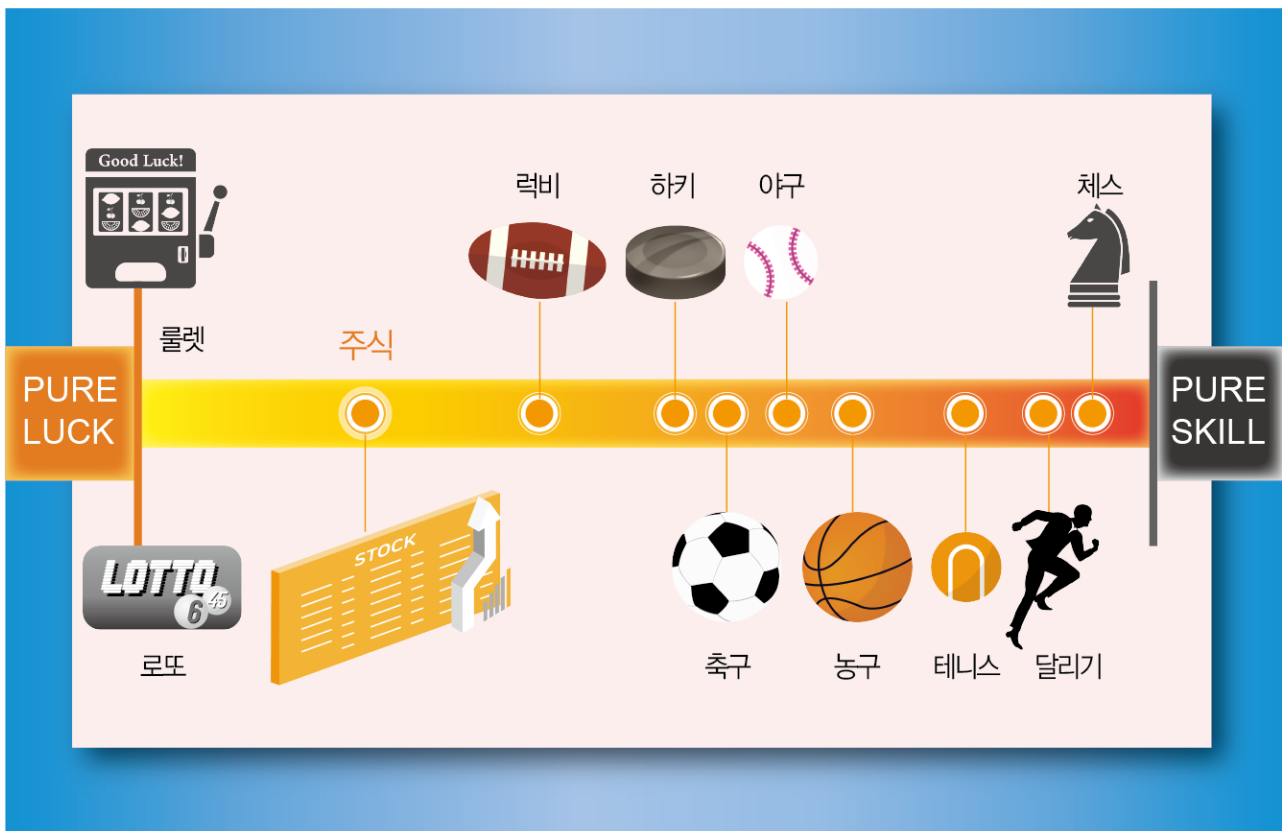


투자전략

벤치마크의 기술



▶ 투자전략 박승영 | park.seungyoung@hanwha.com | 3772-7679

“

벤치마크 매니저는
열정, 호기심, 균형감각
을 갖춰야 한다.

”

| Contents |

I. 핵심요약	03
II. 주식투자라는 게임	04
게임 = 운 + 실력	06
주식투자의 실력	09
III. 벤치마크의 기술	12
벤치마크를 이해하라	12
주도주를 발견하라	18
균형감각을 체득하라	22

핵심 요약

- 주식투자의 운과 실력** 주식 투자를 가장 잘 표현한 말은 운칠기삼(運七氣三)이다. 운이 결정적으로 작용하는 것처럼 보이지만 오랜 시간에 걸쳐 반복하면 실력이 드러난다. 실력을 잘 드러내는 특정 조건이 있다. 조건을 파악하면 게임에서 실력의 비율을 높일 수 있다.
- 벤치마크 투자라는 게임** 벤치마크 플레이는 더 많은 제약 조건들을 안고 시장도 이겨야 하는 자유도가 낮은 투자다. 전현직 펀드 매니저들은 시장을 이길 묘수라는 건 없고 규율을 따르면 이길 확률을 높일 수 있다고 조언했다.
- 벤치마크의 이해** 확률을 높이려면 먼저 벤치마크를 이해해야 한다. 한국 주식시장에서 집중해야 하는 영역은 시가총액 1위부터 30위까지이다. 시장의 68%를 설명하고 30위까지 교체 비율이 높다. 기회가 충분할 뿐 아니라 30위 안에서도 순서가 자주 바뀐다. 시총 비중엔 변동성을 곱한 기여도 역시 높다. 30위 밖에서 안으로 진입하는 비율은 낮다.
- 주도주의 발견** 주도주는 초과 수익률의 원천이다. 주도주가 뚜렷할 때 시장을 이긴 펀드의 비율이 높았다. 주도주를 선제적으로 사고 파는 건 불가능에 가깝다. 가격이 먼저 움직였을 때 진짜인지 가짜인지를 판별하는 능력이 중요하다. 이는 선행학습으로 가능한데, 글로벌, 고도화를 지향하는 한국 경제의 방향성을 예측해 잠재력이 큰 산업을 남들보다 먼저 공부해야 한다.
- 균형감각의 체득** 운을 실력의 영역으로 끌어들이는 것이 균형감각이다. 시장을 이해하고 공부해서 거둔 성과를 의심하는 자기 부정의 작업이다. 균형감각 만이 자신의 포트폴리오를 보호할 수 있다. 주도주로의 쓸림이 극에 달했을 때 등장하는 '사이클이 없어졌다'는 말을 경계해야 한다.
- 이길 때와 질 때의 전략** 모든 게임에 적용되는 전략이 있다. 이기고 있을 때에는 게임을 단순하게 만들고 지고 있을 때에는 게임을 복잡하게 만들라는 것이다. 잘 될 때 불필요한 비용을 발생시킬 필요는 없다. 안될 때 고집을 피우는 건 더 위험하다. 시장을 경시하는 대가는 크다는 걸 명심해야 한다.

주식투자라는 게임

원숭이와 대결 실험

원숭이 vs. 펀드 매니저

프린스턴 대학교 경제학과 교수 버튼 G 맬킬은 1973년 저술한 'Random Walk Down Wall Street'에서 효율적 시장 가설을 주창하기 위해 이런 예시를 들었다.

“눈을 가린 원숭이가 신문의 금융 면을 펼쳐놓고 다트(dart)를 던진다. 다트가 꽂힌 주식들로 포트폴리오를 구성한다. 교육 받고 훈련된 펀드 매니저가 신중하게 주식을 고른다. 선별된 주식들로 포트폴리오를 구성한다. 두 포트폴리오의 수익률은 별 차이 없을 것이다. 시장에 정보가 이미 반영돼 있기 때문이다”

이 일화는 종종 금융시장 전문가들을 조롱할 때 인용된다. 금융시장은 효율적이어서 펀드 매니저들이 낼 수 있는 알파는 없다는 것이다. 이 사례는 유명하지만 뒷 이야기는 잘 알려져 있지 않다. 정확하게는 전체 이야기이다.

월스트리트저널(WSJ)은 'Random Walk Down Wall Street'을 검증해 보기로 했다. 1988년부터 2002년까지 142회 동안 실험을 진행했다. 원숭이는 없었고 눈을 가리지도 않았다. 투자 가능한 종목들을 정해 놓고 WSJ 사무실 구석에 다트를 던져 선택된 주식들과 펀드 매니저 4명이 고른 주식들, 아마추어 투자자 4명이 고른 주식들의 수익률을 비교했다.

결과는 다음 페이지 [그림2]와 같았다. 펀드 매니저들의 6개월 평균 수익률은 10.2%였고 다트 던지기로 선택된 주식들의 수익률은 3.5%였다. 같은 기간 다우지수의 수익률은 5.6%였다. 승률을 비교하면 다트 던지기와 펀드 매니저는 38.7% 대 61.3%로 펀드 매니저가 높았고, 다우지수와 펀드 매니저는 46.5% 대 53.5%로 펀드 매니저의 승률이 높았다.

이 실험 결과는 투자의 세계에 다음과 같은 시사점을 던진다.

첫째, 펀드 매니저의 전문성은 단기간에 드러나지 않을 수 있다. 하지만 긴 시간 투자를 반복하면 초과 성과가 증명된다.

둘째, 잘 교육받고 훈련된 펀드 매니저는 장기간 벤치마크를 상회하는 수익률을 올릴 수 있다.

