

전략공감 2.0

Strategy Idea

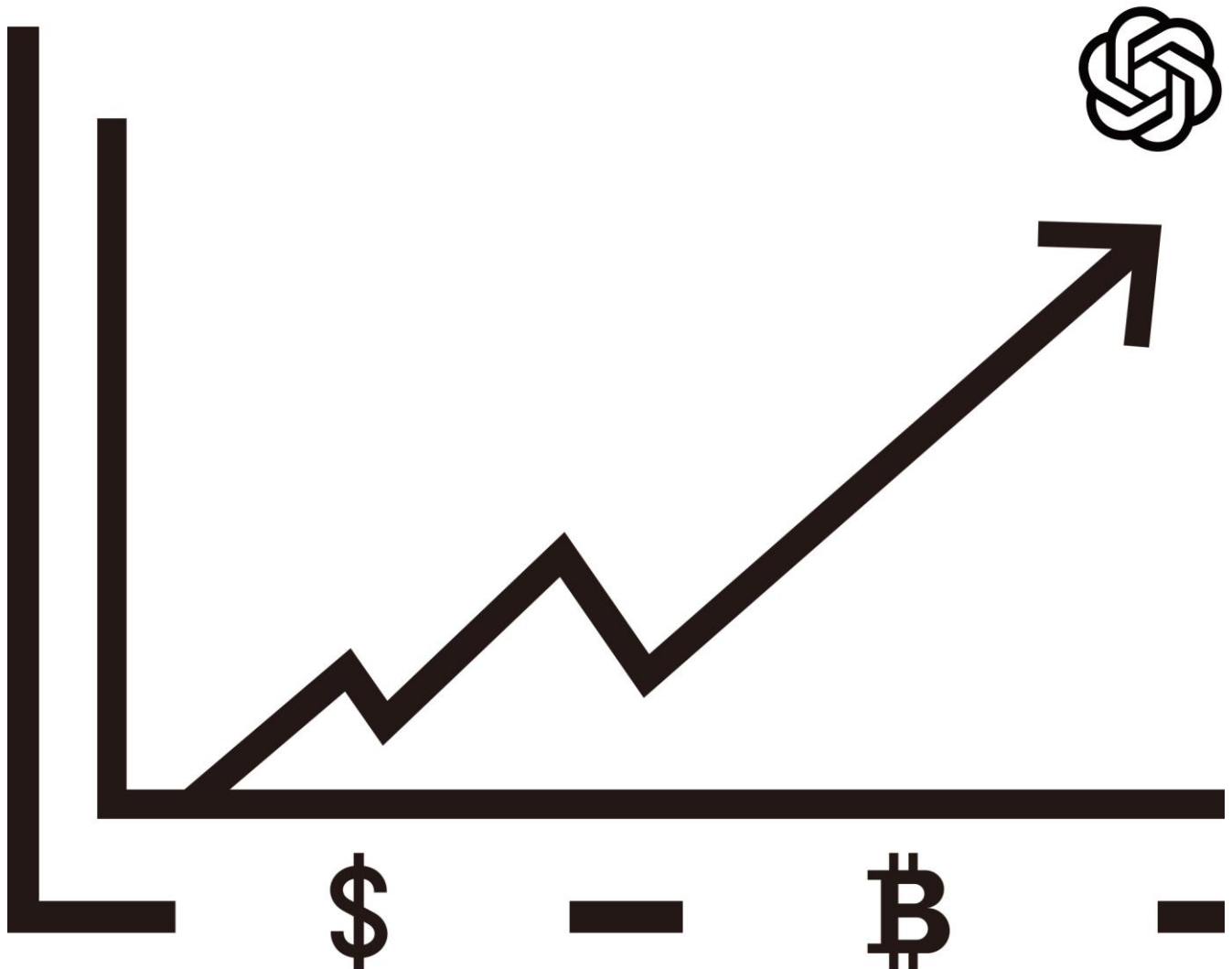
미국 시장 전망 상향

오늘의 차트

세금 환급액의 급증은 소비에 영향을 미칠까

칼럼의 재해석

중국 단체관광 비자 면제, 한국 여행 관심 급증



본 조사분석자료는 제 3 자에게 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



글로벌 투자전략 - 선진국

Analyst 황수욱

02. 6454-4896

soowook.hwang@meritz.co.kr

미국 시장 전망 상황

- ✓ 공포/탐욕 지수상 '탐욕' 구간, 이 지점에서 매수 시 최근 3년간 3개월 수익률은 평균 3.5%
- ✓ S&P500 12MF 선행 PER 최근 5년래 상단이지만 EPS만으로도 추가 상승 여력 있음
- ✓ 연말 S&P500 target 6,400pt→6,900pt, 상단 6,700pt→7,100pt로 전망치 상향

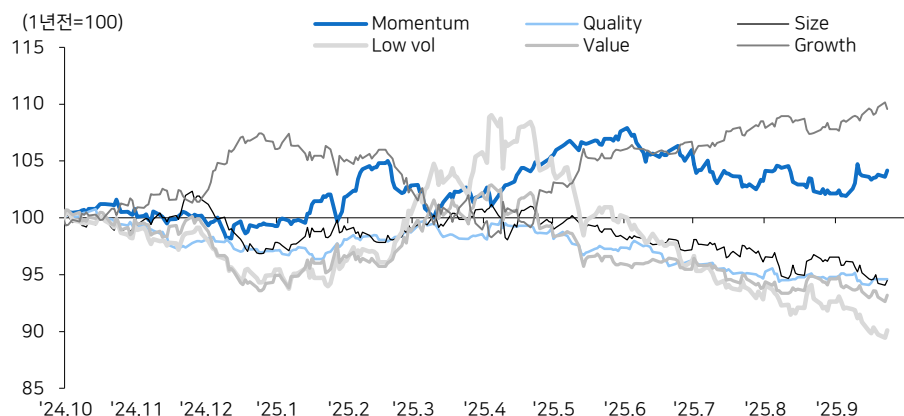
미국 신고가 경신 가운데 시장 위치 재점검 필요

일부 과열 우려에 slight한 조정이 있지만, 시장 상승 추세 유효

미국 증시 주요 지수들은 연일 신고가 경신 중이다. 9월 23일 파월 의장의 시장 과열 발언으로 주가 지수 조정이 나왔지만, 그동안 많이 올랐던 대형주 위주의 하락이었고 유동성 환경 등에 민감한 중소형 테마주들은 오히려 상승하기도 했다. 어제 이슈가 시장의 전반적인 약세 전환을 의미하지 않는다고 보는 정후 중 하나다. 여기에 어제 주가가 하락했음에도 모멘텀 팩터의 지수 대비 상대강도는 오히려 개선되는 등 상승 추세는 여전히 유효하다는 판단이다.

