

# 전략공감 2.0

## Strategy Idea

2025년 전망 시리즈 (해설판)

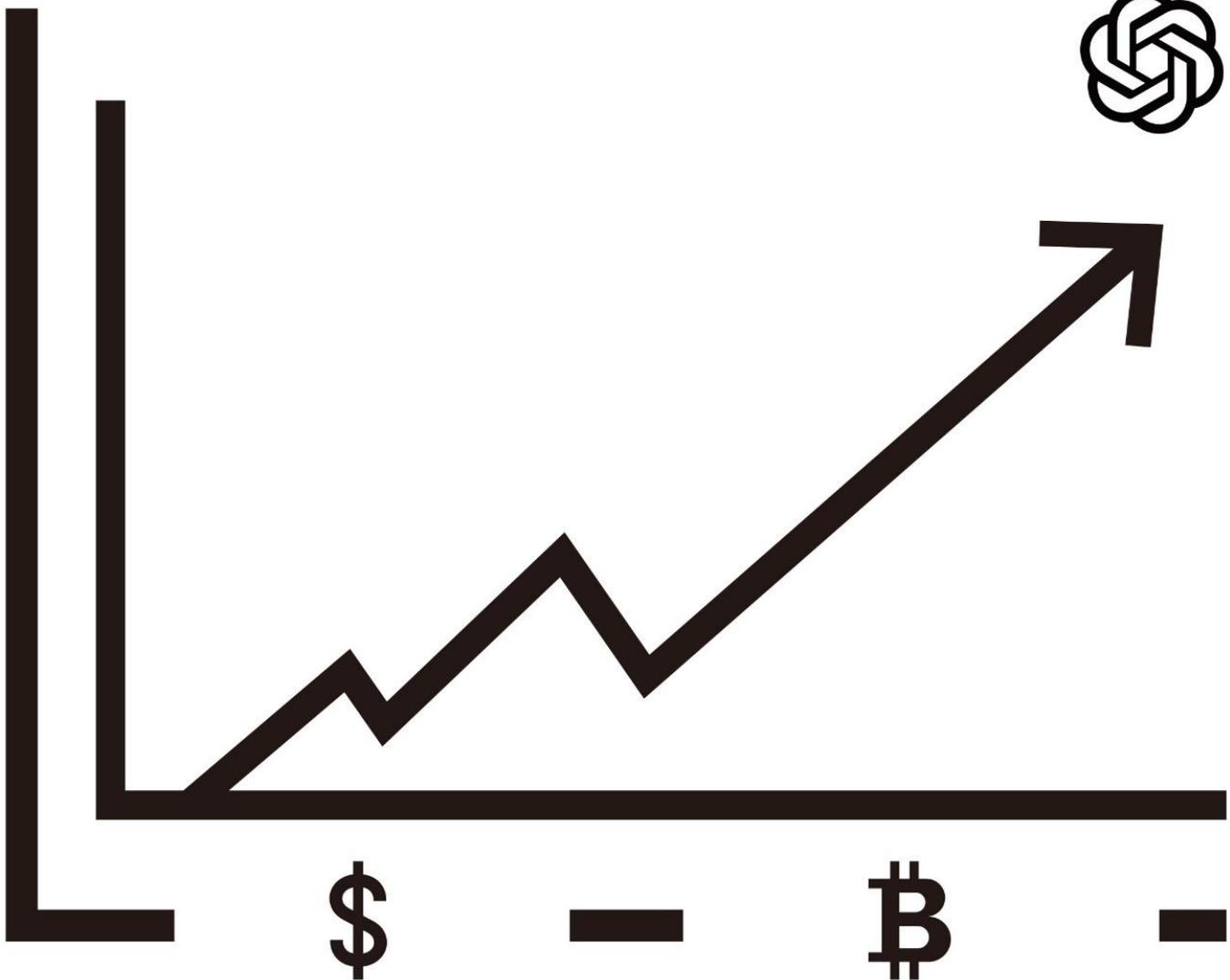
1. 주식전략\_승자독재

## 오늘의 차트

미국 초과 노동수요 상태가 길어질 요인: 이민자 유입 감소

## 칼럼의 재해석

미국 서치 광고 시장, 경쟁 구도 변화



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

본 자료의 원본은 2024년 10월 31일 발간된  
[2025년 전망 시리즈 1 - 주식전략: 승자독재



▲ 투자전략  
Analyst 이진우  
02. 6454-4890  
jinwoo.lee@meritz.co.kr

## 2025년 전망 시리즈 1 (해설판)

## [주식전략] 승자독재

- ✓ 독식의 시대: 자산 내 Super Asset만 살아남는 시대. 미국의 주식 독재 지속될 수 있나?
- ✓ 기술혁명의 숙명: 멀리서 보면 희극, 가까이서 보면 비극. 파괴적 주식 변동성 불가피
- ✓ 2025년 KOSPI: 중간은 없다. Winner 독재 본격화. 2600~3050pt전망

## '승자독재'

## 승자독재

독식이 장기화되면 독재가 됩니다. 기술혁명의 승자가 그렇습니다. 세상의 규칙을 바꿔버리기 때문입니다. 문제는 진행 중인 기술혁명이 한 개가 아니라는 점입니다. 과거와 달리 AI, 에너지, 바이오(의료)분야가 대표적입니다. 승자도 많아지지만 기술 탈락 기업은 예전보다 훨씬 많아질 것이라는 점을 시사합니다. 기술혁명이 마냥 아름답지만은 않은 이유입니다.

이번과 같은 생산성 사이클 초기의 경우 승자는 극소수인 반면 패자는 절대 다수일 것입니다. 기술혁명이 가속화된다면 주식시장에서는 승자 독재화와 패자의 파괴적인 주가 차별화 흐름은 가속화될 가능성이 높은 시기입니다. 속도의 조절은 있겠지만 2025년은 그 변화의 한복판에 있을 것으로 생각됩니다. 각 분야별 '독재'적 위치를 갖고 있는 기업에 집중할 수 밖에 없는 이유입니다. 아직 우리는 기술 전반부에 있습니다.

미래는 희망적일 것입니다. 산업의 재편(탈락 기업의 퇴장)이 일단락되면, 새로운 기술 보급(대중화)이 시작되기 때문입니다. 실제 산업의 생산성과 Output 개선으로 연결되는 시기입니다. 우리는 이를 기술 후반부로 부릅니다. 이때부터는 다양한 산업에서 기회가 발생하고 소위 경기 순환 흐름이 주식시장과 연동되기 시작할 것으로 전망합니다.

한국시장이 유독 답답한 이유는 기술혁명의 독재자적 위치에 가까운 기업이 상대적으로 적기 때문일 것입니다. 어쩌면 우리는 기술 후반부(기술 대중화, 생산 본격화)에 강한 국가일 수 있습니다. 지금이 기술 전반부라면 전략은 단순하고 명확해야 합니다. 분야별 '대체불가능한 절대 독재 기업을 사자' 입니다. 기술혁명과 연관해 독보적인 성장을 보이고 있거나, 압도적인 주주환원에 방점을 찍는 기업이 답

일 것입니다. 2025년 낙폭과대 기업으로의 순환적 흐름이 있을 수 있지만 추세는 아닐 것으로 생각합니다.

