

국민을 먼저 생각합니다

2015. 5. 6  
(15-35호)

# KB 지식 비타민

: 스마트베타 전략의 이해와 활용

- 스마트베타의 개념과 성장 배경
- 스마트베타를 활용한 금융상품 투자 동향
- 시장 전망과 시사점

 KB금융지주 경영연구소

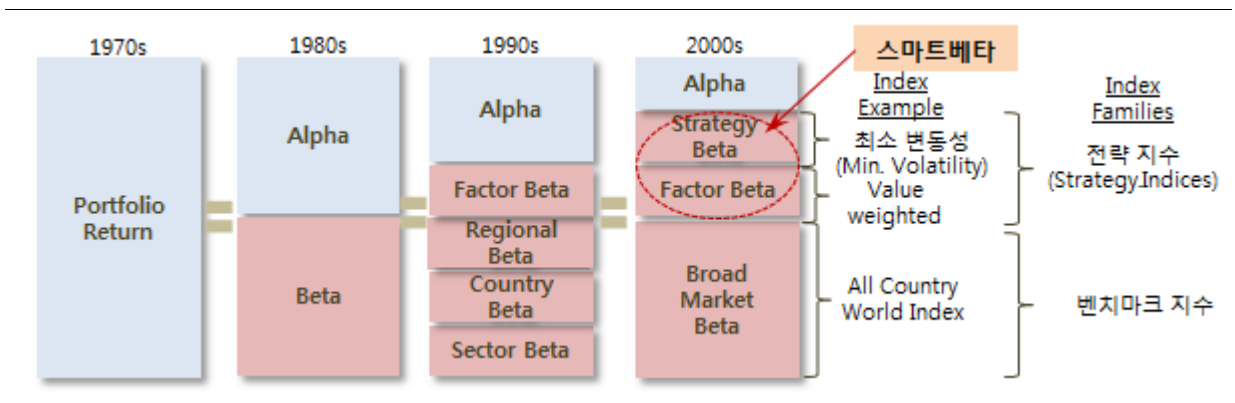
[www.kbfg.com/kbresearch](http://www.kbfg.com/kbresearch)

스마트베타는 전통적 인덱스와 달리 비가격적 요소를 가중치로 활용해 지수를 구성하고 추종함으로써 보다 나은 위험대비 수익률을 창출하고자 하는 전략. 최근 액티브 운용에 대한 투자자들의 불신 심화와 위험관리에 대한 관심 증가로 활용도가 점차 증가. 포트폴리오의 위험조정수익률을 제고하기 위해서는 특정 전략에 대한 의존보다는 경기 순환에 따른 자산배분 전략이 필요

■ 스마트베타의 개념과 성장 배경

- 스마트베타는 시가총액으로 가중한 전통적 인덱스나 포트폴리오 대신 기업의 내재가치나 배당수익률, 변동성 등 비가격적 요소를 가중치로 활용해 지수를 구성하고 추종함으로써 보다 나은 위험대비 수익률을 창출하고자 하는 전략
  - 시장의 비효율성을 가정해 시장에서 초과수익 기회를 얻을 수 있다는 전통적인 액티브 자산운용과 인덱스의 수익률을 복제하는 패시브 자산운용의 중간적 성격
    - 즉, 기존 시총가중 지수에 비해 초과수익률(alpha)을 추구한다는 측면에서는 액티브 전략과 유사하나, 특정 원칙을 기반으로(rule-based) 인덱스를 구성해 예측과 판단이 필요치 않고 투명성이 보장된다는 점에서 패시브 전략과 유사
    - 엄격한 정의가 어려우며 보통 패시브 전략으로 분류하나 해외에서 일부 기관투자자들은 ‘Alternative Beta’<sup>1</sup>등으로 명명하며 액티브 투자로 간주하기도 함

