

Equity Strategy

성장주를 위한 변명

Equity Strategy Overview

성장주 거품 우려는 심하지 않다. 금리 변동성이 주춤해지면 재차 반등이 예상된다. 그러나 올해는 지난해와는 달리 경제 재개 기대가 높다. 성장주를 나쁘게 보지 않더라도 경제 재개 국면에서 손해가 예상되는 소비재 섹터에 관심은 필요해 보인다.

Strategist 허재환_02)368-6176_jaehwan.huh@eugenefn.com

금리 발작에 대한 내성 조짐, 그러나 성장주보다 경기 민감 섹터에 주목

3/2 일 필자는 Equity Strategy(모두가 함께 금등하던 국면이 끝났을 뿐)을 통해 1) 최근 금리 상승보다 변동성이 문제이고, 2) 금리 상승 속도도 정점에 접근 중이라고 주장했다. 또한 3) 일부 위험자산 가격에 과열이 있었던 만큼 PER 보다 이익 개선의 안정성에 주목하자고 했다.

지난주 글로벌 주식시장은 2월 말에 비해 안정을 찾았다. 미국 다우지수와 S&P500 지수는 사상 최고치를 경신했다. 독일 DAX30 지수도 사상 최고치를 경신했다. 지난해 주식시장 성과가 빛났던 한국과 중국 증시는 올해 상승 폭을 상당 폭 반납했으나, 적어도 급락을 멈추었다. 그러나 미국 금리 상승은 이어지고 있다(전주말 미국 10년 국채금리, 1년래 최고치 경신).

그렇다면, 지금 성장주를 어떻게 접근해야 할까? 공격적으로 성장주 비중을 늘릴 시점으로 보기는 어렵다. 지난해 성장주 강세는 금리 하락 영향도 있었으나, 코로나 19의 반사효과도 컸다. 올해는 다르다. 장기 금리가 하락하지 않고 있다. 경기 사이클이 개선될 가능성이 높다. 너무 성장주에 올인(All in)하는 전략에서 벗어나야 한다. 다변화할 필요가 있다.

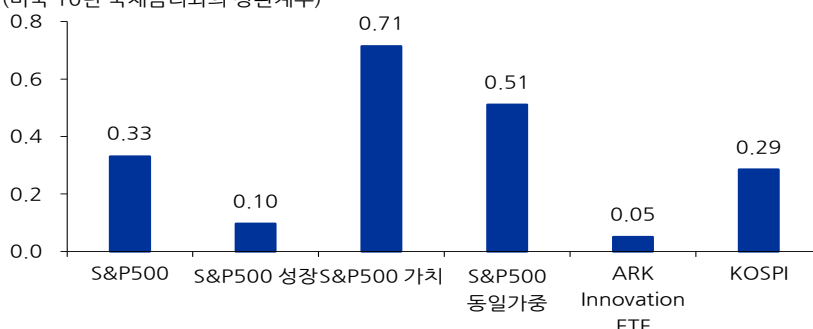
그렇다고 성장주 랠리가 끝났다고 보기는 어렵다. 성장주 버블이 극단적으로 나타났던 99~00년 사례와 유사한 측면이 있다. 그러나 당시만큼 극적이지는 않다. 빠르면 다음 실적 시즌 또는 경기 기대감이 주가에 충분히 반영된 시점에서 다시 성장주를 바라볼 필요가 있다.

Equity Strategy Check Point

- 금리 발작에 대한 내성이 조금씩 생기고 있음. 성장주 비중을 늘려야 하는지 고민이 되는 시점.
- 최근 성장주 거품은 대형주 전반적으로 확산되었던 닷컴버블 국면에 비해서는 광범위하지 않음. 현재는 일부 혁신기업에만 국한되어 있음.
- 성장주에게는 금리 상승이 악재가 아니라 금리 변동성이 더 중요함. 금리 변동성이 진정되면 금리가 올라도 성장주 상승은 가능함.
- 그러나 지난해 경기 부진 속에서 성장주가 급부상했던 분위기와는 다름. 경제 재개 기대가 높은 만큼 경기 민감 섹터들의 실적도 극적으로 개선될 기대가 높아질 수 있음. 경제 재개 국면에서 손해가 예상되는 수출 및 소비재에 대한 관심이 필요.

