

I Strategy Issue I

최악은 지났다는 안도감과 남겨진 불안



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

케이프투자증권



Summary 최악은 지났다는 안도감과 남겨진 불안

▶ 정책은 시장의 신뢰를 얻는데 일단 성공

- 미국 정부와 연준은 COVID-19으로 인한 금융시장 충격을 최소화하기 위한 정책을 집중적으로 내놓음
- 재정정책과 금융정책은 각각 COVID-19가 2008년과 같은 금융위기로 치달을 수 있는 경로를 막고 있음
- 최근 각종 시장지표는 미국 정부와 연준의 정책이 어느 정도 신뢰를 얻고 있음을 시사함
- 4월 이후 각종 경제지표가 악화됨. 최근 미국 기업이익 전망치 하향은 이러한 흐름을 반영함
- 미국 중시 Valuation(12MF PER)은 다시 20배를 상회하며 수치 상 고평가 영역으로 진입했다는 부담 가중. 미국 기업이익 전망치가 다시 상향되기 위한 조건을 생각해 봐야 할 시점

▶ 경제와 시장 회복을 예상하는 이유

- 미국 경제 구조 상 미국 기업이익 증가 여부는 소비 방향에 달려 있음. 소비를 결정하는 요인으로 부채와 소득, 두가지를 들 수 있음
- 미국 가계부채 수준은 사상 최저 수준이고, 이번 금리 하락으로 더욱 완화될 전망
- 소득 중 가장 중요한 부분인 임금소득을 결정하는 고용시장에 대한 불안이 가중되고 있는 상황
- 숫자 상으로 확인되는 미국 고용지표는 기록적인 부진을 보이고 있음. 그러나 그에 대한 해석은 과정과 달라질 필요
- 미국 정부와 연준의 공격적인 정책이 미국 실업자들의 평균소득을 충분히 보전하고 있는 것으로 분석됨
- 최근 국제유가가 극도의 불안한 흐름을 보이고 있음에도 디플레이션 리스크에 대한 우려가 제기되지 않는 이유

▶ 공수(攻守) 교대

- 시장 변동성은 다소 완화되었으나 정책 불확실성은 여전히 남아있다는 점이 부담
- 연준이 공격적인 유동성 공급에 나서고 있다는 점은 장기적인 관점에서 주식시장을 끌어올릴 수 있는 요인
- 최근 이어진 원화 약세와 외국인 자금 유출은 서서히 진정될 전망
- 부동산 시장으로 자금 유입이 원천적으로 제한되고 있다는 점도 한국 증시 수급에 긍정적 요인
- 하반기 경제활동 회복 등을 감안하면 2020년 당기순이익은 2019년 수준을 상회할 확률 높음
- COVID-19 수혜주에서 COVID-19 피해주로 시장의 관심이 이동할 전망

Strategist 윤영교

02)6923-7352

skyhum00@capefn.com

1

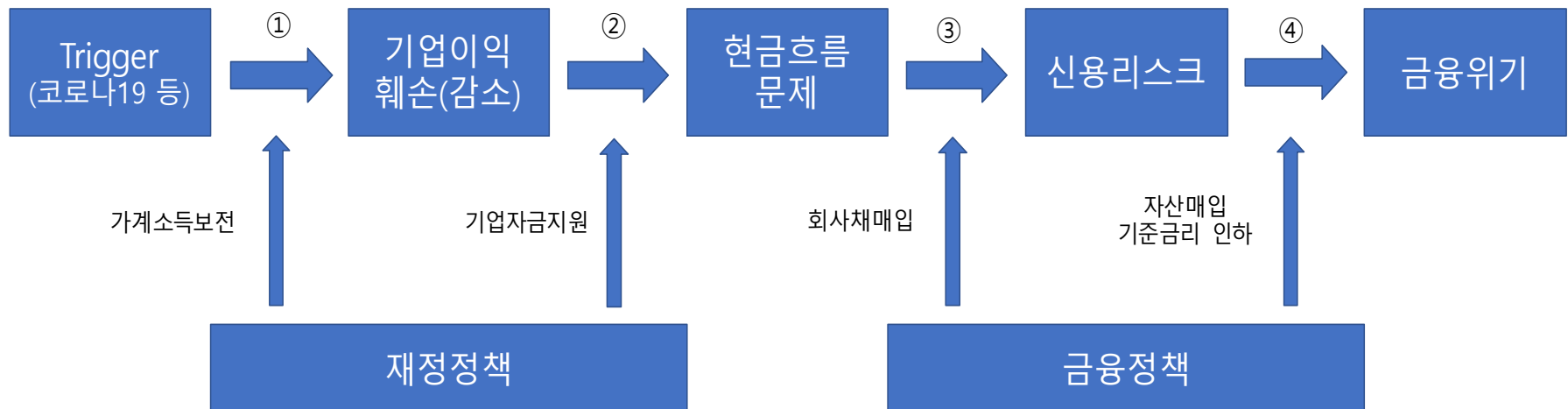
정책은 시장의 신뢰를 얻는데 일단 성공

- COVID-19로 인한 시장 충격 발생 후 미국 정부와 연준은 공격적인 정책 행보를 펼침
- 정책은 시장 내에서 어느 정도 신뢰를 확보한 것으로 판단
- 시장 변동성은 축소되었으나 주가지수 Valuation이 크게 상승하는 등 일부 불안한 흐름 보임
- 미국 기업이익 전망치 반등의 선결 조건은 불안한 내수에 대한 우려 해소

위험 확산 경로를 정조준

- 미국 정부와 연준의 정책은 공포의 전이/전염 경로의 중간 연결 고리를 끊어내는 것
- 기준금리 인하 및 국채 매입: 시중은행에 충분한 유동성을 확보해 줌으로써 필요한 부분에 선별적으로 자금이 흘러들어갈 수 있게 함
- 회사채 매입: 이번 위기를 맞아 내놓은 가장 근본적이고 적극적인 정책 기업의 현금흐름 문제가 신용리스크로 확대되는 것을 방지
- 정부 재정정책: 코로나19로 인한 경제활동 위축이 내수침체 및 강력한 기업실적 감소로 이어지는 것을 방지
- 최초 정책(3월 3일 연준 기준금리 인하) 출회 후 2개월 가량이 지난 현재, 정책 효과 작동 여부를 점검해야 할 시점

코로나19 사태가 시장에 전이/전염되는 고리를 끊어내는 것이 정책의 목적

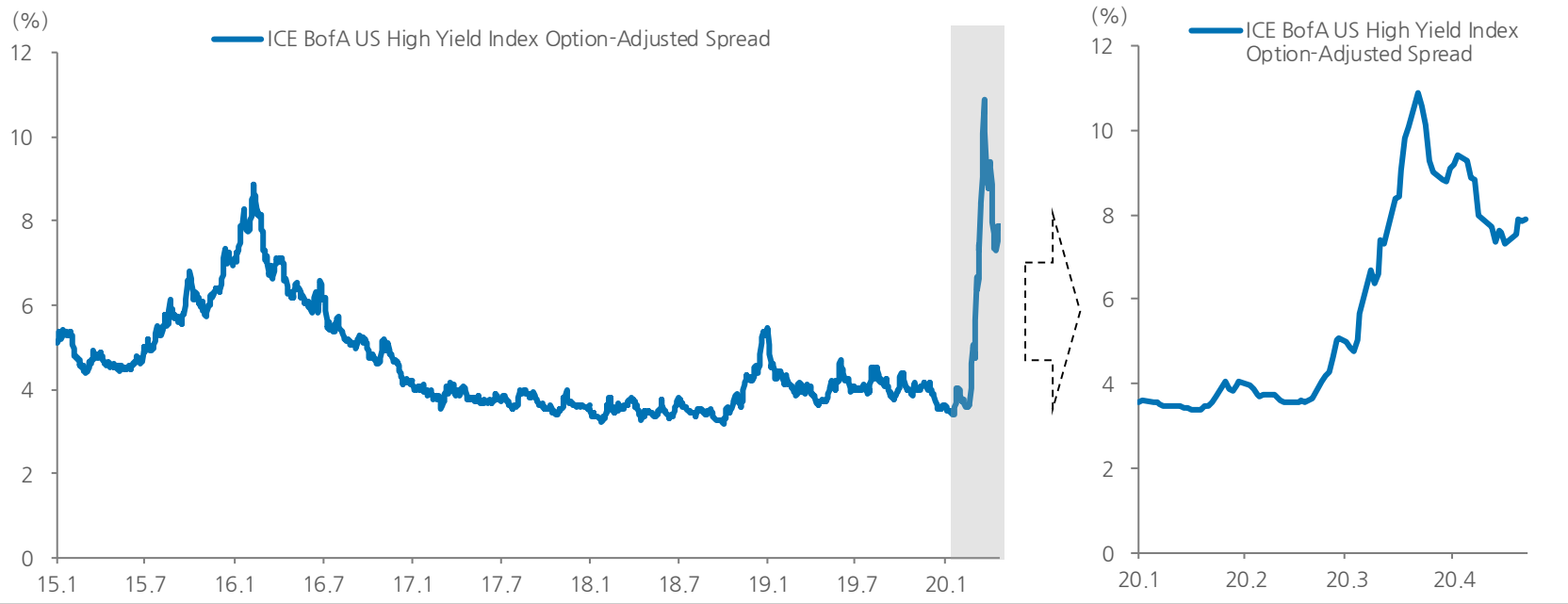


자료: 케이프투자증권 리서치본부

일단 정책은 시장의 신뢰를 얻는데 성공했다

- 코로나19발 위험 전이 경로 중 가장 중요한 것은 기업 문제가 신용리스크로 전이되는 단계
- 연준이 사실 상 기업 파산에 대한 무제한 보증을 실시함으로써 해당 리스크에 대한 우려는 서서히 완화
- 미국의 하이일드 채권 스프레드는 코로나19 확산이 시작된 3월 들어 급등한 후 하락세로 전환, 안정화 단계에 진입한 것으로 판단

코로나19로 크게 상승했던 하이일드 스프레드는 진정세로 전환

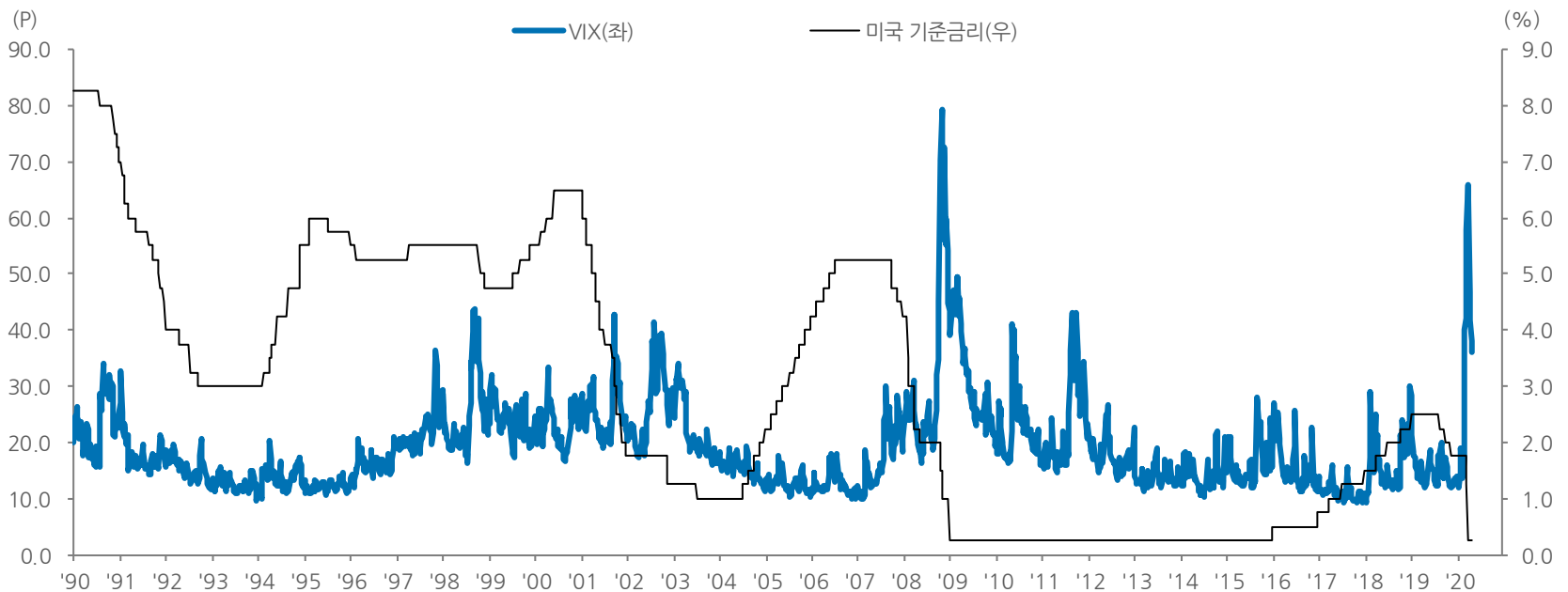


자료: Refinitiv, 케이프투자증권 리서치본부

정책의 첫번째 목적은 달성됐다

- 중앙은행과 정부의 강력한 정책이 곧바로 투자자들의 태도 변화(안전자산 선호→위험자산 선호)로 이어질 것이라 기대하는 것은 무리
- 주식시장의 즉각적인 회복(전고점에 도달하는)은 해당 악재가 1) 실적에 영향이 없는 것으로 밝혀지거나, 2) 악재 소화 후 실적 증가가 재개될 것이라는 컨센서스 필요
 ↳ 정책 출회와 시장 회복에는 시간차 발생
- 주식시장 변동성지수는 과거 위기 사례와 유사한 형태로 하락

