

Strategy Idea



글로벌 투자전략 - 선진국
Analyst 황수욱
02. 6454-4896
soowook.hwang@meritz.co.kr

미국 시장 중심 잡기

- ✓ 미국과 중국의 경제 전쟁 시작. 지속 가능한 체제 유지 위한 미국의 일보 후퇴 틈에서 중국의 드라이브. 미국은 자금시장 이상 징후와 통화정책 개입 가능성, 재정정책 차원의 감세안 주시
- ✓ 미국 평균 관세율 25%의 EPS 감익 효과 추산. 미국 가계와 기업이 관세 부담을 진다고 보고 가격 전가율 50% 가정, 5년 평균 12개월 선행 PER 기준 S&P500 레벨은 4,925pt
- ✓ 시장 반등 트리거는 1) 관세 소화/합의, 2) 재정/통화정책일 것으로 보지만 타이밍 알기 어려움. 다만 4/7 반응이 대응 전략의 힌트가 될 수 있음. 반등시 낙폭과대 기술주 선호 의견 유지

미국의 이보 전진 위한 일보 후퇴 틈을 탄 미국과 중국의 '경쟁'

미국 연저점 경신, 역대급 변동성

4월 8일 S&P500 지수는 4,983pt로 연저점을 경신, 2월 19일 고점 대비 18.9% 하락했다. 4월 4일 SPY 거래대금은 최근 20년 중 가장 높았으며, 4월 8일 일간 지수의 최대 변동폭은 6%나 되는 등 역대급 변동성 증시가 연출 중이다.

미국과 중국의 총성 없는 전쟁

지금은 미국과 중국이 총성 없는 전쟁을 이미 시작한 것으로 봐야 할지도 모른다. 바이든 행정부 시절 과도한 재정지출로 지속 가능하지 않은 경제 구조에 직면한 미국은, 현상을 유지하면 중국한테 질 것을 예감해 이보 전진을 위한 일보 후퇴를 과감하게 단행 중이다. 관세 부과로 제 살을 깎아먹으며 전세계를 먼저 때려놓고 자기 편에 서라 하며, 중국도 미국에 대응해 자기 편을 모으고 비축한 체력을 드러내고 있다.

그림1 주요국 증시 연초 이후 주가지수 흐름



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국 일보 후퇴 틈을 탄 중국의 드라이브

2018년과 가장 상황이 다른 점은 매우 좁혀진 과학기술 역량

관세는 불확실성 남았음 중국 추가관세, 반도체, 의약품 vs 중국 외 국가와 합의

미국이 제 살 깎아먹기를 하면서 글로벌 리더가 부재해졌다. 중국을 누르고 싶어하는 미국이기 때문에 놀리고 싶지 않은 중국에게는 절호의 기회다. 이 틈을 타 2019년 미-중 1차 무역합의에 서명하며 사실상 항복했던 중국이 다시 미국과 대립한다. 주가가 중국은 버티고 미국은 하락해서 그래보이는 것인지 알 수 없지만, 중국은 경제적으로 버틸 수 있다, 반면 미국이 입는 경제적 피해가 크고 정책 여력이 없다는 쪽으로 시장의 생각이 모이는 것 같다.

2018년 중국과 지금 중국의 가장 큰 차이는 기술이다. AI 산업에서는 이제 미국과 중국의 기술 격차가 3개월도 나지 않는다고 한다. 로봇은 오히려 중국이 빠를 수도 있다는 생각도 많다. 미국의 역사에서 맨해튼 프로젝트와 아폴로 계획의 교훈은 '과학 승리'다. 과학 승리 난이도가 높아진 미국에게 이번 '경제 전쟁'에서 승리가 패권국 지위 유지를 위해 더 절실히 보인다.

