Strategy Idea

국장 Upside Risk

투자전략
Analyst **이수정**
sj_lee@meritz.co.kr

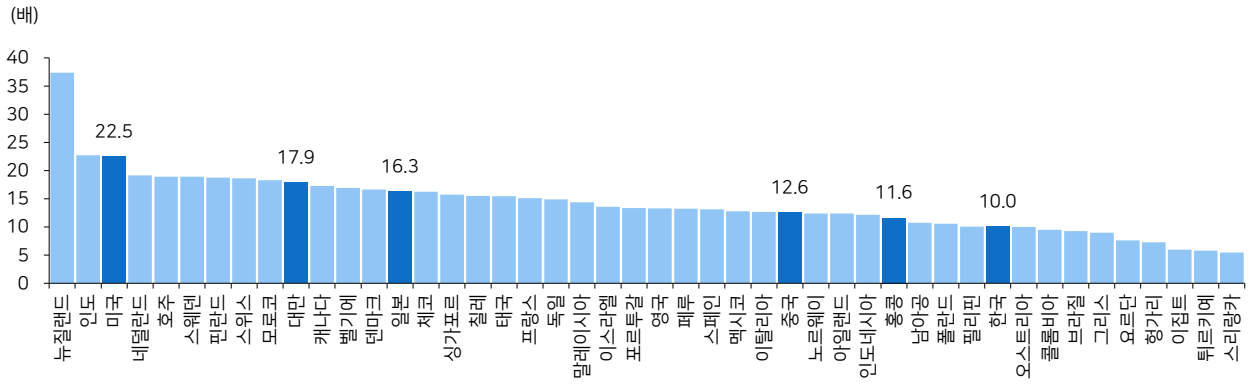
- ✓ 반도체: 고PER에 사서 저PER에 파는 시클리컬 vs. 길어지는 사이클, ROE 상승
- ✓ 서학개미의 환류: (1) 환율 영향은 미미 (2) 국내 증시에 미치는 영향은 유의미
- ✓ 대형주와 지수형 ETF로 쏠릴 개연성

PBR = PER × ROE

시클리컬은 '고PER에 사서 저PER에 파는' 주식이다. 밸류에이션 멀티플은 사이클 저점에서 가장 높아지고, 사이클 고점에서 가장 낮아진다. 시장이 현재 이익이 아닌 장기 정상 이익을 의식해 가격을 매기기 때문이다.

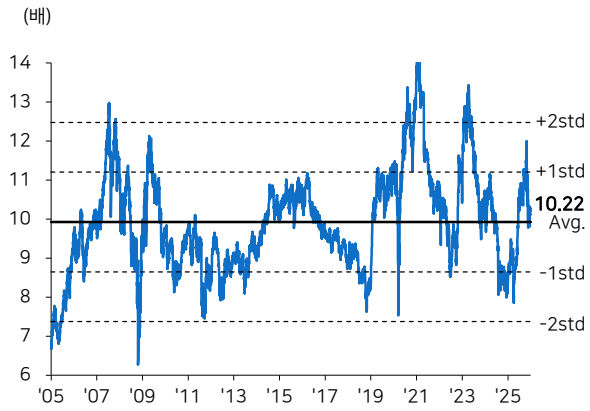
KOSPI 12개월 선행 PER은 다시 10배 수준으로 내려왔다. 12MF 합산 순이익 추정치가 3개월 전 242조 원 → 1개월 전 292조 원 → 현재 321조 원으로 가파르게 증가한 결과다. 전통적인 공식에 의하면 한국 증시를 매도해야할 시점이다.

그림1 **글로벌 증시 12M Forward PER**



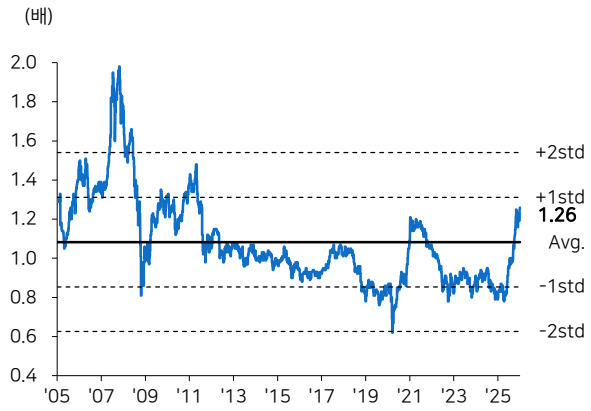
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림2 KOSPI 12M Forward PER