[그림 1] 포트폴리오 수익률의 구성



자료: MSCI, Allianz

- 자산운용의 성과는 시장 베타<sup>2</sup>, 알파(펀더멘털 분석과 종목 선정에 의해 창출), 스마트베타(잘 알려진 시장 이상현상(anomalies) 활용)의 세 파트로 분해 가능
  - 스마트베타는 요인베타(가치, 성장, 소형주 등)와 전략베타(최소분산(variance), 펀더멘털 인덱싱, 최대분산(diversification) 등)로 분류 가능

<sup>1</sup> Alternative Indexing, Advanced Beta, Strategy Beta 등으로도 알려져 있음

<sup>2</sup> 베타는 시장지수에 대한 민감도를 의미(“Buying the market”, “Passive, long-only exposure to a particular segment”)



- 스마트베타 지수는 어느 정도 체계적으로 그 존재 여부를 확인할 수 있는 특정 위험 요인에 대한 프리미엄(specific premium)을 구현할 수 있도록 설계

[표 1] 주요 스마트베타 지수의 특성과 예

분류	주요 특성	대표지수
펀더멘털 가중방식	장부가치, 매출액, 배당금, 현금흐름 등 기업의 펀더멘털 지표를 종합적으로 고려하여 구성종목의 비중 결정	- MSCI Value Weighted Index - RAFI Fundamental Index - FnGuide-RAFI Korea200 - MSCI High Dividend Index
요인(Factor) 가중방식	리스크 요인(factor), 즉 규모, 가치, 모멘텀 등에 따라 지수 구성비 결정	- MSCI Value Index - MSCI Growth Index - FnGuide 모멘텀 지수
동일 가중방식	인덱스 내 편입종목들의 비중을 동일하게 설정	- MSCI Equal Weighted Index - KOSPI200동일가중지수
위험 가중방식	포트폴리오 내 포함된 개별주식들의 표준편차를 이용하여 인덱스 구성(위험가중, 동일위험 기여, 분산 최소화 전략, 다각화(Diversification) 전략 등)	- MSCI Minimum Volatility Index - KOSPI200 저변동성지수 - FnGuide Low Vol 지수

- 선행연구들은 다양한 스마트베타 지수의 구성이 장기적으로 기존 시가총액 가중방식보다 우월하며, 위험조정 성과 측면에서 더 나은 결과를 거둘 수 있음을 보고<sup>3</sup>

[표 2] 스마트베타 전략의 성과 비교

구분	시총지수	펀더멘털	최대 분산	최소 분산	동일위험가중	동일가중
지수	FTSE	FTSE RAFI <sup>3)</sup>	FTSE TOBAM Max Diversification	FTSE Global Min. Volatility	MSCI Risk Weight	MSCI Equal Weight
총수익률	169.6%	234.7%	312.8%	267.4%	207.7%	242.9%
연 수익률	9.2%	11.3%(+2.1%)	13.4%(+4.2%)	12.3%(+3.0%)	10.5%(+1.3%)	11.6%(+2.4%)
변동성	14.50%	16.97%	14.04%	12.18%	13.87%	17.47%
샤프비율 <sup>1)</sup>	0.51	0.56	0.82	0.85	0.62	0.56
트래킹에러 <sup>2)</sup>		2.40%	2.67%	2.37%	1.63%	2.48%

주: 2002.10월부터 2013.12월까지 각 지수의 월별수익률로 추정

- 1) 단위 위험당 초과수익(실현수익-무위험수익)
- 2) 벤치마크와 동일한 움직임을 나타내도록 구성된 포트폴리오의 움직임이 실제 벤치마크와 일치하지 않아 발생하는 지수추적오차를 의미
- 3) 2005년 Research Affiliates에서 개발한 지수로 구성 종목들의 장부가치, 배당금, 매출액 및 현금흐름에 따라 비중 조절

자료: "SMART BETA INVESTING", Clear Path Analysis(2014.2)

