

# Strategy

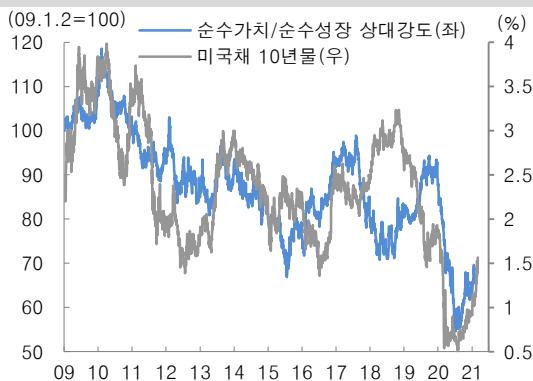
Strategist 이경민  
kyoungmin.lee@daishin.com

## 주도주는 성장주? 가치주? 팩트체크로 결정하자

- 금리 등락에 글로벌 금융시장이 일희일비하고 있다. 경제성장 속도에 대한 의구심이 커진 상황에서 주식시장은 물가/금리에 예민할 수 밖에 없다. 금리 상승이 주식시장 밸류에이션 부담을 가중시키고, 성장 프리미엄을 저해할 가능성은 경계한다. 그러나 장기적으로 주식시장과 물가/금리는 동반자같은 존재이다. 다만, 오랫동안 서먹했던 탓에 관계 개선 과정이 순탄치 않는 상황이다. 이 과정에서 생겨난 오해는 시간을 두고 풀어가며 다시 함께 할 것이다. 현재 글로벌 증시는 유동성 장세에서 펀더멘털 장세로 진화하는데 있어 진통과정을 겪고 있다. \* 자세한 내용은 3월 3일자 “금리 & 주식시장. 오해가 풀리면 돈독해질 관계” 참조
- 금리 상승국면에서 항상 성장주와 가치주 간의 이분법적 논리 속에 가치주의 부활, 주도주로 부상을 기대한다. 실제로 금융위기 이후 미국채 10년물과 가치주/성장주 상대강도 간에는 0.67라는 상관관계가 존재한다. 이번에도 가치주가 주도주로 부상할까? 결론부터 말하자면, 그 가능성은 낮다고 생각한다. 힌트는 펀더멘털 장세로의 진화에 있다.
- 우선, 가치주가 주도주로 부상하기 위해서는 금리의 상승추세가 지속되어야 한다. 2/4분기 물가지표 레벨업을 감안하면 지속적인 금리 상승을 기대할 수 있다. 하지만, 과거 패턴은 달랐다. 물가지표가 큰 폭으로 상승한 2009년 하반기 ~ 2011년 상반기, 2015년 ~ 2018년초 두 번의 경우를 보면 물가 상승국면에서 채권금리 레벨업은 쉽지 않았다. 오히려 2010년에는 물가 레벨업(CPI 3.9%)에도 불구하고 금리 고점은 낮아졌다. 연준의 금리동결, 유동성 공급조치의 영향이었다. 연준의 통화정책 변화가 없다면 채권금리 레벨변화, 추세적 상승에는 한계가 존재한다. 올해 연준의 통화정책 방향성은 긴축보다 지금보다 완화적일 가능성 이 높다.
- 2017년 IT와 시클리컬이 KOSPI를 Outperform했다. 여기서 주목할 부분은 물가 상승국면에서 IT의 시장 주도력 강화는 지속된데 반해, 시클리컬, 은행은 물가, 금리 변화에 등락을 반복했다는 점이다. 시클리컬과 금융주가 물가/금리 상승국면에서 KOSPI 상승 탄력에 플러스 동력이 된 것은 사실이지만, 주도주로서 부상하기에는 한계가 있었다. 게다가 그 동안 가치주 강세를 주도한 것은 자동차, 가전, 2차 전지였다. 2020년 6월 이후 자동차, 가전, 2차 전지가 가치주 상승에 42.3%를 기여했다. 기존 가치주에서 성장주로 변화하는 업종들이 가치주 상승을 주도했다는 것이다. 순수가치주 구성 종목 중 자동차 비중(시가총액 기준)이 가장 높고, 가전, 2차 전지까지 포함하면 전체 중 23.5%를 차지한다.
- 향후 펀더멘털 장세에서 가치주가 2분기 중 KOSPI 상승탄력에 힘을 실어줄 수 있겠지만, 주도주로서 자리매김은 쉽지 않을 것이다. 오히려 기존 주도주인 반도체, 자동차, 2차 전지, 운송, 인터넷 업종이 이익 레벨업, 기여도를 바탕으로 시장을 이끌어갈 전망이다. 금리 상승으로 KOSPI 지수와 주도주 변동성이 커진다면 비중확대 기회라는 판단이다.

