

Strategy Idea



▲ 글로벌전략
Analyst 이수정
02. 6098-6660
sj_lee@meritz.co.kr

꽃길 or 가시밭길

- ✓ 미-중 무역분쟁: 가짜 리스크, Facebook/Tesla: 진짜 리스크
- ✓ 주도 Theme에 대한 의구심 해소될 때까지 변동성 장세: 액티브 운용 전략의 아웃퍼폼
- ✓ 필립 피셔 스타일 유효: 소수의 주도주를 이용한 압축적 대응

저변동성에서 고변동성으로

미-중 무역분쟁: 가짜 리스크
Facebook/Tesla: 진짜 리스크

주가는 인간의 상상력에 따라 움직이는 경우가 많다. 특히 악재가 생겼을 때 주식 시장은 상상할 수 있는 최악의 결과를 반영한다. 이러한 관점에서 최근의 무역분쟁은 가짜 리스크, Facebook과 Tesla 이슈는 진짜 리스크다. 국제적 갈등은 통화 팽창 정책으로 이어져 결국에는 자산 가격 인플레이션을 일으키는 요인이다. 반면 주도주의 훼손은 강세장을 망가뜨릴 수 있다.

주도 Theme에 대한 의구심
해소될 때까지 변동성 장세

뛰어난 성장주가 추락하는 경우는 1) 경영진의 능력이 떨어졌거나 2) 계속 성장해왔던 주력 제품 시장의 전망이 예전만큼 좋지 않을 때다. 시장은 Facebook에서 비롯된 소셜미디어 규제 가능성, Tesla와 Nvidia의 자율주행 성능 문제가 이 두 가지에 해당되는지 상상하기 시작했다. 당분간 증시 변동성이 높다는 뜻이다.

액티브 운용 전략의 아웃퍼폼
가능한 환경

주목할 점은 고변동성 환경에서 액티브 운용 전략이 시장을 아웃퍼폼할 수 있다는 사실이다. 글로벌 금융위기 이후 개별 기업보다는 거시 경제가 시장을 지배해왔다. 저성장 및 긴축 재정 기조 하에서 중앙은행이 투자심리를 좌우하면서 시장 변동성은 줄어들고 자산 간 상관관계는 강해졌다. 이러한 환경은 패시브 투자에 긍정적으로 작용했다.

금융위기 이후 패시브 투자에
유리한 환경 조성

단적인 예로 워렌 버핏과 헤지펀드 '프로티지 파트너스(Protégé Partners)'의 수익률 내기를 들 수 있다. 2006년 워렌 버핏은 "헤지펀드 매니저들의 IQ는 고평가 상태"라며 10년 투자수익률로 S&P 500 지수가 헤지펀드를 이긴다는 데 100만 달러를 걸었다. 이 제안을 받아들인 프로티지 파트너스는 총 100개의 헤지펀드로 구성된 5개의 재간접펀드를 선정했다. 2017년말 종료된 수익률 대결의 결과는 버핏의 압승이다.

	재간접펀드 A	재간접펀드 B	재간접펀드 C	재간접펀드 D	재간접펀드 E	Vanguard 500 인덱스 펀드(VOO)
2008	-16.5%	-22.3%	-21.3%	-29.3%	-30.1%	-37.0%
2009	11.3%	14.5%	21.4%	16.5%	16.8%	26.6%
2010	5.9%	6.8%	13.3%	4.9%	11.9%	15.1%
2011	-6.3%	-1.3%	5.9%	-6.3%	-2.8%	2.1%
2012	3.4%	9.6%	5.7%	6.2%	9.1%	16.0%
2013	10.5%	15.2%	8.8%	14.2%	14.4%	32.3%
2014	4.7%	4.0%	18.9%	0.7%	-2.1%	13.6%
2015	1.6%	2.5%	5.4%	1.4%	-5.0%	1.4%
2016	-3.2%	1.9%	-1.7%	2.5%	4.4%	11.9%
2017	12.2%	10.6%	15.6%	N/A	18.0%	21.8%
최종 수익률	21.7%	42.3%	87.7%	2.8%	27.0%	125.8%
연평균 수익률	2.0%	3.6%	6.5%	0.3%	2.4%	8.5%

자료: Berkshire Hathaway 2017 Annual Letter('18.2.24), 메리츠증권 리서치센터

향후 10년은 액티브 투자에 유리한 환경 조성될 가능성

물론 헤지펀드의 저조한 성과는 높은 수수료의 영향이 크다. 버핏 역시 원금의 2%를 운용보수로, 이익의 20%를 성과보수로 가져가는 헤지펀드의 '2%-20% 룰'을 꾸준히 지적해왔다.