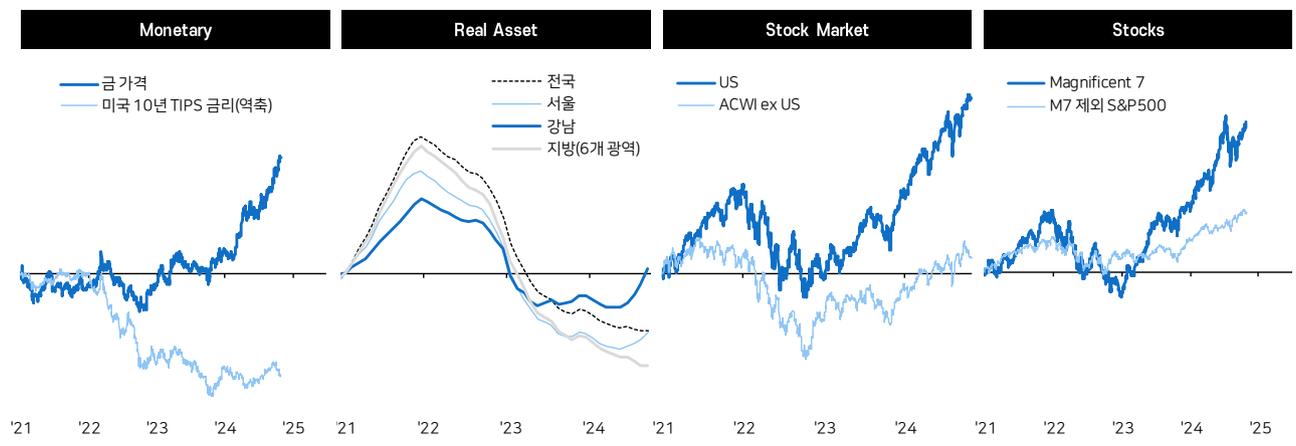
**독식의 시대: Super Asset만 간다!**

독식의 시대:  
Super Asset만 간다!

지금의 쓸림은 위험자산 선호의 결과물인가? 안전자산 선호 때문인가? 후자일 가능성이 높다. 각 자산 내에서 가장 월등한 자산으로만 쓸림이 진행되기 때문이다. Super Asset 선호현상이다. 배경은 과도한 부채가 팽배해 있고, 인플레이션에 대한 자산가치 보전에 대한 욕구가 강해지고 있기 때문이다. 이 와중에서 산업은 AI와 같은 기술혁명으로 급변하고 있다. 불확실한 시대에 가장 안전한 선택은 압도적인 자산으로 부를 이전하는 것뿐이다.

화폐가치의 불안을 느끼는 투자자는 '금'에 대한 쓸림으로, 부동산 투자자들은 주택보다는 아파트 선호로(ex. 강남아파트), 주식투자자라면 미국, 미국 내에서는 Magnificent7 기업으로 쏠려가고 있다. 부의 양극화가 통상 자산간 차별화를 지칭했다면 이번은 자산 내 승자와 패자를 가리고 있는 것이 특징이다.

**그림1 원자재, 부동산, 주식, 개별종목군 내 극단적 차별화: 안전자산 혹은 Only1에 대한 쓸림이 진행**



주: 부동산 가격은 인플레이션 조정 기준(2022.1=100), 아파트 기준  
자료: Bloomberg, KB부동산, 메리츠증권 리서치센터

**미국 쓸림에 대하여: 새로운 생산성 사이클에 대한 기대감?**

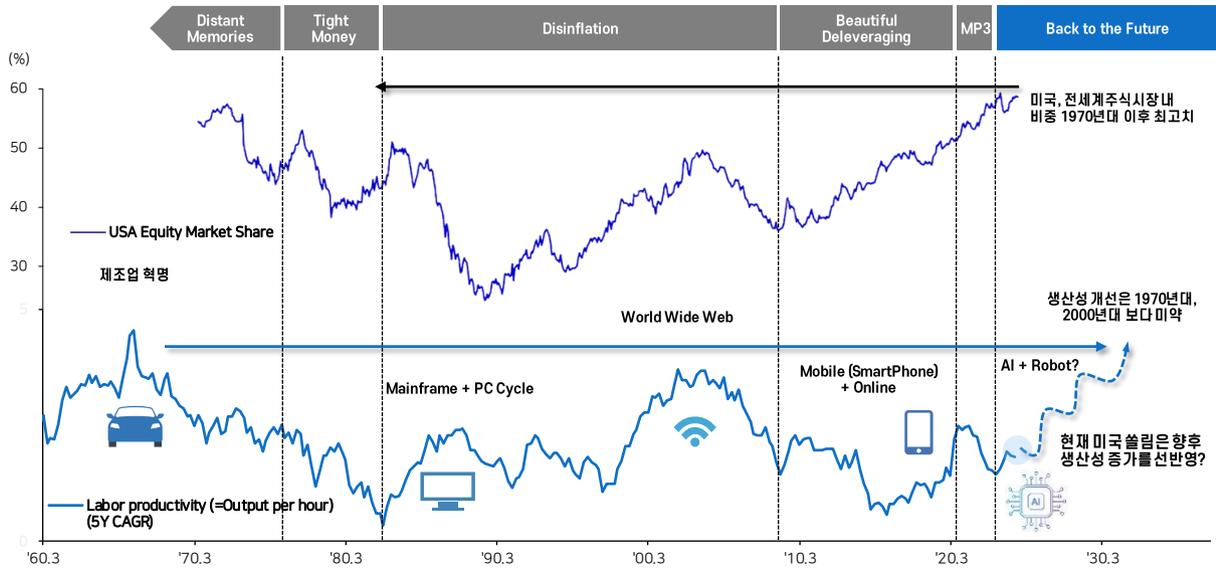
미국 쓸림에 대하여:  
새로운 생산성 사이클에 대한  
기대감?

전세계 주식시장에 미국이 차지하는 비중은 60%에 육박한다. 70'~80's PC 혁명기, '00년대 인터넷 혁명기를 넘어서는 수준이다. 현재 미국 주식시장 쓸림은 무엇을 의미하는 것일까?

부의 배분관점에서 보면, 결국 미국 산업이 창출하는 Output이 과거 PC 혁명, 인터넷 혁명의 시기를 넘어설 것으로 기대하고 있다는 얘기다. 그 배경에는 급격한 생산성 혁신이 자리잡고 있을 듯하다. 지금의 추세(ex. AI)를 볼 때 생산성 혁신이 진행될 것이라는 점은 이론의 여지는 없다. 문체는 속도다. 기술의 발전 속도를 볼 때 주가 쓸림이 너무 과하지 않으나 가 시장의 고민이다.

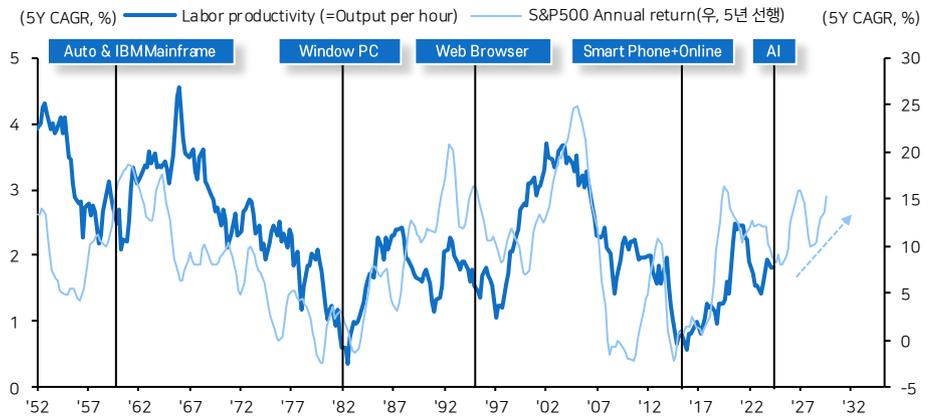
그도 그럴 것이 미국 생산성 사이클과 시장 기대(주가)와는 5년 전후의 시차 존재했기 때문이다. 스마트폰의 경우 '07년 아이폰을 시작으로 개화됐지만 생산성 증가는 '13년 이후에나 관찰됐다. 인터넷(Web Browser) 역시 '95년 이후 확산됐지만 유의미한 생산성 증가는 '00년초에나 나타났다. 더 과거로 돌아가자면, 테슬라의 탄생을 알렸던 1800년대 후반 '전기화(Electrification)'의 경우 10년 이상의 시간이 걸렸다. 지금의 시장의 기대가 과거 기술사이클 보다 빠르다는 점을 분명한 셈이다.

