

움직이는 기관 거래

1. 메리츠 추천종목

2. 시장별 View Point

3. 메리츠 센스있는 배분

4. Cover Story

비트마인, 이더리움계의 마이크로스트래티지

5. 이달의 이슈(Top-down)

- ① 미국 신고가와 향후 방향성 점검
- ② 한국 증시 추가 상승 동력

6. 이달의 이슈(Bottom-up)

- ① TSMC (TSM US)
- ② Spotify (SPOT US)

7. 메리츠 유니버스

8. 이진우의 투자 에세이

정책은 타이밍이다
: 국내 주식시장 레벨업의 조건

9. 주식 월간 캘린더



'25.4

'25.5

'25.6

'25.7

1,000

1,500

2,000

2,500

3,000

3,500

4,000

4,500

메리츠 추천종목

기관들의 암호화폐 투자 전략 변화: 트레이딩 → 장기 보유

전략자산으로 비트코인과 이더리움을 축적하는 기업 등장

기관 투자자 전략 변화(트레이딩 → 장기 보유)가 이끄는 코인 강세장



아직 암호화폐 시장 발전의 초입 단계. 테마주 성격이 강하므로 투자 시 변동성 확대에 유의

종목명 (종목코드)	시장	이슈	시가총액 (조원)	업종	수익률 (%)	
					1M	52W
알파벳 (GOOGL US)	미국	<ul style="list-style-type: none"> 2Q25 실적 서프라이즈, 검색 기반 광고 매출 성장 지속 AI 기반 인터넷 전환기에 패자 아닌 승자가 되는 그림 토큰 처리량 5월 대비 2배 성장, CapEx 가이던스 상향 	3,233	통신서비스	13	16
팔란티어 (PLTR US)	미국	<ul style="list-style-type: none"> 관세 불확실성은 고객 기업들의 비용최적화 니즈를 키움 팔란티어 AI S/W 효용 확인, peer 고객사 도입 가속 AI Action Plan에서 정부 AI 도입 가속화 추진 	517	IT	11	496
서클인터넷그룹 (CRCL US)	미국	<ul style="list-style-type: none"> 6/5 상장한 미국 주식 유일한 스테이블 코인 발행 기업 스테이블 코인 산업 외연 성장 수혜주 매출 99%는 담보 이자 수익으로 발행량x이자율에 비례 	61	IT	-3	132
PLUS 글로벌방산 (A496770)	유럽&미국	<ul style="list-style-type: none"> 독일 국방비 중심 확대재정, 유럽 방산주 수혜 라인메탈 중심 미국 등 글로벌 방산 기업 투자 매력 	0.04	산업재	10	60
텐센트 (700 HK)	중국	<ul style="list-style-type: none"> 중국판 카카오톡인 Wechat에 딥시크 모델 탑재 가장 많은 유저수를 보유한 플랫폼에서 AI를 통한 다양한 생태계 확장, 매출 성장 견인 전망 	900	통신서비스	7	57
알리바바 (9988 HK)	중국	<ul style="list-style-type: none"> 자체 Qwen AI 모델에 의한 클라우드 매출 성장 예상 애플과의 AI 협력이 새로운 사업 모델تم 부여 정부의 산업 규제 완화 움직임은 저평가 해소에 유리 	406	경기소비재	2	61
텐센트뮤직(신규) (1698 HK)	중국	<ul style="list-style-type: none"> 일반 구독자 대비 월 구독료가 높은 SVIP 강화 전략 추진 Kugou 등 산하 다양한 앱 통해 고수의 포트폴리오 구성 글로벌 기업과 제휴 및 K-pop 협업 강화 	46	통신서비스	14	49
두산에너지빌리티 (A034020)	한국	<ul style="list-style-type: none"> 원자력 & 가스 중심 고수익 사업 전환 지속 대형원전 확보 + 미국 웨스팅하우스향 기자재 수주 + SMR 공급 물량 확대 + 가스터빈/스팀터빈 	41	산업재	0	249
효성중공업(신규) (A298040)	한국	<ul style="list-style-type: none"> 중공업 부문 초고압 변압기 증설 확대 북미와 유럽 매출 비중 확대 여력 선두 업체인 HD현대일렉트릭의 성장 스토리 재연 	12	산업재	31	239
카카오페이 (A377300)	한국	<ul style="list-style-type: none"> 원화 스테이블코인 활성화 핀테크 기업의 발행, 유통 및 결제 시장 사업 영역 확대 선불전자지급수단 잔고 수준 경쟁사 대비 유리한 위치 	8.6	금융	-23	150
파마리서치 (A214450)	한국	<ul style="list-style-type: none"> PN/PDRN 기반 스킨부스터(리주란) 고성장 올해부터 독일·이탈리아·프랑스 등 유럽 주요국 본격 공급 외형 성장과 수익성 개선 동시 진행 중 	5.7	헬스케어	15	321


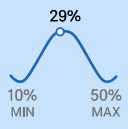
주: 2025. 7. 25 종가 기준. 미국시장 환수익, 홍콩시장 최실회, 한국시장 이수정의 추천 종목임
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

시장별 View Point

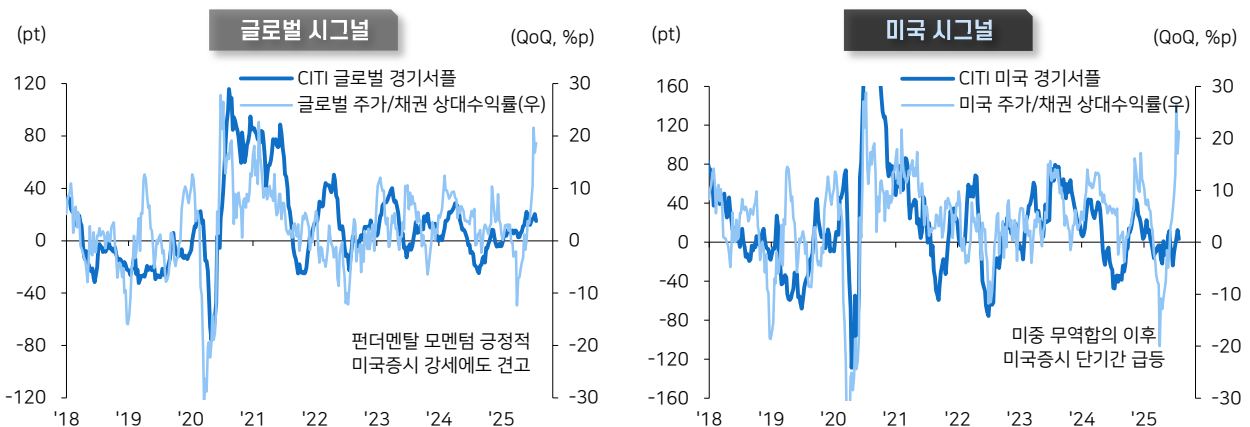
지역	이슈 및 의견 
<p>미국 </p> <p>주도주 중심 추세 유효</p> <p>글로벌 투자전략-선진국 Analyst 황수욱</p>	<ul style="list-style-type: none"> 7월 미국 주요 정책 윤곽확인+실적 호조에 힘입어 신고가 경신 지속 <ul style="list-style-type: none"> - 단기 급등, 신고가 경신에 일부 걱정의 시선 있으나 상승 확률 우세하다는 의견 - 미국 주요 지수 골드크로스 돌파, 이후 다음 데드크로스까지 과거 평균 300일 소요 2Q25 실적: AI 인프라 실적호조 vs 소비재 부진. 투자 > 소비 <ul style="list-style-type: none"> - AI 진화 및 사용 확산에 따른 연산량 급증, 여기에 대응하는 CapEx 상향, 전력 투자 - 경기 둔화에 따른 소비 여력 감소가 일부 경기소비재(여행, 외식)에 악영향 확인 매크로 환경에 따라 중소형주까지 온기 확산 가능 <ul style="list-style-type: none"> - 경기 둔화/인플레 안정 이후 금리 인하 기대 추가 유입된다면 중소형주 강제 환경
<p>중국 </p> <p>Q보다 P 개선에 주목</p> <p>글로벌 투자전략-신중국 Analyst 최철화</p>	<ul style="list-style-type: none"> 하반기 정책의 핵심: 공급 개혁 <ul style="list-style-type: none"> - 상반기 실질 GDP 성장률 5.3%, 하반기 4.7%만 달성해도 연간 5% 목표 달성 가능 - 이에 하반기 정책 중심은 물량(Q)에서 가격(P)로 전이(轉移) - 현재 매크로 환경에서 '15년처럼 강력한 공급 구조조정을 단행하기 어려우나, 공급 제한이 점차 진행되면서 PPI, GDP Deflator 등 물가 지표 저점 통과 예상 만약 디플레에서 벗어난다면 밸류에이션 디스카운트 요인 완화될 것 <ul style="list-style-type: none"> - 하반기 산업별 세부 구조조정 정책 강도 관찰 필요 - 만약 하반기부터 중국 물가가 낙폭을 축소하고 내년 플러스로 전환된다면 '22년 이후의 중국 증시 디스카운트 요인 완화될 것이며, 이는 중국을 사야 하는 명분을 제공할 것 가격 반등은 그동안 눌렸던 CSI300 반등에 유리
<p>국내 </p> <p>증세 부담</p> <p>투자전략 Analyst 이수정</p>	<ul style="list-style-type: none"> 신 정부 세제개편안: 전 정권 감세정책 원상복구 가능성 <ul style="list-style-type: none"> - 법인세 과세표준 구간별 1%p 인상: 9~24% → 10~25% - 양도세 부과 대주주 기준: 50억원 → 10억원, 증권거래세율 0.15% → 0.18% 배당소득 분리과세 <ul style="list-style-type: none"> - 현행 금융소득(배당·이자) 2천만원 미만 15.4%, 2천만원 초과시 금융소득종합과세로 최고 49.5% 누진세율 적용 → 배당소득 2천만원 이하 15.4%, 2천만원~3억원 구간 22%, 3억원 초과분 38.5%(지방소득세 반영) - 감액배당(현행 세율 0%) 최대 주주 대상 과세 입법시 배당 유인 저하 우려 추천: 두산에너지빌리티, 효성중공업, 카카오페이, 파마리서치

