KB증권

미국주식 시황 Analyst 안소은
02-6114-2961 se.ahn@kbfg.com

미국주식

2022년 8월 9일

더 많은 리포트 보기

KB 해외주식 | 미국

주가 추세 상승을 위한 2가지 요건, 지금 당장은 어려운 이유

이익전망 하향에도 잘 버티고 있는 주가. 참고할 만한 과거의 사례들

시장의 이익전망이 계속 낮아지고 있다. S&P 500의 3분기 EPS 컨센서스는 분기 초 대비 -4.5%를 기록 중이다. 팬데믹 이후의 평균적인 컨센서스 흐름보다 훨씬 하향 조정폭이 크지만, 여전히 주가는 잘 버티고 있다. 과거에 지금처럼 분기 이익전망이 크게 하향됐던 사례들을 보면, 절반 정도의 사례에서는 주가가 상승했다. 지금의 주가 상승이 이례적인 것은 아님을 의미한다. 하지만 추세 상승으로 이어질 수 있을지는 조금 더 따져봐야 한다. 과거 이익전망 하향에도 주가가 상승했던 사례들은 공통적으로 연준의 통화정책 기조가 완화적으로 바뀐 시기들이었다. 팬데믹과 금융위기에 대응해 양적완화가 추진됐고, 이익 전망이 크게 낮아졌음에도 시장에 공급된 대규모 유동성을 기반으로 주가는 올랐다. 반대로 이익전망이 하향되면서 주가가 하락했던 사례들은 대형 위기의 직격탄을 맞았다는 공통점이 있다. 각종 부양책이 나오긴 했지만, 주가에는 경기침체 우려와 이익전망 하향의 영향이 훨씬 크게 작용했다.

과거 사례를 통해 살펴본, 현재 주가 상승이 추세로 이어지기 위한 2가지 요건

지금 증시는 두 사례의 애매한 중간쯤에 있다. 앞의 사례 (이익전망 하향에도 주가 상승)와 유사하게 연준의 정책 기조가 완화적으로 바뀔 수 있다는 기대감이 존재하고, 뒤의 사례 (이익전망 하향 속 주가 하락)와 달리 기술적 경기침체가 대형 위기로 이어질 가능성은 낮다는 낙관이 있다. 현재 주가 상승이 추세적으로 이어지려면 금융시장 환경이 조금 더 명확해질 필요가 있다. 연준의 정책 기조 변화가 당장 현실화되거나, 이익전망 하향 추세 자체가 멈춰야 한다.

하지만 2가지 시나리오 모두 자신하기 어려운 상황이다. 에너지와 곡물 등의 최근 가격 안정에도 올해와 내년 연간 물가 상승률 전망은 아직 높은 수준에 머물러있다. 연준의 주장대로 심각한 경기 침체를 걱정할 만큼 고용지표가 나쁘지 않기 때문에, 인플레이션 대응에 우선순위를 둔다는 연준의 입장도 당장 변하지 않을 것이다. 이익전망 하향 추세가 당장 멈추기도 어렵다. S&P 500에서 큰 비중을 차지하는 제조 기업들의 심리가 좋지 않다. 현재 업황을 잘 보여주는 신규주문은 줄어들고 있고, 선행성을 갖는 고객재고는 늘어나고 있다. 실제 이익전망 흐름에 대한 설명력이 높은 항목들이다. 올해와 내년의 연간 EPS 이익수정비율이 마이너스 구간에 머물러 있다. 최근 이익수정비율의 상승은 실적시즌의 계절성으로 해석할 수 있는데, 실적시즌에 마이너스 구간에 있는 것은 팬데믹 이후 처음이다. 그만큼 많은 기업들의 이익전망이 보수적이고, 이익전망이 높아지기까지 시간이 걸릴 수 있다.

