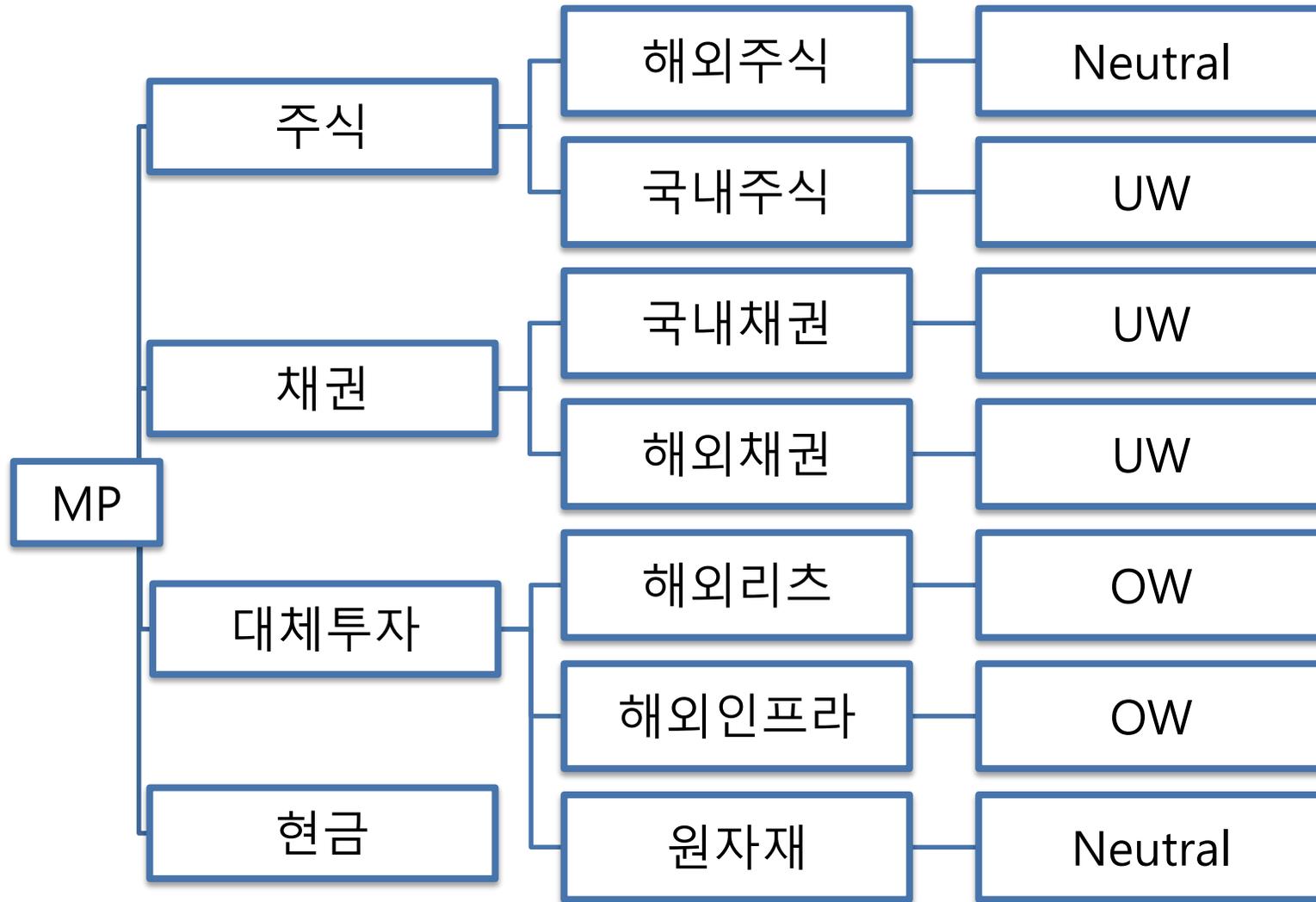




Part 3

자산배분 전략



Summary: 기초 자산군 전망

자산군	자산	전망	코멘트
주식	해외 주식	OW	지정학적 이슈와 통화정책 불확실성의 여파로 상반기는 부진했지만 여전히 긍정적 전망 유지, 펀더멘탈이 견고한 미국을 중심으로 하반기에 반등의 기회를 노릴 것
	국내주식	Neutral	국내 시장의 상황은 아직 양호하지만 경제지표들이 하향 조정되고 있어 공급망 이슈나 해외 통화정책 변화에 민감하게 반응할 것으로 예상, 한미 정상회담 이후의 정책적 수혜에 주목
채권	해외채권	UW	해외 인플레이션 압박 지속되고 있고 예정된 금리인상이 아직 남아있어 고점을 확인하기 전까지는 채권 시장의 불확실성은 지속될 것, 채권 보유 이익보다는 높아지는 쿠폰수익에 주목
	국내채권	UW	3~4분기에 금리 상단 예상됨, 원/달러환율이 상승하고 하반기 미국과의 금리역전도 예상되어 이에 미치는 여파를 주목할 필요가 있음
대체투자	해외 리츠	OW	배당수익으로 인해 금리인상과 인플레이션 방어 가능, 올해 전망도 긍정적으로 보여짐
	해외 인프라	OW	리츠와 마찬가지로 배당수익으로 인해 금리인상과 인플레이션 방어 가능하여 올해 전망도 긍정적, 정책적 수혜 기대감도 존재
	원자재	Neutral	하반기에도 원자재들은 강세일 것, 하지만 전반적으로 가격이 높은 수준을 유지하고 있어 상승폭은 제한적일 것으로 예상
현금		OW	주식과 채권의 저점을 판단하기 어려운 상황, 유동성 확보를 위한 일정 비중의 현금비중 선호

자료: 교보증권 리서치센터

Summary: 기초 자산군 전망

- 자산군별로는 대체투자 > 주식 > 채권 선호
- 주요 지표들을 바탕으로 세부 자산군 우선 순위 설정
- 주식은 미국, 일본 주식 선호 채권은 크래딧 (투자적격)채권 선호, 대체투자는 인프라를 선호

기초 자산군과 세부 자산들의 전망

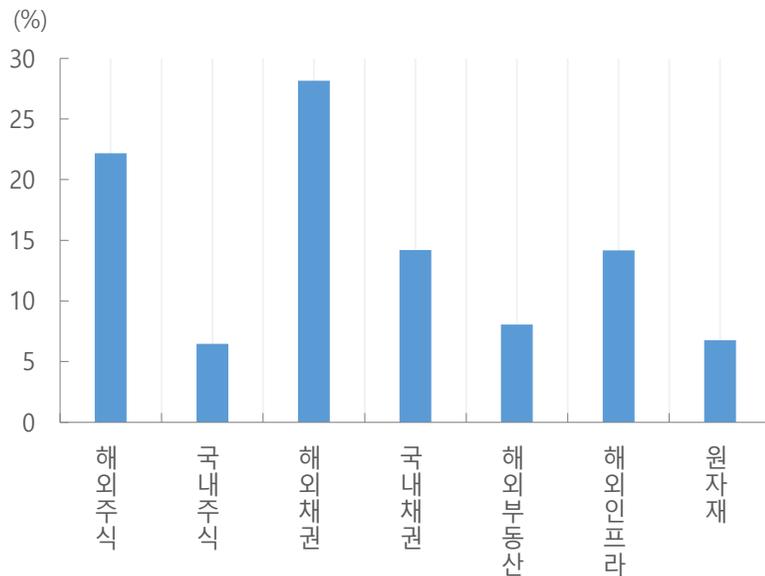
자산군	대체투자 > 주식 > 채권
주식	미국 > 일본 > 유로존 > 영국 > 한국 > 중국
채권	투자적격 > 신흥국 > 선진국채 > 하이일드
대체투자	인프라 > 부동산 > 원자재

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

Summary: 전략적 자산배분

- 경제 전망을 바탕으로 각 자산군의 기대수익률 산출(Building Block방식)
- 평균-CVaR모형을 통한 최적 자산배분 산출
- 목표수익률은 해외경제전망 + 국내경제전망을 고려하여 설정
- 각 기초자산들의 세부적인 자산비중은 패시브 투자를 기반으로 벤치마크를 추종하도록 구성
- Shortfall Risk는 15%아래, 각 자산군당 5프로 이내로 분기 단위로 전술적인 조정

