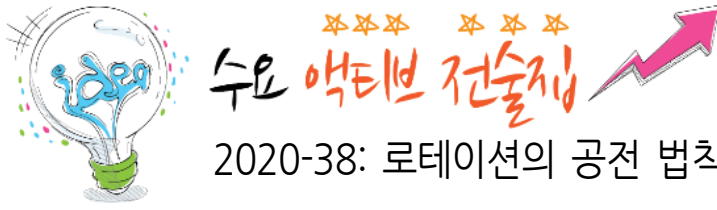


2020년 11월 18일
시황분석



수요 액티브 전술집

2020-38: 로테이션의 공전 법칙

지난 9월 이후 미국 성장주가 박스권에 머무는 동안 미국 가치주는 7.5%, 신흥국 성장주와 가치주는 각각 9.0%, 9.5% 올랐다. 그동안 많이 오른 미국 성장주를 팔아 다른 주식을 사는 로테이션이 진행되고 있다.

로테이션의 공전 법칙

최근 진행되고 있는 가치주와 성장주의 로테이션이 언제까지 지속될지 가늠하기 위해서는 그동안의 패턴을 볼 필요가 있다. 역사적으로 미국과 한국은 성장주가 가치주를 아웃퍼폼 해왔다. 아직 가치주가 아웃퍼폼할 수 있는 여지가 있지만, 회귀선을 보면 그 룬은 작아지고 있다.

Global Value Chain

코로나19 백신에 대한 긍정적인 소식으로 가치주와 성장주의 로테이션이 진행 중이다. 실물경기에서도 로테이션의 움직임이 보인다.

머스크는 18일에 3분기 실적을 발표할 예정이지만, 17일에 EBITDA 가이드선스 상향을 미리 발표했다. 4분기에도 해운 컨테이너 물동량 및 화물 운임 증가 모멘텀이 이어지면서 2020년 EBITDA를 지난 10월 가이드선스보다 6.5% 올린 80억~85억달러로 제시했다. 이는 작년 실적치보다 45% 증가한 값이다.

Featured Charts

KOSPI의 12개월 예상 배당수익률이 점점 낮아지면서 국고채 10년 금리와와의 차이가 10bp 이내로 좁아졌다. 올해 배당이 어려울 것이라는 시장의 예상이 반영되고 있다. KOSPI200의 2021년 3월 만기 선물도 2020년 12월 선물보다 1.3% 낮은 가격에 거래되고 있는데, 이는 시장이 올해 배당수익률을 1.3%로 생각하고 있다는 뜻이다.

주식시황

▶ Market Analyst 김수연
sooyeon.k@hanwha.com 3772-7628

목 차

| | |
|------------------------------|---|
| I. 로테이션의 공전 법칙..... | 2 |
| II. Global Value Chain | 6 |
| 1. 주간 등락률 | 6 |
| 2. 글로벌 마켓 메이커 동향 | 7 |
| III. Featured Charts | 8 |

I. 로테이션의 공전 법칙

가치주와 성장주,
로테이션의 가속화

지난 9월부터 성장주와 가치주간의 로테이션이 시작됐고 화이자와 모더나가 개발 중인 코로나19 백신의 높은 예방 효과는 로테이션을 더욱 가속화시키고 있다.

미국 성장주가 9월부터 박스권에 갇혀있는 동안 미국 가치주는 7.5%, 신흥국의 성장주와 가치주는 각각 9.0%, 9.5% 올랐다. 그동안 많이 오른 미국 성장주를 팔아 다른 주식을 사는 움직임이다.

가치주와 성장주의
수익률 패턴

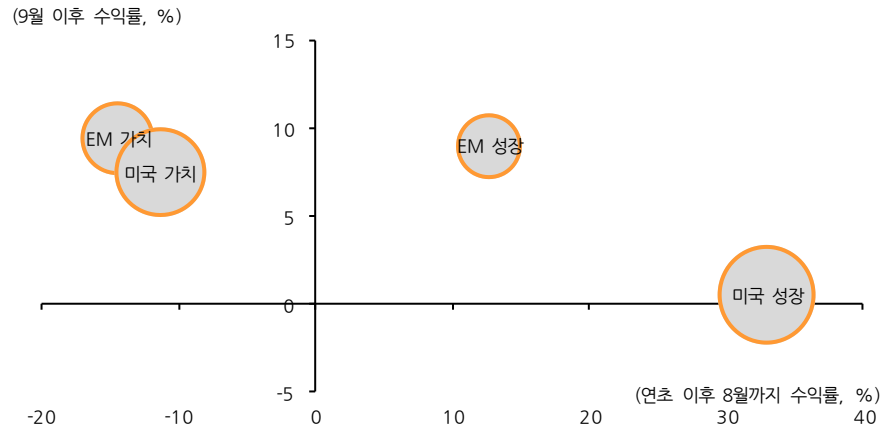
로테이션이 언제까지 지속될지 가늠하기 위해서는 그동안 가치주와 성장주의 수익률이 어떻게 움직였는지를 볼 필요가 있다.

[그림2, 3]은 1997년부터 선진국과 신흥국의 성장주와 가치주 월별 수익률을 나타낸 것이다. 회귀식을 보면 선진국은 기울기가 1 이하인데, 평균적으로 가치주보다 성장주의 수익률이 더 높다는 것을 의미한다.

반면 신흥국은 기울기가 1에 가까워 가치주와 성장주의 수익률 차가 거의 없다. 올해처럼 성장주가 압도적으로 아웃퍼폼한 경우를 제외하고는 신흥국은 보통 가치주와 성장주가 비슷하게 움직였다.

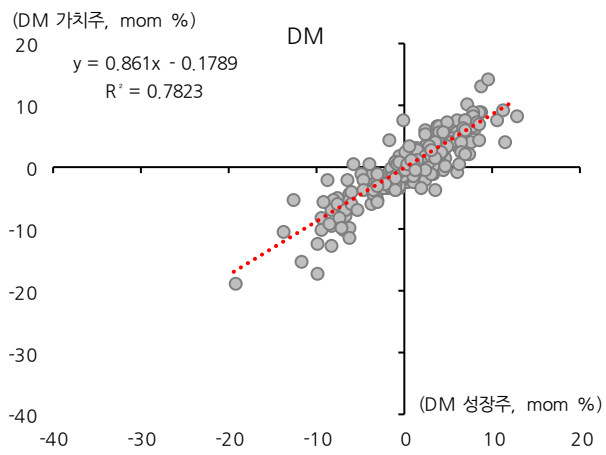
이는 선진국일수록 성장률이 낮아지고 금리도 낮아서 성장주에 우호적인 여건이 마련되어 있음을 뜻한다.

