



## 현재 펀더멘털 수준이라면, 추가 상승 가능하다

### Why This Report

많은 사람들이 기다리고 있었던 중국 GDP가 어제 발표되었습니다. 7.5% 성장, 어떤 나라에서는 꿈도 못꿀 수치지만 중국이라는 나라가 워낙 고성장의 대명사인 국가이다 보니 이정도 수치에도 경기 경착륙에 대한 두려움이 투자자들을 사로잡고 있습니다. 결과만 놓고 보면 컨센서스에 부합하는 수치이지만, 이 수치를 어떻게 해석해야 할지에 대해 의견은 분분한 상태인 듯 합니다. 금일 자료는 군집분석이라는 통계 분석 기법 중 한가지를 이용해 이를 어떻게 받아들여야 할지 고민해 보았습니다.

#### 점차 펀더멘털의 중요도가 높아지는 구간

- 미국 발 QE 축소에 대한 우려가 다소 경감된 것은 사실이지만 더 이상 글로벌 투자자들은 글로벌 유동성의 극단적인 확장국면을 머리속에서 지워버린 상황
- 결국 향후 투자 자본들은 펀더멘털을 고려한 국가 혹은 자산 군 단위에서의 옥석 가리기를 진행하고 이에 따른 선별된 자산에만 유동성이 몰리는 상황이 전개될 것으로 전망

#### 중국 경제지표, 긍정적인 결과로 보기는 어렵지만

- 전일 발표된 7.5%의 경제 성장률은 1분기에 비해 둔화됐지만 컨센서스에 부합하는 수준이라는 점에서 직접적인 충격은 제한적
- 중국 경기 경착륙에 대한 우려도 일각에서 제기되고 있지만, 중국의 수출 경기와 밀접한 상관성을 지니는 유럽의 경기가 하반기 개선의 조짐을 나타내고 있다는 점에서 추가적인 악화 가능성은 제한적
- 중국 정치권 역시 극단적인 경기 둔화는 방어 하겠다는 의사를 표명하고 있어 현재 수준에서 급격한 악화가 진행될 가능성은 제한적이라는 판단

#### 현재 지수 수준은 추가적인 상승 여력을 가지고 있다

- 군집분석을 이용해 2000년 이후 국내외 경제 상황과 주가 퍼포먼스의 국면을 구분해 보면 강한 경기모멘텀을 보유하고는 못했지만, 급격한 경기 둔화 우려는 제한적인 수준이며 낮은 리스크 수준을 견비하고 있는 구간에 속함
- 해당 구간에서의 분기 기대 수익률은 +6.4% 수준. 지수 환산시 1900pt 후반대까지는 무난히 도달할 수 있는 상황이라는 판단

#### 1,900pt 대를 하회 하고 있는 KOSPI, 추가 상승 여력은 상존

- 한국, 중국, 미국의 경제 성장률 컨센서스는 추가적인 성장을 악화는 제한적일 것으로 보고 있음
- 추가적인 대내외 경기 펀더멘털의 악화가 진행되지 않는다는 전제하에 KOSPI는 추가 상승 가능

## 주식시장 투자전략

### 점차 펀더멘털 변수들의 중요도가 높아질 것으로 전망

지난 주 버냉키 의장의 NBER 연설 이후 미국 QE 축소와 관련된 사안에 대한 민감도는 다소 경감된 것이 사실인 듯 하다. 그러나 글로벌 금융시장 참여자들은 더 이상 Open-ended 라는 말로 수식된 글로벌 유동성의 무조건적인 확대 국면을 기대하지는 않고 있는 듯 하다. 비록 QE 축소에 대한 직접적인 우려가 경감된 것이 사실이라고는 해도 이와 관련해서 큰 충격을 받았던 신흥국 증시가 뚜렷한 반전의 조짐을 보이지 않고 있다는 점이 이를 반증하는 것으로 보인다.

