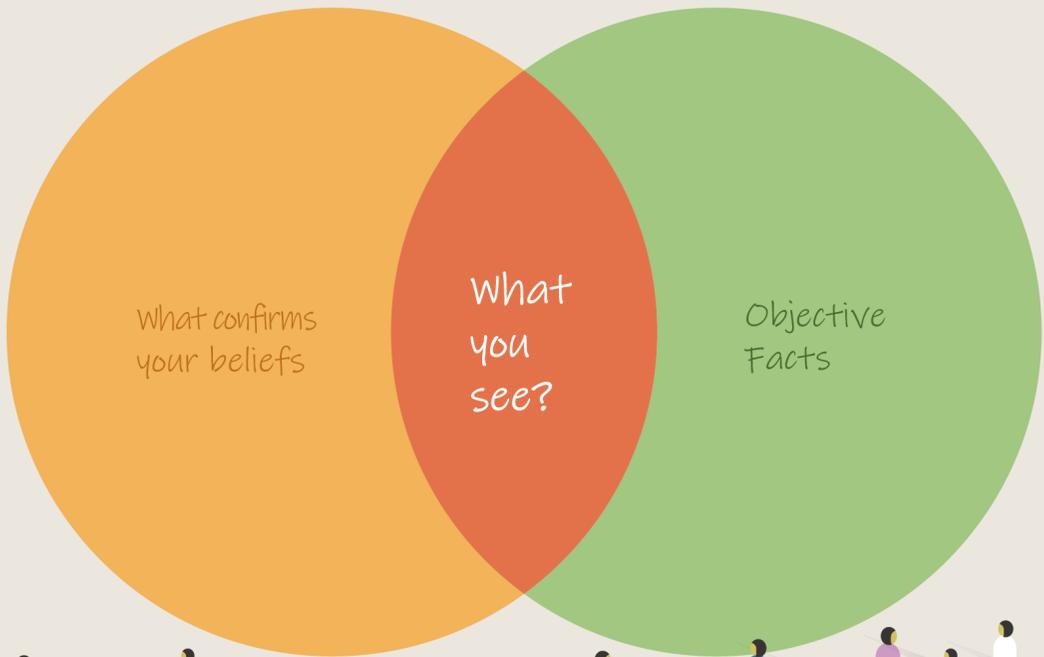


확증 편향 점검과 스타일 전략

thseol@db-fi.com

Quant 설태현



Summary

오랫동안 이어진 글로벌 경기둔화 우려에도 불구하고 MSCI AC World Index 기준 연초 대비 수익률은 17%를 기록 중이다. 지수를 상승시키는 요인 중 우리가 혹시나 과소평가하고 있는 요인이 있는지를 확인할 필요가 있다. 우리가 보는 데이터와 믿음 사이에서 확증 편향(Confirmation Bias)가 발생하고는 있지 않음을 점검하기 위해 다수의 의견에 일부러 반대하는 역할인 악마의 변호인을 활용할 수 있다. 시장 컨센서스는 경기확장 사이클이 무한히 지속할 수는 없기 때문에 경기둔화를 대비할 필요가 있다고 한다. 이번 자료에서는 최대한 증시에 긍정적인 요인들이 무엇인가를 살펴봄으로써 조금이라도 확증 편향으로 인해 발생할 수 있는 리스크를 줄이고자 하였다.

단기적인 관점에서 투자시점을 판단하기 위해 사용하는 DB Risk Index는 10월 강한 위험자산 신호를 보였다. 미중 무역협상이 진전을 보이는 가운데 브렉시트 시점도 연기되며 노딜 브렉시트 우려가 낮아 졌으며 연준을 비롯한 완화적인 통화정책 지속 기대감이 유지되었기 때문이다. 아르헨티나의 대선결과 중도좌파 성향의 페르난데스 전 총리가 당선되었으나 이에 따른 채무불이행이나 미국과의 관계 악화 등의 우려가 신흥국 전체로 당장은 확산되지 않는 모습이다. 단, Risk Index의 위험자산 신호가 기술적 저점 수준에 접근하고 있어 위험자산 신호가 더 강해지기는 어려운 상황이다. 전월 언급한 정치, 경제, 기업 실적 등에서의 혼재된 신호는 여전히 이어지고 있으며 최근 발표된 경기지표는 시장 예상치를 밑돌고 있다. 각종 불확실성 해소에 따른 과도한 기대감은 경계할 필요가 있다.

미국 최선호 스타일 팩터는 전월과 동일하게 고배당을 유지한다. S&P 500의 12M Fwd EPS가 소폭 하향되며 밸류에이션이 5년 평균을 상회하였으나 적정 수준 내에 위치하고 있다. 이익수정비율은 재차 플러스로 돌아서며 상승하는 움직임을 보이고 있어 실적에 대한 기대감은 다시 높아질 수 있는 상황이다. 2019년 3분기 실적은 전년동기대비 역성장 우려가 있으나 높은 어닝서프라이즈 비율을 기록하고 있어 주가지수에 대한 영향은 제한적일 것으로 판단한다. 연말 쇼핑시즌에 대한 기대감이 예전만큼 높지는 않아 이익 추정치 반등이 강하게 나타나기 어렵다.

국내 최선호 스타일 팩터는 전월 고배당에서 퀄리티로 변경한다. KOSPI 200 12M Fwd EPS가 재차 하락하고 있으며 밸류에이션 부담도 여전히 있다. 시장 전체 실적 방향을 좌우하는 IT의 이익 추정치 반등이 이어지고 있는 점은 긍정적이거나 여타 업종의 반등 기대감이 강하지 않음을 고려할 필요가 있다. 미중 무역협상 진전 가능성, 아직은 견조한 미국 소비 등 긍정적 요소들을 간과해서는 안 되지만 최근 발표되는 경제지표 부진, 약해진 실적 반등 자신감 등을 고려할 때 아직은 포트폴리오 안정성을 추구해야 하는 시기라 판단한다.

Contents

I. 마켓 드라이버 팩터.....	4
확증 편향(Confirmation Bias) 리스크 줄이기.....	4
II. 투자 타이밍 & 경기 사이클 & Regime Monitor	8
투자 타이밍.....	8
경기 사이클.....	9
Regime Monitor.....	10
III. S&P 500 스타일 팩터 전략.....	14
스타일 팩터 트렌드 및 계절성.....	14
이익 사이클 및 밸류에이션.....	16
스타일 팩터 모멘텀 및 상승여력.....	18
스타일 팩터 ETF 추천.....	19
IV. KOSPI 200, 스타일 팩터 전략.....	20
스타일 팩터 트렌드 및 계절성.....	20
이익 사이클 및 밸류에이션.....	22
스타일 팩터 모멘텀 및 상승여력.....	24
스타일 팩터 선호도.....	25
스타일 팩터 ETF 추천.....	26
KOSPI 200, 팩터 스코어.....	27
선호 스타일 포트폴리오 편출입 종목.....	32
스타일 팩터 성과추이.....	33

I. 마켓 드라이버 팩터

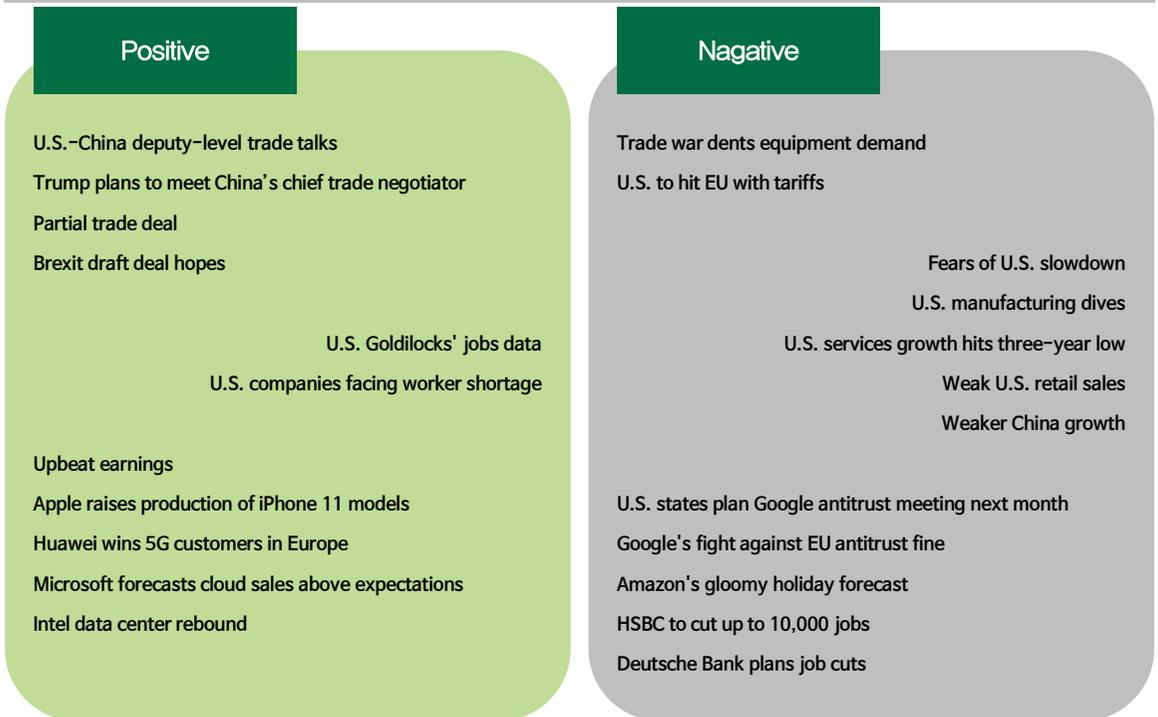
확증 편향(Confirmation Bias) 리스크 줄이기

악마의 변호인(Devil's advocate)을 이용한 집단 사고의 경향 완화

워런 버핏(Warren Buffett)은 '모든 새로운 정보를 자신이 갖고 있는 기존 결론을 바꾸지 않는 방향으로 해석하는 것'이 투자자들이 가장 능숙하게 수행하는 일이라며 투자자의 확증 편향을 경고하였다. 미국 경제는 2009년 6월 이후 12개월째 확장국면을 지속하고 있으나 무역분쟁 등에 다른 제조업 둔화론 침체 우려가 지속되고 있다. Late Cycle 확장세가 무한하게 지속되기는 어렵기 때문에 경기둔화에 대해서는 시장 컨센서스가 강하게 형성되어 있다. 차이가 있다면 소프트 랜딩 견해가 우세하나 신중론과 비판론을 내세우는 입장도 상당하다는 것이다. 동사에서 '제조업 부진 → 고용 둔화 → 소득 감소 → 소비지출 하락 → 비제조업 충격'을 기본 시나리오로 선택하고 있다.

확증 편향으로 발생할 수 있는 부정적 효과를 해소하기 위한 방법 중 하나는 의사결정 과정에서 다수의 의견에 일부러 반대하는 역할인 '악마의 변호인'을 활용하는 것이다. 이번 자료에서는 글로벌 증시에 부정적 영향을 주는 모든 요인들을 배제하고 최대한 긍정적인 측면만 강조해 보고자 한다. 혹시나 놓치고 있을 수 있는 부분을 다시 한번 점검하기 위해서이다.

도표 1. 글로벌 증시에 긍정적/부정적 영향을 주는 요인들



자료: Thomson Reuters, CNBC, Financial Times, Market watch, DB금융투자

경기도 기업실적도 부진한데 글로벌 주가지수는 상승

글로벌 경기둔화 우려에도 MSCI AC World Index는 연초 대비 약 17% 수익률을 기록 중이다. IMF는 올해 글로벌 경제성장률을 2009년 이후 최저치인 3.0%로 하향 조정하였다. 내년 이후의 글로벌 경제 성장을 전망치도 긍정적으로 보기는 어렵다. 2018년부터 증시 반등 시점의 코멘트에서 자주 언급되는 '미중 무역분쟁이슈는 우려가 완화되더라도 실물경기에 긍정적 영향을 주는 요인으로 바뀌는 것은 아니다. 그럼에도 불구하고 글로벌 증시가 저점을 높이며 상승하고 있다는 점은 시장은 우리가 인지하지 못하는 무언가를 반영하고 있다는 것이다.

글로벌 증시의 수익률을 이익과 밸류에이션으로 분해하면 절대적인 부분이 밸류에이션 움직임으로 설명 가능하다. 단, 국가별 연초 대비 수익률을 살펴보면 글로벌 이슈에 같이 영향을 받는 가운데에서도 이익 기여도에 따른 차별화는 나타나고 있다. 분석 대상 국가 중 연초 대비 가장 높은 수익률을 기록한 러시아는 이익 기여도가 가장 높은 반면, 가장 낮은 수익률을 기록한 한국은 다른 국가와 비교하는 것이 힘들 정도로 큰 폭의 12M Fwd EPS 하향 조정이 이뤄졌다. 절대적인 영향은 아니더라도 이익의 방향성을 중요하게 살펴볼 이유가 있음을 보여준다.

도표 2. 전세계 주가지수 수익률 및 12M Fwd EPS 추이



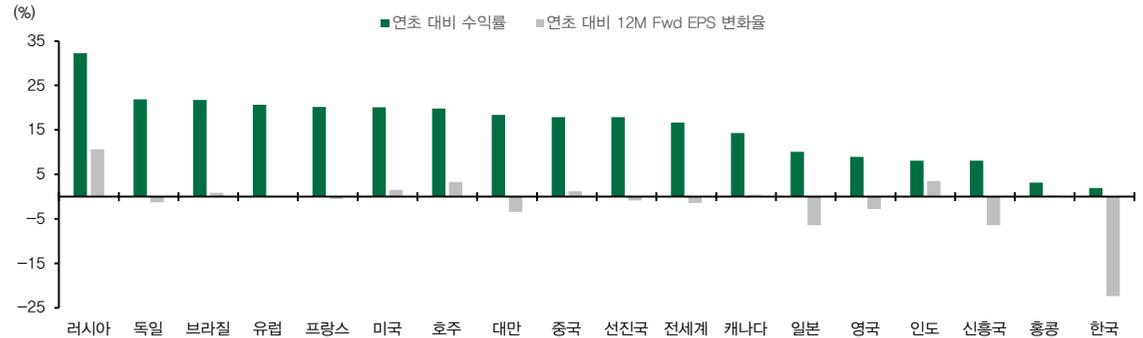
자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 3. 이익이 아닌 밸류에이션에 의해 결정되는 수익률



자료: Bloomberg, DB금융투자 주: MSCI AC World Index 기준

도표 4. 주요국 연초 대비 수익률과 EPS 변화율



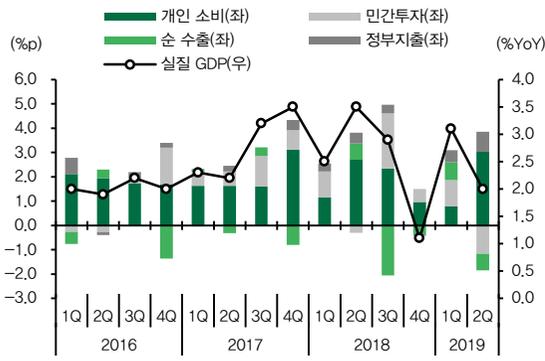
자료: Bloomberg, DB금융투자

혹시 과소평가되고 있을지도 모르는 긍정적 요인들

경제구조의 변화, 제한적인 제조업 부진 영향 등을 고려해 시장 컨센서스는 점진적인 경기둔화에 좀 더 무게를 두고 있다. 미국의 실질 GDP 성장률의 부문별 기여도를 살펴보면 민간투자 기여도가 줄어들다가 19년 2분기에는 마이너스로 돌아섰다. 앞서 언급한 것처럼 무역분쟁이 완화되더라도 단기간 내 제조업 업황이 호전될 가능성은 낮다. 산업생산, 설비투자 감소가 지속되나 소비 등 다른 부문이 상대적으로 양호해 성장률이 유지되는 형태가 이어지고 있다.

