

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2020. 10. 6 (화)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

미국 대선 2가지 논점: 구도와 공약

오늘의 차트

높아진 불안에도 하이일드 채권시장 '괜찮다'

칼럼의 재해석

글로벌 ESG 투자 Trend:

액티브 펀드를 통한 유입, 포지티브 전략 활용

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



▲ 경제분석
Analyst 이승훈
02. 6454-4891
seunghoon.lee@meritz.co.kr

미국 대선 2가지 논점: 구도와 공약

- ✓ 여론조사는 바이든/민주당 압승 시사하나 온라인 및 대선모형에서는 트럼프 약진. 누가 당선 될 것인가를 예단하는 것은 무리라는 판단
- ✓ 트럼프는 미국 우선주의/감세, 바이든은 동맹중시/증세 통한 불균형 해소의 관점
- ✓ 트럼프 2기가 대중 분쟁 과정에서 금융시장 변동성 키울 수 있음. 반면 바이든은 트럼프보다 대기업(빅테크) 규제에 "상대적으로" 적극성을 덜 소지 있음

미 대선 앞두고 주요 논점 점검
필요성 높아져

미국 대선 D-29: 명백한 대선영향권

2020년 미국 대선, 정확히는 선거인단에 대한 투표가 한 달 이내로 다가오면서 대선에 대한 금융시장의 민감도가 높아지고 있다. 9월 29일 1차 대선후보 토론회 진행 및 결과, 그리고 10월 2일 트럼프의 CoVID-19 확진판정에 시장의 단기변동성이 확대된 것도 같은 맥락이라는 생각이다.

오늘 전략공감2.0은 미국 대선과 관련한 논점들을 다룬다. 정합적이며 정교한 결론을 내기 위한 목적보다는 논점을 모니터링하고 생각을 공유하는 데 의의를 두고자 한다. 다룰 내용은 1) 미국 대선구도의 복잡성과 트럼프의 건강상태에 따른 대선일정의 전개방향, 그리고 2) 후보별로 내세운 공약의 개괄적인 사안을 통한 금융시장 시사점이다.

1. 대선 구도의 복잡성

여론조사 기준으로는 바이든이 확실한 승기를 잡은 것으로 보임

현재 여론조사 기준으로는 바이든과 민주당이 모든 조사에서 우위를 점하고 있다. 지지율의 경우 바이든은 10월 2일 현재 50.6%로 42.5%에 그친 트럼프 대통령을 8%포인트 이상 앞서고 있다. 트럼프의 지지율이 9월 하순 43%까지 회복되었으나, 대선후보 토론회와 트럼프의 와병을 계기로 다시 주춤한 모습이다.

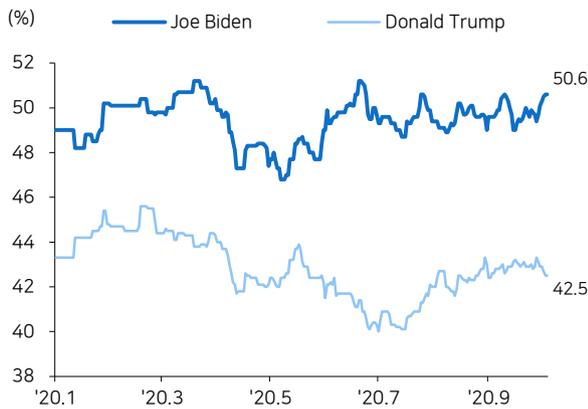
당선 확률을 보면 더욱 드라마틱하다. 9월 초까지는 트럼프 대통령이 바이든 후보와의 격차를 상당히 줄이는 듯 보였으나, 그 이후 격차는 이전보다 더욱 크게 확대되고 있다. 이 역시 토론회와 트럼프의 CoVID-19 확진을 계기로 크게 벌어져, 가장 최근일 기준 바이든(61.0%)와 트럼프(37.5%)의 당선확률 차이는 23.5%포인트에 달한다.

여론조사 기준으로는 민주당이 상/하원을 모두 석권할 것으로 예상

어떤 정당이 상/하원의 다수당을 점할 것인가의 문제도 대통령 선거만큼이나 중요하다. PredictIt이 매일 조사하고 있는 상/하원 다수당에 대한 "베팅"도 양원에서 민주당이 우위를 점하고 있고, 공화당과의 격차를 더욱 벌이고 있는 것으로 조사되고 있다. 하원은 연초부터 계속 민주당 우위였으며, 베팅에 따르면 민주당이 상원을 70%의 확률로 독식할 가능성이 매우 커진 것으로 집계된다.

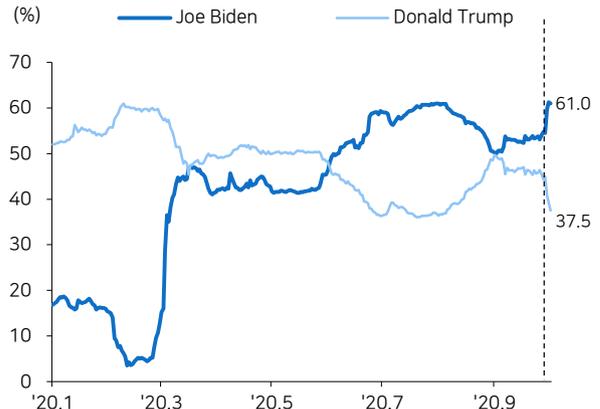
여론조사만을 본다면 바이든과 민주당의 압승이다. 그리고 9월 말부터 발생한 일련의 이벤트들을 거치면서 승기는 더욱 민주당 진영으로 기운 것으로 보인다.

그림1 지지율 추이: 바이든 vs 트럼프



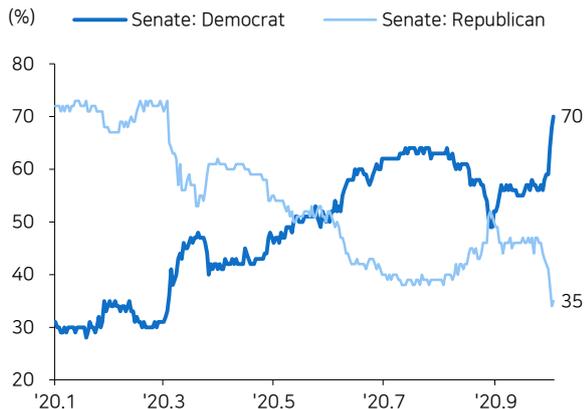
자료: Real Clear Politics, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 당선확률 추이: 트럼프 vs 바이든



