

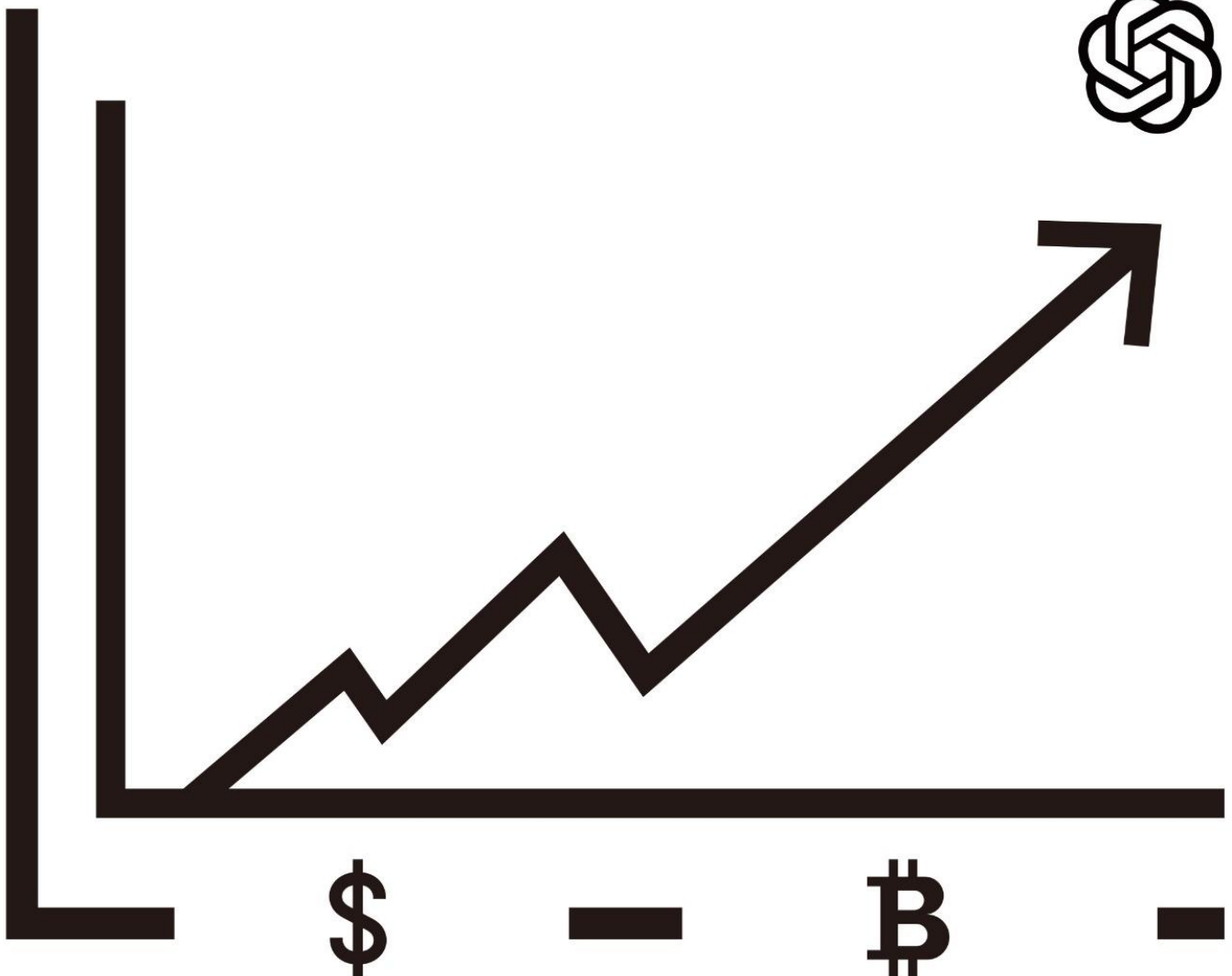
전략공감 2.0

Strategy Idea

S&P500 신고가 재경신, 전고점과 차이는?

칼럼의 재해석

미국 대중국 관세 인상의 서막: 장갑마저 관세 인상 대상



본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

Strategy Idea



글로벌 투자전략 - 선진국

Analyst 황수욱

02. 6454-4896

soowook.hwang@meritz.co.kr

S&P500 신고가 재경신, 전고점과 차이는?

- ✓ 9/23 종가 기준 S&P500 지수 YTD 수익률 20% 기록하며 신고가 경신 중
- ✓ 전고점보다 밸류에이션, 쏠림 부담 덜고 주도주 기대 회복 중. 상승 여력 충분하다는 판단
- ✓ '24년 5월 하반기 전망에서 제시했던 연말까지 S&P500 상단 6,000pt 전망 유지
- ✓ 주도주(기술주, 전력인프라) 중심 투자 지속, 금리 인하 수혜주(바이오, 주택건설) 일부 관심

S&P500 2개월만에 신고가 경신, 전고점보다 상승 여력 개선

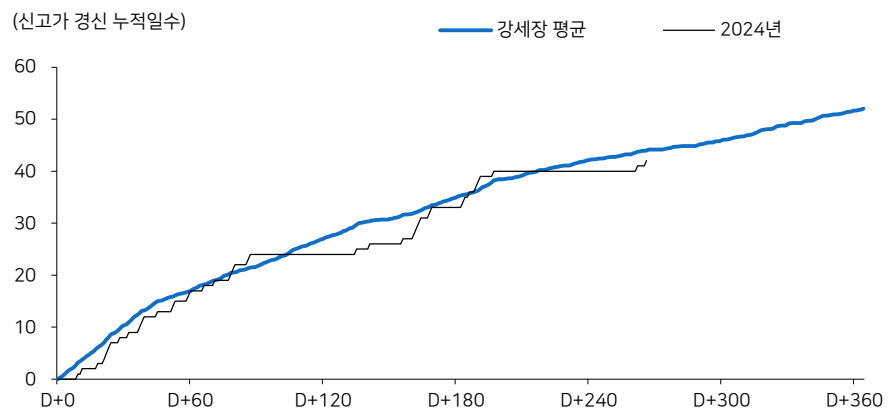
9/23 S&P500 신고가 돌파 지속,
YTD 수익률 20%

올해 5월 발간한 2024년 글로벌증시 하반기 전망 자료에서 S&P500 연말 전망치를 5,800pt, 고점을 6,000pt로 제시한 바 있다. S&P500은 7월 16일 고점 이후 2개월만인 9월 19일에 다시 전고점을 돌파하기 시작했고, 9월 23일 현재 5,719pt로 YTD 수익률은 19.9%다.

