

잭슨홀 비둘기, 두 번 인하

1. 메리츠 추천종목

2. 시장별 View Point

3. 메리츠 센스있는 배분

4. Cover Story

- ① 결정의 시간: 기존의 파월을 위시한 매파들의 대변인 입장
- ② 결정의 시간: 고용을 위시한 비둘기, 트럼프 대변인 입장

5. 이달의 이슈(Top-down)

- ① 미국 시장 단기, 중기 리스크 점검
- ② 현재 공매도 vs 내년 이익 성장

6. 메리츠 유니버스

7. 이진우의 투자 에세이

균형점 재조정기, 공격적일 필요는 없다

8. 주식 월간 캘린더



메리츠 추천종목

‘물가 vs 고용’ 첨예했던 미국 통화정책, 연내 2번의 인하 전망 유지

잭슨홀 컨퍼런스: 파월의장 관세발 물가 우려에도 고용위축 기반 성장둔화 주목하며 ‘정책 조정’ 언급
 ‘향후 연준의 시간’: 9월 인하 이후 12월까지 추가인하 기대, 유동성 공급에 따른 금융시장 기대 지지
 Don't Stop! 연내 미국채 10년 4% 향한 하락 & 미국 주가지수 두 자릿수 상승 견인 동력

종목명 (종목코드)	시장	이슈	시가총액 (조원)	업종	수익률 (%)	
					1M	52W
알파벳 (GOOGL US)	미국	2Q25 실적 서프라이즈, 검색 기반 광고 매출 성장 지속 - AI 기반 인터넷 전환기에 패자 아닌 승자가 되는 그림 - 토큰 처리량 5월 대비 2배 성장, CapEx 가이던스 상향	3,507	통신서비스	8	26
팔란티어 (PLTR US)	미국	- 관세 불확실성은 고객 기업들의 비용최적화 니즈를 키움 - 팔란티어 AI S/W 효용 확인, peer 고객사 도입 가속 - AI Action Plan에서 정부 AI 도입 가속화 추진	518	IT	0	409
서클인터넷그룹 (CRCL US)	미국	2Q25 매출액 성장률 53% YoY, 타파인 성장 견조 - 시장 지배력 장악 및 네트워크 효과 위한 확장 전략 지속 - 전세계 통화시스템과 네트워크 구축, 타 코인과 차별화	40	IT	-32	304
PLUS 글로벌방산 (A496770)	유럽&미국	- 독일 국방비 중심 확대재정, 유럽 방산주 수혜 - 라인메탈 중심 미국 등 글로벌 방산 기업 투자 매력	0.04	산업재	-1	60
텐센트 (700 HK)	중국	- 중국판 카카오톡인 Wechat에 딥시크 모델 탑재 - 가장 많은 유저수를 보유한 플랫폼에서 AI를 통한 다양한 생태계 확장, 매출 성장 견인 전망	1,002	통신서비스	11	62
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	422	경기소비재	3	52
텐센트뮤직 (1698 HK)	중국	- 일반 구독자 대비 월 구독료가 높은 SVIP 강화 전략 추진 - Kugou 등 산하 다양한 앱 통해 고수익 포트폴리오 구성 - 글로벌 기업과 제휴 및 K-pop 협업 강화	55	커뮤니케이션 서비스	19	151
두산에너지빌리티 (A034020)	한국	- 원자력 & 가스 중심 고수익 사업 전환 지속 - 대형원전 확보 + 미국 웨스팅하우스형 기자재 수주 + SMR 공급 물량 확대 + 가스터빈/스팀터빈	42	산업재	4	278
효성중공업 (A298040)	한국	- 중공업 부문 초고압 변압기 증설 확대 - 북미와 유럽 매출 비중 확대 여력 - 선두 업체인 HD현대일렉트릭의 성장 스토리 재연	12	산업재	-3	294
카카오페이 (A377300)	한국	- 원화 스테이블코인 활성화 - 핀테크 기업의 발행, 유동 및 결제 시장 사업 영역 확대 - 선불전자지급수단 잔고 수준 경쟁사 대비 유리한 위치	8.6	금융	-3	149
파마리서치 (A214450)	한국	- PN/PDRN 기반 스킨부스터(리주란) 고성장 - 올해부터 독일·이탈리아·프랑스 등 유럽 주요국 본격 공급 - 외형 성장과 수익성 개선 동시 진행 중	7.2	헬스케어	27	305

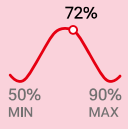
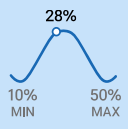
주: 2025. 8. 25 종가 기준. 미국시장 황수옥, 홍콩시장 최철하, 한국시장 이수정의 추천 종목임
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

시장별 View Point

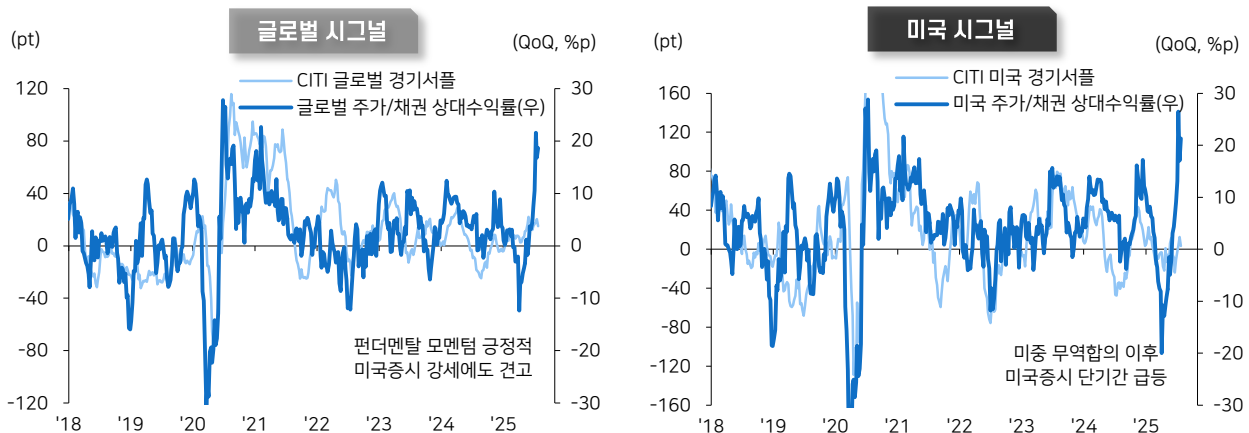
지역	이슈 및 의견	
미국  우상향 추세 속 리스크 점검 글로벌 투자전략-선진국 Analyst 황수욱	■ 양호한 2Q25 실적+금리인하 기대 반영한 신고가 랠리 지속 - 2Q25 13F(대형 투자 기관 포지션 공시)에서 risk-on, 빅테크 중심 포트폴리오 확인 - 잭슨홀 미팅 기조연설: 1) 관세에 따른 인플레이 일시적, 2) 노동시장 크랙 주목 ■ 단기(과도한 통화정책 기대 반영), 중기(전력인프라 부족) 리스크 고려 - 9월 50bp 인하 기대까지 반영하는 기대는 과도, 해당 구간에서는 차익실현 필요 - 전력인프라가 부족해 AI CapEx가 뜻대로 늘어나지 못하는 상황을 경계 ■ 밸류에이션 추가 상향 어려운 가운데 다음 실적 시즌까지 이벤트 소강 - 5~8월 랠리 대비 9월 상승 속도는 둔화 혹은 보합권 예상. 단기 미국 시장 중립 의견	
중국  Q보다 P 개선에 주목 글로벌 투자전략-신흥국 Analyst 최설화	■ 하반기 정책의 핵심: 공급 개혁 - 상반기 실질 GDP 성장률 5.3%, 하반기 4.7%만 달성해도 연간 5% 목표 달성 가능 - 이에 하반기 정책 중심은 물량(Q)에서 가격(P)로 전이(轉移) - 현재 매크로 환경에서 '15년처럼 강력한 공급 구조조정을 단행하기 어려우나, 공급 제한이 점차 진행되면서 PPI, GDP Deflator 등 물가 지표 저점 통과 예상 ■ 만약 디플레이션에서 벗어난다면 밸류에이션 디스카운트 요인 완화될 것 - 하반기 산업별 세부 구조조정 정책 강도 관찰 필요 - 만약 하반기부터 중국 물가가 낙폭을 축소하고 내년 플러스로 전환된다면 '22년 이후의 중국 증시 디스카운트 요인 완화될 것이며, 이는 중국을 사야 하는 명분을 제공할 것 ■ 가격 반등은 그동안 눌렸던 CSI300 반등에 유리	
국내  3200 밑에서 매수 3200 위에서 차익실현 투자전략 Analyst 이수정	■ 3분기 실적 대기 구간 - 미국 상호관세율 확정, 실제 미국 수입업자 및 소비자에 대한 전가율이 관건 - 3분기 매출 및 OPM에서 관세 영향 확인할 필요 ■ 하반기 KOSPI 3000~3400pt 밴드 내에서 등락 전망 - 7월까지 가파른 밸류에이션 회복 이후 실적 장세로의 전환은 지연 - 상법 개정으로 장부가치(PBR) 1배 = 3000pt 하회는 어려움. 12개월 선행 PER 역사적 평균 + 1 표준편차 수준인 3400pt가 타겟 → 3200선에서 등락 전망 ■ 추천: 두산에너지빌리티, 효성중공업, 카카오페이, 파마리서치	

