

[2019년 9월 주식시장] 반전의 조건



Strategist 윤영교

02)6923-7352

skyhum00@capefn.com

Market 한지영

02)6923-7349

hedge0301@capefn.com

Global Strategist 김윤보

02)6923-7331

younbokim@capefn.com

Part 1.

반전의 조건

Summary 반전의 조건

▶ 한국 증시 조정의 진짜 원인은 무엇인가?

- 최근 국내외 증시는 강한 조정을 거침. 특히 한국 증시는 여타 주요국 증시 대비 낙폭이 크게 나타나면서 비관적인 전망 강화
- 증시 조정의 대외 요인으로 1) 연준 금리정책, 2) 미국과 중국 간 무역분쟁 격화를 대내 요인으로 3) 상장사 실적 악화, 4) 일본과의 통상 분쟁 등이 꼽힘
- 일본과의 통상분쟁은 증시 조정의 직접적인 원인으로 보기 어렵고 상장사 실적 악화는 증시 조정의 원인이라기보다는 현상에 대한 결과에 가까움
- 결국 증시 조정의 원인은 미국에서 찾아야 한다는 판단

▶ 트럼프가 재선을 위해 해야 할 일

- 미국 대선이 1년 앞으로 다가온 상황에서 트럼프 대통령의 지지율은 재선을 장담하기 어려운 수준
- 역사적으로 미국 대통령의 지지율은 경제성장률 및 주가상승률과 강한 상관관계를 보임. 미국 가계자산의 70%가 금융자산이라는 점을 감안하면 당연한 결과
- 중국에 대한 무역 제재는 일정 부분 효과를 거두고 있으나 미국 경제에도 실질적인 타격이 가고 있는 상황. 특히 기업투자심리가 위축되고 있다는 점이 가장 큰 문제
- 트럼프 행정부는 연준의 기준금리 인하를 무역분쟁 부작용을 상쇄할 수 있는 방안으로 생각하고 있으나 이는 잘못된 판단

▶ 아직은 통상적인 범위 안에 있다

- 미국 경제는 2018년에 3%에 가까운 성장률을 기록, 잠재성장률 수준을 감안하면 2019년 경기 둔화는 자연스러운 현상. 무역분쟁이 없었더라도 시장 조정은 이루어졌을 것
- 아직까지는 미국 경제가 통상적인 수준의 경기 둔화를 겪고 있으나 무역분쟁이 장기화할 경우 본격적인 경기 침체로 접어들 가능성 높아짐
- 이 경우 주가지수 회복은 요원. 9월 초에 예정돼 있는 양국 무역협상과 FOMC 결과가 시장의 주목을 받을 수 밖에 없는 상황임

▶ 복잡해 진 시장 대응 전략

- 글로벌 금융시장 내 고려해야 할 변수가 많아진 상황. 1) 양국 무역협상, 2) FOMC 결과, 3) 미국 경제지표 반등 여부, 4) 미국 국내 경제정책 출회 여부 등을 복합적으로 따져봐야 함
- 기준금리 인하 여부는 두 가지 상황이 고려될 것, 1) 트럼프 행정부의 무역협상 지속 의지, 2) 실물경제지표 반등 여부
- 1차적으로는 9월 초가 시장의 분기점이 될 것으로 예상되나 1) 미국 경제지표(ISM제조업지수, 2) 미국 소비자물가지수(인플레이션 지표), 3) 한국 수출증가율, 4) 미국 경제정책안 등을 확인하며 단계적인 매수 전략을 수립할 필요
- 국내 증시 환경은 2016년 하반기(4분기)와 유사함. 직면한 상황은 매우 어려우나 추세 반전에 필요한 조건은 하나 둘 충족되고 있음

선봉(先鋒)이 무너지다

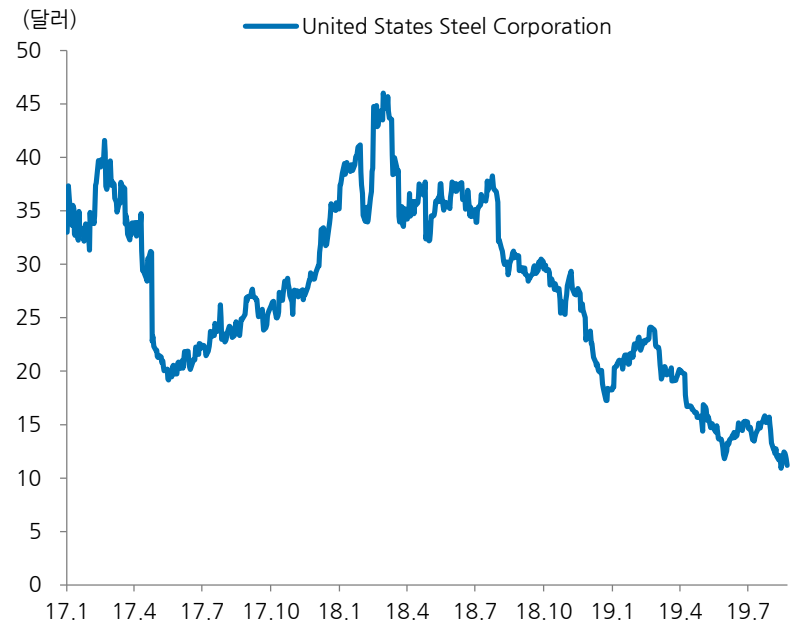
- 미국의 대표적인 철강 업체인 U.S. Steel Corporation은 직원 200명을 일시해고하겠다는 방침을 밝힘
- 철강 산업은 트럼프 대통령이 이른바 무역분쟁의 서막을 연, 대표적인 트럼프 관심 산업이자 무역전쟁의 선봉
- 그러나 이후 **전방 산업 수요 감소**에 따른 철강 가격 급락 등의 영향으로 실적 악화, 주가는 75% 이상 조정

2018년 3월, 철강 노조가 지켜보는 가운데 철강 수입 관세 행정명령 서명



자료: AFP, 케이프투자증권 리서치본부

정작 철강 업체 주가는 행정서명 이후 속락(續落)



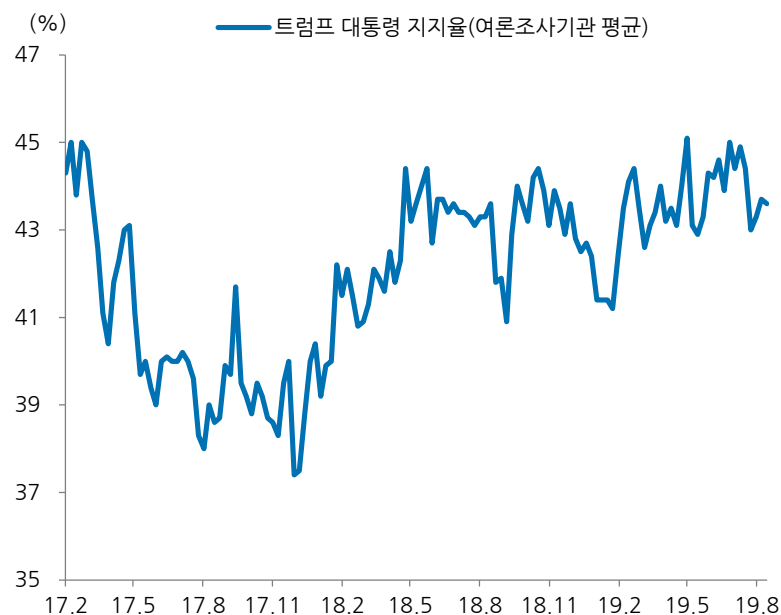
자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부



트럼프는 무엇을 위해 싸우는가?

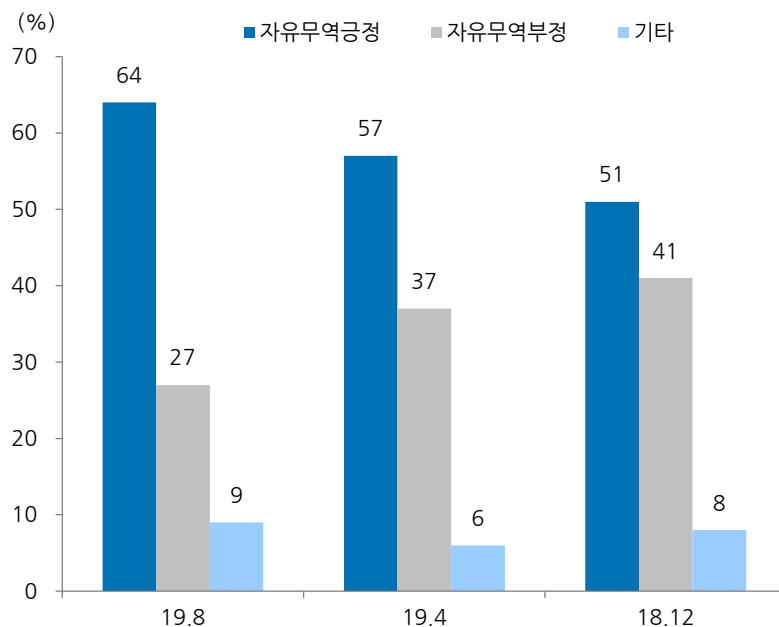
- 중국과의 무역분쟁을 선언한 2018년 연초 이후 트럼프 대통령 지지율은 소폭 상승하였으나 이후 45% 이하에서 횡보
- 최소 50%에 가까운 지지율을 확보해야 재선을 장담할 수 있는 미국의 정치 환경을 고려하면 2020년 이전에 정책에 획기적인 변화가 있어야 할 것
- 미국 국민들을 대상으로 한 설문조사 결과를 보면 불과 7~8개월 사이에 자유무역을 선호한다는 답변이 13%p 상승한 반면 자유무역을 부정하는 답변 비중은 하락

트럼프 대통령 지지율은 40%대 초반에서 답보



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

눈에 띄게 많아진 자유무역에 대한 긍정론



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

1

한국 증시 조정의 진짜 원인은 무엇인가?

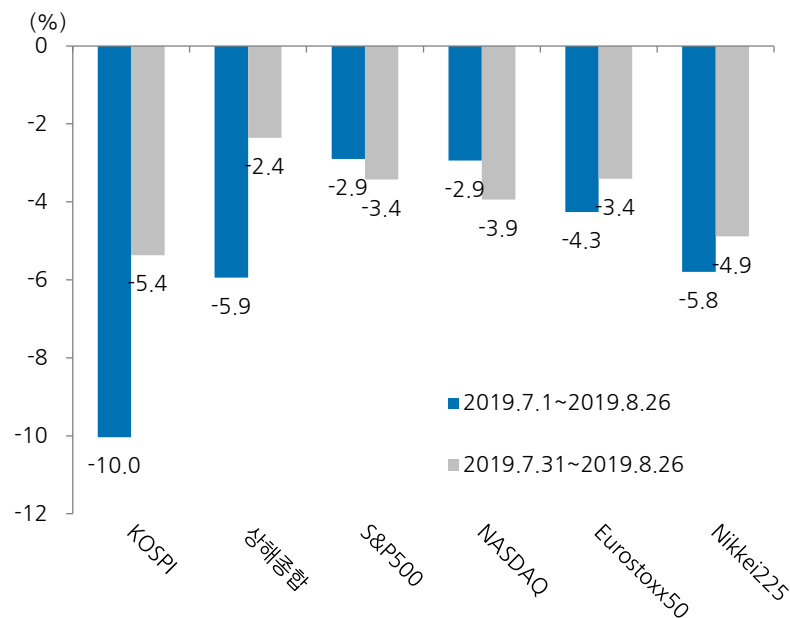
- 최근 미국 등 주요국 증시가 전반적으로 조정 국면을 거치는 가운데 한국 증시는 유독 낙폭이 큰 것으로 나타남
- 대외적인 요인으로 1) 연준의 정책 불확실성, 2) 미국과 중국 간 무역분쟁 격화를 들 수 있음
- 대내적인 요인으로 1) 국내 상장사 실적 감소, 2) 일본과의 통상 분쟁을 들 수 있음
- 대내적인 요인보다는 대외적인 요인이 한국 증시 낙폭을 확대한 것으로 판단됨



2019년 여름 금융시장, 겁악재로 혼란의 시기를 보내고 있다

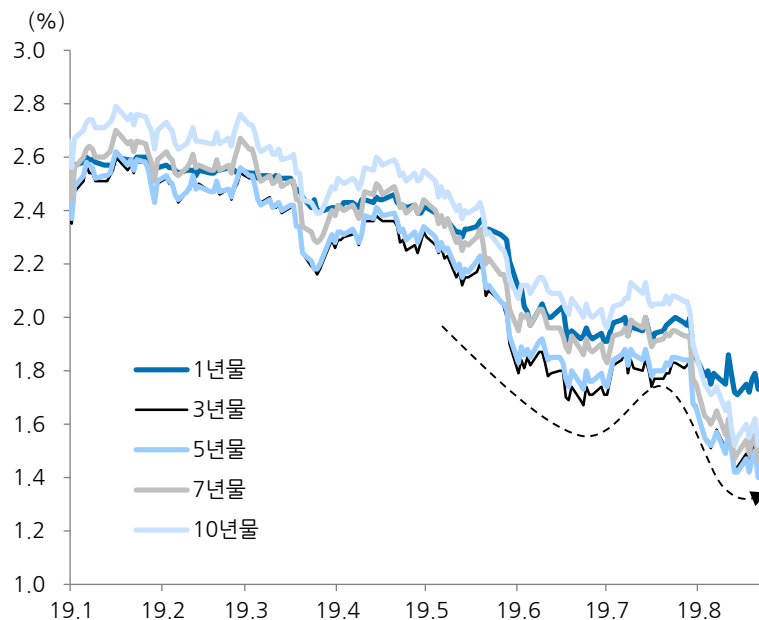
- 7월 1일부터 8월 26일까지 한국 증시는 10.0% 조정을 거침, 중국 증시 역시 5.9% 하락한 가운데 미국과 유럽, 일본 등 주요 선진국 증시 대부분 조정
- 연준이 7월 FOMC(7.30~31)에서 시장 기대보다 매파적인 결과를 내놓은 가운데, 직후 트럼프 미국 대통령이 중국에 대한 무역분쟁을 재개(8.1)하면서 낙폭 확대
- 6월 FOMC를 기점으로 반등했던 미국 시장금리는 무역분쟁이 재개된 직후 급전직하, 경기 침체 우려 확산

어느 나라 할 것 없이 거의 모든 시장이 조정



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

반등했던 미국 시장금리는 8월 들어 급전직하

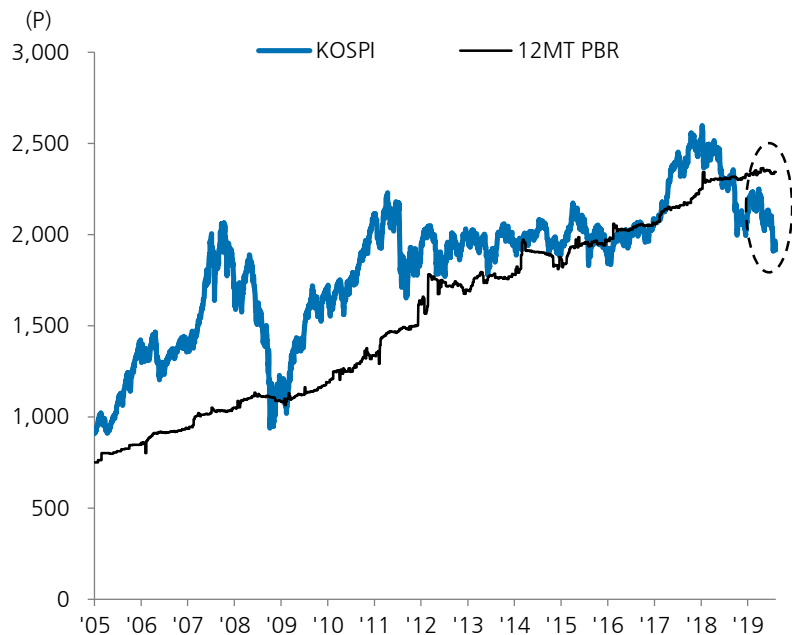


자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

대내외 악재 중첩, 한국 증시 최악의 국면

- 한국 증시: 1) 연준의 매파적 정책 결정, 2) 미국과 중국 간 무역분쟁 재개, 3) 2019년 상반기 실적악화, 4) 일본과의 통상 분쟁 등 대내외 악재 중첩
- 2019.8.26 현재 KOSPI는 1,916P로 청산가치 개념에 가까운 12MT PBR 1.0배 수준인 2,343P 대비 0.81배에 불과
- 같은 기간 원/달러 환율은 한국 경기 판단 기준선인 달러당 1,200원 선을 상회
- 한국 증시는 상기 악재를 근거로 글로벌 경제가 대규모 경기침체로 진입할 것이라는 우려를 반영해 과매도 구간에 진입

KOSPI는 상당히 강한 조정을 거치고 있다



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

원/달러 환율은 결국 달러 당 1,200원 선을 상회했다

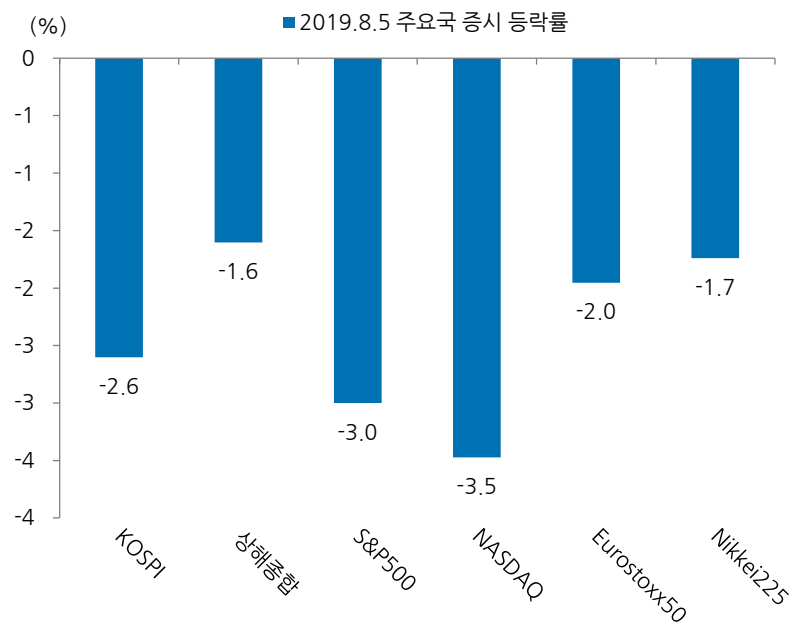


자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

일본의 통상 규제 이슈가 한국 증시 조정의 가장 큰 원인인가?

- 한국과 일본의 통상 마찰이 한국 증시 급락 주요 원인으로 지목됨. 일본의 수출 제한 품목이 한국 기간산업인 반도체 소재 부문에 집중돼 있다는 점이 문제
- 일본 정부가 한국의 화이트리스트 배제를 결정한 당일인 8월 5일 한국 증시는 큰 폭(-2.6%)의 조정을 거침
- 다만 당일 한국 뿐 아니라 중국과 일본은 물론 한국과 일본의 통상 문제와 직접적인 관련이 없는 미국과 유럽 증시도 큰 폭의 조정을 거쳤다는 점을 상기할 필요
- 일본의 통상 규제가 실질적인 경제적 타격이 크지 않을 것이라는 전망이 부각되는 상황. 당일 증시 조정이 다른 악재가 더 크게 반영되었을 가능성 높음

일본이 한국을 화이트 리스트에서 배제하기로 한 날, 한국 증시만 큰 폭의 조정을 거친 것이 아니라는 점을 상기할 필요



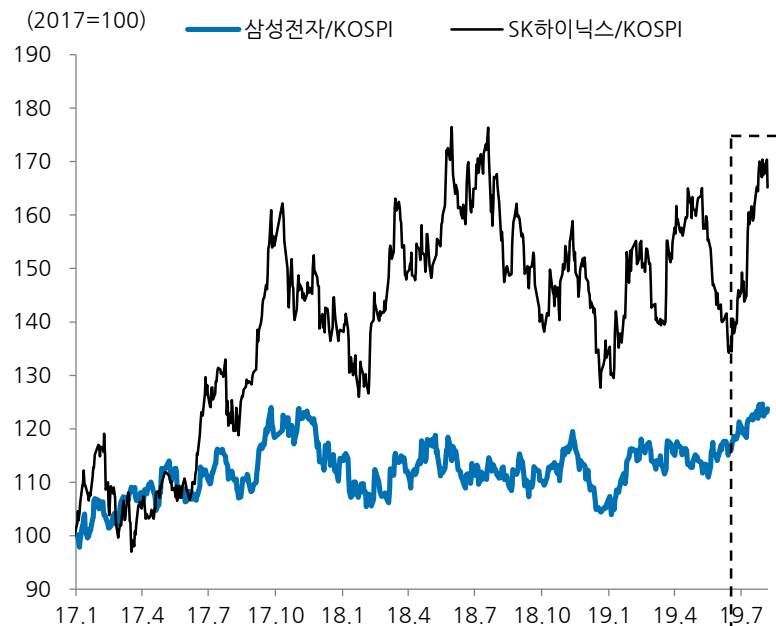
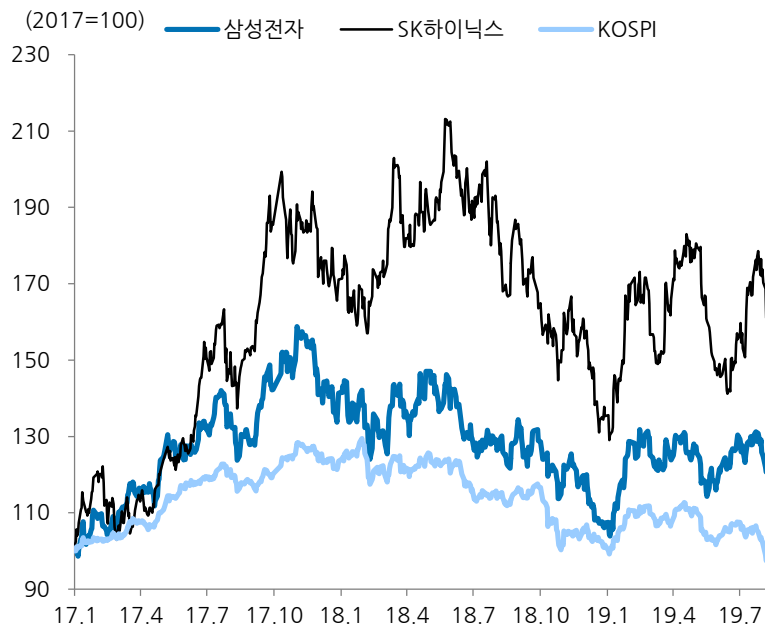
구분	주요 내용
정의	-전략물자 수출 시 통관절차 간소화 혜택을 주는 국가 목록 -백색국가 리스트: 미국, 영국, 프랑스, 등 총 26개국 (8/2일 기준으로 한국 제외)
백색국가 제외 시 주요 변화	1. 일본 지정 전략물자 일부에 대한 개별 허가 진행 -전략물자는 민감품목(236개)과 비민감품목(857개)로 구분 -이 중 백색국가는 비민감품목에 대해서 3년 단위 포괄 허가제 적용, 심사 기간은 최대 1주일 소요 -백색국가 제외 시 비민감품목에 대한 개별 허가제가 적용, 허가 기간(3년→6개월) 축소 및 심사 기간(1주일→90일) 연장 2. 전략물자 외 품목들에 대한 통제 적용 -정부는 전략물자에 해당하지 않는 제품이라도 군사 전용 가능성이 있다고 판단될 경우 해당 제품에 대한 수출 통제 가능
한국에 대한 일본의 제재 변화	-반도체/디스플레이 핵심소재 수출 제한 입장 발표(7/1) -불화수소, 폴리이미드, 레지스트 품목에 대한 수출 허가 방식 전환(포괄수출→개별수출)(7/4) -한국을 화이트리스트 국가에서 제외하는 수출무역관리령 개정(8/2) → 개정안 시행(8월 말 예정) -실질적으로 일본의 수출 규제 강화 대상이 반도체 소재 품목에서 일부 제품을 제외한 대부분의 품목으로 확대

자료: Thomson Reuters, 각종 언론, 케이프투자증권 리서치본부

일본과의 통상 문제, 관련 한국 기업에 직접적인 영향을 주지 않을 가능성

- 한국 증시는 대내외 악재로 7월~8월 중 조정 구간에 진입. 일본과의 통상 문제와 직접적 관련이 있는 반도체 시총주 역시 주가 조정을 거침
- 일본과의 통상 문제가 국내 증시 조정의 직접적인 원인이었다면 반도체 시총주가 주가지수 조정을 견인하는 형태가 되어야 함
- 그러나 실제로는 반도체 시총주가 주가지수 조정을 견인하지 않은 것으로 나타남
- 일본과의 통상 문제가 관련 한국 기업에 미치는 영향이 제한적일 것이라는 의미인 동시에 한국 증시 조정의 주요 원인이 아니라는 의미로 해석 가능

한국 반도체 기업의 절대 주가(좌) 및 상대 주가(우) 추이

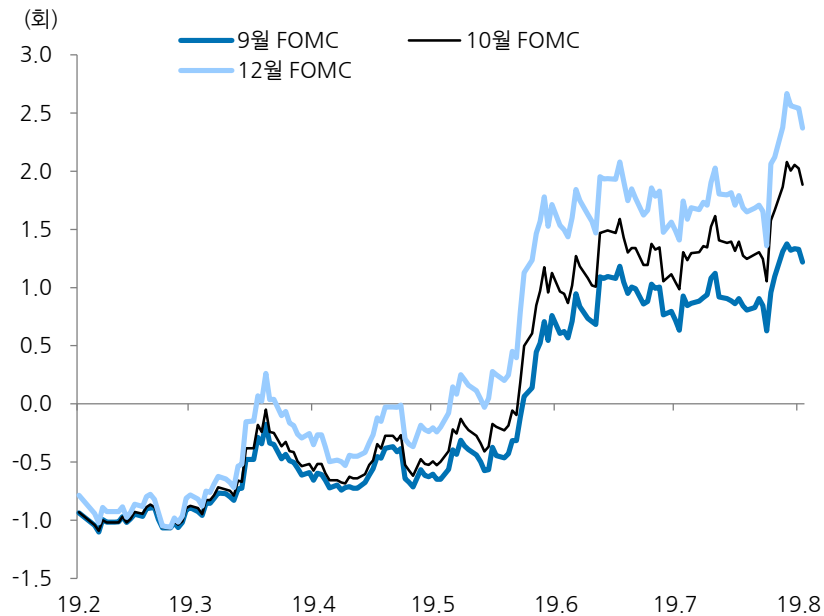


자료: Quantwise, 케이프투자증권 리서치본부

연준 정책에 대한 기대와 실망, 그리고 다시 기대

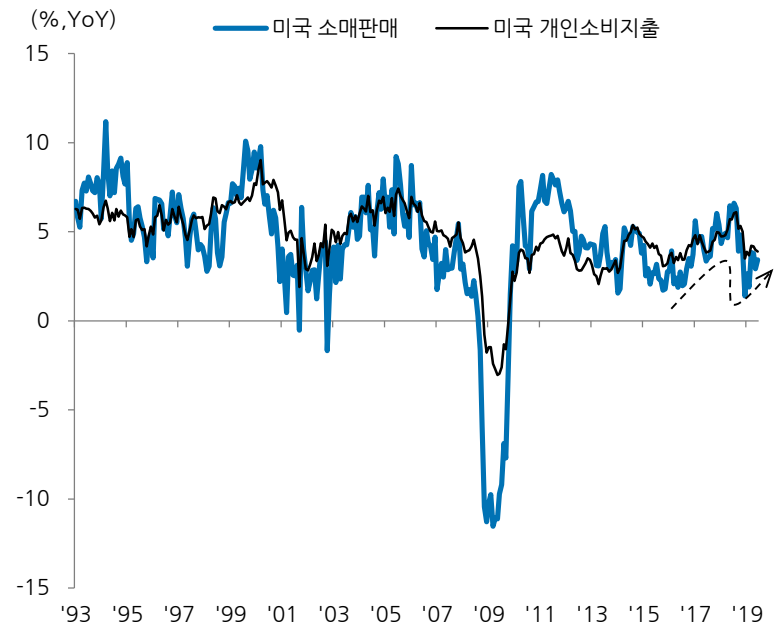
- 2분기 들어 미국 경제지표의 상대적 부진이 지속되는 가운데, 미국의 對 중국 무역 압박이 지속됨에 따라 미국 경기 침체론 부상
- 파월 연준 의장이 5월 말 이후 비둘기파적인 발언을 내놓으면서 6월부터 공격적인 금리인하에 대한 기대감 확산
- 연준은 7월 FOMC를 통해 기준금리 25bp 인하를 단행하였으나 안정적인 소비 흐름을 근거로 연속적인 금리인하에 대한 부정적인 의견 제시
- 이에 따른 실망이 작용한 시점에 미국과 중국 간 무역분쟁 재격화

시장의 기대는 이미 기준금리 2~3회 이상 조정



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

연준은 소비 흐름을 근거로 연속적인 금리인하에 대한 부정적인 의견 제시



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

미국과 중국 간 무역분쟁은 격화일로

- G20 정상회담을 계기로 미국과 중국은 무역분쟁 휴전을 선언하였으나 미국은 중국의 약속 불이행을 근거로 추가 관세 부과 선언
- 중국은 이에 대한 반발로 미국 산 농산물 수입 최소로 맞대응에 나선 가운데 위안/달러 환율은 달러 당 7.0위안 상회
- 미국은 이례적으로 재무부 반기환율보고서를 통하지 않고 전격적으로 중국을 환율조작국으로 지정하는 등 양국 간 무역분쟁은 격화일로
- 9월 초 워싱턴에서 예정돼 있는 양국 간 협상을 앞둔 포석 작업이라는 의견이 우세하나 시장 불안은 증폭
- 상기 내용들을 종합해 보면, 한국 증시 조정은 1) 주요 상장사 실적 감소 추세 시점에 2) 무역분쟁 및 미국의 금융정책에 대한 불안이 작용한 결과로 해석 가능

위안화 약세 심화



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

미국의 중국 환율조작국 지정

구분	종합무역법(1988)	교역촉진법(2016)
환율조작국 지정요건	1) 대규모 경상수지 흑자국 2) 유의미한 대미 무역수지 흑자국 - 2가지 요건을 모두 충족하는 국가에 대한 환율 조작 여부 심사	1) 대비 무역흑자 200억달러 이상 2) 경상수지흑자/GDP 비율 3% ↑ 3) 달러개입/GDP 비율 2% ↑ - 관찰대상국: 2개 조건 충족 - 환율조작국: 3개 조건 충족
환율조작국 제재 내용	재무부가 이들 국가의 환율 조작을 시정하기 위한 촉각 협상 개시	1) 미국기업 투자시 금융지원 금지 2) 연방정부 조달시장 진입 금지 3) IMF를 통한 환율 압박 실시
환율보고서 작성시점	재무부가 4월과 10월 작성	
주요 지정사례	한국(1988), 대만(1988, 1992), 중국(1992)	
환율조작국 지정 방식	종합무역법과 교역촉진법 중 하나를 근거 법률로 선정하여 지정	

자료: 각종 언론, 케이프투자증권 리서치본부

Strategist 윤영교
02)6923-7352
skyhum00@capefn.com

2

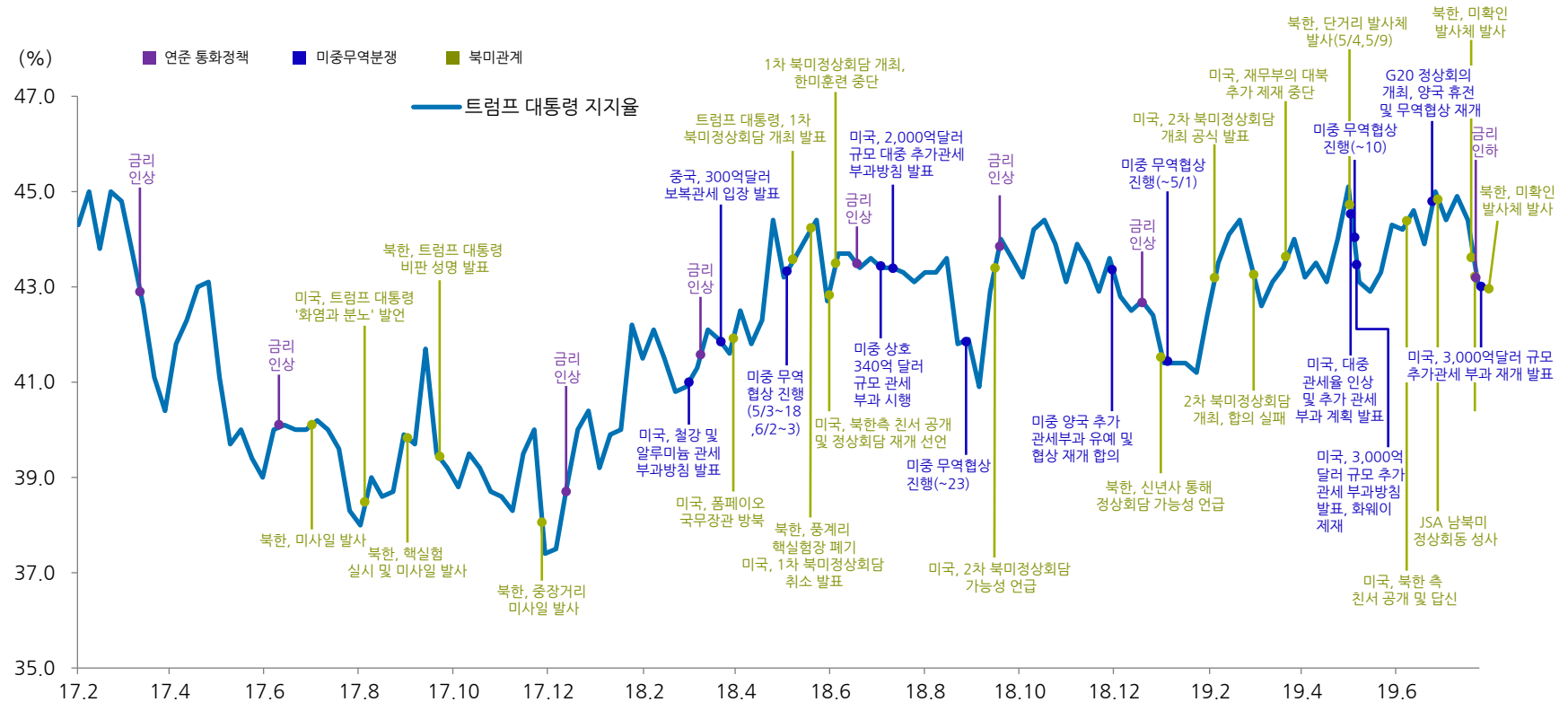
트럼프가 재선을 위해 해야 할 일

- 미국 대통령 지지율은 경제성장률과 주가상승률의 함수
- 트럼프 행정부의 對 중국 무역분쟁은 어느 정도 효과가 있는 것으로 나타남
- 미국 무역수지 적자폭은 오히려 확대, 이유는 무엇인가?
- 기준금리 인하를 통해 달러 약세와 무역수지 적자 축소라는 목표를 달성할 수 있을까?

