

Asset Allocation Strategy

2022.09.16

자산배분

책임연구원 황지연
3771_9412
20210106@iprovest.com

HY 스프레드를 이용한 자산배분

High Yield Spread Strategy(HY스프레드 전략)

하이일드 채권은 정크본드 라고도 불리며 신용등급 BBB-이하의 고위험 채권이며 하이일드 채권 스프레드는 미국 하이일드 회사채와 미국 10년물 국고채와의 수익률차이로 정의. 재무상태가 상대적으로 취약한 기업의 채권이므로 발행하기도 쉽지 않고 경기에 매우 민감하게 반응하여 경기를 선행하는 지표로도 활용. 예를 들어 경기의 전망이 긍정적 경우 하이일드 스프레드가 축소되면서 채권수익이 증가. 경기 전망이 부정적인 경우 하이일드 스프레드가 확대하는 모습을 보이고 채권수익이 하락. 이번 보고서에서는 이러한 특성을 반영해 경제 방향성 예측에 활용

하이일드 스프레드를 활용한 경기 4분면

1990년부터 선진국 지수(MSCI World Index)와 하이일드 스프레드와의 관계를 분석해보면 하이일드 스프레드가 10년 Trailing Median보다 위로 올라갈 경우 높은 확률로 경기침체가 발생. 3개월을 기준으로 하이일드 스프레드의 10년 Trailing Median과 추세를 고려하여 경기 4분면을 구성

하이일드 스프레드를 이용한 경기 사분면

하이일드		10Y trailing median	
		위	아래
변화율(3M)	하락	회복	성장
	상승	침체	후퇴

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

하이일드 스프레드를 활용한 전략의 구성과 분석결과

국면별로 위험자산과 안전자산의 비중의 범위를 설정. 저점을 확인하고 반등하는 회복기에 위험자산의 수익률이 높았다는 점을 확인해 공격적으로 자산을 할당. 반대로 침체기의 경우 위험자산의 비중은 줄이고 안전자산의 비중을 확대

HY스프레드 전략은 연평균수익률은 6.3%로 벤치마크인 SPY나 60/40포트폴리오를 초과하는 성과를 기록. 변동성은 특별하게 개선되지는 않았지만 MDD는 60/40 포트폴리오와 비교해서 10% 정도 줄어드는 것을 확인. 하이일드 스프레드는 경기를 선행하는 지표로서의 유의미한 성과를 보임

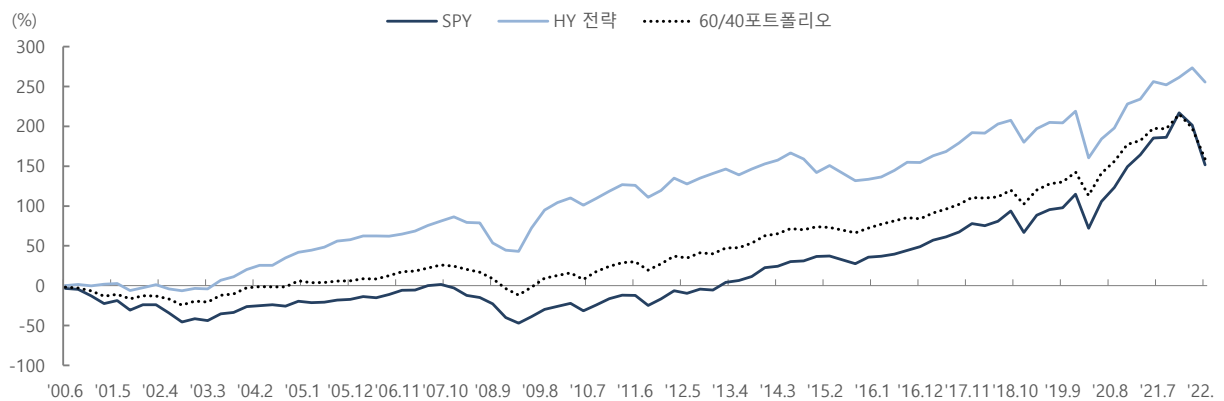
Key Chart

[도표 1] 하이일드 스프레드가 보내는 위험 신호



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 각 전략별 누적수익률(2000년 ~ 2022년 9월)



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 3] 전략별 평균 수익률, 샤프비율, 변동성, MDD

	SPY	60/40 포트폴리오	HY 전략
평균수익률(년환산)	4.8%	5.6%	6.3%
샤프비율	0.21	0.27	0.41
변동성	17%	11%	11%
MDD	38%	36%	26%

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

High Yield Spread Strategy (HY스프레드 전략)

하이일드 채권이란?