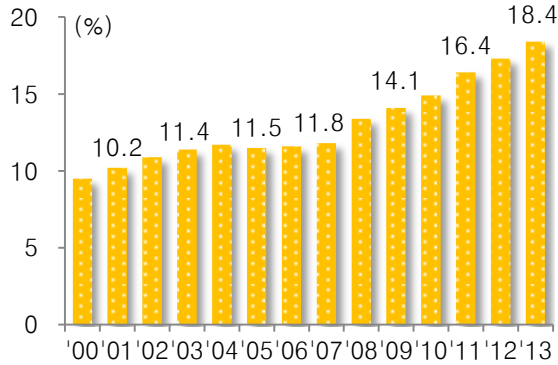
- 금융위기 이후 액티브 운용에 대한 불신이 심화되고, 많은 투자자들이 수익률 극대화보다 위험 관리에 관심을 갖게 되면서 스마트베타 전략이 본격적으로 부각

<sup>3</sup> Clare, Motson and Thomas(2013)



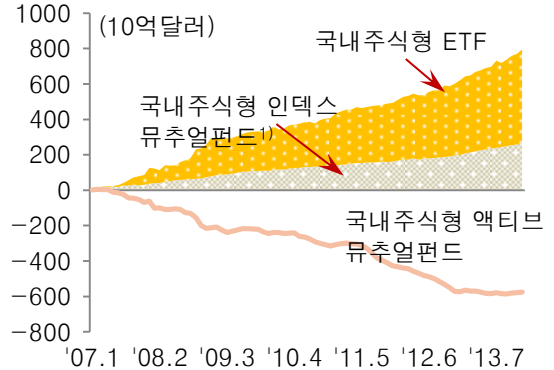
- 매니저의 운용능력에 따라 투자수익이 결정되는 액티브펀드의 성과에 대해 투자자들이 비용 효율성에 의문을 제기<sup>4</sup>하기 시작하면서 국내외에서 패시브펀드 성장세