[그림1] 9월 이후 미국 성장주에서 다른 자산군으로 옮겨가는 흐름



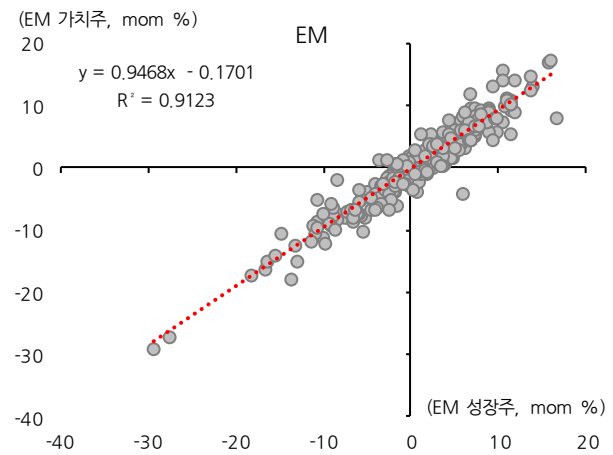
주: 원의 상대적 크기는 시가총액 비율
 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 선진국은 가치주보다 성장주가 아웃퍼폼하는 경향



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 신흥국은 가치주와 성장주간 거의 차이 없어



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

지금의 로테이션은 회귀선에 대한 갭을 해소하는 흐름

미국은 선진국 내에서도 성장주에 대한 편향이 강하다. [그림4]의 회귀식 기울기 0.74는 가치주의 수익률이 성장주보다 평균적으로 26% 정도 언더퍼폼한다는 것을 말해주는 때문이다. 즉, 때에 따라 성장주가 아웃퍼폼 할수도, 가치주가 아웃퍼폼 할수도 있지만 전반적으로는 성장주가 우위에 있다.

올해 코로나19 영향권 이후로 놓고 보더라도 회귀선을 크게 벗어나는 흐름은 아니었다. 다만 [그림8]에서 보듯이 성장주의 회귀선 대비 아웃퍼폼이 두드러졌기 때문에 당분간 로테이션이 진행되면서 갭을 해소하는 흐름이 이어질 수 있다고 생각한다.

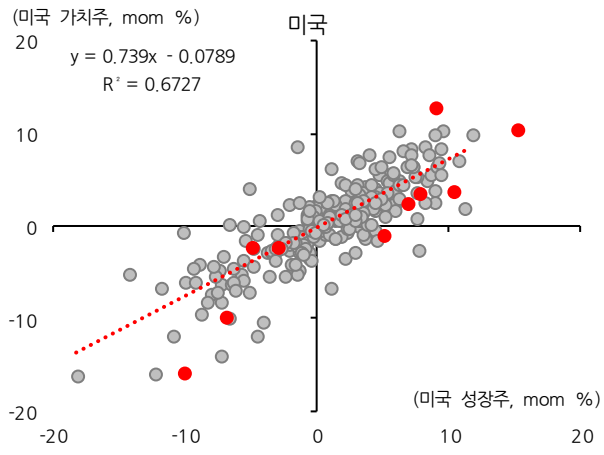
한국은 시장에서 비중이 높고 성장주와 가치주의 퀄리티를 모두 가진 삼성전자와 SK하이닉스의 효과를 제거하기 위해 순수성장주와 순수가치주 데이터를 사용했다.

성장과 가치의 퀄리티를 모두 가진 종목들을 포함해서 장기 회귀선을 구하면 한국 시장은 미국과 비슷한 기울기를 가지는데, 이 종목들을 제외한 순수성장주와 순수가치주로 산출하면 기울기는 0.64다. 즉 국내 시장 역시 장기적으로 성장주 아웃퍼폼 패턴이 명확히 나타난다.

코로나19 이후로 보자면 [그림7]과 [그림9]의 패턴인데, 한국은 가치주와 성장주의 로테이션이 7월부터 시작되면서 미국보다 먼저 진행됐다. 그리고 최근 네 달 동안 가치주의 아웃퍼폼 강도가 높아지고 있다.

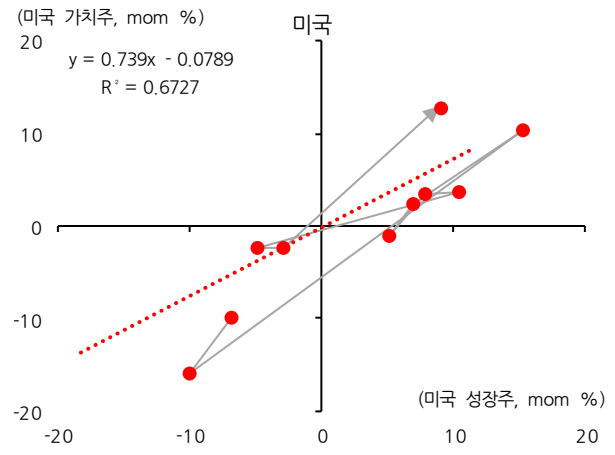
중요한 것은 회귀선에서의 상대적인 위치다. 지난 2월과 3월 성장주의 아웃퍼폼 강도가 높았기 때문에 현재의 가치주 아웃퍼폼은 장기 회귀선으로 돌아가는 움직임이라 볼 수 있다. 즉 아직 가치주가 아웃퍼폼할 수 있는 여지가 남아있지만, 회귀선을 보면 그 림은 축소되고 있다고 생각한다.

[그림4] 미국 성장주 아웃퍼폼



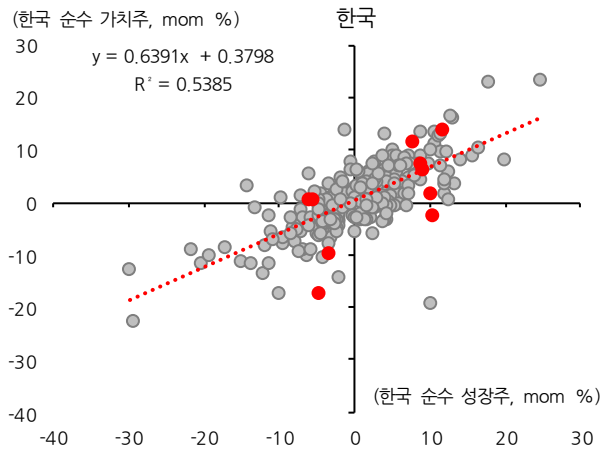
주: 빨간 점은 올해 2월 이후
 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 올해도 장기 회귀선 흐름에서 움직임



