

2015년 11월 25일 | 하나금융투자 리서치센터

2016년 전망 #24 | 퀀트

모멘텀 로테이션과 꾸준함의 조합

- 종목별 접근 유효
- 모멘텀 따라잡기
- 꾸준함이 메리트



Quant 장희중
02-3771-7786
chang.heejong@hanafn.com

RA 김경수
02-3771-7515
pineapple@hanafn.com



CONTENTS

Summary	4
종목별 접근 유효	5
1. 선택결과에 따라 뚜렷한 차이	5
2. 2016년에도 차별화는 계속된다	8
모멘텀 따라잡기	11
1. 바텀업 모멘텀 찾기	11
2. 종목별 편차를 이용한 모멘텀 로테이션	14
3. 실적발표 직후 전망치 상향 기업들	23
꾸준함이 메리트	27
1. 현금이익의 비중이 높은 종목들	27
2. 시장을 이기는 Quality 주가지수	31
모멘텀 로테이션과 꾸준함의 조합	38
모멘텀 로테이션에 현금이익, 퀄리티 종목 결합	38

2015년 11월 25일 | Global Asset Research

2016년 전망 #24 : 퀀트

모멘텀 로테이션과 꾸준함의 조합

종목별 접근 유효

2015년의 뚜렷했던 종목별, 섹터별 차별화는 저성장 흐름이 가장 큰 요인으로 평가된다. 이러한 환경이 내년에도 크게 달라지지 않을 것이라는 점은 2016년 역시 차별화 흐름이 크게 달라지지 않을 것으로 보인다. 방향성 없는 매크로 환경이 별반 달라질 수 없는 환경 속에서 종목별 접근이 유효하지만, 글로벌 증시 섹터별 차별화 보다 최근 지역별 차별화가 조금 더 강해지고 있다는 점에서 차별화 대상의 변화 가능성은 주목할 필요가 있다.

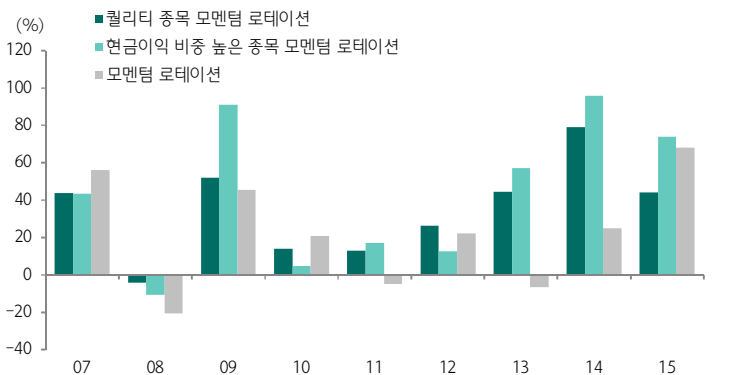
모멘텀 따라잡기

의약품 수출호조, 매출다양성 높은 기업과 신사업 진출, 신흥국 안도밸리 같은 모멘텀을 기대할 수 있지만, 업종지수 상승시기 그 내부의 구성종목에서 공통적으로 관찰되는 특징을 이용하면 모멘텀 따라잡기의 유효한 시그널로 확인할 수 있다. 업종 구성종목의 수익률 편차는 업종 주가지수 상승과 유효한 관련성을 보여준다.

꾸준함이 메리트

실제치를 활용해 선정한 현금이익 비중 높은 기업들과 퀄리티 종목들은 증시호조기에 준수한 성과를 보여줬고, 증시부진기에 시장대비 나은 성과를 보인다. 모멘텀 로테이션으로 업종을 선정하고 해당 업종의 현금이익 비중 높거나 퀄리티 종목으로 접근은 2016년에도 양호한 성과를 기대한다.

모멘텀 로테이션과 퀄리티, 현금이익 비중 높은 종목들의 결합 결과의 연도별 성과



자료: WiseFn, 하나금융투자

Quant



퀀트 장희종

02-3771-7786

chang.heejong@hanafn.com

RA 김경수

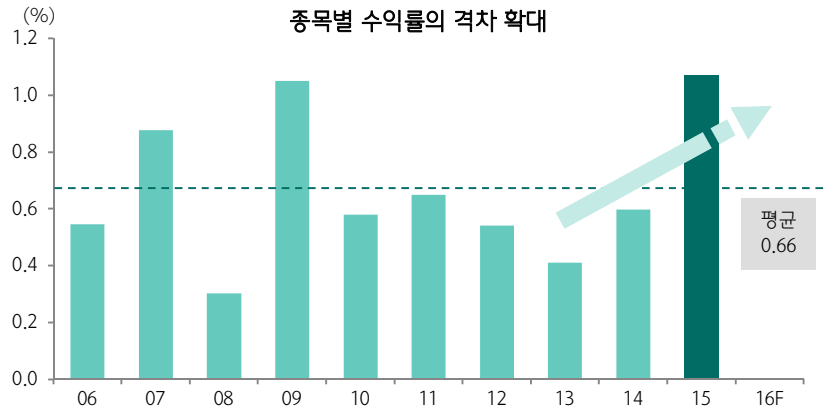
02-3771-7515

pineapple@hanafn.com

Summary

2015년은 지난 10년간 종목별 차별화 가장 뚜렷, 2016년에도 이어질 가능성

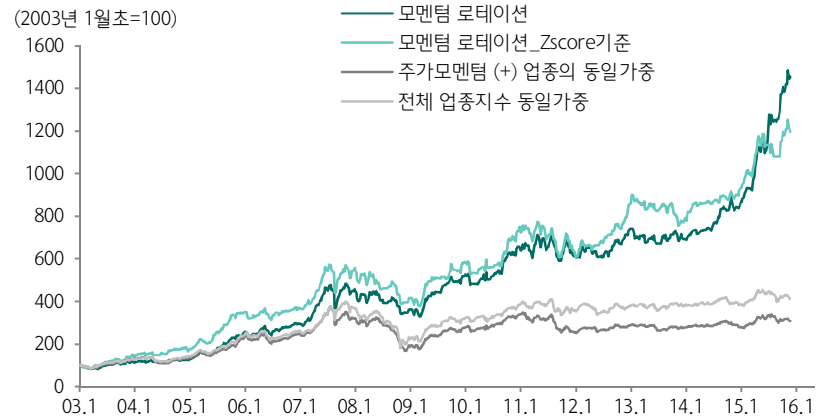
2015년 소비재와 자본재,
중소형주와 대형주의 뚜렷한 성과
격차는 저성장 환경의 반영



주: 연도별 상장종목 수익률의 표준편차로 산출, 2015년은 11월20일까지 기준, 자료: WiseFn, 하나금융투자

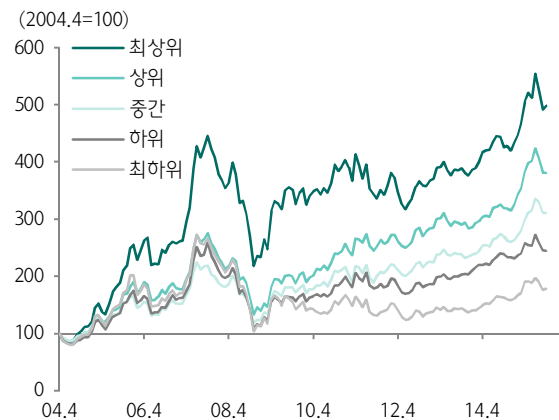
모멘텀 로테이션 백테스트 결과

업종 구성종목의 수익률
편차상승과 주가지수 가격모멘텀
(+)인 업종 선택의 결과



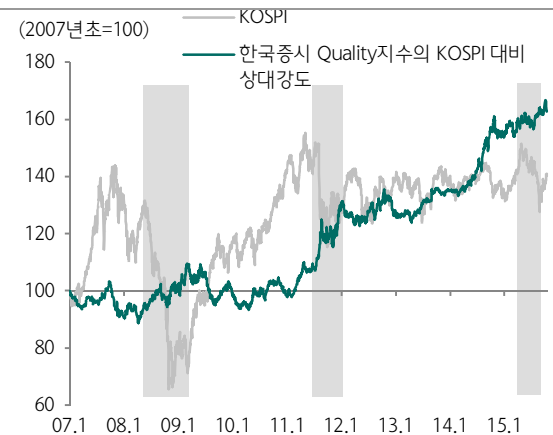
자료: WiseFn, 하나금융투자

연간 결산기준 현금이익 비중에 따른 누적 성과



자료: WiseFn, 하나금융투자

증시부진 시기 한국증시 Quality주가지수 시장대비 나은 성과



자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

종목별 접근 유효

1. 선택결과에 따라 뚜렷한 차이

1) 2015년 종목별 모멘텀에 따른 차별화 뚜렷

2015년 종목별 수익률 차별화 뚜렷

2015년 종목별 수익률 차별화가 어느 때 보다 뚜렷했다. 상장종목들의 연간 수익률의 편차를 보면, 2006년부터 지난 10년간 가장 높은 수준이다. 2007년과 2009년도 높은 수준을 보였는데, 이때는 글로벌 CAPEX사이클 상승으로 인한 경기호조와 금융위기 겪은 이후 증시상승 흐름 속에 경기민감 수혜주들의 레버리지 효과가 뚜렷했기 때문이었다.

저성장 구조에 차별적 성장 모멘텀 보이는 종목들이 풍부한 유동성 기반으로 차별화 발생

2015년의 종목별 차별화는 글로벌 통화완화 기조가 바탕이 되었다. 3월에 실시된 ECB의 양적완화, 미국 연준의 금리인상을 예고하면서도 통화완화 기조 지속, 작년 10월말에 전격 단행된 BOJ 유동성 공급정책이 지속되고 있다.

저성장 구조 속에 차별적인 성장 모멘텀을 보유한 종목들이 풍부한 유동성 환경을 기반으로 주도주로 나서며 현격한 수익률 격차로 이어졌다.

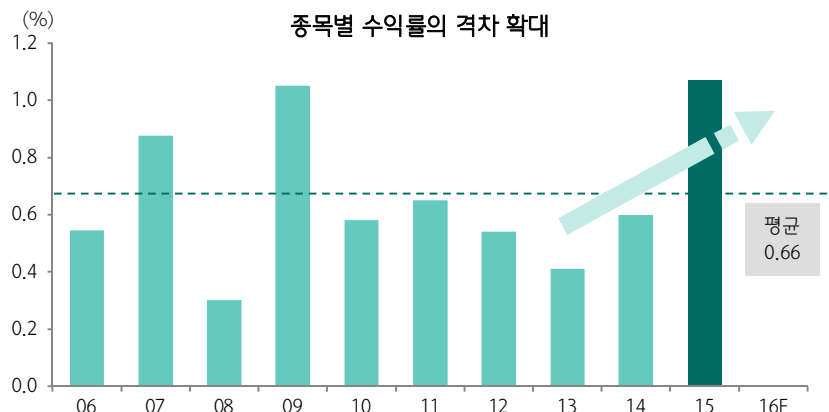
2007년과 2009년은 경기호조에 따른 레버리지 효과가 종목별 성과 차이의 요인이었지만, 2015년은 개별종목 모멘텀이 뚜렷한 종목별 차별화로 이어졌다. 이전 시기 대형주의 증시 상승 기여가 높았던 반면, 2015년은 중소형주의 강세가 두드러졌다는 점에서도 차이를 보인다.

2015년의 수익률 상위 5% 종목 그룹의 평균 수익률은 상위 20%의 3배에 달할 정도

연도별 수익률 상위 종목들의 평균 수익률은 2009년이 금융위기 이후 리커버리 국면에서 각 그룹별 가장 높은 수익률을 기록했지만, 그룹별 수익률의 격차는 2015년이 가장 뚜렷했다(그림2). 2015년의 상위 5% 종목의 평균 수익률은 상위 20%에 속하는 종목의 3배에 달할 정도로 종목간 수익률 격차가 뚜렷한 것으로 확인된다.

그림 1. 2015년은 지난 10년간 종목별 차별화 가장 뚜렷, 2016년에도 이어질 가능성

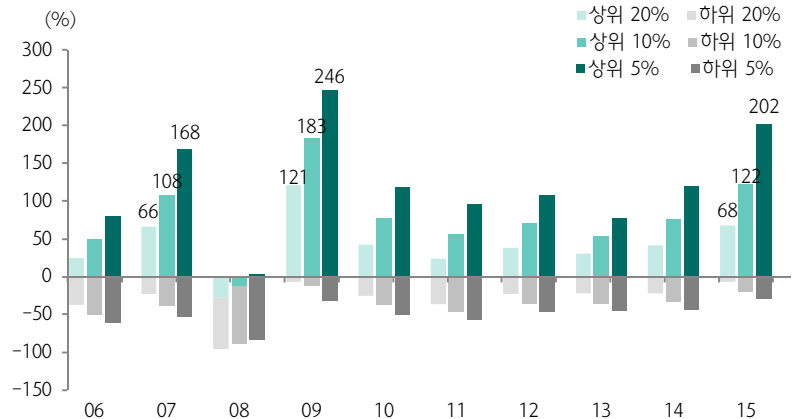
2015년 소비재/자본재, 중소형주/대형주의 뚜렷한 성과 격차는 저성장 환경의 반영



주: 연도별 상장종목 수익률의 표준편차로 산출, 2015년은 11월20일까지 기준
자료: WiseFn, 하나금융투자

2015년은 상위 5% 종목의 평균 수익률이 상위 20% 종목의 3배에 달할 정도로 종목간 수익률 격차 뚜렷했음

그림 2. 연간 성과 상위일 종목들의 평균 수익률



주: 연도별 관리종목, 투자유지종목 제외한 정상종목 기준, 평균 수익률은 동일가중, 2015년은 11월20일까지 기준
자료: WiseFn, 하나금융투자

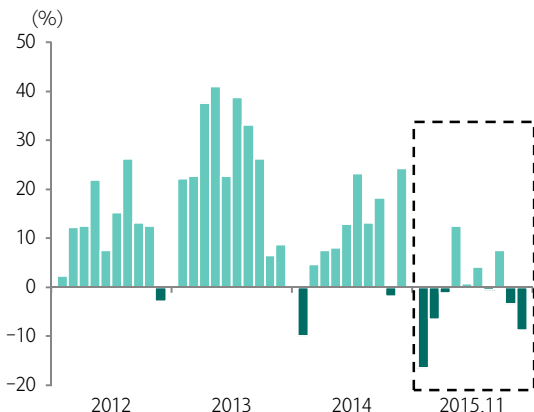
2) 해외증시도 마찬가지

해외증시도 차별화 장세

한국증시의 종목별 차별화가 뚜렷했던 것과 마찬가지로 해외증시 역시 2015년은 섹터별 차별화가 분명했다. 증시접근에 있어 어떤 것을 고르느냐에 따라 수익률 차이가 큰 시기였다.

대표적으로 미국증시의 경우, 2011년 중반 미국 신용등급 강등 이후 미국 증시는 유로존 재정위기 속에서도 꾸준한 상승을 계속했는데, S&P 500 연도별 수익률은 2012년 13.4%, 2013년 29.6%, 2014년 11.4%로 매해 두자리 수 수익률을 이어오다 2015년은 1.5%(11월20일까지 기준)에 그치고 있다.

그림 3. S&P500 섹터별 연간성과: 올해 섹터별 성과 차이 뚜렷



주: 각 연도별 섹터는 GICS 최상위 구분인 에너지/소재/산업재/경기소비재/필수소비/헬스케어/금융/IT/통신/유틸리티 순서, 2015년은 11월20일까지 성과 기준
자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

2012~2014년의 섹터별 성과도 상승 섹터가 대부분이라 섹터 선택에 따른 수익률 획득이 그리 어렵지 않은 상황이었다.

하지만, 2015년은 보험권 등락을 보이면서 증시 전체 성과는 예년과 달리 크지 않았고, 섹터별 성과도 10개 섹터 중 (+)를 기록한 것은 경기소비재, 헬스케어, IT 섹터 3개뿐으로 어떤 섹터를 선택했는지에 따라 수익률 격차가 클 수 밖에 없었다(그림3).

다른 해외지역 증시를 살펴봐도 약간의 차이는 있지만, 2015년은 증시 전반적으로 수익률 획득이 용이하지 않은 시기였다. 어떤 섹터, 종목을 선택했느냐에 따라 수익률 차이가 뚜렷해 차별화 흐름이 뚜렷했기 때문이다.

글로벌 증시의 섹터별 차별화는
영향력 분석에서도 확인

글로벌 증시 섹터별 차별화는 지역별 수익률과 섹터별 수익률 중 글로벌 증시성과의
영향력 분석에서도 확인된다.

