두 개의 기둥, 투자와 실적의 선순환

IV. 글로벌 Top-Down 5단계 모델: 밸류에이션 부담 해소 중

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

지난 한 달간 부담 해소

- 연초 주식시장의 가파른 상승세가 진정되고, 실적 추정치 개선에 따라 투자자들의 부담 완화
- 4월 본격적인 2024년 실적 시즌이 시작됨에 따라 펀더멘털 개선과 함께 밸류에이션 부담은 추가적으로 해소될 전망

4월 정량적 모델의 함의

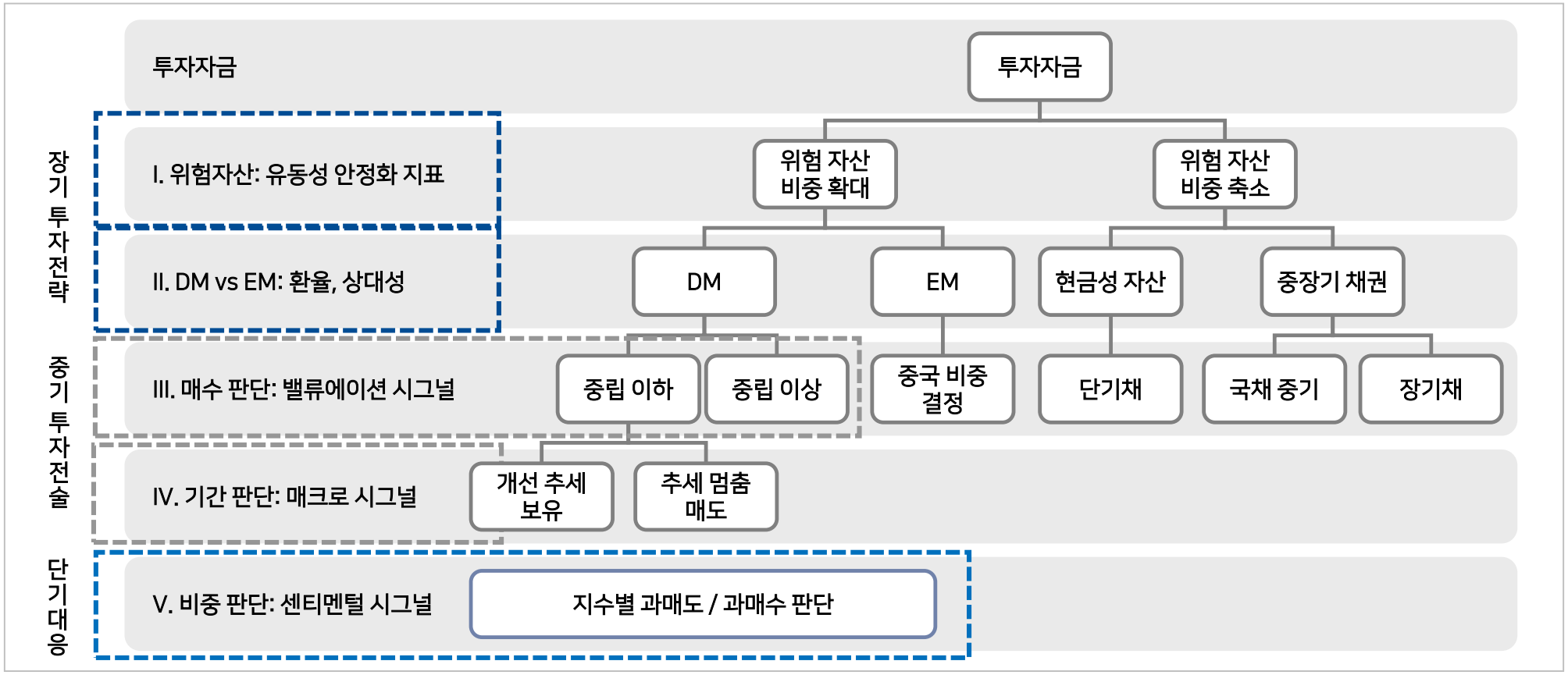
장기적 관점: 위험자산 선호	• '23년부터 이어진 장기 투자전략(SAA)을 결정하는 유동성 안정화 지표 개선 긍정적 • 다만 미국채 금리 레벨 강보합 국면에 진입하며 완화 속도는 더뎌질 것
DM vs EM: 선진국 우위	• 현재 수준의 달러 인덱스 레벨이 유지되고 연초 이후 변동성 유지 시 선진국 선호 • 양 지역 간의 12개월 선행 밸류에이션 스프레드 수준을 고려하면 선진국 우위
밸류에이션 시그널: 국가별 차별화	• 국가별 펀더멘털 개선세 속도 및 지수 상승 수준에 따른 차별화 발생 • 선진국은 미국, 일본, 유럽 순, 신흥국은 한국, 인도, 중국 순으로 밸류에이션 메리트 긍정적

