

전략공감 2.0

Strategy Idea

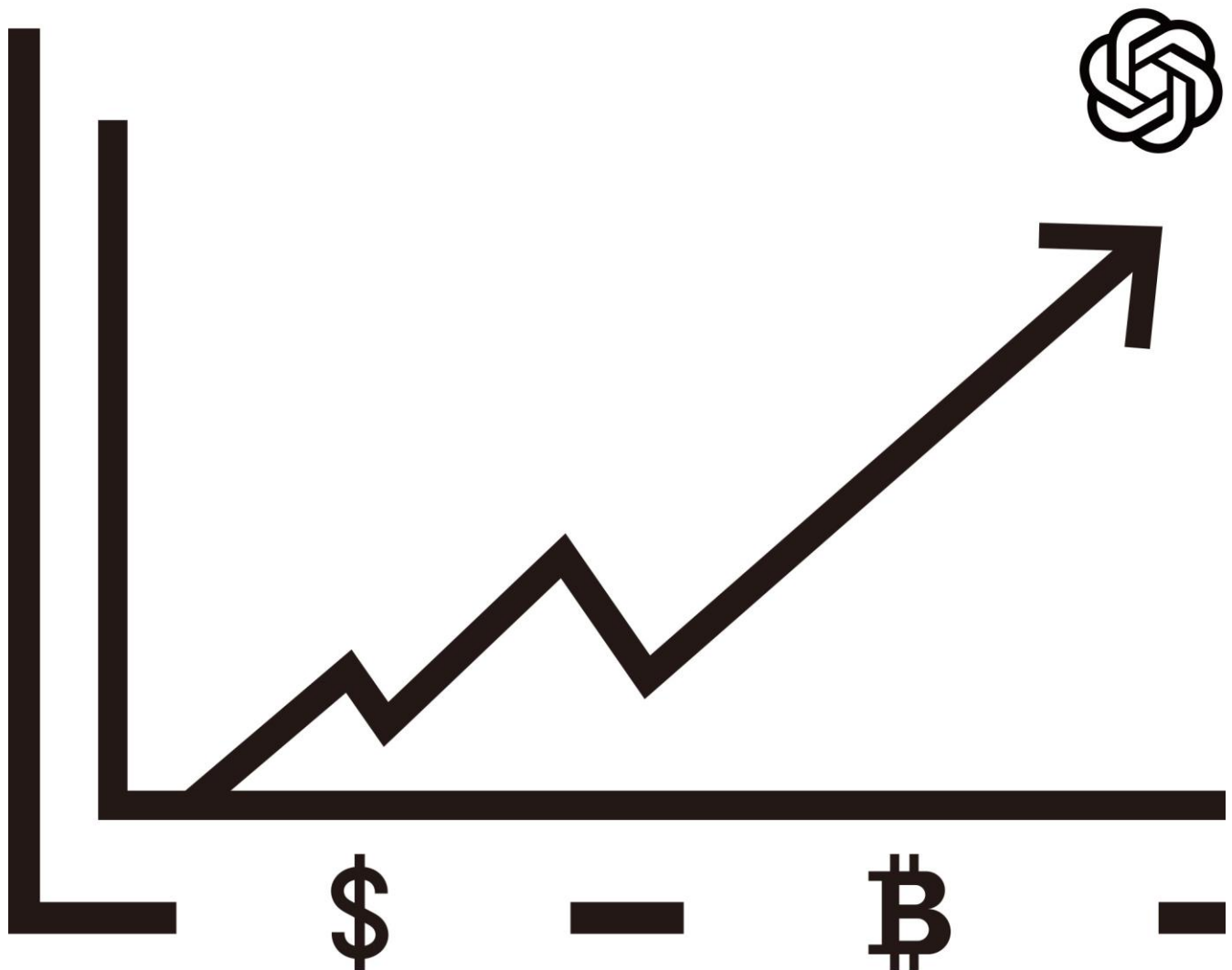
코스피 2분기 실적 시즌 중간 점검

오늘의 차트

여전채 우위 현상의 배경과 함의

칼럼의 재해석

중국 Z세대의 '감성 소비'로 팝 마트에 열광하는 투자자들에게 큰 수익을 안겨주다



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



퀀트

Analyst 이상현

02. 6454-4904

sanghyeon.lee@meritz.co.kr

코스피 2분기 실적 시즌 중간 점검

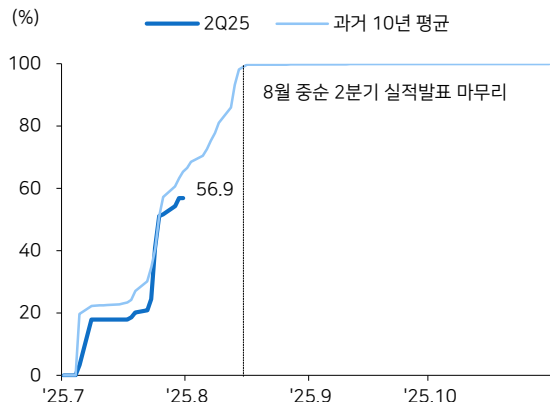
- ✓ 현재 시총 기준 56.9%의 기업들이 2분기 실적을 발표. 순이익 컨센서스 -1.69% 하회
- ✓ 과거 10년 코스피 평균적으로 3월~6월까지의 강세 구간, 6월~10월까지의 약세 구간
- ✓ 3월말 대비 상대수익률 저조했던 반도체, 자동차 업종 리레이팅이 필요할 것

코스피 2분기 실적 중간 점검

현재 한국은 LG에너지솔루션(7/7) 잠정 실적발표 시작으로 4주차를 소화하고 있다. 2분기 실적발표는 상반기 기업 실적을 마무리하고 2025년 실적에 대한 전망치 수정 및 2026년 실적에 대한 보다 구체적인 기대를 가져갈 수 있는 시점이기 때문에 다른 분기보다 중요하다.

