

[2019년 10월 주식시장] 반전의 신호: 극단(極端)과 극단



Strategist 윤영교

02)6923-7352

skyhum00@capefn.com

Summary 반전의 신호: 극단(極端)과 극단

▶ 극단(極端)과 극단

- 최근 글로벌 금융시장과 경제지표는 극단적인 흐름을 보이는 경향 강화
- 실물경제지표는 비교적 견조한 반면 非실물경제지표는 부진한 흐름이 유지되고 있음
- 금융시장 내에서도 엇갈린 흐름 포착. 채권시장은 경기침체 가능성에 강하게 베팅하고 있음. 반면 주식시장은 경기반등 가능성으로 기울고 있는 상황
- 주식시장에 비해 채권시장으로의 자금 쏠림 현상이 심화된 것으로 분석되고 있다는 점도 주목해야 할 사항. 경기 반등이 본격화 할 경우 시장의 역설림이 나타날 수 있는 배경

▶ 미국 경제의 위기, 혹은 반전의 기회

- S&P500지수는 이번 3,000pt 안착에 이번 실패하고 있음. 트럼프의 정치적 목적에 의한 것이라는 분석도 있으나 근본적으로는 실적 증가에 대한 신뢰가 부족한 때문
- 수요와 공급의 주기적인 불일치에 따라 경기 사이클이 결정됨. 2016년부터 2018년까지 미국 경제는 재고부족에 의한 생산 활성화 구간이었다면 2018년 이후는 반대 상황 전개
- 무역분쟁으로 수출이 주도하는 제조업 경기 회복은 단기간(2020년 대선 이전)에 달성을 장담하기 어려운 상황. 재정정책이 주도하는 제조업 경기 반등을 유도할 가능성 높음
- 현 행정부의 정치적 이해관계를 고려하면 재정정책의 역량은 전통 제조업 부문으로 집중될 가능성이 높다는 판단

▶ 제조업 중심의 실물경기 반등에 대비한 전략이 필요한 시점

- 미국 제조업 경기 반등은 미국 주식시장은 물론 한국 주식시장에 미치는 영향이 큼
- ISM제조업지수 반등 구간에서 미국 증시 내 경기민감업종의 상대 성과가 크게 나타남. 해당 업종 주가와 한국의 동일 업종 주가 간에는 상당히 높은 상관관계 존재
- 하반기 들어 삼성전자 대비 SK하이닉스 주가의 상대 강도가 강해짐. 한국 증시에 반도체 효과가 반영되기 시작했음을 의미
- 과거 유사한 사례를 참고해 보면, 반도체 업종은 PER이 높은 현 시점이 매수에 적절한 시점에 해당함

▶ 2019년 하반기 KOSPI 예상 Range: 1,900~2,250P 유지

▶ 2019년 10월 KOSPI 예상 Range: 1,900~2,150P 제시

▶ 추천 업종: 반도체, 철강, 정유, 은행

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

1

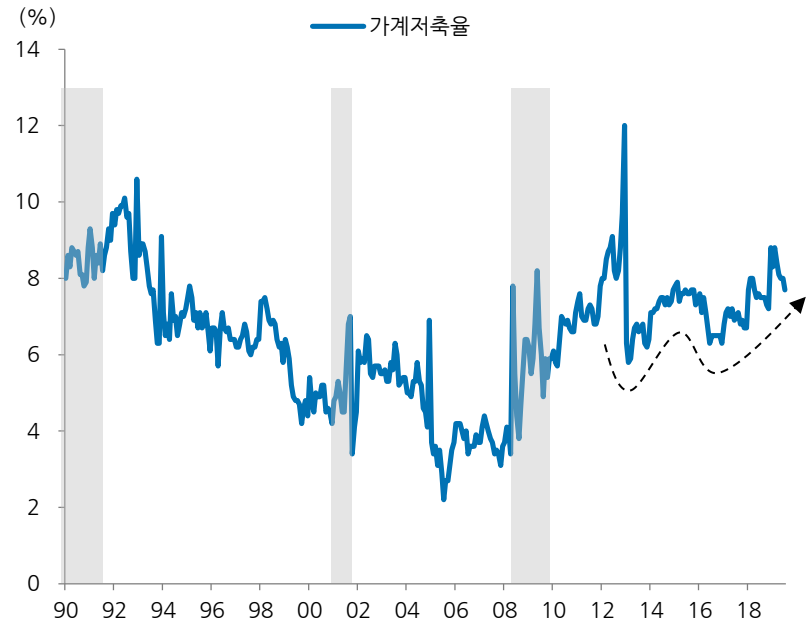
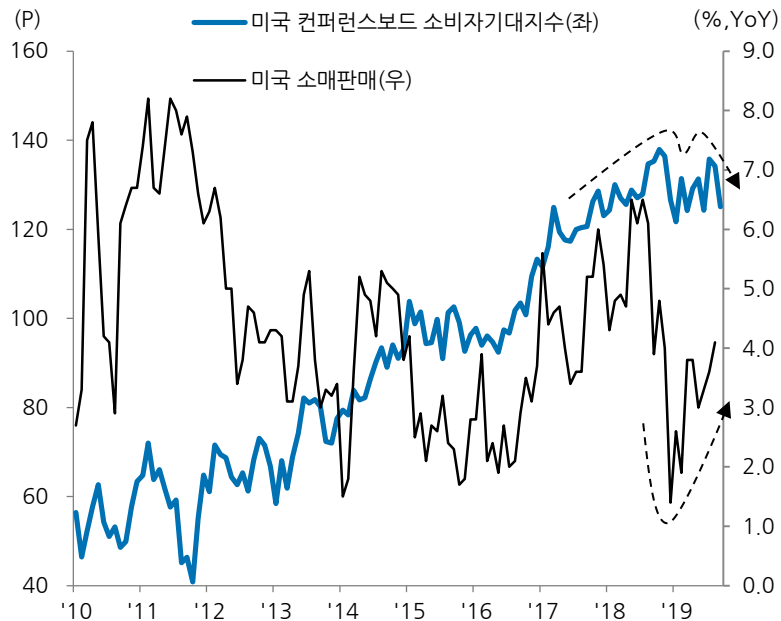
극단(極端)과 극단

- 미국 실물지표는 경기 반등 가능성을, 非실물지표는 경기 침체 가능성을 반영해 움직임
- 금융시장의 경우 채권은 경기 침체 가능성을, 주식은 경기 반등 가능성을 반영해 움직임
- 9월 FOMC 결과가 말해주는 것
- 국제유가 변동성 확대가 경제와 금융시장에 미치는 영향은 무엇일까?

상반된 신호를 보내는 경제지표들

- 실물지표인 소매판매 증가율, 2018년 중 비교적 빠른 속도로 하락하였으나 2019년 들어 회복 중
- 반면 심리지표인 컨퍼런스보드 소비자기대지수는 중국과의 무역분쟁이 시작된 2018년 이후 답보상태를 유지 중
- 미국 경제의 70%를 차지하는 소비 관련 양대 지표가 엇갈린 흐름을 보이는 가운데 가계저축률은 상승추세 유지
- 필수적인 품목을 중심으로 소비 행태가 완전히 꺾인 상태로 평가할 수 없음. 다만 경제 상황에 대한 불확실성이 점차 보수적인 소비행태로 이어질 가능성 높아짐

미국 소매판매와 컨퍼런스보드 소비자기대지수는 엇갈리는 방향성을 보이는 가운데 미국 가계 저축률은 상승 중



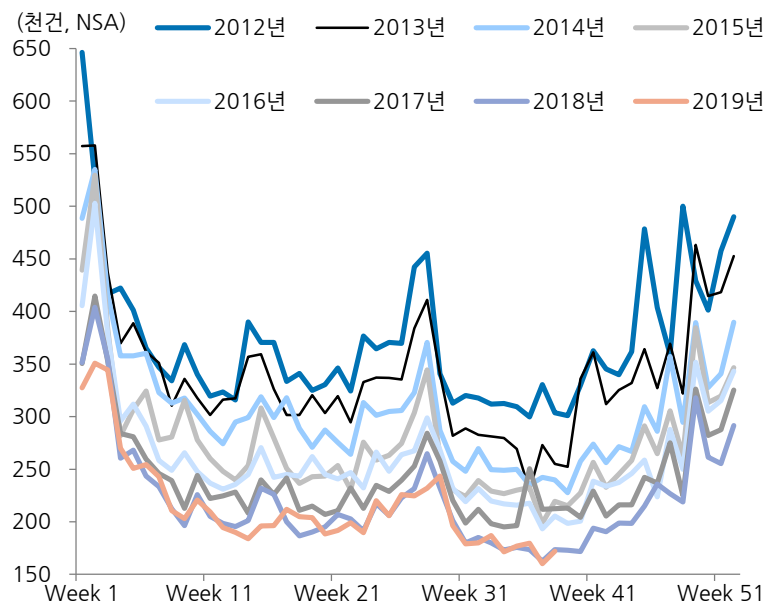
자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부



경기침체가 당장 눈앞의 문제는 아니다. 그러나 가까이 있다

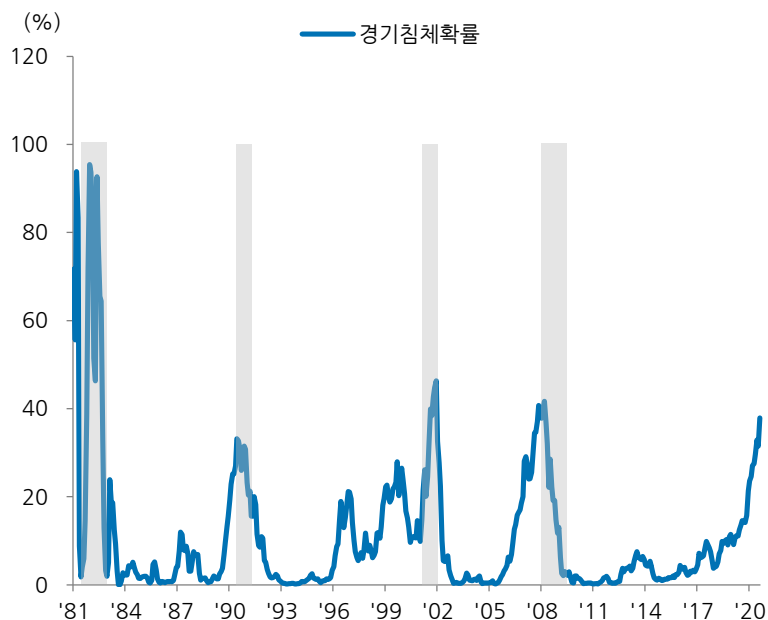
- 미국 실업률은 완전고용 수준을 유지하는 가운데 주간신규실업수당청구건수는 계절적인 요인을 고려하면 사상 최저 수준을 하회
- 미국 경제지표는 2019년 3분기 들어 회복 전환 빈도가 높아진 상황, 경제지표 해석 상으로는 경기침체 가능성은 매우 낮은 상황
- 그럼에도 불구하고 중기(中期) 경기침체 확률이 급등한 것은 경제지표 흐름 외적인 문제가 반영된 결과

연도별 미국 주간 신규실업수당청구건수 추이



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

미국 경기침체확률: 2020년~2021년 사이에 발생할 확률 40%

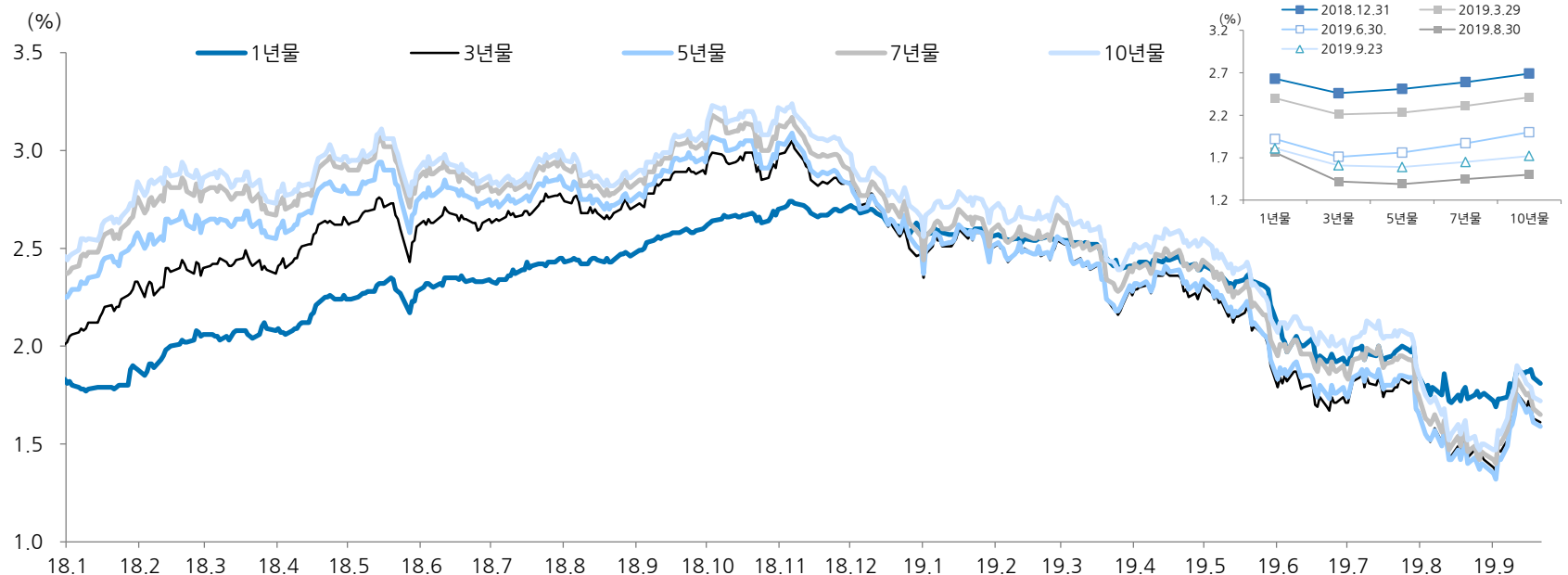


자료: NBER, 케이프투자증권 리서치본부

채권시장은 경기 침체 가능성에 베팅

- 미국 시장금리는 각종 경제지표 둔화가 확인된 2018년 연말, 2019년 연초 이후 하락세로 전환한 가운데 장단기 금리 역전 진행
- 트럼프가 무역분쟁을 재개한 2019년 8월과 “스몰딜” 가능성을 제기한 9월에 급변동하였으나 기본적으로 장단기 금리 역전 상황은 유지
- 채권 시장은 가까운 시점에 미국 경제가 침체 국면으로 진입할 가능성에 베팅
- 미국과 중국 간 무역분쟁 장기화에 따른 시장 견해 쓸림이 반영된 결과일 가능성도 배제할 수 없음

미국 시장금리와 일드 커브: 채권시장은 미국 경기침체 현실화 가능성에 베팅



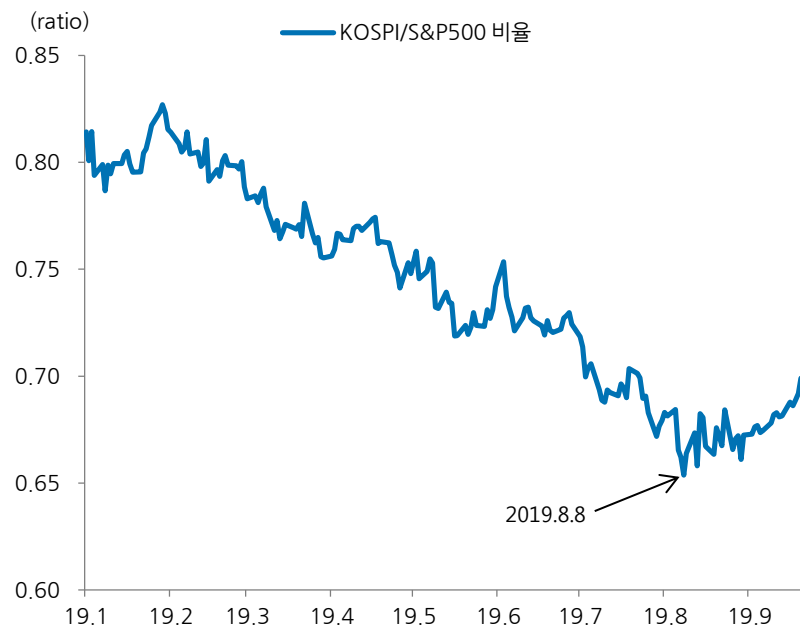
자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부



주식시장은 경기 반등 가능성에 베팅

- 미국 주가지수(S&P500) 대비 한국 주가지수(KOSPI) 비율, 2019년 8월 들어 방향 전환
- 한국 주식시장 내 高PER 실적주 업종군 주가 대비 低PBR자산주 업종군 주가비율 반등
- 경기 하락 국면 종료 및 시장 전체 실적 Turnaround 시점에 나타나는 현상
- 주식시장 참여자들은 가까운 시점에 경기 반등 시그널이 발생할 가능성에 베팅

