

가치주의 신화는 끝났다

스타일 분석의 세 가지 핵심 사이클과 성장주 세분화의 마법

신일평
02-768-3075
ilpyung.shin@dwsec.com

퀀트 전략 실패의 본질은 시대의 변화이다

2007년 하반기 이후부터 전세계 주요 퀀트 펀드들의 성과가 악화되기 시작했는데, 대부분 원인을 전략 외적인 부분에 초점을 맞추어 분석했다. 그러나 전략 실패의 본질은 백테스팅 결과와 현실과의 괴리이며, 시대가 변해 괴리가 커진 것이다.

가치주 신화는 끝나고 새로운 판이 벌어지고 있다

고성장 시대의 퀀트 전략과 저성장 시대의 퀀트 전략은 본질적으로 다르며, 이는 스타일 분석의 틀을 통해 해결 가능하다. 경기순환 사이클, 국가성장 사이클, 글로벌 레버리징 사이클이 스타일 분석에 중요하며 국내의 경우 모든 환경이 성장주 투자에 유리한 상황이다.

성장주 세분화의 마법

저성장 시대에는 성장주가 대안이라는 결론을 내리더라도, 실무적으로 해결해야 되는 문제들이 있다. 성장주를 크게 Fundamental 성장주와 Cyclical 성장주로 세분화해 Cyclical 성장주를 중립적인 수준으로 변환하면 백테스팅 결과가 마법처럼 개선되고 이런 문제들을 해결할 수 있다.

시장은 지금도 답을 보여주고 있다

올해 하반기 이후 추세적인 성장주 강세를 일시적으로 볼 것인지, 구조적으로 지속되는 현상인지에 대한 판단이 중요한 시점이다. 이제는 성장주가 승리할 확률이 높다는 중장기적인 믿음을 바탕으로 가치주가 때로는 아웃퍼폼 할 수 있다는 마인드로 바뀌어야 한다. 시장은 지금도 답을 보여주고 있다.

과거로의 회귀가 아닌 새로운 시대가 열린다



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

본 조사분석자료는 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당시의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.

I. 들어가며	3
1. 기회는 불편함 속에서 싹튼다.....	3
2. 핵심 요약.....	4
II. 스타일 투자란 무엇인가?	5
스타일(성장주 및 가치주) 투자의 역사 및 정의.....	5
III. 가치주의 신화는 끝났다	7
1. 국내외 퀀트전략의 현황 및 전략 실패의 본질.....	7
2. 시대의 변화에서 대안을 찾다.....	9
3. 성장주가 미래다.....	13
<참고> 예상 반론에 대한 답변: 역사적(historical) 분석에서의 가치주 과대평가 유념해야.....	16
IV. Fundamental 성장주와 Cyclical 성장주 구분의 마법	18
1. 성장주 활용의 실무적인 문제점 두 가지.....	18
2. 문제점 해결의 대안 두 가지.....	19
3. 성장주 세분화 마법의 비밀.....	20
<참고> 현시점에서 성장주 성격이 강한 종목들.....	21
V. 퀀트 투자의 새로운 판이 벌어진다	22
1. 투자자별 활용 방안.....	22
2. 글을 마치며.....	23
Appendix. Factor 분석 관련 발간 목록	24

I. 들어가며

1. 기회는 불편함 속에서 싹튼다

과거 경험을 떠올려 보면 확신을 가지고 했던 투자보다 다소 불안한 마음을 안고 긴가민가했던 것들이 소위 말하는 ‘대박’ 종목인 경우가 많았던 것 같다. 많은 투자자들이 매수하지는 않았지만 관심있게 지켜보고 있던 종목이 몇 배 상승했다는 말을 종종 하는데, 결국 확신이 부족했기 때문에 폭등주 매수 기회를 놓친 것이다.

그 이유를 곱씹어 보면 좋은 주식이라는 확신이 강할수록 나뿐만 아니라 다른 투자자들도 같은 비슷한 생각을 하는 경우가 많고, 주위의 조언을 구해도 나의 생각에 동의하는 경우가 많아 심리적으로 더 편하다. 그러나 이러한 종목이 크게 상승하기는 힘들다. 좋다고 생각하는 사람이 많다는 것은 이미 살만한 사람들은 대부분 그 주식을 가지고 있을 확률이 높기 때문이다.

반대로 매수하고는 싶은데 손이 선뜻 나가지 않는다는 것은 다른 투자자도 나와 같을 확률이 높고, 그만큼 해당 주식을 살만한 사람들 중 매수하지 않은 사람의 비중이 클 가능성이 높다. 과거와는 다른 새로운 패러다임(paradigm)의 전환과 관련된 종목일수록 특히 그렇다.

본 보고서는 투자 패러다임의 전환과 관련된 내용

본 보고서의 핵심도 투자 패러다임의 전환과 관련된 내용이다 보니 거부감이 들고 선뜻 행동에 옮기기 힘들 수 있다. 숫자로 말하는 퀀트 애널리스트(quantitative analyst) 입장에서 투자자들을 가장 설득하기 편한 방식인 백테스팅(back-testing) 결과 중심의 논리 전개가 아닌, 오히려 과거와는 다른 세상이 열리기 때문에 과거는 잊으라는 글이기 때문이다.

기회는 불편함 속에서 싹튼다

그러나 **기회는 확신보다 불편함 속에서 싹튼다.** 필자의 ‘진심(眞心)’이 전달되어 투자자들의 마음을 움직일 수 있었으면 하는 바램이다.

2. 핵심 요약

1) 국내시장의 가치주 신화는 끝났다

저성장 시대에는 성장주

성장주와의 상대 성과 측면에서 지난 10여 년간 지속되었던 국내시장의 가치주 불패 신화는 끝났으며, 저성장 시대에는 성장주 투자의 비중을 높여야 한다는 것이 첫 번째 포인트다.

2007년 하반기 이후부터 전세계 주요 퀀트 펀드들의 성과가 악화되기 시작했는데, 대부분 그 원인을 유사한 전략간 매매신호가 동시에 발생하는 문제점과 같은 전략 외적인 부분에만 초점을 맞추었다. 그러나 퀀트 전략 부진의 본질은 백테스팅 결과와 현실과의 괴리이다.

2007년 8월은 시대의 전환점

결국 2007년 8월이 레버리징 시대에서 디레버리징 시대로, 고성장 시대에서 저성장 시대로 가는 전환점이었다. 고성장 시대의 퀀트 전략과 저성장 시대의 퀀트 전략은 본질적으로 다르며, 이는 스타일 분석의 틀을 통해 해결 가능하다.

경기순환, 국가성장, 글로벌 레버리징 사이클이 중요

성장주와 가치주의 상대 성과에 영향을 주는 요인은 결국 각각의 투자 스타일에 대한 수요와 공급의 문제로 귀결되며, 이는 시장 내 고성장과 저성장 주식의 공급량에 따라 결정된다. 이를 결정하는 세 가지 사이클은 경기순환 사이클, 국가성장 사이클, 글로벌 레버리징 사이클이다.

국내의 경우 ① 여전히 본격적인 경기회복의 조짐은 나타나지 않고 있다는 점에서 경기 사이클 측면에서도 성장주에 유리하고, ② 국가성장 사이클 측면에서도 선진국으로 가는 과정이며, ③ 2008년 리만 사태 이후 사실상 글로벌 디레버리징의 영향을 받고 있다는 점을 감안하면 모든 요건이 성장주 투자에 유리한 환경이다.

2) Fundamental 성장주와 Cyclical 성장주를 구분하면 성과가 마법처럼 변한다

저성장 시대에는 성장주가 대안이라는 결론을 얻더라도 실무적으로 해결해야 되는 문제들이 있다.

경기 민감 주식이 많아 이익변동성이 클 경우 종목간 비교가 힘들고, 이익증가율 기준으로 종목을 뽑을 경우 백테스팅 결과가 좋지 않기 때문에, 국내에서 성장주 성과가 좋다는 충분한 트랙 레코드(track record)가 쌓여있지 않은 현 상황에서 과감하게 성장주 비중을 높이기 쉽지 않다.

성장주 세분화의 마법

이는 EPS증가율 높은 종목들을 크게 Fundamental 성장주와 Cyclical 성장주 두 부류로 나누어 Cyclical 성장주를 중립적인 수준으로 변환하면 백테스팅 결과를 마법처럼 개선시킬 수 있다는 점에서 해결 가능하다. 백테스팅 결과가 양호하기 때문에 설사 본 보고서의 논리가 틀리고 가치주가 추세적으로 더 상승한다고 하더라도 위험부담을 줄일 수 있다.

3) 이제는 성장주 투자의 시대다

성장주 강세는 구조적인 현상

올해 하반기 이후 추세적인 성장주 강세를 일시적으로 볼 것인지, 구조적으로 지속되는 현상인지에 대한 판단이 중요한 시점이다. 지금과 같은 전세계적 저성장의 구도가 깨어지지 않는 이상 과거와 같이 결국 가치주가 승리한다는 틀로 분석하면 당분간 루저(loser)로 남을 가능성이 높다.

이제는 성장주가 승리할 확률이 높다는 중장기적인 믿음을 바탕으로 가치주가 때로는 아웃퍼폼할 수 있다는 마인드로 바뀌어야 한다. 시장은 지금도 답을 보여주고 있다.

II. 스타일 투자란 무엇인가?

스타일(성장주 및 가치주) 투자의 역사 및 정의

1) 스타일 투자의 역사

증권분석에서 말한 가치는
광의의 가치

가치투자(value investing)라는 용어의 뿌리는 1934년에 발간된 Graham과 Dodd의 고전인 증권분석 (Security analysis)에 있다고 할 수 있다. 지난 수십 년간 많은 사람들이 성장주 투자에 대비되는 개념으로서의 가치주 투자를 언급하면서 위 고전에서 말하는 가치의 개념을 많이 활용했으나, 엄밀히 말해 Graham과 Dodd는 현재 우리가 알고 있는 성장주와 가치주에 대한 명확한 구분을 제시해 준 것은 아니다. 그들이 말한 것은 미래 성장성도 감안한 광의(廣義)의 가치였기 때문이다.

1980년대 들어 시장 스타일
투자가 필수적인 요소로 간주

실질적으로 성장주와 가치주를 구분해 투자에 활용하기 시작한 것은, 1960년대 이후 미국에서 기관 투자자들의 역할이 커져 좀더 정교하게 투자 스타일에 대한 분석이 필요해지기 시작하면서부터다. 특히 1980년대 들어 주식시장의 양극화 현상이 심화되면서 시장 세분화 전략이 투자 철학의 필수적인 요소로 간주되기 시작했는데, 그 이유는 크게 두 가지다.