섹터	이슈 및 의견
경제 미국 고용과 물가의 엇박자 경제분석 Economist 이승훈	 ■ 연준 인하 시사에도 미국 8월 고용과 물가에 쏠리는 시선 - 미국 8월 비농업 고용 컨센서스 8.5만 명: 7월 쇼크 이후 눈높이 많이 낮아져 → 제조업, 건설업, 서비스 전반의 노동수요 부진 심화 여부 중요 → 9월 9일 QCEW 벤치마크 공개: 올해 3월까지 10만 명 넘었던 실적도 하향조정 - 미국 물가상승세는 단계적으로 높아지는 구간: 재화와 서비스 모두 주목해야 ① 8월 7일 상호관세 여파 반영 개시, CPI보다는 PPI를 우선 들어올릴 요인 ② 아울러, 노동공급 축소發 임금상승률 지지와 서비스물가 상승세 지속 여부 주목 → ②는 인하 신중론 부각(일부의 3~4회 인하 기대로부터 후퇴)될 재료일 수 있음 ■ 주요국 경제전망 - '25E: 미국 1.6%, 유로존/일본 1.2%, 중국 5.0%, 한국 1.0% - 통화정책: 연준 인하(9월, 12월), BOJ 인상(10월), BOK 인하(10월), ECB 동결 - 관세발 인플레 충격은 미국 고유의 재료: Non-US 영향은 제한적
채권 잭슨홀에서 선물을 준 파월 한국 10월 인하는 가능할 것 채권전략 Analyst 윤여삼	■ 관세발 물가 우려에도 고용 중심 성장을 염려하기 시작한 연준 - 7월 FOMC까지 물가에 방점을 둔 연준 스탠스, 잭슨홀 파월의장 '변화' 가능성 언급 - 고용의 취약성으로 성장을 둔화 압력 증대, 트럼프 연준 압박 수위 높이고 있어 - 당사 미국 2차례 인하 전망 유지, 올해 3차례까지 확대될 수 있을지 유연하게 대응 - 결론: 미국채 10년 저평가 구간, 연말까지 4%를 향해 안정될 것이라는 전망 유지 ■ 8월 금통위 동결 이후 10월 인하를 위한 빌드업 과정 예상 - 국내 올해와 내년 성장률 전망 상향 및 금융안정(부동산 & 환율) 인하의 신중성 확인 - 그럼에도 GDP갭 마이너스를 극복하기 위한 연내 1차례 10월 인하 전망 유지 - 통화정책보다 2026년 예산 및 기업지원을 위한 재정정책 중요도 높을 것 - 결론: 9월까지 국내외 비둘기적 통화정책 긍정적, 4분기 국내 채권공급 증가 위험 대비 ■ 추천: 한국 회사채 ETF: 453540(TIGER), 미국 장기채 ETF: ZROZ-US(PIMCO)
외환 선반영된 매크로 FX/원자재 Economist 박수연	■ 달러/원 9월 예상밴드: 1,360 ~ 1,410원 ■ 연준 9월 인하 + BOJ 10월 인상 기대 - [연준] 잭슨홀 미팅 후 9월 인하 확실히 + 10월 이후는 미지수 - [BOJ] 9월 동결 확실히 + 10월 인상 기대 커지는 중 - 9월 정책까지는 외환시장 선반영 끝. 10월 이후를 반영하며 달러 포함, 엔 절상 예상 ■ 선반영된 매크로와 반복되는 수급장세 - 관세도, 금리도 불확실성이 일단락되면서 매크로는 기다림의 영역으로 이동 - 단기 변동은 외국인 주식 수급이 좌우 - 환율 하락 조건은 1) 미국 증시 조정, 2) EM 대비 코스피 아웃퍼폼

메리츠 센스있는 배분

구분	시장	전술(단기)	전략(장기)	투자포인트
주식 72% 	미국(선진국)	26% ↑ (이전 25%)	30%	- 잭슨홀 컨퍼런스 파월의장 예상보다 비둘기 발언 - 물가우려보다 고용둔화에 대응하기 위한 유동성 공급 - 연내 2차례 인하 전망, 하반기 미국 증시 회복 모멘텀 - 성장둔화 전통주식대비 유동성 공급에 따른 혁신산업 주도 흐름 이어질 것
	중국(신흥국)	23% - (이전 23%)	20%	- 중국 8대 혁신산업(AI 및 휴먼로이드 등) 집중 - 완화적 통화 + 확장적 재정정책 기반 반기 급등 - 예상보다 빠른 주가반등에 비중 확대 의견은 유지
	국내	24% ↑ (이전 23%)	20%	- 일부 세제개편 및 미국증시 강세에 따른 숨 고르기 구간 - KOSPI 3200pt 단기 상단 인식, 부정적 앵커링 8월 말 예정된 예산안, 청사진 측면 상승 재료 재부각 4분기까지 경기개선 강도 확인하면서 점진적 비중 확대
채권 28% 	국내	11% - (이전 11%)	13%	- 국내 확대재정 및 통화기대 후퇴 반영 시장금리 레벨 업 - 기준금리 2.25% 마무리 가능성, 10월 인하 유력 - 추가적 금리상승 위험성 높지 않지만, 반락도 어려운 국면 - 국내 채권투자 장기 예금 이상의 매력도 높지 않은 상황 - 9월 연준 금리인하 이후 미국금리 하락이 중요할 것
	해외(미국채)	17% ↓ (이전 18%)	17%	- 미국 통화완화 기대 확대에도 장기금리 중심 하락 제한적 - 관세발 물가보다 고용의 취약성이 부각되어야 채권 유리 - 연내 2차례 인하 기대 반영해도 미국채10년 4.0% 기대 - 초장기 금리, 기간 프리미엄 부담 역시 정점 지나고 있어

경기모멘텀 자산배분: non-US 경기모멘텀 유리하나 미국 주식시장 유동성 기대까지 감안 확대



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

Cover Story ①

경제분석
Economist 이승훈

결정의 시간: 기존의 파월을 위시한 매파들의 대변인 입장

매파들의 입장: 인플레이를 고려하라!

연준은 완전고용과 물가안정이라는 이중책무를 진다. 그런데 지금은 노동시장은 취약해 지고 물가 상승 위험은 커지는 스테그플레이션 스러운 모습으로 가고 있다. 필자를 비롯한 이코노미스트들은 일련의 트럼프 정책들로 유발된 인플레이션의 크기가 생각보다 클 수 있어 걱정이다.

따라서 노동시장이 우려되더라도 금리인하를 많이 하기에는 부담스럽고, 경기가 아직 잘 버티는 중이라면 서둘러 인하를 하기 보다는 더 오래 기다려보는 것도 방법일 수 있다고 생각한다.

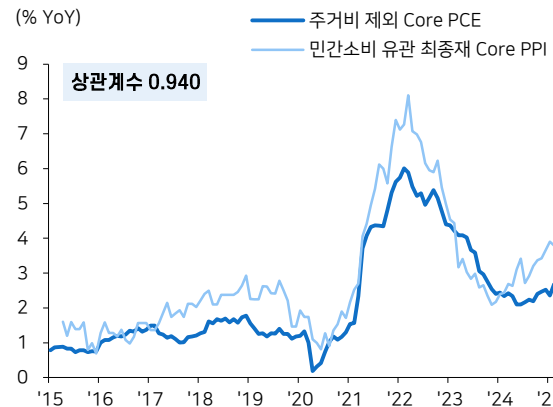
인플레이 유발 요인(1) 관세와 그 충격의 확산

먼저 떠오르는 인플레이 유발 요인은 관세이다. 관세는 수입품을 취급하는 수입업자가 납부하는 내국세이다. 수입업자 스스로 모든 관세를 다 떠안을 수 있겠지만, 실효 관세율이 18.3%로 크게 높아진 상황에서 그런 선택은 부담스럽다.

미국에 물건을 납품하는 해외 부문이 일부 부담을 하면 수입물가가 낮아지며 수입업자 부담이 줄어든다. 하지만 수입물가는 떨어지지 않고 있다. 부담은 고스란히 미국 민간부문의 몫이다.

생산자나 유통업자들에게 부담이 넘어가면 생산자 물가가 오른다. 이들의 부담이 버거워지면 소비자 물가로 넘어간다. 아직은 소비자물가보다 생산자물가가 빠르게 상승하지만, 소비와 직결된 품목들의 생산자물가 상승도 두드러진다. 소비자가 높은 가격을 직면하게 되는 건 시간 문제일 수 있다.

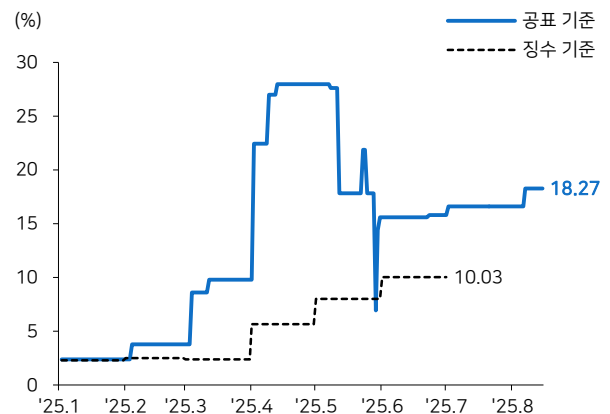
그림1 미국 민간소비 유관 PPI와 주거비 제외 Core PCE



자료: US BLS, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

추가적인 물가 충격도 불가피하다. 6월에 수입업자에게 징수된 평균 관세율은 10.0%로 공표된 관세율 18.3%를 하회한다. 8월 7일부터 상호관세가 부활했고, 10월 5일부터는 선적되어 이동 중이거나 보세창고에서 출고된 제품까지 대상이다.

