

**미 경기지표의 숨은 그림 찾기와 대응 전략**

2023/ 2/ 7

**Strategist**

**곽병열**

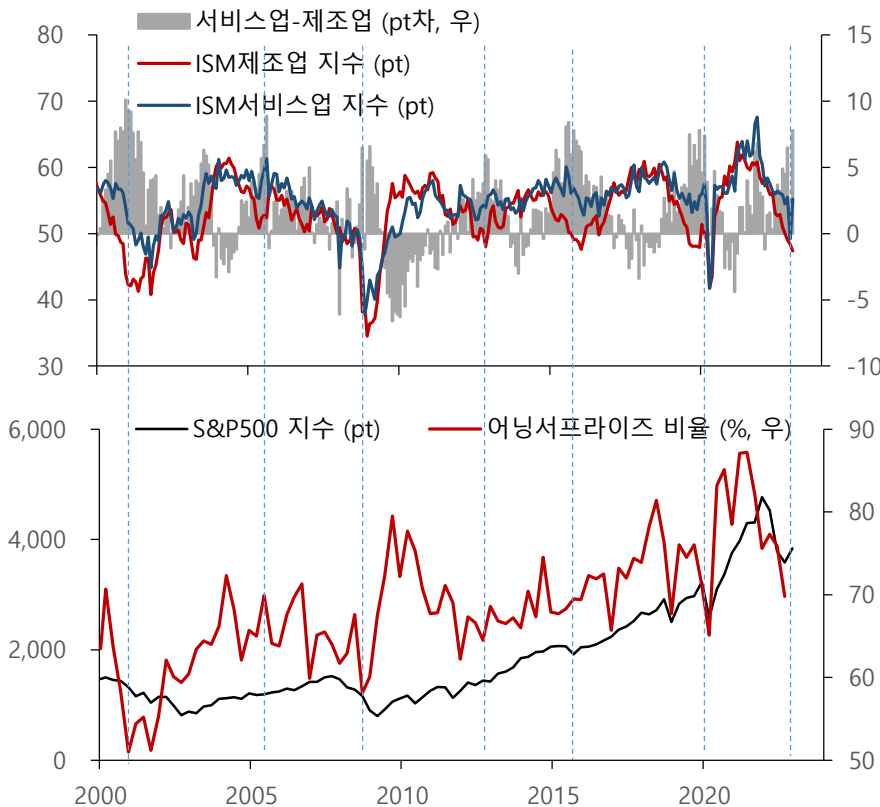
(2009-7148)

brkwak@leading.co.kr

**■ 경기연착륙 시도에도 변동성 장세는 통과해야**

2 월 FOMC 의 25bp 기준금리 인상과 기존 매파적 스탠스의 완화로 인해 1 월부터 최근까지 안도랠리가 이어졌으나, 당초 예상(18.8 만명 증가)을 크게 웃돈 1 월 비농가신규고용 51.7 만명 증가로 인해 통화정책 불확실성이 제기되며 조정흐름을 나타냄. 또한 1 월 ISM 서비스업 지수도 큰 폭으로 개선(발표치 55.2, 예상치 50.6) 되면서 ISM PMI 상 서비스업과 제조업 간의 간극은 역사적 고점 수준까지 확대됨

