

3월 선진국 주식 투자전략

2016 미국 대선, 본 게임이 시작된다

글로벌 투자전략
2016.3.4

[자산배분전략]

이은영
02-768-4147
erika.leigh@dwsec.com

2016 미국 대선, 본 게임이 시작된다

2016년 미국 대선 후보경선의 분수령이 될 ‘슈퍼화요일’이 끝났다. 민주당의 클린턴 힐러리 후보와 공화당의 도널드 트럼프 후보가 완승을 거두며 대세를 굳히고 있다.

공화당에서는 이번이 없는 한 트럼프 단일 후보가 유력시 되고 있다. 민주당의 레이스는 공화당 보다는 장기화가 예상된다. 이유는 ① 두 대선주자 모두 충분한 자금력이 있고, ② 민주당은 2위 후보를 빨리 떨어트리지 않는 비례대표제 형식을 갖고 있기 때문이다.

올해에는 정당별 색채가 이전보다 흐려졌기 때문에 각 후보 별 공약에 대해서 더욱 따져볼 필요가 있다. 경제 측면에서 관심이 높은 이슈는 ① 세계개편안, ② 이민정책이다. 주식 시장이 민감한 쟁점은 ③ 은행규제, ④ 헬스케어, ⑤ 에너지/환경보호 등이 있다.

미국 대선을 조금 다른 시선으로 바라봐도 재미있을 수 있다. 마이너스 금리는 정책 옵션이 아니라 통화 정책이 경기부양을 실패한 결과물로도 볼 수 있다. 통화정책의 한계효용이 정점에 다다르면서 이제는 미국도 통화정책에서 재정정책으로 판도가 조금씩 넘어갈 수 있지 않을까라는 생각이다.

주식시장에 미치는 영향 - 단기/장기, 섹터 별 차별화

(1) 민주당 당선 시나리오

- 단기: 중립적. 경기 회복을 위한 재정확대는 긍정적이나 비용확대에 따른 기업 마진 하락
- 장기: 긍정적. 부의 재분배, 재정 확대에 의한 선순환으로 미국 내 매출액 높은 기업 수혜
- 섹터: 현재 추세 지속될 듯. 바이오/금융 부진, 공공건축 관련 산업재와 친환경주 긍정적

(2) 공화당 당선 시나리오

- 단기: 긍정적. 달러 약세 전망 및 비용 감소에 따른 기업 마진 하락 압력 완화
- 장기: 중립적. 재정적자 확대에 오히려 경기 회복세 주춤하며 탐라인 개선 기대 낮아
- 섹터: 에너지/소재 리레이팅, 금융주 반등, 소비주 중립, 헬스케어/신재생에너지 부정적

2016년 대선에 따른 미국 증시 산업별 전망

	민주당	공화당
소비재	긍정적 필수소비재 > 경기소비재 (+)미국 매출액 높은 필수소비재(PSL) (+)인터넷소비주(FDN)	중립적 소비재 전반적 중립 (+)해외 매출액 높은 경기소비주(XLY)
금융	부정적 지역은행(KRE) > 대형은행 거래소, 자산운용사 > 상업은행	긍정적 대형은행(XLF) > 지역은행 (+) 브로커리지(IAI), 리츠(IYR)
헬스케어	긍정적 의료기기(IHI) > 제약 (+) 복제약(GNRX)	부정적 헬스케어 섹터 전반적 부진 (-) 의료보험사
IT	중립적	중립적 (+)글로벌 IT 기업(VGT)
에너지	부정적 에너지 섹터 전반적 부진 (+) 태양광, 풍향, LED(PBW)	긍정적 에너지 전 섹터 긍정적 (+) 에너지 인프라(AMLP, XOP) (-) 신재생발전
소재/산업재	중립적 건축자재(PKB) > 기계 Industrial > Consumer	긍정적 (+) Capex(CAPX) (+) 국방/항공(PPA)
펀더멘털	경기개선, 재정적자중립, 달러강세	경기부진, 재정적자확대, 달러약세

주: 괄호안에는 해당 섹터/테마의 미국상장 ETF 티커임

자료: KDB대우증권 리서치센터

DM Equity Issue

2016 미국 대선, 본 게임이 시작된다

2016년 미국 대선 후보경선의 분수령인 ‘슈퍼화요일’이 끝났다. 공화당 트럼프 후보가 집계 완료된 11지역 중 7개 지역에서 승리했고, 민주당 클린턴 후보는 12개 지역 중 8개 지역에서 승리했다.

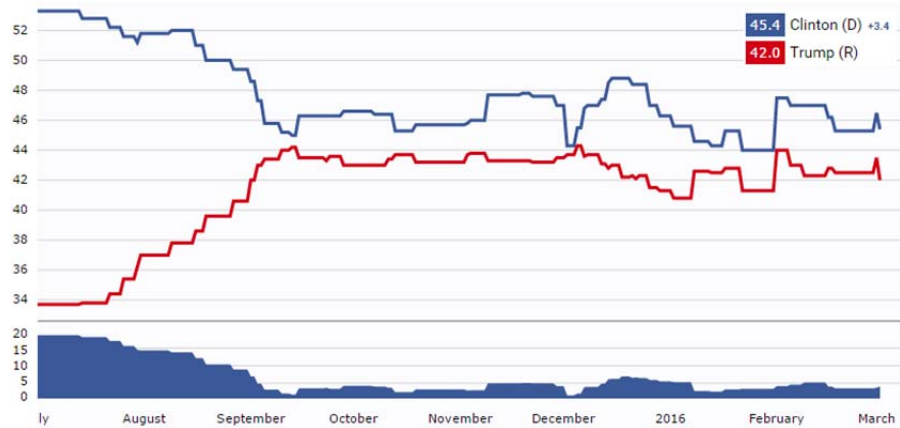
공화당은 당내 아웃사이더인 트럼프 후보의 인기가 돌풍이 아니라 대세론임을 확인했다. 트럼프는 당내 3자구도였던 루비오, 크루즈 후보를 멀리 떨어트리며 승승장구하고 있다. 전통 보수세력이 집결된 3월 슈퍼화요일에서의 승리로 이번이 없는 한 공화당에서는 트럼프 단일 후보가 유력시 되고 있다.

민주당은 초반에는 비주류 샌더스 후보의 돌풍으로 예상보다는 박빙의 흐름을 펼쳤지만, 이번 슈퍼화요일에서 클린턴 후보가 압승을 거두면서 힐러리 대세론이 다시 부각되고 있다.

전체 경선의 25%가 끝난 현재, 민주당은 아직 힐러리 단일 후보화까지 결론 짓기는 이르다고 보여진다. 민주당의 레이스가 장기화가 예상되는 이유는 ① 두 대선주자 모두 충분한 자금력이 있고, ② 민주당은 2위 후보를 빨리 떨어트리지 않는 비례대표제 형식을 갖고 있기 때문이다. 참고로, 공화당은 지금부터는 승자 독식제 경선이 시작되기 때문에 후보 별 격차가 더욱 확대될 가능성이 높다.

보름 뒤 3월 15일 ‘미니 슈퍼화요일’이 끝나면 전체 경선 중 공화당은 60%, 민주당은 50%이 마무리됨에 따라 각 당 후보가 사실상 확정될 것으로 전망된다.

그림 1. 2016년 총선거 지지율 추이: 클린턴 vs. 트럼프



자료: realclearpolitics.com, KDB대우증권 리서치센터

통화정책 무용론의 대안은 미국 대선?

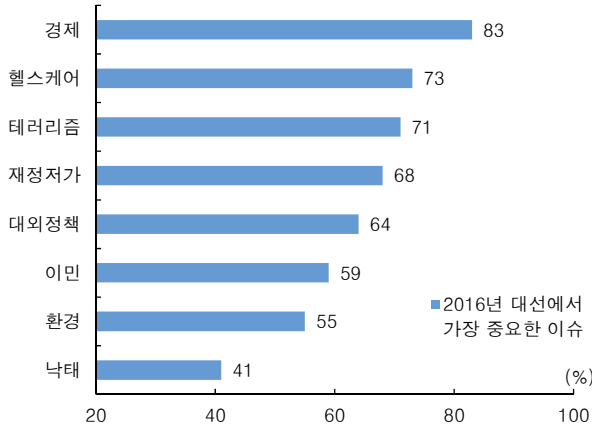
미국 대선을 조금 다른 시선으로 바라봐도 재미있을 수 있다. 통화정책의 한계효용이 정점에 다다르면서 이제는 미국도 통화정책에서 재정정책으로 판도가 조금씩 넘어갈 수 있지 않을까라는 생각이다.

일각에서는 마이너스 금리를 선진국 경기부양을 위해 남아있는 마지막 옵션이라고 하지만, 반대로 생각해 보면 마이너스 금리는 정책 옵션이 아니라 통화 정책이 경기부양을 실패한 결과물로도 볼 수 있다.

또 다른 결과물은 재정정책으로의 회귀 움직임이 될 수 있다. 8년동안 통화정책의 효과를 기다렸지만 결국 빈부격차만 늘어났다. 기득권에 대한 불만이 쌓이고 통화정책에 대한 믿음도 너무 약해졌다.

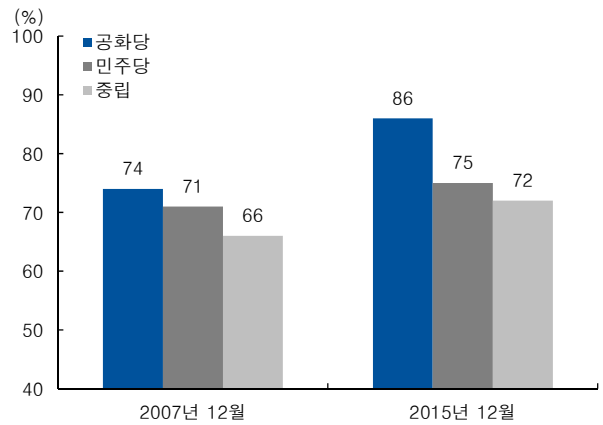
따라서 현재로서는 통화정책 무용론을 잠재우기 위해 재정지출 확대라는 카드라도 꺼내 보여야 하는 상황이 조성되고 있다는 생각이다. 이번 대선에 대한 시민들의 관심도가 이전 대비 확실히 높다는 것과, 올해 비주류 후보들의 새로운 돌풍이 일고 있다는 것도 이와 전혀 무관하지는 않아 보인다.

그림 2. 2016 미국 대선, 가장 중요한 이슈는 경제



자료: Pewresearch.org, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 2016 미국 대선, 2008년 대비 캠페인 관심도 증가



주: 대선후보에 대한 관심도가 많거나 적당히 있다고 응답한 비율
자료: Pewresearch.org, KDB대우증권 리서치센터

2016년 대선, 왜 비주류의 돌풍인가

도널드 트럼프와 버니 샌더스, 두 비주류 후보의 돌풍이 이번 2016년 대선의 가장 큰 화제이다. 이들은 당내 주지사나 상원의원들의 공개지지를 하나도 받지 못하고 대선 레이스를 시작한 아웃사이더이다. 샌더스에게 '나도 잘살자' 표가 몰린다면, 트럼프는 '나라를 잘살게 할 것'이라는 표가 있다.

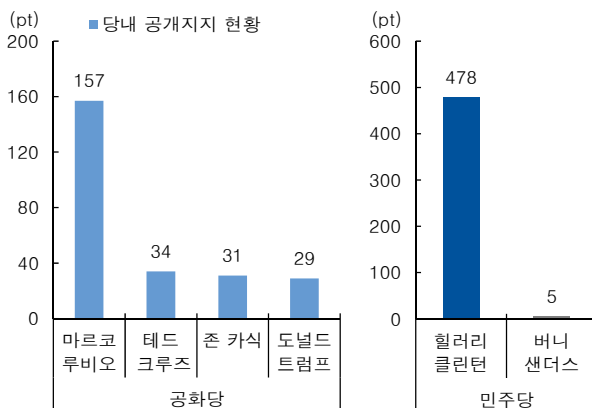
미국 최고의 부동산 재벌 트럼프는 과거 민주당원이었고 민주당 힐러리 후보와의 친분 등으로 인해 전통 보수가 아니라는 공격을 받는다. 또한 불법이민자 퇴출, 낙태 옹호, 자유무역협정 반대, 부자 증세 등 기존 공화당의 노선과는 다른 공약을 펼치고 있어 공화당 기득권의 반대가 거세다.

그는 자신을 "Common Sense Republican(상식이 통하는 공화당원)"이라며 공화당 기득세력과는 다르다는 점을 본인도 인정하고 있다. 막말 논란을 통해 정치를 쇼비즈니스로 치환시켜, 욕을 할수록 지지율은 높아지는 특이한 이력을 자랑하고 있다. 그는 정치란 사업과 비슷하기 때문에 **본인 사업의 성공 신화를 정치에서도 재현할 것**이라고 주장하고 있다. 뭔가 이명박 전대통령스럽다는 느낌도 든다.

반면에, 75세의 샌더스는 "사회주의자" 형 후보다. 그의 캠페인은 상위 1%와 나머지 99%의 불평등을 깨자는 것이 모토이다. 최저임금 인상, 국가건강보험, 무상대학교육과 같은 **북유럽식 사회주의를 표방**한다. 정치적 신념 때문에 무소속이었지만 민주당과 연계해서 활동했기 때문에 정치 경력도 상원의원들 사이에서도 특이한 편이다. 거액의 정치자금인 슈퍼팩도 받지 않는다.

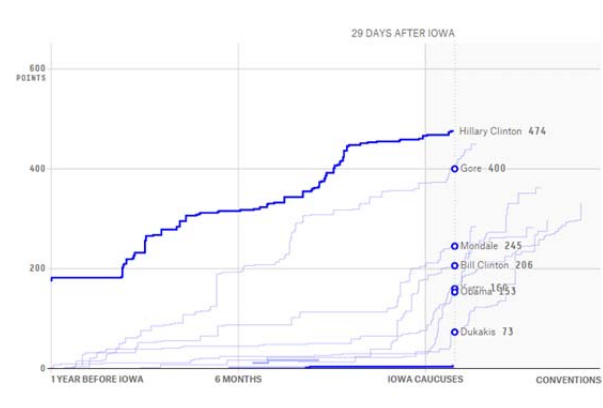
이번 대선에서 이러한 비주류 후보들이 강세를 보이고 있는 이유에는 경제적인 요소와 세대적인 요소로 인해 전통적인 민주당-공화당 지지이론이 약해지고 있기 때문으로 보여진다.

