고민과 우려의 시기: 단기 & 분산으로 대응

리서치본부 투자전략부 2024년 9월 2일

IV. 글로벌 Top-Down 5단계 모델: 단기적 관점의 운용을 선호

글로벌 전략: 백찬규
tel 02) 768-7610 | e-mail peter.ck@nhqv.com

방향성 유효하나 단기적 관점에서 메리트 제한적

- 장기적 투자전략을 결정하는 유동성 안정화 지표의 방향성과 개선 속도는 양호
- 다만 단기적 관점에서 밸류에이션 시그널, 매크로 시그널, 센트멘털 시그널 등과 관련한 메리트는 제한적

9월 정량적 모델의 함의

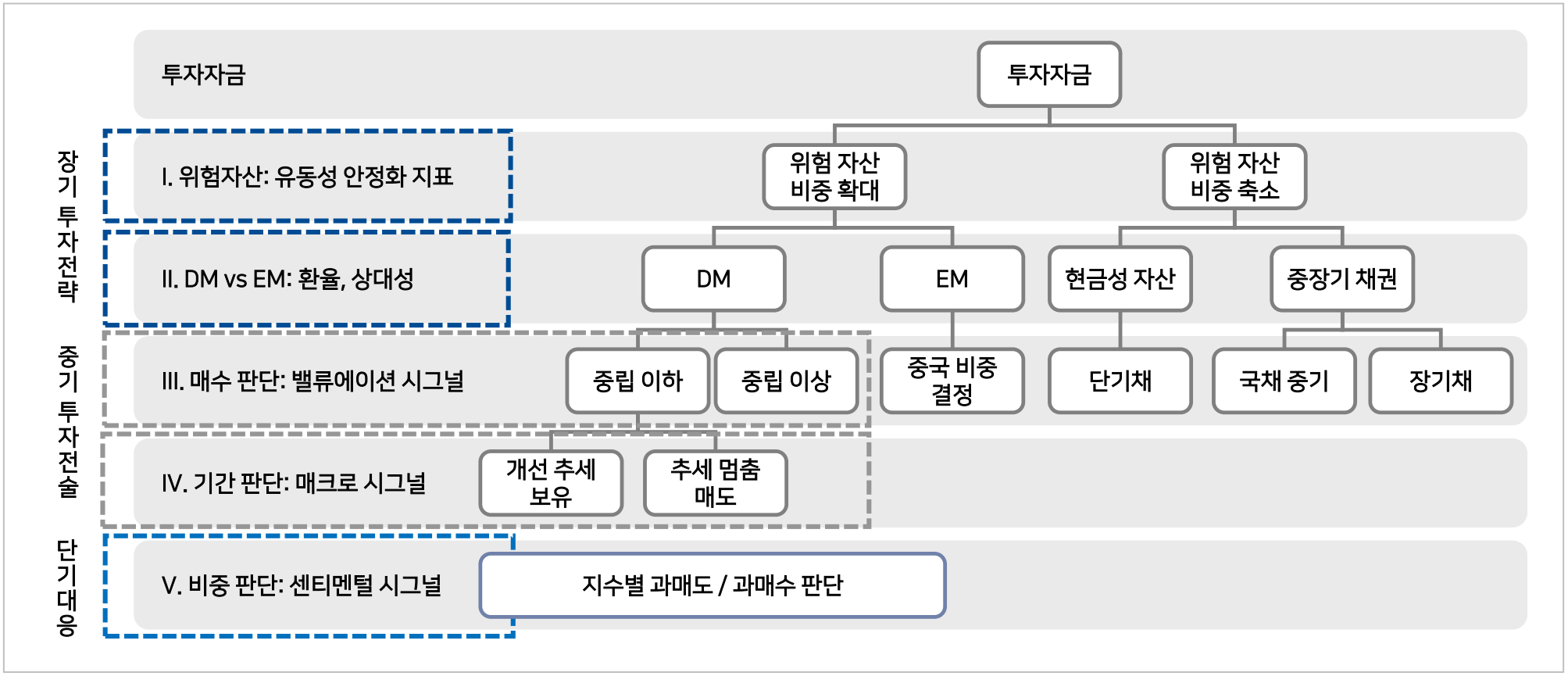
장기적 관점: 위험자산 긍정적	• 장기 투자전략(SAA)을 결정하는 유동성 안정화 지표 방향성과 개선 속도 양호 • 유동성 안정화 지표를 결정하는 통화량, 국채, 회사채 카테고리 일제히 개선 지속
DM vs EM: Neutral	• 선진국과 신흥국 밸류에이션 스프레드 수준을 고려하면 선진 및 신흥시장 상대적 우위 없음 • 달러 인덱스의 현 수준과 방향성을 고려할 때 신흥국 주식시장 부담 완화
밸류에이션 시그널: 메리트 제한적	• 8월 속락 및 회복 과정이 빠르게 나타나며 밸류에이션 메리트 소멸 • 선진국은 미국 선호, 일본 트레이딩 바이, 신흥국은 환율 및 실적 측면에서 인도, 한국 선호