트럼프 대통령 지지율 추이

- 트럼프 대통령은 북한과의 대화를 좋아하고 중국과의 무역분쟁 및 금리정책을 지지율 상승의 지렛대로 이용했다

트럼프 대통령 지지율 추이와 지지율에 영향을 미친 변수들



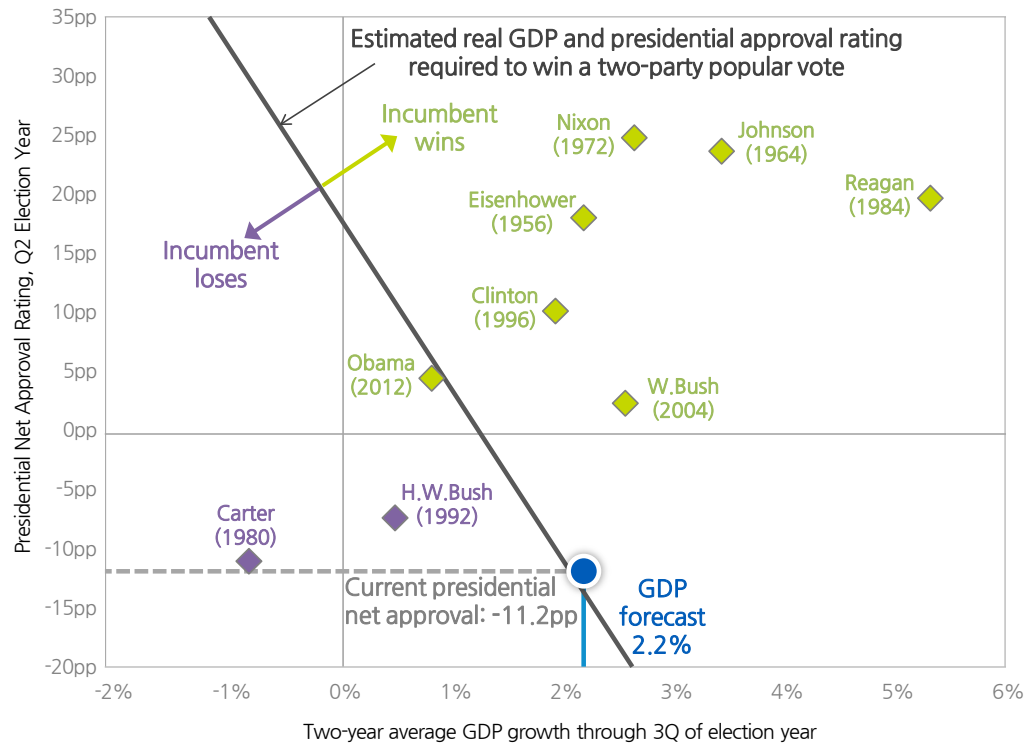
자료: Bloomberg, 각종 언론, 케이프투자증권 리서치본부

일년 앞으로 다가온 대통령 선거, 현재로서는 재선을 장담할 수 없다

- 미국 대통령이 재선을 위해 해야 할 일: 경제성장률과 인기의 최적조합을 찾아야 한다

트럼프 대통령의 상황은 재선을 장담하기 어렵다

Economic growth forecast suggests popular vote victory for President Trump possible despite negative net approval rating



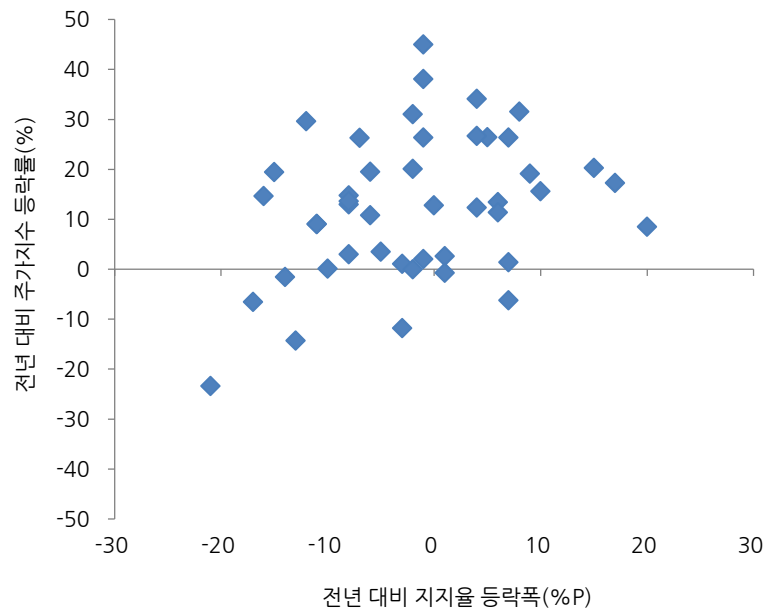
자료: Goldman Sachs, 케이프투자증권 리서치본부



미국 대통령은 경제성장률과 주식시장을 잡아야 재선이 가능하다

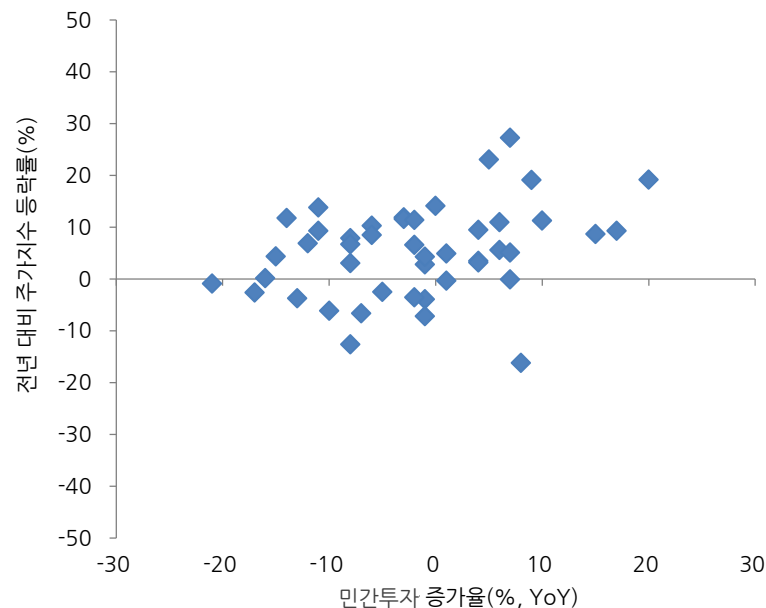
- 미국 가계 자산 중 70%는 금융자산. 따라서 주가지수의 방향은 대통령 지지율을 결정하는 중요한 요인 중 하나
- 주가는 기업 실적의 함수. 기업은 실적 증가가 기대되는 국면일수록 적극적으로 투자에 나섬 → 민간투자과 주가지수 방향 간 높은 상관관계 성립
- 결론적으로 “기업하기 좋은 환경 제공 → 기업 이익 증가 → 주가 상승 → 투자 증가 → 지지율 상승 → 재선 확률 상승”의 선순환 고리 형성이 재임 대통령의 숙제

대통령 지지율과 주가지수 등락률 간 상관관계



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

주가지수와 민간투자 증가율 간 상관관계

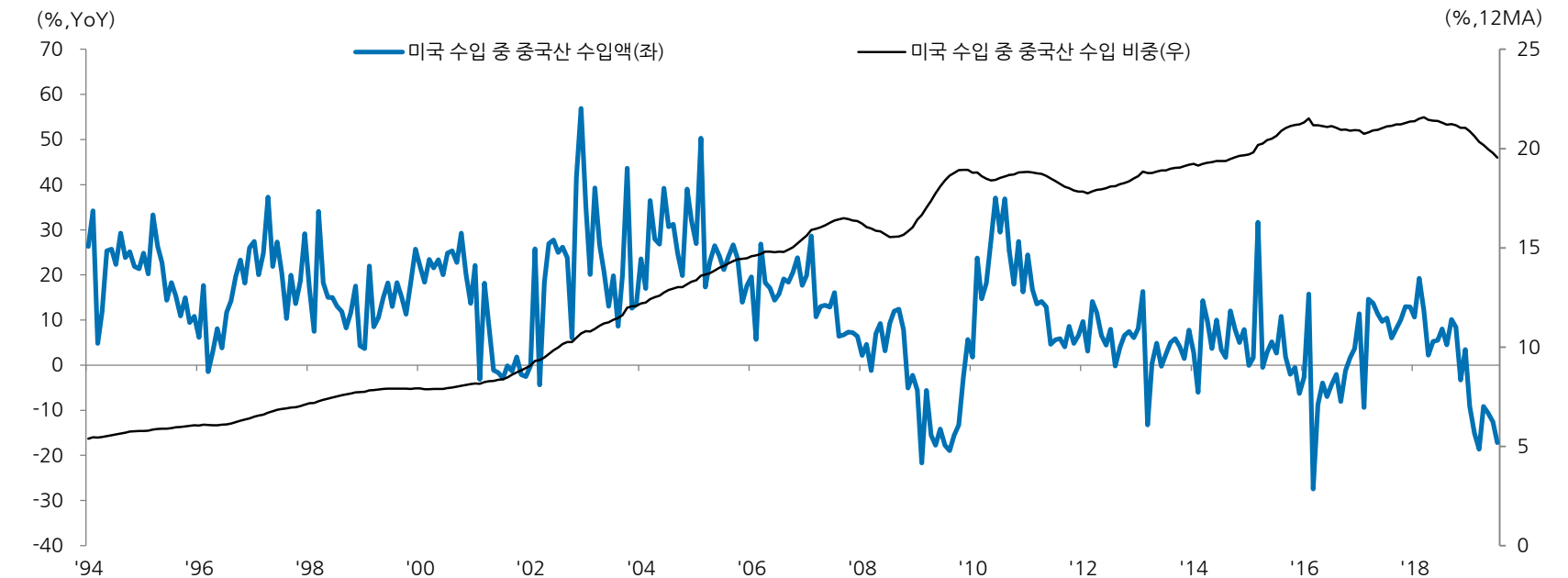


자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

중국에 대한 규제, 일정 부분 작동하고 있다

- 트럼프 대통령은 후보자 시절부터 무역수지 적자를 미국 경제의 가장 큰 문제점으로 지적하였으며 그 주범으로 중국을 지목, 무역분쟁의 명분으로 활용
- 2018년 1분기를 정점으로 미국의 중국산 물품 수입액 증가율은 하락세로 전환, 전체 수입액 중 중국산 비중도 하락
- 트럼프 대통령의 對 중국 무역정책이 일정 부분 효과를 발휘하고 있는 것으로 나타남

미국의 중국산 수입액 증가율은 하락세를 보이는 가운데 전체 수입액 중 중국산 비중도 감소

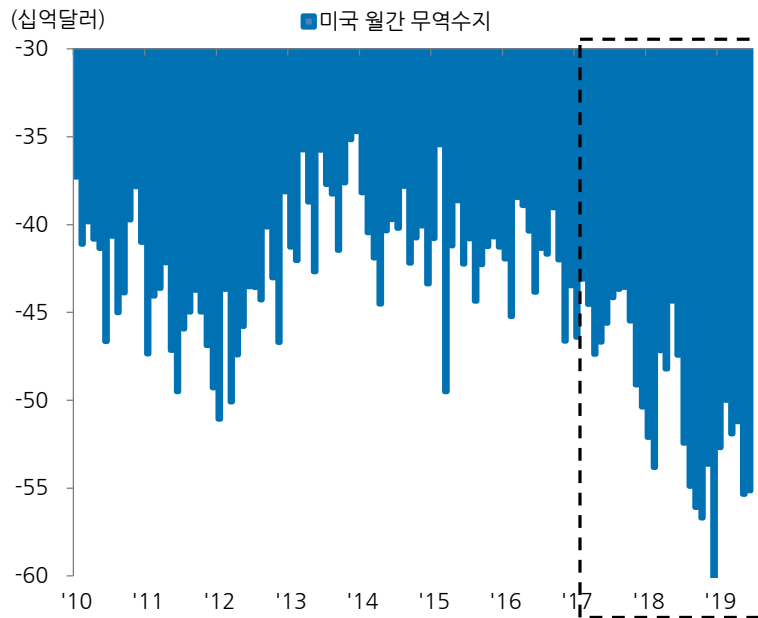


자료: CEIC, 케이프투자증권 리서치본부

트럼프 대통령 재임기에도 무역수지 적자는 확대, 원인은?

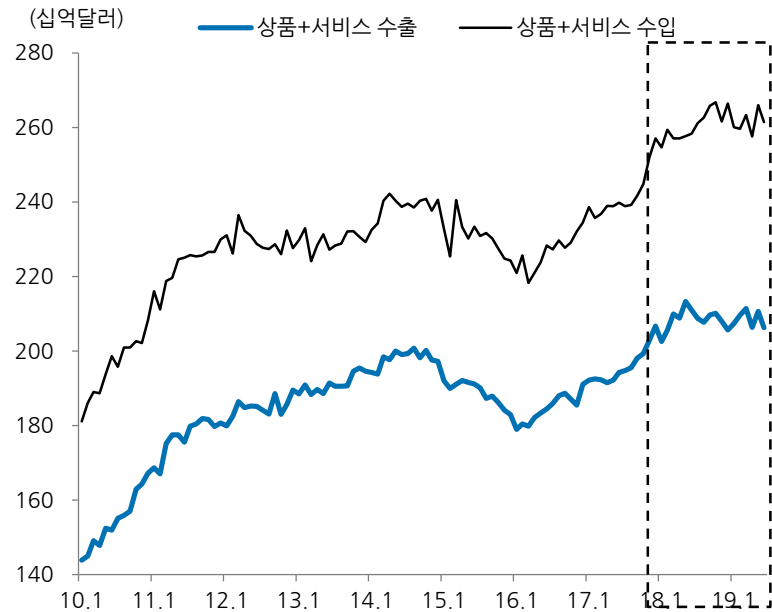
- 적극적이고 폐쇄적인 무역정책에도 불구하고 트럼프 대통령 재임기 중 무역수지 적자폭은 확대 추세가 중단되지 않았음
- 중국과의 무역분쟁이 절정에 치달은 2019년 현재 무역수지 적자는 2018년 대비 소폭 축소되었으나 1) 수입 증가세가 둔화된 가운데 2) 수출은 감소한 것이 원인
- 미국의 통상정책은 수입액을 줄이는 효과가 있으나 반대로 수출을 막는 효과도 있음
 - 1) 미국의 폐쇄적 통상정책에 의한 경기 침체 가능성은 교역 상대국의 구매력을 약화함
 - 2) 미국의 폐쇄적 통상정책에 의한 경기 침체 가능성은 달러 강세로 이어지며 미국 수출 여건을 악화시킴

트럼프 대통령 취임 이후 미국 월간 무역수지 적자폭 확대



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

수입 감소폭이 수출 감소폭보다 더 커서 발생하는 무역수지 적자 확대

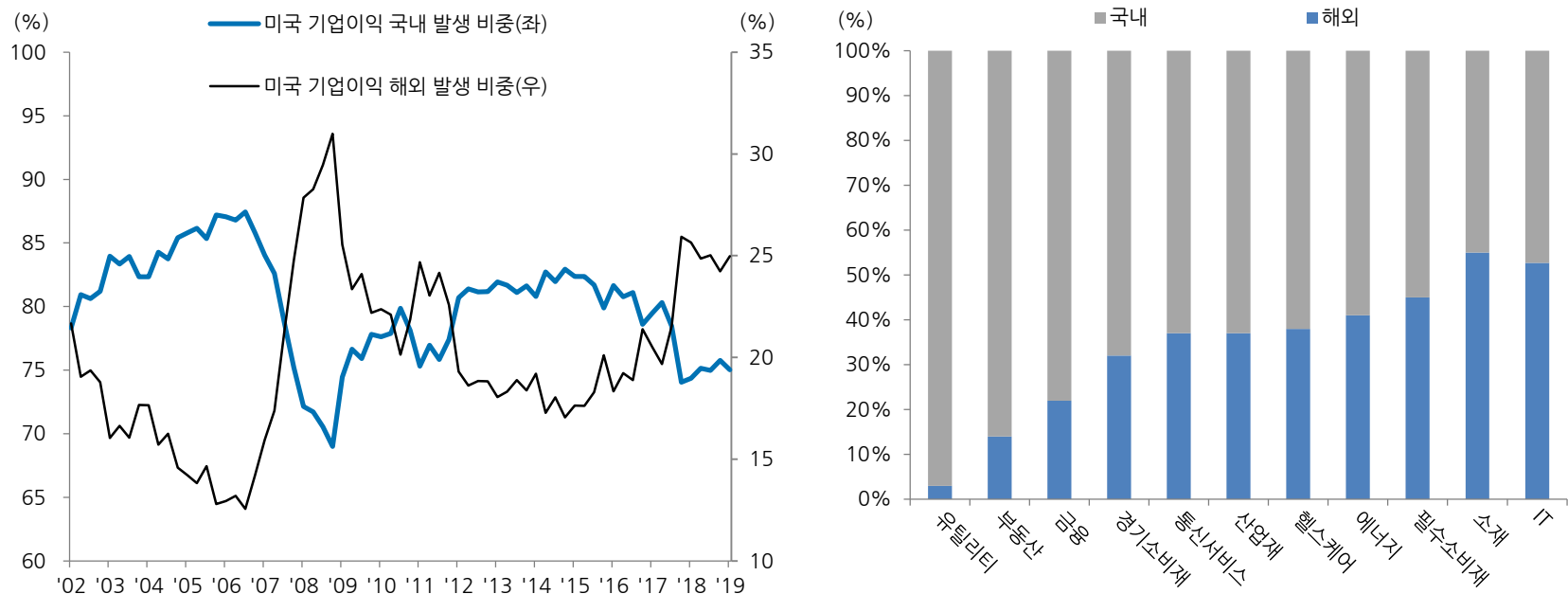


자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

미국 기업 이익 중 상당 부분은 해외에서 발생한다

- 미국 경제는 내수 중심형으로 기업 이익 역시 해외에서 발생하는 비중보다는 국내에서 발생하는 비중이 높음
- 다만 금융위기를 기점으로 해외 발생 비중이 전반적으로 높아진 가운데 2017년 이후 비중이 전체 이익 중 25%에 해당하는 수준까지 상승
- 특히 IT 등 소비재 업종의 경우 해외 발생 이익 비중이 50%에 육박 → 수출 경기가 악화될 경우 이익 감소 가능성 높음
- 기업이익이 둔화될 경우 고용시장에 직접적인 영향을 미침

미국 기업 이익은 사실 상 해외에서 발생한다: 고로 수출을 줄이는 정책은 방향 설정이 잘못된 것이다

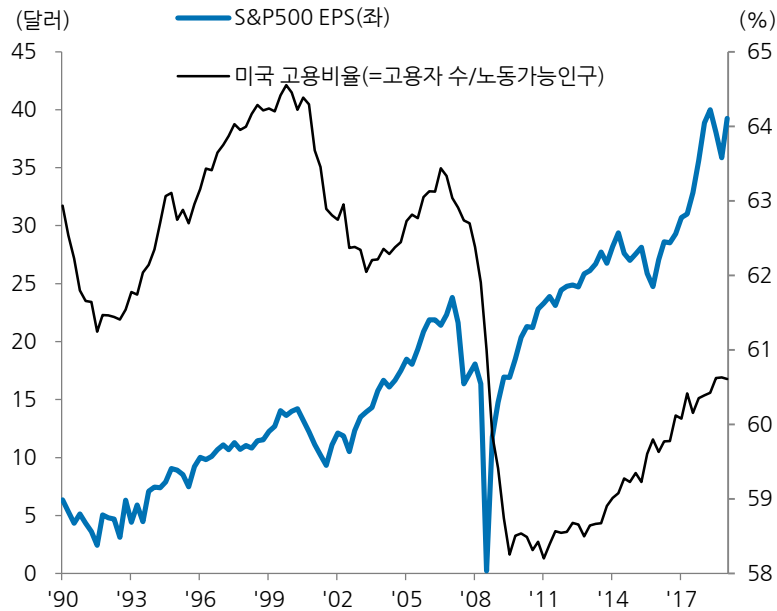


자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

기업 이익이 증가해야 고용이 증가한다

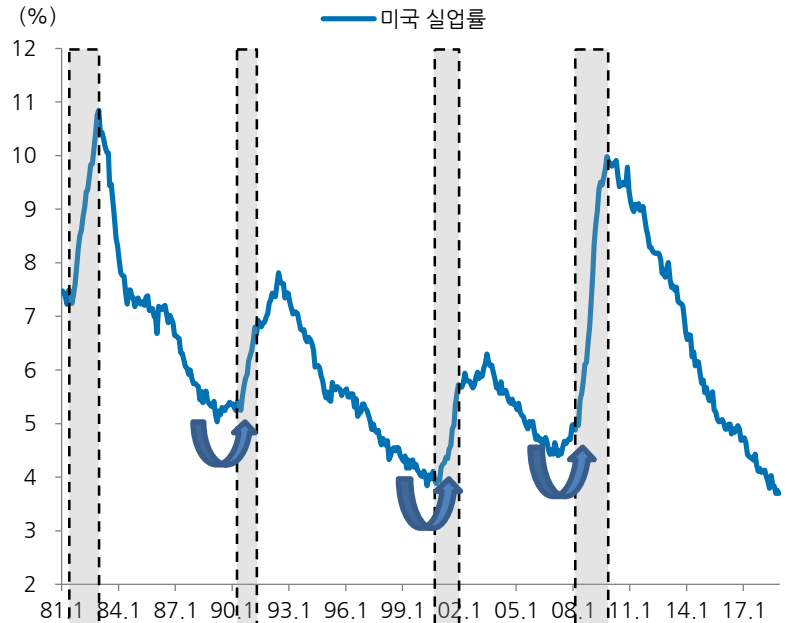
- 기업 이익과 고용 시장 간에는 자연스러운 상관관계 확인. 이익이 증가할 경우 고용은 증가, 이익이 감소할 경우 고용은 감소
- 역사적으로 실업률이 저점을 확인한 후 반등하면서 미국 경기 침체 시작
- 현재 미국의 실업률은 4.0%를 하회, 역사적 저점에 해당하는 수준. 고용을 유지하기 위해서는 이익을 유지해야함

미국 기업이익 및 고용비율(=고용자 수/노동가능인구) 추이



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

고용 실패는 경제 파국을 의미한다

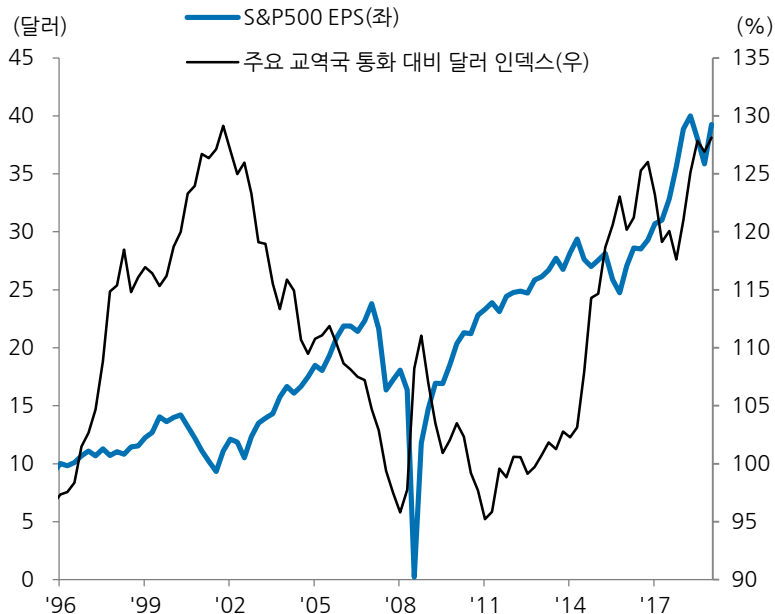


자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

금리인하에 따른 달러 약세가 기업 이익에 도움이 될까?

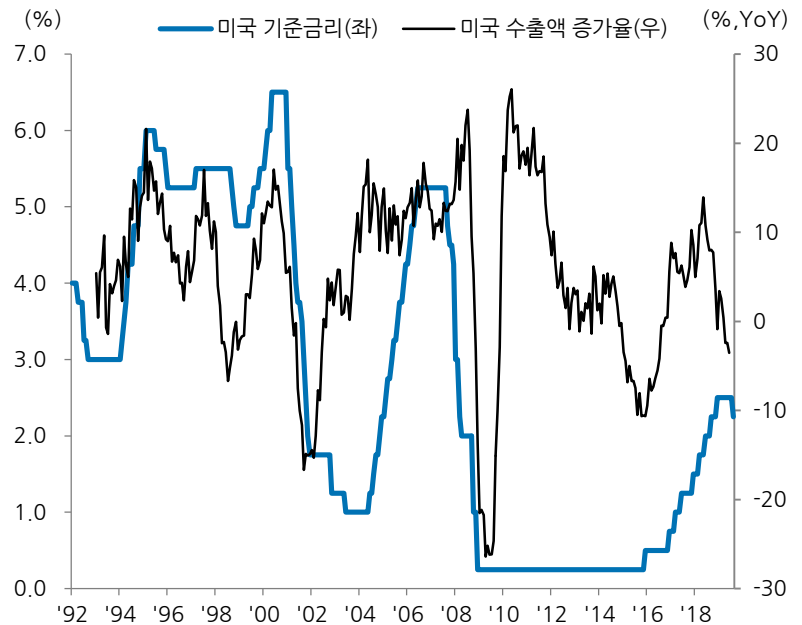
- 트럼프 대통령이 연준의 금리인하 압박을 통해 이끌어내고자 하는 것 중 중요하는 것은 달러 약세를 유도하고 이를 통해 수출을 진작하는 것
- 실제로 달러 가치와 미국 기업 이익 간에는 일정 부분 상관관계 존재
- 기준금리와 수출액 증가율 간에는 높은 상관관계 존재, 금리인하시 수출은 감소, 금리인상시 수출은 증가
 - 연준의 금리인하는 수출 개선(=기업 이익 증가)을 달성하기 위한 수단이란 수출 감소에 대한 대응적 성격
 - 기업 이익 증가를 견인하기 위해서는 수단(금리)보다는 근본에 집중해야 함

달러 약세가 미국 기업 이익에 어느 정도 도움이 되는 것은 사실



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

기준금리와 미국 수출액 증가율 추이

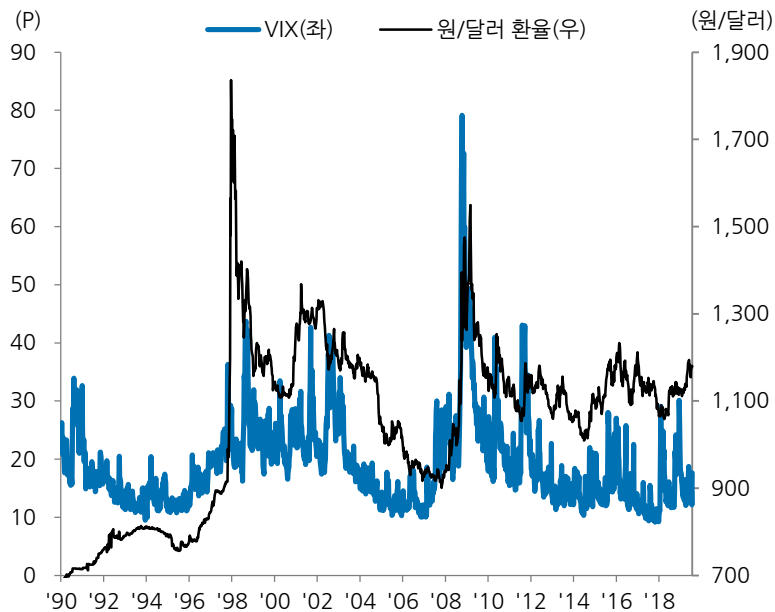


자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

진짜 달러 약세를 유도하려면...

