

2023년 8월 30일  
해외 주식

## 미국 주식

### 이코노미스트 vs. 애널리스트

코로나 이후 경제가 급격하게 개선되고 난 뒤, 경제학자들은 2022년 하반기부터 미국의 경기 침체 가능성을 꾸준히 경고해왔습니다. 놀랍게도, 2023년이 벌써 2/3나 지났는데 경제는 여전히 강합니다. 컨센서스에 따르면 2023년 미국의 GDP 성장률은 2022년 12월 0.3%에서 1.5%까지 확대됐습니다. 이코노미스트들은 아직 포기하지 않았습니다. 2024년 미국의 국내총생산 증가율 예상치는 같은 기간 1.3%에서 0.6%로 내려왔습니다. 2분기 실적과 3분기 가이던스를 확인한 애널리스트들은 더 이상 견디지 못했습니다. 매크로 지표와 같이 하향되던 EPS가 상향되기 시작했습니다. 미지근한 경기 둔화가 긴축을 완화시키고 실적은 버티게 해 줄 가능성이 높아졌습니다. 9월 13일 물가 지표와 9월 20일 FOMC까지 변동성이 커지면서 조정이 나온다면 상반기 주도 업종 매수를 두려워하지 말아야 합니다.

▶ 해외주식 한상희, CFA  
sanghi.han@hanwha.com  
3772-7695

#### EPS와 GDP 중에서 주기를 더 잘 설명하는 것은 EPS

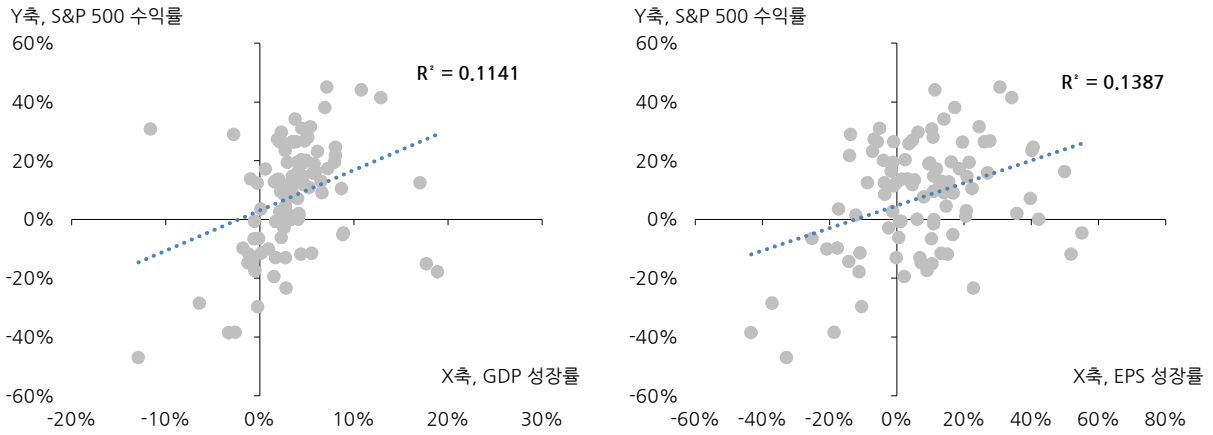
미국의 경기와 기업들의 실적 모두 주가 수익률과 밀접한 연관성을 갖는다. 둘 중에 상대적으로 상관계수가 높은 쪽은 EPS 증가율이다 (그림 1). 올해 상반기 주식 시장의 성과가 좋았던 이유는 AI와 기타 테마 때문이 아니었다. 연초부터 이코노미스트와 애널리스트가 동시에 주장했던 2024년 GDP 및 EPS 증가율의 확대가 원인이었다. 작년 말에는 2024년 GDP 성장률은 2023년 예상치 대비 4배였고, EPS 증가율은 2배였다. 1) 2022년에 주가는 많이 빠졌는데, 2) 긴축은 2023년에 끝날 것이고, 3) 경제 및 기업 영업 성과가 좋아진다니 투자자들이 주식을 산 것이다.

평소와 다르게 위기 이후에는 실적 또는 경제 지표가 좋아지기를 기다려 매수에 나서면 상승을 제대로 누리지 못하는 경우가 많았다. 예를 들어, 2009년과 2020년에 EPS와 GDP 성장률은 (-)를 기록했지만, 주가는 EPS와 GDP의 바닥에서 급반등했다 (그림 2, 3). 떨어지고 있는 2024년 GDP 증가율 추정치가 상향되기를 기다려 다시 진입하겠다는 생각은 지나치게 조심스럽다. 게다가 EPS는 GDP와는 다른 미래를 상징하기 시작했다.