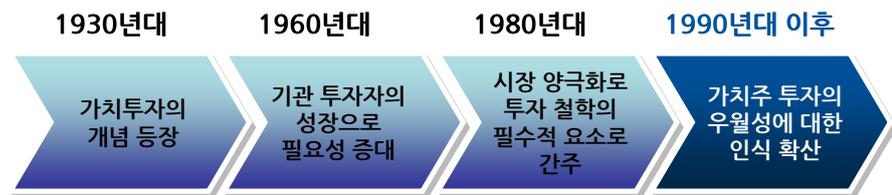
첫째, 당시 성장주 투자자와 가치주 투자자 사이의 수익률 격차가 커졌다. 이에 일부 펀드매니저들이 성과 부진의 원인이 종목을 보는 눈이 없어서가 아니라, 자신을 성장주 투자자로 언급하면서 투자 스타일 차이 때문이라고 합리화하며 고객을 설득하기 시작했다.

둘째, 1980년대 연금컨설턴트 산업이 성장하면서 Callan Associates와 같은 연금 컨설턴트가 투자 성과를 좀더 정확하게 비교할 목적으로 펀드매니저들을 분류하기 시작했다. 1992년에는 샤프(sharpe)가 펀드매니저 성과 평가에 활용하기 위해 성장주와 가치주 지수 개발에 협력하기도 했다.

그 이후 1993년에 Fama와 French, 1994년에 Josef Lakonishok, 1995년에 Dave Umstead와 Lyle Davis 같은 저명(著名)한 사람들이 가치주 투자가 성장주 투자에 비해 성과가 좋다는 내용이 포함된 수많은 논문들을 쏟아내기 시작했다.

특히 자산배분과 같은 투자자문 서비스로 유명한 Ibbotson Associates에서 발간한 *Yearbook 2000* 에서, 1927년부터 1999년까지의 데이터 분석을 통해 가치주 성과가 성장주보다 장기적으로 좋다는 결론을 내렸다. 이러한 분석들로 인해 많은 기관투자자들이 가치주 투자 비중을 늘리기 시작한다.

그림 1. 성장주 및 가치주 투자의 역사



자료: KDB대우증권 리서치센터

2) 성장주 및 가치주에 대한 정의

구체적인 내용을 다루기에 앞서, 성장주와 가치주에 대한 정의부터 명확하게 할 필요가 있다.

넓게 보면 대부분의 건전한 주식투자 전략은 가치투자라고 할 수 있다. 나름의 논리로 해당 주식의 주가가 실제가치를 반영하고 있지 못하고 있는 주식에 대한 투자를 가치투자라 할 수 있기 때문이다. 이런 광의(廣義)의 가치투자 개념의 경우 성장주 투자도 일종의 가치투자에 해당된다. 현재 가격이 해당 주식의 높은 성장성을 감안했을 때 실제 가치에 못 미치는 주식으로 볼 수 있기 때문이다.

이런 점에서 광의의 가치투자 개념은 사실상 투기(speculation)과 대비되는 개념이며, 투자 세분화 전략에 있어 큰 도움이 되지 않는다. 투자와 투기는 선택의 문제가 아니라 투자가 중장기 적으로 우월한 전략이기 때문이다.

**가치주는 저PER 종목,
성장주는 고EPS증가율
종목으로 정의**

그러므로 본 보고서에서 성장주와 가치주를 구분하는 기준은 MSCI barra에서 활용하는 8가지 기준 중 가장 대표적인 요인 중심으로 구분하고자 하며, **구체적으로 가치주는 12개월 선행 PER이 낮은 종목을, 성장주는 12개월 선행 EPS증가율이 큰 종목으로 정의하고자 한다.** 이는 스타일 투자전략의 선구자인 Bernstein의 이익기대 사이클에서도 가격(P)이 가장 떨어진 시점을 가치의 시기로, 이익성장률 값 자체가 가장 높은 시점을 성장의 시기로 구분했다는 점도 참고했다.

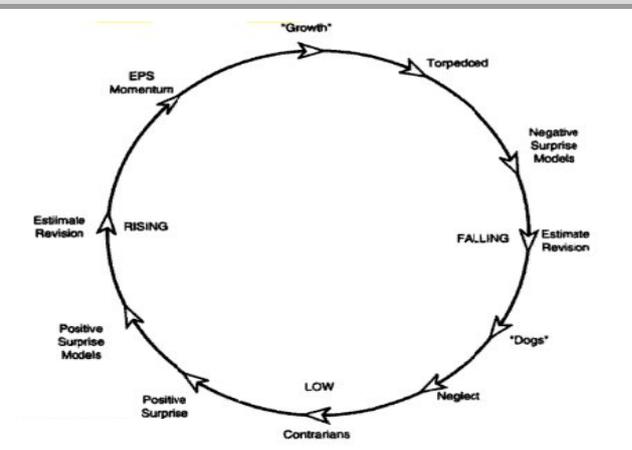
다만 특정 연도 기준이 아닌 12개월 선행 개념을 사용한 이유는 분석의 편의성을 위해서이며 올해 또는 내년 기준을 사용해도 큰 흐름에서의 결론은 큰 차이 없다.

그림 2. 현재 MSCI 스타일 지수를 나누는 기준 8가지



자료: www.msci.com, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. Bernstein의 투자 시계, EPS증가율 높은 12시가 성장



자료: Style Investing (Richard Bernstein, 1995), KDB대우증권 리서치센터

III. 가치주의 신화는 끝났다

1. 국내외 퀀트전략의 현황 및 전략 실패의 본질

1) 국내: 가치주 불패 신화, 2011년 하반기 이후 금이 가기 시작

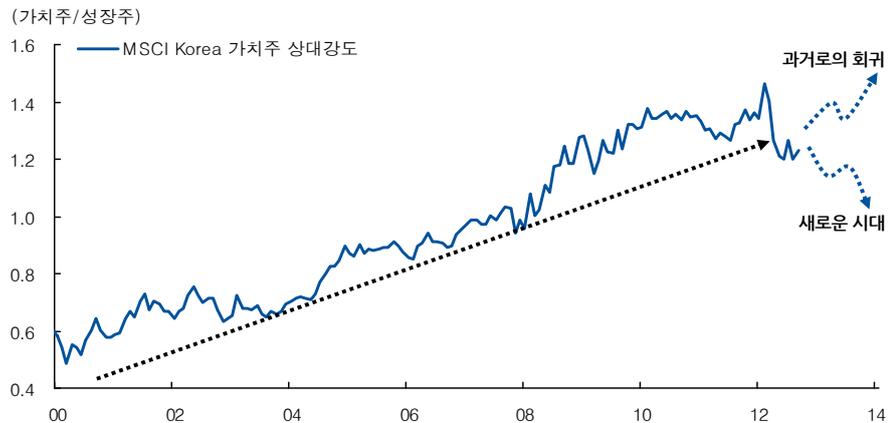
국내에서 제대로 된 퀀트 전략이 가능했던 2000년대부터 올해 초까지 중장기적으로 가치주 투자가 우월전략이었다. 이는 한국을 비롯한 이머징 국가에서 나타난 공통적인 현상이기도 하다.

이 같은 내용은 지난 10여 년간의 국내시장 주요 요인(factor) 분석을 해봐도 알 수 있다. 이익이나 자산가치 대비 주가가 싼 가치주의 성과는 좋았지만, 대표적인 성장 요인인 EPS 증가율 높은 종목들은 오히려 성과가 부진한 경우가 많았다.

실제 이 원리에 기반을 둔 종목선정(stock selection) 모델이 당사의 Basic 알파모델이며, 성과 좋은 핵심 요인 중심으로 포트폴리오를 구성했다. 백테스팅 결과도 좋았지만 실제 포트폴리오를 제시하기 시작했던 2010년 10월 이후 작년 상반기까지 9개월 만에 KOSPI 및 벤치마크 대비 40%p 이상의 초과수익률을 달성했다. 다만 2011년 하반기 이후 성과는 부진했다는 점에 주목할 필요가 있다.

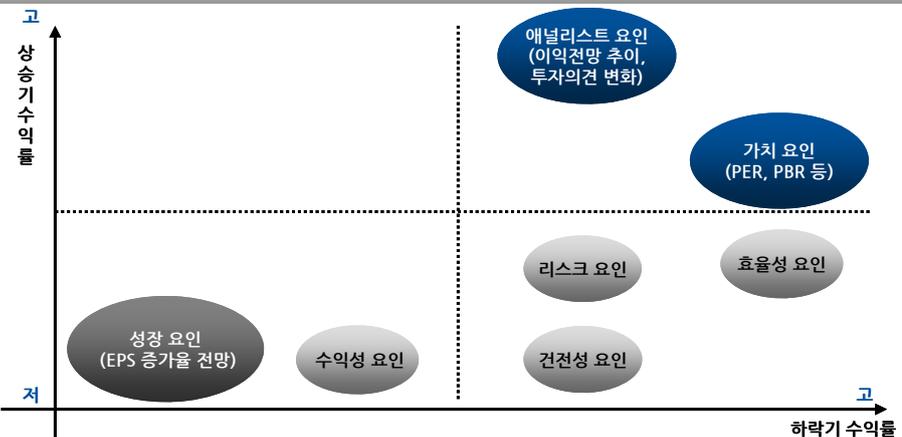
2011년 하반기 이후
성과 부진에 주목해야

그림 4. 2000년대 이후 이어진 가치주 불패 신화, 향후에도 이어질 것인가?



주: 가치주가 성장주에 비해 강세일수록 차트가 상승 / 자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 과거 10여 년간 국내시장의 주요 요인 별 주가설명력 - 가치 요인은 높고 성장 요인은 낮아



주: X축은 하락기 때, Y축은 상승기 때 주가설명력 / 자료: Wisefn, Fnguide, Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

2) 선진국: 성과 부진의 원인, 시대의 변화를 망각한 백테스팅 기반 전략 수립의 한계

국내의 경우 2011년 하반기 이후 퀀트투자 전략의 성과가 부진했지만, 미국을 비롯한 선진국에서는 이보다 앞선 2007년 8월 초 있었던 퀀트 펀드 대폭락 사태 이후 퀀트의 시대는 갔다는 말이 나올 정도로 퀀트 투자자들의 성과가 부진했다.

저명한 퀀트 투자 전략가인 Ronald N. Kahn 박사¹도 2010년에 보고서를 통해 퀀트 전략 실패에 관한 언급했다. 그러나 실패의 원인을 전략 자체의 문제가 아니라, 유사한 전략을 쓰는 퀀트 펀드들의 매매신호가 동시에 발생하는 것의 문제점과 같은 전략 외적인 부분만 언급했다. 그 외 다른 보고서들도 퀀트 펀드가 대부분 유사한 전략을 쓴 것이 성과 악화의 주요인이라는 사실에 초점을 맞추었다.