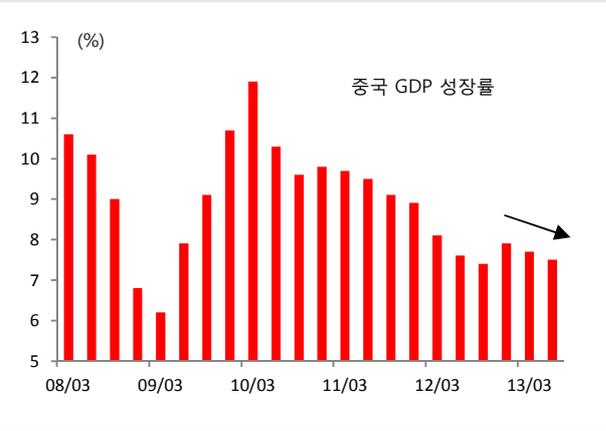
이러한 상황을 전제한다면, 앞으로 당분간 나타나는 글로벌 증시의 흐름은 (최근 시황 자료들은 통해 몇 차례 언급했던 바와 같이) 글로벌 유동성의 향방과 관련해 투자 대상들 사이에서 옥과 석을 가리는 구간이 진행될 개연성이 높아 보인다. 그리고 그 판별 기준에 대해서는 펀더멘털 변수들이 가지는 영향력이 기존에 비해 확대될 것이라는 생각을 가지고 있다.

### 중국 경제 지표, 긍정적인 결과로 보기는 어렵지만...

이와 같은 관점에서 본다면 주말 이후 발표된 중국의 거시 지표들은 상당히 중요한 지표였음에 틀림이 없다. 국내 경제 현황의 중국에 대한 의존도가 상당히 높은(2012년 수출 데이터를 기준으로 한다면 약 24% 수준) 상황이라는 점은 이미 익히 알려진 사실이기 때문이다.

우선 발표된 내용들부터 살펴 보면, GDP 성장률은 전년 동기 대비 7.5%를 기록해 1분기 기록한 7.7%보다 -0.2%p 둔화됐고 상반기 전체 GDP 성장률은 7.6% 성장에 머물렀다.(24.9조위안) GDP 와 관련해서 그나마 다행인 것은 성장률 전망치 컨센서스에는 부합되는 수준이었다는 점 정도이다. 한편, 기타 거시 지표들도 부진한 결과를 보였다. 중국의 6월 산업생산은 전년 동기 대비 +8.9% 증가로 5월 증가율(+9.2%)에 비해 둔화됐다. 1~6월 고정자산 투자 증가율도 +20.1%로 5월까지 연간 증가율 +20.4%에 못미쳤다.

중국 GDP 성장률 둔화가 지속되고 있다



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

주말 전후로 발표된 중국 주요 경제지표 현황

일자	이벤트	기간	조사치	발표치	이전치
07월 12일	신규위안대출	6월	800.0B	860.5B	667.4B
	M2증가율	6월	15.2%	14.0%	15.8%
07월 15일	GDP성장률	2Q	7.5%	7.5%	7.7%
	산업생산	6월	9.1%	8.9%	9.2%
	고정자산투자	6월	20.2%	20.1%	20.4%
	소매판매액	6월	12.9%	13.3%	12.9%

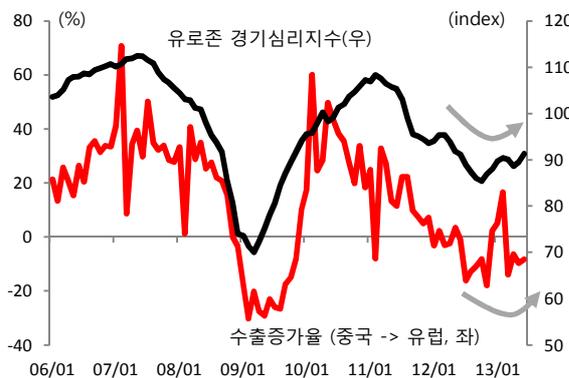
자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

## 주식시장 투자전략

대략적으로 결과들을 정리해 보면, 소매판매가 예상치에 비해 양호한 결과를 발표했다는 점에서 위안 거리를 찾을 수는 있다. 6월 소매판매는 전년 동기비 +13.3% 증가해 전월 및 컨센서스인 +12.9%에 비해 소폭이나마 개선되는 모습을 보였다. 이처럼 소매판매가 소폭 증가하는 모습을 보였다고 하더라도, 지난 주 발표된 무역지표와 전일 발표된 투자 지표 등을 종합적으로 고려했을 때, 대내외적으로 중국 경기에 대한 우려로부터 자유롭기 힘든 국면임은 확실하다.

