

자산배분 | GTAAS

(Global Tactical Asset Allocation System)

2021년의 풍경 (Outlook Update)

[Multi-Asset Strategy]

Economist 김진명

jm_kim@hanwha.com

3772-7655



목차

03	Summary
05	I. 2020년 자산배분 리뷰
13	II. 2021 Outlook Update
19	III. 전술적 자산배분
23	Appendix. GTAAS 구조와 성과

Summary

- ❖ COVID-19 충격에서 위험자산이 빠르게 회복되며 결국 주요 자산군 중 주식이 가장 좋은 성과
 - ✓ COVID-19 재확산으로 급격히 위축(상승)되었던 금융시장 여건(부하)는 빠르게 개선. Financial Stress는 기준치(0) 수준
 - ✓ 5월부터 본격적인 경기 회복이 가파르게 진행되면서 3분기 GDP는 대부분의 국가에서 호조. 그러나 동절기 전세계적인 확산 진행으로 경기 회복 속도 현저히 둔화
- ❖ Macro Factor: Inflation은 잔변동, 결국 Growth와 Risk Aversion
 - ✓ 내년 1분기까지 Growth Expectation은 반등 지속, Inflation Expectation도 점차 반등하나 폭은 크지 않아 시장에 미치는 영향은 제한적. 다만 통화정책은 완화적 기대가 약화되는데 이에 주요한 영향
 - ✓ 최근 위험자산의 강세를 이끈 핵심적인 요인 중 하나는 Risk Aversion의 하락. 2021년 1분기까지는 점진적으로 Risk Off가 완화될 것으로 예상되나 이후 Risk On 지속성에 대해서는 지속적인 모니터링 필요
 - ✓ 전체적으로 위험자산에 우호적 환경이나 1분기 이후 점차 약화. 추가 모멘텀 부재 시 위험자산에 대한 포트폴리오 조정 필요
- ❖ Risk On이 강화되고 있고, 단기적 기대는 낮아도 경기 개선 기대가 팽창하고 있는 상황. 1분기까지는 위험자산에 대한 비중 확대를 유지
 - ✓ 2분기 이후 Risk On이 강화/유지되기 위해서는 Macro Momentum이 가세. 이는 전적으로 글로벌 단위에서의 백신 보급 속도 등에 달려있어 지속적인 모니터링이 요구
 - ✓ 2021년 역시 2020년 시장과 마찬가지로 상반기까지는 Event에 따른 Risk On Driver 지속 가능성이 주된 시장 동력이 될 것
 - ✓ 2021년 하반기부터는 경기 개선에 대한 기대가 둔화될 것으로 예상되는 바, 2분기부터는 위험자산에 대한 비중 확대를 축소로 전환