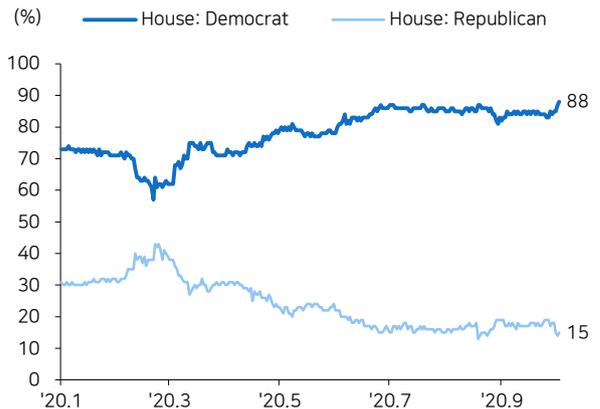
자료: Real Clear Politics, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 어떤 정당이 상원 다수당이 될 것인가에 대한 베팅



자료: PredictIt, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 어떤 정당이 하원 다수당이 될 것인가에 대한 베팅



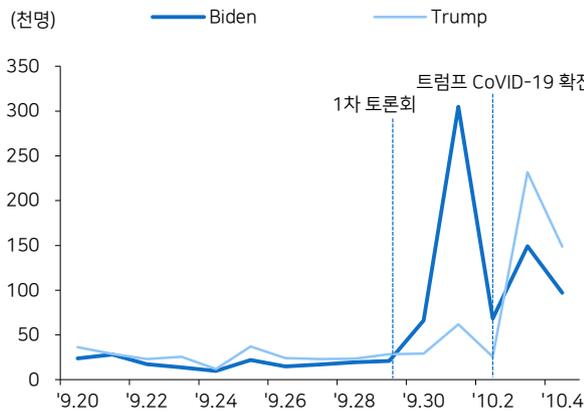
자료: PredictIt, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**그러나 온라인 지형은 트럼프
CoVID 확진 계기로 미세한 변화**

그러나 여론조사 결과만으로 바이든의 승리를 단정짓기는 어렵다. 우리는 2016년 대선에서 힐러리 클린턴 민주당 후보가 트럼프 당시 공화당 후보를 앞서고 있었음에도 대선에서 패한 경험을 목도했다. 결정적 오차를 만들어 낸 요인은 온라인에서의 지형 변화였으며, 민주당 스스로도 온라인에서의 변화를 감지했다면 이토록 허망하게 지지 않았을 것이라는 평을 할 정도였다.

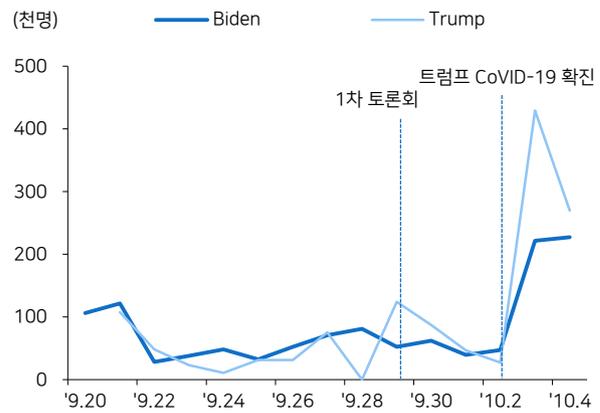
통념을 적용하자면, 트럼프는 토론회 격식도 무너뜨렸고 CoVID-19를 과소평가했을뿐 아니라 스스로의 건강유지에도 실패한 대통령이다. 그러나 적어도 온라인에서 사람들의 관심을 얻는 데에는 성공하고 있는 듯 하다. 1차 토론회 당시 바이든 트위터의 신규 폴로워 수와 “좋아요” 수는 트럼프의 것을 압도했으나, 트럼프의 CoVID-19 확진을 계기로 적어도 단기 모멘텀은 역전되고 있다. 단순히 트럼프의 회복 여부를 보고자 하는 사람들일 수도 있지만, 지지층의 결집일 수도 있다는 점에서 가벼이 판단할 문제는 아닌 것 같다.

그림5 트위터 신규 폴로워(follower) 수



자료: Social Tracker, 메리츠증권 리서치센터

그림6 트윗당 일간 “좋아요(Like)” 수



자료: Social Tracker, 메리츠증권 리서치센터

**Helmut 모형이나 닐 퍼거슨 교수
도 여론조사가 완벽하지 않을 수
있음을 시사**

이와 별개로 학계에서 제시하는 일부 모형에서 트럼프가 앞서고, 심지어 압승할 수 있다는 결과가 제시된 것도 흥미롭다. 대표적인 것이 Stony Brook 대학의 Helmut Norpoth가 제시하는 Primary Model이다. 이 모형은 1912년부터 2016년까지 26차례 대선 중 24차례 대선 결과를 맞추었던 것이다. 모형이 고려한 변수 중 몇 가지를 소개하면 다음과 같다: 1) 당내 경선에서 압승을 거둔 후보가 실제 대선에서 승리할 가능성이 높으며 특히 뉴햄프셔와 사우스캐롤라이나 지역을 가져간 후보가 유리했다, 2) 1960년 이후 재선에 실패한 사례는 한 건이며, 재선 이후에는 집권당이 바뀔 확률이 높기에 4년 전 득표율은 더하고, 8년 전의 득표율은 차감한다 등이다. 이를 토대로 계산한 트럼프 재선확률은 91%에 달한다.

저명한 역사학자인 니얼 퍼거슨 스탠포드대 교수도 여론조사의 신뢰성이 떨어져 트럼프가 의외로 이길 수 있는 9가지 변수를 블룸버그 컬럼에서 나열하고 있다. 자세한 내용은 표 1에 정리했지만 몇 가지만 나열해 보면, 1) 공화당/트럼프 지지자의 여론조사 응답이 정직하지 못하다, 2) 총기판매가 늘고 있고 인종 문제에 대해 회의적인 시각도 상당하다, 3) 대표적인 경합지역인 펜실베니아와 위스콘신 주에서 투표를 하겠다고 등록한 사람 수를 보면 공화당이 민주당 진영을 앞서고 있다 등이다.

특히 경합지역 선거전략과 결과는 여전히 큰 변수임

특히 3)을 가버이 볼 수 없는 이유는 경합지역에 어떻게 전략을 펼치는가가 대선 향배를 가늠하는 주된 변수이기 때문이다. 트럼프의 초대 비서실장인 라인스 프리버스가 이번 세계지식포럼 대담에서 언급한 내용이기도 하다. 경합지역에 어느 정도의 예산을 투여할 것인가, 특정인의 소비성향을 이용한 빅데이터 분석을 통해 누가 공화당을 지지할 가능성이 높은 것인가, 그래서 이들의 투표를 어떻게 독려할 것인가가 주된 선거전략에 포함된다는 것이다.

