



동양 투자전략의 눈 **이재만** 애널리스트입니다.

(02)3770-3598

jaemahn.lee@tongyang.co.kr

동양증권

주식을 팔고 싶을 때, 읽어보세요

Market Analyst

이재만

3770-3485

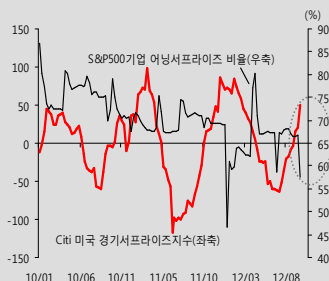
jaemahn.lee@tongyang.co.kr

미국 펀드매니저 심리지수와 다우지수



자료: NAAM, 동양증권 리서치센터

미국 경기서프라이즈와 어닝서프라이즈



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터



Why This Report

KOSPI의 부진에 이어 KOSDAQ지수도 불안한 모습을 보였습니다. 월요일부터 시작이 영 찜찜한 상황입니다. 불안심리가 커지면서 주식을 팔고 싶다는 마음이 가득해 지고 있습니다. 금일 자료는 불안심리가 커지고 있는 이유에 대해서 그리고 그 이유가 향후 어떤 모습으로 흘러갈지에 대해 살펴보고자 합니다.

Investment Point

본질적인 고민은 실물경기

- ▶ 위험보다는 실물경기의 확장 여부가 불투명 하다는 점이 보다 큰 문제. 미국 경기서프라이즈지수는 이미 연 중 고점 부근까지 상승했지만, S&P500 기업들의 어닝서프라이즈 비율은 58% 수준에 불과
- ▶ 중앙은행들의 통화확대정책으로 경제주체들의 심리지표는 개선됐지만, 과연 실물경기가 이에 부응하며 개선될 수 있는가도 문제점으로 지적

세 가지의 포인트

- ▶ 첫째, OECD 경기선행지수를 보면, 5개월 연속 확장국면(100 이상)에서 둔화. 그러나 전월대비 하락폭이 다소 개선되고 있다는 점에 주목
- ▶ 둘째, 4분기 중 미국과 중국의 재고순환지표가 개선될 가능성이 높다는 점도 긍정적
- ▶ 셋째, 다우 운송지수 상대강도의 반등. 다우 운송지수 내 주요 기업들의 4분기 매출액 추정치도 사상 최고치를 기록할 것으로 예상

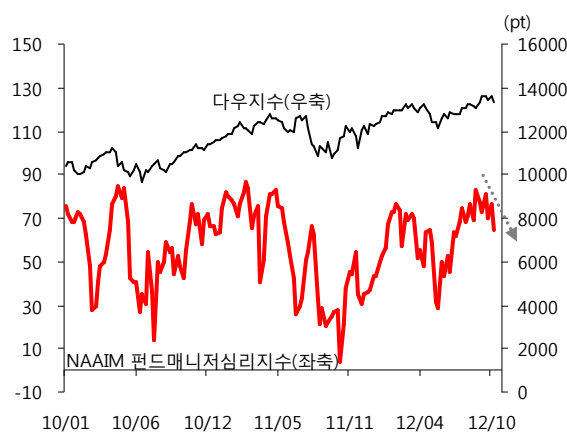
조정 이후 상승이라는 기존 전망 유지

- 세 가지 포인트로 판단 시 실물경기의 추가적인 악화 가능성 낮다고 판단
- 2010년과 2011년 4분기 증반과 같이 실물경기는 심리를 따라 개선 전망

시장참여자들의 고민이 깊어지고 있다

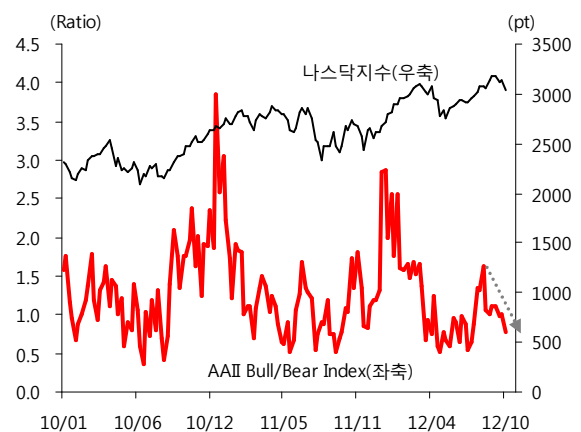
주식시장의 투자심리가 뚜렷하게 악화되는 모습을 보이고 있다. 미국 펀드매니저의 투자심리를 보여주는 NAAIM Survey of Manager Sentiment지수는 지난 9월 ECB의 OMT, Fed의 QE3 발표 시점을 고점으로 하락세를 보이고 있다(그림1). 미국 개인들의 투자심리를 보여주는 AAI Bull/Bear Index 비율도 동반 하락세를 보이고 있는 상황이다(그림2). 투자심리가 악화되고 있다는 것은 시장 참여자들이 무엇인가에 대한 고민이 커졌다는 것을 의미한다. 시장 참여자들은 무엇을 고민하고 있을까?