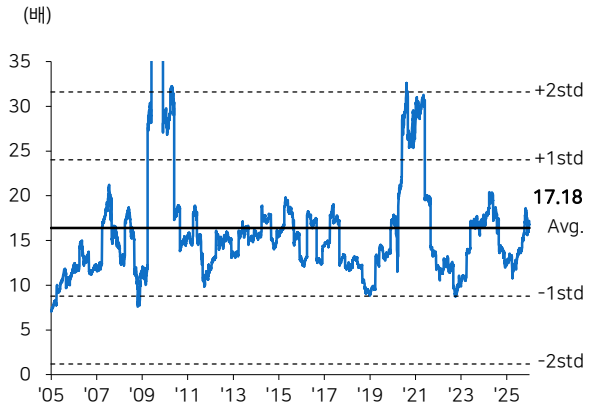
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림3 KOSPI 12M Forward PBR



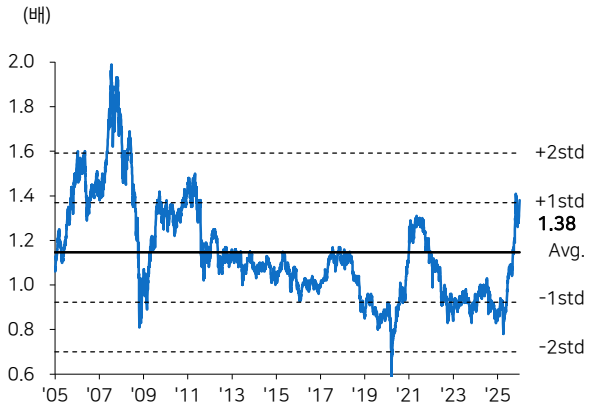
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림4 KOSPI 12M Trailing PER



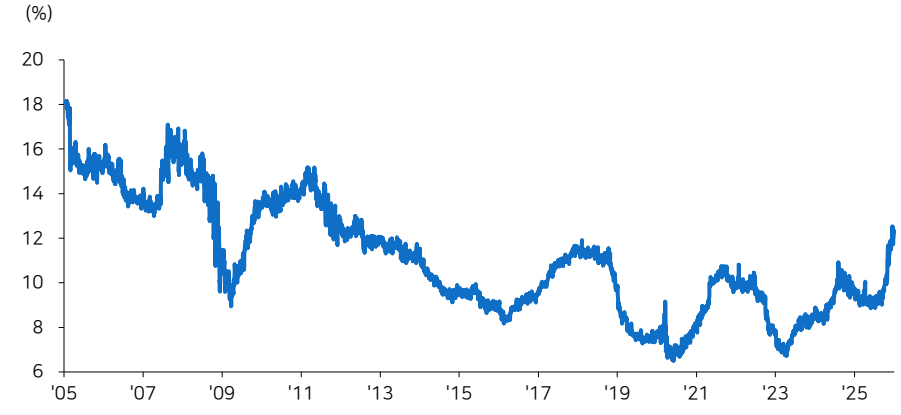
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림5 KOSPI 12M Trailing PBR



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림6 KOSPI 12M Forward ROE

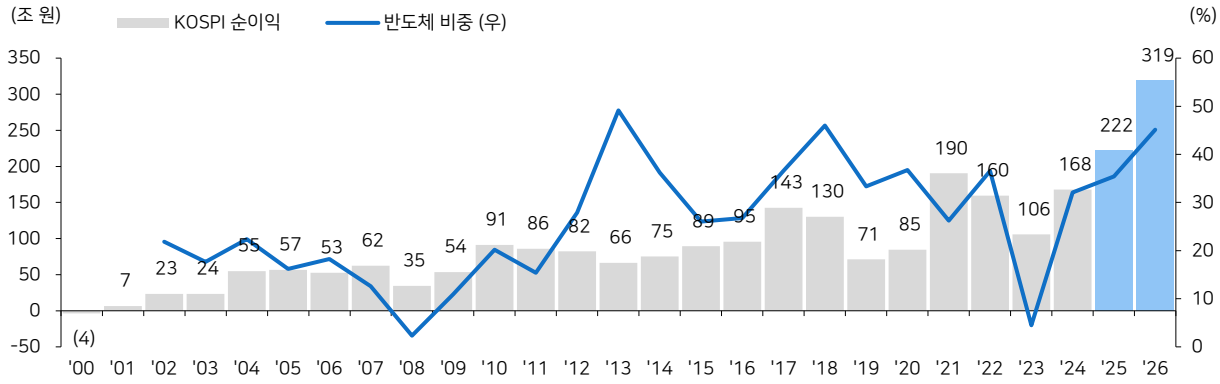


자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그러나 PBR과 ROE의 향상에도 주목해야한다. PER이 역사적 평균으로 내려오는데 PBR은 올라가고 있다는 사실은 ROE의 기계적인 상승을 의미한다(PBR = PER × ROE). PER은 "이익 1원당 가격", PBR은 "자본 1원당 가격"인데, ROE가 높아 같은 이익을 더 적은 자본으로 만들어낼 수 있다면 PBR은 상승한다.