공격적인 정책이 출회되더라도 주가지수가 전고점 수준을 바로 회복하는 것은 무리이나 변동성은 즉각적으로 반응할 수 있다

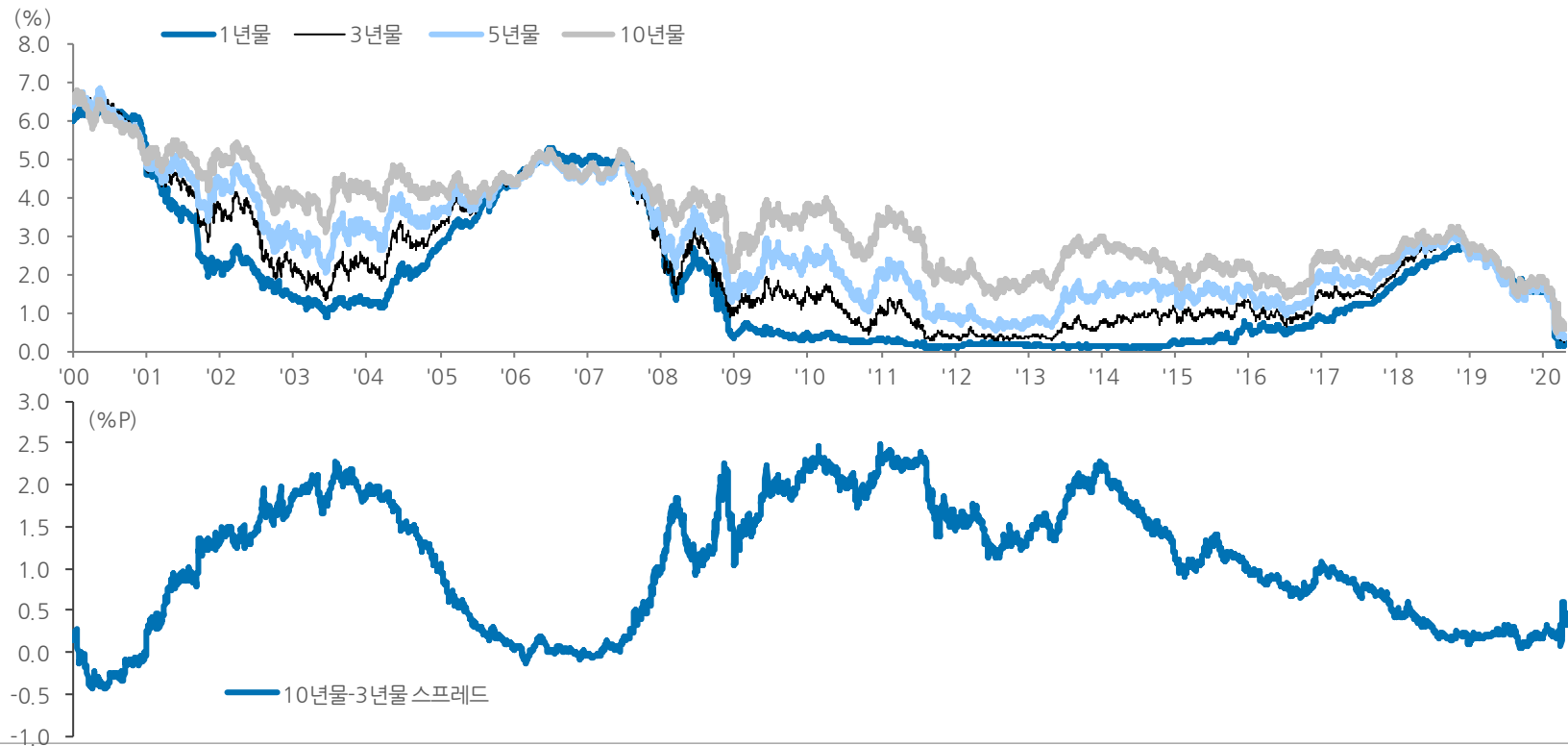


자료: Refinitiv, 케이프투자증권 리서치본부

COVID-19로 인한 경기 침체가 장기화 될 가능성은 줄어들고 있다

- COVID-19 확산 후 시장금리 하락과 단기금리와 장기금리 역전은 경기 침체 가능성을 반영
- 미국이 COVID-19의 직접적인 영향권에 들어간 3월 경제지표가 부진한 결과를 보이고 있음에도 불구하고 시장금리의 완만한 상승과 금리 역전 해소 포착

시장금리는 COVID-19로 인한 경기 침체가 장기화 될 가능성이 높지 않음을 반영하고 있다



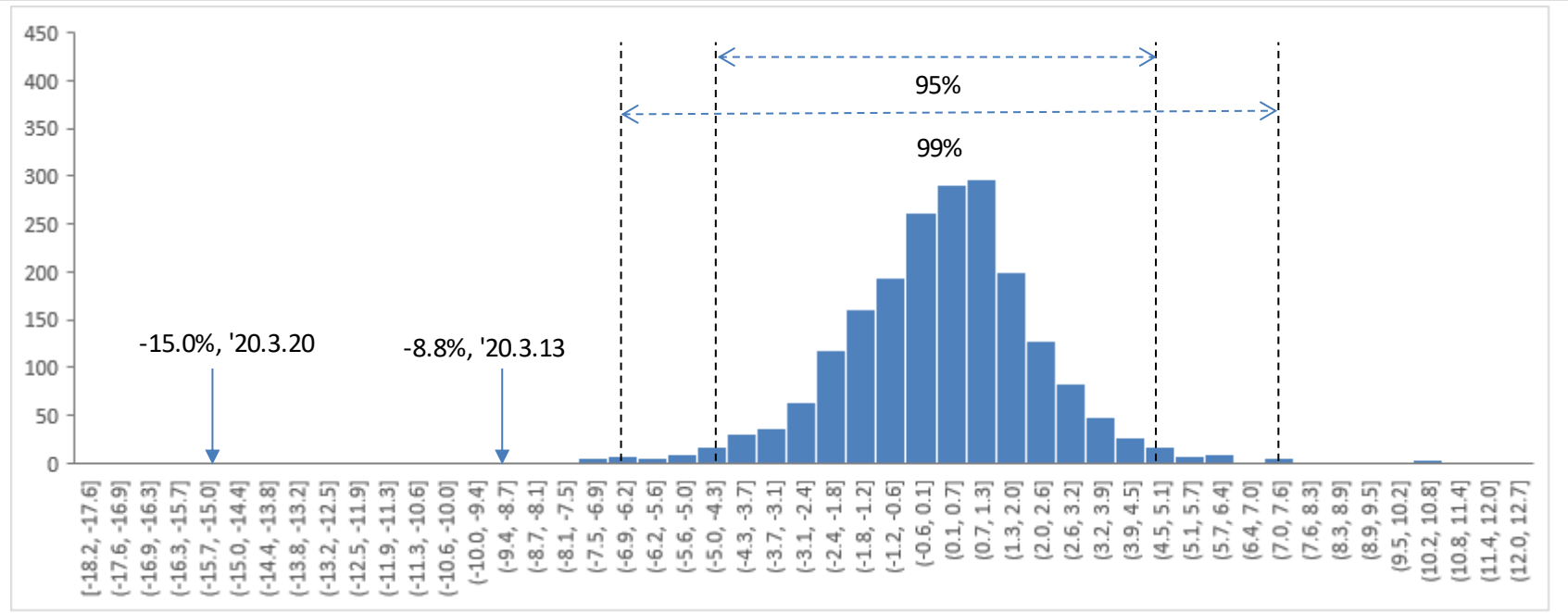
자료: Refinitiv, 케이프투자증권 리서치본부



역사적인 하락률을 기록한지 얼마 되지 않았다

- 1980년 이후 S&P500 주간 등락률의 99%는 -4.4%~+4.8% 범위에 들어가며 이 범위를 벗어나는 경우는 통계적으로 약세장의 전조인 경우가 많았음
- 2월~3월 중 1%의 예외에 해당하는 등락률을 3차례 기록, 4월 지수 회복에도 시장참여자들의 불안이 상존할 수밖에 없는 상황
- 미국 등 주요국 경제 충격은 일시적이며 곧바로 회복 가능하다는 견해와 COVID-19에 의한 경기 침체가 시차를 두고 진행될 것이라는 견해 충돌

3월 미국 주가지수 하락은 역사에 남을 수준이다



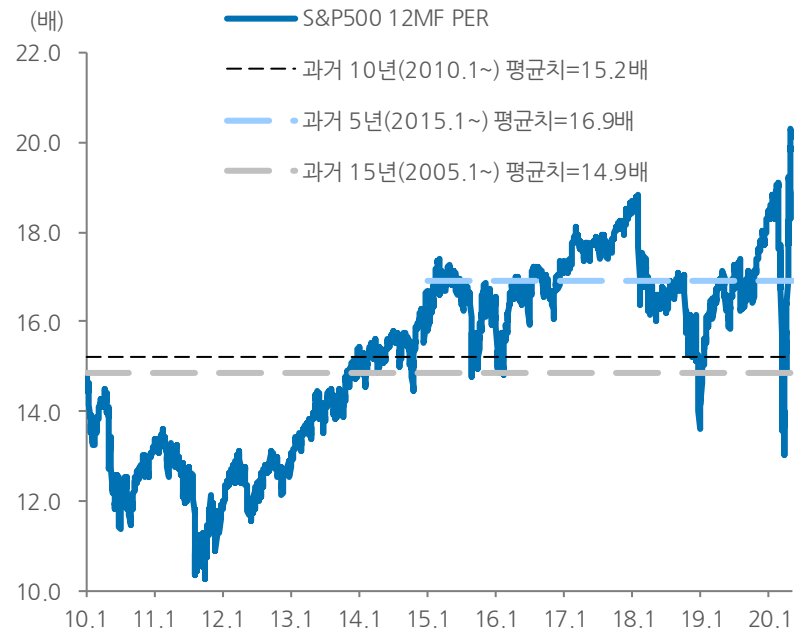
자료: Refinitiv, 케이프투자증권 리서치본부



지수는 반박에 회복되지 못했는데 PER은 고점 수준으로 회귀했다

- S&P500은 COVID-19 발생 이전 고점(3,386.2P) 대비 34% 하락(2,237.4P) 후 반등. 4월 30일 현재 2,943P로 하락분의 절반 가량(57%) 회복
- 12MF PER은 19.1배에서 13.0배까지 하락 후 반등. 이전 고점보다 높은 20.1배(4월 30일 기준)를 기록 중
- 1) 지수 회복과 2) 이익전망치 하향이 맞물린 결과

주가지수는 반박에 회복되지 못했으나 PER은 전고점 수준을 상회

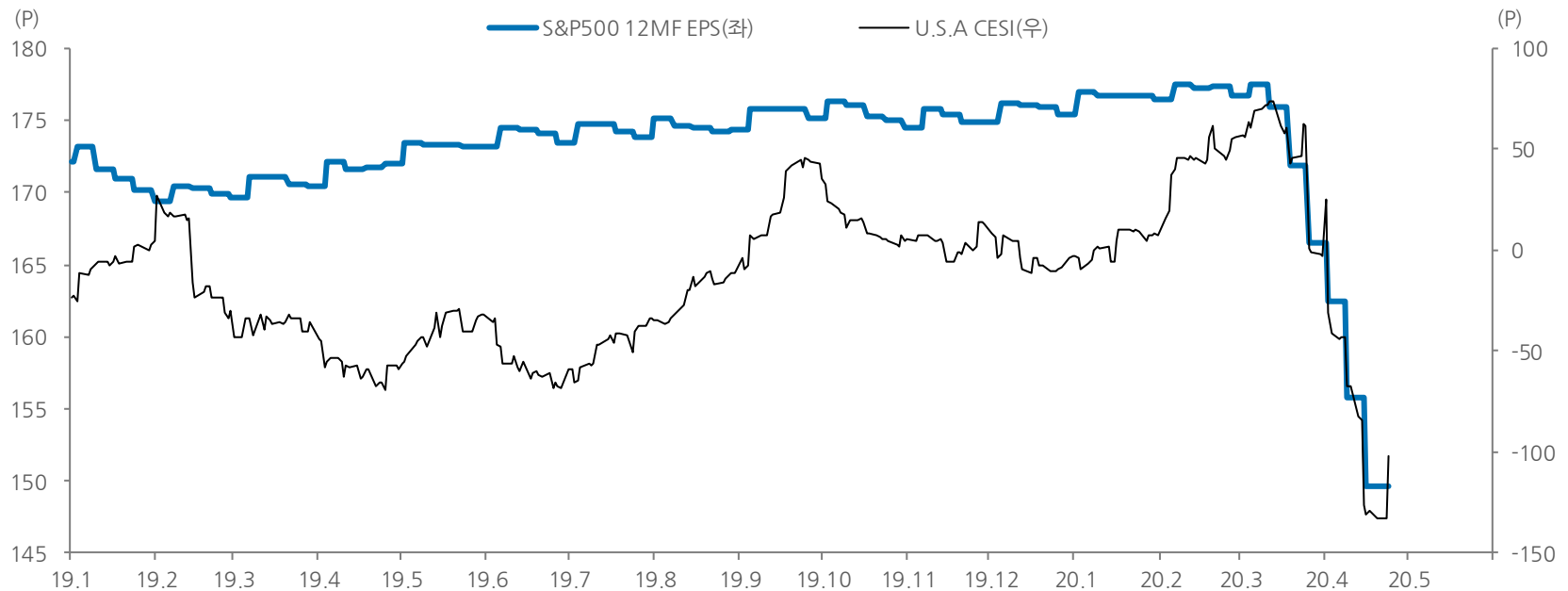


자료: Refinitiv, 케이프투자증권 리서치본부

이익전망치 하향의 원인, 경제

- CESI(Citi Economic Surprise Index)는 경제지표 컨센서스와 실제치 간의 괴리를 나타냄
- 이익전망치와 CESI의 흐름을 보면, 최근 이익전망치 하향이 경제에 대한 극도의 불안이 반영된 것으로 판단 가능
- 미국 증시 Valuation 안정 및 주가지수 전고점 돌파 여부는 이익전망치 반등의 시점 및 강도에 달려 있음

