



사이클 저점이 확인될 미국의 3분기 어닝시즌

1. 또 한번 역성장이 예상되는 미국의 3분기 실적

- 3분기 미국 증시의 EPS growth는 전년대비 -4.6% 감소할 전망. 16년 1분기 이후 가장 부진한 수준이며, 3개 분기 연속 역성장이 예상되는 것
- 그러나 사이클 측면에서 보면 3분기를 저점으로 회복 국면에 진입할 전망. 20년 이익증감률의 레벨 역시 미국 외 선진국의 실적을 상회할 것으로 예상

2. 역성장을 야기한 무역분쟁의 강도는 약화 예상

- 향후 미국과 중국의 분쟁 강도가 약화될 것으로 기대된다는 점 역시 지수 전망에는 긍정적인 내용. 상반기 미국 수출기업의 EPS growth는 -11.8%로 지수 전체의 EPS 하락을 야기
- 미국과 중국이 상호 부과하는 평균 관세율이 동률로 상승함에 따라, 향후 미국이 주도하는 분쟁의 강도는 약화될 전망

3. 미국 경제의 침체 가능성은 크지 않아 보이는 상황

- 중립금리를 기준으로 본 연준의 정책완화 강도를 보면 미국의 경제가 침체 국면에 진입할 가능성은 크지 않은 것으로 판단
- 연준 완화적인 정책전환은 미국 증시가 가진 밸류에이션 부담을 완화시키는 요인이 될 것으로 보이며, 국채금리가 증시 배당수익률을 하회하고 있다는 점 역시 증시 투자매력을 높이는 요인

1. 또 한번 역성장이 예상되는 미국의 3분기 실적

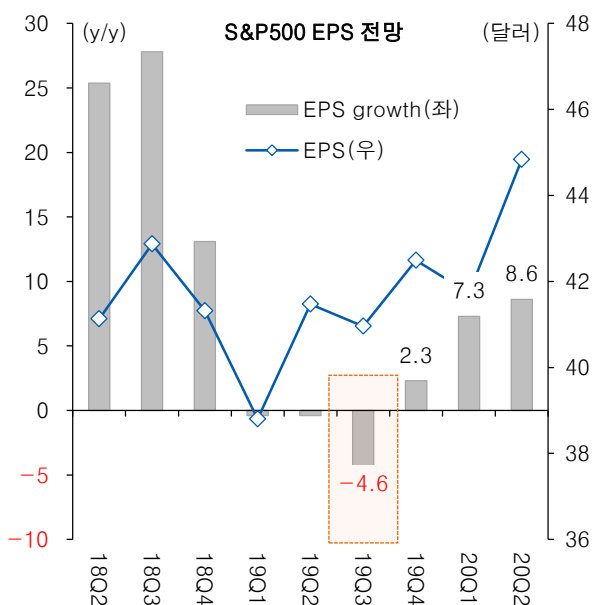
이번 주 JP Morgan, Goldman Sachs 등 대형은행의 실적발표와 함께 미국의 3분기 어닝시즌이 시작됐다.

S&P500 지수 기준 미국 증시의 3분기 EPS growth는 전년대비 -4.6% 감소할 것으로 추정되고 있는데, 이는 무역분쟁이 재개된 5월초 +0.8%에서 크게 하향된 것이며, 3개 분기 연속 역성장을 기록할 것으로 예상되는 것이다. 미국 증시의 이익증감률이 3개 분기 연속 역성장하는 것은 16년 2분기 이후 처음 발생하는 현상이며, 19년 3분기 예상되는 -4.6% 수준의 이익감소는 16년 1분기 -6.9% 이후 가장 부진한 것이다.

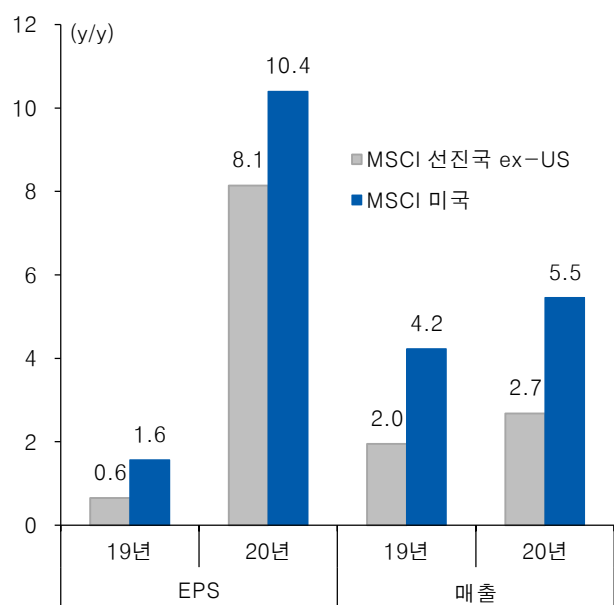
다만 향후 대응에 있어 참고할만한 부분은 3분기가 미국 증시의 이익사이클 저점이 될 가능성이 높아 보인다는 점이다. 4분기 S&P500 지수의 EPS growth는 +2.3%로 플러스 전환이 예상되고 있으며, 20년 1분기의 경우 +7.3%, 20년 2분기의 경우 +8.6% 수준에 형성되어 있다.