전고점보다 상승 여력 개선

하반기 전망에서 제시한 지수 전망을 계속 유지한다. 대선 전 일시적인 부침이 있더라도 여전히 매수기회로 보며, 대선 이후에는 본격적으로 지수 고점을 계속 경신해 나갈 것으로 예상한다. 주도 산업에 대한 낙관적인 추세 전망은 지난 9월 10일 발간한 AI 인덱스에서 상세히 다뤘다면, 이번 전략공감에서는 조금 더 짧은 시계에서 전고점(7/16) 대비 시장 환경이 개선되었는지 점검했다.

그림1 S&P500 신고가 경신 누적일수: 1960년 이후 강세장 평균 vs 2024년



주: 1960년 이후 S&P500 지수 상반기 수익률 10% 이상 기록했던 해의 평균적인 신고가 경신 궤적
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

전고점과 비교할 때 쓸림, 버블 우려는 덜고

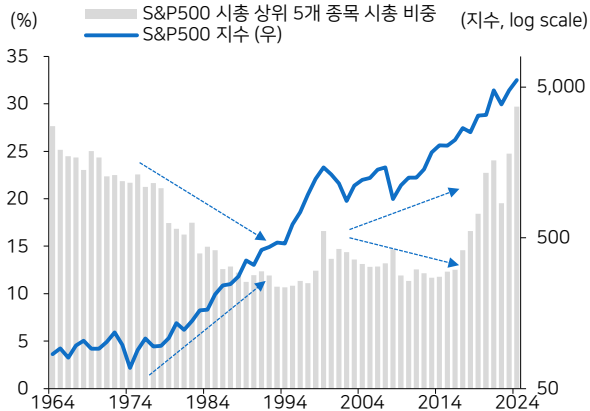
7월 고점 대비 TOP5 시총 쓸림
완화: 30% → 25.5%

가장 눈에 띄는 차이는 빅테크가 주춤하고 있음에도 지수가 신고가를 경신하고 있다는 점이다. 7/8일자 데일리에서 쓸림 완화는 고점 신호가 아닌, 온기의 확산으로 봐야한다고 정리한 바 있다. 7월 초까지만 하더라도 시총 상위 5개 종목 비중이 30%에 근접하며 쓸림 우려를 키웠으나, 9/23 기준 25.5%까지 하락했다. 하지만 S&P500 지수는 신고가를 경신했다.

7월 고점 대비 기술주 밸류에이션
조정: 33.0배 → 28.6배

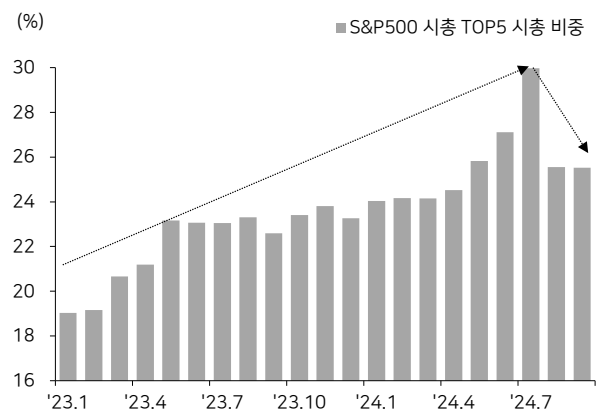
S&P500 12개월 선행 PER도 소폭 하락했다. 7월 16일 기준 22배에 근접했던 밸류에이션은 21.6배까지 소폭 하락했다. 밸류에이션 하락을 견인한 것은 빅테크다. Magnificent 7의 12개월 선행 PER은 33.0배에서 28.6배까지 하락했는데, S&P500 IT 섹터 밸류에이션이 28.5배다. 지난 6월 빅테크의 밸류에이션이 치솟으면서 버블 우려가 커졌지만, 실적시즌과 주가 조정을 거치면서 오히려 이런 우려를 덜 수 있게 되었다.

그림2 쓸림 완화는 고점 신호가 아닌



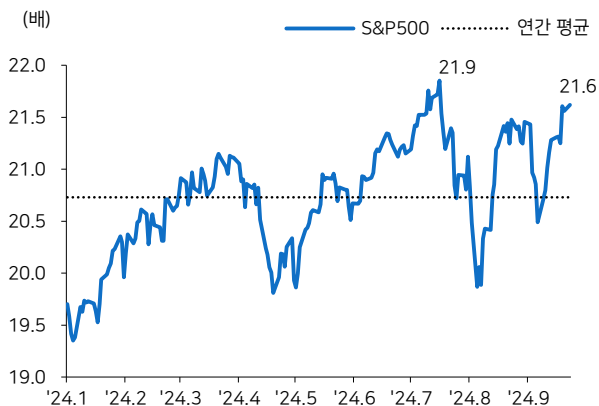
자료: S&P Global, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 쓸림의 우려가 제기되었던 전고점에서 쓸림 완화



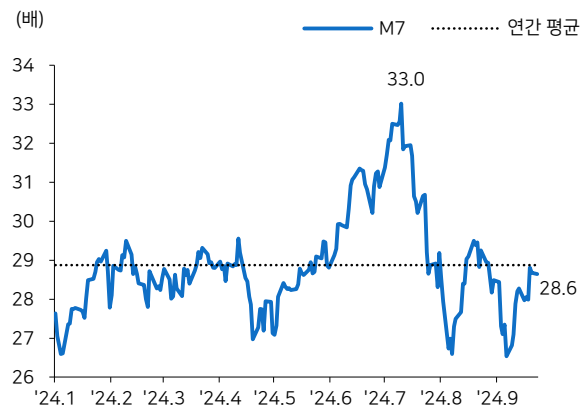
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 S&P500 12M fwd PER: 전고점 21.9 vs 현재 21.6



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 M7 12M fwd PER: 전고점 33.0 vs 현재 28.6



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

주도주인 기술주 상승 여력은 더 커졌음

기술주 섹터만 전고점 회복 못함.
상승 여력이 남은 것으로 해석

따라서 전고점과 비교할 때 S&P500 내에서 기술주의 상승 여력이 더 커진 것으로 보인다. 전고점(7월 16일) 이후 섹터별 수익률을 비교하면, 다른 섹터는 모두 (+) 수익률인 반면 에너지와 기술주 섹터인 IT, 커뮤니케이션 서비스는 주가가 다시 상승 중이지만 아직 이전 수준을 회복하지 못했다.

