



키움증권

리서치센터 투자전략팀

퀀트/자산배분 Analyst 최재원 c.jw5056@kiwoom.com



▶ 성장주로의 로테이션 지연

Summary

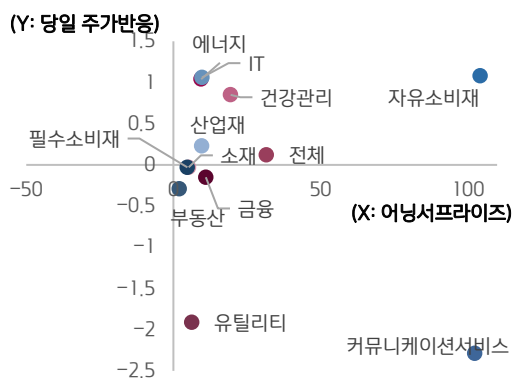
- 2분기 어닝 시즌 후반부에 접어든 가운데, IT 업종 중, 반도체 및 장비는 강한 어닝 서프라이즈에도 시장 눈높이를 충족시키지 못하며 주가 반응은 부진
- 하반기 글로벌 증시는 AI 관련 우려와 함께 가치주 비중이 높은 중국, 영국 증시 강세 그리고 미국/유럽 내 순화매 흐름 연출
- 스타일 팩터 상, 가치 스타일 우위는 7월 말 정점 통과. 8월 들어 성장 스타일이 저점을 높이고 있으나 추세 전환으로 보기에는 이른 상황. 여전히 양 스타일간의 바벨 전략 필요

어닝 서프라이즈만으로는 부족한 시장 눈높이

2분기 어닝시즌이 후반부에 접어든 가운데, 미국 증시에서는 실적 자체는 대체로 양호하지만 이에 대한 주가 반응은 종목별로 크게 엇갈리고 있다. 실적을 발표한 기업의 약 80% 이상이 시장 예상치를 상회했음에도 주가가 이에 비례하지 않는 배경에는 시장의 기대 수준이 한층 높아진 점이 자리하고 있다. 어닝시즌 돌입 전까지 실적 전망치가 지속적으로 상향 조정된 가운데, AI 관련 CAPEX 투자 확대에 대한 경계감이 높아진 것이 주요 요인이다. 지난주 아마존과 마이크로소프트의 실적 발표를 계기로 과잉투자 우려가 다소 완화되는 듯했으나, 이번 주 실적 발표에서는 이러한 경계감이 다시 부각되는 모습이다. AMD를 비롯해 웨스턴디지털, 샌디스크는 모두 시장 기대를 웃도는 실적을 발표했지만, 시장은 향후 AI 성장세가 한층 가속화될 것이라는 신호가 부족했다는 점에 주목하며 차익실현에 나섰다. 이에 따라 시장의 관심도 단순한 투자 규모에서 투자 회수 시점과 수익화의 가시성으로 빠르게 이동하고 있다.

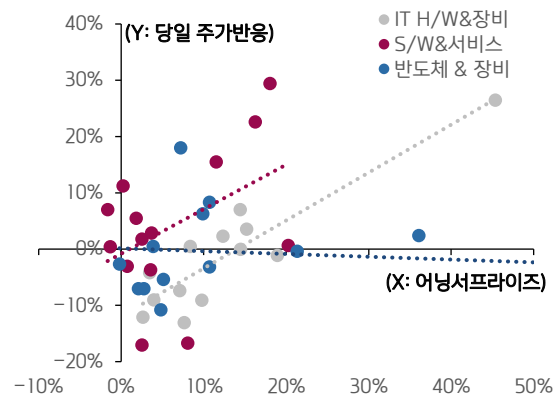
시장 참여자들의 관심이 집중된 IT 업종을 중심으로 EPS 서프라이즈와 실적 발표 당일 주가 반응의 관계를 살펴보면, S/W·서비스와 IT 하드웨어/장비 업종에서는 뚜렷한 양(+)의 상관관계가 확인된다. 특히 IT 하드웨어·장비 업종은 상관관계수가 0.9를 상회해 실적 개선이 주가에 거의 그대로 반영되는 모습이다. 반면 최근 시장을 주도해 온 반도체 및 반도체 장비 업종은 양상이 달랐다. 이들 업종의 평균 EPS 서프라이즈는 약 16%로 세 그룹 가운데 가장 높았지만, 평균 주가 반응은 오히려 마이너스를 기록하며 우수한 실적이 주가 상승으로 이어지지 못했다. 결국 향후 반도체 업종의 추가적인 실적 모멘텀과 주가 재평가를 위해서는 하이퍼스케일러 기업들의 CAPEX 투자가 실질적인 수익 창출로 연결될 것이라는 신뢰가 형성되며 관련 경계감이 완화될 필요가 있다.

