

무역풍에 흔들린 달러

1. 메리츠 추천종목

2. 시장별 View Point

3. 메리츠 센스있는 배분

4. Cover Story

달러가 안전자산이 아니라고?

5. 이달의 이슈(Top-down)

- ① 미국 실적 시즌의 힌트: 매크로 불확실성의 역설적인 기회
- ② 흔들린 미국채, 그래도 안전자산 지위는 회복

6. 이달의 이슈(Bottom-up)

- ① Bandai Namco (7832 JP)
- ② GE Vernova (GEV US)

7. 메리츠 유니버스

8. 이진우의 투자 에세이

미국 예외주의의 균열, 이제부터가 중요하다

9. 주식 월간 캘린더



이달의 추천종목

트럼프 관세의 최대 피해는 달러. 회복기가 필요해

트럼프가 관세 정책을 반복할수록 미국에 대한 신뢰와 달러 가치는 함께 낮아져

미국이 신뢰를 다시 회복하는 데는 오랜 시간이 걸리겠지만 당장 달러의 대안이 없는 것도 사실

5 월은 선반영된 약달러를 되돌리는 한 달. 여름철 휴가 환전은 여름에 해도 늦지 않아

종목명 (종목코드)	시장	이슈	시가총액 (조원)	업종	수익률 (%)	
					1M	52W
팔란티어(신규) (PLTR US)	미국	- 관세 불확실성은 기업들의 비용최적화 니즈를 키움 - 산업 니즈가 확인된 peer 기업들의 실적 서프라이즈 - 팔란티어는 AI B2B 소프트웨어 주도주	390	IT	13	402
클라우드플레이어 (NET US)	미국	- 미국 데이터 트래픽 관리 및 효율화 전문 기업 - AI 소프트웨어 확산 → AI 트래픽 급증 수혜 기대 - 핵심 고객사 중 하나로 OpenAI 보유 중	60	IT	-20	35
코닝 (GLW US)	미국	- 세계적 기술력의 소재 기업. 광케이블, 유리기판 사업 - AI DC 거대화, AI 트래픽 확대 하드웨어 수혜주 4Q24 AI DC향 광케이블 매출액 93% 성장	54	IT	-14	39
PLUS 글로벌방산 (A496770)	유럽&미국	- 독일 국방비 중심 확대재정, 유럽 방산주 수혜 - 라인메탈 중심 미국 등 글로벌 방산 기업 투자 매력	0.04	산업재	-2	41
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	409	경기소비재	-8	55
샤오미 (1810 HK)	중국	4월 사고 충격 통제 가능 수준, YU5 신모델 출시효과 기대 - 이구환신 정부 지원책으로 휴대폰 사업 안정적 발전 - 딥시크 천재소년 영입으로 내부 AI 사업 발전 기대	228	IT	-7	173
텐센트 (700 HK)	중국	- 중국판 카카오톡인 Wechat에 딥시크 모델 탑재 - 가장 많은 유저수를 보유한 플랫폼에서 AI를 통한 다양한 생태계 확장, 매출 성장 견인 전망	817	커뮤니케이션	-7	38
삼성바이오로직스 (A207940)	한국	- CDMO 시장 확대 - 생물보안법 등 미국의 중국 견제 반사수혜	74	헬스케어	-1	34
삼성중공업 (A010140)	한국	- LNG 물동량 증가에 부유식 LNG생산설비(FLNG) 개선 - 경쟁사와 달리 해양 플랜트 사업 가치 후행적으로 반영	13	산업재	7	58
파마리서치(신규) (A214450)	한국	- PN/PDRN 기반 스킨부스터(리주란) 고성장 - 올해부터 독일·이탈리아·프랑스 등 유럽 주요국 본격 공급 - 외형 성장과 수익성 개선 동시 진행 중	4.1	헬스케어	15	193
카페24 (A042000)	한국	- 전 세계 최초 유튜브 쇼핑 전용 스토어 개설 기능 출시 - 유튜브 쇼핑 총거래액(GMV) 성장 본격화	1.5	IT	18	306

주: 2025. 4. 28 종가 기준. 미국시장 황수옥, 홍콩시장 최설화, 한국시장 이수정의 추천 종목임.

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

시장별 View Point

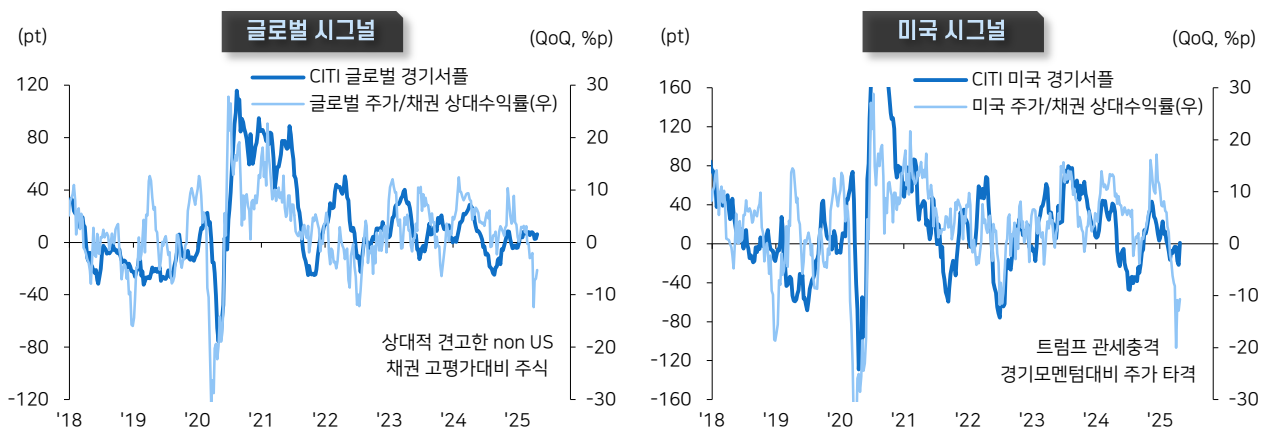
지역	이슈 및 의견	
미국  매크로 변동성 vs AI 확산 글로벌 투자전략-선진국 Analyst 황수욱	- AI 쓰임의 확산, AI 에이전트 응용 기업의 부상 - AI 확산이 유발하는 AI 하드웨어의 구조적 초과수요 환경 - 미국과 중국의 말에서 비롯되는 변동성 자체가 리스크일 수 있다는 점, 달러 표시 자산에 대한 의구심이 남아 있다는 점은 인지할 필요 5월까지 이어지는 실적시즌은 시장이 상승 추세로 본격 전환할 때 누가 최종 승자가 될 수 있을지 펀더멘털 측면에서 옥석가리기 할 시기 - AI 주도주(H/W, S/W) 및 전력인프라 실적 발표 양호 - 시장은 4월에 저점 통과했다는 관점. 팔란티어, 테슬라 관심 유지	
중국  중국 기술주 재평가 시간 글로벌 투자전략-신흥국 Analyst 최철화	- 중국은 기술주 중심의 투자전략 유지 - 대중 관세 불확실성 peak out + 중국정부의 유동성 지원 정책 - 3월 양회에서 발표된 재정정책의 집행 가속화 (1조위안 국채+4.3조위안 지방채) - 2분기 경제지표 둔화폭이 클 경우 통화완화를 포함한 부양책 발표 가능 5월에 홍콩상장 테크기업의 1분기 실적 다수 발표 예정 - 1분기 양호한 경기(GDP 5.4%)로 대부분 실적 양호할 전망 - AI 응용 산업에서의 실적 서프라이즈로 발표될 시 모멘텀으로 작용할 것 - 추천: KWEB ETF(미국), TIGER 항생테크(371160)	
국내  차별화된 '대선 모멘텀' 투자전략 Analyst 이수정	- 트럼프 관세 우려 peak-out + 추경에 따른 국내 유동성 확대 기대 - 추가경정예산 현 정부 12.2조원, 민주당 35조원 주장 - 신정부 출범에 따른 부양책 기대 - AI 인프라, 신재생 에너지 등 - 기존 주도주(관세 무풍지대) + 단기적으로 정책 수혜주 - 주도주: 미국에 대응하는 조선, 유럽에 대응하는 방산, Specialty 소비재 - 단기 모멘텀: 미중 갈등의 반사수혜(CDMO, 2차전지 등), 대선 정책주 - 추천: 삼성바이오로직스, 삼성중공업, 파마리서치, 카페24	

섹터	이슈 및 의견
경제 병 주고 약 주고 경제분석 Economist 이승훈	 ■ 트럼프 정책의 실물충격 점차 가시화: 양호한 1Q 숫자에 속지 말아야 - 한국 4월 1~20일 수출 -5.2%, 대미 수출 -14.3%: 글로벌 제조업 부진 심화 시사 - 1Q front-loading 이후 관세/불확실성 영향 들어오면서 2Q 경기는 주요국 모두 부진 ■ 예상을 뛰어넘은 관세/불확실성 충격으로 주요국 경제전망 일제히 악화 - 2025년 경제전망 하향조정 폭: 미국, 한국 > 유럽, 일본 > 중국 - 중국은 고율관세에도 내수부양 강화, 정책대응 확대에 충격을 상쇄 ■ 관세 불확실성은 정점 통과 중: 협상 후 하반기 경기반등 여부가 관건 - 미국 정부 의도와 달리 금리 상승, 약달러 → 관세 유예, 협상 개시, 유화적 스탠스 - 향후 상징적 합의라도 관세율 인하 명분으로 삼지 않으면 하반기 경기는 협약할 것
채권 흔들린 미국채 안전자산 지위 국내 경기우려 반영 강세 채권전략 Analyst 윤여삼	■ 2분기 내 관세협상 및 정치불안 완화 근거로 미국채 투자확대 - 금리급락에 베타한 레버리지 투자 수급고임과 대외세력 매도 압력 확대에 미국채 불안 - 트럼프 관세 유예 및 주요국 협상 속도 높이면서 미국채10년 4.3% 내외 균형 - 파월의장 당장 금리인하 반대, 정치부담 낮아지면 하반기 3차례 인하 전망 유지 ■ 국내 예상보다 부진한 성장, 추가 인하기대 확산 + 확대재정 압박 - 1분기 -0.2% 성장 및 트럼프 관세부과로 올해 추경 실시에도 0%대 성장 우려 - 당사 기준금리 전망 2.25% → 2.00%로 하향, 현재 국고금리 고평가 부담 일부 완화 - 6월 대선 전후 추경으로 물량부담 확대 우려는 상존, 올해 연간으로 '밀린 사자' 지속 ■ 추천: 미국 장기채 ETF: ZROZ-US(PIMCO), 한국 회사채 ETF: 453540(TIGER)
외환 너무 싸진 달러 FX/원자재 Economist 박수연	■ 달러/원 5월 예상밴드: 1,400 ~ 1,465원 ■ [단기] 4월에 선반영된 달러 패권 약화와 약달러 → 5월 되돌림 전망 - 연초부터 USD 매도 & EUR, JPY 매수가 누적되며 DXY 100 하향돌파 - 상황은 그대로이나 USD 가격 매력도 상승. 환율 되돌림과 쉬어가는 한 달 예상 ■ [중기] “달러 = 기축통화 = 안전자산”에 대한 의심 지속 - 신뢰는 사회적 자본. 한 번 깨진 신뢰는 회복하기 어려움 - 미국 대통령이 바뀌지 않는 한 의심 지속. 트럼프 2기 중 슈퍼 강달러 가능성은 낮아

