

Asset Allocation Strategy

2022.08.09

자산배분
책임연구원 황지연
3771_9412
20210106@iprovest.com

8월 자산배분 전략: 가치주, 인프라투자 선호

7월 포트폴리오 리뷰: 선진국시장 반등, 지정학적 이슈 부각된 중국시장 부진

모델포트폴리오의 7월 수익률은 4.35%를 기록하며 벤치마크 대비해서 0.8% 하회. 8월까지 누적으로는 4.25%의 초과 성과를 달성. 7월에는 천연가스의 수익률이 가장 높았고, 전반적인 선진국 시장의 주식과 채권은 반등함. 경제지표의 하회와 지정학적 이슈가 부각된 중국증시는 부진했음

경기침체 우려감, 금리인상 본격화

2분기 미국 GDP는 -0.9%를 기록하며 1분기에 이어 연속으로 마이너스 성장률을 보이며 기술적 침체구간에 진입. 연준은 인플레이션 상황이 나아지지 않는다면 9월에도 큰 폭의 금리인상을 할 것을 시사했고 이에 맞추어 한국은행의 긴축기조 역시 유지될 것으로 보임

성장주보다는 가치주

미국과 국내시장 모두 장단기스프레드가 역전에 가깝게 축소되는 침체 국면에서는 전반적으로 가치주의 상대우위가 나타남. 그 동안 크게 조정을 받았던 성장주를 매수를 추천하는 시각도 있지만 안정성과 배당이익까지 고려한다면 가치주의 상대 우위를 예상. 포트폴리오의 가치주의 비중을 확대하면서 배당이익까지 노리는 안정적 포트폴리오의 구축이 중요

부동산보다는 인프라, 코어인프라 신규편입

대체투자 자산 중에 사모는 주식과 비슷한 매크로 요인에 노출되어 분산투자 효과가 크지 않음. 인프라나 부동산은 비교적 주식과 다른 종류의 위험에 노출되어 있음. 적절하게 혼합할 경우 분산투자효과가 커지는 것을 확인할 수 있음

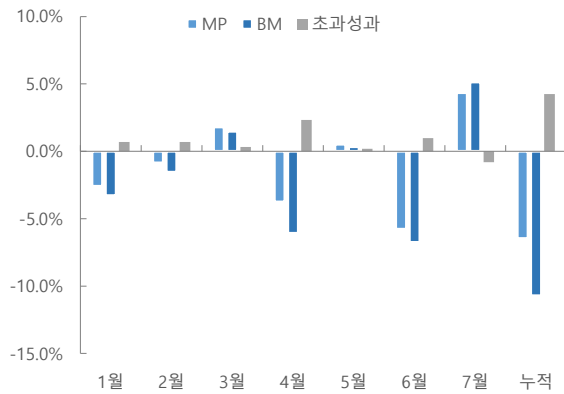
부동산은 금리에 민감한 부분이 있어 현재와 같은 빠른 금리인상 시기에 투자하기에는 부담감이 높아 대체자산 중 인프라를 제일 우선적으로 선호. 코어 인프라 투자는 인프라 투자 중 주요 핵심 시설에 투자함. 인프라의 주식대비 부족한 수익률을 보완할 수 있음

CON- TENTS

3	KEY CHART
6	7월 포트폴리오 점검
7	7월 주요자산 수익률 점검
8	경기침체에 대한 우려
9	공격적 금리인상 기조 유지
11	가치주 비중 확대
14	인프라 비중 확대
18	포트폴리오 세부 조정
19	APPENDIX

KEY CHART

[도표 1] 포트폴리오의 월간성과(막대그림)



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 포트폴리오의 월간성과(표)

	MP	BM	초과성과
1월	-2.59%	-3.28%	0.69%
2월	-0.86%	-1.55%	0.69%
3월	1.80%	1.48%	0.32%
4월	-3.75%	-6.08%	2.33%
5월	0.53%	0.34%	0.19%
6월	-5.77%	-6.75%	0.98%
7월	4.35%	5.15%	-0.8%
누적	-6.50%	-10.7%	4.25%

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 3] 기초자산의 투자여건

투자의견		비중축소	중립	비중확대
주식	한국			
	미국			
	유럽			
	영국			
	중국			
	일본			
채권	한국채권			
	선진국국채			
	글로벌투자적격			
	글로벌하이일드			
	신흥국채권			
대체투자	부동산			
	인프라			
	원자재			

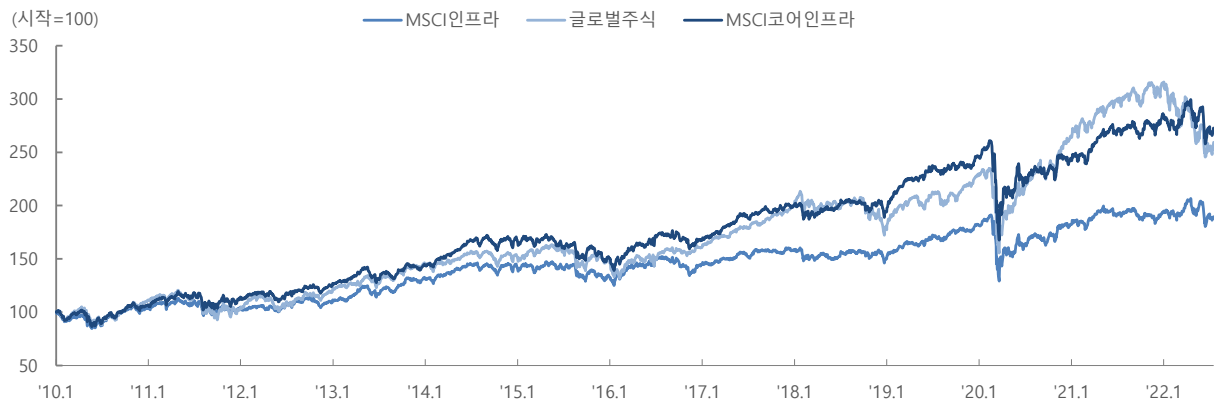
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 4] 침체 우려감이 확대될 때 가치주의 상대적 강세(미국)



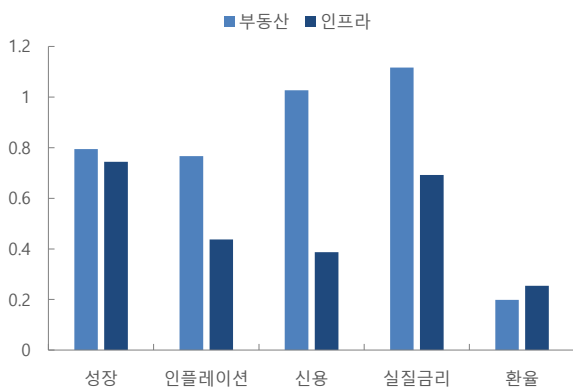
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 5] 안정적이지만 주식대비 부족한 인프라의 수익률을 보완하는 코어인프라



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 6] 인프라보다 매크로 요인에 민감한 부동산



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 7] 급격한 금리인상에 약세를 보이는 부동산



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 8] 코어인프라를 신규편입

자산군	자산		비중	
			7월	8월
주식	해외주식	미국	15.6	15.6
		일본	2.4	2.4
		유로존	2.3	2.3
		영국	1.0	1.0
		중국	1.9	1.9
	합		23.2	23.2
	국내주식		5.5	5.5
채권	해외채권	선진국채	12.2	12.2
		투자적격	12.0	12.0
		신흥국	1.0	1.0
		하이일드	0.0	0.0
	합		25.2	25.2
	국내채권		15.2	15.2
대체투자	글로벌부동산		8.1	8.1
	글로벌인프라	인프라	16.2	11.2
		코어인프라	0.0	5.0
	원자재		6.8	6.8

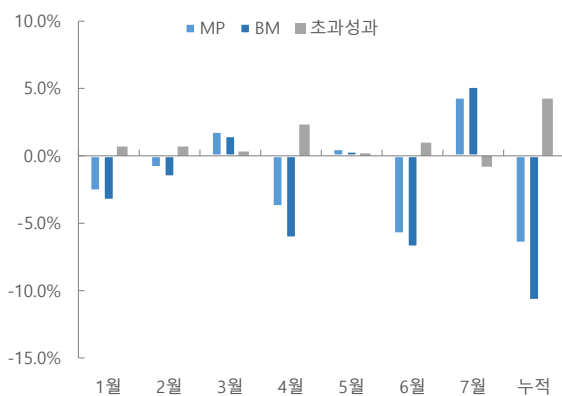
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

7월 포트폴리오 점검

인프라, 투자적격채권을 선호

모델포트폴리오의 7월 수익률은 4.35%를 기록하며 벤치마크 대비해서 0.8%를 하회하였다. 8월까지 누적으로는 4.25%의 초과 성과를 달성했다. 주요 자산 중 인프라와 투자적격채권의 가장 선호도가 높고 하이일드와 신흥국의 축소를 제안한다.