미국, S&P 500 실적 발표 이후 주가 반응



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국, S&P 500 IT 기업 실적 발표 이후 주가 반응



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

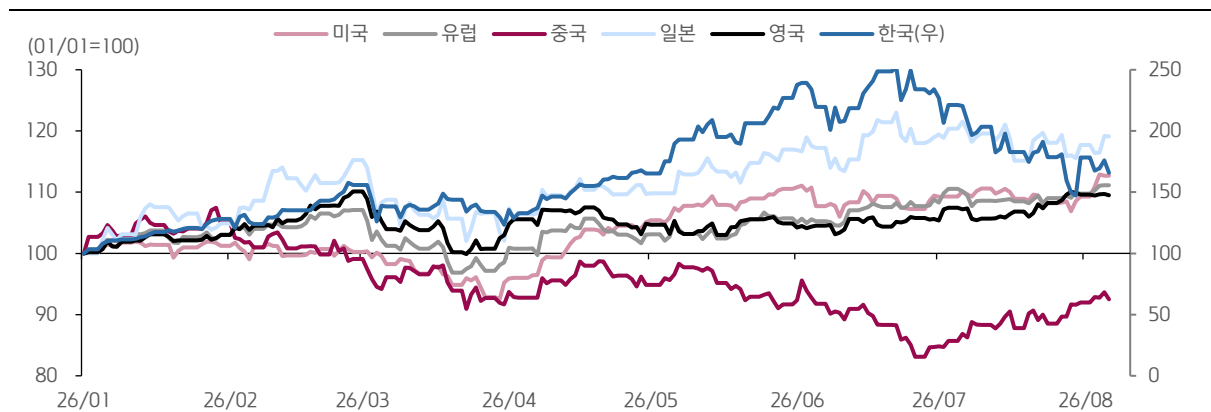
가치 스타일 색채가 높은 국가들의 상승

상반기 주요국 증시의 성과는 AI 밸류체인 비중이 갈랐다. 반도체와 메모리 비중이 높은 한국과 일본은 IT 업종이 지수를 견인하며 글로벌 증시에서 가장 앞선 성과를 기록한 반면, 전통 산업군 비중이 높은 중국과 영국은 상대적으로 부진했다. 하지만, 7월 들어 이러한 구도가 정확히 반전됐다. 메모리 경쟁 구도의 변화와 AI 밸류에이션 부담이 부각되며 한국 증시는 월간 기준 사상 최악의 조정을 겪었고, 일본도 IT를 중심으로 되돌림이 나타났다. 상반기 상승 폭이 컸던 시장일수록 낙폭도 컸다는 점에서, 이번 조정은 펀데멘털 훼손이라기 보다는 그간의 압축적인 상승 속도를 소화하는 흐름으로 볼 수 있다.

한편, 그간의 상승 업종 및 권역에서의 차익실현 이후 자금이 향한 곳이 중국과 영국이었다. 중국은 경기 부양 기대와 밸류에이션 매력을 동시에 갖춘 시장으로 부각되며 7월 이후 주요국 가운데 가장 앞선 성과를 냈고, 상반기 낙폭이 컸던 자유소비재와 소재가 반등을 주도했다. 영국은 주요국과 비교해 기술주 비중이 낮은 대신 에너지·은행 등의 비중이 높은 지수 구성이 방어적으로 작동하며 7월 말 사상 최고치를 경신했다.

