

2021/ 7/ 13

Strategist

곽병열

(2009-7148)

brkwak@leading.co.kr

'LEADING Scorecard'로 바라보는 한국증시는?

I. 'LEADING Scorecard'의 탄생

우리는 전술적 자산배분, 즉 단기 전망의 영역에서 국내 금융시장을 움직이는 핵심 동인을 매주마다 평가하고, 이를 통해 '현재 금융시장에 대한 재해석 및 가까운 미래의 자산배분'에 대한 'Scorecard'라는 정량적인 접근을 시도하고자 한다. 물론 'Scorecard'는 통계학적인 완전성을 지닌 <Statistical Model>은 아니기 때문에 종속변수인 코스피지수를 설명하는 독립변수들간의 다중공선성(multicollinearity) 문제, 예를 들면 개별 기업이익도 거시경제지표의 부분집합이기 때문에 속명적으로 변수들간 높은 상관성을 완전하게 제거하는 데는 한계가 있을 것이다.

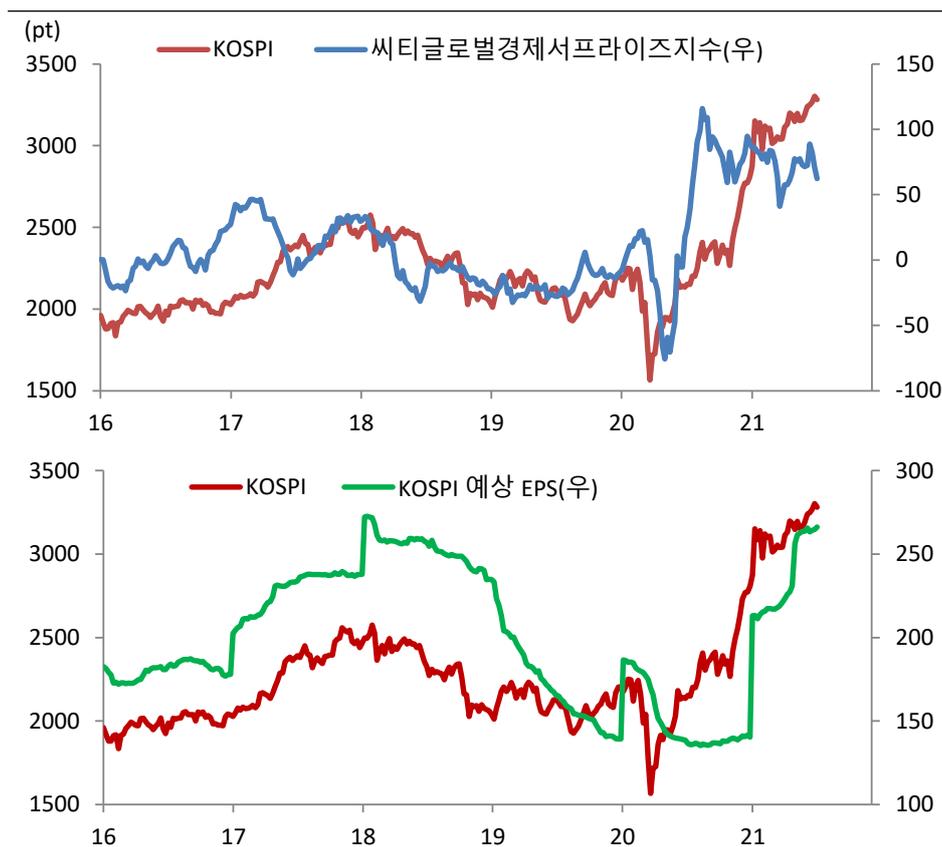
그럼에도 금융시장의 온도는 단기간에도 냉탕과 온탕을 넘나들고, 이를 추적하기 위해서 장기 시계열의 통계적인 완전성 있는 데이터만 고집한다면 단기적인 상황변화 대응 및 전술적 자산배분에서 어려움을 겪을 수 밖에 없다. 따라서 우리는 현재시점에서 1년 정도의 금융시장 성격이 지속될 것이라는 단순화된 가정(simple assumption)을 전제로 현 국면을 잘 설명해주는 세부 변수 선택 및 가중치를 반영시킨 실무적인 'LEADING Scorecard'를 고안했다. 'LEADING Scorecard'는 지난 1년여간 금융시장 설명력이 높았고, 스코어카드의 업데이트 주기가 주간인 점을 고려하여 주간 단위로 업데이트 되어 데이터 획득이 가능한 다음의 5가지 핵심변수로 구성된다.

