

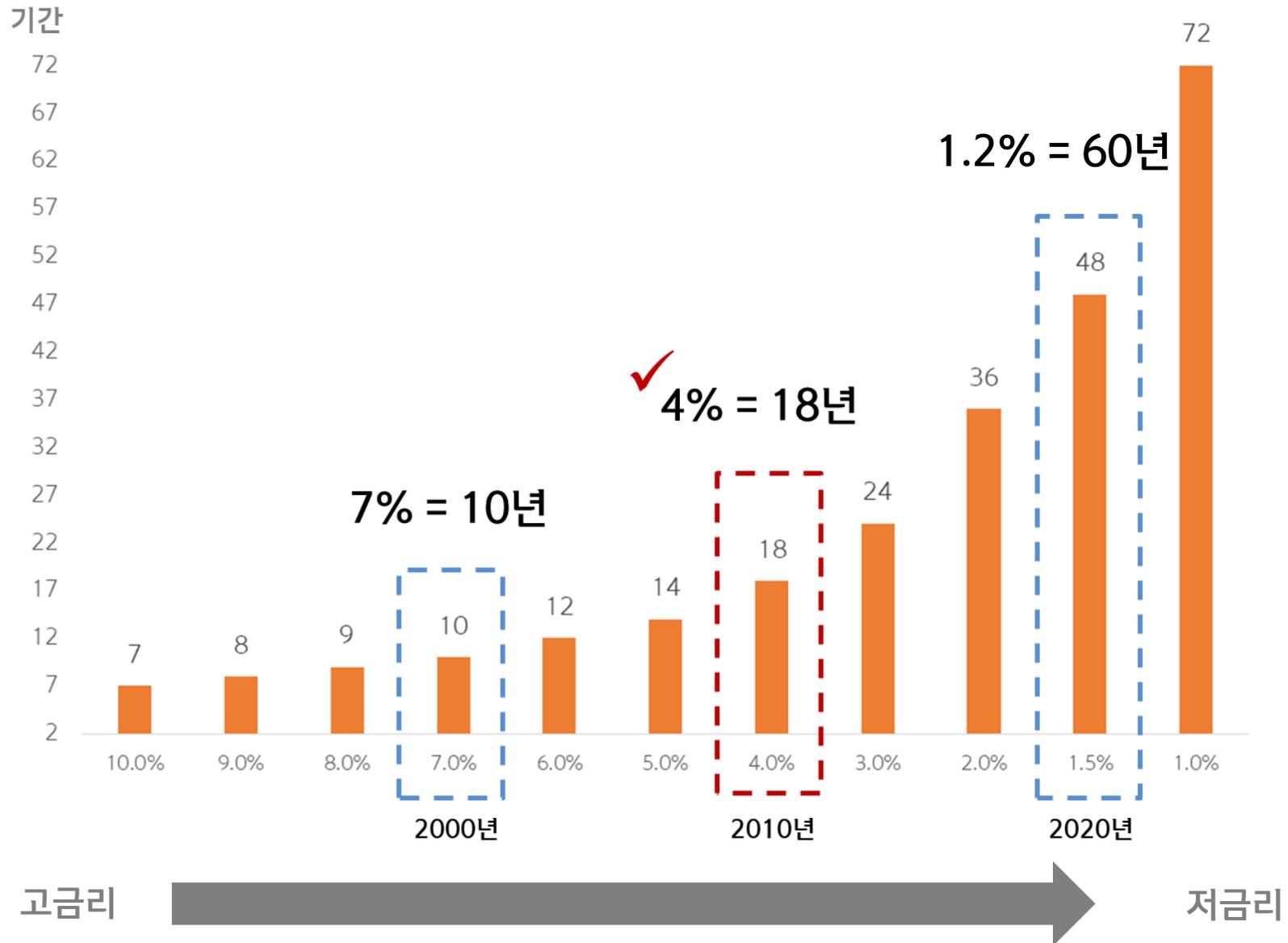


어느 강세장의 끝 무렵...

영원히 이기는 투자

신한PWM 잠실센터
최홍석 PB팀장

들어가며. [72의 법칙: 자산이 2배 되기까지 걸리는 시간]

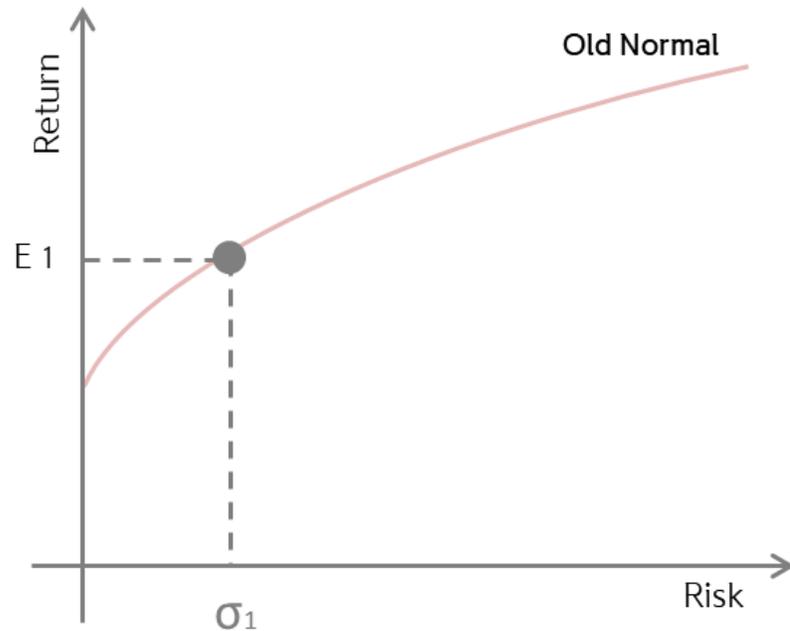


Sight #1. 우리에게 주어진 글로벌 금융시장 환경

최근 경기침체 위기를 벗어나고자 각국의 적극적 부양책으로 글로벌 자산시장에는 또 다른 왜곡이 발생하는 중이다. 장기 금리는 지속적으로 하락하며, 고령화에 따른 저축률 증가와 함께 저금리 저성장을 부추겼으며 이러한 뉴노멀(New Normal) 환경으로 우리는 기존 대비 더 낮은 기대수익과 더 높은 리스크, 다시 말해 열위한 리스크/리턴 프로파일에 직면하게 됐다.

