

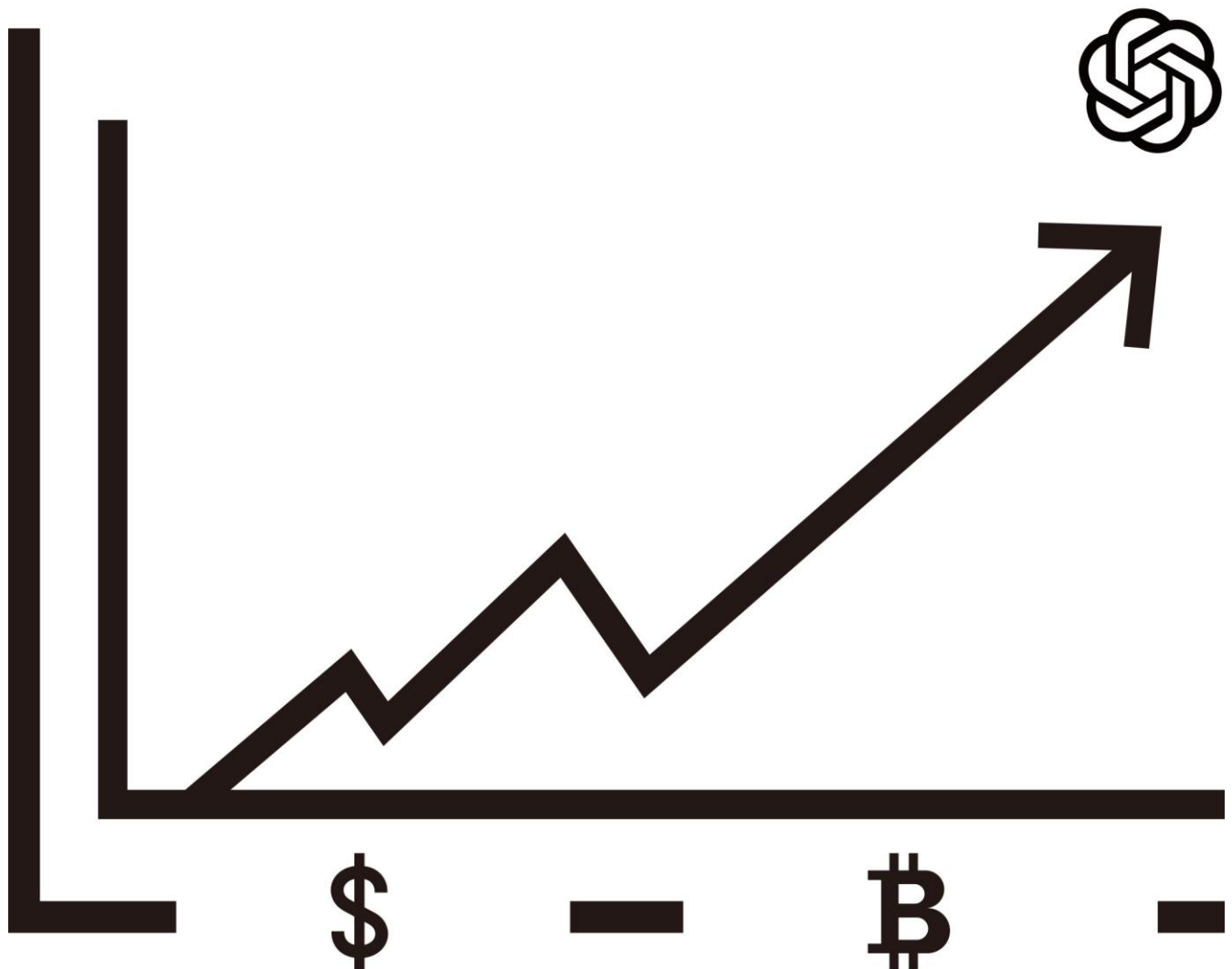
전략공감 2.0

오늘의 차트

반도체 vs 비반도체: KOSPI pt 기여도 계산

칼럼의 재해석

아메리칸 드림은 다음 세대로 이어질 수 있을까?



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.

