



Long-only 전략과 비대칭 알파 (롱 팩터 전략 시리즈 #1)

- 한국 증시의 구조적 변화로 인해 Long-biased 전략에 더 집중할 필요성 대두
- 각 팩터 전략은 다양한 비대칭 알파 특성을 가짐. 이에 대한 고려가 필요함
- 최적 전략에 따른 추천 종목으로 녹십자, 넷마블 등 10개 제시(7페이지)

퀀트 전략의 투자 방식에는 long/short 투자와 long-only 투자, 2가지의 방식이 있다고 할 수 있다. 둘은 비슷해 보이지만 무시할 수 없는 차이점이 존재한다. 우선, Long/short 전략의 목적은 롱 종목 수익률이 숏 종목 수익률을 상회하는 것이 가장 우선이다. 예를 들어, pair trading 전략처럼 시장 움직임과 무관하게 pair 간 수익률 차이를 안정적으로 벌릴 수 있는 전략이 있다면, long/short 관점에서는 매우 유용하다. 그러나, 이때의 전략이 시장 움직임과 너무 괴리가 큰 방식이라면, long-only 투자 관점에서는 부적절할 수 있다. 결국 최적 투자전략 조합을 찾을 때, 두 접근법 사이에는 많은 차이점이 발생할 수 있다.

당사는 지금이 long-only 전략으로의 집중이 더 필요한 시기라고 판단한다. 따라서, 본 리포트 시리즈를 통해서 long-only 팩터 전략 시의 특성을 재정리하고, 한국 시장에서의 최적 long 팩터 모델을 제시할 계획이다.

이 시점에서, long-biased 전략에 더 집중해야 하는 이유는 다음과 같다.

우선 여러가지 증시 부양 및 제도 선진화 노력으로, 과거 장기 박스권에 갇혀 있던 한국 증시의 박스권 탈출 및 장기 상승이 나타날 수 있다고 기대하기 때문이다. 코스피는 지난 15년간 1,500~2,500포인트의 장기 박스권에 머물렀었지만, 최근의 다양한 정책을 통한 코리아 디스카운트 해소 변화는, 장기 박스권 극복의 단초가 될 수 있다. 또, 전 세계의 AI 대전환기에, 한국 기업이 AI 핵심 밸류 체인 내에 속해 있는 것도 향후 장기 이익 성장에 긍정적인 부분이다. 또한 MSCI 선진시장 승격 추진의 변화 확인은 점진적인 밸류에이션 확장으로 연결될 수 있다. 이런 변화로 인해, 이제 박스권에서 더 유효한 Long/short 전략보다는, “투자의 상단이 열려 있는 long-biased 전략”이 어느 때보다도 필요한 상황이라고 할 수 있다.

(또 다른 관점으로, 과거 기관 투자자 중심의 시장에서는 “포트폴리오 최적화를 위한 long/short 전략”이 좀 더 중요한 측면이 있었다(벤치마크 기준의 over/underweight 의사 결정 용도 등). 그러나 최근 한국 시장에서는 개인 투자자의 비중이 계속 올라오는 추세다. 개인 투자자에게 long/short 투자 상의 큰 제약이 있는 것을 감안하면, 투자자의 변화 또한 long-biased 전략으로의 집중을 더 요구하는 상황이라 할 수 있다.)

한국 시장에서 최적의 long-only 팩터/스타일을 찾을 때 맨 처음으로 고려할 이슈는, 퀀트 전략이 가진 “비대칭 알파”(롱 투자와 숏 투자에서 얻는 알파 수준이 다른 상황) 특성을 확인하는 것이다.

(다음 페이지에 계속)

비대칭 알파

일반적인 계량 투자 전략(팩터)의 경우, 대체로 좋은 주식(주가가 오를 주식)을 구별하는 능력과 나쁜 주식(주가가 빠질 주식)을 구별하는 능력이 대칭적으로 비슷하다. 그러나, 일부 팩터는 전략의 고유의 특성으로 인해 1) 좋은 주식만을 잘 찾거나 2) 나쁜 주식만을 잘 고르는 등의 롱/숏에서의 성능 차이가 존재한다. 여기서는 한국 증시 주요 팩터/스타일 전략 중에서 비대칭 알파 특성이 큰 전략을 구별하고자 한다.

