

2016년 9월 26일

모멘텀 전략, 소형주보다 대형주에 적합하다!

시장이 매우 효율적이라면, 과거의 수익률은 미래의 수익률에 아무런 영향을 미치지 않을 것임. 그러나 KOSPI200 종목을 대상으로 과거 수익률이 가장 높았던 종목에 투자하는 '모멘텀 전략'은 탁월한 성과를 기록했음. 특히 시가총액을 기준으로 투자 성과를 비교하면, 대형주의 모멘텀 전략이 압도적인 우위를 기록했음.



| 키움증권 리서치센터 투자전략팀

| Strategist/Economist 홍춘욱

02) 3787-4964

chunukhong@kiwoom.com



목차

I. 모멘텀 전략의 정의와 성과	4
모멘텀 전략이란?	4
모멘텀 전략의 성과는?	4
모멘텀 전략, 소형주 효과 때문인가?	5
II. Size 별 모멘텀 전략의 성과 점검	6
투자 유니버스를 확대하면 어떨까?	6
혹시 부실 종목 때문인 것은 아닌가?	7
대형주의 모멘텀 전략 성과, 탁월해	8
III. 어떤 대형주가 '모멘텀' 투자에 적합한가?	9
IV. Appendix	10
V. 9월 넷째 주 주간 경제지표 및 일정	12

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물입니다. 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사, 배포, 전송, 변형, 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 안전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용할 수 없습니다.

모멘텀 전략, 소형주보다 대형주에 적합하다!



모멘텀 전략이란?

주식시장에는 매우 다양한 투자 스타일이 존재함. 가장 대표적인 투자 스타일은 가치/성장 등이지만, 최근 모멘텀 전략에 대한 관심이 높아지고 있음. 모멘텀이란 기존의 추세에 주목하는 전략을 의미함. 예를 들어 지난 12개월 동안의 주가 수익률이 가장 좋았던 종목에 투자하는 것이, 가장 대표적인 모멘텀 투자전략.

Size별 모멘텀 전략의 성과 점검

2001년 이후 KOSPI200 종목을 대상으로 '직전 12개월의 수익률이 가장 높은' 40종목에 투자하는 모멘텀 전략을 시뮬레이션한 결과 1,494.3%(CAGR 19.22%)의 성과를 올렸음(동일 기간 KOSPI200지수: 160.31%, CAGR 9.30%).

모멘텀 전략의 성과가 혹시 '소형주' 효과 때문은 아닌지 검증하기 위해, 전 종목을 대상으로 모멘텀 전략을 시행해 본 결과, 누적 수익률은 15.80%(CAGR 0.47%)에 불과했음. 이런 성과 부진의 이유가 혹시 '부실기업'이 대거 포함되었을 수 있다는 생각에, 직전 분기 이익 감소(YoY 기준) 및 적자전환 기업을 제외하고 모멘텀 전략을 시행한 결과는 역시 부진했음(-39.23%, CAGR -3.34%).

모멘텀 전략은 대형주에 적합한 듯

마지막 순서로 시가총액별로 세 그룹을 나눠 모멘텀전략을 시행해 옮긴 결과, 시가총액 1~100위의 대형주가 압도적으로 높은 성과를 기록한 것으로 나타났음(2,875.2%, CAGR 24.04%). 따라서 모멘텀 전략을 실행에 옮길 때에는 소형주보다는 대형주를 대상으로 고려하는 것이 바람직한 것으로 판단. 이상의 결과는 MKF500 모멘텀지수 등 기존에 발표된 지수의 성과와 큰 차이가 없었으며, 2007년 이후에는 시가총액 101~200위의 중형주 모멘텀 전략이 더 우위에 있는 것으로 나타나 이채를 띄었음.

I. 모멘텀 전략의 정의와 성과

모멘텀 전략이란?

주식시장에는 매우 다양한 투자 스타일이 존재한다. 가장 대표적인 투자 스타일은 가치/성장 그리고 Low Vol 등이 있는데, 최근 모멘텀 전략에 대한 관심이 높아지고 있다. 모멘텀이란 물리학에서는 '운동량'을 의미하나, 투자의 세계에서는 추세에 주목하는 전략을 의미한다. 예를 들어 지난 12개월 동안의 주가 수익률이 가장 좋았던 종목에 투자하는 게, 대표적인 모멘텀 투자전략이라 할 수 있다.