글로벌 증시 성과를 섹터별 요인과 지역별 요인으로 분해했을 때, 다음과 같은 다중회
귀 분석으로 섹터별 선택의 중요성이 얼마나 높아졌는지 확인하였다.

$$r_i = \alpha + \beta_j S_{ij} + \gamma_k R_{ik} + \varepsilon_i \quad (\text{식})$$

$$s.t \quad \sum \beta_j = 0, \sum \gamma_k = 0$$

r_i : 각 지역의 섹터별 수익률 α : 상수항
 β_j : 섹터별 요인 S_{ij} : 섹터구분(더미변수)
 γ_k : 지역별 요인 R_{ik} : 지역구분(더미변수)

(식1)은 글로벌 증시의 섹터별 수익률이 지역별 증시의 움직임에 주로 연동되었는지,
아니면 섹터별 성과의 영향력이 컸는지를 확인하기 위해 매월 주요국 증시 섹터별 주
가지수의 횡단면(Cross Sectional) 수익률을 섹터별 요인 β 와 지역별 요인 γ 를 구
분해 민감도를 확인한 것이다.

여기서 S_{ij} , R_{ik} 는 각각 섹터와 지역 구분을 위한 더미(dummy)변수이다. 요인별 회귀
계수의 합이 0이 되도록 제약조건을 두었고 두 요인의 상대적 중요성을 비교하기 위
해 각 요인별로 회귀계수들의 절대값의 합으로 정의되는 MAD(mean absolute
deviation)을 구하였다. 이 MAD의 추이는 섹터와 지역 민감도에 대한 영향력 추이를
의미하고, 둘 간의 상대 비교를 위해 상대강도를 구하였다(그림4).

2015년은 섹터 선택의 영향력이
중요했음

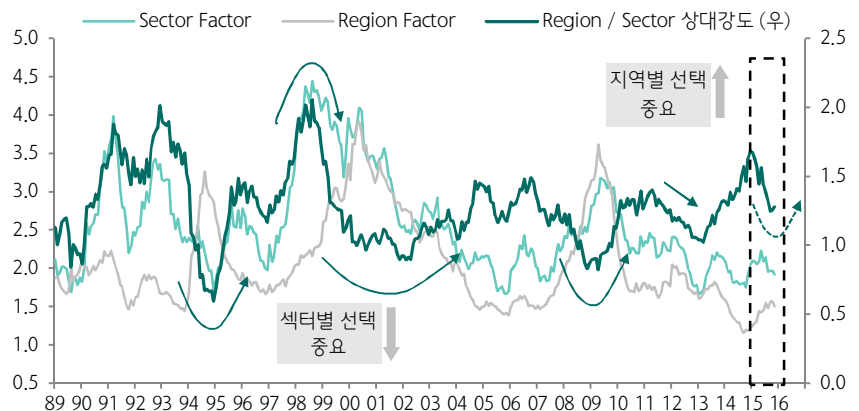
지역 민감도의 섹터 민감도에 대한 상대강도는 2015년 내내 하락해 섹터의 증시성과
의 영향력이 커지고 있음을 보여줬고, 지난 9월을 저점으로 10월과 11월은 두달 연속
반등해 지역별 영향력이 강화되고 있는 것으로 확인된다.

최근 민감도의 상대강도 반등은
차별화의 성격 변화에 대비할 필요

전반적인 상대강도의 반전이 1~2년 한번 정도 있었음을 감안하면 그동안 뚜렷했던
섹터별 차별화에서 지역별 차별화로 차별화의 성격 변화를 염두에 둘 필요가 있다.

그림 4. 글로벌 증시 지역별/섹터별 민감도 추이: 2015년은 섹터별 선택이 중요했음

2015년은 지역별/섹터별 민감도
상대강도가 하락하면서 섹터
선택의 중요성이 커진 것을 보여
주지만, 최근은 소폭 반등하며
차별화 성격 변화를 염두에 둘
필요



주: 2015년은 11월13일까지 기준
자료: WiseFn, 하나금융투자

2. 2016년에도 차별화는 계속된다

1) 달라지지 않는 매크로 환경

저성장 환경이 차별화의 요인으로 평가

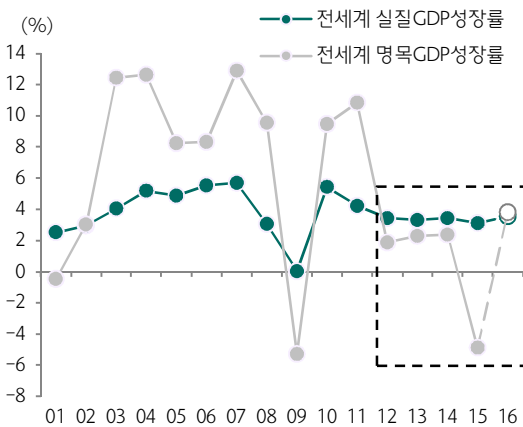
세계경제는 2012년부터 디플레, 2016년 물가전망도 기말 물가는 올해 보다 -0.1%p 낮게 전망, 저성장 구도 지속

2015년의 뚜렷했던 종목별, 섹터별 차별화는 글로벌 경제 저성장 흐름이 가장 큰 요인으로 평가된다. 이러한 환경이 내년에도 크게 달라지지 않을 것이라는 점은 2016년 역시 차별화 흐름이 크게 달라지지 않을 것으로 보인다.

IMF가 산출한 전세계 경제성장률은 명목GDP가 실질GDP 보다 낮은 상황이 2012년부터 계속되고 있다. 2016년은 명목GDP가 소폭 더 올라서는 것으로 전망하고 있지만, 내년 말 물가전망은 여전히 올해 보다 -0.1%p 낮게 전망하고 있다.

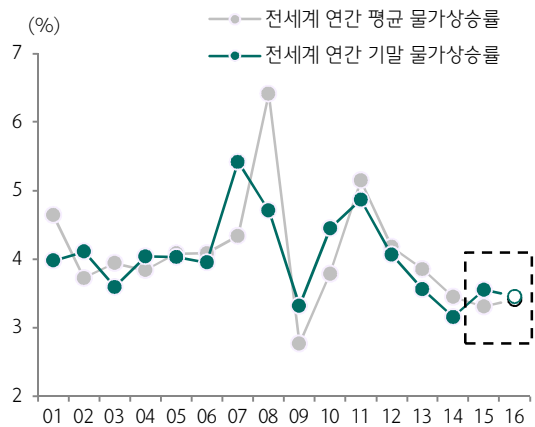
연평균 물가는 소폭 상승이지만 기말 물가 하락 전망에서 저성장 구도는 올해와 크게 다르지 않을 것으로 예상된다.

그림 5. 지난 4년간 디플레 구간, 내년에는 탈출할까



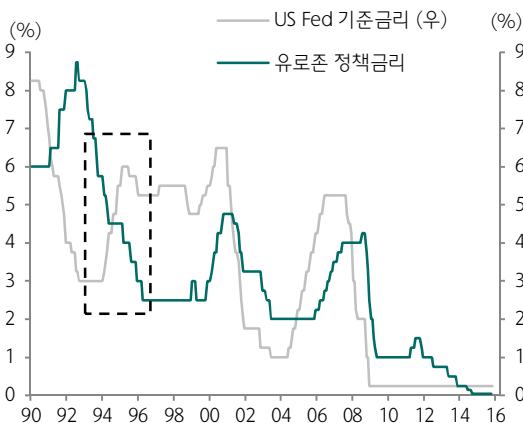
자료: IMF, 하나금융투자

그림 6. 올해보다 연간 평균물가는 상승, 기말물가는 하락 전망



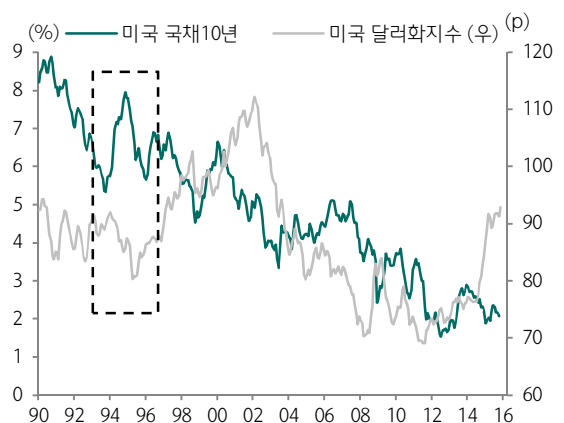
자료: IMF, 하나금융투자

그림 7. 21년 만에 미국과 유럽의 디버전스 상황



주: 유로존 정책금리는 1998년12월 이후는 ECB, 이전은 Bundesbank 기준금리
자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

그림 8. 94년 디버전스 현실화 후, 달러반락&미국금리 상승



자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

21년만에 글로벌 금리정책 다이버전스(Divergence)

94년 상반기 다이버전스 현실화
이후 미국국채 금리 상승,
국채금리 상승으로 미국 장기
경쟁력 둔화 우려 속에 달러화는
반락
바텀업 접근 여전히 유효

또한 매크로 방향성 부재는 여전히 종목별 접근에 유리한 환경을 조성할 것으로 보인다. 미국 연준의 올해 12월 금리인상이 확실시되는 가운데 ECB의 드라기 의장은 추가 양적완화 의지를 계속 밝히고 있어 21년 전의 미국과 유로존의 다이버전스 상황에 대한 우려 역시 존재한다.

당시 미국 국채수익률은 급등했고, 달러화는 단기적으로 하락하면서 금융시장 전반적으로 변동성이 높았던 시기였다. 글로벌 경기방향성은 불분명한 가운데 금융시장 변동성 확대에 대한 우려는 여전히 바텀 업(Bottom up) 접근이 유리한 상황이 될 수 있음을 의미한다.

2) 차별화는 계속된다

일본증시 과거 장기 저성장 구간
동일가중지수 상대적 호조,
개별종목별 접근 유효함을 의미

과거 일본증시 장기 박스권 구간에서 동일가중 지수의 상대성과는 꾸준한 우상향 흐름이 확인된다. 저성장 흐름 속에 개별종목의 흐름이 계속되었음을 의미한다(그림9).

2015년 개별종목들의 상승이
과하게 진행되긴 했지만, 종목별
접근은 계속해서 유효

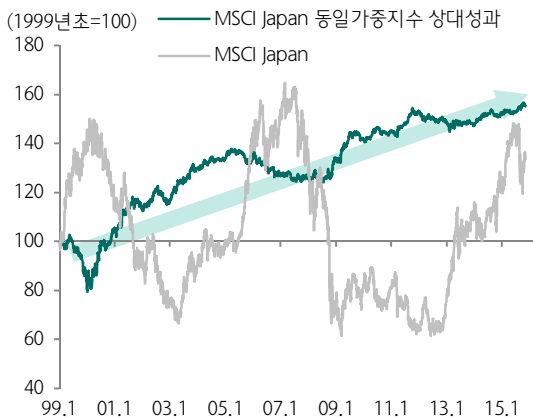
한국증시 역시 글로벌 저성장 국면이 본격화된 2011년부터 동일가중 지수의 성과가 더 나은 상황이 이어지고 있다(그림10).

2015년 한국증시 개별종목들의 상승이 과하게 진행되긴 했지만, 저성장 구도 지속과 방향성 없는 매크로 환경이 별반 달라질 수 없는 환경 속에서 올해 이어진 종목별 접근은 계속될 것으로 보인다. 미국 연준의 12월 금리인상 이후 ECB와 BOJ의 추가 양적완화 가능성이 남아있다는 점도 저성장 속에 풍부한 유동성 환경은 달라지지 않을 것으로 보인다.

차별화 대상의 변화 가능성을
감안할 필요

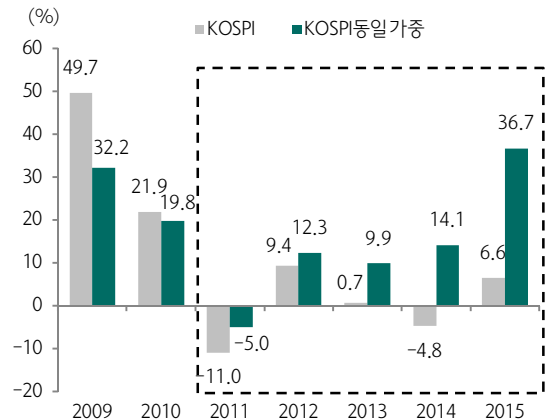
다만, 앞에서 확인했듯이 글로벌 증시 섹터별 차별화 보다 최근 지역별 차별화가 조금 더 강해지고 있다는 점에서 차별화의 대상은 변화될 가능성은 감안할 필요가 있다.

그림 9. 일본증시 장기 박스권 구간 동일가중 지수 상대성과



자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

그림 10. 한국증시도 2011년 이후 동일가중 지수 성과 더 양호



자료: WiseFn, 하나금융투자

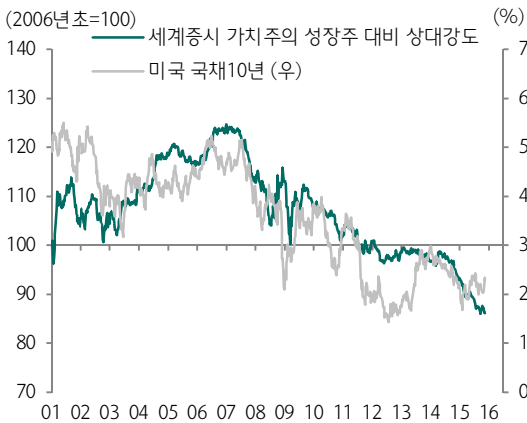
3) 차별화의 대상은 변화 가능성

금융위기 이후 글로벌 중앙은행의 통화공급이 지속되면서 시장금리 하락세가 지속되면서 가치주는 성장주 대비 부진한 흐름이 이어져 왔다(그림11). 낮은 금리환경 속에 기업 밸류에이션에서 할인율 하락은 성장주에 유리한 환경이기 때문이다.

가치주의 성장주 대비 상대
밸류에이션은 역사적 저점
수준에서 미국 연준의 금리인상
확실시 되는 상황

하지만, 미국 연준이 11년만에 금리인상이 거의 확실시 되고 있고 가치주의 성장주 대비 상대 밸류에이션 수준은 역사적인 저점 수준에 위치해 있다. 연준의 금리인상이 완화적인 기조 속에 점진적인 흐름을 유지할 것으로 보고 있지만, 그동안의 정책흐름과는 달라진 환경이라는 점은 성장주의 높은 밸류에이션에 부정적일 수 밖에 없다.

그림 11. 글로벌 증시 가치주 상대강도와 시장금리



자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

그림 12. S&P 500 가치주의 성장주 대비 상대 밸류에이션 추이



자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

그림 13. KOSPI 소형주의 대형주 대비 상대성과는 지난 2년간 상승으로 2001년초 수준 회복

한국증시 소형주는 10년 이상의
상대적 부진을 2014년부터 올해까
지 2년동안 상당부분 만회했음



자료: WiseFn, 하나금융투자

모멘텀 따라잡기

1. 바텀업 모멘텀 찾기

1) 제약바이오 수출호조

차별화 흐름에서 모멘텀 점검

차별화 증시흐름에서 모멘텀에 대한 점검은 필수적이다.

2015년 한국수출은 부진했지만, 양호한 수출증가율 보인 품목은 매출성장의 관점에서도 긍정적이다. 2014년부터 올해 상반기까지 높은 수출증가율 기록하면서 대장주로 나섰던 화장품은 최근 증가율이 둔화되고 있지만, 의약품의 경우 상반기의 높은 수출증가율이 재개되는 흐름이다.

의약품 수출호조

자료 작성시점에 확인이 가능한 올해 상반기 반기보고서를 기준으로 4개 분기 합산매출액의 전년 동기비 증가율은 제약바이오 업종 상장종목들의 내수매출과 수출매출을 구분하면, 의약품 수출호조에서처럼 전체 수출매출의 전년 동기비 증가율(7.3%)이 전체 매출증가율(6.4%) 보다 높은 것으로 확인된다.

기존 수출비중 낮은 업체들의
수출매출 증가율 더 높아

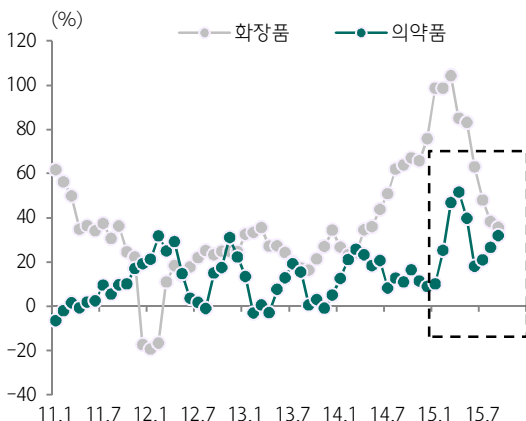
특징적인 것은 기존 수출비중이 낮은 업체들의 수출매출 증가율이 11%로 수출비중이 높은 업체들의 7.3% 보다 높다는 점이다. 제약바이오 업종은 전통적으로 내수매출이 높은 비중을 차지하지만, 글로벌 고령화 흐름과 신약개발 노력으로 향후 수출매출은 높아질 것으로 기대된다.

