



GLOBAL
2020년 10월 5일

해외주식 (Positive)

미국 주식을 해야하는 이유

“ 미국 주식을 사야합니다. 개별 주식의 변동성이 두렵다면 시장을 추종하는 상장지수펀드(ETF)를 추천합니다. 다우존스산업지수에는 DIA, 나스닥100에는 QQQ, S&P 500에는 VOO/IVV를 통해 투자할 수 있습니다. 경제 활동을 장려하는 칼뱅주의가 건국 및 확장 과정에 자리잡고 있습니다. 경영진은 자본주의에 충실해 주주환원에 적극적입니다. 다른 국가의 경쟁기업에 비해 현금흐름이 우수합니다. 이익의 현금 전환이 탁월하고 자본적지출(Capex) 부담이 낮기 때문입니다. 인구 구조가 양호하고 혁신에 대한 보상도 막대합니다. 생산성이 높아 성장성이 높을 수 밖에 없습니다. 기축통화국으로 위기 대응 능력도 우월합니다. ”

| Contents |

핵심요약.....	03
주요도표	05
I. 역사적으로 정립된 확고한 주주자본주의.....	06
1. 미국은 칼뱅주의로 건국되고 개척으로 성장.....	06
2. 남북 전쟁으로 자본주의 우위 구조 성립.....	09
3. 2차 세계 대전 이후 주주자본주의 확립	11
II. 미국의 생산성 우위는 구조적	13
1. 혁신을 고양하는 사회 체제.....	13
2. 강건한 인적/물적 자본	15
3. 지급자족과 안보 우위.....	18
4. 기축통화와 가계 건전성	22
III. 압도적 현금 창출력이 주주에 귀속.....	24
1. 양질의 이익을 내.....	24
2. ...주주에게 배분.....	26
IV. 미국 지수별 ETF	29

핵심 요약

- 미국 주식 투자는 선택이 아닌 필수
- 미국 주식에 대한 배분을 지속적으로 늘려야 한다. 개별 주식의 변동성을 감당하기 어렵다면 시장을 추종하는 상장지수펀드(ETF)로 대응할 수 있다. 다우존스산업지수, 나스닥100, S&P500 지수에는 4,000개 내외의 상장 기업 중 유망하다고 판단되는 기업이 모여있다. 미국 경제 규모의 1/10인 한국의 상장주식수가 2,000개가 넘고, 우량주 모음인 KOSPI200에 포함된 회사가 200곳임을 감안하면 미국 주요 지수의 안정성은 우월하다. 다우존스산업지수에는 SSGA의 DIA, 나스닥100에는 Invesco의 QQQ, S&P500에는 Vanguard의 VOO 또는 Blackrock의 IVV를 통해 투자 가능하다.
- 주주자본주의는 미국 고유의 특성
- 미국의 주주자본주의는 건국 이념을 바탕으로 하는 전통이다. 미국의 건국과 이후의 확장은 경제 활동을 통한 부의 증식을 신성하게 여기는 칼뱅주의를 근간으로 했다. 네덜란드에서 최초의 증권거래소가 설립되는 등 자본주의의 개념은 유럽에서 싹텄다. 유럽에서는 식민지와의 잉여수취관계를 통한 중농주의가 지배적이었다. 돈을 천하게 여겼다. 개혁을 갈망하던 청교도들이 유럽을 떠나 신대륙에 정착했다. 정복할 식민지가 없었던 미국은 재산 축적 욕구를 서부개척에 연결시켜 발전했다. 노예의 노동력을 바탕으로 하는 대농장 경제체제였던 남부에는 유럽의 귀족 문화가 남아있었다. 북부가 전쟁을 이기면서 자본가의 시대가 됐다.
- 경영자들은 혁신을 통한 독점을 추구했다. 정부는 국민의 효용이 극적으로 훼손되지 않는 한 이익 추구를 보장했다. 토지와 인력은 구하기 쉬워 자본의 가치가 높았다. 미국식 주주자본주의가 정립될 수 있었다. 기업이 주주환원에 대한 인식을 확고히 가지고 있는 이유다. 2020년의 위기 대응 과정에서 나타난 민간 은행의 대응은 좋은 사례다. 연방준비제도(FED)와 유럽중앙은행(ECB)은 배당과 자사주 매입에 대한 제재를 가했다. 유럽 은행은 자사주 매입을 중단하고 배당도 크게 줄였다. 미국의 은행은 명시적으로 금지한 자사주 매입만 연기했을 뿐 배당은 지속적으로 지급하겠다고 선언했다.
- 미국 국가 구조는 성장에 최적
- 새로운 사업에 대한 끊임없는 시도가 우수한 노동력 및 풍부한 자본과 맞물리며 생산성이 향상되는 선순환에 미국이 진입했다고 생각한다. 높은 생산성은 장기 성장성을 제고하며, 주가에 긍정적이다. 미국에서는 기업가가 일시적 수요 및 요소 가격 변화에 구애 받지 않고, 장기적 혁신을 추구해 수익을 확보할 수 있는 토대가 강하다. 미국과 유럽의 제약 시장 규모 차이가 하나의 증거다. 양 지역의 GDP는 유사하지만, 미국의 제약 시장은 유럽의 세 배가 넘는다. 정부가 신약을 강력하게 보호하기 때문이다. 특히 침해를 엄격하게 심사하고 정부의 가격 통제도 약하다. 바이오 기업이 많을 수 밖에 없다.

미국의 인구 구조는 2040년까지 다른 국가에 비해 견조할 전망이다. 베이비부머의 자녀인 Y세대의 숫자가 1970년대에 주로 출생한 X세대에 비해 10% 많다. 인구 대비 이민자 비율은 1910년 이후 최대다. 이민자의 교육 수준도 높아지고 있다. 기축통화국으로서 유연한 금융/재정 정책이 가능해 위기 대응 능력이 양호하다. 기축통화국의 장점은 모험적인 사업에 투자자를 끌어들이는 때도 빛을 발한다. 유럽의 벤처캐피탈 규모는 미국의 1/3, 사모펀드는 1/2 규모에 불과하다. 우리는 미국이 기축통화국 자리에서 물러날 확률은 낮다고 믿는다. 언택트(Untact) 시대가 도래했음에도 불구하고 혁신에 필요한 인적/물적 자원은 인프라가 집중된 지역으로 몰리고 있다. 소비 시장의 규모가 막대하고 달러에 대한 수요가 강하기 때문이다.

미국은 지리적 이점으로 외침의 우려가 미미하고, 식량 및 에너지를 자급자족할 수 있는 거의 유일한 국가이다. 다른 지역에 필수적인 재화를 의존하는 지역에서는 미국 제품 구매를 늘릴 수 밖에 없다. 무역 비중이 낮은 미국은 외부의 경제적 충격에 대한 면역력도 강하다. 정부 및 기업 부채는 늘었지만 가계에는 과잉이 없으며, 저축률도 높다.

미국 기업 현금창출력 강력하고, 주주에게 환원

미국 기업은 양질의 이익을 내고 있다. 같은 업종의 외국 기업에 비해 순이익의 영업활동현금흐름전환율이 높다. 既투자된 유/무형자산에서 발생하는 감가상각은 큰 반면, 운전자본 부담이 적기 때문이다. 자본적지출(Capex)도 적어 순이익 대비 잉여현금흐름비율도 양호하다. 축적된 기술을 제품 및 서비스 개발에 집중해 생산에 대한 부담을 줄였기에 가능했다고 본다. 일례로, 필라델피아 반도체 지수에 포함된 미국의 주요 회사들의 자본적지출은 영업활동현금흐름의 30% 미만이다. S&P500은 36%, FTSE 유럽은 52%, MSCI 중국은 57% 내외다.

기업이 잉여현금흐름을 창출하더라도 주주에게 돌려주지 않으면 의미를 두기 어렵다. 미국의 주요 상장 기업은 잉여현금흐름 대비 주주환원비율이 높다. COVID-19로 경제 주체의 불안감이 극대화됐던 4월 - 5월의 실적 발표 기간에도 대부분 기업의 배당은 삭감되지 않았다. 자사주 매입도 중단되지 않고 규모만 줄었다. 불확실성과는 별개로, 현재 회사가 돈을 벌고 있으면 주주에게 돌려준다는 경영진의 태도는 유럽 및 아시아의 기업과는 확연히 달랐다.

[표1] 미국 3대 지수 추종 주요 상장지수펀드(ETF)

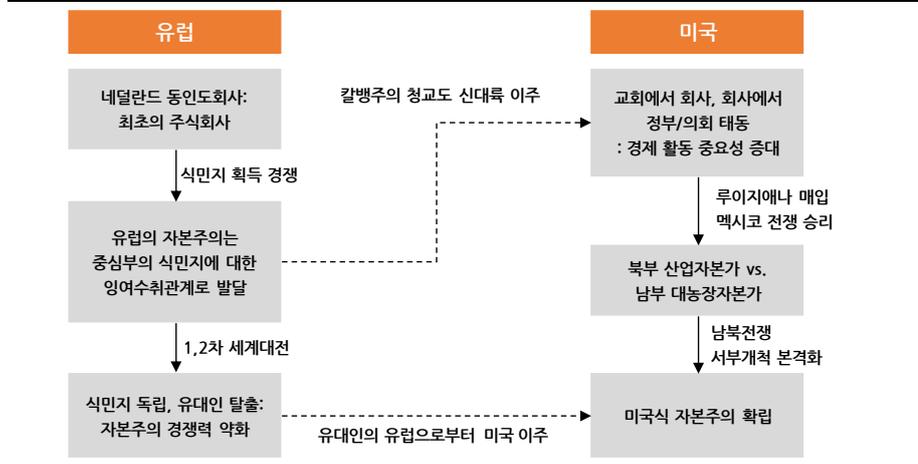
상장지수펀드 (ETF)	발행사	Code	추종지수	시가총액	일일거래대금	비용
SPDR Dow Jones Industrial Average ETF Trust	SSGA	DIA	다우존스 30	2,307억 달러	8억 달러	0.16%
Invesco QQQ Trust	Invesco	QQQ	나스닥 100	1,335억 달러	117억 달러	0.20%
iShares Core S&P 500 ETF	Blackrock	IVV	S&P500	2,142억 달러	11억 달러	0.03%
Vanguard Core S&P 500 ETF	Vanguard	VOO	S&P500	1,608억 달러	10억 달러	0.03%

주: 2020년 9월 28 일 기준

자료: State Street Global Advisors, Invesco, Blackrock, Vanguard, 한화투자증권 리서치센터

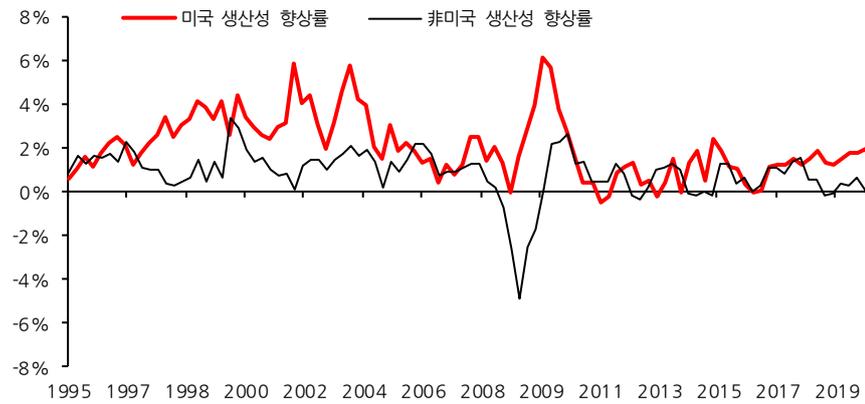
주요 도표

[그림1] 미국과 유럽의 자본주의 경제 변천 과정



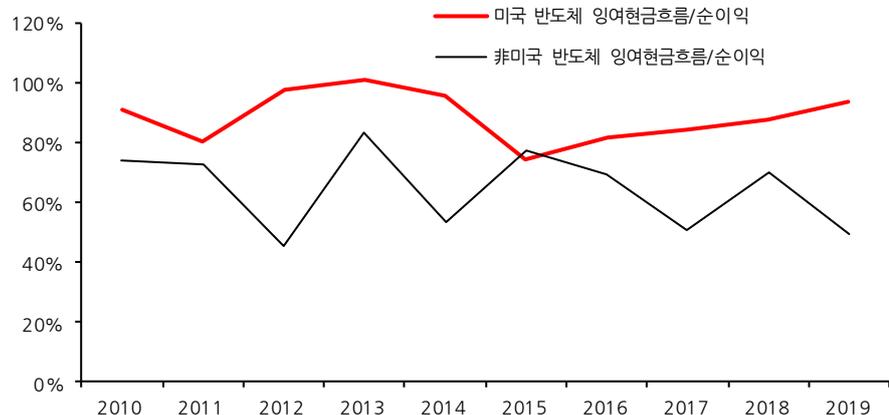
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 우수한 인구구조와 혁신에 대한 보상은 높은 생산성으로 연결



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 미국 반도체 기업과 비미국 반도체 기업의 순이익 대비 잉여현금흐름 추이



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

I. 역사적으로 정립된 확고한 주주자본주의

1. 미국은 칼뱅주의로 건국되고 개척으로 성장

미국의 건국은 칼뱅주의를 근간으로 하는 청교도 주축

미국은 소수의 지배자가 국민을 통솔하는 방식으로 나라가 만들어지지 않았다. 교회에서 회사가 생기고, 회사에서 정부와 의회가 생겨났다. 성공회와의 결별을 주장했던 영국 청교도(Puritan) 內 분리교도 (Separatist)는 미국에 오기 전에 상업의 중심지 네덜란드에 살았다. 언어와 문화의 차이로 고생했고, 버지니아 회사로부터 토지사용권을 얻어 미국으로 건너갔다. 순례자 (Pilgrim)들은 추위와 기아를 이겨내고 살아남았다. 어느 국가의 관리도 받지 못하는 상태에서 메이플라워 서약을 바탕으로 자치 기구를 설립해 사회를 건설해 나갔다.