메리츠 센스있는 배분

구분	시장	전술(단기)	전략(장기)	투자포인트
주식 73%	미국(선진국)	23% ↑ (이전 20%)	30%	- 트럼프 무역전쟁 충격, 상대적 이익 견고함에도 미국주식 약세 압력 → 관세 유예 및 합의 과정 긍정적 해석 - 팔란티어와 테슬라 등 낙폭과대 주식 중심 저가매수 인식 - 미국채 안정성 회복 과정에서 미국주식 비중 확대
	중국(신흥국)	27% - (이전 27%)	20%	- 미국과 중국의 무역전쟁에 중국의 내수확대(이구환신) → 정책적 지원에 대한 기대로 중국 주식 긍정적 평가 - 중국 8대 혁신산업(AI 및 휴먼로이드 등) 집중 non-US 유럽과 중국의 상대적 위험선호 강화 지속
	국내	23% - (이전 23%)	20%	- 예상보다 더 위축되는 경기여건, 올해 0%대 성장 → 재정+통화 정책적 지원 확대 불가피 - 무역전쟁 리스크에도 국내 내수확대 정책 기대할 시점
채권 27%	국내	9% ↑ (이전 8%)	13%	- 국내 성장을 둔화 우려로 기준금리 2.25% → 2.00% 하향 조정. 통화정책 완화 기대 확대로 고평가 부담 완화 - 통화완화 기대 유효해도 6월 대선 전후 추경 같은 공급 부담 확인해야 한다는 점에서 낮은 비중
	해외(미국채)	18% ↓ (이전 22%)	17%	- 미국채 안전자산 신뢰성 일부 타격에도 정치적 해결 가능 - 파월의장 아직 양호한 하드 데이터와 물가 불확실성 동결 시사했으나, 하반기 경기둔화 압력 금리인하 필요할 것 - 미국채10년 4.3% 매수구간이나, 높은 변동성 및 무역전쟁 타격이 큰 주식 관심 더 높아 투자비중 축소

경기모멘텀 자산배분: 미국과 non-US 공히 ‘해방의 날’ 충격, 이후 저평가된 주식 개선 기대 유입



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

달러가 안전자산이 아니라고?

흔들리는 킹달러 (King Dollar)

연초부터 달러 가치가 무섭게 떨어지고 있다. 4월 25일 달러인덱스(주요 6개 통화에 대한 달러 가치) 증가는 99.471이었다. 올해 들어 8.31%, 4월 한 달 동안에만 4.55%나 하락했다. 어느새 심리적 저항선인 100도 하회한 상황이다.

이렇게나 가파른 달러 약세도 이례적인데, 요즘처럼 시장이 불안할 때의 달러 약세는 더욱 드물다. 달러는 대개 안전자산으로 인식되어왔기 때문이다. 글로벌 경기침체가 오더라도 미국은 망하지 않을 것이라는 통념이 미국 통화인 달러를 안전자산으로 만들었다.

미국의 통화이자, 안전자산인 달러의 특성은 달러 스마일 곡선으로 표현된다. 달러 스마일 곡선이란 달러 가치가 경기회복기에도, 경기침체기에도 상승하는 현상을 설명하는 그림이다. 경기회복기에는 미국이 더 높은 성장률을 보여서, 경기침체기에는 안전자산이 선호되어서 달러 가치가 상승한다는 것이다.

그러나 올해 시장 불안에도 달러 가치가 하락하다 보니 달러가 안전자산일지에 대해 시장은 의심하고 있다. 심지어 주요 IB들도 “달러 중심 글로벌 통화 체제”에 대한 의구심 때문에 약달러 추세가 이어질 것으로 전망을 바꾸고 있다.

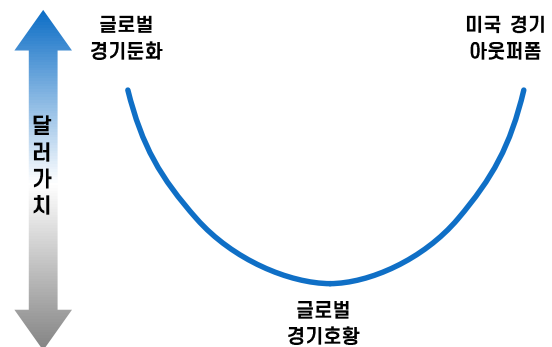
무엇이 달러의 안전자산 지위를 위협한 것일까?

그림1 달러인덱스 (2024년 이후)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 달러 스마일 곡선



자료: 메리츠증권 리서치센터

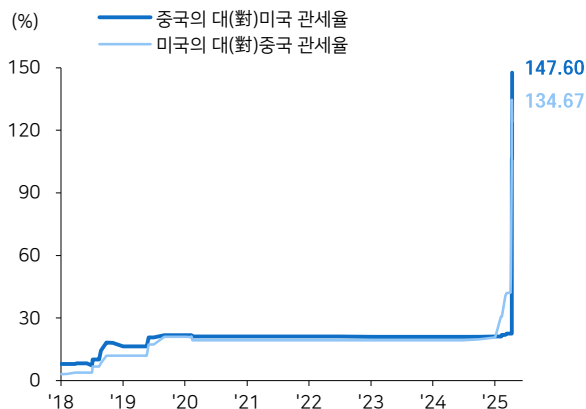
못미더운 트럼프가 원인

달러의 안전자산 지위를 위협한 것은 아이러니하게도 미국 행정부였다. 트럼프 대통령이 1월 20일에 취임한 이래로 관세 정책을 계속해서 뒤집었기 때문이다. 2월에는 캐나다/멕시코에 대한 관세 부과와 유예를 반복하더니, 4월에 전 세계를 대상으로 한 상호관세마저도 재차 번복했다.

특히 4월 2일에 발표된 상호관세는 보편관세 10%에 국가별 상호관세가 더해진 형태였다. 최악의 시나리오가 현실화되자 금융시장은 급격하게 불안해졌다. 특히 미국채 10년 금리가 단 3영업일 만에 3.8% → 4.5%까지, 70bp 가량 상승했다.

이에 트럼프 행정부는 일주일 뒤인 4월 9일에 1) 보편관세 10%로 시작하되, 2) 상호관세는 90일을 유예하는 것(7월 9일)으로 선회했다. 다만 중국은 예외였다. 중국이 미국에 보복관세로 대응하자 양국의 관세 치킨게임이 시작되었다. 4월 12일 현재, 미국은 중국에 134.67%, 중국은 미국에 147.60%를 부과한 상태다.

그림3 미중 양국 간 관세율



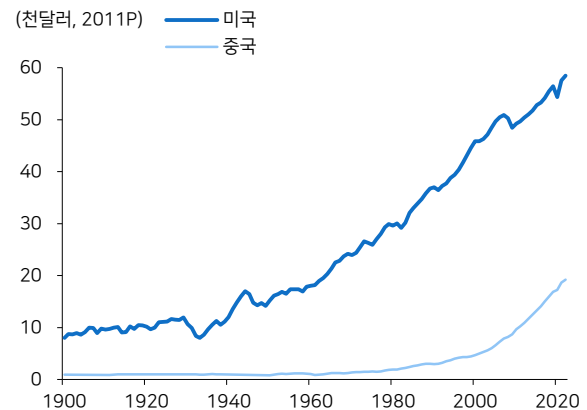
자료: PIIE "US-China Trade War Tariffs", 메리츠증권 리서치센터

그러나 다소 앞서 간 기대

달러 신뢰도에 금이 간 것은 부정할 수 없다. 게다가 미국이 시작한 관세 전쟁 때문에 미국의 경제성장을 전망까지 하락하다 보니 단기간 환율 움직임을 봤다. 최근 IMF는 미국 2025년 경제성장률 전망치를 2.7% → 1.8%까지 하향조정했다.

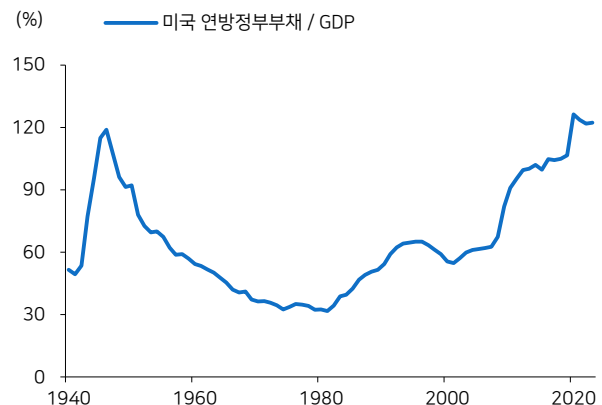
그러나 시장 기대는 다소 앞서 갔다. 당장 달러를 대체할 만한 통화가 마땅치 않은 것이 현실이다. 기축통화로 자리잡기 위해서는 경제 규모도 크고 재정건전성 우려는 작아야 한다. 미국은 정부부채 비율은 높지만 여전히 경제 규모가 압도적이다.

