

Strategy Idea

미국 주식시장 단기 판단 기준



글로벌 투자전략 - 선진국

Analyst 황수욱

soowook.hwang@meritz.co.kr

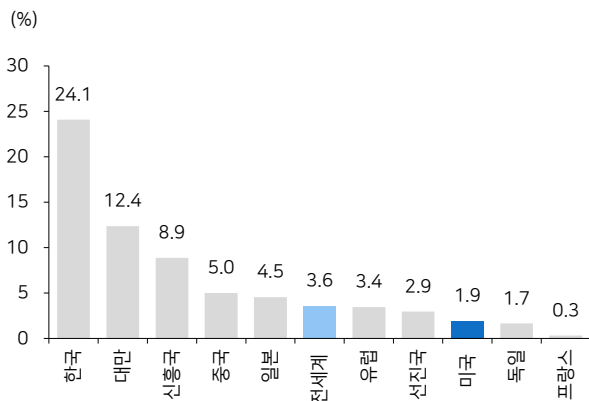
- ✓ 연초 이후 1/23까지 빅테크 부진+S&P500 동일가중지수 아웃퍼폼, 이번주부터 반대 현상
- ✓ 바뀐 추세가 유지되기 위한 키 팩터는 '마진'. 일부 기업에서 비용전가 징후 확인
- ✓ 3가지 시나리오 예상. 1) 기술기업 전반에서 비용 전가 확인. 대형 기술주 중심 랠리로 회귀, 2) 일부 대형 기술주만 차별화된 비용 전가, 반도체/소재 중심 랠리 지속, 기술주 내 차별화, 3) 전반적으로 낮은 비용 전가력과 마진 우려 확대(낮은 확률), 시장 전반 조정

연초 이후 미국의 글로벌 증시 언더퍼폼, 배경은 시총 상위주 부진

미국 증시는 S&P500이 7,000pt에 근접하고 있음에도 글로벌 주식시장을 언더퍼폼하고 있다. MSCI 지수 기준 미국은 연초대비 1.9% 상승하며 월간 수익률을 기준으로 할 때 준수하지만, 한국/대만 등 반도체 익스포저가 큰 국가를 중심으로 달러 약세 등에 힘입어 신흥국 주식이 급등한 영향이 있다. 다만 선진국 중에서도 미국이 언더퍼폼하는 부분은 이례적이고 불편하다.

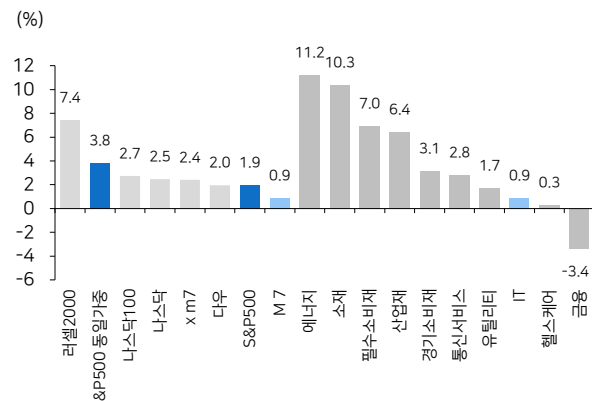
미국 시장이 나쁜 상황은 아니다. S&P500 종목 중 300개 이상이 상승 중이다. S&P500 동일가중지수는 연초대비 3.8% 상승하며 S&P500 지수 수익률의 두 배에 달한다. 배경에는 시총 상위주인 대형 기술주, 소위 Magnificent 7의 부진이 있다.