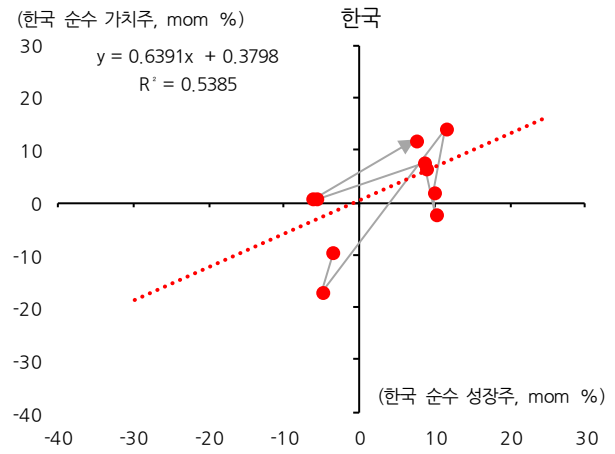
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 한국 순수성장주 아웃퍼폼



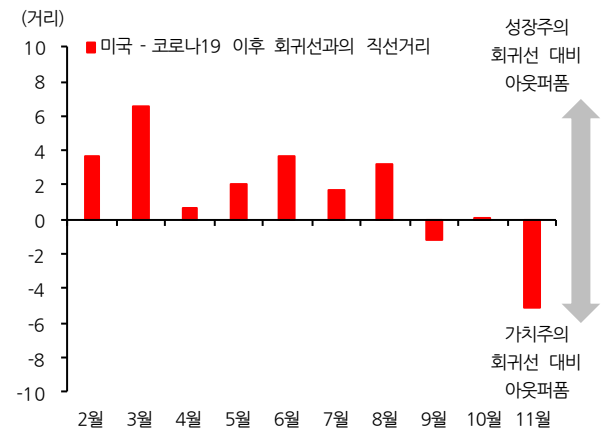
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 미국보다 빨리 로테이션 진행



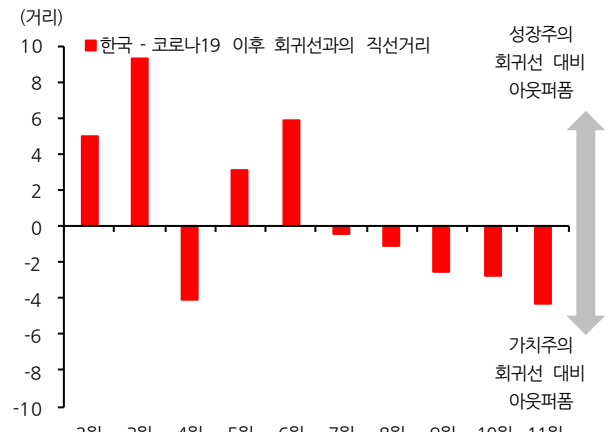
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 미국 언더퍼폼했던 가치주의 갭 메꾸기 나타나기 시작



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 한국 최근 가치주 아웃퍼폼 강도 높아져



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

II. Global Value Chain

1. 주간 등락률

[표1] 2020년 11월 둘째주 글로벌 밸류체인 등락률

| |
|-----------------|
| 0 ≤ 시총변화(%) < 1 |
| 1 ≤ 시총변화 < 3 |
| 시총변화 ≥ 3 |
| -1 ≤ 시총변화 < 0 |
| -3 ≤ 시총변화 < -1 |
| 시총변화 < -3 |

| | ▶기업간 거래 | | | ▶기업과 소비자간 거래 |
|------------|----------|-------------|------------|--------------|
| | Upstream | Midstream | Downstream | B2C |
| | 원료 | 운송/반제품/제조장비 | 제품/상품 | 서비스 |
| 소재 | | | | |
| 에너지 | | | | |
| 산업재 | | | | |
| 필수소비재 | | | | |
| 경기소비재 | | | | |
| 정보기술 | | | | |
| 헬스케어 | | | | |
| 커뮤니케이션 서비스 | | | | |
| 유틸리티 | | | | |
| 금융 | | | | |
| 부동산 | | | | |

주1: 11월 9일 대비 11월 16일

주2: MSCI World 구성기업들을 하부 산업별로 mapping해 주간 주가 등락률 시총 가중으로 계산

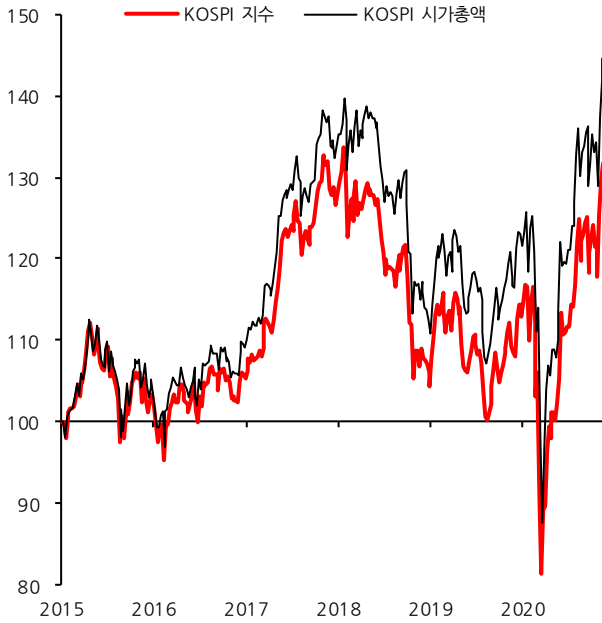
주3: 진한 회색 테두리는 국내 기업 집중도 높은 업종. 소재(범용 화학제품, 철강), 산업재(복합기업), 필수소비재(개인용품), 경기소비재(자동차, 자동차부품), 정보기술(반도체, 전자부품), 헬스케어(생명공학, 생명과학 도구 및 서비스), 커뮤니케이션서비스(양방향 홈 엔터테인먼트)

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

III. Featured Charts

[그림10] KOSPI 지수 및 시가총액

(2015/01=100)



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] KOSDAQ 지수 및 시가총액

(2015/01=100)



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] KOSPI vs. KOSPI200

(2015/01=100)



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] KOSDAQ vs. KOSDAQ150

(2015/01=100)

