

2020. 12. 02

꿈틀거리는 가치주의 지속 가능성은

- ▶ 최근의 가치주 강세는 세계 곳곳에서 전방위적으로 진행
- ▶ 스타일 전환의 원인은 밸류에이션
- ▶ 2021년 포트폴리오 전략에서 가치주에 역점

최근의 가치주 강세는 세계 곳곳에서 전방위적으로 진행되고 있다. 이와 같은 변화가 진성이라면 긴 호흡에서 투자전략에 영향을 주게 된다. 스타일 전환의 원인과 지속성을 진단하는 것이 필요하다.

스타일 전환의 원인은 밸류에이션이라고 판단한다. 밸류에이션은 일정 수준에 이르면 스스로의 무게에 의하여 움직일 때가 있다. 이번에 나타난 스타일 전환이 성장주의 밸류에이션에 대한 부담에서 시작됐을 가능성을 염두에 둘 필요가 있다는 말이다. 올해 초만 하여도 글로벌 전반에서 성장주의 밸류에이션이 부담스럽다고 말하기는 모호한 수준이었다. 코로나19 사태로 주식시장이 본격적인 영향을 받기 직전인 올해 1월에 MSCI Growth Index 기준으로 PER은 23.7배였다. 이는 과거 IT 버블이 정점이었던 47.3배의 절반 수준이었다. 그러나 코로나19 사태 이후 몇 개월 만에 성장주의 밸류에이션은 급속히 팽창했다. 이는 올해 3분기 35.6배를 기록한 이후 하락세로 돌아섰다. 그 과정에서 밸류에이션 부담을 느끼지 않는 가치주의 강세가 글로벌 주식시장 모두에서 나타났던 것이다.

다가오는 2021년 포트폴리오 전략에서는 다음을 염두에 뒀야 할 것이다.

- 1) **우선, 큰 틀에서는 가치주에 역점을 두는 것이 유리하다는 점을 기억하자.** 주식시장이 밸류에이션을 바탕으로 성장주에서 가치주로의 스타일 전환을 진행한다면 이는 지속성이 강하다고 볼 수 있다.
- 2) **다음으로 스타일 전환의 진행 강도를 가능할 필요가 있다.** 성장주의 밸류에이션 조정이 이뤄지는 정도에 따라 가치주가 절대 수익률이 플러스인 상태에서 강세를 이어갈지 상대 수익률 관점에서 강세를 이어갈지 결정되기 때문이다.
- 3) **마지막으로 향후로는 가치주를 세분하여 접근하는 것도 요구된다.** 경기 순환형 가치주, 안정적 이익창출형, 배당형 등은 가치주 내에서도 그 성격이 상이하다. 당장은 이들 모두가 주목을 받고 있는 형국이지만 시간을 두고 차별화가 진행될 수 있다.

스타일 전환의 원인과 지속성을 진단하는 것이 다가오는 2021년을 대비하는 핵심

최근 나타나고 있는 가치주의 강세는 한국 주식시장에서뿐만 아니라 세계 곳곳에서 전방위적으로 진행되고 있다. 아래 [도표1]처럼 MSCI World Index를 보면 성장주 대비하여 가치주가 2개월가량 초과 성과를 기록하고 있다. 가치주 / 성장주 주가지수 비율이 반등하는 것으로 이를 확인할 수 있다.

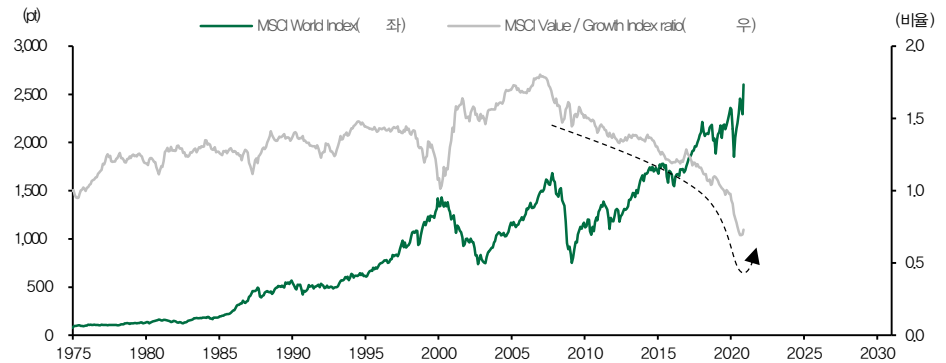
지금 시점에서 투자자가 고려해야 할 것은 이와 같은 성장주에서 가치주로의 스타일 전환이 진성이나 아닌 점이다. 만약 그렇다면 이는 꽤 의미가 있다. 글로벌 주식시장의 관점에서 보면 스타일 전환은 평균 3.8년(45.4개월)을 주기로 이뤄졌다. 하지만 직전 기간에는 장장 13.6년(163개월) 동안이나 성장주의 상대 강세가 이어졌다. 이러한 십 수년간 철옹성처럼 지켜졌던 성장주 강세 현상이 달라질 여지가 있다면, 이후 긴 호흡에서 주식 투자전략에 영향을 주게 된다.