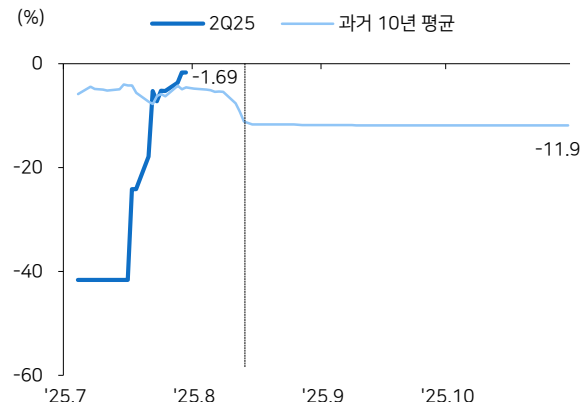
과거 10년 평균 8월 중순에 2분기 실적발표 시총 기준 99%를 초과하며 실적발표를 마무리 한다. 현재 시총 기준 56.9%의 기업들이 2분기 실적을 발표하며 중간을 넘어가고 있다. 현재까지 2분기 코스피 순이익은 컨센서스 대비 -1.69% 하회하며 과거 10년 평균(-4.55%)을 상회하고 있다. 다만 2분기의 경우 순이익 컨센서스 대비 하회율은 발표를 거듭할수록 점차 하향되며 평균적으로 -11.9% 하향으로 끝맺는 이력을 보여줬다.

그림1 7월말 현재 시총 기준 2분기 실적 56.9% 완료



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

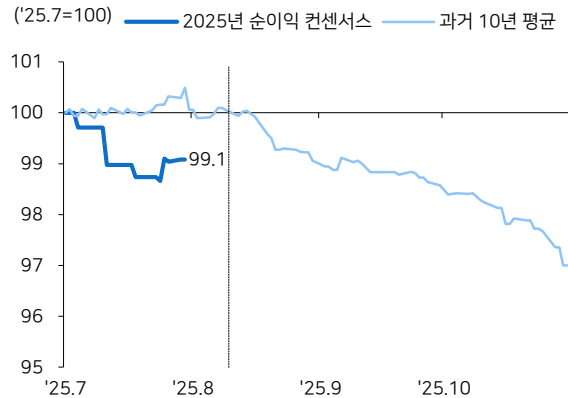
그림2 2분기 순이익 컨센 하회율은 -1.69%



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

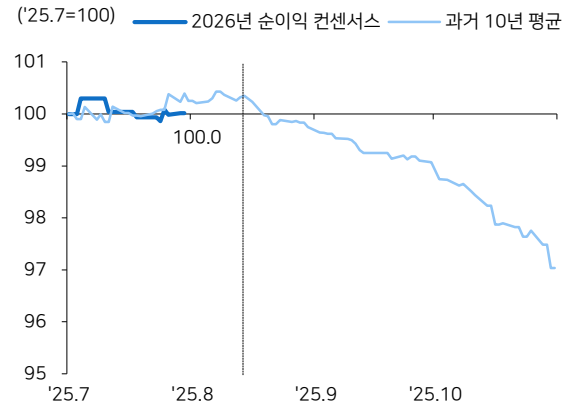
2분기 순이익 컨센서스가 과거 평균을 상회하고 있음에도 올해(FY1)와 내년(FY2) 순이익에 대한 컨센서스는 과거 대비 실적 시즌을 거치면서 조금 더 가파른 하향세를 보이고 있다. 2025년 컨센서스는 현재 7월초 대비 -0.9% 하향되었고, 2026년 컨센서스는 7월초와 비슷한 수준을 보이고 있다.

