

Global Asset + α

펀더멘털 개선속에 단기 노이즈가 발생하는 현상

2016. 08. 29

중장기적으로는 펀더멘털이 개선되고 있다. 단기적으로는 정책 노이즈가 발생할 수 있다. 9월 한달 만을 놓고 봤을 때 보수적인 의사결정이 필요하다. 중장기적으로는 노이즈 발생에 따른 자산시장 혼란은 기회이다. 중장기 펀더멘털 개선의 중심은 미국과 (고금리)신흥국이다. 미국 주택시장은 부족한 재고를 본격적으로 공급하는 국면이 예상된다. (고금리)신흥국은 4Q16에 본격적으로 금리인하 사이클에 진입하면서 경기 모멘텀 개선이 기대된다. 미국은 주거비용의 상승이 물가상승으로 연결되고 있기에 Fed는 보다 매파적으로 정책 스탠스를 전환할 것이다. 9월 초에 개최되는 G20 정상회담에서 글로벌 문제들을 해결하기 위해 특별한 공조나 조치를 취할 가능성이 낮다는 점도 약재이다. 그리고 9월 말에는 국내에서 '김영란법'이 시행된다.

중장기 펀더멘털은 개선되지만 브렉시트 이후 부양정책과 유동성으로 랠리를 펼친 자산시장은 한차례 조정기를 거칠 것이다. 주식자산군은 펀더멘털과 가격수준 괴리감 조정, 밸류에이션 갭 축소가 예상된다. 채권자산은 단기적으로 금리상승 압력이 발생할 수 있지만 대응전략은 이를 활용한 장기채권 매입이다. FX와 원자재는 상승과 하락이 일정 수준에서 제한되는 모습을 예상된다. 현금비중을 충분히 가져가면서 단기 노이즈를 중장기 투자 기회로 활용하자.

Global Asset + α Portfolio					
Core	76.8%	국내 주식	13.3%	국내주식	13.3%
		해외주식	21.1%	미국	11.4%
				유럽	4.6%
				일본	1.7%
				신흥국	3.4%
		국내채권	31.8%	회사채	12.2%
Satellite	23.2%	유동성	23.2%	국고채	14.2%
				단기채	5.4%
				미국채	3.5%
				원자재	7.1%
				현금	23.2%

주식전략팀/채권전략팀

경제/자산전략 정화탁, 신용분석 박정호, 신용분석 유승우, 채권전략 문홍철, 해외주식/원자재 유경하, 국내주식/시황 강현기,

FX/해외채권 박유나, 퀀트 남기윤, 대체투자 정승기, 퀀트 설태현, 자산분석 권아민, RA 최혁재, RA 정세록

DONGBU Asset Allocation Strategy

■ 펀더멘털이 개선되면 정책 노이즈가 발생한다

영국 브렉시트 투표 이후 글로벌 자산시장 랠리의 배경은 정책과 유동성에 기인한다. 경제지표, 사이클 측면에서 보면 미국과 (고금리)신흥국 중심으로 펀더멘털은 개선되고 있다. 이는 정책당국자들이 기존에 발표한 부양책의 강도를 낮추거나 Fed의 연내 금리인상 가능성을 높인다. 9월은 이러한 정책 노이즈에 주의하자.



Fixed Income 전략

연준은 장기 균형이자율을 낮추는 대신 연내 금리인상을 확실히 할 것. 커브에는 베어 플랫요인 크레딧채권은 우량물 강세발행으로 신용스프레드 추가 축소 가능. 글로벌 채권은 금리 하락 추세 속 조정 예상.

· KOSEF 10년 국고채 ETF(148070 KS)

· KStar 우량회사채 ETF(136340 KS)



FX 전략

9월 미 FOMC 경계감으로 미 달러 반등 압력 부각될 가능성. 그러나 달러 약세 기조로 전환되지는 않는 가운데, 신흥국 통화 역시 글로벌 자금 유입 지속되며 견조한 흐름을 이어갈 것으로 예상.

· WisdomTree Bloomberg U.S Dollar Bullish Fund(USDU US)



Commodity 전략

원자재 가격 변동성 축소로 저점매수, 고점매도 전략의 효용 약화. 단기 이슈보다는 중장기적 관점에서 개별 원자재의 리밸런싱이 이뤄지고 있다는 점에 주목. 농산물 선호 유지.

· iPath Bloomberg Commodity Index Total Return(DJP US)



Equity 전략

국내 주식시장에서는 이상 현상이 정상화될 때의 부침과 하반기 중반에 접어드는 시기적 특성 등을 고려하여 배당주 선호. 해외 주식시장에서는 밸류에이션 부담이 상대적으로 낮으며 성장 기대감이 높은 신흥국 선호.

