



알기쉬운 경제분석 김지현입니다.

(02)3770-3572

jihyun.kim@tongyang.co.kr

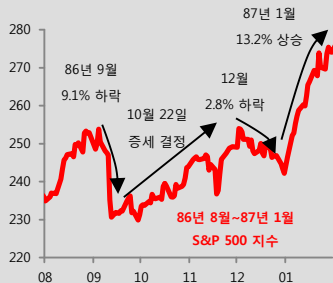
동양증권

반등 기대해 볼 수 있는 시점

Economist
김지현

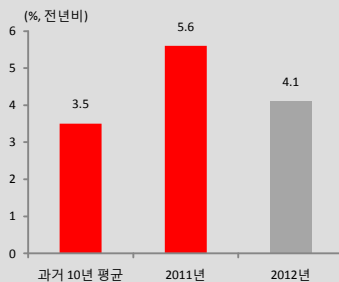
jihyun.kim@tongyang.co.kr

87년 자본이득세 인상 경험, 연말 조정 후 연초 급등



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

NRF, 연말 소매판매 4.1% 증가 전망



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

Why This Report

미국 재정절벽과 자본이득세 인상 가능성, 그리스 구제금융 지연, 중국 부양책 기대감 약화 등으로 인해 국내증시도 조정이 지속되고 있습니다. 그러나, 아직 미국 정치권의 대타협에 대한 기대감이 남아 있고, 증시도 불확실성을 반영해 어느 정도 조정을 받은 상태이기 때문에 단기적으로 반등이 나올만한 시점이라고 판단됩니다. 반등의 재료는 20일 그리스 구제금융 차기분 지급 결정, 1주일 앞으로 다가온 Black Friday(연말 쇼핑시즌) 기대감, 12월 FOMC 기대감 등을 들 수 있습니다.

Investment Point

1. 미국 재정절벽 불확실성과 자본이득세 인상 가능성

▶ 과거 87년 자본이득세 인상 사례를 살펴보면 법안 공포되기 이전에 차익매물 출회로 조정 받은 이후 반등, 특히 연초에 급등하는 모습

2. IMF와 EU의 의견 차이로 인한 그리스 지원 지연과 유로존 경기 우려

▶ 그리스 긴축목표를 2년 연장할 경우, 300억 유로 규모의 추가 구제금융 지원이 필요하기 때문에 IMF가 EU에 손실부담 요구

3. 중국 투자 부양책 기대 축소, 부동산세 확대 가능성

▶ 정권 교체 이후 부양책 기대 축소로 중국 투자 관련주 약세 뚜렷

반등 기대해 볼 수 있는 시점

- ▶ 반등 모멘텀: 유럽 불확실성 완화, 연말 쇼핑시즌, FOMC 등
- ▶ 20일 그리스 구제금융 차기분 지원 결정될 전망
- ▶ 소비심리 5년래 최고치이고, 월마트 등 소매업체 개점 시간 앞당겨 Black Friday 기간 소비 기대할만
- ▶ 12월 FOMC, 내년 초 재정긴축에 따른 경기둔화 대비해 이번에도 선택적 조치 가능성

• 불확실성 증시에 상당 부분 반영, 단기적으로 반등 나올만한 시점

• 중국 고부가가치 산업 육성 정책, 미국 연말 쇼핑시즌 고려 시 IT 비중 확대

최근 증시 조정에 영향을 준 요인은 재정절벽 불확실성과 자본이득세 인상 가능성, IMF와 EU의 의견 차이로 인한 그리스 구제금융 지원 지연, 정권교체 이후 중국의 부양책에 대한 기대감 약화 등을 들 수 있다. 그러나, 이러한 요인들은 이미 증시에 대부분 반영되었다고 판단된다.

