

Strategy Idea

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



주식 현황
Analyst 이수정
02. 6454-4893
sj_lee@meritz.co.kr

2025년 전망 시리즈 1 (해설판) [시황] 보법이 다르다

- ✓ [미국] 전세계가 낙관, [중국] 10년 주기설(2005년→ 2015년→ 2025년)
- ✓ [한국] 투자심리 극단에서의 역발상 필요성, 삼성전자 PBR 1배에서의 경직성
- ✓ AI 기술수명주기: [1국면] 인프라 → [2국면] On-Device → [3국면] AI 애플리케이션 → [4국면] 물리적AI

ERP: 양극단

올해 전세계 주가지수 상승률 +17%는 EPS +7.4%p와 PER +9.5%p 증가의 합이다. 즉 실적과 밸류에이션 멀티플이 동반 상승한 결과다.

예외적으로 한국은 EPS 상승분(+30%p)을 PER 하락분(-24%p, 연초 11배 → 현재 8.5배)이 상쇄했다. 유사한 EPS 성장률(+28%p)에 PER(+12%p, 15.7배 → 17.6배)까지 개선된 대만과 대조적이다.

PER은 할인율의 역수(1 / 할인율)이고, 할인율은 무위험이자율(r_f)과 주식위험프리미엄(ERP)의 합으로 볼 수 있다. 그런데 올해 대만 국채금리는 상승했고 한국 금리는 오히려 하락했다. 다시 말해 대만 증시 할인율의 하락(밸류에이션 상승)은 금리 상승분을 초과하는 ERP 하락(위험 선호) 덕분이었고, 한국 증시의 할인율 상승(밸류에이션 하락)은 금리 하락분 이상의 ERP 상승(위험 회피) 때문이었다.

그림1 주요국 YTD 12MF EPS, PER, 주가 등락률

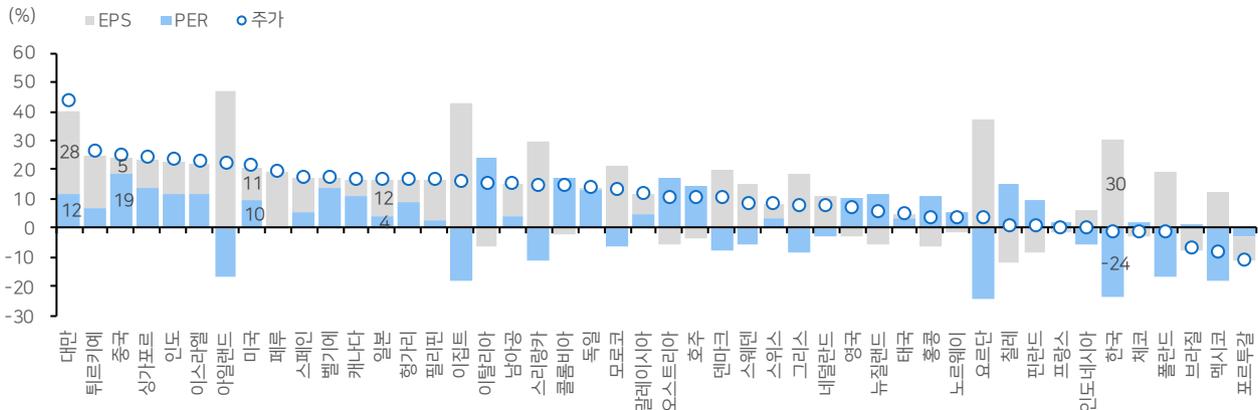
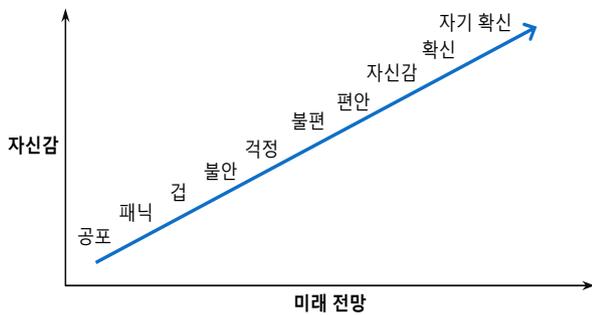