Old Normal

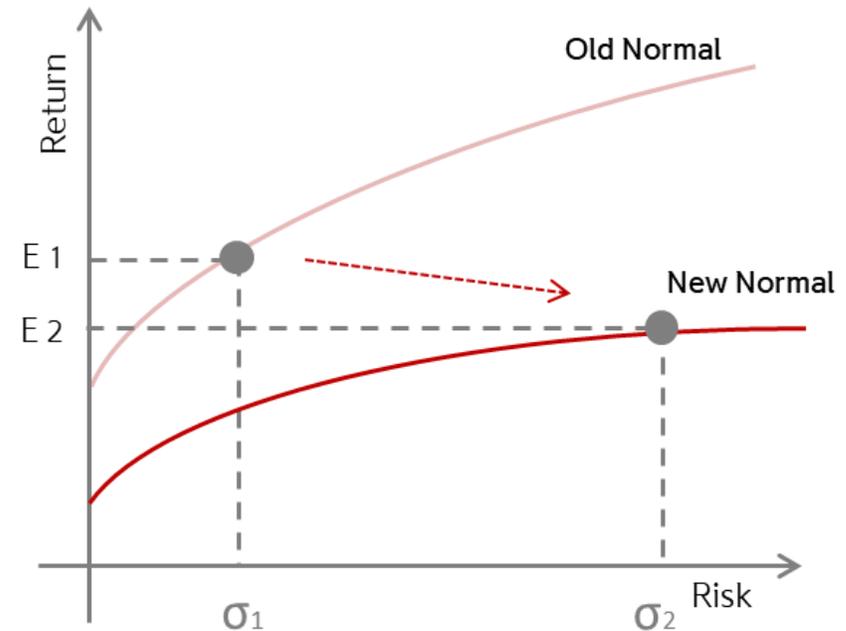
고금리 고성장



자료: 신한PWM잠실센터

New Normal

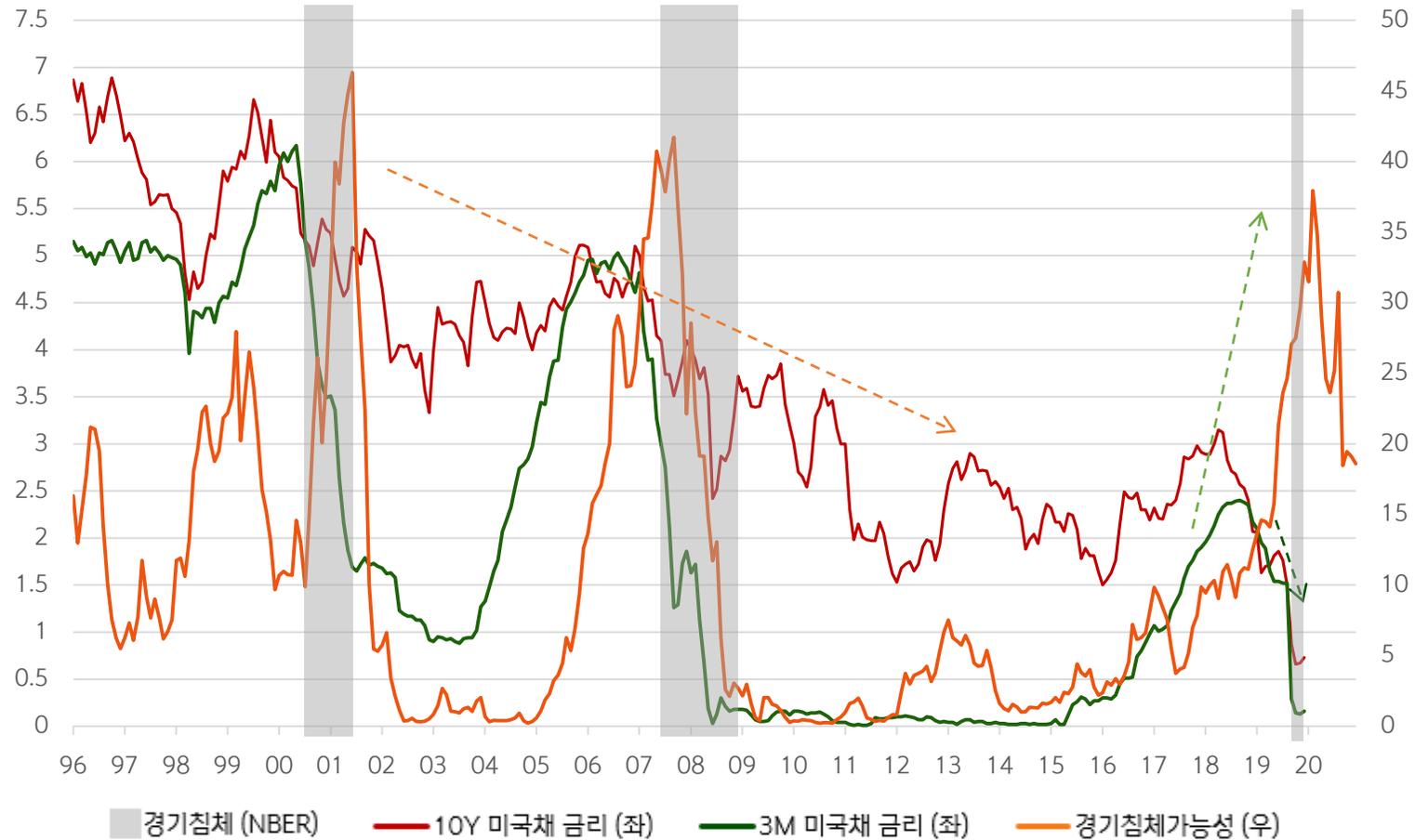
저금리 저성장



자료: 신한PWM잠실센터

Sight #1. 우리에게 주어진 글로벌 금융시장 환경

미 연준은 지난 침체기 매번 300bp 이상의 정책금리 인하를 통해 경기부양을 도모했으며, 이러한 통화정책으로 08년 침체 이후 역사상 최장기간인 120개월의 경기 확장기로 이어졌다. 그럼에도 구조적 저금리 환경은 미국채 10년 수익률을 지속적으로 끌어내리며 근본적 성장성 둔화에 따른 우려를 만들었으며, 16년 이후 연준의 빠른 정책금리 정상화와 18년 무역분쟁 이슈는 다시금 경기침체 가능성을 큰 폭으로 끌어올렸다. 그러나... 더 이상 연준의 통화정책 여력은 충분치 않다.



자료: NBER, NY Fed, 연합인포맥스, 신한PWM잠실센터

Sight #2. 성공적인 투자를 위해 필요한 관점

하워드마크스 Howard Marks (1946~)



Oaktree Capital Management 창립자
운용자산 규모 약 150조원

뛰어난 투자자들은 미래에 무슨 일이 일어날지 정확하게 알 수는 없어도 미래의 경향에 대해 평균 이상의 이해를 갖고 있다.

하지만, 미래의 경향에 대해 더 뛰어난 통찰력을 가졌다 해도 어떤 일이 일어날지는 모른다.