섹터	이슈 및 의견 <div style="float: right; text-align: right;">  매우 좋음 ←-----> 매우 나쁨 </div>
<div style="display: flex; align-items: center;"> <div style="flex: 1;"> <p>경제</p> <p>불확실성: 관세 ↓, 연준 ↑</p> </div> <div style="flex: 0.2; text-align: center;">  </div> </div> <div style="margin-top: 10px; font-size: small;"> 경제분석 Economist 이승훈 </div>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 관세: 불확실성 완화 구간 <ul style="list-style-type: none"> - 주요국과 무역협상 통해 관세율이 10~20% 선에서 결정되고 있음 → 8.1일까지 협상 못한 국가 대상 상호관세 부활 위험: 시장은 “TACO”에 무게 * TACO(Trump Always Chickens Out): 트럼프가 겁먹고 물러설 것이라는 기대 - 관세 윤곽 점차 잡히는 것 = 불확실성 완화. 문제는 경기/물가충격 가시화 ① 징수액 기준 관세율(8~9% vs)이 공표 기준 21% 수렴 과정에서 물가압력 고조 ② 수입/유통업자, 생산 관세 흡수: 마진 악화, 타 비용 절감. 최악의 경우 고용조정 ▪ 연준: 통화정책 불확실성 확대 <ul style="list-style-type: none"> - 노동수요 부진, 제한적 물가충격 옹호 진영 → 연내 2회(혹은 그 이상) 인하 주장 - 이민자 정책발 노동공급 감소, 인플레이 우려 큰 진영 → 연내 동결 주장 - 연준 장기전략과 더불어 향후 몇 개월 간 고용/물가 데이터가 방향을 결정할 전망
<div style="display: flex; align-items: center;"> <div style="flex: 1;"> <p>채권</p> <p>의심의 구간을 지나는 미국 한국 채권시장 계류 장세</p> </div> <div style="flex: 0.2; text-align: center;">  </div> </div> <div style="margin-top: 10px; font-size: small;"> 채권전략 Analyst 윤여삼 </div>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 트럼프는 TACO, 관세 우려 극복 이후 연준의 시간 필요 <ul style="list-style-type: none"> - 여름까지 관세부과에 따른 물가 우려 확인 필요하나 주요국 관세협상 타협 중 - 외형적으로 양호한 미국 고용지표, 계속 실업수당 청구 증가로 취약성 누적되고 있어 - 미국 재정 불확실성 완화(OBBBA 통과) + SLR 완화에 따른 은행들 미국채 수요 증대 결론: 9월 연방금리 인하 전망, 물가보다 고용부담에 초점 맞춰지며 완화가조 전환 예상 ▪ 국내 채권 경기바닥+통화완화 기대 후퇴, 금리 갇혀 있는 형국 <ul style="list-style-type: none"> - 국내 추경발 공급부담 상당부분 소화했지만, 경기개선 및 부동산 안정 필요성 부각 - 우리는 8월 금리인하 전망 유지 중이나 올해 1차례, 내년은 동결 가능성 증대 결론: 국고3년 2.4% 중반, 국고10년 2.8% 중반 중심 금리 변동성 줄여갈 전망 ▪ 추천: 한국 회사채 ETF: 453540(TIGER), 미국 장기채 ETF: ZROZ-US(PIMCO)
<div style="display: flex; align-items: center;"> <div style="flex: 1;"> <p>외환</p> <p>모를 땐 수급</p> </div> </div> <div style="margin-top: 10px; font-size: small;"> FX/원자재 Economist 박수연 </div>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 달러/원 8월 예상밴드: 1,360 ~ 1,420원 ▪ 매크로 불확실성 때문에 매크로를 무시하는 환율 <ul style="list-style-type: none"> - 매크로 불확실성 3중 세트 = 관세, 금리, 재정건전성 - 좀처럼 환율 방향성 베팅을 하기 어려움. 유일한 전략은 저가매수와 고가매도 ▪ 미국 상호관세 판단 기준은 15% <ul style="list-style-type: none"> - 시장 기대는 상호관세 15% = 일본, EU와 같은 수준 - 그러나 상반기 한국 정치 불확실성 때문에 관세협상에 늦게 착수 → 보수적으로 보기

메리츠 센스있는 배분

구분	시장	전술(단기)	전략(장기)	투자포인트
주식 71% 	미국 (선진국)	25% ↑ (이전 21%)	30%	<ul style="list-style-type: none"> 미국 금리인하 기대 지연에도 관세협상 긍정적 작용 - 인플레이션 우려 여름까지 통제 이후 하반기 기대 올해와 내년 성장둔화를 메울 연준의 금리인하가 중요 AI 및 에너지 중심 주도주 상승 기대 vs 소비재 중심 미국 경기둔화 관련 차별화 심화될 전망
	중국 (신흥국)	23% ↓ (이전 25%)	20%	<ul style="list-style-type: none"> 중국 8대 혁신산업(AI 및 휴먼로이드 등) 집중 성장률 개선 및 정책 모멘텀 반영 이후 변동성 크지 않아 점진적 상승 흐름 및 혁신산업의 구조적 변화 확인 필요
	국내	23% ↓ (이전 24%)	20%	<ul style="list-style-type: none"> 단기간 급등 이후 미국과 관세협상 확인 과정에서 정체 - 상법 개정의 긍정적 부분 vs 신규 규제 유입 충돌 8월 말 예정된 예산안, 청사진 측면 상승 재료 재부각 4분기까지 경기개선 강도 확인하면서 다시 비중 확대 검토
채권 29% 	국내	11% ↓ (이전 12%)	13%	<ul style="list-style-type: none"> 국내 확대재정 및 통화기대 후퇴 반영 시장금리 레벨 업 - 기준금리 2.25% 마무리 가능성, 국고10년 3% 기회 추가적 금리상승 위험성 높지 않다고 하나 경기부담 상존 국내 채권투자 장기 예금 이상의 매력도 높지 않은 상황 - 9월 연준 금리인하 이후 미국금리 하락이 중요할 것
	해외 (미국채)	18% - (이전 18%)	17%	<ul style="list-style-type: none"> 관세협상 이후 인플레이션 위험 통제되어야 연준 금리인하 - 예상보다 견고한 고용, 계속실업수당 증대 반영 확인 연내 2차례 인하 기대 반영해도 미국채10년 4.0% 기대 초장기 금리, 기간 프리미엄 부담 역시 정점 지나고 있어

경기모멘텀 자산배분: non-US 경기모멘텀 유리하나 미국 주식시장 유동성 기대까지 감안 확대



주: 글로벌 주가는 ACWI와 WGBI 기준 상대수익률, 미국 주가는 S&P500과 미국채 지수의 상대수익률 차이
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Cover Story

FX/원자재
Analyst 박수연

비트마인, 이더리움계의 마이크로스트래티지

톰 리와 비트마인

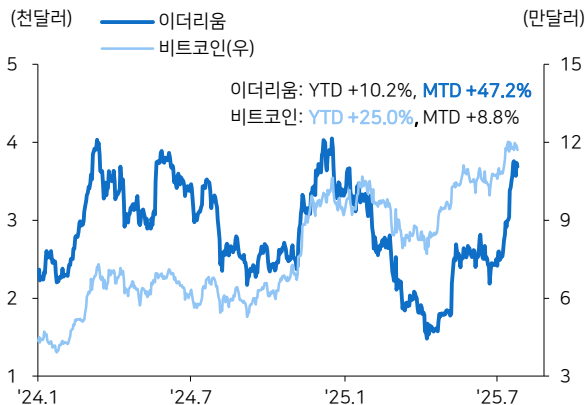
7월 암호화폐 강세장은 이더리움(7월 25일 기준, MTD +47.2%)이 이끌었다. 그간 암호화폐 시장에서 비트코인만이 사상 최고가를 경신하며 주목받은 것과는 시장 분위기가 달라진 것이다. 그 배경에는 몇몇 기업들이 이더리움 투자를 본격화한 전략 변화가 자리한다.

이더리움 급등은 톰 리(Thomas Lee)와 비트마인이 시작했다. 월가의 대표적인 암호화폐 지지자 톰 리는 7월에 미국 암호화폐 채굴 회사 비트마인 이머전 테크놀로지스(Bitmine Immersion Technologies, 티커: BMNR)의 이사회 의장 겸 주주가 되었다. 그리고 기존의 비트코인 채굴 사업은 유지하되, 이더리움을 회사의 주된 준비자산으로 삼겠다는 전략을 발표했다.

톰 리는 회사 전략 변경의 이유로 스테이블코인 시장의 성장성을 들었다. 스테이블코인이 거래되는 주된 네트워크가 이더리움이기 때문에 선제적으로 이더리움 네트워크 영향력을 확보하겠다는 것이다. 그는 스테이블코인 시장이 확대되면서 이더리움 또한 중장기적으로 15,000달러까지 상승할 것으로 전망했다.

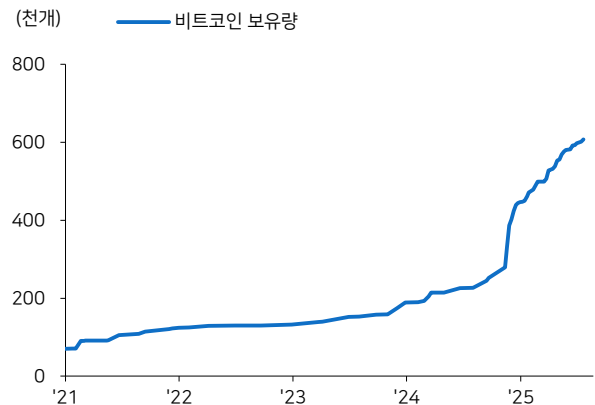
비트마인은 톰 리를 이사회 의장으로 선임한 후 주당 이더리움 보유량(ETH per share)을 모니터링할 계획이라고 밝혔다. 이는 마이크로스트래티지(MicroStrategy Incorporated, 티커: MSTR)가 주당 비트코인 보유량(BTC per share)을 활용하는 것과 유사하다. 즉, 비트마인은 이더리움계의 마이크로스트래티지인 셈이다.

