

## IV. 글로벌 전략

## 미국, 감속(減速). 중국, 가속(加速)

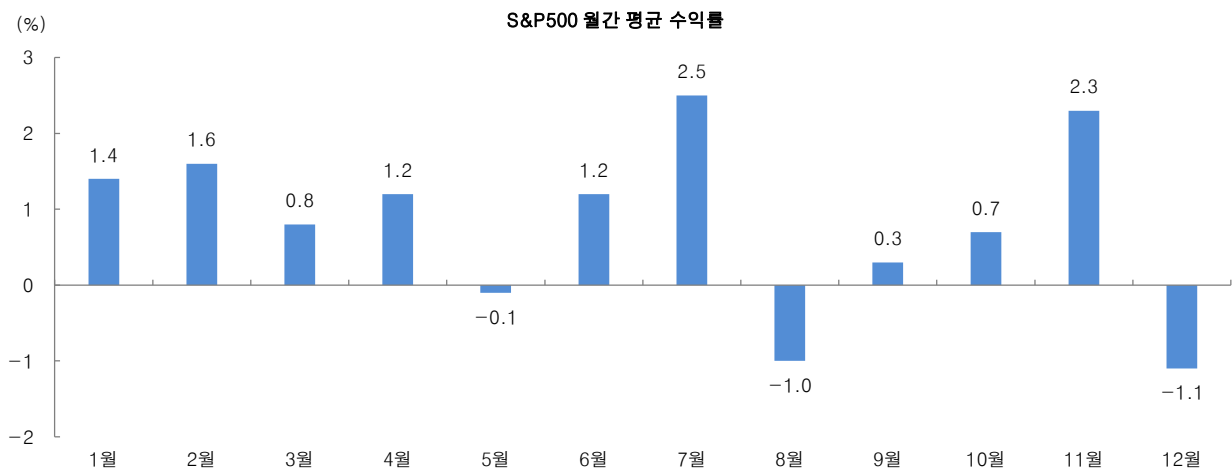
문남중 namjoong.moon@daishin.com

7월 상승, 8~9월  
약세. G2 증시 차  
별화 행보

올해 2분기 미국 증시(S&P500)가 상징적 의미를 지닌 마디지수 4,000시대를 개막한 가운데, 3분기에는 중국 증시(상해종합)가 4,000시대를 여는 역사적인 한 해가 될 것이다. 경제 정상화와 정부의 확장적 통화/재정정책 공조가 실물경제내 생산성 회복을 위한 잠재력을 높이고 있는 만큼, 주가도 회복될 경제와 기업이익을 바탕으로 상승압력이 높아질 수 밖에 없다.

상반기는 풍부한 시중 유동성과 지난해 주식과 부동산을 통한 자산효과가 구축돼, 실물부문 성장을 담보해 준 만큼 증시가 상승하는 원동력이 되어 줬다. 하반기 또한 이러한 큰 틀에서 벗어나진 않겠지만 상승 강도 측면에서 감속을 보일 가능성이 크다. 1) 올해 상반기 증시 상승을 뒷받침해줬던 이유 중 하나가 기저효과였던 만큼, 지난해 하반기 높은 기저로 올해 하반기 발표되는 경제 및 이익 지표의 레벨이 낮아질 수 있다는 점은 모멘텀 둔화로 연결될 가능성이 있다. 또한 2) 코로나19 발생 이전인 2015~2019년 5년동안 미국 증시(S&P500)의 월별 평균 수익률을 살펴보면 7월, 8월, 9월 각각 2.5%, -1.0%, 0.3%였다. 하반기를 시작하는 첫 달인 7월

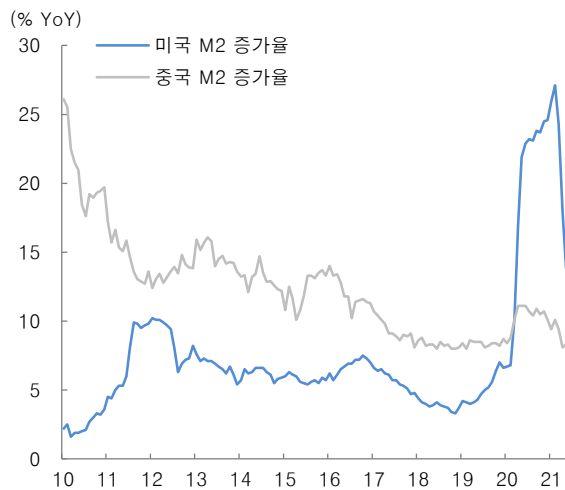
그림 1. 과거(2015~2019년) S&amp;P500 월별 수익률 고려시, 7월 상승 후 8~9월 약세 흐름 전개