관세: 중국, 반도체/의약품 관세 불확실성 잔존 vs 중국외 국가 합의 기대 공존

시장이 가장 민감한 관세 합의 동향은 사실상 중국을 제외하고 합의 수순에 있는 것으로 파악된다. 캐나다도 보복 관세를 이야기하고 있지만 미국 의존도 및 열악한 경제 상황을 고려할 때 미국과 대립이 길어지기는 어려워 보인다. 관세 관련 남아 있는 불확실성은 중국과 보복 관세가 얼마나 더 커질지, 의약품 및 반도체 품목 관세가 어떻게 부과될 것인지 정도다. 남은 불확실성을 확인할 때마다 시장은 출렁이겠지만, 동시에 다른 국가들과 관세 합의가 구체화될 때마다 안도할 것이다. 인도네시아와 합의가 시사점이 있어 보였는데, 베트남과 같은 다른 아세안 국가들은 미합의시 공급망 대체 우려가 있는 만큼 연쇄적 합의가 기대된다.

표1 국가별 미국과 관세 협상 추진 동향

국가	협상 여부	내용
한국	협상 중	한덕수 권한대행과의 통화에서 관세, 조선, 미국산 LNG 대량 구매 , 알래스카 가스관 합작 사업 및 주한미군 방위비 분담금 관련 논의
일본	협상 중	4월 7일 트럼프 대통령과 통화, 장관 간 관세 협상 약속 및 이시바 총리의 방미 의지 표출
캐나다	보복관세 부과	4월 9일부터 미국산 자동차에 25% 보복관세 부과, 미국의 자동차 관세에 대해 WTO 분쟁 신청
멕시코	협상 중	북부 국경 보안 강화, 마약사범 범죄인 인도, 추방자 수용 등 미 정부와 협력 중
EU	협상 중	4월 7일 ① 모든 공산품에 상호 무관세 제안, ② 철강, 알루미늄 보복관세 대응 수위 낮춤, ③ 관세 시행 시기 지연했으나, 트럼프는 이에 3,500억 달러 규모의 미국산 에너지 구매 요구 . EU는 ④ LNG 수입 확대 논의 의향이 있다고 밝힘
독일	협상 중	18년 철강·알루미늄 관세 때처럼 대응할 것이라는 강경 대응과 동시에 "언제나 타협과 협력을 위한 준비가 되어있다"고 언급
프랑스	협상 중	① 전 품목 관세 부과는 비효율적이기에 특정 산업 부문을 대상으로 할 것으로 언급, ② 디지털세 부과 주장
이탈리아	협상 중	① 미국과의 무관세(Zero-for-Zero) 협정을 지지한다고 언급, ② 4월 17일 트럼프 대통령과 회담을 갖고 관세 문제 등을 논의할 예정
영국	협상 중	스타머 총리, 무역 전쟁에서는 아무도 이기지 못하며 미국과 협상 타결을 위해 싸우겠다고 언급
베트남	협상 중	미국의 관세 시행 연기를 조건으로 대미 관세를 0% 로 하겠다고 제안
태국	협상 중	미국산 에너지, 항공기, 농산물 수입을 확대할 것
인도네시아	협상 중	미국산 철강, 광산, 의료 장비 등 제품 수입 관세를 0~5%로 낮출 것, LPG, LNG, 대두 수입 계획 밝힘
중국	보복관세 부과	① 4월 10일부터 모든 미국산 제품에 34%의 추가 관세 부과 발표, ② 회토류 수출 제한, ③ '신뢰할 수 없는 기관' 목록에 미국 기관 추가 등
대만	협상 중	① 대만-미국 간 "0% 관세" 논의, ② 농공업, LNG 규수 분야 등 대미 구매 확대, ③ 미국 투자 확대, ④ 비관세 무역 장벽 적극 해결, ⑤ 원산지 세탁에 대한 미국 우려 해결
호주	협상 중	보복관세를 부과하지 않을 것

자료: 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

미국채 급등 이상 징후. '20년 유사 상황에서 반전 트리거는 통화정책

4/9 아시아 장에서 미국채 금리 급등 이상 징후

4월 9일 아시아 시장에서 이상 징후가 발견된다. 미국 장기채 금리가 급등했는데, 미국채 10년물 금리가 장중 한 때 하루만에 20bp 가까이 상승하기도 했다. 4월 2일 관세 부과 이후 경기침체 우려에 하락하던 장기채 금리가 오히려 상승 전환하며 시장에서는 중국의 미국채 매각 가능성은 원인으로 지목하기도 했다.