[그림1] 미국 펀드매니저들의 투자심리 악화



자료: NAAIM, 동양증권 리서치센터

[그림2] 개인들의 투자심리도 동반 악화



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

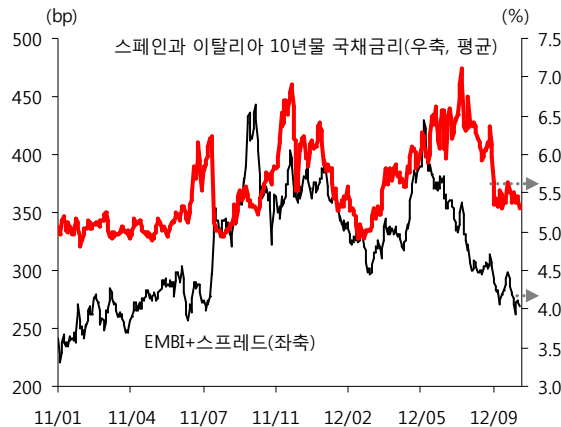
고민의 본질은 무엇일까? 실물경기다

글로벌 금융시장의 위험이 높아져 주가의 할인율이 재차 상승하고 있을까? 그렇지는 않아 보인다. 스페인의 구제금융 및 그리스 3차 구제금융 신청 여부가 여전히 불안요인으로 남아 있지만 이탈리아와 스페인 10년물 국채금리에는 큰 변화가 없다. 엄밀히 말하자면 금리 수준은 낮아지고 있다. 위험자산의 선호도 여부를 판단할 수 있는 EMBI+스프레드도 9월말 300bp를 고점으로 안정적인 하락세를 보이고 있어 위험자산에 대한 시각이 크게 변했다라고 판단하기도 어렵다(그림3).

위험보다는 실물경기의 확장 여부가 불투명 하다는 점이 보다 큰 문제다. 미국 경기서프라이즈 지수는 이미 연 중 고점 부근까지 상승했지만, S&P500 기업들의 어닝서프라이즈 비율은 58% 수준(10/13일 기준, 2012년 2분기 어닝서프라이즈 비율 67%)에 그치고 있다. 해당 수치는 지난해 4분기 실적을 발표했던 2012년 1월 이후 최저 수준이다.

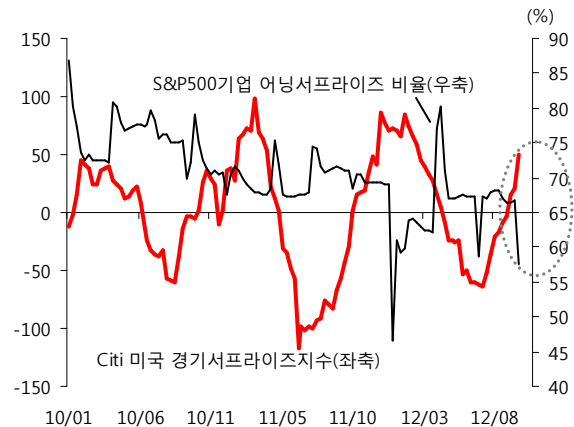
비록 3분기 실적이고, 아직 실적을 발표한 기업 수가 많지 않기는 하지만(S&P500 기업 중 현재 실적을 발표한 기업 수는 33개) 기업들의 이익추정치가 낮아졌음에도 불구하고 실제 발표되는 실적이 이를 하회하면서 불안감이 커지고 있다(그림4).