그림4 국가별 1인당 GDP: 미국 vs. 중국



자료: World Bank, 메리츠증권 리서치센터

그림5 미국 연방정부부채 / GDP



자료: Office of Management and Budget, 메리츠증권 리서치센터

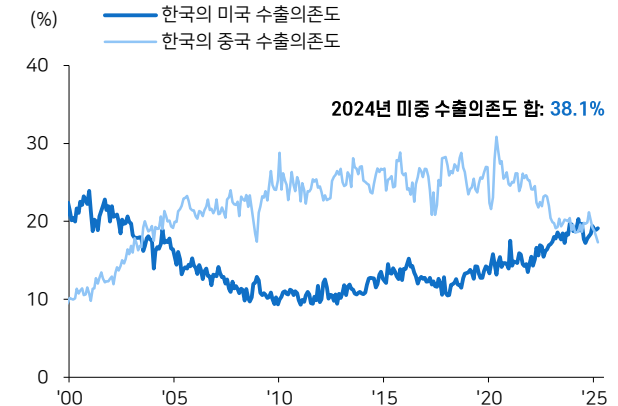
변화는 천천히 진행된다

외환시장에서 달러 패권에 대한 의심이라는 큰 변화가 시작되었다. 우리는 달러가 어떻게 기축통화 지위를 방어할 것인지, 다른 통화로 대체된다면 어떤 통화일지를 목격하게 될 것이다.

그러나 하나의 패러다임이 바뀌는 데는 오랜 시간이 걸린다. 1900년대에 기축통화가 파운드화에서 달러로 바뀌는 데도 20년 이상이 소요되었다. 당시보다 시장 개방도가 높아졌기 때문에 전환에 더 빠른 시간이 소요될 수는 있겠으나 3개월은 여전히 너무나 짧은 시간이다.

따라서 앞서 간 시장 기대를 되돌리면서 5월에는 달러 가치가 반등할 가능성이 크겠다. 달러/원도 달러에 연동되어 추가 상승할 것으로 보인다. 다만 한국은 미국과 중국 모두에 수출 의존도가 높기 때문에 관세 불안에 취약하다. 1,400원대 환율이 점차 익숙해질 이유다.

그림6 한국의 국가별 수출 의존도: 미국 vs. 중국



자료: 관세청, 메리츠증권 리서치센터

이달의 이슈 ①

글로벌 전략·선진국
Analyst 황수욱

미국 실적 시즌의 힌트: 매크로 불확실성의 역설적인 기회

올해 4월은 10년에 한 번 오는 수준의 변동성

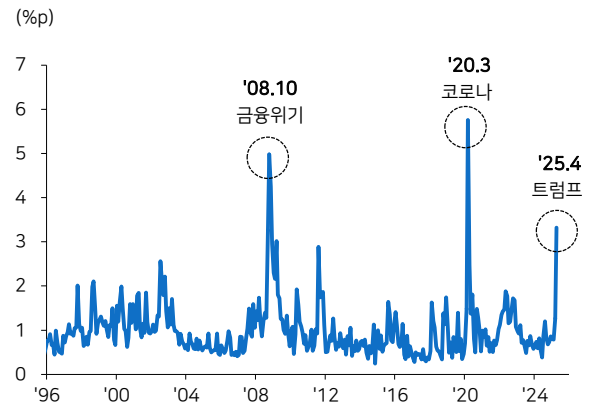
4월 미국 시장 변동성이 매우 컸다. 트럼프의 말 한마디 한마디에 시장이 출렁거렸다. 4월 초 소위 ‘해방의 날’ 트럼프 행정부는 시장의 예상을 뛰어넘는 수준의 관세를 교역 상대국들에게 부과했다. 그 충격으로 2월 6,144pt로 신고가였던 S&P500 지수는 5,000pt를 하회하기도 했다.

일주일 뒤 상호관세 유예 소식에 S&P500 지수는 하루만에 9.5%, 나스닥 종합주가지수는 12.2% 상승했다. 2차 세계 대전 이후 세 번째로 높은 일간 상승률이었다. 이후 반등하나 싶던 시장 변동성은 여전했다. 트럼프가 과월 의장 해임을 검토한다는 소식에 달려 표시 자산에 대한 의구심까지 거론되며 시장이 다시 무너졌고, 해임을 검토하지 않는다는 이야기로 번복하면서 시장은 다시 상승했다.

시장의 방향성을 잡기 어려운 시기다. S&P500 일간 수익률의 월평균 표준편차를 기준으로 월별 변동성을 계산해보면, 2025년 4월은 2020년 3월 코로나, 2008년 10월 금융위기 다음으로 높은 변동성이 나타났던 달이었다.

그래도 다음을 준비해야 한다. S&P500은 4월 8일 저점 이후 반등해 4월 25일 기준 5,500pt 선을 회복했다. 트럼프의 말 한마디에 시장 분위기는 또 바뀔 수 있지만, 시장이 다시 상승 추세로 전환된다면 어떤 종목을 들고 있어야 할지 고민할 필요는 있는 시기다.

그림1 S&P500 일간 수익률의 월별 표준편차



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

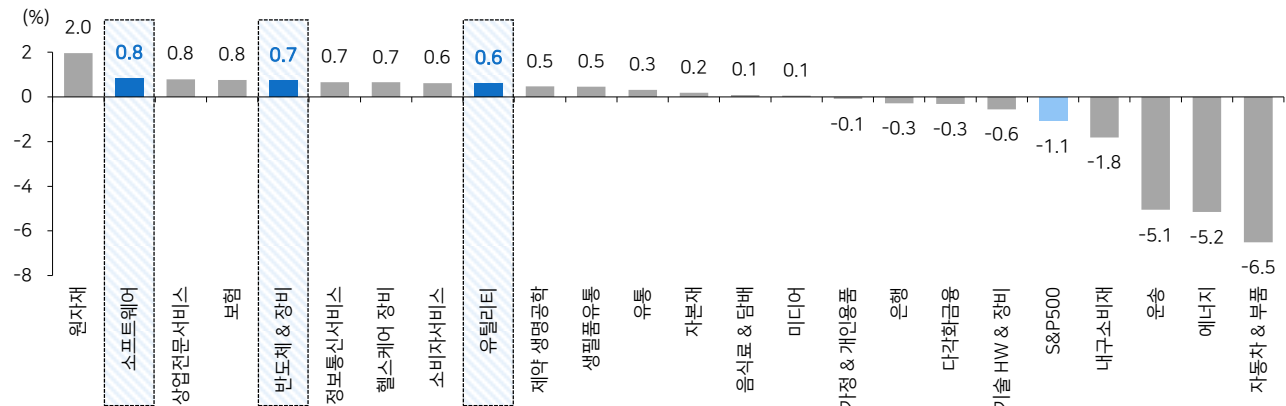
중심을 잡게 도와줄 실적 시즌의 힌트

4월 중순부터 1분기 실적 시즌이 시작됐다. 펀더멘털 중심으로 주식 시장을 관찰하며 종목을 선별하기 좋은 시기다.

실적 시즌 직전까지 시장의 걱정은 ‘관세 영향’이었다. 트럼프 행정부가 4월 관세 부과를 예고했던 만큼, 3월까지 미리 당겨서 소비하는 행태로 1분기 실적 숫자는 나쁘지 않을 것이라는 기대는 어느 정도 있었다. 관건은 관세 영향을 반영한 2분기 이후 실적 가이드스가 얼마나 변화할지 여부였다.

가장 걱정이 컸던 분야는 기존 주도주인 AI 하드웨어 관련주다. 2월 고점 이후 가장 많이 하락한 주식은 AI 반도체, 전력 인프라 관련 기업이다. 반도체 품목관세 부과 가능성, 공급망 재편의 핵심 피해 업종이라는 인식이 주가 하락의 배경이었다.

그림2 4월 2일 관세 부과 이후 4월 25일까지 S&P500 GICS 2레벨 기준 업종별 실적 추정치 변화율



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그런데 막상 시작된 관련 기업의 실적발표 분위기는 달랐다. 4월 넷째 주에 실적을 발표한 반도체 기업 및 AI 인프라 기업들의 실적은 전부 서프라이즈였다. 반도체 관련 기업 중에는 지난주 램리서치와 텍사스 인스트루먼트가 실적 발표 직후 시간 외에서 5%씩 주가가 상승했다.

AI 데이터센터 냉각 시스템 대표 기업인 버티브는 실적발표 직후 프리마켓에서 10% 이상 상승 출발했다. 관세 불확실성 국면임에도 오히려 올해 가이던스를 상향했기 때문이다. 관세의 영향력은 올해 2분기에 정점일 것이고, 4분기에 관세 중립을 목표로 하는 대응으로 올해 중 관세 영향을 전부 희석시킨다는 것이다. 오히려 관세가 완화되면 실적 추정치가 상향될 수 있는 가이던스라고 했다.

실적 Q&A에서 AI 데이터센터 산업 둔화 우려를 걱정하는 질문이 자주 등장했다. 하이퍼스케일러들의 리스 취소나 건설 지연 소식들이 나오는 것에 대한 의견을 묻는, AI 하드웨어 공급과잉 우려가 섞인 질문들이었다. 버티브는 AI 데이터센터 수요가 여전히 강력해 중장기 가이던스를 유지한다는 대답으로 우려를 일축했다.

알파벳 실적 발표도 좋았다. 연초부터 이어진 AI 데이터센터 공급과잉 우려에 관세 우려까지 겹쳐 알파벳이 설비투자 가이던스를 유지할 수 있을지가 실적 발표의 핵심 관전포인트였다. 알파벳은 이번 실적발표에서 2025년 설비투자 가이던스를 전년대비 50% 증액한 750억 달러를 유지했다.

매크로 환경 불확실성에도 AI와 같은 핵심 분야는 계속 투자한다는 의지를 피력했다. AI 클라우드 부문은 여전히 수요가 공급을 앞서고 있어 고객의 니즈에 맞추려면 투자를 유지해야 한다는 것이다.

알파벳 CEO의 발언 중, 고객 기업들이 차세대 ‘AI 에이전트’ 시대에 대비하려는 수요가 늘고 있고 큰 기회라고 생각한다는 부분이 인상적이었다.

‘AI 에이전트 소프트웨어’를 B2B에서 본격적으로 수익화하는 서비스나우의 실적발표는 알파벳의 이야기를 뒷받침한다. 서비스나우는 이번 실적발표에서 컨센서스를 상향했다. CEO는 매크로 불확실성이 기업들의 비용 최적화와 관련한 AI 도입을 가속시키는 오히려 기회일 수 있고, 난국 속에서 자신들이 더욱 주목 받는 이유라고 평가했다.

