



# 화수분 전략

## 2016년 Theme(1) 가치주와 성장주

### 가치주와 성장주 성과는 금리와 원자재 가격이 결정

MSCI 가치주와 성장주의 12개월 누적 주가수익률 격차가 IT버블 및 붕괴와 글로벌 금융위기와 같이 이례적이었던 국면을 제외하면 가장 크게 벌어져 있다는 점에서 변화 여부에 관심을 가질 필요가 있다. 일반적으로 가치주(성장주)는 금리가 상승(하락)하고, 원자재 가격이 상승(하락) 국면에서 성과가 좋은 편이다.

### 내년 상반기 중 정책과 공급 변화로 금리와 원자재 가격이 반등 할 수 있음

내년 주요국 경제성장률을 감안 시 수요 증가를 기반으로 한 금리와 원자재 가격 반등을 기대하기는 어렵다. 그러나 수요 증감 여부와 상관없이 금리와 원자재 가격에 변화를 줄 수 있는 요인은 있다.

연준은 내년 대선(12월)으로 인해 정치적 부담이 있는 하반기 보다는 상반기에 정책금리 인상을 단행할 가능성이 높다. 제로 정책금리 환상으로 인해 이론과는 달리 균형금리가 상승함에도 불구하고 가치주 보다 성장주 성과가 좋았다. 미국의 성장형 주식펀드 자산 규모는 가치형 대비 1.8배 수준으로 2009년 이후 최고 수준이다. 연준이 정책금리를 인상할 경우 성장주에서 가치주로 자금이동이 진행될 것이고, 미국과 한국의 가치주 상대강도가 유사하는 점을 염두에 둘 필요가 있다.

한편 원자재 가격 폭락으로 인해 글로벌 원자재 관련 기업들의 부도 리스크는 높아지고 있다. 신용등급 강등을 피하기 위해 제품가격 상승에 초점을 맞출 것이다. 글로벌 에너지와 소재 산업의 자본지출(CAPEX)이 급감하고 있고, 과거 경험상 투자 감소는 생산량 감소로 이어지는 특징이 있다. 이는 원자재 가격 반등으로 이어질 여지가 있다. 올해 1분기가 2분기 보다 원자재 가격이 낮았기 때문에 기저효과를 감안 시 내년 1분기 가격 개선효과가 클 것이다.

### 내년 상반기 특히 1분기 중 일시적 인플레이 기대 형성: 가치주 선전

미국 정책금리 인상과 공급 감소로 인한 원자재 가격 반등은 투자자들에게 일시적인 인플레이 환상(기대)을 심어줄 가능성이 있다. 기대 인플레이가 개선되는 국면에서 가치주의 성과는 성장주 보다 좋았다.

① 인플레이 기대에 주가가 민감하게 반응하는 국내 증시 업종: 미국 BEI 변화에 주가 변화가 민감한 업종은 조선, 정유, 상사, 증권, 화학 등. 반면 화장품, 통신, 음식료 업종 등은 상대적으로 둔감한 편이다. ② PER이 낮은 업종 중 이익증가를 둔화 가능성 낮은 업종 관심: PER이 상대적으로 낮고, CRB지수와 EPS 변화를 추이가 유사한 업종은 상사와 화학이다. ③ PBR이 낮은 업종 중 M&A와 구조조정 이슈가 많은 업종 관심: PBR이 상대적으로 낮고, 글로벌 M&A가 증가하고 있는 산업. 글로벌 M&A가 증가하고 있는 산업 소재(국내 PBR 관점 철강), 금융(은행), 제조 경기소비재(조선) 섹터다.

### Investment Idea

### Equity



주식전략 이재만

02-3771-7547

duke7594@hanafn.com

### RA 김영준

02-3771-7516

321yj@hanafn.com

### Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

## 2016년 Theme(1): 가치주와 성장주

### 가치주와 성장주 성과는 금리와 원자재 가격이 결정

주식시장에서 가치주와 성장주의 선택은 해묵은 논쟁일 수도 있다.

그러나 MSCI 가치주와 성장주의 12개월 누적 주가수익률 격차가 IT버블 및 붕괴와 글로벌 금융위기와 같이 이례적이었던 국면을 제외하면 가장 크게 벌어져 있다(그림1).

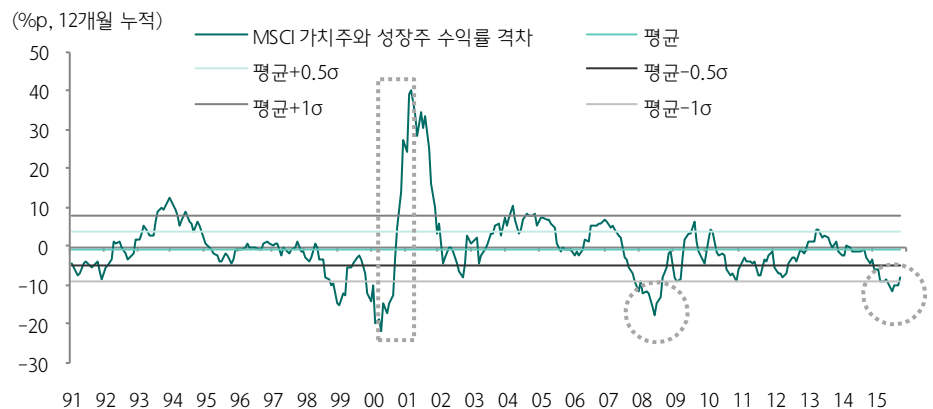
희소성 원칙을 생각하면 당연한 결과다. 경제성장률이 낮아지고, 금리가 하락하는 국면에서 성장성 높은 기업의 주가에는 프리미엄(Premium)이 붙는다. MSCI 성장주 대비 가치주의 상대주가 추이와 미국 10년물 국채금리를 비교해 보면, 금리가 낮아지는(상승하는) 국면에서 성장주(가치주)의 성과가 상대적으로 좋았다(그림2).

