



기대와 현실 간의 간극이 좁혀져야 한다

1. 저점 영역에 들어온 경기 서프라이즈 지수

- 글로벌 경기 서프라이즈 지수가 최근 경험적인 저점 영역에서의 움직임을 보이고 있음
- 영역대가 확인되는 지수들의 경우 저점 영역을 역발상의 기회로 볼 수도 있는 것은 사실
- 그러나 과거에도 저점 영역에서 상당 기간 횡보했던 경험이 존재하는 만큼 위치만으로 반등을 기대하기는 성급한 측면이 있음

2. 기대치의 충분한 하향이 이루어 졌는지 판단할 필요

- 서프라이즈 지수의 핵심은 기대치와 실제치의 차이라는 점. 결국 반등을 위한 중요한 조건 중 하나는 기대치가 충분히 낮아졌는지 여부
- 최근 주요 경제권의 실물 지표와 물가 지표를 살펴 보면 기대치 자체의 방향성과 부합 여부가 상이한 모습을 나타내고 있음
- 결국 아직까지 매크로 측면에서 충분한 눈높이의 하향 조정이 이루어 졌다고 보기是很 difficult 수준

3. 매크로뿐 아니라 기업 이익 측면에서도

- 기업이익 전망치 측면에서도 최근 전망치의 하향 조정이 이루어 지기 시작한 상황
- 한국 기업 이익의 프록시라고 볼 수 있는 수출물가-수입물가 스프레드가 여전히 부진한 모습. 그리고 이와 밀접한 궤적을 보이는 이익 전망치 증감률도 하락 구간에 위치
- 펀더멘털 측면의 기대감 회복에 대해서는 보다 신중한 판단이 필요할 듯

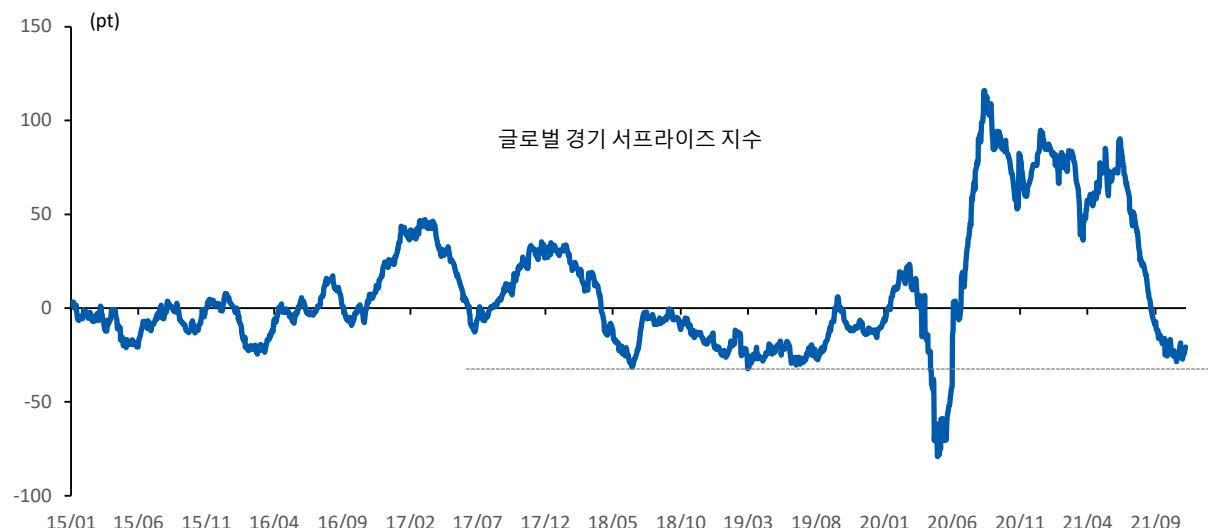
1. 저점 영역에 들어온 경기 서프라이즈 지수

글로벌 경기 서프라이즈 지수는 코로나에 따른 경기 활동 제약이 있었음에도 불구하고 지난 하반기부터 이례적인 수준의 고공 행진을 이어온 바 있다. 그러나 6월을 전후로 본격적인 하락국면에 접어들면서 -20pt 대에서의 움직임을 보이고 있는 상황이다.