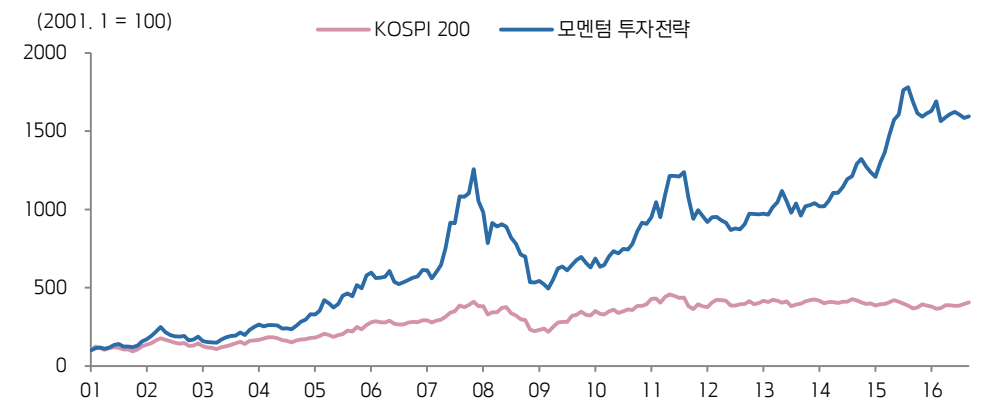
모멘텀 전략의 성과는?

한국 주식에서 모멘텀 전략의 성과를 살펴보기 위해 다음의 절차를 거쳤다.

- 1단계:** 2001년 1월 말을 기점으로, KOSPI 200 구성종목을 지난 12개월 동안의 주가 상승률 순서대로 1분위(=주가 상승률 상위 20%, 40종목)부터 5분위(=주가 상승률 하위 20%, 40종목)까지 분류
- 2단계:** 매월 말 1~5분위에 포함된 각 40종목을 동일한 비중으로 투자
- 3단계:** 다음 달 말 KOSPI 200 종목의 지난 1년간 수익률을 조사해, 다시 1~5분위 별로 반복 투자

이 결과 직전 12개월의 수익률이 가장 높은 40종목에 투자하는 전략을 실행에 옮겼다면 1,494.3%(CAGR 19.22%) 라는 놀라운 수익률을 거둘 수 있었을 것이다. 반면 같은 기간 KOSPI 200지수는 160.31% (CAGR 9.30%)의 수익률을 올리는 데 불과했다.

2001년 이후의 KOSPI200지수와 모멘텀 투자전략의 성과 비교



자료: FNGuide, 키움증권 리서치센터.

모멘텀 전략, 소형주 효과 때문인가?

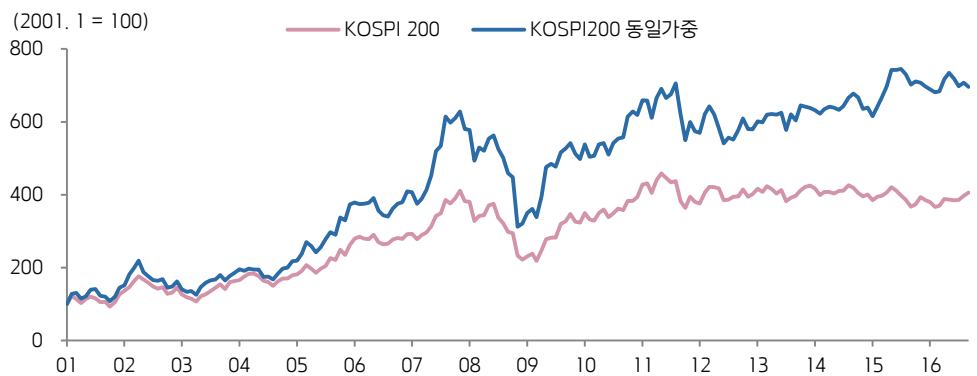
이상과 같은 모멘텀 전략의 탁월한 성과에 대해 몇 가지 문제가 있을 수 있다. 가장 대표적인 문제제기는 “소형주 효과”에 대한 것이다. 소형주 효과란, 주식시장에서 대형주보다 소형주가 더 높은 성과를 올리는 현상을 의미한다(대신 소형주의 변동성이 더 높은 경향이 있다).

