

Strategy Idea



투자전략

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

관세와 증세

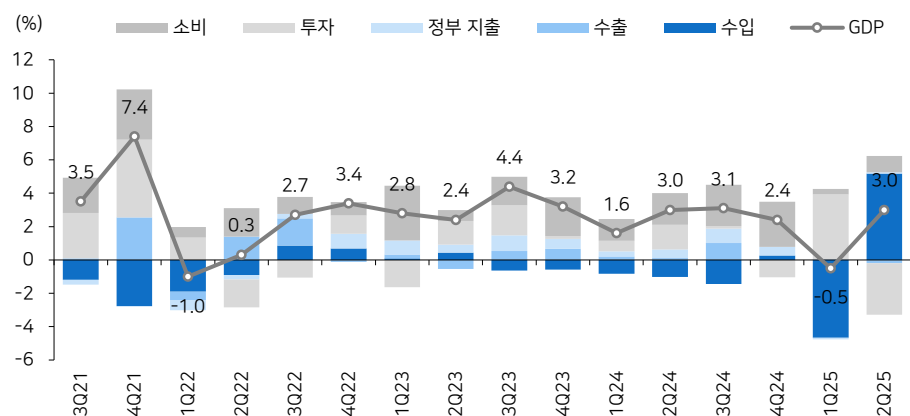
- ✓ 미국 관세: 고용 부진 선행, 물가 상승 후행하며 stagflation-lite의 위험
- ✓ 한국 증세: 연말 양도소득세 회피 매물 출회 재현 우려
- ✓ 8~9월 비우호적 계절성: Low Vol, Quality 팩터 아웃퍼폼 가능성

미국 관세

미국 2분기 실질 GDP 성장률 속보치는 +3.0%로 1분기 -0.5% 대비 크게 개선됐다. 1분기 역성장의 원인이었던 관세 인상 이전 선제적 수입 급증분이 반전된 결과다. 수입의 성장 기여도는 1분기 -4.7%p(수입 증가)에서 2분기 +5.2%p(수입 감소)로 돌변했다. 1분기 성장률이 과소평가됐던 것처럼 2분기 성장률은 과대평가돼 있다.

문제는 수입을 제외한 경제활동의 둔화다. 국내 민간 최종구매액은 1분기 +1.9%, 2분기 +1.2%로 코로나 당시였던 2022년 4분기 이후 최저 수준이다.

그림1 미국 실질 GDP 성장률 분해



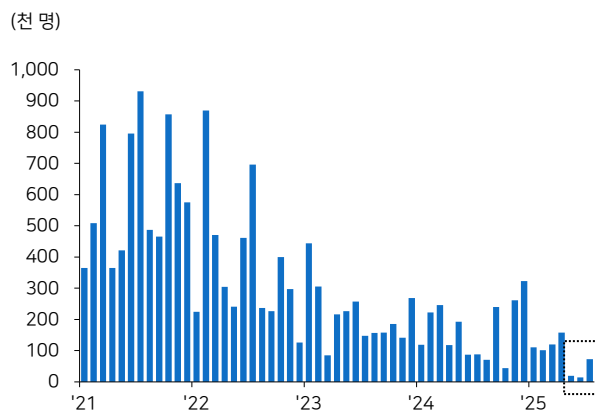
주: 계절 조정, 전기 대비 연율화

자료: U.S. Bureau of Economic Analysis, 메리츠증권 리서치센터

관세 협상은 주요 교역국과 나름의 결론을 도출하며 마무리 단계에 진입했다. 반면 관세가 경제에 미치는 부정적 영향은 이제 막 가시화되고 있다. 관세 불확실성이 경기 불확실성으로 진화한 것이다.