신약은 수출유망품목으로 지정

산업통상자원부는 세계 교역량 감소, 저유가 등으로 올해 수출 감소세가 지속되고 있고 내년에도 저유가 지속과 글로벌 경제회복 지연 등으로 수출여건이 녹록치 않은 가운데 OLED, SSD, 화장품, 신약 등 신규 수출유망품목이 많이 나타나고 있고 이에 대해 정책역량을 집중하겠다고 밝히고 있다.

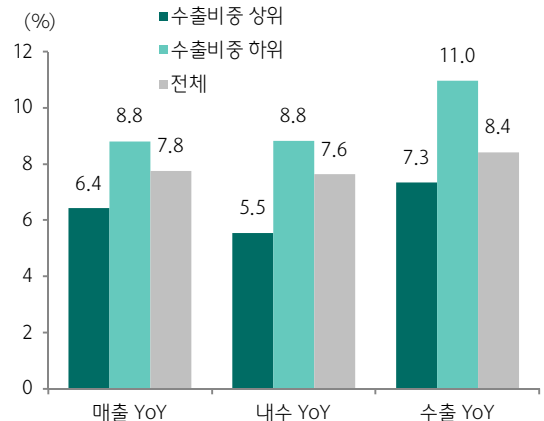
수출유망품목으로 신약이 꼽히고 수출로 매출을 늘리는 제약바이오 업체들이 프리미엄을 받을 수 있는 환경이다.

그림 14. 한국수출 부진 속에 최근 의약품 수출 호조에 주목



자료: KITA, 하나금융투자

그림 15. 최근 제약바이오 수출은 수출비중 낮은 업체들이 호조



주: 2015년 상반기까지 4개 분기 합산 매출액의 전년 동기비 증가율로 산출
자료: WiseFn, 하나금융투자

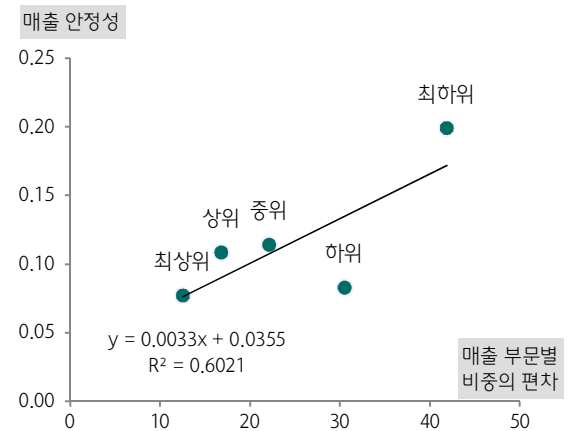
2) 매출다양성 높은 기업들의 신사업 진출

매출다양성 높은 종목 중 관련분야
신사업 매출증가 기대 종목들

저성장 구도에서 매출증가 기업들의 차별화된 성과는 확인된 바 있다. 기업의 매출증가 요인인 업황호조, 신사업 진출(융합), CAPEX투자 등을 꼽을 수 있다. 업황호조와 CAPEX 투자로 인한 매출증가는 매크로 방향성 부재 속에 현실화 가능성이 제한적인 반면 관련사업으로 신사업진출을 통한 매출증가는 융합의 관점에서도 긍정적인 것으로 평가된다. 기존 사업부문과 연관이 높은 신사업 진출은 효율성과 가시성을 높이기 때문이다.

먼저 매출다양성이 높은 기업들은 2012~2014년 연도별 매출의 사업부문별 비중의 편차가 작은 기업들로 정의하고 편차가 작을수록 최상위로 구분했다.

그림 16. 매출 부문별 비중의 편차 작을수록 매출 안정성 높아



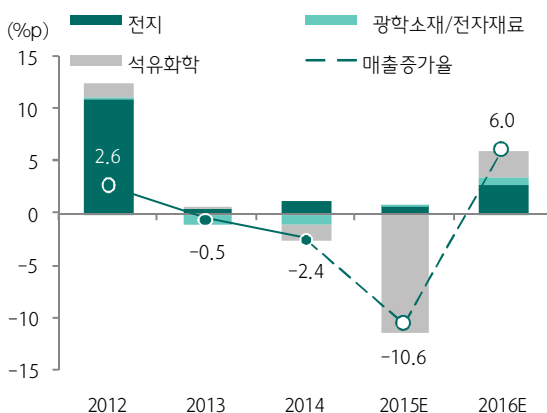
자료: WiseFn, 하나금융투자

매출다양성이 높은 기업들은 3년간 매출증가율의 변동으로 측정한 매출안정성이 상대적으로 높은 것으로 확인된다(그림16). 매출다양성이 높은 기업들은 외부환경의 변화에 미치는 영향력을 최소화할 수 있기 때문이다.

매출다양성이 높은 그룹의 종목 중에서 관련사업으로 신사업 진출을 밝힌 기업들은 매출증가 가시성이 높을 수 있다는 점에서 주목할 필요가 있다.

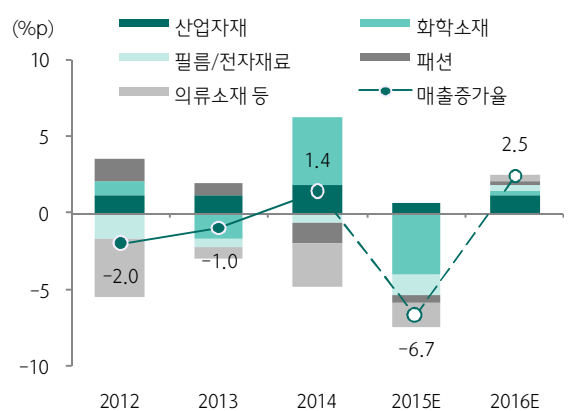
대표적으로 LG화학의 2차전지, 코오롱인더의 신소재, LG이노텍의 전자부품 등을 꼽을 수 있다. 특히 LG화학과 코오롱인더는 2015년 매출증가율이 유가하락으로 (-) 증가율이 전망된다는 점에서 2016년 기저효과도 뚜렷할 것으로 기대된다.

그림 17. LG화학 사업부문별 매출증가율 및 2016년 전망



자료: WiseFn, 하나금융투자

그림 18. 코오롱인더 사업부문별 매출증가율 및 2016년 전망



자료: WiseFn, 하나금융투자

3) 신흥국 안도랠리

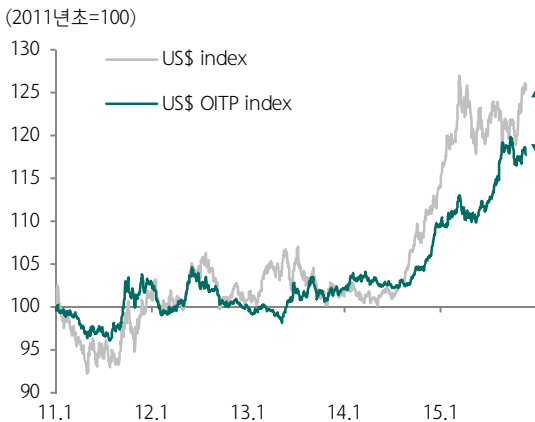
미국 금리인상 이후 신흥국 통화
대비 달러화 강세 진정 가능성

신흥국 통화 안정으로 안도랠리
기대

글로벌 중앙은행들의 통화완화 기조가 지속되고 있고, 미국 연준 역시 완화적 긴축흐름을 밝히고 있다. 확실히 되는 12월 미국 금리인상 이후 앞의 <그림8>처럼 미국 달러화 강세와 완화되면 그동안 부진했던 신흥국의 안도랠리 가능성을 기대할 수 있다.

특히 메이저 통화대비 달러화 지수는 ECB와 BOJ의 추가 양적완화 기대 때문에 달러화 약세 전환 기대가 낮지만, 신흥국에 대해서는 과거 미국 첫 금리인상 이후 장기 미국경제 경쟁력 둔화 기대로 달러화 강세가 완화된 것처럼 이번에도 신흥국 통화대비 달러화는 강세가 진정될 가능성이 높다.

그림 19. 메이저 통화대비 달러화 지수와 OITP 달러화 지수



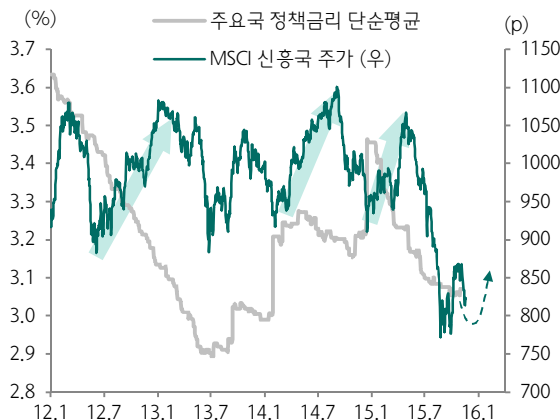
자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

신흥국의 경우 자국통화 대비 달러화 강세 진정은 자금유출 제한과 물가안정으로 이어져 긍정적인 부분이다.

최근 4년간 글로벌 중앙은행들의 통화완화책이 시행될 때마다 신흥국 증시의 반동이 나타났는데(그림20), 근래 미국 금리인상 우려로 신흥국 증시는 박스권 하단까지 하락한 상황이다.

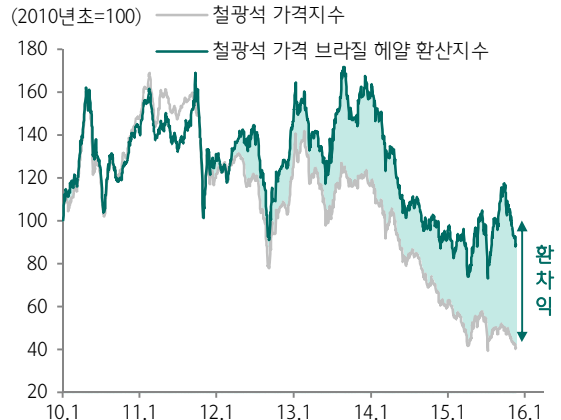
미국 금리인상 이후 다시한번 글로벌 중앙은행의 통화완화 기조가 확인되고 신흥국 통화대비 달러화 강세가 진정되면 그동안 부진했던 신흥국의 안도랠리 가능성은 높아 보인다. 브라질 레알화는 달러화로 표시되는 철광석 가격보다 더 하락해 레알화 환산 철광석 가격은 환차익이 누적되고 있다.

그림 20. 글로벌 통화완화 흐름 지속으로 신흥국 바닥 인식



주: 유로존 정책금리는 1998년12월 이후는 ECB, 이전은 Bundesbank 기준금리
자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

그림 21. 브라질 통화 급락으로 환차익 누적



자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

2. 종목별 편차를 이용한 모멘텀 로테이션

1) 주도업종의 내부에서 관찰되는 것들

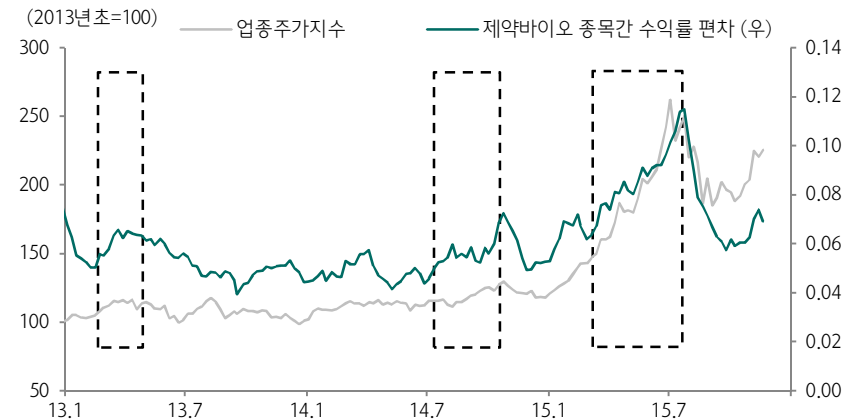
앞에서 언급한 것들처럼 증시의 다양한 모멘텀을 시장에서 관찰되는 데이터를 이용해 따라잡을 수는 없을까?

종목들에 대한 가장 일반적인 구분인 업종 분류를 이용해 업종 주가지수와 업종 내에 종목간 수익률 편차의 유사한 흐름에서 힌트를 찾을 수 있다.

올해 상반기 주도주 중 하나인 제약바이오 업종 주가지수를 보면 상승흐름이 분명해질 때 마다 제약바이오 업종 내에 종목들의 수익률 편차 추이 역시 상승하는 흐름을 보인다(그림22). 어떤 어떤 업종의 성과개선이 분명해질 때, 그 내부의 종목들 중에서 이를 주도하는 종목들의 수익률이 주로 상승하고 그렇지 않은 종목들은 크게 개선되지 않기 때문이다(그림23).

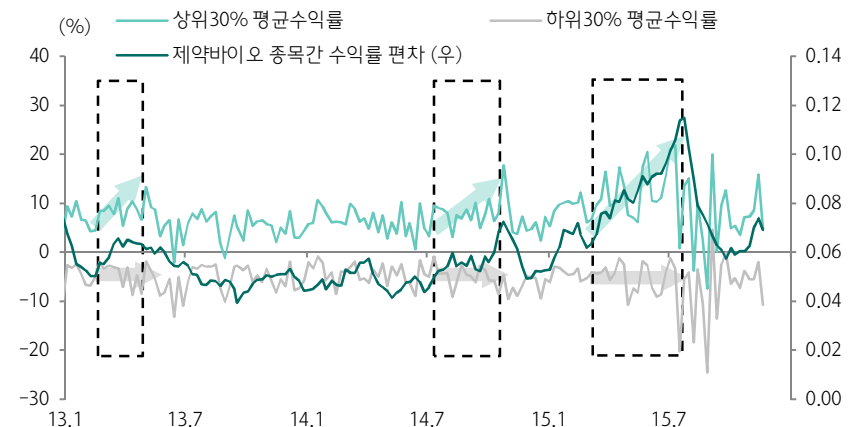
업종 주가지수 상승과 업종 내에
종목들의 수익률의 편차는 유사한
흐름

그림 22. 제약바이오 업종 내 종목간 수익률 편차 추이와 업종 주가지수



자료: WiseFn, 하나금융투자

그림 23. 제약바이오 업종 내 종목간 수익률 편차 추이와 상하위 평균 수익률



자료: WiseFn, 하나금융투자

제약바이오 업종 주가지수 상승
시기에 종목간 수익률 편차도
상승

업종 주가지수 상승시기에 상위
종목들의 수익률은 상승하지만
하위 종목들의 수익률은 크게
개선되지 않기 때문

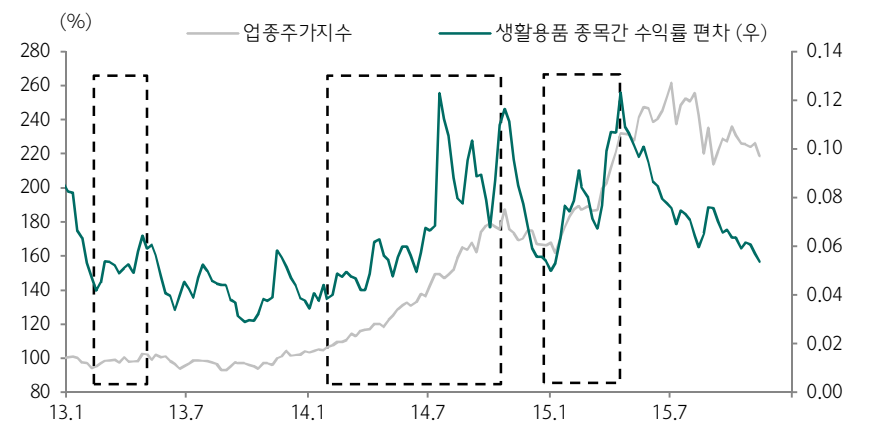
화장품 역시 업종 주가지수 상승
시기에 종목간 수익률 편차 확대
뚜렷

이는 올해 또 하나의 주도업종이었던 화장품 업종에서도 찾아볼 수 있다. 화장품 업체가 대부분을 차지하고 있는 생활용품 업종 주가지수의 상승이 가속화될 때, 업종 내에 종목들의 수익률 편차 역시 커지는 것이 확인된다.

〈그림24〉에서 점선 박스로 표시한 2013년 상반기에도 종목간 편차의 소폭 상승이 업종 주가지수도 소폭 상승했고, 특히 2014년 중반과 2015년 상반기에 편차 상승이 두드러졌을 때 주가지수의 상승도 분명해지면서 주도업종으로 나섰다.

앞의 제약바이오의 경우와 마찬가지로 종목간 수익률 편차가 확대될 때, 수익률 상위 종목들의 평균 수익률 상승은 분명해지지만, 하위 종목들은 별반 이전과 다르지 않은 등락 흐름이 확인된다. 업종의 상승이 분명해지면서 주도업종으로 나설 때, 이를 이끄는 종목들의 수익률과 그렇지 않은 수익률 하위 종목들의 격차가 커지기 때문이다.

