

2019/8/21

Strategist

이동호

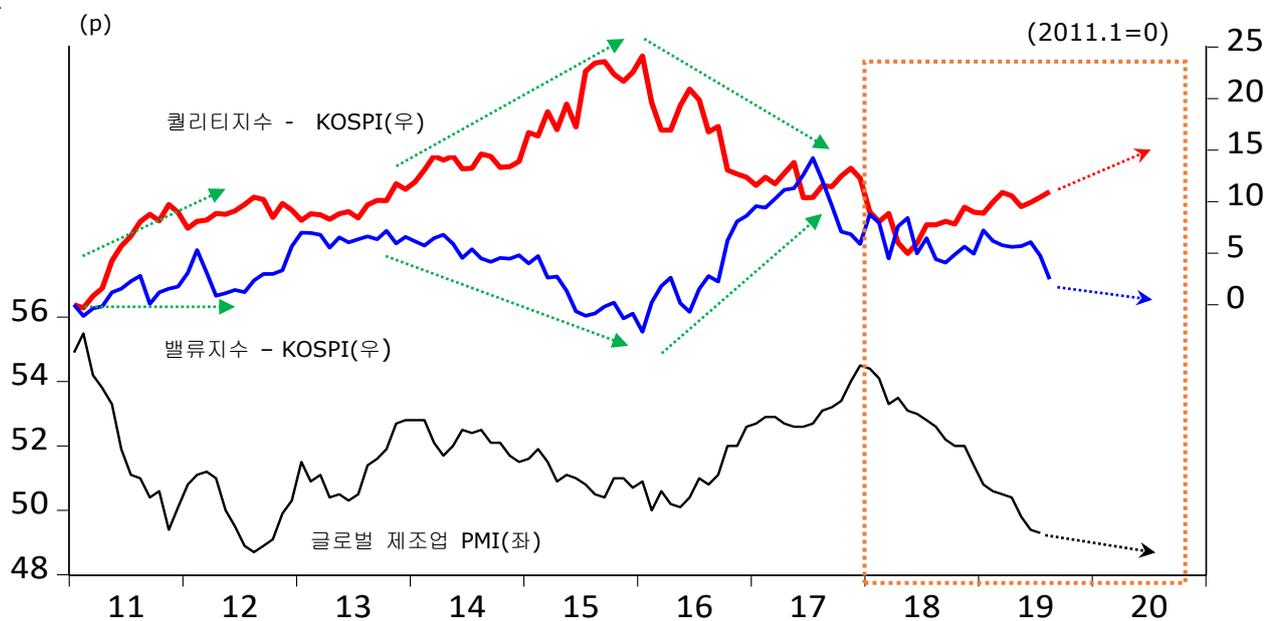
(2009-7062)

dhlee@leading.co.kr

Reading the LEADING's Chart

- 경기 침체기 도래 여부 논쟁 → 경기하강 국면 계속될 것임을 시사
- 경기하강 국면에서 유리한 스타일 전략 : '퀄리티' 스타일
- '퀄리티' 종목군은 안정적 이익 흐름과 할인율(CoE) 하락을 통해 경기하강 국면에서 시장을 아웃 퍼폼

<LEADING's Chart : 경기하강 국면에서 유리한 '퀄리티' 스타일>



주 : 퀄리티지수는 FnGuide KS 퀄리티 가중 지수, 밸류지수는 FnGuide KS 밸류 가중 지수
 자료 : Bloomberg, Dataguide, 리딩투자증권

경기 침체기 도래 여부
논쟁 → 경기하강 국면
계속될 것임을 시사

미국 국채 2년/10년간 금리 역전이 부진한 주식시장 흐름에 고민 거리를 더
없이 주고 있다. 향후 미국 경기 침체 여부와 관련된 논쟁이 한창 진행중인데
중요한 점은 경기 침체기가 오고 안 오고를 떠나 미국을 포함한 글로벌 경기가
조만간 회복 국면으로 전환되기는 힘들다는 점일 것이다.