이를 위해, 필자는 "L/Skew"라는 간단한 성과 측정 지표를 만들었다.

$$\text{팩터 L/S skew} = (\text{팩터 10분위 평균수익률} - \text{팩터 벤치마크 평균수익률}) \\ - (\text{팩터 벤치마크 평균수익률} - \text{팩터 1분위 평균수익률})$$

* 평균수익률은 연환산 수익률을 사용

참고: 팩터 투자 방법론 및 백테스팅 방법론은 일반적인 10분위 투자 방식을 사용함. 월간 "퀀트 모델 추천 종목" 리포트 내용 참고

이 L/S skew 지표는 롱/숏 전략의 알파가 롱 투자에서 주로 기인하는지, 숏 투자에서 기인하는지 간단한 수치로 알려주는 역할을 한다. 이 수치가 플러스로 크면 롱 전략에서 버는 알파가 크다는 뜻이고, 마이너스로 작다면 숏 전략 및 포트폴리오의 효율성이 높다는 뜻이다.

전체 추적 팩터를 대상으로, L/S skew 정보를 일괄 확인하면 다음과 같다.

팩터별 L/S skew 통계

팩터	L/S skew(%)	팩터	L/S skew(%)
저변동성 (60일)	-8.1	P/B (fwd)	0.3
매출액 증가율 (과거 2년)	-5.0	P/B (fwd, 조선/소프트웨어 제외)	0.7
ROE (forward)	-4.8	Inverse Size 스타일	1.0
주가 리버전 (1m)	-4.3	소형주	1.0
주가 모멘텀 (1m)	-4.2	변동성조정 영업이익 변화율 (FY1, 1m)	1.1
상대 P/B (업종 대비, fwd, 지주통 제외)	-4.2	P/E (직전4분기)	1.5
부채비율 (FQ0)	-4.1	개인 순매수 (1m)	1.5
순이익 증가율 (FQ0, yoy)	-3.8	영업이익 변화율 (FQ2, 1m)	1.7
영업이익 증가율 (FQ0, yoy)	-3.7	순이익 증가율 (FY1)	2.1
EPS 증가율 (FQ0, yoy)	-2.7	이익조정비율 (빠른 EPS1, 1m)	2.1
연구개발비 비중 (FY0, 별도)	-2.5	P/C (직전4분기, 개별)	2.5
목표가 괴리율 (1개월 컨센)	-1.9	Growth 스타일	2.6
목표가 괴리율 (3개월 컨센)	-1.7	주가 모멘텀 (3m)	2.7
P/B (직전분기)	-1.5	주가 리버전 (3m)	2.7
영업이익 증가율 (FY1)	-1.4	변동성조정 EPS 변화율 (FY2, 1m)	2.7
Value 스타일	-1.3	이격도 리버전 (3m)	2.9
Quality 스타일	-1.2	변동성조정 EPS 변화율 (빠른 FY1, 1m)	3.3
P/E (fwd)	-1.2	EPS 변화율 (빠른 FY1, 1m)	3.3
이익변동성 (과거 4년)	-1.0	Price Reversion 스타일	3.3
영업이익 서프라이즈 (FQ0)	-0.9	변동성조정 영업이익 변화율 (FY2, 1m)	3.5
시간조정 순이익 서프라이즈 (FQ0)	-0.9	EPS 변화율 (FQ2, 1m)	3.6
매출증감비율 (20d, 갑수위)	-0.8	EPS 변화율 (FQ1, 1m)	4.5
시간조정 영업이익 서프라이즈 (FQ0)	-0.5	EPS 변화율 (FY2, 1m)	4.7
주가 모멘텀 (12m ~ 1m)	-0.3	배당수익률 (FY1)	5.0
영업이익 증가율 (미래 2년)	0.0	영업이익 변화율 (FQ1, 1m)	5.0
기관 과매도 (1m)	0.0	영업이익 변화율 (FY1, 1m)	5.1
Price Momentum 스타일	0.0	외국인 과매도 (1m)	5.1
기관 순매수 (1m)	0.1	외국인 순매수 (1m)	5.4
순이익 서프라이즈 (FQ0)	0.1	영업이익 변화율 (FY2, 1m)	6.5
영업이익 증가율 (과거 2년 회귀방식)	0.1	Earnings Momentum 스타일	7.4
상대 P/E (업종 대비, fwd, 지주통 제외)	0.2	목표가 변화율 (1m)	8.4

