

# Asset Allocation

## 심리와 실물지표의 괴리



자산배분 방인성(경제학박사)\_02)368-6145\_isbang@eugenefn.com

### 심리지표는 회복된 가운데 실물지표 둔화세는 지속

연초 금융시장 분위기가 뜨겁게 달아오르고 있다. Non US 의 상대적 강세가 두드러지는 가운데 주요 자산군의 1 월 수익률은 22 년과는 대조적인 성과를 나타내고 있다.

가장 크게 바뀐 것은 무엇인가? 중국 Reopening, 연준의 금리 인상 속도조절론, 유럽의 경기 우려 완화 등 기대감으로 투영된 심리지표의 반등이다.

지역별로 살펴보면 중국의 Reopening 기대감으로 아시아는 작년 3 월 이후 9 개월만에 양(+)의 값으로 전환하였으며, 예상보다 따뜻한 겨울 날씨(?)의 영향으로 유럽도 심리지수가 빠르게 회복하고 있다.

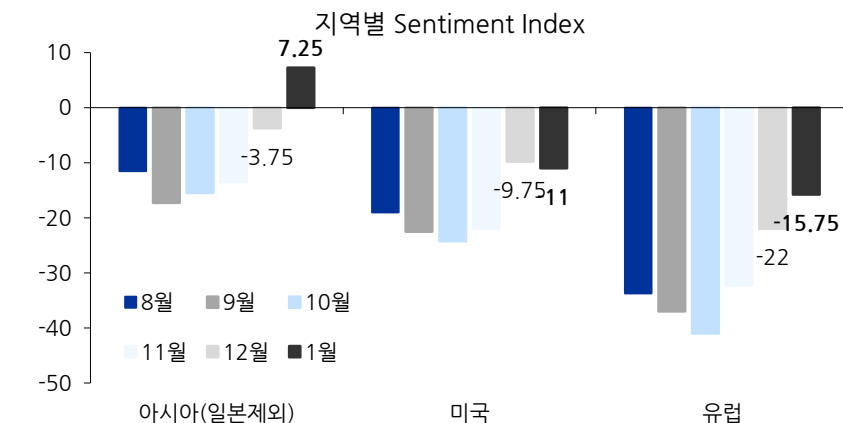
위험자산의 추세적인 상승 여부를 확인하기 위해서는 반등한 심리지수에 따른 실물지표의 동행이 필요하다는 판단이다. 팬데믹 사례처럼 실물과 심리의 엇박자는 주식시장에 큰 하락을 가져올 수 있다.

심리지수만 반등한 현재의 상황은 실물지표의 반등을 확인하는 과정이 필요하며, 실물지표 둔화세가 이어진다면 채권과 금으로 대표되는 안전자산의 선호도는 더욱 증가할 것으로 예상된다.

### Asset Allocation Check Point

- 2023년 1월 자산 수익률은 작년 1월과는 대조적인 모습을 나타내고 있음
- 연초 이후 가장 크게 변화한 부분은 심리지표의 반등으로 중국과 유럽에서 빠르게 회복 중임
- 반면 미국 심리지표는 회복세가 더딘 가운데 실물지표는 점차 둔화 중
- 과거 실물과 심리의 방향성이 다르게 나타났던 2 번의 사례를 살펴보면 현재 심리와 실물의 괴리는 팬데믹 기간과 유사하다고 판단
- 심리지표의 반등이 실물 반등으로 이어지는지에 대한 확인이 필요함
- 심리와 실물이 현재 방향성을 유지한다면 채권, 금의 상대적 투자 매력도가 높다고 판단됨