그림1 이더리움 vs. 비트코인



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 마이크로스트래티지의 비트코인 보유량



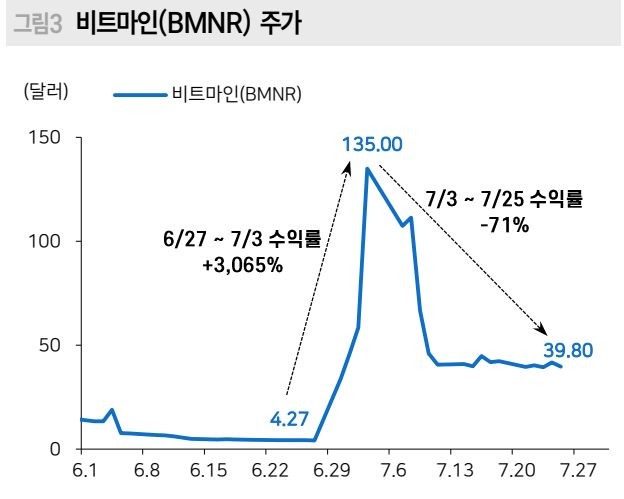
자료: MicroStrategy Incorporated, 메리츠증권 리서치센터

이더리움 테마주

당연하게도 비트마인은 이더리움 테마주로 부상했고, 주가는 급등했다. 비트마인은 전체 이더리움 공급량의 5%를 인수하고 스테이킹하는 것이 목표라고 공표했다. 그리고 실제로 이 목표를 달성하기 위해 확보한 자금을 동원해 이더리움을 공격적으로 매수하고 있다. 7월 24일 기준 이더리움 566,776개를 보유하고 있다고 밝혔다. 불과 2주 전의 300,657개보다 1.9배 늘어난 양이며, 이더리움 개발 주체인 이더리움 재단의 202,120개를 웃돈다.

기관들도 본격적으로 참여하고 있다. 아크 인베스트는 7월 중순에 코인베이스와 로블록스 지분을 일부 처분하고 비트마인을 새로 매입했다고 밝혔다.페이팔 마피아의 일원인 피터 티(Peter Thiel) 또한 벤처 캐피탈 파운더스펀드(Founders Fund)를 통해 비트마인 지분 9.1%를 취득했다.

그러나 테마주 성격이 강하기 때문에 변동성도 크다. 연초 대비 400% 이상 상승한 이후 단기 차익 실현 매물이 출회되고, 기업 실적 우려가 맞물리며 주가는 고점보다 70% 이상 하락했다. 그럼에도 비트마인은 하반기 국내 개인투자자의 미국 증시 개별 종목 중 가장 많이 순매수한 종목이다.



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

달라진 수급 구조

무엇보다 주목할 것은 수급 변화다. 그간 암호화폐 시장은 개인 투자자들의 투자심리에 좌우됐다. 즉, 개인 투자자의 매수가 늘어나면 고래(대규모 보유자)가 매도에 나서는 식이었다. 그러나 이제는 아니다. 비트마인과 마이크로스트래티지를 비롯한 대형 기관 투자자들의 암호화폐 장기보유 성향이 커졌다. 조용한 강세장이 도래한 셈이다.

특히 미국 Crypto Week에서 통과된 스테이블코인 규제 법안이 주된 역할을 했다. 스테이블코인은 유통망으로 이더리움 네트워크를 활용하기 때문에 그 활용도에 대한 인식이 커졌다. 이더리움이 차세대 금융 인프라가 될 것이라는 기대가 펀더멘털을 뒷받침하는 셈이다.

그러나 아직은 가격 변동성에 유의할 때다. 암호화폐 시장은 초입에 놓여있다. 기대만으로 움직이기 때문에 투자 시 변동성에 유의해야겠다.

표1 한국 7월 미국 주식 종목별 순매수 순위

순위	종목명	순매수(달러)
1	BITMINE IMMERSION TECHNOLOGI	150,098,648
2	ISHARES 0-3 MONTH TREASURY BOND ETF	148,976,747
3	INVESTCO NASDAQ 100 ETF	118,696,067
4	COINBASE GLOBAL INC	104,544,887
5	DIREXION DAILY TSLA BULL 2X SHARES	104,102,581
6	YIELDMAX ULTRA OPT INC STRTGY ETF	100,782,429
7	ROBINHOOD MARKETS INC	89,974,524
8	SHARPLINK GAMING INC COM USD0.0001 (POST REV SPLIT) SPLR 967265761 US8200141088	87,351,499
9	Circle Internet	65,987,122
10	Tempus AI Inc	64,012,008
11	TIDAL TRUST II YIELDMAX MSTR OPTION INCOME STRATEG	60,826,511
12	NETFLIX INC	55,222,622
13	VS TRUST 2X LONG VIX FUTURES ETF NEW SPLR 969626124 US92891H5072	49,782,872
14	INVESTCO QQQ TRUST SRS 1 ETF	49,480,388
15	IRIS ENERGY LTD	43,685,811

주: 7월 25일 기준
자료: 예탁결제원, 메리츠증권 리서치센터

이달의 이슈 ①

글로벌 전략-선진국
Analyst 황수욱

미국 신고가와 향후 방향성 점검

미국 시장 신고가 경신

7월 중 S&P500과 나스닥은 각각 신고가를 경신했다. 두 지수 모두 연초 대비 수익률은 10%에 미치지 못해 올해 글로벌 주요국 지수 대비 성과가 부진한 듯 보이지만, 최근 3개월을 기준으로 놓고 보면 나스닥은 코스피에 이어 글로벌 주요국 지수 중 두 번째로 높은 수익률을 기록 중이다.

7월 굵직한 정책들이 윤곽을 드러내면서 불확실성이 완화되었다. OBBBA 법안 통과, 보편관세를 일부 인정하는 관세 합의 진전, GENIUS Act 통과, AI Action Plan 등 주요 정책들이 이어지면서 시장 상승을 이끌었다. 감세 정책이 본격화되었고, 여기서 비롯되는 재정적자 우려를 관세 세입, 금융 규제 완화, 스테이블 코인 정책으로 상쇄했다.

관세 합의를 빌미로 빅테크 등 미국 기업에 불리하던 디지털세 등 비관세 장벽과 세금을 없애고, 농산물과 에너지 수출 활로를 열어주는 작업이 이어졌다. 7월 시작된 실적 시즌도 분위기가 좋다.

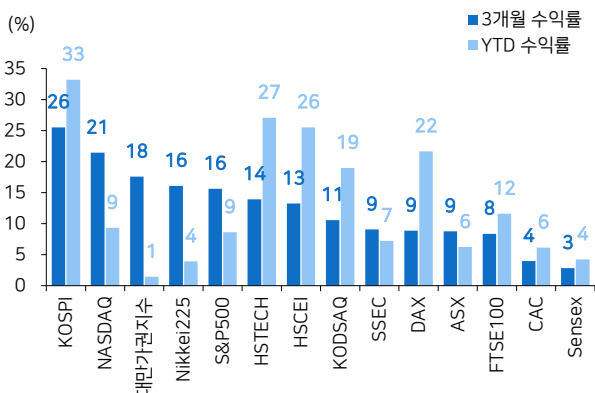
S&P500, 나스닥 골든크로스 형성

7월 신고가 경신 과정에서 미국 주요 지수는 단기 이평선이 장기 이평선을 상향돌파하는 골든크로스를 형성했다. 일반적으로 강세 전환 시그널로 평가되는데, 중장기적으로 상승 추세가 이어질 가능성을 내포한다.

1960년 이후 사례에서 S&P500 지수가 골든 크로스를 형성한 다음 데드크로스(단기 이평선이 장기 이평선을 하향돌파하는 현상)까지 평균 300일이 소요되었다.

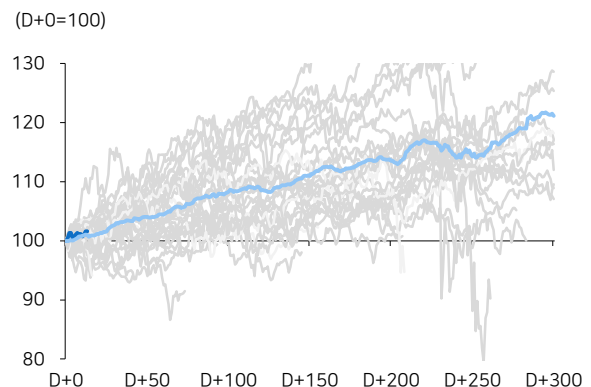
따라서 미국 증시가 최근 가파르게 올라 걱정하는 시선이 일부 있지만, 상승추세를 베이스라인 시나리오로 생각해야 한다는 의견이다. 상승 추세에 진입해 있는 만큼, 리스크가 현실화되었을 때 피하지는 마음으로 일단은 추세를 추종하는 전략이 우위에 있다고 본다. 기존 주도주인 AI 관련주(H/W, S/W, 전력인프라)와 금융 업종을 중심으로 선호하며, 그 외 추가 기회를 계속 찾아야 한다.

그림1 글로벌 주요국 지수 최근 3개월, 연초 이후 수익률



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

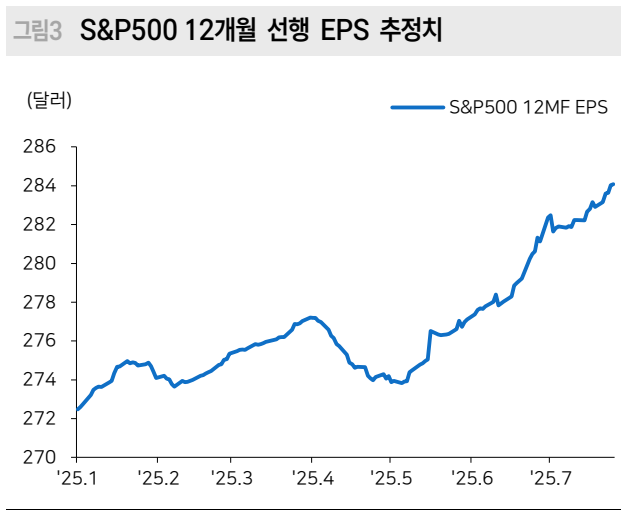
그림2 골든크로스 이후 미국 평균 주가 흐름



주: 짙은 파란선이 현재, 옅은 파란선이 1960년 이후 사례 평균 추이
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

2Q25 좋은 분위기의 미국 실적 시즌 시작

신고가 경신 추세에 좋은 분위기의 실적 시즌도 한 몫 중이다. 7월 25일 기준 S&P500의 1/3인 169개 기업이 2Q25 실적발표를 완료했다. 이중 79.9%가 실적 서프라이즈를 기록했고, 14.3%가 실적 쇼크를 기록했다. 최근 5년 평균 실적 서프라이즈를 발표한 기업의 비율이 77%인 점을 감안하면, 평년 대비 좋은 분위기로 실적 시즌을 시작하고 있는 셈이다. 미국 경기 둔화 및 관세 우려가 있지만, S&P500 12개월 선행 EPS 추정치도 계속 우상향 중이다. 실적 발표가 진행되는 가운데 7월 25일 기준 전월말 대비 0.6% 상승했다.



