

Equity Strategy



글로벌매크로팀 Strategist 허재환
02)368-6176
jaehwan.huh@eugenefn.com

Equity Strategy Check point

- ✓ 최근 글로벌 주식시장에는 실적보다 미국 대선과 경기부양책, 코로나19 등이 핵심 이슈임. 무엇보다 미국 대선을 8일 정도 앞두고 있음.
- ✓ 미국 우편투표를 둘러싸고 미국 대선은 **막장 드라마**가 될 가능성이 있음. 각종 소송으로 선거인단이 정해지지 못하면, 최악의 경우 2021년 1월 하원에서 대통령이 결정될 수 있음.
- ✓ 금융시장의 발작 가능성을 배제할 수 없음. 그러나 **공급적으로는 기회 요인**임. 3Q 실적시즌이 진행되면서 **한국 기업이익 사이클은 3년 만에 처음으로 상향** 반전되고 있음.
- ✓ 반도체 등 Tech 기업뿐만 아니라 **운송/미디어/화학** 등에 대한 관심도 유효함.

막장 드라마

Equity Strategy Overview

유사한 이슈가 반복되고 있다. 이중 가장 막장드라마가 될 수 있는 것은 미국 대선이다. 미국 우편투표를 둘러싼 허점과 소송가능성을 감안하면, 최악의 경우 미국 대선 결과는 11월이 아닌 2021년 1월 초 마무리될 수 있다. 하지만 막장 드라마도 끝이 있다. 무엇보다 실적이 개선되고 있다. 한국 기업들의 실적 사이클은 3년 만에 반전되고 있다. 단기 불안 요인들은 남아 있다. 하지만 2021년을 보면 기회요인이 더 많다.

미국 대선 불확실성과 최악의 시나리오

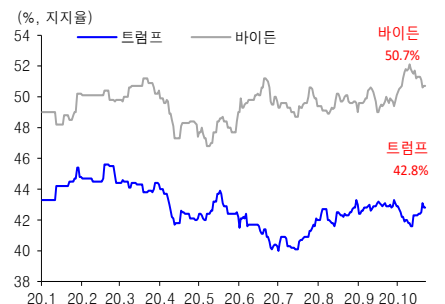
최근 글로벌 주식시장에서는 뚜렷한 이슈가 없다. 3Q 미국과 한국 어닝시즌은 긍정적이다. 그러나 이번 3Q 실적시즌의 영향력은 크지 않다.

계속해서 미국 대선과 미국 경기부양책, 그리고 코로나19 이슈가 이어지고 있다. 불확실성이 지속되고 있다. 그렇다고 새롭지는 않다. 경기나 주식시장의 심각한 Downside 요인은 아니다.

여기서 가장 생각하기 싫은 시나리오는 미국 대선이 **막장으로 치닫**는 것이다. 당장 가능성은 높지 않다. 바이든 후보의 지지율은 50% 이상이다. 트럼프 대통령 지지율을 웃돌고 있다. 그러나 격차는 축소되었다(오른쪽 그림).

트럼프 대통령은 소송을 제기할 수 있다. 선거인단 투표일인 11월 3일이 아니라 **상당기간 대통령 선거 결과가 확정되지 않을** 가능성이 있다. 금융시장 발작 요인이 될 수 있다. 그래도 공급적으로 기회다.

바이든 vs. 트럼프 지지율 격차 축소



자료: Bloomberg, 유진투자증권

미국 우편투표의 함정과 대선 불확실성

허점이 있는 미국 우편투표 제도와 미국 대선

막장 시나리오의 핵심은 미국 우편투표 제도다(도표 1). 우편투표가 문제가 될 수 있다. 중복투표, 사망자 대신 투표, 무효표(서명 불일치), 마감시한을 넘긴 우편 투표, 투표 용지 발송 오류 등이다.

이 가운데 '서명불일치'가 문제다. 유권자 등록 시 제출한 면허증과 서명 날인이 일치하지 않으면, 우편투표 결과는 무효로 처리된다. 2016년 대선에서는 무효표의 28%에 달했다.

마감시한을 넘기는 것도 문제다. 2016년 무효표의 23%에 달했다. 주 별로 투표 마감 기한이 다르다. 캘리포니아주는 11/17일까지 우편소인이 찍힌 우편투표 용지를 인정한다(도표 2). 표 차이가 크지 않으면, 선거인단 확정이 늦어질 수 있다.

