

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2020. 7. 2 (목)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

애매모호한 시장, Risk 점검 - 미중 갈등

오늘의 차트

미국 주택시장지표 괴리 원인과 시사점

칼럼의 재해석

VIX로 보는 2020년 미국 대선

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

Strategy Idea



▲ 주식시황
 Analyst 하인환
 02. 6454-4893
 inhwan.ha@meritz.co.kr

애매모호한 시장, Risk 점검 - 미중 갈등

- ✓ 미중 갈등을 보는 3가지 관점
 ① 패권의 역사 100년 Cycle, ② 3대 생산요소로 본 미중 갈등, ③ 트럼프의 재선 전략
- ✓ 투자전략 1) 미중 갈등에 대한 기준 : 무역협상을 깰 것인가, 그리고 그 가능성은 매우 낮음
- ✓ 투자전략 2) 단기적으로 가장 중요한 것은 밸류에이션 부담, 지금은 '기간 조정'의 시기

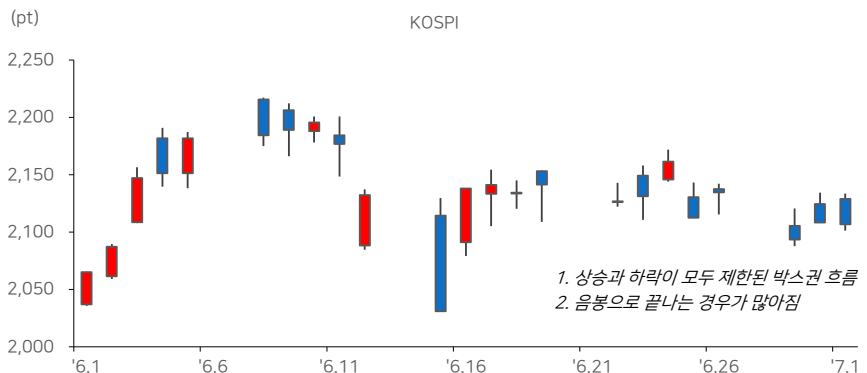
Risk들을 어떻게 봐야 할까?

최근의 국내 증시는 여러 가지 노이즈들에 취약한 모습인 동시에, 생각보다는 낙폭이 제한적인 모습이다. 새로운 방향성을 탐색하는 중인 것일까? 이런 시기일수록 리스크에 대한 판단이 중요해진다. 리스크를 간과한다면 예상치 못한 충격으로 손실을 입을 수 있으며, 또 반대로 리스크를 너무 경계한다면 상승의 기회를 놓칠 수도 있기 때문이다.

Risk 점검이 중요한 시기
 : 오늘 자료는 미중 갈등에 대해 정리

투자자들이 가장 걱정하고 있지만 가장 예측하기 어려운 것은 코로나19 재확산 가능성이다. 지난주 전략공감 자료에서 지적했듯이, 필자는 지금이 2차 wave가 아닌 3차 wave로 봐야 한다고 판단한다. 2차가 아닌 3차 wave라면 충격은 생각보다 훨씬 덜할 것이다. 오늘 전략공감에서는 두 번째로 점검할 Risk로 미중 갈등을 짚어보도록 하겠다. 최근 또다시 노이즈가 되고 있는 미중 갈등에 대해 3가지 관점에서 접근하고, 이를 판단하는 기준을 제안하도록 하겠다.

그림1 KOSPI 추이



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

미중 갈등을 보는 3가지 관점

1) 패권의 역사 : 100년 Cycle?

영원한 강대국은 없다는 역사적 사실 → 미국도 패권 유지에 대해 대비해야 함을 시사

역사적으로 영원한 강대국은 없었다. 미중 갈등에 대한 얘기는 여기서부터 시작해야 한다. 영원한 강대국이 없었다는 '사실'은 패권은 언제나 바뀔 수 있음을 시사한다. 그 시점이 언제인지, 그 계기가 무엇인지를 모를 뿐이다.

지금의 패권국은 미국이다. 역사상 이 정도로 강력한 국가가 있었을지 싶을 정도로 강한 패권을 갖고 있다. 그런데 이러한 패권이 흔들릴 수도 있지 않을까라는 생각이 들게 만든 것이 바로 중국이다. 중국이라는 인구 10억명 이상의 거대 국가의 경제 규모가 2위가 되자, 미국인들은 영원한 패권 국가는 없었다는 역사적인 사실에 긴장감을 느꼈을지 모른다.

미국 국무장관 출신이자 노벨평화상 수상자인 헨리 키신저는 2가지 상황에서 세력 균형이 흔들릴 수 있다고 보았다. 첫 번째는 주요 강대국이 패권을 잡겠다고 위협적인 수준까지 힘을 키우는 경우이며, 두 번째는 지금까지는 강대국이 아니었던 국가가 강대국의 지위에 오르려고 할 때이다. 중국은 두 번째에서 시작해 첫 번째의 과정을 이행 중이었다. 그리고 나타난 사람이 '트럼프 대통령'이다.

과거 패권의 흐름을 살펴보면, 30년 전쟁 이후 베스트팔렌 조약을 통해 유럽은 프랑스를 중심으로 한 질서가 확립되었다. 이러한 흐름이 160년간 이어진 후, 프랑스는 나폴레옹이 전쟁에서 패함에 따라 패권을 상실했다.

1814년 빈 회의를 통해 유럽은 영국을 중심으로 한 질서가 확립됐으며, 이때 또한 가지 주목해야 할 것은 1819년 영국이 금본위제를 시작했다는 점이다. 그 전까지만 하더라도 금본위제, 은본위제, 복본위제 중에서 명확한 방향성이 없었으나 영국이 금본위제를 선택함에 따라 금본위제가 화폐제도의 중심이 되었다.