주가 추세 상승의 동력이 되기 어려운 민주당의 인플레이션 감축 법안

지난 주말 상원을 통과한 민주당의 '인플레이션 감축 법안 (Inflation Reduction Act)'도 위의 2가지 시나리오에 큰 도움이 되지 않을 것으로 보인다. 법안의 이름처럼 인플레이션 안정을 목표로 하지만, 실제 효과에 대한 시장의 기대는 크지 않다. 기업이익에 대해서는 긍정/부정적 내용이 혼재돼 있는데, 종합적으로 현재 낮아지고 있는 이익전망의 추세를 되돌리기는 어려울 듯하다. '탄소배출 감축 관련 세제 혜택'과 '전통 화석에너지 생산 지원'은 화석 에너지 및 친환경 (전기차, 재생에너지 등) 기업에 긍정적이다. 반면 '최저 법인세율 한도 15% 설정'과 '자사주매입 1% 세금 부과'는 S&P 500 중에서도 특히 이익 규모가 큰 기업에 부정적으로 작용할 수 있다. 일각에서는 각종 법인세 인상이 주주와 직원들에게 시차를 두고 전가될 가능성을 우려하기도 한다. 또, 증세를 통해 마련된 재원의 절반 가까운 금액이 재정적자를 줄이는 데 사용되기 때문에, 이전 재정정책들과 같은 경기 부양 효과를 기대하기 어렵다.

과거 이익전망 하향에도 주가 상승한 사례. 연준의 완화적 기조 전환이 공통점

분기	분기 주가 변동률 (%)	매크로 상황
3Q12	5.8	연준, 3 차 양적완화 시행
4Q11	11.2	미국 경기 회복 기대
4Q14	4.4	금리인상 전 인내심 발언
1Q19	13.1	연준, 기준금리 인상 중단
2Q09	15.2	연준, 1 차 양적완화 시행
4Q02	7.9	연준, 기준금리 인하
2Q20	20.0	연준, 팬데믹 대응 통화 완화

자료: Factset, KB증권

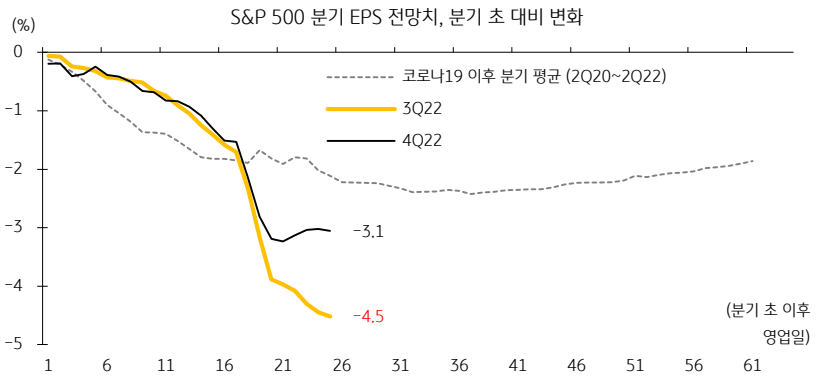
민주당의 인플레이션 감축 법안, 주가 추세 상승에 큰 도움이 되긴 어려움

재원 마련
최저 법인세율 한도 15% 설정 (연간 이익 10 억 달러 이상 기업 대상)
자사주매입 1% 세금 부과
메디케어를 통한 처방약 가격 개혁
국세청 세무조사 강화
재정 지출
에너지 안보, 기후 변화 대응 (향후 10 년) - 탄소 배출 감축 관련 세제 혜택 - 전통 화석에너지 지원, 에너지 프로젝트 허용 절차 간소화
ACA (전국민건강보험법) 연장
재정적자 축소

자료: 언론 종합, KB증권

8월 5일 기준, S&P 500의 3분기 EPS는 분기 초 대비 4.5% 하향 조정. 코로나19 이후에도 평균적으로 하향 조정되는 경향이 있지만, 지금은 하향 강도가 훨씬 큰 편

그림 1. 3분기 EPS 컨센서스 하향 조정 지속

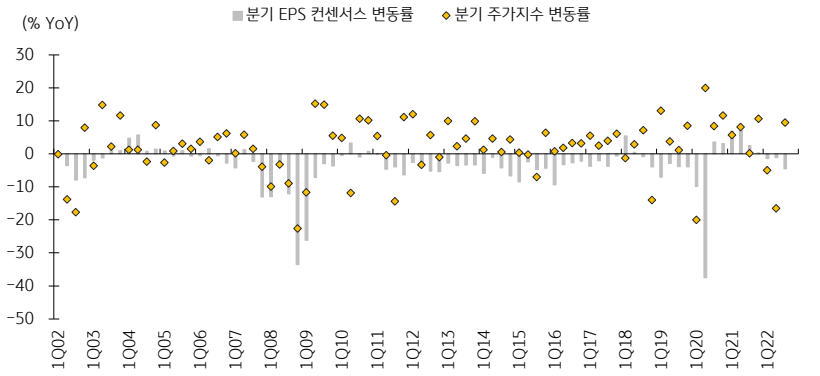


자료: Factset Consensus, KB증권

이익과 멀티플의 함수로 설명되는 주가. 이익전망 하향이 주가에 부정적인 요소이긴 하나, 과거 사례를 보면 반드시 주가 하락으로 이어지는 것은 아님. 지금처럼 예년에 비해 이익전망이 강하게 하향된 사례들을 보면, 주가 상승과 하락 사례의 빈도가 비슷함