재정절벽과 세계 불확실성이 해소되기 전에는 추세적인 상승은 어렵겠지만, 아직 대타협에 대한 기대감이 남아 있고 증시도 불확실성을 반영해 이미 조정을 받은 상태이기 때문에 단기적으로 반등이 나올만한 시점이라고 생각된다. 반등의 재료는 그리스 구제금융 차기분 지급 결정, 1주일 앞으로 다가온 Black Friday(쇼핑시즌 시작) 기대감, 12월 FOMC 기대감 등을 들 수 있다.

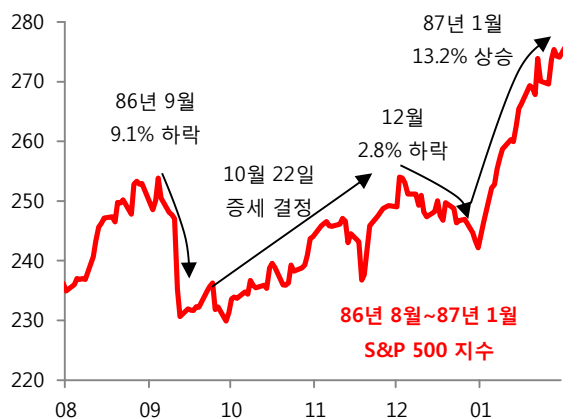
금일 자료에서는 최근 증시 조정에 영향을 준 3가지 요인과 증시 반등 모멘텀이 될 수 있는 요인들에 대해 살펴보고자 한다.

1. 미국 재정절벽 불확실성과 자본이득세 인상 가능성

시장이 가장 우려하는 부분은 재정절벽 논의가 장기화될 가능성과 자본이득세 인상 가능성이다. 오바마의 재선으로 재정개혁에 자본이득세 인상이 포함될 가능성이 높아졌다. 오바마는 재정건전화를 위해 부유층 세금인상을 가장 우선시 하기 때문에 자본이득세가 현재 15%에서 2013년 23.8~25%로 상승할 것으로 예상된다. 자본이득세 10%p 인상은 부시 감세 종료로 인한 5% 인상, 오바마케어의 건강보험 부담금 증세 3.8%, 그리고 세액 공제 1.2% 종료 등에 의해 이루어진다.

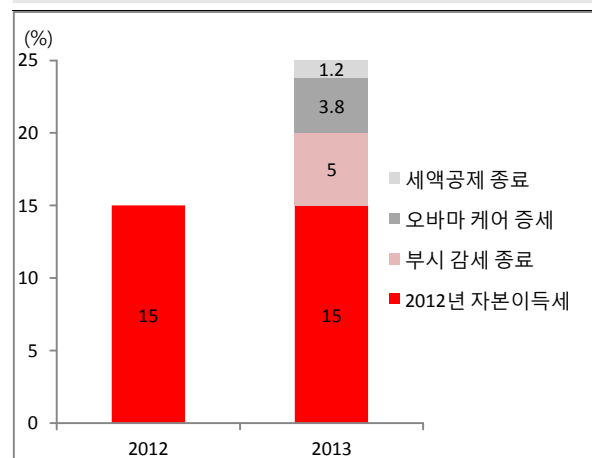
한편, 부시감세 혜택이 종료될 경우 배당세율도 조건부 배당세율(qualified dividend rate) 혜택이 사라져 모든 배당에 통상적 배당세율(ordinary dividend rate)이 적용되게 되는데, 이 경우 최대 39.6%까지 상승하게 되고, 오바마 케어 증세 3.8%가 더해지면 최고 43.4%까지 상승할 수 있다.

1987년 자본이득세 인상 전후 S&P 주가 추이



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

2013년 자본이득세 10%p 상승한 25% 가능성



자료: 동양증권 리서치센터

따라서, 공화당이 민주당과의 타협을 통해 과도하게 상승할 수 있는 배당세율을 적정 수준으로 낮추기 위해서는 자본이득세 인상을 어느 정도 허용할 수 밖에 없을 것으로 보인다. 미국 정치권에서 논의되고 있는 것을 보면, 자본이득세와 배당세 모두 23.8%(오바마케어 부담금 포함) 수준에서 타협이 이루어질 것으로 보인다.