하이일드 채권은 정크본드 라고도 불리며 신용등급 BBB-이하의 고위험 채권이며 하이일드 채권 스프레드는 미국 하이일드 회사채와 미국 10년물 국고채와의 수익률차이로(하이일드 스프레드 = 하이일드 채권 금리 - 미국 10년물 국채금리) 정의된다. 하이일드 채권은 재무상태가 상대적으로 취약한 기업의 채권이므로 발행하기도 쉽지 않고 경기에 매우 민감하게 반응하여 경기를 선행하는 지표로도 활용된다. 예를 들어 경기의 전망이 긍정적 경우 하이일드 스프레드가 축소되면서 채권수익이 증가한다. 경기 전망이 부정적인 경우 하이일드 스프레드가 확대되는 모습을 보이고 채권수익이 하락한다. 이러한 특성을 반영해 경제 방향성 예측에 활용할 수 있을 것이다.

하이일드 스프레드를 활용한 경기 4분면 구성

1990년부터 선진국 지수(MSCI World Index)와 하이일드 스프레드의 관계를 분석해보면 하이일드 스프레드가 10년 Trailing Median¹보다 위로 올라갈 경우 높은 확률로 경기침체가 발생하여 이상 신호가 감지되는 것을 확인 할 수 있었다. 이를 바탕으로 [도표 5]과 같이 3개월을 기준으로 하이일드 스프레드의 10년 Trailing Median과 추세를 고려하여 경기 4분면을 구성해보았다.

[도표 4] 하이일드 스프레드가 보내는 위험 신호



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

¹ 데이터의 부족으로 90~98 년의 median 값은 최근 값으로 사용

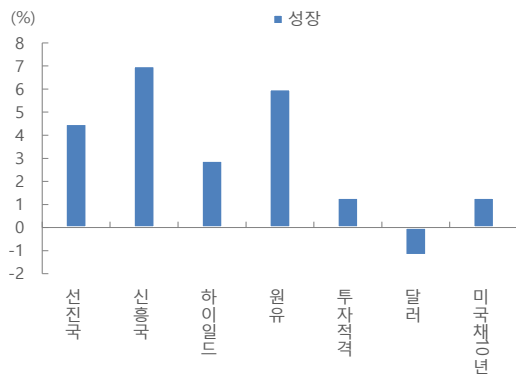
[도표 5] 하이일드 스프레드를 이용한 경기 사분면

하이일드		10Y trailing median	
		위	아래
변화율(3M)	하락	회복	성장
	상승	침체	후퇴

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

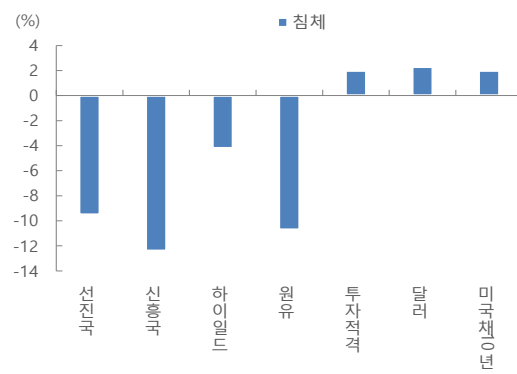
[도표 5]을 기준으로 국면별로 주요자산의 수익률을 구해보았다. 위험자산으로는 선진국주식, 신흥국 주식, 하이일드 원유를 선정하였고 안전자산은 투자적격채권, 달러, 미국 10년 국채로 구성하였다. 위험자산들은 비교적 성장과 회복기에 가장 우수한 수익률을 보였고 침체와 후퇴 국면에서 약세를 보이는 것으로 확인했다. 안전자산들은 침체국면에 위험자산대비 상대우위를 보였고 절대적으로는 회복국면에서의 성과가 좋았다. 이러한 결과를 보면 하이일드를 활용하여 경기를 분류할 경우 설명력을 가지는 것을 확인할 수 있었고 이를 바탕으로 하이일드 스프레드가 선행성을 보이는지 몇가지 가정을 추가하여 테스트 해보았다.