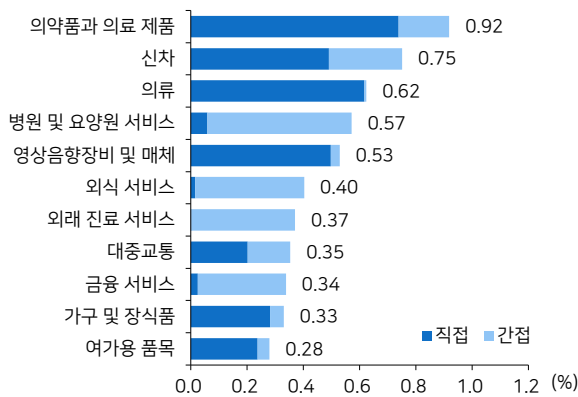
그림2 미국 실효관세율 비교: 공표 기준 vs 징수 기준



자료: Budget Lab at Yale, Bureau of Fiscal Service, 메리츠증권 리서치센터

여기에, 서비스 업종도 영향권이다. 서비스 제공을 위해 재화가 필요하기 때문이다. 예컨대 진료에 필요한 의약품과 장비는 수입산이 많다. 보스턴 연은은 올해 2월, 식료품/에너지를 제외한 미국 개인소비의 10%가 수입에 의존한다고 분석했는데, 의존도 상위 10개 항목 중 서비스가 4개나 차지한다. 인플레 확산 위험이 염려되는 이유이다.

그림3 미국 Core PCE 중 수입 비중: 지출항목별 Top 10



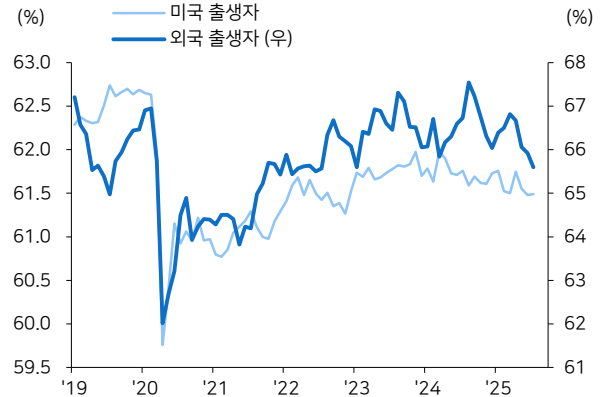
자료: Boston Fed, "The Impact of Tariffs on Inflation" (2025년 2월)

인플레 유발 요인 (2): 타이트한 노동수급

노동공급 축소 요인도 있다. 최근 55세 이상 연령 은퇴가 재개되는 한편, 트럼프의 반이민 정책으로 이민자들이 자발적/강제적으로 미국을 떠나고 있다. 이는 이민자 중심으로 경제활동참가율을 끌어 내리고 있다.

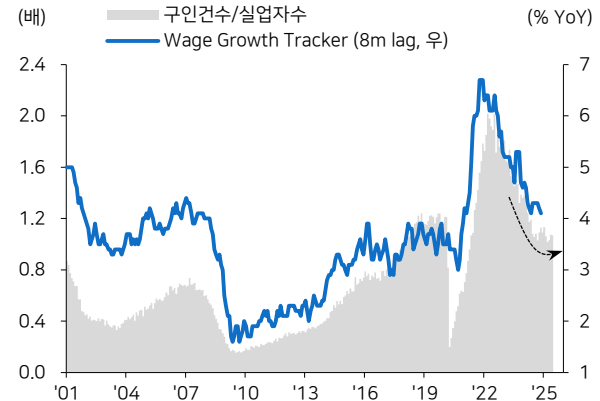
노동수요 못지 않게 공급이 위축되면 수급이 그만큼 타이트하게 유지된다. 구인건수 하락은 수요 위축 신호이지만, 경제활동인구 감소는 구직 중인 실업자도 줄어듦을 의미하기에 그 자체로 공급 축소 요인이다. 여러 우려에도 구인/실업자 배율이 여전히 1배를 넘는 채 횡보하는 이유이다.

그림4 미국 경제활동참가율: 미국 출생자 vs 이민자



주: 전체 경제활동인구에 적용되는 계절조정인자를 공통적으로 적용하여 추정
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림5 구인건수/실업자 배율 vs Wage Growth Tracker



주: * 동일인 대상 패널조사임. 취업자수 믹스가 반영되는 시간당 임금보다 일관적
자료: US BLS, Atlanta Fed, 메리츠증권 리서치센터

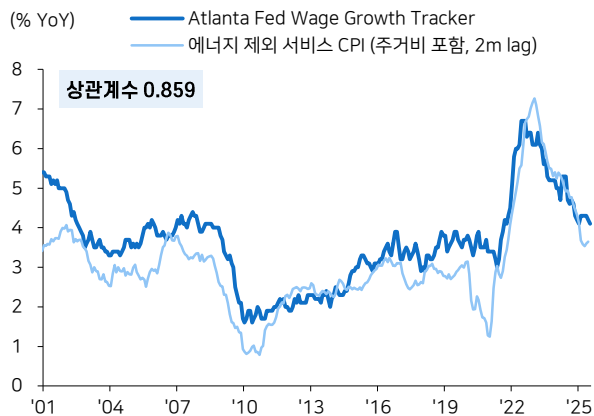
노사 협상에 따라 임금이 결정되는 유럽/일본과 달리, 노동시장이 유연한 미국에서는 노동수급이 필립스 곡선보다 더 유의미한 임금 상승률의 선행 지표이다. 경우에 따라 노동수요보다 공급이 더 빨리 줄게 된다면 임금 상승률이 높아질 수 있다.

더욱이 그것이 불법이민자 추방에 따른 저임 노동력 이탈이라면 이를 내국인으로 대체하는 과정에서 임금 상승 압력이 추가적으로 나타날 수 있다.

이것이 인플레이션에 중요한 이유는, 임금이 바로 “서비스 물가상승률”을 결정하는 핵심 요인이기 때문이다. 대부분 서비스는 노동 집약적이기에 인건비 상승이 서비스 제공 가격으로 옮겨 붙을 유인이 크다. 다른 한편에서 개인소비의 70%는 서비스 소비이다. 개인의 구매력이 커지면 높은 가격을 수용할 수 있는 여건이 된다.

이미 상호관세 충격이 본격적으로 상륙하기도 전에 7월 소비자물가 통계에서 재화 못지 않게 서비스 부문 인플레이션이 재개된 점을 가늠하여 넘겨서는 안 된다. 관세의 물가 충격이 설령 일회성이라 할 지라도 이러한 환경에서는 인플레이션율이 오랜 기간 2%를 상회할 수 있기 때문이다.

그림6 Wage Growth Tracker와 서비스 물가 상승률



자료: Atlanta Fed, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

인플레 유발 요인 (3): 인플레 기대 상승

연초부터 소비자들의 인플레이션 기대가 빠르게 상승하여 고공행진하고 있는 점도 걱정이다.

미시건대 소비자동향조사의 향후 1년 기대인플레이션과 식료품과 에너지를 제외한 핵심 CPI 상승률을 비교해 보면, 소비자 기대인플레이션이 실제 인플레이션에 7개월 선행해서 움직인다.

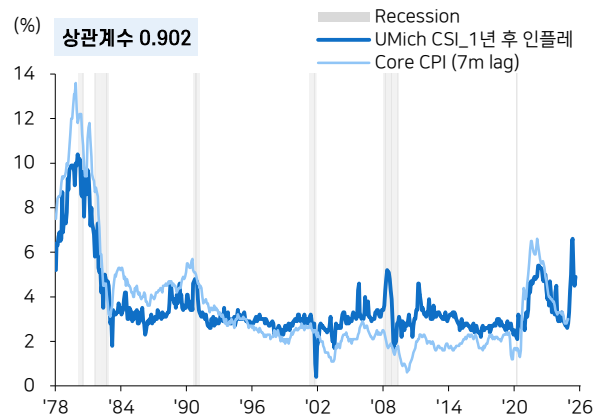
일단 인플레를 체감하고 기대에 반영시키면 마치 자기실현적 예언처럼 물가 상승세가 높아진다는 것이다(상관계수 0.90). 뿐만 아니다. 소비자들의 향후 5년 인플레 기대와, 모든 경제주체들의 장기 인플레이션 기대를 취합하여 10년 PCE물가에 투영하는 연준의 일반 기대인플레이션(Common Inflation Expectation) 지수도 다시 오르고 있다.

이런 구도라면, 소비자들은 앞으로 들어올 인플레를 수용하는 입장으로 임하게 될 가능성이 있다. 장기 인플레이션 기대가 당장 안정적이라고 마냥 안심할 노릇은 아닐 수도 있다는 것이다. 기대 관리가 필요하고, 이는 통화정책의 영역이다.

과거 스태그플레이션 구간에서는...

과거 스태그플레이션 혹은 이와 유사한 환경에서 연준이 취했던 행보는 시기별로 달랐다. 1970년대 후반 Great inflation 막바지에는 금리인상을, 1990년 걸프전과 2008년 금융위기 직전에는 인하를 선택했다. 경기침체 징후가 명확할 때는 후생을 챙겼던 반면, 1970년대 말은 경기확장기였기 때문에 인플레와 그 기대를 잡는데 주력했다. 매파의 입장에서 본다면, 지금은 인하에 신중할 때이다.