참고: 2006년 ~ 2025년 6월 기간 백테스팅 기준

자료: 삼성증권

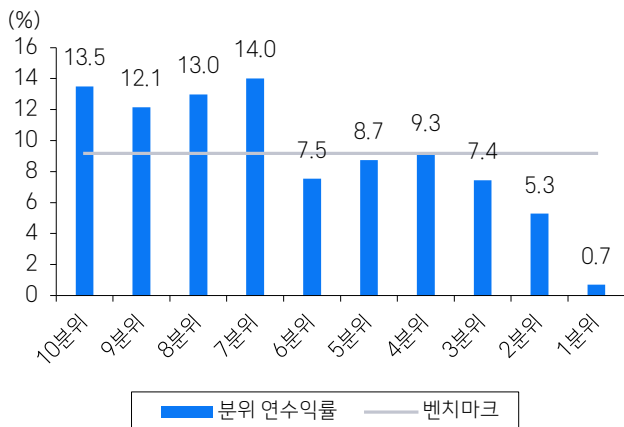
위 표를 보면, 팩터의 롱/숏 성능 차이가 크지 않은 팩터들도 많지만, 뚜렷한 성능 차이를 가지는 팩터들도 종종 존재한다. 여기서는 전략 활용도가 높은 팩터를 위주로 하여, 팩터별 비대칭 특성을 좀 더 자세히 확인하였다.

1) 상대 P/B (업종 대비, fwd, 지주등 제외) 팩터

상대 P/B (업종 대비) 팩터란, 업종의 평균 P/B 대비 종목의 P/B가 상대적으로 낮은 종목을 Long하고, 업종 평균 P/B 대비 종목 P/B가 상대적으로 높은 종목을 Short하는 전략이다. 이는 밸류에이션 팩터군의 대표적인 팩터로, 업종 내 종목 간의 P/B 장기 회귀 현상을 활용하는 전략이다.

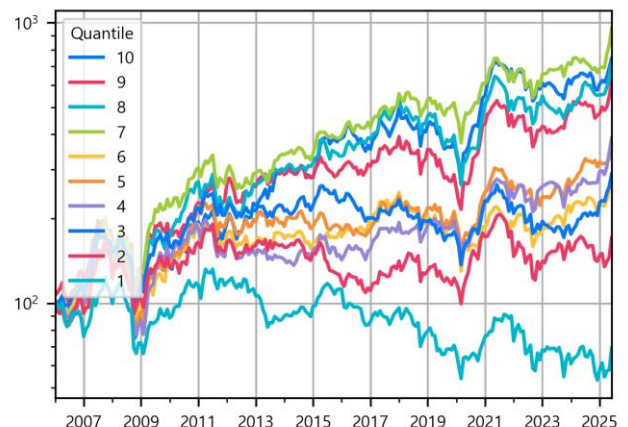
이 전략의 분위별 평균 수익률을 보면, 10분위가 13.5%, 1분위가 0.7%, 벤치마크(전체 분위 평균)가 9.2%를 보인다. 10분위 수익률은 벤치마크 수익률과 가까운 거리며, 1분위 수익률은 벤치마크 수익률과 매우 차이가 크다(아래 왼쪽 차트).