한국주식과 미국주식의 상대 강도 추이



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

한국 주식시장 참여자들은 금리 반등에 베팅

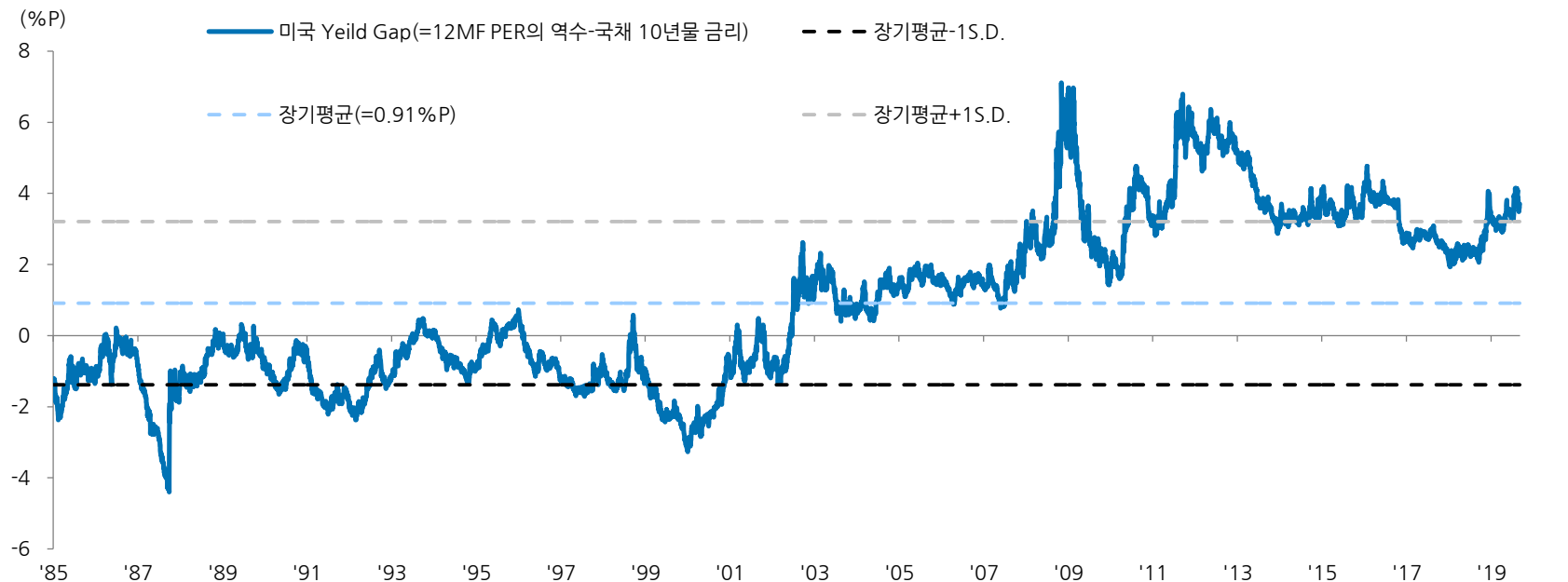


자료: WlseFn, 케이프투자증권 리서치본부

한쪽으로 강하게 쏠린 글로벌 금융시장

- 주식의 기대수익률(12MF PER의 역수)과 미국 국채 10년물 금리 간 스프레드인 Yield Gap은 주식과 채권의 상대적인 투자 매력도를 측정
- 2019년 9월 현재 Yield Gap은 3.7%P 내외 수준으로 장기평균수준(1985년 이후, 0.91%P)는 물론 중기평균수준(2010년 이후, 3.6%P)을 상회
- 상대적으로 주식에 비해 채권으로의 쏠림 현상이 강화된 것으로 해석 가능
- 경제지표 반등이 확인될 경우 채권금리 급등(시장 급락) 및 주가 급등으로 이어질 수 있는 환경

미국 Yield Gap 추이: 현재 주식자산에 비해 채권시장으로의 쏠림 현상이 심화된 상황

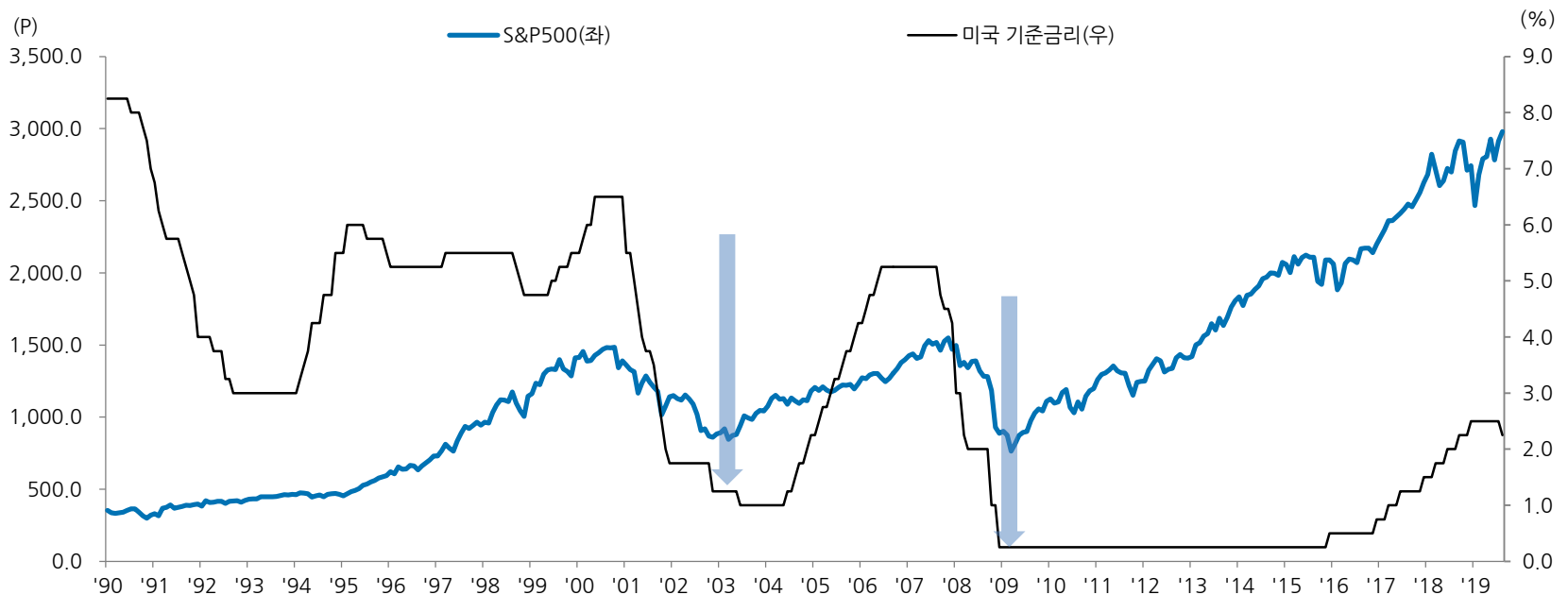


자료: Refinitive, 케이프투자증권리서치본부

연준은 예언자가 아니다. 소방수에 불과하다

- 연준에 대한 가장 큰 오해는 “연준의 정책 가이드는 미래를 정확히 예측한 결과물”이라는 생각
- 2018년 12월 FOMC에서 연준이 제시한 2019년 기준금리 정책 가이드는 “연간 최소 3회 이상 인상”이었으나 실제로는 인하
- 연준의 정책은 선제적 조치 차원이 아닌 후행적 대응 차원으로 이해해야 함
- 연준의 기준금리 인하가 주가지수 상승의 직접적인 원인은 아님

미국 주가지수와 기준금리: 연준이 주가지수 하락(경기 침체)을 막을 수는 없다



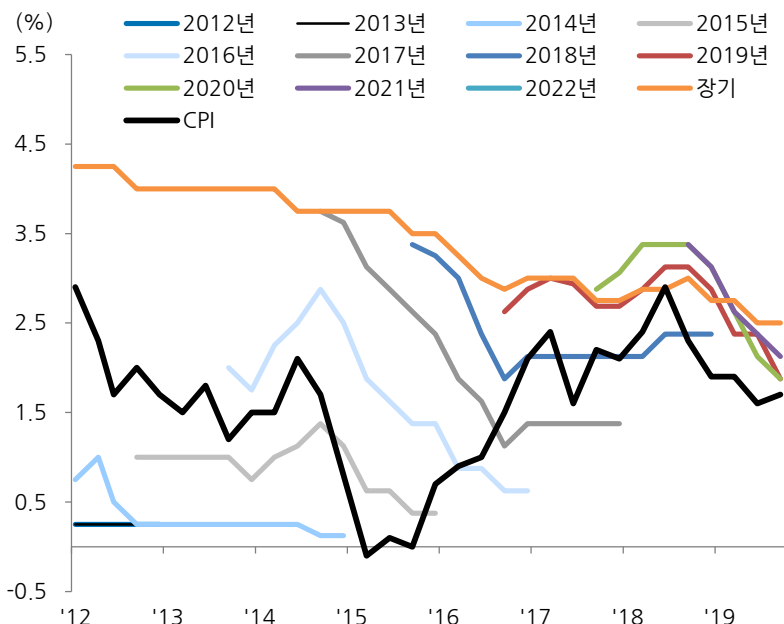
자료: CEIC, 케이프투자증권 리서치본부



9월 FOMC의 의미(1): 연준은 독립적이며 절대 선행적인 정책 결정은 없다

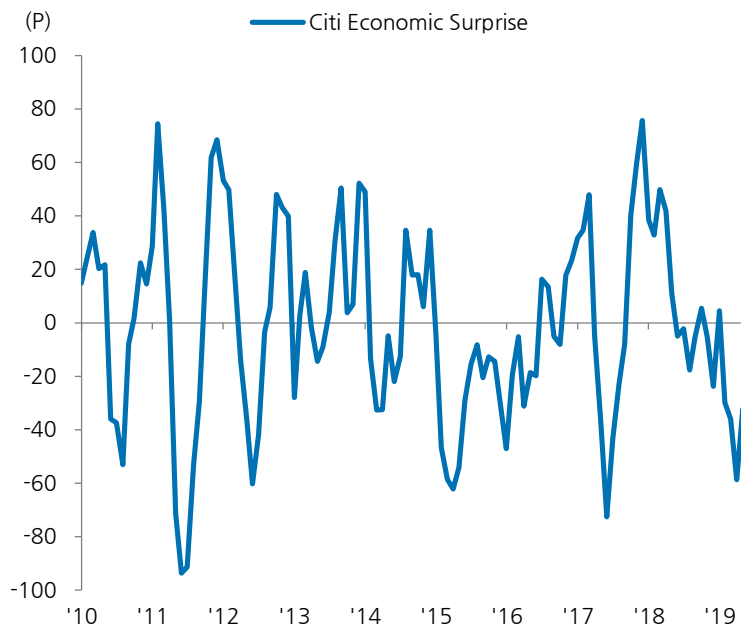
- 9월 FOMC에서 연준은 7월에 이어 기준금리 인하를 단행하였으나 추가 인하에 대해서는 회의적인 입장을 제시
- 3분기 들어 여러 경제지표 반등이 확인되는 가운데 인플레이션 지표 반등이 명확해짐
- 트럼프는 연준의 강한 기준금리 인하를 압박하였으나 물가반등이 확인되고 있는 상황에서 추가 금리인하를 강하게 추진하는 것은 어렵다는 점을 고려
- 9월 조치를 통해 “연준의 독립성”과 “후행적 정책 결정”이라는 원칙을 다시 한번 확인함

연도별 중간값과 미국 소비자물가상승률



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

미국 경기 서프라이즈 지수



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

9월 FOMC의 의미(2): 무역분쟁이 계속되면 2020년 미국 경제는 없다

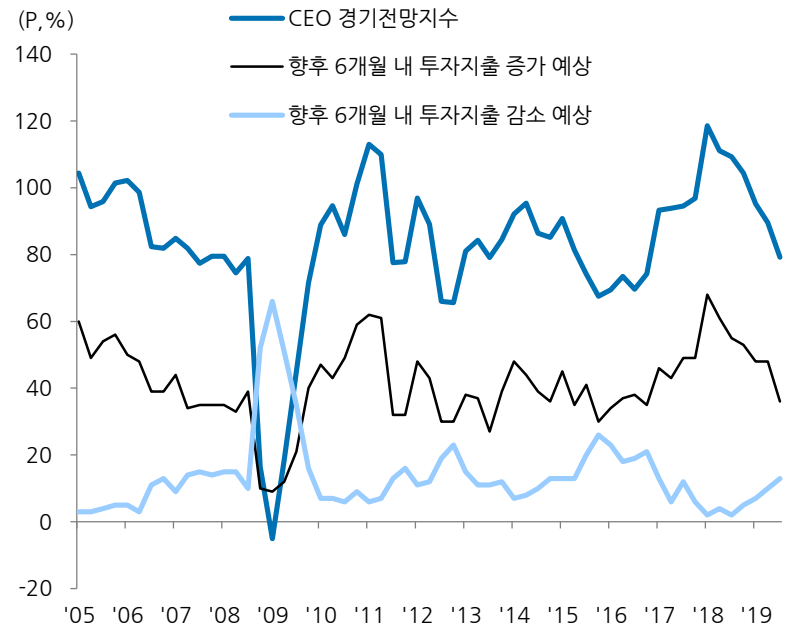
- 9월 FOMC 2주 전인 9월 4일, 연준은 무역정책 불확실성이 미국 경제에 미치는 악영향에 대한 보고서 공개
- 9월 FOMC 성명서를 통해 기업고정투자 및 수출이 악화되고 있다는 점을 경고
- 위 두가지 사항을 종합하면, 1) 최근 미국 경제 둔화 원인은 무역분쟁이며, 2) 무역분쟁이 지속된다면 2020년 미국 경제에 매우 부정적일 수 있다는 견해를 밝힌 것

FOMC 성명서 7월 및 9월 대조표

구분	7월 FOMC	9월 FOMC
경제활동	경제 활동은 완만한(Moderate) 수준으로 증가	동일
소비관련 기업투자	가계소비 증가율은 연초 대비 상승, 기업고정투자 성장은 완만한 수준 유지	가계 소비는 강한 성장세를 보였으나, 기업고정투자 및 수출은 이전 대비 악화된
고용시장	최근 몇 개월간 고용 증가세는 평균적으로 건조, 실업률은 낮은 수준을 유지	동일
물가 상승률	전반적 물가상승률과 음식 및 에너지 제외 물가상승률은 모두 2%를 하회. 인플레이션 보상지표는 낮은 수준 유지	동일
금리 인하 근거	글로벌 상황이 경제 전망에 낮은 인플레이션 압력을 고려	동일
물가 및 통화정책	경제 전망에 대한 불확실성이 증가, 이러한 불확실성과 악화된 인플레이션 압력을 고려해 위원회는 경제 전망과 관련한 정보들을 면밀히 모니터링 할 예정. 경제 확장세 유지, 건조한 노동 시장, 대칭적 물가 목표 유지를 위해 필요시 적절한 조치를 취할 예정	동일

자료: FRB, 케이프투자증권 리서치본부

기업 경영자의 투자 전망은 매우 불투명

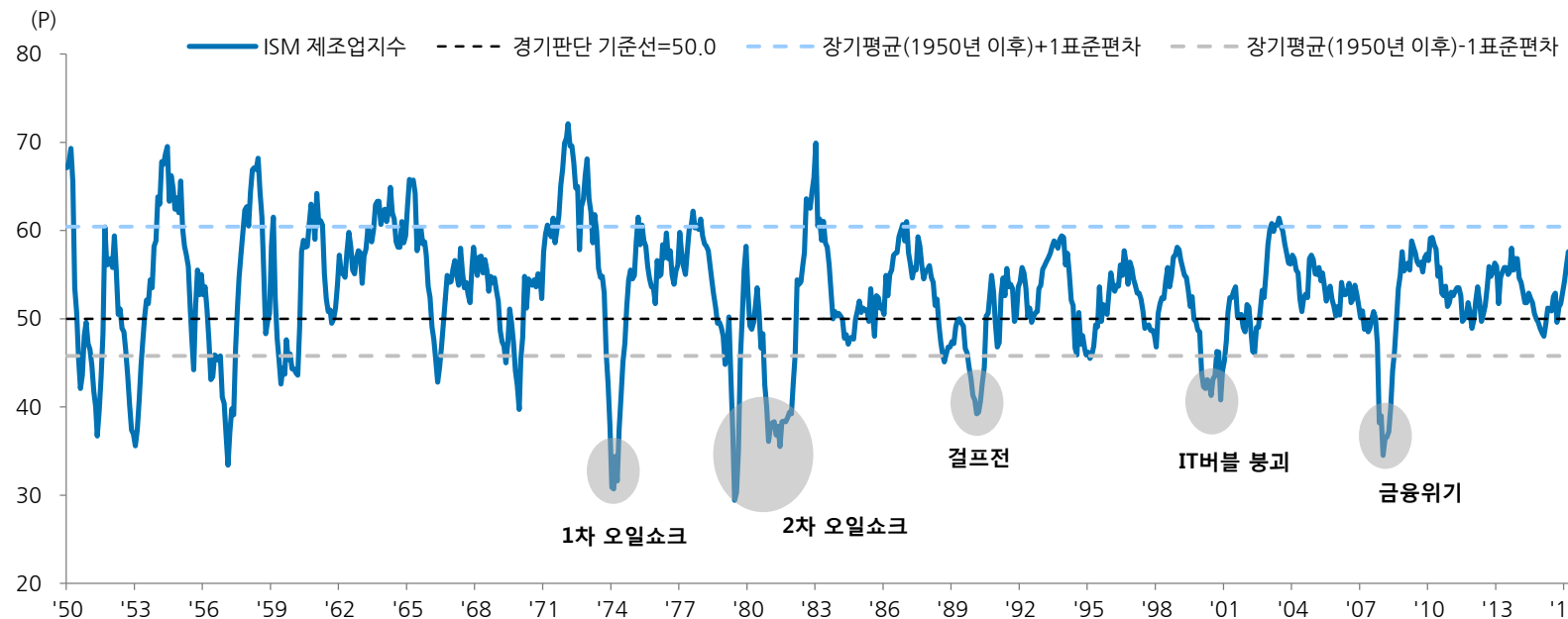


자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

경기침체가 없다면 반등은 가까이 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 8월 현재 ISM제조업지수는 경기판단기준선을 하회하였으나 대규모 경기침체 판단 기준선인 장기평균-1S.D. 수준에는 못미침
- 금번 경기 둔화 사이클이 통상적인 범위에서 종료된다면 경기 반등은 상당히 가까운 시점에 확인될 가능성 높음
- 주식시장과 채권시장의 엇갈린 방향성과 시장참여자들의 행동은 금융시장이 중요한 분기점에 위치해 있음을 암시

금번 경기 둔화가 통상적인 범위에서 종료된다면 경기 반등은 상당히 가까운 시점에 확인될 것이다

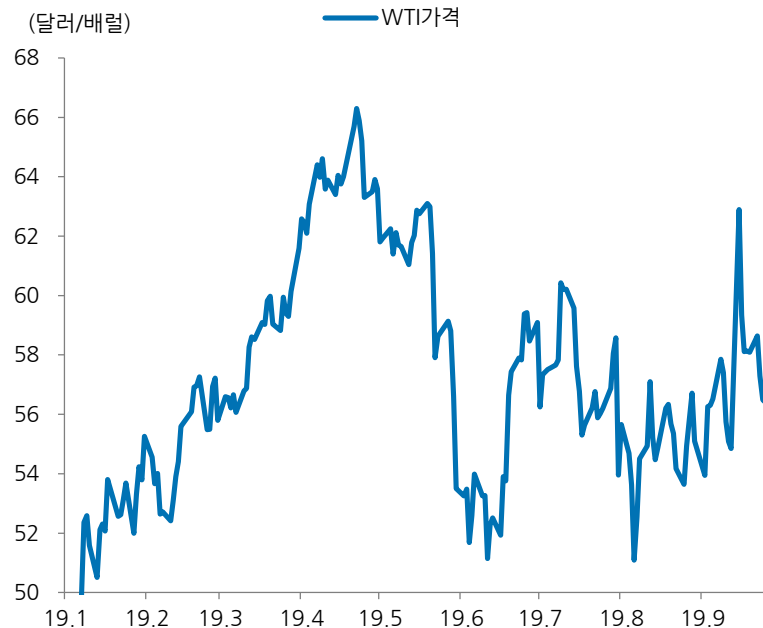


자료: CEIC, 케이프투자증권 리서치본부

전쟁은 일어날 것인가? 그렇다면 국제유가는? 인플레이션은?