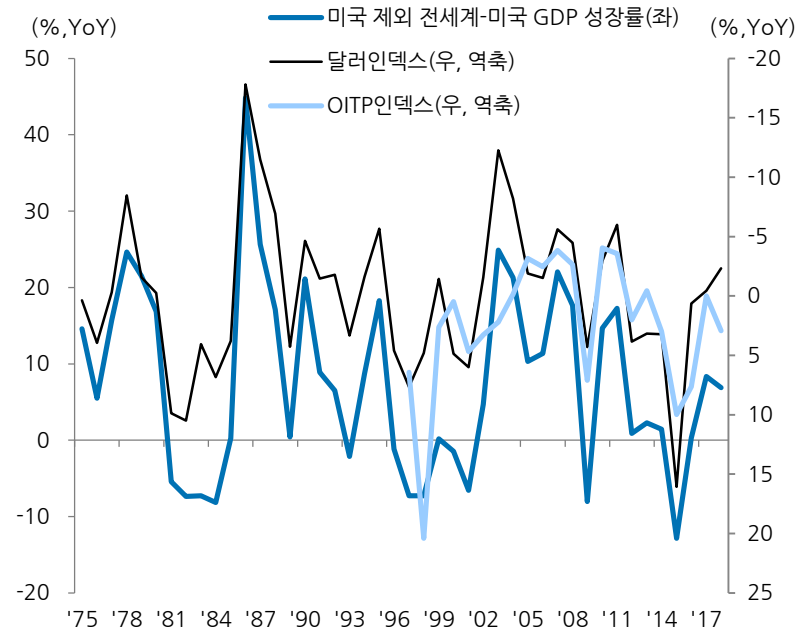
- 달러는 안전자산으로서의 지위를 갖고 있음. 따라서 달러 약세는 글로벌 자산시장 내 위험자산에 대한 선호도가 강해질 경우에 발생
 - 자산시장 내에서 위험자산에 대한 선호도가 강해진다는 것은 미국을 포함한 글로벌 경제가 동반 성장할 경우에 해당
 - 결론 1) 미국이 현 통상정책을 유지할 경우 달러 강세는 더 심화할 것
 - 결론 2) 미국이 현 통상정책을 유지할 경우 연준의 연쇄적인 금리인하를 유도할 수 있으나 이를 통한 경기 회복은 어려움
- ⇒ 미국 대선이 1년 여 앞으로 다가온 상황에서 2020년 경제성장률을 끌어올리기 위한 트럼프 행정부의 경제 정책 변화 여부에 집중해야 함

VIX와 원/달러 환율 추이



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

미국 제외 전세계 경제성장률과 미국 경제성장률과의 격차 및 달러인덱스 추이



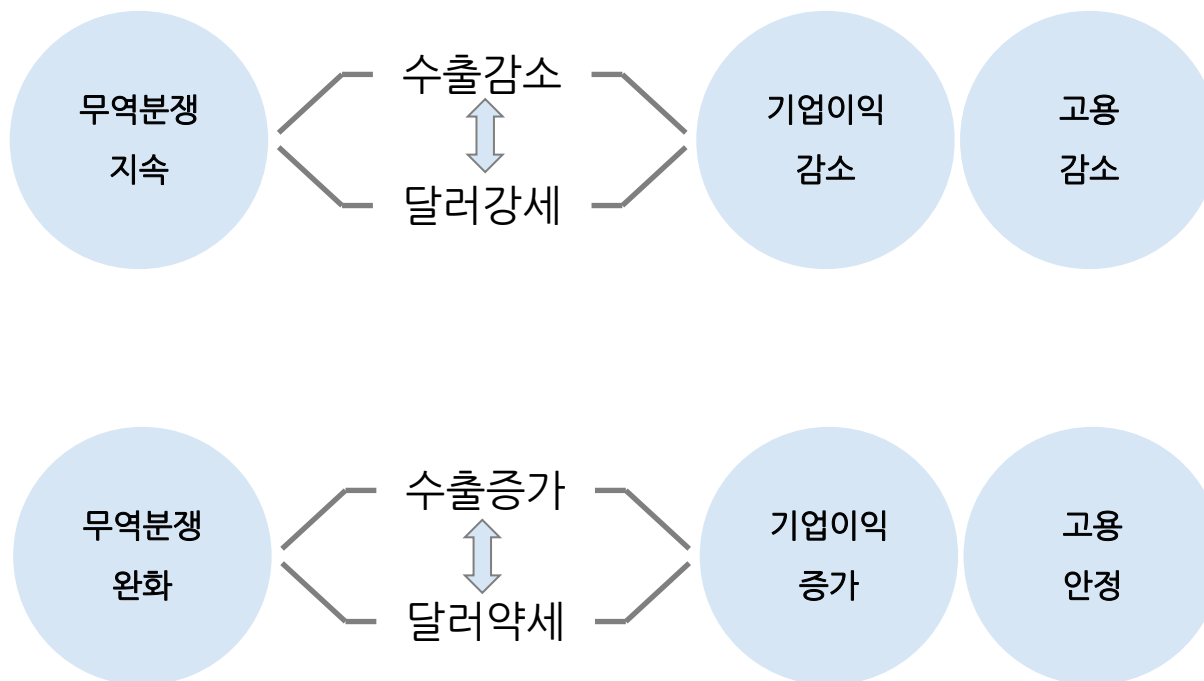
자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부



트럼프 행정부 무역정책의 태생적 한계

- 글로벌 교역 환경은 하루아침에 바꿀 수 있는 것이 아니다

트럼프의 선택지



자료: 케이프투자증권 리서치본부

Strategist 윤영교
02)6923-7352
skyhum00@capefn.com

3

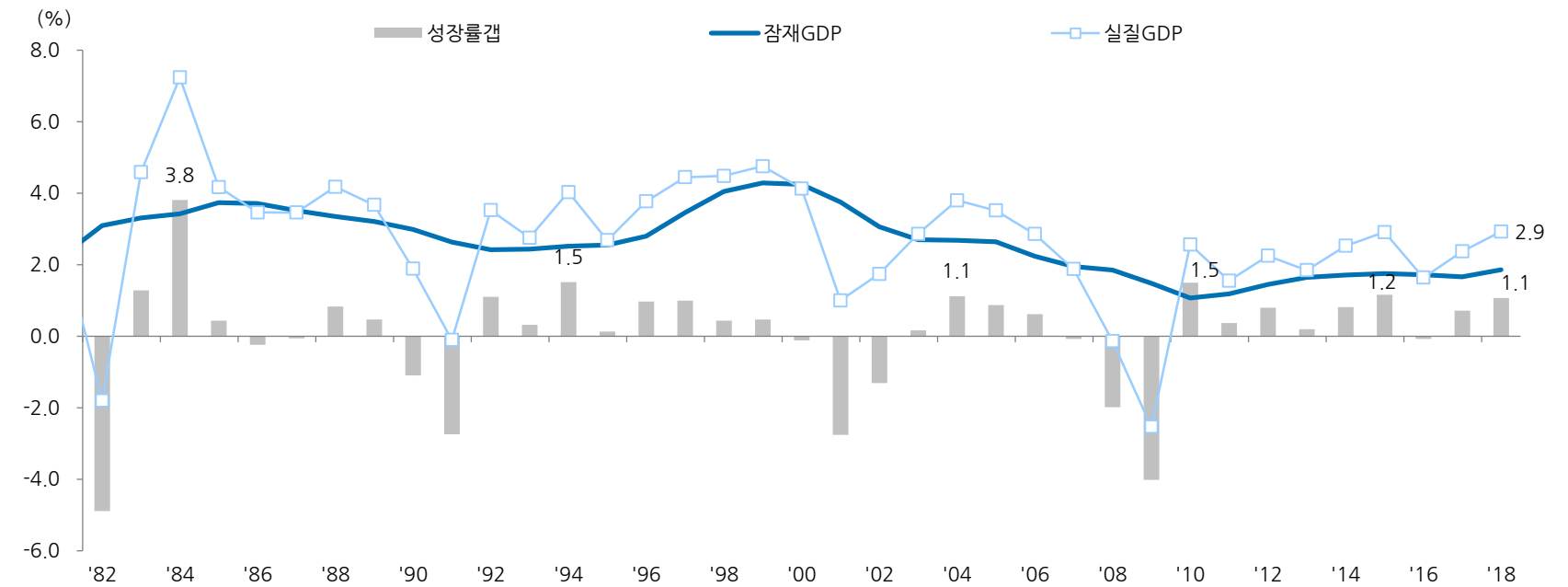
아직은 통상적인 범위에 있다

- 2018년 미국 경제성장률 수준을 감안하면 2019년 경기 둔화는 자연스러운 수순
- 선진국에 비해 경기 진폭이 큰 한국 경제의 특성 상 경기 하강 국면에서는 시장이 악재에 예민할 수 밖에 없음
- 미국 기업의 투자심리를 누르고 있는 것은 중국과의 통상 문제
- 이 문제 해결 여부에 따라 향후 시장 방향성 결정될 것

미국 경제성장세 둔화에는 납득할 만한 이유가 있다

- 미국 경제는 2016~2018년 3년 연속 성장률 상승세 유지. 2018년 연간 성장률이 2.9%를 기록. GDP 갭률은 1.1%P
- 미국의 잠재성장률 수준을 고려하면 상당히 높은 수준, 역사적으로 GDP 갭률이 1.0%P를 상회하면 차기 연도는 대부분 성장률 하락
- 2018년 성장률 실현 성장률 수준을 감안하면 2019년 성장둔화는 사이클 상의 자연스러운 결과
→ 무역분쟁을 미국 경기둔화의 Trigger로 단정하는 것은 성급한 판단일 수 있음

2018년 미국 경제는 3.0%에 가까운 성장률 기록, 2019년 경기 둔화는 정해진 수순

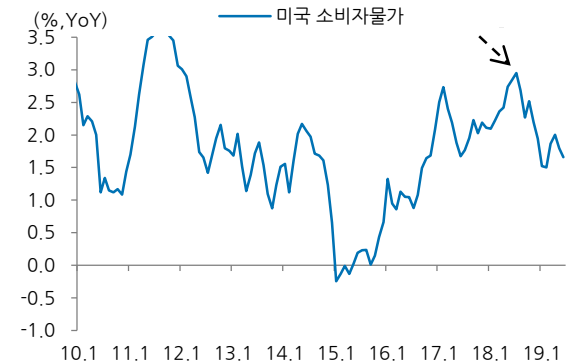
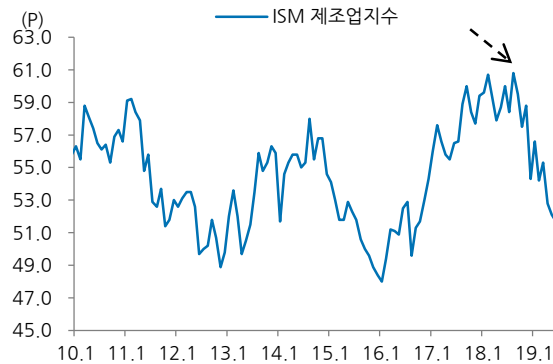
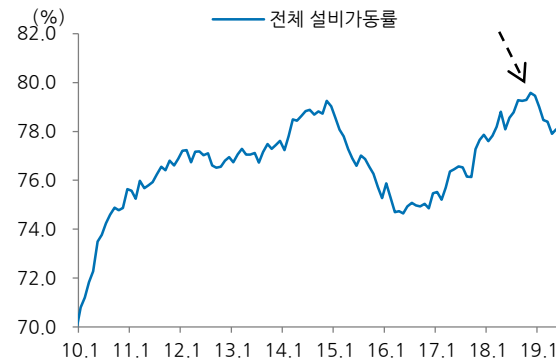
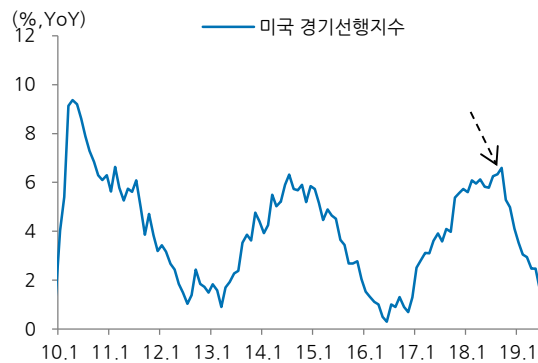


자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

미국 경기 둔화는 2018년 하반기부터 확인되었다

- 미국의 주요 경제지표는 2018년 하반기를 기점으로 하락세로 전환
- 무역분쟁이 동일한 시점에 격화하며 경기 둔화의 직접적인 원인으로 지목되었음

경기선행지수(2018.9), 설비가동률(2018.7), ISM제조업지수(2018.7), 소비자물가상승률(2018.6)의 고점 시기는 수개월 차이로 일치

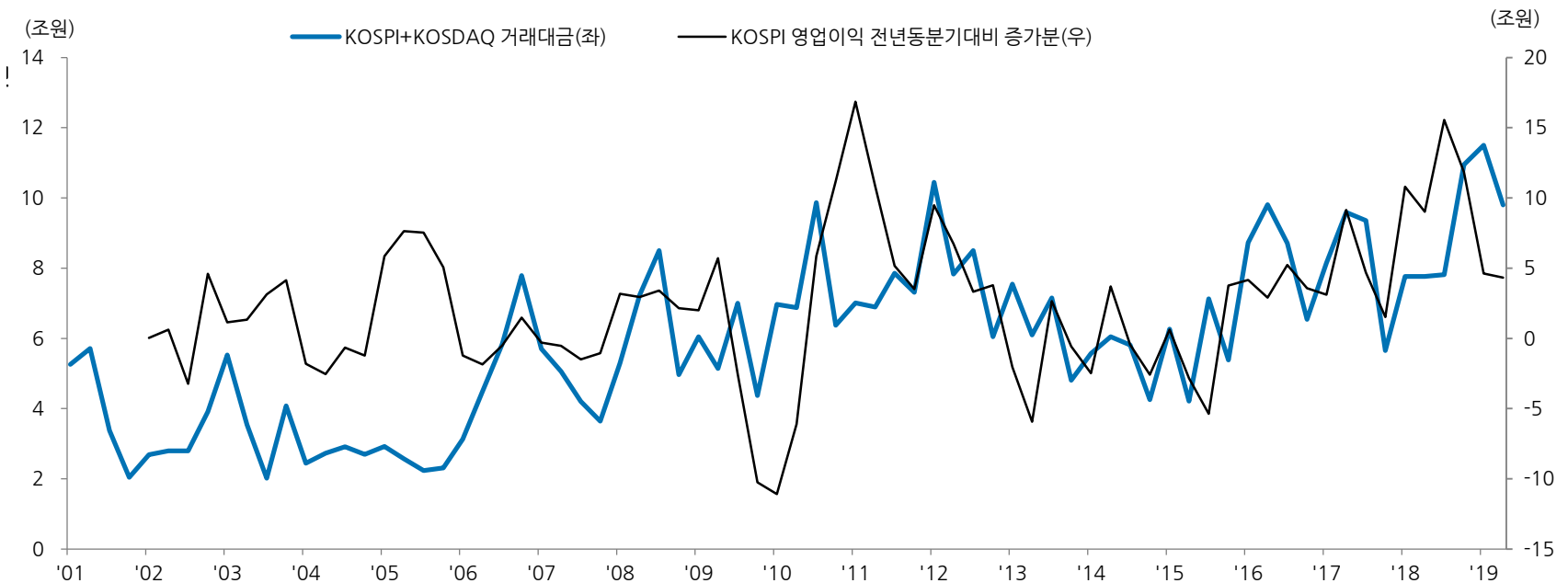


자료: CEIC, 케이프투자증권 리서치본부

경기(이익) 둔화기에는 호재보다 악재에 예민해진다

- 사람의 판단에는 관성이 존재함. 현재의 상황이 앞으로도 이어질 것으로 예상하는 것이 통상적인 패턴
- 이 때문에 경기(이익) 성장기에는 호재에 예민하게 반응하는 반면, 경기(이익) 감소기에는 악재에 예민하게 반응
- 특히 경기 진폭이 여타 선진국에 비해 큰 한국의 경우 이러한 경향이 더 강한 특징이 있음
→ 2017년 한국 증시는 글로벌 주요 증시 중 가장 높은 상승률을 기록한 반면, 2019년은 가장 부진한 성과를 기록

이익 성장률 둔화 구간에서는 악재에 예민하게 반응할 수 밖에 없다

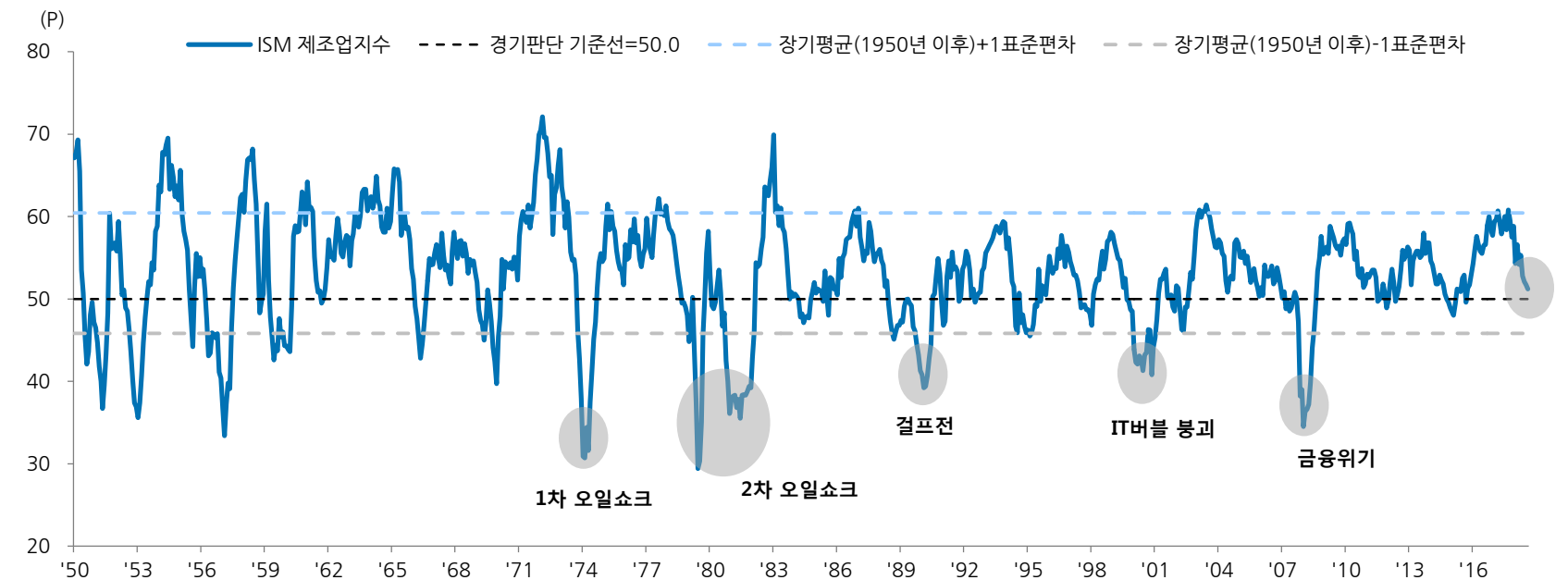


자료: Quantwise, 케이프투자증권 리서치본부

아직은 통상적인 경기 둔화 범위 안에 있다

- ISM제조업지수는 미국 경제 상황을 가장 정확하게 반영하는 심리지표. 50.0P는 경기판단 기준선으로서 적중률 높음
- 장기평균 $\pm$ 표준편차는 경기 고점 및 저점을 판단하는데 유효. 과거 오일쇼크, IT 붕괴, 금융위기 등 대규모 경기 침체 사례에서 이 수준을 하회함
- 2019년 7월 현재 ISM제조업지수는 51.2P를 기록, 통상적인 경기 둔화 범위에 있다는 판단이 가능하며 금번 경기 둔화가 통상적인 범위에서 종료될 경우 경기 반등 시점에 상당히 가까워졌음을 시사

ISM제조업지수를 통해 본 현재 상황: 아직은 통상적인 경기 둔화 범위에 있다

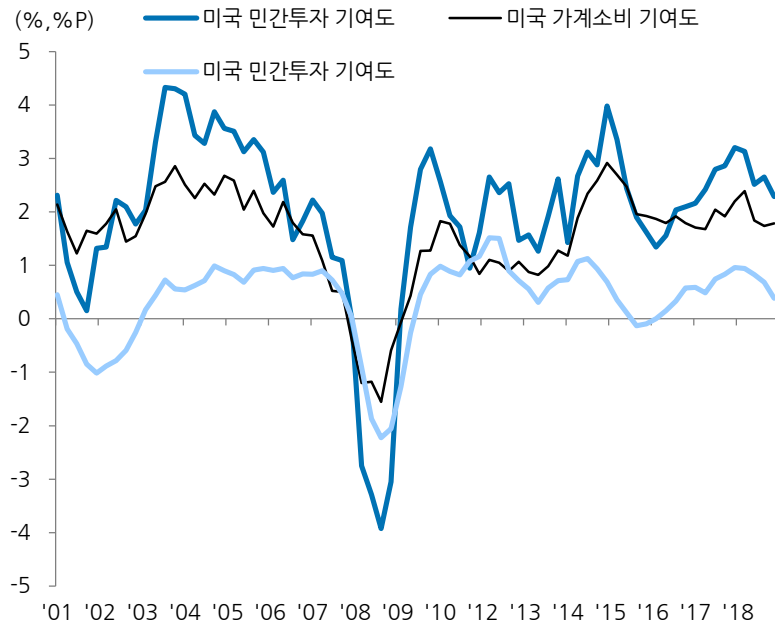


자료: CEIC, 케이프투자증권 리서치본부

미국 경제에서 가장 중요한 것은 소비, 그러나 투자지표에 주목해야 하는 이유

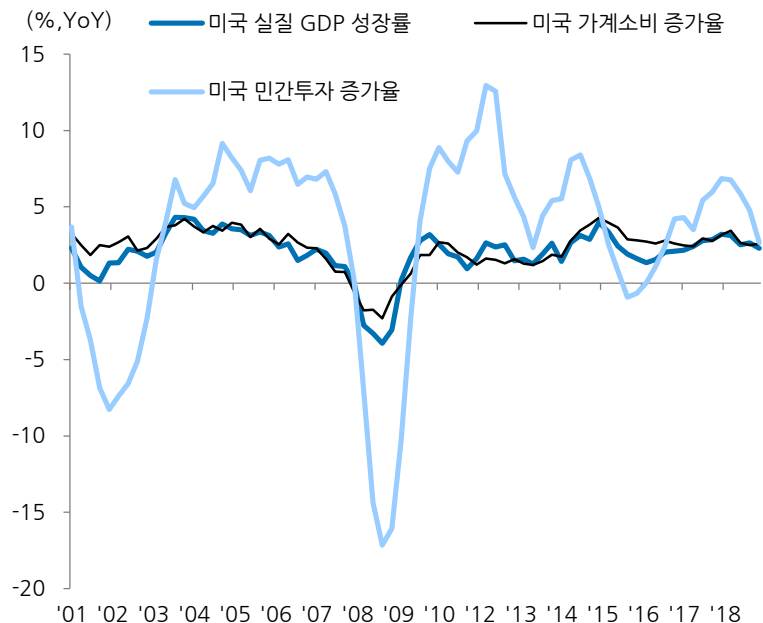
- 미국 경제의 70%는 소비, 따라서 소비 경기가 경제 방향을 결정
- 민간투자는 비중이 15~20% 가량이나 1) 진폭이 크다는 특징 때문에 중단기 경기 방향성을 결정하고, 2) 중장기적으로는 고용시장을 통해 소비심리를 좌우함
- 때문에 앞서 본 바와 같이 기업투자심리를 반영하는 ISM제조업지수가 경기 전망을 비교적 정확하게 반영
- 미국 기업투자증가율은 2018년 1분기를 기점으로 지속 하락세 보임

미국 경제에서 소비가 가장 중요한 것은 사실



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

다만 중단기 경기 방향성은 민간투자가 결정

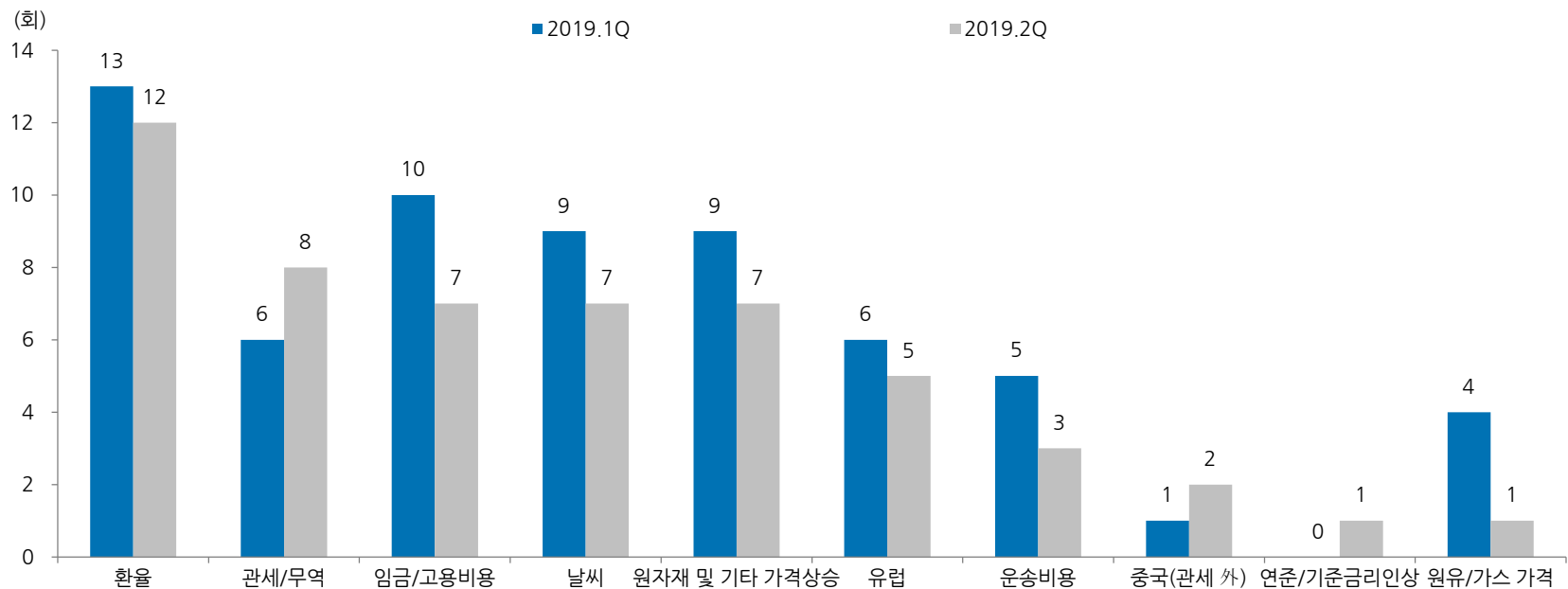


자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

미국 기업들이 투자를 꺼리는 이유

- 기업 투자는 확신의 함수, 향후 이익 성장에 대한 확신이 강할수록 투자에 적극적으로 나서게 됨
- 이익 성장에 대한 확신은 현재 처해진 기업환경에 좌우
- 미국 기업들이 2019년 상반기 중 경영환경에 어려움을 주는 요인으로 가장 많이 지목한 것은 중국과의 무역분쟁과 관련한 사항들임

미국 기업들이 경영 환경에 어려움을 주는 요인으로 지목한 것

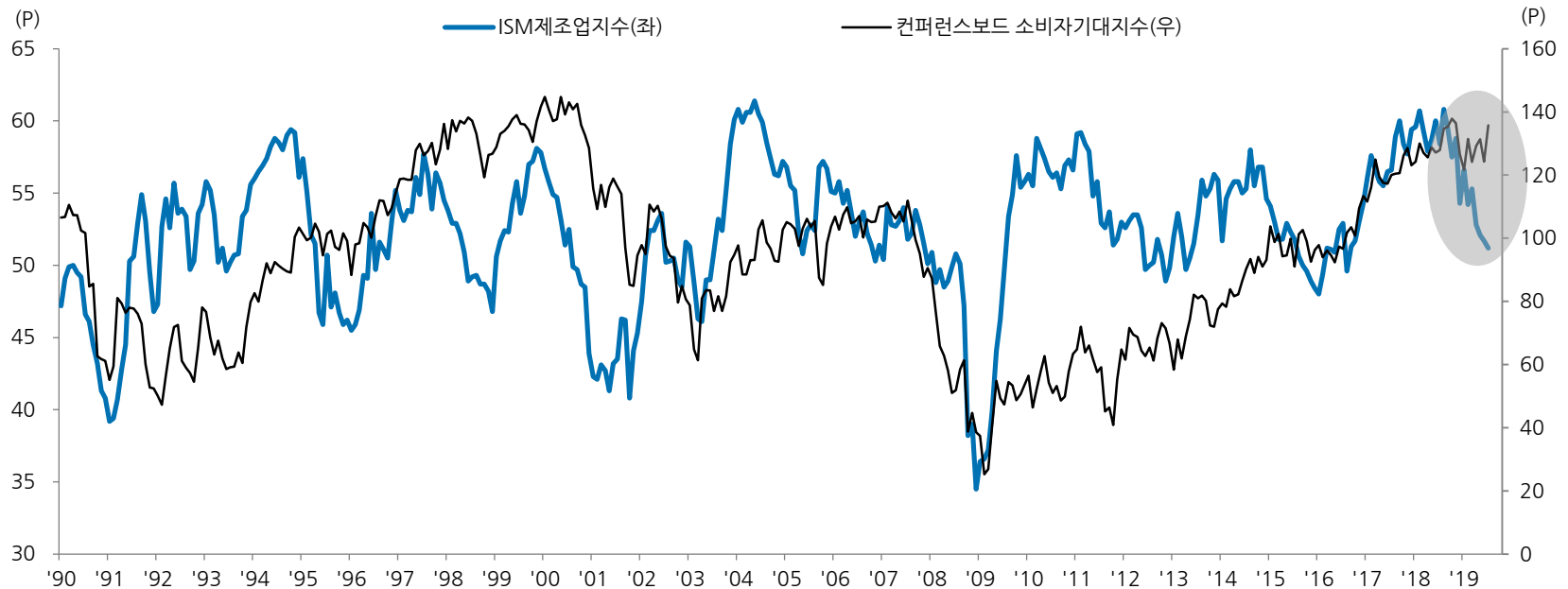


자료: Factset, 케이프투자증권 리서치본부

투자과 소비심리 간 괴리는 장기간 이어질 수 없다

- 기업 투자심리와가계 소비심리는 단기적인방향성에는 괴리가 발생할 수 있음: 상대적으로 기업투자심리는 상황에 민감하고가계 소비심리는 둔감
- 그러나중장기적으로 기업 투자심리와가계 소비심리는 같은 방향으로 수렴: 기업투자심리가 고용시장으로 직결되기 때문
- 결론적으로 1) 미국의 통상정책이 심화/지속될 경우, 2) 통상정책을 상쇄할 만한 정책적 조치가 나오지 않을 경우 미국 경기 둔화는 심화될 것

기업심리지표와 소비심리지표의 괴리는 유지될 수 없다

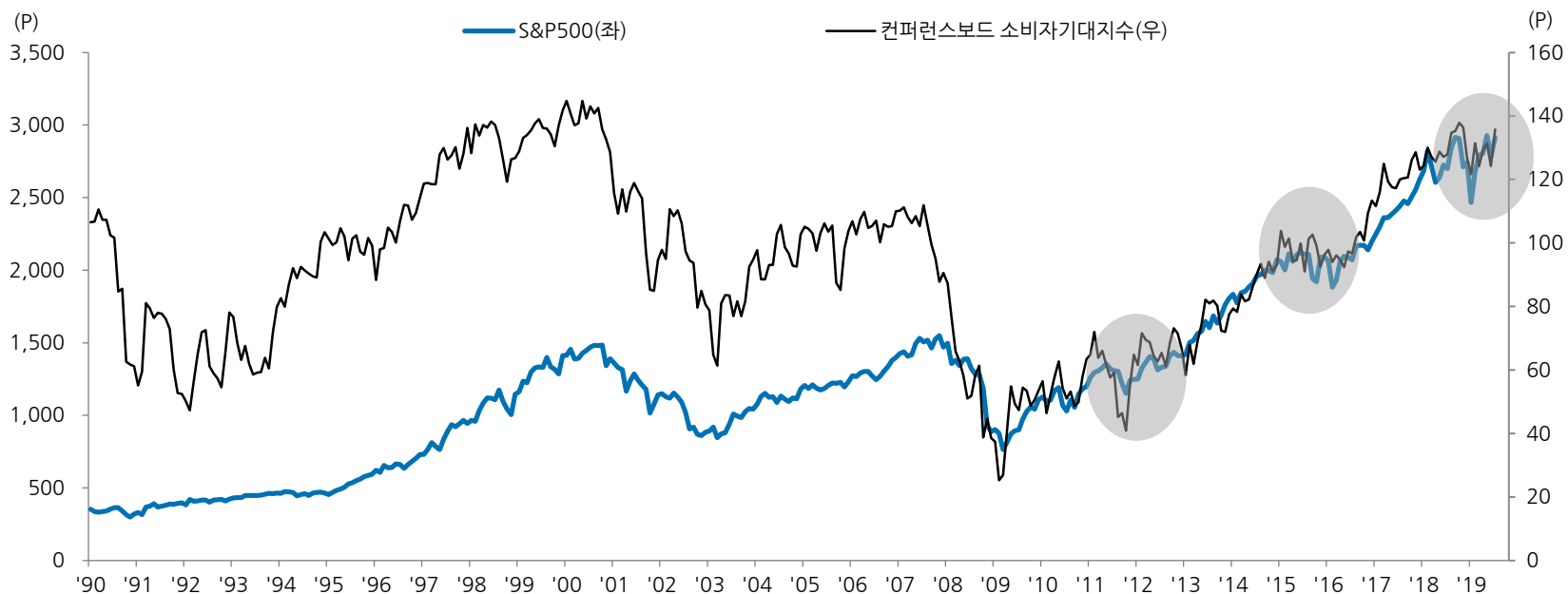


자료: CEIC, 케이프투자증권 리서치본부

소비심리=주식시장 투자심리

- 미국 주가지수와 소비자심리지수 간에는 명확한 방향성의 일치가 확인됨
- 소비심리 상승은 가계 소득 증가를 의미하는 동시에 경제 방향에 대한 낙관적인 시각이 우세함을 반영한 것으로 위험자산에 대한 시각 변화와 일치
- 최근 소비심리가 정체됨에 따라 주가지수 상승세 둔화. 경기 반등에 필요한 정책 출회가 필요한 시점임을 시사