그림2 미국 쓸림은 새로운 생산성 사이클 기대감



자료: Bridgewater, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림3 미국 노동생산성과 S&P500 성과: 주가는 생산성 사이클 보다 5년 전후 선행



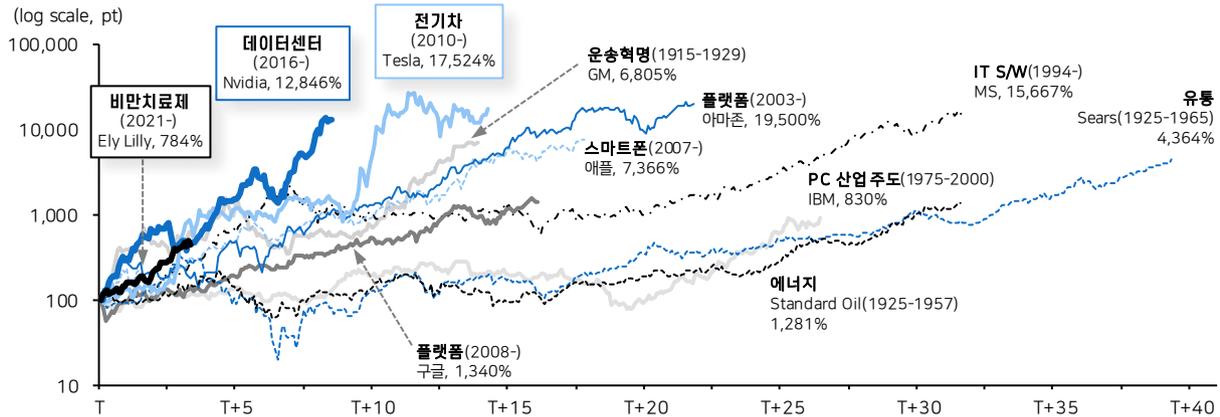
자료: US BLS, Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

이번이 유독 빠른 배경으로는 1) 과거와 달리 AI가 자본적 지출을 크게 수반하지는 않는다는 점('전기화'가 오래 걸렸던 이유 중 하나), 2) 소프트웨어 중심으로 우선적으로 대체되기에 과거 보다는 시기가 빠르다는 점이 지목된다.

필자는 여기에 중요한 한 가지 추가하고자 한다. 기술 사이클이 한 개가 아니라는 점이다. 여러 개의 생산성 혁명 기업이 맞물리고 있다. 테슬라 전기차 & 로봇', 엔비디아 'AI', 일라이릴리 '비만치료제'는 기존 전통산업 재편에 나서고 있다. 과거에는 단일 기술의 생산성 혁명이라면, 지금은 멀티 생산성 사이클이 맞물리고 있다. 이번 사이클이 유독 강하게 느껴지는 배경이다.

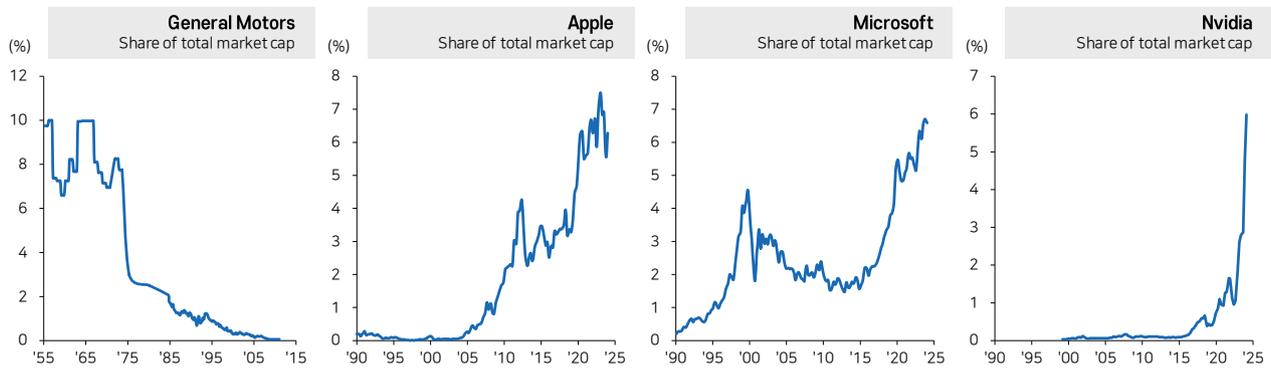
미국의 시가총액 1등 기업이 과거처럼 압도적인 1개로 압축되지 못하는 이유도 여기에 있다. 역대 미국 시가총액 1등은 1950년대 GM이 10%로 최고치를 기록했지만 현재는 Apple과 Microsoft가 7% 수준에 근접하고 있고, 엔비디아는 6%로 가파르게 상승 중이다. 과거와 다르게 1개의 기업이 시장을 독식하는 것이 아닌 각기 다른 분야의 기술 주도기업이 시장을 독식하니 M7과 같은 기업의 쓸림이 나타났다.

그림4 1900년 이후 기술혁명을 주도했던 대표기업: 현재는 전기가, AI, 비만치료제까지 동시 다발적으로 등장



주: GM-쉐보레 합병 후부터 기술침투율 50%까지, Sears -오프라인 매장 개점 후 실질 기준 매출 성장 국면, Standard Oil -미국 원유 순수출→ 순수입 전환, MS-S&P 500 편입 이후, IBM-IBM 5100 개발부터IT버블, 아마존-AWS 클라우드 서비스 개시후, 애플-아이폰 출시일부부터, 구글-안드로이드&Chrome 출시일부부터, 테슬라-NASDAQ 상장일부부터, 엔비디아-데이터센터 GPU 공개일부부터, 일라이릴리-위고비(노보노디스크) FDA 승인일부부터  
 자료: Yale, CRSP, Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림5 역대 미국 시가총액 1위 기업의 역사: 1950년대 GM이 10%로 최고치. 현재는?



자료: Bloomberg, JPMAM, 메리츠증권 리서치센터

**B2B 강세장의 한계? B2B 강세장 평균 5.4년(최소 3년), 현재는 2년차 후반**

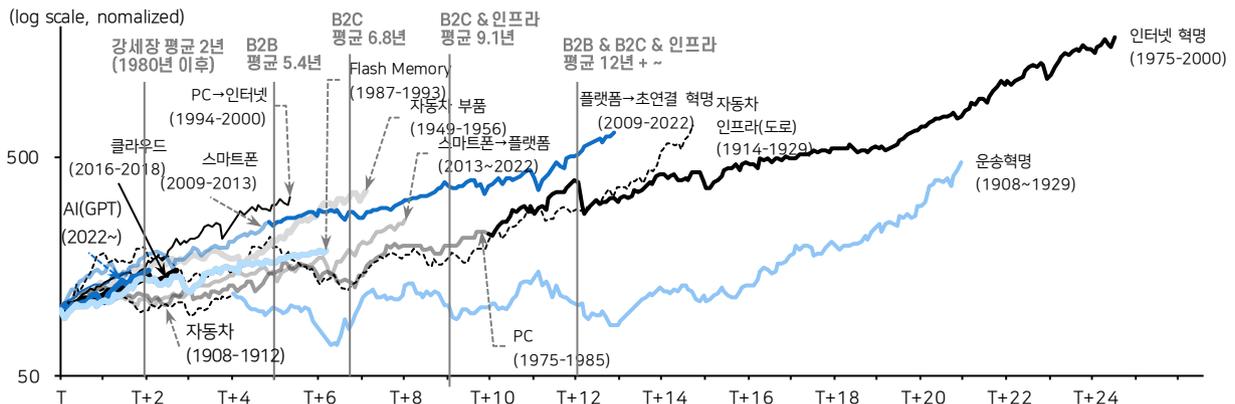
**B2B 강세장 평균 5.4년(최소 3년)  
현재는 2년차 후반**

기술의 대중화(제품화)를 의미하는 B2C 사이클과는 다르게 B2B 사이클의 기간은 짧은 것이 일반적이다. 기업간 투자 사이클에 해당되기 때문이다. 이번 AI 사이클 역시 엔비디아 Chip과 데이터센터에 대한 투자 사이클이라는 점을 고려 시 예외로 볼 수는 없다. 그렇다면 B2B 사이클은 어느 수준의 기간을 예상해야 할까.