과거 1987년에도 자본이득세가 현재처럼 8% 포인트나 급중한 사례가 있는데, 당시 20%이던 자본이득세가 1987년 1월부터 28%로 상승했었다. 미국 의회는 1986년 10월 22일 세계개혁 법안을 통과시켰는데, 미국증시는 9월에 이미 세금인상 우려를 반영해 S&P500이 9.1% 하락했다. 그러나 9월말부터 반등하기 시작해 11월말까지 이전 고점을 회복하였다. 그리고 새롭게 인상된 세율이 적용되기 직전인 1986년 12월에 또 한번 차익실현 매물이 나오면서 2.8% 하락하였다. 하지만, 새로운 세율이 적용된 1987년 1월에는 앞서 진행된 차익실현의 반작용으로 S&P500이 13.2%나 급등했었다.

올해도 내년 초 자본이득세 인상 가능성 때문에 애플 등 급등했던 종목 위주로 차익실현 매물이 나오면서 미국증시의 조정에 영향을 주고 있다. 그러나, 자본이득세 인상 가능성은 이미 증시에 상당부분 반영되었다고 판단되고, 내년 초에는 차익 실현에 따른 반작용으로 큰 폭의 상승이 기대되기 때문에 현 지수 수준에서는 조정 시 분할매수 관점으로 접근할 필요가 있다.

미국 자본이득세 및 배당세 (2013년 이후는 부시감세 종료 시 적용될 세율)

소득세율	2003-2012		소득세율 & 배당세율	2013년 이후		
	통상적 배당세율 & 단기 자본이득세	조건부 배당세율 & 장기 자본이득세		자본이득세		
				단기	장기	5년
10%	10%	0~5%	15%	15%	10%	8%
15%	15%	0~5%	28%			
25%	25%	15%	31%	28%	20%	18%
28%	28%	15%	36%	31%	20%	18%
33%	33%	15%		36%	20%	18%
35%	35%	15%	39.6%	39.6%	20%	18%

자료: Wikipedia, 동양증권 리서치센터

주: 조건부(qualified) 배당세율의 경우, 미국기업, ADR 등 특정 조건 충족될 경우 적용

2. IMF와 EU의 의견 차이로 인한 그리스 지원 지연과 유로존 경기 우려

그리스 구제금융 지원 결정이 지연되고 있는 점도 투자심리에 부정적인 영향을 주고 있다. 그리스 의회에서 긴축안과 내년 예산안을 통과시켰지만, 차기 구제금융 지원분 313억 유로의 지급이 지연되고 있다. 그 이유는 그리스 긴축목표를 2년 연장할 경우, 300억 유로 규모의 추가 구제금융 지원이 필요하기 때문에 IMF가 EU에 손실부담을 요구하고 있기 때문이다.

IMF는 구제금융 지원 시 그리스의 정부부채가 2020년까지 120%까지 하락해야 된다는 조건을 제시했었다. 그런데, 현재 추세대로라면 130~145%에 이를 것으로 추정되기 때문에 IMF는 이번에는 민간이 아닌 공공부문(EU, IMF 등)의 손실부담(채무조정)이 필요하다고 주장하고 있다. 그러나, 독일과 EU 측이 강하게 반발하면서 합의가 지연되고 있다.

EU 집행위는 2022년까지 125% 수준으로 조건을 완화해야 한다는 입장을 보이고 있지만, IMF는 그리스의 부채가 2020년까지 120% 수준으로 유지되어야 한다는 기존 입장을 고수하고 있다. IMF의 조건을 수용할 경우, 결국 EU와 ECB가 손실을 부담해야 하는데 현재 논의되고 있는 것은 구제금융에 대한 대출금리 인하, 구제금융 상환 시기(repayment schedule) 연기, ECB의 그리스 국채에 대한 투자수익 반납 등이다.

