



Strategist
이효석, CFA
hslee@sks.co.kr
02-3773-9956

前헤지펀드 매니저가 드리는 조언

예측이 아니라, 대응의 영역이다. 지금과 같은 시장 상황에서는 딱 맞는 말이지만, 안타깝게도 어떻게 대응해야 되는 지에 대해 조언할 수 있는 사람은 많지 않다. 결국 각자의 책임이라는 건데, 어떻게 보면 무책임해 보일 수도 있는 말이다. 그래서 오늘은 숫자와 팩트에 기반한 코멘트를 할 수밖에 없는 애널리스트의 한계를 잠시 내려 놓고, 前헤지펀드 매니저로서 경험에 기반한 조언을 드리고자 한다. 이렇게 하는 것이 조금이라도 더 책임감 있고 현실성 있는 조언이라고 판단하기 때문이다.

시장은 옳다

코로나 19의 영향력이 전세계로 확대되는 상황에서 OPEC+ 감산 합의 실패로 유가마저 급락하면서 전주 주식시장은 패닉에 빠졌다. 하지만, 주말 동안 트럼프가 코로나 19 국가비상사태 선포하며, 미국 증시가 급등했다. 이처럼 금융시장의 변동성이 확대되는 국면에서는 '시장이 옳다'는 말의 의미 자체를 다시 생각해볼 필요가 있다. 시장이 옳다는 말은 미래를 정확하게 예측한다는 의미가 아니다. 2018년 대북주를 생각해 보면, 당시 1~2달 만에 주가는 2~3배 상승했지만, 결국 우리가 바라는 세상은 오지 않았다. 반면, 시장은 늘 당시 시장 참여자들의 생각이 정확하게 반영한다. 당시 대북주는 당장이라도 통일이 될 것 같다고 생각했던 국민들의 기대를 정확하게 반영했던 것이다. 지금 상황에도 마찬가지다. 시장 참가자들의 생각을 정확히 반영한다는 측면에서는 시장이 옳지만, 미래를 예측한다는 측면에서는 시장이 틀릴 수도 있다. 주식시장이 패닉에 빠졌던 것은 인류가 경기침체와 위기를 심각하게 걱정하고 있다는 사실은 정확하게 반영하고 있지만, 실제로는 위기가 오지 않을 수도 있다는 것이다. 그래서 지금 우리는 '준위기 상황임을 인정하고, 약한 고리를 찾아야 한다.'

약한 고리에서 찾는 아이디어

최근 금융시장을 패닉으로 이끈 주범은 코로나 19와 유가 급락이다. 올해 초 순환적 경기회복에 대한 기대 때문에 일부에서 인플레이션을 기대했지만, 코로나 19로 인한 수요 둔화 우려로 인플레이션에 대한 걱정은 완전히 사라졌다. 오히려 유가가 급락한 이후, 디플레이션에 대한 우려가 커지고 있다. 금주 FOMC에서는 제로금리가 당연시되고 있으며, CP 매입도 가능하다는 언론보도도 나오고 있다. 저금리는 이제 변수가 아닌 상수이다. 한편, 유가는 이미 급락했지만, 수요/공급 상황을 고려한다면, 당분간 저유가가 지속될 가능성이 높다. 미국의 전략비축유 매입이 유가의 방향을 바꾸진 못할 것이다. 시장은 저유가의 지속이라는 게임에서 미국, 러시아, 사우디 중 누가 승자가 될지를 궁금해하지만, 의외의 주인공은 약한 고리(ex. 브라질, 인도네시아 등 신흥국)가 될 수도 있다. 저유가 지속은 Short OLD(시크리컬 업종 및 신흥국)의 핵심 근거가 되어 줄 것이다. 또한 코로나 19는 여행 수요 감소로 이어져 남유럽 국가들의 상당한 피해가 예상된다. 이는 유로화 약세 및 달러 강세 압력이 지속될 것이라는 것을 의미하며, 이는 역설적으로 미국의 더 강력한 완화정책이 나올 수 있다는 이유(Buffer)가 되면서 Long NEW(무형자산, US)의 근거가 되어 줄 것이다.