표1 낙관적 사회 분위기 예시

사실	해석	결과	
거시경제	강력한 지표	경제 강화	주가 상승
	저조한 지표	연준 완화 가능성 높음	주가 상승
	예상과 같은 지표	낮은 변동성	주가 상승
기업실적	100억원 이익 기록	사업 여건 우호적	주가 상승
	100억원 손실 기록	나쁜 뉴스 제거됨	주가 상승
유가	석유 가격 급등	수요에 기여하며 세계 경제 성장	주가 상승
	석유 가격 급락	소비자의 구매력 증가	주가 상승
FX	달러 가치 급락	미국 수출업자에게 긍정적	주가 상승
	달러 가치 급등	미국외 수출업자에게 긍정적	주가 상승
물가	인플레이션 급등	자산가치 상승 초래	주가 상승
	인플레이션 급락	수익의 질 향상	주가 상승

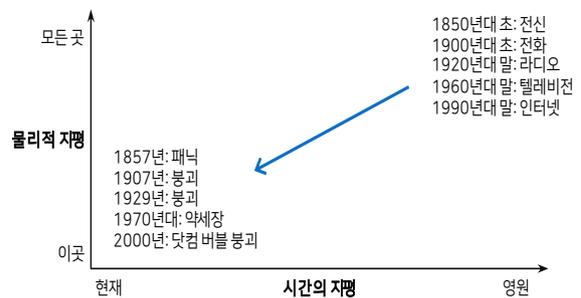
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 자신감과 미래 전망의 관계



자료: Peter Atwater, Financial Insights, 메리츠증권 리서치센터

그림5 연결성 혁신과 주요 시장 정점



자료: Peter Atwater, Financial Insights, 메리츠증권 리서치센터

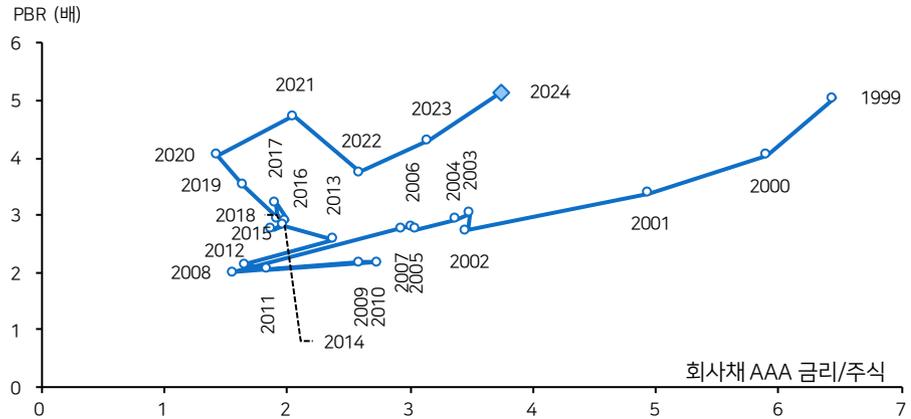
표2 강한 사회 분위기 vs. 약한 사회 분위기 특징

강한 사회 분위기	약한 사회 분위기
영구적	일시적
소유	임대
교체	수리
다국적	지역
타협	동의하지 않음
중간지대	극단주의
상호연결	독립
확장주의	보호주의
인수	투자 철회
Just-in-Time 재고	Just-In-Case 재고
테마주	배당주

자료: Peter Atwater, Financial Insights, 메리츠증권 리서치센터

현재 전세계 투자자들은 미국 증시를 낙관하고 있다. X축을 주식에 대한 채권의 상대 매력도(회사채 AAA 금리 / S&P 500 배당수익률 비율), Y축을 주식 밸류에이션(PBR)으로 한 그래프에서 1999년은 원점에서 먼 증시 고점, 2008년은 원점에 가까운 증시 저점이었다. 2024년은 다시 원점에서 멀어지며 PBR 기준으로는 1999년에 가깝다.