그림7 소비자들의 향후 1년 기대인플레 vs Core CPI



자료: University of Michigan, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

Cover Story ②

채권 투자전략
Analyst 윤여삼

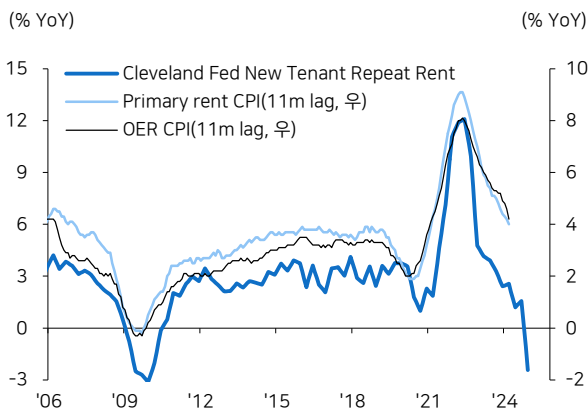
결정의 시간: 고용을 위시한 비둘기, 트럼프 대변인 입장

관세 발 물가 무섭지만, 고용 둔화 방어해야

첫번째 커버스토리에서 기존 파월 등 매파 입장을 대변하는 당사 이코노미스트 글을 보았다. 필자 역시 가장 우려하는 부분이며, 앞으로 1분기 동안 미국 물가상승의 불가피함은 인정한다.

그럼에도 우리가 올해 2차례 인하 전망을 유지하는 핵심 배경은 이중책무(dual mandate) 중 물가 이외 고용의 취약성 역시 대비해야 할 필요성이 있기 때문이다. 이를 감안 잭슨홀 컨퍼런스에서 파월의 발언은 ‘향후 정책의 조정이 필요할 수 있다’는 우려보다 비둘기적 색채로 비춰졌다.

그림1 주거비 선행지표인 월세(rent) 위축, 서비스물가 안정



자료: CV Fed, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

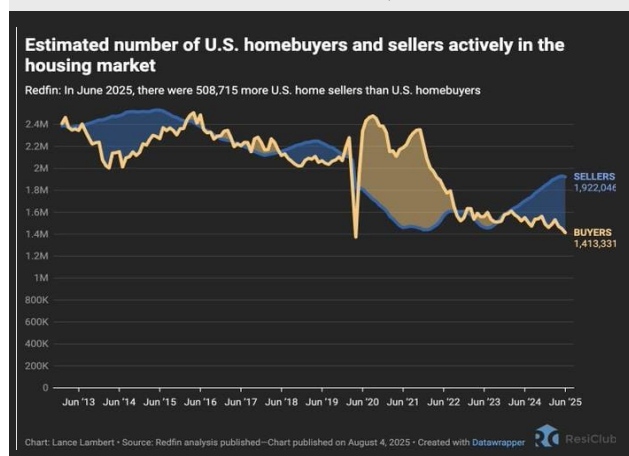
명확한 관세 충격에 대비하여 일부 서비스 물가는 미국 경기둔화를 반영하면서 안정된 모습을 보여 주고 있다. 자동차나 숙박비, 항공운임(7월은 휴가철로 일시적 반등), 통신비 등은 올해 월간으로 하락 기조를 이어온 분야이다. 소비와 밀접한 물가는 관세민감도가 낮다.

특히 미국 물가에서 CPI 40%와 PCE 20% 가량을 차지하는 주거비의 경우 예상보다 안정 흐름을 이어가고 있다. 올해 월간 0.2%대로 상승세를 낮춘 주거비는 선행지표인 월세(rent) 하락을 쫓아 추가로 안정될 가능성이 높다(그림 1).

8월 들어와 트럼프 대통령은 ‘파월과 연준이 미국 주택시장을 망가뜨리고 있다’며 비난에 나서고 있다. 미국 주택시장은 펜데믹 저금리 환경을 거치면서 ‘매수자>매도자’ 우위 시장이었는데, 2024년에 들어와 비싼 주택가격 및 모기지 고금리 부담으로 ‘매수자<매도자’ 우위로 바뀌었다(그림 2).

기존주택판매 데이터 내 거래는 바닥, 재고는 펜데믹 이후 최고치로 올라섰다. 적어도 올해 남은 기간 재화를 중심으로 한 관세 부담이 추가로 유입되더라도 수요와 관련된 물가의 상쇄가 우려한 것보다 물가를 많이 올리지 않을 수 있다. 이를 고려한 듯 파월의장은 관세의 물가 충격은 일시적일 수 있다는 발언을 잭슨홀에서 내놓았다.

그림2 미국 주택 매수자<매도자 변화, 관세충격 상쇄 예상



자료: RC Research

그림3 쌓여가는 계속 실업수당청구, 취약한 고용의 핵심



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

‘확실한 관세충격 vs 불확실한 수요둔화’ 사이에서 물가는 연내 확인이 필요한 부분이다. 그에 비해 파월과 트럼프가 공히 걱정하는 부분은 미국 경제의 중심인 고용의 취약성이다.

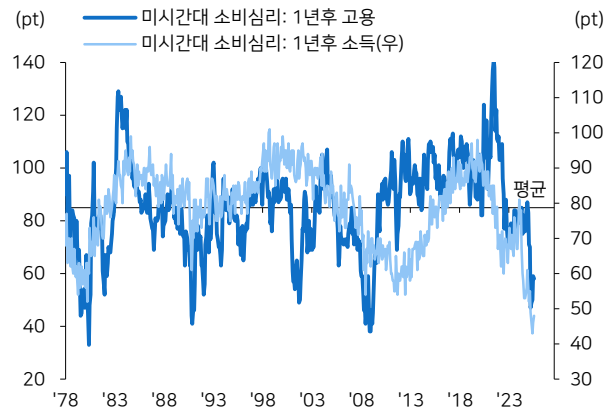
8월 초에 확인된 7월 비농가취업자(non-farm)수는 5~6월 일자리가 28만개 → 3만개 증가로 급격한 하향조정을 겪었다. 실업률은 0.1%p 증가에 그쳤다고 하나 이민자 추방이 시작되면서 노동인구 자체가 감소, 실제 고용의 취약성은 더욱 높아진 것으로 판단된다. 만일 현재 일할 의지까지 상실한 이민자들을 실업자로 포함할 경우 미국 실업률은 4.4%까지 상승한 것으로 추정된다.

작년 2분기부터 재정탄력이 줄어드는 구간에서 늘어난 계속실업수당청구(그림 3)는 결국 삼의 법칙이라는 고용의 취약성으로 연결, 9월 빅컷의 빌미가 되었다. 올해도 OBBBA 통과까지 둔화된 재정 약화까지 더해져 작년과 고용 둔화의 유사성이 엿보인다.

전체 95% 일자리 실사 조사(QCEW)에서 작년 일자리는 비농가취업자대비 82만개나 축소된 것으로 발표되었다. 올해도 9월 9일 QCEW의 속보치가 발표되는데, 일부 IB들은 올해도 90만개 이상이 적을 위험성을 경고하고 있다.

더해서 미시간대 소비심리에 반영된 미국 가계의 향후 1년뒤 일자리와 소득 기대는 과거 경기침체기 수준으로 위축되어 있는 형국이다(그림 4). 트럼프 정책의 불확실성이 기업들의 투자와 고용에 악영향을 미친 결과이다. 정책 불확실성이 높은 상황에서 당연한 결과일 수 있다.

그림4 1년뒤 일자리에 소득에 대한 불안심리 침체 수준



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터(상원 안 통과에도 3%대 금리가정)

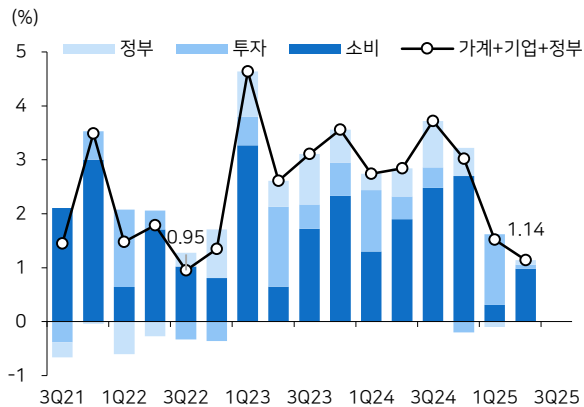
중요해진 연준의 시간, 적절하게 대응 필요

2026년 11월 중간선거를 앞두고 트럼프 행정부의 일부 정책 노력이 더해진다고 해도 연준의 역할이 중요해졌다. 10년간 3조4천억 달러 규모의 재정적자를 합의(OBBBA)했다고 하나 연간으로 GDP의 1%에 불과한 수준으로 2023~2024년 바이든 행정부의 재정자극에 비하면 약한 편이다.

올해와 내년의 미국 성장률 전망 역시나 1% 중반 수준으로 지난 2년간 2% 후반에 육박했던 성장탄력의 둔화가 불가피하다. 파월 의장 역시 고용이 둔화될 위험성과 동시에 올해 미국의 가계+기업+정부의 지출만 순수하게 1%대로 둔화되고 있는 위험성을 경고했다(그림 5).

재정이 확장적이었던 지난 2년간 3%가 넘는 경제의 3주체의 역할이 줄어드는 공포에 트럼프 관세는 해외수요까지 위축시킬 위험이 커졌다.

그림5 물가 부담 덜어내면, 둔화되는 미국 성장을 방어해야



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

추세가 중요한 고용이 무너지면, 2023년 이후 고도 성장에도 30%가 넘었던 미국 경기침체 확률이 현실화될 수 있다. 경제 3주체에 해외까지 성장률을 견인할 수 없다면, 자연스레 유동성을 관장하는 연준을 바라볼 수 밖에 없는 형국이다.

트럼프 대통령의 지지율이 떨어질수록 미국채 2년 금리가 하락하는 상관관계가 여기에 있다(그림 6). 트럼프 대통령이 파월 및 연준인사들을 비난하고, 심지어 스티브 미란 같은 친 트럼프 인사를 연준에 심어가면서 연준의 금리인하를 압박한 것이다. 7월 FOMC까지 물가를 중시한 파월 및 연준의 중심이 잭슨홀에서 흔들린 이유이다.

