

[2020년 주식시장]
2020년 주식시장을
지배할 화두(話頭), 소비



Strategist **윤영교**

02)6923-7352

skyhum00@capefn.com

2020년 주식시장을 지배할 화두, 소비



Summary 2020년 주식시장을 지배할 화두, 소비

▶ 케이프투자증권이 꼽는 2020년 주식시장의 화두는 미국 소비 회복

- 무역분쟁 장기화로 미국 경제지표에 대한 평가가 엇갈리고 있는 상황. 특히 미국 경제의 70%를 차지하는 소비지표에 대한 우려가 제기되고 있음
- 미국 가계소비는 글로벌 전체 경제의 17~18%를 차지. 단일 경제주체로서는 가장 크며 결집력이 강해 글로벌 경기 사이클을 결정함
- 미국 가계 소비지표에 심각한 훼손이 발생한 것은 아니나, 기대 인플레이션 하강이 확인되고 있다는 점은 가까운 시점에 소비 급감이 현실화 될 가능성을 경고함
- 기대 인플레이션 하강의 근본적인 원인은 고용, 특히 제조업 부문이 트럼프 행정부의 의도와 다르게 악화되고 있다는 점
- 2020년 글로벌 금융시장(주식시장)의 화두는 미국 소비 회복 여부

▶ 소비 경기 반등을 위해 트럼프 행정부가 하게 될 일

- 미국 소비심리 붕괴는 미국 주식시장 붕괴로 이어질 것은 분명한 사실. 소비심리 회복을 위해서는 제조업 부문 고용을 되살려야 할 것
- 과거 사례를 보면 미국 행정부는 집권 4년차에 적극적인 재정 집행을 통해 경기 부양에 나서는 패턴이 나타남. 트럼프 행정부도 예외는 아닐 것
- 민주당 집권시에는 비방위비에, 공화당 집권시에는 방위비에 대한 지출 비중이 높은 것으로 나타남. 트럼프 행정부의 국방 관련 품목 주문은 아들 부시 집권기와 유사한 패턴을 보임
- 국방 관련 품목은 첨단 제조업과 직접적인 관련이 있어 트럼프 대통령의 정치·경제적 이해관계와 일치함

▶ 2017년과 유사한 시장 형태 예상, 다만 주도주는 조금 다를 것

- 미국 제조업 경기 반전은 달러 약세 및 원화 강세로 이어질 전망. 원화 강세가 외국인 수급에 긍정적인 요인으로 작용하며 지수 회복을 견인하는 2017년과 유사한 형태 예상
- 미국 소비심리와 한국 반도체 업종 성과 간 상관관계는 2010년 이후 크게 높아짐. 반도체는 2020년 시장을 주도하는 업종 중 하나로 자리잡을 전망
- 한국 자동차 판매량은 미국 내구재 및 자동차 교체 수요 회복으로 증가할 전망. 매출액이 안정적인 상황에서 ROE 개선은 주가 상승으로 이어질 것
- 한국 내수시장 성장 모멘텀이 소멸한 가운데 계층간 소득 격차 확대 심화. 소비시장의 이원화(二元化)에 따른 수혜가 예상되는 업종을 찾아보는 것도 유효한 전략
- 2020년 KOSPI는 레벨은 상저하고(上低下高), 모멘텀은 상고하저(上高下低)의 형태가 될 전망

▶ 2020 KOSPI 예상 Range: 2,000~2,500P 유지

▶ 연간 우선 추천 업종: 반도체, 자동차, 유통

▶ 차순위 추천 업종: 소재, 산업재

Strategist 윤영교

02)6923-7352

skyhum00@capefn.com

1

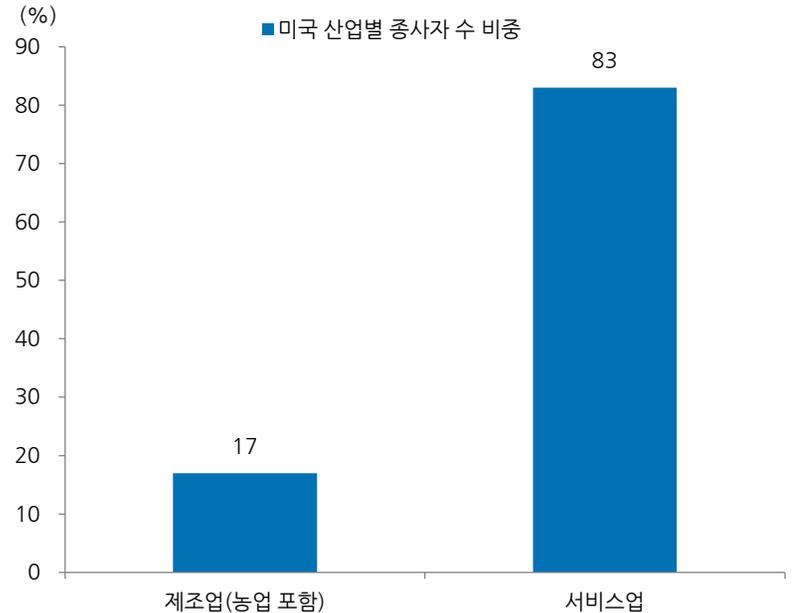
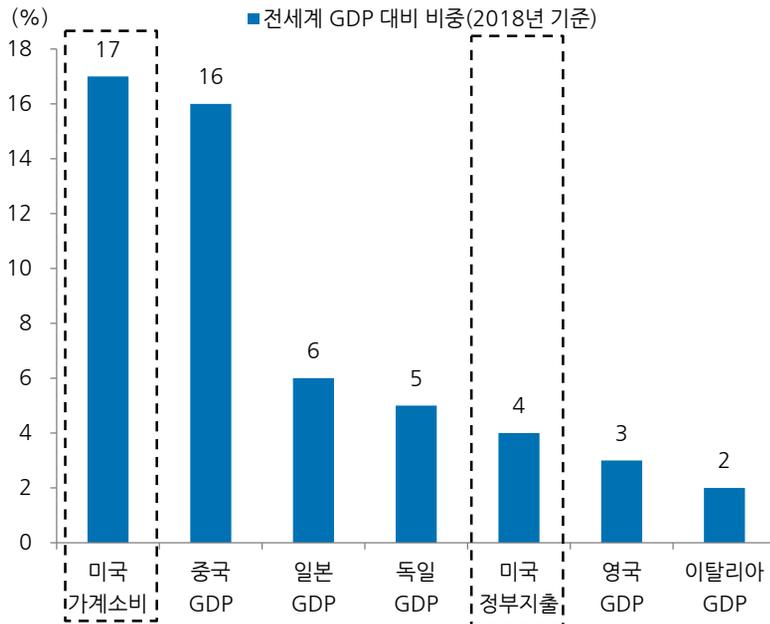
2020년 주식시장의 화두

- 금융시장에도 어김 없이 적용되는 파레토법칙(2080법칙)
- 한국 증시가 추세적 상승 궤도에 들어가기 위해 필요한 것
- 미국 경제는 견조한 것인가, 버티고 있는 것인가?
- 무엇이 2020년 글로벌 경기 회복을 주도할 것인가?

20%의 법칙이 통하는 세상, 금융시장에도 예외는 없다?

- 파레토법칙(2080법칙)은 현상의 80%는 나머지 20%로 인해 발생한다는 경험적 법칙으로 사회현상에 광범위하게 적용됨
- 미국 경제가 전세계 GDP에서 차지하는 비중은 20%에 가까운 18%. 미국 소비경기에 따라 글로벌 경기 사이클이 결정됨
- 미국 고용시장에서 제조업(농업 포함) 종사자 수가 차지하는 비중 역시 17~18% 가량으로 서비스업에 비해 소수이나 전체 고용 흐름 및 가계 소득 상황을 결정
- 미국 고용시장의 20%가 글로벌 경제의 방향을 좌우하는 20%(미국 가계 소비)를 결정하고 그에 따라 글로벌 금융시장의 방향이 결정됨

세계 경제에서 미국 소비가 차지하는 비중 17%, 미국 고용시장에서 제조부문(농업 포함)이 차지하는 비중 17%

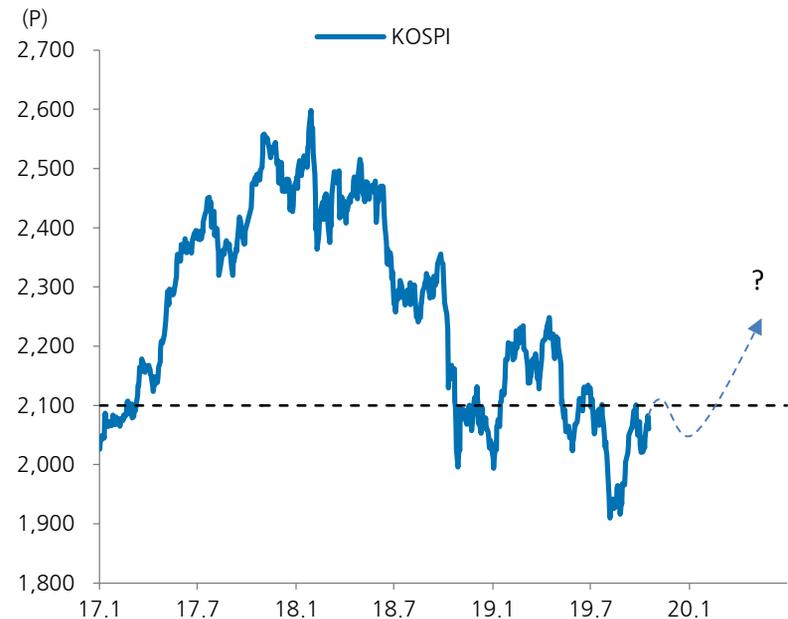


자료: Refinitive, 케이프투자증권 리서치본부

저항선을 뚫을 수 있을까?

- 삼성전자주가는 2018년 5월(액면분할) 이후 “반도체 장기 모멘텀 소멸론”과 “반도체 사이클 저점 확인론”이 치열하게 충돌하며 박스권 흐름 시현
- 삼성전자의 비중이 높은 한국 주가지수(KOSPI)는 삼성전자주가가 박스권 흐름을 보인 기간 중 2,100선을 중심으로 유사한 흐름 시현
- 2019년 10월, 삼성전자주가가 심리적 저항선인 5만원 선을 16개월 만에 상회하며 KOSPI 추세적 상승에 대한 기대 부활

삼성전자와 KOSPI는 심리적 저항선을 추세적으로 상회할 수 있을까?

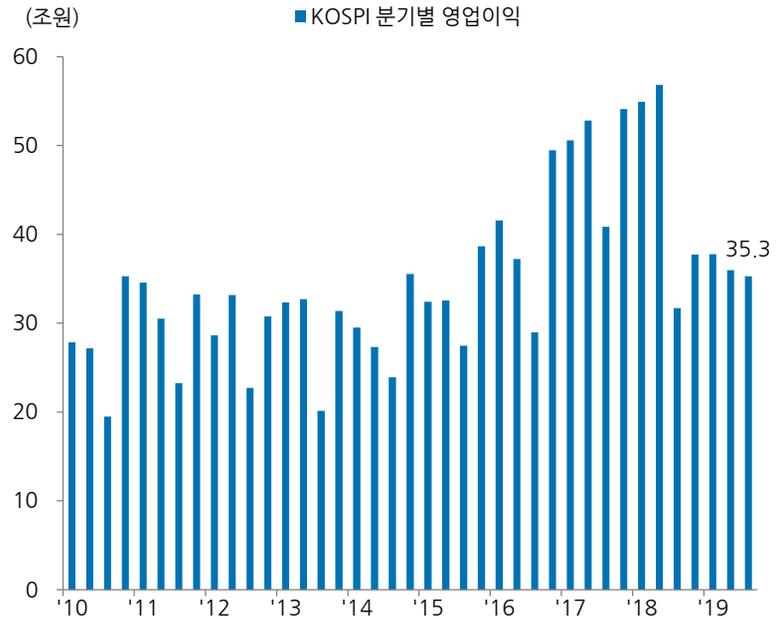
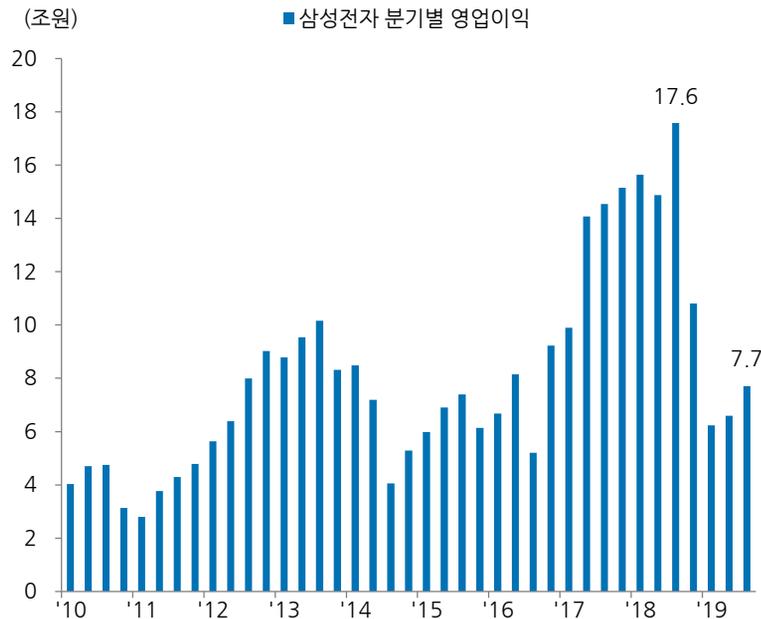


자료: Refinitive, Quantwise, 케이프투자증권 리서치본부

단순히 바닥을 확인한 수준이라면 추세적 상승은 없다

- 삼성전자의 2019년 3분기 영업이익은 7.7조원을 기록하며 시장 컨센서스(7.1조원)을 상회하며 “반도체 사이클 저점 확인론”이 우위를 점함
- 삼성전자 실적 바닥 확인이 유력해지면서 한국 상장사 전반의 실적 역시 바닥을 확인할 것이라는 기대감 확산
- 그러나 반도체를 비롯한 한국 상장사 실적이 단순히 바닥을 확인한 수준이라면 KOSPI가 전고점을 향해 순항하는 시나리오는 상정하기 어려움
- 결국 주가 추세 회복의 키는 실적 성장의 지속성에 대한 기대이며 실적 성장의 지속성에 대한 기대는 경기 사이클 턴 어라운드 여부에 따라 결정됨

삼성전자와 KOSPI 영업이익 추이: 반등이 시작될까? 중단된 성장 국면이 장기화될까?