· WisdomTree Europe Hedged(HEDJ US)

· SPDR S&P 500 ETF(SPY US)



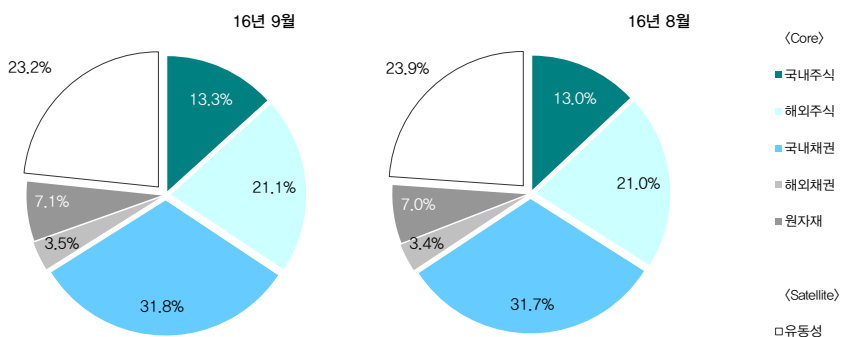
알파 극대화 전략

Satellite은 100% 현금으로 구성해 전체 포트폴리오 포지션을 가볍게 만들. 충분한 현금비중을 통해서 9월에 정책 노이즈로 자산가격이 조정을 받을 경우, 이를 중장기 투자기회로 활용하는 전략을 펼칠 것임.

DONGBU Asset Allocation Portfolio – September

도표 1. DONGBU Asset Allocation: Global Asset + α 9월 포트폴리오

포트 폴리오	Asset Class	Asset Type	참고지표	비중		편입 상품
				금월	전월	
Core (76.8%)	주식 자산	국내주식	KOSPI 200	13.3%	13.0%	KODEX 200(069500 KS)
		해외주식	MSCI AC World	21.1%	21.0%	
		미국주식	S&P 500	11.4%	11.3%	SPDR S&P 500 ETF(SPY US)
		유럽주식	Euro Stoxx 50	4.6%	4.6%	WisdomTree Europe Hedged(HEDJ US)
		일본주식	TOPIX	1.7%	1.8%	iShares MSCI JAPAN(EWJ US)
		신흥국주식	MSCI Emerging	3.4%	3.3%	iShares MSCI Emerging Market(EEM US)
	채권 자산	국내채권	한경-KIS-Reuters	31.8%	31.7%	
		회사채	KIS 회사채지수	12.2%	12.2%	KBstar 우량회사채 ETF(136340 KS)
		국고채	KIS 국고채지수	14.2%	14.2%	KOSEF 10년 국고채 ETF(148070 KS)
		단기채	KIS 단기채지수	5.4%	5.3%	KODEX 단기채권 ETF(153130 KS)
		해외채권	JPMorgan GABI	3.5%	3.4%	
		미국채	Barclays U.S 7-10 Year	3.5%	3.4%	iShares 7-10 Year Treasury Bond ETF(IEF US)
Ex 미국채		Barclays Ex-US	-	-	SPDR Barclays International Treasury Bond ETF(BWX US)	
대체 투자	원자재	Bloomberg Commodity	7.1%	7.0%	iPath Bloomberg Commodity Index Total Return ETF(DJP US)	
포트 폴리오	Concept	참고지표	비중		편입 상품	
			금월	전월		
Satellite (23.2%)	Cash	CD 91d	23.2%	23.9%	Cash	



자산군	벤치마크	선호도 (7점척도)			
		TAA		SAA	
		16년 9월	16년 8월	16년 9월	16년 8월
국내주식	KOSPI 200	★★★	★★★	★★★★★	★★★★★
해외주식	MSCI AC World	★★★	★★★	★★★★★	★★★★★
국내채권	한경-KIS-Reuters 종합채권지수	★★★★	★★★★	★★★	★★★
해외채권	JPMorgan GABI	★★	★★	★★	★★
원자재	Bloomberg Commodity Index	★★★	★★★	★★★★	★★★★