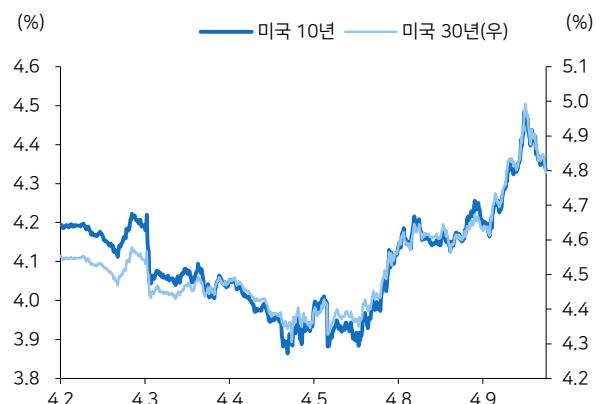
하이일드 스프레드 상승 중 주시

채권 금리 상승과 함께 비교해서 봐야 할 지표는 하이일드 스프레드다. 미국 하이일드 스프레드는 4월 8일 기준 450bp를 돌파해 주의 수준에 진입했다. 4월 2일 관세 부과 이후 약 1주일만에 120bp나 급등했다. 동시에 봐야 할 단기자금시장 지표인 LIBOR-OIS 스프레드는 아직 큰 반응이 없으나, 함께 주시해야 한다.

금, 비트코인 가격 동시 하락,
유사 극단의 유동성 선호
사례였던 2020년 통화정책 적극
개입

현재 금, 비트코인 가격이 함께 하락 중인데, 주식, 채권, 원자재 가격의 동시 하락은 극단의 유동성 선호 상황을 의미하기도 한다. 2020년 3월 유사한 상황이 있었다. 지금과 차이는 이 때는 달러를 제외한 모든 자산 가격이 하락했는데, 지금은 엔화와 유로화가 오른다. 이 때 주가 반전 트리거는 통화정책의 개입이었다.

그림2 미국채 장기물 금리 급등



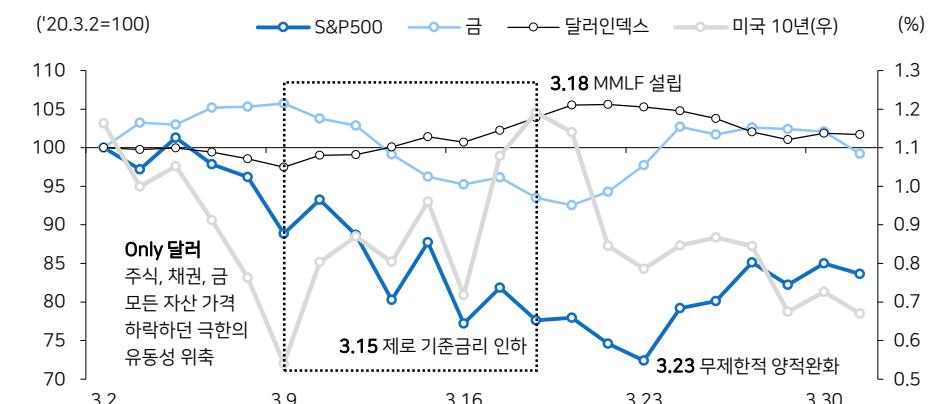
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 미국 하이일드 스프레드 급상승



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 2020년의 경험: 유동성 우려 확산시 통화정책 개입이 즉시 반등 트리거였음



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

하원 통과를 남긴 감세안

이번주 미국 의회 감세안 통과 목표

4월 5일 미국 상원에서 감세안이 상원을 통과했다. 이제 하원 투표를 남긴 상황인데, 하원이 휴회하는 11일 전까지 통과하는 것을 목표로 합의 중이다. 다만 상원에서 통과된 감세안은 하원의 합의된 생각과 차이가 있어 설득 단계 있다.