자료: NH투자증권 리서치본부

투자전술 관점에서 시장 메리트 제한적

- 중단기 투자전술을 평가하는 밸류에이션, 매크로, 센티멘털 시그널 관점에서 주식시장 메리트 제한적
- 이에 따라 Long-only 차원의 추가 매수보다 단기적 트레이딩 관점의 시장 접근 유효

NH 글로벌 Top-Down 5단계 모델 구조

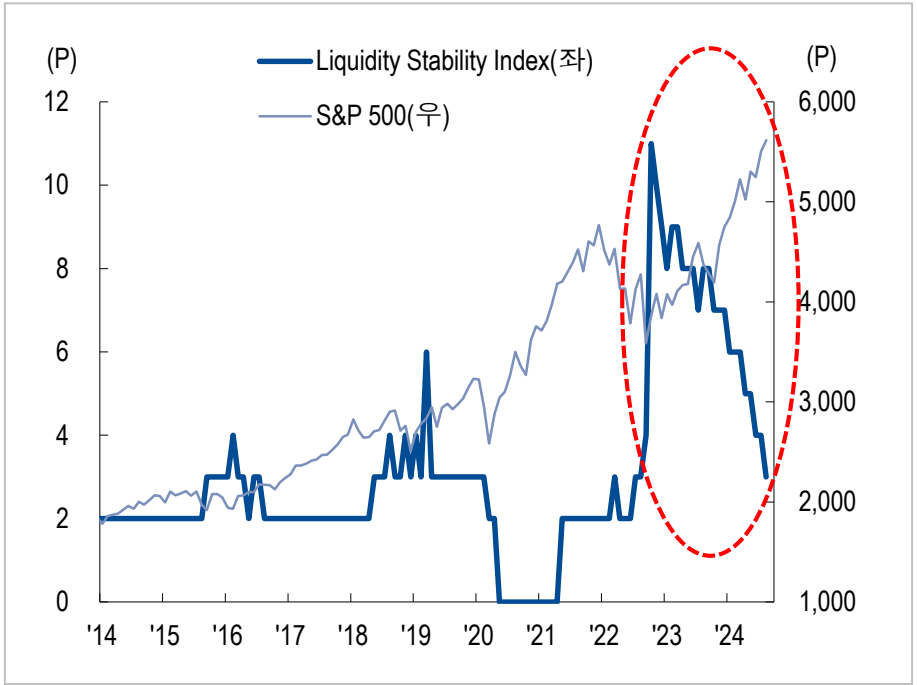


자료: NH투자증권 리서치본부

1단계 위험자산 비중 선택: 안정화 추세 지속

- 유동성 안정화 시그널 지표는 지난해 안정-지속-경계-위험 중 위험 국면 정점을 통과한 후 개선세. 장기적 관점에서 **위험자산 비중 결정 기준이 되는 해당 지표는 2023년 위험 → 경계, 2024년 경계→ 지속 단계로 레벨 안정화 진행 중**
- 유동성 시그널 지표는 투자 환경을 결정하는 지표로 경제를 구성하는 각 주체별 유동성 상황을 파악 가능. 이를 통해 금융자산 투자 환경을 가늠할 수 있어 위험자산 비중 결정에 유용. 통화량(M0, M1, M2), 국채(2년물, 10년물, 30년물), 회사채(IG, HY)의 세 가지 카테고리로 구성. 현재 통화량, 국채, 회사채 모든 카테고리 양호

유동성 안정화 시그널 지표: 추세적 안정화



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

투자 환경을 결정하는 유동성 안정화 시그널 3개 카테고리

통화량
- M0(본원통화), M1(협의의 통화), M2(광의의 통화) 3개의 팩터의 방향성, 속도, 레벨, 순서 계량화해 평가
- 현재 통화량 카테고리 시그널 방향성 유지