미국으로 건너갔던 분리교도는 칼뱅주의에 철학적 바탕을 뒀다. 칼뱅주의는 청부의 교리를 내세웠다. 정당한 방법으로 재산을 쌓아 사회에 환원하면 하나님의 축복을 받을 수 있음을 설교했다. 카톨릭에 내재했던 무소유의 미덕과는 달랐다. 위선적인 청빈을 주장하는 카톨릭에 실망했던 상인 계층에게 칼뱅주의는 환영받았다. 청부사상은 물질과 정신을 통합할 수 있는 경제 관념이 정립되는 계기로 작용했다.

교회, 회사, 정부의 3 요소가 한 덩어리로 결합돼 지금까지 지속

미국의 주주자본주의는 건국 이념에서 원천을 찾을 수 있다. 미국은 청부사상을 품은 교인의 조직을 요람으로 탄생한 국가다. 종교의 자유를 찾아 메이플라워호를 타고 미국에 건너온 사람들은 교회의 간부로 구성된 총회에서 지사를 뽑아 이주자를 통솔했다. 미국의 청교도적 사상이 뿌리 깊을 수 밖에 없다. 가장 개혁적인 기독교도가 종교적인 박해를 피해 신대륙에서 자신만의 이상향을 건설하려고 했다는 점이 미국의 국가적 성격을 결정했다.

1620년대 말부터 이주가 늘었다. 새로운 이민자들은 메사추세츠만이라는 무역회사를 만들었다. 주주가 이사회를 구성했고, 이사회는 자치기구 책임자를 선출했다. 교회, 회사, 정부의 세 가지 요소가 나라가 세워질 때부터 결합돼 있었고, 현재도 마찬가지다.

[표2] 건국 과정에 뿌리 깊게 박힌 청교도적 정신

	사건	의의
1517년	마르틴루터, 종교개혁 주창	인간은 신과 직접 관계를 맺는 것 교회의 중계 역할 부정
1536년	칼뱅, 기독교의 원칙 발표	타락한 생활을 하는 사람은 지옥행 엄격한 도덕률, 근명성의 중요성 제기
17세기 초	유럽의 시민계층의 행동철학 프로테스탄의 윤리, 자본주의 프랑스의 위그노 네덜란드 개혁교회 영국 청교도	칼뱅주의는 인간의 경제 활동을 신성하게 인식 부를 증식한 후 사회에 환원 분리주의자 (Puritan) 네덜란드 이주
1620년 이후	네덜란드 청교도	미국 이주
17세기 중/후반	메이플라워 맹약	총회를 통해 지사 선출, 교회→회사→공동체 설립

자료: 한화투자증권 리서치센터

네덜란드 자본주의
이민자에 영향

영국의 분리교도는 네덜란드에 최초로 정착했다. 네덜란드는 스페인으로부터 독립한 16세기 말 이후 상업의 중심지로 부상했다. 1602년에 네덜란드동인도회사(VOC)가 주식 회사의 형태로 설립됐다. 네덜란드동인도회사의 정관 10조는 ‘이 나라에 사는 사람들은 누구나 이 회사의 주식을 살 수 있다’였다. 다수의 자본을 모집해 선단이 꾸려졌다. 왕족/귀족의 후원으로 이루어졌던 스페인/포르투갈과는 달랐다. 주주의 개념이 도입됐고, 지분 거래도 자유로웠다. 무역 결과에 따른 배당금 지급도 명문화됐다. 중세 이후 르네상스를 거치면서 나타났던 사유재산 개념이 자본주의로 변하는 시발점이 됐다.

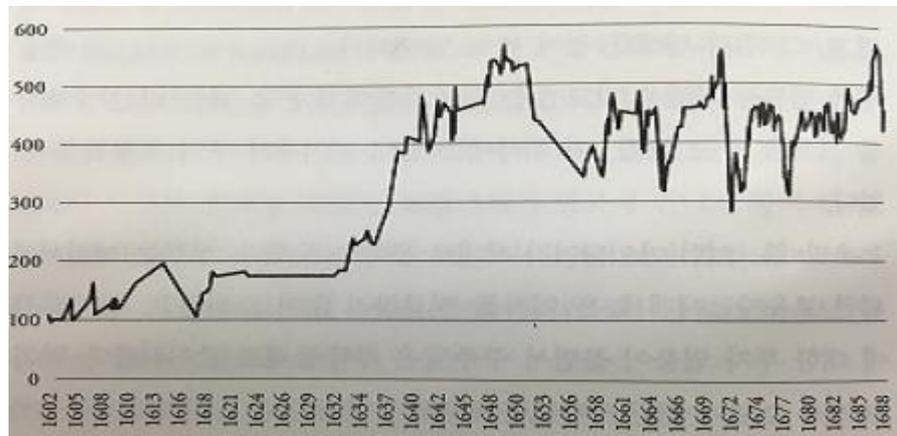
이민자들은 1607년부터 1620년까지 네덜란드에 살았다. 같은 기간에 체험했던 변화는 몸과 마음에 각인됐다. 특권층의 전유물이었던 무역 수익을 일반 시민들이 공유할 수 있는 기회를 목격했다. 실시간으로 변하는 지분 가치를 확인할 수 있었다. 주가가 처음 10년간 두 배로 올랐다가, 그 후 5년간 반토막 나는 모습도 지켜봤다. 성과에 따른 배당도 받았다. 새로운 곳에서 공평한 기회를 갖고 시작하기에 주주를 바탕으로 하는 자본주의만큼 적합한 개념이 없었을 것이다.

현대적 기법의 효시:
선도, 공매도
소액주주운동
유동성공급자

지분 거래와 함께 선도계약, 공매도 등의 기법도 나타났다. 거래소까지 가서 주주명부를 수정해야하는 번거로움을 피하는 방법으로 선도계약이 도입됐다. 1608년 10월 23일의 거래가 확인된다. 당시 주가 130을 기준으로 1년 후에 145에 산다는 내용으로 계약했다. 1년 후에 현물 인도 대신 차액정산으로 계약을 종료했다. 공매도/대차거래도 빈번해 1610년에 공매도 (Naked Short Selling)가 금지되기도 했다.

주가가 오르면서 대주주의 도덕적 해이가 나타났다. 미공개 정보를 활용한 선매도/공매도가 비일비재했다. 배당도 현물로 지급하지는 일이 발생했다. 소액주주들은 집단행동에 나섰다. ‘알팍한 이익에 대한 짧은 설명’이라는 제목의 소책자(Pamphlet)를 만들어 네덜란드동인도회사 이사회에 전횡을 고발했다. 1633년부터 지분 가치가 다시 급등하면서 유동성공급자(Market Maker)가 나타났다. 다량 주문의 매수호가와 매도호가의 차이를 통해 수익을 냈기 때문에 일반인의 매매가 쉬워졌다.

[그림4] 1602년부터 1688년까지의 VOC 지분 가격 변동



자료: 세계최초의 증권거래소, 한화투자증권 리서치센터

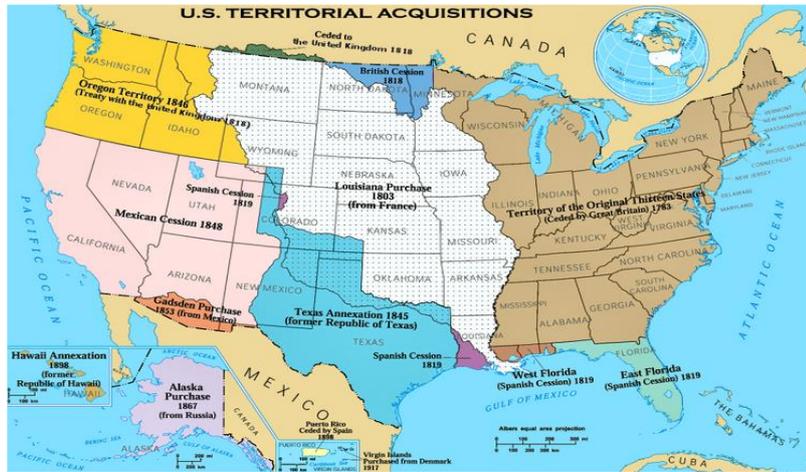
적극적 영토 확장:
모험에 관대한 문화

독립전쟁을 이겨 국가를 세운 미국 건국의 아버지들은 태생적으로 거친 이민자들의 열정을 발산시킬 곳이 필요했다. 북미 대륙에서 국토를 넓힐 수 있는 방안을 고안했다. 유럽의 열강이 세계의 식민지를 차지하고 있었기 때문이다. 영국 연합군과의 전쟁으로 식민지 관리에 어려움을 겪던 나폴레옹으로부터 프랑스령 루이지애나를 1803년에 샀다. 미국 영토가 2배로 늘었다.

프랑스의 방해 없이 서부로 진출할 수 있게 된 미국인들은 멕시코가 관리하던 텍사스에 이주해 살았다. 미국인들은 멕시코 정부의 조건 (스페인어 사용, 카톨릭 개종 등)을 자주 무시했다. 멕시코는 미국인의 철수를 요구했으나, 미국은 1846년에 전쟁을 선포했다. 1848년 과달루페이달고조약으로 미국은 멕시코로부터 뉴멕시코, 캘리포니아, 콜로라도, 애리조나, 네바다, 유타주를 할양받았다.

미국의 영토가 태평양 해안까지 확장되면서 본격적인 서부개척시대가 열렸다. 정부의 관리가 미치지 못하는 곳에서 개척인들은 자신과 가족을 보호해야 했다. 돈과 힘 모두 있거나 둘 중에 하나는 있어야 했다. 자본주의와 총기가 미국 사회에 뿌리 박히는 과정이 됐다.

[그림5] 미국 영역 변화



자료: 한화투자증권 리서치센터

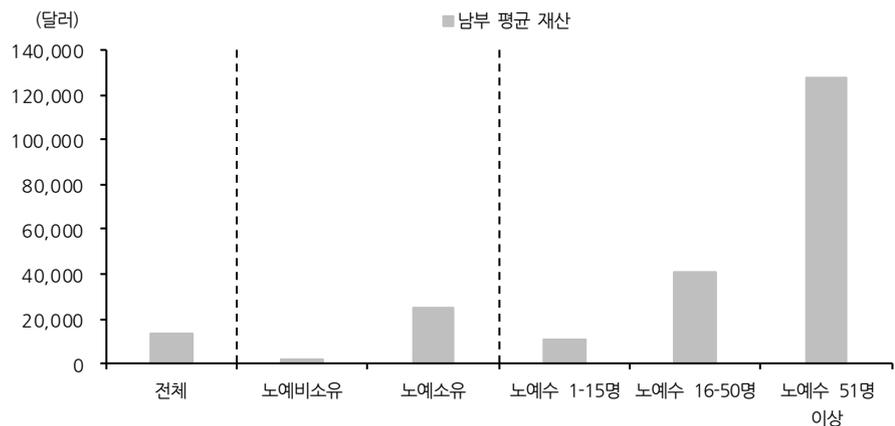
2. 남북 전쟁으로 자본주의 우위 구조 성립

남부에 스며있던 유럽 문화

남북 전쟁 전의 남부는 새롭게 편입된 중북부 및 서부를 제외한 지역의 남쪽을 의미했다. 남부의 경제는 내전 이전에도 북부에 비해 수준이 낮았으나, 그 폭은 크지 않았다. 남부 경제가 빈곤했다는 인식은 노예 소유 여부에 따른 재산 격차로 인해 퍼졌다. 노예를 51명 이상 소유했던 농장주의 평균재산은 12만 달러를 상회했다. 노예없이 농사짓던 가족은 1,700달러 정도에 그쳤다. 노예제는 중산층의 성장을 저해했다. 노동시장을 왜곡해 효율적인 자원배분을 어렵게 했다. 산업투자의 필요성도 떨어뜨렸다.