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

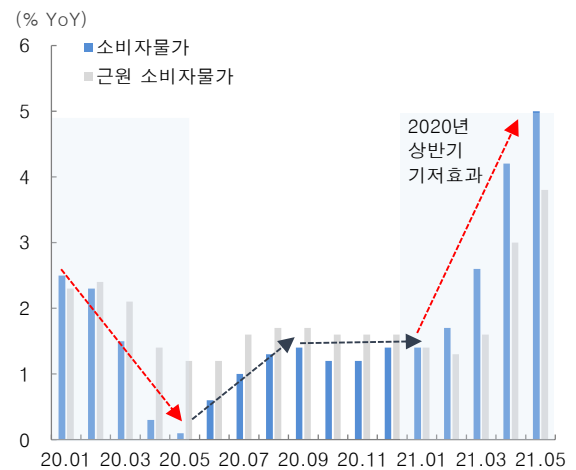
은 연간으로 가장 수익률이 높은 달인 만큼, 올해도 미국 증시는 7월 상승할 확률이 높다. 하지만 8~9월은 약세 흐름이 전개되었던 만큼 3분기 증시는 상승 강도가 낮아질 가능성이 높다. 7월에는 하반기 증시의 향방을 가를 중요한 변수가 있다. 13일 발표되는 美 6월 소비자물가(CPI)로 지난해 하반기 기저효과를 반영해 5월 소비자물가(5.0% YoY)보다 낮아질 경우 하반기에 더 이상 물가와 금리는 증시의 발목을 잡지 않을 것이다. 다만 높아질 경우 하반기 증시는 약세 압력이 커질 전망이다.

그림 2. G2의 확장적 통화/재정정책 강도 약화



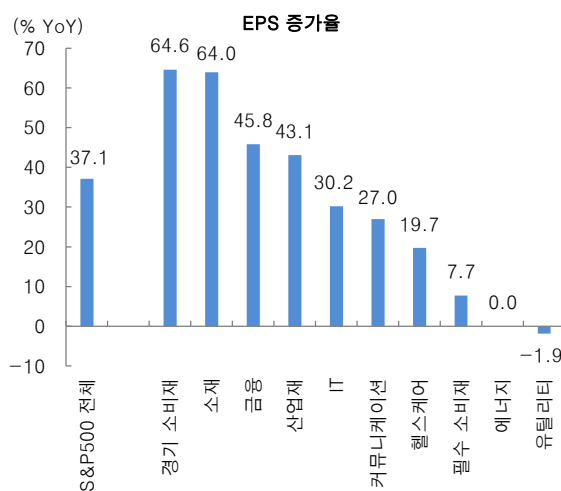
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 3. 미국 6월 CPI 중요. 하반기 장세를 가를 변수



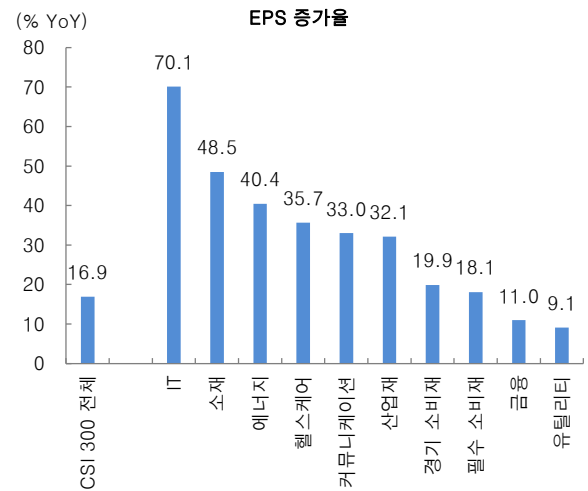
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 4. S&P500 연간 EPS 증가율 추이