국채
- 미국채 2년물, 10년물, 30년물 금리의 방향성, 속도, 레벨, 순서, 스프레드 순차이동회귀분석을 통해 평가
- 현재 국채 카테고리 시그널 방향성 전환

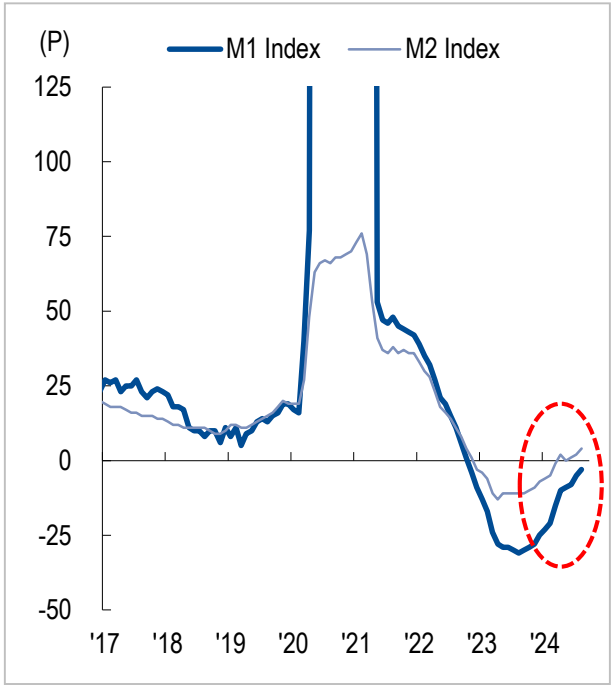
회사채
- 회사채 IG(투자적격등급), HY(투기등급)의 스프레드, 방향성, 속도, 레벨 점수화해 평가
- 현재 회사채 카테고리 시그널 방향성 전환

자료: NH투자증권 리서치본부

1단계 위험자산 비중 선택: 유동성 트위스트 가능성 매우 낮음

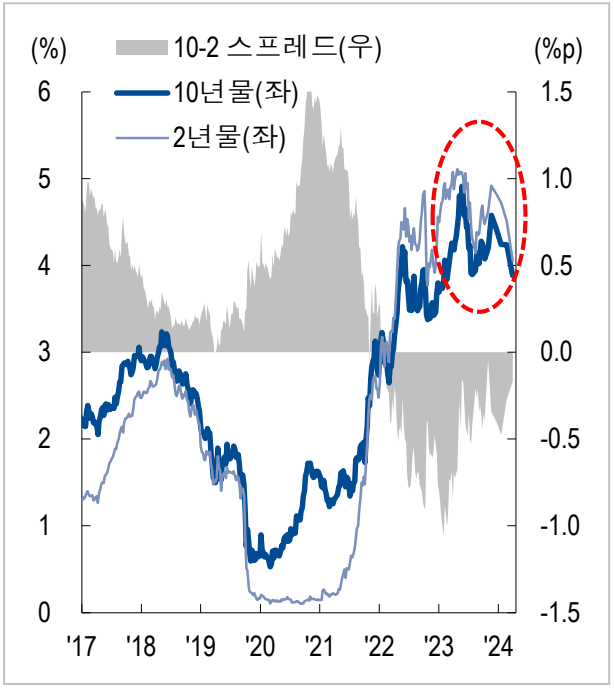
- 2023년 신용조정 테스트 무사 통과, 2024년 3분기 현재 유동성 환경 평가 모든 부분 개선되며 주식시장에 긍정적 영향
- 통화량 카테고리 M2 표준화 지표 5개월 연속 양수(+), 이는 중기적 관점에서 미국 가계 및 기업의 유동성 환경이 긍정적으로 변화했음을 의미
- 미국채 금리 레벨 다운 및 회사채 스프레드 하향 안정화로 금융시장을 둘러싼 유동성 환경은 양호한 상황

통화량 카테고리: M2 Index 5개월 연속(+)