따라서 누가 될 것인가에 대한 예단은 아직 이르다는 판단

이러한 측면들을 고려한다면, 단순히 여론조사상에서 바이든 후보가 압도적 우위를 점하고 있다는 이유로 그의 낙승을 "단정" 짓기는 어렵다는 판단이다. 결국 "끝날 때까지 끝난 게 아니다"라는 것이다.

그림7 Helmut Norpoth의 Primary Model: Trump 재선



자료: Primarymodel.com, 메리츠증권 리서치센터

표1 트럼프가 이길 수 있는 9가지 이유들

구분	내용
1.	<ul style="list-style-type: none"> 공화당원의 11.7%, 민주당원의 5.4%는 폴에 거짓으로 대답 트럼프 지지자 10.1%, 바이든 지지자 5.1%가 폴에 진의를 표시하기 꺼려함, 그리고 무당층의 10.5%는 Shy Voter
2.	<ul style="list-style-type: none"> 2020년 8월 총기판매 전년대비 58% 증가 2016년 총기판매는 트럼프 지지율과 연동되었음
3.	<ul style="list-style-type: none"> 케이블 시청자와 유튜브를 통해 5백만 명 이상이 Black Lives Matter에 회의적 반응
4.	<ul style="list-style-type: none"> 1차 토론회 당시 페이스북 인기상위 10개 포스트 중 5개는 보수진영 Ben Shapiro의 것이었음
5.	<ul style="list-style-type: none"> 보수진영이 법원구성에 더욱 민감 Barrett의 지명은 보수진영 결집에 최적선택
6.	<ul style="list-style-type: none"> 히스패닉 유권자들은 바이든에 열광하지 않음
7.	<ul style="list-style-type: none"> 펜실베니아, 위스콘신 등 경합주의 Voter-registration에서 공화당이 앞서고 있음
8.	<ul style="list-style-type: none"> 우편투표가 오류로 인해 반송될 가능성
9.	<ul style="list-style-type: none"> 경제활동을 고려한 Yale의 Fair Model에서 공화당이 약진 중

자료: Bloomberg Opinion (10월 4일), "A Craving for Normalcy Spells the End of a Populist Presidency", Niall Ferguson

Tail risk: 트럼프 대통령 회복 실패와 사퇴

여론조사/모형 결과는 트럼프의 대선 레이스 완주를 전제로 함

물론 이러한 여론조사나 모형에 의한 결과는, 1) 트럼프 대통령이 현재 투병 상태에서 회복하거나, 2) 와병 중이라도 대선 레이스를 완주한다는 것을 전제로 하는 것이다. 현재로서는 회복 가능성이 높아 일정에 차질이 있을 가능성은 커 보이지 않지만, 트럼프 대통령이 고위험군(고령/비만)이기에 이 역시 속단하기는 어렵다.

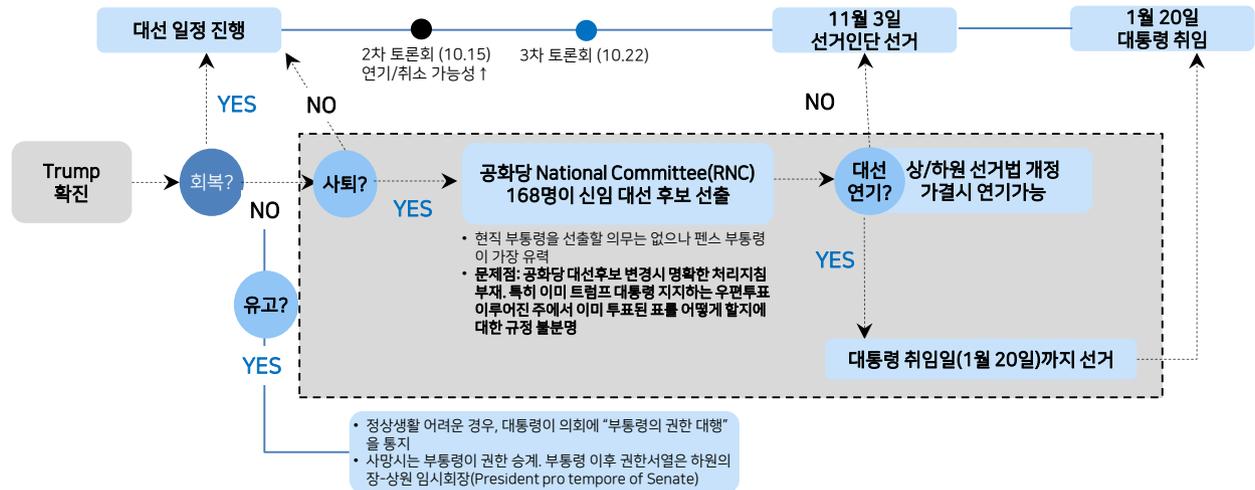
트럼프 대통령의 후보 사퇴만 아니라면 대선 일정 리스크는 낮음

트럼프 대통령이 수 주 내 회복에 실패하고 결국 대선후보에서 사퇴해야 할 경우라면 일은 매우 커진다. 이 때, 절차상으로는 공화당 의원 168명으로 구성된 Republican National Committee가 신임 대선 후보를 선출할 수 있으며, 위원회의 의무사항은 아니지만 마이크 펜스 부통령이 후보로 지명될 가능성이 높을 것이다.

문제는 1) 선거인단 선거(11월 3일)까지 30일이 채 남지 않았고, 2) 이미 우편투표가 진행 중이라는 점에 있다. 특히 공화당 대선후보가 변경되었을 때 주(state)마다 이를 어떻게 다룰지 가이드라인이 상이하고, 우편투표에서 트럼프 대통령이 득표를 했을 경우에는 어떻게 할지에 대한 지침이 부재하다는 것이 사태의 복잡성을 키우는 요인이다. 11월 3일 이후 선거인단의 대통령 투표 시점(12월 14일) 사이에 이러한 사안이 발생해도 혼란이 발생하는 것은 마찬가지이다.

전술한 사안들에 대해 단기간 내 극적인 해법을 찾는다면, 본 일정대로 선거를 치를 수 있겠지만 가능성은 크지 않다. 결국 상원과 하원은 현행 선거법을 개정하여, 역사상 처음으로 선거인단 선출(11월 3일)과 그 이후 행정적 절차에 수반되는 일정을 함께 연기해야 한다. 무기한 연기는 불가능하며, 미합중국 헌법에 명시된 대로 대통령 취임일(1월 20일)까지는 선출 절차가 모두 끝나야 한다. 이러한 시나리오는, 내년 초까지 단순히 대선후보와 절차라는 이슈만으로도 불확실성이 커질 수 있음을 시사하는 것이다. 그러나 우리의 baseline 시나리오는 아니다.