미국 금리가 오르는 국면에서 성장주가 덜 오르는 것이지, 하락하지는 않아

(미국 10년 국채금리와 상관계수)



자료: Refinitiv, 유진투자증권

엑슨모빌 vs 테슬라

지난해와는 달라진 성장주 vs. 가치주 대결 구도

만약 누군가가 필자에게 지금 미국 에너지 기업 엑슨모빌을 살 것인지, 테슬라를 살 것인지 묻는다면 매우 곤혹스러울 것이다. 누가 보더라도 에너지 기업 엑슨모빌보다 테슬라의 성장성이 높다. 주식 투자에 성장성이 중요하다면, 당연히 테슬라라고 대답해야 할 것이다.

주식 투자에는 시점도 중요하다. 성장성이 좋은 기업을 보유하는 전략은 너무(?) 이상적이다. 어렵다. 필자와 같은 하수가 보기에 기업의 성장성이 좋게 보일 때면 주가는 늘(?) 비싸다. 테슬라 주가는 2020년 이후 9.5 배 올랐다(도표 1). 필자도 좋은 기업을 싸게 사고 싶다. 그런데 잘 안 된다. 늘 비싸게 산다. 그리고 후회를 한다. 하수의 숙명인가?

그러나 올해는 작년과 다르다. 올해 주가만 보면 엑슨모빌이 앞선다. 엑슨모빌 주가는 연초 이후 +48% 이상 올랐다. 반면 테슬라 주가는 올랐다가, 최근 고점 대비 -36% 하락했다(도표 2). 그렇다면 엑슨모빌을 장기 투자하라고 할만큼 에너지 기업들에 대한 확신은 없다.

분명히 긴 그림에서 투자대상은 '테슬라'로 가야할 것이다. 그러나 지난해에 비해 올해는 성장주 외에도 '경제 재개' 및 '경제 정상화'라는 대안이 있다. 성장주가 안 된다고 보다 주도 업종의 다변화 과정으로 볼 필요가 있다.

도표 1. 지난해 주가가 열 배 상승한 테슬라

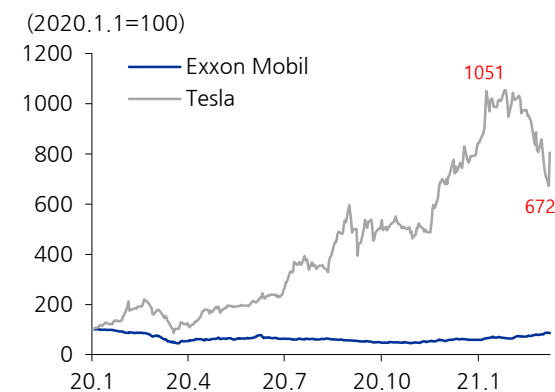
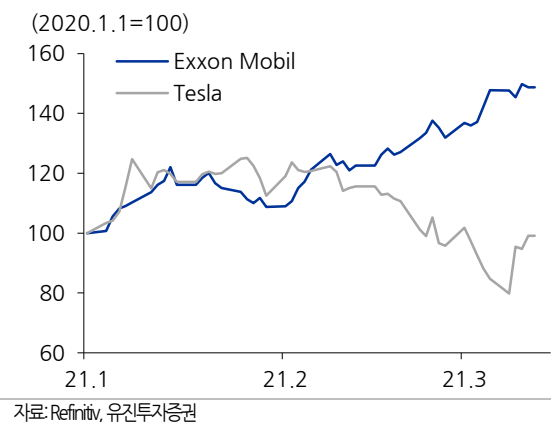