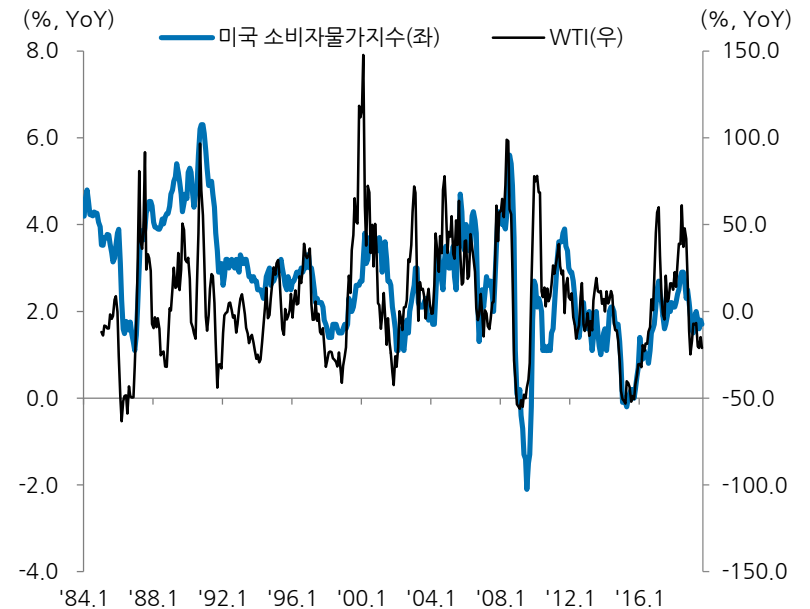
- 사우디아라비아 정유시설 피격으로 국제 유가 단기 변동성 확대
- 미국 정부는 피격 배후로 이란을 지목한 가운데 트럼프 대통령은 필요시 군사 행동 옵션도 선택 가능하다는 강경 발언 내놓음
- 미국과 이란 간 군사 충돌 가능성이 대두되면서 그에 따른 오일쇼크 재현 가능성 우려
- 여타 국가와 마찬가지로 미국 인플레이션 역시 국제유가와 연동되는 경향 높음. 국제유가 급등 시 하이퍼 인플레이션 발생 가능성에 촉각

사우디 피격 전후 국제유가 단기 변동성 발생



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

국제유가와 미국 소비자물가상승률

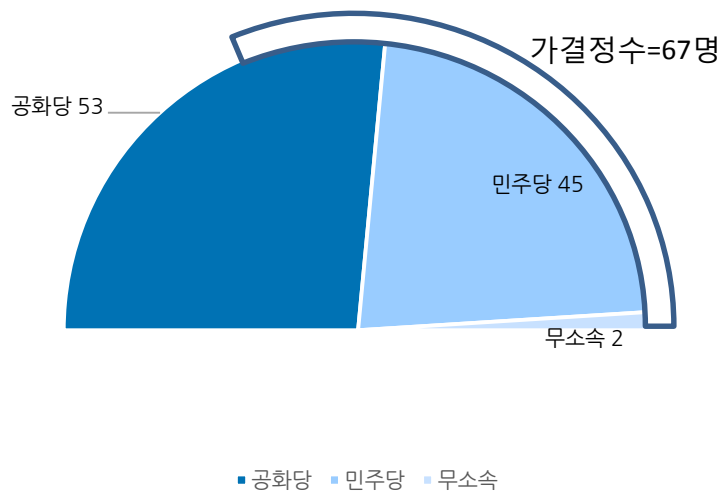


자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

트럼프 日, 내가 탄핵 당하면 증시는 즉각 붕괴한다.

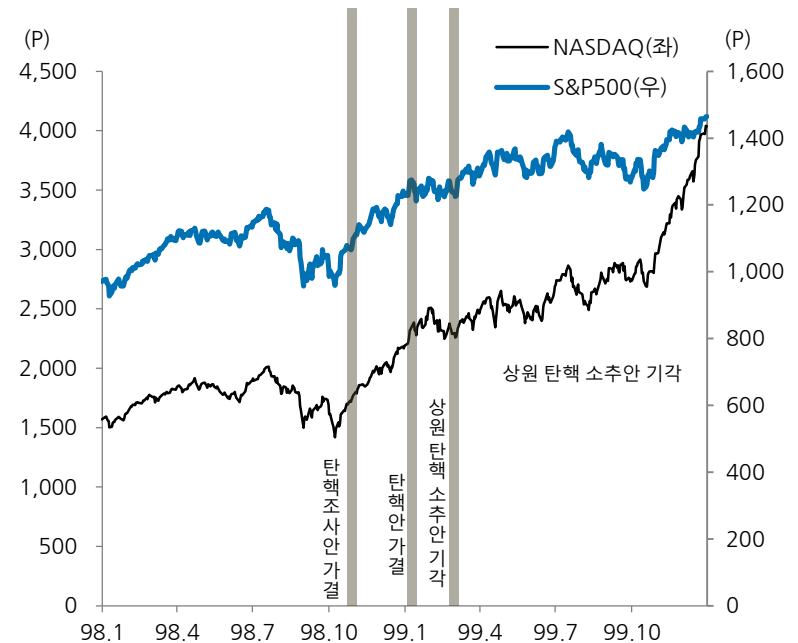
- 트럼프 대통령 탄핵 국면이 급진전 됨에 따라 미국 發 정치 불확실 요인 추가
- 트럼프 대통령은 자신이 탄핵될 경우 경제에 심각한 위기가 초래될 수 있으며 주식시장은 즉시 붕괴할 것이라고 경고
- 과거 클린턴 대통령 탄핵 당시, 한국 대통령 탄핵 사례 등을 고려하면 단기적(1개월 이내)으로 충격은 불가피하나 중장기적으로는 상관관계 없음
- 결국 주식시장 방향은 실적과 실적에 대한 기대가 결정

탄핵 가결정수에 한참 미치지 못하는 민주당 상원 의석 수



자료: 미국 상원, 케이프투자증권 리서치본부

클린턴 미국 대통령 탄핵 당시 미국 주가지수 흐름



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

Strategist 윤영교

02)6923-7352

skyhum00@capefn.com

2

반전은 생각보다 가까이에 있다

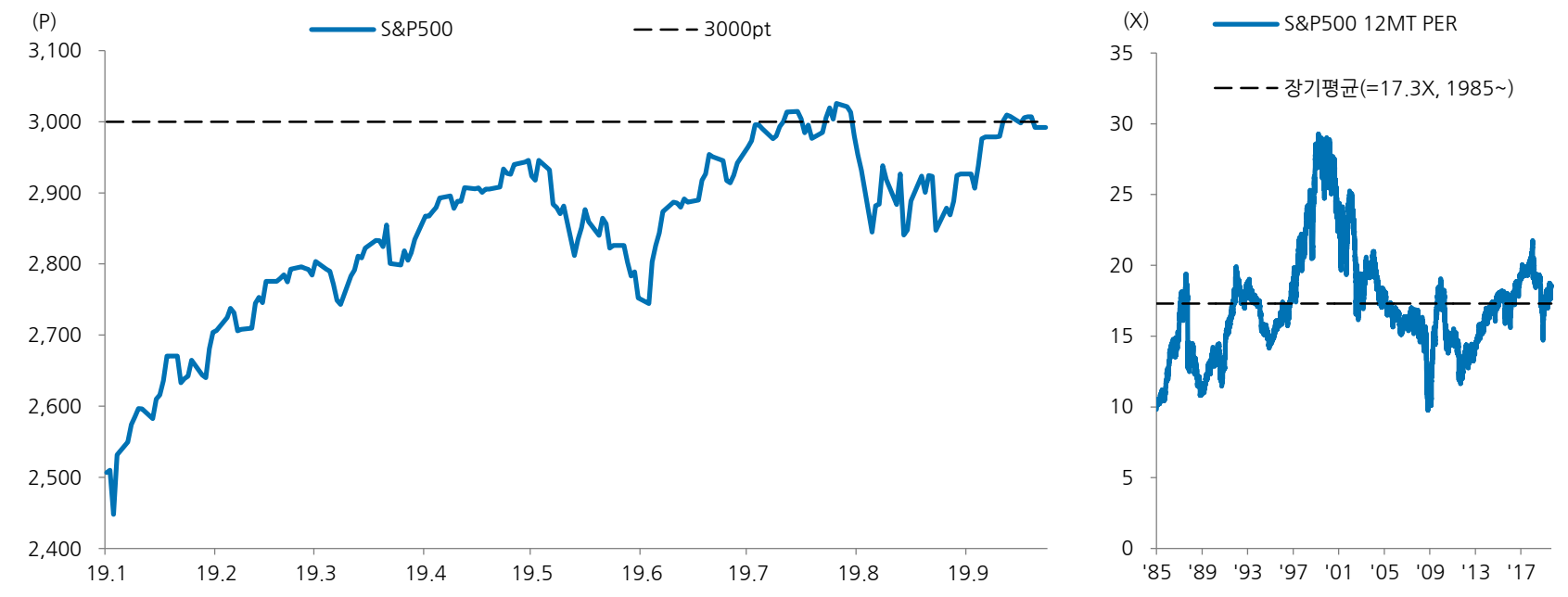
- 미국 증시(S&P500)가 3,000pt에서 번번히 좌절하는 이유
- 미국 제조업경기 바닥 시그널 확인, 재정정책이 뒷받침되면 본격적인 회복 가능
- 트럼프 대통령의 정치적 이해(利害)가 미국 제조업 경기 반등을 견인할 전망
- 인플레이션 국면 재개 전망



번번히 3,000pt에서 막히는 S&P500, 원인은 트럼프?

- 미국 주가지수(S&P500)는 연중 상승세를 보였으나 3,000pt 안착에 번번히 실패
- S&P500의 12MT PER은 장기평균 수준에서 크게 벗어나지 않았다는 점을 감안하면 가격 부담에 의한 결과라는 주장은 설득력이 약함
- 3,000pt를 상회한 시점과 무역분쟁 격화 시기가 일치하면서 트럼프의 정치적 행동에 의한 결과라는 주장이 설득력을 얻음

미국 주가지수 3000P에서 막힘, 무역분쟁 때문?



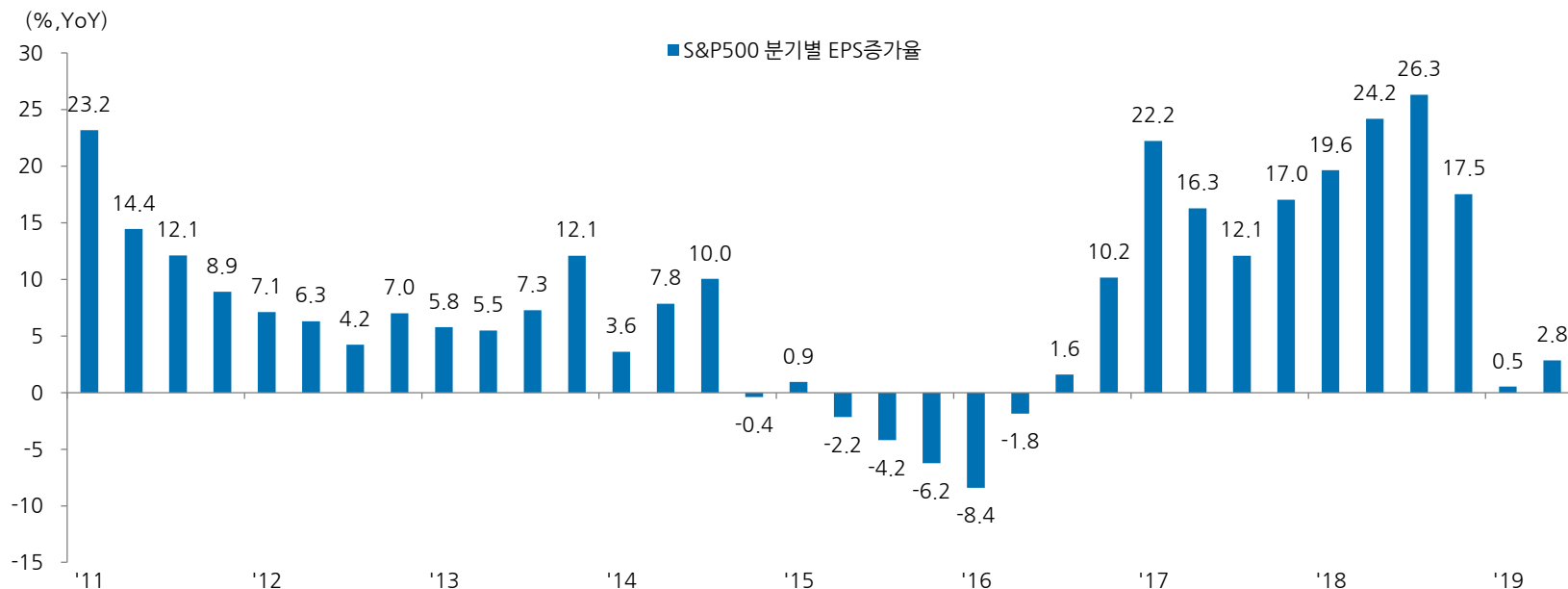
자료: Refinitive, 케이프투자증권리서치본부



주가지수가 기술적 · 심리적 부담을 극복하지 못하는 근본적인 이유

- 트럼프의 정치적 행동의 결과라는 견해를 무시할 수 없으나 기본적으로 주가는 실적의 함수라는 점을 인지하여야 함
- S&P500 기준 2019년 미국 기업 이익 성장률은 2017~2018년 대비 큰 폭으로 하락
- 이익 성장이 확인되지 않는 상황에서 주가의 추세적 상승을 기대할 수 없음
- 3,000pt라는 숫자가 주는 부담을 극복하기 위해서는 최소 향후 1~2년간 이익 성장이 발생할 수 있다는 전망이 시장 내에서 우위를 점해야 함

S&P500 기준 분기별 실적 흐름: 2017~2018년 대비 큰 폭으로 하락

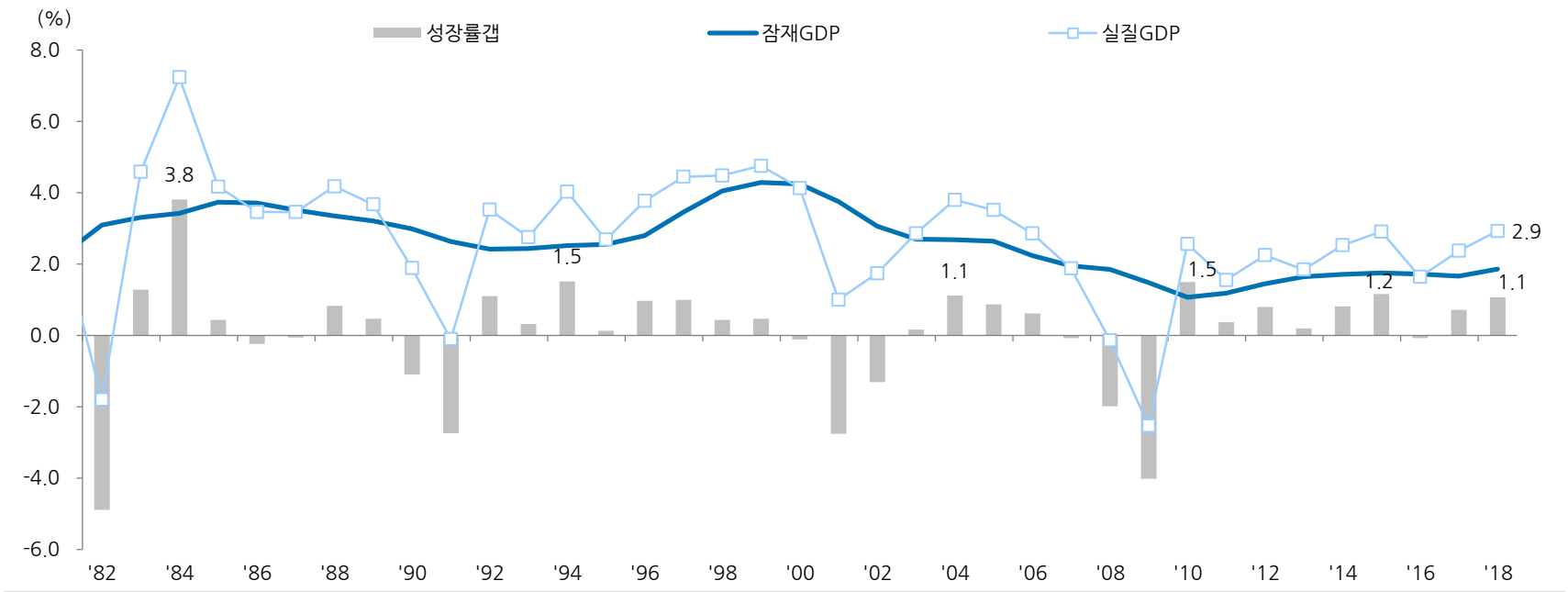


자료: Refinitive, 케이프투자증권 리서치본부

경제성장률을 소비 측면이 아닌 생산 측면에서 분석해 보면...