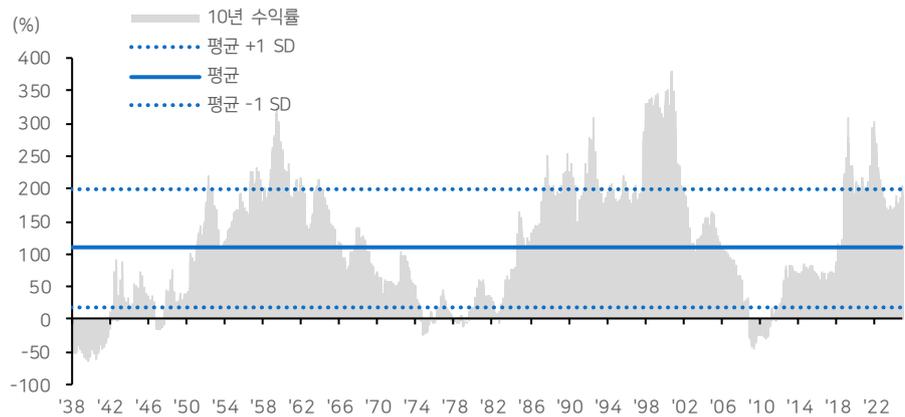
그림6 S&P 500 밸류에이션: 1999년 정점 2008년 저점 2024년 다시 정점 부근



자료: Moody's, Shiller, Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

미국 주가지수 밸류에이션 지표 대부분이 역사적 고평가 수준에 도달했다. 최근 S&P 500 10년 수익률은 장기 평균 + 1 표준편차에 해당하는 199%에 근접했다. 이는 지난 10년 간의 수익률보다 향후 10년 간의 기대수익률을 낮게 평가하는 근거다.

그림7 S&P 500 10년 수익률: 역사적 평균 + 1SD(199%) 수준 근접

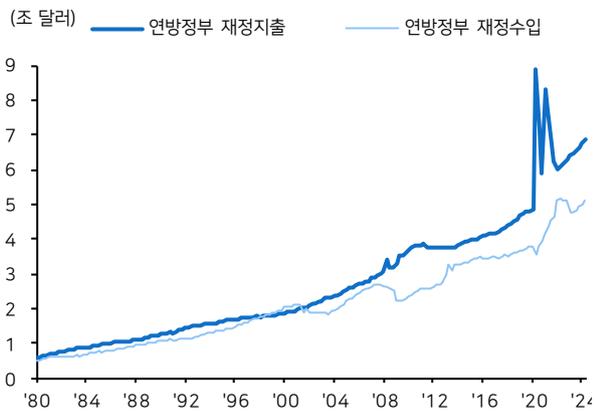


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국 증시 조정 트리거 중 가장 유력한 것은 연방정부 부채다. 연방정부의 순이자 비용은 재정수입에서 18%를 차지하며 미 국방 지출을 추월했다. 이는 역사적 경제위기 징후 중 하나로, 마지막 경험은 1998년 1분기였다.

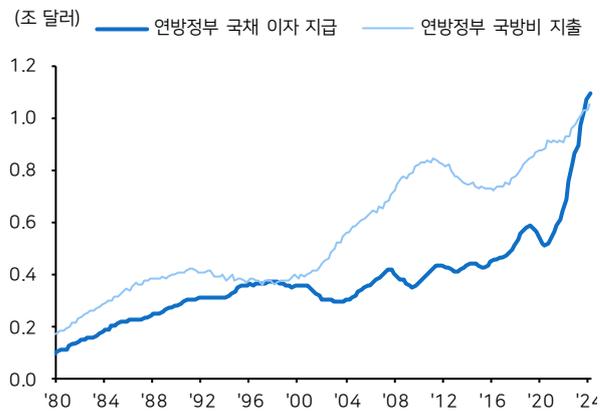
차기 정부가 재정적자 완화를 위해 연방정부 재량 지출을 줄이면 미국 성장률이 둔화된다. 반대로 재량 지출을 늘려 재정적자가 추가 확대되면 국채 초과 공급에 따른 가격 하락으로 시장금리가 올라갈 수 있다. 물론 이러한 위기는 연준의 국채 매수 재개로 인한 부채의 화폐화로 진정된다. 미국 강세장의 종료보다는 연방정부 부채 부담으로 인한 금융시장 변동성 확대 가능성이 높아졌다는 의견이다.