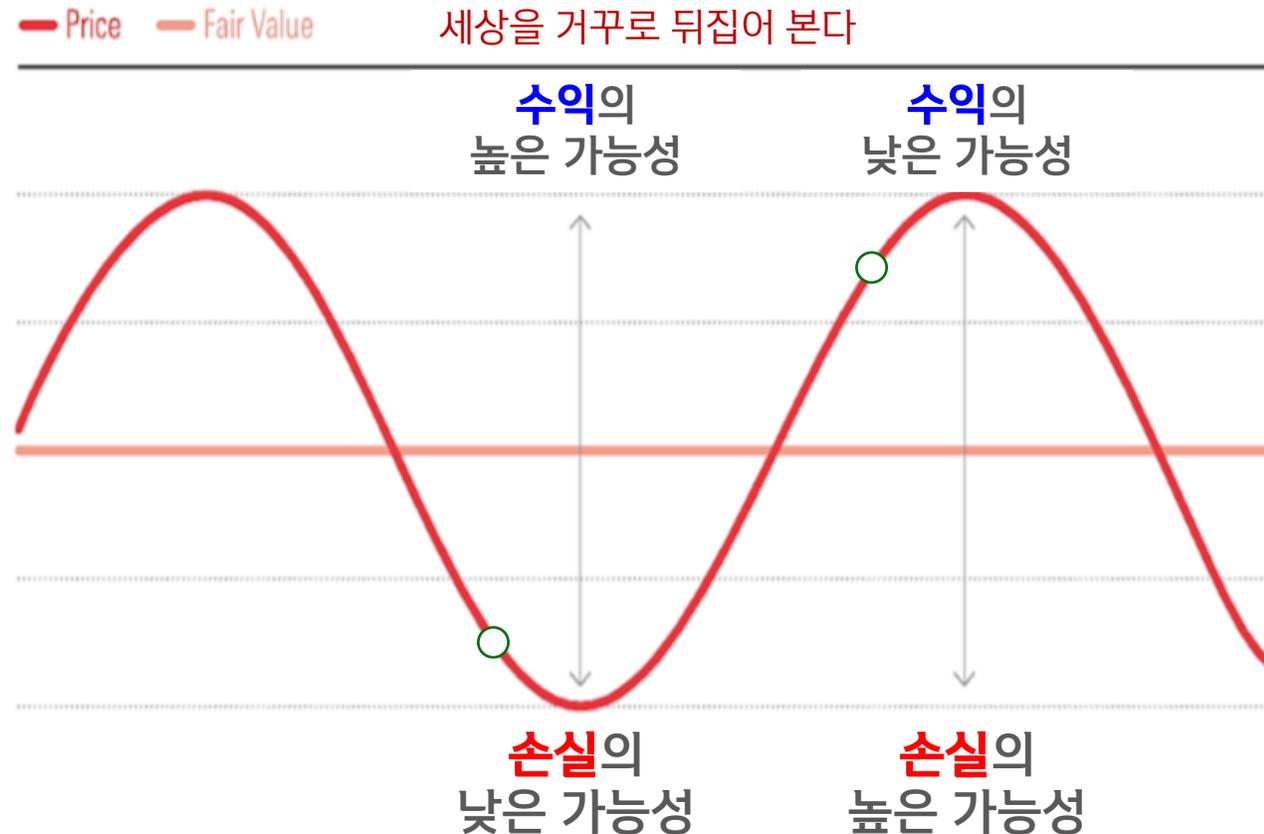
즉, 많이 안다 해도 최악은 대비해야 한다.

하워드마크스, 투자와 마켓사이클의 법칙中

Sight #2. 성공적인 투자를 위해 필요한 관점

금융시장은 정해진 인과관계로 움직이는 것이 아닌 다양한 사건들과 투자자들의 생각이 복합적으로 얽혀 나타나는 곳이다. 특정 사건이 주식시장에 어떤 결과를 불러올지 누구도 예측할 수 없으며 원인과 결과는 비례해서 나타나지 않는다. 수 많은 거시경제 예측과 많은 데이터들의 상호관계는 일관된 정보를 제공하지 않음을 명백히 인정하고, 관점을 바꿔 투자의 과정에서 피할 수 없는 상승과 하락의 여정을 즐겨야 한다.

Looking at World Upside-Down



Source: Morningstar Investment Management. For illustrative purposes only.

Sight #3. 주목해야하는 글로벌 자산시장 TREND

자동화, 세계화, 산업간 집중 현상(플랫폼화)에 따라 일부 글로벌 대기업들의 수요 독점 현상은 승자독식 구조를 만들었다. 18개월마다 반도체의 성능이 2배로 향상된다는 무어의 법칙은 지역적 경계를 초월하여 글로벌 경제 전반에 걸쳐 기하급수적인 기술의 진보를 증명하고 있으며, 각국 중앙은행은 제로금리 즉, 이자 부담 없는 유동성을 끊임없이 공급하며 경기를 부양할 수 있게 됐다.