자료: NH투자증권 리서치본부

밸류에이션 부담이 완화된 국가에 주목

- 중기 투자전술을 결정짓는 밸류에이션 시그널 지표 관점에서 일부 국가는 고평가 국면에서 완화 국면 진입
- 이에 따라 **4월 펀더멘털 개선 기대, 밸류에이션 부담 완화 중인 선진국 중 미국, 신흥국 중 한국 선호**

NH 글로벌 Top-down 5단계 모델 구조

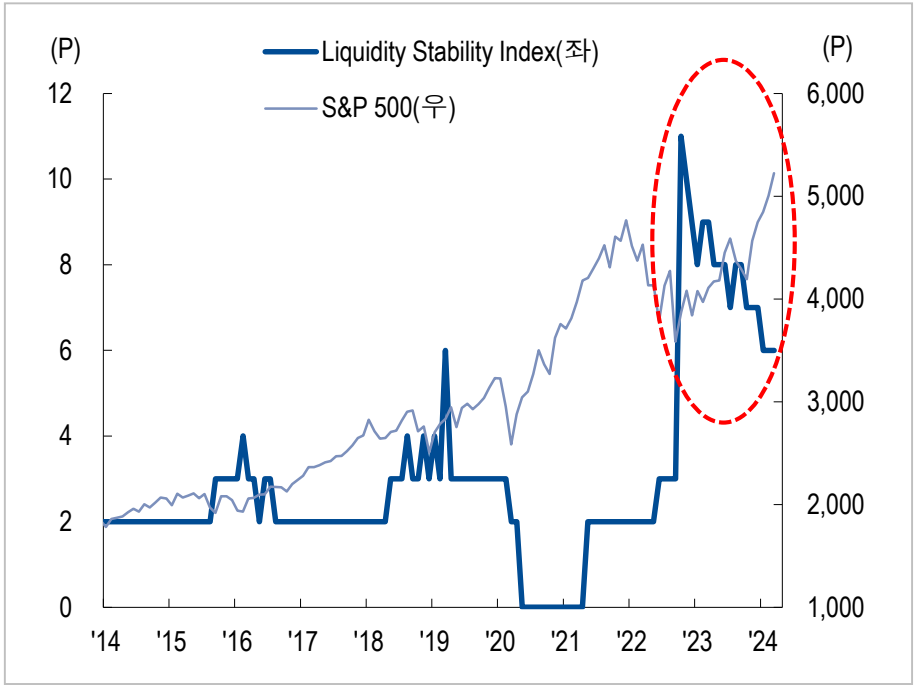


자료: NH투자증권 리서치본부

1단계 위험자산 비중 선택: 개선 지속, 속도는 느려질 전망

- 유동성 안정화 시그널 지표는 지난해 안정-지속-경계-위험 중 위험 국면 정점을 통과한 후 개선세. 장기적 관점에서 **위험자산 비중을 선택하는 해당 지표는 2024년 경계 → 지속 단계로 안정화될 것**
- 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 모든 카테고리 긍정적 방향 유지