한편 원자재 가격과도 연관성이 높다. 원자재 가격이 반등하는 국면에서는 인플레이 기대심리가 높아진다. 이러한 국면에서는 PER 및 PBR이 높은 성장주 보다는 PER 및 PBR이 낮은 가치주가 보다 좋은 성과를 보인다(그림3).

그림 1. IT버블/붕괴, 금융위기와 같은 이례적 국면 제외 시 현재 가치주와 성장주 수익률 격차 가장 큰 수준

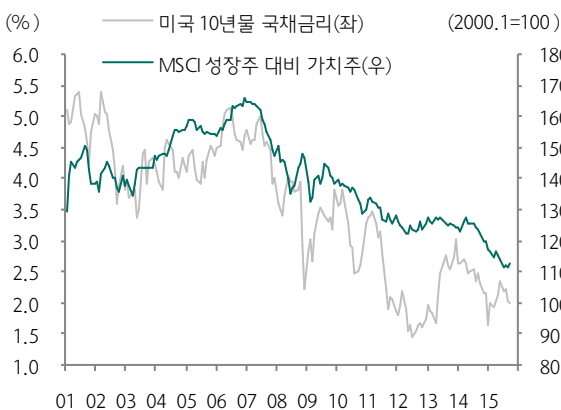
가치주와 성장주의 수익률 격차가  
경험상 가장 크게 확대된 국면

포트폴리오 배분 관점에서 가치주와  
성장주의 수익률 (격차) 변화에 관심  
을 가져야 할 시기



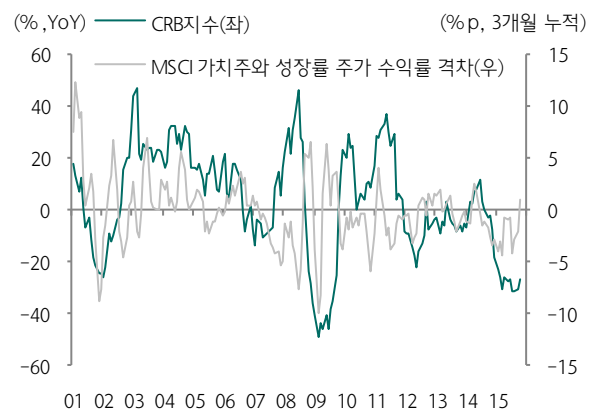
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 2. 금리 변화에 민감한 가치주와 성장주 수익률 격차



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 3. 원자재 가격 변화에 민감한 가치주와 성장주 수익률 격차

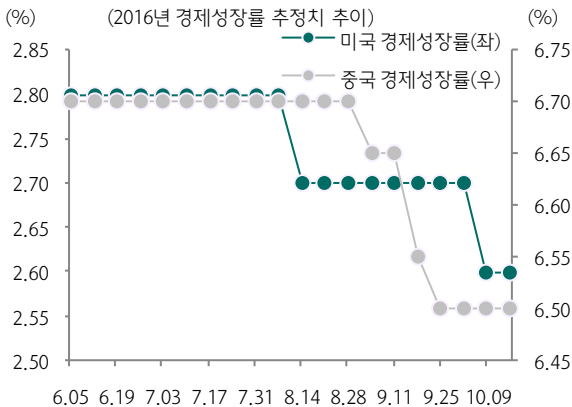


자료: Bloomberg, 하나금융투자

## 수요 증가를 통한 금리와 원자재 가격 반등은 어렵겠지만

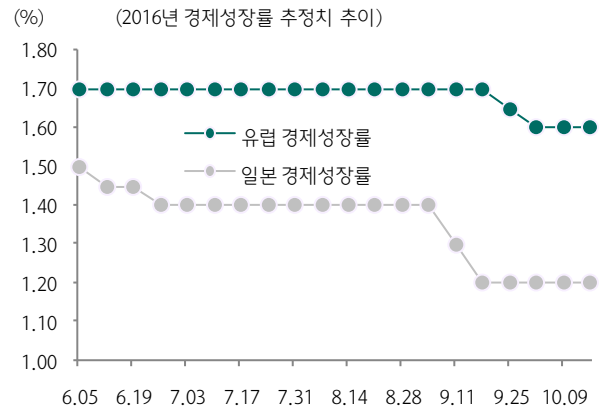
지금과 같은 상황에서 내년의 경제성장률, 금리, 원자재 가격 상승을 논하기 쉽지 않을 것이다. 미국, 유럽, 일본, 중국의 2016년 경제성장률 추정치는 하향 조정되고 있다(그림4와 그림5). 자금과 원자재 수요(demand)가 증가하기 쉽지 않은 환경이다.

그림 4. 수요 증가를 통한 금리와 원자재 가격 반등 기대하기 어려움(1)



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 5. 수요 증가를 통한 금리와 원자재 가격 반등 기대하기 어려움(2)



자료: Bloomberg, 하나금융투자

## 제로 정책금리 환상으로 성장주 오버슈팅

그러나 수요 증감 여부와 상관없이 금리와 원자재 가격에 변화를 줄 수 있는 요인은 있다.