분위별 수익률 구조 (산술 평균) - Short 분위 차별성 높음



자료: 삼성증권

분위별 누적 성과 지수 추이 (기하 누적)



참고: 2006년 초 100포인트에서 시작. Logscale 기준.

Volatility drag 효과로 인해, 산술 누적수익률이 플러스라도 기하 누적수익률은 마이너스가 되는 경우가 가능함. 17/3/8일자 "Volatility Drag" 리포트 참고.

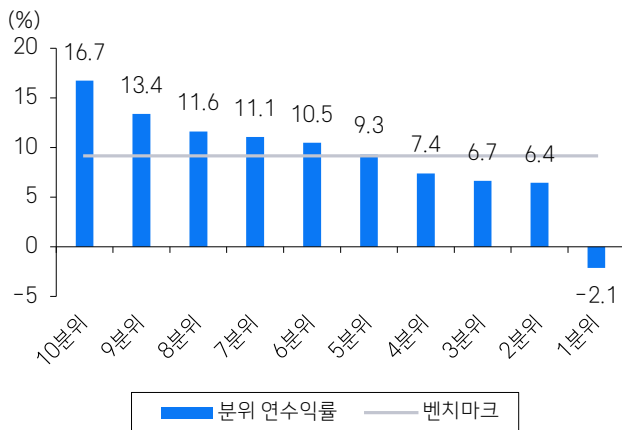
자료: 삼성증권

즉, 이 전략은 롱 투자보다는 숏 투자에서의 수익률 기여도가 크게 나온다고 하겠다. 상대 P/B가 낮은 종목에 투자하는 액션이 아주 크게 아웃퍼폼하지는 않지만, 상대 P/B가 너무 높은 종목군은 언더퍼폼하는 경향이 있음을 위 오른쪽 차트로도 확인할 수 있다. 이 상황에서, Long 투자 종목만을 선정하여 투자하는 방식의 경우, "상대 P/B 팩터에 기반한 종목 선정"은 변별력이 다소 떨어질 수 있다. 특히, 10분위~7분위의 평균 수익률이 유사한 것도 고려할 필요가 있다. 즉, 상대 P/B 밸류에이션이 가장 싸다고 가장 많이 오르는 것이 아니라는 점이다. 기존 밸류 스타일 팩터군의 주력 팩터들이 조금씩 이런 경향이 내포하고 있다(밸류 종합 스타일도 L/S skew 지표가 -1.3%를 기록함). 정리하면, 밸류에이션 저평가가 심한 상태에서 바로 주가 급등이 나타나는 현상은 약하지만, 밸류에이션 고평가가 심한 상태에서 주가 급락 혹은 주가 억제는 자주 나타나는 편이라고 할 수 있다. Long-biased 위주의 전략을 쓸 때는 이런 밸류 팩터의 특성을 더 고려할 필요가 있다.

2) 영업이익 증가율 (FQ0, yoy) 팩터

영업이익 증가율 (FQ0, yoy) 팩터는, 최근 분기 실적에서 영업이익 yoy 증가율이 높았던 고성장 발현 증목을 Long하고, 영업이익 yoy 증가율이 낮은 증목을 Short하는 전략이다. 대표적인 고수익 팩터인 이 전략의 분위별 수익률을 보면, 10분위가 16.7%, 1분위가 -2.1%, 벤치마크가 9.2%를 나타낸다. 여기서도 1분위 수익률과 벤치마크 수익률의 격차가 매우 크다.