셋째, 다우지수처럼 특정 조건에 부합하는 종목들을 선정해 포트폴리오를 구성하면 시장을 상회하는 수익률을 올릴 수 있다.

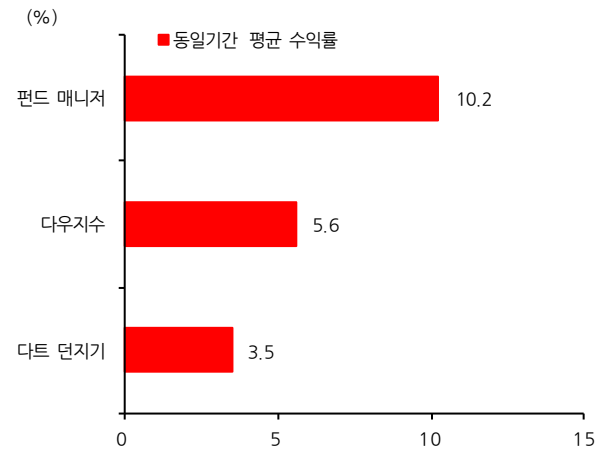
이 실험 역시 1988년부터 2002년이라는 특정 기간의 수익률을 비교한 것이라는 점에서 한계가 있고 이 기간의 초과 성과가 이후의 성과를 보증하지는 않는다. 하지만 펀드 매니저의 실력을 측정하기에 14년이라는 긴 기간이 단 몇 차례의 실험 보다는 낫다.

[그림1] 원숭이가 눈 가리고 주식을 고르면



자료: Google Image, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 펀드 매니저보다 못한다



자료: WSJ, 한화투자증권 리서치센터

게임의 성공 = 운 + 실력

실력 vs. 운
체스 vs. 슬롯머신
테니스 vs. 야구

마이클 모부신 컬럼비아대학 교수는 저서 '실력과 운의 성공 방정식'에서 게임의 성공을 실력과 운으로 분해했다. 모부신은 실력의 비중이 높은 게임으로 체스와 테니스를 들었고 운의 비중이 높은 게임으로 슬롯머신과 다트 던지기를 들었다. 모든 게임은 체스와 다트 사이에 위치한다.

실력과 운의 비중을 직관적으로 보여주는 것이 승률의 분포다. 최상위와 최하위의 승률 격차가 크고 평평한 분포를 보인다면 실력의 비중이 높은 게임이다. 각각의 실력과 정확히 일치하는 승률에 한 명씩 분포할 것이기 때문이다. 반대로 승률 격차가 작고 종형 분포를 보인다면 운의 비중이 높은 게임이다. 실력에 차이가 없으면 승률은 50% 부근에 몰리게 되었다.

[그림4]는 테니스와 메이저리그 야구의 선수별, 팀별 승률 분포를 백분위로 변환해 함께 그린 것이다. 야구가 테니스보다 중앙 값에 더 많이 분포한다. 야구가 테니스보다 운에 더 좌우된다는 의미다.

야구와 테니스를 비교함으로써 운과 실력이 어떻게 결과에 영향을 미치는지 알 수 있다.

- ① 공격 횟수가 많아지면 즉 반복하면 실력이 드러난다. 앞서 다트 던지기와 펀드 매니저의 대결에서도 확인된 것처럼 몇 번은 운이 좋은 사람이 이길 수 있어도 반복은 운을 평균에 수렴시켜 운이 결과에 미치는 영향이 0에 수렴한다.
- ② 여러 사람이 과정에 관여할수록 운이 차지하는 비중이 높아진다. 야구는 투수 놀음이라고 한다. 투수가 타자에게 공을 던지는 순간이 야구 경기에서 실력의 비중이 가장 높다. 공이 투수의 손을 떠나면 타자와 야수들의 컨디션, 운동장 상태 등이 영향을 미친다.
- ③ 운의 비중이 높은 게임이어도 환경을 조절하면 승률을 높일 수 있다. [그림5]는 메이저리그 야구 30개 팀 가운데 홈 경기 승률이 원정 경기 승률보다 높은 팀의 수를 센 것이다. 2007년 이후 평균 25팀이 원정 경기보다 홈에서 승률이 높았다. 2007년과 2008년에는 한 팀을 제외한 29개 팀의 홈 승률이 원정 승률보다 높았다. 2007년 최하위 팀이었던 템파베이외의 홈 승률은 0.461로 원정 승률 0.347보다 0.114 높았다.

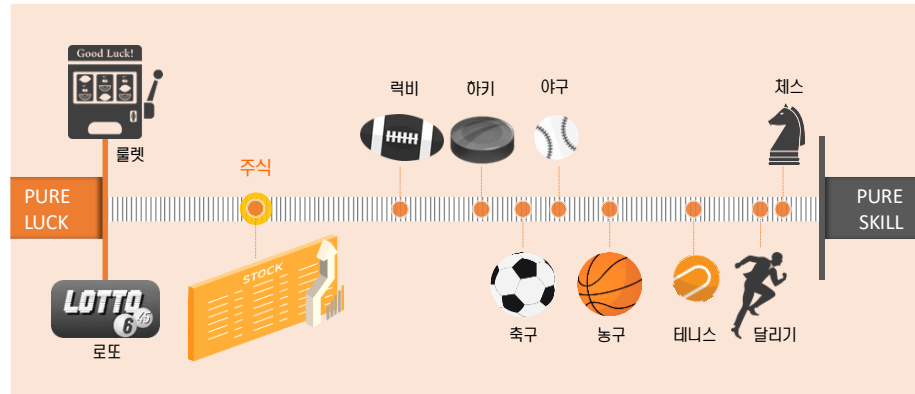
실력이 발휘되는 조건

이는 야구 팀들이 홈 경기에 유리하게 팀을 구성하기 때문이다. 경기의 절반을 홈에서 치르므로 홈 구장의 특성에 맞는 선수들을 뽑으면 승리의 사전 확률을 높일 수 있다. 외야가 넓은 팀은 발 빠른 외야수를 보유하는 것이, 펜스까지의 거리가 짧은 팀은 거포를 보유하는 것이 유리하다. 좌타자 베이브 루스는 우측 펜스가 짧은 양키 스타디움 덕에 위대한 타자가 될 수 있었다. 파울 존이 넓은 다저스타디움을 쓰는 LA 다저스는 전 세계를 대상으로 좋은 투수를 찾아다닌다.

테니스에서 조건이 실력에 미치는 영향을 보여주는 사례는 ‘흠신’ 라파엘 나달의 통산 기록이다. 탭스핀을 건 포핸드를 주무기로 사용하는 나달은 공이 잘 튀는 클레이 코트(흠바닥)에서 압도적으로 승률이 높다. 나달의 2001년 성인 테니스 데뷔 이후 승률을 살펴보면 전체 83.1%, 클레이 코트 92.0%로 클레이 코트에서 8.9%p 높다. 클레이 코트는 운도 실력도 아니다. 실력이 잘 발휘되는 조건에 대한 것이다.

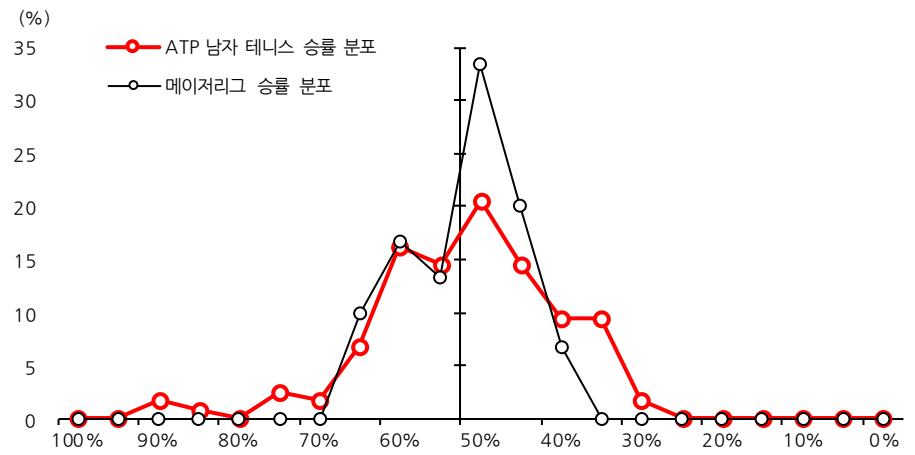
게임에서 이기고 싶다면 게임의 조건을 파악하고 주어진 조건에서 최고의 결과를 낼 수 있는 플레이어들을 선별해야 한다. 몇 번은 질 수 있어도 게임이 계속되면 실력이 드러날 것이다.