소형주 효과를 가장 잘 보여주는 사례가 KOSPI200지수에 포함된 모든 종목을 단순 평균한, 이른바 ‘동일가중’ 지수가 KOSPI200지수의 성과를 뛰어넘는 일 등이 될 것이다. 예를 들어 2001년 이후 KOSPI 200지수는 160.31% (CAGR 9.30%) 상승한 반면, 동일가중 지수는 601.99% (CAGR 13.11%)라는 높은 수익률을 기록한 바 있다.

이 논리에 따르면, 모멘텀 전략이 효과를 발휘한 이유는 소형주에 대한 투자를 늘렸기 때문이 된다. 그리고 운용규모가 큰 기관 투자자들은 유동성이나 거래비용 등의 문제로 인해 ‘모멘텀’ 전략을 실행에 옮기기 어려울 수 있다. 즉, 모멘텀 전략은 빛 좋은 개살구 같은 전략이 될 수 있다는 이야기다.

정말 그럴까? 본격적으로 이 의문을 풀어보자.

2001년 이후의 KOSPI200지수와 ‘동일가중지수’의 성과 비교



자료: FNguid, 키움증권 리서치센터.

II. Size 별 모멘텀 전략의 성과 점검

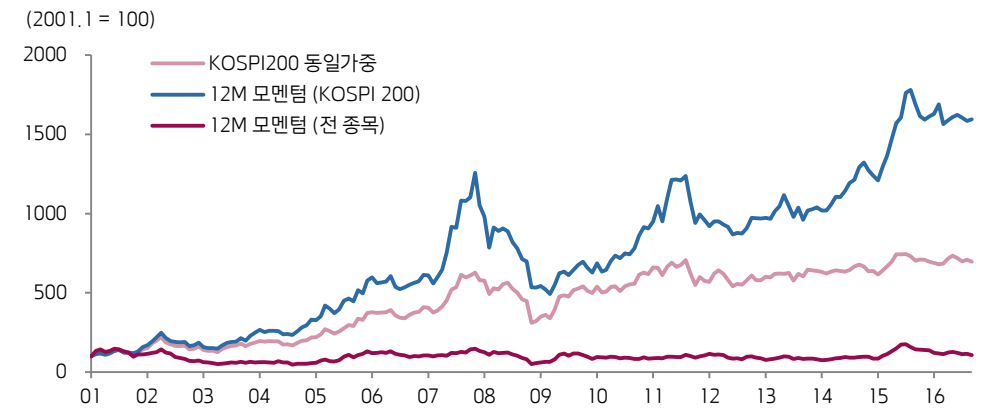
투자 유니버스를 확대하면 어떨까?

1장에서는 KOSPI 200 종목만을 대상으로 모멘텀 전략의 성과를 살펴보았지만, 2장에서는 대상을 더 넓혀 상장 전 종목(KOSPI + KOSDAQ)을 대상으로 모멘텀 전략의 성과를 살펴보았다.

2001년 이후 전 상장종목(상장 폐지 종목 포함)을 대상으로 모멘텀 전략(12개월 기준)을 시행해 본 결과, 누적 수익률은 15.80%(CAGR 0.47%)에 불과했다. 같은 기간 KOSPI200 구성 종목을 대상으로 모멘텀 전략을 시행에 옮겼을 때, 1,494.3%(CAGR 19.22%)의 수익률을 기록했던 것을 감안하면 참혹한 성과라 할 수 있다. 참고로 같은 기간 KOSPI 200지수는 160.31% (CAGR 9.30%)의 수익률을 올렸다.

투자 대상 종목을 확대한 결과가 이렇게 처참한 이유는 어디에 있을까?

2001년 이후의 KOSPI200지수와 모멘텀 전략의 성과 비교



자료: FNguid, 키움증권 리서치센터.