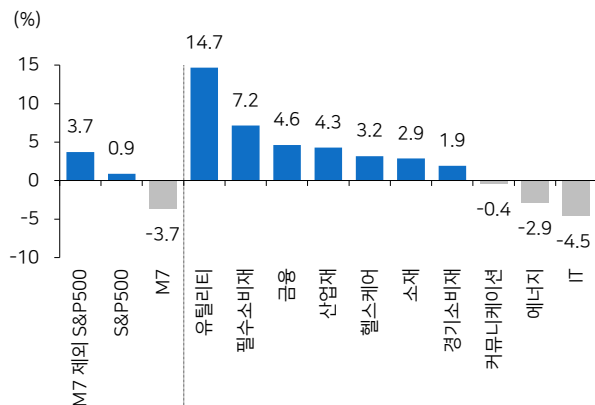
9/11 이후 기술주 기대감 서서히
회복하는 중

다만 9월 11일 골드만삭스 기술 포럼에서 젠슨황 발언, 최근 GPT5 출시 관련 기대감이 다시 조성되는 등 우려가 컸던 기술주에 대한 기대감이 다시 회복하는 국면인 듯 하다. 따라서 9월 중순부터 이어지는 주요 이벤트에 초점을 맞춰 단기 매수 타이밍을 고려해야 한다는 생각이다.

기술주는 실적에서 상대적으로
강한 모멘텀 유지, 빅스텝 인하는
6-7월 대비 일드갭 우려 완화

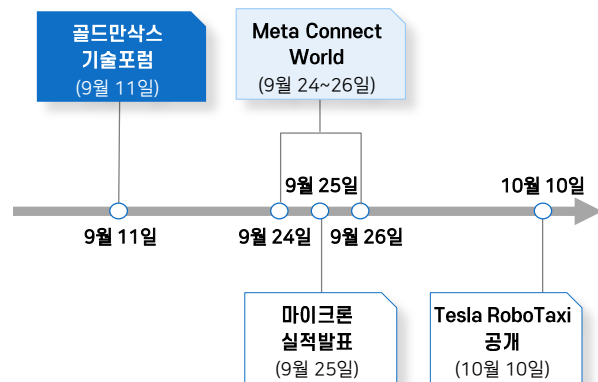
실적 측면에서도 주도주의 매력은 전고점 대비 커졌다는 관점이다. M7의 YTD 수익률이 33%, 12개월 선행 EPS 추정치는 YTD 28%나 성장했다. M7 제외 S&P500의 수익률이 14.8%, EPS 성장률이 5.2%에 그친 것과 대조된다. 여기에 빅스텝 인하는 일드갭 측면에서 6월보다 훨씬 완화적인 환경을 조성해주었다.

그림6 S&P500 전고점 이후 섹터별 수익률(7/16~9/23)



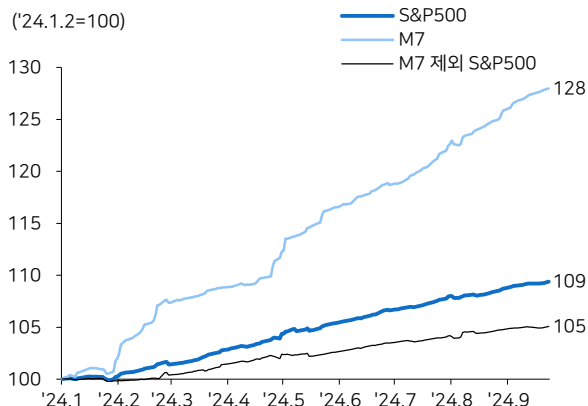
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 9월 중순 이후 기술주 주요 이벤트



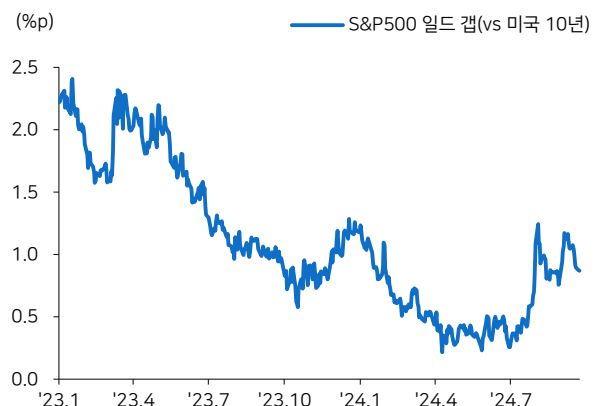
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 주가 조정에도 EPS 추정치는 계속 우상향



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 금리인하 빅스텝으로 일드갭 부담까지 덜어



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

남은 우려 1) 경기침체 걱정은 계속 덜어갈 것으로 예상

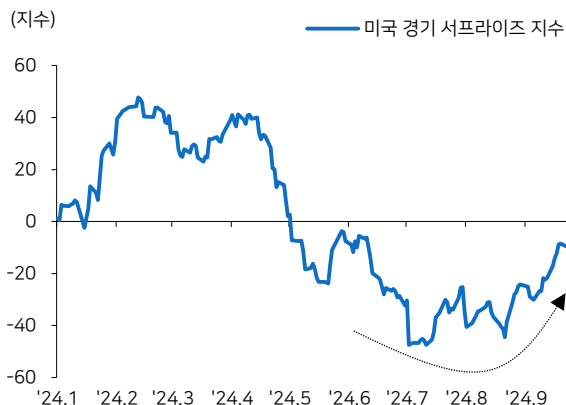
미국 제조업 회복 조짐은
계속 확인 중

남은 우려는 경기침체 현실화 여부일 것이다. 우리는 계속해서 경기침체가 아님을 주장하고 있으며, 침체 걱정은 계속 덜어갈 것으로 생각한다. 이미 경기 서프라이즈 지수에서 감지되는 경기 기대는 7~8월 이후 반등 중이며, 8월초 경기침체 우려를 키웠던 ISM 제조업지수의 선행 지표인 지역 연은 제조업 지수는 9월 계속 회복 조짐이 확인되고 있다.