연말까지 시계에서 여전히 주식시장에 대한 여러 기대와 우려가 공존하지만, 시장은 상승 추세를 유지할 것으로 전망한다. 미국 시장 버블 우려, 밸류에이션 부담 등이 계속 언급되지만, 핵심은 결국 실적일 것으로 생각한다. 주도 성장 산업 추세가 견고한 이상 지금 부각되는 걱정들은 기우에 불과할 것으로 본다.

그림1 S&P500 지수 대비 스타일별 상대강도



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

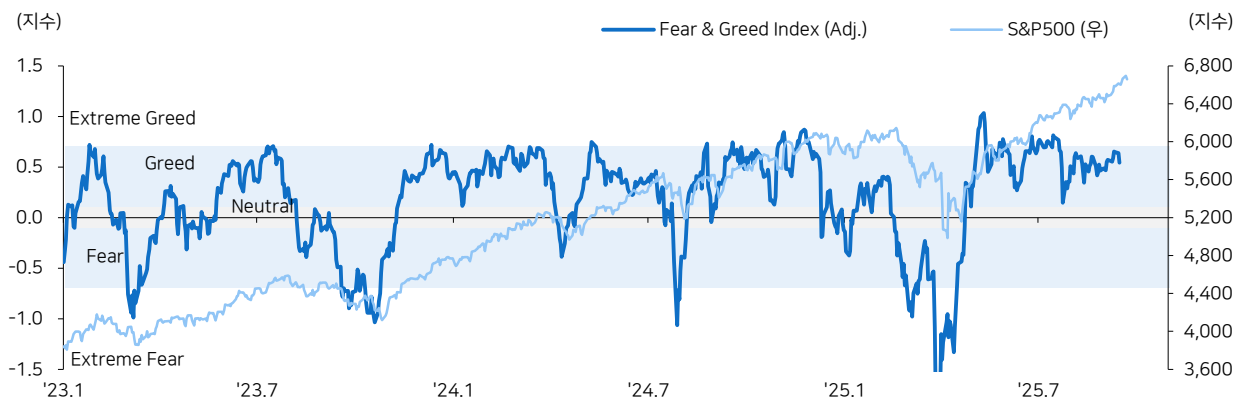
Fear and Greed Index상 시장 위치

<그림 2>는 CNN의 주식시장 Fear and Greed Index의 방법론을 추종해 지수화한 Fear and Greed Index다. 9월 23일 현재 CNN Fear and Greed Index는 58로 탐욕 구간에 위치한다. CNN 지수는 0~100까지 스케일로 구성되며, 0~25는 Extreme Fear, 25~45는 Fear, 45~55는 Neutral, 55~75는 Greed, 75~100은 Extreme Greed로 표기한다. 현재 주식시장의 공포/탐욕 정도는 Neutral을 소폭 상회하는 Greed 구간에 위치해 있다.

현재 위치에서도 주가 업 사이드 유효하다는 견해

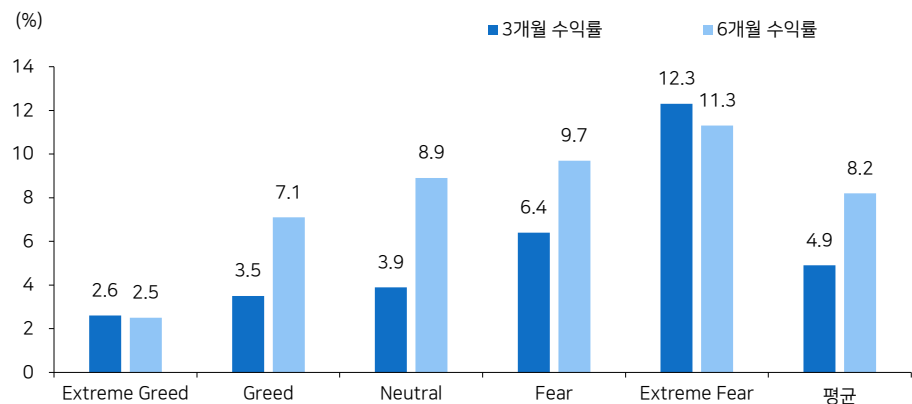
현재 시장 위치에서 충분히 업사이드를 고려할 수 있다고 본다. <그림 2>와 같이 최근 시장은 Greed 범주 내 속하며 우상향 추세를 유지해왔다. 한편, <그림 3>은 최근 3년간 Fear and Greed Index 각 구간에서 S&P500 지수를 매수한다고 할 때, 3개월, 6개월 수익률의 평균 수치를 백테스팅한 수치다. 시장이 3개월 이상의 조정이 없는 우상향 추세에 있다고 할 때 Extreme Fear 구간에서 매수가 기대 수익률이 가장 높은 것은 사실이지만, Greed 구간에서 기대 수익률도 +3.5%다. Extreme Greed 구간에서 매수 접근은 신중해야겠으나, 6개월 이상 투자 시계를 본다면 현재 위치도 매수 관점에서 매력적으로 생각한다.