북부는 산업화가 진행됐다. 남부는 농업 위주로 발전했다. 남부는 식민지 시절부터 담배 및 목화 생산이 중요했다. 노예는 남부의 산업에 중요했다. 남부의 대농장주는 노예의 노동력을 바탕으로 유럽식 귀족 문화를 따르며 호화롭게 살았다. 농업을 중시하고, 돈과 관련된 사항을 드러내지 않았던 경제 관념이 남아있었다.

[그림6] 남북 전쟁 전 남부의 빈부 격차는 노예 소유 여부가 결정



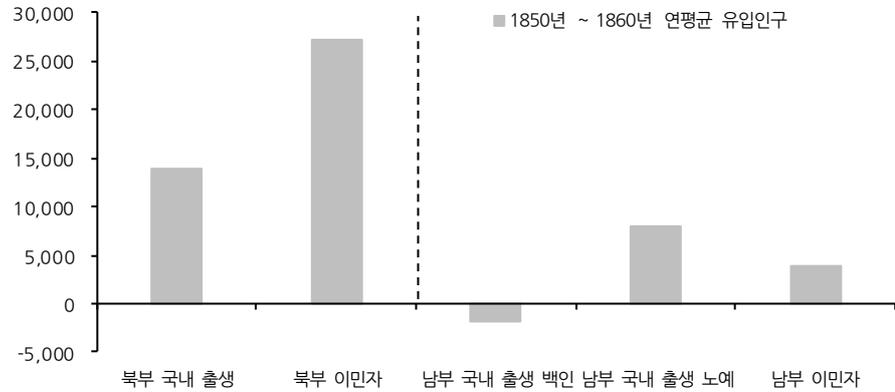
자료: 미국경제사탐구, 한화투자증권 리서치센터

새로운 물결은 북부가 주도

노예를 가지지 못한 남부의 백인이 북부로 이주해 정착했다. 북부를 향한 유럽으로부터의 이민자도 급증했다. 대농장주가 경제를 장악하고 있는 남부는 외부인이 이주할 수 있는 지역이 아니었다. 1850 ~ 1860년 북부에는 국내 출생으로 14,009명, 이민으로 27,322명이 연평균 유입됐다. 같은 기간 남부에서 노예를 제외한 백인이 연평균 1,783명 유출됐고, 국외 이주도 3,943명에 그쳤다.

나폴레옹의 실각 이후 빈체제에 저항했거나 배고픔을 견디지 못한 사람들이 유럽에서 미국으로 건너왔다. 독일, 이탈리아, 폴란드, 아일랜드에서 많이 들어왔다. 이민의 북부 선호 현상은 경제적 요인에 기인했다고 이해할 수 있다. 북부 자본가의 인력 활용도가 높아지면서 산업화가 가속화됐다. 토지와 인력은 풍부하고 자본은 상대적으로 희소해 북부의 근대화는 자본주의의 토양이 됐다.

[그림7] 이민자는 북부에 주로 유입: 미국식 자본주의의 태동



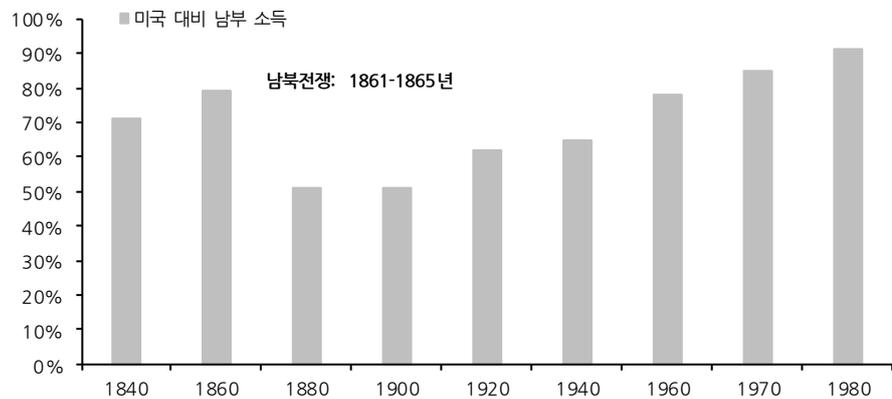
자료: 미국경제사탐구, 한화투자증권 리서치센터

남북전쟁 승리로 북부의 산업자본주의 미국 전역에 이식

급속한 산업화로 북부의 빈부격차도 확대됐다. 북부 산업자본가는 일할 사람이 지속적 으로 필요했다. 노예제에 대한 대내외의 부정적 인식도 퍼지고 있었다. 제조업 부흥을 추구했던 해밀턴 정부의 고관세 추진까지 맞물리면서 남북전쟁이 발발했다. 전쟁 초반 에는 지휘관과 병력의 우위로 남부가 우세했다. 시간이 지나며 북부 연방의 잘 짜인 정 부조직이 빛을 발하며 게티스버그 전투 이후 북부가 승기를 잡게 된다. 1865년 4월 남 부 총사령관 로버트리가 항복문서에 서명해 전쟁이 끝났다.

남북전쟁이 끝나고 북부와 남부의 경제 사정이 극적으로 변했다. 1860 ~ 1880년 북부의 1인당 소득은 연평균 1.9% 증가했고, 남부는 연평균 0.8% 감소했다. 내전 이전 20년간 남부의 소득은 전국 대비 늘어나고 있었으나, 전쟁이 끝나고 절반으로 떨어졌다. 1960년 에 이르러서야 1860년 수준의 상대 소득을 회복할 수 있었다. 전쟁을 통해 북부의 경제 구조가 미국에 심어졌다. 미국의 자원배분은 전국적으로 통합된 단일 시장에서 이루어 지게 됐다. 남부에는 우주 및 에너지 관련 사업에 산업자본이 진출했다.

[그림8] 남북 전쟁 후, 남부 경제 악화



자료: 미국경제사탐구, 한화투자증권 리서치센터

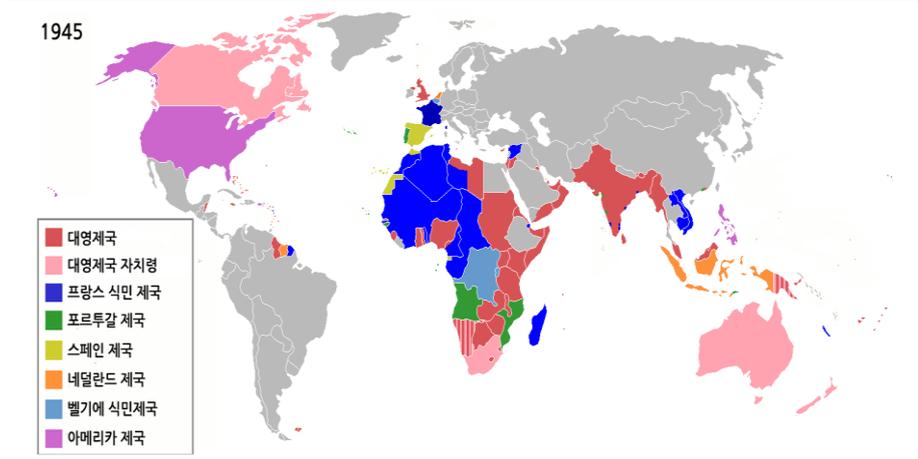
3. 2 차 세계 대전 이후 주주자본주의 확립

세계대전을 통해
확고한 미국식
자본주의 정립

승리와 패배의 격차가 크지 않았던 1차 세계대전 이후의 민족자결주의는 미완이었다. 패전국의 식민지 일부만 독립했다. 독일/이탈리아/일본의 패배로 끝난 2차 세계대전은 달랐다. 미국과 소련이 초강대국으로 부상했다. 이념 대립이 극심해지며 식민지들은 독립할 수 있었다. 식민지에 경제적 자원을 의존하던 유럽 국가의 지배력이 약해졌다. 미국은 브레튼우즈 체제를 확립했다. 달러를 기축통화로 올리고 세계 시장을 보호하며 성장하기 시작했다. 에너지 확보를 위해 중동에 세력을 넓혀나갔다.

미국과 소련은 모든 면에서 경쟁하며 체제 우위를 과시하고 싶어했다. 전후 복구에 미국의 자금이 세계에 뿌려지며 미국식 사고방식이 퍼졌다. 소련에 대한 경쟁의식은 자국의 체제에 대한 강화 노력으로 이어졌다. 매카시즘은 부정적으로, 스푸트니크 충격은 긍정적으로 기여했다. 소련의 위성 발사는 미국의 혁신 역량을 최초로 시험했다. 창의력과 과학기술을 중시하는 방향으로 미국의 연구개발 및 교육 체계가 개선되는 계기가 됐다.

[그림9] 2차 세계 대전 이전 주요 제국 식민지: 미국 피해 최소



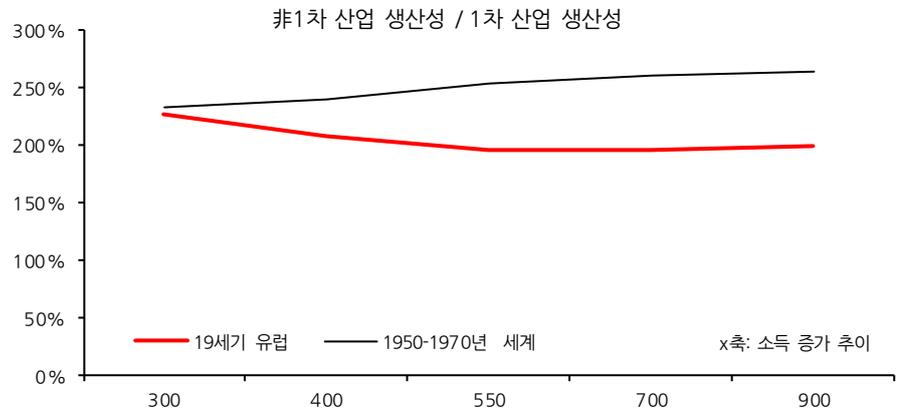
자료: 한화투자증권 리서치센터

1950 - 1970년
산업 자본주의 개화

1950 - 1970년은 노동력을 절감해주는 혁명적 발명품이 급격하게 보급된 시기다. 자동차, 비행기, 상하수도, 냉난방 장치, 세탁기 등이 인류의 생활을 바꿨다. 같은 기간 소득이 증가하면서 非1차 산업의 생산성이 1차 산업에 비해 빠르게 향상됐다. 1차 산업 생산성이 제고됐던 19세기 유럽과는 다른 모습이 나타나면서 산업자본주의가 뿌리내릴 수 있었다.

유럽의 반유대주의로 20세기 초부터 미국으로 이주했던 유대인들은 2차 세계대전을 기점으로 급속하게 들어왔다. 미국의 정치/경제/문화/사회 분야를 접수하면서 특유의 금융에 대한 감각도 이식했다. 유대인 남성은 13세에 성년 의례를 치르고 바미츠바(Bar Mitzvah)가 된다. 바미츠바는 축의금을 받아 투자하는 과정을 거치면서 경제와 금융에 대해 깨닫는다. 유대인의 이주가 산업자본주의에서 주주자본주의로 넘어가는 과정에 역할을 했다.

