

## 최근 씨클리컬 주식 강세에 대한 판단

2020/ 10/ 28

**Strategist**

**이동호**

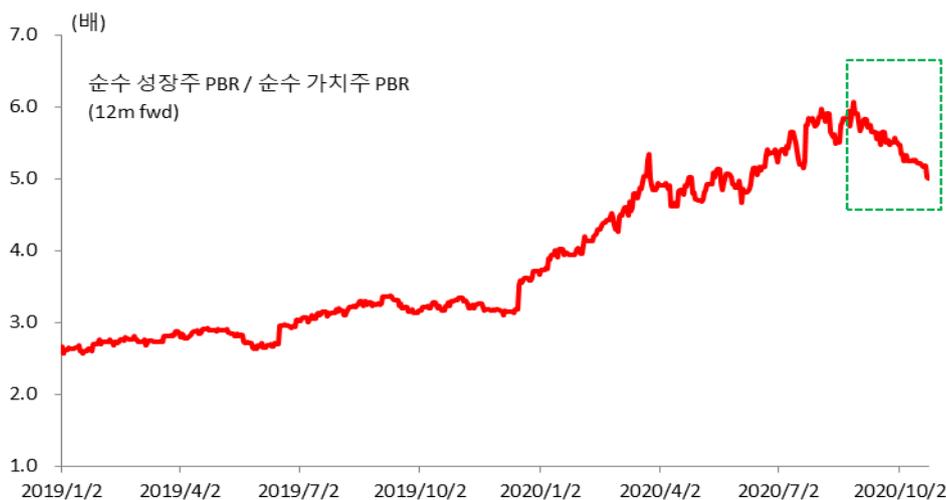
(2009-7062)

dhlee@leading.co.kr

2019 년 이후 성장 스타일이 주식시장을 주도했다. 중간 중간 험터도 있었지만 추세는 유지되는 흐름을 보였다. 그런데 8 월 하순 이후부터 그 동안과는 다른 모습이 관찰된다. 일시적으로 쉬어 가던 모습과는 다른 양상을 보이고 있다(<그림 1> 참조).

그렇다면 이제 성장 스타일의 주식시장 주도가 마무리된 것일까? 필자가 작년부터 여러 보고서를 통해 지속적으로 성장 또는 퀄리티 스타일의 주식시장 주도를 주장했던 이유는 우리 경제의 '저성장', '저금리', '저경기진폭' 구조에 근거한다. '저성장'의 특징이 유지되는 한 주식시장은 계속 성장에 목말라하고, '저금리'는 성장하는 기업의 미래 이익을 덜 할인케 함으로써 밸류에이션에 여유를 준다. '저경기진폭'이 지속되는 한 경기 회복 국면에서 씨클리컬 업종의 턴어라운드가 힘들어 진다. 그렇다면 성장 스타일은 여전히 시장 주도 스타일일 수 있다는 논리이다.

<그림 1> 성장/가치간 밸류에이션 갭 추이(2019 년 이후)



주 : 순수성장, 순수가치 스타일은 MKF 500 지수 종목군 내에서 분류한 스타일

자료 : Dataguide, 리딩투자증권

그런데 최근 성장주 밸류에이션의 상대적 약세 흐름은 성장주가 주식시장을 주도한 2019 년 이후 기간에서 볼 때 이례적이다. 가치 스타일 주식(주로 씨클릭 주식)의 상대적 강세가 의미있는 모습으로 진행되고 있다는 것이다(<그림 1> 박스 구간). 본 자료에서는 성장/가치간 밸류에이션 갭 흐름에 대해 1) 그 동안의 상황 복기를 통해 2019 년 이후 성장주가 주식시장을 주도해 온 배경을 설명하고, 2) 방금 언급한 최근(2019 년 이후)의 이례적인 가치주 강세의 근거와 전망에 대한 논의를 해 보기로 한다.

우선 그 동안의 상황 복기이다. <그림 2>는 성장/가치 스타일간 밸류에이션 갭(PBR 갭) 장기 시계열을 도시한 것이다. 데이터 입수가 가능한 2011 년부터 판단해 보면 일단 육안으로도 2011~2018 년까지는 성장/가치간 밸류에이션 갭이 평균 회귀(mean reversion)를 하고, 2019 년부터는 발산(divergence)하는 모습을 캐치할 수 있다.

