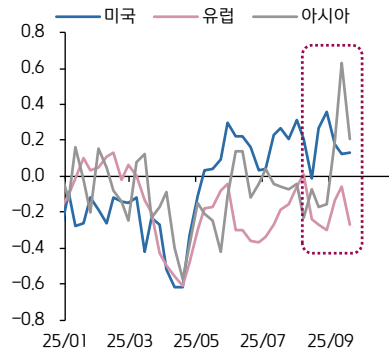
자료: Fed Watch, 키움증권 리서치센터

S&P500 선행 PER 밴드: 파월 의장이 지적했듯이 미국 증시는 밸류에이션 부담이 높아진 상태



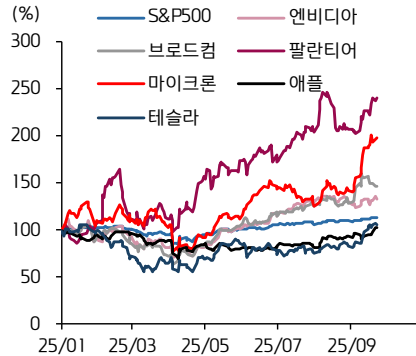
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주요국 이익 수정 비율: 현재 이익 수정 비율도 정체되고 있으나, 10월 중순 이후 3분기 실적시즌을 돌입하면 밸류에이션 부담 해소 예상



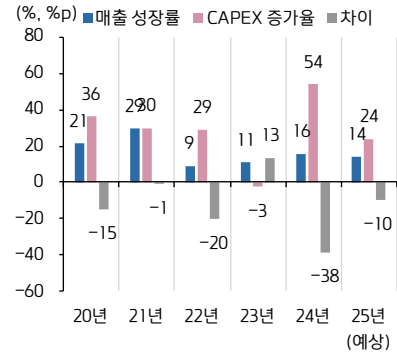
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 AI, 테크주 연초 이후 주가 변화: 닷컴 버블 재연 우려가 나오고 있긴 하지만, 현재 미국 증시를 주도하고 있는 AI주들은 실적이 뒷받침되는 주가 상승세를 시현 중



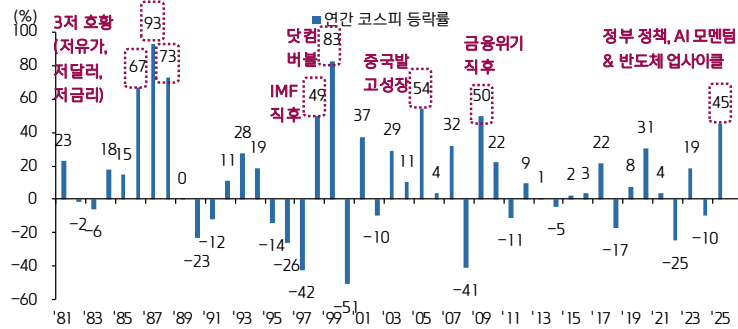
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 대형 하이퍼스케일러 업체의 매출 성장률과 CAPEX 증가율: 10월 말 M7 실적을 앞두고 수익성 논란 지속될 것이나, 실제 실적 발표 이후 논란 줄어듦 전망



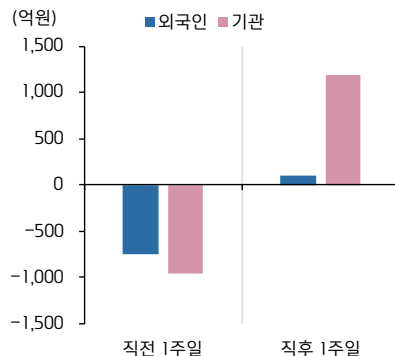
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

1981 년 이후 연간 코스피 수익률 비교: 올해 코스피의 연간 상승률은 역대 7 위급에 해당. 과거의 경로를 그대로 투영하기 어려우나, 현재 코스피의 상방 요인은 당분간 훼손되지 않음 전망. 10 월 초 연휴 전 수급 공백이 발생하더라도, 일시적인 가격 흔들림에 그칠 것으로 예상



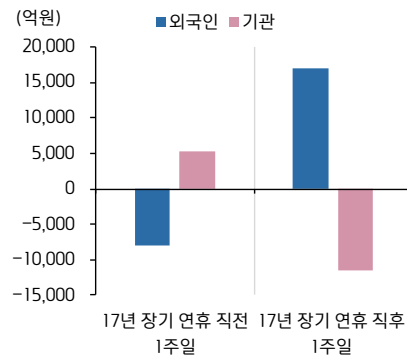
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

2000년 이후 추석 연휴 직전 1주일 vs 직후 1주일의 외국인과 기관 코스피 순매수 비교



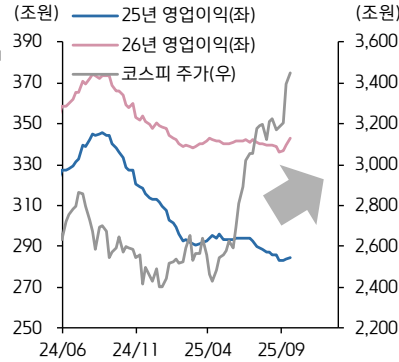
자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