그림8 미국 재정지출 > 수입



자료: U.S. Bureau of Economic Analysis, 메리츠증권 리서치센터

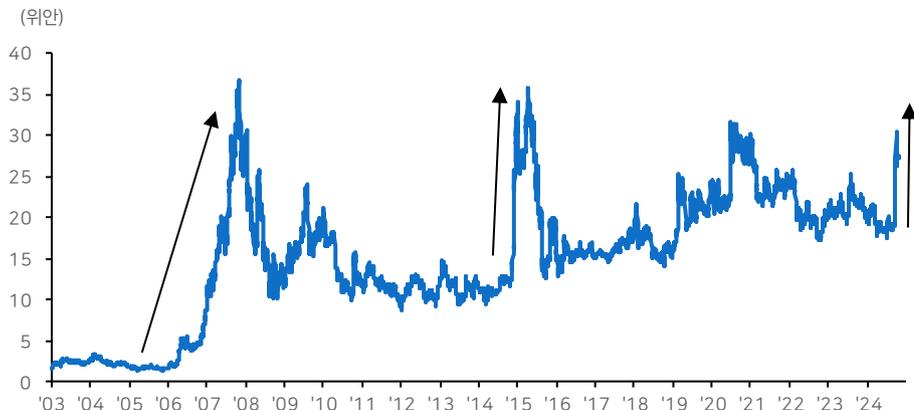
그림9 연방정부 국채 이자 부담 > 국방비



자료: U.S. Bureau of Economic Analysis, 메리츠증권 리서치센터

올해 사회분위기가 가장 크게 개선된 국가는 중국이다. 일본 '잃어버린 30년'의 재연이 우려되는 가운데 당국은 올해 5% 성장 목표를 확신하며 통화·재정정책을 총동원해 경제심리를 개선시키기 위해 노력하고 있다. 중국 증시는 2005년, 2015년 강세장이 만든 10년 주기설의 신화가 이어지는 2025년으로 접어든다.

그림10 중신증권(CITIC Securities) 주가

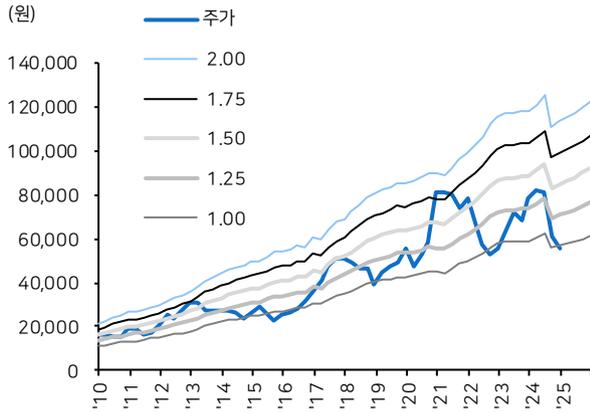


자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

반면 한국은 비관적 사회분위기로 인해 투자심리가 급격히 위축되어 있다. 시가총액 1위 기업이 대국민 사과문을 발표할 정도다. 다만 KOSPI YTD 수익률이 -3%를 기록할 때 삼성전자가 -25% 하락했음을 감안하면 줄어든 삼성전자의 시가총액은 사라지지 않고 나머지 종목으로 분산되어 있다.

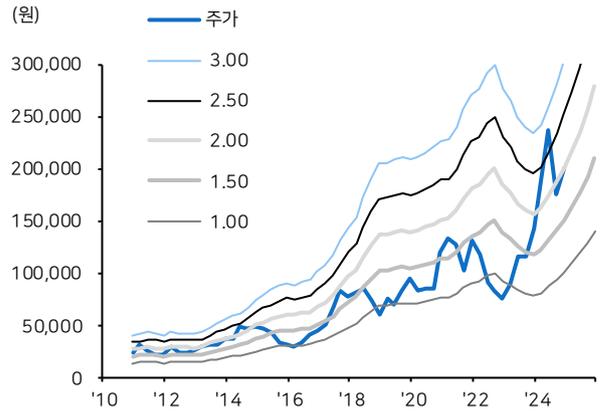
투자심리 극단에서의 역발상 필요성, 삼성전자 PBR 1배에서의 경직성을 감안하면 한국증시는 상승 여력이 부족할지언정 매도해서는 안 되는 지점이다.