자료: Refinitiv, 대신증권 리서치센터

그림 5. CSI300 연간 EPS 증가율 추이



자료: Refinitiv, 대신증권 리서치센터

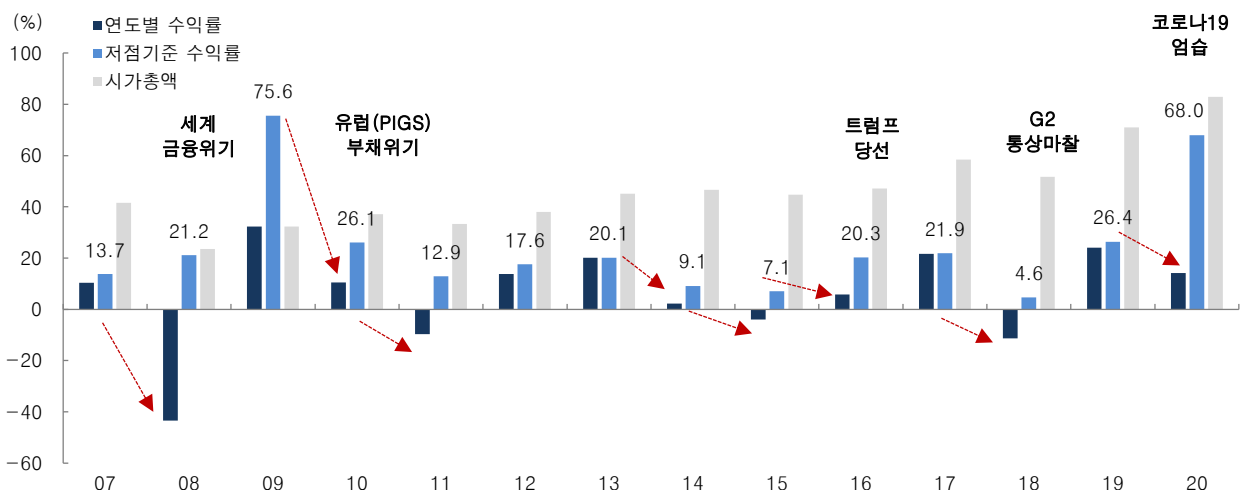
## 올해는 증시 수익률 눈높이를 낮춰야 하는 한 해

미국 증시의 GDP 대비 시가총액 비율은 6월 22일 기준 202.1%로 과열 구간에 진입해 있다. 동 지표가 70~80%이면 저평가, 100% 이상이면 거품이 낀 증시로 1) 금융위기 발생 이전인 2007년 10월의 106.8%, 2) 코로나19 위기 발생 이전인 2019년 10월의 151.2%를 크게 상회하는 것으로 현 미국 증시는 상당히 과대 평가 됐다고 볼 수 있다. 다만 이 지표 하나로 미국 증시의 과대 평가를 논하기는 어렵지만 한편으로는 올해 증시 수익률에 대한 눈높이를 낮춰야 한다는 점에 대해서는 공감할 수 있을 것이다.

1) 2007년 이후 글로벌 증시(FTSE)의 연도별 수익률과 저점기준 수익률을 살펴보면 저점에서 큰 폭 상승한 해의 경우, 그 이듬해 수익률이 10% 이하로 저조했다. 2020년 글로벌 증시는 저점에서 68% 상승해, 올해 증시 수익률에 대한 눈높이를 낮출 시기이다. 또한 2) 2000년 이후 미국 대선에서 정권이 바뀐 세번의 사례(2001년 부시, 2009년 오바마, 2017년 트럼프)를 감안시, 집권 1년차 평균 수익률은 9.9%였다. 두가지 사례를 감안할 경우 올해 하반기에는 상반기 이전까지 경험해온 가팔랐던 증시 상승 속도를 기대하기 어렵다.

