

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2021. 10. 14 (목)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

난제(難題)의 핵심은 결국 '기업실적'

오늘의 차트

7월 이후 인도 증시 강세의 배경

칼럼의 재해석

미국, ETF 증세 법안 발의

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

Strategy Idea



▲ 투자전략

Analyst 이진우

02. 6454-4890

jinwoo.lee@meritz.co.kr

난제(難題)의 핵심은 결국 '기업실적'

- ✓ 실적 전망 하향 본격화 여부가 중요: 현재는 실적 하향 조정 동조화 조짐 없어
- ✓기업이익 증가 Cycle에서는 통상 10% 과대 추정. 보수적 시나리오로 보면 -13%~-34%
- ✓문제는 반도체 대장주. 2007~2009년과 같은 치킨게임 아니라면 부진 탈피 기대

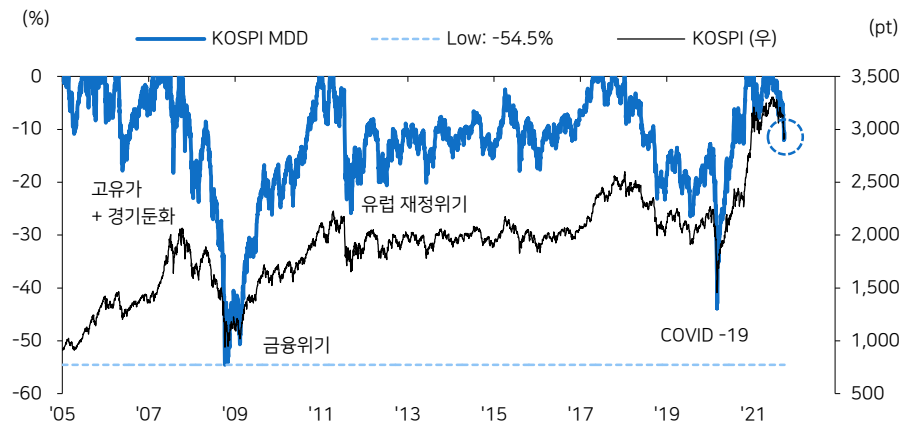
기승전 '실적': 문제의 '끝'은 항상 기업실적이었다

문제의 본질에 집중할 때: 결국은
'기업실적' 훼손 여부가 핵심

주식시장의 연속적인 하락과 상승의 원인이 분명치 않다면 결국 '기업실적'이 답을 주는 경우가 많다. '스태그플레이션', '조기 테이퍼링', '숏티지' 등과 같은 매크로 이슈를 보는 관점도 마찬가지다. "그래서 결국 기업실적에 영향을 줄 것이냐"가 문제의 핵심이다. 기업실적에 큰 영향이 없다면 이해할 수 없는(?) 조정은 자율복원으로 마무리된다. 반대의 경우도 마찬가지다.

돌이켜보면 '18~'19년 주식시장의 하락의 이유는 무엇이었는가. 표면적으로는 트럼프의 '무역분쟁'으로 표현되지만 지나고 보니 '반도체 실적 급감'이 주가 조정의 실질적인 이유였다. 지금 시장도 같은 맥락에서 봐야 한다. 우리가 걱정하고 있는 사안이 순수한 매크로 이슈라면 시장의 추세를 훼손하지 않을 듯 하다. 하지만 기업실적의 문제가 수반된다면 이야기는 달라진다. KOSPI 2,900선에서의 고민이다.

그림1 KOSPI 고점대비 최대하락폭(MDD): 지금은 어떤 경로의 조정인가?



주: MDD (Maximum Draw Down)는 고점대비 최대낙폭

자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

지금보다 추세적인 하락이 진행됐던 시기는 언제였나? 그리고 공통점은?

지난 6월말 이후 KOSPI는 고점대비 약 12% 조정 받았다. 그 이상의 주가 조정이 추세적으로 진행됐던 경우는 크게 두 분류다.

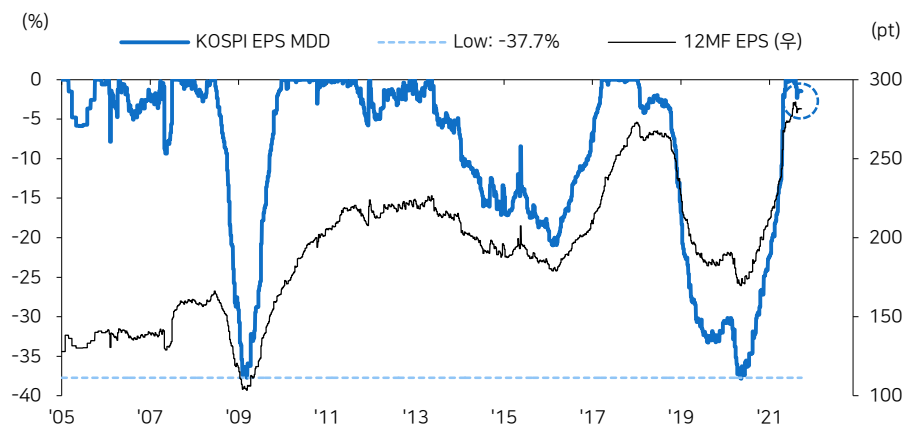
1) 2008년 금융위기, 2020년 COVID-19 와 같은 '시장 충격(ex. 경기침체)'이 발생하거나, 2) 2013년~2015년, 2018년~2019년과 같이 초기 주가 급락 이후 급격한 실적 하향 조정이 수반되며 추가적인 충격이 반영된 사례다. 각각 조정 국면 마다 조정의 배경은 달랐지만 공통분모는 기업실적의 급감이다. 기승전 '기업실적'으로 연결된 셈이다. 지금은 실적 급감의 징후가 있을까?