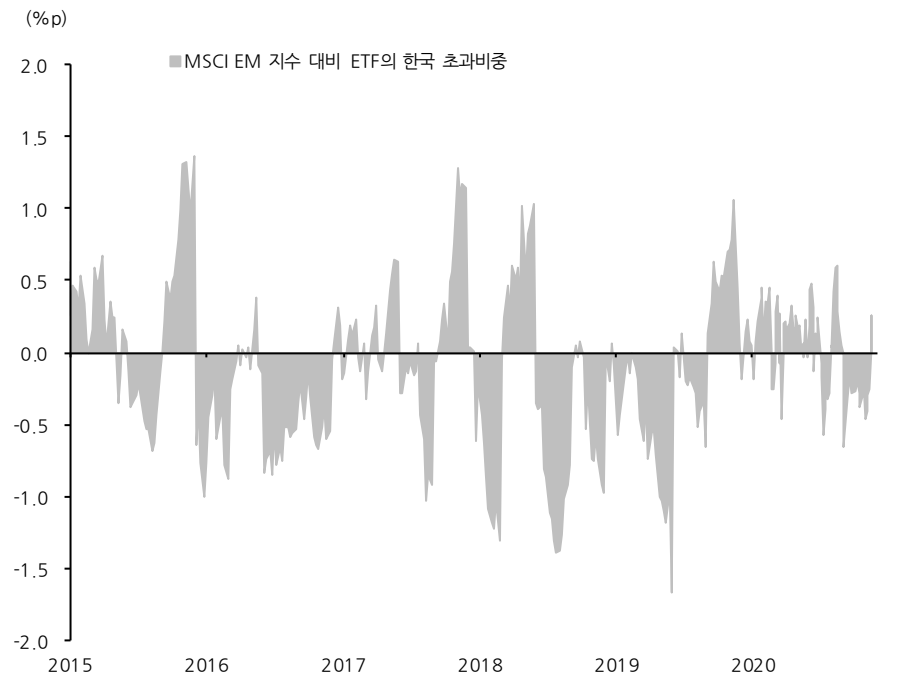


자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

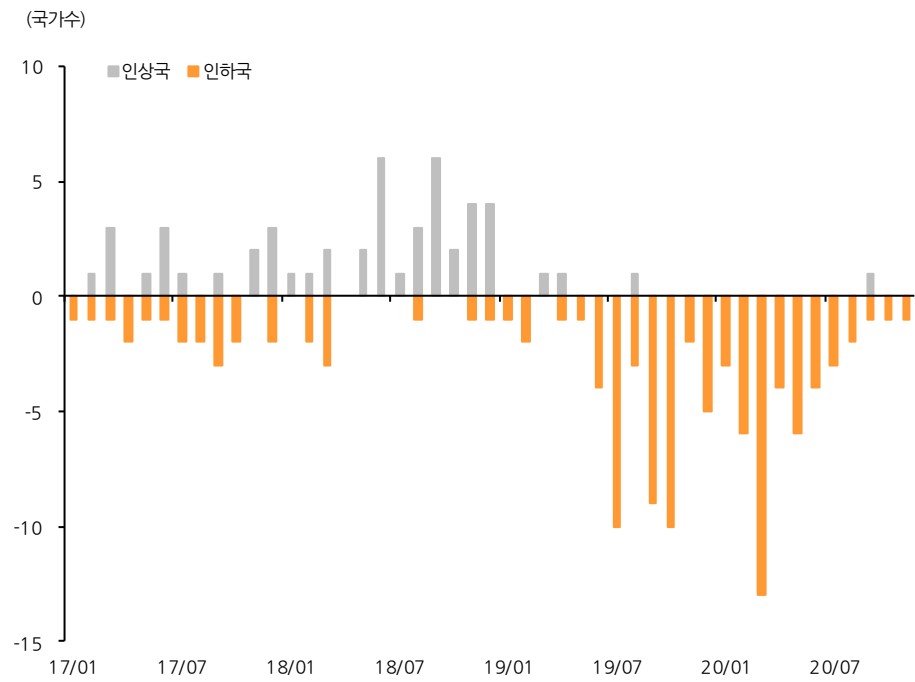
[그림14] MSCI EM 지수와 추종 ETF의 한국 비중



[그림15] MSCI EM 지수 대비 ETF의 한국 OW/UW



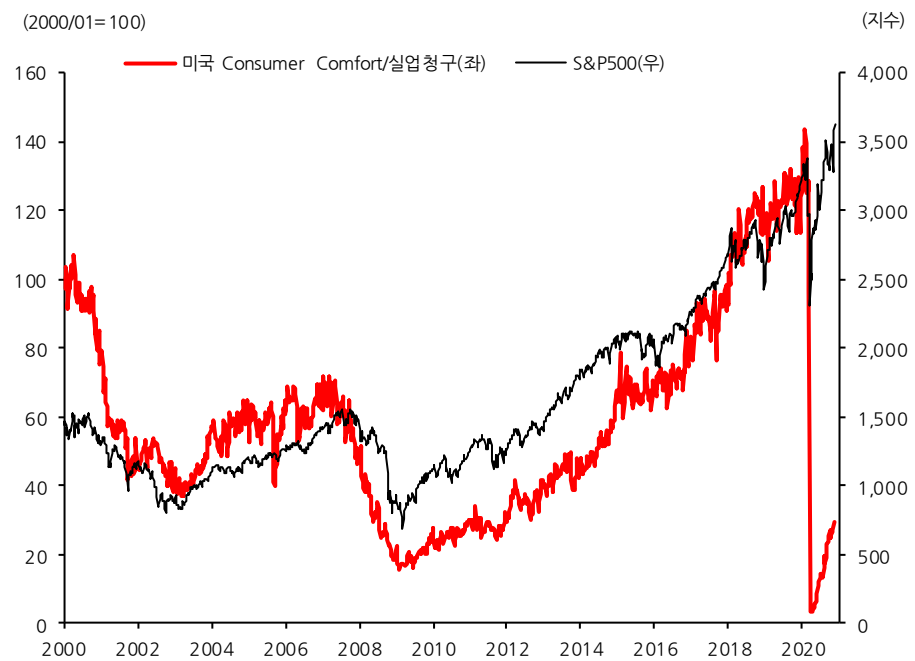
[그림16] 글로벌 정책금리 인상국/인하국 수



주: G20 국가 기준

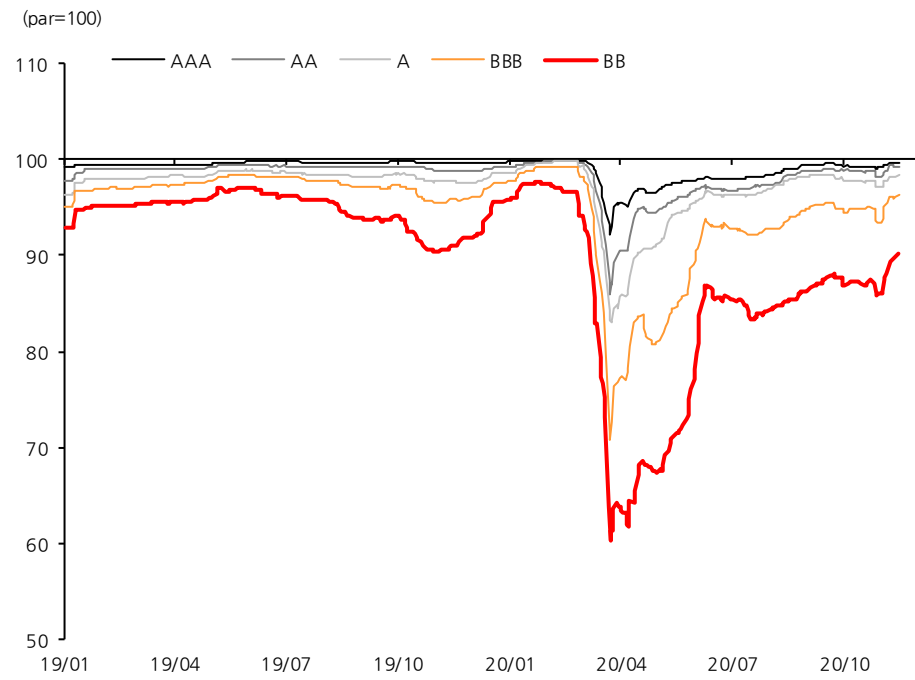
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 미국 고용 및 심리 여건과 주식시장