이번에 상원을 통과한 감세안은 기존 TCJA의 연장과 트럼프 대통령이 공약했던 부채 한도 증액, 팀, 초과근무수당, 사회보장 연금 소득 면제 등 추가 감세 혜택을 포함하고 있다.

상원 통과한 감세안은 기존 하원 생각보다 더 많은 재정적자 용인

다만 하원의 생각과 다른 부분이 있는데, 감세 비용에 대한 평가다. 상원을 통과한 감세안은 TCJA 연장을 현재 세제 혜택을 그대로 유지하는 것으로 간주해 감세 비용이 거의 없다고 본다. 따라서 추가적인 재정지출 삭감을 거의 요구하지 않고 오히려 추가 감세 혜택(추가 재정지출 효과)을 포함한다.

반면 2월에 하원을 통과했던 감세안을 보면, TCJA 감세안 연장이 10년간 4.5조 달러의 재정 적자 효과를 주는 것으로 간주해 1.5조~2조 달러 이상의 정부지출 삭감을 요구하며 추가적인 감세 혜택을 포함하지 않는다.

하원에서 어떤 방식으로 통과될진 알 수 없고, 이번주에 통과되지 못할 수 있지만 4월 5일 상원을 통과한 감세안대로 시행될 경우 기존 하원 통과안 대비 향후 10년간 최소 2조달러의 재정지출 효과를 추가적으로 담은 것으로 생각할 수 있다.

표2 미국 감세안 동향 정리

항목	25년 2월 하원 통과 감세안	25년 4월 상원 통과 감세안
재정적자 산정방식	현행법 기준 TCJA 연장은 만료될 것으로 가정되어 감세 비용이 크게 반영됨 (예: 재정 효과가 10년간 약 4.5조 달러 수준으로 산정됨)	현행정책 기준 TCJA 연장을 현재의 세제 그대로 유지하는 것으로 가정하여 감세 비용이 '비용 없음'에 가깝게 산정됨 (실질적 재정 영향이 낮게 평가됨)
지출 삭감 요구 수준	최소 1.5조~2조 달러 이상의 정부 지출 삭감을 요구함	명목상으로 소폭(약 4억 달러)의 삭감만 요구됨 (상원은 재정 건전성 측면보다 감세 연장에 집중하는 전략)
부채 한도 증액	약 4조 달러 증액을 포함함	약 5조 달러 증액을 포함함 (상원이 부채 한도 증액 폭을 더 높게 설정함)
추가 감세 혜택 범위	주로 TCJA 연장에 초점을 맞추며, 기존 감세 혜택(개인 소득세 감면 등)을 유지하는 데 집중함	TCJA 연장 외에도 팀, 초과근무수당, 사회보장 연금 소득 면제 등 추가 감세 혜택(대통령 캠페인 약속 포함 예정)
재정 영향 산정 방식	TCJA 연장에 따른 감세 효과가 재정 적자로 반영됨	TCJA 연장을 비용으로 산정하지 않아 재정 영향이 거의 없다고 평가됨
법안 추진 및 우선순위	단일 감세안으로 TCJA 연장 및 이에 따른 광범위한 지출 삭감을 통해 세율 인하 효과를 도모함	상원은 TCJA 연장을 '비용 없음'으로 처리하면서 국경 보안, 국방, 에너지 등 추가 정책과 연계해 대통령 캠페인 우선 사항(팀, 초과근무, 사회보장 면제) 강조
내부 정치적 반대	일부 재정 보수파(예산 호크) 및 진보적 민주당이 지출 삭감 부족과 재정 건전성 문제로 반대함	극소수의 중도 및 일부 재정 보수파가 현행정책 산정 방식과 추가 감세 범위에 대해 우려를 표명함

자료: BDO, Reuters, 메리츠증권 리서치센터

관세 효과를 고려한 S&P500 지수?