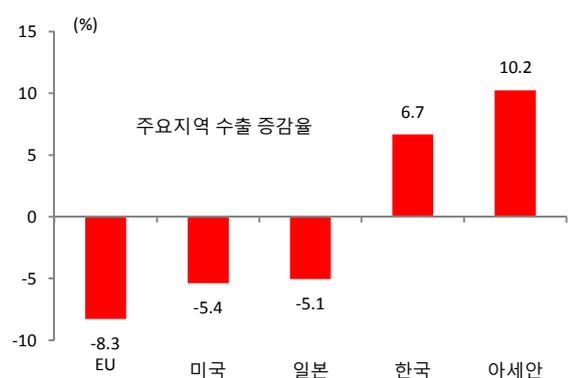
그러나 당사는 당분간 중국 경기 모멘텀에 대한 우려가 긍정적인 변수 영역에 들지는 못할 것이라는 점은 인정 하지만, 추가적으로 확대되지는 않을 것으로 보고 있다. 그 이유는 우선 전일사 시황에서도 언급한 바와 같이 유럽 경기 회복에 대한 기대감이 중국 경기 우려를 경감 시켜 주는 소재로 작용할 수 있기 때문이다. 최근 유로존에서 나타나고 있는 성장성 제고에 대한 정책적 움직임과 개선되고 있는 체감경기 지표들을 고려할 때 3분기 중 중국의 유럽 수출 경기 회복이 가시화되면서 중국 경기 우려의 심화를 막아줄 수 있을 것으로 보고 있다.

유럽에 대한 기대감이 중국 경기 둔화 우려를 경감시켜 줄 수 있을 듯



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

부진했던 중국 향 수출의 증가를 기대해 볼 수 있는 상황



자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

또, 중국 정치권에서 흘러나오고 있는 이야기들 또한 중국의 극심한 경착륙 우려를 제한시켜 줄 수 있을 것으로 기대된다. 여전히 경제 구조 개혁에 대한 의지를 피력하고 있는 것은 사실이지만, 지난 주 리커창 총재는 경제성장률 목표치는 수성하겠다는 요지의 발표를 한 바 있다. 즉, 적극적인 경기 부양의 필요성에 대해 생각하고 있지는 않지만 적어도 극심한 경기 침체는 방어할 의지를 피력한 것으로 볼 수 있다.

이에 따라 중국 금융시장에서는 정책에 대한 기대감이 형성되고 있다. 지난 주 무역지표가 예상 외의 부진을 기록했을 때나 어제의 경우 부진한 중국 경제 지표에도 불구하고 중국 증시는 오히려 반등하는 모습을 보였는 점이 이를 반증하는 것으로 볼 수 있다. 다른 요인들도 있었음을 부인하지는 않지만 증시 반등의 기저에는 정책에 대한 기대감도 분명히 자리잡고 있는 상황이다.

## 주식시장 투자전략

결론적으로 현재까지의 정황만으로 놓고 보았을 때는 일부에서 우려하고 있는 바와 같이 6% 대의 깊은 성장률 둔화 의견에 무조건적인 동조를 하기 보다는 중국 경제 성장률이 현재 수준 혹은 7% 대에서 다소 성장률이 둔화되는 정도로 예상하는 것이 합리적이라는 판단을 하고 있다.

### 통계적 접근 : 군집 분석을 이용한 국면 구분

이상에서 언급한 내용들을 종합해 보면 향후 증시를 설명하는데 있어 펀더멘털이 가지는 설명력이 점차 높아질 수 있는 구간이고, 중국 경제에 대한 우려가 추가적으로 확대되지는 않을 것으로 본다는 중간 결론에 도달할 수 있다. 이런 상황에서 국내 증시 투자자들은 어떠한 시황관을 가질 필요가 있는지에 대해 통계적인 관점에서 한번쯤 생각해 보고자 한다.

