

Market Comment

Strategy 번준호 02) 6915-5670 / ymaezono@bks.com

올해도 어김없이?

1. 8월 첫 날 급락: 세제개편안, 관세 이슈

8월 1일 KOSPI가 3.88% 급락하면서 올해도 어김없이 써머랠리 후 조정 장세 양상을 나타내기 시작했다. 신 정부의 대주주 요건 재 강화 등 정책 기대감 위축, 트럼프의 비 무역협상국들에 대한 고 관세 부과 시작, 필라델피아 반도체 지수 급락 등 여러 가지 악재들이 복합적으로 나타났다. 신 정부가 법인세, 거래세, 양도세 등의 증세 의지를 보이면서 추가 세제개편안에 대한 우려가 크게 부각됐으나, 사실 KOSPI, 코스닥시장, 코리아밸류업지수 등의 낙폭 차이가 크지 않아 단순히 국내 정책 효과만의 영향은 아니었을 것으로 추정된다.

우선 세제개편안 내용 가운데 주식시장과 관련한 주요 내용들은 다음과 같다.

고배당기업에 대한 배당소득 분리과세가 도입된다. 배당성향 40% 이거나 또는 배당성향 25% 이상 및 3년 평균 대비 5% 이상 배당 증가 상장법인에 대해 적용세율이 2천만원 이하 14%, 2천만원~3억원 20%, 3억원 초과 35%로 적용됐다. 다만, 기존에 배당성향 35% 이상 기업에 적용할 것이란 기대보다 수치가 높아졌고 3억원 초과 적용세율도 기대보다 높은 35%로 책정됐다.

국내 주식 양도 시 적용되는 증권거래세율은 23년으로 환원됐다. 코스피 0.05%, 농어촌특별세 0.15%, 코스닥 0.2%로 일부 상향 조정됐다. 법인세율은 22년 수준으로 환원된다. 4개의 모든 과세표준에서 1%p씩 상향된다. 과세표준 2억원 미만 10%, 2~200억원 20%, 200~3000억원 22%, 3000억원 초과 25%이다.

대주주 요건은 50억원에서 10억원으로 다시 하향 조정된다. 이로써 양도소득세 부과 기준이 강화되며 하반기 대주주 요건 회피를 위한 매도 물량 출회가 재현될 가능성이 높아졌다. 다만, 대주주 요건을 10억원으로 낮추는 세제 개편안으로 중시가 급락하자 민주당 내에서 논쟁이 확대되고 있고 재차 기준 상향 조정 가능성의 여지를 남겨두기도 했다.

특히, 브라질, 스위스, 캐나다 등 무역 협상이 원활하지 않은 국가들에 고 관세가 부과됐다는 점에서 투자 심리가 재차 위축될 가능성이 높아졌다. 브라질은 협상 의지를 보이지 않으며 50% 관세가 적용됐고, 그 밖에 스위스는 8월 7일부터 기존 31%보다 높은 39%의 고 관세로, 캐나다도 35%로 상향 조정됐다. 중국은 여전히 30% 수준에서 3개월 유예된 상황이다. 관세 리스크가 잔존하면서 글로벌 교역 위축 가능성이 점차 높아질 수 있다. 물론 브라질, 스위스, 캐나다 등도 협상 가능성이 열려 있다. 그 동안의 관세를 낮춘 EU, 일본, 한국 등 협상국들의 사례를 볼 때, 이들 국가들도 대미투자와 관련된 조율이 다시 잘 이루어진다면 관세가 재차 인하될 가능성이 높다. 그런 측면에서 무조건 악재로만 볼 필요성은 적다.

한편 미국의 평균 유효 관세율은 올해 초 2.5%에서 18.3%로 급등하면서 경기와 물가에 부정적 영향을 미칠 가능성이 높아졌다. 시장에서는 관세 부담의 상당 부분을 미국이 반영할 것으로 예상하고 있어 미국 주요 기업들의 가격 인상이 불가피할 전망이다. 그렇게 되면 미국 물가가 상승하고 미국인들의 소비가 둔화될 가능성이 크다. 관세 수입 확대, 감세, 글로벌 대미 투자 확대 등이 관세의 부정적 영향을 일부 상쇄할 것으로 보이나 불확실성은 크다.