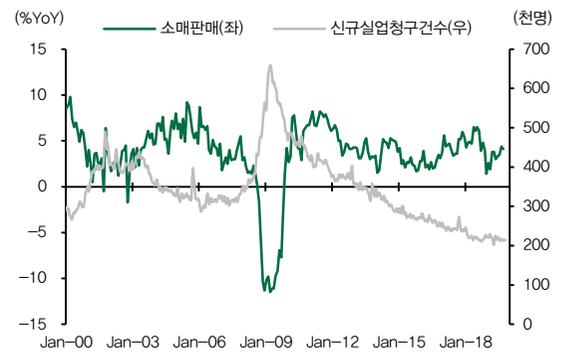
문제는 미중 무역분쟁이 악화될 경우 제조업 부진이 비제조업 등 경제 전반으로 확산되며 소비까지 부진해지며 경기하강 폭이 확대되는 것이다. 올해 3월을 저점으로 반등세를 보이던 미 소매판매가 전월 소폭 낮아지며 소비 둔화 우려가 불가했다. Peter Ganong and Pascal Noel(2015)의 논문에 따르면 해고 시에도 실업보험으로 인해 소득감소 충격은 일정 부분 완화된다. 신규 실업청구건수는 꾸준히 낮아지고 있다. 고용 시점 대비 실업 시점의 카드 소비 변화를 살펴보면 자동차, 여행, 외식, 백화점 등의 지출이 크게 줄어든다. 현재 시장 실적을 견인하는 IT 기업의 사업분야와 차이가 있다.

도표 5. 미 실질 GDP 성장률 및 부문별 기여도



자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 6. 미 소매판매 및 신규실업청구건수 추이



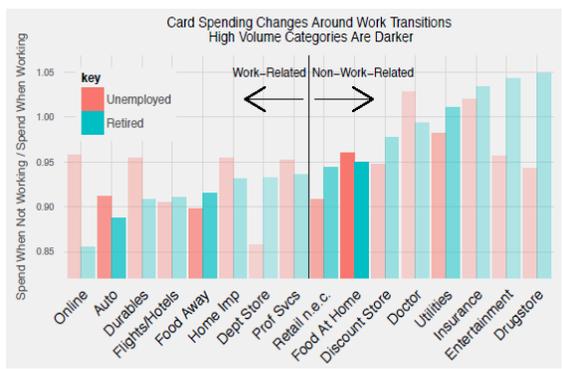
자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 7. 실업보험으로 해고 시 소득수준 충격 완화



자료: How Does Unemployment Affect Consumer Spending, Peter Ganong and Pascal Noel(2015), DB금융투자

도표 8. 미 실업보험 또는 은퇴에 따른 미국 소비 형태 변화

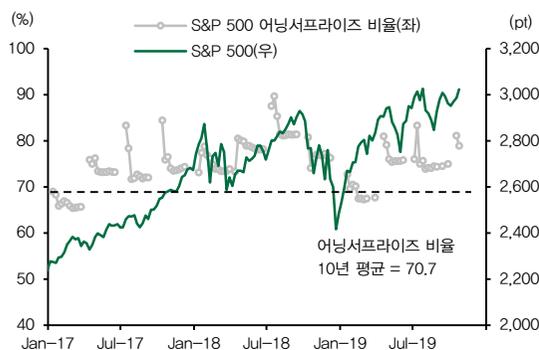


자료: How Does Unemployment Affect Consumer Spending, Peter Ganong and Pascal Noel(2015), DB금융투자

실적에 있어서 긍정적으로 볼 수 있는 부분을 살펴보자. 지금까지 발표된 기업들의 어닝 서프라이즈 비율은 78.9%에 달할 정도로 높다. 시장 기대치가 낮아진 것을 고려하더라도 최근 10년 평균이 70.7%인 것을 감안하면 긍정적인 해석이 가능하다. S&P 500, STOXX 50, Nikkei 225, CSI 300 등 주요국 연도별 매출 및 이익 증가율을 보더라도 증시에 긍정적 영향을 줄 것으로 기대할 수 있다. CSI 300제외하면 2019년 EPS 성장률보다 2020년 EPS 성장률이 더 높을 것으로 기대된다.

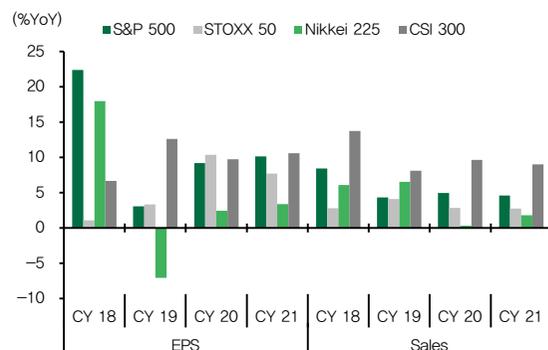
매출 증가율 폭이 둔화함에도 불구하고 지속적인 EPS 상승 기대감이 유지되는 이유는 무엇일까에 대한 고민이 필요하다. 미국의 실업률이 꾸준히 낮아졌음에도 불구하고 시간당 평균임금 증가율은 정체되는 모습을 보였다. 여러 가지 원인 중 하나로 자동화에 따른 저임금, 저숙련 노동자 임금 인상 유인이 낮아진 것을 들 수 있다. 첨단 자동화 협회에 따르면 2018년 미국 자동화 로봇 도입은 사상 최대치를 기록하였다. 산업 전반에 걸쳐 나타났을 뿐 아니라 특히 식품, 소비자 등 수익성이 낮은 산업에서의 도입이 두드러졌다. 수요 부진에 비용 절감으로 대응하는 모습이다.

도표 9. 美 3분기 어닝 서프라이즈 비율



자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 10. 매출 증가율 둔화에도 이익 증가율 개선



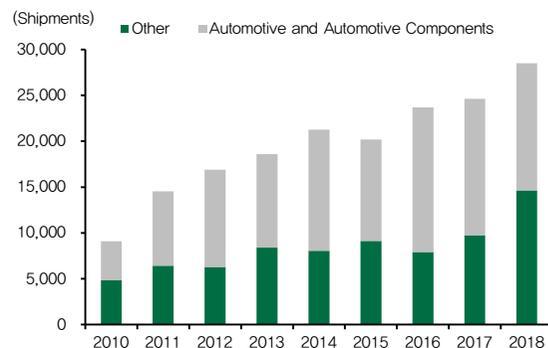
자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 11. 美 실업률 및 시간당 평균임금



자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 12. 美 자동화 로봇 도입은 지속해서 증가



자료: 첨단자동화협회(Association for Advancing Automation), DB금융투자

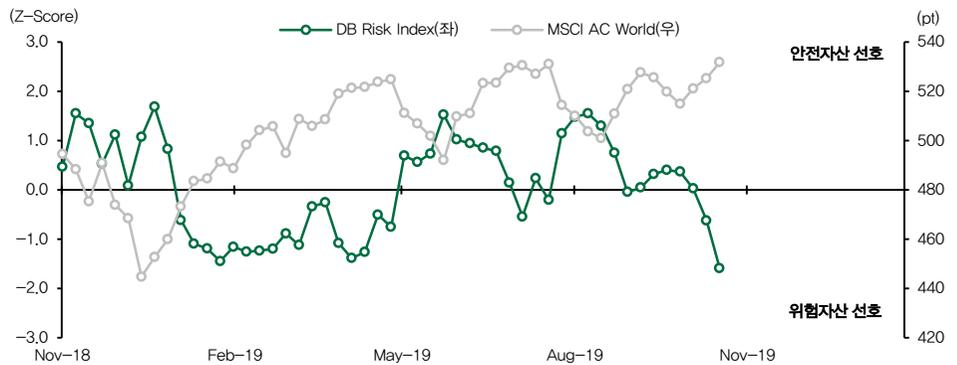
II. 투자 타이밍 & 경기 사이클 & Regime Monitor

투자 타이밍

DB Risk Index 기준: 단기적인 관점에서 빠른 대응이 필요한 시기

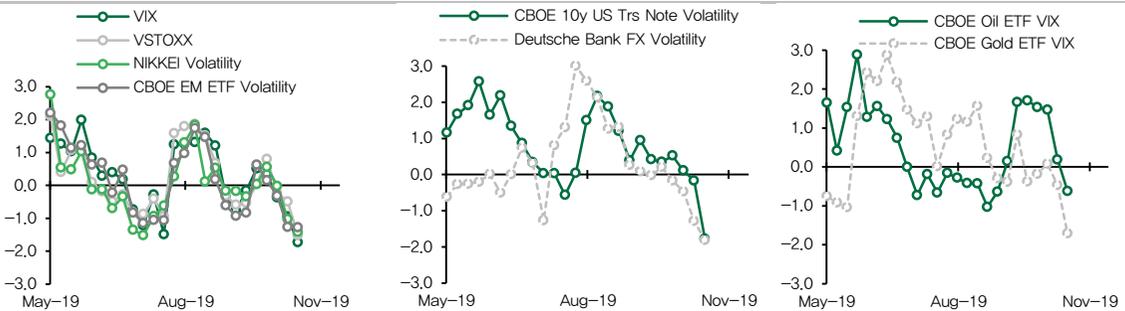
주식, 채권, FX, 원자재 시장의 변동성을 활용하여 만든 DB Risk Index는 위험자산 선호 신호를 강하게 보이고 있다. 미중 무역협상 1단계 합의 가능성 고조, 브렉시트 불확실성 완화, 시장 기대치를 웃도는 실적 발표 등이 투자심리에 긍정적 영향을 주었다. 주식을 비롯해 채권, FX, 원자재 등 전 자산에 걸쳐 변동성이 작아지는 모습이 나타났다. 위험자산 선호가 강해진 속도에 비해 주가지수 상승폭은 제한적인 모습을 보였다. 최근 DB Risk Index는 -1.59 로 3년 내 최저치인 -1.78 에 근접하였다. 위험자산 선호가 추가적으로 강해지기는 어려운 수준까지 내려왔다. 미중 무역분쟁, 브렉시트 등 최근 이슈들은 근본적인 합의로 보기는 어려운 만큼 안전자산 선호로의 반전 가능성에도 유의가 필요하다.

도표 13. DB Risk Index는 위험자산 선호가 강하게 발생, 반전 가능성에 유의



자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 14. DB Risk Index 방향을 주도하는 자산



자료: Bloomberg, DB금융투자

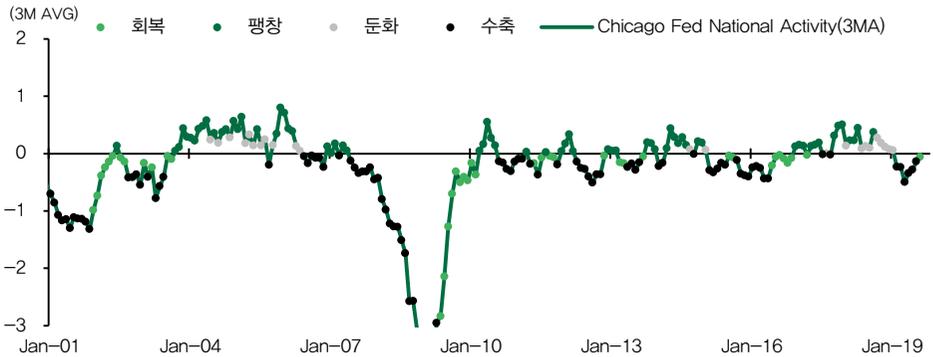
경기 사이클

글로벌 경기둔화는 지속, 지역별로는 차별화

시카고 연준에서 발표하는 전미활동지수는 회복 신호를 보내고 있다. 주의해야 할 점은 최신 데이터가 발표되며 전월 수정 데이터 기준으로는 회복이 아닌 수축 신호를 보내고 있다는 것이다. 미국 9월 소매판매가 예상 밖 전월 대비 0.3% 감소하였다. 단, 이번 부진은 자동차 및 연료와 같은 변동성이 높은 항목 매출 부진에 기인한다. 핵심소매판매는 전월 대비 보합 수준으로 소비 위축이 시작되었다고 보기는 어렵다. 단, 오는 12월 15일 휴대폰과 노트북 등 약 1,600억달러 규모의 중국산 소비재에 추가 관세 부과 예정된 만큼 연말 쇼핑시즌에 대한 기대감은 낮출 필요가 있다.

주요국 경기서프라이즈 지수를 살펴보면 지역별로 전월과 반대되는 모습이 관찰된다. 미국은 2018년 이후 가장 높은 수치를 기록하였던 경기서프라이즈 지수가 빠르게 반락하였다. 유럽은 각종 지표가 부진하게 발표되고 있으나 시장 기대치보다는 나은 모습을 보이고 있다. 신흥국은 마이너스권에서 재차 하락하였다.

도표 15. Chicago Fed National Activity Index(CFNAI)



자료: Bloomberg, DB금융투자

주: CFNAI는 미국 내 85개월 월별 통계는 종합하여 작성. 3개월 및 12개월 이동평균을 이용하여 국면구분

도표 16. 주요국 Citi Economic Surprise Index



자료: Bloomberg, DB금융투자

Regime Monitor

미국: 연준의 금리인하, 국채 수익률 하락 Regime 지속

시장 Regime 기준 S&P 500은 2개월 연속 플러스 수익률을 기록하였으며 가치 스타일 강세가 1개월 만에 마무리되며 다시 성장 스타일 강세가 나타나고 있다. 경제 Regime 기준으로는 연준의 완화적 통화정책 Regime이 지속하고 있으며 장기국채 수익률도 낮아지는 흐름을 유지하고 있다. 가치(Val), 가격 모멘텀(PM), 사이즈(Sz) 등에 관심을 가져야 하는 국면이 이어지고 있다.

도표 17. 미국 Regime Monitor

(단위: 월)

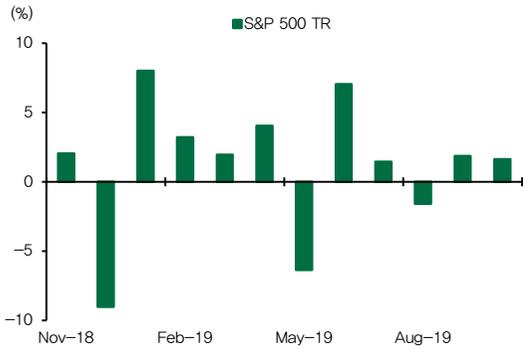
Regime 1/2	현재상태	지속기간	Regime 1 지속기간		Regime 2 지속기간		현재 Regime 수익률 상위		
			최장	평균	최장	평균	1위	2위	3위
Up market / Down Market	UP	2	15	3.6	5	1.6	Sz	PM	Val
Value / Growth: Large Cap	Growth	1	6	1.9	7	2.4	PM	AE	CE
Value / Growth: Small Cap	Growth	1	6	1.7	9	2.2	PM	HG	AE
Small minus Big: Monthly	Small	2	5	1.8	6	1.8	Sz	Val	PM
Volatility: High / Low	Low	2	21	3.7	45	7.6	AE	Val	PM
FX: EUR/USD Incr / Decr	Increase	2	4	1.7	4	1.8	PM	Val	EQ
CPI: High / Low	Low	2	9	2.7	8	2.6	Val	PM	CE
CPI: Incr / Decr	Decrease	1	17	5.8	6	2.0	Sz	Val	PM
CPI: Stable / Extreme	Stable	24	24	8.0	3	1.7	PM	Val	CE
PPI: High / Low	Low	2	10	2.2	6	2.2	Val	PM	CE
PPI: Incr / Decr	Decrease	1	15	3.5	84	5.5	PM	Val	CE
PPI: Stable / Extreme	Extreme	1	13	3.8	4	1.5	Val	Sz	PM
Unemployment: High / Low	Low	57	75	47.0	57	47.0	PM	Val	CE
Unemployment: Incr / Decr	Decrease	4	9	1.5	17	3.4	PM	Val	EQ
Unemployment: Stable / Extreme	Extreme	18	55	28.0	38	19.5	PM	Val	CE
Nom. GDP Growth: High / Low	High	2	15	6.0	42	8.4	PM	Val	EQ
Nom. GDP Growth: Incr / Decr	Increase	5	12	5.1	9	4.3	PM	Val	CE
Real GDP Growth: High / Low	Low	2	15	5.8	33	7.3	Val	PM	Sz
Real GDP Growth: Incr / Decr	Decrease	2	12	4.2	12	4.7	Val	PM	Sz
Money Supply: Incr / Decr	Increase	9	22	8.8	24	10.1	Val	PM	Sz
Fed Funds: Tight/ Loose	Loose	9	26	4.4	112	14.5	Val	Sz	PM
10 Yr Gov. Bond: High / Low	Low	6	22	8.7	69	18.7	Val	PM	Sz
Fed Funds to 10Y: High / Low	Low	4	23	15.0	132	82.0	PM	Val	Sz

자료: S&P Capital IQ, Bloomberg DB금융투자

주1: 1990년 이후 ~ 최근, Regime은 이분법으로 구분하며 먼저 언급되는 것을 Regime 1로 후에 언급되는 것을 Regime 2로 정의