그림3 2025년(FY1) 순이익 컨센서스 추이: -0.9%



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

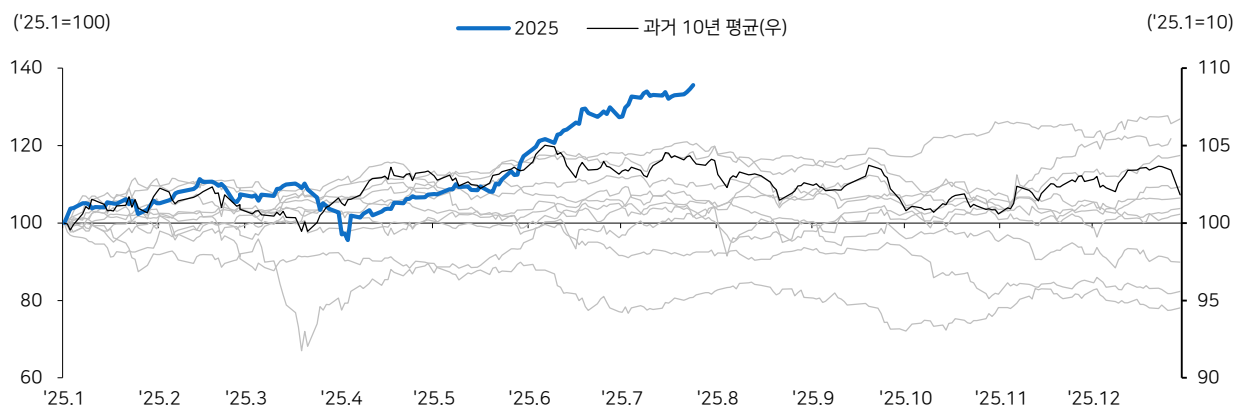
그림4 2026년(FY2) 순이익 컨센서스 추이: +0.0%



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

과거 10년 코스피 추이를 살펴보면 평균적으로 3월부터 6월까지의 강세 구간, 6월부터 10월까지의 약세 구간을 보였다. 다만 올해 2025년에는 6월에서도 지속적으로 증시가 강세를 보이는 모습을 보였다. 이익에 대한 컨센서스는 하락하는 과정에서 밸류에이션 상승에 힘입은 증시 강세장을 보인 것이다.

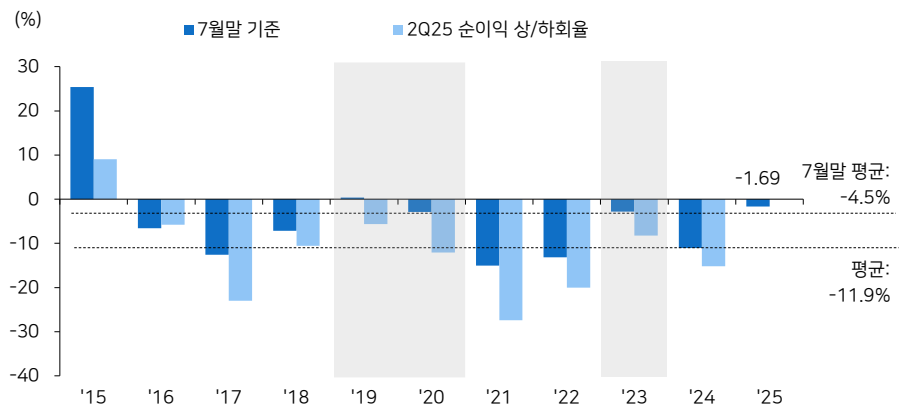
그림5 과거 10개년 코스피 추이와 비교하면 2025년은 6월 이후에도 증시 강세장을 이어간 특이한 구간