2. 미국 7월 고용 부진, 5~6월도 큰 폭 하향 조정

지난 금요일 미국의 7월 고용 수치가 부진하게 나오면서 중시의 추가 조정 가능성이 높아졌다. 미국의 2분기 GDP가 3%로 서프라이즈를 기록하며 미국 경기 우려가 크지 않은 상황이었으나 7월 고용 부진으로 인해 미국 경기 둔화가 다시 수면 위로 부각될 전망이다. 하반기 이후 재차 미국 성장률이 둔화될 것이라는 컨센서스 전망에 힘이 실릴 것으로 보인다.

미국의 7월 비농업 부문 고용자수는 73,000명으로 시장의 예상치 104,000명을 크게 하회했다. 7월 고용 부진에는 관세, 정부 감원, 이민 규제 강화, 고금리 등이 복합적으로 작용한 것으로 추정된다. 그나마 의료 산업의 증가 비중이 컸고 대체로 서비스업이 고용 증가를 견인했다. 그런데 사실 그보다 더 큰 이슈는 5~6월 수치가 14만명 전후에서 1만명대로 대폭 하향 조정됐다는 점이다. 약 26만명이 축소됐다. 이로써 2분기 GDP 속보치도 향후 하향 조정될 가능성이 높아졌다.

최근 3개월 수치가 크게 부진한 것으로 나오면서 미국 고용 시장이 재차 둔화될 것이란 우려가 커질 전망이다. 그런데 생각해보면 5~7월 고용 지표가 크게 둔화된 것은 4월 대규모 상호 관세 부과 이후의 지표들이라는 점에서 트럼프 관세 정책의 영향이 고용 시장에 부정적 영향을 주고 있는 것일 수도 있다. 이는 2분기 3% 성장으로 고무됐던 미국 경기에 균열이 시작되는 시그널일 수 있고, 관세가 미국을 번영으로 이끌 것이라는 트럼프의 자신감도 후퇴할 가능성이 커졌다.

3. 8월말~9월초 이벤트 다수 대기: 잭슨홀 미팅 / 한미정상회담 / 정기 국회

5~7월 미국 고용 쇼크로 인해 단기적으로 미국 경기 우려가 중시에 재 반영될 여지가 있으나, 이로 인해 결국 연준의 관망적 매파 스탠스가 바뀌며 연준 기대감이 경기 우려를 상쇄할 전망이다. 7월 물가 반등으로 연준의 금리 인하에 비판론이 실렸으나 8월 잭슨홀 미팅(8월 21~23일)에서의 태세 전환 그리고 9월 FOMC에서의 연준의 금리 인하 기대감이 재개될 것으로 예상된다. 7월 고용 지표 발표 이후 9월 FOMC 금리 인하 확률은 1W전 62%에서 현재 80%로 상승했으며 연말까지 금리 인하 횟수 기대감은 3회로 확대됐다. 이를 선 반영하며 지난 금요일 미국 시중 금리는 크게 하락했다.

사실 관세 이후로 미국 물가가 반등할 것이라는 것은 연초부터 컨센서스에 계속 반영되어 왔다. 그로 인해 연준이 관망적 스탠스를 보여왔으나, 시장이 상승한 것은 물가의 반등 폭이 시장의 예상에 부합하거나 예상을 하회했기 때문이다. 고용 둔화가 물가 반등 탄력을 더욱 약화시킬 수도 있다. 미국 연말 물가 수준은 상반기 최대 3.5% 수준까지 상향됐다가 현재 3.2%으로 전망되고 있다. 이런 점들이 물가 반등에도 연내 미국의 금리 인하 가능성이 열려 있는 이유다.

한미정상회담이 대기하고 있다는 점도 시장의 낙폭을 제약할 수 있는 요인이다. 양국의 외교 당국이 막바지 조율 중에 있으며 빠르면 8월말 늦어도 9월에 개최될 가능성이 크다. 한미 대통령의 첫 만남인 만큼 여러 현안에 대해 우려보다는 기대감이 클 것으로 예상되고 낙관적 합의문이 도출될 경우 향후 한미 관세, 무역, 투자, 협력 강화 등의 구체안에도 긍정적으로 작용할 가능성이 크다.