유동성 안정화 시그널 지표: '23년 이후 긍정적 방향 유지



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

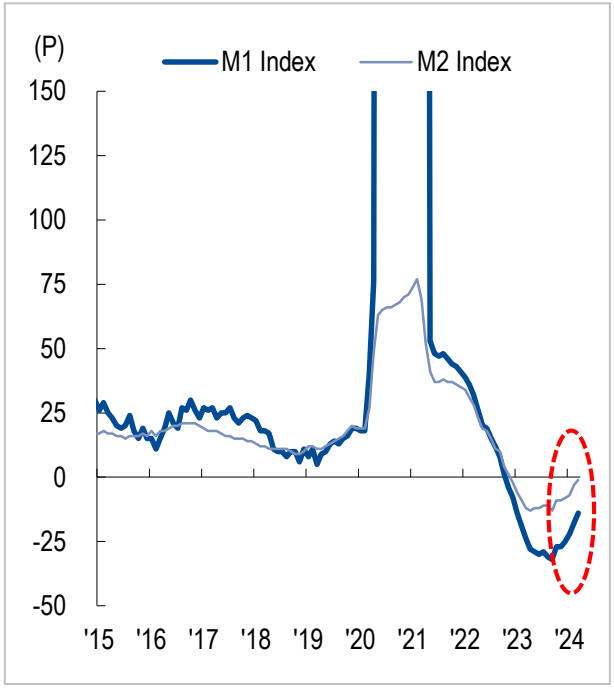
회사채
- 회사채 IG(투자적격등급), HY(투기등급)의 스프레드, 방향성, 속도, 레벨 점수화해 평가
- 현재 회사채 카테고리 시그널 방향성 전환

자료: NH투자증권 리서치본부

1단계 위험자산 비중 선택: 일부 항목 감속

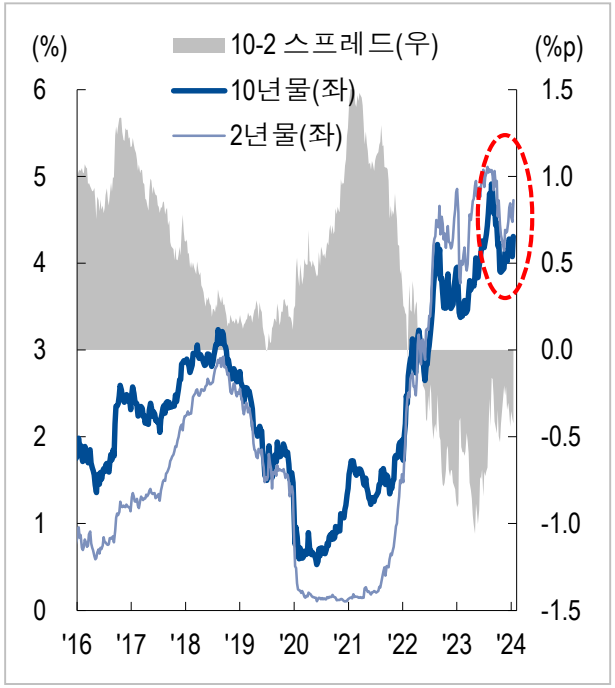
- 2023년 신용조정과정에서 발생하는 유동성 트위스트 무사 통과, 2024년 유동성 환경 평가 모든 부분 개선되며 주식시장에 긍정적 영향
- 통화량은 조정 국면 일단락, 회사채는 레벨 하향 이후 안정적이나 미국채 금리의 레벨 보합으로 유동성 안정화 지표 개선 속도는 느려질 수 있는 상황

통화량 카테고리: 완연한 개선



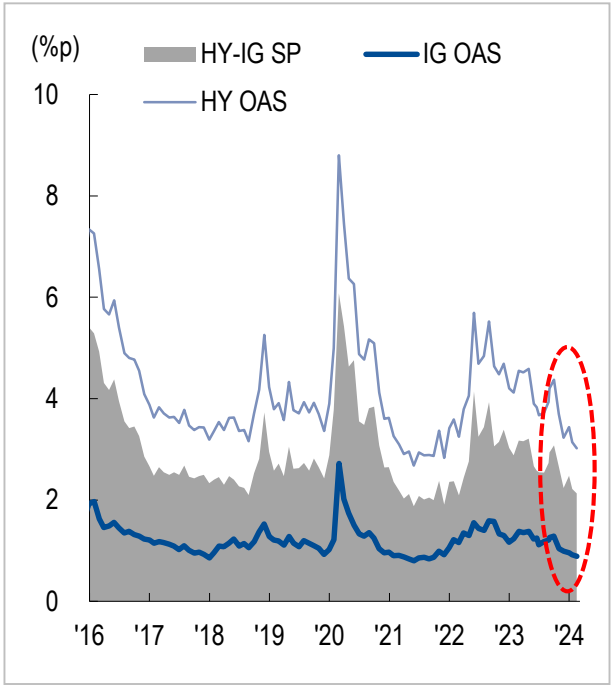
주: M1(협의의통화), M2(광의의 통화) 12개월 이동평균 증가분의 표준화 지표 추출
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