그리고 1차 세계대전을 거치고 1919년 베르사유 조약 이후 미국이 패권국으로 자리매김했다. 1차 세계대전이 시작되던 시점 패권이 바뀌는 것을 시사한 사건이 있었는데, 바로 1914년 미국이 금 태환을 중지한 것이다. 영국이 시작한 금본위제가 흔들릴 수 있음을 의미한 이 사건은 패권이 영국에서 미국으로 넘어가는 것을 시사했다고 볼 수 있다.

이제 또다시 100년이 흘러 2020년이다. 현 시대에서 1, 2차 세계대전 같은 무력 충돌이 대규모로 일어나는 것은 바라지도 않지만, 현실화될 가능성이 높아보이지 않는다. 하지만 '무력' 충돌이 아닐 뿐, 갈등은 지속되고 있다. 대표적인 것이 2018년부터 시작된 미중 갈등이다.

과연 100년 만에 미국은 패권 상실의 위험을 맞이할 것인가? 감히 필자가 예측할 수 있는 영역은 아니다. 하지만 한 가지 분명한 점은 영원한 패권은 없었다는 역사적인 사실이 미국인들에게 영향을 줄 수 있다는 것이다.

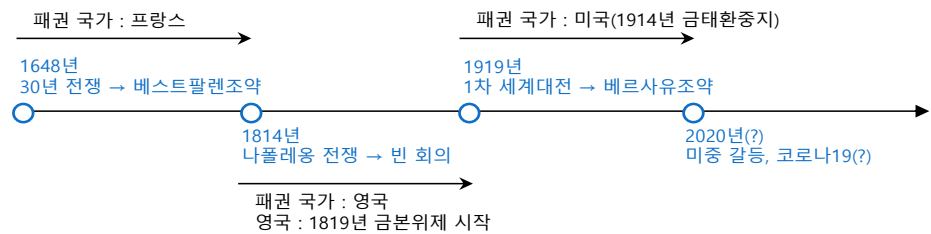
무역 부문의 싸움은 미국이 이겼지만, 4차 산업혁명 시대에 더욱 중요한 것은 기술 분야의 싸움 → 앞으로는 기술패권이 중심이 되는 제 2라운드로 전환될 것

필자는 미중 갈등이 2018~2019년의 제 1라운드('무역 갈등')에서 2020년부터는 제 2라운드('기술패권')로 전환될 것이라고 판단한다. 무역 부문에서는 이미 판정승('20.1월 미국에게 유리한 무역협상 체결')을 거둔 상황에서, 지금과 같은 경기 침체기에 추가적인 압박을 하기에는 상당한 부담이 될 것이기 때문이다.

문제는 4차 산업혁명이 진행 중인 현시대에는 '무역' 부문의 판정승만으로 패권을 지켜냈다고 말하기 어렵다는 점이다. '무역'보다는 '기술'의 패권을 지키는 것이 장기적인 관점에서 훨씬 중요할 수 있다. 이는 중국 입장에서도 마찬가지일 것이다. '무역' 부문에서는 어쩔 수 없이 패배했지만, 장기적인 관점에서 '기술' 부문은 쉽게 물러설 수 없을 것이다.

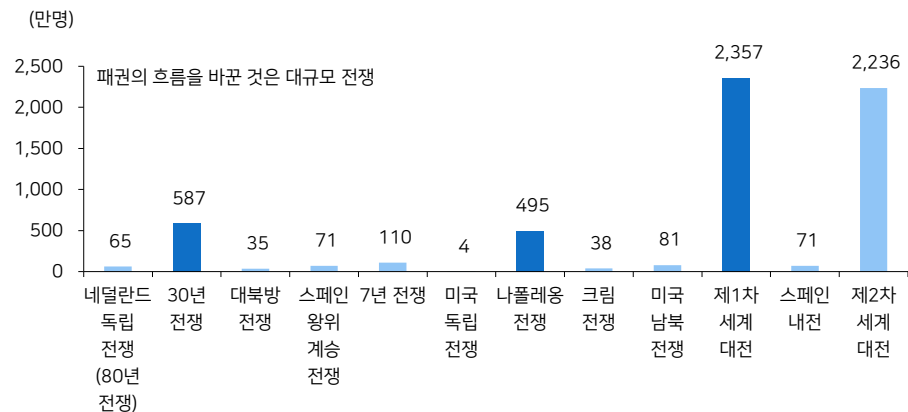
역사적으로 약 100년마다 패권이 바뀌었기 때문에 지금 또다시 패권이 바뀔 것으로 보긴 어렵다. 하지만 어쩌면 중요한 분기점에 와있을지 모른다. 미국이 패권을 지켜낼 지, 중국이 패권국이 될 지는 알 수 없지만.

그림2 패권의 흐름(서양 국가들 기준)



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 전쟁 사망자수 : 패권의 흐름을 바꾼 대규모 전쟁



자료: Wikipedia, 메리츠증권 리서치센터

2) 3대 생산요소로 본 미중 갈등 : De-Globalization의 시대 가속화, 기술은?

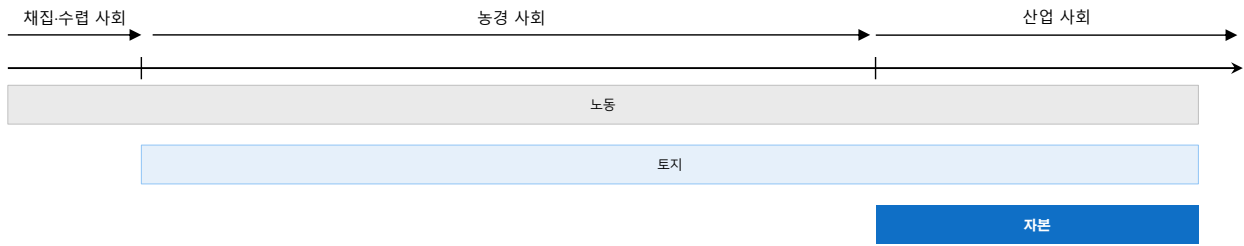
3대 생산요소로 본 미중 갈등 : 노동의 가치가 감소한다면, 유형의 교역은 필연적으로 감소

미국이 판정승을 거둔 '무역' 부문에서의 갈등, 그리고 지금 경험하고 있는 '기술' 부문에서의 갈등에 대해 3대 생산요소의 관점에서 접근해 보았다.

