

Quant Comment



신현용 Quant/ETF
hyunyong.shin@yuantakorea.com

밸런스 게임: 물가 vs 경기

시장의 물가와 경기 사이 밸런스 게임

9/17일 FOMC 통화정책회의를 앞두고 지난 2주간 발표된 경기 및 물가지표에 따라 금리 인하 확률은 등락을 거듭하고 있다. 8/1일 발표된 7월 미국 비농업부분 신규 고용은 7만 3,000명으로 예측치(10만 6,000명)를 하회했을 뿐만 아니라 이전 5월, 6월 수치가 대폭 하향 조정되며 경기 우려를 점화, 금리 인하 확률은 약 90% 수준까지 상승하였다(Bloomberg 제공 Fed Funds Rate 선물 내재금리 기반 금리 인상/인하 확률 기준). 이후 예측치를 하회하는 소비자물가지표 발표가 이어지며 경기 둔화, 물가 안정 시나리오가 완성되는 흐름이 나타나며 9월 FOMC 금리 인하 확률은 추가적인 상승을 기록하였다.

다만, 지난주 발표된 생산자물가지수가 예측치를 크게 상회하며 물가 불안을 재차 야기하였다. 이에 따라, 90% 수준에 머무르던 금리 인하 확률은 8/18일 기준 84.5%까지 하락한 상황이다. 시장의 물가와 경기 사이의 저울질은 계속되고 있으며, 8/22일 예정된 잭슨홀 미팅에 서확인될 파월 연준 의장의 발언에 관심이 더욱 집중되고 있는 상황이다.

시장의 금리 인상/인하 전망치는 얼마나 신뢰할 수 있을까

앞서 언급했듯 9월 FOMC를 한 달 앞둔 시점 -25bp 금리 인하 확률은 약 84.5% 수준으로 시장은 여전히 물가 부담보다 경기 둔화에 초점을 두고 있다. 그렇다면 시장의 금리 인상/인하 전망치는 얼마나 신뢰할 수 있을까? '16년부터 지난 '25년 7월까지 FOMC 통화정책회의를 대상으로, 회의 직전 형성된 시장의 컨센서스와 실제 정책금리 결정을 분석하였다. 결론적으로, 과거 76차례에 걸쳐 진행된 통화정책회의에서 최종적으로 형성된 시장의 전망치와 실제 금리결정 사이의 괴리가 나타난 케이스는 확인되지 않았다.

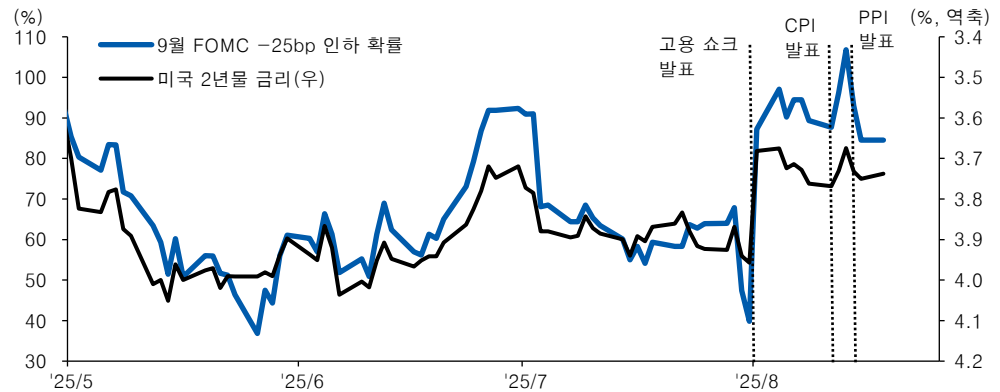
추가적으로, FOMC 한 달 전 형성된 시장 컨센서스 추이를 분석하였다. 회의 한 달 전 전망치와 직전 전망치 사이의 유의미한 차이(+/- 50% 이상)가 나타난 케이스는 '17년 3월, '19년 10월, '22년 6월 등으로 총 3번이다. 그 중 '17년과 '19년 케이스는 각 25bp 인하/인상 확률 40% 수준에서 100%에 근접한 수준까지 상승하였다. 또한, '22년의 케이스의 경우 +50bp에서 +75bp 인상으로 금리인상 폭이 확대되었다. 결국 한 달간 금리 전망치 방향의 반전이 나타난 케이스는 확인되지 않았으며 방향성에 대한 의견이 더욱 명확해지는 모습이 확인된다. 종합해보면 FOMC 통화정책회의를 1개월 앞둔 시점 형성된 금리 전망치의 방향성은 점차 공고해지는 경향이 나타난다. 이렇게 형성된 최종 전망치는 실제 통화정책 결정과 부합하는 것으로 확인된다. 결국 현재 형성된 -25bp 인하 확률(+84.5%)은 더욱 명확해질 것으로 예상되며 9월 FOMC 금리 인하가 단행될 가능성을 높게 평가한다.