- (1) 매크로: 씨티 글로벌경제서프라이즈 지수
- (2) 기업이익: KOSPI 예상 EPS
- (3) 밸류에이션: KOSPI 예상 PER
- (4) 수급: 미국 금융투자협회(ICI)의 해외펀드 순증
- (5) 이벤트: 국내 코로나 19 확진자수 주간 순증

2016 년 이후 코스피지수와 가장 높은 상관성(0.64)을 보인 변수는 '(1) 매크로: 씨티 글로벌경제서프라이즈 지수', 두번째로 높은 상관성(0.46)을 보인 변수는 '(2) 기업이익: KOSPI 예상 EPS'로서 높은 연관성을 반영하여 본 스코어카드의 가중치도 높였다. 그리고 'LEADING Scorecard'의 포인트 획득은 전주대비 개선 여부, 즉 모멘텀(momentum)만을 고려하였다. 또한 밸류에이션과 이벤트 변수의 경우 전주 대비 축소되어야 포인트를 얻게 되어 있다. 이렇게 설계한 'LEADING Scorecard'의 코스피지수 상승-하락 예측력(hit ratio)은 최근 20 주 기준으로 65%, 10 주 기준으로는 80%로 확률상 양호한 수준을 나타냈다.

금주 'LEADING Scorecard'는 4 점(10 점만점)으로 코스피지수는 전주대비 다소 부진할 것으로 예측된다. (2) 기업이익, (3) 밸류에이션 요인은 긍정적이거나, 이외 요인들(매크로, 수급, 이벤트)은 전주대비 후퇴하면서 국내 증시의 추가상승을 제약하는 것으로 나타났다.

<그림 1> 'LEADING Scorecard'의 핵심변수: 매크로는 둔화, 기업이익은 상향 중



자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

II. 미국 어닝시즌 개막, 전반부의 체크포인트는?

금주 주목해야 할 체크포인트는 미국 금융주의 실적발표(JP 모간, 골드만삭스 13 일 예정)이다. 올해 상반기 전세계 가치주들의 반전 촉매제로 미국 금융주들의 어닝서프라이즈가 한 몫을 했는데, 이미 기대와 현실의 괴리는 상당부분 해소된 것으로 파악된다. 예를 들어 골드만삭스(Goldman Sachs)의 경우 지난 1 분기 주당순이익의 당초 전망치는 10 달러 수준이었으나 실제 발표치는 18.6 달러(전년동기비 498%)의 대폭적인 어닝서프라이즈를 기록한 바 있다. 그런데 당시와는 다르게 2 분기 주당순이익 컨센서스는 4 월초 8 달러에서 최근 9.73 달러까지 20% 가량 상향조정되며 1 분기 어닝시즌과는 다르게 애널리스트의 기대수준은 상당부분 선반영되었다. 물론 이러한 현상은 금주 실적발표 예정인 JP 모간 등에도 유사하게 발견된다.

S&P500 금융업종의 2 분기 주당순이익 증가율(전년동기비)은 107.8%, 3 분기 16.8%로 2 분기를 고점으로 Peak-out 방향성이 전망된다. 그런데 금융주 실적변수의 가장 중요한 가늠자인 시장금리는 2 분기 중 당초 이코노미스트 예상보다 상당 폭 하락했고, 최근 미국채 10 년물 금리는 1.35%까지 후퇴한 상황이다. 미국 금융 담당 애널리스트의 기존 2 분기 실적전망 상향조정은 해당 하우스의 시장금리 상승 전망이 일정부분 반영되어 실적 컨센서스가 상향되었다면 실적기대 수준은 실제보다 다소 낙관적으로 추정되었을 수 있다.