2017년 장기 연휴(10일) 직전 1주일 vs 직후 1주일의 외국인과 기관 코스피 순매수 비교



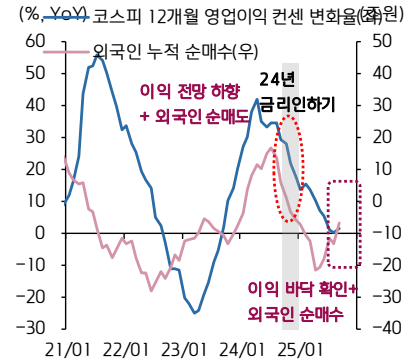
자료: Quantiwise, 키움증권 리서치센터

코스피와 25,26년 영업이익 컨센서스: 여름 내내 하향 중이었던 영업이익 컨센서스는 9월 이후 바닥 확인 후 반등 시도 중. 이는 3분기 실적시즌을 기대하게 만드는 요인



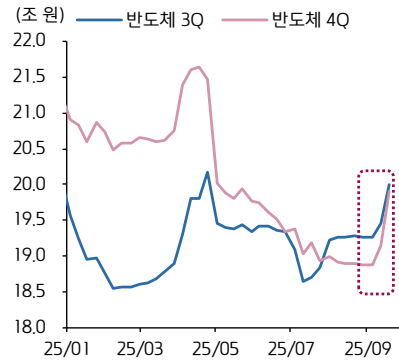
자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

코스피 이익 전망과 외국인 순매수: 작년 연준 금리인하기에 코스피가 겪었던 소외현상. 당시와 여건이 달라진 만큼, 이번 금리인하 사이클에서는 한국 증시도 미국과 함께 수혜 예상



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

반도체 업종의 3,4분기 영업이익 컨센서스: 9월 코스피 밸리를 견인하고 있는 것은 반도체 업종이며, 이는 이들의 이익 모멘텀이 본격 개선 될 것이라는 기대감에서 기인



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

전세계 반도체 매출 및 한국 반도체 수출: 9월 중 미국 AI 주들의 잇따른 실적 서프라이즈가 메모리 반도체 업황 전반에 걸친 업사이클 진입 가능성을 확대시키는 중



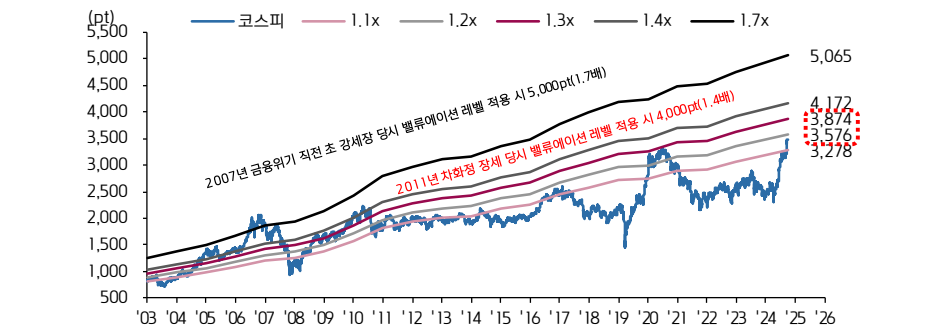
자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

코스피 장기 차트: 기술적인 관점에서도 박스권 상단 돌파 후 상승 추세를 유지하는 경향 존재



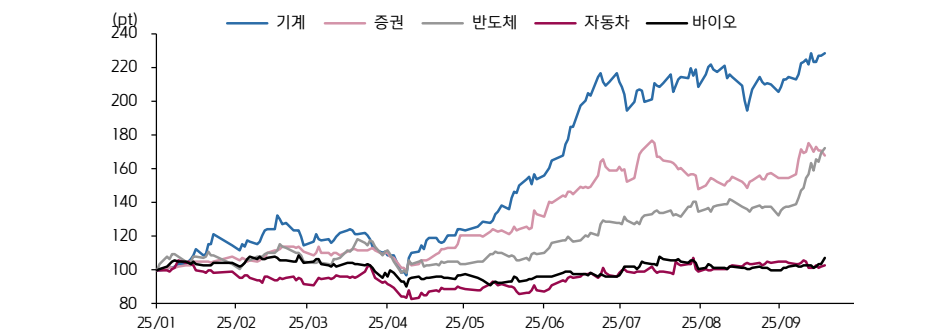
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

코스피 후행 PBR 밸류에이션 밴드: PBR 관점에서 이익 모멘텀(ROE 포함) 개선 시 밸류에이션 추가 확장 가능. 10 월 중 PBR 1.2 배 레벨 수준인 3,650pt 까지 열고 갈 필요. 6 개월 이상 중기적인 관점에서 봤을 때, PBR 1.3 배(동학개미운동 당시 레벨)에 해당하는 3,800pt 진입 여부가 관건.