[그림3] 실력과 운이 게임에 미치는 영향



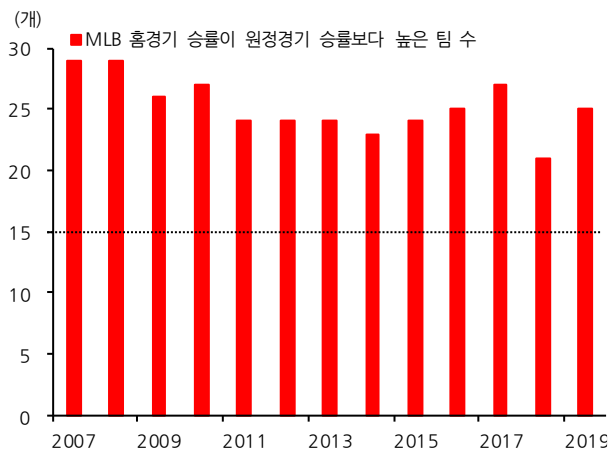
자료: '실력과 운의 성공 방정식' 재인용, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 테니스와 야구 승률 분포



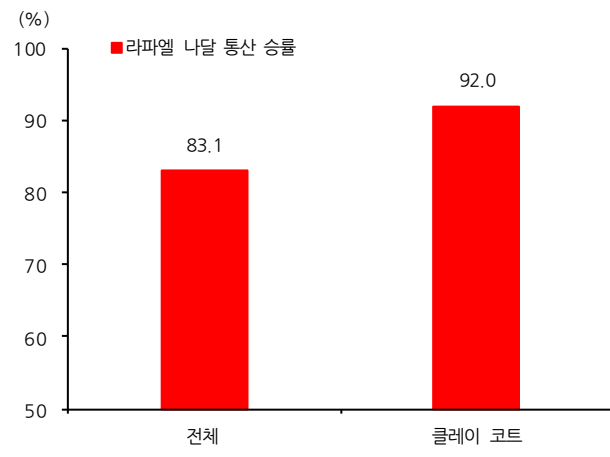
주: 테니스는 2019년 승률 분포, 야구는 2017년 승률 분포
 자료: ATP, 메이저리그 사무국, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] MLB 야구팀, 홈경기에서 승률이 높고



자료: 메이저리그 사무국, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 나달은 클레이 코트에서 승률 높아



자료: ATP, 한화투자증권 리서치센터

주식 투자리는 게임

주식이라는 게임의 속성 주식 투자는 어떤 게임일까. 운과 실력의 스펙트럼상 스포츠와 슬롯머신 사이에 위치한다. 운칠기삼(運七氣三)이라는 말이 주식 투자의 속성을 잘 설명한다. 시장에 참여하는 사람이 많고 서로에게 영향을 미친다. 투자자 개인이 제어할 수 있는 요인들은 적다.

운이 차지하는 영향이 얼마나 큰지를 직관적으로 알고 싶다면 일부러 쳐보면 된다. 체스는 고수가 지겠다고 마음만 먹으면 얼마든지 질 수 있다. 주식 투자는 어렵다. 기간을 정해놓고 투자 원금의 절반을 잃기 위해 노력해 보라. 돈을 잃기도 쉽지 않다.

주식 투자의 실력 주식 투자에서는 실력을 특정하기 어렵다. 하지만 실력의 특성을 알면 키우는데 도움은 된다. 실력은 인과관계가 명확하고 일관돼서 반복해서 훈련하면 성과가 개선된다. 실력은 세 단계를 거쳐 향상된다. 노력하지만 실수가 여전히 많은 단계, 실수가 줄면서 성과 개선이 두드러지는 단계, 실력이 몸에 배어 생각이 오히려 방해가 되는 단계.

가치 투자자라면 남들이 보지 못하는 기업의 펀더멘털을 잡아내는 능력이 실력이다. 트레이더는 남들이 진입하지 못하는 구간에서 고민 없이 포지션을 잡는 것이 실력이다.

실력이 무한히 개선되지는 않는다. 게임의 종류에 따라 시기는 다르지만 실력의 고점, 즉 전성기가 있다. 신체 능력이 중요한 게임은 전성기가 이르고 인지능력이 중요한 게임은 전성기가 늦다. 인지능력은 다시 자극에 민감하게 반응하는 능력과 규칙을 찾아내는 능력으로 나눌 수 있는데, 주식 투자는 규칙을 찾아내는 인지 능력이 중요한 것으로 알려져 있다. 주식 투자자의 전성기는 40세~50세다.

주식 투자의 운 실력보다 운을 가려내기가 더 어렵다. 가장 실용적인 정의는 결과에서 실력을 뺀 나머지를 전부 운으로 간주하는 것이다.

주식시장에서 운은 주가 분산의 평균 회귀로 표현된다. 이는 주가가 평균 회귀하지 않는다는 것의 다른 표현이다. [그림8~11]은 삼성SDI와 한국항공우주의 주가와 주가의 20일 이동 표준편차를 그린 것이다. 2016년 이후 두 회사의 주가 변동성은 유사했지만 주가는 15배 차이가 났다. 2020년 이후만 보면 삼성SDI의 1년 간 변동성이 한국항공우주보다 컸으나 삼성SDI는 139% 올랐고 한국항공우주는 26% 내렸다.

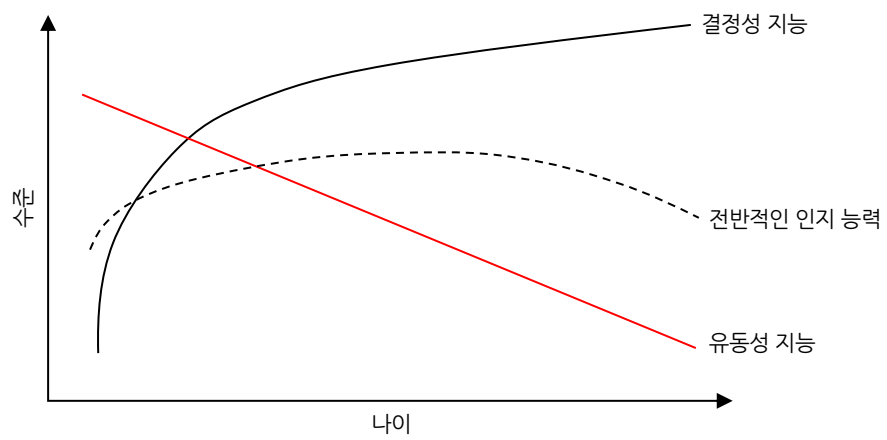
이는 모멘텀 투자자가 변동성을 모멘텀으로 착각할 수 있다는 뜻이며 가치 투자자는 변동성 때문에 가치를 못 볼 수 있다는 의미이다.

벤치마크라는 게임 벤치마크 매니저들은 보통의 투자자들보다 더 많은 제약 조건들을 안고 시장을 이겨야 하는 임무를 부여 받는다. 이들에겐 수익률, 최대 하락폭, 변동성, 회전율, 기간 등이 정해져 있어 운용의 자유도가 낮다.

그럼에도 불구하고 서두에 서술한 것처럼 펀드 매니저들은 장기간 시장을 이기고 있거나 장기간 이기다 업을 그만뒀다. 필자는 전현직 벤치마크 매니저들을 만나 시장을 이길 수 있는 방법을 물었다. 알고 있다는 사람은 아무도 없었다.

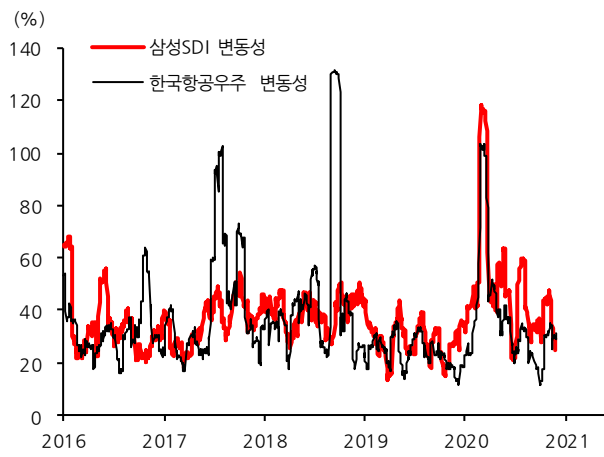
하지만 규율을 따를 때 이길 수 있는 확률이 높아진다고 주장했는데, 크게 세 가지로 분류된다. 1) 벤치마크를 이해해야 한다. 2) 계속 공부해야 하고 3) 균형감각을 갖춰야 한다.