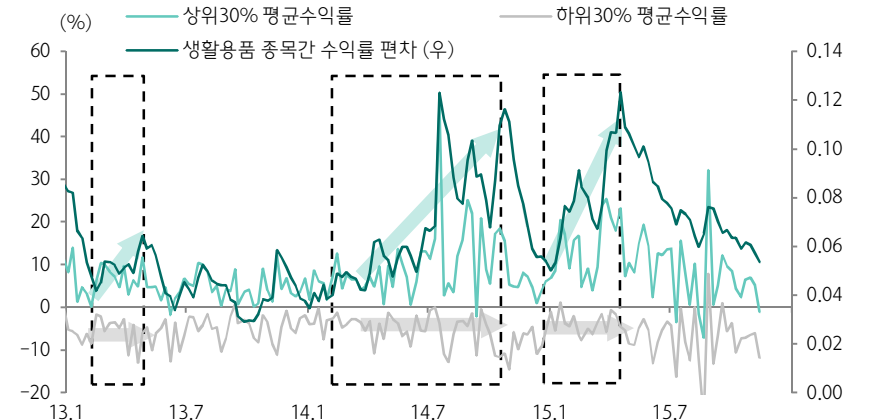
그림 24. 화장품 업종내 종목간 수익률 편차 추이와 업종 주가지수



자료: WiseFn, 하나금융투자

화장품 역시 업종 주가지수 상승
시기에 종목간 수익률 편차도
상승

그림 25. 화장품 업종내 종목간 수익률 편차 추이와 상위하위 평균 수익률



자료: WiseFn, 하나금융투자

업종 주가지수 상승시기에
상위 종목들의 평균 수익률은
상승하지만 하위 종목들의 평균
수익률은 횡보흐름

다른 업종에서도 적용가능

제약바이오와 화장품 업종 외에 다른 업종에서도 이러한 현상을 찾아볼 수 있다. 아래 <그림26>은 업종 내의 종목간 수익률 편차가 상승하는 시기에 주가상승 확률을 표시한 것이다. 업종 분류는 WiseFn의 WI26업종을 기반으로 업종 내 종목 수가 시기별로 차이가 큰 상사/자본재는 기계 업종에, 비슷한 성격을 가지는 IT가전, 디스플레이는 IT하드웨어 업종으로 합산해 산출하였다. 여기서는 편차상승 시기와 가격모멘텀(+) 시기에 주가상승 확인을 위해 같은 시기(t기)의 확률을 구한 것이다. 다음에 나오는 백테스트는 다음 기(t+1기)의 성과를 기준으로 확인했다는 것을 밝힌다.

업종 내 종목간 수익률 편차가 상승할 때 가격모멘텀 상승 조건을 추가하면 주가상승 확률 꽤 높은 수준

<그림26>처럼 업종 내 종목간 수익률 편차의 상승 시기에 주가상승 확률은 평균 50%가 조금 넘는 수준이지만, 여기에 업종 주가지수의 가격모멘텀이 상승 조건을 추가하면 편차상승과 가격모멘텀(+) 구간의 주가지수 상승 확률은 뚜렷이 올라서는 것으로 확인된다.

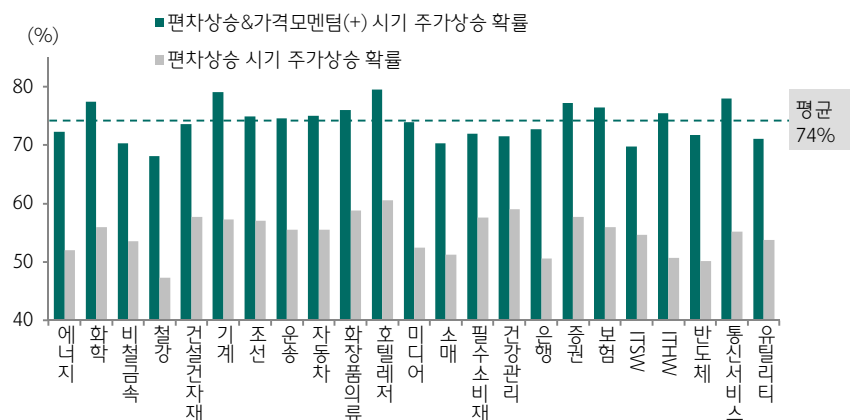
업종 내 종목간 수익률의 편차가 주가하락으로 나타나는 경우를 제외하기 위해 가격모멘텀(+) 구간으로 제한하면, 업종마다 조금씩 차이는 있지만 전체적으로 평균 74% 수준으로 주가상승 확률이 꽤 높다.

종목별 차별화 뚜렷한 상황에서 유용한 시그널로 활용

결론적으로 업종 내 종목간 수익률 편차상승 시기에 가격모멘텀을 감안하면 실제 주가상승과 관련성이 높고, 이러한 특징을 이용해 유효한 증시접근 시그널로 활용할 수 있다. 종목별 차별화가 뚜렷한 상황에서 증시를 주도하는 종목군에 대한 무릎에서 어깨 정도 접근 타이밍 확인에 유용할 것으로 기대한다.

편차상승 시기의 주가상승 확률은 평균 50%가 조금 넘는 수준이지만, 가격모멘텀(+) 구간으로 한정했을 때에는 주가상승 확률 평균 74% 수준

그림 26. 편차상승 시기의 주가상승 확률과 가격모멘텀을 추가했을 때의 주가상승 확률



주: 기간은 2003년부터 2015년 11월까지 성과 기준, 자료: WiseFn, 하나금융투자

2) 모멘텀 로테이션 백테스트

백테스트 실시

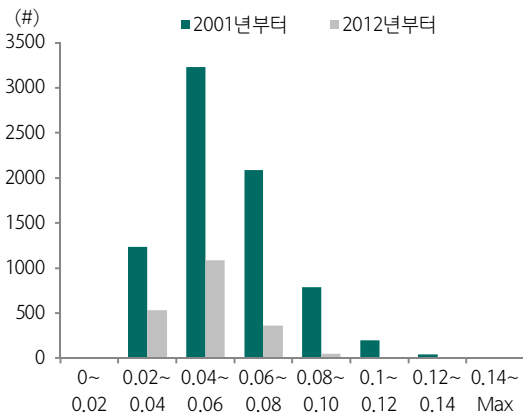
앞에서 언급한 업종 주가지수 상승시기에 내에 종목간 수익률 편차 확대되는 특징을 이용하여 상승 모멘텀이 강한 업종을 선정하고 주간 기준으로 로테이션 적용해 백테스트를 하였다.

업종 구성종목 수익률 편차 분포에 확인

관건은 앞에서 밝힌대로 같은 시기의 주가상승에 높은 확률을 보이는 가격모멘텀 감 안한 업종 내 종목간 수익률 편차 상승이 다음 기에도 유효한지 여부이다. 다음 기 상승 확률을 높이기 위해 수익률 편차 분포에 따라 접근 여부를 따져 보기로 했다. 양극단의 편차에서는 기존 이어져오던 흐름과 달라질 가능성이 높을 수 있기 때문이다.

업종 구성종목 수익률 편차의 구간별로 편차 상승은 0.04~0.08에서 다수였고, 주가 모멘텀 상승도 같은 구간에서 많은 횟수를 보였다(그림27, 28).

그림 27. 편차 구간별 종목 수익률 편차 상승 횟수



자료: WiseFn, 하나금융투자

그림 28. 편차 구간별 업종지수 주가모멘텀 상승 횟수



자료: WiseFn, 하나금융투자

업종 구성종목 수익률 편차 분포에서 다음 시기 상승 확률과 평균 수익률 확인

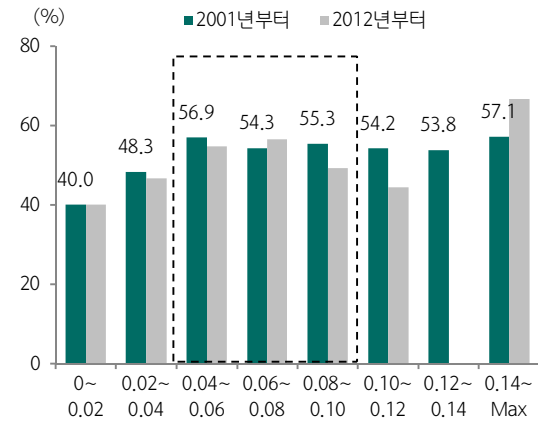
업종 구성종목의 수익률 편차의 분포에서 다음 기 상승 확률과 평균 수익률을 보면, 편차가 0.04~0.10 구간에 전반적으로 나은 확률과 양호한 수익률이 확인된다.

생각해보면, 업종 구성종목 수익률 편차가 너무 높은 시기에는 수익률 편차의 평균 회귀 성향을 감안하면 다음 기에 급락으로 이어질 가능성도 높다. 실제 수익률 편차가 0.14 이상 구간에서 상승 확률도 높고 평균 수익률도 높지만 급락을 보인 경우도 여러 번 있는 것으로 확인된다. 또한 편차가 너무 낮은 구간에서는 소외된 채 등락을 보이는 업종일 가능성이 높다.

따라서 백테스트는 업종 구성종목 수익률의 편차가 0.04~0.10인 구간에서 편차 상승과 가격모멘텀 (+)인 업종을 선택해 누적성과를 확인하였다.

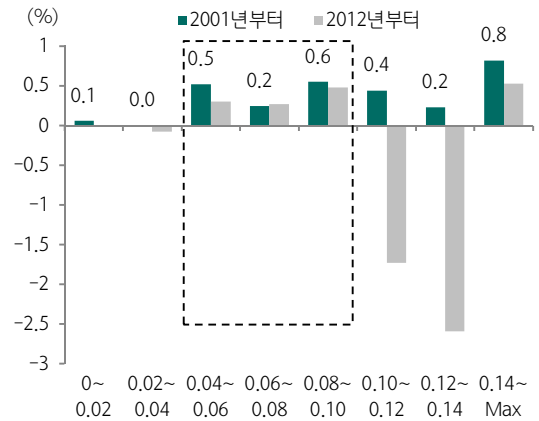
기본적으로 종목들간의 수익률 편차를 산출할 때에는 극단적 변동성으로 수익률 편차 왜곡을 막기 위해 관리/투자유지종목들을 제외했고 거래 유동성도 감안했다.

그림 29. 편차 구간별 업종 주가지수 상승 Hit Ratio



자료: WiseFn, 하나금융투자

그림 30. 편차 구간별 업종 주가지수 평균 수익률



자료: WiseFn, 하나금융투자

업종 구성종목 수익률 편차상승과 가격모멘텀 (+)인 업종을 선택했을 때 누적성과는 호조

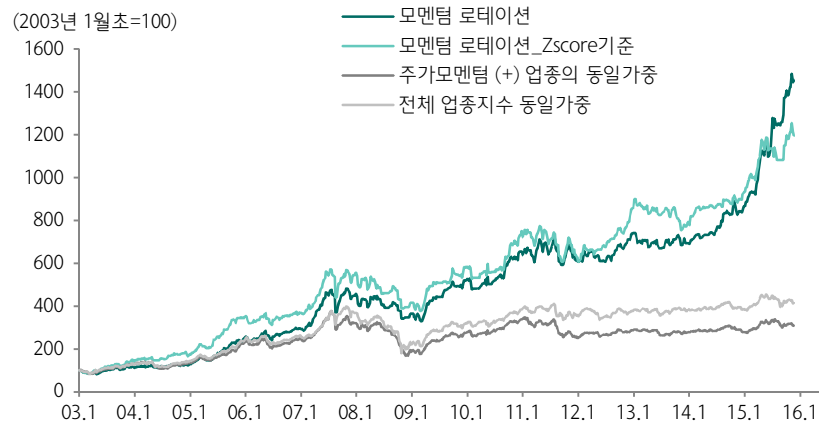
백테스트 결과는 <그림31>처럼 상당히 양호한 성과로 전체 업종지수 동일가중이나 업종지수의 가격모멘텀이 (+)인 것만의 동일가중 성과에 비해서도 뚜렷한 차이를 보인다.

모멘텀 로테이션은 업종 구성종목의 수익률 편차상승이 업종 주가지수 가격모멘텀 상승과 동시에 확인될 때, 편차의 크기가 0.04~0.10 구간에 있는 해당 업종의 그 다음 시기 수익률을 누적해서 표시한 것이다. 모멘텀 로테이션 Z-score 기준은 업종별 편차 움직임 구간이 업종과 시점에 따라 조금씩 다르기 때문에 각 시점 과거 2년간 기준으로 편차 구간을 Z-score로 표준화해 상대 구간으로 적용해 업종을 선택한 결과이다.

전체 기간에서 Z-score로 적용했을 때가 성과가 나은 경우가 많지만, 2014년 중반 이후 절대 편차구간의 성과가 더 드라마틱하게 상승한 것을 확인할 수 있다.

그림 31. 모멘텀 로테이션 백테스트 결과

업종 구성종목의 수익률 편차상승과 주가지수 가격모멘텀 (+)인 업종의 누적성과 호조

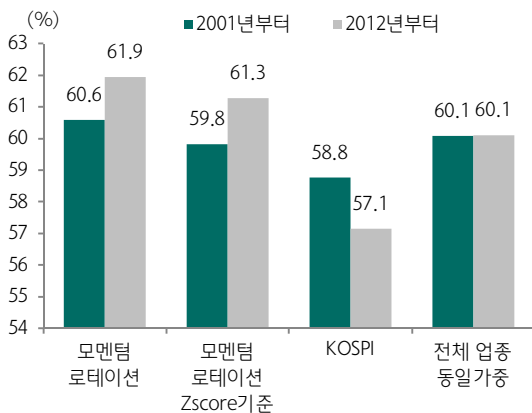


자료: WiseFn, 하나금융투자

수익률 (+) 보인 Hit ratio 60% 이상

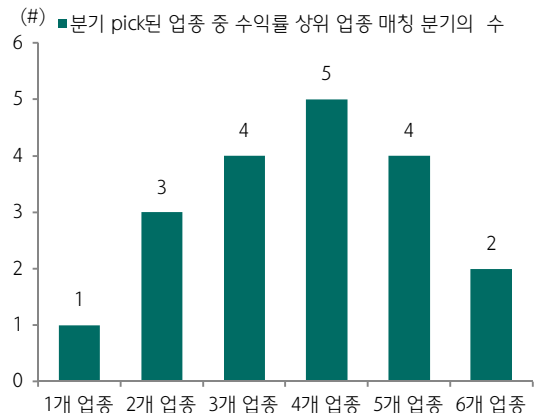
모멘텀 로테이션 백테스트의 Hit ratio는 KOSPI나 전체 업종 동일가중 지수 대비로도 좀 더 나은 (+) 확률을 보였다. 양호한 누적성과에서 볼 수 있듯이 모멘텀 로테이션의 주간 기준 (+) 확률은 2003년 이후 60.6%, 2012년 이후 61.9%이다.

그림 32. 편차 구간별 업종 주가지수 상승 Hit Ratio



자료: WiseFn, 하나금융투자

그림 33. 편차 구간별 업종 주가지수 평균 수익률



주: Pick 업종들은 분기 기간 동안 편입 횟수 4회 이상 업종, 2011년1분기 ~2015년3분기까지 19개 분기 기준

자료: WiseFn, 하나금융투자

2011년 이후 19개 분기 중에서 다수 수익률 상위 업종이 선택

또한 2011년부터 올해 3분기까지 19개 분기 중에 업종 수익률 상위에 꼽힌 종목들이 모멘텀 로테이션에 꼽힌 횟수도 6개 업종이 분기 상위 수익률 업종에 속한 경우는 2회, 5개 업종은 4회, 4개 업종은 5회로 다수 수익률 상위 업종이 선택된 것으로 확인된다(그림33).