그림6 트럼프 지지율 하락만큼 절실해지는 연준의 금리인하



자료: Bloomberg, UST, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

당사 하우스뷰: 연내 2차례 인하 실시 고용과 물가 사이 줄타기는 끝나지 않았다

이번 커버스토리를 2파트로 나눠서 쓴 이유는 물가 중시 연준의 신중론을 요구하는 목소리와 고용 중시 성장에서 금리인하를 압박하는 목소리를 당사 이코노미스트와 채권전략가가 파월과 트럼프를 대면하여 작성, 정리해 본 것이다.

불과 1개월 사이에도 많은 이벤트가 있었다. 7월 FOMC 당시만 해도 노동시장의 하방보다 인플레이션의 상방 위험을 더욱 심각하게 보았던 연준 인사들은 7월 고용을 계기로 노동시장의 위험을 좀 더 엄중히 보기 시작하였다.

그들은 지금의 노동시장이 좁은 담장 위를 걷고 있는 것과 같아 잘못하면 크게 다칠 수 있는 반면, 인플레이션 압력이 영구적으로 변질 위험이 크지 않다고 판단하는 것으로 보인다.

결정은 연준이 하는 것이라 우리들의 견해보다는 그들의 생각이 훨씬 중요하다. 파월 의장의 잭슨홀 기조연설 이후 9월 인하 가능성은 좀 더 커진 것으로 보이며, 하반기 경기가 더욱 하강할 위험을 고려한다면 4분기에 한 차례 추가 인하를 단행할 확률도 높아졌다. 금융시장 관점에서는, 주식이든 채권이든 일단 기회가 생긴 셈이다.

그러나 앞으로 인하를 하더라도 만장일치가 아닐 가능성이 커 보인다. 다양한 생각들이 연준 내부에도 존재하기 때문이다. 사실 지금 국면에서 모든 결정은 신중해야 한다.

우리는 일부 IB들이 고용과 잭슨홀을 기반으로 연내 3차례 인하 전망으로 옮겨간 부분도 과한 부분을 보고 있다. 적어도 9월 인하 실시 이후 추가적인 정보가 더 필요할 것이다. 우리는 올해 2번 인하 인정, 유연하게 대응해 나갈 것이다.

이달의 이슈 ①

글로벌 전략·선진국
Analyst 황수욱

미국 시장 단기, 중기 리스크 점검

8월도 상승 랠리. 동인과 리스크를 점검할 때

8월 22일 기준 S&P500과 나스닥종합주가지수는 관세 불확실성이 정점에 달했던 4월 8일 이후 각각 29.8%, 40.8% 상승했다. 8월까지 이어진 2Q25 실적 시즌에서 여전히 주도주들의 건재함이 드러나며 시장 상승을 주도했다.

미국은 운용 자산이 1억달러 이상이 되면, 분기마다 보유 포지션 내용을 공시하게 되어 있는데, 이를 13F 공시라고 한다. 8월에 공시된 2Q25 13F 공시에서 주요 기관들의 트렌드를 분석하면 크게 3가지 특성이 확인된다. 1) Risk-on, 2) 빅테크/반도체 중심의 포트폴리오 회귀, 3) 중국 비중 축소다. 기관들은 지수 풋옵션과 같은 포지션을 청산하며 헤지 포지션을 줄였고, 엔비디아 등과 같은 메그니피센트 7 종목의 비중을 다시 늘렸다. 한편 브리지워터와 같은 초대형 운용사에서는 중국 포지션을 전부 청산하기도 했다.

지금 미국 시장 상승의 핵심 동인을 꼽자면 단연 ‘실적’이다. 매크로 불확실성에도 불구하고 주도 산업인 AI의 성장세가 실적 시즌에서 다시 확인되면서 실적 추정치의 리레이팅과 함께 주가가 우상향 중이다. 한편 밸류에이션은 S&P500 지수 기준 과거 5년 평균 PER의 1표준편차 수준이 5년 시계에서 고점이었었는데, 해당 부근에서 횡보하면서 시장을 지지하고 있다.

실적은 오르지만 밸류에이션이 높다보니 시장 한편에서는 주가 부담과 버블에 대한 걱정이 나오고 있는 듯 하다. 시장 상승 동인과 리스크는 구분해서 대응할 필요가 있다.

AI 버블론? 반은 맞고 반은 틀리다

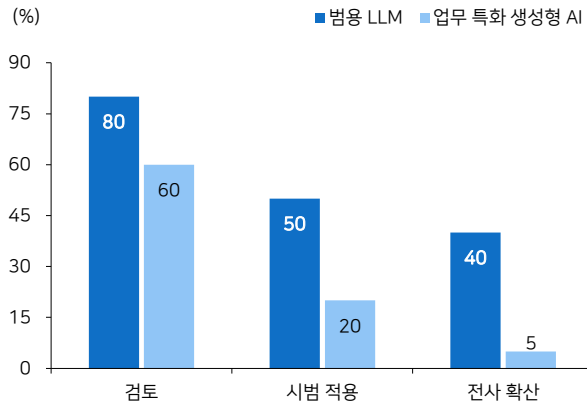
8월 19일 샘 알트만 OpenAI CEO는 ‘현재 AI 투자자들이 지나치게 들떴으며, 버블이 커지면 모두 심각한 손해를 입을 것’이라고 언급해 AI 관련주들이 크게 조정되었다. 동시에 MIT가 7월에 발간한 The GenAI Divide라는 보고서가 재부각되기도 했다. AI 활용 기업 중 95%가 AI 파일럿이 수익이나 측정 가능한 성과로 이어지지 않았으며 5% 기업만이 실제 생산 환경에서 AI가 가치를 창출하고 있다는 내용이었다.

AI 산업 수장 격으로 여겨지는 알트만이 위와 같은 이야기를 했다는 것이 아이러니하지만, 알트만의 의도는 AI가 거품이라는 게 아니라, 광기에 사로잡혀 실제 없는 AI 스타트업에 투자하지 말고 자신의 기업에 투자하라는 것으로 풀이되고 있다.

실제로 이번 실적 시즌에서 실제로 AI 소프트웨어 기업들의 명암이 엇갈리고 있다. 팔란티어와 서비스나우를 제외하고는 B2B AI 소프트웨어 기업들의 수익성이 악화된 것이 확인된다. 데이터독, 위크데이와 같은 기업들은 부진한 2Q25 실적 발표 이후 주가가 하락했다.

AI 버블론이 반만 맞다는 이유는 기존 주도주인 AI 하드웨어 기업들의 실적은 여전히 견조하기 때문이다. 실적이 이끄는 시장에서 기존 주도 산업이 견조하기 때문에, 최근 상승은 버블이 아니라고 생각한다. AI 산업에서 다음 스텝인 소프트웨어 산업에서 부침이 나타나고 있지만 승자독식과 확산의 지연일 뿐 버블 붕괴, 시장의 하락 추세 전환과는 구분해야 한다는 의견이다.

그림1 기업들의 AI 도입률(The GenAI Divide)



자료: MIT(2025), 메리츠증권 리서치센터

단기 리스크: 통화정책과 금리인하 기대

7~8월 시장 상승 동인이 ‘실적’이라는 펀더멘털이 있었다면, 9월은 실적 이벤트를 상당 부분 소화한 상태다. 9월 초 브로드컴 등 주요 기업들의 실적발표가 남았지만, 9월 전체를 볼 때 실적 보다는 매크로 이슈에 주가 반응이 나타날 시기로 본다.

즉 펀더멘털보다는 밸류에이션이 시장 방향성을 결정하는 기간일 수 있다는 것이다. S&P500 12개월 선행 PER은 22.4배로 과거 5년 평균 대비 +1 표준편차 수준이다. 최근 5년간 S&P500 밸류에이션은 이 수준을 유의미하게 상향돌파한 사례가 없다. 최근 10년 고점은 유동성 장세였던 2020년 9월 23.4배였다.

미국 증시는 펀더멘털이 우상향함에 따라 밸류에이션도 우상향했던 것이 과거 패턴이지만, 실적시즌을 소화한 이후 밸류에이션만으로 시장이 추가적으로 상승하려면 새로운 기대감이 유입되어야 한다. 그런데 밸류에이션이 높다는 걱정의 시선도 늘고 있다.

추가적으로 힘을 받으려면 9월은 통화정책의 힘이 작용해야 한다. 누구나 9월 메인 이벤트로 FOMC

를 보는 이유다.

9월 FOMC는 ‘주가에 반영된 시장의 기대와 실제가 얼마나 차이가 있을지’가 기준이 되어야 한다고 생각한다. 주가에 반영된 시장의 기대는 CME Fed Watch나 연방기금금리 선물시장에 반영된 금리인하 기대 수준으로 가늠할 수 있다. 시장 참여자의 판단이 ‘실제’로 얼마나 인하할지를 예상해 여기에 따라 전략이 달라질 것이다.

결론은 시장 기대가 50bp 이상으로 반영되는 구간에서는 차익실현이 필요하고, 25bp 인하 기대가 적정 수준으로 생각하며, 동결 기대에 가까울수록 그 구간의 주가는 매수 기회로 판단한다. 다만 25bp 인하는 이제 어느 정도 컨센서스가 된 듯 해서 밸류에이션 관점에서 추가적인 상승 룬이 제한적일 것으로 생각한다.

이런 기대 형성에 결정적인 역할을 한 것이 파월 의장의 8월 22일 잭슨 홀 미팅 기조연설이다. 9월 FOMC를 앞두고 관세에 따른 물가 압력이 금리 결정에 어떤 영향을 미칠지, 연준이 여기에 대해서 어떻게 해석할 지가 최대 화두였다.

파월 의장은 관세 물가 압력을 “관세가 일부 품목의 가격을 끌어올리고 있지만, ‘이는 일시적 물가 수준 상승(one-time level shift)’일 가능성이 크다”라고 평가했다. 일시적 물가 상승 압력은 통화정책의 대응 영역이 아니다. 잭슨홀 연설 이후 시장이 다시 금리 인하 가능성을 높게 생각하고 주가가 상승한 배경이다.