2016년 9월 동부 자산전략 로드맵

Key Word / Market Driver		Comment
Economy	국내 ▪ 추경 처리 여부 ▪ 가계부채 대응책에 대한 반응 ▪ 수출지표 플러스 전환 시점 ▪ '김영란법' 시행과 내수 영향력	정치적인 요인으로 추경 처리가 늦어지고 있음. 9월말 김영란법 시행을 고려할 경우 추경의 처리 여부에 따라 국내 내수회복의 시점이 달라질 수 있음. 정부는 경제는 살리고 가계부채는 억제하는 이중적 정책을 펼치고 있음. 가계부채 대응책의 효과는 제한적일 것으로 판단. 9월에는 국내 부동산경기와 더불어 수출지표에 주목할 시점. 마이너스 수준의 수출지표가 플러스로 전환될 경우 미국과 신흥국 경기 모멘텀 개선이 국내 수출개선으로 연결 되고 있다는 신호로 받아들일 수 있음.
	해외 ▪ 미국: 9월 FOMC 내용 ▪ 중국: 구조조정과 관련된 정책 의지 ▪ 유럽: 추가 경기부양 기대감 제한 ▪ 신흥국: 물가와 환율의 움직임 ▪ 주목할 변수: G20정상회담	최근 물가지표로 보면 미국은 디플레이션을 거의 탈출한 것으로 판단됨. 이에 따라 Fed는 연내 금리인상 기조를 강화할 것임. 중국의 경우 과잉공급에 따른 구조조정을 지속하는 모습인데, 이러한 추세는 연말까지 이어질 것임. 유럽은 추가 경기부양에 대한 기대가 있지만 정책당국자들은 일단 추가 경기부양에 대한 기대감을 낮추는 모습을 보일 것임. 신흥국이 4Q16 이후 금리인하를 하기 위해서는 물가와 환율의 안정 여부가 중요함. 9월초에 중국에서 G20정상회담이 개최되는데 과거와 달리 G20 회의에서 글로벌 공조, 구조적 문제해결을 위한 해법이 도출되기는 힘든 상황임.
Fund Flows	국내 ▪ 국내 주식형 펀드 유출 지속 ▪ 외국인 매수에도 불구하고 밸류에이션 상향 폭 여타 국가 대비 미미 ▪ 신용등급 상승으로 인해 밸류에이션 매력 더욱 돋보일 전망	국내 기업 실적호조, 매크로 불확실성 완화된 가운데 국가신용등급 상향 호재로 외국인 6개월래 순매수 지속. 다만 기관 매도로 국내 주식형 펀드는 6개월래 유출. 최근 신흥국의 이익성장성이 동시에 진행되고 있음을 감안하면 밸류에이션 상승에 따른 부담은 덜한 상황. 한달간 국내 PER기준 밸류에이션 상향 폭은 인도네시아, 태국 및 대만 등 타국가에 비해 미미한 수준. 여타 신흥국 대비 저평가 매력 돋보이는 점은 긍정적이며 이는 신용등급 상승과 맞물려 투자 매력도를 높이는 요인으로 작용할 것.
	해외 ▪ FOMC, ECB, BOJ 통화정책회의 ▪ 미국 금리인상 가능성에 따른 변동성 확대 염두 ▪ 신흥국의 여신 개선 추이	전월에 이어 위험자산 선호가 더욱 확산된 양상. 선진국 주식형은 유럽 지역 유출로 인해 부진한 반면 신흥국 주식형은 자금 유입 규모가 전월 수준을 유지하며 여전히 견조. 9월 주요국 통화정책회의 예정. 특히 9월 FOMC 앞두고 변동성 나타날 수는 있음. 다만 신흥국은 최근 높아진 밸류에이션이 부담으로 작용하기 보다는 성장성을 감안하면 그 부담은 완화되었다고 볼 수 있음. 최근 여러 신흥국이 보여준 통화정책 여력 및 이익 개선세를 감안하면 자금 유출은 제한적일 가능성이 높음.
Fixed Income	국내 ▪ 엘런 의장 잭슨홀 연설 ▪ ECB+BoJ와 연준간의 차별화 ▪ 달러화 가치 ▪ 장기 균형 이자율 ▪ 원/달러 환율하락 ▪ 50년물 발행 ▪ OPEC회담	엘런 의장과 연준 인사들은 연준이 생각하는 장기 균형 이자율을 낮추는 대신 연내 금리인상을 보다 확실한 여자로 남길 것. 이는 장기금리에는 하방 요인이어서 비둘기적으로 해석될 수 있지만 시장은 다소 흔들릴 수 있음. 시장이 연내 금리인상 가능성을 절반 정도만 반영하고 있기 때문. 연준인사들은 달러화 가치가 하향안정되면 보다 때때적인 발언을 할 것. 우리나라는 10월 이후 금리인상 기대가 유효. 가계부채 대책, 김영란법, 늦어지는 추경집행, THAAD 배척에 따른 반한 감정 등으로 내수에 악영향이 예상됨. 특히 위안화의 절하 사이클이 마무리되면 원/달러 환율에 하락압력 커질 수 있음. 이는 기준금리 인하요인.
	해외 ▪ 9월 FOMC 경계감 ▪ 글로벌 채권 랠리 속도 조절 ▪ 신흥국 채권 수요 이어질 것 ▪ 하이일드채권 스프레드 제한적 축소	9월 FOMC 경계감으로 9월 초, 중반 미국채 금리를 비롯한 글로벌 채권금리 상승 압력 예상. 그러나 9월보다는 12월이 될 가능성 높고 연준의 장기 금리 전망이 하향 조정될 여지가 높기 때문에 시중 금리 상승하더라도 그 폭은 제한적일 것. 풍부한 유동성과 상대적 고금리 채권 수요로 신흥국 채권 강세도 완만하게나마 이어질 것으로 보임. 하이일드채권은 추가 스프레드 축소 여력 크지 않으나, 미 경제지표의 완만한 개선세를 바탕으로 제한적 강세 이어질 것으로 예상.
	크레딧 ▪ 기업 구조조정 진행 ▪ 회사채 발행 증가 ▪ 우량등급 채권 가격부담 ▪ 등급별 차별화	우량물 선호현상 속에 AA급 이상의 경우 가격 부담감 커지고 있는 상황. 금리매력이 높은 일부 A등급 채권에 대한 매수세가 유입되고 있지만, 당분간 구조조정 관련 우려가 줄지 않으면서 우량물 선호현상은 더욱 강화되고 등급간 금리차별화 추세도 이어질 것으로 예상. 휴가시즌 이후 회사채 발행 대기물량 증가, 대그룹 소속 계열사 및 AA급 기업들이 발행을 주도, 강세 발행에 따라 신용스프레드는 추가 축소 가능할 전망.