정책 대응이 되면 침체가 아닐 것.
노동시장은 이미 여력이 충분한
통화정책이 대응 중

고용 지표/노동시장에 대한 우려가 핵심일 것인데, 9월 FOMC에서 보았듯이, 연준이 이미 노동시장 둔화에 대응하고 있고, 그 여력마저 충분해 빅스텝을 단행했다. 이렇게 정책으로 대응이 되면 침체가 아닐 것이다. 최근 경기 침체 현실화는 재정/통화정책으로 대응이 되지 않는 경우 나타났다. COVID 이후 시계에서만 보아도, 전염병에 따른 이동통제는 재정/통화정책으로 대응이 어려워 침체가 현실화되었다고 볼 수 있다. 반면, 2022년 상반기 역성장에서 통화정책 여력이 없음에도 강한 재정으로 대응했던 사례나, 2023년 SVB 사태에서 미시적 통화정책으로 경기 혼란 가능성에 선제적으로 대응해 침체를 예방한 사례라고 볼 수 있다.

그림10 경기에 대한 기대는 저점 이후 반등 중



자료: Citigroup, 메리츠증권 리서치센터

그림11 제조업지수: 대선 후 본격 회복 예상, 일부 회복 조짐



자료: 각 지역 연은, US ISM, 메리츠증권 리서치센터

그림12 재정/통화정책으로 해결할 수 없으면 경기침체



자료: Federal Reserve, US ISM, 메리츠증권 리서치센터

남은 우려 2) 대선 불확실성 남아있으나 추세 변수가 아님

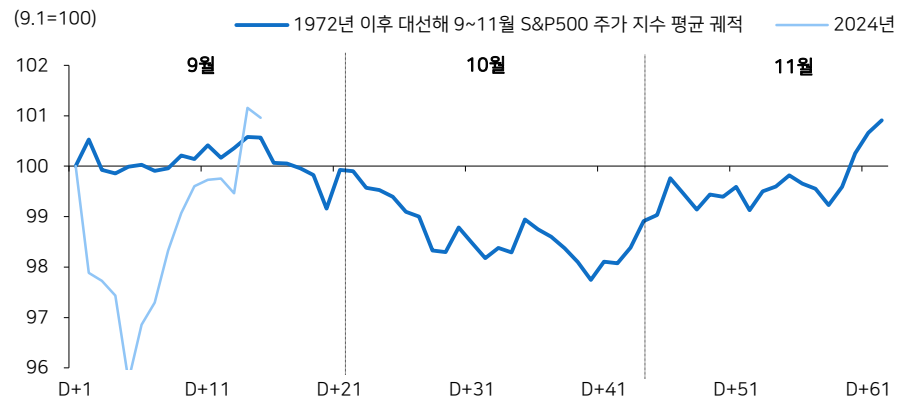
10월까지 대선 불확실성이 주가 하방 변동성으로 작용할 가능성 아직 배제할 수 없음

그러나 대선은 추세 변수가 아니었으며, 감내하기 어려운 하방 압력을 유발하지 않을 것

11월 예정된 미국 대선은 실물경제나, 금융시장의 투자 판단에 있어 여전히 결정을 보류 시키는 영향을 주고 있음이 여러 징후에서 확인 중이다. 대선 불확실성이 9~10월 주가의 하방 변동성으로 작용했다는 것도 경험적으로 확인된다. 8월부터 9월 초까지 부진했던 시장 영향으로 최근 빠르게 반등해 신고가를 경신하고 있지만, 대선 불확실성으로 다시 조정을 받을 가능성을 아직 완전히 배제할 수 없다.

다만 대선 불확실성은 추세 변수가 되지 않았다. 대선이 있던 해에 일시적으로 대선 직전 시장 변동성이 반복적으로 나타났지만, 우상향 추세에는 감내하기 어려울 정도의 하방 변동성을 유발하지는 않았다. 그리고 대선 직후 불확실성이 해소되며 연말까지 우상향 추세가 이어졌던 경험이 있기 때문에 10월까지 주가 조정 국면이 과거처럼 반복된다면 계속 매수 관점에서 접근해야 할 것이다.

그림13 지수 신고가 경신 중이나 아직 대선이 10월 하방 압력으로 작용할 가능성 배제 불가



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림14 대선 불확실성은 추세 변수가 되지 못함, 감내하기 어려운 변동성 아닐 것



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

기술주+전력인프라(산업재, 유틸리티) 포트폴리오 최선호 유지

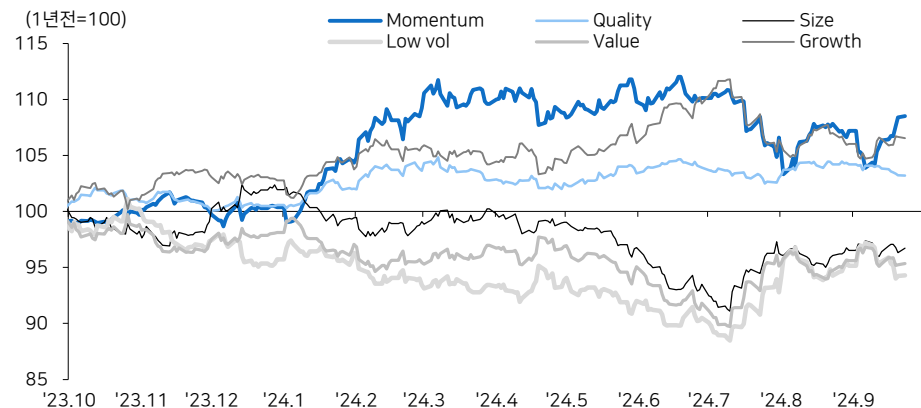
7월 지수 고점보다 현재가
기술주 접근에 더 편하다는 생각

결론은 미국 증시가 7월 이후 두 달만에 신고가를 경신 중인데, 7월보다 시장 상황은 더 좋아 보인다. 따라서 미국 전략은 기술주 중심의 매수 관점을 계속 유지한다. 스마트 팩터의 추이를 비교해보면 모멘텀 팩터가 여전히 가장 아웃퍼폼하는 가운데, 그 강도가 최근 다시 강화되고 있으며, 그로스 팩터도 회복 중이다. 두 팩터의 공통 분모는 기술주다.