승자독식

Winner Takes All



기하급수 성장

Exponential Growth



고 유동성

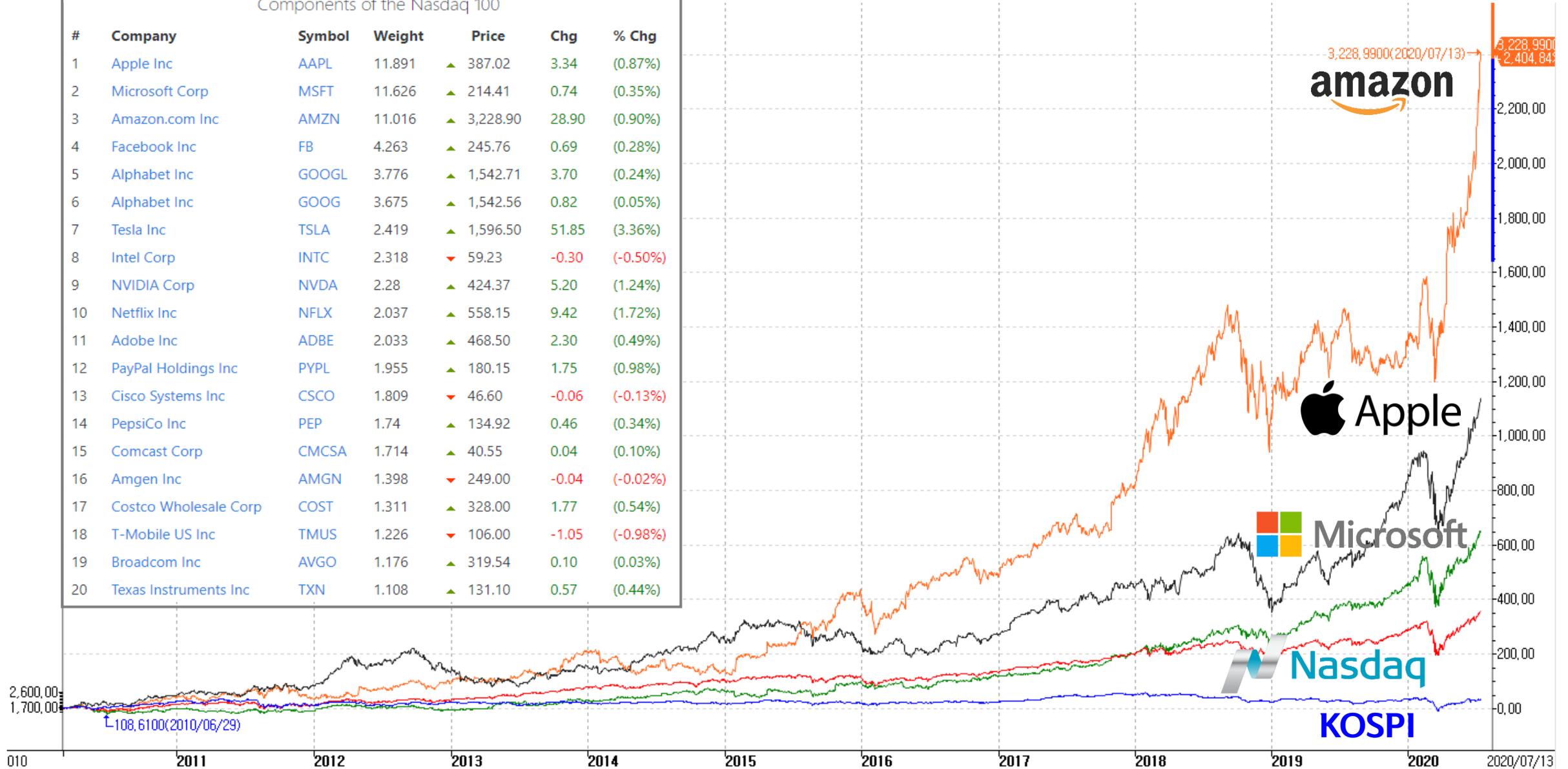
High Liquidity



Sight #3. 주목해야하는 글로벌 자산시장 TREND

Components of the Nasdaq 100

#	Company	Symbol	Weight	Price	Chg	% Chg
1	Apple Inc	AAPL	11.891	387.02	3.34	(0.87%)
2	Microsoft Corp	MSFT	11.626	214.41	0.74	(0.35%)
3	Amazon.com Inc	AMZN	11.016	3,228.90	28.90	(0.90%)
4	Facebook Inc	FB	4.263	245.76	0.69	(0.28%)
5	Alphabet Inc	GOOGL	3.776	1,542.71	3.70	(0.24%)
6	Alphabet Inc	GOOG	3.675	1,542.56	0.82	(0.05%)
7	Tesla Inc	TSLA	2.419	1,596.50	51.85	(3.36%)
8	Intel Corp	INTC	2.318	59.23	-0.30	(-0.50%)
9	NVIDIA Corp	NVDA	2.28	424.37	5.20	(1.24%)
10	Netflix Inc	NFLX	2.037	558.15	9.42	(1.72%)
11	Adobe Inc	ADBE	2.033	468.50	2.30	(0.49%)
12	PayPal Holdings Inc	PYPL	1.955	180.15	1.75	(0.98%)
13	Cisco Systems Inc	CSCO	1.809	46.60	-0.06	(-0.13%)
14	PepsiCo Inc	PEP	1.74	134.92	0.46	(0.34%)
15	Comcast Corp	CMCSA	1.714	40.55	0.04	(0.10%)
16	Amgen Inc	AMGN	1.398	249.00	-0.04	(-0.02%)
17	Costco Wholesale Corp	COST	1.311	328.00	1.77	(0.54%)
18	T-Mobile US Inc	TMUS	1.226	106.00	-1.05	(-0.98%)
19	Broadcom Inc	AVGO	1.176	319.54	0.10	(0.03%)
20	Texas Instruments Inc	TXN	1.108	131.10	0.57	(0.44%)



투자 컨셉 #1. 워렌버핏의 경제적 해자 [Economic Moat]

1999년 워렌버핏의 <포춘fortune> 인터뷰 中



A key to Warren Buffett's investing strategy

"The key to investing is not assessing how much an industry is going to affect society, or how much it will grow, but rather determining the competitive advantage of any given company and, above all, the durability of that advantage. The products or services that **have wide, sustainable moats** around them are the ones that deliver rewards to investors."

Warren Buffett
- Interview with Fortune, 1999

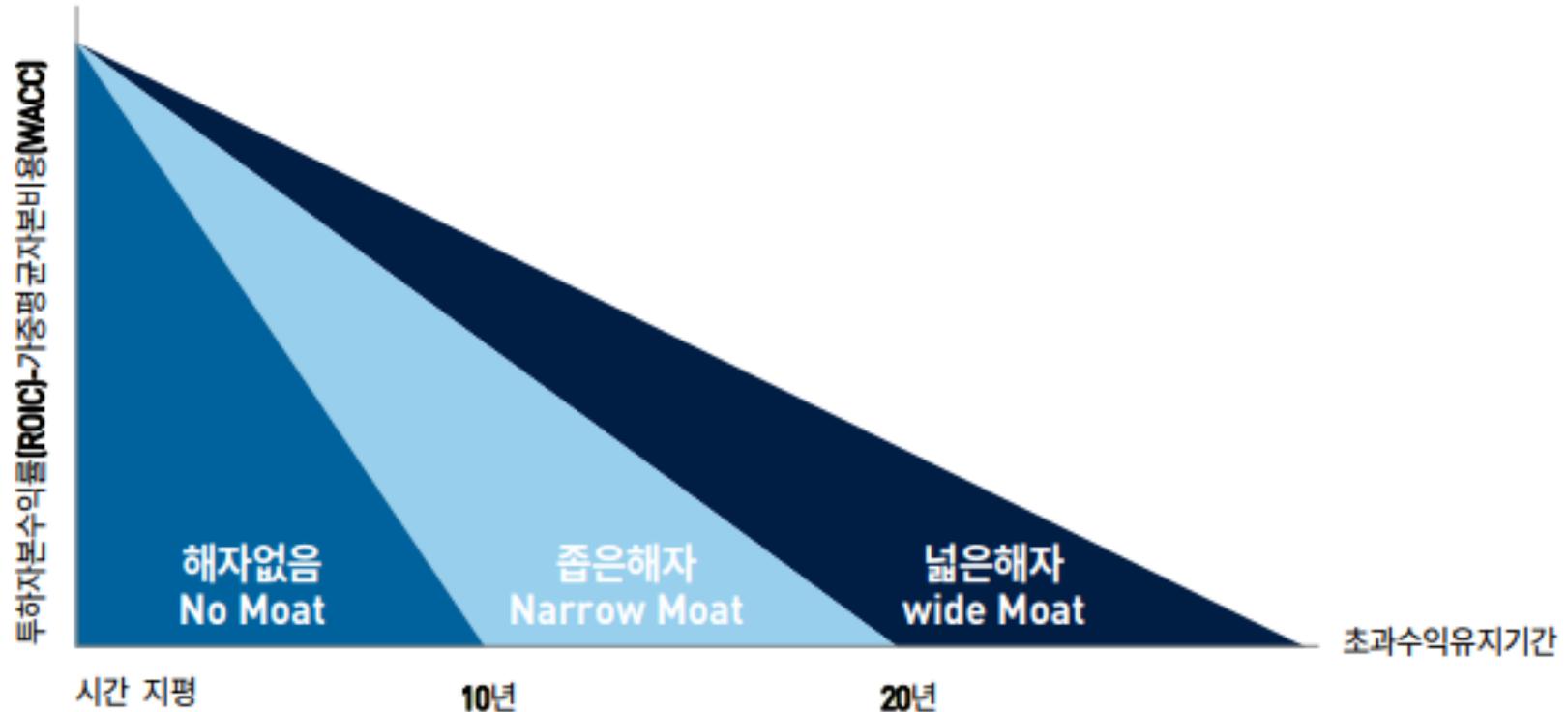
전설적인 투자자 워렌버핏(Warren Buffett)은 어떤 기업이 훌륭한 기업인가? 그리고 기업의 잠재수익률을 극대화 할 수 있는 최적의 매수시점은 언제인가에 대하여, 본인 투자철학의 근간인 <Economic Moat>를 들어 아래와 같이 설명하였다.