평균-CVaR모형



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

포트폴리오의 최적 비중

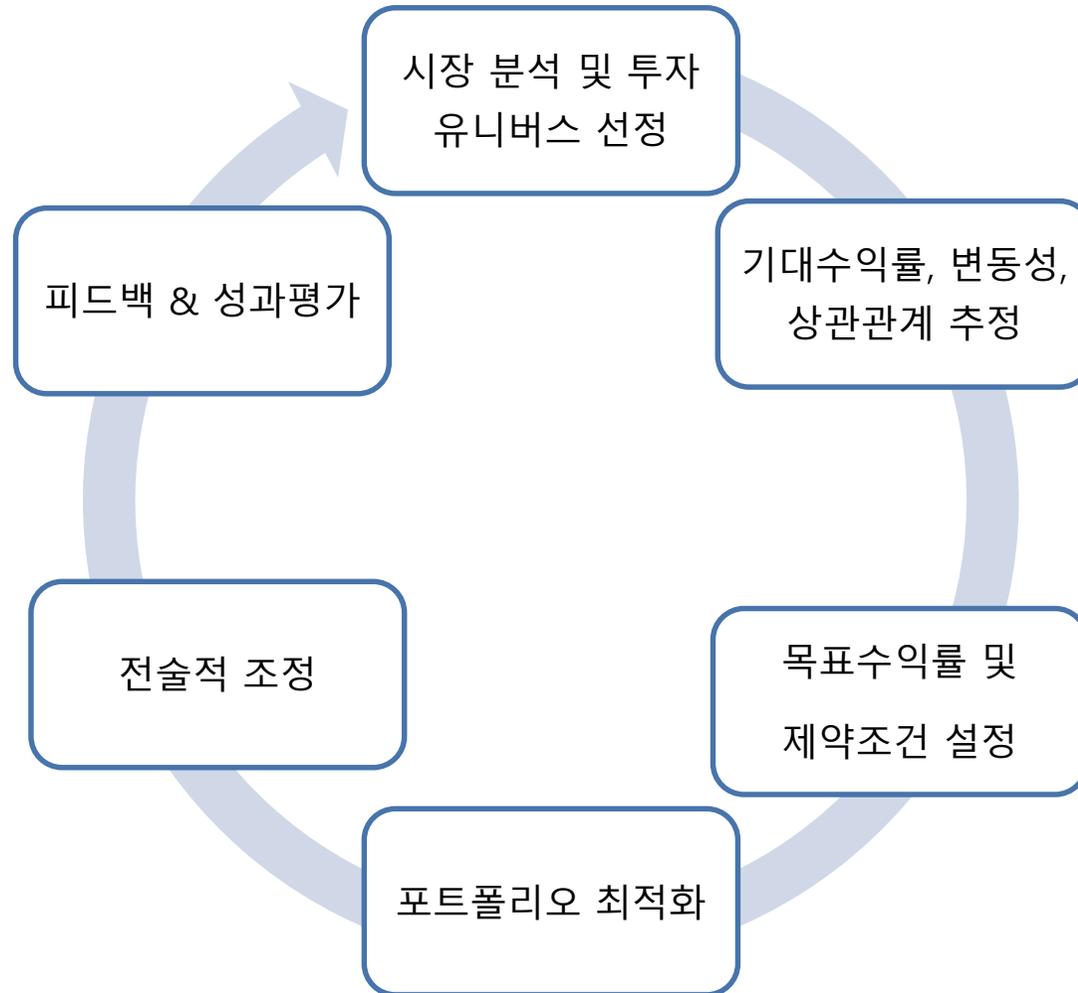
자산	비중	벤치마크
해외주식	22.2%	MSCI ACWI Index
국내주식	6.5%	MSCI Korea Index
해외채권	28.2%	Barclays Capital Global Aggregate
국내채권	14.2%	KAP 종합채권지수
해외부동산	8.1%	FTSE EPRA/NAREIT Global Developed Index
해외인프라	14.2%	Dow Jones Brookfield Global Infrastructure Index
원자재	6.8%	S&P GSCI Commodity Index

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

Summary: 포트폴리오 비중 제안

자산군	자산		비중(BM 추종)	전술적조정(BM 대비)
주식	해외주식	미국	16.6%	+1
		일본	2.4%	+1
		유로존	3.3%	
		영국	1.0%	
		중국	0.9%	
	합		24.2%	
	국내주식		5.5%	-1
채권	해외채권	선진국채	12.2%	-1
		투자적격	12.0%	
		신흥국	2.0%	
		하이일드	1.0%	
	합		27.2%	
	국내채권		13.2%	-1
대체투자	리츠		8.1%	
	인프라		15.2%	1
	원자재		6.8%	

자료: 교보증권 리서치센터



- 대표성을 띄는 기초 자산군을 선별하여 이를 바탕으로 포트폴리오를 구성
- 각 기초 자산군의 벤치마크지수를 활용하여 역사적 수익률, 변동성을 산출
- 각 자산들의 기대수익은 시장전망과 자산별 프리미엄을 가중하여 산출, 상관관계는 과거 5년치 데이터 활용
- 자산배분 모형은 평균-분산, 평균-CVaR 모형을 활용

역사적 수익률 & 변동성(2017년 이후)

자산군	자산	기대수익	변동성
주식	해외주식	10.5%	16.8%
	국내주식	7.4%	18.9%
채권	해외채권	0.9%	5.0%
	국내채권	0.9%	2.1%
대체투자	해외 리츠	7.3%	22.0%
	해외 인프라	9.4%	17.0%
	원자재	12.0%	22.9%

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

역사적 상관관계(2017년 이후)

	해외주식	국내주식	해외채권	국내채권	해외 리츠	해외 인프라	원자재
해외주식	1.00	0.78	0.35	-0.02	0.80	0.84	0.43
국내주식	0.78	1.00	0.33	-0.06	0.62	0.65	0.37
해외채권	0.35	0.33	1.00	0.40	0.50	0.43	0.11
국내채권	-0.02	-0.06	0.40	1.00	0.11	0.05	-0.12
해외 리츠	0.80	0.62	0.50	0.11	1.00	0.88	0.35
해외 인프라	0.84	0.65	0.43	0.05	0.88	1.00	0.45
원자재	0.43	0.37	0.11	-0.12	0.35	0.45	1.00

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

- 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 추정
- 실무적으로 가장 흔하기 활용되는 자산배분모형으로 변수가 두 가지뿐이고 비교적 간편하게 구성되어 쉽게 활용 가능

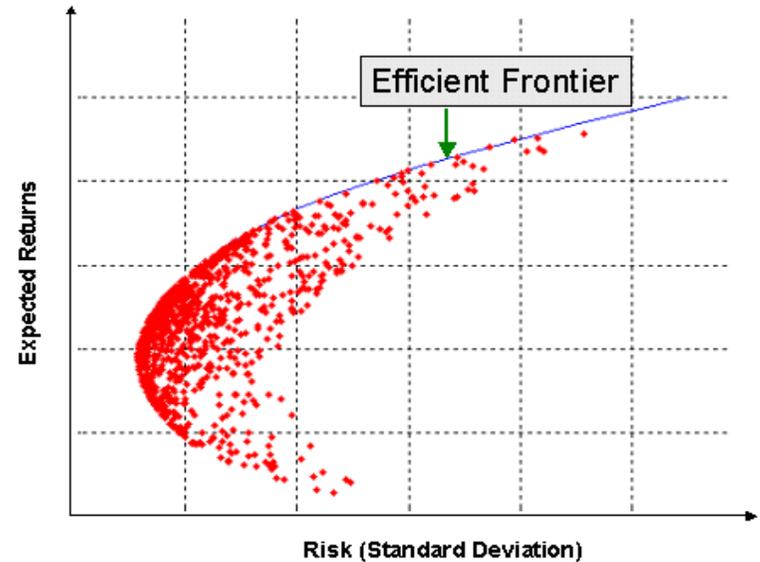
Mean-Variance Model

$$\begin{aligned} & \text{Min } 0.5w\Sigma w^t \\ & \text{subject to } \sum \sum w_i \bar{r}_i = p \\ & \sum w_i = 1 \end{aligned}$$

(w_i : 자산 i의 비중, Σ : 공분산 행렬 \bar{r}_i : 자산 i의 수익률,
p: 목표수익률)

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

효율적 투자선



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

- 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 가짐
- 평균-CVaR모형은 자산수익률이 정규분포를 따라야 한다는 기존 모형이 요구하던 제약조건을 회피, 극단적인 손실을 반영해 위험을 완화시키는 안정적인 포트폴리오를 구성하는 것이 가능

Mean-CVaR Model

$$\text{Min } CVaR_\alpha(X)$$

$$CVaR_\alpha(X) = \frac{1}{S} \sum_{t=1}^S \text{MAX}[0, VaR_\alpha(X) - w'r_s]$$

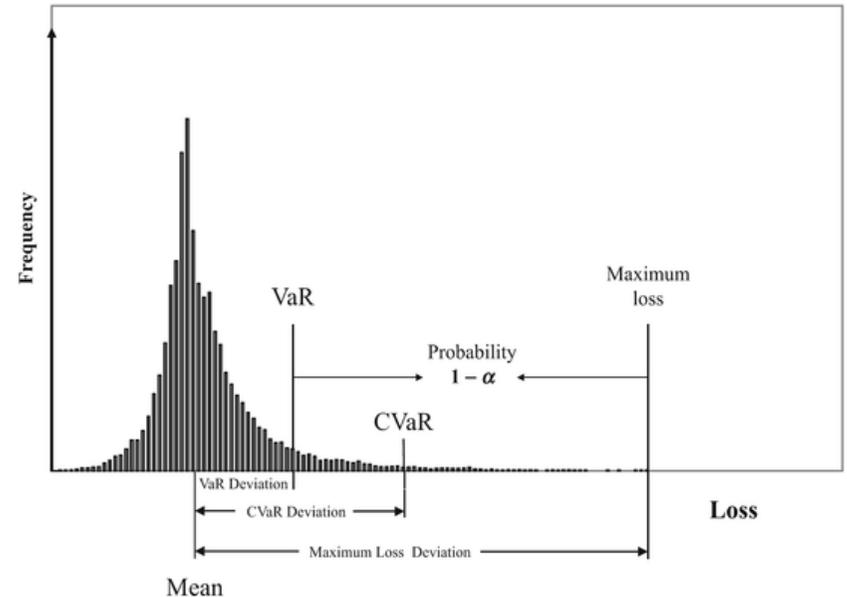
subject to

$$\sum \sum w_i \bar{r}_i = p, \quad \sum w_i = 1, \quad w_i > 0$$

(w : 포트폴리오의 비중, s : 시나리오 개수, r_s : 포트폴리오의 수익률, α : 신뢰수준)

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

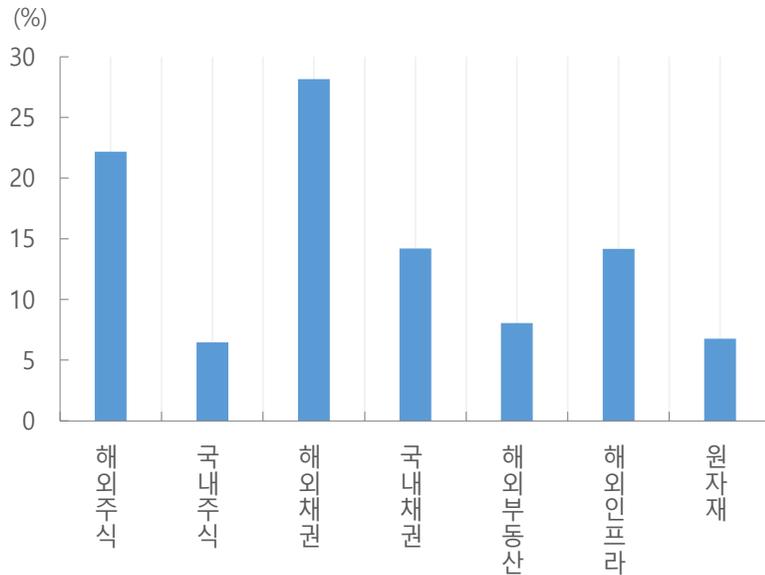
VaR , CVaR 분포도



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

- 경제 전망을 바탕으로 각 자산군의 기대수익률 산출(Building Block방식)
- 평균-분산, 평균-CVaR모형을 통한 최적 자산배분 산출(산출값 비교 후 평균-CVaR를 사용)
- 목표수익률은 해외경제전망 + 국내경제전망을 고려하여 설정
- 각 기초 자산군들의 세부적인 자산비중은 패시브 투자를 기반으로 벤치마크를 추종하도록 구성
- Shortfall Risk는 15%아래, 각 자산군당 5프로 이내로 분기 단위로 전술적인 조정