관세 물가 압력은 통화정책 프레임에서 신경을 덜 쓸 가능성이 높아졌으나, 데이터를 보고 판단한다는 연준의 스탠스는 여전하다. 여전히 노동시장 및 실물시장 지표에 따라 시장이 민감하게 반응할 확률이 높다. 앞서 제시한 ‘기준’을 토대로 단기 변동성 리스크에 대응할 필요가 있겠다.

중기 리스크: 전력 부족

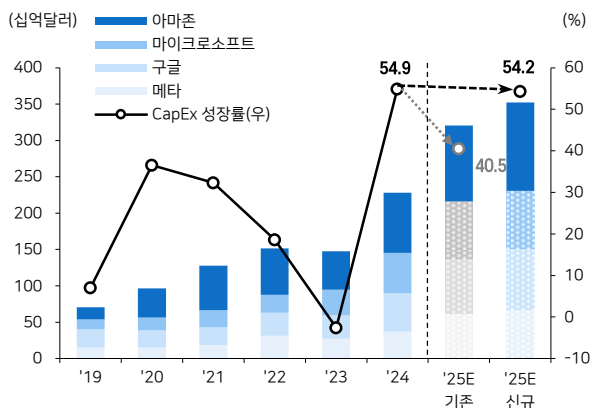
2분기 13F 공시에서 미국 대형 기관 투자자들이 다시 미국 빅테크 중심으로 포트폴리오가 재구성된 배경은 AI 인프라의 쇼티지 때문이다. 빅테크들의 CapEx 가이드스가 줄상향되었다.

올해 초까지만 해도 AI 하드웨어는 작년보다 올해 성장률이 하락할 것인데, 성장주의 성장률이 꺾이면 주가도 꺾일 것이라는 걱정이 컸다. 그런데 이번 분기 이런 우려가 실적 숫자를 통해 해소되며 다시 AI 하드웨어 관련주로 자금이 몰린 것이다.

다만 이제부터 걱정은 '전력 부족 문제'다. 원자력의 전력원 연결은 2028년 이후부터일 것이고, 그 전까지 데이터센터 전력원으로 고려되던 가스 터빈 발전은 수주가 가득 찬 상태다. 미쓰비시 중공업은 2분기에 6기의 터빈 수주를 받았는데 실적 컨콜에서 예상 인도 시점을 2030년으로 언급했다. GE버노바도 상황이 크게 다르지 않다. 전력을 조달하지 못해서 데이터센터가 필요해도 늘리지 못하는 상황이 발생할 수 있다는 것이다.

낮은 확률이지만, 중기 시계에서 3Q 실적시즌에 빅테크들이 전력 부족을 문제로 CapEx 눈높이를 낮추는 상황을 시장 리스크로 본다.

그림2 빅테크의 CapEx 가이드스 상향



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

전력 부족은 새로운 아이디어가 될 수 있음

다만 전력 쇼티지는 다른 한편에서 새로운 투자 아이디어가 될 수 있다. 앞서 논의한 내용을 토대로 현재 상황을 산업 측면에서 정리하면, '전력 인프라' > 'AI 하드웨어 인프라' > 'AI 소프트웨어' 순서로 투자 우선 순위를 고려해볼 수 있겠다.

기존 원자력, 가스 터빈뿐만 아니라 다른 전력원들에 대한 눈높이가 다시 높아질 가능성도 고려할 수 있다. 태양광이 그 예가 될 수 있다. 우리가 2024년 3월 인텔스에서 AI 데이터센터 최적 전력원으로 신재생이 아닌 원자력을 꼽았던 이유들(부지 효율성, 24시간 전력 공급 가능성 등)이 있었는데, 지금은 이런 적합성을 고려할 상황이 아니라 어떤 전력원이든 필요한 상황이 된 것으로 생각한다. 다만 트럼프 대통령이 태양광보다 풍력을 더 억제하는 상황에서 주가 측면에서는 태양광이 상대적으로 나은 상황으로 보인다.

디젤/가스 소형 발전기나, SOFC라는 연료전지가 데이터센터의 대안 전력으로 부상하며 주가 반응이 나타나기도 했다. 제네락 홀딩스, 블룸 에너지와 같은 해당 분야의 대표기업들이 이번 실적 시즌에 AI 데이터센터향 공급 계획을 언급하기도 했기에 새 투자 아이디어로 주목해 볼만 하다.

그림3 7월 이후 급등한 제네락 홀딩스, 블룸 에너지 주가



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

이달의 이슈 ②

퀀트
Analyst 이상현

현재 공매도 vs 내년 이익 성장

현재 공매도 vs. 내년 이익 성장

일반적으로 가격이 쌀 때 사서 비쌀 때 파는 것이 투자의 기본적인 매매 원칙이다. 가격이 지속적으로 오르는 상황에서는 지금 사서 다음 달 혹은 내년 팔면 되지만, 일반적인 투자자 입장에서 가격이 지속적으로 하락하는 상황에서는 주식을 소유하고 있지 않으면 선택지가 없다.

이때 고려할 수 있는 선택지가 공매도이다. 공매도는 주식이 없는 상황에서 1차적으로 주식 소유자에게서 주식을 빌리고, 빌린 주식을 파는 매매 방식이다. 이후 주식이 충분히 싸지면 공매도 투자자는 주식을 사서 되갚는다.

미래 이익 성장이 확실하나 주가에 아직 미반영되었다 판단되는 경우에는 공매도의 유인이 적다. 시간이 점차 흐르면서 자연스레 미래 이익을 반영하게 되고 이를 따라 주가가 오를 것이라는 기대가 형성되기 때문이다.

다만 미래 이익 성장이 불확실하거나 주가가 미래 이익 성장을 충분히 혹은 과도하여 반영했다라고 판단될 경우 공매도 유인이 높아지게 된다.

코스피 전체 거래대금 대비 공매도 금액 비중은 8월 25일 기준 7.69%, 전체 공매도 잔고는 10.3조원(8/23), 코스피 시가총액 대비로는 0.41% 수준이다. 공매도 잔고금액은 '23년 9월 20일 고점(12.9조원) 대비 79.6% 수준, 공매도 거래금액 비중은 '21~'23년 고점 7.4% 대비 95% 수준이다(20일 평균 기준).

그림1 코스피 공매도 잔고 및 거래금액 비중



주: 공매도 거래금액 비중은 20일 이동평균 기준
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

공매도 제도는 투자자의 선택지를 넓혀 시장효율성을 제고하는 긍정적 효과를 지닌다. 다만 일부 종목의 주가 급락 사태의 원인이 공매도로 의심되는 상황이 반복되며 2017년 금융위원회와 한국거래소는 해당 제도에 대한 불신을 해소하기 위해 공매도 과열종목 지정제도를 도입했다.

공매도 과열종목 지정 조건은 크게 ①주가 -5%~-10% 하락, 공매도 비중 15% 이상, 공매도 거래대금 직전 40영업일 대비 6배 이상 증가, ②주가 -10% 이상 하락, 공매도 거래대금 직전 40영업일 대비 6배 이상 증가, ③주가 -3% 이상 하락, 공매도 비중 30% 이상, 공매도 거래대금 직전 40영업일 대비 2배 이상 증가, 3단계로 나뉜다(코스피 기준).

공매도 과열종목 지정제도의 실효성에 대한 논란이 있으나 개별 종목의 주가 급락 시 공매도 거래에 제한을 두어 주가 하락 가속화를 방지하는 효과가 있다. 현재 공매도 과열종목 지정건수는 3월 31일 공매도 재개 이후 점차적으로 줄어들며 안정권에 들어서고 있다.

그림2 코스피 공매도 과열종목 지정 건수 추이



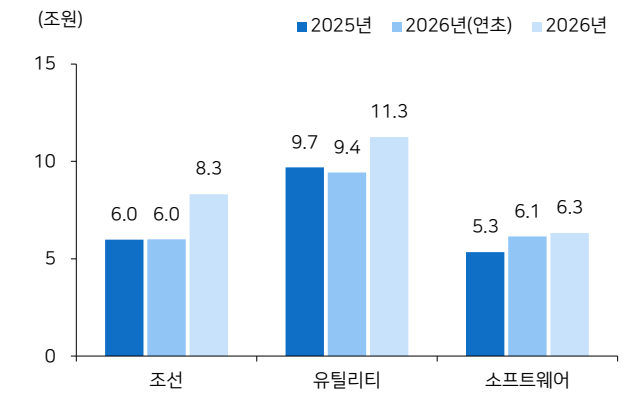
주: 5일 이동평균 기준
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

미래 이익 성장이 가시권에 들어오고 주가 상승 확률이 높아지면 공매도 투자자는 상환의무(숏스퀴즈)에 당면하게 된다. 현재 자본시장법 규정에 따르면 차입공매도를 위한 대차거래의 상환기간은 90일 범위에서 정하되, 연장할 경우 최대 가능 기간은 12개월이다. 즉 작년에 공매도를 위해 빌린 주식의 현재 가격이 공매도 당시 가격보다 높더라도 12개월 경과 이후 의무적으로 상환해야 한다. 상환을 위해서는 주식 매수가 선행되어야 하는 바 공매도 압박이 없는 매수 증대는 주가 상승의 추가 동력이 된다.

현재의 공매도 투자자에 대항하여 내년 이익 성장을 기대하는 매수 포지션 투자자(자산의 가치 상승을 기대하는 일반적인 투자자) 입장에서 고려할 조건으로 다음 세 팩터: ①이익 성장('25년 대비 '26년 이익 성장 전망 10% 이상), ②이익 모멘텀('26년 이익 전망치 연초대비 상향 조정), ③실적 증명('25년 상반기 실적 추정치 상회)를 추천한다.