그림 4. 트럼프, 샌더스 후보는 사상 최저의 당내 지지율



자료: fivethirtyeight.com, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 민주당 클린턴 후보는 사상 최고의 당내 지지율



자료: fivethirtyeight.com, KDB대우증권 리서치센터

1. Secular Stagnation으로
정치적 경기 순환 실종

1) **정치적 경기 순환이 약해졌다.** 80년대 이후 미국 경기 확장기간(저점에서 고점)은 8년이다. 4년 주기의 대선 사이클과 비슷하게 맞아 떨어진다. 그런데 금융위기 이후 경기 사이클의 역동성이 떨어졌다. 그러면서 정치적 경기 순환도 약해지게 되었다. 정치적 경기 순환은 선거에서 승리하기 위해 정치적인 목적으로 경제에 개입하여 경기의 흐름을 만들어 내는 것을 지칭한다. 주로 선거전에 확장 정책을 써서 실업률을 줄이고 인플레이션을 유발하고 선거 후에는 반대로 긴축 정책을 펴나.

2. 밀레니엄 세대:
빈부격차 축소 및 실리 추구
기득세력에 대한 거부감

2) 여기에 **밀레니엄 세대의 정치 개혁 의지**가 더해졌다. 밀레니엄 세대는 1980~2000년대에 태어난 세대로, 역사상 처음으로 엄청난 학자금 대출을 떠안고 사회에 나온 불운한 세대이다.

부모인 베이비부머 세대는 운 좋게도 미국의 경기 호황기를 겪었고 그들의 아메리칸드림은 “소유”를 기본으로 하고 있다. 밀레니엄 세대에게 아메리칸드림은 없다. 밀레니엄 세대의 자가주택 보유율이 사상 최저치인 36%를 기록하고 있다는 것만 봐도 알 수 있다. 이들은 저성장 디플레이션 경제에서 살아남기 위해 이빨이 없으면 이로 살아갈 수 있는 “공유경제” 패러다임을 만든 장본인이다.

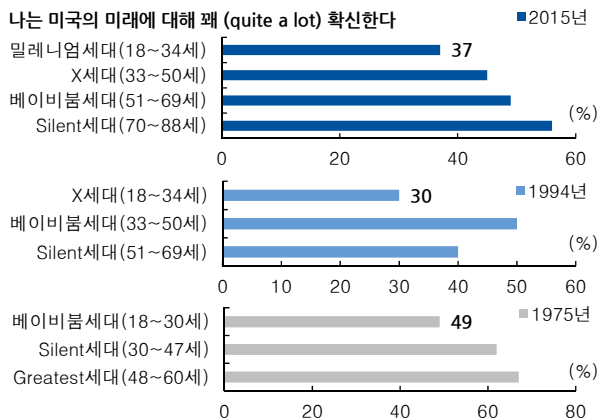
공유사회는 어떻게 보면 사회주의로 볼 수 있지만, 사실 매우 효과적인 고차원의 자본주의이다. 실리를 추구하는 밀레니엄 세대의 새로운 민심을 얻기 위해 각 후보 별 공약도 각자도생의 길은 수 밖에 없었다는 생각이다. 또한 이들의 기득세력에 대한 거부감은 공화당뿐만 아니라 민주당 내 기득권의 전적인 지지를 받고 있는 클린턴 후보까지 영향력을 미쳤다. 힐러리는 유권자 표밭인 여성, 소수민족, 경제적 약자 중 경제적 약자 표를 샌더스에게 뺏겼고, 최근에는 젊은 여성표까지 뺏기고 있다.

3. 공화당을 지지하던 대형
산업자본 주도의 경제 쇠퇴

3) **공화당 내 지지세력의 분열**도 영향을 미치는 요인이라고 보여진다. 전통적으로 공화당을 지지해 왔던 미국의 대형 산업자본들은 대부분 철강, 유통, 석유화학, 기계제조 분야를 장악해왔다. 그런데 이들 산업이 주도한 경제성장이 쇠퇴하고 있다. 또한 급속한 산업화 및 국가간 교역이 활발해지면서 산업자본과 금융자본의 구분도 애매해졌다.

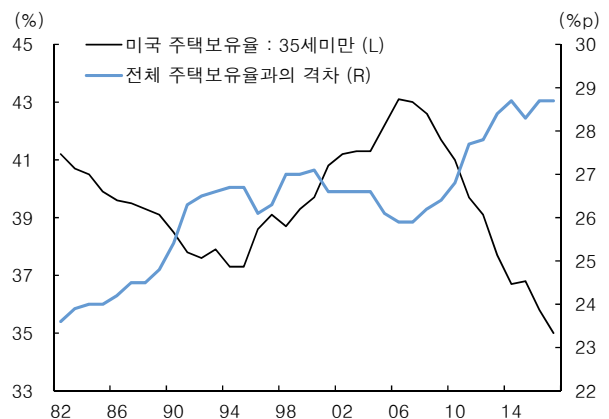
여기에 월스트리트의 변심도 더해졌다. 크루그먼 교수는 “2008년 세계 금융위기를 겪은 뒤에도 2010년까지 월스트리트는 진보성향을 띤 민주당 진영에 더 많은 정치자금을 후원해왔다”면서 “하지만 2010년부터 최근까지를 살펴보면 월스트리트의 정치 후원금 80%가 공화당 진영으로 흘러 들어갔다”고 주장했다. 이러한 공화당 내 지지세력의 분열도 비주류인 트럼프 후보의 예상 밖 강세를 설명하는 요인이라고 보여진다.

그림 6. 세대차이 자체가 새로운 것은 아님



자료: Pewresearch.org, KDB대우증권 리서치센터

그림 7. 그러나 이번 밀레니엄 세대가 불운한 세대인 것은 맞음



자료: US Census, KDB대우증권 리서치센터

2016년 미국 대선, 이슈로 따져보는 후보 별 공약

정당별 색채가 이전보다 흐려졌기 때문에 각 후보별 공약에 대해서 더욱 따져볼 필요가 있다. 경제 측면에서 관심이 높은 이슈는 ① 세계개편안, ② 이민정책이다. 주식 시장이 민감한 쟁점은 ③ 은행규제, ④ 헬스케어, ⑤ 에너지/환경보호 관련 공약이 있다.

(1) 세계개편: 부자 증세 또는 기업 감세가 과연 소비 증가를 이끌까?

요즘 세상에선 세율이 높고 빈부격차가 적은 스웨덴 같은 나라가 매우 혁신적이고 스타트업도 많다. 적어도 부분적으로는 강력한 사회 보장제도가 도전을 장려하기 때문일 것이다.

금을 캐서 예전보다 엄청나게 부자가 되지 않는다고 해도, 실패해도 굶어 죽지 않는다는 보장이 있다면 사람들은 돈을 캐러 나설 것이다.

- 폴 크루그먼 (January 15, 2016)

민주당의 샌더스 후보는 가장 **급진적인 세계개혁**을 주장하고 있다. 그는 부자증세, 자본이득세, 배당세 등을 통해 향후 10년동안 \$14조의 재원을 마련할 것을 공약으로 하고 있다. 또한 해외 소득에 대한 조세유예제도를 폐지하고 월스트리트 과세, 상속세율 인상 등으로 추가적으로 \$19조를 징수할 것이라고 밝혔다. 이렇게 마련한 재원으로 무상대학교육, 국가의료보험 등을 추진할 예정이다.

클린턴 후보는 이전 대선인 2008년부터 세계개혁에는 공격적인 입장을 취해왔으나 **후보들 가운데서 가장 보수적인 입장**이다. 가장 현실적이라고 볼 수 있다. 그녀는 연수입 \$100만 이상 부유층 30% 최저세율, \$500만 이상은 '4% 추가 소득세'를 도입하겠다는 공약을 제안하고 있다.

출국세 부과:
해외매출액 높고 현금보유
비중 높은 IT/헬스케어 부정적

또한 클린턴은 기업의 해외 발생 수익에 대해 세금을 부과하는 "출국세(Exit Tax)"를 주장하고 있다. 샌더스 후보도 조세유예제도를 폐지함으로써 해외 은닉(?) 자산에 대한 세금 부과를 추진하고 있다. 이는 해외 매출액이 높고 현재시점에 현금 보유가 많은 IT와 헬스케어 기업에게는 위협요인이다.

TAX Holiday 시행 시 정부와
기업 모두에게 나쁘지 않아

다만, 오바마 정부가 지금 시도하고 있는 Tax holiday(이미 발생한 해외 이익 이전은 14% 세율 부과, 향후에는 19% 세율)와 같은 방법이 보조적으로 시행될 경우 이는 단기적으로는 정부의 세수 확보와 기업 모두에게 긍정적일 수 있다<그림 8>.

공화당은 트럼프 후보의 조세정책이 가장 파격적이다. 그는 고소득자에게 증세를 하는 대신 5만달러 이하 가구에 세금 면제, 법인세 최고세율은 38%에서 15%로 내리는 등의 감세안을 제안했다. 부자증세와 감세정책 동시 적용으로 **세금감면 규모가 향후 10년간 \$9.5조~\$12조로 분석되고 있다. 무려 GDP의 4%에 달하는 규모**이다. 실현 가능성에 대한 의문이 제기될 수 밖에 없는 상황이다.

표 1. 각 후보 별 세계개편 공약

	힐러리 클린턴	버니 샌더스	도널드 트럼프	테드 크루즈	마르코 루비오
1. 개인 소득세					
통상소득	- 연수입 500만 달러 이상 추가 4% 증세	- 소득 구간별 4개 세율 추가 (37%, 43%, 48%, 52%) - 최고 세율: \$1천만 달러 - 모든 소득 구간 세율 2.2% 인상	- 4개 소득 구간별 세율 적용(0%, 10%, 20%, 25%) - 최고 세율 1인 가구 기준: 연소득 \$150k 부터 적용, 2인 가구 이상: \$300k	전 소득구간 10% 단일세율	소득 구간별 3가지 세율 적용(15%, 25%, 35%) 나머지 트럼프와 동일
대체 최소 세금	연소득 100만달러 초과 고소득자에 최소 30% 소득세 부과	대체 최소 세금제 폐지	대체 최소 세금제 폐지	대체 최소 세금제 폐지	대체 최소 세금제 폐지
자본이득세 및 배당세율	자본이득 (6년 미만 보유 투자자산)에 대한 세율 24~39.6%로 인상	소득 \$250k 이상인 가구의 경우 통상 세율 적용	해당 조세 폐지	해당 세율 10%로 인하	해당 세율 0%로 인하
2. 법인세					
세율			최고 법인세율 15%로 제한	법인소득세를 16% 부가가치세로 대체	최고 법인세율 25%로 제한
해외소득	해외이전 금지 규정 강화 해외이전중인 미국기업의 미환류 소득에 대한 출국세 부과	조세유예제도* 폐지 해외소득 공제 제한	법인 해외소득세 유예 제도 폐지 및 해외소득 공제 유지	원천지국 과세제도로의 변경 및 해외소득 환류간주세 제정(10%)	원천지국 과세제도로의 변경 및 해외소득 환류간주세 제정(6%)
3. 최저임금					
	\$12로 인상	\$15로 인상			

자료: taxfoundation.org KDB대우증권 리서치센터

포폴리즘 감세 공약, 낙수효과 없다면 재정적자는 산으로

법인 소득세율 인하는 주가에 단기적으로는 호재다. 작년부터 고용비용과 이자비용 증가로 인해 높아진 기업들의 마진 하락의 압박에 가뭄 속 단비로 작용할 수 있다.

법인세 인하:
단기적으로는 호재이나
낙수효과 없다면 부정적

문제는 지금과 같은 경기상황에서 낙수효과를 기대하기 어렵다는 점이다. 이미 금융위기 이후 8년동안 확인했듯이, 기업들의 이익 증가는 투자/고용확대 보다는 배당과 자사주 매입으로 이어질 가능성이 높다. 낙수효과가 없을 경우 감세의 효과보다는 재정적자 확대에 따른 부정적 영향이 더 클 수 있다.

가계 측면에서도 부자 증세를 통해 재정 지출을 늘린다 해도 현재의 경기 불확실성이 지속된다면 저축률은 지속적으로 높을 수 있다. 특히 인프라 확대 또는 저소득층 중심의 지출 확대가 늘어날 경우 시장이 기대하는 경기순환적인 소비 확대는 예상보다 지연될 수 있다. 분명 부의 재분배는 성공할 수 있지만, 민간의 소비 싸이클을 금융위기 이전 수준으로 되살리기는 것을 기대하기는 역부족일 수 있다.

재정확대로 인한 선순환이 가능하다면 미국 내 매출액 비중이 높은 기업 긍정적

민주당의 두 후보 모두 증세로 마련한 재원으로 재정 지출을 늘리는 것으로 공약으로 하고 있다. 특히 힐러리는 향후 5년간 인프라 투자 \$2750억 확대, \$250억 인프라 투자 은행 설립, 오바마 정부의 BAB*(재건 채권 프로그램) 재인증 등을 공약으로 펴고 있다.