### Key Chart: 유럽과 아시아의 심리지수는 빠르게 회복



자료: Bloomberg, 유진투자증권

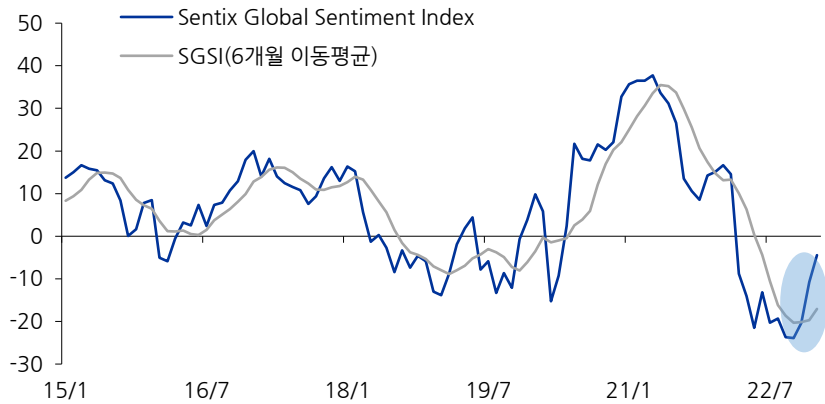
## 빠르게 회복되고 있는 Sentiment

1월 금융시장의 상승세가 가파르다. 미국을 제외한 Non-US의 상대적 강세가 두드러지는 가운데 주요 자산군의 1월 수익률은 22년과는 대조적인 성과를 나타내고 있다.

실물지표의 반전이 없는 가운데 무엇이 이러한 전환을 가능하게 하였을까? 필자는 기대감으로 대표되는 심리지수의 반등으로 판단하고 있다.

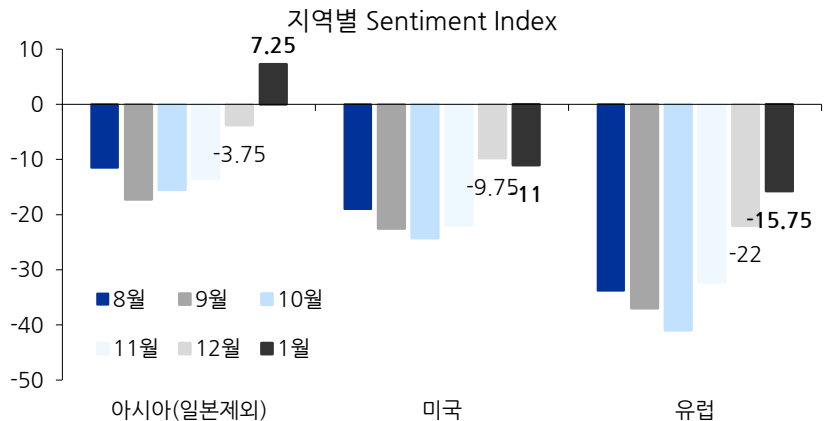
Sentix에서 발표하는 Global Sentiment Index는 11월(-20.3)까지 팬데믹(-15.3)보다 낮은 수치를 나타냈으나 1월에 발표된 수치는 -4.5로 빠르게 회복되고 있다. 지역별로 살펴보면 중국 Reopening 기대감으로 아시아(7.25)는 22년 3월 이후 9개월 만에 양(+)의 값으로 전환하였다. 유럽은 경기 침체 우려가 완화되면서 심리지수는 빠르게 회복되고 있다.

도표 1. 글로벌 심리지수는 저점에서 빠르게 회복 중



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 2. 중국 Reopening 영향으로 아시아는 (+)로 전환



자료: Bloomberg, 유진투자증권

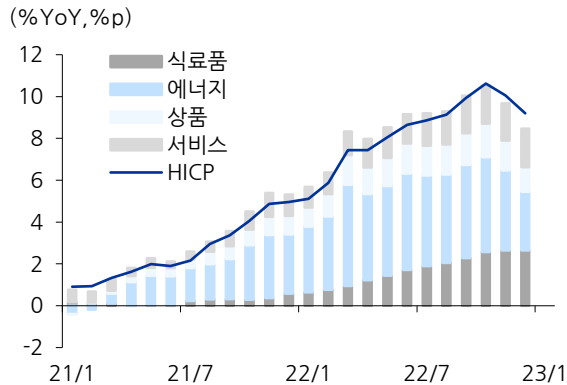
## 침체 가능성이 진정되는 유럽

유로존의 1월 종합 PMI 는 50.2 를 기록하며 13 개월 만에 확장국면에 진입하였다. 예상보다 따뜻한 겨울 날씨(평년 대비 15°C 이상 상승)가 지속되면서 천연가스의 가격은 러-우 전쟁 이전 수준으로 급락하였다.