매크로 불확실성이 유발하는 역설적인 기회

아직 확인해야 할 더 중요한 기업들이 많지만, 앞서 언급한 기업들도 AI 산업에서 중요한 밸류체인 의 한 축을 담당하는 핵심 기업들이다. 이들의 스토리를 엮어서 해석해보면 다음과 같다.

관세가 유발한 매크로 불확실성은 생산성 향상, 비용 최적화를 해주는 AI 소프트웨어의 필요성을 키우고, 이를 공급하는 기업의 수익화를 가속시킨다. AI 소프트웨어의 확산은 AI를 만들고 구동하는 AI 하드웨어는 더 많이 필요하다. AI 소프트웨어 확산에서 비롯된 AI 하드웨어 초과수요 환경이다.

AI 인프라 재조명; 시선은 다시 에너지까지

AI 하드웨어 주식들과 함께 가장 많이 주가가 하락한 업종은 '전력 인프라'다. AI 하드웨어의 과잉 공급, 남아있는 반도체 품목관세 리스크, 관세 전쟁에 따른 공급망 혼란은 AI 설비투자 의지를 약화시킬 것이라는 우려가 AI에서 비롯되는 전력 수요에 대한 기대까지 눈높이를 낮췄었다. 단기적으로는 오히려 주가가 가장 매력적으로 보인다.

지난주 미국 전력 인프라 핵심 기업인 GE버노바도 실적을 발표했다. GE버노바는 2024년 GE로부터 에너지 사업부가 따로 분할되어 상장된 기업으로, 천연가스 화력발전에 필요한 가스터빈을 주력, 발전소 주변 설비, 풍력 터빈 등 친환경 발전에 필요한 기자재를 만든다.

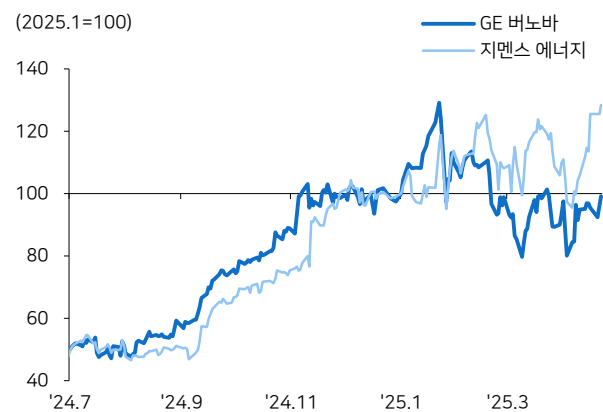
실적은 서프라이즈였다. 매출액, 순이익, EPS는 모두 컨센서스를 상회했으며, 관세 불확실성 환경에서도 연간 실적 가이던스를 유지했다. 관세에 따른 비용을 구체적으로 제시하고, 여기에 대응할 수 있는 방안들이 마련되어 있음을 강조했다.

실적 Q&A에서 데이터센터향 수요 위축이나 주문 취소를 우려하는 뉘앙스의 질문들이 있었다. GE버노바는 4월 1일과 비교해도 수요 전망에는 큰 차이가 없으며 데이터센터 시장에서 대규모 취소 가능성은 크지 않다고 우려를 일축했다.

GE버노바 CEO는 'normalizing to higher for longner'라는 표현으로 가스 발전 시장 호황이 장기간 이어질 수 있다고 자신했다. 가스 터빈 수주 및 생산 슬롯 예약 물량이 '27년까지는 이미 차있고' '29년 인도 물량까지도 논의 중에 있고' 가격 인상 추세가 이어진다는 것이다.

GE버노바 실적 컨콜에서 전세계는 관세로 공급망의 글로벌 분산에 따른 생산 설비의 중복투자 확대를 겪고 있는데, 이게 오히려 전력 수요를 키운다는 CEO 멘트가 매우 인상적이었다. 현재 북미 지역의 전력 수요 증가 속도는 2차 세계대전 종전 이후 공업화 시기와 맞먹는 수준이며, 과거와 달리 이번에는 글로벌에서 동시다발적으로 나타나는 구조적인 상황으로 평가했다. AI 소프트웨어와 마찬가지로, 전력 인프라에도 관세 매크로 불확실성이 유발하는 역설적인 기회가 보이는 듯 하다.

그림3 글로벌 peer 대비 주가가 낮아져있는 GE 버노바



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

이달의 이슈 ②

채권 투자전략
Analyst 윤여삼

흔들린 미국채, 그래도 안전자산 지위는 회복

사라진 무위험 자산, 미국채가 흔들린다

3월 트럼프 관세부과에 따른 금융시장 불안 및 미국경기 둔화의 수혜자는 미국채라고 필자는 강조했다. 이를 근거 미국채10년 하반기 3.8%를 타겟으로 매수를 적극 권유했다.

4월 2일 트럼프가 명명한 ‘해방의 날’ 이후 2영업일동안 미국증시가 10% 넘게 하락할 당시만 해도 미국채10년 금리는 장중 3.8%까지 하락, 채권가격은 급등했다. 그렇게 안전자산으로 미국채의 역할은 문제가 없는 듯 보였다. 주말을 보내고 4월 7일 트럼프 대통령이 관세부과를 유예할 수 있다는 루머가 돌았고, 미국증시 반등과 함께 미국금리가 4.2%대 반등할 때만 해도 괜찮았다.

그러나 4월 9일 아시아 시장에서 미국채 매도가 심화되며, 미국채10년 금리가 4.5%를 넘어서자 분위기가 심상치 않아졌다. 주가와 채권이 동시에 약세를 보였고, 달러가치 역시 급락했다.

그림1 해방의 날 이후 주가와 동시에 미국채 가격도 하락



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 금리 오르는데 달러 약세로 가는 경우는 드문 현상



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

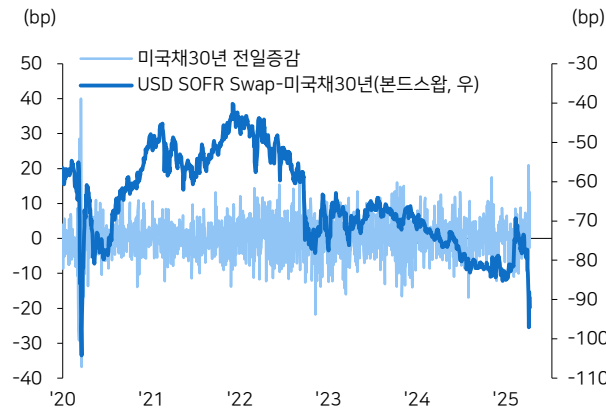
과도한 레버리지와 대외세력 매도의 혼재

무위험자산의 대표적인 미국채가 증시 및 달러와 함께 동반 하락한 배경에 대한 이목이 집중되었다. 초기 다수의 전문가 및 베센트 미 재무장관까지 과도한 미국채 레버리지 투자를 지적했다.

미국채 레버리지 투자는 선도&선물 및 스왑 등을 포함한 다양한 베이스 트레이딩이 대표적이다. 당장 금리가 하락(채권가격 상승)을 대비하여, 스왑을 이용하거나, 채권을 담보로 돈을 빌리는 등 레버리지 활용은 다양하다. 간단히 말하면 주식시장의 신용대출과 비슷한 개념이다.

금리하락에 베팅한 포지션이 과도하게 쌓였는데, 파월의 금리인하 반대라던지 트럼프 관세부과 유예와 같은 재료로 반작용이 생길 경우 기존 베팅했던 자산들은 급격한 청산의 사유가 생긴다.

그림3 베이스스 스왑, 무리한 베팅의 결과로 금리가 급등

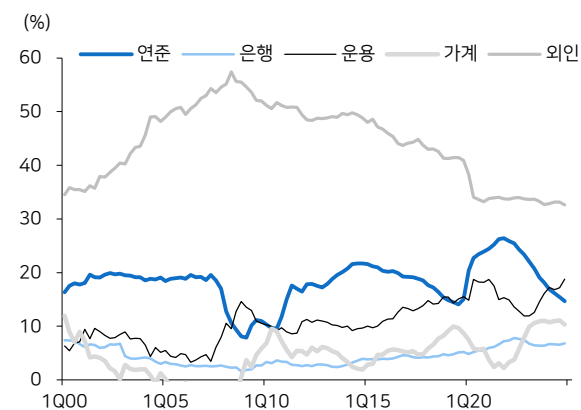


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

과거 금융위기와 팬데믹 시기 과도한 안전자산 선호로 베이스스 스왑이 확대되어 레버리지 베팅이 심화된 충격으로 미국채 금리가 급등한 사례가 있다(그림 3). 당시 국채 유동성 문제 해결사로 연준이 개입하여 시장 기능을 안정시켰다.

이번 미국금리 충격은 외형적으로 유사성이 커 보이나 근본적인 차이점이 있다. 금융위기와 팬데믹 때는 금리가 오를 때 달러는 강세였다. 이번에는 금리상승에도 달러약세가 심화되었다. 트럼프의 관세전쟁이 달러자산 신뢰성 자체를 건드렸다는 이야기가 강화되기 시작했다.

그림4 기관별 미국채 보유 비중, 외인 32%로 최대 규모



자료: UST, 메리츠증권 리서치센터

미국채 레버리지 확대 이면에 대외 세력의 미국채 매도에 대한 이야기가 흘러 나오기 시작했다. 미국금리가 미국 본시장보다도 아시아시장에서 변동성이 더욱 커지자 이러한 의구심이 강화되었다.

전체 28조 달러에 육박하는 미국채 유통물의 32%인 8.5조달러를 외국인이 보유하고 있다. 이중 1위인 일본(1.1조달러)과 중국(0.75조달러)이 미국채 매도관련 의심의 중심에 있었다. 엔캐리 청산으로 일본 보험사 매도가 거론되었으나, 4월 7일 주간 미국금리가 급등하는 과정에서 일본 금융기관들의 해외채 매도는 5천억엔 수준으로 미약했다.

미국의 최우방인 일본보다는 상호 관세를 145% vs 125% 부과하며 마찰이 심한 중국의 미국채 매도 가능성이 높게 제기되었다. 2010년대만 해도 미국채 보유잔액이 1.3조달러로 최대 보유국이었던 중국은 트럼프 1기 시절 본격적으로 미국채 잔액을 줄여 현재 7천억달러대로 낮춰왔다.