그림2 Fear and Greed Index



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

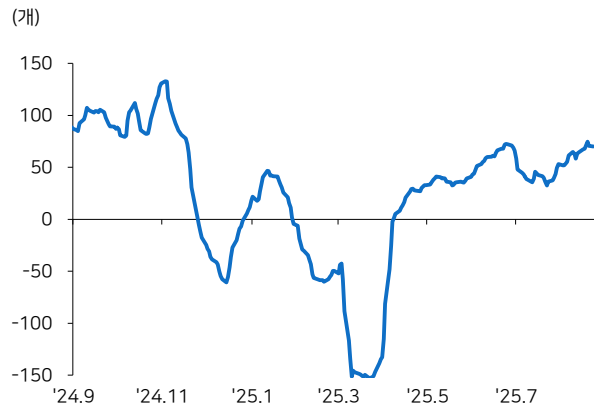
그림3 Fear and Greed Index 각 구간에서 S&P500 매수 시 최근 3년 3,6개월 평균 수익률



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Fear and greed index 구성 요소들의 최근 추이

그림4 주가 강도: 52주 신고가-신저가 종목 수 차이: Greed



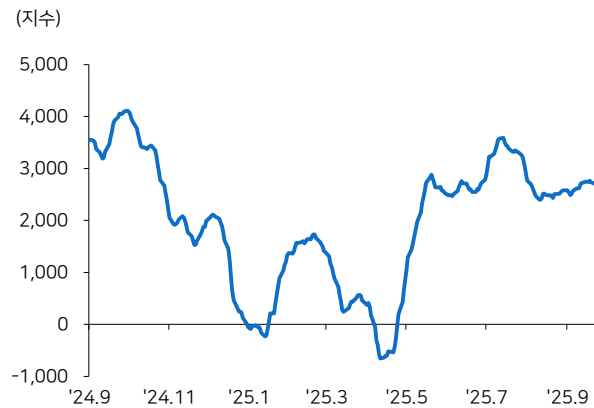
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 시장 모멘텀: 125일 이평선 대비 이격도: Greed



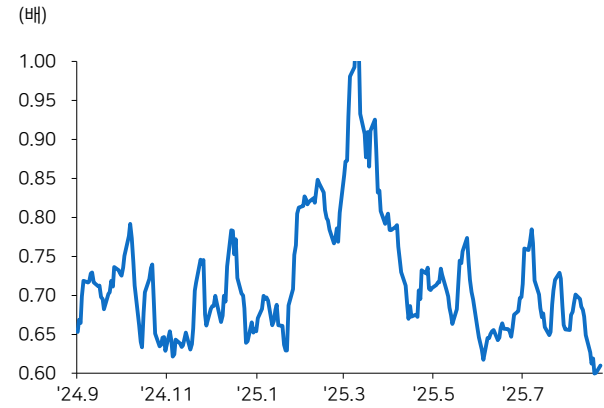
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 주가 폭: McClellan Volume Index: Neutral



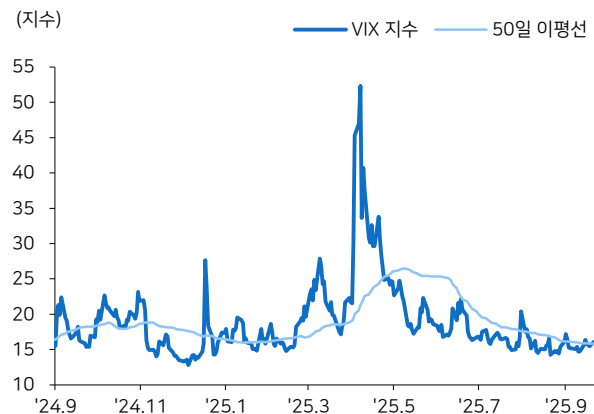
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 5일 이동평균 put-call Ratio: Extreme Greed



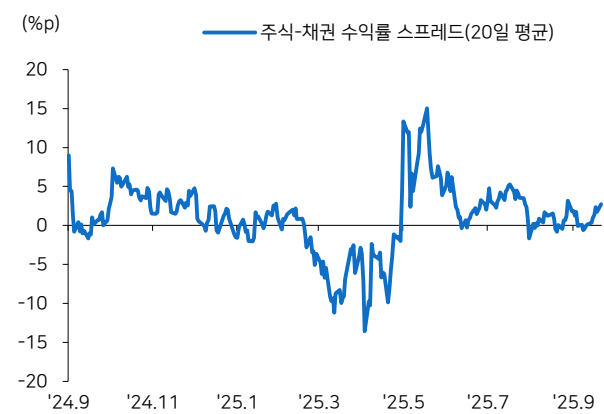
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 시장 변동성: VIX 지수 vs 50일 이평선: Neutral



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 주식-채권 수익률 차이: Greed



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

밸류에이션 우려에 대한 견해

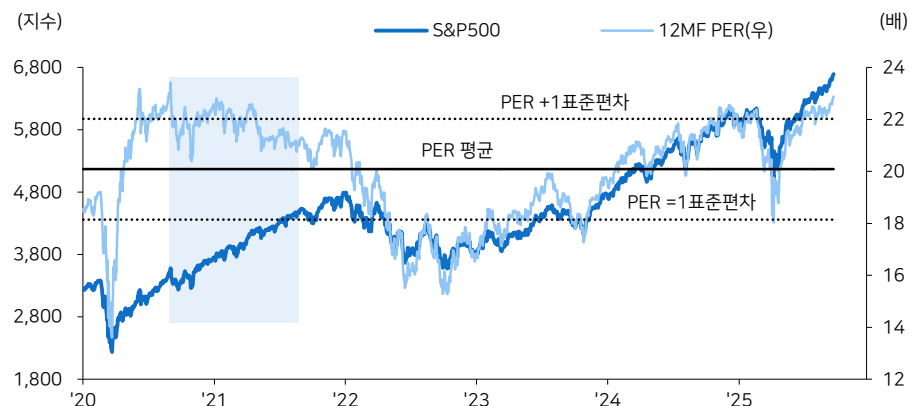
고밸류 우려가 부각되는 것이
자연스러운 위치

미국 증시를 걱정하는 시각 중 상당 부분은 고밸류에이션 우려에서 기인한다. 9월 23일 종가 기준 S&P500 지수의 12개월 선행 PER 밸류에이션은 22.7배다. 2020년 이후 평균은 20배, +1 표준편차 수준이 22배다. 해당 시계에서는 밸류에이션은 +1 표준편차 수준을 추세적으로 넘어선 적이 없다. 따라서 지금 수준에서 추가적으로 밸류에이션이 더 상승한다고 할 때, 과열 내지 버블 우려가 커지는 것은 어찌 보면 자연스럽다.