레벨 측면에서 봐도 미국 증시의 20년 연간 EPS growth는 +10.6%로 MSCI 선진국 ex US의 +8.1%를 상회할 것으로 전망되고 있다. 이는 주요 선진국 중 독일 +13.8%, 프랑스 +11.0% 등을 제외하면 가장 높은 것이다.

[차트1] 3분기 미국 증시의 EPS growth는 16년 이후 가장 부진한 수준이 예상되나, 사이클 저점 가능성이 높은 상황



[차트2] 20년 예상되는 이익과 매출의 성장세는 미국 외 선진국과의 격차가 확대될 전망



자료: Factset, IBES, 유안타증권 리서치센터

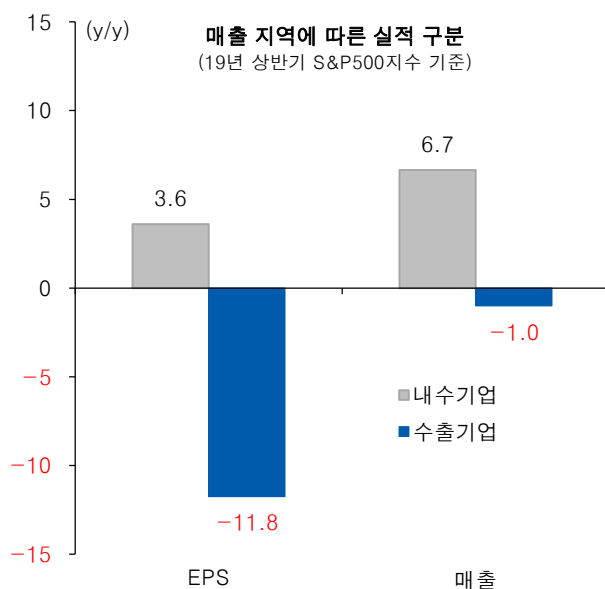
2. 역성장을 야기한 무역분쟁의 강도는 약화 예상

향후 미국 증시의 이익상승을 이끌 것으로 예상되는 섹터는 에너지(20년 연간 +31.2%), 산업재(+17.7%), 소재(+15.3%) 순이다. 올해 '원자재 가격 하락'과 무역분쟁 장기화로 인한 '투자 감소'의 영향이 집중되고 있는 섹터이기도 한데, 20년 회복에 기저효과의 기여도가 큰 것은 사실이지만, 약 +20% 내외의 이익성장이 전망된다는 점을 고려하면 사이클의 반전은 확실해 보이는 상황이다.

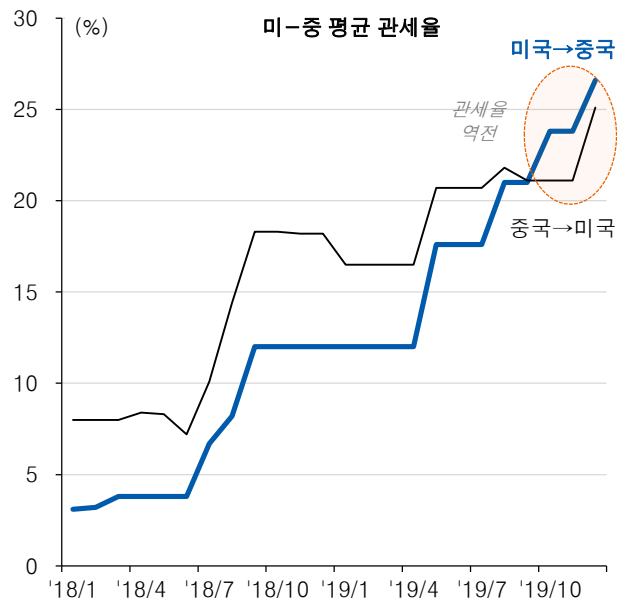
19년 상반기 S&P500 지수의 EPS 역성장을 주도했던 것은 해외매출 비중이 높은 기업들이었던 것으로 조사(상반기 평균 수출기업의 EPS growth -11.8%, 내수기업 +3.6%)되는데, 향후 미국과 중국의 분쟁 강도가 약화될 것으로 기대된다는 점 역시 지수 전망에는 긍정적인 내용이다.

18년 1월 미국이 중국산 품목에 부과했던 관세율의 평균은 3.1%, 중국이 미국산 품목에 부과했던 관세율은 평균 8.0%였지만, 현재는 각각 21% 수준으로 동률을 기록하고 있다. 또한 12/15일 추가 관세가 실현될 경우 미국의 입장에서는 처음으로 중국보다 높은 관세를 부과하게 되는데, 차기 대선을 약 1년 앞둔 시점이라는 점과 더불어 향후 미국 주도의 분쟁 강도가 약화되는데 도움이 될 것으로 판단된다.