[도표 9] 포트폴리오의 월간성과(막대그림)



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 10] 포트폴리오의 월간성과(표)

	MP	BM	초과성과
1월	-2.59%	-3.28%	0.69%
2월	-0.86%	-1.55%	0.69%
3월	1.80%	1.48%	0.32%
4월	-3.75%	-6.08%	2.33%
5월	0.53%	0.34%	0.19%
6월	-5.77%	-6.75%	0.98%
7월	4.35%	5.15%	-0.8%
누적	-6.5%	-10.7%	4.25%

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 11] 기초자산의 투자 의견

	투자의견	비중 축소	중립	비중 확대
주식	한국		●	
	미국		●	
	유럽		●	
	영국		●	
	중국		●	
	일본			●
채권	한국채권		●	
	선진국채		●	
	글로벌투자적격			●
	글로벌하이일드	●		
	신흥국채권	●		
대체투자	부동산		●	
	인프라			●
	원자재		●	

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

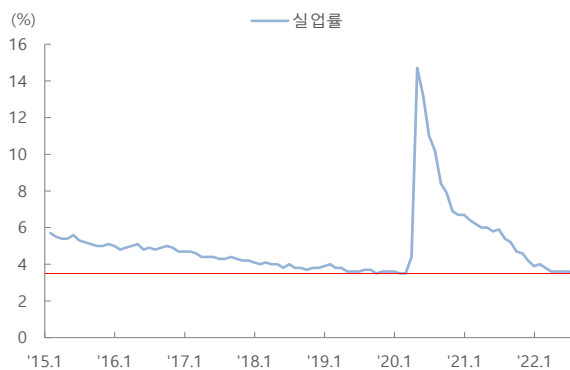
경기 침체에 대한 우려

미국 경제는 기술적 침체구간 진입

2분기 미국 GDP는 -0.9%를 기록하며 1분기에 이어 연속으로 마이너스 성장률을 보이며 기술적 침체구간에 진입했다. 그럼에도 불구하고 연준에서는 고용의 견고함을 근거로 침체에 대한 지나친 우려를 경계하고 있고 최근 발표된 ISM 서비스업지수와 고용지표가 호조를 보이면서 침체에 대한 우려감은 일단 한숨 돌린 상황이다.

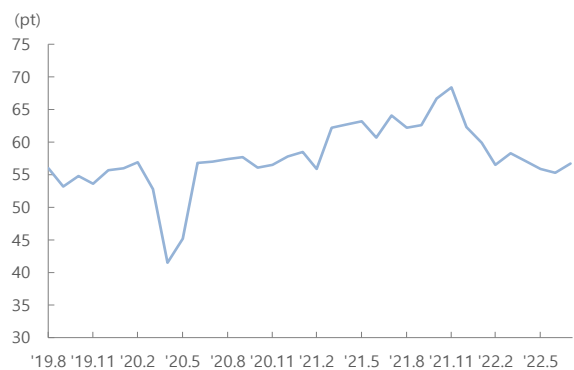
하지만 글로벌 국가들의 제조업 PMI는 하락추세가 지속되고 있다. 한국과 유로존은 7월 발표에서 기준선을 하회, 경기 위축 국면에 진입했고 또 반등을 기대하던 중국의 제조업 PMI도 다시 하락하며 중국 시장의 회복에 대한 기대감도 약해지고 있다. 이러한 글로벌 제조업 PMI의 부진으로 인한 경기둔화 우려는 원유 수요의 감소로도 이어져 오펙회의에서 원유생산량을 시장 예상보다 적게 올렸음에도 가격은 오히려 하락하는 모습을 보이고 있다.

[도표 14] 팬데믹 이전 수준에 도달한 실업률



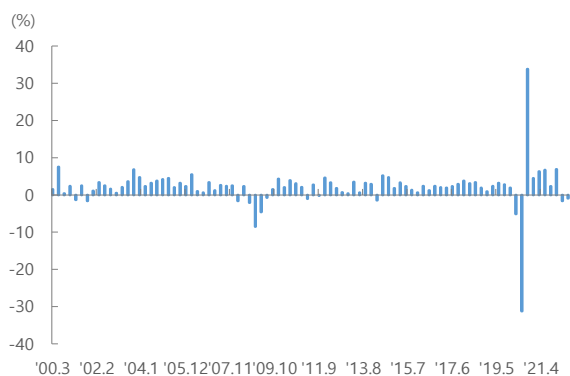
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 15]예상을 상회한 미국 ISM 서비스업지수



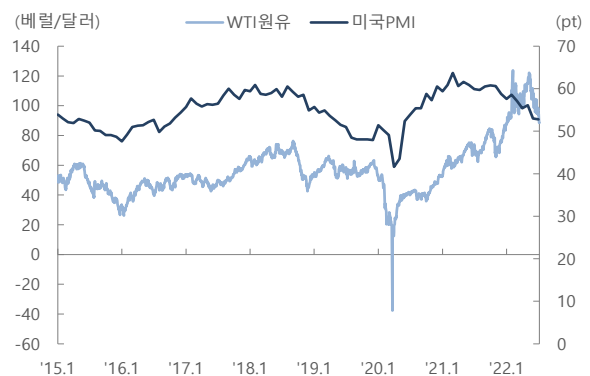
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 16] 2 분기 연속 마이너스 성장률을 기록한 미국 GDP



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 17] 원유는 공급우려에도 수요 감소로 인한 약세



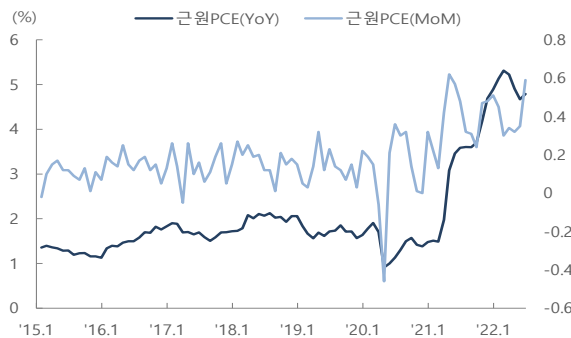
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

공격적 금리인상 기조 유지

물가압력은 지속, 글로벌 금리인상 본격화

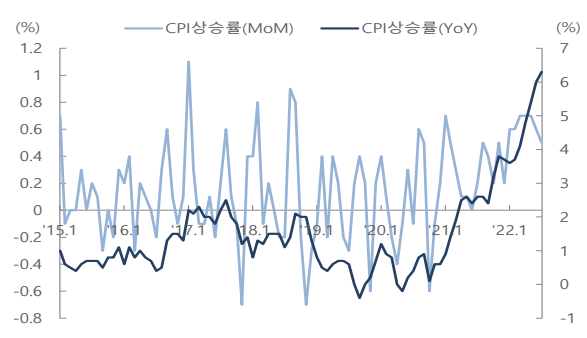
미국의 6월 CPI와 근원 PCE는 예상치를 상회하면서 물가정점에 대한 시장의 기대감은 또다시 미뤄졌다. 연준은 향후 인플레이션 상황이 나아지지 않는다면 9월에도 큰 폭의 금리인상을 할 것을 시사했으며 당사는 9월 FOMC에서 50bp이상의 큰 폭의 인상을 예상한다. 국내시장 역시 6월 소비자물가지수 상승률이 지난 달 대비 0.3% 올라 상승폭은 둔화되었지만 상승 추세가 꺾이지 않고 있어 한국은행의 강한 긴축기조 역시 유지될 것이다.