9월 정기 국회가 대기하고 있어 신 정부의 세제개편안과 관련하여 조율의 여지가 남아 있다고 판단된다. 여당 입장에서는 내년 지방선거를 앞두고 주식 투자자들의 표심이 대거 이탈할 수 있는 위험을 감수하기가 쉽지 않을 것으로 보인다. 보도에 따르면, 민주당 김병기 원내대표가 대주주 요건 상향 가능성을 검토하겠다고 언급했고 대통령실은 당이나 입법기관이 제안하면 충분히 고려할 수 있다고 밝혀 일정 부분 변화의 가능성을 암시했다. 정기 국회 전 세제개편안들이 시장 친화적으로 바뀔 가능성도 있어 8월 중하순 중시 반등 가능성도 가능하다.

4. 과거 써머랠리 후 조정 장세의 시사점

앞선 재료들이 증시에는 어떻게 반영될까? 써머랠리 후 8월부터 증시가 조정을 보이는 계절적 패턴의 특징을 살펴 보면, 평균 하락 폭과 평균 하락 기간을 대략 가늠해 볼 수 있다. 과거와 동일하게 움직이지는 않더라도 어느 정도 힌트를 얻을 수 있다.

2000년 이후로 살펴 보면, 국내 증시는 써머랠리 이후 8~10월까지 평균적으로 조정 양상을 보인다. 특히 최근 10년 Data로 압축해 보더라도 KOSPI 7월말 종가대비 8월 이후 연말까지 대체로 코로나의 해였던 2020년을 제외한 모든 해에서 일정 기간 단기 조정 양상을 보였다. 특히 9월 전후의 가을철 부진 현상이 강하게 나타난다.

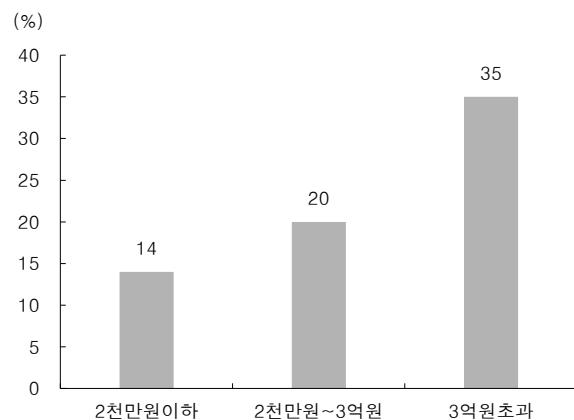
최대 하락률은 24년 사례로 7월말 종가대비 약 15% 하락한 바 있고 평균 하락률은 8.7%로 나타났다. 다만, 올해와 같은 3번의 강세장 해(17, 20, 23년)만 빼어 보면 평균 하락률은 5.6%로 나타난다. 강세장의 해에는 가을철 발생하는 증시 조정의 폭이 상대적으로 적었다. 7월말 KOSPI 종가가 3245pt이므로 평균 하락률을 감안 시 KOSPI는 연말까지 남은 기간 중 최저 약 2,960pt까지 하락할 수 있다는 점을 고려할 수 있고 강세장 해의 평균 하락률을 감안할 경우 KOSPI는 연말까지 남은 기간 중 최저 약 3,060pt까지 하락할 수 있음을 시사해 준다.

8월 이후 연말까지 KOSPI의 평균적 추이 시사점은 10월말~11월초를 저점으로 보통 V자 형태가 나타난다는 점이다. 이는 부진한 3분기 실적을 발표(보통 서프라이즈율이 20~30%로 낮음)한 이후 미국 연말 쇼핑 시즌과 내년에 대한 기대감으로 투자자들이 선제적 저가 매수에 나서기 때문으로 추정된다. 하지만 강세장 해의 평균적 추이는 조정 기간이 전체 결과에 비해 늦여름~초가을으로 압축되어 짧게 나타나는 경향이 있고 조정 폭도 적다.

결론적으로 올해 남은 하반기 증시도 강세장 해의 패턴과 좀 더 유사하게 움직일 가능성이 크다고 판단된다. 앞서 언급한 책스홀 미팅, 한미정상회담, 9월 정기 국회 등의 기대감으로 조정 폭이나 조정 기간이 크거나 길지 않을 것으로 보이고 경기 반등 상황, 기업들의 주주환원책 강화 움직임 등을 고려할 때 더더욱 그럴 가능성이 높다고 판단된다.