그림1 MSCI 주요국 지수 연초대비 수익률 비교(1/27 기준)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 연초대비 미국 주요 지수 수익률 비교(1/27 기준)



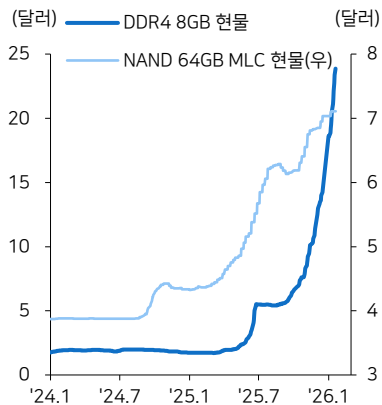
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

주도주 부진의 배경에는 비용 우려가 자리하고 있다는 생각

미국 시장이 글로벌을 언더퍼폼하기 시작한 시점은 작년 11월부터다. 11월 초 S&P500과 나스닥지수는 전고점 경신 후 모멘텀이 부진한 상태다. 시장 체력이 부족한 것은 아닌 듯하다. S&P500과 나스닥의 12개월 선행 EPS 추정치는 계속 우상향 중이다. 다만 한국과 같은 나라의 실적 전망치가 DRAM 가격이 급등한 기술 기로 리레이팅된 점을 고려하면 실적 모멘텀이 반도체 중심 국가(한국/대만) 대비에서는 부진해 보일 수는 있다.

미국 시장 주도 산업(AI)을 밸류에이션 중심으로 누르고 있는 변수는 '비용'이 아닐까 생각한다. 반도체, 구리, 전기료가 문제가 되는 상황에서 여기에 가격 수혜를 얻는 레거시 반도체, 소재 및 광산 기업들이 수혜를 보고 있지만, 다른 한편에서는 이들은 비용 우려를 유발하는 요인이 된다. 9월부터 리레이팅이 시작된 레거시 반도체 가격은 11월 이후에도 치솟았고, 비슷한 시기부터 구리 가격이 다시 뛰기 시작했다. 이 때부터 미국 시장은 기술주 중심으로 밸류에이션이 하락했다.

그림3 DRAM/NAND 가격 추이



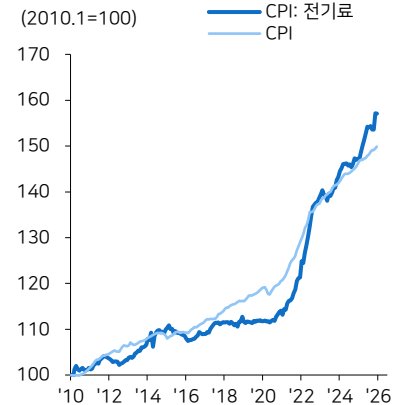
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 주요 원자재 가격 추이



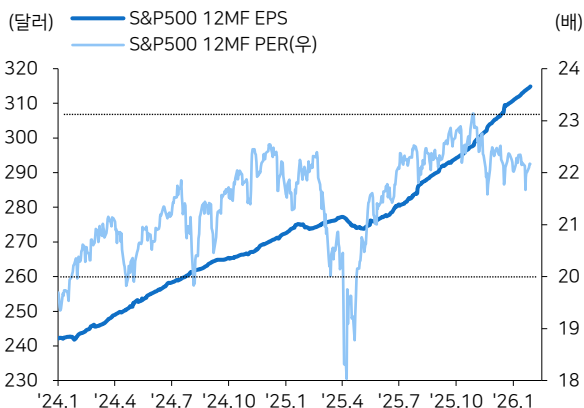
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 미국 전기료 추이



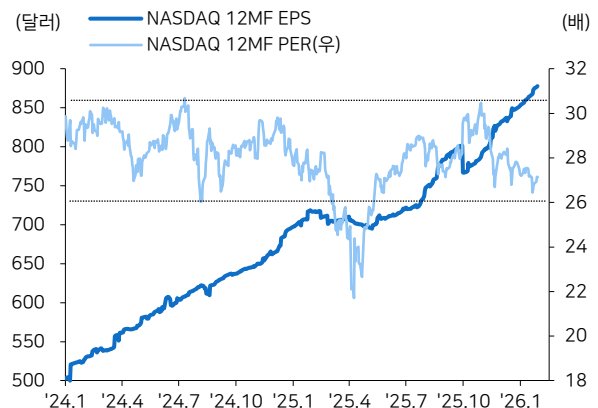
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 S&P500 12MF EPS와 PER