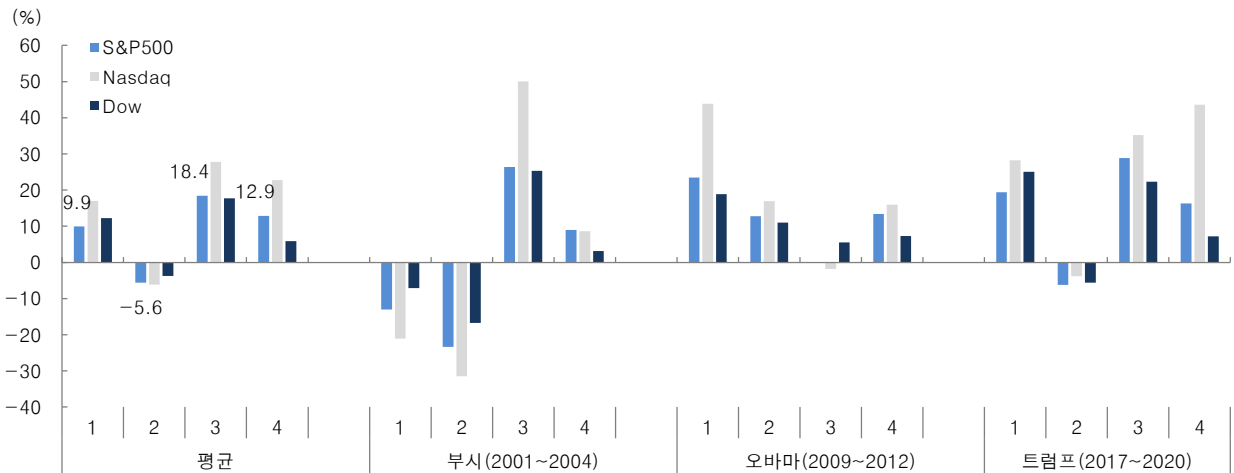
올해 하반기에도 연준과 바이든 행정부는 통화 및 재정정책의 전반적인 기조를 완화 정책의 지속에 무게를 두겠지만, 미국 증시를 빠른 속도로 견인했던 유동성 효과는 올해 상반기까지 대부분 반영됐다. 유동성 효과는 하반기 증시를 견인하는 상승 동력이 아닌 하방 경직성을 높이는 역할로 바뀌며, 하반기 미국 증시의 상승폭과 속도는 상반기보다 약해질 전망이다.

그림 6. 2007년 이후 글로벌 증시, 연간 저점에서 큰 폭 상승한 해의 이듬해 수익률은 저조



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 7. 과거(2000년 이후) 미국 대선에서 정권교체 후, 집권 1년차 평균 수익률은 9.9%



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

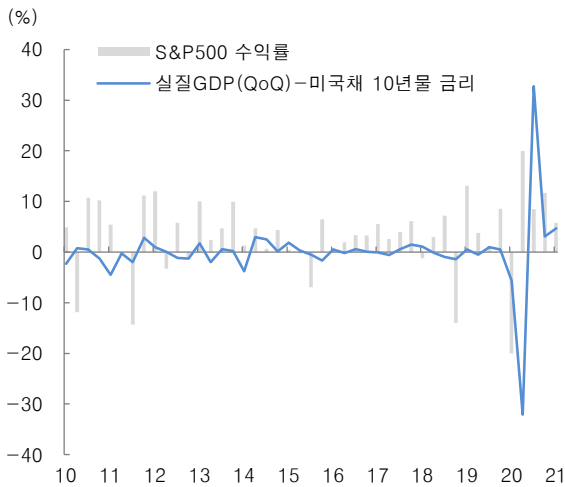
### 3분기 미국 증시, 상승 강도가 약해지는 시기

올해 2분기 미국 증시(S&P500)는 정책 장세를 바탕으로 마디지수인 4,000선을 넘어섰다. 바이든 신정부는 코로나19 위기 극복을 위해 확대 재정정책을 지속해야 하는 상황에서, 성장률이 이자율을 상회하고 있어 정부부채 원리금 부담 완화로 확대 재정정책이 지속 가능하다. 이는 여전히 정책 장세가 유효하다는 의미로 미국 증시가 상승 추세를 이어가는 원동력이다. 다만 3분기에는 과거(2015~2019년) 미국 증시(S&P500)의 월별 평균 수익률을 감안할 경우 7월 상승, 8~9월 약세가 이어졌던 사례를 감안한다면 상승 강도는 약해질 가능성이 크다.

상반기 증시 불안을 일으켰던 금리는 하반기에는 더 이상 증시에 불편한 존재가 되지 않을 것이다. 현 실업률(5.8%, 21.5월)은 코로나19 발생 이전 수준(3.5%, 21.2월)까지 회복되지 못했고, 미국 드라이빙 시즌 진입으로 계절적으로 코로나19 확산은 불가피해 향후 저축률(14.9%, 21.4월)을 증가시킬 수 있다. 이러한 점이 상반기 증시 불안 요인으로 자리잡은 금리 상승이 오래가지 못하는 이유이다.