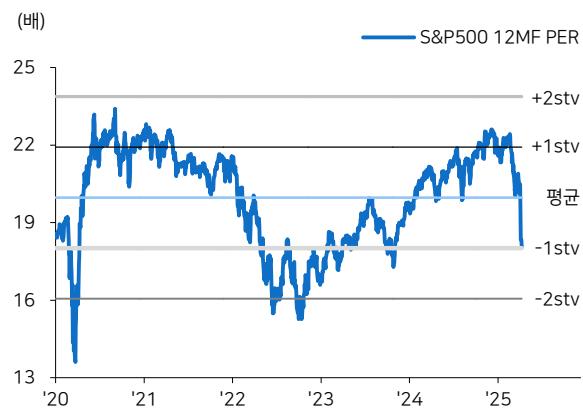
평균 관세율의 감익 효과 평가

미국의 가계, 기업이 50% 가격전
가율로 부담한다고 가정시, 25%
평균관세율의 효과 고려한 지수
레벨은 4,925pt

현재 벨류에이션 관점에서 시장을 예측하기는 어렵다. EPS 측면에서 관세 효과를 가늠해 시장 레벨을 가늠해볼 수 있겠다. S&P500 12MF EPS는 4월 2일 관세 발표일부터 하향조정되기 시작했다. 현재 미국이 부과하는 평균 관세율은 24.8%이고, 2024년대비 22.4%p 올랐다. 여러 변수의 효과와 기업별 영향이 상이하겠으나, 상황을 단순화하여 이 부담을 결국 미국 소비자와 기업이 진다고 할 때, 가격 전가율이 50%라고 가정하면 미국 기업 EPS는 11% 감소한다고 볼 수 있다.

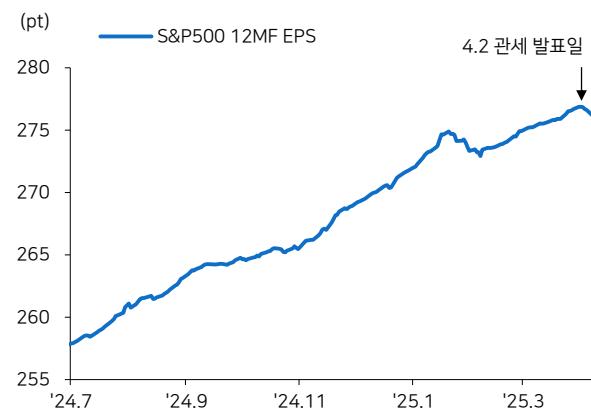
4월 2일 관세부과 효과가 반영되기 직전 S&P500 12MF EPS의 11% 감익한 수준에서 5년 평균 PER 벨류에이션을 준용한 지수 레벨은 4,925pt다. 추가 관세 부과 없이 해당 레벨을 하회할 경우 불확실성 장이지만 매수 접근 해볼 수 있는 수준으로 평가한다. 또한 미국과 중국의 관세 전쟁이 추가적으로 격화되지 않고 중국 이외 국가들에서 순차적으로 관세합의가 나오는 경우에 시장 눈높이를 높여갈 수 있는 기준선도 될 수 있다.

그림5 S&P500 12MF PER



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 S&P500 12MF EPS



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표3 미국 가계, 기업이 50% 가격 전가율로 평균관세율 25% 부담한다 가정시 5년 평균 PER(20배) 고려한 지수레벨은 4,925pt