혹시 부실 종목 때문인 것은 아닌가?

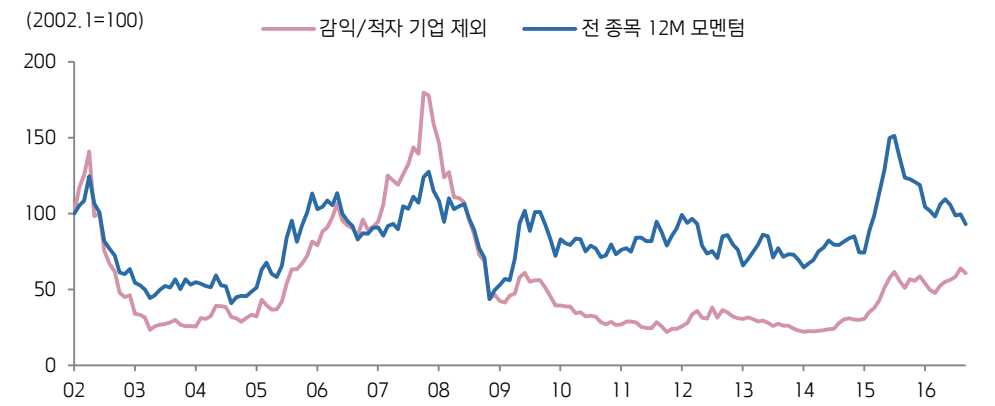
모멘텀 투자의 대상을 확대한 결과가 부진한 이유는 다양한 곳에 있겠지만, 가장 직관적으로 떠오르는 '가설'은 상장 폐지 종목 혹은 부실종목들이 대거 포함되어 모멘텀 전략의 성과를 떨어뜨린 게 아니냐는 것이다.

이 의문을 풀기 위해 다음의 방식으로 종목을 재선정했다. 매월 말 모멘텀 전략 대상 종목을 새롭게 구성할 때마다, 직전 분기(FQ0)의 순이익이 전년 같은 기간에 비해 감소했거나 혹은 적자를 기록한 기업들을 배제하는 것이다.

즉, 전 종목을 대상으로 직전 12개월 주가 상승률이 가장 높은 상위 40종목을 선정할 때, 실적 부진 기업을 제외하고 그 다음으로 수익률이 높은 종목으로 채웠다. 단, 한국 상장기업의 분기별 재무 데이터를 2001년부터 얻을 수 있으므로 '전년 동기 대비 증감율'을 계산할 수 있는 시점은 2002년이다. 그리하여 모멘텀 전략의 성과는 2002년 이후 기간만 측정할 수 있다.

이익이 전년 같은 기간에 비해 감소하거나 혹은 적자로 돌아선 기업들을 제외해도 성과 부진 현상은 동일했다. 예를 들어, 2002년 이후 전 종목을 대상으로 시행한 모멘텀 전략의 성과는 -6.95%(CAGR -0.49%)를 기록했다. 한편, 이익이 감소하거나 심지어 적자로 돌아선 기업들을 제외하고 모멘텀 투자를 시행했을 때 -39.23%(CAGR -3.34%)의 수익률을 거두었다.

2002년 이후, 전 종목을 대상으로 시행한 모멘텀 전략과 부실기업을 제외한 모멘텀 전략의 성과



자료: FNGuide, 키움증권 리서치센터.

대형주의 모멘텀 전략 성과, 탁월해

기업실적이 악화된 종목을 제거해도 모멘텀 전략의 수익률이 개선되기는커녕 악화되는 현상이 나타나는 것을 어떻게 해석해야 할까? 이런 결과는 한국에서의 모멘텀 전략이 소형주보다는 대형주에 적합하다는 사실을 내포하는 게 아닐까?

이 부분을 좀 더 자세히 살펴보기 위해, 거래소 기업을 대상으로 아래와 같이 대/중/소로 구분하여 모멘텀 전략을 실행에 옮겼다.