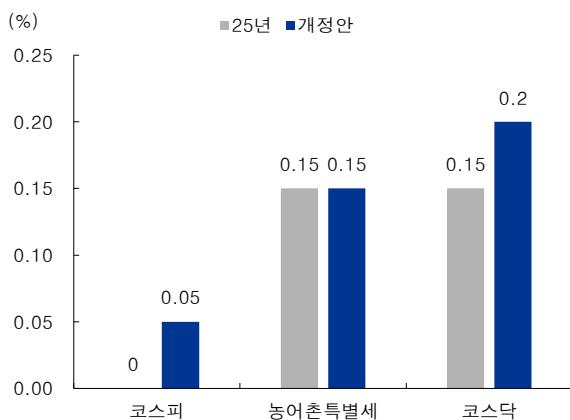
마지막으로 원/달러 환율이 이미 1,400원에 근접했다는 점에서 추가 상승 여력이 많아 보이지 않는다. 그렇다면 증시도 예상보다 하락 여력이 커 보이지는 않으며 하반기 저점도 평년보다 빨리 당겨질 가능성을 염두에 둘 필요가 있다.

그림 1. 증시 관련 세제개편안: 고배당기업 배당소득 분리과세



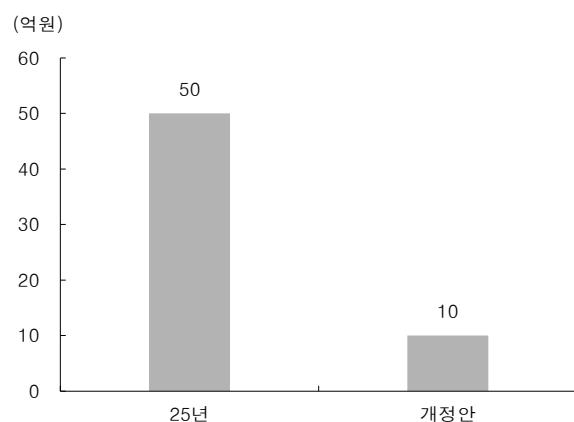
자료: 기획재정부, IBK투자증권

그림 2. 증시 관련 세제개편안: 증권거래세율 상향



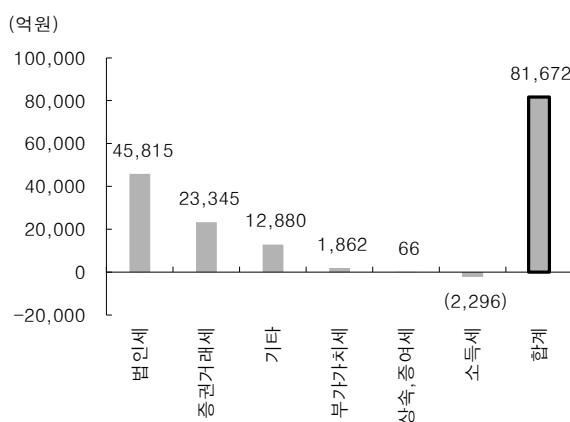
자료: 기획재정부, IBK투자증권

그림 3. 증시 관련 세제개편안: 대주주 요건 기준 강화



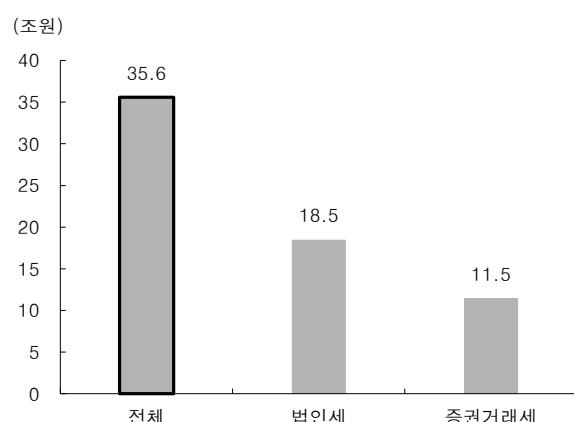
자료: 기획재정부, IBK투자증권. 주: 주식 양도소득세 대주주 요건을 의미

