

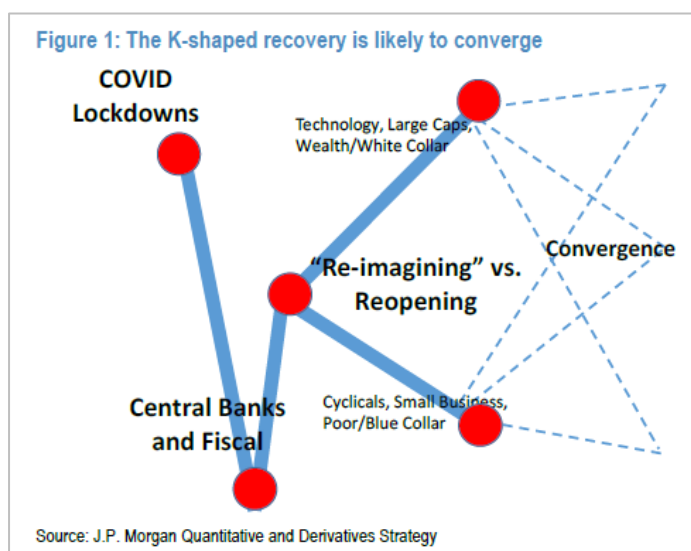
앞으로 시장은 어떻게 될 것인가? 트럼프의 재선 가능성 상승에 포지셔닝 해야.

Marko Kolanovic, JP Morgan

2020.08.31

지난 3월, JP Morgan은 2021년경 시장이 사상최고점에 다다를 것이라고 제일 처음으로 전망했으며, 4월 미연준의 두번째 개입 이후에는 더 빠르게 사상최고점에 다다를 것이라고 전망하기도 했습니다. 당시에는 이런 관점이 단지 반대의견으로 치부될 뿐만 아니라, 웃음거리가 되기도 했습니다. 사상최고점을 견고하게 경신한 8월 말 현재, 우리가 던지는 질문은 앞으로 시장과 경제는 어떻게 될 것이냐?는 것입니다. 이에 대한 답은 미 대선 결과와 Covid-19의 확산 여부에 밀접하게 연관되어 있습니다. 사실, 이 세가지-시장, 코로나, 트럼프의 재선확률-은 서로간에도 밀접하게 연관되어 있습니다. 이 리포트에서는 최근의 현황들을 분석해, 트럼프의 재선확률이 높아지고 있으며, 이 확률이 현재 시장의 투자 전략에 반영되어 있는 수준보다 이미 높은 수준이라는 우리의 결론을 공유하고자 합니다. 섹터와 팩터(모멘텀 vs 가치투자, 경기순환주 vs 기술주 등)에 끼치는 영향은 극적일 수 있으며, 투자 포트폴리오는 잠재적인 트럼프의 재당선을 고려하여 조정되어야 할 것입니다.

시장과 경제



상반기 시장에서 경기회복에 대한 논쟁은 V, W, U 모양 중 어떤 방식으로 회복할 것이냐는 것이었습니다. 그러나 지금 시장은 K-모양의 회복(이하 K자 반등)을 보여주고 있습니다. 연준의 정책은 손실의 대부분을 즉각적으로 회복시켜 놓았지만, 5월 초 우리는 New Economy와 Old Economy의 분기/괴리를 경험했습니다. 기술주로 대표되는 New Economy는 전고점에서 20% 이

상의 랠리를 펼쳤지만, 경기순환적 세그먼트의 기업들은 크게 뒤쳐졌습니다.

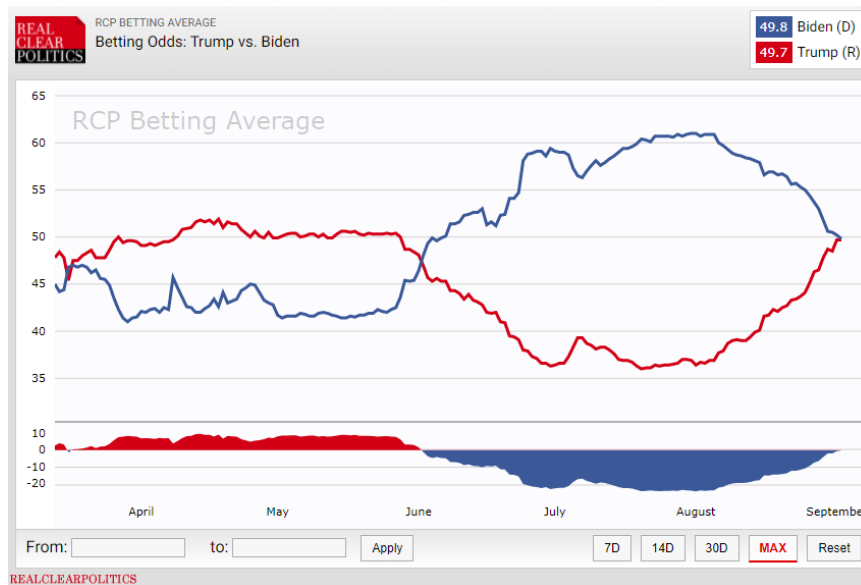
코로나 이후 사람들은 집에 갇혀 지내다시피 했고, 온라인으로 모든 것들을 해결해야 했습니다. 항공, 에너지, 쇼핑몰 등 다른 경제부문이 숨죽이고 있을 때, 클라우드, 인터넷서비스, 기기 등의 사용량은 로켓처럼 상승했습니다. 이는 단순히 경제 부문들 간의 실적 불평등 뿐만 아니라 사회 전반적으로 더 광범위한 불평등을 낳았습니다. 한 쪽에서 IT 거부들은 사상최고점(ATH)에 다다를 때, 저소득층, 원격으로 근무할 수 없는 블루칼라 노동자들이 가장 큰 고통을 겪었습니다.

