

**Strategy Idea**



▲ **글로벌전략**  
 Analyst **이수정**  
 02. 6098-6660  
 sj\_lee@meritz.co.kr

## 마지막처럼

- ✓ 실적장세 후반부 시작: 대형주에서 중소형주로, 소재에서 소비재와 산업재로 관심 확산
- ✓ 가치주(저PER) vs. 성장주(고PER)의 교대 빈번할 것: Active 전략의 유용성 부각
- ✓ 가격 오류 발생 가능성 높은 주식 유형: 소외주, 반감주, 새로운 추세의 피해주와 간접 수혜주

### 실적장세 후반부의 투자전략

**실적장세 후반부 시작**

2018년은 Active 장세라는 전망이 많다. 대형주보다 중소형주가 강세를 나타내고 업종별보다 종목별 온도차가 커지며 Passive보다 Active 전략이 각광받는다라는 논리다. 이는 실적장세 후반의 전형적인 모습이다.

**시장의 우려**

한국에서는 11월 들어 중소형주가 우위를 나타내는 등 이러한 특징들이 벌써 관찰되고 있다. 더불어 내년 기업이익 성장률이 올해에 비해 높지 않을 것이라는 공감대가 2018년 '상고하저' 시각을 형성 중이다.

**2004~2007년과 닮은 실적장세의 모습**

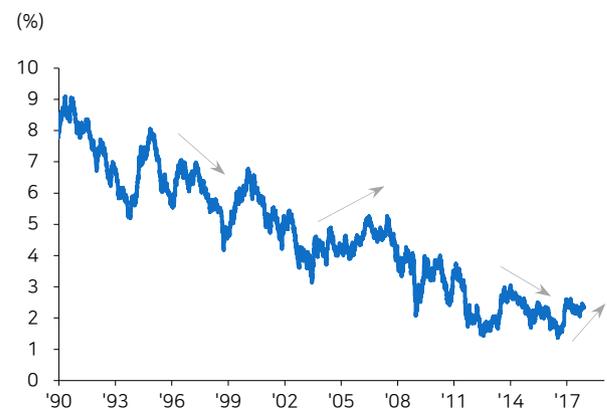
그러나 통상적으로 실적장세의 길이는 금융장세에 비해 길다. 글로벌 증시의 2012~2015년 상반기 사이클은 기업 실적이 부진한데도 완화적 통화정책으로 주가가 오르는 금융장세였다. 2017년 시작된 사이클은 기업 실적이 증가해 통화정책 정상화에도 주가가 오르는 실적장세다. 2004~2007년 사이클과 닮았다.

**그림1 MSCI ACWI 실적 추정치 및 주가 추이**



자료: Thomson IBES, 메리츠증권증권 리서치센터

**그림2 미 국채 10년물 금리**



자료: Federal Reserve Bank of St. Louis, 메리츠증권증권 리서치센터

**금리 방향 및 장단기 금리차에 따라 가치주와 성장주 교대 빈번**

경기 회복세가 꺾이지 않는 가운데 물가와 금리만 안정적으로 유지된다면 실적장세 수명은 연장된다. 실적장세 후반에서는 대형주에서 중소형주로, 소재에서 소비재와 산업재로 관심이 확산된다. 한편 가치주(저PER)와 성장주(고PER)의 교대는 빈번해질 전망이다. 일반적으로 금리 상승기에는 가치주가 성장주를 능가하고 수익률 곡선 평탄화 시기에는 성장주가 가치주를 능가하는데 지금은 금리가 오르면서 장단기 금리차가 좁혀지고 있기 때문이다.