금일 자료에서는 군집 분석(Clustering)이라는 기법을 이용해 보았는데, 수많은 데이터들을 유사한 그룹으로 분류하기 위해 통계학 분야에서 일반적으로 쓰이는 분석 방법 중 한 가지이다. (보다 자세한 설명은 글 후미에 주석으로 추가)

앞서 언급한 바와 같이 경기 펀더멘털이 향후 증시에 대한 강한 함의를 가진다고 전제했으므로, 기본적인 모형 설정은 국내 경제와 주가에 영향을 많이 미치는 펀더멘털 변수들만을 이용했다. 우리나라의 주가에 가장 밀접한 연관성을 가지고 있는 것으로 볼 수 있는 세 국가, 즉, 한국, 미국, 중국의 현재 GDP 성장률을 기본적으로 투입하고, 주가가 성장률 전망치를 선반영하여 움직인다는 점에서 다음 기수 GDP 성장률 전망치 역시 고려했다. 그리고 해당 기수의 KOSPI 수익률과 글로벌 금융시장의 Risk 수준을 함께 국면 구분을 위한 변수로 투입했다. 이용한 데이터는 2000년 이후 분기별 데이터이다.

Date	당기GDP (한국)	당기GDP (미국)	당기GDP (중국)	차기GDP (한국)	차기GDP (미국)	차기GDP (중국)	MRI	KOSPI 수익률
00년1Q	12.6	1.1	8.1	9.2	8.0	8.3	0.4	-16.3
00년2Q	9.2	8.0	8.3	9.3	0.3	7.0	0.6	-4.6
00년3Q	9.3	0.3	7.0	4.9	2.4	7.3	0.5	-25.3
00년4Q	4.9	2.4	7.3	4.2	-1.3	8.4	0.7	-17.7
.	.	.	.	.	.	.	.	.
.	.	.	.	.	.	.	.	.
.	.	.	.	.	.	.	.	.

자료: 동양증권 리서치센터

이상의 데이터 set 을 이용해 군집분석을 수행하게 되면, 2000년 이후의 각 분기는 4개의 국면 중 하나로 정의할 수 있게 된다. 구분된 결과를 각 국면의 평균 KOSPI 수익률을 기준으로 정리

## 주식시장 투자전략

해 보면 다음 표와 같다.

군집분석 결과 정리						
구분		국면1	국면2	국면3	국면4	
GDP성장률	한국	당기	3.3	5.1	5.7	3.2
		차기	4.7	3.6	5	3.3
		방향	회복	악화	악화	정체
	미국	당기	2.6	-0.3	2.2	2
		차기	3.4	0.6	1.3	1.9
		방향	회복	부진	악화	정체
	중국	당기	9.3	8.1	10	9.2
		차기	10.2	7.7	9.7	9.2
		방향	회복	악화	다소부진	정체
MRI		0.32	0.58	0.46	0.39	
KOSPI평균수익률		20	-17.5	-3.4	6.5	

자료: 동양증권 리서치센터

첫번째 국면은 현재 국내 GDP 성장률 보다 다음 기수 GDP 성장률이 높게 나타날 것으로 기대되는 국면이다. 그리고 미국과 중국의 GDP 성장률 또한 개선될 것이 기대되는 상황이다. 한편 글로벌 금융시장의 Risk 수준은 평균적으로 가장 안정적인 상황에 속해 있다. 즉, 주식 시장 참여자들이 가장 이상적으로 투자 활동을 할 수 있는 낮은 금융 시장 리스크와 높은 성장성 기대감을 겸비한 구간으로 볼 수 있다.

실제로 해당 구간의 평균 분기 수익률은 +20%로 다른 군집에 비해 월등히 높은 수익률을 기록하고 있다. 해당 구간에 속하는 대표적인 시점은 IT 버블 이후 2003년 하반기의 증시 호황기나 글로벌 금융위기 이후 빠른 회복구간에 진입했던 2009년 중반 등이 여기에 속한다.

두번째 국면은 금융위기나 심각한 경기 침체가 찾아온 구간을 나타낸다. 한국과 중국의 GDP 성장률은 크게 악화될 것에 대한 우려가 형성되어 있고 미국은 역성장 혹은 체로에 가까운 성장 정체에 예상되는 국면이다. 또한 이 국면은 금융시장의 리스크 수준이 다른 국면들에 비해 크게 높아진다는 특징도 함께 가지고 있다. 해당 국면에서 나타난 KOSPI 수익률은 각 구간중 가장 낮은 -17.5%를 기록했다. IT 버블이 붕괴되었던 2002년 구간과 2008년 하반기 글로벌 금융위기 구간이 이에 속한다.