<그림 2> 성장/가치간 밸류에이션 갭 추이(2011 년 이후)



자료 : Dataguide, 리딩투자증권

이러한 현상은 통계적으로도 증명해 볼 수 있다. <표 1>에 표시한 바와 같이 2011 년~2018 년 기간 동안에는 성장/가치 스타일간 밸류에이션 갭 흐름이 신뢰구간 90% 범위내에서 평균 회귀(mean reversion)하는 성향을 보이고 있다(단위근 검정 결과 단위근 없음). 그러나 sample period 를 최근까지인 2020 년 10 월까지 연장하면 평균 회귀 성향이 없는 것으로 분석된다. 결국 2019 년부터는 성장/가치 스타일간의 밸류에이션 갭이 평균 회귀가 아니라 발산(divergence)의 양상을 보여 왔다는 것이고, 이는 그 시기부터 기존의 구조에 변화가 발생했음을 시사한다.

<표 1> 성장/가치 밸류에이션 갭 데이터의 구간별 평균 회귀 여부 테스트 결과

<Sample period 가 2011 년 1 월 ~ 2018 년 12 월인 경우>

Null Hypothesis: PBR\_GAP has a unit root

Exogenous: Constant

90% 신뢰구간에서 성장/가치간 밸류에이션 갭 데이터는 평균회귀 성향 있음

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.678234	<b>0.0816</b>
Test critical values:		
1% level	-3.500669	
5% level	-2.892200	
10% level	-2.583192	

<Sample period 가 2011 년 1 월 ~ 2020 년 10 월인 경우>

Null Hypothesis: PBR\_GAP has a unit root

Exogenous: Constant

성장/가치간 밸류에이션 갭 데이터는 평균회귀 성향 없음

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.869062	<b>0.7949</b>
Test critical values:		
1% level	-3.487046	
5% level	-2.886290	
10% level	-2.580046	