S&P500 및 컨퍼런스보드 소비자대지수 추이



자료: Thomson Reuters, 케이프투자증권 리서치본부

Strategist 윤영교
02)6923-7352
skyhum00@capefn.com

4

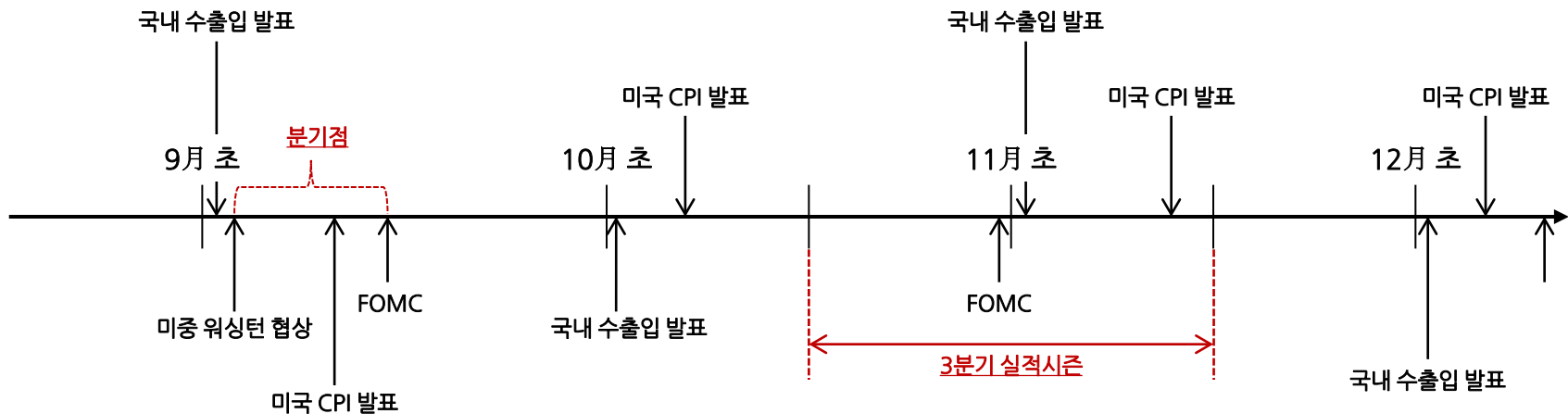
복잡해 진 시장 대응 전략

- 향후 시장에 영향을 미칠 변수는 1) 무역협상, 2) 연준 정책, 3) 경기 반등, 4) 미국 경제정책
- 위 사항들의 조합에 따라 시장 대응 전략은 복잡하게 분화
- 단기적으로는 보수적인 대응 불가피한 상황

시장의 분기점

- 향후 시장방향을 결정할 요인 중 대외 요인은 1) 미국과 중국 간 무역분쟁, 2) 연준의 정책 결정 방향, 3) 미국 경기 반등 확인 여부
- 향후 시장방향을 결정할 요인 중 대내 요인은 1) 한국 상장사 이익 반등 여부, 2) 수출액 증가 확인 여부
- 해당 이벤트가 집중돼 있는 9월 초~중순에 이르는 시기가 1차 분기점이 될 가능성이 높다는 판단
- 특히 큰 흐름을 결정할 1) 미국과 중국 간 무역협상과 2) 9월 FOMC(9.17~18)가 보름을 간격으로 시차를 두고 진행된다는 점에 주목할 필요

Time line

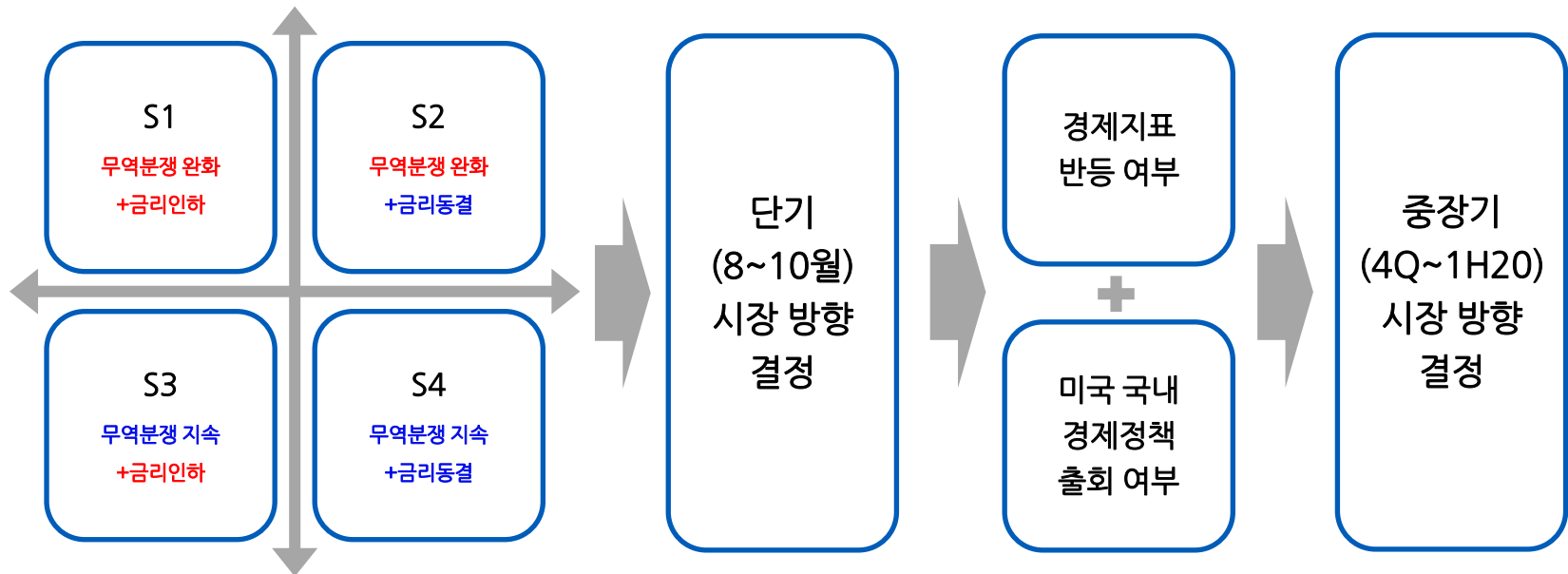


자료: 케이프투자증권 리서치본부

복잡해 진 시장 대응 시나리오

- 단기적으로는 무역분쟁과 금리정책, 중장기적으로는 경제지표 반등 여부와 미국 국내 경제정책 출회 여부가 핵심

주식시장 대응 시나리오



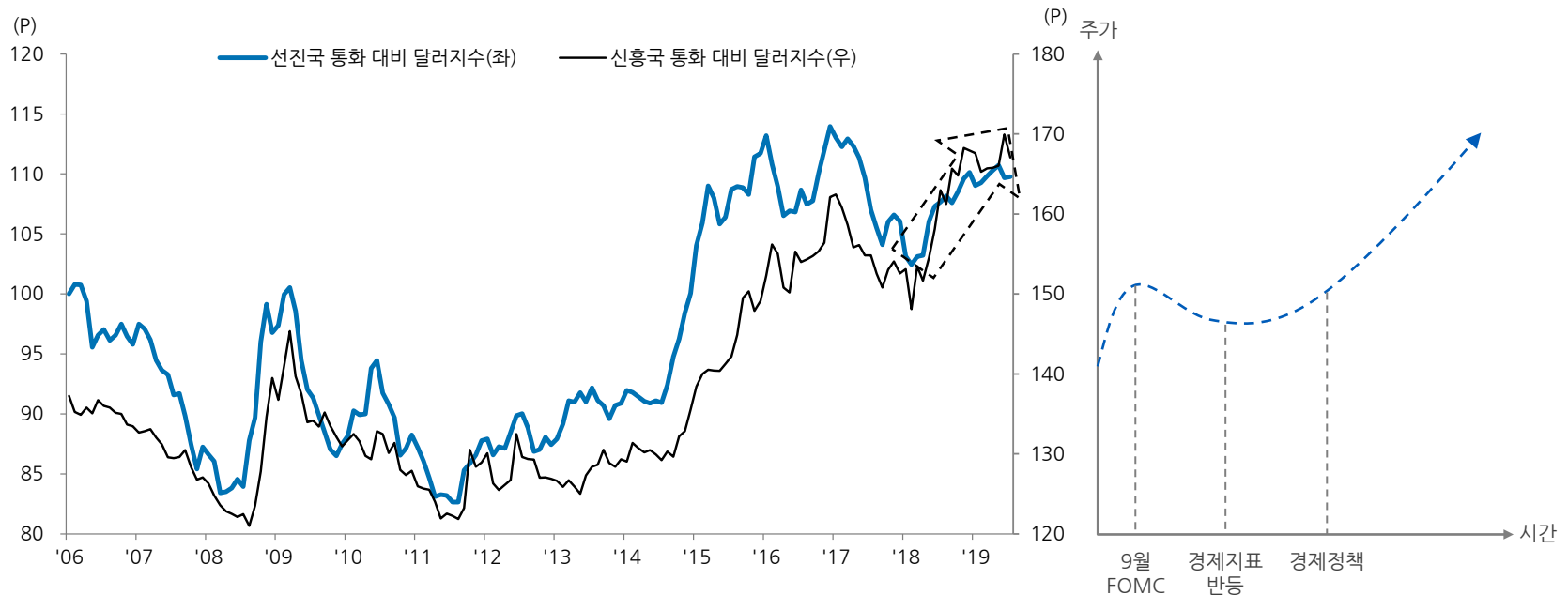
- S1: 연준 금리인하=3Q내 경제지표 반등 확인 불가, 시간이 흐를수록 경제지표 반등 시점이 가까워진다는 기대 강화
- S2: 연준 금리동결=3Q내 경제지표 반등 확인, 시간이 흐를수록 경제지표 회복세 유지 전망 강화
- S3: 연준 금리인하=3Q내 경제지표 반등 확인 불가, 시간이 흐를수록 경제지표 반등 시점을 가늠하기 어려워짐
- S4: 연준 금리동결=3Q내 경제지표 반등 확인, 시간이 흐를수록 경제지표에 대한 불안감 증폭

자료: 케이프투자증권 리서치본부

S1. 무역분쟁 완화 + 금리인하: 2020년 경기 부양 의지는 높지만 경기 반등 확인은 아직

- 무역분쟁 해소 만으로도 금융시장은 빠르게 안정을 찾아갈 것으로 전망. 다만 휴전 형태의 봉합일 경우 영향은 제한적
- 무역분쟁이 완전한 해소에 이르지 않더라도 봉합 수준에서 마무리 된 후 금리인하가 진행될 경우 트럼프 행정부의 2020년 경기 부양 의지가 반영된 것
- 단기적으로 2020년 경기 회복에 대한 기대감 확산되며 시장 회복이 이루어질 전망
- 중장기적으로는 무역분쟁을 약한 형태로 지속하겠다는 의지로 해석되는 가운데 경기 턴어라운드도 확인되지 않은 상황. 시장 상승 속도는 기대보다 느려질 가능성
- 연내 주요 경제지표 반등이 확인되면서 국내 경제정책이 출회할 경우 시장 상승 모멘텀 확보 가능

달러 강세는 멈추고 위험자산에 대한 선호심리 강화될 것(좌), 예상 시장 형태(우)

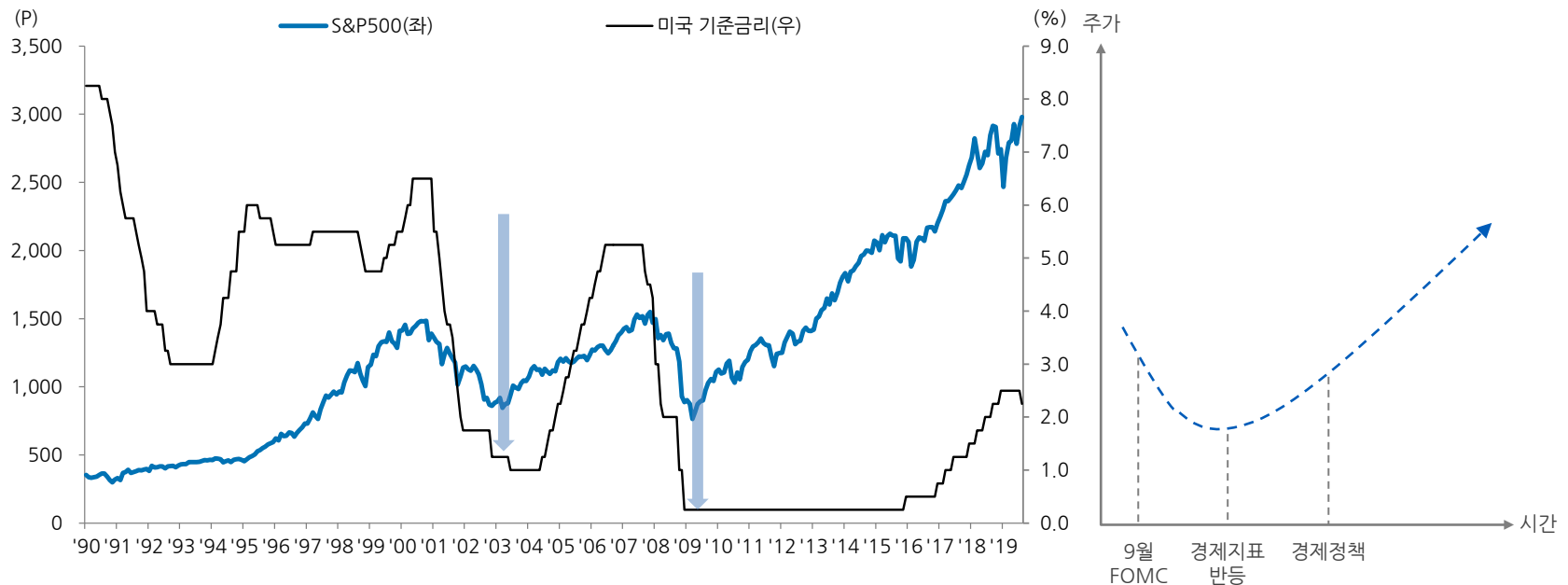


자료: Thomson Reuters, 케이프투자증권 리서치본부

S2. 무역분쟁 완화 + 금리동결: 경기 반등이 가까운 시기에 시작된다는 의미

- 무역분쟁 해소 만으로도 금융시장은 빠르게 안정을 찾아갈 것으로 전망. 다만 휴전 형태의 봉합일 경우 영향은 제한적
- 무역분쟁이 완전한 해소에 이르지 않더라도 봉합 수준에서 마무리 된 후 금리가 동결될 경우 **단기적으로 조정 불가피**
- 다만 중장기적으로는 금리동결이 무역분쟁을 시간을 두고 마무리하겠다는 의지로 해석될 가능성
- 경기 반등 시점에 상당히 가까워졌다는 신호로 해석되며 시장 회복이 이루어질 전망. 국내 경제정책 출회시 상승 속도가 빨라질 가능성
- 매 FOMC로 갈수록 금리동결에 대한 우려로 조정 시 매수 대응

시장 반등은 금리인하가 종결되는 시점부터 시작(좌), 예상 시장 형태(우)

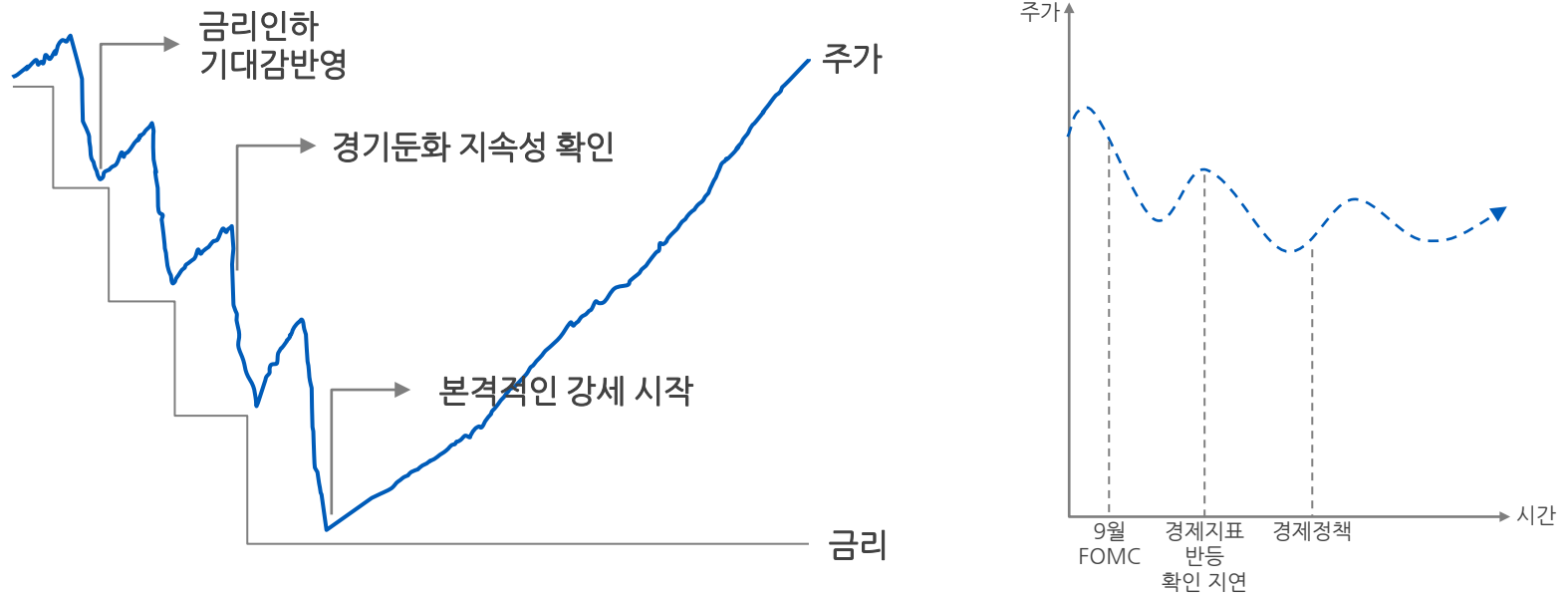


자료: Thomson Reuters, 케이프투자증권 리서치본부

S3. 무역분쟁 지속 + 금리인하: 무역분쟁이 미국의 의도대로 풀리지 않는다는 의미

- 9월 초 협상이 원만하게 이루어지지 않을 경우에도 시장 조정은 제한적일 전망. 7~8월 시장에 상당 부분 반영됐기 때문
- 이런 상황에서 연준이 금리인하를 단행할 경우 단기적인 시장 반등은 가능
- 이 상황에서 금리인하를 시사하는 것은
 - 1) 경기반등이 확인되지 않은 상황에서, 2) 중국과의 무역분쟁이 미국의 의도대로 풀리지 않을 가능성이 높고 3) 사태가 장기화 될 가능성이 높음을 의미
- 이 경우 중장기 시장 대응 전략은 매 FOMC로 갈수록 금리인하 기대감으로 시장 반등 시 매도가 유효
- 이후 미국 행정부의 국내 경제정책 출회 여부에 따라 단기 대응 불가피

기준금리와 주가의 관계 설명(좌), 예상 시장 형태(우)

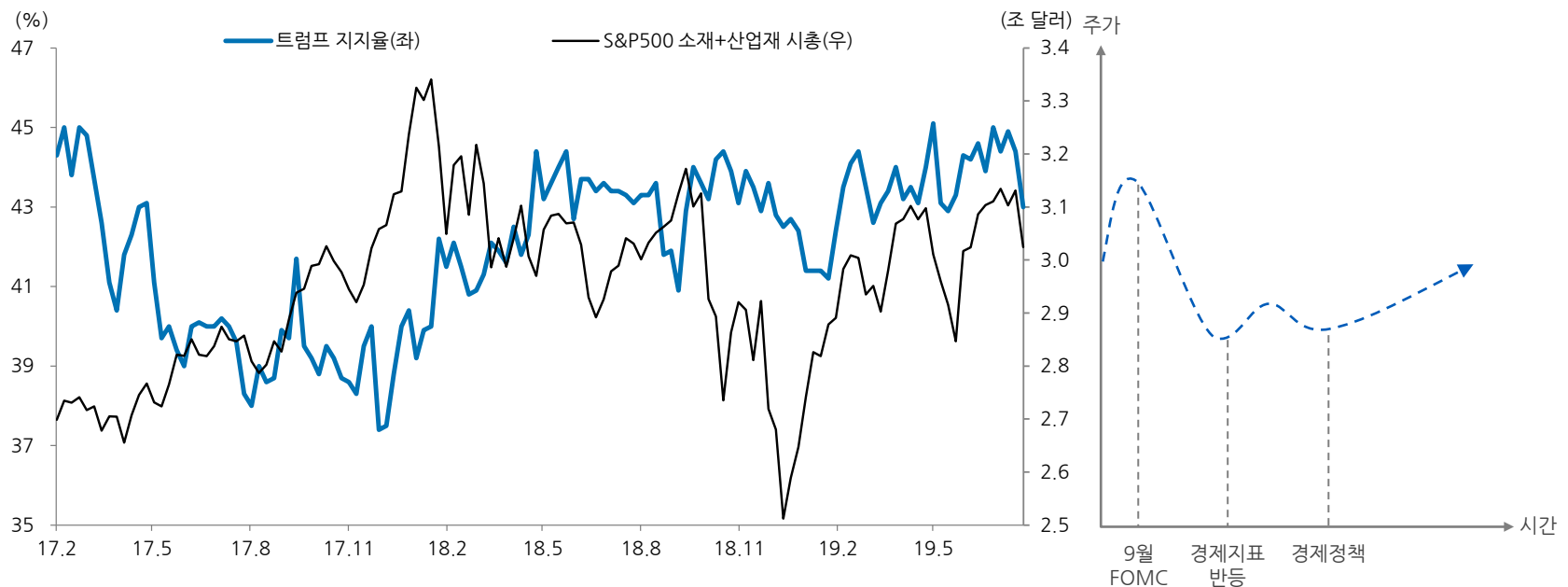


자료: Thomson Reuters, 케이프투자증권 리서치본부

S4. 무역분쟁 지속 + 금리동결: 무역분쟁은 소강상태로, 국내 경제정책에 집중

- 단기적으로 최악의 시나리오에 해당
- 다만 연준이 금리인상을 시사하지 않는다는 것은 경제지표상 경기 반등 시그널이 명확해졌음을 의미
- 1) 對 중국 압박이 약해질 가능성이 높다는 점, 2) 실물 경기 턴어라운드 확인, 3) 재선을 목표로 미국 국내 경제 정책으로 시선을 옮길 가능성이 높다는 점을 의미
- 이 경우 때 FOMC로 가면서 금리인하 기대감 약화로 시장 조정 시 단계적 매수 대응 전략이 유효하나
- 국내 경제정책의 청사진이 명확해지기 전까지 적극적 매수는 자제해야 할 것

트럼프 대통령 지지율과 미국 소재 및 산업재 시가총액 추이(좌), 예상 시장 형태(우)

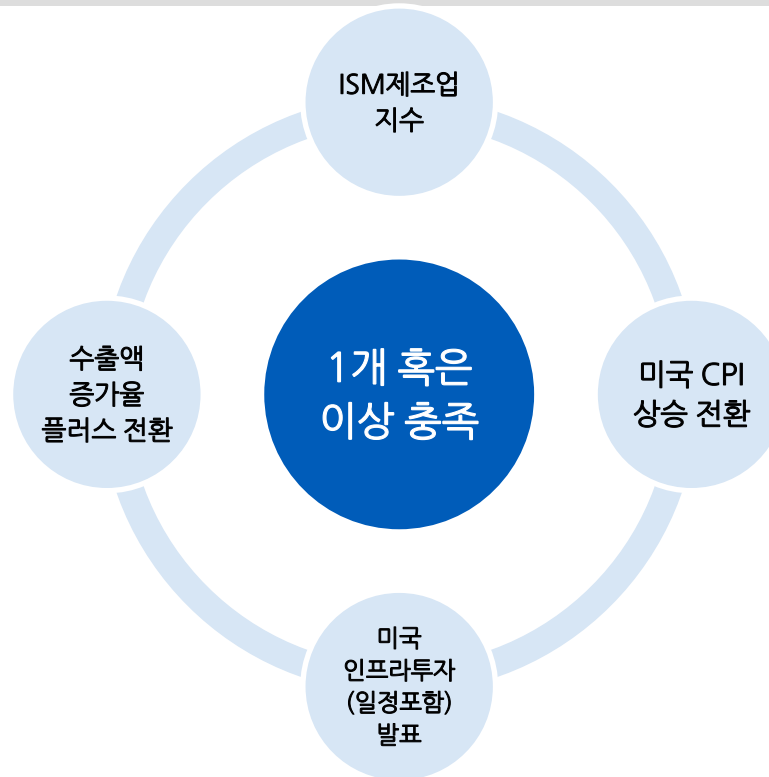


자료: Thomson Reuters, 케이프투자증권 리서치본부

주식시장에 진입하기 전 확인해야 할 것들

- 대외적으로는 1) 미국 소비자물가상승률 반등 여부, 2) ISM제조업지수 반등 여부, 3) 미국 인프라투자 계획(일정 포함 구체적으로) 발표 여부
- 대내적으로는 수출액 증가율 플러스 전환 여부

주식시장에 진입하기 전 확인해야 할 것들: 무역분쟁, 수출액, 인플레이션, 미국 국내 경제정책

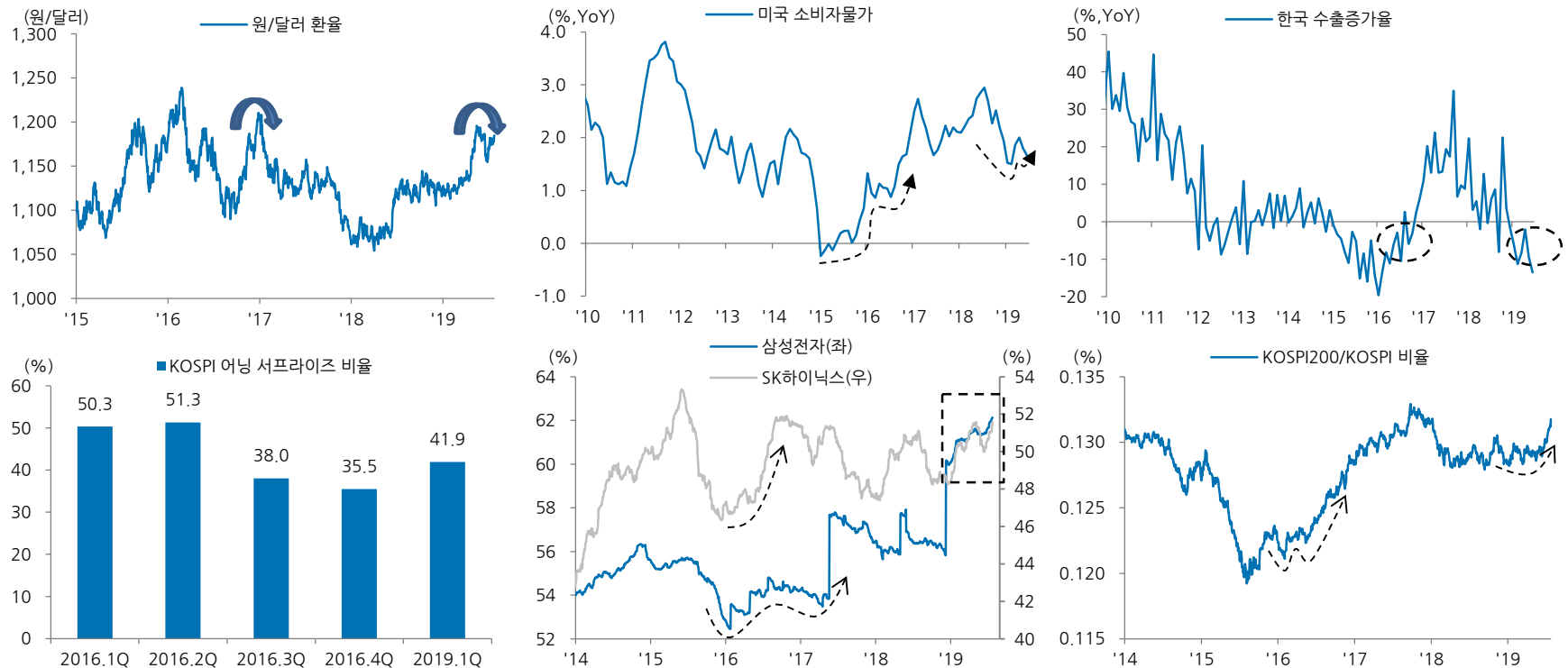


자료: 케이프투자증권 리서치본부

한국 주식시장 환경, 2016년 하반기(4분기)와 유사

- 미국의 인프라투자가 본격화 될 경우 소재와 산업재는 1차적인 수혜가 예상됨
- 미국의 인프라투자가 가능성을 배제하더라도 1) 글로벌 인플레이션 흐름, 2) 현재 이익률 수준을 감안하면 하반기 성과를 기대해 볼 만

매크로 환경은 여전히 어두우나 시장 분위기는 점진적으로 변화

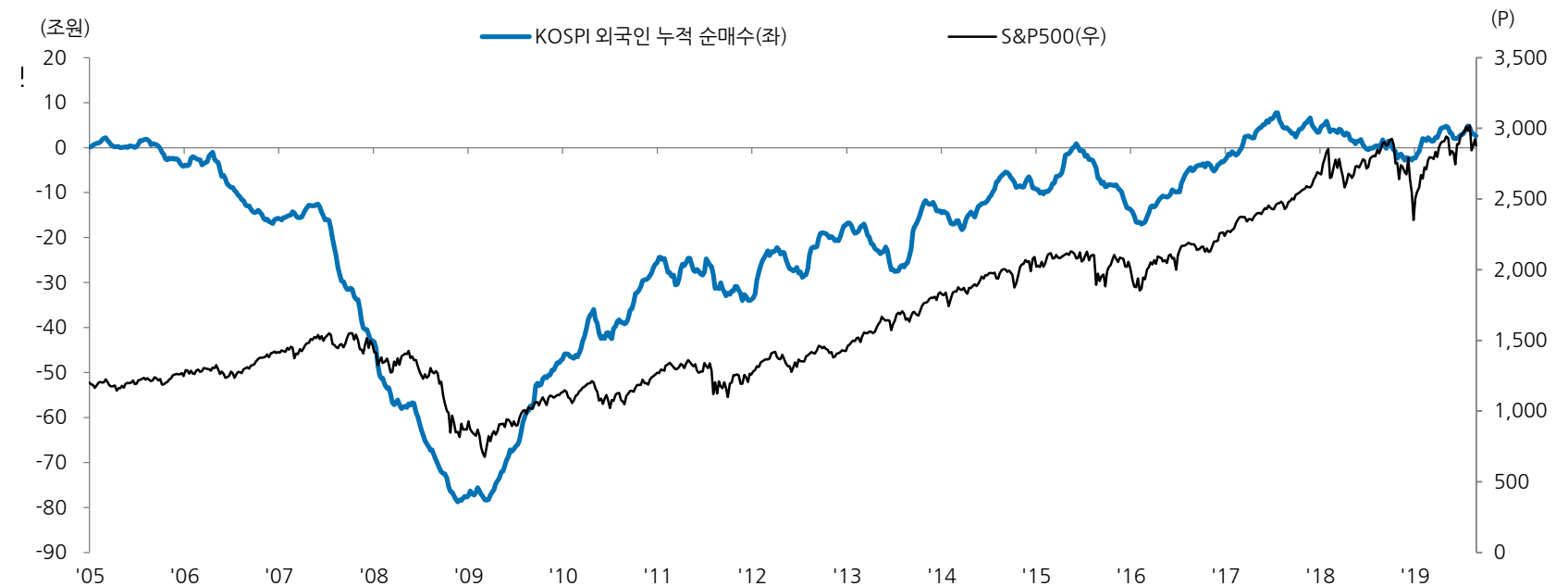


자료: WiseFn, 케이프투자증권 리서치본부

완전히 독립적으로 움직이는 자산은 없다

- 한국 증시 외국인 자금 유입의 원인에는 여러가지가 있으나 기본적으로 글로벌 위험자산 선호 심리 강화에 의한 것
- 일면 아무 관련 없어 보이나 외국인 누적순매수 방향과 S&P500 지수 간에는 비교적 높은 상관관계 존재