B2B의 공통점은 기존 기술의 성능(생산성)을 크게 개선시켰다는 점이다. 역대 기술혁명 사이클 중 B2B의 대표 사례는 이렇다. 1) 자동차 부품(1949~1945), 2) Flash memory(1987~1993), 3) 클라우드(2016~2018)가 대표적이다. 가장 짧았던 사이클은 클라우드로 3년 수준의 사이클이었고, 가장 길었던 사이클은 자동차 부품사이클이다. 현재 AI Chip이 2년후반이라는 점을 고려 시, 현재는 클라우드 사이클보다도 짧은 셈이다.

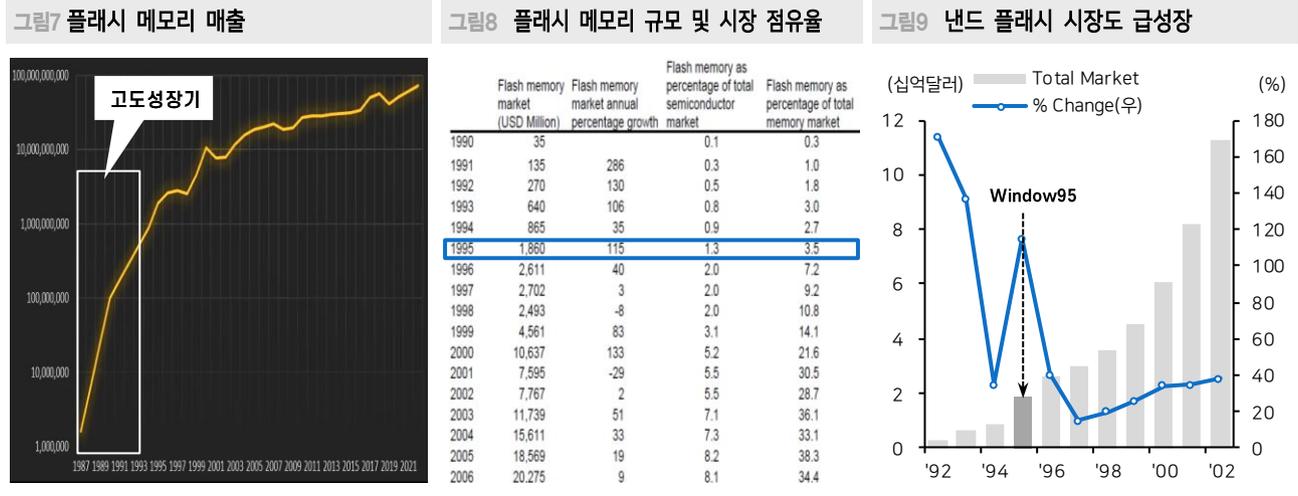
기술의 성격으로 볼 때 지금은 Flash memory 사이클과 닮아있다. 엔비디아의 Chip의 핵심은 Computing 능력 향상을 통한 AI 사이클 출현이다. 이는 과거 PC 대중화 이전 Computing 능력 향상을 이끈 Flash Memory 사이클과 유사하다. Flash Memory는 1984년 도시바에서 개발된 뒤 '87년부터 '94년까지 매출 고도 성장을 보였는데 386 PC가 탄생한 것도 이때부터다. 마치 엔비디아 Chip이 실질적인 AI의 탄생을 이끌어냈 듯이 말이다. 아직 AI B2B 사이클의 종료를 말하기에는 이르다고 판단한다.

**그림6 1900년 이후 미국의 B2B 강세장과 B2C강세장: 현재는 AI 중심의 B2B강세장 진행 중**



주: 지수는 S&P500지수 선정. 단, 운송혁명 사이클은 S&P 지수 기점이 1925년이기 때문에 다우산업평균지수(1896~) 사용. B2B 사이클: 자동차부품, Flash Memory, 클라우드 사이클, B2C 사이클: 자동차(초기), PC, 인터넷, 스마트폰 사이클. 각 혁명 시작시점 (1908: GM편입, 1975: IBM 컴퓨터 개발, 2009: 아이폰 개발은 2007년이나 금융위기 충격 배제), 끝점(1929: 자동차 침투율 50% + 대공황 충격, 2000: IT버블). 자동차+자동차부품: 고급차량부품 침투율 10% 기점. PC+인터넷: 마이크로소프트 S&P 편입이 기점. 스마트폰+플랫폼: 페이스북 S&P 편입이 기점

자료: Yale financial data, WRDS, Refinitiv, Comin and Hobjin(2004) and others, 메리츠증권 리서치센터



자료: Ars Technica, 메리츠증권 리서치센터

자료: WSTS, IC Insights

자료: ICEC, 메리츠증권 리서치센터

### 기술혁명의 숙명: 멀리서 보면 희극, 가까이 보면 비극

기술혁명의 숙명:  
멀리서 보면 희극,  
가까이 보면 비극

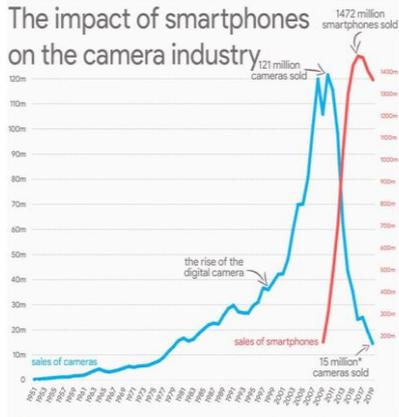
역대 기술혁명이 그랬듯 주식시장에 반영되는 과정은 아름답지만은 않을 듯 하다. 더욱이 여러 개의 기술 사이클이 맞물려 있고, 기술의 침투 성격이 매우 빠르다는 점을 고려할 때 과거 보다 훨씬 파괴적일 듯 하다. 멀리서 보면 희극, 가까이서 보면 비극이 적합한 표현일 수 있겠다. 그 기술이 다양한 산업이 융합될수록 더욱 그렇다.

단적인 예를 들어보자. 애플의 '아이폰'은 소비자들에게 새로운 차원의 세상을 가져다 주었지만 다수의 산업을 파괴했다는 점을 기억하자. 디지털 카메라부터 뮤직 플레이어까지 해당 산업의 퇴장했다. 배경은 융합이자, 전통비용을 '제로(0)'로 만들었기 때문이다. 결과적으로 소비자의 효용은 극대화 됐지만 산업 전반의 부가가치가 기술혁명의 초기부터 증가 됐는지에 대해서는 회의적이다.

반면 산업 재편 이후에는 스마트폰의 플랫폼의 채워가는 산업이 생성되기 시작했다. 우리에게 익숙한 콘텐츠, 온라인 기업들의 탄생이다.

기술혁명은 두 단계로 진행된다. 1) '비용'의 혁신적 절감국면(전반부), 2) 기술 채택 및 대중화 국면(후반부)이다. 초기 국면은 새로운 Output 보다는 Cost에 초점 맞춰져 있기에 산업 전체 영향은 (+)보다는 (-) 효과가 우선적으로 나타난다. 기존 산업(기술)의 퇴장이 시작되는 시기이기 때문이다. 후반부부터는 새로운 주도 기업의 탄생이 나타나곤 한다.