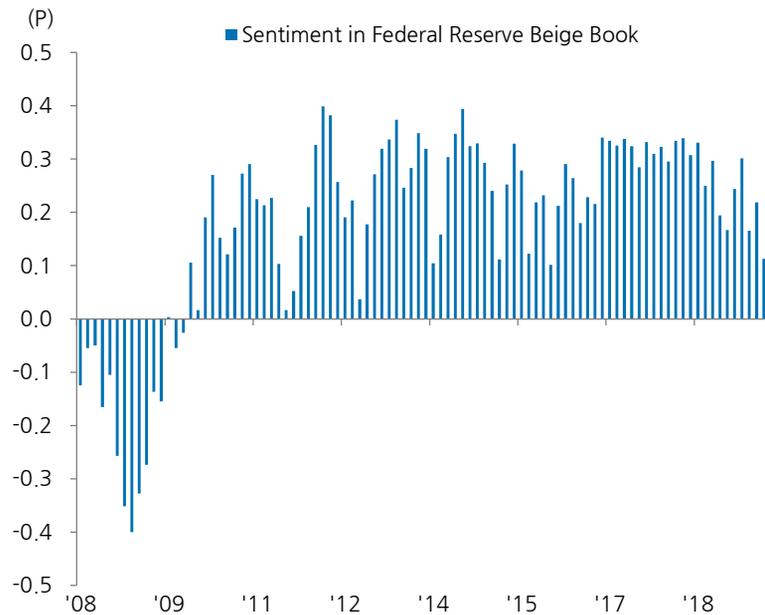
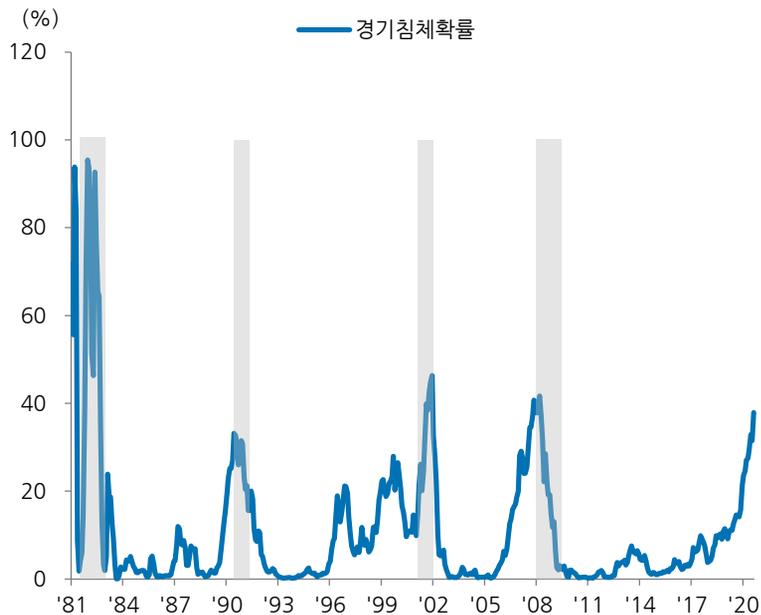


자료: Refinitive, Quantwise, 케이프투자증권 리서치본부

“혼재된 경제지표”는 금융위기와 같은 이례적 상황을 배제하면 최악이라는 뜻이다

- 한국 경제에 대한 비관론이 여전한 가운데 그간 견조하다고 평가된 미국 경제 역시 불안한 흐름을 보이고 있음
- 전미경제연구소(NBER)가 산정한 2020~2021년 경기침체 발생 확률은 40%를 상회
- 연준이 발간하는 미국경제분석백서(Beige Book)에 명기된 단어들을 바탕으로 산정한 경기センチメント 지표는 2018년 이후 하락세 지속
- 미국 경제는 지난 3~4년來 최악의 상황을 보여주고 있음

전미경제연구소에서 제시한 바에 따르면 1~2년 내 경기침체가 발생할 확률은 40%에 달한다

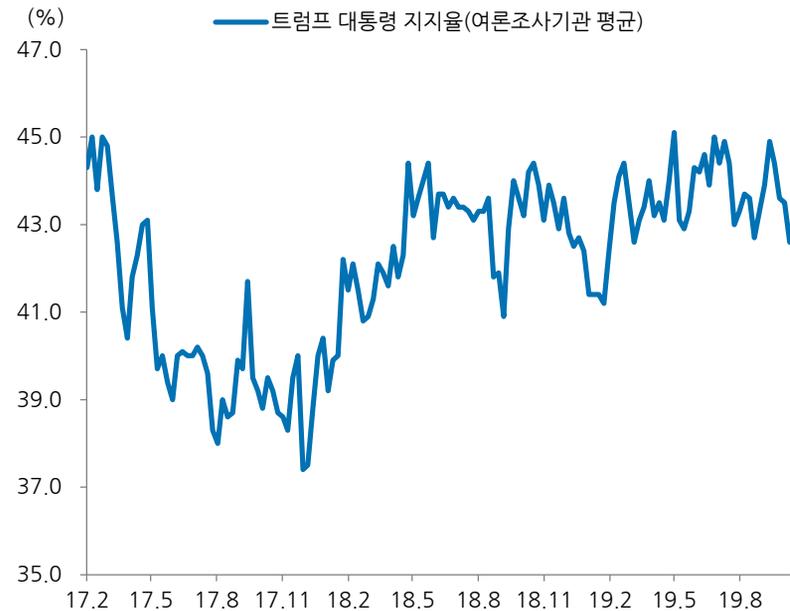
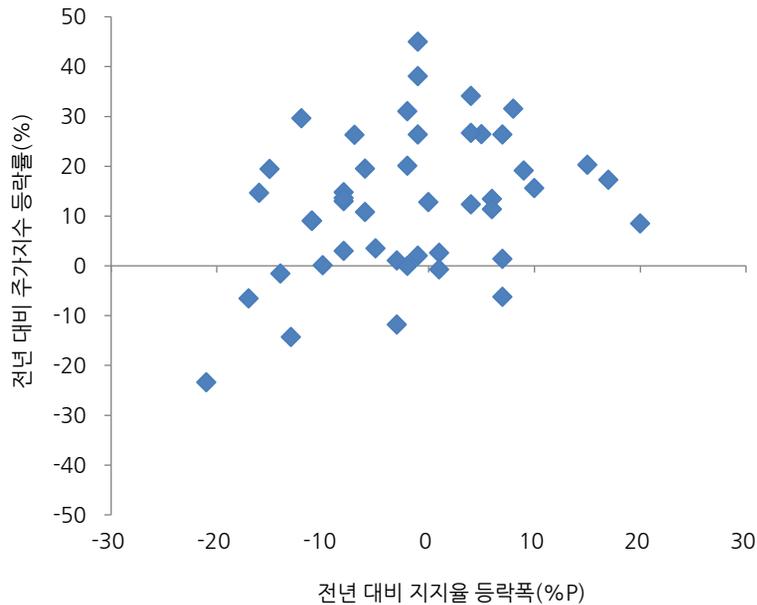


자료: Bloomberg, NBER, 케이프투자증권 리서치본부

일단 재선은 성공해야 하니까...

- 실질적으로 양당제 국가인 미국은 대선 승리를 위해서는 50% 전후의 지지율 확보가 필수적이나 트럼프 대통령 지지율은 42~43% 수준에서 답보
- 과거 미국 대통령 지지율은 주가지수(경제성장률) 상승률과 상당한 상관관계가 있음이 확인됨
- 커들로 국가경제자문위원장은 미-중 스물딜 협상이 있기 며칠 전 무역분쟁이 재선에 위협이 되고 있다고 조언한 것으로 확인됨
- 무역분쟁 종료 여부를 단언하기 어려우나 2020년 대선 전까지 정책 차순위로 미루어 둘 가능성 높아짐

주가지수 등락률과 대통령 지지율 간 상관관계와 트럼프 대통령의 현재 지지율을 감안하면 무역분쟁은 장기 소강상태로 들어갈 가능성이 높다

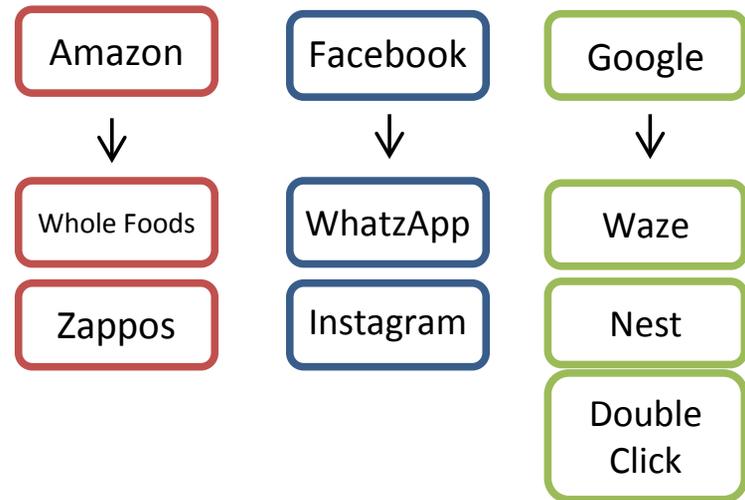
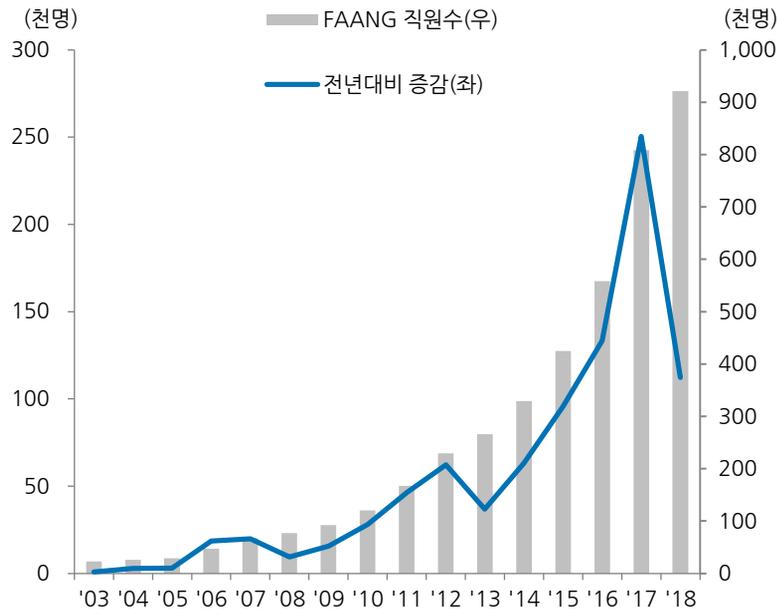


자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

IT 서비스 기업 고용, 모멘텀이 빠지다

- 미국 고용시장은 2013년부터 2018년까지 상당히 강한 회복세를 보임
- IT산업 성장이 빨라지면서 해당 기업의 고용자 수가 이 기간 중 기하급수적으로 증가하면서 전체 고용시장 회복을 견인함
- 그러나 2017년을 정점으로 IT산업 고용 모멘텀이 눈에 띄게 약해진 것으로 확인됨
- 서비스업 부문에서 강한 고용 증가가 발생하기를 기대하기 어려운 상황

지난 10년여 간 IT기업이 미국 고용시장 회복을 이끌었으나 독점적 지위에 대한 논란 등으로 추가 고용 모멘텀 발생을 기대하기 어려운 상황

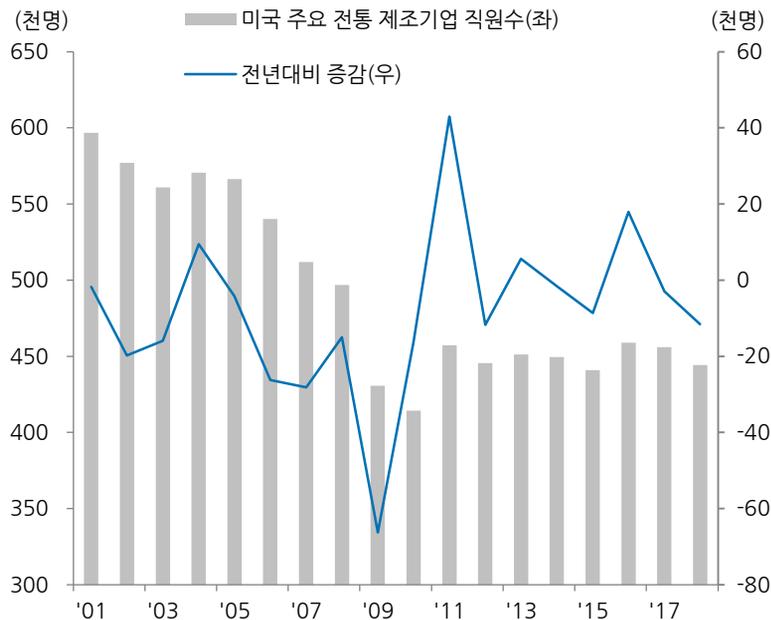


자료: Refinitive, 케이프투자증권 리서치본부

트럼프의 생각과 다른 양상으로 흘러간 제조업 부문 고용 바로 잡기

- 지난 10년여 간 고용을 크게 늘린 IT산업과 달리 전통 제조업 부문 고용은 답보 상태를 이어가고 있음
- 2008년 이전 금융산업 강화 정책으로 제조업 부문 고용은 추세적 감소를 보였으나 금융위기 이후 제조업 리쇼어링 정책으로 감소세 중단
- 트럼프 행정부는 제조업 강화를 주장하며 중국과의 무역분쟁 명분으로 내세웠으나 해당 기간 중 제조업 부문 고용은 오히려 감소
- 10월을 기점으로 무역분쟁 중단, 향후 전통 제조업 부문 고용 부양에 나서겠다는 의지로 해석 가능

미국 주요 전통 제조기업 직원수는 전혀 늘지 못하고 있다(좌), 미국 가계 소비 중 내구재 소비가 차지하는 비중은 전통 제조기업 직원수와 형태가 똑같다(우)

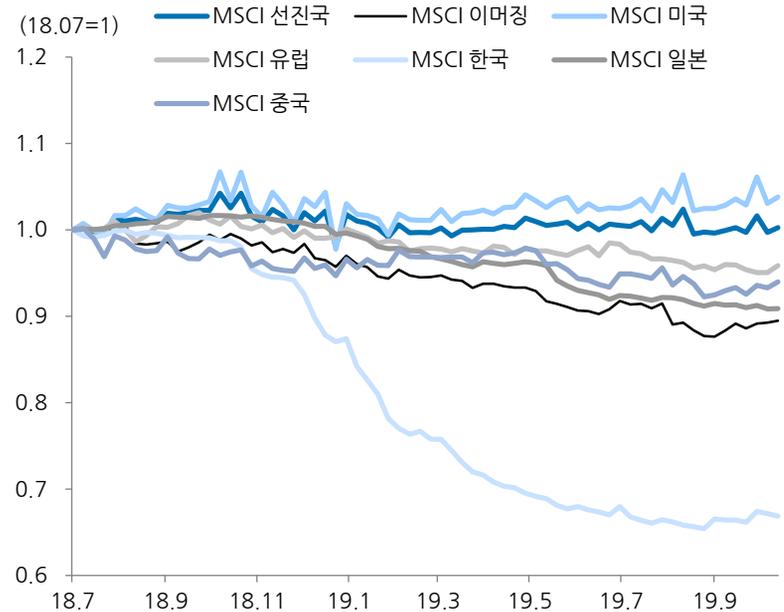
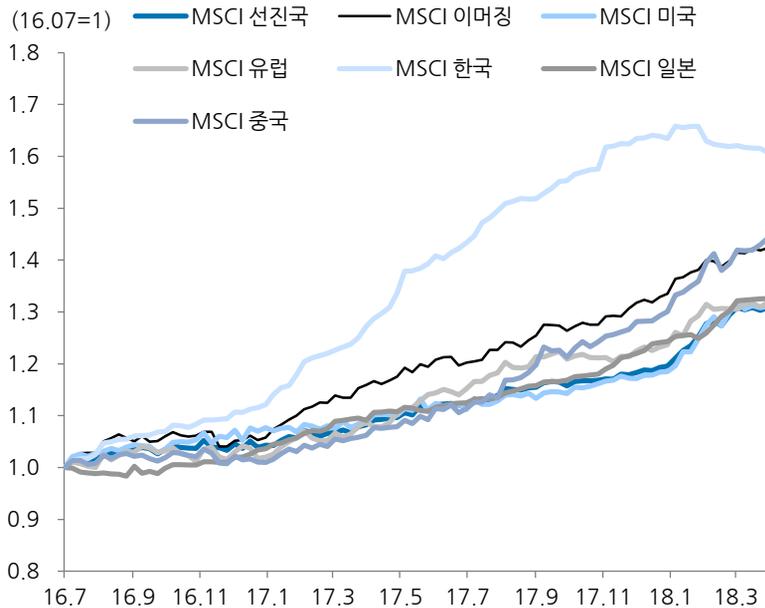


자료: Refinitive, 케이프투자증권 리서치본부
 주: Ford, US Steel, Caterpillar, Exxonmobil, Flour 합계

상황은 언제든 바뀔 수 있다

- 2018년 하반기 이후 미국을 필두로 글로벌 경제는 단기 하강 사이클로 진입하며 글로벌 주식자산 전반적인 하락세 시현
- 한국 증시는 이익추정치와 주가하락률이 여타 국가에 비해 크게 부진, 한국 주식시장 한계론에 힘을 실어줌
- 한국 경제 구조적 특성 상 글로벌 경기 하강 사이클 하에서는 여타 시장에 비해 가장 부진한 반면 경기 상승 사이클에서는 독보적으로 우월한 지위를 점함
- 미국을 중심으로 경기 회복세가 가시화 될 경우 한국 상장사 이익 및 주가 성장 속도는 예상을 크게 웃돌 가능성 충분
- 이 경우에 대비한 시장 대응 및 업종 비중 조정 전략 필요