그런데 최근 수 년간의 시계열을 그려 보면 지난 해 코로나 국면과 같이 이례적인 상황이 아닌 이상 -20pt 대 부근까지 하락했다고 하면 경험적인 저점 영역이라고 볼 수 있는 수준이다. 이 같은 상/하단이 비교적 명확하게 형성되는 지표들을 활용할 때, 저점이나 고점 영역에 도달했을 때 이를 반전이 임박한 것이라는 해석, 즉, 흔히 말하는 역발상 전략 측면에서의 해석을 붙이는 경우가 있다. 현재의 상황 역시도 연초 이후 고점 대비 낙폭이나, 미국 증시 대비 한국의 디커플링 심화 등의 소재들까지 연결해서 역발상 측면의 접근이 필요하다는 인식도 일부 형성되고 있는 듯 하다.

그러나 코로나 직전인 2019년 사례만 보더라도 저점 부근에서 상당 기간 벗어나지 못하는 움직임이 나타났던 경험이 있다. 단순히 저점 영역에 위치했다는 것만으로 반등을 기대하는 것은 성급한 해석일 수 있다.

[차트1] 지난해 하반기부터 고공행진을 하고 있던 글로벌 경기 서프라이즈 지수가 경험적인 저점 영역이기는 하지만, 공격적인 역발상 접근보다는 깊은 마이너스 영역이라는 점에 보다 무게를 두어야 할 듯



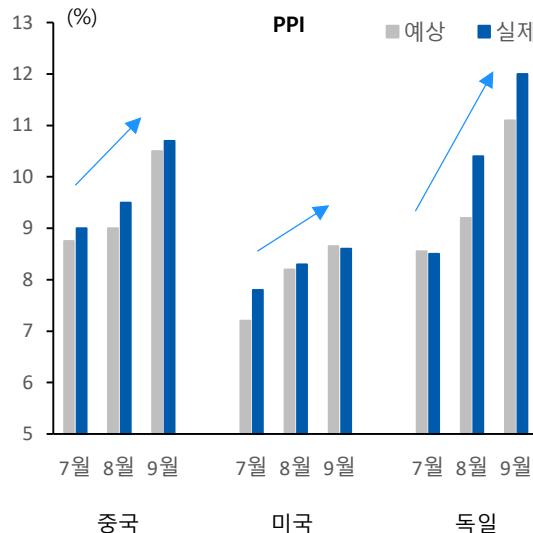
자료: 유안타증권 리서치센터

2. 기대치의 충분한 하향이 이루어 졌는지 판단할 필요

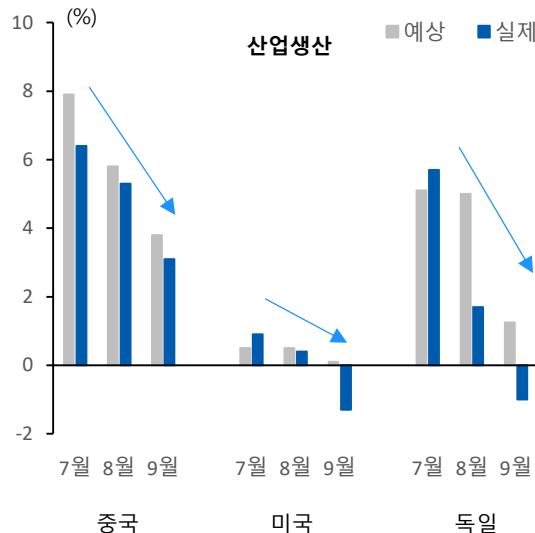
앞서 살펴 본 서프라이즈 지수의 핵심은 기대치와 실제치 간의 차이이다. 결국, 실제 경제지표가 강하게 상승하거나 혹은 기대치가 충분히 낮아진 후에야 반등을 기대해 볼 수 있는 지표이다. 일반적으로 서프라이즈 지수가 모멘텀 지표로써 의미를 가지는 것은 '기대치'라는 개념이 태생적으로 선행성을 가지기 때문이라고 볼 수 있다. 현 시점에서도 시간이 가면서 밝혀질 실물 지표의 확인 이전에 기대치가 충분히 하향조정 되었는지 여부를 확인해 볼 필요가 있을 듯 하다.