미국 경기는 작년 하반기부터 슬로우 다운하였기 때문에 아직 하강 전반부에
위치해 있다. 정권 말기이다 보니 대규모 부양책을 기대할 수도 없는 실정이다.
미국 이외 지역도 부양적 정책 스탠스가 최근 다시 강해지는 등 긴장 모드가
형성되고 있다. 통화정책의 경기부양 효과는 이미 시들해진 상황이고, 재정정책은
경기 침체를 방어하는 정도이지 경기의 방향성을 바꿀 강도가 되기는 힘들다.

경기 침체기 도래 여부와 관련된 우려와 논쟁은 잠시 접어 둔다 하더라도 경기
하강 국면은 계속 이어질 공산이 높다는 게 눈 앞의 현실이다. 글로벌 주요국
경제 전망 컨센서스는 내년 경제 성장률이 금년보다 더 낮아질 것으로 형성되고
있다. 한국 경제도 이러한 흐름을 비켜 나갈 체력이 되지 못한다.

경기하강 국면에서
유리한 스타일 전략
: '퀄리티' 스타일

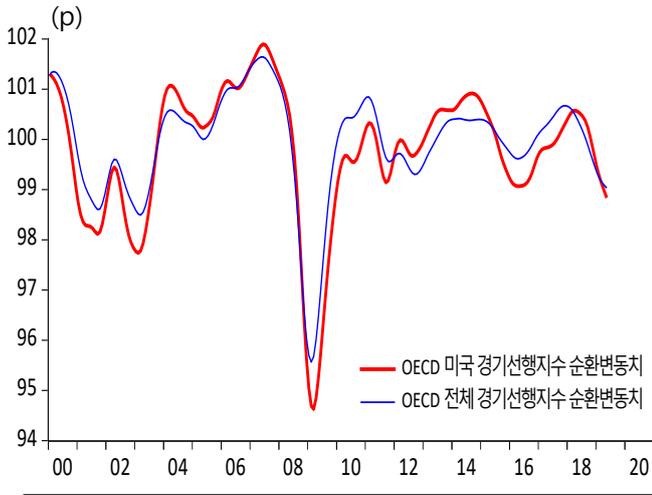
이렇듯 경기하강 국면은 한동안 이어질 가능성이 높다고 본다. 경기 국면별
스타일 지수의 시장 대비 상대 퍼포먼스를 통해 경기 하강 국면에서 유리한 투자
전략을 추천해 본다.

성장, 가치, 대형, 중소형, 모멘텀, 저변동성, 고배당, 퀄리티 등 각종 전략들이
있다. 분석 결과 가장 눈에 띄는 것은 '퀄리티' 스타일과 '가치' 스타일의 경기
국면별 상대 퍼포먼스가 뚜렷한 차별성을 보인다는 점이다.

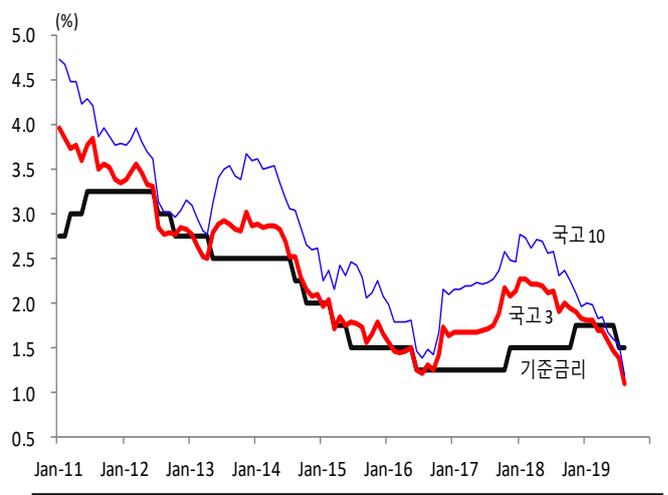
경기상승 국면일 때는 저 멀티플 위주의 '가치' 스타일이 단연 유리하다. 가치
스타일로 분류되는 기업들의 이익 흐름이 경기 흐름에 연동되는 바가 상대적으로
큰 경향이 있는데 경기가 상승하면 기업이이익이 회복되면서 저 멀티플의 메리트
향유할 수 있기 때문이다. 경기가 상승하는 시기이다 보니 금리도 오르는
국면이어서 밸류에이션 논리(저멀티플 선호)도 강화된다.