국채 카테고리: 레벨 보합



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

회사채 카테고리: 레벨 하향 후 안정화

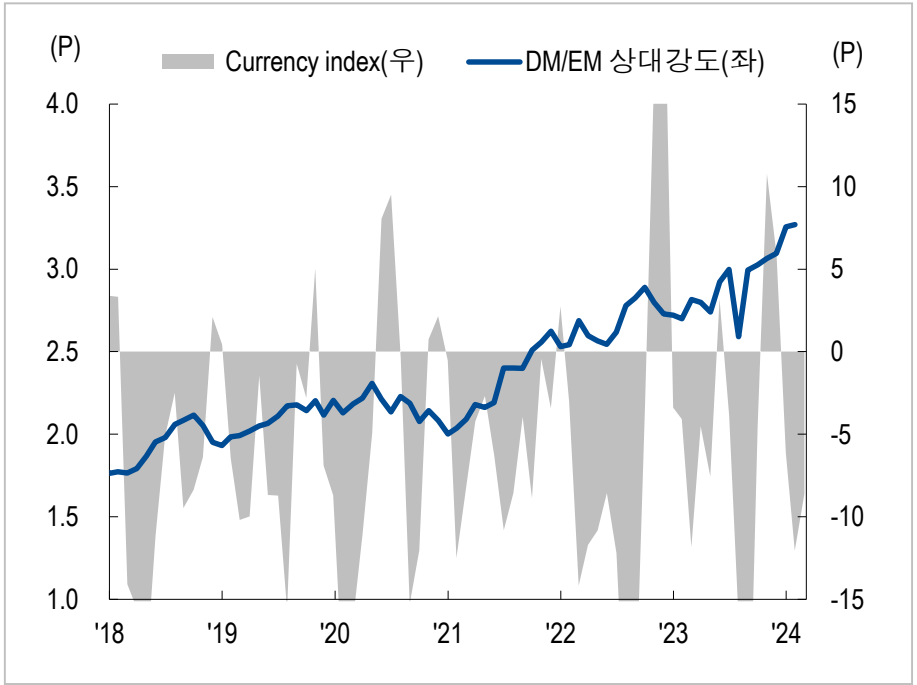


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

2단계 DM vs EM 선택: 종합적으로 DM slightly O/W

- 선진국과 신흥국 비중 결정은 달러 인덱스의 레벨, 방향성, 속도와 양 지역 간의 상대적 밸류에이션을 점검해 결정
- 달러 인덱스 변동성 축소 및 멀티플 확장 궤적에서 선진국 우위는 지속, 신흥국의 상대적 열위 개선에는 다소 시간이 걸릴 것

환율 시그널 지표 추정: DM 상대적 우위



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

밸류에이션 멀티플 확장 국면: 위험자산 선호

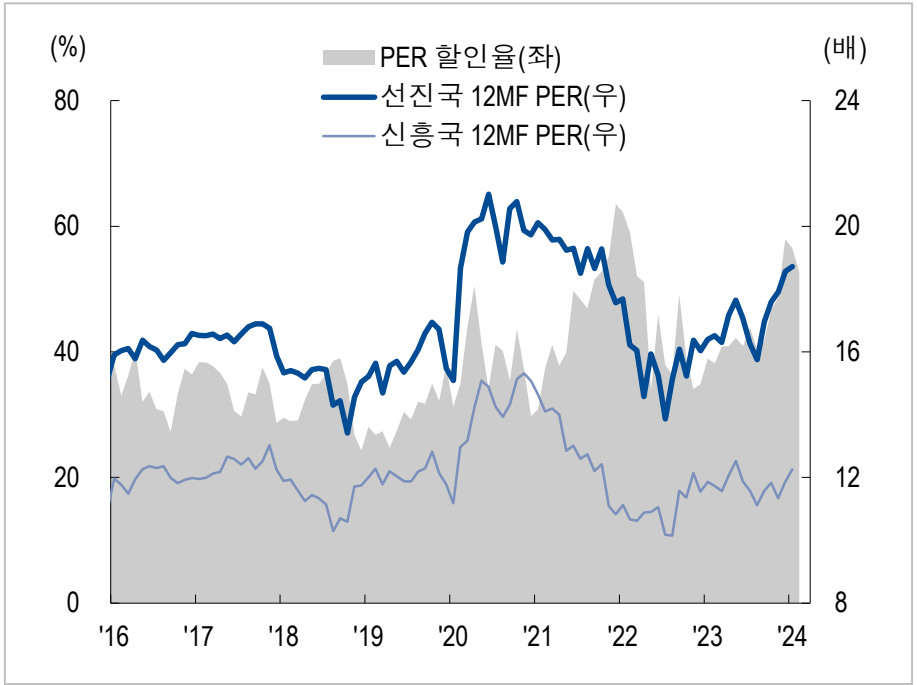
	밸류에이션 멀티플 확장	밸류에이션 멀티플 축소
	위험자산 선호	위험자산 회피
PER 스프레드 확대	신흥 시장 유리	선진 시장 유리
PER 스프레드 축소	선진 시장 유리	선진 시장 유리