그림 4. 세제개편에 따른 전년대비 세수효과



자료: 기획재정부, IBK투자증권

그림 5. 세제개편에 따른 5년 세수효과



자료: 언론보도 인용, IBK투자증권

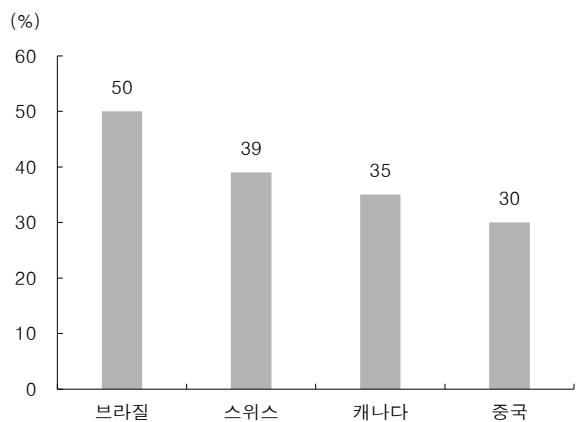
그림 6. 세제개편안 추진 일정

날짜	내용
7/31(목)	25년 세제개편안 발표
8/1(금)~14(목)	입법예고
8/21(목)	차관회의
8/26(화)	국무회의
9/3(수) 이전	정기국회 제출

자료: 기획재정부, IBK투자증권

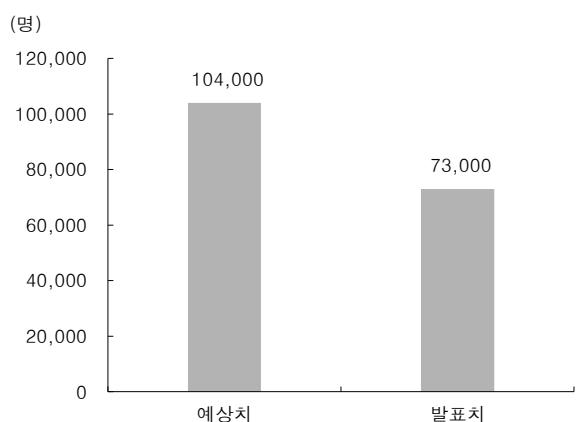


그림 7. 현 시점, 30% 이상 미국의 고 관세 부과 국가들



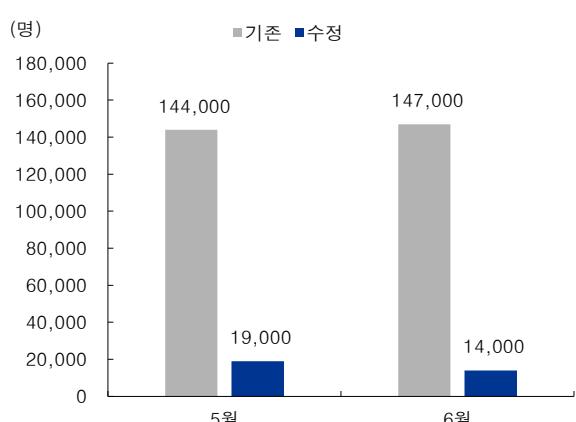
자료: 언론 보도 인용, IBK투자증권

그림 9. 미국 7월 비농업부문 고용자수



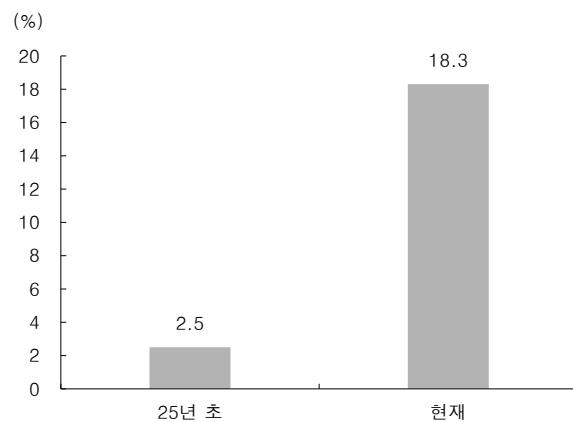
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 11. 5~6월 미국 비농업부문 고용자수 수정



