

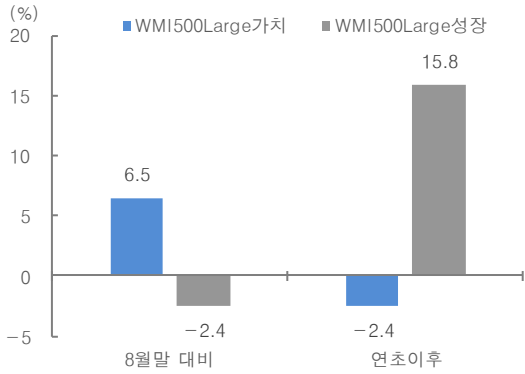
# 자산배분

## 가치주 강세 전환 가능성 점검

Asset Allocation & Quant 조승빈  
seungbin.cho@daishin.com

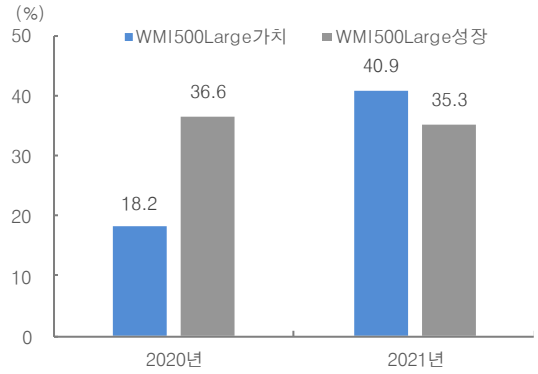
- KOSPI 상승세가 다소 주춤해진 이후 그동안 부진했던 가치주가 강세를 나타내고 있다. FnGuide에서 제공하는 WMI500Large 기준 스타일 지수를 살펴보면 8월말 대비 가치지수는 +6.5% 상승한 반면, 성장지수는 -2.4% 하락했다. 올해 연초 이후 성장지수가 +15.8% 상승하는 동안 -2.4% 하락하면서 약세 흐름이 이어졌던 가치지수의 주가 움직임이 달라지기 시작한 것이다.
- 가치지수와 성장지수의 주가 성과 차이는 실적 개선의 상대 속도에 따라 결정되는 모습이 나타났다. 최근 가치지수의 강세 전환 배경에도 가치주 실적 회복에 대한 기대감이 자리잡고 있다. 코로나19에 따른 글로벌 경기 둔화에 대한 우려는 경기에 민감한 가치주 실적에 부정적인 영향을 주었다. 코로나19가 전세계로 확산되는 과정에서 성장지수 대비 상대적으로 빠르게 하향조정된 가치지수의 12개월 선행 EPS는 5월 들어 회복세를 나타내고 있다. 현재 컨센서스 기준으로 올해와 내년 EPS증가율을 비교해보면 2020년에는 가치지수의 EPS증가율이 성장지수 대비 낮을 것으로 예상되고 있지만, 2021년 가치지수의 EPS는 올해대비 +40.9% 개선되면서 성장지수대비 높은 EPS성장률이 예상되고 있다.
- 원자재 가격의 상승세가 이어졌다는 점도 가치지수에는 긍정적인 요인이었다. 가치성향이 높은 섹터로 에너지와 소재 섹터를 들 수 있는데 두 섹터는 원자재 가격의 움직임에 따라 실적 전망치가 민감하게 반응한다. 경기침체를 막기 위한 각국 정부와 중앙은행의 대규모 정책으로 풍부해진 유동성 환경과 경제활동 정상화 이후 회복세를 나타내고 있는 글로벌 제조업 경기는 원자재 가격의 상승을 뒷받침하고 있다. 장기간 부진했던 주가성과로 성장지수 대비 높아진 가격매력도와 가치주 실적 개선에 대한 기대감은 가치지수의 강세 전환 가능성을 높이는 요인이다.
- 하지만 시장을 주도하는 스타일이 성장에서 가치로 전환되기 위해서는 시장금리의 상승추세가 이어져야 한다고 판단한다. 낮은 금리는 대표적인 가치주인 금융주 실적에 부정적으로 작용하고 있다. 또한 풍부한 유동성과 저금리로 인한 리스크 프리미엄의 하락은 성장주의 높은 밸류에이션을 정당화하고, 성장주의 투자매력도를 유지시켜주는 요인이다.
- 현재 미 국채 10년물 금리에 반영된 장기채에 대한 기간 프리미엄과 물가를 반영한 실질금리는 모두 (-)영역에 위치해 있다. 국채금리가 기간과 물가를 전혀 보상해주지 못하는 수준으로 낮아진 것은 중앙은행의 적극적인 통화완화 정책 때문이다. 각국 중앙은행은 경기 회복이 본격화되기 전까지 금리를 낮은 수준으로 유지할 가능성이 높다. 중앙은행의 막강한 영향력으로 인한 기간 프리미엄과 실질금리의 하락은 성장주에 유리한 투자환경이다. 최근 나타나고 있는 가치주 강세 국면을 성장주 비중확대 기회로 활용해야 한다고 판단한다.

그림 1. 스타일 지수 성과 비교



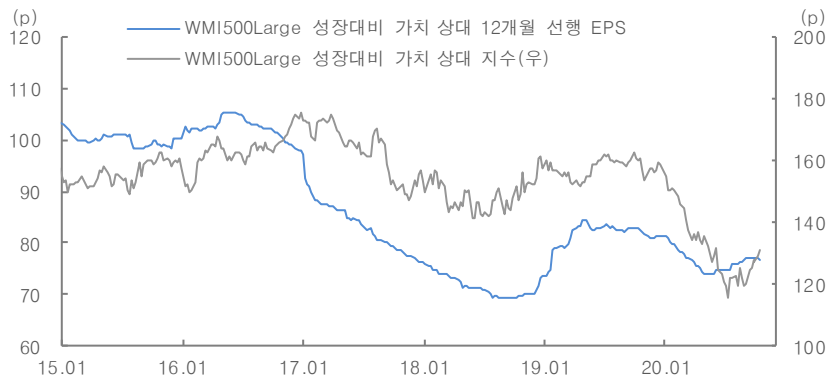
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 2. 스타일 지수 예상 EPS 증가율 비교



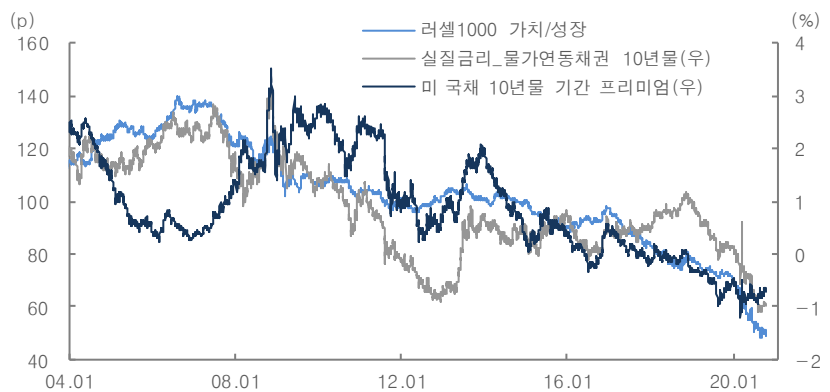
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 3. 성장지수 대비 가치지수 상대 EPS 회복과 함께 상대주가도 개선



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 4. 실질금리와 기간프리미엄의 하락은 가치지수에 부정적



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

---

### Compliance Notice

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: 조승빈)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

---