- 2018년 미국 경제는 3%에 가까운 성장률 달성, 성장률 갭은 1.1%p를 기록함
- 미국의 경우 GDP 갭이 1.0%p를 상회하면 차기 연도에는 성장률 하락
- 경제성장률을 생산 측면에서 분석해 보면, GDP 갭이 일정 수준 이상에 도달했다는 것은 단기적으로 과잉 생산 국면에 접어들었을 확률이 높다는 의미
- 미국 경제는 2016년에 단기 저점을 형성한 뒤 2018년까지 3년 연속 성장, 생산활동 강화

2018년 성장률 수준을 감안하면 2019년 성장 둔화는 자연스러운 현상

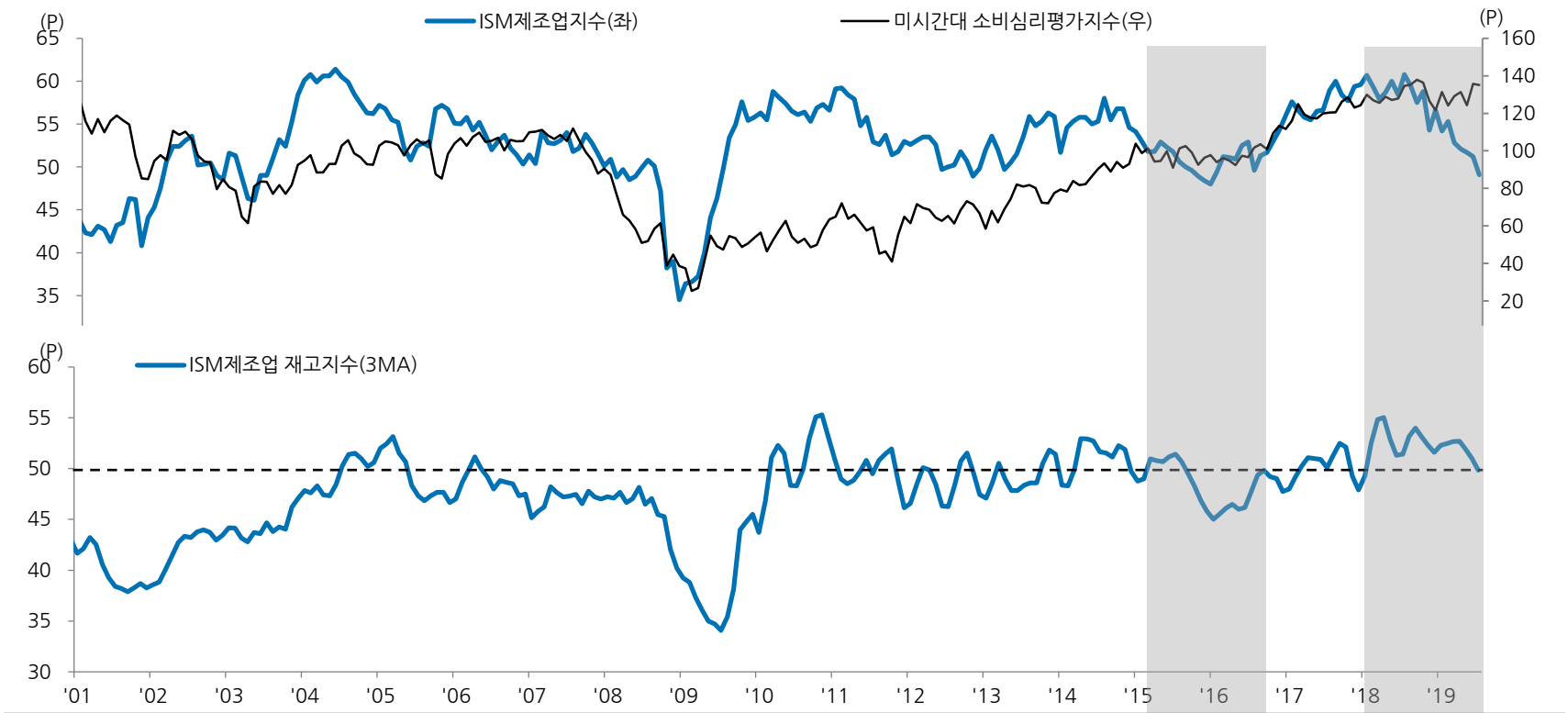


자료: CEIC, 케이프투자증권 리서치본부

소비와 제조업 재고의 주기적 불일치가 만드는 단기 경기 사이클

- 소비는 사이클이 장기적인 반면 제조업 재고는 비교적 단기적으로 변동: 기업 재고는 현재 판매 상황에 따라 좌우되는 경향이 강하기 때문
- 2016~2018년 상반기가 생산 강화 및 재고 축적기에 해당, 2018년 하반기~2019년이 생산 둔화 및 재고 소진기에 해당

미국 제조업 재고 부담 해소 시점에 가까워졌을 것으로 추정

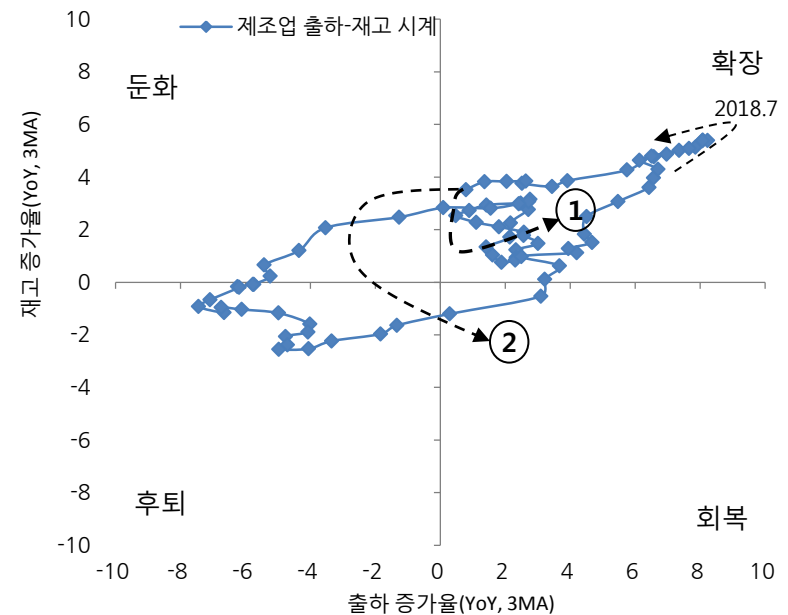
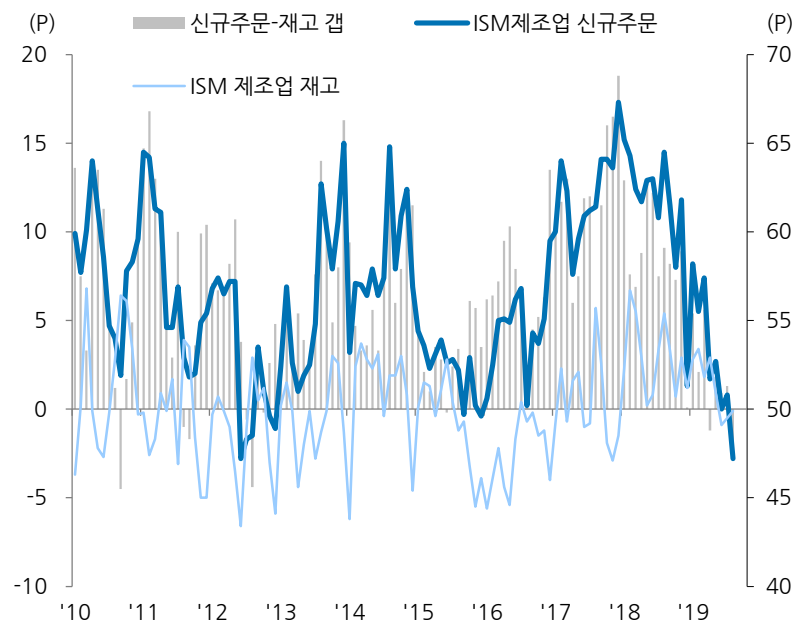


자료: CEIC, 케이프투자증권 리서치본부

제조업으로 보는 미국 경제의 예상 경로는?

- 제조업 재고 소진이 일정 수준 이루어진 가운데 신규주문 역시 통상적인 범위의 경기 둔화 수준에서는 회복 가능 영역에 진입
- 소비 흐름이 안정적이라는 점을 감안하면 신규주문과 재고가 동반 증가(단, 신규주문 증가 속도 > 재고 증가 속도)하는 국면으로 진입(①번 형태)
- 최악의 시나리오가 현실화 된다면 ②번 형태로 진행되며 경기 침체가 발생할 것
- ①번 형태를 유도하기 위한 미국의 선택은 무엇이 될 것인가?

미국 경제는 어떤 경로로 진행될 것인가?

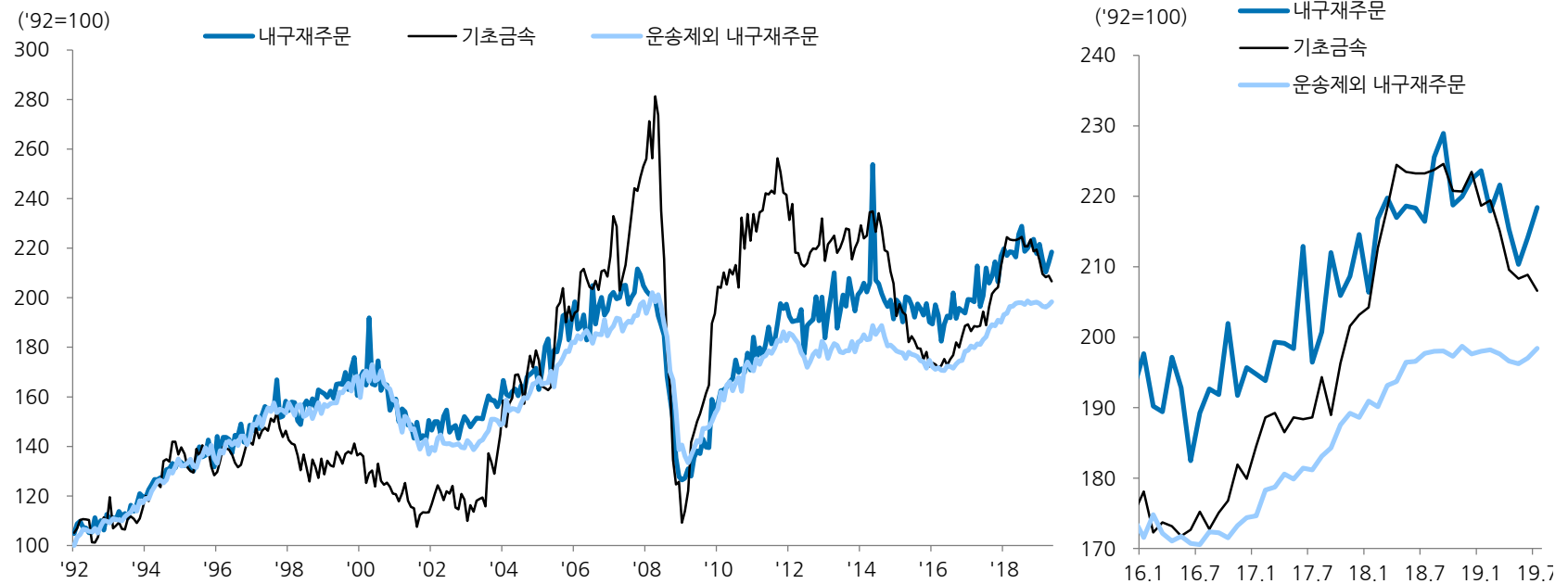


자료: CEIC, 케이프투자증권 리서치본부

제조업 경기 반등의 실마리는 보인다

- 미국 제조업 경기 선행 실물지표인 내구재주문은 2019년 하반기 들어 반등 조짐을 보임
- 운송을 제외한 핵심 내구재주문의 경우 경기 둔화기인 2018년 하반기 이후에도 비교적 견조한 흐름을 보임, 금번 경기 둔화가 대규모 침체의 초입을 가능성을 배제
- 결정적인 외생변수가 발생하지 않는다면 제조업 경기 반등이 눈앞에 와 있음을 시사함

미국의 내구재주문지수는 결정적인 외생변수가 발생하지 않는다면 제조업 경기 반등이 눈앞에 와 있음을 보여준다

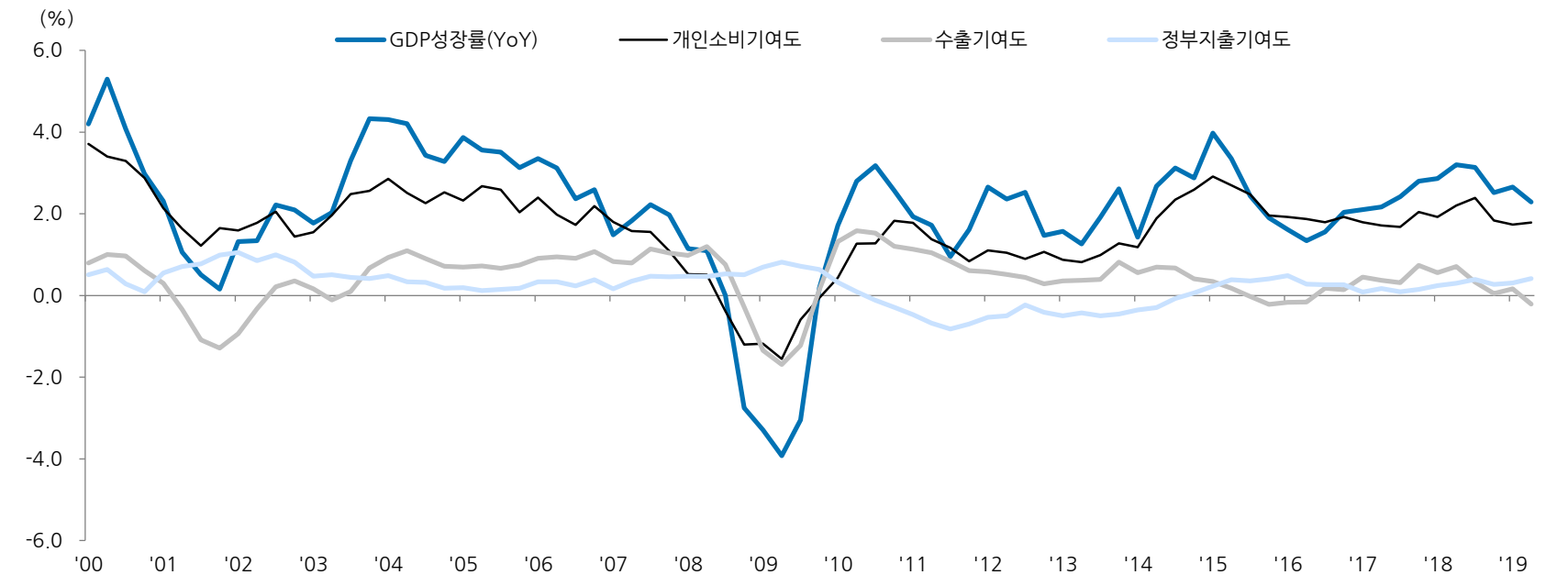


자료: CEIC, 케이프투자증권 리서치본부

미국 경제의 반등을 끌어낼 주체는?