옐런 전 재무장관까지 나서 ‘중국의 미국채 매도는 본인들에게도 자산가치 훼손이라는 불리함이 있어 본격적으로 나서지 않았을 것’이라고 언급했다. 미국계 금융기관들 다수도 레버리지 투자에 대한 수급꼬임을 주로 지적했다.

그러나 전 IMF 수석이코노미스트 출신인 블랑샤르 MIT 교수는 ‘중국이 미국채를 무기화할 이유나 최근 비대해진 미정부 부채규모를 공략할 적절한 시점’으로 평가했다. 도이치뱅크 등 유럽계 금융기관들은 중국의 미국채 매도라는 해석을 다수 내놓았다.

필자가 가지고 있는 네트워크를 통해서도 중국의 매도관련 가능성은 높다. 중국 정부가 직접 나서지 않고, 조세회피지역에 있는 중국 민간 금융기관들의 달러자산 축소가 주목받고 있다.

그림5 미국채 보유 중국은 줄었으나 조세회피 지역 급증



자료: UST, 메리츠증권 리서치센터

미국채 안정 기반에 달러약세 유도가 중요

과도한 레버리지와 대외 매도 중 어떤 힘이 본질 이든 금융시장 불안기 미국채가 안전자산의 역할을 하지 못했다는 사실은 트럼프 행정부의 무역전쟁에도 큰 변곡점을 제시했다.

4월 9일 장중 미국채10년물이 4.6%를 넘어서려 하자 트럼프는 X(트위터)를 통해 ‘중국을 제외한 주요국 보편관세 10%를 남기고, 상호관세는 90일 유예’하는 결정을 내렸다. 이후에도 미국채10년 금리가 4%대 중반에서 높은 변동성을 유지하자 ‘주요 5개국과 가장 먼저 협상을 매듭짓기로 하고, ‘중국과도 합의 중에 있다’는 내용을 강조했다.

베센트 재무장관은 ‘중국이 매도하고 있지 않다고 생각하며, 그들에게도 이익이 없다’, ‘대외 매도로 인해 문제가 있다면 연준과 함께 대응에 나설 수 있다’고 미국채의 수급문제는 해결할 수 있다고 강조했다.

그렇지만 이번 미국금리 급등은 과도한 대외 채무 증가와 맞물려 달러가치와 직접적 연관성이 있다는 측면에서 연준의 개입을 주저하게 한다. 한번도 고민해보지 않은 ‘최종대부자로서 연준’의 신뢰성마저 흔들 수 있기 때문이다.

달러가치의 문제가 없었다면, 금융위기나 팬데믹 때처럼 연준의 자산매입으로 대응할 수 있는 문제다. 지금은 관세부과를 통한 글로벌 교역과 금융시장의 안정성을 회복하는 과정에서 연준이 나서서 해결할 상황이 아닌 것이다.

이번 4월 2일 ‘해방의 날’ 선언 이후 4월 9일 관세 부과 유예, 그리고 현재의 협상까지 미국채의 안전자산 지위가 흔들리는 사건은 결과적으로 트럼프의 폭주를 막는 브레이크 역할을 수행했다.

우리는 해방의 날 제시된 실효관세율 22.4%는 절반으로 줄고, 중국과 미국의 관세부과 역시 현실적인 30~50% 내외로 축소될 것으로 보고 있다. 정치적 불안이 안정되어야 미국 주식과 채권 매도에 나선 대외세력 불안이 해소되고, 연준이 달러가치를 우려하지 않고 금리인하에 나설 수 있다.

우리는 6월까지 관세관련 주요한 합의 과정이 도출될 것으로 예상하고 있다. 그 배경 하에 하반기 연준은 75~100bp 금리인하를 단행하고, 미국채10년 금리는 우리가 제시한 3.8% 타겟까지 안정될 것이다. 미국채 금리가 안전자산의 지위를 회복해야 위험자산인 미국 주식도 다시 추세를 위쪽으로 전환시킬 수 있을 것이다.

인터넷/게임
Analyst 이효진

Bandai Namco (7832 JP)

5월 30일, <밤의 통치자>가 온다

스팀 성장에 주목

2024년 글로벌 게임 시장은 전년과 유사(+0.6% YoY)했다. 22/23년 트리플 A급 게임의 대규모 출시 사이클을 지나 2024년 공백이 발생하자 2024년 PC/콘솔 시장은 전년 대비 감소했다. 그러나 2025년은 하반기 <GTA6>를 포함하여 대작이 다수 준비되어 있어 투자자 관심은 다시 집중될 전망이다. 특히 스팀 플랫폼을 주목할 필요가 있다.

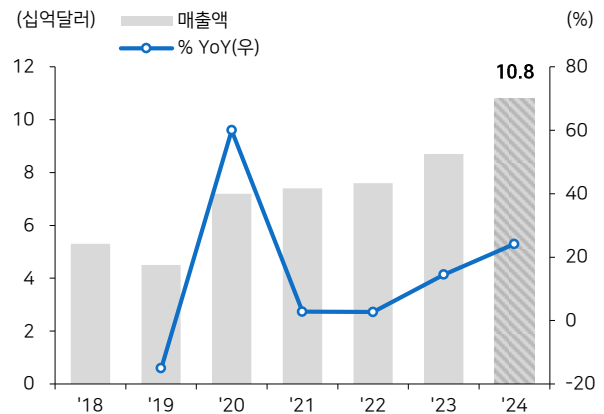
Statista에 따르면, 2024년 스팀 매출은 108억달러(한화 약 15조원)로 YoY 24% 증가하며 성장이 가속화되었다. 콘솔 타이틀의 PC 동시 출시로 콘텐츠가 크게 증가했고, 라이브 서비스가 성장한 데 따른다.

2022년 하반기부터 PS5 보급이 이루어지며 대작 타이틀 출시가 본격화되었다. 과거 콘솔 exclusive를 지향하던 다수 게임사들이 시장 확대를 위하여 PC, 특히 스팀 동시 출시에 적극적으로 대응하기 시작한 점이 변화의 핵심이었다. 이는 출시까지 투자 비용이 크게 증가했기 때문이다.

동시 출시하는 스팀 플랫폼에 콘텐츠를 늘리고 이용자 확대라는 선순환을 가져왔다. 스팀 게임 수는 2022년 누적 1만개 수준이었으나 2024년 15,422개로 50% 증가했다. 판매량도 동률 상승했다.

게임사도 동시 출시 효과를 톡톡히 누렸다. 다수의 프랜차이즈 콘솔 타이틀이 2022년 이후 시리즈 통상 최대 판매고/매출을 기록하는데 성공했고 과거 출시된 게임의 역주행으로 높은 레버리지를 기록하는 업체가 등장했다.

그림1 스팀 연도별 매출 및 성장률: 최근 가속화



자료: Statista, 메리츠증권 리서치센터

표1 콘솔 게임의 PC 동시 출시로 인해 판매 속도와 규모 과거 대비 확대

게임명	출시일	실적	비고
Call of Duty: Modern Warfare	2019.10.25	6억달러	첫 3일 간 기록
Call of Duty: Modern Warfare II	2022.10.28	8억달러	첫 3일 간 기록, 시리즈 최단(출시 10일) 10억 달러 돌파
Resident Evil 3	2020.04.03	840만장	출시 5일 간 200만 장 기록
Resident Evil 4 Remake	2023.03.24	920만장	출시 아틀 간 300만 장, 2주 동안 400만 장 기록
Helldivers	2015.08.18	400만장	2024년 5월까지의 기록
Helldivers 2	2024.02.08	1,500만장	출시 4일 간 100만 장 판매, 2024년 2월 스팀 최다 판매 게임
Monster Hunter Rise	2021.03.26	1,670만장	출시 3일 간 400만 장 기록
Monster Hunter Wilds	2025.02.28	1,000만장	출시 한달 간 1,000만 장 기록, 캡콤 게임 중 가장 빠른 판매 기록

주: 기업체의 언론 자료 보도에 기반하여 조사
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

<엘든링: 밤의 통치자> 앞뒤 관심 커질 때

콘솔 게임의 PC 동시 출시의 가장 큰 수혜자는 일본 업체였다. <엘든링> 퍼블리싱을 담당하는 반다이 남코도 이에 힘입어 높은 성과를 기록했다. 과거라면 2022년 <엘든링> 성공 후 <엘든링2> 제작에 착수했을 것이다. 이 경우 다음 시리즈 출시까지 다년간의 실적 공백은 불가피하다.

그러나 최근 트렌드가 바뀌었다. 다음 시리즈 개발에 바로 착수하기 보다는 DLC를 통해 실적 공백기를 최소화하려는 움직임이 포착된다.

<엘든링>도 2024년 이후 매년 1개의 DLC를 출시하고 있다. 2024년 6월 기준 누적 판매량은 2,500만장이다. 같은 달 발매된 DLC는 첫 3일간 500만장 이상의 다운로드를 기록했다. 일반적으로 DLC가 출시되며 본품 할인을 통해 패키지 판매가 진행된다. 이는 다음 DLC/시리즈를 위한 예비 소비자 풀을 확대하는 선순환 효과를 낳는다.

콘솔 타이틀의 스팀 출시를 패키지 게임의 기존 매출 패턴 대비 상대적으로 지속 기간이 길어지고

피크 구간이 높아지며 전체 볼륨을 키웠다. DLC 전략은 매출의 지속성을 높여 콘솔 게임의 단점을 보완하고 있다.

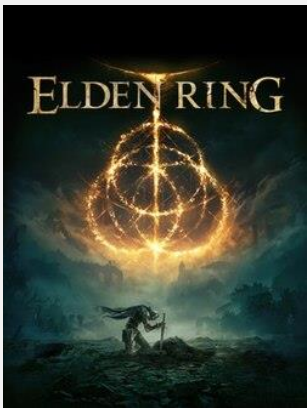
오는 5월 30일 두 번째 DLC <엘든링: 밤의 통치자> 출시가 예정되어 있다. 게임사 주가는 기대 신작에 반응한다. 콘솔 게임의 대상 시장이 커진 현재와 같은 시기는 퍼블리셔의 마진이 확대되는 점에서 실적 레버리지를 기대하기 좋은 때다. 투자자 관심이 높아질 것으로 예상하는 이유다.

