

가치주(Value)와 성장주(Growth)에 대한 논란

그래도 성장주

한국과 미국 모두 가치주 보다는 성장주에 대한 관심이 더 높다. 최소한 두 국가의 2 분기 실적을 보면 매출이 역성장하고 있어 전반적으로 '성장'이라는 표현 자체가 어색하다. 최근 까지 성장주는 저금리에서 유동성의 힘을 빌어 상승했고, 금리가 인상되면 성장주에 쏠렸던 과도한 허상이 깨질 것이라는 부정적인 인식이 강하게 자리하고 있다.

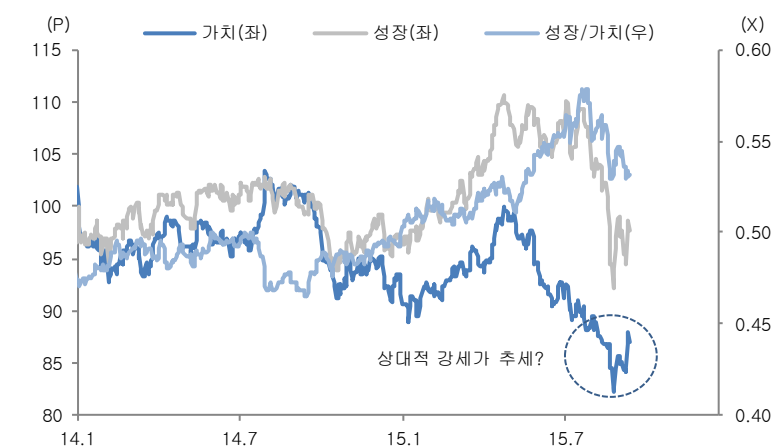
미국 주식시장이 상승하는 과정에서 밸류에이션 고평가 부담이 계속된다는 시각이 우세했지만 미국 기업들의 자사주 매입과 배당으로 고평가 논란과 맞서는 모습이었다. 이로 인해 자사주 매입에 적극적이었던 기업들의 주가 수익률은 상대적으로 좋았다.

미국의 경우 자사주 매입에 적극적인 기업들로 구성된 Buyback Index 는 S&P 500 지수에 비해 높은 수익률을 기록했지만 올해를 기점으로 보면 7 월 들어서 상대 수익률이 더 낮아지기 시작했다. 자사주를 많이 매입한 기업이 성장하는 기업이라고 분류할 수는 없으나 적어도 고평가에 대한 부담을 안고 있는 기업이라는 점을 감안할 필요가 있다. 이는 시장의 경계감이 확산되고 있음을 반증하는 포인트가 될 수 있다.

한국도 상황이 다르지 않다. [그림 1]은 2014 년을 기준으로 가치주와 성장주를 대표하는 지수를 그린 것이다. 가치주는 (-)수익률을, 성장주는 (+)를 기록하고 있다. 차트로만 보면 성장주가 올해 좋은 모습을 보인 것은 맞지만 고점은 이미 상반기에 나왔다.

성장주가 절대적으로 잘했다기보다는 가치주가 너무 부진했기 때문에 관심이 성장주에 몰렸던 것으로 보아야 한다. 단기적으로 가치주가 반등에 나서면서 가치주가 그간의 부진을 벗어날 것으로 전망하는 시각이 힘을 얻고 있지만 그 연속성은 아직도 불분명하다.

[그림 1] 한국, 가치주와 성장주의 상대 강도



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

마켓 코멘트

Strategist 서동필

02-6742-3691

dpsuh@heungkuksec.co.kr

미국은 아직도 성장주에 무게를

가치주와 성장주에 대한 논란은 미국도 가법지 않으나 그 논란의 원인을 제공한 나라도 미국이다. 밸류에이션만 놓고 보면 한국은 박스에 묶여 있지만 미국은 비싸다는 논란을 불러 일으킬 만큼 밸류에이션 부담을 안고 있다. 미국 주식시장의 문제 중 하나는 주주친화정책의 효력이 사라지고 있다는 것이다.