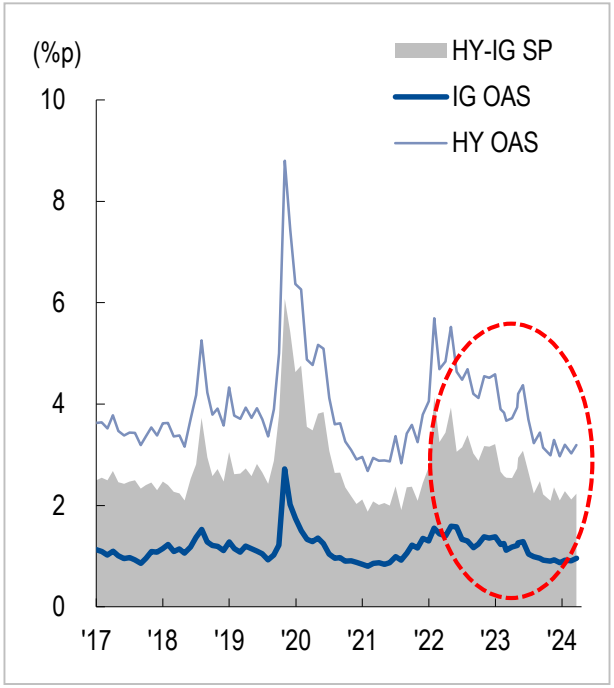
주: M1(협의의 통화), M2(광의의 통화) 12개월 이동평균 증가분의 표준화 지표 추출
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

국채 카테고리: 금리 인하 선반영



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

회사채 카테고리: 스프레드 하향 안정화

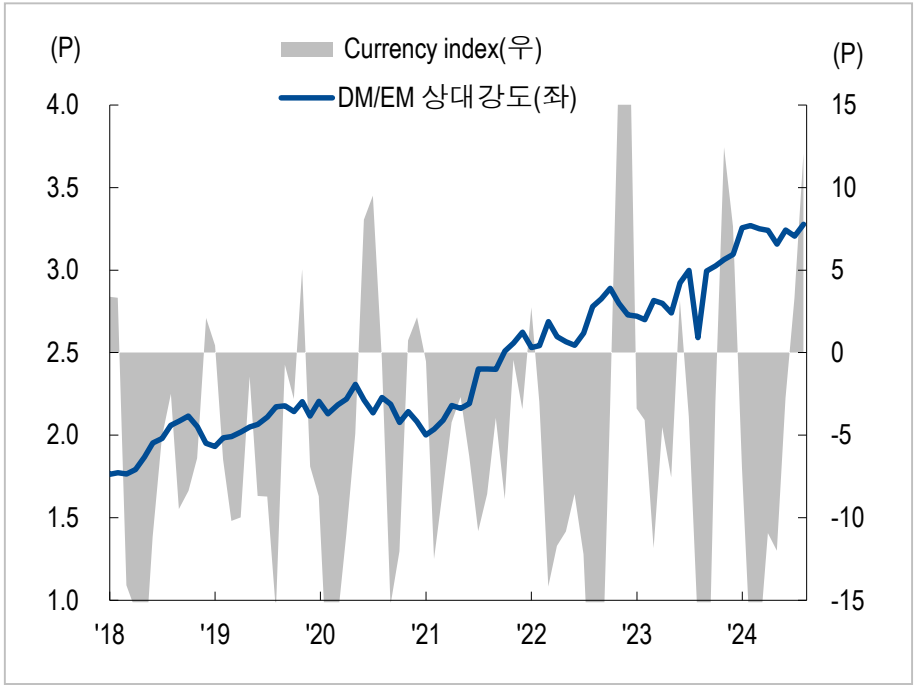


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

2단계 DM vs EM 선택: 양 지역 Neutral

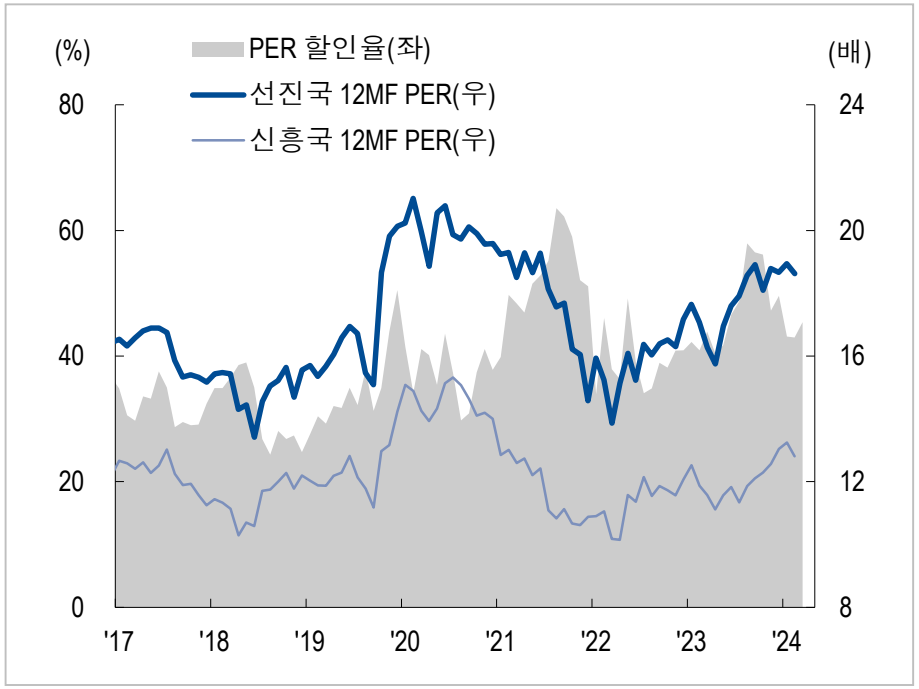
- 선진국과 신흥국 비중은 달러 인덱스의 레벨, 방향성, 속도와 양 지역 간의 상대적 밸류에이션을 점검해 결정
- 재차 확대되고 있는 양 지역 간 멀티플 스프레드, 달러 인덱스에 기반한 환율 시그널 지표를 고려할때 신흥국 주식시장의 열위 해소