ROE는 자사주 매입·소각, 대규모 배당 등으로 자기자본이 줄어들 때도 올라가지만, 현재의 ROE 개선은 반도체 업종의 이익 체력과 자본 효율 개선 때문이다. 1월 2일 기준 2026E 반도체 업종 순이익 전망치는 144조 원으로 KOSPI 전체의 45%를 차지한다.

그림7 **KOSPI 순이익과 반도체 비중**

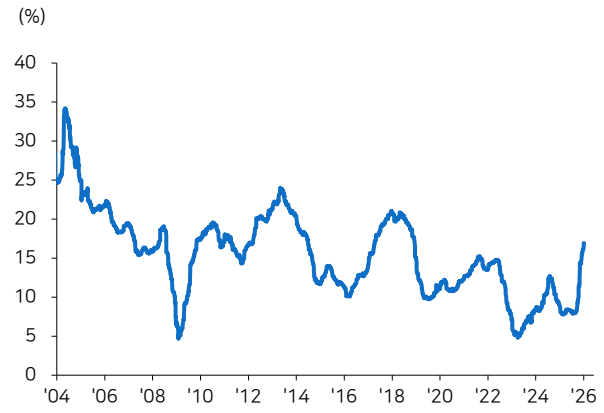


자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

과거 2013년(49%)과 2018년(46%)에도 반도체의 이익 기여도가 40%를 넘어섰다. 다만 2013년 KOSPI는 2012~2016년 이어진 2000pt 전후의 박스피 구간을 벗어나지 못했고(연간 +0.7%), 2018년은 지수 레벨 자체가 크게 하락(-16.5%)했다.

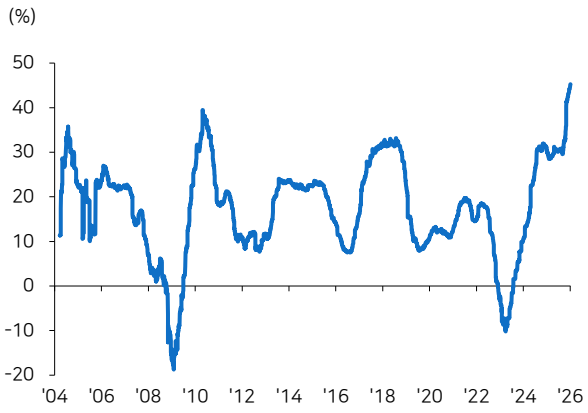
2013년은 공급 쇼크의 해(SK하이닉스 Wuxi 공장 화재), 2018년은 DRAM 슈퍼사이클이 종료된 해로, 시클리컬의 관성을 벗어나지 못했다. 반면 현재는 장기 계약 및 선점 효과로 사이클의 기간이 더 길게 인식되고 있다. 실제 메모리 3사는 2026년 메모리 생산능력을 사실상 완판했다고 밝혔다. 과거 사이클의 종료를 알렸던 스팟 계약가 하락이 당분간 나오기 어려운 구조다. 반도체를 팔 이유가 없는 국면이다.

그림8 삼성전자 12MF ROE



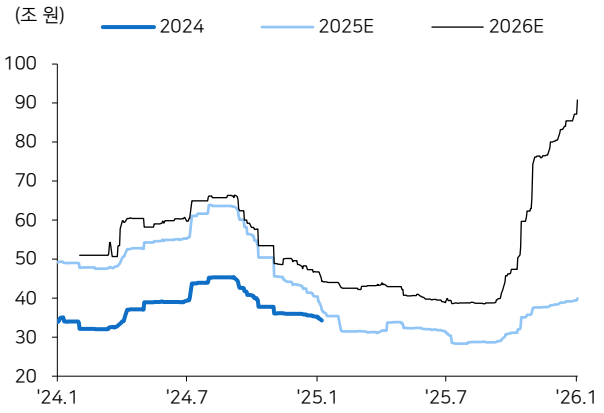
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림9 SK하이닉스 12MF ROE



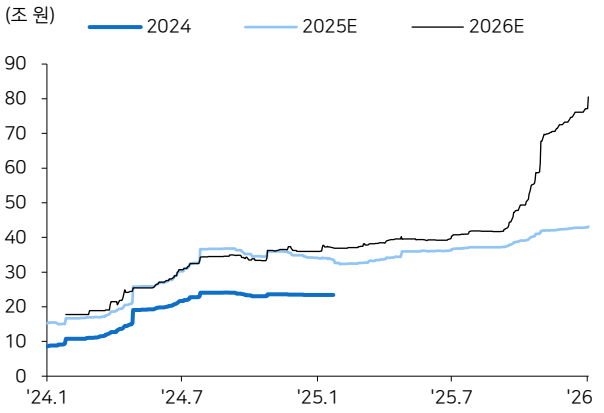
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림10 삼성전자 연간 영업이익 추정치: 90.8조 원