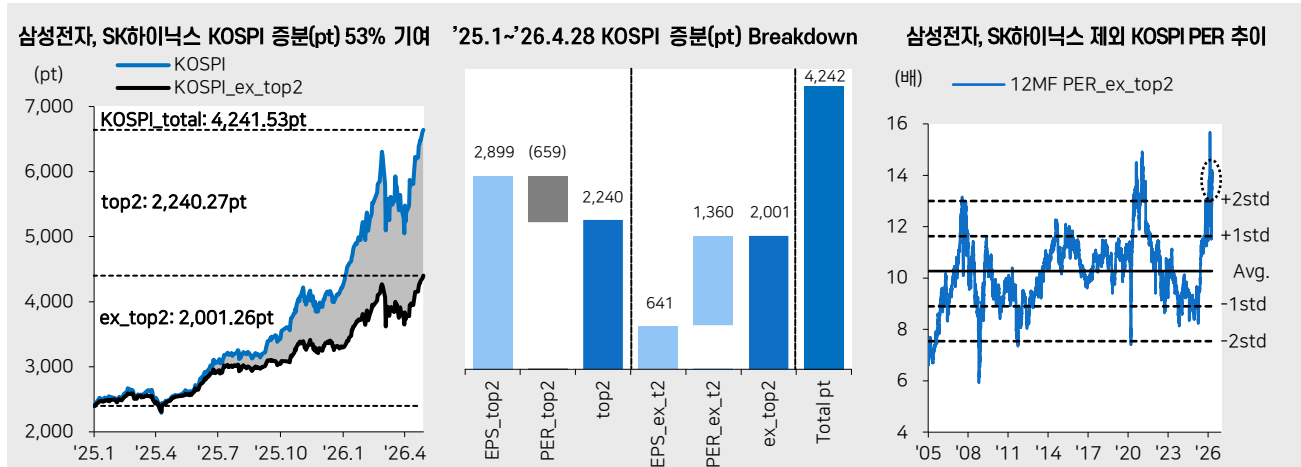
본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

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.

오늘의 차트

염승준 연구원

반도체 vs 비반도체: KOSPI pt 기여도 계산



주1: 모든 데이터는 4월 28일 종가 기준으로 산출. '24.12.30 종가를 기준으로 일별 삼성전자, SK하이닉스 지수 기여 pt를 계산해 ex_top2 증분(pt)을 도출

주2: KOSPI 구성종목 중 이익 추정치가 존재하는 306개 사에서 삼성전자, SK하이닉스 이익 추정치를 제외한 값을 KOSPI 전체 순이익으로 간주해서 계산

주3: KOSPI 구성종목 중 이익 추정치가 존재하는 306개 사의 KOSPI 대비 시가총액 비중은 95.7%

주4: 표준편차, 백분위, Z-Score 계산은 2005.01.02~2026.04.28 기간 데이터로 도출

자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

KOSPI의 반도체 풀림 양상이 심화되고 있다. 단적인 예로 '25.1~'26.4월 현재 KOSPI 이익 추정치 증분 472.6조원 중 426.9조원을 삼성전자, SK하이닉스 양사가 기여했다. 양사의 순이익과 시가총액 비중은 각각 70.7%, 42.2%다. 따라서 KOSPI 밸류에이션 진단 시 반도체와 비반도체를 분리해서 바라볼 필요가 있다.

'25.1~'26.4.28 기간 동안 KOSPI는 4,241.53pt 증가했다(2,399.49 → 6,641.02). 해당 KOSPI 증분을 top2(삼성전자, SK하이닉스)와 ex_top2 기여도로 나눠 계산해 보면 top2가 증분의 53%(2,240.27pt)를 설명한다. 여기서 top2와 ex_top2의 기여도를 다시 PER과 EPS로 분해하면 2가지 시사점이 도출된다.

첫째, KOSPI 12MF PER은 현재 7.33배로 Z-Score 기준 -2.02, 백분위 기준 하위 0.2%로 Deep Value 구간에 속한다. 그러나 top2를 제외한 KOSPI 12MF PER은 14.01배로 현재 +2std를 상회하고 있다. 두 번째 차트에서 볼 수 있듯 ex_top2는 지수 상승에 이익 추정치 상향이 아닌 멀티플 확장이 대부분 기여했다.

둘째, 삼성전자와 SK하이닉스를 제외한 KOSPI 순이익 추정치 증분은 46.2조원이며 SK스퀘어가 이중 53.7%(24.8조원)를 차지한다. SK하이닉스 순이익 추정치가 상승하면서 SK스퀘어가 지분법으로 인식할 이익이 늘어났기 때문이다. 이와 같은 더블카운팅 이익을 제외하면 ex_top2의 멀티플은 더 크게 증가할 것이다.

정리하면 KOSPI 7,000pt, 8,000pt로의 레벨업은 ① 반도체 이익 추정치 상향 지속 여부, ② 비반도체의 급격한 멀티플 확장이 정당화될 수 있을지 여부에 달려있다고 판단한다.