[그림 2] 미국 인덱스 뮤추얼펀드의 비중



주: 주식형 뮤추얼펀드에서 차지하는 비중  
자료: ICI

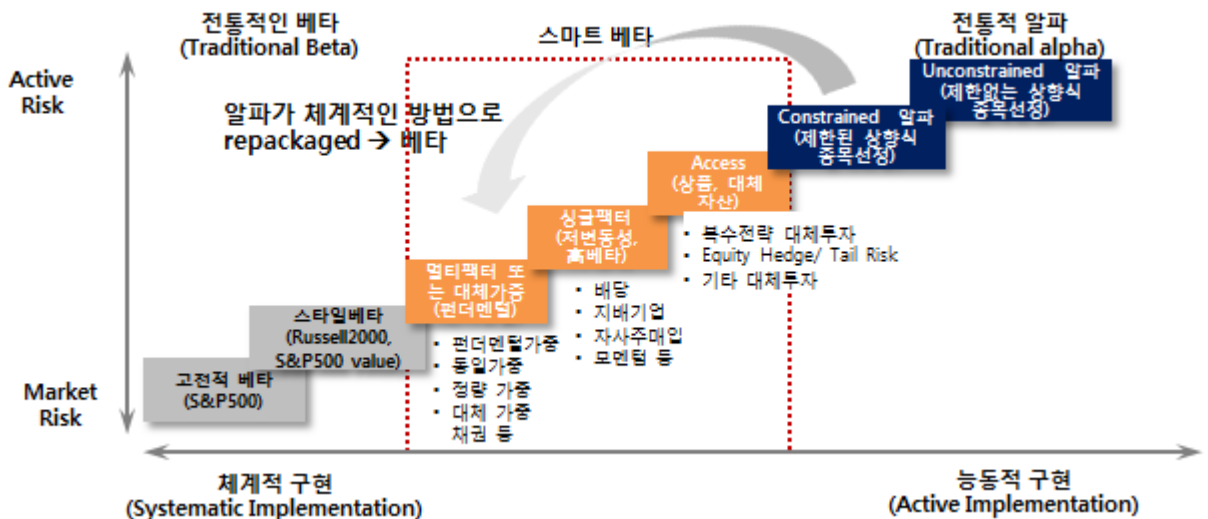
[그림 3] 미국 펀드유형별 누적유입액



주: 1) 순현금흐름 및 배당재투자 포함  
자료: ICI

- 기존 전통적으로 활용되어 온 시장지수의 비효율성을 뒷받침 하는 근거들이 축적
  - 시총 가중방식은 고평가된 종목을 과대가중하고 저평가된 종목을 과소가중할 수밖에 없는 한계와 지수 구성이 소수 대형주에 과도하게 집중될 가능성<sup>5</sup> 존재
- 패시브 운용전략을 효율적으로 보완하는 동시에 액티브 운용을 보다 저렴한 비용으로 대체할 수 있는 중간적 성격을 가진 스마트베타 전략에 대한 요구 증대

[그림 4] 스마트베타 전략의 알파전략 대체



자료: Invesco POWERSHARES

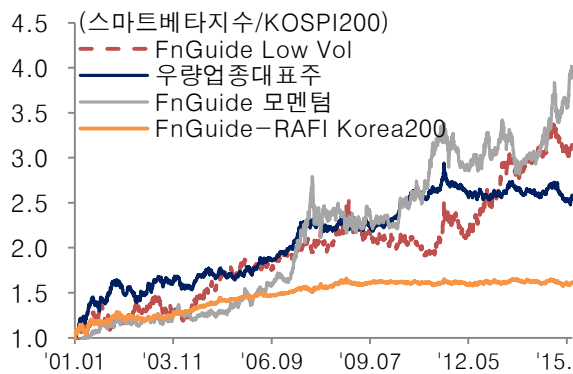
<sup>4</sup> 2014년 한 해 동안 액티브 주식형펀드의 약 74%가 자신의 벤치마크 성과를 하회<Morningstar>. 미국 액티브 주식형펀드의 보수는 0.89%인데 비해 인덱스 주식형펀드의 보수는 0.12%에 불과<ICI>  
<sup>5</sup> 이러한 인덱스의 가중방식을 대체하는 것이 효과적인지에 대해서는 논쟁의 여지가 있음



- 자본시장 및 운용수단 발달로 시장수익률 대비 초과성과(알파)가 다양한 베타 전략에 의해 구현될 수 있게 되면서 그 활용도가 점차 증가
- 시장의 비효율성을 활용하도록 설계된 지수를 수동적으로 따르기 때문에 단기 의사결정이 필요 없고 따라서 적극적 관리전략에 비해 적은 비용이 소요

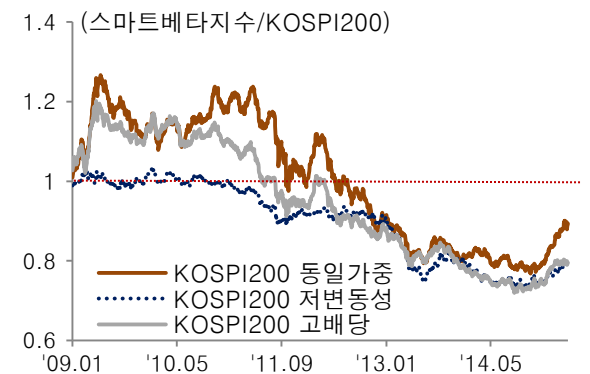
○ 그러나 시장 일부에서는 최적의 위험대비 수익률을 추구하기 위한 유용한 투자방법 이라기보다는 마케팅 수단에 불과하다고 평가

