

금리 상승에도 성장주의 상대적 프리미엄이 확대되는 이유는?

2021/ 11/ 1

Economist

이동호

(2009-7062)

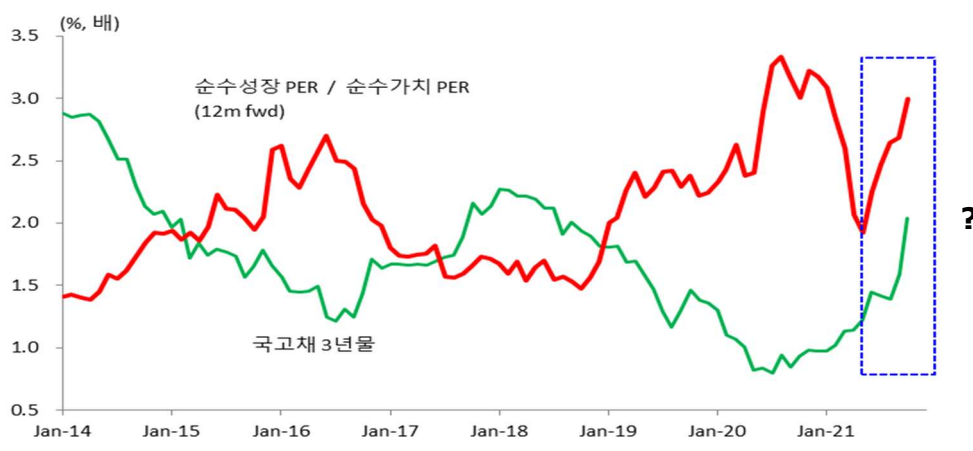
dhlee@leading.co.kr

공급 병목 현상, 유가 등 에너지 가격 상승이 유발하는 고물가 우려가 인플레이션 기대심리를 계속 자극하고 있다. 이는 하반기부터 경기상승 속도가 둔화되고 있음에도 시장 금리상승을 자극하는 요인이 되고 있다.

경기상승 속도에 걸맞지 않는 금리상승은 주식시장에 부정적이다. 10 월 종순까지의 주식시장의 급격한 조정 현상은 최근의 금리 급상승에 기인한 바도 크다는 판단이다. 금리의 급상승은 향후 기업이익의 성장을 많이 할인해 버리기 때문이다. 특히 성장주에 주는 부정적 영향이 크다. 그런데 최근 들어 금리와 성장주의 관계에 대한 기존의 인식과는 다른 양상이 벌어지고 있다. 금리가 빠르게 상승하는 가운데서도 성장주의 가치주에 대한 밸류에이션 프리미엄이 오히려 확대되고 있기 때문이다. 한두달도 아닌 5 개월 연속적인 현상이다.

통상적으로 금리상승 국면에서는 성장주의 가치주에 대한 밸류에이션 프리미엄이 축소되는 경향이 뚜렷한데 최근 금리상승 국면에서는 다른 모습이다(<그림 1> 참조). 이번 자료에서는 이러한 현상의 이유가 무엇이고, 앞으로는 어떤 흐름일 것인지에 대해 판단해 보기로 한다.