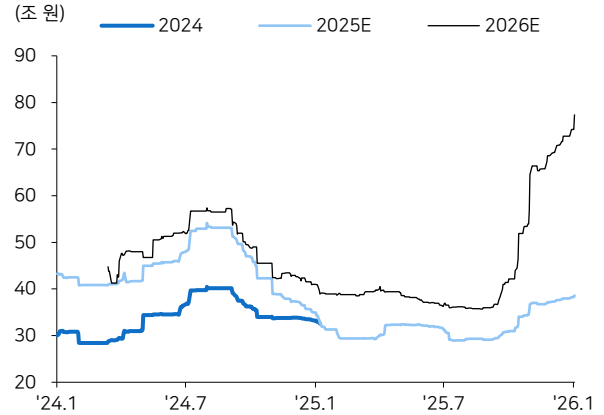
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림11 SK하이닉스 연간 영업이익 추정치: 80.5조 원



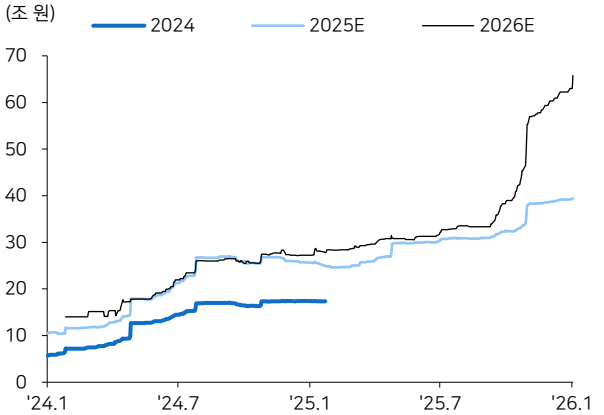
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림12 삼성전자 연간 순이익 추정치: 77.3조 원



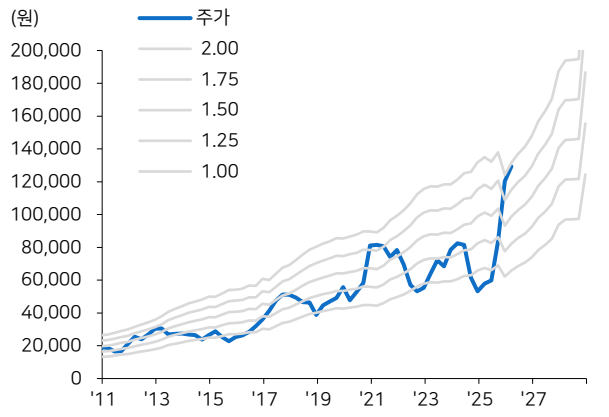
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림13 SK하이닉스 연간 순이익 추정치: 65.8조 원



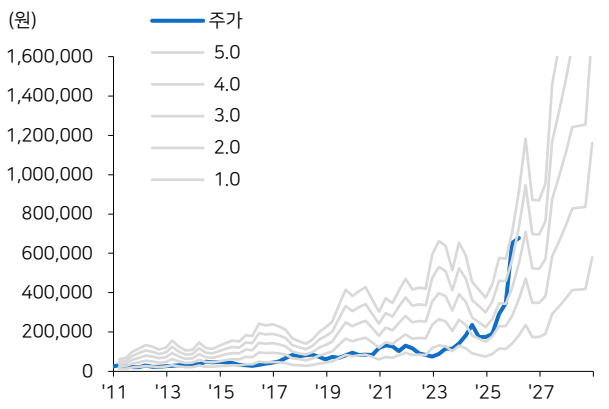
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림14 삼성전자 PBR 밴드



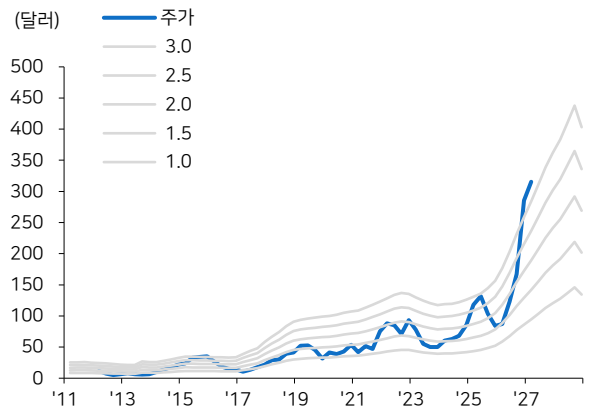
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림15 SK하이닉스 PBR 밴드