이익전망 하향에도 주가가 상승한 사례들은 대부분 연준의 완화적 통화정책 전환이 주가 상승 요인으로 작용함. 반면 주가가 하락한 사례들은 공통적으로 대형 위기의 충격을 받았던 시기들. 이 때도 경기 부양책이 추진됐지만, 경기침체와 이익전망 하향의 주가 충격이 훨씬 컸음

그림 2. 분기 이익전망 하향이 꼭 주가 하락을 의미하진 않지만, 현재 주가 상승이 추세적으로 이어지려면 분명한 증거가 필요함



1) 이익전망 하향에도 주가 상승했던 사례

분기	분기 EPS 컨센서스 변동률 (%)	분기 주가지수 변동률 (%)	매크로 상황
3Q12	-5.3	5.8	연준, 3 차 양적완화 시행
4Q11	-6.4	11.2	미국 경기 회복 기대 반영
4Q14	-6.7	4.4	연준 QE 종료, 초저금리 유지 및 금리인상 전 인내심 발언
1Q19	-7.1	13.1	연준, 기준금리 인상 중단
2Q09	-7.1	15.2	연준, 1 차 양적완화 시행
4Q02	-7.3	7.9	연준, 기준금리 인하
2Q20	-37.5	20.0	연준, 팬데믹 대응 통화 완화

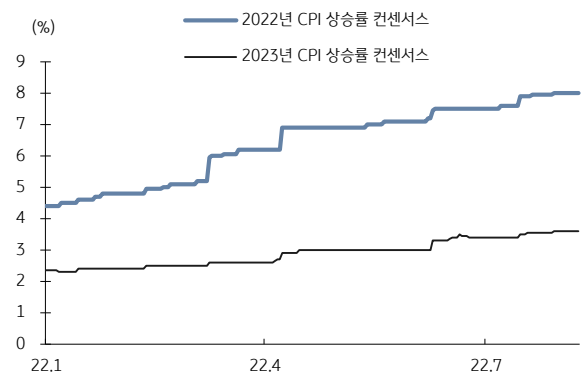
2) 이익전망 하향 중 주가 하락했던 사례

분기	분기 EPS 컨센서스 변동률 (%)	분기 주가지수 변동률 (%)	매크로 상황
3Q02	-8.0	-17.6	대기업 회계부정 사태, 미국-이라크 전쟁 우려
1Q20	-9.9	-20.0	코로나 19
3Q08	-12.2	-8.9	글로벌 금융위기, 리만브라더스 파산
1Q08	-13.0	-9.9	글로벌 금융위기
4Q07	-13.1	-3.8	글로벌 금융위기
1Q09	-26.1	-11.7	글로벌 금융위기
4Q08	-33.6	-22.6	글로벌 금융위기

자료: Factset Consensus, KB증권

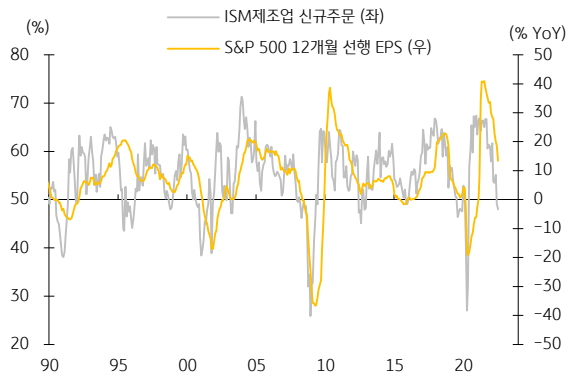
주; 3Q22 EPS 컨센서스 및 주가 변동률은 분기 초부터 8월 5일까지 기준. 1)과 2)의 사례 중 분기 주가 변동률이 ±2% 이내인 경우 제외