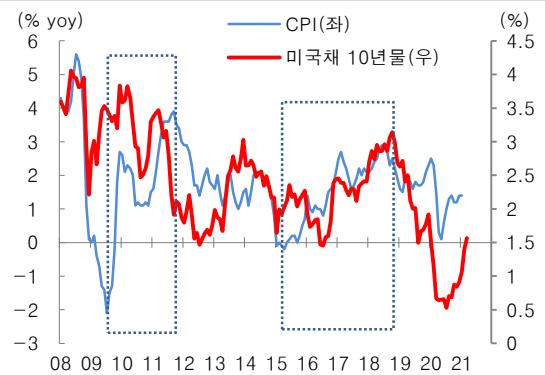
## Strategy

그림 1. 미국 채권금리 반등 & 가치주 강세



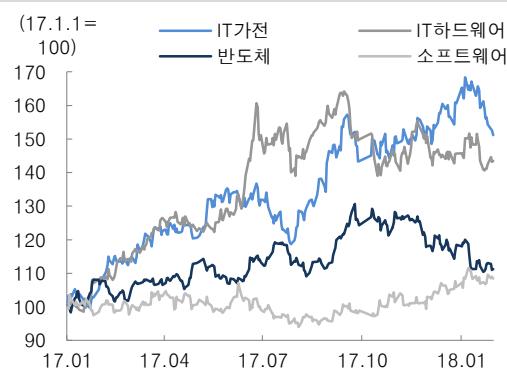
자료: FnGuide, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 2. 미국 CPI와 10년 국채금리, 물가 상승이 채권금리 레벨업으로 이어지기는 쉽지않아...



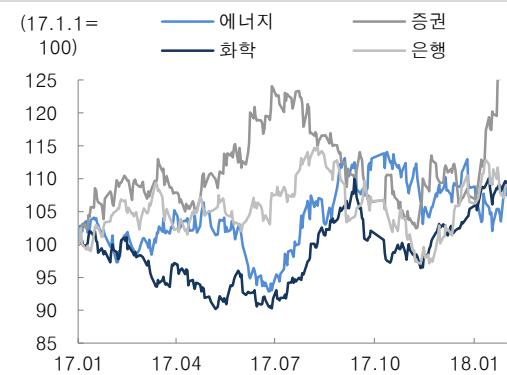
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 3. 2017년 시장 주도력을 강화해 나간 IT



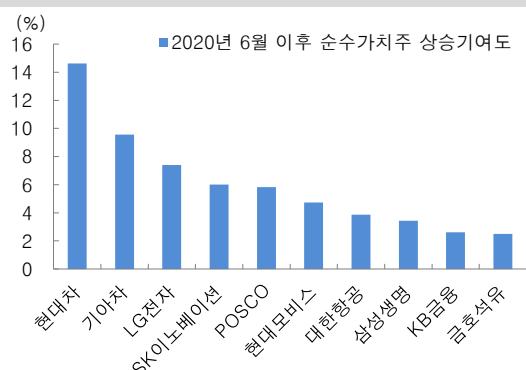
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 4. 물가, 금리 변화에 등락을 보인 시클리컬



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 5. 가치주 상승을 주도한 자동차와 2차 전지



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 6. KOSPI 이익개선, 역사적 최대치 경신을 주도할 것으로 예상되는 업종군에 주목



자료: FnGuide, 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: 이경민)

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

---