그림11 삼성전자 Trailing PBR 밴드



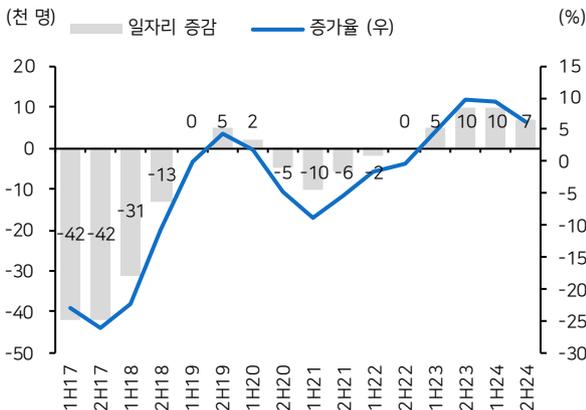
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 SK하이닉스 Trailing PBR 밴드



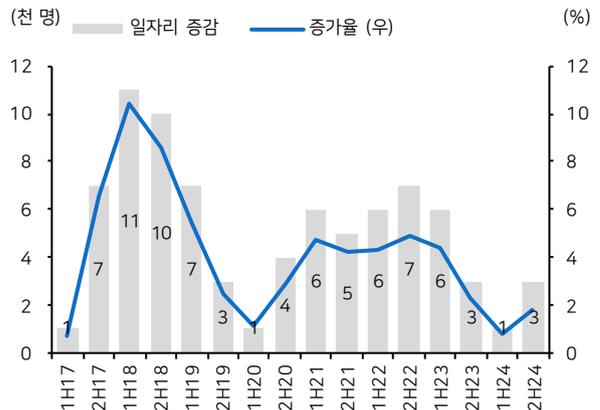
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림13 조선 YoY 일자리 증감