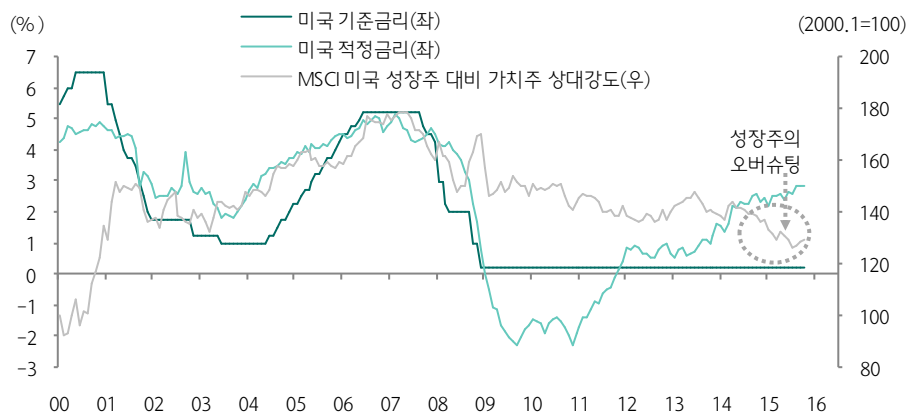
우선 금리 변화는 연준의 기준금리 인상이 시발점이 될 수 있다. 미국 균형금리는 마이너스 권에서 2012년도에 플러스로 전환했고, 2013년 말부터 본격적인 상승세를 보였다. 현재는 2.86%까지 높아져 있다.

원론적으로 생각하면 금리가 상승하기 때문에 위와 같은 국면에서는 성장주 보다는 가치주의 성과가 좋아야 한다. 그러나 현실은 제로 정책금리로 인해 오히려 성장주가 상대적으로 높은 수익률을 유지했다(그림6).

그림 6. 제로 정책금리의 환상: 성장주의 오버슈팅 여부가 고민이 될 수 있는 시기

일반적으로 균형금리가 상승하면  
가치주 성과가 성장주 대비 좋음

그러나 제로 정책금리 환상으로 현재  
는 성장주 오버슈팅 국면



자료: Bloomberg, 하나금융투자

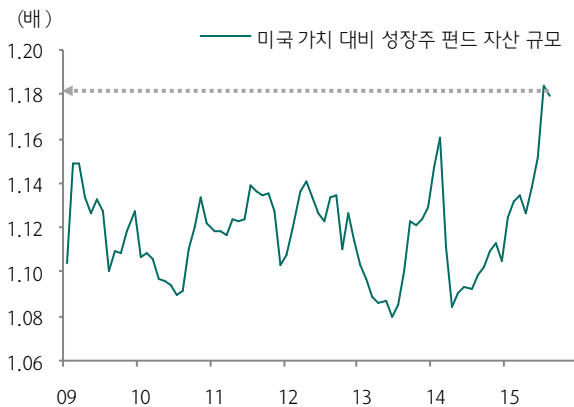
## 연준의 정책금리 변화 시 자금은 성장주에서 가치주로 이동

성장주는 그 동안 제로 정책금리로 인해 주가가 오버슈팅되어 있을 가능성이 높다. 실제로 미국의 성장형 주식펀드 자산 규모는 가치형 대비 1.8배 수준으로 2009년 이후 최고 수준이다. 제로 정책금리로 인해 성장주로의 쏠림현상이 다소 과도하게 진행됐다는 증거 중 하나가 될 수 있다(그림7).

연준은 2015년 말~2016년 상반기 중 정책금리를 인상할 가능성이 높다. '제로 정책금리의 환상'이 퇴장하면서 성장주에서 가치주로의 포트폴리오 변화가 나타날 수 있는 국면으로 진입할 것이다.

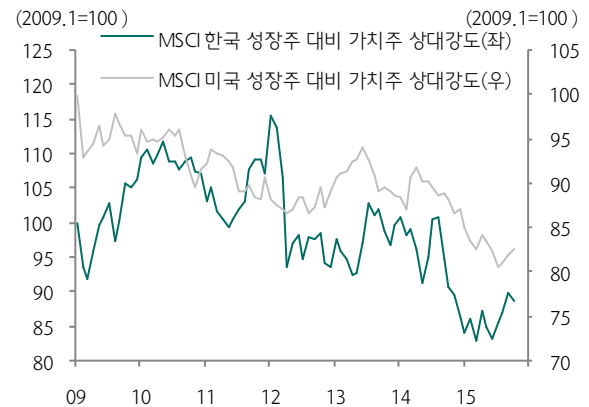
MSCI 한국의 성장주 대비 가치주 상대강도가 미국과 유사한 흐름을 보인다는 점을 감안 시 미국 금리정책 변화는 국내 주식형 펀드 내 포트폴리오 변화로도 이어질 것이다(그림8).

그림 7. 미국 정책금리 인상: 성장주에서 가치주로 이동할 가능성이 있음



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 8. 미국과 한국의 가치주 상대강도는 유사한 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

## 원자재 기업 투자 감소는 생산량 감소로 이어질 가능성이 있음

원자재 가격에도 변화를 줄 수 있는 요인이 있다. 수요 증가 보다는 공급 감소를 관심 있게 볼 필요가 있는 시점이다.

2015년 발생한 원자재 가격 폭락은 글로벌 대표기업들을 위협으로 내몰았다. 대표적으로 글렌코어는 원자재 가격 폭락으로 인해 기업 실적 악화를 넘어서 신용위기설까지 부각됐다. 글렌코어의 CDS프리미엄은 100bp대 수준에서 870bp까지 급등하기도 했다(현재 650bp).

글로벌 원자재 관련 기업들의 부도 리스크(Default Risk)가 최근 들어 높아지고 있다. 기초 금속 관련 기업 부도 리스크는 9.9%로 과거 평균치인 9.7% 보다 높은 수준을 기록하고 있다. 미국과 남미 기업들을 중심으로 높아지고 있다. 석유/가스 관련 기업의 부도 리스크 역시 3.4%로 이전 평균치인 3.1%를 상회하고 있다. 미국과 중국 기업을 중심으로 높아지고 있다는 점이 특징적이다(표1과 표2 참고).