도표 2. 올해는 엑슨모빌 주가가 더 강세



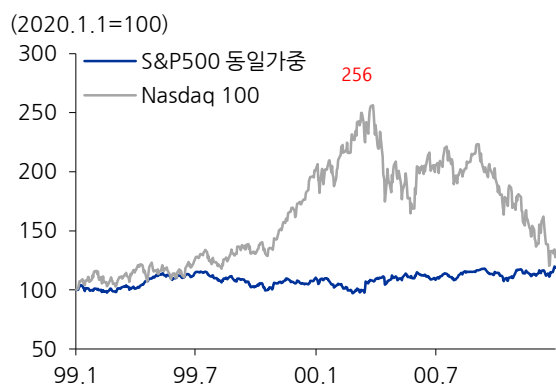
현재 주식거품은 일부에 국한

Tech 전반으로 거품이 확산되었던 닷컴버블 국면

성장주 버블이 심했던 사례는 닷컴버블 당시다. 나스닥 100 지수에 포함된 대형 Tech 기업들 주가는 99년 10~11월 이후 2000년 3월까지 4~5개월 동안 1.5배 올랐다(도표 3). 주식시장 버블이 일부 인터넷 기업 이외 대형 Tech 기업들에게도 확산되었다.

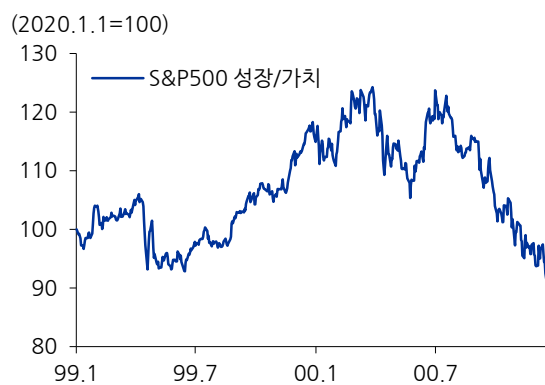
당시 성장주와 가치주의 순환(Rotation)은 시장의 정점(Peak)을 의미했다. 고통스러웠다. 2000년 중반 이후 성장주는 바닥을 모르고 추락했다(도표 4). 하지만 일반적인(?) 주식들은 그렇게 나쁘지도 않았다. S&P500 동일가중지수는 2001년 1~2월까지 올랐다(도표 5).

도표 3. 99~00년, 나스닥 100 정점 전 급등



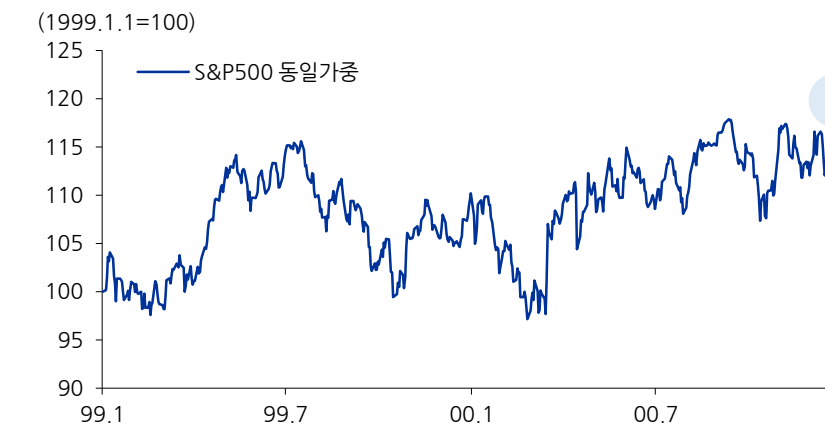
자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 4. 닷컴버블 당시 성장주 하락은 버블 붕괴 시사



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 5. 동일가중 지수로 보면 미국 증시는 2001년 초반까지 상승



자료: Refinitiv, 유진투자증권

지금은 일부에만 버블 징후가 있어

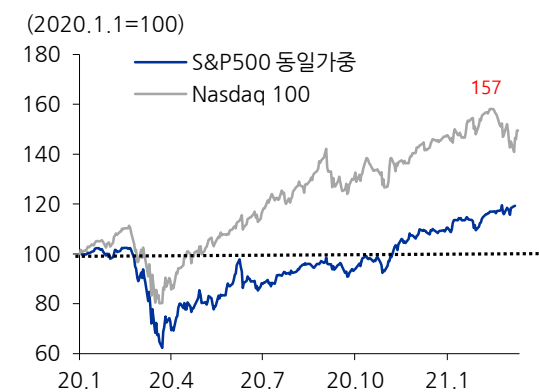
지금과 비교해 보면 유사하다. 그러나 닷컴버블만큼은 아니다.