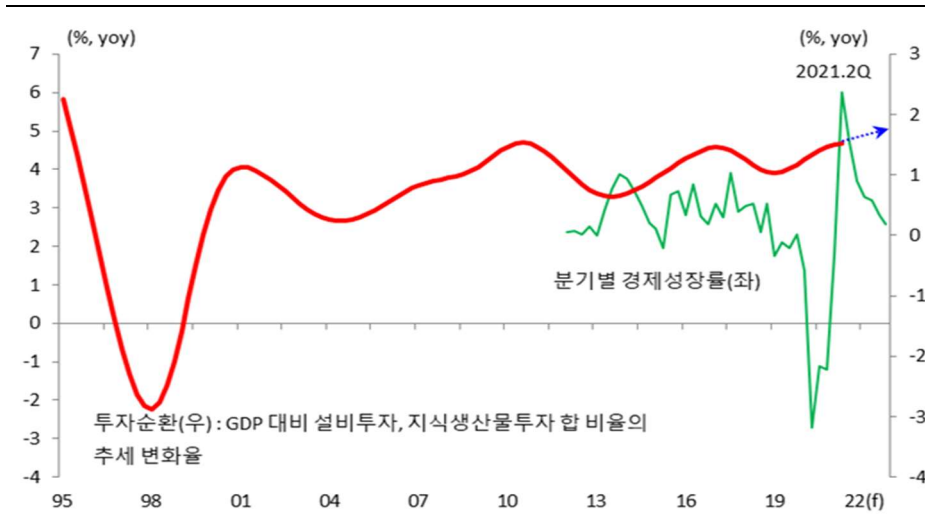
<그림 1> 금리상승 국면에서도 성장주의 상대 밸류에이션 프리미엄이 확대세



자료 : Dataguide, 리딩투자증권

필자는 이러한 현상이 이번 투자순환(주글러 순환)의 상승과 밀접한 연관이 있다고 본다. 필자가 기존 자료들에서 언급해 온 바와 같이 향후 재고순환의 흐름은 금년 상반기까지의 속도와 비교해서 힘이 약해지는 흐름일 가능성이 높다고 본다. 그러나 상승 국면에 접어든 투자순환이 재고순환의 둔화 속도를 낮추고, 나아가 재고순환상의 하강국면 진입 시기도 늦추어 줄 가능성이 높다고 예상한다(<그림 2> 참조).

<그림 2> 향후 재고순환 둔화, 투자순환 상승

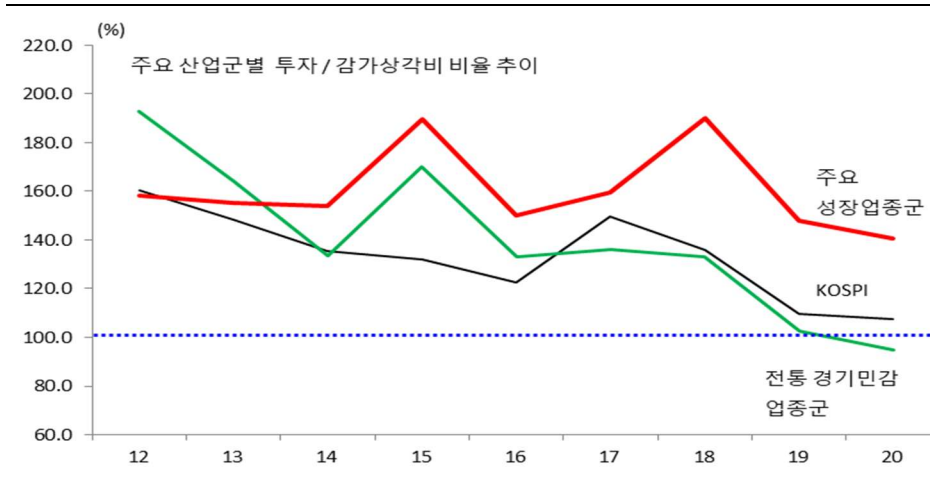


주 : 분기별 경제성장률은 금년 연간 4.0%, 내년 3.0% 성장(블룸버그 컨센서스)하는
실질 GDP 값에 분기 계절적 요인을 감안하여 추정
자료 : 한국은행, 리딩투자증권

주지하다시피 이번 투자순환의 상승은 '디지털 경제'와 '환경'에 관련된 업종이 주도할 전망이다. 동업종군의 성장 트렌드가 글로벌리 강하게 형성된 가운데 정부 정책의 포인트도 여기에 맞추어져 있기 때문이다(한국형 뉴딜 정책 등). 이는 미국의 투자순환 상승 국면에서도 동일하다. 미국도 동업종군들이 주도하는 투자순환 상승이 정부 정책과 매칭되어 있다. 디지털 경제와 환경 관련 업종은 코로나 사태 이전에도 성장성이 커져 오고 있던 업종이었는데 코로나 사태를 계기로 그 속도가 더 빨라지고 있고, 주요 국가들은 동업종군을 향후 경제 성장의 한 축으로 가져가고자 한다.

