

Strategy Idea



투자전략

Analyst 이수정
02. 6454-4893
sj_lee@meritz.co.kr

명백한 약세장

- ✓ 미국 일극체제에서 다극체제로 전환되는 과도기에서 성장 공백
- ✓ 관세 충격 2018년 10월 사례: 주가 하락은 최초 1개월 극대화, PER 하락 선행 후 EPS 조정
- ✓ 가격 조정은 마무리 단계, 관세의 EPS 영향 확정되는 기간 조정을 거쳐 반등 가능

세계 질서 재편 과도기

국민소득 항등식에서 경상수지 흑자(적자)는 자본수지 적자(흑자)를 의미한다. 즉 무역수지 흑자를 요구하는 트럼프의 정책 기조는 단기적으로는 달러 강세를 유도 하지만, 장기적으로는 자본 순수출로 인해 달러의 가치와 국제적 지위를 약화시킬 수 있다.

그림1 국민소득 항등식: 순수출 = - 자본 순수입

$$Y = C + G + I + NX$$

$$\text{총생산} = \text{소비} + \text{정부지출} + \text{투자} + \text{순수출}$$

$$NX = (Y - C - G) - I$$

$$\text{순수출} = (\text{총생산} - \text{소비} - \text{정부지출}) - \text{투자}$$

$$NX = S - I$$

$$\text{순수출} = \text{국민저축} - \text{투자}$$

$$NX = -(I - S) = -CF$$

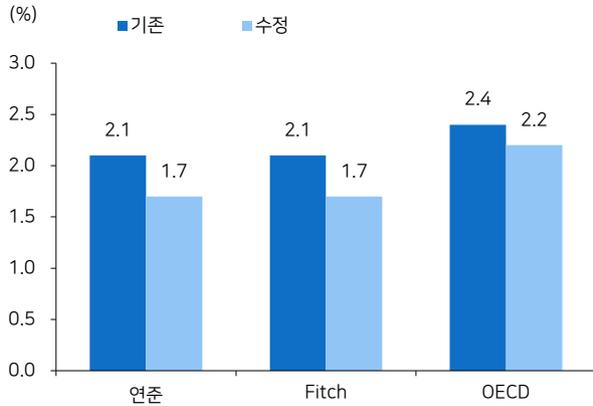
$$\text{순수출} = -\text{자본 순수입}$$

$$\text{경상수지} = -\text{자본수지}$$

자료: 메리츠증권 리서치센터

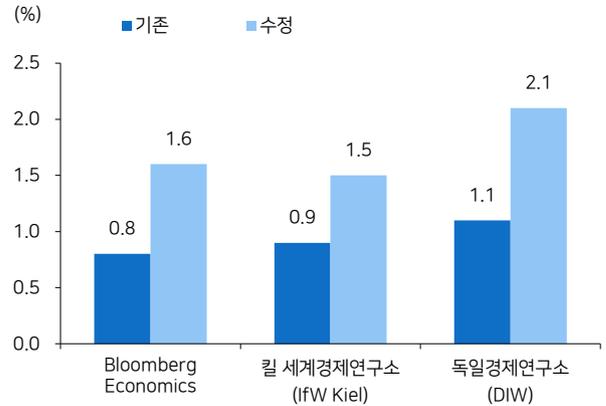
현재는 미국의 일극체제가 정점에서 쇠퇴하고 다극체제가 부상하는 과도기에서 겪게 되는 성장 공백 상태다. 미국 예외주의 균열 및 경기 침체 우려로 성장률 전망이 하향 조정 되는 가운데 유럽과 중국의 성장은 이를 상쇄하기에는 여전히 부족하기 때문이다.

그림4 2025년 미국 GDP 성장률 전망치 변화



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 2026년 독일 GDP 성장률 전망치 변화



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

이 와중에 트럼프 2기 발표된 미국 평균 관세율은 대공황 시대 수준을 상회한다.

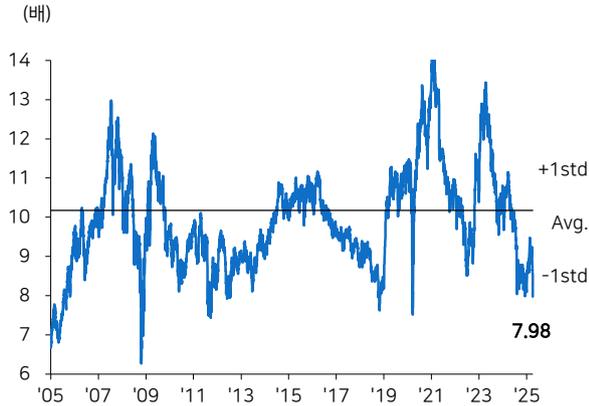
그림6 미국 평균 관세율



자료: US Census Bureau, Historical Statistics of the United States: Colonial Times to 1970, Part II; US International Trade Commission, "U.S. imports for consumption, duties collected, and ratio of duties to values, 1891-2023, (Table 1)"; Tax Foundation calculations, 메리츠증권 리서치센터