지금도 S&P500 동일가중지수, 즉 일반 기업들에 비해 대형 Tech 주들이 강하다. 그러나 지난 2020년 1월 이후 Tech 주들과 S&P500 동일가중지수의 상승률 차이를 보면 닷컴버블 만큼 심하지는 않다(도표 6).

일부 특정 섹터 또는 테마를 보면 거품 징후가 있다. 최근 가장 핫한 ARK Innovation ETF는 2020년 연초 이후 2배 이상 올랐다(도표 7). 전체 시장 대비 과도한 주가 상승이 나타났다.

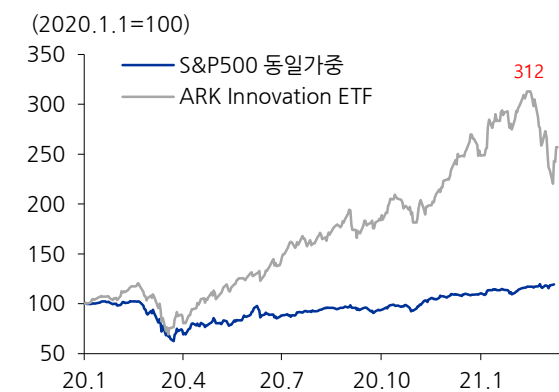
닷컴버블 당시와 비교해 볼 때 현재 주식시장에 거품이 있냐, 없느냐는 논의는 이미 지났다. 지금부터 논의의 핵심은 주식시장 거품이 얼마나 광범위하게 확산될 것인지, 거품의 크기가 여기서 얼마나 더 확대될 지가 더 중요하다.

도표 6. 나스닥 100 강세, 그러나 닷컴버블만큼 아님



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 7. 버블스러운(?) 혁신기업 ARK Innovation ETF 독주



자료: Refinitiv, 유진투자증권

금리가 성장주의 적은 아니다

금리 변동성 확대 국면에서 성장주가 취약할 뿐

그렇다면 성장주에게 금리 상승 또는 인플레이는 적인가? 아군은 아니지만, 적어도 적은 아니다.

최근 미국 10년 국채금리가 상승세가 거세다. 그 과정에서 혁신기업 ETF 인 ARK Innovation ETF 가격은 30% 이상 급락했다. 하지만 지난해 여름 이후 금리가 상승하는 과정에서 ARK Innovation ETF 가격은 함께 올랐다(도표 8).

금리 상승 자체 보다는 변동성이 문제다. 미국 채권시장 변동성을 나타내는 MOVE 지수와 ARK Innovation ETF 가격간 관계를 보면 명확하다(도표 9). 채권 금리 변동성이 높아지는 국면에서 성장주들이 약했다. 즉 금리가 올라도 변동성이 높지 않다면 문제가 없다는 의미다.

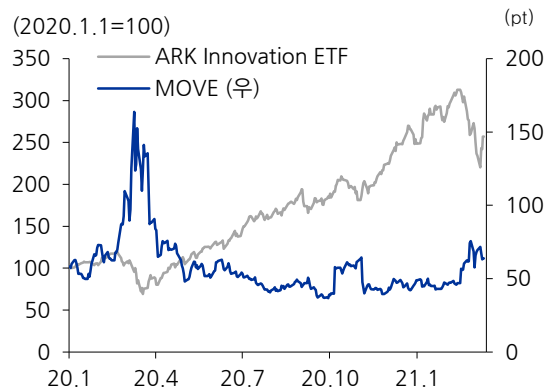
금주 3 월 FOMC 회의가 예정되어 있다. 일부에서는 Operation Twist(단기 채권 매각, 장기 채권 매수)을 기대한다. OT 정책이 나오면 호재다. 하지만, 과거 OT 정책이 나왔던 것은 2011 년 유럽 재정위기였다. 지금은 위기를 벗어나는 중이다. 연준이 정책을 내놓기는 이르다. 그러나 지금 필요한 것은 금리 하락이 아니다. 금리가 상승하더라도 안정적이라면 문제가 되지 않을 전망이다.