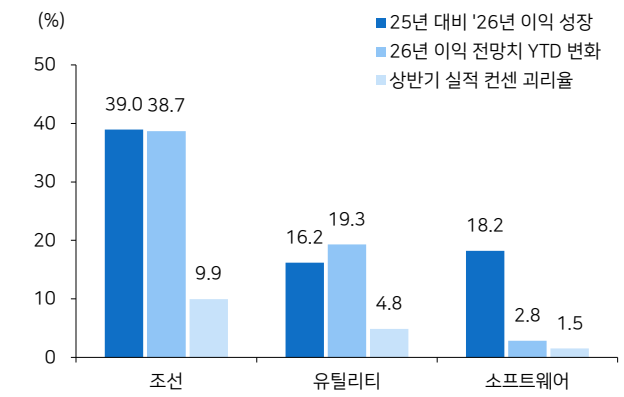
코스피 WI26 업종 분류에서 다음 세 가지를 모두 충족하며 상반기 실적 컨센서스 상회율이 '26년 이익 전망치 상향 조정폭 대비 낮은 업종은 조선, 유틸리티, 소프트웨어이다. 향후 실적 발표 및 '26년 이익 전망치를 반영하는 과정에서 추가 주가 상승이 있을 것으로 기대된다.

그림3 조선/유틸리티/소프트웨어 이익 전망치 추이



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

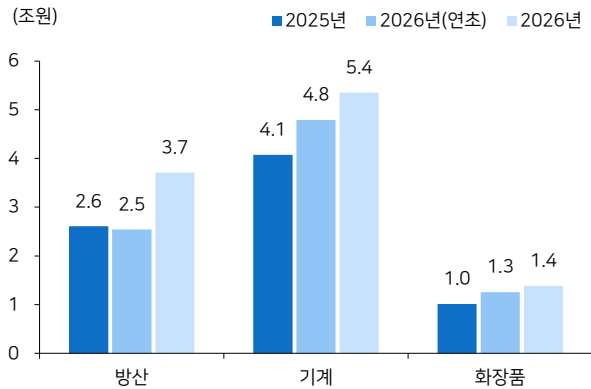
그림4 조선/유틸리티/소프트웨어 이익 성장 팩터



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

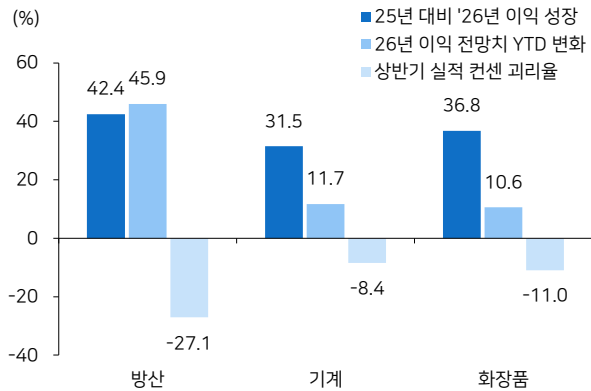
반면 **방산, 화장품, 기계** 업종은 이익 성장 및 모멘텀이 확인되지만 '25년 상반기 실적이 컨센서스를 하회하는 결과를 나타냈다. 해당 업종은 하반기 실적 증명이 뒷따를 필요가 있다.

그림5 방산/기계/화장품 이익 전망치 추이



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림6 방산/기계/화장품 이익 성장 팩터



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

메리츠 유니버스

종목명 (종목코드)	시장	이슈	시가총액 (조원)	업종	수익률 (%)	
					1M	52W
엔비디아 (NVDA US) Analyst 김선우	미국	- 고성능 학습 수요(NVL 비중 증가)에 더해 추론용 제품군 수요(B40 등) 또한 빠르게 확산 중. CUDA 기반의 생태계와 플랫폼 경쟁력은 여전히 시장 지배력을 유지하는 핵심 요인 - 디지털 주권을 강화하고자 하는 소버린 AI(Sovereign AI)와 데이터센터 확장은 장기 성장 동력 - 한국시간 8/28 오전 예정된 실적발표에서 견조한 매출 및 매출총이익률 성장을 증명할 것으로 전망 (매출액 462억달러, GPM 72.2%. 블룸버그 컨센서스 기준)	6,095	반도체	2	42
TSMC (TSM US) Analyst 김동관	미국	2Q25 실적발표 이후 25년 매출액 가이드선 상향 및 미국 공장 램프업 가속화 등 수요 강세 강조 - AI 칩 중국 판매 재개 감안 시 중장기 AI 가속기 매출액 가이드선(향후 5년 cagr +45% 내외) 상향 조정 예상됨 2nm 전환 앞둔 상황에서 초기 수율 및 수요 모두 강세. Mix 개선에 따른 외형 성장 및 수익성 개선 동반 전망	1,697	반도체	-3	41
코인베이스 (COIN US) Analyst 조아해	미국	2Q 실적의 경우 3월 중 포트폴리오 개선 위한 스테이블 코인 거래 수수료를 인상(거래수익 -39% QoQ), 데이터 유출 사고 관련 비용 등으로 표면적으로 부진해보였으나, USDC 수익 증가 (+12% QoQ), 수탁자산 사상 최고치(2,457억 달러; 암호화폐 ETF 발행사의 80% 수탁 담당) 등 실질적인 암호화폐 생태계 영향력은 지속 확장 중	114	금융	-19	50
텐센트 뮤직 엔터테인먼트 (TME US) Analyst 김민영	미국	2Q25 매출액 8.44십억 위안(+17.9% YoY)으로 컨센서스 +6% 상회. SVIP 프로그램 확장과 프리미엄 서비스 확대로 유료 이용자 수 1.2억명(+6.3% YoY) 증가, ARPPU 11.7위안(+9.3% YoY) 기록 - 광고 요금제 출시, 오프라인 콘서트 및 MD 등 팬덤 경제를 기반으로 한 아티스트 관련 상품 매출 강화. 하반기 실적은 기존보다 낙관적으로 전망	55	엔터	19	143
로켓랩 (RKL US) Analyst 정지수	미국	2Q25 매출액 1억 4,450만달러(+36% YoY)로 컨센서스 +7% 상회. 버지니아주에 건설된 뉴트론 전용 발사 사이트를 공개하며 Neutron 발사 계획 순조롭게 이행, 연내 발사 목표 - 주력 발사체 Electron은 주 1회 발사로 주기 단축, 상반기 10회 발사를 기록하며 연간 20회 이상 발사 목표 유지. 미국 국가 안보 우주 임무에 필요한 우주 등급 반도체 제조 용량 확대를 위한 보조금 수령 기업에 선정	35	우주	5	601
샤오펑 (XPEV US) Analyst 김준성	미국	- 가격: 중저가 시장 공략하여 15~23만위안 가격대 모델들이 총 판매 90% 이상 차지 - 기술: 500TOPS 이상 연산능력의 자체 자율 칩 'Turing'을 중저가 모델에 최초 적용 - 신사업 및 라이선싱: 휴머노이드 로봇 'Iron'과 플라잉카 'AeroHT'등으로 사업 영역 확장. 지난 6월 VW에 Turing 칩 공급 계약, 판매 확대를 넘어 '기술 라이선싱' 수익구조까지 마련. 흑자 전환 시 내년 PER 50배 수준 밸류에이션 정상화 기대	31	IT/모빌리티	22	207

종목명 (종목코드)	시장	이슈	시가총액 (조원)	업종	수익률 (%)	
					1M	52W
써밋 테라퓨틱스 (SMMT US) Analyst 김준영	미국	■ 세계폐암학회(WCLC 2025)에서 EGFR 변이 국소 진행성 또는 비소세포폐암(NSCLC) 환자 대상 글로벌 3상 HARMONi 연구(ivonescimab+화학요법 병용) 데이터 발표 예정 ■ 2025년 5월 공개된 HARMONi 임상 3상 톨라인에서 PFS 유의 개선(HR 0.52, $p < 0.00001$)이 확인되어, EGFR 변이 환자군에서 기존 PD-1 단독요법의 한계를 극복할 것으로 기대 ■ AstraZeneca와 최대 150억 달러 규모의 ivonescimab 라이선스 계약을 협의 중이며, 동시에 다른 글로벌 빅파마와도 병행 협상을 진행 중임	27	제약/바이오	-4	98
셀시어스 (CELH US) Analyst 김정욱	미국	■ -2Q25 매출액 \$740M(+84% YoY)로 컨센서스 +13% 상회. Alani Nu 편입과 Gen Z·여성 타겟 확장에 성공하며 에너지음료 시장 M/S 17.3% (1Q25 16.2%), 확고한 3위 브랜드로 자리매김 ■ 셀시어스는 펩시코 재고 조정 이슈 해소 이후 +9% YoY 성장, Alani Nu는 핵심 SKU들의 높은 재구매율과 시즌 한정 제품 판매 호조에 소매 부문 +129.6% YoY 고성장 ■ 프랑스·영국·호주 등 글로벌 유통망 확장에 따라 북미 외 매출도 +27% 성장 중으로, 중장기 글로벌 성장성 유효	22	소비재	28	50
MP Materials (MP US) Analyst 장재혁	미국	■ 미 국방부, 애플 기반 파트너십으로 중장기 매출 기반 확보. 운영 최적화로 생산성 향상, '26년부터 EPS 성장 변곡점 예상 ■ 비중국 희토류 공급망 핵심축으로, 이중 무역긴장이 지속될 것으로 전망한다면 섹터 내 최우선으로 고려 필요. ■ '26년 11월 중간선거 이전까지 트럼프의 강한 무역정책 지속될 것으로 전망	18	철강	13	461
블룸에너지 (BE US) Analyst 문경원	미국	■ Oracle과의 계약 이외에 추가적인 빅테크와의 계약 가능성. 연료전지는 가스터빈보다 리드타임이 짧은 장점으로 주목도가 올라가는 중 ■ 가동률 상승 및 최적화, 믹스 개선에 따른 하반기 수익성 개선 기대. 2026년부터 CAPA 약 2배 증설(2GW 수준) 기대감	16	유틸리티	42	316
솔리드 파워 (SLDP US) Analyst 노우호	미국	■ 글로벌 전고체 전지 소재 '고체 전해질' 생산 기업. 한국, 중국, 일본, 미국 등지 전고체 배터리에 대한 연구개발 가속도 중 ■ 주력 파트너사는 한국 SK온. 해당 파트너십으로 25년 4월 BMW 전기차에 첫 탑재 이후 시범운전 진행 중 ■ 전고체 전지의 시장 성장성은 명확, 동사의 타겟 시장은 자동차 분야. 이후 로봇 등으로 확대. 해외 고객사향 꾸준한 파트너십 체결로 연간 실적 성장성 명확해질 가능성	1.2	이차전지	17	226