[도표 18] 미국 근원 PCE 도 재차 반등



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

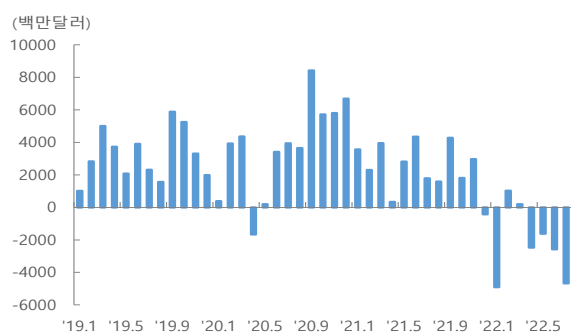
[도표 19] 한국 CPI 도 6%대 물가상승 압력 지속



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

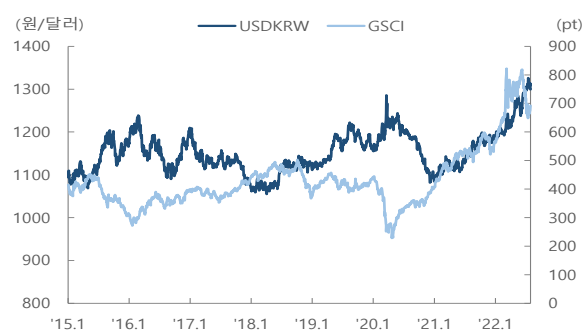
7월 FOMC에서의 75bp 금리인상으로 17년에 이어서 또 다시 한미 기준금리의 역전이 발생했다. 두 국가의 금리인상속도를 고려할 때 역전된 기준금리가 단기간에 재역전 되기는 힘들어 보여 시장의 불확실성은 확대될 것이다. 17년에 발생한 금리역전이 국내시장에 미치는 여파는 크지 않았지만 현재 한국 경제의 상황은 그리 낙관적이진 못하다. 원자재가격 상승과 환율압박이 겹치면서 무역수지의 적자가 연속으로 발생하고 있고 국내주식시장에 자금이탈에 대한 우려감으로 투자심리가 위축될 것으로 보인다.

[도표 20] 국내 무역수지의 4개월 연속 적자



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

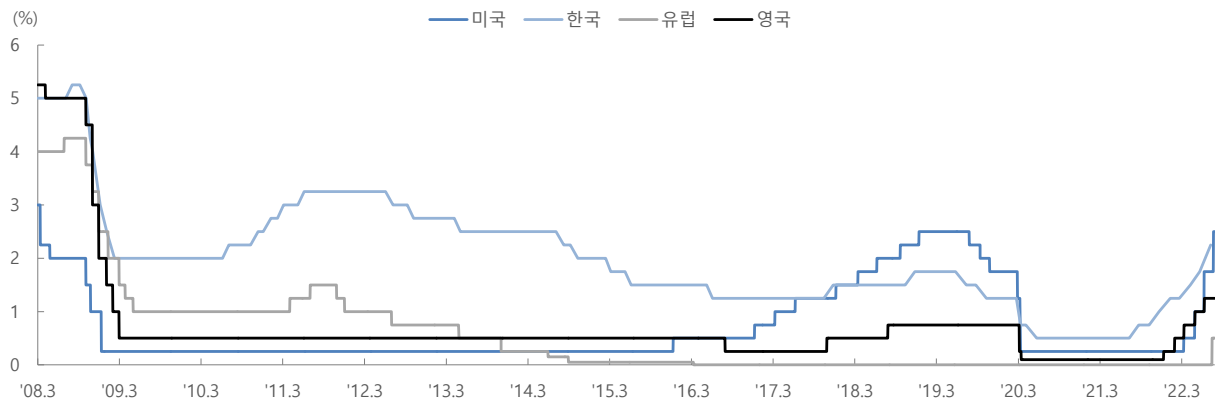
[도표 21] 원자재와 환율의 동기화



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

제로금리를 유지하던 ECB도 물가압박과 지정학적 불확실성 확대에 빅스텝 금리인상을 시작했고 영란은행 역시 1995년 이후 최대폭인 50bp 금리인상을 실시하며 본격적인 긴축에 돌입했다. 유럽은 에너지난으로 인한 인플레이션압박이 높아 긴축으로 인한 불확실성은 다른 국가들에 비해 강할 것으로 보인다.

[도표 22] 주요국 기준 금리의 추이

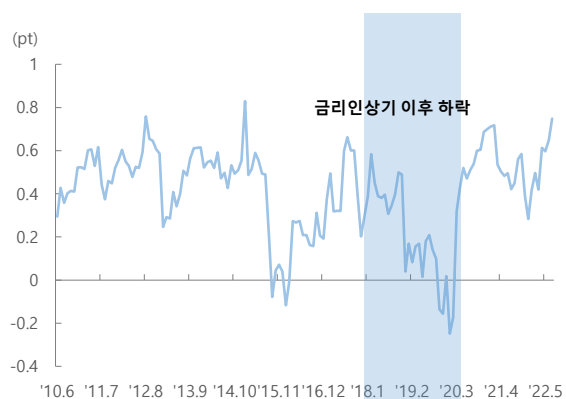


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

안전자산으로서 채권의 상대우위

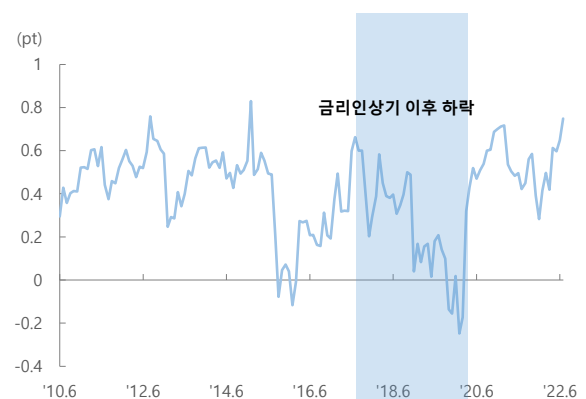
대외적인 불확실성 요인들이 지속되고 있지만 시장은 금리인상을 선제적으로 반영했고 지속되는 경기침체 우려로 인한 안전자산 선호는 채권시장에 호재로 작용할 것이다. 또 과거 금리 인상을 보면 기준금리 인상 초반에 상승하던 주식과 채권의 상관관계는 어느 정도 진행이 된 후에는 다시 하락하며 정상화하는 모습을 보였다. 올해 초반은 주식과 채권의 상관관계가 상승하고 수익률은 동시 하락하면서 포트폴리오의 분산투자의 효과도 희미해졌으나 3분기부터는 채권의 역할도 점차 커질 것으로 기대한다.