그리스 국채금리는 지난 3월 12일 민간부문 채무조정 이후 18.45%까지 하락했었는데, 최근 그리스 국채금리는 구제금융 조건 완화(추가 구제금융 지원 또는 공공부문 채무조정 등 포함)에 대한 기대감으로 이전 저점 수준보다 더 하락한 수준에서 유지되고 있다.

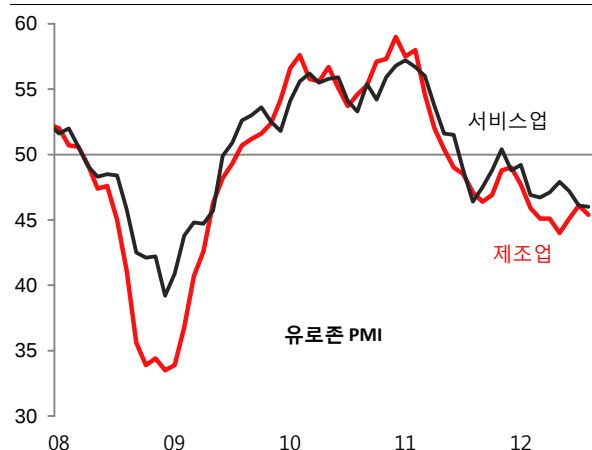
한편, 채정긴축에 따른 경기침체 우려가 지속되고 있고, 경기 우려가 주변국에서 중심국으로 확산되고 있다. 11월 7일 EC는 유로존의 내년 성장률 전망을 지난 5월 1% 전망에서 0.1%로 크게 하향조정했고, 독일의 성장률 전망도 기존 1.7%에서 0.8%로 하향조정 했다. 유로존은 3분기에도 마이너스 성장해 공식적으로 기술적인 경기침체에 진입할 것으로 예상되고, 유로존 PMI 지수를 보면 4분기에도 경기침체가 지속될 것으로 보인다.

그리스 구제금융 지연 불구, 국채금리 전저점보다 낮은 수준



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

유로존 PMI 수축 국면 지속



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

3. 중국 투자 부양책 기대 축소, 부동산세 확대 가능성

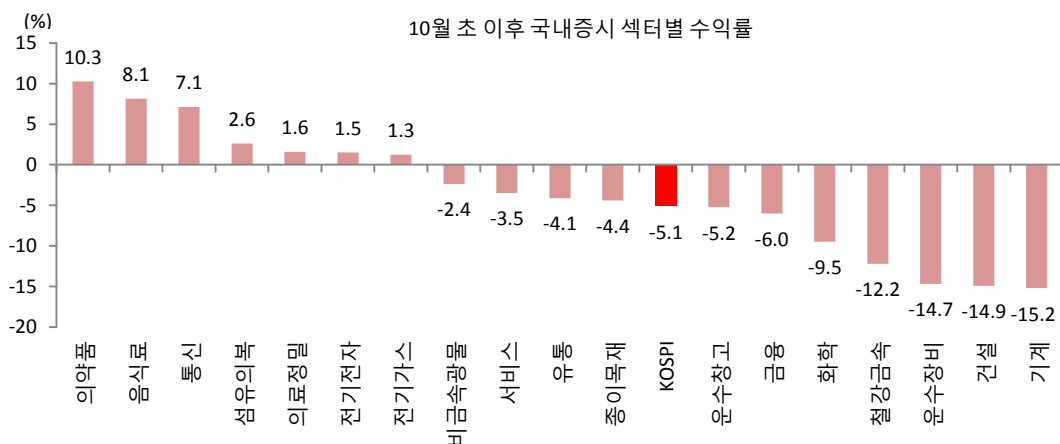
주택규제와 수출 둔화로 인해 중국의 성장률 둔화는 지난 3분기까지 지속되었다. 그러나, 9월과 10월 경제지표가 개선되면서 3분기를 저점으로 4분기부터는 성장률이 개선될 것이라는 기대감이 형성되고 있다. 그러나, 중국 정부가 정권 교체 이후에도 대규모 부양책을 통해 성장을 촉진하기보다는 구조개혁과 안정을 강조할 것으로 예상되면서, 화학, 기계, 철강 등 중국 투자 관련주에 부정적인 영향을 주었다. 올해 10월 초 이후 국내증시의 섹터별 수익률을 보면, 중국 투자 관련주들이 전반적으로 부진하다.