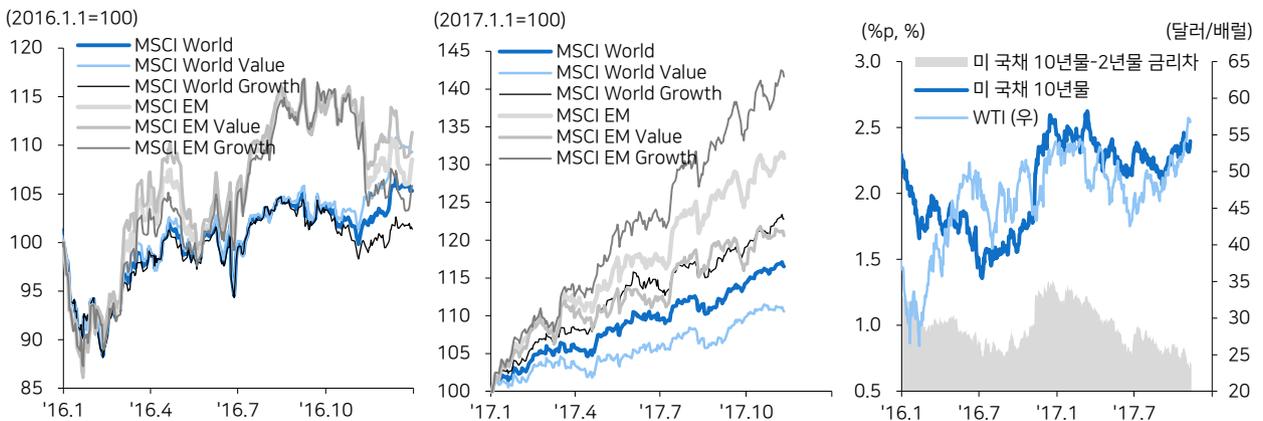
2016년에는 하반기 금리가 오르고 장단기 금리차도 확대되면서 MSCI 지수 기준 신흥국 가치 > 선진국 가치 > 신흥국 전체 > 신흥국 성장 > 선진국 전체 > 선진국 성장 순으로 성과가 좋았다. 2017년에는 금리가 내려가고 장단기 금리차도 축소되면서 신흥국 성장 > 신흥국 전체 > 선진국 성장 > 신흥국 가치 > 선진국 전체 > 선진국 가치 순으로 크게 상승했다.

사실 가치주와 성장주는 번갈아가며 시장을 주도한다. 경기 침체기에는 성장하는 기업의 희소성이 부각되며 주가배수가 상승한다. 반대로 경기 회복기에는 전반적인 기업 이익의 증가로 성장이 당연하게 여겨지면서 주가배수가 낮은 주식이 인기를 끈다.

경기 회복세가 장기화되면 다시 성장주에 대한 확신이 강해진다. 기업 이익 전망에서도 단기 변화율보다 장기 성장성을 중시하게 된다. 하지만 경기 과열로 인해 금융긴축정책이 나오면서 약세장이 시작되면 장래 전망이 비관적으로 변한다. 이때는 주가가 아무리 떨어져도 PER가 높아보이고 따라서 고PER주보다 저PER주의 인기가 높아진다.

2018년 금리 방향성이 뚜렷하지 않은 가운데 실적장세가 연장된다면 단기적인 금리와 수익률 곡선 움직임에 따라 가치주와 성장주가 번갈아가며 부각될 가능성이 높다.

**그림3 2016, 2017년 스타일별 성과와 금리, 유가 추이**



자료: MSCI, Federal Reserve Bank of St. Louis, NYMEX, 메리츠증권증권 리서치센터

**Active 전략의 유용성**

결국 투자 타이밍의 재량권이 큰 Active 전략의 유용성이 높다는 이야기가 된다. 소외됐던 중소형주가 부각되고 주도 업종이 확산되는 환경 역시 종목 선택의 중요성을 부각시킨다.