유로존의 물가상승률은 여전히 높은 수준이나 정점에서 둔화되고 있으며, 에너지 가격의 기여도 또한 감소되고 있어 경기 침체에 대한 우려는 다소 진정되는 분위기다. 또한 경제지표는 전망치 대비 상회 비율이 빠르게 증가하고 있으며(도표.5) 미국과 유럽의 차이는 달러화 약세의 요인으로 판단된다.

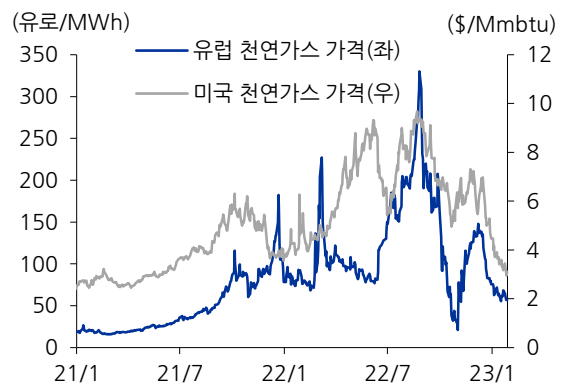
또한 유럽의 GDPNow 에 해당하는 Eurocoin 지수는 4 분기 이후 상승하면서 유럽 성장률의 회복세를 전망하고 있다.

도표 3. EU 물가상승률은 정점에서 둔화



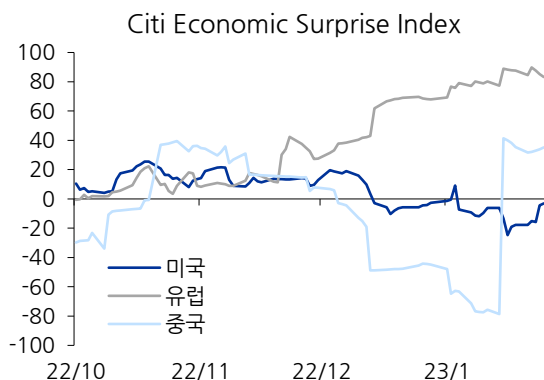
자료: 언론보도자료, 유진투자증권

도표 4. 러-우 전쟁 이전으로 회귀한 천연가스 가격



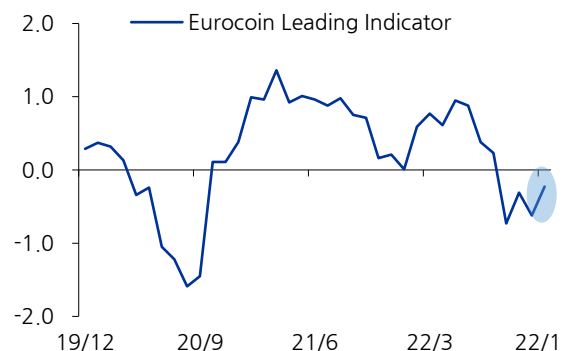
자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 5. 유럽, 기대치를 상회하는 서프라이스



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 6. 유로존 GDP에 선행하는 Eurocoin



자료: ECB, 유진투자증권

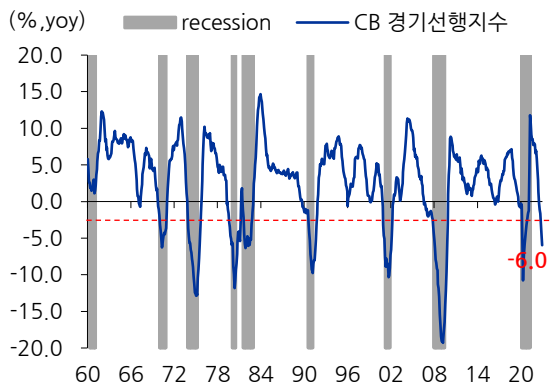
## 실물지표 회복은 확인이 필요

반면 경기를 나타내는 경기선행지수는 하락세가 지속되고 있다. 12 월 컨퍼런스보드 경기선행지수는 전월비 -1.0% 하락(전년 동월비 -6.0%)하면서 3 개월 연속 1%대 하락세를 나타냈다. 10 개 구성지표 가운데 3 개(금융부문)는 소폭 개선세가 나타났으나 7 개(비금융부문)의 악화세가 지속되면서 하락폭이 증가하였다.