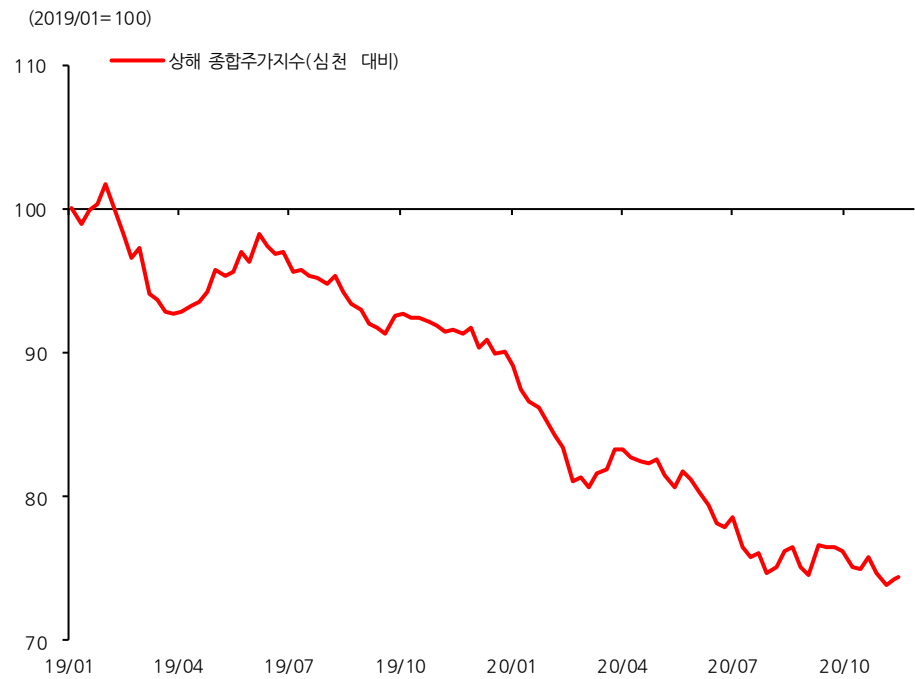
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림18] CLO 가격



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 심천 대비 상해 종합주가지수



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림20] 한국 채권 투자 대비 주식 투자 상대 수익률



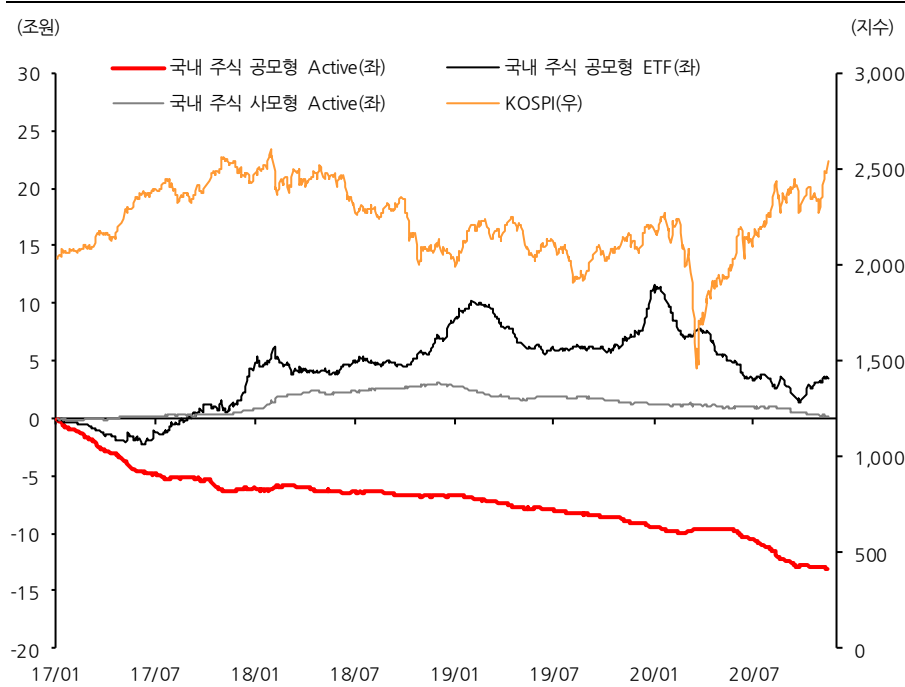
주: 주식은 MSCI Korea Total Return, 채권은 Barclays Korea Total Return
 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림21] KOSPI 배당수익률 1.71% > 금리 1.62%



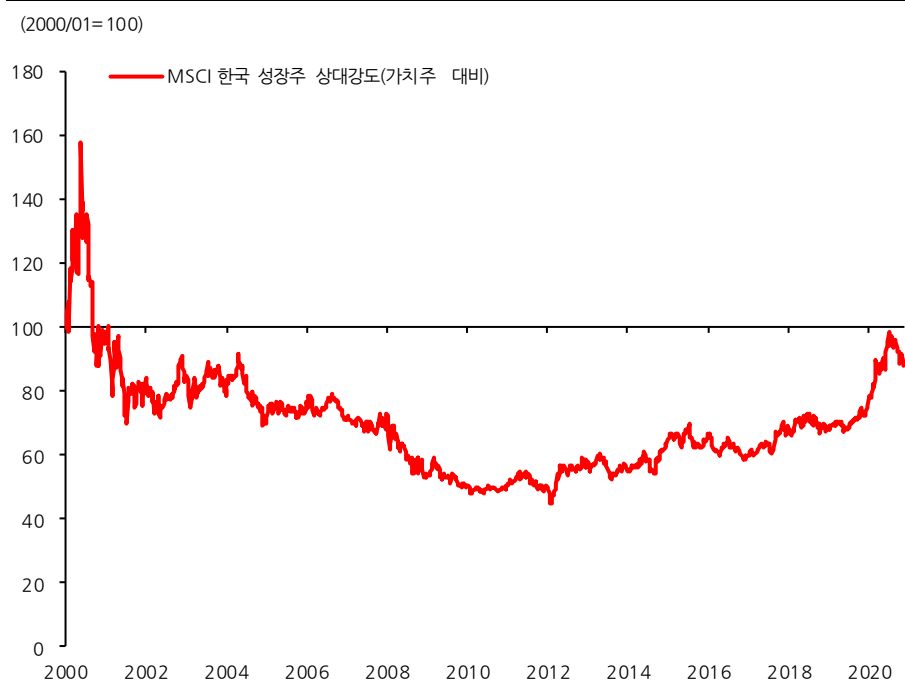
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림22] 국내 주식 자금 흐름