현재는 유의미한 실적 하향 조정 징후는 없어

KOSPI의 경우 기업실적 전망의 하향 조정이 시작되고 있지만 추세적이라 단정짓기는 어렵다. 스태그플레이션, 숏티지 등과 같은 이슈가 경기의 급격한 하향압력과 기업실적의 급감으로 연결되고 있다는 징후는 없기 때문이다. 처음 겪어보는 현상에 대해 시장의 걱정이 클 뿐이다.

오히려 당장은 높았던 기업실적 눈높이가 정상화되고 있다고 보는 것이 현실적인 해석일 듯 하다. 2005년~2007년과 같은 5~10% 정도의 실적 재조정(하향)이 수반됐던 시기처럼 말이다. 그 과정에서 KOSPI가 고점대비 10% 이상의 조정을 받았던 시기는 2006년 5월~6월의 시기가 유일하다. 국제유가 급등과 긴축 성격으로 해석됐던 미국 금리인상의 조합이 맞물렸던 시기이기도 하다.

그림2 KOSPI EPS의 고점대비 최대하락폭(MDD): 과거와 같은 실적 전망 급감은 없어



주: MDD (Maximum Draw Down)는 고점대비 최대하락폭

자료: Refinitiv, I/B/E/S, 메리츠증권 리서치센터

표1 KOSPI 고점대비 10% 이상 주가 조정 Case (주가 하락폭, EPS 조정폭)

시작	종료	기간(일)	낙폭(%)	EPS조정(%)	비고
'06.05.11	'06.06.13	33	-17.8	-5.2	고유가, 미국 금리인상 우려
'07.07.25	'07.08.17	23	-18.3	22.3	글로벌 금융위기
'07.10.31	'08.01.30	91	-23.0	-2.8	
'08.05.20	'08.10.24	157	-49.9	-28.2	
'09.02.10	'09.03.02	20	-15.0	-13.2	
'11.07.27	'11.09.26	61	-24.0	-5.8	유로존 재정위기
'12.05.02	'12.05.18	16	-10.8	-2.1	
'13.05.29	'13.06.25	27	-11.0	-6.1	
'15.04.23	'15.08.24	123	-15.8	-11.2	MERS 유행
'18.10.01	'18.10.29	28	-14.7	-11.3	미-중 무역분쟁
'19.04.16	'19.08.07	113	-15.1	-13.9	반도체 업황 부진
'20.01.22	'20.03.19	57	-35.7	-11.0	COVID-19 팬데믹
'21.07.06	'21.10.12	98	-11.8	-4.5	
평균('08, '11, '20년 제외)		52.7	-15.7	-4.8	

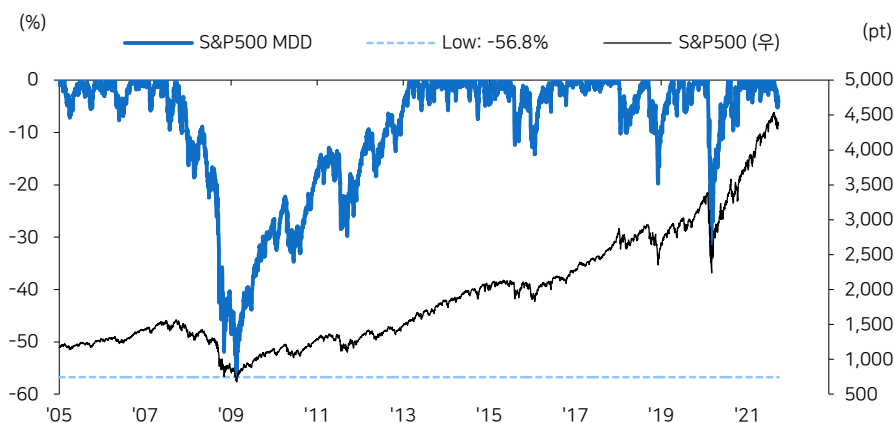
주: EPS 조정률(%)은 12개월 예상 EPS 기준, 주가 조정 기간 전후로 최대 조정률(고점 대비 저점)을 의미
 자료: Refinitiv, I/B/E/S, 메리츠증권 리서치센터

실적 전망의 눈높이 하향, 글로벌 동조화 & 확산 조짐은 있는가?

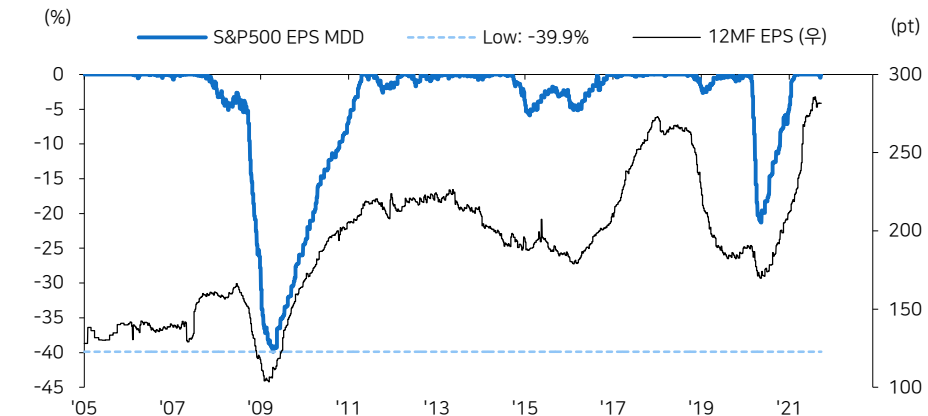
실적 하향 조정의 글로벌 동조화
 조짐도 없음. 미국이 잘 버티는 이
 유이기도