[그림 5] 스마트베타지수의 아웃퍼폼 예



주: 2001.1.2일 각 지수의 값은 모두 1,000  
자료: 에프앤가이드

[그림 6] 스마트베타지수의 언더퍼폼 예



주: 2009.1.2일 각 지수의 값은 모두 1,000  
자료: 에프앤가이드

- 용어 자체가 모호하고 익스포저와 기대수익률이 천차만별인 펀드를 모두 스마트베타로 통칭하는 것은 무리라는 입장
- 저비용 ETF와 비교해 스마트베타 전략의 숨겨진 비용과 리스크, 장기적인 언더퍼폼 가능성<sup>6</sup> 등이 투자자들 사이에 제대로 인식되지 않고 있음을 지적<Forbes>
  - 지수 내 비중을 맞추기 위해 포트폴리오 내 자산회전율이 높아질 수 있어 거래 비용이 증가하고 이는 성과를 저하시키는 요인으로 작용
  - 소형주나 가치주에 대한 비중이 확대되는 구조의 스마트베타는 결국 시장 포트폴리오, 즉 단순 베타전략보다 높은 리스크를 감내해야 함을 의미
- 스마트베타의 아웃퍼폼이 소형주와 가치주에 대한 편향성에 기인한 것 뿐이며, 전략자체의 우수성을 나타내는 것은 아님<Market watch>

### ■ 스마트베타를 활용한 금융상품 투자 동향

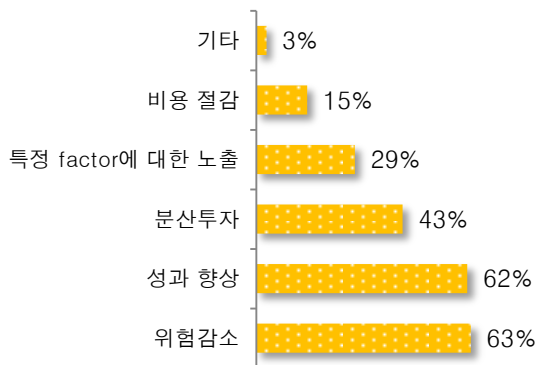
○ 스마트베타 펀드 시장은 2000년대 초반 성장하기 시작했으며 현재는 뮤추얼펀드보다는 주로 ETF 방식을 통해 운용

<sup>6</sup> 소형주로 구성된 Russell2000 소형주 지수는 1982년 이후 18년간 대형주지수를 연간 0.9%p 언더퍼폼했고 연 4.0%p의 리스크(표준편차)를 더 부담(Rick Ferri, "Smart Beta And Tourist Investor", 2013.12.16)

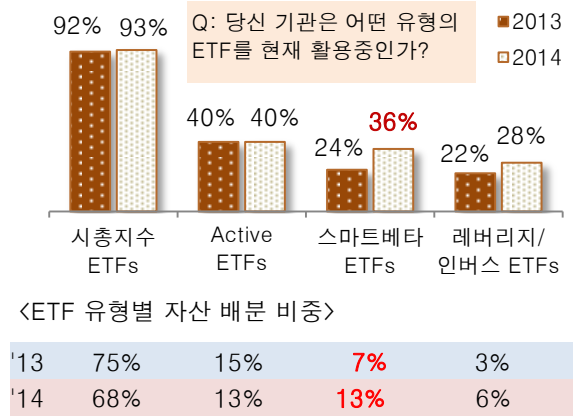


- 기관투자자들은 전통적인 시가총액가중 ETF와 액티브운용 포지션을 보완하고 대체하기 위해 스마트베타 ETF 활용을 늘리고 있음
  - ETF를 활용하고 있는 기관투자자의 1/3 이상은 스마트베타 ETF를 이용 <그림8>
  - Black Rock, Vanguard 등 대형 운용사들도 차세대 전략 상품으로 스마트베타 펀드를 육성하는 추세로, 2014년 미국에서 출시된 205개의 ETF 중 스마트베타의 비중은 32%에 달함