[도표 6] 성장국면에서의 주요자산의 수익률



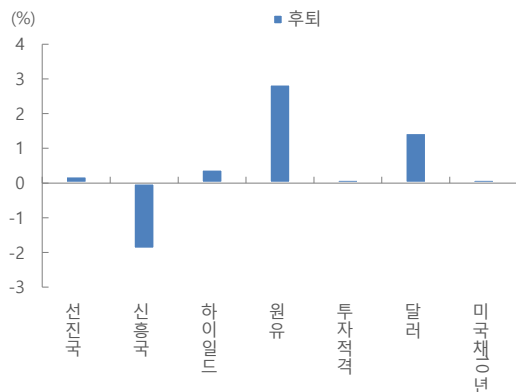
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 7] 침체국면에서의 주요자산의 수익률



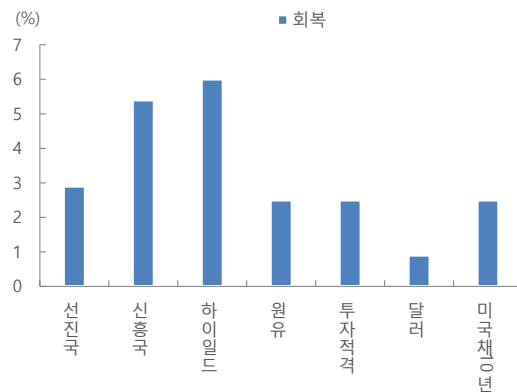
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 8] 후퇴국면에서의 주요자산의 수익률



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 9] 회복국면에서의 주요자산의 수익률



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

자산배분 전략 시나리오 설정

국면별로 위험자산과 안전자산의 비중의 범위를 설정하였다. 저점을 찍고 반등하는 회복기에 위험자산의 수익률이 높았으므로 공격적으로 자산을 할당하였다. 반대로 침체기의 경우 위험자산의 비중은 줄이고 안전자산의 비중을 확대하도록 가정하였다. 세부적인 안전자산과 위험자산의 구성은 [도표 11]과 같으며 앞에서 국면 별로 우수했던 자산의 성과를 반영하여 다음과 같이 전략을 구성하였다.

[도표 10] 국면별 위험자산, 안전자산 비중 가정

	위험자산	안전자산
성장	60	40
후퇴	50	50
침체	40	60
회복	70	30

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 11] 국면별 세부자산의 비중 가정

국면	위험자산				안전자산		
	선진	신흥	하이일드	원유	투자적격	달러	국채 10년
성장	25	15	10	10	20	0	20
후퇴	30	0	0	20	10	20	20
침체	20	0	20	0	20	20	20
회복	25	20	20	5	15	5	10

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

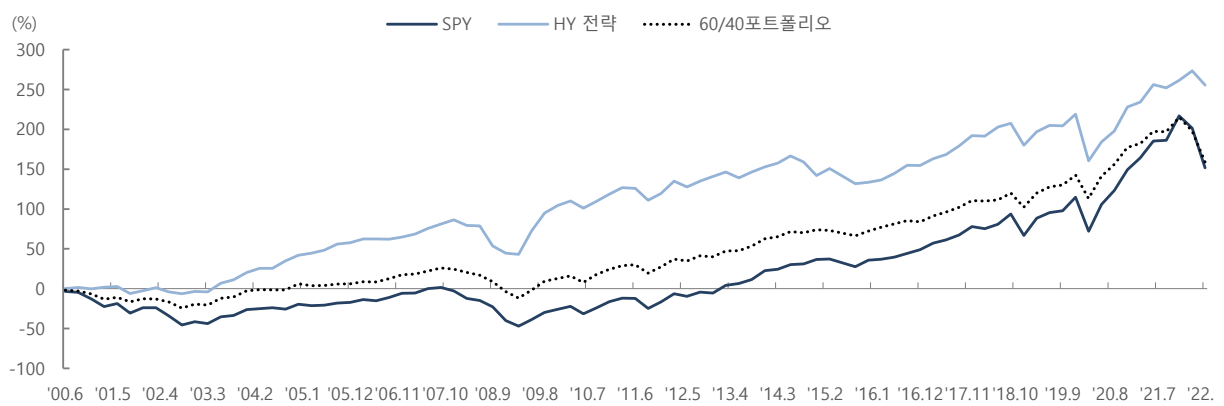
백테스팅 기간은 2000년 3월부터 2022년 9월까지 대략 22년의 기간을 테스트하였다. 리밸런싱은 분기단위로 실시한다. 예를 들어 분기 마지막 날의 하이일드 스프레드를 통해 국면을 판단하고 신호가 발생할 경우 그때 국면을 다음 분기에 적용한다. 이를 매 분기마다 동적으로 조정해나가는 방식으로 진행하였다. 별도의 수수료에 대한 가정은 하지 않았다.