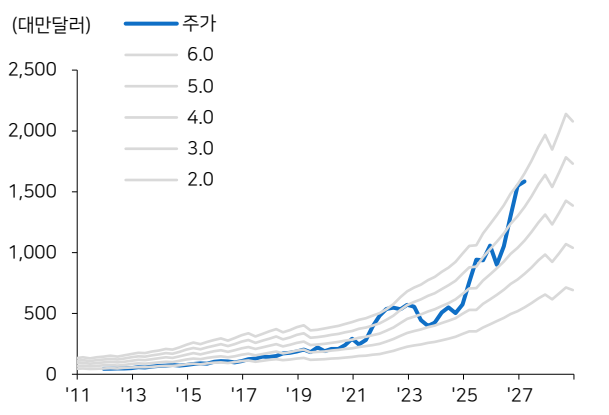
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림16 Micron PBR 밴드



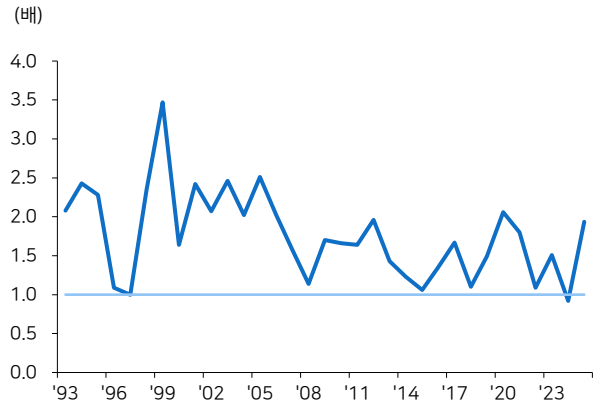
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림17 TSMC PBR 밴드



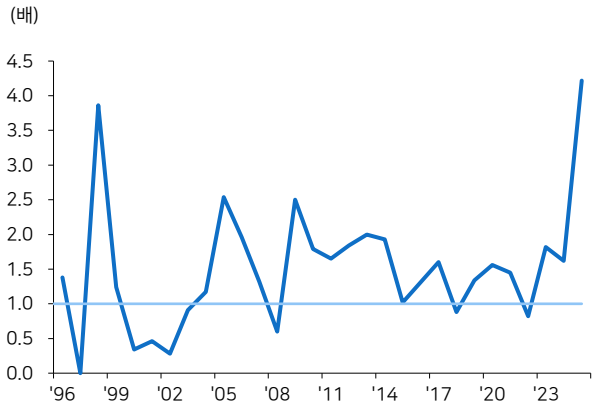
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림18 삼성전자 연말 PBR 추이



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림19 SK하이닉스 연말 PBR 추이



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림20 주가 잔여이익(Residual Income) 평가식: 장부가치(B) + 단기(향후 2년) 잔여이익의 현재가치 + 장기 성장/추정(Speculation)

$$P_{i,t} = B_{i,t} + \sum_{\tau=1}^{\infty} \frac{E[X_{i,\tau+1} - rB_{i,t+\tau-1}]}{(1+r)^{\tau}}$$

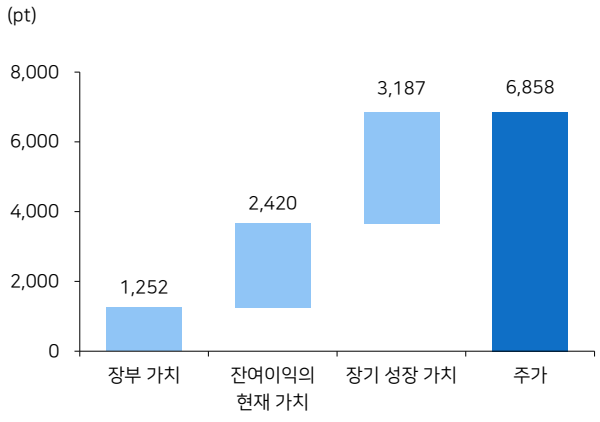
$$= B_{i,t} + \frac{E[X_{i,t+1} - rB_{i,t}]}{1+r} + \frac{E[X_{i,t+2} - rB_{i,t+1}]}{(1+r)r} + \boldsymbol{Speculation}$$

$$= Book\ value_t + Short - term\ growth + \boldsymbol{Long - term\ growth}$$

- $P_{i,t}$: 시점 t의 주가
- $B_{i,t}$: 시점 t의 자기자본 장부가치(book value of equity).
  $B_{i,t} = B_{i,t-1} + X_{i,t} - D_{i,t}$
- $X_{i,t}$: 기간 t의 순이익(보통주 귀속)
- $D_{i,t}$: 기간 t의 순배당(Net payouts) – 현금배당 + 순자사주매입(매입–발행)
- r : 자기자본비용(cost of equity)
- $X_{i,t+1} - rB_{i,t}$: 기간 t의 잔여이익(Residual Income)