#### EPS와 GDP의 방향성이 다를 때 믿을 것은 EPS

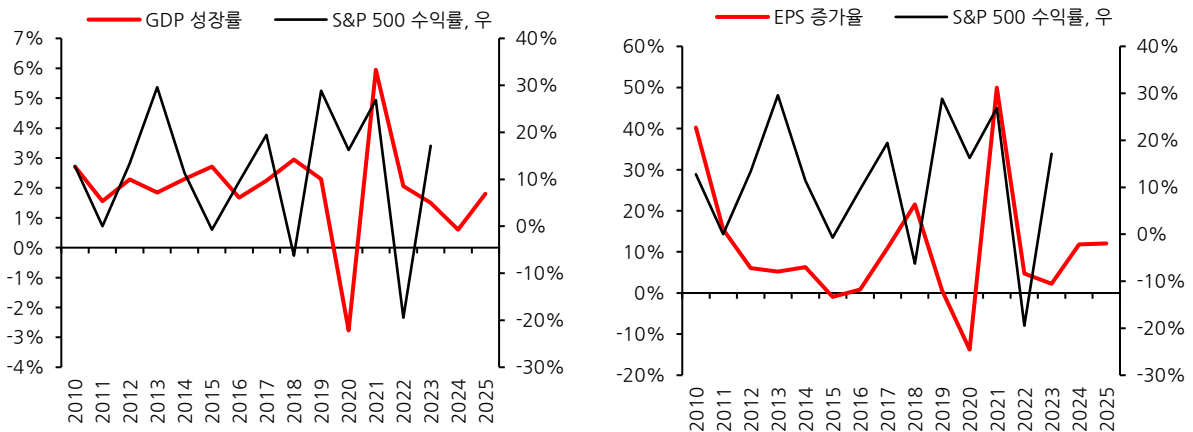
경제 분석가들은 2023년 GDP 성장률 추정치를 올리는 대신 2024년 수치를 낮추고 있다. 2년 동안 오지 않은 경기 침체가 둔화의 형태로 바뀌어 내년에 나타날 것이라고 이야기하고 있다. 기업과 업종을 분석하는 연구원들은 GDP 하향세가 심화된 이후에도 추정치를 상향하고 있다 (그림 13, 14). 우리는 2024년 미국 경제가 심각한 침체에 빠지지 않는 한 지금 시장이 주목해야 하는 것은 GDP 등의 경기 관련 통계 수치보다는 실적이라고 믿는다. 실업률이 질서있게 올라 경제가 둔화돼 물가를 안정시키는 그림 정도라면 지금 예상되는 컨센서스는 충분히 달성 가능하다. S&P 500 2024년 실적 추정치에 내재된 매출 증가율은 5% (vs. 2023년 3%)이고 순이익률은 12.9% (vs. 2022-23년 12.1%, 2021년 13.1%)로 부담스럽지 않다.

[그림1] GDP 성장률/EPS 증가율과 S&P 500 수익률



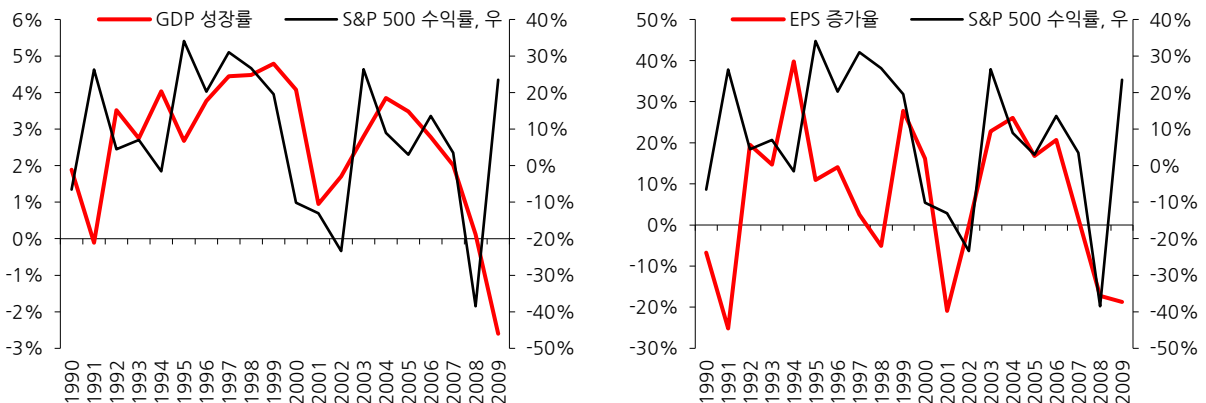
주: 과거 100년 분산형 기준, GDP와 EPS는 1년 선행  
 자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] GDP 성장률/EPS 증가율과 S&P 500 수익률 (시계열: 2010 ~ 2025)