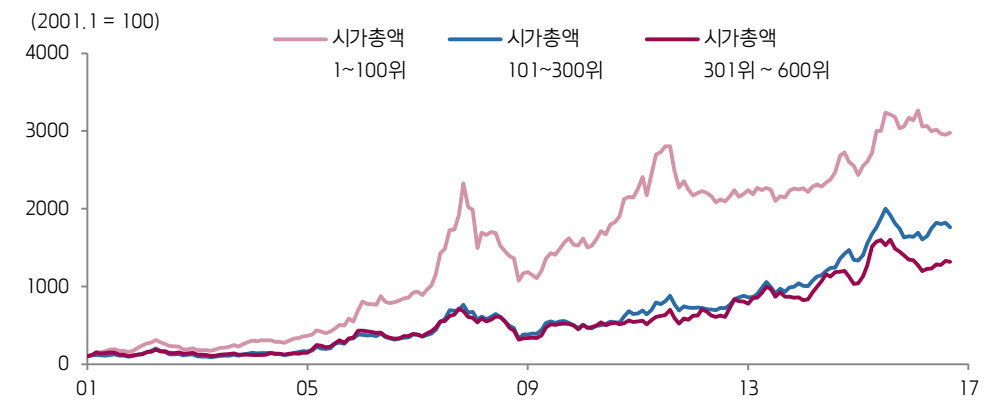
대형주: 시가총액 1~100위

중형주: 시가총액 101~300위

소형주: 시가총액 301위~600위

2001년 이후 대형주 모멘텀 전략(12개월 수익률 상위 40종목)의 성과는 2,875.2% (CAGR 24.04%)에 달한 반면, 중소형주 모멘텀 전략은 1,660.0%(CAGR 19.97%)에 그쳤으며, 소형주 모멘텀 전략의 수익률은 1,218.79% (CAGR 17.79%)였다.

2001년 이후 시가총액 규모별 모멘텀 전략 성과



자료: FNguide, 키움증권 리서치센터.

III. 어떤 대형주가 '모멘텀' 투자에 적합한가?

이상의 분석을 통해 크게 세 가지의 사실을 알 수 있었다.

첫 번째, 한국에서 과거의 수익률이 뛰어난 종목에 투자하는 '모멘텀' 전략의 성과는 꽤 매력적이다.

두 번째, 모멘텀 전략의 탁월한 성과는 '소형주' 효과로 설명하기 어려운 면이 있다.

세 번째, 혹시 실적이 부진한 기업 때문에 모멘텀 전략에 문제가 생겼을 수 있어 이를 감안하고 분석해도 결과는 달라지지 않았다.

이상의 분석은 '현상'을 설명하는 데에는 성공적이지만, 한국에서 소형주보다 중형/대형주가 '모멘텀 전략'을 시행하는 데 유리한 이유를 설명하지는 못한다. 아마도 외국인이나 기관 등 수급요인, 혹은 이익의 변동성 등이 모멘텀 전략의 성패에 영향을 미쳤을 것으로 짐작된다. 다만 이상의 아이디어는 말 그대로 '가설'에 불과하며, 앞으로 추가적인 분석을 통해 더 구체적인 답을 내놓을 것을 약속하는 바이다.

마지막으로 2016년 9월 22일 종가 기준, '대형주 모멘텀 지수'의 상위 20 종목은 아래와 같다.

대형주 모멘텀 전략 시행을 위한 기초 정보

	종목명	업종	시가총액	종가	60일 평균	12개월
1	NAVER	소프트웨어	287,764	873,000	812	76.0
2	한화테크윈	상업서비스	32,887	61,900	214	70.1
3	SK 이노베이션	에너지	142,397	154,000	421	56.8
4	한온시스템	자동차 및 부품	65,391	12,250	125	54.7
5	한미약품	제약/바이오	62,819	602,000	475	53.5
6	엔씨소프트	소프트웨어	61,401	280,000	307	48.2
7	한국타이어	자동차 및 부품	74,449	60,100	145	44.8
8	삼성카드	기타금융	59,899	51,700	95	43.4
9	삼성전자	IT	2,292,210	1,618,000	3,649	41.3
10	현대모비스	자동차 및 부품	278,403	286,000	410	31.2
11	LG 디스플레이	디스플레이	104,482	29,200	377	25.9
12	POSCO	철강	197,042	226,000	665	24.9
13	S-Oil	에너지	85,563	76,000	262	21.6
14	금호석유	화학	19,652	64,500	88	21.2
15	우리은행	은행	75,712	11,200	181	19.5
16	한국전력	유틸리티	379,401	59,100	540	18.9
17	LG 생활건강	생활용품	155,713	997,000	569	17.3
18	에스원	상업서비스	38,949	102,500	72	15.2
19	유한양행	제약/바이오	31,952	286,500	100	14.8
20	미래에셋증권	증권	26,686	23,350	88	14.0

자료: FNGuide, 키움증권 리서치센터.

