



확률적 관점에서 생각해 본 증시 성격

1. 매크로에 대한 눈높이는 충분히 낮아진 듯

- 최근 발표되는 경제 지표들의 방향성이 혼재되는 양상이지만, 개별 지표의 등락이 추세적인 방향성을 결정할 시점은 아니라고 판단
- 실제 지표의 일시적인 방향성 보다는 경기 서프라이즈 지수가 저점을 통과하고 있다는 점에 보다 주목할 필요
- 2분기 실물 지표에 대한 눈 높이가 충분히 낮아진 상황인 만큼 경제 지표의 부진이 특별히 하방 압력으로 작용하지는 않을 듯

2. 리스크 지표와 달러 인덱스는 여전히 고공 행진 중

- 리스크 지표는 일단 극단적 영역에서 빠져나오는데 성공한 상황. 그러나 아직까지 레벨 자체는 높은 영역에 위치
- 달러 인덱스는 여전히 100pt 부근의 고공행진을 이어가고 있으며, 기타 위험 지표들도 충격 발생 이전 상황과는 거리가 있음
- 미-중 무역분쟁 격화 우려 등이 등장하면서 리스크 측면의 개선이 빠르게 진행되기 보다는 뉴스 플로우 등에 민감하게 반응할 가능성이 높아 보임

3. 아직은 KOSDAQ, 종목 대응이 유리한 시점

- 매크로 모멘텀, 리스크, 기업 이익, 외국인 수급과 관련된 4가지 지표의 등락을 이용해 경험적인 확률을 계산해 보면, 현 시점은 강한 방향성 보다는 중립적인 수준의 지수 수익률이 기대되는 시점
- 이 같은 상황하에서는 코스피 보다 코스닥의 상대 수익률이 우위에 있는 경우가 많은 것으로 도출됨
- 일단 종목 중심 대응이 유효해 보이며, 리스크 및 수급 지표의 개선이 확인될 경우 코스피 및 IT H/W의 상대 수익률 개선을 기대해 볼 수 있음

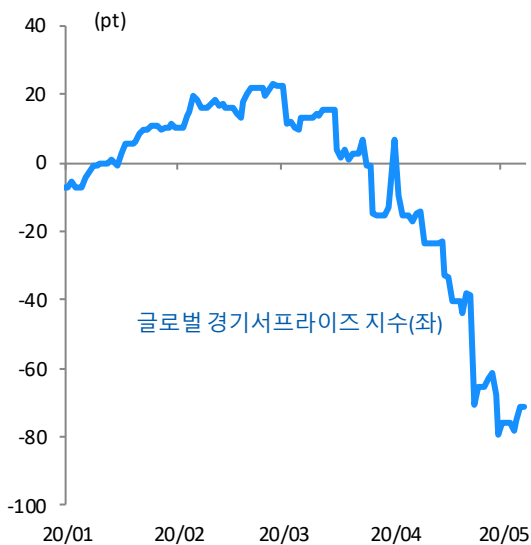


1. 매크로에 대한 눈높이는 충분히 낮아진 듯

발표되는 경제지표들이 들쭉날쭉한 상황이다. 미국의 4월 ADP 민간 고용은 -2,023만 건을 기록하며 데이터 집계 이후 최악의 고용 충격이 발생한 것으로 집계됐다. 반면 전일 발표된 중국의 수출 증감률은 +3.5% 증가를 기록하며 -15.7%였던 사전 전망치를 크게 상회하는 모습을 보였다. 물론 세부 내용을 파악해 봐야겠지만, 먼저 발표된 중국 PMI 중 수출주문 지수나 선진국의 지표 악화 추이를 고려하면 일시성 서프라이즈일 가능성을 배제할 수 없다.