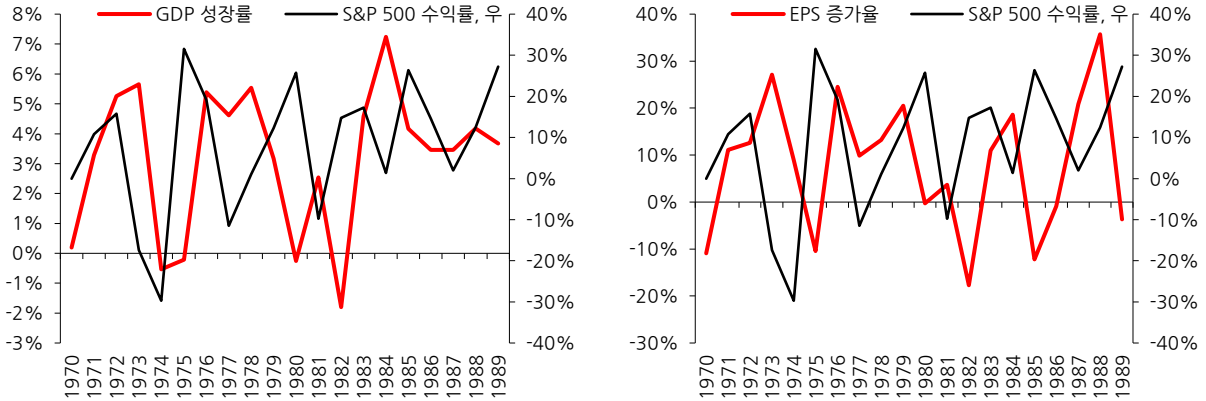
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] GDP 성장률/EPS 증가율과 S&P 500 수익률 (시계열: 1990 ~ 2009)



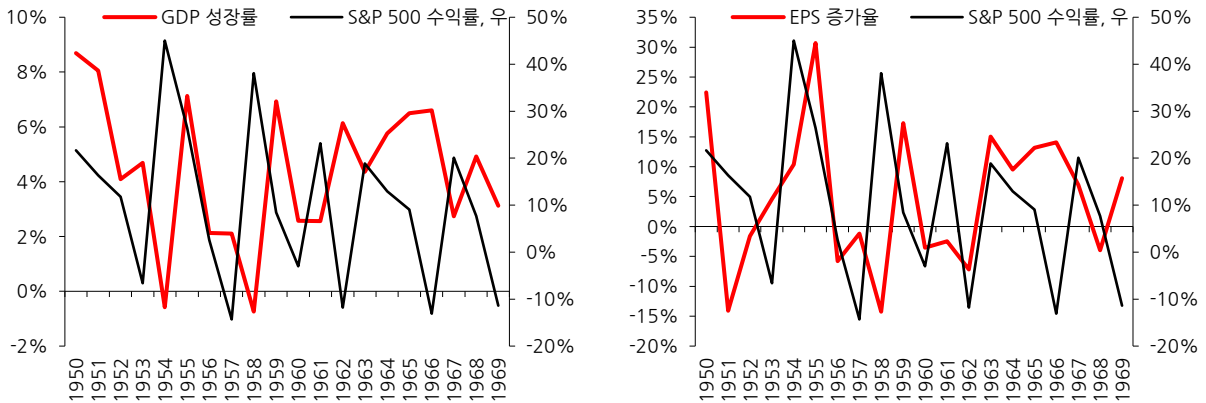
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] GDP 성장률/EPS 증가율과 S&P 500 수익률 (시계열: 1970 ~ 1989)



