

진격의 독일 전차

1. 메리츠 추천종목

2. 시장별 View Point

3. 메리츠 센스있는 배분

4. Cover Story

독일 재정개혁과 유럽의 자주국방

5. 이달의 이슈(Top-down)

- ① 중국 기술주, 과거와 달라진 체력
- ② 트럼프 트레이드에서 리스크? 미국채 금리하락

6. 이달의 이슈(Bottom-up)

- ① Xiaomi (1810 HK)
- ② 탁보그룹 (601689 CH)

7. 메리츠 유니버스

8. 이진우의 투자 에세이

거대한 체스판이 흔들리기 시작했다

9. 주식 월간 캘린더



메리츠 추천종목

탱크가 이끄는 유럽 증시의 부활! 센터는 라인메탈!

미국의 친러시아 행보와 NATO관계 악화 움직임으로 발등에 불이 떨어진 유럽의 자주국방
독일 재정개혁이 쏠아 올린 EU전반의 국방지출 확대 용인, 그리고 역대 무기시장 확대 기대
유럽 방위산업 성장의 핵심인 라인메탈 및 PLUS 글로벌방산 ETF 추천

종목명 (종목코드)	시장	이슈	시가총액 (조원)	업종	수익률 (%)	
					1M	52W
브로드컴 (AVGO US)	미국	- AI 상품화와 사용 확산은 Capex 확대를 필요로 함 - AI H/W 효율화 S/W인 VMware 사업 성장 중	1,322	IT	-12	42
클라우드플레이어 (NET US)	미국	- 미국 데이터 트래픽 관리 및 효율화 전문 기업 - AI 소프트웨어 확산 → AI 트래픽 급증 수혜 기대	60	IT	-22	24
코닝 (GLW US)	미국	- 세계적 기술력의 소재 기업. 광케이블, 유리판 사업 - AI DC 거대화, AI 트래픽 확대 하드웨어 수혜주 4Q24 AI DC향 광케이블 매출액 93% 성장	61	IT	-6	49
PLUS 글로벌방산*** (A496770)	유럽&미국	- 독일 국방비 중심 확대재정, 유럽 방산주 수혜 - 라인메탈 중심 미국 등 글로벌 방산 기업 투자 매력	0.04	산업재	30	38
알리바바 (9988 HK)	중국	- 자체 Qwen AI 모델에 의한 클라우드 매출 성장 예상 - 애플과의 AI 협력이 새로운 사업 모멘텀 부여 - 정부의 산업 규제 완화 움직임은 저평가 해소에 유리	468	경기소비재	-6	84
샤오미 (1810 HK)	중국	'25년 YU5 신모델 출시에 따른 이익률 개선 전망 - 이구환신 정부 지원책으로 휴대폰 사업 안정적 발전 - 딥시크 천재소년 영입으로 내부 AI 사업 발전 기대	263	IT	6	270
텐센트 (700 HK)	중국	- 중국판 카카오톡인 Wechat에 딥시크 모델 탑재 - 가장 많은 유저수를 보유한 플랫폼에서 AI를 통한 다양한 생태계 확장, 매출 성장 견인 전망	883	커뮤니케이션	-1	77
삼성바이오로직스 (A207940)	한국	- CDMO 시장 확대 - 생물보안법 등 미국의 중국 견제 반사수혜	44	헬스케어	-6	30
SK이노베이션 (A096770)	한국	- 올해부터 SK이노베이션 E&S 사업 실적 연간 기준 반영 - 러시아-우크라이나 종전 협상과 함께 값싼 러시아산 원유 도입 기대, 정제마진 개선 가능성	19	에너지	-7	3
삼성중공업 (A010140)	한국	- LNG 물동량 증가에 부유식 LNG생산설비(FLNG) 개선 - 경쟁사와 달리 해양 플랜트 사업 가치 후행적으로 반영	13	산업재	9	61
카페24 (A042000)	한국	- 전 세계 최초 유튜브 쇼핑 전용 스토어 개설 기능 출시 - 유튜브 쇼핑 총거래액(GMV) 성장 본격화	1.3	IT	-0.4	207

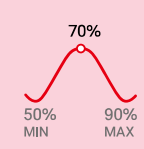
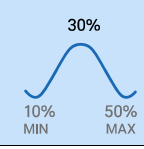
주: 2025. 3. 21 종가 기준. 미국시장 황수옥, 홍콩시장 최철화, 한국시장 이수정의 추천 종목임.
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

시장별 View Point

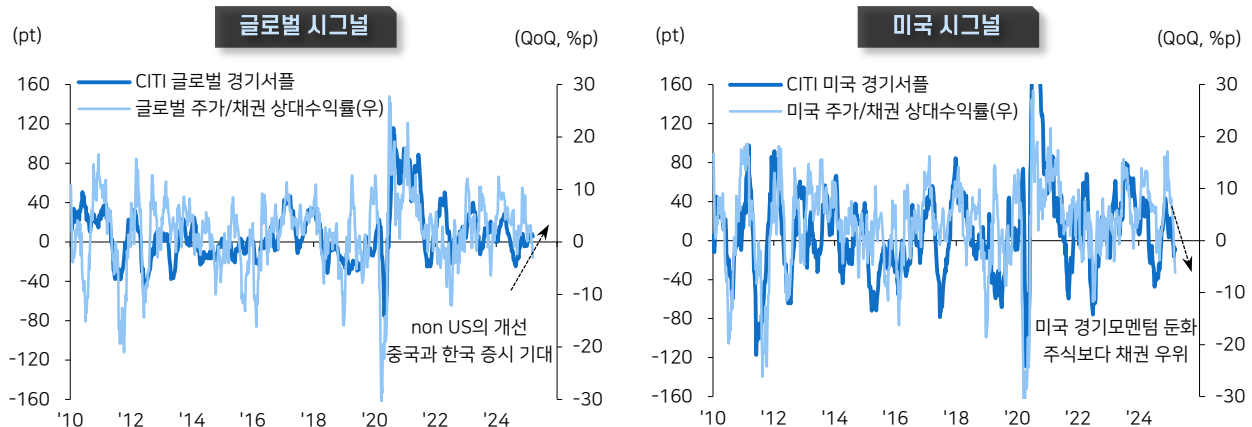
지역	이슈 및 의견	매우 좋음 ← → 매우 나쁨
미국 단기 바닥 통과 글로벌 투자전략-선진국 Analyst 황수욱	- AI 독점 → AI 확산, M7 → non-M7 큰 틀은 유지 3월 중순 이후 미국 시장 단기 저점 통과 중 : 경기 우려 가운데 3월 FOMC QT 속도조절 서프라이즈로 3월 중 지수 반등 : 3월초 발표된 미국 주요 AI 하드웨어 기업(브로드컴 등) 실적 호조 지속 4월 2일 상호 관세 부과 소화 이후 시장 회복 지속 가능성 무게 : 주요 품목 관세(반도체, 자동차) 미부과, 국가별 상호관세 부과에 그칠 시 서프라이즈 - 여전한 AI H/W 기업 저평가 속 낙폭과대 기술주 중심 회복 예상 4월 중순부터 시작될 실적 시즌 이후 저평가 업종 리레이팅 가능성	
중국 중국 기술주 재평가 시간 글로벌 투자전략-신흥국 Analyst 최철화	- 중국 기술주 중심의 투자 의견 유지, S/W > H/W - 홍콩증시 연초 저점대비 31% 상승 후 단기 조정 우려 확대 : 미국의 대중국 추가 관세 부과(=달러 강세), 내수 소비 데이터 회복 둔화 조짐 - 이번 조정은 매수 기회 : 중국 시장 내 로컬 기술기업의 점유율 상승, 실적 완만하게 개선 : BAT 등 중국 빅테크 기업들의 AI 투자 전년대비 +75% 증가 → 생태계 확장 - 해외대비 저평가 매력력이 부각되는 S/W 업종 선호하며, S/W 비중이 높은 MSCI CHINA > 항셍테크 > 과창50 순으로 추천	
국내 수급 '찬집'에서 '빈집'으로 투자전략 Analyst 이수정	- 저렴한 밸류에이션 유인 + 부양적 재정정책 및 통화정책 기대 - 상반기 호재 - 공급 감소에 따른 Legacy 메모리 반도체 가격 회복 전망 : 고부가가치 반도체인 HBM만 바라보던 상황에서 구조적 변화 - 헌법재판소 탄핵심판 판결로 인한 정치적 불확실성 해소 가능성 : 국가 위험 프리미엄이 낮아지고 정책 동력이 강해져 주식시장으로의 자금 유입 기대 3월 31일 공매도 재개 : 단기적으로 변동성 확대 가능하나, 전반적인 유동성 개선에 따른 증시 활성화 전망 - 추천: 삼성바이오로직스, SK이노베이션, 삼성중공업, 카페24	

섹터	이슈 및 의견
경제 Non-US의 반격 경제분석 Economist 이승훈	 ▪ 내수 부진 국가들의 정책기조 선화: 이제 재정을 써 보자 - 유럽: 자주국방 시급성과 공공투자 확대 필요성 → 독일 중심 재정정책의 부활 - 중국: '20년보다 큰 GDP대비 일반계정 재정적자 4%, 광의의 재정적자 8.4% 용인 - 한국: 내수부진 + 수출 모멘텀 부진(1.1~3.20: -2.6%) = 재정정책 가세 필요성 ↑ ▪ 주요 선진국 간 경제전망 격차 축소 진행 - 미국은 정책 불확실성에 따른 의사결정 지연 및 재정자극 약화가 상반기 경기에 부담 - 유럽은 재정정책 대응 구체화, 일본은 임금-내수회복의 선순환 정착 가능성 부상 ▪ 불확실성 정점은 올해 상반기로 예상 - 상호관세(4.2일)가 불확실성 정점. 하반기는 연준 인하 재개, 트럼프 감세정책의 시간
채권 증가하는 글로벌 안전 선호 국내 2분기 추경 주목 채권전략 Analyst 윤여삼	▪ 트럼프 발 경제 불확실성 우려, 재정에서 통화정책으로 선화 가능성 → 연준 올해 3차례 금리인하 단행 시 미국채10년 3.8% 타겟 - 관세 부과에 따른 정치&정책 불확실성, 물가우려보다 성장둔화 가능성 주목 - 미국 증시조정 및 크레딧 스프레드 확대에 따른 미국채 매수세 유입 - 6월까지 1차례 인하 기대로는 미국채10년 4.3% 숨 고르기, 2분기 4.0% 테스트 ▪ 국내 2분기 통화정책보다 재정정책이 부각될 가능성 - 아직 높은 환율과 수도권 부동산 가격상승 등 통화완화 걸림돌 부상 - 정치적 불확실성으로 확신이 부족하나 2분기는 통화보다 추경 같은 재정정책 중요 ▪ 추천: 미국 장기채 ETF: ZROZ-US, 미국 회사채 ETF: LQD-US
외환 악재 털기 FX/원자재 Economist 박수연	▪ 달러/원 4월 예상밴드: 1,440 ~ 1,485원 ▪ 매크로 불확실성 때문에 안전자산(≠원화)이 선호됨 ▪ 4월 전후 대내외 악재 예정 → 이후에는 불확실성 해소 [대내] 윤석열 대통령 탄핵심판 선고, [대외] 4/2(수) 미국 상호관세 발표 ▪ 월초 오버슈팅은 불가피. 그러나 불확실성 해소 후 환율 안정화 전망 - 달러, 엔, 위안보다 저평가된 원화 매수 매력 확대 예상