추가적인 밸류 상향 없이도
상승 추세가 유지되었던 경험.
오히려 실적+밸류 동반 상승 확률이
높다는 생각

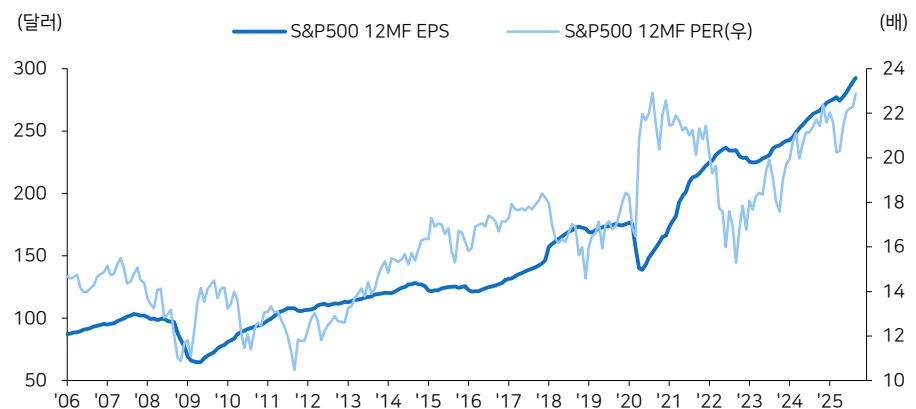
밸류가 뚝어주면서 시장이 상승하는 것이 더 강력하겠으나, 추가 상승 없이도 주가가 우상향했던 경험이 있다. 2020년대 초가 유사하다. 2020년 코로나 이후 무제한적 양적 완화가 들어오면서 시장 밸류에이션이 23.5배까지 상승했었으나, 이후 밸류는 다시 22배 이하로 추세 하락했다. 그럼에도 불구하고 주가지수는 경기 회복과 실적을 중심으로 우상향했다. 지금은 경기는 둔화 국면이지만, AI 산업을 중심으로 시장 주도주들의 실적은 경기와 무관하게 우상향 중이다. 한편, 미국 증시 밸류는 최근 20년간 EPS 상향과 함께 추세 상승해왔다는 점도 특징적이다.

그림10 2020년대 초 밸류에이션이 추가 상승하지 못해도 증시는 상승 추세였던 경험



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 최근 20년간 미국 증시는 EPS 상승 추세와 함께 밸류에이션도 우상향 했음



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

실적이 이끌 수 있는 시장 환경

여전히 경기와 무관한
실적 상승 추세

우상향 추세를 낙관하는 핵심은 주가의 제 1변수인 실적 때문이다. 경기 둔화를 빌미로 미국 기업 실적을 걱정하는 시각이 여전히 많지만, 2023년 이후 경기 사이클과 기업 실적과의 상관성은 이미 괴리가 커진 지 오래다. 2025년 9월 미국 기업 실적 추정치의 전년대비 성장률은 오히려 상승 중이다.

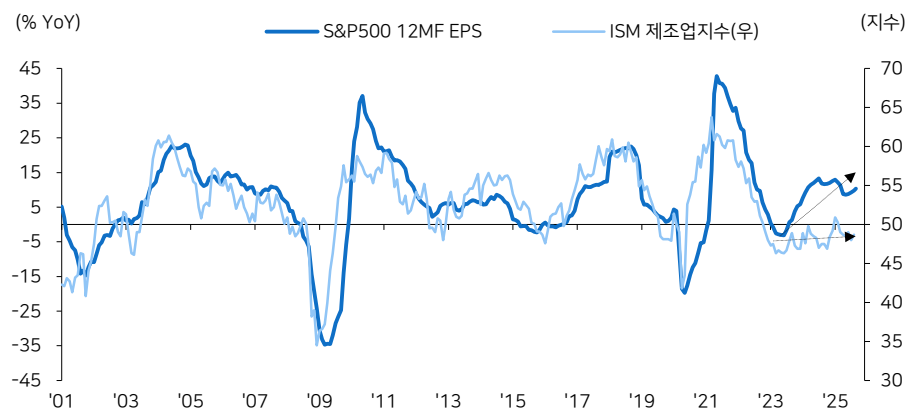
빅테크 중심 실적 추정치
상향 속도 가속

실적의 핵심은 여전히 빅테크고, 빅테크의 경쟁적인 군비 확장에 기인한다. AI 하드웨어 산업이 2023년 이후 계속 시장의 주도 산업으로 자리매김한 상황에서, 올해 초까지만 하더라도 AI 하드웨어/인프라의 성장률 둔화를 걱정했으나, 최근에는 오히려 상향되면서 이러한 걱정을 불식시켰다.