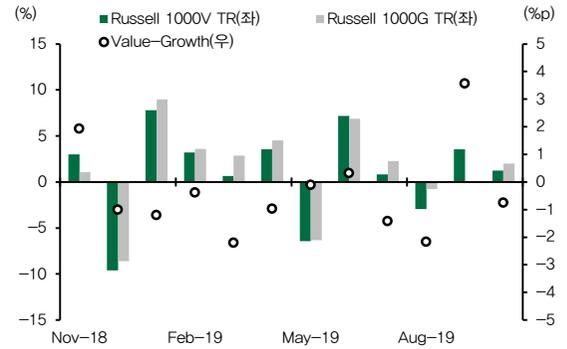
주2: AE(Analyst Expectation), CE(Capital Efficiency), Div(Dividend), EQ(Earnings Quality), HG(Historical Growth), PM(Price Momentum), Sz(Size), Val(Valuation), Vol(Volatility)

도표 18. S&P 500, 플러스 수익률 기록



자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 19. 성장 스타일 강세로 전환



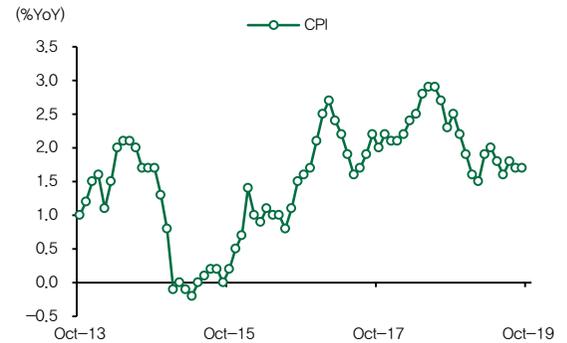
자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 20. 美 생산자물가지수



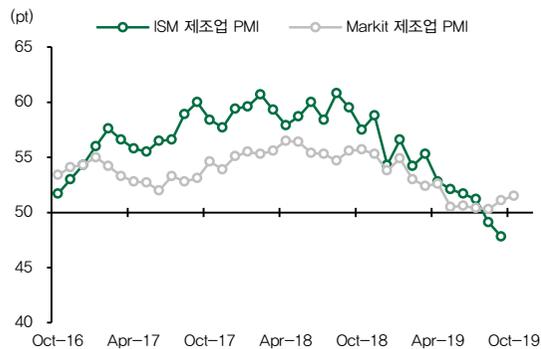
자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 21. 美 소비자물가지수



자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 22. 美 제조업 PMI



자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 23. 연준 기준금리 하락 사이클 지속



자료: Bloomberg, DB금융투자

한국: 한국은행도 완화적 통화정책 유지, 수출회복까지는 시간 필요

국내 시장 Regime 기준 KOSPI는 2개월 연속 플러스 수익률을 기록하였다. 미국과 마찬가지로 성장 대비 가치 스타일 강세가 1개월만 지속하고 재차 성장 스타일 강세가 나타났다. KOSPI 변동성은 89개월 연속으로 저성장 국면이 이어지며 역대 최장기간을 갱신 중이다. 원/달러 환율은 전월에 이어 두 달 연속 하락하는 모습을 보이고 있다.

국내 경제 Regime 기준 글로벌 금리 인하 사이클에 맞춰 한국은행도 기준금리를 인하하고 있다. 전월에 이어 두 달 연속으로 국제 10년물 수익률이 반등하였으나 여전히 60개월 이동평균 이하이다. 수출 증가율은 역성장폭을 줄이고 있으나 여전히 두 자릿수의 부진한 성정을 기록 중이다. 현재 Regime이 유지된다는 가정하에 관심을 가져야 할 스타일 팩터는 가치(Val), 애널리스트 추정치(AE), 이익 퀄리티(EQ) 등이다.

도표 24. 한국 Regime Monitor

(단위: 월)

Regime 1 / 2	현재상태	지속기간	Regime 1 지속기간		Regime 2 지속기간		현재 Regime 수익률 상위		
			최장	평균	최장	평균	1위	2위	3위
Up market / Down Market	Up	2	8	2.4	6	1.8	Val	AE	PM
Value / Growth:	Growth	1	6	1.9	5	1.8	HG	Val	CE
Small minus Big: Monthly	Small	1	7	2.1	9	2.7	Val	AE	Sz
Volatility: High / Low	Low	89	29	5.8	89	3.6	Val	AE	HG
FX: USD/KRW Incr / Decr	Decrease	2	5	2.0	7	2.1	Val	AE	PM
Exports: Incr / Decr	Increase	1	6	1.5	5	1.5	Val	PM	CE
Inflation (CPI): Incr / Decr	Decrease	4	5	1.7	9	2.8	Val	CE	PM
10 Yr Gov. Bond: High / Low	Low	15	20	6.7	92	19.8	Val	AE	CE
Bank of Korea base rate: Tight / Loose	Loose	10	6	3.2	75	17.7	Val	PM	EQ
Fed Funds to 10Y: High / Low	Low	4	23	15	132	82	Val	PM	EQ

자료: S&P Capital IQ, Bloomberg, DataGuide DB금융투자

주1: 2003년 이후 ~ 최근, Regime은 이분법으로 구분하며 먼저 언급되는 것을 Regime 1로 후에 언급되는 것을 Regime 2로 정의

주2: AE(Analyst Expectation), CE(Capital Efficiency), Div(Dividend), EQ(Earnings Quality), HG(Historical Growth), PM(Price Momentum), Sz(Size), Val(Valuation), Vol(Volatility)

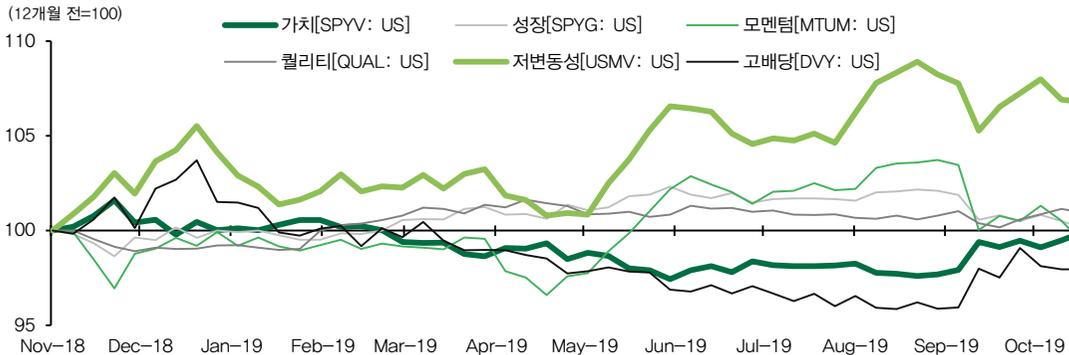
III. S&P 500 스타일 팩터 전략

스타일 팩터 트렌드 및 계절성

변동성 스타일 팩터 상대성과 강세 지속

성장, 모멘텀, 저변동성 스타일이 S&P 500을 두 달 연속 언더퍼폼 하였다. 모멘텀과 저변동성 스타일 팩터가 상호보완적인 관계임을 고려하면 같은 수익률 방향성을 보인 것은 의미가 있다. 일반적으로 저변동성 스타일은 경기방어적, 고배당 증목을 비중이 높는데 최근 저변동성 스타일이 시장을 꾸준히 아웃퍼폼 하며 가격 모멘텀이 강한 증목 비중이 증가하였다. MSCI 분석 기준 iShares Edge MSCI Min Vol U.S.A. ETF[USMV: US]는 저변동성, 가격 모멘텀 측면에서 BM 대비 Overweight 된 상태이다.

도표 31. S&P 500 대비 스타일 팩터 상대성과 추이(최근 12개월)



자료: Bloomberg, DB금융투자
주: 스타일 팩터 ETF 기초지수 기준

도표 32. S&P 500 및 팩터 수익률(최근 12개월)

(단위: %)

	201811	201812	201901	201902	201903	201904	201905	201906	201907	201908	201909	201910
1	저변동성 (3.73)	저변동성 (-7.10)	가치 (8.57)	퀄리티 (4.34)	성장 (2.73)	가치 (4.12)	저변동성 (-1.60)	가치 (8.08)	모멘텀 (1.83)	저변동성 (1.67)	고배당 (4.75)	가치 (2.59)
2	가치 (2.63)	모멘텀 (-7.68)	퀄리티 (8.41)	성장 (4.09)	저변동성 (2.67)	S&P 500 (4.05)	모멘텀 (-2.27)	고배당 (7.25)	가치 (1.76)	모멘텀 (0.28)	가치 (3.21)	퀄리티 (2.15)
3	고배당 (2.14)	고배당 (-8.01)	S&P 500 (8.01)	저변동성 (3.79)	퀄리티 (2.59)	성장 (3.98)	성장 (-5.29)	퀄리티 (7.19)	저변동성 (1.64)	성장 (-0.71)	S&P 500 (1.35)	S&P 500 (1.64)
4	S&P 500 (2.04)	성장 (-8.62)	성장 (7.51)	모멘텀 (3.60)	모멘텀 (2.16)	퀄리티 (3.80)	S&P 500 (-6.35)	S&P 500 (7.05)	S&P 500 (1.44)	S&P 500 (-1.58)	퀄리티 (1.15)	성장 (0.82)
5	성장 (1.53)	퀄리티 (-8.71)	고배당 (6.84)	S&P 500 (3.21)	S&P 500 (1.94)	고배당 (2.99)	퀄리티 (-6.60)	모멘텀 (6.24)	퀄리티 (1.35)	퀄리티 (-1.69)	저변동성 (0.43)	고배당 (0.79)
6	모멘텀 (1.38)	S&P 500 (-9.03)	모멘텀 (6.67)	고배당 (2.91)	가치 (1.06)	모멘텀 (2.32)	고배당 (-7.38)	성장 (6.17)	성장 (1.16)	고배당 (-2.20)	성장 (-0.22)	모멘텀 (-0.13)
7	퀄리티 (1.01)	가치 (-9.48)	저변동성 (5.77)	가치 (2.25)	고배당 (1.03)	저변동성 (2.20)	가치 (-7.57)	저변동성 (5.04)	고배당 (0.81)	가치 (-2.59)	모멘텀 (-1.79)	저변동성 (-0.85)

자료: Bloomberg, DB금융투자 주: 스타일 팩터 ETF 기초지수 수익률 기준

11월부터 스타일 ETF를 보유하는 기간에 따른 아웃퍼폼 확률은 다음과 같다.

2000년 이후 평균적으로 11월 1일부터 1개월 보유 시 가장 높은 승률을 기록한 스타일 팩터는 모멘텀, 성장, 퀄리티 등이다. 모멘텀 팩터가 63.16%로 가장 높은 승률을 기록하였으나 최근 3년간은 시장을 한 번도 이기지 못했다. 오히려 가치, 고배당 스타일 팩터가 최근 3년 동안에는 높은 승률을 기록하였다. 3개월 보유 시 가장 높은 승률을 기록한 스타일 팩터는 가치이며 그다음으로는 저변동성, 고배당 등이 있다. 6개월 보유 시에는 가치, 모멘텀, 고배당 등이 50% 이상의 승률을 기록하였다. 최근 3년간의 성과에 초점을 둔다면 가치 스타일에 관심을 가져볼 만하다.

도표 33. S&P 500 및 스타일 팩터 기간 수익률(11월 1일부터 1개월 보유 시)

(단위: %)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	평균	승률
S&P 500	6.00	0.01	-0.22	0.58	3.05	2.69	0.30	3.70	3.07	2.04	1.38	
가치	6.26	-0.46	-0.32	0.16	2.82	2.28	0.51	6.30	3.39	2.63	1.54	47.37
성장	5.77	0.47	-0.14	0.93	3.26	3.04	0.12	1.22	2.81	1.53	1.21	52.63
모멘텀	6.81	1.92	0.41	1.79	3.08	3.79	0.51	-0.58	2.81	1.38	1.45	63.16
퀄리티	5.77	-0.02	0.37	0.72	3.88	1.59	0.43	2.97	3.73	1.01	1.57	52.63
저변동성	5.75	-0.84	1.16	0.19	1.34	3.44	-0.24	0.64	3.13	3.73	1.39	47.37
고배당	5.41	-0.62	1.52	-0.24	1.10	0.95	0.13	3.79	4.06	2.14	1.65	47.37

자료: Bloomberg, DB금융투자

주: 스타일 팩터 ETF 기초자산 수익률 기준, 2000년 1월 ~ 전월 월간수익률 기준 승률, 음영은 승률 50% 초과

도표 34. S&P 500 및 스타일 팩터 기간 수익률(11월 1일부터 3개월 보유 시)

(단위: %)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	평균	승률
S&P 500	4.16	9.23	5.32	6.75	2.00	-0.64	-6.18	7.76	10.18	0.26	2.03	
가치	5.95	11.21	6.49	8.99	1.01	-1.72	-6.00	9.72	9.48	0.87	2.77	73.68
성장	2.46	7.35	4.33	4.77	2.92	0.36	-6.37	5.73	10.89	-0.25	1.32	26.32
모멘텀	2.85	6.80	3.62	5.17	3.79	2.10	-3.25	3.83	11.36	-0.16	2.30	42.11
퀄리티	3.91	6.54	5.91	6.49	1.74	-0.35	-5.65	6.34	9.71	-0.03	1.77	36.84
저변동성	5.03	3.92	5.35	4.44	-0.46	3.06	-1.12	4.40	6.97	1.92	2.03	52.63
고배당	6.06	4.98	4.20	4.90	0.45	2.00	-2.05	7.76	7.10	0.38	2.90	52.63

자료: Bloomberg, DB금융투자

주: 스타일 팩터 ETF 기초자산 수익률 기준, 2000년 1월 ~ 전월 월간수익률 기준 승률, 음영은 승률 50% 초과

도표 35. S&P 500 및 스타일 팩터 기간 수익률(11월 1일부터 6개월 보유 시)

(단위: %)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	평균	승률
S&P 500	15.66	16.36	12.77	14.42	8.36	4.40	0.43	13.32	3.82	9.76	5.46	
가치	17.98	17.97	13.14	16.63	8.91	3.67	3.12	12.51	1.87	8.54	6.42	68.42
성장	13.45	14.84	12.45	12.47	7.86	5.08	-2.13	13.59	5.70	10.90	4.50	31.58
모멘텀	16.40	17.81	15.66	16.01	6.03	5.51	-0.13	12.80	6.60	8.10	6.44	57.89
퀄리티	13.50	14.67	14.27	15.01	7.50	4.57	0.58	11.97	3.83	11.08	5.19	47.37
저변동성	12.18	13.21	11.95	15.85	6.20	5.48	5.49	10.87	2.31	11.00	5.99	47.37
고배당	19.34	13.91	10.94	15.37	9.11	2.00	8.81	10.83	3.50	7.48	7.64	52.63

자료: Bloomberg, DB금융투자

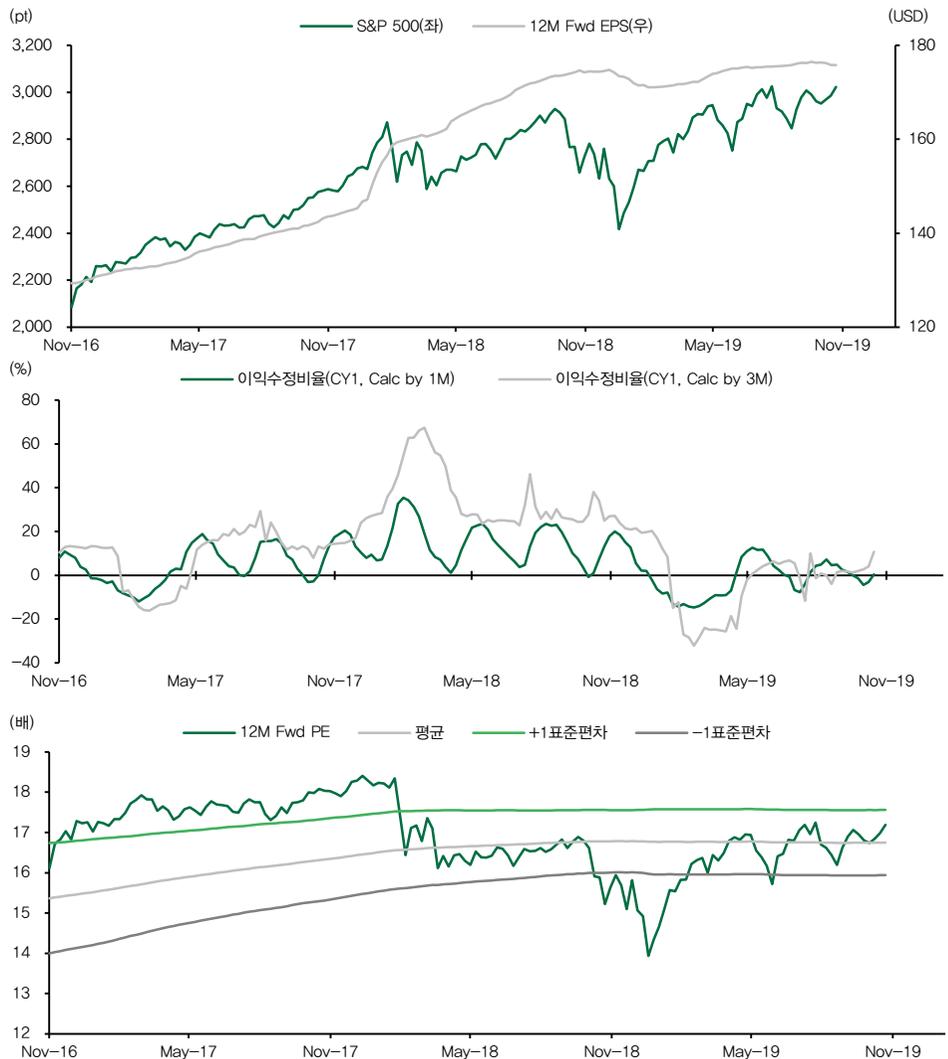
주: 스타일 팩터 ETF 기초자산 수익률 기준, 2000년 1월 ~ 전월 월간수익률 기준 승률, 음영은 승률 50% 초과

이익 사이클 및 밸류에이션

이익수정비율 반등

S&P 500 12M Fwd EPS가 소폭 하향한 모습이다. 3월 이후 7개월 연속으로 주가지수 수익률에 플러스 기여도를 기록한 이익이 마이너스로 돌아선 것이다. 이익 추정치 하락폭이 크진 않지만 과거 이익 추정치 상승이 횡보 또는 하락하는 가운데 이익 추정치 표준편차가 증가할 경우 주가지수가 큰 폭으로 하락한 경우가 있었음을 유의하자. 다행히 이익수정비율은 재차 반등하는 모습을 보이고 있다. 직전 3개월 데이터를 기준으로 0선에서 점차 증가하고 있으며 1개월 데이터를 기준으로도 재차 0선 위로 올라오고 있다. S&P 500 12M Fwd PE는 평균 이상이나 부담스러운 수준은 아니다.