모멘텀 측면에서 신고가 경신중인
전력인프라(산업재, 유틸) 선호.
헬스케어, 주택건설 관심

가장 아웃퍼폼하는 모멘텀 팩터 측면에서 섹터 전략으로 접근하면, 기술주 이외 성과가 좋았던 섹터는 1) 산업재, 유틸리티 등 전력 인프라와 2) 금리인하 수혜주로 꼽히는 헬스케어, 주택건설이다. 1)은 우리가 연간 최선호 관점에서 계속 추천하는 섹터다. 2)는 주택 건설의 경우 일부 우려가 있으나(8/29 오늘의 차트 참고) 최근 모멘텀이 좋아 함께 관심을 가져보자는 관점이다.

그림15 스마트 팩터의 S&P500 지수 대비 상대강도 비교: 모멘텀+그로스 팩터 회복



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표1 연초 이후 전고점(7/16)까지 수익률 상위 종목

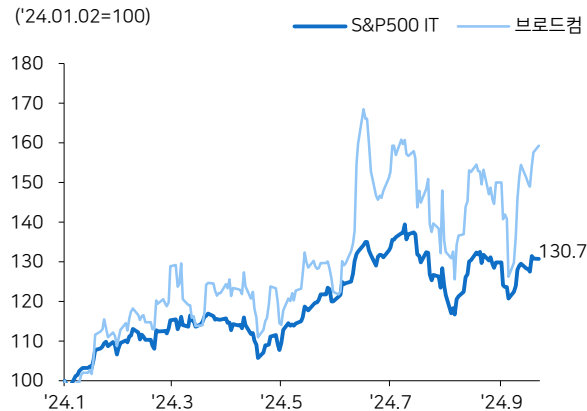
종목명	섹터	수익률 (%)
엔비디아	IT	155.2
컨스텔레이션 에너지	유틸리티	75.6
일라이릴리	헬스케어	62.7
GE 에어로스페이스	산업재	59.7
타가 리소시스	에너지	58.1
코닝	IT	53.3
브로드컴	IT	52.0
넷앱	IT	51.4
어플라이드 머티리얼즈	IT	51.2
아리스타 네트워크	IT	51.2
하우멧 에어로스페이스	산업재	50.6
NRG 에너지	유틸리티	49.3
마이크론 테크놀로지	IT	48.7
KLA	IT	48.6
테라다인	IT	47.9

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

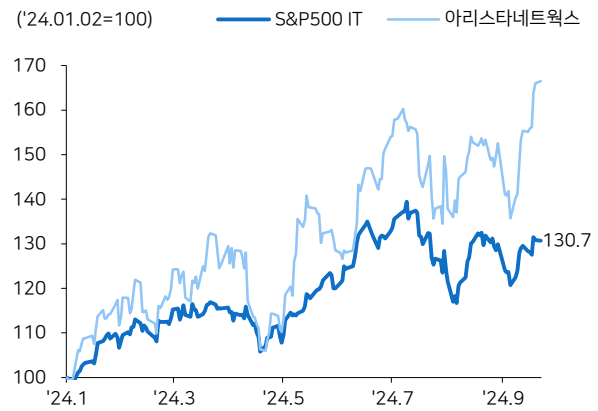
표2 전고점(7/16) 이후 9/23까지 수익률 상위 종목

종목명	섹터	수익률 (%)
솔벤텀	헬스케어	45.4
켈라노바	필수소비재	44.2
GE 베르노바	산업재	41.8
유니버설 헬스 서비시스	헬스케어	34.8
쓰리엠	산업재	32.8
스타벅스	경기소비재	32.0
비스트라	유틸리티	29.8
포티넷	IT	29.3
페이팔 홀딩스	금융	28.4
켄뷰	필수소비재	28.4
HCA 홀딩스	헬스케어	28.2
빌더스 퍼스트소스	산업재	27.8
엑손 엔터프라이즈	산업재	27.6
D.R. 호턴	경기소비재	27.4
CBRE 그룹	부동산	27.1

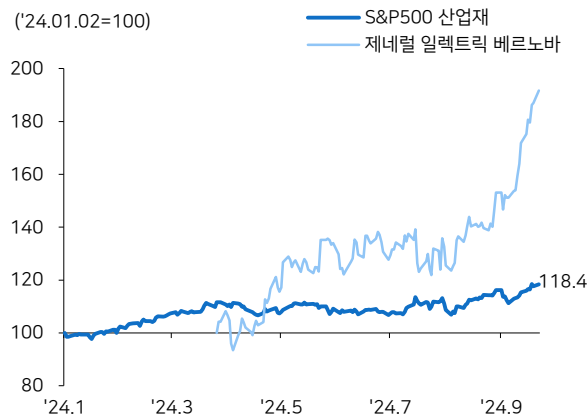
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림16 브로드컴 신고가 경신 목전에 두고 있음

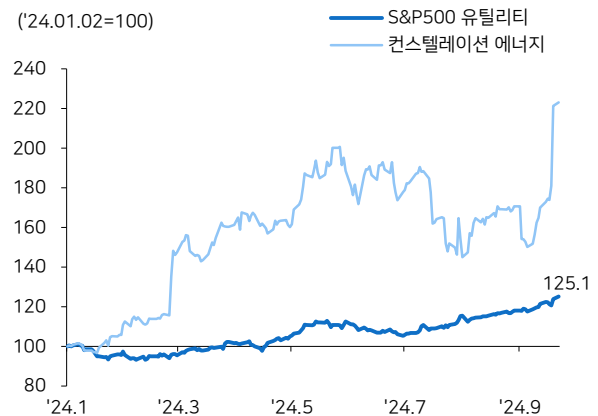
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림17 아리스타네트웍스는 9월 이후 신고가 경신 중