메리츠 센스있는 배분

구분	시장	전술(단기)	전략(장기)	투자포인트
주식 70% 	미국(선진국)	20% ↑ (이전 18%)	30%	- 미국 주식 단기간 10% 조정에 따른 침체 우려 부상 - 우리는 미국 침체 가능성 낮게 판단, 전략적 매수 구간 - 관세 부과 충격과 연준의 금리인하 모멘텀 회복까지 전술적 위험관리 필요하다는 측면에서 단기간 숨 고르기
	중국(신흥국)	27% ↑ (이전 25%)	20%	- 양회 중국 5% 성장 제시에도 구조조정 지속 - 당사 4% 중반대 성장률 전망 매크로 추세 전환 일러 - 중국 8대 혁신산업(AI 및 휴먼로이드 등) 집중 - 항셱지수 평균 밸류에이션 회복 전까지 이머징 확산 지속
	국내	23% ↑ (이전 20%)	20%	- 내수 중심 경기위축, 정치&정책 불확실성 상존 - 그럼에도 non-US 확산 국면 고려 기대 증가 2분기 이후 한국 정치적 혼란 개선 시 투자 모멘텀 기대
채권 30% 	국내	8% ↓ (이전 17%)	13%	- 위축된 경기여건 감안 통화완화 기대 빠르게 반영 - 글로벌 주요국 국채금리 중 한국 가장 낮은 편 - 금리인하보다 추경 같은 재정정책 활용 가능성 부각 - 독일과 중국 금리반등 같은 금리반등 주의 구간
	해외(미국채)	22% ↑ (이전 20%)	17%	- 트럼프 정책 불확실성, 안전자산 선호 기대 - 물가 우려에도 성장률 둔화 압력, 통화완화 기대 증대 - 미국채10년 4.3% 이상 저평가 영역 매수 구간 → 하반기 3% 후반대까지 하락 가능

경기모멘텀(서프라이즈)기준 글로벌 주가와 채권의 배분: 경기 좋을 때 주식 vs 나쁠 때 채권



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

Cover Story

경제분석
Analyst 이승훈

독일 재정개혁과 유럽의 자주국방

우리 독일이 달라졌어요!

독일은 예로부터 정부 재정을 헌법에 규율할 정도로 건전재정의 아이콘이었다. 2009년에는 통일 과정과 금융위기를 거치며 GDP의 60% 이상으로 늘어나는 나라 빛이 불편해서, 아예 연방정부의 구조적 재정적자(경기부진으로 자연스럽게 발생하는 적자 제외) 한도를 GDP의 0.35%로 묶어버렸다.

이를 부채 제동장치(debt brake)라고 한다. 그리고 독일은 코로나19가 발생하기 직전인 2019년까지 이를 잘 지키며, 성장과 재정건전성이라는 두 마리 토끼를 잡아왔다.

하지만 코로나19 이후 러-우 전쟁이 터졌고, 세계 교역이 테크, 전기차와 스마트카 중심으로 재편되었다. 그러면서 러시아 가스에 의존한 저렴한 에너지비용, 그리고 자동차/기계 강국이라는 독일 경제의 장점은 퇴색되었다. 경제가 휘청거리며 정부 부양이 필요했지만, 부채 제동장치에 발이 묶여 공공투자는 후순위였다. 엄격한 재정규율은 약이 아닌 독이 되기 시작했다.

안팎의 문제는 점점 쌓여가고 있었다. 독일 정부는 경기침체 속에서도 건전재정을 강행하다 결국 민심을 잃었다. 밖에서는 트럼프 미국 대통령이 러시아에 우호적인 발언을 쏟아 내면서 유럽의 자주국방 필요성이 더욱 절박해졌다. 독일은 달라지지 않으면 안 되었다.

마침내 3월 18일, 의회는 ① GDP의 1%를 넘는 국방지출에 대해서는 제동을 걸지 않기로 하고, ② 12년 동안 5,000억 유로(약 800조원) 규모로 운영되는 인프라 특별기금을 마련하는 개혁안을 통과시켰다. 정부 돈을 더 쓰려고 부채 제동장치를 개혁해 버린 것이다.

표1 독일 부채제동 장치 (Debt Brake) 개혁의 주요 내용

구분	내용
국방지출	- GDP의 1%에 상응하는 부분까지만 부채제동 장치를 적용 - 그 이상의 지출에 대해서는 적용을 면제
인프라 투자	- 연방, 주, 지방정부 인프라 투자를 위한 기금을 설립 5,000억 유로 규모로 12년간 운영 - 사용처: 민간방위, 교통, 의료, 교육, 녹색전환 등
주 정부	주 정부의 신규 재정적자를 GDP의 0.35%까지 허용

자료: CDU/CSU 연정기본합의서 등, 메리츠증권 리서치센터 정리

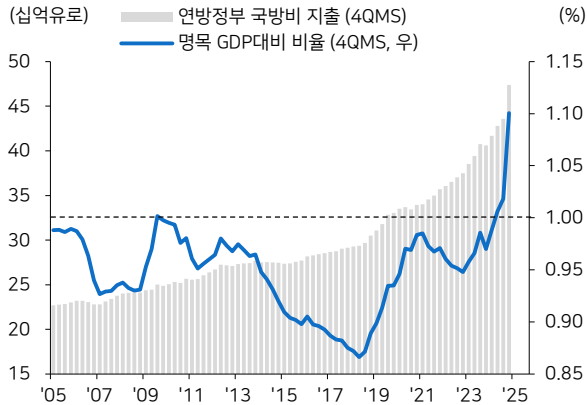
개혁의 핵심은 “대규모 국방지출 용인”

GDP의 1%에 해당하는 국방예산 지출은 제동장치와 관계없이 지난 20년간 해 왔던 수준이다. 이를 넘어서는 부분에 대한 제동을 없앤다는 것은 그 이상의 대규모 국방지출도 불사하겠다는 의미이다. 독일은 “GDP의 2%”라는 NATO 회원국 국방지출 목표를 수 년간 못 지켰던 나라이다.

작년의 경우는 예산과 연방군사기금, 타 부처 지원과 불용액까지 동원해서 908억 유로(GDP의 2.1%)를 썼지만, 군사기금은 2027년 소진되고 나머지 항목들은 지속성이 없기에 오직 예산에 의존해야 하는 바가 커질 것이다.

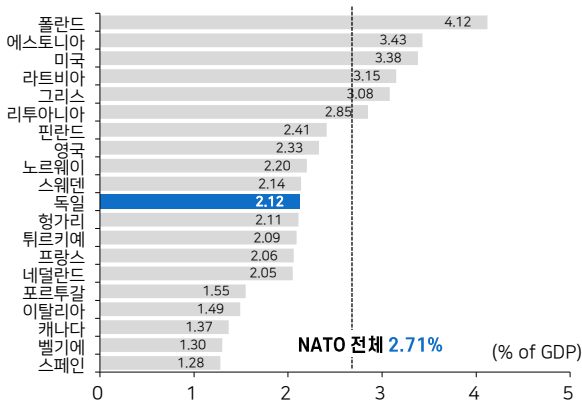
심지어 NATO 사무총장은 국방지출 목표를 GDP의 3% 이상으로 설정해야 한다고 계속 주장해 오고 있다.

그림1 독일 연방정부 국방비 지출과 GDP대비 비율



자료: 독일 연방 재무부, Eurostat, 메리츠증권 리서치센터

그림2 NATO 회원국의 GDP대비 국방비 지출 (2024E)



자료: NATO (2024년 6월), 메리츠증권 리서치센터

유럽 자주국방: 발등에 불이 떨어졌다!

국방지출 확대는 독일만의 문제가 아니다. 유럽연합 주도의 자주국방 강화와 맞닿아 있다. 이를 가장 잘 나타내는 단어는 “전략적 자율성(strategic autonomy)”이다. 전략적으로 외부 의존을 줄이고 유럽의 자체 역량을 공동으로 강화하자는 것이다. 방위정책과 산업 육성전략을 EU 정상들이 논의하며 2013년 말에 처음 등장하였다.

그 이후 지금에 이르기까지 ① EU 글로벌 전략 (2016년, 국방/평화/안보 어젠다의 제도화), ② 유럽 공동 방위기금 조성(2017년), ③ 방위정책 10년 계획 (Strategic Compass, 2022년), ④ 중장기 유럽 방위산업 전략(2024년) 등을 거치며 진화했다.

최근 들어서는 더욱 속도를 내고 있다. 작년 한해 러시아가 국방에 투입한 돈이 3,880억 달러로 NATO 내 유럽 회원국 전체 국방지출(4,280억 달러)과 맞먹고, 러시아-이란-북한 연대와 중국의 부상, 미국의 친러시아 행보가 복합적으로 맞물리며 유럽의 위기 의식이 고조되었기 때문이다.

독일의 부채 제동장치 개혁을 계기로 EU 전반의 국방지출 증액 가능성이 커졌다. 여기에 그치지 않고, 유럽 역내 방위수요 확대에 대한 기대감도 커지고 있다. 작년 유럽 방위산업 전략에서 출발한 유럽산 무기구매 의지가 올해 3월 ReArm Europe(유럽 재무장 계획) 2030 발표로 더욱 구체화되었기 때문이다.

유럽은 2030년까지 EU회원국 무기의 50%를 유럽 내에서 조달한다는 계획을 세웠고, 이를 위해 범 EU 무기시장을 구축할 의지를 드러냈다. 2020년 이후 독일, 이탈리아, 영국 무기수입에서 미국산 비중이 70%를 넘는다는 점을 고려한다면 야심찬 계획이다. 일단 자금이 뒷받침되어야 할 것이다.