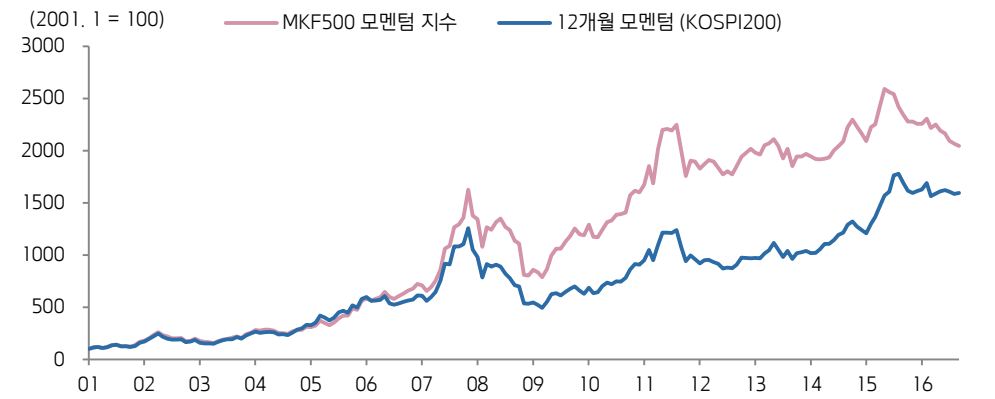
IV. Appendix

MKF500 모멘텀지수 vs. KOSPI200 모멘텀 지수

모멘텀 지수의 대표적인 예는 MKF500 모멘텀 지수를 들 수 있다. 당사가 추정한 모멘텀 전략의 성과가 혹시 다른 지수와 크게 차이 나는 것은 아닌지 확인하기 위해, KOSPI200 종목을 대상으로 작성한 모멘텀 전략(이하 'KOSPI200 모멘텀지수')의 성과와 MKF500 모멘텀 지수의 성과를 비교한 결과는 아래의 '그림'과 같다.

MKF500 모멘텀지수와 KOSPI200 모멘텀지수의 성과가 유사함을 발견할 수 있다(단, 2007년 이후에는 성과의 격차가 벌어졌다). 이상의 결과는 당사가 작성한 KOSPI200 모멘텀지수가 모멘텀 전략의 성과를 잘 반영했음을 시사하는 것으로 보인다.

2001년 이후 MKF 모멘텀 지수와 KOSPI200 모멘텀 지수 성과 비교



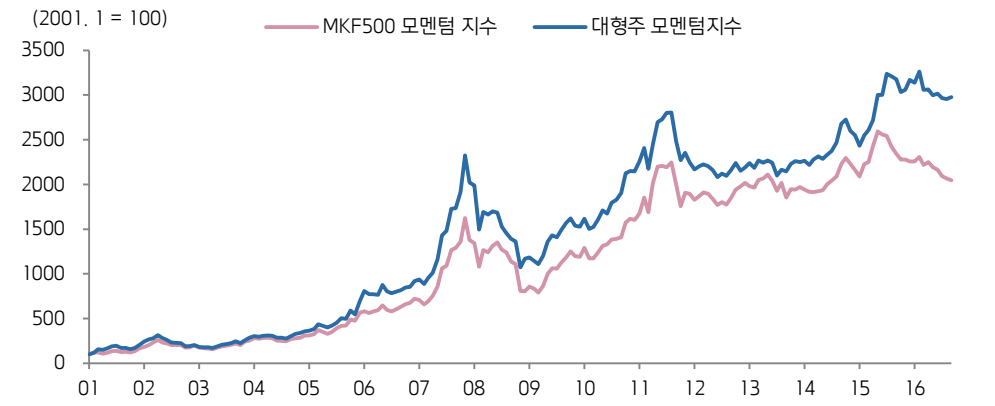
자료: FNguide, 키움증권 리서치센터.