칼럼의 재해석

공건희 연구원

아메리칸 드림은 다음 세대로 이어질 수 있을까? (The New York Times)

미 재무부는 일명 '트럼프 계좌'라고 불리는 아동용 세제혜택 계좌 'Invest America Account' 프로그램에 뉴욕멜론은행과 로빈후드가 협력할 예정이라고 발표했다. 뉴욕멜론은행은 전용 앱 개발 주도 및 초기 계좌 관리를, 로빈후드는 브로커리지 및 초기 수탁자 역할을 담당할 예정이다. 해당 계좌는 세제 혜택이 있는 저축·투자 수단으로, 부모나 고용주 등이 일정 한도 내에서 자금을 납입할 수 있으며, 원칙적으로 만 18세 미만은 인출이 제한된다. 정부는 2025~2028년 사이 출생한 미국 시민권자에 한해 해당 계좌에 1,000달러씩 지급할 계획이다. 이 제도는 2025년 트럼프 대통령의 OBBBA 법안의 일환으로 도입되었으며, 오는 7월부터 해당 계좌에 입금이 가능하다. 현재까지 약 400만명이 등록했으며, 이 중 약 100만명은 1,000달러의 초기 지원금을 받을 수 있을 것으로 전망된다.

미국, 투자 중심의 자산 구조

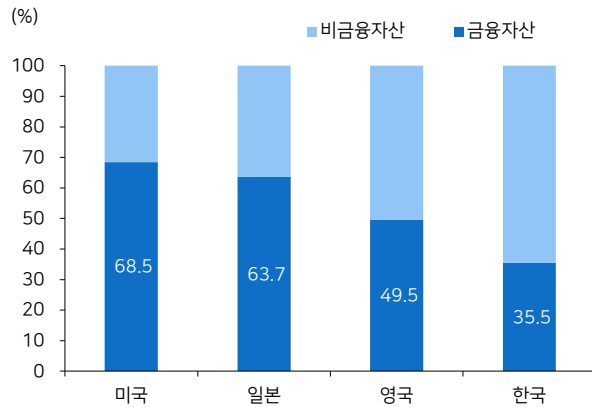
미국 가계자산은 투자자산 중심으로 구성되어 있다. 2024년 기준 가계자산 내 금융자산 비중은 68.5% (vs. 일본 63.7%, 영국 49.5%, 한국 35.5%)이며, 금융자산 비중이 비슷한 일본과 비교 시 금융투자상품은 56% (vs. 일본 20.9%) 수준이다.

가계자산 내 금융자산 비중이 높은 이유는 다음과 같다. 부동산 보유세 부담이 상대적으로 크고, 주별 보유세율이 다르기 때문이다. 미국 실효세율은 0.83%로 OECD 평균 0.33%대비 0.5%p 높으며 (2023년 기준), 일부 주에서는 실효세율이 2%를 상회하기도 한다 (2024년 기준). 반면, 자본시장의 접근성과 제도적 기반은 가계 여유자금을 금융자산으로 유도한다.

금융자산 내 금융투자상품 비중이 높은 이유는 다음과 같다. 첫째, 금융시장의 접근성이다. 미국은 로빈후드, 찰스 슈왓 등 온라인 증권사 플랫폼의 무료 수수료 정책 도입으로 투자자의 거래비용 부담이 크게 낮아졌다. 둘째, 퇴직연금 구조이다. 미국은 개인형 계좌인 IRA(Individual Retirement Account)와 기업 퇴직연금 401(k) 등 DC형(확정기여형) 중심의 연금 체계를 갖추고 있다. 2025년말 기준 미국 전체 퇴직연금 자산은 49.1조달러, 그 중 IRA가 19.2달러(39.1%), DC형이 14.2조달러(28.9%)로 추산된다. 즉, 퇴직연금 자산의 상당 부분이 개인이 직접 투자하는 구조다. 셋째, 세제 혜택 설계이다. IRA나 401(K)는 주식·ETF 등에 투자할 때 세금을 이연 또는 면제해준다. 1) 전통 방식은 납입 시 소득공제, 운용 중에는 세금이 이연되며, 인출 시에 소득세를 내고, 2) Roth 방식은 세후 소득으로 납입하여, 운용 중에도 세금이 면제되고, 인출 시 원금 및 투자수익 전체에 대해 비과세 혜택을 받는다. 방식에 따라 혜택이 다르지만 소득공제, 세금 이연, 비과세 등의 인센티브를 받을 수 있기 때문에 수요가 높다.

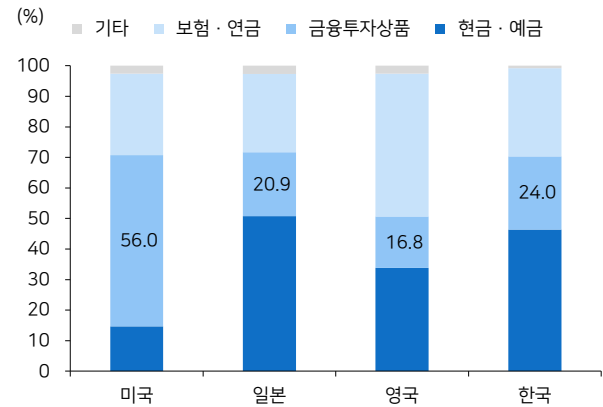
이러한 과정의 축적이 자본시장의 성숙도와 맞물려 투자 중심의 문화가 자리잡고 있다. 특히 이는 고소득층 중심으로 집중되어 있다 (가계자산 내 주식 및 펀드 비중 소득 상위 1% 50.4% vs. 하위 20% 15.3%). 세제 혜택과 투자 여력이 고소득층에 유리하고, 주식·ETF 투자로 인한 자산가격 상승과 복리효과가 누적되며 자산이 더 빠르게 증가하기 때문이다.