노동, 토지, 자본을 3대 생산요소라 한다. 그런데 이는 각 시기에 따라 중요도 측면에서 다르게 접근해야 한다고 생각한다. 예를 들어, 채집·수렵 생활을 하던 시기에는 노동만이 실질적으로 유일한 생산요소였을 것이다. 그리고 농경사회가 되면서 토지가 매우 중요한 생산요소가 되었으나, 이때도 자본은 여전히 생산요소로 보기 어려웠다. 자본이 생산요소로서 자리매김한 것은 실질적으로 산업혁명 때부터라고 봐야 할 것이다.

그런데 산업혁명이 1차에서 4차까지 진행되면서 이제 '3대'라고 부르는 생산요소에서도 그 중요성을 다르게 봐야 하지 않을까? 디지털 경제, 인공지능, 무인화 등으로 대변되는 시대가 되면 노동과 토지의 가치는 급격히 하락할 수밖에 없고, 반대로 그러한 기술을 주도하는 자본의 가치는 급격히 상승할 것이다.

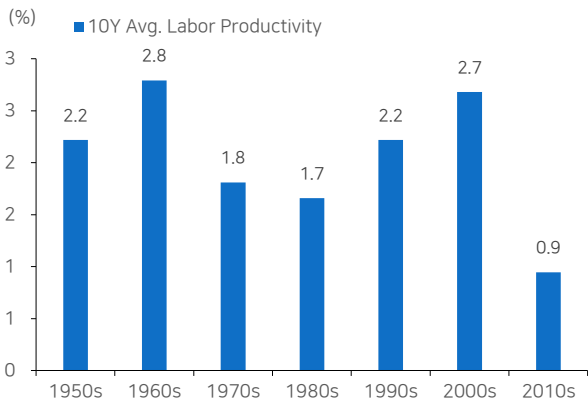
그림4 3대 생산요소의 변천사



자료: 메리츠증권 리서치센터

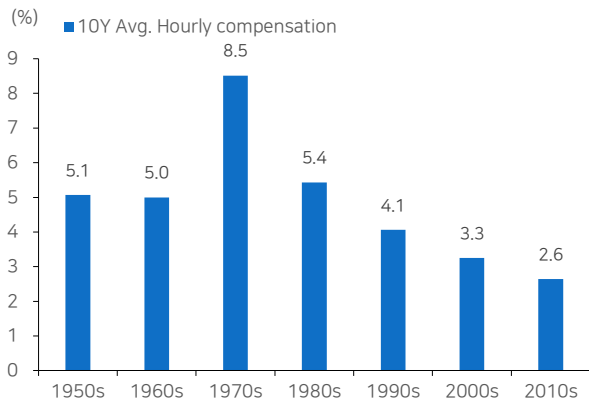
여기서 노동의 가치가 하락하는 점에 주목하자. 실제로 <그림 4~5>를 보면, 노동 생산성은 2010년대로 접어들면서 급격하게 하락했고, 노동 임금은 1980년대부터 계속해서 하락하고 있다. 노동의 가치가 하락하고 있는 것이다.

그림5 10년 평균 노동 생산성 : 2010s가 가장 낮음



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림6 10년 평균 시간당 임금 : 1970s 이후 점차 하락



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

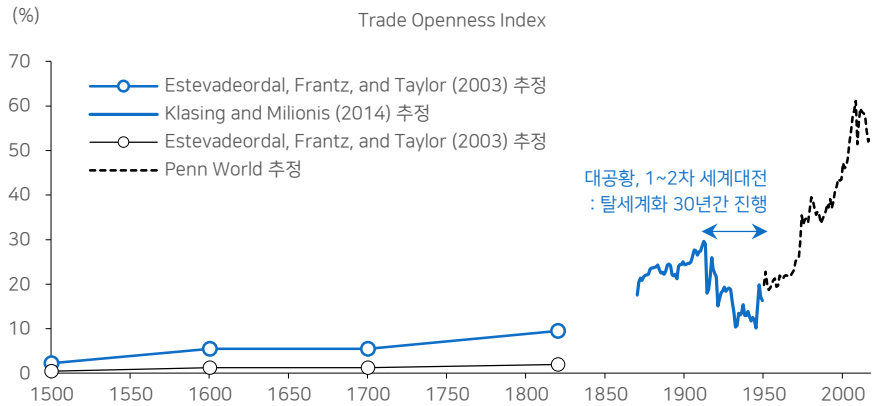
향후 미중 갈등의 핵심은
무형의 상품·서비스 교역
→ 기술패권 중심의 제 2라운드

노동의 가치가 높았던 시기, 즉 임금을 많이 줘야 했던 시기에 미국은 중국의 노동력을 활용했다. 중국에 공장을 짓고, 중국에서 생산을 한 후 다른 국가에 판매하는 것이다. 3대 생산요소 중 미국은 '자본'을 제공했고, 중국은 '노동'을 제공했다. 미국은 저렴한 '노동'이 필요했고, 중국은 '자본'이 필요했다. 중국이 미국의 패권을 위협할 것이라는 걱정은 전혀 필요가 없던 시기였기 때문에, 서로의 니즈가 충족될 수 있던 시기였다.

그런데 기술혁신, 4차 산업혁명으로 인해 노동의 가치가 하락했다. 그리고 미국(+ 다른 국가들)이 제공했던 자본 덕분에 중국은 미국의 패권을 위협할 수 있을 만큼 성장했다. 이제 미국 입장에서는 자국 내에서도 저렴한 노동력을 구할 수 있게 된 상황에서 굳이 패권을 위협할 수 있는 국가에 '자본'을 제공해 줄 이유가 사라진 것이다.