유럽 재무장 계획 2030에서는 향후 4년 동안 ① 1,500억 유로를 자본시장에서 공동 차입하여 유럽산 무기구매에 사용하고, ② 6,500억 유로는 EU회원국의 국채발행으로 조달하되 GDP의 1.5%까지는 유럽 공동의 재정준칙 계산에서 제외해 주기로 했다. ③ 유럽투자은행과 민자까지 적극 활용한다.

기존의 방위기금 규모가 작고, 제 역할을 못하고 있다는 비판이 있어 왔는데, 이를 넘어서는 과감한 대응을 하기로 결정한 것이다.

특히, 프랑스와 이탈리아처럼 과잉부채를 조정해 가는 국가들도 국방지출만큼은 늘릴 수 있도록 제도적 장치를 마련해 주었다는 점에 의의가 있다.

심지어 유럽은 여기에 더한 추가 재원 마련까지도 생각하고 있다. FT(3월 21일)에 따르면, 독일, 프랑스, 영국 및 북유럽 일부 국가는 5~10년 내에 NATO에서 이들이 미국의 책임을 떠안을 생각을 하고 있다. 3월 6일 EU정상회담에서는 유로본드를 비롯한 추가 재원조달 가능성까지 거론되었다.

당초 기대했던 것에 비해서도 유럽의 방위시장이 더욱 커질 수 있는 포석이 마련될 가능성이 있음을 시사하는 대목이다.

표2 유럽 재무장 2030 계획의 주요 내용	
구분	내용
7개 중점 분야	①방공망, ②포병 시스템, ③탄약/미사일, ④드론전, ⑤군사 기동성, ⑥AI/퀀텀/사이버 공격 ⑦핵심 전략자산: 항공공급, 해상전 경보, 우주자산 등
최악의 경우 대비	군사적 기동성, 무기 확보와 준비태세 강화
자금조달 계획	- 자본시장에서 1,500억 유로 차입: 유럽산 무기 구매 - 재정규율 면제 등으로 각국 6,500억 유로 국채 발행 - 유럽투자은행(EIB)과 민간자본 활용

자료: European Commission, "ReArm Europe 2030 FactSheet"

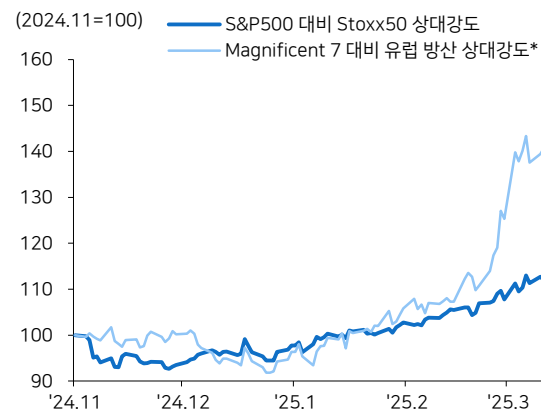
독일 증시의 아웃퍼폼과 유럽 방산주의 부활

이러한 흐름을 생각해 본다면, 올 들어 불확실성과 경기 우려로 불안한 미국 증시를 유럽이 아웃퍼폼하고, 독일이 이를 주도하고 있다는 사실이 전혀 이상하지 않아 보인다.

4년간 6,500억 유로의 국채를 발행한다면 EU 경제의 24%를 차지하는 독일의 역할이 중요해질 수 밖에 없다. 유럽 재무장 계획에 동참하는 것 만으로도 독일의 순수한 국방예산 지출은 GDP의 2%를 넘기게 될 것이니 말이다.

또한 이 과정에서 부상하게 될 유럽 방위산업 시장은 유럽 방산주의 부활로 연결되고 있다. Stoxx 항공/우주/국방(Aerospace & Defense) 지수는 연초 이후 무려 34%(~3월 20일)나 오르며 미국의 Magnificent 7 수익률(-4%)을 크게 넘고 있다.

그림3 유럽 증시와 방산주의 미국 대비 상대강도 (1)



주: * 유럽 방산 = Stoxx Aerospace and Defense 지수
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

부활은 이제 시작일 지도 모른다. 2019년 이후로 보면, Magnificent 7에 비해 유럽 방산주의 소외 정도가 줄었을 뿐이기 때문이다.

그림4 유럽 증시와 방산주의 미국 대비 상대강도 (2)



주: * 유럽 방산 = Stoxx Aerospace and Defense 지수
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

이달의 이슈 ①

글로벌 투자전략 - 신흥국
Analyst 최철화

중국 기술주, 과거와 달라진 체력

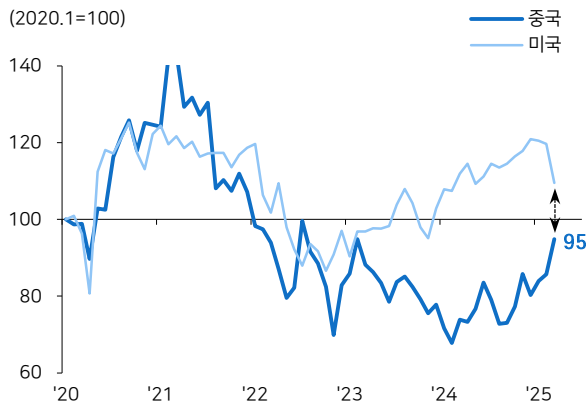
중국증시, 저평가 어디까지 해소됐나?

올해 덩시크발 중국 기술주에 대한 재평가가 진행되며 '23년부터 디커플링이 심화됐던 미국과 중국 증시의 밸류에이션 갭 축소가 진행 중이다.

18일 기준 MSCI China 지수는 연초대비 23% 상승했으며, 12개월 예상 PER 역시 11.5배까지 회복했다. 이는 상하이 락다운 직전인 '22년 초나, 코로나19 발발 직전인 '20년 초 밸류에이션의 95% 수준이다. 그동안 과도하게 저평가 되었던 국면이 상당 부분 정상화 되었다고 볼 수 있다.

이에 반해 미국의 예외주의 약화로 미국 증시의 밸류에이션은 20.5배까지 하락하며 미중 간 밸류에이션 격차도 크게 줄었다.

그림1 중국증시, 최근 강세에 저평가 국면이 95% 정상화



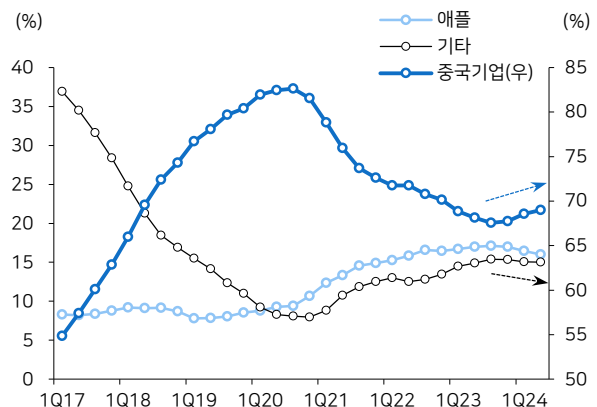
주: 3월 18일 MSCI 국가 지수 기준
자료: IBES, 메리츠증권 리서치센터

중국 기술주, 과거와 달라진 기초체력

2개월 남짓한 시간에 주가가 급등하다보니 과열에 대한 우려가 짙어지고 있다. 중국 내수 경기 또한 뚜렷한 회복세가 관측되지 않아 작년 9월 말처럼 단기 급등은 아닐까 하는 걱정도 당연해 보인다.

다만 이번 중국 기술주의 상승은 지난 3년과 달리 회복 실체가 있다는 점이 특징이다. 중국 테크 기업들은 그동안 가격 경쟁력과 높은 성능을 앞세워 중국 내수 시장에서 점유율을 높여가고 있었다. 예를 들어 중국 휴대폰 시장에서 애플 점유율이 고점에서 하락하는 반면 화웨이, 샤오미 등 로컬 브랜드의 점유율이 상승하고 있다(그림 2). 중국 내 전기차시장에서도 테슬라 점유율이 하락하는 자리를 샤오미와 화웨이카가 대체하고 있다.

그림2 중국 휴대폰 시장에서 로컬기업 점유율 상승

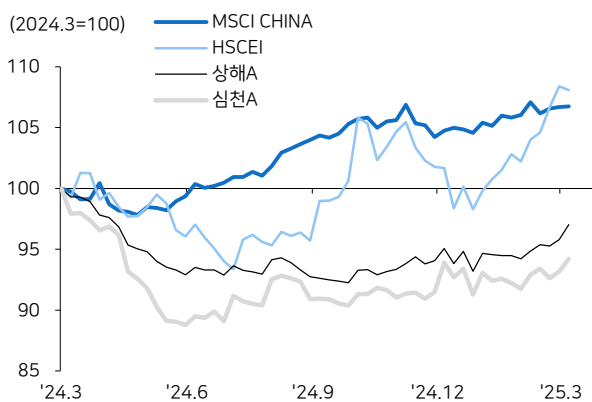


주: 판매대수 기준, 중국기업 = 화웨이+샤오미+오포+비보+아너
자료: IDC, 메리츠증권 리서치센터

이런 시장 구조의 변화는 같은 매크로 환경에서도 로컬기업 실적 개선으로 연결될 수 있다. 실제로 최근 기술기업 비중이 높은 MSCI China와 홍콩H 지수의 12개월 예상 주당순이익(EPS)이 상향 조정되고 있으며, 연초대비 개선폭도 3.2%로 미국증시의 이익 개선폭(1.8%)보다 빠르다.

게다가 중국 정부가 올해 “전방위 내수 부양”이라는 정책 목표를 제시했고, 30여가지 촉진 방안을 발표했다. 앞으로 정책 효과가 가시화된다면 상장사의 추가 실적 개선을 기대할 수 있다.

그림3 중국 주요 지수의 12개월 예상 주당순이익 전망치 상승



자료: IBES, 메리츠증권 리서치센터

중국 AI 생태계 성장 가속화=주가 촉매제

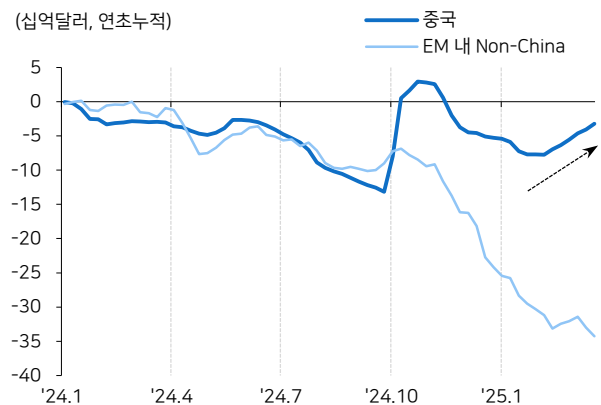
작년 미국증시에서 빅테크들의 AI 투자가 늘어나면서 시장 선점 및 후발주자와의 격차 확대라는 기대로 해당 기업들의 주가가 상승했다. 우리는 올해 그 데자뷰가 중국에서 나타날 것으로 보고 있다.