[그림10] 1950 ~ 1970 년 非 1 차 산업 생산성은 舊경제 시기에 비해 개선



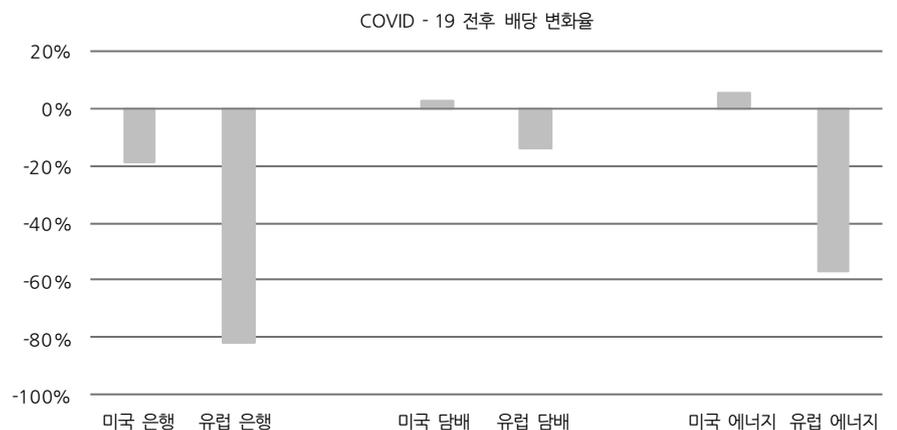
자료: 미국경제사탐구, 한화투자증권 리서치센터

미국 기업의 주주중시는
위기에 빛을 발해

신대륙 이주, 미국의 건국과 확장, 산업자본주의 성장 및 주주자본주의 강화를 거친 400년의 역사가 미국 기업의 주주 우대에 녹아있다. 경영진의 주주 중시는 오랜 기간 확립된 전통이다. 주주환원정책의 차별성은 COVID-19라는 위기를 거치며 명확히 드러났다. 2020년 6월 26일 연방준비제도는 미국 은행에 대한 스트레스테스트 결과를 발표했다. 자사주 매입 중단을 의무적으로 요구했고 배당금 지급 제한을 제시했다. 웰스파고를 제외한 미국 대형 은행들은 다음날 즉각적으로 배당을 유지한다고 발표해 시장의 불안을 잠재웠다. 유럽중앙은행과 영란은행의 권고에 즉시 배당을 80% 줄인 유럽 은행과 대비된다.

대표적인 배당 지급 업종인 담배와 에너지에서도 비슷한 현상이 관찰됐다. 미국이나 유럽 담배회사의 현재 이익은 안정적이다. 미국 회사들은 벌어들이는 돈에 맞게 배당을 늘렸다. 유럽에서는 미래를 대비한다는 이유로 배당금을 깎았다. 미국과 유럽 공히 에너지 회사의 이익은 크게 줄었다. 그럼에도 불구하고 엑손모빌과 셰브론은 배당을 올린 반면, BP와 로열더치셸은 배당을 삭감했다.

[그림11] 은행, 담배, 에너지 기업 배당 비교: 미국 기업의 감소 폭 미미



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

II. 미국의 생산성 우위는 구조적

1. 혁신을 고양하는 사회 체제

기술혁신은 보상체계가 작동하는 곳에서 발생

숨페터에 따르면 독점력을 가진 기업이 혁신에 유리하다. 무역 규모가 지속적으로 증가하고 정보기술이 발달하기 전에는 규모가 큰 기업이 지역과 관계없이 우위에 있었다. 고정비를 감당해야 했던 까닭이다. 유형자산의 중요성이 떨어지면서, 창의적인 결과물에 대한 보상이 확실한 곳에서 혁신이 나타나고 있다. 교통과 통신의 발달에도 불구하고 미국의 성장 산업이 특정한 지역에 몰리고 있는 점이 근거다. 동/서부 연안의 바이오, 서부의 정보기술, 남부의 항공우주 등처럼 세계 전체에서는 미국이 혁신의 중심으로 기능할 전망이다.

미국 제약 시장이 창의력 보상의 증거

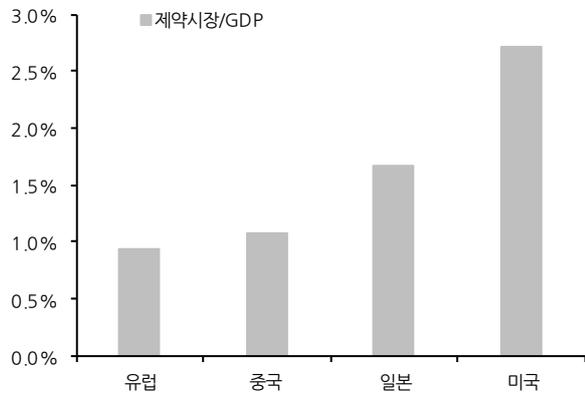
미국은 새로운 상품에 대한 보상이 확실하다. 회사들이 장기적으로 창의성을 발휘할 수 있는 기초가 견고하다. 예를 들어, 신약에 대한 특허 제도가 다른 지역에 비해 견고하다. 유럽과 달리 특허 회피자의 선사용권 개념을 좁게 인정하고 있다. 신약 가격을 결정할 때 개발 회사의 이익 또한 충분히 반영해준다.

세계 제약 시장에서 미국은 5,800억 달러로 40%를 차지한다. 미국과 경제 규모가 비슷한 유럽이 1,800억 달러이다. 중국은 1,500억 달러, 일본은 800억 달러 내외로 알려져 있다. GDP 대비 미국의 제약 시장은 2.7%로 일본의 1.7%, 중국의 1.1%, 유럽의 0.9%에 비해 압도적으로 크다. 신약을 개발하려는 바이오 기업이 미국에 창업해야 유리한 구조이다.

바이오 회사의 설립이 활발한 미국에 M&A 대상 기업과 IPO 건수가 많다. 2019년 M&A 대상이 된 기업 중 31%가 미국에 있었다. 중국이 25%였는데, 의료보험제도가 신약에게 우호적이지 않아 중국의 경영진은 미국으로의 상장 또는 피인수를 노리는 경향이 있다. IPO 비중이 M&A에 비해 월등히 높은 이유다. 전체 바이오 기업 IPO 중 75%가 미국에서 이뤄지고 있다.

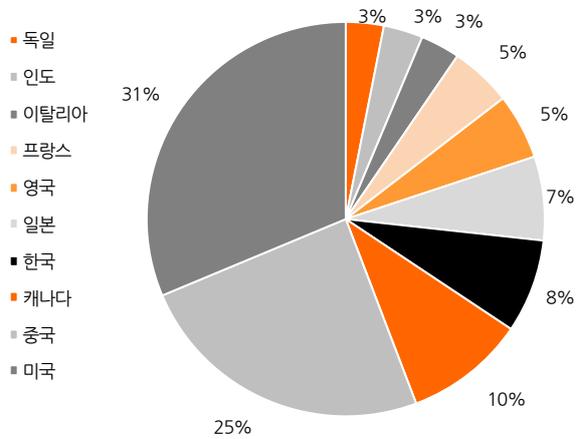
대형 제약사 간의 신약 개발 능력 격차도 벌어지고 있다. 2017년 세계 10대 의약품 중 미국 회사가 개발한 약은 5개였다. 유럽도 5개 있었는데, 둘은 벨기에와 독일, 나머지는 스위스 회사가 출시했다. 2019년 미국의 비중은 70%로 올랐다. 2024년이 되면 미국 제약사는 10개 중 9개의 잘 팔리는 약을 갖게 된다. 미국과 유럽 기업 공히 과거에 개발된 약의 독점권이 끝나 매출에 공백이 생기는 특허 절벽 (Patent Cliff)을 피할 수 없다. 미국 기업은 적극적인 M&A와 연구개발로 신약을 꾸준히 출시하고 있다. 유럽 제약 회사도 잠재 후보를 가지고 있으나 성과로 이어지지 못하고 있다.

[그림12] GDP 대비 제약 시장 규모



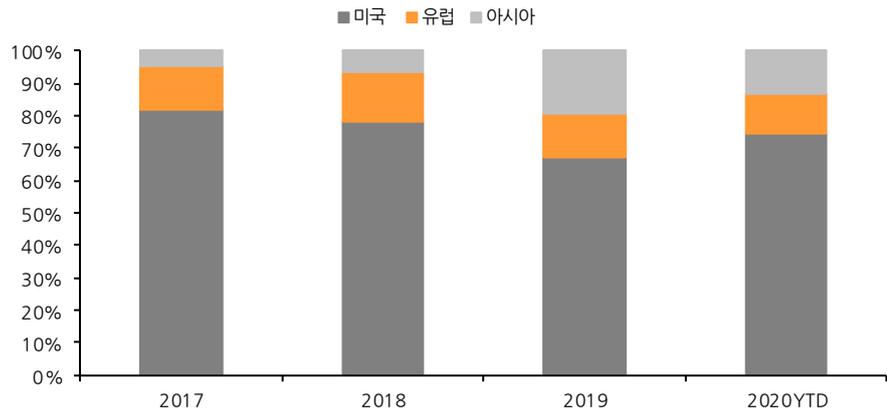
자료: IMS Health, World Bank, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 미국에서 바이오 M&A 가장 활발



자료: Deloitte, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 바이오 IPO 규모



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 세계 10 대 의약품 2019 vs. 2024

순위	2017		2019		2024	
	의약품	국가	의약품	국가	의약품	국가
1	Humira	미국	Humira	미국	Keytruda	미국
2	Enbrel	미국	Keytruda	미국	Humira	미국
3	Eylea	미국	Revlimid	미국	Eliquis	미국
4	Revlimid	미국	Opdivo	일본	Opdivo	일본
5	Rituxan	유럽	Eylea	미국	Imbruvica	미국
6	Remicade	유럽	Eliquis	미국	Ibrance	미국
7	Herceptin	유럽	Enbrel	미국	Revlimid	미국
8	Eliquis	미국	Avastin	유럽	Stelara	미국
9	Avastin	유럽	Stelara	미국	Eylea	미국
10	Xarelto	유럽	Rituxan	유럽	Blktarvy	미국
미국비중	50%		70%		90%	

자료: EvaluatePharma, 한화투자증권 리서치센터

2. 강건한 인적/물적 자본

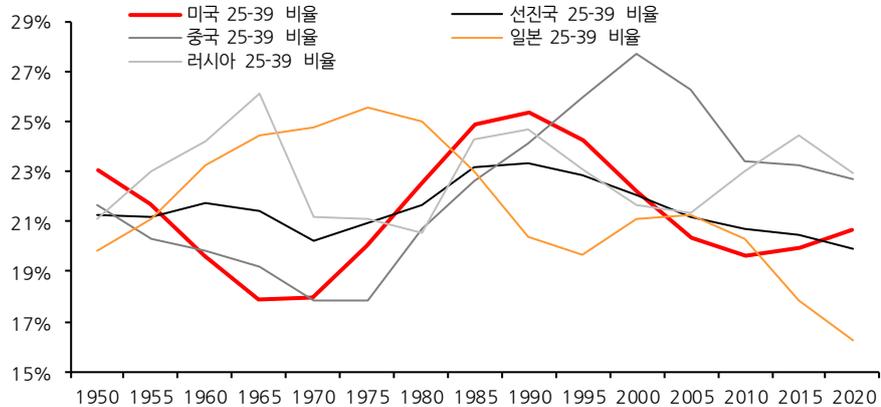
미국의 인구 구조는 강대국 중 최고

미국의 잠재적인 경쟁국인 중국, 러시아, 일본, 유럽의 인구 구조는 2040년까지 악화된다. 미국도 생산가능인구 비율이 하락하나 상대적으로 양호하다. 평균 연령이 낮고, 이민자가 유입되고 있다. 미국의 Y세대는 1981년 - 1996년까지 출생한 사람으로 정의된다. 1946년 - 1964년에 태어난 베이비부머 세대의 자녀에 해당된다. 24 - 39세까지로 향후 20년간 생산성이 향상될 전망이다.

2024년에 가장 나이가 어린 베이비부머가 은퇴한다. Y세대는 이전의 X세대에 비해 10% 많기 때문에 2025년부터 2030년까지 평균 연령을 낮추는 효과가 있다. 미국은 러시아를 제외한 주요 국가에 비해 평균 연령이 낮다. 미국은 39세, 일본은 49세, 독일은 47세, 프랑스는 42세 그리고 중국은 40세이다. 2030년이 되면 미국은 38세로 하락하는 반면, 다른 나라는 2 - 4세 가량 상승할 것으로 예상된다.

미국은 선진국에 비해 도시화가 더디게 진행됐다. 여성의 사회 참여와 집 크기의 축소가 늦어지면서 출산율이 유지됐다. 미국의 30대가 일본이나 독일의 50대에 비해 아이를 더 많이 양육할 가능성이 높다. 20 - 24세까지를 포함시켜도 미국의 젊은 인구 비율은 지난 10년간 상승했다.