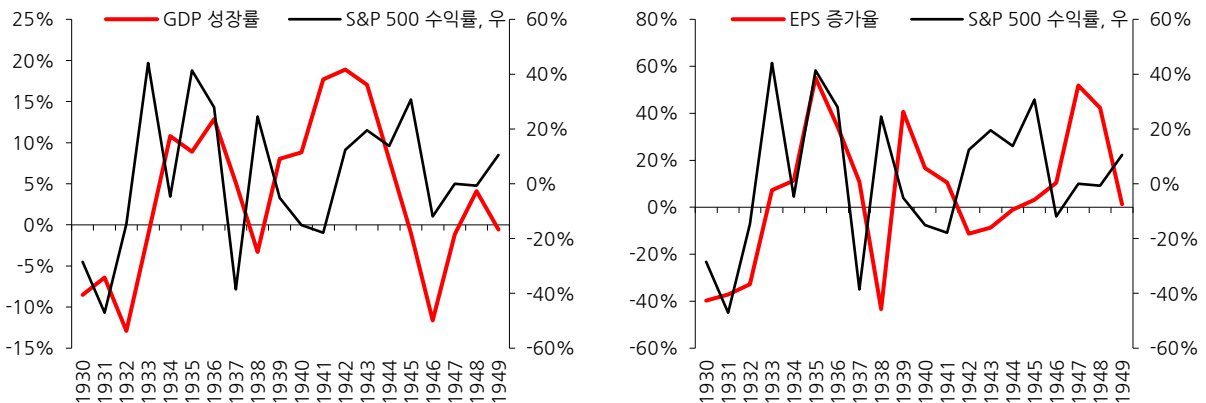
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] GDP 성장률/EPS 증가율과 S&P 500 수익률 (시계열: 1950 ~ 1969)



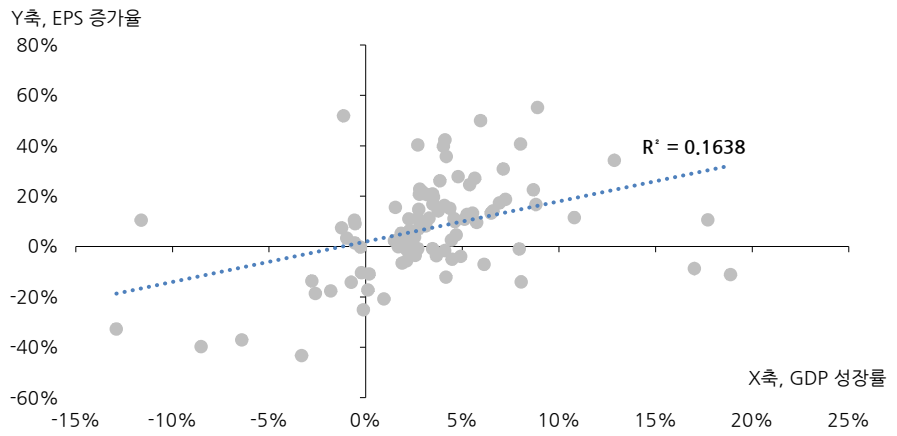
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] GDP 성장률/EPS 증가율과 S&P 500 수익률 (시계열: 1930 ~ 1949)



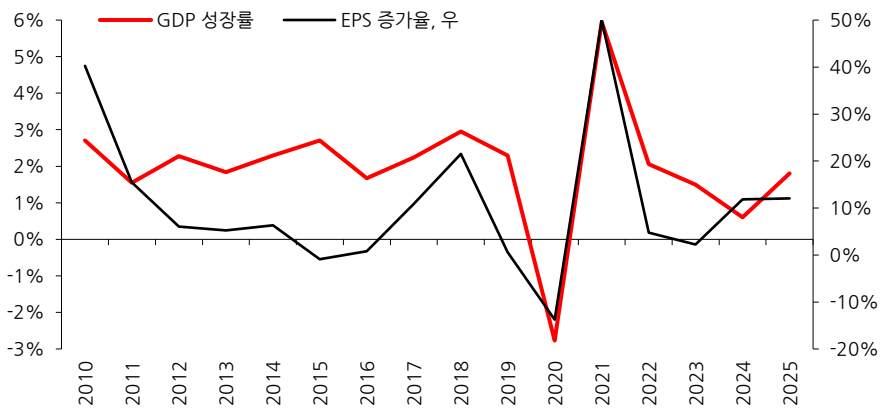
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] GDP 성장률과 EPS 증가율의 관계