중국의 빅테크로 불리는 바이트댄스, 알리바바, 텐센트, 바이두는 올해 AI 인프라와 응용 분야에 4,200억 위안(84조원) 투자 계획을 밝혔다. 작년 대비 75% 늘어난 규모이다. 이런 투자는 중국 내 휴머노이드 로봇, 자율주행 등 AI 생태계의 발전을 가속화 할 뿐만 아니라 새로운 소비 수요 증가 및 기업이익 증가로 연결될 전망이다.

한편 중국을 둘러싼 글로벌 펀드도 다시 유입으로 전환 중이고, 중국인들의 홍콩주식 순매입액도 벌써 72조원으로 작년 순매수액의 절반을 기록했다.

따라서 지난 1~2월처럼 기술주가 가파르게 오르기 어렵겠지만, 중국 AI 산업 성장에 의한 선두기업의 추가 상승 여력은 충분해 보인다. 특히 휴머노이드 로봇, 자율주행 등 AI 응용 분야는 중국이 다른 나라보다 물리적 데이터 축적 등 분야에서 유리한 환경에 있다. 시장 우려대로 기술주 조정이 나온다면 이는 사야 하는 조정이 될 것이다.

그림4 글로벌 펀드의 중국투자, 매수 방향으로 전환



주: 3/19일 기준. 자료: Lipper, 메리츠증권 리서치센터

이달의 이슈 ②

채권 투자전략
Analyst 윤여삼

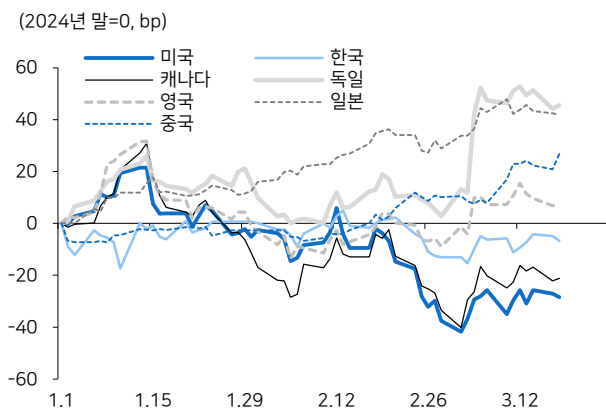
트럼프 트레이드에서 리스크? 미국채 금리하락

5%를 간다던 미국금리가 하락한다

올해 1월 트럼프 대통령 취임 직전 미국채10년 금리는 고점을 4.8%까지 기록, 5%를 넘을 것이라는 우려의 목소리가 쏟아졌다.

2024년 이자를 다 날리고 겨우 마이너스를 모면한 미국채 투자는 올해에도 쉽지 않을 것이란 것 이야기가 많았다. 실제 작년 9월 연준의 빅컷 당시 미국채 강세를 기대하고 투자한 투자자들은 현재까지 큰 폭의 마이너스 수익을 기록 중이다.

그림1 주요국 10년금리: 각자도생 중 미국금리는 큰 폭 하락



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그러나 트럼프 취임 이후 일각의 우려와 달리 미국채10년 금리는 4.2%대로 고점에서 0.5%p 이상 하락, 미국채 평균 자본차익만 4%를 넘게 기록하고 있다. 최근 몇 년과는 반대로 독일과 일본, 중국은 금리가 오른 반면, 미국이 하락했다는 점은 채권시장에 큰 흐름이 바뀌고 있다는 근거이다.

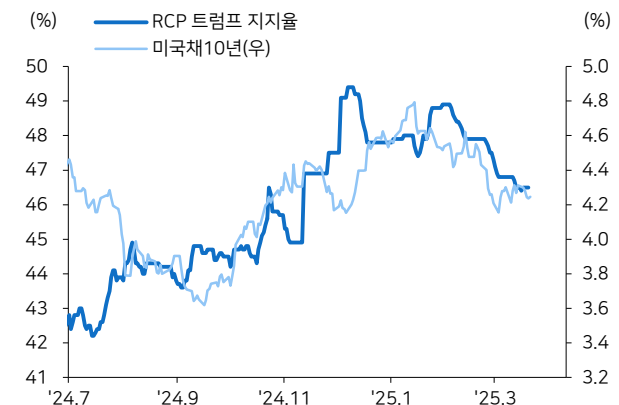
10년 기준 절대금리만 해도 미국채10년 4.2%대로 영국 4.7% 정도를 제외하고는 미국채 금리가 선진국 중 가장 높다. 한국채10년 2.8%보다 말이다.

트럼프 당선에 기대가 리스크로 전환

미대선 결과 트럼프 대통령 승리 이후 금융시장은 ‘주가, 가상자산, 금리, 달러’ 등 미국을 대표하는 가격변수들이 모두 상승할 것이라는 ‘트럼프 트레이드’를 강화해왔다. 실제 위험 선호도는 강화되었고, 달러도 올랐다. 그렇게 금리도 하락보다 상승할 것이라는 우려가 늘었다.

그렇지만 트럼프 취임 이후 불과 2개월도 채 되지 않아 ‘트럼프 트레이드 → 리스크’로 전환되었다. 관세부과와 관련해서 미국경제와 글로벌 위험 선호도에 부담을 주기 시작한 것이다. 트럼프 대통령의 지지율이 하락하기 시작한 시점부터 미국 증시의 조정 강도가 심해지면서 고점대비 10%가 넘게 하락을 기록했다.

그림2 트럼프 트레이드, 지지율 둔화와 함께 약화



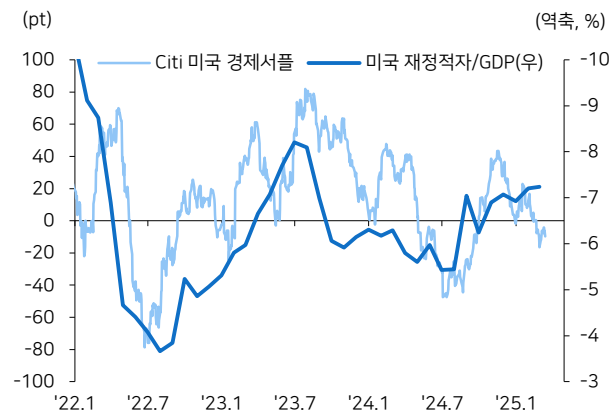
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

관세부과로 물가가 오르게 되면 채권시장에도 악재가 될 수 있으나 안전자산 선호 강화가 더 우세한 결과다. 당장 3월 FOMC에서만 해도 연준이 금리를 동결하면서 통화정책 신중성이 높아졌지만, 이제 다시 미국금리가 큰 폭으로 오를 것이라는 기대는 점차 낮아지고 있다.

미국채, 관세보다 중요한 것은 균형재정

현재 미국에 투자하는 이들이 가장 주목하는 것은 관세 이슈였으나 채권 투자자는 그보다도 지난 2년간 무리했던 재정지출이 균형을 찾는 것에 초점을 맞춰야 한다.

그림3 미국 정부의 지갑(재정적자)이 줄면, 경기도 둔화



자료: Bloomberg, UST, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

2022년 하반기 이후 미국은 고물가 부담으로 자칫 경착륙에 빠질 수 있다는 위험을 재정지출 확대로 극복해 왔다(그림 3). 덕분에 미국 주식 투자자들은 2년간 20%가 넘는 수익률을 기록한 반면, 확대재정의 수단으로 활용된 채권시장은 ‘양호한 경제, 끈적거리는 물가, 재정적자 증대에 따른 정부 부채 확대’ 등의 악재에 시달렸다.

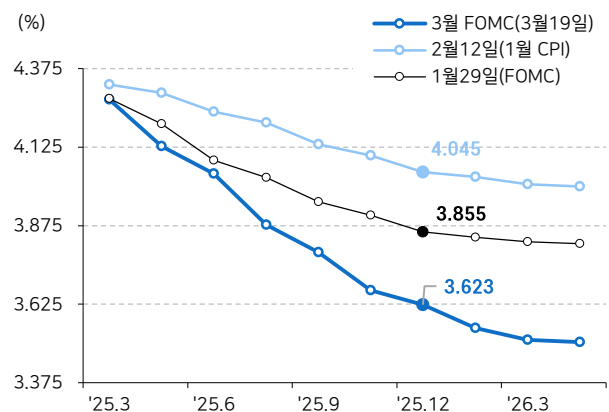
그런데 트럼프 행정부는 바이든이 2년간 무리해 온 재정정책을 이제 균형으로 맞추겠다고 밝혔다. 베센트 재무장관은 우선 ‘재정적자를 GDP의 3%’까지 낮추는 것을 목표로 제시했다.

현재 적자의 절반 수준으로 낮추는 것이다. 이를 위해 일론 머스크를 수장으로 하는 DOGE(정부효율부)를 앞세워서 연간 1조달러가 넘는 정부지출을 줄이겠다고 선언했다. 현재 6.7조달러 규모의 재정지출의 15% 정도를 어떻게 줄일 거냐는 질문에 첫번째 타겟으로 바이든 행정부 당시 급증한 공무원을 해고하겠다고 밝혔다.

240만명인 연방공무원이 지난 2년간 30만명이 넘게 증가해 불필요한 지출을 늘렸다는 것이다. 트럼프 대통령의 행정명령으로 미국의 공무원이 줄면, 실업률도 오를 수 있다는 점에서 경기탄력 둔화가 불가피하다는 인식이 늘고 있다.

이를 반영하듯 3월 FOMC 수정경제전망은 트럼프 정책의 불확실성을 고려하여 올해 성장률을 2.1% → 1.7%로 낮추고, 실업률은 4.3% → 4.4%로 높였다. PCE 물가도 2.5% → 2.7%로 높였음에도 통화완화 기대는 점도표 2차레보다 높은 3차레 3.75%까지 낮출 수 있다는 기대가 늘었다.

그림4 3월 FOMC 결과 확인 후 올해 3차레 인하 기대



자료: 메리츠증권 리서치센터

재정적자가 줄면 미국채 발행 부담도 줄어든다. 베센트 재무장관 말대로 미국채금리가 안정되어야 이자비용이 감소하여 더 균형재정에 가까워질 수 있어 정책신뢰성을 높일 수 있다.