자료: Quantwise 키움증권 리서치센터

연초 이후 주요 주도주 및 주요 소외주 성과 비교: 10 월에도 반도체, 기계(방산, 전력기기), 증권 등 기존 주도주들의 비중 확대 유효. 동시에 소외주에 해당하는 자동차, 바이오도 이익 추가 하향 제한적, 수급 빈집 매력이 점증하고 있는 만큼, 월 중순까지 지수 변동성 확대 과정에서 이들 주식 또한 분할 매수 관점으로 접근해볼 만



자료: Quantwise 키움증권 리서치센터

채권

채권 안예하
02) 3787-5157
yhahn@kiwoom.com

연준과 한은의 신중함



10월 채권시장은 보합권 등락 예상. 미 연준과 한국은행 모두 10월 금리 인하 가능성이 열려 있으나, 추가 인하에 대해 신중한 입장을 보이고 있는만큼 상하방 요인 충돌 예상. 박스권 장세 예상

10월 채권시장은 보합권 등락을 예상한다. 10월 미 연준의 추가 인하 가능성이 높게 평가되고 있으나, 내년 이후의 인하폭에 대해서는 신중하게 접근하고 있는만큼 강세장이 이어지기는 제한적이라 판단한다. 추가적인 고용 둔화 우려가 상존하고 있으나, 소비지표 등을 통해서 건조한 성장세가 예상된다는 점 등은 미 연준의 보험성 금리 인하 기초를 뒷받침하는 지표가 될 것으로 판단한다.

미 연준은 9월 FOMC에서 정책금리를 4.00~4.25%로 인하한 후 점도표를 통해 올해 추가 두 차례 인하 가능성을 제시했다. 물론 마이런 연준 이사는 50bp 인하를 주장하는 등 위원들 내 의견차가 나타나고 있으나, 적어도 연내 남은 회의에서는 추가 인하가 가능하다는 입장들을 내비치고 있다.

다만 연준은 올해 성장률 전망치를 소폭 상향 조정하고, 내년과 내후년 성장세가 완만히 회복될 것으로 제시했다. 실업률도 올해는 4.5%가 되겠지만, 점진적으로 하락할 것으로 예상하는 등 경기에 대해서는 긍정적인 평가를 유지하고 있다. 물가 또한 2% 초반선까지는 내후년에 둔화될 것으로 예상하고 있어 점도표를 통해서도 내년에는 추가 1회 정도의 인하 가능성을 시사했다.

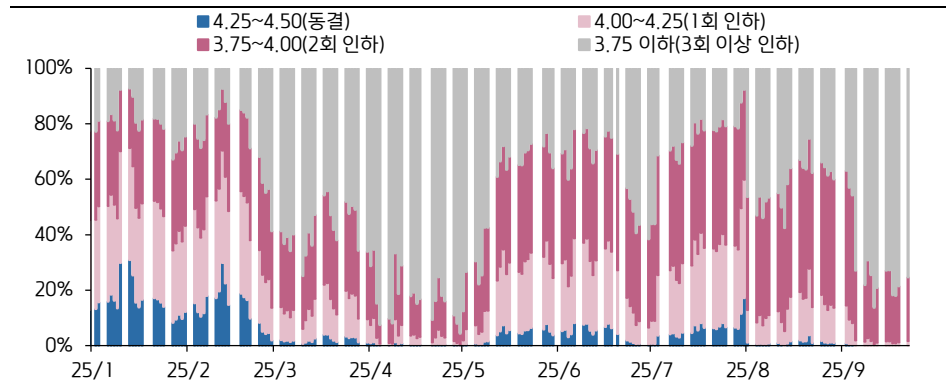
이로 인해 미국채 10년물 금리는 9월 FOMC 이후 반등하는 흐름을 보이고 있다. 4.0% 초반선까지 하락한 이후 미 연준의 신중한 태도를 반영하며 반등한 것이다. 10월에도 이러한 기초는 이어질 전망이다. 미국 고용지표 둔화 흐름을 반영하면서 추가 인하 가능성에 따른 하락 압력이 작용하겠으나, 그럼에도 물가와 소비지표 등이 건조하다는 점에서 보험성 금리 인하에 그친다는 인식이 금리 하락을 제약시키고 반등시킬 요인일 것이다. 뚜렷한 방향성 없이 올해 남은 기간 10년물 금리는 4.00~4.25% 수준에서 박스권 등락을 보일 것으로 예상된다.

한편 한국은행이 10월 금통위에서 금리 인하를 단행하는지 여부가 국내 시장의 주요 변수가 될 것이다. 주간 아파트 가격 상승세 추이를 보면 6.27 대책 이후로 둔화된

상승률이 8월 중순 이후 재차 높아지고 있는 점이 부담이다. 여전히 서울 중심의 가격 상승세가 나타나고 있다는 점에서 한국은행은 추가 인하를 단행하기에 부담스러운 여건에 놓여있다. 10월 금통위 이전까지 크게 변화가 없을 경우 10월 동결 가능성도 높게 두고 볼 필요가 있다. 다만 만약 한국은행이 금리 인하에 나설 경우 금융안정보다 경기를 우선시하는 정책으로 해석되면서 그간 박스권에 갇혀있던 시장금리는 소폭 하락 압력을 받을 것으로 예상된다.