주: 2024년 하반기는 전망치
 자료: 한국고용정보원, 한국산업기술진흥원, 메리츠증권 리서치센터

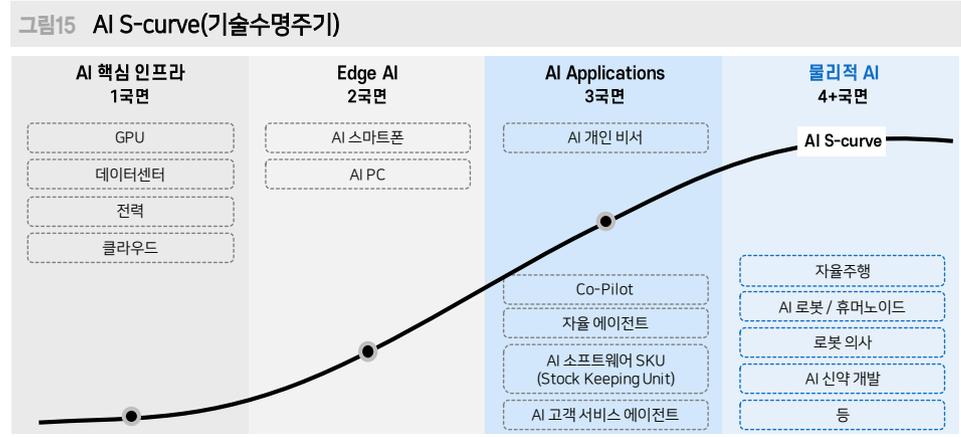
그림14 반도체 YoY 일자리 증감



주: 2024년 하반기는 전망치
 자료: 한국고용정보원, 한국산업기술진흥원, 메리츠증권 리서치센터

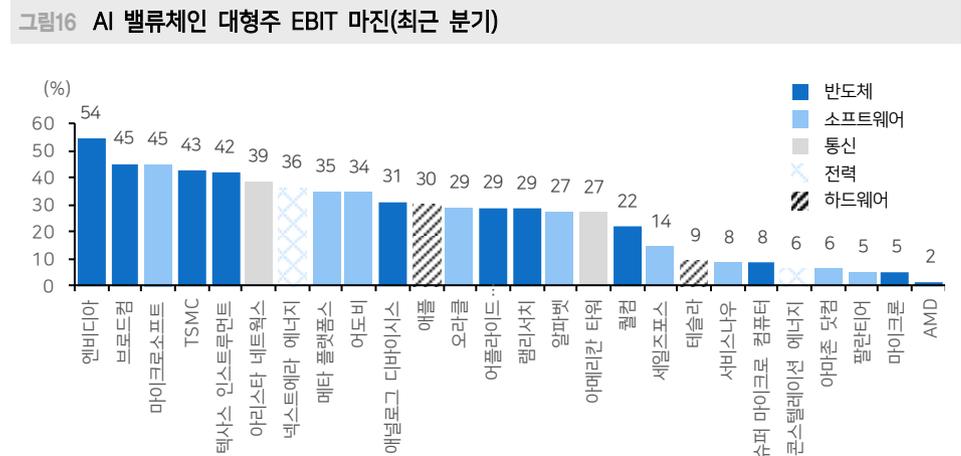
AI: S-curve 3국면으로

AI S-curve(기술수명주기) 1국면을 핵심 인프라, 2국면을 Edge(On-Device) AI, 3국면을 AI Application, 4국면을 물리적 AI로 나누면 현재 주도주는 여전히 1국면의 종목들이다. 올해 2국면에 해당되는 Apple Intelligence와 Copilot PC가 공개되었지만 그 영향력은 미미하다.



자료: 메리츠증권 리서치센터

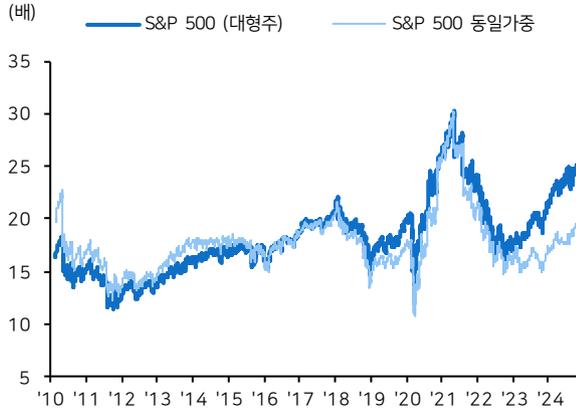
1국면의 대장인 Nvidia는 AI 밸류체인에서 독점적 지위와 그에 따른 높은 마진을 향유하고 있다. 3국면의 소프트웨어는 Nvidia AI칩을 비싼 가격에 구매할 수밖에 없기에 상대적으로 마진이 억눌려있음에도 이익률의 절대값은 높다.



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

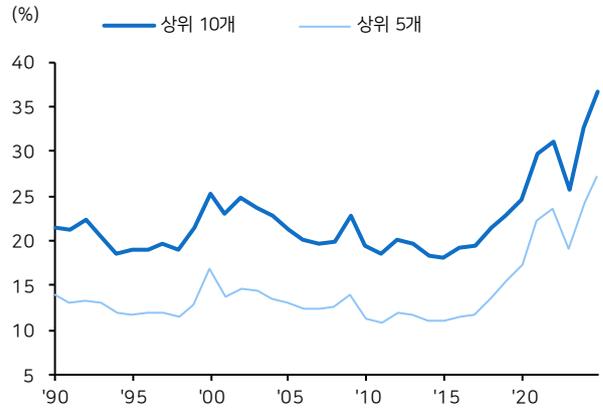
Magnificent 7의 차별적인 펀더멘털은 버블이 아님을 증명한다. 다만 7개 종목의 시가총액 비중이 31%를 넘어서며 쏠림이 심화된 부분은 우려스럽다. 이들의 고점은 과거의 주도주들이 그랬듯이 이 주식을 모두가 갖고 있어서 더 이상 살 사람이 없을 때 나올 가능성이 높다.