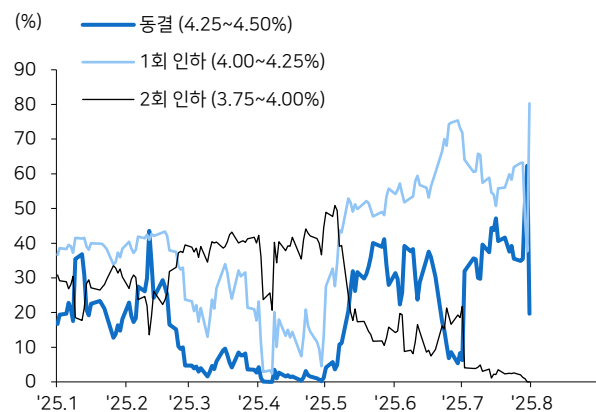
미국 7월 비농업 고용은 7.3만 명 증가로 부진했다. 특히 5~6월 고용이 이전 발표치 대비 25.8만 명 하향조정돼 3개월 평균 3.5만 명 증가에 그쳤다. 9월 FOMC 기준금리 인하 기대는 7월 31일 37.7%에서 8월 1일 80.3%로 급등했다. 매파로 분류되던 쿨러 연준 이사가 임기를 6개월 앞두고 돌연 사임을 선언한 것도 이 여파로 짐작된다.

그림2 미국 비농업 고용 월간 증감



자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 메리츠증권 리서치센터

그림3 연방기금금리 선물 내재 9월 FOMC 금리 조정 확률

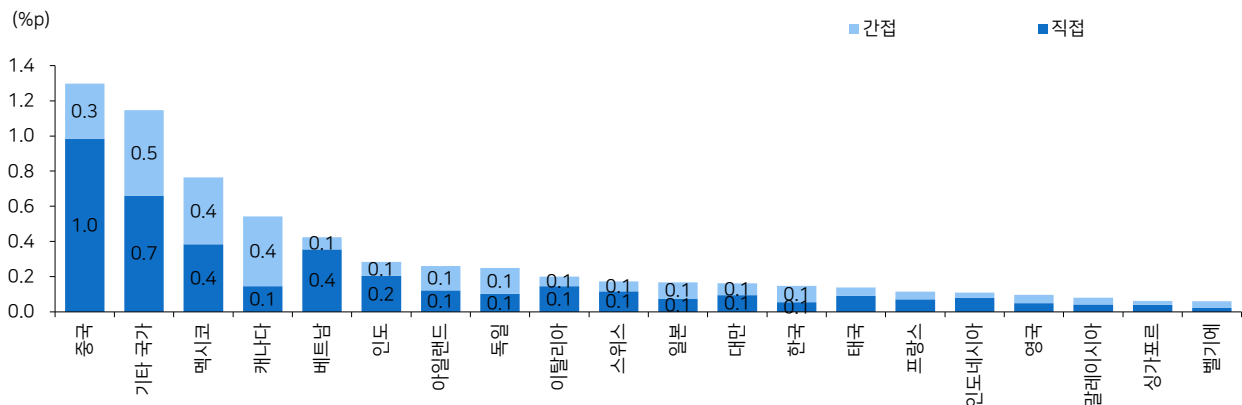


자료: CME FedWatch, 메리츠증권 리서치센터

그러나 관세 인상 결과 고용 부진과 물가 상승이 결합된 스태그플레이션의 형태로 나타날 경우 통화정책의 유효성은 떨어진다.

수입은 근원 PCE의 약 10%에 해당한다. 국가별로는 중국으로부터의 수입이 1.3%p, 멕시코가 0.8%p, 캐나다와 베트남이 각각 0.5%p를 차지한다.

그림4 미국 근원 PCE 국가별 수입 비중

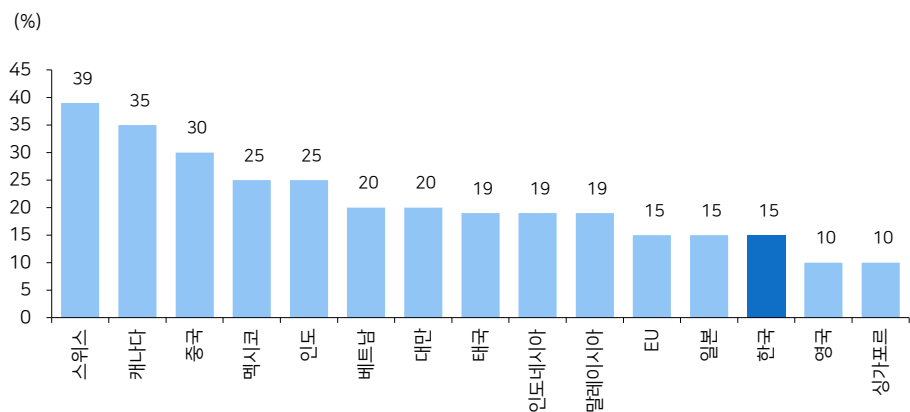


자료: US Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve Bank of Boston, 메리츠증권 리서치센터