[그림3] 글로벌 금융시장의 위험지표는 안정적인 하락세



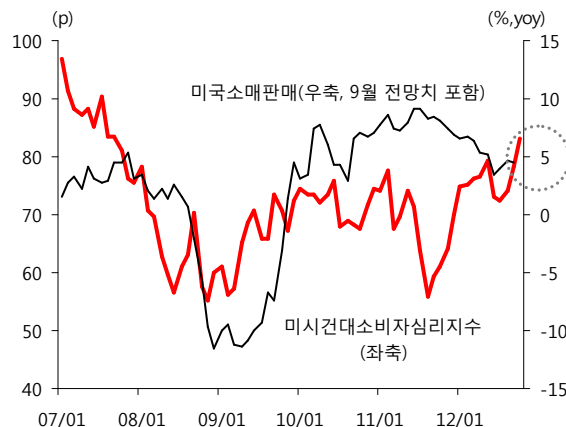
자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

[그림4] 기업들의 어닝쇼크가 이어지고 있고



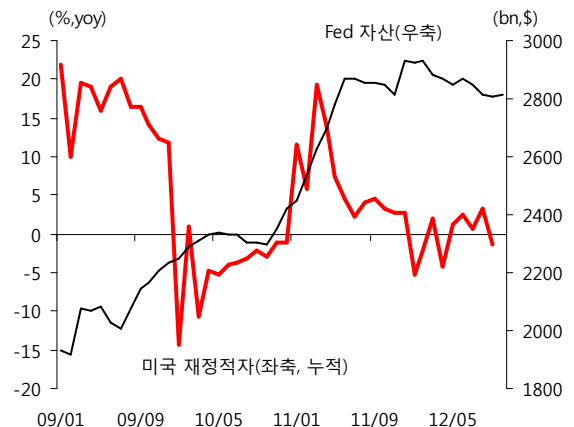
자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

[그림5] 심리 지표보다는 실물 지표 반등 여부에 관심이 높음



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

[그림6] 통화정책만 실행하고 있기 때문에 실물경기 불안 여전



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

특히 중앙은행들의 통화확대정책으로 경제주체들의 심리지표는 개선됐지만, 과연 실물경기가 이에 부응하며 개선될 수 있는가도 문제점으로 지적되고 있다. 실제로 기 발표된 ISM제조업지수, 미시건대소비심리지수, NAHB주택시장지수는 예상치를 뛰어넘는 서프라이즈를 기록하고 있지만, 향후 발표될 산업생산, 소매판매, 주택거래량 등이 개선될 수 있을가에 대한 고민이 지배적이다.

전 주말 발표된 10월 미시간대소비자심리지수는 83.1로 2007년 10월 이후 가장 높은 수준을 기록했다. Bloomberg 전망치를 기준으로 금주 발표될 9월 산업생산(10/16일 발표 MoM 9월 +0.2%, 8월 -1.2%)과 소매판매(10/15일 발표 MoM 9월 +0.8% 8월 +0.9%)는 괜찮아 보일 것으로 예상되지만, 심리와 실물간의 온도차가 커진 만큼 확인하고 싶은 심리가 앞설 것이다.

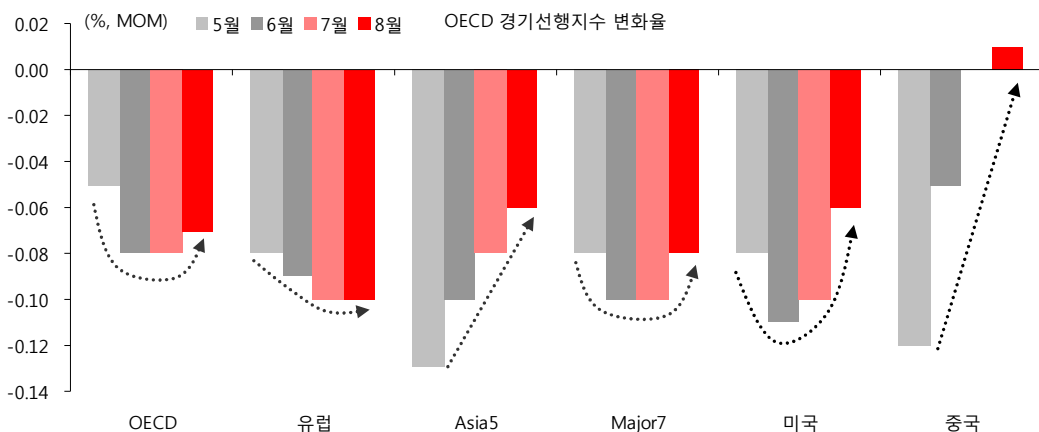
재정정책(실물경기에 직접적인 영향)과 통화정책(채감경기에 직접적인 영향)을 동시에 확대했다면 지금과 같은 문제가 발생하지 않았겠지만, 선진국을 중심으로 재정적자 문제가 심각해지면서 중앙은행의 통화정책만을 통해 경기둔화를 방어하면서 양적완화정책을 실행할 경우 실물과 심리간의 괴리가 커지는 것으로 판단된다.