퀀트 전략 부진의 본질은 백테스팅과 현실과의 괴리

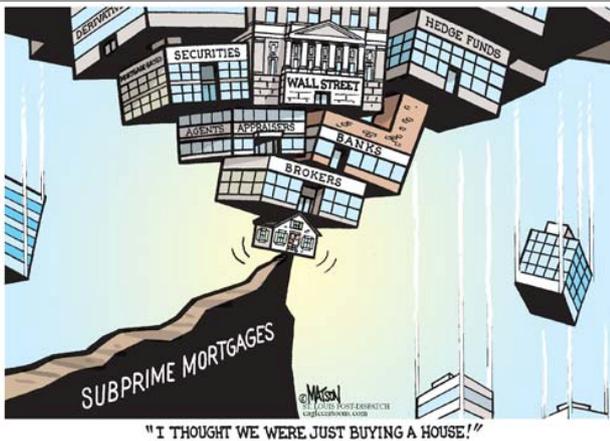
그러나 **퀀트 전략 부진의 본질은 백테스팅 결과와 현실과의 괴리** 때문이다. 즉, 과거와 현재의 투자환경 변화로 인해 백테스팅에 기반을 두고 세운 전략이 실전에서는 효과적이지 못한 것이다.

퀀트 전략이 성과가 급속도로 악화되기 시작했던 2007년 8월은 퀀트 투자환경에 큰 변화가 생긴 시점임에도 불구하고 대부분 이를 간과하고 있는 듯 하다. 2007년 8월 9일은 프랑스 최대 은행인 BNP 파리가 펀드 환매중단을 발표했던 사건이 있었다. 이로 인해 미국 서브프라임 모기지(비우량 주택 담보대출) 손실에 따른 신용경색 우려가 불거졌다.

2007년 8월 9일, 디레버리징으로 인한 저성장 우려 시작

이 사건 직후 영국 사상 140년 만의 첫뱅크런(대규모 예금인출) 사태를 맞은 노던록은행의 에덤 애플가트 최고경영자(CEO)는 “2007년 8월 9일이 세상을 바꿨다”고 회고할 정도였는데, 퀀트 투자자 입장에서 주목할 점은 디레버리징(deleveraging)으로 인한 저성장 우려가 이 때부터 시작된 사실이다.

그림 6. 서브프라임 모기지 사태로 주택 레버리지 시대 끝나



자료: <http://blogs.independent.co.uk>

그림 7. 2007년 9월 northern rock의 뱅크런 사태



자료: <http://flickr.com/photo/30249912@N00/1393780566>

¹ BlackRock의 Scientific Active Equity team의 수장. Active Portfolio Management – A Quantitative Approach for Producing Superior Returns and Controlling Risk라는 저서로 유명

2. 시대의 변화에서 대안을 찾다

1) 저성장 시대에 맞는 새로운 스타일을 찾아야

저성장 시대에 맞는 전략의 변화 필요

결국 2007년 8월이 레버리징 시대에서 디레버리징 시대로, 고성장 시대에서 저성장 시대로 가는 전환점이었던 것이고, 퀀트 투자전략도 기존 고성장 시대의 전략이 아닌 저성장 시대의 전략의 변화가 필요했다.

그러나 퀀트 전략의 특성상 투자의 근거는 대부분 백테스팅 결과에서 검증이 되어야 하고 의미 있는 백테스팅 결과가 쌓이기 위해서는 최소 몇 년간의 시간이 필요하다. 그런 점에서 투자환경이 변해도 빠른 대응을 하는 것에는 한계가 있었다. 또한 성과가 악화된 이유도 전략 자체에서 찾은 것이 아니라 비슷한 전략을 쓰는 투자자가 많았다는 것과 같은 전략 외적인 부분에 치중되었다.

물론 유사한 전략 사용이 문제라는 점을 인식한 퀀트 투자자들이 새로운 기법을 고안해 내기 시작한 것은 긍정적인 사실이다. 실제 골드만 삭스(Goldman Sachs)는 텍스트 정보에 기반한 새로운 분석 방법을 고안했고, 순수 퀀트 전략으로 유명한 브릿지웨이(Bridgeway Capital Management)의 경우 매크로 데이터를 가미해 퀀트 모델을 만들기도 했다. 그러나 전략 자체의 근본적인 문제를 파악하지 못한 많은 퀀트 펀드들의 성과가 전성기 때처럼 나오지는 못했다.

스타일 분석의 틀을 통해 해결 가능

결론적으로 레버리징으로 인한 고성장 시대의 퀀트 전략과 디레버리징으로 인한 저성장 시대의 퀀트 전략은 본질적으로 다르며, 이는 스타일 분석의 틀을 통해 해결 가능하고 판단된다. 성장주와 가치주의 상대강도를 결정하는 핵심이 경제 전반적인 성장성에 좌우되기 때문이다.

그림 8. top down 분석도 결합해 모델을 개선한 Bridgeway

AGGRESSIVE INVESTORS 1

In managing aggressive equity portfolios, we take a strictly quantitative, bottom up approach to stock selection, combined with top down risk management in portfolio construction.

Target Benchmark
Our objective is to exceed the return of the S&P 500 Index over trailing periods of three years or longer.

Investment Universe
Under this approach, Bridgeway may invest in U.S. companies of any size. Holdings may span various styles including both "growth" and "value."

Security Selection and Weighting
A universe of 3,500 stocks composed of companies listed on U.S. exchanges is run through multi-variant models, including growth, momentum, growth at a reasonable price, and growth opportunistic 1 and 2. Each model develops a list of potential stocks for inclusion based on both absolute and relative valuation characteristics. These models are proprietary and the complete attributes and coefficients are confidential.

Available Investment Vehicles

	Mutual Fund	Separate Account
Name	Aggressive Investors 1 Fund	Aggressive Investors 1 Style Composi
Inception	08/05/1994	01/01/200
Symbol	BAGX	
Minimum Investment	\$2000	\$10,000,00
Sales Load	0.00%	
12-b1 Fees	0.00%	

자료: <http://www.bridgewayfund.com>

그림 9. 저성장 시대에 맞는 '스타일'을 찾아야



자료: www.ygfamily.com

2) 스타일 분석, 경기순환 사이클만으로 설명할 수 없다

성장주와 가치주의 상대 성과에 영향을 주는 요인은 여러 분석보고서와 논문들을 참고해 보면 명목 성장률과 금리 등 여러 가지 세부 요인들을 많이 제시하고 있다. 그러나 결국 각각의 투자 스타일에 대한 수요와 공급의 문제로 귀결되며, 이는 시장에 고성장과 저성장 주식의 비중에 따라 결정된다.

수요 측면의 변화는 작아

사실 각각의 투자 스타일에 대한 수요 측면에서의 변화는 크지 않다. 인간의 본성과 습성은 잘 변하지 않듯이 투자자 별로 선호하는 스타일도 쉽게 변하지는 않기 때문이다. 특히 스타일별 성과 측정 시스템이 잘 갖추어진 선진국에서는 설정 펀드 별로 스타일이 규정되어 있는 경우도 많다.

공급의 변화가 핵심

결국 공급의 변화로 가격이 결정되는 경우가 많다. 지금처럼 밸류에이션 수준 낮은 저평가 가치주가 시장에 널려 있을 때도 있고, 과거 중국 성장에 대한 기대감이 클 때 많은 종목들이 중국 관련 고성장주로 분류되었던 것처럼 각 스타일별 주식의 공급은 투자환경에 따라 변화가 심하다.

예를들어 PER 10배 이하의 싼 종목을 선호하는 가치투자자가 있다고 가정해 보자. 평상시에는 PER 10배 이하인 종목이 많이 없어 소수 종목 중심으로 매매했는데, 불황기에 들어서면서 주가가 싸져 PER 10배 이하인 종목이 넘쳐날 경우 어떻게 될까?

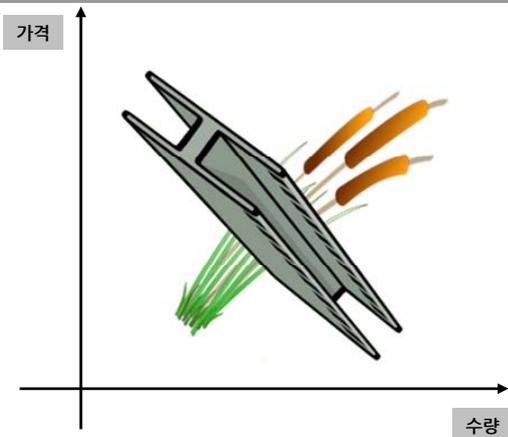
투자금액은 비슷한데 여러 종목에 매수세가 분산되다 보니 PER 낮은 가치주 등의 전반적인 성과는 과거에 비해 좋지 못할 것이다. 반대로 불황기에 성장주는 희귀해지다 보니 성장주 투자자들의 매수세가 소수 종목에 집중되어 주가도 오르고, 주가가 오르면 추세추종자 등의 매수세까지 가세되면서 주가의 선순환이 일어난다.

이런 점에 주목해 스타일 투자전략의 대가로 불리는 리처드 번스타인(Richard Bernstein)의 경우 불황기에는 성장주가 희귀해 성장주 투자자들이 소수 성장주에 매수세가 몰려 성장주의 성과가 좋고, 호황기에는 대다수 종목들이 성장주이다 보니 그 중에서 가격이 싼 가치주가 희귀해 가치주의 성과가 좋다고 말했다.

경기순환만으로 판단하기에는 부족

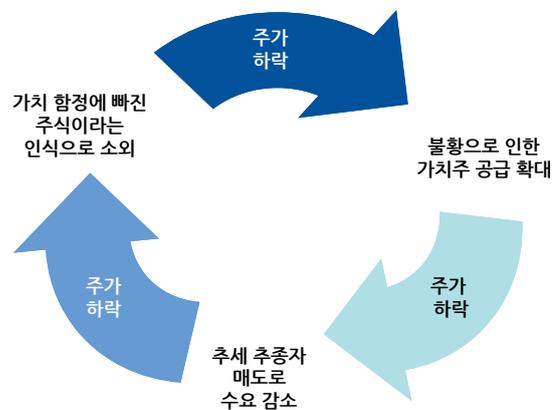
물론 이는 경기순환 사이클에 따라 가치주와 성장주의 희비가 엇갈린다는 핵심은 잘 짚은 말이나, 단순히 경기순환만으로 스타일별 상대 강도의 큰 흐름을 판단하기에는 부족한 점이 많다. 예를 들어 한국을 비롯한 이머징 국가에서 장기적으로 가치주가 아웃퍼폼(outperform)한 사실은 경기사이클만으로 설명하기 힘들기 때문이다.