표 1. 올해 분기별 수익률 상위 업종과 편입 횟수 상위 업종

구분	1Q15	2Q15	3Q15
분기 수익률 상위 업종	건강관리 (36.0%)	건강관리 (51.2%)	자동차 (10.3%)
	화장품의류 (21.9%)	화장품의류 (25.0%)	호텔레저 (7.8%)
	미디어교육 (21.1%)	화학 (24.9%)	통신서비스 (6.9%)
	증권 (20.3%)	에너지 (22.9%)	유틸리티 (3.6%)
	화학 (17.8%)	비철금속 (18.5%)	소매 (2.6%)
	비철금속 (15.6%)	보험 (16.0%)	필수소비재 (2.5%)
	필수소비재 (14.5%)	증권 (15.3%)	미디어교육 (0.6%)
	건설 (14.3%)	미디어교육 (13.6%)	IT하드웨어 (-0.1%)
분기 편입 횟수 상위 업종	건강관리	건강관리	비철금속
	화장품의류	화학	자동차
	IT하드웨어	화장품의류	필수소비재
	비철금속	소매	
	화학	필수소비재	
	건설	비철금속	
	미디어교육	미디어교육	
		건설	

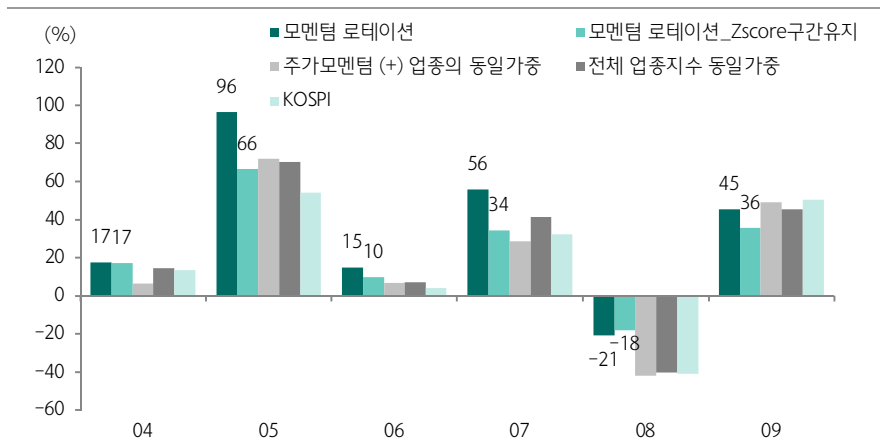
주: 음영은 분기 수익률 상위 업종과 겹치는 업종

자료: WiseFn, 하나금융투자

이번 4분기 빈번히 꼽히는 업종은 IT하드웨어, 반도체, 건강관리, 자동차

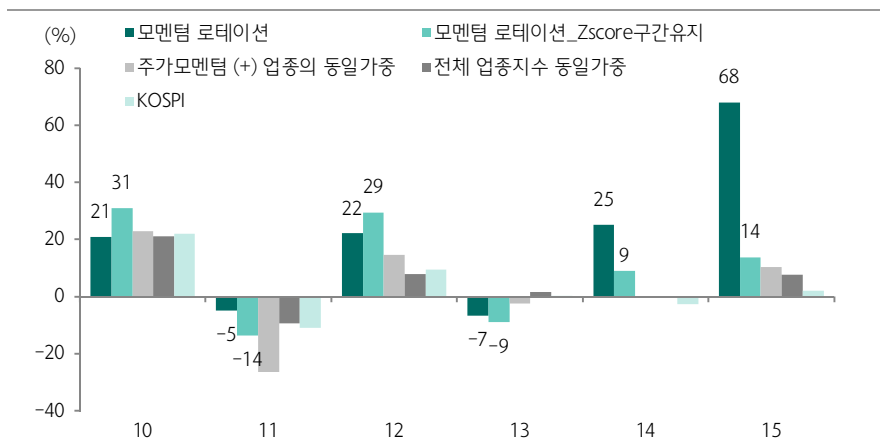
이번 4분기에 많이 꼽히는 업종은 IT하드웨어, 반도체, 건강관리, 자동차이다. 11월 20일까지 기준으로 가장 수익률 높은 업종은 에너지(13.4%)이지만, 상위 업종 중에 건강관리(12.1%), 반도체(12.0%), 자동차(4.4%)이 포함되어 있어 아직 마무리 되지 않았지만 최근까지 기준으로 이번 4분기도 수익률 상위 업종이 상당수 꼽히고 있는 중이다.

그림 34. 2004년부터 2009년까지 연도별 수익률



자료: WiseFn, 하나금융투자

그림 35. 2010년부터 2015년까지 연도별 수익률



주: 2015년은 11월20일까지 기준

자료: WiseFn, 하나금융투자

3) 다양한 종목군에도 적용가능

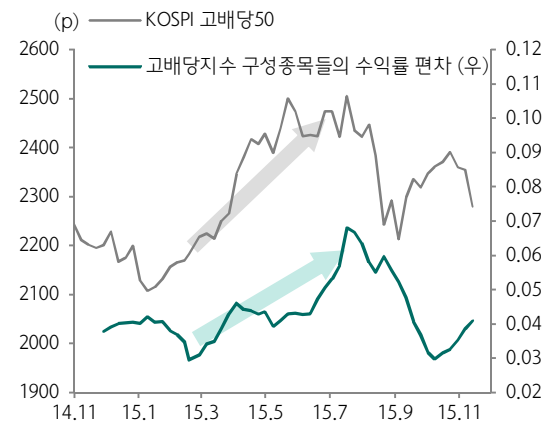
다양한 종목군에서 구성종목의 수익률 편차 추이와 주가지수 흐름은 유사

앞에서 확인한 업종 구성종목의 수익률 편차와 가격모멘텀을 감안한 모멘텀 찾기는 다양한 업종군에도 적용할 수 있다. 업종 구분이 아닌 배당주나 중소형주의 구성종목들의 수익률 편차와 전체 종목군 주가지수의 가격모멘텀을 통해 각 종목군의 모멘텀 타이밍 접근이 가능하다.

2014년 10월 주가지수와 구성종목을 발표한 KOSPI 고배당지수와 배당성장 지수의 추이는 구성종목의 수익률 편차 흐름과 유사한 모습을 보인다. 최근 주가지수는 하락 속에 편차가 상승하고 있지만, 이 경우 주가지수 가격모멘텀이 (-)권이므로 조금 더 기다렸다가 접근하는 것이 나은 상황이다.

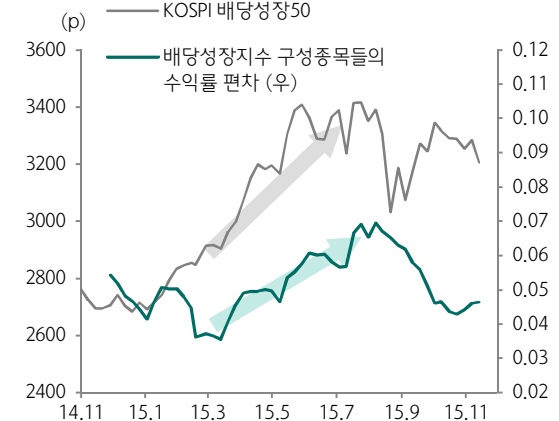
2014년과 2015년에 상승률이 컸던 소형주 지수 역시 주가지수가 상승할 때 구성종목의 수익률 편차도 바닥에서 올라서 등락은 있었지만, 상승을 보인 적이 많았다.

그림 36. 고배당지수와 구성종목들의 수익률 편차 추이



자료: WiseFn, 하나금융투자

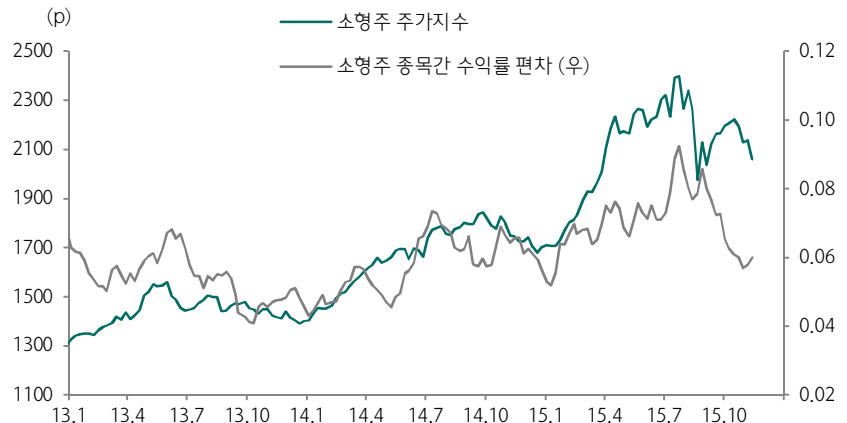
그림 37. 배당성장지수와 구성종목들의 수익률 편차 추이



자료: WiseFn, 하나금융투자

그림 38. 소형주 주가지수와 소형주 구성종목 수익률 편차 추이

소형주 주가지수와 구성종목 수익률 편차 추이도 유사한 흐름



주: 2015년은 11월20일까지, 자료: WiseFn, 하나금융투자

KOSPI 구성종목의 수익률 편차

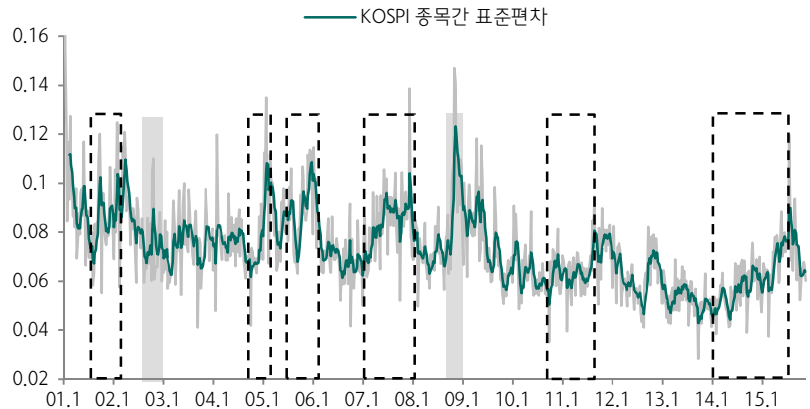
KOSPI 구성종목을 기준으로 종목간 수익률 편차의 추이를 보면, 증시의 상승이 가팔라진 구간일수록 편차가 상승하는 것을 볼 수 있다. 2001년 후반에서 2002년 초반까지 내수버블로 KOSPI 상승이 뚜렷했던 시기와 2005, 2006, 2007년에 각각 증시 전반적인 상승과 함께 편차 상승도 두드러졌고, 2011년 차화정 장세로 상승할 때도 편차 상승이 확인된다. 최근 증시 개별종목별 강세 흐름에서도 편차 상승은 분명했다. 반면, 2002년 후반과 2008년 후반에는 증시 조정구간에 편차가 상승했던 시기로 증시 가격모멘텀과 연계해서 볼 필요가 있다. KOSPI 구성종목들의 수익률 편차 추이에 따라 마켓 타이밍과도 연결해서 시그널로 활용이 가능해 보인다.

KOSPI 업종분류 기준 모멘텀 로테이션 백테스트

앞의 백테스트는 WI26업종 분류기준이었지만, KOSPI 업종분류 기준으로도 같은 방식으로 성과를 확인하였다. 다양한 종목군에 수익률 편차 추이와 주가지수가 유사한 흐름을 보이는 것처럼 업종 분류가 다른 경우에도 양호한 성과가 확인된다.

그림 39. KOSPI 종목간 수익률 편차

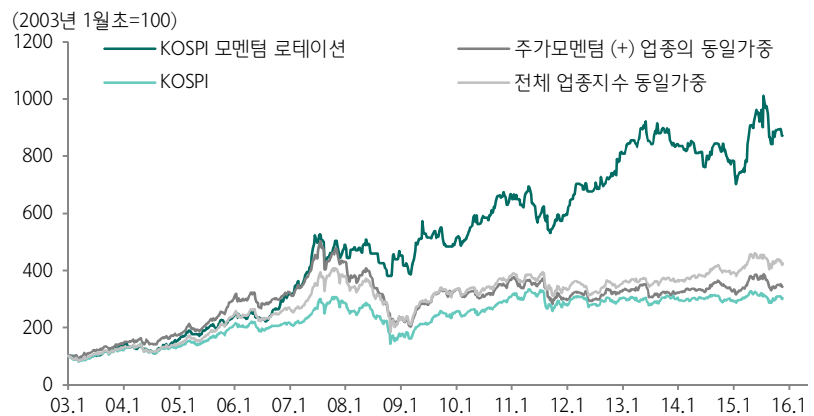
KOSPI 구성종목 수익률의 편차가 상승 시기에서 마켓 타이밍과도 연결 가능



주: 2015년은 11월20일까지, 자료: WiseFn, 하나금융투자

그림 40. KOSPI 업종 분류 기준 모멘텀 로테이션 백테스트 결과

KOSPI 업종분류 기준으로도 모멘텀 로테이션의 누적성과는 전체 업종들의 동일가중 누적성과 보다 양호



자료: WiseFn, 하나금융투자

3. 실적발표 직후 전망치 상향 기업들

1) 실적발표 직후 전망치 개선 기업들의 성과 양호

실적 서프라이즈가 아니라 실적 발표 결과를 바탕으로 향후 전망에 대한 평가가 중요

또 하나의 유효한 모멘텀 전략으로 실적발표 시즌에 기업들의 분기 성적을 공개한 이후 전망치가 상향되는 기업들에 주목할 필요가 있다. 이는 예상치 보다 나은 결과를 발표했는지 여부를 따지는 실적 서프라이즈와 달리 향후 전망에 대한 애널리스트가 긍정적인 기업들에 접근하자는 것이다.

실적 서프라이즈는 기본적으로 지난 시기의 실적에 대해 예상보다 나은지 여부를 따지는 것이지만, 실적발표와 함께 이뤄지는 기업들의 IR과 실적발표를 통해 향후 방향성에 대한 애널리스트들의 평가가 긍정적일 때 다음 분기와 연간에 대한 전망치 상향 여부가 중요하기 때문이다.

실적발표 직후 전망치 상향되는 기업의 경우 양호한 성과 기록

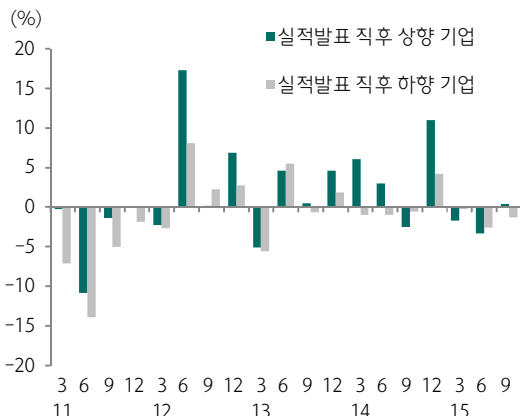
실제 기업들의 실적발표를 전후로 많은 증권사 리포트들이 발간되는데 실적이 발표된 직후 전망치가 개선되는 기업들의 성과는 이후에도 상당히 양호한 것으로 확인된다.

2011년부터 가장 최근까지 분기별 실적발표일을 전후해 전망치가 개선되는 기업들에 대해 해당 분기가 끝날 때까지 주가 추이를 보면, 전망치 상향된 기업들의 양호한 성과가 돋보인다. 예를 들어 1분기 실적이 발표되었을 때, 그 다음 분기인 2분기와 그 해의 연간 전망치가 상향되는 종목들과 하향되는 종목들에 대해 2분기가 끝나는 6월 말까지 성과를 확인한 것이다.

분기 실적발표와 함께 기업들의 IR활동과 확인된 숫자를 통해 다음 분기 전망도 가시화 영향

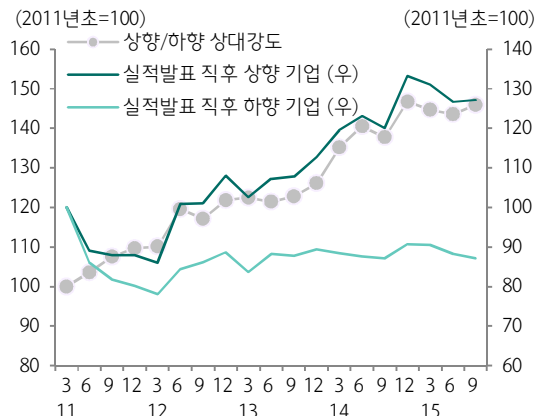
분기 실적이 발표되면서 기업들의 IR활동이 함께 진행되는 경우가 많고 확인된 숫자를 통해 다음 분기에 대한 전망도 좀 더 가시화되기 때문에 실적발표 전후에 전망치가 상향되는 기업의 경우 긍정적 성과로 이어지는 것으로 보인다.

그림 41. 실적발표 직후 전망치 상하향 종목들의 분기별 성과



자료: WiseFn, 하나금융투자

그림 42. 상향의 하향 대비 누적 상대강도는 꾸준한 상승



자료: WiseFn, 하나금융투자

실적발표일 직후 전망치 상향
기업들을 편입하면서 누적
성과는 탁월

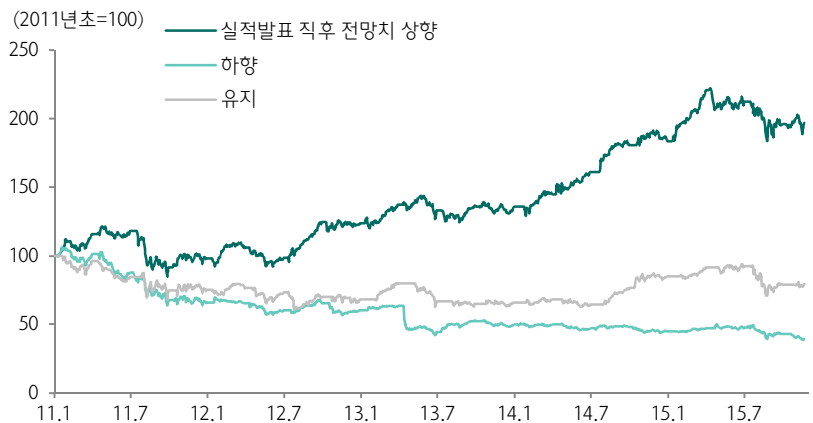
2) 실적발표일 경과 시일과 접근 시점

실적발표 직후 전망치가 개선되는 기업들에 대해 실적발표일 다음 날 종가 기준으로 그 다음부터 성과를 누적하면 2011년 초부터 2배 가까운 탁월한 성과가 확인된다.