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

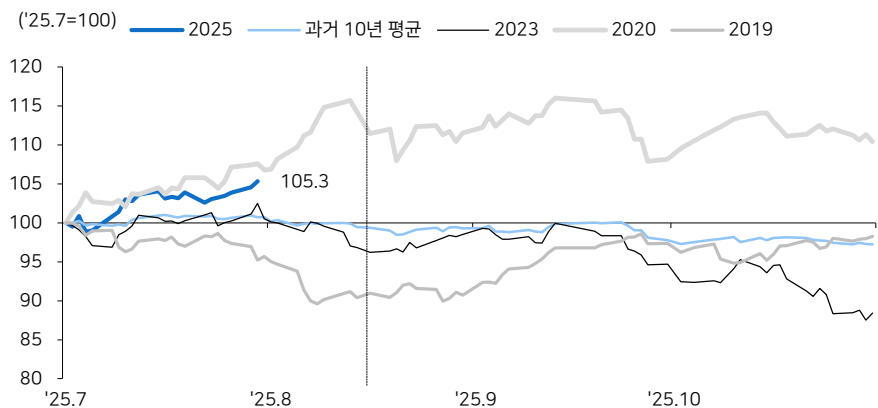
과거 10년 코스피 2분기 순이익 컨센서스 상/하회율을 살펴보면 2025년(7월말 현재 -1.69%)은 평균(-4.5%)를 다소 상회하는 2020년, 2023년 혹은 2019년과 비슷한 성과를 보이고 있다. 해당 년도의 경우 2020년을 제외하고는 최종 결과가 평균(-11.9%)를 상회하고 있어 2분기 실적에 대한 안도를 만들 수 있을 것으로 보인다.

그림6 과거 10년 코스피 2분기 순이익 상/하회율. 현재는 '19, '20, '23년도와 비슷한 모습



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

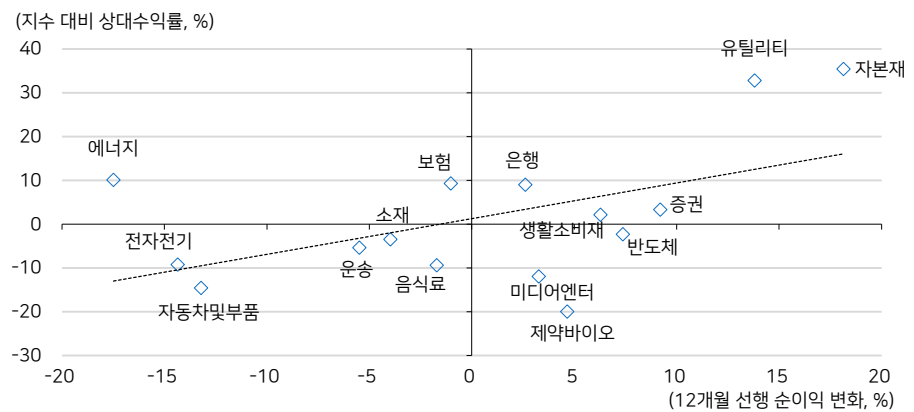
그림7 2분기 실적 시즌 코스피 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

다만 코스피 지수 측면에서는 유동성 중심 강세장을 보였던 2020년을 제외하고는 3분기 실적 시즌을 거치며 주가가 다시 하락하는 모습을 보인 바 있어 2분기 실적에 대한 안도에도 불구하고 3분기 주가에 대한 걱정이 앞설 것으로 보인다. 특히 3월말 대비 현재까지 업종별 상대수익률 관점에서 보면 코스피 이익 비중이 높은 반도체, 자동차 및 부품 업종이 상대적으로 낮은 수익률을 기록한 바 있다. 관세에 대한 불확실성이 존재하는 가운데 해당 업종의 디레이팅이 지속된다면 3분기 증시에 대한 걱정도 커질 것으로 보인다.

그림8 3월말 대비 업종별 상대수익률 vs 12개월 선행 순이익 변화



자료: Enguide, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

윤여삼 연구위원

여전채 우위 현상의 배경과 함의



주: 두번째 차트의 국고채 변동성은 지수가중이동평균(EWMA)에 의거하여 산출한 국고채 3년의 일별 변동성 값을 사용
 자료: 인포맥스, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

회사채 스프레드보다 낮아진 여전채 스프레드

카드사와 캐피탈사 등 여신전문금융업을 영위하는 회사가 발행하는 채권을 여전채라고 한다. 수신으로 자금을 조달할 수 없는 특성 때문에 통상 여전채는 회사채보다 발행물량이 많고 스프레드도 높게 형성된다. 그러나 최근 여전채 금리가 회사채 금리를 앞질렀으며 이는 채권시장에서 드물게 나타나는 현상이다.