그림 10. 철근처럼 변함없는 수요와 갈대처럼 변화가 심한 공급



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 11. 불황 때 가치주의 악순환 구조



자료: KDB대우증권 리서치센터

3) 스타일을 결정하는 세가지 사이클

이에 필자는 스타일 전략의 성과를 결정하는 세 가지 사이클을 제시하고자 한다. 이 사이클이 고성장과 저성장 시대를 결정하는 세가지 핵심 요소이다.

첫째, 경기순환 사이클
- 불황에는 가치주 강세

우선 **경기순환 사이클**의 경우 이미 많이 언급되고 있는 부분이며, 경기가 활황에 들어설 때 기업들의 이익성장률 전망이 높은 경우가 많고, 불황이 시작될 때는 주가가 하락해 가치주가 오른다는 점은 직관과도 일치한다.

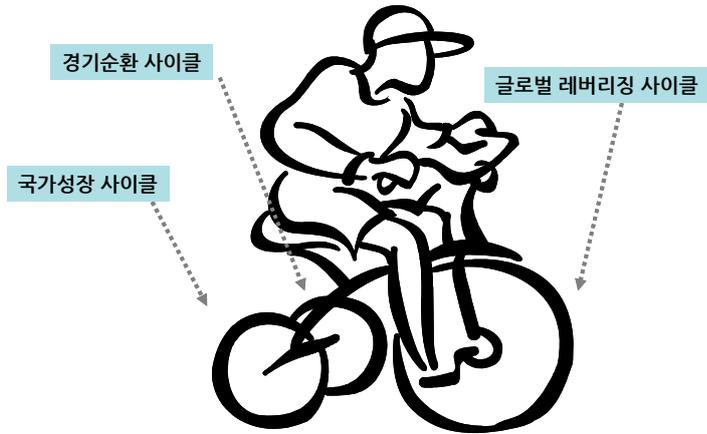
둘째, 국가성장 사이클
- 이머징 국가는 가치주 강세

두 번째로 **국가성장 사이클**이다. 같은 호황기라도 선진국과 이머징 국가의 성장주 비중은 분명히 다르다. 실제 MSCI 이머징 국가의 가치주 상대 강도가 MSCI 선진국에 비해 강하다. 이머징 국가가 선진국에 비해 성장주가 많다 보니 상대적으로 희소한 가치주의 성과가 더 좋은 것이다.

셋째, 글로벌 레버리징 사이클
- 레버리징 시대 가치주 강세

마지막으로 앞서 언급한 **글로벌 레버리징 사이클**을 주목해야 한다. World Bank에 따르면 지난 15년간 견조했던 전세계 GDP성장률 중 절반 이상은 막대한 유동성 공급으로 인한 과도한 레버리지에 기인했다고 할 정도이다. MSCI 전세계 EPS 증가율 전망 변화 추이를 살펴봐도 기업이익 측면에서 늘 10%근처 또는 그 이상의 고성장을 기대할 정도로 고성장주가 넘쳐났다. 이런 큰 사이클이 2007년 8월 이후 선진국 중심으로 꺾이기 시작했다.

그림 12. 성장주와 가치주 성과를 좌우하는 세가지 사이클



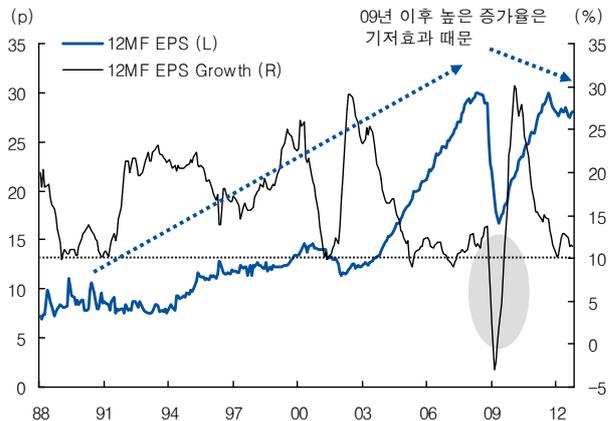
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 13. 성장주 많은 이머징 국가가 선진국보다 가치주 강세



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 14. MSCI 전세계 지수, 08년 이전까지 10% 이상 고성장 전망



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

4) 세 가지 사이클로 스타일 투자의 기준을 만든다

위 세가지 사이클을 종합해 보면 과거 추세적인 가치주 아웃퍼폼뿐만 아니라, 2007년 이후 선진국에서 성장주의 성과가 가치주를 압도한 사실과 2011년 이후 국내시장에서 가치주 성과가 부진했던 것에 대한 설명이 된다.

스타일 사이클 지표, 실제 성과와 잘 맞아 떨어져

사실 세가지 다른 성격의 사이클을 종합해 하나의 숫자로 표현한다는 것은 어불성설(語不成說)일 수 있다. 그러나 좀 더 직관적으로 볼 수 있게 세가지 요인을 단순히 3:3:4의 비중으로 감안해 성장주에 유리한 환경과 가치주에 유리한 환경을 구분한 후 상대강도를 가늠해 볼 수 있는 지표를 만들어 보면, 국내뿐만 아니라 이머징과 선진국 지수에 대입해 보아도 실제 성과와 잘 맞아 떨어진다.

한국의 경우 작년 하반기 유럽 재정위기가 불거진 이후 서서히 성장주 강세 현상이 보이기 시작하더니 올해 들어서는 성장주의 아웃퍼폼이 뚜렷하며, 스타일 투자전략 지표 상으로도 성장주 강세 신호를 보이고 있는 상황이다.

표 1. 국내시장의 세 가지 사이클과 스타일 투자전략 지표의 결론

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
국내 경기순환 사이클	침체/성장	성장/침체	침체/성장	성장	성장	성장	성장/침체	침체	성장	성장	성장/침체	침체or성장
국가성장 사이클	이머징	과도기	선진국									
글로벌 레버리징 사이클	레버리징	디레버리징	디레버리징	디레버리징	디레버리징							
종합 결론	가치 우위	가치/성장	성장 우위									

주: 파란색 바탕은 가치주에 유리한 환경, 흰색 바탕은 성장주에 유리한 환경, 회색은 과도기 적인 단계 / 국내 경기선행지수 기준으로 침체와 성장 구분

자료: KDB대우증권 리서치센터

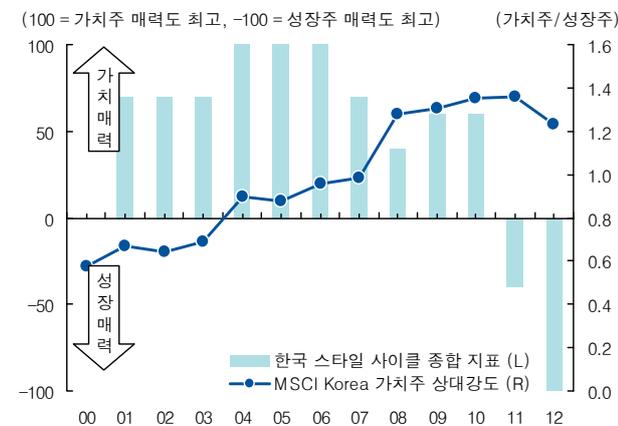
표 2. 선진국의 세 가지 사이클과 스타일 투자전략 지표의 결론

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
OECD 경기순환 사이클	침체/성장	성장/침체	침체/성장	성장	성장	성장	성장/침체	침체	침체/성장	성장	성장/침체	침체or성장
국가성장 사이클	선진국											
글로벌 레버리징 사이클	레버리징	레버리징	레버리징	레버리징	레버리징	레버리징	과도기	디레버리징	디레버리징	디레버리징	디레버리징	디레버리징
종합 결론	가치 우위	가치/성장	성장 우위									

주: 파란색 바탕은 가치주에 유리한 환경, 흰색 바탕은 성장주에 유리한 환경, 회색은 과도기 적인 단계 / OECD 경기선행지수 기준으로 침체와 성장 구분

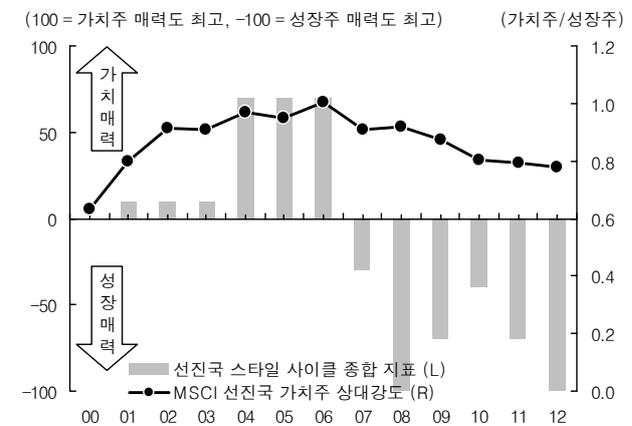
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 15. 한국의 스타일 사이클 지표와 가치주 상대강도 비교



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 16. 선진국 스타일 사이클 지표와 가치주 상대강도 비교



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

3. 성장주가 미래다

1) 이제 성장주 비중을 늘려야 한다

최근까지 필자는 굳이 성장주와 가치주를 구분해 투자할 필요가 있나라는 입장이었다. 불필요한 기준에 근거해 투자대상을 제한하는 것은 성과 측면에서 부정적인 요인만 될 뿐이라고 생각했다.

미시적: 수급 분석 가능
거시적: 저성장 시대의 대안

그러나 상술한 바와 같이 스타일을 구분해 분석하는 것은 중요하다. 미시적(微視的)으로는 각각의 분류에 대한 수요와 공급 분석을 통해 스타일 별 기력 전망을 할 수 있고, 거시적(巨視的)으로는 최근 전세계적으로 성과가 부진한 퀀트투자(quantitative equity investing) 전략의 해답을 스타일 분석의 틀에서 찾을 수 있기 때문이다.

성장주 비중을 늘려야 한다

레버리징 시대와 디레버리징 시대의 논리는 고성장과 저성장의 논리와도 연결이 되므로, 지금은 시장을 지배하는 스타일이 가치에서 성장으로 넘어가는 과정에 있다. 그러므로 가치주가 활약했던 백테스팅 결과에 역대일 것이 아니라 과거와 현재 투자환경 변화를 분명히 인지하고, 이제 성장주 비중을 늘려야 한다.

국내의 경우 ① 여전히 본격적인 경기회복의 조짐은 나타나지 않고 있다는 점에서 경기 사이클 측면에서도 성장주에 유리하고, ② 이미 피치 기준으로 일본보다 한 단계 높은 신용등급으로 상향되고 FTSE 기준으로 선진국에 편입된 상황인 점 감안할 때 국가성장 사이클 측면에서도 선진국으로 가는 과정이며, ③ 08년 리만 사태 이후 사실상 글로벌 디레버리징의 영향을 받고 있다는 점을 감안하면, 모든 요건이 성장주 투자에 유리한 환경이다.