그림8 트럼프 대통령 COVID-19 확진 이후 대선일정 시나리오



자료: Financial Times, Reuters, US Constitutional Center, 메리츠증권 리서치센터 정리

2. 대선 공약의 시사점

대선 결과를 예단하기 어렵다면, 트럼프와 바이든의 공약사항을 통해 경우별로 시사점을 도출하는 것이 방법이 될 수 있다. 자세한 공약은 후보별 홈페이지에 자세하게 나와 있기에 여기에서는 이 중 핵심이 되는 부분만을 다루도록 하겠다.

총론

트럼프: 미국 우선주의/감세
 바이든: 동맹 중시/증세

트럼프와 바이든 공약의 핵심가치는 아래 그림으로 요약 가능하다. 트럼프가 재선된다면 지금보다 훨씬 더 트럼프만의 색채를 낸다는 것이 중론이다. 즉, 동맹보다는 미국 국익을 우선으로 하며, 미국만의 우선주의가 더욱 강해진다는 것이다. 외교 문제에 있어서도 지금까지 응당 미국이 해왔던 해외파병 문제, 미군 주둔 문제 등을 재검토하여 실제 이것이 "미국민들의 이해관계"에 부합하는 지를 좀 더 따지겠다는 것이다. 경제정책에 있어서는 일자리가 강조되며 트럼프 1기 때 시행되었던 감세정책을 지속/연장하겠다는 입장이다.

바이든의 경우는, 트럼프가 미국민들이 지녀온 가치를 훼손시켰다는 것에 방점을 두고, 민주주의(democracy)에 기반한 가치 복원을 우선시한다. 미국과 민주주의 동맹 간의 협업을 중시하는 것도 이 때문이고, 이를 통해 국제사회에서의 미국 리더십 복원을 도모한다. 바이든은 트럼프보다는 공정성 문제를 더욱 중시한다. 공약 홈페이지에서 소득계층간, 인종간 격차 해결, 성평등(gender equality) 부분에 상당 부분을 할애하고 있다. 그리고 이를 해소하기 위해 자본소득세/법인세 인상이 필요하다는 입장을 견지하고 있다. 대기업이나 자본소득자 입장에서는 바이든의 정책이 상대적으로 부정적일 수 있다.

그림9 트럼프와 바이든의 핵심 가치

Donald Trump	Joe Biden
American exceptionalism (미국 예외/우선주의)	민주주의 가치 우선주의
동맹보다는 미국 국익이 우선	미국-동맹간 협업 중시
기득권/관료주의 타파 (Drain the swamp)	공정 문제 부각 (소득계층간, 인종간 문제, 성평등)
감세정책 지속/연장	증세론자

자료: donaldjtrump.com, joe Biden.com, 메리츠증권 리서치센터 정리

외교/중국

전반적 총론 기조는 외교정책에
그대로 녹아 있음

외교 문제를 어떻게 할지, 그리고 구체적으로 중국과의 관계를 어떻게 가져갈 지도 핵심 변수 중 하나이다. 무차별적인 전쟁 종식과 전쟁지역에 파병된 미군 귀/송환에는 공통된 입장을 보이고 있지만, 트럼프는 동맹이 합당한 대가(예: 방위비)를 지불하도록 하는 것을 공약으로 내세우는 반면 바이든은 민주주의 동맹 복원을 우선시한다. 북한 문제에 있어 트럼프는 직접적 관여를 선택하는 반면 바이든은 다자외교를 선호한다(예: 6자 회담).

중국에 대한 태도는 두 후보 모두
강경. 갈등은 지속될 소지

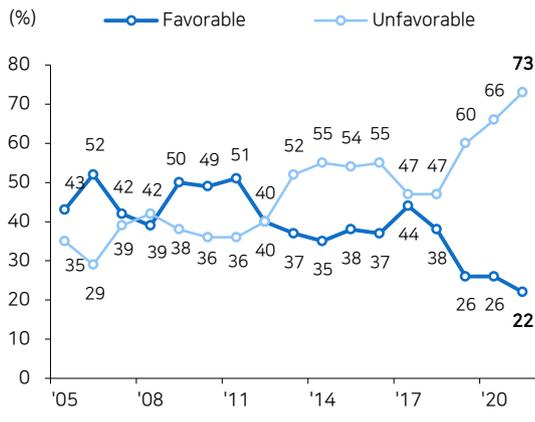
중국에 대한 태도는 두 후보 모두 강경하다. 이는 트럼프-시진핑 구도 하에서 미국인들의 중국에 대한 여론이 크게 악화된 것과는 무관하지 않다. Pew Research가 2020년 하반기 조사한 자료에 따르면, 중국에 대한 미국인들의 태도가 비우호적이라는 응답은 조사 시작 이래 최고치인 73%까지 올라 갔다. 중국이 불공정 무역을 일삼고 지적재산권을 침해하고 있다는 시각, 그리고 중국과 거래하는 기업에 대한 불이익(트럼프: 정부조달 시장 참여 불허, 바이든: 공적자금 반납) 부여도 공통분모이다.

방법론에 있어서는 차이를 보임

차이점은 방법론이다. 트럼프는 직접 압박/제재(sanction)나 징벌적 관세를 선호하여 중국을 이기는 전략을 선호하는 반면, 바이든은 동맹과 연대한다는 것이다. 바이든은 중국과의 경쟁에 이기기 위해 중국을 직접적으로 압박하기 보다는, 민주주의 가치를 지닌 국가들간의 연합전략이 중국을 조기에 굴복시킬 것으로 판단하고 있다. 따라서 중국에 대한 액션보다는 동맹과의 외교/연대를 우선시한다.

트럼프 재선시 중국과의 갈등 심화에 따른 빈번한 금융시장 변동성 확대가 발생할 소지가 있다. 바이든은 표면적으로 트럼프에 비해 온건하게 보일 것이나, 중국에 대한 직접적 관여에 소극적인 사이 중국의 약진이 향후 대중 전략의 불확실성을 야기할 가능성이 남아 있다고 본다.