분위별 수익률 구조 (산술 평균) – Short 분위 차별성 높음



자료: 삼성증권

분위별 누적 성과 지수 추이 (기하 누적)



참고: 2006년 초 100포인트에서 시작. Logscale 기준

자료: 삼성증권

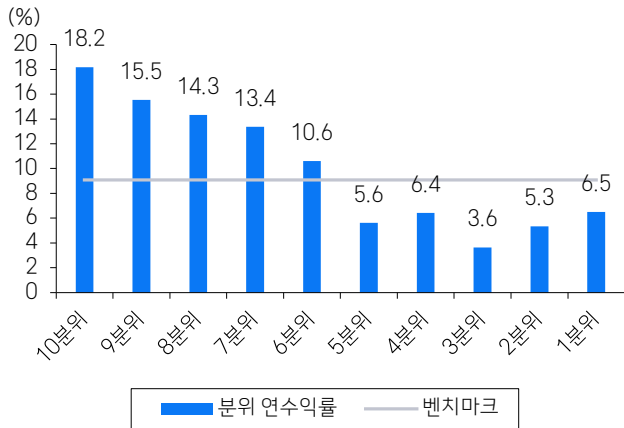
기본적으로 분위별 수익률 분포는 통상적인 수익률 순서를 띄고 있으나, 1분위 포트의 투자 수익률만 급격히 낮아지는 것이 특징이다(숏에서 수익을 많이 내는 구조. [10분위 – 벤치마크 수익률 = 7.6%], [벤치마크 – 1분위 수익률 = 11.3%]).

해당 팩터의 Short 알파 발생 예제를 한번 보자. 올해 4월 30일에 “영업이익 yoy 증가율 -14%”란 부진한 실적을 발표한 에코프로머티는 5월 한달간 -19%의 낮은 수익률을 기록해, 이의 대표적 사례에 해당한다. 이처럼 직전 OP yoy 증가율이 낮았던 증목은 주가 급락 패턴은 자주 나타나는 편이다. “OP yoy 증가율이 높은 증목에 Long 투자하는 전략”을 단독으로 사용하는 것도 기본적인 성과가 괜찮은 편이라고 할 수는 있다. 그러나, 룬샷을 같이 잡는 L/S 전략과 비교해서는, Long 전략만의 효율성은 일부 낮아진다고 할 수 있다.

3) 영업이익 변화율 (FY2, 1m) 팩터

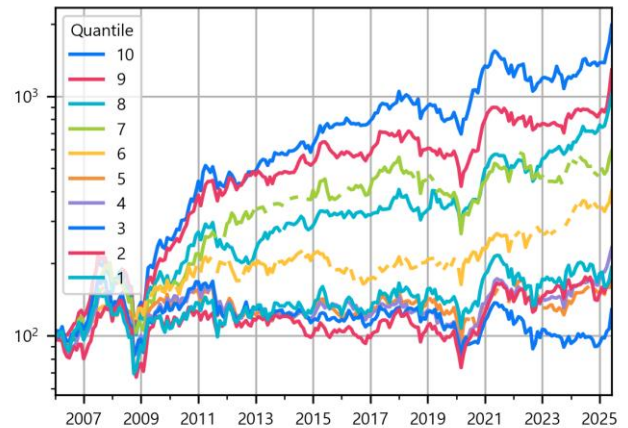
이전과는 반대로, 영업이익 변화율 (FY2, 1m) 팩터는, Long 전략의 알파 기여도가 Short 전략보다 더 큰 팩터에 해당한다. 분위별 수익률을 보면, 10분위가 18.2%로 높고, 1분위가 6.5%, 벤치마크가 9.1%를 나타낸다. 10분위 수익률과 벤치마크 수익률 간의 격차가 상대적으로 크다.

분위별 수익률 구조 (산술 평균) – Long 분위의 변별력 높음



자료: 삼성증권

분위별 누적 성과 지수 추이 (기하 누적)