주 : 평균회귀성향 테스트는 단위근(unit root) 검정(ADF test)으로 하였음

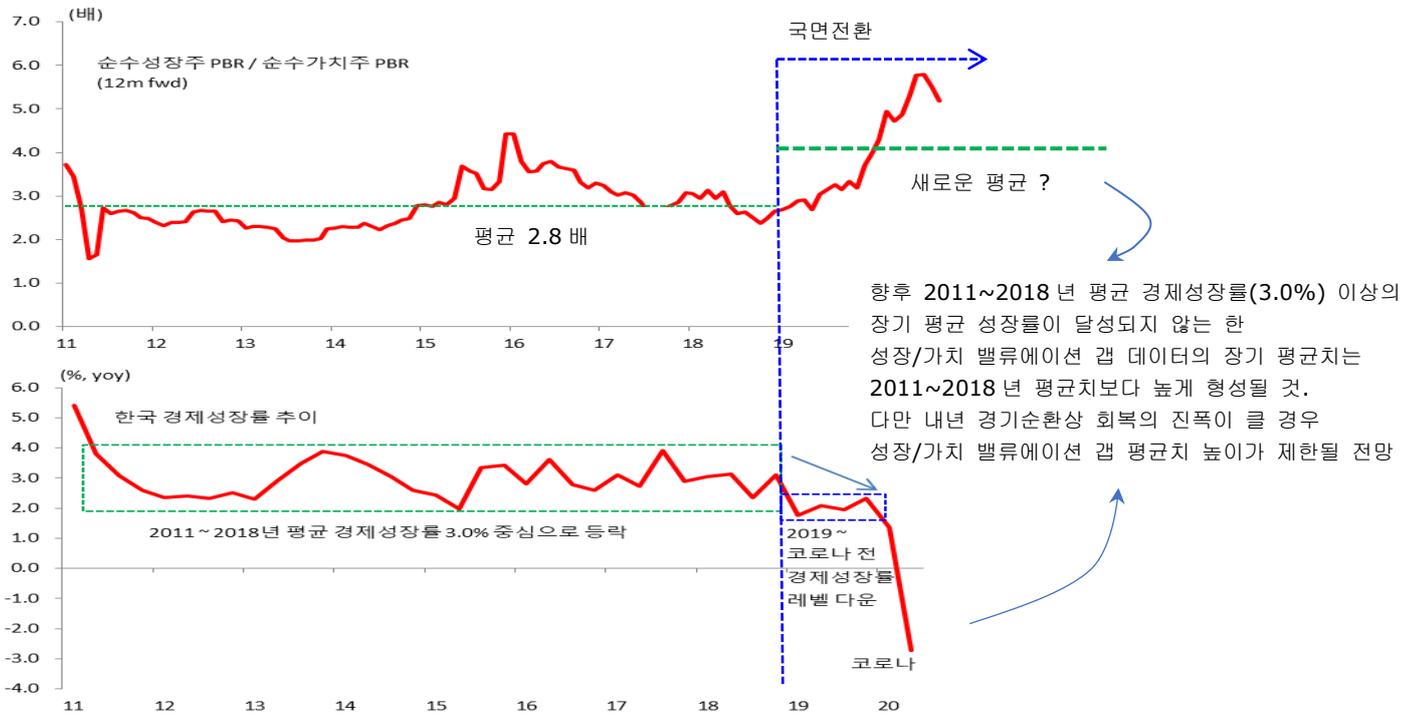
자료 : 리딩투자증권

이렇듯 2019 년 이후 성장/가치간 밸류에이션 갭 흐름이 발산(divergence)의 흐름으로 변화한 이유는 우리 경제의 저성장 흐름이 더 강화되었기 때문이라고 판단한다. 2011 년 이후 우리 경제는 저성장 구조로 전환되었다고 판단하는데 <그림 3>에서 보는 바와 같이 2019 년 들어 와서는 기존의 저성장 국면하에서도 성장률 레벨이 더 하락한 것을 관찰할 수 있다.

2011~2018 년까지는 평균 3.0%를 중심으로 안정적으로 등락하던 경제 성장률 흐름이 2019 년부터는 더 낮아지는 모습을 보여 주고 있다(코로나 19 사태 직전까지의 구간에서도). 그리고 코로나 19 사태가 발발하였다. 가뜰이나 저성장 흐름이었는데 성장률 레벨이 더 낮아지다 보니 주식시장에서는 성장에 목마른

경향이 더 뚜렷해 질 수 밖에 없다. 성장/가치 스타일간 밸류에이션 갭이 2019 년 이후 발산의 모습으로 바뀐 것은 바로 이 때문인 것으로 풀이한다.

<그림 3> 경제성장률 흐름이 설명하는 성장/가치간 밸류에이션 갭 추이



자료 : Dataguide, 리딩투자증권

그렇다면 이제 남은 논의는 다음 두가지 경우가 되겠다. ① 최근은 상대적으로 부진하지만 조만간 다시 성장주가 주식시장을 주도하면서 2019 년 이후의 성장/가치 밸류에이션 갭 흐름이 발산하는 모습을 이어갈 것인가? ② 발산 흐름이 계속 이어지는 것은 아니지만 2011~2018 년 밸류에이션 갭 평균치와는 다른 수준의 새로운 평균치를 중심으로 평균 회귀하는 흐름을 보일 것인가에 대한 판단이 되겠다. 특히 ②의 경우는 최근 성장주의 이례적인 상대적 약세의 근거와 전망 논리와도 연결된다.

만약 ①의 경우라고 판단한다면 금년 8 월말 이후 성장주 밸류에이션의 상대적 약세는 일시적인 현상인 것이고, 이에 따라 현 시점이 성장주를 재매수해 들어 가야 하는 적기라는 결론이 나온다. 그러나 ②의 경우라면 결론은 달라진다. 2011~2018 년과는 다른 수준의 밸류에이션 갭 평균치가 형성되고, 그 평균치가 최근(10/23 현재 5.0) 값보다는 낮다면 가치주의 상대적 강세는 더 이어질 수도 있게 된다(<그림 3> 참조).

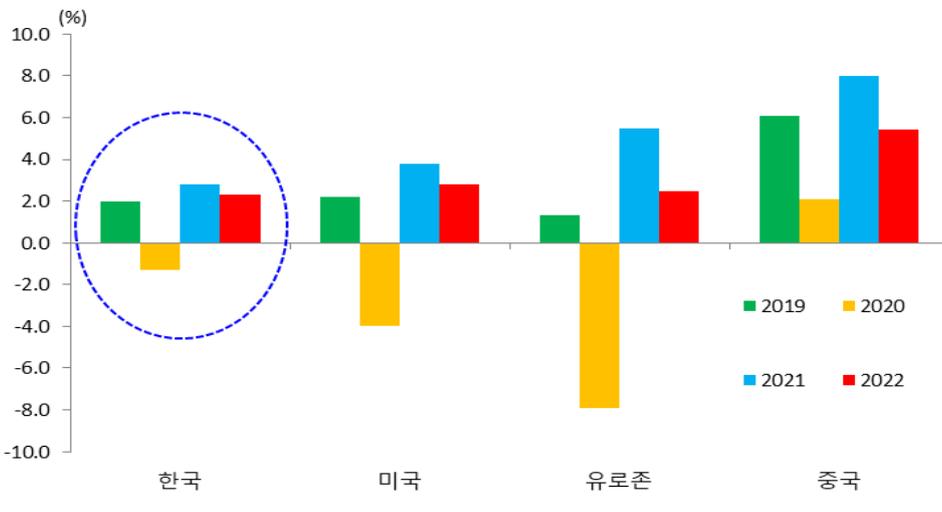
필자는 ②의 경우로 예상하는데 이와 관련, 다음 두가지 측면을 전제한다. 우선 2019 년 이후부터는 2011~2018 년 밸류에이션 갭 평균치인 2.8 배 보다는 높은 수준의 장기 평균치를 중심으로 회귀하는 구조로 바뀌었다(regime switching)고 전제한다. 그렇게 전제하는 이유는 <그림 3> 부연 설명에 표시되어 있는 바와 같이 '장기적으로 볼 때 저성장 경제 구조에는 변화가 없을 전망이고, 2019 년 이후부터의 장기 평균 성장률은 2011~2018 년 평균치보다 낮을 가능성'이 높다는데 기인한다. 또 하나의 전제는 2019 년

이후부터의 성장/가치 밸류에이션 갭 장기 평균치는 10 월 23 일 현재 수준인 5.0 배 보다는 낮을 것이라는 점을 아울러 전제한다. 역시 <그림 3> 부연 설명에서와 같이 '장기적 측면에서의 저성장은 불가피하지만 중기적 관점에서는 경기 순환상 진폭이 큰 회복이 향후 1 년 정도는 연속될 가능성이 있다'고 보기 때문에 싸클리컬 주식이 주로 포진되어 있는 가치의 상대적 강세가 좀 더 이어질 가능성이 높다고 보기 때문이다.

먼저 2011~2018 년 밸류에이션 갭 평균치보다는 높은 수준의 평균치가 형성될 국면이라는데 대한 좀 더 구체적인 근거를 설명한다. <그림 4>는 2019~2022 년 경제 성장률(예상치는 컨센서스)을 도시한 것이다. 금년 코로나 사태로 인한 베이스 효과로 내년(2021 년) 경제 성장률은 높게 나타날 수 있다. 그러나 코로나 사태가 잦아들고, 경제가 정상화될 것으로 기대하는 2022 년에는 코로나 사태 이전부터 존재하고 있던 저성장 요인들이다 코로나 19 사태로 급격히 늘어난 부채에 대한 디레버리징 압력까지 대기하고 있다. 이에 따라 2022 년 이후의 경제 성장률은 다시 낮아질 가능성이 높다. 코로나 사태에서 회복되더라도 기존의 저성장 구조를 탈피하기는 힘들다는 것이다. 장기적으로 경제 성장률이 그러하다면 물가 상승률과 금리도 장기적 흐름에서는 그 영향에서 벗어날 수 없다.

따라서 2022 년 이후의 기간까지 길게 내다 보면 성장 스타일이 주식시장을 주도하는 환경이 다시 형성될 수 있다는 판단이다. 필자는 2019 년 이후부터의 경제 성장률 장기 평균치가 2011~2018 년 평균치인 3.0% 보다는 낮을 가능성이 높다고 예상하는데 그렇다면 장기적 관점에서는 성장/가치간 밸류에이션 갭 평균치가 2011~2018 년보다는 높은 수준일 것이라는 논리가 가능하다.