그렇다면 디지털 경제, 환경 등의 업종군은 어떤 특성을 보이고 있는지에 대해 관련 기업들의 투자 활동 측면에서 판단해 보기로 한다. <그림 3>은 한국 기업들의 투자 활동이 업종군별로 상이한 흐름을 보이고 있음을 보여주고 있다. 투자 활동에 있어 감가상각비보다 더 많은 투자를 하는지 여부에 따라 차별적 흐름을 보이고 있는데 KOSPI 내 상장 기업 전체적으로는 감가상각비와 투자금액이 비슷한, 즉 유지보수 정도의 투자가 이루어지고 있다. 그러나 디지털 경제, 환경 산업, 그 외 4 차 산업군이 주로 포진된 주요 성장 업종군은 감가상각비보다 더 많은 투자가 이루어지고 있다. 반대로 전통적인 경기민감 업종의 경우 감가상각비보다 적은 투자가 이루어지고 있어 유지보수조차 되지 않는 저조한 투자가 행해지고 있음을 시사하고 있다.

<그림 3> 투자 행태로 판단한 성장/비성장 업종간 구분

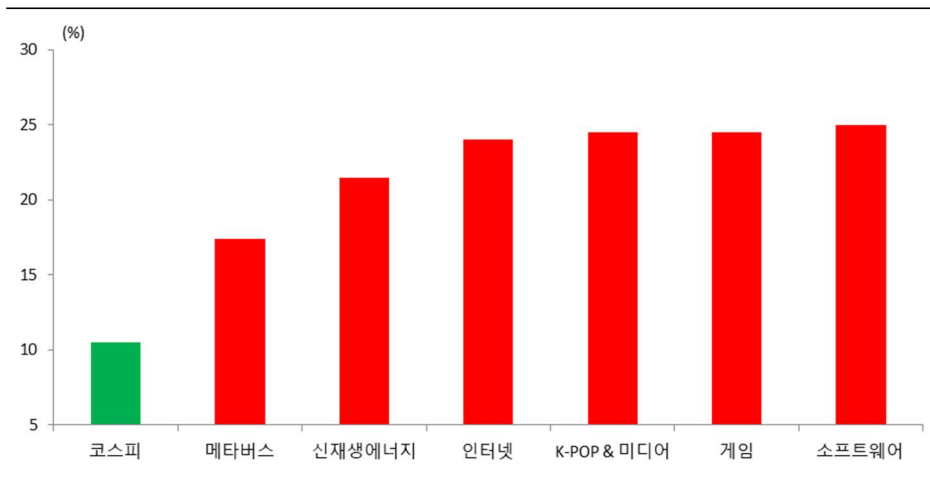


주 : 주요 성장 업종군에는 디지털 경제, 환경, 그 외 4 차 산업 등이 포함

자료 : Dataguide, 리딩투자증권

향후 투자순환의 상승을 주도할 것으로 예상되는 디지털 경제, 환경 관련 산업은 공장, 주요 설비 등 유형자산에 대한 투자도 이루어지지만 연구개발 관련 투자 등 무형자산에 대한 투자가 다른 업종 대비해서 상대적으로 더 많이 이루어지고 있는 업종이다. 여기서 무형자산이란 ‘물리적 실체가 없지만 미래의 경제적 효익이 있는 비화폐성 자산’으로 정의된다. <그림 4>는 향후 투자순환을 주도할 주요 성장 업종(개별 업종군내 종목들은 에프엔가이드가 분류)과 코스피 내 전체 업종에서 비유동자산 대비 무형자산의 비중을 비교하고 있다. 코스피내 전체 업종 대비해서 이번 투자순환 상승 주도 업종군의 무형자산 비중이 더 크다. 이러한 상황에서 동업종군의 무형자산 투자는 한국형 뉴딜과 같은 정부 정책을 등에 업고 더 활성화될 것으로 예상된다.