그럼에도 불구하고 프로티지 파트너스의 Ted Seides는 현 시점에서 10년 대결을 다시 시작한다면 헤지펀드가 이길 확률이 높다고 주장한다. 금융위기 이후 10년간의 투자 환경이 이례적이었기 때문이다.

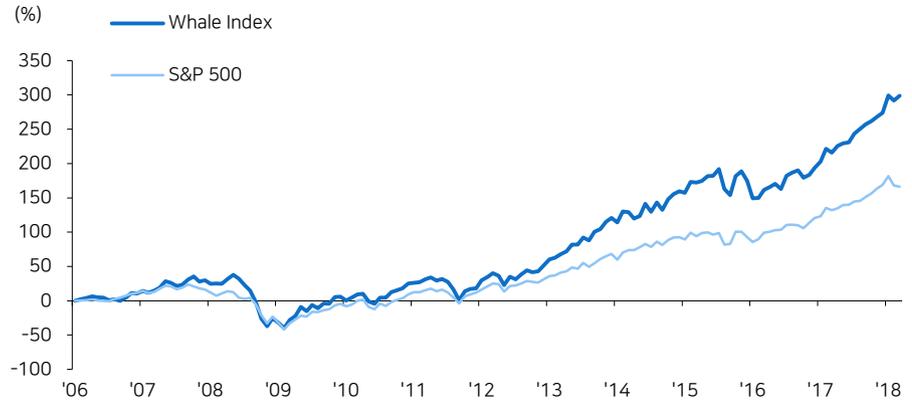
첫째, 헤지펀드는 약세장에서 아웃퍼폼하는 경향이 있는데 지난 10년은 폭락 없이 강세장이 지속됐다. 둘째, 버핏은 미국 대형주에 편향된 S&P 500 인덱스 펀드를 선택했기 때문에 승리했다. 헤지펀드는 중소형주나 해외 주식에도 투자했지만 지난 10년 간은 패시브 투자 열풍과 함께 대형주가 강세였다.

최근 10년 간의 증시 버블로 S&P 500이 과대평가되어 있고 패시브 투자의 인기도 점차 떨어질 것이라 진단할 경우 향후 10년은 헤지펀드에 유리한 시장이 될 수 있다. 매크로 측면에서도 현재 글로벌 경제가 디플레이션에서 인플레이션, 통화정책에서 재정정책, 저변동성에서 고변동성으로 변하는 과정이라면 액티브 투자의 기회가 늘어나는 시점이다.

Guru Replication 스타일 부각

실제로 유명 투자자를 복제하는 'Guru Replication' 스타일이 최근 S&P 500을 아 웃퍼폼하고 있다. 이는 대형 헤지펀드들이 증권거래위원회(SEC)에 제출하는 보유 지분 현황(13F Filings)을 근거로 주요 종목에 투자하는 전략이다. 마찬가지로 13F 공시를 이용해 만든 Whale Index 추이를 보면 올해 성과가 더욱 돋보인다.