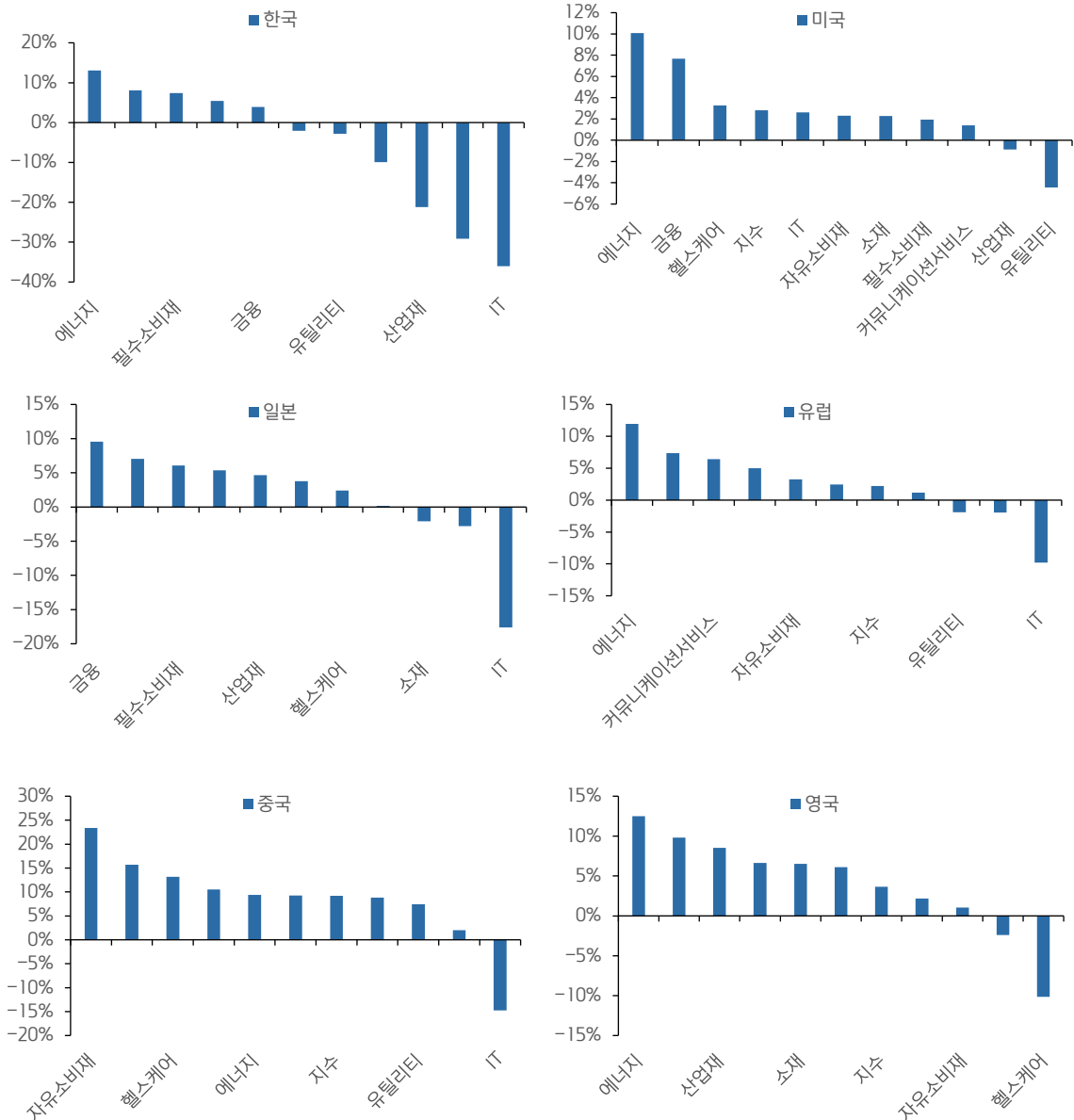
미국과 유럽은 조정 국면에서도 하락 폭이 제한되며 오히려 소폭 상승했다. IT 비중이 한국과 대만처럼 높지 않은 가운데, 금융과 에너지, 산업재 등 가치 성격의 업종이 지수 내에서 충분한 비중을 차지하고 있기 때문이다. 실제 7월 이후 IT의 기여가 축소된 자리를 금융과 에너지가 대체했고, 동일가중 지수가 시가총액 가중 지수를 상회하며 시장 폭은 오히려 넓어졌다. 특정 테마의 조정이 지수 전체로 전이되지 않고 내부 순환매로 흡수된 것으로 볼 수 있다.