실물경기가 더 악화될 것인가의 여부를 판단해야 한다

그렇다면 과연 ‘실물경기가 생각하는 것만큼 안 좋을 것인가?’ 투자가들의 고민뿐만 아니라 향후 주가의 방향성을 결정하는데 가장 중요한 변수 중 하나가 될 것이다. 몇 가지 포인트를 통해 생각해 볼 필요가 있다.

첫째, OECD경기선행지수를 보면, 5개월 연속 확장국면(100 이상)에서 둔화되는 모습을 보이고 있다. 그러나 전월대비 하락폭이 다소 개선되고 있다는 점에 주목할 필요가 있다.

[그림7] 화끈하게 좋아진다고 할 수는 없지만 실물경기 저점 형성에 대한 기대가 남아 있음



자료: OECD, 동양증권 리서치센터

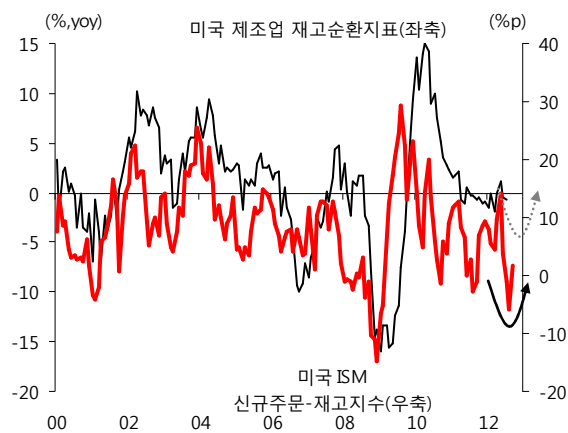
주) Asia 5: 중국, 인도, 인도네시아, 일본, 한국 Major7: 캐나다, 프랑스, 일본, 독일, 이탈리아, 영국, 미국

유럽지역의 경우는 특별히 개선됐다고 보기는 어렵지만, 미국의 경우는 지난 6월 전월대비 변화율이 -0.11%를 저점으로 더 이상 하락률이 커지고 있지 않고 있는 상황이다(7월 -0.10%→8월 -0.06%). 중국의 경우는 2개월 연속 (+)플러스권을 유지하고 있다. 글로벌 실물 모멘텀의 악화가

어느 정도는 진정될 기미를 보이고 있다(그림7). 실물경기가 심리만큼 화끈하게 개선되기는 어려울 수 있지만, 추가적으로 더 악화될 가능성이 낮아지고 있음을 보여주고 있다.

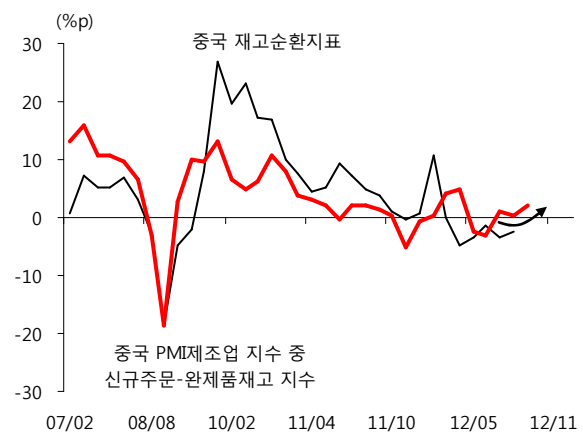
둘째, 4분기 중 미국과 중국의 재고순환지표(출하-재고, %p)가 개선될 가능성이 높다는 점도 긍정적이다. 9월 미국의 ISM제조업 [신규주문-재고지수]와 중국 PMI제조업 [신규주문-완성품 재고지수] 반등은 이러한 주장을 뒷받침 할 수 있다(그림8과 그림9).