도표 8. 금리 상승과 혁신섹터가 반비례하지 않아



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 9. 금리 변동성 상승 국면에서 혁신 섹터 하락



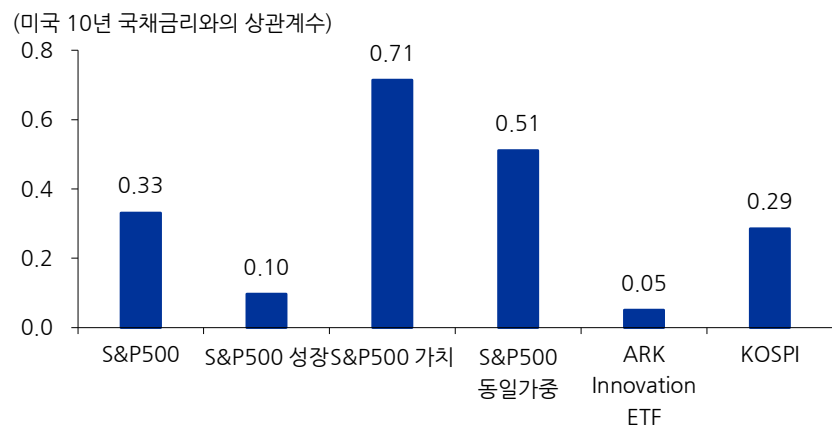
자료: Refinitiv, 유진투자증권

금리 상승 국면은 가치주에 유리, 그렇다고 성장주에 악재는 아닌 듯

최근 미국 10년 국채금리와 주요지수간 상관관계를 보면 좀더 뚜렷하다. 미국 10년 국채 금리의 상관계수는 (+)다. 미국 국채금리가 오르는 국면에서 주가는 올랐다(도표 10). 속도의 차이가 있을 뿐이다. 성장주보다 가치주가 미국 국채금리가 오르는 국면에서 더 강했다. 그렇다고 성장주가 성장주가 덜 오르는 것이지, 하락한 것은 아니다. KOSPI도 마찬가지다.

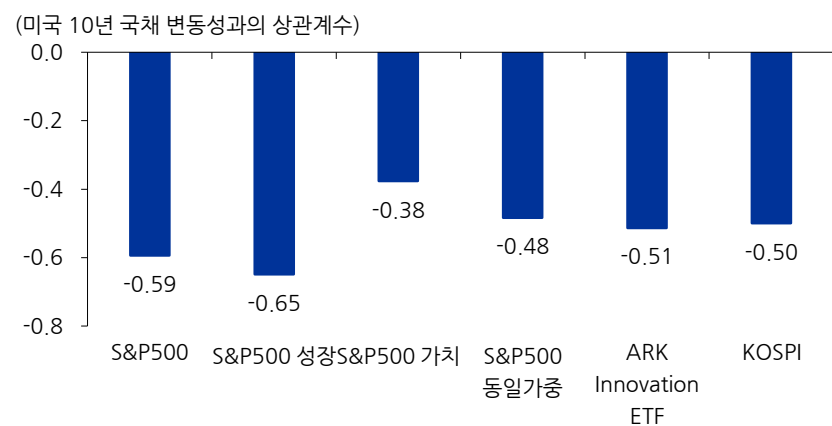
금리 변동성과의 주식시장의 상관관계는 명확한 역의 관계다(도표 11) 미국 채권 변동성지수와 미국 주요 지수들은 -0.5 이상의 꽤 높은 역의 상관관계를 보이고 있다. 변동성만 진정되면 성장주의 부진도 진정될 가능성이 높다. 금리 수준은 높아지고 있다. 그러나 지난 주 후반 이후 금리 변동성이 진정되고 있다. 성장주의 부진도 최악을 벗어날 것으로 예상된다.