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 NASDAQ 12MF EPS와 PER



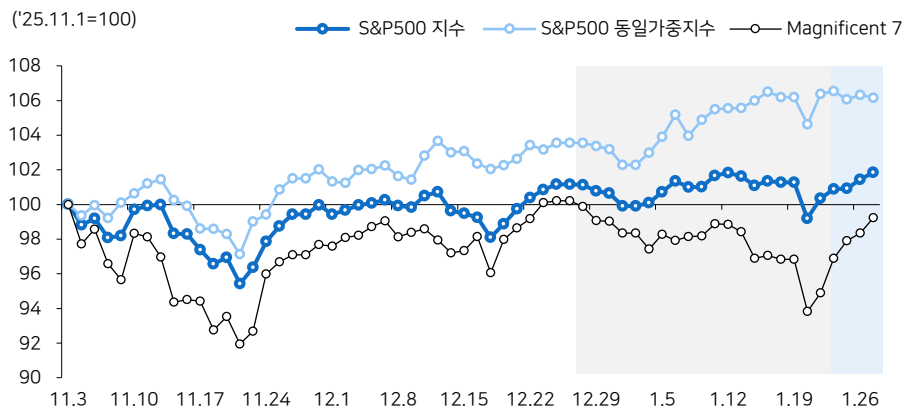
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

최근 시장 색깔 변화 징후. 유지되려면 키워드는 '마진'

이번주부터 시장 색깔이 달라지기 시작했다. 연초 이후 S&P500 지수가 1월 23일 까지 1%, 동일가중 지수는 3.7%, Magnificent 7은 -0.5% 수익률을 기록했다. 그런데 1월 23일 대비 1월 27일 종가 기준으로 S&P500이 0.9% 상승하는 동안 동일가중지수는 0.1% 상승하는 데 그쳤고, Magnificent 7은 1.4% 상승했다. 다시 대형 기술주 중심으로 반등하기 시작하며 S&P500 신고가 랠리가 나타난 것이다.

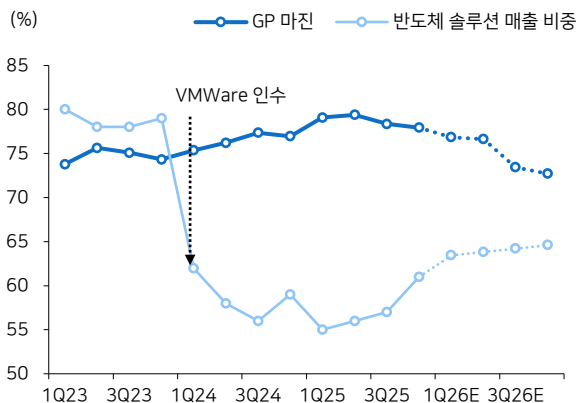
당장 1/29 새벽에 빅테크 실적 발표를 앞두고 있다. 이번주부터 나타난 대형 기술주 랠리가 이어질 수 있는 실마리, 빅테크 실적, 특히 CSP 기업들에서 확인되어야 할 핵심은 '마진'에 대한 안도일 것이다. 반도체, 소재 등 가격 상승을 비용으로 받는 기업들이 '가격 전가' 등을 통해서 비용을 감내하고 수익성을 유지할 수 있느냐가 4Q25 실적 시즌의 키 포인트라고 생각한다. 시장을 울고 웃게 했던 작년 12월 브로드컴과 이번 TSMC 실적도 모두 '마진'이 포인트였다.

그림8 연초부터 아웃퍼폼하던 S&P500 동일가중 지수의 최근 부진 vs Magnificent 7 회복



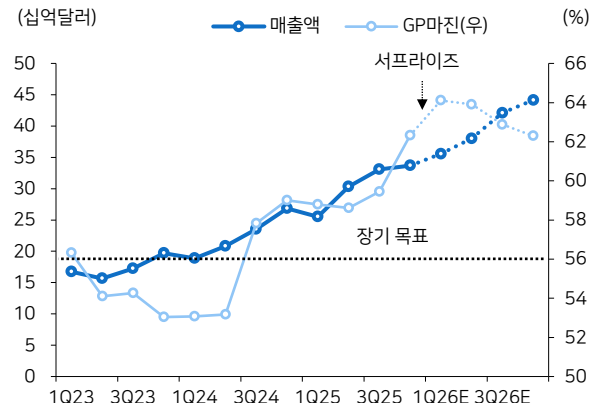
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 3Q25 브로드컴 실적 AI 비중 확대에 마진 훼손 우려