“투자의 관건은 해당 기업의 경쟁 우위, 무엇보다도 그 경쟁우위의 지속 가능성을 판단하는데 있다. **폭넓고 지속 가능한 해자(Moat)**를 가진 제품이나 서비스는 투자자에게 보다 큰 보상을 가져다 준다”



투자 컨셉 #1. 워렌버핏의 경제적 해자 [Economic Moat]

지속 가능한 기업경쟁력으로, 향후 20년 이상 가치 창출을 지속할 수 있는 경쟁우위를 지닌 기업을 의미
초과수익이 얼마만큼 장기 지속될 수 있는지를 통해 기업의 내재가치 확인



투자 컨셉 #1. 워렌버핏의 경제적 해자 [Economic Moat]

기업의 지속 가능한 경쟁우위를 가능하게 하는 경제적 해자의 5대 원천을 토대로
Wide(넓은해자), Narrow(좁은해자), None(해자없음)으로 분류

해자 평가 5요인

무형자산
(Intangible Asset)

전환비용
(Switching Cost)

네트워크효과
(Network Effect)

비용우위
(Cost Advantage)

효율적 규모
(Efficient Scale)

해자 분류



Wide
(넓은해자)



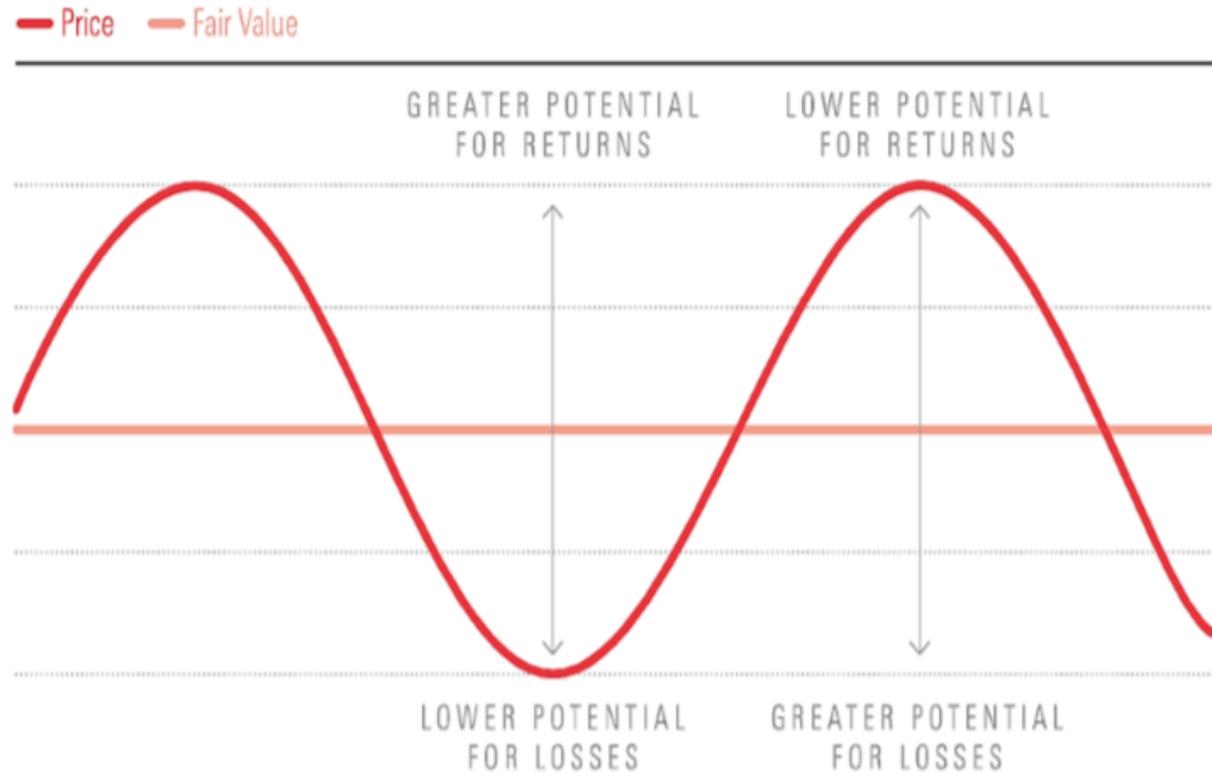
Narrow
(좁은해자)



None
(해자없음)

투자 컨셉 #2. 벤자민 그레이엄의 안전마진 [Margin of Safety]

가치투자 철학의 핵심 키워드, 원금 손실의 가능성을 최소화 하면서 얻을 수 있는 수익을 의미. 아무리 긴 시간 독점적 경쟁 우위를 지속할 수 있는 기업이라도 기업의 내재가치 보다 비싸게 사면 수익률이 개선되는데 상당한 시간이 필요하게 된다. 결국 싸게 사는 것이 가장 중요하다.



Source: Morningstar Investment Management. For illustrative purposes only.

참고자료. 해자 요인과 지속 기간에 따른 기업 분류 예

Moat rating	무형 자산	전환 비용	네트워크 효과	비용 우위	효율적 규모
 <p>Wide</p>	<p>Walt Disney</p> <p>애니메이션, 영화제작 및 배급, 테마파크 등 글로벌 최대규모의 브랜드 인지도를 보유, 브랜드 자체가 자산임</p>	<p>Microsoft</p> <p>가격경쟁에 뛰어들지 않고도 기존 유저 기반을 유지할 수 있게 해주는 윈도우 플랫폼 우위 독점</p>	<p>Amazon</p> <p>구매자, 판매자, 협력자간 다양하고 복잡한 연결 관계를 형성하며 거대한 플랫폼 선정</p>	<p>Starbucks</p> <p>압도적인 글로벌 1위 커피 전문점으로 평균가격이 높음에도 불구하고 소비자들은 브랜드를 구매</p>	<p>Comcast</p> <p>미국의 최대 케이블 사업자로 막대한 규모와 자본력으로 까다로운 시장의 견고한 진입장벽을 구축</p>
 <p>Narrow</p>	<p>Adidas</p> <p>운동화 제조분야에서 강력하고 인지도가 탁월한 브랜드를 보유</p>	<p>Workday</p> <p>최초 상품 설정으로 전환 비용이 발생하였지만 여전히 대량의 상품을 성공적으로 통합해야 함</p>	<p>United Health</p> <p>상당한 규모의 회원과 견실한 제공자 네트워크 덕분에 이 회사는 고정 비용을 조정할 수 있음</p>	<p>FedEx</p> <p>고정 비용이 높은 항공 특송 분야가 여전히 수익의 많은 부분 차지</p>	<p>Southern Company</p> <p>유틸리티는 자연스럽게 지리적인 독점 지위를 갖게 되나 규제가 수익을 제한</p>
 <p>None</p>	<p>United Continental</p> <p>인지도가 높다고 해서 충분한 가격 결정력을 갖추는 것은 아님</p>	<p>Macy's</p> <p>소비자들은 수많은 소매업체 중에서 쉽게 고르고 선택</p>	<p>Deutsche Telekom</p> <p>그 규모에도 불구하고, 도이치텔레콤은 자본 비용을 초과하는 수익을 창출 하지 못함</p>	<p>Alcoa</p> <p>낮은 비용의 알루미늄 원광 자원은 산업 공급 과잉을 상계할 수 없음</p>	<p>Sprint</p> <p>AT&T와 Verizon에 비해 작은 규모로 인해 경제적 수익을 올릴 수 없음</p>

투자 컨셉 #3. 기하급수 성장과 승자독식

인류 문명을 창조해 나가는 혁신 기술의 진보는 기하급수적으로 성장하고 있으며, 세상을 바꾸는 혁신적인 기술에 일찍 투자하는 것은 막대한 부를 축적 할 수 있는 기회가 됩니다.