국고채 금리 정책구간에서 여전채 캐리 수요 유입

2분기 일반 회사채 발행물량이 전분기 대비 줄어든 반면 여전채 발행물량은 늘어났음에도 시장의 선택은 여전채였다. 6월부터 지표금리가 좁은 박스권 내에서 횡보 흐름을 보이는 와중에 국고채 변동성은 역사적으로 낮은 수준에 위치하고 있다. 이에 국고채 트레이딩 수요가 캐리로 옮겨갔고 크레딧물 강세 분위기가 조성되었다. 특히 상·하위등급 모두 유동성 확보가 용이하고 신용등급 조정 가능성이 제한적인 여전채에 수요가 몰린 것으로 분석된다.

회사채는 신용등급 하향 압력 잔존에 아직 신중할 수밖에

회사채는 일부 비우호적인 업황 내 기업에 대한 경계감이 남아있어 스프레드 축소가 제한적인 것으로 평가된다. 올해 상반기 신용등급 평정 결과 신용평가 3사의 평균 등급 상하향 배율(상향 기업수/하향 기업수)은 0.86으로 '24년 0.63보다 개선되었지만 여전히 하향 우위인 상황이다. 다만 경기 바닥통과 구간에서 회사채 스프레드는 여전채를 뒤따라 축소될 여지가 있다.

은행채의 빈자리를 대신하고 있는 여전채

그리고 대출 수요가 진정되며 은행의 순발행 압력이 완화된 점도 여전채에 우호적으로 작용했다. 은행 대출증가율이 높아지는 구간에서 은행채의 물량 증가가 타 섹터 크레딧 수요를 흡수하는 경향이 있다. 그러나 작년부터 시작된 정부의 거시건전성 정책 기조에 은행채 물량이 크게 늘어나지 못하는 모습이다. 아울러 건설경기 턴어라운드 기대감에 부동산PF 관련 우려도 완화되고 있어 수급뿐만 아니라 펀더멘털 측면도 양호하다. 당분간 여전채 금리 역전 현상은 지속될 전망이다.

칼럼의 재해석

박종대 연구위원

중국 Z세대의 '감성 소비'로 팝 마트에 열광하는 투자자들에게 큰 수익을 안겨준다 (Bloomberg)

관세로 인한 경제적 타격을 상쇄하려는 중국의 시도에 Z세대가 기여하고 있다. 그들은 장난감부터 버블티까지 다양한 품목에 큰 돈을 쓰며 소비에 나서고 있다. 중국의 젊은 소비자들은 경제 전반의 침체 분위기와는 달리, 애널리스트들이 '감정 소비(emotional consumption)'라 부르는 형태로 소비 열풍을 일으키고 있다. 장난감 제조사 팝마트(Pop Mart International Group), 주얼리 브랜드 라오푸 골드(Laopu Gold Co.), 음료 체인 믹쉐(Mixue Group) 등 Z세대가 선호하는 브랜드의 매출이 급증하면서 이들 주식의 가격도 가파르게 상승하고 있다.

중국 Z세대의 소비는 두 가지 극단을 오간다. 1995년부터 2010년 사이에 태어난 2억 5천만 명이 넘는 이 세대는 버블티나 면 요리 같은 일상 소비에는 철저히 절약하지만, 장난감, 연예인 굿즈, 트렌디한 주얼리 같은 취미에는 수백에서 수천 달러까지 아낌없이 지출한다. 이들은 미국의 Z세대와도 유사하다. 온라인에 익숙하고, 부모 세대보다 음주를 덜 하며, 소액 할인을 즐기고, 부동산 구매에는 관심이 적은 대신, 부모 세대가 이해하지 못하는 니치 브랜드와 취미에 과감히 소비하는 경향이 있다. 팝마트와 블록스(Bloks Group Ltd.)는 장난감을 만들고, 믹쉐와 구밍홀딩스(Guming Holdings Ltd.)는 음료를 판매한다. 전통 중국 디자인 주얼리를 판매하는 라오푸 골드는 SNS를 통해 Z세대 사이에서 필수 브랜드로 떠올랐다.