주요국 증시 12MF EPS 추이: 한국 산업 구조 특성 상 경기 상승기와 하강기 형태가 극단적일 수 밖에 없다

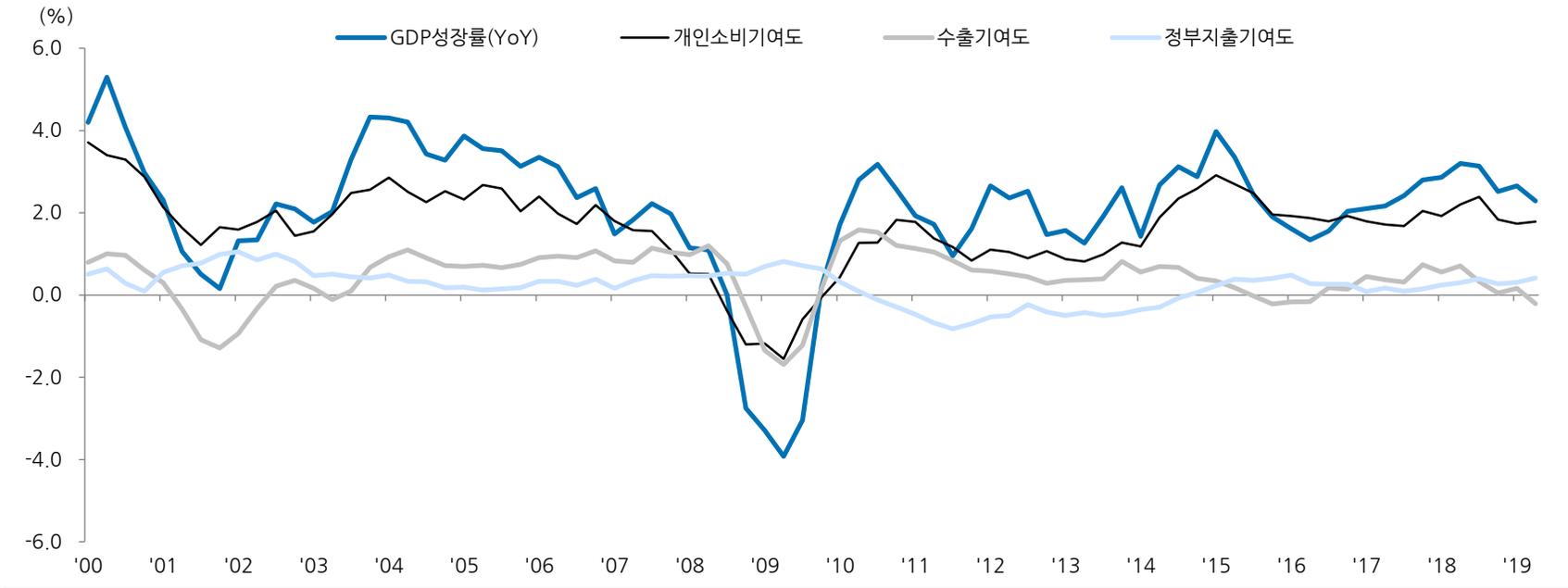


자료: Refinitive, 케이프투자증권 리서치본부

2020년 미국 경제가 회복한다면 무엇이 회복을 주도할까?

- 경기가 호조를 보였던 2016~2018년 미국 경제성장은 기업투자와 수출의 기여도가 높았던 반면 정부부문 기여도는 매우 미미한 수준
- 경제성장은 민간부문이 주도하는 반면, 경기 하강 이후 반등은 정부부문이 주도하는 것이 일반적
- 경기 하강 사이클(2018년 하반기~2019년) 중 심화된 미-중 무역분쟁에 따른 소비 및 투자심리 자극을 위한 정부부문 지출이 경기 반등을 주도할 가능성 높음
- 시장 대응 측면에서는 1) 정부부문 지출이 어떤 산업에 집중될 것이며, 2) 그에 따른 2차적 파생 효과는 어떤 산업에 집중될 것인지를 판단하는 것이 중요

미국 경제성장률과 항목별 기여도: 최근 재정지출의 기여도는 매우 미미한 수준이다



자료: CEIC, 케이프투자증권 리서치본부

Strategist 윤영교

02)6923-7352

skyhum00@capefn.com

2

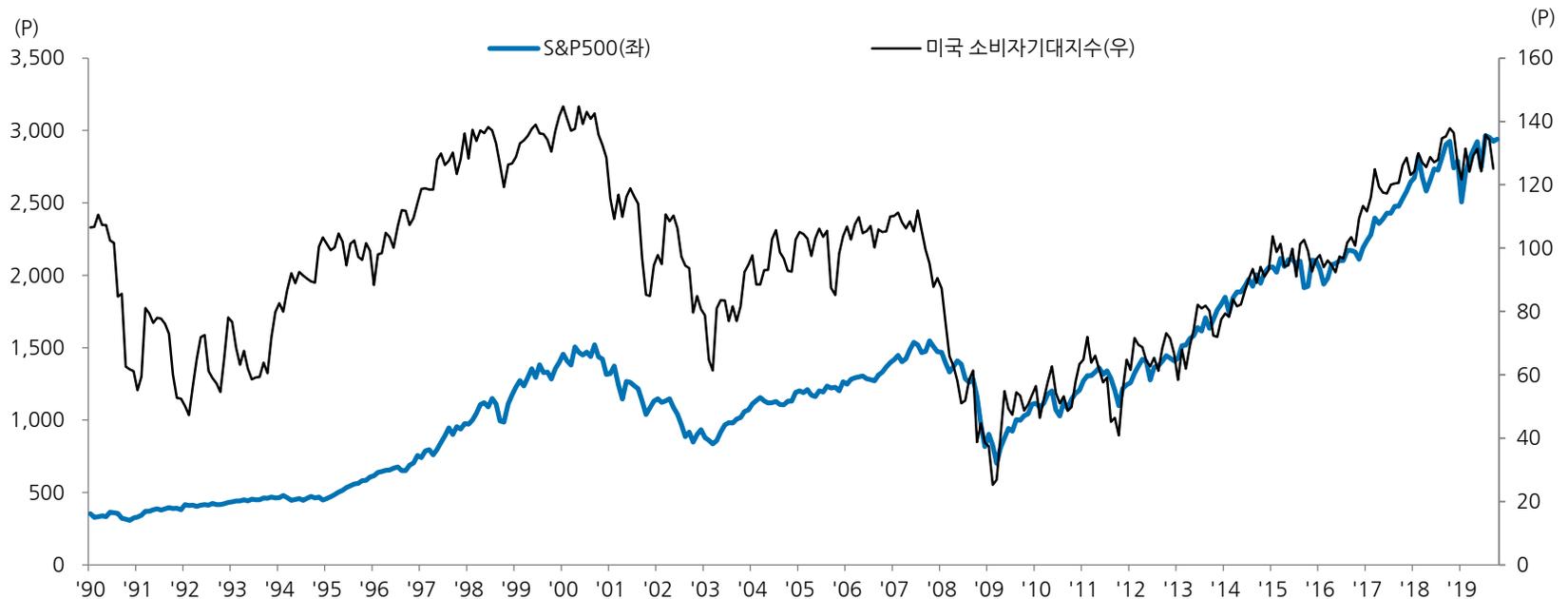
위기의식이 사이클을 바꿀 것이다

- 미국 소비심리가 무너지면 글로벌 경제와 금융시장 붕괴는 명약관화(明若觀火)
- 최근 미국 소비는 일각의 우려처럼 심각한 침체로 들어갈 조짐은 보이지 않으나 긍정적인 평가가 어려운 것도 사실
- 소비에 이상 신호가 발생한 근본적인 이유는 제조업 고용시장에서 찾을 수 있음
- 과거 미국 정권 4년차 정부지출 패턴과 트럼프 대통령의 정치적 이해관계를 고려하면 2020년 주식시장 전망 가능

미국 소비가 무너지면 글로벌 경제와 금융시장도 무너진다

- 미국 소비는 전세계 경제 규모의 17~18%를 차지함. 단일 국가·단일 경제 주체 중 최대 규모
- 레버리지를 적극적으로 활용하는 미국 소비자의 특성까지 작용하며 글로벌 경제는 미국 소비(17~18%)가 나머지(83~82%)를 끌고 가는 형태
- 미국 소비심리와 글로벌 주가지수 간 상관관계가 높은 것은 미국 소비경제의 중요성을 그대로 반영한 결과
- 2019년 하반기 들어 미국 소비 경제에 대한 우려가 수면 위로 떠오르고 있어 금융시장에 불안 요인으로 자리잡음

단일 국가 및 단일 경제 주체 중 최대 규모인 미국 소비가 무너지면 글로벌 금융시장은 무너진다

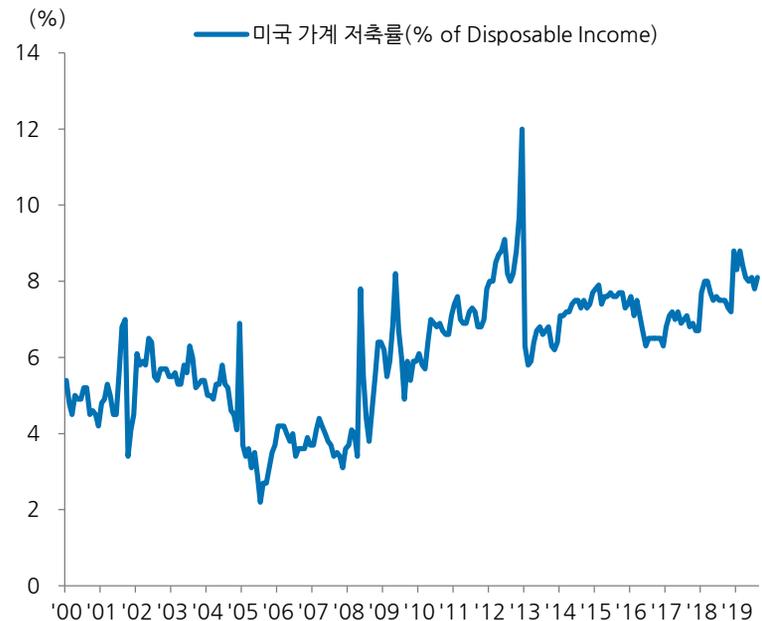
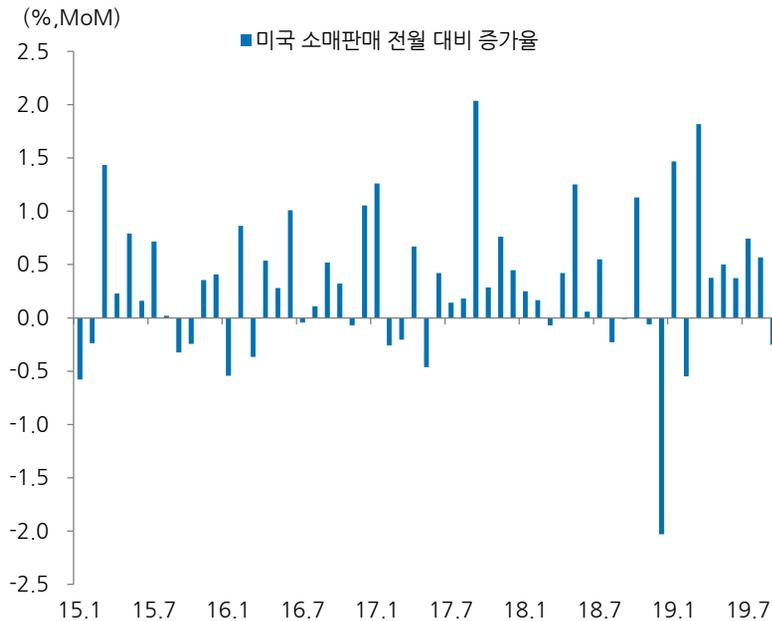


자료: Refinitive, 케이프투자증권 리서치본부

미국 소비에 대한 우려, 근거가 분명한가?

- 미국 소비 흐름에 대한 불안감이 부각된 가운데 2019년 9월 소매판매가 전월 대비 0.3% 감소한 것으로 집계되며 불안감 증폭
- 가계 저축률 역시 지속적으로 상승하며 미국 가계가 경기 침체를 대비하며 소비심리가 위축되고 있다는 주장에 힘을 실어줌
- 미국 소매판매 전월 대비 증가율은 경기 상승 국면에서도 연 2~3회 정도 마이너스를 기록함. 오히려 9월 감소폭은 일상적인 조정폭을 밀도는 수준
- 가계 저축률 상승은 그 내용을 명확하게 분석해 볼 필요

미국 소매판매가 전월 대비 감소하는 사례는 경기 상승 국면에서도 종종 있는 일이다. 그렇다면 가계 저축률 상승은 어떻게 설명해야 할까?

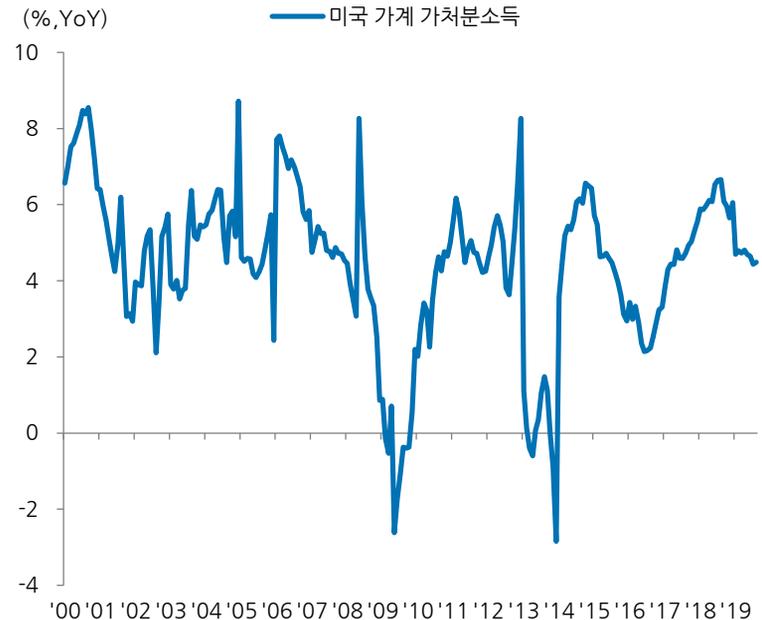
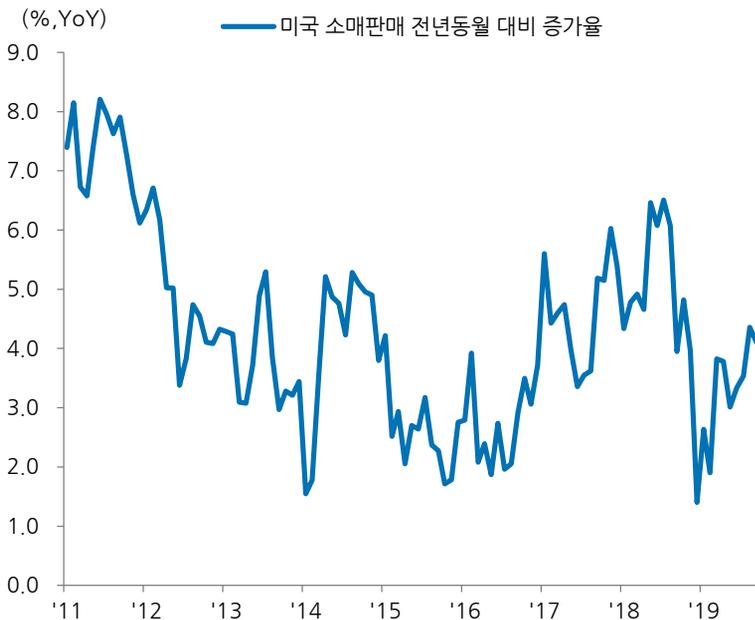


자료: Refinitive, 케이프투자증권 리서치본부

미국 소비, 좋다고 보기 어려운 것은 사실이지만, 침체를 우려하기에도 이르다

- 미국 소매판매 전년동월대비 증가율은 2019년 초를 바닥으로 상승 추세가 훼손되지 않았음
- 저축률은 저축액을 가처분소득액으로 나눈(=저축액/가처분소득) 것으로 저축액이 늘어나거나 가처분소득이 줄어들면 상승
- 가처분소득은 기저효과가 작용하며 2018년 연말을 기점으로 하락하고 있으나 여전히 4%가 넘는 높은 성장세 유지
- 저축률 상승은 가처분소득 감소효과가 아닌 저축증가 효과가 작용한 결과일 가능성 높음