광범위한 디지털, 바이오, 물리학의 융복합 트렌드 즉 4차산업혁명을 선도하는 기업 투자가 필요.



[기하급수 성장 핵심 테마]



[기하급수 성장 기업에의 투자]

투자 컨셉 #3. 기하급수 성장과 승자독식 기업 분류

Big Data & Analytics
(빅데이터 및 분석)



Nanotechnology
(나노기술)



Networks & Computer Systems
(네트워크 및 컴퓨터 시스템)



Energy & Environmental Systems
(에너지 및 환경 시스템)



Medicine & Neuroscience
(의학 및 신경과학)



Robotics
(로봇공학)



3D Printing
(3D 프린팅)



Bioinformatics
(생물정보학)



Financial Services Innovation
(금융서비스 혁신)



투자 컨셉 #4. 동일가중 투자전략

동일가중 투자전략 활용해 장기 성장 트렌드 추종하며, 최근 급 반등으로 인한 개별 종목 리스크 제어

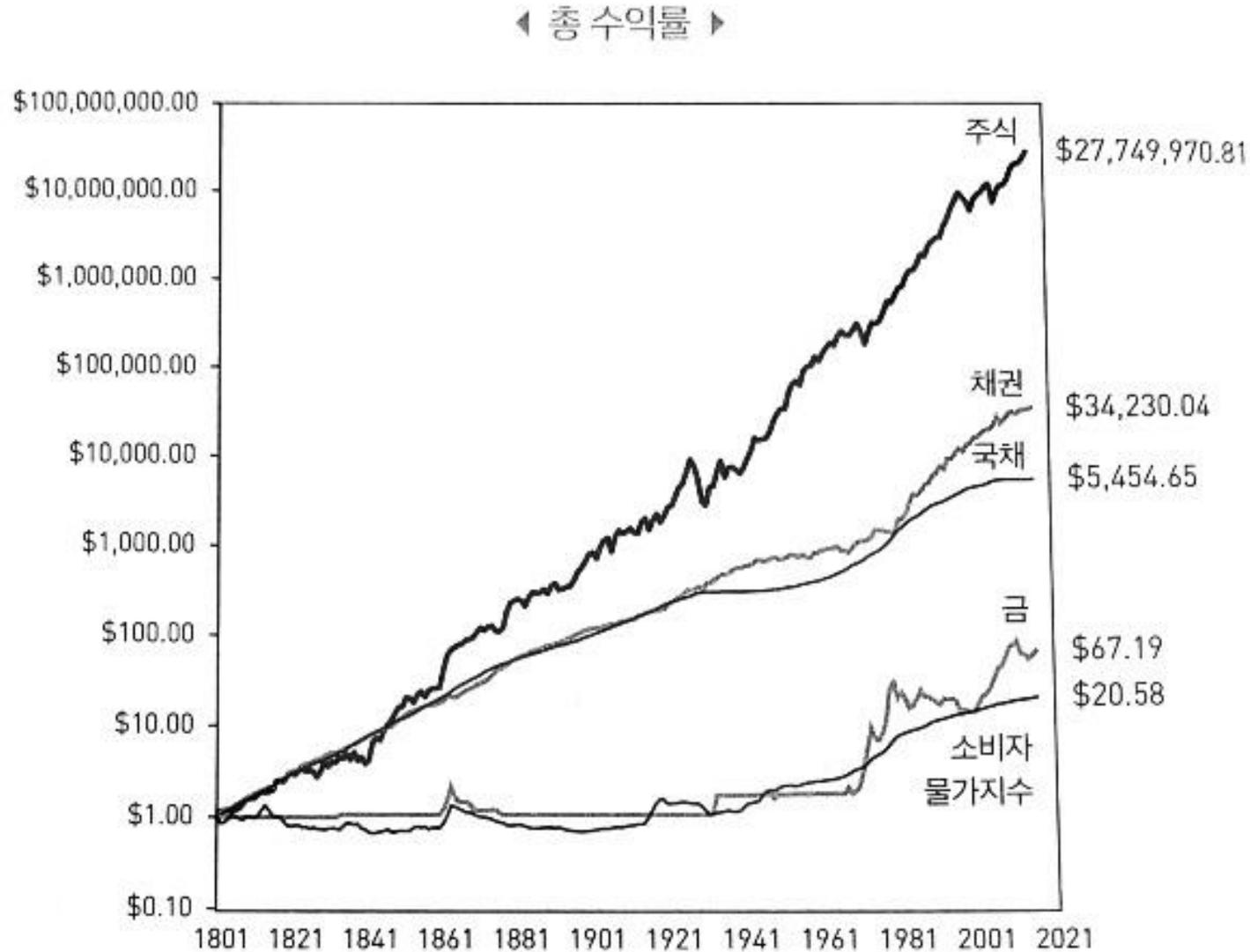
시가총액 가중 방식 (Market Cap Weighted)



동일가중 방식 (Equal Weighted)