그림1 국가별 가계자산 비중 (2024)



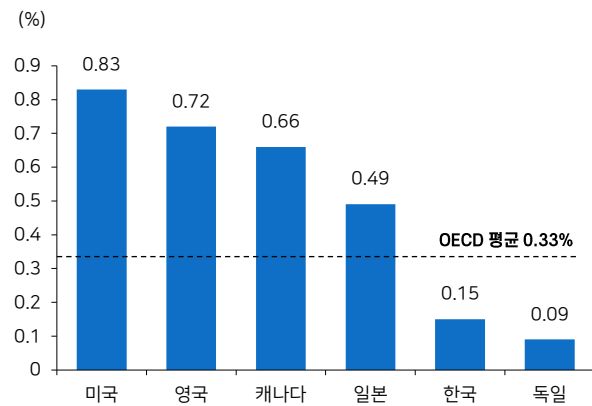
주: 가계 및 비영리단체 기준
 자료: FRED, SNA, ONS, BOK, 메리츠증권 리서치센터

그림2 국가별 금융자산 Breakdown (2024)



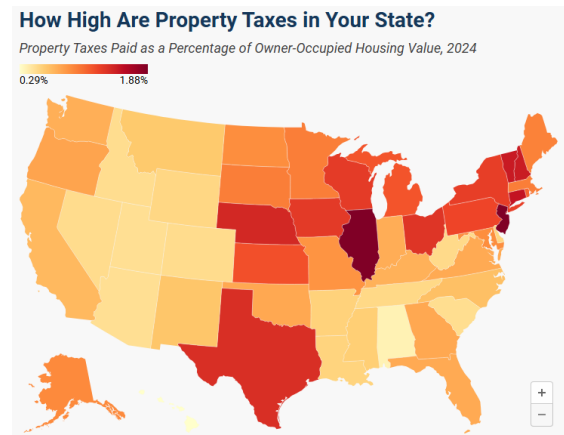
주: 가계 및 비영리단체 기준
 자료: FRED, BOJ, ONS, BOK, 메리츠증권 리서치센터

그림3 국가별 부동산 실효세율 비교 (2023)



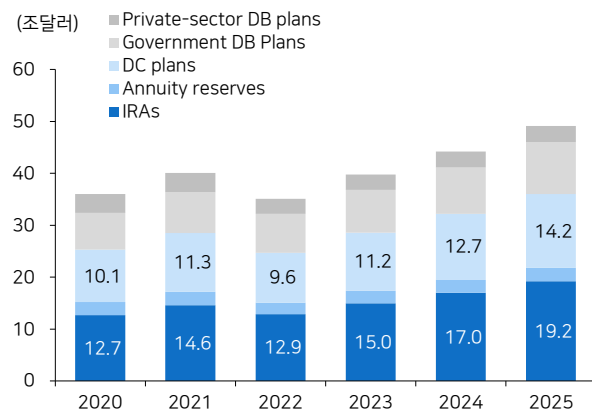
자료: OECD, 토지+자유연구소, 메리츠증권 리서치센터

그림4 미국 주별 부동산 실효세율 현황 (2024)



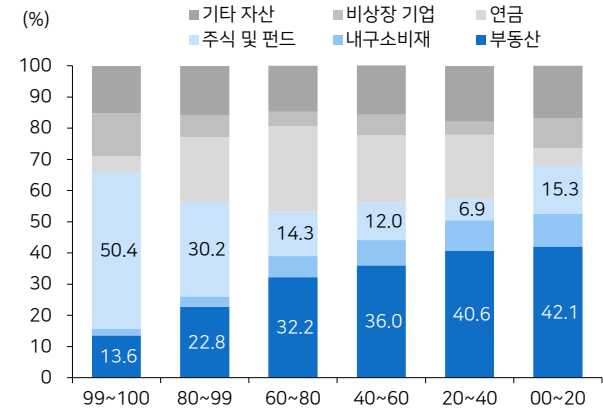
주: 자가 주택에 대한 평균 실효 보유세율 기준
 자료: Tax Foundation, 메리츠증권 리서치센터

그림5 미국 유형별 퇴직연금 자산 추이



주: IRA는 ICI의 2023~2025년 추정치
 자료: ICI, 메리츠증권 리서치센터

그림6 미국 소득별 가계자산 구성비 (2025)



자료: Fed, 메리츠증권 리서치센터

다음 세대에게 아메리칸 드림을

트럼프 대통령은 2025년 OBBA(One Big Beautiful Bill Act)으로 미성년자의 투자·저축 장려를 위한 프로그램을 도입했다. 2026년 7월 4일부터 'Invest America Account' (일명 '트럼프 계좌')가 열릴 예정이며, 해당 프로그램은 중산층의 자산 이전 및 과세 최소화를 위한 구조라고 볼 수 있다.

