



Quantitative Solutions

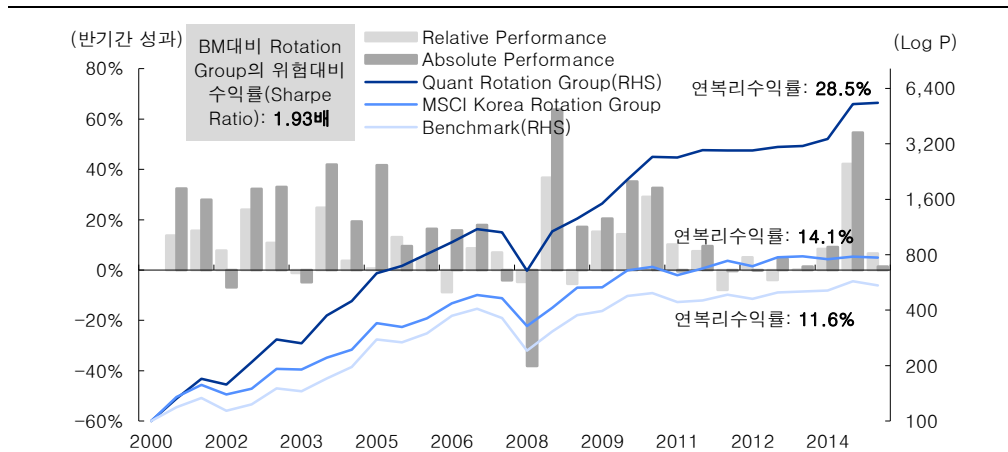
Style Rotation: 금리인상이 가져올 주식 스타일

가치주 vs 성장주란 무엇인가: Macro 환경변화에 따라 좋은기업이 나쁜주식으로, 나쁜기업이 좋은주식으로 둔갑될 수 있다. 주가와 상관관계가 가장 높은 명목순이익은 주식시장에서 거래되는 상품이며, 이런 순이익의 분포 시점은 시장의 스타일을 정의하는 기준이 된다.

금리 vs Style Rotation의 관계: 일반적으로 금리가 상승할 때 이익 분포가 먼 미래에 위치한 성장주는 이익 분포가 가까운 현재에 위치한 가치주 대비 적정주가 할인 폭이 크다. 이러한 특징을 이용해 세 가지 시장금리 움직임으로 Rotation을 판단한다.

금리에 반응하는 성장주 vs 가치주: 시장금리로 Rotation Signal을 포착했다면 이에 맞는 포트폴리오를 구성해야 한다. 주식 듀레이션을 이용해 금리 변화에 따른 주가 민감도를 계산하고, 이를 바탕으로 지수화한 포트폴리오의 연복리 수익률은 현재 28.5%를 시현중이다.

그림 1. Rotation Signal에 따른 Rotation Group의 back-testing 결과



자료: IBK투자증권

본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

Quant Analyst

김경훈 CAIA, FRM

02) 6915-5470

aimhigh2027@ibks.com

CONTENTS

가치주 vs 성장주란 무엇인가?	3
스타일에 대한 정의.....	3
금리 vs Style Rotation의 관계	5
1. 금리향방에 따른 적정 스타일.....	5
2. 금리로 본 Rotation Signals.....	8
Credit Spread	8
Yield Curve	10
3. 현재 시현 가능한 Style은?	14
금리에 반응하는 성장주 vs 가치주.....	15
주식 듀레이션으로 금리민감도 계산	15
주식 듀레이션으로 구성한 Style Rotation 성과	18
2015년 12월 현재 시장에 어울리는 Style	21

가치주 vs 성장주란 무엇인가?

스타일에 대한 정의

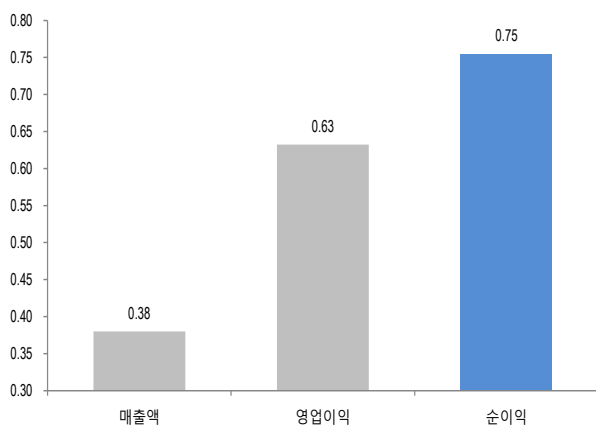
가치주와 성장주에 대한 명확한 정의를 갖고 투자하는 시장참여자들은 그리 많지 않을 것이다. 우리는 흔히 주가가 싸면 가치주, 비싸면 성장주로 생각한다. 하지만 이런 정의는 시장 스타일 구분에 있어 명백한 잣대가 되지 못한다. 예컨대 미래 이익 성장율이 높은 A라는 성장주가 정보의 비대칭으로 인해 싼 가격에 거래된다면, 이는 곧 가치주로 분류될 수 있기 때문이다.

가치주와 성장주를 구분 짓기에 앞서 먼저 주식시장에서 회사의 가치를 반영하는 주가 Driver에 대해서 알아보자.

사람들이 주식시장에 투자하는 이유는 좋은 기업의 Equity Owner가 됨으로써 그 회사의 가치성장(i.e. Capital Gain)을 공유하기 위함일 것이다. 그렇다면 과연 좋은 기업이 좋은 주식을, 나쁜 기업이 나쁜 주식을 만드는 걸까? 대답은 No이다. 주식의 본 가치를 찾기 위한 노력이 증권사 리서치의 역할이라면, 주가에는 사람들의 기대 및 우려가 반영됨에 따라 좋은 기업이 나쁜 주식으로, 나쁜 기업이 좋은 주식으로 시시각각 변화할 수 있기 때문이다.

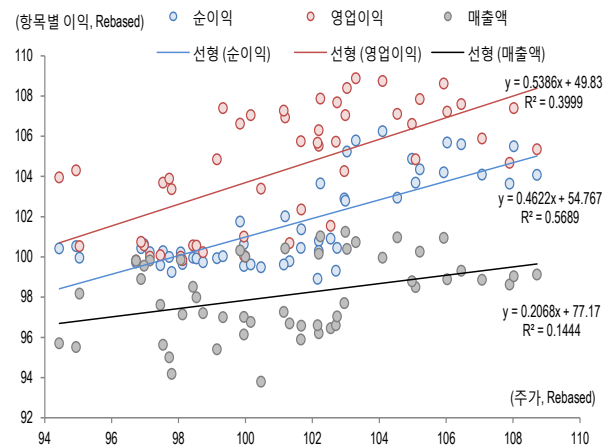
따라서 언제 좋은 기업이 좋은 주식으로, 나쁜 기업이 나쁜 주식으로 회귀하는지 알 수 있다면 주식시장에서의 성공은 보장 될 수 있을 것이다. 필자는 『서프라이즈 확률과 주가 상관관계로 보는 실적시즌』(1/19 발간) 외 기타자료에서 좋은 기업을 찾기 위한 방안으로 명목순이익에 집중했다. “주가는 EPS를 배신하지 않는다”는 필자가 Quant Modeling을 할 때 주요 투자철학으로 갖는 덕목이다. 실질적인 예로 주가는 주요 이익 항목 중 명목순이익과 가장 상관관계가 깊으며, 시계열을 늘릴수록 이러한 관계는 더 강해지는 것을 확인할 수 있다 <그림 2, 3>.

그림 2. 주가 및 이익항목별 예상치 상관관계



자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 3. 주가 및 이익항목별 예상치 분포도



자료: Quantiwise, IBK투자증권

순이익에 집중한 필자 모델(Surprise & Z-Score 등)들의 back-testing 전체구간 수익률은 시장에서 널리 사용되는(Momentum, Reversal, Low Multiples 등)전략에 비해 우수한 Track-record를 갖고 있다. 반면, 시장상황이 좋지 않아 주가가 하락할 때에는 두 눈 뜨고 코 베인 격으로 수익률 하락을 지켜봐야 했다. 결국 좋은 기업이 라고 믿었던 필자의 포트폴리오 내 기업들도 나쁜 주식으로 변모한 셈이다.

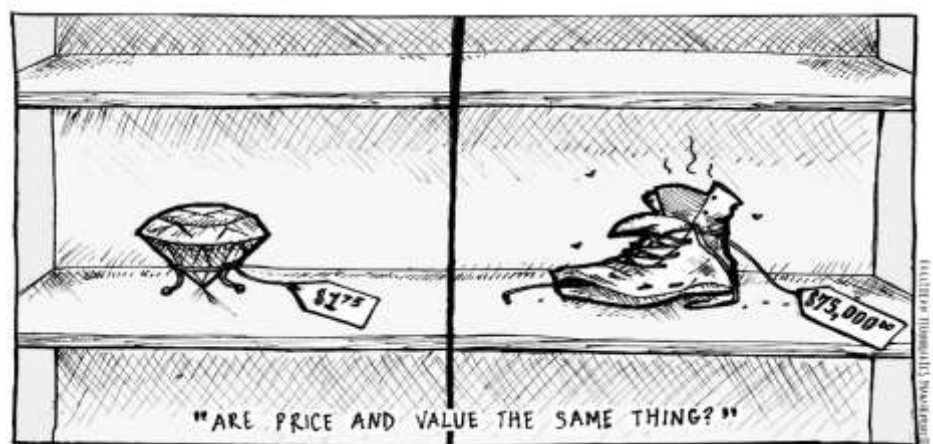
그렇다면 언제 나쁜 기업이 나쁜 주식으로, 또는 좋은 기업이 좋은 주식으로 회귀하는 것일까? 예컨대 우리가 흔히 생각할 수 있는 나쁜 기업이라 한다면 부채비율이 높거나(금융주 제외) 이익이 역성장 하는 기업일 것이다. 이런 나쁜 기업은 물가 상승시기에 좋은 주식으로 변모할 수 있다. 물가 상승으로 부채부담이 축소되며, 재무제표 상에 명목순이익 또한 Q의 증가가 아닌 P의 증가로 상승하는 효과를 가져올 것이기 때문이다.