고점대비 10% 이상의 추세적인 주가 조정의 배경을 보면 한국만의 '나홀로' 부진은 없었다. 실적 하향 조정 이슈는 비단 한국만이 아닌 미국 등 전세계적인 현상이었기 때문이다. 2009년, 2015년, 2020년이 대표적이다. 미국도 같은 이유로 실적 전망 하향 & 주가 조정이 수반됐다. 하지만 지금은 실적 하향조정의 동조화는 찾기 힘들다. 미국은 실적 전망의 상향 속도가 둔화된 정도다. 한국과 달리 미국은 5% 이내의 조정에 그치는 이유이기도 하다. 추세적인 실적 하향 조정이 아니라면 고민은 국내 문제로 국한된다. 그렇다면 남은 고민은 어느 수준까지 국내 기업실적의 눈높이를 재조정 해야 하는가 일 듯 하다.

그림3 S&P500 고점대비 최대하락폭(MDD): 한국과 달리 조정폭은 미미



주: MDD (Maximum Draw Down)는 고점대비 최대하락폭
 자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림4 S&P500 EPS의 고점대비 최대하락폭(MDD): 실적 전망 하향은 없다?

주: MDD (Maximum Draw Down)는 고점대비 최대낙폭

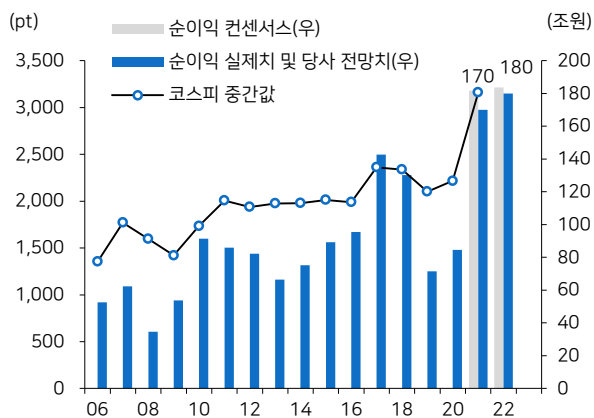
자료: Refinitiv, I/B/E/S, 메리츠증권 리서치센터

국내 기업이익 전망: 이익 증가 국면에서는 10% 수준 과대 추정, 보수적 시나리오 적용 시 -13% ~ -34% 재조정

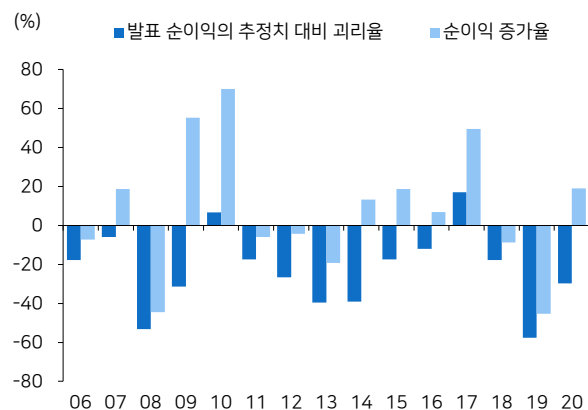
기업실적의 현실적인 눈높이는 어디인가? 이익증가 사이클에서는 10% 과대 추정

기업이익 전망의 오차는 절대 이익의 증가 국면과 감소 국면이 다르게 관찰된다. 이익이 증가하는 국면에서는 중앙값 기준 10% 수준의 과대 추정, 반대로 이익이 감소하는 국면에서는 26.5% 수준의 과대 추정이 있어왔다(2006년~2020년 기준).

지금의 이익 증가 국면으로 본다면 10% 수준의 실적 전망 재조정이 필요하다는 의미이고, 내년 KOSPI 순이익 컨센서스가 올해 한 때 190조원에 육박했음을 본다면 내년 KOSPI 기업이익은 170~180조원 수준의 이익레벨로 보는 것이 합리적일 수 있다. 문제는 그 이상의 실적 하향 조정이 전개될 경우다. 일종의 '스트레스 테스트'이다.

그림5 KOSPI 연간 순이익의 전망치 vs. 실제치

자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림6 KOSPI 연간 순이익 증가율과 추정치 괴리율

자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

스트레스 테스트

1) Negative 시나리오:

2006~2007년 실적 감익 Case

2) Worst 시나리오:

2013~2015년 실적 감익 Case

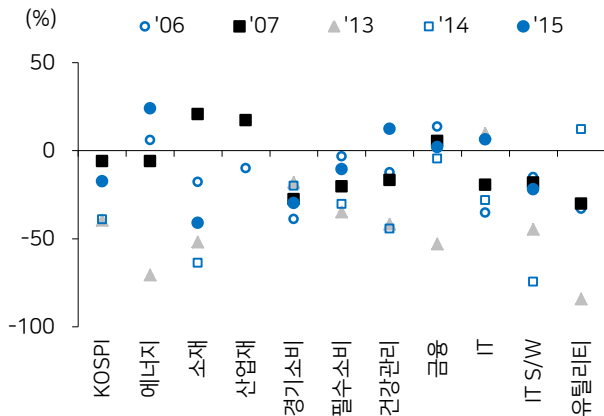
두 가지 보수적 시나리오를 상정해보자. 하나는 2006~2007년의 실적 전망의 재조정 Case (Negative)이고, 다른 하나는 2013~2015년의 Case (Worst)이다. 전자는 이익 개선 Cycle이었지만 실적 추정 오차가 컸던 시기이고, 후자는 경기하강으로 대규모 실적 감익이 전개됐던 시기다. 2013~2015년이 좀 더 비관적인 시나리오다. 분석의 방법은 해당 시기 중 각 섹터별 추정 오차가 가장 컸던 시기를 선택했다. 반도체가 포함된 IT 업종은 추정오차가 크지 않기에 컨센서스를 준용했다.

