



부릉부릉 자산배분: 강재현의 이 차트가 왜 이럴까?

내년 미국 금리 상승과 가치주 투자 ft. 산업재



선진국주식/시황 강재현

02-3787-2188

jhkang@hmsec.com

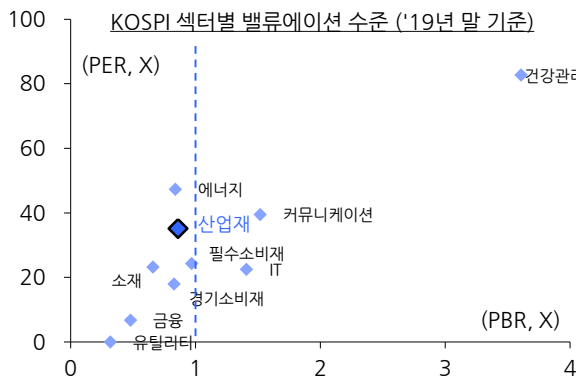
내년의 금리 상승과 가치주 투자 with 산업재 섹터

지난 미국 증시 연간 전망 자료를 통해서 내년 1분기 말에는 금리가 예상보다 강하게 오를 가능성이 있으니 가치주에 투자하는 전략을 이야기 한 바 있다. 여기서 더 나아가 밸류 스타일을 섹터 측면에서 복합적으로 접근하는 아이디어들을 고민해 보았다. 이번 자료에서는 산업재 섹터에 대하여 이야기 해 보고자 한다.

국내 주식의 경우 산업재 섹터는 밸류에이션 레벨이 낮은 편으로, PBR(2019년 말 기준)은 1배 이하, PER도 아주 높은 편은 아니기에 가치 스타일로 인식되곤 한다. [그림1] 미국에서도 [그림2]의 iShares S&P 500 Value ETF와 같은 대표적인 가치주 ETF의 섹터별 구성 비중을 보면 산업재가 차지하는 부분이 10%에 달하기 때문에 언뜻 미국 산업재 섹터=가치 스타일로 받아들이기 쉽다.

[그림1] 한국에서 산업재 섹터의 밸류에이션 위치

한국 산업재 섹터 PBR은 1배 이하, 상대적으로도 밸류에이션이 낮은 수준. 가치주로 인식됨

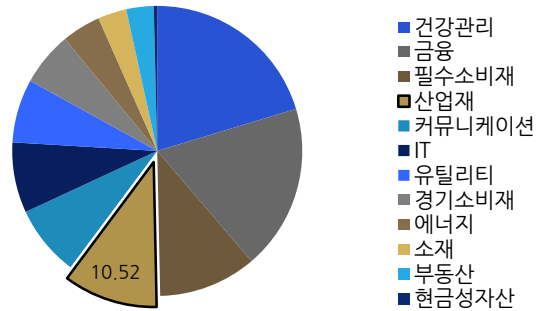


자료: Bloomberg, 현대차증권

[그림2] S&P 500 Value ETF의 산업재 비중은 10%

미국 Value ETF에서 산업재가 차지하는 비중이 10%에 달해 산업재=가치주로 인식하기 쉽지만...

iShares S&P 500 Value ETF 구성 섹터 비중

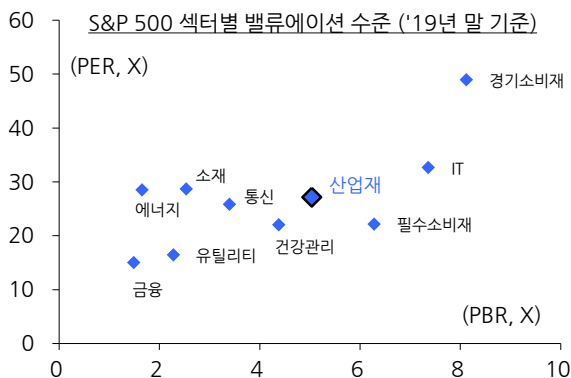


자료: BlackRock, 현대차증권

그러나 실제로 S&P 500 산업재 섹터의 밸류에이션 수준은 절대적으로나 상대적으로나 상당히 높은 편이다. 2019년 말 기준 PBR은 5배이며 이는 GICS Sector 분류 상의 10개 섹터 가운데 네 번째로 높은 수치이다. [그림3] 따라서 금리가 오른다면 산업재 섹터 ETF(XLI, VIS 등)에 투자하기 보다는 가치주 지수 구성 방식 상 가치 스코어가 높아 지수에 비중이 높게 포함된 3M(M MM) 등에 개별적으로 투자하는 것이 더 바람직하다고 판단한다. [그림4]