그림17 S&P 500 시가총액지수 vs. 동일가중지수 PER 비교



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림18 S&P 500 시가총액 상위 종목 비중



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

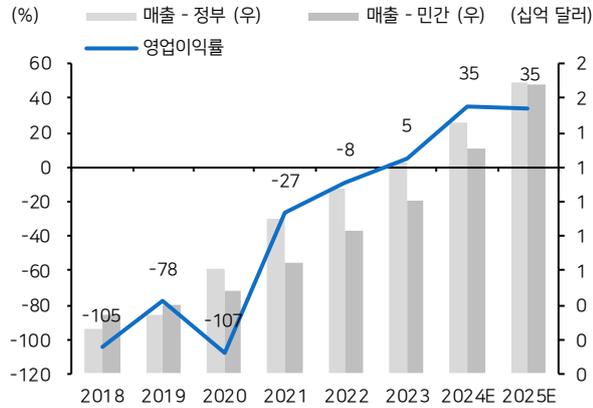
표3 미국 1953~2007년 주도 업종

연도	주도 업종
1953~1954	우주개발, 알루미늄, 건설, 제지, 철강
1958	불링, 전자, 출판
1959	자동판매기
1960	식품, 저축은행, 담배
1963	항공
1965	우주개발, 컬러 텔레비전, 반도체
1967	컴퓨터, 지주회사, 호텔
1968	이동 주택
1970	건설, 석탄, 석유 서비스, 레스토랑, 소매
1971	이동 주택
1973	금, 은
1974	석탄
1975	홍보 및 전시, 석유
1976	병원, 오염방지, 요양원, 석유
1978	전자, 석유, 소형 컴퓨터
1979	석유, 석유 서비스, 소형 컴퓨터
1980	소형 컴퓨터
1982	의류, 자동차, 건설, 대형 할인점, 군사용 전자, 이동 주택, 의류 소매, 완구
1984~1987	일반 의약품, 식품, 제과 및 제빵, 슈퍼마켓, 케이블 TV, 컴퓨터 소프트웨어
1988~1990	신발, 설탕, 케이블 TV, 컴퓨터 소프트웨어, 보석 판매점, 통신, 외래환자 건강관리
1990~1994	의료장비, 바이오테크, 의료보험, 컴퓨터 주변기기 및 LAN, 레스토랑, 게임, 은행, 석유 및 가스 탐사, 반도체, 통신, 일반 약제, 케이블 TV
1995~1998	컴퓨터 주변기기 및 LAN, 컴퓨터 소프트웨어, 인터넷, 은행 및 금융, PC 및 워크스테이션, 석유 및 가스 굴착, 할인 양판점
1999~2000	인터넷, 생명공학 및 유전공학, 메모리 칩, 통신 장비, 반도체, 네트워킹, 광섬유 소자, 기업용 소프트웨어
2000~2007	비료, 석유 및 가스, 의류, 철강, 의료, 태양광, 인터넷, 주택 건설

자료: William O'Neil, 『How to Make Money in Stocks』

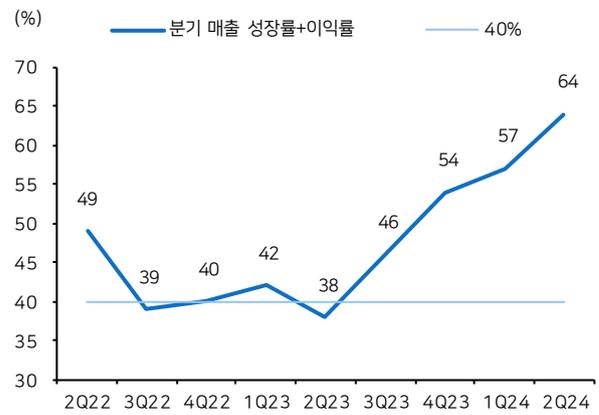
1~2국면의 종료는 3국면의 시작을 의미한다. 실제로 AI Application에서는 Palantir와 같이 돈을 버는 기업이 등장하고 있다. 회사의 설명에 따르면 AI를 실제 수익화하는데(프로토타입(prototype) → 실제 운영) 거대한 병목이 존재하고, LLM을 맞춤형으로 튜닝해 병목을 넘은 기업만이 수익화에 성공한다.

그림19 Palantir: 1Q23 이후 OPM 흑자 전환



자료: Palantir, 메리츠증권 리서치센터

그림20 Palantir: Rule of 40



자료: Palantir, 메리츠증권 리서치센터

그 다음 4국면은 물리적 AI로 자율주행 자동차와 로봇이 주도 기술이 될 가능성이 높다. 현재의 자율성 Level 2에서 고도의 자동화가 가능해진 Level 4에 도달하는 것이 과제다. 자율주행보다는 휴머노이드가 먼저 도달할 것으로 평가된다.