- 2016~2018년 미국 경제성장은 수출과 개인소비가 견인하였음
- 2018년 하반기 이후 경기둔화기에도 소비는 비교적 견조하였으나 수출은 마이너스 기여도를 기록함. 한편 정부지출은 경제성장에 대한 기여도가 미미한 수준
- 무역분쟁의 여파가 수출에 영향을 미치고 있는 상황이라는 점을 감안하면, 정부부문이 경기반등의 계기가 되어야 하는 상황

트럼프 집권 이후 정부 부문의 성장 기여도는 매우 미미했다



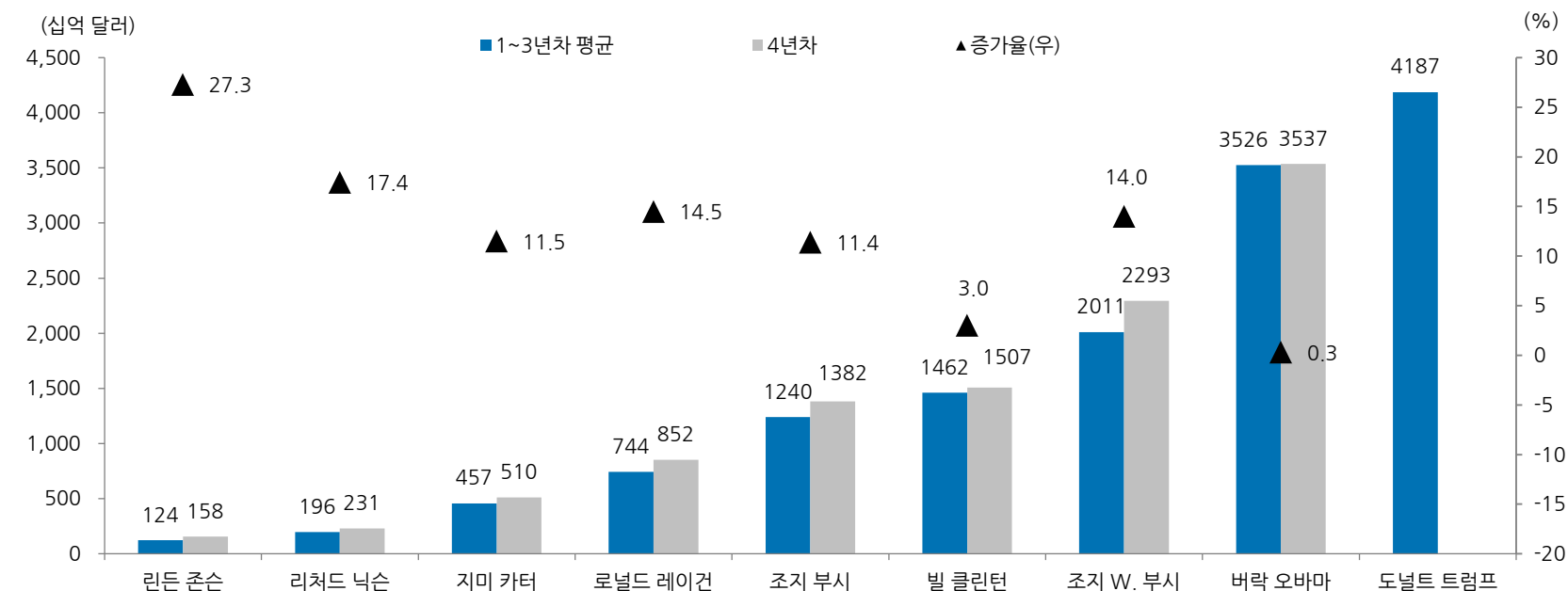
자료: CEIC, 케이프투자증권 리서치본부



미국 재정지출, 정권 집권 1기 4년차에 항상 강하다

- 미국 정부지출은 정권 1기 4년차에 이전에 비해 크게 증가하는 경향이 있음
- 미국 정치 체제의 특징에 기인한 현상으로 트럼프 집권 4년차에 해당하는 2020년 재정지출은 2017~2019년에 비해 크게 증가할 것으로 예상됨
- 트럼프 대통령의 경제 공약인 인프라투자도 재정정책의 일환으로 추진될 것으로 예상

어느 정권 하에서든 집권 1기 4년차 재정지출은 강했다

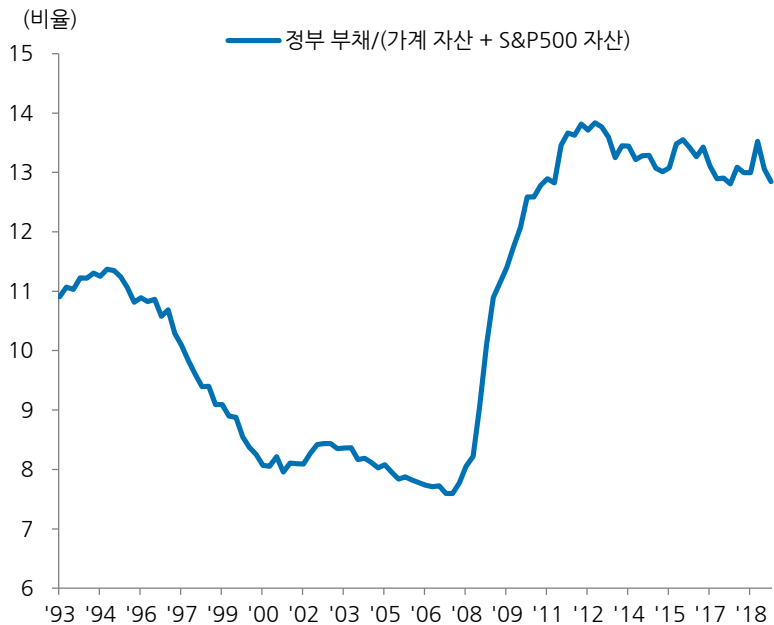
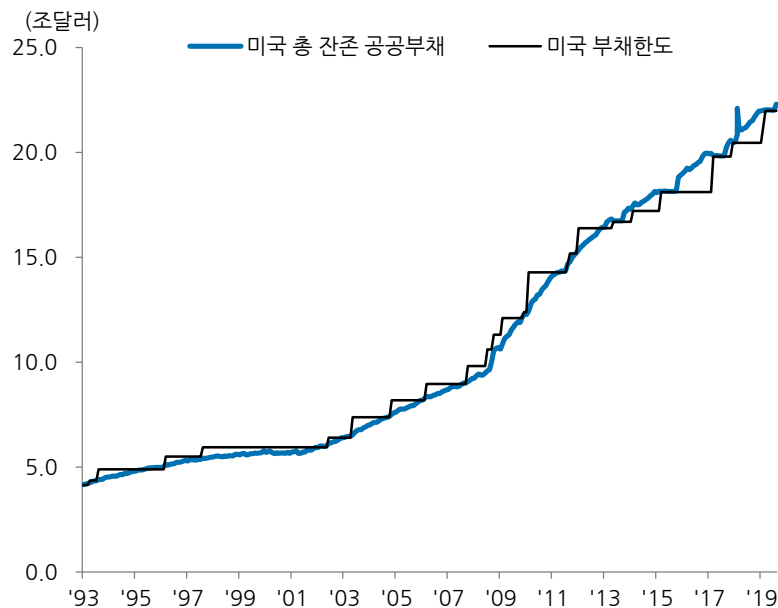


자료: CEIC, 케이프투자증권 리서치본부

미국 정부부채 문제 걱정은 기우(杞憂)

- 미국 정부부채 규모와 그 부담에 대한 우려는 2008년 금융위기 이후 꾸준히 제기되는 이슈
- 정부부채 증가가 문제가 되는 것은 정부부채 증가에 비해 해당 경제 자산의 증가가 크게 미치지 못할 경우에 해당하나 미국 경제는 해당 사항 없음
- 특히 기축통화를 운용하는 국가라는 특성 상 정부부채 증가 자체로 문제가 될 수 없음
- 중요한 점은 트럼프 행정부의 재정정책의 목표가 어디를 향할 것인가에 대한 문제

미국 부채 법정 한도와 부채 규모는 지속적으로 증가하고 있으나 그것이 크게 문제될 것은 없다

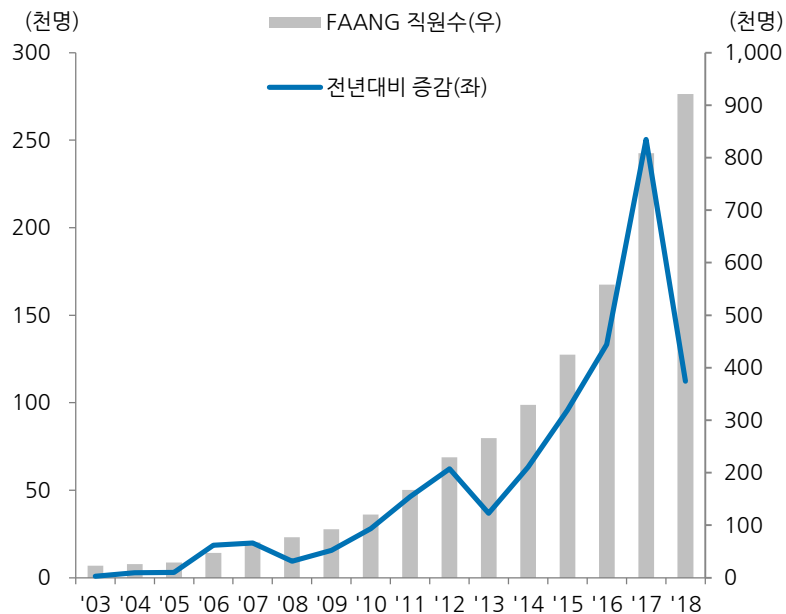


자료: CEIC, 케이프투자증권 리서치본부

IT산업 고용 모멘텀을 기대하기 힘든 상황에서 고용이 증가할 수 있는 방법?

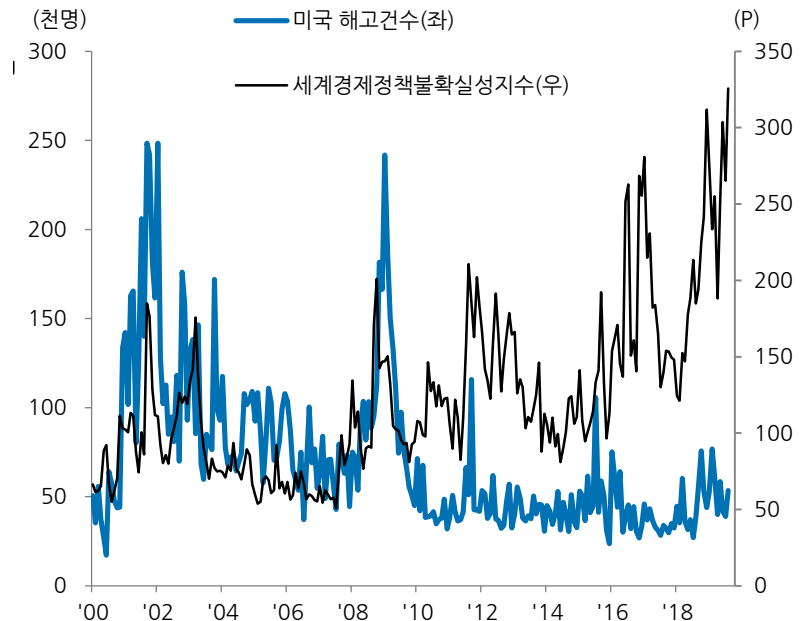
- FAANG으로 대변되는 IT 산업의 고용은 2010년부터 2017년까지 기하급수적으로 증가
- 특히 감세 효과가 반영된 2017년에 큰폭으로 증가하였으나 2018년에는 증가폭이 크게 감소
- 단기적으로 IT 發 고용 모멘텀을 기대하기 어려운 상황에서 2018년 하반기 이후 해고 건수 증가
- **트럼프 행정부는 제조업 부분의 고용에 기대야 하는 상황**

단기적으로 IT 산업의 고용 모멘텀을 기대하기 어려움



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

2018년 하반기 들어 해고 건수 증가

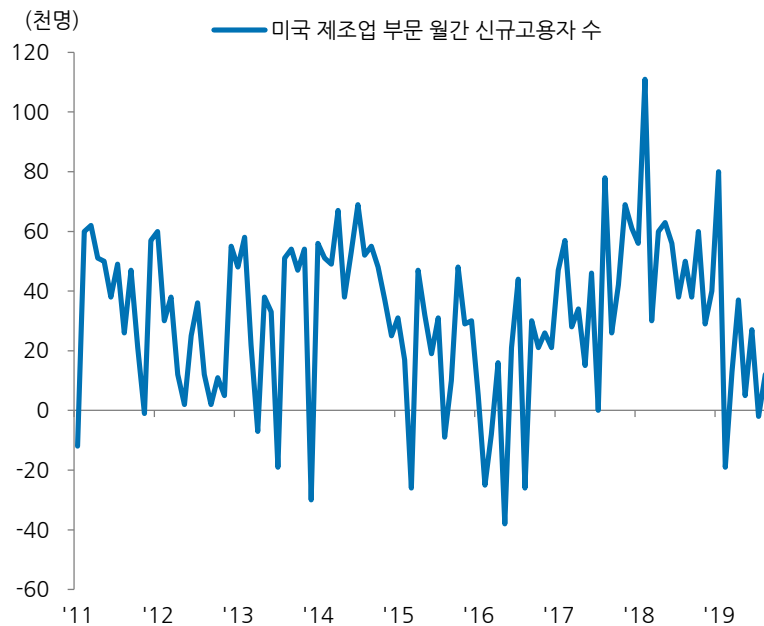
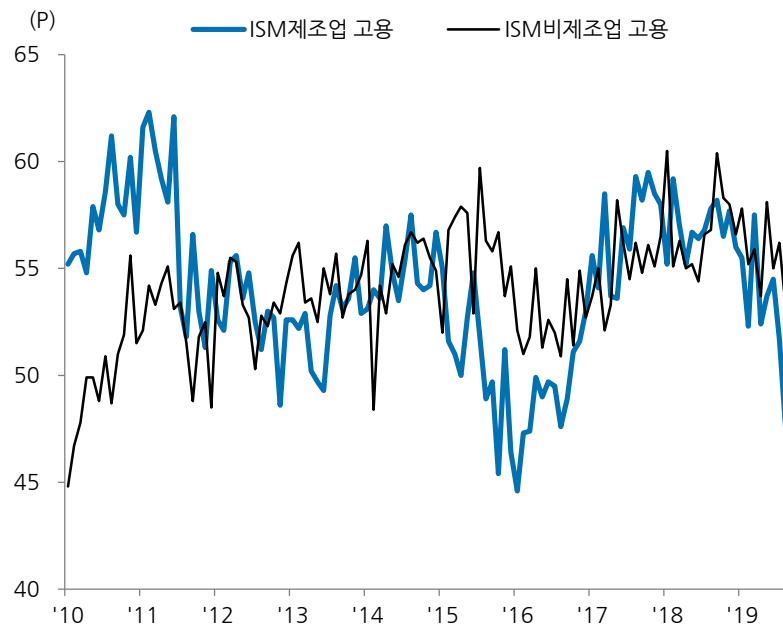


자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

트럼프의 이해(利害)와 미국 경제의 이해가 일치

- 미국 고용시장은 표면적으로 안정적인 흐름을 유지하고 있음
- 그러나 제조업과 비제조업 간 불균형은 심화되고 있는 상황
- 제조업 부문 고용은 무역분쟁이 격화된 2018년 이후 지속 감소, 2019년 들어서는 전무(全無)한 상황까지 내몰림

제조업 부문과 비제조업 부문 간 고용 불균형이 심각한 수준까지 도달했다



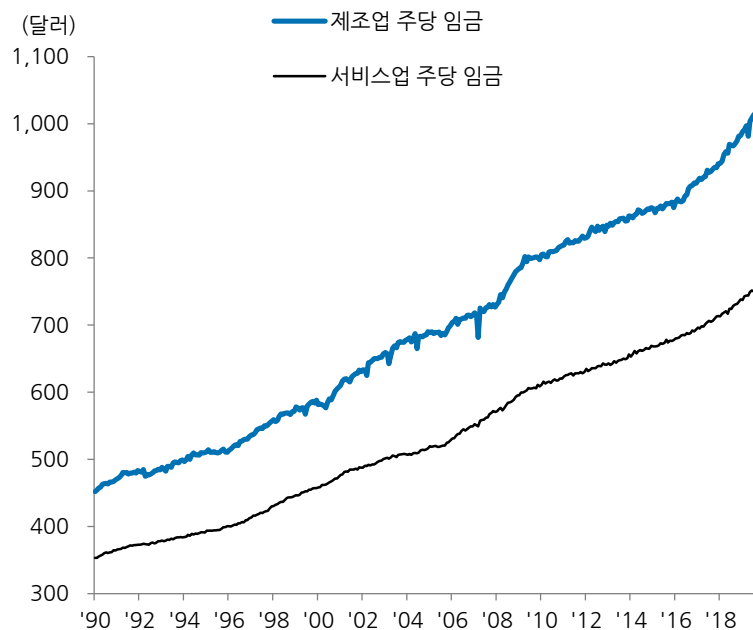
자료: CEIC, 케이프투자증권 리서치본부



제조업과 비제조업 고용의 불균형은 디플레이션 리스크를 가중한다

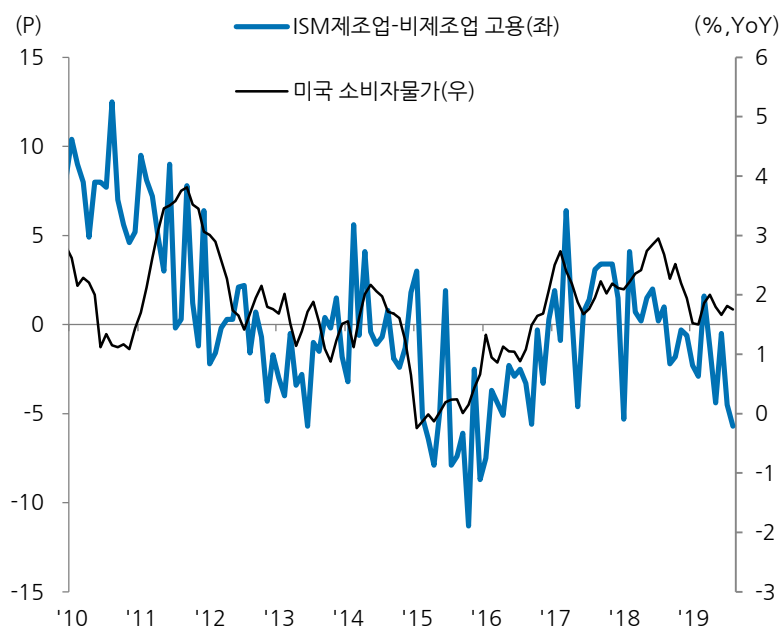
- 제조업 부문 고용자수는 미국 전체 고용자 중 15% 내외에 불과하나 임금수준은 비제조업에 비해 높음
- 따라서 비제조업 부문 고용이 유지되더라도 제조업 부문 고용이 위축될 경우 물가하방압력으로 작용할 수 있음
- 인플레이션 리스크는 낮고 디플레이션 리스크가 높은 경제 구조를 감안하면 경제 안정을 위해 제조업 부문 고용 증가는 필수불가결