미국 소비의 모멘텀은 오히려 견조한 상황이고 가처분소득 증가율은 기저효과의 영향으로 하락했으나 여전히 높은 상승률을 유지하고 있다

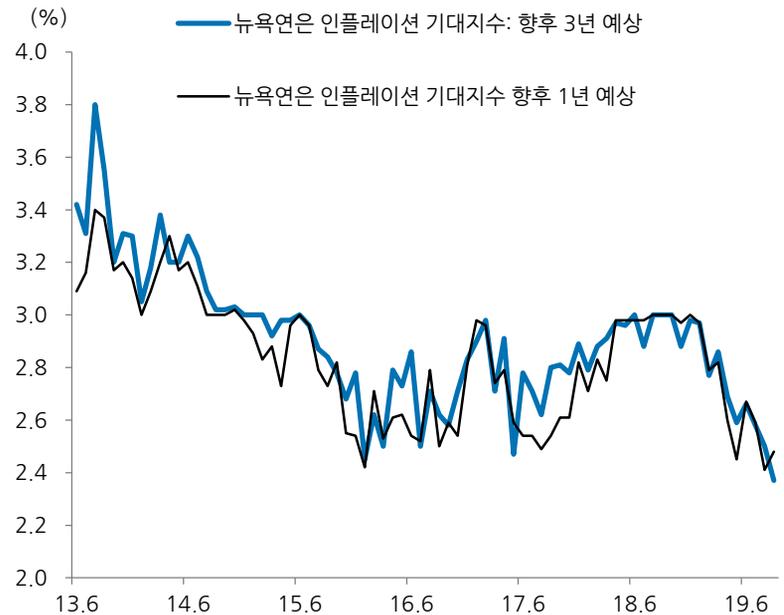
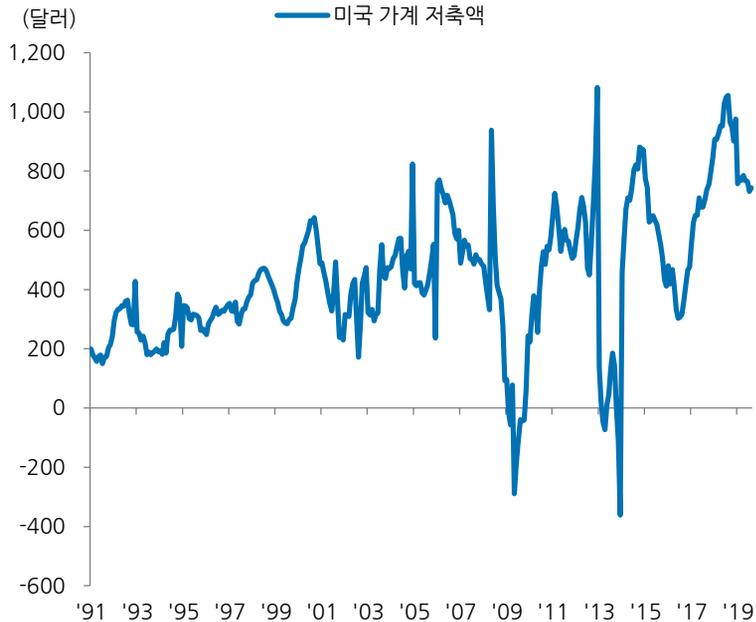


자료: Refinitive, 케이프투자증권 리서치본부

다만 소비주체가 조금씩 불안을 느끼고 있는 것은 사실이다

- 가계 저축액은 명목변수인만큼 지속적으로 증가하는 것은 자연스러운 형태, 가처분소득과 마찬가지로 저축액도 2019년 들어 감소세로 전환
- 저축률 상승이 문제가 되는 경우는 가처분소득이 감소하며 저축률이 상승하는 형태이나 현재는 그런 상황은 아님
- 다만 무역분쟁 장기화로 소비주체가 조금씩 불안을 느끼고 있는 것은 사실 → 인플레이션에 대한 기대치에 반영
- 2020년 미국의 경제정책은 소비심리를 자극하는 방향으로 진행될 가능성이 높다는 점을 유추 가능

저축률 상승 자체에 문제가 있는 것은 아니나 미국 소비주체가 조금씩 불안을 느끼고 있는 것은 사실이다

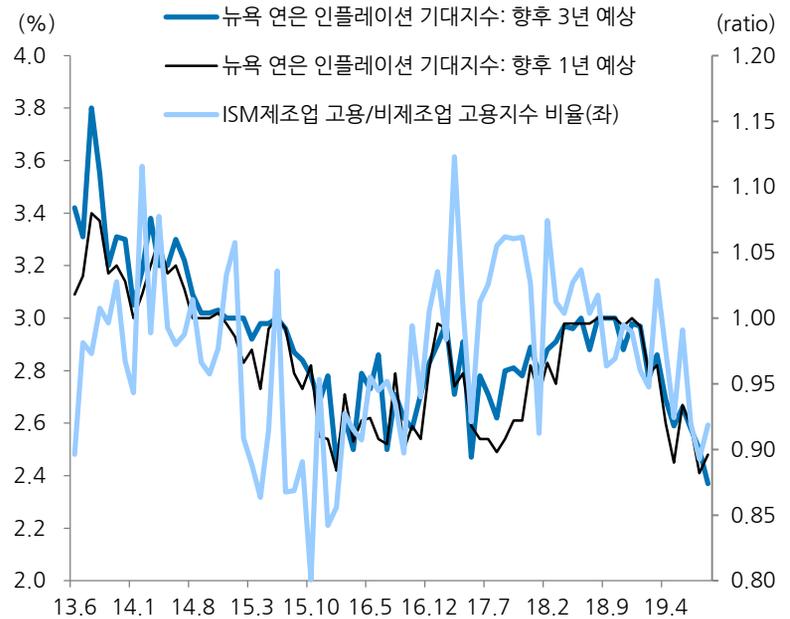
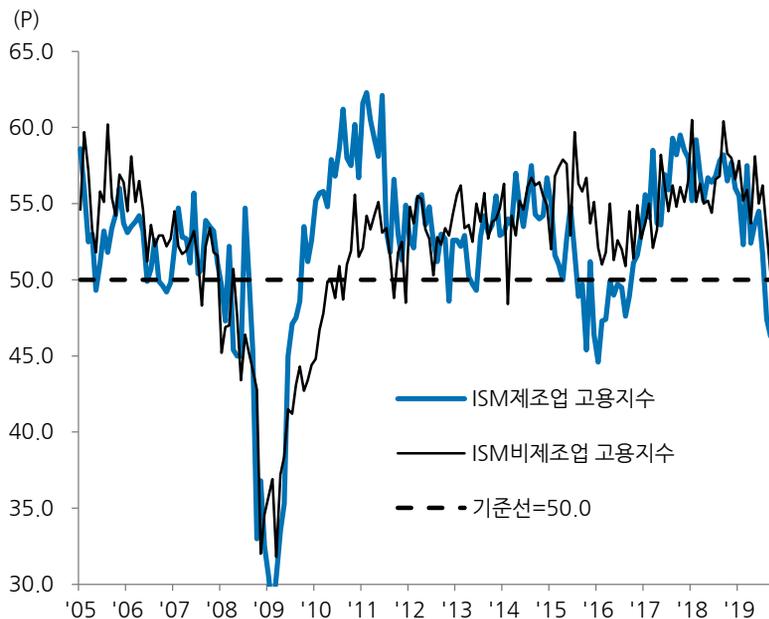


자료: Refinitive, 케이프투자증권 리서치본부

소비심리와 인플레이션 기대심리는 왜 약해지고 있을까?

- 소비는 소득에 의해 좌우되며 소득은 고용에 의해 좌우됨. 따라서 소비심리와 기대 인플레이션 하락의 근본적인 원인은 고용시장의 불안
- 무역분쟁에 따른 기업투자심리 위축이 고용시장에 영향을 미친 가운데 특히 제조업 부문이 서비스업에 비해 큰 영향을 받음
- 제조업 고용 불안이 기대 인플레이션을 끌어 내리는 가장 결정적인 변수

서비스업에 비해 제조업 부문 고용이 더 빠른 속도로 약화된 점이 소비심리와 기대 인플레이션을 끌어 내린 변수로 추정 가능하다

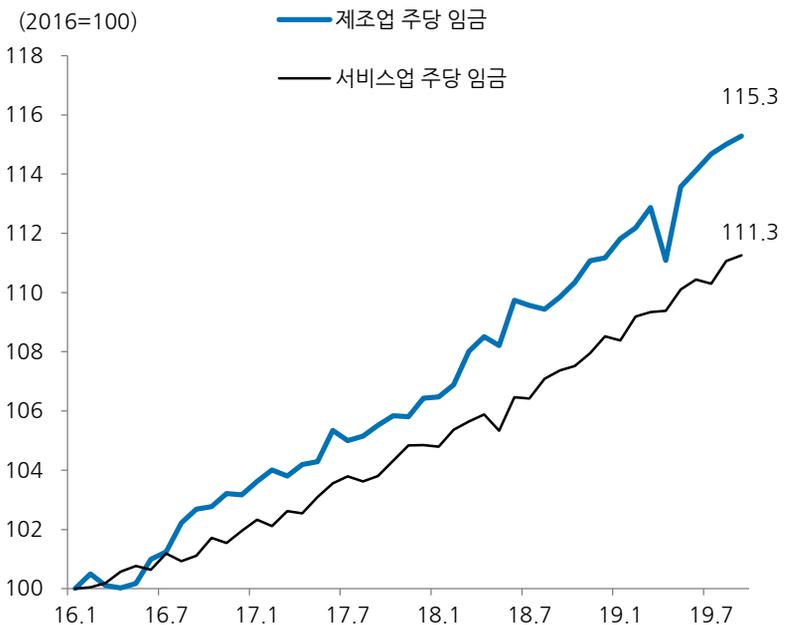
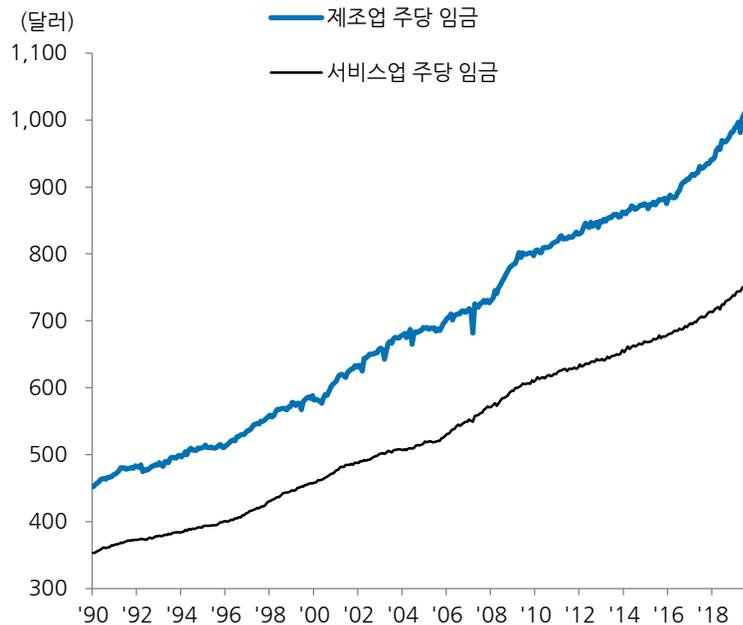


자료: Refinitive, 케이프투자증권 리서치본부

제조업 부문 고용이 중요한 이유

- 공급측 충격에 의한 인플레이션을 배제하면, 수요의 강도가 인플레이션을 결정하고 수요의 강도는 수요 주체의 구매력에 따라 결정됨
- 미국 서비스업 부문 임금은 제조업 부문 임금의 65~70% 가량으로 제조업 부문 고용자에 비해 구매력이 약할 수밖에 없음
- 미국 경기가 IT산업 주도로 회복된 2016년 이후에도 제조업과 서비스업 부문 임금 수준은 오히려 더 확대된 것으로 나타남
- 서비스업 부문에 비해 제조업 부문 고용이 비탄력적(경직적)이라는 점을 반영한 결과

서비스업에 비해 제조업 부문의 임금수준이 높고 고용문화도 훨씬 경직적인 것으로 나타난다



자료: Refinitive, 케이프투자증권 리서치본부

제조업 부문 고용 감소는 소득의 안정성을 약화시켰다

- 미국 경제는 2000년을 전후로 금융 등 서비스업 부문으로 빠르게 재편, 중국의 제조업 부상과 맞물린 현상
- 이 시기를 기점으로 미국 가계의 전체 소득 중 임금소득(≠항상소득)의 비중을 낮추는 요인으로 작용하였으며, 이 추세는 2010년 들어 진정
- 임금소득 비중 하락은 소득의 안정성과 직결되며 이 문제는 전체 소비액 중 내구재에 대한 지출을 줄이는 방향으로 작용함
- 내구재 생산기업은 **트럼프 행정부의 지지기반에 해당**
- **트럼프 행정부의 향후 경제정책은 내구재기업의 이익을 증대시키기 위한 방향으로 진행될 전망**

트럼프 행정부의 향후 경제정책은 가계 임금소득 비중을 늘려 내구재소비를 증가시키는 방향으로 진행될 것이다

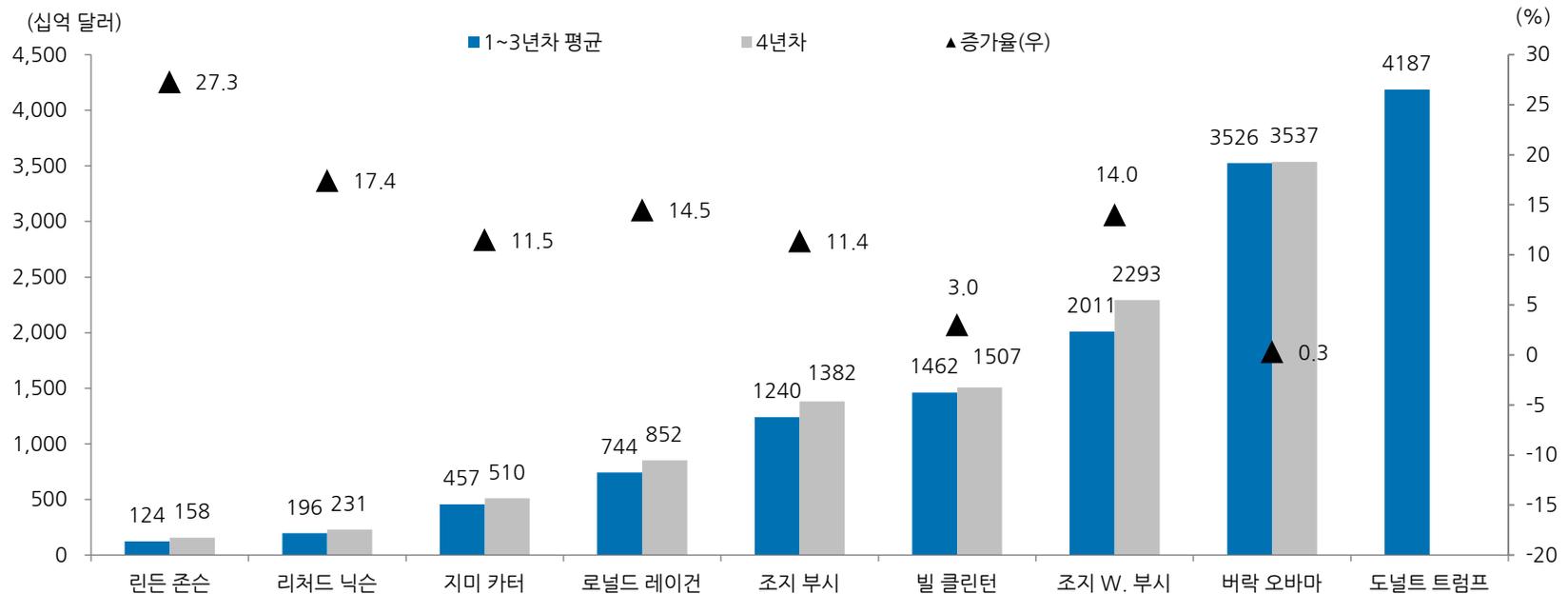


자료: Refinitive, 케이프투자증권 리서치본부
주: 우측 Chart는 명목가격 기준

미국 재정지출, 정권 집권 1기 4년 차에 항상 강하다

- 트럼프 행정부 4년차의 경제정책은 정부부문이 주도할 가능성 높음
- 과거 정권의 사례를 복기해 보면, 1~3년차 대비 대선을 앞둔 4년차 정부지출 금액이 크게 증가하는 경향이 있음
- 현 미국 경제상황(민간부문 활력 약화)과 과거 정부지출의 패턴, 공화당의 성향 등을 감안하면 정부지출의 방향을 가늠할 수 있음