세번째 국면은 금융시장 리스크 수준이 높아짐과 함께 3국의 경제 성장률에 대한 우려가 형성되는 시점을 나타낸다. 성장률 전망은 3국 모두 전반적으로 Peak Out 할 것으로 예상되며, 리스크 인덱스는 2국면에 이어 두 번째로 높은 수준을 기록하고 있다. 가까운 예로는 2010년 2분기와 2011년 2분기 정도가 여기에 속한다. 평균 분기 수익률은 -3.4%로 나타난다.

## 주식시장 투자전략

마지막 네번째 국면은 리스크 수준이 첫 번째 국면에 이어 가장 낮은 수준을 기록하고 있다. 성장률의 경우 전반적으로 +성장률이 지속될 것으로 예상은 되지만 강한 성장 모멘텀이 존재하는 것으로 보기 힘든 상황(다음 분기 성장률이 크게 개선될 것으로 보기는 힘든), 즉, 완만한 성장세를 이어가는 국면을 나타낸다. 최근 형성되고 있는 한, 중, 미 3국의 성장률 전망치를 감안할 경우 현재와 가장 유사한 국면이 바로 이 4번 국면이라고 볼수 있으며 실제 전망치를 대입한 통계 분석 결과로도 현재 시점은 4 국면에 속하는 것으로 나타난다.

	국면1	지수환산	국면2	지수환산	국면3	지수환산	국면4	지수환산
하한	15.58	2154	-20.29	1485	-5.63	1758	4.76	1952
평균	<b>20.01</b>	<b>2236</b>	<b>-17.50</b>	<b>1537</b>	<b>-3.43</b>	<b>1799</b>	<b>6.47</b>	<b>1984</b>
상한	24.43	2319	-14.70	1589	-1.22	1841	8.17	2016

자료: CEIC, 동양증권 리서치센터

### 3분기 증시, 추가적인 상승 여력은 상존하는 것으로 판단

당사 시황이나 경제 분석 자료에서 언급한 바와 같이 한국 경제는 하반기 회복, 미국 경제 역시 하반기 회복, 그리고 중국 경제는 정체 및 소폭 둔화를 예상하고 있다. 앞서 언급한 바와 같이 최근 형성되고 있는 한, 중, 미의 경제 성장률 전망치 컨센서스 역시 유사한 수준에서 형성되고 있다.

따라서 현재를 제 4국면으로 정의하고 기대 수익률을 구해보자. 앞서 분석 결과에 따르면 분기 기대 수익률은 +6.47%로 나타난다. 이를 2분기 증가를 기준으로 KOSPI 지수로 환산하게 되면 1984pt 가 되며 조금 더 타이트하게 보기위해 평균에 대한 95% 신뢰구간의 하단을 가정해도 1950pt 수준인 것으로 도출된다. 즉, 추가적인 경제 성장률 악화를 가정하지 않는다면 통계적인 관점에서 보더라도 3분기는 2분기 말에 비해 추가적인 상승이 가능하다는 관점에서 접근할 필요가 있다는 판단이다.

### 주) 군집분석(Cluster Analysis)

여러 변수와 case 로 구성되어 있는 data set 에서 data set 의 차원을 축소하고자 할 때 일반적으로 사용되는 통계분석 방법. 예를들면, 100명의 농구선수에 대해 3점슛 성공률과 2점슛 성공률, 리바운드 개수, 어시스트 개수 등의 데이터를 알고 있다면 군집 분석을 통해 100명의 농구 선수 개개인이 아닌 3점 슈터형 선수, 포인트 가드형 선수, 센터형 선수와 같은 분류 값을 얻어낸다고 할 때 활용하는 분석 방법. 이론적으로는 다양한 변수들의 결합으로 이루어진 data case 들간의 수학적 거리를 도출하고 이 거리 값의 가깝고 먼 정도를 이용해서 분류를 하게됨. 군집을 구성해 나가는 방식에 따라 계층적 군집 분석과 비계층적 군집 분석으로 나누어볼 수 있음