결과는 다음과 같다. 각 섹터별 가장 보수적인 시나리오를 적용했을 때, 2006~2007년의 Case에서는 현재 컨센서스 보다 13% 가량 하향 조정, 2013~2015년의 Case의 경우 34%의 실적 전망 하향 조정 결과가 도출된다. 현재 184조원으로 형성되어 있는 내년 KOSPI 순이익이 각각 159조원, 121조원까지 감소할 수 있다는 얘기다.

주가 하락폭만 놓고 보면 통상적인 실적 재조정 시나리오는 반영 중

정리하자면 현재 시장에 형성되어 있는 실적 컨센서스를 10% 수준 재조정 하는 것이 가장 합리적이거나, Negative 시나리오 상에서는 13% 수준을 Worst 시나리오 상에서는 최대 34%의 재조정이 필요할 수 있다. 현재 KOSPI가 고점대비 12% 가량 조정을 받았다는 점을 본다면 통상적인 이익 재조정 시나리오는 가격에 반영하고 있는 셈이다. 향후 급격한 실적 하향 조정이 전개되지 않는다면 현재 주가 수준에서의 급락 가능성은 낮다고 보는 이유이기도 하다.

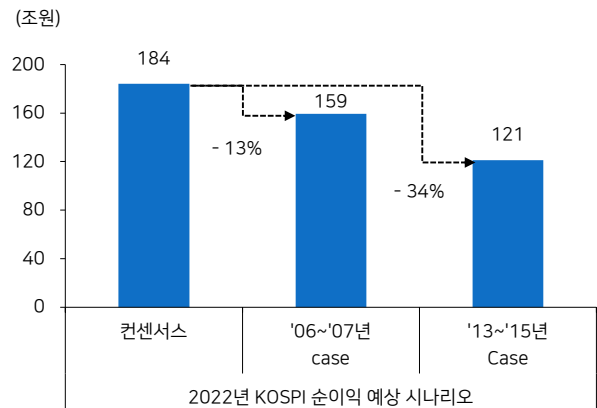
그림7 실적전망 하향 조정 국면에서 섹터별 실적 추정 오차



주: 연도별 섹터별 전망치 괴리율(실제치 대비, 매년 10월 기준)

자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림8 보수적 시나리오로 본 2022년 KOSPI 순이익 전망



주: IT업종 제외한 업종별 감익률 차등 적용

자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

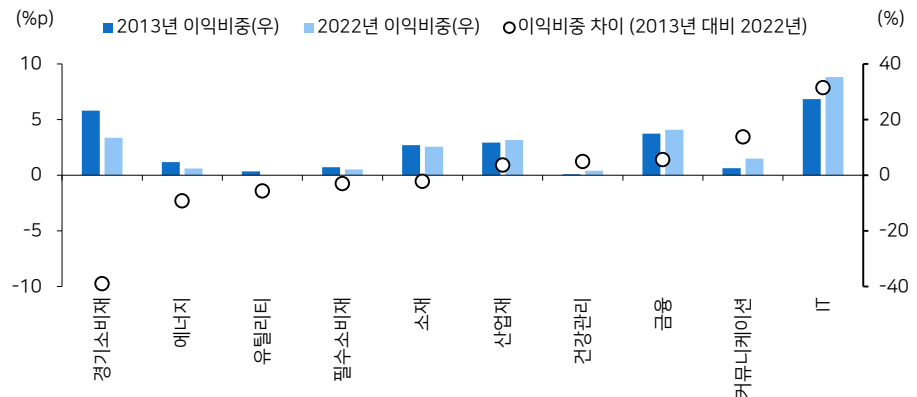
추정 오차를 염두에 두어야 하나, 2000년 중반, 2010년 중반과 같은 큰 폭의 실적 오차가 재연될 가능성은 낮아

길게 보면 과거 국내 주식시장이 고질적으로 겪었던 실적 추정 오류는 점차 감소할 것으로 생각하다. 이익의 변동이 심한 범경기민감주(경기관련소비재, 소재, 산업재, 에너지)의 기업이익 비중이 낮아지고 있기 때문이다. 2013년의 경우 경기관련소비재, 소재, 산업재, 에너지 업종이 전체 KOSPI 순이익에서 차지하는 비중이 컨센서스 기준 50.5%에 달했지만 2022년 예상 실적 기준으로는 38.8%로 급감했다. 달라진 산업 구조와 IT 등 다른 산업의 이익 기여도가 높아진 결과다. 이익 비중이 높아진 IT, 커뮤니케이션(IT S/W), 금융, 건강관리 등은 실적 추정의 오차가 상대적으로 작다. 실적의 가시성은 예전보다 높아지고 있다.

기업실적, 수출의 동력이 바뀌고 있기 때문

국내 수출의 동력 변화도 같은 맥락이다. 수출은 기업실적의 동행지표인데, 2000년 초반에는 IT기기 중심의 수출이, 2000년 중후반은 철강, 화학, 정유 등 경기민감주가, 2017년 이후는 반도체가 중심에 서고 있다. 반도체 수출이라는 한계도 분명 있지만 예전과 같은 실적 추정의 오차가 큰 환경은 아니라는 뜻이다.

