미국은 지금

미국 증시, 추세 반등 vs 일시적 반등

키움증권 리서치센터 글로벌리서치팀
US Strategy 김승혁 ocean93@kiwoom.com

Issue Brief

5 거래일 연속 상승한 S&P500

미국 증시는 **S&P500 기준 6 거래일**(4/22~29 일)동안 **반등**했고 나스닥은 4 거래일(4/22~25)동안 반등했다. 이는 **트럼프 취임 이후 가장 오랜 기간 동안 이어진 증시 회복 흐름**이며, 2025 년 기준으로는 1/17~23 일 5 거래일 동안 이어진 상승세 이후 이어진 긴 회복 랠리였다. 증시 반등 폭은 S&P500 기준 402pt 수준이다. 이는 관세 적용 90 일 유예(4/9)로 하루 동안 474pt 폭등한 사례를 제외하고는 올해 가장 큰 반등 폭이다. 그 안에서도 낙폭 과대 기술주 중심으로 회복세가 두드러졌다. 4 월 4 째주 동안 반도체 및 장비(+10.2%)와 필라델피아 반도체지수(+10.9%)는 S&P500 (+4.6%) 대비 2 배 가량 더 상승했다. **이처럼 회복이 단기간 강하게 진행되자 시장은 추세적 반등에 대한 기대를 높이고 있다**.

증시 회복 원인은?

증시 회복 원인으로는 먼저 **1)미·중 사이의 분위기 변화를 꼽을 수 있다.** 치킨게임을 불사하던 트럼프가 "대중국 관세율 재조정", "2~3 주 이내에 중국과의 합의 전망" 등의 새로운 메시지를 언급하자 증시에 안도 랠리가 유입되었다. 다른 원인은 **2)무난한 실적 발표이다.** 시장은 관세 여파로 인한 소비 심리 둔화가 기업들의 1 분기 실적에 악영향을 미칠 것으로 우려했다. 관세 노이즈는 1/20 일 트럼프 취임 이후 계속 가중되었기 때문이다. **하지만 4/28 일까지 발표한 S&P500 기업의 25 년 1 분기 평균 매출액은 컨센서스 대비 약 0.9% 높은 수준으로 집계**되었다. 작년 4 분기 S&P500 기업들의 평균 매출액이 컨센서스 대비 약 0.92% 웃돈 것과 비교할 경우 큰 차이가 없는 결과이다. **우려보다는 양호한 성적표가 공개되자 시장 내 안도감은 한층 강화**되었다. 물론, 아직 S&P500 기업들 중 64%가 실적 공개를 앞두고 있어서 관련 불확실성이 남아있지만 올해 1 분기 실적을 공개한 36%의 기업 중 약 80%가 시장 컨센서스를 상회하는 EPS 를 기록한 것은 불안감을 완화하는 역할을 수행했다.

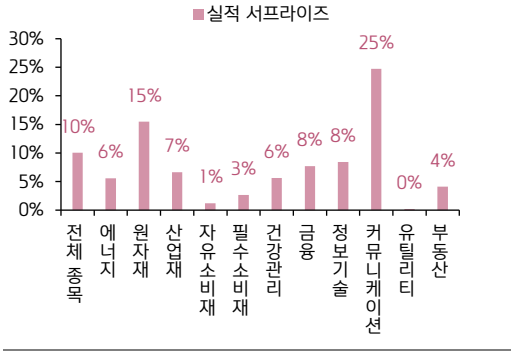
추세의 반등인가, 일시적 회복인가?

대중국 스탠스 변화 가능성과 예상보다는 무난한 실적 발표가 증시 회복세를 만들어냈지만, **추세적 반등을 기대하기엔 아직 이르다**. **1)관세 노이즈 장기화, 2)경기 침체 우려, 3)부채한도 협상 노이즈** 등 증시 상단을 무겁게 하는 재료가 아직 남아있기 때문이다. (2page 계속)