'유형'의 상품을 교역하는 것은 이러한 이유 때문에 De-Globalization이 불가피할 것이다. 문제는 '무형'의 상품·서비스를 교역하는 일이 남게 된다. 향후 미중 갈등의 중심은 '무역'의 상품·서비스 교역이 될 수밖에 없는 이유다.

그림7 Trade Openness Index



주) Trade Openness Index = [Export+Import 전세계 합계] / [GDP 전세계 합계]

자료: Estevadeordal, Frantz, and Taylor(2003), Klasing and Milionis(2014), Feenstra et al. (2015) Penn World, 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

3) 트럼프가 생각하는 재선 전략은 '중국 압박'

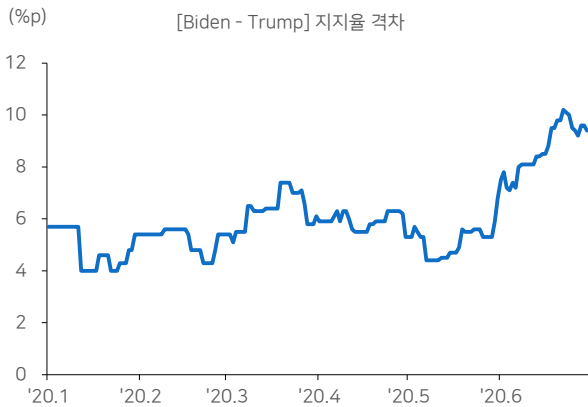
트럼프의 걱정 : 재선 실패 가능성
 → 트럼프의 재선전략은 중국에 대해 나빠진 미국인들의 여론을 이용하는 것

트럼프 대통령 입장에서 걱정되는 것은 바이든 후보와의 지지율 격차가 확대되고 있다는 점이다. 지지율 차이는 약 10%p까지 벌어졌다. 2019년까지는 주가를 끌어올리면 지지율도 올랐기 때문에 주식시장의 방향성에 그토록 집착했지만, 코로나19 이후부터는 그 흐름이 깨졌다. 주식시장이 올라도 트럼프 대통령의 지지율은 올라가지 않고 있다.

주식시장이 재선 전략에 도움이 안 되는 상황에서 트럼프 대통령이 택한 전략을 '미중 갈등'을 부각시키는 것이라고 판단한다. 미국인들의 중국에 대한 여론이 코로나19로 인해 악화된 것이 그 배경일 것이다.

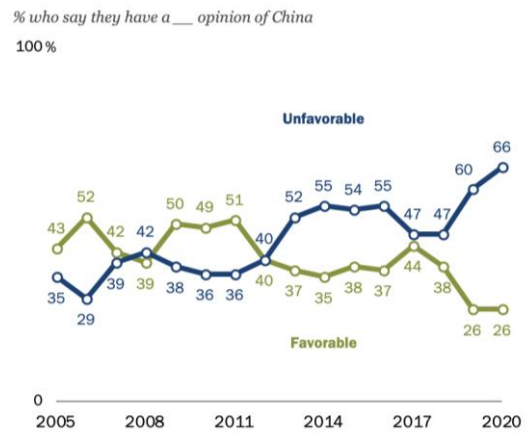
따라서 대선이 예정된 11월까지 미중 갈등은 완화되기 보다는 계속해서 노이즈가 나올 가능성이 높다. 2019년까지의 상황처럼 주가와 트럼프 대통령 지지율이 동행했다면 미중 갈등을 완화시켰겠지만, 지금처럼 주가와 트럼프 대통령 지지율의 동행이 깨진 상황에서는 오히려 미중 갈등을 부각시킬 가능성이 높다. 주식투자자 입장에서는 계속해서 나올 수 있는 미중 갈등이라는 노이즈에 대해 어떻게 대응해야 할 지에 대한 기준을 세워야 할 것이다.

그림8 Biden - Trump 지지율 격차



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 미국인들의 중국에 대한 여론



자료: Pew Research Center, 메리츠증권 리서치센터

투자전략 : 지금은 기간 조정의 시간

1) 미중 갈등에 대한 기준 : 무역협상을 깨지만 않는다면 Risk 제한적

미중 갈등을 바라보는 기준 필요
 : 무역협상을 깨지만 않는다면 Risk는 제한적일 것
 : 무역협상을 깬 가능성은 매우 낮음

이에 대해서는 5월 26일 전략공감에서 정리한 바 있으며, 하반기 전망 자료로 투자자들을 만났을 때 가장 강조해서 설명했던 내용이다. 바로 '무역협상'만 깨지 않는다면 시장의 추세가 바뀌진 않을 것이며, 추가적인 관세부과는 소비재 품목에 해당되기 때문에 실질적으로는 미국 소비자들에 부담이 될 수 있어 '무역협상'을 깬 가능성은 매우 낮다는 것이다. 특히 지금과 같은 침체 상황이라면 무역협상이 깨질 위험은 극히 낮다.

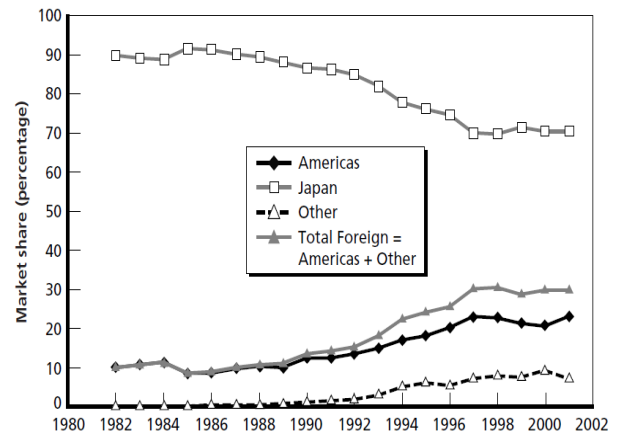
본 자료에서도 설명했듯이 '기술' 분야의 패권싸움으로 진행될 가능성은 높을 것이다. 하지만 이 경우, 시장에 노이즈는 될 수 있어 일시적인 흔들림은 있을 수 있겠지만 추세를 바꾸진 못할 것이라고 예상된다. 특히 한국 기업의 입장에서는 기술 패권의 싸움 속에서 오히려 반사 수혜를 입을 가능성도 배제할 수 없기 때문이다. 1980년대의 미일 반도체 분쟁 때의 사례가 좋은 예다.