주: 점선은 컨센서스
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 4Q25 TSMC 실적 마진 서프라이즈



주: 점선은 컨센서스. 1Q26 컨센서스 숫구친 이유는 가이던스 서프 영향
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

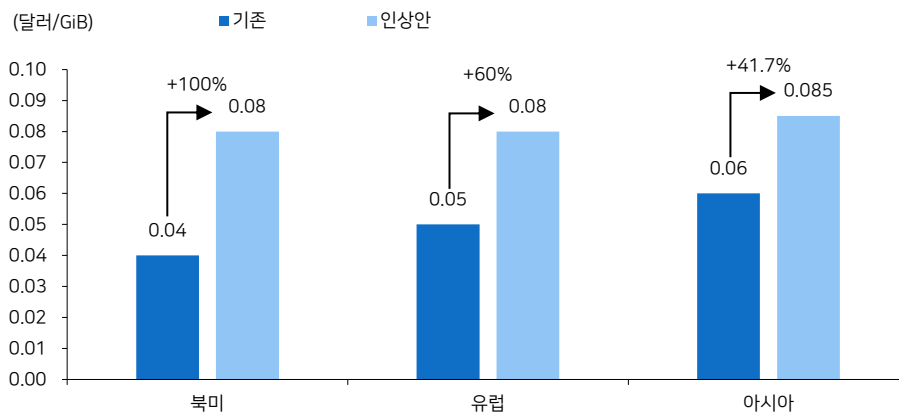
핵심은 '비용 전가력'일수도. 알파벳으로부터 보이는 비용 전가 징후

마진을 개선시키려면 1) P가 오르거나, 2) C를 낮춰야 할 것이다. 단기에 급하게 반도체, 원자재 비용이 오르는 상황에서 AI 서버 업체들이 대응할 수 있는 방법은 1)이 유력해 보인다. 2)는 빅테크를 포함한 AI를 적용할 수 있는 모든 기업에게 유효한 변수다. 다만 이번 분기에는 둘 중에 '비용 전가력'이 더 중요해 보인다.

2017년 클라우드 사이클에서 CSP들은 가격 경쟁에 기인한 시장 점유율 싸움에서 P를 올리지 못했다. 그럼에도 불구하고 주가 추이가 1년 이상 이어질 수 있었던 것은 신성장 산업에 대한 기대, 규모의 경제를 실현함에 따른 일부 C를 낮추는 효과 등이 작용했다.

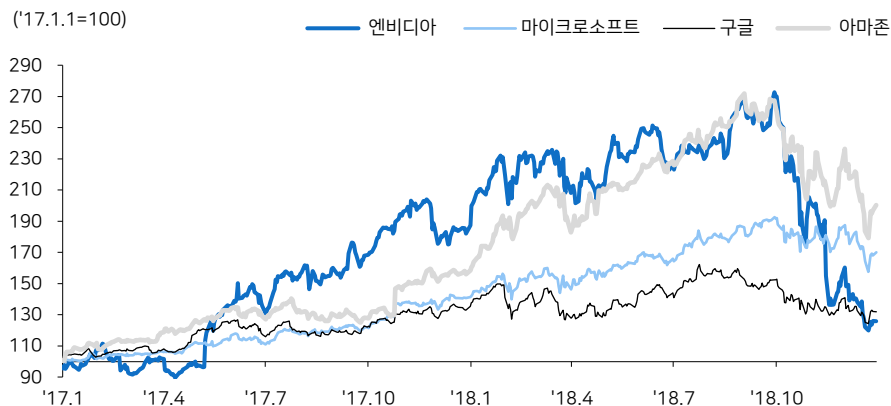
AI CapEx 사이클이 3년간 앞서 이어졌던 가운데, 신산업 성장에 대한 기대와 초기 규모의 경제 효과는 지금 국면에서는 어려워 보인다. 어제 알파벳이 클라우드 네트워크 비용을 50~100% 인상했는데, 이런 시도들이 확산되는 게 중요하지 않을까 생각된다.