평균-CVaR 모형



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

포트폴리오의 최적 비중

자산	비중	벤치마크
해외 주식	22.2%	MSCI ACWI Index
국내주식	6.5%	MSCI Korea Index
해외채권	28.2%	Barclays Capital Global Aggregate
국내채권	14.2%	KAP 종합채권지수
해외부동산	8.1%	FTSE EPRA/NAREIT Global Developed Index
해외인프라	14.2%	Dow Jones Brookfield Global Infrastructure Index
원자재	6.8%	S&P GSCI Commodity Index

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

- 5가지 주요 지표를 통해 주요 자산군의 전술적 비중을 할당
- 성장률, EPS 전망 : 상승시 +1, 하락시 -1
- 물가 전망 : 상승시 +1, 하락시 -1
- PMI, 선행지수 : 기준치(PMI : 50, 선행지수 : 100) 이상 이면서 상승 +1, 기준치 이상이면서 하락 +0,
기준치 이하면서 상승 +0, 기준치 이하면서 하락 -1

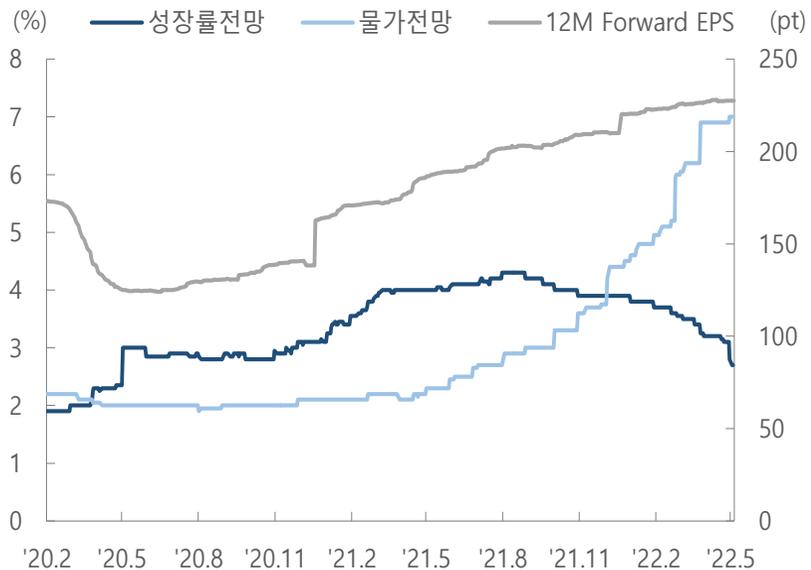
핵심 지표들의 추이(발표된 4월 말 기준)

자산	성장률변화				물가				EPS변화				PMI				선행지수				정책 스텝스	스코어	전술적비 중
	1달전	현재	차이	점수	1달전	현재	차이	점수	1달전	현재	차이	점수	1달전	현재	차이	점수	1달전	현재	차이	점수			
미국	3.5	3.2	(0.30)	-1	6.2	6.9	0.7	0	211.3	212.1	0.76	1	57.1	55.4	(1.70)	0	100.08	100.15	0.07	1	긴축	1	확대
유로존	3.1	2.8	(0.30)	-1	5.55	6.5	0.95	-1	11.3	11.4	0.15	1	54.9	55.8	0.90	1	100.26	100.09	(0.18)	0	긴축	0	중립
영국	3.95	3.8	(0.15)	-1	6.6	7.1	0.50	-1	48.3	48.3	0.00	0	60.9	58.2	(2.70)	0	100.35	100.03	(0.31)	0	긴축	-2	축소
한국	3	2.8	(0.20)	-1	3	3.5	0.5	0	85.9	85.2	(0.65)	-1	51.2	52.1	0.90	0	99.34	99.15	(0.19)	-1	긴축	-3	축소
중국	5	4.9	(0.10)	-1	2.2	2.2	0.00	0	6.5	6.3	(0.26)	-1	49.5	47.4	(2.10)	-1	99.39	99.39	(0.00)	-1	완화	-4	축소
일본	2.35	2.1	(0.25)	-1	1.3	1.5	0.20	-1	89.1	94.0	4.90	1	50.3	51.1	0.80	1	100.58	100.60	0.02	1	완화	1	확대

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

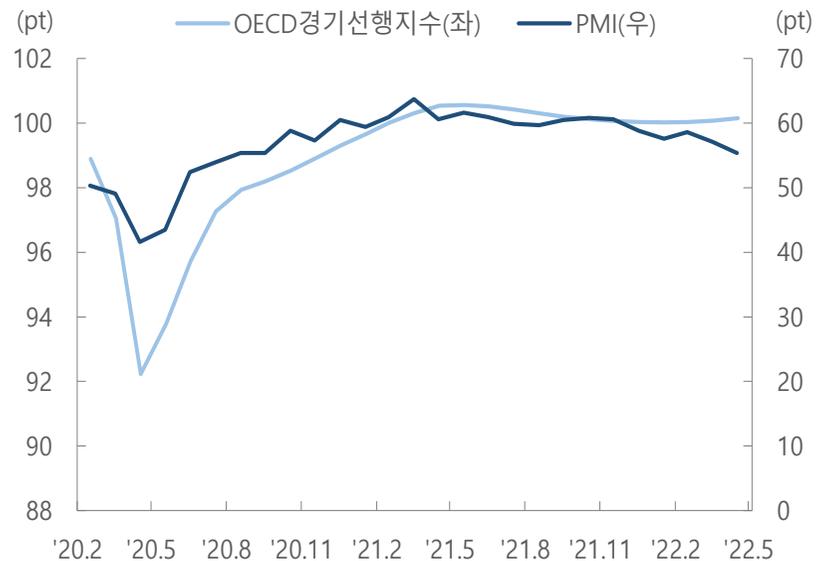
- 4월 CPI가 예상치를 상회했지만 물가 정점에 기대감은 여전히 존재, 이어지는 근원 PCE 물가 발표에 주목
- 경제성장률 하향 조정, 물가가 상향 조정되었지만 이익전망은 꾸준히 개선되고 있음
- 경기선행지수는 하락세를 보이다 소폭반등, PMI지는 하락추세이나 확장국면을 유지하는 것은 긍정적
- 물가압박이 지속되고 있지만 미국 고용지표의 호조를 보이고 여전히 견고한 펀더멘탈을 바탕으로 시장을 주도할 것

물가, 성장률, 12M Forward EPS 전망



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

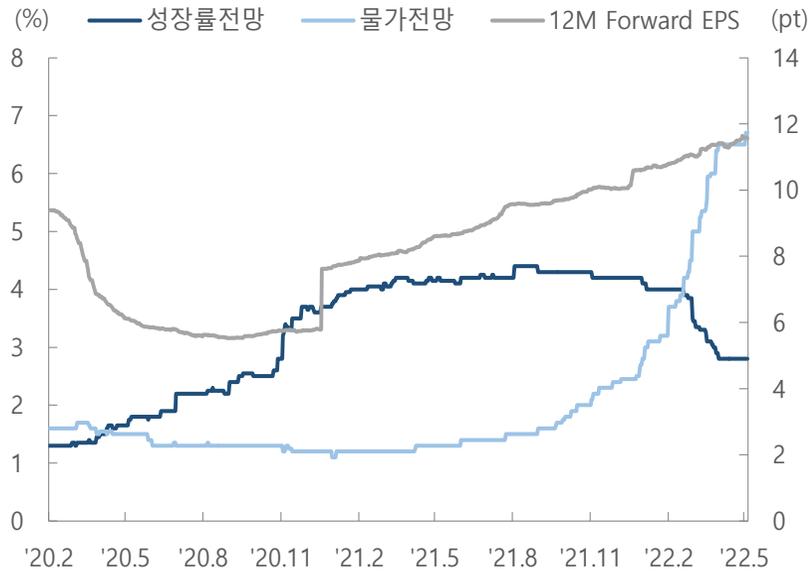
OECD경기선행지수, PMI



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

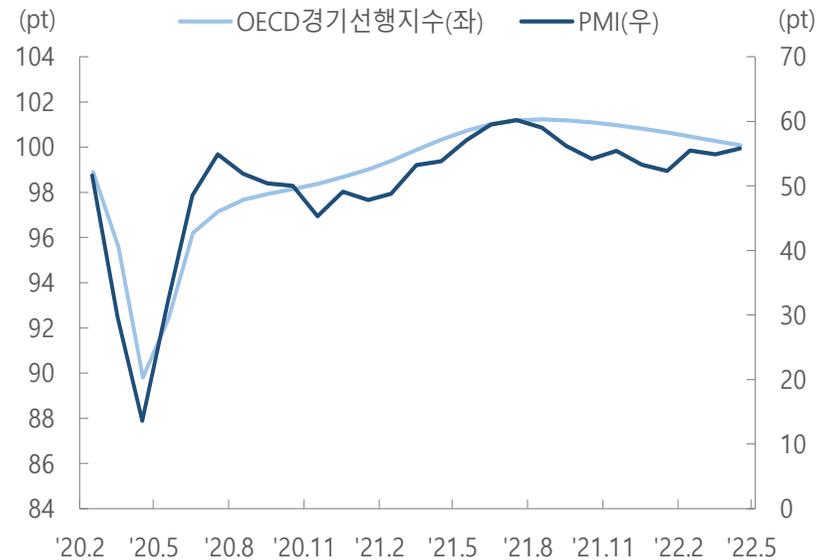
- 유로존은 러시아-우크라이나간의 전쟁의 여파로 물가압박이 선진국 대비 심화, 최근 스테그플레이션 우려까지 제기되고 있음
- 성장률이 전망 하향, 물가 전망 상승이 가파르게 전개되고 있음
- 경기선행지수는 하락 추세이나 이익 전망이 상승 중이고 PMI지수가 확장국면을 유지하는 것은 긍정적
- 대외적인 악재들이 있지만 강한 펀더멘탈을 보여주며 하락장에서 상대적으로 잘 방어하고 있음, 7월 금리인상 전후로 시장의 움직임의 변화에 주목