MKF500 모멘텀지수 vs. 대형주 모멘텀 지수

MKF500 모멘텀지수와 KOSPI200 모멘텀지수의 성과 격차가 2007년부터 크게 벌어진 이유를 파악하기 위해, 시가총액 상위 100 종목을 대상으로 모멘텀이 강한 40종목에 분산 투자하는 전략(이하, '대형주 모멘텀지수')의 성과는 아래의 '그림'과 같다.

MKF500 모멘텀지수와 대형주 모멘텀지수의 성과는 대단히 유사하며, 2007년 이후에는 오히려 대형주 모멘텀지수의 성과가 더 뛰어난 것을 알 수 있다.

2001년 이후 MKF 모멘텀 지수와 대형주 모멘텀 지수 성과 비교



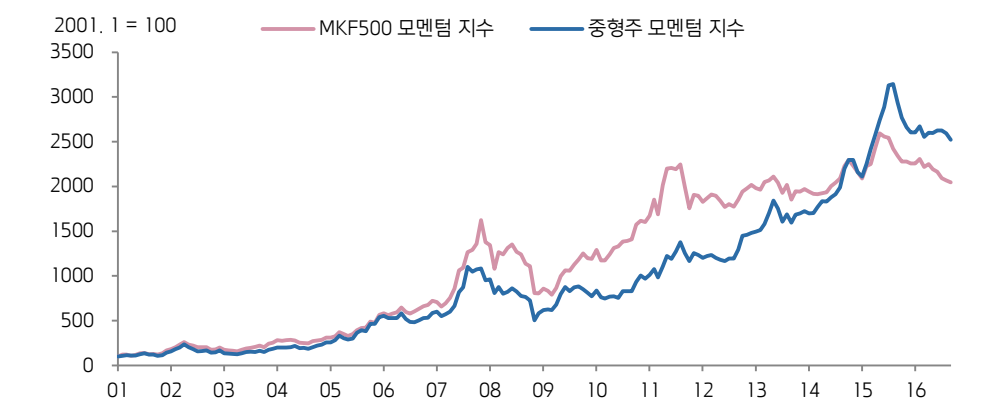
자료: FNGuide, 키움증권 리서치센터.

MKF500 모멘텀지수 vs. 중형주 모멘텀 지수

이제 마지막 순서로, MKF500 모멘텀지수와 중형주 모멘텀지수(시가총액 101~200위 종목 중 모멘텀이 강한 40종목에 투자하는 전략)의 성과를 비교해보자.

MKF500 모멘텀지수와 중형주 모멘텀 지수의 성과는 아래의 '그림'과 같다. 두 지수의 성과는 대체로 유사하지만, 중형주지수가 2010년 이후 더 높은 초과 성과를 기록한 것이 특징적이라 할 수 있다.

2001년 이후 MKF 모멘텀 지수와 중형주 모멘텀 지수 성과 비교



자료: FNGuide, 키움증권 리서치센터.