그림 3. 올해와 내년 인플레이션 전망치는 여전히 높은 수준



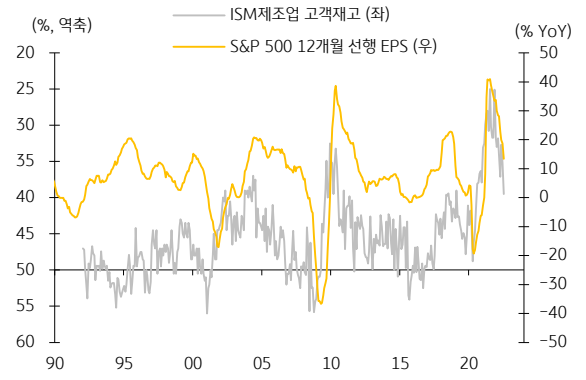
자료: Bloomberg, KB증권

그림 4. 이익전망에 동행하는 제조업 신규주문 항목 하락



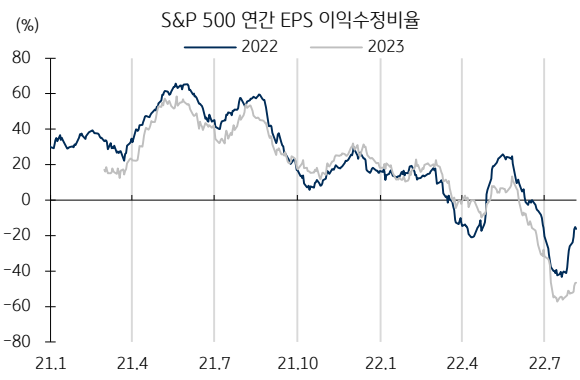
자료: REFINITIV, CEIC, KB증권

그림 5. 이익전망에 선행하는 제조업 고객재고 항목 상승



자료: REFINITIV, CEIC, KB증권

그림 6. 올해와 내년 이익전망 하향, 대다수 기업에서 나타나는 중



자료: Factset Consesnsus, KB증권

상원에서 통과된 민주당의 '인플레이션 감축 법안'. 8월 12일 하원 통과 후 바이든 서명을 거쳐 발효될 예정. 기업 증세 등을 통해 7,390억 달러의 재원을 마련해, 그 중 3,690억 달러는 에너지 안보와 기후 변화 대응에, 3,000억 달러는 재정적자 축소에 사용될 계획

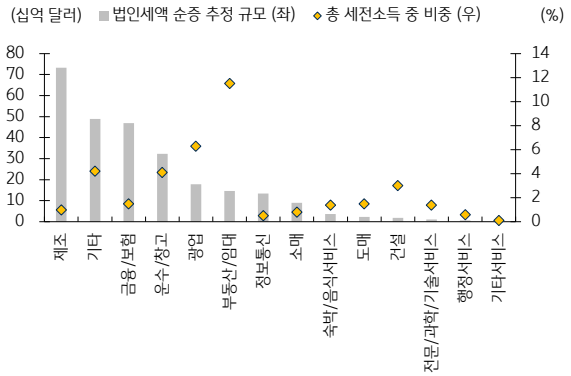
법안 제목처럼 인플레이션 안정화를 목표로 하고 있지만, 실제 효과에 대한 기대치는 크지 않음. 시장의 관심은 1) 친환경 관련 기업과 에너지 기업의 수혜, 2) 기업 증세에 따른 일부 기업의 충격에 집중될 것

표 1. 민주당 '인플레이션 감축 법안'의 주요 내용과 규모

재원 마련	규모 (십억 달러)
최저 법인세율 한도 15% 설정 (연간 이익 10 억 달러 이상 기업 대상)	313
메디케어를 통한 처방약 가격 개혁	288
국세청 세무조사 강화	124
성과보수 (펀드매니저, 부동산투자업자 등) 세금 관련*	14
자사주매입 1% 세금 부과	
재정 지출	**규모 (십억 달러)**
에너지 안보, 기후 변화 대응 (향후 10 년) - 탄소 배출 감축 관련 세제 혜택 - 전통 화석에너지 지원, 연내 에너지 프로젝트 허용 절차 간소화 법안 채택	369
ACA (전국민건강보험법) 연장	64
재정적자 축소	300

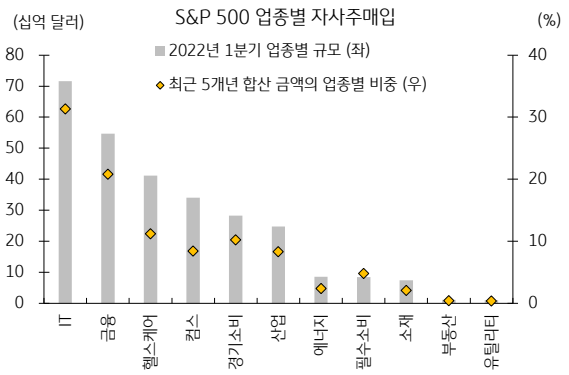
자료: 언론 종합, KB증권
주: *항목은 시네마 의원 반대로 폐기

그림 7. 최저 법인세율 15% 도입에 따른 산업별 법인세액 추정 (2023~2032년 합산, NAICS 산업 분류 기준)