물가, 성장률, 12M Forward EPS 전망



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

OECD경기선행지수, PMI



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

- 4월 소비자물가 상승률은 +9.0% YoY로 예상치를 소폭 하회했지만 여전히 높은 물가 수준이 유지되고 있음
- 성장률 하락과 물가 압박에도 불구하고 이익 전망치는 상승추세를 유지하고 있음
- OECD선행지수가 하락추세에 접어들었으나 PMI지수는 확장국면을 유지
- 영란은행은 적극적인 대응을 위해 선제적 금리인상을 실시한 것이 ECB와는 차별화

물가, 성장률, 12M Forward EPS 전망



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

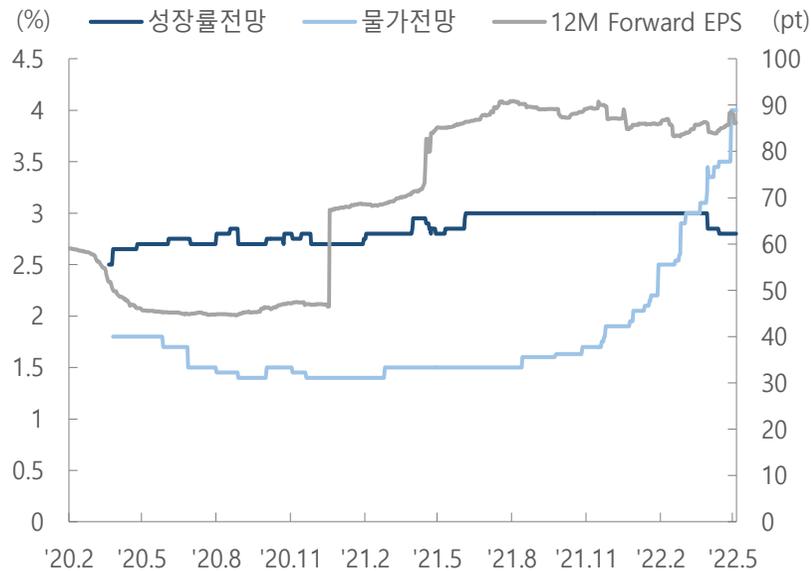
OECD경기선행지수, PMI



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

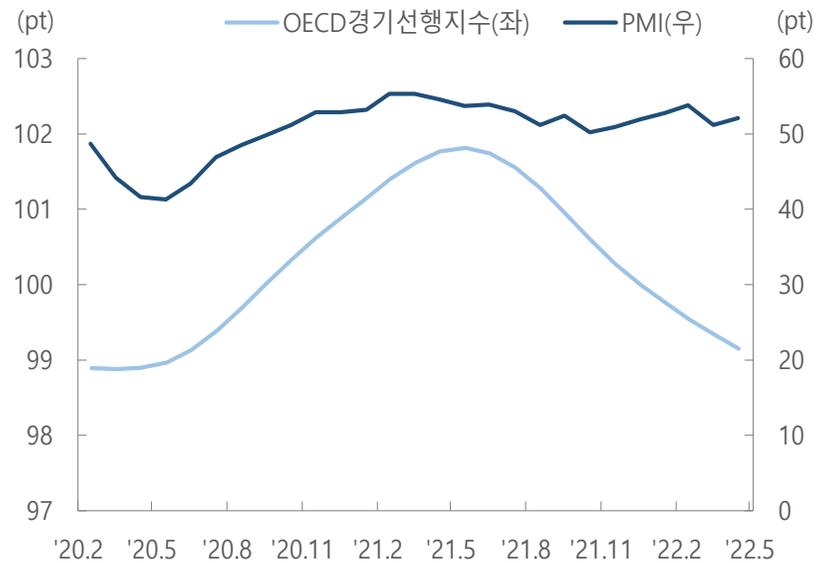
- 경제전망이 하향되고 물가 전망치가 상향, 4월 소비자물가 상승률은 13년 만에 최고치인 4.8%를 기록하며 물가압박이 지속
- 이익 전망치는 21년 후반 이후 횡보국면, PMI지수는 확장 국면 유지
- 선행지수가 9개월 연속하락하고 기준선인 100이하로 떨어지면서 경기침체 대한 우려 제기되고 있음
- 다른 국가 대비 조정이 빨랐던 점은 긍정적, 금통위에서의 정책 스탠스와 한미정상회담에서의 정책 수혜 기대

물가, 성장률, 12M Forward EPS 전망



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

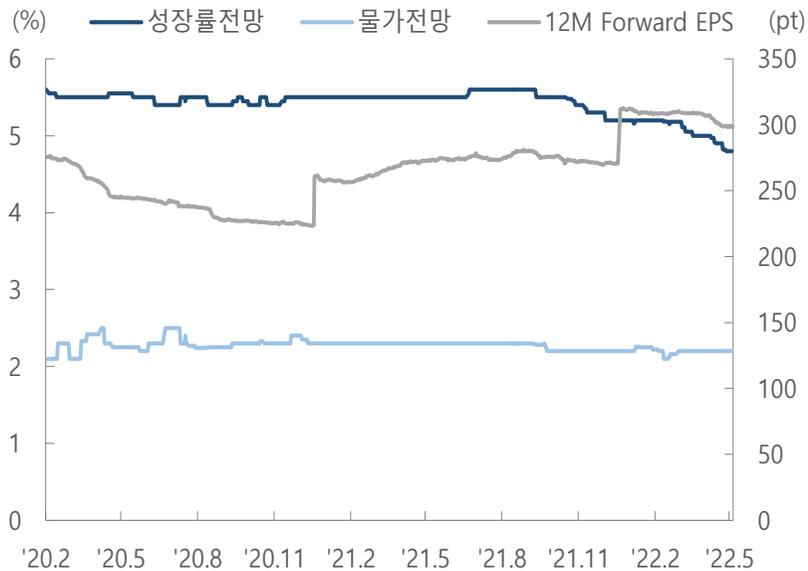
OECD경기선행지수, PMI



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

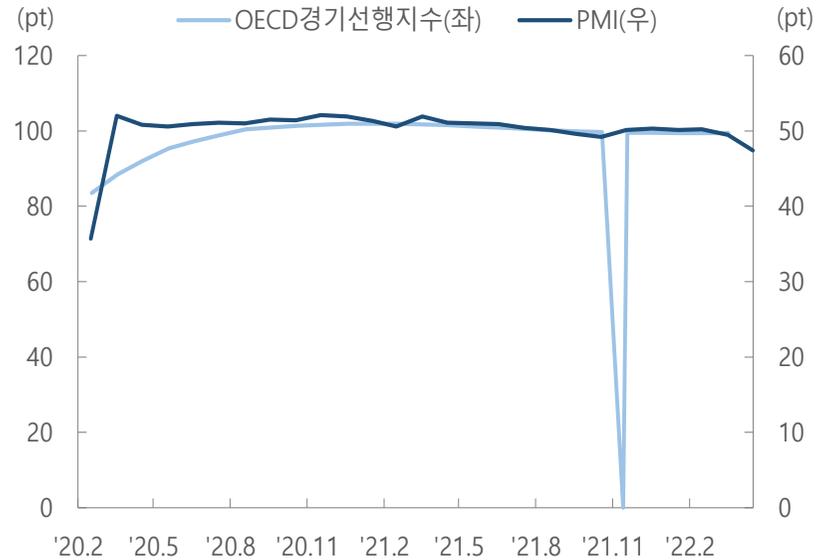
- 코로나 봉쇄 조치로 인해 소비지표가 부진하는 등 경제지표들이 예상을 하회하고 있음
- 성장률이 지속적으로 하락 조정되고 이익 전망치도 감소
- 선행지수 역시 하락추세, PMI지수 역시 50이하의 경기 축소 국면 유지 중
- 외국인 투자자금도 빠져나가고 있고 지정학적 이슈까지 존재해 중국 주식의 불확실성이 심화