[도표 23] 글로벌주식과 글로벌채권의 12M Rolling 상관계수



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 24] 국내주식과 국내채권의 12M Rolling 상관계수



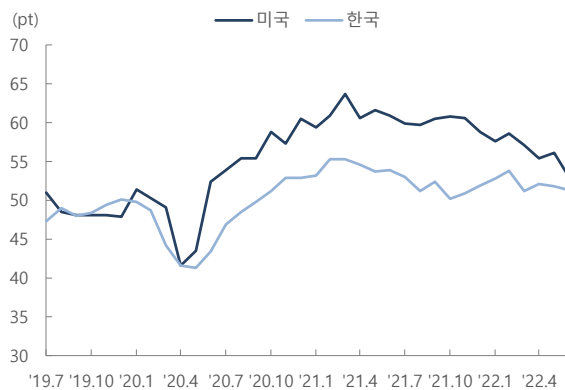
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

가치주 비중 확대 제안

파월의장의 발언에도 불구하고 경기침체에 대한 우려는 지속

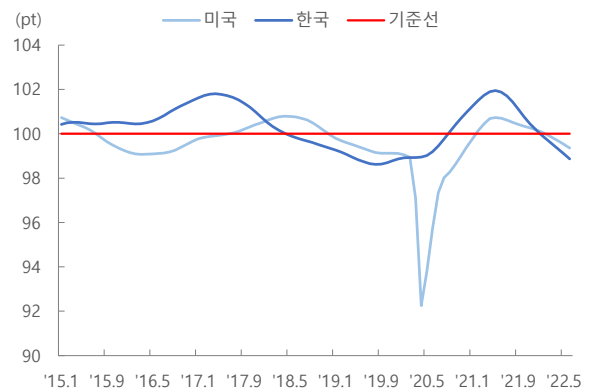
파월의장은 고용지표의 견고함을 근거로 침체의 가능성을 일축했고 인플레이션 제어를 위한 연준의 공격적인 통화정책 대응이 최우선임을 강조했다. 블라드 연은 총재 역시 인플레이션이 하락한다는 강력한 증거를 볼 때까지 금리를 계속 올려야 한다고 주장, 긴축에 대한 강력한 의지를 재확인했다. 이제 침체에 대한 우려는 피할 수 없는 현실이고 경기를 판단하는 선행지표인 제조업 PMI와 OECD경기선행지수 역시 하락세를 지속하며 경기불확실성이 가중되고 있는 상황이다.

[도표 25] 제조업 PMI 지수의 하락 추세



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 26] OECD 경기선행지수는 기준선 하회



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

경기침체와 스프레드 축소: 가치스타일 상대 우위

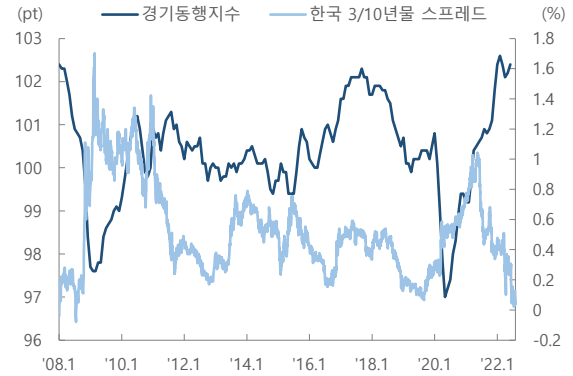
장단기 스프레드는 과거 경기침체에 앞서 금리역전이 발생하는 현상이 나타나 침체의 가능성을 판단하는 선행지표로써 자주 활용되고 있다. 장단기 스프레드가 축소되는 구간에서 경기침체확률이 상승하고 현재 경기의 상태를 판단하는 경기동행지수의 하락흐름이 나타난다. 이를 통해 장단기 스프레드와 가치주와 성장주의 상대성차를 비교하는 성장/가치 비율을 함께 활용하여 침체국면에서의 스타일의 상대 우위를 점검하였다.

[도표 27] 미 국채 2/10YR 스프레드와 경기침체 확률 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 28] 한국 국고채 3/10YR 스프레드와 경기동행지수



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

미국과 국내 시장 모두 장단기 스프레드가 역전에 가깝게 축소되는 침체국면에서는 전반적으로 가치주의 상대우위가 나타났다. 특히 최근 급격한 스프레드 축소 구간에서 두 국가 모두 가치주의 강세가 나타났다. 미국 시장은 금융위기 이후 10년 넘는 기간 동안 빅테크 기업들을 필두로 성장주의 강세가 뚜렷했으나 최근 침체 우려감에 가치주의 상대우위가 나타나고 있다. 반면 한국시장은 금융위기 이후에도 성장/가치 비율이 1 아래로 유지되며 전반적으로는 가치주가 강세를 보이고 있다.

[도표 29] 침체 우려감이 확대될 때 가치주의 상대적 강세(미국)



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 30] 침체 우려감이 확대될 때 가치주의 상대적 강세(한국)



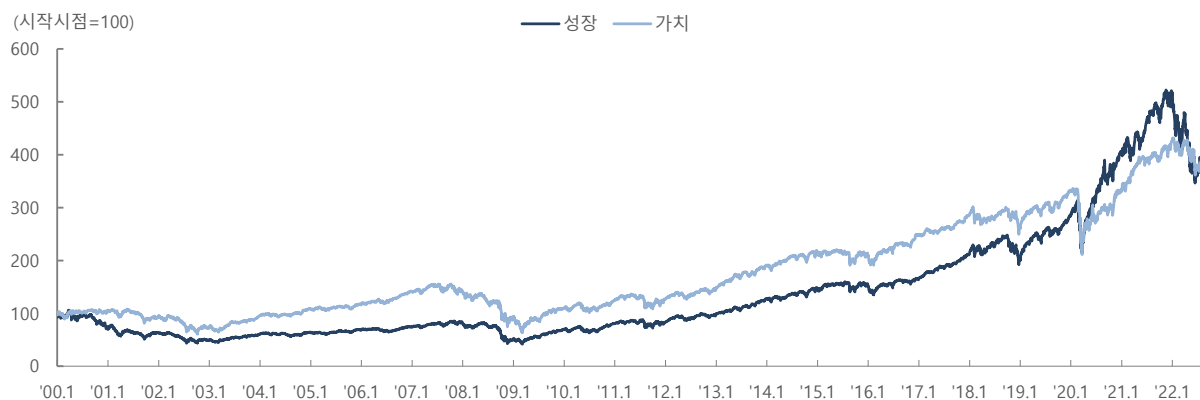
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

가치 스타일 확대 제안

그 동안 크게 조정을 받았던 성장주의 매수를 추천하는 시각도 있지만 안정성과 배당이익까지 고려한다면 3분기에도 가치주의 상대우위가 지속될 것으로 예상된다. [도표 25,26]을 보면 가치주와 성장주의 배당수익이 포함된 총 수익지수의 누적수익률은 팬데믹 이전은 가치주의 우위, 현재는 큰 차이를 보이지 않는다. 향후 불안정한 시장상황을 생각한다면 선부르게 성장주의 저점을 예단하기보다는 중장기적인 관점에서 하락폭과 변동성이 낮은 가치주의 비중을 확대하면서 배당이익까지 노리는 안정적인 포트폴리오의 구축이 좋을 것이다.

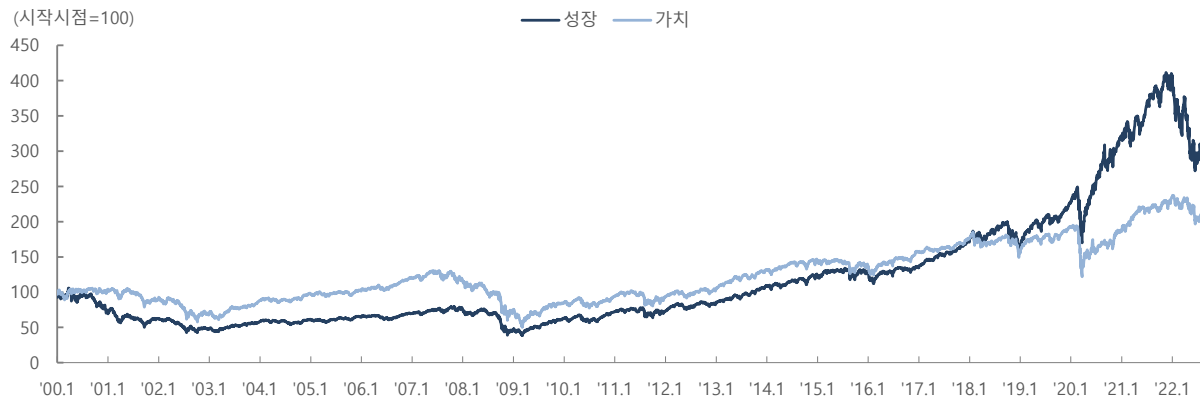
미국시장에 비해 국내시장에서는 가치주와 성장주가 큰 차별성을 보이지는 않는다. 이는 국내 시장의 가치주와 성장주 지수를 구성하는 개별종목들이 중복되는 경우도 존재하여 미국 대비 뚜렷하게 차이를 보이지는 않는다. 가치주의 비중 확대에 의한 안정적인 포트폴리오의 구축은 미국시장에서 효과가 더 클 것으로 보여진다.