KOSPI 외국인 매수 방향과 S&P500 지수 추이

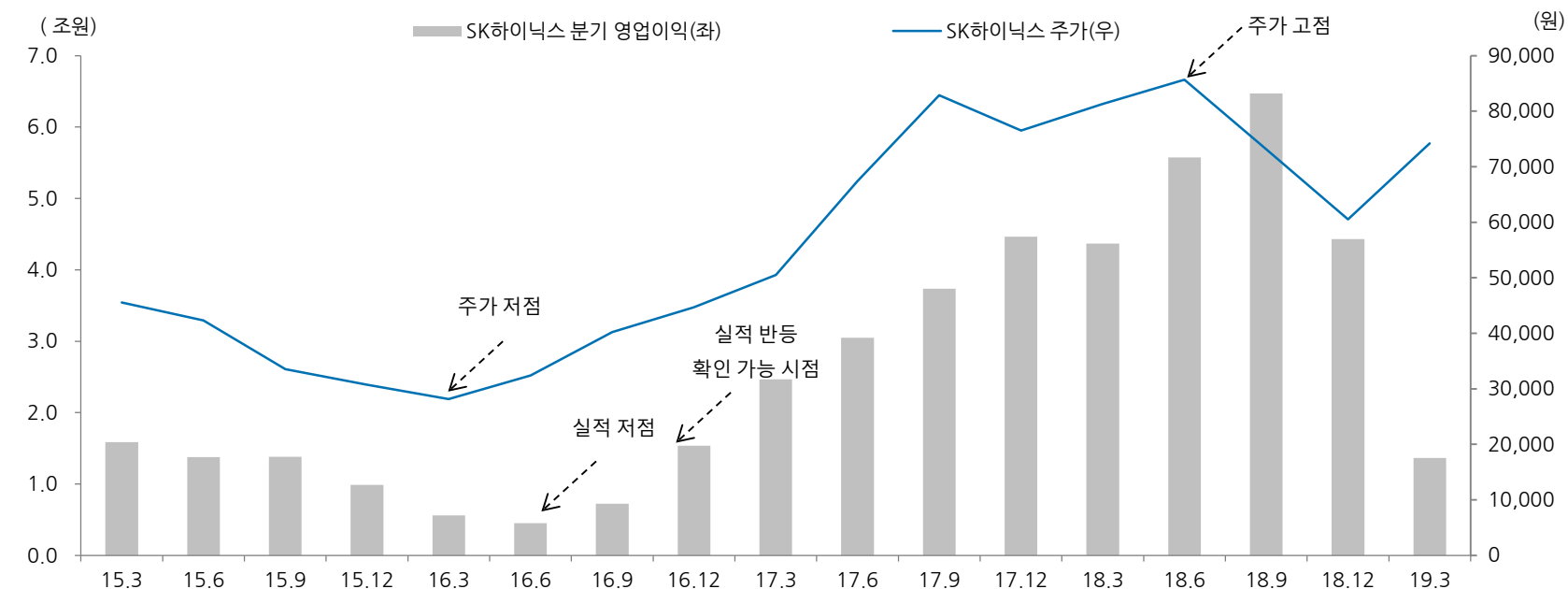


자료: WiseFn, Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

결국은 선택의 문제

- 한국 상장사이익의 저점에 대한 논란 강화: 3분기가 저점이 될 것이라는 전망 우세(당사는 2분기 저점 예상)
- SK하이닉스 사례 참고: 진입 시점에 따라 기대 리스크가 달라지지만 기대 수익률도 크게 달라질 수 있다
 - 1) 실적 저점 확인 전(2016년 1분기) 매수 후 고점에서 매도할 경우 수익률은 193%
 - 2) 실적 저점 확인 후(2016년 4분기) 매수 후 고점에서 매도할 경우 수익률은 97%

SK하이닉스 분기 별 영업이익 및 분기 말 기준 주가 추이: 선택에 따라 기대수익률은 크게 달라질 수 있다

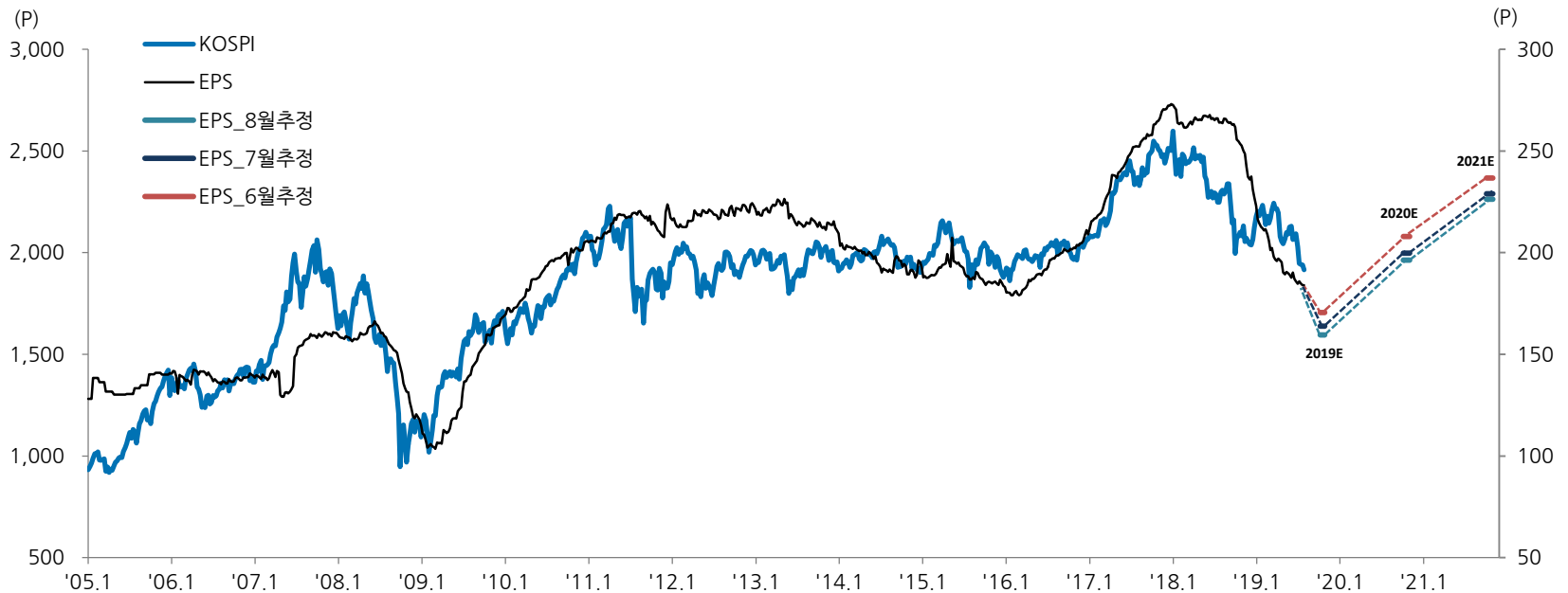


자료: WiseFn, 케이프투자증권 리서치본부

실적은 2019년을 저점으로 반등 확실히 시

- 복합적인 악재 영향으로 최근 국내 상장사이익 전망치는 하향 조정
- 다만 2019년을 저점으로 이익 반등 가능성에 무게가 실리는 상황
- 반도체 가격 기저효과가 소멸되는 4분기를 전후해 대외 정치적 이슈 방향에 따라 이익 전망치 방향이 재설정될 가능성도 배제할 수 없음

연도별 EPS 전망치 및 KOSPI 추이

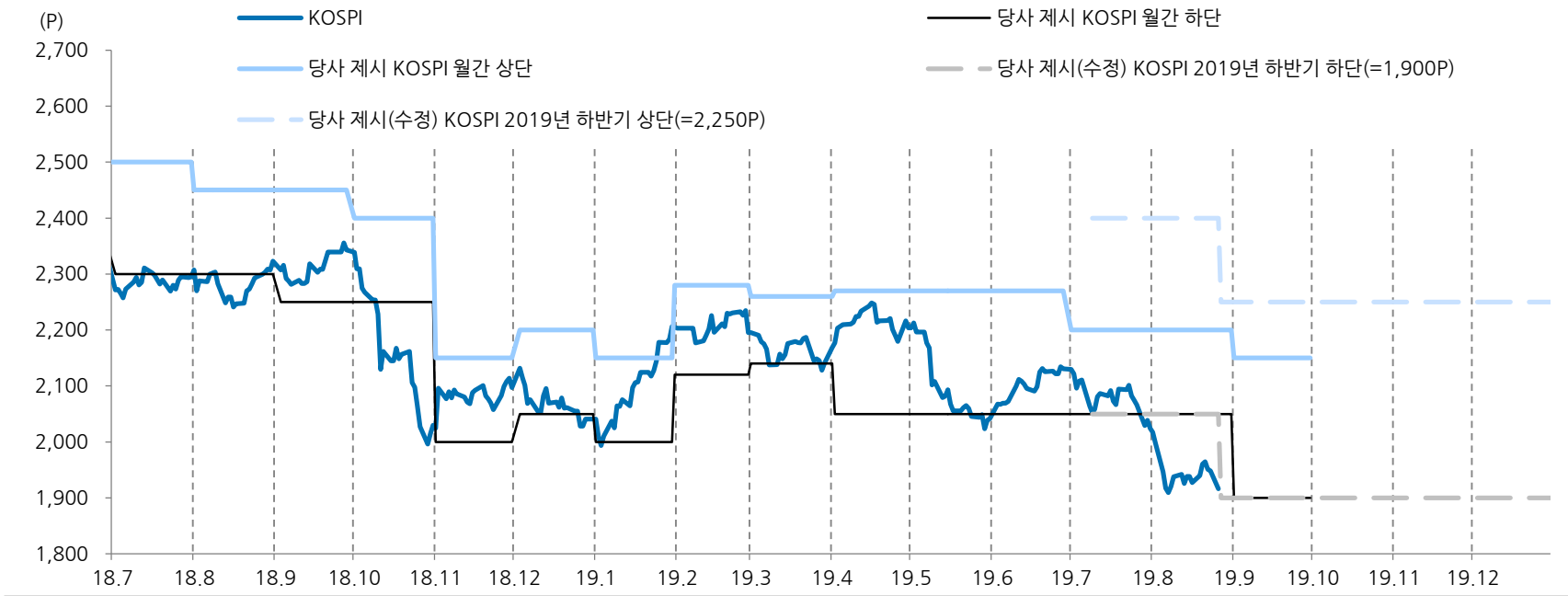


자료: Thomson Reuters, 케이프투자증권 리서치본부

2019년 하반기 및 9월 KOSPI 예상 Range 및 추천 업종 정리

- 2019년 하반기 KOSPI 예상 하단은 1,900P로 수정, 최근 대내외 악재가 복합적으로 돌출되었음에도 불구하고 견고한 하단으로 작용한 점을 고려함
- 2019년 하반기 KOSPI 예상 상단은 2,250P로 수정, 연말로 갈수록 1) 미-중 무역분쟁 완화, 2) 2020년을 조준한 경기부양, 3) 반도체 실적 반등 기대, 4) 인플레이션 기대심리 회복 등으로 시장 흐름은 개선될 전망. 다만 2,200~2,300P 범위에서 단기 차익 실현 매물벽이 존재할 가능성 높다는 점 고려
- 2019년 9월 KOSPI 예상 Range는 1,900~2,150P로 제시: 9월 FOMC를 기점으로 지수 흐름 반전 예상
- 추천 업종: 반도체, 철강, 화학, 은행

당사 예측 KOSPI 상/하단 및 실제 KOSPI 추이



자료: Thomson Reuters, 케이프투자증권 리서치본부

Part 2.

Global ETF Flow가 시사하는 시장 환경

Summary Global ETF Flow가 시사하는 시장 환경

▶ 미국 ETF 시장의 자금흐름을 통해 진단한 시장 상황

- 미국 ETF 시장에서 거래되는 ETF들의 자금 Flow는 글로벌 금융시장의 분위기를 파악하는 용도로 활용 가능
- 선진국 주식형 ETF는 견조한 자금 유입세를 기록하고 있는 반면, 신흥국 ETF에서는 자금 유출세가 심화
- 연초 이후 저변동성(68억달러), 배당(75억달러) ETF로 자금 유입 집중, 중앙은행이 만들어낸 위험자산 선호심리에도 위험 자산 내 보수적인 투자처를 찾고 있는 것으로 판단
- 일부 시장참여자들은 위험자산자체를 기피하고, 금, 미국채 등 대표적인 안전자산에 대한 선호도를 높이고 있는 상황

▶ 패시브자금 유출 압력이 지속되고 있는 한국 증시

- 2019년 5월 무역분쟁 재점화 사태 이후 외국인 패시브자금은 순유출로 전환, 국내 증시의 하방압력으로 작용
- 매크로발 약재이외에도 원/달러 환율 급등으로 일부 외국인 투자자들이 환(FX) 손실 구간에 진입한 것도 자금 유출의 추가적인 요인
- 한국 ETF(EWT) 및 이머징 ETF(EEM, IEMG) 합산 시 5월 이후 2조원 넘는 패시브 자금이 유출
- KOSDAQ 시장에서는 잠재적인 매도 물량 출회 리스크가 상존, 2018년 1월 이후 KOSDAQ 150 지수는 약 46% 하락한 반면, 같은 기간 ETF 순매수 총액은 오히려 늘어난 상황
- 이미 손실구간이 크게 확대됐기 때문에 홀딩하고 있는 것으로 보이지만, 자포자기성 환매 물량이 나올 가능성도 배제할 수 없음
- KOSDAQ150 ETF는 거래량 활발, LP 존재로 일정부분 환매물량을 소화할 수 있으나, 특정 수준을 넘어서면 실제 KOSDAQ150 지수에 수급충격을 가할 우려

▶ 결론 : 수급 불안 지속, 보수적 대응 유지 필요

- 23일(맞불 관세 예고), 26일(무역협상 시사) 이틀에 걸쳐 무역협상 뉴스 플로우 분위기가 급변하는 어려운 상황에 투자자들은 직면
- 트럼프의 노골적인 파월의장 비판 등 연준의 통화정책 독립성 논란 및 금리인하 경로 불확실성도 상존
- 매크로 불확실성이 단기간에 해소되기 어려울 것이기 때문에, ETF 시장에서는 현재와 같은 수급 환경 지속 전망
- 시장의 방향성을 파악할 수 있는 Long ETF/Short ETF 상대강도 역시 5월 이후 방향성이 부재함을 시사
- 9월 예정된 무역협상, FOMC, ECB 회의 등 대형이벤트도 소화하기가 어려운 환경인 만큼, 당분간 보수적 대응 유지

1

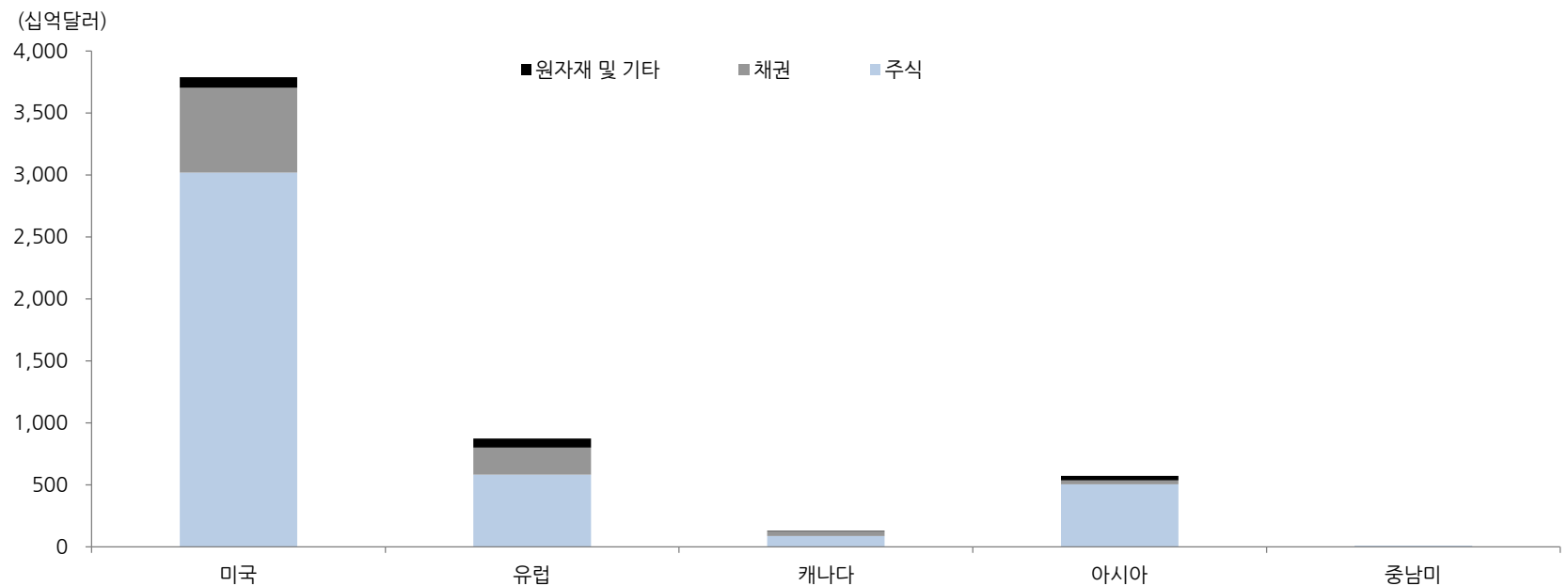
미국 ETF 시장의 자금흐름을 통해 진단한 시장 상황

- 미국 ETF 시장에서 거래되는 ETF들의 자금 Flow는 글로벌 금융시장의 분위기를 파악하는 용도로 활용 가능
- 선진국 주식형 ETF는 견조한 자금 유입세를 기록하고 있는 반면, 신흥국 ETF에서는 자금 유출세가 심화
- 연초 이후 팩터별 ETF Net Flow는 저변동성(68억달러), 배당(75억달러) 이 Top2를 차지
- 이는 중앙은행이 만들어낸 위험자산 선호심리에도, 위험 자산 내 보수적인 투자처를 찾고 있는 것으로 해석
- 일부 시장참여자들은 위험자산자체를 기피하고, 금, 미국채 등 대표적인 안전자산에 대한 선호도를 높이고 있는 상황

미국 ETF 시장의 자금흐름을 보면, 글로벌 시장환경을 읽을 수 있다

- 미중 무역분쟁, 글로벌 경기 Late cycle 진입 우려 등 주요국 증시를 둘러싼 하방압력에도, ETF 시장의 성장세는 지속 중
- 2019년 1분기말 기준 글로벌 ETP(ETF, ETN 등) 총자산은 5.3조달러, 2018년 4분기말 4.8조달러 대비 약 5,000억달러 증가
- 글로벌 ETP 시장에서 미국 ETP 시장이 차지하는 비중은 약 70%(약 3.8조달러)로 사실상 글로벌 ETP 시장을 주도
- 미국 ETF 시장에서 거래되는 ETF들의 자금 Flow는 ETF 시장뿐 아니라 글로벌 전반적인 금융시장의 분위기를 파악하는 용도로 활용 가능
- 따라서, 최근 미국 ETF 시장의 자금 Flow 분석을 통해, 현재 시장 참여자들이 어떤 전략과センチ멘트를 가지고 있는지를 점검

지역별 ETP 총자산 - 미국이 전세계 ETP 자산의 70%를 차지

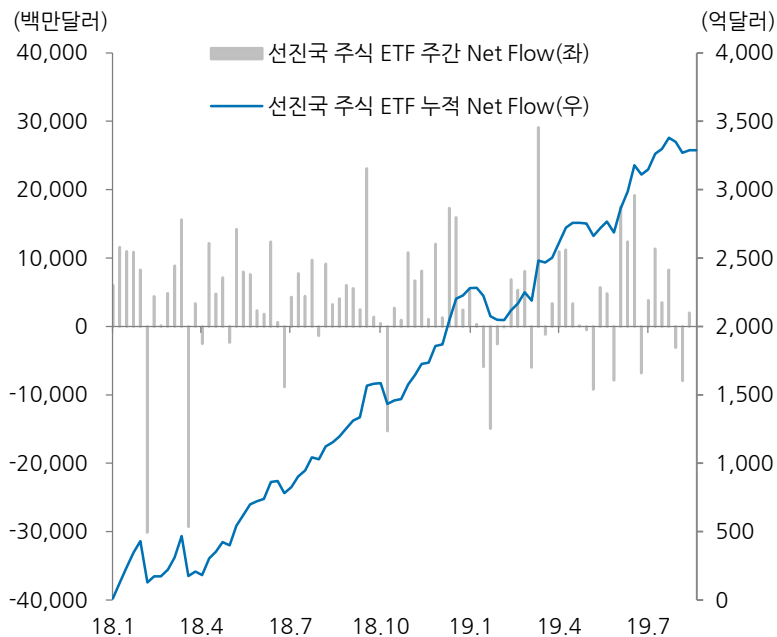


자료: BlackRock, 케이프투자증권 리서치본부, 주: 2019년 1분기말 기준

선진국 VS 신흥국 : 신흥국 자금 유출세 심화

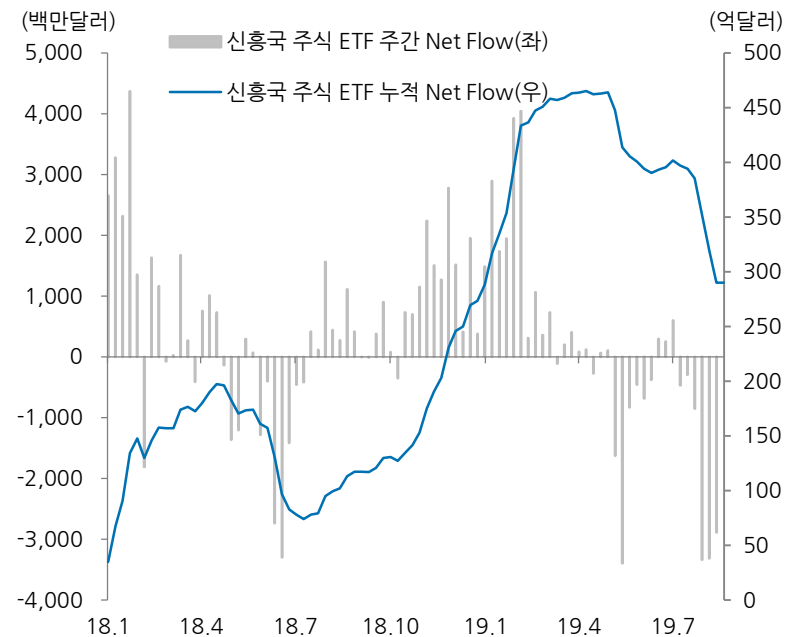
- 미국, 유럽, 캐나다 등 선진국 주식형 ETF는 건조한 자금 유입세를 기록하고 있는 반면, 신흥국 ETF에서는 자금 유출세가 심화
- 1) 2019년 5월 초 트럼프의 추가 관세 인상 발언에 따른 미중 무역분쟁 불안감 재고조, 2) 글로벌 성장 침체 가능성 확대에 따른 달러 강세가,
- 상대적으로 무역분쟁과 달러 강세에 취약한 신흥국 주식시장에서 Long 포지션 청산 수요를 자극

선진국 주식형 ETF Net Flow



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

신흥국 주식형 ETF Net Flow

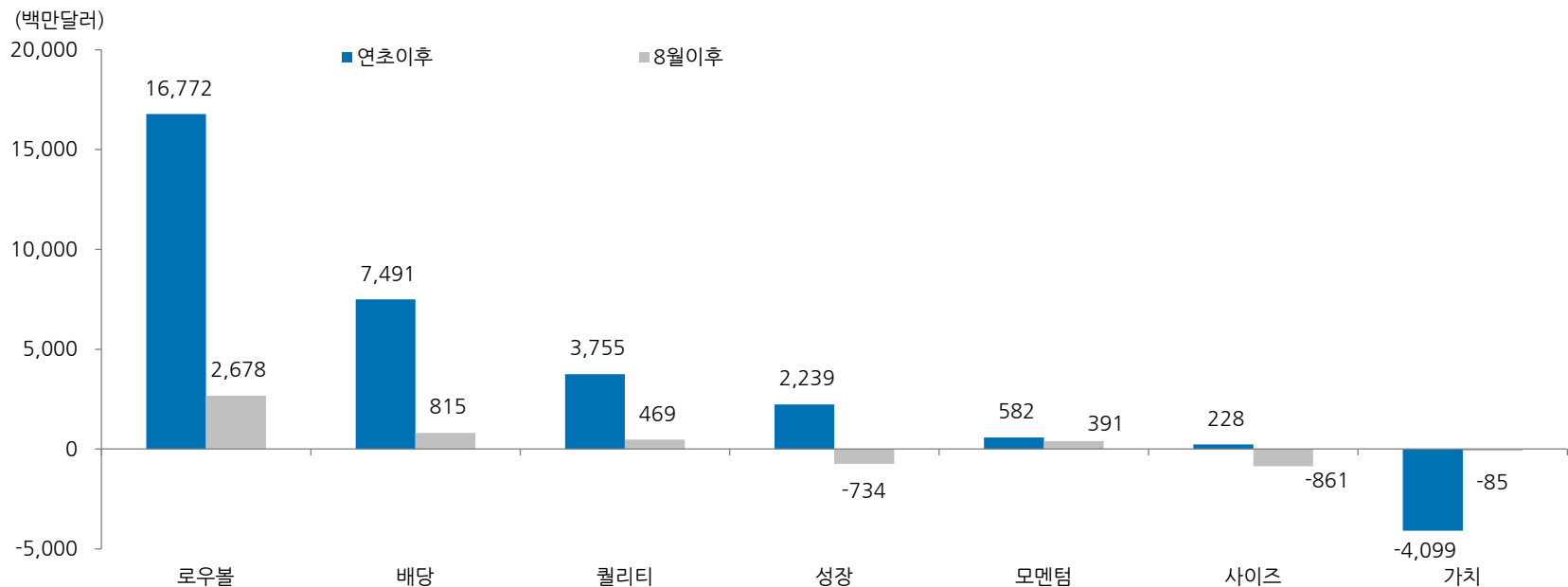


자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

팩터별 ETF Flow - 여전히 저변동성과 배당 팩터가 우위를 점하고 있는 상황

- 연준, ECB를 포함한 주요국 중앙은행의 금리인하 등 본격적인 완화 기조 전환으로 유동성 축소 우려는 완전히 해소
- 중앙은행이 만들어낸 위험자산 선호심리에도, 시장참여자들은 여전히 주식 자산 내에서도 보수적인 투자처를 찾고 있는 모습
- 연초 이후 팩터별 ETF Net Flow는 저변동성(168억달러), 배당(75억달러)이 Top2를 차지
- 무역협상 불확실성 확대, 연준의 공격적 금리인하 기대감이 축소되기 시작한 8월 이후에도 이 같은 추세는 지속

2019년 이후 팩터별 ETF Net Flow 현황

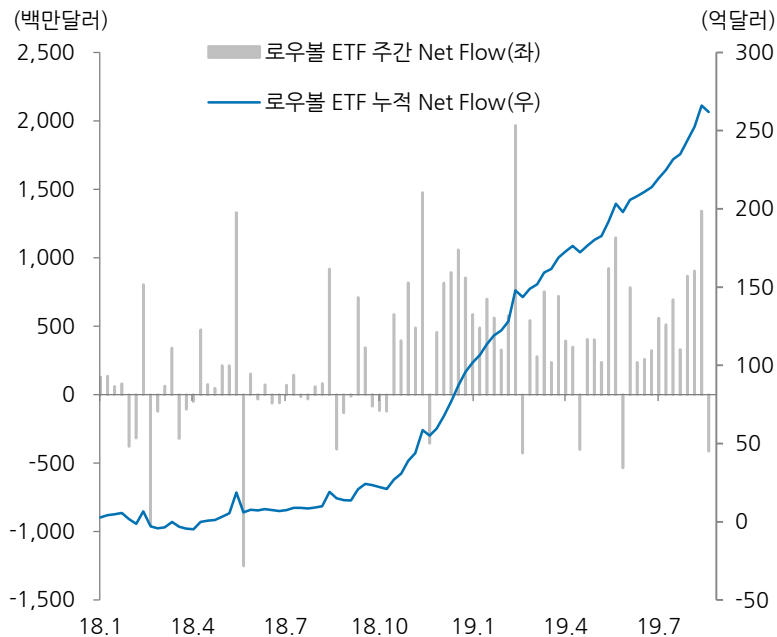


자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

로우볼 팩터형 ETF - 멈출 줄 모르는 자금 유입세가 시사하는 바는?