[그림15] 인구 중 25-39 세 (Y 세대) 비율이 올라가는 유일한 국가는 미국



자료: UN, 한화투자증권 리서치센터

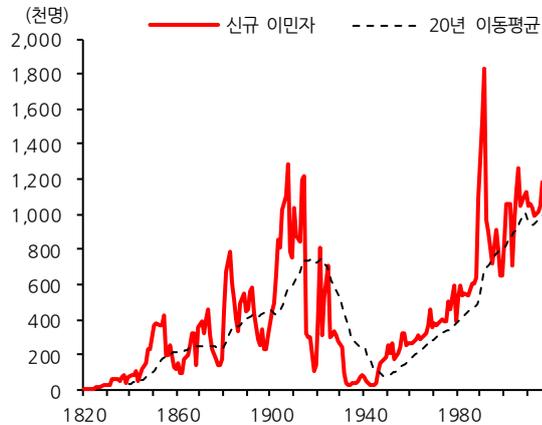
이민자 늘고...

지난 5년간 연평균 109만명의 이민자가 미국에 유입됐다. 집권당의 성향 (2001년 - 2009년 공화당, 2009년 - 2017년 민주당, 2017년 이후 공화당)과 무관하게 지난 20년간 미국으로 이주하는 외국인인 증가하고 있다. 이민자에 적대적이라고 알려진 트럼프 대통령 재임기간에도 추세가 유지되고 있다. 2020년 1분기에 256,488명이 옮겨왔다. 1989년 동구권 붕괴 이후 일시적으로 급증했던 시기를 제외하면 이민자 수는 역사적으로 가장 많다. 인구 대비 누적이민자 비율은 13.7%로 1890년 - 1910년 평균 14.4% 이후 최고치다. 1990년에 7.9%, 2000년에 11.1%, 2010년에 12.9%를 기록한 이후 지속적으로 상승하고 있다.

…수준도 높아

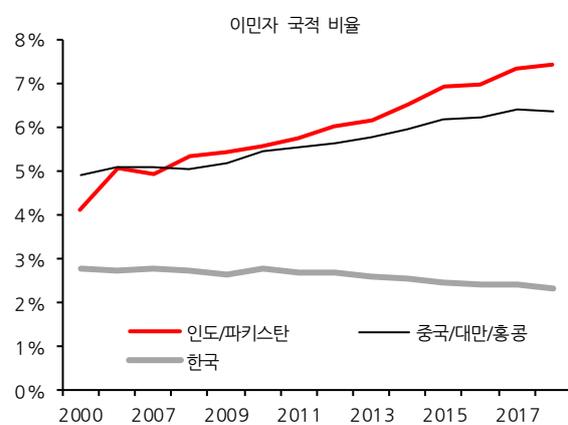
미국에서 태어난 국민의 대학 졸업자 비율은 32.8%다. 전체 이민자 중 학사 학위 소지자는 32%로 미국 태생과 유사하나 최근 5년 수치는 급격하게 향상됐다. 미국으로 건너온 사람 중에서 대학을 나온 사람의 비율이 47.5%까지 올랐다. 인도 이민자의 87.6%가 대학 졸업장을 갖고 미국으로 넘어온다. 중국/대만/홍콩은 68.4%, 한국은 73.2%다. 성공을 찾아 똑똑한 인도 및 중국계 젊은이들이 미국으로 몰려들고 있다. 마이크로소프트, 구글, 어도비, IBM의 CEO는 인도 출신이다. 수많은 인도의 공학도가 실리콘밸리 및 월스트리트에서 일하고 있다. 미국에 신규 상장되는 바이오 기업 10곳 중 1곳의 창업자가 중국계로 파악된다.

[그림16] 이민자는 지속적으로 유입되며…



자료: US Homeland & Security, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] …고학력 이민자 증가



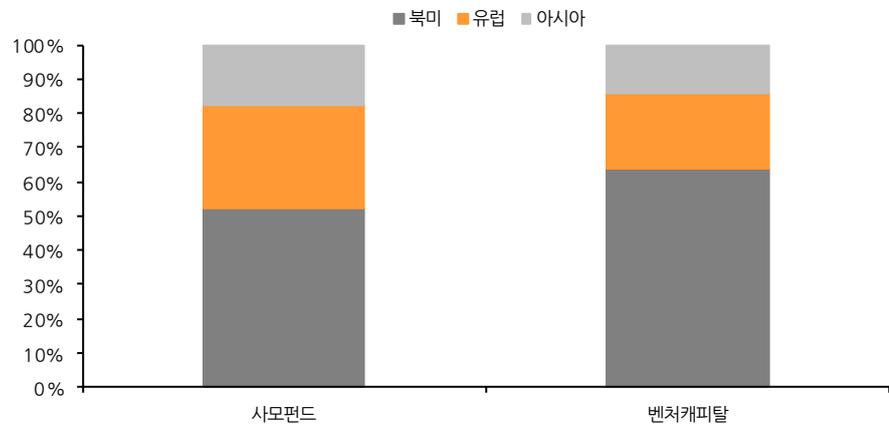
자료: US Homeland & Security, 한화투자증권 리서치센터

신규 사업을 위한
자본 풍부

근대적 대기업이 미국에 형성될 때 투자은행이 자금 조달 창구였다. 은행으로부터 대출을 받아 투자하기 어려웠다. 방대한 장기시설자금을 감당할 만큼 미국의 상업은행이 발전하지 못했었다. 미국에는 중앙은행이 없어 민간은행이 부실에 대한 모든 부담을 떠안았다. 18세기에 중앙은행 제도를 도입한 유럽과 달리, 미국은 1907년 금융위기를 겪은 후에야 연방준비제도가 설립됐다. 회사의 신용으로 사채를 발행하거나, 성장의 과실을 공유하는 증자가 활발할 수 밖에 없었다.

주식과 채권 인수를 통한 개별 기업에 대한 투자는 사모펀드(PEF), 벤처캐피탈(VC)에서 미국이 주도권을 잡는 토양이 됐다. 미국의 사모펀드 투자 규모는 유럽의 두 배이고, 벤처캐피탈은 세 배이다. 혁신을 추구하는 창의적 기업가에게 필요한 인력과 자본을 미국이 가장 경쟁력 있게 제공한다.

[그림18] 지역별 사모펀드, 벤처캐피탈 비중



자료: Bain Capital, KPMG, 한화투자증권 리서치센터

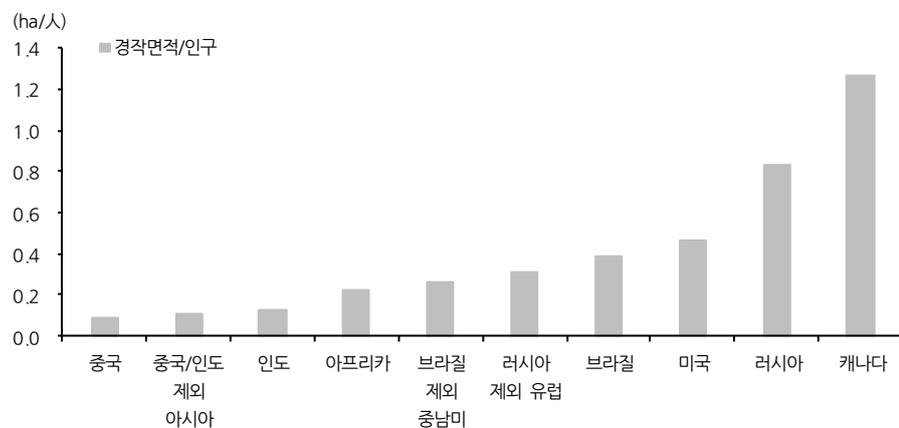
3. 자급자족과 안보 우위

북미 식량 사정 양호

2차 세계 대전 이후의 이념 대결에서 승리하기 위해 미국은 동맹국에게 식량과 에너지의 안전한 공급을 보장했다. 주요 분쟁 항로를 보호했다. 공산권과 대립하는 지역에 군사 지원도 아끼지 않았다. 셰일가스가 발견되고 기술이 발전하며 미국은 세계의 경찰 노릇에서 발을 빼고 있다. 해외 주둔 미국 군인 수는 2009년 40만명 수준에서 지속적으로 줄었다. 민주당/공화당 정부 모두 감축하고 있다. 미국 국민에게 필요한 대부분의 자원을 아메리카 대륙에서 해결한다는 자신감의 발로다.

캐나다의 인구 대비 경작 면적은 1.3헥타르(ha)로 일정 규모 이상의 국가 중에 가장 크다. 미국은 0.5헥타르로 북미 대륙 평균은 0.6헥타르이다. 러시아가 0.8헥타르로 두번째로 높다. 항해 안전이 보장되지 않는 사태가 발생했을 때, 상대적으로 좁은 인구당 경작 면적을 가진 유럽과 아시아에 식량을 공급하는 역할을 할 수 있다. 아시아는 대략 0.1헥타르 수준으로 아프리카의 절반에 불과하다. 미국은 수입없이 식량 자급자족이 가능하다. 필요하다면 캐나다와 브라질에서 도입해도 된다. 대양을 항해할 필요 없이 해안을 따라 운송하면 된다.

[그림19] 인구 대비 경작 농지 면적



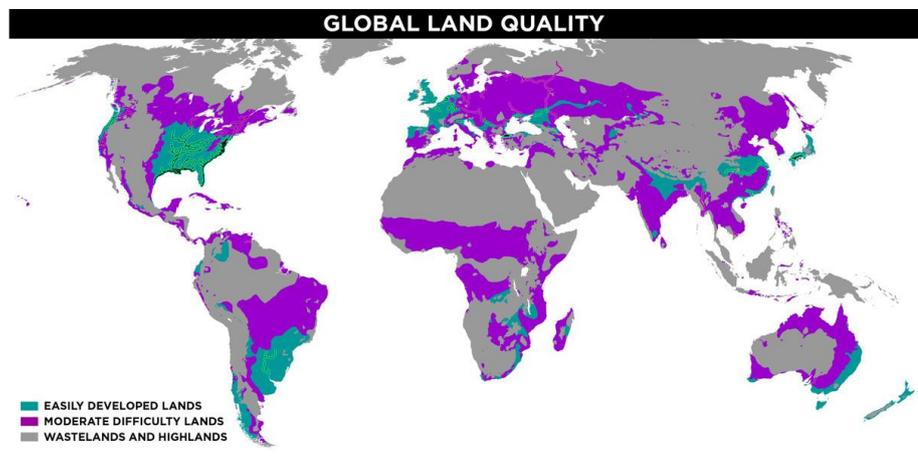
자료: History Database of the Global Environment, UN, 한화투자증권 리서치센터

경작 면적 넓고 토지의 질도 양호

미국의 땅은 넓고 질이 좋다. 고도가 1,500m가 넘는 높은 지역은 하천 운송에서 배제된다. 철도도 활용되기 어렵다. 토지의 각도가 0.25도 증가할 때마다 운반할 수 있는 화물의 무게가 반으로 줄어든다는 연구 결과도 있다. 산으로 둘러싸인 곳은 사회기반시설 (Infrastructure)을 건설해도 다른 지역과 공유하기 어렵다. 열대 지방은 덥고 질병이 많아 개발이 어렵다. 추우면 식량이 충분하지 못하다.

지난 500년간의 사회 발전은 따듯하고 열과 물에 대한 접근성이 좋은 온대기후에서 이뤄졌다. 미국의 중서부 대평원은 온대 기후대에 분포하는 가장 넓은 토지이다. 풍부한 인적/물적 자원과 맞물리면서 드넓은 대지는 미국의 번영에 이바지했다. 인구가 늘어도 미국은 감당할 수 있다.

[그림20] 토지 개발 용이성 비교



자료: Accidental Super Power, 한화투자증권 리서치센터

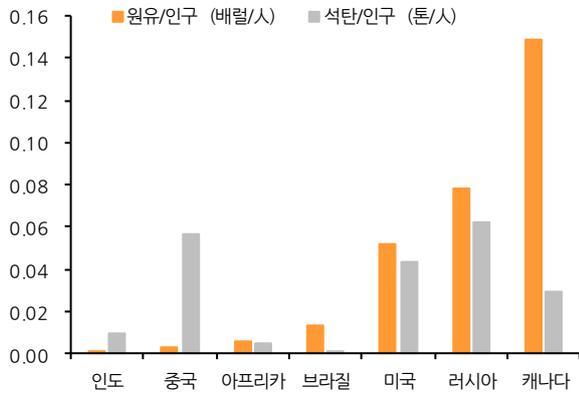
북미 에너지 풍부

기술이 발전해 경제성을 확보하면서 미국의 셰일가스는 에너지 시장의 역학 관계를 바꿔 놨다. 개발에 필요한 조건 (자본, 인력, 제도, 유통)을 갖추지 못한 미국외 지역에서 본격적인 셰일가스 생산을 기대하기 어렵다.