물가, 성장률, 12M Forward EPS 전망



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

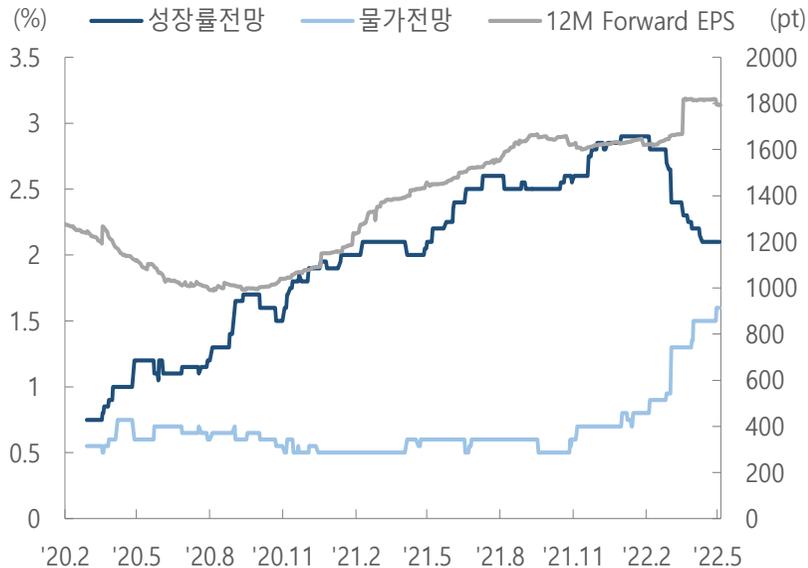
OECD경기선행지수, PMI



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

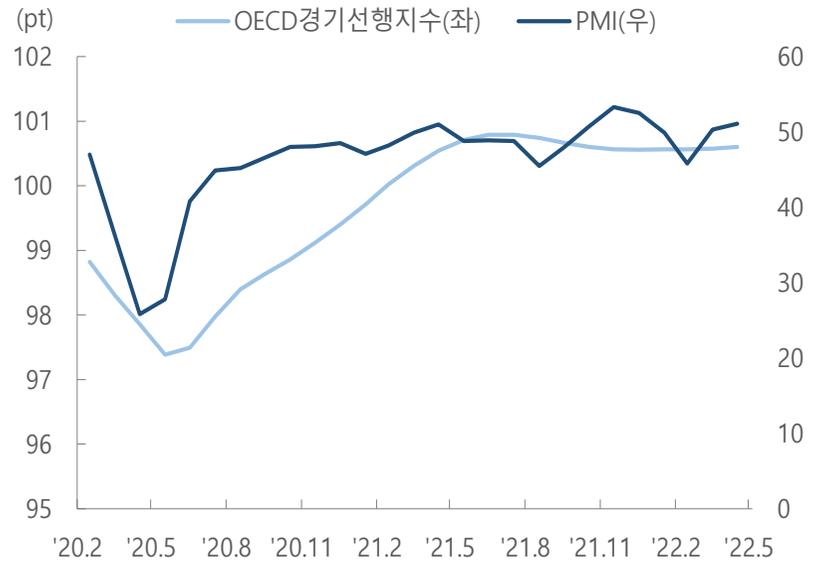
- 엔화약세로 인해 수출 호조, 완화적 통화정책 유지 중
- 경제전망은 하향 조정, 물가 전망치가 상승했으나 높은 수준은 아님
- 이익 전망치는 상승 추세를 유지하고 경기선행지수와 PMI 모두 확장 국면을 유지

물가, 성장률, 12M Forward EPS 전망



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

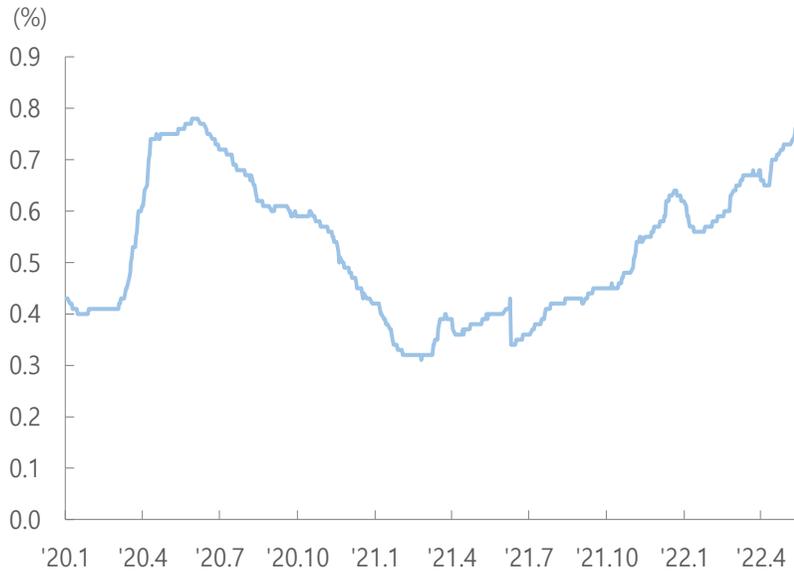
OECD경기선행지수, PMI



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

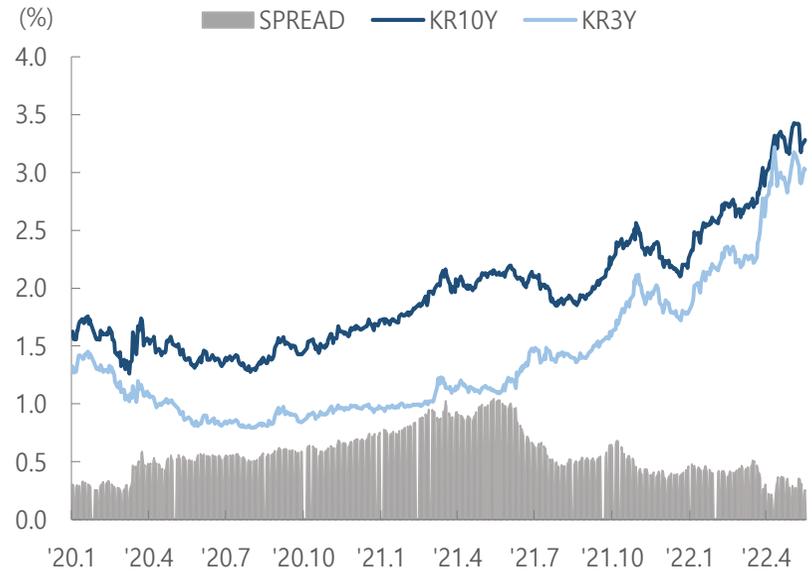
- 한국은행 기준금리는 연내 2.25% 수준까지 상승할 것으로 전망. 하반기 금리고점 형성 기대감 본격화 될 것
- 경기둔화 우려감에 크레딧 스프레드는 상승, 장단기 금리차 축소되고 있음
- 올해 하반기까지 채권 보유로 인한 자본 손실은 피할 수 없음, 하반기 금리 고점이 확인되면 저가 매수의 기회가 올 것

크레딧 스프레드(KIS AA SPREAD)



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

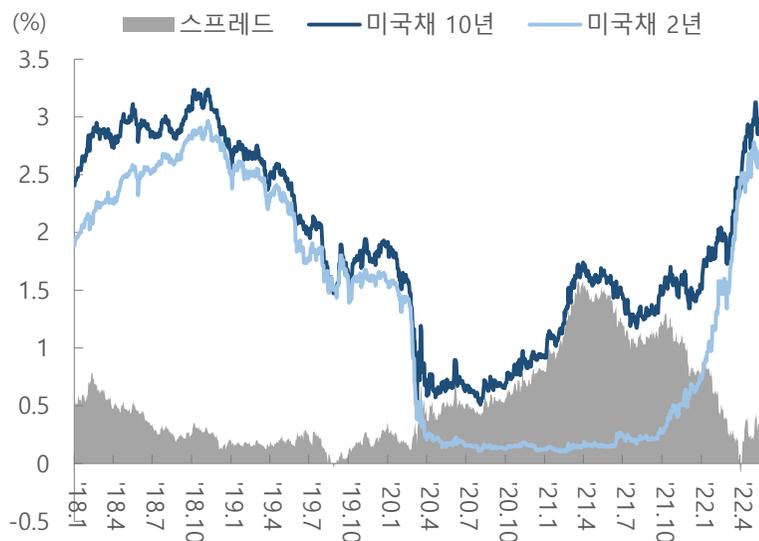
국고채 10년, 3년, 장단기 스프레드



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

- 하반기까지 기준금리는 대략 2.75%선까지 인상이 예상되고 내년 상반기 금리의 고점에 도달 할 것으로 보임
- 글로벌 경기 둔화로 장단기 스프레드가 축소된 상태, 장기금리의 상방에는 주의
- 하이일드는 스프레드가 상승하고 있음, 경기에 민감하게 반응하기 때문에 높은 이자수익보다 가격하락 리스크가 큼
- 투자적격 채권은 비교적 안정적 스프레드를 유지하고 있고 국채대비 높은 이자 수익을 얻을 수 있어 상대우위를 가짐

미국채 10년, 2년 스프레드



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

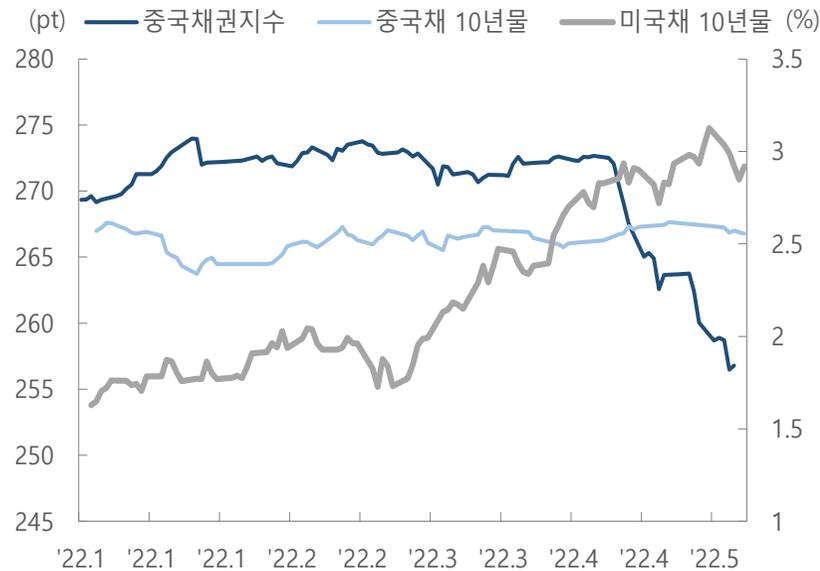
하이일드, 투자적격 스프레드



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

- 신흥국 통화가치 하락되어 자국통화 발행된 채권들은 다소 저평가 되어 있음
- 리스크가 큰 만큼 원자재 수혜국이나 선제적 금리인상을 실시한 우량 신흥국위주의 선별 투자필요
- 외국인 투자자들이 선호했던 중국채권의 경우 미국 금리와의 역전이 발생하여 금리 매력이 낮아졌고, 현재 외국인 자금이탈이 진행되고 있다는 점에서 불확실성이 높음

