



이수정 지음

차 례

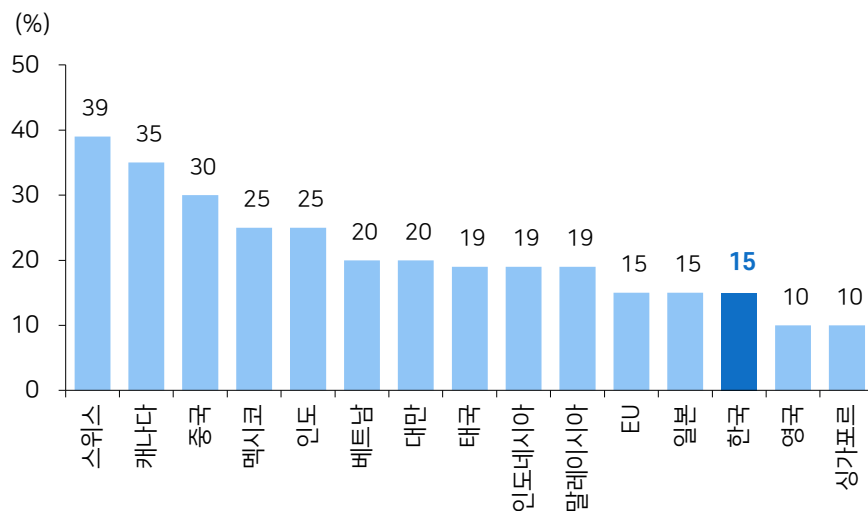
1	増稅 症勢		5
	§1. 미국 관세	“stagflation-lite”	6
	§2. 한국 증세	한국 증시 계절성 재개	14
2	투자전략		23
	§1. 세 번째 화살	아베노믹스의 추억	24
	§2. 관세 무풍지대로의 회귀	고관세 기간 주식 성과	36

1-1. 미국 관세

Stagflation (1) 물가 – 관세 전가율에 따른 근원 PCE 물가 영향

- 단순 민감도 계산시 관세 50% 전가 → 미국 근원 PCE 증가율 +0.73%p 상승
100% 전가 → +1.46%p 상승
- 2018년 미·중 무역전쟁 관세 부과 실증 분석 결과, 관세 인상분은 거의 100% 미국 내 수입업자와 최종 소비자에게 전가 (Fajgelbaum et al., 2019; Amiti, Redding, and Weinstein, 2019; Cavallo et al., 2021)
– 관세로 경쟁 약화 → 국내 기업들의 상대적 가격 우위로 마크업(markup) 상승 → 관세 대상이 아닌 제품들에도 가격 상승 압력 전파

대미 상호관세율(2025.7.31): 전체 평균 실효 관세율 18.3%



자료: 백악관, 메리츠증권 리서치센터

미국 근원 PCE 국가별 수입 비중 * 관세율 = Δ PCE 영향

	수입 비중 (%)	상호관세율 (%)	전가율에 따른 PCE 영향 (%p)			
			25%	50%	75%	100%
중국	1.30	30	0.10	0.19	0.29	0.39
기타 국가	1.15	15	0.04	0.09	0.13	0.17
EU 5개국	0.89	15	0.03	0.07	0.10	0.13
멕시코	0.77	25	0.05	0.10	0.14	0.19
캐나다	0.54	35	0.05	0.09	0.14	0.19
베트남	0.42	20	0.02	0.04	0.06	0.08
인도	0.28	25	0.02	0.04	0.05	0.07
스위스	0.17	39	0.02	0.03	0.05	0.07
일본	0.17	15	0.01	0.01	0.02	0.03
대만	0.16	20	0.01	0.02	0.02	0.03
한국	0.15	15	0.01	0.01	0.02	0.02
태국	0.14	19	0.01	0.01	0.02	0.03
인도네시아	0.11	19	0.01	0.01	0.02	0.02
영국	0.10	10	0.00	0.00	0.01	0.01
말레이시아	0.08	19	0.00	0.01	0.01	0.02
싱가포르	0.06	10	0.00	0.00	0.00	0.01
합계	6.48	-	0.36	0.73	1.09	1.46