<그림 4> 장기적으로는 저성장 구조 예상



자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

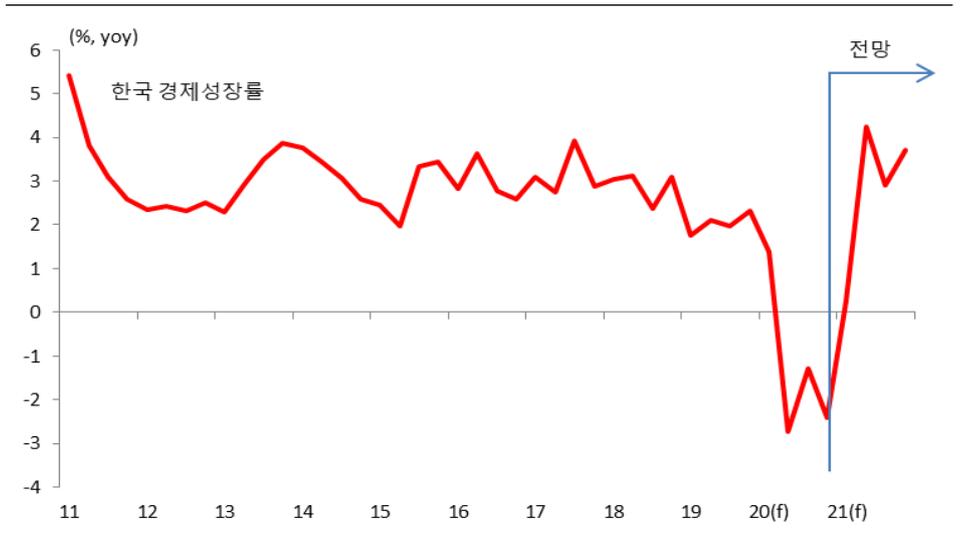
그러나 중기적 관점에서는 좀 다른 상황이 벌어질 수 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 이는 최근 가치주의 상대적 강세가 좀 더 이어지고, 결국 성장/가치간 밸류에이션 갭의 장기 평균치가 10 월 23 일 현재 시점 레벨(5.0)보다는 낮을 것이라는 앞선 전제와 맥을 같이 한다. 지금이 향후 경기 순환상 '회복의 연속성'에 대한 기대가 형성될 수 있는 초기 시점이고, 실제 회복시 그 '진폭이 클' 수 있어서 가치주의 중심에 있는 싸클리컬 주식에 유리할 것이라는 판단에서이다.

지난 8 월 한국은행의 전망치 대로 금년 경제 성장률을 -1.3%, 내년을 +2.8%로 보고, 여기에 분기 계절성 팩터를 감안하여 전년 동기 대비 분기별 예상 경제성장률을 도식해 보면 <그림 5>와 같은데 현 시점 이후 내년까지는 과거(2011 년 이후)보다 상대적으로 큰 진폭으로 경기가 회복될 수 있을 전망이다. 미국 대선 이후 대규모 재정정책이 집행될 시점이 얼마 남지 않은데다 여타 글로벌 주요 지역에서도 부양 정책이 계속 이어질 것임을 감안시 내년 경기 회복의 기대 심리는 한층 더 높아질 것으로 예상된다.

코로나 19 문제가 여전하지만 최근 치료제 개발 상황이 계속 진전되고 있는 가운데 유럽이나 미국 등 코로나 19 문제가 큰 주요국 정부들이 치료제(혈장 치료제)의 조기사용 신청을 승인하고, 이에 따라 경증 환자들은 조기에 치료될 수 있는 상황이 되면 내년 초부터는 코로나 19 고비를 넘길 수 있을 확률이 높아진다. 그러할 경우 경기 회복에 주는 긍정적 영향력이 클 것이다.

이렇듯 향후 미국 대선 및 추가 부양정책적 측면, 코로나 19 문제 등에서의 긍정적 변화는 한국을 포함한 글로벌 경기 회복에 추가적인 동력을 제공함으로써 내년에 진폭이 큰 경기 회복을 가능케 할 수 있다고 본다. 따라서 가치 스타일의 대표격인 씨클리컬 종목들에 있어서는 내년 '실적 턴어라운드' 환경이 형성될 수 있다는 점에 관심을 둘 필요가 있다.

<그림 5> 내년 경제성장률은 과거 보다 강한 진폭의 회복세 보일 전망



자료 : 한국은행, 리딩투자증권

그러한 기대 심리는 국내 채권 시장에서도 일정 부분 나타나고 있다. 일단 시장 금리 흐름에서 힌트를 찾아볼 수 있다. 시장 금리(국고채 3 년물 기준)는 코로나 19 바이러스가 8 월 중순 2 차 확산된 이후에 추경 예산의 추가 편성 계획으로 인한 국채공급 확대 우려감으로 급등하였다. 여기에서 추석 연휴 이후의 추가적인 바이러스 확산에 대한 우려감도 컸었다(국채 공급 확대 우려감 더 크게 반영).