최근 미국 증시 이익전망치 하향은 경제에 대한 극단적인 불안을 반영한 결과

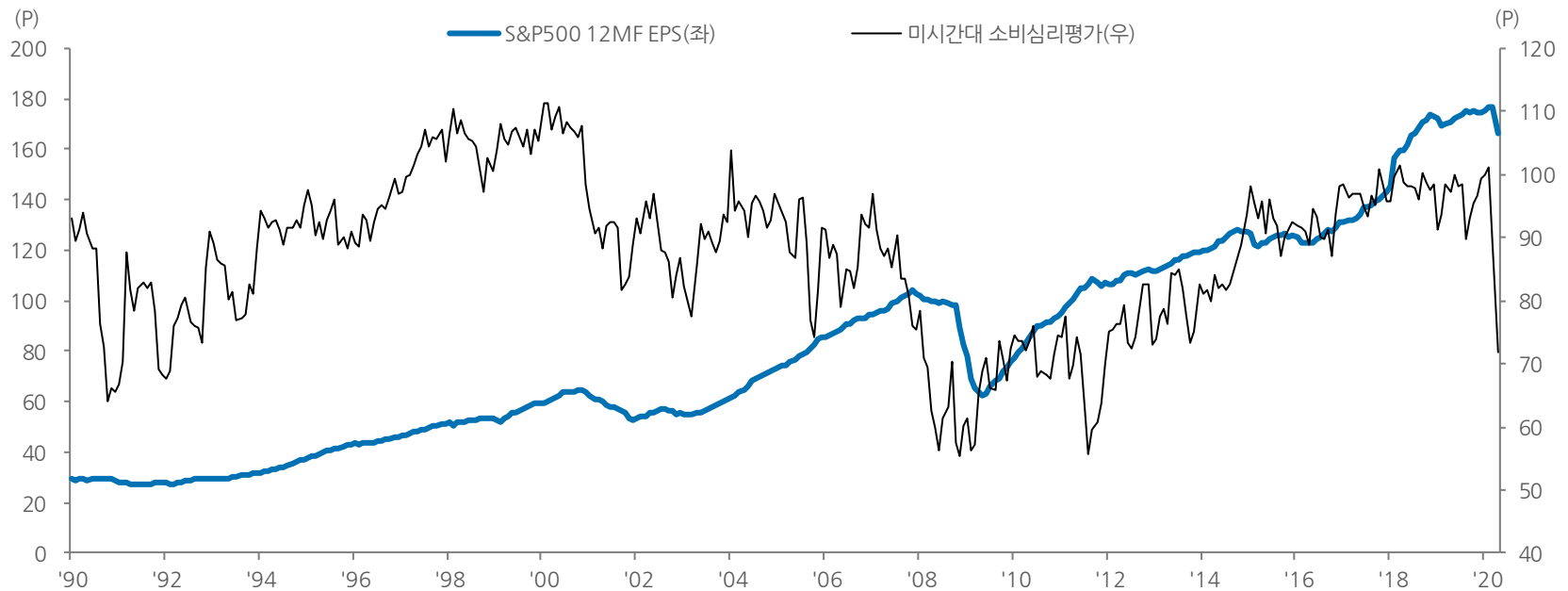


자료: Refinitiv, 케이프투자증권 리서치본부

소비 회복이 확인되어야 이익전망치도 상향된다

- 미국 경제 구조와 기업의 이익 창출원은 내수
- 미국 경제 문제는 결국 내수 문제이며 COVID-19가 내수를 극단적으로 위축시킬 수 있다는 우려가 이익전망치에 반영된 것
- 미국 내수 전망에 대한 불안한 시각이 해소되는지 여부를 확인하는 것이 중요한 시점

미국 기업 이익은 결국 내수의 문제



자료: Refinitiv, 케이프투자증권 리서치본부

Strategist 윤영교

02)6923-7352

skyhum00@capefn.com

2

경제와 시장 회복을 예상하는 이유

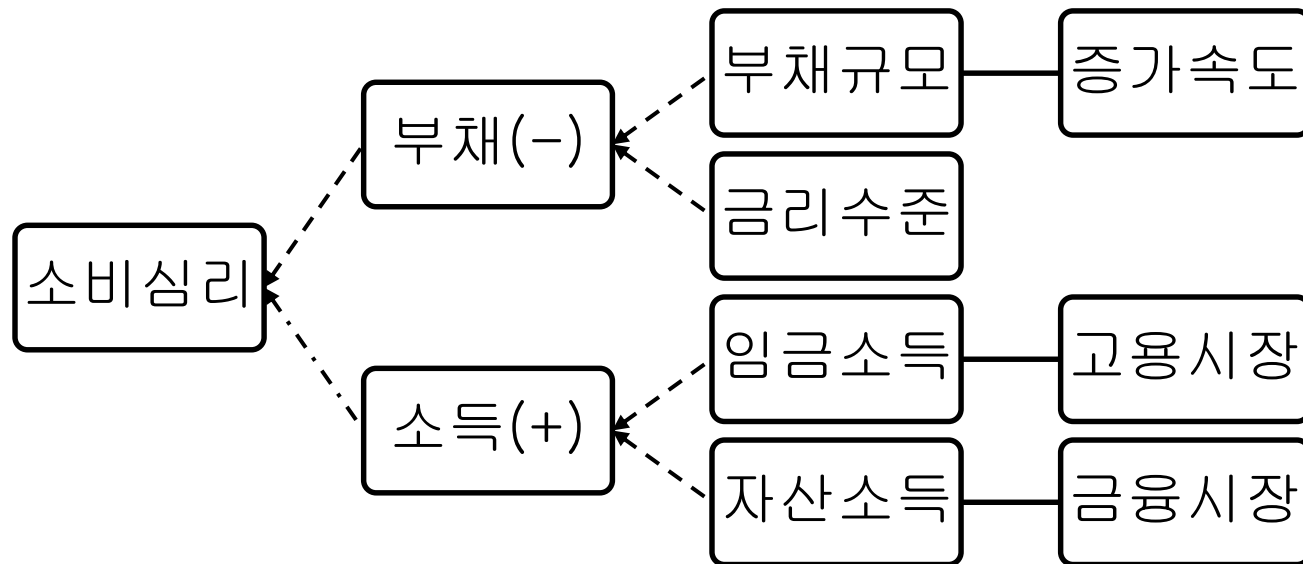
- 미국 기업 이익 상향 전환 여부는 전적으로 내수 방향성에 달려 있다고 볼 수 있음
- 미국 내수를 결정하는 변수 중 가장 중요한 것은 고용시장에서 창출되는 임금소득
- 미국 정부와 연준의 정책은 COVID-19로 인한 임금소득 감소를 충분히 상쇄
- 서비스업 부문 고용 비중을 고려하면 고용시장 침체가 장기화될 가능성 낮음



소비 회복의 조건은 무엇인가?

- 소비심리에 직접적으로 영향을 미치는 요인은 부채와 소득
- 부채에 의한 부(-)의 효과는 부채의 절대적인 규모와 상황에 대한 부담을 가늠할 수 있는 금리 수준에 따라 결정
- 소득에 의한 정(+)의 효과는 임금소득과 자산소득의 수준에 따라 결정
- 소비증가율이 일정한 수준으로 유지되기 위해서는 자산소득보다 임금소득의 안정이 전제되어야 함

소비심리를 결정하는 요인

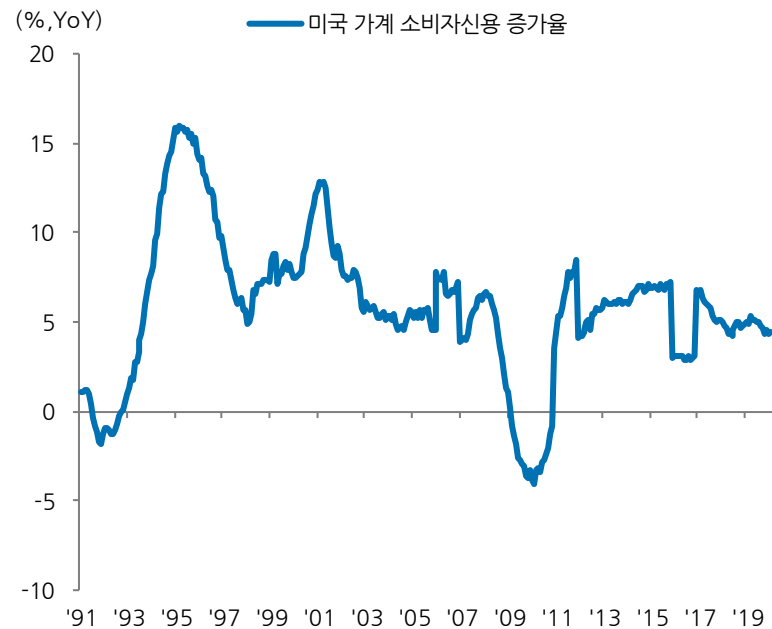
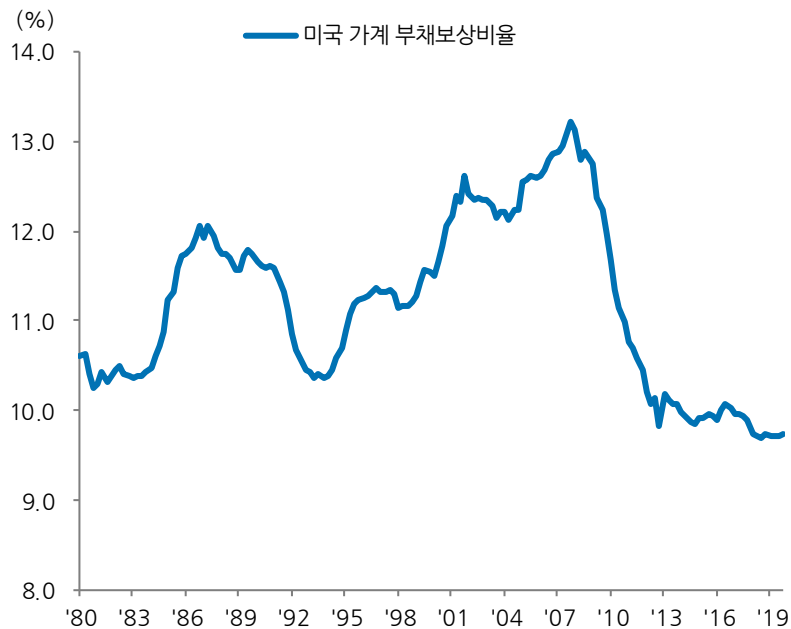


자료: 케이프투자증권 리서치본부

일단 부채문제는 심각하지 않다

- 미국의가계부채는 2008년 금융위기를 계기로 디레버리징이 진행된 영향으로 역사적으로 낮은 수준에서 유지됨
- COVID-19에 따른 금리 인하 이전에도 금리가 상승 추세에 있었고, 소비증가율이 안정적이었음에도 불구하고 부채 부담은 늘어나지 않았음
- 금번 금리인하를 통해 미국 가계부채 부담은 더욱 낮아질 전망
- 실업문제로 인해 부채 부담이 치솟을 수 있다는 우려가 있으나, 이는 일시적인 효과에 그칠 가능성 높음

미국 가계 부채는 사상 최저 수준에서 유지되고 있다



자료: Refinitiv, 케이프투자증권 리서치본부

과거 경제위기와 너무 다른 실업 패턴(1)

- 코로나19로 인한 경제활동 중단으로 3월 중순 이후 실업수당청구건수 급증
- 경영자 관점에서 해고는 가장 마지막에 선택하는 비용절감 수단 → 과거 금융위기 당시 신규실업수당 청구건수는 2~3년에 걸쳐 증가함
- 코로나19로 인한 실업은 “경제구조적 실업” 이 아닌 “자연재해로 인한 휴직” 에 가까운 형태 → 과거와 확연히 다른 형태의 실업수당청구건수로 나타남