따라서,

“현재 이뤄진 스타일 전환의 원인과 지속성을 진단하는 것이

다가오는 2021년을 대비하는 핵심 중 하나다.”

도표 1. 가치주의 상대 강세 현상이 나타나고 있다는 점을 주목



자료: Bloomberg, DB금융투자

밸류에이션에 대하여 시장이 고민을 하기 시작했다는 점이 중요

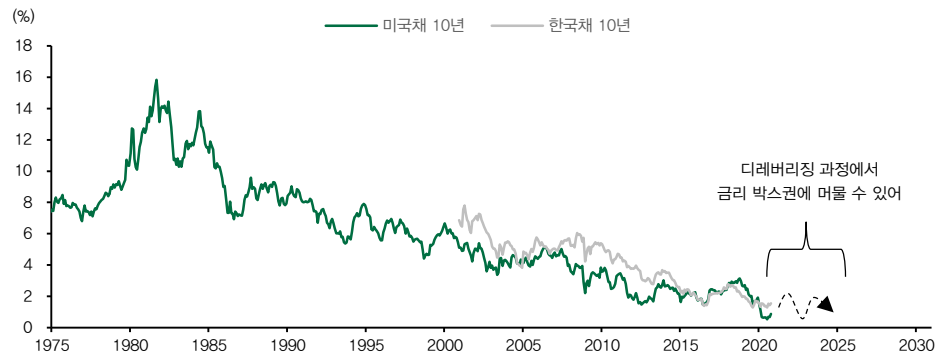
이제 원인을 살펴보자.

시간에서 언급하는 것처럼 시중금리의 상승 가능성이 스타일 전환을 불러왔다는 점은 부분적 이유가 될 수 있을지언정 상황 전반을 설명하기는 어렵다. 물론, 한국 주식시장에서는 시중금리 상승이 가치주의 강세와 함께하는 경우가 많은 것이 사실이다. 한국 주식시장에는 경기 순환에 민감한 주식들이 다수 존재한다. 이들은 경기가 하락하여 시중금리가 내려가는 시기에 밸류에이션이 떨어진다. 반면, 경기가 상승하여 시중금리가 오르는 때에 이들의 밸류에이션은 높아진다. 시중금리의 변화가 경기 순환

의 대응치 역할을 하며 가치주의 밸류에이션을 좌우하는 것이다. 한국채 10년물 금리를 보면, 직전 7월 1.28%였던 것이 12월 현재 1.65%까지 올라왔다. 이 과정에서 한국 주식시장의 가치주가 상대 강세 현상을 보였다. 다만, 글로벌 주식시장 전반으로 확장해보면 얘기가 달라진다. 선진국 주식시장의 가치주는 미래 성장성이 크지 않더라도 경기 순환에 동요하지 않으면서 안정적 이익창출 능력을 가지고 있는 형태가 포진되어 있다. 이들은 시중금리의 변화에 대하여 적극적으로 반응하지 않는다. 즉, 서두에서 언급한 것처럼 MSCI World Index를 통하여 살펴봤을 때, 글로벌 주식시장 전반에서의 스타일 전환은 시중금리 변화 가능성만으로 충분히 설명되지 않는 것이다.

또한, 시중금리의 향후 움직임 자체도 숙고해볼 필요가 있다. 부채 문제를 짊어진 상태에서는 금리가 상승을 이어가기 어렵기 때문이다. 코로나19 사태가 불거지기 이전인 2019년에도 이미 경제주체의 과도한 부채가 문제라는 점은 언론 지상을 통하여 꾸준히 제기되어 왔다. 그리고 코로나19 사태 이후에는 해당 문제가 가중됐다. 앞으로는 부채에 대한 디레버리징이 나타날 가능성이 있는데, 그 과정에서 시중금리가 하향 안정화될 여지가 있다. 이에 대한 대중 투자자의 인지도는 높으며 시중금리도 이를 반영하여 그 수준이 낮은 상태를 유지하고 있는 마당이다[도표2].

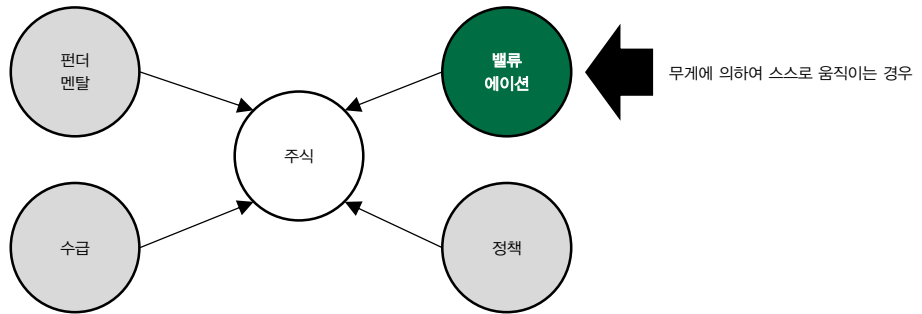
도표 2. 부채 디레버리징 과정에서 시중금리는 박스권에 머물 수 있어



자료: Bloomberg, DB금융투자

그렇다면 스타일 전환의 원인은 주식의 밖이 아니라 안에 있다고 봐야 한다. 주식을 움직이는 네 가지 요인은 펀더멘탈, 밸류에이션, 수급, 정책 등이다. 그중 밸류에이션은 일정 수준에 이르면 스스로의 무게에 의하여 움직일 때가 있다. 이번에 나타난 스타일 전환이 성장주의 밸류에이션에 대한 부담에서 시작됐을 가능성을 염두에 둘 필요가 있다는 말이다.