K자 반등은 정치에도 반영되었습니다. 공화당은 빠른 경제재개와 감염의 위험 감수를 주장한 반면, 민주당은 락다운의 연장과 경제의 재구조화(Re-Imagining) 방향으로 선회했습니다. 원격 근무와 사회적 거리두기의 "New Normal"이 대형 기술주들에 수혜로 작용하지만, 장기적으로는 지속 가능하지 않은 현상입니다. 정부 이전 지출(완화정책과 실업급여수당), 지속적인 중앙은행의 개입, 대규모 적자 재정 등이 없었다면 이미 이 "New Normal"은 붕괴했을 것입니다. 이러한 새롭게 탄생한 주기(Cycle)는 거의 대부분 일일 확진자 수에 의해서 집중적으로 영향받고 있으며, 반면에 락다운에 의한 사망자 수나 부정적인 영향에 의해서는 거의 영향 받지 않고 있습니다. 예를 들어, 락다운에 의한 사망자 수는 코로나 그 자체로 인한 사망자 수 보다 더 많을 것으로 추정되고 있으며, 미국 성인의 40% 이상이 지난 달 정신적인 어려움을 호소했고, 젊은 성인 25%는 자살을 고려했다는 보고도 있습니다. 우리는 K자 반등의 정치적, 경제적인 수렴(Convergence)이 곧 나타날 것이라고 생각합니다. (예를 들어, COVID-19 승자와 패자의 수렴, New Normal의 해체 등)

미국 대선

미국 대선은 미래 시장과 세그먼트별 실적을 예측하는데 중요한 요소입니다. 지난 며칠간 트럼프의 당선 가능성은 가파르게 증가해왔으며, 이는 뒤에 설명할 2가지 요인에 의한 것이며, 대선 결과에도 큰 영향을 미칠 것으로 판단됩니다. 트럼프의 당선 가능성(Betting Odds)은 6월 초 대규모 시위가 시작되면서 곤두박질치기 시작했습니다. **8월초 트럼프의 당선가능성은 바이든에게 25% 포인트 뒤지고 있었으며, 투자자들은 바이든의 당선을 당연한 것으로 여기기 시작했습니다.** 그러나 8월이 지나면서 트럼프의 당선확률이 높아지기 시작했으며, 지난 한주 동안 크게 증가해 현재 당선가능성이 바이든과 동일 해졌습니다. 무엇이 최초에 트럼프의 당선 가능성을 붕괴시키고, 다시 회복시켰을까요? 우리는 두 가지 효과 때문이라고 생각합니다. 1) 시위의 폭력성이 여론에 미치는 영향, 2) 트럼프 지지자들이 여론조사에서 응답하지 않거나 오도할 가능성이 더 많다는 여론조사의 편향성입니다.