중국 Z세대의 소비 행태

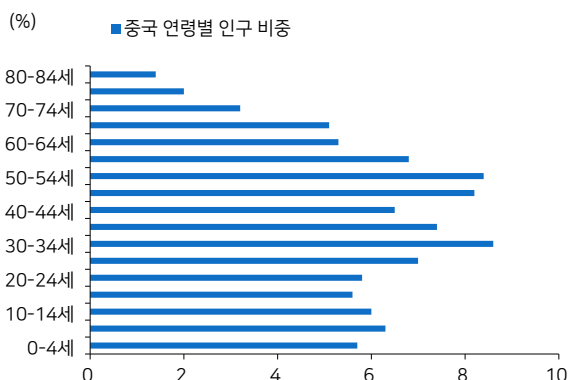
중국 Z세대
'감정 소비' 열풍

중국의 젊은 세대 소비자들은 경제 전반의 분위기와는 다르게 '감정 소비' 열풍을 일으키고 있다. '감정 소비'는 제품 구매 시 감정적인 만족과 직관적인 경험에 집중하는 소비이다. 중국의 Z세대를 중심으로 장난감부터 버블티, 고급 주얼리까지 다양한 품목으로 '감정 소비'가 확산되고 있다. 2억 5천만명이 넘는 이들 Z세대는 일상적인 소비에서 철저히 절약함과 동시에 본인들의 관심과 취미에 과감히 소비하는 극단적인 소비 성향을 가지고 있다.

투자자들에게는 기회

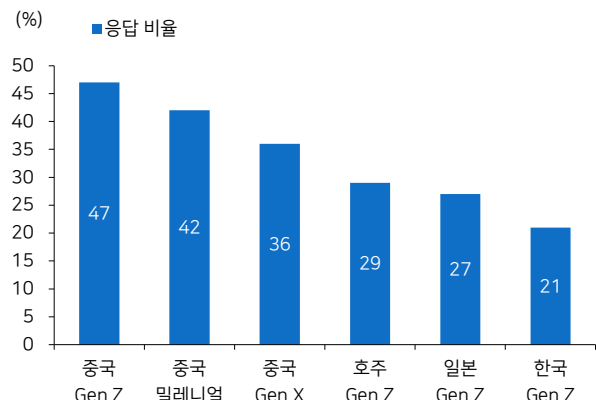
이러한 흐름은 미·중 관세 갈등과 소비 침체 속에서도 투자자들에게 기회를 제공한다. 장난감 제조사 팝마트, 주얼리 브랜드 라오푸골드, 음료 체인 믹쉐 등 Z세대가 선호하는 브랜드의 매출이 급증하고 있으며 주가 또한 가파르게 상승 중이다. 반면 Z세대의 취향 중심적이고 특이한 소비 습관은 소비주 투자 기회를 찾기 더욱 어렵게 만들기도 한다. 다양한 분야의 기업이 각각 다른 방식으로 트렌드에 올라타기 때문이다.

그림1 중국 연령별 인구 비중



자료: ESCAP, 메리츠증권 리서치센터

그림2 국적별 세대별 즉흥 소비 비중



자료: McKinsey, 메리츠증권 리서치센터

Z세대 소비주 강세, 전통 소비주 약세

Z세대 소비주

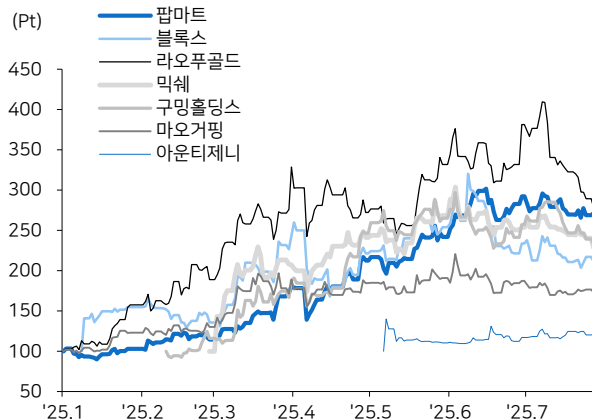
주가는 고공 행진 중

새로운 소비주들의 강세로 중국 소비주 주가 양극화 현상이 나타나고 있다. Z세대가 열광하는 대부분의 소비주 주가는 연초 대비 2배 이상 상승했다. 전통 중국식 디자인의 골드 주얼리를 판매하는 라오푸골드는 주얼리 대기업인 주타이푹의 시가총액을 넘어섰으며, 현지에서 티파니, 까르띠에와 같은 글로벌 럭셔리 브랜드보다 더 높은 인기를 구가하고 있다. 팜마트는 라부부의 강력한 인기로 이미 글로벌 메가 트렌드로 도약하였으며, 시가총액은 마텔과 해즈브로를 합친 것보다 커졌다. 중국의 Z세대는 더 이상 스타벅스를 마시지 않고 구멍과 믹쉐의 밀크티를 마신다.