민주당 당선 시
공공건설 CAPEX 증가
가속화 될 전망

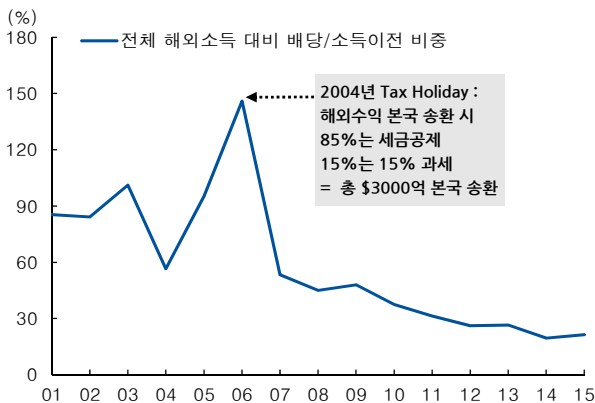
작년 말 “연방 장기 고속도로 법안” 통과 이후, 이미 운송 관련 인프라 투자 자금을 장기적으로 조달하기 위한 움직임이 눈에 띄게 늘어났다. 미국의 도로교통부는 고속도로 관련 CAPEX가 2016년에는 7%, 2017~18년에도 5% 내외의 증가를 예상하고 있다. 일반적으로 미국 주정부 및 지방자치단체 재정 지출은 재산세에 의존도가 높았다. 민주당 후보가 당선될 경우 추가적인 세수 확대를 기반으로 위와 같은 인프라 투자 확대에 힘을 실어줄 수 있어 보인다.

부의 재분배와 재정지출
확대가 성공한다면, 미국 내
매출액 비중 높은 기업 긍정적

종종 민주당 세제개혁의 가장 큰 수혜는 소비자이고, 미국이 소비를 늘리면 신흥국 수출 증가로 한국 경제가 좋아질 것이라는 이야기를 듣는다. 조세 및 사회복지 제도는 미국 내수 경제에 영향을 미치는 요인이고 이번 대선 후보들의 세금정책은 특히 소득 불균형 개선을 통한 부의 재분배에 맞춰져 있다.

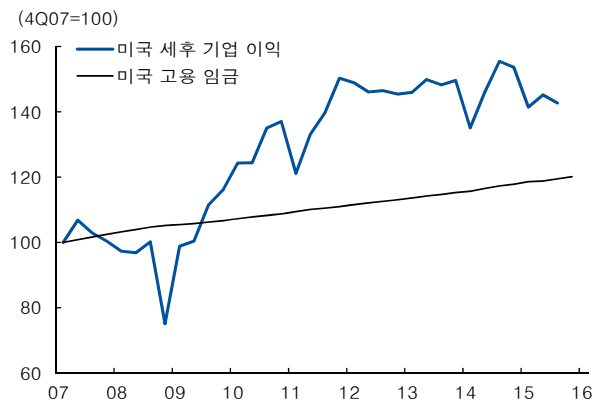
부의 재분배와 재정확대로 인한 지출의 선순환이 가능하다면, 미국 내 매출액 비중이 높은 소비주에게는 당연히 긍정적이다. 그러나 미국 소비회복이 글로벌 총수요의 개선을 이끌 정도로 강하게 증가하기는 어려울 전망이다. 따라서 한국에 미칠 영향도 그리 클 것으로 보기 힘들다는 생각이다.

그림 8. 현금 비중 높은 IT, 헬스케어 Tax holiday 수혜 가능



자료: Factset, KDB대우증권 리서치센터

그림 9. 공화당 감세 정책, 낙수효과 기대할 수 있을까?



자료: 미국 교통부, KDB대우증권 리서치센터

* BAB = 재건 채권 프로그램 [The Build America Bonds Program] . 미국 지방자치단체가 사회간접자본 건설 등을 위해 재건채권(BAB)를 발행할 경우 미국 연방정부가 35%의 이자를 지방자치단체에 돌려주거나 투자자들에게 세액공제(tax credit)를 해주는 제도

(2) 이민정책: 유럽에서도 주목하고 있는 뜨거운 감자

이민자 관련 법안은 현재 미국뿐만이 아니라 전세계적으로 가장 관심이 높은 이슈이다. 이민정책에 대해서는 공화당 트럼프 후보의 이민자 퇴출 정책이 가장 화제거리가 되고 있다. 이민정책은 공화당 내에서도 “주류”로 구분되지 않았기에 기존의 공화당 정치인들도 뚜렷한 스탠스를 보이지 않아왔다.

이민자 퇴출:
고용비용에 민감한
레스토랑/리테일주에 부정적

작년, 트럼프가 세간의 관심을 받기 시작한 계기가 바로 급진적인 이민정책과 불법 노동자를 대상으로 한 망언들이다. 그는 이민에 대해 **중도적이었던 기존 공화당 후보들과 차별화되게 불법 이민자 퇴출을 주장**했고, 의외로 이것이 공화당 내 블루칼라 백인들의 밥그릇을 확보와 엮이면서 지지율의 상승으로 이어졌다. 트럼프지지자의 80%는 고졸 이하임을 감안할 경우 충분히 이해가 되는 부분이다.

재밌는 점은 크루즈 후보도 트럼프와 같이 불법 체류자 퇴출로 스탠스를 바꿨다는 점이다. 캐나다에서 출생한 이민자의 아들인 크루즈가 불법 체류자에 대해 강경한 입장을 보이는 것에 대해 트럼프는 자기를 따라 한다고 또 가치없는 망언을 퍼부었다. 하지만 이민 반대 정책은 시대적으로도 가장 논쟁의 중심이기 때문에 현실적인 상황을 반영한 어쩔 수 없는 선택이었다고 생각된다.

미국의 이민정책은 최근 **난민들의 과다 유입에 따른 노동시장 교란으로 곤욕을 치르고 있는 서유럽선진국에도 시사하는 바가 클 것으로** 전망된다.

서유럽국가들도 이민자들에 대해 온화적인 입장이었지만 노동시장 교란으로 인해 독일을 중심으로 점점 보수적으로 바뀌고 있다. 최근 브렉시트 우려가 높아지고 있는 영국이 EU에 제시한 개혁안의 핵심도 바로 ‘이주민 복지혜택 제한’이다. 과거 이민에 적극적이던 호주와 캐나다도 마찬가지다. 급진적 국수주의나 자발적 노동이동을 떠나 자국민의 일자리 보호는 무엇보다 중요한 사항이기 때문이다.

참고로, 민주당은 두 후보 모두 이민에 관해 포용적인 입장을 보이고 있다.

표 2. 각 후보 별 이민 관련 공약

	힐러리 클린턴	버니 샌더스	도널드 트럼프	테드 크루즈	마이크 루비오
불법이민자 전원 추방	X	X	O	X	X
불법 이민자 자동시민권 취득	O	O	X	X	O
불법이민자 합법 체류	O	O	X	X	O
미국 출생시 자동 시민권 취득	O	O	X	O	O
부모 추방유예 제도 조치(DAPA)	O	O	X	X	X
Comment	힐러리: 서류미비자 워크퍼밋-영주권-시민권까지 완전한 구제조치. 기존 추방유예정책 확대 트럼프: 불법체류자들 추방을 위해 추방군 신설 계획. 멕시코 국경에 장벽을 설치, 시리아 난민 수용 거부				

자료: NPR, KDB대우증권 리서치센터

그림 10. 트럼프의 막말에 따른 SNS 인기 - 지지를 상승에 기여

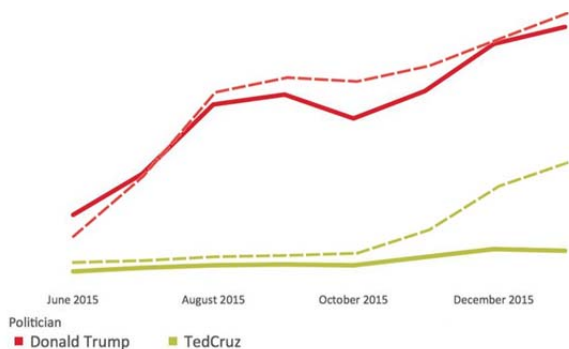
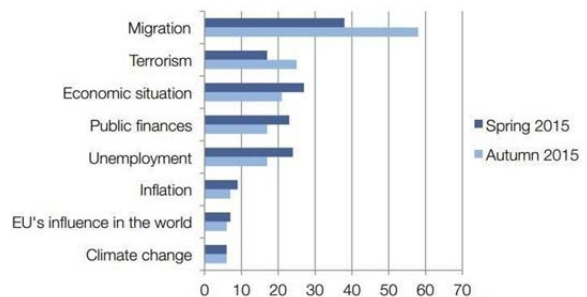


그림 11. 현재 유럽에서 가장 중요한 이슈도 이민



주: 실선은 트위터 데이터로 지지율 분석하는 Twitterwonk, 점선은 전국 투표율
자료: Twitterwonk, KDB대우증권 리서치센터

주: 현재 EU에서 가장 중요한 이슈가 무엇인가에 대한 응답 비율
자료: Eurobarometer, KDB대우증권 리서치센터

(3) 금융규제: 대마불사 시대의 종식 여부와 은행 수익성 위협

대마불사(Too big to fail)은 월가에 대한 공짜 보험이다. 미국 6대은행의 자산은 GDP의 60%에 육박한다. 이들은 전체 은행 예금을 40% 이상을 보유하고 있는 동시에 파생상품 시장의 95% 이상을 통제하고 있다. 만약 루즈벨트가 지금의 대통령이었다면, 그들을 해체하라고 했을 것이다. 이제 월스트리트의 대형은행을 쪼갤 때가 되었다.

- 버니 샌더스 (March 9, 2015)

도드-프랭크법은 은행이 자기자본으로 파생상품 같은 고위험 자산에 투자하는 걸 엄금하는 ‘볼 커 룰’을 도입했다. 그러자 은행들은 일반 국민의 예금으로 고위험 신용 스와프와 파생상품을 거래하는 꾀수를 부려 왔다. 이런 행위를 규제하는 법안이 있었지만 지난해 은행권의 집요한 로비로 폐기됐다. 이를 복원하기 위해 투쟁하겠다.

- 힐러리 클린턴 (December 15, 2015)

미국 은행, 지준부리와 대마불사 프리미엄 향유

최근 미국 은행주가 유럽 은행 대비 상대적으로 디스카운트를 덜 받는 이유는 수익성과 규제금융 프리미엄 때문이라는 생각이다. 유럽 은행들은 마이너스 금리로 수익성이 악화되고 있는데 미국 은행들은 최대 50bp의 이자를 받고 있다. 유럽 은행들은 채권자 손실부담(Bail-in) 제도 도입으로 부실채권에 따른 디폴트 우려가 높아지고 있는데 미국 은행은 대마불사라는 믿는 구석이 있기 때문이다.

대마불사는 미국뿐만이 아니라 전세계적인 문제

골드만삭스 출신의 연준 의장, TARP는 실패한 정책 인정 대형 은행의 해체 주장

대마불사를 둘러싼 논쟁은 얼마전 미국 닐 카시카리 총재의 미네아폴리스 연준 의장의 취임 발언으로 더욱 뜨거워 지고 있다. 그는 부시 행정부 시절 본인이 이끌었던 TARP(부실자산 규제 프로그램)이 실패한 정책이었다고 발언하면서 대형 은행의 해체를 주장했다.

미국 리치몬드 연준의 보고서에 따르면, 금융기관의 부채 가운데 “금융기관 안전망”이라는 명목 하에 정부 규제금융(Bail-out)에 의해 지원을 받을 수 있는 부채는 전체의 61%나 된다<그림 12>.

총합 \$13.6조에 육박한 이 금액은 금융위기 같은 위급한 상황이 생기면 정부가 은행 대신 처리해야 할 금액을 의미한다. 공식적으로 FDIC(美예금보험공사) 보장을 받는 예금은 \$6.2조 밖에 되지 않는데 반해, 위급 시에 예외적으로 보장 받을 수 있는 암묵적인* 지원 액수가 \$7.4조달러로 더 높다.

여기에는 심지어 자산 \$10조 이상의 4대 대형은행의 부채도 포함되어 있다. 월스트리트 대형은행들이 얼마나 대마불사라는 공짜 보험을 즐기고 있는지 알 수 있는 항목이다.

* 주) 암묵적인 의미는 2008년 금융위기를 겪으면서 특별히 위험한 상황에서는 정부가 은행이 고유 역할을 할 수 있도록 19개 은행지주회사(Bank Holding Companies)들에게 자본 지원을 할 것이라고 약속한 것을 바탕으로 측정된 금액. 법적으로 꼭 해당되지 않음

표 3. 각 후보 별 금융 개혁 공약

	힐러리 클린턴	버니 샌더스	도널드 트럼프	테드 크루즈	마르코 루비오
대형은행 규제	대형은행에 위험세* 부과	대마불사 은행 분할	대형 은행 분할에 반대	대형 은행 분할에 반대	대형 은행 분할에 반대
Dodd-Frank 법 (대형은행 Bail Out 관련)	Dodd-Frank 법을 약화시키려는 공화당에 거부권 행사		Dodd-Frank 법 폐지**	Dodd-Frank 법 폐지***	Dodd-Frank 법 폐지
Glass-Steagall Act (상업은행과 투자은행을 분리)	부활 반대	부활 찬성	부활 반대	부활 반대	부활 반대
투기거래 제재	초단타매매에 세금 부과	투기에 대한 금융거래세 부과			
기타	- 분기 자본주의 개혁 - 금융범죄에 대한 처벌 강화 (최대 징역 10년)	연준과 신용평가기관의 독립성 강화			
Comment	*힐러리: 위험세란 은행 크기에 따라 잠재적 금융 위기에 얼마만큼 기여하는지 판단해 일종의 세금을 부과하는 정책 **트럼프: Dodd-Frank 폐지 주장 이유는 은행들이 규제를 두려워하여 돈을 안 빌려준다는 것 때문 *** 크루즈: Dodd-Frank 폐지 주장 이유는 대형은행이 정부 규제 하에 커지기 때문에 소형 은행이 상대적 열세로 존립위기에 처했기 때문				

자료: 각 후보 홈페이지, Bloomberg 기사 취합, KDB대우증권 리서치센터

공공의 적 월스트리트, 가장 공포의 대상은 샌더스

민주당 샌더스의 공약을 크게 두 가지로 요약하자면, 대형은행 해체와 연준 개혁이다.

그는 취임 1년 내에 빌클린턴 대통령 시절에 폐지된 ‘글래스-스티걸 법’(Glass-Steagall Act)을 복원시켜 대형은행을 분리 시킬 것을 공약으로 하고 있다. 글래스-스티걸 법은 예금과 대출 같은 통상적인 은행 업무와 고위험 고수익을 추구하는 투자은행 업무를 함께 하지 못하도록 강제로 분리시키는 법이다. 투자은행이 분리될 경우 이들은 구제금융의 울타리에서 벗어날 가능성이 높아지게 된다.