<그림 4> 주요 업종별 비유동자산 대비 무형자산 비중(2020 년말 기준)

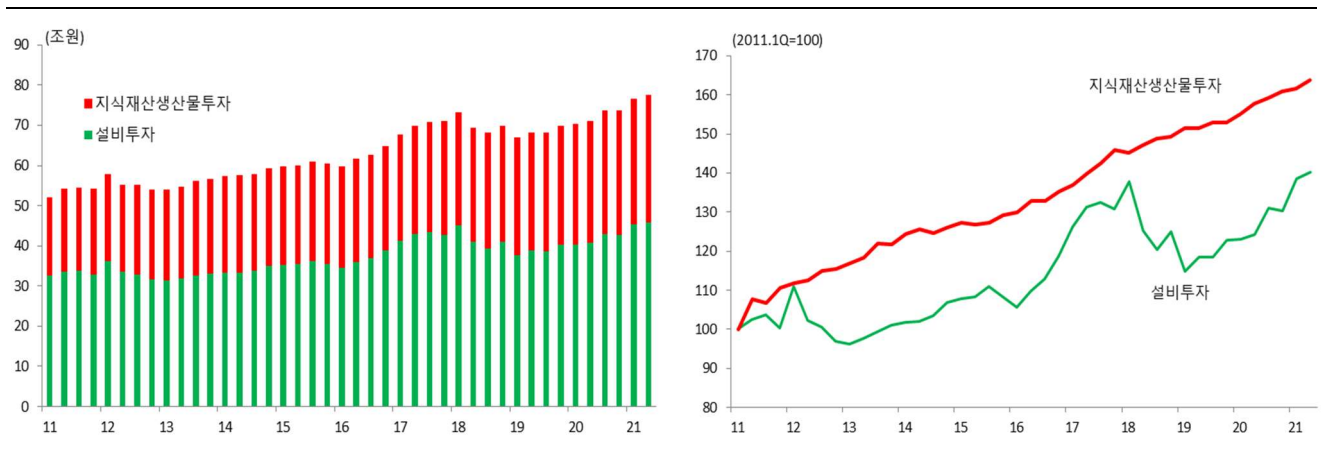


자료 : Dataguide, 리딩투자증권

통상적으로 금리와 투자는 負의 상관관계에 있는 것으로 인식되고 있는데 무형자산에 대한 투자는 금리 상승과는 별 관계가 없는 것인가? 이에 대한 판단을 위해 필자는 한국은행 국민계정내 투자항목들 중에서 '설비투자'와 '지식재산생산물투자'를 활용하였다. 기업 대차대조표내 '유형자산'은 '설비투자'와 유사하고, '무형자산'은 R&D 등을 포함하는 '지식재산생산물투자'와 유사하기 때문이다.

금리와의 관계를 판단하기에 앞서 일단 설비투자와 지식재산생산물투자의 추이와 특성을 살펴 본다. <그림 5>의 왼쪽 그림은 설비투자와 지식재산생산물투자의 추이를 도시한 것이다. 두 항목을 합산한 전체 값에서 지식재산생산물투자의 비중이 높아지는 추세이다. 오른쪽 그림은 2011 년 1 분기를 100 으로 하여 2021 년 2 분기까지의 추이를 나타낸 것인데 무형자산에 주로 관여되는 지식재산생산물투자는 설비투자 대비 안정적으로, 그리고 상대적으로 더 빠른 속도로 증가해 온 특성을 보이고 있다.