미국 역사에서 대선 후보가 결과에 끝까지 불복한 사례는 없다. 그러나 2000년 11월 미국 대선에서 유사한 사례가 있었다. 당시 공화당 조지 W. 부시 후보와 민주당 엘고어 후보간 대선에서 선거인단 271명 대 267명, 즉 4표차로 부시 후보가 이겼다.

그런데 플로리다에서 표차가 537표차로, 0.05%차이에 불과했다. 플로리다 선거인단 수는 29명이다. 캘리포니아 55명, 텍사스 38명에 이어 가장 많다. 미국 대선 당락에 결정적이었다(도표 3).

엘고어 민주당 후보는 바로 재검표 소송을 했다. 그러나 12/12 일 연방대법원에서 재검표 필요성에 대해 인정하지 않았다. 재검표없이 부시 후보가 이겼다. 당시 연방대법원은 보수파가 우위였다. 엘고어 후보는 미국 사회 안정을 위해 항소하지 않고 결과에 승복했다. 당시 S&P500은 미국 대선 이후 한 달 동안 -11% 하락했다.

도표 1 갈수록 높아지는 미국 우편투표 비율



자료: 조선일보

도표 3 미국 주별 선거인단 수, 플로리다 29명



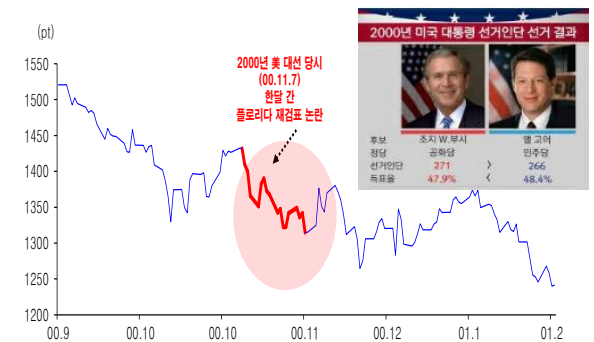
자료: 위키피디아

도표 2 미국 주별 우편투표 도착 유효 날짜가 달라

When ballots must be received
Nov. 2 Louisiana and Vermont
Nov. 3 Alabama, Arizona, Arkansas, Colorado, Connecticut, Delaware, Florida, Hawaii, Idaho, Indiana, Maine, Michigan, Missouri, Montana, Nebraska, New Hampshire, New Mexico, Oklahoma, Oregon, Rhode Island, South Carolina, South Dakota, Tennessee and Wyoming
Nov. 4 Texas
Nov. 6 Georgia, Kansas, Kentucky, Massachusetts, North Carolina, Pennsylvania and Virginia
Nov. 9 Iowa, North Dakota, West Virginia and Wisconsin
Nov. 10 Minnesota, Mississippi, Nevada, New Jersey, New York and Utah
Nov. 13 Alaska, District of Columbia, Maryland and Ohio
Nov. 17 California
Nov. 18 Illinois
Nov. 23 Washington

자료: New York Times

도표 4 2000년 11월 미국 대선 당시 주가 하락



자료: Bloomberg, 유진투자증권

복잡해질 수 있는 미국 대선 절차

최악의 경우, 11 월이 아닌 1 월에 대통령이 결정될 가능성

이번 미국 대선 막장 드라마는 트럼프 대통령이 우편투표와 관련해 소송을 제기하는 것으로 시작할 수 있다. 보수파가 우위에 있는 연방법원은 트럼프 대통령에 우호적일 가능성이 높다(도표5).

이 경우, 미국 선거인단 투표 즉 대선이 끝났지만, 선거인단 최종확정일(12/8 일)까지 선거인단이 정해지지 않는다. 민주당에 유리할 수 있는 우편투표 결과를 최대한 반영시키지 않을 수 있다.

선거인단 확정이 지연되면, 12/14 일 예정된 선거인단의 대통령 투표가 이루어지지 못한다(도표6). 선거인단이 결정되지 않으면, 미국 대선이 끝난 다음에도 대통령이 정해지지 않는다(도표7).

12/14 일 선거인단에서 대통령을 뽑지 못하면, 수정헌법 12 조에 따라 2021 년 1/3 일 117 대 의회 시작 전후로, 하원에서 대통령을 선출하게 된다. 여기서도 두 가지 경우가 있다.

