

운용 및 전략 I (주식투자운용 및 투자전략)

추가 ①

3. 주식투자의 중요성

(1) 개관

-주식 포트폴리오를 구성하는 경우에는 전통적으로 우수한 종목선택을 통해 높은 초과수익률을 올릴 수 있다는 기대 때문에 액티브 운용이 주를 이루었다.

-그러나 미국에서는 1980년대 말부터 특히 대형 기관투자자를 중심으로 주식운용에서 패시브 운용이 점차 중요하게 인식되고 있다.

-국내의 대형 기관투자자나 일반 운용사들이 운용하는 펀드는 여전히 액티브 펀드가 주류를 이루고 있다. 그러나 성과가 보다 안정적이라는 관점에서 패시브 펀드가 꾸준히 유지되고 있다.

(2) 주식투자의 역할

-과거 자료를 보면, 국내주식의 변동성은 국내채권의 변동성에 비해 10배 이상 높은 것으로 나타난다. 따라서 국내주식과 국내채권으로 구성된 포트폴리오의 수익률의 변동성에 대한 국내주식의 영향정도는 국내채권의 영향에 비해 10배에 달하는 것으로 볼 수 있다. 따라서 국내주식에 투자하기 위해서는 많은 노력이 필요하다.

-수익률 관점에서 국내주식의 평균적인 수익률은 국내채권에 비해 비슷하거나 약간 높은 수준에 머물렀다.

그럼에도 불구하고 포트폴리오의 관점에서 중요한 것은 국내주식과 국내채권의 상관계수가 음(-)의 값을 가진다는 점이다.

국내주식과 국내채권의 상관성이 음(-)의 값을 갖기 때문에 효율적인 포트폴리오 구성에서도 주식을 적정한 비율로 포함하는 것이 유리하고 최근 몇 년간 국내주식시장의 변동성이 지속적으로 낮아지면서도 수익률은 국내채권보다 높아지고 있기 때문에, 단기적인 성과 보다는 장기적인 성과를 추구해야 하는 연기금의 관점에서 주식에 대한 투자와 포트폴리오 관리의 점점 더 중요한 주제가 되고 있다.

(3) 효율적 시장가설과 포트폴리오관리 방식

-효율적 시장가설은 액티브 운용을 반대하는 논거로 이용되곤 한다.

-만약 강한 형태의 효율적 시장가설을 신뢰한다면, 어떤 형태의 액티브 운용도 시도할 필요가 없다. 그러나 약한 형태나 약간 강한 형태의 효율적 시장가설을 신뢰한다면 액티브운용을 배제할 필요는 없다.

(4) 패시브 운용과 액티브 운용의 구분

① 액티브 주식 매니저는 3가지 전략 중의 하나 또는 그 이상을 통해 가치를 높이려고 한다. 이 세 가지 전략에는 마켓타이밍(market timing),테마선택(theme selection)종목선택(stock selection)이 있다.

□ 마켓타이밍: 근본적으로 수익률을 높이기 위하여 주식시장에 들어가거나 나와야 할 시점을 결정하는 것이다. 사실 이것은 자금을 다른 자산군으로 이전하는 것을 요구하기 때문에 주식전략에서 발생하는 자산배분전략과 동일하다.

□ 테마선택: 주식 내에서 특정한 세부 자산군을 선택하는 것이다.

□ 종목선택: 시장지수 또는 업종별 지수에 비해 높은 수익성이 기대되는 종목을 선정하여 포트폴리오를 구성함으로써 수익률을 높이려는 전략이다.

② 패시브 운용은 마켓타이밍, 테마선택, 종목선택 등의 전략이 관계되지 않는 운용이다.

항상은 아니지만 패시브 운용에 의한 주식 포트폴리오는 잘 분산되어 있는 것이 보통이다.