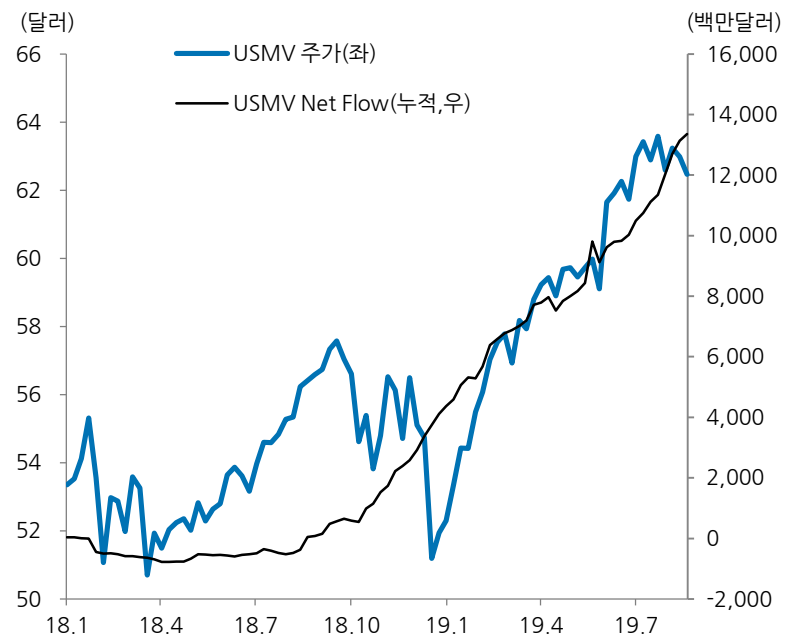
- 최근(8월 23일) 순유출로 전환하긴 했지만, 로우볼 ETF에 대한 시장의 인기는 그칠줄 모르고 있는 상황
- 특히 USMV의 선호도가 가장 높았는데, 연초 이후 로우볼 ETF로 유입된 자금 168억달러 중 55%에 달하는 92억달러가 USMV로 유입
- iShares Edge MSCI Min Vol U.S.A. ETF(USMV)는 최소 표준편차(minimum variance) 모델을 활용해 변동성이 낮은 200여개 주식으로 구성
- 해당 ETF 편입 종목 간 상관관계를 낮게 가져감으로써, 시장 급락 시에도 낮은 상관관계로 인해 손실을 방어할 수 있다는 특징
- 2018년 이후 수차례 급락장을 경험했기 때문에, 투자자들은 로우볼 팩터 밸류 부담을 감수하더라도 저변동성으로 시장대응 중

로우볼 ETF Net Flow



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

USMV(최소변동성 ETF) 주가 및 Net Flow

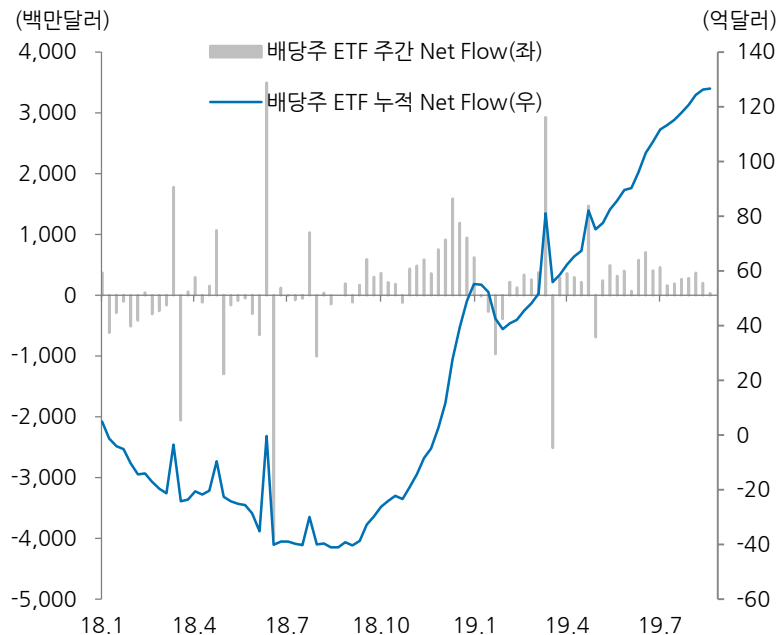


자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

배당 팩터형 ETF - 타이밍을 잘 만난 ETF

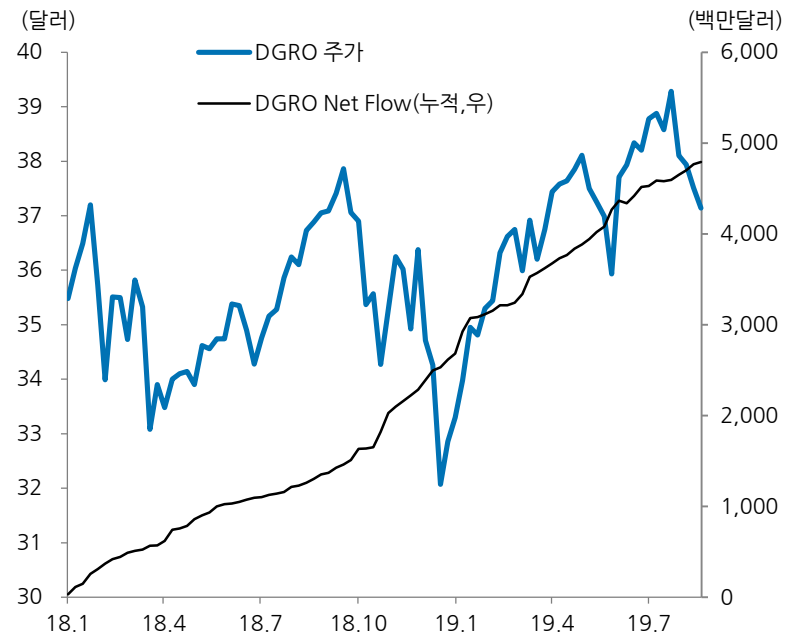
- 연준의 금리인하 등 완화기조 전환에 따른 시장금리 하락세 심화로 배당주 투자 매력에 부각(10년물 금리 1.5% vs S&P500 배당수익률 2.1%)
- 배당주 ETF 중에서 가장 많은 돈이 유입된 ETF는 DGRO. 연초 이후 21억달러 유입되며 전체 배당주 ETF 유입금액(75억달러) 중 28%를 차지
- iShares Core Dividend Growth ETF (DGRO)는 5년 이상 배당금 인상, 배당성장 75% 미만의 배당주 400여개를 편입한 ETF
- 배당수익률(분배수익률)은 2.3%로 다른 고배당주 ETF에 비해 높은 편이 아니지만, 수수료가 0.08%로 배당주 ETF 중 가장 저렴한 ETF
- “주가하락 시 완충장치 역할+ETF 시장 수수료 전쟁 심화”는 DGRO를 저비용 배당주 ETF로서 투자자들의 니즈를 충족

배당주 ETF Net Flow



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

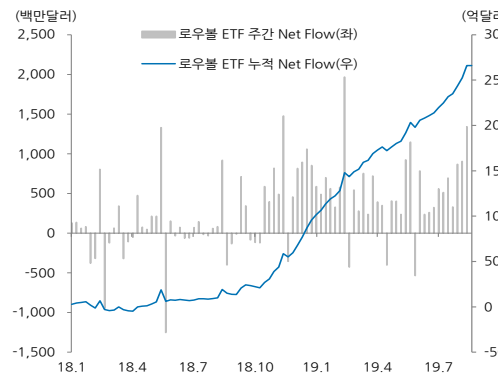
DGRO(배당성장주 ETF) 주가 및 Net Flow



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

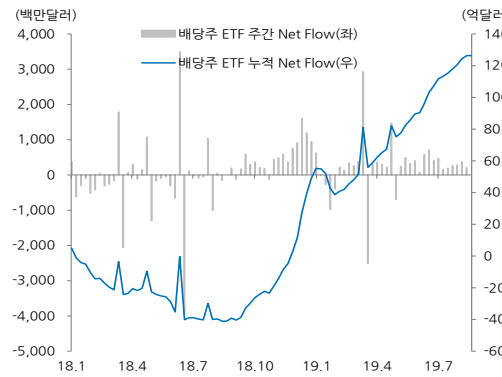
팩터별 ETF 수급 in U.S ETF Market

로우볼



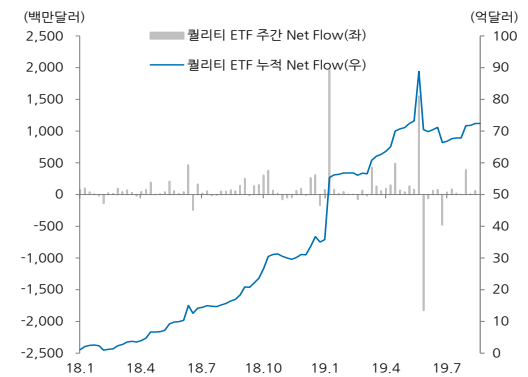
자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

배당



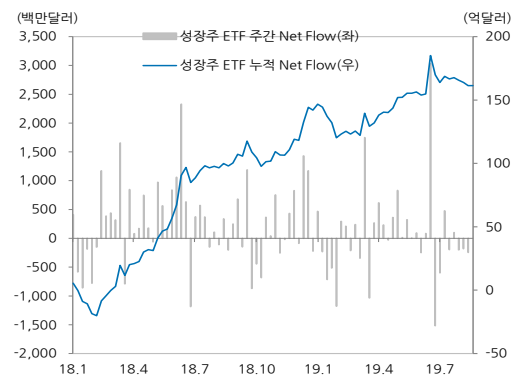
자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

퀄리티



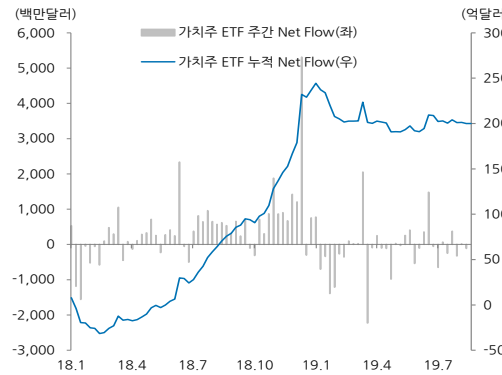
자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

성장



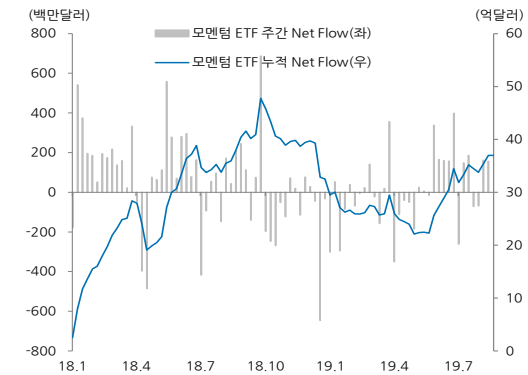
자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

가치



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

모멘텀

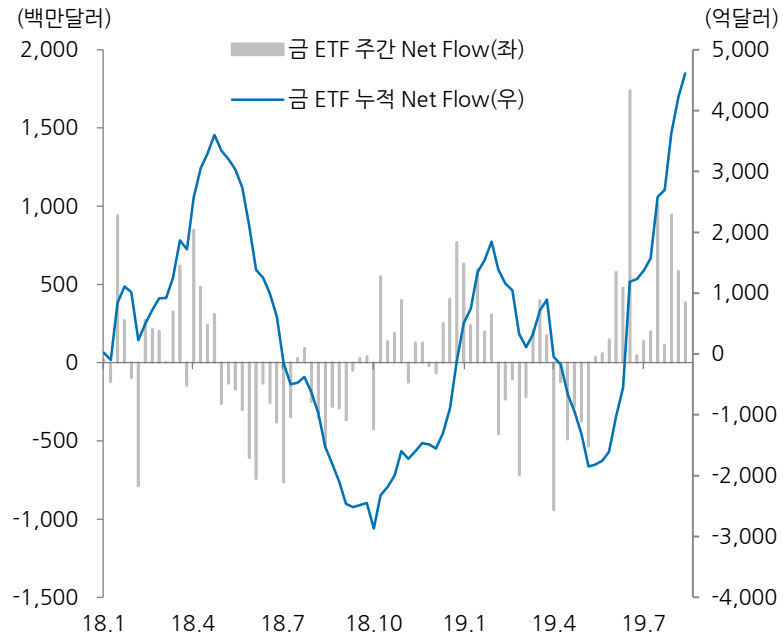


자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

안전자산형 ETF에 대한 수요도 현재 진행형

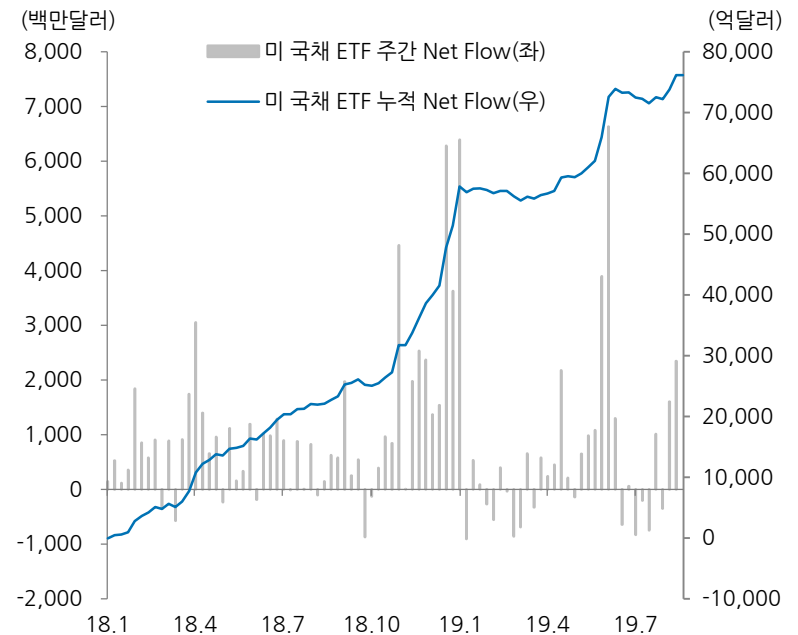
- 전략적인 측면에서 위험자산(주식) 내 하방 위험 방지를 위해 로우볼, 배당팩터형 ETF로 자금이 집중되고 있으나,
- 일부 시장참여자들은 위험자산 자체를 기피하고, 금, 미국채 등 대표적인 안전자산에 대한 선호도를 높이고 있는 상황
- 2018년 1분기, 3분기, 2019년 2분기 등 무역분쟁에 따른 글로벌 악재 심화 사태 당시에 금, 채권형 ETF로 자금 유입이 집중
- 최근에도 과도한 금값 상승 논란, 국채 시장 버블 논란이 발생하고 있음에도, 일부 시장참여자들은 여전히 안전자산 수요를 중단하고 있지 않은 모습

Gold ETF Net Flow



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

미국채형 ETF Net Flow



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

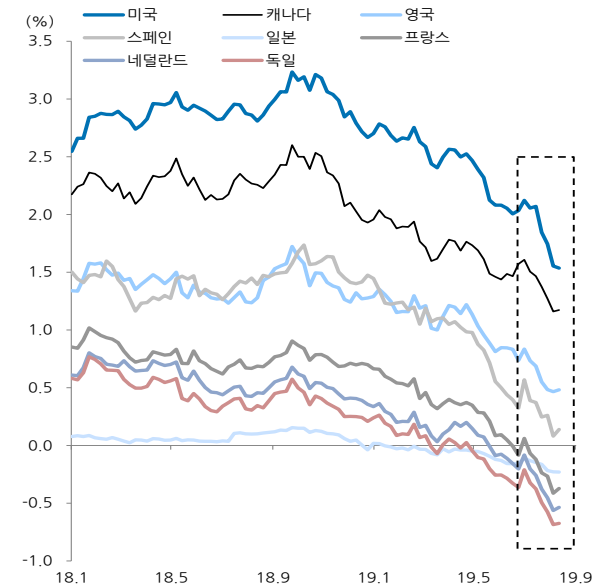
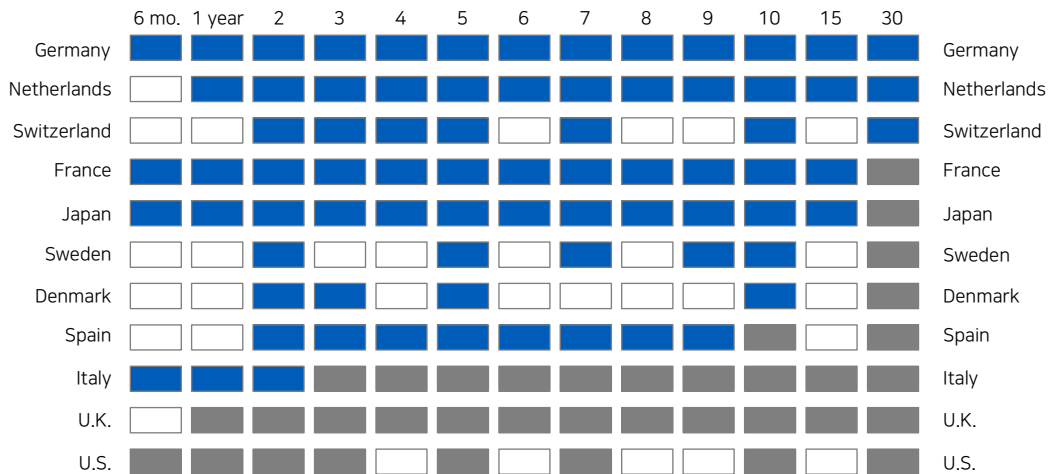
선진국 국채 시장에서는 마이너스 금리 채권 발행 심화

- 선진국 중앙은행의 금리인하 기대감이 지속되는 가운데, 안전자산 선호현상도 강해짐에 따라 마이너스 금리에 채권을 발행하는 국가들 급증
- 이자를 받는 것이 아닌 내는 구조임에도, 또 다른 매수자가 채권을 매입해줄 것이라는 기대감(채권 가격 강세 전망)이 작용
- 독일의 경우 초단기물(6개월)에서부터 초장기물(30년) 국채 금리 모두 마이너스를 기록 중

유럽을 중심으로 선진국 채권시장에서는 마이너스금리 현상이 심화(파랑 : 마이너스 금리, 회색 : 플러스 금리, 흰색 : 미발행)

Bond yields

■ Negative ■ Positive □ Not issued



자료: WSJ, Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

2

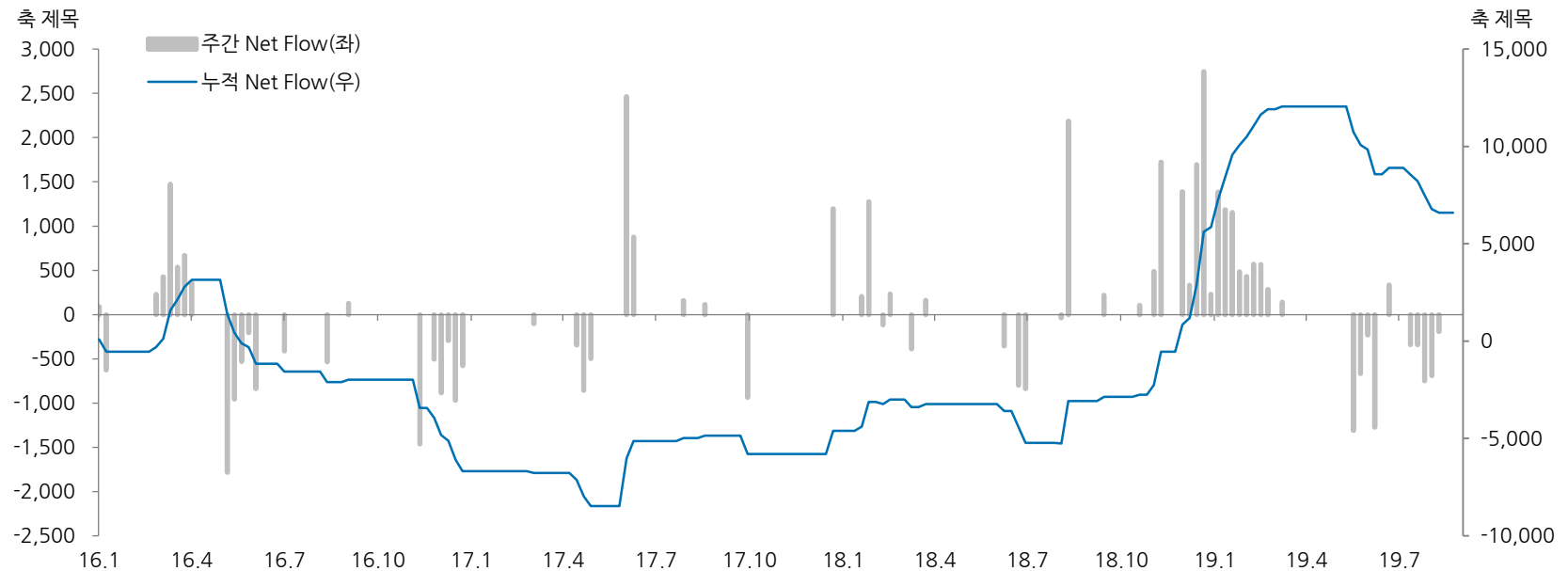
패시브자금 유출 압력이 지속되고 있는 한국 증시

- 2019년 5월 무역분쟁 재점화 사태 이후 외국인 패시브자금은 순유출로 전환, 국내 증시에 하방압력
- 원/달러 환율 급등으로 일부 외국인 투자자들이 환(FX) 손실 구간에 진입한 것도 자금 유출의 추가적인 요인
- EWY와 EEM, IMEG 합산 시 약 2조원에 달하는 외국인 패시브 자금이 5월 이후 유출
- KOSDAQ 시장에서는 잠재적인 매도 물량 출회 리스크가 상존
- 2018년 1월 이후 KOSDAQ 150 지수는 약 46% 하락한 반면, 같은 기간 ETF 순매수 총액은 오히려 늘어난 상황

외국인 패시브 자금은 유출세 지속

- 2018년 말~2019년 초 MSCI 한국 ETF는 약 1.4조원의 패시브 자금이 순유입, 연초 단기 강세장 형성에 기여
- 2019년 5월 무역분쟁 재점화 사태 이후 순유출로 전환하며 국내 증시에 하방압력을 가하고 있는 상황 (5월~8월 현재 5,500억원 유출)
- 매크로상 악재 이외에도 반도체 업황 턴어라운드 지연, 수출 부진 등으로 국내 상장사들의 이익 개선 기대감이 회복되지 못한 것도 자금유출의 배경

MSCI 한국 ETF(EWY) Net Flow - 올해 1월 단기 강세장의 불씨 역할을 했으나, 5월 이후 약세장을 부채질하는 역할로 바뀌었다



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

외국인 패시브 자금 유출 배경은 FX 손실도 영향을 준 것으로 판단

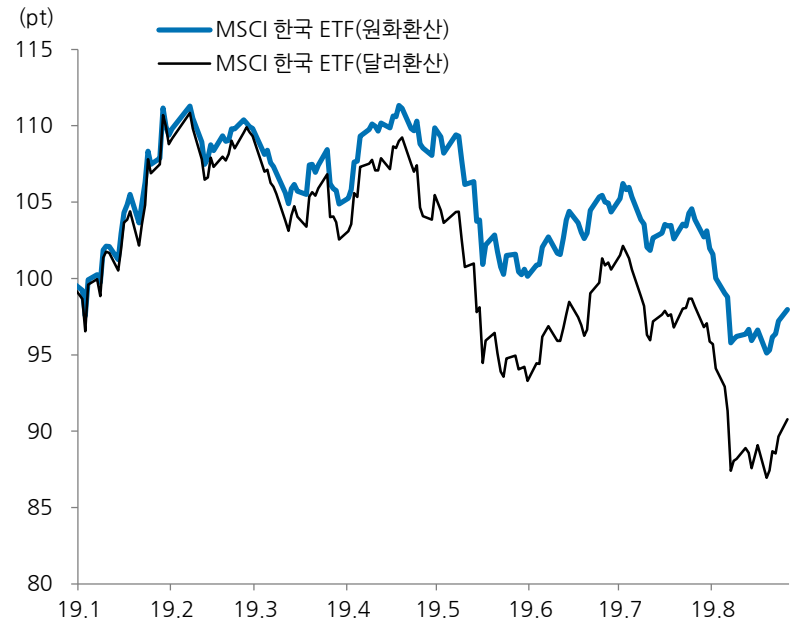
- 이외에도 원/달러 환율 급등으로 일부 외국인 투자자들이 환(FX) 손실 구간에 진입한 것도 자금 유출의 추가적인 요인
- 외국인 투자자 입장에서는 원화 표시 수익률이 아닌 달러 표시 수익률이 중요
- 올해 1~4월까지 1,100~1,140원대에서 레인지 장세를 보였던 원/달러 환율은 5월 이후 급등세를 보이면서 현재 1,210원대 진입
- 따라서 4월까지 원화 환산 vs 달러 환산 수익률의 차이는 크지 않았으나, 5월 이후 이 둘 간의 수익률 차이가 확대
- 2019년 8월 23일 기준 KOSPI 환산 수익률 차이는 7.7%, MSCI 한국 ETF 수익률 차이는 8.2% → 원/달러 환율 하락 전환 필요

원화 VS 달러 환산 KOSPI 비교



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

원화 VS 달러 환산 MSCI 한국 ETF 비교

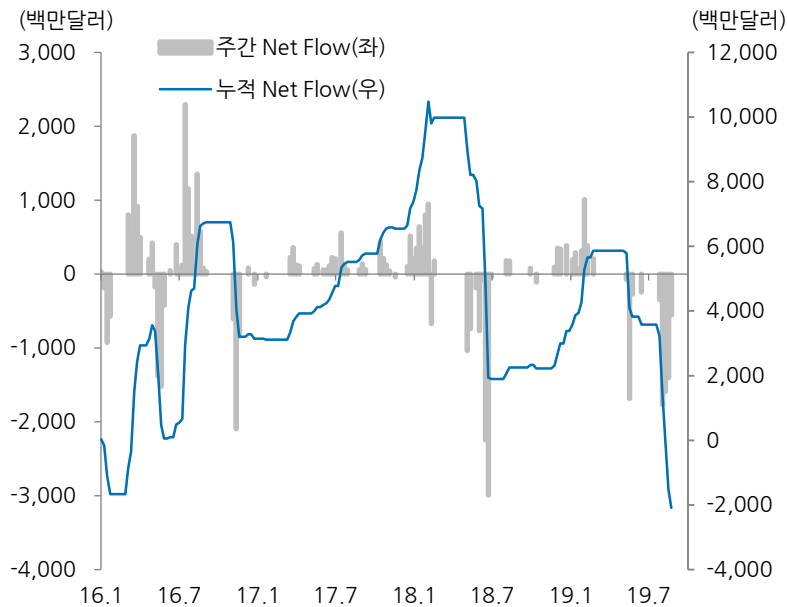


자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

MSCI EM ETF에서의 자금유출도 국내 증시의 반등을 저해하는 요인

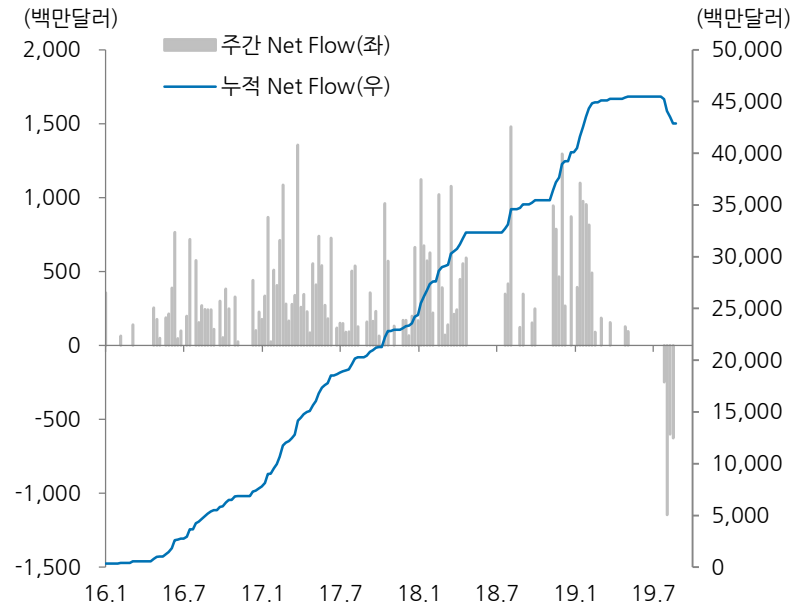
- MSCI 이머징 마켓 지수의 리밸런싱 이벤트(한국 비중 축소) 이외에도, 이머징 마켓 전반적으로 자금 유출이 일어나고 있다는 점도 부담
- EEM, IEMG 등 대표적인 이머징마켓지수 추종 ETF 모두 (한국 ETF와 마찬가지로) 5월 이후 본격적인 자금유출세로 전환
- 5월 이후 EEM, IEMG에서 총 105억달러(약 12.3조원)가 순유출됐으며, 이 중 한국에서 순유출된 자금은 약 1.5조원
- EWY와 EEM, IEMG 합산 시 약 2조원에 달하는 외국인 패시브 자금이 5월 이후 유출된 것으로 볼 수 있음

MSCI 이머징 ETF(EEM) Net Flow



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

MSCI Core 이머징 ETF(IEMG) Net Flow

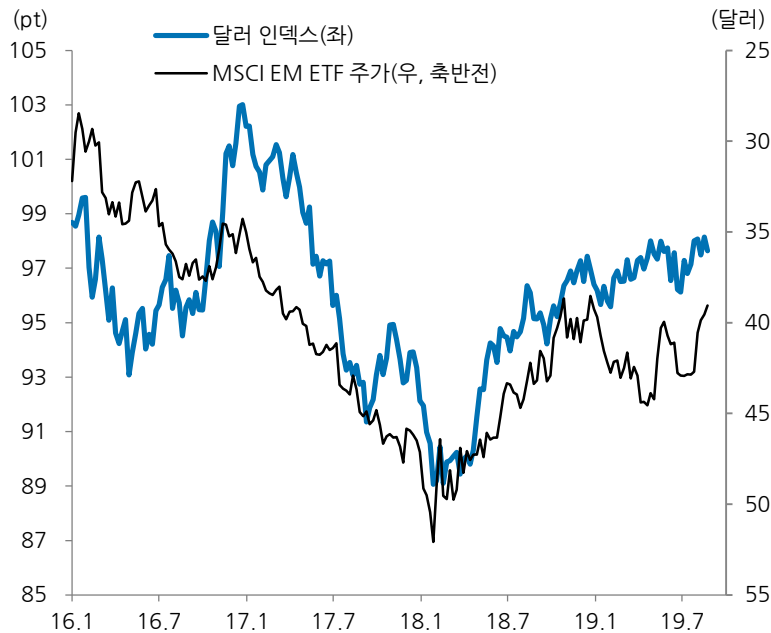


자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

EM ETF에서 자금 유출이 중단되기 위해서는 달러 강세 부담 해소가 관건

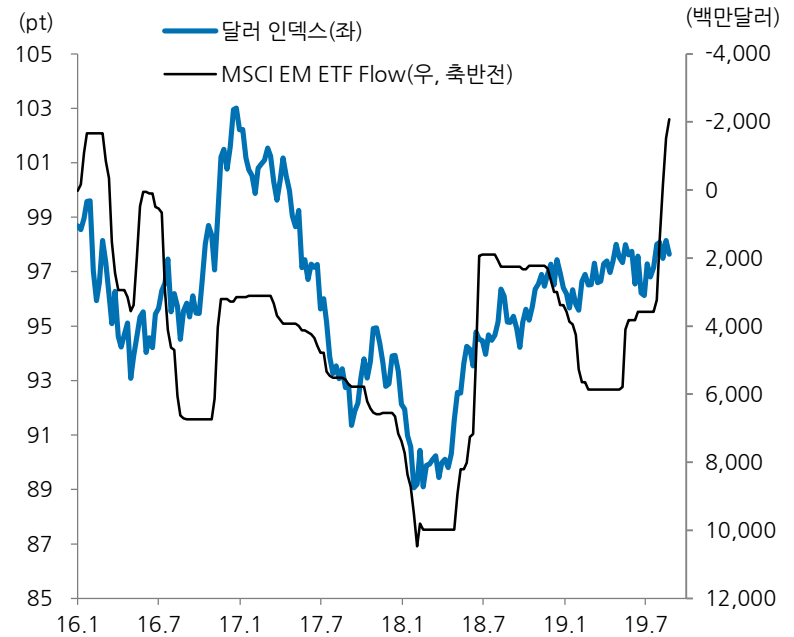
- MSCI 이머징 ETF들에서 자금 유출세가 중단되기 위해서는 달러 강세 부담 해소되는 것이 관건
- 자본유출 우려 등으로 선진국에 비해 상대적으로 달러화 가치 변화에 민감하다는 점이 신흥국 주식시장의 특성
- 달러 인덱스와 MSCI ETF 주가 및 Net Flow간에는 (-)의 상관관계를 보이는 경향
- 무역분쟁 뉴스플로우 장세 장기화 가능성 확대, 연준의 금리인하 경로 불확실성 등을 감안 시 당분간 달러 강세 환경은 지속될 전망
- MSCI 한국 ETF의 경우에도 원/달러 환율이 단기간에 추세적인 하락전환을 하기 힘든 환경에 직면해있다는 점도 염두에 둘 필요

달러 인덱스와 MSC EM ETF(EEM) 주가



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

달러 인덱스와 MSC EM ETF(EEM) Net Flow



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

잠재적 리스크로 남아있는 KOSDAQ 150 ETF 매수 물량

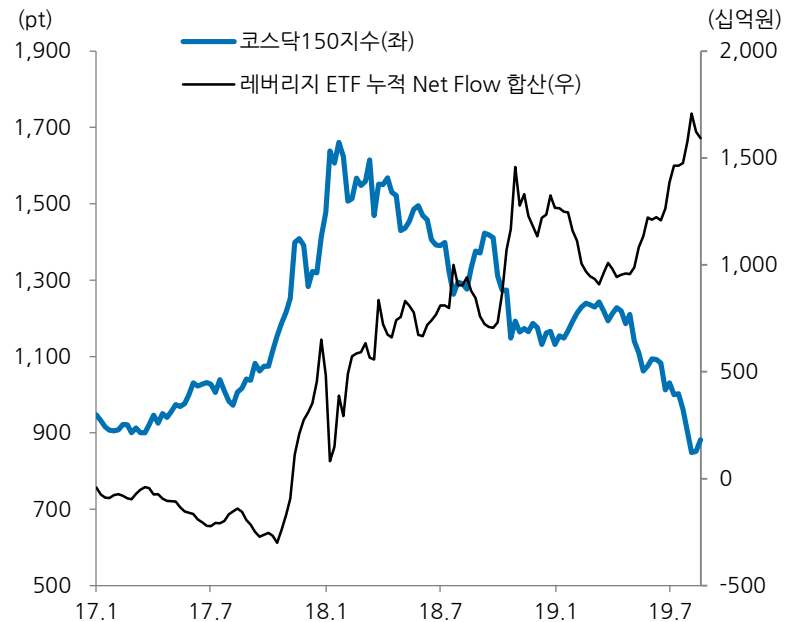
- KOSDAQ 시장에서는 잠재적인 매도 물량 출회 리스크가 상존
- KOSDAQ150 ETF는 2017년 말 정부의 코스닥 시장 활성화 정책에 힘입어 인기를 끌었음
- 당시 개인투자자들은 직접 매매, 은행권 신탁 계정을 통해 KOSDAQ150 1배, 레버리지 ETF를 집중적으로 순매수
- 2018년 1월 이후 KOSDAQ 150 지수는 약 46% 하락한 반면, 같은 기간 ETF 순매수 총액은 오히려 늘어난 상황
- 이미 손실구간이 크게 확대됐기 때문에 홀딩하고 있는 것으로 보이지만, 자포자기성 환매 물량이 나올 가능성도 배제할 수 없음
- KOSDAQ150 ETF는 활발한 거래량, LP 존재로 일정부분 환매물량을 소화할 수 있으나, 특정 수준을 넘어서면 실제 KOSDAQ150 지수에 수급충격을 가할 우려

KOSDAQ150 ETF (KODEX+TIGER)



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

KOSDAQ150 레버리지 ETF (KODEX+TIGER)