그림10 미국인의 중국에 대한 여론



주: 2020년 마지막 숫자는 2020년 하반기 조사
자료: Pew Research, 메리츠증권 리서치센터

표2 미국 외교 및 對 중국 정책에 대한 견해/공약

후보	항목	내용
트럼프	외교	무차별 전쟁 종식과 파병 미군 귀환
		동맹이 합당한 대가 지불하도록 할 것
		미국의 압도적인 군사력을 유지하고 증강
중국	미국에 피해를 주는 테러리스트 소탕	
	훌륭한 사이버안보와 미사일 방어체계 구축	
	중국에 뺏긴 100만 개 일자리를 되찾을 것	
바이든	외교	중국에서 일자리를 되찾아오는 기업대상 세제혜택 부여
		의약, 로봇기술을 미국으로 들여오는 기업은 비용전액 공제
		중국에 아웃소싱하는 기업들에게 정부조달 시장 참여 불허
북한	외교	바이러스 확산에 대한 중국 책임을 엄중히 물을 것
		Direct re-engagement approach. 재선 이후 착수
중국	북한	우리 스스로의 민주주의와 동맹 복원이 우선
		미국인들의 핵심 이해관계를 방어하는 데 주력
		전쟁 종식을 통해 국력을 생산적인 데 활용
		외교력 강화와 파트너십 복원
		중국 라이벌과 경쟁에서 이기기 위해 혁신적 강점 강화하고 민주진영 통합
		북한 다자외교 선호, 지속가능한 협력 체계 구축 통한 비핵화 유도

자료: donalddjtrump.com, joebidens.com, 메리츠증권 리서치센터 정리

혁신 및 반독점

혁신 어젠다는 비슷하지만 트럼프가 좀 더 중국을 의식

정부가 어떤 부문에서 혁신을 지원해야 하는 지에 대한 부문은 다음과 같다. 트럼프는 우주방위력(Space Force), 5G/고속무선 네트워크, 우수한 식수/대기질 유지를 최우선 과제로 내세웠다. 바이든은 퀀텀 컴퓨팅, AI, 5G, 그리고 고속철도 부설/노선의 농촌확대 등을 거론한다. 두 후보 모두 첨단산업 육성 의지가 있으나 결은 조금 다른 듯 하다. 트럼프는 중국을 좀 더 의식하는 행보이다. 미-중 패권의 본질이 우주/국방과 기술이라는 점을 고려한다면 더욱 그러하다.

플랫폼에 대한 입장은 대체로 우호적이나...

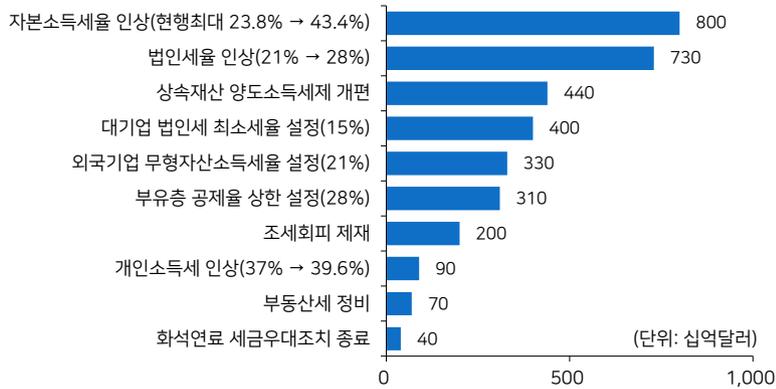
플랫폼 기업 등 이른바 "Big-tech" 에 대한 두 후보의 입장은 우호적인 편이다. 부통령 시절 바이든 후보는 주요 인사에 실리콘 벨리 출신을 임명하고, 구글에 대한 반독점 규제적용을 반대했다. 트럼프는 역사상 반독점 형사법 집행이 가장 적은 행정부였다. 앞으로의 스탠스가 변화할까? 일단 두 후보는 IT버블 당시와 같은 기업분할 강제에는 반대하며 Big-tech에 대한 정밀한 조사가 필요하다는 입장이다. 차별점이라면 현재의 규제강도가 미약한 편이며 기술혁신에서 배제된 노동자들을 일정 부분 정부가 구제할 필요가 있다는 것이 바이든 후보의 견해이다.

보통 반독점 규제가 집권여당 성격에 의존해 왔던 점을 고려할 필요

여기까지만 보면 별 문제 없이 넘어갈 것으로 보이지만, 마음에 걸리는 것이 있다. 정권별 반독점 형사법 집행건수를 보면 1990년대 이후로는 정당의 성격에 따라 규제/집행건수의 차이가 크다는 것이다. 민주당이 상대적으로 반독점 규제에 적극적인 반면, 공화당은 그렇지 않다는 것이다. 또다른 한 가지는 바이든 캠프를 이루고 있는 경제 자문단의 구성이다. 민주당 내에서 바이든 후보는 중도로 포지셔닝 되었지만 실제 자문단에 샌더스나 워렌 등의 아이디어를 수용할 수 있는 인사들이 포함되어 있다는 것이다(FT. 9월 28일: Bidenomics: Sharp shift to left touts workers over growth).

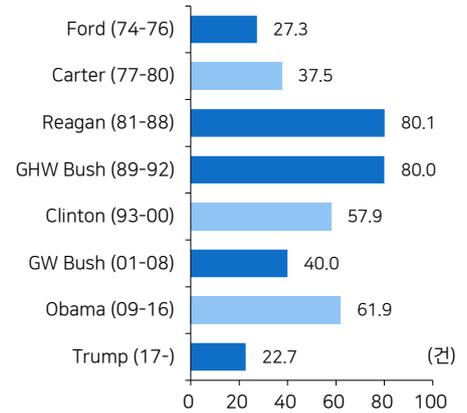
우리는 바이든 후보가 대통령이 당선되었을 때 당장 테크기업을 문제 삼거나 규제를 가할 가능성은 제한적일 것으로 보고 있다. 미국 경기회복이 우선이고, 중국과의 경쟁이 유효하다면 일단은 이들이 첨병 역할을 해야 하기 때문이다. 그러나 미국 경제가 본궤도에 올라선 이후부터는 트럼프의 규제완화 기조와 차별성을 보일 개연성이 있다고 본다. 따라서 이것까지 고려한다면 Big-tech와 증시 주도주 관점에서는 상대적으로 트럼프 어젠다가 우호적일 수 있다는 판단이다.