KOSPI는 늘 저평가였지만 미국 상호관세 발표 이후 다시 한 번 역사적 저점 수준에 도달했다. 트럼프 1기 미중 무역 갈등이 부각됐던 2018년 10월 사례를 참고해보면, 12MF PER 저점은 7.5배였다.

그림7 KOSPI 12M 선행 PER



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림8 KOSPI 12M 후행 PBR

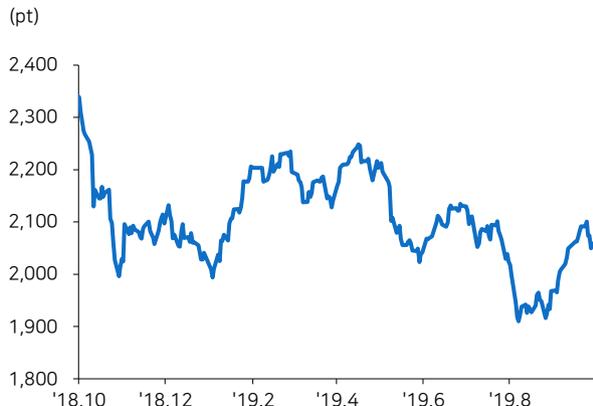


자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

“Black October” 당시 한 달 동안 KOSPI는 -13%, KOSDAQ은 -21% 하락했다. 동기간 KOSPI 12MF PER은 -9.3%p 하락, 12MF EPS 추정치는 -3.6%p 감소했다. 즉 무역전쟁 초기에는 EPS 조정보다 PER 하락이 주가 폭락의 동인이었다.

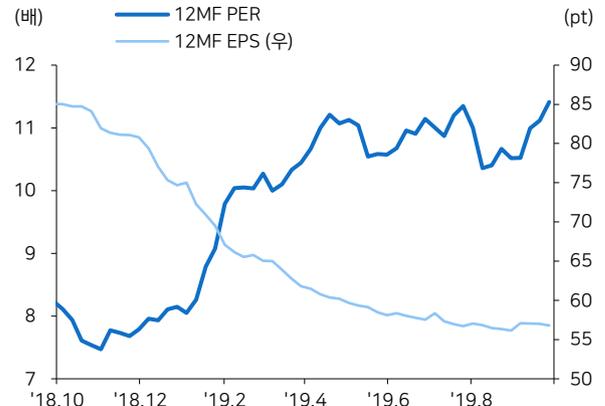
2018년 10월~2019년 9월 관세 충격 이후 1년을 3단계로 나눠보면, [1단계] 충격 직후(0~3개월)에는 주가 급락 → PER 축소, [2단계] 실적 조정기(3~6개월)에는 EPS 하향 수정 & PER 상승(이익 감소폭이 주가 하락폭을 상회한 결과 통계적 착시), [3단계] 안정기(6~12개월)에는 주가와 EPS가 하향 안정화되는 모습이 관찰된다. 주가 하락이 가장 가파른 구간은 충격 직후 1개월이었다.

그림9 KOSPI: 2018년 10월~2019년 9월



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림10 한국 12MF PER, EPS: 2018년 10월~2019년 9월



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표1 2018년 10월 사례

	2018년 9월	2019년 8월	비고
미국 관세율	10%	25%	중국산 철강(25%), 전자제품(15%)
중국 관세율	5-10%	10-25%	미국산 농산물(25%), 자동차(15%)
한국 관세율	4.30%	4.30%	대미(對美) 자동차 부품(유지)
글로벌 GDP 성장률	3.6%	3.0%	2018년 4분기 vs. 2019년 3분기
미국 GDP 성장률	2.5%	2.1%	2018년 4분기 vs. 2019년 3분기
한국 GDP 성장률	3.1%	2.0%	반도체 수출 감소(-11.6%), 설비투자 위축(-8.7%)
한국 반도체 수출 금액	\$121억	\$106억	-12.7%, DRAM ASP 23% 하락
한국 자동차 수출 금액	15.2만 대	13.8만 대	-9.3%, 미국 관세 인상 및 내수 위축
KOSPI	2343.07 pt	1967.79 pt	1년간 -16%
12MF PER	8.2배	10.5배	1년간 +28%
12MF EPS	85 pt	56 pt	1년간 -34%
달러/원 환율	1,115	1,210	+8.5%
미국 기준금리	2.00%	2.00%	2018년 12월 2.50%으로 인상했다가 인하
한국 기준금리	1.50%	1.50%	2018년 11월 1.75%로 인상했다가 인하