그림 17. 회복은 더디고 장기저성장 시대에 진입할 가능성도 있다



자료: Adam Zyglis / Buffalo News, Politicalcartoons.com

2) 역사적 사례: 07년 하반기 이후 미국을 타산지석(他山之石)으로

미국에서 07년 성장주 비중을 높였다면 훨씬 더 좋은 성과 가능

성장주 강세 현상이 07년 하반기부터 시작되었던 미국의 경우에도, 퀀트 전략 부진의 원인을 스타일 투자전략에서 찾고 성장주 투자 전략을 구사 했다면 훨씬 더 좋은 성과를 달성할 수 있었다. 실제 최근 5년 및 3년 성과를 살펴보면 미국 내 성과 상위 20위 내 펀드 중 성장주 스타일이 가치주 스타일에 비해 월등히 많다.

그러나 저성장 시대로의 변화가 문제의 핵심이 아니라 유사한 전략을 쓰는 퀀트 펀드들의 매매신호가 동시에 발생한다는 사실에만 초점을 맞추다 보니, 많은 퀀트 투자자들이 2010년 초까지도 과거에 잘 맞았던 가치주를 고집하다가 성과가 계속 부진했다.

실제 2010년 *Quantitative Equity Investing: Out of Style?* 라는 Kahn 박사의 글에서 퀀트 펀드들이 많이 쓰고 잘 알려진 요인(factor)을 크게 4가지로 구분해 분석한 적이 있다. 그 4가지는 PER과 PBR, 이익조정비율과 가격 모멘텀이었는데 성장주의 핵심인 이익성장률은 없었다. 그만큼 이익성장률을 많이 활용하지 않았다는 의미다.

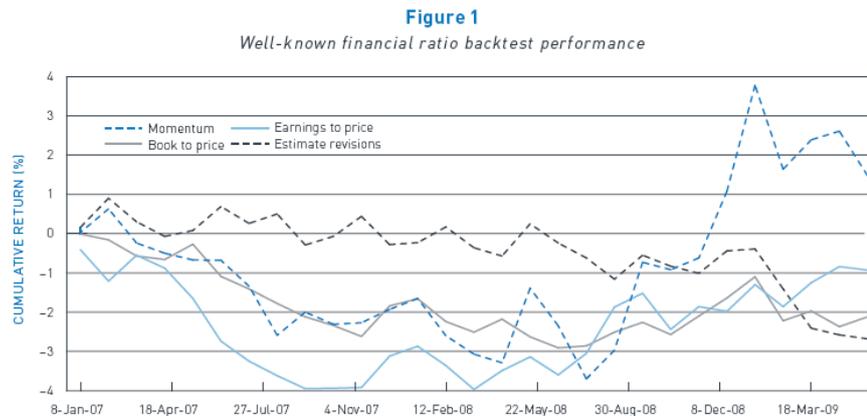
이후 2~3년 정도 성장주 성과가 긍정적으로 나오면서 의미 있는 백테스팅 결과가 누적되다 보니, 백테스팅에 근거한 많은 퀀트투자자들의 전략적 변화로 인해 2010년 이후에는 퀀트 펀드들의 성과도 많이 회복²된 상황이다.

우리의 2011년 하반기 이후 모습이 미국의 2007년 하반기 이후와 유사

우리의 2011년 하반기 이후 모습이 미국의 2007년 하반기 이후와 유사하다. 국내에서 추세적으로 가치주 성과가 악화되기 시작한 것은 길게 잡아야 2011년 하반기 이후이므로 여전히 중장기 백테스팅을 해 보면 가치주 관련 요인들의 성과가 좋게 나온다. 이에 아직까지 대부분의 퀀트 투자자들은 모델 내 가치주 비중을 높게 가져가는 상황이다.

그러나 앞서 말한 성장주와 가치주 사이클의 본질을 제대로 이해한다면, 의미 있는 백테스팅 결과가 누적될 몇 년 뒤에 소 잃고 외양간 고치듯 전략을 변화시키는 것이 아니라 선제적인 대응을 해야 한다.

그림 18. 2010년 초 퀀트 펀드들이 주로 사용하는 네 가지 factor 중 이익성장률은 없었다



자료: *Quantitative Equity Investing: Out of Style?* from BlackRock (March 2010), KDB대우증권 리서치센터

² 2012년 1월 9일자, 'Quant Fund Mount a Modest Comeback'이라는 모닝스타 기사 참조

표 3. 미국 상장 펀드 중 최근 5년 성과 상위 20개

(%)

펀드명	5년 연율화 수익률(total return)	펀드 전략 공표	모닝스타 기준
Oceanstone Fund	36.6		가치형(2010년 이후)
Reynolds Blue Chip Growth	12.8	성장형	성장형
Intrepid Small Cap	11.9		가치형
PIMCO StocksPLUS Long Duration Instl	10.7		
Yacktman Focused Svc	10.3		
Delaware Pooled Focus Smid-Cap Gr Eq	9.8	성장형	성장형
PIMCO Small Cap StocksPLUS TR Inst	9.6		
Marsico Flexible Capital	9.6		성장형
Fidelity Small Cap Discovery	9.5		
Yacktman Svc	9.3		
Monetta Young Investor	8.7		성장형
Eaton Vance Atlanta Capital SMID-Cap I	7.9		성장형
PIMCO Fundamental IndexPLUS TR A	7.6		
Parnassus Workplace	7.5		성장형
Brown Capital Mgmt Small Co Inv	7.4		성장형
Touchstone Sands Capital Inst Gr	7.4	성장형	성장형
Huber Capital Small Cap Value Inv	7.3	가치형	가치형
SouthernSun Small Cap Investor	7.2		
Hancock Horizon Burkenroad Small Cap A	7.2		
Wells Fargo Advantage Growth Inv	7.1	성장형	성장형
총 6,072개 펀드 평균	0.7		

주: 펀드명에 펀드 스타일이 표기되어 있을 경우 '펀드 전략 공표' 란에 표시했으며, 그 외 펀드의 경우 모닝스타 분류 기준에 의해 구분
 자료: Morningstar, KDB대우증권 리서치센터

표 4. 미국 상장 펀드 중 최근 3년 성과 상위 20개

(%)

펀드명	3년 연율화 수익률(total return)	펀드 전략 공표	모닝스타 기준
Direxion Mthly NASDAQ-100 Bull 2X Inv	36.0		성장형
Rydex Dynamic NASDAQ-100 2X Strategy H	35.3		성장형
ProFunds UltraNASDAQ-100 Inv	35.2		성장형
Dynamic US Growth I	29.9	성장형	성장형
Matthew 25	29.5		성장형
PIMCO StocksPLUS Long Duration Instl	27.6		
ProFunds Ultra Dow 30 Inv	25.7		가치형
Allianz AGIC Ultra Micro Cap I	24.4		
Rydex Dow 2x Strategy C	24.4		가치형
SouthernSun Small Cap Investor	24.0		
Direxion Mthly S&P 500 Bull 2X Inv	24.0		
Delaware Pooled Focus Smid-Cap Gr Eq	23.6	성장형	성장형
Direxion Mthly Small Cap Bull 2X	23.4		
ProFunds UltraMid Cap Inv	23.3		
Wells Fargo Advantage Growth Inv	22.8	성장형	성장형
PIMCO Fundamental IndexPLUS TR A	22.7		
Touchstone Sands Capital Inst Gr	22.7	성장형	성장형
Hodges Small Cap	22.4		
Huber Capital Small Cap Value Inv	22.4	가치형	가치형
Rydex S&P 500 2x Strategy H	22.3		
총 6,931개 펀드 평균	11.5		

주: 펀드명에 펀드 스타일이 표기되어 있을 경우 '펀드 전략 공표' 란에 표시했으며, 그 외 펀드의 경우 모닝스타 분류 기준에 의해 구분
 자료: Morningstar, KDB대우증권 리서치센터

<참고> 예상 반론에 대한 답변: 역사적(historical) 분석에서의 가치주 과대평가 유념해야

상술한 논리에 고개를 끄덕이더라도 장기적으로 과거의 경험을 통해 볼 때 결국 가치주가 승리했다는 점에서, 선불리 가치주 투자 비중을 높였다가 결국 뒷북만 치는 것 아니냐라는 반론을 제기할 수도 있다. 특히 Ibbotson Associates의 Yearbook 2000에서 1927년부터 1999년까지의 초장기 분석을 통해 가치주 성과가 성장주보다 장기적으로 좋다는 결론을 본다면 이런 생각을 가질 만하다.

그러나 장기적으로 가치주가 승리한다는 결론은 몇 가지 측면에서 과대평가되었다.

첫째, 과거 분석은 PBR에 과도하게 의존

첫째, 실제 스타일을 구분하는 기준을 살펴보면 과거에는 PBR(또는 PBR의 역수인 Book to Price)에 과도하게 의존해 성장성 높은 주식이 아니라 사실상 가격이 비싼 종목이 성장주로 분류되었다. 실제 스타일 분석과 관련된 분석이 많이 이루어졌던 1990년대 논문들을 살펴보면 대부분 PBR을 통해 가치주를 판별하고 있으며, 단순히 PBR이 낮으면 가치주, PBR이 높으면 성장주로 분류했다.

'가치주 vs. 성장주'는 '가치주 vs. 비싼 주식'과 다르다

이러한 분류 기준은 가치주와 성장주가 아니라, 가치주와 비싼 주식의 대결이 되기 때문에 가치주에 절대적으로 유리한 분석 방법이다. 정확한 스타일 분석을 위해서는 PBR 높은 종목이 성장주인 것이 아니라, 이익성장률의 기준으로 뽑아야 한다. 단순히 PBR 높은 종목이 성장주라면 지금 PBR 2배가 넘는 KT&G, 강원랜드가 성장주라는 것인데, 그렇게 생각하는 투자자는 많지 않다.

둘째, 당시 성장전망을 바탕으로 성장주를 규정해야

둘째, 성장주의 핵심인 이익성장률은 과거 실제 성장률보다 그 당시 성장전망을 바탕으로 해야 의미가 있다. 예를 들어 최근 대표적인 성장주로 뽑히는 모바일 게임주의 경우, 과거 2010년과 2011년 성장률만 봤을 때는 10% 이하의 그리 높지 않은 성장률이나, 올해 100% 이상, 내년도 40%에 가까운 이익증가가 예상되기 때문에 투자자들이 성장주라고 생각하는 것이다. 결국 과거 성장률이 아니라 투자 당시 시점의 성장에 대한 기대감을 알 수 있는 지표가 있어야 한다.