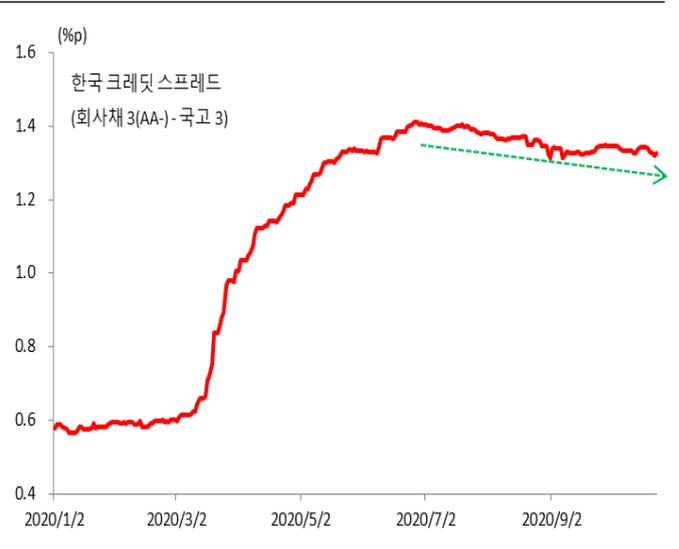
그런데 우려와는 달리 추석 연휴 이후 바이러스 문제는 더 악화되지 않았고, 금리는 국채 공급 추가 확대 우려감으로 상승한 부분만큼은 되돌릴 수 있었는데도 재하락하지 않고 있다. 9 월 중하순 일정 부분 하락했지만 추석 연휴 이후부터는 오히려 조금씩 오르고 있는 모습이다(<그림 6> 참조). 그렇다면 이러한

현상 이면에는 내년 경기 회복에 대한 기대가 스며 들어가고 있다고 판단된다. 아직 속도는 더디지만 최근 크레딧 스프레드가 축소되는 모습도 내년 경기 회복과 관련하여 눈 여겨 볼 만한 재료이다(<그림 7> 참조).

<그림 6> 레벨 업 된 시장 금리



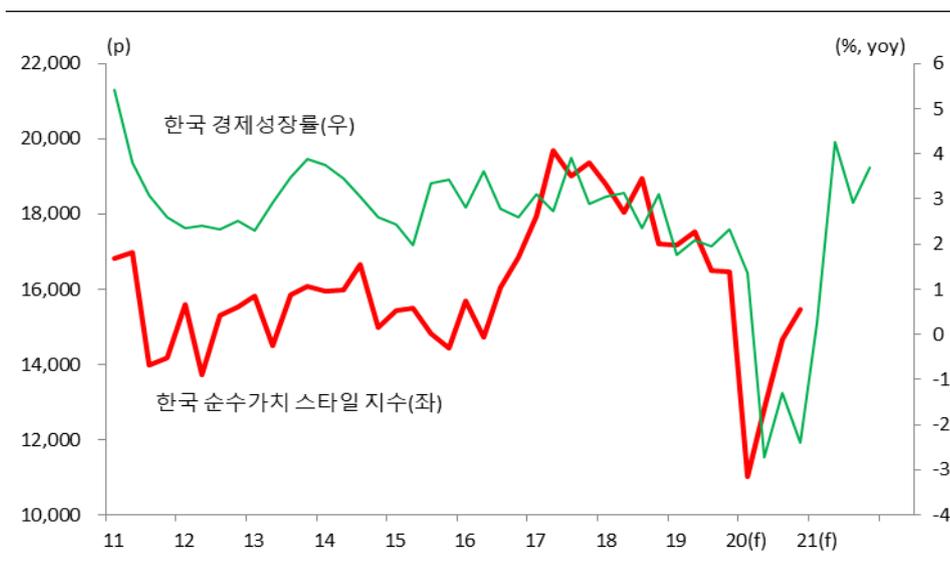
<그림 7> 크레딧 스프레드 축소세



자료 : Dataguide, 리딩투자증권

<그림 8>은 경제 성장률 경로와 가치주 주가가 유사한 궤적을 형성한다는 점을 보여 주고 있는데 향후 예상되는 경제 성장률 흐름은 가치주 주가의 추가적인 상승 가능성이 있음을 시사한다. 앞서 언급한 바와 같이 내년에는 과거보다 진폭이 큰 경기 회복의 흐름이 연속될 가능성이 높기 때문에 경기 순환에 민감하여 턴어라운드 가능할 씨클리컬 가치 스타일 주식의 추가적인 강세가 금년 말을 지나 내년 초에도 더 이어질 확률이 높다는 판단이다.

<그림 8> 경제 성장률 흐름에 연동되는 바가 큰 가치 스타일 주식 퍼포먼스



자료 : Dataguide, 리딩투자증권

---

▶ **Compliance Notice**

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- 본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.
- 본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.