7월 31일 기준 제조정된 상호관세율과 근원 PCE 국가별 수입 비중을 곱해 단순 민감도를 계산해보면, 관세 인상분을 100% 전가할 경우 근원 PCE 물가는 +1.46%p 상승할 수 있다.

2018년 미·중 무역전쟁 당시 실증 분석 결과, 관세 인상분은 거의 대부분 미국 내 수입업자와 최종 소비자에게 전가됐다. 또한 관세로 인한 경쟁 약화, 국내 기업들의 상대적 가격 우위가 오히려 마크업(markup) 상승으로 이어져, 관세 대상이 아닌 제품들에도 가격 상승 압력이 전파됐다.

그림5 대미 상호관세율(2025-07-31)



자료: 백악관, 메리츠증권 리서치센터

표1 미국 근원 PCE 국가별 수입 비중 * 관세율 = △ PCE 영향

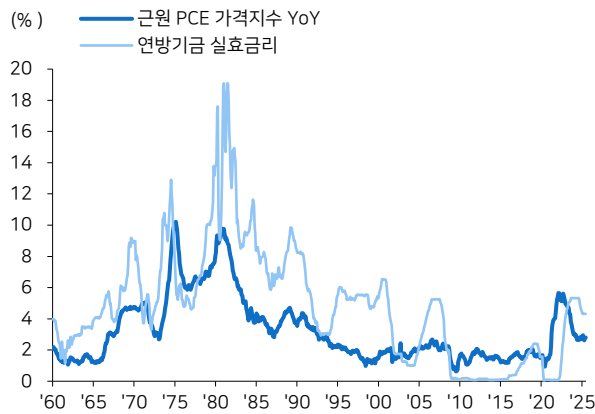
	수입 비중(%)	상호관세율(%)	25%	50%	75%	100%
중국	1.30	30	0.10	0.19	0.29	0.39
기타 국가	1.15	15	0.04	0.09	0.13	0.17
EU 5개국	0.89	15	0.03	0.07	0.10	0.13
멕시코	0.77	25	0.05	0.10	0.14	0.19
캐나다	0.54	35	0.05	0.09	0.14	0.19
베트남	0.42	20	0.02	0.04	0.06	0.08
인도	0.28	25	0.02	0.04	0.05	0.07
스위스	0.17	39	0.02	0.03	0.05	0.07
일본	0.17	15	0.01	0.01	0.02	0.03
대만	0.16	20	0.01	0.02	0.02	0.03
한국	0.15	15	0.01	0.01	0.02	0.02
태국	0.14	19	0.01	0.01	0.02	0.03
인도네시아	0.11	19	0.01	0.01	0.02	0.02
영국	0.10	10	0.00	0.00	0.01	0.01
말레이시아	0.08	19	0.00	0.01	0.01	0.02
싱가포르	0.06	10	0.00	0.00	0.00	0.01
합계	6.48		0.36	0.73	1.09	1.46

자료: 메리츠증권 리서치센터

6월 근원 PCE 물가 상승률은 YoY +2.8%로 이미 연준의 물가 안정 목표 2%를 상회하고 있다. Taylor Rule [$i_t = r^* + \pi_t + 0.5(\pi_t - \pi^*) + 0.5 \cdot \text{output gap}_t$]에 따르면, 근원 PCE +1%p 상승은 명목 기준금리 처방 +1.5%p를 요구한다.