5 거래일 연속 반등한 S&P500 지수

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

무난한 1 분기 실적 발표 진행 중



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

2018 년 12 월 1 일 미국과 중국이 관세 부과 90 일 연기에 합의하자, 증시는 이후 잠시 반등하는 모습을 보였다. **하지만 핵심 쟁점(지적재산권, 기술이전)이 여전히 해결되지 않았고, 트럼프가 관세 관련 입장을 또다시 바꾸면서 증시는 12 월 초 상승분을 모두 반납 후 급락했다. 협상이 시작된 2018 년 12 월 미국 증시가 오히려 부진했던 이유다**. 이처럼 관세 협상 논의 초기에 보여지는 증시 반등이 추세로 이어지는 것은 어려운 일이다. 양국 입장 조율 과정에서 많은 노이즈가 파생될 수 있기 때문이다. 이미 중국은 전주 트럼프의 관세 조율 메시지에 대해 "확인된 바 없음"이라는 스탠스를 보이고 있다. 협조적인 태도는 아닌 것이다. 한편, 미국이 중국 외의 국가와 관세 관련 협상을 개시한 뒤 서명까지 도달하는데 걸리는 평균 기간은 약 18 개월이다. 비단 중국이 아니더라도 국가 간 협의라는 것은 단기간에 이루어지기 어렵다. **이를 감안할 때 트럼프의 관세 관련 태도가 소폭 온건하게 바뀐 것을 기준으로 증시의 추세 변화를 기대하기 이르다.**

초점을 두어야 하는 것은 경기에 대한 시장의 판단이다. 증시의 추세적 반등이 시작된 2018 년 12 월 25 일 이후를 회고해 보면 트럼프는 오히려 미·중 갈등에 대해서 원론적 입장인 "협상 중"이란 발언만 지속했다. 대신 연말 소비 호조, 연준의 독립성 유지, 12 월 FOMC 에서의 금리 동결 가능성 시사 등이 증시 반등을 이끌었다. 현재 상황을 확인해보자

시장은 소비 둔화와 공급망 우려 등을 토대로 경기침체 우려를 높이고 있다. 다행인 것은 현재의 경기침체 우려가 실질 소비 및 고용 감소에 기반하기 보다는 심리적 불안에 근거한다는 것이다. 최근 하드데이터와 소프트데이터가 괴리를 보이는 것도 이를 반증한다. 심리적 불안이 경기침체 우려의 원인일 경우 1)금리 인하 및 QT 중단, 2)감세 정책 등의 완화적 행보가 필요하다. 연준 풋(Fed Put)과 정부 감세안이 리스크 회피 심리를 달래며 경기침체 우려를 옅어지게 할 경우 증시의 추세적 반등이 시작될 것이라 판단한다. **다만, 연준이 완화적 정책에 속도를 높이기에는 아직 부담스러운 실정이다**. 관세 리스크에 따라 급등한 기대인플레이션을 완화적 통화정책이 위쪽으로 자극할 경우 다시 인플레이션 국면에 접어들 수 있기 때문이다. 같은 맥락에서 공격적 금리 인하 역시 부담스러운 상황이다. 정부의 **감세 정책 역시 재정 확보와 부채한도 협상이 완료된 이후 진행될 가능성이 높다.** 현재 TGA 잔고는 세수 유입으로 인해 3 월 말 기록한 2,960 억 달러 대비 높은 5,620 억 달러 수준을 기록하고 있지만, 목표 수준인 8,500 억 달러 대비 한참 부족하다. 또한 부채한도 협상 마지노선인 X-date 의 경우 현재 6~7 월 정도로 예상되고 있다. 정부 자금이 아직 충분히 확보되지 않았고, 자금 조달 수단인 부채 한도 조율 역시 시간이 필요하다. 증시 반등을 이끌 수 있는 이벤트들이 도래하기까지 아직 시간이 남은 것이다.

이러한 관점에서 근래의 증시 상승 랠리를 추세적 반등의 시작점으로 보기 어렵다. 아직은 약간의 조정이 조금 더 이어질 여지가 있다. 하지만 조정 국면 종료 이후 증시는 가파른 속도로 반등할 것이다. 일례로 조정 장세가 끝나고 상승 랠리로 접어든 2018 년 12 월 25 일 이후의 1 달 증시 수익률은 S&P500 13%, 나스닥 16%, 다우 14%를 기록했다. **앞으로 이어질 추가 증시 조정 기간 동안에는 오히려 상승장을 미리 대비해야 한다**. 반등 시점을 정확히 알기는 어렵기 때문이다.