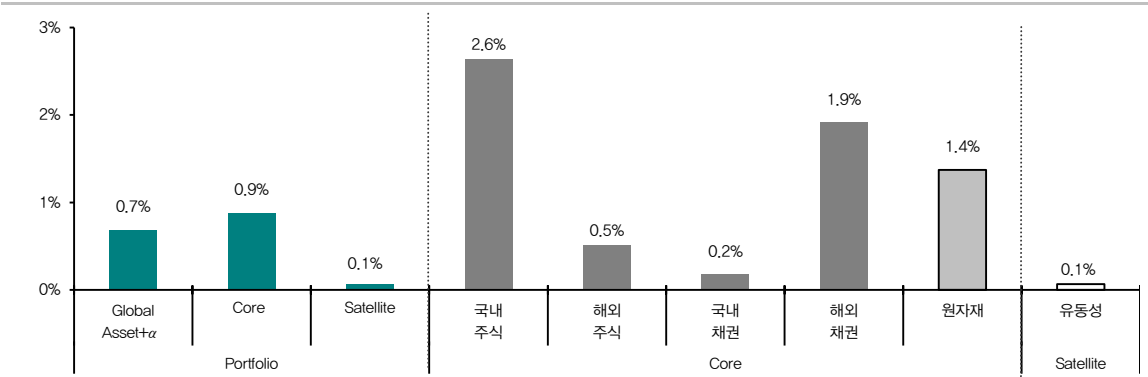
Key Word / Market Driver		Comment
FX	국내 - 미 달러에 연동한 흐름 주목 - 원/달러 환율 변동성 지속 예상 9월 원/달러 환율 예상 레인지: 1,095~1,130원	소프트 커런시 중에서도 유동성이 풍부한 원화는 최근 환율 변동성 매우 큰 모습. 미 연준 스탠스과 달러 가치에 따라 변동성 이어질 전망이다. 아래로는 외환당국 개입 경계감 속 1,100원 부근 지지력 강할 것으로 보여지고, 위로는 1,130원 부근 저항 예상. 9월 예상 레인지는 1,095~1,130원 수준.
	해외 - 미 연준 스탠스, 달러 흐름에 주목 - 유로, 엔 강세가 미 달러에 영향 - 신중국으로의 자금 유입으로 신중국 통화 견조한 수준 유지 예상	9월 FOMC 경계감으로 미 달러 반등 압력 부각될 가능성. 그러나 10월 미 재무부 환율 보고서 발표와 11월 미 대선 등 큰 이벤트를 앞두고 있어 실제 금리 인상은 12월이 유력해 보임. 장기적으로 완만해질 연준 통화정책 방향 확인 시 미 달러 약세 이어질 것으로 예상. 최근 강세를 나타내고 있는 유로, 엔도 달러 약세에 영향 미칠 것. 미 달러 반등, 일부 차익 실현 등에 따라 신중국 통화 강세 주춤할 수 있으나, 최근 신중국 자산으로의 글로벌 자금 유입 지속되고 있어 당장 환율 방향성이 변화되기는 어려움.
Commodity	에너지 9월 알제리 원유 수출국 회담 - 미국 정제마진	오는 9월 26일과 28일 사이에 열릴 알제리 원유 수출국 회담에 대한 기대가 높아지고 있음. 현재 원유시장 펀더멘털은 다소 약화되는 모습. 글로벌 정제마진 위축과 OPEC 산유국들의 증산 경쟁으로 공급과잉 우려가 확대됨. 그러나 사우디를 비롯한 주요 원유 수출국들이 이제는 더 이상 극단적인 저유가를 수용하지 못하는 모습을 보여주고 있고, 올 겨울 난방유를 중심으로 정제마진 회복 가능성이 높아 하방 위험은 제한적. 당분간 좁은 범위에서의 등락을 예상함.
	귀금속 - 미국 장기국채 금리 - 달러 인덱스	미국 9월 금리인상 전망이 힘을 얻음에 따라 금 선호 현상은 위축될 듯. 다만 ECB와 BOJ의 대규모 통화완화 단행 가능성도 제한적이어서 금 가격 조정 폭은 크지 않을 전망. 연준의 완화적 간축으로 인해 장기채 금리의 반등 폭은 크지 않을 것으로 예상되며, 이에 따라 금 가격 역시 1,300달러 내외에서 낙폭이 제한될 것.
	산업금속 - 중국 무역지표, 고정자산투자 - 달러 인덱스	중국 민간부문 고정자산투자 부진과 주택지표 약세 전환으로 산업금속 상승 모멘텀 둔화. 중국 8월 구리 수입지표 역시 전월 대비 큰 폭으로 감소했으며, 당분간 의미 있는 개선세를 기대하기는 어려운 상황. 그러나 위안화 SDR 편입을 앞두고 위안화 절하 폭이 크지 않을 것으로 예상되고, 구리와 알루미늄을 제외한 산업금속 공급도 제한돼 약세 강도는 크지 않을 전망. 이연, 니켈 선호 유지.
	농산물 - 미국 콘벨트 지역 날씨 - 달러 인덱스	올해 미국 콘벨트 지역 작황이 매우 우수할 것으로 예상되면서 최근 곡물 가격 큰 폭 하락. 풍작 가능성이 프라이싱되는 9월까지의 곡물 가격이 큰 힘을 내지 못할 것으로 전망. 그러나 현재 옥수수, 대두 가격이 장기 박스권의 바닥에 위치해 있고, 중기적으로 기말재고의 지속적 감소가 예상되는 만큼, 9월 약세를 활용한 저점매수 전략은 유효함.
Equity	국내 - 주식시장 이상 현상 발생 - 경기과 주가의 괴리 심화 - 트리거 나타날 때 정상화	주식시장에 이상 현상이 심화됐다고 판단함. 경기 수준과 주식시장의 위치가 균형관계를 이탈한 모습이 깊어짐. 경기 가능자인 구리 가격은 최근 지속해서 하락했지만, 주요국 주가는 사상 최고치 근방임. 해당 현상은 '경기의 문제를 인식하여 → 유동성을 추가 확장하고 → 이것이 주가 상승을 이끄는 형태'가 반복해서 진행됐기 때문임. 다만, 이 같은 불균형은 지속성을 갖지 못한다는 것이 금융시장 역사의 교훈임. 일정한 트리거(9월 FOMC 등)가 나타날 경우 이상 현상에 대한 조정 작업이 이뤄지며, 주식시장이 정상화될 것으로 전망함.
	해외 - 전세계적으로 밸류에이션 부담 심화 - 상장 기대감이 높은 신중국 선호 - 배당을 고려한 펀더멘털 가중 방식 선호	글로벌 주식시장은 높아진 밸류에이션에 대한 부담으로 중립적인 접근 필요. 선진국 밸류에이션은 작전 고점 수준에 근접할 정도임. 상대적으로 밸류에이션 부담이 낮은 신중국 소형주 선호. 16년 하반기까지 에너지, 소재, IT 등의 실적 개선 등에 대한 기대감 유효. 9월 FOMC를 앞두고 시장의 불확실성이 커질 가능성이 있음. 시가총액 비중 방식의 접근보다는 배당을 고려한 펀더멘털 가중 방식의 접근을 제안함.