금리 인하국면 스타일 전략

9월 FOMC까지 -25bp 금리 인하에 대한 가시성이 확보되며 시장금리의 점진적 하락이 예상된다. '16년 이후 시장금리 하락국면 스타일 성과를 분석하기 위해 한국 3년물 금리 YoY 변동률이 마이너스(-)를 기록하며 하락하는 국면을 하락국면으로 정의하였다. 금리 하락국면 스타일별 KOSPI 대비 월평균 초과수익률 분석 결과 **퀄리티(+1.12%), 유동성(+1.02%), 성장(+0.93%) 스타일이 상위**에 위치하였다. 각 스타일의 세부기준별 스코어 상위 종목군의 성과를 분석해본 결과 **퀄리티 스타일은 TTM 기준 자기 자본이익률(ROE) 상위** 종목군이 가장 높은 초과수익률(+1.06%)과 Hit Ratio(+70.6%)를 기록하였다. 유동성 스타일은 60거래일 거래대금 상위(+0.86%), 성장 스타일은 3년 평균대비 FY1 매출액 성장 상위(+1.16%) 종목군이 가장 높은 초과수익률을 기록하였다.

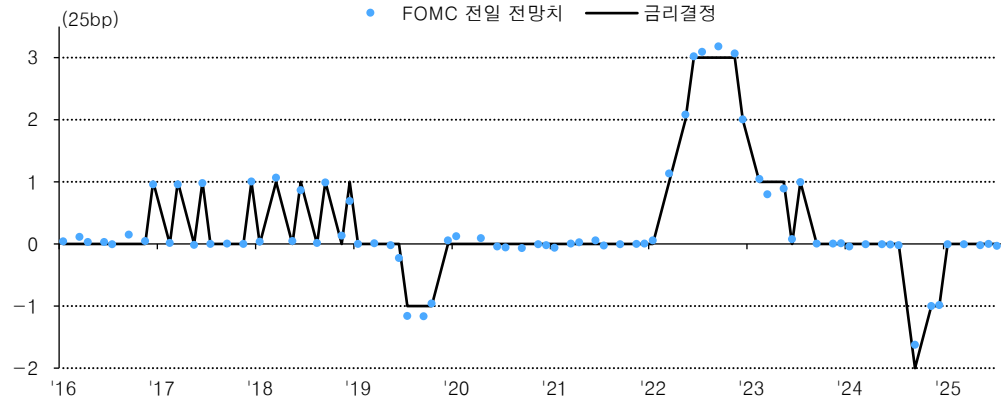
현재 시장은 물가 부담보다 경기 둔화에 무게를 두며 금리 인하를 전망하고 있다. 경기 불안으로 기업의 재무건전성에 대한 우려가 확대될 수 있으며 금리 하락국면 ROE(TTM 기준) 상위 종목군이 가장 안정적인 Hit Ratio를 기록한 것이 확인된다. 추가적으로, 매출액 성장 상위 종목군이 높은 초과수익률을 기록하며 **재무건전성이 확보된 “검증된 성장주”에 거래가 집중되며 해당 종목군의 성과가 견조할 것으로 판단**한다. 결론적으로, 1) ROE(TTM 기준) 상위, 2) 3년 평균 대비 '25년 연간 매출액 추정치 상위, 3) 시가총액 대비 60일 누적거래대금 상위 70%에 모두 속하는 종목을 스크리닝하였다.