이렇듯 주식시장은 좋은 기업을 찾기 위한 Bottom-up적인 Fundamental 분석뿐만 아니라, 좋은 주식을 찾기 위한 Top-down의 Macro 분석도 병행되어야 한다.

주식시장에서 주가와 가장 상관관계가 높고, 종목간 거래되는 상품이 명목이익이라고 한다면, 가치주와 성장주의 구분법은 의외로 간단해진다. 성장주는 이익 실현시기가 먼 미래에 위치하지만 이익의 성장률이 큰 종목이며, 가치주는 이익의 성장률은 다소 낮을 수 있지만 가시성이 현재 확보된 기업으로 정의한다.

이는 결국 이익의 분포도가 미래에 있는가, 또는 현재 실현중인가 하는 문제인 것이다. 따라서 성장주의 주가는 주로 투자자들의 미래에 대한 기대로 형성된 만큼 주가 등락폭은 현재 이익을 실현중인 가치주 대비 큰 것이 당연한 결과일 것이다. 이렇게 시기적으로 이익시현 시점이 다르고, 앞서 언급한 바와 같이 Macro 환경변화에 따라 좋은 주식의 요건이 바뀌는 만큼, 시장 환경 변화를 읽는 Rotation 전략이 필요하다.

그림 4. 주가 측면에서 좋은(나쁜)기업과 좋은(나쁜)주식은 다를 수 있다는 것을 풍자한 만화



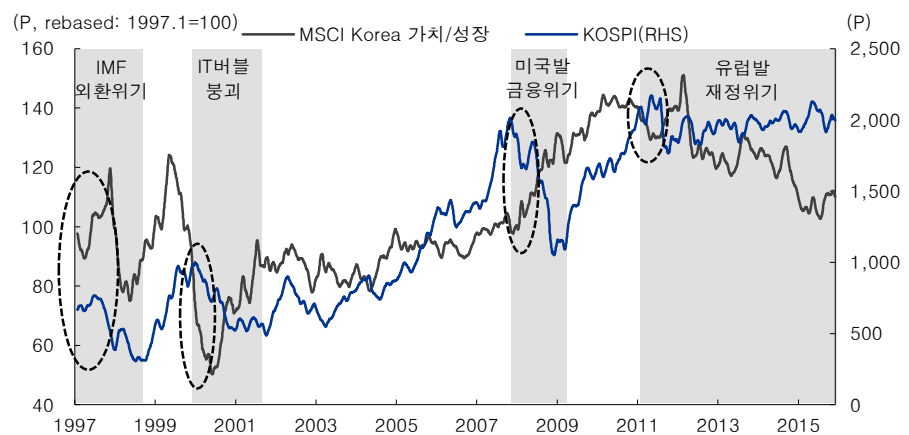
자료: Google image, IBK투자증권

금리 vs Style Rotation의 관계

1. 금리향방에 따른 적정 스타일

아래 <그림 5>는 KOSPI와 MSCI Korea 가치/성장 상대강도의 장기 시계열 추이이다. 시기별로 아웃퍼폼을 하는 스타일은 제각각 다르지만, 시장 외부충격 발생시마다의 공통점은 『전성후기』(i.e. 위기 초 성장주 강세, 위기 후 가치주 강세)의 Pattern을 보인다는 것이다. 이러한 현상은 왜 발생하는 것일까?

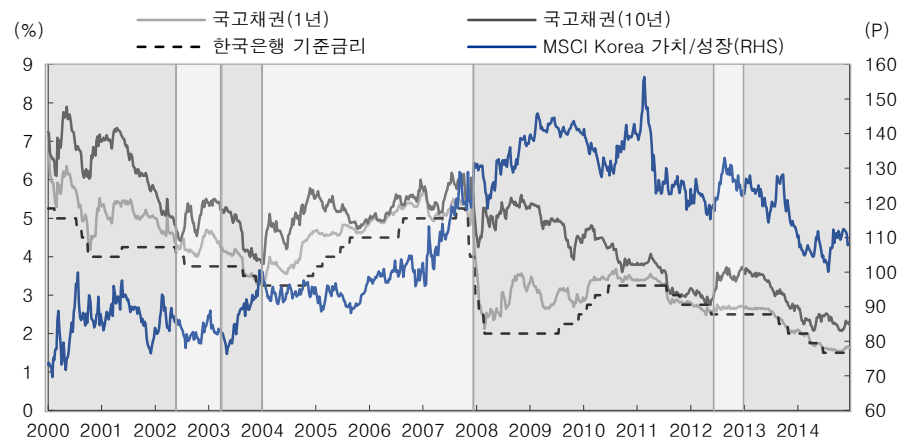
그림 5. KOSPI 및 MSCI Korea 가치/성장주 상대강도 장기 시계열



자료: Bloomberg, Quantiwise, IBK투자증권

<그림 6>은 MSCI Korea 가치/성장과 금리추이의 장기 시계열이다. 금리 상승과 하락구간을 구분 지은 차트로써, 대부분의 경우 금리 하락시 성장주의 아웃퍼폼, 금리 상승시 가치주의 아웃퍼폼 현상을 확인할 수 있다. 물론 Style Rotation을 결정짓는 요소에는 금리 외 많은 Macro 변수들(경기성장 및 순환 사이클,センチ먼트 인덱스 등)이 있지만, 현재시장상황을 대변하는 대표 지수에는 틀림없다는 판단이다.

그림 6. 금리변화 구간별 MSCI Korea 가치/성장 상대강도 추이



자료: Quantiwise, IBK투자증권

이렇듯 시장 외부충격 발생시에는 정부는 경기진작을 위한 일환으로 기준금리를 낮추고, 경기 과열시에는 금리를 올리게 된다. 이에 따라 시장금리도 행보를 같이하는데, 이러한 금리변화에 따라 특정 스타일 그룹군이 아웃퍼폼하는 이유가 바로 여기에 있다.

앞서 정의한 것처럼 성장주의 이익 분포도는 먼 미래에, 가치주는 현재 시점에 위치해 있다. 주식시장에서 가치평가는 미래의 이익을 현재로 할인한 값들의 합이다. 벨류에이션에 주로 사용하는 DCF(Discounted Cash Flow)를 통해 금리가 스타일별 상대성과에 미치는 영향을 파악할 수 있다.

아래 <그림 7>은 이익분포도에 따라 판단되는 성장주와 가치주의 구분이다. 설명상 편의를 위해 두 기업의 현재 CoE(Cost of Equity)는 8%로 금리인상 이후의 할인율(10%)도 같다는 가정이다. 또한, 두 기업의 전체 현금흐름 역시 14,500으로 동일하며, 단 하나의 차이점은 시기별 이익분포이다.

그림 7. DCF Valuation을 통한 금리인상에 따른 스타일별 적정가치 변화 예시

현재

↓

금리 인상시

↓

성장주

연도	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5	T+6	T+7	T+8	T+9	T+10
CoE	Cash Flow	100	100	100	100	100	1,000	1,000	1,000	10,000
8%	PV(CF)	93	86	79	74	68	630	583	540	4,632
	적정가치	7,285								

금리 인상시

↓

연도	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5	T+6	T+7	T+8	T+9	T+10
CoE	Cash Flow	100	100	100	100	100	1,000	1,000	1,000	10,000
10%	PV(CF)	91	83	75	68	62	564	513	467	3,855
	적정가치	6,202.7								

적정가치 변화율

-14.9%

가치주

연도	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5	T+6	T+7	T+8	T+9	T+10
CoE	Cash Flow	2,620	2,620	2,620	2,620	2,620	100	100	100	1,000
8%	PV(CF)	2,426	2,246	2,080	1,926	1,783	63	58	54	463
	적정가치	11,150								

금리 인상시

↓

연도	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5	T+6	T+7	T+8	T+9	T+10
CoE	Cash Flow	2,620	2,620	2,620	2,620	2,620	100	100	100	1,000
10%	PV(CF)	2,382	2,165	1,968	1,789	1,627	56	51	47	386
	적정가치	10,514.2								

적정가치 변화율

-5.7%

자료: IBK투자증권

대부분의 이익분포가 먼 미래에 위치한 성장주는 금리가 인상되어 할인율이 상승하면 가치주 적정가치 변화율(-5.7%) 대비 더 큰 폭(-14.9%)의 하향조정을 받는다. 이와 반대로 금리하락시에는 성장주의 적정가치 변화율이 가치주 대비 더 큰폭으로 상승한다.

또한, 필자가 정의한 가치주와 성장주 구분법 중 하나는 성장주는 향후 이익성장률이 높은 기업이며, 가치주는 현재 이익을 실현하고 있는 기업이라고 언급한바 있다. T+5구간에서 성장주의 예상되는 이익 성장율은 +900%인 반면, 가치주는 -96.2%로 감익된다.

이렇듯 이익분포도는 Style Rotation이 발생하는 주요 원인이며, Style을 구분 짓는 열쇠인 셈이다.

본 자료에서 필자가 사용한 MSCI Korea 가치주, 성장주지수 역시 이익분포 시점에 기인한 Index Methodology를 채택하고 있다(그림 8).

가치주 Factor에는 최근 자본수익률, 12개월 선행 이익수익률, 배당수익률 등 현 시점에서 주주에게 귀속되는 이익(과거 및 향후 1년치 가격배수, 배당)에 초점을 뒀다. 반면, 성장주 Factor는 가까운 미래뿐만 아니라 먼 미래의 명목순이익 성장을, 그리고 가까운 과거의 명목순이익 성장 트렌드 및 먼 과거의 매출 성장 트렌드까지도 감안했다. 또한, 가치주 Factor와의 가장 큰 차이점은 현재 주주의 몫인 배당지급 여부와 상관없이, 순이익을 유보함으로써 발생하는 내부성장율($\text{Internal Growth} = \text{Retention Ratio} \times \text{ROE}$)이 주요 Factor 중 하나이다. 즉, 미래에 대한 성장을 강조한 Factor인 셈이다.