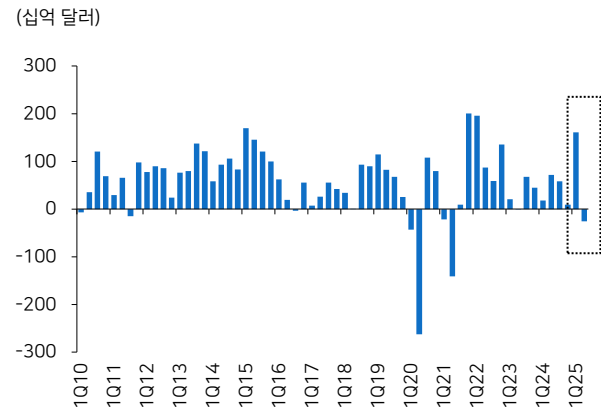
관세 우려에 따른 선구매(Pull-in) 수요로 미국 1분기 수입 및 실질 재고가 급증했다. 재고가 소진되는 동안 관세가 물가에 미치는 영향은 정체되고 고용 부진이 먼저 부각됐다. 현재로서는 9월 FOMC 기준금리 인하가 명백해보이나 경제 지표에 따라 금융시장 변동성도 높아질 수 있는 구간이다.

그림6 미국 근원 PCE 가격 변동과 연방기금 실효금리



자료: U.S. Bureau of Economic Analysis, Board of Governors of the Federal Reserve System, 메리츠증권 리서치센터

그림7 미국 분기 실질 재고 변화



자료: U.S. Bureau of Economic Analysis, 메리츠증권 리서치센터

한국 증세

한국 증시는 상법 개정의 긍정적 영향을 반영한 이후 세법 개정의 부정적 영향이 시작됐다.

표2 상장주식 대주주 요건 변화 추이

시행일	KOSPI		KOSDAQ		KONEX	
	지분율 기준	보유액 기준	지분율 기준	보유액 기준	지분율 기준	보유액 기준
1999년 1월	5% 이상	-	5% 이상	-	-	
2000년 1월	3% 이상	100억 원 이상	3% 이상	100억 원 이상		
2005년 8월			5% 이상	50억 원 이상		
2013년 2월	2% 이상	50억 원 이상	4% 이상	40억 원 이상		
2013년 6월						
2016년 4월	1% 이상	25억 원 이상	2% 이상	20억 원 이상	4% 이상	10억 원 이상
2018년 4월	1% 이상	15억 원 이상	2% 이상	15억 원 이상		
2020년 4월	1% 이상	10억 원 이상	2% 이상	10억 원 이상		
2021년 4월	1% 이상	3억 원 이상	2% 이상	3억 원 이상	4% 이상	3억 원 이상
2023년 12월	1% 이상	50억 원 이상	2% 이상	50억 원 이상	4% 이상	50억 원 이상
2025년 8월	1% 이상	10억 원 이상	2% 이상	10억 원 이상	4% 이상	10억 원 이상

주: 2017년 세법 개정안에서 2021년 4월부터 '종목별 3억 원'으로 낮아질 예정이었으나, 기획재정부 시행령 개정으로 종목별 10억 원 기준 유지

자료: 국회예산정책처, 메리츠증권 리서치센터

법인세율 인상은 2026년 이후 상장사 세전이익 추정치 하향 조정 요인이다. 또한 고배당기업 배당소득 분리과세 도입은 긍정적이나, 2026~2028년 사업연도 귀속 배당소득분에 적용되므로 올해는 오히려 배당을 감축할 유인이 생겼다. 대주주 등에 대한 자본준비금 감액 배당 배당소득세 과세는 일반 주주도 수혜인 감액 배당 자체를 위축시킬 수 있다.

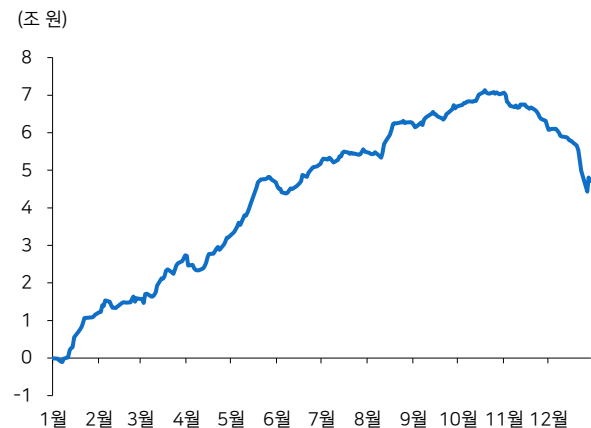
증권거래세율 환원도 국내 주식 투자의 매력을 저하시킨다. 무엇보다 양도소득세 부과 대상인 상장주식 대주주 기준 보유금액 50억 원에서 10억 원으로의 하향 조정은 중대 사항이다. 매년 반복되는 연말 양도소득세 회피 매도를 증폭시킬 수 있기 때문이다.