정당에 상관 없이 집권 4년차 정부지출은 1~3년차에 비해 크게 증가하는 경향이 있다

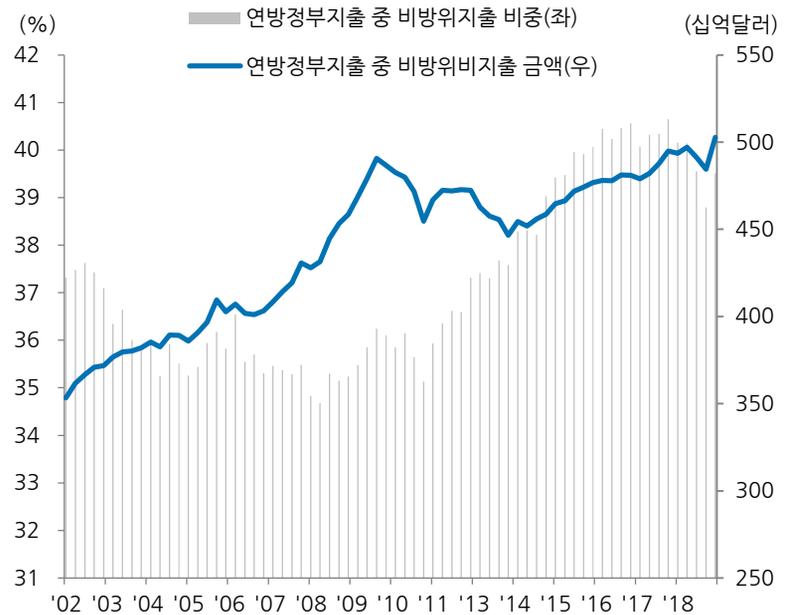
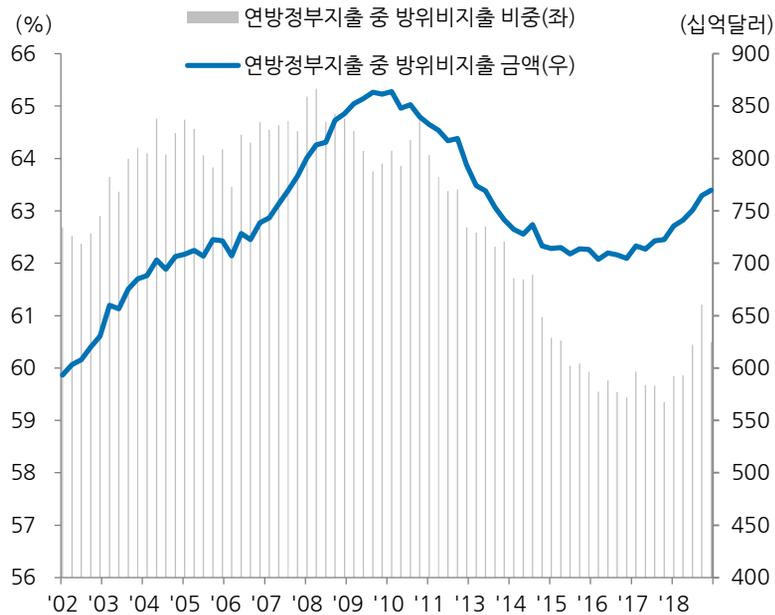


자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

민주당 집권기에는 비방위비, 공화당 집권기에는 방위비 비중 증가

- 과거 미국 공화당 집권기에는 정부지출액 중 방위비 비중이 높아지는 경향이 있었음
- 방위산업이 첨단 제조산업의 결정체라는 점, 공화당 지지기반이 제조산업이라는 점을 감안하면 자연스러운 현상
- 2020년에는 이러한 경향이 더욱 강화될 것으로 예상됨

방위비 관련 지출 증가세가 2020년에는 더욱 강화될 것으로 예상된다

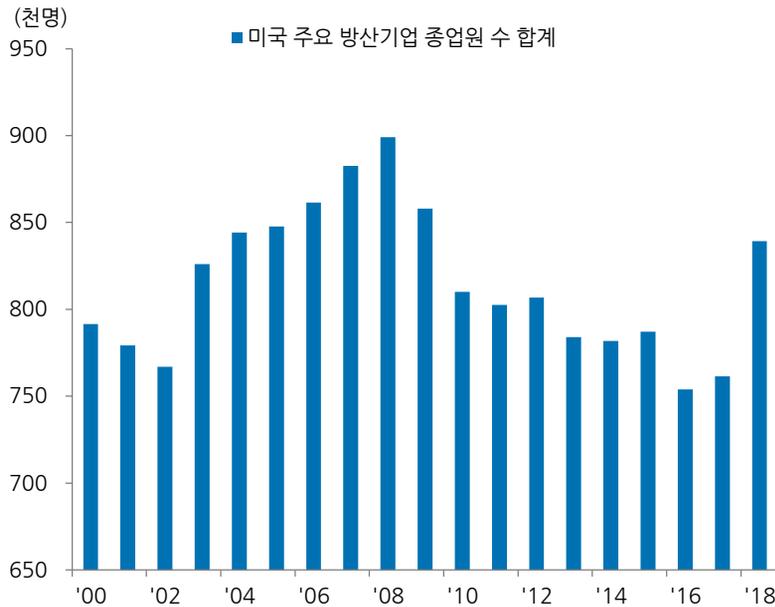


자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

미국 방위산업은 트럼프 당선 이후 일정 부분 혜택을 보았다

- 미국 주요 방산기업 종업원 수는 오바마 행정부 집권기(2009~2016년) 중 감소 추세였으나 2017년부터 증가 추세로 전환하며 기지개
- 주가 역시 트럼프 행정부 집권 이후 상승세를 보였으나 2018년 이후 조정기를 거치고 있음
- 공화당 집권으로 일정 부분 혜택을 본 것은 사실이나 안정적인 궤도에 들어섰다고 보기 어려운 수준

미국 주요 방산기업 업황은 오바마 행정부 집권기에 비해 개선됐으나 안정적인 궤도로 들어섰다고 보기는 어려운 수준이다



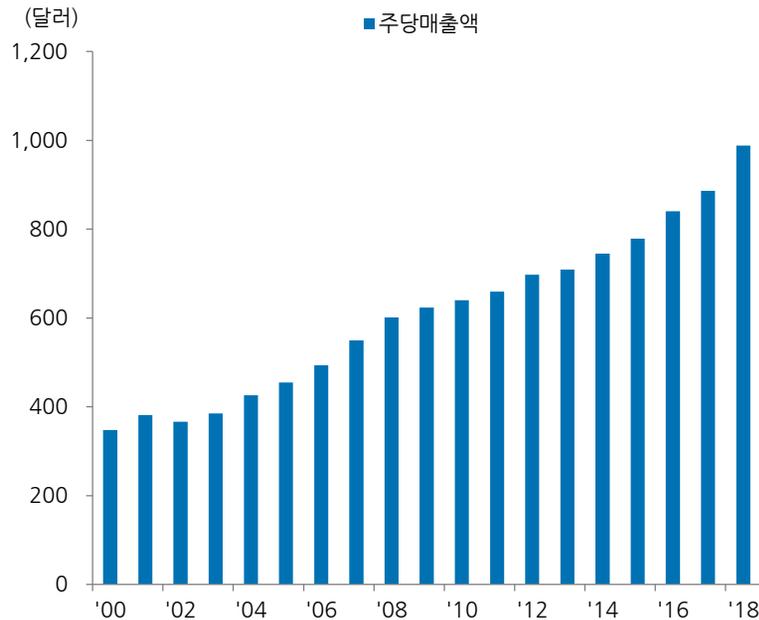
자료: Refinitive, 케이프투자증권 리서치본부

주: Boeing, Lockheed Martin, Rockwell Collins, Raytheon, Northrop Grumman, General Dynamics, United Technologies, Textron, L3Harris Technologies

미국 방산기업은 더 많은 일거리를 원한다

- 미국의 주요 방산기업 매출액은 꾸준히 증가하고 있으나 순이익은 뚜렷하게 개선됐다고 보기 어려운 상황
- 트럼프 행정부 집권으로 기대했던 수준의 업황 개선이 일어나지 않고 있다는 뜻으로 해석 가능
- 향후 해당 산업에 필요한 일거리를 제공하는 정책이 가시화될 전망

매출액은 증가하고 있으나 이익은 기대했던 것에 미치지 못하고 있다



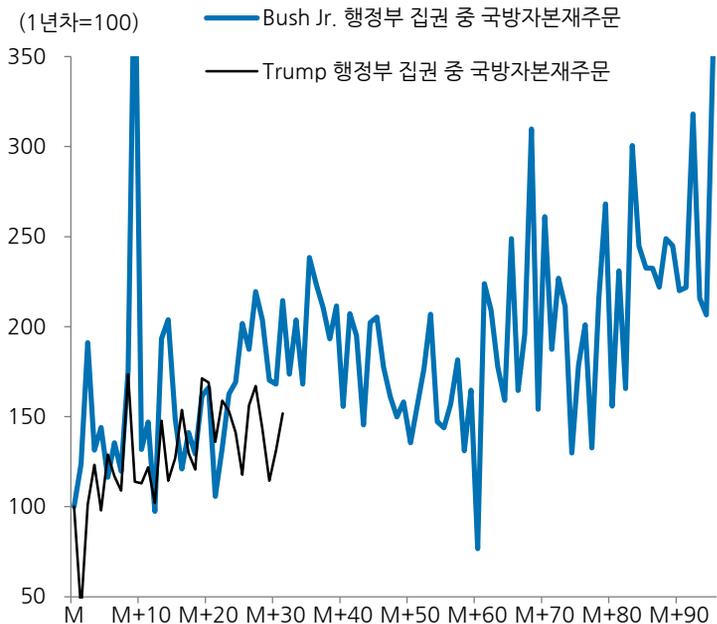
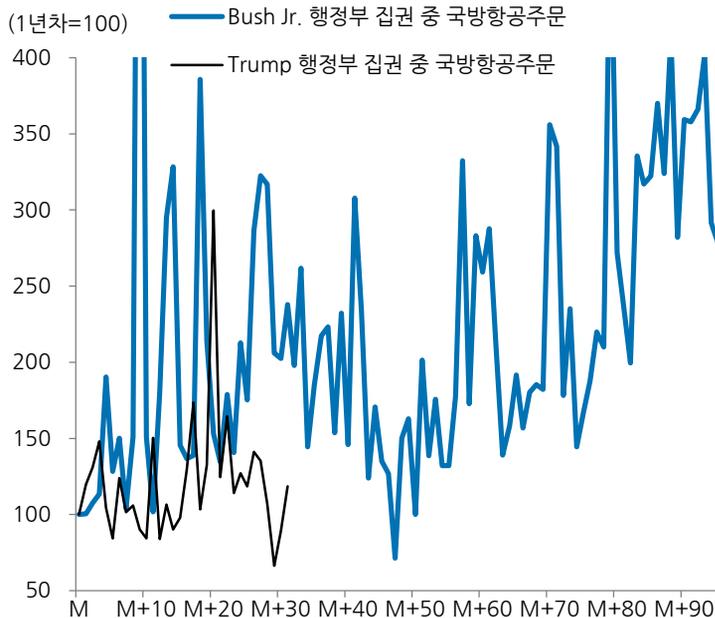
자료: Refinitive, 케이프투자증권 리서치본부

주: Boeing, Lockheed Martin, Rockwell Collins, Raytheon, Northrop Grumman, General Dynamics, United Technologies, Textron, L3Harris Technologies

정부 주도의 국방산업 발주는 재선 전까지 증가, 이후 일시 감소 후 다시 증가하는 패턴

- 현 정권과 성격이 매우 유사한 아들 부시 집권기 중 정부 주도 국방산업 발주와 현 정권의 국방산업 발주 패턴을 비교해 보면 현 정권이 상대적으로 약한 것으로 나타남
- 국방산업 발주는 재선 전까지 증가한 뒤 재선 직후 일시 감소, 이후 다시 증가하는 패턴을 보일 가능성
- 국방산업이 제조업 전반에 미치는 파급력을 감안하면 제조업 업황 개선 목적에 있어서는 상당히 합리적인 선택이라는 판단

