



글로벌 경제

미국 세제 개편안, 미뤄둔 걱정만큼 불안감도 커진다

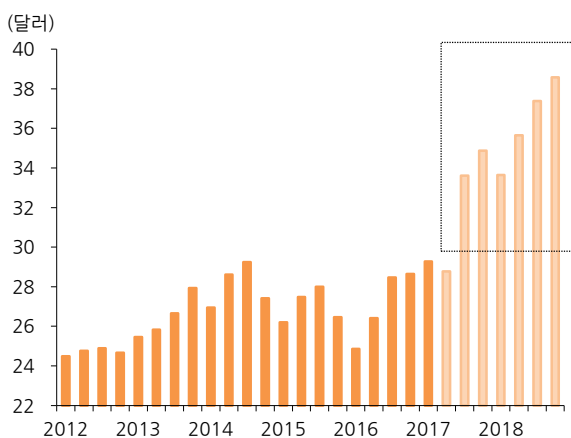
권희진 heejin.gweon@hanwha.com 3772-7203

2분기 실적시즌이 시작됐지만 실적에 대한 기대는 분기 초에 비해 한풀 꺾인 듯하다. 최근 S&P 500 지수의 2분기 순이익은 전년 동기 대비 6.5% 증가했을 것으로 추정되고 있는데, 이는 2분기 초의 증가율 전망치 8.7%에 비해 하락한 수준이다. 또한 주당순이익(EPS)은 지난 1분기의 29.3달러에 비해 다소 감소한 28.8달러에 그칠 것이라는 데에 최근의 컨센서스가 모아지고 있다. 미국의 경기 확장세와 기업의 실적 모멘텀이 예상만큼 강하지 않아, 실적시즌이 다가오면서 이익 전망치가 하향 수정된 것이다.

특이한 점은 [그림1]에서 보듯 2분기 이후의 실적 기대가 여전히 매우 높다는 것이다. 시장에서는 S&P 500 기업의 분기별 EPS가 올 3분기에 34달러, 4분기에 35달러까지 증가할 것이라는 예상을 유지하고 있고, 2017년의 연간 EPS 전망치도 연초에 비해 별로 낮아지지 않았다.

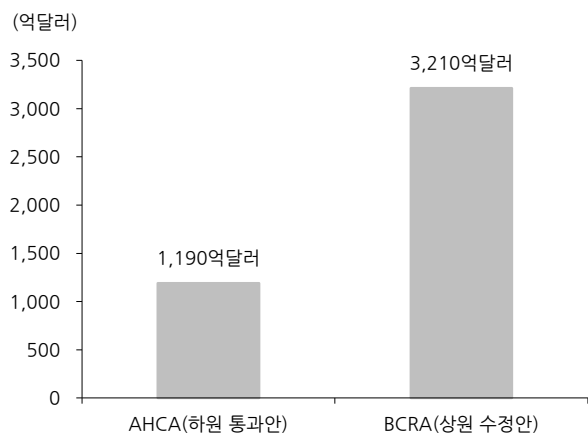
우리는 이와 같은 시장의 낙관적인 전망이 법인세 인하에 대한 기대에 근거한다고 본다. 연방준비제도가 금리 인상과 함께 보유자산 축소 카드까지 꺼내든 상황인 데다 기대했던 정부의 인프라 투자 정책은 아직 구체화되지도 못했다. 하반기에 미국 경기가 갑자기 다시 호황을 보일 가능성도 낮아 법인세 말고는 기업들의 순이익 급증을 설명하기 어렵다. 시장에서는 도널드 트럼프 대통령의 당선 이후 법인세 인하의 효과를 선반영해 올해 기업들의 이익 전망을 크게 높인 후 아직까지 이를 조정하지 않고 있다. 최근 스티븐 므누신 미국 재무부 장관이 세제 개편안의 의회 통과가 연말까지 지연될 가능성도 있다는 점을 시사하기도 했지만, 시장은 일단 상황을 지켜보자는 입장인 것 같다.

[그림1] S&P500 기업의 분기별 주당순이익(EPS)



주: 2017년 2분기부터는 애널리스트 전망치
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 헬스케어 법안 개정시 예상되는 연방정부 적자 감축액



주: 2017~2026년 10년간의 적자 감축액 누적치
자료: CBO, 한화투자증권 리서치센터

그러나 법인세 인하로 가는 길은 험난해 보인다. 미국의 의사당 벽에는 실시간으로 미국의 부채 현황을 알려주는 부채시계 (debt clock)가 걸려 있을 만큼 의회가 부채 관리에 엄격해, 트럼프 정부가 세제 개편안을 통과시키기 위해서는 그로 인한 세수 감소분만큼 세출을 줄여야 한다. 트럼프 정부는 이를 위해 오바마케어(ACA)를 대폭 축소해 재원을 조달하겠다는 계획인데, 문제는 새로운 헬스케어 법안인 ‘트럼프케어’ 법안에 대한 반발이 상당하다는 것이다. 트럼프케어 법안은 지난 5월 초 가까스로 하원을 통과한 후 현재 상원에서 대폭 수정된 상태지만 여전히 내부에서 반발이 크다. 또 수정된 법안(BCRA)이 상원을 통과한다 하더라도 다시 하원에서 재표결을 해야 해서 이를 둘러싼 상당한 진통이 예상된다.