지난 13일 신화통신, China Daily 등 주요 언론이 주택 및 도시농촌개발청 장관 Jiang Weixin의 발언을 인용해 중국정부가 부동산세 도입 확대(현재 상해, 충칭 등 일부 대도시에서만 시범적으로 실시)를 적극적으로 검토하고 있다는 소식도 18차 당대회 이후 투자 부양책을 기대했던 투자자들의 기대감을 약화시켰다.

아직 확정된 것은 아니지만, 부동산 관련 추가 규제를 검토하고 있다는 것은 부동산 가격 안정에 대한 정부의 의지가 확고하고, 투자 부양책을 기대하기 어려워졌다는 것을 의미하기 때문이다.

중국 산업의 성장 축이었던 중화학공업은 과잉투자로 인해 성장 모멘텀이 약화되고 있기 때문에 중국 정부는 향후 IT 투자 확대 등을 통해 산업구조를 고도화하고 내수를 육성할 것으로 예상된다. 따라서, IT 설비투자, 내수 확대에 따른 수혜가 예상되는 IT, 소비 관련주에 대한 지속적인 관심이 필요하다.

10월 초 이후 화학, 철강, 조선, 기계 등 중국 투자 관련주들 시장 수익률 하회(underperform)



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

중국 정부가 추가 규제를 검토하고 있는 것은 주택규제에도 불구하고, 지난 2차례의 기준금리 인하 영향으로 주택거래가 증가하고 일부 도시에서는 주택가격이 상승하는 조짐이 나타나고 있기 때문이다. 중국 최대 부동산 사이트 SouFun에 의하면, 10월 신규주택가격은 전월비 0.17% 상승해 5개월 연속 상승했다고 한다.

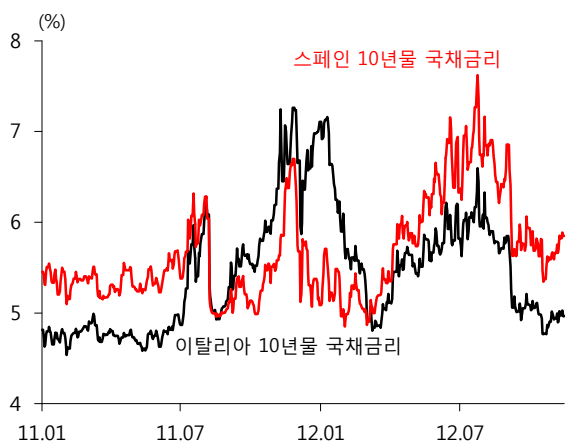
반등 기대해 볼 수 있는 시점, 반등 모멘텀(유럽 불확실성 완화, 연말 쇼핑시즌, FOMC 등)

미국 재정절벽과 세제 관련 불확실성이 해소되기 전에는 추세적인 상승은 어렵겠지만, 단기적으로 반등이 나올 만한 시기라고 생각되며, 그리스 구제금융 지급 결정, 일주일 앞으로 다가온 연말 쇼핑시즌 기대감, 12월 FOMC 등이 중시 반등의 재료가 될 것으로 생각된다.