그림11 알파벳 구글 클라우드 CDN Interconnect/피어링 egress 단가 인상



자료: Google Cloud, 메리츠증권 리서치센터

그림12 2017년-2018년 엔비디아, 알파벳, 아마존, 마이크로소프트 주가



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

시장 킥터는 탑라인에서 마진으로 이동. 4Q25 실적 시즌 예상 시나리오

S&P500 기업들의 연초대비 수익률 상-하위 종목들을 보면, 상위 종목은 가격 상승의 수혜를 받는 레거시 반도체/스토리지 반도체, 구리 등 원자재 가격 상승 수혜를 받는 광산 기업들이 차지하고 있다.

반면 수익률 하위 종목은 AI 인프라 비용 상승 관련 가장 후방의 밸류체인에 위치한 AI 소프트웨어 기업들이다. 세일즈포스, 서비스나우 등 기업들은 2025년에도 AI 관련 수익성 우려로 이미 주가가 부진했어서 그 추세가 이어진 것으로도 볼 수 있지만, 애플비와 같은 기업은 작년에 퍼포머스가 좋았던 기업이다. AI 소프트웨어 기업 전반에 비용 우려가 반영된 것으로 볼 수 있다.

4Q25의 핵심은 전방에서 높아진 비용을 어느 밸류체인까지 소화해줄 수 있는지 여부라고 본다. 세가지 시나리오 정도 고려해 볼 수 있겠다. 1) AI 클라우드 기업들을 포함한 대형 기술주들의 전반적인 마진 개선/유지, 2) 대형 기술주 사이 기업별 비용 전가력 차별화, 3) 전반적으로 약한 비용 전가력과 마진 훼손이다.

베이스라인은 2)다. 이 경우 기존에 시장을 이끌던 AI 비용 관련주들의 약한 추세가 유지되는 가운데 빅테크의 내 차별화, 전체 시장 탄력은 여전히 글로벌을 언더퍼폼하는 상황이다. 이 경우 레거시 반도체, 소재 섹터, 그 외 '마진'과 '비용 전가력'이라는 키워드를 기준으로 종목 선별이 시장을 이기는 방법일 수 있다.

1)의 경우는 대형주 중심으로 시장 탄력이 개선되며 미국이 다시 글로벌 증시를 아웃퍼폼 할 수 있는 시나리오로 본다. 3)의 경우는 낮은 확률을 생각하는 위스트 시나리오인데, 비용 전가가 안되면 기존 주도주들의 가격 상승도 정당화되기 어려워 시장 전반이 조정될 수 있는 경우라는 생각이다.

표1 연초 이후 S&P500 수익률 상하위 15개 종목

구분	1/1 이후 수익률 상위 종목			1/1 이후 수익률 하위 종목		
순위	종목명	섹터	수익률(%)	종목명	섹터	수익률(%)
1	샌디스크	IT	63.4	AIG	금융	-14.6
2	모더나	헬스케어	37.6	인튜이트	IT	-14.3
3	인텔	IT	32.0	버산트 미디어	통신서비스	-13.0
4	앨버말	소재	25.5	어도비	IT	-13.0
5	웨스턴 디지털	IT	24.8	고대디	IT	-12.8
6	빌더스 퍼스트소스	산업재	22.8	서비스나우	IT	-12.1
7	솔럼버거	에너지	22.4	오토데스크	IT	-11.7
8	HII	산업재	22.1	Datadog Inc	IT	-10.0
9	램리서치	IT	22.0	파라마운트	통신서비스	-9.9
10	Dow Inc	소재	20.9	워크데이	IT	-9.7
11	라이온델바젤	소재	20.1	세일즈포스	IT	-9.6
12	테라다인	IT	18.9	퍼스트 솔라	IT	-9.5
13	프리포트 맥모란	소재	18.8	UHS	헬스케어	-8.6
14	록히드 마틴	산업재	18.4	다비타	헬스케어	-8.6
15	번지 글로벌	필수소비재	18.4	애플빈	IT	-8.3

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.