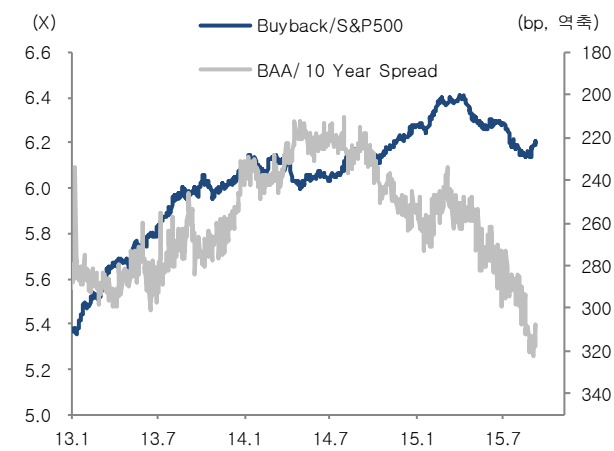
크레딧 스프레드 확대와 Buyback의 상대적 수익률이 하락하고 있다. 이익에 비해 주주친화정책에 너무 많은 자금을 투입시켰기 때문에 주주친화정책이 이제는 반대로 부담으로 작용할 수 있다는 것이다. 기업들이 채권을 발행해 마련한 자금으로 자사주 매입 등에 사용했다. 저금리 환경을 제대로 이용한 것이기는 하지만 금리가 상승하면 추가로 자사주 매입을 위한 자금을 마련하기 쉽지 않게 된다. 과하게 풀린 회사채 수요가 감소하게 될 경우 회사채 금리는 빠르게 상승할 수 있는 우려가 상존하는 셈이다.

경험상 크레딧 스프레드가 확대되면 Buyback Index가 S&P 500에 비해 수익률이 떨어지는 모습을 보이기 때문에 자사주를 많이 매입하면서 주주친화정책에 적극적이었던 기업들의 주가가 상대적으로 열위에 놓일 가능성이 높다. 이는 동시에 미국 시장의 상승 탄력을 저해할 요인이 될 가능성이 높다.

[그림 3]에서는 보는 바와 같이 S&P 500 기업을 기준으로 보면 올해 들어서 배당과 자사주 매입 규모가 감소하고 있다. 자사주 매입이나 배당이 지속적으로 증가하기는 어렵지만 자사주 매입과 배당이 정체되거나 감소하면 높은 밸류에이션의 대표적 명분이 희석되기 때문에 높은 밸류에이션을 가진 종목들은 타격을 받을 가능성이 높다.

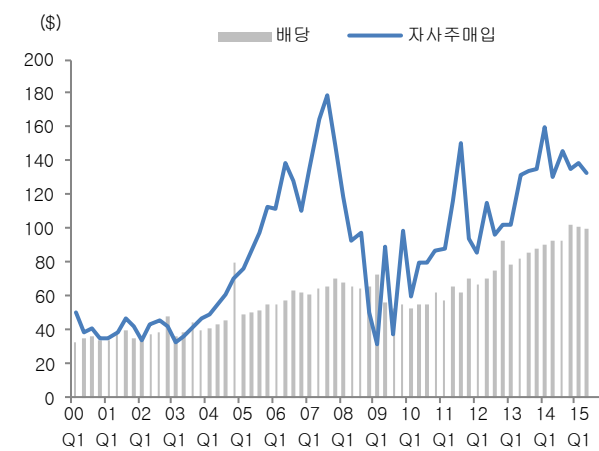
특히 기준금리 인상이 기정사실이 되며 그 시점만 저울질 되고 있는 상황이기 때문에 자사주 매입을 위해 채권을 발행하기 힘들어 질 것이다. 따라서 고평가에 대한 부담은 더 거세질 가능성이 높고 이것이 미국 증시를 괴롭힐 수 있는 재료로 이어질 것이라는 경계감을 가져야 할 것이다.

[그림 2] 미국 Buyback/S&P500 상대 강도와 크레딧 스프레드



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

[그림 3] 미국 S&P 500기업 자사주 매입과 배당 추이



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

주주환원정책에 공을 들인 기업들의 주가가 단기적으로 부진함에 빠지는 모습을 보이고 있지만 성장주 주가는 가치주 주가에 비해 상대적으로 좋은 모습을 유지하고 있다. S&P500이 올해 4% 넘게 하락했지만 성장주보다는 가치주가 더 많이 하락하면서 가치주의 부정적인 기여도가 높았다. 미국의 성장주가 가치주에 비해 후한 평가를 받은 것은 성장주가 배당도 함께 성장하는 모습을 보였기 때문이다. 성장주가 배당도 더 준다면 마다할 이유가 없으니 주가 퍼포먼스가 더 좋은 것은 당연하다 할 수 있다.