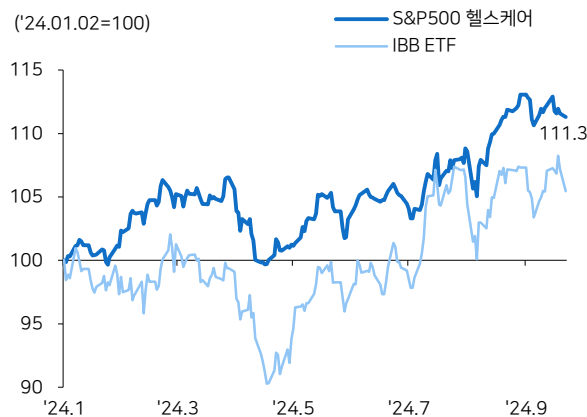
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림18 전력인프라(산업재): GEV 분사 이후 91% 상승

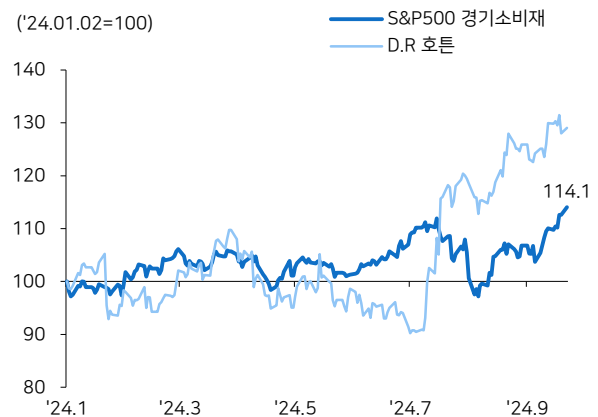
주: GEV(GE 전력인프라 사업부)는 3.27 GE(에어로스페이스)로부터 분사
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림19 전력인프라(유틸리티): CEG YTD 123% 상승

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림20 S&P500 헬스케어 섹터와 IBB 주가

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림21 S&P500 경기소비재 섹터 내 주택건설 종목 구성

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

칼럼의 재해석

윤동준 연구원

미국 대중국 관세 인상의 서막: 장갑마저 관세 인상 대상 (WSJ)

2024년 9월 13일, USTR(미국 무역대표부)은 5월 최초 제안에 이어 중국산 수입품에 대한 최종 섹션 301 조 관세 인상안을 발표했다. 이에 따라 광범위한 제품이 관세 인상의 대상이 되어 9월 27일부터 25%에서 100% 사이의 인상된 관세율을 적용 받는다.

5월 최초 제안에서 의견 수렴 및 검토를 통해 수정된 사항 중 가장 눈에 띄는 것은 의료용 소모품에 대한 관세 인상, 특히 의료용 장갑에 대한 관세 인상이다. '25년부터 50% 관세 부과, '26년부터는 100% 관세 부과하는 것으로 확정했다. 이번 USTR 301 최종안에 따른 중국산 의료용 장갑 수입 관세로 말레이시아 장갑 업체가 수혜를 받을 전망이다. 말레이시아 업체들이 중국 업체들에게 빼앗겼던 미국 시장 점유율을 되찾을 것으로 기대된다.

말레이시아 장갑 업체들은 미국 시장 점유율 탈환 기대와 더불어 이미 턴어라운드했다. 대표적인 말레이시아 장갑 업체인 Top Glove는 8분기만에 순이익 흑자 전환하며 정상화 국면 초입에 있다. 올해 들어서는 전방 재고 물량이 소진되어 가고 있어 부정적 레깅 효과가 끝나가고 있으며, 판가와 판매량 회복이 동시에 관찰되고 있다. 여기에 더해 말레이시아 장갑 업체들의 미국향 수출 물량 생산 및 출하가 증가할 경우 주요 원자재(NB Latex) 납품 업체의 매출 증가도 기대할 수 있다.

USTR Section 301 관세 인상안 발표, 더욱 타이트해진 관세

USTR Section 301
최종 관세 인상안 발표

2024년 9월 13일, USTR(미국 무역대표부)은 5월 최초 제안에 이어 중국산 수입품에 대한 최종 섹션 301조 관세 인상안을 발표했다. 중국에서 수입되는 전기 차, 전기차 배터리, 배터리 부품, 호흡기 마스크, 주사기, 선박용 크레인, 태양광 패널 셀 및 모듈, 철강 및 알루미늄 제품 등 광범위한 제품이 관세 인상의 대상이 되어 9월 27일부터 25%에서 100% 사이의 인상된 관세율을 적용 받는다.

표1 미국 Section 301 관세 인상안 확정 관세율 및 발효 시점

Product Group	확정 관세율('24.09)(%)	발효 시점	이전 관세율('24.05)(%)
Battery parts (non-lithium-ion batteries)	25	2024-09-27	7.5
Electric vehicles	100	2024-09-27	25
Lithium-ion electrical vehicle batteries	25	2024-09-27	7.5
Ship-to-shore gantry cranes	25	2024-09-27	0
Solar cells (whether or not assembled into modules)	50	2024-09-27	25
Steel and aluminum products	25	2024-09-27	0 or 7.5
Various critical minerals	25	2024-09-27	0
Semiconductors	50	2025-01-01	25
Lithium-ion non-electrical vehicle batteries	25	2026-01-01	7.5
Syringes and needles (excluding enteral syringes)	100	2024-09-27	0
Disposable textile facemasks (1단계 인상)	25	2025-01-01	7.5
Disposable textile facemasks (2단계 인상)	50	2026-01-01	25
Surgical and non-surgical respirators and facemasks (1단계 인상)	25	2024-09-27	7.5
Surgical and non-surgical respirators and facemasks (2단계 인상)	50	2026-01-01	25
Rubber medical and surgical gloves (1단계 인상)	50	2025-01-01	7.5
Rubber medical and surgical gloves (2단계 인상)	100	2026-01-01	50