자료: Tax Foundation 인용, KB증권

그림 8. S&P 500 업종별 자사주매입 현황



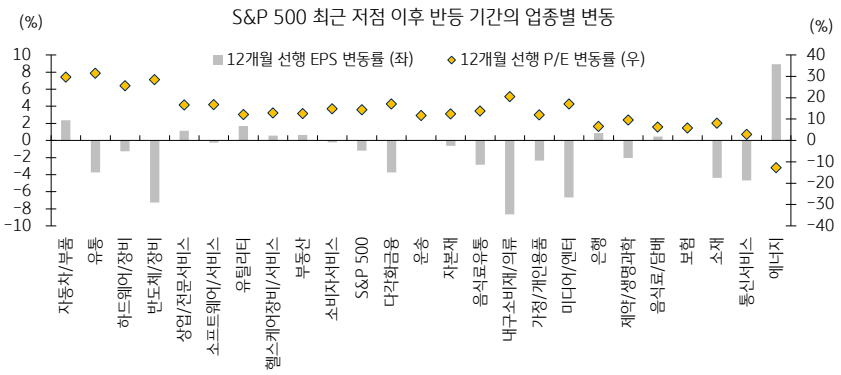
자료: S&P, KB증권

Weekly Key Chart

- S&P 500은 6월 중순 저점 (3,636.87pt)에서 13% 이상 상승. 같은 기간 12개월 선행 EPS 전망치는 낮아졌고, 주가 상승은 멀티플 상승 덕분

- 같은 기간 업종별 변동을 보면, 성과가 좋았던 업종들은 대부분 멀티플 상승의 영향이 컸음. 유통, 반도체 업종 등은 주요 기업의 가이던스 하향과 수요 둔화에 따른 우려로 이익전망 하향됐지만 멀티플 상승. 자동차/부품 업종은 멀티플과 함께 이익전망도 상향

그림 9. 미국 증시 최근 반등 구간, 업종별 주가 변동의 EPS와 멀티플 분해

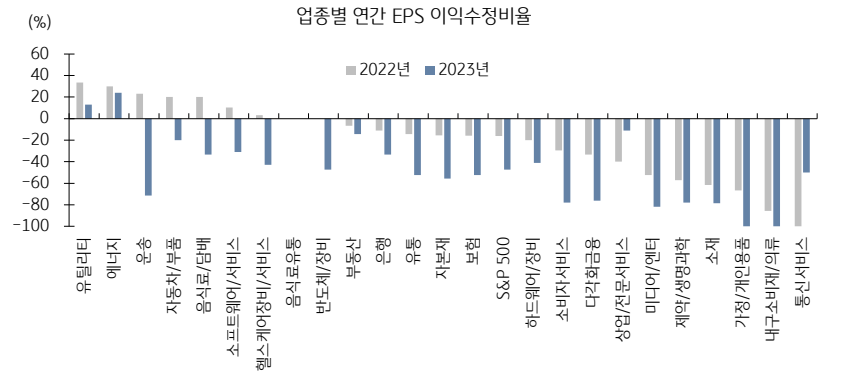


자료: Factset Consensus, KB증권
주: 업종별 주가지수 변동률 기준으로 내림차순 정렬

- S&P 500의 올해와 내년 이익수정비율 (1개월 전 대비 EPS 컨센서스 상향 기업 비율과 하향 기업 비율의 차이)은 마이너스 구간에 있음. 일반적으로 실적시즌에 반등하는 계절성이 있는데, 실적시즌 중 마이너스를 기록하는 것은 팬데믹 이후 처음. 특히 내년의 이익전망의 하향이 광범위한 업종에서 나타나고 있음

- 유틸리티, 에너지 업종에서만 내년 이익전망 상향이 일부 진행되고 있음. 경기침체에도 견조한 수요와 민주당 재정지출안 수혜 기대 등이 반영되고 있을 가능성. 반면 수요 둔화 우려에 소비재 업종에서는 이익전망 하향이 강한 상황

그림 10. 업종별 올해와 내년 이익수정비율



자료: Factset Consensus, KB증권

투자자 고지 사항

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.