[도표 12] 전략별 평균 수익률, 샤프비율, 변동성, MDD

	SPY	60/40 포트폴리오	HY 전략
평균수익률(년환산)	4.8%	5.6%	6.3%
샤프비율	0.21	0.27	0.41
변동성	17%	11%	11%
MDD	38%	36%	26%

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 13] 각 전략별 누적수익률(2000년 ~ 2022년 9월)

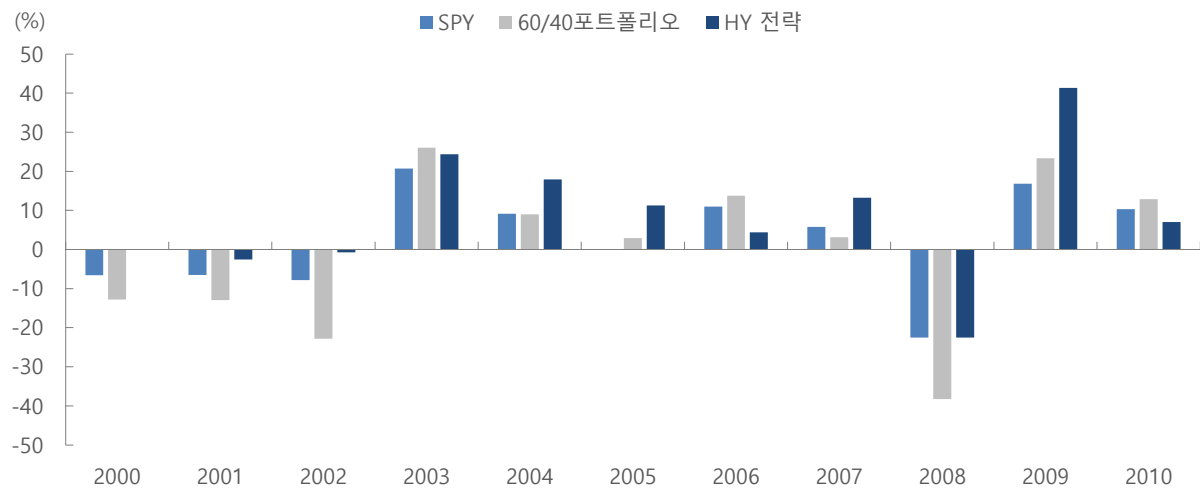


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

결론 및 시사점

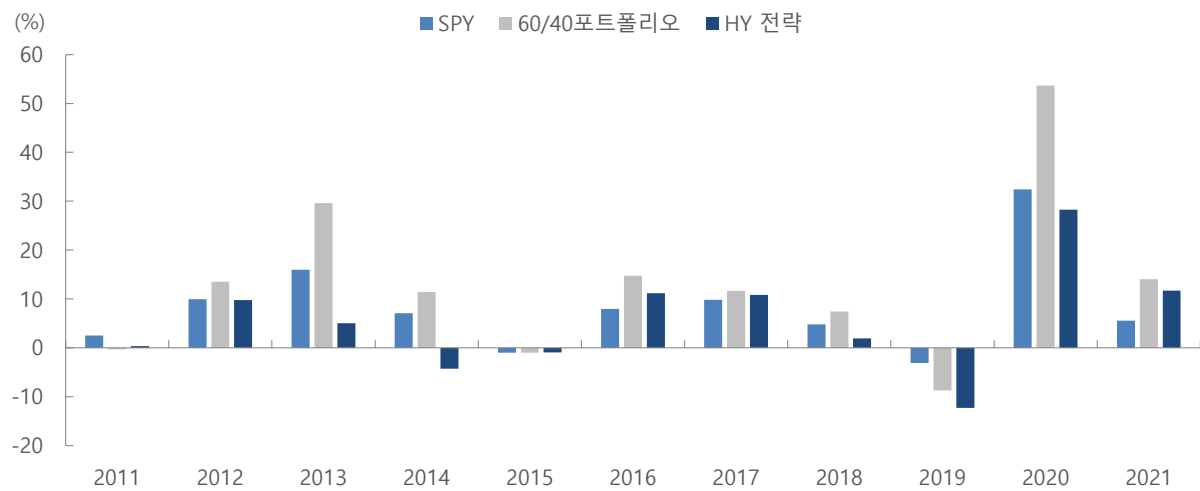
백테스팅 기간 동안 HY 전략의 연평균수익률은 6.3%로 벤치마크인 SPY 나 60/40 포트폴리오를 각각 1.5%, 0.7% 초과하는 성과를 기록했다. 변동성은 특별하게 개선되지는 않았지만 최대하락폭(MDD: Maximal Drawdown)은 60/40 포트폴리오와 비교해서 10% 정도 줄어드는 것을 확인했다. HY 스프레드 전략을 통해 경기국면의 변화에 적극적으로 대처하여 자산의 비중을 조정했고 그 성과도 의미했다. 경기선행지표로서 하이일드 스프레드의 가능성을 확인했고 이를 투자전략의 구성에 활용할 수 있을 것이다.

[도표 14] 각 전략별 연수익률(2000년 ~ 2010년)



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 15] 각 전략별 연수익률(2000년 ~ 2011년)



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[Chart Book1] 주요 매크로 지표

[도표 16] 기간별(주, 월, 분기, 연간) 주요지표의 변화율

주식				
주요지표(%)	1W	1M	1Q	1Y