그나마 2000년대 들어서 투자기법이 좀더 정교해지고, 과거 데이터보다 향후 전망의 주가설명력이 더 높다는 사실을 바탕으로 이익증가율 전망 등이 스타일 구분 기준에 널리 활용되기 시작했다. 이러한 점에서 실질적으로 추정치 데이터가 정교하지 않았던 2000년대 이전 성장주 분석의 결론을 오늘날 활용하기에는 문제가 많다.

표 5. 2001년 당시 주요 기관들의 스타일 구분 기준

	B/P (PBR의 역수)	5년 장기 성장률 전망 (IBES)	E/P (PER의 역수, IBES 1년 전망)	기타
S&P/BARRA	사용	미사용	미사용	인덱스마다 1월 1일과 7월 1일에 시가총액 반이 재구성
Russell	사용	사용	미사용	70%의 종목이 성장주 아니면 가치주 나머지 30% 종목은 성장주와 가치주 성격 혼합 6월 30일마다 종목 재구성 PB, P/Cash Flow, PE, IBES 5년 성장률을 동일가중 점수화
MSCI	사용	미사용	미사용	
Wilshire	사용	미사용	사용	B/P의 비중 75%, E/P의 비중 25%로 점수화
Salomon	성장주: 5년 EPS 및 매출 성장률, Retained ROE 높은 종목 가치주: Book to Price, Cash Flow/P, Sales/P, Yield 높은 종목 대략 25%의 종목(시가총액 기준으로는 50%)이 성장주 내지는 가치주로 분류			
Prudential	성장주: 매출 성장률 10% 이상, IBES 5년 성장률 전망이 중간값 이상, 낮은 배당성향, 낮은 부채비율 가치주: Earnings to Price가 중간값 이상, 배당이 꾸준하거나 상승 추세			

자료: Lawrence S. Speidell. Winter 2001. "Are Growth and Value Dead?" *The Journal of Investing*, Vol. 10, No. 4: pp. 6-13

표 6. 현재 주요 기관들의 스타일 구분 기준

	가치주 기준	성장주 기준	리밸런싱 주기	비중 기준
S&P	P/B P/E P/S	매출액 증가율 이익 증가율 가격 모멘텀	연간	시가총액 가중
Russell	P/B 이익증가율 전망 과거 매출액 증가율	P/B 이익증가율 전망 과거 매출액 증가율	연간	시가총액 가중
Dow Jones	Forward P/E 이익증가율 전망 P/B 배당수익률 수익과 이익 증가율	Forward P/E 이익증가율 전망 P/B 배당수익률 수익과 이익 증가율	반기	시가총액 가중
MSCI	P/B Forward P/E 배당수익률	장기 이익증가율 전망 (스몰캡 종목은 제외) 단기 이익증가율 전망 현재 내재성장률 역사적 이익과 매출액 증가율 추세	반기	시가총액 가중

자료: Standard & Poor's, MSCI, Dow Jones & Russell, Intelligent Insight: Harnessing the Potential for Style Investing

IV. Fundamental 성장주와 Cyclical 성장주 구분의 마법

1. 성장주 활용의 실무적인 문제점 두 가지

저성장 시대에는 성장주가 대안이라는 결론을 얻었더라도, 실무적으로 해결해야 되는 문제들이 있다.

첫째, 경기 민감 주식의 이익변동성이 클 경우 종목간 비교가 힘들어

**이익변동성이 클 경우
종목간 비교 힘들어**

국내처럼 경기에 민감한 기업이 많을 경우 단순히 이익증가율로 종목을 비교해 성장주를 뽑기 쉽지 않다. 예를 들면 극단적으로 이익이 훼손되었다가 회복되어 수백 퍼센트 이상의 이익증가율을 보이는 기업 내지는 적자에서 흑자로 전환되는 기업을 다른 일반적인 기업들과 동일한 기준으로 비교하기 어렵다.

이러한 점은 선진국에 비해 큰 이머징 국가에서 성장주 전략이 효과적이지 못한 또 다른 이유이기도 하다. 이익의 변동성이 상대적으로 선진국에 비해 커 제대로 된 종목간 비교가 힘들기 때문이다.

둘째, 이익증가율 기준으로 종목을 뽑을 경우 백테스팅 결과가 좋지 않다

성장주를 가려낼 수 있는 대표적인 재무지표인 EPS증가율로 2001년 이후 성과분석을 해보면 증가율이 높을수록 성과가 부진하게 나온다.

**백테스팅 결과가 좋지 않기
때문에 과감하게 성장주
비중을 높이기 힘들다**

아무리 과거와 미래의 투자환경이 다르기 때문에 저성장 시대에는 EPS증가율과 같은 성장 요인이 효과적이라고 하더라도, 실제 퀀트 투자자 입장에서 백테스팅 결과와 완전히 상반되는 전략을 실행하기 쉽지 않다. 즉, 성장주 백테스팅 결과가 좋다는 것의 충분한 트랙 레코드(track record)가 쌓여 있지 않은 현 상황에서 과감하게 성장주 비중을 높이기 힘든 것이다.

또한 본보고서의 판단이 틀려 가치주가 추세적으로 강한 모습 보일 경우 위험부담을 크게 안고 가야 한다는 문제가 있다.

그림 19. 반 정도의 기업이 정상적인 이익증가율 수준에서 벗어나

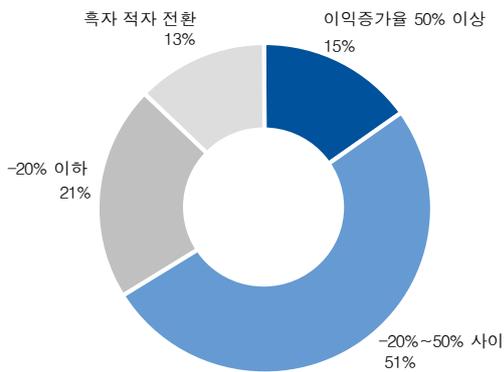
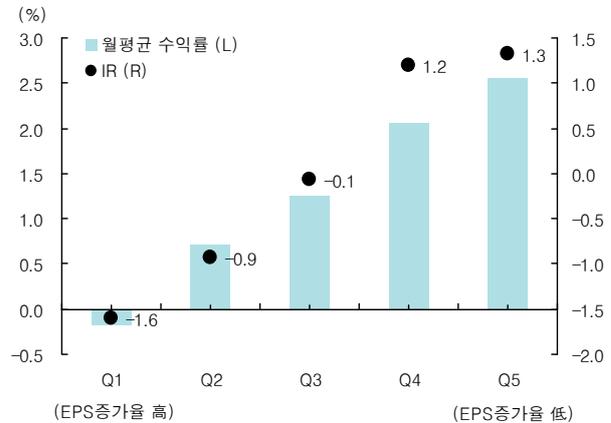


그림 20. 12MF EPS증가율 높을수록 성과가 부진(2001년 이후)



주: KOSPI200 종목 중 2012년 EPS 추정치 데이터 존재하는 기업 대상
자료: Wisefn, KDB대우증권 리서치센터

자료: Fnguide, Wisefn, KDB대우증권 리서치센터

2. 문제점 해결의 대안 두 가지

첫째, John Neff의 GYP ratio의 논리를 활용해 이익증가율의 상한선을 둔다

GYP (Growth PLUS Dividend Yield to P/E) ratio란 월가의 전설로 불리는 John Neff가 만든 투자 지표이며, 이익증가율과 배당수익률의 합을 PER로 나눈 값이다. 여기서 주목할 점은 종목을 선정할 때 이익증가율의 상한선 둔 점이 특징적이다. GYP ratio를 소개하는 많은 문헌들에서 분석 대상을 일반적으로 이익성장률이 20% 내지는 25% 이하의 종목들로 한정하고 있다.

이는 이익증가율이 비정상적으로 높은 주식들의 경우 정상적인 분석이 힘들기 때문이다. 이익증가율이 높은 종목들은 이익이 훼손되었다가 회복되는 경우가 많은데, 이는 이익변동성이 크다는 부정적인 의미도 있다. 이러한 기업이 안정적으로 성장하고 있는 다른 기업에 비해 긍정적이라고 볼 수는 없다.

증가율이 과도한 종목들은 별도 분석이 필요

이에 EPS 증가율을 통해 성장주를 가려낼 때 증가율이 과도하게 큰 종목들에 대해서는 별도 관리가 필요하다. 본 보고서에서는 과도하게 높은 EPS증가율의 기준을 50% 이상으로 규정했다.

둘째, Fundamental 성장주와 Cyclical 성장주를 구분하면 백테스팅 결과가 마법처럼 변한다

결국 중요한 것은 EPS증가율 높은 종목들을 어떻게 처리하느냐의 문제이다. 단순히 EPS증가율 높은 종목들을 분석에서 제외할 경우 투자 대상이 줄어들고, 벤치마크와의 오차도 늘어나는 문제가 있다.

성장주 세분화를 통해 좀더 의미 있는 분석이 가능

이에 필자는 EPS증가율 높은 종목들을 크게 Fundamental 성장주와 Cyclical 성장주 두 부류로 나누고, Cyclical 성장주는 실제 EPS증가율이 아닌 독립적인 증가율 수준으로 변환하는 방법을 대안으로 제시하고자 한다. 여기서 최근 5년간 이익수준의 최고치보다 현재 12개월 선행 이익전망 수준이 높을 경우 Fundamental 성장주이고, 반대의 경우 Cyclical 성장주로 구분했다.

실제 Cyclical 성장주의 EPS증가율은 winsorization³의 원리를 활용해 0%에 가깝게 변환할 경우 마법처럼 백테스팅 결과가 개선된다. 백테스팅 결과가 개선되었기 때문에 설사 본 보고서의 논리가 틀리고 가치주가 추세적으로 더 상승한다고 하더라도 위험부담을 줄일 수 있다.