추가 ②

VI. 주식포트폴리오 운용 전략

1. 패시브 운용(Passive Management)

(1) 인덱스 펀드(index funds)

1) 의의 : 패시브 포트폴리오의 가장 단순한 형태가 인덱스 펀드이다. 인덱스 펀드는 공개된 벤치마크의 성과를 내도록 설계된 펀드

2) 효율적 시장가설의 영향

3) 유형

주식 현물을 이용하여 인덱스펀드를 구성하는 방법은 완전복제법, 표본추출법, 최적화법의 3가지 유형으로 나눌 수 있다.

① 완전복제법

-벤치마크를 구성하는 모든 종목을 벤치마크의 구성비율대로 사서 보유하는 것으로 가장 단순하고 직접적인 방법이다.

-이 방법은 매우 간단하면서도 벤치마크를 거의 완벽하게 추종할 수 있다.

② 표본추출법

-벤치마크에 포함된 대형주는 모두 포함하되 중소형주들은 펀드의 성격이 벤치마크와 유사하게 되도록 일부의 종목만을 포함하는 방식

-이 방법에 의하면, 벤치마크를 구성하는 모든 종목을 보유하지 않으면서도 벤치마크의 핵심적인 특징을 유사하게 유지하는 포트폴리오를 만듦으로써 관리비용과 거래비용을 낮추면서도 벤치마크의 성과와 상당히 유사한 성과를 얻을 수 있다.

③ 최적화법

- 포트폴리오 모형 등을 이용하여 주어진 벤치마크에 대비한 잔차위험이 허용수준 이하인 포트폴리오를 만드는 방식
- 장점은 완전복제법이나 표본추출법에 비해 훨씬 적은 종목이면서도 예상되는 잔차가 충분히 낮은 인덱스펀드를 만들 수 있다는 점이다.
- 문제점은 근본적으로 이 모형에 사용된 가격정보가 과거자료라는 점이다. 따라서 미래의 시장이 과거와 상당히 다르다면 실제로 실현된 잔차는 인덱스 펀드를 구성할 때 추정된 잔차와 상당히 다를 수도 있다.

(2) 맞춤형 인덱스 펀드(Customized index funds)

벤치마크가 맞춤형 지수인 패시브 펀드를 구성할 수도 있다. 공개된 지수를 추종하는 펀드를 인덱스펀드라고 하고, 맞춤형 인덱스를 추종하는 펀드를 맞춤형 인덱스 펀드로 구분할 수 있다.

1) 보완 펀드(completeness funds)

- ① 대형기금에서는 여러 액티브 펀드매니저들을 보완하기 위한 패시브 펀드를 필요로 하기도 하는데, 이러한 펀드를 흔히 보완펀드라고 한다.
- ② 보완펀드는 시장 전체를 추종하기 위한 펀드가 아니라, 액티브 매니저들이 운용하지 않는 부문만을 투자대상으로 함으로써 적절한 분산투자를 가능하게 하기 위한 펀드

2) 스타일 펀드

- ① 시장전체를 추종하는 것이 아니라 성장성, 소형주, 높은 배당수익률 등 특정요인의 성과만을 나타내도록 만들어진 지수를 추종하기 위한 펀드
- ② 이러한 펀드는 비용이 낮으면서도 액티브 운용의 대안으로 생각되었기 때문에 1980년대 말에 미국에서 유행하기 시작했다.

(3) 인핸스드 인덱스 펀드(enhanced index fund)

전통적인 인덱스펀드는 낮은 운용비용을 바탕으로 액티브 펀드보다 나은 성과를 추구했었으나, 인핸스드 인덱스펀드는 인덱스 펀드의 장점을 살리면서도 초과수익을 추구함으로써 안정적으로 인덱스펀드보다 나은 성과를 달성하려는 목적을 가지고 있다. 이런 관점에서 흔히 '인덱스+알파펀드'라고 부른다.

이런 유형의 펀드는 인덱스 펀드의 일반적인 특성인 낮은 운용비용, 낮은 회전율, 분산투자라는 속성을 여전히 가지고 있다.