표1 반도체 관련 미일 무역분쟁 Timeline

구분	반도체 관련
1985년	▪ SIA가 일본 반도체를 통상법 30조 제소
1986년	▪ 제1차 미일 반도체 협정 성립
1987년	▪ 반도체 협정 위반을 이유로 미국이 일본에 3억 달러의 보복 관세 결정 ▪ 미국, 정부와 민간 합동으로 'SEMATECH' 설립
1991년	▪ 제2차 미일 반도체 협정 개정, 반덤핑 조항 철폐 및 일본 내 외국 반도체 점유율 목표 20% 공식화
1992년	▪ 일본 반도체 시장 내 외국 반도체 점유율 20% 돌파
1994년	▪ 제2차 미일 반도체 협정 종료

자료: SHMJ, 메리츠증권 리서치센터

그림10 미일 무역분쟁 중 'Others'의 점유율 상승



자료: SSIA(2002a; 2002b), RAND TR136-3.6, 메리츠증권 리서치센터

2) 단기적으로 가장 중요한 것은 밸류에이션 부담

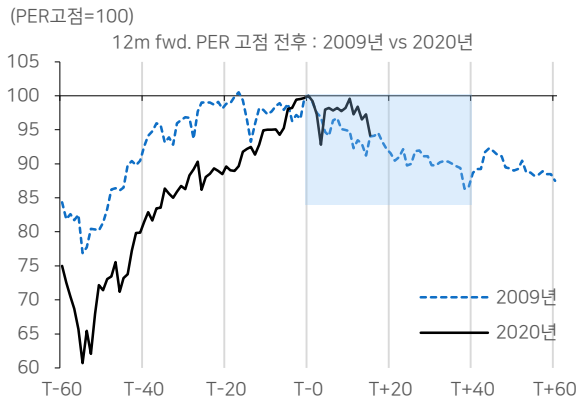
지금은 밸류에이션 부담에 따른
기간 조정의 시기
→ EPS의 반등이 필요하며,
가능한 시점은 2분기 실적발표가
본격화되는 시기

지난주 화요일 전략공감에서 제시했던 차트를 업데이트해서 다시 인용했다. 지난 주 자료에서 주장한 것은 밸류에이션 고점 도달 후 나타나는 '기간 조정'이었다. 지난주 화요일 이후 국내 증시는 장중 변동성이 매우 컸던 것으로 기억할 것이다. 장중 변동성이 매우 컸기 때문에 시장의 변동성은 매우 높았을 것이라고 기억할 수 있지만, 증가 기준으로 보면 사실 시장은 2009년과 매우 유사한 경로를 보이고 있을 뿐이다. 즉, 밸류에이션 고점에 도달한 후 나타나는 전형적인 흐름일 뿐이다.

미중 갈등, 바이든의 지지율 상승, 코로나19 재확산 우려 등 여러 가지 리스크가 증시 변동성을 높이고 있지만, 사실 지금처럼 밸류에이션이 높은 상황에서는 어떤 이슈든지 갖다 붙이기만 하면 리스크가 될 수 있다.

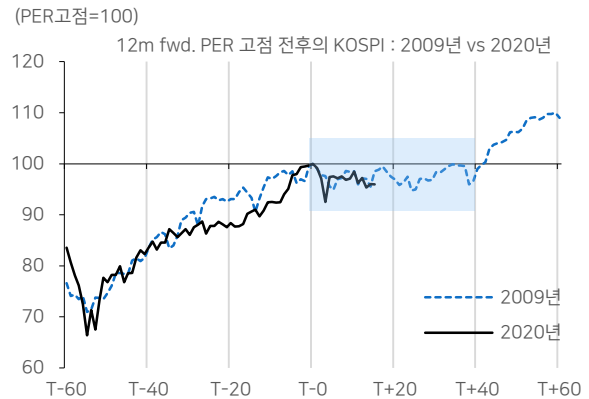
중요한 것은 EPS가 반등하는지 여부가 될 것이며, EPS의 반등으로 밸류에이션 부담이 해소되어야 할 것이다. 그리고 EPS는 2분기 실적발표가 본격적으로 시작되는 시점부터 반등을 시도할 것으로 예상된다.

그림11 PER : '09년과 '20년 비교



주) T-0 : PER 고점(2009년 5월 20일, 2020년 6월 10일)
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