이러한 기준으로 부여된 Z-Score에 따라 개별종목은 <그림 9>의 Two-dimensional Quadrant에 소속된다. (1)번에는 순수가치주가, (2)번에는 순수성장주가 편입되며 (3)번은 가치와 성장의 성격을 동시에 갖는 종목이다. Quadrant당 종목 더블 카운팅은 불가하다.

그림 8. MSCI 가치주 및 성장주 구성 요소

The value investment style characteristics for index construction are defined using the following three variables:

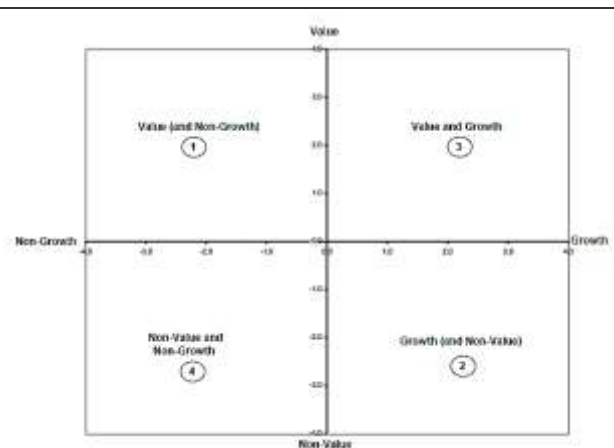
- Book value to price ratio (BV / P)
- 12-month forward earnings to price ratio (E fwd / P)
- Dividend yield (D / P)

The growth investment style characteristics for index construction are defined using the following five variables:

- Long-term forward earnings per share (EPS) growth rate (LT fwd EPS G)
- Short-term forward EPS growth rate (ST fwd EPS G)
- Current Internal Growth Rate (g)
- Long-term historical EPS growth trend (LT his EPS G)
- Long-term historical sales per share (SPS) growth trend (LT his SPS G)

자료: MSCI, IBK투자증권

그림 9. MSCI 가치주 및 성장주 Two-dimensional Framework



자료: MSCI, IBK투자증권

2. 금리로 본 Rotation Signals

시장금리로 확인할 수 있는 Style별 Rotation Signal로 필자는 총 3가지를 제시한다.

첫 번째는 Credit Spread로 AA-(3년)등급과 A+(3년)등급이다. 이는 시장의 큰 그림을 보기 위한 방안으로써, 중장기적인 관점에서 투자 접근을 확인하기 위함이다.

두 번째와 세 번째는 Yield Curve로 향후 경기전망에 대한 현재 시장의センチ먼트를 확인하려는 의도는 같지만, 하나는 국고 10년물과 3년물의 장단금리차이고, 다른 하나는 국고1년, 3년, 5년, 10년, 30년물의 Yield Curve Slope이다. 이는 중단기적인 Trading 포인트 포착을 위한 지표로 활용이 가능하다.

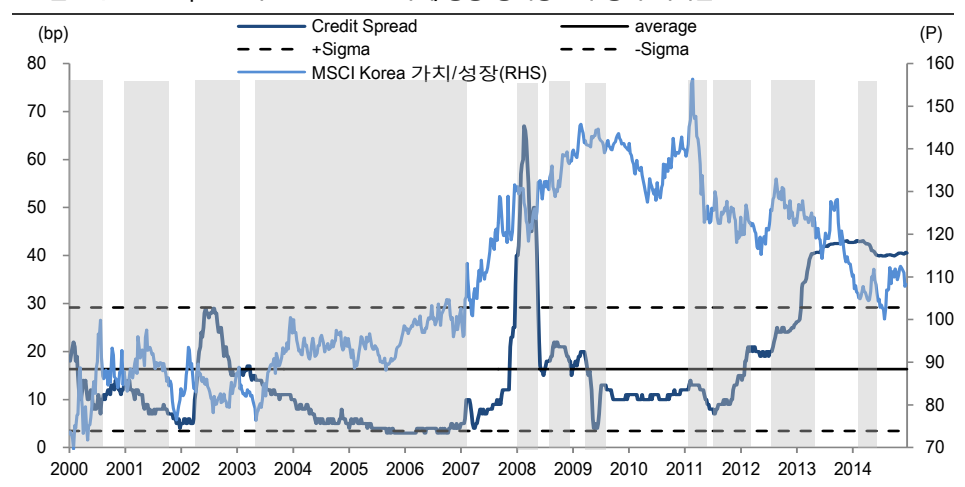
Credit Spread

Credit Spread는 동일한 만기일을 갖지만 투자등급이 다른 회사채를 의미한다. 이에 따라 적용되는 금리 수준의 차이로 현재 호황인지 불황인지를 판가름할 수 있는 큰 밑그림이 된다.

경기가 호황일 때는 Spread가 줄고, 불황일 때는 Spread가 커진다. 이러한 원리는 신용등급이 낮은 회사일수록 경기 불황기에 Default Risk가 확대됨에 따라 채권금리도 상승하며 Spread가 확대되는 것이다. 반대로, 경기 호황기에는 대부분의 기업이 이익을 창출함으로 신용등급이 상대적으로 낮은 기업들의 Default Risk는 축소되며 Spread 역시 감소한다.

이때 성장주와 가치주의 명암이 엇갈리게 되는데, Credit Spread 축소기에는 가치주가 아웃퍼폼, Credit Spread 확대기에는 성장주가 아웃퍼폼하는 양상을 보인다<그림 10>.

그림 10. Credit Spread와 MSCI Korea 가치/성장 상대강도의 장기 시계열

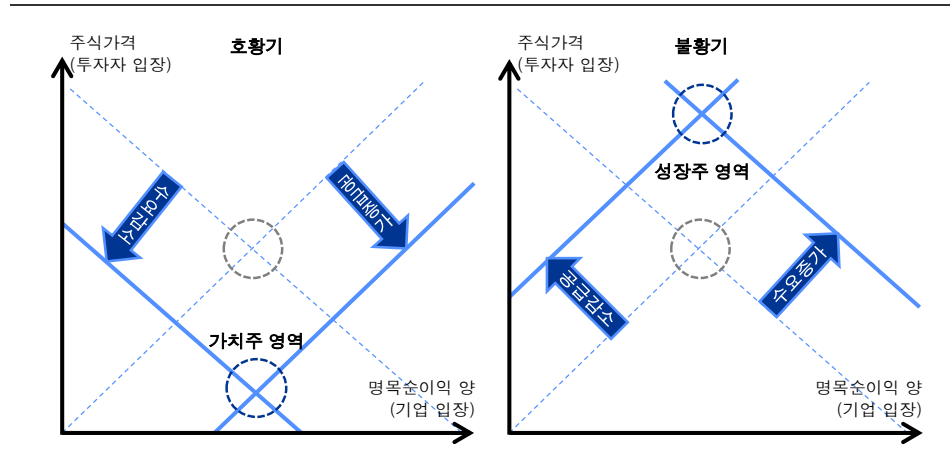


자료: Quantiwise, IBK투자증권

주: 음영부분은 Credit Spread 축소 및 확대기를 의미

이러한 현상이 발생하는 이유는 필자가 앞서 언급한 주식시장에서 거래되는 상품인 명목순이익의 수요 및 공급에 의해 결정되기 때문이다. 경기가 활황일 때는 나쁜기업 이든 좋은기업이든 명목순이익이 증가(i.e. 공급 증가)한다. 투자자들은 넘쳐나는 이익 속에서 보다 싼 주식에 대한 수요가 증가하며 가치주가 아웃피폼한다. 반대로 경기가 불황일 때는 기업들의 명목순이익은 감소(i.e. 공급 감소)한다. 이때 투자자들은 이익이 증가하는 기업에 대한 투자수요가 증가하며 성장주가 아웃피폼을 하는 원리이다<그림 11>.

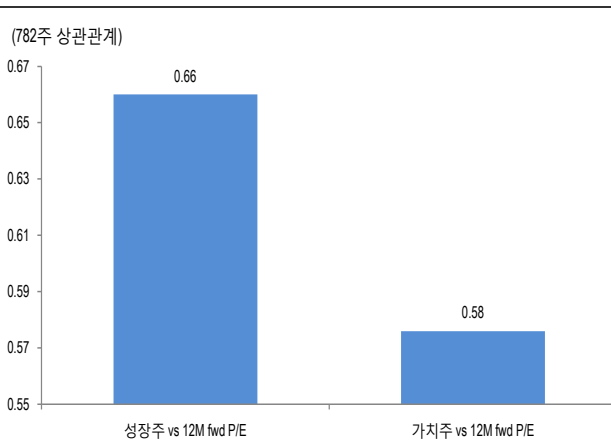
그림 11. 호황기와 불황기에 따른 명목순이익 공급과 투자자들의 주식가격에 대한 수요 변화



자료: IBK투자증권

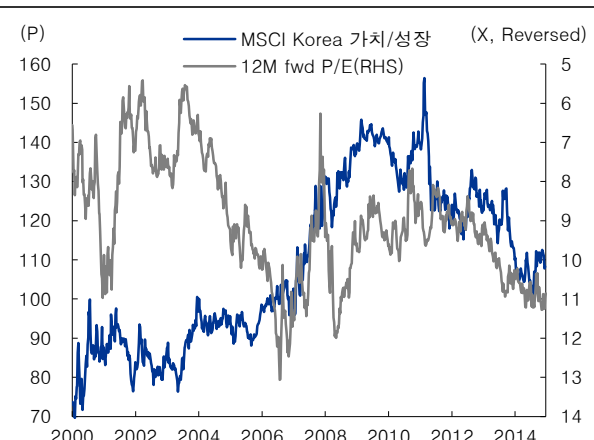
다시 말하면, 투자자들은 불황기에는 성장주의 상대적으로 비싼 가격에도 불구하고 성장성이 확인된 기업이라면 값을 지불하려는 경향이 있고, 호황기에는 대부분의 기업들의 넘쳐나는 호실적 속에 보다 싼 주식을 찾아 투자하는 것이다. 이를 실직적인 과거 15년간의 시장전체 12개월 선행 P/E와 MSCI Korea Style지수의 상관관계<그림 12> 및 가치/성장 상대강도를 통해 확인할 수 있다<그림 13>.