전력 부족 리스크만 잘 피해가면
연말까지 우상향 추세 지속 예상

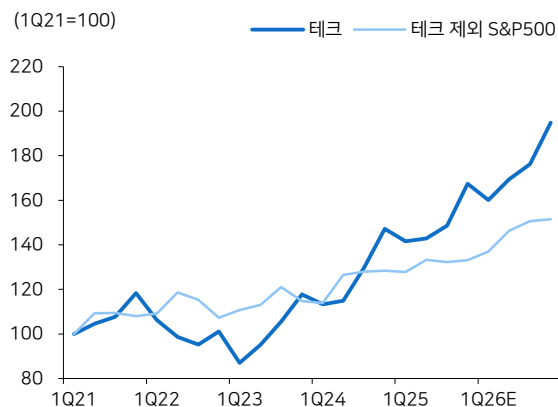
연말까지 시계에서 AI 하드웨어/인프라는 작년보다 성장률이 높아지는 구간으로 접어들 가능성이 높아 보인다. 전망의 최대 리스크는 전력 부족인데, 최근 이 스토리가 조금씩 부각되지 시작한 점은 부담이다. 전력 부족 리스크만 완만하게 소화할 수 있다면 연말까지 전반적인 기업 실적의 우상향 추세는 이어질 공산이 크다.

그림12 ISM 제조업지수와 S&P500 12MF EPS: 2023년 이후 경기와 무관한 기업 실적



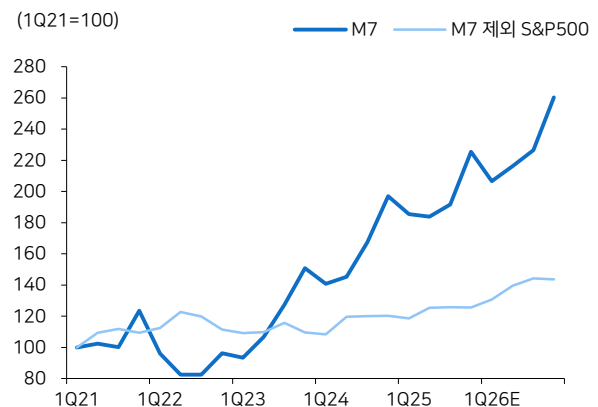
자료: Bloomberg, US ISM, 메리츠증권 리서치센터

그림13 기업 실적을 이끄는 것은 기술주



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림14 기술주 중 빅테크가 여전히 실적 상향 주도 중



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

2025년 연말 기준 S&P500 지수 전망치 상향

기존 전망 대비 EPS 추정치가
빠르게 상승한 것이 전망 수정
의 배경

앞선 논의를 바탕으로 올해 연말 기준 S&P500 지수 타겟을 지난 3월 제시한 6,400pt에서 6,900pt로, 지수 상단 타겟을 6,700pt에서 7,100pt로 상향한다. 3월에는 작년 11월 발간했던 연간전망에서 제시한 올해 지수 상단 타겟을 7,000pt에서 6,700pt로 하향했던 바 있다. 그 당시 하향 논리는 중국의 부상으로 미국 수출이 완화되며 연말 타겟 상단 밸류에이션을 기존 대비 1배 낮췄던 것에서 기인한다. 현재도 중국이 부상 중이기에 미국 수출 완화는 여전히 유효하다.

밸류에이션의 추가 상향 없이
연말까지 EPS organic growth만
으로 6,900pt 달성 가능

전망치 상향 이유는 EPS다. 현재 12개월 선행 EPS 추정치가 기존 전망보다 5% 높다. 연말에 달성할 것으로 예상했던 EPS를 이미 9월 초에 넘어섰다. 앞서 제시한 새로운 지수 타겟 전망치는 최근 EPS 추정치의 상승 추세가 연말까지 organic 하게 유지된다고 가정했다. AI 하드웨어의 경쟁적 투자가 지속되는 현재 환경에서 합리적인 가정으로 생각한다. 여기에 추가적인 밸류에이션 상향 없이 최근 밸류에이션인 22.5배가 유지된다는 것이 baseline 시나리오의 가정이다. 밸류에이션의 추가 상향 없이도 6,900pt를 달성 가능하다는 것이 전망의 핵심이다.

AI 확산 가속 등 bull case에서는
7,100pt까지 열어두고 볼 수 있음

Bull case에서는 AI의 확산 속도 가속, 컴퓨팅 연산량의 폭발적 증가가 기업들의 AI 투자를 가속화하는 경우의 수를 가정했다. 여기에 현재 대비 밸류에이션이 소폭 상승해 23배 수준을 고려하면 7,100pt까지도 도달 가능하다는 관점이다.

표1 연말까지 S&P500 지수 전망 baseline 6,400pt→6,900pt, 밴드 상단은 6,700pt→7,100pt로 상향

		12MF PER(배)											
		19.0	19.5	20.0	20.5	21.0	21.5	22.0	22.5	23.0	23.5	24.0	24.5
12MF EPS (달러)	280	5,320	5,460	5,600	5,740	5,880	6,020	6,160	6,300	6,440	6,580	6,720	6,860
	285	5,415	5,558	5,700	5,843	5,985	6,128	6,270	6,413	6,555	6,698	6,840	6,983
	290	5,510	5,655	5,800	5,945	6,090	6,235	6,380	6,525	6,670	6,815	6,960	7,105
	295	5,605	5,753	5,900	6,048	6,195	6,343	6,490	6,638	6,785	6,933	7,080	7,228
	300	5,700	5,850	6,000	6,150	6,300	6,450	6,600	6,750	6,900	7,050	7,200	7,350
	305	5,795	5,948	6,100	6,253	6,405	6,558	6,710	6,863	7,015	7,168	7,320	7,474
	310	5,890	6,045	6,200	6,355	6,510	6,665	6,820	6,975	7,130	7,285	7,440	7,595
	315	5,985	6,143	6,300	6,458	6,615	6,773	6,930	7,088	7,245	7,403	7,560	7,718

자료: 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

김영준 연구원

세금 환급액의 급증은 소비에 영향을 미칠까



자료: Bloomberg, IRS, UST, 메리츠증권 리서치센터

감세 소급 조정 및 원천징수를
유지 확정에 환급 급증 불가피

내년 미국 납세자들의 세금 환급액이 큰 폭으로 증가할 수 있다는 관측이 제기되고 있다. IRS는 원천징수율을 바꾸지 않겠다고 발표했지만, OBBBA에 따른 세금 감면 조항은 올해 1월부터 소급 적용되어 내년 세금 신고 시점에서 개인소득세 환급 규모가 큰 폭으로 늘어날 수 있다.