중국 채권의 하락 미중금리 역전 발생



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

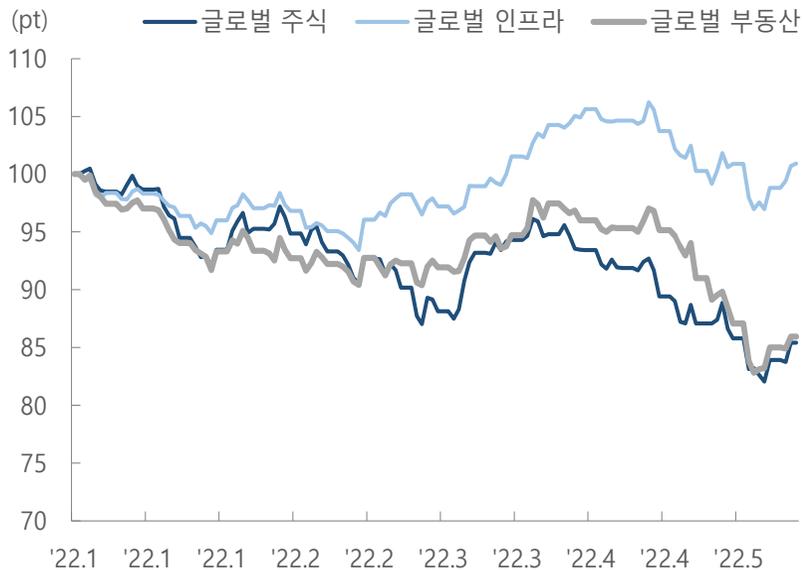
신흥국 통화 지수, 스프레드



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

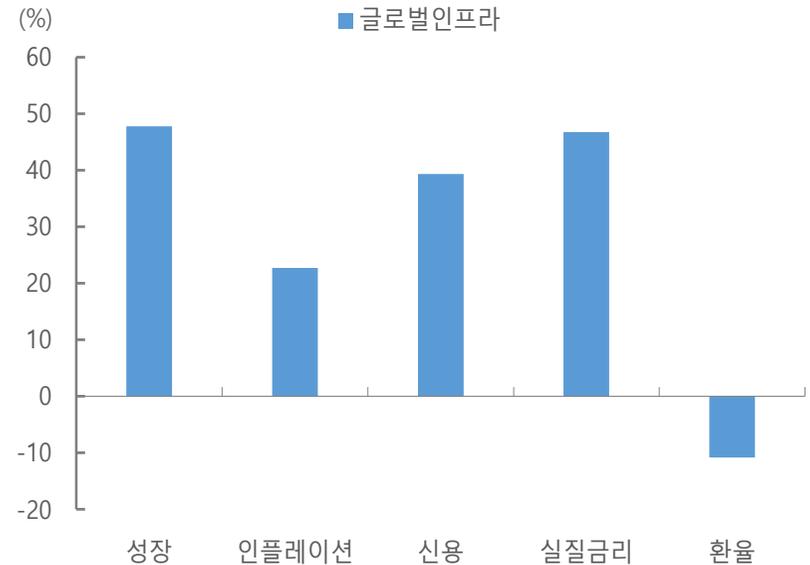
- 연초 이후 글로벌 주식대비 초과성과를 기록
- 고 인플레이션 시대에 리츠/인프라에 투자에 자금이 몰리고 있음
- 특히 인프라 투자의 경우 바이든 정부의 정책적 수혜까지 기대되는 상황
- 부동산/인프라는 실물자산으로써 주식보다 성장과 인플레이션에 대한 민감도가 낮아 이에 대한 방어가 가능

연초 이후 부동산, 인프라지수의 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

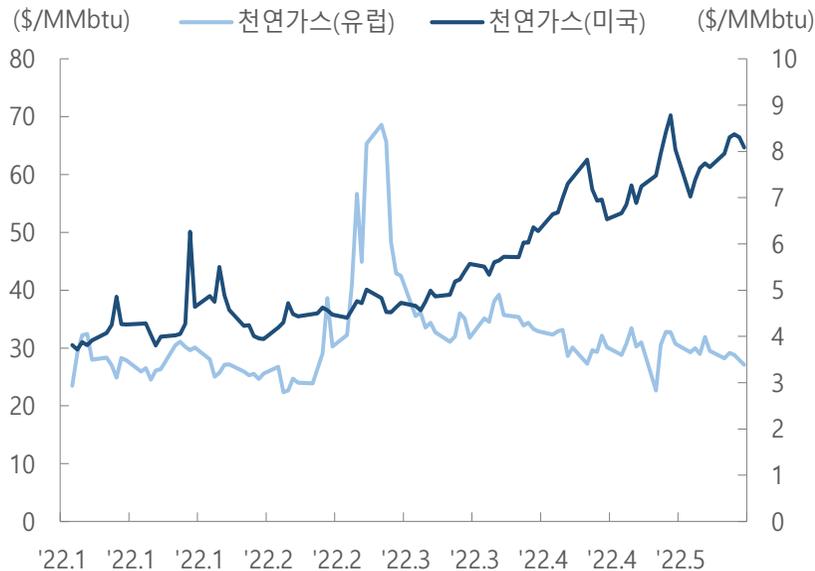
인프라와 주요 매크로 요인의 민감도



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

- 러시아산 가스의 금수조치로 유럽 대비 미국 천연가스의 수요가 꾸준히 증가
- 원유의 경우 경기 침체로 인한 수요둔화와 공급부족이 맞물려서 횡보상태
- 전쟁의 여파로 농산물과 같은 공급우려도 존재하고 구리, 니켈과 같은 친환경 원자재의 수요도 증가
- 하반기에도 원자재들은 강세일 것, 하지만 전반적으로 가격이 높은 수준을 유지하고 있어 상승폭은 제한적일 것으로 예상

천연가스 가격의 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

글로벌 주식대비 원자재지수의 성과



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

- 자산군별로는 대체투자 > 주식 > 채권 선호
- 주요 지표들을 바탕으로 세부 자산군 우선 순위 설정
- 주식은 미국, 일본 주식 선호 채권은 크래딧 (투자적격)채권 선호, 대체투자는 인프라를 선호

기초 자산군과 세부 자산들의 전망

자산군	대체투자 > 주식 > 채권
주식	미국 > 일본 > 유로존 > 영국 > 한국 > 중국
채권	투자적격 > 신흥국 > 선진국채 > 하이일드
대체투자	인프라 > 부동산 > 원자재

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

자산군	자산	전망	코멘트
주식	해외 주식	OW	지정학적 이슈와 통화정책 불확실성의 여파로 상반기는 부진했지만 여전히 긍정적 전망 유지, 펀더멘탈이 견고한 미국을 중심으로 하반기에 반등의 기회를 노릴 것
	국내주식	Neutral	국내 시장의 상황은 아직 양호하지만 경제지표들이 하향 조정되고 있어 공급망 이슈나 해외 통화정책 변화에 민감하게 반응할 것으로 예상, 한미 정상회담 이후의 정책적 수혜에 주목
채권	해외채권	UW	해외 인플레이션 압박 지속되고 있고 예정된 금리인상이 아직 남아있어 고점을 확인하기 전까지는 채권 시장의 불확실성은 지속될 것, 채권 보유 이익보다는 높아지는 쿠폰수익에 주목
	국내채권	UW	3~4분기에 금리 상단 예상됨, 원/달러환율이 상승하고 하반기 미국과의 금리역전도 예상되어 이에 미치는 여파를 주목할 필요가 있음
대체투자	해외 리츠	OW	배당수익으로 인해 금리인상과 인플레이션 방어 가능, 올해 전망도 긍정적으로 보여짐
	해외 인프라	OW	리츠와 마찬가지로 배당수익으로 인해 금리인상과 인플레이션 방어 가능하여 올해 전망도 긍정적, 정책적 수혜 기대감도 존재
	원자재	Neutral	하반기에도 원자재들은 강세일 것, 하지만 전반적으로 가격이 높은 수준을 유지하고 있어 상승폭은 제한적일 것으로 예상
현금		OW	주식과 채권의 저점을 판단하기 어려운 상황, 유동성 확보를 위한 일정 비중의 현금비중 선호

자료: 교보증권 리서치센터

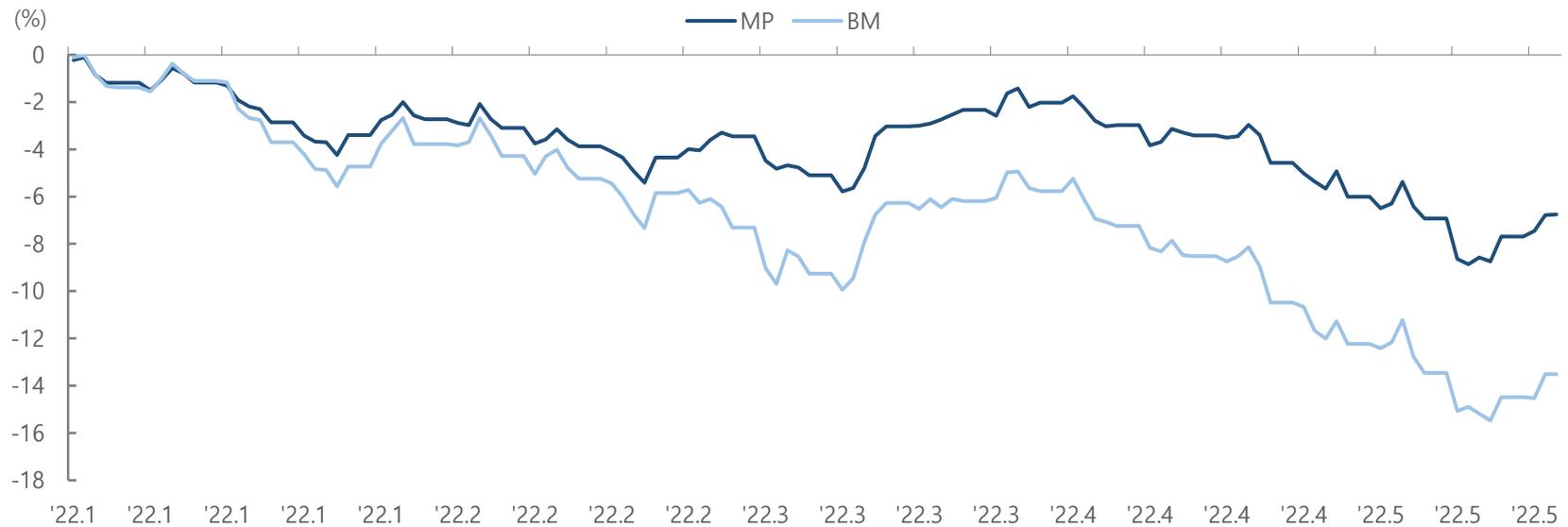
포트폴리오 비중 제안

자산군	자산		비중(BM 추종)	전술적조정(BM 대비)
주식	해외주식	미국	16.6%	+1
		일본	2.4%	+1
		유로존	3.3%	
		영국	1.0%	
		중국	0.9%	
	합		24.2%	
	국내주식		5.5%	-1
채권	해외채권	선진국채	12.2%	-1
		투자적격	12.0%	
		신흥국	2.0%	
		하이일드	1.0%	
	합		27.2%	
	국내채권		13.2%	-1
대체투자	리스		8.1%	
	인프라		15.2%	1
	원자재		6.8%	