그림11 바이든 조세정책 실현시 예상되는 세수 증가분



자료: VOX, 메리츠증권 리서치센터

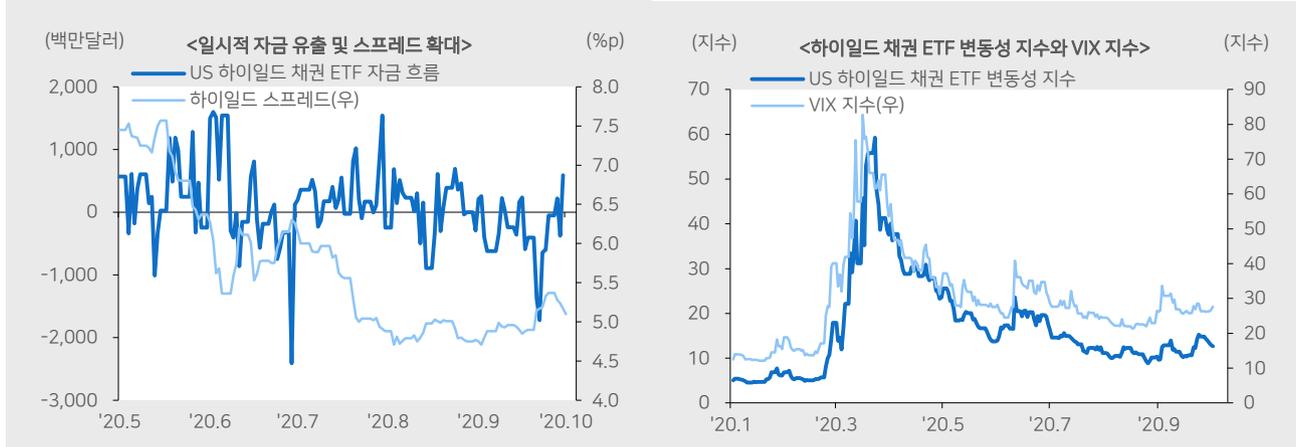
그림12 정권별 반독점 형사법 집행건수



주: 재임기간내 연도별 건수 평균치임. 트럼프는 17~19년
 자료: 미국 법무부, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트 윤여삼 연구위원

높아진 불안에도 하이일드 채권시장 '괜찮다'



자료: Chicago Board Options Exchange, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

위험자산 불안심리 추가 확산 가능성은 제한적

나스닥 중심 기술주 조정과 미국 의회 추가경기부양책 통과 난항, 미대선 불확실성에 트럼프 대통령의 코로나 확진까지 가세하면서 자칫 위험자산의 상승기조가 꺾인 것이 아닌지 걱정이 많다. 그럼에도 하이일드 채권시장을 점검해 봤을 때 현재 불안심리가 추가로 더 확산될 위험성은 제한적인 것으로 판단된다.

올해 3월 1100bp까지 확대된 미국 하이일드 스프레드는 연준의 SPV 회사채 인수 프로그램 및 정부 대출 프로그램(CARES ACT 내 PPP)에 힘입어 9월 중반까지 400bp대로 안정되었다. 하이일드 채권발행은 8월까지 전년 연간 전체발행과 유사한 2천7백억 달러에 육박했으나 탄탄한 수요가 뒷받침되었다.

하이일드 스프레드 9월 들어 확대되는 경향 보였으나

9월 말에 들어와 상기한 불확실성 내용을 반영하며 위험선호가 약화되자 스프레드는 500bp대로 확대되었고 트럼프 확진 이슈로 위험자산의 변동성이 커질 수 있다는 불안이 더해졌다. 미국 주식시장은 장중 낙폭을 줄였으나 VIX는 확대되었고 VIX 선물과 옵션변동성 등은 여전히 위험요인을 반영 중이다.

추가경기부양책 합의 기대감 바탕 다시 축소세

그렇지만 불안이 높아진 만큼 난항을 겪고 있는 추가경기부양책은 합의점을 찾을 수 있다는 기대가 역으로 살아났다. 때문에 추석연휴기간 동안 미국채10년 금리는 안전선호를 반영하여 하락하기보다 0.65% → 0.70%로 반등했고, 하이일드 스프레드는 20bp 이상 축소되었다.

하이일드 채권 매수세 유입되고 변동성 줄어 불확실성 낮추는 중

현재 불확실성 요인 해소까지는 시간이 필요하겠으나 하이일드 채권시장은 이미 매수세가 유입되고 있다. 변동성 역시 줄어 신용위험 확산에 따른 불안 가능성을 낮추고 있다. 올해 미국 정책방향은 신용위험을 낮추어 그 기반 하에 위험자산 랠리를 지지하고 있다. 트럼프 대통령 퇴원 뉴스까지 벌써 거론되는 것을 보면 하이일드 채권 선제적으로 위험선호 기조 유지될 것을 보여준 것으로 해석된다.

칼럼의 재해석 이정연 연구원

글로벌 ESG 투자 Trend: 액티브 펀드를 통한 유입, 포지티브 전략 활용

과거 글로벌 증시의 주요 위험요인은 재무적 요인이었으나 최근들어 환경과 사회 등 비재무적 위험 요인이 부각되기 시작했다. 특히 올해에는 코로나19 영향으로 ESG 요인의 중요성 인식이 확산됐다. 이에 따라 연초 이후 글로벌 ESG 펀드 누적 순유입액은 1,200억 달러 이상으로 지난해 같은 기간 대비 35% 증가했다. 최근 ESG 투자의 트렌드는 1) 액티브 펀드를 통한 ESG 투자가 나타나고 있는 것과 2) 포지티브 스크리닝 방식을 통한 투자가 이루어지고 있다는 점이다. 일반 주식형 액티브 펀드 자금은 순유출되는 흐름을 보이고 있는 반면, ESG 액티브 펀드는 매달 10억 달러 규모로 꾸준한 순유입세를 기록중이다. 또한 과거 ESG 투자는 주류, 담배, 카지노 회사에 대한 투자를 배제하는 '네거티브 스크리닝' 방식을 주로 사용했으나, 최근에는 ESG 기준에 부합하는 종목 또는 사업에만 투자하는 포지티브 스크리닝 방식을 사용하고 있는 점이 특징적이다. ESG 투자 시장 규모가 커짐에 따라 더욱 엄격한 ESG 평가 방식을 채택하고 있는 것이다. 국내 ESG 투자 시장 역시 글로벌 트렌드와 비슷하게 올해 신규 ESG 펀드 조성이 늘어나면서 자금이 새로 유입되는 흐름을 보이고 있다. 국민연금의 ESG 투자를 위한 기초작업이 진행되고 있으며, 한국형 뉴딜 정책의 움직임이 활발해지면서 투자자들의 ESG 펀드에 대한 관심이 더욱 몰리고 있다.