[그림8] 중소형 제조업 체감경기가 더욱 부진한 중국



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

[그림9] 중국 PMI 제조업 신규주문-완성품재고 지수 반등



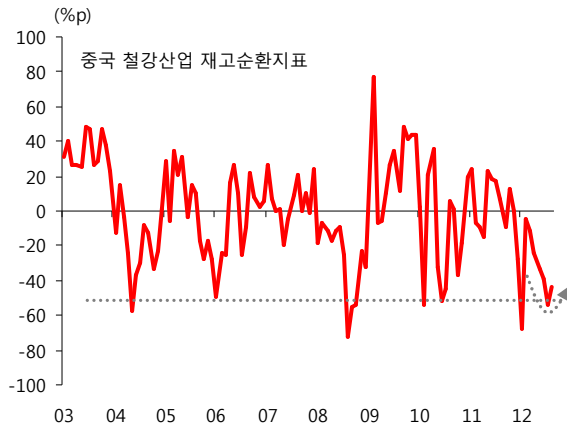
자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

특히 중국 철강산업의 재고순환지표가 이전에 형성했던 저점 부근에서 반등했다는 점은 상당한 의미가 있어 보인다(그림10). 물론 중국 철강산업은 구조조정이 필요한 대표적인 산업 중 하나다. 중국 철강기업들의 적자비중이 증가세를 보이고 있다는 점이 이를 증명하고 있다. 7월 실적을 기준으로 중국 80개 철강기업 중 37개 적자를 기록하고 있다(5월 26개). 하지만 해당산업의 사이클을 보여주는 재고순환지표가 개선됐다는 점을 감안 시 단기적으로는 산업 사이클 개선에 대한 기대가 반영될 가능성이 있는 시점이다.

중국의 화학과 기계업종의 이익 악화도 진정되고 있다. 화학업종(정유업 제외)의 경우 YoY 기준으로 여전히 (-)마이너스권에 머물러 있지만, 5월부터 소폭이나마 반등하는 모습을 보이고 있다. 기계업종도 유사한 모습을 보이고 있다(그림11).

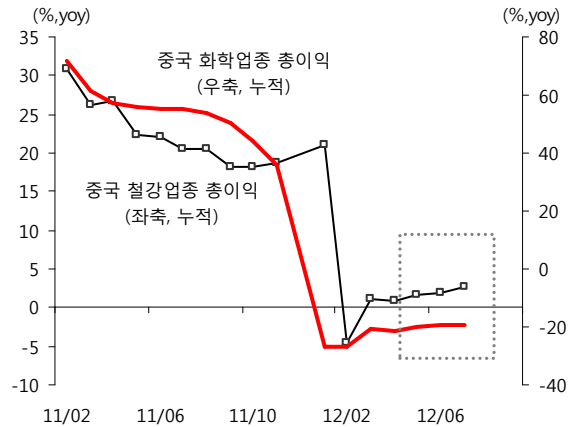
최근 들어 중국 경기둔화에 대한 우려가 불거지고 있지만, 중국 실물경기를 대변하는 소재와 산업재 섹터의 재고순환지표와 기업 이익사이클은 실물경기가 추가적으로 더 악화될 가능성이 낮음을 보여주고 있다.

[그림10] 중국 철강산업 재고순환지표 변동



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

[그림11] 중국 화학과 기계업종 이익 소폭 개선

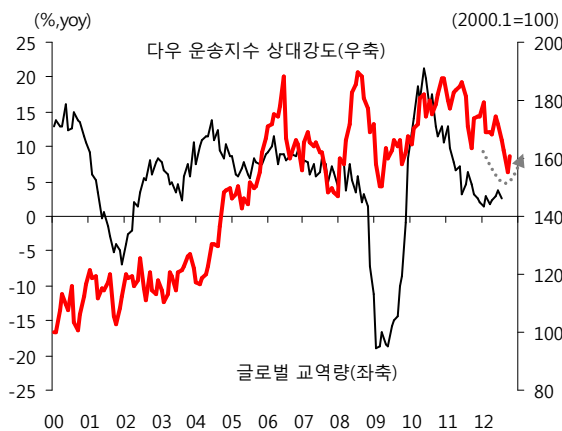


자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

셋째, 다우 운송지수 상대강도의 변동도 눈 여겨 볼 필요가 있다(그림12). 운송지수의 경우는 실물경기 특히 글로벌 교역량에 민감하게 움직이는 지표다. 운송지수에 포함된 기업들이 글로벌 물동량과 연관성이 높은 유니온퍼시픽, 페덱스 등과 같은 글로벌 물류 수송 및 택배 업체들이기 때문이다. 실제 글로벌 교역량과 다우 운송지수도 유사한 흐름을 보이고 있다.