과거 경제위기 당시와는 확연히 다른 형태를 보이는 신규실업수당청구건수

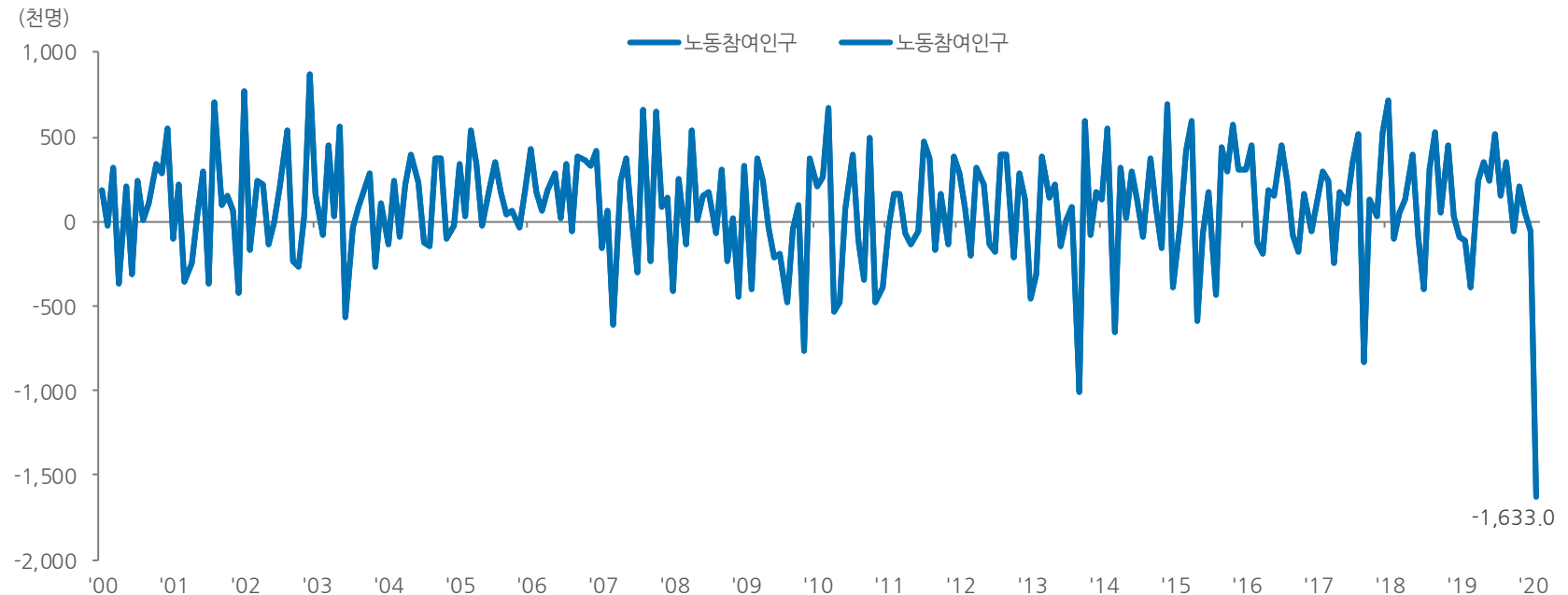


자료: Refinitiv, 케이프투자증권 리서치본부

과거 금융위기와 너무 다른 실업 패턴(2)

- 실업률은 노동참여인구(=일할 “의지”와 “능력” 을 모두 갖춘 사람) 중 일자리가 없는 사람 비중으로 정의됨
- 경제위기 발생 시 해고로 인해 일자리가 없는 사람이 급증하며 실업률이 증가함. 즉 비자발적 실업이 크게 증가하는 것이 일반적
- 코로나19 발생 후 과거와 달리 노동시장참여인구가 급감 → 사회적 거리두기의 일환으로 자발적으로 일자리를 일시적으로 떠나 있는 사람이 증가했다는 뜻
- 최근 급증한 신규실업수당 청구건수는 특수한 상황에 의한 특수한 사례임
→ 블라드세인트루이스 연은총재: “최근 실업수당 청구 증가는 정부의 신청 장려와 완화된 조건에 의한 것 ”

실업률 통계의 기초가 되는 노동참여인구가 과거 경제위기 당시와 달리 크게 증가했다



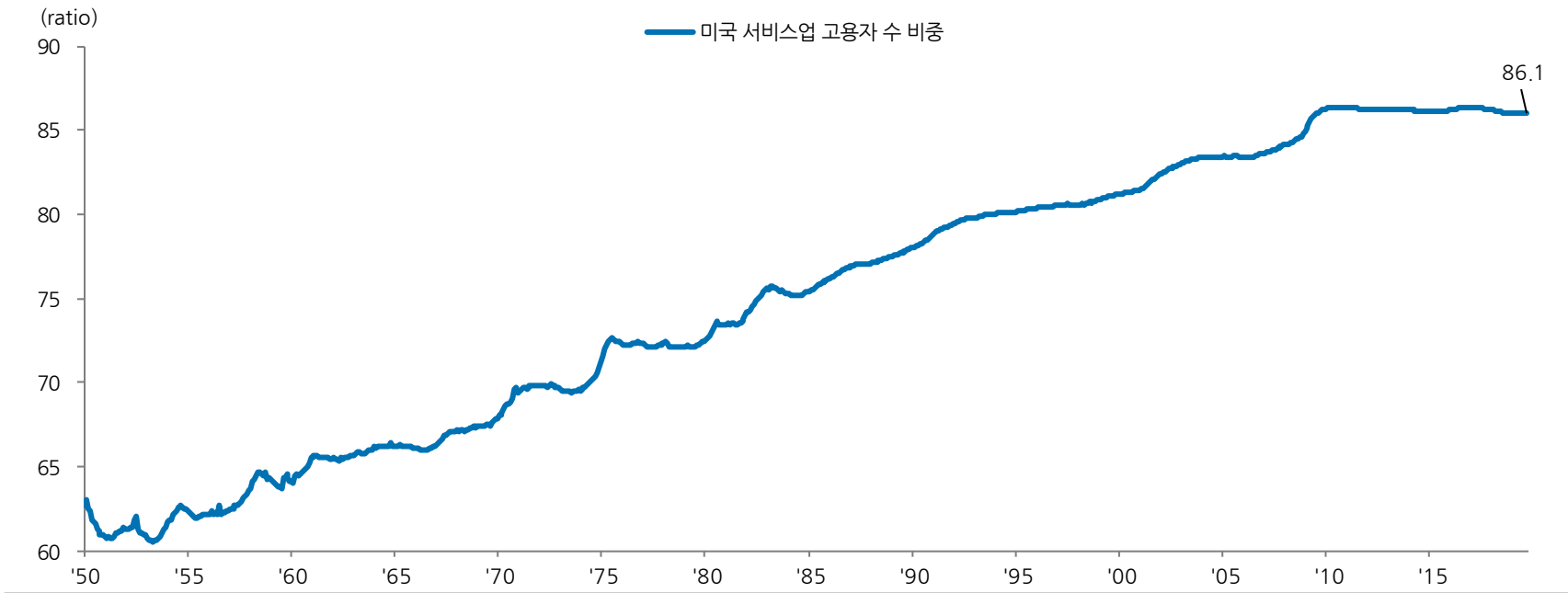
자료: Refinitiv, 케이프투자증권 리서치본부



어떤 사람들이 실업수당을 청구했을까? (1)

- 미국 고용시장에서 서비스업 부문에 종사하는 비중은 86%
- COVID-19에 의한 경제활동제한이 고용지표 헤드라인 수치를 크게 흔드는 결과로 나타날 수밖에 없는 구조

미국 고용시장은 COVID-19에 의한 충격이 헤드라인에 고스란히 나타날 수밖에 없는 구조이다



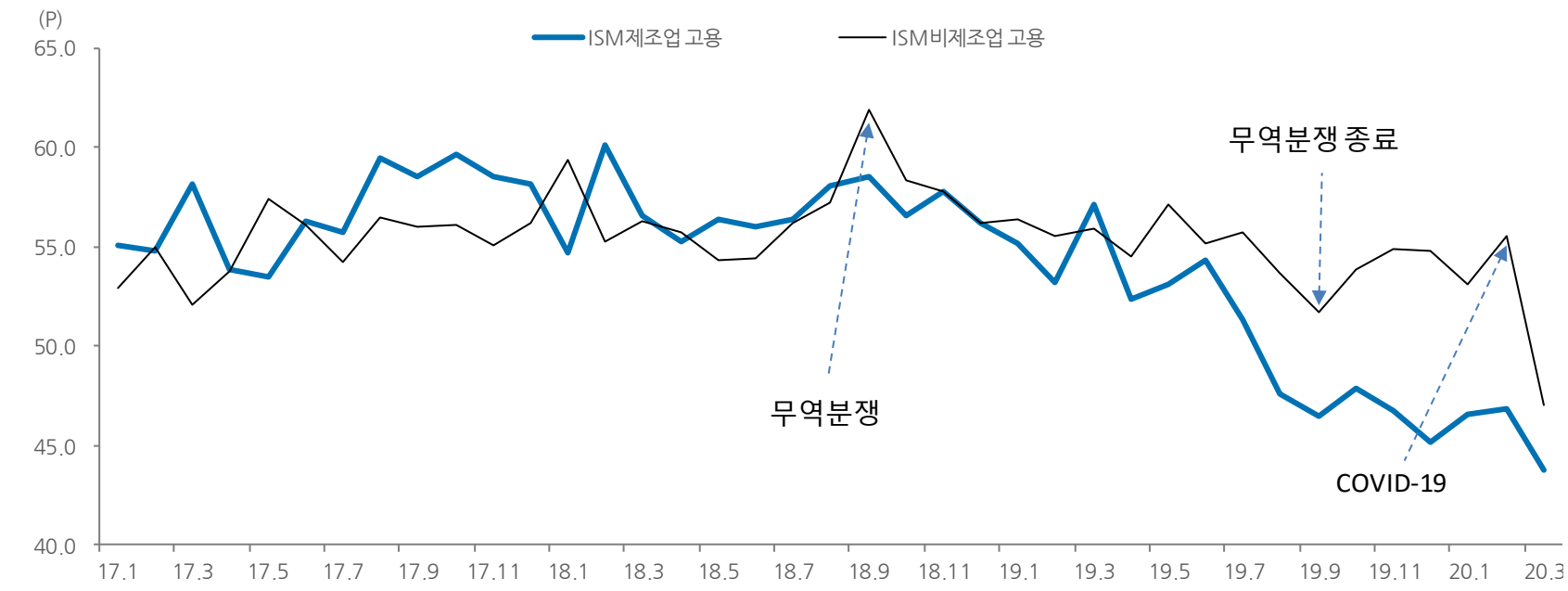
자료: Refinitiv, 케이프투자증권 리서치본부



어떤 사람들이 실업수당을 청구했을까? (2)

- 2018년 미국과 중국 간 무역분쟁개시 이후 미국 경제는 하강 국면으로 진입. 특히 제조업 부문이 무역분쟁의 직접적인 영향을 받은 것으로 나타남
- 상대적으로 서비스업 경기는 둔화가 완만하게 진행되었고 무역분쟁 종료 후 제조업보다 빠르게 반등하였음
- 그러나 COVID-19 영향이 본격화된 이후 서비스업도 제조업 수준의 침체 수준까지 빠르게 접근하고 있음
- COVID-19에 의한 경제활동 제한은 이미 2년 째 악화되고 있는 제조업에 비해 서비스업 부문에서 더 크게 체감하고 있음

COVID-19에 의한 경제활동 제한은 서비스업 부문에서 더 크게 체감하고 있을 것이다

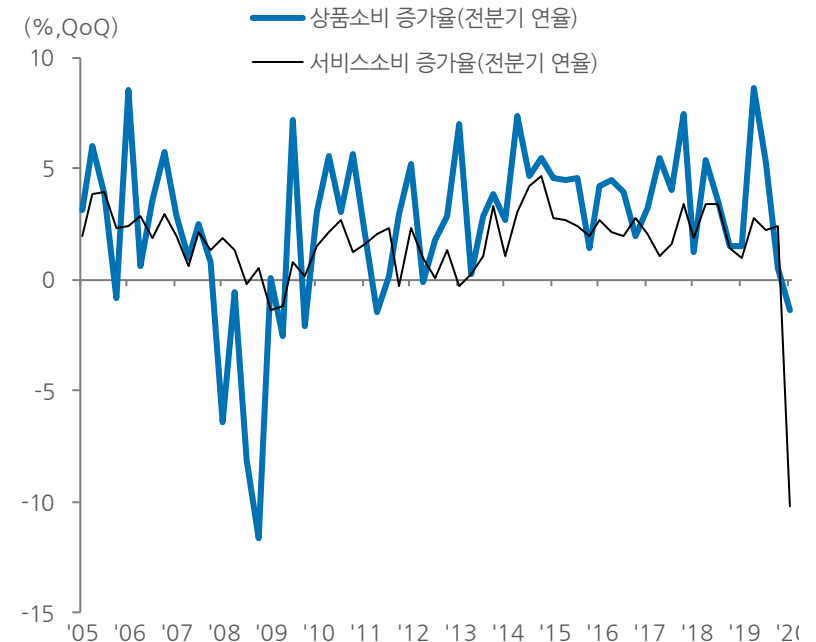
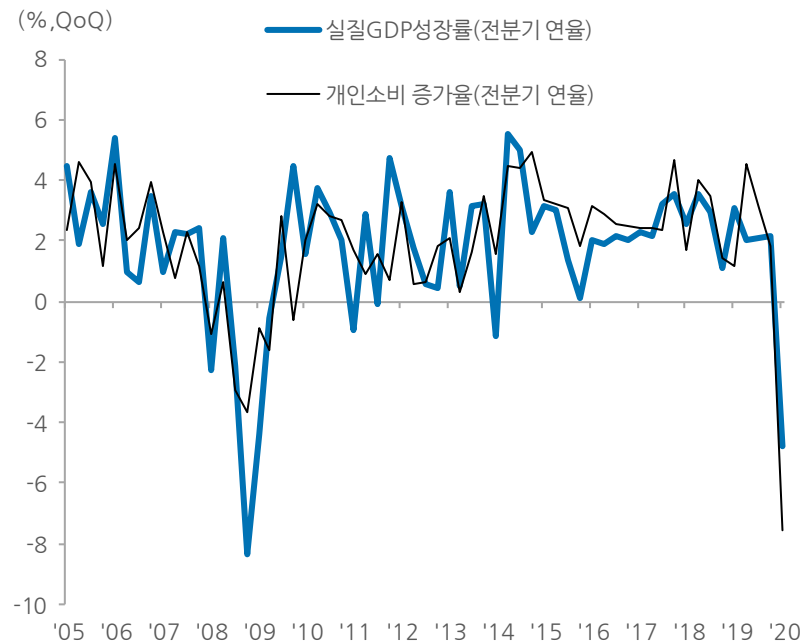