자료: 교보증권 리서치센터

- 벤치마크는 글로벌 주식 60% + 글로벌 채권 40%의 혼합형지수를 사용
- 2022년 이후 MP의 누적 수익률은 약 -6.7%를 기록하였고 BM은 -13.52%를 기록함
- MP는 BM대비 6.8%의 초과수익을 달성하였고 하락폭을 방어하는 것을 확인

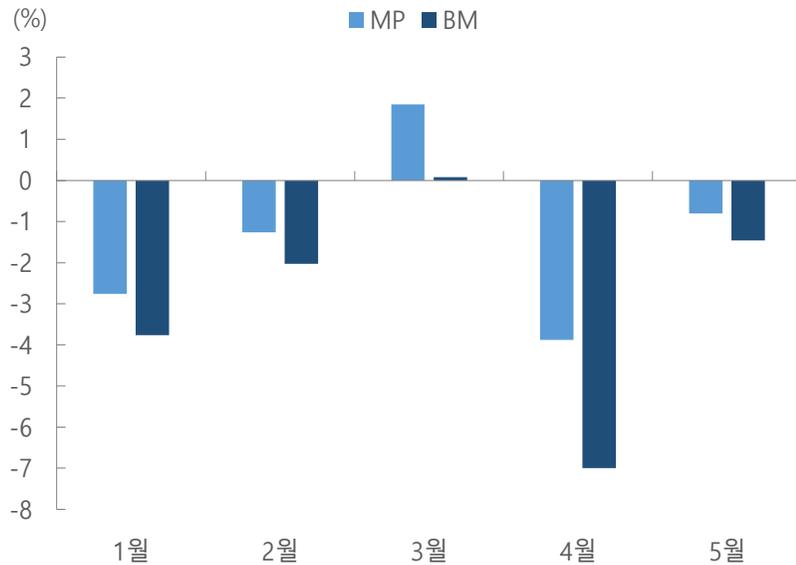
벤치마크 및 포트폴리오 성과 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

- 모델포트폴리오는 1~5월 모두 벤치마크 대비 초과성적을 달성
- 3월을 제외하고는 BM과 MP 모두 음의 수익률을 기록하였음
- 샤프비율이 음수로 나타나 수정샤프비율을 사용하여 성과를 비교
- 수정샤프비율도 전 구간에서 MP가 우위를 보임

MP(모델포트폴리오), BM (벤치마크) 월간 수익률



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

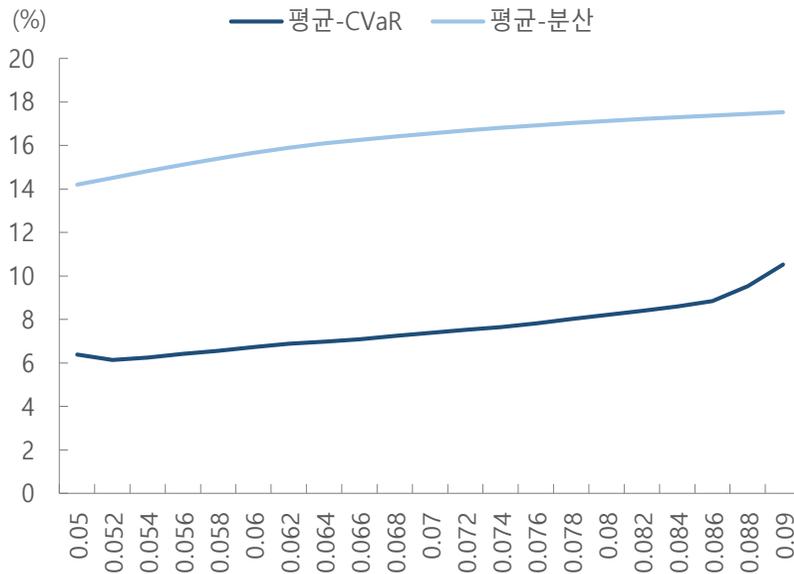
MP, BM의 주요 수익률 지표

	MP	BM	수정샤프비율(MP)	수정샤프비율(BM)	초과성과
1월	-3.40	-4.73	-0.25	-0.47	1.33
2월	-0.96	-1.15	-0.07	-0.11	0.20
3월	2.11	-0.38	0.15	-0.04	2.48
4월	-2.23	-4.56	-0.16	-0.45	2.33
5월	-2.29	-3.39	-0.17	-0.34	1.10

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

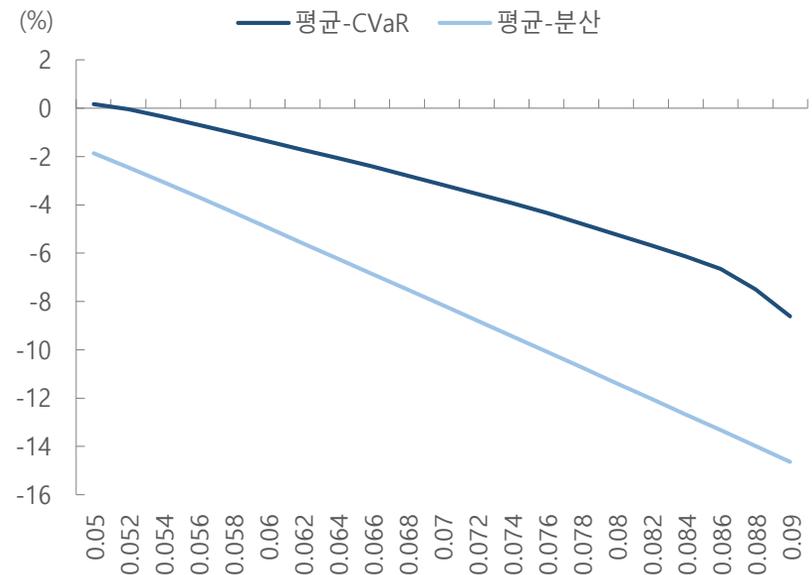
- 리스크 감소 효과를 확인하기 위해 평균분산모형과 비교
- 포트폴리오의 Shortfall Risk는 10%안쪽으로 유지
- CVaR(95%) 역시 평균분산모형 대비 크게 개선 되었음

포트폴리오의 Shortfall



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

포트폴리오의 VaR



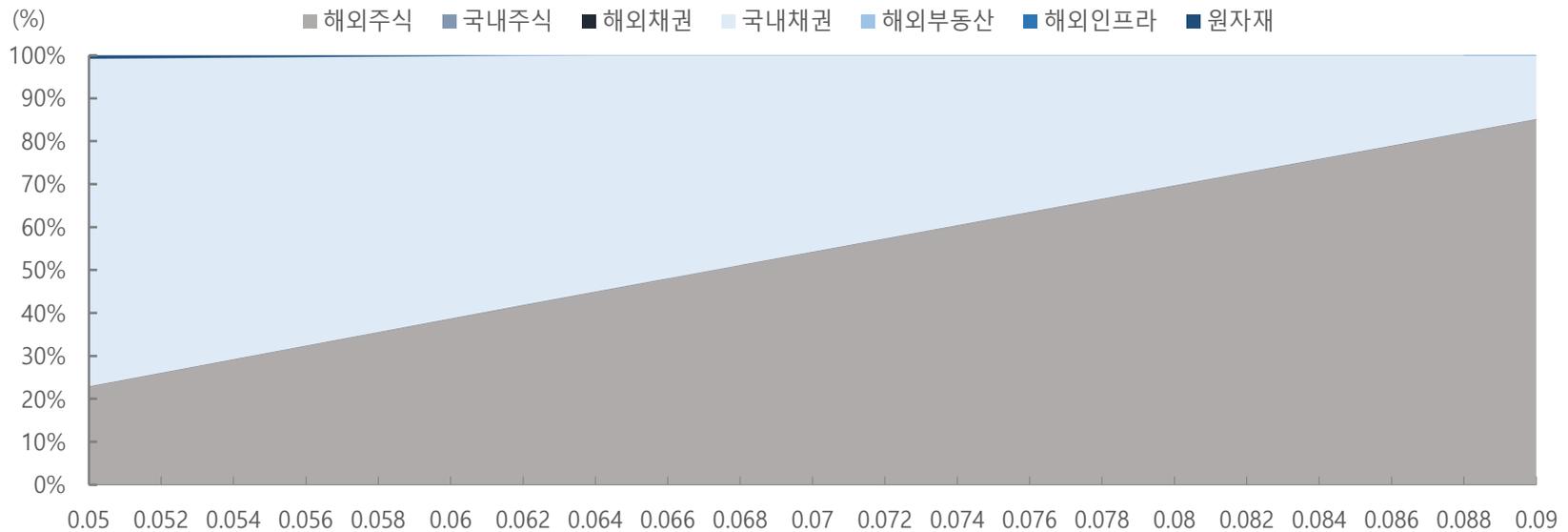
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