연초 이후, 주요국 주가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주요국, 하반기 업종별 주가 성과



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

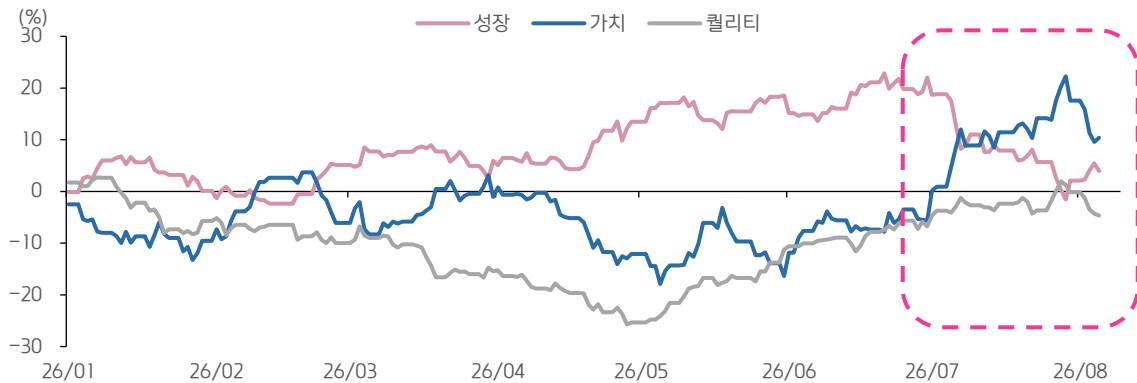
가치 스타일 정점에도 성장 스타일로의 전환은 지연

연초부터 지난 6월까지 이어졌던 성장 스타일의 강세는 7월 들어 가치 스타일 강세와 퀄리티 스타일의 점진적인 개선으로 전환됐다. 코스피200 기준 성장 스타일의 롱/숏 누적수익률은 6월 하순 20%를 상회하며 정점을 기록한 이후 7월 말에는 상승분 대부분을 반납한 반면, 가치 스타일은 마이너스 영역에서 20%대로 빠르게 반등했다. 미국과 유럽 대형주 시장에서도 성장 스타일의 약세와 가치 스타일의 강세가 동시에 나타났다.

다만 AI 투자심리를 제약해 왔던 CAPEX 투자 부담과 시장 레버리지 우려가 완화되면서 성장에서 가치로의 로테이션도 마무리되는 듯했지만, 8월 현재까지 성장 스타일이 주도권을 되찾는 흐름은 아직 제한적이다. 8월 들어서는 세 시장 모두 가치 스타일의 초과성과가 축소되고 성장 스타일이 점진적으로 저점을 높이는 흐름을 보이고 있다. 방향성 측면에서는 성장 스타일로의 전환 가능성이 나타나고 있으나, 이를 추세적인 강세로 판단하기에는 아직 시간이 더 필요해 보인다.