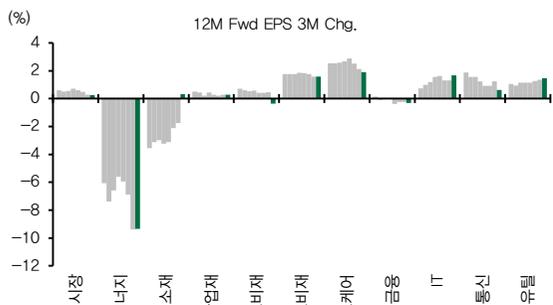
도표 36. S&P 500 12M Fwd EPS, 이익수정비율, 12M Fwd PE 추이



자료: Bloomberg, DB금융투자

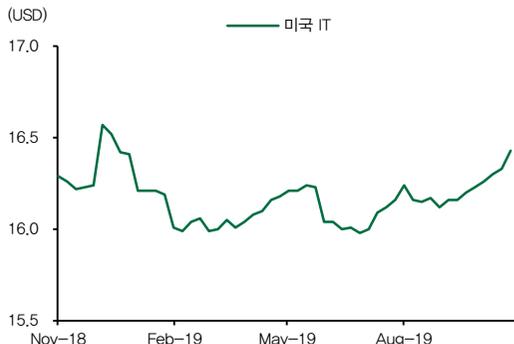
MSCI US 기준 12M Fwd EPS 3M Chg가 둔화되는 모습이다. 섹터별로는 에너지, 경기소비재, 금융 섹터의 이익 추정치가 하향 조정이 이어지고 있다. 아마존이 쇼핑시즌의 매출 가이드선으로 시장 기대치인 87.4십억 달러를 밀도는 80~86.5십억 달러를 제시하였다. 또한 영업이익 가이드선은 1.2~2.9십억 달러로 시장 예상치인 4.19십억 달러를 하회하였다. 다행히 미국 실적을 견인하고 있는 IT 섹터의 12M Fwd EPS 증가세가 이어지며 과도한 실적 부진 우려는 방지하는 모습이다.

도표 37. 섹터별 12M Fwd EPS



자료: Bloomberg, DB금융투자
주: MSCI US 섹터분류

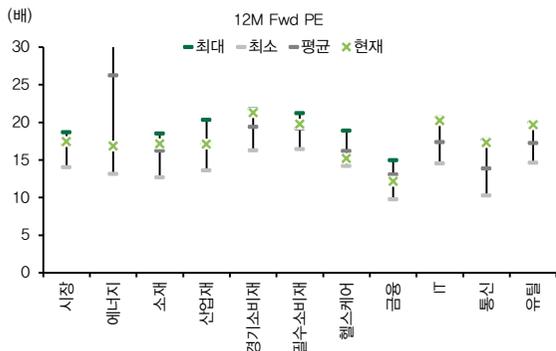
도표 38. 미국 IT 12M Fwd EPS



자료: Bloomberg, DB금융투자
주: MSCI US 섹터분류

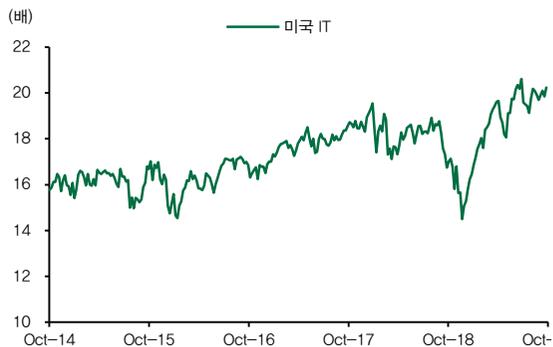
MSCI US 기준 12M Fwd PE는 5년 평균을 상회하고 있다. 이익 추정치는 소폭 하향한 가운데 각종 우려 완화에 주가지수는 상승세를 이어갔기 때문이다. 섹터별로는 IT, 유틸리티, 통신, 경기소비재 등이 밸류에이션 고점 수준까지 높아졌다. 5년 평균 대비 낮은 밸류에이션을 기록 중인 섹터는 헬스케어, 금융, 에너지 등이다. 전월과 유사한 수준의 밸류에이션을 대체로 기록하고 있다.

도표 39. 섹터별 12M Fwd PE



자료: Bloomberg, DB금융투자
주: MSCI US 섹터분류

도표 40. 미국 IT 12M Fwd PE 5년 내 최고



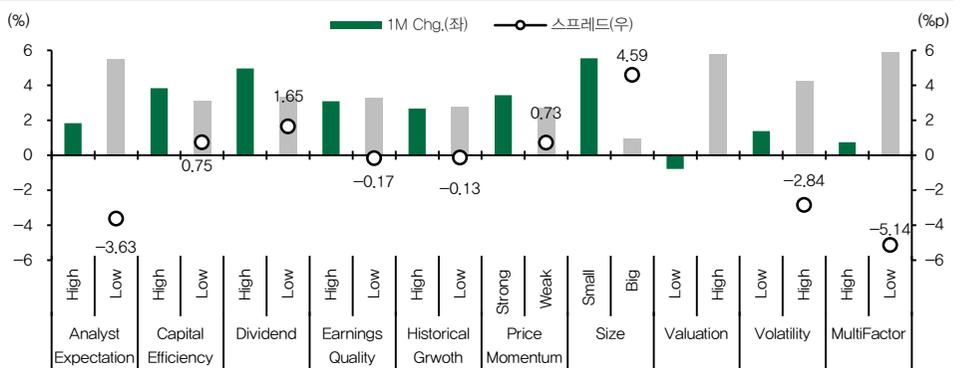
자료: Bloomberg, DB금융투자
주: MSCI US 섹터분류

스타일 팩터 모멘텀 및 상승여력

모멘텀 가진 스타일 팩터: 사이즈(Sz), 배당(Div), 모멘텀(PM) 등

스타일 팩터 상위 포트폴리오의 당월 수익률 스프레드를 통해 모멘텀을 판단한다. 가장 강한 모멘텀을 기록한 스타일 팩터는 사이즈이다. 전월에 이어 베타가 높은 소형주에 대한 관심이 이어지며 두 달 연속 가장 강한 모멘텀을 기록하였다. 그다음으로는 고배당 스타일 팩터가 높은 관심을 받았다. 연준의 기준금리 인하 기조 지속에 따라 고배당 스타일 팩터 매력도 지속 중이다.

도표 41. S&P 500 스타일 팩터 1개월 수익률 및 스프레드

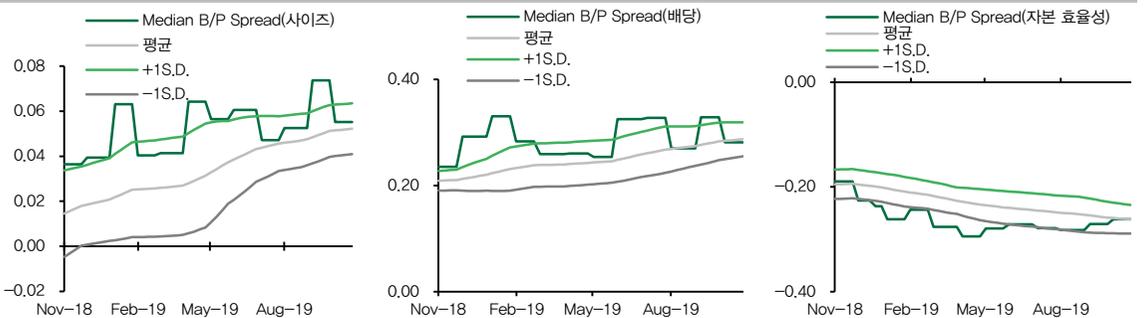


자료: S&P Clarif, DB금융투자

상승여력이 있는 팩터: 사이즈(Sz), 배당(Div), 자본 효율성(CE)

스타일 팩터 상위 포트폴리오의 Median B/P 스프레드를 이용하여 상승여력을 판단하였다. 직전 3년간의 데이터를 기준으로 평균과 +/- 1표준편차를 도출하며 Median B/P Spread 확대될수록 추가 상승여력이 크다. 상승여력이 높은 스타일 팩터는 사이즈, 배당, 자본 효율성 등이다. 그 외 팩터에서는 대체로 추가 상승여력이 제한적인 모습이 관찰된다.

도표 42. S&P 500 스타일 팩터 Median B/P Spread 추이



자료: S&P Clarif, DB금융투자

스타일 팩터 ETF 추천

배당 스타일 ETF 선호

배당 스타일은 팩터는 크게 배당성장과 고배당 등 크게 두 가지로 구분할 수 있다. S&P 500의 이익 추정치가 소폭 하향 조정된 점, 채권수익률이 낮아지는 추세를 기록 중인 점 등을 고려하여 배당성장 보다 고배당 스타일을 추천한다. 대표적인 고배당 스타일 ETF로는 Vanguard High Dividend Yield[VYM: US]가 있다. 투자대상에서 REITs를 제외할 정도로 보수적인 투자전략을 구사하며 높은 총 운용자산 및 낮은 수수료를 장점으로 꾸준한 자금유입이 이어지고 있다.

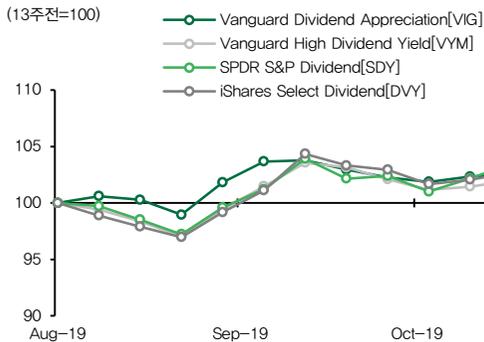
도표 43. 배당 스타일 ETF 개요

(단위: USD mil, %)

티커	ETF명	총운용자산	수수료	특징
VIG US	Vanguard Dividend Appreciation	38,356	0.06	- 과거 10년 이상 배당성장 기업 투자 - 시가총액가중방식
VYM US	Vanguard High Dividend Yield	26,201	0.06	- FTSE High Dividend Yield Index 추종 - 12개월 배당수익률 상위 기업 투자, REITs는 투자대상에서 제외 - 시가총액가중방식
SDY US	SPDR S&P Dividend	18,853	0.35	- S&P 1500 유니버스 - 배당성장 및 고배당 스타일 팩터 고려
DVY US	iShares select Dividend	17,682	0.39	- 배당 안정성과 성장성 고려 - 5년 배당 성장률, 배당성향, 배당 추이 등을 활용

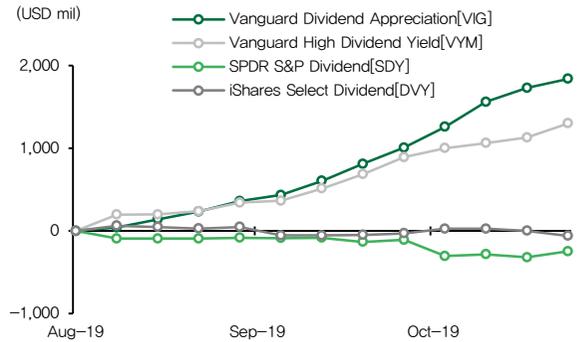
자료: Bloomberg, ETF.com, DB금융투자

도표 44. 배당 스타일 ETF 주가



자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 45. 배당 스타일 ETF 자금흐름



자료: Bloomberg, DB금융투자

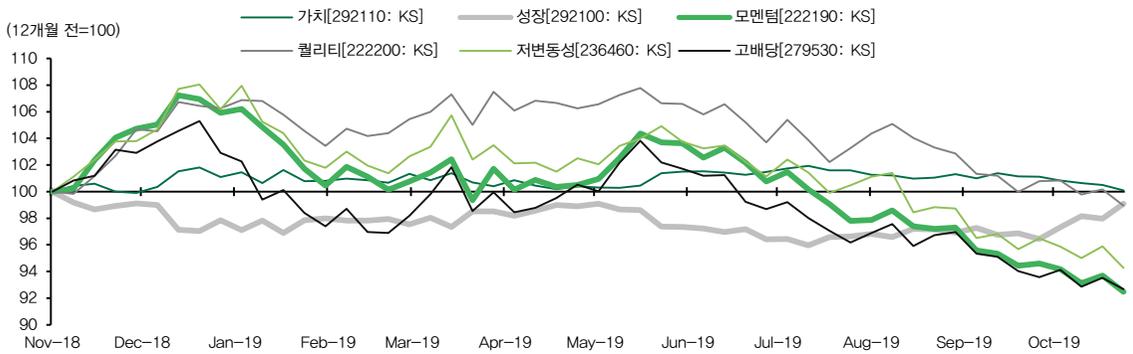
IV. KOSPI 200, 스타일 팩터 전략

스타일 팩터 트렌드 및 계절성

시장을 언더퍼폼하는 스타일 팩터가 더 많은 상황

최근 12개월간 KOSPI 200 대비 스타일 팩터 상대성과를 살펴보면 6월부터 시작된 저변동성, 모멘텀, 퀄리티 등의 부진이 지속 중이다. 특히 모멘텀 스타일은 5개월 연속으로 시장을 언더퍼폼 하였다. 모멘텀 스타일을 대표하는 ARIRANG 스마트베타 Momentum[222190: KS]는 EPS 예상치 1개월 변화율, 이익수정비율, BPS 예측치 구간 분포 등 모멘텀을 판단하는 12개 팩터 스코어를 이용해 상위 50 종목으로 구성된 지수를 추종한다. 상대성과가 7월부터 꾸준히 상대성과가 개선되는 모습을 보이는 스타일로는 성장이 있다. 반도체를 중심으로 실적 개선 기대감이 조금씩 살아나며 관심이 높아지고 있다.