환율 시그널 지표 추정: EM 열위 해소



주: 회색 음영이 음(-)의 영역이면 선진국 유리, 양(+)의 영역이면 신흥국 유리
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

DM 및 EM 밸류에이션: 양 지역 간 스프레드 확대 중



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

3단계 국가 비중 선택: 밸류에이션 메리트 제한적

- 8월 글로벌 주식시장 속락 후 빠른 회복 과정으로 주요국 밸류에이션 메리트는 제한적
- 밸류에이션 시그널 기준 선진국 내 펀더멘털 측면에서 미국 선호, 일본 트레이딩 바이, 신흥국 내 환율 및 실적 개선 관점에서 인도, 한국 선호

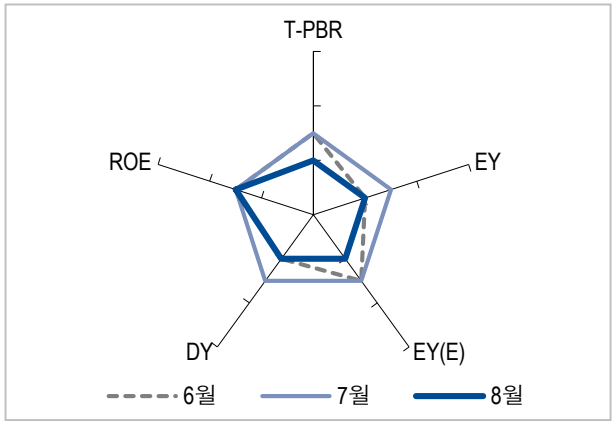
밸류에이션 시그널 지표 구성 요소

Trailing PBR	• 정의: 기업의 과거 (12개월) 순자산 확정치를 기준으로 산출한 주가순자산비율(PBR) • 함의: 장부가치 기준으로 지수 하락에 따른 수준을 평가하기 위한 지표
Earnings Yield & E/Y(E)	• 정의: 기업의 (예상)순이익을 시가총액으로 나눈 값. 주가수익비율(PER)의 역수 개념 • 함의: 지수 조정에 따른 시장의 수익 수준을 평가하기 위해 E/Y 및 E/Y(E) 사용
Dividend Yield	• 정의: 배당수익률(D/Y)이란 기업의 연간 배당금이 현재 주가에서 차지하는 비율 • 함의: 최소한의 안전마진을 투자자에게 제공하며 과매도 국면에서 지수 하방을 지지하는 역할
ROE	• 정의: 기업이 자기자본을 활용해 1년간 얼마만큼의 이익을 냈는지 보여주는 수익성 지표 • 함의: 시장의 퀄리티를 측정하기 위해 사용하며 반등 시 국가별 시기별 상대우위 평가