Global Asset + α 포트폴리오 성과분석

주식, 채권, 원자재 모두 상승

이번 달 Global Asset + α 는 0.7%의 성과를 기록했다. Core 0.9%, Satellite 0.1%이다. 글로벌 자산시장은 브렉시트 충격 이후 투자심리가 빠르게 회복되며 대부분의 자산 가격이 상승하는 흐름을 보였다. 주식자산 군에서 해외는 남미 및 신흥아시아 지역의 상승이 돋보였다. 국내는 전월에 이어 8월에도 상승세를 이어갔다. 삼성전자를 필두로 IT 업종으로 기관과 외국인의 자금 쏠림 현상과 싸클리컬 섹터의 실적 개선 영향이 지수 상승을 견인했다. 채권자산군에서 국내채권은 한국은행의 추가 금리인하 기대감과 풍부한 글로벌 유동성 등이 금리 하락을 견인했다. 해외채권은 글로벌 완화적 통화정책과 풍부한 유동성으로 선진국, 신흥국 채권으로 자금유입이 지속되는 흐름을 보였다. 원자재는 국제유가의 가파른 반등에 힘입어 1.4% 상승했다.

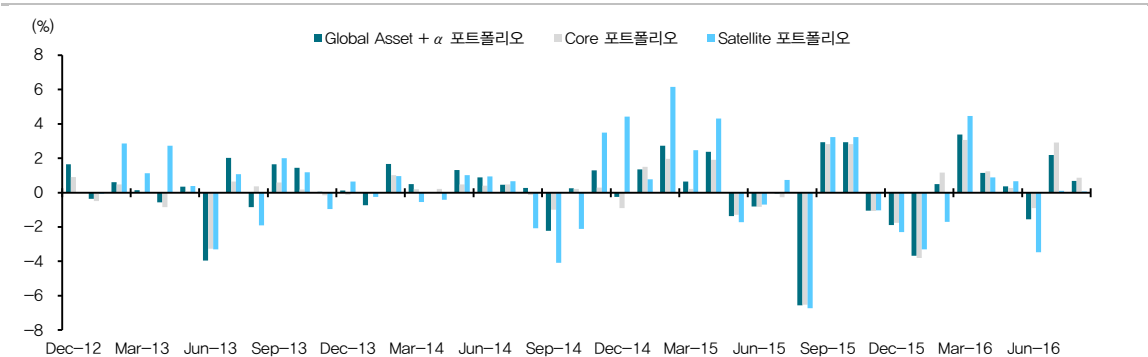
도표 2. 포트폴리오 수익률과 편입 자산별 수익률(16.07.25~16.08.25)