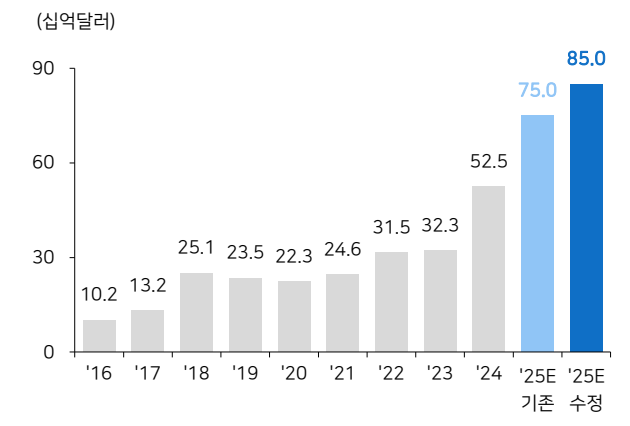
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

관세 불확실성이 완전히 제거되지 않았고, 오히려 올해 3월 이전 대비해서 더 높은 세율에서 관세합의가 이어지고 있음에도 불구하고 실적 추정치는 계속 상향 중이다. 관세 발표 이후 실적 추정치가 급격하게 하향조정되던 4월부터 5월 초까지 모습과는 크게 대비된다.

실적 추정치 상향을 이끄는 것은 단연 AI 관련주다. 실적 발표 초기에는 AI 인프라, 전력 인프라 기업들의 호실적이 눈에 띈다.

7/25까지 실적을 발표한 빅테크 중 눈에 띄는 기업은 알파벳이다. 전반적인 숫자도 좋았지만, 올해 CapEx 가이드언스를 100억달러 상향한 점의 시사점이 크다고 본다. 올해 초까지 AI 인프라 기업에 대한 걱정은, 성장률이 꺾이면 주가도 꺾인다는 걱정이 있었다. 이번 가이드언스 상향으로 작년과 유사한 수준의 CapEx 성장률('25E 61.9% vs '24 62.5%)이 예상되어 사실상 해당 우려를 불식시키는 발표였다.

그림4 알파벳 2025년 CapEx 가이드언스 상향



자료: Bloomberg, Alphabet, 메리츠증권 리서치센터

알파벳은 5월부터 재평가하기 시작한 종목으로, 빅테크 중 추후 상승 여력이 큰 기업으로 본다. 알파벳의 핵심 가치는 유일한 AI 풀스택 기업(AI 가속기 설계, AI 데이터센터/서버 운영, AI 모델 Gemini 보유, 검색 시장 및 안드로이드 기반 다수의 B2C 잠재 고객 보유)이라고 본다.

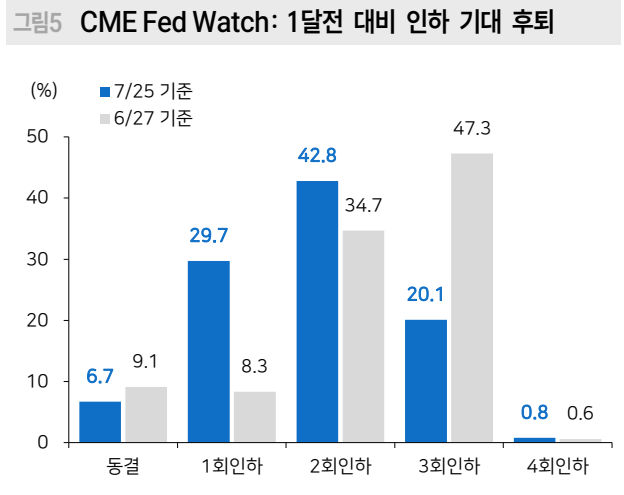
5월 초까지만 해도 검색 기반 인터넷에서 AI 기반 인터넷으로 전환될 때 피해자라고 여겨졌던 알파벳은, 이번 실적발표에서 AI에 따른 최적화로 검색 부문 광고 매출액이 두 자릿 수 성장률을 기록해 관련 우려를 지웠다. 향후 꿈뿐만 아니라 본업에서도 충분히 잘하고 있음을 증명했다.

시장의 좋은 분위기가 이어지려면?

주도주 중심으로 미국 시장 실적 전망치 개선 추세가 이어지고 있지만, 밸류에이션이 부담된다는 이야기도 한편에서 나오고 있다. S&P500 지수의 12개월 선행 PER 밸류에이션은 22.5배로 지난 2월 19일 고점을 상회하며 연중 최고치다. 2024년 고점(22.9배), 2020~2021년 유동성 장세 시기 고점(23.4배)에는 미치지 못하지만, 5년 평균 20배에 +1표준편차를 상회하는 수준까지 오른 상태다.

밸류에이션 부담 이야기는 기우일 가능성이 높다는 의견이지만, 단기적으로 밸류 부담 논리가 힘을 얻을 수 있는 분수령이 이번주일 가능성이 있어 점검해볼 필요가 있겠다. 7월 마지막주 빅 이벤트가 몰려 있는데, 7월 FOMC와 고용 등 주요 매크로 지표 발표 일정이 여기에 해당한다.

밸류 부담을 무탈하게 소화할 시나리오는 금리 인하 기대 회복이다. 시장은 1달 전 대비해서 금리 인하 기대가 연내 1.5회까지 후퇴해 있다. 최근 기대 인플레 지표도 안정된 만큼, 이번주 고용, 물가 등지표가 안정적으로 발표되고 7월 FOMC가 무난하게 소화되며 점도표 수준인 연내 2회 인하까지 추가적으로 인하기대를 반영할 여지가 있다.



자료: CME, 메리츠증권 리서치센터

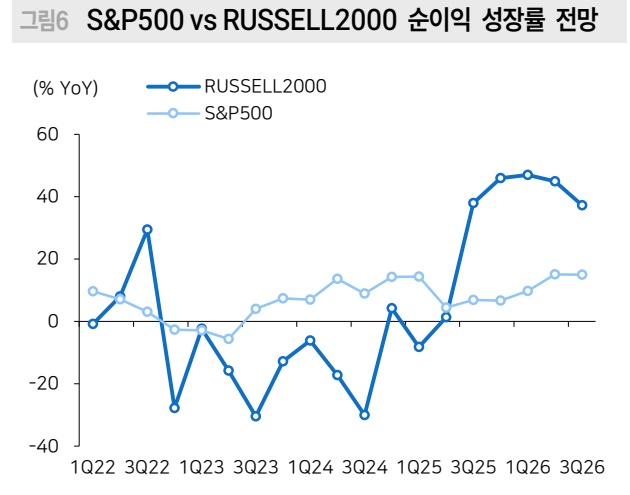
좋은 분위기 이어지면 중소형주까지 온기 확산

7월 마지막주 매크로 빅 이벤트와 미국의 관세 유예 기한인 8월 1일까지 무난하게 소화한다면, 단기적으로도 불편할 이슈가 크게 없다고 본다. 이렇게 되면 기존 좋게 보던 AI 하드웨어, 소프트웨어, 전력인프라에 금융 관련주 등 선호 섹터를 중심으로 우상향 추세가 이어질 가능성이 높다. 상대적으로 관세 관련 충격에 둔감하고 추세 성장 산업의 익스포저가 가장 높기 때문이다.

그런데 여기에 금리 인하 기대가 추가적으로 유입되는 우호적인 증시 환경이 이어진다면, 그 온기는 중소형주까지 확산될 가능성이 높다.

중소형주는 대형주에 비해 금리에 훨씬 민감하다. 차입 비용 부담이 대형주에 비해 크기 때문이다. 금리 인하는 중소형주에게 더 우호적이다.

올해 3분기부터 중소형주들의 이익전망치도 크게 개선될 것으로 기대된다. Bloomberg에 따르면 중소형주로 구성된 RUSSELL2000 지수의 3Q25 순이익 성장률 전망치는 38%로 같은 기간 6.9%에 그치는 S&P500 대비 훨씬 크다. 성장률 전망치가 역전되는 게 3분기임을 고려하면 지금이 중소형주에 관심 갖기 좋은 타이밍일 수 있다.



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

이달의 이슈 ②

투자전략
Analyst 이수정

한국 증시 추가 상승 동력

밸류에이션 vs. 이익

주가 수익률을 PER과 EPS 등락으로 분해해보면, 올해 KOSPI 상승률(33%)의 대부분은 PER 밸류에이션의 회복(31%)에 기인한다.

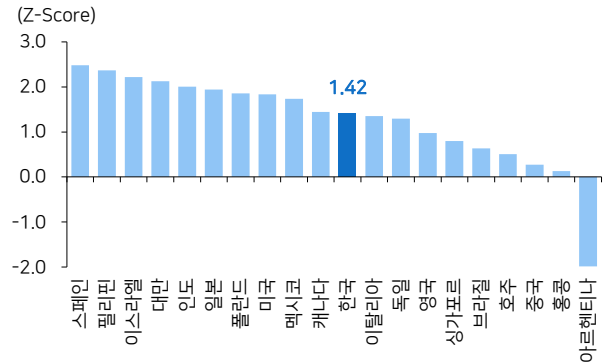
그렇다면 현재 한국 증시 밸류에이션은 과도하게 높은 수준인가? 7월 25일 KOSPI 3,196.05pt는 12개월 선행 PER 10.69배, 12개월 후행 PBR 1.07배에 해당한다. 작년의 지나친 할인 영역을 벗어나 이제 막 적정 수준에 도달한 것이다.

최근 10년 간의 국가별 평균 및 표준편차를 이용해 정규화를 해보면, 한국 12MF PER Z-Score는 -0.55로 여전히 역사적 평균을 하회한다. 오히려 한국보다 YTD 주가 상승률이 낮은 일본, 미국, 대만, 중국 증시의 정규화 수치가 한국보다 높다.

반면 한국 12MF EPS Z-Score는 1.42로 최근 10년래 평균보다 표준편차의 1.42배만큼 크다(Z-Score = (X - 평균) / 표준편차). 즉 이익 추정치의 추가 상향 조정이 제한적인 것은 이익 눈높이가 이미 많이 높아져 있기 때문이다.