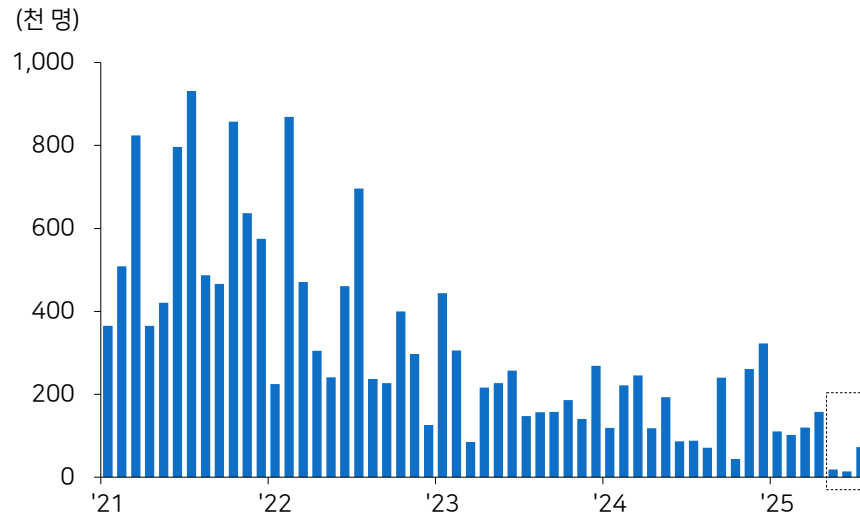
자료: 메리츠증권 리서치센터

1-1. 미국 관세

Stagflation (2) 고용

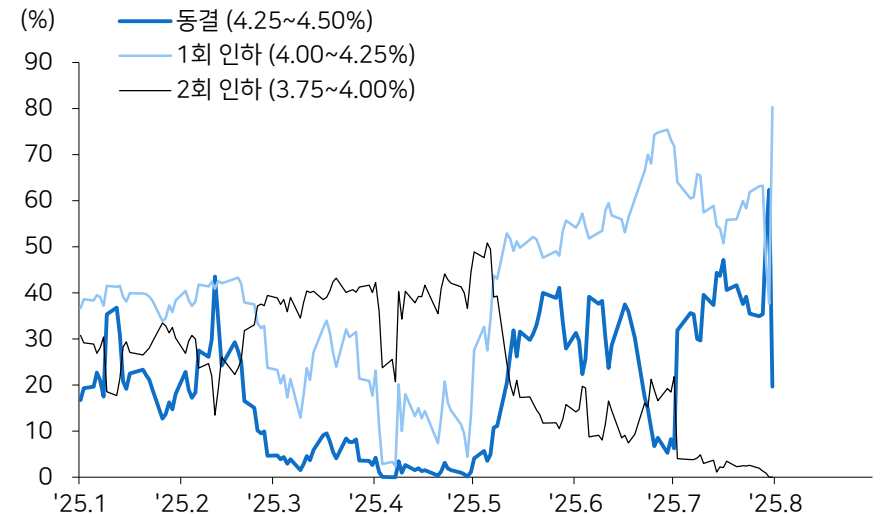
- 미국 7월 비농업고용 7.3만 명 증가, 특히 5~6월 고용이 이전 발표치 대비 총 25.8만 명 하향 조정
- 연방기금금리 선물시장이 반영하는 9월 금리인하 확률은 7/31 37.7%에서 8/1 80.3%로 상승, 연내 2회 인하 예상
- 노동시장 둔화 + 인플레이션 위험 = Stagflation 가능성 감안해 연내 1~2회 인하 컨센서스 내에서 의견 편차 확대