1) 인덱스 구성 방법의 변경

일반적인 인덱스 펀드는 흔히 알려진 제3자가 제공하는 지수를 추적하는 것을 목표로 하는데 비해, 인핸스드 인덱스 펀드는 더 나은 성과를 낼 수 있는 지수를 스스로 만들어 사용하기도 한다.

2) 거래를 통한 초과수익 추구

거래에 따른 가격변동 위험을 최소화하거나 시장적인 요소로 인해 주가가 낮게 형성된 종목을 효과적으로 거래함으로써 초과수익을 추구하기도 한다.

3) 포트폴리오 구성 방식의 조정

매매 신호가 발생하더라도 일정기간동안 유예기간을 줌으로써 회전율을 낮추기도 한다. 회전율이 낮으면 거래비용을 낮춤으로써 초과수익에 기여할 수도 있다.

4) 세부 자산군을 선택하는 전략

보다 나은 성과를 보일 것으로 기대되는 세부 자산군에 집중된 지수를 이용하는 방법

(4) 우리나라의 패시브 운용 펀드

1) 가장 패시브한 운용을 하는 상장지수펀드(ETF)

상장지수펀드는 추종하는 지수의 수익률을 달성하는 펀드를 설정한 후 펀드가 발행한 증권을 거래소에 상장함으로써 현물 주식의 매매에 따른 시장충격을 방지하면서 투자자에게 인덱스펀드와 동일한 수익률을 제공하는 장점을 가진다.

2) 차익거래를 통해 초과수익을 추구하는 인덱스 펀드

국내에서 흔히 인덱스 펀드라고 불리는 패시브 펀드는 실제로 인헨스드 인덱스 펀드의 형태를 띠고 있다. 특히 주가지수와 주가지수 선물의 가격 차이를 적극적으로 이용하면서 초과수익을 추구하는 전략을 주로 사용한다.

3) 초과수익을 추구하기 위한 맞춤형 지수의 구성

시장지수보다 나은 성과를 보일 것으로 예상되는 주가지수 구성방법을 마련하고 이러한 지수를 추적하는 패시브 펀드가 출시되기도 하였다.

2. 액티브 운용(Active Management)

(1) 액티브 운용의 장점

액티브 운용의 성과가 일관성을 가지지 않는다는 문제점에도 불구하고 액티브 운용을 여전히 주식운용방식의 주류를 이루고 있다. 많은 기금운용자들은 벤치마크보다 높은 수익률을 낼 수 있는 능력을 가진 매니저를 선정해서 자금을 맡길 수 있다고 생각한다. 실제로 장기간에 걸쳐 좋은 성과를 달성한 다양한 스타일을 추구하는 액티브 매니저들이 있다.

(2) 운용 스타일과 성과요인분석

좋은 성과를 보인 액티브 매니저들을 일반적으로 그들만이 추구하는 스타일을 가지고 있다. 어떤 매니저는 저평가된 주식을 고르는 능력을 가졌다고 느끼며, 어떤 매니저는 보다 나은 성과를 보일 섹터를 선정하는 능력이 있다고 느끼기도 한다. 능력이든 스타일이든 간에 성공적인 매니저는 무엇인지가 확실하며 일관성 있게 그것에 집중하는 경향이 있다.

(3) 포트폴리오 구성 방법

포트폴리오를 구성하는 프로세스의 관점에서 하향식 방법(top-down approach)과 상향식 방법(bottom-up approach)으로 구분하는 것이 일반적인데, 순수하게 계량적인 시뮬레이션에 기초하여 운용전략을 수립하기도 한다.

1) 하향식 방식(top-down approach)

① 의의 : 종목선택보다는 섹터, 산업, 테마의 선정을 강조하는 방법을 일반적으로 하향식 방법이라고 부른다. 개별종목은 선정된 섹터, 산업, 테마에 해당하는 종목을 중심으로 선정된다.