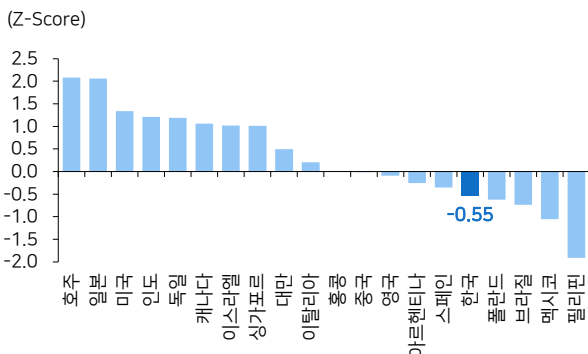
올해 KOSPI 순이익은 200조 원대 안착을 준비하고 있다. 코로나19 특수로 인해 사상 최대치인 190조원을 기록했지만 다음 해 바로 160조원으로 내려앉았던 2021년과도 다르다.

그림2 주요국 주가지수 EPS 최근 10년 대비 Z-Score



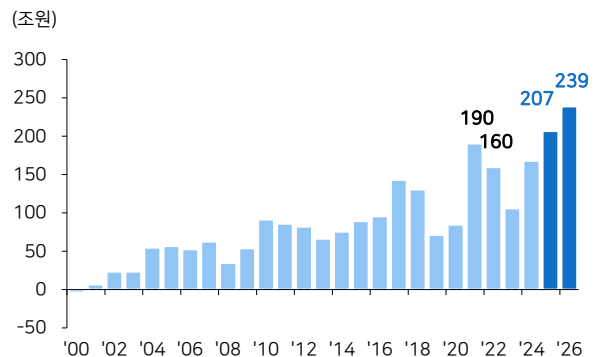
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림1 주요국 주가지수 PER 최근 10년 대비 Z-Score



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림3 KOSPI 연간 순이익 추이



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

물론 미국 관세 협상 여부는 실적 전망의 불확실성 요인이다. 관세 최대 피해 업종인 자동차의 실적 전망 하향 폭으로 가늠해보면, 현재 한국 증시의 추정치는 트럼프 대통령이 제시한 관세율을 100% 반영하지는 않고 있다.

다시 말해 상호관세율이 25%로 확정된다면 이익 추정치는 전반적 하향 조정이 불가피하다. 반면 일본·EU처럼 15%로 결정된다면 예상 범주의 실현으로, 이익 전망의 조정은 없고 불확실성 해소에 따라 PER 밸류에이션이 추가 상승할 수 있다.

관세율이 10% 미만으로 결정되는 서프라이즈는 가능성이 낮아 보인다. 즉 기업 실적은 예상 상회보다는 현재 기대 수준 달성을 기원해야한다. 주가지수 추가 상승은 또다시 밸류에이션의 몫이다.

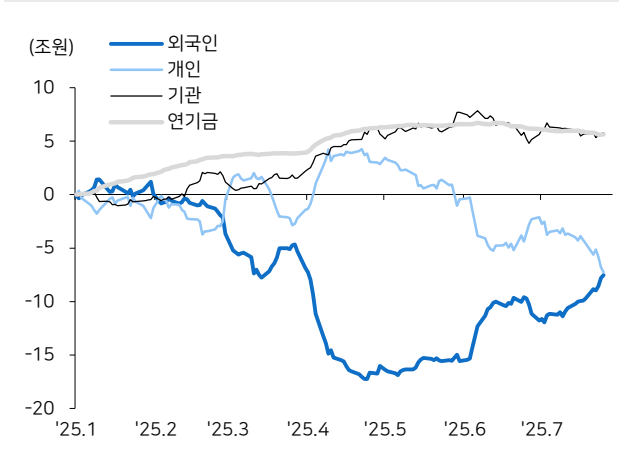
수급 주체

PER은 할인율의 역수(1 / 할인율)이고, 할인율은 무위험이자율(Rf)과 주식위험프리미엄(ERP)의 합으로 볼 수 있다. 금리 하락 또는 위험 선호 시 할인율이 낮아져 PER이 상승한다.

7월 말 FOMC 연준 금리 인하 기대는 매우 낮고, 8월 한국은행 금융통화위원회의 금리 인하 전망 역시 혼조세다.

그렇다면 시장의 수급으로 나타나는 ERP의 변화를 기대해야 한다. 올해 KOSPI 최대 순매수 주체는 연기금이다. 가장 최근 공시된 4월말 기준 국민연금기금 포트폴리오 국내주식 비중은 12.7%다. 중기 자산 배분안에 따르면 기금 국내주식 비중 목표는 2025년말 14.9%, 2026년말 14.4%다. 4월말 이후 KOSPI 25% 상승으로 국민연금 국내 주식 비중은 올해 말 타겟을 오히려 상회했을 가능성이 있다.

그림4 KOSPI 투자자별 순매수 YTD 누적 금액



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

결국 연중 순매도 상태인 개인과 외국인의 추가 매수를 기대할 수밖에 없다.

개인의 경우 최근 투자자 예탁금이 70조원에 근접해 2021년 78조원 이후 최고치를 기록했다. 다만 KOSPI 일평균 거래대금은 2023년 수준을 갓 회복했고 KOSDAQ 거래대금은 2년래 가장 저조한 수준이다.

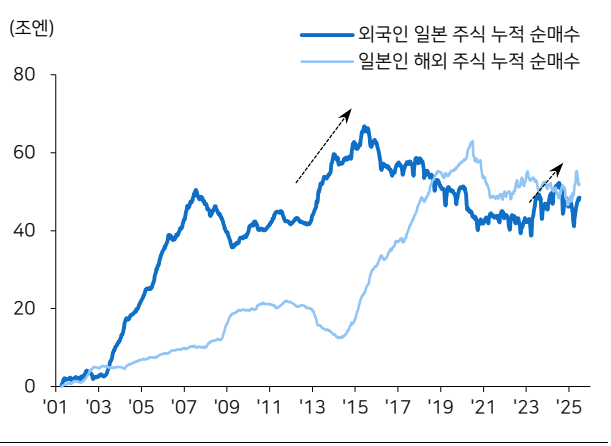
KOSPI와 전국 아파트 가격, 가계대출 추이와 증권계좌 예탁금은 비슷한 궤적을 그린다. 유동성이 늘어나는 만큼 자산 가격도 올라가기 때문이다. 한국 M2 통화량과 가계신용 증가율은 회복 중이나 2020~21년 당시만큼 폭발적이지는 않다.

정부는 부동산에 쏠린 자금을 주식시장으로 유인 하겠다는 방침이지만 주택담보대출 6억원 규제와 같은 신용 제한은 단기적으로 유동성의 팽창을 제어해 주식시장으로 유입될 수 있는 여유자금의 크기도 줄어들게 만든다. 개인은 이번 달 KOSPI 시장에서 5조원을 순매도했다.

이렇듯 7월 연기금과 개인의 공백 속에 외국인이 KOSPI를 4.3조원을 순매수했다. 이재명 대통령 취임 이후 한국 증시는 G20 국가 중 가장 높은 상승률을 기록하고 있다. 대통령의 강력한 증시 부양 의지는 과거 일본의 아베노믹스를 연상시킨다.

2012년 시작된 아베노믹스는 세 개의 화살을 제시했다. 과감한 금융완화가 첫 번째 화살, 기민한 재정정책이 두 번째 화살, 성장 전략 및 구조 개혁이 세 번째 화살이었다. 강력한 엔저 유도과 무제한 양적 완화로 요약되는 제1의 화살, 통화정책을 제외하면 현재 한국 정부의 정책 기조와 매우 유사하다.

그림5 외국인의 일본 주식 vs. 일본인의 해외 주식 순매수



자료: 일본 재무성, 메리츠증권 리서치센터

외국인은 2013년부터 2015년 중반까지 일본 주식을 약 25조 엔 순매수했고 TOPIX 지수는 40% 이상 상승했다. 2015~16년 외국인이 일본 주식 매도세로 돌아선 것은 대외 불안에 따른 엔화 강제 전환, 일본 주식 밸류에이션 고평가 영역 진입, 지지부진한 기업 지배구조 개혁 등 아베노믹스 실망감 때문이다.

아베노믹스 출범 10년 후인 2023년 3월 도쿄증권거래소는 일본 상장기업의 낮은 자본효율성과 주가 디스카운트를 해소하고자 주주환원 확대 등 경영 체질 전환을 강하게 촉구했다. 이는 외국인 투자자의 호응을 얻어 2024년 일본 증시는 드디어 신고가를 경신했다. 이처럼 한국의 추가 상승 동력도 제3의 화살에서 찾을 수 있다.

7월 3일 상법 개정안이 국회를 통과하며 이사의 주주 대상 충실 의무가 명문화됐다. 파마리서치 인적분할 철회에서 알 수 있듯 상법 개정의 효과는 기업 행동 변화로 실체화되고 있다.

다만 최근의 세제개편안 논의는 증시에 긍정적이라고 보기 어렵다. 배당소득 분리과세라는 ‘당근’보다 법인세율 9~24% → 10~25%, 상장주식 대주주 기준 50억원 → 10억원, 증권거래세율 0.15% → 0.18%로 복원이라는 ‘채찍’의 영향력이 더욱 근본적으로 느껴진다.

특히 양도세 부과 대상인 상장주식 대주주 기준 복원시 양도세 회피 목적의 매도 물량 출회는 불가피하다. 올해 주가가 많이 오른 종목일수록 연말 경계가 필요한 이유다.

TSMC (TSM US)

IT 소재장비
Analyst 김동관

대안이 없는 제조 최강자

파운드리: 유일한 독주가 진행 중인 부문

제조/파운드리는 AI 반도체 밸류체인에서 선두업체의 독주가 가장 압도적인 부문이다. GPU·HBM 등 제품 별로 선두업체와 그를 추격하는 후발주자가 있는 반면, 파운드리는 사실 상 TSMC가 AI 반도체 시장 성장의 부가가치를 독식하고 있다.

AI 반도체 시장이 확대되기 시작한 2Q23 이후 TSMC의 점유율은 매 분기 확대됐다(2Q23 54% → 1Q25 68%). GPU 등 AI 가속기 주문을 독식하며 데이터센터용 반도체에 해당하는 HPC 매출 비중도 우상향중이다(2Q23 45% → 1Q25 59%).