그림 12. 시장 P/E 및 MSCI Korea Style별 상관관계



자료: Bloomberg, Quantiwise, IBK투자증권

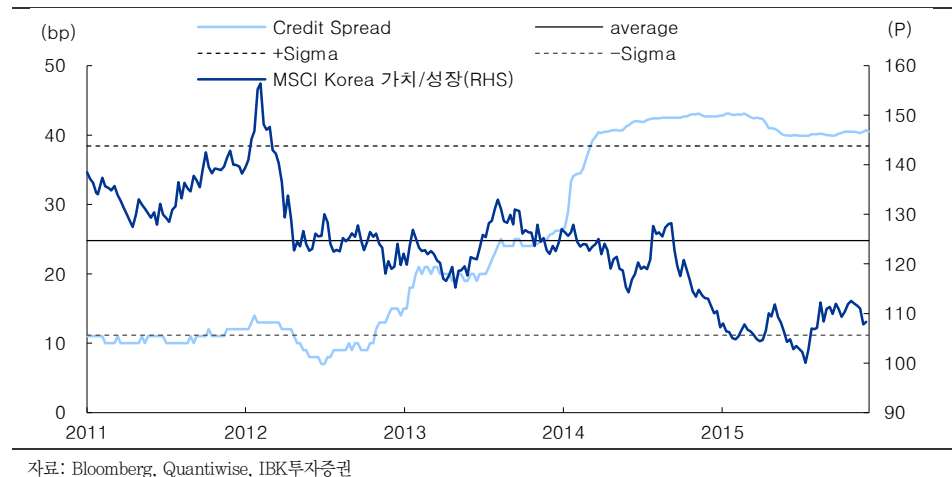
그림 13. 시장 P/E 및 MSCI Korea Style 상대강도 추이



자료: Bloomberg, Quantiwise, IBK투자증권

아래 <그림 14>는 최근 5년간 MSCI Korea Style지수 상대강도 및 Credit Spread를 도표한 차트이다. 2014년부터 Credit Spread는 +Sigma 상단에 위치하고 있는 점과 향후 미국 기준금리 인상을 신호탄으로 다소 하향안정화를 보일 것으로 예상된다.

그림 14. 최근 5년간 MSCI Korea Style 상대강도 및 Credit Spread 추이



Yield Curve

시장금리로 Rotation Signal에 적용할 수 있는 또 다른 지표로 1)장단금리차와 2)Yield Curve Slope을 제시한다.

장단금리차와 Yield Curve Slope을 Rotation Signal 도구로서 활용하려는 목적은 향후 경기전망에 대한 시장センチ먼트를 확인하려 함일 것이다. 반면, 장단금리차만 볼 경우 매일 변화하는 시장금리의 특성상 금리의 중장기 방향성을 잡기에는 역부족이다. 따라서 변동성을 줄이고 보다 원시안적인 금리 향방 확인을 위한 방안으로 1년물부터 30년물까지의 Yield Curve의 회귀선형 값(Yield Curve Slope)을 확인하는 것이다.

이 장에서는 Style Rotation Signal 설명을 위한 장단금리차 및 Yield Curve Slope 외 추가적인 CPI와 Bollinger Band를 소개할 것이다.

<그림 15>는 MSCI Korea Style 상대강도, 기준금리, 장단기금리차, Yield Curve Slope을 도표화한 장기 시계열이다. 차트에서 보는 것처럼 장단기금리차는 장기적으로 기준금리의 행보와 유사한 추이를 보이지만, 구간별로는 확대와 축소를 반복한다. 일반적으로 장단기금리차와 Yield Curve Slope의 상승기시 가치주가 아웃퍼폼, 하락기시 성장주가 아웃퍼폼한다.

왜 이런 현상이 나타나는 걸까? 이는 장단기금리차 및 Yield Curve Slope은 미래 명목성장률을 함축적으로 예측하는 지표이기 때문이다. 일반적으로 경기전망이 밝지 않을 때는 단기채 금리의 수준이 장기채 금리보다 높아지는 Yield Curve Reversal 현상이 일어난다. 이는 1)정부가 인플레이션을 우려해 기준금리를 올리려 하고, 2)장기투자자들이 향후 기준금리 인상 효과로 인플레이션이 완화된다고 미래 명목 경제성장률이 떨어질 것이라고 예상해 장기채권을 매수(i.e. 채권가격 ↑, 금리 ↓)하는 것에 기인한다. 이와 반대로 경기전망이 긍정적일 때는 우상향 하는 Yield Curve가 형성된다.

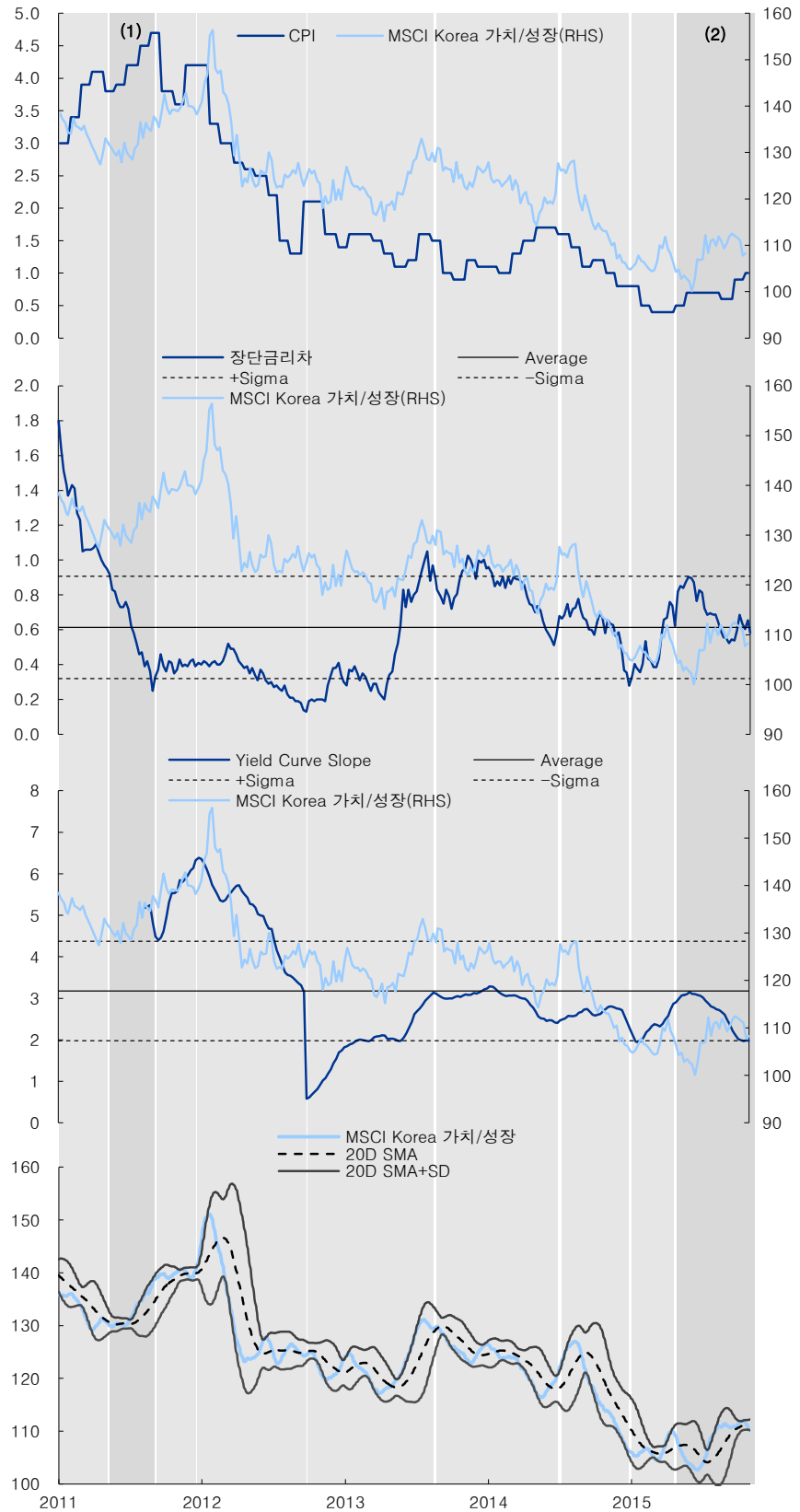
그림 15. 기준금리, 장단금리차, Yield Curve Slope 및 MSCI Korea Style 지수 상대강도 장기 시계열 추이



자료: Bloomberg, Quantiwise, IBK투자증권

이러한 수익률곡선에 대한 컨셉을 앞서 언급한 DCF의 할인율에 대입한다면, 가치주 및 성장주 간 상대성격을 설명할 수 있다. 장단금리차가 상승할 시 먼 미래에 이익분포가 위치한 성장주의 경우 적정가치의 차감율이 가치주 대비 클 것(i.e. 가치주 아웃퍼폼)이며, 장단금리차가 하락할 땐 이익분포가 앞쪽에 위치한 가치주의 주가 상승폭이 보다 미미(i.e. 성장주 아웃퍼폼)하기 때문이다.