실적발표를 통해 향후 긍정적 실적이 예상될 때 그 직후 주가 반응이 가장 크기 때문이다. 반면, 실적발표 직후 전망치가 하향 기업들의 누적 성과는 비교가 어려울 정도로 부진했다.

실적발표일 다음날 종가에 편입
해 이후 분기말까지 가져갔을 때
탁월한 누적 성과 기록

그림 43. 실적발표 직후 전망치 변화 따른 종목별 성과: 실적발표일 다음날 종가로 편입했을 때



자료: WiseFn, 하나금융투자

전망치 상향 기업들은 실적발표
직후 뚜렷한 상승, 이후 2~3일차
편입 경우 성과는 약화되다가
다시 4~6일차 성과는 더 향상
되는 것으로 확인

다만, 현실적으로 전망치 방향성을 판단하기에는 2~3일 정도 시일이 걸릴 수 있다. 따라서 실적발표일 경과일에 따라 종목들의 편입을 달리했을 때, 성과 변화를 살펴본 것이다.

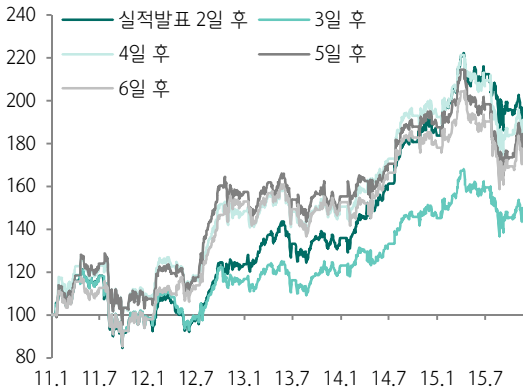
전망치 상향 기업들은 실적발표일 경과에 따라 2일 후 접근은 양호했지만 3일 후접근은 누적성과가 많이 하락한 것으로 확인된다. 이후 4~6일은 다시 누적성과가 3일 후보다 더 나아지는 것으로 나타났다. 실적발표 직후 뚜렷한 상승에 대한 반발과 차익실현으로 초기에는 하락하는 경우가 많기 때문이다. 하지만, 이후 다시 성과개선이 진행되는 것으로 확인된다.

전망치 하향 기업들은 실적발표일
이후 점차 부진한 성과 뚜렷

반면, 전망치 하향 기업들은 실적발표일 경과에 따라 점점 부진한 성과가 더 뚜렷해지는 것으로 나타났다.

그림 44. 전망치 상향기업 실적발표 경과 시일에 따른 성과

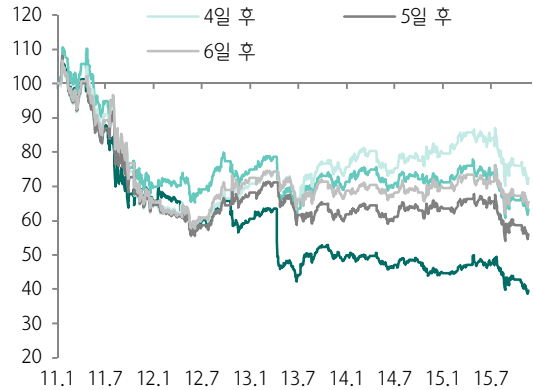
(2011년초=100)



자료: WiseFn, 하나금융투자

그림 45. 전망치 하향기업 실적발표 경과 시일에 따른 성과

(2011년초=100)



자료: WiseFn, 하나금융투자

3) 증시 조정기에도 상대성과 양호

최근 증시조정과 함께 절대성과
둔화 중이나 전체 종목대비 상대
성과는 양호한 흐름

‘관건은 지속성’이다. 불안한 매크로 환경 속에서 향후 긍정적인 전망이 이어지는 기업들에 주목할 필요가 있다. 실제 분기별 실적발표 이후 그 다음 분기와 연간 EPS 전망치가 개선되는 종목들에 대해 실적발표 확인 후 다음 날 증가로 편입한 누적 성과는 전반적으로 양호한 성과를 보인다

전망치 개선 지속 조건 추가하면
누적 성과는 더 양호

특히 전망치가 존재하는 전체종목들 중에서 상향되는 종목들의 상대성과는 꾸준한 우상향 흐름이 확인된다. 매 분기 초반에 실적발표 기업들이 작을 때에는 소수기업의 주가 변동 영향이 크게 나타나기도 하지만, 전반적인 우상향 흐름은 실적발표 이후 다음 분기의 전망치 상향 기업들에 대한 긍정적 접근이 유효함을 보여주고 있다.

그림 46. 상향되는 종목들의 상대성과는 꾸준한 우상향 흐름

(2011년초=100)



주: 실적발표일 다음날 전망치 변화 확인 후 편입

자료: WiseFn, 하나금융투자

그림 47. 상향되는 종목들의 상대성과는 꾸준한 우상향 흐름

(2011년초=100)



주: 전체종목은 실적발표 후 전망치 발표된 기업들

자료: WiseFn, 하나금융투자

최근 증시조정과 함께 절대성과
둔화 중이나 전체 종목대비 상대
성과는 양호한 흐름

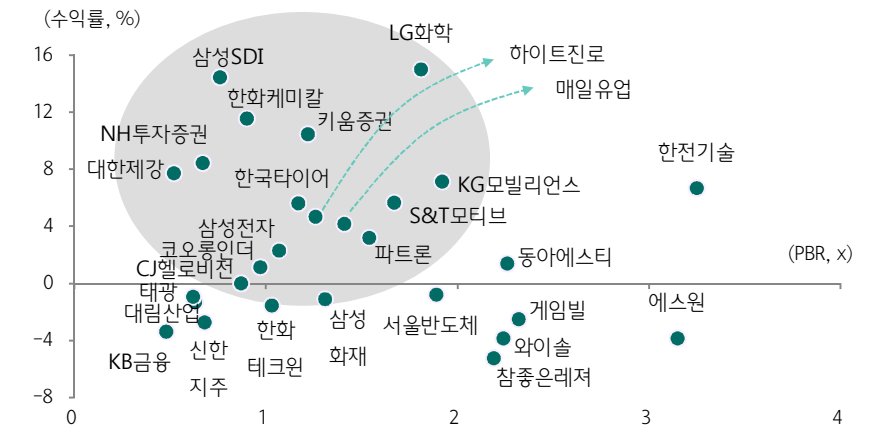
이번 3분기 실적발표 직후 전망치 상향된 44개 종목 중 특히 전망치 개선 흐름이 유
지되고 있는 31개 종목들의 절대성과는 좀 더 나은 성과가 확인된다. 이번 실적시즌
이 시작된 이후 성과는 최근 증시등락에도 불구하고 소폭이지만 (+)권을 유지하고 있
다.

전망치 개선 지속 조건 추가하면
누적 성과는 더 양호

특징적인 점은 실적발표 이후 전망치가 상향되고 최근 전망치 개선세가 유지되는 종
목들 중에서도 밸류에이션이 낮은 종목들 중에서 양호한 성과를 보인 종목들이 많이
확인된다. 실적발표 직후 전망치 상향 및 이후 개선세가 유지되는 종목 중에서도 밸류
에이션을 감안한 접근이 필요한 시점이다.

그림 48. 이번 3분기 실적발표 직후 전망치 상향 종목 중 최근 전망치 개선세 유지되는 종목들

실적발표 이후 성과와 PBR 위치
를 보면 상대적으로 PBR 낮은
종목들이 양호한 성과 기록



자료: WiseFn, 하나금융투자

꾸준함이 메리트

하반기 크레딧 불안 가능성

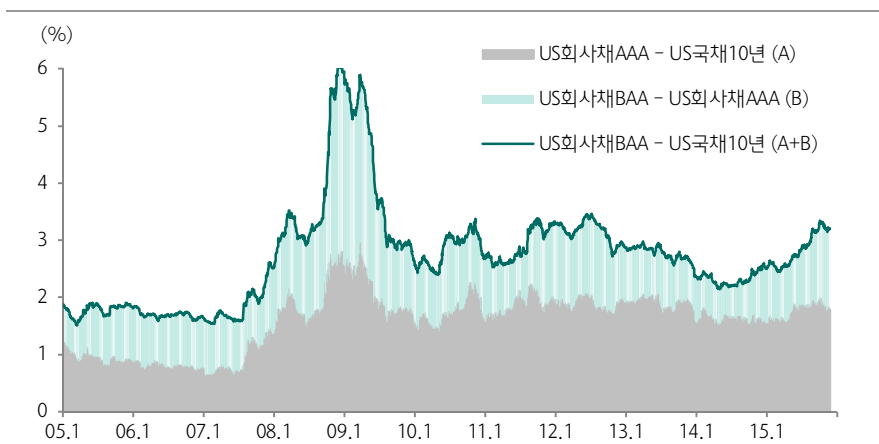
매크로 방향성이 불분명한 상황에서 내년 하반기 크레딧 이슈가 부각될 수 있다는 우려가 제기되고 있다. 상반기에는 미국 금리인상 직후 ECB 추가 양적완화 가능성 및 중국의 상반기 재정정책 집행 등으로 정책집행이 예상으로 큰 문제는 없을 듯 하지만, 최근 부각되고 있는 한계기업 구조조정 과정에서 재무건전성은 주요한 팩터가 될 것으로 보인다.

최근 미국의 비우량 회사채의 우량 회사채 또는 국채 대비 수익률 스프레드는 뚜렷한 상승을 보였다. 미국 금리인상이 확실시되고 있고, 원자재 가격 부진 속에 광업 기업들의 재무리스크가 부각됐기 때문이다.

안정성을 주요한 팩터로 고려할 필요

금융위기 이후 미국 연준의 제로 금리 상황이 극단적인 파국을 막고 자산시장 부흥을 일으켰지만, 한계기업 구조조정을 지연시키고 자원배분의 왜곡을 가져왔다는 점에서 이번 12월부터 점진적으로 진행될 미국 연준의 통화정책 스탠스 변화는 증시접근에 있어 안정성을 주요한 팩터로 고려할 필요가 있다.

그림 49. 미국 비우량 회사채의 우량 회사채 또는 국채 대비 신용 스프레드 상승 뚜렷



자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

1. 현금이익의 비중이 높은 종목들

1) 이익퀄리티 높은 종목들 성과 양호

당기순이익=현금이익+발생이익

기업의 당기순이익은 현금이익과 발생이익으로 구분된다. 현금이익은 기업활동으로 획득한 이익이 실제 현금으로 유입된 것을 의미하고, 발생이익은 발생주의 회계원칙에 따라 해당 기간에 이익으로 인식했지만 실제 현금유입과 시기 불일치 되는 것을 의미한다. 대표적으로 매출채권 같이 기간 중에 이익으로 인식했지만, 현금유입은 없는 이익을 들 수 있다.

‘열 마리의 새 보다 손 안의 한마리 새가 더 낫다’는 말처럼 현금미 비중이 유입되는 이익비중이 높을수록 기업이익의 퀄리티가 높다고 할 수 있고, 실제 현금이익 비중이 높은 기업들의 성과는 장기적으로 더 나은 것으로 확인된다.

현금이익 비중이 높은 종목들 장기 성과 양호

결산보고서와 분기보고서 마감일 이후 15일 경과 후 종목 분류해 편입

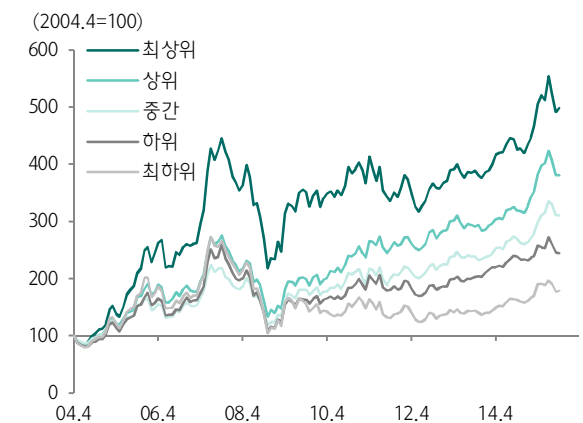
연간 결산 기준과 매 분기 실적시점 기준의 두 가지 방식으로 성과를 확인했는데, 연간 결산 기준은 결산보고서가 확인되고 기업간에 비교가 가능한 매년 4월15일 기준으로 현금이익 비중 상하위에 따른 종목들을 분류하고 다음 해 4월 15일까지 누적 성과를 확인했다. 분기 기준은 매번 분기보고서 마감일 이후 15일 경과 후 기준으로 지난 4분기 누적 값을 기준으로 종목들을 분류하고 성과를 확인했다. 현금이익 비중은 영업활동 현금흐름을 당기순이익과 감가상각비의 합으로 나눠 산출했다. 감가상각비는 비현금 비용 중에 대표적인 항목이기 때문이다. 그리고 당기순이익이 적자인 종목들은 현금이익 비중 산출에 왜곡을 가져올 수 있으므로 제외하였고, 종목의 유동성을 감안하기 위해 종목 선정시기의 시가총액 상위 500개 종목으로 한정하였다.

성과 결과를 보면, 실제 실적결과를 확인하고 종목들의 성과를 산출했음에도 누적성과는 상당히 양호한 것으로 나타났다. 또한 연간 결산 기준에 비해 분기 기준이 더 빠른 정보로 좀 더 양호한 성과를 기대했지만, 결과는 대동소이했다.

실제치 적용했음에도 누적성과 양호 최상위와 최하위 종목들의 성과 차이 뚜렷

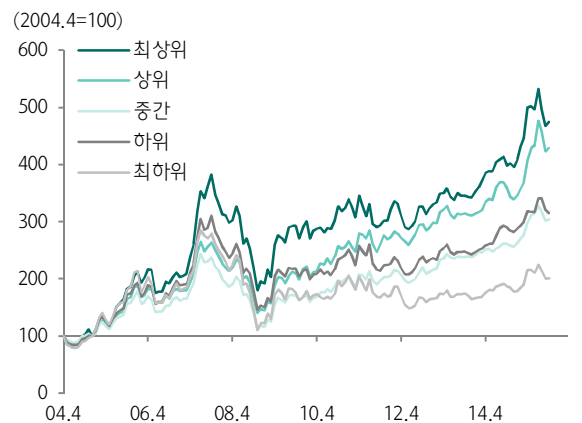
현금이익 비중에 따른 성과 차이는 최상위에서 최하위로 갈수록 뚜렷하게 차이가 확인된다. 해외증시와 마찬가지로 한국증시도 현금이익 비중이 높을수록 양호한 성과가 분명한 것으로 나타났다. 현금이익 비중이 높다는 것은 발생이익에서 나타날 수 있는 재량적 판단과 가정의 개입이 상대적으로 작다는 것을 의미하고 실제 현금으로 유입되었다는 점에서 기업이익의 퀄리티가 양호한 것으로 볼 수 있기 때문이다.

그림 50. 연간 결산기준 현금이익 비중에 따른 누적 성과



주: 매년 4월 15일 기준 결산보고서 확인한 이후 리밸런싱 및 성과 측정
자료: WiseFn, 하나금융투자

그림 51. 분기별 4분기 누적기준 현금이익 비중 따른 누적성과



주: 분기보고서 확인가능한 매 분기 실적발표 마감 이후 15일 경과 후부터 성과 산출
자료: WiseFn, 하나금융투자

2) 현금이익 비중 높은 종목들 주목할 시기

연간 기준과 분기 기준의 월별
초과성과는 보고서 발간 시기 전후
해 양호

연간 기준과 분기 기준의 현금이익에 따른 종목별 성과는 대동소이했지만, 월별 성과는 조금 차이를 보인다. 각각의 월별 성과는 현금이익 비중에 따라 동일가중으로 포트폴리오를 구성해 수익률을 산출했기 때문에 KOSPI 동일가중 수익률의 초과수익률로 계산했다.

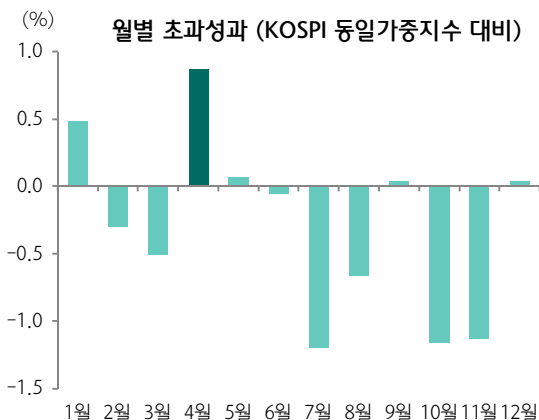
연간 결산기준으로 현금이익 비중이 최상위인 종목들은 결산보고서가 나오는 시기인 3월 15일에서 4월 15일까지가 연중 가장 높은 성과를 보였다. 반면, 분기 기준 현금이익 비중 최상위 종목들의 월별 초과성과는 매 분기보고서가 발간되는 시기마다 다른 달에 비해 나은 성과가 확인된다.