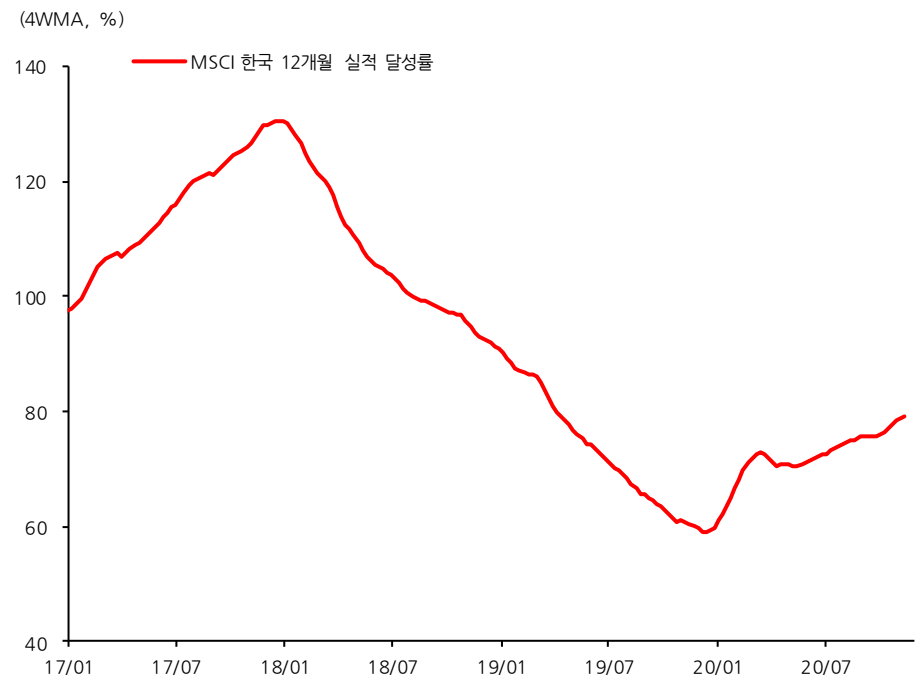
주: 2017년 이후 누적
 자료: 금융투자협회, WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림23] 한국 가치주 대비 성장주 상대 수익률