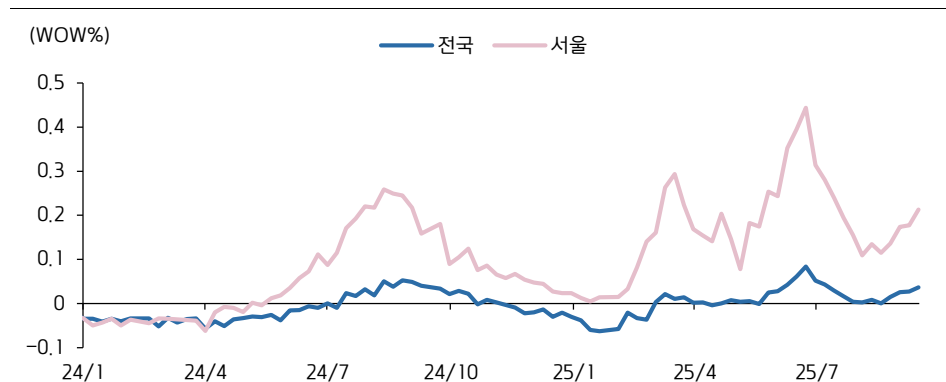
한편 10월 기준금리를 동결하더라도, 재정 확장 정책에 대한 공조 차원과 경기 부양 정책 효과 측면에서 한국은행의 금리 인하 가능성은 여전히 열려 있다. 인하 기대 자체가 완전히 훼손되지 않을 것으로 보며, 10월 동결 이후 11월 인하 가능성도 열려 있는만큼 시장금리는 계속해서 상하방 요인의 충돌과 함께 박스권 등락을 이어갈 전망이다. 미국채 금리의 박스권 등락 또한 국내 시장에 영향을 줄 것이다.

미 연준 FOMC 12월 정책금리 기대 변화



자료: CME Fedwatch, 키움증권 리서치센터.

주간 아파트 가격 상승률 추이



자료: KB부동산 데이터허브, 키움증권 리서치센터.

원자재

원자재 심수빈
sb.shim@kiwoom.com

▶ 금, 강세 흐름 이어질까?

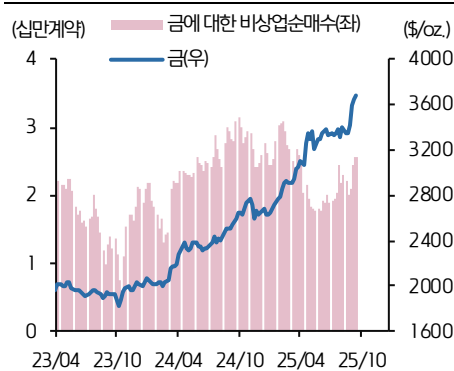


금은 10월에도 상승 흐름 지속할 전망. 9월 금 가격 강세를 견인했던 요인에 변화가 없기 때문. 역사적 최고치를 기록한 만큼 단기 조정 가능성은 열어두나, 상승 추세는 유지될 것으로 예상. 국제유가는 공급 불안 속 하방 경직성 강화 전망

9월 상품시장에서 가장 주목을 받았던 상품은 금이었다. 금은 미 연준의 FOMC 회의 이후 온스당 3,800달러 선을 넘어서며 역사적 최고치를 기록했다. 9월 금 가격의 상승을 견인한 요소는 두 가지로 보인다. 우선, 미 연준의 금리 인하 전망이 강화된 점을 들 수 있다. 월 초 발표된 미국의 8월 고용지표가 부진했고, 소비자물가는 시장 예상에 부합하는 수준으로 발표되었기 때문이다. 이후 진행된 미 연준의 9월 FOMC에서 연준은 정책금리를 25bp 인하했고, 점도표를 통해 연내 두 차례 추가 인하를 시사했다. 미 연준의 금리 인하 기조를 재확인하면서 금에 대한 투자 수요가 강화되는 모습을 보였다.

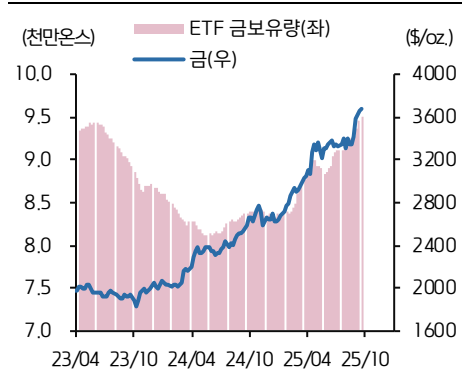
금 가격 강세의 또 다른 요인으로는 안전자산 수요가 있다. 프랑스의 신용등급이 재정건전성 악화 등으로 강등되었고, 러시아와 우크라이나 간 전쟁도 이어지며 동유럽 지정학적 리스크도 확대되었다. 또한 월말 발생한 러시아 드론의 에스토니아 영공 침해 사건으로 동유럽 확전 우려가 높아진 점도 안전자산 수요를 자극한 요인으로 들 수 있다.