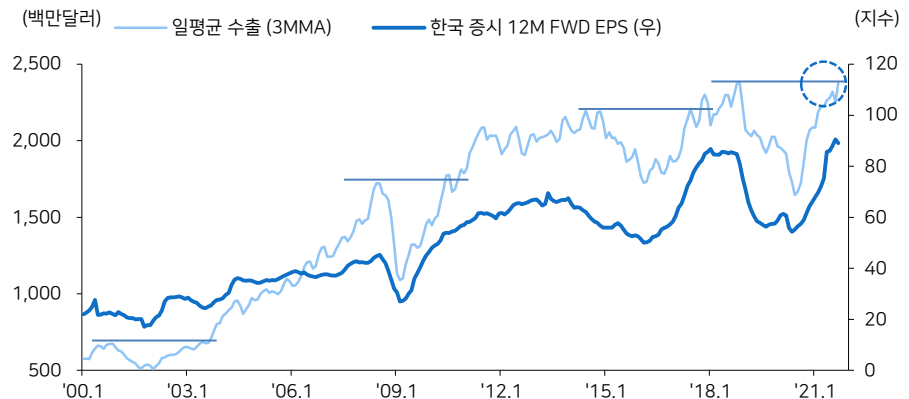
그림9 KOSPI 순이익 비중 변화: 2003년 vs. 2022년(컨센서스 기준)



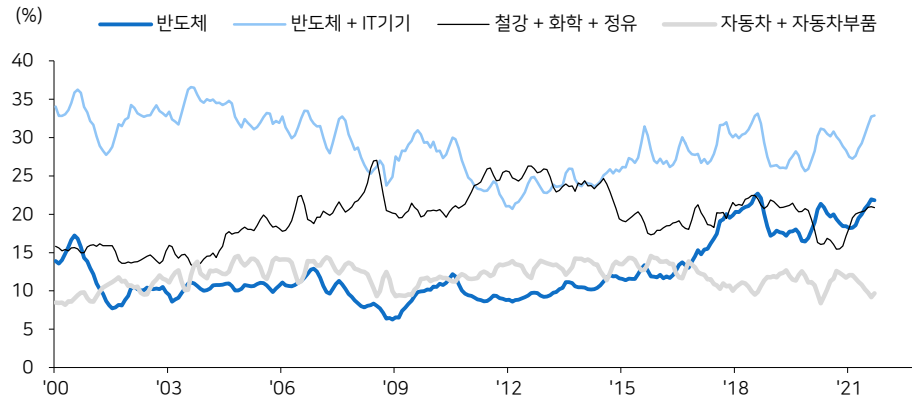
주: 2003년 10월, 2021년 10월 현재 추정치

자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림10 한국 수출의 레벨업은 결국 기업실적의 레벨업이기도, 질적인 변화가 핵심



자료: 산업통상자원부, 한국무역협회, 메리츠증권 리서치센터

그림11 '00년 초반은 IT기기, 중후반은 경기민감산업, 현재는 반도체 중심으로 수출 동력변화

주: 품목별 수출 금액 비중은 3개월 이동평균

자료: 산업통상자원부, 한국무역협회, 메리츠증권 리서치센터

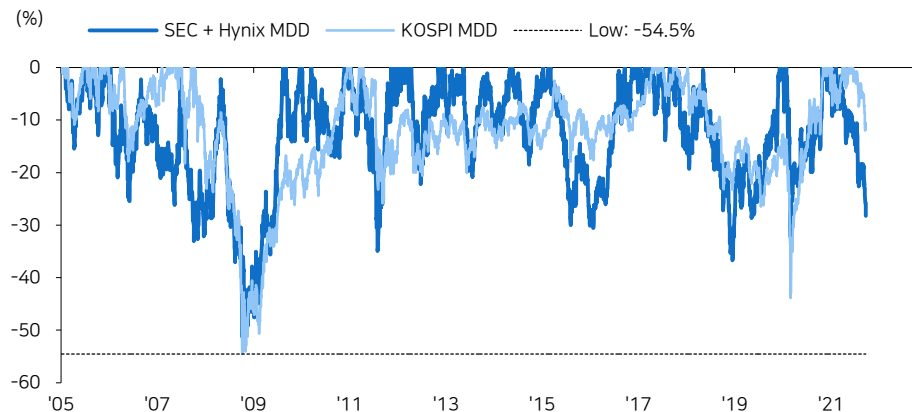
문제는 대장주, 반도체 공급경쟁 아니라면 소외 탈피 기대

문제는 반도체 대장주의 부진

개별 기업의 이슈로 넘어와보자. 유독 시장이 약하다고 느껴지는 이유는 반도체 대표 기업의 부진 탓이 크다. 반도체 기업의 높은 시장 영향력이 이유이지만 KOSPI 대비 이들 기업의 차별적인 부진이 장기화되고 있기 때문이다.

주가 하락기 때 KOSPI 대비 더
부진한 것은 이례적인 현상

고점대비 최대하락폭 기준으로 봤을 때, KOSPI가 12% 하락하는 동안 삼성전자 + SK하이닉스는 28% 넘게 급락했다. 두 배 이상 부진 하다는 뜻이다. 문제는 그 그 부진의 정도다. '삼성전자 + SK하이닉스'의 부진 강도는 2007년~2009년의 반도체 치킨게임 이후 최대치에 육박하고 있다. 특정 업종이 차별적인 부진이 장기화 된다는 것은 실적 측면에서 어려운 문제가 있는 경우가 많다. 반도체의 경우 공급과잉으로 인한 반도체 가격 하락 장기화가 대표적일 듯 하다.