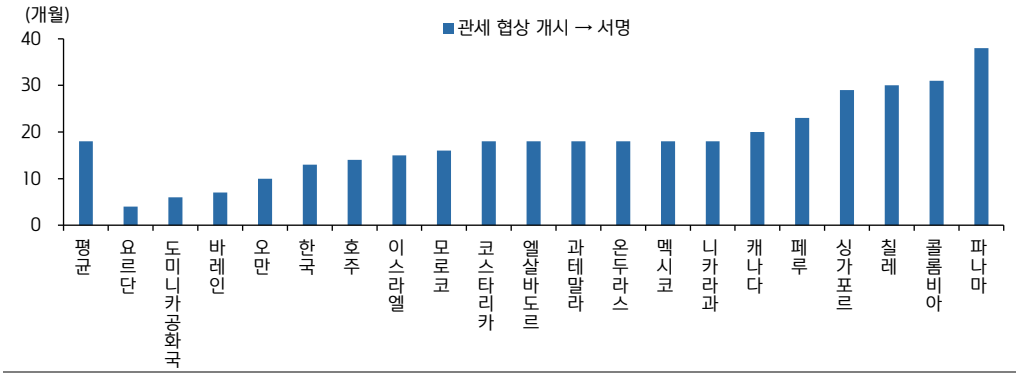
추세 반등 과정 속 반도체와 소프트웨어

앞서 언급했듯 트럼프의 침묵과 연준의 금리 동결 시그널 등이 트리거가 되어 2018 년 12 월 25 일 이후 미국 증시는 약 4 개월 동안의 상승 랠리를 연출했다. 이러한 상승 랠리 속에서 **주요 주가지수 기준 필라델피아 반도체지수는 1 개월 19.8%, 3 개월 29.3% 수익률을 기록하며 다른 주가지수 대비 우월한 성적**을 보였다. **섹터 기준으로는 반도체 및 장비**가 동일 기간 1 개월 16.8%, 3 개월 26.8% 수익률을 기록해 높은 성적을 보여주었고, **스타일 팩터 기준으로는 High Beta** 가 1 개월 21.0%, 3 개월 24.8%의 견고한 수익률을 기록했다. 이와 반대로 유틸리티, 생활필수품, 제약, 음식료 및 담배 등의 산업은 상승 랠리에서 상대적으로 소외되는 모습을 보였다. 예컨대 유틸리티와 제약 산업의 경우 상승 랠리 첫 1 달 동안 각각 +3.5%, +8.7% 상승률을 기록하며 동일 기간 IT 산업이 기록한 +14.5% 대비 부진한 모습을 보였다.

소프트웨어 산업 역시 주목해 볼 필요가 있다. 2018 년 말 증시가 상승 국면으로 전환되었을 당시 소프트웨어 산업은 해당 상승 랠리 속에서 1 개월 15.8%, 3 개월 26.3%의 견고한 수익률을 보였다. 이처럼 회복 탄력성이 강한 소프트웨어 산업이지만, 해당 산업에 주목해야 하는 이유는 다른 곳에 있다. 소프트웨어 기업은 클라우드, 앱, 라이선스 등의 디지털 형태로 서비스를 제공하기 때문에 관세 정책에 의한 직접적인 영향력이 제한된다. 이에 관세 **관련 노이즈가 증시 회복 국면에서 다시 한번 발생한다 해도 소프트웨어 산업의 상승 탄력은 크게 훼손되지 않는다.**