그림10 카메라 산업의 급격한 반전(몰락)



주: 4Q19 매출액은 전망치  
자료: CIPA, statista.com

그림11 PC 등 기타 디바이스도 영향



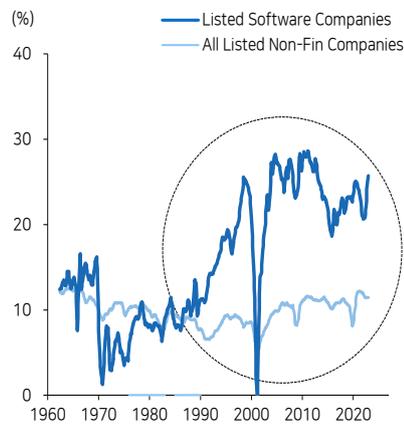
자료: Gartner, Strategy Analytics

그림12 스마트폰에 의해 파괴된 산업 Top10

1	PDA
2	콘솔게임
3	노트패드(다이러리)
4	네비게이션
5	손전등(토치)
6	캠코더
7	시계
8	Music Player
9	카메라
10	책

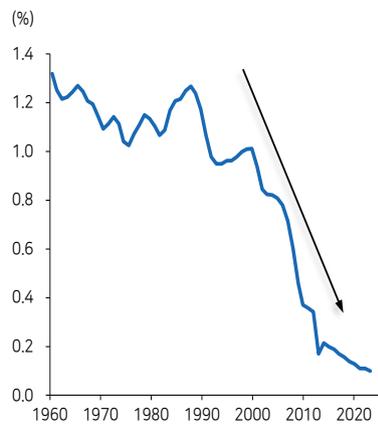
자료: Indiatimes, 메리츠증권 리서치센터

그림13 종이 시대의 종료: IT 미디어의 등장



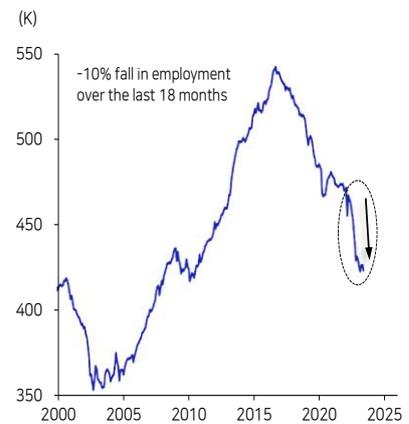
자료: Bridgewater, 메리츠증권 리서치센터

그림14 미국 신문사들의 광고 수익(% GDP)



자료: Pew Research Center, Bridgewater, 메리츠증권 리서치센터

그림15 현재는? AI 발전 이후 콜센터 고용급감



자료: Bridgewater, 메리츠증권 리서치센터

현재는 어떤 국면에 있을까? 지금은 전반부에 가깝다. 어쩌면 기술 탈락 기업이 더 돋보일 수 있는 국면이다. '낙인효과'가 대표적이다. 기술 경쟁에서 승자와 패자를 구분하는 임계점 또한 존재한다.

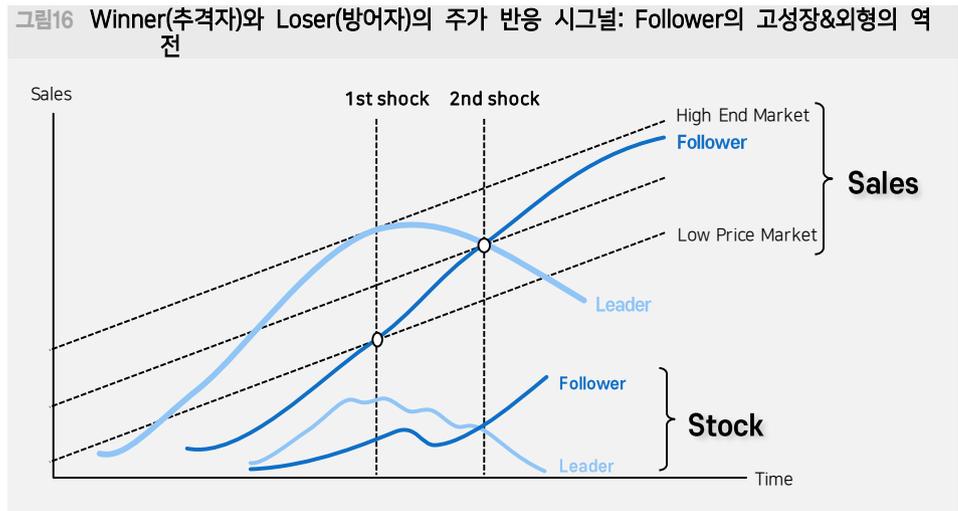
(1국면) 기존 Leader의 성장 정체 속 Follower의 가파른 성장: Follower 밸류에이션 프리미엄

(2국면) Follower 매출액(점유율) > 기존 Leader 매출액(점유율): 기존 Leader 밸류에이션 디스카운트

최근 인텔부터 시작해서, 국내는 삼성전자 등 대표주의 차별적 부진은 이러한 공포가 자리잡고 있다. 경쟁자에게 외형마저 역전 당하면서 디스카운트된 결과다.

대체재가 부각된 기업에 대한 주식시장 반응은 즉각적일 수 밖에 없다. 그래서 1등을 뺏긴 기업의 밸류에이션은 의미가 없어지기도 한다. 인텔은 '10년 PBR 2배 수준이 밸류에이션 저점으로 작용했으나, 연이은 경쟁력 저하로 1배 이하로 디스카운트 중(Loser Pricing)이다.

그래서일까? 주가가 오르는 기업은 매우 소수이고, 다수의 기업은 동참하지 못하거나 탈락자가 점점 많아지고 있다. 문제는 기술혁명의 속도가 빨라질수록 이러한 추세가 강화될 가능성이 높다. 대처를 한 기업도 그렇지 못한 기업간의 격차를 내년에도 진행형일 것이다.



자료: 메리츠증권 리서치센터

**KOSPI 전망 및 전략: 중간은 없다. Winner 독재 본격화. KOSPI 2,600~3,050pt**

KOSPI 전망 및 전략:  
중간은 없다

한국은 내년에도 부진할까? 가장 많이 받지만 쉽게 답하기 어려운 질문이다. 지수와 종목간의 온도 차가 심하기 때문이다. 삼성전자가 부진하고 SK하이닉스가 급성장하는 시장은 불황인가 호황인가와 같은 맥락이다. 그럼에도 시장 방향을 정한다면 상승 쪽에 무게를 둔다. 내년은 Loser의 마이너스(-)효과보다 Winner 기업들의 독재로 인한 플러스(+)효과가 클 것으로 생각하기 때문이다. 2025년 KOSPI 적정가치의 밴드는 2,600~3,050pt이다.

KOSPI의 예상 동선은 다음과 같이 전망한다.

[~2024년말] KOSPI는 급락에 따른 자율 복원 진행 후 대선결과에 따른 변동성

[2025년 상반기] 신임 대통령의 정책 목표 제시에 따른 안도감 확대. AI 밸류체인 성장 지속으로 강세장 예상

[2025년 하반기] 미국 정책 드라이브 시작. AI 성장성 둔화 논란 확대

즉, 내년 상반기까지 시장의 복원국면을 전망하고, 하반기는 풀림 해소과정을 전망한다는 의미다.

그림17 KOSPI 예상 경로: 연말까지 자율 복원 수준. 내년 1H 안도렐리 & 2H 변동성 심화 예상



자료: 메리츠증권 리서치센터

전략은 단순하다. 대체불가능한 절대 독재 기업을 사자이다. 국내 시장 역시 겉으로는 매우 부진해 보이지만 기업간 차별화는 빠르게 진행 중이다. AI 승자와 패자, 밸류업 선두 기업에 대한 프리미엄이 부여되고 있다. 철저한 Winners 게임이다.

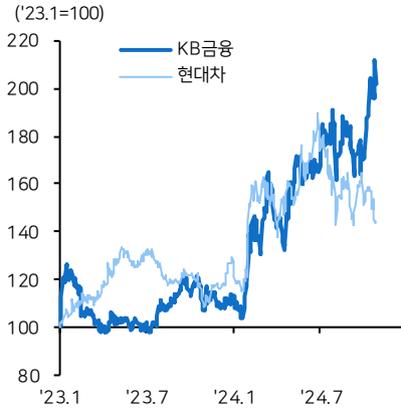
내년에도 큰 틀에서 성장 산업 내 대체 불가 기업은 Long, 탈락 기업은 Short 전략은 유지될 것이다. 어쩌면 내년~내후년 우리가 고민해 봐야할 부분은 '삼성전자, 현대차' 소위 '전·차의 시대'가 변형될 가능성이 있다. 이 추세대로 간다면 시장 중심축 변화가 불가피하다. 지금껏 우리 산업의 핵심을 담당해왔던 대표기업들이 해당 산업의 리더가 되지 못한다면 외형의 크기와 상관없이 주가 디스카운트가 불가피하기 때문이다.