종목명 (종목코드)	시장	이슈	시가총액 (조원)	업종	수익률 (%)	
					1M	52W
라인메탈 (RHM GY) Analyst 이지호	독일	2Q25 실적 컨센서스 소폭 하회 및 일부 수준의 지연된 데에 더해 러-우 전쟁의 종전 가능성 제기되며 주가 하락세 시현 - 그러나 최근 마-러 회담 중 중/휴전 논의가 미비했던 점과 오히려 격화되는 러-우 전쟁의 양상으로 인해 상승 전환 중 - NATO 국가들의 국방비 지출액 가이드선 상향에 따른 수혜 규모가 가장 크며 이를 바탕으로 26년 말 수주잔고 1,200억 유로 가이드선을 제시(2Q25말 기준 632억유로), 중장기 성장 방향성에 변함 없을 전망	123	방위산업	-2	210
로레알 (OR FP) Analyst 박종대	프랑스	1H25 매출 224.7억유로(YoY 1.6%), 영업이익 47.4억유로(YoY 3.1%), 시장 기대치 부합 - 전 사업부 매출 성장 및 영업이익률 22% 이상 기록 - 중국 회복/신흥 시장 고신장 및 수익성 개선 고무적 - 지역/카테고리 균형으로 시장 성장 상회하는 견조한 실적 개선세 지속 전망	343	화장품	6	2
가스트랜스포트&테크니카즈 (GTT FP) Analyst 배기연	프랑스	- 기대감이 이어되긴 했으나 미국발 LNG 수출 터미널 증설 사이클은 여전히 변함없는 상황 - 하반기 재개와 전용 LNG선 신조 수요는 GTT의 멤브레인 타입 로열티 사업 실적을 견조하게 유지할 전망 - 추가로 미국 에탄 수출 물동량 증가하면 대형 에탄운반선 역시 신조 수요 창출 예정	9.4	조선	-1	2
코나미 (9766 JP) Analyst 이효진	일본	2Q25 매출액 969억 6,400만엔(+7.7% YoY), 영업이익 277억 3,200만엔(+10.3% YoY) 기록 - <efootball> 등 라이브서비스 여전히 견조 - 8월 28일 <메탈기어 솔리드 델타: 스네이크 이터> 발매 예정 - 9월 25일 <사일런트 힐> 발매 예정	31	소프트웨어	16	87
유니온툴 (6278 JP) Analyst 양승수	일본	- 일본 최초로 PCB 드릴을 제조·판매하기 시작한 PCB 가공용 드릴 전문 기업 - PCB 드릴은 기판의 층수 증가와 고속 신호 전송 수요 확대와 함께 미세 가공 정밀도, 내마모성, 칩 제거 성능이 품질과 생산성을 좌우하는 핵심 요소로 부각 - 데이터센터 서버용 패키지 기판과 고다층 기판 수요 급증 이 Union Tool의 고부가가치 공구 수요 확대를 견인	1.6	산업재	17	226

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터 (8월 25일 종가 기준)

이진우의 투자 에세이

이진우 센터장/자산배분

균형점 재조정기, 공격적일 필요는 없다

우리는 새로운 균형점을 맞이하고 있다. 통화정책과 무역의 관점에서 말이다.

이번 잭슨홀의 시사점은 중물가, 중금리 시대에 따른 새로운 금리 정책이 필요함을 인정한 것이다. 저물가, 저금리 시대의 산물인 연준의 평균물가목표제(Average Inflation Targeting)가 폐기된 것이 단적인 예다. 과거 저물가 시대에 연준은 물가가 일시적으로 2%를 넘거나 낮아져도 장기적으로 평균 2%를 목표로 삼아 완화적인 금리 정책을 취하는 전략을 폈지만, 지금은 관세로 인한 물가의 높은 변동성을 감안한 금리 정책을 수행할 것임을 시사한다. 물가 수준이 예전의 저물가 시대로 회귀하기보다는 중물가 시대로 고착화될 가능성이 높기 때문이다.

연준의 금리 정책의 또 다른 변수인 ‘고용’도 마찬가지다. 미국 고용 시장도 독특한 균형을 만들어내고 있다. 고용 시장의 수요는 경기 둔화로 감소하고 있지만, 공급 역시 트럼프의 이민자 추방 정책으로 동시에 감소하고 있어 실업률은 크게 오르지 않는 현상이 나타나고 있다. 물가와 고용 사정 모두 예전의 기준으로 해석하기 어려워졌다는 얘기다.

문제는 예측 가시성이다. 물가와 고용의 예측 가시성이 떨어지다 보니 예전 같은 연준의 정책과 감함(예: 공격적 금리 인하)을 기대하기 어려워지고 있다. 종잡을 수 없는 관세 충격과 독특한 고용 환경은 연준에게 생소한 환경이기 때문이다. 그래서일까. 시장은 연준의 역할 축소에 베풀고 있다. 당분간 정책 운신의 폭이 연준보다 행정부가 더 커질 수밖에 없는 구도가 지속될 가능성이

높기 때문이다. 통화정책보다 재정정책, 연준보다 행정부의 정책에 시장이 더 민감하게 반응하는 이유다. 이 조합이 지속된다면 글로벌 유동성의 투자 유인은 금리 인하에 기댄 채권보다는 주식 등 실물자산에서 기회를 찾는 것이 더 효과적일 가능성이 높다.

무역은 어떠한가. 미국은 세계 무역질서를 재편하려는 의도를 명확히 하고 있다. 과거 제조업은 중국 및 아시아에서, 미국 등 선진국은 소비를 하는 구도였다면, 이제는 그들의 힘으로 새로운 균형으로 되돌리려 하는 중이다. 미국이 일부 제조업을 취하고, 미국산 제품을 구매하라는 메시지가 일관되게 나오는 이유다. 미국의 제조업 르네상스 정책은 이미 오바마 행정부 때부터 추진된 것이지만 트럼프 행정부에서 가속도가 붙었다. 당연히 기존의 제조업 프레임에 익숙한 한국을 포함한 대부분의 국가에서 저항과 불만이 생길 수밖에 없다. 관건은 그 방향성을 바꿀 수 있는가이다. 대응할 힘이 없다면 변화에 따라 적응하거나, 피해를 최소화하고 기회를 찾는 것이 현실적이다.

그래서 제조업 비중이 높은 나라일수록, 즉 미국의 제조업 피봇에 피해가 클 수 있는 나라일수록 과감한 국가 정책(재정정책)이 요구되는 시기다. 어쩌면 미국보다 더 큰 재정정책이 투입되어야 피해를 최소화할 수 있을지도 모른다. 문제는 정책이 이를 보완해야 하는데 아직은 부족한 것이 대부분 국가의 현실이다. 한국도 다르지 않다. 특히 최근 국내 주식시장 정책 모멘텀이 약화되고 있는 것도 아쉽다. 현재까지 상법 및 세법 개정안의 내용은 국내 주식투자자들의 눈높이에 못 미치고 있

기 때문이다. 요즘 부쩍 국내 주식시장의 난이도가 높아진 이유이기도 하다.

남은 하반기 투자 전략은 투자 난이도가 상반기보다 한층 높아진 환경임을 인정하는 데서 출발해야 할 듯하다. 주식과 같은 위험자산 비중을 추가로 늘리기보다는 적정 수준을 유지하며 위험 수준을 관리하는 것이 필요한 시기로 본다. 지역별로 보면 국내 보다는 미국이 상대적으로 유리한 환경일 것으로 예상된다. 일시적일지라도 연준의 금리 인하 기대가 살아 있는 반면, 국내는 정책 모멘텀이 소진되고 있는 국면이기 때문이다. 국내 주식투자 전략은 내러티브보다는 철저히 실적 중심, 독과점적인 산업과 기업에 집중하는 전략이 필요하다. 실적 가시성이 높은 반도체, 은행, K-뷰티 대장주들이 버팀목 역할을 할 것으로 예상된다.

주식 월간 캘린더

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

월	화	수	목	금	토
1 미국 Labor Day 휴장 한국 8월 수출		3 Salesforce (CRM) Figma (FIG) 중국 전승절	4 Broadcom (AVGO)	5 미국 8월 고용보고서	6
8 Oracle (OCRL)	9 애플 iPhone17 출시	10 미국 8월 PPI	11 미국 8월 CPI ECB 금리결정	12	13
15	16	17 Meta Connect 2025	18 9월 FOMC	19 BOJ 금리결정	20
22	23	24 일본 추분의 날 휴장	25 미 재무부 QRA	26	27
29	30				

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.