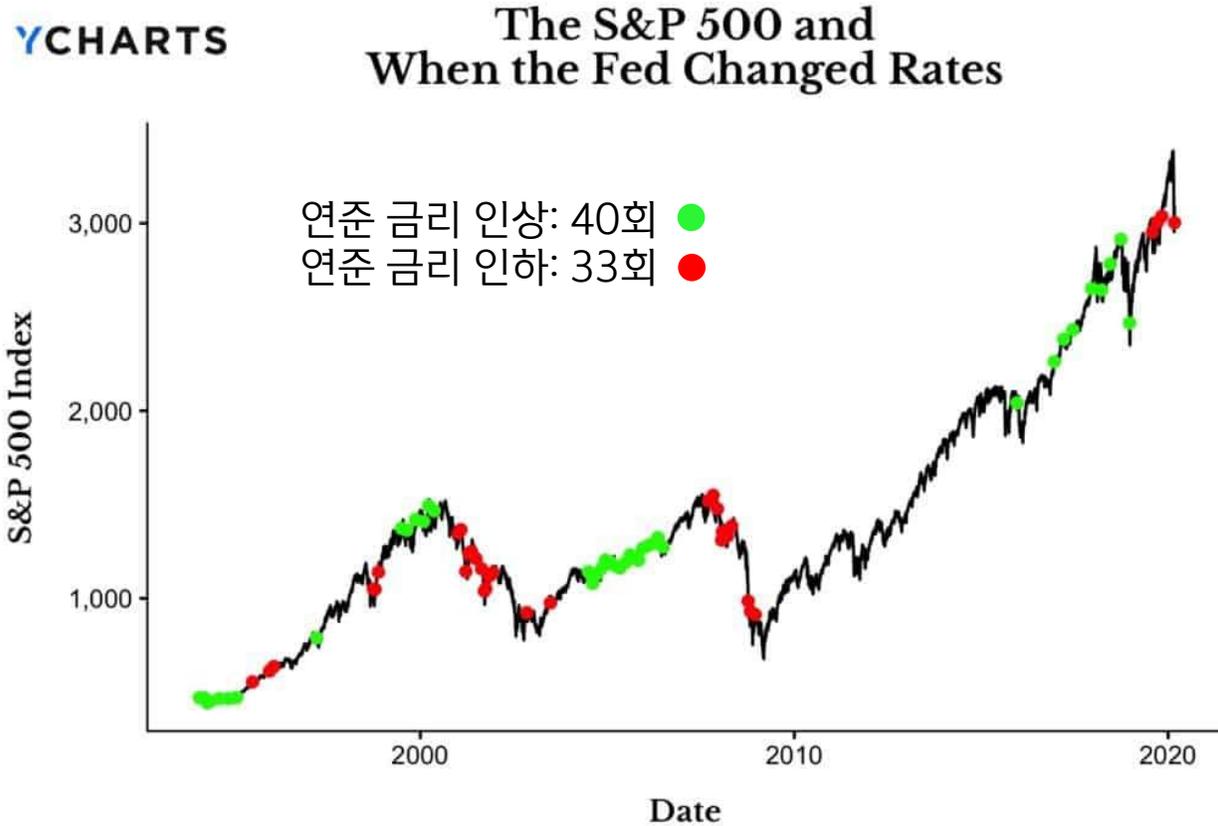
투자 컨셉 #5. 투자 수익은 성장과 시간의 함수



출처: 시겔 Siegel, 『주식에 장기투자하라 Stocks for the Long Run』 5판.

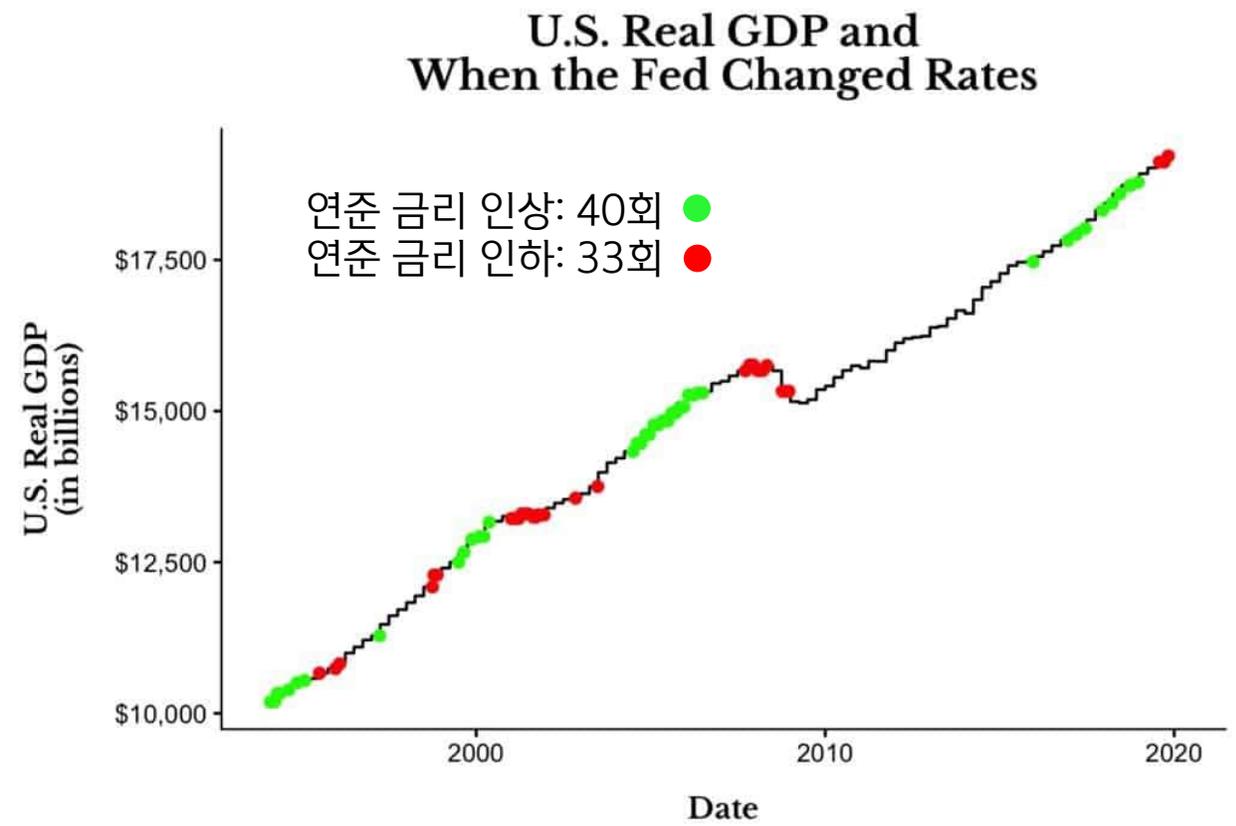
투자 컨셉 #5. 투자 수익은 성장과 시간의 함수

연준의 기준금리 인상/인하 이후의 미국 S&P500 지수 변화



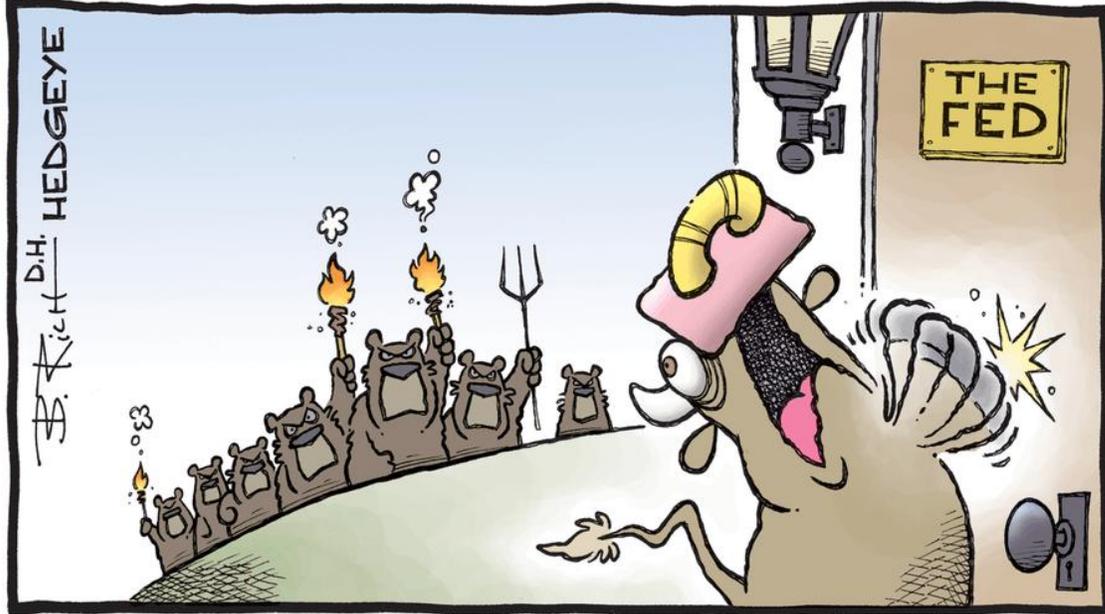
Source: YCharts, 1994-2020 (OfDollarsAndData.com)
Note: Red dots correspond to decreases in the federal funds rate while green dots correspond to increases in the federal funds rate. There were 73 changes to the federal funds rate since 1994.