그림18 반도체 기업의 차별화



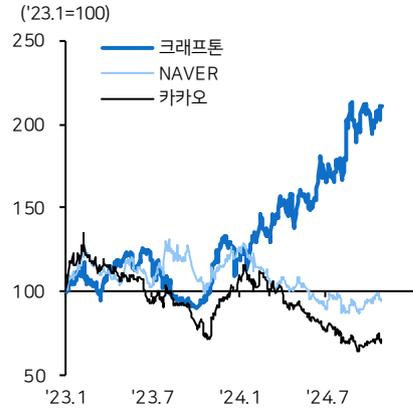
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림19 같은 저밸류 기업도 주가는 달리 반응



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림20 IT S/W 내 차별화



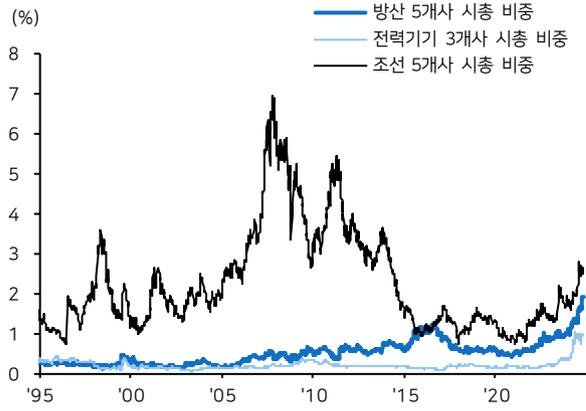
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림21 주요종목 시가총액 비중: 삼전+ 현차 vs. SK하이닉, 삼바



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림22 방산, 조선, 기계 시총 비중



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

반면 새로운 리더를 꿈꾸는 기업, 산업은 꾸준히 증명을 해야할 시기다. AI 반도체의 SK하이닉스를 비롯, CDMO의 선두주자인 삼성바이오로직스, 방산 & 전력기기 & 조선업체가 그 시험대에 놓일 것으로 생각된다.

필자가 예상하는 KOSPI 상위 20개 기업의 순위다. 현재 KOSPI 시가총액 20~40위 내 산업 내 독재적 지위를 가진 기업이 내년에는 20위 권으로 진입할 것으로 예상된다. 시가총액 상위권 내에서는 10위 이내의 순위 바꿈도 활발할 것으로 기대된다. 내년은 새로운 대형주의 탄생을 높게 보는 이유다.

그림23 연도별 코스피 시총 상위 20위

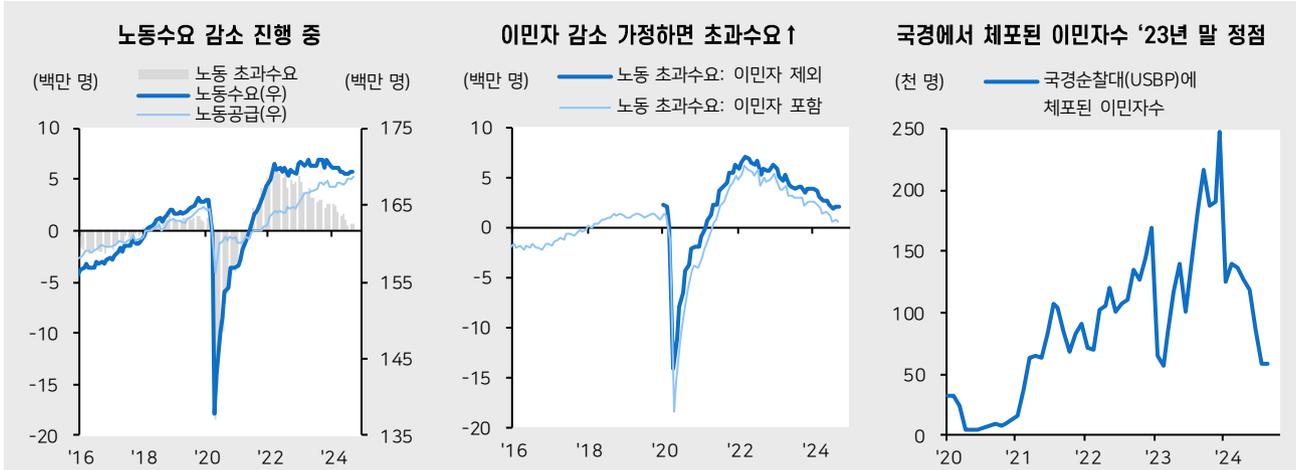
순위	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024(현재)	2025(예)
1	삼성전자	삼성전자	삼성전자	삼성전자	삼성전자	삼성전자	삼성전자	삼성전자	삼성전자	삼성전자	삼성전자	삼성전자
2	현대차	현대차	SK하이닉스	SK하이닉스	SK하이닉스	SK하이닉스	SK하이닉스	SK하이닉스	LG엔솔	SK하이닉스	SK하이닉스	SK하이닉스
3	SK하이닉스	한국전력	현대차	현대차	셀트리온	NAVER	LG화학	NAVER	삼바	LG엔솔	LG엔솔	삼바
4	한국전력	삼성물산	한국전력	POSCO	삼바	삼바	삼바	삼바	SK하이닉스	삼바	삼바	LG엔솔
5	POSCO	아모레퍼시픽	현대모비스	NAVER	현대차	현대차	셀트리온	카카오	LG화학	현대차	현대차	KB금융
6	NAVER	현대모비스	NAVER	LG화학	LG화학	현대모비스	NAVER	삼성SDI	삼성SDI	POSCO	셀트리온	현대차
7	삼성생명	SK하이닉스	삼성물산	KB금융	SK텔레콤	셀트리온	삼성SDI	현대차	현대차	기아	기아	셀트리온
8	현대모비스	삼성생명	삼성생명	현대모비스	한국전력	LG화학	현대차	LG화학	NAVER	NAVER	KB금융	기아
9	삼성SDS	LG화학	POSCO	삼성생명	POSCO	카카오	카카오	기아	기아	LG화학	POSCO	신한지주
10	SK텔레콤	NAVER	신한지주	삼바	NAVER	삼성물산	삼성물산	카카오뱅크	카카오	삼성SDI	NAVER	NAVER
11	삼성물산	기아	아모레퍼시픽	한국전력	삼성물산	신한지주	LG생건	셀트리온	POSCO	셀트리온	신한지주	삼성물산
12	기아	삼성SDS	SK텔레콤	삼성물산	KB금융	KB금융	기아	현대모비스	셀트리온	포스코퓨처엠	삼성SDI	현대모비스
13	신한지주	신한지주	KB금융	신한지주	신한지주	LG생활건강	현대모비스	POSCO	삼성물산	카카오	현대모비스	삼성생명
14	KB금융	SK텔레콤	LG화학	SK텔레콤	현대모비스	SK텔레콤	POSCO	카카오페이	KB금융	삼성물산	삼성물산	메리츠금융
15	삼성화재	SK	SK	SK	SK	SK	LG전자	KB금융	현대모비스	현대모비스	LG화학	하나금융
16	아모레퍼시픽	LG생건	기아	SK이노	LG생활건강	기아	엔씨소프트	LG전자	신한지주	KB금융	고려아연	한화에어로(21)
17	LG디스플레이	삼성화재	KT&G	LG생활건강	SK이노	한국전력	SK텔레콤	크래프톤	SK이노	신한지주	삼성생명	HD현충(22)
18	LG화학	POSCO	SK이노	아모레퍼시픽	삼성생명	삼성SDI	KB금융	삼성물산	삼성생명	LG전자	메리츠금융	크래프톤(24)
19	현대글로비스	KT&G	LG생활건강	LG전자	삼성SDS	삼성SDS	한국전력	SK이노	LG전자	SK이노	하나금융	카카오(23)
20	SK	KB금융	삼성화재	넷마블	삼성SDI	삼성생명	SK이노베이션	신한지주	SK	삼성생명	포스코퓨처엠	HD현대일렉(32)

주: 괄호 안은 현재 시가총액 순위. 2025년 예상 시총순위에는 '고려아연' 제외

자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

**오늘의 차트** 이승훈 연구위원

**미국 초과 노동수요 상태가 길어질 요인: 이민자 유입 감소**



자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, U.S. Customs and Border Protection, 메리츠증권 리서치센터

**노동수요 감소**

1) 이직률 하락

최근 노동수요가 주춤해지고 있다. 그 배경으로 두 가지를 꼽을 수 있다. 첫째는 이직률(Quits rate)이 하락하고 있기 때문이다('22.1월 3.0% → '24.9월 1.9%). '22-'23년 Great Resignation 시기 커리어/보상, 워라벨 등을 추구하며 이직이 늘었고, 이는 구인의 증가로 이어졌다. 이 과정에서 사람들은 더 적합한 일자리를 찾았고, 결국 일자리 안정성이 높아지며 이직 건수와 구인 건수는 함께 감소했다.