미국 비농업 고용 월간 증감



자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 메리츠증권 리서치센터

연방기금금리 선물 내재 9월 FOMC 금리 조정 확률



자료: CME FedWatch, 메리츠증권 리서치센터

1-2. 한국 증세

상장주식 대주주 요건 강화

- 2020~2022년 3개년 동안 대주주 판단 금액 기준 10억 원 적용

상장주식 대주주 요건 변화 추이

시행일	KOSPI		KOSDAQ		KONEX	
	지분율 기준	보유액 기준	지분율 기준	보유액 기준	지분율 기준	보유액 기준
1999년 1월	5% 이상	-	5% 이상	-	-	
2000년 1월	3% 이상	100억 원 이상	3% 이상	100억 원 이상		
2005년 8월			5% 이상	50억 원 이상		
2013년 2월	2% 이상	50억 원 이상	4% 이상	40억 원 이상		
2013년 6월						
2016년 4월	1% 이상	25억 원 이상	2% 이상	20억 원 이상		
2018년 4월	1% 이상	15억 원 이상	2% 이상	15억 원 이상		
2020년 4월	1% 이상	10억 원 이상	2% 이상	10억 원 이상		
2021년 4월	1% 이상	3억 원 이상	2% 이상	3억 원 이상	4% 이상	3억 원 이상
2023년 12월	1% 이상	50억 원 이상	2% 이상	50억 원 이상	4% 이상	50억 원 이상
2025년 8월	1% 이상	10억 원 이상	2% 이상	10억 원 이상	4% 이상	10억 원 이상

주: 2017년 세법 개정안에서 2021년 4월부터 '종목별 3억 원'으로 낮아질 예정이었으나, 기획재정부 시행령 개정으로 종목별 10억 원 기준 유지