I

2020년 자산배분 리뷰



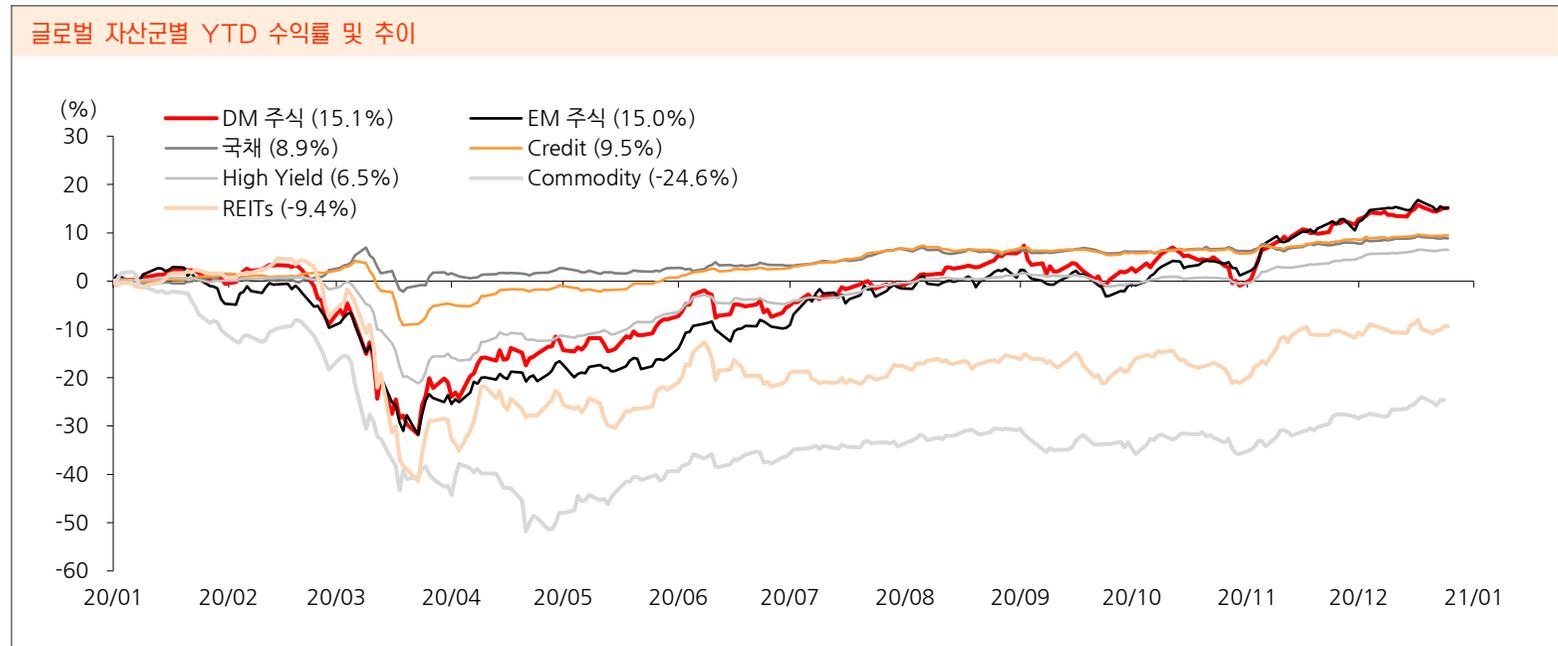
- 자산군별 성과
- Risk On/Off
- Macro Cycle



자산군별 성과 결국 주식이 이긴 한 해

- ❖ COVID-19 충격에서 위험자산이 빠르게 회복되며 결국 주요 자산군 중 주식이 가장 좋은 성과
 - ✓ COVID-19 충격으로 인해 DM 주식은 31.7%, EM 주식은 31.8%까지 하락했으나 빠르게 회복하며 연간 15%대 수익률 기록
 - ✓ 신용충격이 가해지면서 High Yield는 21.2%까지 하락했으나, 이후 빠르게 Credit Spread 축소되며 6% 중반 수익률
 - ✓ 최근 회복세를 보이고 있으나 통상 Late Cycle에서 호조를 보이는 REITs, Commodity는 제한적 수준의 회복에 그치고 있음

글로벌 자산군별 YTD 수익률 및 추이



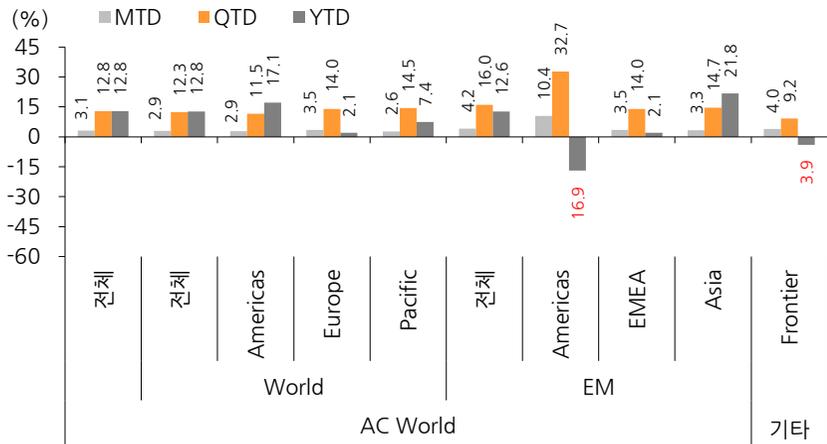
주: (1) Global, Unhedged, USD, Gross Total Return 기준

(2) 12/24 기준

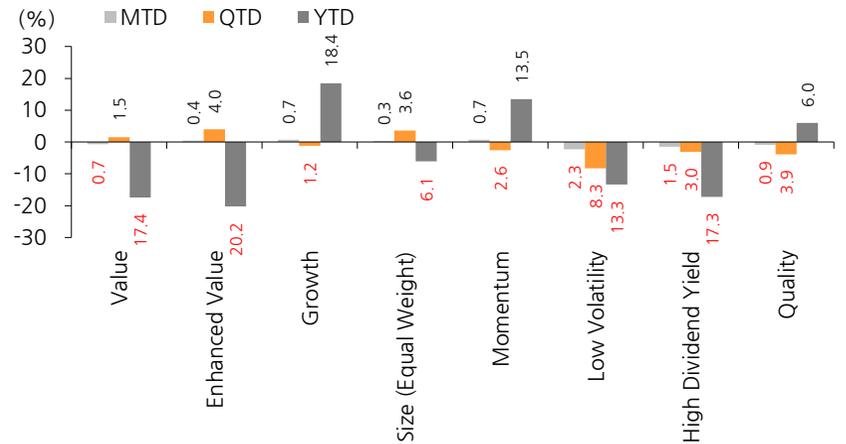
(3) DM 주식 - MSCI World, EM 주식 - MSCI EM, 국채 - Bloomberg Barclays Global Agg. Treasuries, Credit - Bloomberg Barclays Global Agg Credit, High Yield - Bloomberg Barclays Global Agg. High Yield, Commodity - S&P GSCI, REITs - S&P Global REITs