미국 정부 주도의 국방산업 발주는 재선 전까지 증가, 이후 일시 감소 후 다시 증가하는 패턴이 될 것이다

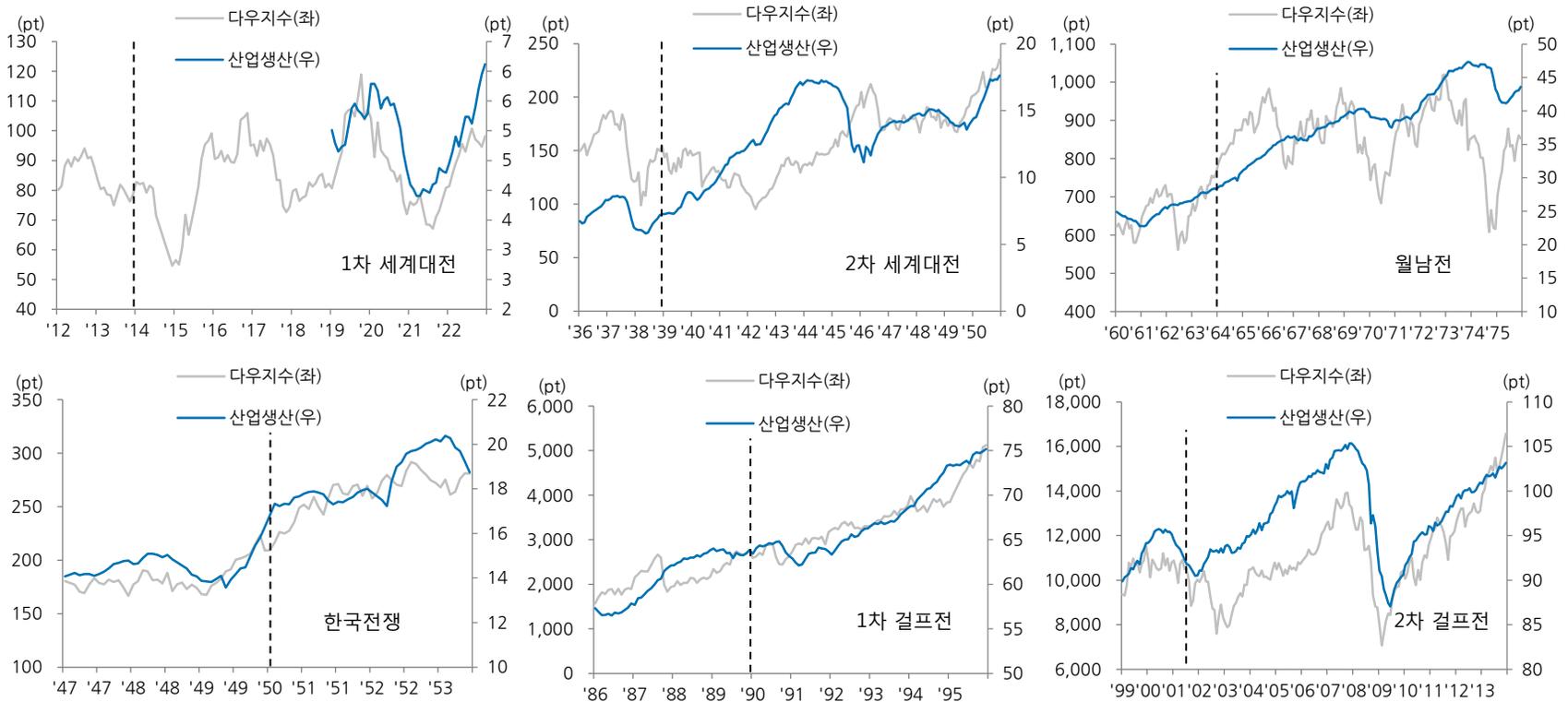


자료: Refinitive, 케이프투자증권 리서치본부

전쟁도 선택 가능한 옵션

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

미국 전쟁기 전후 산업생산 및 주가지수 추이

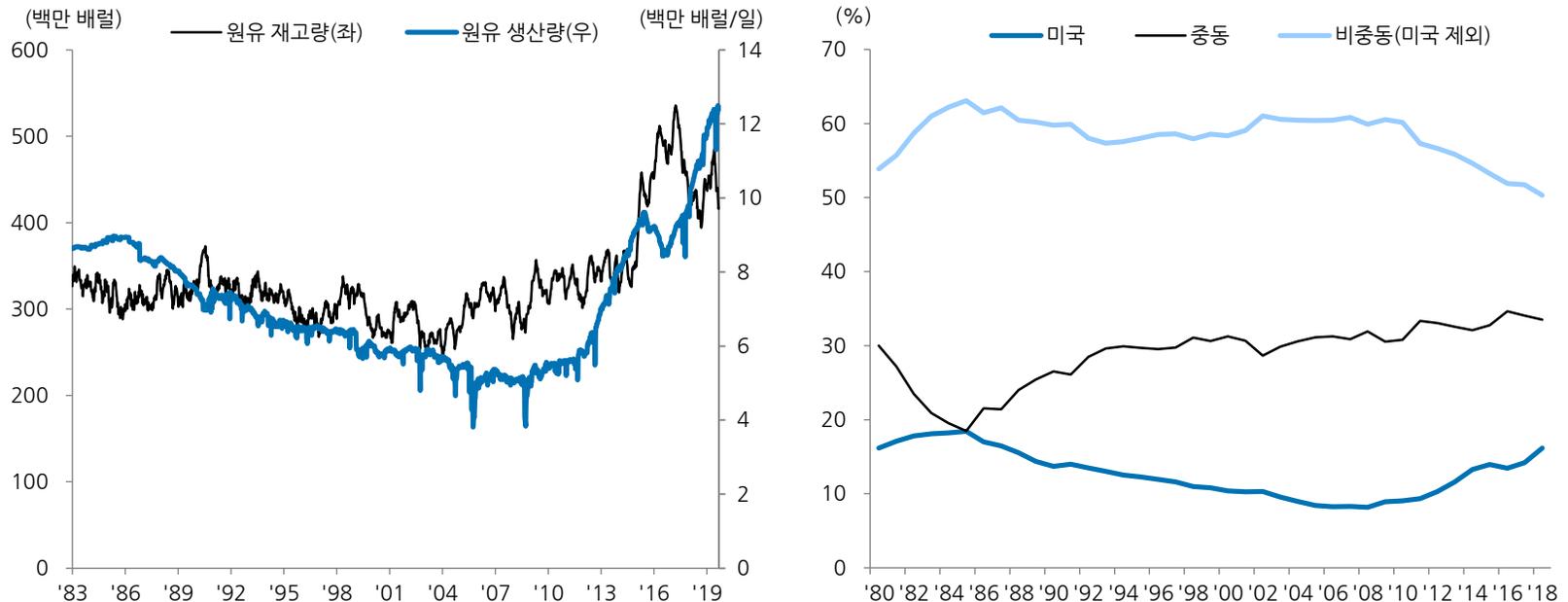


자료: CEIC, 케이프투자증권 리서치본부

과거와 크게 달라진 원유시장 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

Strategist 윤영교

02)6923-7352

skyhum00@capefn.com

3

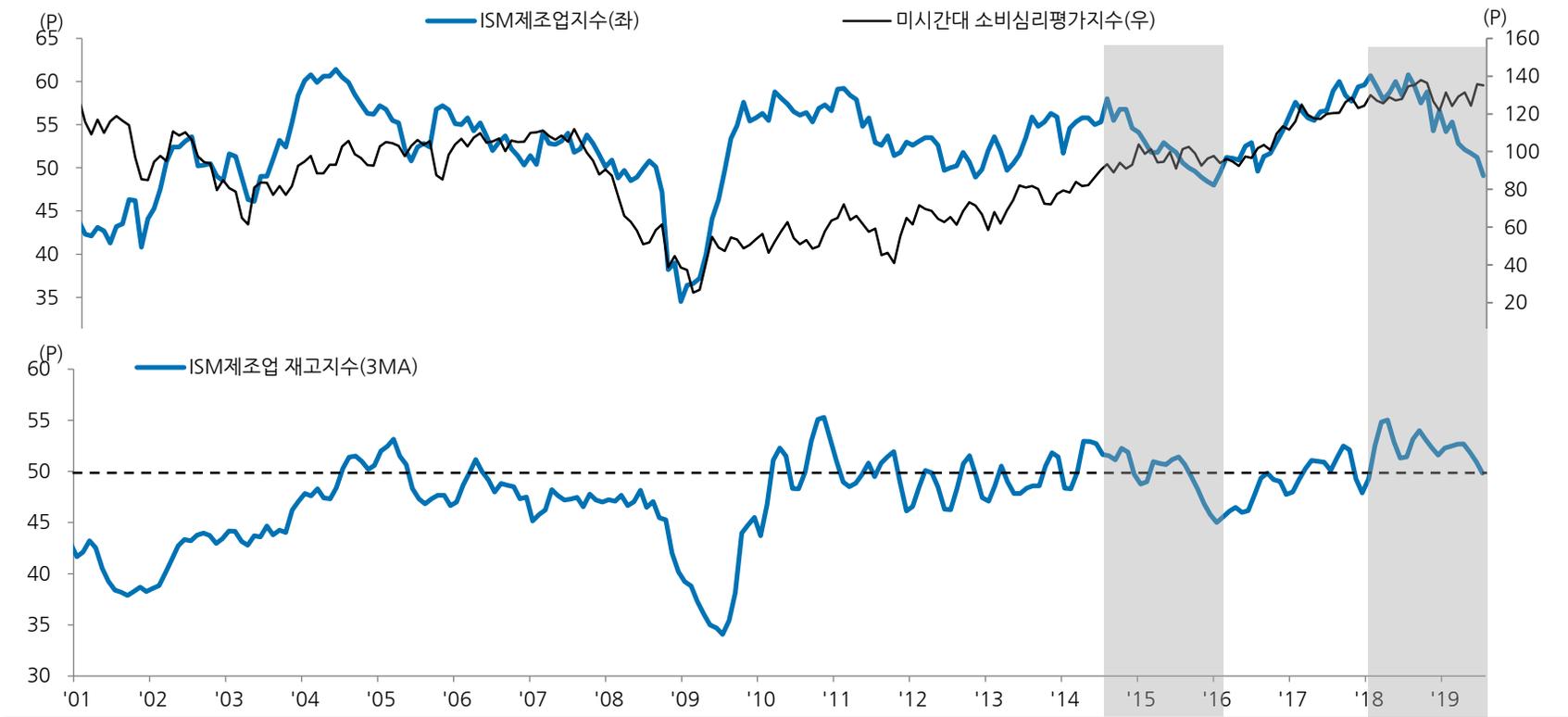
2020년 한국 주식시장 대응 전략 추천

- 미국 제조업 경기와 원/달러 환율 흐름을 고려하면 외국인 수급에 대한 긍정적인 전망 가능
- 반도체: 高 PER에 매수, 低 PER에 차익실현
- 자동차: 자동차 교체 수요와 내구소비재 소비 증가 수혜
- 소비재: 갈수록 심해지는 소득 격차가 만들어 내는 시장 이원화(二元化)
- 2020년 미국 대선 맞보기

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 생산강화 및 재고 축적기에 해당, 2018년 하반기~2019년이 생산 둔화 및 재고 소진기에 해당

미국 제조업 재고 부담 해소 시점에 가까워졌을 것으로 추정

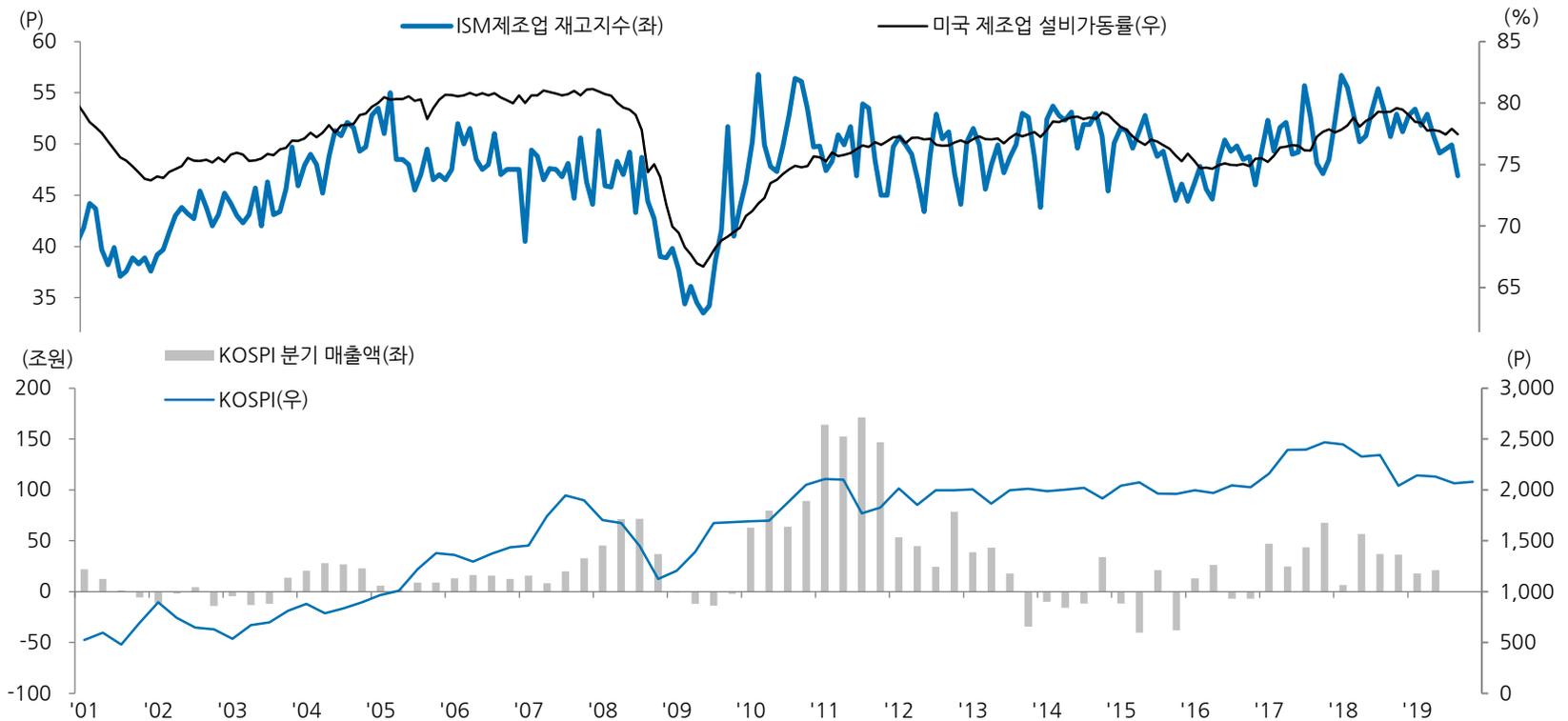


자료: CEIC, 케이프투자증권 리서치본부

미국 재고 및 제조업 사이클과 한국 증시의 상관관계

- 미국 제조업 재고 및 제조업 설비가동률반등 직전 한국 증시는 저점 확인 후 반등
- 주가와 실물경제의 속도 차이를 고려하면 자연스러운 현상. 2019년 4분기 한국 증시 분위기 개선 조짐은 2020년 경기 회복을 선반영한 것일 가능성

미국 제조업 재고 사이클이 본격화 되기 직전 한국 증시 반등이 시작된다



자료: Quantwise, CEIC, 케이프투자증권 리서치본부

당연하게도, 미국 제조업 경기 회복은 한국 증시 수급에 지대한 영향을 미친다

- 원/달러 환율과 미국의 제조업 설비가동률 간에는 높은 역의 상관관계 포착
- 미국 설비가동률 상승은 재고 조정의 마무리와 소비심리 개선을 반영한 것으로 글로벌 경기 전반의 업사이클 회복을 의미
- 이 국면에서 금융시장 내 위험자산에 대한 선호심리가 개선되며 원/달러 환율은 하락(원화강세)
- 원화강세 구간에서 외국인자금의 주식시장 유입 강화는 정형화된 패턴
- 2020년 한국 증시 수급 환경은 2019년에 비해 크게 개선될 것으로 예상됨

미국 설비가동률과 원/달러 환율

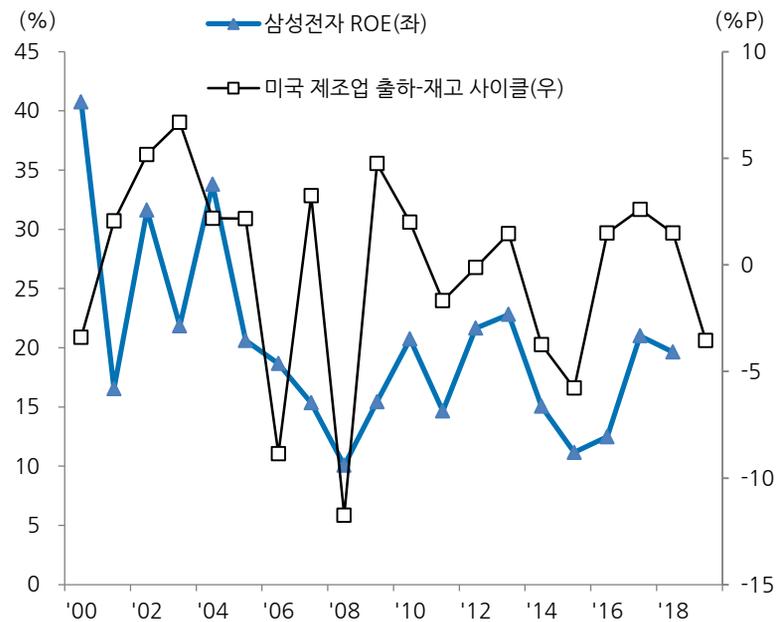
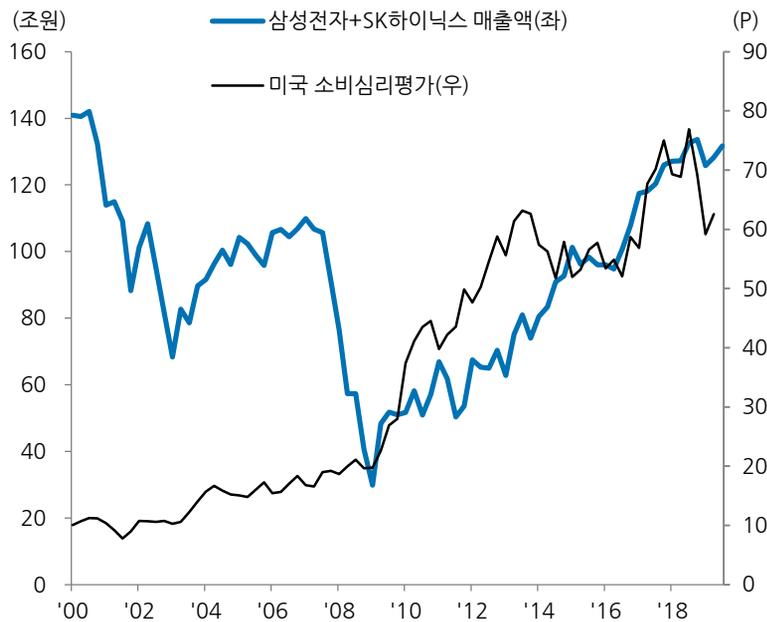


자료: CEIC, 케이프투자증권 리서치본부

미국 소비심리 개선은 반도체 수요에 일조할 것

- 2010년대 들어 각종 소비재 생산에 반도체 개입 비중이 높아지면서 미국 소비심리지표와 한국 반도체 기업 성과 간 상관관계 높아짐
- 미국 제조업 출하-재고사이클과 삼성전자 ROE 간 상관관계도 2010년 이후 크게 높아짐
- 제조업 중심의 경기 회복이 가시화될 경우 한국 반도체 업종 이익률 개선 및 주가 상승이 두드러질 것