자료: 동부 리서치

주: 7월 25일은 자산편입일

도표 3. 포트폴리오 월별 수익률



자료: 자료: Bloomberg, 동부 리서치

주: 자산 편입일 기준 월별 수익률

DONGBU Asset Allocation Model

5개 기본 자산군으로 구성된 동부자산배분모델

동부자산배분모델은 기본적으로 주식 2개 자산군(국내, 해외), 채권 2개 자산군(국내, 해외), 대체투자 1개 자산군(원자재) 등 총 5개 자산군으로 구성된다. 자산의 종류로는 주식, 채권, 대체투자, 지역으로는 국내와 해외 자산으로 분류했다. 주식은 전체 포트폴리오에서 고수익을 담당하고 채권은 안정적인 수익을 담당한다. 대체투자는 전체 포트폴리오의 변동성을 낮추는 역할 및 시장 충격을 감지하는 역할로 이용한다.

도표 4. DONGBU Asset Allocation Model에서 사용하는 5개 기본 자산군

	주식	채권	대체투자
국내	1. 국내 주식	3. 국내 채권	
해외	2. 해외 주식	4. 해외 채권	5. 원자재

자료: 동부 리서치

도표 5. 5개 기본 자산군의 추종지수와 세부 내용

자산군	추종지수(Benchmark)	비고
국내주식	KOSPI 200	- ETF와 펀드 등의 투자 가능성을 고려하여 원지수를 사용
해외주식	MSCI AC World	- USD 기준 지수를 사용
국내채권	한경-KIS-Reuters 종합채권지수	- 이표의 재투자수익 감안하여 총수익(Total Return) 지수를 사용
글로벌채권	JPMorgan GABI	- USD 기준 지수를 사용
원자재	Bloomberg Commodity Index	- Roll-return과 무위험수익 감안하여 Total Return 지수를 사용

자료: 동부 리서치

5개 자산군을 Beat하는 전략 제시

시장 상황에 탄력적으로 대응하기 위해 개별 자산에 대한 세부적인 전략을 제시하여 추종지수(Benchmark)를 Beat하는 전략을 제시한다. 개별 자산에 대한 세부적인 전략은 추종지수의 특징을 파악하여 또 다른 추종지수의 조합으로 이루어진다. 다만, 5개 자산군중에서 전체 포트폴리오에서 차지하는 비중이 높지 않은 경우에는 Beat전략을 간단 명료하게 제시하여 실제 투자자가 운용에 현실성을 높일 수 있도록 한다.

7점 척도로 제시하는 장기와 중단기 전망

동부전략본부에서는 7점 척도로 5개 자산군의 개별 전망을 제시한다. 1은 비중대폭축소를, 7는 비중대폭확대를 의미한다. 부정적인 전망은 1·2·3, 긍정적인 전망은 5·6·7과 같이 각각 3개의 전망을 선택할 수 있다. 물론, 일반적인 상황에서는 2~6의 전망이 제시되지만 애널리스트의 강한 확신이 있는 경우에는 1 또는 7과 같이 극단적인 비중 조절도 가능하다. 자산군별 전망은 별표(★)의 개수로 표현한다. 제시되는 전망의 시계는 장기와 중단기 두 가지이다.

도표 6. 전망은 7점 척도로 제시하고 별(★)의 개수로 표현

1 (★)	2 (★★)	3 (★★★)	4 (★★★★)	5 (★★★★★)	6 (★★★★★★)	7 (★★★★★★★)
Confidently Underweight	Underweight	Slightly Underweight	Neutral	Slightly Overweight	Overweight	Confidently Overweight

자료: 동부 리서치

네 단계로 진행되는 자산배분 과정

자산배분모델은 다양한 시계의 전망을 적절하게 반영해야 한다. 또한 기본 5개 자산군의 틀에 얽매이지 않은 능동적인 전략을 펼칠 수 있어야 한다. 동부자산배분모델은 위 두 가지의 필요를 충족하기 위해 네 단계의 배분 과정을 거치도록 설계됐다.