미국채10년 3.8% 타겟, 하반기까지 투자

채권투자는 주식보다 경기여건 및 통화정책에 순수한 편이다. 지난 2년간 미국 성장률을 과열로 이끌었던 재정정책이 쉬고, 관세부과에 따른 위험회피가 강화되면 안전자산으로 채권의 역할을 부각될 수 밖에 없다.

물가 우려가 남아있음에도 시장이 기대하는 올해 금리인하가 3.75%까지 단행되면, 우리는 미국채10년 금리가 하반기 3.8%까지 하락할 여지가 남았다는 판단이다. 작년 9월 빅컷 당시 기록했던 3.6% 정도를 하단으로 보고 있다.

우리는 1분기 이후인 6월이나 금리인하가 가능할 것으로 보고 있다. 1분기 가까운 휴지기 동안 1차례 인하 기대를 반영, 연방금리 4.25% 상단으로 낮춰지는 정도를 감안 현재 1Q25에는 미국채10년 금리가 4.3% 내외에서 등락을 이어가는 것이다.

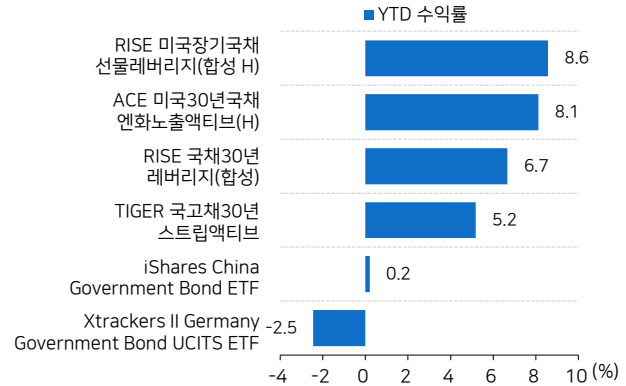
그림5 미국채 10년 1분기 4.3%, 2분기 4.0%, 하반기 3.8%



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

적어도 6월 금리인하가 단행되면서 3분기에도 연방금리가 4.00%까지 낮아질 수 있다는 자신이 있어야 미국채10년 금리는 4%대를 하회할 수 있을 것으로 본다. 이후 연내 3.75%까지 인하 기대로 우리 타겟인 3.8%까지 하락이 가능하겠다.

그림6 주요국 투자자 관심 높은 ETF, 미국 올해 양호해



주: 2025. 3. 20일 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

이후 2026년까지 미국 터미널레이트, 즉 이번 인하시클의 끝이 얼마가 될지 추정되어야 미국채 10년 금리는 하단을 확인할 수 있을 것이다. 현재 연준의 점도표 상으로도 3% 초반 정도까지 연방금리를 낮추는 것을 제시하고 있다면, 4.3% 내외인 미국채10년 금리는 여전히 싸게 살 수 있는 구간으로 판단한다.

올해 미국채 관련 국내 상장된 ETF 중 장기채 중심으로 수익률이 5% 이상 기록 중이다. 레버리지 같은 위험성 높은 상품이라고 해도 8%대 수익률을 기록중인 상품도 다수가 나오고 있다. 올해 미국채10년 시작이 4.6% 부근이었다는 점에서 실제 금리하락폭은 0.3%p 정도이다. 게다가 시간가치인 이자수익은 1/4 정도가 반영된 수익률이다.

우리는 올해는 안 좋은 경기여건을 선반영하여 강세를 유지한 국내 채권투자보다 연준의 통화완화 여유를 감안하여 미국채 투자를 권고 중이다. 최근 강세에도 아직 먹을 것이 많다.

Xiaomi (1810 HK)

자동차/모빌리티
Analyst 김준성

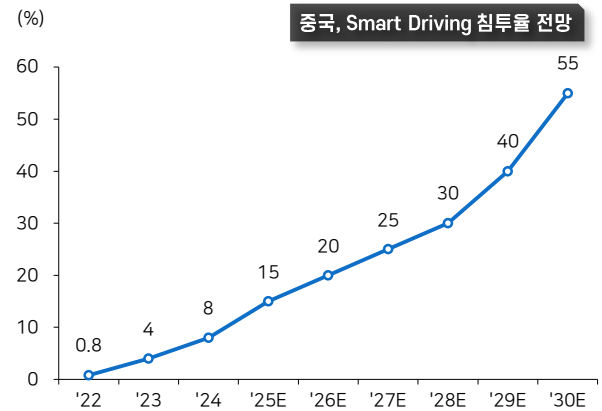
Scary Smart China : Xiaomi vs. BYD

2025년 스마트카 대중화 시작

현재 중국 자동차 시장은 20만위안 이상 자율이동 스마트카 (자동차) 시장과 20만위안 이하 기존 자동차 시장 (수동차)으로 구분 가능하다. 스마트카는 자율 이동 역량을 구현하기 위한 소프트웨어 및 하드웨어 비용을 반영하기 때문에 더 비싼 것이 당연하다. 만약 스마트카가 기존 자동차와 가격이라면 소비자의 선택은 분명하다. 자율이동 소프트웨어를 탑재한 스마트카를 선택할 것이다.

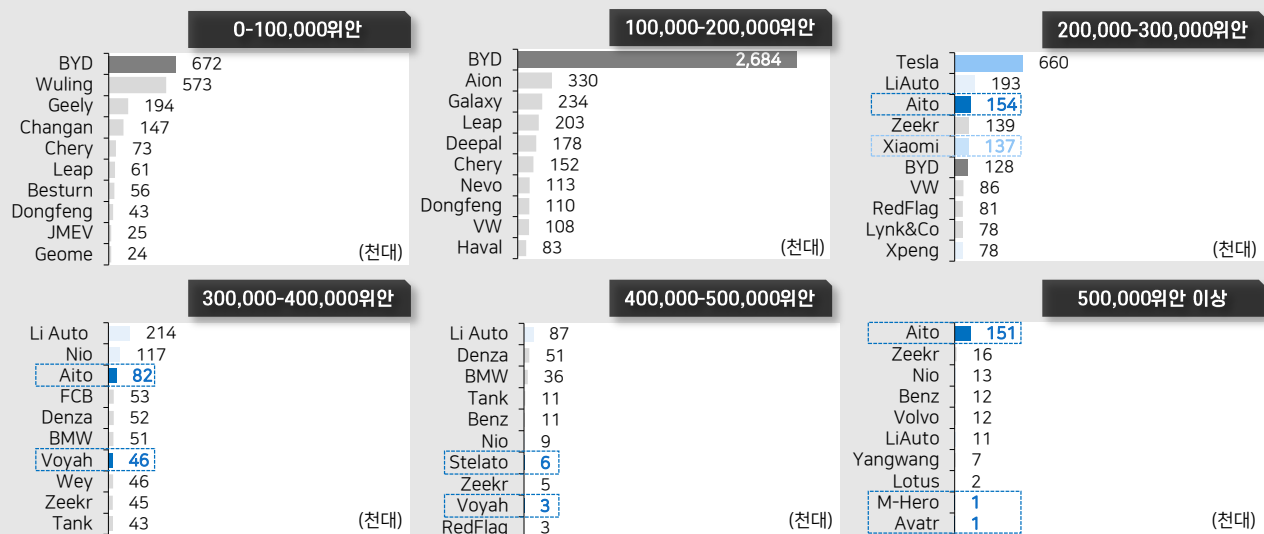
그림 2에서 확인 가능하다. 전세계 자동차 시장의 수요 변화를 선도하는 중국에서 절대적으로 많은 판매 볼륨이 기록되고 있는 자동차는 10-20만 위안 가격대이다. 즉, 스마트카 대중화의 조건은 20만위안 이하 가격대의 모델 출시이다.

그림1 고성능 추론칩 장착 스마트카 침투율 15% 상회 전망



자료: EO Intelligence, 메리츠증권 리서치센터

그림2 중국 친환경차 브랜드, 가격대별 2024 판매량 순위

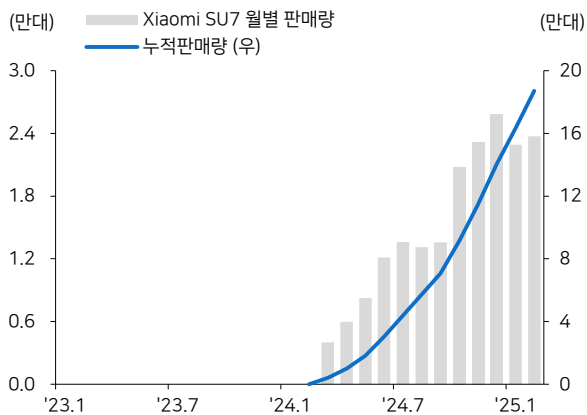


주: Li Auto, Nio, Xiaomi, Aito 등 푸른 가로 막대 서식은 중국 대표 스마트카 브랜드
자료: Thinker Car data, NEV=BEV+PHEV/EREV, 메리츠증권 리서치센터

Xiaomi, 물리 인공지능 로봇 시장 진입

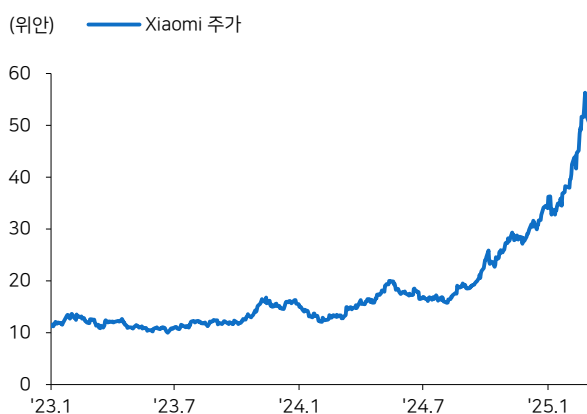
2025년, Xiaomi의 폭발적인 판매 성장을 예상한다. 2024년 Xiaomi는 첫 자동차 모델 SU7은 245,900위안의 가격으로 508TOPS의 연산능력을 갖춘 스마트카를 선보였다. 출시 6개월만에 대규모 수요 확보뿐만 아니라 유기적 생산 대응 역량까지 입증했다. 곧바로 증설에 돌입, 북경 2공장은 오는 6월 완공된다. 주가 또한 컨센서스를 지속 상회하는 SU7 판매량 전개와 동행해 우상향한다.

그림3 Xiaomi SU7 판매, 컨센서스 지속 상회



자료: Marklines, 메리츠증권 리서치센터

그림4 Xiaomi 주가, 첫 스마트카 SU7 출시 후 지속 우상향



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

이제 첫 걸음마를 뗐다. ‘스마트카 판매 확대를 통한 이동 데이터 확보 → 이동 역량 갖춘 운전 로봇 시장 진출 → 이동 역량 + 다종 행위 제어 역량이 융합된 범용 노동 제거 로봇 시장 진출’의 스마트카 발전이 본격적으로 시작했다. 이는 아직 까지도 스마트카 설계 정립조차 이루지 못한 대부분의 Legacy OEM들과 대조적인 모습이다.