자료: MSCI, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

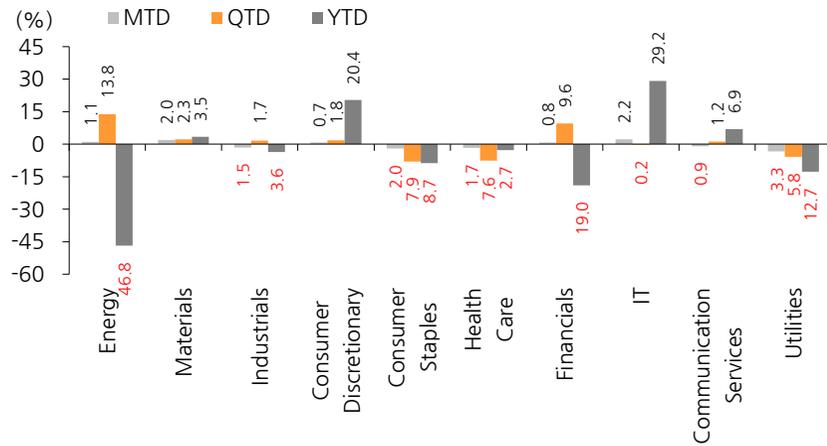
주식 지역별 수익률



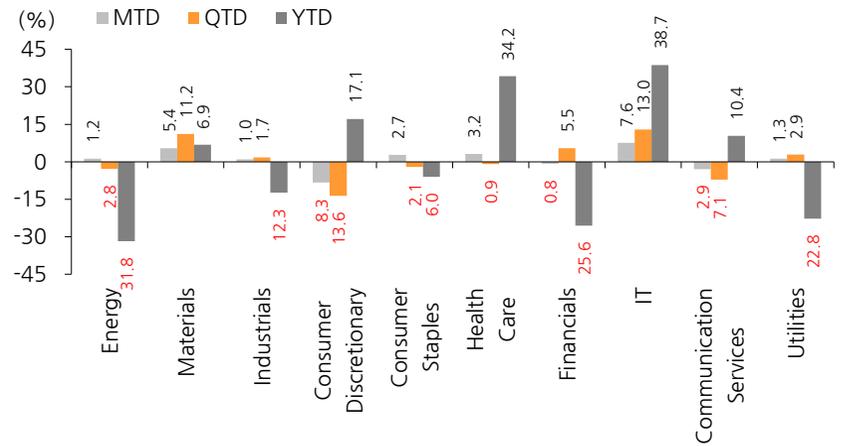
주식 Style 상대 수익률 (vs. MSCI World)



주식 Sector 상대 수익률 (DM, GICS Lv.1)

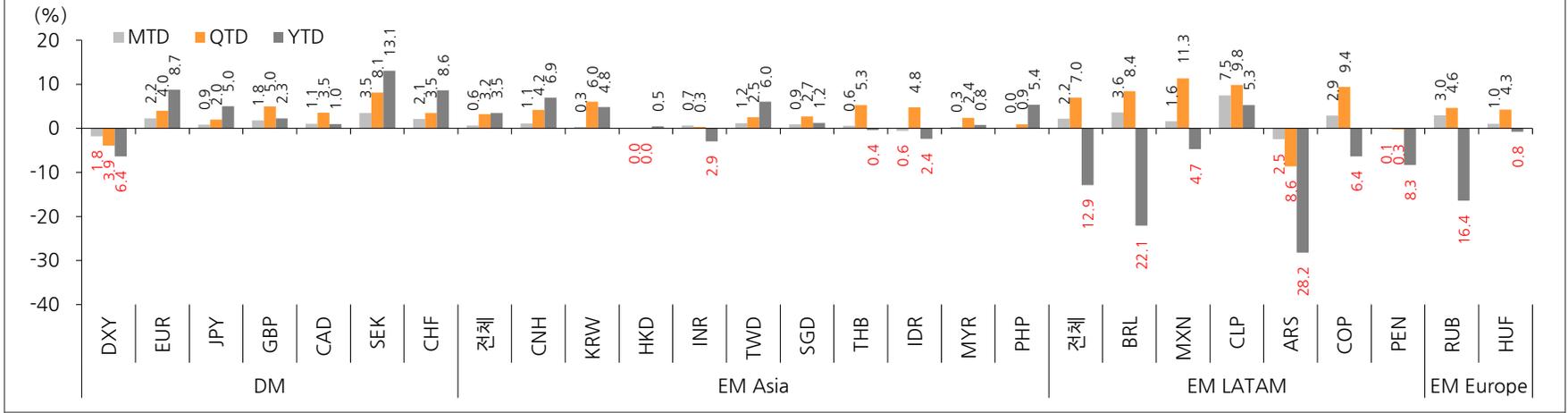


주식 Sector 상대 수익률 (EM, GICS Lv.1)

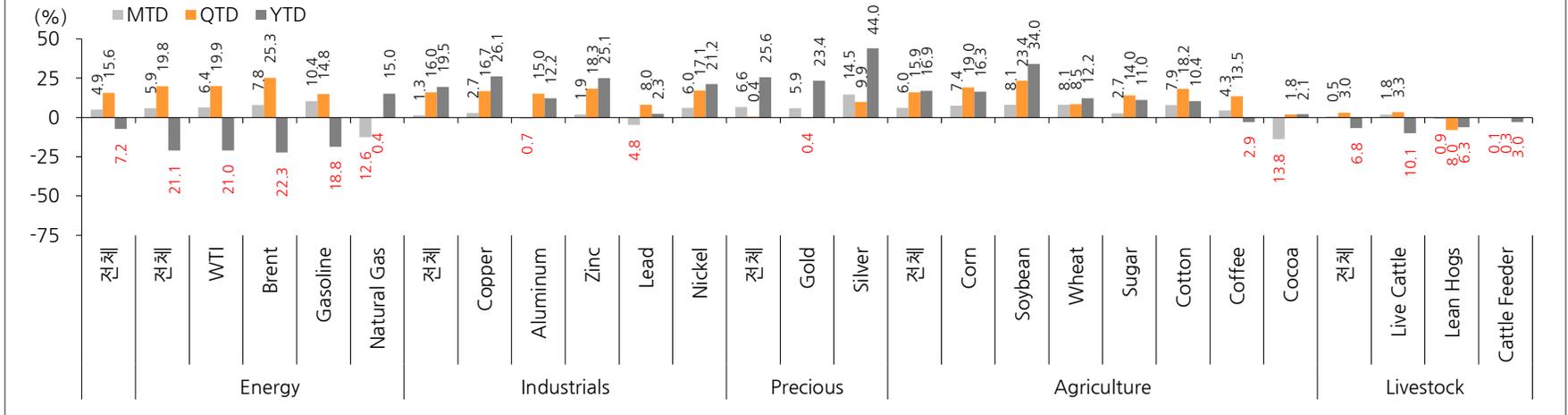


주: Price Index, USD, 12/24 기준
 자료: MSCI, Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터