N2, 격차를 한번 더 벌릴 기회

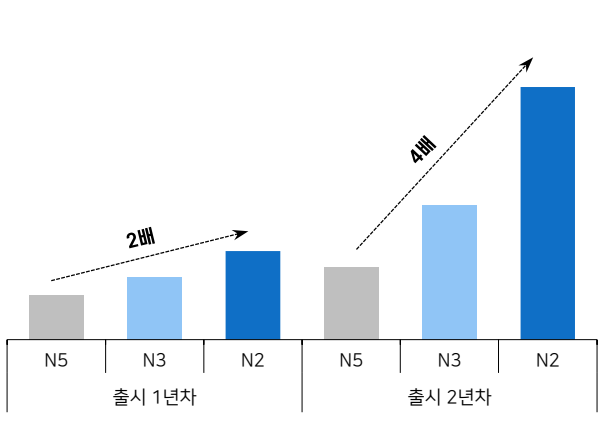
2H25 양산할 2nm(N2) 공정은 후발주자와의 격차가 한번 더 벌어질 계기로 판단된다. 수요와 수율 모두 과거보다 우수하다. 파운드리의 잠재 수요에 해당하는 NTO(New Tape-Out; 신규 설계 완료

제품) 개수를 보면 N2는 N5 대비 1년차는 2배, 2년차는 4배 많다. 선단 공정의 주요 응용처가 기존 모바일 중심에서 HPC/AI까지 확대된 이유다.

수율 확보 속도도 빠르다. 이미 공정 수율이 60%를 넘어 양산 기준을 달성한 것으로 알려졌다. N2부터 GAA (Gate-All-Around) 트랜지스터 구조를 새로 도입했음에도 과거보다 빠르게 결함률이 감소하고 있다.

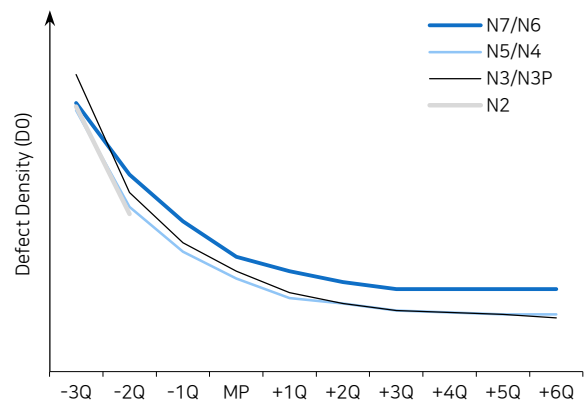
최선단 공정 매출 비중이 빠르게 커지면 ASP 상승 및 GP마진 개선에 긍정적이다. 2nm 웨이퍼 가격은 3만달러로 3nm(2만달러) 대비 50% 높을 것으로 추정된다. HPC 고객사가 최선단 공정 채택을 서두르는 현상은 N2 이후 A16(1.6nm)에서 더욱 가속화될 것으로 예상되는 만큼 실적 개선세는 향후에도 지속될 전망이다.

그림1 공정 별 초기 NTO(New Tape-Out) 개수 추이



자료: TSMC, 메리츠증권 리서치센터

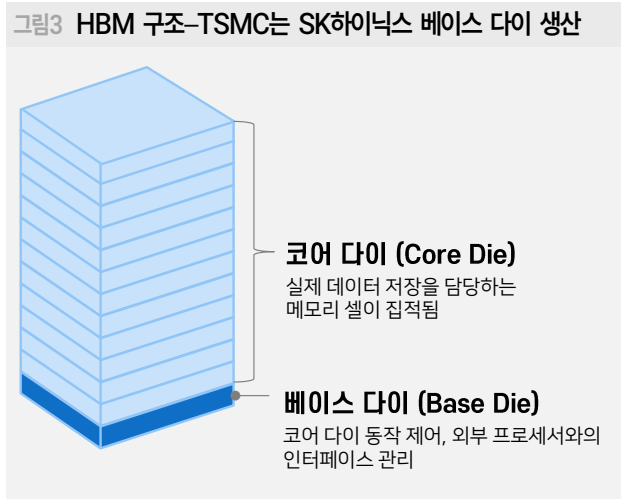
그림2 공정 별 결함률 감소 트렌드: 과거 대비 우수



자료: TSMC, 메리츠증권 리서치센터

AI 데이터센터 내 TSMC의 영역 확장

2026년부터는 AI 데이터센터 내 TSMC를 거쳐 생산돼야 하는 제품군도 확장된다. TSMC는 2026E 양산 예정인 HBM4부터 SK하이닉스 HBM의 베이스 다이(base die)를 생산할 예정이다. 베이스 다이는 HBM 가장 밑의 칩에 해당하며, DRAM 스택 제어 및 데이터 전송 관리 등의 기능을 수행한다.



자료: 메리츠증권 리서치센터

2025년 말부터 엔비디아 주도로 본격 확대될 CPO (Co-Packaged Optics) 네트워크도 TSMC의 손을 거친다. CPO는 광 통신을 가능하게 하는 광학 엔진(OE; Optic Engine)을 GPU/ASIC 등 연산칩과 한번에 패키징하는 방식이다. 단일 패키징으로 통합함으로써 물리적 거리 단축을 통한 신호 처리 전력 감소 효과가 뛰어나다.

엔비디아는 2025년 말, CPO가 적용된 네트워크 스위치 'Quantum-X'를 출시할 예정이다. 해당 제품에는 TSMC의 CPO 솔루션 'COUPE'이 적용되고, TSMC 4nm로 생산된 ASIC도 탑재될 예정이다.

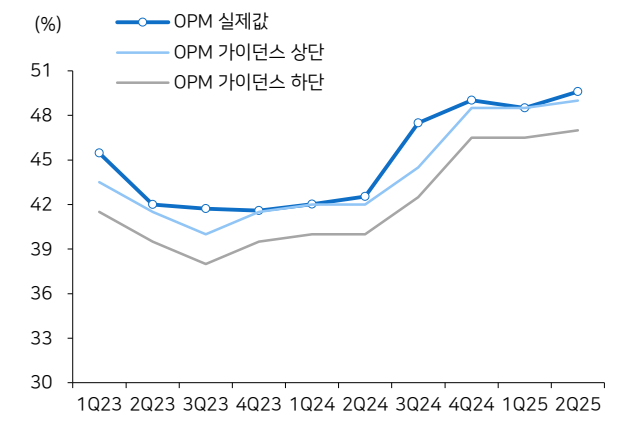
유일한 우려는 GPM 희석, 관건은 독점력

TSMC에 제기되는 유일한 우려라면 해외 투자 확대에 따른 중기적 GPM 감소가 있다. 실제로 동사는 미국 등 해외 투자 영향으로 향후 5년 2-3%p의 GPM 희석이 불가피할 것으로 전망하고 있다.

동사의 보수적 가이드선에도 불구하고, 실제 수익성은 향후 우려 대비 양호할 가능성이 높다는 판단이다. 동사는 통상 가이드선을 보수적으로 제시한다. 1Q23 이후 TSMC의 OP마진은 항상 가이드선 상단에 부합하거나 상회하는 수준을 기록했다.

선단 공정 내 동사의 강력한 가격 결정력도 관건이다. 2nm 이하 공정에선 모바일에 HPC/AI까지 주문이 집중된다. 고성능/저전력 공정에 대한 수요가 어느 때보다 뜨거운 상황에서 후발주자의 추격이 현재처럼 늦어질 경우 가격 인상을 통한 수익성 방어가 가능할 전망이다.

그림4 OPM 가이드선 vs 실제 달성 수치



자료: TSMC, 메리츠증권 리서치센터

Spotify (SPOT US)

엔터/레저
Analyst 김민영

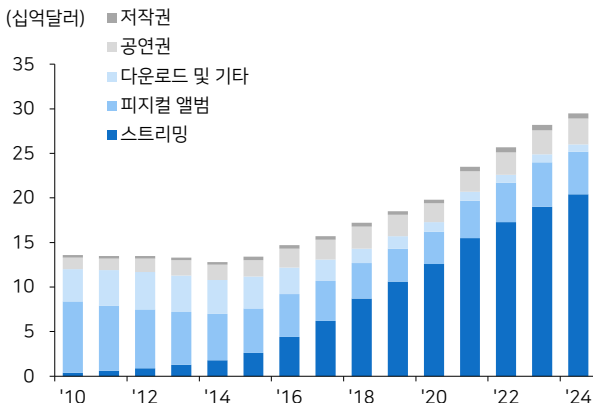
글로벌 스트리밍 왕좌

글로벌 음반 시장 성장 지속

2024년 글로벌 음반 시장은 296억 달러(+5.0% YoY)를 기록했다. 그 중 스트리밍은 204억 달러(+7.0% YoY)로 전체 음반 시장 내 69.0%를 차지하며 여전히 주요 수익원 중 하나다. 스트리밍 시장은 성숙기로 진입하며 성장률은 소폭 둔화 중인 반면, 공연, 굿즈(판권 확장) 수익은 평균 +27% 성장하며 성장 동력으로 주목받고 있다.

글로벌 음악 시장은 선순환 구조를 구축하고 있다. 음원으로 유입된 팬들은 공연, 굿즈 소비로 확장된 후 다시 음원 성장을 견인하는 선순환 구조를 형성한다. 글로벌 팝스타 테일러 스위프트의 Spotify 월간 청취자 수는 투어 8~10주차에도 투어 전 대비 83%~79% 증가하며 일반적인 흐름을 역행하는 모습을 보였다. 2024년 10월부터 월드투어를 진행 중인 스트레이 키즈 역시 꾸준히 2~4만장 수준의 월간 구보 판매량을 기록하고 있다.

그림1 글로벌 음반 시장 규모



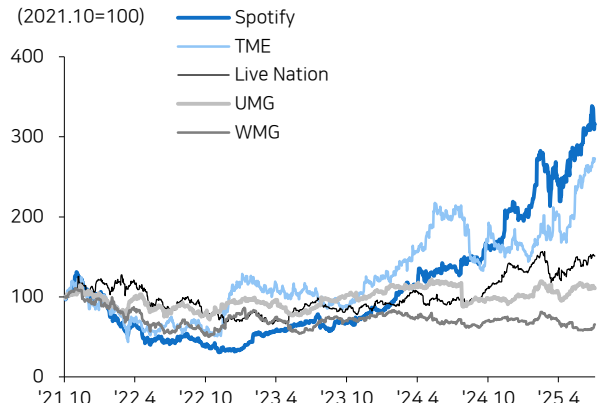
자료: IFPI, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 밸류체인

글로벌 음악 밸류체인은 IP제작-스트리밍-공연-굿즈-팬 커뮤니티로 구성할 수 있다. IP/음반 제작사는 UMG, WMG, Sony 등 글로벌 3대 음반사 및 국내 엔터사가 대표적이다. 스트리밍 기업은 Spotify, TME, Youtube Music, Apple Music 등 다양하게 분포되어 있다. 굿즈 제작사는 대부분 국내 및 글로벌 대형사의 자회사(비상장사)로 계열화되어 있는 경우가 다수다. 팬 커뮤니티는 위버스, Fave, Fanicon 등이 있으며, 1:1 프라이빗 형태의 채팅 서비스는 디어유, 노머스, 위버스 DM이 유일하다고 볼 수 있다.