그림 21. 이랬던 EPS증가율 백테스트 결과

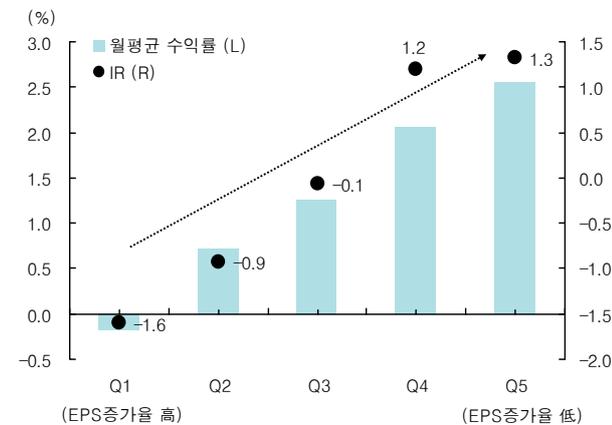
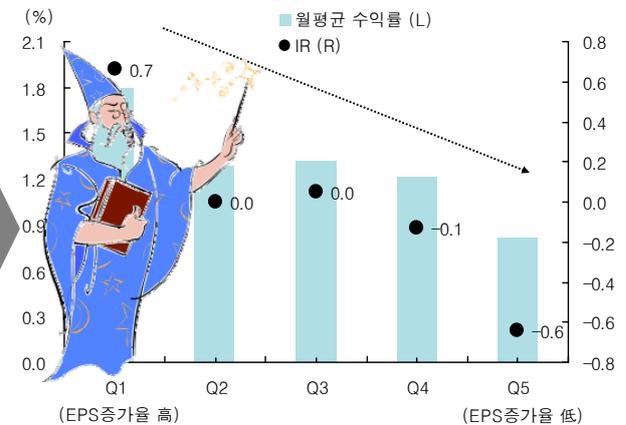


그림 22. 이렇게 마법처럼 변한다 (Cyclical 성장주의 증가율 변환)



자료: Fnguide, Wisefn, KDB대우증권 리서치센터

자료: Fnguide, Wisefn, KDB대우증권 리서치센터

³ 특정 범위를 벗어나는 값을 특정 값으로 변환하는 방법을 의미. 본 보고서에서는 EPS증가율이 50%를 초과하고 Cyclical 성장주에 해당할 경우 실제 EPS증가율을 1,000,000으로 나누어 거의 0%에 가까운 값으로 변환했다

3. 성장주 세분화 마법의 비밀

- Cyclical 성장주가 Fundamental 성장주에 비해 성과가 좋지 않은 이유

두 성장주를 나누는 기준은 최근 5년 이익 대비해서 현재 이익전망의 수준이다. 최근 5년간 이익수준의 최고치를 뛰어넘는 실적이 예상되는 경우 기업의 펀더멘탈적 변화가 수반된 성장으로 판단해 fundamental 성장주로 분류하고, 그 외 종목의 경우 단순히 경기에 따라 실적이 훼손되었다가 회복되는 과정에서 높은 성장률이 예상되는 Cyclical 성장주로 보았다.

Cyclical 성장주가 Fundamental 성장주에 비해 현격하게 성과가 좋지 않은 이유는 크게 두 가지다.

실적 안정성 측면

첫째, Cyclical 성장주의 경우 실적 안정성 측면에서 Fundamental 성장주보다 변동성이 심해 주가 할인요인이 된다. 실적이 좋더라도 경기가 꺾일 때 이익훼손이 크다는 사실을 알고 있기 때문이다. 예를 들어 이익변동성이 큰 해운주의 경우 경기가 좋아 이익증가율이 높더라도 PER이 낮아지면서 주가가 상승한다. 그만큼 이익증가 속도에 비해 주가 상승폭은 제한적인 것이다.

추정치 신뢰도 측면

둘째, 과거 이익의 훼손으로 인한 기저효과로 이익증가를 전망이 높은 Cyclical 성장주의 경우 추정치의 평균 회귀(mean reversion) 경향으로 인해 이익증가를 전망의 신뢰도가 상대적으로 떨어진다.

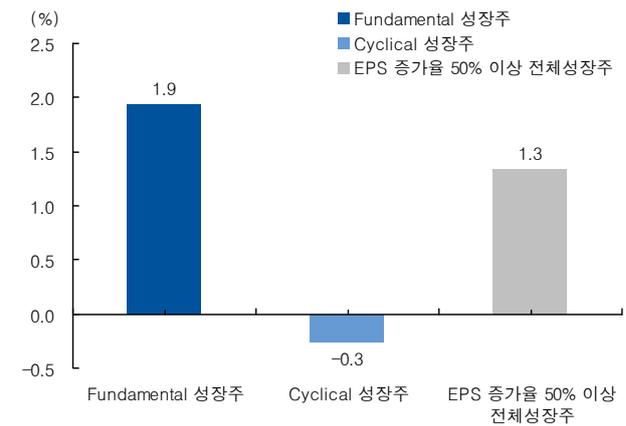
과거 이익 수준이 많이 떨어진 기업의 향후 실적을 전망할 때, 이익이 훼손되기 이전의 정상적인 수준을 감안해 추정을 하기 쉽다. 실적이 악화되고 있는 기업과 관련된 많은 보고서에서 자주 쓰는 말 중에 하나가 이번 분기 내지는 다음 분기를 바닥으로 실적 회복을 예상한다는 것이다. 실적이 회복되는 특별한 이유가 있다기 보다는 알 수 없는 미래의 일이나 평균회귀를 가정하는 경우가 많다.

그러나 Fundamental 성장주와 같이 최근 5년 달성했던 이익수준보다 높은 이익전망을 하는 기업의 경우 성격이 다르다. 단순 평균회귀 경향이 아닌 과거와는 다른 성장동력이 존재해야만 최근 5년 이익수준 이상의 실적전망을 할 수 있다 보니 전망치의 신뢰성도 상대적으로 높다.

그림 23. 해운주 경기가 좋아도 PER이 낮아지면서 주가 상승



그림 24. Fundamental 성장주와 Cyclical 성장주 현격한 성과 차이



자료: Wisefn, KDB대우증권 리서치센터

주: 시가총액 200위, 거대대금 일평균 10억 이상 종목 대상.
2001년 이후 지난달까지 월간 수익률 분석 결과
자료: Wisefn, KDB대우증권 리서치센터

<참고> 현시점에서 성장주 성격이 강한 종목들

현시점에서 성장주 성격이 강한 종목들은 어떤 종목들인지 궁금해 하는 투자자들을 위해, Cyclical 성장주 성격이 강한 종목은 제외하고 현재 EPS증가율 전망을 바탕으로 성장주 성격이 강한 종목들을 아래와 같이 나열해 보았다. 아래 종목 대상으로 정성적인 분석을 가미해 종목을 최종 선정한다면 좋은 성과를 달성할 확률을 높일 수 있을 것이다.

표 5. 성장주 성격이 강한 종목 Top 30

(%,배,억원)

종목코드	종목명	업종명	12MF EPS증가율	12MF PER	시가총액	60일 베타
033630	SK브로드밴드	통신서비스	299.9	15.9	11,187	0.53
003490	대한항공	운수창고	183.7	6.6	34,187	0.38
036570	엔씨소프트	서비스업	104.0	17.3	51,562	0.98
128940	한미약품	의약품	95.1	106.8	7,138	0.08
073240	금호타이어	화학	68.2	7.5	18,939	1.05
022100	포스코 ICT	전문기술	66.4	12.0	10,127	1.00
078340	컴투스	디지털컨텐츠	62.7	24.6	6,708	2.03
011790	SKC	화학	46.8	8.9	15,953	1.11
000880	한화	화학	44.5	6.6	25,598	0.73
047040	대우건설	건설업	44.0	12.7	42,809	1.14
081660	휠라코리아	유통업	43.3	6.0	7,144	0.64
122870	와이엔터테이먼트	오락,문화	42.7	35.5	11,033	1.17
006260	LS	서비스업	42.4	9.2	30,558	0.87
014620	성광벤드	금속	42.0	12.5	7,422	1.06
034020	두산중공업	기계	40.5	10.3	58,958	0.84
103140	풍산	철강금속	39.4	9.4	9,612	1.46
036830	테크노세미켐	화학	35.7	10.5	6,807	0.78
012630	현대산업	건설업	35.3	9.3	16,660	1.20
010120	LS산전	전기전자	34.2	13.8	20,490	0.95
108670	LG하우시스	화학	33.5	12.6	7,138	0.66
063080	게임빌	디지털컨텐츠	32.9	21.0	6,162	1.78
082640	동양생명보험	보험업	31.5	6.6	10,725	0.70
001740	SK네트웍스	유통업	31.3	9.9	25,687	1.14
002350	넥센타이어	화학	30.1	11.2	18,272	0.93
000150	두산	서비스업	30.1	9.4	28,180	1.17
041510	에스엠	오락,문화	29.5	22.0	12,460	1.13
115390	락앤락	화학	28.6	15.4	13,145	1.08
001800	오리온	음식료	28.3	30.3	59,124	0.28
011210	현대위아	운수장비	27.3	10.6	47,472	0.84
007070	GS리테일	유통업	27.1	15.5	24,948	-0.02

주: 12MF EPS증가율 및 12MF PER의 경우 9월말 기준, 시가총액과 60일 베타는 10월 2일 기준.

추정치는 Fnguide 컨센서스 기준으로 일평균 거래대금 10억원 이상이면서 시가총액 200위 내 종목 대상

자료: Fnguide, Wisefn, KDB대우증권 리서치센터

V. 퀀트 투자의 새로운 판이 벌어진다

1. 투자자별 활용 방안

당사는 지난 9월 5일자 ‘저성장 시대의 新투자전략’을 통해 장기 보유를 통한 수익률 극대화의 시대는 가고 마켓타이밍의 중요도가 높아졌다고 밝힌 바 있다. 퀀트 전략 측면에서도 고성장 시대의 우월 전략이었던 가치주 투자의 시대는 가고 성장주 투자의 시대가 왔다고 판단된다.

변화된 투자환경을 감안하지 않고 기존 백테스팅 결과에 최적화된 결론으로 퀀트 전략을 수립해서는 안된다. 비단 퀀트 투자자뿐만 아니라 여러 방면에서 변화된 투자 패러다임을 인지할 필요가 있다.

1) 연기금, 생명보험사와 같은 장기 자산배분(asset allocation) 투자자

주식 배분에 있어 스타일 분석을 활용하는 투자자 입장에서는 과거와 달리 성장주 투자 비중을 높여야 한다. 디레버리징으로 인한 저성장 시대의 악순환을 끊어줄 새로운 성장동력이 등장하지 않는 이상, 성장주 강세 현상은 과거와 달리 추세적이고 중장기적으로 이어질 가능성도 높다.

2) 운용사와 같은 일반적인 뮤추얼펀드(mutual fund) 투자자

기존 펀드들의 스타일을 보면 대부분 가치주 성격이 강하다. 특히 국내투자자들의 마음 속에는 가치 투자가 정석이고 건전한 투자이며, 성장주 투자는 IT버블과 같은 거품 시기애나 한탕할 수 있는 투기적인 전략이라는 고정관념이 강하다. 이런 측면에서 그 동안 비주류였던 성장주에 특화된 펀드를 출시해 성장주 펀드 시장을 선점할 필요가 있다.

기존 액티브(active) 뮤추얼펀드를 운용하는 입장에서는 퀀트 기법을 통해 1차적으로 종목을 선별해 낼 때, 과거와 달리 밸류에이션 수준보다 EPS증가율에 좀더 주목해야 한다. 이미 시장에서는 이러한 흐름을 반영한 주가움직임이 나타나고 있다.