트럼프 계좌의 적용 범위는 지원 대상과 가입 대상으로 구분된다. 지원 대상은 2025~2028년 사이 미국 시민권자 출생아로, 초기 지원금 1,000달러가 지급된다. 미 의회 합동조세위원회(JCT)는 해당 프로그램에 대한 재무부 비용을 2034년까지 150억달러로 추산했다. 연간 출생아 수를 균등 가정 시 연간 약 375만명에게 지급 가능하다. 미 인구조사국(US Census Bureau) 기준으로 2025년 출생아는 362만명 수준이다. 따라서 트럼프 계좌 적격 아동들은 모두 지원 대상에 포함될 가능성이 높다. 한편 가입 대상은 미국 사회보장번호(SSN)를 보유한 만 18세 미만 미성년자이다. 현재 미국 미성년자는 약 7,200만명(미국 전체 인구 대비 21%)이다. IRS에 따르면, 올해 3월말 기준 400만명 이상이 계좌를 등록했고, 100만명이 정부 지원금을 신청했다.

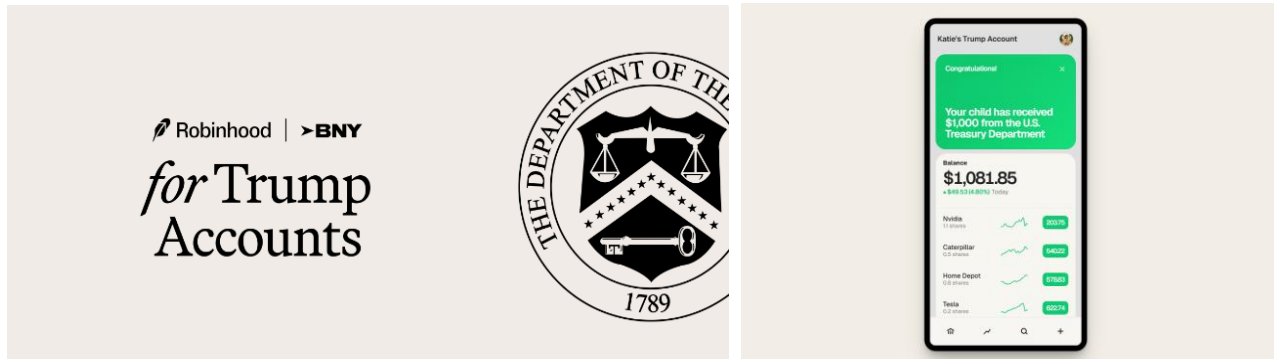
트럼프 계좌의 특징은 다음과 같다. 만 18세 미만은 인출이 불가능하며, 이후 전통 IRA로 전환되고 Roth 전환 전략도 가능하다. 즉, 59.5세 이후에 연금 방식으로 인출할 수 있다. 세제 구조는 납입 시 공제가 없고, 운용 시 과세가 이연되며, 인출 시 일반소득세를 과세한다. 펀드 운용은 재무부 지정 금융기관이 담당한다.

트럼프 계좌는 개인 퇴직연금 계좌인 'IRA'와 교육용 계좌인 '529계좌'의 한계를 보완 가능하다. 1) IRA는 급여(임금소득)가 있어야 납입 가능하며, 2) 529계좌는 교육비 외 용도로 인출 시 일반소득세 및 패널티가 부과되기 때문이다. 반면, 트럼프 계좌는 근로소득 없이도 출생 직후부터 납입이 가능하고, 만 18세 이후 교육비 외 주택 구입 등 다양한 용도로 활용 가능하다.

다만, 트럼프 계좌도 다음과 같은 한계가 있다. 1) 세제 효율이 낮다. 수익분에 대해 인출 시 일반소득세를 부과하기 때문이다. 반면, 529계좌는 교육비에 사용 시 수익 전액이 비과세다. 2) 납입 한도가 낮다. 연 최대 추가 납입액이 5,000달러 수준이다. 반면, 529계좌는 주별 235,000~570,000달러 수준의 생애 한도를 허용한다. 3) 투자 선택지가 제한적이다. 운용보수율 0.1% 미만의 미국 주식 인덱스 펀드·ETF만 투자 가능하다. 반면, 529계좌는 해외 주식형 ETF, 채권 펀드, MMF 등에도 투자 가능하며, 생애주기에 맞춰 자동으로 포트폴리오가 조정되는 '연령 기반 포트폴리오' 등 다양한 운용상품을 제공한다.