첫째, 그리스 구제금융 지급 결정은 11월 20일 재무장관회의에서 결정될 것으로 보인다. 쇼블레 독일 재무장관은 공공부문에 대한 채무조정(haircut)은 EU 조약에 위배되기 때문에 불가능하다는 입장을 보였지만, 몇몇 유로존 관료들은 금리인하 등을 포함한 창의적인 조치들에 찬성한다는 입장을 보이고 있어 20일에는 구제금융 지급 결정이 이루어질 것으로 보인다.

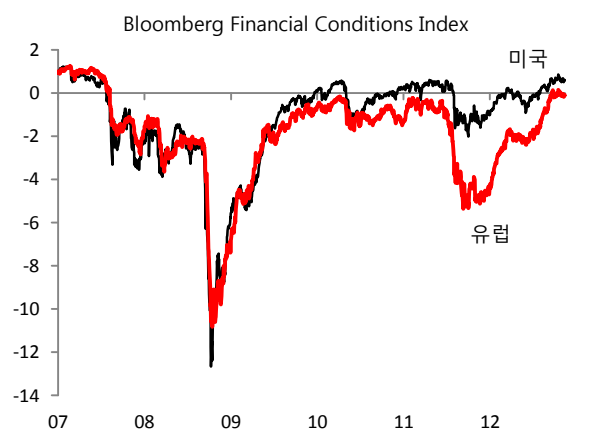
그리스의 구제금융에 적용되는 금리는 은행 간 대출금리(interbank rate)에 150bp의 프리미엄을 더한 수준인데, 트로이카에서 논의되고 있는 것은 프리미엄을 70bp 축소해 80bp로 낮추는 방안이다. 그리고, ECB가 보유한 그리스 국채규모가 550억 유로 정도인데, 이 중 투자수익 120~150억 유로를 그리스에 반납하는 방안도 논의되고 있는데, 이 부분은 ECB 드라기 총재도 찬성하고 있어 합의가 어렵지는 않을 것으로 보인다.

구제금융 신청 지연으로 스페인 국채금리 소폭 상승



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

그리스, 스페인 불확실성 불구 ECB 개입으로 금융시장 안정



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

한편, 아직 루머이긴 하지만 스페인 구제금융 신청이 임박했다는 얘기가 떠돌고 있다. 그리스 지원 결정에 스페인 구제금융 신청까지 더해진다면 불확실성 해소로 투자심리가 크게 개선될

수 있다. 스페인이 구제금융을 신청할 경우, 스페인, 그리스, 사이프러스 등 3국에 대한 구제금융을 패키지로 한 번에 처리할 수 있어 각국 의회가 번거로움을 덜 수 있고, 스페인이 패키지에 포함될 경우 그리스 추가 지원에 대한 각국 의회의 거부감도 약화될 수 있어 긍정적이다. 그러나 ECB의 무한대 국채매입(OMT) 선언으로 금융불안이 진정된 상태이기 때문에 유로존 불확실성 완화가 예전처럼 증시 급등 요인은 아니다.

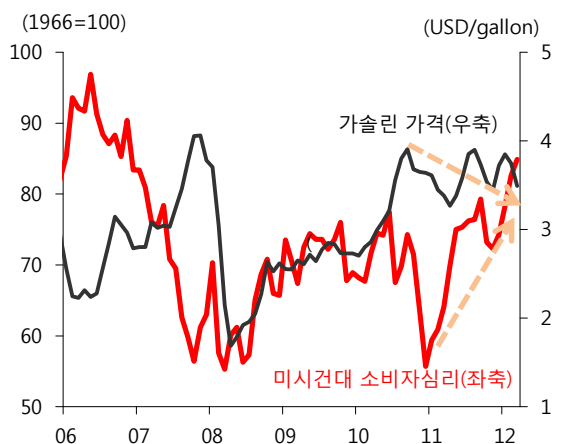
둘째, 미국 Black Friday(올해는 11월 23일)를 일주일 앞두고 있어 연말 쇼핑시즌에 대한 기대감이 형성될 수 있는 시기이다.