도표 10. 미국 금리가 오르는 국면에서 성장주가 덜 오르는 것이지, 하락하지는 않아



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 11. 금리 상승보다 걱정은 변동성, 그러나 점차 최악 탈피 중



자료: Refinitiv, 유진투자증권

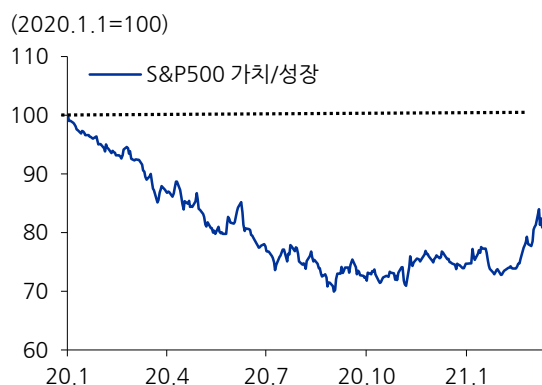
올해 '경제 재개'라는 대안의 등장

올해는 선택의 폭이 넓어져, 경기 민감 소비재도 관심

그렇다고 당장 성장주 비중을 적극적으로 늘릴 시점으로 보기는 어렵다. 지금 초점은 '경제 재개'다. 미국 가치주 상대강도는 코로나 19 이전 수준을 회복하지 못했다(도표 12). 예컨대 테마파크가 재개장하면 올해 기업실적 개선 속도는 디즈니가 넷플릭스를 넘어설 수 있다(도표 13). 경기 재개가 충분히 진행될 때까지는 경기에 민감한 섹터들에 대한 관심이 필요하다.

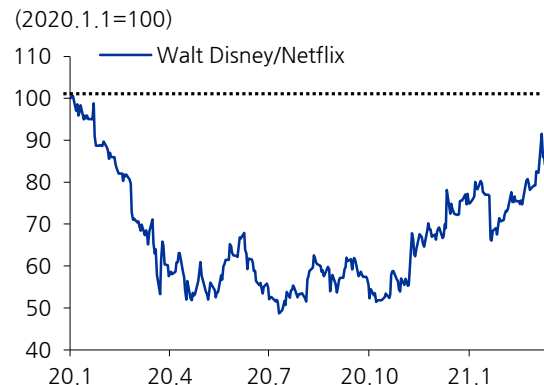
한국도 마찬가지다. 지난해 11 월 이후 코로나 19 신규 확진자 수와 업종별 상대강도를 보면, 신규 확진자 수가 감소할 때 미디어교육/유통/화장품/자동차/호텔레저 등 선진국 수출/소비재 섹터가 강하다(도표 14). 성장주를 부정적으로 볼 필요는 없지만, 수출주와 소비재도 가져갈 필요가 있다.

도표 12. 美 성장 대비 가치주, 코로나 전을 회복 못해



자료: Refinitiv, 유진투자증권

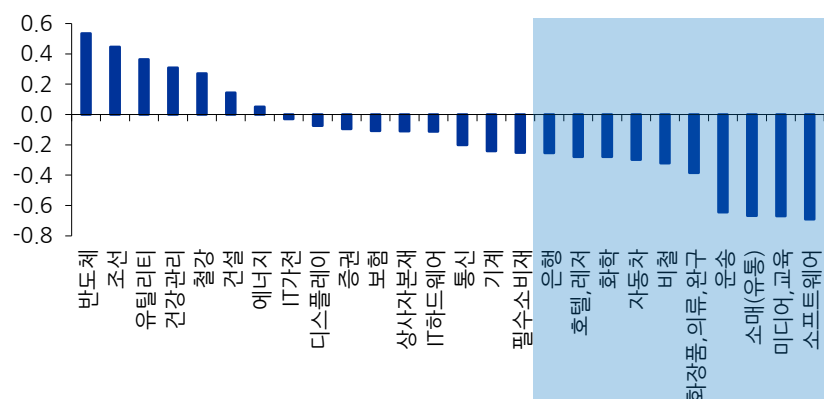
도표 13. 넷플릭스 대비 월트디즈니 주가



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 14. 코로나 19 신규 확진자 수가 감소할 때 소비 관련 업종 주가 강세

(코로나19 신규 확진수와의 상관계수)



주: 2020년 11월 이후 기준, 자료: Refinitiv, 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작용물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	93%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	7%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2020.12.31 기준)