전통 소비주 주가는 부진

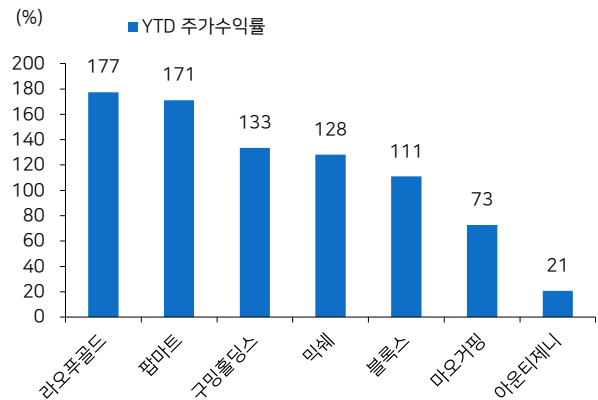
반면 전통적인 중국 소비주 주가는 약세를 보이고 있다. 중국의 대표 소비주인 귀주모태주의 시가총액은 21년 이후 지속 우하향하며 고점 대비 40% 이상 하락세이다. 하이얼스마트홈, 메이디 그룹 등의 로컬 업체와 LVMH와 같은 글로벌 럭셔리 브랜드 등 중국 소비를 대표하던 기업들의 주가 또한 지지부진하다. 이러한 주가 흐름은 Z세대를 중심으로 빠르게 돌아가는 중국 소비 트렌드를 반영함과 동시에 중국의 소비가 더 이상 하나의 거대한 테마 아래서 이어지지 않음을 시사한다.

그림3 중국 소비주 연초 대비 주가 흐름



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 중국 소비주 YTD 수익률



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 귀주모태주 시가총액 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 상하이 라오푸 골드 스토어



자료: CPhoto

홍콩 IPO 시장에서 찾는 기회

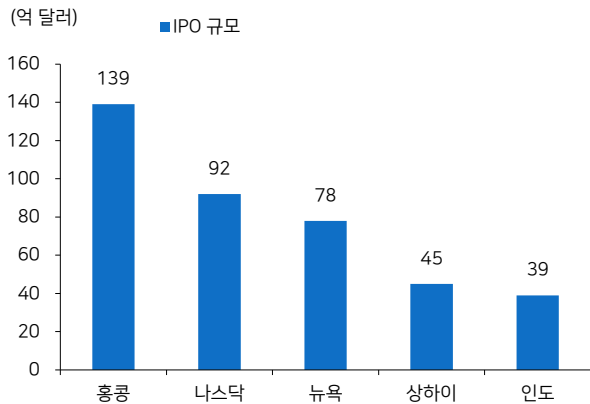
대부분이 신규 상장 종목

전술한 7개의 업체 중 팜마트를 제외한 6개의 종목은 모두 비교적 최근 홍콩 증시에 상장된 기업들이다. 라오푸골드와 블록스, 마오거펑은 2024년, 구밍홀딩스, 믹쉐, 아운티제니는 2025년에 상장되었다. 특히 라오푸골드의 경우에는 상장 이후 주가가 15배 이상 폭등하였으며, 신규 상장주들의 압도적인 주가 퍼포먼스로 인해 투자자들의 관심은 자연스레 중국 소비재 기업들의 IPO에 향하고 있다.

홍콩 IPO 시장 활황

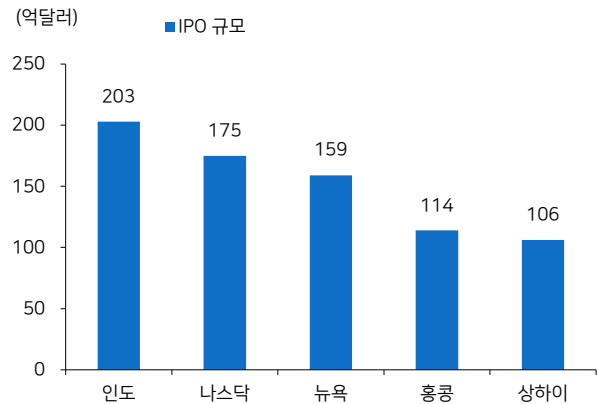
이러한 관심은 단순히 Z세대 중심의 소비 트렌드 변화만으로 인한 것은 아니다. 소비 트렌드와 홍콩 자본시장의 구조, 중국의 정책 방향성이 맞물린 결과이다. 올해 홍콩 IPO 시장은 대단히 활황인데, 상반기 홍콩 증시에 41개의 기업이 신규 상장하며 총 139억달러를 조달했다. 6개월만에 이미 지난해 연간 조달 규모를 넘어섰으며, 글로벌 1위를 기록한 점이 고무적이다.