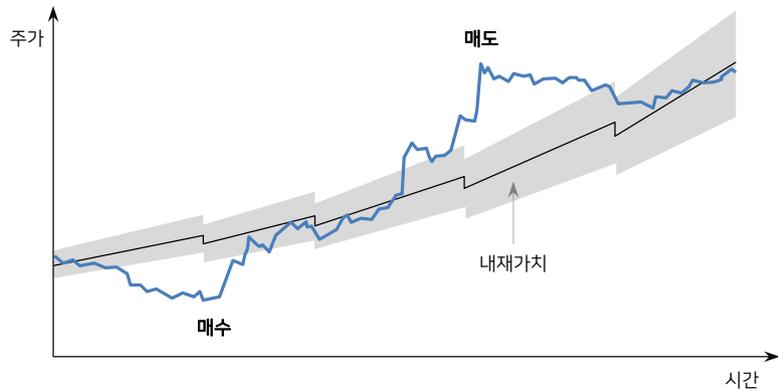
**주가가 내재가치를 밀도는  
종목 선택**

그렇다면 종목은 어떻게 선택해야 할까? 주가가 장기적으로 내재가치를 따라간다고 가정하면 주가가 내재가치를 밀돌 때 사서 내재가치를 웃돌 때 파는 것이 투자의 정석이다. 물론 내재가치를 정확히 산정하기는 매우 어렵다. 따라서 가격 오류 가능성이 높은 곳을 탐색하는 전략이 효율적이다.

**거시경제 전망 수렴돼  
Bottom-up 관점 중요한 국면**

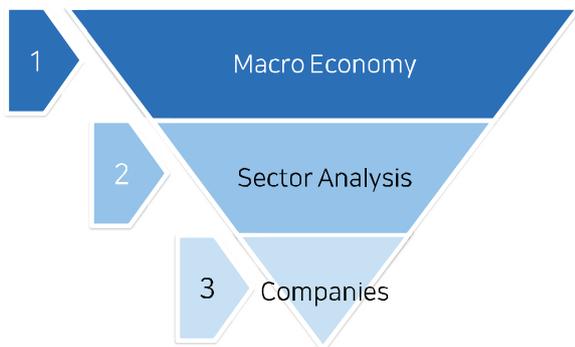
여기서 Top-down만큼 Bottom-up 관점의 노력이 필요하다. Top-down은 예상 거시경제 시나리오를 바탕으로 업종, 산업, 개별 기업을 분석한다. 예상 시나리오가 적중할수록, 수혜 종목 주가에 이러한 시나리오가 선반영돼있지 않을수록 초과수익을 달성할 수 있다. 문제는 2018년 거시경제 전망들이 서로 대동소이하다는 점이다. 컨센서스가 현실화될 경우 주가 오류 가능성은 낮다. 이 경우 개별기업의 펀더멘털 분석에서 바로 시작하는 Bottom-up 전략이 효율적일 수 있다.

**그림4 적정주가(intrinsic value, 내재가치)와 시장주가 및 매매 타이밍 도식**



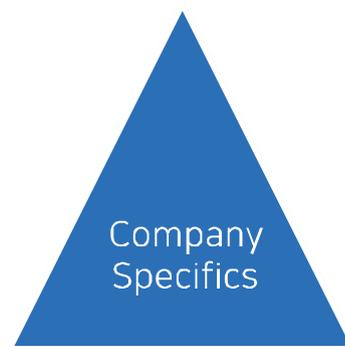
자료: Frederik Vanhaverbeke, 『Excess Returns』 (2014), 메리츠증권증권 리서치센터