자료: Refinitiv, 케이프투자증권 리서치본부

1분기 GDP에 반영된 서비스업 Shock

- 미국 1분기 실질 GDP는 전분기 대비 4.8%(연율화) 감소한 것으로 집계됨. 금융위기가 발생한 2008년 4분기 이후 최저치이며 2014년 1분기 이후 첫 역성장
- GDP 중 70%를 차지하는 개인소비는 전분기 대비 7.6% 감소하며 금융위기 당시보다 더 큰 폭으로 감소함
- 상품소비 부문도 전분기 대비 감소하였으나 온라인 판매 활성화 등의 영향으로 금융위기 당시에 비해 안정적이었으나 서비스업 부문은 Shock 수준의 피해를 입음
 ⇒ COVID-19發 경기침체의 성격을 규정할 수 있음: 펀더멘탈 및 경제시스템 상의 구조적 침체가 아닌 예상치 못한 악재에 의한 일시적 궤도 이탈
 ⇒ 경제활동 제한이 장기화되지 않을 경우, 적절한 정책이 동반되는 경우 경기 회복은 상당히 빠를 가능성 높음

실질 GDP 성장률의 부문별 분석을 통해 2008년 금융위기와 비교해 보면 이번 경기 침체의 성격을 명확히 알 수 있다



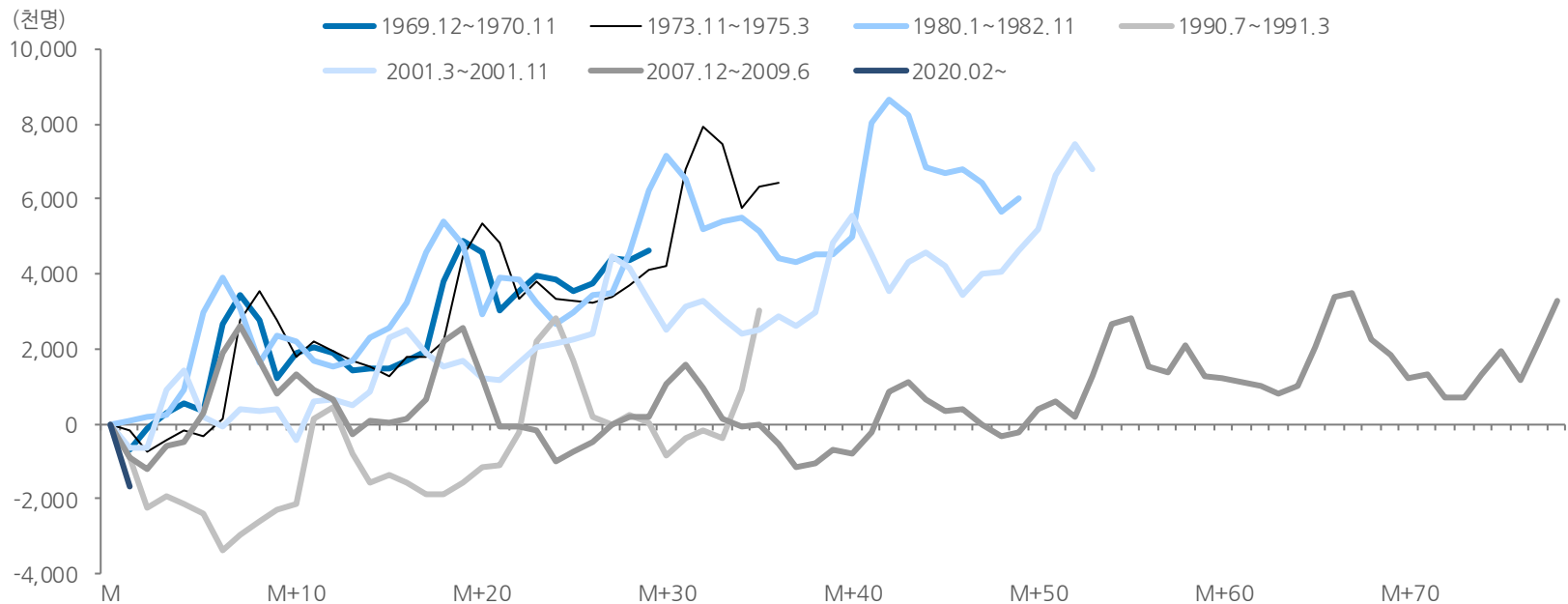
자료: Refinitiv, 케이프투자증권 리서치본부



2008년 금융위기와 같은 실수를 반복하면 안된다(1)

- 과거 일반적인 경기 침체 사례에서는 고용시장참여자수의 일관된 감소나 정체가 확인되지 않았음
- 그러나 가장 최근의 경기 침체인 2008년 금융위기 당시에는 고용시장참여자수 증가세 정체가 장기간 이어짐
- 이는 소비심리에 직결되는 사안으로 경기 침체를 장기화하는 요인임
- 당시 미국 정부와 연준은 금융위기로 인한 경기침체 강도(強度) 예측에 실패, 보수적인 부양정책 스탠스로 고용침체를 장기화시킴

과거 경기침체기 별 고용시장참여자수 추이



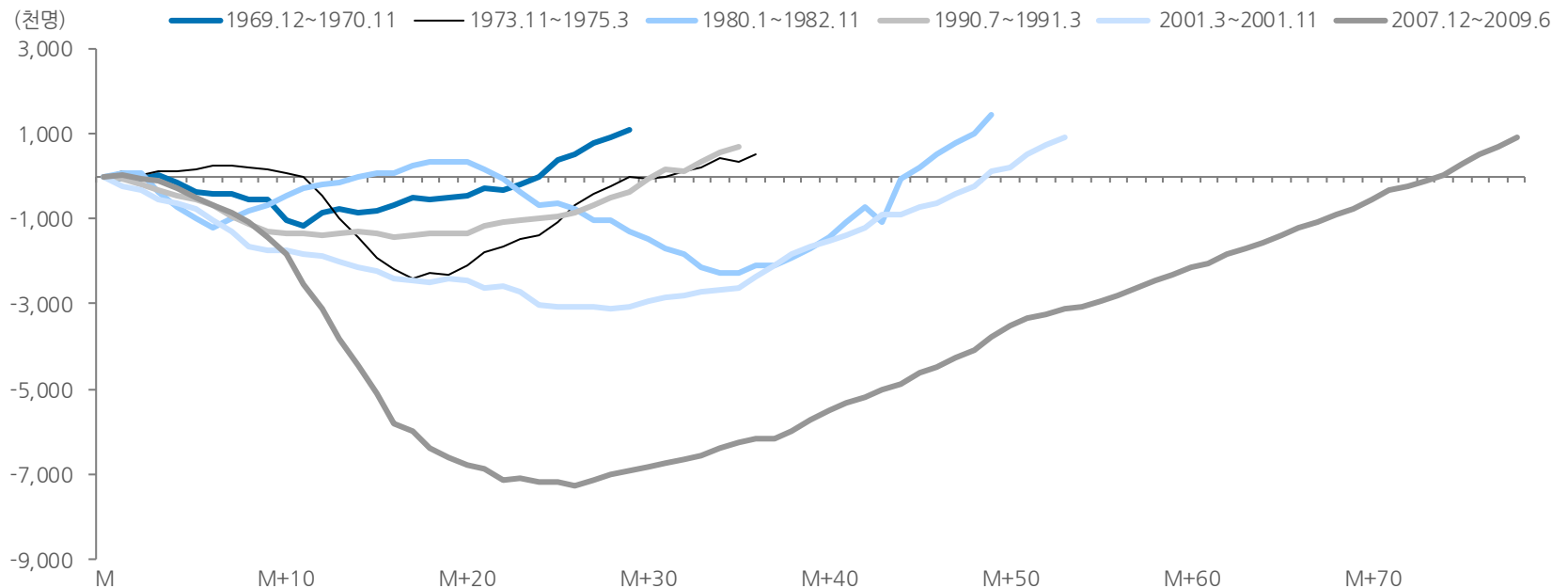
자료: Refinitiv, 케이프투자증권 리서치본부



2008년 금융위기와 같은 실수를 반복하면 안된다(1)

- 2008년 금융위기당시 정책 실패는 고용시장 고통을 장기화함
- 2년에 걸쳐 700만명 이상이 일자리를 잃었으며 이들이 모두 일자리로 돌아가기까지 금융위기 후 73개월(약6년)이 소요됨
⇒ IT 버블 붕괴당시보다 2년 이상 추가 소요
- 적극적인 경기부양정책과 더불어 조속한 경제활동 재개에 대한 논의가 활발해지고 있는 근거

과거 위기 사례와 비교한 KOSPI 하락 속도



자료: Refinitiv, 케이프투자증권 리서치본부

아직은 COVID-19가 경제 전방위로 확산되지 않았다

- COVID-19로 인한 경제활동 제한이 진행되면서 생산활동 전반에 심각한 타격을 입고 있는 것으로 추정됨
- 산업경기 선행성지표 중 하나로 간주되는 내구재주문지수가 3월에 급감하면서 이러한 분석에 힘을 실어줌
- 그러나 변동성이 큰 운송부문을 제외한 핵심수치증가율은 3월까지 안정적이었던 것으로 나타남
- 경제활동 제한이 강화된 4월 지표가 3월보다 악화됐을 것으로 추정된다는 점은 여전히 부담 요인
- 4월 지표 훼손은 시장에 기반영된 것으로 판단됨. 중요한 것은 5월 이후 경제활동 재개가 어떤 속도로 이루어질 것인지에 대한 확인

3월 경제지표가 악화되었으나 아직 COVID-19가 경제 전방위로 확산된 것은 아니다



자료: Refinitiv, 케이프투자증권 리서치본부

트럼프 대통령, 경제 정상화 단계 이행을 위한 세부 가이드라인을 발표

- 경제 정상화단계 수행 조건: 최근 2주간 1) 코로나19 관련 증상자 감소, 2) 전체 검사 중 확진자수 비율 하락, 3) 전국적인 코로나19 테스트 실시
- 해당 조건을 연속적으로 충족할 경우 1~3단계에 걸쳐 경제 정상화 절차를 수행, 단체 활동 허용 인원수와 여행 재개 등을 단계적으로 허용
- 트럼프 대통령은 절차 수행 여부 권한은 각 지역별 주지사가 보유하고 있다고 밝힘

트럼프 행정부 제시 코로나19 관련 단계별 정상화 방안

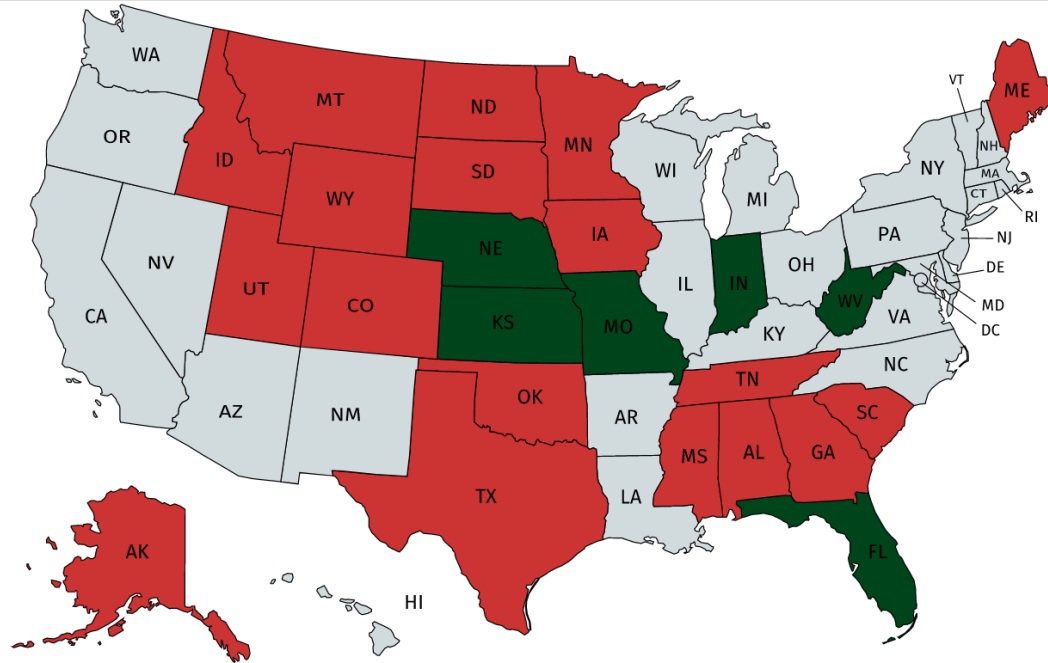
구분	개인	고용주	특수 고용주
1단계	- 취약계층: 현 대피상태 유지 - 가정 내 격리 예방조치 수행 - 사회적 거리두기 최대한 준수 10인 이상의 모임 자제 - 비필수적 여행 최소화	- 직장 내 원격근무 권장 - 단계적 직장 복귀 허용 - 공용구역 폐쇄 - 비필수적 여행 최소화	- 어린이집/학교/청년시설 휴교 - 요양원 및 병원 방문 금지 - 공공장소 내 거리두기 시행 - 외래 환자에 대한 선택 진료 재개 - 술집 영업 금지
2단계	- 취약계층: 현 대피상태 유지 - 가정 내 격리 예방조치 수행 - 사회적 거리두기 최대한 준수 50인 이상의 모임 자제 - 비필수적 여행 허용	- 직장 내 원격근무 권장 - 공용구역 폐쇄 - 비필수적 여행 허용	- 어린이집/학교/청년시설 개학 - 요양원 및 병원 방문 금지 - 대규모 장소 거리두기 완화 - 외래/입원환자 선택 진료 재개 - 제한적 술집 운영
3단계	- 취약계층 대피 상태 해제 - 사회적 거리두기가 어려운 지역의 노출 최소화	직원 채용 제한 해제	- 요양원 및 병원 방문 재개 - 제한적 대규모 장소 이용 허용 - 체육 시설 개방 - 제한적 술집 운영

자료: 언론 보도내용 종합, 케이프투자증권 리서치본부

자신의 지지지역부터 경제활동 재개를 독려

- 트럼프 대통령과 공화당 지지지역인 러스트 벨트, 콘 벨트, 원유 생산 지역에 해당하는 주부터 경제활동 재개 논의 활발하게 진행
- 민주당 지지지역이라고 해서 경제활동 재개를 의도적으로 지연할 이유는 없다는 점을 감안
⇒ 유의미한 치료제가 개발되거나, 사회적 방역망이 완성될 경우 경제활동은 빠르게 재개될 것

미국 코로나19 관련 사회적 거리 해제 현황(적색: 일부 해제 진행, 녹색: 4/30일 이후 해제 예상 지역, 4/27일 기준)



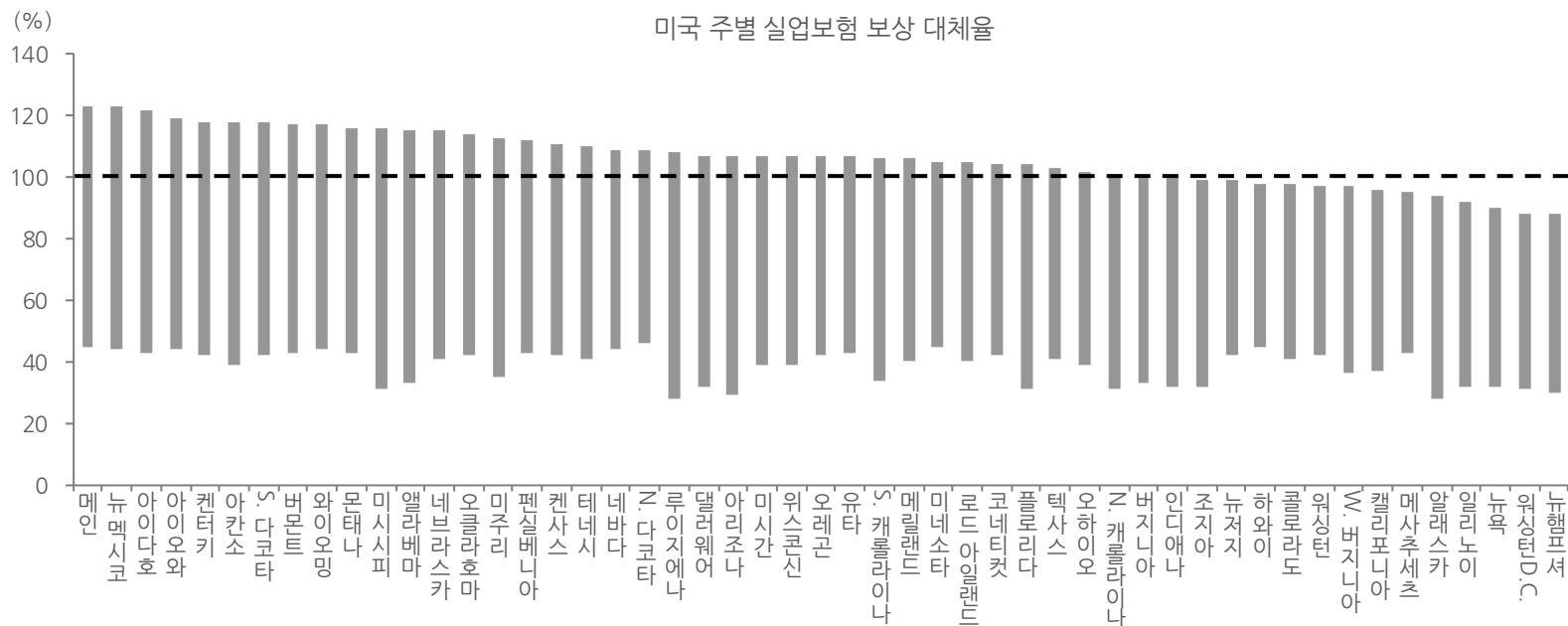
자료: 뉴욕타임즈, 케이프투자증권 리서치본부



COVID-19가 빚어낸 역설

- COVID-19 이전 실업수당의 소득 대체율은 주별로 차이가 있으나 대체로 30~50% 범위
- 2조 달러 규모의 경기부양적 재정수단 확보로 실업수당 지급액이 증가함
- 50개 주 중 37개 주의 경우 실업수당 소득 대체율이 100%를 상회함. 다시 말해 고용 상태에 있었던 때보다 많은 금액을 실업수당으로 지급 받음
- 5월부터 단계적으로 생산활동과 경제활동이 재개될 경우 임금소득이 단계적으로 정상화될 것으로 예상됨
- 당초 최악의 가정을 기초로 지급한 실업수당과 함께 정상화된 임금소득은 하반기 미국 경제 성장률을 크게 끌어올릴 가능성

미국 주별 실업보험 보상 대체율은 대부분의 주에서 100%를 넘었다

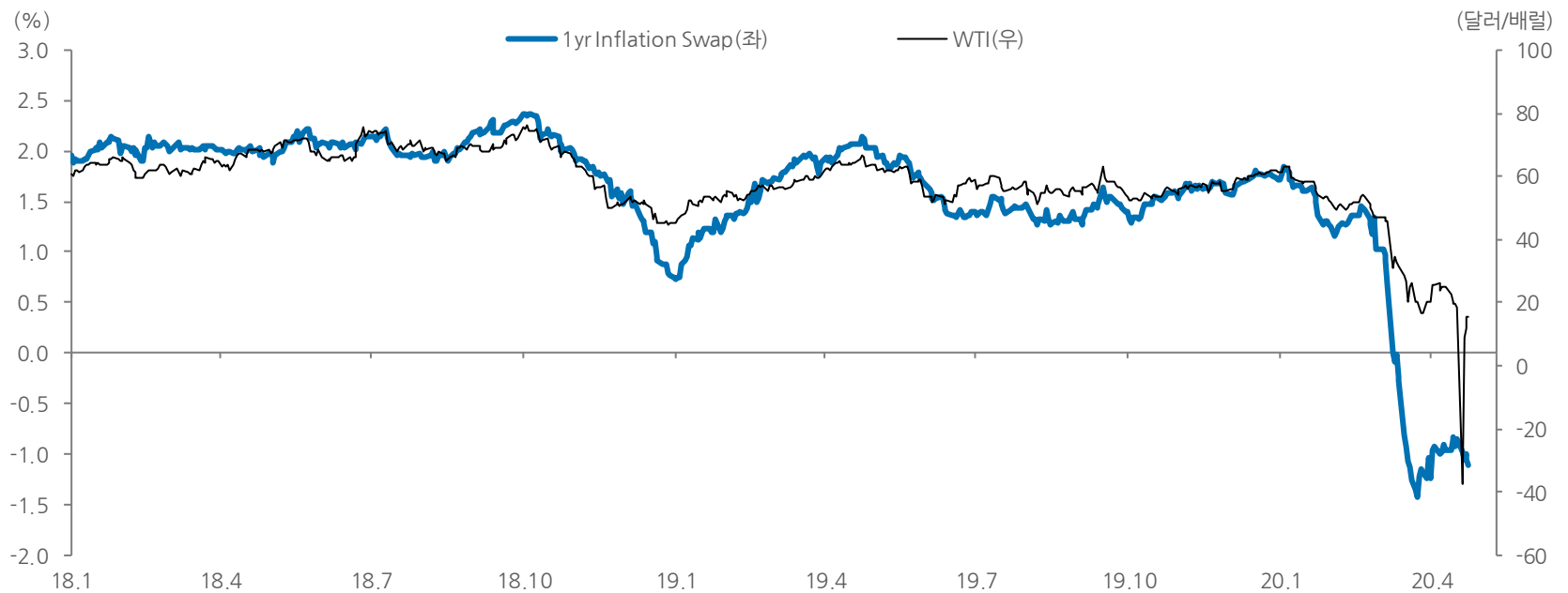


자료: Refinitiv, 케이프투자증권 리서치본부

국제유가 급락이 디플레이션 공포를 자극

- COVID-19로 인한 경기침체 우려와 산유국 간 정치적 마찰로 국제유가 급락
- 그에 따라 인플레이션 기대심리로 크게 악화되었음. 그럼에도 불구하고 과거와 달리 주식시장은 반등

국제유가 급락으로 인플레이션 기대심리 크게 악화

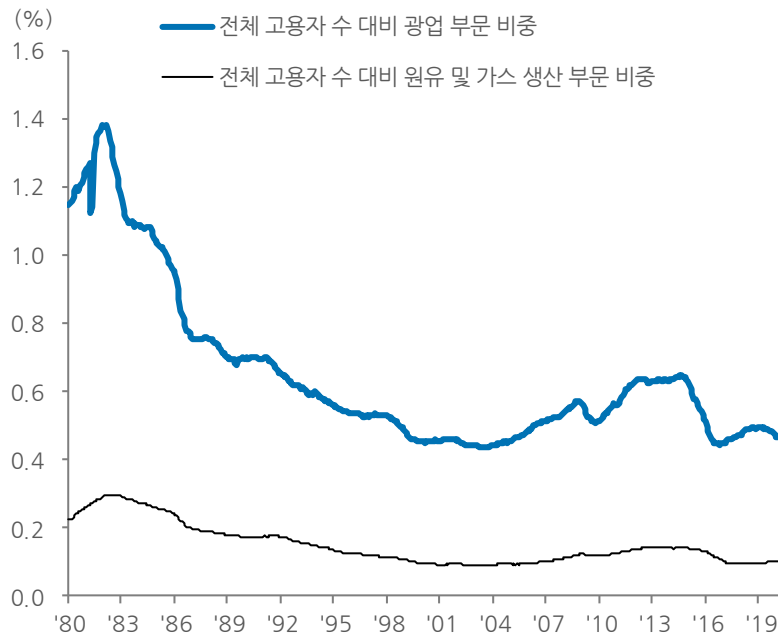


자료: Refinitiv, 케이프투자증권 리서치본부

국제유가 급락에도 주식시장이 멀쩡한 이유

- 미국 고용시장에서 광업 부문 고용자 수가 차지하는 비중은 1980년대 초 1.5%에 달했으나 2020년 현재 0.5%에 불과함
- 셰일 산업이 2010년 이후 크게 발전하였으나 이 부문이 전체 고용시장에서 차지하는 비중은 0.2% 내외
- 미국 주식시장 내에서 에너지 부문이 차지하는 비중은 1980년대 초 30%에 육박하였고 금융위기 직전에도 15%를 상회하였으나 현재 2.7% 수준
- 원유, 에너지 산업이 전체 경제에서 차지하는 위상이 크게 약해짐. 국제유가 급락이 시장에 미치는 영향도 약해진 것으로 판단

에너지 업종이 경제와 금융시장에서 차지하는 위상은 과거에 비해 크게 줄어들었다

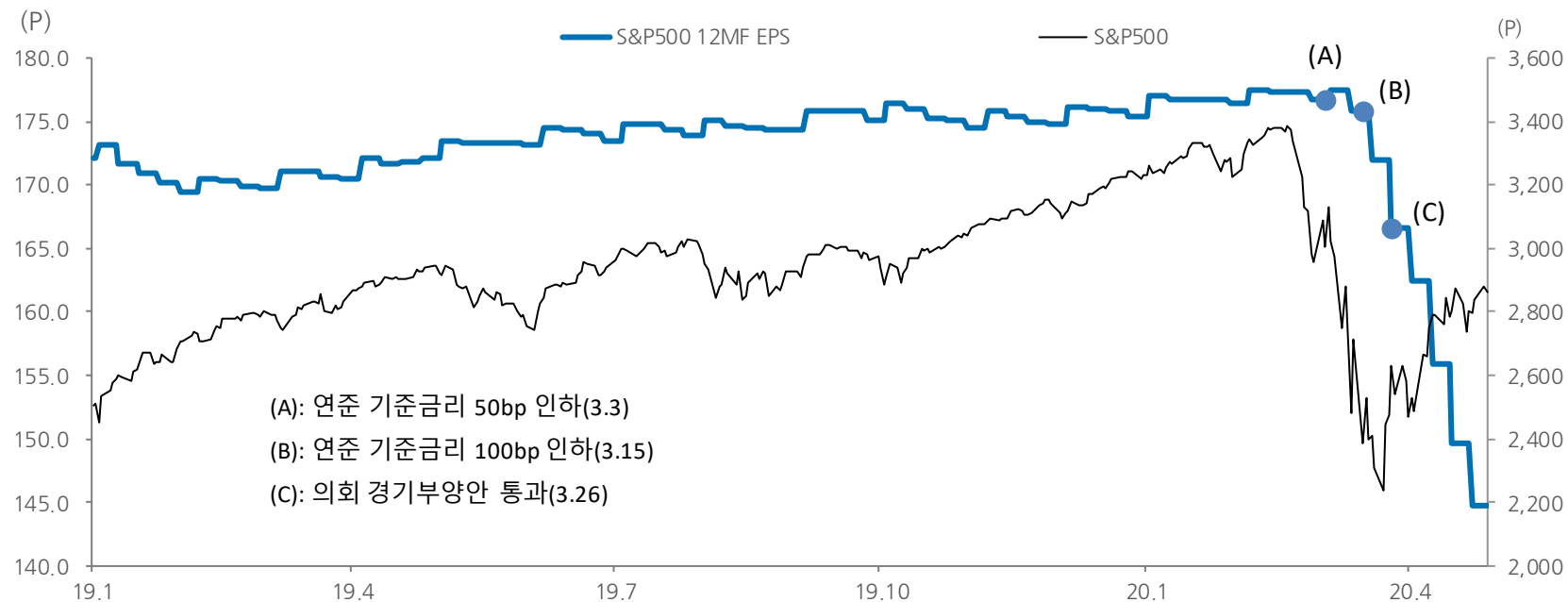


자료: Refinitiv, 케이프투자증권 리서치본부

이익전망치는 가격을 반영했을 뿐 정책 효과를 반영하지 못하고 있다

- 주가지수는 COVID-19 발생 후 즉각 반응하였으나 이익전망치는 뒤늦게 반영되기 시작
- 정부와 중앙은행의 정책이 반복되면서 가격 변수는 차차 안정을 찾아가고 있음. 이익전망치에는 아직 정책 효과가 반영되지 못하고 있다는 판단이 가능함
- 2분기 경제지표와 실적이 발표되는 6월 이후 이익 전망치 상향이 재개될 가능성이 높다는 판단
- 단기적으로는 1) 지수 급등에 따른 부담, 2) Valuation 수치의 부담 등으로 악재에 예민한 흐름을 보일 가능성을 배제할 수 없음
- 이익전망치 상향이 재개되는 시점이 장기적인 관점에서 안정적인 시장 진입이 가능한 시점임

이익전망치는 COVID-19에 의한 피해를 반영하기 시작했으나 정책 효과는 아직 반영하지 못하고 있는 듯하다



자료: Refinitiv, 케이프투자증권 리서치본부

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

3

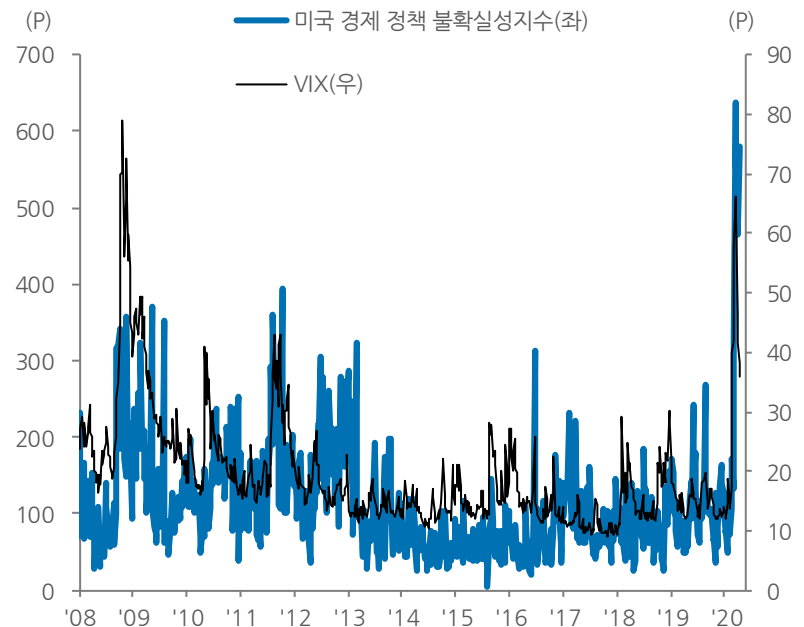
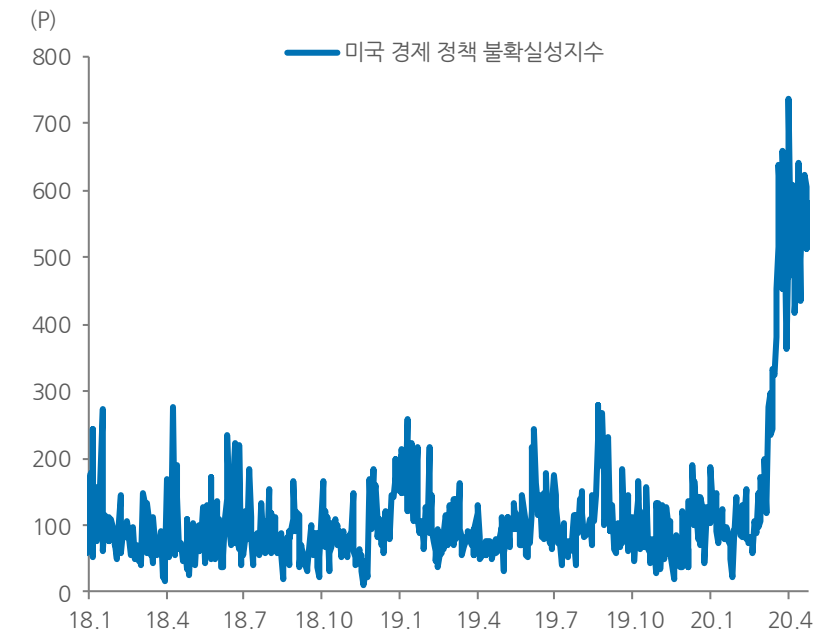
공수(攻守) 교대

- 시장 변동성은 완화됐으나 정책 일관성에 대한 의심이 남아있다는 점은 부담
- FOMC가 거듭될수록 정책에 대한 불확실성도 희석될 전망
- 그 과정에서 달러 약세가 분명해 질 것
- 한국 기업 당기순이익이 전년(2019년)에 비해 감소하는 것도 쉽지 않은 일(연간 기준)
- 한국 주식시장 업종 간 우열이 교차할 것으로 전망

정책 불확실성 지수와 시장 불확실성지수 간 괴리 발생

- 정책 출회 효과로 금융시장의 변동성은 완화되고 있음. 그러나 정책에 대한 불확실성은 여전히 사상 최고 수준에서 크게 하락하지 못한 상황
- 정책은 시장 원인변수, 변동성은 결과 변수라는 점을 감안하면 정책 불확실성이 유지되고 있다는 것은 시장 변동 가능성이 잠재돼 있다는 뜻
- 정책 불확실성은 정책 결정 회의가 반복되면서 완화되는 것이 일반적
- 다시 말해 현 정책 기조가 유지된다는 점(정책의 일관성)이 반복적으로 확인될수록 정책에 대한 불안감이 완화됨
- 달러화 가치 흐름은 미국의 정책 기조의 일관성을 확인할 수 있는 지표

정책 불확실성이 남아있다는 것은 시장 변동 가능성이 잠재돼 있다는 뜻

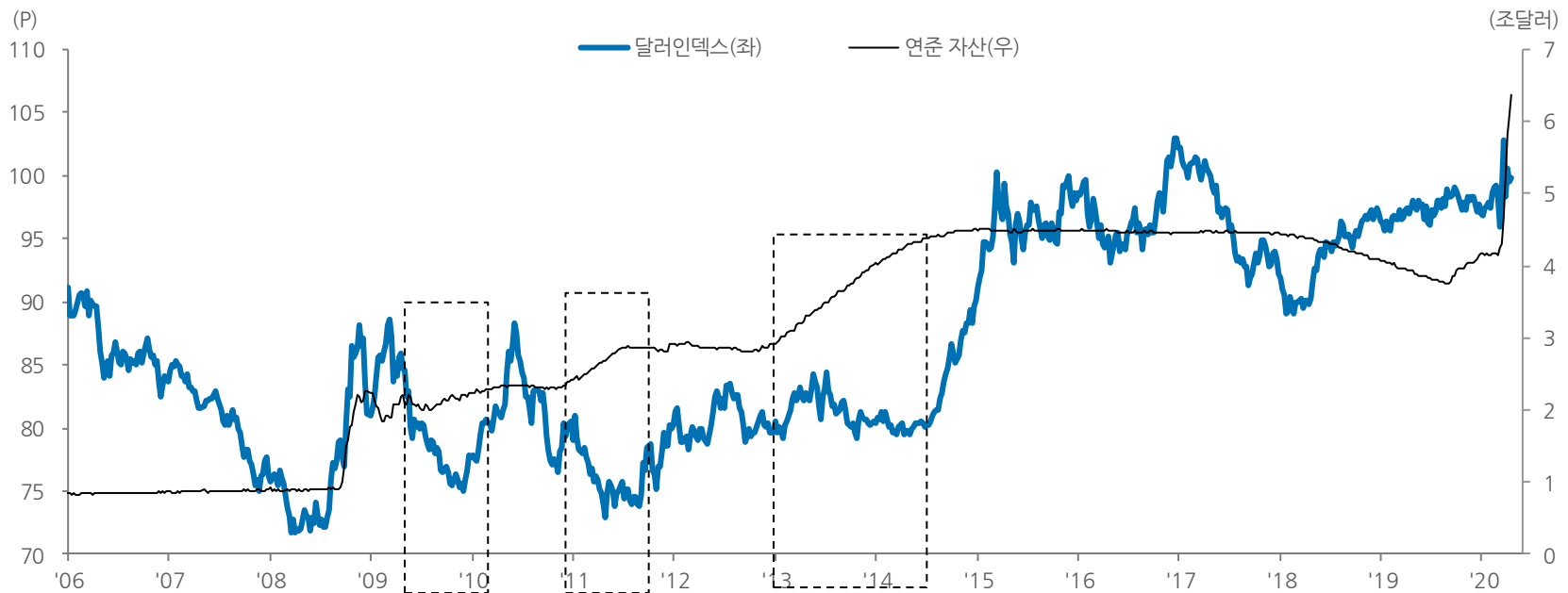


자료: Refinitiv, 케이프투자증권 리서치본부

연준이 돈을 풀면 결국 달러는 약세로 간다

- 연준은 4월 FOMC를 통해 “경제가 최근 이벤트를 이겨내고 완전 고용과 물가 안정 목표를 달성하는 궤도로 들어갔다고 자신할 때까지 ” 현 금리수준 유지 천명
- 연준이 유동성 공급 정책의 일관성을 상당기간 유지할 것이라는 의미로 해석 가능
- 과거 사례를 보면 연준의 유동성이 일관되게 공급되는 상황에서는 달러는 장기적으로 약세를 보임
- COVID-19로 인한 경제 피해가 연내 100% 회복될 가능성이 낮다는 점을 감안하면 6월, 8월 FOMC로 갈수록 달러는 약세를 보일 가능성이 높다는 판단 가능

연준이 유동성 공급 정책을 상당 기간 유지하면 달러는 약세로 가게 돼 있다

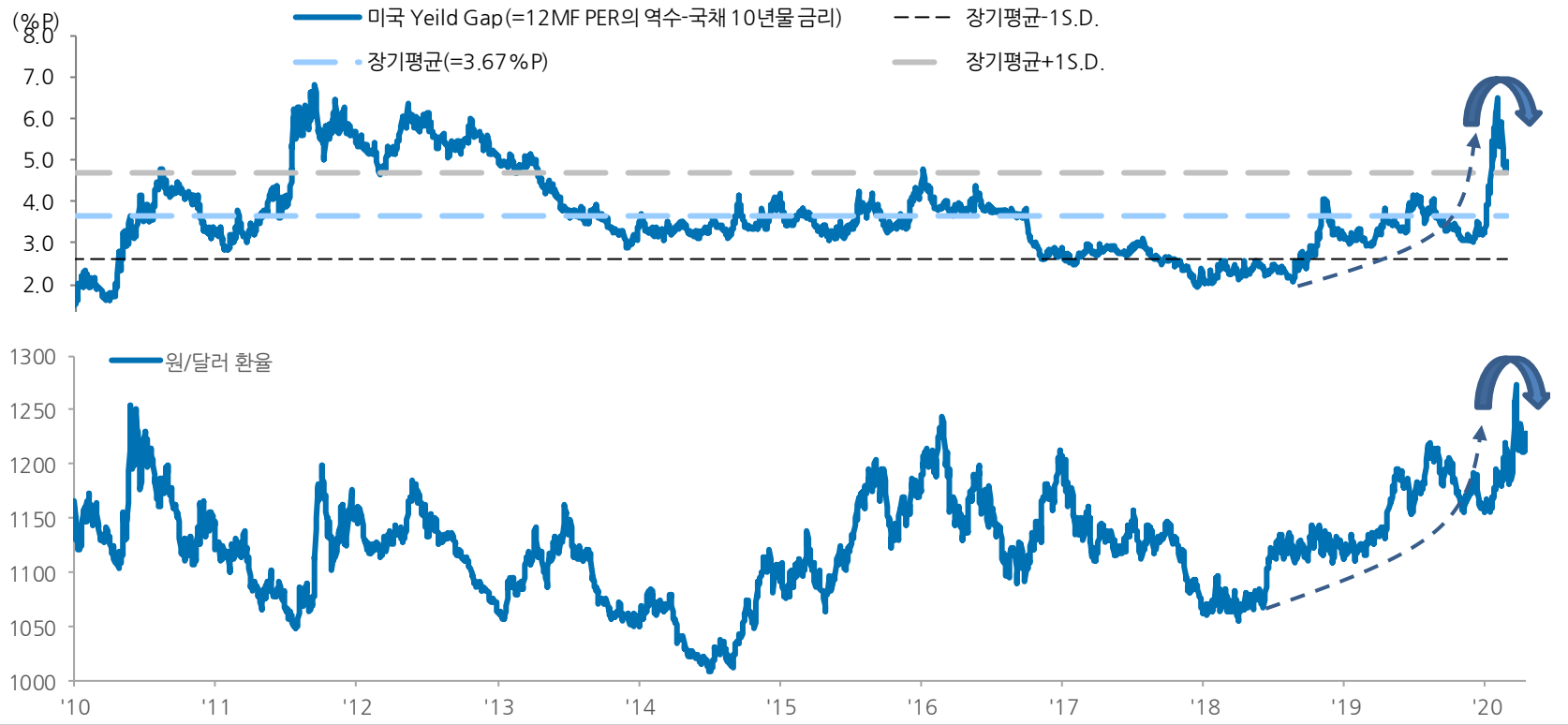


자료: Refinitiv, 케이프투자증권 리서치본부

극단적인 안전자산 선호심리가 뒤집히면 원/달러 환율도 안정을 찾아갈 것

- 코로나19발생으로 인한 미국 경제활동 중단으로 글로벌 금융시장 내 안전자산 선호심리가 극에 달하면서 원/달러 환율도 급등→ 외국인 자금 유출 원인
- 미국 경제활동 재개와 그에 따른 2020년 하반기~2021년 실적 회복 기대감이 형성될 경우 원/달러 환율 하향 안정화 및 외국인 자금 회귀 가능성 높아질 것

글로벌 금융시장에 안전자산 선호 국면이 완화되면 원/달러 환율도 하향 안정화 될 가능성이 높다

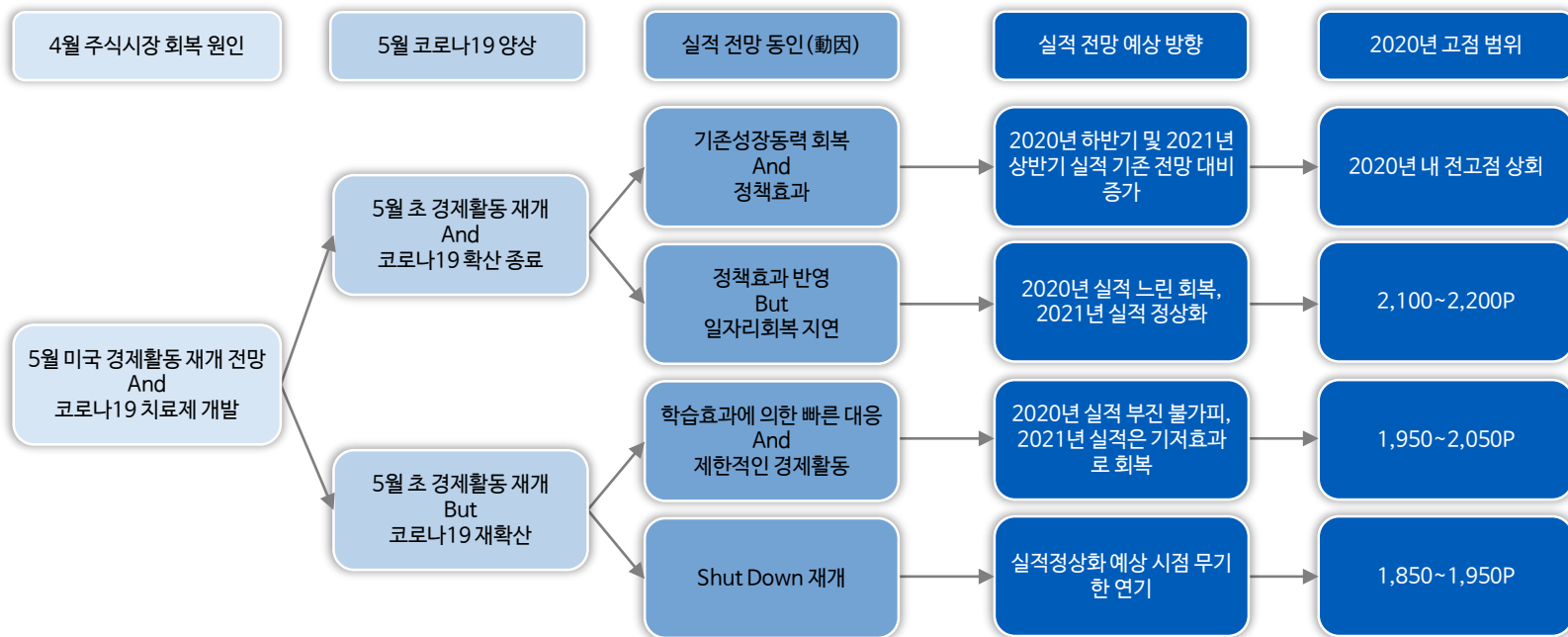


자료: Refinitiv, 케이프투자증권 리서치본부

2020년 연말까지 주식시장 시나리오

- 4월 들어 국내외 주식시장은 1) 5월 미국 및 유럽 경제활동재개 가능성, 2) 코로나19 치료제 개발 가능성 등이 부각되며 회복
- 5월 초로 논의되고 있는 미국 경제활동재개 후 코로나19 재확산 여부, 고용시장 회복 속도 및 정책 효과의 조합에 따른 KOSPI 연간 예상 고점 시나리오

미국 경제활동 재개와 코로나19 재확산 여부, 고용시장 회복 속도 및 정책 효과 등에 따른 시장 회복 예상 경로

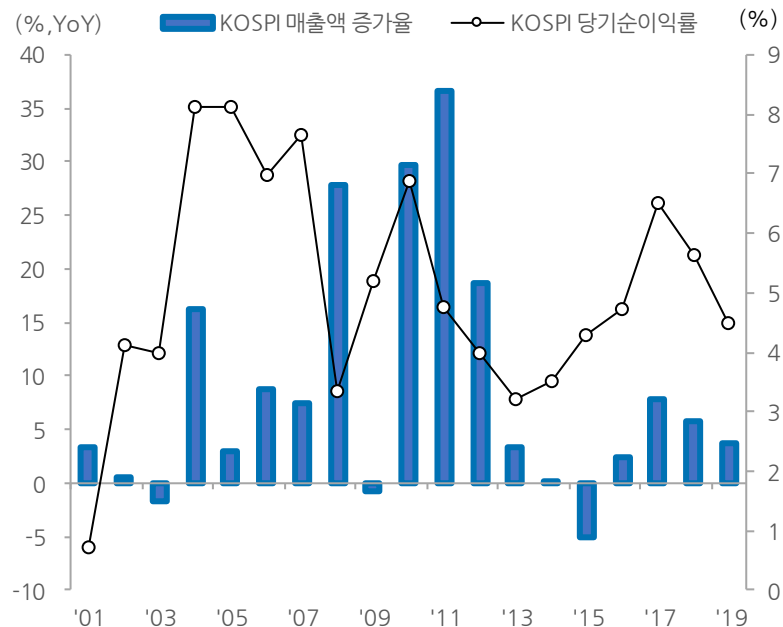


자료: 케이프투자증권 리서치본부

시야를 조금 더 넓게 가져가자

- 2019년 KOSPI 연간 당기순이익은 76.9조원(YoY, -44.6%), 당기순이익률(=당기순이익/매출액)은 4.5%를 기록
- 2000년 이후 KOSPI 연간 매출액 증가율 최저치는 2015년(-5.1%)과 2009년(-1.8%)이며 당기순이익률 최저치는 2013년(3.2%)에 기록함
- 2020년 2분기 실적성장률은 기록적인 부정적인 결과가 나올 가능성이 높으나 하반기 회복으로 연간 전체로는 감소율을 줄여갈 것으로 예상됨
- 매출액 증가율을 보수적으로 가정하더라도 이익률이 2000년 이후 최저 수준만 유지하면 2020년 당기순이익은 전년 수준을 상회→연간 감익 가능성 낮음
- 코로나19로 인한 경제 피해가 2021년까지 이어질 가능성이 매우 낮음→2020년 평균 및 연말 지수는 2019년 평균 지수(2,107P) 대비 높아야 할 것으로 판단

코로나19 사태가 시장에 전이/전염되는 고리를 끊어내는 것이 정책의 목적



2020년 당기순이익 추정치(조원)		매출액 증가율(%,YoY)							
		-10	-7	-4	-1	1	4	7	10
당기 순이익률 (%)	2	45.9	47.5	49.0	50.6	51.6	53.1	54.6	56.1
	3	68.9	71.2	73.5	75.8	77.4	79.7	81.9	84.2
	4	91.9	94.9	98.0	101.1	103.2	106.2	109.3	112.3
	5	114.9	118.7	122.6	126.4	128.9	132.7	136.6	140.4
	6	137.9	142.5	147.0	151.7	154.7	159.3	163.9	168.5
	7	160.9	166.2	171.6	176.9	180.5	185.8	191.2	196.6
	8	183.8	189.9	196.1	202.2	206.3	212.4	218.5	224.7
	9	206.8	213.7	220.6	227.5	232.1	238.9	245.8	252.8

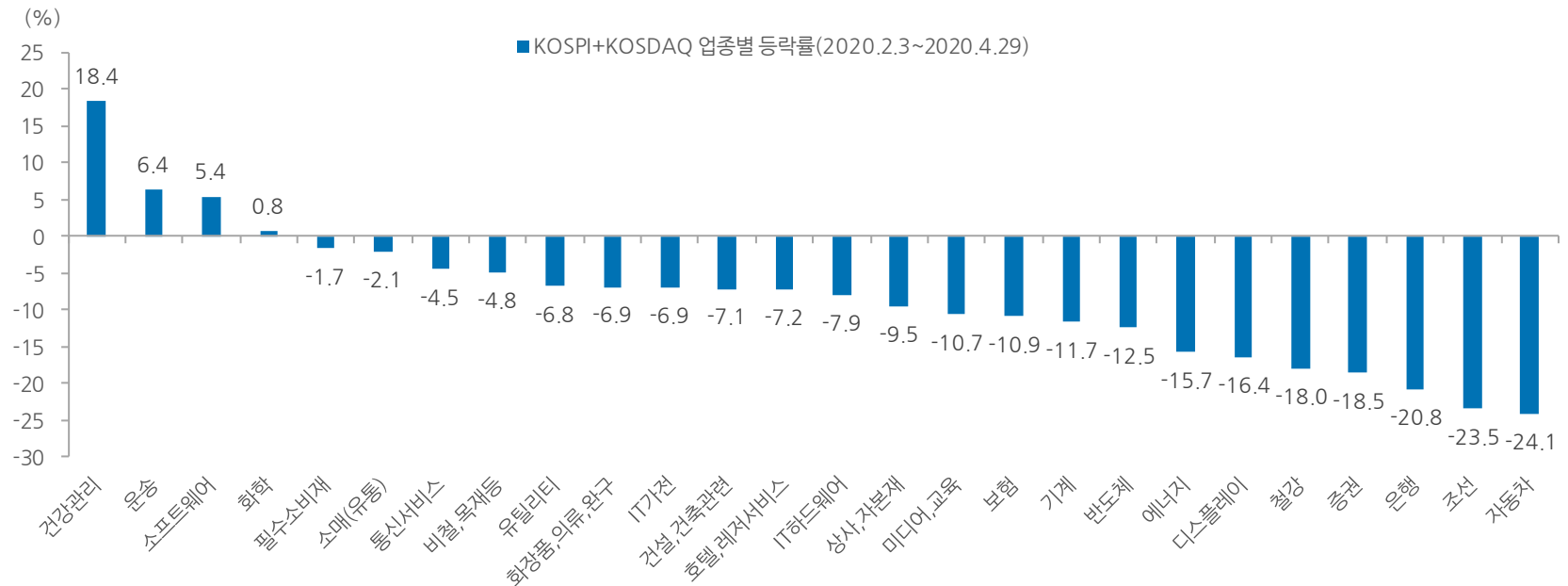
자료: WiseFn, 케이프투자증권 리서치본부

주: 우측 표 붉은색 숫자는 2019년 대비 당기순이익 감소 구간

COVID 수혜주에서 COVID 피해주로

- COVID-19로 인한 시장 조정 과정에서 일부 COVID-19로 인한 경제활동 제한의 반사이익을 기대할 수 있는 업종이 2~4월 중 우월한 성과를 보임
- 반면 COVID-19로 인한 경제활동 제한이 이익에 직접적인 타격으로 이어질 수 있는 업종은 열위한 성과를 보임
- 경제활동 재개로 경제지표 반전이 확인되는 과정에서 2~4월 중 우월했던 업종과 열위했던 업종 간 자리바꿈이 일어날 가능성 높음
- (1): 열위에 있었던 업종 중 장기적인 성장 전망이 불투명한 업종의 경우 급등 후 상승 모멘텀 둔화 가능성 고려해야 할 것(에너지, 조선, 철강 등)
- (2): 열위에 있었던 업종 중 장기적인 성장 동력 확보가 가능한 업종을 중심으로 비중 확대를 추천(반도체, 자동차 등)
- COVID 피해 서비스업종의 경우 단기적으로 성과가 양호할 것으로 전망되나 장기적으로는 (2)에 해당하는 업종에 비해 열위일 것으로 전망

COVID-19 영향이 완화되는 과정에서 업종 간 자리바꿈이 일어날 가능성이 높다



자료: WiseFn, 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



케이프투자증권