[그림7] 나이에 따른 실력의 변화



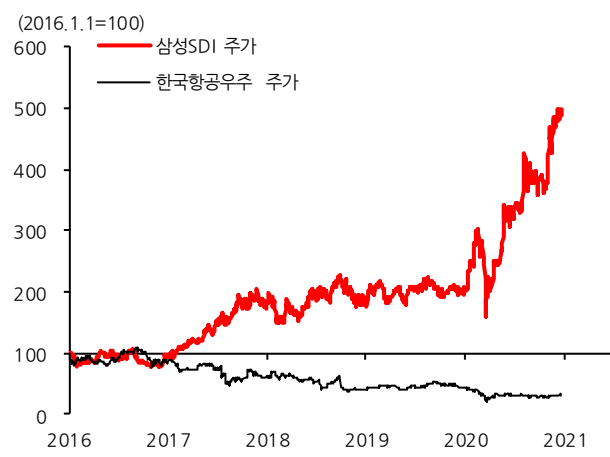
자료: '실력과 운의 성공 방정식' 재인용, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 변동성 비슷하지만



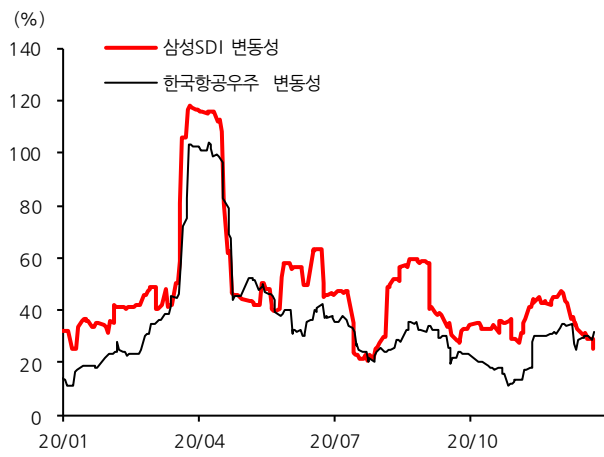
주: 로그 수익률의 20일 표준편차 기준
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 추가 꺾이는 달랐고



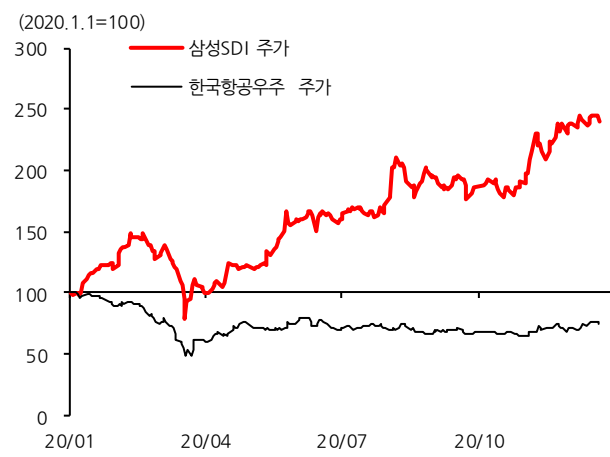
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 변동성이 높아도



주: 로그 수익률의 20일 표준편차 기준
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 추가는 더 좋을 수 있어



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

벤치마크의 기술

벤치마크의 이해

시총 상위 30위의
시장 설명력 높아

벤치마크를 이해한다는 건 전장(戰場)의 지도를 머릿속에 넣어놓는 것이다. 지도가 있어야 전세를 파악할 수 있고 어디서 싸울지 결정할 수 있다. 화력을 얼마나 집중할지도 가능할 수 있다.

벤치마크 매니저가 가장 집중해야 하는 전장은 시가총액 1위부터 30위까지이다. 국내 주식시장에서 시가총액 상위 30위 종목들은 전체 시가총액의 50% 이상을 점유해 왔다. 2020년 12월 1일 기준 30위까지의 시가총액은 전체의 67%, 31~100위까지의 시가총액은 18%를 차지하고 있다.

상위 30 종목의 시가총액 비중이 가장 높았던 때는 2000년 1분기로 78.3%였다. 30위 안에 통신주가 KT(1위), KTF(3위), SK텔레콤(4위), LG정보통신(9위)의 네 개나 있었다. 화장품, 바이오 등 중소형주가 주도했던 2015년 3분기가 52.9%로 가장 낮았다. 미국은 순위 비중 5%에 해당하는 상위 150종목의 시총 비중이 63%를 차지해 한국보다 다소 낮았다. 일본 주식시장의 상위 5% 비중은 63%로 미국과 비슷했고 유럽은 33%에 불과했다.

국내 주식시장의 이런 특징은 벤치마크 매니저에게 유리하다. 민도를 높여 운용의 효율성을 올려야 하는 사람들에게 고민거리를 줄여주기 때문이다. 전직 매니저 ‘파괴자’는 “고민의 범위를 20개 안쪽으로 줄이는게 벤치마크 매니저가 가장 먼저 할 일이다. 그러면 200개 중 안 사도 되는 것들이 자연스레 가려진다”고 말했다.

30개 안에 충분한 기회 있어

한국 시장은 상위 30위 종목들에 시가총액이 집중돼 있는데, 30위의 교체 비율도 높다. 30위 안으로 들어오고 밖으로 밀려나는 교체가 잦다. 이는 30개 종목 안에서도 충분히 수익의 기회를 찾을 수 있다는 의미다. 1999년 이후 연간 상위 30위 교체 비율은 16%였다. 평균 다섯 종목이 바뀌었다.

30위 안에서 순위가 바뀌는 비율은 평균 88%였다. 해마다 세 종목을 제외하면 순위가 바뀌었다. 연말 기준 1위는 삼성전자, 한국전력, KT 외엔 없었다. 2위에 오른 종목들은 8개가 있었고 3위부터는 관측한 기간만큼 종목이 바뀌어 무작위였다. 잘 바뀌지 않는 시총 1위와 2위를 예측하는 것은 의미가 있다. 하지만 3위부터는 무의미하기 때문에 3위부터는 비중 조절이 중요하다.

전직 매니저 숲개미는 “벤치마크 매니저의 일은 벤치마크의 순위와 내 마음 속의 순위를 매일 비교하는 것”이라고 말했다. 시가총액 1위부터 30위까지 종목에 대해서는 모든 것을 알아야 해서 이 종목들에 대한 컨센서스, 수급, 루머까지 속속들이 꿰고 있어야 한다고 강조했다.

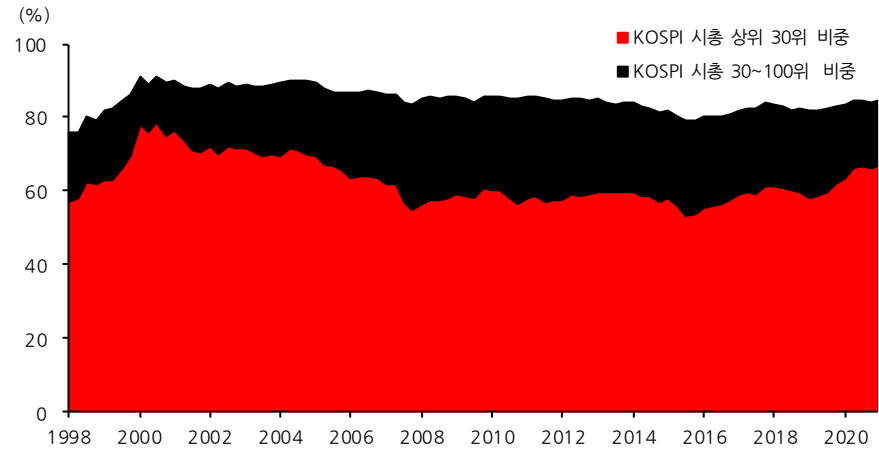
대형주를 주로 다루는 벤치마크 투자자는 다른 유형 대비 마켓 타이밍의 중요성이 높다. 대형주를 다룬다는 말에 이미 마켓 타이밍에 대한 고려가 들어가 있다. 조금 더 싸게 사서 비싸게 파는 일이 다른 유형 대비 유용하다. 마켓 타이밍을 하지 않으면 그만큼 기회를 덜 활용하게 된다.

30위 진입은 확률 낮아

시총 순위가 급격히 높아지는 종목을 맞히는 것은 확률이 낮아 비효율적이다. 1999년 이후 31~100위에서 30위 안으로 들어오는 종목은 평균 3.8개였다. 70개 중 3.8개이므로 5.4%짜리 확률 게임이다.

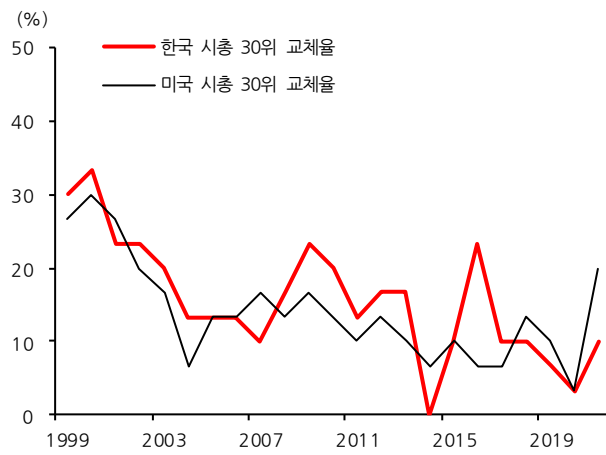
구조조정이 진행되던 1999년, 2009년, 2015년에 일시적으로 6~7개로 늘었지만 이 역시 10%에 못 미쳤고 점차 감소하고 있다. 2020년에는 35위에서 30위로 턱걸이한 넷마블, 31위에서 29위가 된 삼성전기 단 두 종목뿐이었다.