일각에서는 단기 과열 가능성을
언급하고 있어

실제 JP모건은 합동조세위원회의 자료를 바탕으로 '26년 1인당 환급액을 추정했으며, 지난 10년 평균(\$2,924) 대비 약 28% 증가(\$3,743)한다고 전망을 제시했다. 이로 인해 소비 수요가 증가하면서 인플레이션 상승 압력을 높이는 등 단기 경기 과열에 대한 우려가 형성되고 있다.

세금 환급 증가가 꼭
소비 상승으로 이어지지 않아

다만 과거 사례를 참고했을 때, 세금 환급이 소비지출 증가를 보장하지는 않았다. 환급 데이터를 계절조정하여 유의미하게 증가한 구간을 추려내고, 해당 기간에 국한하여 소비지출 추이를 살펴보면 오히려 환급 시기에도 소비지출 증가폭이 둔화되거나 하락하는 모습을 관찰할 수 있다. 특히 '08년에는 경기위축 상황에서 가계는 소비 대신 저축을 하거나 부채 상환에 자금을 사용한 것이 확인된 바 있다.

일시적인 요인이라는 점에서
소비에 미치는 영향 제한적일 것

이러한 현상을 항상소득 가설을 빌려서 설명하자면, 세금 환급액은 지속 가능한 소득 증가로 인식되지 않기 때문에 즉시 소비가 늘어나지 않고 지연되는 것이다. 아울러 환급액은 미국 가계 가처분 소득에서 차지하는 비중이 크지 않다(약 3%). 그리고 최근에 시행되고 있는 트럼프 감세 정책은 소득공제 중심으로 편성되어 있어 향후 상대적으로 한계소비성향이 낮은 중상위 소득층이 수혜를 볼 가능성이 크다. 따라서 내년 대규모 환급에도 불구하고 소비 지출액이 급격히 늘어나거나 인플레이션 상승폭이 확대되는 것은 쉽지 않다는 판단이다.

칼럼의 재해석

황흥진 연구원

중국 단체관광 비자 면제, 한국 여행 관심 급증 (CNS)

중국 단체관광 무비자 정책 시행을 앞두고 중국인 방한 수요가 본격적으로 회복 국면에 진입하고 있다. 2025년 7월 중국 노선 여객 수는 +21.6% YoY 증가하며 코로나19 이전 수준을 넘어섰고, 10월 연휴와 맞물려 단기 수요 확대가 예상된다. 단체관광 한정이라는 제약에도 불구하고, 과거 사례에서 확인되듯 관광 수요의 핵심 변수는 정치적 관계다. 최근 중국의 해외 개방 가속화와 한중 외교 우호 기류 등은 회복의 안정성을 뒷받침한다.

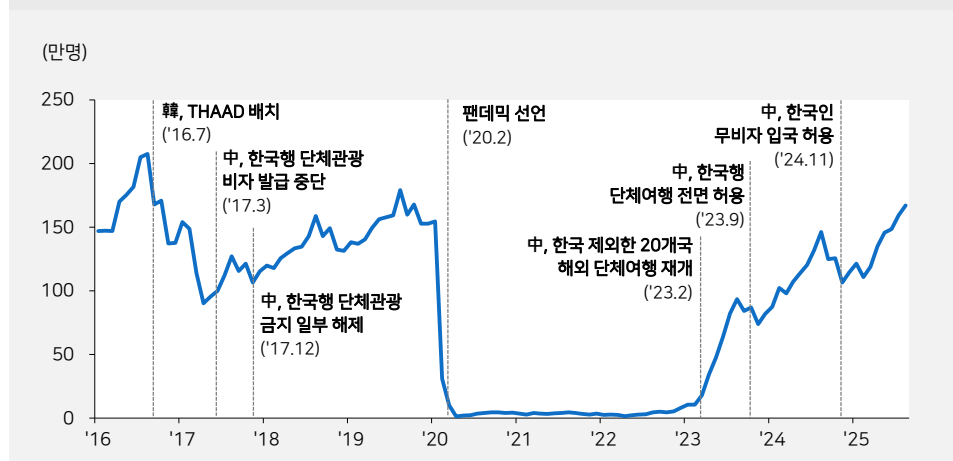
동시에 K-컬처 흥행이 항공권 예약과 관광지 방문을 견인하며 소비 모멘텀을 강화하고 있다. 세계 최대 해외여행 지출국인 중국의 단체관광 재개는 단순 방문자 확대를 넘어 관광수입 회복의 촉매가 될 전망이다. 이에 따라 K-뷰티 뿐 아니라 체험형 공간을 갖춘 백화점 업종이 외국인 매출 비중 확대와 함께 업종 리레이팅 수혜를 기대할 수 있다.

중국 단체관광 무비자 정책, 관광수입 회복의 촉매로

'25.7월 중국 노선 여객 수
+21.6% YoY 성장세 기록하며
코로나 이전 수준 회복

7월 중국 노선 여객 수는 159만 3,334명(+21.6% YoY)으로, 코로나19 직전인 2019년 7월(158만 7,655명)을 넘어섰다. 전체 국제선 여객에서 차지하는 비중도 올해 초 14.8%에서 19.9%로 상승했다. 이 배경에는 양국의 무비자 입국 조치가 있다. 중국은 작년말 한국인 무비자 입국을 허용했고, 한국도 오는 9월 29일부터 중국 단체관광객 대상 무비자 정책을 시행할 예정이다. 한국(10월 3~9일)과 중국(10월 1~7일) 연휴와도 맞물리며 여객 수는 가파른 상승세를 보일 전망이다.