<그림 1> ISM 서비스업-제조업 간극과 어닝서프라이즈 비율



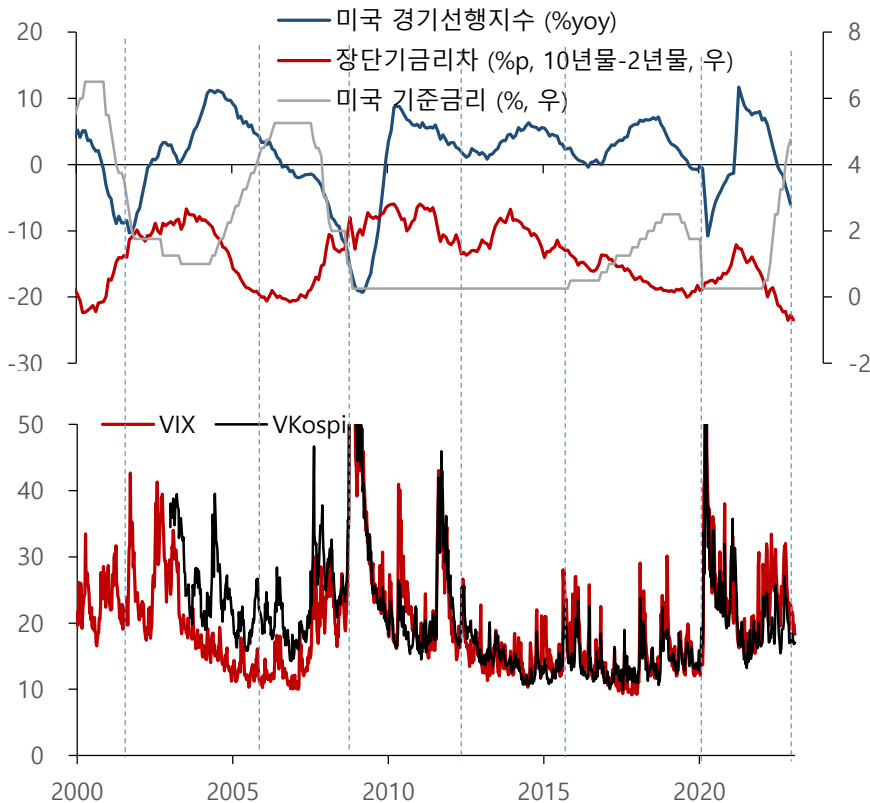
자료: Bloomberg, 리딩투자증권

물론 이러한 미국 서비스업과 제조업 간의 간극 확대는 제조업 대비 서비스업의 선행적인 회복세를 나타내는 것으로서 급격한 경기침체 확률은 점차 낮아질 것을 방증하는 것이기도 함. 2000 년 이후 역사적 고점수준의 간극 도달 전후에서 ISM 제조업 지수의 바닥권이 형성되었고, S&P500 기업의 어닝서프라이즈 비율도 최악국면에서 점차 회복하면서 이후 중기적으로 증시 저점을 높여갔던 것으로 확인됨

다만 해당 국면은 경기선행지수 악화세가 지속 중인 시기이며, 고금리로 인한 이자비용 부담까지 중첩되는 경우 변동성 장세를 통과하는 것으로 나타났음. 동 시기는 금리인상 후반부나 금리인하 전반부에 해당되며 2010 년 이후에는 장단기금리차(국채 10 년물-2 년물)의 축소 국면의 영향으로 변동성 지표들은 중단기 상승 시도가 관찰됨

즉 서비스업과 제조업 간의 간극 확대는 경기침체 확률을 점차 낮추는 시그널이기는 하나, 여전히 경기위축과 물가안정 간의 균형점을 찾아가야 하는 통화정책 불확실성이 내재된 변동성 장세를 통과하는 국면이며, 기업실적 측면에서도 각종 변수의 추정 오류가 커져서 어닝쇼크도 빈번할 수 있는 시기임