자료: FnGuide, Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

과거 사례를 이용해 민감도 분석을 해보면 KOSPI를 기계적으로 전망할 수 있으나, 현실은 정적이지 않고 동적이므로 훨씬 복잡하다. 국내에서는 조기 대선에 따른 신규 정책 동력 및 추경 가능성이 차별적 호재다.

표2 트럼프 2기 관세 시나리오

구분	10% 관세	25% 관세	40%+ 관세
한국 GDP 성장률 감소폭	-0.2%p	-0.4~0.5%p	-0.7~1.0%p
EPS 변동	-4~6%	-12~15%	-25~30%
PER 변동	9.5~9.8배 (-8%)	8.5~9.0배 (-18%)	7.0~7.5배 (-30%)
KOSPI 단순 계산	2,674pt	2,208pt	1,533pt

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 한국 추경 시나리오

단계별 추경	규모	내용
1차 추경	정부 발표 10조원	산불피해 지원, 관세 대응, 내수 진작 등을 위한 기본적인 대응 4월 국회 통과를 목표로 함
2차 추경	예상 30조원 (민주당 34.7조원)	새 정부 출범 직후 6~7월 경기 부양을 위한 대규모 추경 편성 건설부터 소비까지 다양한 분야에서 동시다발적인 경기부양책 시행 가능성

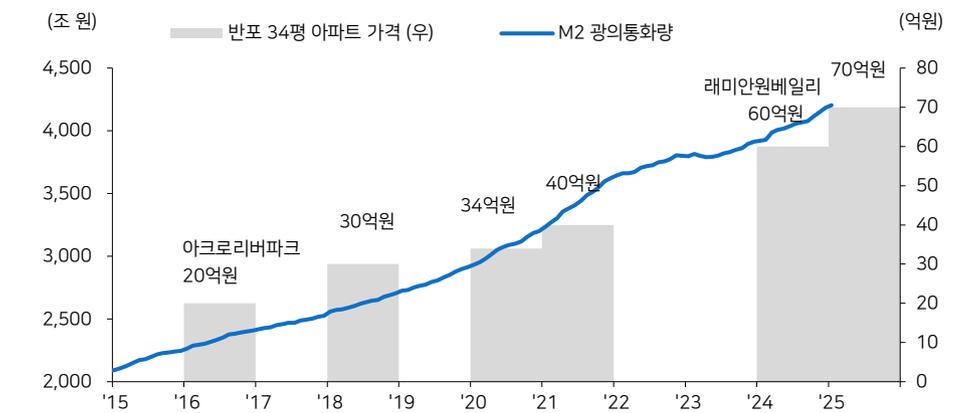
자료: 메리츠증권 리서치센터

시장 급락시 전략은 투자 시계열에 따라 달라진다. 보통 개인 투자자는 하락장에서 평균 매입 전략을 고수하고, 외국인을 비롯한 기관 투자자는 초기 충격 시 매도 → EPS 하향 안정화 후 재매수 → PER 정상화를 유도한다. 결국 시장의 전반적인 회복을 위해서는 관세율이 확정되고, 그에 따른 EPS 조정이 마무리되어야 한다.

모든 일은 양면적이다. 트럼프의 관세 이행 의지가 강할수록 주가는 약해지지만, 주가가 하락하는 만큼 트럼프 지지율도 낮아져 관세 협상 여지가 커진다. 경기 침체 우려는 금융시장 투매를 부르지만, 경기 전망이 어두워질수록 부양적 정책이 나오며 유동성은 늘어난다.

4월 들어 트럼프 경제 정책 지지율은 찬성 42% vs. 반대 54%로 역전됐다. 관세 레토릭(rhetoric)의 정점은 다가온다. 법정 화폐가치는 꾸준히 떨어지고 있다. 시장에 돈이 없는 것이 아니라 자금이 위험자산에서 안전자산으로 이동하고 있을 뿐이다. 당분간 현금과 방어주로 대응할 수밖에 없으나, 패닉 진정 후 “거리에 선혈이 낭자”할 때가 최고의 투자 시점이다.

그림11 한국 M2 통화량과 반포 국민평형 아파트 가격



자료: 한국은행, 국토교통부, 메리츠증권 리서치센터

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.