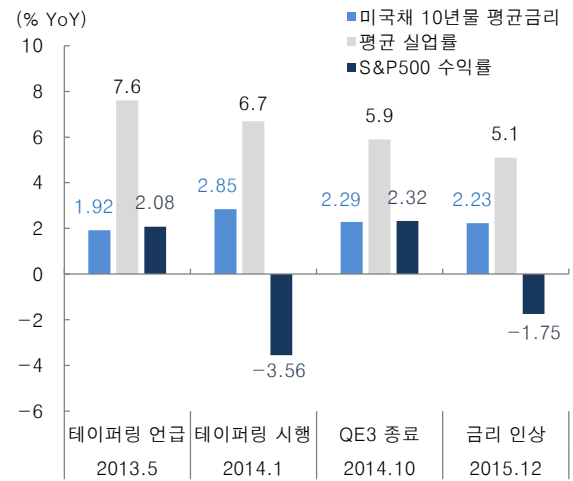
올해 미국 경제가 빠른 성장을 보이고 있는 만큼 하반기에는 테이퍼링과 관련된 노이즈가 증시 불안 요인으로 대두될 가능성이 크다. 과거 연준의 통화정책 정상화 과정에서 증시 하락에 영향을 미친 국면은 테이퍼링이 시행된 2014년 1월과 기준금리가 인상된 2015년 12월로 S&P500지수는 각각 -3.6%, -1.8% 하락했다. 오히려 테이퍼링이 언급된 2013년 5월과 QE3가 끝난 2014년 10월의 경우 S&P500 지수는 각각 2.1%, 2.3% 상승했다는 점에서 테이퍼링 시행 전까지 미국 증시 상승은 지속될 가능성이 크다.

그림 8. 성장률&gt;이자율 상회. 미국 증시 선호 지속



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 9. 테이퍼링 시행전까지 미국 증시 상승 지속



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

### 3분기 중국 증시, 경제의 가치 회복을 반영하며 4,000시대 개막

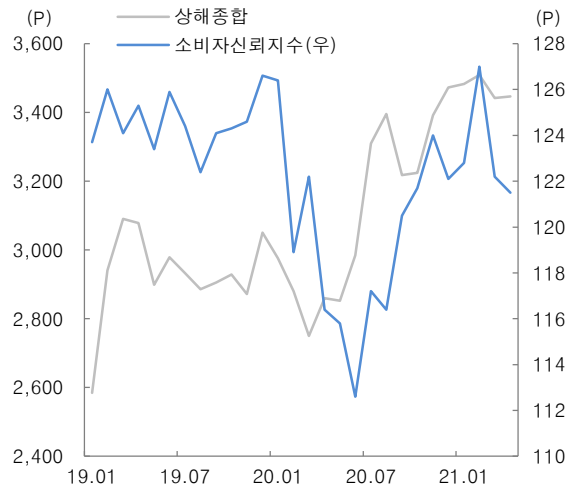
올해 신흥국 판단의 잣대는 경제 성장과 이를 위한 정부 정책 유무로 이 두가지 잣대에 가장 부합하는 신흥국은 중국이다. 이에 따라 중국 증시(상해종합)는 2분기부터 중국 경제의 가치 회복을 반영하며 3분기에는 4,000시대가 개막될 것이다.

중국의 올해 경제성장률 전망치는 8.4%(YoY)로 2년 연속 플러스 성장을 이어나가며 신흥국 전체 성장률(6.7% YoY)을 1.7%p 상회할 전망이다(IMF). 정책측면에서도 14차 5개년 계획 시행 첫 해로 수요측 개혁을 꺼내들고 있어, 2013년 공급과잉 및 낙후산업에 대한 구조조정을 본격화하며 공급측 개혁에 나선 시기와 흡사하다. 1년 뒤인 2014~15년 중국 상해종합지수는 7%대 낮은 경제성장률에도 불구하고 145%(최고점 기준) 상승했다.