도표 46. KOSPI 200 대비 스타일 팩터 상대성과 추이(최근 12개월)



자료: Bloomberg, DB금융투자 주: 스타일 팩터 ETF 기초지수 기준

도표 47. KOSPI 200 및 스타일 팩터 월별 수익률(최근 12개월)

(단위: %)

	201811	201812	201901	201902	201903	201904	201905	201906	201907	201908	201909	201910
1	모멘텀 (8.02)	저변동성 (-1.25)	KOSPI 200 (9.13)	퀄리티 (0.99)	퀄리티 (-0.67)	성장 (3.47)	모멘텀 (-4.54)	KOSPI 200 (5.16)	퀄리티 (-2.96)	성장 (-2.52)	KOSPI 200 (4.76)	성장 (4.52)
2	퀄리티 (7.05)	퀄리티 (-2.01)	성장 (9.09)	저변동성 (0.08)	고배당 (-0.84)	가치 (3.10)	고배당 (-5.58)	가치 (5.14)	저변동성 (-3.39)	KOSPI 200 (-2.76)	가치 (4.55)	KOSPI 200 (1.69)
3	저변동성 (3.86)	가치 (-2.31)	가치 (9.06)	고배당 (-0.04)	성장 (-1.60)	KOSPI 200 (3.05)	저변동성 (-6.10)	성장 (4.15)	성장 (-3.75)	고배당 (-2.97)	성장 (4.26)	고배당 (0.45)
4	고배당 (3.81)	모멘텀 (-2.35)	퀄리티 (6.45)	가치 (-0.44)	모멘텀 (-1.67)	고배당 (2.88)	가치 (-6.41)	저변동성 (2.53)	가치 (-3.91)	가치 (-3.03)	퀄리티 (2.64)	가치 (0.14)
5	성장 (3.17)	고배당 (-3.45)	저변동성 (4.65)	KOSPI 200 (-0.73)	저변동성 (-1.79)	퀄리티 (2.16)	퀄리티 (-7.36)	퀄리티 (2.30)	KOSPI 200 (-4.02)	모멘텀 (-4.16)	저변동성 (2.39)	퀄리티 (-0.17)
6	KOSPI 200 (2.78)	KOSPI 200 (-3.45)	모멘텀 (3.97)	모멘텀 (-0.87)	KOSPI 200 (-2.58)	저변동성 (1.90)	KOSPI 200 (-7.38)	모멘텀 (2.23)	고배당 (-5.47)	퀄리티 (-4.59)	모멘텀 (1.86)	모멘텀 (-0.79)
7	가치 (1.77)	성장 (-4.67)	고배당 (3.39)	성장 (-1.04)	가치 (-3.46)	모멘텀 (1.87)	성장 (-8.84)	고배당 (2.02)	모멘텀 (-5.95)	저변동성 (-5.70)	고배당 (1.09)	저변동성 (-0.87)

자료: Bloomberg, DB금융투자 주: 스타일 팩터 ETF 기초지수 기준

11월부터 스타일 ETF를 보유하는 기간에 따른 아웃퍼폼 확률은 다음과 같다.

1개월을 보유할 경우 승률이 모든 스타일이 50% 이상의 승률을 기록하였다. 그중에서 가장 높은 승률을 기록한 스타일 팩터는 고배당이며 그다음으로는 퀄리티, 저변동성, 성장 등이 있다. 2001년부터 2018년까지 KOSPI 200의 11월 평균 수익률은 2.36%로 월별 수익률 기준 2위를 기록하였다. 절대수익률이 플러스를 기록한 월의 비율은 61%로 높은 편이다. 3개월 보유 시에는 고배당을 제외한 모든 스타일이 50% 이상의 승률을 기록하였다.

도표 48. KOSPI 200 및 스타일 팩터 기간 수익률(11월 1일부터 1개월 보유)

(단위: %)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	평균	승률
KOSPI 200	-1.00	2.74	-3.48	1.63	1.00	1.30	-2.07	-0.65	-2.49	2.78	2.36	
가치	-0.98	2.78	-3.75	1.44	0.24	0.99	-2.87	0.18	-1.84	1.77	2.52	50.00
성장	-0.57	2.84	-3.09	2.19	1.80	1.63	-0.86	-2.06	-2.38	3.17	2.33	66.67
모멘텀	-2.94	1.26	-1.57	2.40	2.20	-0.14	-1.33	-3.95	1.75	8.02	2.94	61.11
퀄리티	-0.57	-1.42	-3.52	1.24	3.12	-0.94	0.01	-1.16	3.35	7.05	3.32	66.67
저변동성	-2.97	0.44	-0.21	1.48	2.47	2.13	-1.88	-1.73	2.54	3.86	3.56	66.67
고배당	-0.84	-1.48	-1.71	1.77	0.15	-1.45	-1.82	0.46	1.98	3.81	3.43	77.78

자료: Bloomberg, DB금융투자

주: 스타일 팩터 ETF 기초자산 수익률 기준, 2001년 7월 ~ 전월 월간수익률 기준 승률, 음영은 승률 50% 초과

도표 49. KOSPI 200 및 스타일 팩터 기간 수익률(11월 1일부터 3개월 보유)

(단위: %)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	평균	승률
KOSPI 200	1.71	12.40	2.81	3.15	-5.25	-0.23	-6.94	4.75	-0.06	8.29	4.21	
가치	4.53	11.89	4.65	4.67	-5.56	-2.77	-8.54	6.99	0.15	8.43	4.93	61.11
성장	1.70	13.57	0.57	1.30	-5.15	1.24	-4.73	2.41	3.71	7.30	4.34	55.56
모멘텀	-3.07	9.57	-1.76	2.80	0.04	1.09	-0.88	-4.31	8.92	9.67	4.29	55.56
퀄리티	-1.07	2.23	-1.17	3.31	0.47	1.41	0.86	1.32	6.86	11.66	4.86	61.11
저변동성	-2.11	4.01	1.42	2.18	-0.24	-0.50	-2.86	-2.31	5.87	7.33	4.40	50.00
고배당	1.03	0.45	1.61	5.52	-1.17	-3.43	-5.19	1.66	3.21	3.62	2.59	38.89

자료: Bloomberg, DB금융투자

주: 스타일 팩터 ETF 기초자산 수익률 기준, 2001년 7월 ~ 전월 월간수익률 기준 승률, 음영은 승률 50% 초과

도표 50. KOSPI 200 및 스타일 팩터 기간 수익률(11월 1일부터 6개월 보유)

(단위: %)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	평균	승률
KOSPI 200	10.22	19.51	5.79	2.21	-4.34	6.38	-1.69	12.22	-3.00	7.92	9.59	
가치	12.33	14.42	3.94	2.62	-5.37	6.13	0.01	14.91	-1.09	7.46	10.01	55.56
성장	11.15	26.07	9.21	-0.29	-4.20	5.82	-3.36	8.93	-0.29	8.11	9.91	61.11
모멘텀	4.12	25.38	-4.32	9.76	0.43	15.38	-1.67	-0.96	2.06	8.91	11.95	72.22
퀄리티	5.67	8.84	-4.89	6.48	6.54	12.78	-0.26	5.51	1.87	14.43	11.08	61.11
저변동성	2.68	9.49	0.45	9.24	-0.45	14.23	1.22	4.23	-0.83	7.49	11.33	61.11
고배당	7.11	3.34	-1.55	12.16	5.16	9.19	3.43	9.32	-2.71	5.67	10.02	61.11

자료: Bloomberg, DB금융투자

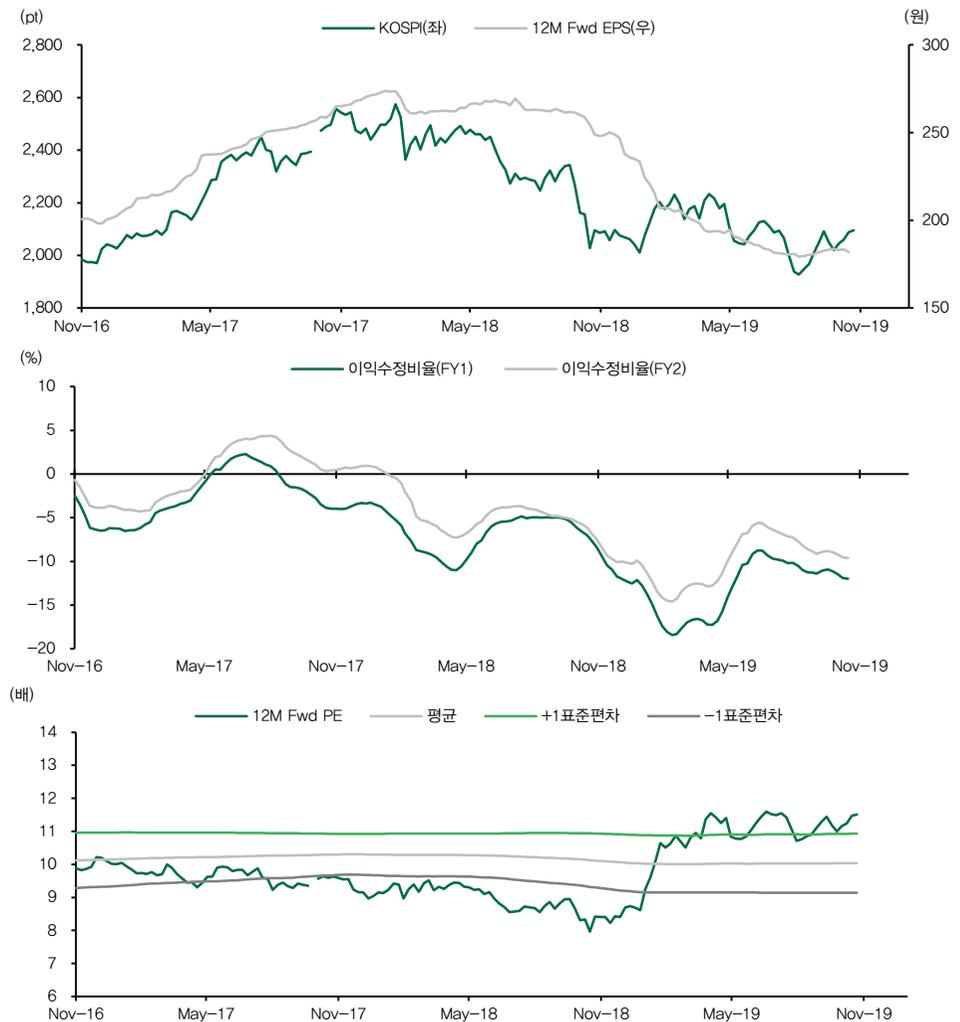
주: 스타일 팩터 ETF 기초자산 수익률 기준, 2001년 7월 ~ 전월 월간수익률 기준 승률, 음영은 승률 50% 초과

이익 사이클 및 밸류에이션

국내 이익 추정치 다시 하락 전환

KOSPI 200의 12M Fwd EPS가 전월 반등세를 이어가지 못하고 재차 하락하는 모습이다. 순이익 기준 시장에서 가장 큰 부분을 차지하는 반도체의 이익 추정치 상승에도 불구하고 3분기 실적시즌을 거치며 자동차, 조선 등의 일회성 비용 반영, 여타 업종의 이익 추정치 하향 등으로 전체 방향성이 다시 아래를 향하고 있다. 이익수정비율도 마이너스권에서 다시 하락하며 실적 반등 기대감이 약해지고 있다. 펀더멘털 부진에도 불구하고 주가지수는 글로벌 투자심리 회복과 맞춰 상승함에 따라 밸류에이션은 장기평균의 +1표준편차를 벗어나고 있다.

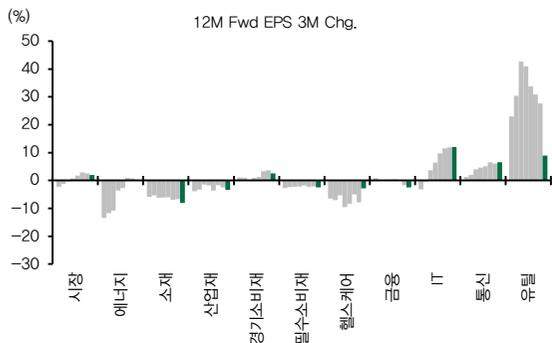
도표 51. KOSPI 200 12M Fwd EPS, 이익수정비율, 12M Fwd PE 추이



자료: Bloomberg, Quantwise, DB금융투자

MSCI Korea 기준 12M Fwd EPS 3M Chg는 플러스 폭이 축소되고 있다. 소재, 산업재, 금융 섹터의 이익 추정치 하락폭이 확대되고 있으나 다행인 점은 IT섹터가 바닥을 다지고 상승하는 점이다. 에너지, 경기소비재, 유틸리티 섹터도 상승흐름을 이어가고 있어 최근의 이익 추정치 하락이 장기적으로 지속되기보다는 실적발표시즌 이후 2020년에 관심이 모여 다시 반등할 수 있는 힘을 비축하고 있다.

도표 52. 섹터별 12M Fwd EPS



자료: Bloomberg, DB금융투자
주: MSCI Korea 섹터 기준

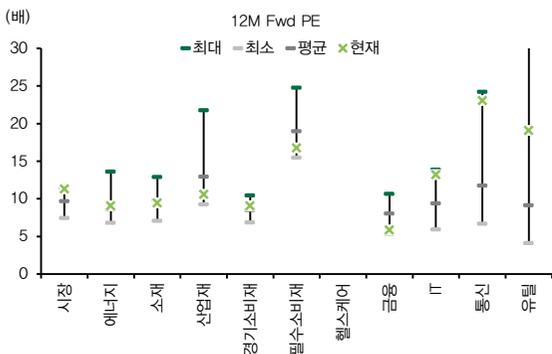
도표 53. 한국 IT 12M Fwd EPS 변동



자료: Bloomberg, DB금융투자
주: MSCI Korea 섹터 기준

MSCI Korea 기준 12M Fwd PE는 5년 내 최고치를 기록 중이다. 섹터별로는 IT, 통신 섹터가 과거 대비 상단에 위치하고 있으며 에너지, 소재, 경기소비재 등은 과거 평균 수준이다. 밸류에이션이 낮은 섹터는 금융 섹터로 수익성 둔화 우려에 따른 이익 추정치 하락이 이어지고 있어 밸류에이션 반등이 쉽지 않은 상황이다.

도표 54. 섹터별 12M Fwd PE



자료: Bloomberg, DB금융투자
주: MSCI Korea 섹터 기준

도표 55. 한국 금융 12M Fwd PE 5년 내 최저



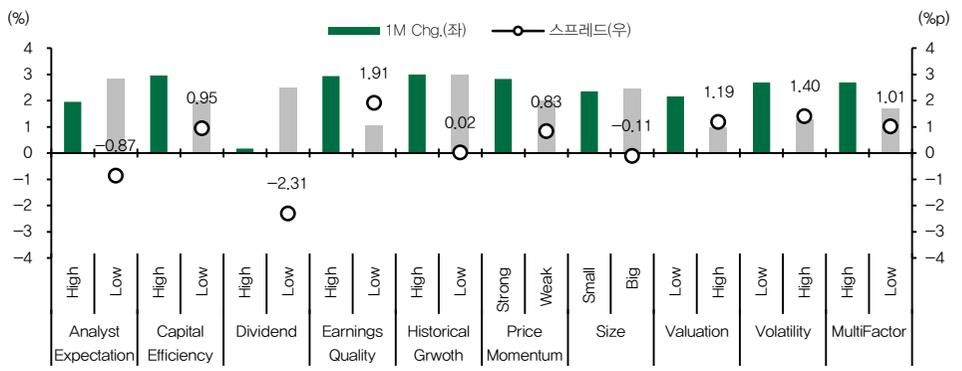
자료: Bloomberg, DB금융투자
주: MSCI Korea 섹터 기준

스타일 팩터 모멘텀 및 상승여력

모멘텀을 가진 스타일 팩터: 이익 퀄리티(EQ), 저변동성(Vol), 가치(Value) 등

스타일 팩터 상하위 포트폴리오의 당월 수익률 스프레드를 통해 모멘텀을 판단한다. 강한 모멘텀을 기록한 스타일 팩터는 이익 퀄리티이다. 본격적인 3분기 실적발표 시즌을 맞이하여 안정적인 수익성을 보이는 기업에 대한 관심이 높아졌다. 대체로 팩터별 상하위 수익률 스프레드가 플러스를 기록하였으나 배당, 애널리스트 추정치 팩터는 마이너스를 기록하였다. 전월 모멘텀이 강했던 사이즈, 가격 모멘텀 등은 모멘텀이 약해진 모습이다.