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

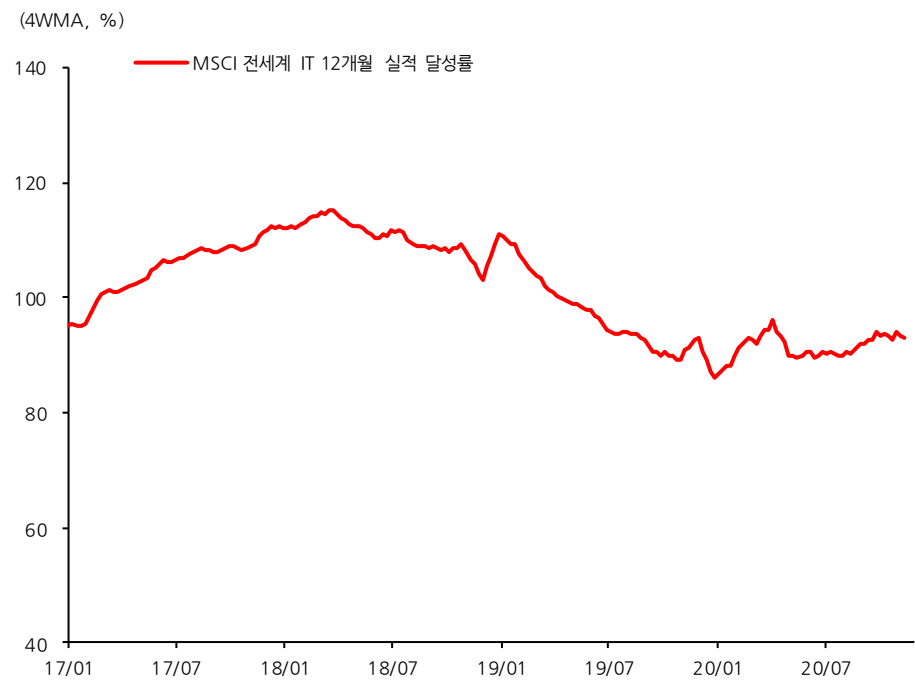
[그림24] MSCI 한국 12개월 실적 달성률 79.2%



주: 12개월 후행 EPS 대비 1년 전 12개월 선행 EPS 비율

자료: Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터

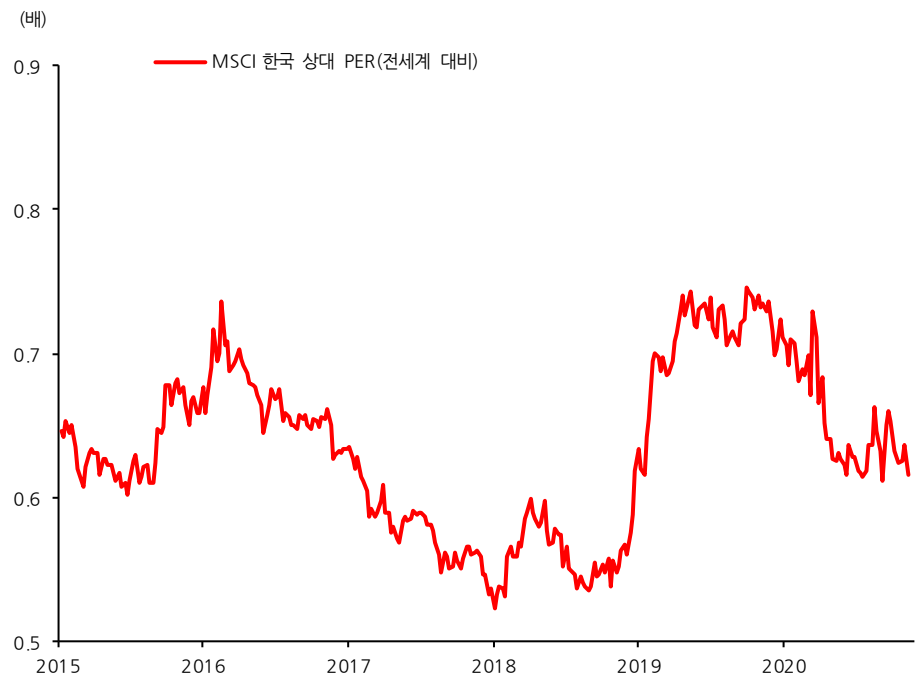
[그림25] MSCI IT 12개월 실적 달성률 93.0%



주: 12개월 후행 EPS 대비 1년 전 12개월 선행 EPS 비율

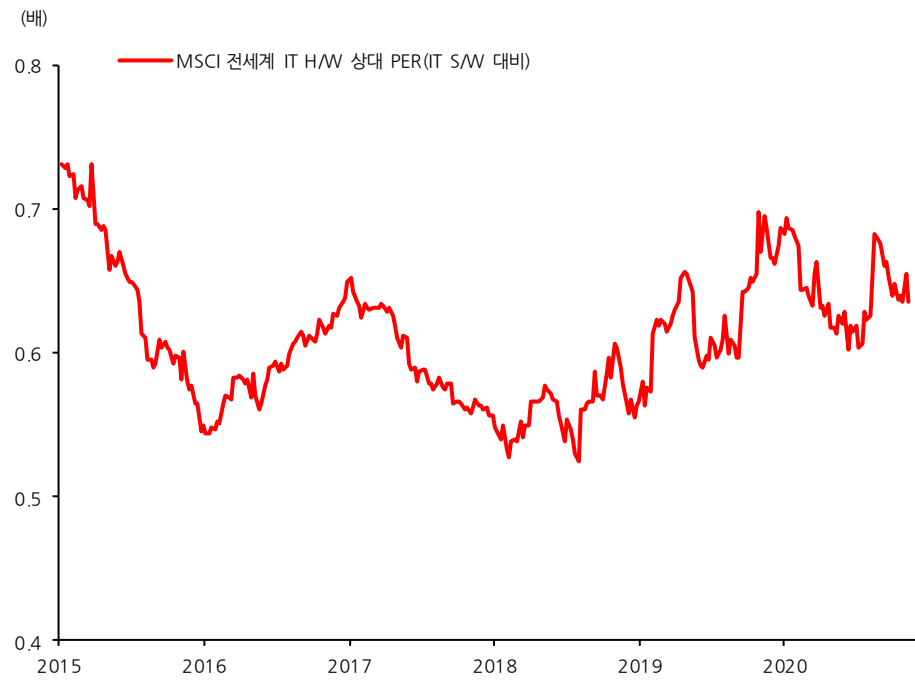
자료: Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터

[그림26] MSCI 전세계 대비 한국 상대 PER 0.62 배



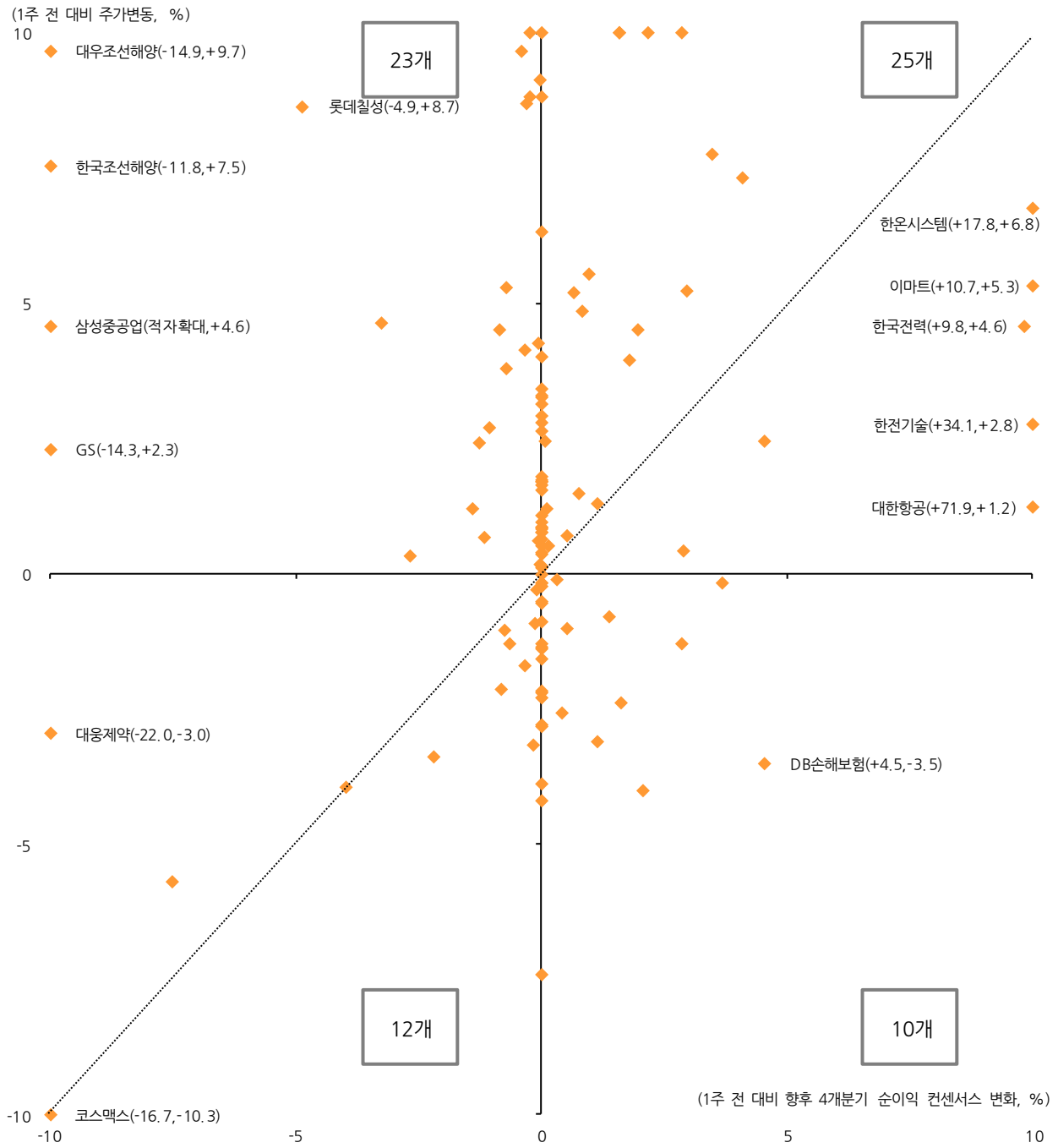
자료: Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터