자료: NH투자증권 리서치본부

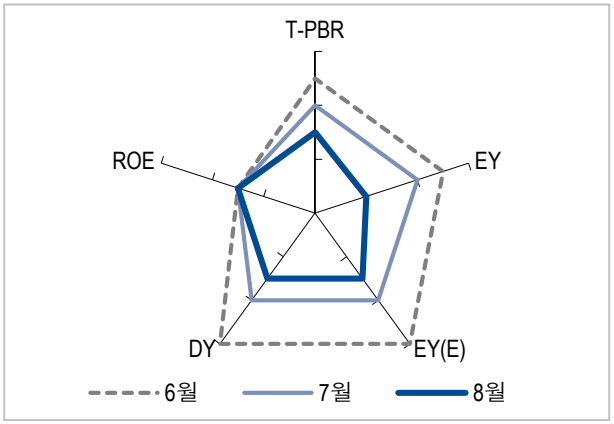
추적 국가 6개국 지수 밸류에이션 시그널 지표 비교

미국: 빠른 반등 이후 메리트 축소



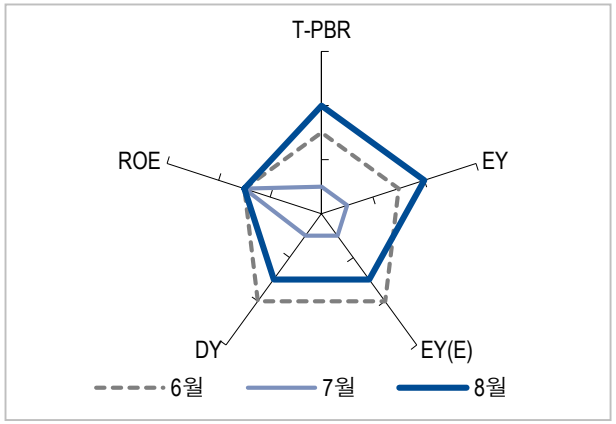
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

유럽: 3개월 연속 하향



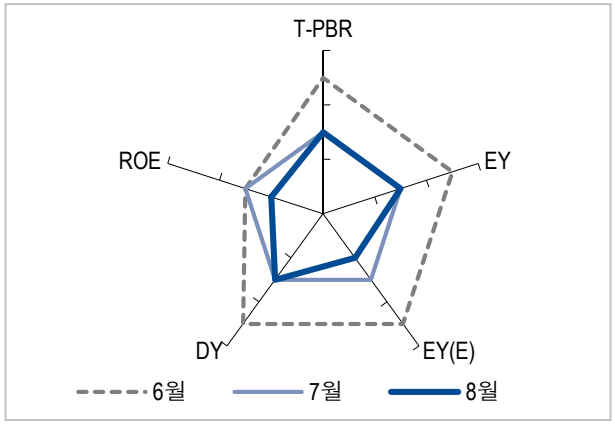
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

일본: 지수 조정 이후 항목 개선



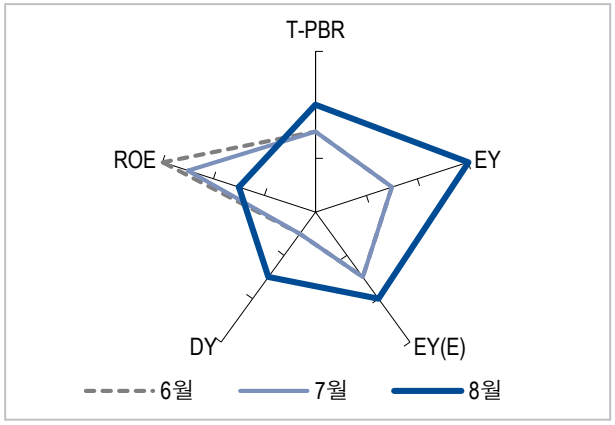
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

중국: 3개월 연속 감소



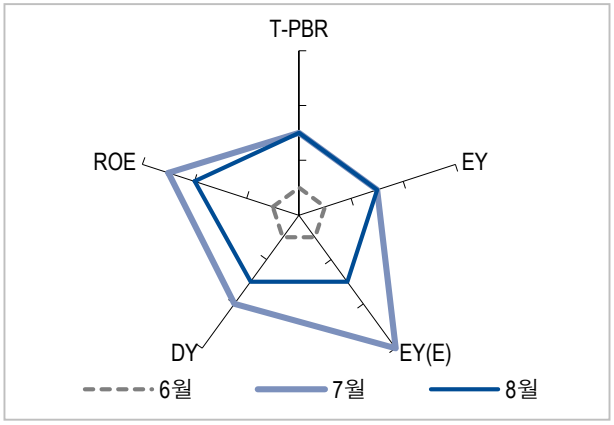
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

한국: 항목 전반적으로 개선



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

인도: 소폭 조정에도 여전히 양호한 점수



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

4단계 투자 기간 결정: 매크로 시그널 개선 속도 감속

- 5개 경제 지표의 래깅을 이용한 매크로 시그널은 투자 기간 결정에 활용
- 개선 속도 둔화 및 엇갈리는 지표 등으로 매크로 시그널 점수는 하락. 이에 따라 시장에의 단기적 대응이 필요