주요 통화의 달러화 대비 점사율

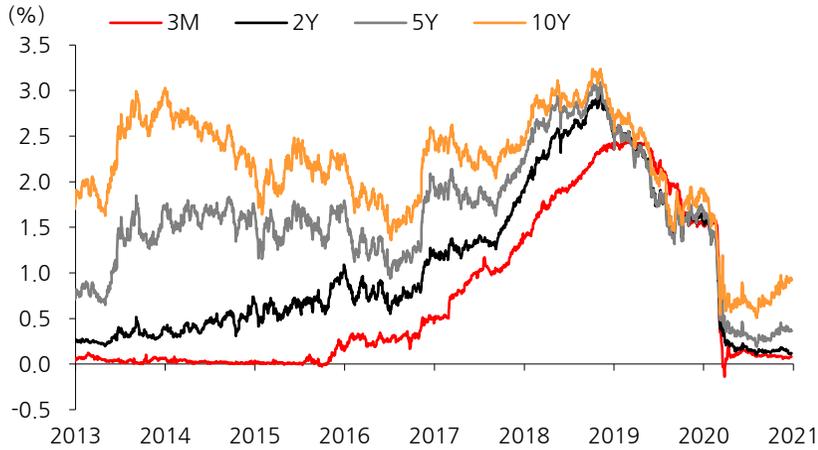


주요 상품 대비 점사율



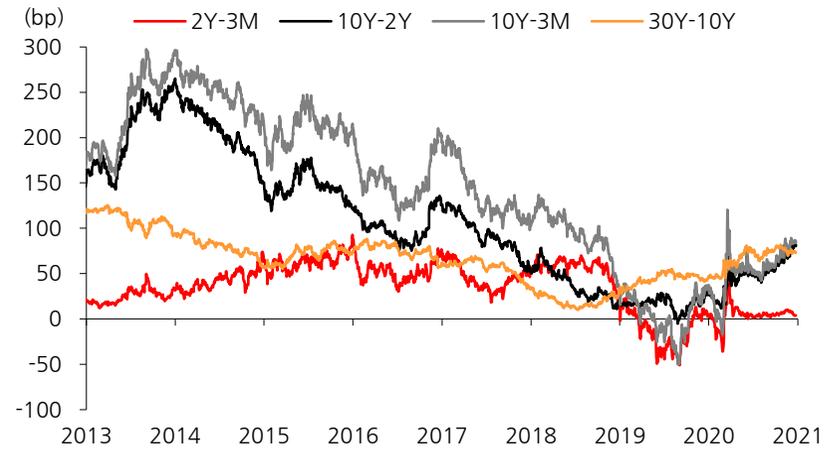
주: 12/24 기준
 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

미국 국채 수익률 추이



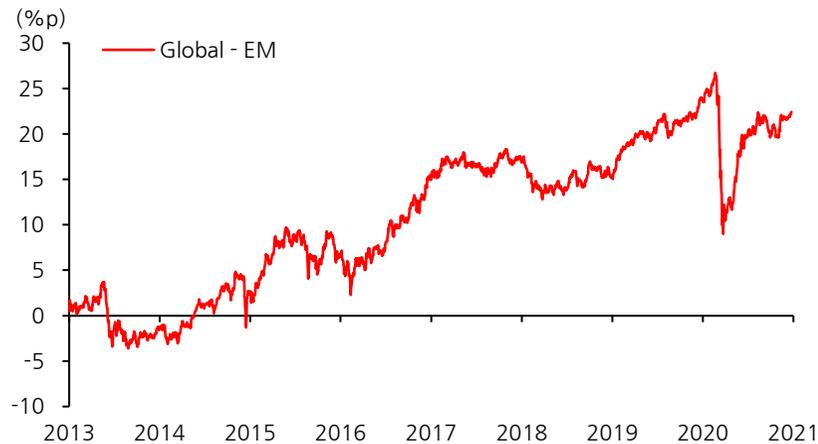
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

미국 국채 Term Spread 추이



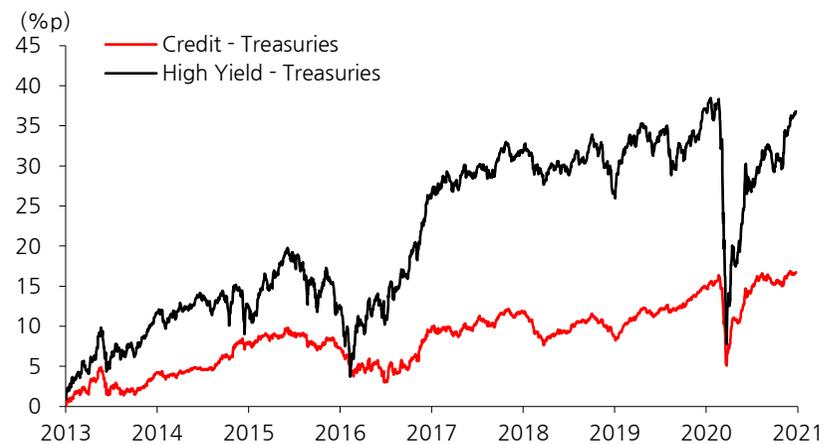
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

Global vs. EM



주: Gross Return, Unhedged USD 기준
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