세계	-1.4	-8.3	1.0	-16.7
선진국	-1.6	-8.7	1.8	-15.8
신흥국	0.2	-5.4	-4.7	-23.4
S&P500	-2.6	-9.2	2.9	-12.9
나스닥	-2.6	-12.0	4.1	-23.8
유로스톡스50	0.8	-6.5	0.3	-14.6
FTSE100	0.3	-3.0	0.1	3.8
상해종합지수	-1.1	-2.3	-3.2	-12.5
CSI300	-0.3	-3.8	-5.9	-17.3
항셱	0.4	-5.5	-11.2	-24.4
니프티	0.4	1.0	13.9	2.0
니케이	-0.7	-3.4	5.9	-8.6
코스피	0.7	-5.0	-1.9	-23.8
대만가권	0.6	-4.8	-8.3	-15.5
12M 선행EPS(세계)	0.1	-1.5	-1.7	5.3
12M 선행EPS(선진국)	0.1	-1.2	-1.2	8.4
12M 선행EPS(신흥국)	0.6	-2.3	-3.7	-10.5
12M 선행EPS(S&P500)	-0.1	-0.2	-1.0	11.4
12M 선행EPS(나스닥)	-0.6	-1.9	-5.3	-2.8
12M 선행EPS(유로스톡스)	-0.1	1.0	3.8	37.4
12M 선행EPS(FTSE)	0.3	3.4	9.2	45.2
12M 선행EPS(상해종합)	-0.5	-1.8	-1.9	1.5
12M 선행EPS(CSI300)	-0.1	-1.5	-1.7	-5.1
12M 선행EPS(항셱)	-0.2	-4.9	-3.6	-6.8
12M 선행EPS(니프티)	-10.0	-10.5	-12.6	5.4
12M 선행EPS(니케이)	0.2	3.3	2.9	12.2
12M 선행EPS(코스피)	-0.3	-3.7	-5.2	-19.0
12M 선행EPS(가권)	-2.2	-1.5	-2.9	13.2
채권				
세계채권지수	-0.4	-5.6	-2.6	-19.3
세계하이일드지수	-0.4	-4.0	-0.5	-17.0
유럽채권지수	-0.2	-5.4	-0.1	-14.9