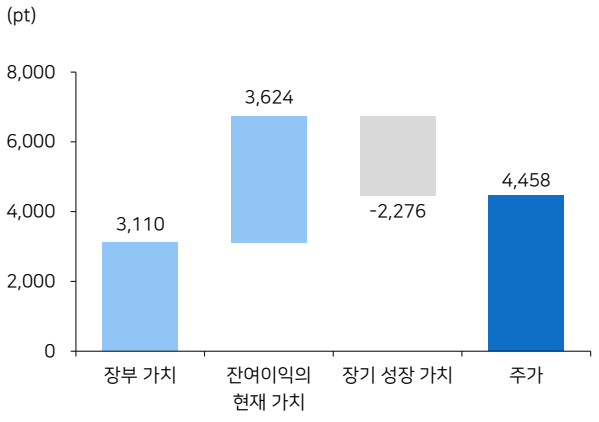
주: 할인율 = 10년물 국채 금리 + Beta * 주식 ERP
자료: Israel, Laursen, Richardson (2021), Is (Systematic) Value Investing Dead?

그림21 주가 잔여이익 평가식 분해 - S&P 500



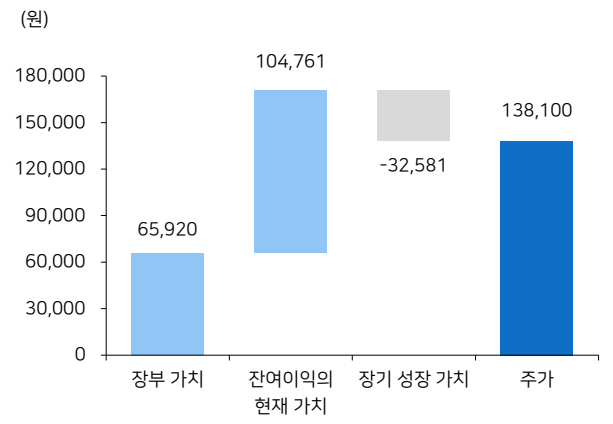
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림22 주가 잔여이익 평가식 분해 - KOSPI



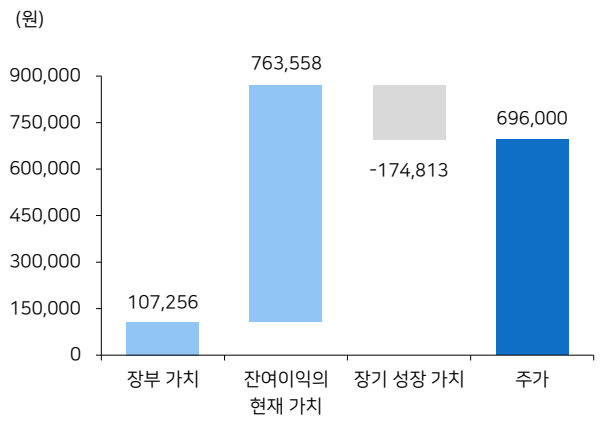
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림23 주가 잔여이익 평가식 분해 - 삼성전자



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림24 주가 잔여이익 평가식 분해 - SK하이닉스



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

서학개미 환류?

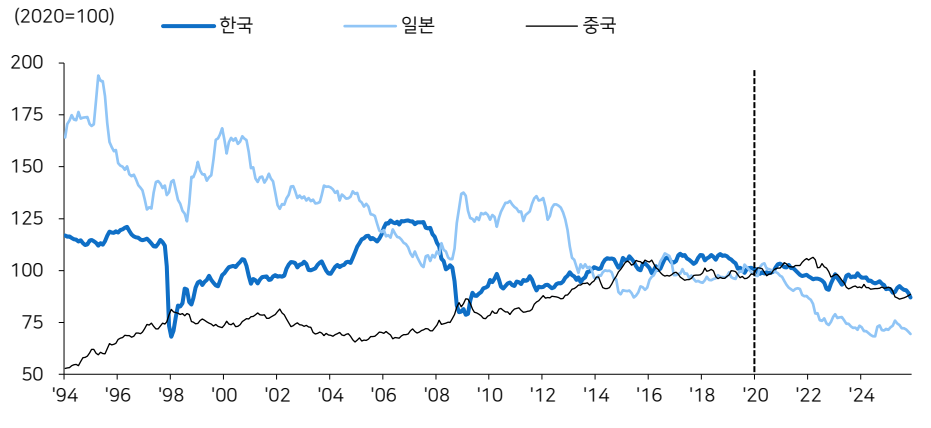
올해 또 하나의 변수는 해외투자자의 국내 복귀 여부다. 기획재정부는 해외주식을 매각한 뒤 국내주식에 장기 투자하면 1년 동안 한시적으로 양도소득세를 감면하는 정책을 발표했다. 2025년 3분기 말 개인투자자 해외주식 보유잔액(국제투자대조표 기준)은 $1,611억 규모다.