[그림 7] 스마트베타 전략 활용 동기



[그림 8] ETF 유형별 활용도 및 자산배분

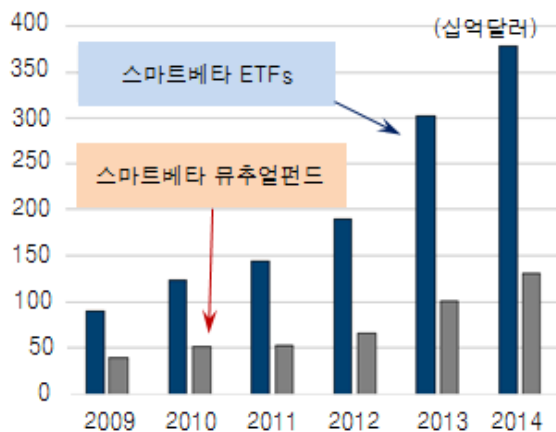


자료: 2014 Russell Smart Beta Survey

자료: MARKETSTRATEGIES

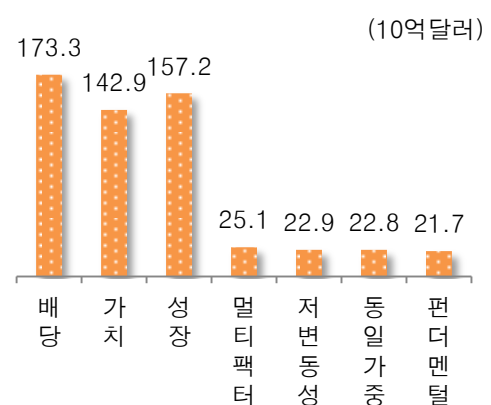
- 2015.2월 기준 전 세계 스마트베타 펀드 운용규모는 6,065억 달러로 이 중 ETF 운용규모가 4,520억 달러이며, 전략별로는 배당, 가치, 성장 전략이 주도
  - 2014년 미국 ETF 시장으로 순수입된 자금에서 스마트베타 ETF가 차지하는 비중은 17% 상회

[그림 9] 스마트베타 전략 펀드 AuM



자료: Morningstar, INTECH

[그림 10] 스마트베타 전략별 펀드규모



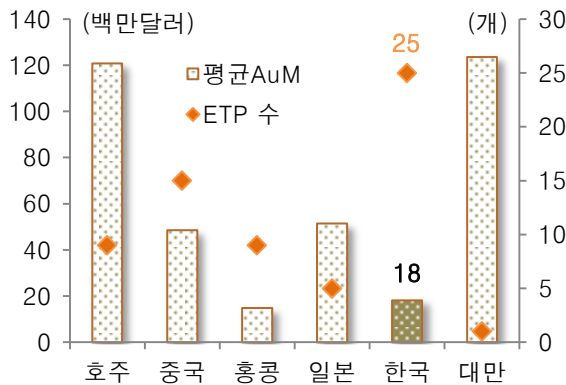
자료: Morningstar (2015.2월), 유안타증권

○ 국내에서도 ETF의 성장과 함께 다양한 스마트베타 전략 인덱스의 개발이 이루어지고 있으며 이를 추종하는 운용사의 ETF 및 펀드 출시 흐름이 이어지고 있음



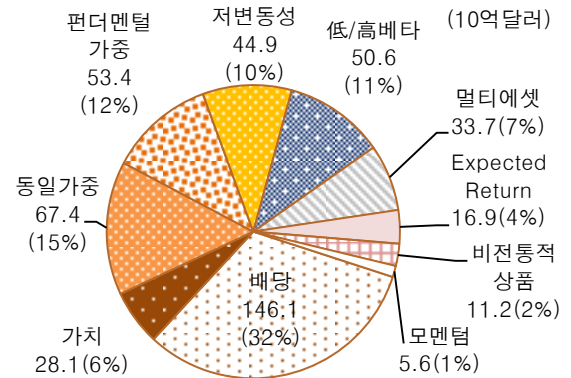
- 아시아태평양 지역 내 전체 스마트베타 ETP 운용자산에서 차지하는 비중은 16.2%로 호주(38.7%), 중국(25.9%)에 이어 3위<sup>7</sup> <Morningstar, 2014.6월 기준>
- 상품 및 전략 유형 측면에서는 가장 다양한 상품이 운용되고 있으나 상품당 평균 운용자산규모는 1,800만 달러에 불과하며, 12개 상품은 1천만 달러 미만