[도표 31] 배당을 고려하면 가치주의 우세



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 32] 배당을 고려하지 않는다면 성장주의 우위



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

인프라 비중확대

글로벌 대형 기금들의 인프라 투자 비중 확대

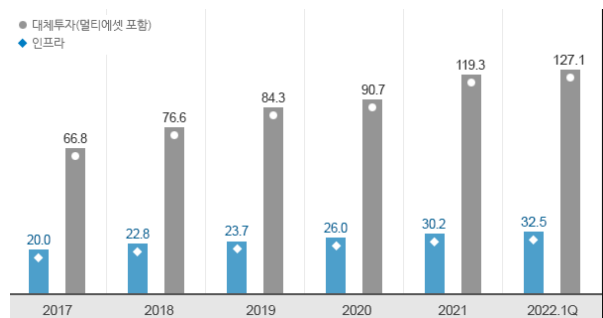
22년은 글로벌 인플레이션 압박이 심화되면서 경기침체우려가 확대, 전통자산들은 부진한 수익률을 보이고 있다. 포트폴리오의 수익률을 확보하고 안정성을 보완하기 위해 대체투자 특히 인프라 투자에 대한 관심이 커지고 있는데 국민연금의 인프라 투자 규모는 꾸준히 확대(2017년 20조에서 2022년 32.5조)되고 있고 국내기관들을 포함 전세계 대형 연기금들 또한 대체투자의 비중을 확대하고 있는 추세이다.

[도표 33] 글로벌 주식과 부동산을 상회하는 인프라의 성과



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 34] 대체투자자 인프라 투자 규모 상승(국민연금)

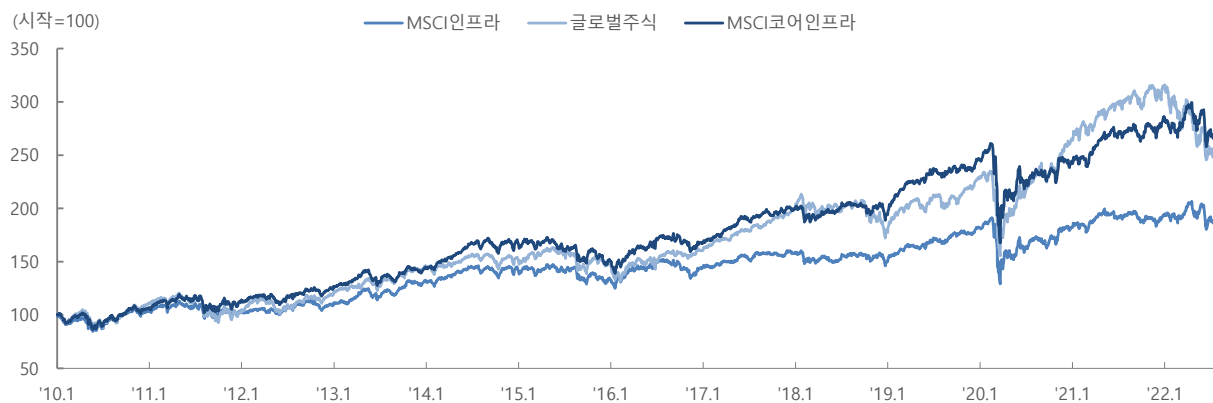


자료: 국민연금

안정적 현금흐름과 인플레이션 방어, 코어인프라

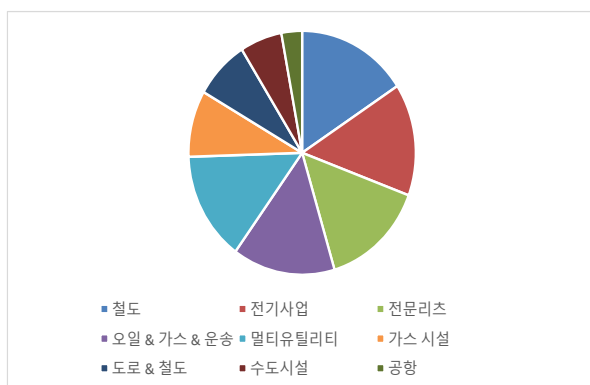
인프라는 실물자산을 기초로 하기 때문에 안정적인 현금 흐름과 높은 배당수익을 얻을 수 있다. 최근 주요국들은 경기부양을 위해 인프라 투자 확대에 힘쓰고 있고 중국의 일대일로 정책에 대한 G7 국가들의 대규모의 인프라 투자 또한 예정되어 있어 이에 대한 정책적 수혜감도 존재한다. 하지만 인프라는 안정적이지만 수익률 측면에서 보면 주식에 비해 아쉬운 부분이 존재한다. 이를 보완할 수 있는 것이 코어 인프라 투자이다. 코어 인프라 투자는 도로, 통신망, 수처리 시설 등 인프라 중에서도 핵심 자산에 투자하거나 물가에 수익률을 연동하는 방식으로 안정성과 수익률을 모두 얻을 수 있다.

[도표 35] 안정적이지만 주식대비 부족한 인프라의 수익률을 보완하는 코어인프라



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 36] 코어인프라의 주요 산업구조



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 37] 높은 배당 수익률

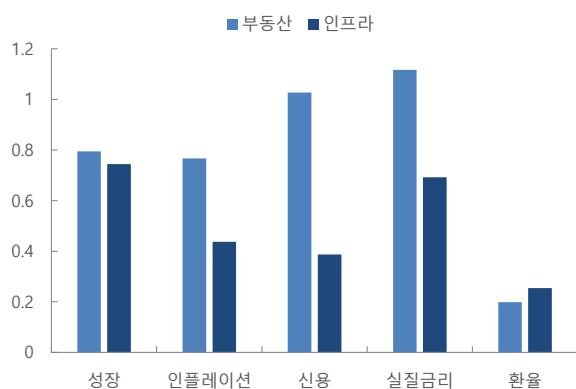


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

상대적으로 금리에 더 민감한 부동산 시장

인프라와 부동산(리츠)은 실물자산을 기초로 하고 안정적인 배당수익을 제공하기 때문에 흡사한 구조를 가지고 있다. 하지만 최근 부동산, 리츠 시장은 인프라에 비해서 약세를 보이고 있는데 이는 급격한 금리인상에 대한 부담감이 작용한 것으로 보인다. 점진적인 금리인상은 임대료의 상승을 통해 어느 정도 위험을 전가할 수 있지만 지금과 같은 급격한 상승은 자금 조달 위한 대출금리 상승, 부동산 가격하락에서 오는 단점이 더 크게 작용한 것으로 보인다. 과거 역사적 매크로 지표와의 민감도를 분석해보아도 부동산은 인프라에 비해 매크로 민감도가 높았으며 특히 인플레이션과 신용, 실질금리에 있어서는 민감도가 높았다.