- 전쟁의 여파로 글로벌 금융 시장은 혼돈의 시기, 경제 전망이 하향되고 물가압박의 심화, 작년에 예상했던 통화정책 정상화와 속도가 늦어지고 있음
- 현재 시장의 키는 인플레이션과 양적 긴축, 올해 4분기나 내년 상반기에는 물가와 금리의 고점을 예상, 이제는 그 이후도 대비해야 함
- 하반기까지 대체투자>주식>채권을 선호, 상반기는 주식, 하반기는 채권 매수의 타이밍을 점검할 필요 있음
- 주식은 경기침체에 대한 우려로 하락이 컸지만 여전히 매력적인 투자대상, 하락폭이 컸던 만큼 펀더멘탈이 좋은 시장을 중심으로 반등의 기회가 있을 것
- 채권의 투자타이밍은 주식보다는 한 분기 정도 늦을 것으로 예상, 국내는 올해 하반기 미국은 내년 상반기에 금리 상단을 판단할 수 있을 것 또 최근 주식과 채권의 상관관계가 높고 동시에 부진하고 있는데 두 자산간의 상관관계의 변화도 주목
- 전통자산의 부진으로 인해 대체자산의 수요는 높아지고 있음, 부동산/리츠와 인프라는 인플레이션방어와 정책 수혜기 대감이 존재하여 매력적인 투자자산, 원자재는 변동성도 크고 가격도 높은 수준을 유지하고 있어 추가적인 상승은 제한적일 것
- 아직 시장의 변동성이 크기 때문에 분산투자 효과가 큰 평균-CVaR모형을 활용하여 포트폴리오의 비중을 할당했음
- 분기마다 수정된 경제전망을 통해 포트폴리오의 비중을 재설정하여 일정 범위 내에서 전술적인 조정

부록: 목표수익률에 따른 자산비중(MVO) 변화

- 자산의 종류가 많아 질수록 코너해 문제가 심화되어 특정자산에 비중이 편중
- 위험자산인 해외주식, 안전자산인 국내채권에만 비중이 할당됨
- 원자재도 소폭 비중이 할당되지만 그 비중은 매우 미미

목표수익률에 따른 자산비중(MVO) 변화

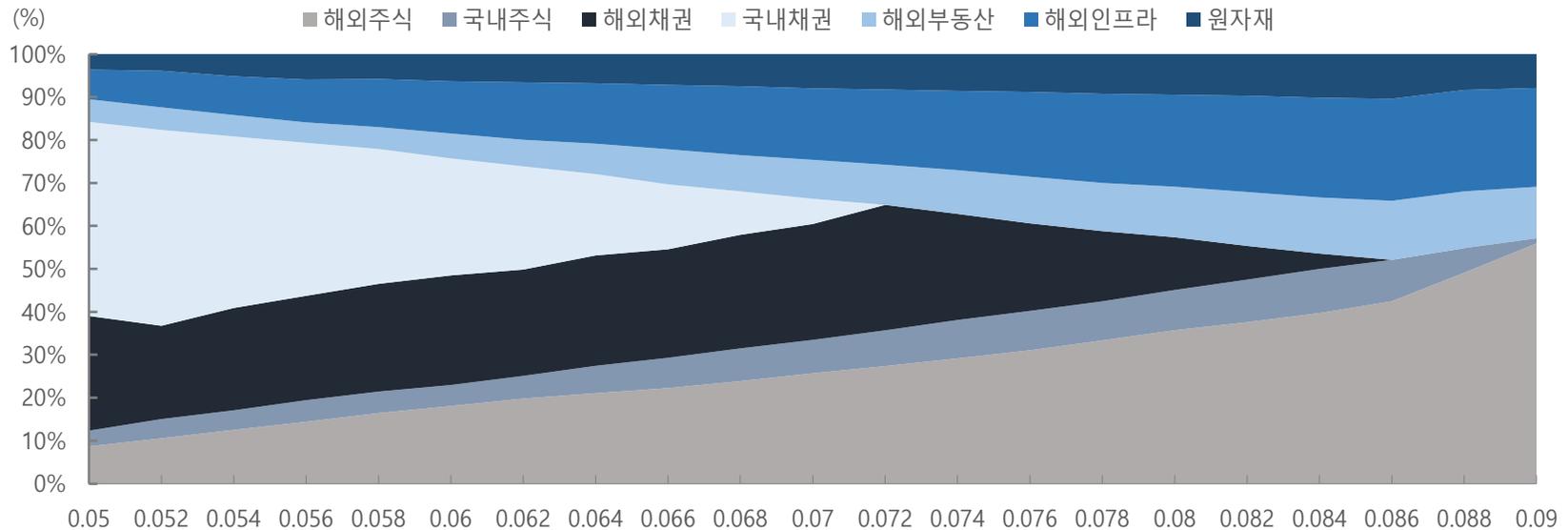


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

부록: 목표수익률에 따른 자산비중(CVaR) 변화

- 평균분산모형에 비해 다양한 자산에 비중이 할당
- 목표수익률이 증가 할수록 해외주식과 해외 인프라의 비중이 꾸준히 상승
- 채권의 경우 목표수익률이 낮을수록 그 비중이 많이 설정됨

목표수익률에 따른 자산비중(CVaR) 변화



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

부록: 목표수익률에 따른 자산비중

목표수익률	MVO							CVaR						
	해외주식	국내주식	해외채권	국내채권	해외부동산	해외인프라	원자재	해외주식	국내주식	해외채권	국내채권	해외부동산	해외인프라	원자재
0.05	0.23	0.00	0.00	0.76	0.00	0.00	0.01	0.09	0.04	0.27	0.45	0.05	0.07	0.04
0.05	0.26	0.00	0.00	0.73	0.00	0.00	0.01	0.11	0.04	0.22	0.46	0.05	0.09	0.04
0.05	0.29	0.00	0.00	0.70	0.00	0.00	0.01	0.13	0.05	0.24	0.40	0.05	0.09	0.05
0.06	0.32	0.00	0.00	0.67	0.00	0.00	0.00	0.14	0.05	0.24	0.36	0.05	0.10	0.06
0.06	0.36	0.00	0.00	0.64	0.00	0.00	0.00	0.16	0.05	0.25	0.31	0.05	0.11	0.06
0.06	0.39	0.00	0.00	0.61	0.00	0.00	0.00	0.18	0.05	0.26	0.27	0.06	0.12	0.06
0.06	0.42	0.00	0.00	0.58	0.00	0.00	0.00	0.20	0.05	0.25	0.24	0.06	0.13	0.07
0.06	0.45	0.00	0.00	0.55	0.00	0.00	0.00	0.21	0.06	0.26	0.19	0.07	0.14	0.07
0.07	0.48	0.00	0.00	0.52	0.00	0.00	0.00	0.22	0.07	0.25	0.15	0.08	0.15	0.07
0.07	0.51	0.00	0.00	0.49	0.00	0.00	0.00	0.24	0.08	0.26	0.10	0.08	0.16	0.07
0.07	0.54	0.00	0.00	0.46	0.00	0.00	0.00	0.26	0.08	0.27	0.06	0.09	0.17	0.08
0.07	0.57	0.00	0.00	0.43	0.00	0.00	0.00	0.27	0.08	0.29	0.00	0.09	0.18	0.08
0.07	0.60	0.00	0.00	0.40	0.00	0.00	0.00	0.29	0.09	0.25	0.00	0.10	0.18	0.09
0.08	0.64	0.00	0.00	0.36	0.00	0.00	0.00	0.31	0.09	0.20	0.00	0.11	0.20	0.09
0.08	0.67	0.00	0.00	0.33	0.00	0.00	0.00	0.33	0.09	0.16	0.00	0.11	0.21	0.09
0.08	0.70	0.00	0.00	0.30	0.00	0.00	0.00	0.36	0.09	0.12	0.00	0.12	0.21	0.09
0.08	0.73	0.00	0.00	0.27	0.00	0.00	0.00	0.38	0.10	0.08	0.00	0.13	0.22	0.10
0.08	0.76	0.00	0.00	0.24	0.00	0.00	0.00	0.40	0.10	0.04	0.00	0.13	0.23	0.10
0.09	0.79	0.00	0.00	0.21	0.00	0.00	0.00	0.42	0.10	0.00	0.00	0.14	0.24	0.10
0.09	0.82	0.00	0.00	0.18	0.00	0.00	0.00	0.49	0.06	0.00	0.00	0.13	0.24	0.08
0.09	0.85	0.00	0.00	0.15	0.00	0.00	0.00	0.56	0.01	0.00	0.00	0.12	0.23	0.08

자료: 교보증권 리서치센터

부록: 포트폴리오의 리스크 측정

목표수익률	Shortfall Risk		VaR(95%)		CVaR(95%)	
	평균-CVaR	평균-분산	평균-CVaR		평균-분산	
5.0	6.4	14.2	-1.2	0.2	-3.9	-1.9
5.2	6.1	14.5	-1.1	0.0	-4.2	-2.4
5.4	6.2	14.8	-1.8	-0.4	-4.8	-3.1
5.6	6.4	15.1	-2.5	-0.7	-6.5	-3.7
5.8	6.6	15.4	-2.9	-1.0	-6.6	-4.3
6.0	6.7	15.7	-3.9	-1.4	-8.3	-4.9
6.2	6.9	15.9	-3.5	-1.7	-8.3	-5.6
6.4	7.0	16.1	-3.9	-2.1	-8.5	-6.2
6.6	7.1	16.3	-4.3	-2.4	-10.5	-6.9
6.8	7.2	16.4	-5.3	-2.8	-10.4	-7.5
7.0	7.4	16.6	-5.6	-3.2	-12.3	-8.1
7.2	7.5	16.7	-5.7	-3.5	-11.5	-8.8
7.4	7.6	16.8	-7.1	-3.9	-14.6	-9.4
7.6	7.8	16.9	-8.0	-4.3	-14.0	-10.1
7.8	8.0	17.0	-7.5	-4.8	-15.9	-10.7
8.0	8.2	17.1	-9.0	-5.2	-16.9	-11.4
8.2	8.4	17.2	-8.2	-5.7	-16.7	-12.0
8.4	8.6	17.3	-10.2	-6.1	-18.0	-12.7
8.6	8.8	17.4	-10.0	-6.6	-19.4	-13.3
8.8	9.5	17.5	-11.4	-7.5	-21.6	-14.0
9.0	10.5	17.5	-12.2	-8.6	-20.2	-14.6

자료: 교보증권 리서치센터