매크로 시그널 지표 구성 요소

실질 GDP 성장률	• 정의: 금년의 실질 GDP가 작년보다 얼마나 더 증가 혹은 감소하였는지를 나타내는 지표 • 함의: 해당 국가의 기초 체력과 경기 사이클에 따른 국면을 판단
실업률	• 정의: 경제활동인구 중 일자리가 없는 사람이 차지하는 비중 • 함의: 해당 국가의 economy dynamics 및 총수요 총생산의 방향성을 평가
소매판매	• 정의: 내구재와 비내구재를 포함한 소매업 판매량의 증감률 • 함의: 선진국 GDP 구성에서 비중이 높은 소비 항목을 평가할 수 있는 지표
산업생산	• 정의: 기업이 자기자본을 활용해 1년간 얼마만큼의 이익을 냈는지 보여주는 수익성 지표 • 함의: 시장의 퀄리티를 측정하기 위해 사용하며 반등 시 국가별 시기별 상대우위 평가
종합 PMI	• 정의: 구매관리자를 대상으로 기업의 신규주문과 생산 등이 전월 대비 어떻게 변화했는지 질문하여 측정 • 함의: 해당 국가 경기 방향성에 대한 빠른 정보를 제공하는 proxy로 사용

자료: NH투자증권 리서치본부

4단계 국가별 투자 기간 결정: 매크로 개선 속도 감속

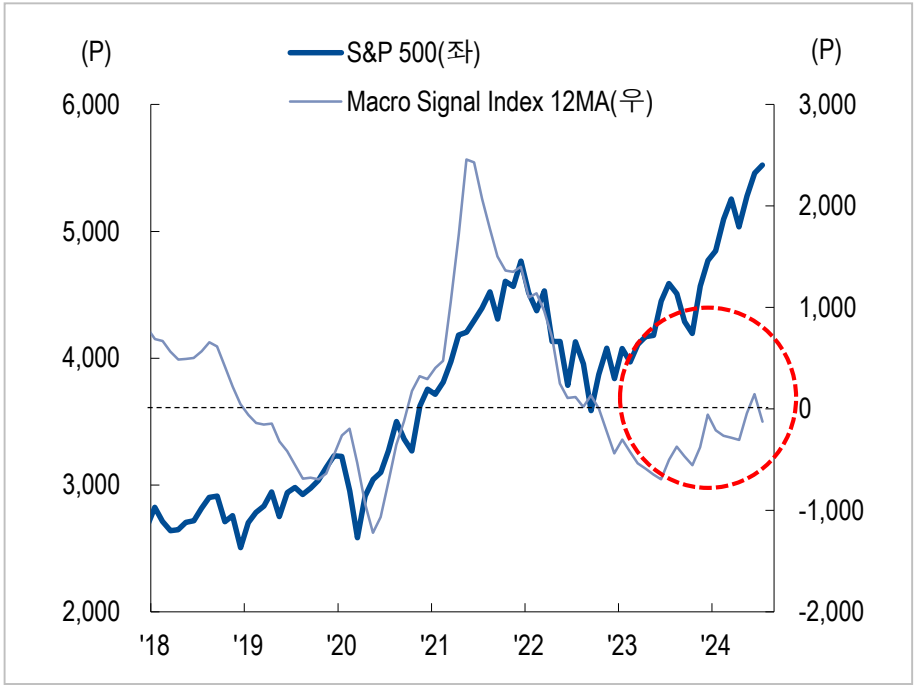
- 미국 매크로 시그널 지표의 구성 요소 점수는 모두 2023년 상반기를 통과하며 반등에 성공
- 동행지표가 엇갈리며 **매크로 시그널 지표는 개선 속도 둔화, 개선 추세는 유효하나 재차 음수(-) 전환**

미국 매크로 시그널 지표 구성 요소별 점수: 엇갈린 동행지표

Factor	Last	52W AVG	52W High	52W Low	Score
GDP(%)	3.1	2.9	3.1	2.4	★☆☆
실업률(%)	3.9	3.8	4.3	3.5	☆☆☆
소매판매(%)	2.7	2.9	5.5	0.3	★☆☆
산업생산(%)	-0.2	0.6	1.6	-1.2	☆☆☆
PMI(%)	54.1	52.3	54.8	50.2	★★☆