- 각 주에서 1 표, 총 50 표 중 26 표 이상 득표해야 한다. 현재 미국 하원의 경우, 공화당 26 표, 민주당 23 표다(도표8). 하원에서 민주당이 다수당이되지만 공화당에 불리하지 않다.
- 만약 하원에서도 26 표 이상 실패하면, 현 부통령(펜스 부통령)이 대통령직을 수행하게 된다.

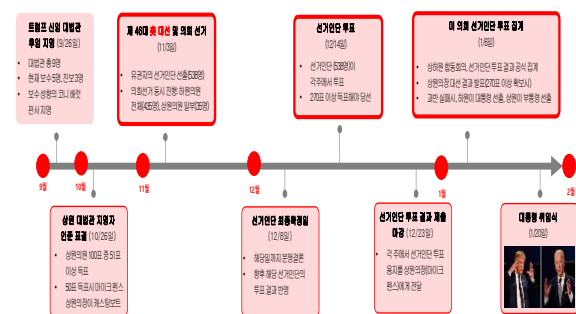
최악의 경우, 11 월 3 일이 아닌 2021 년 1 월에 대통령이 결정될 수 있다. 물론 트럼프 대통령이 편법으로 승리한다면, 정부의 정당성은 약해진다. 다만 불가능한 시나리오는 아니다.

도표 5 미국 연방대법관 현황

보수	진보
 클라런스 토머스 (72) H.W 부시 임명 대통령 1991년 10월 임명 시기	 스티븐 브라이어 (82) 빌 클린턴 1994년 3월
 존 로버츠 (65) 대법원장 W. 부시 2005년 9월	 소니아 소토마요르 (66) 버락 오바마 2009년 5월
 새뮤얼 앨리트 (70) W. 부시 2006년 1월	 엘리나 케이건 (60) 버락 오바마 2010년 5월
 닐 고서치 (53) 도널드 트럼프 2017년 4월	
 브렛 캐버너 (55) 도널드 트럼프 2018년 10월	
 에이미 코니 배럿 (48) 도널드 트럼프, 지명 2020년	

자료: 연합뉴스

도표 7 미국 대선 절차



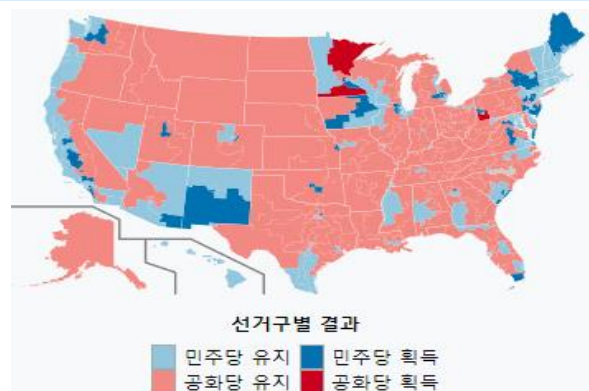
자료: 유진투자증권

도표 6 2020년 미국 대선 주요 일정

2020 美 대선 일정	
날짜	내용
10월 7일	美 부통령 후보 토론
10월 15일	美 대선 후보 2차 TV토론
10월 22일	미 대선 후보 3차 TV토론
11월 3일	대통령 선거일 (선거인단 선출)
12월 8일	각주 선거 결과 재확인 기한
12월 14일	선거인단 투표
1월 3일	제117대 의회 시작
1월 20일	제 46대 美 대통령 취임식

자료: 유진투자증권

도표 8 2018년 미국 하원선거 결과



자료: 위키피디아

최악을 가정한다면...

미국 달러 약세 기대 급격히 후퇴

막장 시나리오가 벌어졌을 경우, 금융시장은 어떻게 될 것인가? 혼란스러워지고, 안전자산 선호도가 급증할 것으로 보인다.

우선, 미국 경기부양책과 경기에 대한 기대가 현저히 떨어질 가능성이 높다. CNBC 에 따르면, 지난 8 월 주당 실업급여 600 달러 지급이 마무리된 이후 실업자들의 소비가 빠르게 감소하고 있다(도표 9).