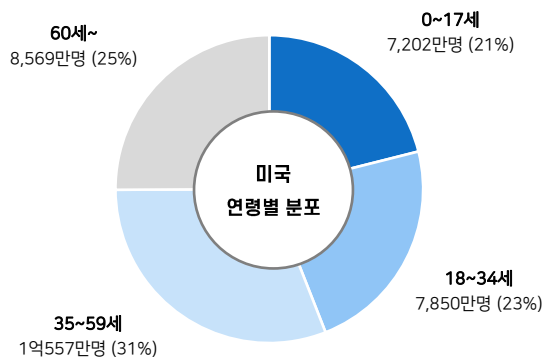
그럼에도 불구하고, 해당 제도는 국가적 차원에서 아동기부터 장기 투자 플랜을 제도적으로 설계하고 초기 자금을 지원함으로써 자산 축적의 출발선을 앞당겼다는 데 의의가 있다. 파트너로는 뉴욕멜론은행과 로빈후드가 선정됐다. 뉴욕멜론은행은 금융 에이전트로서 전용 앱 개발 주도 및 초기 계좌 관리를, 로빈후드는 브로커리지 및 초기 수탁자로서 고객 서비스를 담당할 예정이다.

그림7 트럼프 계좌의 초기 파트너로 뉴욕멜론은행과 로빈후드 선정



자료: Trump Accounts

그림8 미국 연령별 분포 (2025)



주: 2025.7.1 거주 인구 추정치 기준

자료: US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

표1 트럼프 계좌 정부 지원금 규모 (단순 계산)

구분	수치
2025년 미국 출생아 수 (US Census Bureau 추정)	362만명
1인당 정부 지원금 (2025~2028년 출생자)	1,000달러
JCT 추산 총비용 (~2034년)	150억달러
JCT 기준 연평균 지원 대상 추산	375만명

주: 연간 균등 가정

자료: JCT, 메리츠증권 리서치센터

표2 계좌별 특징 비교: Trump Account vs. IRA, 529 Plan

구분	IRA (Traditional/Roth)	529 Plan	Trump Account
목적	개인 퇴직자산 형성	교육비 저축	아동 장기 자산 형성
가입 대상	근로소득 있는 개인	제한 없음 (수혜자 지정)	만 18세 미만 미국 시민권자
근로소득 요건	필수. 근로소득 범위 내에서만 납입 가능 - Roth의 경우, 고소득자 납입 제한	없음	없음
연간 납입 한도	2026년 기준 \$7,500 (50세 이상 \$8,600)	주별 상이, 생애 한도 \$235,000~\$570,000 등	\$5,000 (2027년 이후 물가연동)
정부 지원	없음	없음	'25~'28년 출생아 기준 \$1,000 지원
세제 구조	Traditional: 납입 시 공제, 인출 시 과세 Roth: 세후소득으로 납입, 인출 시 비과세	세후소득으로 납입 교육비 목적으로 인출 시 수익 비과세	세후소득으로 납입 운용 수익 과세 이연 인출 시 일반소득세 부과
인출 조건	59.5세 이후 자유 인출 (예외사항 미적용 조기 인출 시 10% 패널티)	교육비 외 목적으로 인출 시 패널티 적용 - 수익분에 일반소득세 + 10% 패널티	만 18세 미만 인출 불가, 이후 IRA로 전환
투자 상품	주식 · 채권 · 펀드 등 선택 가능	다양한 운용 상품 및 연령 기반 포트폴리오 제공	수수료 0.1% 미만 미국 주식 인덱스 펀드 · ETF로 제한, 레버리지 불가
주요 장점	세제혜택, 운용 유연성	교육비 사용 시 수익 완전 비과세, 높은 납입 한도	근로소득 불필요, 정부 지원금 \$1,000, 만 18세 이후 용도 제한 없음
주요 한계	근로소득이 있어야 납입 가능	교육 외 용도 인출 시 10% 패널티	투자 선택지 제한, 납입 한도 낮음

자료: IRS, 메리츠증권 리서치센터

로빈후드, 잠재적 고객을 끌어들이 수 있는 기회

로빈후드는 MZ세대 맞춤형 플랫폼이다. 연령대별 유저 분포로 봐도 Gen Z (27세 미만) 25%, Gen M (28~43세) 50% 등으로 젊은 세대 비중이 높다. 이러한 구조는 트럼프 계좌 대상 아동들과 부모들을 고객으로 끌어들이 수 있는 적합한 환경이다. 블룸버그에 따르면 피델리티나 뱅가드 등 미국 최대 브로커리지는 초기 후보 명단에 포함되지 않았다는 점을 고려할 때, 로빈후드가 트럼프 계좌를 개화시킬 수 있는 파트너로 적합했을 것으로 판단된다.