그림 1. 고용 쇼크 및 예측치에 부합하는 CPI 발표로 상승했던 9월 금리 인하 확률은 예측치를 상회하는 PPI 발표 이후 하락



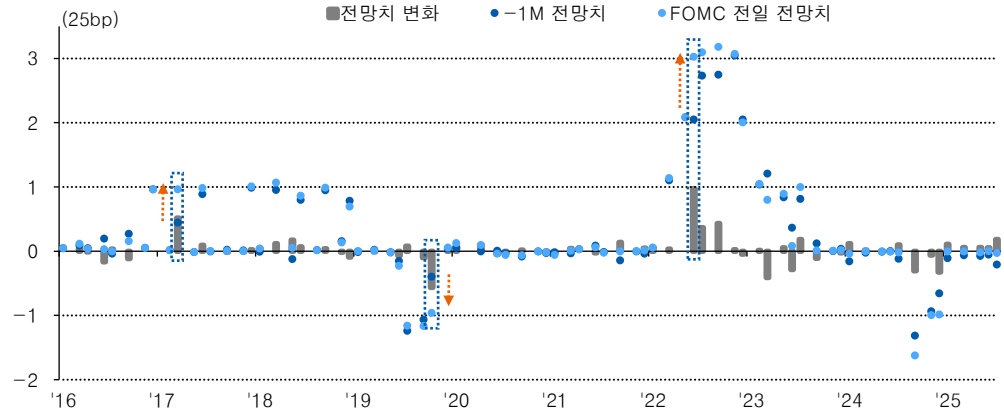
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터 주: Bloomberg 제공 Fed Funds Rate 선물 내재금리 기반 금리 확률 기준

그림 2. '16년 이후 총 76번의 FOMC 모두 금리결정 전일 전망치에 부합



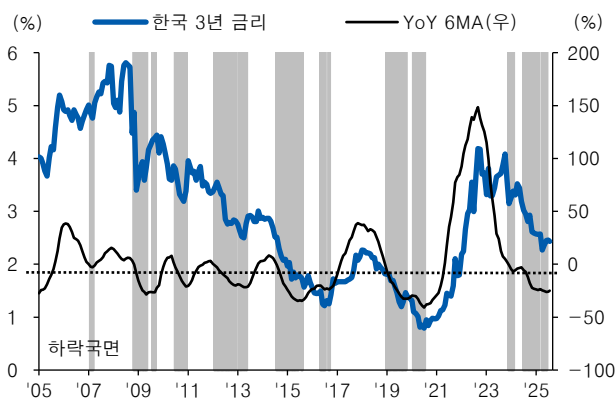
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터 주: Bloomberg 제공 Fed Funds Rate 선물 내재금리 기반 금리 확률 기준

그림 3. FOMC 한달 전부터 전일까지 유의미한 전망치 변화(+/-50% 이상)가 나타난 케이스는 방향성이 더욱 짙어진 케이스



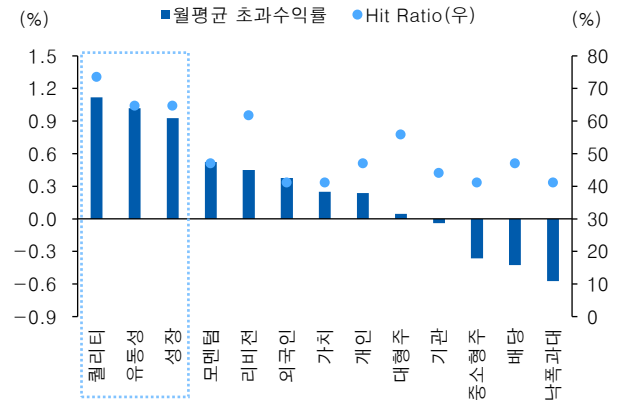
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터 주: Bloomberg 제공 Fed Funds Rate 선물 내재금리 기반 금리 확률 기준