그림8 2000~2024년 연평균 개인 일간 순매수



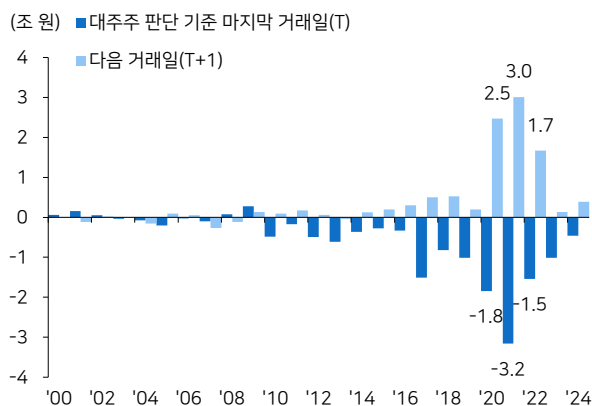
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림9 2000~2024년 연평균 개인 일간 순매수 - 누적 추이



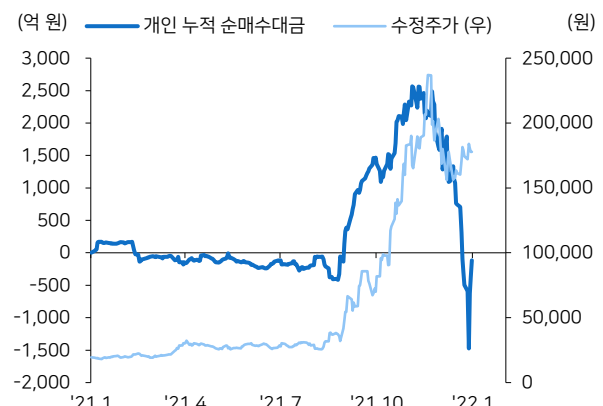
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림10 2000~2024년 말 양도소득세 회피 매매



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림11 2021년 위메이드 개인 매매 추이



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

국내 증시는 매년 대주주 판단 기준 마지막 거래일에 대규모 매도, 그 다음 거래일 대규모 매수의 패턴이 반복돼왔다. 이는 대주주 판단 보유금액 기준이 10억 원이었던 2020~2022년 더욱 두드러졌다.

올해 대주주 판단 기준이 10억 원으로 확정된다면, 1) 11월 이후 개인 매수 비중 상위 종목 매도 심화, 2) 관련 종목들에 대한 공매도 집중, 개인 매매와 반대 방향의 Event-driven Play, 3) 양도세 회피를 위한 개인 명의 주식 보유 감소 & CFD 또는 사모펀드 자금 유입 증가, 4) 12월 매도 심화에 따른 다음 해 1월 효과 강화가 예상된다.

계절성의 무게

8~9월은 미국 관세, 한국 증세의 영향을 반영하는 기간으로 증시 체반 환경이 비우호적이다. 마침 미국 증시의 계절성도 8~9월 투자 의욕을 저하시킨다.

표3 1964~2024년 S&P 500 월간 수익률

	평균 수익률	상승 확률	Best	Worst	표준편차
1월	1.1%	59%	13%	-9%	4.9%
2월	0.0%	54%	7%	-11%	3.9%
3월	1.1%	66%	10%	-13%	3.8%
4월	1.5%	72%	13%	-9%	4.1%
5월	0.3%	61%	9%	-8%	3.6%
6월	0.2%	59%	7%	-9%	3.5%
7월	0.8%	54%	9%	-8%	4.1%
8월	0.1%	56%	12%	-15%	4.7%
9월	-0.7%	46%	9%	-12%	4.4%
10월	1.0%	59%	16%	-22%	6.0%
11월	1.6%	69%	11%	-11%	4.4%
12월	1.2%	70%	11%	-9%	3.5%

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

주목할 점은 과거 고관세 구간에도 주식은 150년간의 장기 평균에 해당하는 5%대 수익률을 기록했다는 사실이다. 이 시기에는 회복력이 높고 위험도가 낮은 기업을 선호하며 Low Vol과 Quality 팩터가 아웃퍼폼하는 경향이 나타났다.