2010년대 들어 미국 소비자심리와 한국 반도체 기업 성과 간 상관관계가 과거에 비해 크게 높아졌다

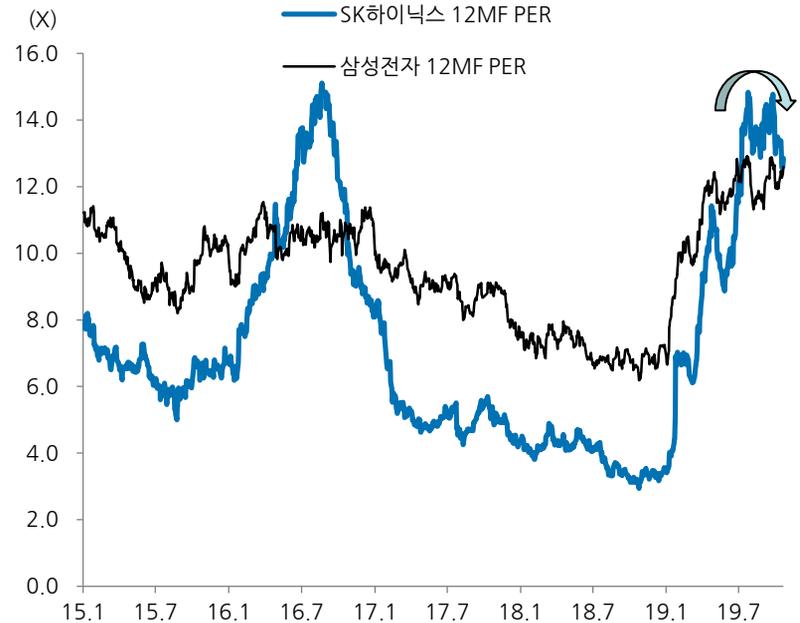
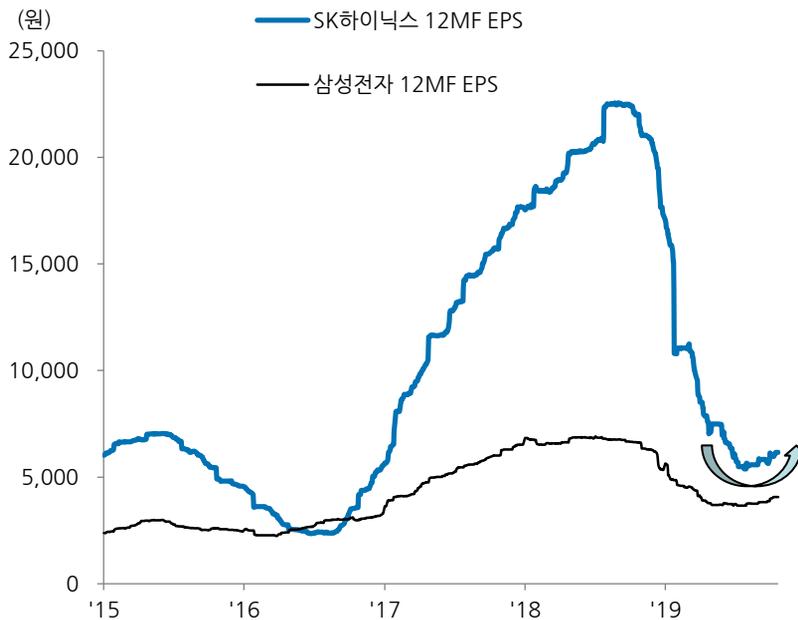


자료: Quantwise, CEIC, 케이프투자증권 리서치본부

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

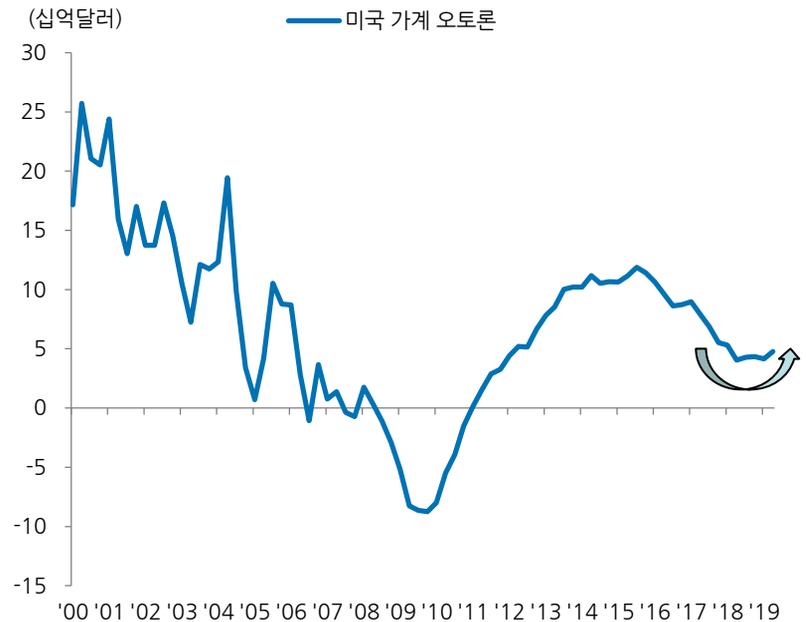
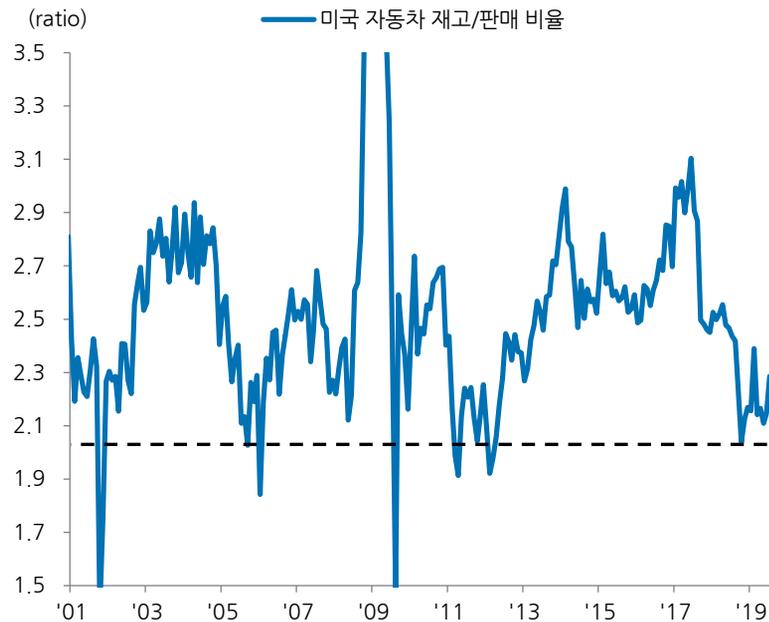


자료: Quantwise, CEIC, 케이프투자증권 리서치본부

자동차는 대표적인 내구소비재이다

- 2010~2011년이 미국의 자동차 교체기에 해당 이 기간 이후 2013~2015년 중 중간 교체기를 거침
- 2020~2021년은 차기 자동차 교체기로 예상되며, 미국 제조업 경기 회복에 따른 가계 소득 개선이 뒷받침되면 교체 사이클은 더욱 빨라질 것

2020~2021년이 미국 자동차 교체기로 예측된다

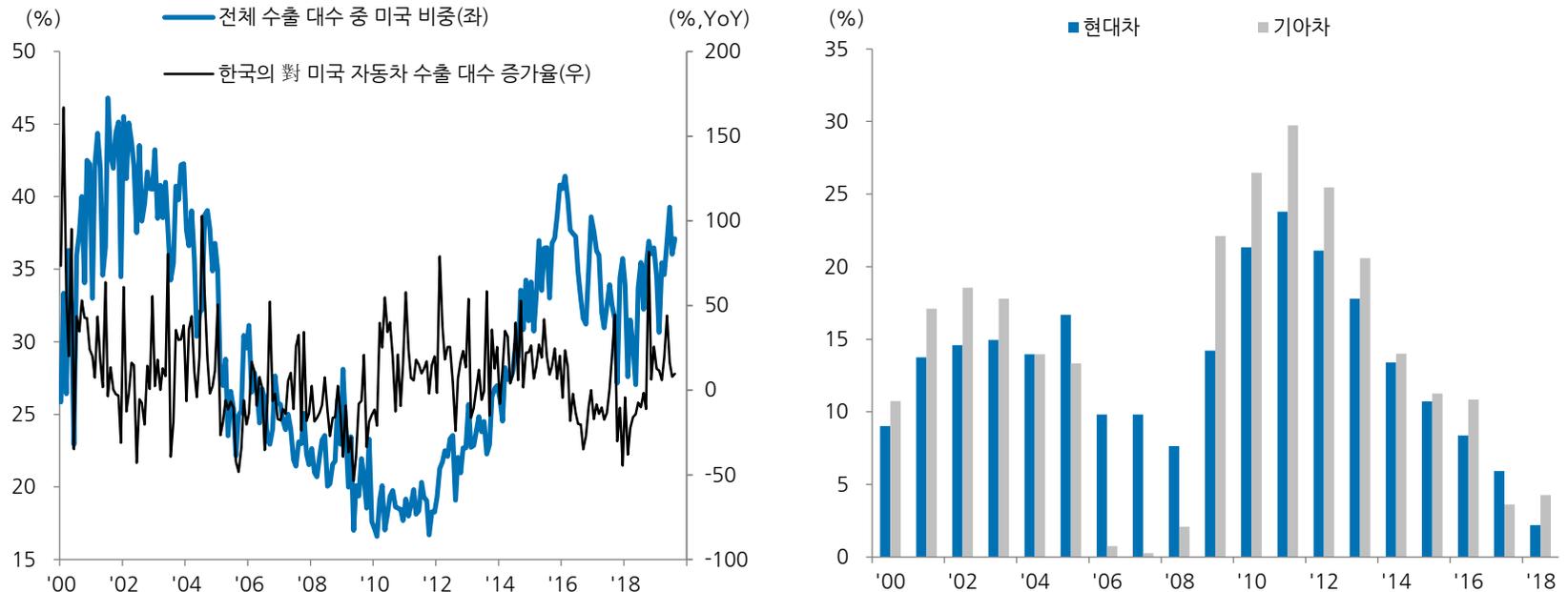


자료: CEIC, 케이프투자증권 리서치본부

개별 기업 경쟁력 이슈는 있으나 어쨌든 수요 회복 수혜는 기대해 볼 수 있다

- 한국 완성차기업의 對 미국 수출은 비교적 안정적인 수준을 유지하였으나 해당 기업의 이익률, ROE는 지속적으로 하락
- 이익률을 끌어내려 Market Share를 지키는 전략을 구사한 결과, 경기 하강기에는 적절한 전략일 수 있음
- 개별 기업 경쟁력 이슈를 떠나 미국 자동차 수요 경기 회복 시 한국 완성차기업 이익률 개선은 기대해 볼 만

미국 시장에서 한국 자동차 기업들의 판매량은 견조한 편이나 그 질(質)은 좋지 못하다

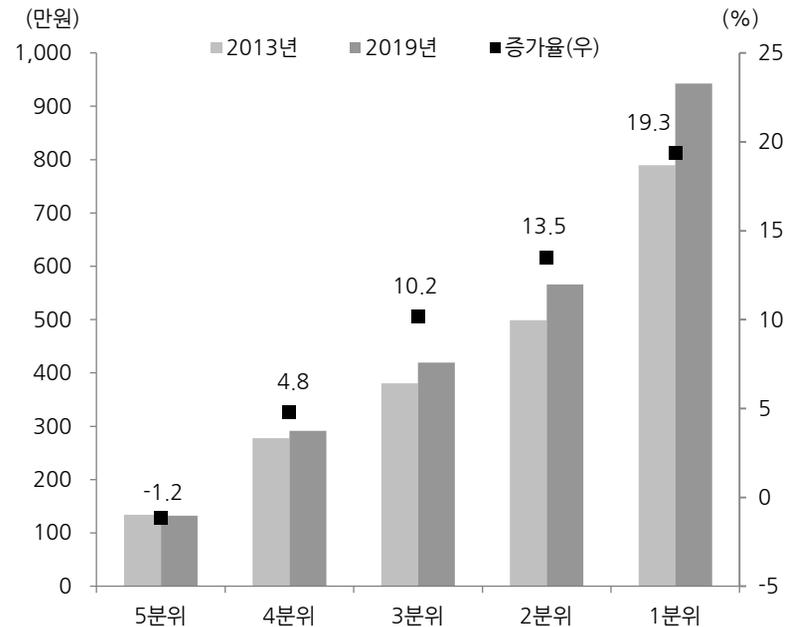
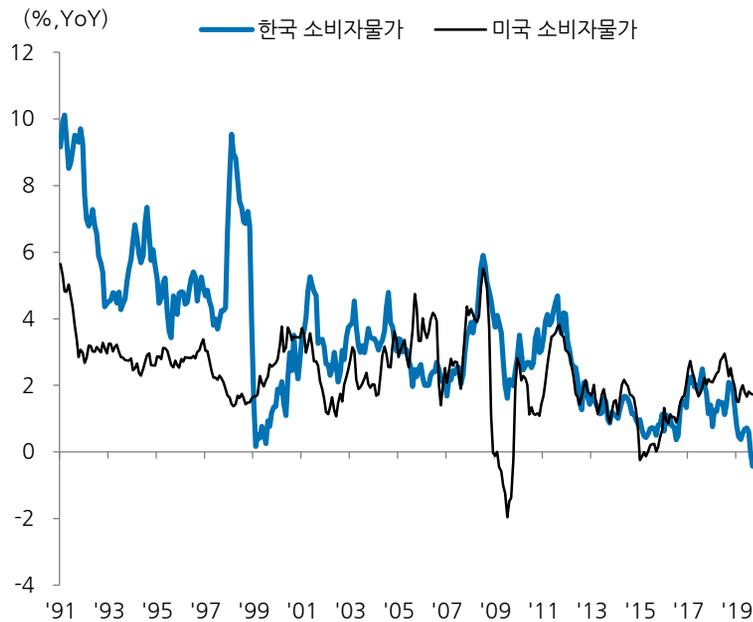


자료: Quantwise, CEIC, 케이프투자증권 리서치본부

미국과의 물가상승률 역전과 빈부격차 심화의 아이러니

- 한국의 물가상승률 하락이 가팔라지며 미국 물가상승률과 역전 현상 심화. 한국의 경우 저물가 기조가 상당기간 유지될 가능성 높음
- 이는 내수 경기 부진에 의한 것으로 물가상승률이 낮아질수록 (=내수 경기 회복 기대감이 사라질수록) 빈부격차는 심화되는 것으로 나타남
- 내수 시장 양분 현상은 보다 심화될 것으로 전망

미국과의 인플레이션 역전 현상이 심화되면서 빈부격차도 덩달아 심화되고 있다

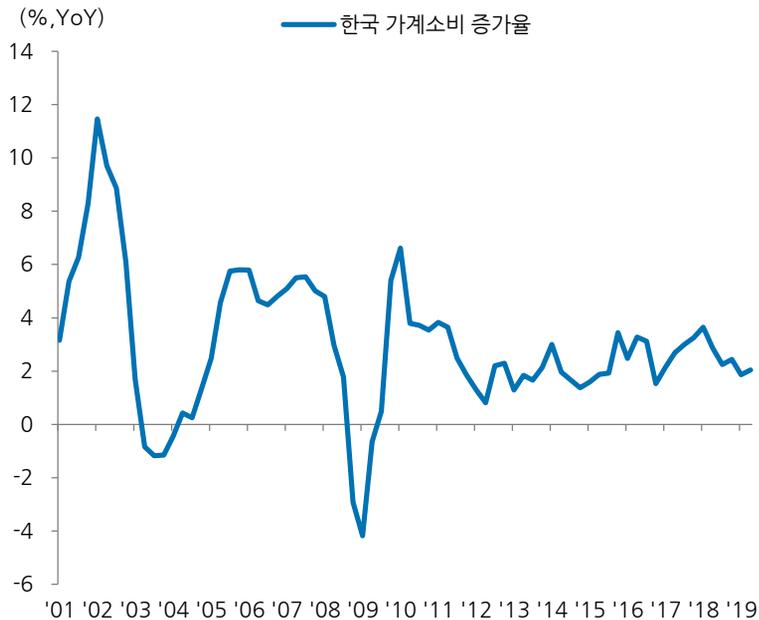


자료: Quantwise, CEIC, 케이프투자증권 리서치본부

일반적인 내수 경제 회복은 난망(難望)

- 한국내수증가율은 2008년 금융위기 이후로 유의미한 성장도, 유의미한 침체도 보이지 않음
- 전반적인 내수 경제에 활기가 사라지면서 일반 내수 기업의 이익 역시 개선될 조짐을 보이지 않음