제조업 부문 임금 수준이 훨씬 높다



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

미국 제조업 부문 고용은 2018년 이후 감소

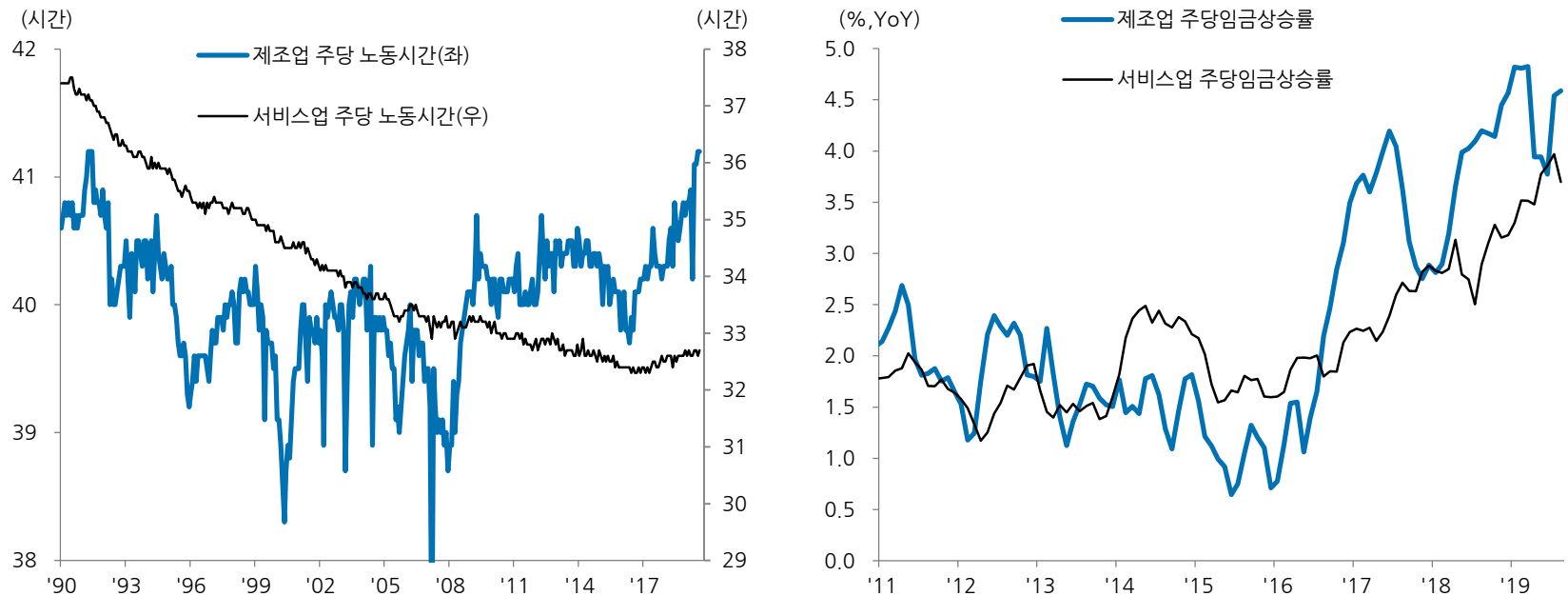


자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

희망은 있다. 현재의 정치 상황이 길어지지 않는다면...

- 미국 제조업 부문의 주당 노동시간과 임금상승률은 증가 추세가 유지되고 있음
- 추가적인 고용은 발생하고 있지 않으나 현재 고용된 노동자에 대한 해고가 필요한 상황이 아니라는 점을 시사함
- **현 경제상황이 생산 재개 국면으로 무난하게 이동할 경우 고용시장에 잠재된 리스크는 자연스럽게 해소될 수 있는 상황**

미국 고용지표에 내재된 인플레이션 압력

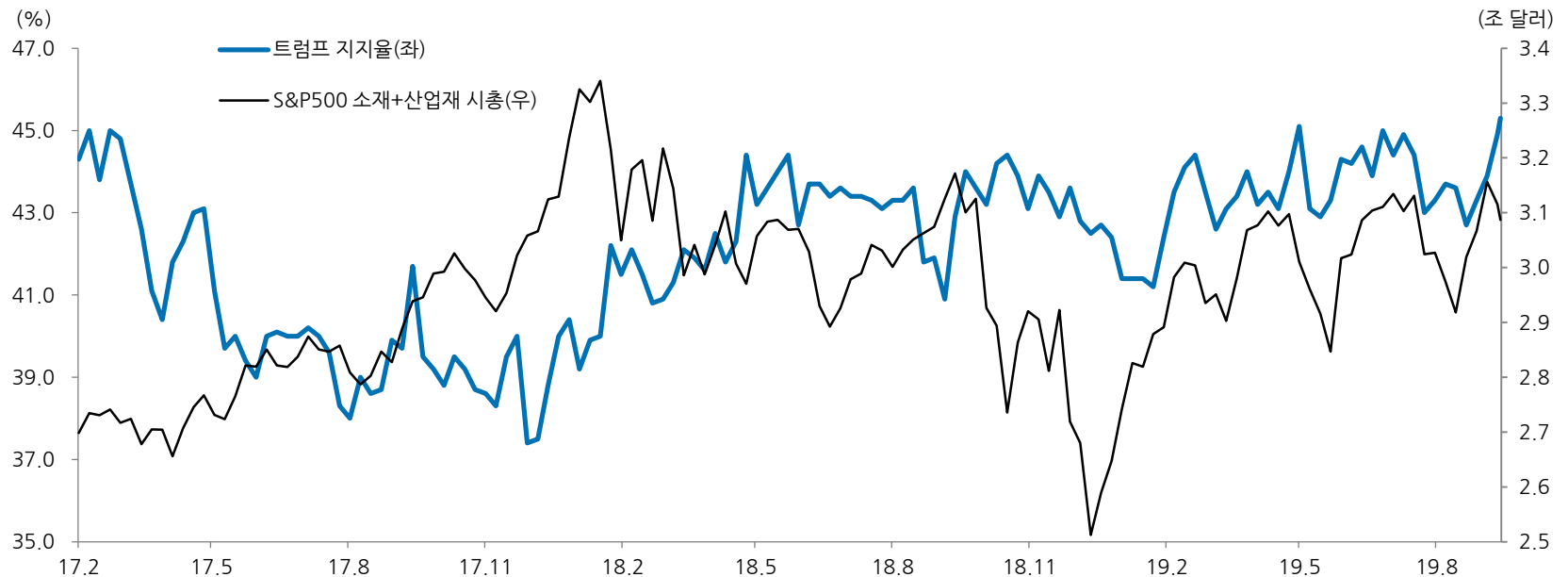


자료: Quantwise, 케이프투자증권 리서치본부

트럼프가 원하는 재정정책의 방향

- 트럼프 대통령의 정치적 기반(전통 제조업 부문)을 감안하면 집권 4년차의 재정정책의 목표가 어디를 향할지는 분명
- 트럼프 대통령의 지지율과 미국의 소재 및 산업재 업종 시가총액의 방향은 좋은 참고가 될 것
- 결론적으로 제조업 경기의 현황과 미국 행정부의 정책 중점 과제, 기대 인플레이션의 예상 방향을 고려하면 시클리컬에 유리한 국면이 전개될 가능성 높음

트럼프 대통령의 지지율은 인플레이션 산업의 업황 전망에 따라 움직인다

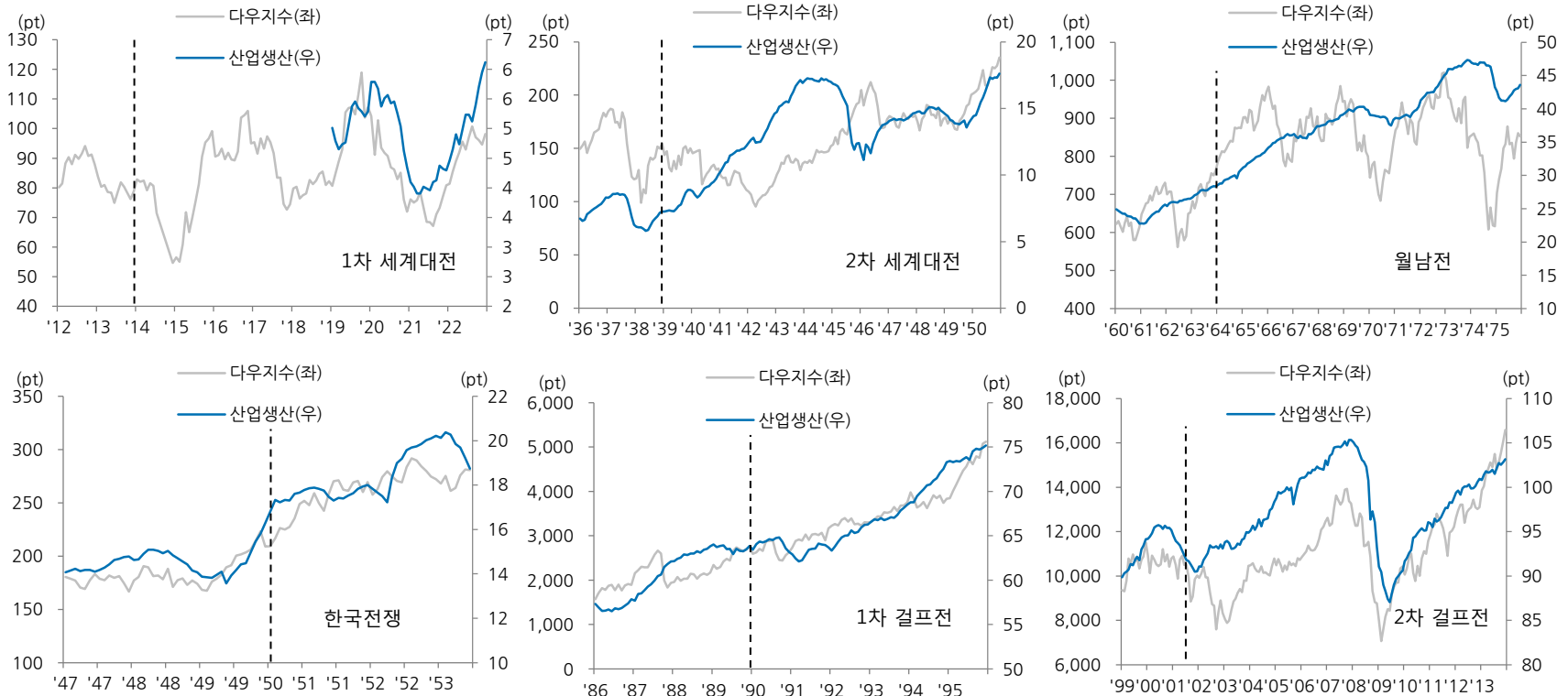


자료: Refinitive, 케이프투자증권리서치본부

전쟁도 선택 가능한 옵션

- 미국 경제가 주요 전쟁을 전후로 전환점을 맞았다는 것은 부인하기 어려운 사실
- 현 경제 상황과 중국과의 통상 마찰에 따른 악영향을 극복하기 위한 수단으로 미국 행정부가 이란과의 무력충돌을 선택할 가능성을 배제할 수 없음

미국 전쟁기 전후 산업생산 및 주가지수 추이

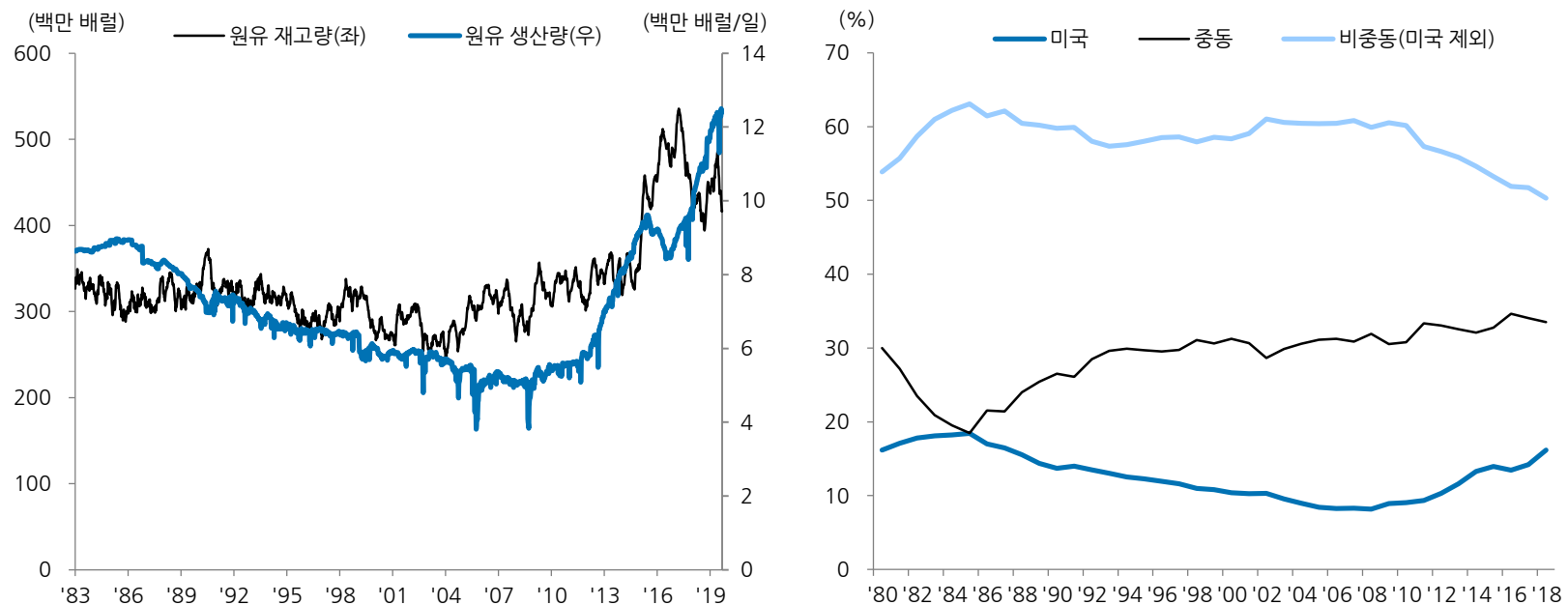


자료: CEIC, 케이프투자증권 리서치본부

과거와 크게 달라진 국제유가 생산 주체

- 과거 중동지역에서 전쟁이 발발할 경우 국제유가 급등과 그에 따른 하이퍼 인플레이션이 글로벌 경제에 큰 타격을 가하였음
- 그러나 2010년 전후 셰일 혁명 이후 미국의 원유 생산량이 급증했고 전세계 원유 생산량 중 미국산이 차지하는 비중도 상승 추세
- 2014~2015년 원유가격 급락으로 미국 원유 생산은 정체되고 있음. 전쟁 발발에 따른 유가 급등 시 생산 재개로 가격 조절에 나설 수 있는 상황
- 중동에서 전쟁이 발발하더라도 과거와 같은 인플레이션 충격은 제한될 것으로 예상 가능

셰일 혁명 이후 미국의 원유 생산량과 점유율은 크게 증가했다

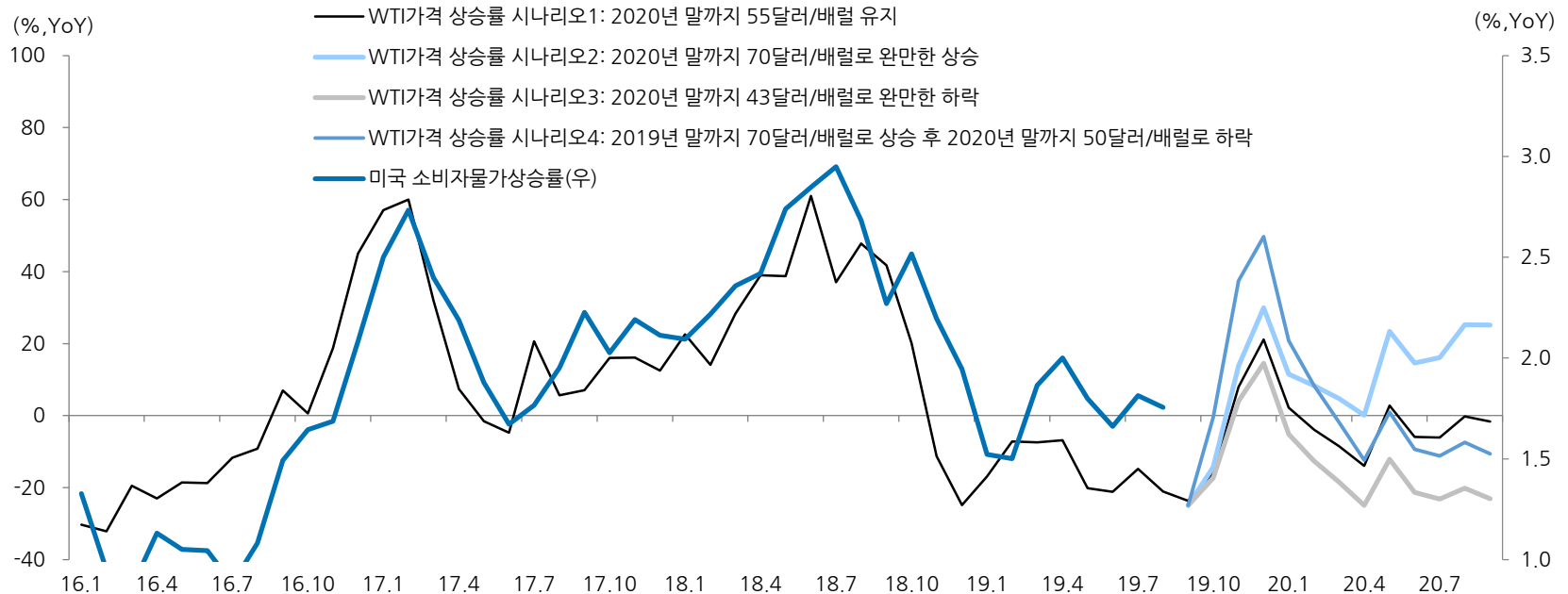


자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

인플레이션 재개 국면에 대비해야 한다

- 국제유가가 물가상승률에 미치는 영향력은 과거에 비해 크게 약화되었으나 기본적인 방향성 예측에는 여전히 중요한 변수
- 국제유가방향에 대한 최악의 시나리오(급락 후 유지)를 배제하면 인플레이션 지표가 현 수준을 크게 밑돌 가능성은 희박
- 2019년 4분기는 인플레이션 국면 재개에 대비해야 하는 시점에 해당