[차트3] 상반기 이익 역성장을 주도했던 수출 기업. 에너지, 소재 섹터 등이 주도했으나, 향후 방향성은 회복 기대



[차트4] 12월 역전될 것으로 예상되는 미국과 중국의 평균 관세율은 향후 미국 주도의 분쟁 완화에 기여할 전망



자료: Factset, PIIE, 유안타증권 리서치센터

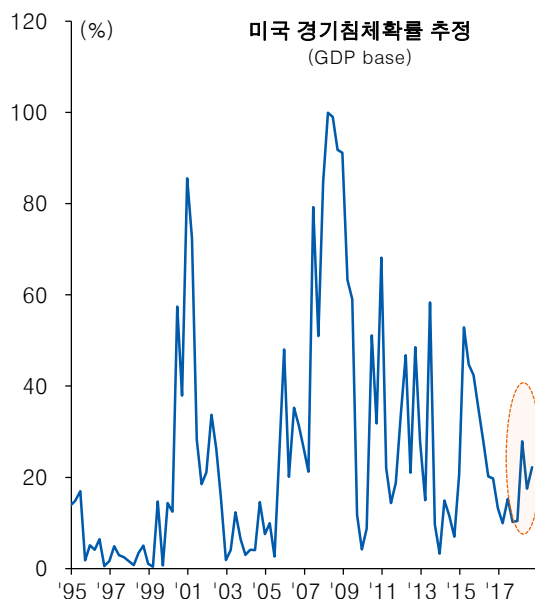
3. 미국 경제의 침체 가능성은 크지 않아 보이는 상황

미국의 장단기금리 역전이 지속(10년물-3개월물 기준)되면서 뉴욕 연준에서 국채금리를 기준으로 추정하는 미국의 경기침체확률(향후 12개월)이 지속 상승하고 있지만, GDP를 기준으로 산출되는 침체확률은 22.2%로 오히려 10년 이후 평균인 25.8%를 하회하고 있다.

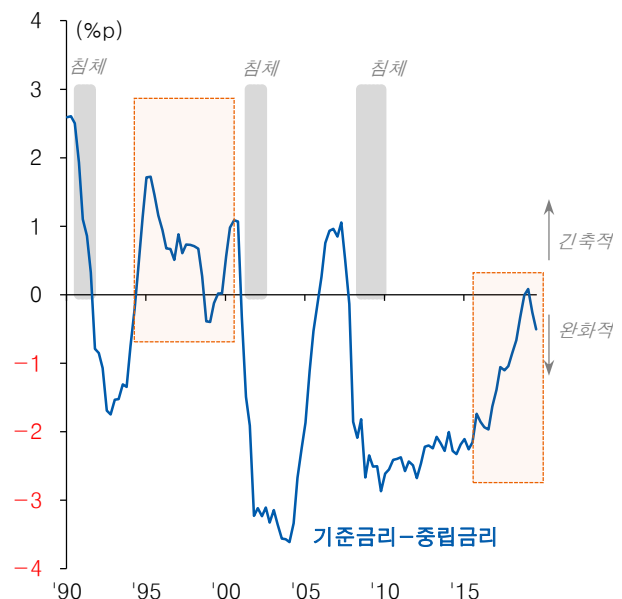
미국의 중립금리 대비 현재 기준금리의 레벨을 보면, 연준의 완화적인 정책 강도가 과거의 경기침체 발생 국면과는 크게 다르다는 점 역시 확인할 수 있다. '보험적 성격'이라 평가되고 있는 최근 연준의 정책금리 인하는 95년의 사례와 자주 비교되는데, 당시에는 실질적인 긴축에 들어선 금리정책(기준금리>중립금리)의 '긴축강도를 낮추는 정책'이었던 반면, 현재는 잠시 균형에 도달했던 기준금리를 다시 '실질적인 완화'의 영역(중립금리>기준금리)으로 낮추는 정책을 펴고 있다. 미국에서 발생한 최근 3번의 경기침체는 모두 연준이 중립금리를 넘어서는 실질적인 긴축을 단행한 이후 발생했다는 점에서, 향후 미국의 경제가 침체 국면에 진입할 가능성은 크지 않은 것으로 판단된다.

연준의 완화적인 정책과 이를 반영한 시중금리의 하락은 현재 16.8배로 재상승한 미국 증시의 밸류에이션(12MF PER 기준) 부담을 낮추는 요인이 될 것으로 보이며, 국채금리가 증시 배당수익률을 하회하는 수준으로 하락했다는 점 역시 증시에 대한 투자매력을 높이는 요인이 될 것으로 기대된다.

[차트5] GDP를 기준으로 추정하는 미국의 경기침체확률은 여전히 2010년 이후 평균을 하회하는 수준에 위치



[차트6] 연준은 중립금리를 하회하는 수준의 기준금리 레벨을 유지 중. 과거 경기침체 발생 이전 국면과 큰 차이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