표1 국내투자 · 외환안정 세제지원 방안

정책 분야	국내 자본시장 활성화 / 자금 환류	환리스크 관리 / 외환시장 안정	기업 해외이익 환류(배당)
세부 조치	환류투자계좌(RIA) 세제 지원	개인용 선물환(매도) + 환헤지 세제지원	해외자회사 배당 익금불산입* 100%로 상향
공식 설명	해외주식 양도차익에 대해 1년 한시 세제 인센티브를 제공하여, (2025-12-23 기준 보유분을 매도한 뒤) 원화로 환전해 국내 상장주식에 장기(예: 1년 이상) 투자하도록 유도	주요 증권사가 개인 대상 선물환(환헤지) 상품을 출시하도록 지원. 또한 (2025-12-23 기준 보유 해외주식에 대한) 환헤지 시행 시 세제 혜택을 부여	국내 모회사가 해외 자회사로부터 수령하는 배당에 대해 익금불산입률을 95%→100%로 상향해 이중과세 부담을 완화
적용 대상	개인(개인투자자)	개인(개인투자자)	법인(국내 모회사)
적용 자산/범위	2025-12-23 기준 보유한 해외주식	2025-12-23 기준 보유한 해외주식	해외 자회사로부터 수령하는 배당
적용 요건	대상 해외주식 매도 → 매도대금 원화 환전 → RIA를 통해 국내주식에 장기 투자(예: 1년 이상 보유). 환류 시점에 따라 감면율 차등	대상 해외주식에 연계해 개인용 선물환(환헤지) 매도 거래를 체결(증권사 상품으로 제공)	적용일 이후 지급되는 배당을 수령
혜택	해외주식 양도소득세(양도차익) 한시 감면/면제	환헤지 관련 해외주식 양도소득세 추가공제(보도에 따르면 헤지상품 매입액 연동)	해외자회사 배당소득의 과세소득 산입 제외 확대(95%→100%)
주요 조건/한도	1인당 감면 인정 매도금액 한도(예: 5천만원 US$34,000). 시점별 예시: 2026년 1분기 100%, 2분기 80%, 하반기 50%	헤지상품 매입액의 최대 5%를 추가 공제(최대 500만원). 인정 잔액 기준은 연평균 최대 1억원으로 보도됨	해당 없음(비율 변경)
시행 시점	1년 한시. 2026-01-01 이후(법 개정 및 제도/계좌 출시 시점에 따라) 적용 추진	개인용 선물환 상품 출시 즉시 적용 추진; 2026-01-01 이후(상품 출시 및 법령 정비에 따라) 적용	2026-01-01 이후 지급되는 배당에 적용
추진/확정 상태	조특법 등 법령 개정 추진	증권사 상품 출시 + 세제 근거 마련 필요	패키지의 일환으로 법령 개정 추진

주: *익금불산입 = 기업회계상으로는 수익에 해당하지만 법인세법상으로는 익금(과세대상 수익)에 포함하지 않는 항목
자료: 기획재정부, 메리츠증권 리서치센터

그림25 **실질실효환율 지수**



자료: BIS, 메리츠증권 리서치센터

국내시장 복귀계좌 RIA(Reshoring Investment Account)는 개인당 매도금액 상한(예: 5천만원)이 설정될 예정으로 국내 환류 금액은 참가자 수에 의해 제한된다. 전부 상한까지 참여한다고 가정했을 때, 5만명 참여 → 2.5조원($17억 수준), 20만명 참여 → 10조원($69억), 100만명 참여 → 50조원($345억)의 식이다.

해외주식 양도세는 양도차익(-기본공제)에 부과되므로, 차익이 작거나 기본공제 범위에 가까운 투자자의 경우 RIA 인센티브가 약하다. 국내주식 1년 이상 보유 조건도 "국장"에 확신이 없는 투자자에게 진입장벽이 될 수 있다.

그럼에도 불구하고 단순 추정을 해보면, 잔고가 존재하는 활동 해외주식 계좌는 2025년 8월 기준 대략 1,105만 개다. 중복 계좌 보유를 감안한 해외주식 투자자 수는 약 600~710만 명이다. 달러 매도에 대한 환율 변동 민감도는 $10억 매도당 -0.14%1 ~ -0.5%2 범위로 제시된다. 해외주식 투자자 659만 명과 1인당 평균 환류액 2,500만 원/5,000만 원을 가정했을 때, 집행 기간에 따른 환율 영향 추정은 [표 2]~[표 3]과 같다.