표2 반다이남코 재무제표 및 패키지 판매량

(십억엔)	'22.3	'23.3	'24.3	25.3 Plan
Digital	378.2	385.7	372.7	450.0
판매량(천개)				
일본	4,650	10,021	8,712	8,500
북미	25,054	18,710	13,672	15,000
유럽	27,143	19,560	17,298	16,000
북미+유럽	52,197	38,270	30,970	31,000
Total	56,847	48,291	39,682	39,500
New titles	테일즈 오브 어라이즈	엘든링	원피스오프세이 드래곤볼Z	엘든링(DLC) 철권8

자료: 반다이남코, 메리츠증권 리서치센터 정리

그림2 <엘든링> 2022년 출시 후 DLC 판매로 연속 매출 이끌어

시리즈			
게임명	엘든 링	엘든 링: 황금 나무의 그림자	엘든 링: 밤의 통치자
출시일	2022.02.25	2024.06.21	2025.05.30 예정

자료: 반다이남코, 메리츠증권 리서치센터

GE Vernova (GEV US)

유틸리티/건설
Analyst 문경원

AI와 LNG에 동시에 투자하는 법

가스 터빈, 제 2의 변압기?

2024년, 한국 주식 투자자들은 변압기 시장의 놀라운 성장을 목격했다. 공급이 비탄력적인 전력기자재 시장에서는, 수요 상승에 따른 마진 개선 폭이 크다는 점을 확인한 것이다. 글로벌 주식 시장에서도 비슷한 현상이 관찰되고 있다. 바로 가스 터빈이다.

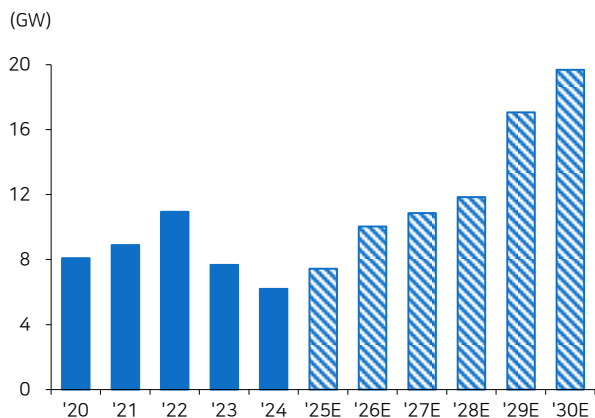
수요: AI 데이터센터 + LNG 급증

2024년부터 가스 터빈 발주가 뚜렷하게 늘어나고 있다. 배경은 단순하다. AI 데이터센터 때문이다. AI 데이터센터로 인해 미국에서만 연간 10GW 이상의 추가 전력 수요가 발생할 전망이다. 2030년대 초반 SMR이 상용화되기 전까지, 막대한 전력이 필요한 On-site 발전소는 주로 가스 터빈을 활용할 수밖에 없다. 재생에너지는 불확실한 출력과, 큰 설치 면적이 문제다.

데이터센터에 투자되는 자본의 성격도 Oil Money 중심으로 변화하고 있다. ExxonMobil, Chevron은 2024년 말 직접 데이터센터와 가스 발전소를 함께 짓겠다고 발표했으며, 사우디와 UAE 등은 국부펀드를 통해 중동과 북미에 데이터센터 건설 계획을 발표했다. 이들은 데이터센터를 가스의 Downstream으로 이해하고 있다. 가스를 통해 데이터센터를 운영할 가능성이 높다.

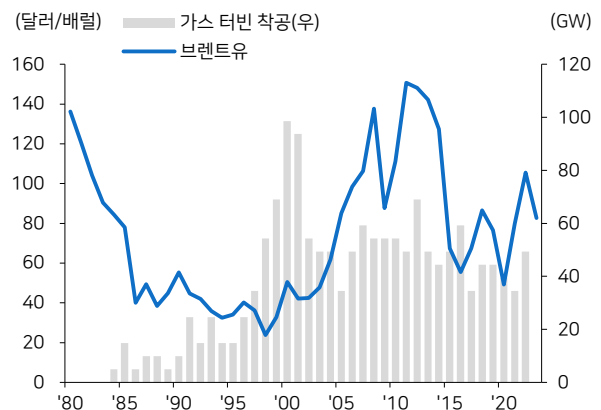
2029년 이후로는 북미 외 지역, 특히 아시아, 중동 지역에서도 가스 터빈 수요 성장이 예상된다. 미국을 중심으로 글로벌 수출용 LNG 물량이 급격히 늘어날 예정이기 때문이다. 트럼프 정부가 알래스카, 북극 등 추가적인 자원 개발을 진행할 가능성도 높아 보인다. 따라서 글로벌 가스 가격은 낮아지고 가스 조달도 한층 수월해질 것으로 보인다. 에너지 시장에서는 공급이 수요를 창출하기도 한다. 2000년대 초반 '가스 터빈 붐'도 90년대 후반 중동 LNG 수출 확대에 기반했다.

그림1 미국 데이터센터 발전 설치량 전망



자료: Wood Mackenzie(2025), 메리츠증권 리서치센터

그림2 가스 발전소 설치량 추이



주: 1) 브렌트유는 2023년 달러 가치로 환산,

2) 가스터빈 착공은 설치량 순증을 2년 선형 표시한 추정치

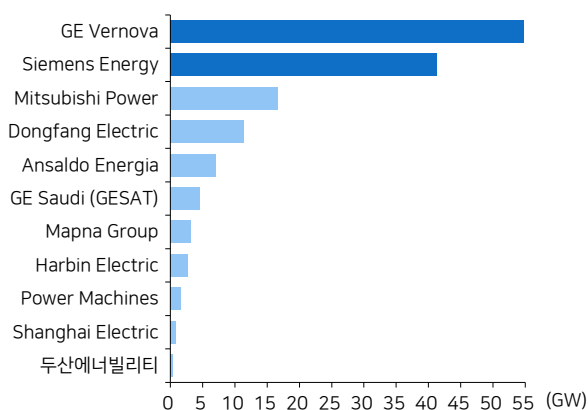
자료: Energy Review, ThunderSaidEnergy, 메리츠증권 리서치센터

가스 터빈 시장: 고인 물 중에 고인 물

가스 터빈 공급은 아주 제한적이다. 현재 글로벌 대형 가스 터빈 시장은 GE Vernova, Siemens Energy, 미쓰비시 중공업(Mitsubishi Power) 3사가 사실상 과점하고 있다. 이외에 우리나라 두산에너빌리티가 글로벌 시장에 신규 진입 중이다. ‘기계공학의 꽃’이라 불리는 블레이드 제작 기술, 그리고 유지보수 네트워크라는 진입 장벽이 워낙 높아 4개 회사 이외에 진입은 어렵다.

기존 3개 회사들도 적극적인 증설에는 소극적이다. 2017~2019년 가스 터빈 구조조정, 2021~2024년 해상풍력 사업 손실 트라우마가 투자 심리를 위축시켰다. 여기에 초합금 소재(니켈계 합금) 부족, 고급 인력 부족 문제도 생산능력 증설을 어렵게 하고 있다. GE Vernova만이 2024년부터 미국 Greenville 공장에 추가 투자하여 생산능력을 연 37기(2025년) → 74기(2027년)로 확대할 계획이지만, 이 역시 신규 공장 건설이 아닌 기존 공장의 생산성 효율화 정도이다.

그림3 글로벌 가스 터빈 시장 점유율



주: 2024년 8월 기준 건설 중인 글로벌 가스 발전소 대상으로 조사
자료: Global Energy Monitor, 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

이제 마진 개선을 확인할 차례

이러한 구조적 수요 증가와 공급 제한은 단기간에 해소되기 어렵다. GE Vernova의 경우 2028년까지 생산 스케줄이 확정되어 있으며, 현재 공급 논의 중인 프로젝트는 2030년 이후에나 인도될 예정이다. 터빈 제작 업체들의 Pricing Power가 강해짐에 따라 마진 개선은 지속될 가능성이 높다.

특히나 과거와는 달리 보수적인 유틸리티 업체가 아닌, 가격에 덜 민감한 테크 회사들이 전방 시장으로 자리잡았다는 점에 주목해야 한다. 이들 입장에서는 데이터센터 총 건설 원가 중 약 10~15%만 차지하는 가스 발전소 사업비에 야박하게 굴 필요가 없다. 전력 문제로 인해 데이터센터 건설이 늦어지는 것이 훨씬 더 큰 기회 비용이다.

기존 업체들의 마진 개선과 동시에 신규 진입 업체인 두산에너빌리티의 사업도 속도를 낼 전망이다. 기존 계획은 2026년부터 1~2개의 가스 터빈을 수출하는 것이었으나, 미국 데이터센터향 수주가 예상보다 이른 시점에, 더욱 큰 규모로 이뤄질 가능성에 무게를 둔다.

표1 업계 주요 인물이 이야기하는 가스 터빈 시장 현황

Scott Strazik, GE Vernova CEO (2024년 12월)

“지난 한달 동안에만 9GW 규모의 가스 터빈 예약을 받았어요.
“이들은 2028년부터 데이터센터에 전력을 공급할 겁니다.
“이건 앞으로 다가올 것들의 표면에 불과합니다”

Shane Long, GE Vernova 가스 사업부 글로벌 서플라이 체인 담당 (2025년 1월)

“가스 터빈 수요는 지난 수십년 동안 가장 강한 수준입니다.
“우리의 CAPA는 향후 3년 간 모두 예약되어있어요”

Ben Thomas, Mitsubishi Power 수주 생산 디렉터 (2025년 2월)

“가스 터빈이 포함된 프로젝트를 진행하려면, 주요 제조사들과
“최소 7~8년 전에 논의를 시작해야 합니다. 줄을 서야 해요”

John Ketchum, NextEra Energy CEO (2025년 3월)

“가스 터빈을 확보하고 실제로 시장에 구축하려면,
“현실적으로 2030년 이후를 바라봐야 합니다”

자료: 위에서부터 순서대로 Bloomberg, Unstate Business Journal, Power Engineering, E&E, 메리츠증권 리서치센터

GE Vernova: 미국 1등 업체

이 가운데 GE Vernova는 다른 2개사 대비 AI 데이터센터 수요 대응이 가장 빠르고 유리한 위치에 있다. 첫째, 미국 현지 생산 비중이 높다. Greenville, 뉴욕, 뉴저지, 메인주 등에 공장을 운영하며 관세 부담과 물류비용을 줄일 수 있다. 둘째, 미국 내 누적 설치량과 유지보수 네트워크가 가장 탄탄하다. 전체 설치 대수 기준 점유율이 높다는 점은 빠른 유지보수 대응으로 이어진다.