[그림12] 한국 시총 상위 30위 비중, 53~78% 사이서 움직임



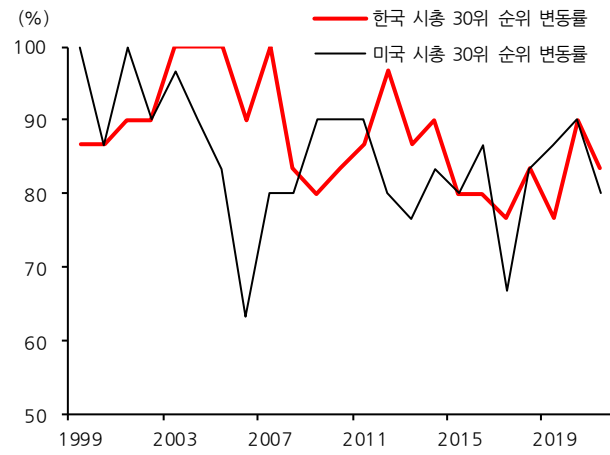
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 한국 시총 상위 30위 교체율 16%



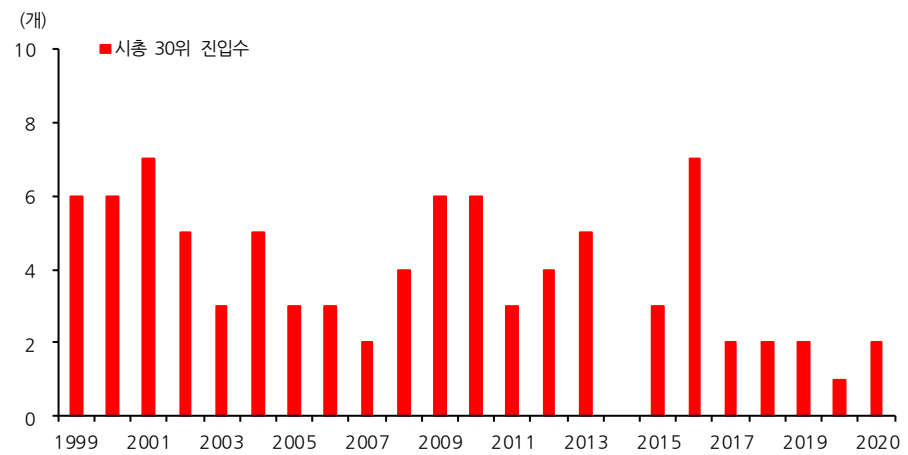
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 한국 시총 상위 30위 변화율 88%



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

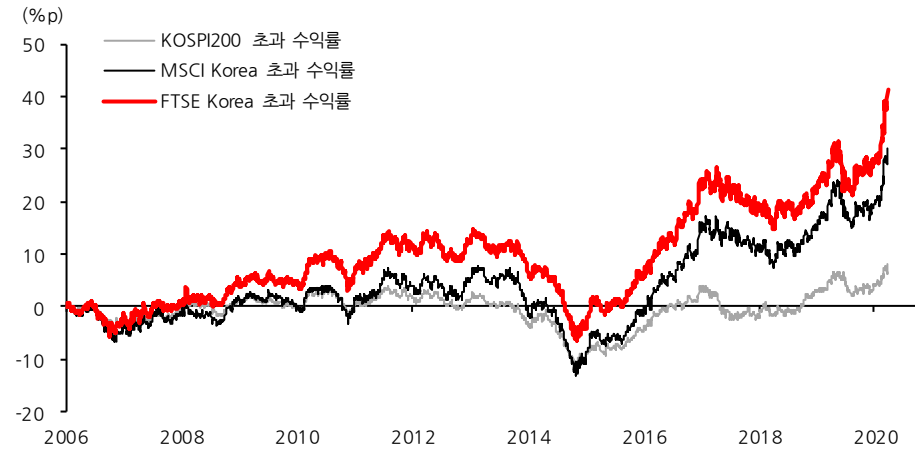
[그림15] 시총 31~100위서 30위 진입률 5.4%



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

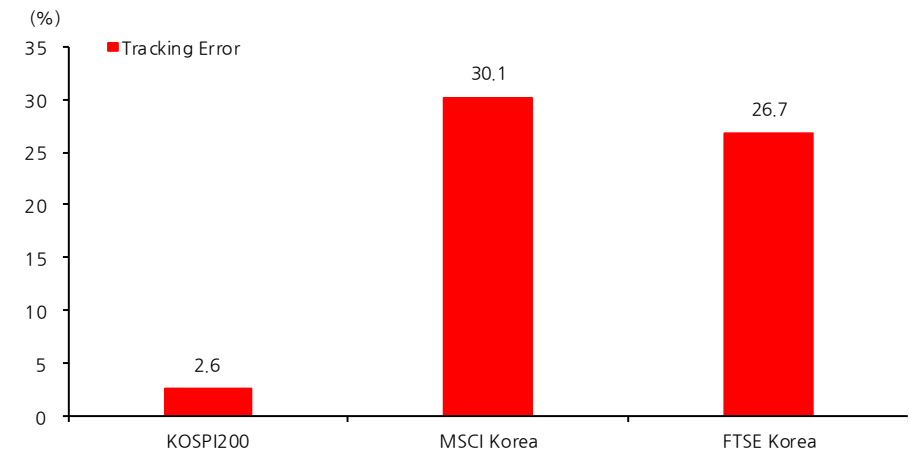
포트폴리오 조율의 기준	<p>전장을 파악했다면 설정한 목표를 달성하기 위해 자신의 포트폴리오를 조율해야 한다. 현직 매니저 ‘예언자’는 “트래킹 에러를 알아야 한다”는 말로 포트폴리오가 갖춰야 할 요소들을 설명했다. 도달해야 할 목표가 정해지면 이에 적합한 트래킹 에러가 있다는 의미다. 트래킹 에러는 종목수와 액티브 웨어, 기타 제약조건들로 만들어내야 한다.</p> <p>한국 주식시장에 투자하는 주가지수들을 KOSPI와 비교하면 어떤 요소들이 트래킹 에러를 야기하는지 알 수 있다.</p>
3대 지수 비교	<p>KOSPI200은 KOSPI 종목들 중 대표성이 있는 200개 종목으로 구성한다. 유동 시가총액 가중 방식으로 만들고 KOSDAQ 종목들이 없으며 우선주는 포함돼 있지 않다.</p> <p>MSCI Korea지수는 KOSPI200의 절반 정도인 111개 종목으로 구성한다. 외국인 투자 한도를 감안한 유동 시가총액 가중 방식으로 만들고 KOSDAQ 종목들이 있으며 우선주도 포함돼 있다.</p> <p>FTSE Korea는 KOSPI200과 MSCI Korea의 중간 정도인 143개로 지수를 구성한다. 외국인 투자 한도를 감안한 유동 시가총액 가중 방식으로 만들고 KOSDAQ 종목들이 있으며 우선주도 포함돼 있다.</p> <p>2006년 4분기부터 세 지수를 추종하는 ETF들을 KOSPI와 비교해 보면 초과 수익률은 누적 FTSE Korea 18%p, MSCI Korea 11%p, KOSPI200 3%p 순이었다. 액티브 웨어는 FTSE Korea 23.2%, MSCI Korea 20.2%, KOSPI200 17.4%였다. 트래킹 에러는 FTSE Korea 26.7%, MSCI Korea 30.1%, KOSPI200 2.6%였다.</p> <p>FTSE Korea와 MSCI Korea의 KOSPI200 대비 상대적으로 높은 트래킹 에러는 종목 수가 적고 KOSDAQ 종목들, 우선주들을 포함한 결과다. FTSE Korea의 초과 성과가 셋 중 가장 높았는데, 액티브 웨어가 가장 높고 구성에서도 차이가 있다. FTSE Korea는 시총 상위 30위의 액티브 웨어가 전체의 절반 이상을 차지한다. 국내 주식시장에서 시장대비 초과 수익이 집중되는 구간이 여기서다.</p>
포트폴리오 조율의 기준	<p>2020년 한해 동안 시가총액 순위 2~10위 종목들의 비중은 삼성전자의 20분의 1에서 10분의 1 수준에서 움직였다. 하지만 수익률 기여도는 각각 10분의 1에서 4분의 1 수준이었다. 삼성전자의 수익률 기여도는 0.37%p였지만 2위부터 10위까지의 합산 수익률 기여도는 0.55%p였다. 시총 2~10위 종목들을 제쳐두고 삼성전자에만 신경을 써서도 안된다.</p> <p>2014~15년 세 지수가 KOSPI를 일제히 언더퍼폼했던 구간은 특기할 만하다. 이 기간은 중소형주의 수익률 대형주보다 좋았고 삼성물산, SK 등 지주사들의 주가가 좋았던 때다. 지주사들은 대주주 지분이 높아 유동 비중이 낮다. 그래서 지주사 주가가 좋으면 KOSPI가 다른 지수들보다 더 오른다. 유동비율이 낮은 대형주는 특히 신경 쓸 필요가 있는데, 삼성바이오로직스, 삼성생명, 삼성SDS 등이다.</p>