글로벌 엔터테인먼트 기업들은 구조적 차이에 따른 추가 차별화가 지속되고 있다. 특히, 수익성 회복이 두드러지는 스트리밍 구독 플랫폼 기업(Spotify, TME) 중심의 주가 강세가 지속되고 있다. 2025년에도 Oasis, Coldplay, Stray Kids, BlackPink 등 대형 IP들의 대규모 공연 활동 예정된 만큼, 공연, MD, 스트리밍 산업 전반에 긍정적인 영향 미칠 가능성이 높다.

그림2 글로벌 엔터사 주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 스트리밍 왕좌

글로벌 음원 플랫폼인 스포티파이의 프리미엄 구독 서비스 매출 비중이 88%로, 구독 서비스 및 광고 중심으로 수익 구조를 구축하고 있다.

1분기 월간 활성화 수는 6.9억 명으로, 프리미엄 구독자 2.7억명, 광고형 구독자 4.2억명을 기록했다. 유료 가입자 확대를 위한 전략을 강화하고 있으며, 기본 요금제는 광고 제거, 개인 추천 기능 등을 제공하며 7,900원~10,900원 사이로 구성되어 있다. 특히, 프리미엄 요금제를 통해 오디오북, 광고 없는 고음질 음악 감상, 오프라인 청취 등 서비스를 제공하며 서비스 유료화를 확대하고 있다.

청취자에게 실시간으로 커스터마이징 된 플레이리스트가 제공되는 인터랙티브 플레이리스트(Interactive Playlists), 곡을 같이 듣는 이벤트 성 리스닝 파티(Listening Party) 등 사용자 기반 서비스를 글로벌 및 K-Pop 아티스트와 지속적으로 협업하고 있다. 2025년 하반기 글로벌 대형 IP 외에도, K-Pop 주요 아티스트들의 완전체 활동 재개에 따른 콘텐츠 소비 증가가 스트리밍 증가로 이어지는 선순환도 기대된다.

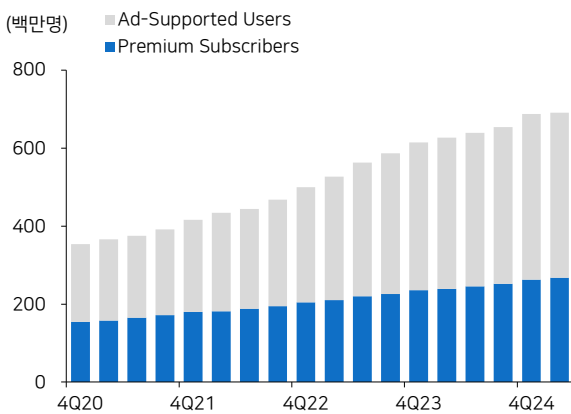
구독 기반의 안정적 캐시플로우 구축

2024년 프리미엄 구독 서비스 매출 역시 전년 대비 +19.5% 증가하며 성장세를 지속 중이다. 2024년 대규모 구조 조정 및 수익성 낮은 사업부 정리를 통해 2024년 분기 흑자 전환 성공했다.

요금제 및 콘텐츠 포트폴리오 다변화를 통해 가입자 수 증가 및 ARPU 안정화를 동시에 확보하며, 견조한 수익 구조 형성하고 있다. 팟캐스트, 오디오북 등 기존 서비스 외에도 일부 아티스트에 한해서 ‘리스닝 파티’와 같은 팬 참여형 기능을 적극 운영하면서 팬들의 체류 시간 및 몰입도를 증가시키고자 한다.

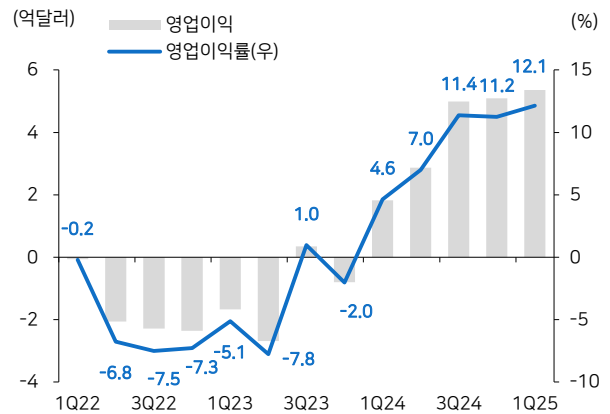
2023년 7월 미국을 시작으로 2025년 2분기 까지도 유럽, 라틴아메리카, 기타 지역에 걸쳐 요금제 인상이 순차적으로 단행되고 있다는 점 또한 긍정적이다. 팟캐스트, 오디오북 등 새로운 사업 및 기술 고도화를 위한 투자를 지속하고 있으나, 집중하고 있는 사업들은 고마진 콘텐츠에 맞춰져 있어 향후 마진 개선에 기여가 가능하다. ARPU 증가, 광고 기반 무료 이용자 전환, 슈퍼팬 대상 요금제 출시 등이 성장 동력으로 작용할 수 있으며, 하반기까지 점진적인 구조적 성장이 이어질 전망이다.

그림3 Spotify 월간 활성화자 수 및 유료 가입자 수 추이



자료: Spotify, 메리츠증권 리서치센터

그림4 Spotify 영업이익 추이



자료: Spotify, 메리츠증권 리서치센터

메리츠 유니버스

종목명 (종목코드)	시장	이슈	시가총액 (조원)	업종	수익률 (%)	
					1M	52W
엔비디아 (NVDA US) Analyst 김선우	미국	<ul style="list-style-type: none"> ■ 지속되는 고성능 학습 수요(NVL 비중 증가)에 더해 추론 용 제품군 수요(B40 등) 또한 빠르게 확산 중. CUDA 기반의 생태계와 플랫폼 경쟁력은 여전히 시장 지배력을 유지하는 핵심 요인 ■ 디지털 주권을 강화하고자 하는 소버린 AI(Sovereign AI)와 데이터센터 확장은 장기 성장 동력 ■ 중국 수출 승인에 따른 H2O 재고 해소 및 중국 매출 반등 가시화 	5,840.6	반도체	10.0	53.5
TSMC (TSM US) Analyst 김동관	미국	<ul style="list-style-type: none"> ■ GPU, ASIC, 네트워크 등 AI 전 영역에서 TSMC 주문 독식 진행 중. 선단 공정과 첨단 패키징 기술력에 기인 ■ 2H25E 양산할 2nm 공정에 대한 고객사 수요 강세. 모바일에 AI/HPC 영역 주문 집중될 전망 ■ '25E 매출액 성장률 가이드선스 상향 및 미국 2공장 램프업 가속화 등 AI/HPC 수요 강세 지속 	1,757.0	반도체	7.5	51.7
일라이 릴리 (LLY US) Analyst 김준영	미국	<ul style="list-style-type: none"> ■ 경구 GLP-1 비만 치료제 Orforglipron 비만 임상 3상 결과 EASD 2025에서 발표 예정 ■ 3분기 비만 임상 3상 결과 공개 예정이기에 학회 전 언론 발표 가능성 존재 	1,062.3	제약/바이오	4.8	1.0
라이브 네이션 엔터테인먼트 (LYV US) Analyst 김민영	미국	<ul style="list-style-type: none"> ■ 글로벌 최대 규모의 공연 및 티켓팅 플랫폼으로, 아티스트, 공연장과의 장기 독점 계약으로 경쟁 우위 확보 ■ 2,3분기 행사 집중되는 구간으로 공연 수요 회복 및 실적 기대감 유효 ■ 미국 내 라이브 공연장 신축 및 확장 중. 공연 인프라 확대를 통한 수익 구조 다변화 	242.0	엔터	24.0	272.4
코인베이스 (COIN US) Analyst 조아해	미국	<ul style="list-style-type: none"> ■ 로빈후드의 주식 토근화를 기점으로 RWA 시장 개화 ■ -PM, BlackRock 등 여러 주체들이 Coinbase의 Layer2 블록체인 네트워크 Base를 통해 RWA 구축 중 ■ 궁극적으로 Coinbase는 보관(Coinbase Custody), 거래/유통(Base), 결제(Circle 협업), 투자(Coinbase Exchange, Wallet)까지 풀스택 인프라를 보유 	137.6	금융	10.8	61.2
타세코마인즈 (TGB US) Analyst 장재혁	미국	<ul style="list-style-type: none"> ■ 미국 구리 관세 수혜주 ■ 주요 구리 광산업체들 중 가장 낮은 멀티플(PER, EV/EBITDA)에 거래 ■ 4Q25 생산 예정 미국 Florence 프로젝트(연간 4만톤 Capa) 보유. 광산 Valuation 정점은 신규 프로젝트의 가동 시작이 확인되는 시점. 4분기 미국 생산까지 기업가치 확대 전망 	49.4	철강	2.0	63.5
GE버노바 (GEV US) Analyst 문경원	미국	<ul style="list-style-type: none"> ■ 2Q25 실적 통해 마진 개선과 판가 상승 확인. Power 사업부 EBITDA 마진 +16.4%(+2.6%p YoY) 기록, kw 당 가스 터빈 판가는 +15% YoY 상승 ■ 판가, 마진 개선이 본격적으로 확인되는 2026년 이전까지 고밸류 논란은 의미 없음 ■ Google, Oracle 등 AI CAPEX 지속 상향 조정 중 	33.5	유틸리티	34.1	778.3