1단계(필수) – 전략적 자산배분(SAA): 전략적 자산배분은 각 자산군의 장기 전망을 반영한다. 동부전략본부는 장기 경제전망을 기본으로 삼아 5개 자산군의 장기 전망을 수립한다. 시계가 6개월에서 1년 사이인 장기 경제전망에 변화가 있으면 자산군별 장기 전망을 수정한다. 각 자산군의 장기 전망은 Black-Litterman 모형(B-L 모형)의 입력값으로 사용되고, B-L 모형은 자산군별 기대수익률을 결과값으로 도출한다. 이 기대수익률과 역사적 변동성을 이용하여 최적 포트폴리오를 찾는다. 결과적으로 SAA를 거치고 나면 자산군별 장기 전망이 반영된 자산별 비중이 계산된다.

2단계(필수) – 전술적 자산배분(TAA): 전술적 자산배분은 각 자산군의 중단기 전망을 반영한다. 각 자산군별 담당 애널리스트는 1~6개월 시계의 중단기 전망을 제시한다. 이 전망을 이용하여 전략적 자산배분에서 계산된 자산군별 비중을 일부 조절한다. TAA를 마치고 나면 자산군별 장기, 중단기 전망이 반영된 자산별 비중이 계산된다.

3단계(선택) – 알파극대화 포트폴리오(Satellite) 구성: 1, 2단계에서는 다양한 시계의 기본 5개 자산군 전망이 녹아 들어간 비중이 계산된다. 이 포트폴리오를 핵심 포트폴리오(Core)라고 한다. 하지만 5개 자산군만으로 자산배분을 하면 전략의 유연성이 낮아진다. 전체 포트폴리오 중 일부를 자유롭게 투자할 수 있도록 하여 전략적으로 경직된 구조의 문제를 해결할 수 있다. 이런 목적으로 포트폴리오의 일정 비중을 이용하여 다양한 전략을 수행하는 부분을 알파극대화 포트폴리오(Satellite)라고 한다. 알파극대화 포트폴리오가 활용되는 경우는 다음과 같다.

1. 핵심 포트폴리오에 포함되지 않은 자산을 편입하는 경우
2. 핵심 포트폴리오에 포함된 자산 내 하위 계층의 비중 조절이 필요한 경우
3. 핵심 포트폴리오에 포함된 자산 중에서 일정 범위를 넘어서는 비중 조절이 필요한 경우

전체 자산의 일정 범위 내에서 알파극대화 포트폴리오를 활용할 수 있다. 실질적 투자전략 구현을 위해 리밸런싱 시점을 규제하지 않았고 적극적인 자산 운용을 위해 국내외에 상장된 ETF를 자주 활용할 예정이다. 또한, 알파극대화 포트폴리오는 일정 비중 안에서 특정 상품에 할당되지 않은 비중을 단기자금(유동성)에 자동적으로 할당한다.

4단계(선택) – 자산군별 Beat 전략 (Core) 구성: Core에서 SAA와 TAA를 통해 최종 산출된 비중에서 각 자산 담당자는 추종지수를 Beat하는 전략을 제시한다. 각 자산에 대한 세부 비중을 바탕으로 Core만으로 추구하기 힘든 알파 성과와 액티브 전략을 다양하게 구사한다.

도표 7. 3단계 자산 배분 단계를 거치고 나면 앞으로 1~3개월 동안 적용할 포트폴리오가 나옴

핵심 포트폴리오 (Core)	전략적 자산배분 (SAA)	- 장기 전망이 반영된 자산군별 장기 전망 반영 - 6개월~1년에 비중 조절
	전술적 자산배분 (TAA)	- 자산군별 중 단기 전망 반영 - SAA결정된 자산군 비중을 중심으로 일정 범위 내에서 비중 조절 - 1~6개월마다 비중 조절할 예정
알파극대화 포트폴리오 (Satellite)	- 자산군별 단기 전망을 반영 - 총 자산의 일정 범위 내에서 활용 - 리밸런싱 시점 제한 없음 - 국내외에 상장된 ETF 적극 활용	

자료: 동부 리서치

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 “독점규제 및 공정거래에 관한 법률” 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자 등에게 지난 6개월간 E-mail을 통해 사전 제공된 바 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.