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

KOSPI 200 ETF는 상대적으로 양호한 수준

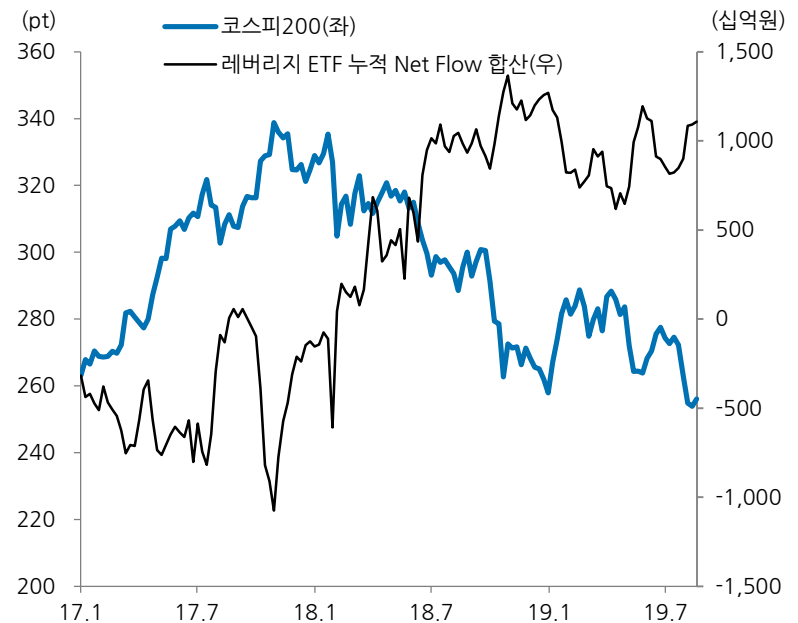
- 또 다른 국내 대표 ETF인 KOSPI200 ETF는 상황이 그나마 나은 편
- 2018년 1월 고점 이후 KOSPI200은 약 23% 하락, 같은 기간 KOSPI200 1배 ETF (KODEX+TIGER)의 순매수 잔액은 소폭 감소
- 레버리지 ETF의 경우 순매수 잔액이 늘어나긴 했으나, KOSDAQ 시장에서 비해 외국인과 기관의 거래비중이 높다는 점을 감안시
- 실제 손절매성 환매물량이 나온다고 하더라도, KOSPI200 지수에 미치는 수급충격은 크지 않을 전망(기관, 외국인들은 K200 ETF들도 매매)

KOSPI200 ETF (KODEX+TIGER)



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

KOSPI200 레버리지 ETF (KODEX+TIGER)



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

Market 한지영
02)6923-7349
hedge0301@capefn.com

3

결론 : 수급 불안 지속, 보수적 대응 유지 필요

- 23일(맞불 관세 예고), 26일(무역협상 시사) 이틀에 걸쳐 무역협상 뉴스 플로우 분위기가 급변하는 어려운 상황
- 트럼프의 노골적인 파월의장 비판 등 연준의 통화정책 독립성 논란 및 금리인하 경로 불확실성도 상존
- 매크로 불확실성이 단기간에 해소되기 어려울 것이기 때문에, ETF 시장에서는 현재와 같은 수급 환경 지속 전망
- 시장의 방향성을 파악할 수 있는 Long ETF/Short ETF 상대강도 역시 5월 이후 방향성이 부재함을 시사
- 9월 예정된 무역협상, FOMC, ECB 회의 등 대형이벤트도 소화하기가 어려운 환경인 만큼, 당분간 보수적 대응 유지

미중 무역분쟁 뉴스플로우 장세 심화

- 9월 중 무역협상을 앞두고, 8월 23일 미국과 중국은 추가 관세를 예고
- 심리적인 임계치로 인식됐던 “25%” 관세율도 미국의 인상조치(기존 2,000억달러 중국산 제품 25%→30%)로 상단이 열려버린 상황
- 그러나 26일, 트럼프는 시진핑을 위대한 지도자로 치켜 세우며 무역협상에 나설 것이라고 급격한 태세 전환
- 협상 기대감이 재차 부각되긴 했으나, **현재 시장은 완전히 무역분쟁 뉴스플로우에 영향을 받는 장세가 심화되고 있음**

미중 양국 관세부과 현황 (update)

발효일	국가	내용	규모(억달러)	현 관세율	8월 23일 변경사항
1차 (2018.07.06)	미국	기계, 선박, 통신 등 818개 중국산 제품	340	25%	- 2019년 10월 1일, 25%에서 30%로 인상 예정
	중국	대두, 스위치 등 545개 미국산 제품	340	25%	
2차 (2018.08.23)	미국	반도체, 플라스틱, 전기차 부품 등 279개 중국산 제품	160	25%	- 2019년 10월 1일, 25%에서 30%로 인상 예정
	중국	자동차, 의료장비, 에너지 등 333개 미국산 제품	160	25%	
3차 (2018.09.24)	미국	화학, 전기전자 부품, 매트리스 등 5,745개 중국산 제품	2,000	25%	- 2019년 5월 10일, 10%에서 25%로 인상 - 2019년 10월 1일, 25%에서 30%로 인상 예정
	중국	항공기, 농산물, 전자기기 등 5,207개 미국산 제품	600	10~25%	2019년 5월 13일, 5~10%에서 10~25%로 인상
4차 (2019.09.01, 2019.12.15)	미국	- 농산물, 의료, 스포츠웨어 등 (9월 1일 부과 예정) - 휴대폰, 노트북, 완구 등 (12월 15일 부과 예정)	3,000	15% 예정	기존 10% 예정이었으나, 중국의 보복 관세 발표 후 15%로 인상
	중국	- 원유, 대두(이하 5%) 돼지고기, 소고기, 닭고기, 면화 등 기타 농산물(이하 10%), 일부 운송품목(30~35%) - 12월 15일, 기존에 부과하지 않았던 자동차 및 자동차 부품에 대한 관세 각각 25%, 5% 부과 예정	750	5~10%	미국과 같은 타임라인 스케줄로 9월, 12월 두 차례에 걸쳐 부과 예정

자료: 언론취합, 케이프투자증권 리서치본부

연준의 정책 불확실성도 부담

- 22~24일 잭슨홀 컨퍼런스에서 파월의장이 향후 금리인하 경로에 대해 모호한 시그널을 보냈다는 점도 부담
- “무역분쟁이 기업투자 및 성장을 악화시키는 요인이라면, 연준의 통화정책만으로는 대응할 수 없다”고 지적하면서, 트럼프의 금리 인하 요구에 반박
- 트럼프는 7월 FOMC 이후 7차례에 걸쳐 연준의 금리인하 압박을 요구하며 비판을 지속한
- 23일 파월의장 발언 직후에도 미국의 적은 중국이 아니라 연준일 수 있다고 비판하며 시간이 지날수록 수위를 높이고 있는 상황
- 독립성을 추구하는 연준 입장으로서도, 트럼프의 압박에서 자유로울 수 없기 때문에 9월 FOMC까지 연준의 정책 불확실성 지속 전망

7월 말 FOMC 이후 트럼프의 연준 비판 - 시간이 지날수록 비판 수위 높아지고 있는 모습

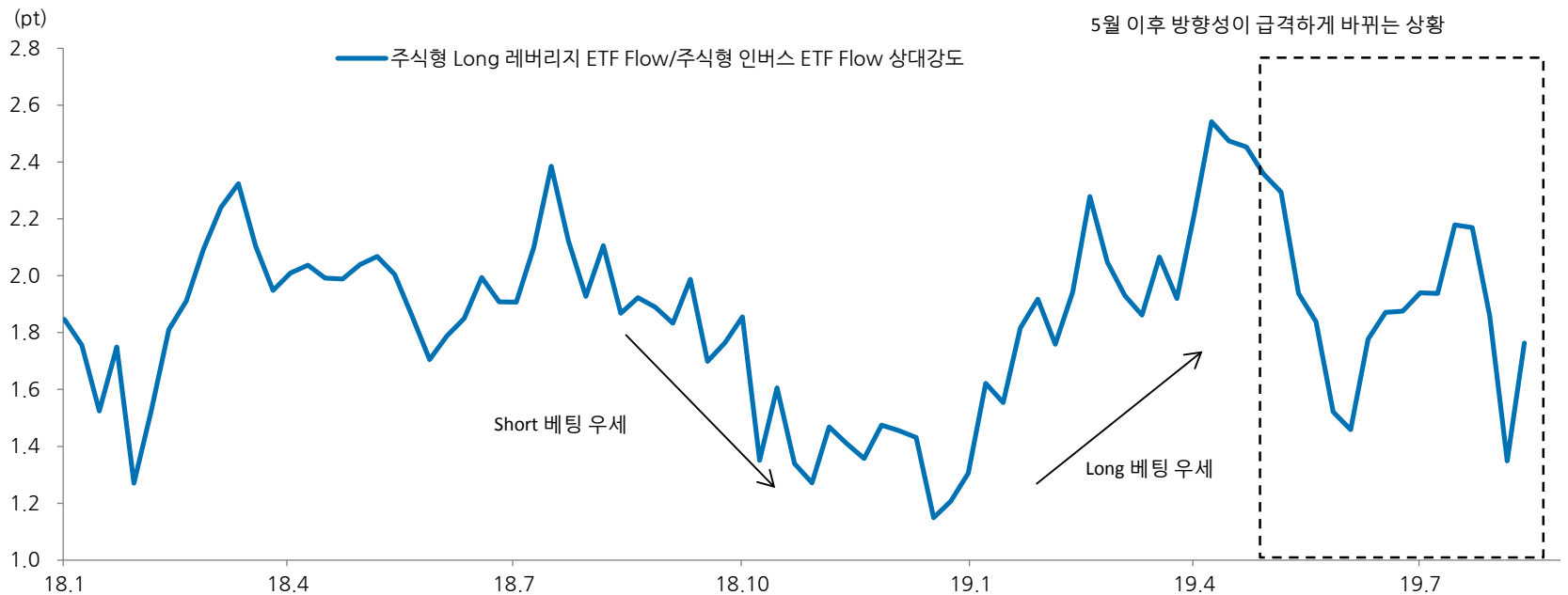
일시	내용
2019.07.31	"시장이 파월과 연준에게 원했던 것은 장기적이고 공격적인 금리인하의 시작" "평소와 다름없이, 파월 의장은 우리를 실망하게 만들었다"
2019.08.07	"우리의 문제는 중국이 아니라 긴축정책의 실수를 인정하지 않은 연준에게 있다" "연준은 반드시 더 큰 폭의 금리인하를 빠른속도로 해야하며, 양적긴축도 당장 중단해야 한다"
2019.08.08	"연준의 높은 금리 정책이 달러 강세를 유발하고 있으며, 이는 미국 제조업체들의 다른 나라와 경쟁을 어렵게 만든다" "미국은 위대한 기업들을 보유하고 있지만, 불행하게도 연준에게는 이 말을 적용할 수가 없다"
2019.08.14	"우리의 무역정책은 중국에게 승리를 거두고 있으며, 사실상 우리의 문제는 중국이 아니라 연준에게 있다"
2019.08.19	"달러 강세 심화가 전세계 다른 국가들을 해치고 있기 때문에, 미국의 금리는 단기간에 최소 100bp인하해야 한다"
2019.08.21	"중국을 포함한 다른국가와 무역협상은 잘되고 있지만, 유일한 미국의 문제는 파월 연준 의장" "파월은 골프 퍼팅을 제대로 하지 못하고 있지 않은 사람 같으며, 큰 폭의 금리인하를 단행한다면 미국은 크게 성장할 것"
2019.08.22	"독일은 30년물 국채를 마이너스금리에 발행하면서 미국과 경쟁하고 있다" "반면 그들(연준)은 늙은 빠진 사람처럼 움직인다, 싸우던가 그게 싫으면 집에 돌아가라"
2019.08.23	"연준은 (잭슨홀 컨퍼런스에서) 아무것도 하지 않았다" "파월의장, 시진핑 주석 중 누가 우리의 더 큰 적인지가 나의 유일한 의문"

자료: 언론취합, 케이프투자증권 리서치본부

결론 : 패시브 수급 불안 잔존, 보수적 대응을 유지해야 하는 시기

- 매크로 불확실성이 단기간에 해소되기 어려울 것이기 때문에, ETF 시장에서는 현재와 같은 수급 환경은 지속될 전망
→ 신흥국 ETF 자금 유출, 선진국 시장 내 로우볼+배당팩터 ETF 자금 유입, 안전자산형(금+채권) ETF 수요
- 시장의 방향성을 파악할 수 있는 Long ETF/Short ETF 상대강도 역시 5월 이후 방향성이 급격히 바뀌고 있음 → 방향성 부재 시사
- 국내 증시도 8월 MSCI 리밸런싱 이벤트 종료에도 환율 부담, KOSDAQ150 손절매성 환매물량 출회 리스크 등 패시브 수급 불안이 잠재
- 9월 예정된 무역협상, FOMC, ECB 회의 등 대형 이벤트도 소화하기가 어려운 환경인 만큼, 당분간 보수적 대응을 유지할 필요

Long vs Short ETF Flow 상대강도 - 현재 명확한 방향성이 나타나지 않아



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

Part 3.

불확실성 확대 속 안전지대 찾기

Summary

불확실성 확대 속 안전지대 찾기

▶ 미국 증시 상승의 숨겨진 동력: 배당과 자사주 매입

- 미국 상장 기업들은 배당 지급과 자사주 매입을 통한 주주환원정책을 지속적으로 확대, 이를 통한 연간 수익률은 연 평균 5% 수준을 유지
- 증시 호황기 동안 자사주 매입 증가율은 배당 증가율을 상회. 자사주 매입을 통한 주가 부양 효과가 직접적으로 나타난다는 점에서 주주환원정책의 주가 부양 효과가 더 강하게 발생함
- 자사주 매입이 크게 증가하는 배경으로는 1) 배당지급의 경직성, 2) 2010년대 저금리 기조 확산, 3) 트럼프 행정부의 세제 개편안을 들 수 있음
- 트럼프 행정부의 세제 개편안 영향에 따른 배당 및 자사주매입 확대 영향으로, 2018년 미국 증시의 수익률은 다른 국가 대비 양호한 수준을 기록

▶ 배당 지급 및 자사주 매입 확대에 대한 불확실성 확대

- 당기순이익 대비 배당 지급 및 자사주 매입 비율은 2015년 기준 100%를 상회, 2018년 이후에는 110% 수준에 근접. 기업 이익보다 더 많은 금액을 배당 지급 및 자사주 매입에 사용
- 이는 향후 상장사 이익 증가세가 정체 또는 감소 전환할 경우, 현재 수준의 배당 지급 및 자사주 매입 규모를 유지하는 것이 어려워질 수 있음을 시사
- 미중 무역분쟁 장기화로 상장사 실적에 대한 실적 우려가 확대되면서, 기업들의 실적 서프라이즈에도 상장사 실적 추정치는 하향세를 지속
- 올해 상반기 동안 실제로 지급된 배당금 및 자사주 매입 규모 또한 전년 동기 대비 크게 둔화되며 증시 상승의 주요 동력 중 하나인 주주환원정책의 지속성에 대한 시장 내 우려가 확대

▶ 불확실성 확대 속 안전지대 찾기: 안정적인 지속적 배당 창출 종목군에 주목

- 기업의 미래 이익에 대한 기대감 약화로 배당과 자사주 매입 확대에 대한 기대감 또한 약화되며 배당수익률이 높고 자사주 매입 비율이 높은 종목군의 수익률이 부진
- 반면, 장기적으로 배당이 연속적으로 증가하여 안정적이고 지속 가능한 배당 창출이 가능한 종목군에 대한 시장 내 관심이 확대
- 상장사 실적 부진이 지속되고 이로 인한 배당 지급 및 자사주 매입에 대한 지속될 경우, 향후 안정적 현금흐름 창출이 기대되는 종목군에 대한 관심이 확대될 것으로 기대

1

미국 증시 상승의 숨겨진 동력: 배당과 자사주 매입

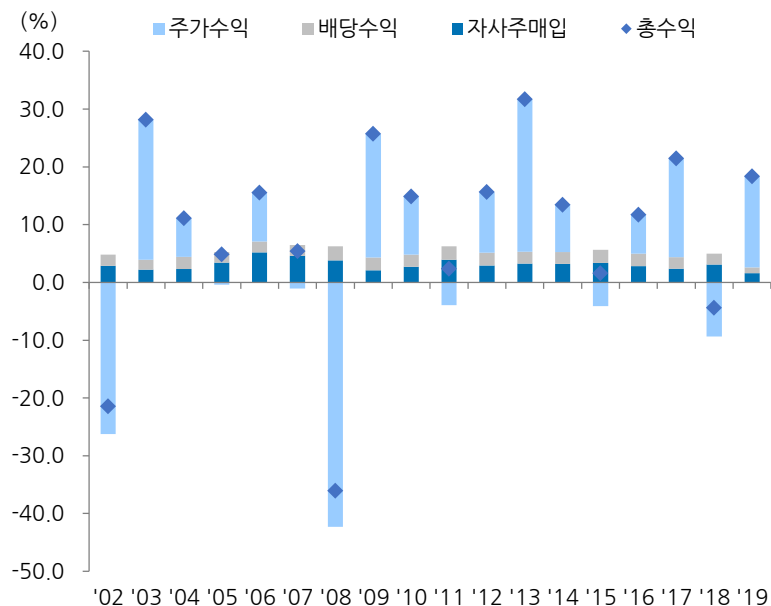
- 미국 상장 기업들은 배당 지급과 자사주 매입을 통한 주주환원정책을 지속적으로 확대
- 증시 호황기 동안 자사주 매입 증가율은 배당 증가율을 상회, 주주환원정책의 추가 부양 효과가 더 강하게 발생함
- 자사주 매입 증가 배경: 1) 배당지급의 경직성, 2) 2010년대 저금리 기조 확산, 3) 트럼프 행정부의 세제 개편
- 세제 개편안 영향에 따른 배당 및 자사주매입 확대 영향으로, 2018년 미국 증시의 수익률은 양호한 수준을 기록



미국 증시 상승의 숨겨진 동력: 배당과 자사주 매입

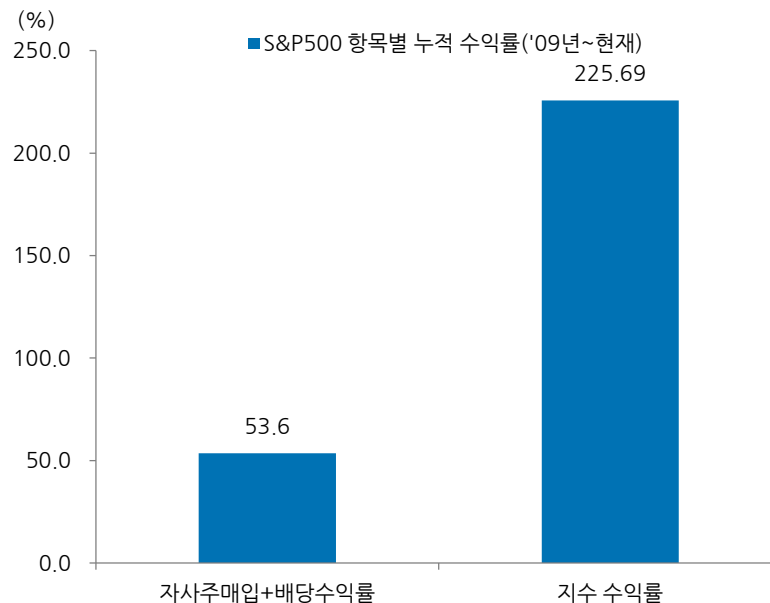
- 기업은 주주에게 직접 배당을 지급하거나, 시장에서 자사주를 매입하는 정책을 통해 잉여 이익을 주주들에게 환원
- S&P500 기준으로, 금융위기 이후 현재까지 자사주 매입과 배당 수익을 통해 창출된 수익은 약 54%로, 동기간 S&P500 지수 수익률의 40% 수준을 기록
→ 증시 하락기에는 지수 하락을 방어하고, 증시 상승기에는 지수 상승을 지속시키는 주요 요인 중 하나로 작용
- 미국 상장 기업들은 주주 환원정책을 지속적으로 확대했으며, 배당과 자사주 매입을 통한 연간 수익률은 연 평균 5% 수준을 현재까지 유지함

S&P500 지수 부문별 수익률 분해



자료: Refinitive, 케이프투자증권 리서치본부

S&P500 항목별 누적 수익률 ('09년~현재)

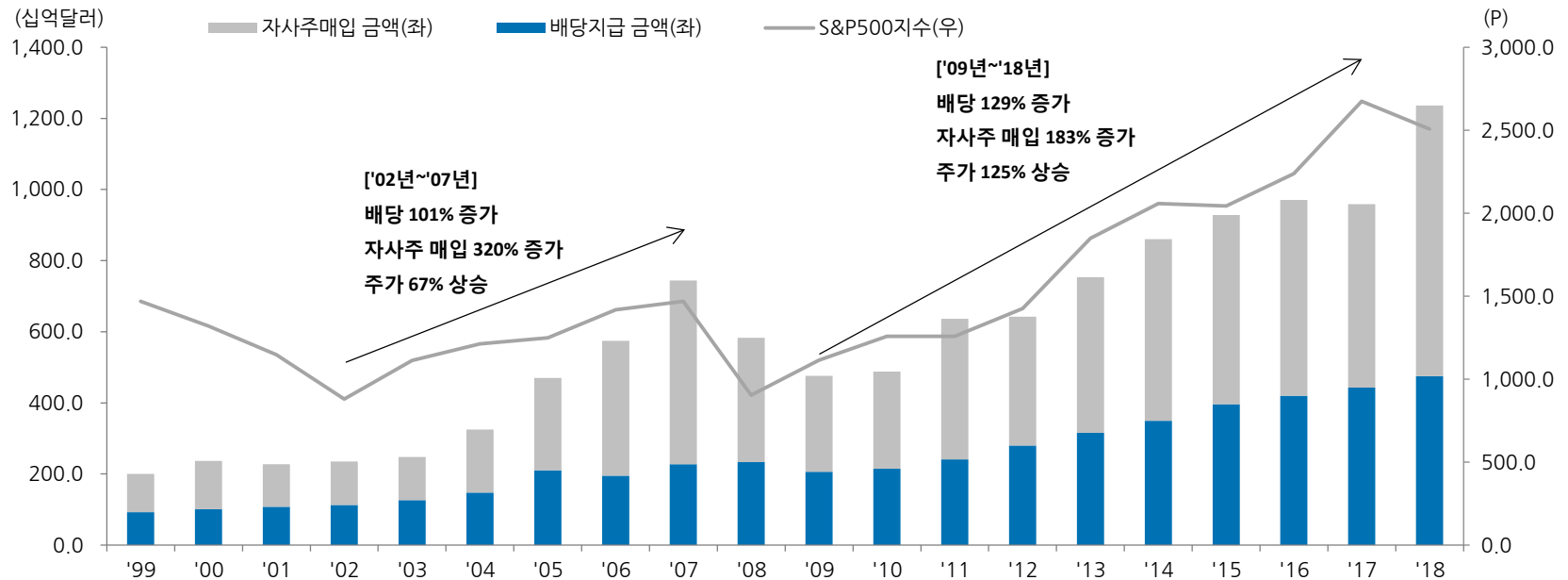


자료: Refinitive, 케이프투자증권 리서치본부

배당보다는 자사주 매입이 증시 호황기에 큰 폭으로 증가

- 증시 호황기 동안에는 자사주 매입 증가율이 배당 증가율을 상회하는 경향이 존재
- 금융위기 전 증시 상승기('02년~'07년) 당시 S&P500 기업의 배당 규모는 67% 증가한 반면, 같은 기간 동안 자사주 매입 규모는 320% 증가
- 금융위기 이후 현재까지 증시 상승기('09년~'18년) 동안 배당 규모는 129% 증가한 반면, 같은 기간 동안 자사주 매입은 183% 증가
- 자사주 매입의 경우 주가 부양 효과가 직접적으로 나타난다는 점에서 주주환원정책의 주가 부양 효과는 증시 호황기 동안 더 강하게 나타남

배당 지급 및 자사주 매입 / S&P 500 지수 추이

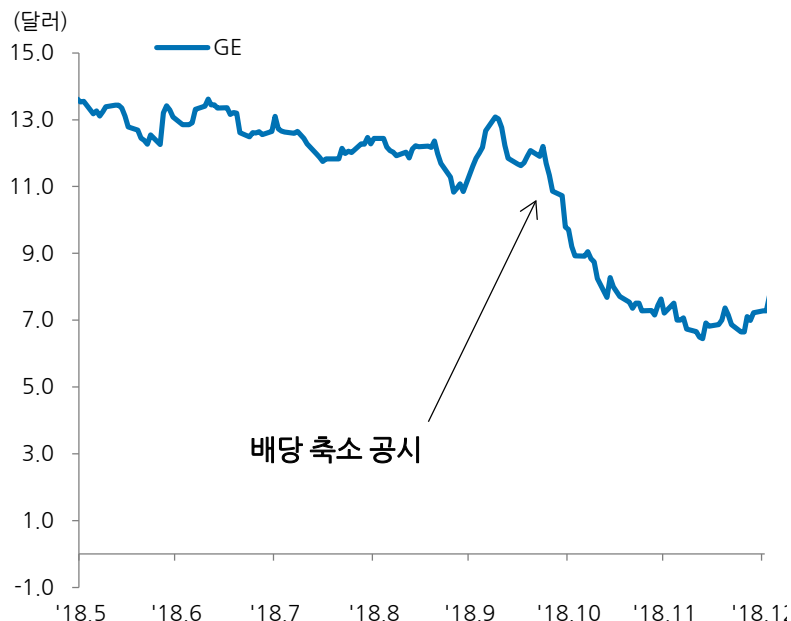


자료: Refinitive, 케이프투자증권 리서치본부

자사주 매입 증가의 배경: 배당 지급의 상하방 경직성

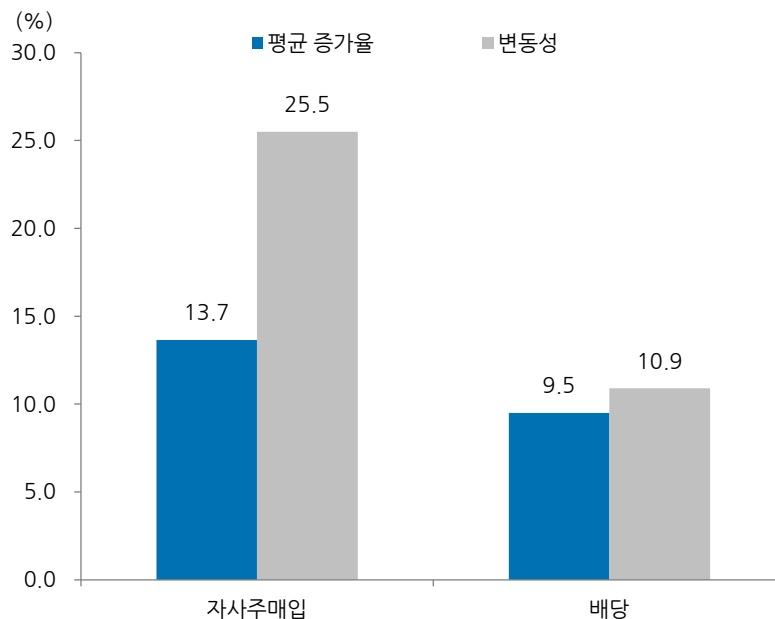
- 배당을 지속한 기업이 배당 지급을 큰 폭으로 축소하거나 중단할 경우, 기업의 상황에 대한 시장의 인식이 급격히 악화되며 주가 급락 요인으로 작용
- 대표적 배당주 중 하나인 GE의 경우 2018년 10월 배당 지급을 주당 1센트로 큰 폭으로 축소, 이후 기업 업황 우려가 부각되며 주가는 급락
- 반대로 배당을 크게 확대될 경우, 증가한 배당 규모를 향후에도 유지해야 한다는 기업들의 부담이 확대
→ 배당 지급에 있어 이익의 증가 및 감소를 전부 반영하지 않고 일부 변동만을 반영하는 경직성이 존재함
- 배당 지급의 경직성으로 일종의 레버리지 효과가 자사주 매입에 발생, 이는 증시 호황기에 자사주 매입 규모가 큰 폭으로 증가하는 요인으로 작용

배당 축소 공시 전후 GE 주가 추이



자료: Refinitive, 케이프투자증권 리서치본부

S&P500 상장사 배당 및 자사주매입 증가율 ('00년~'18년)

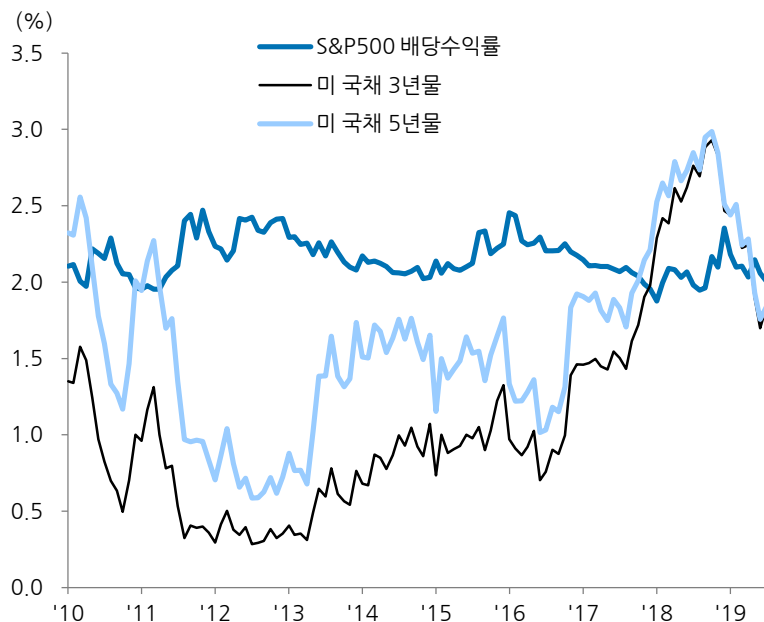


자료: Refinitive, 케이프투자증권 리서치본부

2010년 이후 저금리 기조 확산은 자사주 매입 니즈를 확대

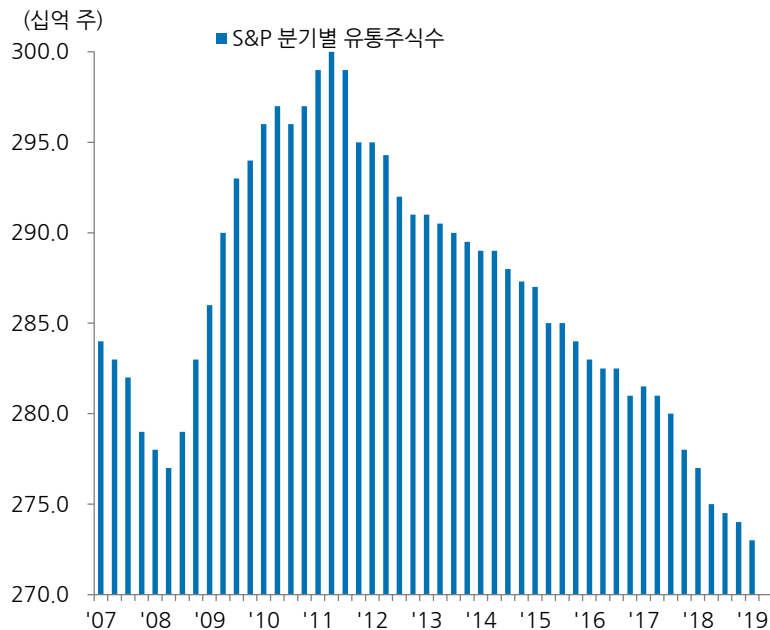
- 미국 국채금리는 금융위기 이후 양적완화 정책을 거치며 2010년 이후에는 1.0%대 부근에서 등락을 거듭
- 저금리 기조가 지속되면서 국채 3년물 금리와 5년물 금리가 모두 S&P500의 배당수익률을 하회
- 기업 입장에서는 회사채 발행 등을 통해 낮은 금리로 자금을 차입한 이후 자사주를 매입한다면 (배당수익률-차입금리)만큼의 차익거래 유인이 발생
- 실제로 애플의 경우, 2012년부터 자사주 매입을 개시, 2013년 170억달러 규모 회사채 발행을 시작으로 주주환원을 위한 회사채 발행을 지속적으로 실시
- 미국 기업들의 자사주 매입 확대로 S&P500 상장 유통 주식수는 2011년 하반기를 기점으로 지속적으로 감소함