서울 FX시장의 2024년 일평균 현물 거래량은 $123.1억인다. 즉 60거래일 시나리오의 일평균 달러 매도 규모($0.19~1.9억)는 현물 일평균의 약 0.15% ~ 1.54% 수준이다. 물론 파생까지 포함한 거래 규모는 훨씬 커 체감 충격은 더 작을 것이다. 이러한 추정은 RIA로 인한 순 달러 매도 부분만 고려한 기계적 계산으로, 실제

[1] Alain Chaboud, Benjamin Chiquoine, Erik Hjalmarsson, Clara Vega, 「Rise of the Machines: Algorithmic Trading in the Foreign Exchange Market」, Federal Reserve Board, International Finance Discussion Papers No. 980, Oct 2009

[2] Martin D. D. Evans, Richard K. Lyons, 「Order Flow and Exchange Rate Dynamics」, NBER Working Paper No. 7317 (1999)

환율은 미국 금리/달러지수, 수출입 결제, 외국인 주식·채권 플로우, 당국 개입 등에 의해 쉽게 상쇄될 수 있다.

표2 서학개미 환류 - 집행 기간 20거래일(1개월) 시나리오 환율 영향

참여율	1인 평균 환류액	총 환류액 (조 원)	총 달러매도 (십억 달러)	일간 USD/KRW 하락폭 (원)	집행완료 시점 환율 레벨 하락폭 (원)
1%	2,500만원	1.65	1.14	0.12 ~ 0.41	2.3 ~ 8.2
1%	5,000만원	3.3	2.29	0.23 ~ 0.82	4.6 ~ 16.5
3%	2,500만원	4.95	3.43	0.35 ~ 1.24	6.9 ~ 24.7
3%	5,000만원	9.89	6.86	0.69 ~ 2.47	13.9 ~ 49.5
5%	2,500만원	8.25	5.71	0.58 ~ 2.06	11.5 ~ 41.2
5%	5,000만원	16.49	11.43	1.15 ~ 4.12	23.1 ~ 82.5

주: 기준 환율 1 달러 = 1,443원 (현 시점 중간환율 수준), 총 환류액(원) = 투자자수 × 참여율 × 1인 평균환류액,
총 달러매도($) = 총 환류액(원) ÷ (원/달러), 추정 하락폭(원) = (기준환율) × (탄력% × (달러매도액 / $1bn))
자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 서학개미 환류 - 집행 기간 60거래일(1분기) 시나리오 환율 영향

참여율	1인 평균 환류액	총 환류액 (조 원)	총 달러매도 (십억 달러)	일간 USD/KRW 하락폭 (원)	집행완료 시점 환율 레벨 하락폭 (원)
1%	2,500만원	1.65	1.14	0.04 ~ 0.14	2.3 ~ 8.2
1%	5,000만원	3.3	2.29	0.08 ~ 0.27	4.6 ~ 16.5
3%	2,500만원	4.95	3.43	0.12 ~ 0.41	6.9 ~ 24.7
3%	5,000만원	9.89	6.86	0.23 ~ 0.82	13.9 ~ 49.5
5%	2,500만원	8.25	5.71	0.19 ~ 0.69	11.5 ~ 41.2
5%	5,000만원	16.49	11.43	0.38 ~ 1.37	23.1 ~ 82.5

주: 기준 환율 1 달러 = 1,443원 (현 시점 중간환율 수준), 총 환류액(원) = 투자자수 × 참여율 × 1인 평균환류액
총 달러매도($) = 총 환류액(원) ÷ (원/달러), 추정 하락폭(원) = (기준환율) × (탄력% × (달러매도액 / $1bn))
자료: 메리츠증권 리서치센터

한편 서학개미의 환류가 국내 증시에 미치는 영향은 환율보다 더 유의미할 수 있다. 총 환류액 10조 원 내외(예: 참여율 3% · 5,000만원)는 2025년 외국인 순매도 9조원 전체를 상쇄할 수 있는 규모다. 20거래일 시나리오의 일평균 환류액은 작년 거래대금 대비 0.49~4.87% 수준으로 지수 레벨에 방향성 압력을 줄 수 있는 규모다. 특히 자금이 대형주와 지수형 ETF로 쏠린다면 체감 영향은 더욱 강력해진다. 1분기 삼성전자를 비롯한 대형주의 업사이드 리스크에 주목한다.

표4 서학개미 환류 - 집행 기간 20거래일(1개월) 시나리오 국내 거래대금 영향

참여율	1인 평균 환류액	총 환류액 (조 원)	일간 환류액 (원)	2025년 일평균 거래대금 대비	2025년 12월 일평균 거래대금 대비
1%	2,500만원	1.65	0.082조(824억)	0.49%	0.32%
1%	5,000만원	3.3	0.165조(1,648억)	0.97%	0.63%
3%	2,500만원	4.95	0.247조(2,471억)	1.46%	0.95%
3%	5,000만원	9.89	0.494조(4,943억)	2.92%	1.90%
5%	2,500만원	8.25	0.412조(4,119억)	2.44%	1.58%
5%	5,000만원	16.49	0.824조(8,238억)	4.87%	3.17%

주: 2025년 일평균 거래대금 16.9조원(KRX+NXT 합산), 2025년 12월 대략 26조 원
자료: 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.