9월 넷째 주 주간 주요 경제지표 및 일정

9월 26일 (월)	9월 27일 (화)	9월 28일 (수)	9월 29일 (목)	9월 30일 (금)
한국 8월 무역지수, 교역조건 독일 9월 독일 Ifo 기대지수 미국 8월 신규주택판매 9월 델러스연은 지수 국제에너지포럼 ~28일	홍콩 8월 수출입 미국 7월 S&P 케이스-실러 주택가격지수 9월 서비스업 PMI 9월 소비자 신뢰지수 9월 리치몬드연은지수 API 원유재고 보고서	한국 2분기 자금순환 독일 10월 GfK 기대지수 미국 8월 내구재주문 EIA 원유재고 보고서 산유국 비공개 회담	한국 9월 소비자 동향조사 독일 9월 실업률 9월 소비자물가지수 유로존 9월 기업환경지수 9월 소비자신뢰지수 미국 2분기 GDP 확정치 2분기 기업이익 8월 상품무역수지 8월 잠정주택판매	한국 8월 산업활동동향 9월 기업경기실사지수 일본 8월 소비자물가지수 중국 차이신 PMI 제조업지수 유로존 8월 실업률 9월 소비자물가지수 미국 8월 개인소득 및 지출 8월 PCE 물가지수 9월 소비 심리지수 9월 시카고 PMI
10월 1일 (토) 한국 9월 수출입동향 중국 9월 제조업 PMI 9월 비제조업 PMI				
Neel Kashkari 미네스폴리스 연은 미 대선 1차 TV 토론 Mario Draghi ECB 총재 증언		Neel Kashkari 미네스폴리스 연은 James Bullard 세인트루이스 연은 Charles Evans 시카고연은 미국장 마감후 Loretta Mester 클리블랜드 Esther George 캔사스시티 연은	Patrick Harker 필라델피아 연은 Dennis Lockhart 애틀랜타 연은 Jerome Powell 연준위원 미국장 마감 후 Yellen 의장 연설	
	장시작전 팩트셋, HIS 장마감후 나이키	장시작전 블랙베리, 페이책	장시작전 펩시코, 엑센츄어 장마감후 코스트코	

자료: 각 언론사, 키움증권

요일	한국증시에 영향을 줄 이슈	요일별 주요 내용
월요일		지난 금요일 글로벌 증시는 국제유가 급락으로 하락. 한편, 애플 아이폰 판매 부진 및 2017년 1분기 전망 하향 조정 가능성이 제기되며 관련주 부진도 하락요인. 월요일 한국 증시도 애플 부품주 위주의 부진으로 조정 예상.
화요일	월) 미 대선 1차 TV토론 월) 드라기 ECB 총재 증언	월요일 글로벌 증시는 미 대선 1차 TV토론을 앞두고 관망하는 모습을 보일 것으로 판단. 화요일 한국증시는 장중에 이어지는 미 대선 1차 TV토론 양상에 따라 변화를 보일 것으로 판단. 오후에는 각종 보도를 통해 이긴 후보가 발표되며, 만약 TV토론이 트럼프의 승리로 보도된다면, 증시 변동성이 확대 될 듯. 다만, 월요일 드라기 ECB총재가 양적완화 기대를 높이는 발언을 한다면, 화요일 증시는 강한 모습을 보일 것으로 전망.
수요일	월) 미 대선 1차 TV토론	화요일 글로벌 증시는 미 대선 1차 TV토론의 영향으로 부진할 것으로 판단. 힐러리 후보가 1차 TV토론에서 압도적인 승리를 하지 못하는 이상, 지지율 격차자 좁혀져 있어 변동성 확대 가능성은 높음. 다만, 1차 TV토론 결과 힐러리 지지율이 상승하면 주식시장은 Rally를 보일 것으로 전망. 수요일 한국 증시는 TV토론 결과에 대한 글로벌 시장 변화로 등락을 보일 것으로 판단.
목요일	수) 지역 연은 총재들 발언 수) 주요 산유국 협상	수요일 글로벌 증시는 특별한 경제지표 발표가 없는 상태에서 지역연은 총재들의 발언이 영향을 줄 것으로 판단. 한편, 이날 주요 산유국 비공개 회담 결과에 따라 국제유가가 변화가 증시 방향성을 결정할 것으로 판단. 목요일 한국 증시 또한 국제유가 변화 및 연준위원들의 발언에 힘입어 등락을 보일 것으로 판단.
금요일	목) 지역 연은 총재들 발언 목) 옐런 연준의장 발언 금) 중국 차이신 제조업지수	목요일 글로벌 증시 또한 지역연은 총재들의 발언에 따라 변화를 보일 것으로 판단. 금요일 한국 증시는 지역 연은 총재들의 발언과 더불어 미국 장 마감후 있을 옐런 연준의장의 발언 내용이 따라 변화할 것으로 판단. 한편, 국경절 연휴를 앞두고 미리 발표되는 중국 차이신 제조업지수 결과도 시장에 영향을 줄 것으로 판단.