주식적인 측면에서도 강점이 있다. GE Vernova는 가스 터빈 사업부가 전체 EBITDA의 약 70% 이상을 차지하고 있다. 이는 Siemens Energy나 미쓰비시 중공업 대비 가스터빈 사업에 집중적으로 투자할 수 있다는 뜻이다. 특히 Siemens Energy는 풍력 부문의 적자 문제로 여전히 실적 불확실성이 남아있고, 미쓰비시 중공업은 전사적인 사업 포트폴리오가 분산되어 있다.

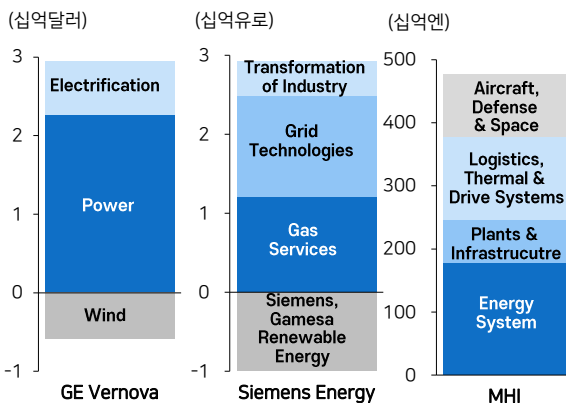
한편, 밸류에이션 측면에서는 2026년 예상 PER이 GE Vernova 33.7배, Siemens Energy 27.2배, 미쓰비시 중공업 30.1배로 큰 차이가 없는 모습이다(4월 28일 종가 기준).

1Q25 실적 발표에서 CEO는 CEO는 가스 발전 시장 호황이 “normalizing to higher for longer”라는 표현으로 장기간 이어질 수 있다고 평가했다. 컨센서스도 이를 일부 반영 중이다. 2024년 Power 사업부(가스터빈 등) 영업이익률은 9.6%를 기록했는데, 2030년 영업이익률 컨센서스는 18.4%다. 2030년 기준 EV/EBITDA는 약 9.6배이다. 향후 평가 인상에 따라 추가적인 전망치 상향이 예상된다.

이외 사업부 상황도 긍정적이다. 전력기기를 판매하는 Electrification 사업부는 전력 인프라 투자 사이클에 기반하여 1Q25 수주잔고가 2년 전 대비 약 2배 성장했다. Wind 사업부는 2025년까지 해상 풍력 수주잔고가 상당 부분 매출화되어, 수익성이 좋은 육상풍력 중심으로 탈바꿈할 전망이다.

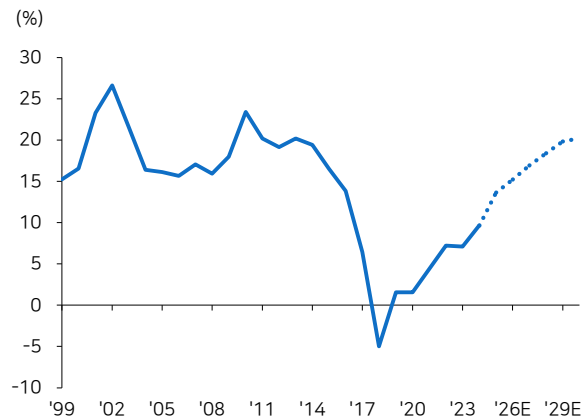
Hitachi와의 JV인 GE-Hitachi를 통해 진행 중인 SMR 사업에도 주목한다. 동사가 가진 BWRX-300 모델은 비등수형 경수로(BWR) 기술을 기반으로 한다. 4세대 대비 규제 승인 속도와 경제성 측면에서 경쟁 우위가 있다. 2028년 캐나다 온타리오 프로젝트를 시작으로 상용화를 계획 중이다.

그림4 3사의 사업부별 EBITDA 비중



자료: Bloomberg, MHI, 메리츠증권 리서치센터

그림5 GEV의 Power 사업부 영업이익률 추이 및 전망



주: 2021년 이전은 GE의 Power 사업부
자료: Bloomberg, GE IR, 메리츠증권 리서치센터

메리츠 유니버스

종목명 (종목코드)	시장	이슈	시가총액 (조원)	업종	수익률 (%)	
					1M	52W
엔비디아 (NVDA US) Analyst 김선우	미국	- 최근 AI 투자 속도 조절에 대한 우려 불구 업체별 및 국가별 AI 생태계 구축 경쟁 가열 - 지속되는 고성능 학습 수요(NVL 비중 증가)에 더해 추론용 제품군 수요 또한 빠르게 확산 - 상반기 기존 B200 양산 경험 바탕 차세대 B300 제품의 안정적인 양산 시작 예상(기존 Bianca 아키텍처 유지) - 제품 믹스 개선과 마진 개선 통한 이익률 회복 기대	3,812.2	반도체	-1	24
맥도날드 (MCD US) Analyst 김정욱	미국	- 브랜드 본질에 집중하면서도 최신 트렌드를 반영한 치킨 신제품 출시를 통해 글로벌 치킨 시장 점유율 확대 목표 - 대장군 검출 사태 이후 식품 안전 강화와 신속한 대응으로 소비자 신뢰 회복 기대 - 로열티 프로그램 활성화, 드라이브스루 및 앱 연계 배달 서비스 확대로 중장기 성장성 확보	325.5	소비재	3	16
어플라이드 머티리얼즈 (AMAT US) Analyst 김동관	미국	- 미세화 및 GAA, BSD 등 신기술 도입, 첨단 패키징 중요도 상승은 장비 TAM 확대로 전개 2nm 등 선단 공정 초과 수요로 추가 투자 기대감 유효 - 중국 투자 감소 및 매크로 우려 등은 반영된 밸류에이션	176.1	IT	4	-27
스포티파이 (SPOT US) Analyst 김민영	미국	- 음악 스트리밍 뿐만 아니라, 팟캐스트, 오디오북 등 콘텐츠 확대, 슈퍼 프리미엄 플랜 등을 준비 중 2024년 미국에 이어, 이르면 6월부터 유럽과 남미 지역 구독료 월 1유로 인상할 계획 - 가격 인상, 수익 모델 다각화 등에 따른 수익성 개선	175.1	엔터	7	109
GE버노바 (GEV US) Analyst 문경원	미국	- 빅테크들의 AI CAPEX 여전. 2028년까지 CAPA 팍 찬 상태 - 관세 영향으로 컨센서스 이익 전망치 하향 조정되었으나, 추후 평가 인상 통해 다시 재상승할 전망	145.2	유틸리티	22	133
로빈후드 (HOOD US) Analyst 조아해	미국	- 커스터디 지갑 출시 예정 등 전통 금융자산 외에도 디지털 금융자산 등 여러 범위의 자산을 다룰 수 있는 플랫폼으로 변모 중 - 주인 고객층은 MZ세대로 향후 부모 세대로부터 부를 물려받는다는 점에서 유입될 자산 지속 성장 전망 - 올해 싱가포르 진출을 통해 아시아 시장 확대에 추가 성장동력 확보 예상	62.1	금융	17	182
쿠팡 (CPNG US) Analyst 오정하	미국	5월 6일 실적 발표 예정. 국내 경기둔화로 물동량 약 4% 감소가 예상되는 한편 쿠팡은 약 20% 성장을 예고 - 정치적 불확실성이 완화되며 원화 약세 축소도 긍정적	60.8	유통	5	1
샤오펑 (XPEV US) Analyst 김준성	미국	- 현재 500TOPS 이상 컴퓨팅 파워 갖춘 스마트카 중 가장 저렴한 모델 M03로 기술/가격 경쟁력 입증 2Q25 출시 P7+모델부터 자체 추론 칩 TuringAI 탑재 → 원가 절감, 비용 효율화로 수익성 개선 가속화 기대	27.3	모빌리티	1	146
퍼스트솔라 (FSLR US) Analyst 노우호	미국	- 미국 내 최대 태양광 셀/모듈 생산기업 25.4월 미국의 대중관세율 완화 가능성에 주가 상승 - 미국 에너지 정책 관점에서 태양광 및 ESS 사업 호조는 동사 사업 방향성에 긍정적	21.7	태양광	11	-22

종목명 (종목코드)	시장	이슈	시가총액 (조원)	업종	수익률 (%)	
					1M	52W
로켓랩 (RKL US) Analyst 정지수	미국	- 수직계열화로 위성용 맞춤형 태양 전지 배열 제품군 출시 - 수십억달러 규모 극초음속 기술 개발 프로젝트 파트너 선정	14.8	우주	22	497
타세코마인즈 (TGB US) Analyst 장재혁	미국	- 북미 구리 광산 업체. 캐나다 Gibraltar 광산(연간 5.5만톤)에서 안정적 현금 창출, 4Q25부터 생산 예정인 미국 Florence 프로젝트(연간 4만톤 Capa) 보유. - 주요 구리 광산업체들 중 가장 낮은 멀티플(PER, EV/EBITDA)로 거래 중 - 구리 가격의 중장기 전망 또한 긍정적.	1.1	철강	5	-11
알티문 (ALT US) Analyst 김준영	미국	- MASH 치료제 Pemvidutide 임상 2b상 IMPACT 타라인 결과 발표 2Q25 예상 - 커져가는 MASH 시장 속 Best-in-Class 기대	0.6	헬스케어	-5	-21
로레알 (OR FP) Analyst 박종대	프랑스	1Q25 매출 시장 기대치 상회, 전 사업부 매출 성장, 중국 회복과 함께 유럽/신흥시장 고성장 지속 - 브랜드/지역별 균형 전략으로 가이던스 부합하는 견조한 외형 성장세 긍정적	331.3	화장품	10	-13
샤오미 (1810 HK) Analyst 김준성	중국	- Xiaomi SU7, 중국에서 Tesla 모델3 판매량 추격, 2025년 전기차 인도량 목표 35만대로 상향 - 올해 20만 위안 이하 스마트카 출시 예정, 업사이드 기대	227.9	IT	-7	173
라인메탈 (RHM GR) Analyst 이지호	독일	- 독일의 국방비 증액 최대 수혜 기업, 1Q25 신규 수주 또한 YoY +180% 증가한 110억유로를 기록 (수주잔고 626억유로, YoY +56%) - 단기 멀티플 부담 존재하나 여전히 높은 지정학적 긴장감 유지로 중장기 실적 추정치 상향을 통한 안정화 기대 가능	99.2	방산	4	159
미쓰비시 중공업 (7011 JP) Analyst 배기연	일본	5월 1일 SHIPS for America Act 토론회 예정. Mark Kelly 미 상원의원 등이 모여 재발의 추진 예상 - 해당 법안은 미국이 잠재 조달할 상선에 대한 내용 즉, Jones Act와 관련된 내용이지만, 향후 군함 관련 법안 수정의 기대감 자극. 미쓰비시 중공업은 수상 전투함 주력	95.8	조선/기계	7	99
반다이남코 (7832 JP) Analyst 이효진	일본	5월30일 <엘든링: 밤의 통치자> 출시 예정. DLC와 본품 패키지 판매 호조 예상 - 자사주 매입 및 배당 실시. 주주환원율 63.6%로 적극적	31.9	게임	-8	62
가와사키 중공업 (7012 JP) Analyst 배기연	일본	- 미국의 동맹국향 군함 건조 협력 요청시, 잠수함을 주력하는 가와사키 중공업 기대 - 미국의 핵추진 잠수함 건조의 주 계약자인 General Dynamics Electric Boat는 Austal USA와 모듈 공급 을 위한 계약을 체결하는 등 생산성 확대 의지 보이는 중	14.4	군함	-9	73
니토 보세키 (3110 JP) Analyst 양승수	일본	- 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 총중 유리 섬유 실 제조 가능 기업은 글로벌 기준 동사 포함 단 2곳 - CoWoS용 FC-BGA 사용 T-Glass용 유리 섬유 독점 공급	1.4	산업재	-13	-35