[그림16] 한국을 대상으로 하는 주요 주가지수들의 KOSPI 대비 초과 수익률



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

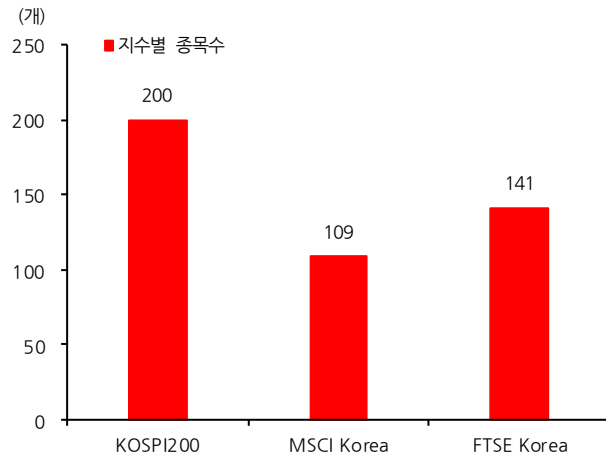
[그림17] 한국을 대상으로 하는 주요 주가지수들의 트랙킹 에러 비교



주: 각 지수의 주간 초과 수익률의 표준편차를 연율화한 값

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

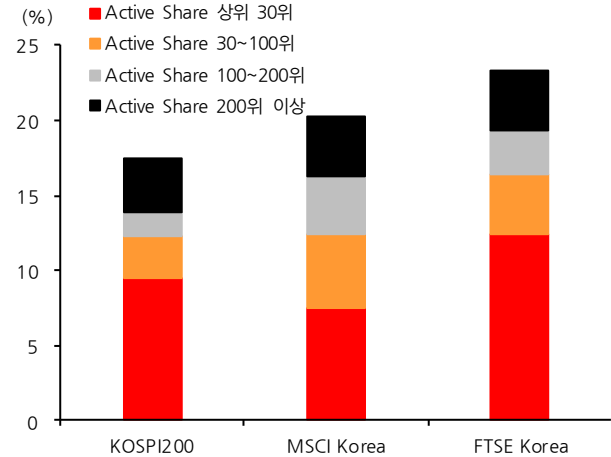
[그림18] 각 지수별 종목수



주: 대표 ETF의 주식수 기준

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 각 지수별 액티브 셰어



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 한국을 대상으로 하는 주요 주가지수 비교

	KOSPI	KOSPI200	MSCI Korea	FTSE Korea
지수 비중 결정방법	시가총액 가중	유동 시가총액 가중	유동 시가총액 가중 외인 투자한도 감안	유동 시가총액 가중 외인 투자한도 감안
종목 수	798	200	111	143
삼성전자(단일종목) 비중	23.25%	30.90%	22.62%	20% 이하 제한
우선주 포함 여부	X	X	O	O

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 시가총액 상위 30개 종목을 수익률 기여도

(단위: 조원, %)

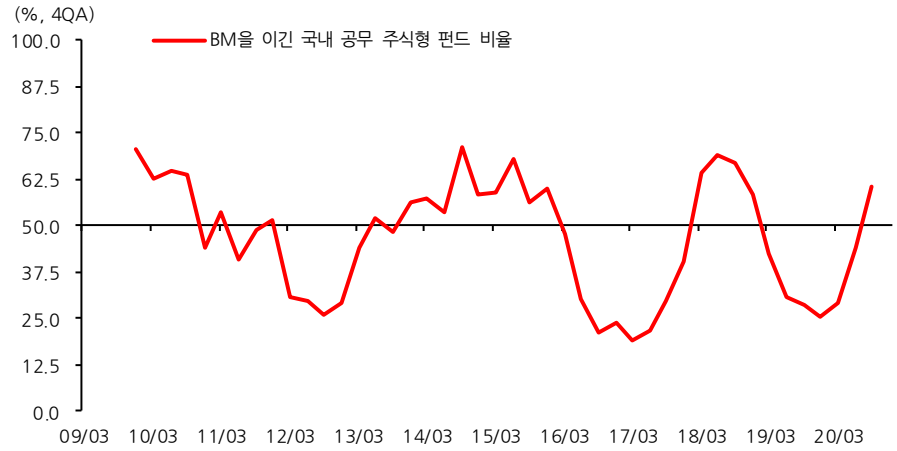
순위	종목명	시가총액	시총비중	일 변동성	수익률 기여도
1	삼성전자	404.8	23.3%	1.58%	0.37%
2	LG 화학	57.1	3.3%	2.65%	0.09%
3	SK 하이닉스	73.2	4.2%	2.04%	0.09%
4	셀트리온	46.4	2.7%	2.67%	0.07%
5	삼성바이오로직스	52.5	3.0%	2.36%	0.07%
6	NAVER	46.9	2.7%	2.08%	0.06%
7	삼성 SDI	37.6	2.2%	2.53%	0.05%
8	현대차	39.2	2.3%	2.24%	0.05%
9	카카오	33.1	1.9%	1.94%	0.04%
10	기아차	24.2	1.4%	2.25%	0.03%
11	SK 이노베이션	16.9	1.0%	3.10%	0.03%
12	현대모비스	23.1	1.3%	2.22%	0.03%
13	신풍계약	7.6	0.4%	6.32%	0.03%
14	삼성물산	22.7	1.3%	2.05%	0.03%
15	LG 생활건강	24.0	1.4%	1.75%	0.02%
16	KB 금융	19.1	1.1%	2.18%	0.02%
17	SK	15.6	0.9%	2.66%	0.02%
18	POSCO	21.4	1.2%	1.84%	0.02%
19	엔씨소프트	18.7	1.1%	2.06%	0.02%
20	삼성생명	14.5	0.8%	2.43%	0.02%
21	신한금융	17.1	1.0%	1.97%	0.02%
22	롯데케미칼	9.8	0.6%	2.72%	0.02%
23	LG 전자	14.1	0.8%	1.89%	0.02%
24	한국전력	13.9	0.8%	1.90%	0.02%
25	삼성전기	12.1	0.7%	2.17%	0.02%
26	아모레퍼시픽	11.0	0.6%	2.30%	0.01%
27	SK 텔레콤	19.1	1.1%	1.32%	0.01%
28	LG	12.5	0.7%	1.98%	0.01%
29	한화솔루션	7.6	0.4%	3.26%	0.01%
30	하나금융지주	10.4	0.6%	2.28%	0.01%