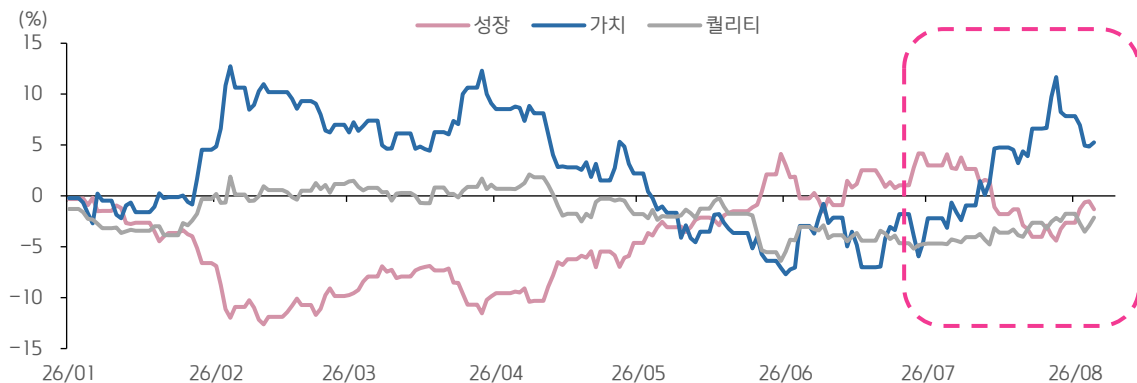
최근 주요 IT 기업들이 양호한 어닝 서프라이즈를 기록하고 있음에도 시장에서는 미래 성장성의 지속 가능성에 대한 경계감이 여전히 이어지고 있다. 이러한 경계감의 핵심은 대형 하이퍼스케일러들의 CAPEX 투자가 실질적인 수익으로 이어질 것인지에 대한 불확실성이 자리잡고 있다. 관련 우려가 가시적으로 완화되기 전까지는 견조한 펀더멘털에도 밸류에이션 매력이 부각된 성장주와 실적 개선을 바탕으로 변동성 방어가 가능한 가치주를 함께 편입하는 바벨 전략을 유지할 필요가 있는 구간으로 판단한다.

코스피200, 성장 / 가치 / 퀄리티 스타일의 연초 이후 롱/숏 누적 수익률



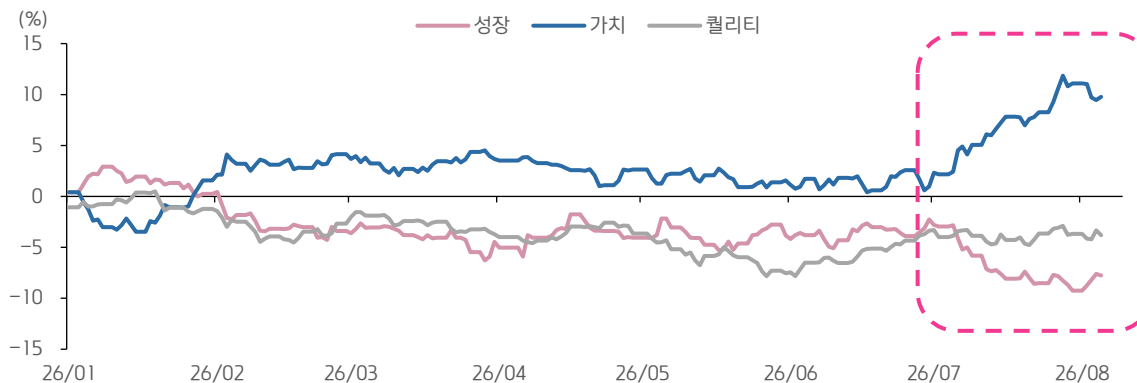
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 대형주, 성장 / 가치 / 퀄리티 스타일의 연초 이후 롱/숏 누적 수익률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

유럽 대형주, 성장 / 가치 / 퀄리티 스타일의 연초 이후 롱/숏 누적 수익률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 8월 6일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식은 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.