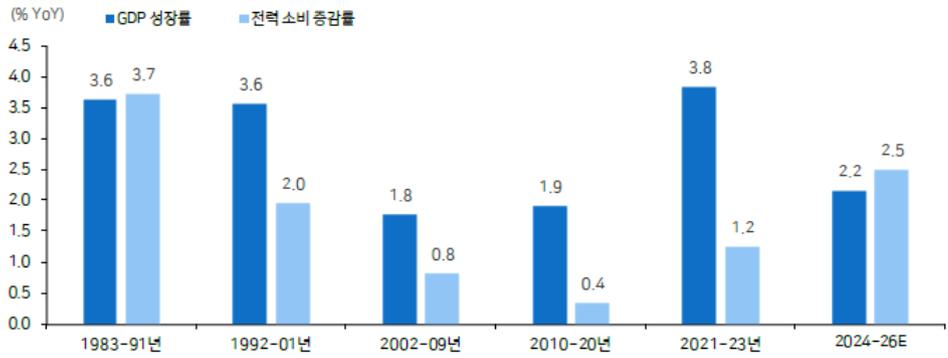
그림21 자율주행 자동차/휴머노이드(Humanoid) 자동화 단계

자율성 수준	자율주행 자동차	휴머노이드
L5	완전 자동화	완전 자율, 작업 전반에 걸쳐 일반화
L4	고도 자동화	대부분 작업에 대해 높은 자율성
L3	약간의 개입으로 자동화 (10년 미만)	약간의 개입으로 특정 작업 수행 (향후 5년?)
L2	부분 자동화(Tesla Autopilot) (20년)	고급 운동 능력과 약간의 민첩성
L1	운전자 지원(Cruise control)	기본적 동작 (50년)

자료: Waseda University, SAIC, 메리츠증권 리서치센터

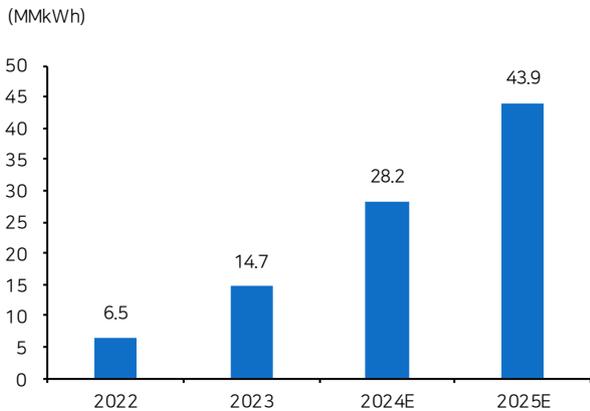
한국의 주도주는 AI 1국면에 포진해있다. 특히 전력은 기울기가 다소 완만해질 것으로 보이나 중장기적으로 수요가 유지되는 인프라다. 올해 미국 전력 소비량은 사상최대치를 기록했고, 향후 전력 소비량은 GDP보다 빠르게 성장할 전망이다. 공급과잉 징후가 발견될 때까지 혹은 주식을 더 이상 살 사람이 없을 때까지는 포트폴리오에서 제외할 수 없다.

그림22 미국 기간 평균 GDP 성장률 vs. 전력 소비 증감률



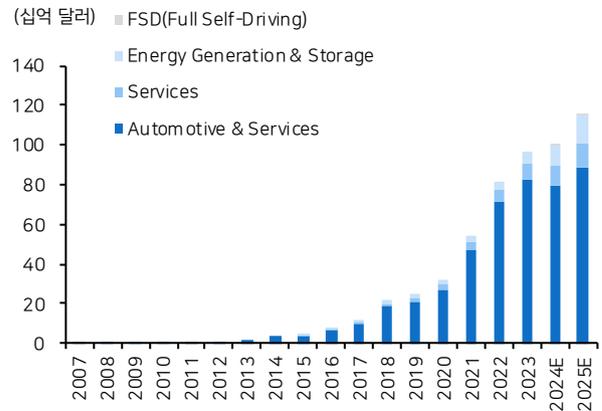
자료: Bloomberg, World Bank, EIA, 메리츠증권리서치센터

그림23 Tesla 전력 매출



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림24 Tesla 사업부문별 매출



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제 3자에게 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.