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터 (4월28일 종가 기준)

이진우의 투자 에세이

이진우 센터장/자산배분

미국 예외주의의 균열, 이제부터가 중요하다

경제학 교과서를 다시 써야 할 판이다. 자유무역과 세계화는 더 이상 경제학의 기본 명제가 아니다. 보호무역과 각자도생이 핵심이다. 지난 수 십년 경제적 풍요로움의 근원이었던 세계화의 혜택, 저물가 기조가 유지될 것이라는 희망은 약해지고 있다.

트럼프 2.0 시대는 우리가 마주할 현실을 다시 분명하게 각인시킨다. 지난 4월 2일 미국은 상호 & 보편관세 부과로 실효관세율이 22.44%까지 상승했다. 1910년 이후 최고치이며, 대공황 당시의 Smoot-Hawley(1930)관세율을 상회한다. 다른 국가가 미국에 상품을 수출하자고 할 경우 제품가격이 평균 22% 상승한다는 얘기이고, 미국 내 수입 물가는 그 만큼 오르게 된다. 만약 해당기업이 미국 내 제품가격을 현행대로 유지해서 팔고자 한다면 제품 마진이 그 만큼 훼손된다는 얘기다.

미국과 중국의 대립은 점점 격렬해지고 있다. 트럼프 1.0시대 보다 대립의 템포가 더 빠르다. 양국은 '치킨게임'으로 치닫고 있다. 서로 맞불관세를 부과하며 상호무역의 단절에 가까워지고 있다. 이쯤 되면 2010년 초반 아이폰 뒷면에서 새겨졌던 'Designed by Apple in California, Made in China(중국에서 만들어졌지만 제품 설계 및 디자인은 애플이 담당)'라는 문구는 이제 한 때 번성했던 세계화와 미국과 중국의 화합의 상징물로 남을 듯 하다.

여전히 관세는 협상의 영역이라는 것이 미국의 입장이다. 하지만 그 이면에는 조급함도 엿보인다.

게임의 룰(Rule)을 급격하게 바꾼다는 것은 플레이어 원하는 방향으로 흘러가고 있지 않다는 반증이지 않은가. 미국이 패권국의 '정점'을 지나고 있다는 얘기가 많아지는 것도 이러한 이유에서다. 그래서 판세를 바꾸려면 더 강력하고 파괴적인 조치가 필요하다.

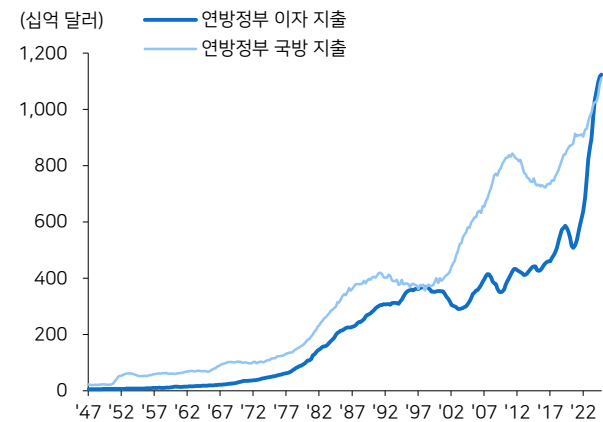
미국은 기술 혁신과 부채 사이클 그리고 국방력을 주도하며 패권국으로 부상했다. 과거 대부분의 패권국이 그랬듯이 말이다. 미국은 2차 세계대전 이후 제조업의 혁신을 주도했고, 1980년 이후에는 IT 혁명을 주도했다. 기축통화국이라 표현되는 부채 사이클 역시 마찬가지다. 2008년 이후 금융위기와 코로나19를 거치면서 돈 푸는 전략을 주저하지 않았다. 과감하고 신속했다. 덕분에 미국은 다른 나라에 비해 빠른 경제회복과 금융시장의 안정을 얻었다. 그 전제 하에서는 미국 자산은 글로벌 투자자들에게 가장 '안정한 피난처'였다.

문제는 작년부터 미세한 균열이 생기기 시작했다. 중국판 ChatGPT인 딥시크發 미국의 AI 주도권의 약화될 수 있음을 보여줬고, 작년에는 사상 처음으로 미국 연방정부의 이자비용(8,817억 달러)이 국방비 지출(8,741억달러)을 넘어섰다. 퍼거슨의 법칙(Ferguson's Law)의 법칙이 위배된 순간이다. 스코틀랜드 정치이론가 애덤 퍼거슨은 강대국이 국방비보다 부채 상환 비용이 커지는 순간, 더 이상 강대국이 아닐 수 있다는 위험성을 제시한 인물이다.

군사력 역시 안타깝게도 모든 면에서 미국이 중국을 압도한다고 보기 어렵다. 미국 국방부 조사에 따르면, 해군력은 이미 2014년 기준으로 역전됐다고 추정한다. Battle Force Ships 기준 2014년 미국 보유 함정은 289척, 중국은 294척이다. 2022년 기준으로는 미국이 289, 중국이 328척으로 격차가 더 벌어졌다. 미국 함정의 노후화도 문제다. 당사 추정에 따르면 군함의 평균 기대수명을 35년이라 한다면, 2025년 교체주기를 맞이하는 전함은 87척(40%)이다. 수의 우위도 성능의 압도적 우위를 장담하기 어렵다는 의미다.

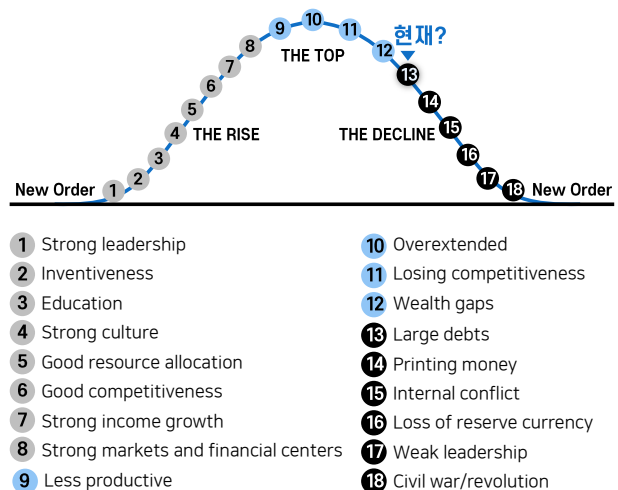
기술혁명, 부채사이클, 군사력의 주도권이 예전처럼 압도적이지 못한다면, 달러의 안정성이 예전만큼 높지 않다. 예전과 달라진 금융시장의 달라진 반응은 관세 불확실성이 오히려 달러화 강세가 아닌 약세를 자극한다는 점이다. 불안할수록 달러화 자산을 보유하려는 본능이 약해졌다는 뜻이다. 달러화는 앞으로도 안전자산인가? 현재 투자자들이 금융시장에 던지는 질문이다. 선택지 미국에 있다. 미국 주도의 시스템에 대한 투자자들의 신뢰를 높일 수 있는 정책이 절실하다. 예컨대 동맹국에 대한 관세 정상화, 미국향 공급망의 강화가 생겨난다면 금융시장은 강렬한 반응을 보일 가능성이 높다. 5월은 그 분기점일 듯 하다.

그림1 미국 연방정부 지출: 이자 비용 vs. 국방 비용



자료: U.S. Bureau of Economic Analysis, 메리츠증권 리서치센터 (전략의 정석 4월 자료)

그림2 세계 질서 주기: 강대국의 흥망성쇠



자료: Ray Dalio, 'Principles for Dealing with the Changing World Order: Why Nations Succeed and Fail', 메리츠증권 리서치센터 (전략의 정석 4월 자료)

주식 월간 캘린더

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

월	화	수	목	금	토
			1 Apple (AAPL US) Amazon (AMZN US) 한국 4월 수출입 BOJ 금융정책결정 국회 예결위 추경 심사·의결	2 미국 4월 고용	3
5 Palantir (PLTR US) Vertex (VRTX US)	6 AMD (AMD US)	7	8 SMIC (0981) 5월 FOMC	9 원일티엔아이 상장 (코)	10
12 로켓헬스케어 상장 (코)	13 Alibaba (9988 HK) MSCI 반기 리뷰 발표 미국 4월 CPI	14 Tencent (0700 HK)	15	16 디엔솔루션즈 상장 (유)	17
19 이문은시아 상장 (코)	20 대만 컴퓨터스	21 Xiaomi (1810 HK) 롯데글로벌로지스 상장 (유)	22 Lenovo (0992 HK)	23	24
26	27	28 Nvidia (NVDA US) Coreweave (CRWV US) Meituan (3690 HK)	29 한국은행 5월 금통위	30 ASCO (미국임상종양학회)	

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.