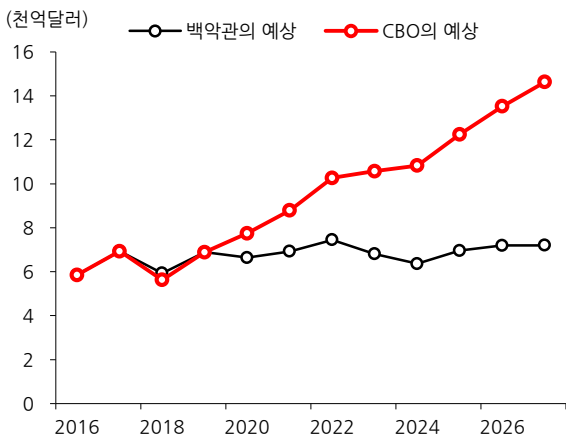
게다가 수정된 트럼프케어 법안이 통과되어 [그림2]에서 보듯 3210억 달러가량의 재원이 조달된다 하더라도 이 액수로는 충분치 않다. 13일 미국의 의회예산국(CBO)은 트럼프 정부가 의회에 제출한 내년 예산안에 대한 검토보고서를 발간했는데, 이 예산안을 시행할 경우 [그림3]처럼 정부가 예상한 것의 두 배가 넘는 적자가 발생할 것이라는 내용이었다. 트럼프 정부는 헬스케어와 관련된 지출 및 국방비 지출을 포함한 이런저런 세출 감소로 재정적자를 일으키지 않는(deficit-neutral) 세제 개혁이 가능하다고 했지만, CBO는 향후 10년간 7400억 달러의 적자가 발생할 것이라고 추정했다.

이대로라면 의회가 세제 개혁을 지지하지 못할 가능성이 높다. 이 경우 세제 개편안이 의회를 통과하기 위해서는 예정보다 세금 인하 폭을 줄이거나 무리를 해서라도 다른 자원조달 수단(예를 들어 국경세나 국경조정세를 도입)을 동원하거나, 혹은 재정의 허리띠를 졸라매 다른 정부 지출을 줄일 수밖에 없다. 그러나 이들 모두 주식시장에는 상당한 불확실성과악재로 작용할 수 있다.

무엇보다도, 세제 개편안에 대한 기대가 꺾이면 미국 주식은 당장 현재의 밸류에이션을 유지하기 힘들 것이다. 앞서 언급한 것처럼 이미 시장은 법인세 인하에 대한 기대를 미래 실적과 주가에 반영해놓았기 때문이다. 현재 S&P 500 지수의 향후 12개월 주가수익배율(P/E)은 18.7배 수준인데, 이는 향후 12개월 예상 EPS가 130달러로 높아졌을 때의 이야기다. 그러나 세제 개편이 예상보다 더 지연되어 내년에도 법인세가 인하될 가능성이 적다면, 이익 전망치가 떨어지면서 현재 주가에서의 P/E가 20.6배 정도까지 치솟는다. 이는 2000년대 초반 IT버블이 한창 붕괴되던 시기의 P/E와 맞먹을 만큼 높은 밸류에이션이다.

아직까지는 시장이 ‘올해 내로 꼭 세제 개편안을 통과시킨다’는 트럼프 정부의 약속을 믿어주면서 낙관적인 전망을 유지하고 있지만 이 믿음에 의구심이 생기게 되면 지금의 주가를 정당화하기 어려워질 것이다. 우리는 현재 미국의 주식시장은 걱정거리들을 여름 이후로 미뤄놓은 상태이기 때문에 향후 불확실성이 높아질 수 있다는 점을 고려해야 한다고 판단하는데, 일단은 7-8월에 치러질 헬스케어 법안의 의회표결이 가장 가까운 장애물이라고 본다.

[그림3] 트럼프 예산안 시행시 연방정부 누적 적자규모 추정



자료: CBO, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] S&P500 지수의 향후 12개월 예상 주가수익배율(P/E)



주: *EPS가 예상처럼 증가하지 못할 경우는 (2017년 1분기의 실적기준 EPS)*4를 향후 12개월의 예상 EPS로 이용한 값

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.