또한 샌더스는 연준 개혁의 방향도 내비쳤다. 일반 은행들이 연준에 돈을 예치하는 대가로 이자를 받아가는 것은 말이 되지 않으며 반대로 금융기관이 연준에 수수료를 내야 한다고 주장하고 있다. 이는 금리인상으로 최대 50bp의 이자를 받고 있는 미국 은행들에게는 날벼락 같은 소리가 될 수 있다. 현재 미국 연준에 초과기준으로 예치되어 있는 은행들의 자산은 \$ 2.5조나 된다. 연준이 마이너스 금리를 도입하지 않더라도 지금보다는 은행들의 수익성이 악화될 수 있다.

금융거래세 부과
알고리즘 베이스 초단타
투자자들에게는 부정적

추가적으로 그와 힐러리 모두 투기에 대한 금융거래세 부과도 공약으로 펴고 있다. 이는 알고리즘 베이스의 초단타 투자자들에게는 부정적인 요인이기 때문에 시장에서도 관심이 높은 부분이다.

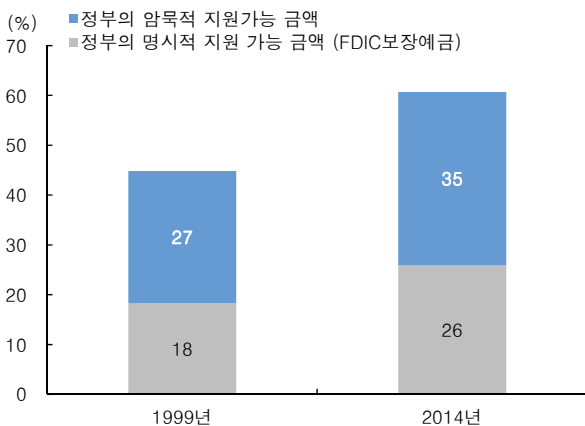
힐러리의 분기 자본주의 개혁 - 최근 주주 행동주의 트렌드를 바꿀 수 있을까?

힐러리의 공약 중에서는 분기 자본주의(Quarterly Capitalism)* 개혁이 있다. 코앞의 이익을 쫓는 단기투자나 먹튀 CEO 등을 방지하기 위해서는 적어도 일정기간 주식 보유 기간이 지나야만 의결권이 주어지고 스톡옵션을 행사하는 정책을 제시하고 있다. 자본이득 (6년 미만 보유 투자자산)에 대한 세율 인상도 동반될 정책 중 하나다.

목적은 세수 확대와 장기투자 활성화이다. 샌더스 후보의 월스트리트 거래세 부과도 비슷한 맥락으로 해석할 수 있다. 의도는 좋다. 장기적으로는 분명히 주주와 기업 모두에게 긍정적인 영향을 미칠 수 있을 것으로 전망된다. 그런데 **과연 기업들과 투자자들의 성향이 쉽게 바뀔 수 있을지는 의문이다.**

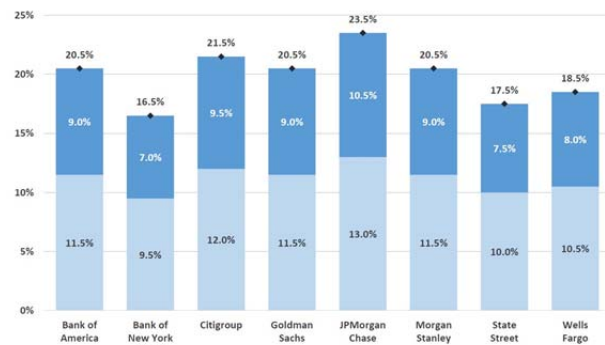
금융위기 이후 美 기업들의 배당과 자사주 매입이 많아진 이유는 분기실적주의와 같은 불순한 의도 때문만은 아니다. 투자처 부족으로 쌓인 잉여현금에 대한 정상적인 주주 환원도 포함되어 있다.

그림 12. 금융 시스템 부채의 61%는 구제금융이 가능



주1: 전체 금융기관 부채 대비 비중
주2: 암묵적 지원 = 4대은행 부채 - FDIC 보장예금 + 단기부채(Repos, CP 등) 등
자료: 리치몬드 연준 (Feb 2016), KDB대우증권 리서치센터

그림 13. 강화된 메가뱅크 Tier 1 위험조정 자본 비율



주: 2019년까지 시행될 계획안. 작년 10월말 연준이 제시
자료: FRB, KDB대우증권 리서치센터

* 분기 자본주의란? 기업들이 단기 성과를 높이기 위해 자사주매입과 배당을 확대함으로써 주가를 부양

**주주행동주의 패턴 변화:
패시브 투자자들 입김 확대**

게다가 최근에는 주주 행동주의 패턴이 바뀐 점도 한 몫 한다. 지금까지는 대부분 칼 아이칸과 같은 헤지펀드형 행동주의 투자자들이 공격적인 구조조정을 통해 기업 주가에 영향을 미쳐왔다. 그런데 이제는 대형 연기금과 인덱스 펀드와 같은 패시브형 투자자들의 힘이 더욱 커지고 있다. 뒷집지고 지켜만 보던 이들도 점차 기업 거버넌스에 참여하고 있는 터닝포인트에 접어들고 있다.

**패시브 투자자들의 기호에
따라 배당/자사주 매입 증가**

이로 인해 기업들은 낮은 주가 변동성과 배당을 선호하는 패시브 장기투자자들을 붙잡아놓기 위해서 (그럼으로써 더욱 주가 변동성을 낮출 수 있게) 앞다퉈 자사주매입과 배당을 더 늘리고 있는 상황이다. 주주 행동주의의 변천사를 기록한 책인 “Dear President” 의 저자 제프 그랩도 몇몇 대형 인덱스 펀드에 치우친 패시브 투자자들의 영향력 확대로 기업 지배구조가 다소 변질될 수 있다고 지적했다.

이러한 잘못된 순환 구조를 막기 위해서 지난 달 초 전세계에서 가장 큰 펀드회사인 블랙락의 CEO 래리 핑크가 S&P 500 기업 CEO들에게 “주주로써” 보낸 편지가 있다. 그는 기업들에게 단기 투자자들의 움직임에 연연하지 말고 투자를 확대를 통해 지속 가능한 장기 성장성에 집중해달라고 말했다.

월스트리트 개혁, 의회 통과 가능성 낮지만 장기적으로는 의미 있는 공약

유럽에서는 이미 올해부터 은행 구제금융을 제한하는 ‘은행 회복 및 정리지침(BRRD)’을 도입했다. 은행 구조조정 과정에서 발생하는 손실을 채권자가 우선적으로 부담하는 Bail-in 체제를 시행하여 은행들의 도덕적 해이로 인한 손실과 정부 보조의 연결고리를 끊겠다는 의지이다. 유럽 은행들이 부실 채권 우려로 최근 3개월동안 -23% 하락했고 도이치 은행이 -33% 하락한 것과 무관하지 않다.

**공화당 당선 시 대형 은행 및
브로커리지 회사 강세 예상**

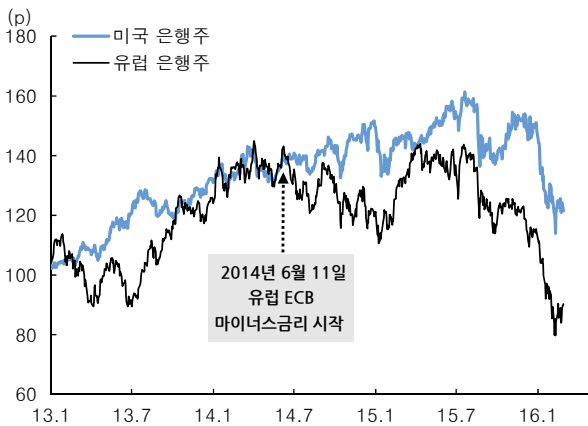
월스트리트의 대형 펀드가 내는 후원금의 80%가 공화당에 몰리고 있는 상황에서 **공화당이 대선에서 승리하면, 월스트리트가 다시 미국 경제를 지배하게 될 가능성은 높다**는 생각이다. 한숨을 돌린 월스트리트 덕분에 미국 은행과 유럽 은행의 차별화 요인은 더욱 부각될 수 있을 전망이다.

추가적으로 공화당의 집권은 유가에도 긍정적이다. 따라서 미국 은행주의 약세를 견인했던 에너지 섹터 부실채권 우려도 해소되면서 단기적으로는 금융주에 호재로 작용할 전망이다.

그러나 중장기적인 시각에서는 좋지 않은 않다. 지금은 통화정책이 막다른 끝에 다다른 상황이다. 연준과 월스트리트가 짜고 치는 고스톱은 더 이상 딱히 이길 패가 없어 보인다는 생각이다.

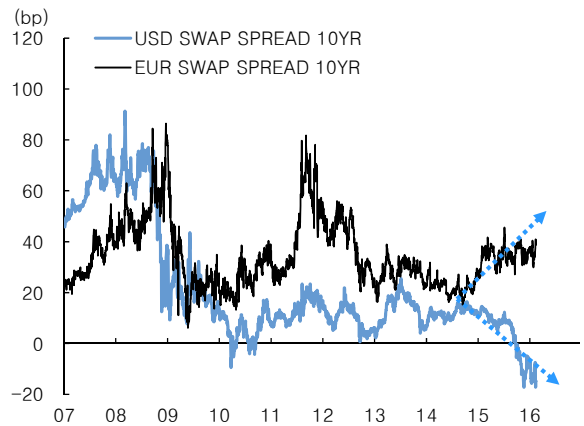
샌더스는 슈퍼팩을 거부하면서 월가 대형 은행으로부터 단 한푼의 지원금을 받지 않았다. 힐러리는 골드만 삭스 등 대형 은행들로부터 자금 지원을 받기는 했지만 공화당에 비하면 미미한 수준이다. 장기적으로는 민주당의 월스트리트 개혁 시도는 의미 있다는 판단이다.

그림 14. 미국-유럽 은행 주가: 마이너스 금리로 수익성 디스카운트



자료: FactSet, KDB대우증권 리서치센터

그림 15. 미국-유럽 본드스왑 스프레드: Bail-in 디스카운트도 포함



자료: FactSet, KDB대우증권 리서치센터

(4) 헬스케어: 민주당 당선되어도 불확실성은 여전히 높아

이번 대선에 가장 민감한 섹터 중 하나는 헬스케어라고 생각된다. 지금까지 바이오주를 포함한 헬스케어 섹터의 강세를 이끌어왔던 오바마케어의 지속 여부가 불확실성 요인으로 작용하고 있다.

의료보험과 관련된 정책 리스크는 과거에도 높았다. 1970년 이후의 선거 년도에 헬스케어 섹터가 지수대비 아웃퍼폼했던 비율은 40% 미만이다. **평균적으로는 시장을 200bp 언더퍼폼했다.** 게다가 이번 년도에는 민주당이 또 당선되어도 후보별 공약 차로 헬스케어 전체가 수혜를 받기는 어려워 보인다. 주가에 미치는 불확실성은 샌더스 후보가 가장 높고, 힐러리-트럼프 후보 순으로 전망되고 있다.

힐러리의 약가 규제는 부의 재분배 측면에서는 긍정적

힐러리 당선 시 제약주 부정적
그러나 마진 하락 이미 선반영

오바마케어를 만들었다고 해도 과언이 아닌 힐러리 후보는 오바마 정부의 의료관련 정책을 지속하거나 확대할 가능성이 높다. 그러나 제약주에게는 부정적이다. 힐러리 후보가 제약 회사들의 높은 멀티플에 대한 상한선으로써 약가규제에 대해 강경한 입장을 지속하고 있기 때문이다. 지난 9월 힐러리의 약가 규제 발표 이후 제약회사들의 마진 하락 가능성은 이미 시장에 선반영 되었다.

중산층 재건을 슬로건으로 하고 있는 힐러리의 공약 중에서 월스트리트 개혁과 약가규제는 부의 재분배 측면에서 분명히 비슷한 맥락이다. 그녀의 약가 규제 방법은 크게 2가지로 나눌 수 있다.

1) **구매자로서 정부의 협상력을 백분 활용하겠다는 입장이다.** 오바마 정부의 헬스케어 프로그램에는 4천만명이 등록되어있어 메디케어 약값의 협상에 있어 충분한 파워가 있다는 생각이다. 구체적으로는 ① 처방약 의료 실비 \$250/월 제한, ② Medicaid와 동일하게 제약기업이 저임금 Medicare 신청자에게도 리베이트 제공, ③ Medicaid 확대 주에 신규 인센티브 지급 등이 있다.

2) **공급 측면은 시장의 자율적인 원리를 이용하는 방법이다.** 제도 완화를 통해 기업간 경쟁을 유발하여 가격 상승 부담을 낮추는 방안이다. 세부사항으로는 ① 독점 및 반독점인 신약의 복제약 승인과정 속도를 높이기 위한 FDA 보조금 지원, ② 신약 독점 기간을 12년에서 7년으로 축소, ③ 안전성이 보장되고 개인사용 목적의 제약품 수입 허용 및 복제약의 수입확대를 지원하는 것이 있다.

힐러리는 오바마의 후계자
오바마케어의 틀은 유지될 것

힐러리의 약가규제 공약은 월스트리트 개혁과 같이 모든 대형은행들을 규제하겠다고 하는 것이 아니다. 몇몇 기업들의 비상식적인 약값 인상과 미국이 유럽대비 동일한 약값이 비싼 것과 같은 불합리성을 개선하겠다는 것이다. 힐러리는 오바마 정권의 가장 분명한 후계자이다. 의료보험 가입 의무화는 확대할 것이다. 따라서 **헬스케어 섹터의 파이 자체가 작아지는 것은 아님**을 생각해야 된다.