Treasuries vs. Credit, Treasuries vs. High Yield



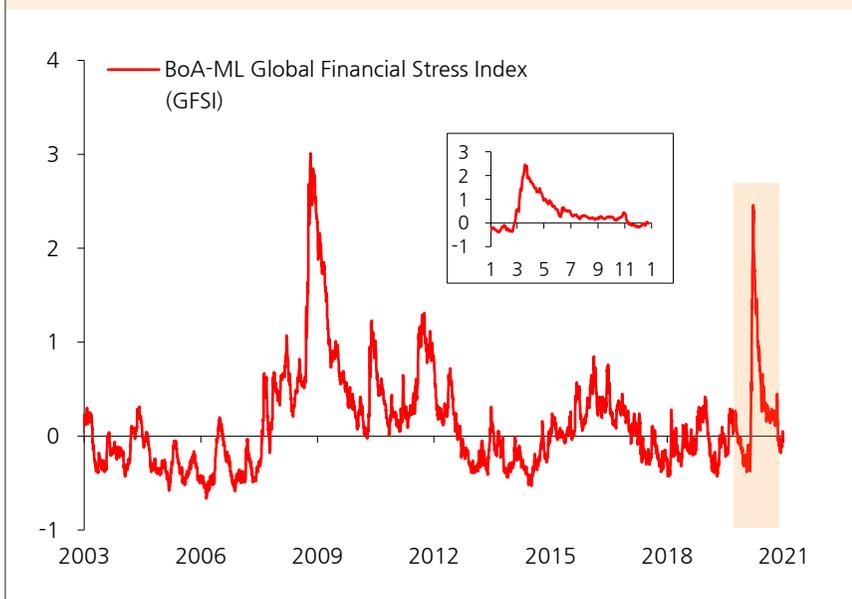
주: Gross Return, Unhedged USD 기준
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



Risk On/Off 완화적 통화정책, 금융시장 여건 개선으로 Risk On 전개

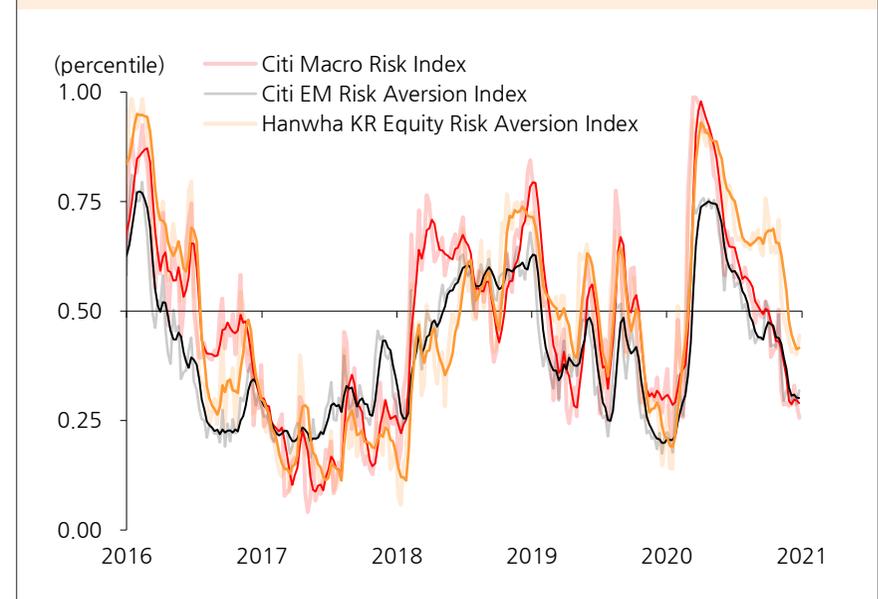
- ❖ COVID-19 재확산으로 급격히 위축(상승)되었던 금융시장 여건(부하)는 빠르게 개선. Financial Stress는 기준치(0) 수준
- ❖ 이는 미 연준 등 주요 중앙은행들이 완화적 통화정책을 통해 단기 자금 시장 안정, 글로벌 달러화 유동성 공급, 신용시장 안정, 은행 신용 공급 기능 강화에 초점을 맞춘 공격적인 완화적 통화정책 대응을 실시했기 때문
- ❖ 급격한 Risk Off 전개의 트리거가 되었던 High Yield Spread 확대도 유가 회복과 함께 진정되며 정상적인 수준에 근접
- ❖ 8월까지 Risk Off 완화, 이후 정체되었던 Risk On 심리는 11월부터 급격히 Risk On으로 기울며 주식 등 위험자산들의 강세 재개

Global Financial Stress Index 추이



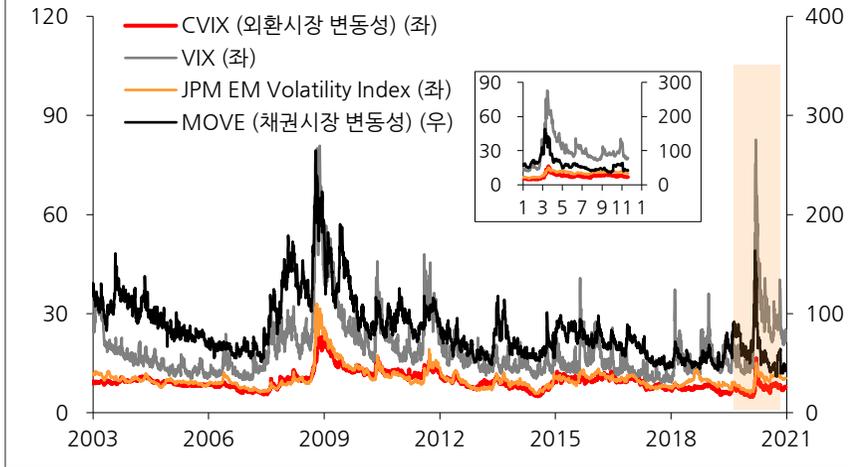
자료: BoA-ML, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