연준의 기준금리 인상/인하 이후의 미국 실질 GDP 변화



Source: FRED, 1994-2019 (OfDollarsAndData.com)
Note: Red dots correspond to decreases in the federal funds rate while green dots correspond to increases in the federal funds rate. There were 73 changes to the federal funds rate since 1994.

또 다시 찾아온 곰(약세장)의 습격, 황소(강세장)는 다급히 연준을 찾는데..



변동성이 상수가 된 시장에서 살아남는 투자자의 다짐

1. 투자 하자마자 즉시 손실을 기본 시나리오로 한다.
즉, 기다림에 대한 보상이 확실한 투자가 중요하다.
2. 하루하루 시장이 오를지 내릴지에 에너지 뺏기지 말자
짧게 볼 수록 어려워지고, 길게 볼 수록 쉬워진다.
3. 손실 회복도 시장에 머물러 있어야 가능하다.
경기나 시장이나 분명 사이클은 있다. 시간이 답이다.
4. 스스로를 못 믿겠으면, 못 믿는 만큼 분산하자.
선진국 주식과 채권, 골드와 달러면 충분하다.
5. 과거를 설명할 뿐인, 수 많은 시황과 언론에서 자유로워 지자
전문가들의 그럴싸한 언변을 경계하고, 감정의 치우침에서 균형을 갖자

2020년 하반기 자산 유형별 포트폴리오 전략

[자산 유형]	[포트폴리오 전략]	[전략 판단]
1. 정기예금 등 현금성 자산	<ul style="list-style-type: none"> ① 장기 → 단기 ② 6개월 정기예금 ③ 3개월 우량 전단채 (A1 이상) 	<p>강력한 재정정책은 국채 발행을 수반 하며, 현재 금리 시장은 추후 공급량 확대 예상한 가격 반영 중 추후 장기채 가격하락(금리인상) 지속 가능성 있음</p> <p>판단 근거: 장단기금리차 확대 가능성 상승</p>
2. 채권	<ul style="list-style-type: none"> ① 장기 → 단기 ② 회사채 → 국채 ③ 신흥국 → 선진국 	<p>위 금리 환경에 따른 짧은 듀레이션 전략 경기 둔화 및 실물경기 타격으로 주요기업 및 국가 신용 등급 하향에 따른 조달비용 및 디폴트 리스크 증가</p> <p>판단 근거: 실업률 및 기업 재무 악화 가능성</p>
3. 주식	<ul style="list-style-type: none"> ① 비중 축소 (수익 실현) ② 신흥국 → 선진국 → 미국 ③ 성장성 → 안정성 	<p>급락 후 1차 베어 마켓 랠리 종료 가능성. 향후 단기 유동성 리스크 대응 가능한 선진국 우량 기업 선별 필요하며 미국 최우선 포트폴리오 구축</p> <p>포인트: 넓은 해자 보유, 기하급수 성장 기술 활용 기업</p>
4. 달러(USD)	<ul style="list-style-type: none"> ① 달러 유동성 확보 ② 달러 금융자산 확대 	<p>단기 리스크 회피로 달러 선호 지속 예상되나 대규모 양적 완화로 인한 장기 하단 지지 가능</p>
5. 금(Gold)	<ul style="list-style-type: none"> ① 골드바 및 ETF 	<p>무제한 통화 공급으로 인한 화폐가치 하락 방어 필요</p>

주요 자산별/지역별 장기 전망 [2년 이상]

▣ 글로벌 자산시장에 대한 2년 이상 장기적 관점에서의 개인적 견해를 다섯 단계로 환산해서 표기했습니다.

● 낮음 ● 조금 낮음 ● 중간 ● 조금 높음 ● 높음

Asset Class	지역	Key Concept
주식 Equity	미국	● 제1 기축 통화국가로 상대적으로 견고한 경제와 정책 여력, 금번 코로나 이후 급 반등으로 가격 부담 생겼으나 장기적 관점 최선호
	유럽	● 유로존의 근본적인 문제로 ECB 통화정책 및 재정정책의 즉각적 대응 어려우나, 유로존 존속을 위한 부양책으로 정상화 가능할 것
	일본	● 구조적 저물가와 장기적 저성장, BOJ 자산시장 직접부양 효율성 감소에 따른 부담 점차 증가
	중국	● 성장을 둔화되고 있으나 높은 인플레이 부담으로 적극적 통화/재정정책 제약, 향후 금융시장 개방 등 투자자에게 새로운 기회
	한국	● 무역분쟁 격화 지연 등 반도체 위주 산업구조 우호적이나, 높은 대외 의존도와 산업 쏠림, 금융시장의 규제 강화는 상대 매력도 하향
채권 Fixed Income	미국 국채	● 정책금리 0% 도달로 추가 금리인하 등 자본수익 기대 제한. 대규모 재정 부양정책으로 인한 인플레이션 가능성 등 매력도 하락
	미국 투자등급	● 금번 코로나 이슈로 인한 급격한 가격 하락은 우량 투자등급 회사채에 대한 장기적 관점의 진입 기회
	하이일드	● 유가 하락과, 코로나발 단기 가격 조정은 향후 경기회복과 저금리 환경 가정 시 장기적 관점의 하이일드 진입 기회이나 요주의 필요
	신흥국 국채	● 선진국 대비 상대적으로 높은 금리환경과 가격 조정은 향후 자본 차익 등의 투자기회 제공하나 높은 개별국가 리스크에 유의
원자재 Commodity	원유	● 극단적인 저유가 상황은 벗어났으나 전기차 등 친환경 이슈와 셰일 공급량 확대는 여전히 가격 하방 리스크 요인
	골드	● 중앙은행의 무제한 양적완화는 화폐가치 하락 방어를 위한 포트폴리오내 골드 편입의 당위성 증가, 저금리 환경 유지시 머스트 투자
	구리	● 단기적으로 글로벌 공급 회복 확인 필요하나, 향후 실물경기 회복을 이끄는 첨병. Dr.Copper
부동산 REITs	미국	● 향후 미국의 경기 회복 가능성과 저금리 환경은 US 리츠 시장에 긍정적이나 추후 인플레이션이나 언택 트렌드 확장은 요주의 사항
	일본	● 마이너스 금리환경으로 급격히 상승한 부동산 가격. 가격 받쳐주는 경제 성장은 저조
	한국	● 정부정책 부동산 간접투자 제2의 도약 가능, 그러나 시중 유동성 해소하기에 작은 규모로 자금 쏠림에 유의 필요
통화 Currency	USD INDEX	● '당장은 그래도 제일 나은 달러' 하지만 극단적 통화 확장으로 인한 가치하락과 위험선호 사이의 다소 좁은 박스권 예상
	EUR	● 유로존 경기 하방압력에 따른 적극적인 통화정책은 제1기축 통화인 달러대비 유로화 약세 환경 유발할 가능성
	KRW	● 향후 글로벌 경기회복시 반도체 산업기반 높은 시장베타, 중국 금융시장 개방은 위안화 프록시 통화의 원화 약세 회복 가능