[그림27] MSCI IT S/W 대비 IT H/W 상대 PER 0.64 배



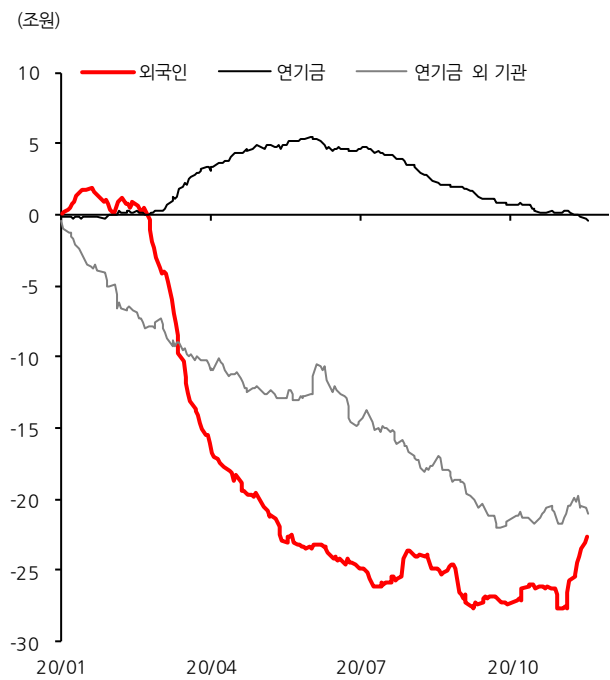
자료: Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터

[그림28] KOSPI200 순이익 컨센서스 vs. 주식수익률

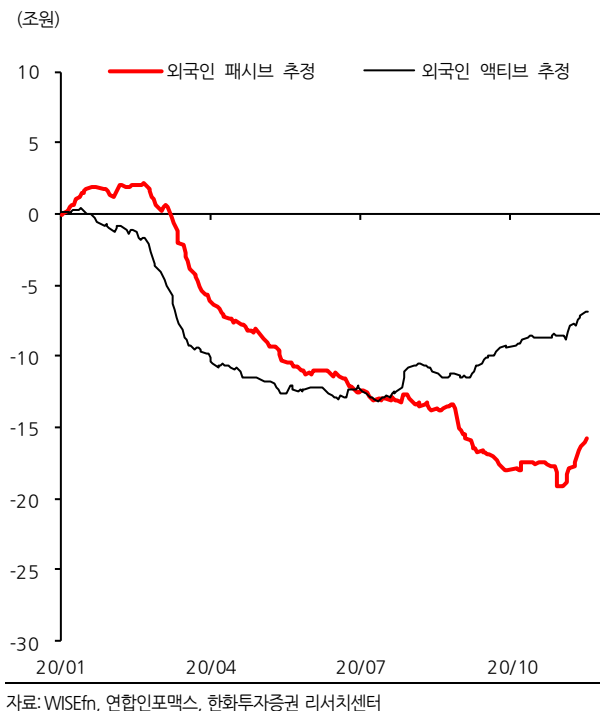


주: KOSPI200에서 향후 4개분기 컨센서스가 존재하는 119개 종목 대상
 자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

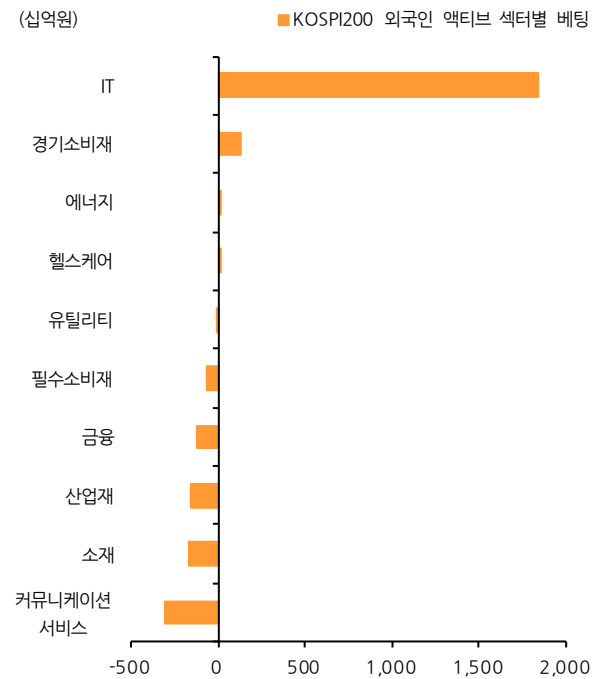
[그림29] KOSPI 수급주체별 투자동향



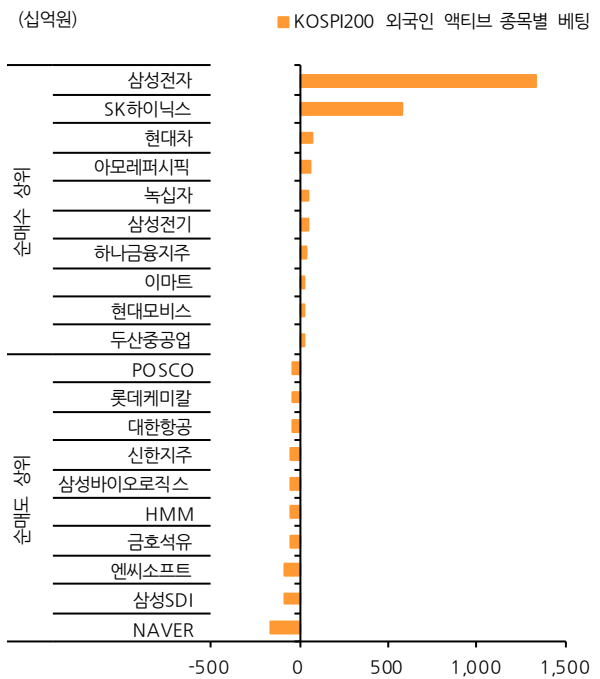
[그림30] KOSPI 외국인 패시브/액티브 추정



[그림31] 외국인 액티브 최근 1주 섹터 베팅



[그림32] 외국인 액티브 최근 1주 종목 베팅



[Compliance Notice]

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

◎ MSCI

The MSCI sourced information is the exclusive property of MSCI Inc. (MSCI). Without prior written permission of MSCI, this information and any other MSCI intellectual property may not be reproduced, redisseminated or used to create any financial products, including any indices. This information is provided on an "as is" basis. The user assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, its affiliates and any third party involved in, or related to, computing or compiling the information hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to any of this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall MSCI, any of its affiliates or any third party involved in, or related to, computing or compiling the information have any liability for any damages of any kind. MSCI and the MSCI indexes are services marks of MSCI and its affiliates.

◎ GICS

The Global Industry Classification Standard (GICS) was developed by and is the exclusive property of MSCI Inc. and Standard & Poor's. GICS is a service mark of MSCI and S&P and has been licensed for use by Hanwha Investment & Securities.