<그림 2> S&P500 분기별 주당순이익 증감율(전년동기비)

업종	Q2/21	Q3/21	Q4/21	Q1/22	FY21*	FY22*
S&P 500	63.45%	24.04%	16.18%	3.79%	35.94%	12.41%
S&P 500 가치주	119.31%	25.30%	12.89%	-7.64%	50.77%	4.93%
금융	107.80%	16.80%	-2.80%	-19.20%	48.30%	0.10%
S&P 500 성장주	48.28%	19.73%	7.00%	0.09%	42.11%	10.87%
IT	31.00%	21.30%	10.80%	3.30%	29.80%	11.20%

자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

<그림 3> 미국 분기별 금리전망

Indicator	Q1 21	Q2 21	Q3 21	Q4 21	Q1 22
Central Bank Rate (%)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
3-Month Rate (%)	0.19	0.15	0.22	0.25	0.27
2-Year Note (%)	0.16	0.25	0.25	0.31	0.38
10-Year Note (%)	1.74	1.47	1.79	1.88	1.95

자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

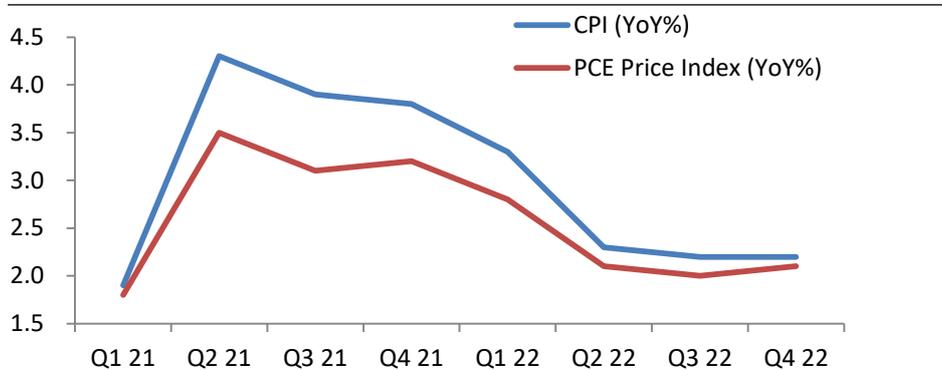
따라서 미국 금융주의 어닝서프라이즈 효과가 미약하다면 상반기 향유했던 가치주 강세현상은 속도조절될 가능성이 크다. <그림 2>에서와 같이 가치주의 기업이익 기저효과의 클라이맥스는 금번 2 분기이며, 3 분기부터는 성장주와의 이익개선 간극이 크게 줄어들기 때문이다. 또한 금년 3 분기부터 성장주 대표업종인 IT 주의 경우 금융주의 실적회복 강도를 초과하는 실적장세를 나타낼 것으로 예상된다.

III. 현 국면의 대응전략은?

정리하면,

- i) 'LEADING Scorecard'는 4 점(10 점 만점)으로 글로벌 경제지표의 서프라이즈 후퇴, 선진국 자금의 글로벌 유입강도 후퇴, 코로나 4 차유행에 따른 경계심리 등 주식 선호 현상의 일시적인 위축 가능성을 가리키고,
- ii) 미국 금융주는 2 분기 실적발표를 계기로 가치주 실적방향성의 Peak-out 우려와 이로 인한 성장주의 실적안정성(earnings stability) 재부각 가능성,
- iii) 미국 6 월 물가지표(소비자물가지수 13 일, 생산자물가지수 14 일)의 전월대비 둔화 전망 및 상반기 기저효과의 점차적인 소멸과정에 따른 인플레이션 우려의 완화 등이 예상된다.

<그림 4> 미국 물가상승 경로 (미국 이코노미스트 컨센서스)



자료 : Bloomberg,, 리딩투자증권

그렇다면 어떤 업종이 현 국면에서 부각될 수 있을 것인가? 시장금리와의 역(-)의 상관성을 나타내는 종목군, 즉 시장금리 안정화 시기에 상대적으로 아웃퍼폼(outperform)할 수 있는 종목군을 주목하기를 권한다. 2010 년 이후 국고채 3 년물과 역(-)의 상관성을 나타냈던 주요 업종은 다음과 같다.

<그림 5> 국고채 3년물과의 역(-)의 상관성 업종군

시장금리와 상관계수	주요 종목
-0.9 이하~-0.8 미만	생활용품, 내구소비재, 의료
-0.8 이하~-0.7 미만	반도체
-0.7 이하~-0.6 미만	소프트웨어, 음식료및담배

자료 : Dataguide, 리딩투자증권

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- 본 자료는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.
- 본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.