표 4. 각 후보 별 헬스케어 개혁 공약

	힐러리 클린턴	버니 샌더스	도널드 트럼프	테드 크루즈	마르코 루비오
Obamacare (ACA)	유지 주장	교체 주장 단일지불 의료 보험 도입	교체 주장 거주 지역과 상관없이 모든 주에서 건강보험 가입 가능	교체 주장 면세 혜택이 있는 건강저축계좌 확대	교체 주장 건강보험 세제공제 혜택 제공
Medicare			보존 및 발전 (구체적 내용 없음)	혜택 적용 대상자 연령 65세로 올리고 혜택 규모 확대	
Medicaid	Medicaid 확대 기업 베네핏	Medicaid 확대		Medicaid 확대 반대 (정부 부담 과대)	
Comment	힐러리의 약가 규제 관련 정책 요약 1) 구매자로서의 정부의 협상력을 백분 활용 - 처방약 의료 실비 \$250/월 제한 - Medicaid와 동일하게 제약기업이 저임금 Medicare 신청자에게도 리베이트 제공 - Medicaid 확대 주에 신규 인센티브 지급 2) 공급 측면은 제도 완화를 통한 경쟁 유발로 시장의 자율적인 원리를 이용 - FDA의 독점/반독점 신약에 대한 복제약 승인 신속화 - 신약 독점 기간 12년에서 7년으로 축소 - 안전성이 보장되고 개인사용 목적의 제약품은 수입 허용				

자료: 각 후보 홈페이지, KDB대우증권 리서치센터

공화당 당선 시, 오바마케어 수혜주인 의료보험사들 위험

헬스케어 주가에는 제약회사의 마진 압박 외에 다른 리스크 요인이 있다. 바로 오바마 케어에 참여하고 있는 **대형 보험사들의 수익성 악화 추세**이다. 이는 오바마 헬스케어의 가장 큰 축인 건강보험시장에 문제가 생길 수 있다는 것을 의미한다.

건강보험시장이란 민간이 연방정부 및 주정부가 인정한 각종 사설 보험회사들이 제공하는 보험정책과 보험료를 비교하여 취득 가능한 건강보험(Affordable Care) 선택할 수 있게 한 제도를 의미한다. 지금까지의 건강보험시장의 확대로 민간 보험사들은 지속적인 성장이 가능했다<그림 16>.

그런데 여기에 포함되어 있는 전국 최대 보험사인 유나이티드 헬스케어가 작년 11월, 오바마 케어의 수익성 악화로 2017년부터 오바마케어 불참 가능성을 밝혀 건강보험 가입자들과 업계에 큰 우려를 낳았다. 또 다른 대형 건강보험사의 하나인 애트나(Aetna)와 앤섬(Anthem) 도 마찬가지다.

골드만 삭스를 비롯한 일부 대형 IB들은 2016년 전망에서 오바마케어의 직접적 수혜주였던 Managed care(보험사) 산업에 대한 포지션을 중립으로 하향 조정했다. 제약회사들과 같이 급진적인 충격이 예상되지는 않지만, 점진적인 수익성 악화가 불가피 하기 때문으로 보여진다.

공화당 당선 시 오바마케어 축소로 다운사이드 리스트 :의료보험사 아직 반영 미미

대형 보험사들이 수익성이 악화되기 시작했다 하지만, 그보다 **공화당 집권 시 오바마케어의 변화로 인해 발생하는 다운사이드 리스크가 더 높다**는 판단이다. 지난 9월 이후 헬스케어 섹터의 조정 가운데 보험사들의 조정강도가 가장 약했다<그림 17>. 아직은 불확실성이 충분히 반영되지 않았다고 생각된다.

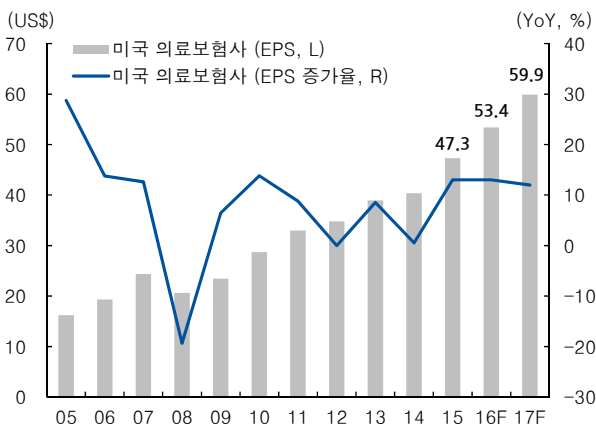
또 다른 다크호스는 샌더스의 단일보험자 (Single Payer) 건강보험

헬스케어 섹터 주가에 가장 큰 불확실성을 가져올 이슈 중 하나는 ‘샌더스의 단일보험자(Single Payer) 건강보험’ 공약이다. 오바마케어와 같이 각자 민간 보험회사에 가입하는 것이 아니라 국가가 관리하는 의료보험 체계를 도입하는 것이다. 전국민 무료 의료보험인 캐나다의 시스템이 롤모델이다.

다만, 샌더스 후보가 당선된다 하더라도 **정책이 실현될 가능성은 높지 않다**는 지적이다. 무엇보다 공화당으로 가득한 국회에서 받아들이는 것이 불가능해 보이기 때문이다. 또 다른 이유는 **과도한 소득세에 의존도가 높은 예산** 때문이다. 향후 10년간 지출 축소 분을 반영한 총 비용 \$10조 가운데 소득세(Payroll)인상에 따른 세수 \$6조가 사용될 것이라고 하기 때문에 실효성이 의심되는 상황이다.

일각에서는 샌더스가 무료 의료보험을 55살에서 64살까지를 먼저 대상으로 실시하고 이후에 아이들에게로 확장함으로써 실현시킬 수도 있다고도 주장한다. 불가능한 것만은 아니지만 세간의 집중 공격을 받을 만큼 무모한 점은 어느 정도 인정한다.

그림 16. 미국 의료보험사, 오바마케어 덕분에 꾸준한 성장세 기록



주: 미국 의료보험사 = Magaged Care 산업에 포함된 11개 기업
자료: FactSet, KDB대우증권 리서치센터

그림 17. 그러나 수익성 악화 조짐 + 성장 둔화 시 추가 조정 가능



주: 미국 복제약기업들은 알러진, 밀란 등을 포함한 7개의 기업을 포함
자료: FactSet, KDB대우증권 리서치센터

(5) 에너지/환경: 정부 보조 없다면 친환경 기간산업 수익성 악화 불가피

금융과 같은 고도의 서비스업이 발달된 미국과 같은 나라에서 제조업이 차지하는 비율은 GDP의 10%로 미미한 수준이다. 하지만, 양질의 고용창출은 제조업에서만 가능하다. 이것이 오바마 정부가 중산층 재건에 따른 내수활성화를 위해 제조업 르네상스에 집중한 이유이다.

오바마 정부는 특히 제조업의 부활에 있어 가장 큰 핵심은 에너지 독립성으로 보았다. 1998년 조지 미첼이 개발한 수압파괴공법과 수평시추공법이 이끈 셰일가스 혁명으로 에너지 가격 경쟁력도 얻었다. 이러한 셰일가스 혁명도 오바마 정부의 적극적인 지원이 있었기 때문이다.

그 동안 오바마케어와 이민개혁안 등 민주당의 상징적 정책에 가려 민주-공화당의 기후변화를 둘러싼 정치적 분열은 크게 주목 받지 못했다. 그런데 대선이 임박하면서 수면위로 떠오르고 있다.

레이덕 없는 오바마. 임기 말 역점사업은 기후변화 방지

오바마정부는 지난 8월 기후와의 전쟁 일환으로 Clean Power Plan(청정전력계획)을 공식 발표한 바 있다. 현재 미국 전체 에너지원 가운데 7%를 차지하는 재생에너지 비율을 2030년까지 20%로 끌어 올리는 목표를 갖고 있다. 파리기후협정에서는 온실가스 배출 감축 정책을 제시했다. 지난 달에는 1993년부터 동결되었던 유류세를 배럴당 \$10까지 높이는 새로운 유류세 도입¹⁾까지 예고했다.

민주당의 클린턴 후보는 오바마의 에너지 정책보다 더욱 환경친화적인 방향을 제시하고 있다.

민주당 당선 시 청정에너지 인프라 및 관련산업 긍정적

그녀는 2027년까지 재생에너지 비율을 33%로 높이는 에너지 구상을 발표했다. 기후위기 대응과 청정에너지 경제로의 전환을 위해 2020년까지 태양에너지 보급용량을 700%로 확산하고, 2027년까지 미국 모든 가정에 재생에너지를 공급할 것을 공약으로 하고 있다. 거대 석유기업들에게 주는 세제 혜택을 중단해서 마련한 재원으로 청정 에너지 사용에 대한 인센티브를 제공할 것이라고 밝혔다.

샌더스 후보의 친환경 정책도 주목할 부분이다. 그는 탄소배출세 징수, 화석연료 보조금 폐지, 청정 에너지 기술 투자를 주장하고 나섰다.

표 5. 각 후보 별 에너지/기후 관련 공약

	힐러리 클린턴	버니 샌더스	도널드 트럼프	테드 크루즈	마르코 루비오
기후 변화 및 EP	인정 오바마 정부의 Clean Power Plan 유지	인정 2030년까지 탄소배출 40% 축소, 2050년까지 80% 축소	부정	부정	부정
키스톤 XL 송유관 건설 프로젝트*	반대	반대	지지 20,000 일자리 창출, 수입 원유 의존도 낮춤	지지 파이프라인 확장	지지
셰일가스 Fracking**	반대	반대	지지	지지	지지
석유 수출	반대	불확실	불확실	지지 원유 수출 제한 규정 완화	지지

코멘트	힐러리 - 2027년까지 재생에너지 비율을 33%로 증가 - \$600억 Clean Energy Challenge 런칭: 탄소 배출 억제, 저소득층 태양광 및 고효율 접근성 증대 - 청정에너지 인프라 및 관련 산업 투자 확대
	샌더스 - 2027년까지 재생에너지 비율을 50%로 증가 - 일자리 창출을 위한 인프라 투자 확대 (Green Job)

*주: 키스톤 XL 송유관 건설 프로젝트는 오일샌드 생산지인 캐나다 알버타주와 정유 시설이 있는 미국 텍사스주를 1800km 길이의 송유관으로 연결해 하루 83만 배럴의 원유를 운반하는 대규모 사업. 2008년 공화당 의원들의 주도로 의회에 처음 상정. 작년 11월 6일, 오바마 대통령은 지난 7년간 승인이 지연됐던 키스톤 XL 송유관 건설 계획을 최종 거부
 **주: 셰일가스 Fracking은 수압균열법의 영어표현인 hydraulic fracturing의 줄임말로 물, 화학제품, 모래 등을 혼합한 물질을 고압으로 분사해서 바위를 파쇄해 석유와 가스를 분리해 내는 공법. 프래킹 기술에 사용되는 화학물질이 지하수와 토양을 오염시킬 수 있다는 우려가 커지면서 미국 내무부는 2015년 3월 20일 프래킹기술에 대한 환경보호기준을 높임
 자료: 각 후보 홈페이지, KDB대우증권 리서치센터

* 각 주는 발전소 탄소배출량 감축계획을 오는 2018년까지 연방 환경보호청(EPA)에 제출해야함. 현재 미국 발전량의 40%가량을 차지하는 석탄화력발전소를 줄이는 대신, 태양광과 풍력 등 청정에너지 발전에 투자하는 주에 대해서 연방정부가 각종 인센티브를 제공

공화당의 거센 반대와 이미 너무 낮아진 유가

오바마의 이런 기후변화 전쟁에는 항상 공화당이 지배하고 있는 주정부들이 반기를 들고 나선다. 이들은 최근 오바마 행정부와 백악관의 환경정책 시행 중단을 요구하는 소송을 제기했다. 연방 대법원도 지난 2월 10일 일단 소송이 마무리될 때까지 이행 중단 판결을 내렸다

기업들의 반대도 거세다. 십여 년 만의 최저치를 기록하고 있는 유가 때문에 현재 수익 부진에 시달리는 석유업계는 Clean Power Plan(청정전력계획)에 대해 강한 거부감을 드러내고 있다. 또한 업계는 **유류세 인상과 같은 세금은 결국 소비자의 부담이 될 것이라고 경고**하고 있다.

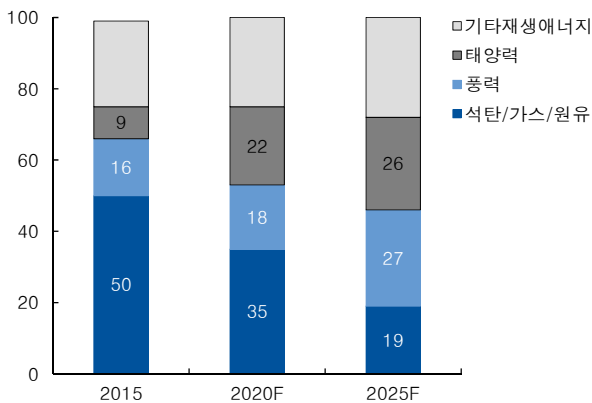
또한 이전부터 미국 기후변화 위협을 경고했던 전 나사(NASA) 소장 출신의 기상학자 제임스 한센 박사도 **화석연료가 가장 싼 에너지로 남아있는 한 계속 소비될 것이라고 경고**하고 있다. 그는 파리기후협정에서 온실가스에 세금부과 하지 않는 기후협약은 무의미하다고 혹평하기도 했다.

공화당 당선 시 청정에너지 인프라 및 관련산업 큰 위기

공화당이 집권할 경우 현재 적자를 기록하고 있는 오바마 정부의 친환경 에너지 정책의 지속 가능성은 매우 낮다. 또한 유틸리티 섹터의 기간산업의 특징으로 인해 CAPEX를 과도하게 늘려놓은 솔라시티(YTD 수익률 -64%)와 같은 몇몇 에너지 기업의 수익성은 더욱 더 악화될 수 있다.