그림 4. 한국 3년 금리 YoY가 (-)를 기록하며 하락할 경우 하락국면으로 정의



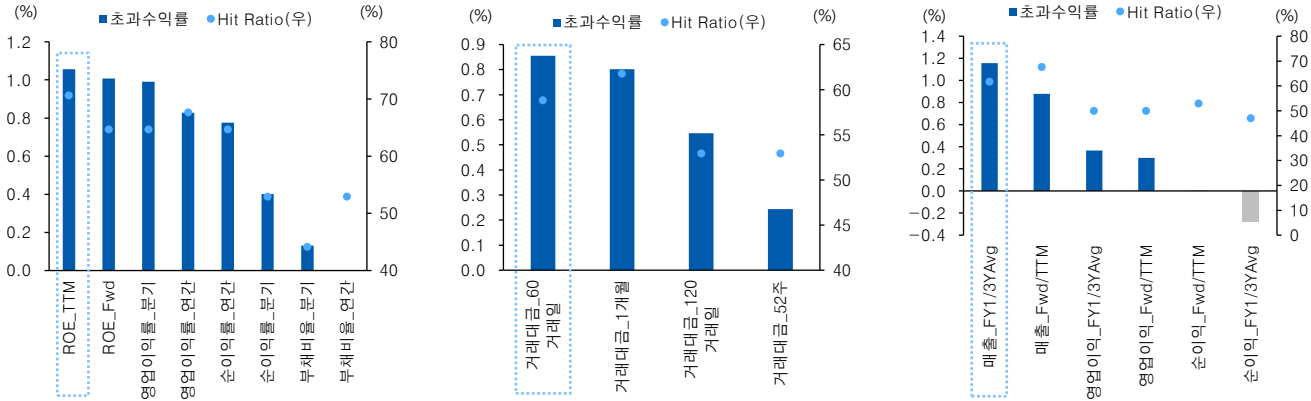
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

그림 5. '16년 이후 금리 하락 국면 스타일 KOSPI 대비 초과수익률 및 Hit Ratio



자료: Bloomberg, FnGuide, 유안타증권 리서치센터 주: 유니버스 200 종목 기준

그림 6. 스타일 세부기준 별 성과. 유동성 환경이 개선되고, 재무건전성이 확보됨과 동시에 외형 성장이 지속되는 "검증된 성장주"의 성과가 견조할 것으로 전망



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

표 1. 1) ROE(TTM) 상위, 2) 과거 3년평균 대비 '25년 매출액 추정치 상위, 3) 시가총액 대비 60일 누적 거래대금 상위 70% 종목 스크리닝

종목 코드	종목명	시가총액 (억원)	ROE (TTM, %)	3년 평균 매출액 (억원)	'25E 연간 매출액 (억원)	매출액 증가율 (%)	60일 누적거래대금 (억원)	시가총액 대비 (%)
A278470	에이피알	81,224	49.0	5,481	13,530	146.9	55,515	93.4
A003230	삼양식품	103,956	37.9	12,767	23,458	83.7	41,816	42.1
A042700	한미반도체	88,640	37.0	3,485	7,933	127.6	50,463	59.2
A035900	JYP Ent.	28,177	35.0	5,047	7,594	50.5	20,940	78.7
A041510	에스엠	34,022	34.4	9,339	11,809	26.4	19,260	62.6
A064350	현대호텔	196,129	26.5	37,091	56,715	52.9	135,656	68.0
A214450	파마리서치	71,065	23.3	2,686	5,573	107.4	40,158	73.0
A298040	효성중공업	113,293	22.9	42,352	56,808	34.1	43,800	50.7
A042660	한화오션	326,637	18.2	76,815	131,509	71.2	182,741	68.2
A272210	한화시스템	102,961	15.3	24,814	35,355	42.5	78,301	76.0

자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터 주: 유니버스 200 종목 기준, ROE(TTM) 내림차순

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.
(작성자: 신현용)

- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할 만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.