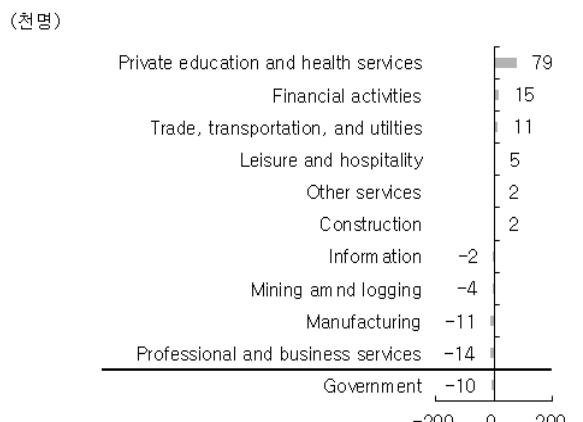
자료: 미국 고용통계국, IBK투자증권

그림 8. 미국 평균 유효 관세율 폭등



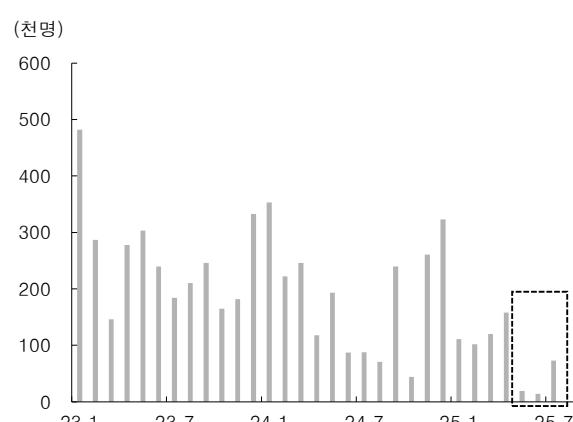
자료: AP통신 보도 인용, IBK투자증권

그림 10. 미국 7월 산업별 비농업부문 고용자수



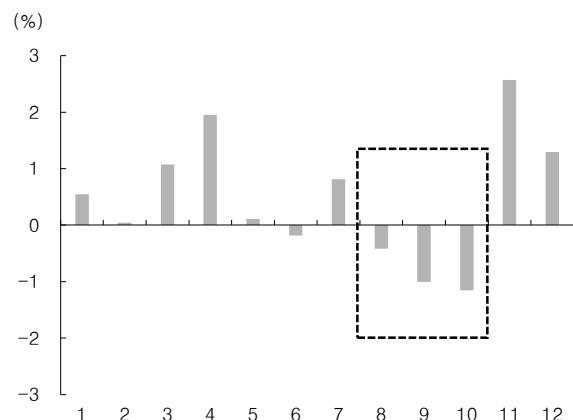
자료: 미국 고용통계국, IBK투자증권

그림 12. 2023년 이후 미국 비농업부문 고용자수 추이



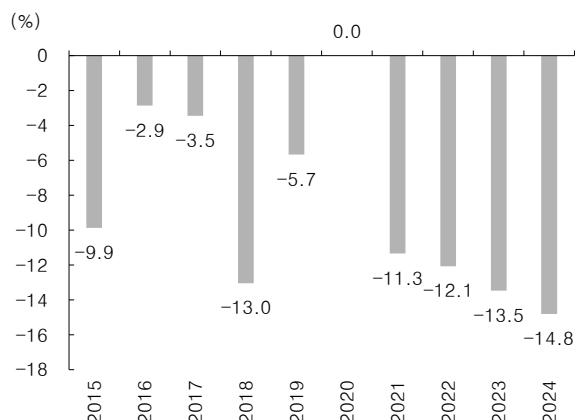
자료: 미국 고용통계국, IBK투자증권

그림 13. KOSPI 월 평균 등락률(2000년 이후)



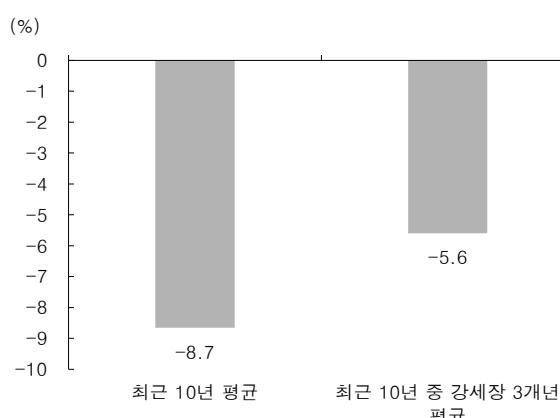
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 14. 연도별, 7월말대비 이후 연말까지 KOSPI 최대 하락률