원자재 관련 기업들은 신용등급 강등 위험을 피하기 위해서 생산량을 줄여 제품가격을 끌어 올리는데 혈안이 되어 있다.

표 1. 국가별 기초금속 관련 기업 부도 리스크

| 부도 리스크 | 현재           | 최소    | 중간    | 최대    |
|--------|--------------|-------|-------|-------|
| 전체(%)  | <b>9.92</b>  | 7.85  | 9.75  | 11.66 |
| 미국(%)  | <b>13.39</b> | 10.82 | 13.18 | 15.53 |
| 중국(%)  | <b>2.31</b>  | 1.69  | 2.26  | 2.83  |
| 서유럽(%) | <b>1.91</b>  | 1.33  | 1.88  | 2.43  |
| 남미(%)  | <b>1.17</b>  | 0.74  | 1.06  | 1.38  |

자료: Bloomberg, 하나금융투자

표 2. 국가별 석유/가스 관련 기업 부도 리스크

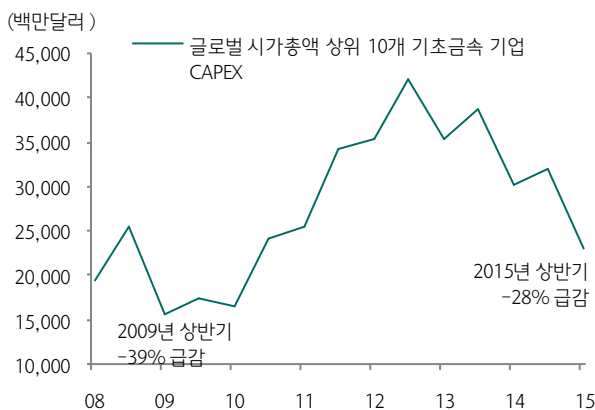
| 부도 리스크 | 현재          | 최소   | 중간   | 최대   |
|--------|-------------|------|------|------|
| 전체     | <b>3.39</b> | 2.28 | 3.12 | 3.96 |
| 미국     | <b>6.51</b> | 4.89 | 5.94 | 7.00 |
| 중국     | <b>1.38</b> | 0.87 | 1.31 | 1.75 |
| 서유럽    | <b>1.60</b> | 0.99 | 1.69 | 2.40 |
| 남미     | <b>3.14</b> | 2.65 | 3.62 | 4.60 |

자료: Bloomberg, 하나금융투자

글로벌 시가총액 상위 10개 기초금속 기업들의 자본투자(CAPEX)는 2012년을 정점으로 3년 연속 감소하고 있다. 2015년 상반기 자본투자는 지난해 상반기 대비 28%나 급감했고, 이는 2009년 상반기(-39%) 이후 최대 수준이다. 미국 기업 기준이긴 하지만 올해 연간 기준으로 해당기업들의 자본투자가 증가세로 전환하기도 어려워 보인다.

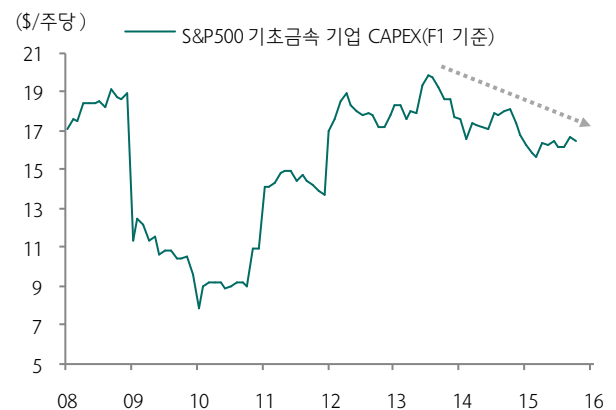
글로벌 시가총액 상위 10개 석유/가스 관련 기업의 자본투자는 기초금속 기업들에 비해 늦긴 했지만, 2014년 들어서면서 축소되기 시작했다(그림9~그림12).

그림 9. 글로벌 기초금속 기업 투자 감소



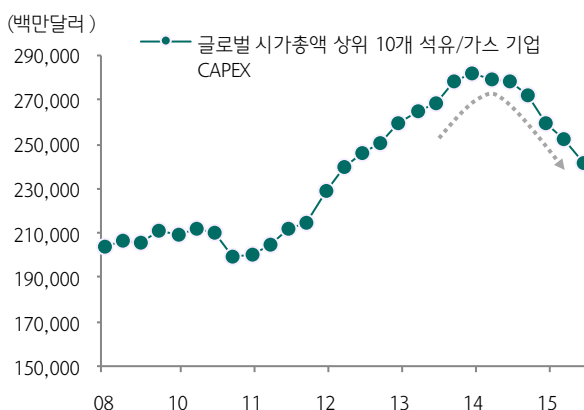
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 10. 향후 기초금속 기업의 투자가 늘어날 가능성도 낮음



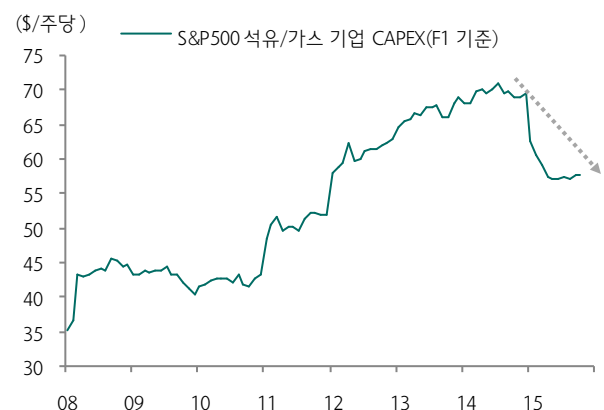
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 11. 글로벌 석유/가스 기업 투자 감소