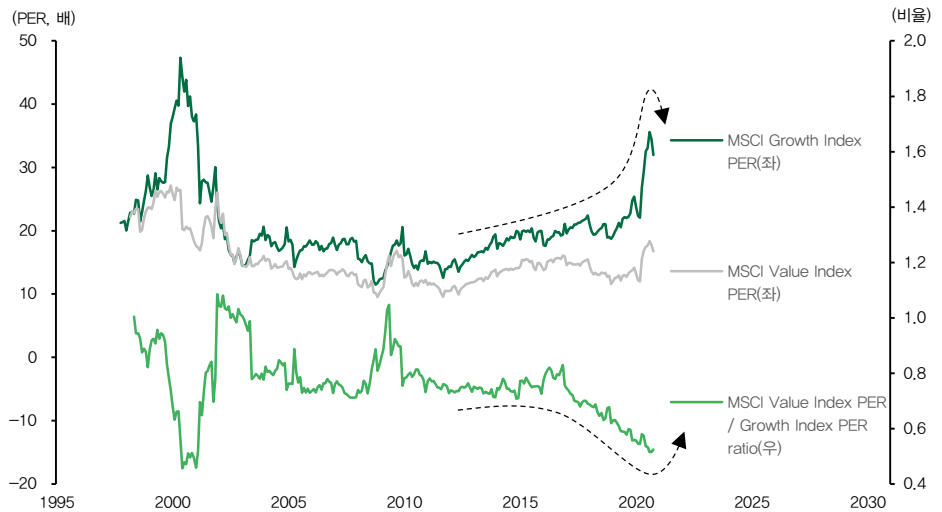
도표 3. 주식을 움직이는 네 가지 요인은 펀더멘탈, 밸류에이션, 수급, 정책



자료: DB금융투자

[도표4]를 보자. 올해 초반 하여도 글로벌 전반에서 성장주의 밸류에이션이 부담스럽다고 말하기는 모호한 수준이었다. 코로나19 사태로 주식시장이 본격적인 영향을 받기 직전인 올해 1월에 MSCI Growth Index 기준으로 PER은 23.7배였다. 이는 과거 IT 버블 시기 정점이었던 47.3배의 절반 수준이었다. 그러나 코로나19 사태 이후 몇 개월 만에 성장주의 밸류에이션은 급속히 팽창했다. 이는 올해 3분기 35.6배를 기록한 이후 하락세로 돌아섰다. 그 과정에서 밸류에이션 부담을 느끼지 않는 가치주의 강세가 글로벌 주식시장 모두에서 나타났던 것이다.

도표 4. 코로나19 사태 이후 몇 개월 만에 성장주의 밸류에이션은 급속히 팽창



자료: Bloomberg, DB금융투자

2021년 포트폴리오 전략을 위하여 염두에 뒀던 것

이상을 통하여 볼 때 다가오는 2021년 포트폴리오 전략에서는 다음을 염두에 뒀던 것이다.

- 1) 우선, 큰 틀에서는 가치주에 역점을 두는 것이 유리하다는 점을 기억하자. 주식시장이 밸류 에이션을 바탕으로 성장주에서 가치주로의 스타일 전환을 진행한다면 이는 지속성이 강하다고 볼 수 있다. 밸류에이션이란 결국 시장 참여자의 합의된 인식을 말하며 이는 쉽게 바뀌지 않기 때문이다. 바로 그것이 최근 달라지고 있다는 점이 중요하다.
- 2) 다음으로 스타일 전환의 진행 강도를 가능할 필요가 있다. 만약, 성장주의 밸류에이션 조정이 온건하게 이뤄지면 가치주는 절대 수익률이 플러스를 기록하며 강세를 보일 것이다. 대표적인 현상으로 최근 미국 NASDAQ의 회복과 한국 KOSPI의 강세를 들 수 있다. 만약, 성장주의 밸류에이션 조정이 강도 높게 이뤄지면 가치주는 상대 수익률 관점에서 강세를 보일 것이다. 가치주에 접근할 때 성장주의 밸류에이션 동인을 함께 고려하는 것이다.
- 3) 마지막으로 향후로는 가치주를 세분하여 접근하는 것도 요구된다. 경기 순환형 가치주, 안정적 이익창출형, 배당형 등은 가치주 내에서도 그 성격이 상이하다. 당장은 이들 모두가 주목을 받고 있는 형국이지만 시간을 두고 차별화가 진행될 수 있다. 가치주 내부의 선택 문제에 대해서는 이어지는 자료에서 논의를 진행할 예정이다.

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.