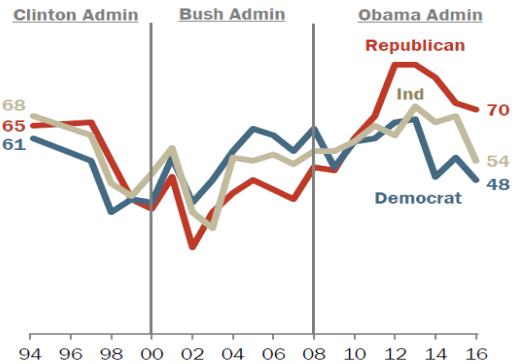
반대로, 민주당의 당선이 확실시 되어도 친환경 정책은 공화당 후보들의 반대로 공약 시행이 상당 시간 지연될 가능성이 높다. 무엇보다 낮아진 에너지 가격으로 인해 친환경 사업의 수익성에 대한 기준도 까다로워 질 수 있고, 정부의 보조금 지원 규모도 예상보다 늘어날 수 있다.

그림 18. 현재 예상되는 전통적/친환경 에너지 사용량 전망치



자료: 골드만삭스 제인용, KDB대우증권 리서치센터

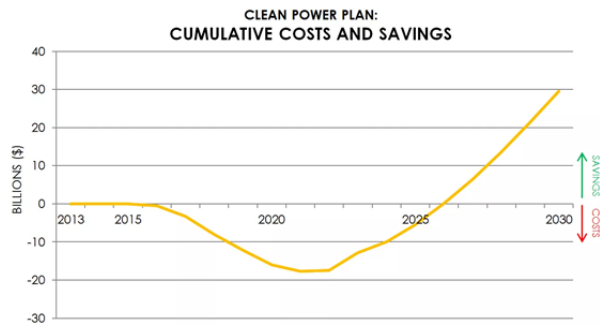
그림 19. 재정적자 우려 낮아지면 친환경 에너지 보조금 확대 가능



Source: Survey conducted Jan. 7-14, 2016. From 1998-2001 the question asked about "Paying off the national debt".

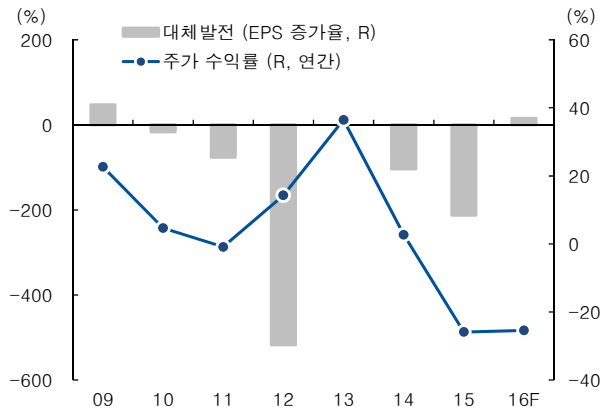
주: 재정적자 감소가 최우선 과제라고 응답한 비율
자료: Pewresearch.org, KDB대우증권 리서치센터

그림 20. 공화당 당선 시 적자의 친환경 프로젝트 지속 불가



자료: Energy Innovation, KDB대우증권 리서치센터

그림 21. 정부 보조 없다면 친환경 기간산업 수익성 악화 불가피



주1: 미국 유틸리티 섹터 하부 산업인 대체발전 산업의 10개 기업 기준
주2: 2016년은 연초이후 수익률
자료: FactSet, KDB대우증권 리서치센터

주식시장에 미치는 영향

주식시장에는 오바마 정권의 공식적인 후계자인 힐러리 후보의 당선이 변동성 측면에서는 가장 안전한 옵션이다. 힐러리 후보의 당선 가능성으로 인해 이미 주식시장이 금융규제, 약가규제 리스크를 선반영한 부분이 크기 때문이다. 반면 트럼프 지지율이 높아질수록 섹터별 차별화는 확대될 전망이다.

(1) 민주당 당선 시나리오

- ✓ 단기: 중립적. 경기 회복을 위한 재정확대는 긍정적이나 비용 증가에 따른 기업 마진 하락은 부정적
- ✓ 장기: 긍정적. 부의 재분배, 재정 확대로 인한 선순환으로 미국 내 매출액 비중이 높은 기업 수혜 예상

민주당 당선 시 단기적으로는 기업들이 비용 증가에 따른 마진 하락의 부정적 영향이 반영될 수 있다. 그러나 장기적으로는 재정 확대로 인한 선순환 구조가 가능할 것으로 전망되고 완만한 강달러 추이도 이어질 수 있어 미국 내 매출액 비중이 높은 기업들이 강세를 보일 것으로 예상된다.

섹터 별 흐름은 현재의 추세가 이어질 가능성이 높다. 바이오/금융주는 규제 관련 불확실성이 반등을 제한할 것으로 예상된다. 증세로 인한 인프라 투자확대는 공공건축 관련 산업재와 친환경주에 긍정적 영향을 줄 수 있어 보인다. 신재생에너지 관련 섹터의 반등도 기대할 수 있다.

샌더스와 후보의 급진적인 정책은 주식시장에는 가장 큰 변동성 확대 요인이다. 그러나 공화당의 반대로 단기 내에 실현될 가능성이 낮다는 점 때문에 시장에 미치는 영향력은 제한적일 전망이다.

(2) 공화당 당선 시나리오

- ✓ 단기: 긍정적. 달러 약세 전망 및 비용 감소에 따른 기업 마진 하락 압력 완화
- ✓ 장기: 중립적. 재정적자 확대로 오히려 경기 회복세 주춤하며 탐라인 개선 기대 낮아

공화당 당선 시 단기적으로는 비용 감소로 마진 하락 압박이 완화되면서 기업 실적도 개선될 수 있어 보인다. 다만, 장기적으로는 재정적자가 확대되고 민간과 기업의 빈부격차도 지금보다 확대될 수 있어 내수 회복에 따른 탐라인 개선은 어려울 수 있다.

섹터 별로는 에너지/소재 기업들의 리레이팅이 가능할 전망이다. 규제관련 우려로 디스카운트 되었던 대형 금융주의 반등도 기대된다. 기업의 감세 정책이 실제로 민간 소비에 미치는 낙수효과가 제한적일 것으로 보기 때문에 소비재 주가에는 중립적일 것으로 판단된다.

오바마케어 수혜였던 헬스케어/신재생에너지 관련주가 부정적일 전망이다. 해외매출 비중이 높은 제약사보다는 미국 의료보험사들이 중장기적으로 더 취약해 보인다. 또한 신재생 관련 유틸리티 기업들도 정부 보조금 중단에 따른 수익성 악화로 인해 추가적인 조정이 가능할 것으로 전망된다.

그림 22. 2016년 대선에 따른 미국 증시 산업별 전망

	민주당	공화당
소비재	긍정적 필수소비재 > 경소비재 (+)미국 매출액 높은 필수소비재(PSL) (+)인터넷소비주(FDN)	중립적 소비재 전반적 중립 (+)해외 매출액 높은 경소비주(XLY)
금융	부정적 지역은행(KRE) > 대형은행 거래소, 자산운용사 > 상업은행	긍정적 대형은행(XLF) > 지역은행 (+) 브로커리지(IAI), 리츠(IYR)
헬스케어	긍정적 의료기기(IHI) > 제약 (+) 복제약(GNRX)	부정적 헬스케어 섹터 전반적 부진 (-) 의료보험사
IT	중립적	중립적 (+)글로벌 IT 기업(VGT)
에너지	부정적 에너지 섹터 전반적 부진 (+) 태양광, 풍향, LED(PBW)	긍정적 에너지 전 섹터 긍정적 (+) 에너지 인프라(AMLP, XOP) (-) 신재생발전
소재/산업재	중립적 건축자재(PKB) > 기계 Industrial > Consumer	긍정적 (+) Capex(CAPX) (+) 국방/항공(PPA)
펀더멘털	경기개선, 재정적자중립, 달러강세	경기부진, 재정적자확대, 달러약세

주: 괄호안에는 해당 섹터/테마의 미국상장 ETF 티커임
자료: KDB대우증권 리서치센터

향후 관전 포인트

올해는 재정정책과 관련된 법안 시효를 이미 2017년도로 미뤄왔기 때문에 정부의 섣다운, 즉 재정절벽과 같은 재정관련 리스크는 낮을 전망이다. 그러나 대선과 관련된 불확실성은 지속적으로 높을 전망이다에 따라 대선과 관련하여 추가적인 주식시장 변동성 확대 요인도 점검해봐야 한다.

(1) 3월 미니 슈퍼화요일 앞둔 막판 뒤집기

3월 15일 미니 슈퍼화요일 이후 각 당 후보가 사실상 확정될 전망이다. 미니 슈퍼화요일에는 민주당과 공화당 전체대의원이 각각 16.6%, 14.8% 배정되어있다.

3월 15일 경선이 예정된 오하이오와 플로리다는 승자가 모든 표를 독식(winner takes all)하는 지역이다. 공화당의 막판 뒤집기를 위해 최근 관심이 높은 **금융/헬스케어 관련 새로운 정책을 히든카드로 제시할 수 있는 리스크**가 있다. 동 섹터 주가에는 변동성 요인으로 작용할 수 있다.

(2) 이번 대선의 새로운 리스크, 미국 대법관 임명

지난 2월, 보수성향의 스칼리아 대법관의 갑작스러운 사망으로 대법관 임명이 미국 대선의 핵심이슈로 떠오르고 있다. 오바마 대통령은 임기 중에 대법관 임명을 두 번이나 하는 행운(?)을 누리게 되었다. 현재 남은 대법관이 보수 4명, 진보 4명임에 따라 **향후 임명될 대법관이 진보 성향일 경우 미국 대법관의 성향도 진보로 기울게 된다**. 참고로 미국 대법관은 사망 또는 자진사퇴 외엔 종신직이다.

이번 스칼리아 대법관의 후계자로 진보 성향 대법관이 임명된다면, 대통령 선거 지지율 흐름에 따라 각 섹터별로도 장기적인 변화에 대비해야 될 것으로 보여진다.

(3) 민주당 레이스는 장기화 될 가능성 높아

민주당 레이스의 장기화가 예상되는 이유는 1) 두 대선주자 모두 충분한 자금력이 있고, 2) 민주당은 2위 후보를 빨리 떨어트리지 않는 비례대표제 성향이 있기 때문이다. 작년 봄 레이스를 시작한 샌더스는 지난 2분기 동안 클린턴 후보에 버금가는 기부금을 모금했다. 또한 경기가 나빠질수록 밀레니엄 세대의 비주류 선호는 늘어날 가능성이 높아 보인다. 즉, 민주당 후보간의 박빙세가 장기화 될수록 샌더스 후보에게는 나쁠 이유가 없다는 생각이다.

(4) 트럼프가 단일 후보라면, 중도파와 공화당의 온건파 유권자들은 어디로?

공화당의 마지막 남은 기대는 루비오가 트럼프를 지지하는 것이었다. 그런데 루비오가 TV 토론에서 트럼프에게 참패를 당하면서 가능성이 낮아졌다. 이미 캠페인을 중단한 뉴저지 주지사 크리스티를 포함 몇몇 공화당 주지사들이 2월 말부터 트럼프에 대한 공개지지를 선언하기 시작하면서 공화당 기득 세력들은 지금 패닉 상태에 빠져있다 해도 과언은 아니다.

돌풍이 아니라 대세론을 굳히고 있는 트럼프가 공화당 단일 후보가 되는 순간 중도파와 공화당 내 온건적 유권자들이 민주당에 표를 줄 것이라는 예상이 있지만 아직은 불분명하다. 대표적인 경합주인 플로리다와 미네소타의 지지율을 보면 공화당 강경보수 후보가 민주당 대선후보로 유력시되는 힐러리와 의 가상대결에서 온건 보수 후보들보다 더 강세를 보이고 있기 때문이다.

DM Equity Strategy

3월 선진 증시는 강보합 예상. 정책 변동성 확대에 유의

중국 → 유가급락 →
미국 경기침체 우려 →
마이너스 금리 후폭풍 →
유럽은행 부실,
What's next?

2월 선진국 주식시장은 전월 대비 -0.9% 하락했다. 마이너스 금리 후폭풍으로 유럽/일본 증시의 변동성이 높아졌고 미국 증시가 상대적으로 선방했다. 이제 나올만한 악재는 다 나왔다고 보여지지만 아직 비중확대는 자제하는 것이 좋아 보인다. 최근 급락에 따른 반등은 가능하나, 노출된 악재들이 단기 내에 유의미한 개선세를 보이기는 어렵다고 판단되기 때문이다.

현재 선진 증시의 가장 큰 리스크는 정책으로 지금의 위기들을 봉합하는데 한계를 가지고 있다는 점이다. 3월 각국의 통화정책이 집중되어 있어 정책 변동성은 확대될 가능성이 높아 보인다. 문제는 ECB가 예상보다 강력한 완화정책을 제시할 경우 오히려 현재의 부정적 상황에 대한 인정으로 받아들여질 수 있다는 점이다. 정책 발표에 따른 시장의 반응은 냉정할 것으로 예상된다.

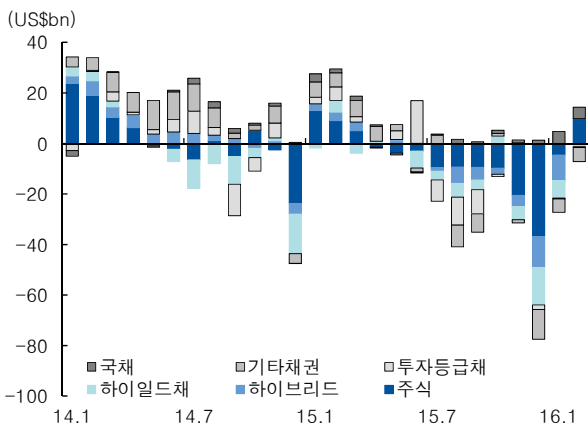
수급 측면도 기대하기 어렵다. 펀드 환매로 인한 자산가격 하락 압력이 지수상승을 제한할 전망이다. 지난 달 도이치 은행 급락이 촉발한 것과 같은 패닉 셀링이 재현되지 않는다 해도 차익실현 물량 부담이 높게 유지되고 있다. 투자자들은 최위험자산(하이일드채권/주식)에서 리스크가 낮은 투자등급 회사채까지 순차적이고 점진적으로 위험자산 포지션을 줄여가고 있다.