분기 기준 최상위 종목들은 지난 2분기 분기보고서 마감일인 8월 15일부터 9월 15일까지 성과가 다른 달에 비해 뚜렷이 높다. 1분기 분기보고서 마감을 전후한 5월 15일에서 6월 15일까지(그림4에서 6월로 표시)와 3분기 분기보고서 마감을 전후한 11월 15일에서 12월 15일까지(12월로 표시) 성과 역시 다른 달에 비해 나은 것으로 확인된다.

현 시점은 분기 기준 양호한 월별
초과성과 시기를 목전에 두고 있음

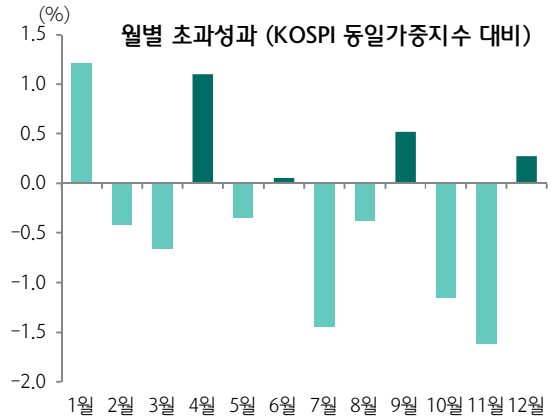
특징적인 점은 연간 기준과 분기 기준 모두 1월의 성과(12월15일~1월15일) 역시 높은 편인데, 결산월을 전후해 기업 실적예상의 가시성 상승 때문으로 보인다. 11월 초반인 지금 시점은 3분기 분기 보고서 마감을 전후해 나은 성과를 보였던 12월과 연간 기준과 분기 기준 모두 공통적으로 나은 성과를 기록한 1월을 앞두고 있다. 또한 연말 배당에 대한 관심이 높은 상황에서 현금이익 비중이 높은 종목들은 상대적으로 양호한 배당을 실시할 가능성도 높다.

그림 52. 연간 결산기준 현금이익 비중 최상위 종목들의 월별 초과성과



주: 매월 15일 기준 성과 산출, 2004년 4월부터 월별 초과수익률의 평균
자료: WiseFn, 하나금융투자

그림 53. 분기별 4분기 누적기준 현금이익 비중 최상위의 월별 초과성과



주: 매월 15일 기준 성과 산출, 2004년 4월부터 월별 초과수익률의 평균
자료: WiseFn, 하나금융투자

3) 과거 최상위 그룹의 평균 현금이익 비중 수준

지난 4개 분기 연속 최상위 종목들
다음 분기에도 최상위 종목에 속할
확률 71%

〈표1〉은 2004년 4월부터 각 그룹들의 연평균 성과와 평균 현금이익 비중(=영업활동 현금흐름/[당기순익+감가상각비])을 표시했다. 이번 3분기 보고서가 발표될 때 현금 이익 비중이 최상위 그룹 평균인 4.45배를 넘는 종목들에 관심이 필요하다.

〈표2〉는 분기 기준으로 지난 4개 분기 연속으로 현금이익 비중이 최상위 그룹으로 꼽힌 종목들이다. 4개 분기 연속 최상위에 꼽힌 종목들은 다음 분기 역시 최상위 종목으로 꼽힐 확률이 71% 정도로 상당히 높다. 다음 분기 보고서가 확인되기 전에 정확히 최상위 종목들을 알 수 없지만, 높은 확률을 감안하면 이들 종목에 관심이 유효해 보인다.

표 1. 현금 이익 비중 그룹별 평균 수익률과 구분 기준

	최상위	상위	중간	하위	최하위
연평균 수익률 (%)	19.85	16.54	13.38	14.25	11.29
현금이익 비중 (x)	4.45	1.48	0.98	0.48	-2.98

주: 현금이익 비중은 2003년 결산부터 올해 2분기까지 각 그룹에 속한 종목들의 평균

자료: WISEFN, 하나금융투자

표 2. 지난 4분기 연속 영업활동 현금이익 비중 최상위 종목들

종목코드	종목명	영업활동으로 인한 현금이익 비중 (x)			
		2Q15	1Q15	4Q14	3Q14
A000080	하이트진로	3.95	4.28	5.57	4.17
A000810	삼성화재	2.83	3.13	3.67	4.07
A001040	CJ	3.72	3.86	3.67	3.49
A003450	현대증권	4.22	9.34	7.75	23.56
A003570	S&T중공업	5.50	10.24	17.68	4.55
A008060	대덕전자	3.25	2.84	2.79	8.15
A009830	한화케미칼	7.97	3.61	2.57	3.44
A011070	LG이노텍	5.80	5.63	5.81	6.34
A015760	한국전력	3.03	3.80	4.31	3.94
A024660	하림홀딩스	3.02	4.25	4.89	3.44
A025900	동화기업	3.54	3.12	3.55	2.87
A032830	삼성생명	6.44	6.30	6.40	6.08
A035760	CJ오쇼핑	3.89	3.63	3.34	2.91
A036030	KTH	3.79	4.36	3.96	2.89
A036460	한국가스공사	8.95	6.75	4.28	10.08
A037560	CJ헬로비전	5.82	6.54	6.01	3.59
A058650	세아홀딩스	3.06	2.75	2.54	3.51
A071320	지역난방공사	2.76	2.54	5.08	6.15
A079160	CJ CGV	2.83	3.09	4.03	3.92
A082640	동양생명	2.82	3.30	4.05	12.59
A084690	대성홀딩스	2.85	3.09	3.10	3.52
A097950	C제일제당	3.33	3.70	3.07	4.68
A101060	SBS미디어홀딩스	2.62	2.47	3.41	4.61

자료: 하나금융투자

2. 시장을 이기는 Quality 주가지수

1) 퀄리티 종목을 아시나요

Quality는 성장종목의 수익성, 재무건전성, 안정성과 같은 질적인 측면을 의미

성장종목의 Quality는 수익성, 재무건전성, 안정성과 같은 질적인 측면을 의미한다. Quality가 양호한 종목들로 구성된 주가지수는 시장 주가지수 보다 장기적으로 나은 절대성적을 기록하고 있고, 특히 경기둔화 시기에 시장대비 뚜렷이 나은 성과를 보여 왔다.

Quality 주가지수는 특히 경기둔화 시기 시장대비 나은 성과 뚜렷

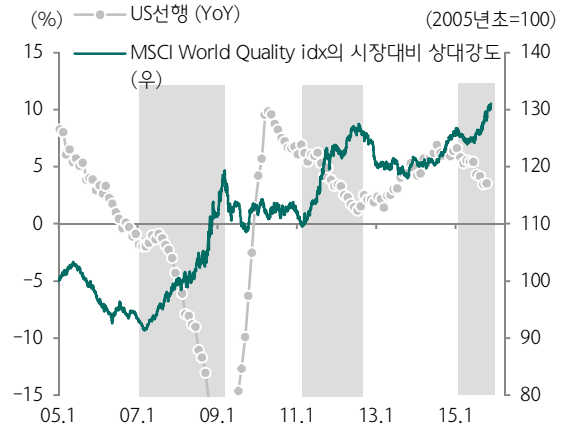
MSCI에서 산출한 선진국 Quality 주가지수 역시 선진국 시장지수 보다 장기적으로 나은 성과가 보이고 있고, Quality 주가지수의 시장대비 상대성적은 2008년과 2011년과 같이 경기둔화 시기에 나은 성과를 기록했다. 최근에도 시장대비 양호한 성과가 돋보인다.

그림 54. MSCI선진국 보다 Quality주가지수 장기성과 양호



자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

그림 55. Quality주가지수는 경기부진 시기에 상대성과 양호



자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

2) 팩터투자: 시장보다 나은 성과

팩터 인덱스:

퀄리티, 고배당, 모멘텀, 위험가중, 벨류가중, 동일가중, 저변동성

이와 같이 시장의 주가지수 외에도 종목별 특성에 따라 유사한 성격을 가지는 것들로 구성된 주가지수를 팩터 인덱스(Factor Index)라 말하고, MSCI에서는 퀄리티, 고배당, 모멘텀, 위험가중, 벨류가중, 동일가중, 저변동성 등의 주가지수를 산출하고 있다.

전통적인 자산배분이 주식과 채권, 대체투자자와 같은 자산그룹에 따라 이루어진 반면, 최근 관심이 높아지는 성장, 인플레이, 변동성, 유동성과 같은 위험그룹에 따른 자산배분에 팩터 기반 접근이 유용하다는 점에서도 팩터 주가지수에 관심이 필요하다.

팩터에 따른 증시접근은 일정한 룰에 따라 종목 선택과 비중을 산출한다는 점에서 패시브(Passive) 투자와 유사한 특징을 가지지만, 액티브(Active) 투자와 같이 시장 보다 나은 수익률을 추구한다.

시장 보다 나은 팩터지수 성과

실제 MSCI World 주가지수 기준 장기적인 위험과 성과의 위치를 보면 시장 보다 팩터지수가 더 나은 것으로 확인된다.

모멘텀과 동일가중, 밸류가중 주가지수의 장기성과는 시장 주가지수 보다 높은 수익률을 기록하고 있다. 또한 저변동성, 위험가중, 고배당, 퀄리티 주가지수는 시장 주가지수 보다 더 높은 성과에 낮은 위험을 보이면서 시장 주가지수에 투자하는 것보다 훨씬 나은 성과를 보여주고 있다.

특히 모멘텀 주가지수는 시장 주가지수 보다 연평균 4%포인트 가까이 더 나은 성과를 보여주고 있는데, 이와 유사한 수익률을 보이면서 더 낮은 위험 수준을 기록한 것은 퀄리티 주가지수이다.

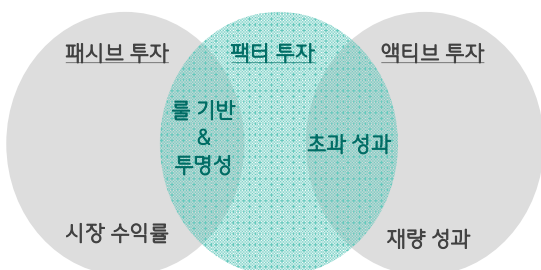
팩터지수는 패시브와 액티브 투자 장점을 결합

이와 같이 팩터 인덱스는 일정한 요건에 맞는 종목들로 구성된 주가지수를 구성하고 그 지수에 투자한다는 점에서 시장 주가지수 수익률을 쫓아가는 패시브 투자와 유사한 점을 가지고 있다.

여기에 시장 보다 나은 성과를 추구한다는 점에서 액티브 투자와도 연결이 된다. 시장 보다 나은 수익률을 추구하기 위해 주가지수를 구성하는 종목들 중에서 일정한 요건을 충족하는 종목들을 선택하고 그 기준을 충족하는 정도에 따라 비중을 조정한다는 점에서 액티브 투자와도 유사한 성격이 존재한다.

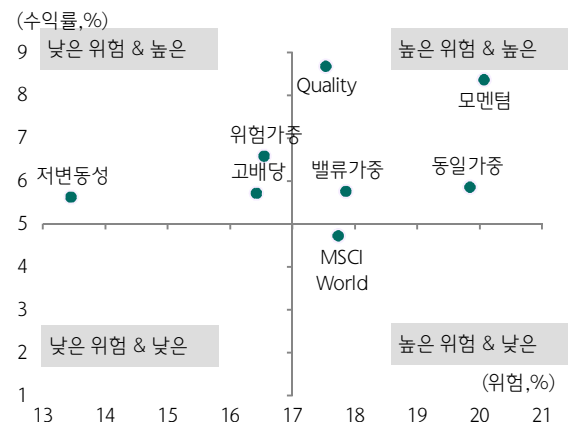
또한 일반적인 액티브 투자의 운용 과정이 매니저의 재량에 달려있는 것과 달리 일정한 요건을 정하고 이에 맞는 종목에 접근한다는 점에서 높은 투명성도 갖추고 있다. 팩터 인덱스 투자로 액티브 투자와 패시브 투자 각각의 장점을 취할 수 있다.

그림 56. MSCI선진국 보다 Quality주가지수 장기성과 양호



자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

그림 57. Quality주가지수는 경기부진 시기에 상대성과 양호



주: MSCI World 기준 1989년~2015년10월까지 연율 성과 기준

자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

3) 증시 상황에 따른 팩터지수 선택

팩터지수 성격에 따라 시장 상황에 따라 적용

앞에서 확인한대로 각각의 팩터지수들은 장기적으로 시장 주가지수 보다 나은 성과를 보이지만, 시장 상황에 따라 더 나은 성과를 보이는 것들과 그렇지 못한 것으로 구분할 수 있다.

밸류가중 지수는 순환적 특징

대표적으로 퀄리티 주가지수는 증시 조정기에 방어적인 성과를 보이면서 시장 보다 나은 성과를 보였지만, 밸류가중 주가지수는 증시 호조기에 더 나은 성과를 보였다가 조정기에 시장 보다 더 부진한 순환적인 특징을 보여주고 있다.

밸류가중 지수는 매출, 이익, 자산, 현금이익과 같은 양(量)적 펀더멘털 변수의 크기대로 지수의 종목 편입비중을 산출하는데, 증시 호조기에는 양호한 펀더멘털을 반영하여 시장보다 나은 성과를 보이지만 조정기에는 펀더멘털 하향 조정을 예상하고 주가지수가 더 하락하는 경향을 보인다.

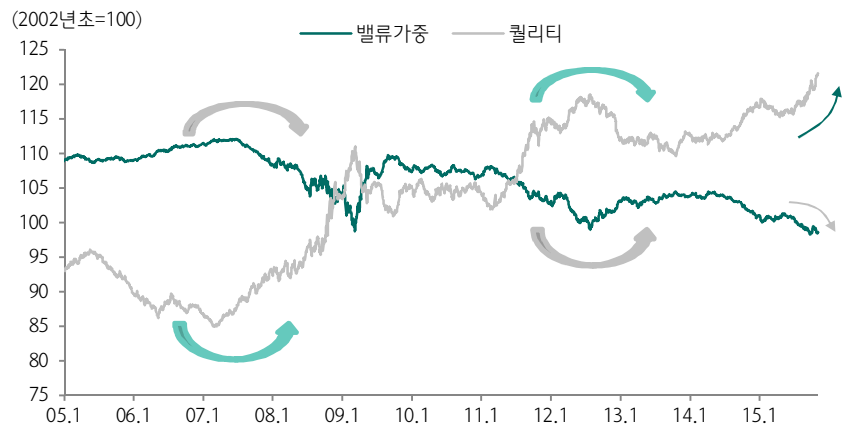
퀄리티 지수는 방어적

반면, 퀄리티 주가지수는 자기자본이익률(ROE), 부채비율, 이익안정성과 같은 기업의 질(質)적 변수의 양호한 종목들로 구성되어 증시 조정기에도 시장 보다 나은 성과를 보여왔다.

이렇듯 증시 호조기에는 시장 보다 나은 성과를 보이는 밸류가중, 조정기에는 퀄리티 주가지수에 주목할 필요가 있다. 그 외에도 증시 호조기에 더 나은 성과를 보이는 것으로 모멘텀과 동일가중 주가지수 주가지수가 있고, 반대로 조정기에는 저변동성, 위험가중, 고배당 주가지수가 상대적으로 나은 성과를 보이는 특징이 존재한다.

최근 증시는 경기모멘텀 둔화와 여전히 높은 변동성 장세가 이어지면서 퀄리티, 위험가중, 저변동성, 고배당 지수에 주목할 필요가 있다. 특히 저성장 상황에서 기업의 펀더멘털의 질적 측면을 함께 고려한 퀄리티가 장기적으로 나은 성과를 보인다는 점에서 긍정적 접근이 유리해 보인다.