자료: NH투자증권 리서치본부

2단계 DM vs EM 선택: 상대적 할인율 축소되며 EM 열위 완화

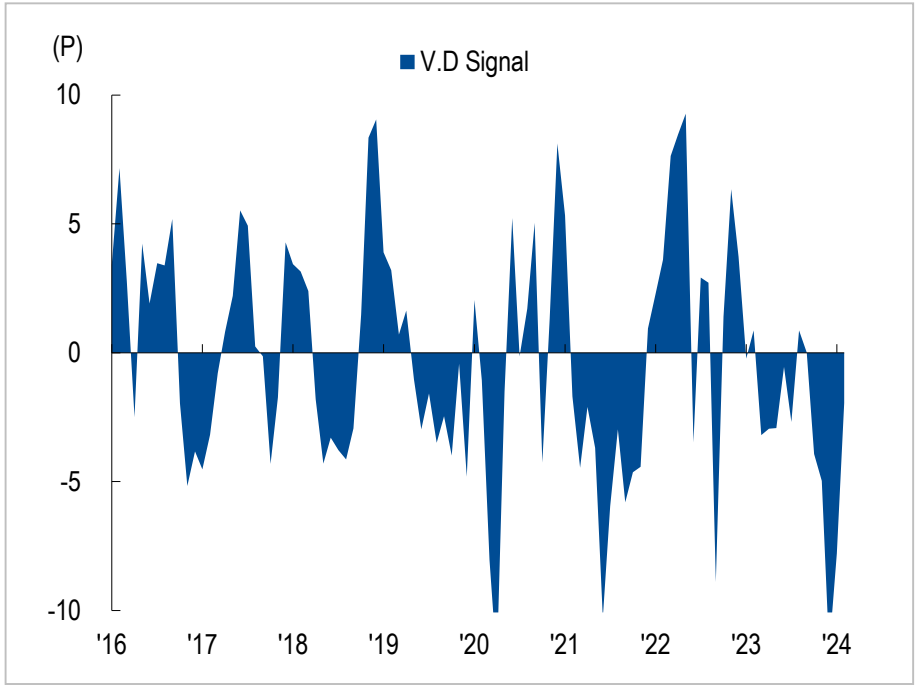
- 밸류에이션 멀티플 확장 과정에서 선진국과 신흥국 간의 밸류에이션 할인율 확대. 추세를 제거하고 사이클만 남긴 밸류에이션 디스카운트 시그널 모델에서 EM의 상대적 열위 완화
- 신흥국 지수에서 비중이 가장 큰 중국의 바닥 점검, EM 주요국 점진적인 펀더멘털 개선 등이 긍정적 영향

DM 및 EM 밸류에이션: 상대적 할인율 확대



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

밸류에이션 디스카운트 시그널: EM 열위 완화



주: 선진국과 신흥국의 밸류에이션 디스카운트를 모델링화 한 것으로 음(-)의 영역 시 선진국 우위
자료: NH투자증권 리서치본부

3단계 국가 비중 선택: 밸류에이션 시그널 국가별 차별화

- 밸류에이션 시그널 관점에서 추적 선진국 3개국 중 미국, 일본, 유럽 순으로 선호
- 동일한 관점에서 추적 신흥국 3개국 중 한국, 인도, 중국 순으로 선호