전반적인 내수 경기 침체는 고착화 된 현상이고 일반적인 내수 기업 이익은 개선될 조짐이 보이지 않는다

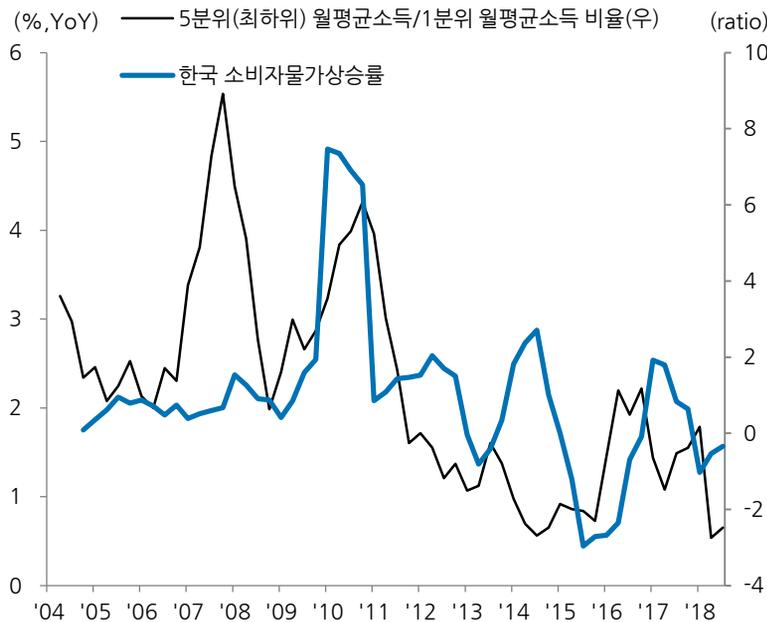


자료: Quantwise, CEIC, 케이프투자증권 리서치본부

비싼 것은 더 잘 팔릴 것이다

- 물가상승률 하강 국면이 지속되면서 소득 계층 간 격차는 지속 심화
- 소득격차가 심해질수록 소비시장 양분(저가품 vs. 고가품) 현상 역시 심화되는 경향은 일본 등 해외에서 통상적으로 발견되는 현상
- 2020년 한국 내수 침체 국면은 지속되고 일반적인 내수 기업 실적 둔화 역시 이어질 것이나 사치품 시장 성장은 견조할 전망

물가 하방 압력이 거세질 수록 소득 격차는 심해지고 고소득층의 소비성향은 크게 흔들리지 않는다

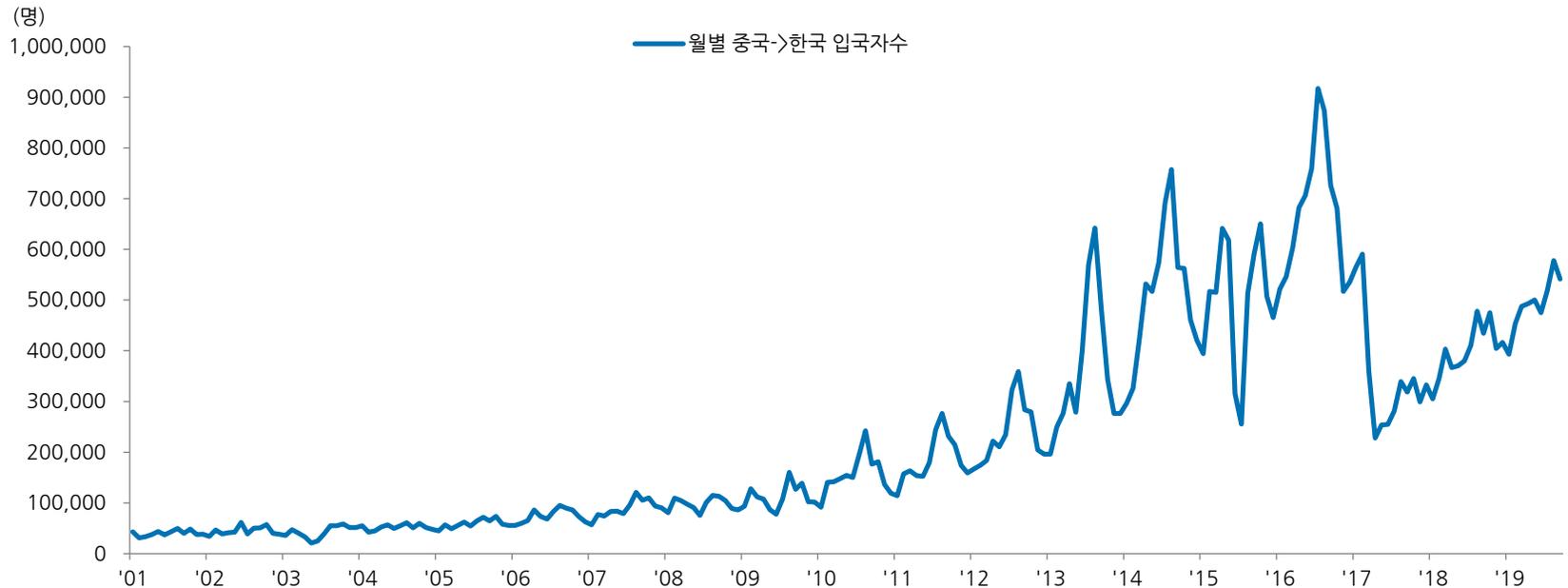


자료: Quantwise, CEIC, 케이프투자증권 리서치본부

중국인 입국객 증가 가능성은 보너스

- 2016년 사드(THAAD) 사태를 기점으로 중국인 입국객 수는 급전직하
- 이후 미국과의 통상분쟁 등으로 한국과의 정치적 관계는 크게 개선되지 않았음에도 중국인 입국객 수는 비교적 안정적인 증가세로 전환
- 2020년 도쿄 올림픽으로 한국 경유 일본 방문 중국인 관광객 수가 증가할 가능성
- 중국인 소비 성향을 감안하면 도쿄 올림픽이 한국 고가품 유통 기업 실적에 긍정적 요인으로 작용할 전망

사드(THAAD)사태의 직격탄을 맞았던 중국인 입국자수, 일단 증가 추세는 회복됐다

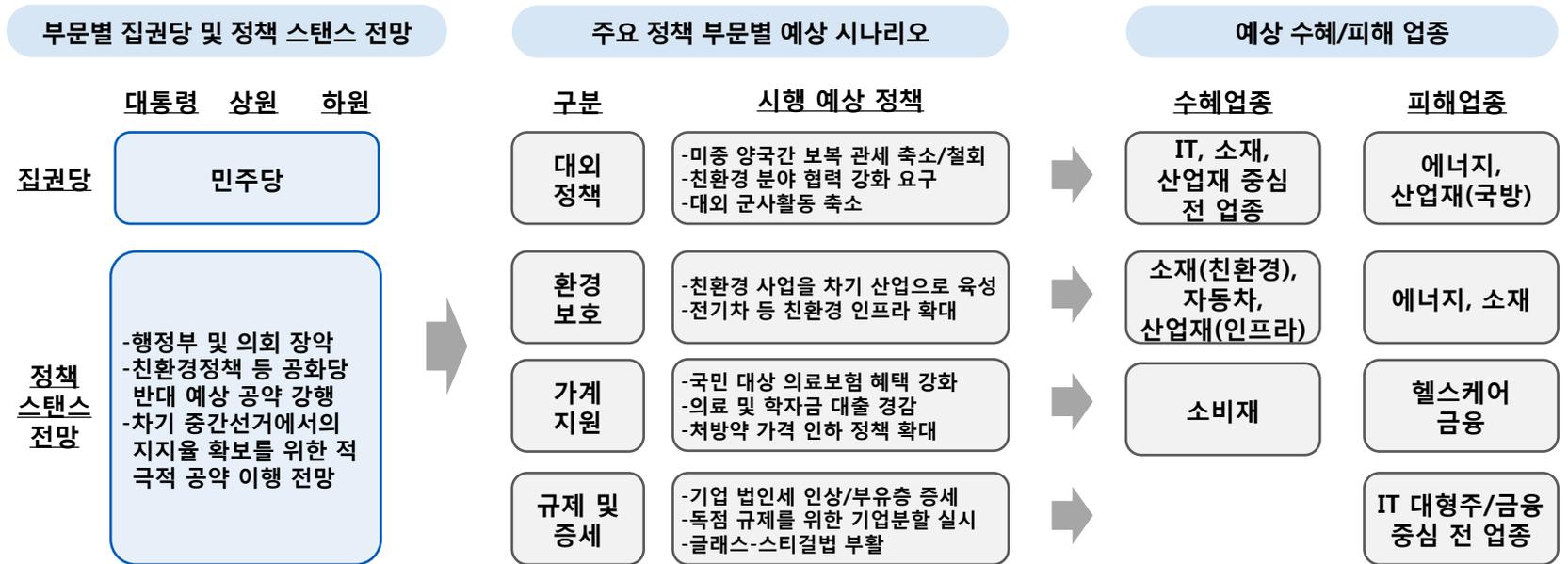


자료: Quantwise, CEIC, 케이프투자증권 리서치본부

2020년 선거 민주당 승리 Case1: 대통령/상원/하원 모두 장악 가능성 높음

- 2020년 미국 대선은 상원의 1/3, 하원 전체를 교체하는 국회의원 선거와 병행
- 2020년 상원 교체 대상 의석 수는 공화당 23석, 민주당 12석.
- 현재 민주당 상원 의석수는 45석(민주당 성향 2석은 무소속)으로 3석 이상 확보 시 상원 장악 가능
- 2020년 선거에서 민주당 후보가 대통령에 당선될 경우 하원은 민주당 우위가 유지되고 상원도 민주당이 탈환할 가능성 높음
- 이 경우 민주당 성향의 경제정책이 강한 추진력을 얻을 가능성 높음. 현 정권 경제정책 대부분이 뒤집힐 전망

2020년 선거 민주당 승리 시 예상 시나리오

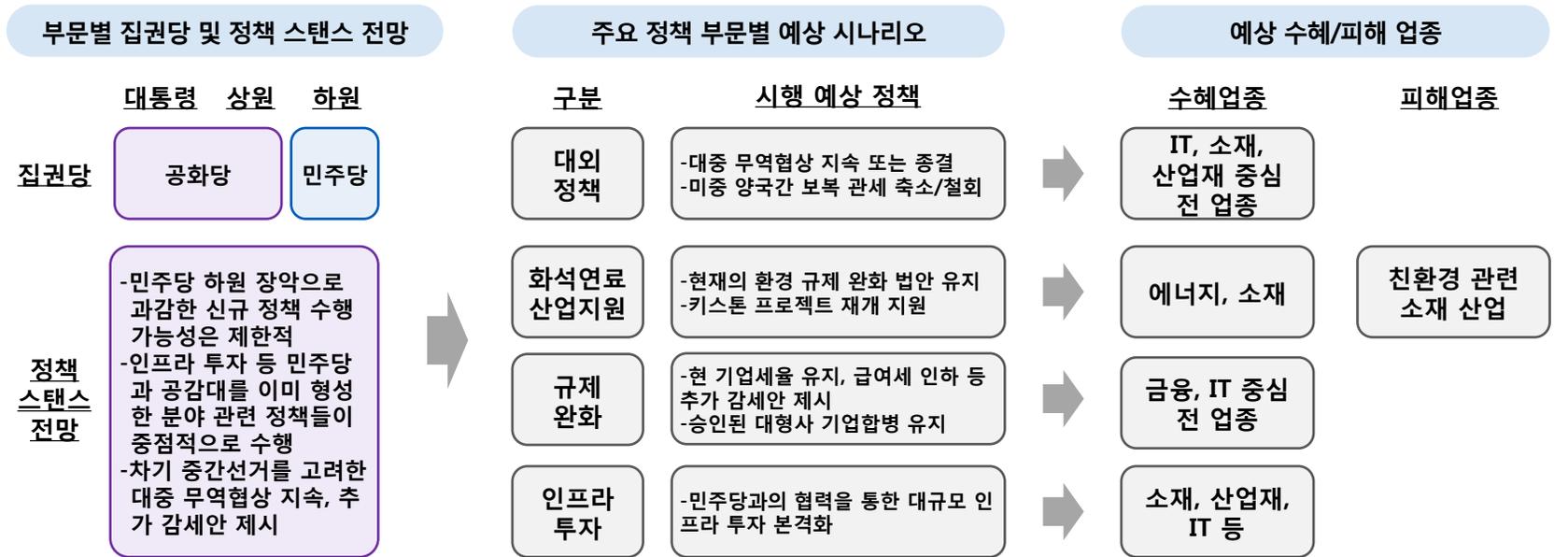


자료: 케이프투자증권 리서치본부

2020년 선거 공화당 승리 Case2: 대통령/상원 장악, 하원은 민주당 장악

- 2020년 대선에서 트럼프 현 대통령이나 공화당 당적 후보가 승리할 경우 상원은 공화당 우위, 하원은 민주당 우위가 유지될 전망이다
- 공화당 성향의 경제정책이 유지될 것이나 추진력은 상대적으로 약할 것으로 전망

2020년 선거 공화당 승리 시 예상 시나리오



자료: 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 정치적 이슈 방향에 따라 이익 전망치 방향이 재설정될 가능성도 배제할 수 없음

연도별 EPS 전망치 및 KOSPI 추이

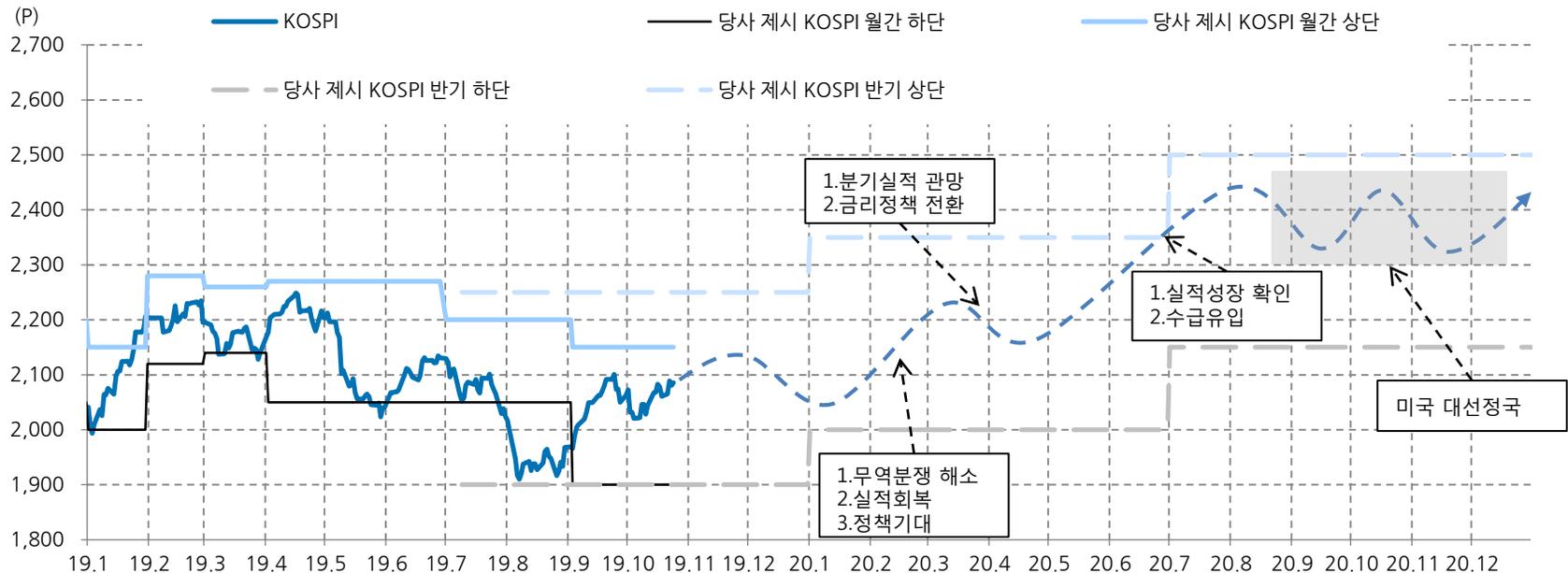


자료: Thomson Reuters, 케이프투자증권 리서치본부

2020년 KOSPI 예상 Range 및 전망

- 2020년 KOSPI 예상 하단은 2,000P로 제시. 2019년 4분기 중 무역분쟁 해소 및 경기반등을 전제할 경우 심리적 지지선에 해당하는 수준
- 2020년 KOSPI 예상 상단은 2,500P로 제시. 반도체, 장기 일드갭을 근거로 산출한 적정 PER(=11.2배)에 향후 1년간 예상 이익 성장률(22%)을 적용한 EPS를 곱해 산출
- 시장 형태는 레벨은 상저하고(上低下高), 모멘텀은 상고하저(上高下低)를 예상. 관련 이슈는 아래 Chart 참고
- 연간 우선 추천 업종은 반도체, 자동차, 유통(면제점 및 고가품 특화 백화점)
- 인플레이션 모멘텀 회복 가능성 및 미국 제조업 업황 개선의 간접 수혜가 가능한, Cyclical(소재 및 산업재)을 차선호 업종으로 추천(상반기)

당사 제시 KOSPI 예상 상/하단 및 실제 KOSPI 추이



자료:FnGuide, Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부



▶ 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