OECD 국가의 선행지수를 바탕으로 측정된 확산지수(Diffusion Index)는 8 개월 연속 "0"으로 저점에서 회복하지 못하고 있다. 현재 OECD 경기선행지수는 전월 대비 하락폭이 축소되고 있는 만큼 2 분기 회복을 기대할 수 있으나 이를 위해서는 확산지수의 반등을 확인할 필요가 있다.

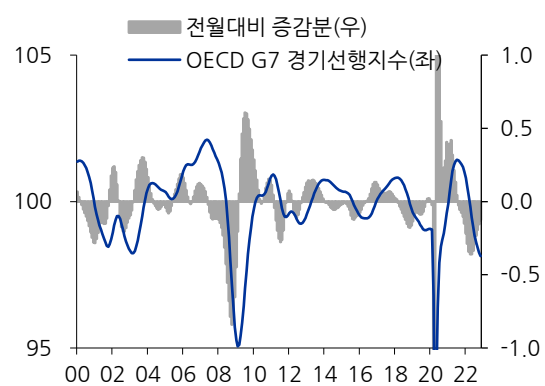
CB 경기선행지수와 확산지수 및 ISM 제조업지수와의 선행성을 고려할 때 ISM 제조업/서비스업지수는 추가적 하락하며 수축 국면에 위치할 가능성이 높다고 판단된다.

도표 7. CB 경기선행지수는 침체 수준까지 하락



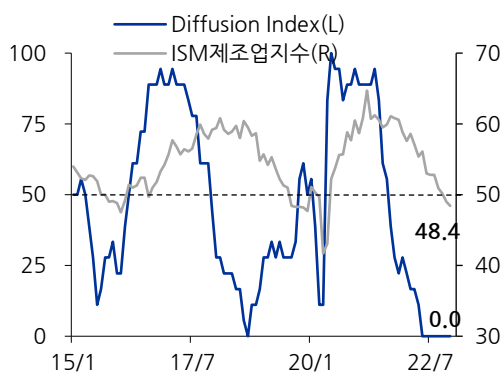
자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 8. OECD G7 경기선행지수는 하락세 지속



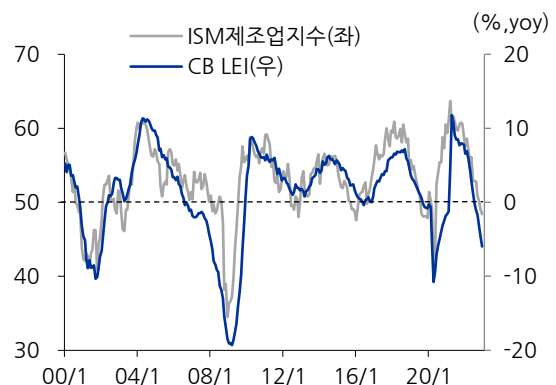
자료: OECD, 유진투자증권

도표 9. 확산지수(D)는 ISM 제조업지수에 3 개월 선행



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 10. CB 경기선행지수와 ISM 제조업지수



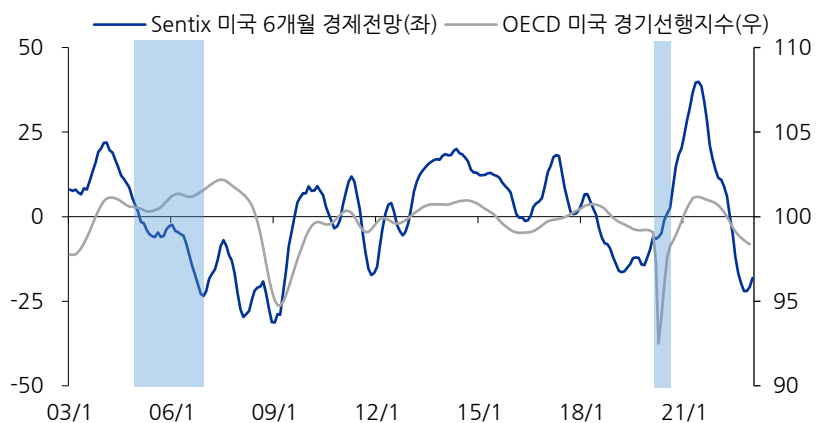
자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 심리와 실물의 괴리

심리지수와 실물지표의 괴리가 나타났던 시기는 2000년 이후 2차례 정도를 꼽을 수 있다(도표 11 음영부분). 첫 번째는 2005년~06년으로 심리지표는 음(-)의 영역으로 하락한 반면 실물지표는 확장국면을 지속한 기간이다. 두 번째는 팬데믹 기간으로 실물지표는 급락하였으나 심리지표는 빠르게 반등했던 기간이다.