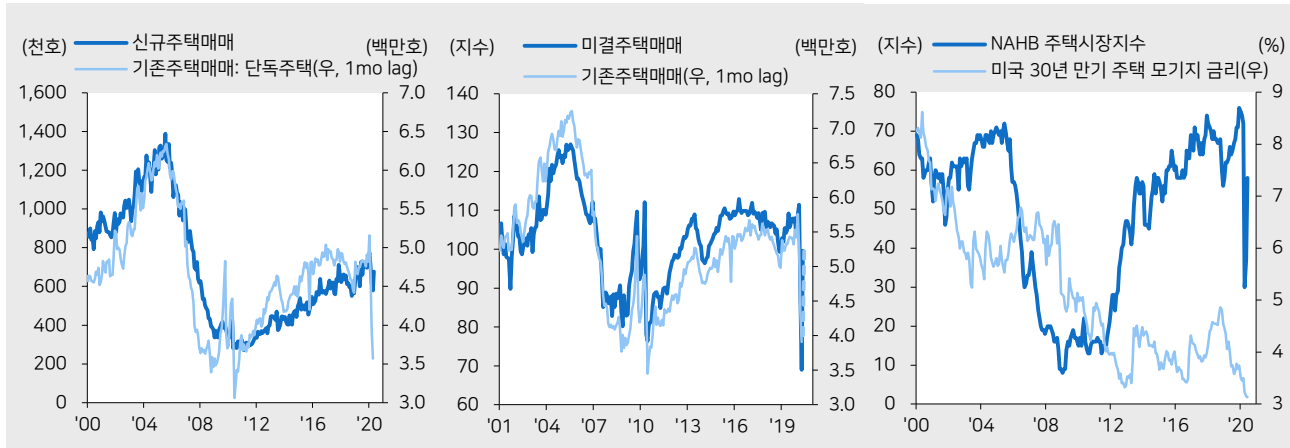
그림12 KOSPI : '09년과 '20년 비교



주) T-0 : PER 고점(2009년 5월 20일, 2020년 6월 10일)
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트 황수욱 연구원

미국 주택시장지표 괴리 원인과 시사점



자료: 전미부동산협회, U.S. Census Bureau, 미국 주택건설협회, Freddie Mac, 메리츠증권 리서치센터

5월 신규주택, 기존주택매매 지표 사이 괴리 발생, 이유는 집계 방법과 대상 차이 때문

6월 발표된 미국 주택판매 지표 사이에 괴리가 나타났다. 5월 신규주택매매는 전월대비 16.6% 증가하며 시장기대(2.7%)를 상회한 반면, 기존주택매매는 9.7% 감소하여 2010년 10월 이후 최저치 기록했다. 두 가지 이유가 있는데, 첫째는 통계 집계 방식의 차이 때문이다. 신규주택매매는 주택 계약 시점 기준으로 집계되는 반면, 기존주택매매는 주택소유권이 인도되는 시점에 집계된다. 그렇기 때문에 통상적으로 두 지표 간에 1~2개월 시차가 발생한다. 두번째 이유는 집계 대상의 차이이다. 신규주택매매는 단독 주택만 집계 대상으로 하는 반면, 기존주택매매는 단독주택 및 다세대 주택을 포함한 거래를 집계한다.

기존주택매매에 선행하는 5월 미결주택매매 전월대비 44.3% 증가, 6~7월 주택시장 회복 시사

집계 방법상 5월 기존주택매매는 1~2개월 전 계약된 내용의 결과로, 경제활동 위축이 가장 컸던 3~4월 주택시장 환경이 반영되어 있다. 한편, 다세대 포함 여부에 따른 왜곡은 영향은 거의 없었다. 기존주택매매의 집계 방법에 따른 시차를 보완하기 위해 고안된 지표가 전미부동산협회에서 집계하는 미결주택매매이다. 이는 기존주택매매와 동일한 대상을 계약 시점에 집계해서 해당 지표에 1~2개월 선행하게 된다. 5월 미결주택매매는 전월대비 44.3% 증가하여 시장기대(19.3%)를 크게 상회했다. 미결주택매매 증가세로 볼 때, 이에 후행하는 기존주택매매도 5월 저점 이후 6~7월에 회복할 가능성이 높은 것으로 보인다(연율 500만 호 내외).

미국 주택시장은 우호적인 환경으로 6월 이후 안정화될 가능성

한편, 미국 주택시장에는 우호적인 환경이 조성되고 있는 것으로 보인다. 1) 6월 셋째주 이후 30년 만기 모기지 금리는 3.13%의 사상 최저 수준으로 떨어졌고, 2) 주택건설업체를 대상으로 판매 현황과 전망을 조사하는 NAHB 주택시장지수도 6월에 58을 기록했다. 4~5월 극심했던 위축국면 이후 가파르게 회복해 기준선(50)을 상회하며 확장국면으로 전환한 것이다. 이러한 환경에서 6월 이후에는 지역봉쇄 완화 및 경제활동이 재개되고, 주택구매에 대한 이연 수요가 발생하면서 주택시장 안정화가 이어질 개연성이 있는 것으로 판단된다.

칼럼의 재해석 박범지 연구원

VIX로 보는 2020년 미국 대선(Business Insider)

1992년, 2000년, 2008년 미국 대선의 공통점은 이전 대통령이 8년의 임기를 채우고 내려오는 해였다는 점이다. 그리고 이 때마다 대선을 앞두고 VIX가 급등하는 양상이 관찰되었다. 2016년 대선 당시 Credit Suisse의 미국 주식 전략가인 Lori Calvasina는 앞선 사례들을 근거로 변동성 확대에 유의할 것을 경고했다. 그리고 아무도 예상치 못했던 트럼프 대통령의 당선으로 주식시장이 일시적으로 급락하면서 2016년에도 VIX가 급등했다.

다만 1992년에는 검은 수요일(9월 16일), 2000년에는 닷컴 버블의 붕괴, 2008년에는 글로벌 금융위기가 있었다는 점을 간과해서는 안 된다. 오히려 1996년, 2004년, 2012년의 사례들을 보면 변동폭은 작지만 VIX가 대선 직전에 상승하고 직후에 빠르게 하락하는 유사한 흐름을 발견할 수 있다. 미국 대통령이 미치는 영향력이 큰 만큼 대선의 불확실성이 금융시장의 변동성도 높이는 듯하다.

그렇다면 올해 대선은 어떻게 될까? 현재 VIX 선물물의 Term Structure(기간구조)를 보면 10월물 가격이 가장 높게 형성되어있다. 이전 대선 때와는 다른 모습이다. 이미 금융시장에서는 올해 대선의 불확실성을 선반영하고 있다는 의미로 볼 수 있다. 투자자들이 이미 2016년 트럼프 대통령의 당선 이후 4년간 그의 행보가 금융시장에 미치는 파급력에 대해서 잘 알고 있기 때문은 아닐까. 이러한 불확실성에 대한 선반영이 주식시장의 복원을 더디게 하는 데 한 몫하고 있다고 생각해볼 수도 있다.