(pt)	12MF PER(배)												
	17	17.5	18	18.5	19	19.5	20	20.5	21	21.5	22	22.5	
12MF EPS (pt)	240	4,080	4,200	4,320	4,440	4,560	4,680	4,800	4,920	5,040	5,160	5,280	5,400
	245	4,165	4,287	4,410	4,532	4,655	4,777	4,900	5,022	5,145	5,267	5,390	5,512
	250	4,250	4,375	4,500	4,625	4,750	4,875	5,000	5,125	5,250	5,375	5,500	5,625
	255	4,335	4,462	4,590	4,717	4,845	4,972	5,100	5,227	5,355	5,482	5,610	5,737
	260	4,420	4,550	4,680	4,810	4,940	5,070	5,200	5,330	5,460	5,590	5,720	5,850
	265	4,505	4,637	4,770	4,902	5,035	5,167	5,300	5,432	5,565	5,697	5,830	5,962
	270	4,590	4,725	4,860	4,995	5,130	5,265	5,400	5,535	5,670	5,805	5,940	6,075
	275	4,675	4,812	4,950	5,087	5,225	5,362	5,500	5,637	5,775	5,912	6,050	6,187
	280	4,760	4,900	5,040	5,180	5,320	5,320	5,600	5,740	5,880	6,020	6,160	6,300

자료: 메리츠증권 리서치센터

반등 시 대응 전략

반등 트리거가 어떤 포인트가 될지는 아직 알 수 없다. 관세를 완전히 소화한 이후 일 수 있고, 시장 하락이 유동성 문제까지 겹쳐 통화정책 개입까지 기다려야 할 수도 있다. 다만 반등시 대응 전략은 계속 준비하고 있어야 할 것이다.

낙폭과대 기술주 선호 유지

계속해서 주장하는 전략은 2018년 무역분쟁 성과에서 기인한 '낙폭과대 기술주'다. 기술주 섹터가 조정기마다 가장 많이 하락했지만, 결국 승자는 기술주였다. 현재 낙폭과대 기술주에는 AI와 결부된 전력 인프라 기업도 포함된다.

여기에도 아이디어를 추가하면, 해당 기업 중 벤류체인이 복잡하지 않거나 고객사가 미국에 집중되어 있거나 소프트웨어 기업인 경우 더 안전할 수 있다. 여기에 최근 관세 합의 과정에서 결국 이득을 보는 산업은 천연가스, LNG인 점도 상기할 필요가 있다. 미국이 협상의 대가로 무역을 통해 추가로 팔고 싶은 재화는 에너지다.

표4 4월 7일 S&P500 수익률 상위 종목

	종목명	섹터명	수익률(1D)
1	아리스타 네트워스	IT	5.90
2	マイ크론 테크놀로지	IT	5.64
3	GE 베르노바 Inc	산업재	5.37
4	브로드컴	IT	5.37
5	램리서치	IT	5.26
6	팔란티어 테크놀로지스	IT	5.17
7	컨스텔레이션 에너지	유ти리티	5.16
8	KKR	금융	5.12
9	KLA	IT	4.87
10	델 테크놀로지스	IT	4.70

주: 시가총액 500억달러 이상 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

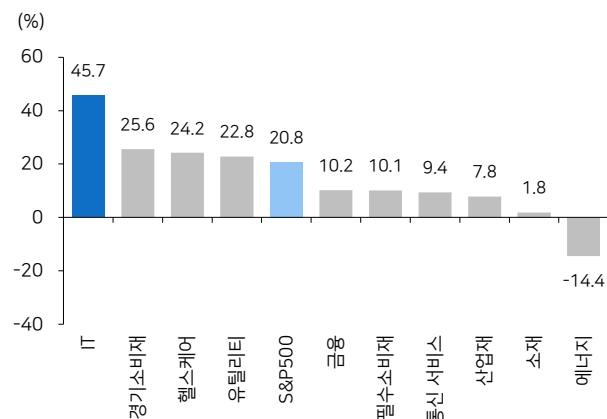
표5 4월 7일 S&P500 수익률 하위 종목

	종목명	섹터명	수익률(1D)
1	오토존	경기소비재	-4.79
2	오라일리 오토모티브	경기소비재	-4.03
3	프로로지스	부동산	-3.78
4	애플	IT	-3.67
5	홀디포	경기소비재	-3.50
6	트래블러스 컴퍼니스	금융	-3.48
7	에코랩	소재	-3.13
8	웰타워	부동산	-3.13
9	매케슨	건강관리	-3.09
10	아메리칸 타워	부동산	-3.08