미중간의 갈등은 장기화될 가능성이 크지만 증시에 미치는 영향력은 과거 트럼프 정권때와 비교하면 제한적이다. 바이든 신정부는 강경한 대중정책 기조를 계속 유지하면서 인권문제와 함께 첨단기술, 공급망 분야에 대해서는 동맹국들과 함께 중국을 압박할 것이다. 다만 기후변화, 핵 비확산 등 글로벌 문제해결을 위해 중국과의 협력도 필요한 상황이고 미국 기업들의 중국시장 진출 규모가 커지는 상황에서 새로운 영역의 대규모 제재를 실행할 가능성이 크지 않다. 미국의 이익과 손해를 평가하면서 장기적으로 중국의 부상을 저지하기 위한 노력을 할 가능성이 크다.

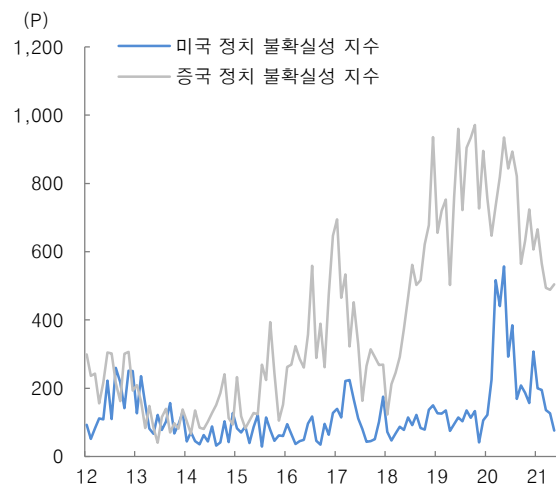
중국 증시(상해종합)는 우호적인 투자환경과 증시 수급주체로 올라선 2030세대를 바탕으로 중국 경제의 가치 회복을 반영하며 3분기 4,000선 마디지수를 상회할 것으로 보여, 본토를 중심으로 한 적극적인 비중확대 전략(CSI300 등)이 필요하다.

그림 10. 유동성 경색 아닌 실물과 금융간 괴리 조절



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 11. 미중간 갈등, 증시에 미치는 영향 제한



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

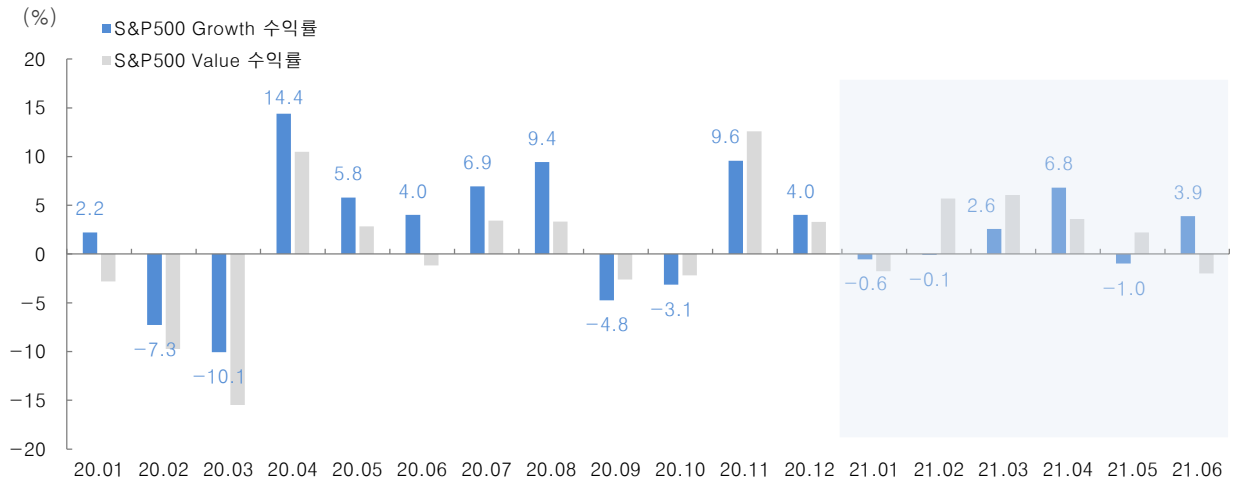
### 하반기 섹터 선택 은 성장주 집중. IT, 헬스케어, 신재생에너지 비중 확대 필요

올해 2분기 미국 증시(S&P500)가 마디지수인 4,000선을 넘어서고 3분기에는 중국(상해종합) 증시가 마디지수인 4,000선을 넘어서는 것이다. 미국과 중국은 코로나 19 종식 전까지 경기 부양을 위한 확대 재정정책을 지속해야 하는 숙제를 안고 있다. 올해 3월 글로벌 경기(OECD)가 경기 호황 국면에 진입한 가운데, 성장률이 이 자율을 상회하는 상황은 계속 유지될 것이다. 국가 차원에서 정부부채 원리금 부담 완화로 확대 재정정책은 지속 가능해, 앞으로 정책 장세가 여전히 유효하다는 점을 반증한다.