그림은 주요 지역들의 최근 실물 지표를 그려 본 것인데, 한가지 흥미로운 흐름이 관찰된다. 인플레이션 지표는 지속적으로 기대치가 높아지는데 실물지표가 이 같은 높은 기대치를 거듭 상회하는 모습이다. 반면, 산업생산 지표들을 보면, 기대치 자체가 높아지지 않고 있음에도 불구하고 실물 지표들의 수준이 반복적으로 예상치를 하회하는 빈도가 높다. 정리해 보면 인플레이션에 대한 부담은 생각보다 크지만, 실물지표 측면에서는 기대치가 충분히 하향 조정된 것으로 보기 어려운 상황이라는 해석이 가능할 듯 하다. 서프라이즈 지수의 개념과 연결해 보면, 해당 지수의 반등이 나타나면서 증시 모멘텀 측면의 상승 동인을 제공하기 위해서는 기대치의 추가적인 하향 조정이 필요해 보인다는 해석이 가능하다.

[차트2] 글로벌 주요 경제권의 물가지표는 예상치가 높아지고 있음에도 실제치가 이를 계속 상회하는 흐름



[차트3] 성장 측면을 나타내는 산업생산의 경우 예상치가 낮아지고 있지만 실물은 그보다도 낮아지는 모습



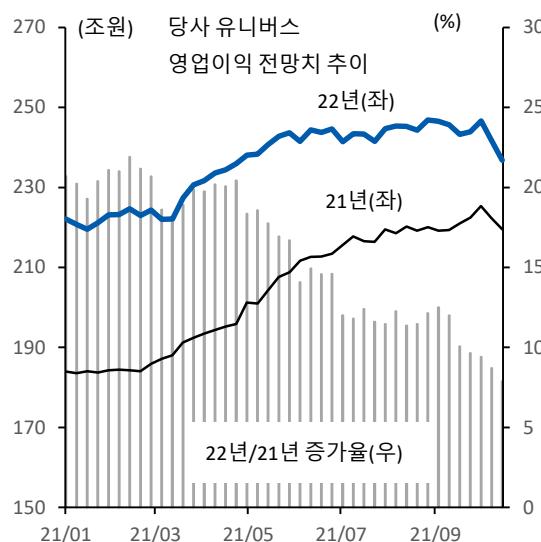
자료: 유안티증권 리서치센터

자료: 유안티증권 리서치센터

3. 매크로뿐 아니라 기업 이익 측면에서도

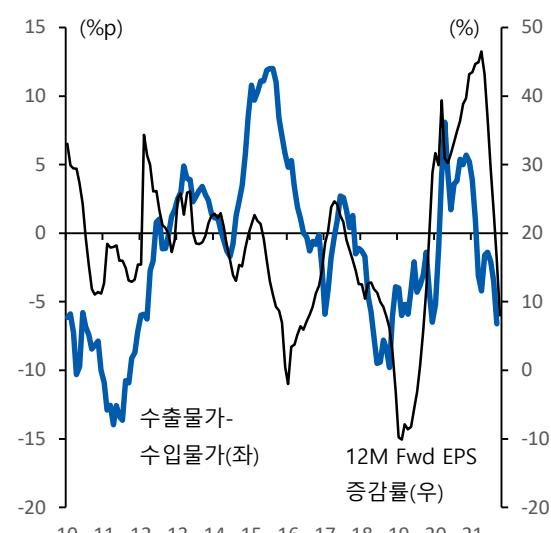
일단 과도한 기대치가 낮아져야 하는 것은 매크로 측면에만 해당되는 말은 아니다. 결과적으로 증시 움직임에 가장 직접적으로 연결되는 편더멘털 지표인 기업이익에 대한 전망치 역시 일정 부분 조정이 필요할 수 있다. 최근 그 같은 모습들이 나타나고 있다. 당사 유니버스를 기준으로 합산한 국내 증시의 영업이익 전망치는 연 중반 이후에도 꾸준히 유지되고 있었지만, 9월 말을 고점으로 조금씩 추정치가 낮아지는 모습이 나타나고 있다. 상대적으로 22년 전망치의 하향 조정 폭이 크게 나타나고 있는 흐름이다. 이익 전망치가 충분히 하향 조정된 것인지를 가늠하기는 쉽지가 않다. 그러나 다음과 같은 그림은 한번쯤 참고해 볼만 하다. MSCI 한국 지수의 12M Fwd EPS 증감률 지표의 경우 이익 추정치에 다소 선행하는 모멘텀 지표 역할을 수행하는 경우가 많은데, 이익(마진)에 대한 기대치는 매출과 비용의 격차로 가늠해 볼 수 있다. 수출이 중요한 한국 증시에 있어서는 수출물가와 수입물가를 각각의 대용치로 볼 수 있으며 이 두 물가의 스프레드를 이익의 대용치로 볼 수 있다. 언급한 지표들 간에는 아래 그림과 같은 가시적인 관계가 존재하고 있음을 확인할 수 있다. 현재 수출보다 수입 물가의 상승세가 보다 강하게 나타나는 국면이며 이 같은 상황과 상기 관계를 함께 고려한다면 이익 모멘텀 지표의 상승 반전을 기대하는 데 있어 조금 더 신중함이 필요해 보인다는 판단이다.