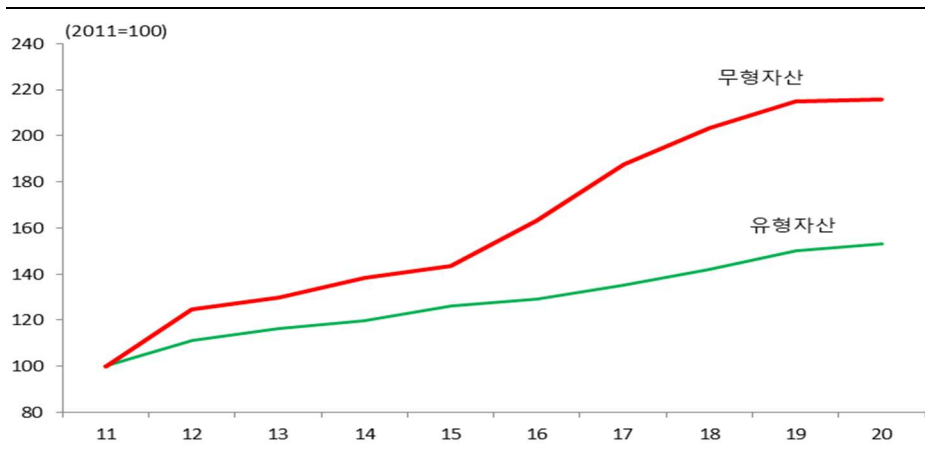
<그림 5> 한국의 설비투자 & 지식재산생산물투자 추이



자료 : 한국은행, 리딩투자증권

기업 대차대조표내 유형자산과 무형자산의 증가 속도를 직접적으로 비교해 보아도 마찬가지다. <그림 6>은 역시 2011 년부터 최근(2020 년)까지 코스피 상장 업체 전체내에서 각 자산의 증가 속도를 비교하고 있다. 2011 년을 100 으로 볼 경우 무형자산의 증가 속도가 유형자산 대비 빠른 모습이다.

<그림 6> 무형자산이 유형자산보다 더 빠른 속도로 증가(KOSPI 내 상장업체 기준)