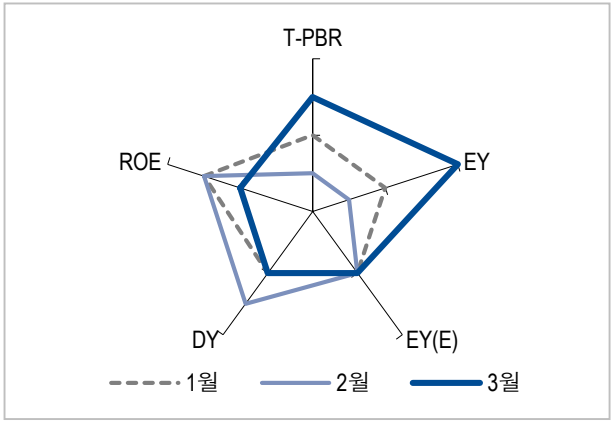
밸류에이션 시그널 지표 구성 요소

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

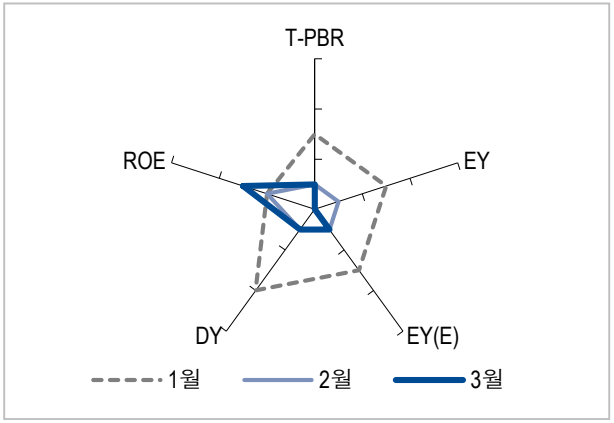
추적 국가 6개국 지수 밸류에이션 시그널 지표 비교

미국: 실적 및 PBR 항목 개선



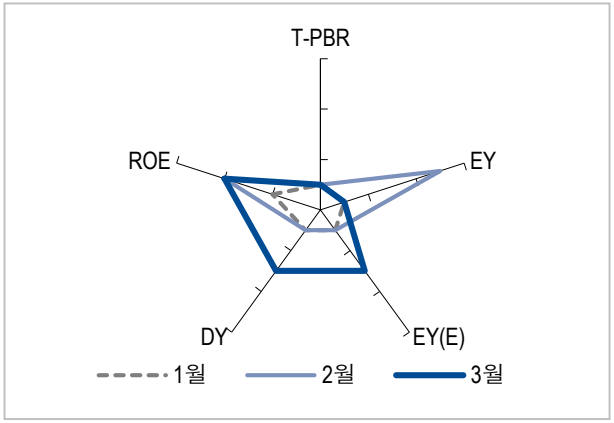
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

유럽: 상승에 대한 부담



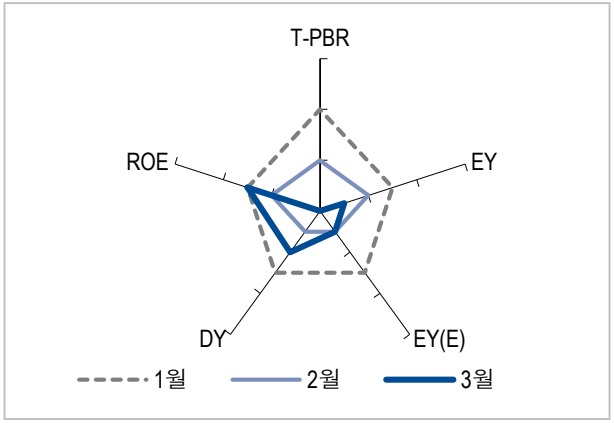
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

일본: 실적 추정치 및 배당 항목 개선



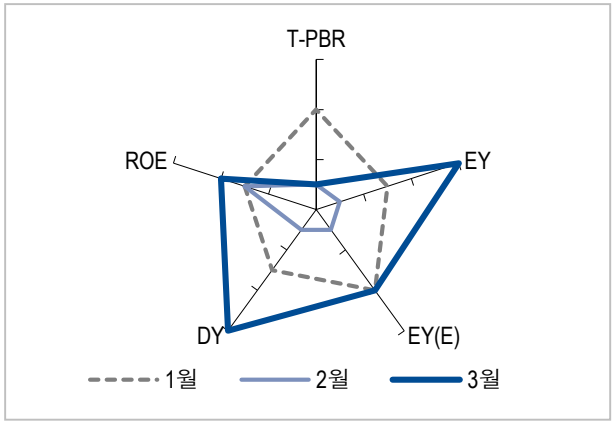
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