금과 금에 대한 비상업순매수 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

금과 ETF 금 보유량



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

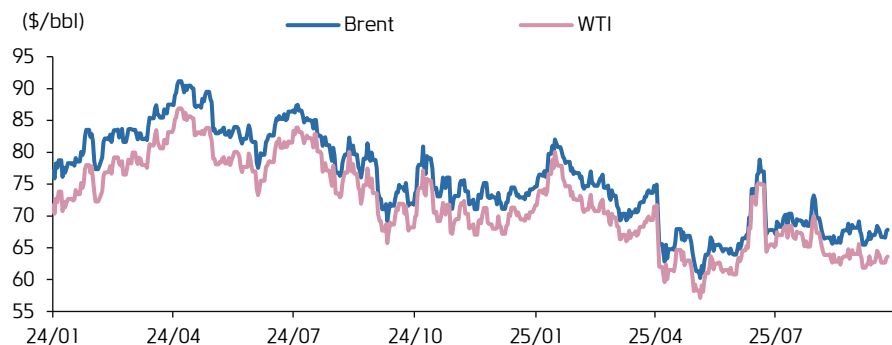
금이 역사적 고점을 기록한 만큼 일시적 약세 가능성은 열어두나, 10월에도 금 가격의 상승은 이어질 것으로 예상된다. 9월 금 가격의 상승을 견인한 요인에 변화가 없을 것으로 보이기 때문이다. 러-우 전쟁이 지속되는 가운데 트럼프 미 대통령은 계속해서 NATO에 무기를 공급할 것으로 발표하는 등 강경한 태도를 보였다. 또한 이스라엘의 가자지구 공격도 지속되면서 중동 지역의 정세 불안도 수시로 높아질 수 있다. 이에 금에 대한 안전자산 수요는 계속해서 유입될 것으로 전망한다.

한편, 10월 국제유가는 계속해서 뚜렷한 방향성이 부재한 흐름을 이어갈 것으로 보인다. 물론 미국의 드라이빙 시즌 종료로 계절 수요가 종료된 가운데 미국 고용지표 둔화, 중국 실물 경제지표 부진 등 수요 불안이 상존하고 있다는 점은 유가의 하방 압력을 높이는 요인이나, 공급 불확실성이 유가 하락을 제한하며 유가의 하방 경직성을 강화시킬 것으로 전망한다.

현재 원유 시장의 공급 불안을 자극하는 요인은 러-우 전쟁이다. 러시아와 우크라이나 간 공격이 이어지고 있고, 특히 우크라이나는 러시아 에너지 시설을 집중적으로 타격하고 있어 일부 외신에서는 러시아 공급 차질 가능성을 높게 보고 있다. 실제로 9월 중 우크라이나의 공격으로 러시아 최대 석유 항구의 운영이 중단되기도 했다. 또한 트럼프 미 대통령이 계속해서 러시아 석유 제재를 언급하고 있고, EU도 러시아산 원유 구매 중단을 언급하고 있다는 점도 공급 불안을 높이고 있다.

이런 가운데 러시아-NATO 간 군사적 긴장도 높아지고 있다. 최근 NATO가 에스토니아 영공을 침범한 러시아 드론을 격추했던 가운데 러시아 드론이 루마니아 영공도 침범했다는 소식이 보도되었기 때문이다. 더욱이 덴마크, 노르웨이 공항에서 발생한 드론 침입의 배후로 러시아를 지목하고 있다는 점도 확전 우려를 자극하고 있다. 따라서 10월 유가는 상승 요인과 하락 요인이 공존하는 만큼 보험권 흐름을 지속할 것으로 전망하며, 동유럽 정세 변화에 따라 변동성이 큰 흐름을 이어갈 것으로 예상된다.

국제유가 동향



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

FX

Economist 김유미
helloym@kiwoom.com

▶ 단기 상승 압력 이후 하락 전망

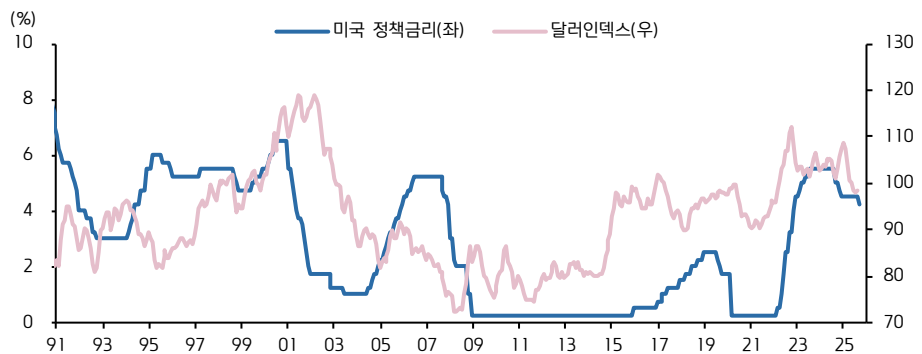


달러는 바닥 다지기 국면이 이어지나, 재정 불안과 낮아진 금리 인하 기대 탓에 반등은 제한적. 유로화는 프랑스 재정 불안과 성장 제약으로 추가 강세가 어렵고, 신용등급 하향 가능성이 부담 요인. 원화는 단기적으로 상승 압력이 높아질 수 있으나 달러 강세가 제한되고, 대미 투자 관련 우려가 완화되면서 하락 전환 가능할 전망

9월 외환시장의 변동성은 8월에 비해 완화되었다. 달러는 연준의 통화정책 결정을 앞두고 하락 압력이 이어졌으나, 예상보다 매파적으로 평가되면서 낙폭은 되돌리는 흐름을 보였다. 9월 FOMC 전에는 50bp 금리 인하 가능성과 내년도 세 차례 인하 기대가 부각되며 달러 약세가 나타났지만, 실제로는 25bp 인하와 연내 추가 두 차례 금리 인하 전망에 그쳤다. 여기에 내년도 금리 인하가 한 차례에 그칠 수 있다는 평가가 더해지면서 달러는 하락분을 상당 부분 반납했다. 달러인덱스는 96~97선의 좁은 범위에서 등락을 반복하며 뚜렷한 방향성을 보이지 못했다.