<그림 2> 서비스업-제조업 간극 확대기에는 변동성 장세를 통과하는 경향

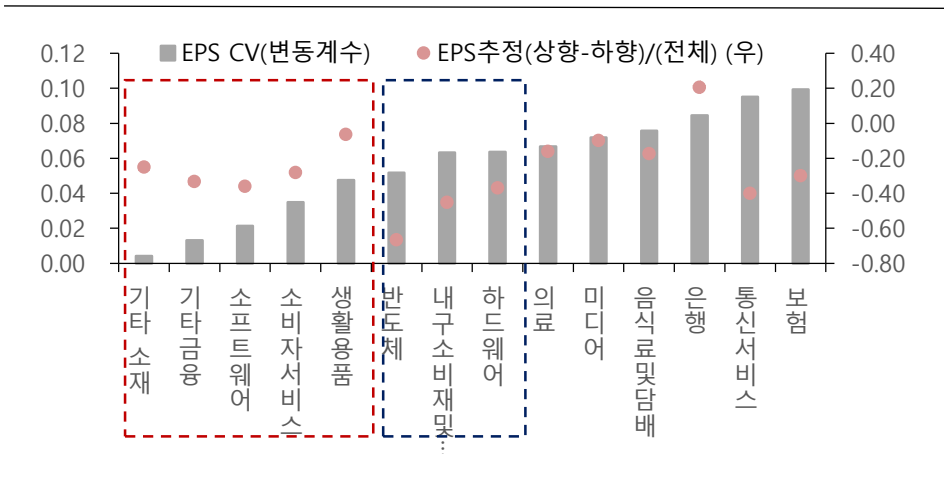


자료: Bloomberg, 리딩투자증권

따라서 전문가들의 추정 오류가 제한적인 업종과 종목은 변동성 장세에서 상대적으로 유리할 것으로 판단함. 국내증시의 업종별 12개월 예상 EPS의 변동계수(CV: coefficient of variation)을 살펴본 결과, <그림 3>과 같이 상대적으로 낮은 것으로 나타났는데 이는 지난 3개월간 이익 추정의 변동성이 낮은 업종으로 볼 수 있음. 4분기 실적발표를 계기로 선제적인 감익 조정이 마무리되고 휴지기에 진입한 것으로 해석함

변동성 장세에서 상대적으로 이익 추정의 오류가 줄어들고, 이익방향 상 바닥권 통과 가능성이 커진 점은 주가흐름에도 긍정적일 것으로 판단함

<그림 3> 이익추정의 변동성이 낮아진 업종군에 주목



자료: Dataguide, 리딩투자증권

주: IFRS 연결 재무제표 기준으로 3개월 이내 발표된 증권사별 최근 EPS 추정치 평균값의 Coefficient of Variation. CV = 12M Forward EPS 표준편차 / 12M Forward EPS

최근 실적 IR을 통한 가이드런스 제시를 통해 수익 및 자산가치를 포괄하여 반영시킨 적정(목표) 주가의 변동계수가 충분히 낮거나, 적정주가 수정비율이 최악을 지나 소폭 회복을 시도하는 종목군을 변동성 장세에서 대안으로 주목함. 이러한 종목군은 적정주가에 대한 충분한 하향조정 이후 점차적인 회복 가능성을 암시한다는 점에서 변동성 장세에 유리할 것으로 파악함

<그림 4> 적정주가 변동계수 낮고, 적정주가 수정비율 개선 중인 시가총액 상위  
종목군

종목명	적정주가 CV	적정주가 (상향-하향)/(전체)	적정주가 (3개월 변화율)(%)
KT&G	0.029356	0.25	6.43
삼성바이오로직스	0.049021	0.04	0.55
SK하이닉스	0.052614	0.10	-6.31
LG전자	0.053028	0.25	5.13
현대차	0.055731	0.21	-1.24
신한지주	0.056442	0.43	6.70
KB금융	0.056499	0.46	4.63
LG화학	0.057165	0.06	4.76
삼성생명	0.062920	0.27	1.54
현대모비스	0.062951	-0.12	0.11
우리금융지주	0.064998	0.23	0.51
삼성전자	0.065488	0.10	1.81
KT	0.065512	-0.13	-1.41
삼성화재	0.070566	0.00	1.01
NAVER	0.071232	0.00	-9.71
삼성전기	0.073647	0.27	6.20
S-Oil	0.075975	0.00	-2.35
셀트리온	0.076679	0.21	-5.01
POSCO홀딩스	0.077772	0.14	14.16
대한항공	0.078109	-0.21	-7.35

자료: Dataguide, 리딩투자증권

주: 3개월 이내 발표된 증권사별 최근 적정주가 추정치의 Coefficient of Variation

적정주가 표준편차/적정주가

3개월 이내 발표된 증권사별 최근 적정주가의 Revision Ratio(적정주가 수정비율)임

## ■ 결 론

▷ ISM 서비스업 급등으로 제조업 지수와의 간극 역사적 고점 수준

- 1) 제조업 대비 서비스업의 선행적인 회복세를 나타내는 것으로서 급격한 경기침체 확률 완화
- 2) 어닝서프라이즈 비율도 최악 이후 점차 회복하면서 이후 중기적으로 증시 저점을 높여갔음
- 3) 다만 경기둔화 우려 및 이자비용 부담으로 변동성 장세 동반함

▷ 이익추정의 변동성 완화 상 유리한 업종군: 기타금융, 소프트웨어, 소비자서비스, 생활용품

▷ 적정주가 변동계수가 낮고, 적정주가 수정비율 상 바닥통과 중인 종목군에 주목 (그림 4 참조)

### ▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- 본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.
- 본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.