3분기에 들어서면 미국과 중국 증시는 상승이라는 공통분모 안에서 차별화된 행보를 보일 것이다. 미국 증시는 상승 속도에 감속이, 중국 증시는 상승 속도에 가속이 나타나면서 중국 증시(상해종합)는 4,000시대를 열 것이다.

하반기를 염두에 둔다면 현 시점에서 성장주를 공략해야 한다. 올해 상반기 물가와 금리를 올렸던 배경인 백신보급에 따른 경기회복 기대는 코로나19 발생 이전 수준까지 올라선 지표 레벨을 감안시 추가 상승을 기대하기 어렵다. 특히 올해 하반기는 지난해 하반기 높은 기저효과로 낮아질 물가와 코로나19 이전으로 회귀하지 못한 미국 실업률과 드라이빙 시즌동안 미국 저축률 상승 가능성은 향후 금리 불안 제한 그리고 가상화폐 시장 규제는 성장주 선호를 높이는 투자환경으로 성장주 비중을 적극적으로 확대해야 한다. [섹터: IT, 헬스케어, 신재생에너지. 테마: 친환경(저탄소, 전기차, 수소차)과 인프라(차세대 통신, 보건의료)]

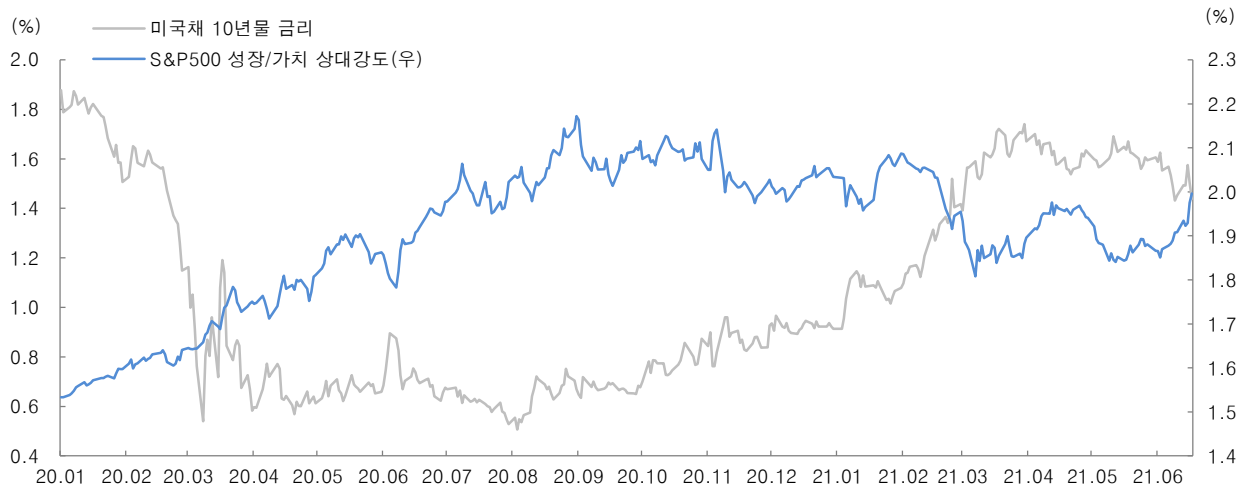
그림 12. 성장주, 하반기 증시를 주도하는 주축으로 올라설 전망. IT, 헬스케어, 신재생에너지 관심 필요



기준일: 21. 6. 22

자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 13. 올해 2분기 진입 이후 성장주 상대강도가 가치주를 압도하기 시작. 현 시점은 성장주 비중확대 필요



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

#### Compliance Notice

---

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.  
(작성자: 문남중)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

---