참고: 2006년 초 100포인트에서 시작. Logscale 기준

자료: 삼성증권

수익률 분포를 보면, 10분위~6분위까지는 팩터 수치가 높을수록 수익률도 높은 선형 관계가 있다. 그러나, 5분위~1분위까지는 수익률 순서가 혼재되어 있다. 즉, 실적 상향 주의 경우, 상향 강도가 클수록 주가가 더 오르는 상식적인 패턴을 보인다. 반면, 실적 하향 종목의 경우에는 최악의 하향 조정을 보인 종목이 수익률 상으로는 더 올라가는 경우가 종종 있는 패턴이다. 이 현상은 실적 전망과 주가가 동행하면서 가지만 이미 한동안 실적 하향 조정 및 주가 하락이 충분히 진행된 경우라면, 추가적인 하향 악재에도 불구하고 주가 바닥 인식 및 턴어라운드 기대감이 생기기 때문이라고 볼 수 있다. 이런 패턴은 “영업 이익 변화율 (FQ1, 1m) 팩터” 등, 순수 “실적 상향 주 투자 전략”들에서 공통적으로 나타나는 특성이다.

유사해 보이는 “분기 실적 증가율 팩터”와 “실적 변화율 팩터”의 롱/숏 차등 반응의 이유를 찾아보면 다음과 같다.

[팩터별 차이점]

분기 실적 증가율 팩터:

기업의 잠정 실적 발표를 통해서, 일시에 생겨나는 서프라이즈 형태의 팩터 정보.

따라서, 부정적 실적 발표 시, 일시적 쇼크 반응이 나타나며 주가 급락이 발생함. 숏 시그널의 효과가 강함.

이익 변화율 팩터:

이 팩터는 기업 탐방 등의 애널리스트 활동을 통해 꾸준히 수치가 반영되는 식으로, 이익 전망과 주가 변화가 동행하는 개념임. 서프라이즈/쇼크가 아닌 지속적으로 수치가 업데이트 및 변화하는 방식임. 보통 실적 상향 조정과 주가 상승이 반복적으로 발생하며, 롱 분위 수익률이 높음.

반대로 하향 조정 종목은 최악의 실적 하향이 되기 전까지, 이익 하향 및 주가 하락이 이미 상당 기간 진행됐을 가능성이 있음. 턴어라운드 임박 기대로, 최하(숏) 분위의 주가는 재반등하는 경향이 있음.

추천 결합 전략

이상의 내용을 가지고, Long-only 투자에 더 적합한 심플한 형태의 “팩터 결합 전략”을 추천하면 다음과 같다.

Long-only 투자용, 정적 결합 전략 제시:

[영업이익 변화율 (FY2, 1m)] $\times 1/3$

[영업이익 변화율 (FQ1, 1m)] $\times 1/3$

[상대 P/E (업종 대비, fwd, 지주 등 제외)] $\times 1/3$

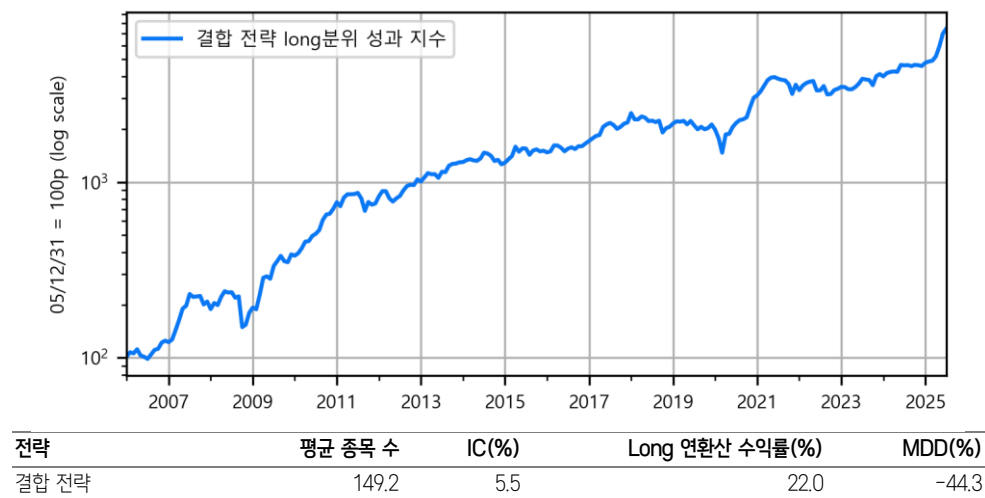
기존의 “롱/숏 형태의 최적 전략” 구사 시에는, 이익모멘텀 팩터와 밸류에이션 팩터의 비중을 보통 3:2 정도로 제시했었다. 그러나 팩터들의 L/S skew의 패턴을 보면, 이익모멘텀 팩터군은 전반적으로 L/S skew 수치가 높은 반면, 밸류에이션 팩터는 L/S skew가 상대적으로 낮거나 마이너스인 경우가 더 많다.