그림12 KOSPI 및 삼성전자 & SK하이닉스의 MDD: 반도체 대표기업들의 부진 심화

주1: MDD (Maximum Draw Down)는 고점대비 최대낙폭

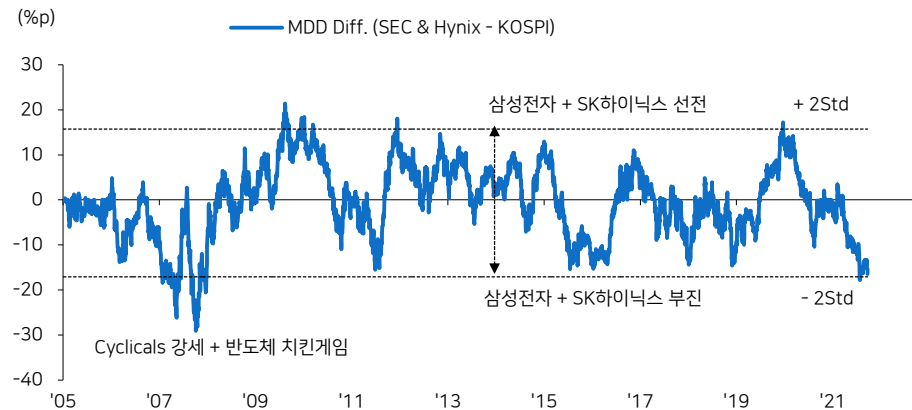
주2: SEC(삼성전자) & Hynix(SK하이닉스)의 MDD는 시가총액 가중평균

자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

둘 중 하나일 것. 대장주의 반등
모색이거나, 시장의 동반 부진이거
나... 현재는 전자의 가능성에 무
게

시장을 보는 애널리스트로서의 생각은 이렇다. 대장주와 시장과의 간극이라는 측
면에서 보면 둘 중 하나다. 소외된 대장주가 반등을 모색하던가, 아니면 시장이 대
장주 부진을 결국 따라가던가이다. 확률로 본다면 전자의 가능성을 높게 본다.

그림13 반도체 대장주의 부진 강도는 2007년~2009년의 치킨게임 이후 최대



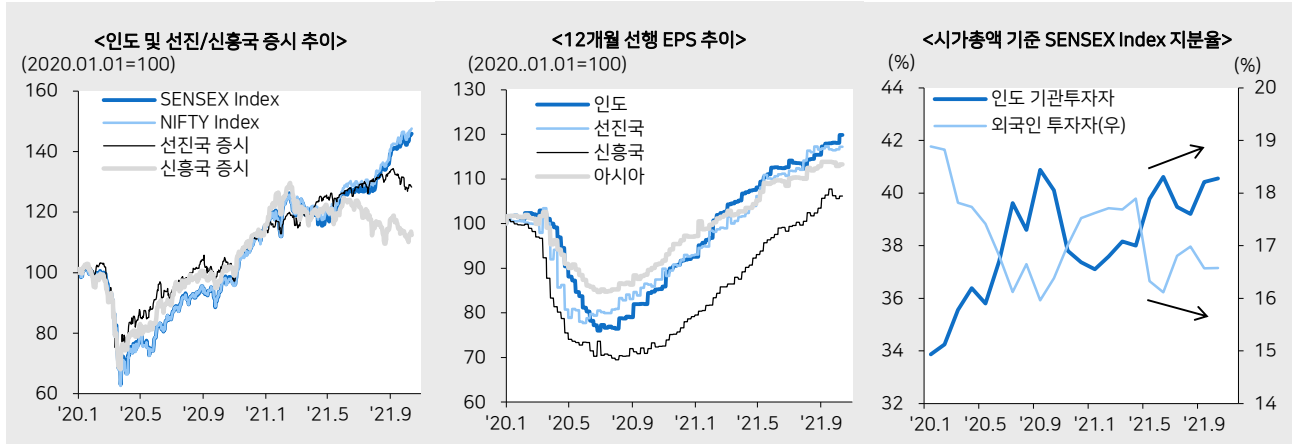
주1: MDD (Maximum Draw Down)는 고점대비 최대낙폭

자료: WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

이진우 연구위원

7월 이후 인도 증시 강세의 배경



주: SENSEX Index 지분율은 지수 전체 편입종목의 외국인 지분율과 시가총액을 이용해 계산

자료: Bloomberg, Refinitiv, I/B/E/S, 메리츠증권 리서치센터

최근 높은 수익률로 주목을 받고 있는 인도 증시

최근 인도 증시가 시장의 주목을 받고 있다. 2020년 3월 코로나19 확산 이후 큰 폭 하락했으나, 이후 백신 개발에 따른 일시적 위험자산 투자심리 회복, 비교적 빠른 신규확진자수 Peak-out 등에 힘입어 빠르게 상승하고 있기 때문이다.

인도 증시는 7월 이후 높은 상대수익률 기록

인도 증시의 상대적 강세는 올해 7월 이후 두드러졌다. 7월 초 이후 인도의 대표 지수인 NIFTY Index와 SENSEX Index는 각각 15.2%, 14.7% 상승하며 동 기간 선진국(-0.1%), 신흥국(-8.4%)보다 높은 수익률을 기록했다. 현재 MSCI 기준 인도 증시의 12개월 선행 PER은 23.9배까지 상승했다. 이는 5년래 최대치(24.2배)에 가까운 수준으로, 인도 증시 고평가 우려가 제기될 만하다.

인도 증시 실적 전망치는 우상향 지속

실적 전망치 상향 조정 지속이 7월 초 이후 인도 증시의 강세 요인 중 하나로 생각된다. 다만, 7월 이후 인도 증시의 이익 전망치 상향폭이 선진국(+4.8%), 신흥국(+6.8%)과 유사하거나 낮은 수준인 5.0%라는 점을 고려했을 때, 인도 증시 강세의 배경엔 실적 이외의 요인도 존재하는 듯 하다.