그림1 Whale Index vs. S&P 500: 2006년 이후 누적 수익률



자료: WhaleWisdom, 메리츠증권 리서치센터

표2 ETF 투자 스타일별 순위 - 수익률

스타일	수익률 순위	3M 평균 수익률 (%)	Fund flow 순위	3M Fund flow (백만달러)	AUM 순위	AUM (백만달러)	Flow/AUM 순위	3M Flow/AUM 비율 (%)	ETF 개수
Guru Replication	1	7.0%	16	\$6	19	\$224	14	2.6%	4
High Momentum	2	6.6%	3	\$3,821	5	\$20,040	7	19.1%	42
Aggressive Growth	3	5.7%	4	\$1,758	6	\$7,544	2	23.3%	76
Low Beta	4	5.5%	7	\$441	9	\$2,538	10	17.4%	23
Contrarian	5	5.2%	11	\$158	15	\$727	3	21.8%	14
High Beta	6	4.7%	17	\$4	16	\$622	17	0.7%	2
Socially Responsible	7	3.8%	8	\$389	8	\$4,509	11	8.6%	47
130/30	8	3.7%	14	\$38	14	\$781	13	4.8%	1
Consistent Growth	9	3.6%	2	\$6,736	4	\$24,299	1	27.7%	283
Low Carbon	10	3.2%	18	\$0	20	\$156	18	0.0%	1
Quant-based	11	3.1%	5	\$1,361	7	\$6,647	5	20.5%	50
Growth At A Reasonable Price	12	2.7%	10	\$199	12	\$1,019	6	19.5%	17
Volatility Hedged Equity	13	2.6%	15	\$17	11	\$1,260	16	1.3%	14
Low P/E	14	1.8%	12	\$61	17	\$288	4	21.1%	7
Wide Moat	15	1.7%	9	\$333	10	\$1,778	8	18.7%	3
Low Volatility	16	1.3%	6	\$755	2	\$48,183	15	1.6%	45
BuyWrite	17	1.3%	19	-\$117	13	\$912	19	-12.8%	8
Low Valuation	18	0.7%	13	\$46	18	\$263	9	17.5%	7
Dividend	19	0.3%	1	\$9,613	1	\$183,224	12	5.2%	217
Currency-hedged	20	-1.9%	20	-\$4,168	3	\$28,342	20	-14.7%	70

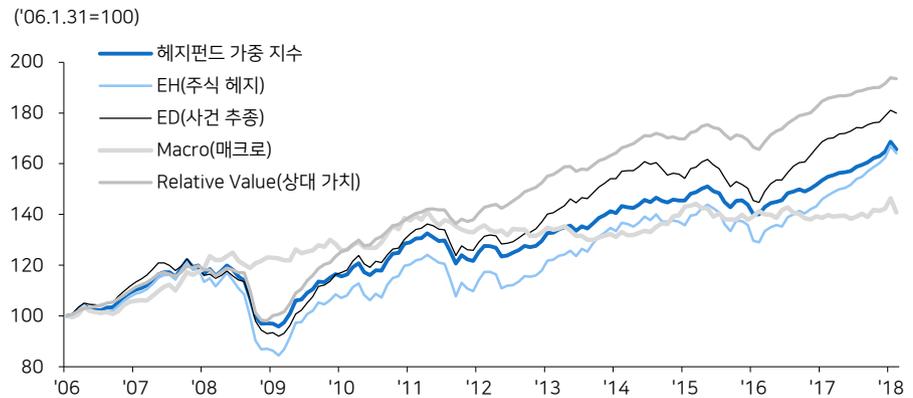
주: '18.3.16 기준 / 자료: ETFdb, 메리츠증권 리서치센터

주식 헤지 전략 성과 기대

글로벌 헤지펀드 지수 내에서도 작년부터 주식 롱숏 전략을 기반으로 한 Equity Hedge 스타일의 성과가 개선되고 있다. 이는 전체 주식시장이 강세였기 때문이기도 하다.

지난 2월 Flash Crash 현상으로 미국 증시가 폭락하자 시스템에 의해 운용되는 CTA(Commodity Trading Advisor) 전략의 성과가 급락하면서 헤지펀드 지수는 '16년 10월 이후 처음으로 하락했다. 따라서 3월 이후의 변동성 장세에서 헤지펀드 전략의 초과수익 달성 여부가 관건이다.