그림1 중국 노선 여객 수 추이



자료: 항공정보포털시스템, 메리츠증권 리서치센터

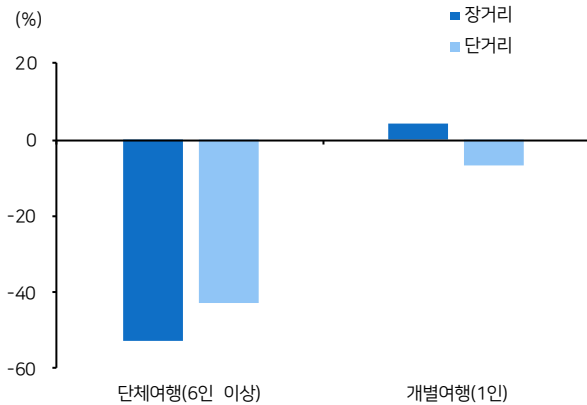
방한 수요의 핵심 변수는
정치적 관계

한편, 이번 정책이 단체관광객에 한정된다는 점에서 효과가 크지 않을 것이라는 관측도 나온다. 중국인 관광객의 여행 트렌드가 단체관광에서 개별여행으로 변화했기 때문이다<그림2>. 그러나 방한 수요를 좌우하는 핵심 변수는 결국 정치적 관계다. 중국 정부는 과거 한국의 사드 보복조치와 마찬가지로 자국의 관광객 소비를 외교적 협상 카드로 활용해왔다. 2019년 8월 대만과의 관계 악화를 이유로 대만 개인여행을 일시 중단한다고 밝혔으며 사실상 단체관광도 중단되면서 대만에 대한 정치적 압박을 강화한 바 있다. 홍콩사태 또한 홍콩 내 중국인 관광객 소비가 중국 현지 소비로 전환되는 계기가 되었다.

중국 해외 개방 가속화와 한중 외교 개선으로 관광 수요 회복 기대

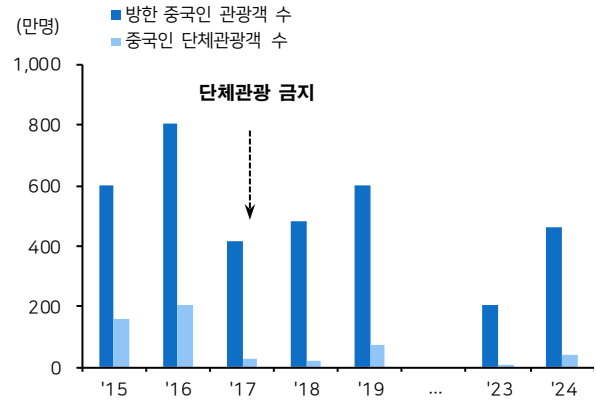
최근 중국은 157개 국가 및 지역과 비자 면제 협정을 체결하는 등 내수 진작과 외자 유치를 위해 해외 개방 속도를 높이고 있다. 동시에 한국의 대중국 외교가 본격화되면서 한중 관계는 개선 국면에 들어선 분위기다. 특히 오는 10월 경주 APEC 정상회의를 계기로 시진핑 주석의 방한 가능성이 높게 거론되면서, 외교적 우호 기류가 관광 수요의 안정적 회복으로 이어질 것으로 기대된다.

그림2 중국 골든위크 아웃바운드 예약 변화율('19 vs '24)



자료: ForwardKeys, 메리츠증권 리서치센터

그림3 방한 중국인 관광객 수 및 단체 관광객 수

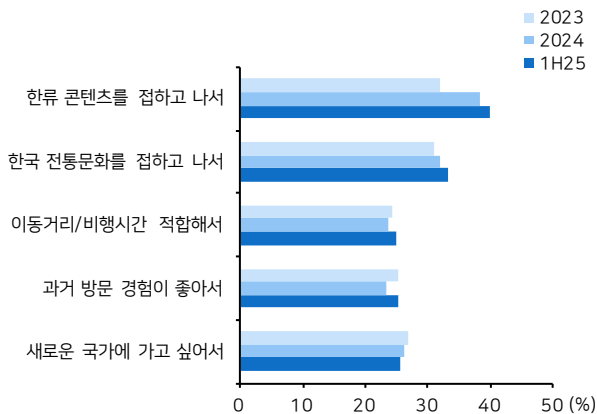


자료: 관광지식정보시스템, 법무부, 메리츠증권 리서치센터

K-컬처 흥행이 방한 수요 견인, 콘텐츠-관광 연계 효과 본격화

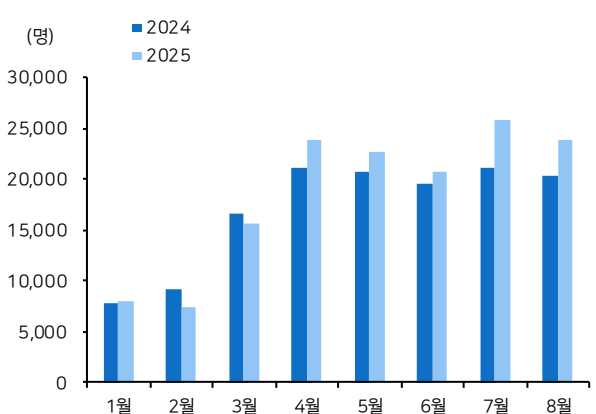
K-팝, 드라마, 영화, 애니메이션 등 K-콘텐츠의 글로벌 흥행도 중국 관광객의 한국 여행 수요를 견인할 전망이다. 한국관광공사에 따르면, 방한 외국인의 40%가 한류 콘텐츠를 접하고 한국 여행에 관심을 가지게 되었다고 응답했다<그림4>. 트립닷컴에 따르면 지난 6월 20일 개봉한 애니메이션 '케이팝 데몬 헌터스' 공개 이후 한국행 항공권 예약이 전년 대비 25% 급증했다. 아시아 지역 중심으로 성장했고, 중국·일본·베트남이 예약 증가율 상위 3개국으로 집계되었다. 영화 속 배경지가 여행 명소가 떠오르면서, 국립중앙박물관 검색량은 전년비 34%, 경복궁 예약률은 115% 증가했다. 이처럼 K-컬처는 단순한 문화 콘텐츠를 넘어 한국 문화를 체험하려는 여행객들을 견인하는 핵심 동력으로 자리잡았다.