[차트4] 국내 증시 이익 전망치는 9월 이후 하향 조정 국면에 진입한 것으로 나타나고 있음



자료: 유안티증권 리서치센터

[차트5] 마진 여건이라는 측면에서 보면 당장 이익 모멘텀 지표의 반등을 기대하기도 쉽지는 않은 상황



자료: 유안티증권 리서치센터

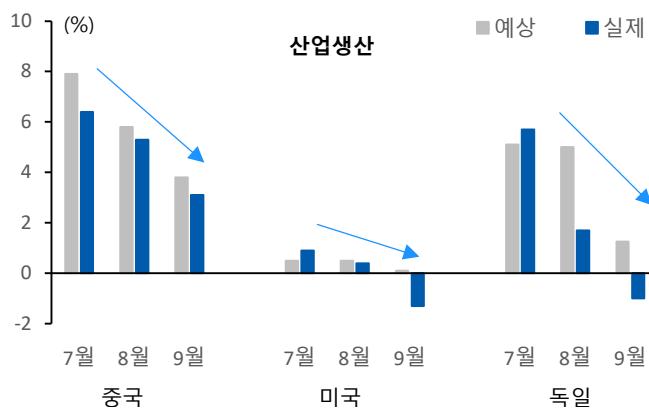
Key Chart

지난해 하반기부터 고공행진을 하고 있던 글로벌 경기 서프라이즈 지수가 경험적인 저점 영역으로 하락. 경험적인 저점 영역이기는 하지만, 공격적인 역발상 접근보다는 깊은 마이너스 영역이라는 점에 보다 무게를 두어야 할 듯.



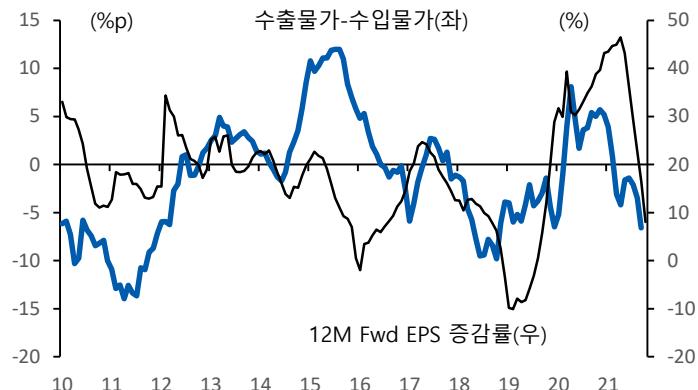
자료: 유안타증권 리서치센터

성장 측면을 나타내는 산업생산의 경우 예상치가 낮아지고 있지만 실물은 그보다도 낮아지는 모습.



자료: 유안타증권 리서치센터

마진 여건이라는 측면에서 보면 당장 이익 모멘텀 지표의 반등을 기대하기도 쉽지는 않은 상황.



자료: 유안타증권 리서치센터