그림 58. 엇갈리는 퀄리티와 밸류가중 지수의 시장대비 상대성과



자료: Thomson Reuters, 하나금융투자

MSCI Quality 주가지수는 ROE, 부채비율, 5년 이익증가율의 표준편차로 산출

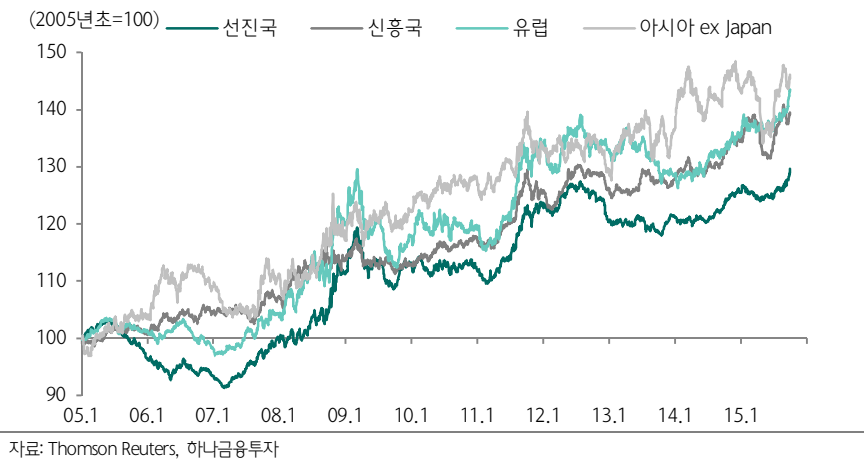
4) 퀄리티 지수 장기적으로 양호한 성과

MSCI World Quality 주가지수는 ①ROE, ②부채비율, ③5년 이익증가율의 표준편차를 기준으로 Scoring한 후에 6개월 주기 리밸런싱으로 산출된다. 비중 높은 종목들로 애플, 마이크로소프트, 엑슨모빌, 존슨&존슨, 구글, P&G 등이 있고 주로 양호한 Quality와 꾸준한 성장이 돋보이는 종목들이다. 종목별 비중은 시가총액과 Scoring의 가중평균으로 산출되고 최대 종목 비중이 5%가 넘지 않도록 캡을 적용하고 있다.

Quality 주가지수가 장기적으로 나은 성과를 보이는 것은 위험대비 성과에서도 확인할 수 있다.

MSCI 선진국 시장지수는 40년에 가까운 기간 동안 연평균 10.6% 수익률과 14.7%의 표준편차를 기록한 반면, Quality 주가지수는 각각 11.9%와 14.2%로 낮은 위험에 더 나은 성과를 기록했다. 이러한 역사적 성과 때문에 캐나다 연기금과 같은 장기투자기관에서는 패시브 투자접근의 세가지 팩터로 밸류, 사이즈와 함께 Quality를 채택하고 있는 것으로 알려져 있다. 선진국뿐만 아니라 신흥국과 아시아 지역도 Quality 주가지수의 시장대비 상대성과는 장기적으로 우상향 흐름이 확인된다.

그림 59. 주요 지역별 Quality 주가지수의 시장 대비 상대강도는 전반적으로 우상향 흐름



5) 한국증시 Quality 주가지수

같은 방식으로 산출한 한국증시 Quality 주가지수 역시 장기적으로 양호한 성과와 증시부진 시기 나은 상대성과 확인

한국증시 상장종목들을 대상으로 산출한 Quality 주가지수도 시장대비 장기적으로 나은 절대성과가 확인된다. 또한 증시가 부진했던 2008년과 2011년 중반에 Quality 주가지수의 시장대비 상대성과는 우상향 흐름이 확인된다. 최근 증시가 조정받은 구간에 서도 상대적으로 나은 성과가 뚜렷하다.

한국증시 Quality 주가지수는 앞에서 소개한 MSCI의 Quality 주가지수와 같은 컨셉으로 산출했다. 수익성, 재무건정성, 이익안정성을 바탕으로 상위에 속한 50개 종목에 대해 시가총액과 Scoring의 가중평균으로 마찬가지로 5% 캡을 적용해 비중을 산출했다.

MSCI와 차이점은 3개월 주기 리밸런싱과 실적치를 사용

MSCI가 12개월 trailing 값을 적용한 것에 비해 분기 실적치를 기준으로

- ① 높은 ROE
- ② 낮은 부채비율
- ③ 5년 이익증가율의 표준편차가 작을수록

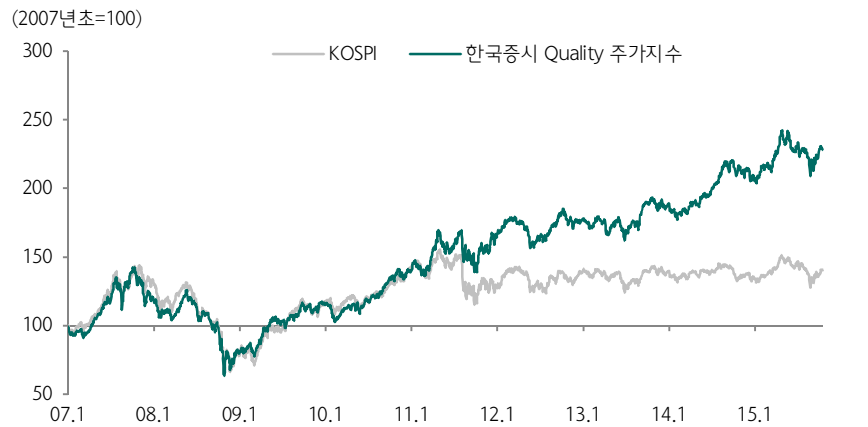
높은 Scoring을 적용했다. 이익과 같은 flow 변수는 4분기 누적 값을 적용했고, 분기 실적치를 확인한 후에 Quality 종목들을 구성해 산출한 성과이다.

예를 들어, 올해 1분기 실적치가 충분히 확인된 7월부터 1분기 실적치 기준 종목들을 구성해 성과를 확인했고, 2분기 실적치 기준 종목들은 10월부터 성과를 적용하는 방식이다. 분기별 실적치를 적용해 종목들을 산출했으므로 MSCI의 6개월 리밸런싱과 달리 3개월 주기로 리밸런싱하였다.

액티브 투자자도 Quality 감안한 종목 접근 유효

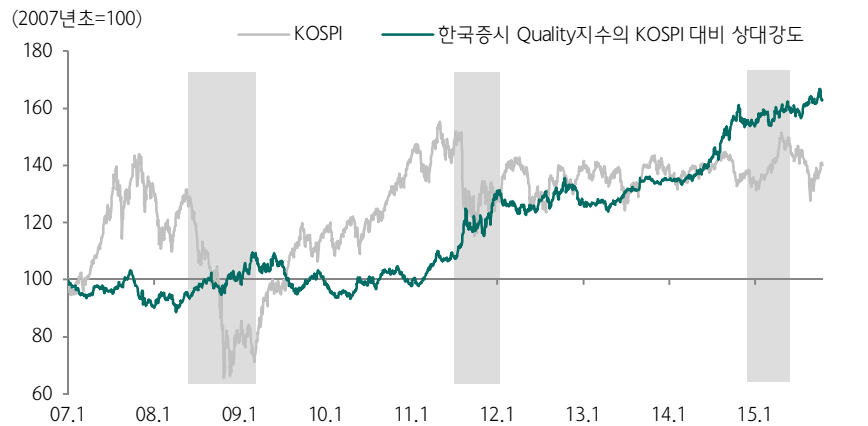
강조하고 싶은 MSCI와 차이점은 일부 전망치가 포함되는 12개월 trailing이 아닌 실적치를 적용한 부분이다. 분기별 실적치를 사용해 Quality 종목들을 산출했음에도 불구하고 양호한 절대성과와 증시부진 시기 나은 상대성과가 확인된다. 그동안 겪었던 한국증시 실적 불확실성을 감안하면 종목 접근에 있어 유용한 기준이 될 것으로 보인다. 액티브 투자자에게도 시장대비 장기적으로 나은 성과를 위해 Quality를 감안한 종목 접근은 꽤 유용할 것으로 보인다.

그림 60. 한국증시 Quality주가지수도 시장대비 양호한 성과



자료: WiseFn, 하나금융투자

그림 61. 증시가 부진할 때 한국증시 Quality주가지수 역시 시장대비 나은 상대성과 확인



자료: WiseFn, 하나금융투자

표 3. 한국증시 퀄리티 종목 리스트

순번	종목번호	종목명	ROE (%)	부채비율 (%)	순익안정성 (%)	Score
1	A072870	메가스터디	36.6	51.2	0.53	1.433
2	A000700	유수홀딩스	32.7	74.0	3.53	1.384
3	A000660	SK하이닉스	29.4	40.3	5.22	1.344
4	A035420	NAVER	28.7	82.6	1.14	1.341
5	A021240	코웨이	28.1	56.8	0.49	1.335
6	A051600	한전KPS	26.9	45.3	0.19	1.323
7	A051900	LG생활건강	25.2	118.7	0.10	1.301
8	A017800	현대엘리베이터	23.7	171.5	3.34	1.279
9	A033780	KT&G	18.5	34.9	0.32	1.226
10	A090430	아모레퍼시픽	17.5	31.3	0.25	1.215
11	A002990	금호산업	17.7	412.1	4.26	1.204
12	A036570	엔씨소프트	15.8	23.1	0.36	1.196
13	A018880	한온시스템	15.0	92.8	0.30	1.185
14	A030000	제일기획	15.0	142.2	0.18	1.184
15	A004170	신세계	14.8	104.3	1.12	1.181
16	A001800	오리온	14.8	94.5	1.63	1.181
17	A035250	강원랜드	14.3	23.7	0.13	1.179
18	A086280	현대글로벌비스	14.5	138.1	0.20	1.178
19	A012330	현대모비스	13.8	66.5	0.21	1.172
20	A012750	에스원	13.0	44.5	0.21	1.163
21	A017670	SK텔레콤	13.1	83.1	0.35	1.163
22	A036490	OCI머티리얼즈	13.9	79.6	8.83	1.162
23	A034220	LG디스플레이	13.4	77.7	5.33	1.160
24	A007310	오뚜기	12.8	58.5	0.16	1.160
25	A009150	삼성전기	12.5	71.3	1.29	1.155
26	A004800	효성	13.1	344.9	2.71	1.154
27	A005930	삼성전자	12.2	33.2	0.38	1.154
28	A000270	기아차	12.2	92.1	0.39	1.153
29	A010130	고려아연	12.0	16.0	0.21	1.153
30	A028150	GS홈쇼핑	11.8	41.9	1.04	1.148
31	A035720	다음카카오	11.7	13.8	1.40	1.148
32	A005380	현대차	11.8	135.0	0.32	1.147
33	A003410	쌍용양회	11.8	118.8	2.91	1.145
34	A026960	동서	11.2	11.0	0.13	1.144
35	A003000	부광약품	10.7	12.7	1.38	1.137
36	A008930	한미사이언스	10.8	72.1	4.54	1.133
37	A002790	아모레G	10.1	25.6	0.38	1.130
38	A000640	동아쏘시오홀딩스	9.9	107.6	0.88	1.125
39	A006280	녹십자	9.6	51.5	0.61	1.124
40	A008770	호텔신라	9.9	192.5	1.40	1.123
41	A011170	롯데케미칼	9.4	56.3	0.50	1.122
42	A035760	CJ오쇼핑	9.3	128.8	0.29	1.119
43	A069260	휴켄스	9.1	46.0	0.14	1.118
44	A011780	금호석유	9.5	171.7	2.81	1.117
45	A010120	LS산전	8.9	122.6	0.36	1.115
46	A047050	대우인덕내셔널	8.8	263.6	0.88	1.110
47	A020560	아시아나항공	10.1	802.9	2.83	1.109
48	A093050	LF	8.0	46.8	0.23	1.106
49	A051910	LG화학	7.8	45.5	0.22	1.104
50	A032640	LG유플러스	8.8	173.8	7.63	1.103

주: 2015년 상반기 보고서 기준으로 작성. 순번은 퀄리티 스코어 순서

자료: WISEfn, 하나금융투자

모멘텀 로테이션과 꾸준함의 조합

모멘텀 로테이션에 현금이익, 퀄리티 종목 결합

모멘텀 로테이션과 퀄리티/현금
이익 비중 높은 종목의 결합

앞에서 살펴본 모멘텀 로테이션에 따른 업종 선택과 각 해당 업종의 퀄리티 종목과 현금이익 비중 상위 종목들을 적용해 성과를 확인했다. 앞에서 적용한 모멘텀 로테이션의 백테스트는 업종지수를 기준으로 성과를 산출했지만, 실제 증시에서 종목을로 접근이 기본이고 퀄리티나 현금이익 비중 높은 종목들이 업종 선택과 결합될 때 유효한 성과가 가능한지 확인하기 위해서이다.

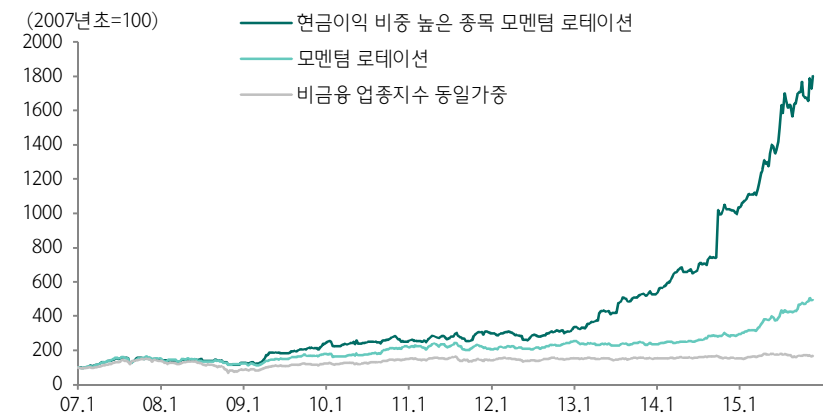
〈그림62,63〉에서 확인할 수 있듯이 각각의 결합은 기존 모멘텀 로테이션 보다 뚜렷이 나은 성과를 보인다. 특히 2013년 이후 개별종목 흐름이 분명해지면서 더 뚜렷한 상승이 확인된다.

그림 62. 퀄리티 종목과 모멘텀 로테이션의 결합



자료: WiseFn, 하나금융투자

그림 63. 현금이익 비중 높은 종목과 모멘텀 로테이션의 결합



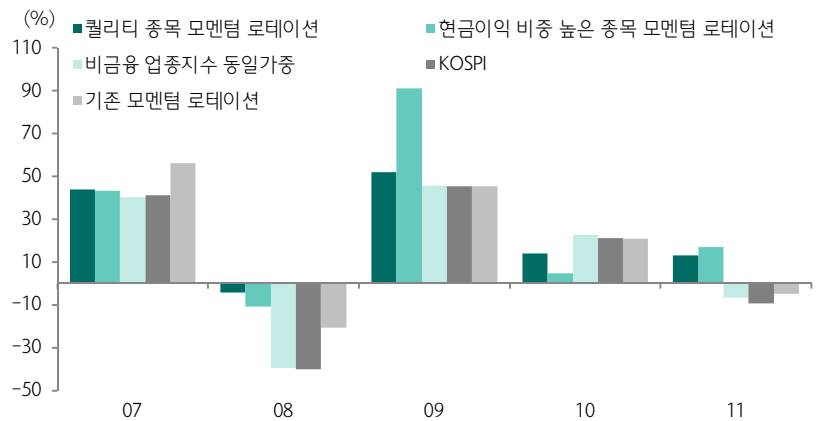
자료: WiseFn, 하나금융투자

퀄리티와 현금이익 비중을 감안한 모멘텀 접근 유효

선 그래프로 성과 구분이 분명치 않아 막대 그래프로 연도별 성과를 표시하면, 퀄리티와 현금이익 비중 높은 종목들의 모멘텀 로테이션 성과는 증시상승 구간인 2007년, 2009~10년에 시장대비 나쁘지 않은 성과를 보였고, 증시급락이 있었던 2008년과 2011년에는 시장보다 확연히 나은 성과를 보인다. 특히 2013년 이후에는 뚜렷이 나은 절대성과를 보이면서 차별화된 수익률을 보이고 있다.

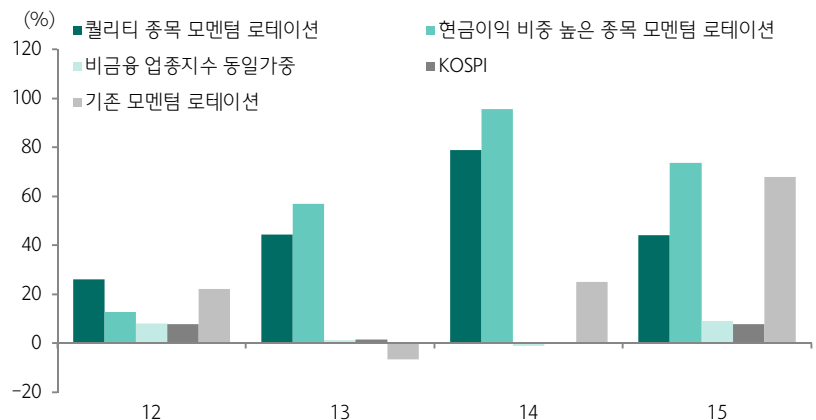
여기서 퀄리티와 현금이익 비중 높은 종목들은 둘다 앞에서 밝힌 것처럼 분기별 실적 보고서가 발표될 때마다 한번씩 리밸런싱한 것이고 예상치가 아닌 실제치를 바탕으로 해당 기업들은 선정한 것이다. 종목별 접근이 유효한 환경이 계속되는 상황에서 퀄리티와 현금이익 비중을 감안한 모멘텀 접근은 유효할 것으로 기대한다.

그림 64. 2007년부터 2011년까지 연도별 성과



자료: WiseFn, 하나금융투자

그림 65. 2011년부터 2015년까지 연도별 성과



주: 2015년은 11월20일까지

자료: WiseFn, 하나금융투자