도표 56. KOSPI 200 스타일 팩터 1개월 수익률 및 스프레드

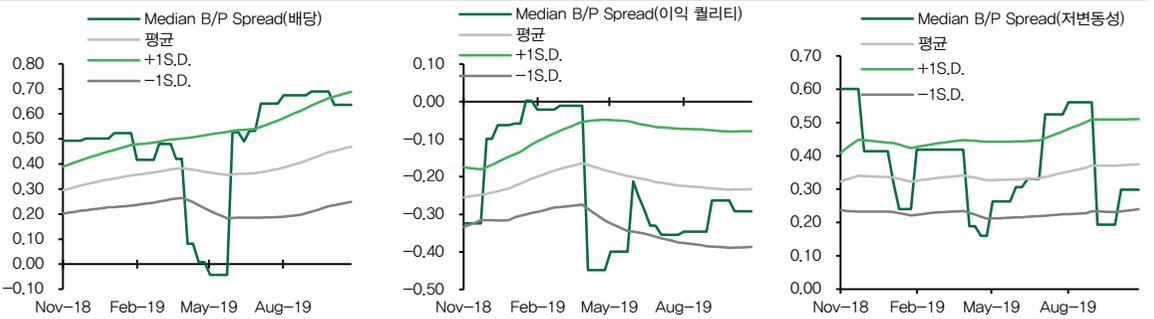


자료: S&P Clarif, DB금융투자

상승여력이 있는 팩터: 배당(Div), 이익 퀄리티(EQ), 저변동성(Vol)

스타일 팩터 상하위 20% 포트폴리오의 Median B/P 스프레드를 이용하여 상승여력을 판단하였다. 직전 3년간의 데이터를 기준으로 평균과 +/- 1표준편차를 도출하며 Median B/P Spread 확대될수록 추가 상승여력이 크다고 본다. 대부분 스타일이 상승여력이 제한적인 가운데 모멘텀을 가지고 있는 상대적으로 상승여력이 있는 스타일 팩터는 배당, 이익 퀄리티, 저변동성 등이다.

도표 57. KOSPI 200 스타일 팩터 Median B/P Spread 추이



자료: S&P Clarif, DB금융투자

스타일 팩터 선호도

전월 대비 이익 퀄리티 스타일 팩터 매력도 상향

블랙시트 결정 시기가 3개월 연기되고, 미중 무역협상도 합의 기대감이 높아지고 있으나 여전히 글로벌 경기는 부진하다. 일시적으로 반등하는 움직임을 보였던 국내 실적 추정치도 다시 하락하는 움직임을 보이고 있다. 반도체를 중심으로 내년의 실적 반등 기대감은 있으나 아직은 발표되는 실적과 향후 가이던스를 지켜봐야 할 시점이다. 계절성, 모멘텀, 상승여력 등을 종합적으로 고려해 이익 퀄리티 스타일 팩터를 최선호로 상향한다. 시장 전체의 이익 기대감이 다시 낮아지는 만큼 이익 안정성을 보이는 기업에 대한 선호가 이어질 수 있다.

도표 58. 국내 스타일 팩터 코멘트 및 선호도

구분	코멘트	Underweight	Neutral	Overweight
가치 (Valuation)	- 경기 사이클 수축, 이익 사이클 수축, 고밸류에이션 국면에서 비선호 - 계절성 관점에서 중립 - 팩터 모멘텀이 있으며 추가 상승여력도 있음, 전월과 동일한 선호도 유지			
성장 (Historical Growth)	- 경기 사이클 수축, 이익 사이클 수축, 고밸류에이션 국면에서 중립 - 계절성 관점에서 선호 - 추가 상승여력은 있으나 팩터 모멘텀이 약함, 비선호 팩터 유지			
모멘텀 (Price Momentum)	- 경기 사이클 수축, 이익 사이클 수축, 고밸류에이션 국면에서 선호 - 계절성 관점에서 선호 - 팩터 모멘텀은 있으나 상승 여력이 없어 중립 선호도 유지			
퀄리티 (Earnings Quality)	- 경기 사이클 수축, 이익 사이클 수축, 고밸류에이션 국면에서 선호 - 계절성 관점에서 선호 - 팩터 모멘텀이 강하며 상대적으로 추가 상승여력도 보유, 최선호 팩터			
지변동성 (Volatility)	- 경기 사이클 수축, 이익 사이클 수축, 고밸류에이션 국면에서 선호 - 계절성 관점에서 선호 - 팩터 모멘텀이 있으며 상대적으로는 추가 상승여력도 보유, 선호 팩터 유지			
고배당 (Dividend)	- 경기 사이클 수축, 이익 사이클 수축, 고밸류에이션 국면에서 중립 - 계절성 관점에서 최선호 - 상승여력을 가지고 있으나 팩터 모멘텀이 약해 선호도 하향			

자료: DB금융투자

스타일 팩터 ETF 추천

최선호 팩터로 상향한 퀄리티 스타일 ETF

11월 최선호 스타일 팩터인 퀄리티에 투자할 수 있는 국내 ETF는 다음과 같다. 총운용자산 규모는 비슷하며 수수료 측면에서는 KINDEX 스마트퀄리티[322120: KS]가 낫다. FnGuide에서 발표하는 스마트 퀄리티 지수를 추종하며 코스피 유동시총 상위 200종목을 유니버스로 한다. ROIC 3년 평균, 유동주식 비율은 높고 부채비율이 낮은 종목을 선호한다. 단순 시가총액가중방식 아닌 최적화 기법을 통해 종목 별 비중을 산출한다. 최종 스코어를 최대로 하는 Global Minimum Variance 최적화 기법을 통해 도출된 20종목별 비중이 각 종목별 시가총액 변화 추이를 적용한다. 개별 종목 비중이 유니버스내 개별종목 비중의 +/- 1%에서 결정된다.

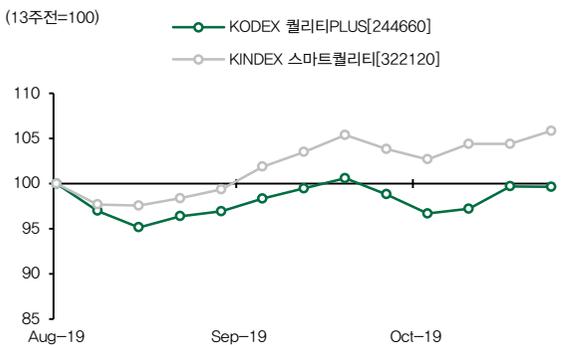
도표 59. 퀄리티 스타일 ETF 개요

(단위: 억원 %)

티커	ETF명	총운용자산	수수료	특징
244660 KS	KODEX 퀄리티PLUS	76	0.30	- FnGuide 퀄리티 Plus 지수 추종 - 영업효율성(매출총이익/총자산), 가치(장부가치/시가총액) 등 고려 - 매월 리밸런싱 시점에 포트폴리오 일정 비율 교체
322120 KS	KINDEX 스마트퀄리티	75	0.19	- FnGuide에서 발표하는 스마트 퀄리티 지수 추종 - 코스피 유동시총 상위 200종목이 유니버스 - ROIC, 유동주식비율, 부채비율 등을 고려해 안정적 재무구조, 지속가능한 수익력을 보유한 종목 편입

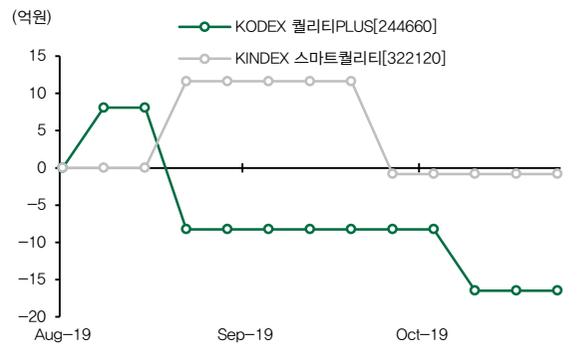
자료: Bloomberg, FnGuide, DB금융투자

도표 60. 퀄리티 스타일 팩터 ETF 추가



자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 61. 퀄리티 스타일 팩터 ETF 자금흐름



자료: Bloomberg, DB금융투자

KOSPI 200, 팩터 스코어

도표 62. KOSPI 200, 팩터 스코어(에너지, 소재, 산업재)

섹터	티커	기업명	팩터 스코어									
			AE	CE	Div	EQ	HG	PM	Sz	Val	Vol	Multi
에너지	A096770	SK이노베이션	0.33	0.65	0.71	0.63	0.50	0.53	0.07	0.78	0.59	0.51
	A010950	S-Oil	0.35	0.35	0.12	0.44	0.44	0.28	0.11	0.42	0.49	0.36
	A078930	GS	0.64	0.60	0.62	0.81	0.81	0.38	0.20	0.90	0.74	0.63
	A002960	한국셀섹유		0.90	0.52	0.63	0.75	0.50	0.97	0.38	0.97	0.73
소재	A051910	LG화학	0.22	0.46	0.60	0.31	0.54	0.46	0.06	0.28	0.56	0.36
	A005490	POSCO	0.27	0.59	0.53	0.61	0.51	0.70	0.04	0.81	0.48	0.50
	A010130	고려이연	0.81	0.84	0.60	0.61	0.67	0.48	0.26	0.51	0.72	0.61
	A011170	롯데케미칼	0.27	0.48	0.57	0.75	0.20	0.57	0.17	0.60	0.55	0.45
	A004020	현대제철	0.38	0.39	0.42	0.29	0.41	0.67	0.19	0.61	0.55	0.44
	A003410	쌍용양회	0.56	0.59	0.93	0.80	0.68	0.64	0.55	0.34	0.77	0.62
	A009830	한화케미칼	0.40	0.41	0.27	0.50	0.33	0.73	0.33	0.34	0.30	0.42
	A011780	금호석유	0.15	0.84	0.57	0.83	0.62	0.60	0.47	0.79	0.37	0.58
	A011790	SKC	0.33	0.46	0.59	0.52	0.40	0.66	0.56	0.32	0.51	0.47
	A010060	OCI	0.37	0.25	0.65	0.26	0.08	0.64	0.55	0.24	0.14	0.31
	A120110	코오롱인더	1.00	0.29	0.43	0.33	0.43	0.15	0.54	0.39	0.54	0.46
	A003240	태광산업		0.80	0.22	0.77	0.76	0.58	0.61	0.98	0.45	0.71
	A000670	영풍		0.56	0.29	0.41	0.46	0.26	0.59	0.73	0.43	0.49
	A004000	롯데정밀화학	0.61	0.86	0.88	0.56	0.69	0.50	0.71	0.71	0.35	0.62
	A014680	한솔케미칼	0.47	0.61	0.24	0.73	0.77	0.34	0.79	0.25	0.62	0.57
	A069260	휴켄스	0.58	0.77	0.96	0.67	0.29	0.41	0.82	0.53	0.82	0.61
	A014820	동원시스템즈		0.60	0.63	0.54	0.57	0.84	0.78	0.26	0.25	0.55
	A093370	후성	0.68	0.45		0.51	0.42	0.60	0.87	0.10	0.13	0.47
	A006650	대한유화	0.17	0.68	0.54	0.66	0.19	0.57	0.70	0.83	0.27	0.51
	A115390	락앤락	0.42	0.58	0.56	0.41	0.41	0.61	0.91	0.27	0.62	0.53
	A103140	풍산	0.23	0.52	0.62	0.33	0.38	0.58	0.70	0.51	0.34	0.45
	A001430	세이베스틸	0.41	0.48	0.75	0.41	0.34	0.55	0.68	0.64	0.54	0.51
	A001230	동국제강	0.58	0.50	0.07	0.44	0.56	0.69	0.63	0.61	0.32	0.54
	A006390	한일현대시멘트						0.64			0.11	0.38
	A285130	SK케미칼	0.48	0.27	0.15	0.32	1.00	0.31	0.82	0.28	0.35	0.48
	A002240	고려제강		0.41	0.31	0.29	0.73	0.74	0.82	0.62	0.50	0.58
	A006120	SK디스크버리		0.35	0.42	0.51	0.72	0.49	0.65	0.73	0.55	0.57
A006840	AK홀딩스	0.40	0.65	0.65	0.71	0.55	0.49	0.71	0.78	0.22	0.56	
A014830	유니드		0.58	0.43	0.47	0.95	0.50	0.91	0.61	0.81	0.69	
A025860	남해화학		0.40	0.14	0.40	0.56	0.64	0.87	0.58	0.30	0.53	
A001520	동양		0.51	0.51	0.45	0.44	0.56	0.96	0.47	0.53	0.56	
산업재	A028260	삼성물산	0.57	0.51	0.39	0.64	0.61	0.20	0.08	0.45	0.69	0.47
	A034730	SK	0.58	0.56	0.61	0.51	0.45	0.18	0.06	0.48	0.44	0.41
	A003550	LG	0.50	0.61	0.46	0.73	0.35	0.57	0.19	0.59	0.80	0.54
	A009540	한국조선해양	0.63	0.31		0.47	0.56	0.44	0.17	0.29	0.34	0.40
	A267250	현대중공업지주	0.24	0.34	0.95	0.37	0.20	0.41	0.16	0.40	0.85	0.37

자료: S&P Clarif, DB금융투자

주1: AE(Analyst Expectation), CE(Capital Efficiency), Div(Dividend), EQ(Earnings Quality), HG(Historical Growth), PM(Price Momentum), Sz(Size), Val(Valuation), Vol(Volatility)

주2: 섹터분류는 S&P Global 기준, 섹터 내 시가총액 기준으로 정렬, 음영은 팩터 상위 20%

도표 63. KOSPI 200, 팩터 스코어(산업재)

섹터	티커	기업명	팩터 스코어									
			AE	CE	Div	EQ	HG	PM	Sz	Val	Vol	Multi
산업재	A086280	현대글로벌비스	0.43	0.75	0.42	0.55	0.68	0.62	0.19	0.59	0.79	0.57
	A010140	삼성중공업	0.29	0.33		0.24	0.29	0.65	0.32	0.18	0.42	0.34
	A000720	현대건설	0.56	0.65	0.25	0.48	0.73	0.67	0.20	0.73	0.25	0.53
	A004990	롯데지주	0.78	0.40	0.76	0.68	0.66	0.42	0.37	0.45	0.53	0.54
	A047810	한국항공우주	0.72	0.80	0.46	0.55	0.50	0.77	0.42	0.24	0.57	0.57
	A012750	에스원	0.70	0.67	0.77	0.72	0.38	0.60	0.49	0.30	0.93	0.60
	A000120	CJ대한통운	0.64	0.33	0.96	0.50	0.54	0.31	0.32	0.28	0.68	0.45
	A028050	삼성엔지니어링	0.82	0.90		0.67	0.92	0.50	0.36	0.53	0.60	0.66
	A241560	두산발켓	0.50	0.67	0.76	0.70	0.67	0.71	0.39	0.59	0.66	0.61
	A000210	대림산업	0.59	0.68	0.63	0.53	0.36	0.84	0.29	0.82	0.39	0.56
	A042660	대우조선해양	0.90	0.72		0.55	0.65	0.48	0.31	0.64	0.25	0.56
	A006360	GS건설	0.34	0.44	0.88	0.42	0.58	0.56	0.32	0.80	0.39	0.48
	A028670	팬오션	0.72	0.53		0.79	0.54	0.56	0.49	0.37	0.42	0.55
	A001040	CJ	0.51	0.51	0.45	0.39	0.37	0.32	0.26	0.45	0.48	0.41
	A047050	포스코인터내셔널	0.41	0.67	0.68	0.61	0.66	0.45	0.27	0.70	0.58	0.54
	A002380	KCC	0.26	0.45	0.59	0.24	0.41	0.34	0.46	0.41	0.27	0.35
	A003490	대한항공	0.02	0.46	0.28	0.44	0.32	0.31	0.32	0.38	0.27	0.31
	A012450	한화에어로스페이스	0.71	0.61		0.41	0.57	0.93	0.45	0.47	0.27	0.55
	A017800	현대엘리베이	0.68	0.57	0.30	0.66	0.63	0.70	0.58	0.27	0.15	0.53
	A047040	대우건설	0.37	0.40		0.31	0.53	0.60	0.38	0.69	0.41	0.46
	A000880	한화	0.62	0.36	0.79	0.58	0.35	0.58	0.29	0.59	0.46	0.48
	A010620	현대미포조선	0.59	0.61	0.39	0.79	0.57	0.42	0.55	0.37	0.34	0.53
	A004800	효성	0.68	0.55	0.62	0.68	0.53	0.60	0.49	0.51	0.60	0.58
	A006260	LS	0.68	0.32	0.56	0.33	0.35	0.44	0.42	0.51	0.45	0.44
	A051600	한전KPS	0.68	0.79	0.95	0.46	0.63	0.50	0.68	0.49	0.74	0.62
	A064350	현대로템	0.21	0.50	0.88	0.27	0.35	0.61	0.57	0.18	0.12	0.35
	A010120	LS산전	0.19	0.67	0.69	0.52	0.43	0.43	0.58	0.52	0.53	0.48
	A001740	SK네트웍스	0.54	0.56	0.55	0.68	0.57	0.39	0.40	0.63	0.48	0.53
	A294870	HDC현대산업개발	0.39	0.93	0.59	0.64		0.58	0.50	0.93	0.23	0.60
	A000150	두산	0.47	0.38	0.85	0.34	0.47	0.57	0.39	0.51	0.15	0.41
	A034020	두산중공업	0.92	0.27	0.07	0.33	0.55	0.53	0.40	0.51	0.32	0.48
	A042670	두산인프라코어	0.66	0.61	0.57	0.45	0.61	0.45	0.47	0.78	0.45	0.56
	A010780	아이에스동서	0.97	0.61	0.65	0.58	0.35	0.35	0.75	0.43	0.45	0.56
	A052690	한전기술	0.42	0.66	0.90	0.46	0.60	0.79	0.86	0.22	0.24	0.53
	A079550	LIG넥스원	0.68	0.30	0.33	0.23	0.30	0.54	0.72	0.24	0.63	0.45
	A012630	HDC	0.81	0.38	0.51	0.56	0.69	0.59	0.76	0.66	0.38	0.60
	A001120	LG상사	0.43	0.56	0.43	0.55	0.49	0.81	0.54	0.84	0.40	0.58
	A027410	BGF	0.68	0.44	0.06	0.80	0.44	0.53	0.93	0.49	0.74	0.63
	A108670	LG하우시스	0.67	0.38	0.18	0.35	0.44	0.58	0.70	0.54	0.58	0.53
	A025540	한국단지		0.56	0.34	0.38	0.54	0.70	0.89	0.72	0.21	0.57