이에 대한 근거는 2019 년 1 분기 실적발표 전후의 증시 상황을 통해 확인할 수 있다. 2019 년 1 분기 실적은 기업들의 매출 성장률이 시장 컨센서스 대비 -0.22% 하회했다. 관세 협상 결렬에 따라 미국은 중국산 제품에 대해, 중국은 미국산 농산물에 대해 관세를 부과했기 때문이다. 이에 따른 여파로 2019 년 1 분기 실적이 부진한 것을 확인하자, 필라델피아 반도체지수는 -22% 급락했고, 반도체 및 장비는 -25%의 낙폭을 기록했다. 엔비디아(NVDA) 역시 -33% 하락하며 그동안 쌓았던 많은 상승분을 반납했다. 하지만, **소프트웨어 산업은 동 기간 -2.3%의 하락에 그쳤다**. 앞서 언급했듯 관세 여파가 소프트웨어 관련 기업의 실적에는 크게 영향을 주지 않은 것이다. 이를 현재로 확장해 보면 관세 노이즈가 일단락 되는 분위기 속에서 증시가 확장 국면으로 접어든다 해도 관세 관련 노이즈는 예상하지 못한 순간에 재차 수면 위로 떠오를 수 있다. 양국간의 협상은 단기간에 이루어지지 않기 때문이다. 이럴 경우 **소프트웨어 산업은 상승 탄력을 유지하기 위한 좋은 옵션으로 작용할 수 있다.**

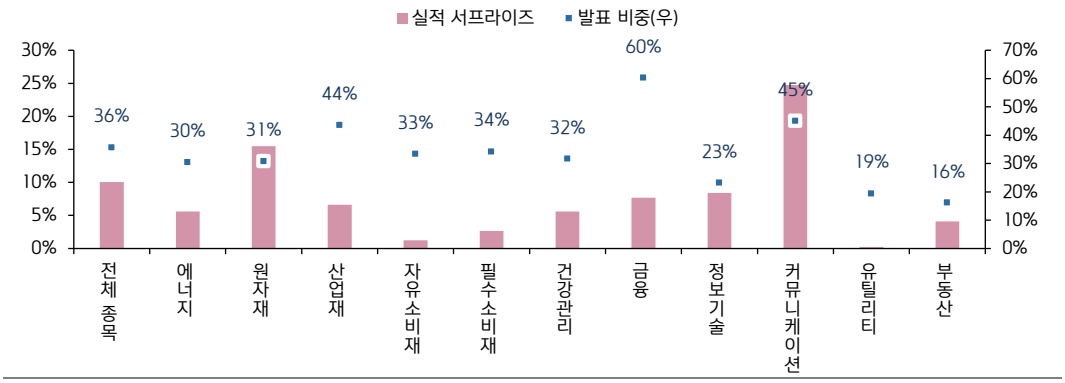
미국 무역협정 체결 소요기간



자료: Apollo, 키움증권 리서치

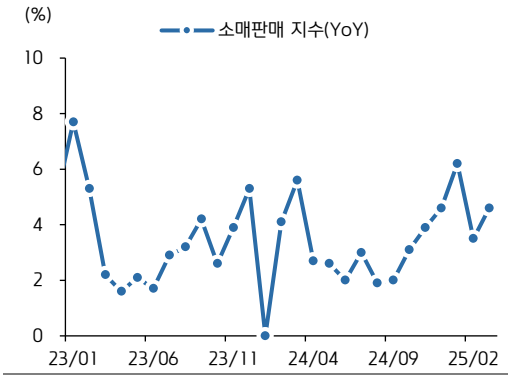
미국 증시, 추세 반등 vs 일시적 반등

현재까지 진행된 '25 년 1 분기 실적 서프라이즈 및 발표 비중



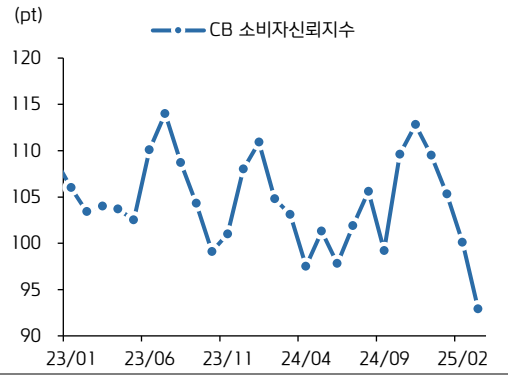
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

소매판매 지수(YoY)