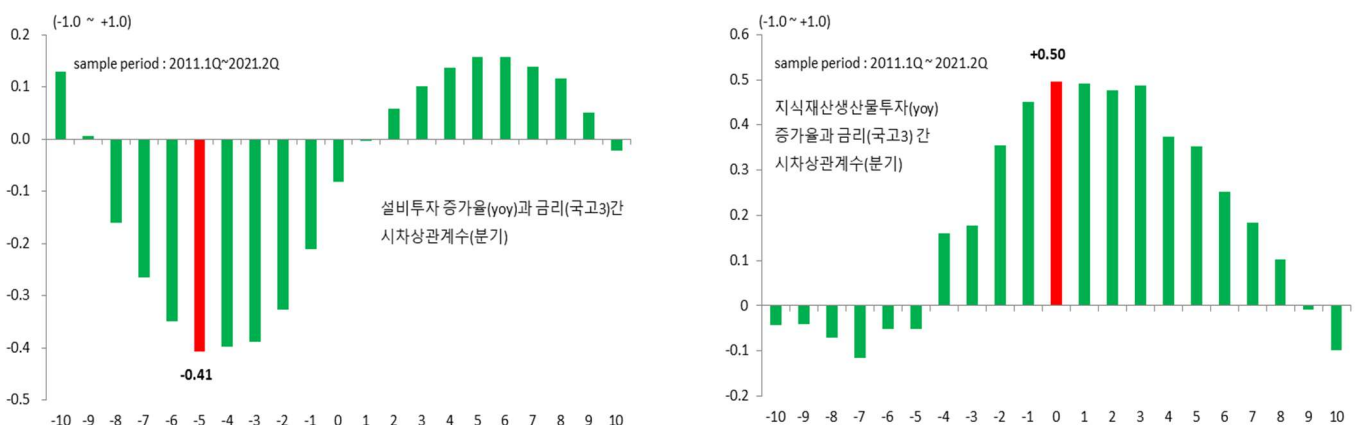


자료 : Dataguide, 리딩투자증권

그럼 무형자산에 대한 투자(지식재산생산물투자)는 시장 금리 상승과 별 상관없이 있는 것인지를 다시 돌아와 그 관계를 따져 본다. <그림 7>은 과거 10 년 정도의 기간을 놓고 볼 때 설비투자는 시장 금리와 시차를 두고 負의 상관관계(시장 금리가 설비투자 증가율을 5 분기 선행하는 시점에서 상관계수(-0.41)의 절대값이 가장 높음)를 보이지만(왼쪽 그림) 지식재산생산물투자에서는 시장 금리와 負의 상관 관계가 나타나지 않고 있음(오른쪽 그림)을 보여주고 있다. 오히려 시장 금리와 正의 상관 관계를 가지고 있다. 이는 지식재산생산물투자는 금리가 올라도 그것이 경기 개선, 즉 기업 실적 증가를 반영하는 경우라면 R&D 투자 등의 무형자산 투자는 더 확대되는 경향을 가진다는 점을 시사한다.

이는 한국이 GDP 대비 R&D 투자 비율 넘버 원 국가라는 점에서 짐작 가능하다. 설비투자와는 달리 R&D 투자 등은 시장 금리의 방향성에 크게 구애받지 않고 꾸준히 증가해 왔다는 것이다. 이러한 흐름하에서 정부의 정책적 지원 의지가 강하고, 전세계적으로 굵직한 장기 트렌드가 형성되어 있는 디지털 경제, 환경 관련 업종의 지식재산생산물투자는 시장 금리와 負의 상관 관계가 더더욱 아닐 수 있다. 특히 이번 투자순환의 상승을 주도할 업종중의 하나인 디지털 경제 관련 업종은 최근의 금리 급상승을 유발하고 있는 공급병목 현상, 높은 에너지 가격 등에 따른 생산 비용 상승 부담에서 한발짝 떨어져 있기 때문에 금리가 상승해도 지식재산생산물투자 활동에 있어 상대적으로 큰 문제가 없을 것임을 짐작해 볼 수 있다.