그림 16. 최근 5년간 CPI, 장단금리차, Yield Curve Slope, MSCI Korea Style 상대강도 및 볼린저 밴드 추이



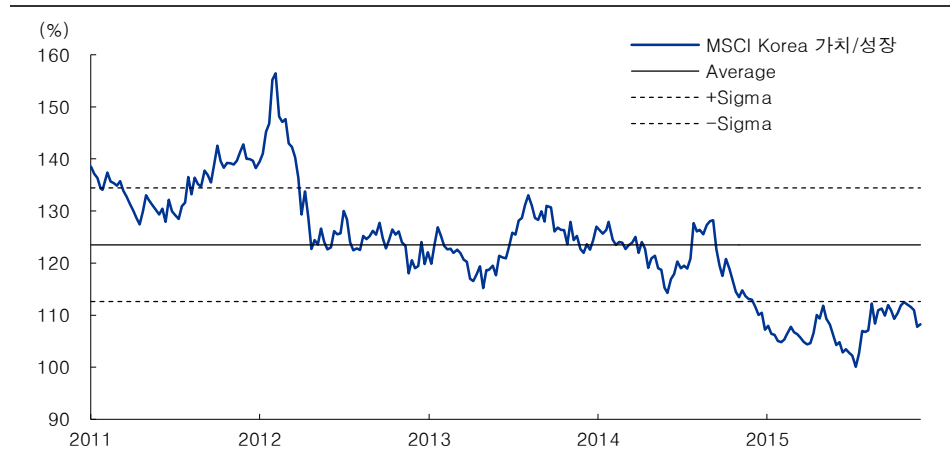
자료: Bloomberg, Quantiwise, IBK투자증권

〈그림 16〉은 최근 5년간의 CPI, 장단금리차, Yield Curve Slope, MSCI Korea Style 상대강도 및 Bollinger Band를 금리 수익률 곡선 밴드 구간에 따라 구분 지은 도표이다. 직전 『Credit Spread』장에서 언급한 바와 같이 회사채간 Credit Spread로 장기적인 시장상황을 파악했다면, 〈그림 16〉번의 장단기금리차와 Yield Curve Slope 및 Bollinger Band로 중단기적인 Rotation Signal을 잡을 수 있다.

먼저 장단금리차와 Yield Curve Slope이 상승할 때 성장주의 아웃퍼폼, 하락할때 가치주의 아웃퍼폼을 다시 한번 확인할 수 있다. 반면, 보다 짙은 음영처리가 된 구간 (1)과 구간 (2)는 금리 수익률 곡선과 스타일 지수 상대강도가 역방향으로 움직이는데, 이는 동구간 상승한 CPI에 기인한다. 수익률 곡선은 성장주에 우호적이었지만, CPI의 상승으로 인한 명목순이익 상승이 보다 지배적이었던 것이다. 따라서 절대순이익이 증가함에 따라 Earnings Momentum의 여파로 가치주의 성과가 우월했던 것이다.

또한, 매매 시점 확인을 위한 Bollinger Band를 적용시 MSCI Korea Style 지수의 방향성이 바뀌기 전 변동성이 축소되어 Ceiling과 Floor가 축소되는 병목현상이 매번 목격된다. 구간 (1)과 (2)역시 MSCI의 상대강도가 변하기 전 병목구간이 형성되는 것이 확인 가능하다. 따라서 후행하는 CPI지표 외에도 동행 또는 선행하는 수익률 커브 및 볼린저 밴드를 복합적으로 활용한다면 금리변화로 발생하는 Rotation Signal을 포착할 수 있다는 판단이다.

그림 17. MSCI Korea Value 상대강도의 단순 밴드차트: 5년내 저점 위치로 향후 상승 가능성 상존



자료: Bloomberg, Quantiwise, IBK투자증권

3. 현재 시현 가능한 Style은?

확실한 숫자가 아닌 차트상 표면적 Style Rotation Signal은 현재 가치주에 보다 우호적으로 보일 수 있다.

또한 12월 FOMC회의 때 미국 금리 인상이 가시화 된 시점에서 내년 말까지 총 4번의 금리인상을 시장은 예상하고 있다 <표 1>. 현재 미국 금리 수익률 곡선 역전에는 기준금리 인상에 대한 기대치가 이미 반영되어 있다는 판단이며, 한국 장기금리와 미국 장기금리가 서로 동행하는 점을 감안시 향후 장단금리차는 우상향 하며 국내 가치주에 더욱 우호적인 상황으로 전개될 것으로 예상된다.

다만, 미국을 제외한 대부분의 국가는 현재 저성장의 늪에 빠져있다. 이번 금리 인상은 경기과열 억제를 위한 기준금리 인상이 아닌, 그간 비정상적으로 장기화된 QE Program의 종료로 미국과 그 외 국가간 정책상 Decoupling이 발생하고 있다.

따라서 이번 미 금리 인상으로 인한 수익률 곡선의 상승은 추세적인 모멘텀이 아닌 단기적인 현상으로 끝날 여지가 많다. 국내시장에서 2011년 전까지 가치주의 상승 대세장에 일시적으로 성장주가 아웃퍼폼 했다면, 2011년부터 향후 장기간 성장주 상승 대세장에 일시적 가치주의 아웃퍼폼 현상이 발생할 것으로 예상된다.

표 1. Economist들의 분기별 예상 Policy Rate

	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17
예상 중간값(%)	0.50	0.75	0.75	1.00	1.25	1.50	1.75
예상 평균(%)	0.49	0.64	0.86	1.06	1.29	1.53	1.80
예상 최고값(%)	0.50	1.00	1.25	1.75	2.25	3.00	3.50
예상 최저값(%)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
응답 애널리스트(명)	75	75	75	74	74	53	53

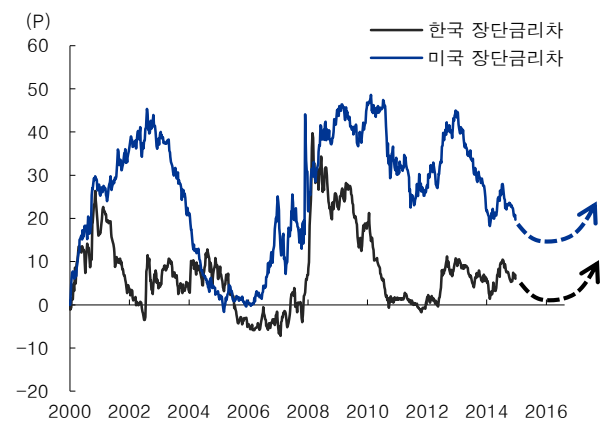
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 18. 한, 미 장기금리 장기 시계열 추이



자료: Bloomberg, Quantiwise, IBK투자증권

그림 19. 한, 미 장단금리차 장기 시계열 추이



자료: Bloomberg, Quantiwise, IBK투자증권

금리에 반응하는 성장주 vs 가치주

주식 듀레이션으로 금리민감도 계산

앞장에서 가치주 및 성장주에 대한 정의와 금리 변화에 따른 Style별 상대성과를 살펴보았다. 지금까지 Style Rotation Signal을 잡는 Tool을 소개했다면, 이 장에서는 아웃퍼폼이 예상되는 스타일을 토대로 가치주와 성장주를 구분 짓는 포트폴리오를 구성할 것이다.

먼저 금리의 변화를 주식이치에 적용할 수 있는 척도에는 무엇이 있을까?

이에 대한 답을 찾기 위해 금리와 연관성이 높은 채권시장을 살펴보자. 채권가격은 할인율과 현금흐름(e.g. Coupon, Par Value, Yield to Maturity)만 주워지면 누구나 같은 적정가격에 도달한다. 이에 따라 투자자들은 $+a$ 수익시현을 위해 Duration을 계산 한다. Duration이란 금리 변화에 대한 채권가격 민감도이다. 금리 상승이 예상 된다면 투자자들은 Duration이 짧은 채권(i.e. 높은 Coupon Rate)을 매수, Duration 이 긴 채권(Zero-Coupon Bond)을 매도 함으로써 절대수익을 시현할 수 있다.

▶ 채권가격 공식:

$$P_0 = \sum_t \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

▶ Duration 공식:

$$(\text{Macaulay Duration}) d = \frac{\sum_t t \times \frac{CF_t}{(1+r)^t}}{P_0}$$

$$(\text{Modified Duration}) D = \text{Macaulay Duration} / (1+r)$$

이러한 개념은 앞서 <그림 7>에서 소개한 이익분포 시점에 따른 가치주와 성장주 구분법과 유사하다. 즉, Equity Duration이란 주가의 금리 민감도를 측정하는 척도가 될 것이며, Duration이 긴 주식은 Duration이 짧은 주식에 비해 금리 변화에 민감하다. 따라서 일반적으로 성장주는 Duration이 긴 반면, 가치주는 짧다.

DCF모형을 통하여 주식의 적정가치를 구하는 공식이 채권가격을 산출하는 공식과 유사한 점을 이용하면 Equity Duration을 계산할 수 있다. Equity Duration 계산을 위해 input value로 CoE(할인율)과 Growth rate(성장율)이 필요하다. 이를 위해 필자는 영구성장 모델을 제시하는 바이며, 실질적인 Duration 계산에는 10년 DCF모형을 사용했다.

▶ [Input]영구성장모델을 통한 g 계산:

$$(적정 주가)P_0 = \frac{EPS_1}{CoE - g} \longrightarrow \frac{P_0}{EPS_1} = \frac{1}{CoE - g} \longrightarrow g = CoE - \frac{1}{P_0/EPS_1}$$

▶ [Input]CAPM을 통한 CoE 계산:

$$CoE_i = rf + \beta_i(rm - rf)$$

▶ [Output]10년 DCF모델을 통한 Modified Duration 계산:

$$P_0 = \frac{EPS_1}{(1 + CoE)} + \frac{EPS_1(1 + g)}{(1 + CoE)^2} + \frac{EPS_1(1 + g)^2}{(1 + CoE)^3} + \dots + \frac{EPS_1(1 + g)^9}{(1 + CoE)^9} + PV(Terminal Value)$$

Modified Duration =

$$\left[1 \times \frac{EPS_1}{(1 + CoE)} + 2 \times \frac{EPS_1(1 + g)}{(1 + CoE)^2} + 3 \times \frac{EPS_1(1 + g)^2}{(1 + CoE)^3} + \dots + 9 \times \frac{EPS_1(1 + g)^8}{(1 + CoE)^9} + 10 \times PV(Terminal Value) \right] / P_0 / (1 + r)$$

먼저 10년 DCF모델로 계산한 구간별 이익분포도를 확인해보자.