Trump vs. Biden 당선가능성

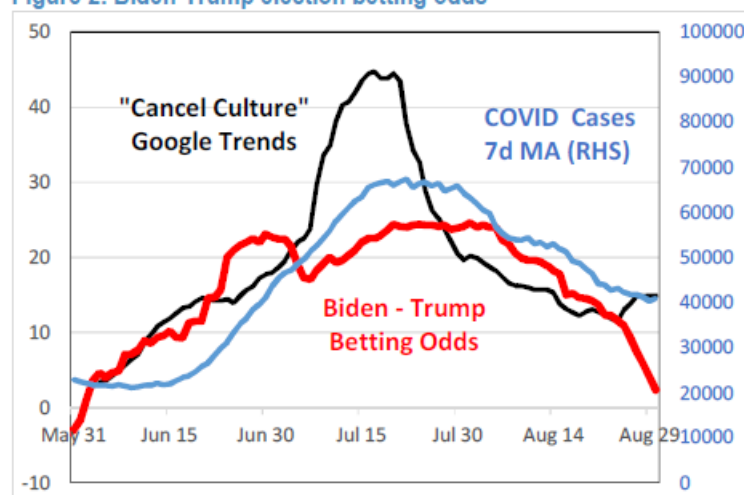


Source : Real Clear Politics

첫 번째, 시위의 선거결과에 대한 영향에 대해 살펴보면, 1960-72년 평화적이고 친민주당적인 시위들은 민주당을 2-3% 정도로 선거 결과에 긍정적인 영향을 끼친 반면, **폭력적인 친 민주당 시위들은 2-8%(좀더 정밀한 분석에 따르면 5-8%) 정도 공화당에 도움**이 되었다는 연구 결과가 있습니다. 이 연구는 시위의 성향(폭력적 vs. 평화적)과 여론 사이의 전파 매커니즘은 미디어의 Coverage와 Framing에 의해 이뤄진다고 판단합니다. 역사적인 회귀분석을 통해 이를 현재의 전국적 시위에 적용시켜 보면, **시위에 대한 대중의 인식이 평화적인 것에서 폭력적인 것으로 옮겨갈 경우, 민주당에서 공화당으로 ~5-10 % Point의 여론 이동이 일어날 것으로** 판단됩니다. 이런 맥락에서 현재 민주당과 친 민주당적인 미디어들이 시위를 평화적인 것으로 덧칠하는 반면, 공화당이 시위의 폭력적인 측면들을 강조하는 것이 놀라운 일이 아닙니다. 그러나 현재는 과거의 역사와 맥락과 환경이 크게 다릅니다. **소셜 미디어가 이러한 확산의 주요한 역할을 하고 있어, 유권자들 스스로가 시위가 평화로운지 폭력적인지 파악**한다는 점입니다. 시카고, L.A, 뉴욕의 약탈과 미니아폴리스, 위스콘신, 포틀랜드, 시애틀 등의 방화 모습을 담은 비디오가 소셜 미디어에서 유통되면서 여론이 공화당에 우호적으로 옮겨가고 있을 것으로 보입니다. 더군다나, 이런 시위의 폭력성의 영향은 2020년에는 예전보다 훨씬 클 것으로 전망됩니다. **폭력적인 영상이 온라인에 광범위하게 존재할 뿐만 아니라, 소셜미디어를 통해 이러한 메시지를 증폭**시키는 것이 가능하기 때문입니다.

두 번째 효과인 여론조사와 실제 투표와의 차이는, 트럼프 지지자가 ~10% 정도 여론조사에서 부정확하게 대답하는 반면, 바이든 지지자는 ~5% 부정확하게 대답한다는 연구 결과에 의한 것입니다. 이 연구는 이 현상의 이유로 자신의 정치적 성향이 밝혀질 경우 보복(해고 등)에 대한 두려움 때문이거나, 결과를 헛갈리게 하려는 의도 때문이라고 밝히고 있습니다. 이런 효과는 자유주의적인 Cancel Culture(잘못된 행동을 하거나 공적인 인사가 망언을 행하는 경우에 일반 대중이 당사자를 보이콧하는 온라인 문화 현상)를 가진 공화당 지지자들에게 더 강력하게 나타납니다. 이 연구를 지지층별로 나누어 적용해 보면, 이 '캔슬 컬처'는 바이든에게 우호하게 5-6% 정도의 여론조사 결과를 왜곡할 수 있습니다. 실제로, 6월 초에서 8월 말까지의 여론조사 결과의 변화는 이 분석결과(~5%)와도 상당히 일치하며, 시기적인 패턴도 여러 메트릭(캔슬컬처 검색 구글 트렌드)과 일치한다는 점에서 이를 반증합니다.

Figure 2: Biden-Trump election betting odds



Source: J.P. Morgan QDS, RealClearPolitics.com, Google, JHU CSSE

이런 분석이 암시하는 바는 무엇이며, 투표일까지 일어날 수 있는 다른 요인들은 어떤 것들이 있을까요? 민주당이 시위에 대한 입장을 바꾸지 않는 한, 트럼프에게 유리하게 작용할 것으로 보입니다. 민주당이 일일 시위를 촉구(부통령 후보 카밀라 해리스)하는 등 이런 경향성에서 물러나기는 쉽지 않아 보입니다. 더군다나 이런 선회는 민주당의 좌파(버니 샌더스 측)의 의지에 달려 있습니다. 또한 시장의 방향성과 선거 결과 모두에 영향을 주는 중요한 요소는 Covid-19의 경과입니다. 위의 그림처럼 일일 미국 코로나 확진자 수는 트럼프의 당선 확률과도 강한 상관관계가 있습니다. 월평균 일일 신규 확진자 수는 매달 ~20,000명씩 감소하고 있습니다. 대형 주들에서 대규모 발병이 없는 상황에서, 대선까지 팬데믹은 완화되는 경향을 보일 것입니다. 이는 트럼프의

당선확률을 높일 것입니다. 현재 민주당 지도부는 역사적으로 전례 없는 수준으로 대선 토론회를 취소하고 있습니다. 최근 여론조사에 의하면 유권자의 61%가 바이든이 치매 의혹에 대해 공식적으로 입장을 표명해야 한다고 여기고 있으며, 52%는 바이든이 치매에 걸렸는지/아닌지에 대해 확실히 모르겠다고 답장하고 있기 때문에, 토론회 취소는 바이든에게 좋은 징조는 아닙니다. 물론 앞으로의 60일간 많은 일들이 일어날 수 있습니다. 현재 대부분의 투자자들은 바이든이 이기는 쪽에 포지션하고 있지만, 우리는 트럼프에게 우호적인 상황들이 계속될 것으로 판단합니다.