자료: 한화투자증권 리서치센터

주도주의 적용

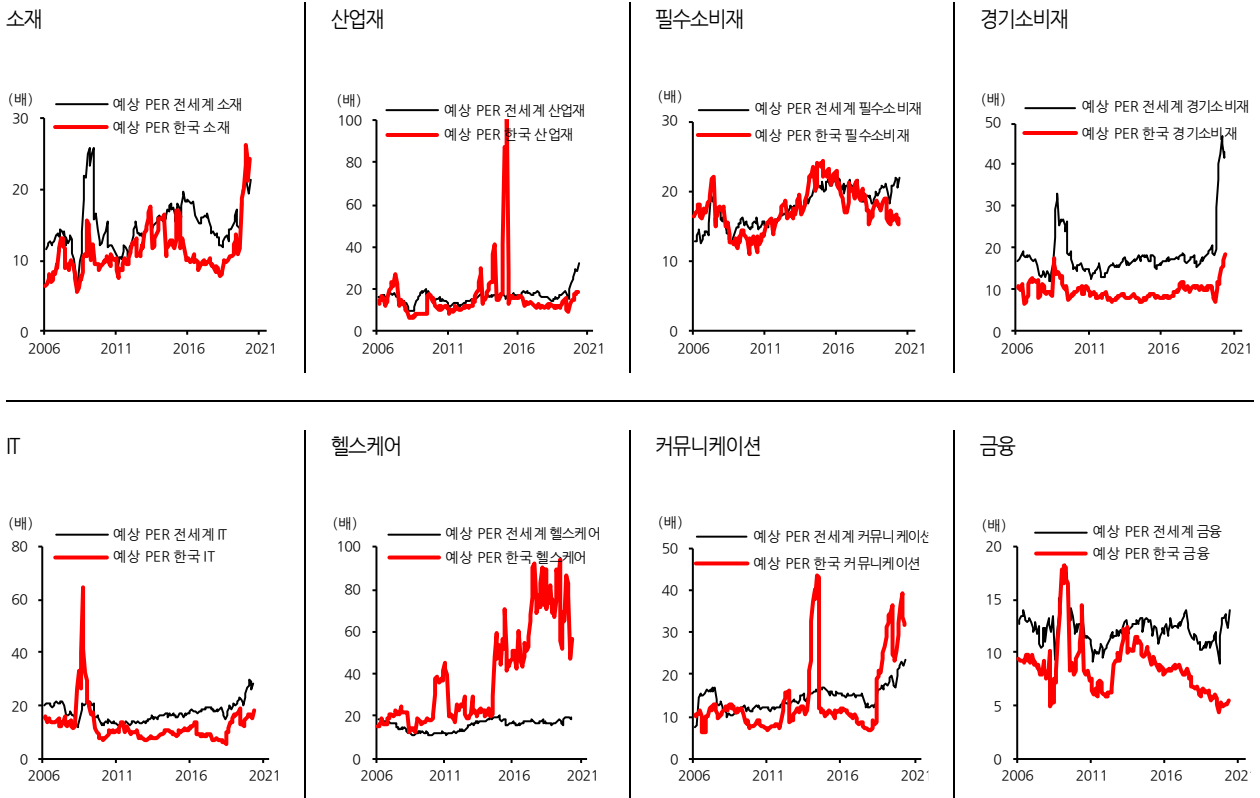
- 시장을 이기기 좋을 때** 벤치마크 매니저는 대형주 안에서 주도주를 먼저 찾아낼 때 시장을 이기기 수월하다. 2009년 이후 분기별로 주식형 공모 펀드들의 초과 수익률을 추적해 보면 2009~10년, 2014~15년, 2017~18년, 2020년에 벤치마크를 이긴 펀드가 절반 이상이었고 2011~13년, 2016~17년, 2018~19년에 벤치마크에 진 펀드가 절반 이상이였다. 시장을 이기기 쉬운 구간과 어려운 구간이 분명히 있고 주도주가 뚜렷할 때 수월했음을 보여준다.
- 주도주, 초과 수익의 원천** 주도주가 없는 구간에서는 롱/숏, 패시브 등 주식 내 다른 전략에 대한 선호도가 높아진다. 주식이 아닌 다른 자산들로 배분이 이뤄질 가능성도 크다. 주식 매니저의 사명은 초과 수익을 내는 것이고 주도주는 초과 수익의 원천이다.
- 주도주는 펀더멘털은 기본으로 갖추고 상대 매력까지 더해야 한다. 펀더멘털은 한국 경제, 주식시장의 구조에서 비롯된다. 경제는 수출을 중심으로 하고 있고 주식시장은 글로벌 경기에 민감하다. 기업들은 위상에 비해 주주환원에 인색하다. 이런 특징에서 성장주 중심의 시장 색깔이 파생된다.
- 민감주에 민감해야** 어떤 산업과 기업이 국면을 주도하고 있는지 민감하지 않으면 뒤쳐진다. 주주환원 같은 가치 요인이 무시돼야 한다는 의미가 아니다. 구조적 개선이 이뤄지는 동안에도 성장의 사이클은 계속 바뀌고 있다는 것이다.
- 이런 특징 때문에 한국 시장은 글로벌 주도주와 동행한다. 글로벌 주도주와 한국의 주도주가 이격이 있는지 끊임없이 살펴야 하며 주도 섹터에 기웃거리려야 한다. 주도 섹터를 먼저 오버해 놓고 그 안에서 종목을 찾으려 해야 시장을 이기기 수월하다.
- 상대 순위를 정하는 투자자에게 예상 PER은 주도 섹터와 주도주를 찾아내는 한가지 방법이 될 수 있다. 시장대비 높은 PER을 받는 섹터와 섹터 대비 높은 PER을 받는 기업은 시장에서 성장성을 인정받고 있다고 간주된다. 한 예로 한국 소재 섹터의 예상 PER은 시장보다 약 6% 할증받고 있다. 차화정이 주도주였던 2011년에도 없던 일이다. 이는 LG화학, SK케미칼 같은 비전통 화학기업들이 섹터의 성장을 주도하면서 높은 밸류에이션을 받고 있기 때문이다.

[그림20] 국내 공모 주식형 펀드, 강세장에서 아웃퍼폼 비율 상승



자료: 제로인, 한화투자증권 리서치센터

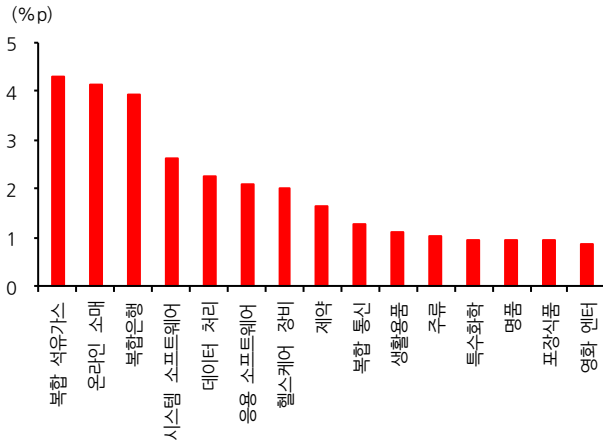
[그림21] 한국 vs. 글로벌 섹터 예상 PER 비교



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

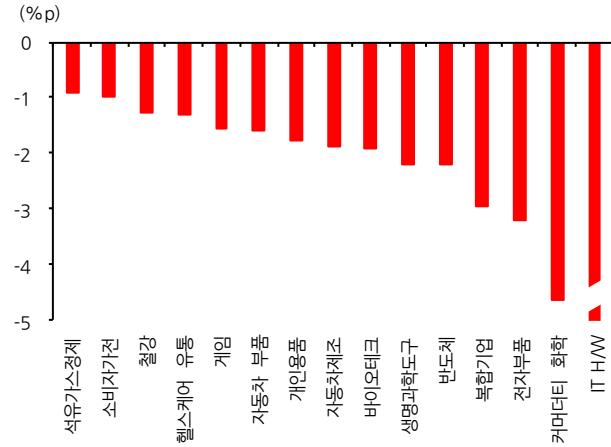
- 주도주는 사후 판별한다 그러나 주도주를 선제적으로 사고 팔기란 불가능에 가깝다. 먼저 발견할 확률이 낮을 뿐 아니라 포트폴리오를 움직이는데에도 시간이 걸린다. 그래서 주도주는 가격이 알려 줄 때가 많다. 가격이 움직였을 때 진짜인지 가짜인지를 사후적으로 판별하기만 해도 충분하다.
- 주식도 선행학습이 중요 그러려면 두 가지가 중요하다. 우선 장기적으로 성장할 산업을 미리 공부해 놔야 한다. 한국 경제와 주식시장은 앞으로도 글로벌을 따라갈 것이고 고도화될 것이다. 이 방향성은 분명하다. 섹터 비중을 글로벌과 비교해 보면 아직 비중이 낮은 산업을 찾아낼 수 있다. 이들 중에서 한국 경제가 지향하고 있는 산업이 있다면 성장 잠재력이 크다고 볼 수 있다.
- 한국의 헬스케어 섹터는 2014년 말 시총 비중이 0.6%였다. 당시 글로벌 시총 비중 10.5%와 9.9%p나 차이가 있었다. 2020년 11월 말 현재 비중은 각각 9.9%, 10.7%로 격차는 0.8%p로 좁혀졌다. 헬스케어를 선행 학습한 매니저는 지난 5년 동안 시장을 이길 확률 높은 수단이 있었던 셈이다.
- 섹터 단위에서 한국 시장과 글로벌을 비교했을 때 이제 비중이 너무 크거나 작은 섹터는 없어 보인다. 글로벌의 비중이 높아지고 낮아질 때 궤를 같이 할 것이다. 범위를 하부 산업으로까지 내리면 한국 시장에 부족한 산업은 복합 석유가스, 온라인 소매, 복합은행, 소프트웨어 등이다. 한국에서 E&P 산업이 커지기는 어렵지만 온라인 소매, 소프트웨어 등은 커질 가능성이 있다. 은행은 규제의 방향에 따라 기회가 될 수 있을 것이다.
- 질 수 있는 용기가 필요 비중을 조절할 때에는 늘리는 것만큼이나 줄이는 것에도 신경을 써야 한다. 현직 매니저 기술자는 *“벤치마크는 비중의 싸움이다. 아이디어가 없어서 지지 않는다. 질 수 있는 용기가 없어서 지는 것”*이라고 말했다.
- 비중을 올리고 내릴 때 우선 기준은 하나의 논리로 양 대적점에 섹터와 종목이 나뉘는 것이다. 2020년 언택트 대(對) 콘택트가 좋은 예다. 거래의 증가, 감소로 시장의 관심이 이동하는 방향을 읽어 기준으로 삼을 수도 있다. 글로벌 피어와의 민감도를 기준으로 정할 수도 있다. 예를 들어 필라델피아 반도체지수와 국내 반도체주의 상관관계가 높아 지는지, 글로벌 은행주와 국내 은행주의 상관관계가 높아지는지를 파악해 반영하는 정도를 결정할 수 있다.

[그림22] 글로벌 대비 국내 비중이 낮은 산업



주: MSCI AC World 비중에서 MSCI Korea 비중을 차감
 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림23] 글로벌 대비 국내 비중이 높은 산업



주: MSCI AC World 비중에서 MSCI Korea 비중을 차감
 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

균형감각의 체득

운을 실력으로 만드는
균형감각

매니저의 균형감각은 운을 실력의 영역으로 끌어 들이는 작업이다. 운용 경력이 길수록 균형감각을 강조했다. 그들이 두려워하는 것은 자기 자신에 대한 과신이었다. 시장을 이해하고 공부해서 거둔 성과를 의심하는 것은 끊임없는 자기부정이면서 성격이 다른 작업이어서 둘 사이에서 균형을 잡기란 어렵다.