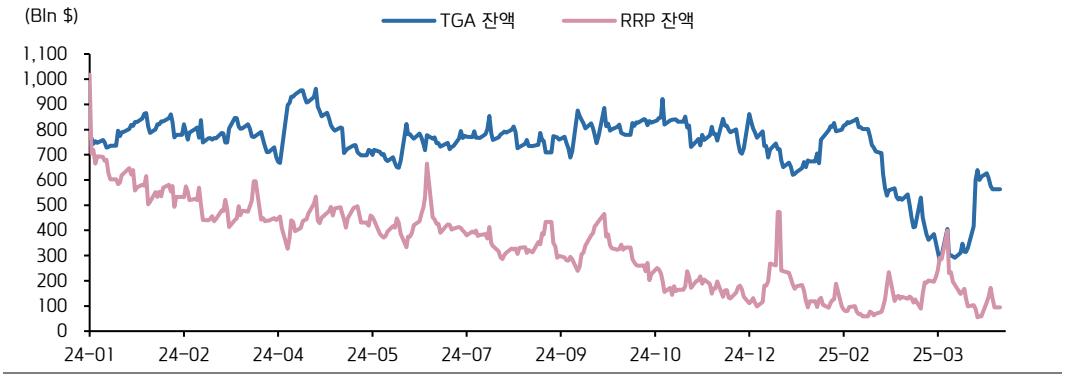
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

CB 소비자신뢰지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

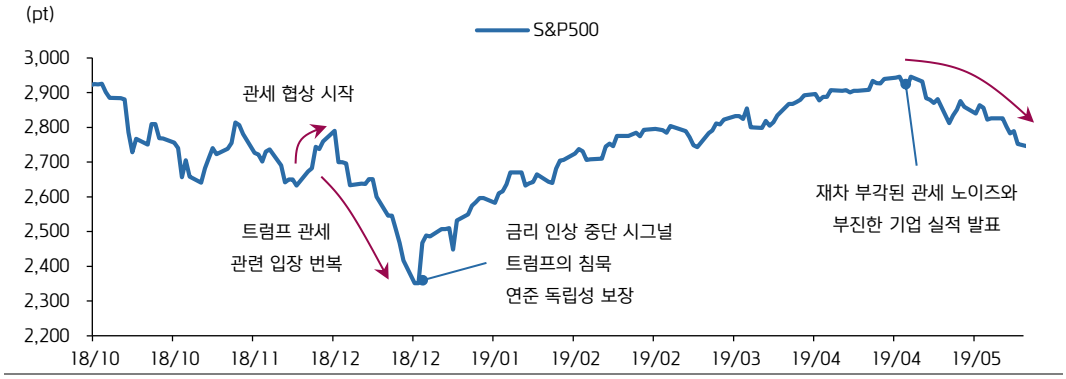
세금 납부 이후의 TGA 잔액 및 RRP 잔액 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