한편 그 동안의 경기하강 과정에서 이익 흐름이 상대적으로 우수했고, 한동안
이어질 하강 국면에서도 그 영향을 적게 받을 '퀄리티' 종목군은 멀티플이
상대적으로 높다. 그 동안 인기가 높았기 때문이다. 그런데 경기하강이 지속되는
한 그 인기는 계속 유지될 수 있다. 이익 흐름이 양호한데다 금리(무위험 수익률)
하락세 및 상대적 저베타로 할인율(CoE)이 낮아지기 때문이다. 그렇다면
상대적으로 높은 멀티플을 액면 그대로 볼 필요는 없다. 퀄리티 종목군은 이러한
점에서 이익 흐름이 경기 하강의 영향을 더 받는 저 멀티플 종목군 대비
우위적인 주가 흐름을 계속 유지할 수 있다. 특히 경기 침체 여부가 목전의
화두인 상황하에서는 그 차별성이 유지될 확률이 더 높다.

<그림 1> 미국 경기로부터 자유롭지 못한 세계 경기



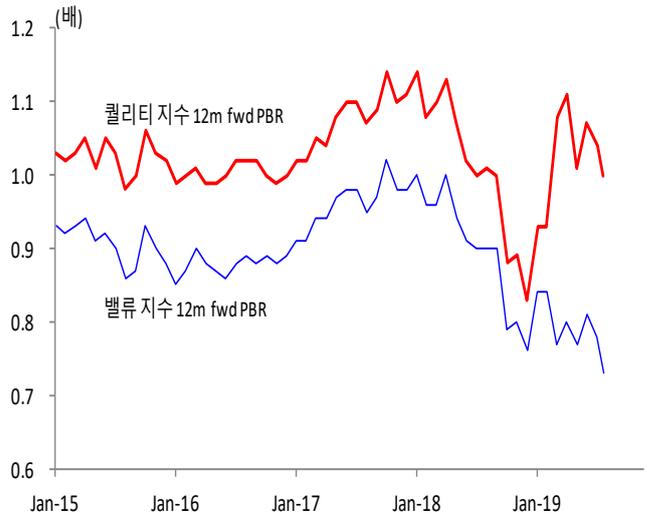
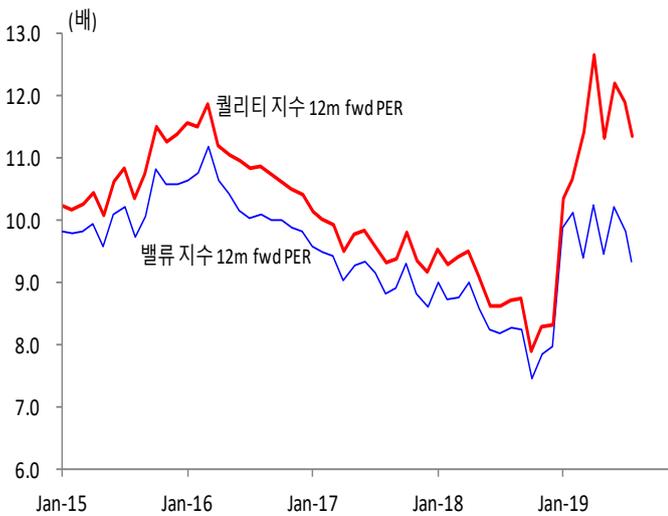
<그림 2> 하락세를 지속하는 금리



<표 1> 스타일별 듀폰 분석

구분	퀄리티 지수				밸류 지수			
	ROE(%)	매출액순이익률(%)			ROE(%)	매출액순이익률(%)		
		총자산회전율(%)	재무레버리지(배)	총자산회전율(%)		재무레버리지(배)		
2015	9.6	7.7	38.0	3.3	7.7	5.6	34.1	4.0
2016	9.0	7.7	34.2	3.4	8.1	6.2	33.5	3.9
2017	13.0	11.6	43.6	2.6	10.4	8.0	32.6	4.0
2018	13.0	10.7	67.8	1.8	10.5	7.9	37.2	3.6

<그림 3> 스타일별 밸류에이션 멀티플 추이



자료 : Bloomberg, Dataguide, 리딩투자증권

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

- 본 자료는 기관투자자 또는 제 3자에게 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.