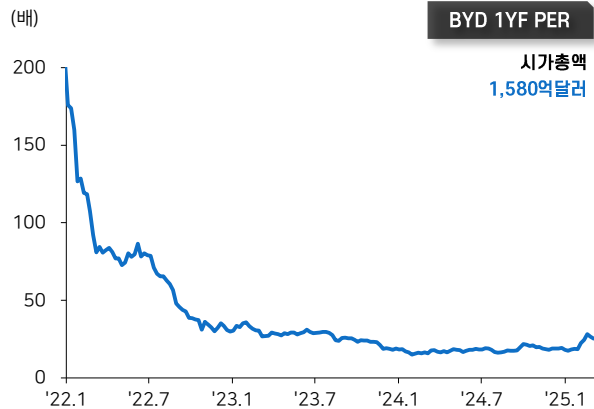
가장 먼저 보여질 변화, 위기의 BYD

BYD는 MIC 2025의 주인공이었다. 그러나 MIC 2049에서도 주인공의 지위를 이어갈지는 미지수다. BYD의 고성장 비결은 싸고 좋은 자동차를 제공하는 것이었지만, 이제 수요는 싸고 좋으며 편리한 스마트카로 이전했다. BYD가 준비했던 고가 브랜드 Denza, FCB, Yangwang은 스마트카 경쟁이 치열하게 진행됐던 고가 영역에서 그룹 내 판매 비중 5% 미만으로 모두 실패했다. BYD의 저가 영역 대응 역량 확보는 여전히 물음표다.

Xiaomi와 BYD의 시가총액은 각각 1,580억 달러, 1,740억 달러이다. 그러나 추세적인 밸류에이션의 향방은 전혀 다른 모습이다.

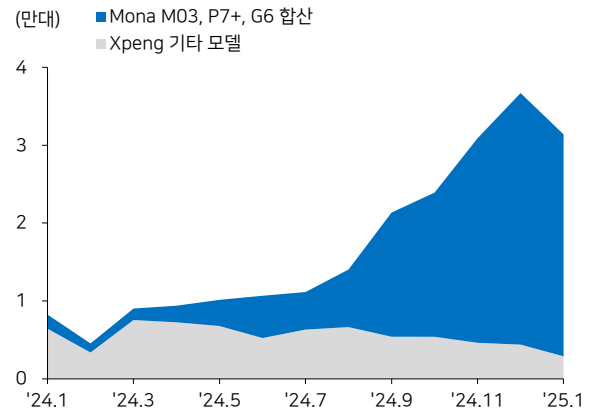
지난 2월, 향후 출시 전 모델에 자율주행 플랫폼 ‘신의 눈’ 탑재를 발표했지만, 판매의 90% 이상을 구성하는 BYD 일반 모델들에는 ADAS 연산력 (80-100TOPS)에 불과한 신의 눈 C를 탑재한다. 이 역량으로는 20만위안 이하로 출시될 Tesla · Huawei · Xiaomi 스마트카 신 모델로의 수요 이전을 막기 어렵다고 판단된다.

그림5 BYD, 저가 모델의 스마트카 대응 역량 확보 물음표



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 Xpeng, 20만원안 신차 출시 후 판매량 급성장



자료: Marklines, 메리츠증권 리서치센터

그림6 Xiaomi, 올해 20만원안 이하 스마트카 출시 예정



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Xpeng, 20만 위안 이하 신차 범람 시작

Xpeng에 대한 관심도 필요하다. 2024년 8월, XPENG은 20만원안 이하 스마트카 Mona M03 (155,800위안, 508TOPS)을 출시했다. 이전까지 중국에서 가장 저렴한 스마트카는 Tesla Model 3 (235,500위안, 500TOPS)였다. M03는 출시 1개월 만에 전체 판매의 50% 비중을 차지, 이후 기존 주력 판매 모델 P7+ (186,800위안, 508TOPS) 또한 가격을 인하하며 폭발적 판매 성장을 실현했다.

최종 지향점, 범용 노동 대체할 인간 형태 로봇

Tesla는 오는 3분기 20만 위안 이하의 신차 Model Q를 출시한다. Huawei-SAIC은 오는 4분기 20만원안 브랜드 Shangjie의 첫 모델을 출시한다. Xiaomi는 2025년 중순 20만 위안 이하 신차 Kunlun을 출시한다.

21세기 기술 향방을 선도해온 모든 데이터 기업들이 자율이동 능력 개발에 참전하고 있다. 최종 지향점은 노동의 대체와 제거가 가능한 범용로봇이다. 스마트카의 자율 이동 소프트웨어는 동역학 제어 구조가 다른 노동 행위 제거 로봇에도 적용되고 있다. 즉, 스마트카 시장의 선도 업체가 범용 로봇 시장을 선도할 가능성이 높다. NEV에 이어 스마트카에서도 전세계 기술 개발을 선도하는 중국의 스마트카 선도 업체들에 관심이 필요하다.

탁보그룹 (601689 CH)

방위산업/로봇
Analyst 이지호

Tesla의 휴머노이드 양산에 따른 수혜

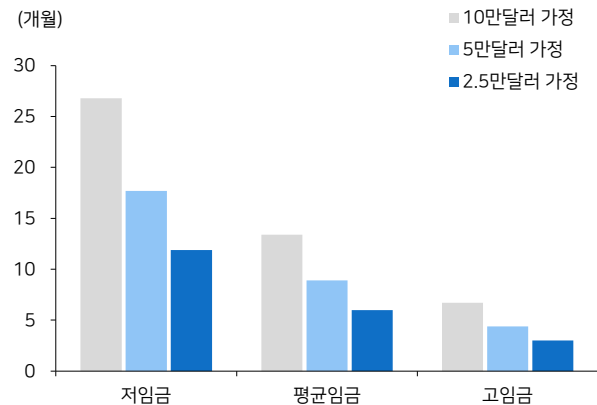
2025년 산업용 휴머노이드 개화

올해부터 산업용 휴머노이드가 실제로 산업현장에 투입됨에 따라 본격적인 휴머노이드 산업의 성장이 예상된다. 휴머노이드의 최대 장점은 단일 디자인으로 다양한 용도에 투입이 가능하다는 범용성으로 특정 작업에 대한 최적화보다는 다양한 환경에 대한 높은 대응 가능성이 장점으로 꼽힌다. 다만 현재 휴머노이드의 지능 개발 단계는 기초지능, 즉 특정 상황에서 특정 기능을 구현하는 데 그치기에 선제적으로 산업 용도로 투입이 예상된다.

현재 산업용 휴머노이드는 선진국 자동차 업종을 중심으로 선제적인 전개가 예상되는데, 이는 기존 전통 산업용 로봇을 통한 자동화가 더 이상 추가적인 생산성 향상에 기여하지 못한다는 점, 그리고 평균적으로 높은 임금 수준이 주요 원인으로 평가된다(미국 자동차산업 노동자 평균 임금 1.2억원).

현재 가장 공격적인 휴머노이드 도입 계획을 보유한 기업은 Tesla이다. 올해 5천대 이상, '26년 5만대 이상, 그리고 '27년 50만대 이상의 가이던스를 제시하고 있다. 이 외에 Figure AI 및 UBTECH의 완제품이 올해부터 주요 고객사향으로 납품이 개시될 예정이다.

그림1 점차 단축되는 휴머노이드의 Payback Period



주: 미국 자동차 산업 노동자 기준
자료: Morgan Stanley, 메리츠증권 리서치센터

그림2 제조업체와 휴머노이드 기업 간의 선제적인 파트너십 구축



자료: 각 사 발표자료, 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

휴머노이드 산업 성장의 수혜, 액추에이터

휴머노이드 산업 개화에 따른 가장 큰 수혜는 부품 기업들 중에서도 액추에이터 Value-Chain이 받을 가능성이 높다. 휴머노이드는 기존 산업용/협동로봇 대비 많게는 10배 이상의 액추에이터가 필요하기 때문이다.

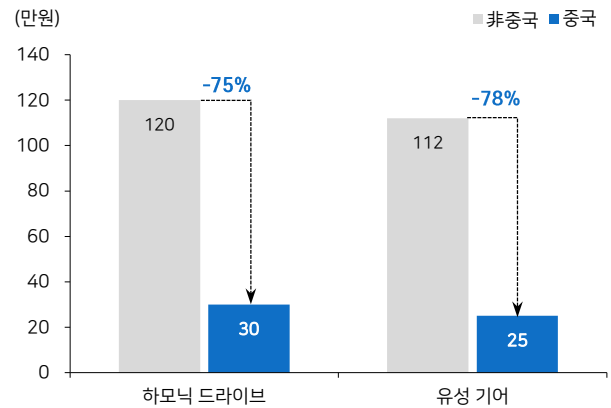
이는 휴머노이드의 높은 자유도(DoF) 때문이다. 자유도는 관절이 독립적으로 움직일 수 있는 방향의 수를 의미하며, 이 수치가 높을수록 로봇의 정밀도 및 작업 범위가 확대된다. 기존 산업용/협동로봇의 대부분이 6 DoF를 보유한 반면, 휴머노이드는 30~70 이상의 높은 DoF를 보유하고 있다. 통상적으로 1 DoF를 구현하기 위해 1개의 액추에이터가 필요하기에 휴머노이드는 기존 로봇에 비해 액추에이터 수요가 크게 증가하게 된다.

다수의 액추에이터가 탑재됨에 따라 휴머노이드의 전체 생산 원가 중 약 50%가 액추에이터이다. 휴머노이드 상용화의 걸림돌이 가격이라는 점 고려 시 상대적으로 저렴한 중국산 로봇 부품기업에 대한 의존도가 높아질 수 밖에 없는 상황이다.

중국산 제품에 대한 미국의 규제가 잠재적인 우려 요소인 상황이나, CCTV/드론과 같은 완제품을 넘어 로봇 부품으로 규제가 확대되기는 어려울 것으로 보인다. 미국 내 휴머노이드 기업들의 낮은 부품 내재화율을 고려 시 자국 산업 성장에 저해가 될 가능성이 높기 때문이다.

만약 트럼프 정부가 현재 추진중인 전략적 분야에 대한 관세율 25% 부과를 감안해도 중국산 로봇 부품의 가격 경쟁력이 훼손되지 않아 중국산 부품의 영향력이 점차 커질 것으로 예상된다.