[도표 38] 인프라보다 매크로 요인에 민감한 부동산



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 39] 급격한 금리인상에 약세를 보이는 부동산

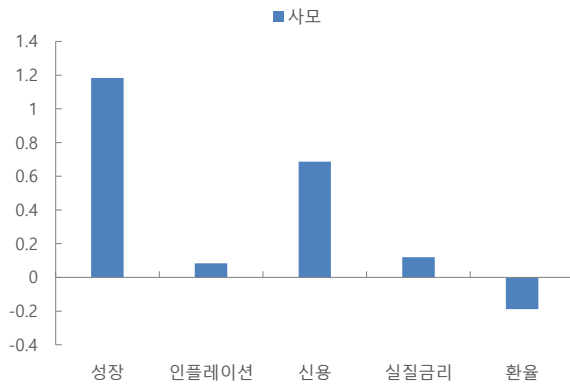


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

매크로 민감도와 분산 투자 효과

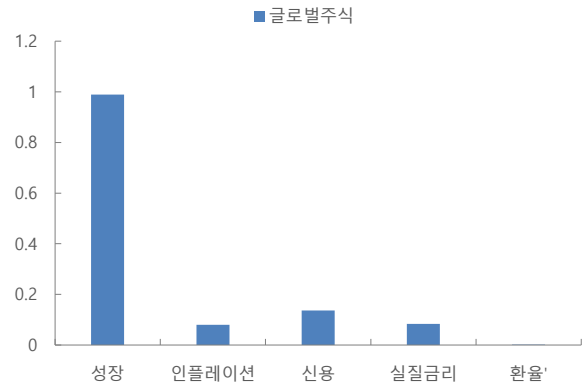
자산배분에 있어 핵심은 분산투자이다. 위험의 종류가 다른 자산을 편입함으로써 포트폴리오의 변동성을 낮출 수 있다. 주요 대체투자 자산들의 매크로 민감도를 비교해 전통자산과 어떤 차이점을 보이는지 분석했다. 대체투자자산 중에 사모는 주식과 비슷한 움직임을 보여 분산투자에 효과가 크지 않다. 인프라나 부동산은 비교적 주식과 다른 종류의 위험에 노출되어 있어 적절하게 혼합할 경우 분산투자 효과가 클 것으로 예상된다. 하지만 부동산은 금리에 민감한 부분이 있어 현재와 같은 빠른 금리인상시기에 투자하기에는 부담감이 높아 대체자산 중에는 인프라를 제일 우선적으로 선호한다

[도표 40] 주식과 흡사한 위험에 노출된 사모



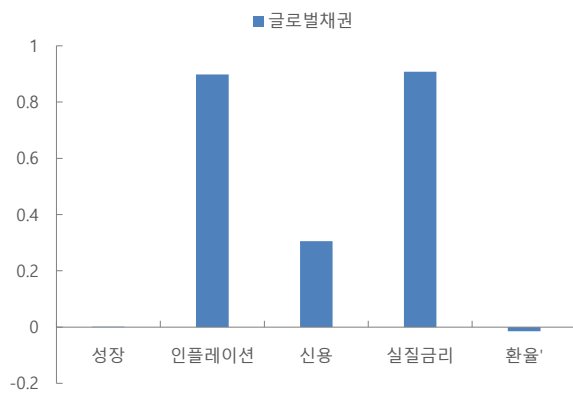
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 41] 성장위험에 주로 노출된 글로벌 주식



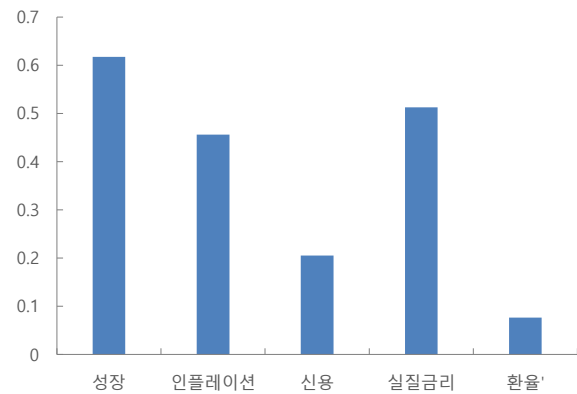
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 42] 인플레이션과 금리에 민감한 글로벌 채권



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 43] 인프라를 혼합한 포트폴리오의 매크로 노출도



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

포트폴리오 세부 조정

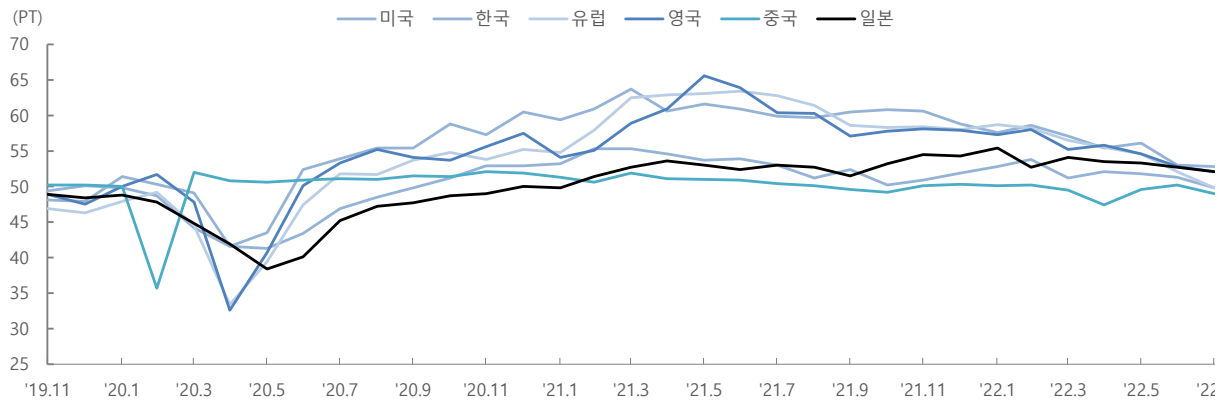
[도표 44] 코어인프라를 신규편입

자산군	자산		비중	
			7월	8월
주식	해외주식	미국	15.6	15.6
		일본	2.4	2.4
		유로존	2.3	2.3
		영국	1.0	1.0
		중국	1.9	1.9
	합		23.2	23.2
	국내주식		5.5	5.5
채권	해외채권	선진국채	12.2	12.2
		투자적격	12.0	12.0
		신흥국	1.0	1.0
		하이일드	0.0	0.0
	합		25.2	25.2
	국내채권		15.2	15.2
대체투자	글로벌부동산		8.1	8.1
	글로벌인프라	인프라	16.2	11.2
		코어인프라	0.0	5.0
	원자재		6.8	6.8

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

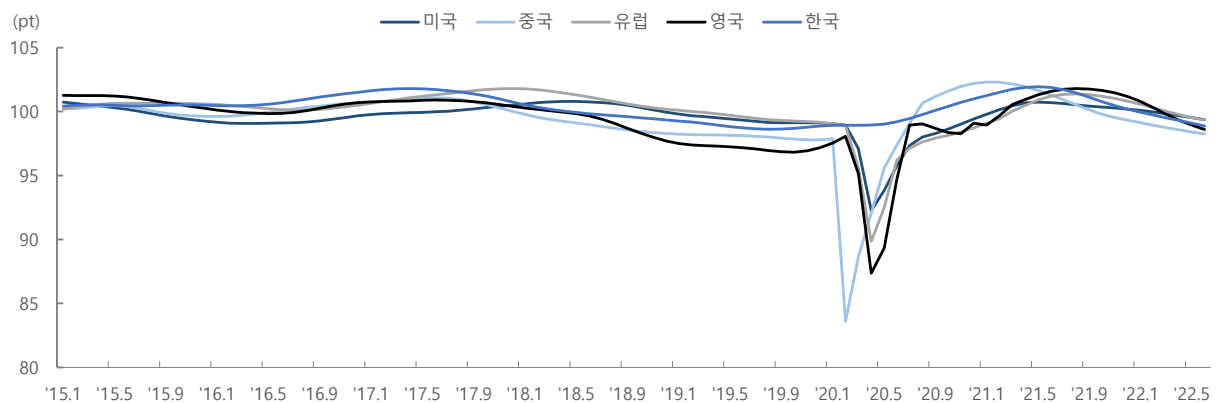
Appendix

[도표 45] 제조업 PMI 지수의 흐름



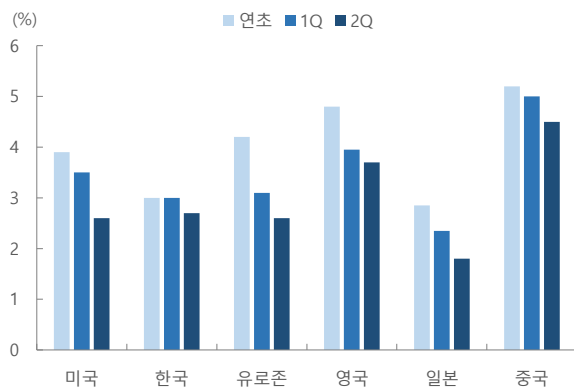
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 46] 글로벌 경기선행지수의 흐름