<그림 7> 설비투자 & 지식재산생산물투자의 시장 금리와의 상관 관계



주 : 시장 금리는 국고채 3 년물

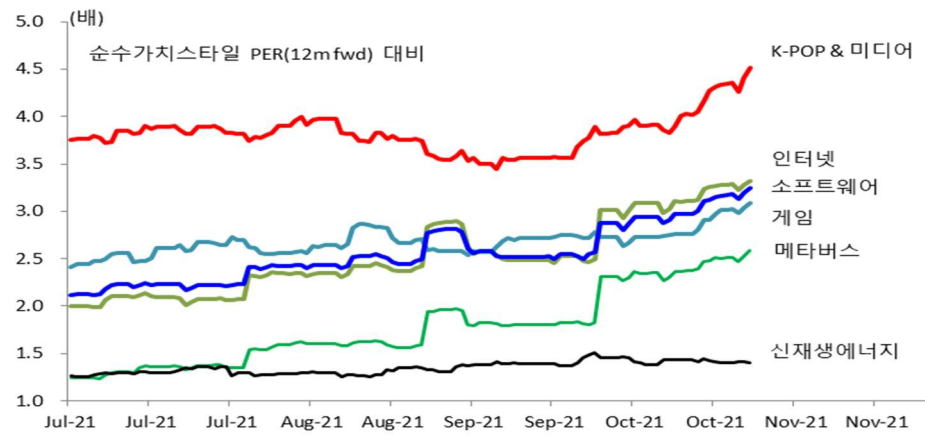
자료 : 한국은행, 리딩투자증권

앞선 논의들을 다시 한번 정리해 본다. 이번 투자순환의 상승을 주도할 것으로 예상되는 디지털 경제, 환경 관련 산업은 <그림 4>에서 본 바와 같이 R&D 등 무형자산에 대한 투자 비중이 높고, 향후 정부 정책도 동산업군에 우호적인 환경으로 작용하고 있다. 무형자산 투자가 금리와 負의 상관관계에 있지 않음을 고려할 때 성장성이 상대적으로 높은 동업종군의 지식재산생산물투자(무형자산 투자)는 시장 금리 상승에도 불구하고, 계속 증가할 가능성이 높다고 예상한다.

주식시장은 금리가 상승해도 확대될 동업종군의 투자 활동을 프라이싱하고 있다. 즉 시장 금리 상승의 부정적 효과를 동업종군의 성장성이 상쇄하는 것으로 본다는 것이다. 동업종군이 다수 포함된 성장주가 가치주 대비 밸류에이션 프리미엄을 더 받아가고 있는 이유는 여기에 있다고 본다. <그림 8>은 <그림 4>에

언급된 주요 성장 업종들의 순수가치 스타일 대비 밸류에이션 프리미엄 추이를 도시하고 있다. 특히 디지털 경제화 영역으로 묶여가고 있는 업종들의 프리미엄이 계속 확대되고 있음을 볼 수 있다. 향후 투자 순환의 상승이 경제성장을 둔화(재고순환 둔화) 속도를 늦추는 경제 환경하에서 동업종군들이 투자 순환의 상승을 주도하는 상황이라면 동업종군들에 대한 밸류에이션 프리미엄은 높게 유지될 가능성이 높다는 판단이다.

<그림 8> 주요 성장 업종들의 순수가치 스타일 대비 밸류에이션 프리미엄 추이



자료 : Dataguide, 리딩투자증권

물론 시장 금리의 급상승 현상이 지속되어서는 안 된다. 당분간 어느 정도의 상승은 몰라도 급상승세가 장기적으로 지속될 경우 주식시장 전체가 흔들릴 수 있기 때문이다. 이와 관련, 필자는 향후 시장 금리 흐름이 최근과 같은 급등세를 계속 이어갈 가능성은 낮다고 예상한다. 다음과 같은 이유에서이다.

첫째, 최근의 공급 병목 현상은 시간의 함수이고, 위드 코로나 스탠스가 글로벌리 확산될 수록 병목 현상이 완화될 가능성이 높다는 의견을 계속 유지한다. 그렇다면 공급측면 인플레이션 압력이 지금보다는 낮아질 가능성이 높다. 둘째, 유가 상승 또한 문제인데 경기상승 속도가 둔화되는 가운데 이번 동절기를 지나는 과정에서 일정 부분 안정화될 것으로 예상된다. 최근 미국 셰일 오일 생산량 확대 추세도 연말 연초 이후 유가 안정화를 예상하는 근거로 작용할 것으로 본다. 이 또한 공급측면 인플레이션 압력을 완화시키는 요인이 될 것이다.

경기상승 속도가 둔화되면서 수요 측면의 인플레이션 압력이 물가에 미치는 영향력이 과격하지 않고, 공급측면 인플레이션 압력이 완화될 경우 시장 금리의 급상승 현상은 제어될 가능성이 높을 것으로 예상된다. 시장 금리가 급상승하는 현상이 완화되거나 또는 안정화되는 모습을 보인다면 최근과 같은 성장주의 가치주 대비 밸류에이션 프리미엄 확대 현상은 계속 이어질 확률이 높을 것으로 전망한다. 주가 흐름상 단기적인 변동성은 있을 수 있지만 장기적인 관점에서는 관련 업종(디지털 경제, 환경)에 대한 관심을 계속 유지할 필요성이 높다는 판단이다.

▶ 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 기관투자자 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.