주목할 만한 부분은 국내 기관투자자 비중 상승, 외국인 비중 하락

수급 측면에서 주목할 만한 부분은 기관투자자와 외국인 비중 변화이다. 시가총액 기준 SENSEX Index의 국내 기관투자자 비중은 상승한 반면(33.9% → 40.6%), 외국인 투자자 비중은 하락했다(18.9 → 16.6%). NIFTY Index(기관, 외국인 비중 각각 39.2%, 16.4%)도 유사한 흐름을 보였다. 대외적 불확실성이 확대된 가운데 증시 내 비중 변화가 주가에 영향을 미쳤을 수 있다.

증시 부담요소는 여전히 존재 지속적 모니터링 필요

상기된 요소들을 고려 시, 인도 증시 상승의 배경엔 실적과 더불어 수급적 요인도 일부 존재했을 것으로 생각된다. 다만, 선진국 중심 통화정책 정상화, 고유가, 공급 병목현상 장기화 등 우려요소는 여전히 존재한다. 향후 실적, 수급 측면의 변화에 대한 지속적인 관심이 필요한 이유다.

칼럼의 재해석

이정연 수석연구원

미국, ETF 증세 법안 발의(Financial Times)

ETF 시장은 급격하게 성장했고, 또 주목 받고 있다. 최근 ETF가 주목 받는 이유는 세금이다. 기존에도 낮은 세금으로 각광받았으나 최근 자본소득세 인상 방침이 발표되면서 자본소득세가 낮은 ETF의 매력도가 증가한 것이다. 그런데 지난 9월, 미국 상원재정위원회 위원장 론 와이든이 이 ETF의 절세효과를 줄이는 법안 제안을 제출했다. 이에 대해 살펴보고자 한다.

먼저 법안을 제안한 론 와이든 및 배경에 대한 소개다. 론 와이든은 민주당 소속 상원위원이다. 최근 바이든 행정부의 인프라법에 필요한 재원을 마련하기 위한 법안을 발의하는 중이다. 암호화폐 사업 세금징수 대상 정의, 기업의 자사주 매입 세금 부과 등 증세 법안 제정에 주로 관여했다. 이런 행보를 고려해봤을 때 이번 ETF 과세 법안 또한 인프라법 재정 마련을 위한 증세 법안의 일환으로 보인다.

그가 제안한 법안의 기본 내용은 세금부과대상이 아니었던 ETF의 자본소득에 대해 세금을 부과할 수 있도록 하는 것이다. 실제로 세금이 부과되는 자본소득을 보고한 ETF는 10%가 채 되지 않으며, 이는 ETF의 현물을 환매하는 특이성에서 기인한다.

ETF 증세 법안에 대해 ETF 상품을 시장에 제공하는 자산운용사와 시장참여자들은 강력히 반발하고 있다. 블랙록과 뱅가드 등 대형 자산운용사들은 일제히 우려를 나타냈고 이외에도 ETF 상품을 판매하는 자산운용사들 또한 반대입장을 표명했다.

법안이 제출됐지만 통과될 가능성에 대해 논하기는 이르다. 그러나 만약 통과하게 된다면 미국 ETF 시장에 큰 영향을 줄 것이기 때문에 법안의 진행 상황을 주의 깊게 살펴봐야 한다.

낮은 세금으로 각광받던 ETF, 미국에서 증세 법안 발의

ETF 시장은 급격하게 성장했다. ETF 데이터 업체 ETFGI에 따르면 2018년 말 4.8조 규모였던 글로벌 ETF 시장은 2021년 7 월말 기준 9.5조 달러까지 성장했다. 이런 주목과 성장에 큰 역할을 한 것이 낮은 세금이다. ETF는 본래도 낮은 세금으로 각광받았는데 지난 4월 바이든 대통령이 자본소득세 인상 방침을 발표하면서 자본소득세가 낮은 ETF에 대한 관심이 더욱 증가한 상황이다.

론 와이든 상원재정위원회 위원장,
ETF 과세 법안 제안서 제출

그런데 9월, 미국에서 ETF 증세가 기본 골자인 법안이 제출됐다. 제출자는 미국 상원재정위원회(Senate Finance Committee) 위원장 론 와이든이다. ETF의 조세 방식에 허점이 있어 투자자들의 자본소득(Capital Gain)에 대해 적절한 조세가 이루어지지 못한 것을 지적하며 이를 개선하기 위한 제안서를 제출한 것이다. 법안의 내용과 이에 대한 시장의 반응, 전망을 소개하고자 한다.

그림1 론 와이든 상원재정위원회 위원장



자료: Ron Wyden 후원 홈페이지, 메리츠증권 리서치센터

론 와이든, 민주당 소속 상원위원
최근 인프라법 재원 마련 위한 증
세 법안 제정 행보

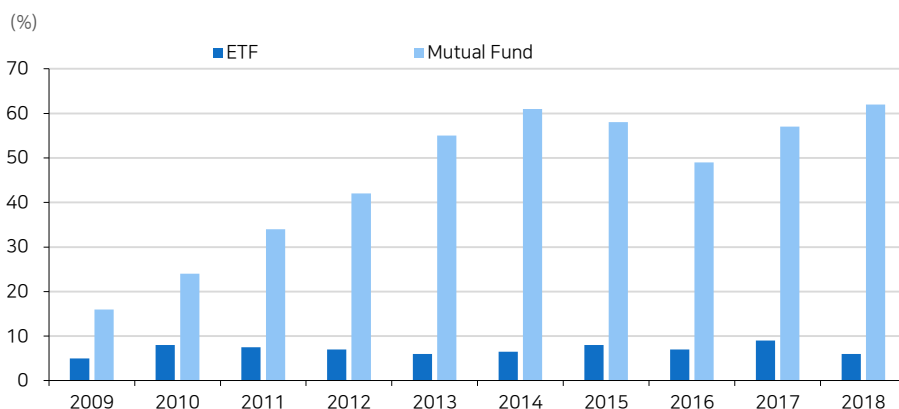
법안 제출자, 론 와이든(Ron Wyden) 소개 및 배경

먼저 법안을 제안한 론 와이든에 대한 소개다. 론 와이든은 민주당 소속 상원위원이다. 최근에는 바이든 행정부의 사회기반시설투자법(이하 인프라법)에 필요한 재원을 마련하기 위한 법안을 발의하는 중이다. 암호화폐 사업 세금징수 법안 마련, 기업의 자사주 매입 세금 부과 등 증세 법안 제정에 주로 관여했다. 이런 행보를 고려해봤을 때 이번 ETF 과세 법안 또한 인프라법 재원 마련을 위한 증세 법안의 일환으로 보인다.