국제유가에 관한 어떤 시나리오를 가정해도 물가에 미치는 단기 영향은 비슷하다



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

Strategist 윤영교

02)6923-7352

skyhum00@capefn.com

3

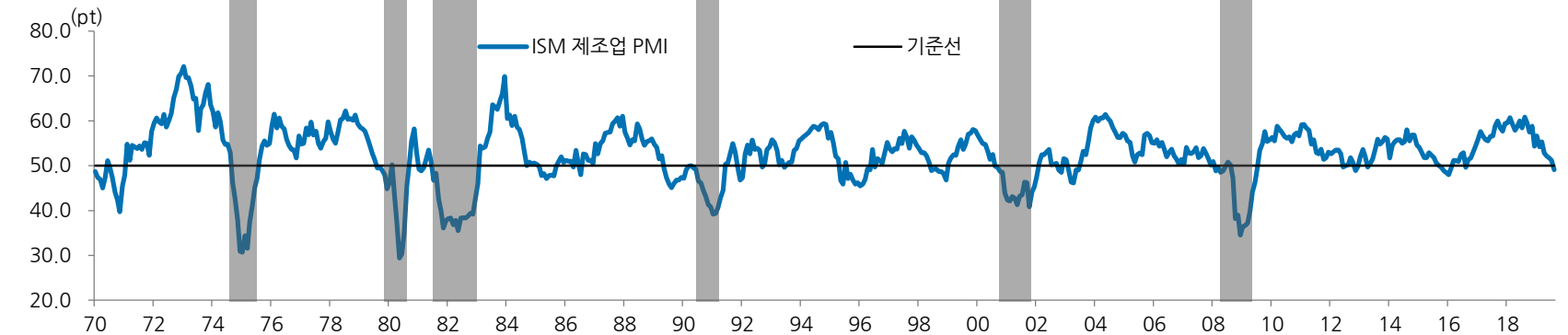
제조업 중심의 실물경기 반등에 대비한 전략 필요

- 미국 ISM제조업지수와 주식시장 업종 간 우열에 유의미한 관계 규명
- 한국 경제와 주식시장의 특성을 고려해야 할 것
- 기저효과 소멸에 따른 이익 회복 기대

예상되는 경제 국면에서 어떤 업종이 우위를 점할 것인가?

- 경기침체 후기/ISM제조업지수 상승 국면 재개 전망

ISM 제조업 PMI와 각 구간 섹터별 초과 수익



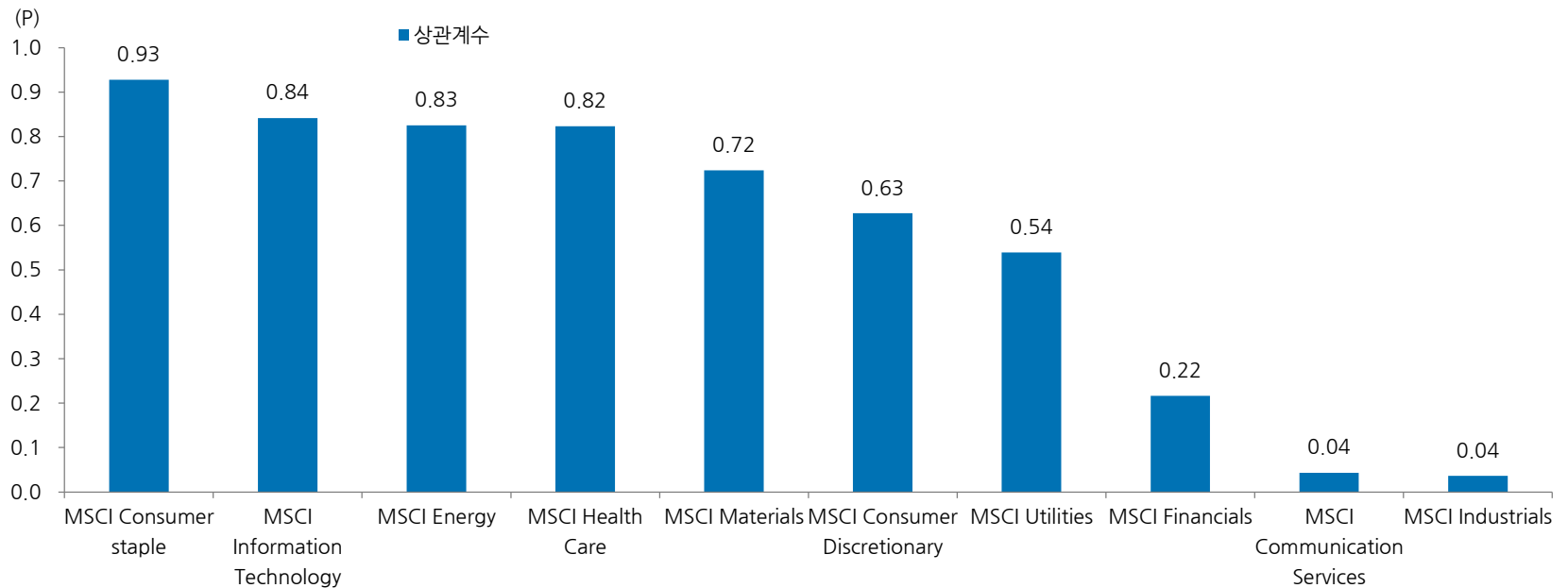
단위 : pp	침체 초기 (50pt~저점)	침체후기 (저점~50pt)	확장초기 (50pt~고점)	확장후기 (고점~50pt)	ISM 상승 시	ISM 하락 시
Consumer Staple	15	-8	0	5	-1	7
Financials	10	5	-6	6	1	0
Healthcare	10	-12	-8	8	-10	8
Utilities	8	-19	-9	9	-9	3
Communication Services	4	-1	-9	8	-6	7
Industrials	-1	5	1	-4	2	-2
Consumer Discretionary	-5	6	-2	1	0	-2
Energy	-5	-11	9	-4	0	-8
Materials	-6	12	5	-10	4	-9
Information Technology	-14	11	0	-2	5	-1

자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

미국 주식시장의 업종 간 우위가 한국 주식시장에 의미하는 것

- MSCI 기준 미국과 한국 업종 지수 간 상관계수는 일부 업종을 제외하면 상당히 높은 것으로 나타남
- 특히 경기반등 시 시장 내 우위를 보이는 업종의 경우 상관관계가 특히 높은 것으로 분석됨
- 경기반등의 영향이 미국 주식시장에 한정되지 않는다는 것을 단적으로 보여줌

MSCI 기준 미국 및 한국 업종 지수 간 상관계수



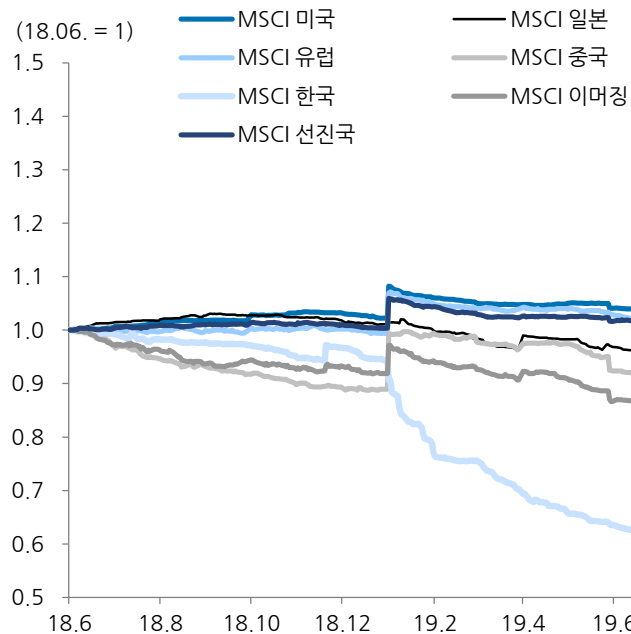
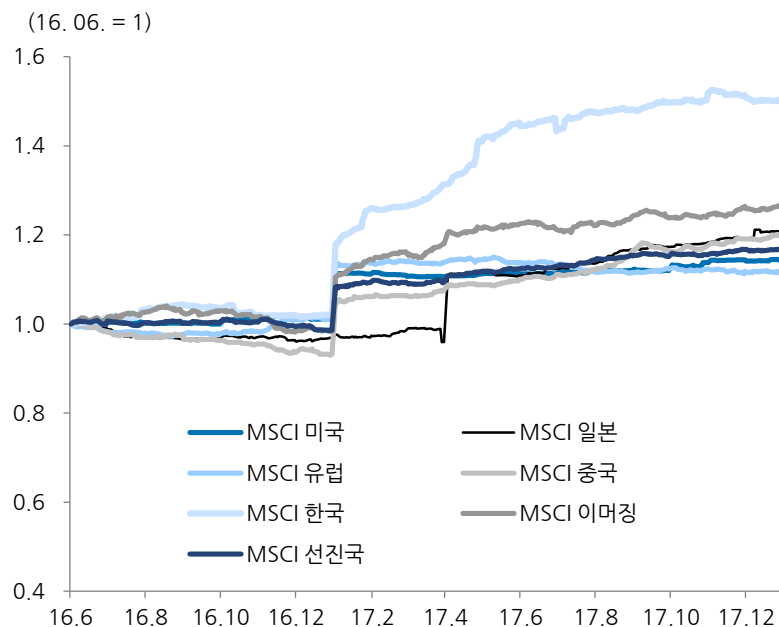
자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부



열탕(熱湯)가 냉탕(冷湯)을 오가는 한국 증시

- 한국 경제 구조는 1) 내수보다는 수출 중심, 2) 소규모, 3) 중간재 생산 중심
- 구조적 특성 상 경기 사이클 상 저점과 고점의 편차가 심하게 나타남
- 경기 회복-확장 국면에서는 이익 전망치 상승 속도가 월등히 빠르고 경기 둔화-침체 국면에서는 이익 전망치 하향 속도가 월등히 빠름

한국 증시는 경기가 좋을 때도 1등, 나쁠 때도 1등이다



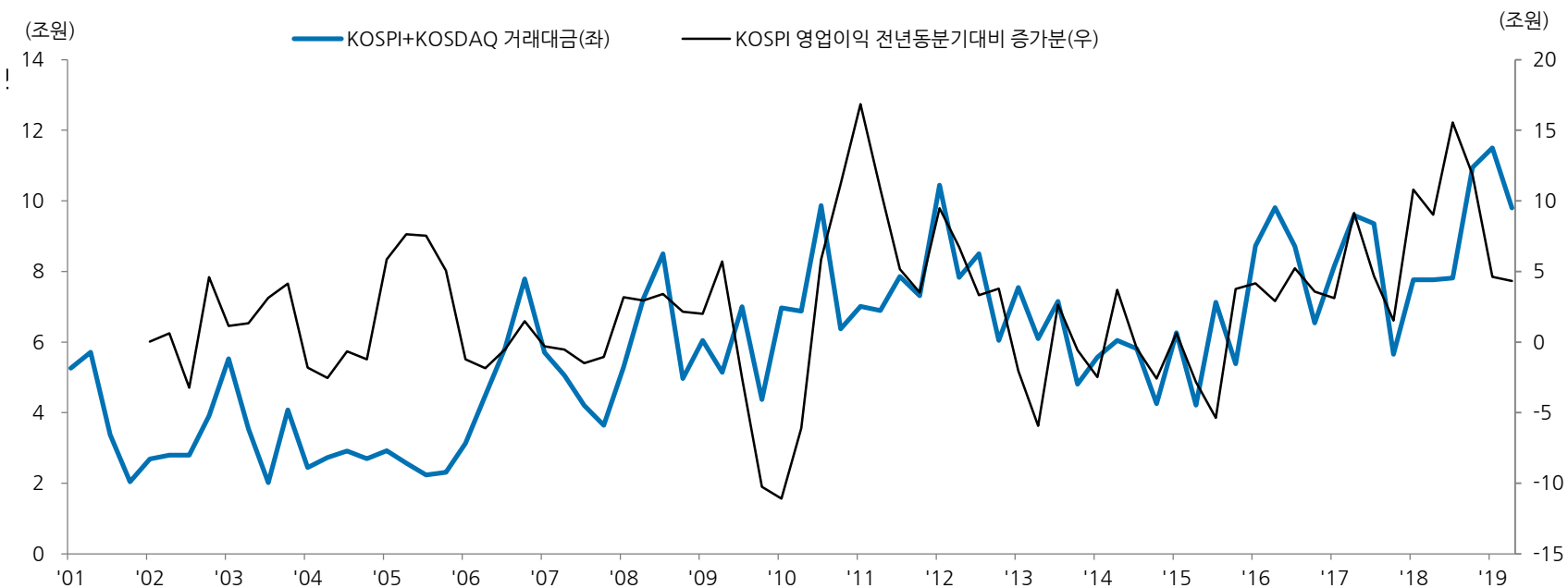
자료: Refinitive, 케이프투자증권리서치본부



경기(이익) 둔화기에는 호재보다 악재에 예민해진다

- 이익 증가기에 시장참여자들은 호재에 예민하고 악재에 둔감한 반면 이익 감소기에는 악재에 예민하고 호재에 둔감한 경향
- 2018년 이후 이익 감소기와 무역분쟁이라는 장기악재가 중첩되면서 시장 낙폭은 과도한 수준까지 이른 것으로 판단 가능

이익 성장률 둔화 구간에서는 악재에 예민하게 반응한다

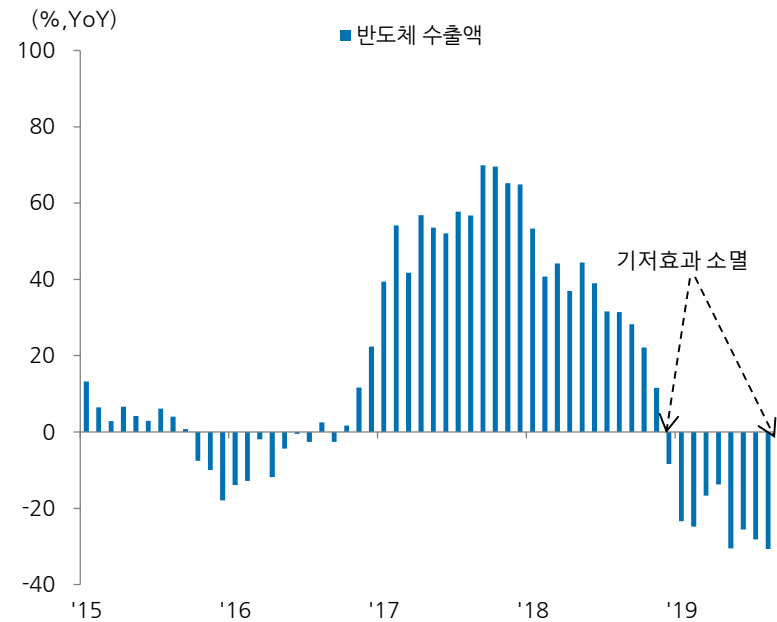
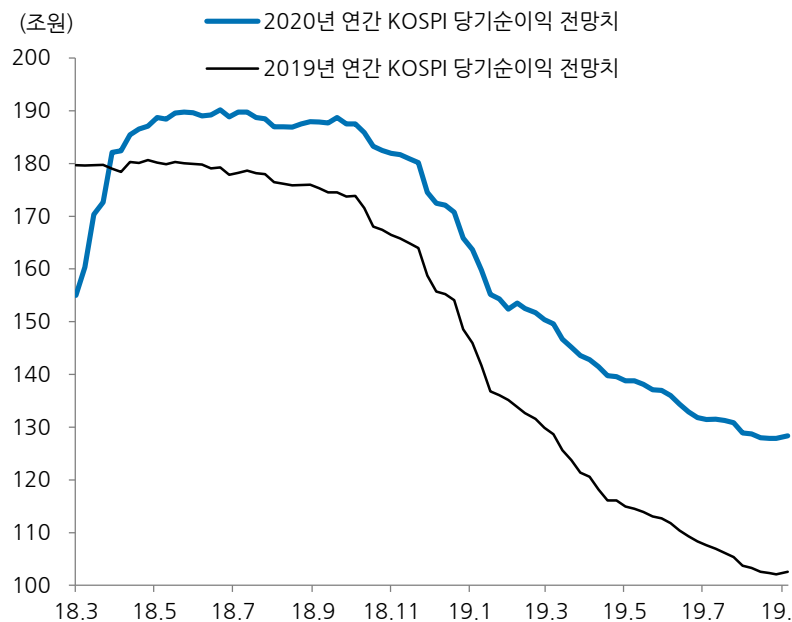


자료: Quantiwise, 케이프투자증권 리서치본부

기저효과의 기저효과가 사라지고 있다

- 2018년 2분기를 기점으로 하향 조정되던 한국 상장사이익 전망치는 2019년 8월 들어 하향세 중단
- 한국의주력 산업인 반도체 업종의 수출액 감소세가 중단된 것과 궤가 일치하는 현상
- 2018년 4분기부터 2017년 수출 급증에 의한 기저효과 소멸되며 이익전망치 반등이 가능할 것으로 전망