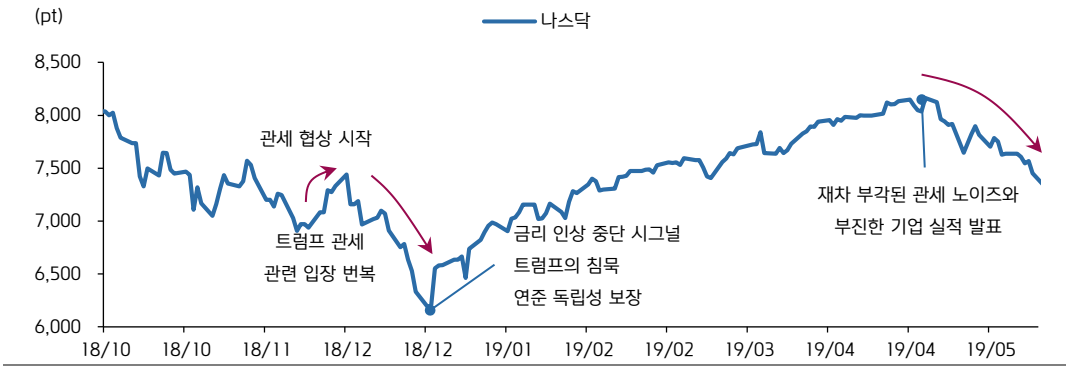
미국 증시, 추세 반등 vs 일시적 반등

2018 년 미 · 중 관세 협정 직후의 미 증시 – S&P500



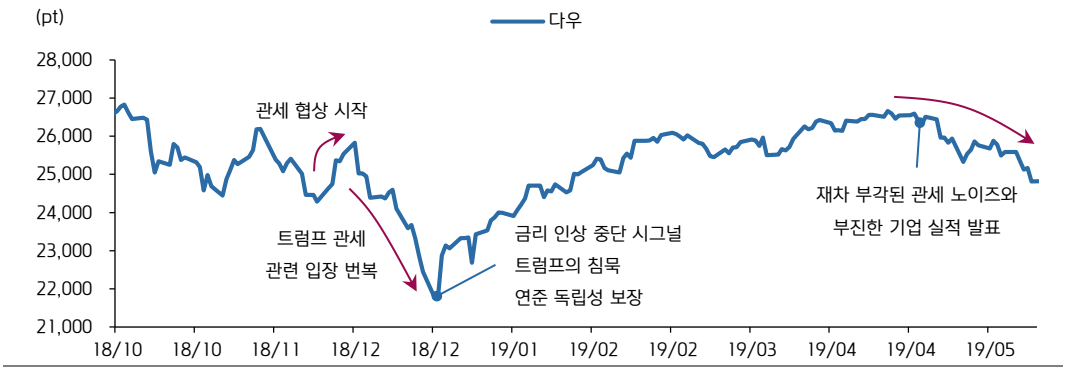
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

2018 년 미 · 중 관세 협정 직후의 미 증시 – 나스닥 지수



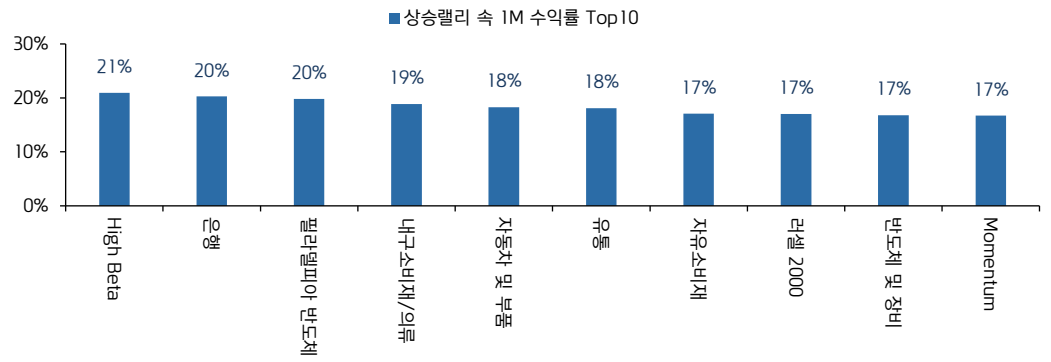
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

2018 년 미 · 중 관세 협정 직후의 미 증시 – 다우 지수



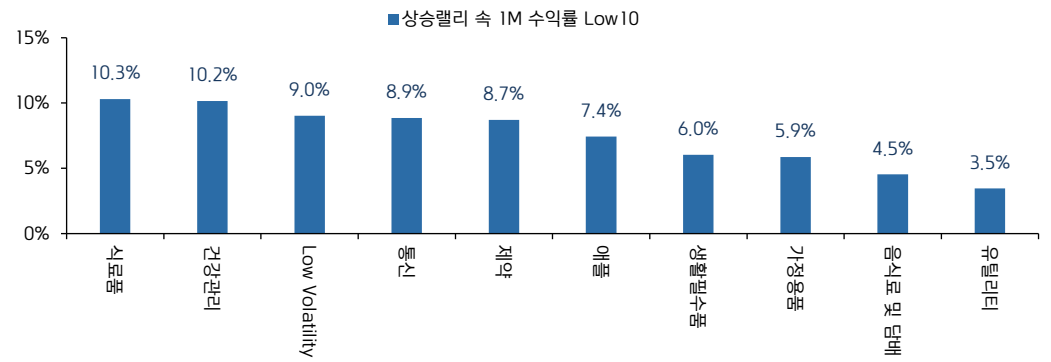
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