동부증권 리서치센터

팀 명	담당	애널리스트	직 위	(02) 369-	@dongbuhappy.com
리서치센터	리서치센터장	용대인	상무	3448	yong3490
주식전략팀	글로벌자산배분	장화탁	팀장	3370	mousetak
	해외주식/원자재	유경하	수석연구원	3353	last88
	국내주식/시황	강현기	수석연구원	3479	hygkang
	퀀트	남기윤	선임연구원	3432	486ngy
	대체투자	정승기	선임연구원	3173	seungki.jeong
	퀀트	설태현	선임연구원	3709	thseol
	자산분석	권아민	연구원	3490	ahminkwon
	RA	정세록	연구원	3273	aing888
채권전략팀	신용분석	박정호	팀장	3337	cheongho
	신용분석	유승우	수석연구위원	3426	seyoo
	채권전략	문홍철	연구위원	3436	m304050
	FX/해외채권	박유나	수석연구원	3377	yuna.park
	RA	최혁재	연구원	3963	jaychoi
	코디네이터	박세미	사원	3346	parksemi89
기업분석 1팀	은행/보험	이병건	팀장	3381	pyrrhon72
	음식료/유통	차재현	수석연구위원	3378	imcjh
	제약/바이오	구자용	연구위원	3425	jaykoo
	운송	노상원	수석연구원	3737	swnoh
	자동차	김평모	수석연구원	3053	pmkim
	화학/정유/유탄/타이어/에너지	한승재	선임연구원	3921	sjhan
	화장품/의류	박현진	선임연구원	3477	hjpark
	RA	신은정	연구원	3458	ej.shin
	DTP	윤나라	사원	3360	dbsskfk2
기업분석 2팀	IT총괄	권성률	팀장	3724	srkwon
	조선/기계	김홍균	수석연구위원	3102	usckim10
	건설/지주	조윤호	연구위원	3367	uhno
	엔터/레저/인터넷/게임	권윤구	선임연구원	3457	ygkwon84
	통신/미디어	박상하	선임연구원	3389	shpark
	RA	박성재	연구원	3321	psj1127



본 사

본사 영업부 02) 369-3200 서울특별시 영등포구 국제금융로8길 32 (동부증권빌딩 1~2층)

서울지역

강남금융센터	02) 3474-9000	서울특별시 서초구 강남대로 341 (삼원빌딩 3층)
디지털밸리	02) 3281-1600	서울특별시 구로구 디지털로 285 (에이스트원타워 1차 3층)
도곡금융센터	02) 568-3700	서울특별시 강남구 언주로30길 39 (삼성SE타워 5층)
동부금융센터	02) 3011-5000	서울특별시 강남구 테헤란로 432 (동부금융센터빌딩 3층)
청담금융센터	02) 514-1414	서울특별시 강남구 영동대로 646 (동흥빌딩 2층)
목동	02) 2636-6000	서울특별시 양천구 목동서로 159-1 (CBS7독고방송 1층)
서초	02) 597-9100	서울특별시 서초구 서초중앙로 125 (로이어즈타워 3층)
입구정금융센터	02) 3445-8800	서울특별시 강남구 논현로 176길 14 (증권빌딩 2층)
용산	02) 798-6060	서울특별시 용산구 서빙고로 69 (파크타워 102층 1층)
을지로금융센터	02) 753-9000	서울특별시 중구 남대문로 103 (동북빌딩 3층)
잠실	02) 419-6200	서울특별시 송파구 올림픽로 35 다길 45 (루터회관 1층)

경기지역

분당	031) 718-7000	경기도 성남시 분당구 성남대로 32 (보명프라자 4층)
인천	032) 518-3434	인천광역시 부평구 길주로 633 (메디캐슬빌딩 2층)
평촌	031) 382-6200	경기도 안양시 동안구 시민대로 194 (한국생명빌딩 4층)
진접	031) 572-4020	경기도 남양주시 진접읍 장현천로 20 3층
화성향남	031) 366-0900	경기도 화성시 향남읍 삼천병마로 216 3층

대전·충청지역

대전	042) 522-6600	대전광역시 서구 도산로 51 (도마라이프클리닉센터 3층)
둔산	042) 489-9500	대전광역시 서구 둔산서로 59 (고운손병원빌딩 2층)
천안	041) 569-7000	충청남도 천안시 서북구 동서대로 129 (에이엠타워 2층)
청주	043) 253-9400	충청북도 청주시 흥덕구 2순환로 1229 (고속터미널 2층)

부산·경상지역

남포	051) 242-6000	부산광역시 중구 구덕로 90 (남포메디칼센터 2층)
부산	051) 515-6200	부산광역시 동래구 총령대로 353 (BNK부산은행 건물 2층)
센텀	051) 741-7200	부산광역시 해운대구 센텀동로 9 (대우트럼프스퀘어 2층)
양산	055) 388-0900	경상남도 양산시 양산역1길 24 (영동프라자 1층)
창원	055) 600-5500	경상남도 창원시 의창구 두대동 333 시티세븐 (트레이드센터 3층)
대구	053) 476-4000	대구광역시 수성구 무학로 99 (호연빌딩 2층)
범어	053) 745-4900	대구광역시 수성구 달구벌대로 2348 (수협빌딩 2층)
포항	054) 275-3100	경상북도 포항시 북구 중흥로 301 (신아빌딩 1층)

광주·전라지역

광주	062) 225-6900	광주광역시 남구 봉선로 164 (비아로마삼환빌딩 4층)
첨단	062) 975-1000	광주광역시 북구 첨단연신로 97 (솔로몬타워 203호)
전주	063) 229-2211	전라북도 전주시 완산구 백제대로 140 (하오메디칼센터 2층)

강원지역

강릉	033) 641-7800	강원도 강릉시 강릉대로 270 (구 고속버스터미널 건너편)
원주	033) 765-9400	강원도 원주시 서원대로 406 (리더스타워 3층)

본 조사항목은 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사항목은 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.