[그림 11] 아·태 스마트베타 ETP 시장



자료: Morningstar (2014.6월말 기준)

[그림 12] 국내 스마트베타 전략별 AuM

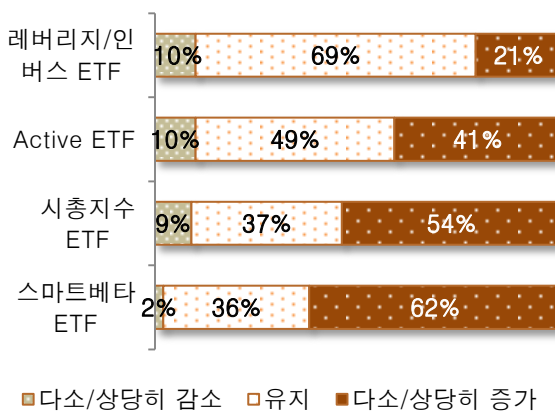


주: 아·태지역 전체 스마트베타 ETP 운용자산에서 차지하는 비중으로 추정  
 자료: Morningstar (2014.6월말 기준)

### ■ 시장 전망과 시사점

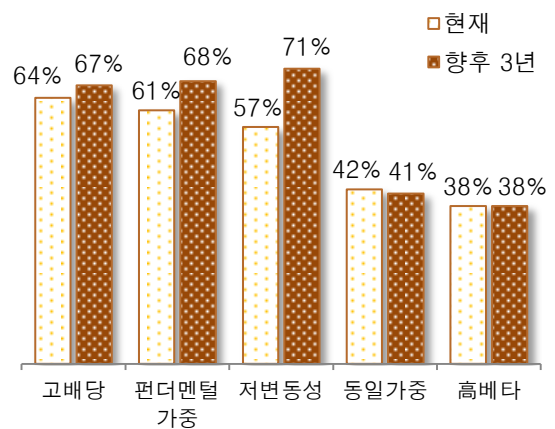
- 역사적 저점인 금리 수준에 주식시장의 밸류에이션 부담이 상당한 상황에서 포트폴리오 수익률 제고를 위해 또 다른 전략이 필요한 기관투자자들의 스마트베타 전략 활용도는 더욱 확대될 것으로 전망

[그림 13] 기관투자자의 ETF 활용도 변화



자료: MARKETSTRATEGIES

[그림 14] 스마트베타 전략별 ETF 활용도



자료: MARKETSTRATEGIES

<sup>7</sup> 각국 ETP 시장에서 차지하는 스마트베타 ETP 상품의 비중도 호주(9.9%) > 중국(3.0%) > 한국(2.6%) 順



- 주가지수의 기능이 단순히 시장의 움직임을 추종하기 위한 목적에 그치지 않고 인덱스펀드, ETF 등 지수 연계 금융상품 개발을 위한 기초자산으로의 중요성이 부각되면서 새로운 프리미엄을 창출하기 위한 지수의 출현은 지속될 것
  - 시총가중지수 대비 초과성과가 기존에는 액티브 매니저에 의해 창출되는 부가가치로 간주되었지만 대체지수들의 등장으로 시스템적으로 달성 가능한 목표가 됨
- 스마트베타 펀드는 각 펀드별 전략이 상이하고 운용 노하우에 따른 성과의 차이가 큰 만큼 투자자의 위험선호와 투자 목적에 따른 선택이 매우 중요
- 특정 전략에 더 많은 자금이 유입될수록 그로부터 창출할 수 있는 프리미엄은 축소될 수밖에 없으며, 후발투자자들의 성과가 기대에 미치지 못할 가능성 증가
    - 즉 특정 전략에 대한 펀딩이 증가할수록 편입된 종목들의 밸류에이션이 높아지게 되고 결국 그 자체가 시장 포트폴리오에 근접하게 되는 결과 초래
    - 스마트베타 전략을 활용한 펀드의 규모가 증가하면서 복수의 전략을 함께 사용하는 멀티전략 펀드가 빠르게 증가할 것으로 전망됨
  - 스마트베타 전략 고려 시 기대하는 수익률이 어디로부터 나오는지, 부담해야 할 위험은 무엇인지, 해당 전략이 가격대비 합당한 가치를 제공하고 있는지 검토 필요
    - 전략 지수를 복제하기 위해서 소요되는 거래비용과 관리비용, 그리고 지수 라이선스 비용 등은 투자자에게 전가되어 운용성과를 저하시키는 요인으로 작용
- 무엇보다 포트폴리오의 위험조정수익률을 높이기 위해서는 경기 순환에 따른 전략별 성과의 패턴을 예측하고 그 시기별로 적합한 자산배분을 실행하는 투자과정이 중요
- 기존 시총가중지수의 대안적 성격의 벤치마크들이 각 요인들에 대한 가중치를 높여서 창출하고자 하는 프리미엄은 순환적이고 불규칙 <표 3>