2020년 코로나로 탄력받은 ESG 투자

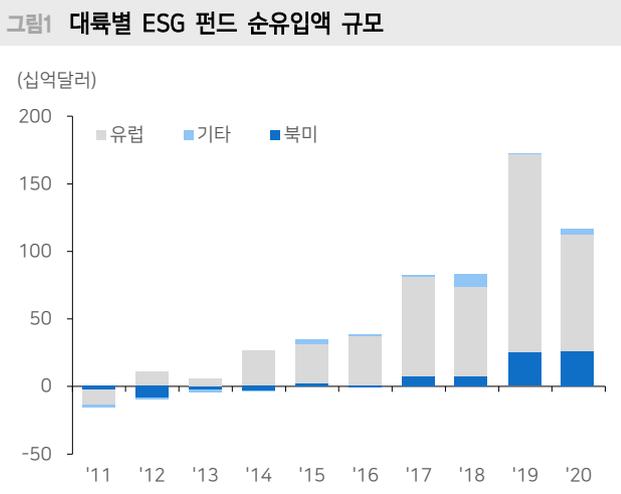
ESG 투자는 환경(Environmental) · 사회(Social) · 지배구조(Governance)를 고려한 투자로 기업이 환경과 사회에 얼마나 기여하고 건강한 지배구조를 갖고 있는지를 고려하는 비재무적 투자 방식이다.

코로나19 영향으로 ESG요소 인식 확산

과거 글로벌 증시의 주요 위험요인은 재무적 요인이었으나 최근 들어 투자자들은 환경과 사회 등 비재무적 위험 요인에 주목하기 시작했다. 올해에는 코로나19 영향으로 ESG 요인의 중요성 인식이 확산됐다. 특히 운용자산 규모가 크고 밀레니엄 세대의 젊은 투자자들이 ESG 투자를 적극적으로 도입함에 따라 ESG 투자 시장은 구조적인 성장세를 보이고 있다.

글로벌 ESG 펀드의 순유입 규모 확대

2019년 ESG에 투자하는 펀드의 순유입액은 1,730억달러로 2018년 대비 두배 이상 순유입액이 증가했다. 올해 역시 상반기까지 누적 순유입액은 1,200억 달러 이상으로 지난해 같은 기간 대비 35% 증가했다. 이에 따라 글로벌 ESG 펀드 시장의 트렌드와 한국의 ESG 투자 현황에 대해서 살펴보고자 한다.



주: 2020년은 6월말 까지 누적 기준
자료: Broadridge, 메리츠증권 리서치센터

표1 글로벌 매니저들의 ESG 도입 여부 및 향후 계획

구분	현재 ESG 투자 도입 여부	2년내 ESG 투자 도입 계획
1억달러 미만 AUM	53%	72%
1억달러 이상 AUM	68%	80%
35세 미만	69%	83%
35세~54세	63%	76%
55세 이상	56%	74%

주: 2019년 말 기준
자료: Broadridge, 메리츠증권 리서치센터

ESG 투자 Trend 1) 액티브 펀드를 통한 ESG 투자 활발

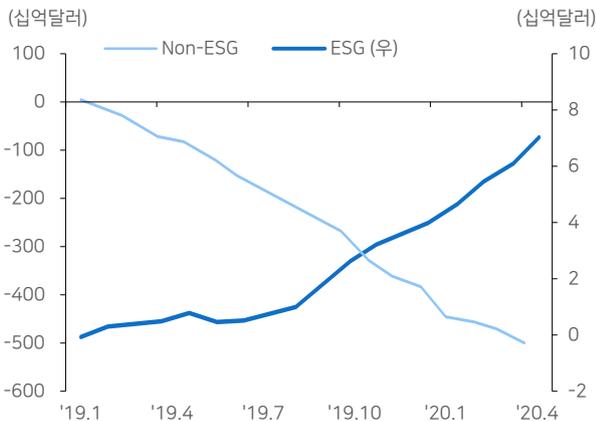
일반 액티브 펀드 자금의 순유출 지속

글로벌 주식시장은 ETF, 인덱스 펀드 등 패시브 투자에 대한 관심이 증가하면서 액티브 펀드의 자금은 순유출되는 흐름이다. 또한 최근 한국과 마찬가지로 미국 역시 개인들의 직접투자가 활발해지기 시작하면서 주식형 액티브 펀드의 자금은 순유출을 기록 중이다.

액티브 펀드를 통한 ESG 펀드 순유입 지속

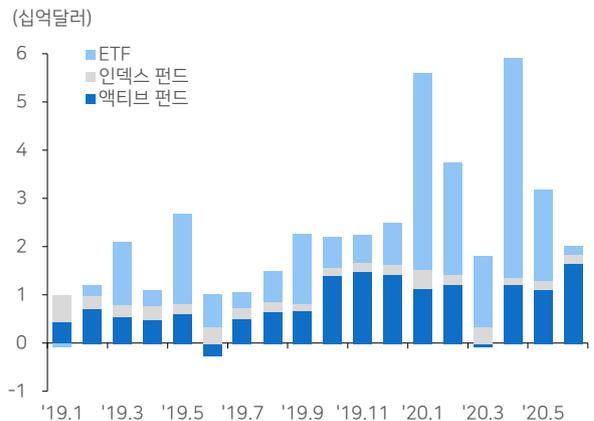
다만, ESG 관련 액티브 펀드는 순유입을 기록하면서 일반 주식형 펀드 대비 상반되는 자금 유입 흐름을 보이고 있다. 2019년 말 이후 ESG 액티브 펀드의 순유입액은 매달 10억 달러 규모로 꾸준한 순유입세를 기록 중이다. 구체적으로 운용사별 자금 흐름을 살펴보면, 블랙록과 같이 ETF 시장을 주도하는 운용사를 제외하고 대부분 운용사들의 ESG 펀드 자금은 액티브 펀드를 통해 유입됐다. 유럽의 대형 운용사들은 일반 주식형펀드가 순유출된 반면, ESG 펀드에 대한 자금은 순유입을 기록하면서 ESG 펀드를 통한 자금유입이 진행되는 모습이다.

그림2 미국 액티브 주식형 펀드 누적 순유입액



자료: Broadridge, 메리츠증권 리서치센터

그림3 미국 ESG 펀드 유형별 순유입액



자료: Broadridge, 메리츠증권 리서치센터

그림4 글로벌 주요 운용사 ESG 펀드 순유입액 현황_2019년 이후

운용사	ESG 순유입액	ESG 순유입액 내 액티브 유형 비중	전체 펀드 순유입액 대비 ESG 펀드 순유입액 비중
	십억달러	%	%
BlackRock	42.1	7%	22%
UBS AG	15.0	46%	>100%
Amundi	12.1	61%	>100%*
BNP Paribas	10.5	66%	>100%*
Nordea AB	8.6	100%	>100%
Intesa SanPaolo Group	8.0	100%	>100%*
Crédit Suisse Group	6.8	27%	19%
KBC Bank and Insurance Holding Company	6.7	100%	>100%
Northern Trust Corporation	6.7	3%	>100%*
Volksbanken Raiffeisenbanken	6.2	99%	69%

주1: 2020년 6월말까지의 누적 기준, 주2: >100%*는 전체 펀드 자금이 순유출된 경우

자료: Broadridge, 메리츠증권 리서치센터

ESG 투자 Trend 2) 네거티브(Negative) -> 포지티브(Positive)

네거티브 스크리닝 방식에서 포지티브 스크리닝 방식으로 전환

최근 글로벌 운용사들의 ESG 투자전략은 ESG 스코어링이 높은 회사에만 투자하는 포지티브 스크리닝(Positive Screening) 방식을 채택하고 있다. 과거 ESG 투자 전략은 주류, 담배, 카지노 회사에 대한 투자를 배제하는 '네거티브 스크리닝(Negative screening)' 방식이 주로 사용한 것과 비교해서 종목 스크리닝에 있어 더욱 엄격한 방식을 적용한 셈이다.