종목명 (종목코드)	시장	이슈	시가총액 (조원)	업종	수익률 (%)	
					1M	52W
셀시어스 (CELH US) Analyst 김정욱	미국	<ul style="list-style-type: none"> 2분기부터 Alani Nu 연결 효과가 본격 반영되며 실적 상향 구간 진입. 미국 내 시장점유율 17% 상회 예상 Alani Nu 매출액 컨센서스는 \$239M(YoY +64%), Sherbet Swirl 등 시즌 한정 제품 판매 호조와 SNS 트래픽 급증을 감안 시 추가 서프라이즈 가능성 유효 기존 셀시어스 브랜드도 펩시 유통망 확대와 기능성 음료 수요 증가로 견조한 성장세 유지 가능할 전망" 	1.5	소비재	12.8	60.0
라인메탈 (RHM GR) Analyst 이지호	독일	<ul style="list-style-type: none"> NATO 회원국들은 국방비 지출액을 2035년까지 GDP 대비 5%로 증액에 합의(군사비 3.5% / 간접비 1.5%), 독일은 해당 목표를 2029년에 도달하겠다고 밝힘 동사의 수주잔고는 지난 1년간 230억유로(약 33조원) 증가. 유럽 전 지역의 지상무기 수요에 더해 자국 정부의 캡티브 수요 큰 폭으로 확대 전망되어 수주잔고 성장은 더욱 가속화될 전망 	129.1	방위산업	-1.8	255.3
샤오미 (1810 HK) Analyst 김준성	홍콩	<ul style="list-style-type: none"> 6월 전기차 2.5만대 이상 인도. 첫 SUV YU7은 6/26 출시 3분 만에 20만대 확정 주문 받으며 강한 수요 입증 7월 초 YU7 인도 시작, 생산 확대 위해 베이징 EV공장 2단계 가동 준비 중. 베이징 3공장 건설도 시작됨 8/18 2Q25 실적 발표. 매출 상승+수익성 개선 기대감 	261.8	IT/모빌리티	-2.6	250.9
CATL (3750 HK) Analyst 노우호	홍콩	<ul style="list-style-type: none"> 중국 이차전지 공급 구조조정 정책에 최후의 승자 중국 내/외에서의 후발주자들과의 점유율 격차 확대 가능 특히 5월 홍콩시장 추가 상장으로 확보한 재원으로 유럽/동남아 시장 개척이 한 예 ESS분야 성장성 돋보이는 흐름 속, 동사의 LFP 배터리 지배력 더욱 강화될 전망" 	251.1	이차전지	29.4	N/A
로레알 (OR FP) Analyst 박중대	프랑스	<ul style="list-style-type: none"> 5월 중국 소매판매액 YoY 6.4% 증가로 컨센서스 대폭 상회, 중국 소비경기 회복 기대감 고조 로레알은 중국 내 인지도 가장 높은 글로벌 1위 업체로 실적 모멘텀 기대 가능 1분기 실적발표 통해 중국 본토 럭셔리 부문 매출 회복세 확인된 바 있음 	324.8	화장품	5.5	-6.0
가스트랜스포트&테크니카즈 (GTT FP) Analyst 배기연	프랑스	<ul style="list-style-type: none"> 기대감이 이연되긴 했으나 미국발 LNG 수출 터미널 증설 사이클은 여전히 변함없는 상황 하반기 재개와 전용 LNG선 신조 수요는 GTT의 멤브레인 타입 로열티 사업 실적을 견조하게 유지할 전망 추가로 미국 에탄 수출 물동량 증가하면 대형 에탄운반선 역시 신조 수요 창출 예정 	27.3	조선	-10.8	78.0
니토 보세키 (3110 JP) Analyst 양승수	일본	<ul style="list-style-type: none"> 산업용 유리 섬유 제품, 특수 화학 및 의료 제품 제조·판매. 그 중 저유전율 유리 섬유용 천 시장은 동사 포함한 소수 업체들 과점 중 M6 등급 이상의 CCL 기준 충족 유리 섬유 실 제조 가능 기업은 글로벌 기준 동사 포함 단 2곳 CoWoS용 FC-BGA의 T-Glass용 유리섬유 독점 공급 	16.6	산업재	1.6	-2.9
코나미 (9766 JP) Analyst 이효진	일본	<ul style="list-style-type: none"> <efootball> 등 라이브서비스 견조 8/28 <메탈기어 솔리드 델타: 스네이크 이터> 발매 예정 9/25 <사일런트 힐> 발매 예정 	2.3	소프트웨어	6.3	24.6

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터 (7월 25일 증가 기준)

이진우의 투자 에세이

이진우 센터장/자산배분

정책은 타이밍이다: 국내 주식시장 레벨업의 조건

정책은 타이밍이다. 특히 주식시장에서 이 명제는 더욱 강렬하게 다가온다. 주식시장은 현재의 경제 상황뿐 아니라 미래에 대한 기대와 신뢰를 가격에 투영한다. 정책의 성공 여부는 그 내용만큼이나 발표와 실행의 타이밍에 좌우된다. 적시에 과감히 추진된 정책은 시장의 신뢰를 얻으며 경제를 활성화 하지만, 시기를 놓친 정책은 기대를 저버리고 효과를 반감시킨다. 국내 주식시장의 부흥을 위해서는 소극적이거나 후퇴하는 정책이 아니라, 시장에 강렬한 신호를 보내는 과감한 정책이 필요하다.

주식시장에서 정책의 타이밍이 중요한 이유는 시장 참여자들의 심리와 밀접하게 연결되어 있기 때문이다. 주식시장은 기대감의 집합체다. 투자자들은 기업 실적뿐 아니라 정부의 정책, 그리고 그에 기반한 예상 가능한 옵션을 바탕으로 투자 결정을 내린다. 즉각적이고 명확한 정책은 시장의 신뢰를 형성하며 긍정적인 신호로 작용한다. 반대로, 우유부단하거나 시기를 놓친 정책은 불확실성을 키우고 투자자들의 신뢰를 떨어뜨린다. 정책의 효과는 단순히 내용에만 있는 것이 아니다. 시장이 이를 어떻게 받아들이느냐에 달려 있다.

정책은 ‘포커 게임’과도 유사하다. 상대방, 즉 시장의 심리를 잘 읽어야 하기 때문이다. 무엇보다 정책 효과를 극대화 하기 위해서는 시장 기대치를 뛰어 넘거나 심리를 압도해야 한다. 2012년, 유럽중앙은행(ECB)의 마리오 드라기 총재는 유로존 경제 위기 속에서 “whatever it takes(필요한 모든 조치를 강구하겠다)”라는 강렬한 메시지를 전하며 과감한 금융정책을 약속했다. 드라기 모멘트라 불리는 사

레다. 이 발언은 시장의 불안을 잠재우고 유럽 주식 시장을 단숨에 안정시켰다. 마찬가지로, 2020년 코로나19 팬데믹 초기, 미국 연방준비제도(Fed)의 제롬 파월 의장은 ‘무제한’ 양적완화라는 초유의 정책을 발표하며 시장 붕괴를 막았다. 일본의 아베노믹스 역시 타이밍과 과감함의 성공 사례다. 2012년, 아베 총리는 ‘세 개의 화살’—통화 완화, 재정 확대, 구조개혁—을 통해 디플레이션에 빠진 일본 경제를 부흥시키려 했다. 일본 특유의 촘촘한 정책이 효과를 발휘했다. 특히 일본은행(BOJ)의 대규모 양적완화와 엔저 정책은 주식시장에 즉각적인 활력을 불어넣었고, 니케이 지수는 단기간에 급등하며 투자자 신뢰를 회복했다. 적시에 추진된 과감한 정책은 시장의 기대를 선도하며 주가 회복의 발판을 마련했다.

반면, 타이밍을 놓친 정책은 시장의 신뢰를 잃는다. 당장 우리 시장을 보자. 십수년간 상법 개정이나 기업 지배구조 개선 논의가 여러 차례 제기되었지만, 지지부진하거나 시장의 기대를 충족하지 못한 사례가 많았다. 특히 배당정책은 연속된 실패가 누적되어 온 상황이다. 벌써 몇 번의 시도가 있었는데, 연속된 실패는 투자자들에게 정책의 실효성에 대한 의구심을 불러일으켰고, 주식시장의 활력을 떨어뜨렸다. 시장은 망설이는 정책에 냉정하다. 정책이 시장의 기대를 따라잡지 못하면 그 효과는 반감될 수밖에 없다.

한국 주식시장의 부흥과 레벨업을 위해서는 좀 더 과감하고 충격적인 정책이 필요하다.

마침 오랜만에 변화의 기회가 찾아왔다. 시장도 귀를 기울이고 있다. 국내 주식시장이 질적으로 달라질 수 있는 ‘적기’라는데 공감하기 때문이다. 현재 상법 개정을 통해 기업 투명성을 높이고 소액주주 보호를 강화하며, 시장 친화적인 세제 개혁을 추진하고 있다. 하지만 일부 정책은 시장 기대치에 못 미치고 있다. 세제개편안 등 일부 사안은 절충점을 찾는 모양새로 비춰지고 있기 때문이다.

정책의 성공은 타이밍과 과감함에 달려 있다. 주식시장은 매우 현실적이며 예민하다. 과거와 같은 구호에 그치는 정책이거나 미약한 정책 변화는 시장이 빠르게 눈치챌 가능성이 높다. 그리고 정책 기대가 약화된다면 주식시장이 다시 이전으로 회귀해도 이상하지 않다. 문제는 그 이후다. 다시 변화를 일으키려면 지금보다 더 많은 공을 들여야 한다는 것이다. 오랜만에 찾아온 기회를 허무하게 놓치질 않길 기대해 본다.

주식 월간 캘린더

파란색 - 실적발표
 검정색 - 기업 및 지수 이벤트
 회색 - 정부 및 통화정책 관련

월	화	수	목	금	토
				1 대한조선 상장(유) 상호관세 유예 종료 구리 관세 부과 한국 7월 수출입 미국 7월 고용	2
4	5 Palantir (PLTR)	6 AMD (AMD) 하나35호스팩 상장(코) Novo Nordisk (Novo)	7 아이티켄 상장(코) Eli Lilly (LLY)	8	9
11	12 일본 산의 날 휴장	13 Coreweave (CRWV) Circle Internet (CRCL) MSCI 분기 리뷰 미국 7월 CPI 미-중 상호관세 유예 종료	14 Cisco (CSCO) 지투지바이오 상장(코) 교보18호스팩 상장(코)	15 FTSE 반기 리뷰	16
18	19 삼양컴텍 상장(코)	20 에스투더블유 상장(코) 에스엔시스 상장(코)	21 미국 잭슨홀미팅 그래피 상장(코)	22	23
25	26	27 Nvidia (NVDA)	28 한국 BOK 금리 결정	29 MSCI 분기 리뷰 적용	30

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.