자료: USTR, 메리츠증권 리서치센터

중국 의료용 장갑 관세 인상, 수혜는 말레이시아 업체에게

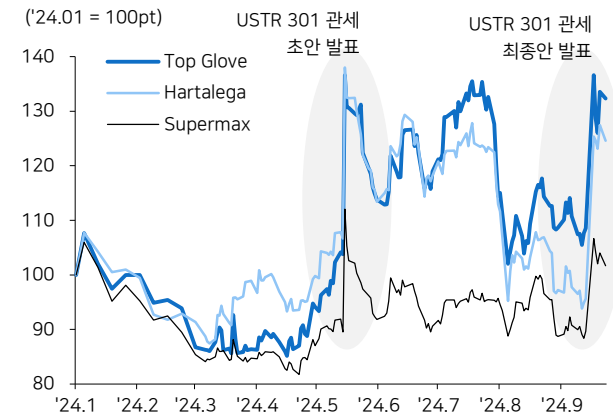
중국산 의료용 장갑 관세 인상
기준 '25년 7.5%, '26년 50%
최종 '25년 50%, '26년 100%

5월 최초 제안에서 의견 수렴 및 검토를 통해 수정된 사항 중 가장 눈에 띄는 것은 의료용 소모품에 대한 관세 인상, 특히 의료용 장갑에 대한 관세 인상이다. CoVID-19에 의한 의료용 장갑의 폭발적 수요 증가를 감당하기 위해 중국산 의료용 장갑에 대한 관세를 면제하였으나, 이제는 다시 관세를 부과하는 것에서 더 나아가 최종 인상안에서는 '25년 50% 관세 부과, '26년 100% 관세 부과하는 것으로 확정했다. 부과 관세율과 관세 부과 시점 모두 매우 타이트해져 사실상 중국산 의료용 장갑의 수입을 막겠다는 의미로 해석된다.

중국산 의료용 장갑 수입에
시장 뺏겨가고 있던
말레이시아 의료용 장갑의 점유율
탈환 전망

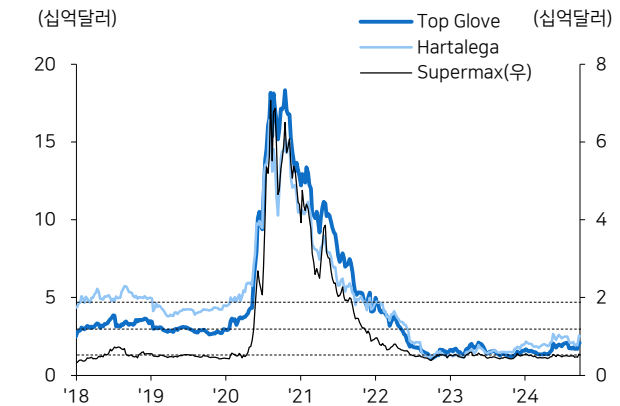
이번 USTR 301 최종안에 따른 중국산 의료용 장갑 수입 관세로 말레이시아 장갑 업체가 수혜를 받을 전망이다. 관세 초안과 최종안 발표와 함께 말레이시아 장갑 업체들의 주가가 큰 변동성을 보이고 있다. 이는 중국산 의료용 장갑 관세 면제에 따라 말레이시아 업체들이 중국 업체들에게 빼앗겼던 미국 시장 점유율을 되찾을 것이라는 기대감에 유인한다.

그림1 말레이시아 장갑 업체 상대주가 추이



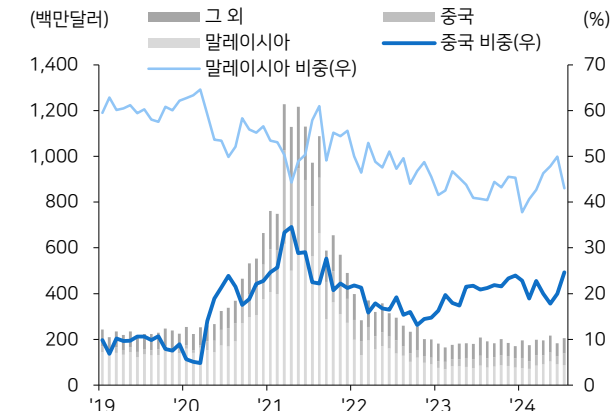
자료: Bloomberg, USTR메리츠증권 리서치센터

그림2 말레이시아 장갑 업체 시가총액 추이



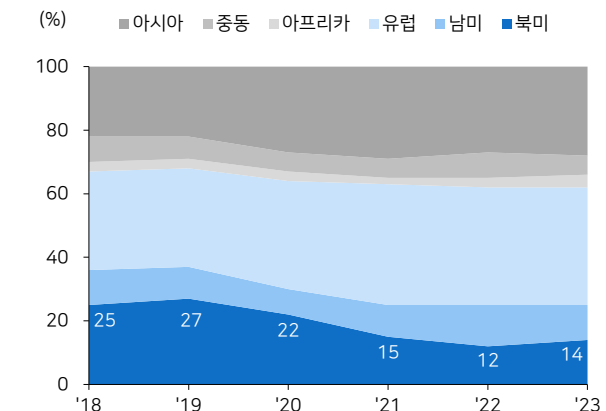
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 미국 월간 고무장갑 국가별 수입액 및 비중 추이



주: 고무장갑 - HS.CODE: 4015
자료: KITA, 메리츠증권 리서치센터

그림4 Top Glove 지역별 판매량 비중 추이



자료: Top Glove, 메리츠증권 리서치센터

턴어라운드한 말레이시아 장갑 업체, 관련 체인에 관심 필요

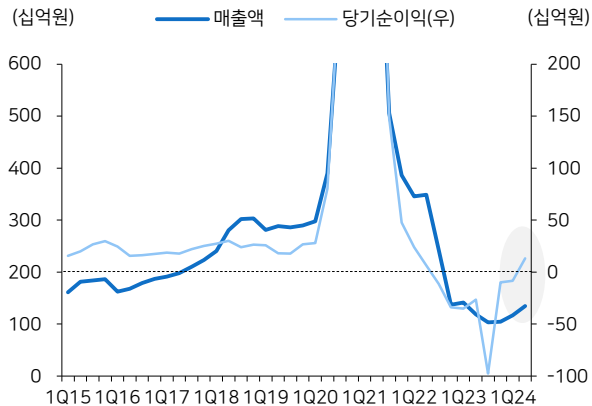
CoVID-19 이후 부정적 레깅 효과
끝나가며 정상화 국면에 다다른
말레이시아 장갑 업체