2) 노동생산성 증가

둘째, 노동생산성이 증가했기 때문이다. 보통은 경기침체 발생 이후 1~2년이 지나야 생산성이 개선되는 경향이 있었는데, 이번에는 코로나19 발생 3~4년 경과 시점에 나타났다는 점이 특이하다. 단순 경기 사이클이 아닌 구조적 변화를 반영한 생산성 제고로 해석하는 것이 적절하다. 이 역시 노동수요가 줄어든 요인이다.

**노동시장은 오히려 타이트할 수**

**: 이민자 증가세 둔화**

그러나, 노동수요 감소에도 불구하고, 노동수급이 계속 타이트한 상태를 유지할 가능성이 있다. 이민자 증가세 둔화 때문이다. 2020년부터 경제활동인구와 취업자수에서 이민자를 제외하여 추정해 보면, 2024년 9월 노동 초과수요는 실제치 61만 명이 아닌 203만 명으로 늘어난다. 미국 의회예산처(CBO)는 인구 천 명당 이민자수가 '24년 9.6명을 정점으로 감소할 것으로 전망하고 있다. 또한 관세국경보호청(CBP)은 남부 국경순찰대를 통한 이민자 체포건수가 2023년 12월 24.7만 명을 정점으로 2024년 8월 5.8만 명까지 감소한 것으로 집계하였다.

**이민자 감소 배경: 정부의 규제**

이민자 유입이 감소한 배경에는 정부의 규제가 작용했다. 불법 이민자의 대다수인 베네수엘라인들이 파나마를 주요 루트로 사용하자, 파나마는 불법이민 규제 및 안보 강화를 위해 국경을 통제했다. 바이든 정부 역시 이민자 망명금지 정책을 펼치고 있다. 여기에 트럼프의 이민자 추방 공약이 현실화되면 이민자 유입은 더욱 제약받게 될 것이다. 즉 노동수요가 감소해도, 이민자 유입이 줄어 노동공급이 더 크게 감소하면 타이트한 노동수급 상태가 길어질 수도 있다는 것이다.

**칼럼의 재해석** 강하라 연구원

**미국 서치 광고 시장, 경쟁 구도 변화(Medium)**

지난 10월, 마케팅 시장 조사 업체 eMarketer는 구글의 미국 서치 광고 내 시장점유율이 2025년 처음으로 50%를 하회할 것이라는 전망을 발표했다. 점유율 하락에는 리테일 부분에서의 아마존의 약진 외에도 서치 광고 시장에 새롭게 진입하는 틱톡의 영향이 큰 것으로 보여진다.

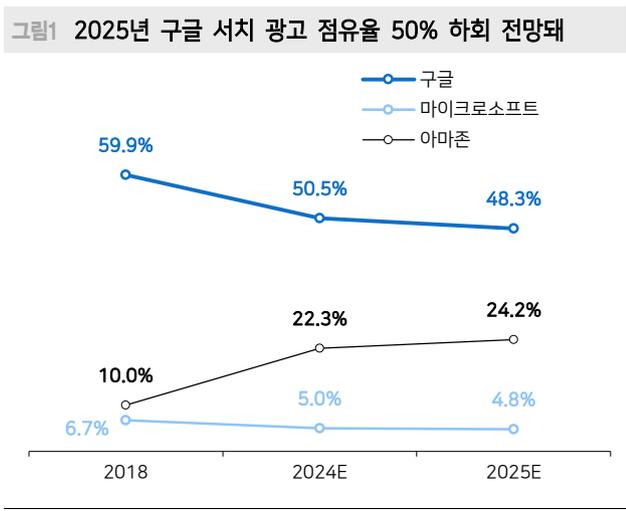
틱톡은 2023년 8월 처음으로 서치 광고 상품을 출시했지만 검색 키워드, 광고 게재 위치 등 세부 사항은 틱톡의 알고리즘에 전적으로 맡겨야 하는 구조로 제약 사항이 많았다. 약 1년 후 지난 9월 말, 틱톡은 광고주가 사용자의 검색 활동에 기반해 맞춤형 키워드를 설정하고 광고 게재 방식을 지정하는 등 자유도를 높인 새로운 서치 광고 상품을 출시했다.

틱톡의 해당 광고 상품은 Z세대를 타겟하고자 하는 리테일 광고주를 중심으로 수요가 높을 것으로 예상된다. Z세대에게 주저별로 어떤 검색 방식을 사용하는 지 질문한 설문 조사 결과에 따르면 패션, 화장품, 선물 등 쇼핑 위주 항목에서 틱톡이 인스타그램과 구글 대비 월등히 높은 수치를 보였다. eMarketer는 2024년 틱톡의 광고 매출이 38.1% 성장할 것이며 2025년 미국 디지털 광고 시장의 3.4%를 차지할 것으로 전망하고 있다. 아직 절대적 수치는 경쟁업체 대비 낮은 수준이나 기존 동영상 광고에 더해 서치 광고의 호조가 예상됨에 따라 가파른 성장세에 주목할 필요가 있다.

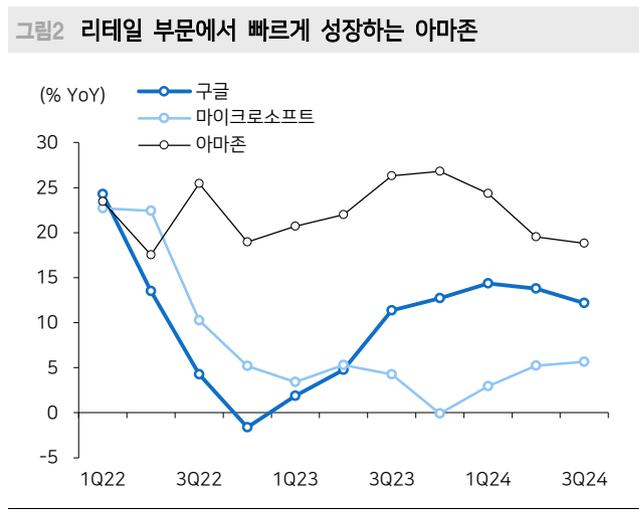
**구글 서치 광고 점유율, 2025년 처음으로 50% 하회할 것으로 전망돼**

최근 틱톡은 타겟팅 기능을 강화한 서치 광고를 새롭게 출시하며 서치 부문을 본격적으로 확장하기 시작했다. 틱톡의 유저 특성 상 젊은 세대를 타겟으로 하는 리테일 광고주 수요가 높을 것으로 보여지며, 기존 동영상 광고에 더해 빠른 디지털 광고 성장률을 보일 것으로 예상된다.

지난 10월, 마케팅 시장 조사 업체 eMarketer는 구글의 미국 서치 광고 내 시장 점유율이 2025년 처음으로 50%를 하회할 것이라는 전망을 발표했다. 2018년 약 60%에 달했던 점유율은 2024년 50%, 2025년 48%까지 하락할 것으로 예상되고 있다. 반면 아마존은 리테일 부문에서 빠르게 성장하며 2018년 10%에서 2025년 24%로 상승할 것으로 전망된다. 구글의 점유율 하락에는 아마존의 약진 외에도 서치 광고 시장에 새롭게 진입하는 틱톡의 영향 또한 큰 것으로 보여진다.