그림7 2025년 상반기 글로벌 IPO 자금조달 규모



자료: KPMG, 메리츠증권 리서치센터

그림8 2024년 글로벌 IPO 자금조달 규모



자료: KPMG, 메리츠증권 리서치센터

A/H프리미엄 축소 긍정적

A/H 프리미엄 또한 축소되고 있다. 일반적으로 A주는 H주 대비 30~40%의 프리미엄을 받아왔는데, 현재 20% 수준까지 프리미엄이 축소되었다. A주의 급락이 아닌 기술주, 소비주를 중심으로 한 H주의 상승이 그 원인으로, 긍정적으로 바라볼 여지가 더 크다. 따라서 홍콩 증시의 소비재 상승세에도 아직까지 상대적으로 저평가된 투자 기회가 존재하고 있다고 판단하며, 트렌디한 소비재 기업의 IPO 이후 급등세 또한 지속될 수 있을 것이다.

정책도 우호적인 상황

중국의 경제 정책 방향성이 내수 부양을 향하고 있다는 점도 긍정적이다. 미국과의 무역 갈등으로 수출 중심 성장이 어려워진 상황에서 중국 정부는 소비 촉진과 내수 진작을 우선 과제로 삼고 있다. 이에 따라 '감정 소비'라는 Z세대의 소비 트렌드에 부합하는 내수 소비재에 대한 수요는 쉽게 꺾이지 않을 것이며, 빠르게 성장하고 있는 소비재 기업들에 주목할 필요가 있다.

상장 예정 기업 다수 새로운 소비주 활약 기대

팝마트와 유사한 '블라인드 박스'를 통해 수집용 카드를 판매하는 '카유'와 인기 패스트푸드 프랜차이즈 '광저우 샤오면'이 홍콩 증권거래소에 상장 예비심사서를 제출했고, 완구 제조업체 '미니소' 또한 브랜드 '탑 토이'를 홍콩에 분할 상장하는 방안을 검토 중이다. 중국 초대형 패스트패션 기업 쉬인 또한 홍콩 상장을 추진 중이다. 최근 홍콩 시장에서 소비재는 그 규모와 수익률 모두 좋은 성과를 보여 왔다. 시장과 정책 여건 모두 우호적인 상황에서, 이미 트렌드에 완벽히 올라탄 기업들과 함께 새로운 소비주들의 활약이 기대된다.

그림9 A주 vs H주 프리미엄 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표1 2025년 상반기 홍콩 10대 IPO

순위	기업명	공모금액(억 HKD)	업종
1	CATL	410	2차전지
2	항서제약	114	바이오
3	하이티엔	101	내수
4	산화스마트컨트롤	93	전기전자
5	미쉐	40	소비
6	지롱황금	32	채굴
7	알루미늄 인터내셔널	24	비철금속
8	구멍홀딩스	10	소비
9	블록스	19	소비
10	듀얼리티바이오	19	바이오

자료: KPMG, 메리츠증권 리서치센터

표2 2024년 홍콩 상장 기업 중 상위 수익률 업체

순위	기업명	업종	공모금액(백만달러)	수익률(%)
1	라오푸굴드	주얼리	134	1,663.0
2	마오거핑	화장품	345	244.3
3	선전 두봇	로봇	107	175.0
4	호라이즌로보틱스	자율주행	696	110.3
5	이노사이언스 쑤저우	반도체	187	62.0
6	메이디그룹	가전제품	4,600	30.7
7	엑스탈파이홀딩스	AI신약	127	26.1
8	미가오 그룹	비료	122	22.6
9	샤오차이위안	레스토랑	111	21.9
10	TS라인스	운송	143	18.2

주1: 2025년 3월 기준

주2: 공모금액 1억달러 이상 업체 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

원문: Chinese Gen Z's 'Emotional Spending' Fuels Big Gains for Pop Mart-Crazed Investors