Global, EM, 한국 Risk Aversion Index 추이



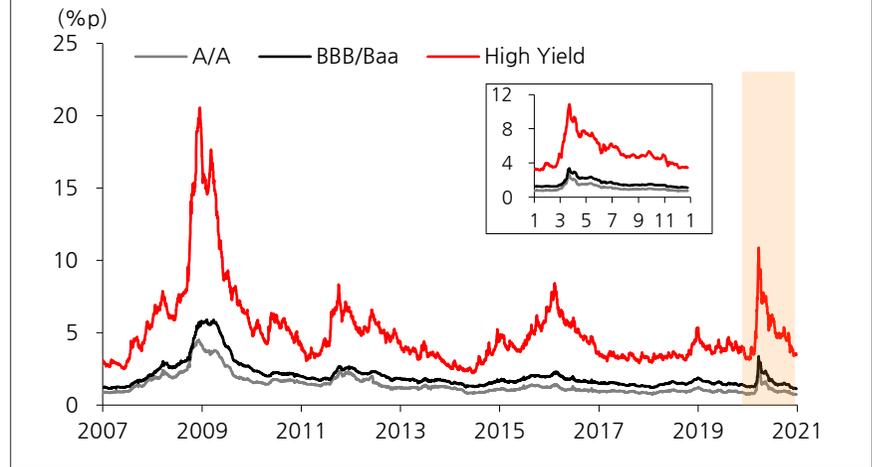
주: 진한선은 4주 이동평균
자료: Citigroup, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

주요 변동성 지표 추이



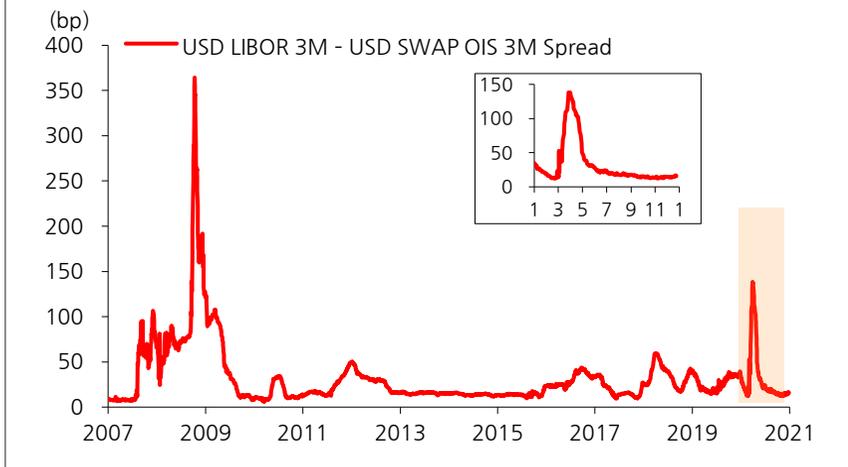
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

Spread: U.S. Credit Spread (10yr)



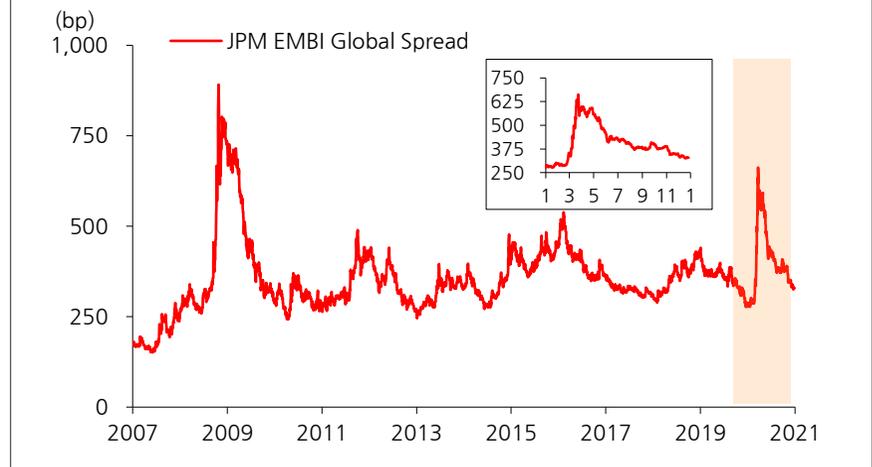
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