자료: eMarketer, 메리츠증권 리서치센터



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

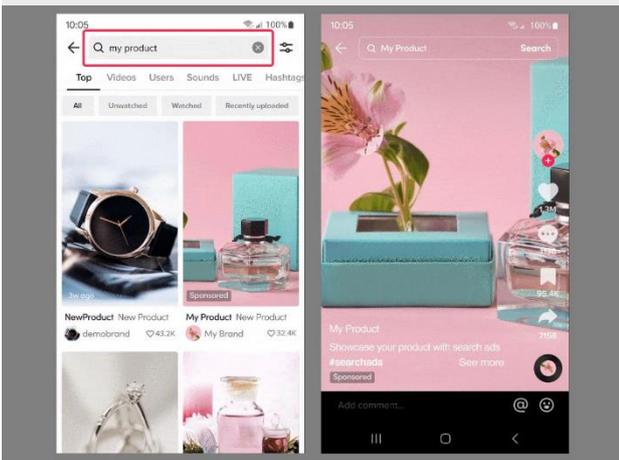
### 틱톡 서치 광고, 리테일 광고주 중심으로 수요 높을 것

틱톡은 미국 내 170만명의 사용자를 보유한 대형 플랫폼이지만 수년간 동영상 광고, 인플루언서 마케팅에만 집중된 사업을 펼쳐왔다. 이러한 틱톡도 2023년 8월 처음으로 서치 광고 상품을 출시했다. 하지만 광고주는 타겟 소비자만 설정할 수 있고 검색 키워드, 광고 게재 위치 등 세부 사항은 틱톡의 알고리즘에 전적으로 맡겨야 하는 구조로 제약 사항이 많았다.

약 1년 후 지난 9월 말, 틱톡은 광고주의 자유도를 높인 새로운 서치 광고 상품을 출시했다. 광고주는 사용자의 검색 활동에 기반해 맞춤형 키워드를 설정하고 광고 게재 방식을 지정할 수 있게 된다. 현재는 미국에서만 출시된 상황으로 향후 테스트를 통해 지역을 확장해 나갈 것으로 보인다.

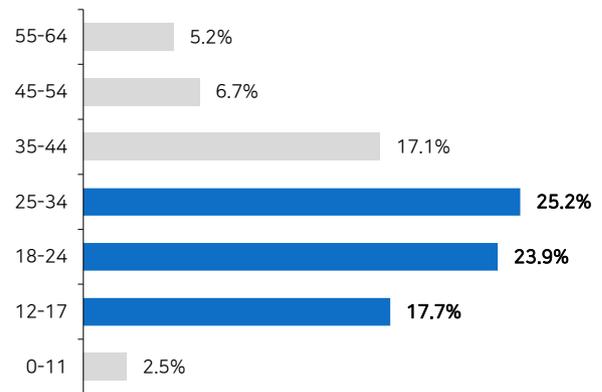
틱톡의 해당 광고 상품은 Z세대를 타겟하고자 하는 리테일 광고주를 중심으로 수요가 높을 것으로 예상된다. 미국 틱톡 사용자 중 12~34세 사이의 이용자가 67%를 차지한다. 미국 Z세대에게 주제별로 어떤 검색 방식을 사용하는 지 질문한 설문 조사 결과에 따르면 패션, 화장품, 선물 등 쇼핑 위주 항목에서 틱톡이 인스타그램과 구글 대비 월등히 높은 수치를 보였다.

그림3 틱톡 서치 광고 도입



자료: Tiktok

그림4 틱톡 유저, 12~34세 이용자가 67% 차지



자료: eMarketer, 메리츠증권 리서치센터

**표1 쇼핑 부문 검색 시 틱톡을 주로 사용하는 미국의 Z세대**

	TikTok	Instagram	Google
<b>Gift ideas</b>	<b>40%</b>	<b>19%</b>	<b>28%</b>
<b>Hair and makeup</b>	<b>40%</b>	<b>25%</b>	<b>25%</b>
Well-being and fitness	39%	20%	29%
Recipes and meal ideas	38%	19%	30%
<b>Fashion brands</b>	<b>36%</b>	<b>27%</b>	<b>29%</b>
<b>Interior design</b>	<b>33%</b>	<b>21%</b>	<b>29%</b>
Video games/gaming	33%	14%	36%
News and current affairs	22%	18%	43%
Cars	18%	16%	46%
Financial Services	17%	11%	54%
Electronics	16%	12%	60%
Restaurants and bars	15%	15%	66%
Local services	12%	12%	66%

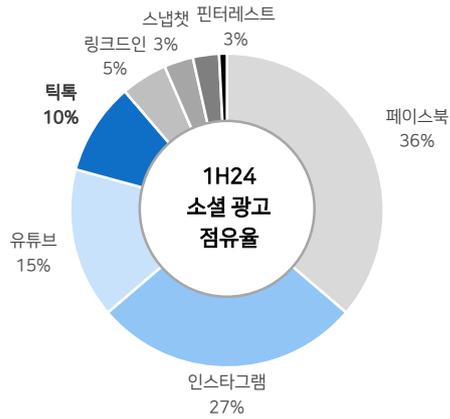
자료: eMarketer, 메리츠증권 리서치센터

서치 광고 외에도 디지털 광고 전반에서 틱톡은 빠르게 영향력을 확대해가고 있다. 센서타워에 따르면 2024년 상반기 미국 소셜 미디어 광고 내에서 틱톡의 점유율은 9.5%로 페이스북, 인스타그램, 유튜브 다음으로 4위를 기록했다. 2024년 1월~8월 누적 매출을 비교했을 때에는 지난 해 대비 19% 증가하며 견조한 성장세를 지속 중이다. 반면 유튜브는 12%로 틱톡 대비 부진한 모습을 보였다.

최근 유튜브 쇼츠의 전략 선회 또한 틱톡으로부터 점유율을 방어하기 위함으로 해석된다. 지난 10월 유튜브는 쇼츠의 영상 길이를 60초에서 3분으로 연장한다고 발표했다. 틱톡은 2021년 7월 이미 3분으로 연장한 바 있다. 1분이라는 짧은 길이로는 콘텐츠 제작에 제한이 있었으나, 3분으로 늘어남에 따라 다양한 광고 모델 도입이 가능해질 것이다.

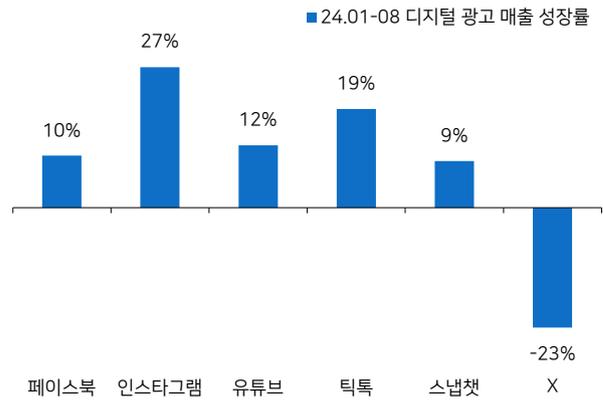
eMarketer는 2024년 틱톡의 광고 매출이 38.1% 성장할 것이며 2025년 미국 디지털 광고 시장의 3.4%를 차지할 것으로 전망하고 있다. 아직 절대적 수치는 경쟁업체 대비 낮은 수준이나 기존 동영상 광고에 더해 서치 광고의 호조가 예상됨에 따라 가파른 성장세에 주목할 필요가 있다.

그림5 1H24 미국 소셜 광고 점유율



자료: 센서타워, 메리츠증권 리서치센터

그림6 24.01-08 디지털 광고 매출 성장률



자료: 센서타워, 메리츠증권 리서치센터

원문: Google's search ad market share could drop Below 50% in the U.S. for the first time(Medium)