셰일가스 사업을 시작하기 위해서는 막대한 자본이 필요하다. 유가가 떨어져 투자 매력이 낮아졌다. 既투입된 미국 셰일 사업의 순현재가치가 陽(+)으로 전환되기 전에는 자금 유입이 용이하지 않을 것이다. 미국에는 관련된 인력이 많다. 에너지 교육 체계가 미국에 잘 갖춰져 있다. 셰일가스를 채굴하기 위해 필요한 토지주의 동의를 받기에도 미국이 유리하다. 미국의 땅 주인은 개발 이익을 공유하는 제도의 수혜를 받는다. 많은 국가에서 지하 자원의 권리가 국가에 귀속되는 점과 대비된다. 천연가스를 채굴해 운반, 유통, 수출할 수 있는 토대를 미국은 갖고 있다.

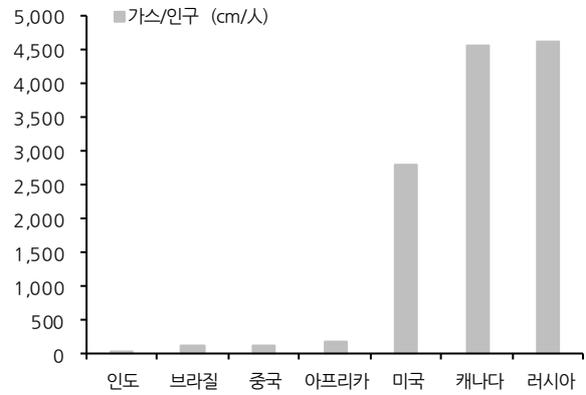
국민의 에너지 수요를 스스로 충족할 수 있는 나라는 미국, 캐나다, 러시아다. 캐나다와 미국은 북미 대륙의 에너지를 공유할 수 있다. 국제 정세가 불안해지면 러시아는 국경을 맞대고 있는 유라시아의 국가들에 필요한 에너지를 감당해야 한다. 그 과정에서 러시아와 중국/유럽의 국력이 비슷해 마찰은 불가피하다. 에너지 자급자족이 가능한 국가는 미국이 거의 유일하다.

[그림21] 인구 대비 원유/석탄 생산량



자료: BP, UN, 한화투자증권 리서치센터

[그림22] 인구 대비 천연가스 생산량



자료: BP, UN, 한화투자증권 리서치센터

대양은 외침의 방패

1812년의 영국과의 전쟁 이후, 미국 본토는 외국 군대의 침입에 노출되지 않았다. 영국은 식민지 캐나다에 기지를 두고 해군 전력을 이용해 미국을 위기로 몰아넣었다. 공군과 해군력이 압도적이고 캐나다가 독립한 상황에서 미국이 우려해야 하는 위협은 아니다. 멕시코 전쟁, 남북 전쟁은 아메리카 대륙에서의 문제였다. 일본은 하와이 공습에 그쳤고, 혹독한 보복을 받았다. 대서양과 태평양이라는 해자를 둔 미국의 국토 방어 능력은 우월하다.

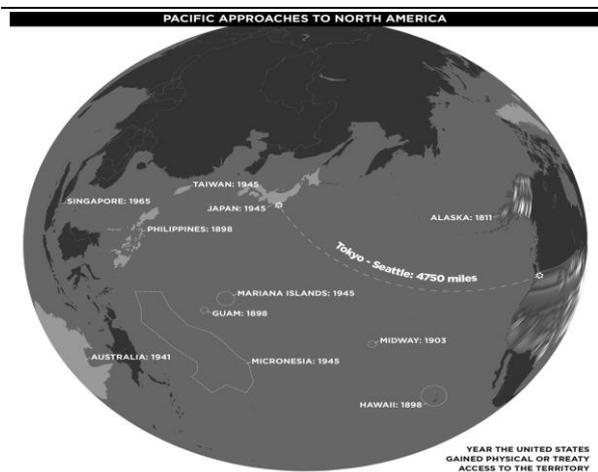
미국의 국방비는 7,300억 달러로 2위 중국의 3배 내외다. 인구당 국방비로는 중국의 10배가 넘는다. 중국이 항공모함을 2013년에 최초로 도입한 반면, 미국은 11개의 항공모함 전단을 운용 중이다. 건조에 들어가는 비용, 함재기 활용 방법 습득 시간 등을 고려하면 예상할 수 있는 미래에 중국 해군이 미국 해안에 도달할 확률은 미미하다. 러시아는 중형급 항공모함 1척 보유에 그치고 있다. 미국 정부가 비대칭전력이나 테러 방지에 전력을 다하고 있는 사정이 여기에 있다.

[그림23] 대서양을 통해서도 5,120km...



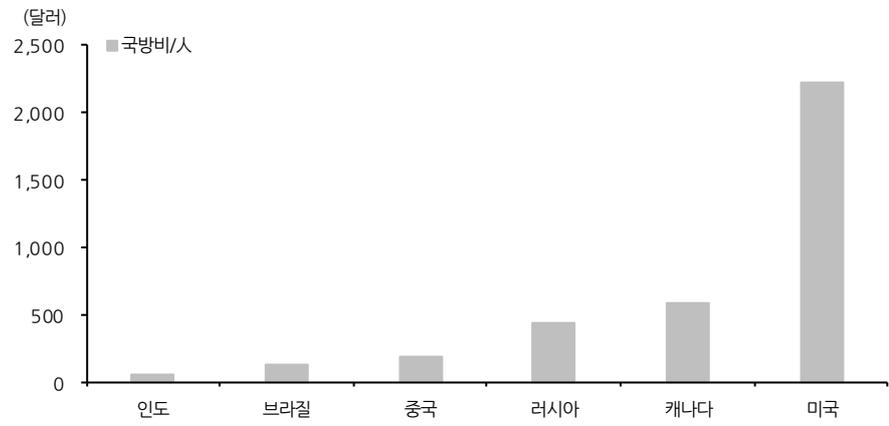
자료: Accidental Super Power, 한화투자증권 리서치센터

[그림24] ... 태평양을 통해서도 7,650km 비행/항해 필요



자료: Accidental Super Power, 한화투자증권 리서치센터

[그림25] 인구 대비 국방비



자료: Global Fire Power, 한화투자증권 리서치센터

4. 기축통화와 가계 건전성

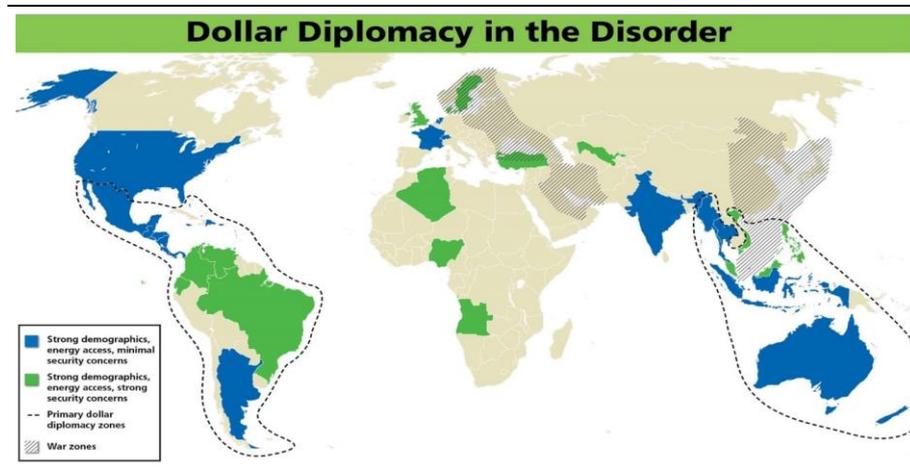
안정된 지역의
달러 주도권

브레튼우즈 이후 달러는 기축통화의 위치를 차지했다. 드골이 금을 모아 달러의 기축통화 지위를 무너뜨리려 했다. 닉슨은 금태환을 중지해서 대응했다. 금본위제로 돌아가기는커녕, 달러는 위기 때 가치가 치솟는 안전 자산의 위치를 더욱 확고히 했다. 달러의 지위는 당분간 유지될 가능성이 높다. 많은 국가들은 미국의 에너지와 식량을 수입하기 위해서 달러가 필요하다. 미국의 가계 지출 규모는 세계의 30%다. 농칠 수 없는 미국 시장에서 받는 돈은 달러다.

중남미 대륙은 달러로 확고하게 묶여 있다. 식량과 에너지를 내부적으로 조달하기에 충분한 캐나다는 인구, 경제, 국방력 등의 총체적 국력이 부족해 기축통화국이 되기 어렵다. 유럽연합의 국력은 미국과 견줄만 하나, 국가 연합체라는 측면이 발목을 잡는다. 영국 파운드, 스위스 프랑을 통해 구매할 수 있는 물건은 제한적이다. 일본은 대외자산이 많고 제조업 기반은 탄탄하지만, 식량과 에너지 보급을 미국에 의존하고 있다. 미국은 캐나다, 유럽연합, 영국, 스위스, 일본과 무제한 통화스와프까지 맺어 둔 상태다.

러시아는 식량과 에너지를 외부에서 도입할 이유가 없고, 인구도 1.5억명에 육박하는 대국이다. 소련이 미국과 경쟁할 수 있었던 근거다. 중국은 석탄을 제외한 에너지 외부 의존도가 높다. 두 국가는 국경을 맞대고 있어 서로를 견제하기 위해 일정한 자원을 소모해야 한다. 위안과 루블이 달러와 경쟁하기 어렵다.

[그림26] 식량과 에너지 상황에 따른 지역별 안정성과 달러 영향권

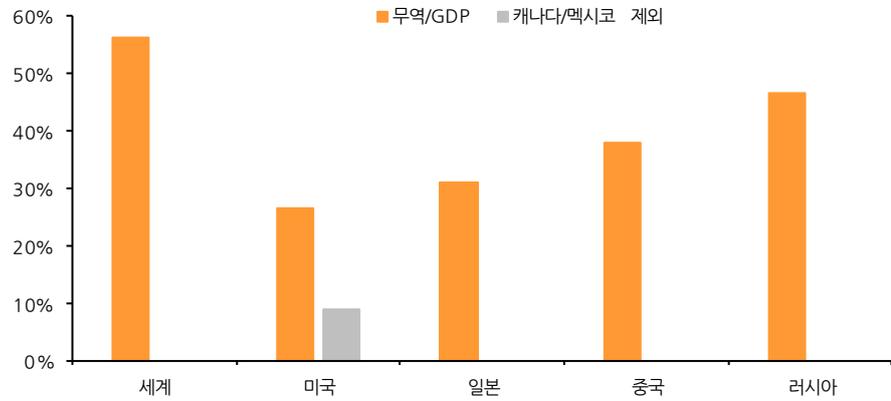


자료: Absent Super Power, 한화투자증권 리서치센터

미국은 무역 없이도
생존 가능하고
금융 유연성도 높아

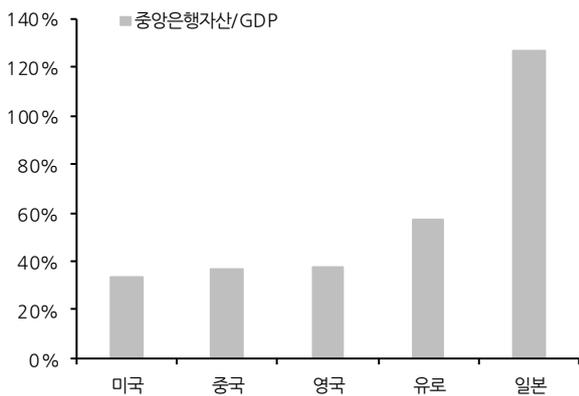
미국은 무역에 의존하지 않는다. 경쟁국에 비해 낮은 무역의존도는 캐나다와 멕시코를 제외하면 더 내려간다. 경제 규모 대비 중앙은행의 발권력도 충분하다. GDP 대비 중앙은행 자산은 미국이 33%, 중국이 36%, 영국이 37%, ECB가 58%, 일본이 127% 이다. 최후의 대부자가 여력이 있어 정부와 기업의 과잉이 일정 부분 용인된다. 가계는 다른 데, 미국 가계 건전성은 지난 20년간 최고다. 위기에 저축을 털어 생활하지 않고 돈을 모았다. 가처분 소득 대비 가계부채비율도 낮다.