주요지표(%)	1W	1M	1Q	1Y
중국채권지수	-0.2	-2.5	-1.9	-2.9
중국국채지수	-0.3	-2.7	-2.1	-3.4
한국채권지수	-0.7	-2.1	0.1	-7.0
신흥국채권지수	-0.4	-4.3	-0.4	-22.1
세계크레딧지수	-0.3	-5.0	-1.9	-19.8
신흥국국채지수	-0.4	-4.0	-0.3	-21.3
미국채권지수	-0.9	-4.0	-0.7	-13.3
미국국채지수	-0.8	-3.2	-0.8	-12.4
미국하이일드지수	-0.8	-4.3	0.9	-11.3
미국장기채	-0.2	-6.3	-2.1	-27.0
미국중기채	-1.1	-5.0	-0.4	-14.6
미국단기채	-0.6	-1.1	-0.5	-4.7
미국MBS	-1.2	-5.1	-1.0	-13.1
물가채	-0.9	-8.4	-5.9	-23.6
미국채 30년 금리(bp)	-0.9	36.5	13.8	160.7
미국채 10년 금리(bp)	13.2	66.1	16.5	215.0
미국채 5년 금리(bp)	24.5	76.6	29.9	286.9
미국채 2년 금리(bp)	36.1	68.3	67.4	365.4
국고채 10년 금리(bp)	17.0	51.3	2.1	176.3
국고채 5년 금리(bp)	16.5	53.8	-3.7	202.3
국고채 3년 금리(bp)	21.8	58.8	11.0	227.3
독일국채 10년 금리(bp)	5.4	86.9	12.7	207.3
독일국채 5년 금리(bp)	10.4	97.7	21.9	227.8
독일국채 2년 금리(bp)	20.9	100.6	45.8	222.6
영국국채 10년 금리(bp)	1.7	114.6	69.6	238.5
영국국채 5년 금리(bp)	11.5	126.5	105.6	266.3
영국국채 2년 금리(bp)	6.9	110.4	117.0	285.8
일본국채 10년 금리(bp)	0.5	6.8	0.5	21.9
일본국채 5년 금리(bp)	2.0	5.0	-2.0	15.1
일본국채 2년 금리(bp)	0.4	1.0	-3.0	5.5
중국국채 10년 금리(bp)	3.5	-0.4	-15.9	-23.3
중국국채 5년 금리(bp)	5.5	4.2	-15.1	-31.3
중국국채 2년 금리(bp)	1.1	-5.2	-23.7	-48.9
환율				
달러지수	0.0	3.0	4.4	18.6
신흥국통화지수	-0.3	-2.7	-3.0	-6.8
아시아통화지수	-0.6	-2.7	-4.3	-8.6
원달러	1.0	6.7	8.0	19.1
유로달러	0.0	-1.6	-4.2	-15.4
위안화달러	0.7	2.9	5.2	9.1

주요지표(%)	1W	1M	1Q	1Y
대체투자				
CRB지수	1.0	-2.7	-10.2	25.8
GOLD	-1.2	-4.9	-7.4	-6.0
WTI	1.9	-4.8	-26.2	17.2
천연가스(현물)	5.2	-4.6	12.2	52.5
천연가스(유럽)	-3.2	-9.2	79.6	174.8
구리(선물)	-0.4	-2.6	-15.4	-20.0
니켈(선물)	6.4	5.3	-10.3	15.3
니켈(현물)	6.5	5.3	-10.5	15.3
세계부동산	-3.3	-11.2	-0.8	-17.4
세계인프라	-1.2	-6.1	2.0	-0.1
사모	-0.5	-9.7	2.0	-22.1
헤지펀드	0.0	-1.0	-0.4	-6.3
비트코인	2.4	-17.5	-8.3	-58.6
위험지표				
VIX지수	11.3	31.7	-11.3	44.5
VXLT지수	-7.9	17.2	-22.0	38.4
MOVE지수	-0.1	9.0	-8.7	130.1

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

■ 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 저작권산권은 당사에 있으며 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.

■ 투자의견 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 투자의견]

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

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[기업 투자가간 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 초과이익 예상되나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하