자료: S&P Clarif, DB금융투자

주1: AE(Analyst Expectation), CE(Capital Efficiency), Div(Dividend), EQ(Earnings Quality), HG(Historical Growth), PM(Price Momentum), Sz(Size), Val(Valuation), Vol(Volatility)

주2: 섹터분류는 S&P Global 기준, 섹터 내 시가총액 기준으로 정렬, 음영은 팩터 상위 20%

도표 64. KOSPI 200, 팩터 스코어(산업재, 경기소비재, 필수소비재)

섹터	티커	기업명	팩터 스코어									
			AE	CE	Div	EQ	HG	PM	Sz	Val	Vol	Multi
산업재	A298040	효성중공업	0.02	0.26		0.49		0.56	0.71	0.78	0.57	0.48
경기소비재	A005380	현대차	0.42	0.30	0.50	0.34	0.39	0.70	0.02	0.45	0.68	0.41
	A012330	현대모비스	0.68	0.60	0.37	0.49	0.70	0.87	0.04	0.71	0.75	0.61
	A000270	기아차	0.72	0.42	0.31	0.58	0.62	0.75	0.05	0.75	0.64	0.57
	A066570	LG전자	0.52	0.53	0.32	0.57	0.42	0.51	0.08	0.72	0.55	0.49
	A021240	웅진코웨이	0.52	0.74	0.45	0.62	0.54	0.44	0.36	0.23	0.47	0.49
	A035250	강원랜드	0.71	0.74	0.50	0.72	0.33	0.38	0.47	0.30	0.87	0.57
	A018880	한온시스템	0.47	0.53	0.51	0.38	0.43	0.75	0.29	0.22	0.64	0.46
	A161390	한국타이어앤테크놀로지	0.54	0.60	0.38	0.51	0.31	0.28	0.31	0.78	0.43	0.47
	A023530	롯데쇼핑	0.24	0.28	0.90	0.46	0.43	0.39	0.22	0.49	0.58	0.39
	A081660	휠라코리아	0.74	0.62	0.29	0.56	0.70	0.80	0.40	0.29	0.30	0.55
	A008770	호텔신라	0.40	0.66	0.18	0.57	0.62	0.66	0.41	0.36	0.26	0.49
	A004170	신세계	0.39	0.48	0.18	0.58	0.85	0.79	0.41	0.56	0.32	0.55
	A069960	현대백화점	0.63	0.45	0.40	0.70	0.54	0.53	0.58	0.67	0.68	0.60
	A204320	만도	0.89	0.39	0.20	0.51	0.65	0.59	0.47	0.43	0.27	0.52
	A111770	영원무역	0.44	0.46	0.41	0.45	0.45	0.61	0.58	0.46	0.61	0.51
	A009240	한샘	0.31	0.69	0.47	0.56	0.28	0.45	0.68	0.46	0.51	0.49
	A114090	GKL	0.13	0.78	0.43	0.65	0.47	0.25	0.77	0.30	0.70	0.51
	A011210	현대위아	0.56	0.48	0.16	0.41	0.61	0.64	0.48	0.70	0.19	0.51
	A031430	신세계인터내셔널	0.77	0.60	0.19	0.44	0.80	0.81	0.69	0.26	0.38	0.59
	A073240	금호타이어	0.08	0.09	0.09	0.27	0.24	0.52	0.62	0.17	0.72	0.34
	A005850	에스엘	0.66	0.31	0.64	0.40	0.46	0.79	0.68	0.46	0.48	0.53
	A057050	현대홈쇼핑	0.24	0.42	0.55	0.60	0.76	0.64	0.71	0.66	0.72	0.59
	A002350	넥센타이어	0.45	0.44	0.28	0.36	0.38	0.36	0.68	0.54	0.50	0.46
A105630	한세실업	0.06	0.31	0.66	0.31	0.33	0.69	0.74	0.25	0.41	0.39	
A192400	쿠쿠홀딩스		0.77	0.39	0.54	0.55	0.77	0.89	0.48	0.27	0.61	
A020000	한섬	0.70	0.79	0.46	0.64	0.75	0.31	0.81	0.81	0.37	0.65	
A071840	롯데하이마트	0.20					0.42			0.33	0.31	
A064960	S&T모티브	0.81	0.83	0.56	0.69	0.62	0.94	0.83	0.64	0.34	0.71	
A093050	LF	0.80	0.45	0.47	0.45	0.40	0.56	0.78	0.78	0.51	0.59	
A004490	세방전지		0.78	0.43	0.44	0.64	0.67	0.85	0.93	0.52	0.69	
A019680	대교	0.68	0.60	0.71	0.58	0.33	0.38	0.90	0.53	0.95	0.62	
A060980	한라홀딩스	0.40	0.32	0.70	0.66	0.35	0.49	0.89	0.37	0.80	0.54	
A003620	쌍용차	0.75	0.49		0.56	0.54	0.63	0.72	0.58	0.15	0.55	
A079430	현대리바트	0.35	0.65	0.64	0.51	0.49	0.11	0.89	0.77	0.32	0.51	
필수소비재	A051900	LG생활건강	0.44	0.86	0.39	0.67	0.73	0.75	0.19	0.20	0.51	0.54
	A033780	KT&G	0.62	0.77	0.67	0.67	0.34	0.44	0.28	0.59	0.96	0.58
	A090430	아모레퍼시픽	0.48	0.60	0.14	0.45	0.32	0.23	0.29	0.22	0.27	0.36
	A002790	아모레G	0.41	0.66	0.10	0.32	0.37	0.49	0.30	0.32	0.26	0.39
	A271560	오리온	0.89	0.68	0.10	0.82	0.29	0.25	0.46	0.28	0.37	0.50

자료: S&P Clarit, DB금융투자

주1: AE(Analyst Expectation), CE(Capital Efficiency), Div(Dividend), EQ(Earnings Quality), HG(Historical Growth), PM(Price Momentum), Sz(Size), Val(Valuation), Vol(Volatility)

주2: 섹터분류는 S&P Global 기준. 섹터 내 시가총액 기준으로 정렬. 음영은 팩터 상위 20%

도표 65. KOSPI 200, 팩터 스코어(필수소비재, 건강관리)

섹터	티커	기업명	팩터 스코어									
			AE	CE	Div	EQ	HG	PM	Sz	Val	Vol	Multi
필수소비재	A097950	CJ제일제당	0.06	0.24	0.51	0.38	0.26	0.25	0.22	0.36	0.53	0.29
	A282330	BGF리테일	0.46	0.88	0.34	0.53	0.57	0.53	0.36	0.55	0.55	0.55
	A139480	이마트	0.14	0.31	0.60	0.46	0.35	0.32	0.24	0.65	0.38	0.36
	A007070	GS리테일	0.86	0.56	0.24	0.64	0.63	0.73	0.33	0.55	0.89	0.65
	A007310	오뚜기	0.53	0.69	0.42	0.71	0.68	0.52	0.54	0.56	0.82	0.63
	A000080	하이트진로	0.77	0.35	0.42	0.28	0.35	0.45	0.57	0.18	0.52	0.43
	A026960	동서		0.78	0.74	0.59	0.52	0.49	0.71	0.38	0.77	0.61
	A004370	농심	0.57	0.47	0.35	0.62	0.63	0.66	0.59	0.71	0.84	0.64
	A005440	현대그린푸드	0.50	0.52	0.64	0.57	0.64	0.50	0.60	0.86	0.65	0.60
	A005300	롯데칠성	0.51	0.40	0.68	0.51	0.51	0.38	0.62	0.52	0.59	0.50
	A001800	오리온홀딩스		0.49	0.67	0.52	0.95	0.42	0.68	0.61	0.67	0.62
	A161890	한국콜마	0.50	0.25	0.26	0.64	0.43	0.26	0.71	0.30	0.26	0.42
	A049770	동원F&B	0.77	0.52	0.30	0.55	0.79	0.31	0.63	0.66	0.47	0.59
	A005610	SPC삼립	0.55	0.66	0.22	0.60	0.68	0.57	0.69	0.50	0.71	0.62
	A001680	대상	0.40	0.53	0.65	0.42	0.54	0.50	0.65	0.84	0.67	0.57
	A018250	애경산업	0.45	0.66	0.63	0.54	0.53	0.62	0.85	0.51	0.31	0.56
	A192820	코스맥스	0.53	0.39	0.09	0.35	0.83	0.49	0.79	0.27	0.22	0.48
	A005180	빙그레	0.27	0.53	0.50	0.53	0.40	0.53	0.88	0.76	0.73	0.58
	A000070	삼양홀딩스		0.27	0.54	0.51	0.41	0.32	0.75	0.80	0.52	0.51
	A145990	삼양사		0.25	0.45	0.28	0.24	0.51	0.77	0.65	0.71	0.49
A002270	롯데푸드	0.48					0.31			0.61	0.47	
A003920	남양유업		0.30	0.17	0.45	0.56	0.45	0.90	0.90	0.86	0.63	
건강관리	A207940	삼성바이오로직스	0.61	0.37		0.55	0.86	0.18	0.49	0.21	0.13	0.42
	A068270	셀트리온	0.74	0.78		0.54	0.38	0.19	0.43	0.38	0.10	0.44
	A128940	한미약품	0.58	0.43	0.02	0.54	0.79	0.10	0.55	0.32	0.16	0.43
	A008930	한미사이언스		0.64	0.08	0.71	0.70	0.05	0.63	0.33	0.30	0.48
	A000100	유한양행	0.46	0.37	0.31	0.60	0.38	0.62	0.58	0.57	0.44	0.50
	A009420	한울바이오파마	0.19	0.69		0.58	0.56	0.35	0.76	0.29	0.14	0.44
	A069620	대웅제약	0.80	0.44	0.18	0.46	0.57	0.60	0.68	0.47	0.47	0.56
	A006280	녹십자	0.30	0.36	0.22	0.34	0.54	0.36	0.68	0.62	0.60	0.48
	A185750	종근당	0.30	0.78	0.25	0.75	0.76	0.24	0.78	0.91	0.75	0.66
	A005250	녹십자홀딩스		0.31	0.29	0.41	0.45	0.59	0.74	0.58	0.56	0.52
	A003520	영진약품						0.22			0.15	0.18
	A003000	부광약품		0.63	0.19	0.49	0.56	0.35	0.87	0.59	0.38	0.55
	A170900	동아에스티	0.55	0.46	0.26	0.63	0.34	0.29	0.85	0.84	0.33	0.54
	A001060	JW중외제약		0.65	0.37	0.44	0.53	0.32	0.91	0.50	0.33	0.53
	A003850	보령제약		0.53	0.53	0.59	0.45	0.52	0.93	0.80	0.68	0.64
	A000640	동아쏘시오홀딩스		0.36	0.31	0.61	0.34	0.58	0.90	0.74	0.79	0.62
	A007570	일양약품		0.56	0.02	0.55	0.36	0.36	0.98	0.52	0.45	0.54
	A096760	JW홀딩스		0.52	0.62	0.32	0.55	0.29	0.93	0.47	0.41	0.50

자료: S&P Clarif, DB금융투자

주1: AE(Analyst Expectation), CE(Capital Efficiency), Div(Dividend), EQ(Earnings Quality), HG(Historical Growth), PM(Price Momentum), Sz(Size), Val(Valuation), Vol(Volatility)

주2: 섹터분류는 S&P Global 기준. 섹터 내 시가총액 기준으로 정렬. 음영은 팩터 상위 20%

도표 66. KOSPI 200, 팩터 스코어(금융, IT, 커뮤니케이션, 유틸리티)

섹터	티커	기업명	팩터 스코어									
			AE	CE	Div	EQ	HG	PM	Sz	Val	Vol	Multi
금융	A055550	신한지주	0.73	0.49	0.29	0.66	0.86	0.39	0.16	0.34	0.74	0.55
	A105560	KB금융	0.64	0.64	0.60	0.74	0.39	0.46	0.16	0.61	0.57	0.52
	A032830	삼성생명	0.62	0.62	0.79	0.49	0.43	0.32	0.09	0.58	0.58	0.47
	A086790	하나금융지주	0.90	0.48	0.89	0.51	0.36	0.38	0.23	0.49	0.52	0.48
	A000810	삼성화재	0.79	0.75	0.87	0.67	0.61	0.43	0.14	0.60	0.59	0.57
	A316140	우리금융지주	0.72	0.46	0.58	0.67	0.45	0.25	0.17	0.60	0.47	0.47
	A024110	기업은행	0.42	0.39	0.70	0.62	0.72	0.53	0.27	0.60	0.64	0.52
	A006800	미래에셋대우	0.56	0.51	0.85	0.27	0.41	0.65	0.25	0.51	0.59	0.47
	A029780	삼성카드	0.68	0.67	0.61	0.47	0.61	0.57	0.29	0.51	0.68	0.56
	A071050	한국금융지주	0.55	0.39	0.76	0.71	0.74	0.76	0.29	0.38	0.50	0.54
	A005830	DB손해보험	0.62	0.77	0.49	0.44	0.45	0.28	0.25	0.74	0.46	0.50
	A005940	NH투자증권	0.47	0.47	0.77	0.61	0.67	0.56	0.27	0.37	0.52	0.49
	A016360	삼성증권	0.53	0.41	0.86	0.62	0.49	0.70	0.39	0.31	0.67	0.52
	A008560	메리츠증권	0.29	0.31	0.90	0.43	0.92	0.86	0.34	0.54	0.55	0.53
	A001450	현대해상	0.50	0.74	0.53	0.39	0.32	0.25	0.33	0.75	0.40	0.46
	A138930	BNK금융지주	0.59	0.52	0.82	0.47	0.72	0.48	0.47	0.55	0.72	0.56
	A088350	한화생명	0.28	0.57	0.78	0.33	0.31	0.42	0.31	0.37	0.27	0.36
	A000240	한국테크놀로지그룹	0.39	0.65	0.44	0.61	0.31	0.57	0.75	0.64	0.61	0.57
IT	A005930	삼성전자	0.80	0.77	0.71	0.38	0.23	0.50	0.01	0.76	0.62	0.51
	A000660	SK하이닉스	0.50	0.82	0.64	0.47	0.33	0.44	0.04	0.66	0.38	0.45
	A018260	삼성에스디에스	0.52	0.67	0.57	0.73	0.45	0.32	0.16	0.42	0.52	0.47
	A006400	삼성SDI	0.50	0.39	0.23	0.38	0.75	0.52	0.18	0.40	0.65	0.47
	A009150	삼성전기	0.86	0.59	0.44	0.70	0.85	0.26	0.24	0.52	0.27	0.54
	A034220	LG디스플레이	0.10	0.35	0.68	0.44	0.20	0.48	0.17	0.56	0.25	0.32
	A011070	LG이노텍	0.88	0.55	0.17	0.64	0.68	0.35	0.35	0.60	0.28	0.54
	A020150	일진머티리얼즈	0.76	0.47	0.99	0.59	0.65	0.61	0.73	0.14	0.55	0.56
	A008060	대덕전자	0.50	0.55	0.48	0.44	0.65	0.44	0.86	0.74	0.42	0.58
	A000990	DB하이텍	0.68	0.64	0.37	0.75	0.73	0.48	0.84	0.70	0.20	0.63
커뮤니케이션	A035420	NAVER	0.62	0.56	0.39	0.65	0.48	0.62	0.21	0.30	0.37	0.48
	A017670	SK텔레콤	0.35	0.40	0.60	0.60	0.40	0.46	0.12	0.78	0.90	0.50
	A035720	카카오	0.76	0.47	0.07	0.40	0.88	0.48	0.34	0.26	0.74	0.54
	A036570	엔씨소프트	0.63	0.78	0.54	0.73	0.15	0.56	0.43	0.34	0.74	0.54
	A251270	넷마블	0.64	0.65		0.78	0.38	0.65	0.42	0.42	0.09	0.50
	A030200	KT	0.31	0.47	0.79	0.33	0.85	0.57	0.16	0.98	0.93	0.57
	A032640	LG유플러스	0.30	0.58	0.63	0.53	0.68	0.29	0.21	0.82	0.78	0.52
	A030000	제일기획	0.50	0.74	0.83	0.40	0.68	0.56	0.45	0.60	0.58	0.56
	A214320	이노션	0.37	0.58	0.51	0.68	0.73	0.70	0.70	0.66	0.73	0.64
	A079160	CJ CGV	0.54	0.34	0.11	0.43	0.30	0.43	0.73	0.34	0.42	0.44
유틸리티	A015760	한국전력	0.39	0.70	0.39	0.75	0.50	0.55	0.06	0.70	0.88	0.57
	A036460	한국가스공사	0.70	0.90	0.73	0.75	1.00	0.35	0.20	0.80	0.57	0.66