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 12. 향후 석유/가스 기업의 투자가 늘어날 가능성도 낮음



자료: Bloomberg, 하나금융투자

## 생산량 감소를 통한 원자재 가격 반등 기대

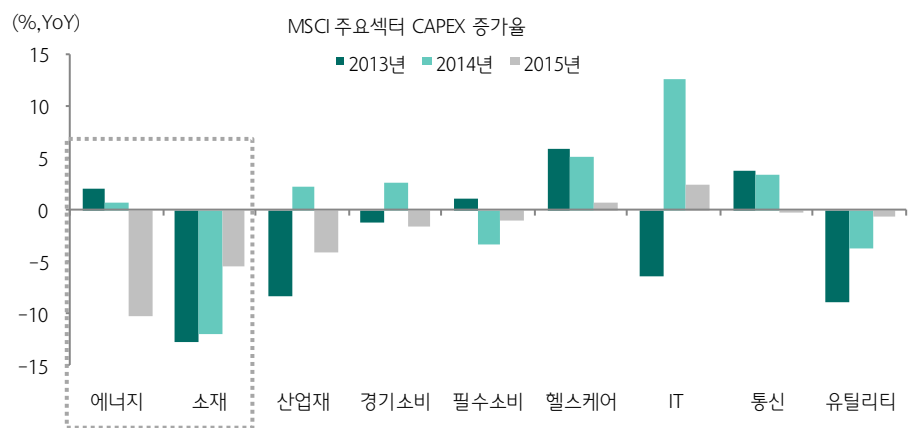
원자재와 관련된 에너지와 소재 섹터의 경우 다른 제조업에 비해 투자가 크게 감소했다. 2015년 MSCI 에너지 섹터의 CAPEX증가율(YoY)은 -10%나 급감했고, 소재 섹터는 3년 연속 감소했다(그림13).

이러한 원자재 관련 기업의 투자 축소가 공급량 축소로 이어질 가능성이 있다. MSCI 에너지 섹터의 자본지출이 감소하는 국면에서 OPEC과 미국의 원유 생산량이 감소했다는 점이 이러한 논리를 뒷받침해 주고 있다(그림14).

그림 13. 글로벌 에너지와 소재 산업 투자 급감

글로벌 에너지와 소재 산업(섹터)의 투자는 크게 위축되어 있음

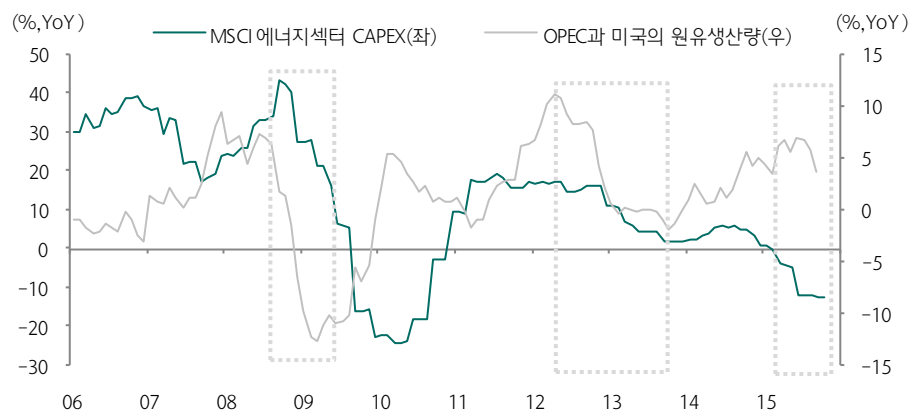
에너지 섹터 투자는 올해 10%나 급감했고, 소재 섹터는 3년 연속 감소하고 있음



자료: Bloomberg, Datastream, 하나금융투자

그림 14. 에너지 산업 투자 감소는 공급 감소로 이어질 가능성이 있음. 공급 감소를 통한 가격 반등 기대

원자재 관련 기업의 투자 감소는 경험상 원자재 공급 감소로 이어질 가능성이 있음



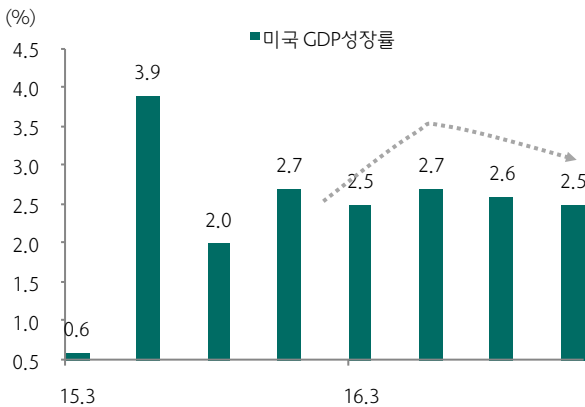
자료: Bloomberg, Datastream, 하나금융투자

## 내년 상반기 특히 1분기 중 일시적 인플레이 기대 형성: 가치주 선전

연준은 내년 대선(12월)으로 인해 정치적 부담이 있는 하반기 보다는 상반기(경제성장률도 하반기 보다 다소 높을 것으로 전망)에 정책금리 인상을 단행할 가능성이 높다(그림15). 국제 유가와 기초금속 등과 같은 원자재 가격은 기저효과를 감안할 때 2분기 보다는 1분기에 가격 개선효과가 커 보일 것이다. 참고로 2015년 1분기와 2분기 평균 WTI(텍사스산 중질유) 가격은 배럴당 48달러와 58달러다.