KOSPI 상장사 이익전망치 하향 중단은 반도체 수출액 증가율의 기저효과 소멸과 궤를 같이 하는 현상



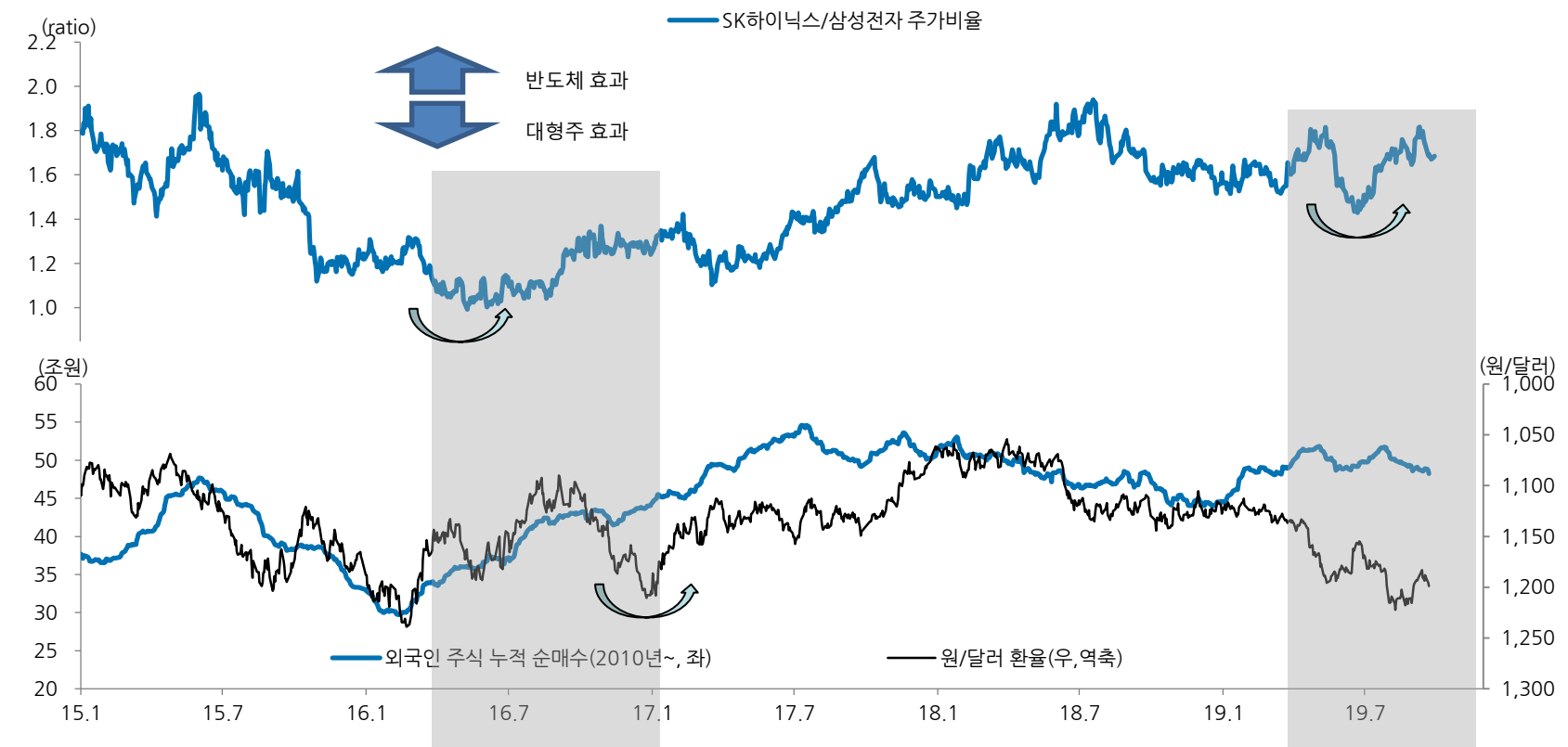
자료: WiseFn, CEIC, 케이프투자증권 리서치본부



대형주효과에서 반도체 효과로

- 반도체 실적 반등에 의한 지수 회복 가능성에 무게

하반기 한국 증시는 반도체 효과가 반영되기 시작

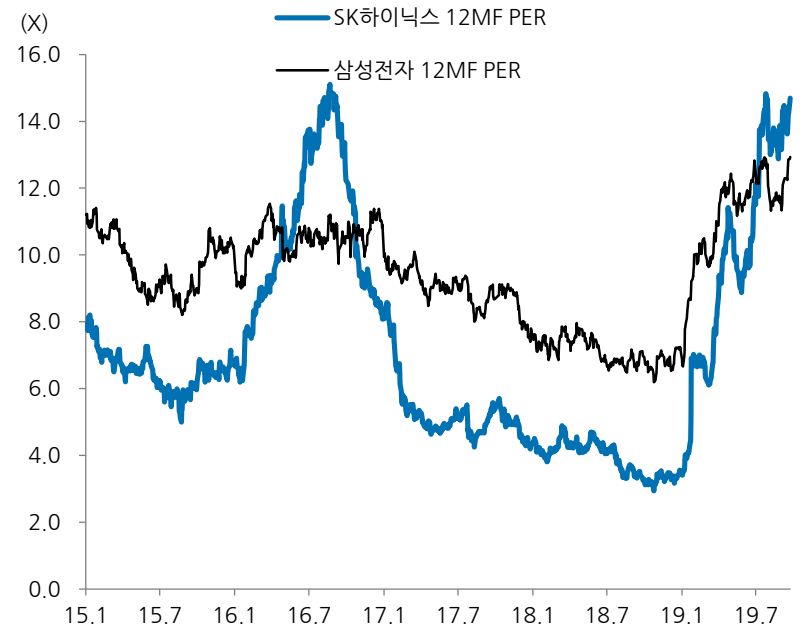
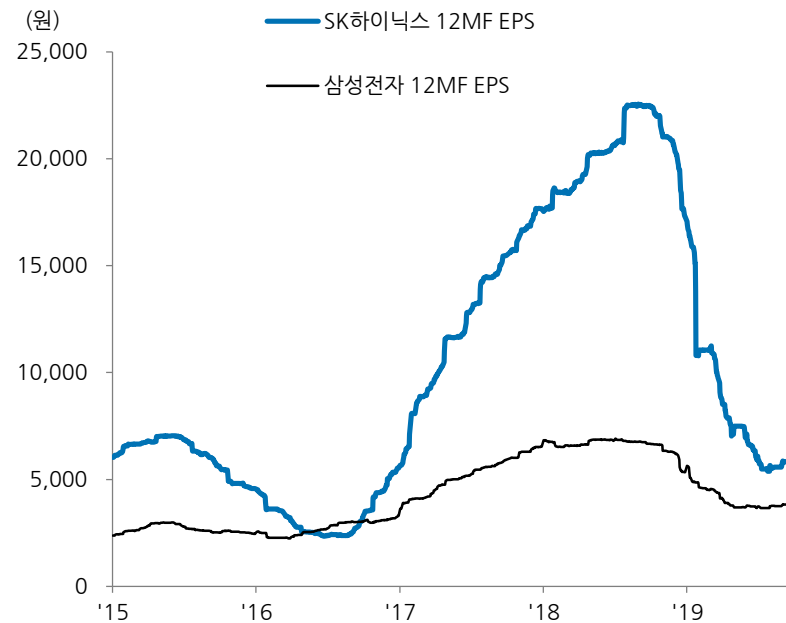


자료: Bloomberg, WiseFn, 케이프투자증권 리서치본부

高 PER에 사서 低 PER에 차익실현

- 삼성전자와 SK하이닉스 이익 전망치는 2018년 3분기를 기점으로 급감한 반면 주가는 비교적 선방, 밸류에이션(12MF PER)은 이전 고점에 도달
- 이익이 감소하더라도 일정 수준을 하회하지 않을 것이라는 굳건한 기대가 반영된 결과로 해석 가능
- 다시 말해 이익의 하단에 대한 신뢰가 주가를 지지한 것, 이익 증가 추세 가능성 확대는 주가에 반영되지 않은 것으로 판단
- 이익의 본격적인 증가가 나타나기 시작한 2016년과 유사한 상황

삼성전자 및 SK하이닉스 이익전망치 및 PER 추이



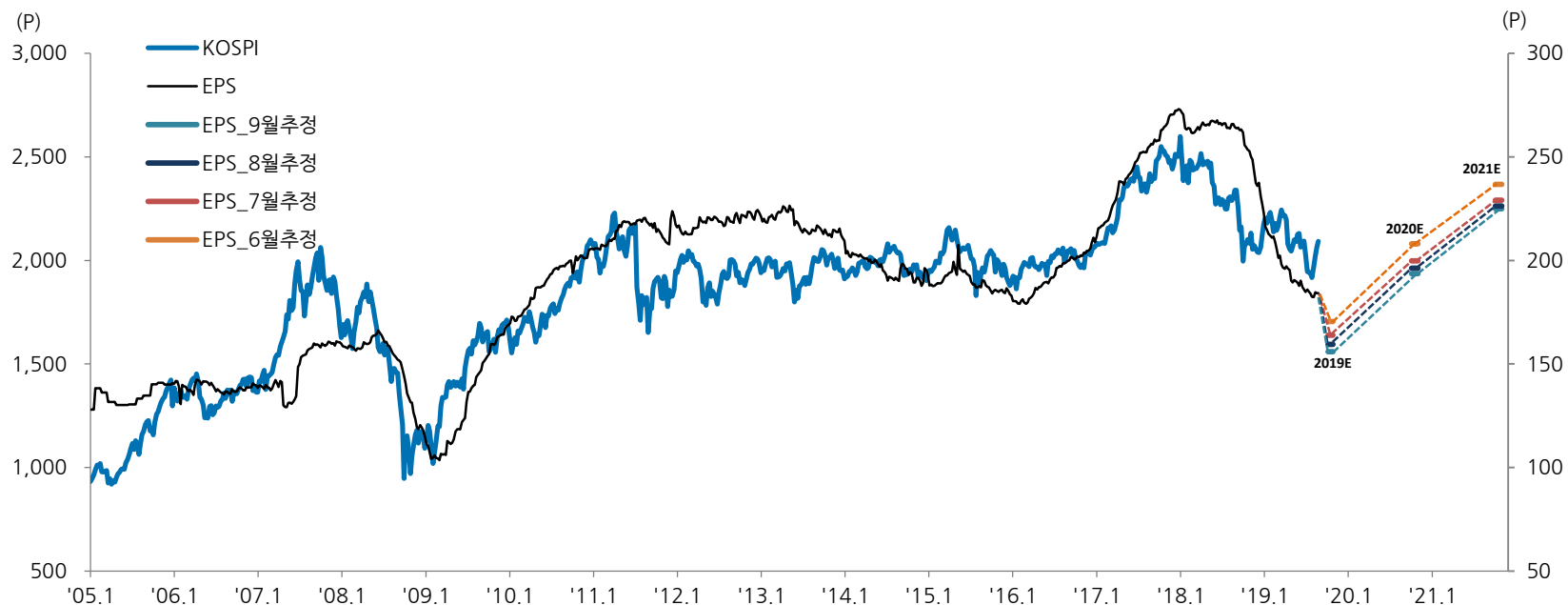
자료: WiseFn, Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부



실적은 2019년을 저점으로 반등이 확실 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 정치·적 이슈 방향에 따라 이익 전망치 방향이 재설정될 가능성도 배제할 수 없음

연도별 EPS 전망치 및 KOSPI 추이

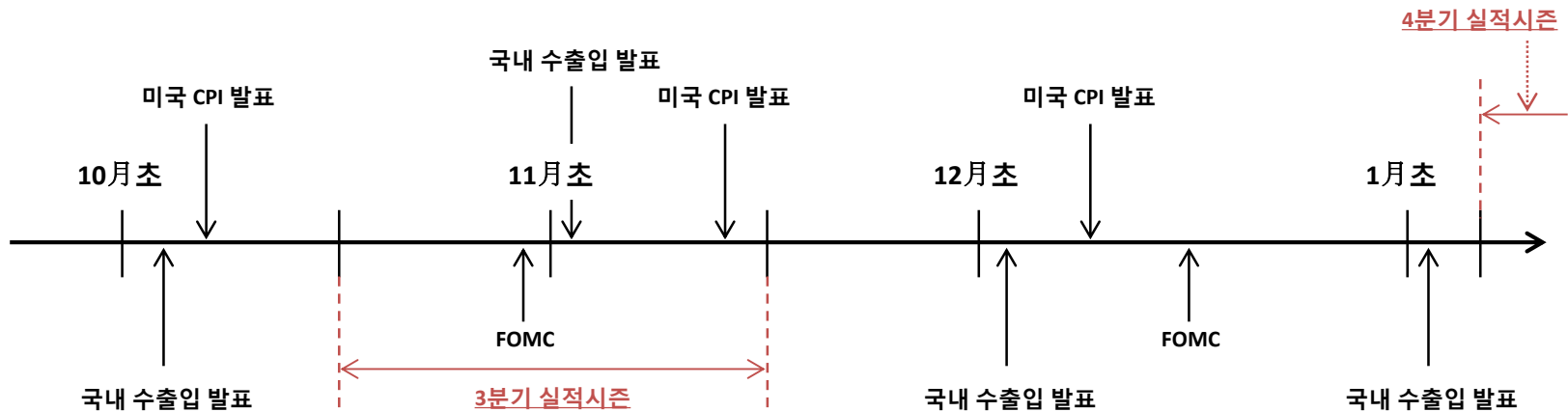


자료: Thomson Reuters, 케이프투자증권 리서치본부

시장의 분기점

- 향후 시장방향을 결정할 요인 중 대외 요인은 1) 미국과 중국 간 무역협상, 2) 연준의 정책방향, 3) 미국 인플레이션 지표 반등 여부
- 향후 시장방향을 결정할 요인 중 대내 요인은 1) 반도체 수출액 반등 여부, 2) 3분기 실적 시즌 결과
- 해당 이벤트가 집중돼 있는 10월 중순~11월 초순에 이르는 시기가 분기점이 될 가능성이 높다는 판단
- 당사는 1) 무역분쟁은 지금까지에 비해 낮은 강도로 유지, 2) 연준 정책 동결, 3) 물가 등 경제지표 반등, 4) 한국 수출 증가율 감소세 및 환율 진정을 예상
- 추세적인 상승은 2020년 초부터 예상, 단기적으로는 박스권 흐름 유지 전망

Time line

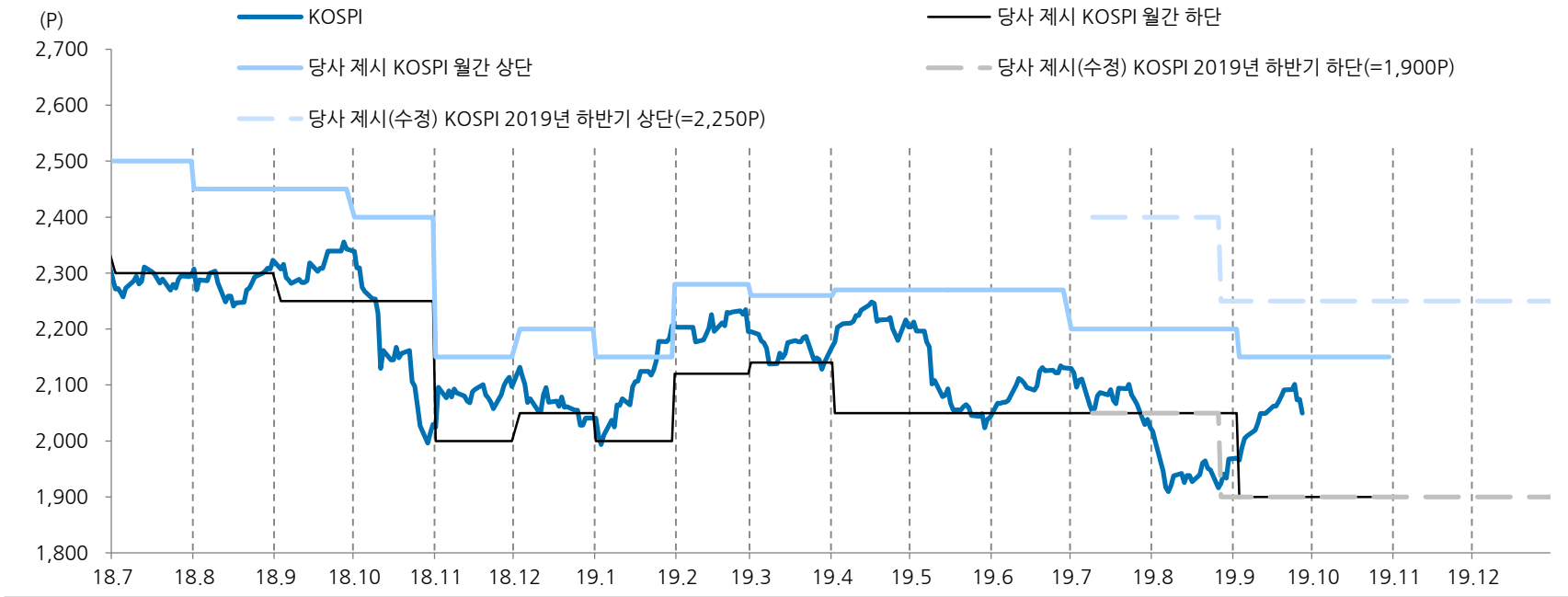


자료: 케이프투자증권 리서치본부

2019년 하반기 및 10월 KOSPI 예상 Range 및 추천업종

- 2019년 하반기 KOSPI 예상 상단과 하단은 각각 1,900P와 2,250P로 유지
- 대외 악재는 단기적으로 고착 상태를 유지할 것으로, 잠재적 호재는 표면화되기까지 시차가 발생할 것으로 예상된다는 점을 고려함
- 2019년 10월 KOSPI 예상 Range는 9월과 동일한 1,900~2,150P로 제시, 의미 있는 변화가 10월 중 발생할 가능성은 낮다는 점을 고려함
- 추천 업종: 반도체, 철강, 정유, 은행

당사 제시 KOSPI 예상 상/하단 및 실제 KOSPI 추이



자료: WiseFn, Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부



CAPE (Capital Asset Pricing Model)

▶ 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.