중국: ROE, 배당 항목 유지



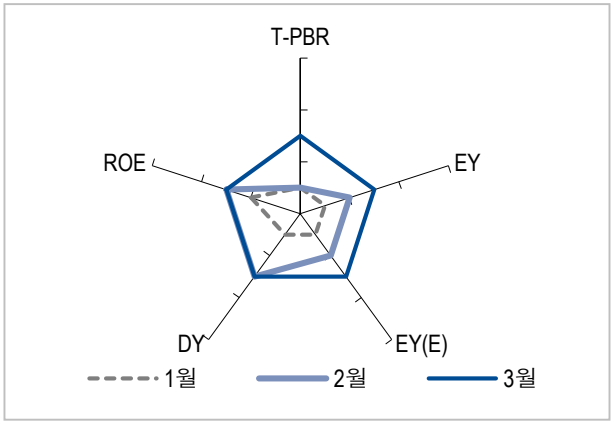
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

한국: 기간 조정을 거치며 전반적 개선



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

인도: 양호한 밸런스



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

4단계 투자 기간 결정: 매크로 시그널 양호, 속도는 감속

- 5개 경제 지표의 래깅을 이용한 매크로 시그널은 투자 기간을 결정하는데 활용
- 방향성 개선은 유효하나 동행지표의 부진이 이어지며 개선 속도는 느려진 상황

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 반등시 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 시그널 개선 속도 감속

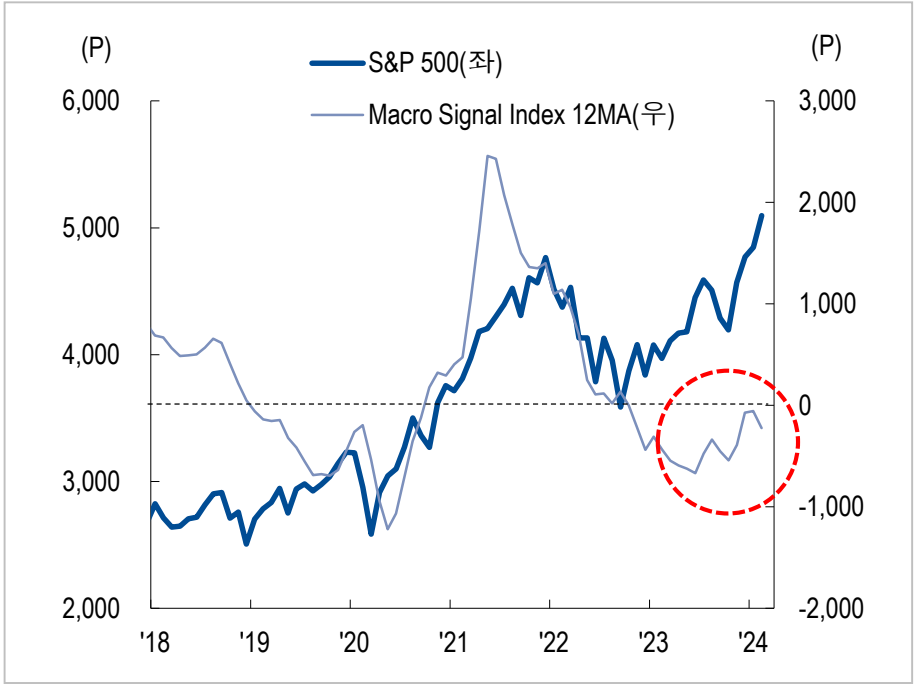
- 미국 매크로 시그널 지표의 구성 요소 점수는 모두 2023년 상반기를 통과하며 반등에 성공. 미국 매크로 시그널 지표의 추세 개선 지속 기대
- 2024년 상반기 경기동행지표 바닥 확인 구간이 이어지며 개선 속도는 전반적으로 감속. 다만 날씨 등에 의한 계절적 요인이 컸기에 개선 지속 전망

미국 매크로 시그널 지표 구성 요소별 점수: 동행지표 부진

Factor	Last	52W AVG	52W High	52W Low	Score
GDP(%)	3.1	2.6	3.1	1.8	★★☆
실업률(%)	3.9	3.7	3.9	3.4	★☆☆
소매판매(%)	0.6	2.6	5.6	0.6	★☆☆
산업생산(%)	0.1	0.0	1.0	-1.0	☆☆☆
PMI(%)	52.5	51.9	54.3	50.2	★★☆