실적도 하향조정 추세가 이어질 전망이다. 미국은 경기 둔화 우려로 달러 약세에도 실적 전망치가 개선될 가능성이 낮다. 현재까지 96% 발표된 S&P500 기업들의 4Q15 실적 서프라이즈는 예상치를 +3.7% 상회했으나 과거 5년 평균인 4.7% 대비 부진한 모습이다. 일본과 유럽 증시는 연초 이후의 급격한 환율 강세의 영향으로 수출주를 중심으로 빠르게 실적하향조정이 이뤄지고 있는 상황이다.

불행 중 다행인 점은 2008년과 달리 선진국은 자산버블 붕괴 우려가 낮고 유가하락과 같은 외부 충격이 시스템 리스크로 이어질 가능성은 낮다는 점이다. 이미 유가가 2월 바닥을 확인했다는 인식으로 최근 선진국 증시와 유가의 상관성도 조금씩 약화되고 있는 모습도 이를 지지한다.

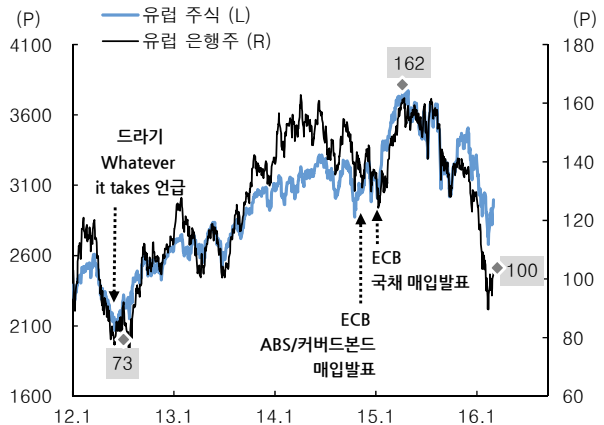
선진국 증시를 야구로 본다면 지금은 9회말 2아웃 상황이다. 최근의 급락으로 가격이 싸진 것 이외에는 메리트가 없다. 유럽 은행주와 레버리지론 가격의 회복 등 반등 재료를 확인하기 이전까지는 비중 확대는 자제하는 것이 좋아 보인다. 당분간 크레딧 시장의 경고 사인에 주시해야 된다는 생각이다.

그림 23. 미국: 2월 매수 전환에도 여전히 차익실현 물량 부담 높아



주: 미국 장기 뮤추얼펀드 자금유출입 추이
자료: ICI, KDB대우증권 리서치센터

그림 24. 유럽: 은행주 반등여부 확인해야



자료: KDB대우증권 리서치센터

미국 (S&P 500)

아직은 제한적 반등 기대. 고배당/대형주 투자전략 선호

1M Range
1,850~2,080pt

3M Range
1,800~2,100pt

(1) 펀더멘털

- 서비스업 PMI 50선 하회에도 제조업 PMI가 5개월 바닥다지기 후 반등한 점은 긍정적
- 금리인상 지연에 따른 단기금리 급락은 소형주/기술주 밸류에이션에는 긍정적
- 양호한 고용에도 높은 저축률로 민간 소비 개선흐름이어져 글로벌 경기부양에는 역부족

(2) 실적

- S&P 500 4Q15 실적은 전년대비 -4.9% 하락. 1Q16 실적은 전년대비 -7.8% 하락 예상
- 4Q15 실적발표에서 80%의 기업들이 부정적 EPS 가이드스 제시. 5년평균은 72%
- 금융 섹터가 트레이딩 손실 등으로 인한 실적 변동성 확대로 전망치 재차 하향 조정 될 듯
- 미국 경기침체 우려 채부각 및 글로벌 총수요 회복 부진으로 내수/수출주 모두 실적개선 기대 낮아

(3) 수급

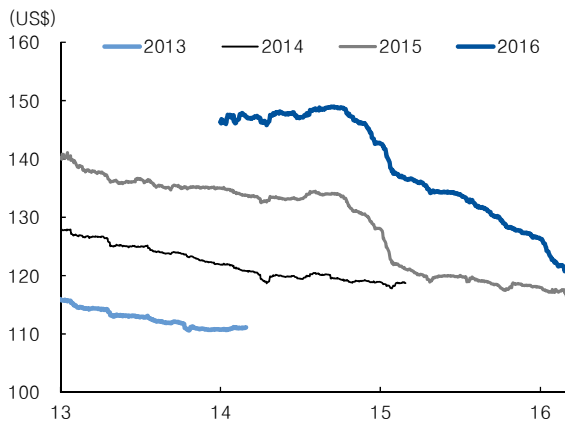
- 2월 미국 뮤추얼펀드의 주식형펀드 \$98억 유입. 저가매수로 8개월만에 유입세 전환
- 미국 주식형 ETF도 저가매수 유입으로 -\$82억 유출 그쳐. 향후 유입세 전환 기대
- 2월 자사주 매입 급증. 최근 채권발행 통한 자사주/배당 추세 증가는 우려스러운 부분

(4) 투자전략

- 달러화 강세 흐름 약해졌지만 수요 부진 우려에 ERR 가파르게 하락하며 실적 하향 지속
- 대형주 대비 실적 부진한 소비재/헬스케어/IT 소형주 추가조정 가능성 열려있어
- 지수 하락세는 진정되었으나 반등 폭은 제한적일 듯. 3월에도 고배당/대형주 투자전략 선호

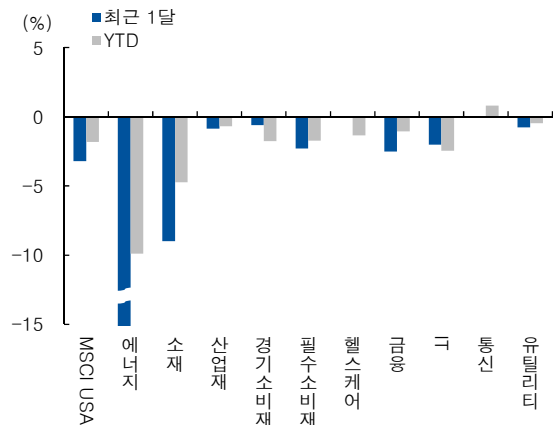
* 추천 ETF: VYM(고배당 ETF), FDN(대형인터넷기업), XRT(미국 소매기업)

그림 25. S&P 500 EPS 추이



자료: FactSet, KDB대우증권 리서치센터

그림 26. 미국 섹터별 EPS 전망치 변화율



자료: Datastream, KDB대우증권 리서치센터

유럽 (Euro STOXX 50)

정책 변동성 확대 주의, 아직 정책 이외에 반등모멘텀 없어

1M Range
2,800~3,200pt

3M Range
2,700~3,400pt

(1) 펀더멘털

- 엔/유로화 강세는 다소 진정되었으나 여전히 높은 금융시장 불안심리로 약세 폭 제한적
- 미국 금리인상 지연 선반영으로 단기채 강세 마무리되며 유로캐리 자금 언와인딩도 약화될 전망
- 브렉시트 아직 시간적 여유 있어 노이즈 발생 시 파운드화 변동성 확대 정도에만 영향 줄 듯

(2) 실적

- Euro STOXX 50 4Q15 실적은 에너지/금융주 쇼크로 전년대비 -9.4% 하락. 예상치 -1.8% 하회
- 12월 이후 유로화 강세로 최근의 실적 하향조정 추세는 작년 9월 보다 더 가파르게 진행 중
- 최근 1개월 동안 내수/경기방어주 순이익 전망은 그나마 플러스 전환했지만 개선세 제한적일 듯

(3) 수급

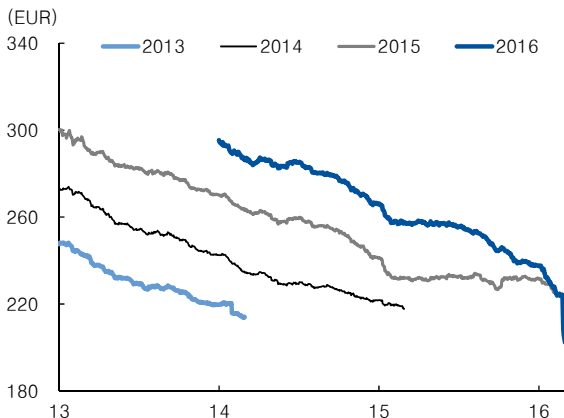
- 유럽 증시 부진으로 유럽 주식 ETF는 매도세 지속되었으나 글로벌/인터넷내셔널 주식은 유입 지속
- 유럽 금리레벨 다운에 따른 주식시장으로의 자산 배분 측면에서의 자금 유입 증가 예상
- 주식 수급보다는 레버리지론 등 크레딧 시장의 자금유출입 경고 사인에 주시해야

(4) 투자전략

- 고변동성 장세는 지속될 수 있으나 최근의 조정으로 다운사이드는 제한적
- ECB 통화정책 발표 이후 불확실성 완화로 낙폭과다 은행주와 수출주 중심의 저가매수 예상
- 펀더멘털 개선 없이 정책 불확실성 해소에 따른 반등 흐름이 지속될 가능성은 높지 않다는 판단
- 중장기 투자 목적으로는 변동성대비 수익률 기대치 하락으로 투자메릿 떨어질 전망

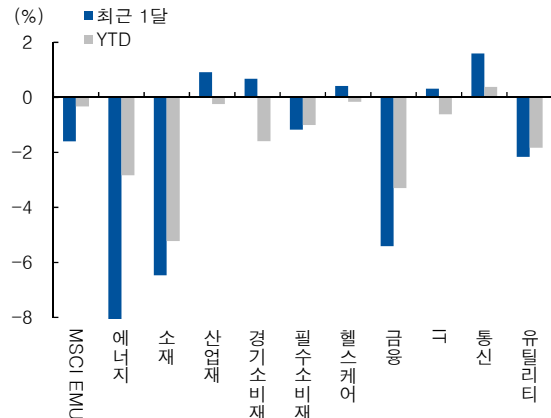
* 추천 ETF: HEDJ(통화헤지 유럽ETF), FXEU(통화헤지 유럽저변동성 ETF)

그림 27. Euro STOXX 50 EPS 추이



자료: FactSet, KDB대우증권 리서치센터

그림 28. 유럽 섹터별 EPS 전망치 변화율



자료: Datastream, KDB대우증권 리서치센터

Appendix

1. 4Q15 미국 기업 실적 요약

표 6. S&P500 (순이익)

	발표 기업수 (개)	발표 비율 (%)	순이익 증가율 (YoY, %)	섹터별 기여도 (%)	실적 서프라이즈 (%)	전망치(%)	
						1Q16	CY 2016
S&P 500	493/504	97.8	-4.8	-4.8	1.2	-7.8	3.0
경기소비재	79	91.9	9.7	1.0	5.2	10.2	11.2
필수소비재	36	94.7	-0.7	-0.1	2.4	-2.7	3.3
에너지	41	100.0	-72.8	-5.8	8.3	-93.7	-56.3
금융	89	100.0	0.2	0.0	-0.3	-5.3	7.0
헬스케어	56	100.0	9.5	1.2	4.4	2.3	6.7
산업재	65	100.0	-4.2	-0.5	2.8	-11.8	1.6
IT	66	97.1	-1.9	-0.5	5.5	-7.4	4.6
소재	27	100.0	-20.3	-0.6	13.8	-20.2	-3.4
통신	5	100.0	80.7	1.8	1.4	13.4	-6.1
유틸리티	29	100.0	-65.5	-1.5	-93.4	-0.3	25.2

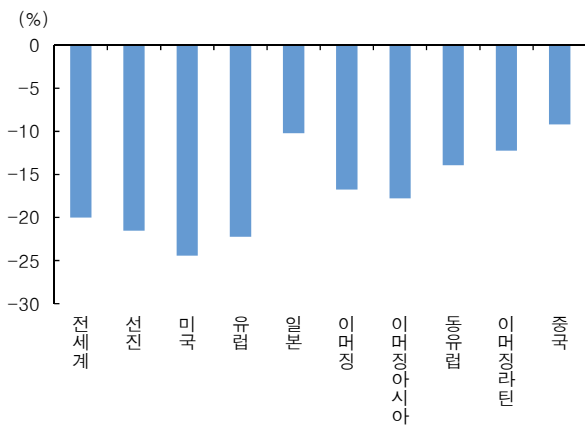
자료: FactSet, KDB대우증권 리서치센터

표 7. S&P Small Cap 600 (순이익)

	발표 기업수 (개)	발표 비율 (%)	순이익 증가율 (YoY, %)	섹터별 기여도 (%)	실적 서프라이즈 (%)	전망치 (%)	
						1Q16	CY 2016
S&P Small Cap 600	523/601	87.0	-9.9	-9.9	2.2	-8.3	5.4
경기소비재	72	72.7	-0.5	-0.1	10.3	-5.7	11.2
필수소비재	12	80.0	-13.3	-0.4	-13.9	3.7	11.7
에너지	29	87.9	-119.6	-6.3	279.9	-253.6	-450.3
금융	113	94.2	8.9	2.3	1.9	10.7	8.3
헬스케어	65	85.5	-25.3	-2.3	0.8	-18.1	18.3
산업재	87	88.8	8.8	1.3	3.8	1.9	10.3
IT	92	90.2	-9.2	-1.5	12.3	-11.1	6.0
소재	36	94.7	-45.1	-2.5	3.0	-52.7	-10.0
통신	7	77.8	-399.5	-0.7	-216.2	708.3	228.0
유틸리티	10	90.9	8.6	0.4	0.9	-0.9	4.6