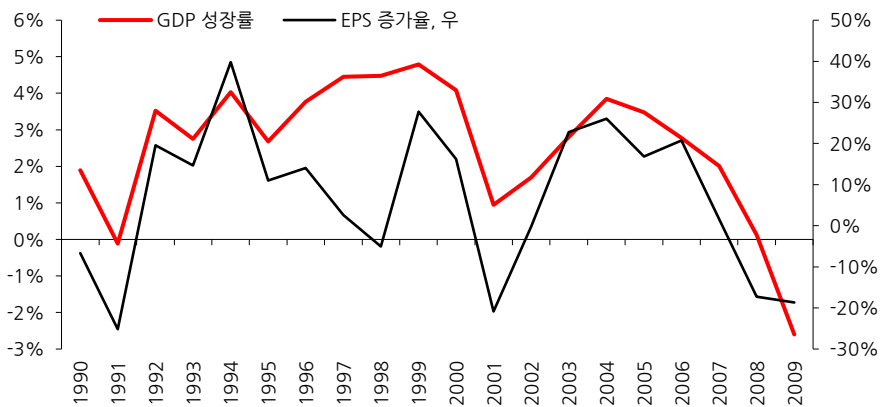
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] GDP 성장률과 EPS 증가율의 관계 (2010 ~ 2025)



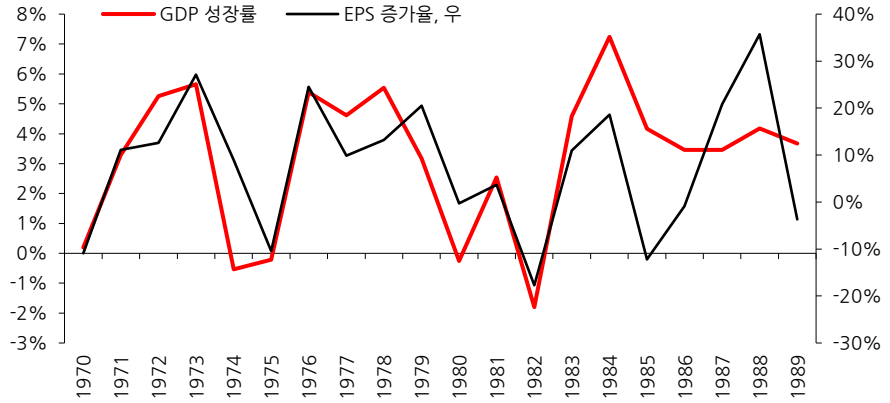
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] GDP 성장률과 EPS 증가율의 관계 (1990 ~ 2009)



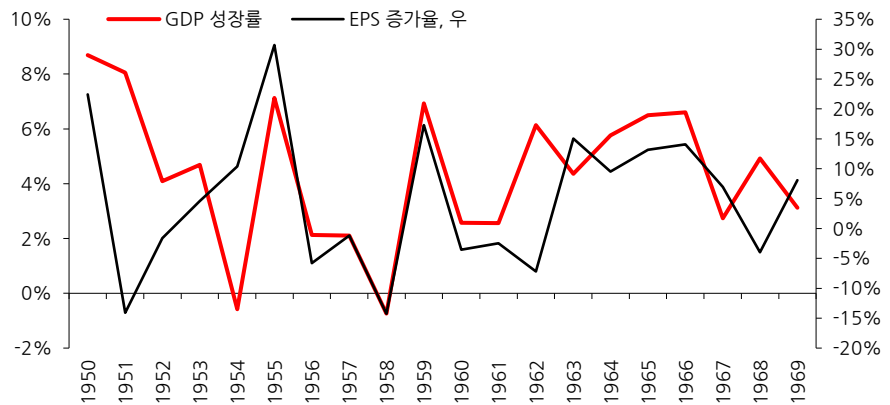
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] GDP 성장률과 EPS 증가율의 관계 (1970 ~ 1989)



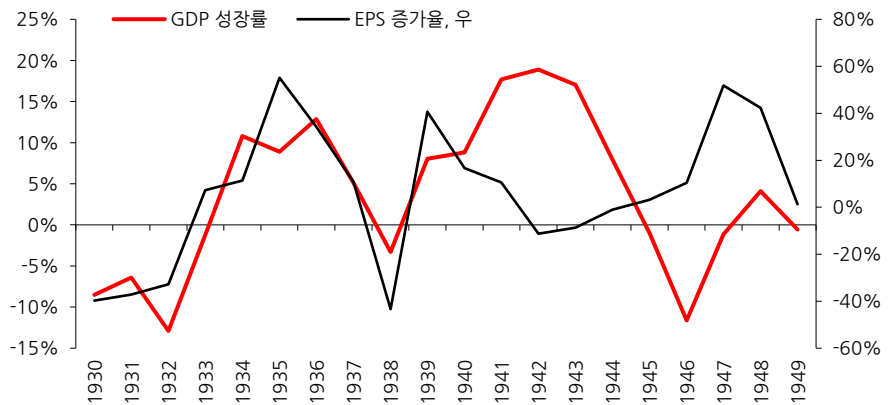
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] GDP 성장률과 EPS 증가율의 관계 (1950 ~ 1969)