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

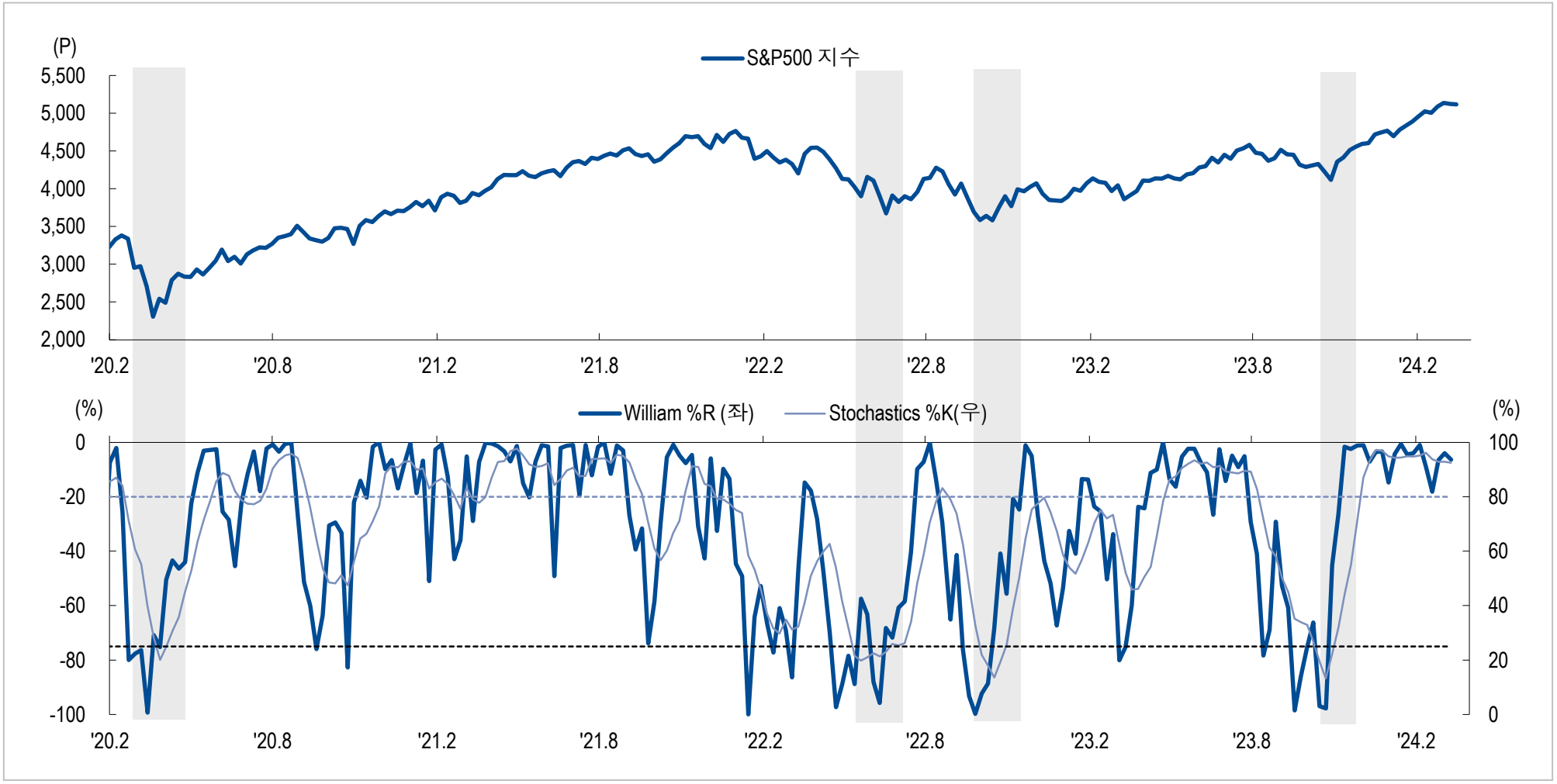
미국 매크로 시그널 지표: 개선 추세 유지



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

5단계 단기 과매도/과매수 평가: 추세 상승 국면에서는 가격 메리트 제한적

센티멘털 시그널 지표: S&P 500 지수 추세 상승 국면 진입에 따라 가격 메리트 제한적



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 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.