그림3 중국의 감속기 가격 경쟁력 수준



자료: 각 사 발표자료, 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

표1 휴머노이드 부위 별 탑재 부품 및 원가 비중: 액추에이터 비중 50% 상회

부위	항목	원가 비중	설명
시스템	엣지 컴퓨팅 칩 & AI 소프트웨어	-	칩의 성능 및 탑재 개수에 따라 상이, 소프트웨어 개발비용은 측정 어려움
회전관절	회전형 액추에이터 (감속기+모터+엔코더 및 기타 센서)	20%	휴머노이드 자유도 수준에 따라 상이, 자유도가 높을 수록 다수 탑재
선형관절	선형 액추에이터 (스크류+모터+엔코더 및 기타 센서)	20%	휴머노이드 자유도 수준에 따라 상이, 자유도가 높을 수록 다수 탑재
End-Effector (팔단 구동부/손)	Dexterous Hand / Gripper 형태 (다수의 소형 액추에이터 or 케이블 구동 방식)	18%	손의 자유도에 따른 액추에이터의 수 및 센서의 성능에 따라 상이
외피	알루미늄 합금 / 고성능 플라스틱 / 텍스타일 등	17%	제조사 선호 무게/밀도 비율에 따라 상이
센서	외계: 화상(카메라, Lidar), 감압, 마이크 등 내계: 힘/토크센서, 자이로, 가속도 등	15%	탑재 개수 및 성능에 따라 상이
전신 (몸통)	배터리, 통신모듈 등	11%	에너지 밀도가 높은 NCM배터리 선호 충전기 반/전고체 배터리 전망

자료: 각 사 발표자료, 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

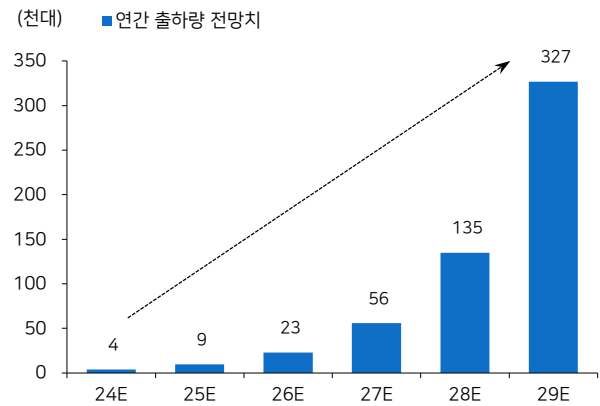
탁보그룹: Tesla Optimus향 액츄에이터 담당

Tesla는 현재 Optimus의 부품 내재화를 추진 중이다. 설계 내재화를 통한 단기적인 전력 효율화 설계 및 생산 내재화를 통한 증장기 원가 절감 효과가 주 목적이다. 그러나 현재 Tesla는 전기차에 사용되는 배터리 및 모터 설계를 활용하는 것 이외의 부품 내재화율에 대해서는 알려진 바가 없으며, 현실적으로 향후 2년간 50만대 이상의 대규모 휴머노이드 양산 계획을 고려 시 외부 의존도가 단기에 해소되기는 어렵다.

이로 인해 가장 큰 수혜가 예상되는 기업은 중국의 탁보그룹(601689 CH)이다. Tesla의 주요 전기차 부품 공급사로 기존 매출액 중 약 40% 수준이 Tesla향이다. 깊은 협력관계를 바탕으로 Optimus의 액츄에이터 설계/개발까지 참여, 1Q25부터 양산에 돌입하여 납품이 개시된 것으로 예상된다. 현재 연간 10만개 수준의 액츄에이터 Capa를 보유, 증장기 100만개까지 확보할 계획을 보유하고 있으며 Tesla의 내재화 속도에 따라 추가적인 증설도 예상해볼 수 있다.

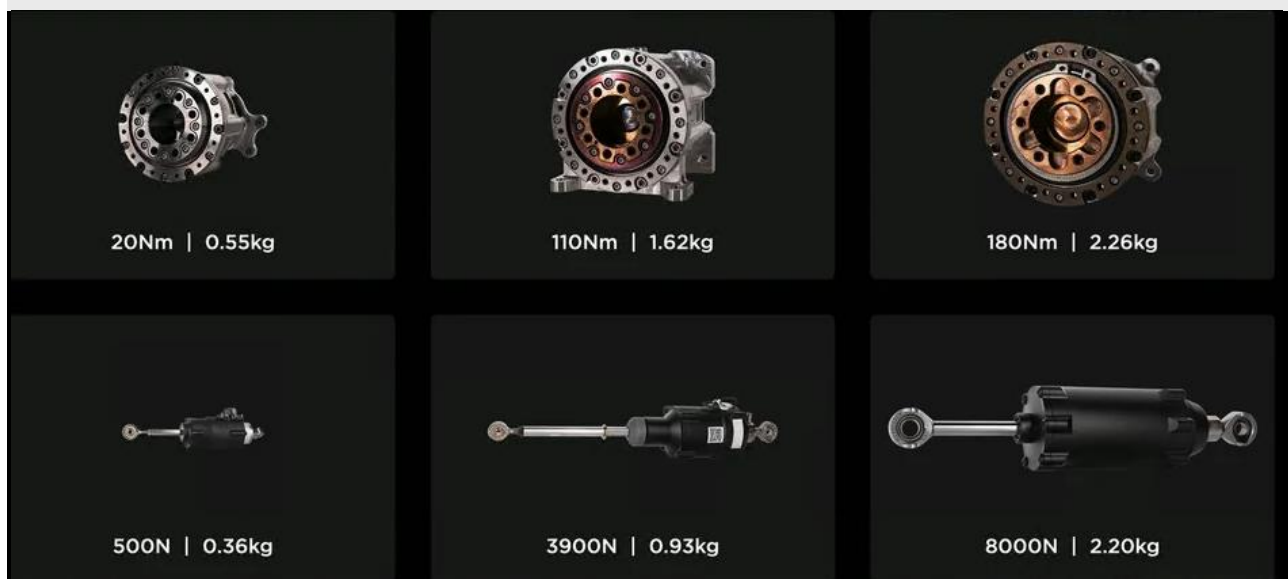
동사는 테슬라 뿐만 아니라 중국 내 증가하는 휴머노이드 양산에 맞추어 추가적인 성장도 예상된다. 중국은 2029년 연간 약 33만대의 휴머노이드 출하가 예상(CAGR 142%)되는 가운데, 기존 전기차 부품 고객사인 BYD, Xiaomi 등이 휴머노이드 사업에 진출하고 있어 레퍼런스를 보유한 동사의 존재감이 점차 커질 것으로 전망한다.

그림4 중국의 내수 휴머노이드 출하량 전망



자료: 각 사 발표자료, 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

그림5 Tesla: 액츄에이터를 6 종류로 한정, 설계 간소화를 통한 대량생산은 원가 절감에 효과적



자료: Tesla

메리츠 유니버스

종목명 (종목코드)	시장	이슈	시가총액 (조원)	업종	수익률 (%)	
					1M	52W
엔비디아 (NVDA US) Analyst 김선우	미국	- 동사는 AI 연구 개발 등에 사용되는 GPU를 설계·판매하는 팹리스 (반도체 설계) 기업 - 최근 AI 투자 속도 조절에 대한 우려에도 불구하고, 업체 별 및 국가별 AI 생태계 구축 경쟁에 기반한 투자 가속화로 동사의 GPU 시장은 장기 성장이 가능할 전망 - 중장기적으로 피지컬AI 시대에서의 수혜도 가능. 최근 ‘코스모스’ & ‘아이작 GROOT 블루프린트’ 등 AI 플랫폼 사업 또한 공개하며, AI 생태계 내 영향력 확장 중	4,210.4	반도체	-12	25
맥도날드 (MCD US) Analyst 김정욱	미국	- 인플레이션 우려 속 할인 패키지, 프로모션 활용 및 인기 메뉴 재출시로 소비자 유입 증가 - 대장균 검출 사태 이후 식품 안전 강화와 신속한 대응으로 소비자 신뢰 회복 - 로열티 프로그램 활성화, 드라이브루 및 앱 연계 배달 서비스 확대를 통한 중장기 성장성 확보	320.0	소비재	0	8
램리서치 (LRCX US) Analyst 김동관	미국	- AI 성장에 메모리/로직 내 선단 공정 전환은 올해도 지속 - 미세화 및 신공정 도입은 단위 투자 당 부가가치 확대 - 중국 매출 감소 우려는 반영된 밸류에이션, 업사이드 주목	142.7	정보기술	-12	-22
로빈후드 (HOOD US) Analyst 조아해	미국	- 주식, 암호화폐, 옵션, 베팅 등 다양한 수익원을 확보한 차세대 투자플랫폼 - 주된 고객층은 MZ세대로 향후 부모 세대로부터 부를 물려받는다는 점에서 유입될 자산 지속 성장 전망 - 구독 서비스 기반 안정적인 매출구조 및 해외 진출 통한 추가 성장동력 확보	57.6	금융	-14	142
쿠팡 (CPNG US) Analyst 오정하	미국	1분기 경기 둔화에도 탑라인 20% 성장 가이던스 유지 - 국내 피어 플랫폼은 지난 4분기 그로스 하회 전망 - 파페치 첫 분기 흑자전환, 2025년 수익성 개선 전망	61.8	자유소비재	-6	33
라이브네이션 엔터테인먼트 (LYV US) Analyst 김민영	미국	- 글로벌 최대 규모의 공연 및 티켓팅 플랫폼으로, 아티스트, 공연장과의 장기 독점 계약으로 경쟁 우위 확보 - 엔데믹 이후 공연 및 투어 재개로 콘서트 수요 급증에 따라 콘서트 부문 매출 및 수익성 개선 기대 2025년 K-Pop 등 다양한 장르의 글로벌 투어 일정 다수 예정	42.1	엔터/레저	-18	16
샤오펑 (XPEV US) Analyst 김준성	미국	- 현재 500TOPS 이상 컴퓨팅 파워 갖춘 스마트카 중 가장 저렴한 모델 M03로 기술/가격 경쟁력 입증 - 최근 판매 급증(+97% QoQ, +52% YoY)→주가 상승 - 규모의 경제로 수익성 개선 중. 연내 흑자전환 기대	30.4	모빌리티	18	156
로켓랩 (RKL US) Analyst 정지수	미국	1분기 총 발사 5회 기록하며 연간 20회 이상 발사 전망 12일 유틸넷 원형 군집 위성에 탑재될 태양광 패널 수주 12일 지상 데이터, 위성 운용 및 관리 소프트웨어 출시	12.6	산업재	-20	368
퀀텀스케이프 (QS US) Analyst 노우호	미국	2026년 전고체 전지 양산 목표, 기술 지향점인 리튬메탈 기반 전고체 전지 개발을 목표 - 주요 기술/재원 지지 파트너사는 VW 자회사 Powerco 2025년 Capex 45~75mn\$, EBITDA -250~280mn\$, 대규모 투자 마무리 및 영업손익 개선 기대	3.6	전기전자	-12	-20