대선에 대한 불확실성이 VIX의 상승을 야기

미국 대선 직전 VIX의 급등 사례
1992년, 2000년, 2008년

2016년 미국 대선 당시 Credit Suisse의 미국 주식 전략가인 Lori Calvasina는 1992년, 2000년, 2008년의 사례를 들면서 8년 동안 재임한 대통령이 퇴임하는 해의 대선 직전에 VIX(Volatility Index)가 상승하는 공통점이 있다고 이야기했다. 2016년에도 예상치 못했던 트럼프의 당선에 주식시장이 일시적으로 급락하면서 VIX가 급등하기도 했지만, 이전 사례들과는 성격이 다른 부분이 있다.

다른 요인으로 급등했을 가능성
1992년 - 검은 수요일
2000년 - 닷컴 버블 붕괴
2008년 - 글로벌 금융위기

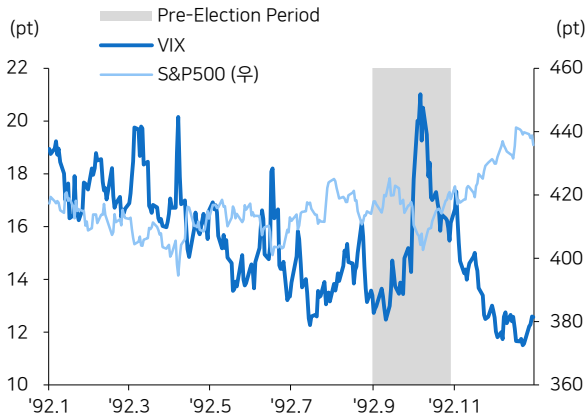
1992년의 경우 검은 수요일(Black Wednesday: 1992년 9월 16일 조지 소로스의 퀴텀 펀드 등 다수 헤지펀드들이 영국 파운드화를 투매하면서 영국 정부가 유럽 환율 메커니즘(ERM)을 탈퇴한 사건)으로 인해 주식시장이 급락하면서 VIX가 급등했다. 2000년에는 닷컴 버블의 붕괴로 인한 VIX의 급등이었으며, 2008년 역시 금융위기의 영향으로 볼 수 있다. 대선과 관련한 불확실성이 변동성을 높였는지 확인하기는 어렵다.

1996년, 2004년, 2012년의 경우
VIX는 대선 직전 상승, 직후 하락

오히려 1996년, 2004년, 2012년의 사례들을 보면 대선 직전 시기(Pre-Election Period, 대선 토론이 시작되는 9월부터 11월 대선 전까지)에 공통적으로 VIX가 상승했다는 점을 확인할 수 있다. 상승폭은 앞선 사례들보다 작지만 대선 직전 상승했다가 이후 빠르게 하락하는 모습이 매우 유사하다. 미국 대통령이 미치는 영향력이 큰 만큼 대선의 불확실성이 금융시장의 변동성을 야기한다고 볼 수 있다. 게다가 대선 외의 큰 변수가 없었다는 점도 대선 불확실성으로 인한 변동성으로 볼 수 있는 배경이다.

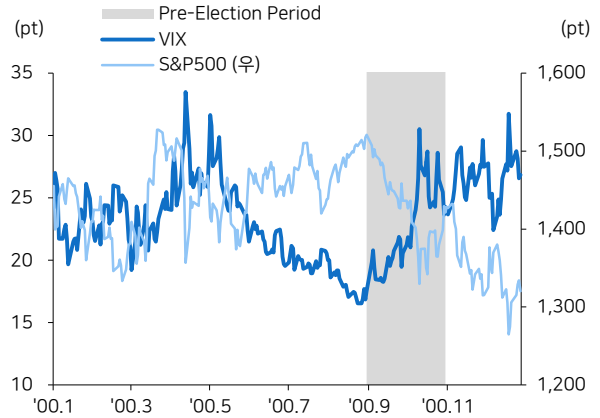
올해도 VIX는 대선 직전 시기에 비슷한 흐름을 보일 가능성이 높다. 다만 이전 사례들보다 변동성은 더욱 크게 나타날 수 있다고 판단한다. 그 이유는 다음과 같다.

그림1 1992년: 빌 클린턴 초선



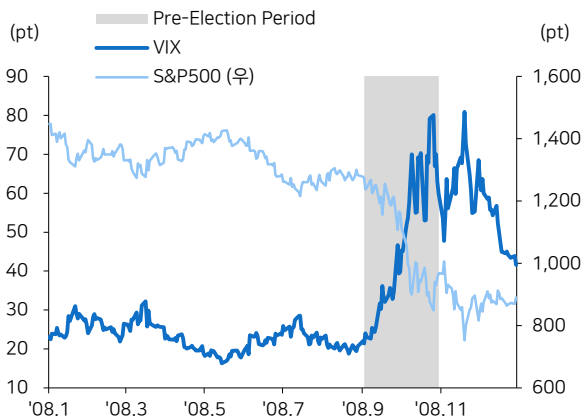
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2000년: 조지 W. 부시 초선



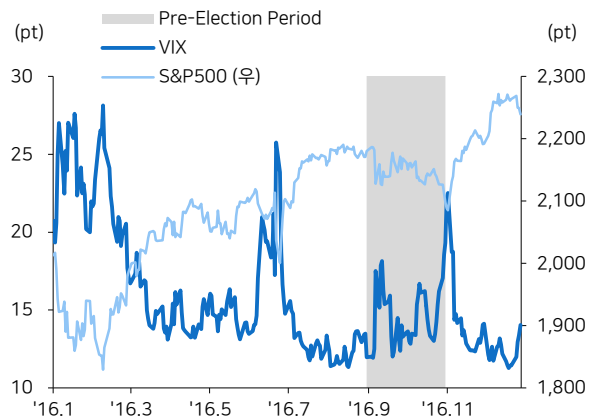
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 2008년: 버락 오바마 초선