대가들의 실패

투자로 일가를 이뤄낸 세계적인 투자의 대가들도 자신의 방식을 고집하다 큰 어려움을 겪은 적이 있다. 가치투자를 창시한 벤자민 그레이엄의 투자 조합은 1920년대 높은 수익률을 냈다. 1929년 대공황을 맞아 20%의 손실을 기록한 뒤 1930년 최악은 끝났다고 판단해 레버리지까지 써서 투자 규모를 늘렸다. 1929~32년 3년 동안에만 70%의 손실을 기록했다.

존 보글은 1965년 웰링턴 그룹의 차기 회장으로 지목됐다. 1960년대 중반 웰링턴의 수익률이 시장을 밀돌자 보스턴의 신생 운용사 TDP&L을 합병했다. 보글은 합병의 이유로 최고의 수익률을 달성할 수 있는 매니저를 ‘새로운 시대’로부터 영입한 것이라고 밝혔다. 합병으로 신생 성장 펀드를 웰링턴의 기치에 두고 빠르게 성장하는 투자자문업에 접근할 발판을 마련했지만 TDP&L은 합병 후 기존 펀드 한 개와 신규 펀드 두 개를 파산시켰고 이로 인해 웰링턴 전체가 위협에 빠졌다. 보글은 처절한 반성 끝에 1974년 인텍스 펀드 뱅가드를 설립했다.

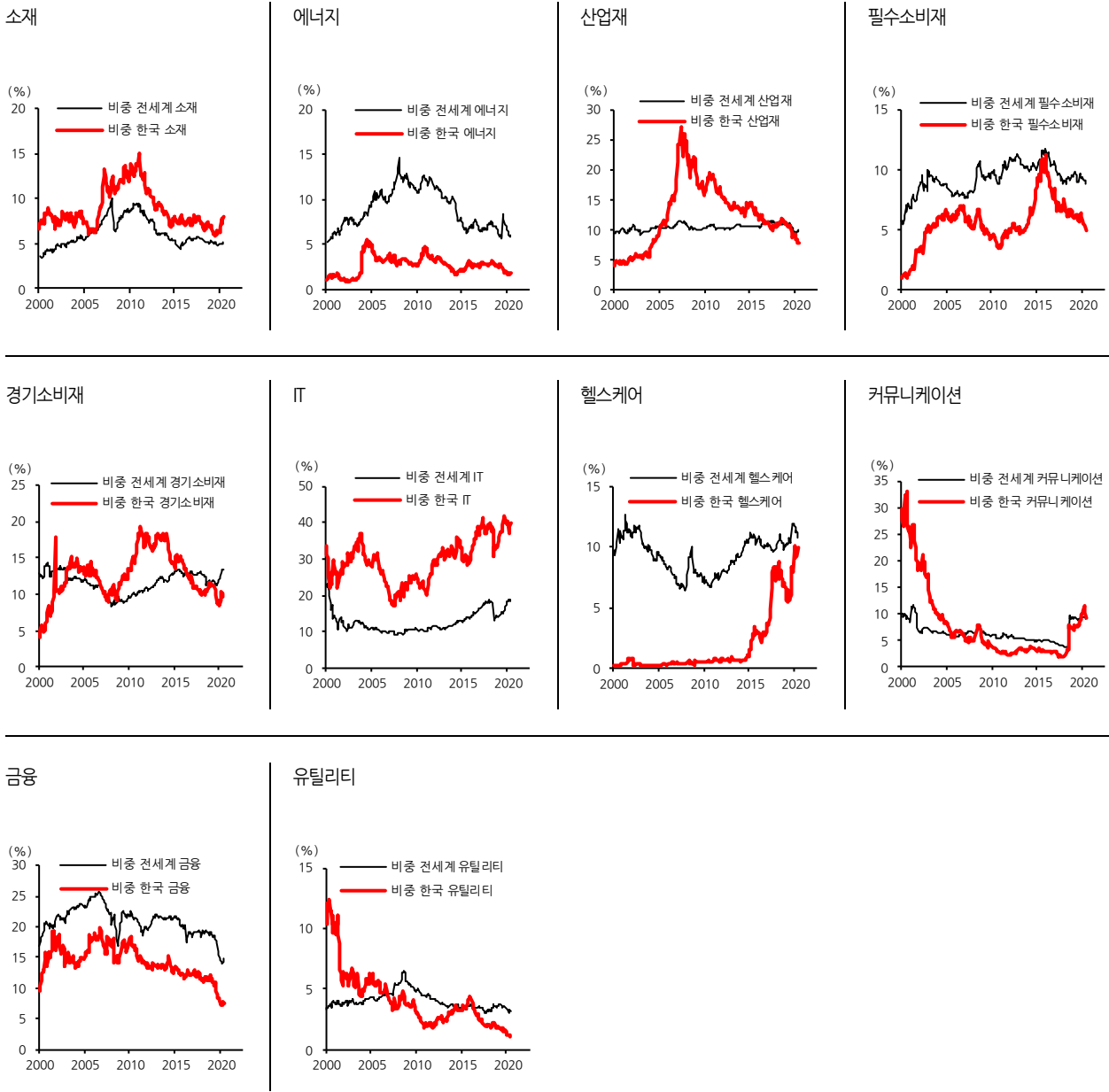
사이클이 없어졌다는 과신

현직 매니저 ‘벨런스’는 2015~16년 중소형주 장세가 시클리컬 대형주 장세로 전환되던 시기를 예로 들면서 유연함이 나를 다치지 않게 해준다고 말했다. *“용대리로 불리던 30대가 겁 없이 운용할 때 40대 매니저들은 해매고 있었다. 그때 50대들은 잘했다. 88올림픽, IT버블, 차이나 버블까지 본 경험 때문에 유연함이 몸에 났을 것”*이라며 매니저는 변화를 잡아내지 못해서가 아니라 바뀌었다는 걸 인정하지 않아서 다친다고 경고했다.

슌개미는 *“호욱시 가다 말 경우를 생각하는 것”*으로 유연성을 설명했는데, 경험적으로도 주도주로 쏠림이 극심할 때 늘 등장하는 말이 사이클이 없어졌다는 것이다. 한국 주식시장은 글로벌 경기에 민감하기 때문에 본래 시클리컬적인 성격이 강하다. 리레이팅과 디레이팅이 일어나는 확률이 낮다는 것으로 이런 주장이 등장할 때 변곡점이 임박했을 가능성이 있다. 벨런스는 *“삼성전자, NAVER, LG생활건강 빼고 다른 종목들은 다 팔 수 있다”*는 마음가짐을 강조했다. 구조적으로 성장하는 회사가 이 셋 외에는 없는 것 같아서 장기투자에 회의적이며 1개 분기를 언더하면 잘 하는 사람들과 뭐가 다른지 비교한다고 말했다.

시장의 쏠림을 확인할 수 있는 방법 역시 시총 비중을 비교해 보는 것이다. 2007년 10월의 산업재, 2011년 9월의 경기소비재, 2016년 6월의 필수소비재는 시총 비중이 급격히 상승했다. 2007년 글로벌 산업재의 비중은 큰 변화가 없었고 2011년 경기소비재는 상승의 방향은 같았지만 속도가 너무 빨랐다. 2016년 필수소비재도 마찬가지였다.

[그림24] 섹터별 비중, 한국 vs. 전세계



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

벤치마크의 기술

이기고 있으면 단순하게
지고 있으면 복잡하게
싸운다

모든 게임에 일관되게 적용되는 가장 기본적인 규율이 있다. 이기고 있을 때에는 게임을 단순하게 만들고, 지고 있을 때에는 게임을 복잡하게 만들라는 것이다. 이기고 있을 때 변화를 주면 불필요한 비용만 발생시킨다. 잘하는 것에 더 집중해야 한다. 지고 있을 때 고집을 피우는 건 위험하다. 시장을 우습게 보는 것에 대한 대가는 늘 컸다는 걸 잊으면 안된다.

[Compliance Notice]

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

◎ MSCI

The MSCI sourced information is the exclusive property of MSCI Inc. (MSCI). Without prior written permission of MSCI, this information and any other MSCI intellectual property may not be reproduced, disseminated or used to create any financial products, including any indices. This information is provided on an "as is" basis. The user assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, its affiliates and any third party involved in, or related to, computing or compiling the information hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to any of this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall MSCI, any of its affiliates or any third party involved in, or related to, computing or compiling the information have any liability for any damages of any kind. MSCI and the MSCI indexes are services marks of MSCI and its affiliates.

◎ GICS

The Global Industry Classification Standard (GICS) was developed by and is the exclusive property of MSCI Inc. and Standard & Poor's. GICS is a service mark of MSCI and S&P and has been licensed for use by Hanwha Investment & Securities.