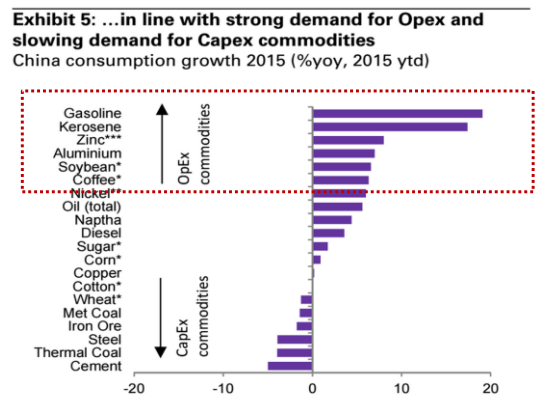
한편 중국의 전반적인 원자재 수요가 부진한 건 사실이지만, OPEX 원자재 즉 소비 관련된 원자재인 가솔린, 아연, 알루미늄 등의 수요 증가율은 여전히 플러스권에서 CAPEX 원자재(투자 관련 원자재) 보다 높은 수준을 유지하고 있다(그림16, 골드만삭스 자료 인용).

그림 15. 미국은 성장률과 대선(12월)을 감안 시 상반기 금리 인상 가능성 높음



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 16. 중국의 경우 투자 관련 원자재 수요는 줄고 있지만, 소비 관련 원자재 수요는 여전히 좋은 편



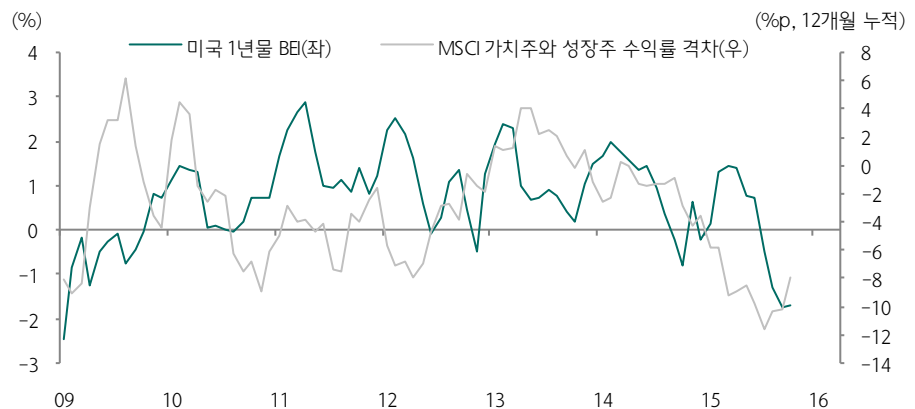
자료: 골드만삭스 자료 인용, 하나금융투자

미국 정책금리 인상과 공급 감소로 인한 원자재 가격 반등은 투자자들에게 일시적인 인플레이 환상을 심어줄 가능성이 있다. 기대인플레이션 보여주는 미국 1년물 BEI(Breakeven Inflation Rate, 명목국채 수익률-물가연동국채 수익률)가 극단적인 마이너스권에서 반등할 여지가 있고, 글로벌 증시에서 가치주가 상대적으로 선전할 수 있는 환경이 조성될 것으로 예상된다.

그림 17. 미국 정책금리 인상과 공급 감소로 인한 원자재 가격 반등은 일시적인 인플레이 환상을 심어줄 것

미국 1년물 BEI(Breakeven Inflation Rate, 명목국채 수익률-물가연동국채 수익률)가 극단적인 마이너스권을 벗어날 경우

글로벌 증시에서 가치주가 상대적으로 선전할 수 있는 환경이 조성될 것



자료: Bloomberg, Datastream, 하나금융투자

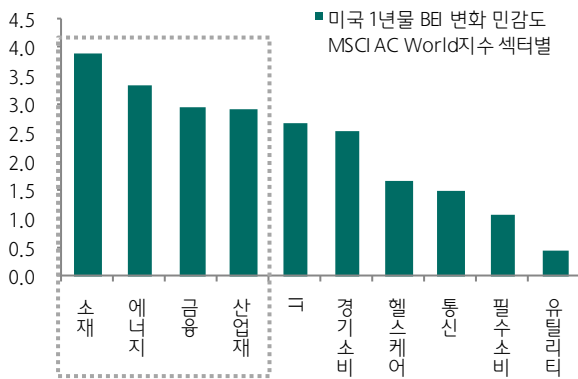


## 가치주의 조건은 변한다

PER과 PBR이 낮으면 가치주가 될 수 있을까? 매크로 환경과 상황에 맞게 가치주의 컨셉 (Concept)이 변할 수 있다는 점을 고려할 필요가 있다.

첫째, 미국의 제로 정책금리 시대가 마무리되고 공급 축소로 인해 원자재 가격이 반등할 수 있다는 점을 감안 시 인플레이 기대심리가 살아날 수 있다.

그림 18. 미국 BEI 변화에 소재, 에너지, 금융, 산업재 섹터 민감



자료: Datastream, 하나금융투자

미국 1년물 BEI 변화에 주가가 민감하게 반응하는 섹터와 업종을 찾아야 한다.