즉, 순수 상승 종목만을 구별할 때는, 이익모멘텀 팩터군의 종목 변별력이 기존보다 더 높아진다는 뜻이다.

따라서, Long-biased 투자법에서는 기존 L/S 결합 전략보다 이익모멘텀 팩터의 비중을 더 높이는 것이 효율적이라고 판단한다. 이에 이익모멘텀 팩터 2개와 밸류에이션 팩터 1개를 사용한 “2:1 결합” 전략을 제시한다. 또한 이익모멘텀 팩터군 내에서도, 실적 서프라이즈 형태 팩터보다는 실적 상향 여부 팩터 위주로 사용하여, 롱 종목의 변별력을 극대화시켰다.

이 정적(static) 결합 전략을 사용할 경우, 과거의 백테스팅 결과는 다음과 같다.

추천 결합 전략의 롱 투자 성과 지표 및 통계표



자료: 삼성증권

해당 전략과 종목별 펀더멘털 정보를 가지고, 현 시점의 추천 종목을 스크리닝하면 다음과 같다.

결합 전략 기반, 종목 스크리닝

코드	종목명	업종	시가 총액 (조원)	팩터 데이터			팩터 Percentile rank (%)			
				영업이익 변화율	영업이익 변화율	상대P/B (업종대비, fwd, 배수)	영업이익 변화율	EPS 변화율	상대P/B (업종대비, fwd)	최종 백분위등수
				(FY2, 1m, %)	(FQ1, 1m, %)		(FY2, 1m)	(FQ1, 1m)		평균
A006280	녹십자	건강관리	1.8	8.0	8.5	0.4	96	94	96	95
A251270	넷마블	소프트웨어	5.3	10.1	21.7	0.5	98	99	86	94
A071050	한국금융지주	증권	8.3	9.5	20.7	0.8	97	99	63	86
A069620	대웅제약	건강관리	2.0	1.4	6.6	0.5	77	92	88	85
A028670	팬오션	운송	2.3	1.9	2.2	0.5	81	80	91	84
A006800	미래에셋증권	증권	11.8	10.3	19.5	0.9	98	98	50	82
A042670	HD현대인프라코어	기계	2.2	0.6	2.8	0.3	63	85	96	81
A009830	한화솔루션	에너지	6.1	5.4	10.0	0.9	93	95	55	81
A139130	iM금융지주	은행	2.4	2.4	2.2	0.6	85	81	77	81
A032640	LG유플러스	통신서비스	6.5	2.5	4.0	0.8	87	89	60	79

자료: 삼성증권

위의 종목들을, 현시점의 추천 종목으로 제시하는 바다.

[한 줄 요약]

1. 밸류 싼 종목이 급등하는 경우도 있으나, 밸류 비싼 종목의 주가가 정체되는 빈도가 더 많다.
2. 실적 발표에서 쇼크를 보일 경우, 강한 주가 급락이 나타난다.
3. 실적 상향 조정이 클수록 주가는 많이 오른다. 실적 하향 조정이 최악이더라도 주가 반응이 최악이 되진 않고, 바닥에서 반등하는 경우도 많다.

Compliance notice

- 보고서는 철저히 계량적 분석에 근거한 의견을 제시합니다. 따라서 당사의 대표 투자 의견과 다를 수 있습니다.
- 본 조사자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확히 반영되었습니다.

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA