



## [요약] 응급치료와 체질개선

### 1. 성장정책의 명과 암

- 미 정부는 3월 1.9조\$의 경제 지원책을 통과 시킴과 동시에 3조\$ 규모의 추가 경기 부양정책을 추진 중. 그리고 재원 마련을 위한 증세도 추진중
- 미국 정부가 추진하고 있는 재정정책은 미국 경제의 내수 중심 회복을 이끌어 낼 것으로 기대해 볼 수 있음. 그러나 증시 입장에서는 매크로 회복의 성과와 증세에 따른 감익 효과가 상충되는 결과가 도출될 수 있음

### 2. 언제라도 외양간은 고쳐야 한다

- 적극적인 경기 부양을 추진하고 있는 미국과는 달리 중국은 상당히 보수적인 성장 전망과 통화정책 기조를 제시하고 있음
- 기업 부채와 같이 구조적인 문제점들과 외환 보유고, 무역 마찰 등 근시일 내에 불확실성이 커질 수 있는 문제점들 관리에 방점을 두었기 때문인 듯
- 지난해 기타 경제권에 비해 성장 경로에 대한 코로나 여파가 적었던 중국만큼 체질 개선을 우선시 하는 것은 긍정적으로 볼 수 있는 부분

### 3. 부양과 관리, 그 선후 관계

- 적극적인 경기 부양과 관리 및 체질 개선이라는 정책 지향점만 놓고 보더라도 단기적인 경기 모멘텀은 미국 쪽이 우위를 보일 듯
- 미국의 경기 모멘텀이 특히 내수를 중심으로 개선되는 양상을 보일 때, 우리 증시 입장에서는 크게 우호적인 여건이라고 보기는 어려움
- 현재는 미국 매크로 모멘텀이 우위겠지만, 사이클이라는 관점에서 볼 때 성장 지원과 관리 중 어떤 것이 더 앞선 단계인 지도 생각해 볼 필요

[본 자료는 3/31일 발간된 2분기 하우스 뷰 자료의 일부 요약본입니다. 자세한 내용은 해당 자료를 참고하시기 바랍니다.]



## 1. 성장정책의 명과 암

미국 정부는 1.9조\$의 경제 지원 정책을 발표함과 동시에 3조\$에 달하는 경제 재건 정책을 추진하고 있다. 재정 정책이 만들어 낼 수 있는 성장률 측면의 효과는 분명 기대되는 바이지만, 역사적인 규모의 경기 부양 정책을 추진 중에 있는 미국 정부는 자금 조달에 대한 고민이 생길 수 밖에 없다. 기본적으로 미국은 재정 적자 상황에서 운영되고 있으며, 이미 2020년 코로나 대응 과정에서 적자 및 부채 규모에 대한 부담이 크게 증가한 상황이다. 결국 증세를 통한 지출 재원 충당을 추진할 수 밖에 없는 상황이다.

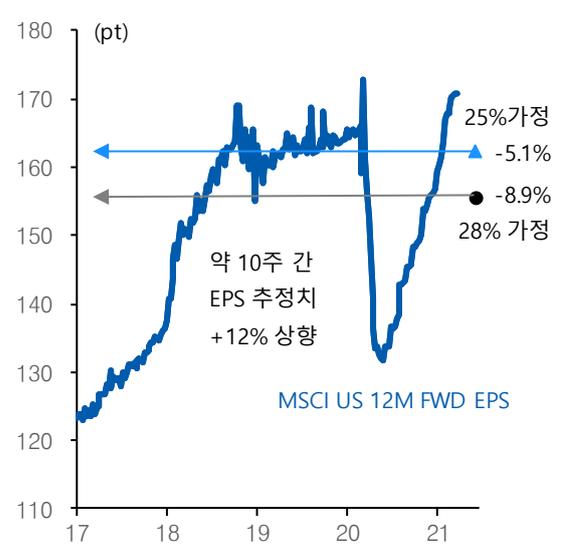
바이든은 대선 당시 현행 21%의 법인세율을 28%까지 올리겠다는 방안을 제시했다. 현재 전망으로는 협상 과정에서 25~26% 수준까지 인상이 가능할 것이라는 전망이 형성되고 있다. 실제 이익에 대한 증세 효과는 사후적으로 확인되겠지만, 그 이전에 추정치의 변화가 나타날 수 있다. 트럼프의 법인세 인하 당시 이를 반영한 추정치는 약 10주간의 짧은 시간 동안 12M Fwd EPS 기준으로 약 12% 상향 조정됐다. 현 시점에서 언론에서 추산하고 있는 25%로의 인상과 바이든의 공약 28%를 반영해 추산해 보면 12M Fwd EPS는 -5.1%에서 -8.9% 가량의 감소를 추산해 볼 수 있다.

[차트1] 인프라 투자 등 대규모 재정 지출을 통한 경기 부양은 고용 회복 등 내수 경기 회복에 도움



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트2] 경기 부양을 위한 재정 지출의 반대 급부로 진행되는 증세의 경우 기업 이익에 마이너스 효과를 발생 시킴



자료: Datastream, 유안타증권 리서치센터



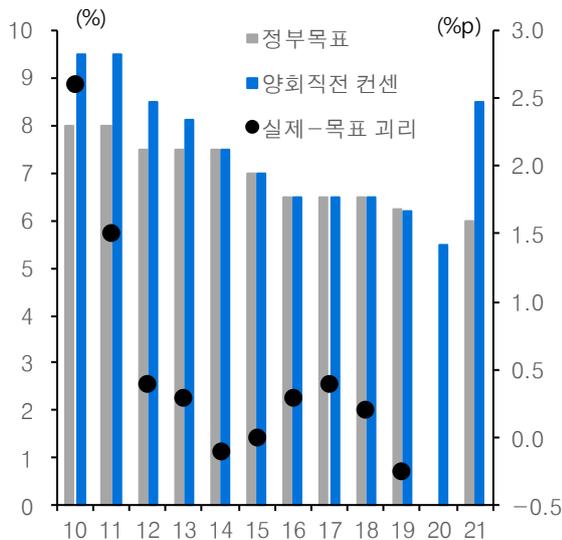
주식시장 투자전략

## 2. 언제라도 외양간은 고쳐야 한다

중국은 지난 3월 전인대에서 21년 성장률 목표치를 6% 이상으로 제시했다. 주요 기관 및 금융사들의 컨센서스가 8~10% 사이에서 형성되고 있음을 감안할 때, 상당히 보수적인 목표치라고 볼 수 있다. 보수적인 성장률 목표치와 함께 통화정책도 긴축적으로 해석될 수 있는 기조를 이어가고 있다. 이 같은 이질적인 태도의 이유는 해묵은 문제점과 직면한 리스크 요인에 따른 충격 발생 가능성을 인정하고 이를 제어하는데 우선순위를 두겠다는 의중을 가진 것으로 추론해 볼 수 있다. 중국이 직면하고 있는 가장 큰 난제 중 하나인 기업 부채 문제는 내부적인 시스템 리스크에 대한 우려뿐만 아니라 금융시장 개방 과정에서 문제를 야기할 수 있다. 다소간의 충격이 있다 하더라도 방치해 두긴 어려운 문제이다. 또, 2015~16년 당시 경험했던 외환보유고 문제나 최근 심화되고 있는 미국, 유럽과의 외교 마찰도 성장률의 저하를 야기할 여지가 있는 사안들이다.

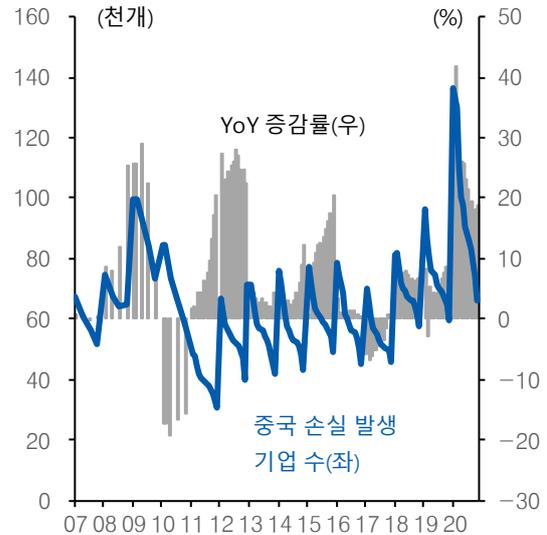
기타 국가들이 성장률 제고에 주안점을 두고 있는 상황이지만, 중국은 코로나에 따른 성장 경로 악화가 여타 경제권에 비해 훨씬 미미했다. 굳이 성장률 부양에 힘을 쏟기 보다는 여러 난제들에 대한 대응 작업을 진행하는 것이 중장기적 관점에서 훌륭한 선택이 될 수 있다는 판단이다.

[차트3] 정부가 제시한 목표치와 시장에서 바라보고 있는 전망치 간 차이가 작지 않은 상황



자료: 유안타증권 리서치센터

[차트4] 중국 기업들의 부채 비중이 지속적으로 높아져 왔음에 더해 수익성 역시도 떨어지고 있는 상황



자료: CEIC 유안타증권 리서치센터



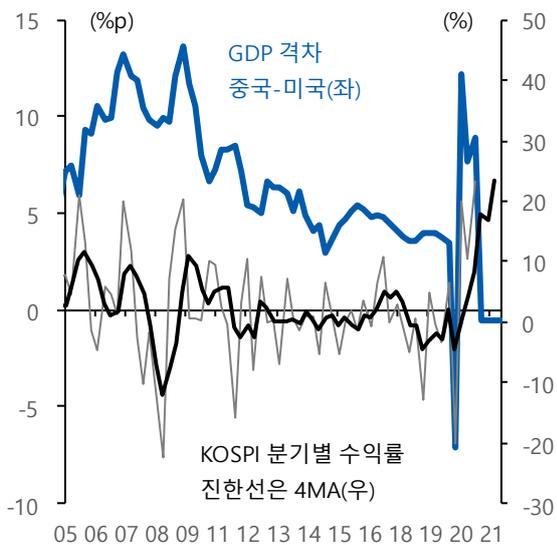
주식시장 투자전략

3. 부양과 관리, 그 선후 관계

미국은 막대한 재정을 투입하면서 성장률을 높이려 한다. 반대로 중국은 시장에서 바라 보고 있는 기대치보다도 낮은 목표치를 제시하면서 관리를 우선 시 하고 있다. 이 같은 정책 방향성의 차이에 따라 당장은 미국의 경기 모멘텀이 중국보다 우위에 있는 상황이 전개될 것을 예상해 볼 수 있다. 경험적으로 그리고 경제 구조를 보더라도 한국의 증시는 미국의 성장 모멘텀이 부각될 때 보다 중국의 모멘텀이 강한 상황에서 뛰어난 퍼포먼스를 보이는 경우가 많았다. 이 같은 맥락에서라면 현 시점부터 당분간은 한국 증시에 있어서 지수의 높이에 대한 기대치가 높아지기 힘들어 보인다. 다만, 업종 측면에 있어서는 중국 내수 관련주들의 양호한 움직임을 기대해 볼 여지가 있다. 한 가지 더 생각해 볼 부분은 코로나 이후 미국은 산업의 구조조정을 차단한 채 성장을 지원하고 있는 상황이다. 그리고 중국은 어느정도 담보된 성장을 바탕으로 체질적인 개선을 추진하고 있다. 당장 눈 앞에 보이는 모멘텀 차원에서는 미국의 우위가 자명해 보이지만, 사이클이라는 관점에서 볼 때 성장 지원과 관리 중 어떤 것이 더 앞선 단계인 지에 대해서도 한번 짚은 생각해 볼 필요가 있을 듯 하다.

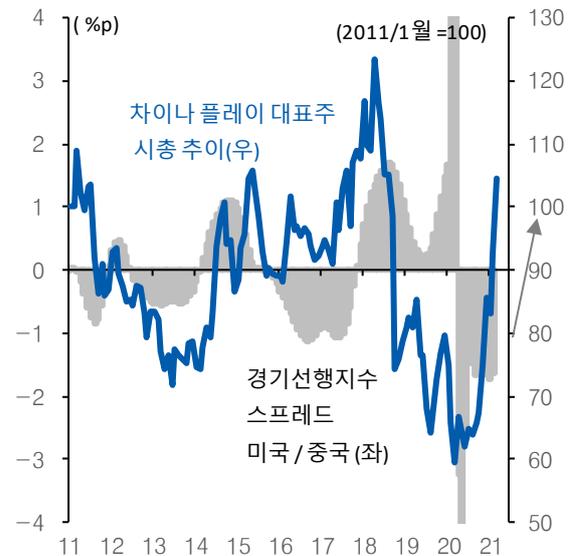
[본 자료는 3/31일 발간된 2분기 하우스 뷰 자료의 일부 요약본입니다. 자세한 내용은 해당 자료를 참고하시기 바랍니다.]

[차트5] 중국의 경기 모멘텀이 상대적으로 우위에 있을 때 한국 증시도 양호한 퍼포먼스를 보이는 경향



자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

[차트6] 상대적으로 미국의 경기 모멘텀이 강할 때, 중국 내수 관련주들의 움직임이 상대적으로 양호한 경향



자료: OECD, 유안타증권 리서치센터