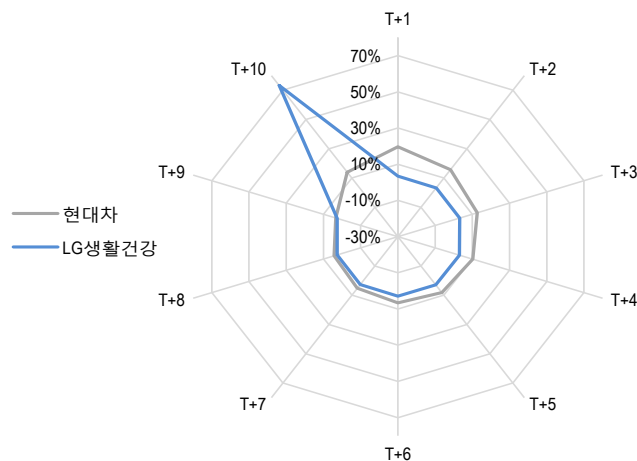
〈표 2〉는 시총규모가 큰 종목 중 우리가 대표적으로 가치주로 알고있는 현대차와 성장주로 인식하는 LG생활건강의 연도별 이익분포도이다. 앞서 언급한 바와 같이 가치주의 대부분의 이익분포는 가까운 미래에 밀집되어 있는 반면, 성장주는 먼 미래에 분포해있다. 이렇게 계산된 Modified Duration은 현대차가 4.18, LG생활건강이 7.89이다.

표 2. 대표 가치주 및 성장주의 연도별 이익분포도

	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5	T+6	T+7	T+8	T+9	T+10
현대차(가치주)	19.7%	15.8%	12.7%	10.2%	8.2%	6.6%	5.3%	4.2%	3.4%	14.0%
LG생활건강(성장주)	3.4%	3.3%	3.2%	3.1%	3.0%	2.9%	2.8%	2.7%	2.6%	73.2%

자료: IBK투자증권

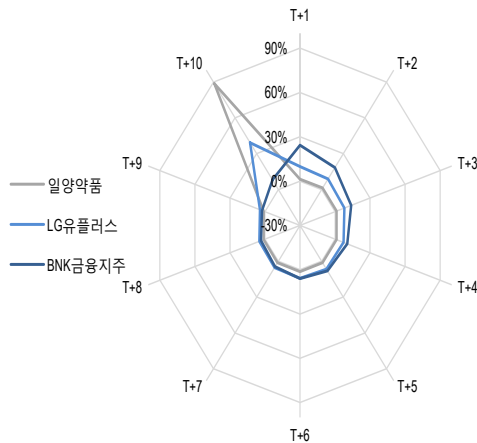
그림 20. 대표 가치주 및 성장주의 연도별 이익분포도



자료: IBK투자증권

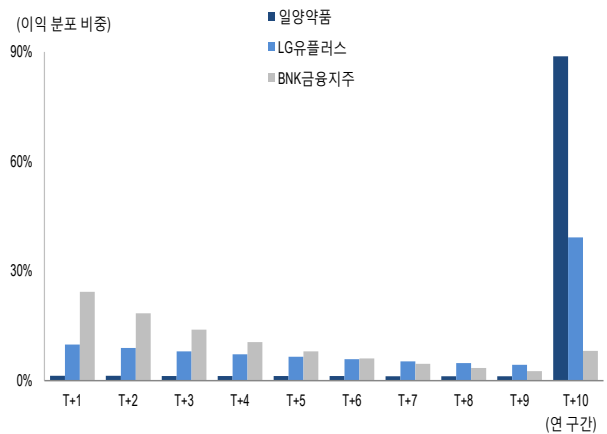
아래 <그림 21, 22>는 2015년, 2016년, 2017년 예상 순이익이 흑자인 기업 중 KOSPI200내 Modified Duration이 가장 큰 일양약품(8.60), 중간값을 갖는 LG유플러스(6.26), 가장 낮은 값을 갖는 BNK금융지주(3.60)의 이익분포도이다.

그림 21. KOSPI200내 Duration 최대, 중간, 최소 종목 이익분포



자료: IBK투자증권

그림 22. KOSPI200내 Duration 최대, 중간, 최소 종목 이익분포

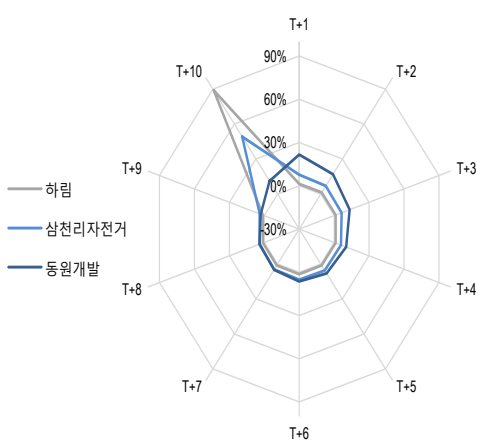


자료: IBK투자증권

Duration이 긴 종목일수록 이익 분포도는 먼 미래에 위치하고 짧은 종목은 가까운 미래에 위치한다. 또한, 일양약품의 12개월 선행 P/E는 41.7배로 LG유플러스의 9.9배, BNK금융지주의 3.9배보다 현저히 높다. 영구성장모델로 계산한 성장률 또한 각각 8.2%, -5.7%, -18.8%로 필자가 정의한 가치 및 성장 Style 구분법과 일맥상통한다.

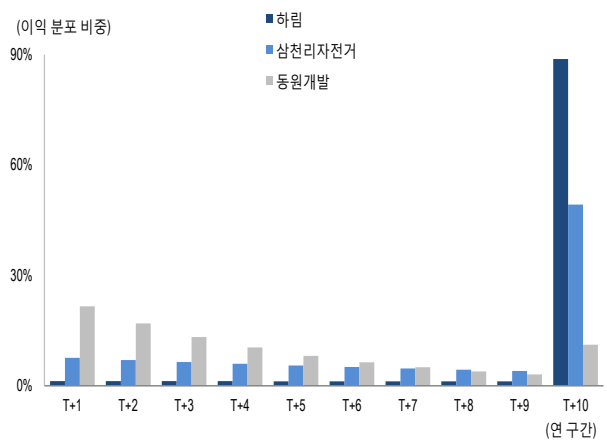
아래 <그림 23, 24>는 2015년, 2016년, 2017년 예상 순이익이 흑자인 기업 중 KOSDAQ Premiere내 Modified Duration이 가장 큰 하림(8.92), 중간값을 갖는 삼천리자전거(6.85), 가장 낮은 값을 갖는 동원개발(3.92)의 이익분포도이다.

그림 23. KOSDAQ내 Duration 최대, 중간, 최소 종목 이익분포



자료: IBK투자증권

그림 24. KOSDAQ내 Duration 최대, 중간, 최소 종목 이익분포



자료: IBK투자증권

주식 듀레이션으로 구성한 Style Rotation 성과

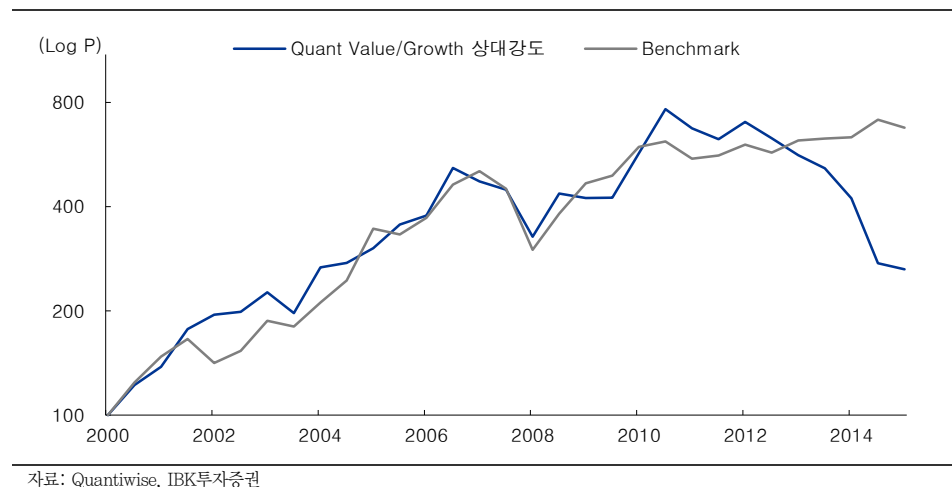
먼저 주식 듀레이션별 가치 및 성장지수 구성을 위한 포트폴리오의 리밸런싱 Interval은 6개월(매년 6월말, 12월말)로 정했다. 반기 리밸런싱이 적절하다고 판단하는 이유는 6개월 이하일 때는 너무 잦은 종목교체로 인하여 Macro변화에 따른 지수 성격 반영이 힘들며, 6개월 이상일 때는 기업의 Fundamental 변화를 포착하기 힘들기 때문이다.

또한, 앞 장의 DCF모델 예에서 제시한 바와 같이 매 반기마다 개별종목들의 향후 10년간의 현금흐름을 Duration화하는 작업을 진행했다. DCF모델에 공통적으로 적용되는 시장위험리스크는 향후 1년 ROE에 해당 구간의 국고채3년을 더했다. 이는 투자자들의 최저 요구수익률을 CoE보다 높지만 ROE+국채수익률보다 낮게 본 보수적인 접근이다. 또한, Value Trap이나 Growth Trap에 빠지지 않기 위한 일환으로 50:50으로 나눈 시가총액 스타일을 다시 해당 그룹의 평균 ROE보다 높은 종목만 선정되도록 적용했다.