[표 3] 경제사이클에 따른 스마트베타 전략의 상대 성과(월별)

경기순환	Mkt. Cap Weighted	Equally Weighted	Diversity Weighted	Fundamental Weighted	Min. Variance	Max Diversification	Risk Parity
회복	2.36%	0.15%	0.08%	0.12%	-1.53%	-1.48%	-0.04%
확장	1.78%	0.04%	0.02%	0.02%	-0.98%	-0.73%	-0.15%
수축/침체	-0.18%	0.06%	0.03%	0.02%	0.49%	0.31%	0.36%
후퇴/하강	-1.18%	-0.04%	-0.02%	0.12%	0.56%	0.28%	0.15%

주: 경기국면은 미국 경제를 대상으로 National Bureau of Economic Research가 정의  
 자료: Nomura(2013.2.14), Fidelity

<연구위원 이윤재(yunjae.lee@kbfg.com) ☎02) 2073-5729>





[참고] 국내 주요 스마트베타 지수 비교

구분	방법론	전략분류	출시	리밸런싱
KOSPI200 동일가중지수	· 매분기 KOSPI200 구성종목들의 편입비중을 각각 0.5%로 조정	· 동일가중, 기업규모 효과 (Size Effect) 기반	2011.5월	· 3/6/9/12 동시만기일 다음 첫 거래일 · 리밸런싱 시작시에만 편입비중 동일, 이후는 종목별 비중 변화
FnGuide-RAFI KOREA200	· 순자산(최근기), 매출액, 현금흐름, 보통주 현금배당금(과거 5년)의 규모에 비례해 종목별 비중 결정	· 펀더멘털(내재 가치)가중	2011.4월	· 매년 6월 동시만기일 다음주 첫 영업일
KOSPI200 저변동성지수	· KOSPI200 종목 중 변동성이 낮은 50종목을 선정하여 변동성의 역수 비중으로 가중 · 종목별 비중 상한 3%, 섹터별 비중 상한 30%	· 저변동성	2013.11월	· 매년 6/12월 동시만기일
KOSPI200 고배당지수	· 배당수익률 기준으로 75종목 선정, 이 중 변동성이 낮은 순으로 50종목 선정 · 배당수익률 비중대로 지수에 편입 · 종목별 비중상한 3%, 섹터비중 상한 25%	· 고배당+저변동성	2013.11월	· 매년 6/12월 동시만기일
Fnguide 모멘텀지수	· Total Momentum(가격+이익 모멘텀) 기준으로 1차 선정, Volume 모멘텀 기준으로 최종 종목 선정	· 모멘텀+동일가중	2011.10월	· 매년 1,4,7,10월 옵션 만기일 다음주
FnGuide 베타플러스지수	· KOSPI200 종목 중 베타 상위종목을 유동시가총액가중 (베타 최상위 30종목 제외) · 개별종목 편입비중 상한 25%	· 高베타	2013.1월	· 매년 3/6/9/12월 동시만기일 다음주 첫 영업일

자료: 삼성증권, 한국거래소, FnGuide