종목명 (종목코드)	시장	이슈	시가총액 (조원)	업종	수익률 (%)	
					1M	52W
슬레노 (SLNO US) Analyst 김준영	미국	- 치료제 없는 희귀질환 PWS 임상 3상 23년 9월 성공 - PDUFA 기한 3/27 지정되며 첫 승인 가능성 높은 상황 - ODD 특권인 7년 간 독점권 바탕으로 수익성 개선 예상	3.3	헬스케어	6	17
알리바바 (9988 HK) Analyst 이효진	중국	- 오픈AI 등장 후 미국 플랫폼 수혜는 클라우드 집중 - 딥시크 등장으로 중국 클라우드 사용량 증가에 따른 수혜 - 중국 소비 지표 바닥 찍는다면 커머스도 기대할 만	477.7	플랫폼	-6	84
샤오미 (1810 HK) Analyst 김준성	중국	4Q24 어닝 서프라이즈. 매출, 순이익은 각각 YoY +49%, +69% 증가하며 컨센서스 상회 2025년 전기차 인도량 목표 35만대로 상향 조정 - 올해 20만 위안 이하 스마트카 출시 예정, 업사이드 기대	269.7	IT	6	270
탁보그룹 (601689 CH) Analyst 이지호	중국	- 테슬라의 공격적인 산업용 휴머노이드 도입 계획 공유: 올해 5천대 → '26년 5만대 → '27년 50만대 이상 1Q25부터 테슬라 Optimus형 액추에이터를 양산/납품, 중장기 내재화 정책 감안해도 단기 의존도 해소 어려움 - 중국은 '중국제조 2025'를 통해 제조업 강국 도약 목표: 동사는 전기차 부품 및 휴머노이드 액추에이터 생산 기업, 계획에 중심인 전기차/휴머노이드 산업 성장의 수혜 예상	20.8	산업재	-20	35
러시아알루미늄 (0486 HK) Analyst 장재혁	홍콩	- 전세계 증권거래소에서 거래 가능한 유일한 러시아 기업 - 미-러 관계 완화로 제재 완화 시 수혜 - 원재료(알루미늄) 가격 하락, 제품(알루미늄) 가격은 상승 중, 펀더멘털 개선 요인	14.2	철강/금속	7	112
로레알 (OR FP) Analyst 박종대	프랑스	- 중국 지역 및 럭셔리 소비 부진에도 불구하고, 글로벌 지역 확장 및 신규 브랜드 인수합병 통한 안정적 성장 지속 - 신호 시장 전략 및 신규 카테고리 확장을 통해 성장 기회 확보 가능 - 중국 럭셔리 소비 회복 시 추가적인 업사이드 기대 가능	299.4	소비재	2	-18
GTT (GTT FP) Analyst 배기연	프랑스	- Membrane type LNG 탱크에 대한 원천기술을 보유한 LNG 전문 엔지니어링업체 - 미국발 LNG 증설 사이클에 따라 LNG운반선 외에도 Onshore, FLNG, LNGBV 수주 기대감 확대 - DPS 7.5유로, 배당 성향 80%의 주주환원율은 LNG 사 이클 동안 지속 예상	8.6	조선/기계	-6	3
JGC Holdings (1963 JP) Analyst 문경원	일본	- 탄력받는 알래스카 LNG 사업. EPC 수주는 일본 건설사 유력 - 악성 현장 준공, 공사비 안정화로 수익성 개선 기대 - 알래스카 이외에 LNG 파이프라인 풍부. 수주 가이드선 상회 전망	3.2	산업재	10	-18
니토 보세키 (3110 JP) Analyst 양승수	일본	- 동사는 산업용 유리 섬유 제품과 특수 화학 및 의료 제품 제조·판매하는 기업 - 최근 원자재 및 에너지 가격 상승으로 인해 업계 전반에 걸쳐 유리 섬유 가격(ASP) 인상 중 - 글로벌 AI향 PCB 출하량 증가로 인한 Q 확대 예상	1.7	산업재	-11	-26

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터 (3월21일 종가 기준)

이진우의 투자 에세이

이진우 센터장/자산배분

거대한 체스판이 흔들리기 시작했다

국제 정치학자 즈비그 뉴 브레진스키의 저서 ‘거대한 체스판(The Grand Chessboard, 1998)’은 미국 국제 정치학에 관심있는 학생들의 필독서이다. 그 만큼 미국의 관점에서 어떻게 대륙을 통제하고 지배력을 유지해야 하는 지에 대한 통찰력이 담겨 있다. 전략의 핵심은 거대한 체스판 같은 ‘유라시아(Eurasia: 유럽 + 아시아) 대륙’을 어떻게 ‘관리’하느냐 이다. 미국의 고민은 유럽이 아닌 아시아였다. 대륙의 한 쪽 끝은 절대적 협력자인 ‘독일’이 전담하고 있었기에 다른 한 쪽 끝인 아시아만 고민하면 됐다. 다만 일본이 유럽의 만형 같은 ‘독일’과 같은 역할을 하기에는 역부족이었기에 한국과 같은 동맹국을 통한 중국에 대한 입체적인 견제가 필요했다. 지난 20년간 체스판은 큰 변화 없이 흘러왔다.

하지만 이러한 거대한 체스판에 변화가 생기고 있다. 일본은 여전히 저성장에서 고군분투 중이고 믿었던 독일은 유럽의 강자가 아닌 병자가 되기 시작했다. 절제, 모범국가, 전차군단, 제조강국이라는 수식어가 무색할 정도다. 대륙 통제의 약한 고리가 생겨나고 있는 셈이다. 미국 입장에서 유럽의 안보마저 책임 지기에는 한계가 있다. 그래서일까. 미국은 이러한 체스판의 말을 움직이기로 결정한 듯 하다. 최근 J.D 벤스 미국 부통령이 뉘른안보회의에서 절대 동맹국인 유럽을 강도 높게 비난한 이유도 이런 맥락이다.

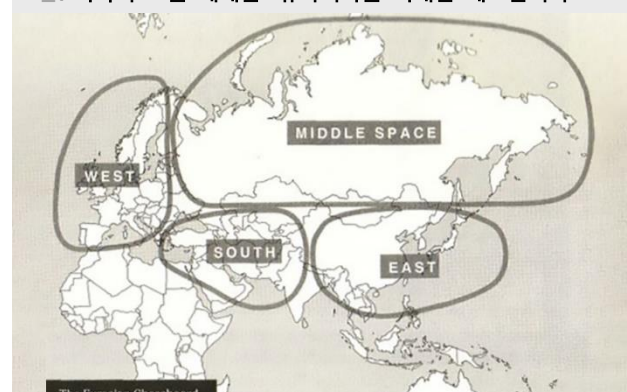
체스판의 변화는 잠잠했던 독일을 깨우고 있다. 2차 세계대전 이후 가장 군사력에 대한 통제가 심했던 국가이자, 스스로 16년간 긴축재정 원칙을 고수했던 독일이 정책 대전환에 나서기로 결정했다. GDP의 1%로 제한한 국방비를 무제한 늘릴 것이며, 국가 부채를 늘려서라도 경제 살리기에 나서겠다고 방침을 찍었다. 그간의 보수주의 일변도였던 독일의 이러한

변화를 두고 ‘베를린 장벽 붕괴에 버금가는 역사적 전환점’이라 평가할 정도다.

강자들의 전략 대전환은 ‘국방’에만 그치지 않는다. 에너지 분야에서도 진행 중이다. 미국은 셰일 혁명에 이어 LNG수출확대를 통해 에너지 패권 강화에 나서고 있고, 역설적이게도 오일 메이저들은 정체됐던 친환경 투자뿐만 아니라 줄여왔던 화석 연료 투자에 다시 나서고 있다. 에너지 자립 수요가 높아지기 때문이다. 당장의 친환경, 효율성보다는 ‘힘(Power)의 균형’에서 밀리지 않는 것이 국가전략의 1순위가 된 탓이다.

우리는 힘의 균형 싸움에 준비가 되어 있는가. 국가 전략 대전환 시기에 투자전략은 ‘정책의 힘’이 물리는 곳에 투자하는 것이 효과적이다. 국방과 에너지 시장의 자립은 국가의 진영을 막론하고 해결해야 할 우선 과제들이다. 트럼프의 관세 위협에 가려진 진짜 위협 이기도 하다. 올해는 AI뿐만 아니라 국가전략의 접점에 있는 산업재(방산, 조선, 범에너지)에 대한 관심은 여전히 유효하다. 산업재 주가 정점론에 동의하지 않는 이유다.

그림1 미국이 보는 세계관: 유라시아는 거대한 체스판이다



자료: Zbigniew Brzezinski(The Grand Chessboard, 1998)

주식 월간 캘린더

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

월요일	화요일	수요일	목요일	금요일	토요일
	1 알츠하이머병 및 파킨슨병(AD/PD) 학회 Tesla 분기 인도량 발표 한국 3월 수출입동향	2 미국 상호관세 부과 예정일	3 에이유브랜즈 상장일 LG 에너지솔루션 (잠정) 삼성전자 (잠정)	4 중국 휴장(청명절) 한국피아이엠 상장일 미국 3월 고용	5 RoboWeek 미국, 멕시코/캐나다산 자동차 관세 면제 기한
7	8 RoboWeek(2025 National Robotics Week)	9	10 TSMC 월간 실적 한국 주식선물옵션 만기 미국 3월 CPI	11	12
14 기아 현금배당지급일	15 삼성전자 현금배당지급일 미국 세금 납부 마감일	16 ASML (ASML) 중국 1Q25 GDP 성장률	17 TSMC (TSM) 한국은행 금융통화위원회 ECB 통화정책회의	18 미국 휴장(Good Friday) 미국 옵션 만기	19
21	22 Tesla (TSLA)	23 Meta (META) ASCO(미국임상암학회) 초록 제독 발표	24 세계 골관절염 학회 Microsoft (MSFT) Alphabet (GOOGL) 한국 1Q25 GDP 성장률	25 미국암연구학회(AACR) 리노공업 거래재개	26
28 미국암연구학회(AACR) 캐나다 조기 총선	29 Amazon (AMZN) 일본 휴장(쇼와의 날) 미 재무부 국제 발행 계획(QRA)	30 미국 1Q25 GDP 성장률			

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.