〈그림 25〉는 주식 듀레이션으로 구분한 반기 리밸런싱 가치/성장 상대지수이다. 장기 시계열 추이를 살펴보면 2011년까지는 가치주의 아웃퍼폼, 2011년 이후에는 성장주가 아웃퍼폼하며 MSCI 등 기타 Index Builder들의 상대강도와 유사한 모습을 보인다.

특히, 인덱스를 구성할 때 시장이 인식하는 가치주나 성장주의 범주를 크게 벗어나지 않는 것이 Style Rotation의 주요 포인트이다. 만약 한쪽의 지수만 아웃퍼폼 하거나, 시장보다 저조한 성과를 시현할 때에는 Style이 아닌 일반 평범한 Factor 모델로 전락하기 때문이다.

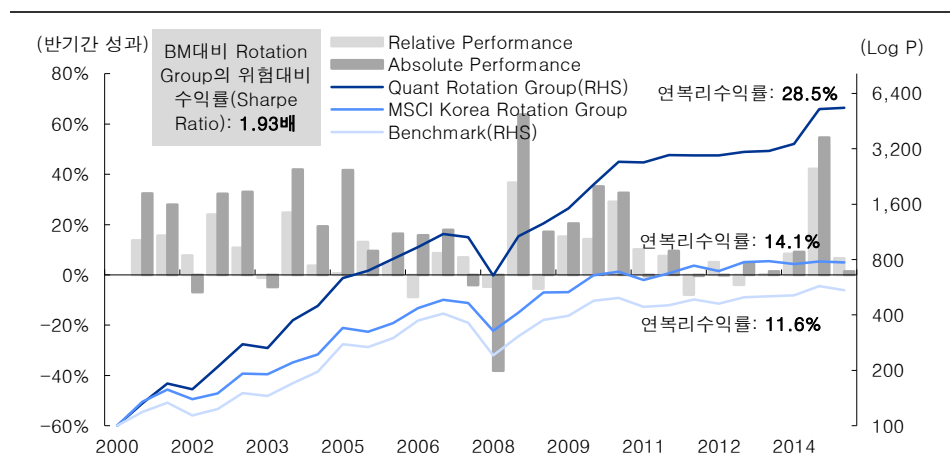
그림 25. 주식 듀레이션으로 구분한 가치/성장 상대강도



〈그림 26〉은 주식 듀레이션으로 구분한 성장 및 가치지수를 매 반기 금리 수익률 커브 시그널에 따라 리밸런싱한 Quant Rotation Group 성과 추이이다. 반기간 Rotation Signal로 1)최근 1년간의 장단금리 표준편차와, 2)최근 1년간의 Yield Curve Slope의 표준편차 값을 적용했다. 예를 들어 이번 반기 장단금리차 또는 Yield Curve Slope이 직전반기 대비 +2 Sigma 이상 상승할때는 가치주로, -2 Sigma 이하 하락할 때는 성장주로 전환했다. 또한, Rebalancing일 금리 수익률 커브가 신뢰 구간(i.e. Confidence Interval) 안에 머물게 되면, 직전 반기의 스타일을 이어받는 형식이다.

이렇게 생성된 반기 포트폴리오는 1999년 12월부터 현재까지 28.5%의 연복리수익률을 시현중이며, 기타 지수대비 높은 Sharpe Ratio를 기록했다(〈표 3〉).

그림 26. 주식 듀레이션 및 금리 수익률 커브로 생성한 Quant Rotation Group의 장기 성과



자료: Bloomberg, Quantiwise, IBK투자증권

표 3. 지수별 평균 수익률, 표준편차 및 Sharpe Ratio(위험 대비 수익률)

	Quant Value	MSCI Korea Value	Quant Growth	MSCI Korea Growth	Benchmark	Quant Rotation
평균수익률	15.4%	5.6%	10.9%	5.4%	7.1%	18.2%
표준편차	24.1%	15.3%	15.3%	16.1%	15.0%	17.6%
Sharpe Ratio	0.64	0.37	0.72	0.33	0.47	1.03

자료: IBK투자증권

최근 Quant Rotation Group의 리밸런싱이 있었던 지난 6/30의 Rotation Signal은 성장주였다. 현재까지 Quant Value는 -2.6%, Quant Growth는 +1.4%의 절대 수익률을 시현중이다. 동구간 시장은 -5.2% 하락한 점을 감안한다면 Quant Rotation Group은 +6.6%p 초과수익률을 기록 중이다.

〈표 4, 5〉는 지난 반기(6/30) Rotation Signal로 생성된 성장 및 가치 포트폴리오의 구성종목이다. 이들의 공통점은 앞서 언급한 바와 같이 성장그룹의 높은 Duration 및 Valuation과, 가치그룹은 이와 반대로 낮은 Duration 및 Valuation을 가진다는 점이다.

지난 반기 Rotation Signal이 성장주에 보다 우호적으로 나왔던 이유는 최근5년내 밴드 상단에 위치한 장단금리차 및 Yield Curve Slope(표면적 이유) 외에도, 직전 반기 장단금리차(0.72) 상승폭이 T-2구간(전전 반기) 장단금리차의 ± 2 Sigma(0.80, 0.36) 신뢰구간 밖으로 벗어나지 못하면서 T-2구간(전전 반기)의 성장주 Signal을 이어 받았기 때문이다.

표 4. 지난 반기 생성된 『성장 Quant Rotation Group』 구성종목(6/30 이후 수익률: +1.4%)

코드	이름	섹터	Duration	시가총액	P/E	ROE	P/B	수익률
A192820	코스맥스	화장품,의류	8.69	1,813	49.0	33.5	14.4	-12.9
A005610	삼립식품	필수소비재	8.55	2,321	42.1	20.3	7.6	-0.4
A009240	한샘	건설	8.51	6,613	52.1	29.0	10.3	-14.4
A002790	아모레G	화장품,의류	8.37	14,921	45.8	13.3	5.4	-21.7
A161890	한국콜마	화장품,의류	8.33	2,142	42.8	22.3	8.6	-11.8
A047810	한국항공우주	상사,자본재	8.29	7,749	38.4	16.8	6.0	-4.2
A090430	아모레퍼시픽	화장품,의류	8.16	24,436	40.3	20.9	7.9	-3.6
A018260	삼성에스디에스	소프트웨어	8.13	20,080	37.8	11.6	4.2	1.0
A051600	한전KPS	유틸리티	8.12	5,310	25.6	25.9	6.2	-23.6
A001800	오리온	필수소비재	7.98	6,262	26.4	16.4	3.5	12.6
A035420	NAVER	소프트웨어	7.92	20,898	27.9	30.3	6.6	0.9
A105630	한세실업	화장품,의류	7.74	1,526	16.8	22.2	3.4	37.4
A049770	동원F&B	필수소비재	7.74	1,459	20.1	13.6	2.6	-6.3
A007310	오뚜기	필수소비재	7.68	2,731	24.1	12.4	2.8	38.7
A051900	LG생활건강	필수소비재	7.66	12,088	27.3	24.7	5.7	29.6

자료: Quantiwise, IBK투자증권

주: 시가총액 및 모든 밸류에이션 지표들은 포트폴리오가 생성된 6/30 기준, 수익률은 6/30부터 12/11종가 기준

주2: (단위) 년, 십억원, %, 배

표 5. 지난 반기 생성된 『가치 Quant Rotation Group』 구성종목(6/30 이후 수익률: -2.6%)

코드	이름	섹터	Duration	시가총액	P/E	ROE	P/B	수익률
A005380	현대차	자동차	3.71	29,958	5.3	11.5	0.6	9.2
A000270	기아차	자동차	4.66	18,363	5.6	12.7	0.7	15.2
A011210	현대위아	자동차	4.74	2,801	6.0	14.3	0.8	9.2
A012330	현대모비스	자동차	4.75	20,637	5.8	13.4	0.7	10.6
A000660	SK하이닉스	반도체	4.89	30,795	6.2	22.3	1.2	-29.4
A034220	LG디스플레이	디스플레이	5.17	9,250	6.6	11.2	0.7	-5.0
A005930	삼성전자	반도체	5.46	186,776	9.1	13.2	1.0	1.3
A161390	한국타이어	자동차	5.54	5,203	7.8	13.1	1.0	13.0
A047050	대우인터내셔널	상사,자본재	5.67	2,938	8.2	13.6	1.1	-33.9
A047040	대우건설	건설	5.77	2,569	9.6	9.3	0.9	-5.5
A010950	S-Oil	에너지	5.77	7,611	9.5	14.9	1.3	10.9
A002350	넥센타이어	자동차	5.85	1,205	9.2	13.3	1.1	-0.4
A003490	대한항공	운송	5.94	2,950	8.8	12.3	1.0	-31.0
A071050	한국금융지주	증권	5.94	3,550	11.5	10.9	1.1	-19.9
A005830	동부화재	보험	5.99	4,000	9.3	11.4	0.9	16.6

자료: Quantiwise, IBK투자증권

주: 시가총액 및 모든 밸류에이션 지표들은 포트폴리오가 생성된 6/30 기준, 수익률은 6/30부터 12/11종가 기준

주2: (단위) 년, 십억원, %, 배

2015년 12월 현재 시장에 어울리는 Style

장단금리차와 Yield Curve Slope을 숫자로 본 현재 Rotation Signal은 아직까진 두 지표 모두 성장주 쪽에 보다 우호적이다. 현재 장단금리차는 0.76으로 ± 2 Sigma(0.48~0.96) 범위 안에 있으며, Yield Curve Slope은 현재 0.026으로 ± 2 Sigma(0.027~0.050) 신뢰구간 하단 밑으로 내려간 상황이다.

반면, 이번 12월 미국 금리인상 이후 투자자들은 장기 채권을 매도 할 것이며, 이 과정에서 수익률 곡선의 정상화가 이뤄질 것으로 판단한다. 특히, 지난 2014년 12월 31일을 저점으로 장단금리차는 지속 상승하는 점을 감안시, 향후 장기금리의 상승세는 이어질 것으로 판단한다.

따라서 필자는 단기적(FY15 연말)으로는 성장주, 중기적(FY16년 2Q)으로 가치주, 장기적(FY16 4Q)으로는 다시 성장주로 회귀하는 전략을 제시한다.

〈표 6, 7〉는 주식 듀레이션을 통해 생성된 현재 KOSPI시장에 적합한 Style별 포트폴리오 구성종목이다. 종목 나열은 Duration순이며 스크리닝 기준은 해당 Duration 그룹의 ROE보다 높은 종목들이다.

표 6. KOSPI 성장주 그룹대비 높은 ROE 및 주식 듀레이션이 긴 상위 20 종목(성장주)

코드	이름	섹터	시총	Duration	성장율	12m fwd P/E	12m fwd ROE
A128940	한미약품	건강관리	4,778	8.46	7.6	47.6	22.0
A005610	삼립식품	필수소비재	2,321	8.25	4.7	38.5	20.6
A009240	한샘	건설	6,613	8.22	5.0	36.4	29.2
A192820	코스맥스	화장품,의류	1,813	8.06	6.5	35.2	36.2
A035420	NAVER	소프트웨어	20,898	8.06	3.7	29.5	26.1
A001800	오리온	필수소비재	6,262	8.06	3.4	28.5	16.0
A161890	한국콜마	화장품,의류	2,142	8.05	6.1	33.2	23.2
A007310	오뚜기	필수소비재	2,731	7.98	6.0	30.3	12.6
A002790	아모레G	화장품,의류	14,921	7.96	7.1	35.5	12.9
A090430	아모레퍼시픽	화장품,의류	24,436	7.90	7.2	36.5	20.8
A051900	LG생활건강	필수소비재	12,088	7.89	5.2	31.3	25.0
A047810	한국항공우주	상사,자본재	7,749	7.80	5.1	26.6	20.9
A012750	에스원	상사,자본재	2,983	7.76	0.9	22.7	15.0
A033920	무학	필수소비재	1,773	7.68	0.0	18.2	12.3
A021240	코웨이	화장품,의류	7,049	7.56	-0.7	18.6	26.9
A030000	제일기획	미디어,교육	1,990	7.53	2.4	19.9	12.6
A051600	한전KPS	유틸리티	5,310	7.53	1.6	19.9	23.1
A105630	한세실업	화장품,의류	1,526	7.47	-1.3	17.3	25.3
A052690	한전기술	유틸리티	1,466	7.45	3.4	18.5	15.2
A049770	동원F&B	필수소비재	1,459	7.41	4.0	19.3	12.7

자료: Quantiwise, IBK투자증권

표 7. KOSPI 가치주 그룹대비 높은 ROE 및 주식 듀레이션이 짧은 상위 20 종목(가치주)

코드	이름	섹터	시가총액	Duration	성장율	12m fwd P/E	12m fwd ROE
A005380	현대차	자동차	29,958	4.18	-13.1%	6.1	10.7
A006650	대한유화	화학	1,255	4.55	-8.4%	5.6	16.7
A000660	SK하이닉스	반도체	30,795	4.85	-7.6%	6.5	14.5
A005850	에스엘	자동차	606	4.93	-7.7%	6.2	11.3
A012330	현대모비스	자동차	20,637	5.19	-8.7%	6.7	12.4
A011170	롯데케미칼	화학	9,906	5.20	-2.9%	7.0	14.1
A010780	아이에스동서	건설	1,972	5.20	-6.0%	6.8	24.0
A000270	기아차	자동차	18,363	5.21	-8.6%	6.8	12.4
A004800	효성	화학	5,057	5.22	-3.7%	7.0	16.5
A011210	현대위아	자동차	2,801	5.25	-4.3%	7.2	12.9
A047050	대우인터내셔널	상사,자본재	2,938	5.26	-6.1%	6.9	10.6
A007690	국도화학	화학	402	5.42	-6.3%	7.1	10.8
A071050	한국금융지주	증권	3,550	5.47	-2.3%	8.9	10.5
A161390	한국타이어	자동차	5,203	5.70	-4.8%	8.2	12.9
A011780	금호석유	화학	2,157	5.71	-2.8%	9.8	10.8
A002350	넥센타이어	자동차	1,205	5.72	-8.1%	8.3	13.5
A005930	삼성전자	반도체	186,776	5.85	-4.0%	10.2	11.6
A012630	현대산업	건설	4,990	5.95	0.7%	9.7	11.7
A120110	코오롱인더	화학	1,622	6.01	-2.1%	7.6	12.6
A034730	SK	상사,자본재	12,166	6.02	-3.3%	10.2	14.0

자료: Quantiwise, IBK투자증권

〈표 8, 9〉 역시 주식 듀레이션을 통해 생성된 현재 KOSDAQ시장에 어울리는 Style 별 포트폴리오 구성종목이다. 종목 나열은 Duration순이며 스크리닝 기준은 해당 Duration 그룹의 ROE보다 높은 종목들이다.

표 8. KOSDAQ 성장주 그룹대비 높은 ROE 및 주식 듀레이션이 긴 상위 15 종목(성장주)

코드	이름	섹터	시가총액	Duration	성장율	12m fwd P/E	12m fwd ROE
A051500	CJ프레시웨이	필수소비재	613	8.2	2.8	30.6	14.1
A108790	인터파크	소매(유통)	818	8.2	1.8	28.6	14.9
A016170	로엔	미디어,교육	2,036	8.1	4.2	31.4	23.4
A048260	오스템임플란트	건강관리	971	8.0	4.5	29.6	26.3
A068270	셀트리온	건강관리	8,719	8.0	6.7	33.6	15.5
A060250	한국사이버결제	소프트웨어	596	7.9	3.7	26.8	16.3
A041510	에스엠	미디어,교육	665	7.6	2.6	21.6	12.4
A058470	리노공업	반도체	776	7.6	0.0	21.2	15.9
A084110	휴온스	건강관리	1,249	7.6	6.6	24.7	21.3
A122870	와이지엔터	미디어,교육	722	7.6	2.5	23.0	14.1
A043150	바텍	건강관리	432	7.5	1.2	19.0	25.2
A099190	아이센스	건강관리	555	7.5	1.9	19.5	15.3
A098460	고영	IT하드웨어	558	7.5	0.8	17.8	18.9
A039030	이오테크닉스	반도체	1,152	7.4	4.7	21.1	18.6
A030520	한글과컴퓨터	소프트웨어	415	7.4	-0.4	17.2	16.8

자료: Quantiwise, IBK투자증권

표 9. KOSDAQ 가치주 그룹대비 높은 ROE 및 주식 듀레이션이 짧은 상위 15 종목(가치주)

코드	이름	섹터	시총	Duration	성장률	12m fwd P/E	12m fwd ROE
A013120	동원개발	건설	497	3.9	-15.4	4.3	18.2
A088390	이녹스	IT하드웨어	162	4.6	-9.9	5.6	16.5
A033500	동성화인텍	조선	163	4.9	-10.2	5.9	17.7
A093920	서원인텍	IT하드웨어	239	5.0	-10.6	6.2	19.5
A036830	솔브레인	반도체	809	5.3	-9.1	7.0	15.6
A033560	블루콤	IT하드웨어	333	5.4	-6.8	7.4	19.4
A084370	유진테크	반도체	358	6.0	-3.7	9.4	15.6
A052400	코나아이	IT하드웨어	513	6.1	-4.4	9.7	20.6
A091700	파트론	IT하드웨어	459	6.2	-3.2	9.8	15.6
A078340	컴투스	소프트웨어	1,249	6.2	-1.3	9.3	28.0
A030530	원익IPS	반도체	1,143	6.2	-1.2	11.0	15.5
A108320	실리콘웍스	디스플레이	612	6.3	-6.4	10.0	16.0
A171120	라이온캡텍	건설	312	6.3	-1.1	10.6	19.3
A046440	KG모빌리언스	소프트웨어	417	6.4	1.0	11.8	15.5
A036490	OCI머티리얼즈	디스플레이	1,361	6.4	-0.4	11.1	23.6

자료: Quantiwise, IBK투자증권

스크리닝 된 종목들은 KOSPI, KOSDAQ내 금리에 대한 민감도가 가장 높은(i.e. 긴 Duration)성장주 및 민감도가 가장 낮은(i.e. 짧은 Duration)가치주이다.

앞서 언급한 것처럼 Rotation을 위한 금리 수익률 곡선은 아직까진 성장주에 유리한 상황이지만, 향후 2016년 말까지 예정된 미국의 4차례 금리 인상 가능성을 감안시, 2015년 말까지는 성장주, 2016년 초부터 2분기까지 가치주, 2016년 말에는 다시 성장주로 회귀하는 전략이 유효할 것으로 판단한다.

이처럼 결국 성장주로 회귀해야 하는 이유는 현재 세계경제는 완벽히 저성장의 늪에서 헤어나오지 못한 상황이며, 이번 미 기준금리 인상은 경기과열 억제 목적이 아닌, QE의 비정상적인 정책의 정상화 과정의 일환이기 때문이다.

따라서 과거 KOSPI가 횡보를 시작한 2011년 전에는 가치주의 대세장에 일시적인 성장주 장이 주류였다면, 시장의 색깔이 바뀐 2011년부터는 성장주 대세장에 일시적인 가치주의 아웃퍼폼먼스가 예상된다.

가치주와 성장주는 필자가 강조한 것처럼 이익분포 시점이 다르다. 따라서 Macro환경변화에 따라서 나쁜기업이 좋은주식으로 또는 좋은기업이 나쁜주식으로 둔갑될 수 있다. 금리의 변화로 주가의 민감도를 측정하고, 이에 맞는 스타일을 구사하는 좋은 기업을 좋은 주식으로, 나쁜기업을 나쁜주식으로 회귀시킬 수 있는 좋은 방법 중 하나일 것이다.