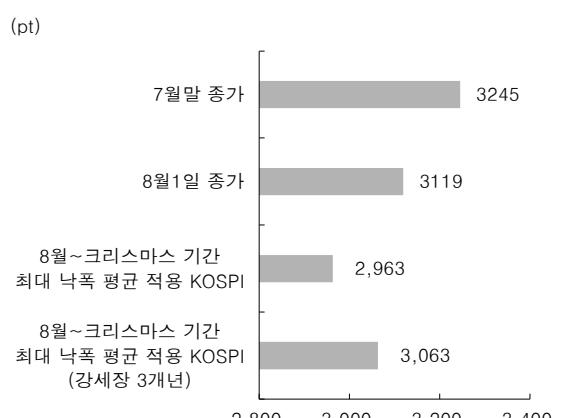
자료: Quantiwise, IBK투자증권. 주: 연도별 영업일이 달라 크리스마스까지 계산

그림 15. <그림14>의 평균값



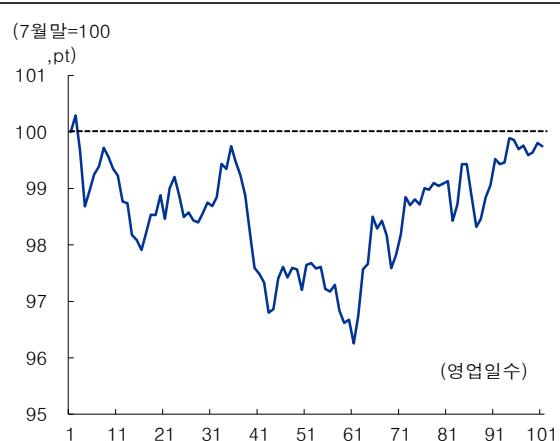
자료: Quantiwise, IBK투자증권. 주: 강세장은 2017년, 2020년, 2023년

그림 16. <그림15>를 가정한 KOSPI 하락 수준 추정



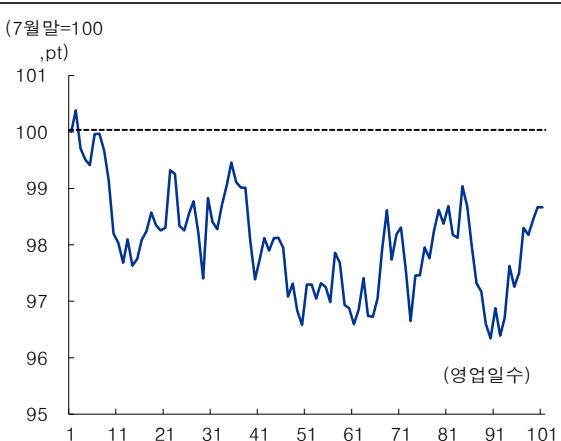
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 17. 8월 이후 연말까지 최근 10년 KOSPI 추이(Mean기준)



자료: Quantiwise, IBK투자증권

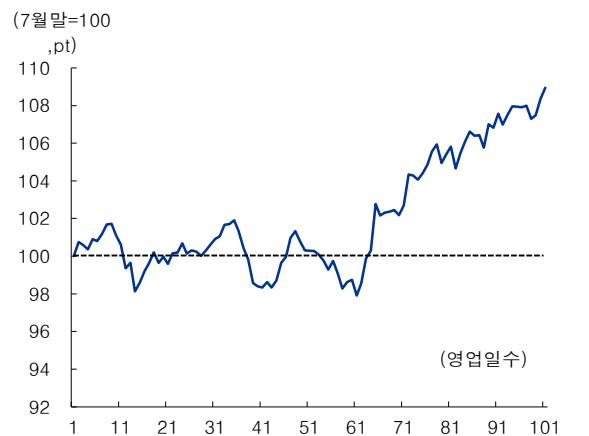
그림 18. 8월 이후 연말까지 최근 10년 KOSPI 추이(Median기준)



자료: Quantiwise, IBK투자증권



그림 19. 8월 이후 연말까지 최근 3번 강세장 해 KOSPI 추이
(Mean기준)



자료: Quantiwise, IBK투자증권. 주: 강세장은 2017년, 2020년, 2023년

그림 20. 8월 이후 연말까지 최근 3번 강세장 해 KOSPI 추이
(Median기준)



자료: Quantiwise, IBK투자증권. 주: 강세장은 2017년, 2020년, 2023년