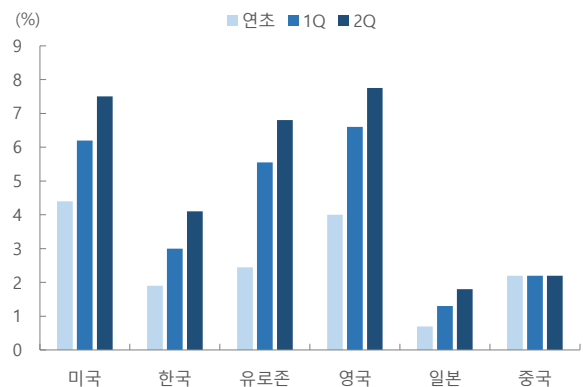
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 47] 22년 성장전망



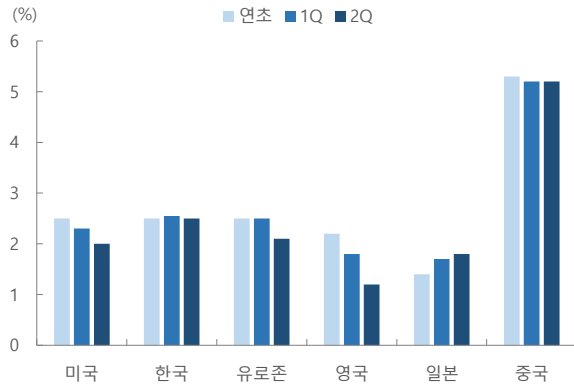
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 48] 22년 물가전망



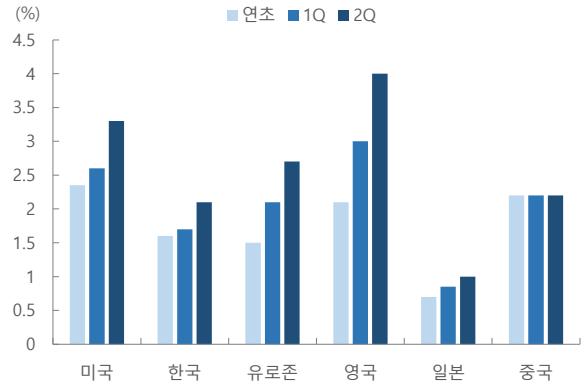
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 49] 23년 성장전망



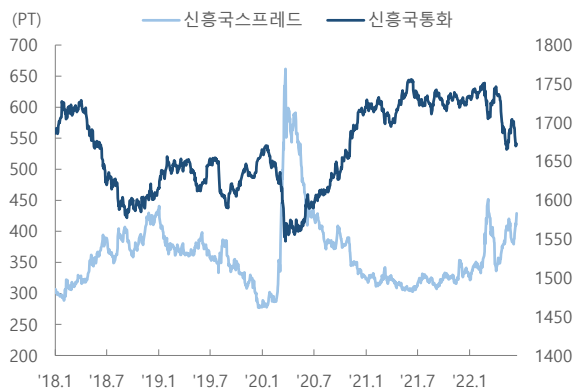
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 50] 23년 물가전망



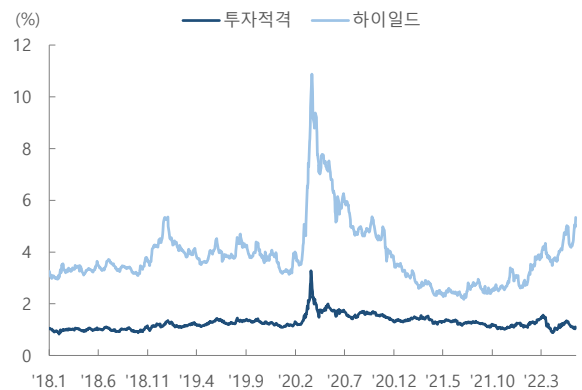
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 51] 신흥국 통화, 스프레드



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 52] 투자적격, 하이일드 스프레드



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 53] 인프라 관련 주요 인덱스

설명	인덱스명	YTD	상대성과(주식대비)
글로벌 인프라	MSCI World Infrastructure Index	-4.1%	13.4%
글로벌 인프라	Dowjones Brookfield Global Infrastructure Index	-3.7%	13.8%
글로벌 인프라	S&P Global Infrastructure Index	-0.3%	17.3%
글로벌 인프라	FTSE Infrastructure Indexes	-3.3%	14.3%
글로벌 코어 인프라	MSCI World Core Infrastructure Index	-5.6%	12.0%
글로벌 코어 인프라	FTSE Global Core Infrastructure Index	-1.6%	15.9%
미국 인프라	MSCI USA Infrastructure Index	-8.1%	9.5%
유럽 인프라	MSCI Europe Infrastructure Index	-1.2%	16.4%
신흥국 인프라	MSCI Emerging Markets Infrastructure Index	-16.0%	1.5%

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 54] 인프라 관련 국내외 ETF

티커명	ETF 명	운용사	YTD	추종지수
PAVE	Global X US Infrastructure Development ETF	미래에셋	-16.0%	U.S. Infrastructure Development Index
IGF	iShares Global Infrastructure ETF	블랙록	-2.7%	S&P Global Infrastructure Index
NFRA	FlexShares STOXX Global Broad Infrastructure Index Fund	FlexShares	-9.7%	S&P Global Infrastructure Index
IFRA	iShares U.S. Infrastructure ETF	블랙록	-8.4%	NYSE FactSet U.S. Infrastructure Index
INFR	iShares Global Infrastructure UCITS ETF	블랙록	-5.2%	FTSE Global Core Infrastructure Index
269370 KS Equity	TIGER S&P 글로벌인프라(합성)	미래에셋	8.4%	S&P Global Infrastructure 지수
329200 KS Equity	TIGER 리츠부동산인프라	미래에셋	-11.4%	FnGuide 리츠부동산인프라 지수
269420 KS Equity	KODEX S&P 글로벌인프라(합성)	삼성	8.6%	S&P Global Infrastructure Index

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

평균-분산모형(Mean-Variance Model)

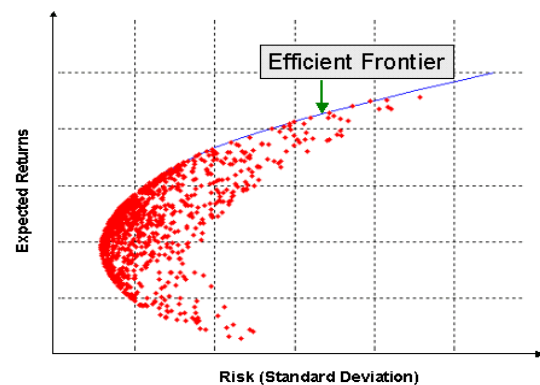
실무적으로 가장 흔하게 활용되는 모형으로 평균분산모형은 Markowitz가 1952년 발표한 논문에서 효율적 투자선(Efficient Frontier) 위에서 최적 포트폴리오를 선택하기 위해 고안된 모형 투입변수로는 기대수익률과 표준편차가 사용되며 목적함수인 변동성을 최소화시키는 방향으로 최적화가 진행 포트폴리오의 비중은 목표수익률(p) 내에서 최소의 위험을 가지는 값을 추정실무적으로 가장 흔하게 활용되는 자산배분모형으로 변수가 두 가지뿐이고 비교적 간편하게 구성되어 쉽게 활용 가능