S&P500 배당수익률 및 국채 3년/5년물 금리



자료: Refinitive, 케이프투자증권 리서치본부

S&P500 분기별 유통주식수



자료: Yardeni Research, 케이프투자증권 리서치본부

트럼프 대통령의 세제개편안, 최근 기업들의 자사주 매입을 가속화

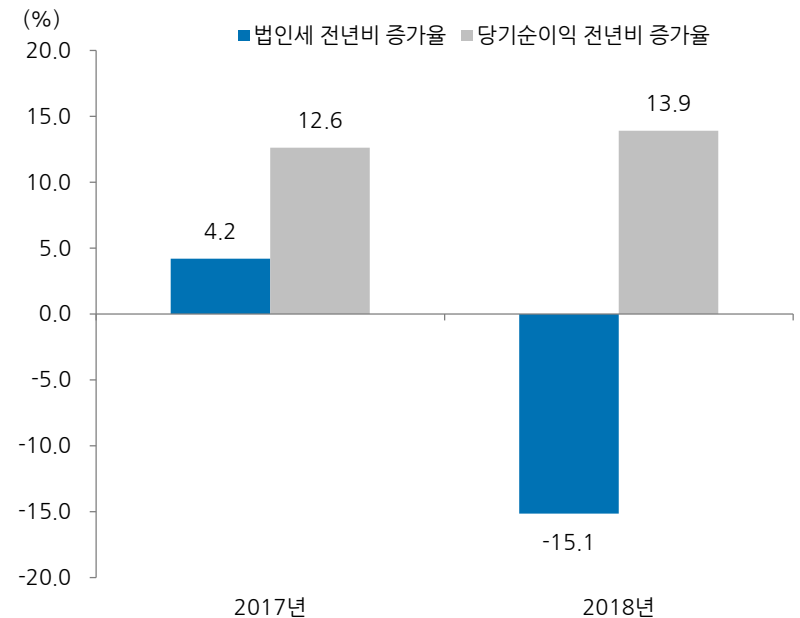
- 트럼프 행정부는 기업 법인세율을 큰 폭으로 인하(35%→21%)하는 것을 골자로 한 세제개편안을 2018년부터 시행
- 세제개편안 영향으로 2018년 S&P500 상장 기업의 법인세 규모는 큰 폭으로 감소했으며, 미중 무역분쟁 영향에도 당기순이익 증가율은 전년 수준을 상회함

트럼프 행정부 세제개편안 주요 내용 (법인세 관련)

항목	기존	개편안
법인세율	35%	21%
소규모사업자 최고 소득세율	39.6%	29.6%
최저세율	존재	폐지
해외소득 과세 방식	글로벌 과세	영토주의 과세
해외 유보소득 송환세율	20~35%	8~15%
설비투자 비용 처리	일부 금액 공제	전액 비용 인정

자료: 언론보도내용 종합, 케이프투자증권 리서치본부

2017년 및 2018년 법인세 및 당기순이익 전년비 증가율

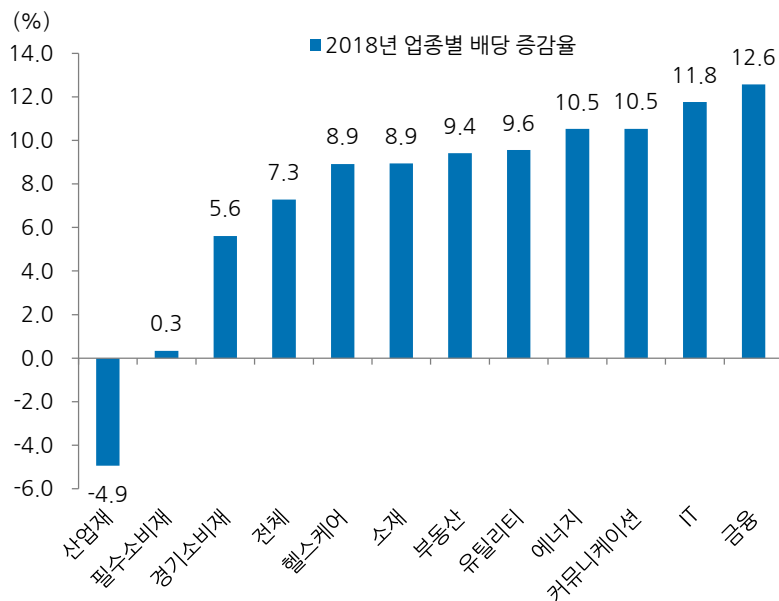


자료: Refinitive, 케이프투자증권 리서치본부

트럼프 대통령의 세제개편안, 기업들의 자사주 매입을 가속화

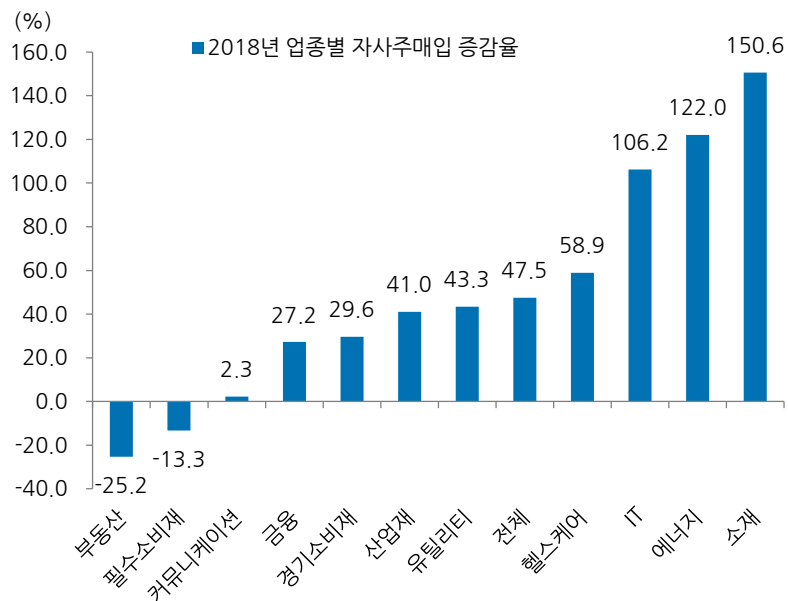
- 미중 무역분쟁 지속으로 기업들이 투자에 소극적인 태도를 보이면서, 세제 개편으로 인한 이익은 주주환원정책(배당+ 자사주매입)에 적극적으로 활용됨
- 2018년 S&P500 상장 기업들의 배당 및 자사주 매입은 전년 대비 모두 증가한 가운데 자사주 매입 규모는 전년비 45%가 넘는 높은 증가율을 기록
- 업종별로는 에너지와 소재, IT 등 미중 무역분쟁으로 인한 불확실성이 확대된 업종들의 자사주 매입이 대폭 증가함
- 주가 부양 효과가 직접적으로 나타나는 자사주 매입이 크게 증가하면서, 무역분쟁 우려 속에도 미국 증시의 수익률은 타 국가 대비 양호한 수준을 기록함

S&P 500 상장기업 업종별 배당 지급 규모



자료: Refinitive, 케이프투자증권 리서치본부

S&P 500 상장기업 업종별 자사주 매입 규모



자료: Refinitive, 케이프투자증권 리서치본부

2

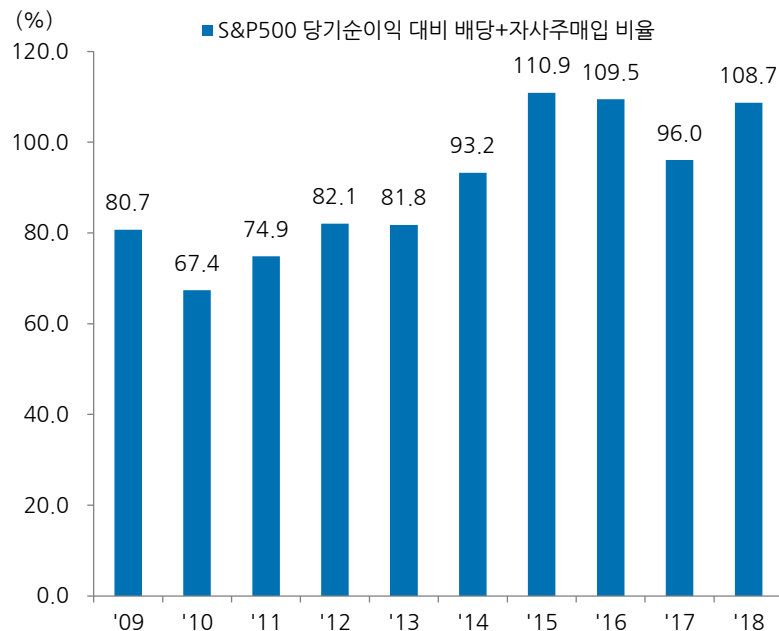
배당 지급 및 자사주 매입 확대에 대한 불확실성 확대

- 배당 지급 및 자사주 매입 비율은 2015년 기준 100%를 상회, 이익보다 많은 금액을 배당 지급 및 자사주 매입에 사용
- 이익 증가세가 정체 또는 감소 전환 시, 현 수준의 배당 지급 및 자사주 매입 규모를 유지하는 것이 어려워질 수 있음
- 무역분쟁 장기화로 상장사 실적에 대한 실적 우려가 확대되면서, 기업들의 상장사 실적 추정치는 하향세를 지속
- 상반기 실제 지급된 배당금 및 자사주 매입 규모가 둔화되며 주주환원정책의 지속성에 대한 시장 내 우려가 확대

배당 및 자사주매입의 불안 요소: 기업 이익을 상회하는 배당 지급 및 자사주 매입

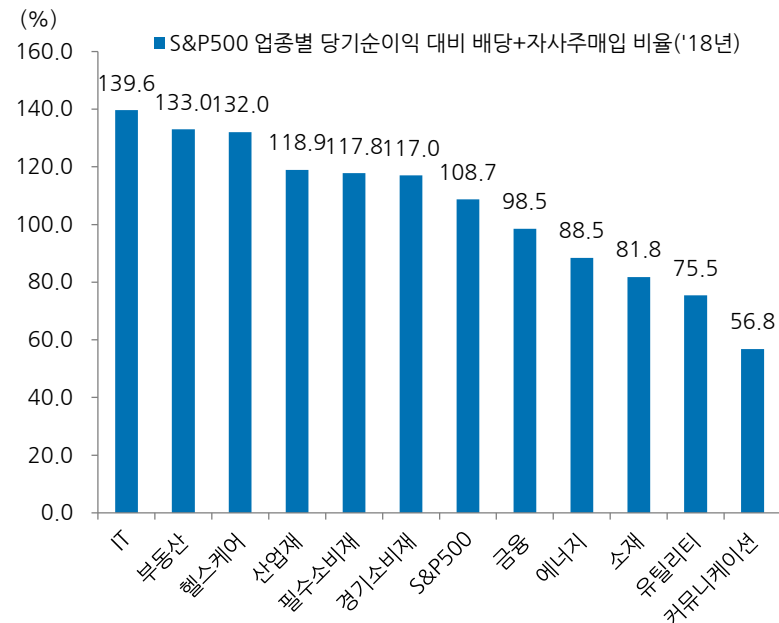
- 당기순이익 대비 배당 지급 및 자사주 매입 비율은 금융위기 이후 지속적으로 상승, 2015년에는 100%를 상회, 2018년에는 110% 수준에 근접
- 기업들이 당해 벌어들인 이익보다 더 많은 금액들을 배당 지급과 자사주 매입에 사용하였음을 의미함
- 업종별로는 IT와 부동산, 헬스케어, 산업재, 소비재 업종들이 이익보다 더 많은 금액을 배당 지급과 자사주 매입에 사용
- 이는 향후 상장사 이익 증가세가 정체 또는 감소 전환할 경우, 현재 수준의 배당 지급 및 자사주 매입 규모를 유지하는 것이 어려워질 수 있다는 점을 시사

S&P500 상장사 당기순이익 대비 배당+자사주매입 비율



자료: Refinitive, 케이프투자증권 리서치본부

S&P500 상장사 업종별 당기순이익 대비 배당+자사주매입 비율

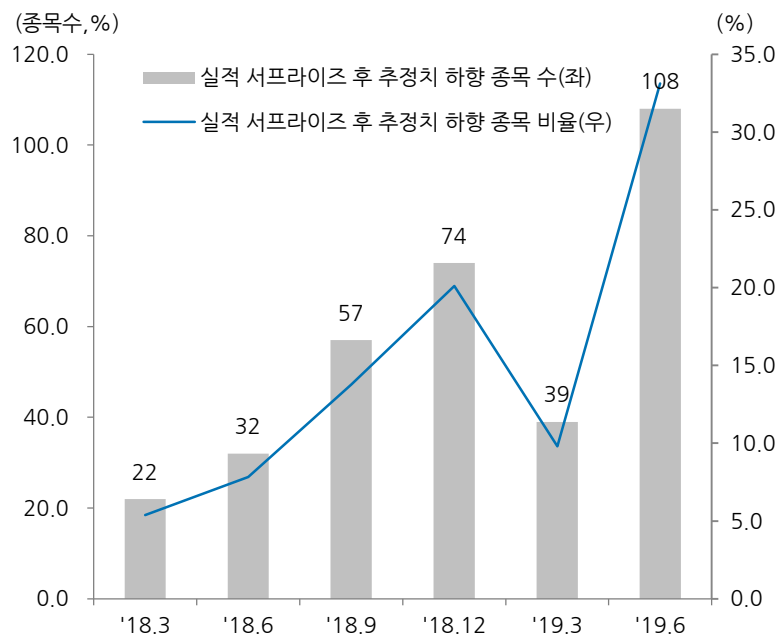


자료: Refinitive, 케이프투자증권 리서치본부

최근 미국 상장사 실적 둔화 및 컨센서스 하향세 확인

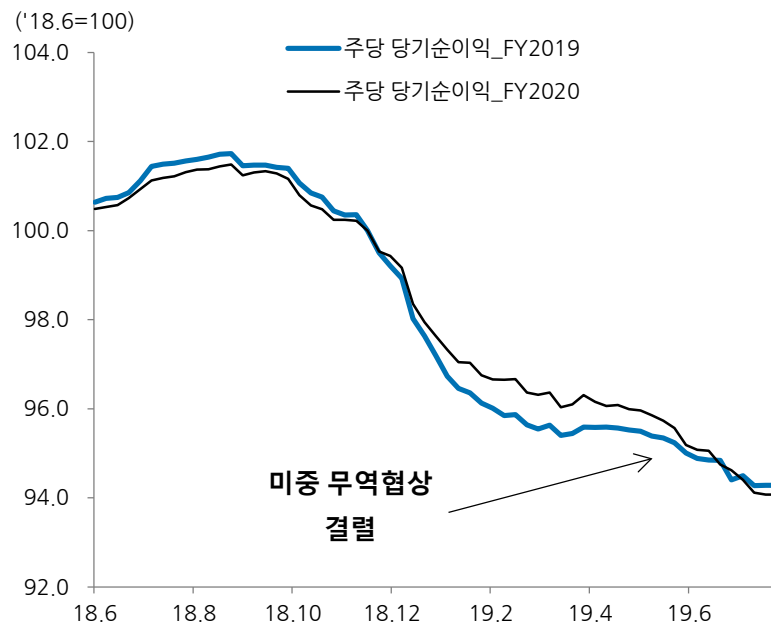
- 2019년 1월 미중 무역협상 재개로 하락세가 둔화되었던 미국 상장사 실적 추정치는 5월 미국의 대중 압박 확대를 계기로 재차 하락세를 재개
- 기업들의 실적 서프라이즈가 2분기 실적시즌에서 지속되고 있음에도 불구하고, 향후 기업 실적에 대한 불안감이 확대되며 실적 추정치 하향세가 지속
- 미중 양국간 무역 갈등 지속으로 3분기 상장사 실적에 대한 시장 내 우려가 완화될 가능성은 제한적인 상황에서 실적 컨센서스 하향세 지속은 불가피한 상황

실적 서프라이즈에도 실적 추정치 하향 종목수가 크게 증가



자료: Refinitive, 케이프투자증권 리서치본부

S&P500 이익 추정치는 2019년 5월을 기점으로 하락세를 재개

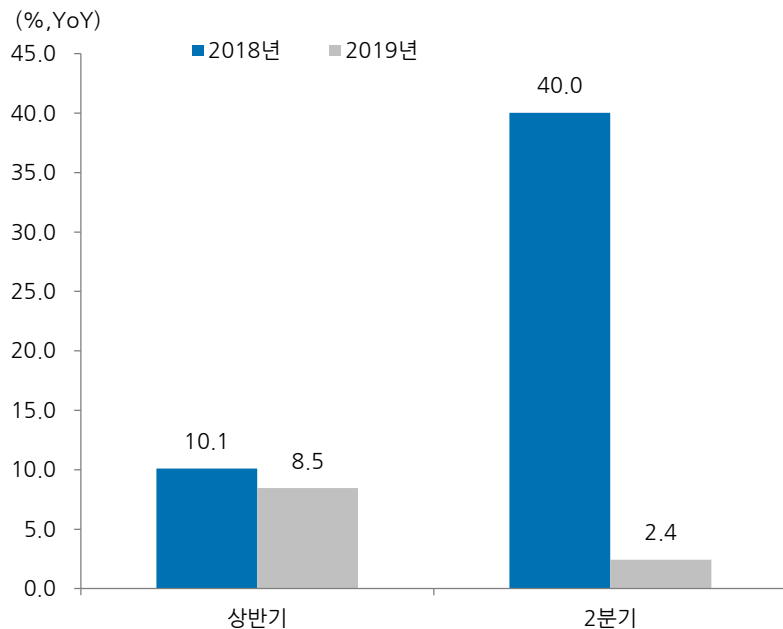


자료: Refinitive, 케이프투자증권 리서치본부

배당 및 자사주 매입 증가세 둔화, 주주환원정책 지속성에 대한 우려 확대

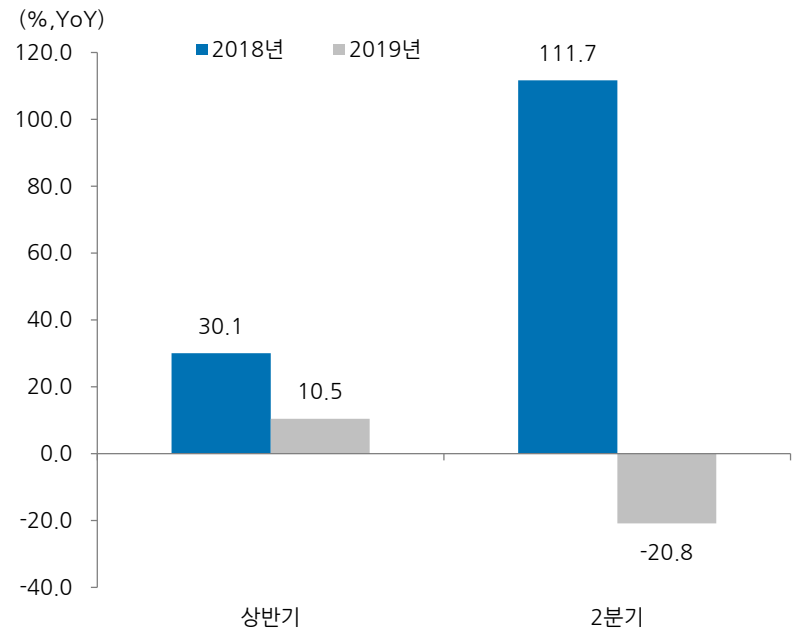
- 최근 상장사 실적 컨센서스 하향세와 더불어, 올해 현재까지 실제로 시행된 배당 지급 및 자사주 매입 규모 또한 증가세가 둔화되는 모습을 보임
- 올해 상반기 S&P500 상장사 기준 배당 지급 및 자사주 매입 규모는 전년 동기 대비 모두 증가세가 둔화되었으며, 자사주 매입 증가세 둔화가 두드러짐
- 2분기 기준으로, 자사주 매입 규모는 전년 동기 대비 마이너스 전환함
- 현 추세가 지속될 경우, 증시 상승의 주요 동력 중 하나인 주주환원정책(배당 지급 및 자사주 매입)의 지속성에 대한 시장 내 우려가 확대될 가능성이 높음

전년비 S&P500 상장사 배당 지급 규모 변화



자료: Refinitive, 케이프투자증권 리서치본부

전년비 S&P500 상장사 자사주 매입 규모 변화



자료: Refinitive, 케이프투자증권 리서치본부

3

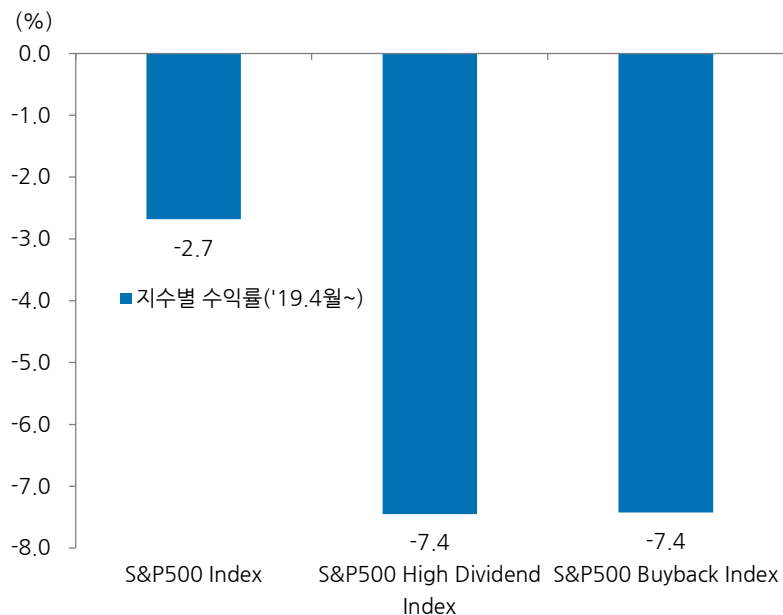
불확실성 확대 속 안전지대 찾기

- 미래 이익에 대한 기대감 약화로 배당과 자사주 매입 확대에 대한 기대감 또한 약화
- 배당수익률이 높고 자사주 매입 비율이 높은 종목군의 수익률이 부진
- 반면, 배당이 연속적으로 증가하여 안정적이고 지속 가능한 배당 창출이 가능한 종목군에 대한 시장 내 관심이 확대
- 상장사 실적 부진이 지속되고 이로 인한 배당 지급 및 자사주 매입에 대한 지속될 경우, 향후 안정적 현금흐름 창출이 기대되는 종목군에 대한 관심이 확대될 것으로 기대

최근 고배당 및 자사주 매입비율 상위 종목군 수익률은 S&P500 지수 수익률을 하회

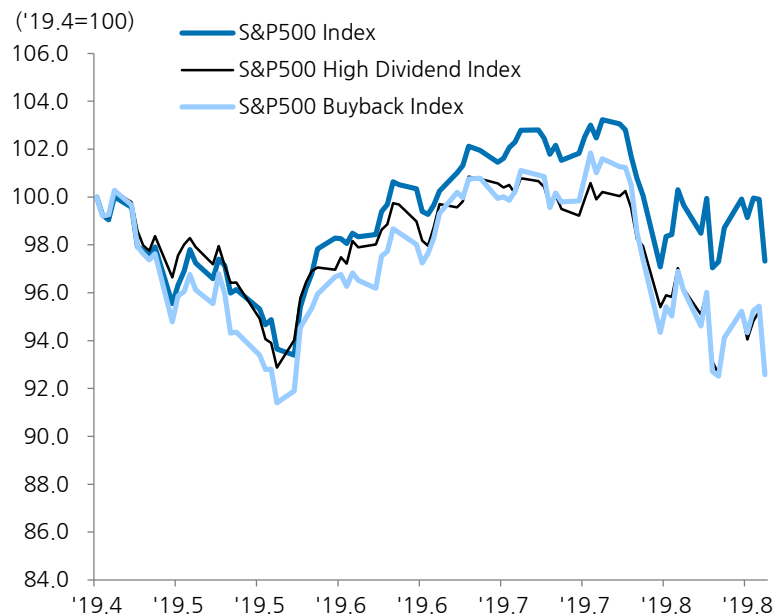
- 기업의 미래 이익에 대한 기대감 약화로 배당 지급 및 자사주 매입 확대에 대한 기대감 또한 약화되며 관련 종목군 주가는 약세를 보임
- S&P500 High Dividend Index: S&P500 지수 구성 종목내 배당수익률 상위 종목들로 구성된 지수
- S&P500 Buyback Index: S&P500 지수 구성 종목내 자사주 매입 비중이 높은 종목들로 구성된 지수
- 무역분쟁 우려가 재부각되고 실적 추정치 하향이 재개된 4월 이후 S&P500 High Dividend Index 및 Buyback Index 수익률은 S&P500 지수를 하회함

S&P500 High Dividend Index 및 Buyback Index 수익률 (4월 이후)



자료: Refinitive, 케이프투자증권 리서치본부

S&P500 High Dividend Index 및 Buyback Index 최근 주가 흐름

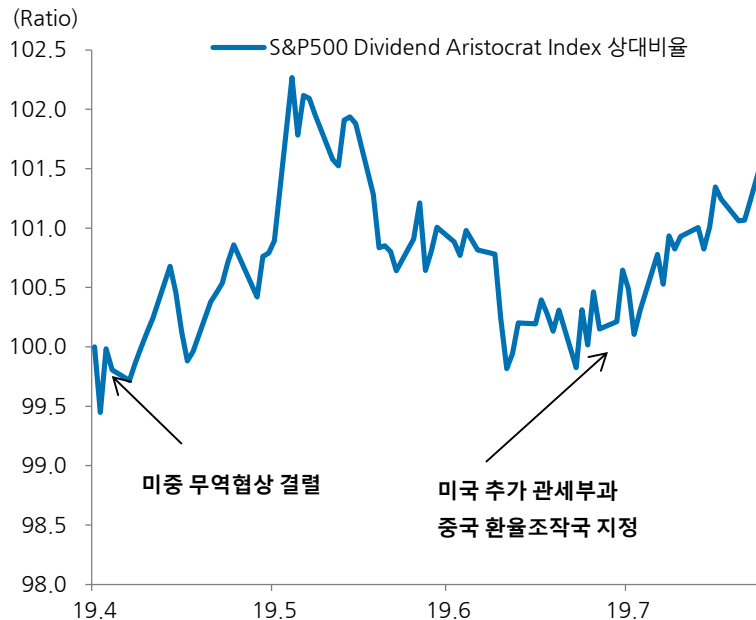


자료: Refinitive, 케이프투자증권 리서치본부

배당의 지속 가능성 및 안정성에 다시금 주목

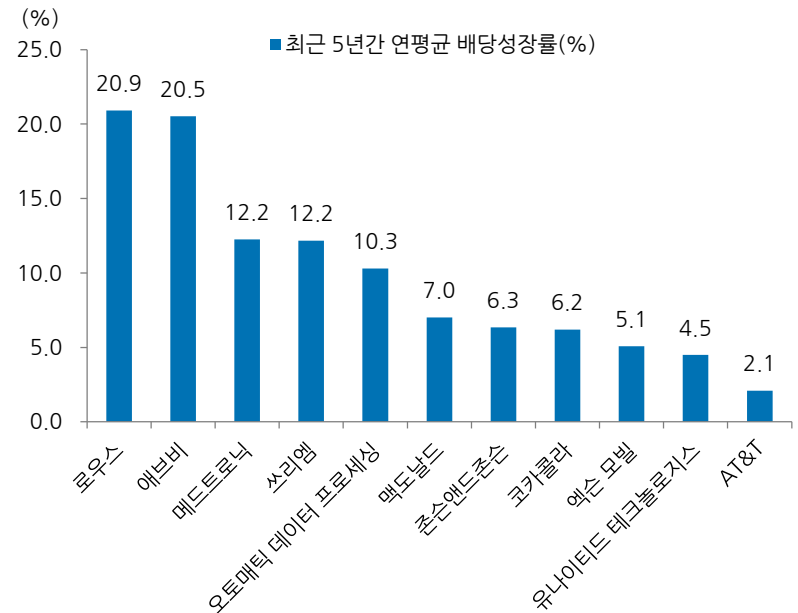
- S&P500 Dividend Aristocrats Index는 S&P500 상장사 중 최근 25년 동안 연속적으로 증가한 종목군으로 구성
- S&P500 지수를 하회한 기존 고배당(High Dividend Index) 및 자사주 매입(Buyback Index) 지수와는 달리, Dividend Aristocrats Index의 4월 이후 지수 수익률은 S&P500 지수 수익률을 상회. 무역분쟁 우려가 확대 시 S&P500 대비 상대비율이 크게 개선
- 이는 향후 배당 지급 및 자사주 매입 증가보다는 안정적이고 지속 가능한 현금흐름을 창출할 수 있는 종목군에 대한 시장 내 관심이 확대되고 있음을 의미함

S&P500 Dividend Aristocrats Index 상대비율 추이



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부 / 주: S&P500 지수 대비

S&P500 Dividend Aristocrats Index 주요 구성종목 배당 성장률



자료: Refinitive, 케이프투자증권 리서치본부

추천 종목 선정: 불확실성 확대 속 안전지대 찾기

- 실적 부진 지속, 이로 인한 배당 지급 및 자사주 매입에 대한 불확실성 확대가 지속될 경우, 향후 안정적 현금흐름 창출이 기대되는 종목군에 대한 관심 확대가 기대
- S&P500 상장 기업 중 최근 25년 동안 배당이 연속적으로 증가했으며(S&P500 Dividend Aristocrats Index 선정 기준) 내년에도 배당 성장이 기대되는 종목 중 배당수익률 상위 20개에 해당하는 종목군을 추천 종목으로 선정
- 배당을 안정적으로 지급하며, 그 중 현재 과거 대비 저평가되어 높은 배당수익률이 기대되는 종목(평균 배당수익률: 3.87%)

추천 종목 리스트1

종목명	업종구분	시가총액 (백만달러)	배당성장률 (%)	배당수익률 (%)	5년 연평균 배당성장률(%)	매출액 (백만달러)	당기순이익 (백만달러)
존슨앤드존슨	건강관리	337,101	5.96	2.90	6.35	81,519	23,121
애브비	건강관리	97,536	8.63	6.32	20.52	33,120	13,194
카디널 헬스	건강관리	12,757	5.39	4.46	8.85	151,766	1,475
피플스 유니티드 파이낸셜	금융	5,606	1.22	5.01	1.48	1,815	499
페더럴 리얼티 인베스트먼트 트러스트	부동산	9,646	2.21	3.17	5.51	943	255
쓰리엠	산업재	89,657	4.01	3.64	12.16	32,456	5,455
캐터필러	산업재	64,169	12.20	3.17	7.63	55,618	6,733
에머슨 일렉트릭	산업재	35,061	1.34	3.44	2.65	18,480	2,255
뉴코	소재	14,233	4.03	3.36	1.35	23,261	1,494
엑슨 모빌	에너지	285,557	6.07	5.01	5.07	271,846	13,618

자료: 케이프투자증권 리서치본부

추천 종목 선정: 불확실성 확대 속 안전지대 찾기(계속)

- S&P500 상장 기업 중 최근 25년 동안 배당이 연속적으로 증가했으며(S&P500 Dividend Aristocrats Index 선정 기준) 내년에도 배당 성장이 기대되는 종목 중 배당수익률 상위 20개에 해당하는 종목군을 추천 종목으로 선정
- 배당을 안정적으로 지급하며, 그 중 현재 과거 대비 저평가되어 높은 배당수익률이 기대되는 종목(평균 배당수익률: 3.87%)

추천 종목 리스트2

종목명	업종구분	시가총액 (백만달러)	배당성장률 (%)	배당수익률 (%)	5년 연평균 배당성장률(%)	매출액 (백만달러)	당기순이익 (백만달러)
쉐브론	에너지	218,660	5.80	4.07	2.53	154,365	13,128
콘솔리데이티드 에디슨	유틸리티	28,867	3.36	3.38	3.22	12,724	1,423
제뉴인 파츠	자유소비재	12,815	5.14	3.38	5.91	19,597	837
레جت & 플랫	자유소비재	4,846	5.33	4.18	5.12	4,753	330
AT&T	커뮤니케이션 서비스	254,430	1.79	5.83	2.10	182,893	25,003
코카콜라	필수소비재	229,794	3.27	2.94	6.19	37,184	9,070
펩시코	필수소비재	182,140	5.48	2.87	9.65	66,553	7,760
김벌리클라크	필수소비재	47,632	2.37	2.93	4.23	18,486	2,349
월그린스 부츠 얼라이언스	필수소비재	44,543	9.27	3.60	6.75	136,885	5,533
아처-대니얼스-미들랜드	필수소비재	20,848	5.30	3.70	8.76	65,273	1,555

자료: 케이프투자증권 리서치본부



이 페이지는 편집상 공백입니다.

케이프투자증권



▶ Compliance

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

케이프투자증권



케이프투자증권