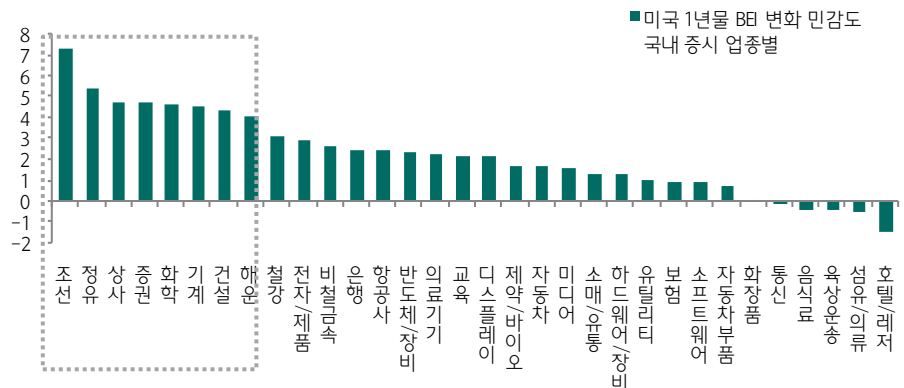
글로벌 증시 섹터 중에서는 소재>에너지>산업재=금융 순으로 해당 지표 변화에 민감하게 반응한다(그림18).

국내 증시 업종 중에서는 조선>정유>상사>화학 업종이 상대적으로 민감하게 반응하는 특징이 있다. 화장품, 통신, 음식료 업종의 주가 움직임은 기대 인플레이 형성 여부와는 무관한 편이다(그림19).

그림 19. 국내 증시에서도 조선, 정유, 상사, 화학 업종이 인플레이 기대심리에 민감하게 반응

국내 증시 업종 중에서는 조선>정유>상사>화학 업종이 상대적으로 인플레이 기대 심리에 민감하게 반응

반면 화장품, 통신, 음식료 업종의 주가 움직임은 기대 인플레이 형성 여부와는 무관한 편

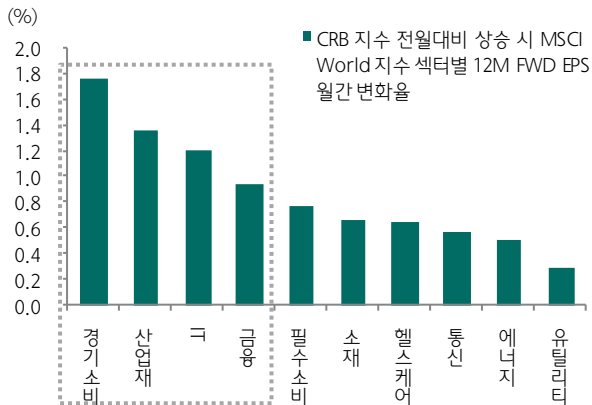


자료: Bloomberg, Quantwise, 하나금융투자

둘째, 이익 감소가 마무리되어야 한다. PER이 낮은 섹터와 업종은 이익성장률이 하락하기 때문이다. 따라서 이익 감소가 지속된다면 낮은 PER은 의미가 없다. 내년 상반기 중에는 원자재 가격 반등이 기업 이익 변화에 중요한 변수가 될 수 있다. CBR지수 반등에 EPS가 개선될 수 있는 섹터와 업종을 찾아야 한다.



그림 20. CRB지수 변화에 경기소비, 산업재, IT, 금융 민감하게 반응

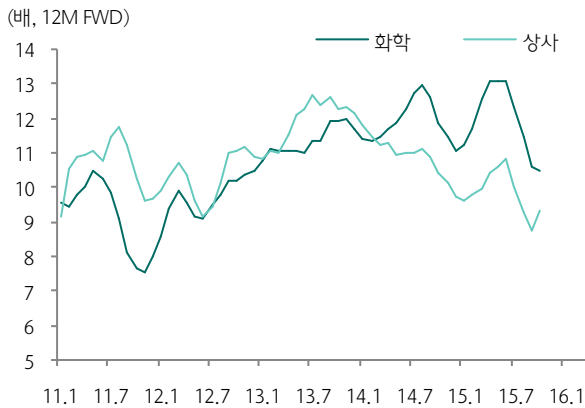


자료: Datastream, 하나금융투자

글로벌 증시 섹터 중에서는 경기소비재>산업재>IT>금융 순으로 CRB지수가 전월대비 상승할 경우 12개월 예상EPS(주당 순이익)가 전월대비 강하게 상승하는 경향이 있다(그림20).

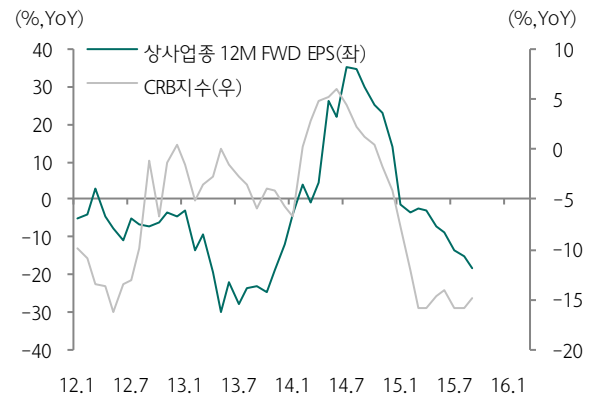
국내 증시 업종 중에서 PER은 경험적으로 낮은 수준에 머물러 있고, CRB지수와 12개월 예상EPS 변화율이 유사한 흐름을 보이는 업종은 상사와 화학 업종이다(그림21~그림23).