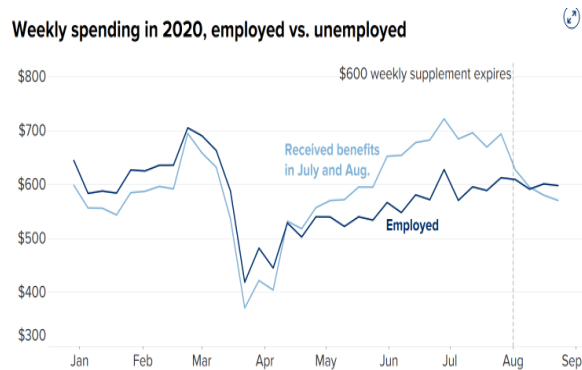
아직은 미국 실업자들이 저축해둔 현금을 보유하고 있다. 버틸 만하다. 그러나 한계가 있다(도표 10). 2021 년 대통령이 누가 되든, 추가 부양책이 나오겠지만, 그 전까지 정치적 불확실성은 높아질 수 있다.

미국 달러 약세 기대는 약해질 것으로 예상된다. 지난 5 월 이후 미국 달러는 약세 추세를 이어가고 있다. 항상 그런 것은 아니지만, 대체로 바이든 후보의 승리 확률이 높아지는 국면에서 달러도 약했다(도표 11). 대통령 선거 결과가 늦어지면 바이든 후보 승리 가능성이 약해지는 것이다. 달러 약세 기대가 후퇴될 가능성이 높다.

금리도 마찬가지다. 미국 대선이 막장으로 변질되고, 경기 부양책 기대가 약해지면 미국 장기 금리는 재차 하락할 가능성이 높다(도표 12).

주식시장뿐만 아니라 위험자산 전반에 부정적인 영향을 미칠 가능성이 높다. 현재 시장은 이러한 막장드라마 가능성을 반영하지 않고 있다.

도표 9 미국 실업수당 감소 이후 실업자들의 소비 감소



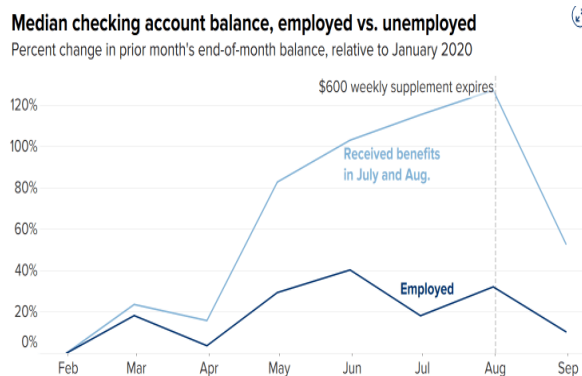
자료: CNBC

도표 11 지난 5월 이후 지속된 미국 달러 약세 추세



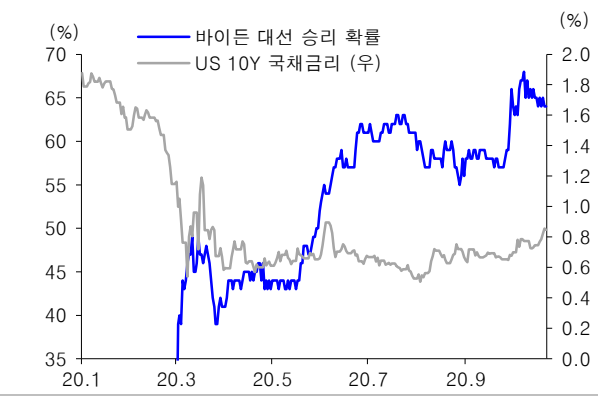
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 10 미국 실업자들의 현금 보유 빠르게 감소



자료: CNBC

도표 12 바이든 승리 확률과 미국 국채금리



자료: Bloomberg, 유진투자증권

한국 기업이익 기대, 3년 만에 개선 추세

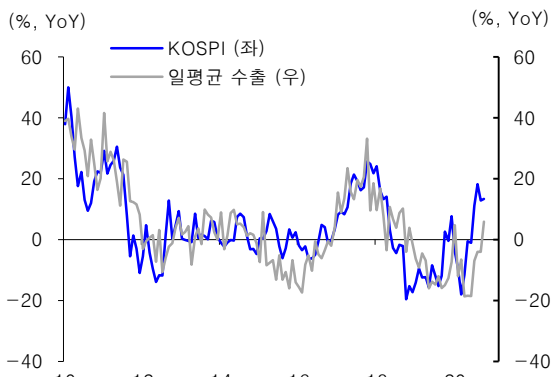
Tech 뿐만 아니라 운송/미디어/화학 실적 개선 기대 상승

그러나 막장 시나리오도 끝이 있다. 2021년까지 이어질 가능성은 희박하다. 무엇보다 기업들의 실적이 개선되고 있다.