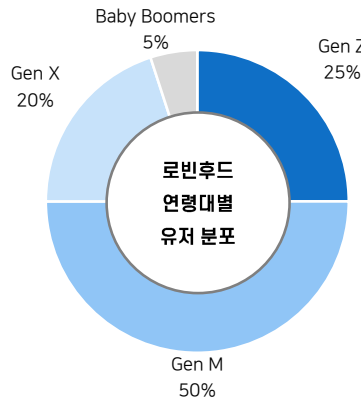
로빈후드는 퇴직연금계좌 IRA를 활용해 고객들을 유입시킨 바 있다. 2023년 1월 IRA 출시와 동시에 '매칭 서비스'를 선보였다. 이는 동사 서비스인 Gold 멤버십 가입자에게 IRA 개설 시 3% (vs. 미가입자 1%)를 매칭해주는 방식이다. 단, 매칭 금액은 최소 5년 간 로빈후드 IRA에 보유해야 하며, 첫번째 매칭 금액을 받은 후 1년 간 멤버십을 유지해야 전체 매칭 금액을 받을 수 있다.

로빈후드는 매칭 전략으로 IRA 유입 고객 및 유료 구독자를 늘리고 있다. 2025년 말 기준 은퇴 계좌 수탁자산 265억달러(+102.3% YoY), 계좌 수 180만좌로, 계좌 당 평균 1만4,700달러(+28.9% YoY) 수준이며, Gold 멤버십 구독자 수는 418만명(+58.3% YoY)으로 꾸준히 우상향하고 있다. 동사의 IRA 규모는 전체 시장 대비 아직 미미하나 (2025년말 기준 IRA 총 시장규모 19.2조달러 vs. 로빈후드 265억 달러, 피델리티 2.6조달러), 단기간에 빠른 속도로 고객과 자산이 증가하고 있다는 점은 고무적이다. 로빈후드의 IRA 매칭 이후 타 증권사들도 유사 전략을 구사했다. 2023년말 소파이는 기존 1% 매칭에 대해 한시적으로 2%로 상향했으며, 2024년 중순 에이콘스는 가입 첫해에 한정하여 골드 멤버십 가입 시 3% 매칭, 실버 멤버십 가입 시 1% 매칭 전략을 시작했다. 다만, 로빈후드 대비 혜택이 강하지 않은 만큼 로빈후드의 IRA 매칭이 차별화 전략으로 자리잡았다.

로빈후드가 IRA 매칭을 통해 Gold 멤버십 구독 전환을 이끌어낸 선례를 감안하면, 트럼프 계좌에 동일한 구조를 적용할 경우 구독 기반 수익원 확보와 함께 아동 고객의 장기 락인 효과를 기대할 수 있다. 아직 트럼프 계좌에 대한 로빈후드의 구체적인 전략은 나오지 않았으나, 매칭 방식이 하나의 차별화 전략이 될 수 있다. 트럼프 계좌에 매칭 전략을 활용하지 않더라도 1) 로빈후드는 초기 트럼프 계좌 대상자들을 고객으로 확보하고, 2) 트럼프 계좌 고객들은 만 18세 이후 IRA로 전환된 계좌에서 매칭 구조를 활용할 수 있다. 이를 통해 로빈후드는 이용 고객 증가에 더해 향후 IRA 자산까지 확보 가능하다는 이점이 있다.

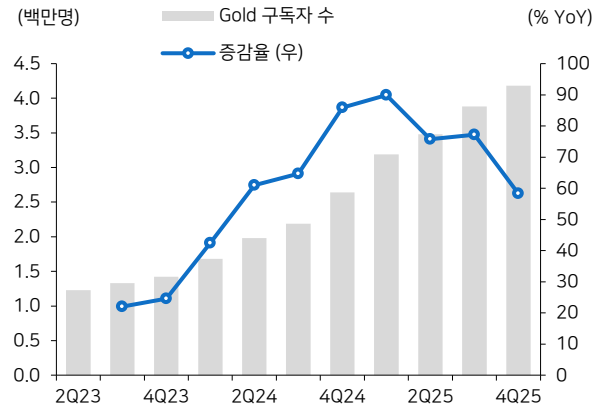
로빈후드의 고객 유지율은 2022년까지 80% 수준이었으나, 이후 지속적으로 90% 이상을 상회하고 있다 (2025년 기준 93%). 로빈후드 사용자 중 젊은 세대 비중이 높다는 점을 감안 시, 처음 투자로 접한 플랫폼을 꾸준히 이용하고 있다고 해석할 수 있다. 트럼프 계좌 신규 효과에 대해 당장의 수익성을 논하기보다는 로빈후드의 장기적 전략으로 활용 가능하다는 측면에서 주목할 필요가 있다.