그림2 헤지펀드 주요 전략 지수 추이



자료: HFR(Hedge Fund Research), 메리츠증권증권 리서치센터

표3 헤지펀드 전략 분류

Equity Hedge(주식 헤지)	Event Driven(사건 추종)	Macro(매크로)	Relative Value(상대 가치)
Equity Market Neutral	Activist	Active Trading	Fixed Income - Asset Backed
Fundamental Growth	Credit Arbitrage	Commodity: Agriculture	Fixed Income - Convertible Arbitrage
Fundamental Value	Distressed / Restructuring	Commodity: Energy	Fixed Income - Corporate
Quantitative Directional	Merger Arbitrage	Commodity: Metals	Fixed Income - Sovereign
Sector: Energy/Basic Materials	Private Issue / Regulation D	Commodity: Multi	Volatility
Sector: Healthcare	Special Situations	Currency: Discretionary	Yield Alternatives: Energy Infrastructure
Sector: Technology	Multi-Strategy	Currency: Systematic	Yield Alternatives: Real Estate
Short Bias		Discretionary Thematic	Multi-Strategy
Multi-Strategy		Systematic Diversified	
		Multi-Strategy	

자료: HFR(Hedge Fund Research), 메리츠증권증권 리서치센터

표4 HFRI 주요 전략 분류 및 성과					
	'18년 2월	YTD*	12개월*	36개월*	60개월*
HFRI Indices - USD					
HFRI Fund Weighted Composite Index	-1.78%	0.56%	6.95%	3.79%	4.51%
HFRI Asset Weighted Composite Index	-1.82%	0.63%	5.53%	2.42%	4.26%
HFRI World Index	-2.38%	0.05%	4.32%	1.84%	3.35%
Equity Hedge(주식 헤지)					
HFRI Equity Hedge (Total) Index	-1.76%	1.13%	11.25%	5.58%	6.07%
HFRI EH: Equity Market Neutral Index	-0.64%	0.67%	4.81%	3.66%	3.97%
HFRI EH: Fundamental Growth Index	-1.99%	1.57%	15.66%	6.31%	5.49%
HFRI EH: Fundamental Value Index	-2.08%	0.45%	10.80%	5.89%	6.94%
HFRI EH: Multi-Strategy Index	-1.61%	1.30%	8.62%	4.01%	6.03%
HFRI EH: Quantitative Directional Index	-2.29%	0.68%	8.85%	5.37%	5.92%
HFRI EH: Sector - Energy/Basic Materials Index	-3.86%	-1.67%	-2.28%	-0.56%	-1.33%
HFRI EH: Sector - Healthcare Index	-1.00%	3.19%	15.52%	5.38%	13.28%
HFRI EH: Sector - Technology Index	0.56%	4.93%	16.95%	9.22%	8.41%
HFRI EH: Sector - Technology/Healthcare (Total) Index	-0.25%	4.03%	16.24%	7.55%	10.89%
HFRI Equity Hedge (Total) Index - Asset Weighted	-1.92%	1.67%	10.73%	4.89%	6.56%
Event-Driven(사건 추종)					
HFRI Event-Driven (Total) Index	-0.64%	0.66%	5.89%	4.43%	5.05%
HFRI ED: Activist Index	-0.92%	-1.19%	2.55%	4.02%	6.08%
HFRI ED: Credit Arbitrage Index	0.25%	1.47%	5.48%	4.35%	4.78%
HFRI ED: Distressed/Restructuring Index	-0.93%	0.36%	4.08%	3.98%	4.30%
HFRI ED: Merger Arbitrage Index	0.01%	1.06%	4.82%	3.51%	3.72%
HFRI ED: Multi-Strategy Index	-0.57%	0.36%	2.46%	2.52%	3.62%
HFRI ED: Special Situations Index	-1.21%	0.68%	9.41%	5.90%	6.32%
HFRI Event-Driven (Total) Index - Asset Weighted	-0.57%	1.04%	6.70%	2.46%	5.47%
Macro(매크로)					
HFRI Macro (Total) Index	-3.78%	-1.12%	0.71%	-0.62%	1.00%
HFRI Macro: Active Trading Index	-0.42%	1.68%	2.87%	0.65%	2.89%
HFRI Macro: Commodity Index	-3.46%	-1.30%	-1.46%	0.23%	0.01%
HFRI Macro: Currency Index	1.42%	-0.12%	3.77%	2.34%	1.19%
HFRI Macro: Discretionary Thematic Index	-0.88%	0.73%	0.61%	0.02%	-0.18%
HFRI Macro: Multi-Strategy Index	-2.27%	0.90%	5.08%	1.95%	3.16%
HFRI Macro: Systematic Diversified Index	-6.25%	-2.58%	-0.64%	-2.72%	0.93%
HFRI Macro (Total) Index - Asset Weighted	-2.75%	-0.25%	3.01%	0.24%	2.11%
Relative Value(상대 가치)					
HFRI Relative Value (Total) Index	-0.16%	1.00%	4.21%	3.97%	4.44%
HFRI RV: Fixed Income-Asset Backed Index	0.73%	1.90%	7.53%	5.28%	6.48%
HFRI RV: Fixed Income-Convertible Arbitrage Index	0.23%	1.14%	5.26%	5.06%	4.87%
HFRI RV: Fixed Income-Corporate Index	-0.19%	0.81%	5.19%	5.12%	4.34%
HFRI RV: Fixed Income-Sovereign Index	0.26%	0.88%	2.58%	3.51%	2.73%
HFRI RV: Multi-Strategy Index	-0.23%	1.07%	3.62%	3.53%	4.22%
HFRI RV: Volatility Index	-0.23%	0.22%	4.75%	4.38%	3.69%
HFRI RV: Yield Alternatives Index	-2.25%	0.41%	-3.77%	-1.13%	3.75%
HFRI Relative Value (Total) Index - Asset Weighted	0.22%	1.28%	4.52%	3.76%	4.69%