달러/원 환율 역시 달러 흐름에 연동해 1,300원대 후반에서 움직였다. 국내 주식시장으로 외국인 자금 유입이 확대되었음에도 원화는 다른 통화 대비 약세를 보였는데, 이는 내국인의 해외 투자가 꾸준히 증가한 데다 미국과의 무역협상과 관련 불확실성이 여전했기 때문이다. 유로화 또한 추가 강세도 제한되었다. 프랑스의 정치적 불확실성과 재정 건전성 우려가 높아지면서 유로화의 상승을 제약했다. 특히, 프랑스 국가 신용등급하향 조정은 디폴트 우려를 키웠고, 장기 국채금리 상승으로 이어지며 재정 이슈에 대한 유로화의 민감도를 확대시켰다.

미국 기준금리와 달러인덱스,



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

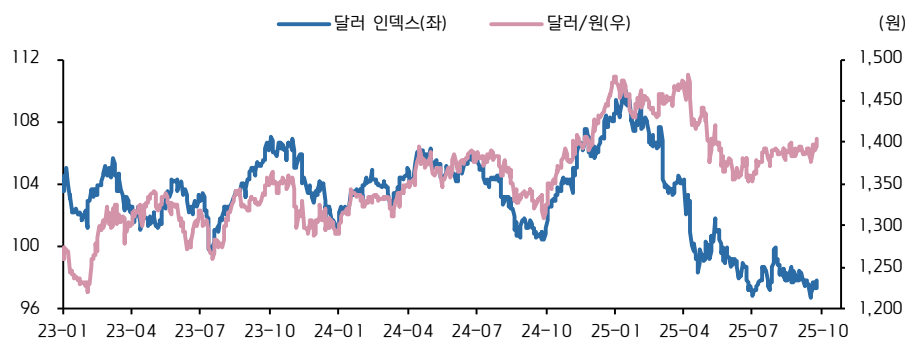
9월 외환시장은 뚜렷한 방향성보다는 좁은 범위 내에서 등락할 것으로 전망한다. 미 달러는 바닥 다지기 국면이 지속될 것으로 보인다. 연내 두 차례의 연준 금리 인하가 남아있으나 내년도 인하 폭에 대한 기대는 낮아진 상황이다. 재정 불안 요인이 잔존하는 만큼 달러 반등도 아직은 쉽지 않다. 특히 연준위원들의 발언에 따라 내년도 금리 인하 전망이 수시로 변동될 수 있으며, 이에 연동해 달러 역시 등락할 가능성이 크다.

유로화의 추가 강세는 제한적일 것으로 보인다. 프랑스 재정 건전성 우려가 단기간에 해소되기 어렵기 때문이다. 연초 유로존의 재정지출 확대에 따른 성장 회복 기대가 자금 유입을 촉발하며 유로화 강세 요인으로 작용했지만, 트럼프 행정부의 관세 부과와 재정 불안은 달러 신뢰도를 약화시키는 요인으로 작용했다.

다만 유로존이 확장적 재정 기조를 유지하기 위해서는 충분한 성장세가 뒷받침되어야 하나, 아직 이를 충족하기는 쉽지 않은 상황이다. 특히 프랑스는 높은 부채 부담과 재정 긴축에 대한 반발 여론으로 국가 신용등급 추가 하향 가능성이 남아 있으며, 이는 유로존 전반의 재정 불안을 자극해 유로화 강세를 제약할 수 있다.

달러/원 환율은 달러 흐름에 연동해 1,300원대 후반에서 등락할 것으로 예상된다. 내국인의 해외투자 증가와 대미 투자 관련 불확실성으로 일시적으로 1,400원대를 상회할 가능성은 있으나, 미국과의 통화 스와프 체결 가능성이 일정 부분 남아 있다면 부담을 완화할 수 있다. 달러 강세가 제한되고 국내 증시 호조에 따른 외국인 자금 유입이 확대될 경우, 달러/원 환율은 당분간 1,300원대 후반에서 움직일 가능성이 크다.

달러인덱스와 달러/원 환율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

자산배분

퀀트/자산배분 최재원
cjw5056@kiwoom.com

리스크 온 국면 지속 기대

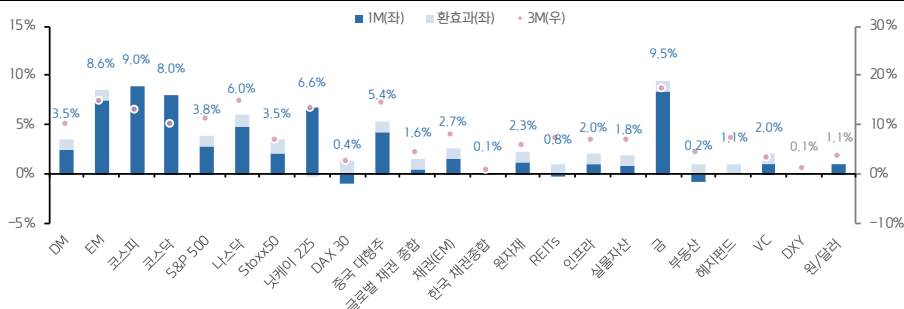


전월 FOMC 이후 금리 인하 기대감이 시장에 빠르게 반영된 만큼, 이를 소화하는 과정에서 채권 시장 방향성은 혼재될 가능성에 무게. 반면, 유동성 환경 개선에 기인한 위험 선호 심리는 3Q 어닝 시즌 개막과 함께 국내외 증시에 실적 모멘텀에 기반한 상승 동력을 제공할 수 있을 것으로 기대