포지티브 스크리닝 방식을 통한 다양한 알파전략 구축 가능

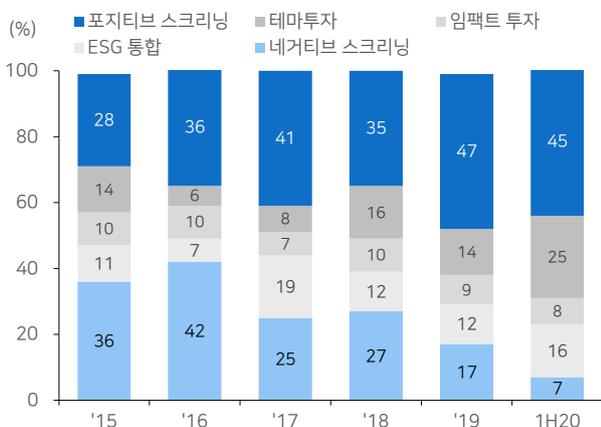
단순 네거티브 스크리닝 방식의 ESG 투자전략으로는 알파 수익을 만들어내는데 제한적이다. 이와 달리 포지티브 스크리닝 방식은 다양한 ESG 평가 항목 중 온실가스에 대한 대응, 고객정보 보호에 대한 관리 등 특정 항목에 가중치를 많이 부여함으로써 다양한 알파 전략을 구사할 수 있는 특징이 있다. 마치 전통적인 투자 방식에서 이익성장, 부채안정성 등 특정 재무 요소에 비중을 두어 투자하는 것과 같이 ESG 스코어링을 활용한 비재무적인 투자전략이다. 이에 따라 현재 포지티브 스크리닝 방식을 사용하는 ESG 펀드 AUM은 전체 ESG 펀드 AUM 내에서 39% 가량 차지하고 있다.

표2 ESG를 고려한 투자전략 분류

투자전략	내용
포지티브 스크리닝 (Positive screening/best-in-class)	ESG 기준에 부합하는 종목 또는 사업에만 투자하는 스크리닝 방식으로, ESG 성과가 우수한 종목을 선별하여 투자한다는 측면에서 네거티브 스크리닝에 비해 더욱 엄격한 방식
네거티브 스크리닝 (negative/exclusionary screening)	ESG 기준에 근거하여 특정 산업 또는 종목에 대한 투자를 배제하는 가장 기초적인 책임투자 전략
ESG 통합 (ESG integration)	재무성과에 영향을 미칠 만한 ESG 요인들에 중점을 두고 가치평가 단계에서부터 재무적 분석과 비재무적 분석을 병행하는 방식
임팩트 투자(Impact investing)	수익에 국한하지 않고 사회에 긍정적 영향을 미치는 사업에 투자하는 방식
테마 투자 (Sustainability thematic)	기후변화, 생태효율성, 보건, 수자원 등 지속가능성과 관련된 특정 테마에 기여하는 자산 또는 종목에 선별 투자하는 전략으로 수익 창출을 일차적 목적으로 한다는 점에서 임팩트 투자와 차이가 있음

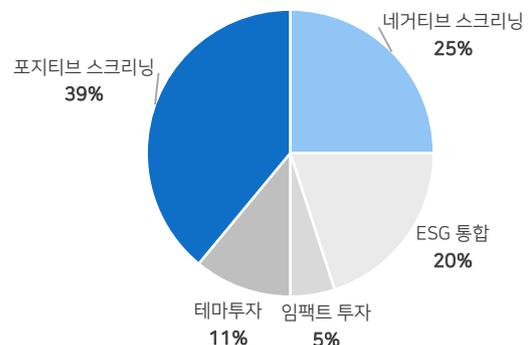
자료: 미국 노동부, 메리츠증권 리서치센터

그림5 ESG전략 유형별 펀드 순유입 비중



자료: Broadridge, 메리츠증권 리서치센터

그림6 ESG전략 유형별 AUM 비중



자료: Broadridge, 메리츠증권 리서치센터

국내 ESG 도입 현황

올해 국내 ESG 펀드는 순유입을 기록하면서 일반 주식형 펀드와 상반된 흐름

국내에는 올해 신규 ESG 펀드 조성이 늘어나면서 해외와 비슷한 ESG 투자 흐름을 보이고 있다. 국내 ESG 펀드는 42개로 설정액은 4,674억, 순자산은 6,127억원 규모이다. 일반 주식형 펀드 대비 규모는 작은편이나 ESG 펀드에 연초 이후 1,493억원의 자금이 새로 유입되면서 같은 기간 순유출을 기록한 일반 주식형 펀드와는 상반된 흐름을 보이고 있다.

내년부터 국민연금의 ESG를 고려한 투자 기초작업 진행중

국민연금은 내년부터 약 450조원에 달하는 국내 주식·채권 투자 결정에 ESG 기준을 적용하기 위한 기초작업에 들어갔다. 이를 위해 최근 ESG 기준마련과 관련하여 평가 체계 구축을 위한 용역 과제를 발주했으며, 지난 6월에는 국내주식 위탁운용 전략의 하나인 '책임투자형' 펀드에 우선 적용할 새로운 벤치마크 산출 작업을 시작했다.

한국판 뉴딜 정책이 테마 투자방식의 ESG 펀드 조성 자극, 향후 포지티브 방식의 ESG 펀드 기대

또한 최근 정부의 한국판 뉴딜 정책의 움직임이 활발해지면서 개인투자자들의 ESG 펀드에 대한 관심도 몰리고 있다. 공모펀드 시장의 위축된 분위기에서 ESG 펀드가 펀드시장의 새로운 활력소가 될지 주목되는 부분이다. 또한 국내는 한국판 뉴딜 정책에 따른 특수성으로 테마 투자 방식의 ESG 펀드가 주목 받겠지만, 향후 ESG 펀드간의 차별성을 위해 포지티브 투자방식의 도입에 대한 대비 역시 필요한 시점이다.

Avoiding 'sin stocks' is no longer enough for ESG ETFs (Financial Times)