3) 증권사 리서치와 같은 셀사이드(sell side) 분석가

앞으로 단순히 밸류가 싸다는 논리로 매수 후 보유(buy and hold)식 종목 추천은 설득력이 떨어진다. 물론, 단기적으로 낙폭 큰 종목의 반짝 상승은 있을 수 있겠지만 추세적인 상승을 기대하기는 힘들다.

4) 정량적 투자 모델을 활용하는 퀀트(quantitative equity) 투자자

과거 10년의 국내 주식시장의 주기방정식이 ‘주가 = 밸류에이션 + 이익전망의 변화’라면, 향후에는 ‘주가 = 이익성장률 + 이익전망의 변화 + 밸류에이션’의 함수가 될 확률이 높다. 이익성장률과 밸류에이션의 개념을 적절히 감안하는 투자 방법은 1994년 adam에 의해 처음으로 제시되었는데, 흔히 GARP(growth at a reasonable price)라고도 한다.

본 보고서에서 언급한 Fundamental 성장주와 Cyclical 성장주의 개념을 활용해 이익성장률 요인을 각자의 모델에 잘 녹여낸다면, 지금과 같은 저성장 시대의 적절한 투자대안이 될 것이다.

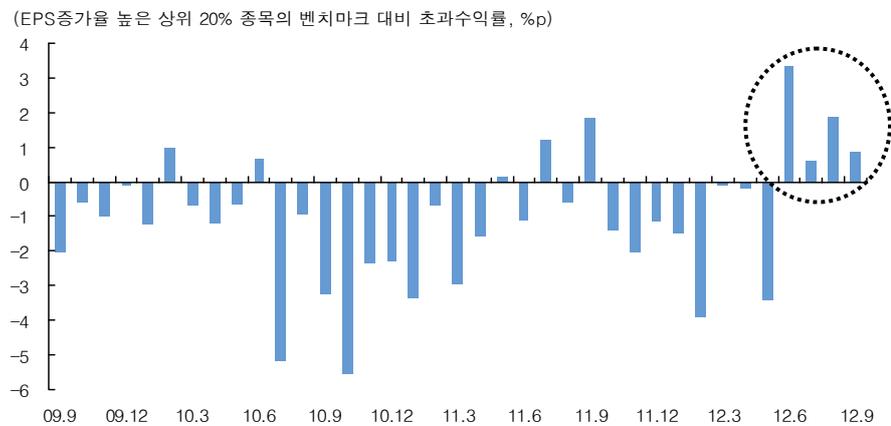
고성장 시대의 주기방정식 =
밸류에이션 + 이익전망 변화
=>
저성장 시대의 주기방정식 =
이익성장률 + 이익전망의
변화 + 밸류에이션

2. 글을 마치며

올해 하반기 이후 추세적인 성장주 강세를 일시적으로 볼 것인지, 구조적으로 지속되는 현상인지에 대한 판단이 중요한 시점이다. 지금과 같은 전세계적 저성장 흐름이 깨어지지 않는 이상, 과거와 같이 결국 가치주가 승리한다는 틀로 분석하면 당분간 루저(loser)로 남을 가능성이 높다.

이제는 성장주가 승리할 확률이 높다는 중장기적인 믿음을 바탕으로 가치주가 때로는 아웃퍼폼할 수 있다는 마인드로 바뀌어야 한다. 시장은 지금도 답을 보여주고 있다.

그림 25. 올해 하반기 이후 성장주 성과 개선 뚜렷



주: Cyclical 성장주 감안하지 않은 순수 EPS증가율만으로 종목 선정
 자료: Fnguide, Wisefn, KDB대우증권 리서치센터

Appendix: Factor 분석 관련 발간 목록

작성일	제목	내용	모델 주요 변화
2010-10-12	Quant 황금기를 그려보다 - 국내 시장에서의 정량적 투자 기회와 Basic 알파 모델(가칭)	한국의 정량적 투자 기회와 기본적인 모델링 법 종목 선정 틀인 Basic 알파 모델(가칭) 소개	가치, 전망 변화, 수급 3요인 모델
2010-11-02	[퀀트분석] Basic 알파 모델 - 11월 포트폴리오	Basic 알파 모델 10월 성과 및 11월 포트 제시	수급 factor 수정
2010-11-22	[Factor Insight] 주식투자에 있어 리스크 활용법	변동성 factor 분석	
2010-12-01	[Factor Insight] Basic 알파 모델 - 12월 포트폴리오	Basic 알파 모델 11월 성과 및 12월 포트 제시	변동성 factor 추가
2010-12-16	한국의 Calendar Effect	국내 증시의 4가지 calendar effect와 활용 방안	
2010-12-31	[Factor Insight] Basic 알파 모델 - 1월 포트폴리오	Basic 알파 모델 12월 성과 및 1월 포트 제시	
2011-02-01	[Factor Insight] Basic 알파 모델, 날아 오르다	Basic 알파 모델 1월 성과 및 2월 포트 제시	수급 factor 수정, 2월 효과 추가
2011-02-15	[Factor Insight] 가치함정(Value Trap)을 피하는 법 (1)	가치함정을 피하는 첫 번째 방법 소개	
2011-03-02	[Factor Insight] Basic 알파 모델 - 3월 포트폴리오	Basic 알파 모델 2월 성과 및 3월 포트 제시	가치 factor 보완
2011-03-15	[Factor Insight] '어닝 서프라이즈' 발굴 아이디어	기대 이상 실적발표 기업 발굴 확률 높이는 법	
2011-04-01	[Factor Insight] Basic 알파 모델 - 4월 포트폴리오	Basic 알파 모델 3월 성과 및 4월 포트 제시	
2011-05-02	[Factor Insight] Basic 알파 모델 - 5월 포트폴리오	Basic 알파 모델 4월 성과 및 5월 포트 제시	
2011-05-24	[Factor Insight] IFRS로 넘어가는 과도기의 종목간 비교	IFRS로 넘어가는 과도기의 종목간 비교 방법론	
2011-06-01	[Factor Insight] Basic 알파 모델 - 6월 포트폴리오	Basic 알파 모델 5월 성과 및 6월 포트 제시	IFRS 데이터 조건부 반영
2011-06-14	[Factor Insight] 수익률 관리 옵션 전략 (1), 수급	수급으로 판단한 시장전망 활용 옵션전략 소개	
2011-06-29	[Factor insight] 모델 만들 때 주의할 점 (1), 역사적 밸류	역사적 밸류에이션 factor 사용시 유의점	
2011-07-01	[Factor Insight] Basic 알파 모델 - 7월 포트폴리오	Basic 알파 모델 6월 성과 및 7월 포트 제시	7월 효과 추가
2011-07-26	[Factor Insight] 매도 포트폴리오의 성과 높이기 (1)	매도 포트폴리오의 성과 높이는 방법	
2011-08-01	[Factor Insight] Basic 알파 모델 - 8월 포트폴리오	Basic 알파 모델 7월 성과 및 8월 포트 제시	7월 효과 제거, 투자조건 반영(Q5)
2011-08-23	[Factor Insight] 베타보다 강력한 Speculation Index	패닉 장세에 설명력 높은 종목선정 factor 소개	
2011-09-01	[Factor insight] Basic 알파 모델 - 9월 포트폴리오	Basic 알파 모델 8월 성과 및 9월 포트 제시	
2011-10-04	[Factor insight] Basic 알파 모델 - 10월 포트폴리오	Basic 알파 모델 9월 성과 및 10월 포트 제시	투자의견 제거, 예외 종목 프리미엄
2011-11-01	[Factor insight] Basic 알파 모델 - 11월 포트폴리오	Basic 알파 모델 10월 성과 및 11월 포트 제시	
2011-12-01	[Factor Insight] Basic 알파 모델 - 12월 포트폴리오	Basic 알파 모델 11월 성과 및 12월 포트 제시	
2012-01-03	[Factor Insight] 1월 Basic 알파 모델	Basic 알파 모델 12월 성과 및 1월 포트 제시	
2012-02-01	[Factor Insight] 2월 Basic 알파 모델	Basic 알파 모델 1월 성과 및 2월 포트 제시	
	IM 모델에 KOSPI의 길을 묻다	KOSPI200 선물을 활용한	
2012-02-28	[Hedge fund idea] KOSPI200 선물을 활용한 managed futures 전략	managed futures 헤지펀드 전략	
2012-03-02	[Factor Insight] 3월 Basic 알파 모델	Basic 알파 모델 2월 성과 및 3월 포트 제시	
2012-04-02	[Factor Insight] 4월 Basic 알파 모델	Basic 알파 모델 3월 성과 및 4월 포트 제시	
2012-05-02	[Factor Insight] 5월 Basic 알파 모델	Basic 알파 모델 4월 성과 및 5월 포트 제시	
2012-05-08	[Factor Insight] IM모델 중간점검	IM모델 중간점검 및 매도 신호 발생 가능성 제시	
2012-05-11	[Factor Insight] IM모델 매도신호 발생	5월 10일 증가 기준 (1944.93p) 매도 신호 발생	
2012-06-01	[Factor Insight] 6월 Basic 알파 모델	Basic 알파 모델 5월 성과 및 6월 포트 제시	
2012-06-08	[Factor Insight] IM모델 매수신호 발생	6월 7일 증가 기준 (1847.95p) 매수 신호 발생	
2012-06-25	[Factor Insight] IM모델 매도신호 발생	6월 22일 증가 기준 (1847.39p) 매도 신호 발생	
2012-07-02	[Factor Insight] 7월 Basic 알파 모델	Basic 알파 모델 6월 성과 및 7월 포트 제시	
2012-07-04	[Factor Insight] IM모델 매수신호 발생	7월 3일 증가 기준 (1,867.82p) 매수 신호 발생	
2012-07-25	[Factor Insight] IM모델 매도신호 발생	7월 24일 증가 기준 (1,793.93p) 매도 신호 발생	
2012-07-31	[Factor Insight] 정책이 주도하는 시기의 IM모델	7월 30일 증가 기준 (1,843.79p) 매수 신호 발생 신호 발생 보고서 발간 잠정 중단	
2012-08-01	[Factor Insight] 8월 Basic 알파 모델	Basic 알파 모델 7월 성과 및 8월 포트 제시	
2012-08-21	[Factor Insight] IM모델, 잼(jab)을 줄이다	신호 안정성 보완	신호 안정성 보완 / 보고서 발간 재개
2012-09-03	[Factor Insight] 9월 Basic 알파 모델	Basic 알파 모델 8월 성과 및 9월 포트 제시	
2012-10-02	[Factor Insight] 10월 Basic 알파 모델	Basic 알파 모델 9월 성과 및 10월 포트 제시	
2012-10-05	가치주의 신화는 끝났다 - 스타일 분석의 세가지 핵심 사이클과 성장주 세분화의 마법	저성장 시대의 퀀트 전략의 대안과 이익증가를 활용을 위한 실무적 아이디어 제시	

자료: KDB대우증권 리서치센터