그림4 한국 여행 관심 계기



자료: 한국관광공사, 메리츠증권 리서치센터

그림5 국립중앙박물관 외국인 방문객 수

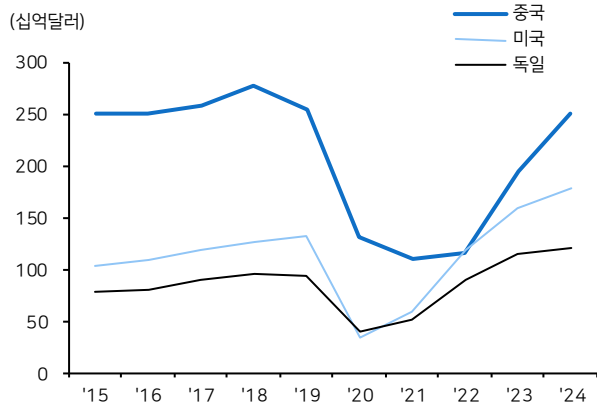


자료: 국립중앙박물관, 메리츠증권 리서치센터

세계 최대 해외여행 지출국 중국 단체관광 재개 → 관광수입 반등

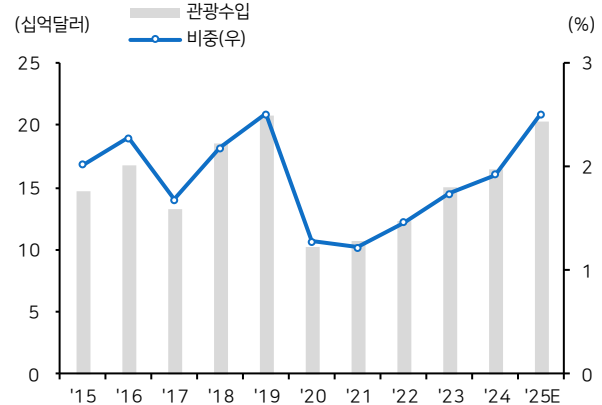
중국은 세계 최대의 해외여행 지출국으로, 한국 관광수입을 지탱하는 핵심 축이 되어왔다. 그러나 코로나 이후 단체관광 회복이 지연되면서 관광수입 반등도 제한적이었다. 하반기 무비자 입국 허용으로 중국 단체관광객이 본격화된다면, 단순한 방문자 수 확대를 넘어 관광수입 회복의 직접적인 촉매제가 될 수 있다. 현대경제연구원에 따르면 올해 외국인 관광객 수는 역대 최고치인 2,009만명, 관광 수입은 202억 5,000만달러(약 29조원)에 달해 국내 소비를 2.5%p 끌어올릴 것으로 전망한다<그림7>.

그림6 국가별 해외여행 총지출액 추이



자료: UNWTO, 메리츠증권 리서치센터

그림7 국내소비 대비 관광수입 비중

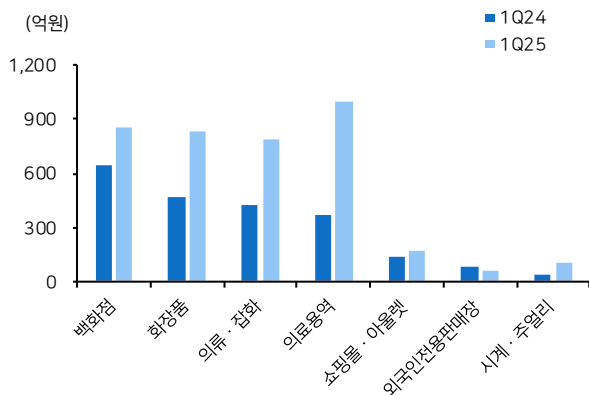


자료: 한국은행, 현대경제연구원, 메리츠증권 리서치센터

백화점 외국인 매출 확대, 업종 리레이팅 가능성 부각

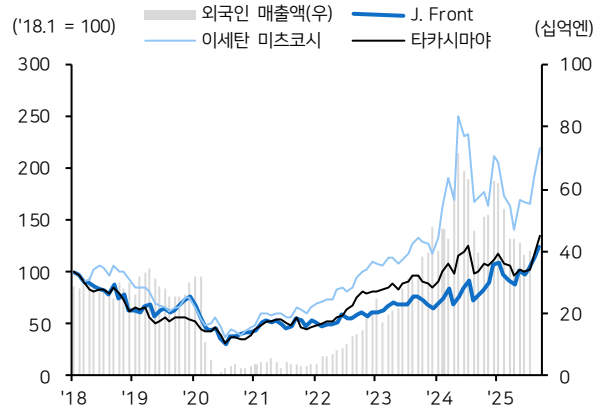
방한 외국인 증가에 따른 국내 소비 시장의 긍정적인 과급 효과가 예상된다. 특히 K-뷰티가 직접적인 수혜 업종으로 꼽히지만, 백화점 역시 수혜를 받을 전망이다. '더현대 서울'이 외국인 관광객 필수 코스로 자리 잡는 등 백화점이 K-컬처와 연계된 체험형 공간으로 부상하고 있기 때문이다. 일본의 사례도 참고할 만하다. 2024년 일본 백화점의 외국인 매출 비중이 5~7%에서 12~15%까지 확대되었고, 주가 역시 아웃퍼폼한 바 있다. 한국 백화점도 현재 5~6% 수준인 외국인 비중이 10% 이상 확대될 여지가 충분하며, 이는 업종 리레이팅으로 이어질 전망이다.

그림8 방한 중국인 텍스리펀드 업종별 증가액 순위



자료: 글로벌텍스프리, 메리츠증권 리서치센터

그림9 일본 백화점 주가 및 외국인 매출액 추이



자료: Bloomberg, 일본백화점협회, 메리츠증권 리서치센터

원문: South Korea visa waiver spurs surge in travel interest (CNS)