말레이시아 장갑 업체들은 미국 시장 점유율 탈환 기대와 더불어 이미 턴어라운드했다. 대표적인 말레이시아 장갑 업체인 Top Glove는 8분기만에 순이익 흑자 전환하며 정상화 국면 초입에 있다. CoVID-19 기간 동안 증가한 수요로 판가(ASP)와 판매량 모두 증가해왔으나 1)급증했던 수요가 다시 급감하였으며, 이후 2)선제적으로 쌓아두고 있던 전방 재고 물량이 소화되는 과정에서 급격한 판가와 판매량 감소가 발생했다. 올해 들어서는 전방 재고 물량이 소진되어 가고 있어 부정적 레깅 효과가 끝나며, 판가와 판매량 회복이 동시에 관찰되고 있다.

말레이시아향 합성고무
수출량 증가 기대 가능

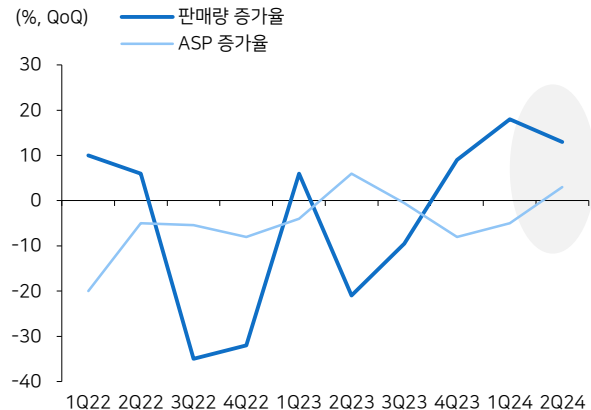
여기에 더해 말레이시아 장갑 업체들의 미국향 수출 물량 생산 및 출하가 증가할 경우 합성고무 원자재(NB Latex) 납품 업체의 매출 증가도 기대할 수 있다. 국내 업체들의 NB Latex 수출량은 '20-'21년 고점을 지난 이후 하락세를 지나 반등하고 있다. 아직 말레이시아향 수출 증가는 타지역향 수출 증가보단 더딘 상황이기 때문에 추가적으로 증가할 여력이 남아있는 상황이다.

그림5 Top Glove 분기별 매출 및 당기순이익 추이



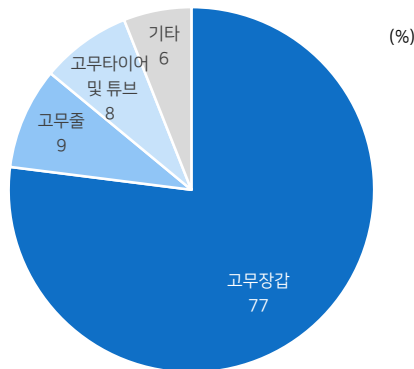
자료: Top Glove, 메리츠증권 리서치센터

그림6 Top Glove 판매량 및 ASP 증가율 추이



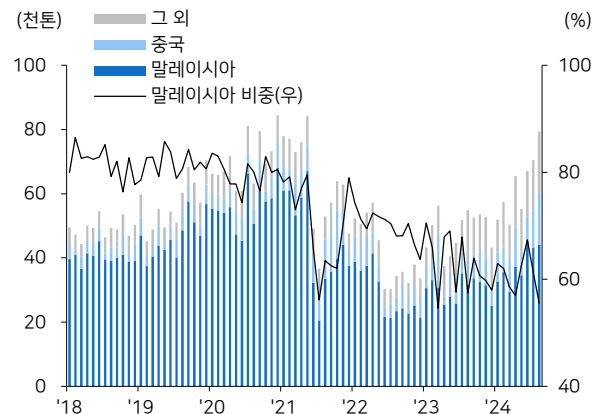
자료: Top Glove, 메리츠증권 리서치센터

그림7 말레이시아 내 합성고무 수요처



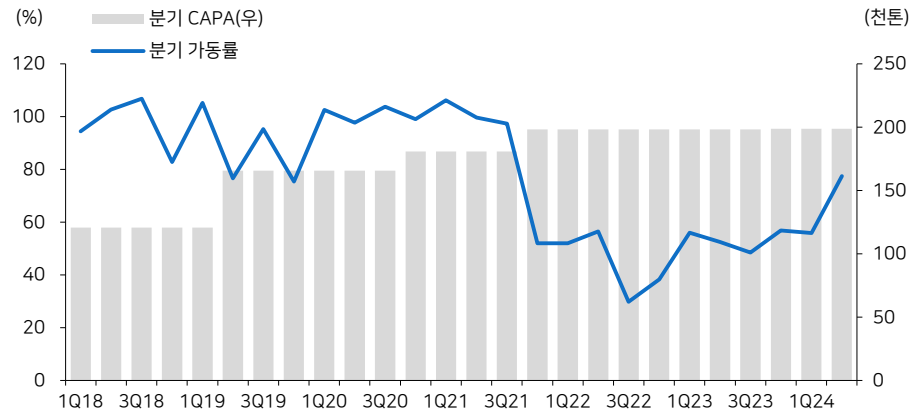
자료: Euromonitor, 메리츠증권 리서치센터

그림8 한국 월별 NB Latex 수출량 추이



자료: KITA, 메리츠증권 리서치센터

그림9 금호석유화학 분기별 NB Latex 설비 가동률 및 CAPA 추이



자료: 금호석유화학, 메리츠증권 리서치센터

원문: Malaysian Glove Makers' Shares Jump as U.S. Plans Higher Tariffs on Chinese Gloves (WSJ)