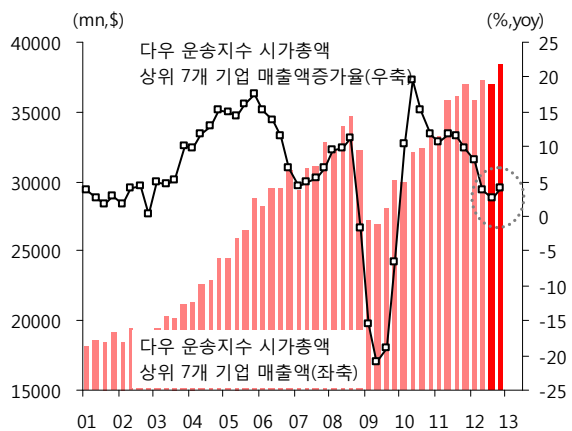
특히 다우 운송지수 내 주요 기업들의 4분기 매출액 추정치도 사상 최고치를 기록할 것으로 예상되고 있으며, YoY와 QoQ 증가율 모두 개선될 것으로 전망하고 있다(그림 13, 다우 운송지수 내 시가총액 상위 7개 기업 매출액과 추정치: 다우 운송지수 시가총액의 76%를 차지).

[그림12] 다우 운송지수의 변동: 실물경기 개선의 시그널



자료: CEP, 동양증권 리서치센터

[그림13] 4분기 다우 운송기업들의 매출액 증가 전망



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

최근 글로벌 실물경기의 둔화 우려를 반영하며 이익추정치가 하향 조정됐다는 점을 감안 시 상당히 보수적인 시각이 반영됐을 가능성이 높다. 그럼에도 불구하고 해당기들의 이익모멘텀(QoQ)과 싸이클(YoY) 개선을 기대할 수 있는 점은 글로벌 경기가 모멘텀과 싸이클이 3분기를 저점으로 최악의 상황을 지나고 있다라고 판단할 수 있는 근거가 될 수 있다. 또한 위에서 제시한 재고순환지표의 개선 가능성(출하 증가를 바탕으로)을 뒷받침 해 줄 수 있는 또 다른 증거이기도 하다.

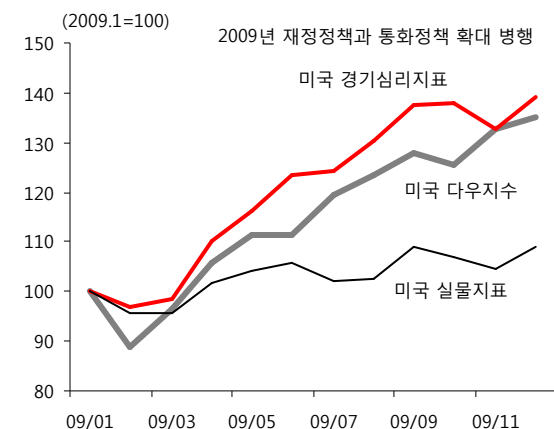
실물이 심리를 쫓아가며 불안은 완화될 것이다

현재 증시는 실물경기 둔화에 대한 우려를 반영하고 있고, 정치적 불확실성(스페인 지방정부 선거, 미국 대선 및 재정절벽, 중국 정권교체)이 여전히 남아 있는 만큼 통화확대정책을 통한 심리지표 개선도 증시에는 큰 도움을 주지 못하고 있다. 더욱이 최근 확대된 실물과 심리지표의 괴리도 불안해만 보인다.

그러나 정치적 불확실성은 10/21일 스페인 지방정부 선거 이후 구체금융 신청 여부가 확실히 운곽을 잡을 가능성이 높다. 이렇게 되면 유럽 관련한 불확실성이 한층 더 완화될 가능성이 높다고 판단된다. 미국 대선(11/6일)과 재정절벽(Fiscal Cliff) 이슈도 정치적 불안요인으로 남아 있지만, 정치적 갈등이 있을 수는 있겠지만 이로 인해 정책 결정권자들이 경제를 파국으로 몰고 갈 가능성은 낮다고 판단된다.