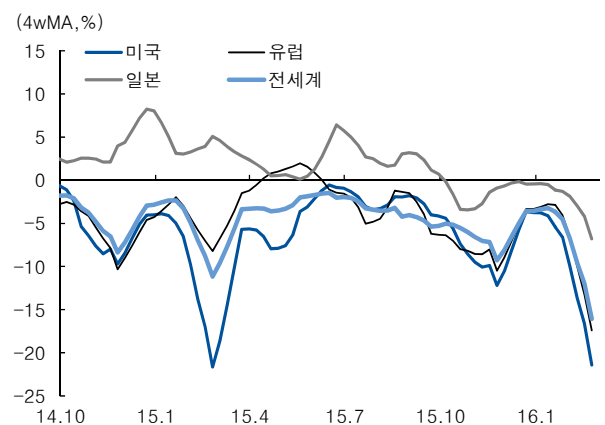
자료: FactSet, KDB대우증권 리서치센터

그림 29. 지역별 2016년 이익조정비율



자료: Datastream, KDB대우증권 리서치센터

그림 30. 국가별 이익조정비율 추이



자료: Datastream, KDB대우증권 리서치센터

2. 국가별/지역별 ETF 설정 및 해지

그림 31. 미국 상장 ETF 설정 및 해지

		Flow (US\$m)					시총대비(%)					시총	
		2월	1월	YTD	4Q15	3Q15	2월	1월	YTD	4Q15	3Q15		
미국	지역	U.S.	-8,240	-12,704	-20,944	53,962	20,548	-0.7	-1.3	-1.7	4.9	-1.7	1,123,883
	African Region	0	0	0	0	0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0	
	Asian Pacific Region	-42	48	6	167	-377	-0.9	1.0	0.1	3.8	0.1	4,379	
	Asian Pacific Region ex Japan	-127	-207	-333	38	-1,299	-3.1	-4.4	-7.1	0.8	-7.1	3,977	
	Bric	-1	-15	-16	-14	-34	-0.4	-4.4	-4.7	-3.9	-4.7	282	
	Eastern European Region	0	0	0	0	-13	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0	
	European Region	-497	90	-407	1,111	2,682	-2.1	0.4	-1.6	4.8	-1.6	22,271	
	European Union	-375	-60	-434	-162	-180	-10.3	-1.5	-11.0	-4.0	-3.8	3,647	
	Eurozone	-1,802	-199	-2,001	3,067	3,113	-5.6	-0.6	-5.9	9.9	9.8	32,023	
	Global	-529	-209	-738	424	-9	-1.3	-0.6	-1.7	1.0	-1.7	43,560	
	International	-221	-817	-1,038	17,202	-302	-0.1	-0.3	-0.4	7.1	-0.4	241,513	
	Latin American Region	10	-34	-24	138	-58	1.9	-5.7	-4.0	27.6	-4.0	555	
	Middle East Region	-5	-4	-9	-8	-5	-8.9	-6.6	-14.3	-10.9	-14.3	51	
	- EM	-675	-2,290	-2,966	2,700	-6,375	-1.0	-3.0	-3.8	3.5	-3.8	70,077	
	국가	Australia	-3	3	-0	-2	-105	-0.3	0.2	-0.0	-0.2	-0.0	1,213
	Brazil	11	-82	-71	246	-39	0.6	-3.8	-3.4	12.4	-3.4	1,994	
	Canada	262	-32	230	39	-312	15.5	-1.8	12.9	2.1	12.9	2,025	
	China	-103	-100	-203	46	-1,252	-1.2	-1.0	-2.0	0.5	-2.0	8,324	
	France	0	0	0	16	3	0.0	0.0	0.0	4.3	0.0	359	
	Germany	-833	72	-761	-1,015	-834	-11.4	0.8	-9.7	-12.7	-9.7	6,227	
India	-49	-318	-367	-101	-919	-0.8	-5.1	-5.4	-1.4	-5.4	5,488		
Indonesia	128	-15	114	34	-147	36.2	-4.2	31.7	12.2	31.7	504		
Italy	-37	-96	-133	-8	140	-4.3	-9.0	-12.4	-0.7	-12.4	760		
Japan	-2,054	-304	-2,358	-748	1,275	-5.8	-0.9	-6.2	-2.0	-6.2	30,565		
Mexico	2	-119	-117	120	-121	0.2	-9.3	-9.1	9.9	-9.1	1,121		
Russia	22	-36	-14	188	-54	1.1	-2.3	-0.6	8.7	-0.6	2,150		
South Korea	26	-60	-35	95	-565	0.8	-1.9	-1.0	2.9	-1.0	3,102		
U.K.	-110	-33	-143	-191	-629	-4.5	-1.3	-5.4	-6.7	-5.4	2,276		
Others	-426	-966	-1,392	-507	-1,749	-4.1	-8.3	-11.4	-3.9	-10.3	10,440		
Total	-14,992	-16,197	-31,189	74,136	18,757	-1.0	-1.1	-1.9	4.8	1.1	1,568,704		

자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

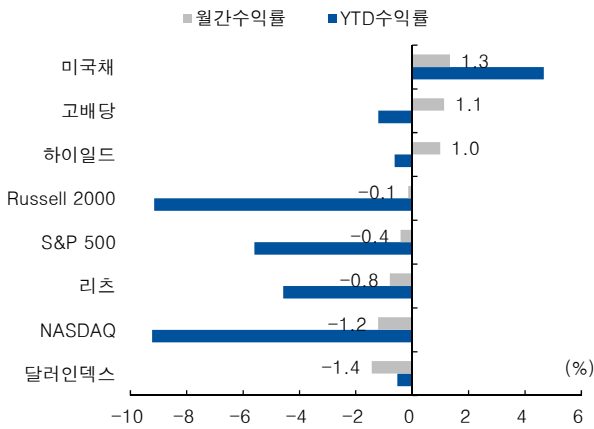
그림 32. 유럽 상장 ETF 설정 및 해지

		Flow (US\$m)					시총대비(%)					시총	
		2월	1월	YTD	4Q15	3Q15	2월	1월	YTD	4Q15	3Q15		
유럽	지역	U.S.	-614	-308	-922	290	2,874	-1.2	-1.2	-1.6	0.5	-1.6	53,252
	African Region	2	-3	-1	6	-3	4.2	-5.5	-1.9	12.9	-1.9	53	
	Asian Pacific Region	79	-112	-32	-145	61	6.2	-7.1	-2.2	-9.1	-2.2	1,379	
	Asian Pacific Region ex Japan	59	-42	17	305	-476	2.2	-1.5	0.6	11.8	0.6	2,780	
	Bric	-3	-7	-11	-21	-37	-1.6	-2.9	-4.2	-7.3	-4.2	214	
	Eastern European Region	4	-10	-6	8	-88	1.5	-2.3	-1.8	2.4	-1.8	302	
	European Region	57	36	93	885	1,540	0.3	0.2	0.4	4.3	0.4	20,453	
	European Union	-3	-6	-9	-14	8	-1.5	-3.9	-3.9	-5.8	2.9	209	
	Eurozone	-626	794	168	1,226	1,977	-2.7	3.1	0.7	5.6	8.6	22,911	
	Global	631	570	1,201	1,775	-97	2.1	1.9	3.7	6.0	3.7	31,459	
	International	261	-735	-474	1,093	-269	3.3	-7.9	-5.1	13.3	-5.1	8,234	
	Latin American Region	24	2	26	50	44	8.4	1.1	8.4	18.2	8.4	326	
	Middle East Region	2	-4	-2	0	-2	30.3	-34.8	-16.7	0.0	-16.7	9	
	- EM	376	-660	-284	1,551	-437	3.5	-5.5	-2.3	14.3	-2.3	11,225	
	국가	Australia	-1	17	16	430	17	-0.2	2.3	2.1	157.7	2.1	668
	Brazil	-26	14	-13	65	-69	-5.5	2.5	-2.5	14.1	-2.5	478	
	Canada	87	9	96	-17	35	12.8	6.0	14.3	-2.3	14.3	774	
	China	-130	-68	-198	13	-336	-9.4	-3.9	-11.4	0.8	-11.4	1,246	
	France	114	217	331	330	530	2.0	3.7	5.6	5.9	5.6	5,865	
	Germany	-1	-5	-6	-49	-69	-0.3	-1.8	-2.1	-14.3	-2.1	270	
India	-111	3	-107	-275	-262	-7.6	0.1	-6.9	-14.7	-6.9	1,258		
Indonesia	2	-0	2	1	-6	4.4	-0.0	4.5	2.5	4.5	52		
Italy	-166	-55	-221	109	147	-12.0	-3.9	-13.2	6.7	-13.2	1,153		
Japan	-466	-872	-1,338	293	-1,004	-2.7	-4.6	-6.9	1.6	-6.9	15,653		
Mexico	-6	0	-6	8	-13	-6.8	-3.1	-6.2	8.8	-6.2	87		
Russia	-21	3	-18	-24	-182	-3.7	0.5	-3.1	-3.7	-3.1	578		
South Korea	-2	-99	-101	36	-276	-0.3	-17.0	-15.4	5.9	-27.8	503		
U.K.	232	793	1,025	-111	714	1.5	5.0	6.5	-0.7	4.2	15,757		
Others	60	-79	-18	159	221	0.5	-0.4	-0.1	1.2	1.5	13,013		
Total	-559	53	-506	6,426	4,979	-0.3	-0.2	-0.2	3.2	2.3	199,610		

자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

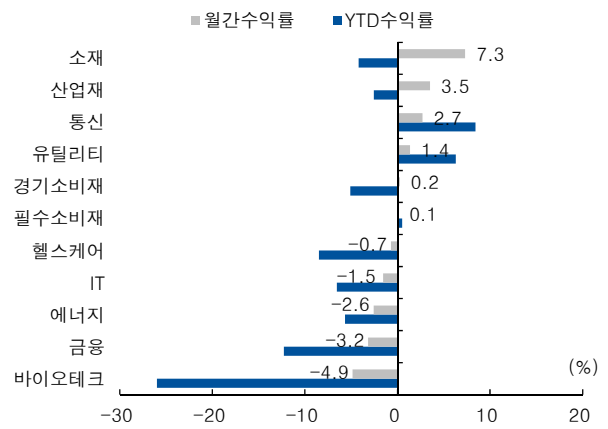
3. 주요 증시 수익률 및 밸류에이션 추이

그림 33. 미국 자산 별 수익률 추이



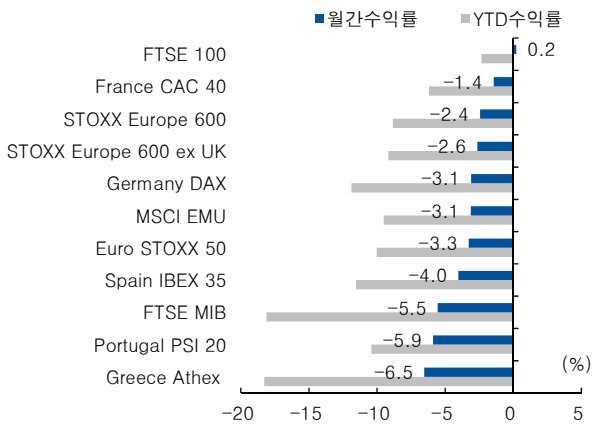
자료: FactSet, KDB대우증권 리서치센터

그림 34. S&P 500 섹터 별 수익률 추이



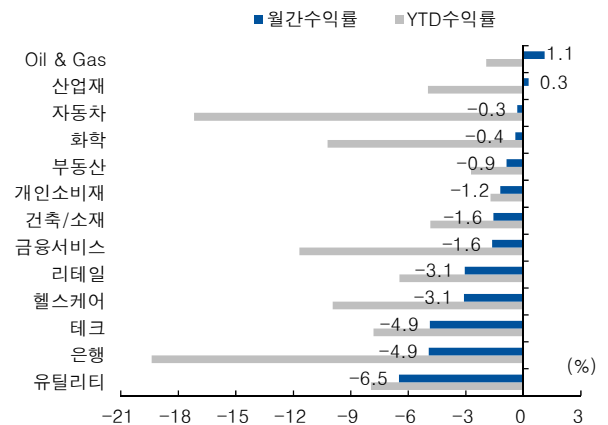
자료: FactSet, KDB대우증권 리서치센터

그림 35. 유럽 지역 별 수익률 추이



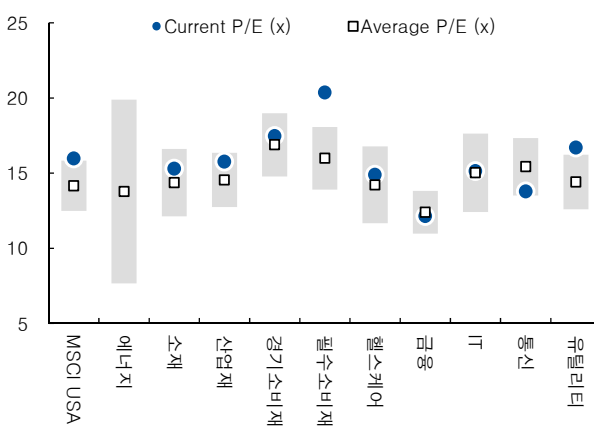
자료: FactSet, KDB대우증권 리서치센터

그림 36. Euro Stoxx 600 Ex.UK 섹터 별 수익률 추이



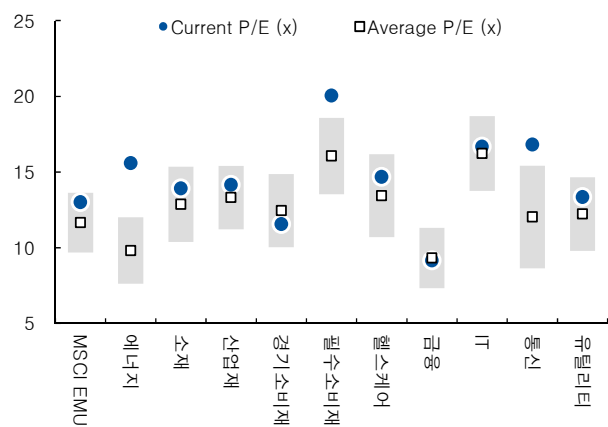
자료: FactSet, KDB대우증권 리서치센터

그림 37. 미국 섹터별 PE



자료: Datastream, KDB대우증권 리서치센터

그림 38. 유럽 섹터별 PE



자료: Datastream, KDB대우증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.