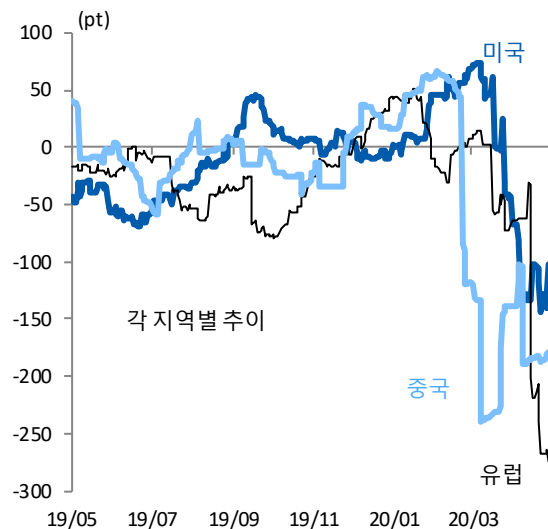
지표들의 방향성이 현저히 엇갈리고 있지만, 현 시점에서 개별 지표의 개선/악화 여부가 시장 방향성에 큰 영향을 주지는 않을 것으로 보인다. 이미 2분기 지표는 크게 악화될 것이라는 인식이 충분히 형성되어 있는 상황인 만큼 지표의 쇼크 발생이 큰 충격을 주기는 어려운 상황이다. 이 같은 상황을 나타내 주는 지표가 경기 서프라이즈 지수이다. 글로벌 지수는 급한 하락이 일단락 되는 모습이 나타나고 있다. 지역별로 보더라도 중국과 미국, 그리고 유럽 등 주요 경제권의 서프라이즈 지수는 깊은 마이너스 영역이지만 추가 하락 보다는 바닥을 확인하는 흐름이다. 어느정도 부진한 지표가 확인된다 해도 사전적으로 충분히 낮아진 눈높이는 충격을 막아 줄 개연성을 제공한다.

[차트1] 아직 깊은 마이너스 구간이지만, 경기 서프라이즈 지수의 가파른 하락은 일단락 되고 있는 흐름



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트2] 지역 별로 보면 유럽의 부진이 심각한 상황이지만, 미국과 중국은 바닥이 확인되고 있음



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



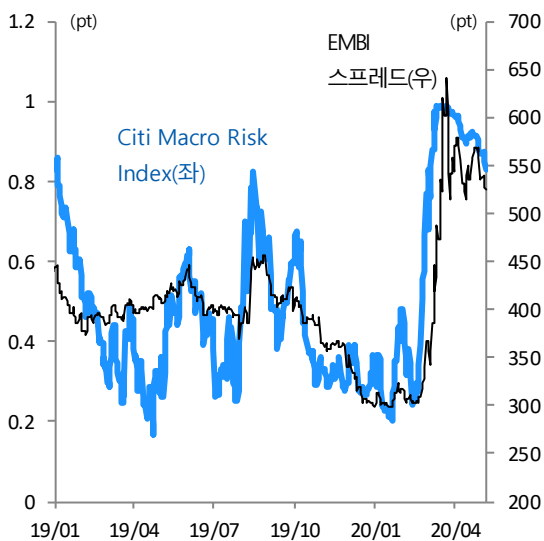
주식시장 투자전략

2. 리스크 지표와 달러 인덱스는 여전히 고공 행진 중

증시의 단기 방향성은 매크로 모멘텀과 리스크 지표의 상대 강도에 의해 결정되는 경우가 많다. 앞서 살펴 본 바와 같이 충분히 낮아진 눈높이로 인해 매크로 모멘텀을 평가하는데 쓰이는 경기 서프라이즈 지수는 저점 영역에서 반등할 가능성이 높아 보이는 국면이다. 리스크 측면의 지표들도 살펴 보면, 일단 citi macro risk index가 꾸준히 낮아지는 흐름을 보이고 있는 것은 사실이다. 그러나 아직까지 높은 수준에 위치하고 있으며, 최근 제기되고 있는 미-중 간의 무역 분쟁 재부각 가능성 등은 해당 지표의 수위를 크게 낮추는데 걸림돌이 될 수 있다. 이와 같은 맥락에서 신흥국 펀드 플로우 및 국내 외국인 투자 자금 동향에 영향을 줄 수 있는 달러 인덱스의 경우도 5월 중 재차 상승 흐름을 보이고 있다. 재차 100pt대에 진입하고 있는 상황이다. 매크로 모멘텀 지표의 상승에도 불구하고 고공행진 중인 리스크 관련 지표는 지수의 즉각적인 레벨업 기대를 어렵게 만드는 요인으로 작용하고 있다는 판단이다.