[도표 55] 평균-분산모형의 제약식, 목적함수

$$\begin{aligned} & \text{Min } 0.5w\Sigma w^t \\ & \text{subject to } \sum \sum w_i \bar{r}_i = p \\ & \sum w_i = 1 \\ & (w_i: \text{자산 } i \text{의 비중, } \Sigma: \text{공분산 행렬} \\ & \quad r_i: \text{자산 } i \text{의 수익률,} \\ & \quad p: \text{목표수익률}) \end{aligned}$$

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 56] 효율적 투자선



자료: 교보증권 리서치센터

평균-CVaR(Conditional VaR)모형

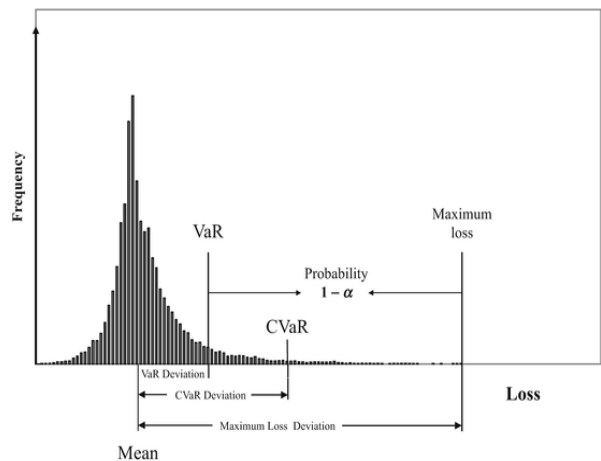
VaR이란 주어진 신뢰수준(Confidential Interval)에서 발생할 수 있는 최대 손실을 의미 VaR은 이해하기 쉽고 확률모형을 활용한다는 장점이 있지만 극단적인 손실이 발생할 경우 최대손실을 과소평가하는 측면이 있음 CVaR은 VaR를 초과하는 부분의 평균손실액을 의미하며 신뢰수준을 넘어가는 극단적인 손실도 반영할 수 있다는 장점을 가진 평균-CVaR모형은 자산수익률이 정규분포를 따라야 한다는 기존 모형이 요구하던 제약조건을 회피, 극단적인 손실을 반영해 위험을 완화시키는 안정적인 포트폴리오를 구성하는 것이 가능.

[도표 57] 평균-CVaR 모형의 제약식, 목적함수

$$\begin{aligned} & \text{Min } CVaR_{\alpha}(X) \\ & CVaR_{\alpha}(X) = \frac{1}{S} \sum_{t=1}^S \text{MAX}[0, VaR_{\alpha}(X) - w'_t r_s] \\ & \text{subject to} \\ & \sum \sum w_i \bar{r}_i = p, \quad \sum w_i = 1, \quad w_i > 0 \\ & (w: \text{포트폴리오의 비중}, s: \text{시나리오 개수}, r_s: \\ & \text{포트폴리오의 수익률}, \alpha: \text{신뢰수준}) \end{aligned}$$

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 58] VaR, CVaR의 그래프



자료: 교보증권 리서치센터

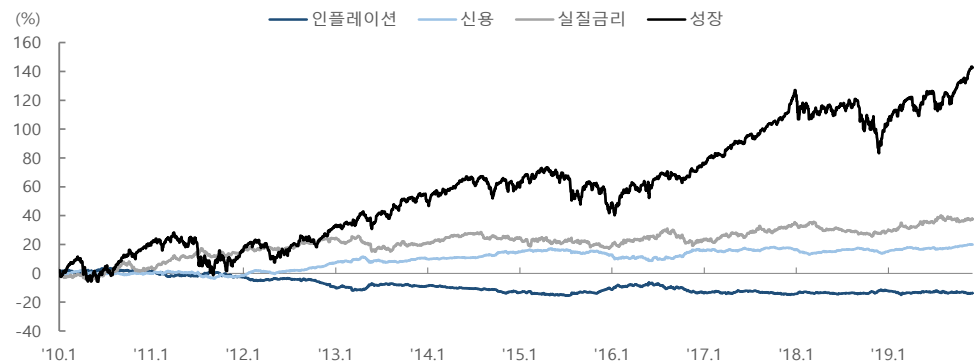
매크로팩터의 모델

좋은 팩터는 자산의 수익률의 원천이 되는 요인으로 위험과 수익을 적절하게 반영할 수 있어야 한다. 일반적으로는 쉽고 간편하게 다룰 수 있고 상관관계가 낮은 팩터들을 선호한다. 대표적인 매크로 팩터는 성장, 인플레이션, 실질 이자율, 신용 팩터이며 이 4개의 팩터는 해외 연구에서 가장 빈번하게 사용되는 공통요인이다. 매크로변수들은 자료 취득의 시차가 존재하여 실제 매크로 지표 대신에 금융시장의 대용변수(Proxy Variable)를 활용하여 측정한다.

[도표 59] 매크로 팩터의 정의와 측정 변수

팩터	설명	측정변수(Proxy Variable)
성장	성장위험	MSCI World Index
실질금리	이자율변동위험	Barclays Global Inflation linked Bond
인플레이션	인플레이션위험	Barclays Global Treasury – Barclays Global Inflation linked Bond
신용	스프레드확대위험	Barclays Global Corporate Bond – Barclays Global Treasury
환율	환율위험	달러지수

[도표 60] 매크로 팩터 누적수익률



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

매크로팩터를 이용한 대체투자의 리스크관리

수익률과 변동성, 상관관계 외에도 매크로 팩터를 활용하면 자산의 수익의 원천을 분석하고 자산들의 내재된 리스크를 파악하는데 도움이 될 수 있다. 대체투자는 꾸준히 활용성이 커지고 있고 최근 주식, 채권 시장의 부진으로 인해 알파수익 창출과 전통자산과의 분산투자의 효과를 극대화 하기 위한 방안으로써 관심이 커지고 있다.

하지만 대체자산은 주식과의 상관성도 높은 편이고 전통자산과 흡사한 부분이 존재한다. 예를 들어 사모투자는 성장에 노출이 많이 되어있고 부동산 및 인프라는 이자율이나 인플레이션 위험이 많이 포함되어있다고 알려져 있다. 그래서 매크로 변수들을 활용하여 통계적인 방법론을 적용, 구체적으로 각 자산들이 얼마나 혹은 어떤 종류의 위험에 노출되어 있는지 파악이 가능하고 구체적인 수치로 비교해볼 수 있다.

매크로팩터 모형의 추정

$$r_i = \alpha_i + \sum_{j=1} \beta_{i,j} f_j + \varepsilon_i$$

r_i : 자산군별 수익률

f_j : 매크로 팩터 수익률

각 자산군의 투자수익률의 매크로변수들에 얼마나 노출되었는지를 판단하기 위해서 다요인모형(Multi-Factor model)을 활용하였다. 데이터는 2010년부터 2021년까지의 월간 수익률을 활용하였다. 종속변수는 각 자산들의 월간수익률(전통자산, 대체자산), 독립변수는 각 매크로 팩터들의 수익률이다. 이를 통해 각 자산들의 매크로 팩터들에 대해 통계적으로 유의한지 그리고 팩터에 대해 노출된 정도를 파악할 수 있고 수익률을 분해하여 포트폴리오가 어떤 매크로 위험에 노출되어 있는지 분석이 가능하다.

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치부 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2022.03.31

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	98.8%	0.0%	1.2%	0.0%

[업종 투자자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1 (Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하