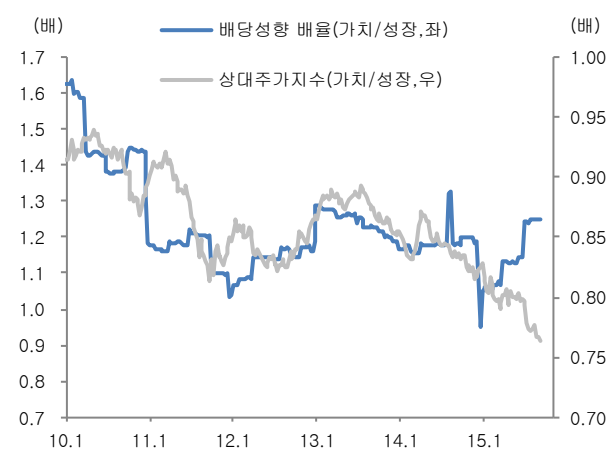
성장주의 배당 성향이 2010년 30%에서 43%수준으로 증가했고, 가치주의 배당 성향은 동기간 48%에서 53%로 증가했다. 절대 수치는 가치주가 높지만 성장주는 배당 성향까지 성장했기 때문에 성장주의 강세는 당연하다.

그러나 상호 모순되는 부분이 존재한다. 자사주 매입에 적극적이었던 기업들의 주가가 상대적으로 부진한 모습을 보이고 있다고 했는데 성장주는 배당까지 성장하고 있어 주가 상승을 펴하기도 어렵다. 지난 5년간 배당 성향이 증가하는 주가의 상승은 인정할 수 밖에 없다. 이를 감안하면 여전히 성장주에 대한 관심을 내려 놓을 수가 없다.

다만 최근 들어서 배당수익률은 가치주가 성장주에 비해 높아지고 있다. 그럼에도 미국 주식시장의 수익률은 아직도 성장주가 가치주보다 상대적 우위를 보이고 있다. 가치주나 성장주나를 이분법적 카테고리에 넣어 일반화 시키는 것은 쉽지 않지만 적어도 가치주의 반등에 대한 연속성을 담보하기 어렵다면 현재 보여지고 있는 가치주의 상승에 편승하는 것은 아주 짧은 호흡에 국한하는 것이 바람직해 보인다.

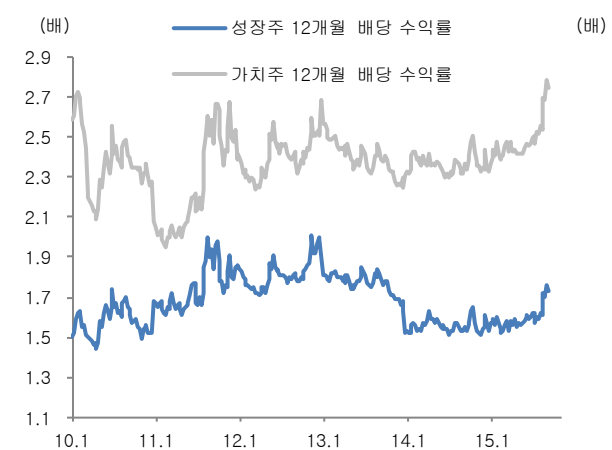
성장과 가치에 대한 기준이 다를 수는 있지만 적어도 성장주에 대한 관심이 국가별 특수성이 아니라 글로벌 현상이라는 점을 감안하면 국내 증시의 흐름에 대응하는 방식도 궁극적으로는 가치주는 짧은 호흡으로, 성장주는 긴 호흡으로 대응해야 할 것으로 판단된다.

[그림 4] 미국, 성장주와 배당주 배당성향 배율과 주가 상대강도



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

[그림 5] 미국, 가치주와 성장주의 상대강도



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

본 자료에 수록된 내용은 본 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다. 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.