법안 내용: ETF 자본소득세 부과

그가 제안한 법안의 기본 내용은 세금부과대상이 아니었던 ETF의 자본소득에 대해 세금을 부과할 수 있도록 하는 것이다. 그 동안 ETF는 자본소득에 대해 세금을 지불하지 않았다. 현행법상 ETF의 매매차익은 자본소득으로 인식되지 않아 세금이 부과되지 않는 경우가 많았기 때문이다. 실제로 미국 내에서 자본소득을 보고하는 ETF는 10%가 채 되지 않는다.

그림2 ETF vs Mutual Fund, 자본소득 발생 비중



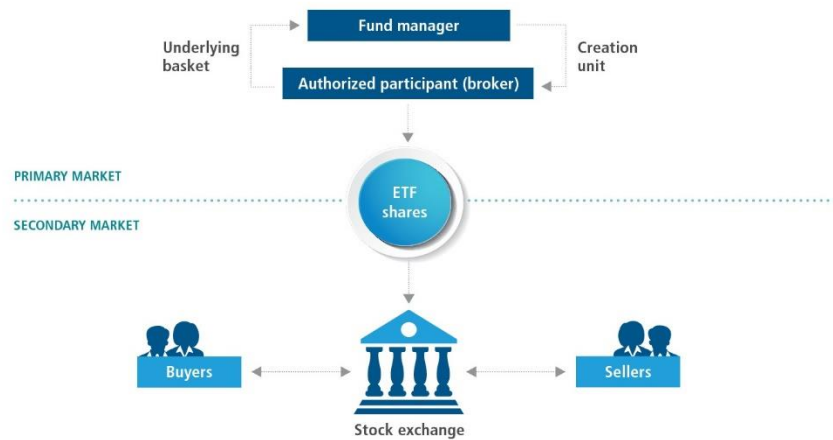
자료: Morning Star, 메리츠증권 리서치센터

이전에 인식되지 않았던 ETF의
자본소득을 인식해 세금을 부과하
도록 하는 것

이는 ETF 판매 및 환매의 특이성에서 기인한다. ETF는 In-Kind Redemption이라는 기법을 통해 자본소득세 부과를 회피할 수 있다. 이해를 돕기 위해 펀드와 비교해보겠다. 펀드의 경우, 투자자가 환매를 요청하면 운용사가 해당 펀드가 보유한 주식 등 기초자산 일부를 매각해 현금화한다. 이 때 현금화한 수익은 과세대상으로 세금이 부과될 수 있다.

하지만 이와 달리 ETF는 AP(Authorized Participants)라 불리는 브로커를 통해 현금이 아닌 현물을 통해 ETF를 환매한다. 이 때 현물 거래과정은 과세 대상으로 인식되지 않아 세금이 부과되지 않는다. 그렇기 때문에 론 와이든 상원의원이 In-Kind Redemption, 즉 현물을 통한 환매과정을 과세대상으로 인식하도록 해 세금을 징수할 수 있도록 하는 법안을 제출한 것이다.

그림3 In-Kind Redemption



자료: JHInvestment, 메리츠증권 리서치센터

블랙록, 뱅가드 등 자산운용사 강력한 반대 표명

자산운용사 및 시장참여자, 법안에 반대 입장 표명

이에 대해 ETF 상품을 시장에 제공하는 자산운용사와 시장참여자들은 강력히 반발하고 있다. 모닝스타의 글로벌 ETF리서치 디렉터 벤 존슨은 ETF 투자의 세금 혜택은 이미 보편적인 혜택으로 받아들여지고 있으며 모든 투자자들에게 직간접적으로 영향을 주고 있기 때문에 법안이 대중적인 지지를 받기는 어려울 것으로 예측했다.

또한 블랙록은 새로운 법안이 ETF 운용비용을 높이고 이익을 낮춰 투자자들의 장기 수익률 부진으로 연결될 것을 우려했다. 세금 혜택을 이용한 상품 비중이 높은 뱅가드는 In kind redemption은 오랫동안 지속된 투자자를 돕기 위한 기법으로 문제가 없다는 입장을 밝혔다. 이들 외에도 ETF 상품을 판매하는 자산운용사들은 법안에 강한 반대입장을 나타내 향후 추가적인 갈등이 있을 수 있음을 예고했다.

통과가능성이 높지 않으나 큰 영향을 줄 수 있는 법안이기에 주시 필요

향후 전망

법안이 제출됐지만 상임위원회 회부, 본회의 심사, 하원으로의 이송 및 심사 등 많은 절차가 남아있다. 또한 현재 이해관계자들이 첨예하게 대립하고 있는 상황이고 추가적인 논의가 있을 수 있기 때문에 현 시점에서 법안이 통과될 가능성에 대해 논하기는 어렵다. 그러나 만약 법안이 시행된다면 미국 ETF 시장에 큰 영향을 줄 것으로 예상된다. 따라서 법안의 진행 상황을 주의 깊게 살펴볼 필요가 있다.

원문: *ETF Industry heavyweights push back on proposed US tax change*