주요 자산군의 9월 한달 간의 성과를 살펴보면 시중 유동성 환경 개선이 이루어지는 가운데, 여전히 불확실성에 대한 경계감이 높아지며 위험자산과 안전자산이 동시에 상승하는 모습이 연출됐다. 지정학적 긴장감이 지속되는 가운데, 9월 FOMC 이후 미 연준의 금리 인하 기대감 재차 부각된 영향으로 금에 대한 수요가 집중된 동시에 한국과 중국을 중심으로 한 신흥국 주식의 성과가 가장 높았다. 신흥 권역에 비해서는 낮았지만, 선진 증시 내에서도 일본 그리고 미국의 성장주 또한 유동성 확대에 따른 수혜가 반영되며 양호한 성과를 기록했다.

한편, 국내 채권은 10월 금통위까지의 시차를 두고 변화폭이 제한된 가운데, 글로벌 금리 인하 방향성과 더불어 신흥국 스프레드가 빠르게 감소한 영향으로 신흥국 채권의 성과가 채권 자산 내에서는 가장 높은 흐름을 보였다. 다만, 현재 직면하고 있는 금리 인하 국면은 추세적인 인하보다는 보험성 금리 인하에 그칠 수 있다는 의견에 무게가 실리고 있고, 국내 역시도 부동산 가격 상승에 대한 부담이 상존하는 만큼 전월보다도 채권 자산 내에서의 운신의 폭은 제한될 것으로 판단한다. 이를 종합했을 때, 오는 10월 역시도 채권보다는 주식 측면에서의 적극적인 대응이 요구될 것으로 전망한다.

주요 자산의 최근 1, 3개월 수익률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

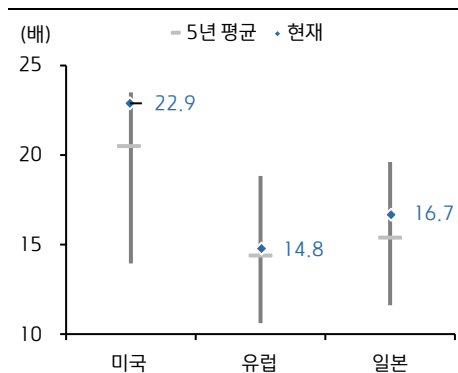
주) 수익률은 9/24 기준

전술한 바와 같이 글로벌 금융시장의 유동성 환경이 개선되며 연출된 대내외 증시 상승으로 인해 전반적으로 5년 평균 PER(Fwd. 12M) 밸류에이션 수준을 상회하는 모습이 공통적으로 연출되고 있다. 특히 미국 증시의 PER은 23배에 근접하며 5년 평균(20배)을 1.3σ 만큼 상회하고 있다. 주요국 중에서 밸류에이션 부담이 가장 높은 상황이지만, 역설적으로 최근의 주가 성과를 견인하고 요소를 나누어 살펴보면 주요국 중 가장 안정적인 실적 모멘텀을 보유하며 멀티플을 정당화하는 모습이다.

지난 달 주요국의 증시 성과를 주도한 요인을 살펴보기 위해 최근 1년 동안의 수익률을 실적(EPS) 변화 그리고 멀티플(PER) 변화로 나누어 살펴보면, 가장 성과가 높았던 한국, 중국을 비롯해 일본과 유럽 모두 멀티플 개선이 주도하는 모습이다. 반면, 미국과 대만 증시만이 실적과 멀티플 개선이 주가 상승을 이끌고 있는 것으로 나타난다. 유동성 환경 개선에 기인한 최근의 멀티플 확장 국면이 유지되기 위해서는 오는 3분기 어닝 시즌을 통해 펀더멘털 회복에 대한 부분들이 확인될 필요가 있다.

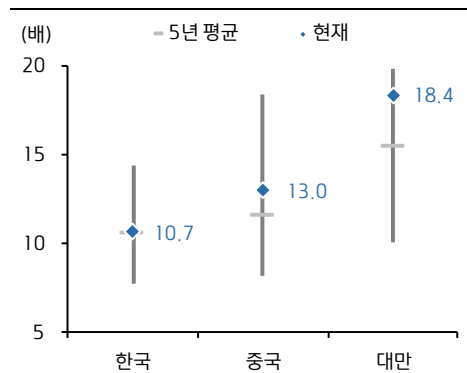
주요국의 '25년 주당순이익(EPS) 성장률 전망 추이를 살펴보면, 미국만이 펀더멘털에 대한 훼손이 제한된 모습이다. 다만, 3분기 어닝시즌을 앞두고 한국 그리고 대만의 실적 전망 역시 소폭 반등하는 모습이 나타나고 있는데, 이는 AI 및 IT 산업을 중심으로 이루어지고 있는 것으로 파악된다. 실적 모멘텀이 업종별로 상이하게 연출되고 있는 것은 부담이지만, AI 산업을 중심으로 한 성장 추세와 미국발 관세 여파가 현재의 시장 예상 수준에 부합한다면 오는 10월 역시도 주식 시장을 중심으로 한 상승 모멘텀이 우위에 있을 것으로 전망한다.