그림9 로빈후드 연령대별 유저 분포 (2024)



자료: Robinhood, 메리츠증권 리서치센터

그림10 로빈후드 Gold 멤버십 구독자 수 추이



자료: Robinhood, 메리츠증권 리서치센터

그림11 로빈후드 은퇴 수탁자산 및 계좌 수 추이

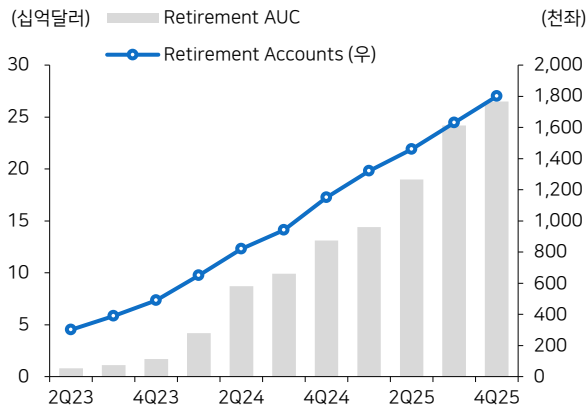
주: AUC = Assets Under Custody, Traditional IRAs + Roth IRAs 기준
자료: Robinhood, 메리츠증권 리서치센터

그림12 피델리티 IRA 잔액 및 계좌 수 추이

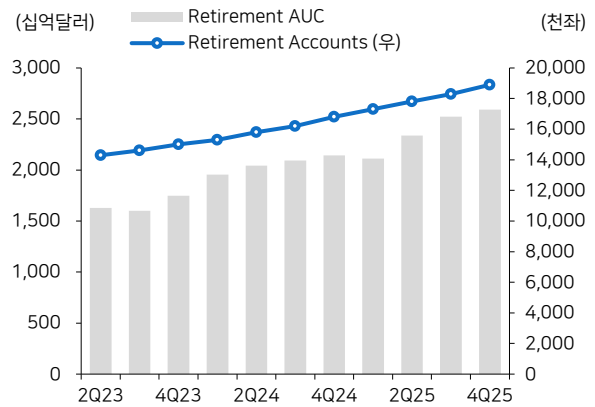
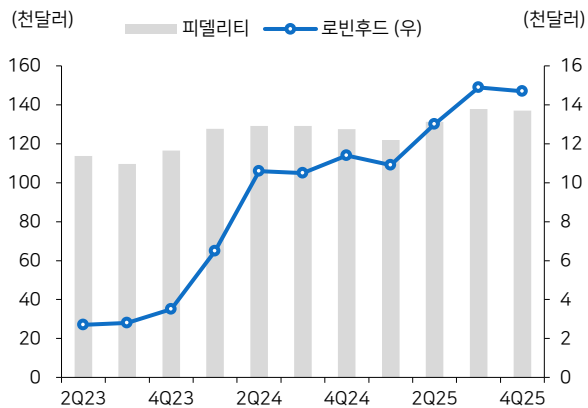
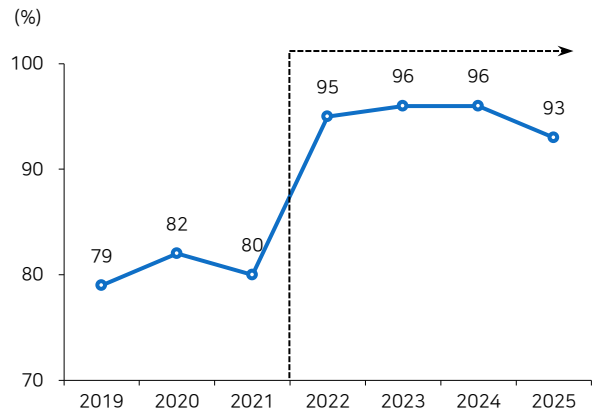
주: 피델리티는 2Q24 기준 IRA 계좌 M/S 1위 (23%)
자료: Fidelity, 메리츠증권 리서치센터

그림13 IRA 평균 잔액 비교: 피델리티 vs. 로빈후드



자료: Fidelity, Robinhood, 메리츠증권 리서치센터

그림14 로빈후드 고객 유지율 추이

주: 고객 유지율 (=1 - 이탈 고객 수 / 유지 고객 수_{t-1})
자료: Robinhood, 메리츠증권 리서치센터

원문: BNY and Robinhood Will Help Run 'Trump Accounts' for Children (The New York Times)