[그림27] 국가별 무역의존도



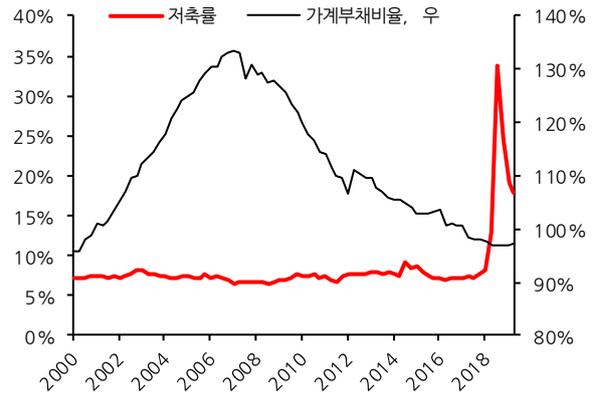
자료: World Bank, 한화투자증권 리서치센터

[그림28] GDP 대비 중앙은행 자산



자료: FED, ECB, BOE, BOJ, PBOC, World Bank, 한화투자증권 리서치센터

[그림29] 위기를 겪으며 개선된 미국의 가계 건전성



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

III. 압도적 현금 창출력이 주주에 귀속

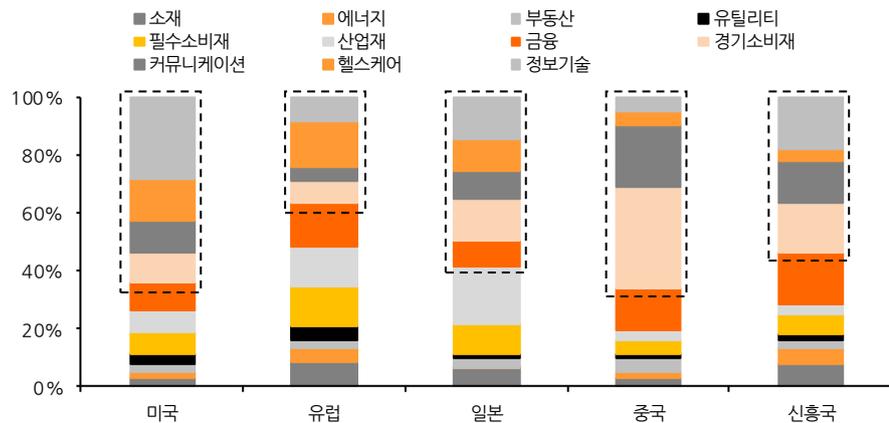
1. 양질의 이익을 내...

업종 구성 양호

미국 주식 시장의 이익은 안정적으로 늘어날 수 있다. 정보기술/헬스케어/커뮤니케이션/경기소비재의 비중이 미국은 64%로 일본의 50%, 유럽의 37%에 비해 높다. 네 업종은 기업의 편출입이 용이하고 혁신과 창의성이 제품과 서비스에 반영되기 쉽다. 활력이 살아있어, 주가에 가장 중요한 요소인 성장성이 지속되는 산업군이다. 중국과 신흥국도 위에서 언급한 업종 비중이 높다. 미국에 비해 경기소비재와 커뮤니케이션의 비율이 크고, 헬스케어가 작다.

미국의 2019-2022년 연평균 순이익 증가율은 5.5%로 다른 지역에 비해 견조할 전망이다. 유럽은 3.7%, 일본은 4.1%, 중국은 8.5%로 예상된다. 경기에 민감한 산업재, 소재, 금융의 비중이 높은 유럽과 일본에 비해 미국의 실적 변동성이 낮다는 장점이 있다. 경기소비재를 제외하면 지난 2분기 동안 세 업종의 손익은 유지됐다.

[그림30] 미국의 성장주 비중 高



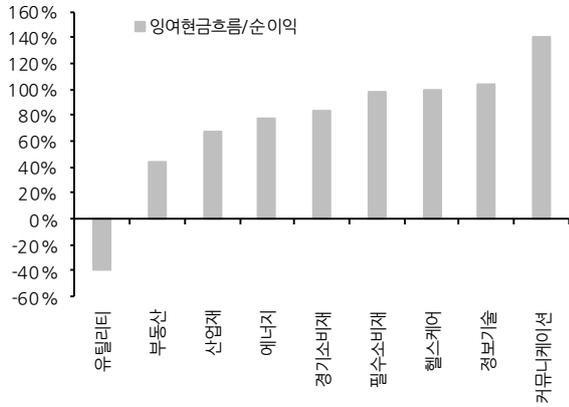
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

이익의 현금 전환 탁월

미국 기업은 손익계산서 상의 순이익이 잉여현금흐름으로 전환되는 비율이 높다. 커뮤니케이션이 140%로 가장 높다. 투자에 비해 감가상각비가 큰 통신업체가 포함됐기 때문이다. 자본적지출(Capex)이 커 경기에 민감하다고 알려진 정보기술의 순이익 대비 잉여현금흐름이 높은 점이 흥미롭다. 생산보다는 설계 및 기술 판매를 통해 매출이 발생하는 기업이 많아 가능했다고 판단된다.

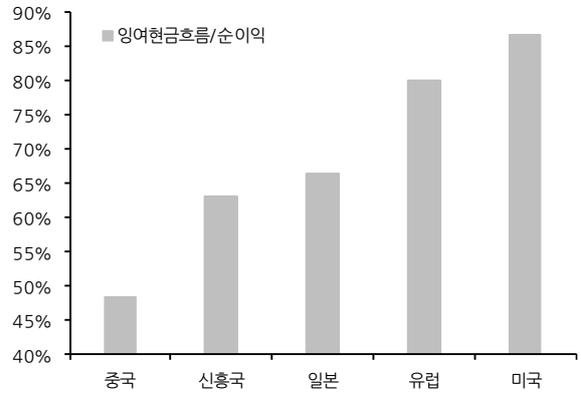
이익 증가율이 높았던 중국의 잉여현금전환율이 48%로 낮다. GDP 규모가 세계 2위이지만 성장을 위한 투자가 여전히 필요하다는 뜻이다. 신흥국의 낮은 잉여현금흐름/순이익 비율도 같은 연유다. 일본은 유럽과 비슷한 산업재, 필수소비재의 비중을 갖고 있음에도 신흥국 수준의 잉여현금전환율을 보였다. 같은 업종에서 더 많은 투자가 필요한 사업 구조를 갖고 있어 상대적인 투자 매력이 떨어질 수 밖에 없다.

[그림31] 미국 업종별 잉여현금흐름/순이익



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림32] 지역별 잉여현금흐름/순이익



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

2. ...주주에게 배분

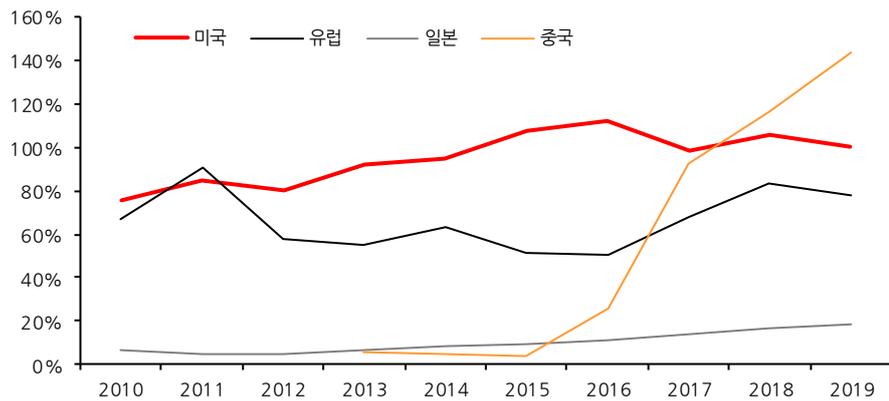
높고 안정적인
주주환원비율

경영진은 회사가 돈을 벌어 어디에 배분하는지 결정해야 한다. 성장을 위한 투자가 중요한 시기에는 내부에 유보하는 결정이 합리적이다. 아마존은 배당을 한 적이 없으나, 지난 10년간 순이익을 연평균 30% 늘리면서 주주에게 보답했다. 기업의 이익 증가율 기대치가 명목 GDP 성장률과 유사하다면 감가상각비 내외의 투자가 합리적이다. 선진 지역 기업의 현금흐름이 양호할 수 밖에 없다.

미국 기업은 필수적인 지출 후에 남아있는 돈을 대부분 주주에게 돌려준다. 2010 - 2019년 평균 주주환원비율은 95%로 높다. 유럽은 66%, 일본은 10%이다. 2010 - 2012년에도 미국 회사들은 주주에게 순이익의 80% 내외를 지급했다. 2008 - 2009년 금융 위기 직후이자 국가신용등급이 강등됐던 기간이다. 같은 시기에 국가 부채 위기가 유럽을 덮쳤다. 유럽의 경영진은 2011년에 90%였던 주주환원비율을 평균 57%로 낮춰 2017년까지 유지했다. 일본의 주주환원비율은 상승 추세이지만 절대 수치가 낮다. 주주 중심주의가 정착되기에는 요원해 보인다.

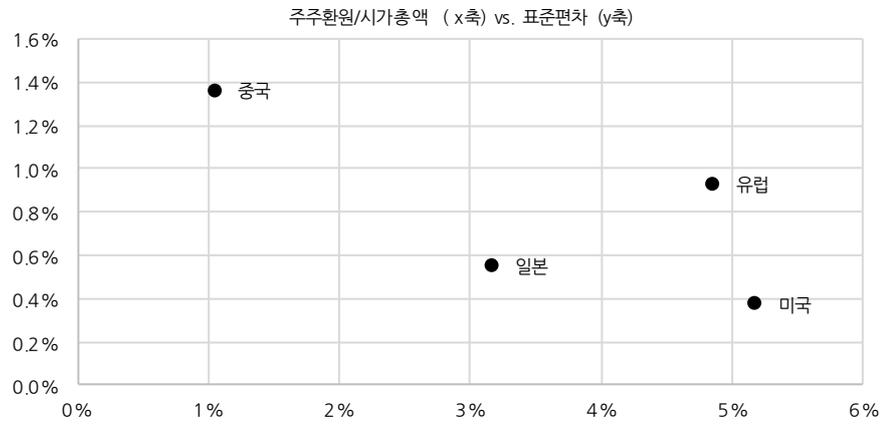
미국의 시가총액 대비 총주주환원수익률이 최고다. 지난 1년간 상대주가가 강했다는 점까지 고려하면 주주에 대한 대우가 인상적이다. 배당 및 자사주 매입을 통해 주주에게 돌려주는 돈의 수익률이 좋을 뿐만 아니라, 변동성도 가장 낮다. 위험조정수익률이 우수하다. 미국 평균은 5.2%, 표준편차는 0.4%로 유럽의 4.8%/0.9%, 일본의 3.2%/0.6%에 비해 월등하다.

[그림33] 지역별 주주환원비율 #1: 미국이 높고...