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

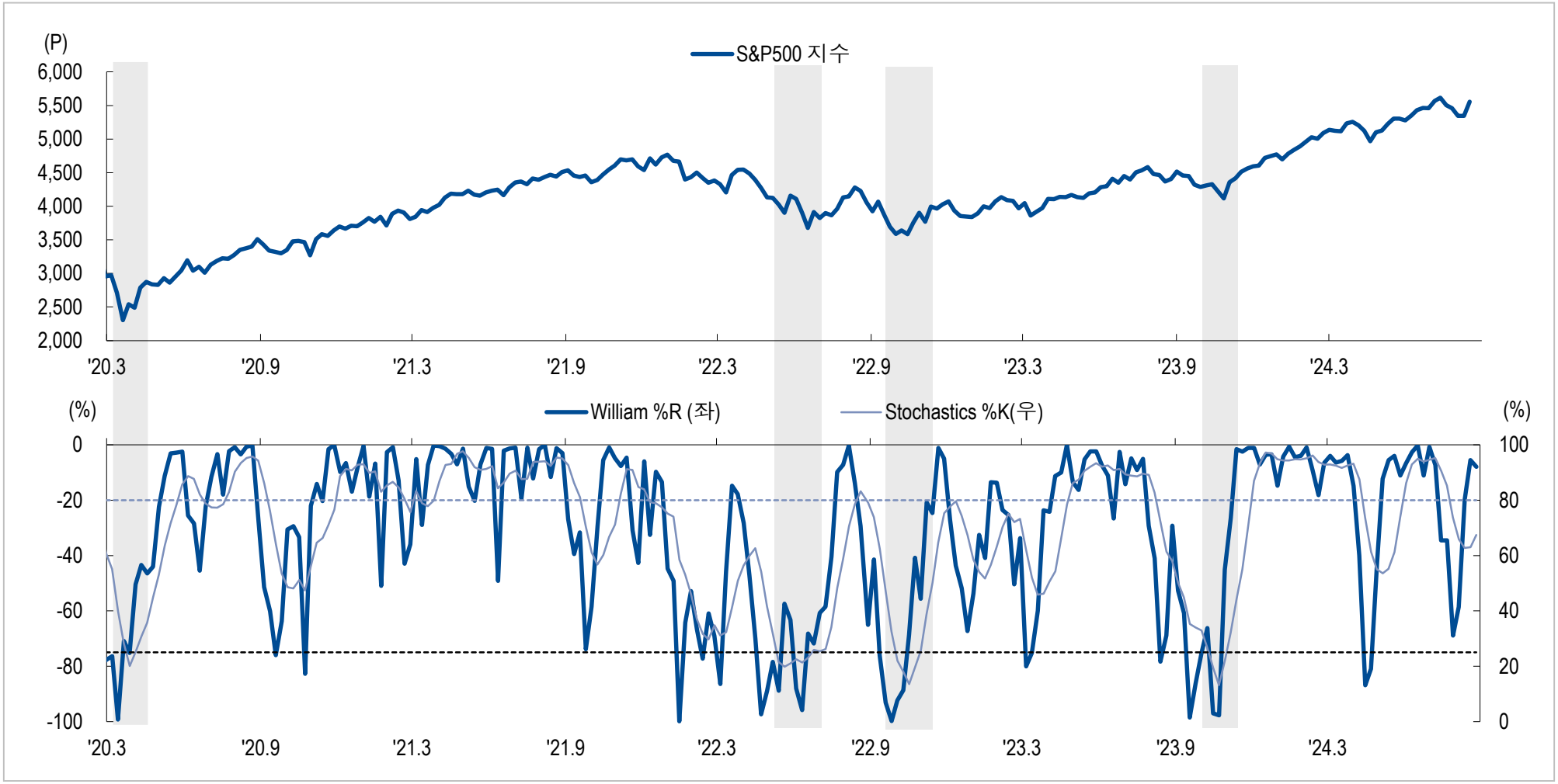
미국 매크로 시그널 지표: 매크로 시그널 개선 속도 감속



주: 점선 위에서 아래로 전환될 경우 부정적, 아래에서 위로 반등할 경우 긍정적
자료: NH투자증권 리서치본부

5단계 단기 과매도/과매수 평가: 빠른 지수 반등 이후 가격 메리트 실종

센티멘털 시그널 지표: S&P 500 조정 이후 가격 부담 국면 통과



주: 두 개의 지표가 하단의 검정색 점선 아래로 내려갈 경우 과매도 국면, 상단의 파란색 점선 위를 넘어갈 경우 과매수 국면, 회색 음영은 과매도 국면 표기
자료: NH투자증권 리서치본부

- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.