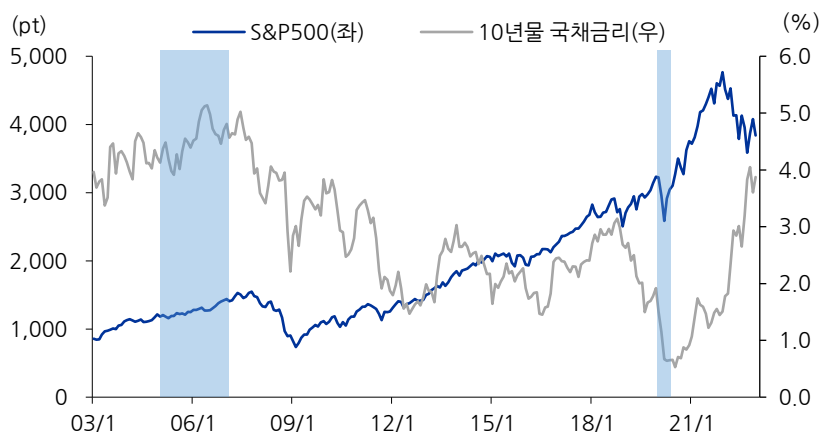
현재의 국면(심리 개선, 실물 하락)은 팬데믹 기간과 방향성이 일치한다. 실물과 심리의 괴리가 증가하는 기간 동안 주식 약세, 채권 강세 성과로 나타났으며, 이후 실물과 심리의 격차가 해소되면서 주식의 강세장으로 이어졌다. 따라서 심리와 실물의 괴리를 확인하는 것이 위험자산의 추세적 상승으로 이어질 수 있다고 판단한다.

도표 11. 미국 심리지수와 경기선행지수 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권  
주: Sentiment Index는 6개월 이동평균값임

도표 12. S&P500 과 미 10년물 국채 금리 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

## 달러 약세와 금, 그리고 채권

미국의 물가상승률이 정점에서 하락하면서 금융시장의 경로는 금리와 물가에서 실물지표인 경기로 전환되고 있다. 금리 인상 종료에 대한 기대감이 강해지면서 미국 국채시장의 유동성 역시 회복되고 있는 모습이다(도표 13). 따라서 심리가 반등하는 가운데 실물지표가 추가적으로 하락한다면 채권에 대한 선호는 더욱 강화될 것으로 예상된다.

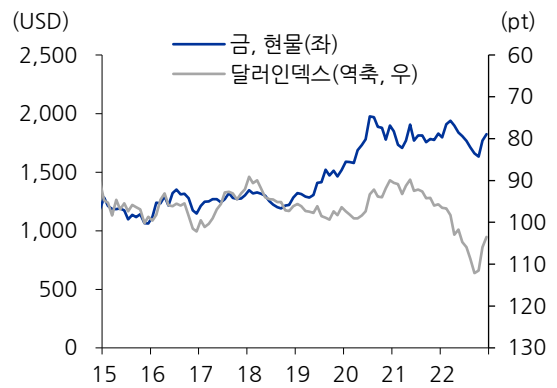
또한 미국과 유럽 및 중국 실물지표 및 매크로 환경 차이는 달러 약세를 지속하게 하는 재료로 작용하여 금 가격의 상승추세는 더 길게 지속될 수 있다고 판단한다.

도표 13. 미 국채 유동성은 빠르게 회복 중



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 14. 달러 약세는 금 가격의 상승으로



자료: Refinitiv, 유진투자증권

**Compliance Notice**

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

**투자기간 및 투자등급/투자의견 비율**

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	94%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2022.12.31 기준)