전통적으로 미국인들은 추수감사절(Thanksgiving day)에는 가족들과 함께 집에서 시간을 보내고, 금요일 새벽부터 쇼핑을 시작했었다. 그러나, 금융위기 이후 소매업체들의 개점 시간이 점점 더 빨리지고 있다. 이로 인해 최근에는 추수감사절인 목요일부터 쇼핑이 본격적으로 시작된다고 해서 Black Thursday라는 용어도 등장했다.

올해도 일부 대형 소매점들이 개점 시간을 앞당겼는데, 영업시간 증가가 매출 증가로 이어질 것으로 기대된다. 월마트는 지난해에 추수감사절 당일(목) 오후 10시에 개점했으나, 올해는 목요일 오후 8시로 2시간 앞당겼다. Sears는 지난해 금요일 오전 5시에서 올해는 목요일 오후 10시로 앞당겼다.

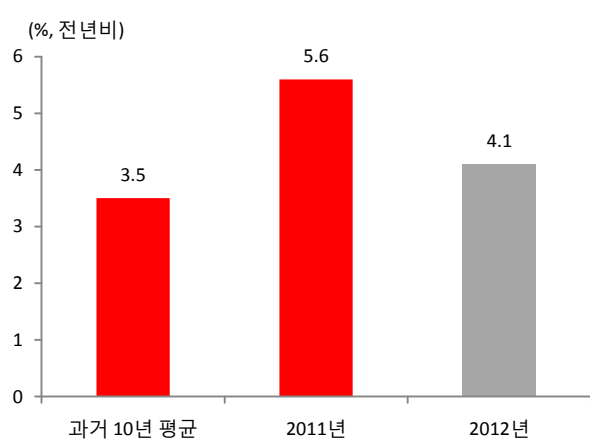
지난해 연말 쇼핑시즌(11월~12월) 소비는 전년비 5.6% 증가했었다. NRF(미국소매연합, National Retail Federation)는 올해 소비는 전년비 4.1% 증가할 것으로 예상하고 있는데, 이는 지난해보다는 낮은 수준이지만 과거 10년 평균인 3.5%에 비해 높은 수준이다.

소비심리 5년래 최고, 가솔린 가격 하락도 소비심리 개선 요인



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

미국소매연합, 올해 연말 소매판매 전년비 4.1% 증가 전망



자료: NRF, 동양증권 리서치센터

재정절벽 불확실성에도 불구하고, 주택가격 상승, 고용회복, 유가하락 등으로 인해 미시건대 소비자심리지수는 5년래 최고치를 기록하고 있고 일부 소매업체가 개점 시간을 앞당겼기 때문에 **Black Friday 기간의 매출은 예상보다 좋을 수 있다고 생각된다.** 단, 크리스마스를 포함한 12월 소비는 재정절벽 관련 논의가 지연될 경우, 소비심리에 부정적인 영향을 줄 수도 있다.

셋째, 12월 12일 FOMC 회의가 다가오면서 추가 부양책에 대한 기대감이 형성될 수 있다. 올해 연말 OT(오퍼레이션 트위스트)가 연장되기 때문에 OT 연장, MBS 매입 규모 확대, 국채추가 매입 등이 논의될 수 있다. 연준은 지난 9월 정부의 재정개혁을 지원하기 위해 개방형 QE3도 선택적으로 실시했었기 때문에 **오는 12월 FOMC에서도 내년 초 재정긴축에 따른 경기둔화에 대비해 선제적인 대응을 할 수도 있다.**

중국을 고부가가치 산업 육성을 위해 IT에 대한 투자 확대가 예상되고, 소비 부양을 위한 정책을 펼 것으로 예상된다. 그리고, 미국도 본격적인 연말 쇼핑시즌 시작 시기가 1주일 앞으로 다가왔기 때문에 **IT를 비롯한 소비재에 대한 비중을 확대할 필요**가 있다.