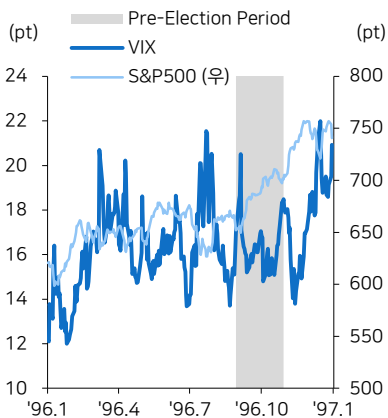
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 2016년: 도널드 트럼프 초선



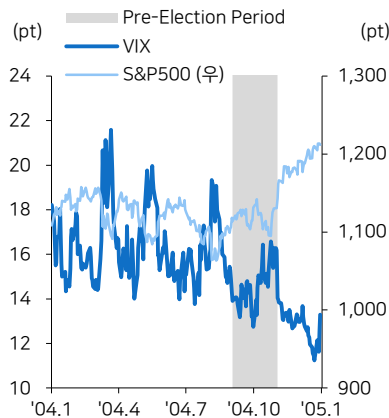
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 1996년: 빌 클린턴 재선



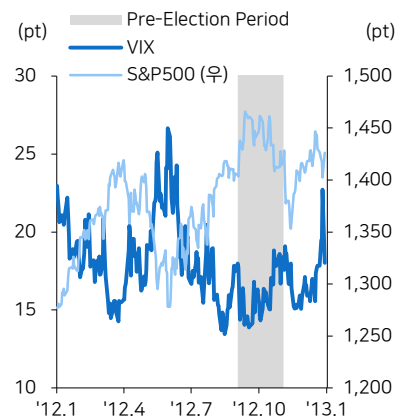
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 2004년: 조지 W. 부시 재선



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 2012년: 버락 오바마 재선



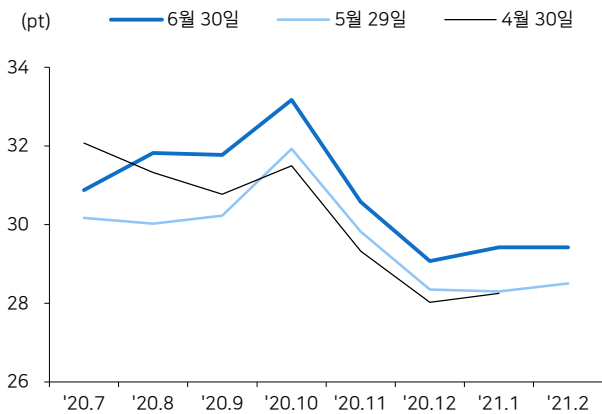
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

2020년 대선이 이전과 다른 점: '10월' 선물 가격이 고점

VIX 선물은 10월물 가격이 가장 높은 상태. 이전과는 다른 모습

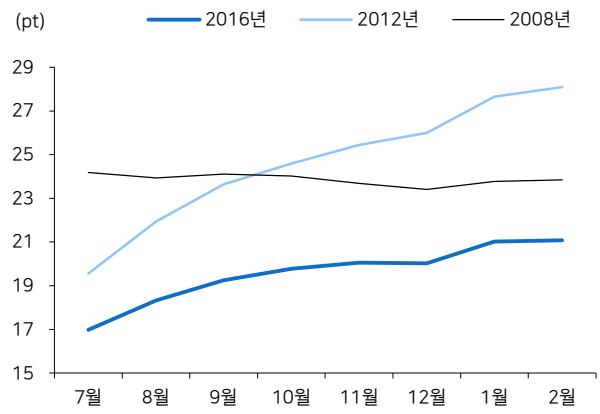
현재 VIX 선물의 기간구조(Term Structure)를 보게 되면 이전 대선 때와는 다른 모습이다. 일반적으로 VIX 선물은 원월물이 근월물보다 높은 콘탱고(Contango)를 유지한다. 가까운 미래보다 먼 미래에 대한 불확실성이 더 크기 때문이다. 금융 위기가 발생했던 2008년을 제외하고 2012년과 2016년 모두 VIX 선물은 원월물 가격이 높은 콘탱고를 보였다(6월말 기준). 그런데 올해의 경우 10월물 가격이 가장 높게 형성되어있다.

그림8 VIX 월별 선물 가격(Term Structure): 10월이 고점



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 이전 대선 연도와는 다른 모습



주: 6월말 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

이미 시장은 대선 불확실성을 선반영하고 있음

이미 금융시장에서는 올해 대선의 불확실성을 선반영하고 있다는 의미로 볼 수 있다. 투자자들이 이미 2016년 트럼프 대통령의 당선 이후 4년간 그의 행보가 금융 시장에 미치는 과급력에 대해서 잘 알고 있기 때문은 아닐까. 이러한 불확실성에 대한 선반영이 주식시장의 복원을 더디게 하는 데 한 몫하고 있다고 생각해볼 수도 있다.

표1 2020년 미국 대선 향후 일정

날짜	일정
8월 17~20일	민주당 전당대회(예정)
8월 24~27일	공화당 전당대회(예정)
9월 29일	대선 1차 TV 토론회 (노트르담 대학)
10월 7일	부통령 후보 TV 토론회 (유타 대학)
10월 15일	대선 2차 TV 토론회 (미시간 대학)
10월 22일	대선 3차 TV 토론회 (버몬트 대학)
11월 3일	대통령 선거일

자료: The New York Times, 메리츠증권 리서치센터

원문: The market's pre-election freak out isn't that unusual, Business Insider