[그림3] 미국에서 산업재 섹터의 밸류에이션 위치

미국 산업재 섹터의 절대 및 상대 밸류에이션은 높은 편. 가치주라고 단언하기 어려움



자료: Bloomberg, 현대차증권

[그림4] 산업재 섹터보다는 가치 스코어가 높은 종목을

가치주 지수에 포함되어 있는 주요 종목 가운데 산업재 섹터에 속한 가치 스코어가 높은 종목에 관심

Ticker	Name	Sector	Weight
BRKB	BERKSHIRE HATHAWAY INC CLASS B	Financials	3.73
UNH	UNITEDHEALTH GROUP INC	Health Care	2.77
VZ	VERIZON COMMUNICATIONS INC	Communication	2.16
JNJ	JOHNSON & JOHNSON	Health Care	1.98
PFE	PFIZER INC	Health Care	1.90
WMT	WALMART INC	Consumer Staples	1.78
T	AT&T INC	Communication	1.76
BAC	BANK OF AMERICA CORP	Financials	1.69
JPM	JPMORGAN CHASE & CO	Financials	1.45
CSCO	CISCO SYSTEMS INC	Information Technology	1.44
PG	PROCTER & GAMBLE	Consumer Staples	1.33
MDT	MEDTRONIC PLC	Health Care	1.31
XOM	EXXON MOBIL CORP	Energy	1.27
CVX	CHEVRON CORP	Energy	1.23
KO	COCA-COLA	Consumer Staples	1.04
IBM	INTERNATIONAL BUSINESS MACHINES CO	Information Technology	0.90
PEP	PEPSICO INC	Consumer Staples	0.90
MMM	3M	Industrials	0.86
WFC	WELLS FARGO	Financials	0.84
MCD	MCDONALDS CORP	Consumer Discretionary	0.84

자료: BlackRock, 현대차증권

한편 산업재 섹터는 세부적으로 자본재, 운송, 상업/전문서비스업으로 분류되는데, 금리가 상승하는 구간에서는 운송 섹터 주식에 투자하는 것에 유의해야 할 것으로 판단한다.

[그림5]와 같이 운송은 나머지 두 산업과는 다르게 주가가 더 가파르게 상승해 이미 코로나 이전 수준을 넘어섰다. 그리고 운송 산업 주가 상승은 UPS, Fedex 등 이 산업지수 시총에서 41%를 차지하고 있는 항공화물&물류 하부산업 소속 종목들이 견인했다.

[그림5] S&P 500 산업재 섹터 내 산업지수: 운송 vs 상업/전문서비스 vs 자본재 주가지수

운송업 주가지수만이 코로나 이전 수준을 넘어서 상승하는 중



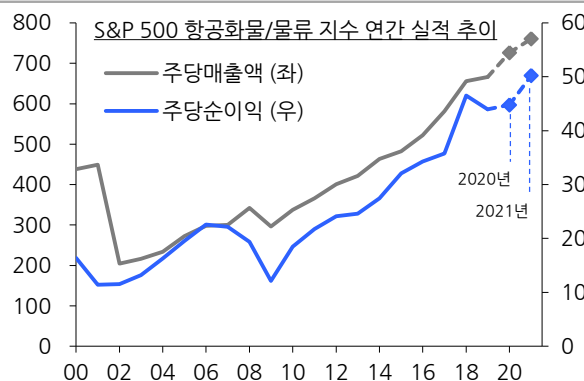
자료: Bloomberg, 현대차증권

그런데 이들의 주가 상승은 이번 랠리에서 저금리를 바탕으로 한 성장주 주가 상승의 매커니즘으로 설명 가능하다. 1) 주가가 상승하는데 밸류에이션이 급등한다. [그림6] 2) 그런데 이러한 밸류에이션의 급등이 어느 경기민감 업종처럼 코로나 상황 악화에 따른 경기 둔화와 이익 전망치의 하향 조정에 기인한 것이 아니다. 이들의 이익전망치는 코로나 발생 이후 오히려 꾸준히, 가파르게 개선되어 왔으며, 그 결과 현재 항공화물/물류 지수의 연간 주당매출액은 '20년 9%, '21년 5% 성장할 것으로 전망되고 있다. 주당순이익 역시 각각 2%, 12% 증가하는 것으로 컨센서스가 형성되어 있다. [그림7]

실제로 미국 소매판매 증가율이 코로나 사태 이전 수준으로 회복된 데는 오프라인 점포 소비의 온라인 소비 대체가 지대한 영향을 미쳤으며, 이에 미국 내 택배 물동량이 급증하고 있어 이 업에 대한 성장 기대치가 높아지고 있는 것이 이러한 현상의 배경이라고 설명할 수 있다.

[그림6] 항공화물&물류업의 언택트 시대의 구조적 성장

온라인 소비 대체로 택배 물동량 급증. 항공화물&물류업 이익 성장이 전망되는 중



자료: Bloomberg, 현대차증권

[그림7] ...이에 높은 밸류에이션이 부여됨

이에 이익 개선되는 것 이상의 높은 밸류에이션이 부여되고 있음. 성장주 랠리 매커니즘과 동일



자료: Bloomberg, 현대차증권

물론 경기 회복 속도가 둔화되고 있는 과정에서 이익이 성장하는 것은 긍정적인 부분이나, 밸류에이션이 이익 증가 예상을 훨씬 뛰어넘는 수준으로 빠르게 상승한 점은 금리 레벨이 올라갔을 때 할인율의 부담으로 인식될 수 있다. 또한 필자가 예상하는 금리 상승은 일부는 백신개발 등으로 언택트에서 컨택트로의 정상화에 기인할 것이기 때문에, 이 때에는 현재의 항공화물&물류업의 이익 성장 스토리가 온전히 유효하지 않게 될 가능성도 있다.

따라서 내년 금리가 상승하는 구간에서는 자본재 Long, 운송 Short의 전략도 가능할 것으로 판단한다. 다만 운송업은 XTN이라는 개별 ETF가 존재하지만, 자본재 지수만 추종하는 ETF는 없기 때문에 종목으로 접근해야 한다.

자료: Refinitiv, 현대차증권

자료: Refinitiv, 현대차증권