**그림5 Top-down 투자 스타일 도식**



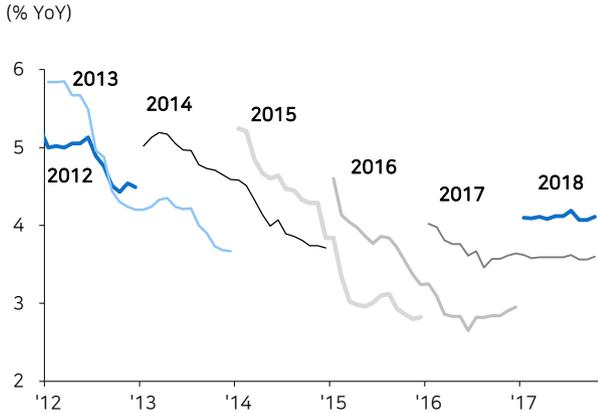
자료: Hartland, 메리츠증권증권 리서치센터

**그림6 Bottom-up 투자 스타일 도식**



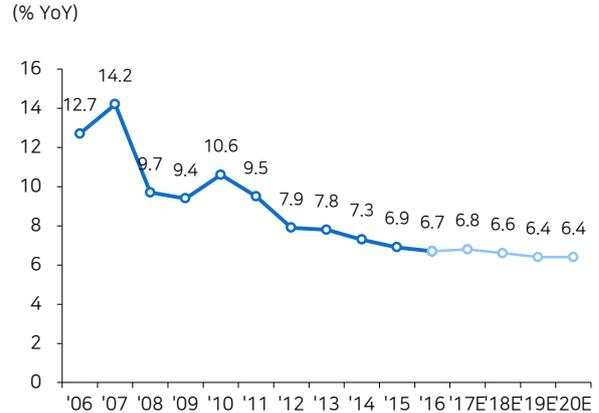
자료: Hartland, 메리츠증권증권 리서치센터

**그림7 비 OECD 국가 연간 GDP 성장률 전망치 변화**



자료: IHS Global Insight, 메리츠증권증권 리서치센터

**그림8 중국 연간 실질 GDP 성장률 전망치**



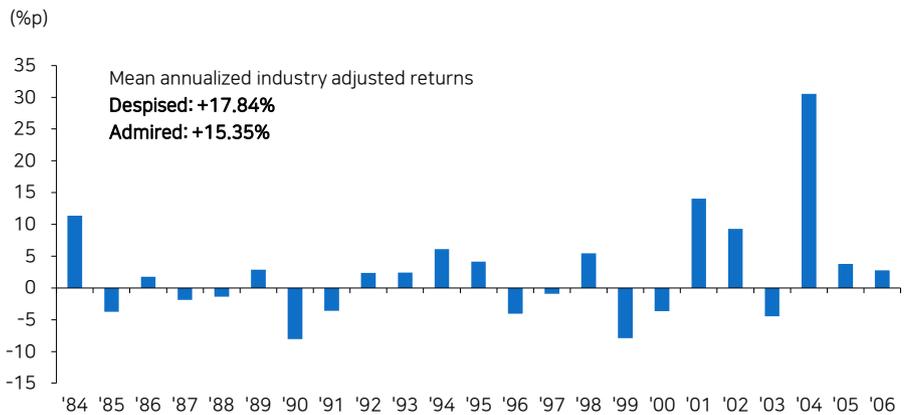
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

**가격 오류 발생 가능성 높은  
주식 유형 4 가지**

가격 오류가 빈번히 발생하는 주식 유형 몇 가지를 소개하면 일단 소외주와 반감주다. 소외주는 사람들의 입에 오르내리지 않고 대중매체의 관심도 적으며 많은 애널리스트들이 다루지 않는 종목이다. 반감주는 소외주와 달리 악재와 나쁜 평판으로 사람들 사이에 널리 알려져 투자자들의 눈 밖에 난 주식이다. 사람들은 최근 성 편향, 군집행동 등의 인지 편향으로 인해 과잉 반응을 보이기 때문에 반감주는 저평가 받기 쉽다. 예를 들어 포춘(Fortune)이 선정하는 “최악의 혐오기업(Most despised)” 명단에 오른 주식은 상당한 초과수익을 내는 경향이 있다.

그 밖에도 새로운 추세에서 불이익이 예상돼 과도하게 응징된 주식이 매력적인 저평가 종목이 될 수 있다. 또한 새로운 추세의 일부 간접 수혜주는 직접 수혜주보다도 탁월한 실적을 기록하기도 한다. 1990년대 인터넷 호황기에는 인터넷 서비스를 직접 제공하는 통신업체보다 Cisco 등 통신장비 공급업체의 주가 수익률이 더 좋았다. 실적장세의 마지막까지 치열한 고민이 필요하다.

**그림9 포춘(Fortune)지 선정 가장 멸시 받는다(Despised) 기업과 존경 받는다(Admired) 기업의 산업 조정 포트폴리오 1년 수익률 격차(1983년 4월~2006년 3월)**



자료: Deniz Anginer, Kenneth L. Fisher and Meir Statman, 「Stocks of Admired Companies and Despised Ones」 (2008), 메리츠증권증권 리서치센터

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 11월 30일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 중간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 11월 30일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 11월 30일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 이수정)

동 자료는 금융투자회사 영업 및 업무에 관한 규정 중 제 2장 조사분석자료의 작성과 공표에 관한 규정을 준수하고 있음을 알려드립니다. 동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.