주: 시가총액 500억달러 이상 기준

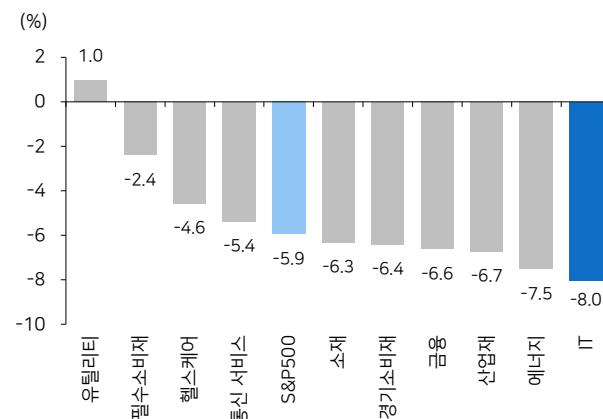
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 2018년, 2019년 2년간 S&P500 섹터별 수익률



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

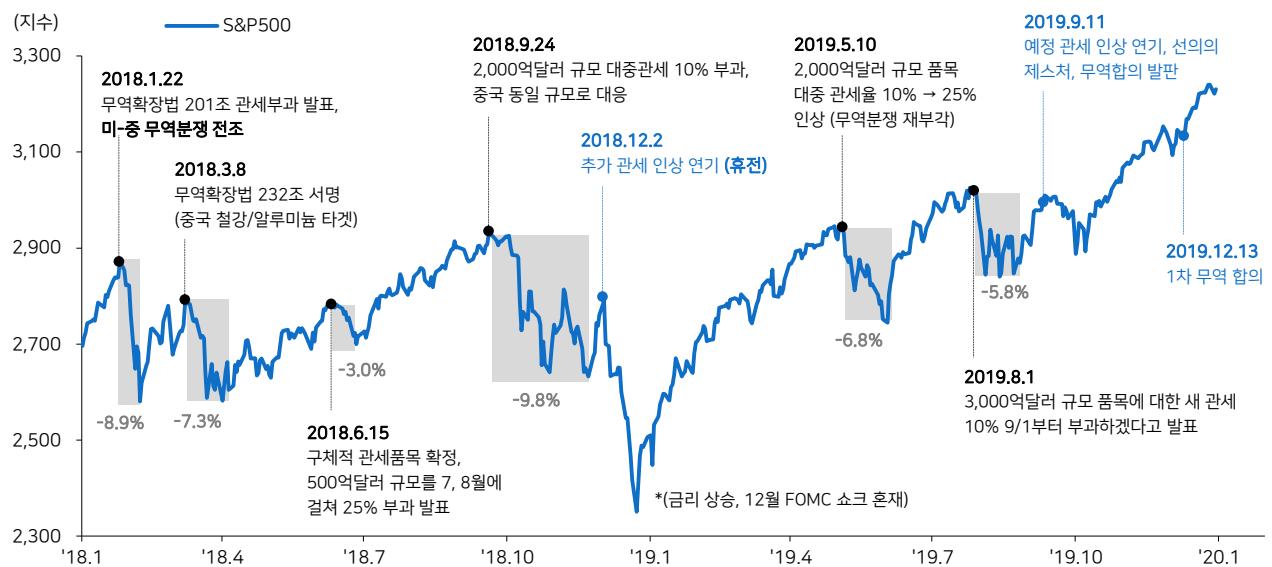
그림8 과거 무역분쟁 주가 조정기 섹터별 평균 수익률



주: <그림 9>의 음영 칸 6번의 조정 국면에서 섹터별 평균 수익률

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 트럼프 1기 미-중 무역분쟁 주요 이벤트와 S&P500 단기 고점 대비 저점 낙폭



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

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.