주: 2월 이외 모두 연간화 수익률 / 자료: HFR(Hedge Fund Research), 메리츠증권증권 리서치센터

표5 HFRI 기타 전략 분류 및 성과

	'18년 2월	YTD*	12개월*	36개월*	60개월*
Fund of Funds					
HFRI Fund of Funds Composite Index	-1.26%	1.11%	6.91%	2.37%	3.74%
HFRI FOF: Conservative Index	-0.73%	0.81%	3.98%	1.95%	3.17%
HFRI FOF: Diversified Index	-1.15%	1.23%	6.44%	2.07%	3.64%
HFRI FOF: Market Defensive Index	-2.04%	0.18%	2.23%	0.13%	1.59%
HFRI FOF: Strategic Index	-1.42%	1.25%	9.43%	3.20%	4.39%
Regional					
HFRI Emerging Markets (Total) Index	-1.98%	2.05%	16.37%	7.76%	4.64%
HFRI Emerging Markets: Asia ex-Japan Index	-2.97%	1.53%	23.52%	9.38%	8.78%
HFRI Emerging Markets: India Index	-4.16%	-4.77%	19.54%	8.23%	13.85%
HFRI Emerging Markets: China Index	-3.13%	2.70%	26.79%	10.55%	9.52%
HFRI Emerging Markets: Global Index	-2.15%	0.50%	9.87%	5.14%	2.96%
HFRI Emerging Markets: Latin America Index	-1.87%	2.96%	10.92%	7.68%	-0.12%
HFRI Emerging Markets: MENA Index	1.70%	5.14%	12.57%	1.85%	4.13%
HFRI Emerging Markets: Russia/Eastern Europe Index	-0.51%	5.66%	14.48%	13.83%	2.96%
HFRI Asia with Japan Index	-0.26%	1.40%	9.29%	5.59%	4.80%
HFRI Japan Index	-0.79%	0.97%	14.54%	8.05%	10.08%
HFRI North America Index	-1.34%	0.50%	6.19%	4.24%	5.43%
HFRI Western/Pan Europe Index	-0.30%	1.43%	7.51%	3.10%	4.82%
FX Hedged					
HFRI Fund Weighted Composite Index - CHF	-2.04%	-0.02%	4.18%	1.64%	3.01%
HFRI Fund Weighted Composite Index - EUR	-2.03%	0.06%	4.62%	2.32%	3.54%
HFRI Fund Weighted Composite Index - GBP	-1.97%	0.16%	5.43%	3.08%	4.15%
HFRI Fund Weighted Composite Index - JPY	-1.88%	0.25%	5.14%	2.53%	3.67%
Thematic					
HFRI Credit Index	-0.08%	1.07%	4.99%	4.37%	4.76%
HFRI Diversity Index	-1.25%	1.07%	6.56%	4.11%	5.00%
HFRI Women Index	-2.18%	0.47%	7.11%	2.94%	4.33%