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림34] 지역별 주주환원비율 #2: ... 안정성도 뛰어나다



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

IV. 미국 지수별 ETF

1. 다우존스 30 - DIA
2. 나스닥 100- QQQ
3. S&P 500 - IVV/VOO



SPDR Dow Jones Industrial Average (DIA)

다우존스 30 추종 ETF

▶ Analyst 한상희 sanghi.han@hanwha.com 3772-7695

Not Rated

현재 주가(9/28)	USD 275.9
운용사	State Street Global Advisors
운용 개시일	1998년 1월 14일
운용 규모	2,307억 달러
일간 평균 거래대금	8억 달러
분배금 수익률	2.2%
운용 보수	0.16%
벤치마크	다우존스 30
추적오차	0.13%
PER	25.3x
PBR	4.0x

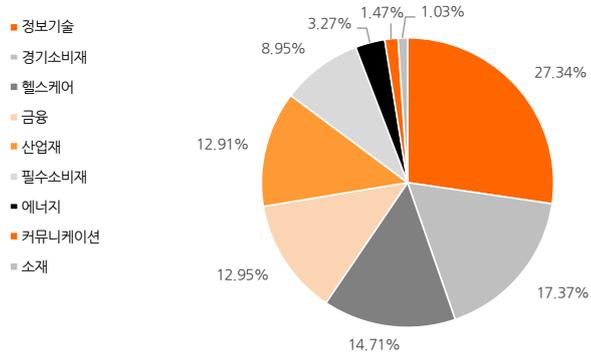
주가수익률	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-5.51	+2.33	+43.76	-0.66
상대수익률(다우존스)	-5.46	+2.32	+43.95	-0.69

Top 10 종목	비율
Apple Inc.	11.21%
UnitedHealth Group Incorporated	7.81%
Home Depot, Inc.	6.85%
Microsoft Corporation	5.57%
Goldman Sachs Group, Inc.	5.13%
McDonald's Corporation	5.00%
Visa Inc. Class A	4.91%
Boeing Company	4.17%
3M Company	3.87%
Johnson & Johnson	3.79%
Top 10 종목 비율	58.3%

주가 추이

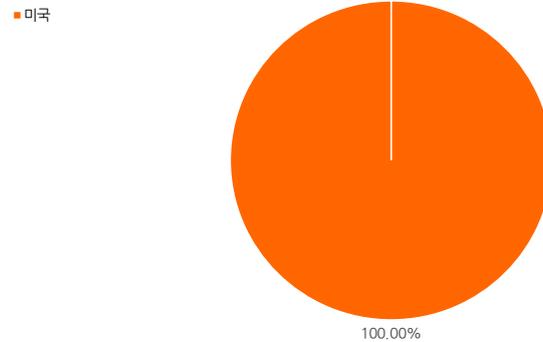


업종 비중



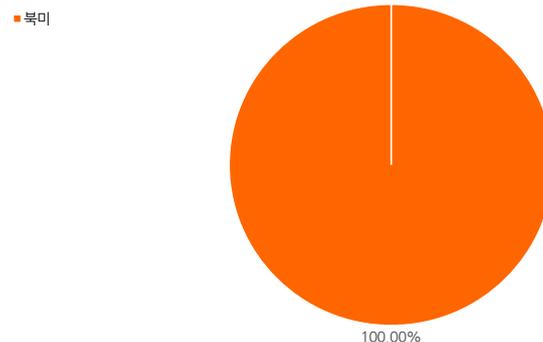
자료: State Street Global Advisors

국가 비중



자료: State Street Global Advisors

지역 비중



자료: State Street Global Advisors



Invesco QQQ Trust (QQQ)

나스닥 100 추종 ETF

▶Analyst 한상희 sanghi.han@hanwha.com 3772-7695

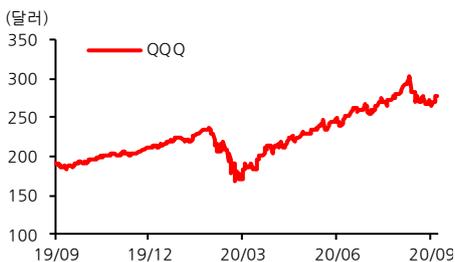
Not Rated

현재 주가(9/28)	USD 277.2
운용사	Invesco
운용 개시일	1999년 3월 10일
운용 규모	1,335억 달러
일간 평균 거래대금	117억 달러
분배금 수익률	0.61%
운용 보수	0.20%
벤치마크	나스닥 100
추적오차	0.26%
PER	37.7x
PBR	8.2x

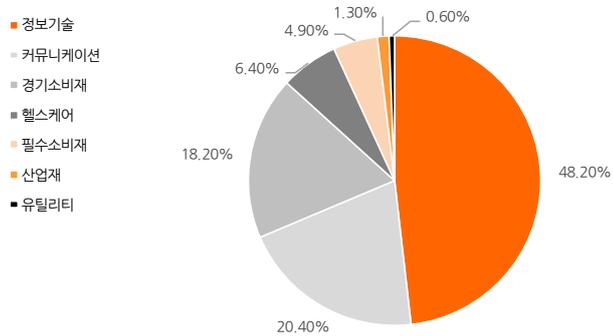
주가수익률	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-6.86	6.16	54.97	+38.67
상대수익률(나스닥 100)	-6.82	6.11	54.61	+38.56

Top 10 종목	비율
Apple Inc.	13.22%
Microsoft Corporation	11.50%
Amazon.com, Inc.	10.87%
Alphabet Inc. Class A	7.04%
Facebook, Inc. Class A	4.24%
Tesla Inc.	2.46%
NVIDIA Corporation	2.42%
PayPal Holdings Inc.	2.07%
Netflix, Inc.	1.96%
Adobe Inc.	1.93%
Top 10 종목 비율	57.71%

주가 추이

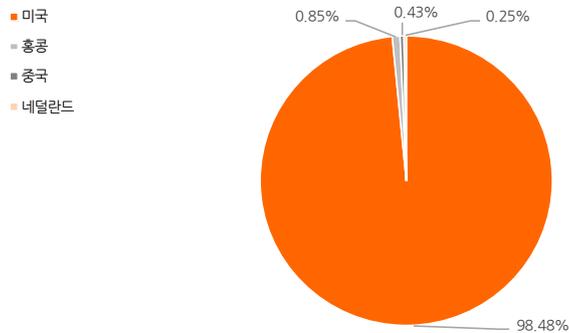


업종 비중



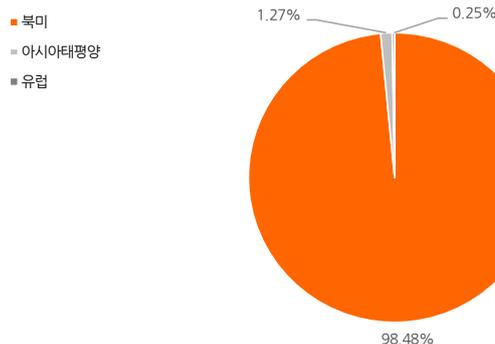
자료: Invesco

국가 비중



자료: Invesco

지역 비중



자료: Invesco



iShares Core S&P500 ETF (IVV)

S&P 500 추종 ETF

▶Analyst 한상희 sanghi.han@hanwha.com 3772-7695

Not Rated

현재 추가(9/28)	USD 335.36
운용사	Blackrock
운용 개시일	2000년 5월 15일
운용 규모	2,142억 달러
일간 평균 거래대금	11억 달러
분배금 수익률	1.85%
운용 보수	0.03%
벤치마크	S&P 500
추적오차	2.49%
PER	31.8x
PBR	3.8x

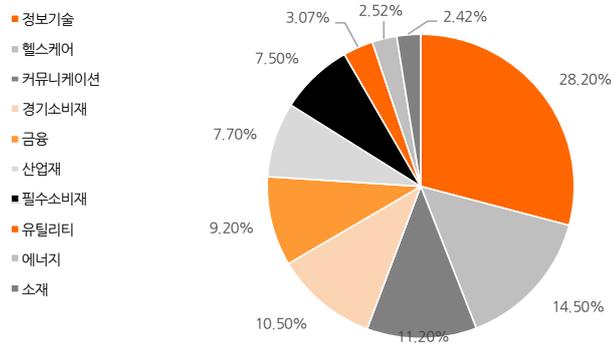
추가수익률	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-5.98	3.37	44.11	7.42
상대수익률(S&P500)	-5.66	3.37	44.67	8.19

Top 10 종목	비율
Apple Inc.	6.52%
Microsoft Corporation	6.03%
Amazon.com, Inc.	4.78%
Alphabet Inc. Class A	3.22%
Facebook, Inc. Class A	2.22%
Johnson & Johnson	1.43%
Berkshire Hathaway Inc. Class B	1.42%
Procter & Gamble Company	1.19%
Visa Inc. Class A	1.18%
JPMorgan Chase & Co.	1.07%
Top 10 종목 비율	29.06%

주가 추이

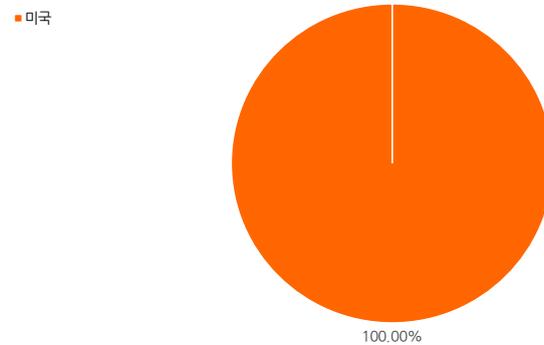


업종 비중



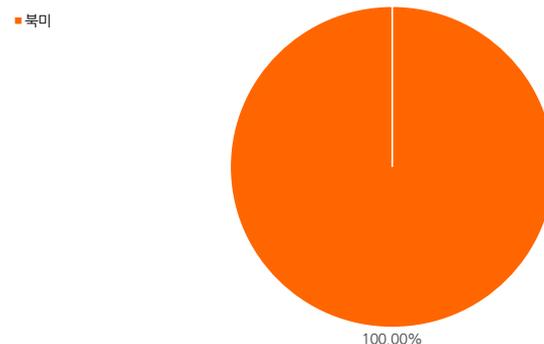
자료: Blackrock

국가 비중



자료: Blackrock

지역 비중



자료: Blackrock



Vanguard S&P 500 ETF (VOO)

S&P 500 추종 ETF

▶ Analyst 한상희 sanghi.han@hanwha.com 3772-7695

Not Rated

현재 추가(9/28)	USD 308.36
운용사	Vanguard
운용 개시일	2010년 9월 7일
운용 규모	1,608억 달러
일간 평균 거래대금	10억 달러
분배금 수익률	1.77%
운용 보수	0.03%
벤치마크	S&P 500
추적오차	0.05%
PER	31.8x
PBR	3.8x

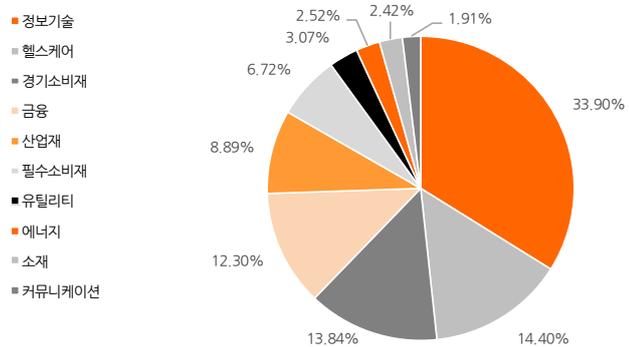
추가수익률	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-5.53	3.30	45.73	8.15
상대수익률(S&P500)	-5.66	3.37	44.67	8.19

Top 10 종목	비율
Apple Inc.	6.52%
Microsoft Corporation	6.03%
Amazon.com, Inc.	4.79%
Alphabet Inc. Class A	3.22%
Facebook, Inc. Class A	2.23%
Johnson & Johnson	1.43%
Berkshire Hathaway Inc. Class B	1.42%
Procter & Gamble Company	1.19%
Visa Inc. Class A	1.17%
JPMorgan Chase & Co.	1.06%
Top 10 종목 비율	29.06%

주가 추이

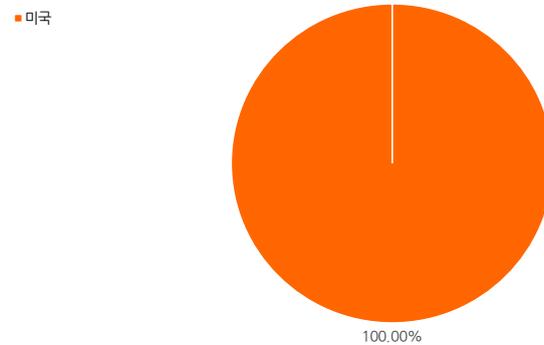


업종 비중



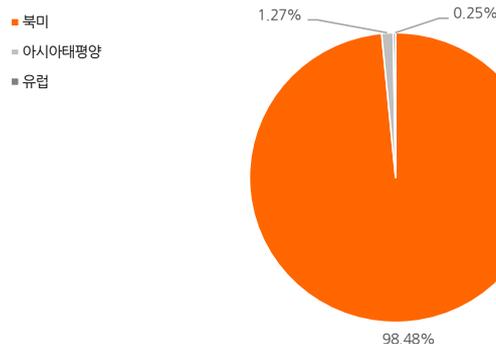
자료: State Street Global Advisors

국가 비중



자료: State Street Global Advisors

지역 비중



자료: State Street Global Advisors

[Compliance Notice]

(공표일: 2020년 09월 29일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (한상회)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

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.

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자이전 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자이견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2020년 06월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.5%	6.5%	0.0%	100.0%