Spread: USD LIBOR 3M - USD SWAP OIS 3M Spread



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

Spread: JPM EMBI Global Spread

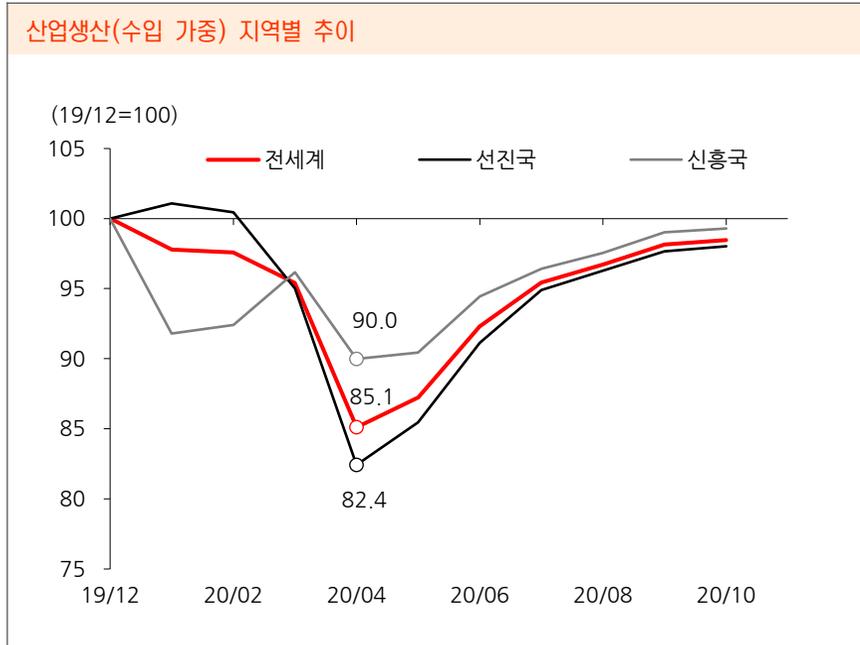


자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

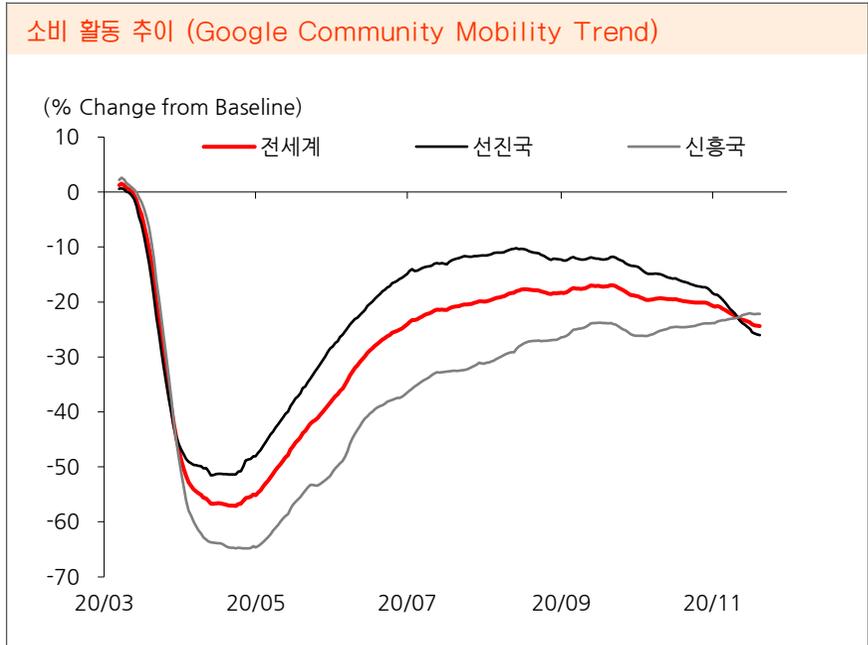


Macro Cycle 빠른 회복기는 끝, 동절기 일시적 둔화 진행

- ❖ 2019년말 대비 85% 수준으로 위축되었던 전세계 산업생산은 10월 기준 98.5% 수준을 회복. 5월부터 본격적인 회복이 가파르게 진행되면서 3분기 GDP는 대부분의 국가에서 호조
- ❖ 그러나 동절기 전세계적인 확산 진행으로 경기 회복 속도 현저히 둔화
 - ✓ 제조업은 낮은 재고 부담으로 상대적으로 호조를 보이고 있으나, 회복 모멘텀은 점차 둔화
 - ✓ (오프라인) 소비활동은 3분기까지는 빠른 회복세를 보였으나, 최근 COVID-19 재확산으로 다시 위축되는 모습
- ❖ 백신 보급이 진행되고 있으나, 이로 인해 집단 면역이 확보되고 경제 활동이 회복되는 시점은 내년 2-3분기



자료: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, 한화투자증권 리서치센터



주: 소비활동 관련(Retail and Recreation) 위치 정보 빈도. Baseline = 1/3~2/6
 자료: Google, OECD, 한화투자증권 리서치센터

II

2021 Outlook Update



- 2021년 국면 전망
- 주요 이슈 진단



2021년 국면 전망과 매크로 팩터 전망

- ❖ 당초 예상했던 경기 흐름은 3분기 경기 회복 모멘텀이 정점을 이룬 후 점차 둔화, 2021년 4분기에는 정상적인 성장 속도로 회귀하는 것이었으나, 동절기 COVID-19 재확산으로 4분기 성장 기대는 상당히 낮아진 상황
- ❖ 2021년, 미국 PCE Deflator는 일시적으로 2% 수준 도달하나, 평균 수준을 지속적으로 초과하기는 힘들어
 - ✓ 수요 측면에서의 인플레이션 압력은 강하지 않을 것으로 예상되며 이로 인해 미 연준의 통화정책 변경은 없을 것으로 판단
 - ✓ 정책적 기조에 변화를 줄 수 있는 시점은 2021년 하반기 FOMC로 예상. 해당 시점에서는 백신의 보급에 따른 집단면역의 형성과 이에 따른 경제 활동 정상화 정도를 평가할 수 있을 것으로 기대. COVID-19로 인한 하방 압력이 상당부분 완화된 시점에서 예상보다 회복 속도가 빠르고 인플레이션 압력이 강하다면 충분히 매파적인 모습을 보이면서 완화적 통화정책의 전환을 예고할 수 있음
- ❖ 1/5 예정된 조지아 연방상원 결선(runoff) 진행. 상원 과반을 위해 민주당이 두 선거구 모두 승리가 필요한 가운데 1% 내의 접전
 - ✓ 최근 재정부양책을 둘러싼 공화당 의회와 행정부의 갈등으로 공화당 측에 불리한 양상으로 전개. 25일 이후 진행되는 여론조사 결과에 주목. 민주당의 행정부 및 양원 장악 시나리오, Blue Wave는 여전히 살아있고, 그 가능성은 점차 커지고 있는 상황
 - ✓ COVID-19로부터 온전한 회복이라는 과제가 부여된 현 시점에서 집권 후 당장 증세에 나서기는 쉽지 않을 것으로 판단. 트럼프 행정부의 감세 정책과 대비되는, 지출 확대 중심의 확장적 재정정책 움직임이 집권 초반 더 강하게 나타날 것으로 예상. 또한 증세 이상으로 재정 지출을 확대하면서 10년간 총 2조달러의 재정적자 확대가 예상되며 이로 인한 경기 부양 효과가 간접적으로 기업 이익의 증가를 가져오면서 증세 효과를 부분적으로 상쇄할 수 있음
- ❖ Macro Factor: Inflation은 잔변동, 결국 Growth와 Risk Aversion
 - ✓ 내년 1분기까지 Growth Expectation은 반등 지속, Inflation Expectation도 점차 반등하나 폭은 크지 않아 시장에 미치는 영향은 제한적. 다만 통화정책은 완화적 기대가 약화되는데 이에 주요한 영향
 - ✓ 최근 위험자산의 강세를 이끈 핵심적인 요인 중 하나는 Risk Aversion의 하락. 2021년 1분기까지는 점진적으로 Risk Off가 완화될 것으로 예상되나 이후 Risk On 지속성에 대해서는 지속적인 모니터링 필요
 - ✓ 전체적으로 위험자산에 우호적 환경이나 1분기 이후 점차 약화. 추가 모멘텀 부재 시 위험자산에 대한 포트폴리오 조정 필요