그림 21. 화학과 상사 업종의 PER은 상대적으로 낮은 편



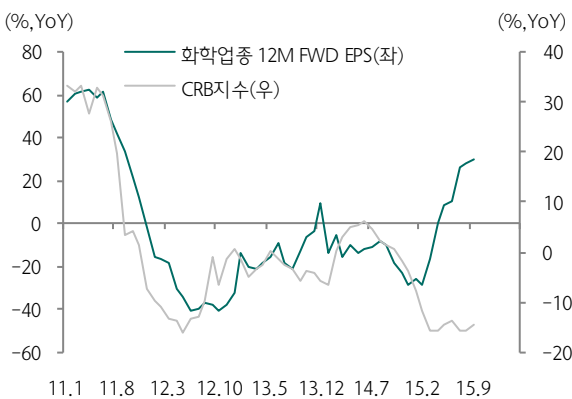
자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 22. 상사 업종 EPS는 CRB지수 변화에 민감



자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 23. 화학 업종 EPS는 CRB지수 변화에 민감



자료: Quantwise, 하나금융투자

셋째, M&A가 늘어나야 한다. PBR이 낮은 섹터와 업종은 과잉 생산 및 경쟁을 해소해야 한다. 부도와 같은 최악의 상황을 가정하지 않는다면 M&A나 구조조정 등을 통해 이를 해결하려 할 것이고, PBR이 낮다면 해당 이슈에 민감하게 반응할 가능성이 높다.

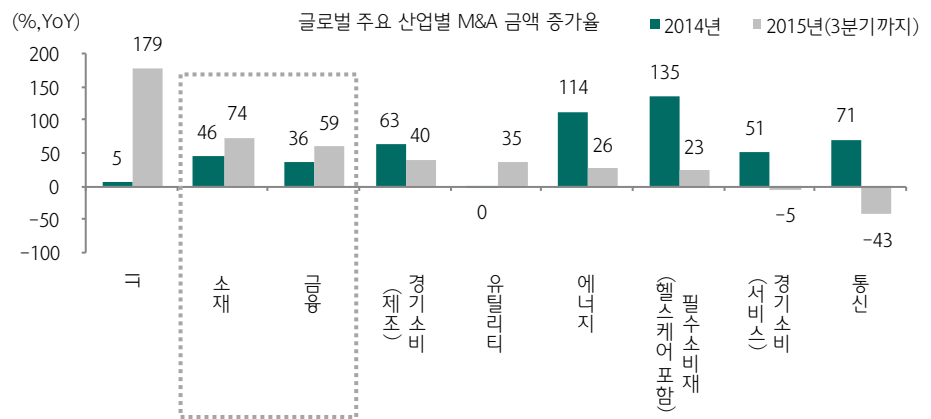
글로벌 주요 산업별 M&A 증가율을 보면 올해 들어 IT산업의 M&A가 가장 크게 증가했다. 소재와 금융산업도 2년 연속 높은 증가율을 기록하고 있다(그림24). 특히 소재와 금융산업의 경우 글로벌 증시에서 PBR이 상대적으로 낮은 섹터다(그림25). 해당섹터의 경우 M&A와 구조조정 등과 같은 이슈가 부각되면서 낮은 PBR이 재평가될 수 있을 것이다.

국내 증시에서도 철강(PBR=0.42배), 은행(PBR=0.47배), 조선(PBR=0.58배)의 PBR은 역사적 최저 수준이다(그림25). 대내외 M&A와 구조조정 이슈가 부각될 가능성이 높은 산업이고, 낮은 PBR에 투자자들의 관심이 높아질 수 있다.

그림 24. PBR이 낮은 업종의 경우 M&A와 구조조정 이슈가 있어야 부각될 수 있음

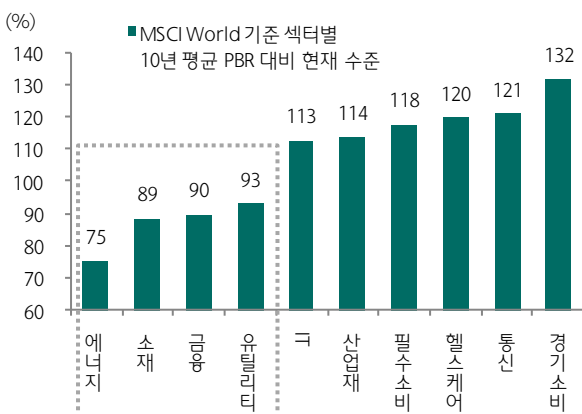
글로벌 주요 산업별 M&A 증가율을 보면

올해 들어 IT산업의 M&A가 가장 크게 증가. 소재와 금융산업도 2년 연속 높은 증가율 기록



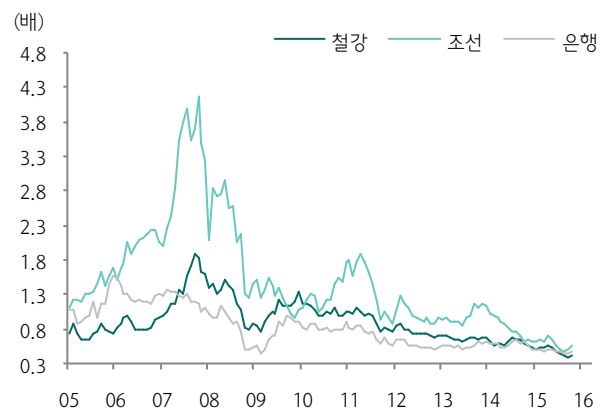
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 25. 글로벌 증시에서 소재와 금융섹터의 PBR은 역사적으로 낮은 수준에 위치해 있음



자료: Datastream, 하나금융투자

그림 26. 국내 철강, 은행, 조선도 대내외 M&A와 구조조정에 민감하게 반응할 수 있는 시점



자료: Quantwise, 하나금융투자

다음 자료는 '2016년 Theme(2): 기후와 환경'에 관련해서 말씀 드리도록 하겠습니다.