KOSPI 와 관련성이 높은 일평균 수출이 개선되고 있다. 10월 1~20일 일평균 수출 증가율은 +5.9%yoy 로 (+)로 반전되었다. 일평균 수출 개선은 국내 기업이익 추세에 긍정적이다(도표 13).

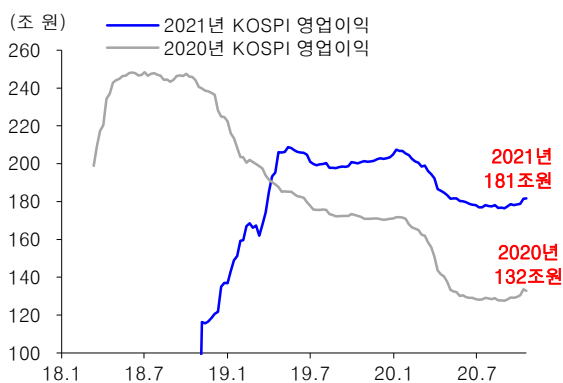
올해와 내년 KOSPI 영업이익에 대한 추정치가 상향되고 있다. 3분기 실적 시즌 이후 2020년과 2021년 KOSPI 영업이익 추정치는 128조원에서 132조원, 179조원에서 181조원으로 상향되었다(도표 14). 이익 추정치가 상향된 것은 거의 3년 만이다.

도표 13 한국 일평균 수출 개선은 KOSPI 전망에 긍정적



자료: Quattriwise, 유진투자증권

도표 14 3Q 실적시즌 동안 KOSPI 영업이익의 상황



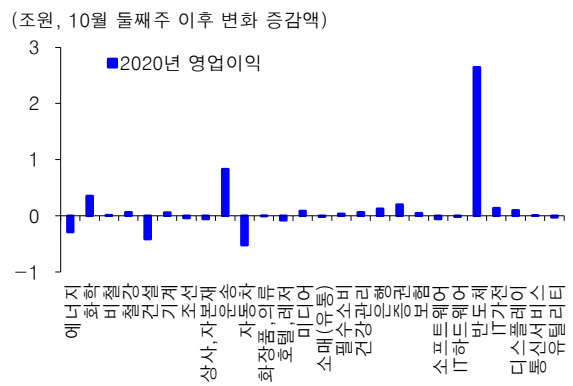
자료: Quattriwise, 유진투자증권

2020년과 2021년 KOSPI 영업이익이 상향된 업종은 금액 기준으로 반도체, 운송, 화학, 증권, 은행, 미디어, IT 가전 업종 순이다(도표 15).

영업이익 추정치 증가율 기준, 즉 모멘텀으로 보면 운송/미디어/화학 업종에 대한 추정치가 빠르게 개선되었다(도표 16). Tech 기업들도 좋지만, 경기에 민감한 산업들과 관련된 업종들의 이익 추정치도 개선되고 있다는 점이 특징적이다.

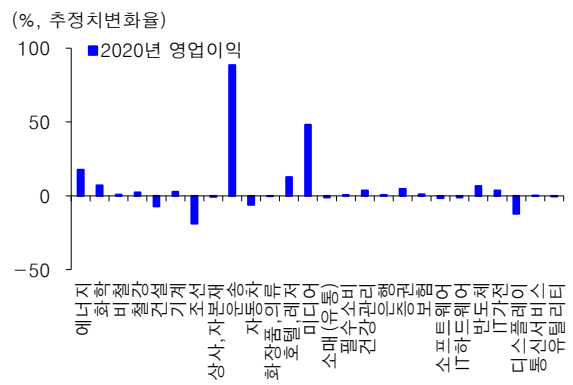
막장드라마가 현실화된다고 해도, 주식시장 입장에서는 후회보다 기회 요인이다. 주식시장이 3개월째 정체 국면에 있다. 하지만, 정치적 불확실성은 끝이 있다. 2021년을 앞두고 3년 만에 한국 기업이익 싸이클은 개선되고 있다는 점에 주목할 필요가 있다.

도표 15 반도체/운송/미디어/증권/화학 업종 이익 전망 상황



자료: Quattriwise, 유진투자증권

도표 16 영업이익의 증가율 측면에서 운송/미디어/화학/반도체



자료: Quattriwise, 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조식분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조식분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객 의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소지에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자의견 비율(%)
• STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만	85%
• HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만	15%
• REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만	0%

(2020.09.30 기준)