미국, 유럽, 일본 최근 5년 PER 범위



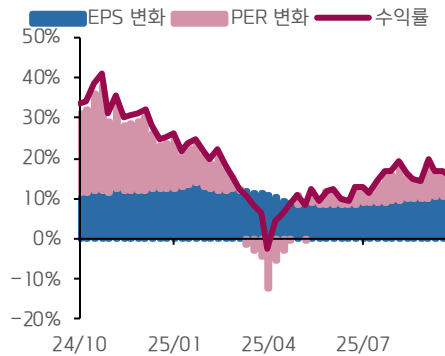
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

한국, 중국, 대만 최근 5년 PER 범위



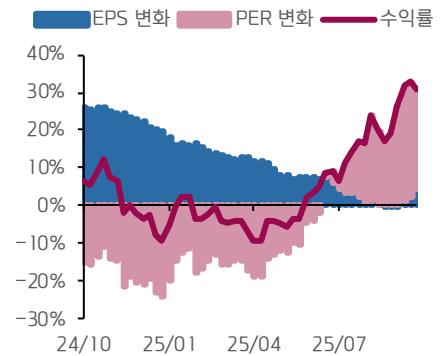
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

S&P 500. 최근 1년 주가수익률(1Y) 분해



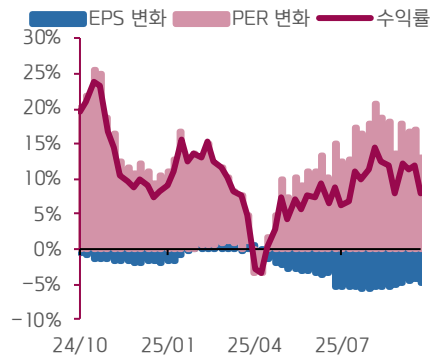
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

코스피. 최근 1년 주가수익률(1Y) 분해



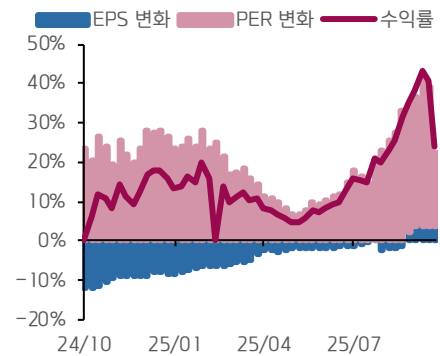
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Stoxx 50. 최근 1년 주가수익률(1Y) 분해



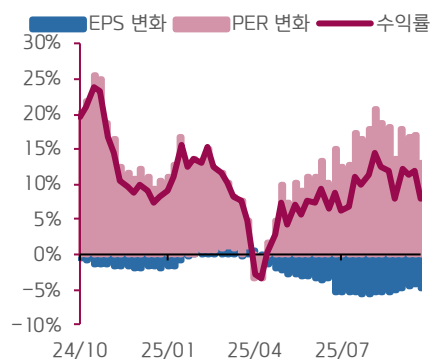
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

CSI300. 최근 1년 주가수익률(1Y) 분해



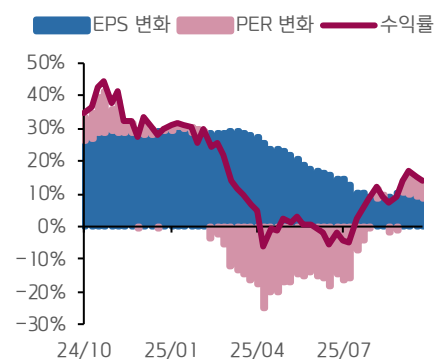
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

닛케이 225. 최근 1년 주가수익률(1Y) 분해



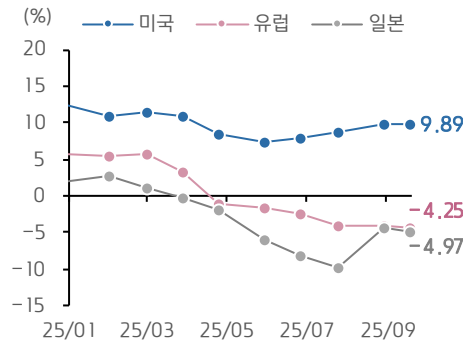
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

대만 가권. 최근 1년 주가수익률(1Y) 분해



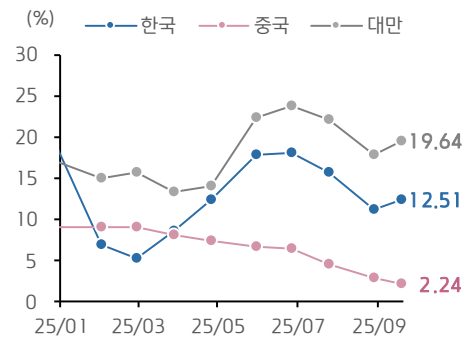
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주요 선진국 FY25 주당순이익 성장률 전망 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주요 신흥국 FY25 주당순이익 성장률 전망 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

2025년 10월
Kiwoom Research Calendar
 Strategist 김기영 hodge@kriwoom.com
 Market/ISSG 어성준 kji07@kriwoom.com
키움증권