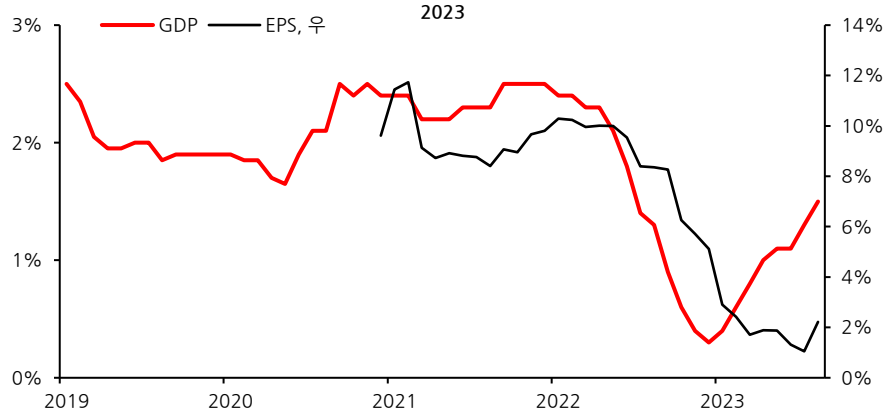
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] GDP 성장률과 EPS 증가율의 관계 (1930 ~ 1949)



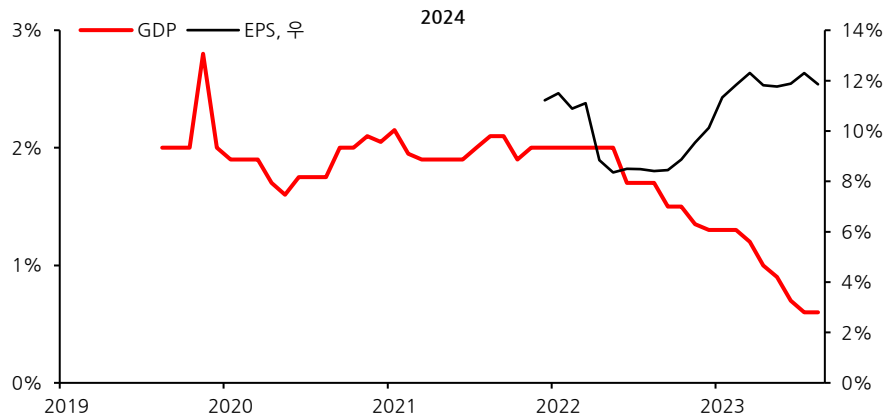
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] GDP 성장률과 EPS 증가율 추정치 변화: 2023



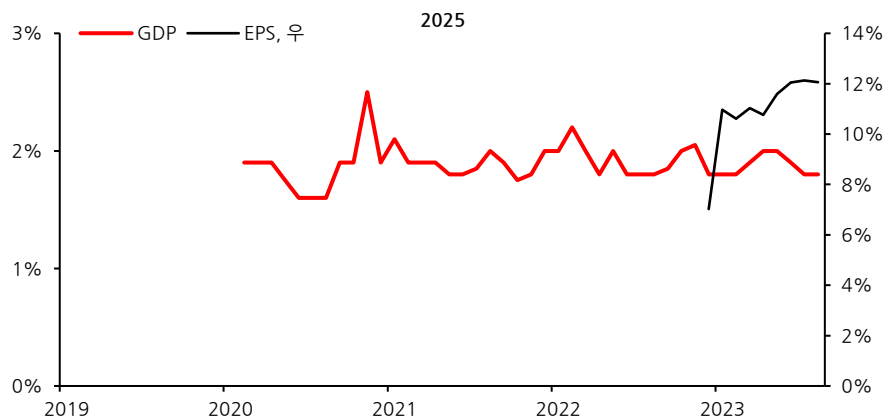
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] GDP 성장률과 EPS 증가율 추정치 변화: 2024



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] GDP 성장률과 EPS 증가율 추정치 변화: 2025



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

**[ Compliance Notice ]**

(공표일: 2023년 8월 30일)

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 3 자에게 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 1 년간 +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 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

**[ 산업 투자 의견 ]**

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 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: 2023년 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.8%	5.6%	0.6%	100.0%