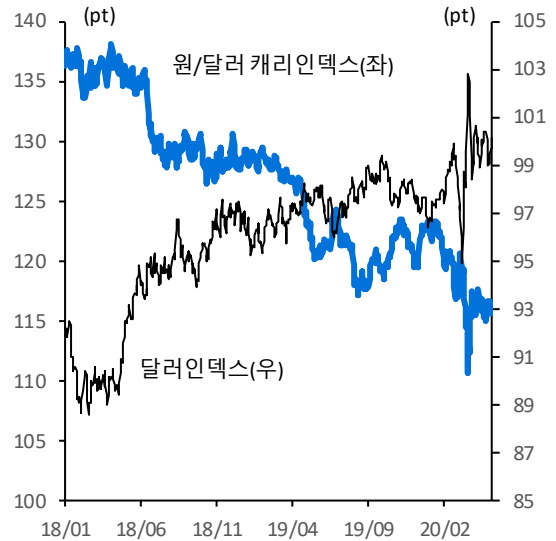
필자는 증시 단기 방향성을 판단할 때, 여기서 언급한 경기 서프라이즈 지수(매크로 환경)와 매크로 리스크 인덱스(투자심리)에 더해 12M Fwd EPS(이익 추이), 캐리인덱스(외국인 수급) 등 4가지 지표의 방향성을 이용해 대략적인 방향성을 가늠한다.

[차트3] 안전자산 선호도의 하향 조정이 진행되고 있지만 아직까지는 기존 고점대에 준하는 높은 수준



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트4] 달러 인덱스나 캐리 여건도 극단적 수준에서는 벗어났지만, 아직 레벨이 바뀌었다고 보기는 어려운 수준



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



주식시장 투자전략

3. 아직은 KOSDAQ, 종목 대응이 유리한 시점

각각의 지표가 전기 대비 악화될 경우 0점, 개선될 경우 1점을 주고, 이를 합산하게 되면 0~4점의 스코어가 도출된다. 해당 스코어에 따라 지수의 기대 수익률과 상승 확률 간 의미 있는 차이가 존재한다. 이 같은 틀을 이용해 증시 방향성을 점검해 보면, 매크로 모멘텀은 현 시점 이후 개선, 이익 전망치는 아직까지 개선의 조짐이 나타나지 않고 있으며, 리스크 지표와 수급 여건은 불확실성을 내포하고 있는 상황이라고 볼 수 있다. 2010년 이후 월간 수익률을 기준으로 도출한 기대 수익률과 상승 확률을 비교해 보면, 1~2점 정도의 환경이라고 볼 수 있는 현 시점에서 KOSPI의 기대 수익률이나 상승 확률은 말 그대로 중립적인 수준으로 평가된다. 여기서 한가지 재미있는 사실은 이 같은 스코어 상황 하에서 KOSPI 대비 KOSDAQ의 기대 수익률이 상대적으로 높게 나온다는 점이다. 모든 여건이 악화되는 극단적 상황이나, 매크로, 이익, 수급 환경 등이 동반 개선되는 긍정적인 시나리오에서는 KOSPI 지수 중심의 대응이 바람직하지만 아직까지 그와는 거리가 있는 현 시점에서는 KOSDAQ 및 개별 종목 중심의 대응이 유효하다는 결론을 도출할 수 있다. 다만 여기서 향후 뉴스 플로우들을 통해 리스크 측면의 개선이 확인될 경우 펀드 플로우 및 외국인 수급의 개선이 수반되며 KOSPI 대형주(IT H/W)의 상대 강도가 회복될 가능성도 충분히 존재하는 시점이라고 판단된다.

[차트5] 4가지 지표를 이용한 증시 방향성에 대한 확률적인 접근. 5월은 4월에 비해 매크로 모멘텀 지표의 개선이 기대되지만, 기타 지표들의 확실한 개선을 기대하기는 어려워 보이는 상황. 일단은 2점 정도의 기대 스코어를 예상

항목	지표	4월	단기 전망	코스피(A)			코스닥(B)			
				스코어	상승 확률	기대 수익률	스코어	상승 확률	기대 수익률	차이 (B-A)
매크로	경기 서프라이즈지수	악화 0	개선 1	0	50.0	-2.3	0	30.0	-3.7	-1.3
이익	12M Fwd EPS	악화 0	악화 0	1	20.0	-2.1	1	48.0	-0.5	+1.6
리스크	MRI / 달러인덱스	개선 1	중립 0.5	2	54.8	-0.3	2	57.1	+0.5	+0.8
				3	79.4	+2.5	3	61.8	+1.7	-0.8
수급	캐리인덱스	악화 0	중립 0.5	4	83.3	+2.8	4	58.3	+1.1	-1.7

자료: 유안타증권 리서치센터