주: 2월 이외 모두 연간화 수익률

자료: HFR(Hedge Fund Research), 메리츠증권 리서치센터

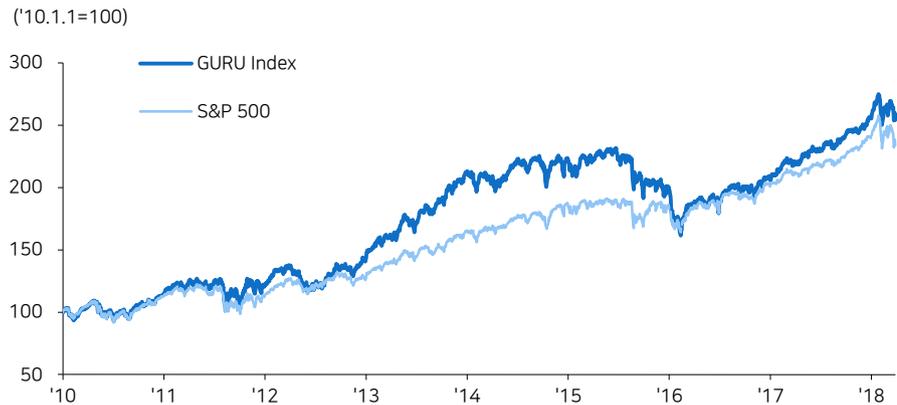
필립 피셔 방식 유효: 소수의 주도주를 이용한 압축적 대응

액티브 전략에 적합한 환경이 조성되고 있다면 일반 주식 투자자는 어떻게 대응해야 할까? 종목 선정 투자자가 지수보다 높은 수익률을 올릴 수 있는 여지가 많아졌으므로 개별 종목의 차별적 움직임을 탐색하는 노력이 필요하다.

워렌 버핏은 자기 자신을 “85% Graham and 15% Fisher”로 표현했다. 전자는 가치투자의 창시자인 벤저민 그레이엄, 후자는 성장주 투자의 아버지로 불리는 필립 피셔를 의미한다. 버핏은 가치 투자자로 유명하지만 피셔로부터 위대한 기업을 찾는 안목을 배웠다.

피셔는 “경쟁업체에서는 아직 하고 있지 않지만 당신 회사에서는 하고 있는 게 무엇입니까?”라는 질문을 던진 것으로 유명하다. 또한 “계란을 여러 바구니에 나눠 담지 말고 모든 계란을 한 바구니에 담으라”고 했다. 지금의 변동성 장세에서는 이렇듯 소수의 주도주를 이용한 압축적 대응이 유효하다.

그림3 Solactive Guru Index vs. S&P 500



자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

표6 Goldman Sachs Hedge Industry VIP ETF(GVIP)

티커	회사명	비중
MU	Micron Technology Inc	2.47%
ADSK	Autodesk Inc	2.38%
BKNG	Booking Holdings Inc	2.35%
NFLX	Netflix Inc	2.31%
NOW	ServiceNow Inc	2.25%
GDDY	GoDaddy Inc	2.24%
NXPI	NXP Semiconductors NV	2.16%
XPO	XPO Logistics Inc	2.16%
DVMT	Dell Technologies Inc	2.16%
DAL	Delta Air Lines Inc	2.13%

주: 기초지수 = Goldman Sachs Hedge Fund VIP Index TR
 자료: Global X, 메리츠증권리서치센터

그림4 Global X Guru Index ETF(GURU) 상위 10개 종목

티커	회사명	비중
MU	Micron Technology Inc	1.61%
NRG	NRG Energy Inc	1.59%
HLF	Herbalife Ltd	1.53%
HRTX	Heron Therapeutics Inc	1.53%
EGN	Energen Corp	1.49%
VST	Vistra Energy Corp	1.49%
ABMD	Abiomed Inc	1.47%
HES	Hess Corp	1.46%
GDOT	Green Dot Corp	1.45%
GDDY	GoDaddy Inc	1.44%

주: 기초지수 = Solactive Guru Index
 자료: Goldman Sachs, 메리츠증권리서치센터

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 3월 29일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 중간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 3월 29일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 3월 29일 현재 동 자료에 언급된 종목을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 이수정)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.