7월 주가지수 상승에 Laggard 종목이 반등하며 순환매가 활발했던 것과 달리, 거시경제 불확실성이 부각되는 국면에서 '관세 무풍지대'로 요약되는 기존 주도주가 다시 부각될 수밖에 없는 이유다.

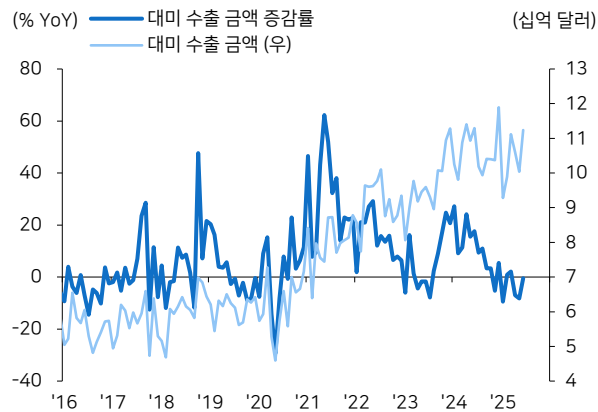
표4 관세 체제와 투자 수익률

(단위: %)		1875-1913년 산업 보호주의 (높음)	1913-'30년 완화 (감소)	1930-'45년 Smoot-Hawley (급등)	1945-'70년대 안정적 (하락)	1980-'90년대 우루과이 라운드 (낮음)	2000-'10년대 자유 무역 (최저)	2018-'24년 트럼프 (상승)	1875-2024년 전체 기간
글로벌 인플레이션		0.9	6.2	2.7	5.3	3.7	1.6	3.2	3.3
자산	주식	5.3	-3.1	5.1	4.8	11.9	4.2	8.7	5.1
	채권	2.7	-3.2	1.1	-1.9	6	3	-1.7	1.1
	금	-1.2	-6.2	1.9	2.9	-1.6	8.4	7	1
Factor	Size	6.4	-2.8	9.1	5.9	11.4	6.2	7.8	6.2
	Value	6.7	-2.2	8.8	7.4	13.7	5.7	7.4	6.9
	Momentum	7.4	2.4	6.3	9.8	17.4	5.9	10	8.5
	Low Vol	8.8	1.7	5.2	7.7	16.9	8.0	9.2	8.4
	Quality	-	-	-	5.7	13.7	6.3	10.2	8.4
	Multi-Factor	7.3	-0.2	7.1	7.3	14.6	6.4	8.9	7.4

주: Quality는 1940년부터 시작

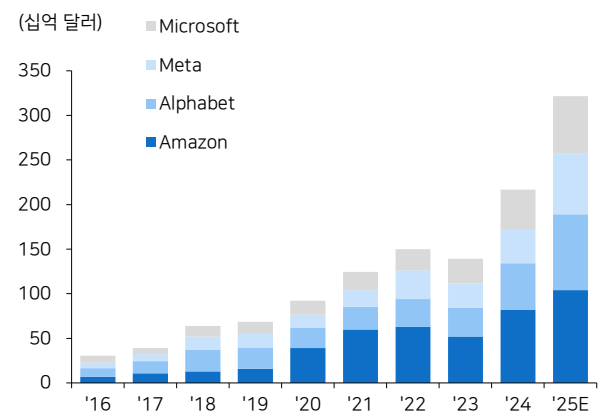
자료: Baltussen 외 (2023), Yale BudgetLab, Northern Trust Asset Management – Quantitative Strategies, 메리츠증권 리서치센터

그림12 한국 대미 수출



자료: 한국무역협회, 메리츠증권 리서치센터

그림13 빅테크 연간 자본 지출(CapEx)



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.