변동성과 유동성

금융시장의 변동성이 확대되면서 투자자들의 스트레스 지수가 크게 증가하고 있다. 단순히 시장이 크게 하락했다는 것보다 변동성이 커지고 있기 때문인데, 변동성이 커지는 이유는 크게 세가지다. **첫째, 변동성과 유동성의 상호작용** 때문이다. 유동성이란 충분히 “큰 규모의 자산을 빨리 사거나, 팔려고 할 때 드는 비용”을 의미한다. 일반적으로 변동성이 커질수록 유동성이 줄어드는데, 가격이 급등락하게 되면 원하는 호가에 물량이 남아있는 현상이 생기고 ‘유동성이 마른다’는 표현을 쓴다. 최근 NY 연준의 자료에서 '18년 2월과 12월 시장의 급등락 과정에서 변동성(VIX)보다 비유동성 지수(illiquidity index)이 훨씬 더 커지는 현상을 소개했다. 즉, 변동성이 커지면, 유동성이 사라지는데, 이는 다시 변동성을 키우는 역할을 하게 된다는 것이다. **둘째, 레퍼런스가 없다는 점 때문이다.** 워낙 빠른 주가 하락/상승으로 투자자들 사이에서 익숙하지 않은 가격에 혼란스러워하는 경우가 많은데, 이러한 상황 자체가 변동성을 키운다. **셋째, 공매도(Short) 플레이어들도 변동성을 키운다.** 이는 前헤지펀드 매니저의 실수담에 대한 이야기다. 일반적으로 악재가 터지고 주가가 급락할 때 숏(short) 포지션을 구축하기 위한 주문을 낼 경우, uptick rule 때문에 장중 최저가에 체결되는 경우가 많다. 이는 가장 불리한 가격에 구축된 포지션이 되는데, 때문에 주가가 이유 없이 상승하더라도 다시 숏커버(short cover)할 수밖에 없는 상황이 되어 다시 주가를 상승시키는 요인으로 작용한다. 변동성 확대 요인이다.

공매도 금지가 가져올 변화

3/14 일, 장마감 이후 금융위에서 공매도를 한시적으로 금지하였다. 과거 두차례의 공매도 금지 조치가 나왔던 2008년 10월과 2011년 8월의 사례를 보면, 실제 지수 방어 효과는 크지 않았다는 것을 알 수 있다. 공매도 금지 조치 자체보다는 시장의 환경이 더 중요했다는 것을 의미한다. 하지만, 종목/업종별로 미치는 영향은 다르다. 우선 헤지펀드 입장에서 생각해보자. 기존의 숏 포지션을 풀어야 하는 것은 아니지만, 신규로 숏 포지션을 구축할 수 없기 때문에 운용전략의 수정이 불가피하다. 첫째, 한번 숏 포지션을 정리하면, 6개월 동안 다시 포지션을 잡을 수 없기 때문에 컨빅션이 있는 숏포지션 같은 경우에는 가급적 유지하고 싶어할 것이다. 둘째, 컨빅션 숏 포지션을 제외하고 알파(alpha) 숏 포지션은 시간을 두고 정리될 가능성이 높고, 대부분 베타(beta)숏으로 전환될 것이다. 제도 변화를 활용한 투자 아이디어는 단기적이기 때문에 추천하진 않지만, 아이디어 관점에서 활용할 수 있는 방법을 두가지만 소개하겠다.

핵심은 숏포지션을 보유하고 있는 헤지펀드 매니저 입장에서 공포감을 느낄 수 있는 종목에 초점이 맞춰져야 한다는 것이다. **첫째, 시장에서 적정 valuation에 대한 합의가 없는 종목/업종에서 찾는 것이 필요하다.** 제약/바이오 업종이 대표적이며, 최근 시장이 낙폭이 컸던 구간에서 공매도 비중이 늘어난 종목 중에서 낙폭이 큰 종목을 찾는 것이 방법이 될 것이다. **둘째, 펀더멘탈이 살아 있는 업종(ex. IT, 인터넷 등)의 경우, 밸류에이션 밴드 하단에 있는 종목이라면,** 주가가 오르더라도 반대할 명분이 없기 때문에 좋은 선택이 될 수는 있다. 앞서 언급한 것처럼 만약 숏커버가 진행된다면, 이후에는 원래 자리로 금방 돌아올 수 있기 때문에 단기적인 전략이 될 수밖에 없다는 점은 다시 한번 강조한다.

대응의 목적은 생존

지난 한 주, 시장이 급락하는 동안 투자자들의 피로도도 매우 높았을 것이다. 금주에는 미국의 국가비상사태 선언과 FOMC 회의를 앞두고 있기 때문에 시장이 위로 변동성이 커질 가능성도 있다. **경험적으로 급락한 이후, 반등하는 구간이 시장의 난이도가 가장 높은 구간이다.** 이유는 펀더멘탈이라는 논리가 아니라, 낙폭과대와 수급이라는 예측 불가능한 요인에 따라 움직이기 때문이다. 따라서 이 구간에서는 불필요한 베팅보다는 진정된 이후를 생각한 대응이 필요하다. 대응의 목적은 “**생존**”이 되어야 한다. 평소 가지고 있던 가치와 철학을 지키기 위한 것을 목표로 대응해야 한다.

Compliance Notice

- 작성자(이효석)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 본 보고서의 발간시점에 해당종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계(6 개월 기준) 15%이상→ 매수 / 15%~15%→ 중립 / -15%미만→ 매도