자료: S&P Clarit, DB금융투자

주1: AE(Analyst Expectation), CE(Capital Efficiency), Div(Dividend), EQ(Earnings Quality), HG(Historical Growth), PM(Price Momentum), Sz(Size), Val(Valuation), Vol(Volatility)

주2: 섹터분류는 S&P Global 기준, 섹터 내 시가총액 기준으로 정렬, 음영은 팩터 상위 20%

선호 스타일 포트폴리오 편출입 종목

KOSPI 200 유니버스 기준 퀄리티 스타일 포트폴리오 내 편출입 종목은 다음과 같다. 11월 퀄리티 스타일 포트폴리오 편입종목은 삼성화재, 편출종목은 신한지주이다. 퀄리티 스타일 팩터가 Cash Conversion Cycle, Net Profit Margin 등 재무관련 지표가 주를 이루기 때문에 실적 발표가 진행 중에 있어 편출입종목 변화가 크지 않다. 산업재, 소재, 금융 섹터 종목 비중이 높은 편이다.

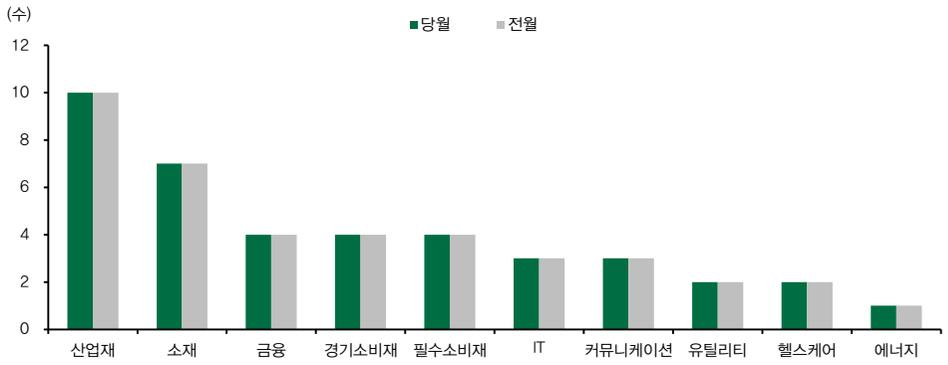
도표 67. 퀄리티 스타일 포트폴리오 편출입 종목

(단위: Percentile)

구분	티커	기업명	팩터 스코어	
			전월	당월
편입	A000810	삼성화재	0.51	0.67
편출	A055550	신한지주	0.85	0.66

자료: S&P Clarif, DB금융투자

도표 68. 퀄리티 스타일 팩터 포트폴리오 내 섹터별 기업 수



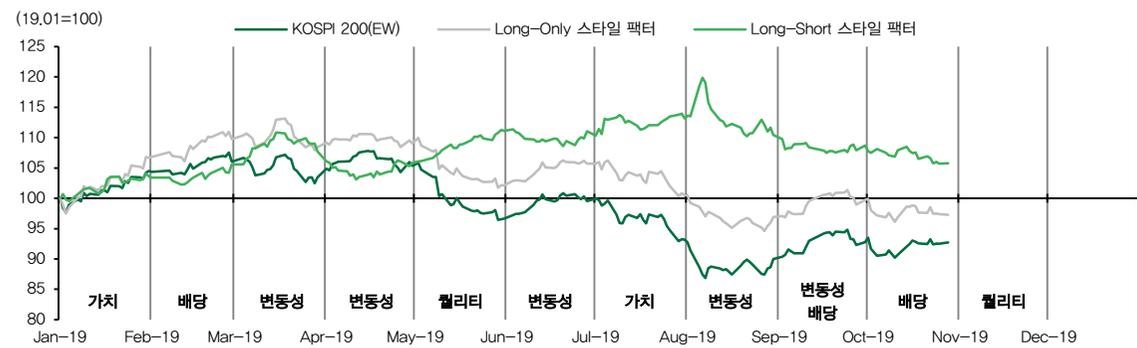
자료: S&P Clarif, DB금융투자

스타일 팩터 성과추이

시장보다 부진했던 변동성 팩터

스타일 팩터 성과는 다음과 같다. KOSPI 200 동일가중 지수의 Ytd 수익률은 -7.3%, Long-Only 스타일 팩터는 -2.7%, Long-Short 스타일 팩터는 5.8%를 기록 중이다. 10월 최선호 팩터인 고배당은 월 초 대비 -2.5% 수익률을 기록 KOSPI 200 동일가중지수 수익률인 -0.1%를 언더퍼폼 하였다. 주요국 기준금리 인하 등에 따른 고배당 스타일 매력이 커짐에도 불구하고 편입비중이 높은 금융업종의 실적 부진 우려가 더 큰 영향을 미쳤기 때문이다. 스타일 팩터 상하위를 Long-Short하는 전략은 연초 이후 배당 스타일 팩터가 9.9%로 1위, 애널리스트 추정치 스타일 팩터가 -5.3%로 최하위를 기록 중이다. 멀티팩터 스타일 팩터는 6.0% 수익률로 3위를 기록하였다.

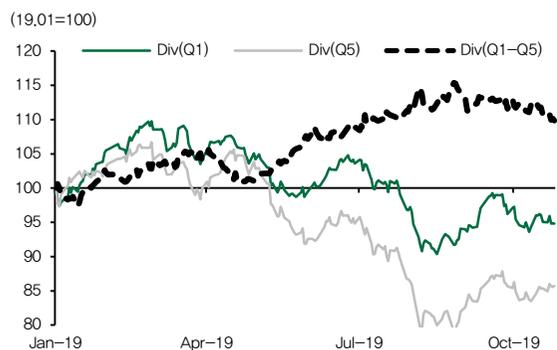
도표 69. 월별 최선호 스타일 팩터 전략 누적성과



자료: S&P Clarit, DB금융투자

주: KOSPI 200 유니버스, 동일가중, 매월 말 리밸런싱 Long-Only는 매월 선호 스타일 Q1 누적 수익률, Long-Short은 매월 선호 스타일 Q1-Q1 누적 수익률

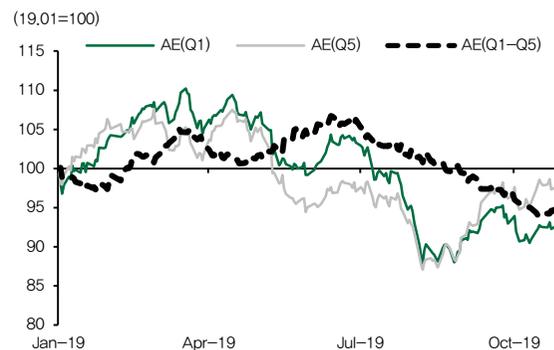
도표 70. (Q1-Q5) Ytd 수익률 상위: 배당(Div)



자료: S&P Clarit, DB금융투자

주: KOSPI 200 유니버스, 동일가중, 매월 말 리밸런싱

도표 71. (Q1-Q5) Ytd 수익률 하위: 애널리스트 추정치(AE)



자료: S&P Clarit, DB금융투자

주: KOSPI 200 유니버스, 동일가중, 매월 말 리밸런싱

Appendix

도표 72. 스타일 팩터 정의

(단위: %)

구분	팩터명	비중	랭킹	정렬
Analyst Expectation	Expected LTG	25	Sector Neutral	Descending
	Analyst Earnings Estimate Diffusion	25	Cross Sectional	Descending
	Standardized Unexpected Earnings	25	Cross Sectional	Descending
	Number of EPS FY1 Revisions	25	Cross Sectional	Descending
Capital Efficiency	Return on Equity	20	Sector Neutral	Descending
	Cash Flow Return on Invested Capital	20	Sector Neutral	Descending
	Long Term Debt to Equity Ratio	20	Sector Neutral	Ascending
	Capital Acquisition Ratio	20	Sector Neutral	Descending
	1Y Chg in Shares Outstanding	20	Sector Neutral	Ascending
Dividend	Dividends to Price Ratio	50	Cross Sectional	Descending
	Dividend Growth	50	Cross Sectional	Descending
Earnings Quality	Cash Conversion Cycle	25	Sector Neutral	Ascending
	Net Profit Margin	25	Sector Neutral	Descending
	Accrual Ratio – Cash Flows	25	Sector Neutral	Ascending
	Net Income Stability	25	Sector Neutral	Descending
Historical Growth	1Y Chg in Asset Adjusted Free Cash Flow	25	Sector Neutral	Descending
	1Y Chg in Asset Adjusted Operating Cash Flow	25	Sector Neutral	Descending
	1Y Chg in Sales Turnover	25	Sector Neutral	Descending
	1Y Chg in Earnings per Share	25	Sector Neutral	Descending
Price Momentum	12M – 1M Price Momentum	20	Cross Sectional	Descending
	1M Price Reversal	20	Cross Sectional	Ascending
	1M Price High – 1M Price Low	20	Cross Sectional	Descending
	9 Month Price Momentum	20	Cross Sectional	Descending
	5 Day Price Reversal	20	Cross Sectional	Ascending
Size	Log Market Cap	50	Cross Sectional	Ascending
	Log TTM Sales	50	Cross Sectional	Ascending
Valuation	Book to Price	20	Sector Neutral	Descending
	Free Cash Flow to Price	20	Sector Neutral	Descending
	EBITDA to Enterprise Value	20	Sector Neutral	Descending
	Earnings to Price	20	Sector Neutral	Descending
	Sales to EV Ratio	20	Sector Neutral	Descending
Volatility	12M Realized Price Volatility	25	Cross Sectional	Ascending
	1M Realized Price Volatility	25	Cross Sectional	Ascending
	60M CAPM Beta	25	Cross Sectional	Ascending
	90 Day Coefficient of Variation	25	Cross Sectional	Ascending

자료: S&P Clarif, DB금융투자

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.



Research Center

자본/자산시장 강화탁 센터장 02)369-3370 mousetak@db-fi.com

담당 애널리스트 02)369- @db-fi.com

자산전략팀

글로벌크레딧 유승우 팀장 3426 seyoo

채권전략파트

채권/FX전략 문홍철 파트장 3436 m304050
 경제 박성우 수석연구원 3441 p3swo
 신용분석 이혁재 선임연구원 3435 realsize84

주식전략파트

주식전략 강현기 파트장 3479 hygkang
 중국/신흥국 김선영 연구위원 3438 tjs00dud
 퀀트/해외주식 설태현 수석연구원 3709 thseol
 연구원 강대승 연구원 3437 bigwin92

산업분석1팀

은행/보험 이병건 팀장 3381 pyrrhon72
 연구원 정광명 연구원 3746 Kmc92

시클리컬파트

조선/기계/철강 김홍균 파트장 3102 usckim10
 건설/건자재/부동산 조윤호 수석연구원 3367 uhno
 화학/정유/유틸리티 한승재 수석연구원 3921 sjhan
 연구원 정재현 연구원 3429 kevinj

크로스융합파트

원자재/스몰캡 유경하 파트장 3353 last88
 비상장기업 남기윤 연구위원 3387 kqnam
 생활용품/의류 박현진 수석연구원 3477 hjpark
 Mid-small caps 구성진 선임연구원 3428 goo
 Mid-small caps 유현재 선임연구원 3369 Jay.yoo

산업분석2팀

IT총괄 권성률 팀장 3724 srkwon

ICT자동차파트

반도체 어규진 연구위원 3713 kjsyndrome
 자동차/운송 김평모 수석연구원 3053 pmkim
 통신서비스/미디어 신은정 선임연구원 3458 ej.shin
 연구원 권세라 연구원 3352 serakwon9494

헬스케어컨슈머파트

음식료/유통 차재현 파트장 3378 imcjh
 제약/바이오 구자용 연구위원 3425 jaykoo
 엔터테인먼트/게임 황현준 수석연구원 3385 realjun20



본 사

본사 영업부 02) 369-3200 서울특별시 영등포구 국제금융로8길 32 (DB금융투자빌딩 1~2층)

대전 · 충청지역

대전 042) 522-6600 대전광역시 서구 둔산서로 59 (교운손빌딩 2층)
 천안 041) 569-7000 충청남도 천안시 서북구 동서대로 129 (에이엠타워 2층)
 청주 043) 253-9400 충청북도 청주시 흥덕구 풍년로 205번길 57 (WM타워 5층)

서울지역

강남금융센터 02) 3474-9000 서울특별시 서초구 강남대로 341 (삼원빌딩 3층)
 DB금융센터 02) 3011-5000 서울특별시 강남구 테헤란로 432 (DB금융센터빌딩 3층)
 청담금융센터 02) 514-1414 서울특별시 강남구 영동대로 644 (원일빌딩 2층)
 목동금융센터 02) 2636-6000 서울특별시 양천구 목동서로 159-1 (CBS7독교방송 1층)
 압구정금융센터 02) 3445-8800 서울특별시 강남구 논현로 176길 14 (중권빌딩 2층)
 을지로금융센터 02) 753-9000 서울특별시 중구 남대문로 113 (DB다동빌딩 3층)
 잠실 02) 419-6200 서울특별시 송파구 올림픽로 35 다길 42 (루터회관 1층)

부산 · 경상지역

남포 051) 242-6000 부산광역시 중구 구덕로 90 (남포메디칼센터 2층)
 부산 051) 515-6200 부산광역시 동래구 총렬대로 353 (BNK부산은행 2층)
 센텀 051) 741-7200 부산광역시 해운대구 센텀동로 9 (대우트림프스퀘어 2층)
 양산 055) 388-0900 경상남도 양산시 양산역6길 9 (BYC빌딩 204호)
 창원 055) 600-5500 경상남도 창원시 의창구 원이대로 320 (더시티세븐 3층)
 대구금융센터 053) 476-4000 대구광역시 수성구 무학로 99 (효연빌딩 2층)

경기지역

분당 031) 718-7000 경기도 성남시 분당구 성남대로 32 (보명프라자 4층)
 인천 032) 518-3434 인천광역시 부평구 길주로 633 (메디캐슬빌딩 2층)
 평촌 031) 382-6200 경기도 안양시 동안구 시민대로 194 (하나은행빌딩 4층)
 진접 031) 572-4020 경기도 남양주시 진접읍 장현천로 20 (광장빌딩 3층)
 화성향남 031) 366-0900 경기도 화성시 향남읍 삼천병마로 216 (중앙빌딩 3층)

광주 · 전라지역

광주 062) 655-3400 광주광역시 남구 봉선로 164 (삼환빌딩 4층)
 전주 063) 229-2211 전라북도 전주시 완산구 백제대로 140 (효자메디컬프라자 2층)

강원지역

강릉 033) 641-8629 강원도 강릉시 울곡로 2845 (성호빌딩 3층)
 원주 033) 765-9400 강원도 원주시 서원대로 406 (리더스타워 3층)

본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.