트럼프 1 기 관세 노이즈 이후 시작된 증시 상승 랠리 속 업종별 수익률 Top10



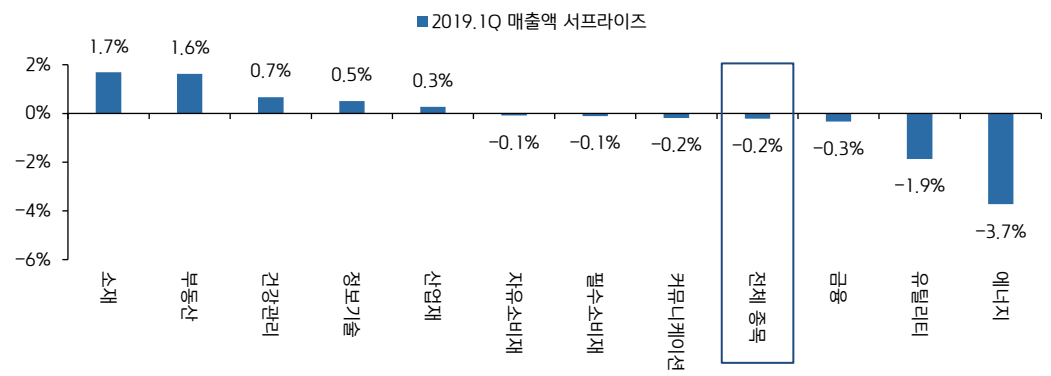
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

트럼프 1 기 관세 노이즈 이후 시작된 증시 상승 랠리 속 업종별 수익률 Low10



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

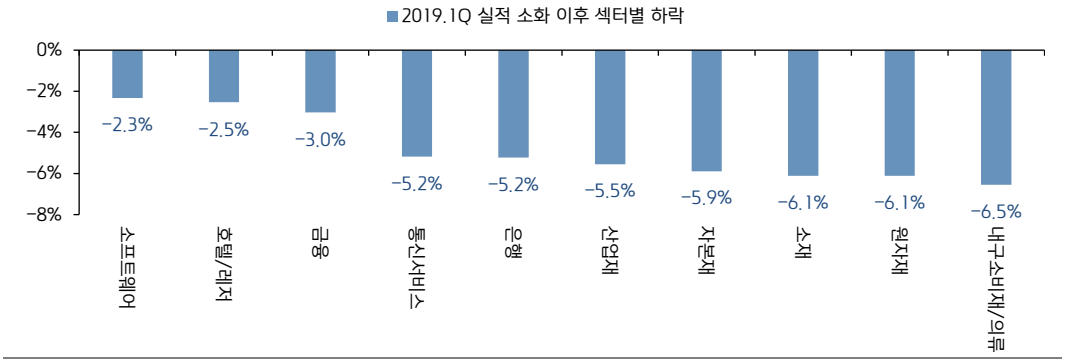
2019 년 1 분기 실적 (매출액 vs 컨센서스)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

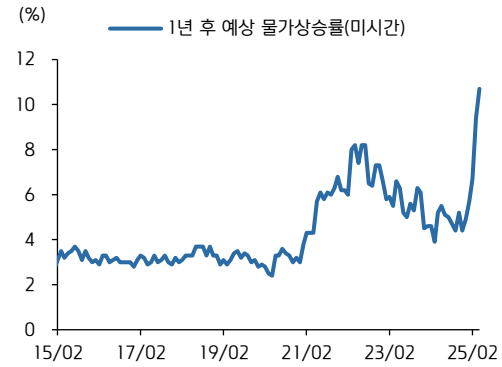
미국 증시, 추세 반등 vs 일시적 반등

2019 년 부진한 실적 발표 이후 섹터별 하락폭



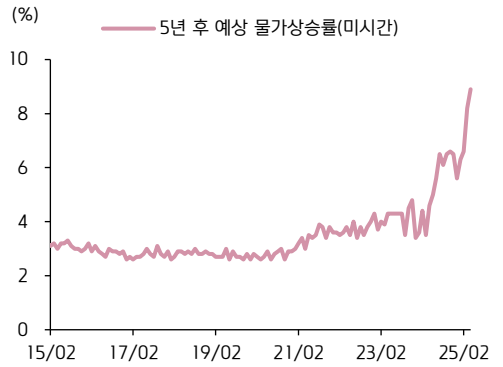
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

미시간 1Y 기대인플레이션



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

미시간 5Y 기대인플레이션



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.