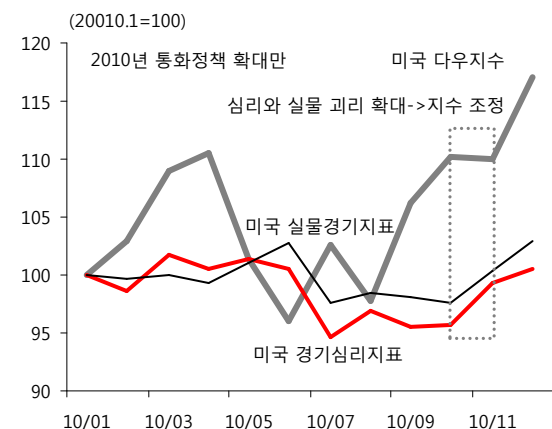
실물과 심리지표간의 괴리는 최근 3년간의 지수 흐름을 통해 예측이 가능할 것으로 보인다.

[그림14] 2009년 재정과 통화 확대정책 병행 시 심리와 실물간의 괴리 확대에도 불구하고 지수 상승 추세 유지



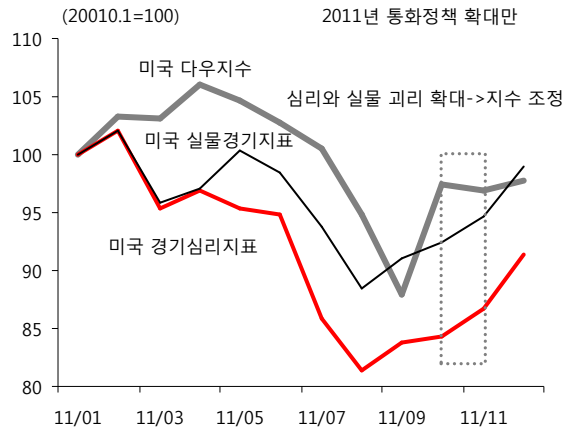
자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

[그림15] 2010년 통화확대 정책만 실행, 심리와 실물간의 괴리 확대 시 조정, 이후 재차 상승추세 진입



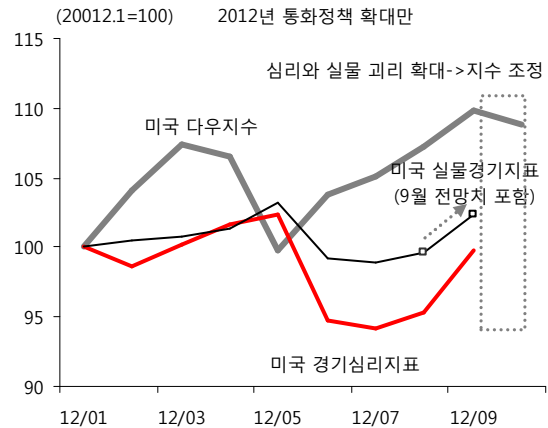
자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

[그림15] 2011년 통화확대 정책만 실행, 심리와 실물간의 괴리 확대 시 조정, 이후 재차 상승추세 진입



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

[그림16] 2012년 통화확대 정책만 실행, 현재 심리와 실물간의 괴리 확대, 그러나 이후 실물이 심리를 따라 상승 전망



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

2009년의 경우 재정정책과 통화정책을 동시에 실행했던 국면에서는 실물과 심리가 동반 회복세를 보였고, 지수도 이에 부응하며 빠른 회복세를 보였다. 반면 2010년과 2011년 같이 재정정책 보다 통화정책에 의존하는 시기의 경우 심리지표(빠른 회복)와 실물지표간의 괴리가 크게 확대 되는 국면에서 지수는 조정 양상을 보였다(11월). 그러나 이후 실물지표가 견조한 회복 흐름을 유지하며 지수는 재차 상승 전환했다(그림14~그림16, 미국 경기심리지표는 ISM제조업과 미시 건대소비심리 지수 평균, 미국 실물경기지표는 산업생산과 소매판매 평균).

현재도 2010년, 2011년과 유사한 흐름을 보일 가능성이 높다. 앞서 언급했던 것과 실물경기의 추가적인 악화보다는 OECD경기선행지수 하락률 둔화, 미국과 중국 재고순환지표 반등, 미국 다우 운송지수 상대지수 반등 등을 고려 시 저점 형성 이후 개선될 조짐이 나타나고 있다고 판단된다. 실물지표가 심리지표를 따라 재상승 전환할 것으로 예상된다. 10월 들어 불안한 양상을 보이고 있는 글로벌 증시가 조정 이후 재차 상승 전환할 것으로 생각하는 이유다.