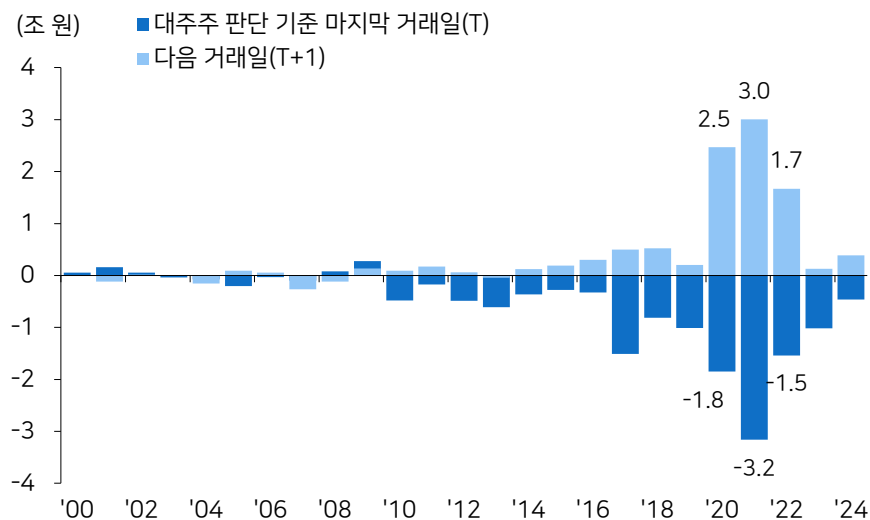
자료: 국회예산정책처, 메리츠증권 리서치센터

1-2. 한국 증세

지수 최고 기록 + 대주주 요건 10억 원 = 2021년 사례

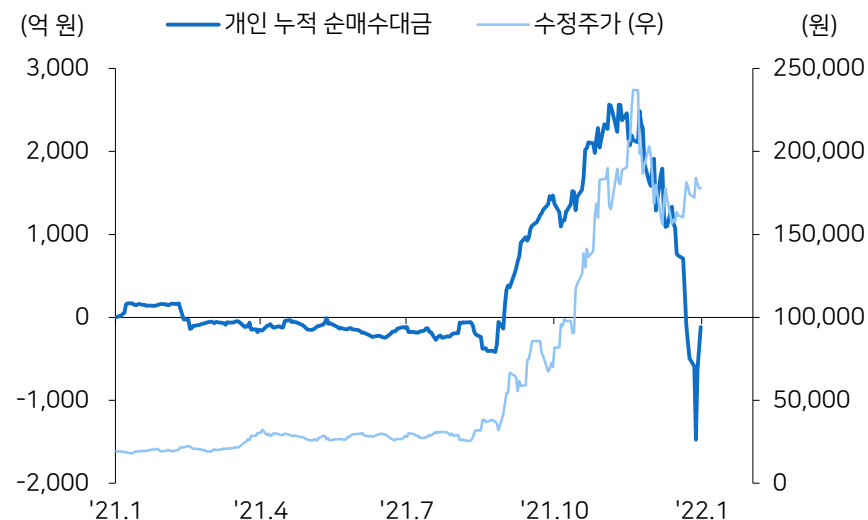
- 대주주 금액 기준이 10억 원이었던 2020, 2021, 2022년 양도소득세 회피 매도 금액 급증
- 11월 초 YTD 개인 누적 순매수 고점 기록 ~ 대주주 판단 기준 마지막 거래일까지 매도 심화

2000~2024년 말 양도소득세 회피 매매



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

2021년 위메이드 개인 매매 추이



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

2-2. 투자전략: 관세 무풍지대로의 회귀

고관세 기간 주식 성과 = 150년 간의 장기 평균

- 과거 고관세 기간 주식 성과 양호: 보호무역주의 정점기에는 연평균 실질 수익률 +5.3%, 스무트-홀리 시대에도 +5.1%
- 채권 수익률은 동기간 각각 +2.7%와 +1.1%, 금은 1875~1913년 마이너스 수익률 기록
- 관세 인상 시기 회복력이 높고 위험도가 낮은 기업 선호 경향: Low Vol. Quality 팩터 아웃퍼폼 경향

cf) 미국 금융억압(financial repression) 시기(제2차 세계 대전 종전 후~1980년)에도 주식의 상대적 아웃퍼폼

* 인플레이션 용인 + 명목 금리 인하로 실질 금리 억제 → 국채 이자 비용 감소로 정부부채 상환 부담 경감, 정부부채/GDP 비율 하락

관세 체제와 투자 수익률

(%)		1875~1913년 산업 보호주의 (높음)	1913~1930년 완화 (감소)	1930~1945년 Smoot-Hawley (급등)	1945~1970년대 안정적 (하락)	1980~1990년대 우루과이라운드 (낮음)	2000~2010년대 자유 무역 (최저)	2018~2024년 트럼프 (상승)	1875~2024년 전체 기간
글로벌 인플레이션		0.9	6.2	2.7	5.3	3.7	1.6	3.2	3.3
자산	주식	5.3	-3.1	5.1	4.8	11.9	4.2	8.7	5.1
	채권	2.7	-3.2	1.1	-1.9	6.0	3.0	-1.7	1.1
	금	-1.2	-6.2	1.9	2.9	-1.6	8.4	7.0	1.0
Factor	Size	6.4	-2.8	9.1	5.9	11.4	6.2	7.8	6.2
	Value	6.7	-2.2	8.8	7.4	13.7	5.7	7.4	6.9
	Momentum	7.4	2.4	6.3	9.8	17.4	5.9	10.0	8.5
	Low Vol	8.8	1.7	5.2	7.7	16.9	8.0	9.2	8.4
	Quality	-	-	-	5.7	13.7	6.3	10.2	8.4
	Multi-Factor	7.3	-0.2	7.1	7.3	14.6	6.4	8.9	7.4

주: Quality는 1940년부터 시작

자료: Baltussen 외 (2023), Yale BudgetLab, Northern Trust Asset Management – Quantitative Strategies, 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 발생 할 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.