② 하향식 방법 투자과정

- ㉠ 세계 시장에 영향을 끼치는 테마를 찾는다.
- ㉡ 해당 테마를 특정 산업 또는 각국의 시장 예측에 활용한다.
- ㉢ 환율 예측치를 고려한다.
- ㉣ 국가별 최적 배분을 위해 자산배분과 같은 모형을 사용한다.
- ㉤ 주어진 경제 예측치를 이용하여 각국별로 산업별 가중치를 정한다.
- ㉥ 가중치에 따라 개별 종목을 선택한다.

2) 상향식 방법(bottom-up approach)

상향식 방법은 유망한 개별종목을 선정하는 것을 중요하게 여긴다. 상향식 방법은 어떤 형식으로든 개별종목의 내재가치를 측정하는 기법을 가지고 있다. 내재가치에 비해 시장가격이 낮을수록 투자하기에 유망한 종목으로 인정되며 포트폴리오에서 차지하는 비중 또한 높아진다. 산업이나 섹터, 국가별 요소는 부차적인 요소이다.

3) 계량 분석 방법(quantitative analysis approach)

① 과거 자료를 이용한 계량적인 시뮬레이션 분석을 통해 마련된 최적의 운용전략에 따라 운용하는 방식

② 특징

- ㉠ 과거에 이러한 전략이 왜 성공적이었으며, 미래에도 이러한 전략이 성공적일 것이라는 것에 대해 나름대로의 이론적 근거를 가진다.
- ㉡ 명시적으로 계량화된 전략을 가진다.
- ㉢ 과거 데이터의 관점에서 최적의 전략을 확인할 수 있다.
- ㉣ 일반적인 액티브 운용은 적극적으로 주식의 내재가치를 발견하여 그것보다 저평가된 섹터나 종목을 선택하려는데 비해 계량분석 모형은 기업의 적극적인 가치를 발견하는 것이 아니라 과거 주가 변동을 패턴을 이용하여 귀납적으로 전략을 마련한다는 특징을 가진다.

(4) 투자범위에 따른 포트폴리오 구분

1) 핵심 포트폴리오

거의 시장 전체를 투자대상으로 하면서 분산투자를 행하는 것을 핵심포트폴리오라고 한다. 핵심운용의 벤치마크로는 KOSPI처럼 시장 전체를 대상으로 하는 시장지수가 이용된다.

2) 특수 포트폴리오

특수포트폴리오는 시장의 특정 분야에 집중하여 운용하는 것

중소형주, 가치주, 성장주, 배당주 등 특정 분야에 집중적으로 투자하는 것

3. 수익/위험구조 변경을 위한 운용

(1) 구조화된 수익/위험 상품의 출현

수익과 위험의 구조가 주식과 다른 형태를 띠는 상품으로는 선도거래, 선물, 옵션, 워런트 등의 파생상품이 일반적이다.

주식이나 선물을 이용하여 구조화된 형태의 수익/위험 구조를 가지도록 하는 운용방식이 나타났다는데, 이를 금융공학기법을 이용한 운용이라고 부른다.

(2) 장·단점

장점	① 투자기간에 대한 제한이 없으며 ② 사전에 지불해야 하는 비용이 없고 ③ 운용기간동안의 실제 시장상황을 반영하여 수익/위험 구조가 결정 ④ 현물 운용시 액티브 운용을 통해 추가적인 수익을 기대할 수 있다
단점	① 사전에 수익/위험구조가 확정되지 않고 운용능력에 따라 변화할 가능성이 존재 ② 델타헤징에 따른 매매수수료가 과다하게 발생하여 파생상품의 거래 수수료보다도 높은 비용이 발생 가능 ③ 실제의 모수가 미래의 모수보다 불리한 경우에는 수익률이 낮아질 수 있다

4. 혼합 전략

혼합전략은 액티브한 결정과 패시브 기법을 선택적으로 활용하는 전략이다. 여러 가지의 리스크 중에서 매니저는 선택적으로 취한다. 특정한 분야에서 능력을 가졌다고 생각하는 매니저는 그러한 영역에서 리스크를 취함으로써 초과수익을 추구한다. 그리고 특별한 능력을 가지지 않은 다른 분야에서는 패시브하게 운용한다.