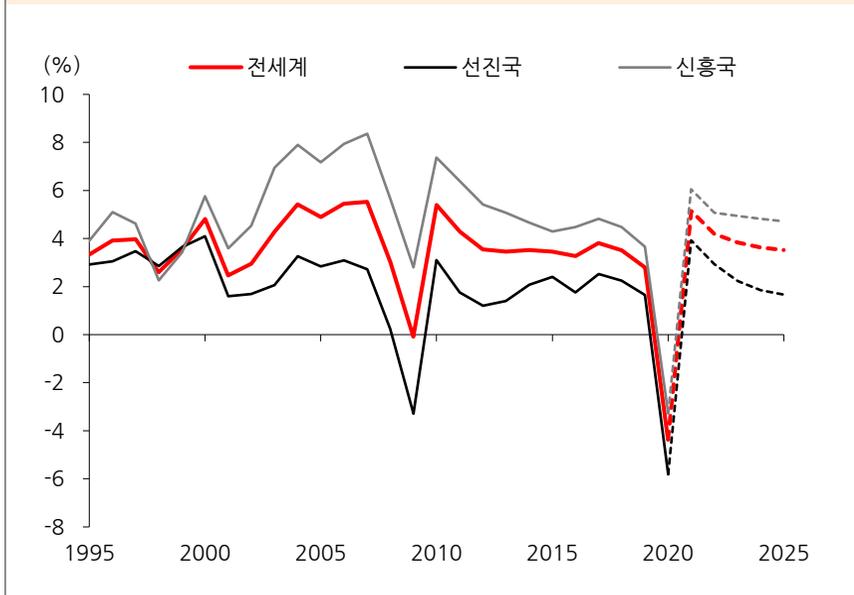




Business Cycle 4분기 성장 기대 0, 회복 가속은 2분기부터

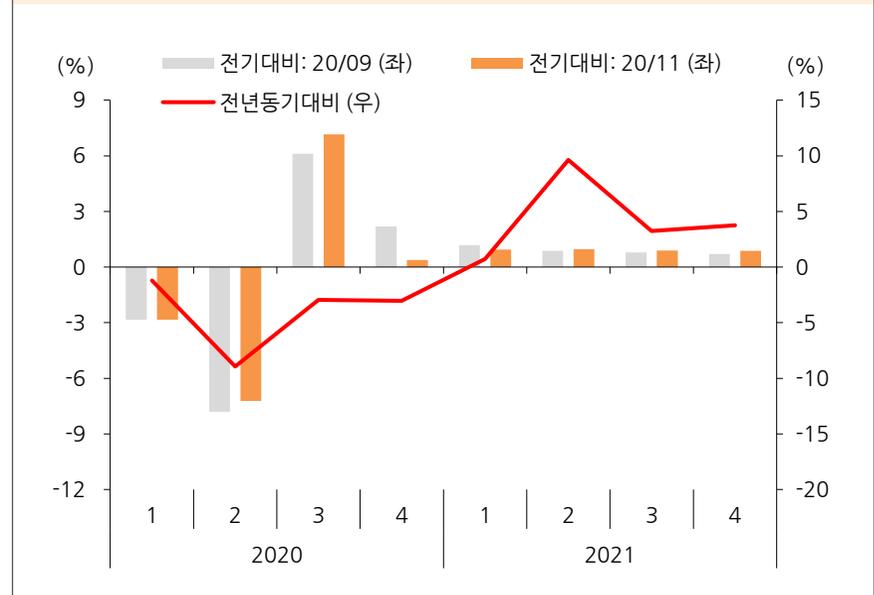
- ❖ 당초 예상했던 경기 흐름은 3분기 경기 회복 모멘텀이 정점을 이룬 후 점차 둔화, 2021년 4분기에는 정상적인 성장 속도로 회복하는 것이었으나, 동절기 COVID-19 재확산으로 4분기 성장 기대는 상당히 낮아진 상황
- ❖ 내년 1분기까지는 회복 속도의 상당한 저하가 예상되고, 경기 모멘텀 측면에서는 2-3분기가 정점을 이룰 것으로 예상됨
 - ✓ 특히 유로존은 2020년 4분기 경제 성장률이 전기대비 (-) 기록 예상
- ❖ 당초 기대했던 것보다 글로벌 GDP의 회복 속도는 더뎠다 2021년 4분기에야 비로소 2019년말 수준을 회복할 것으로 예상

지역별 경제 성장률 추이와 전망



자료: IMF, 한화투자증권 리서치센터

분기별 2020-21년 전세계 경제 성장률 전기대비 및 전년동기대비 추이



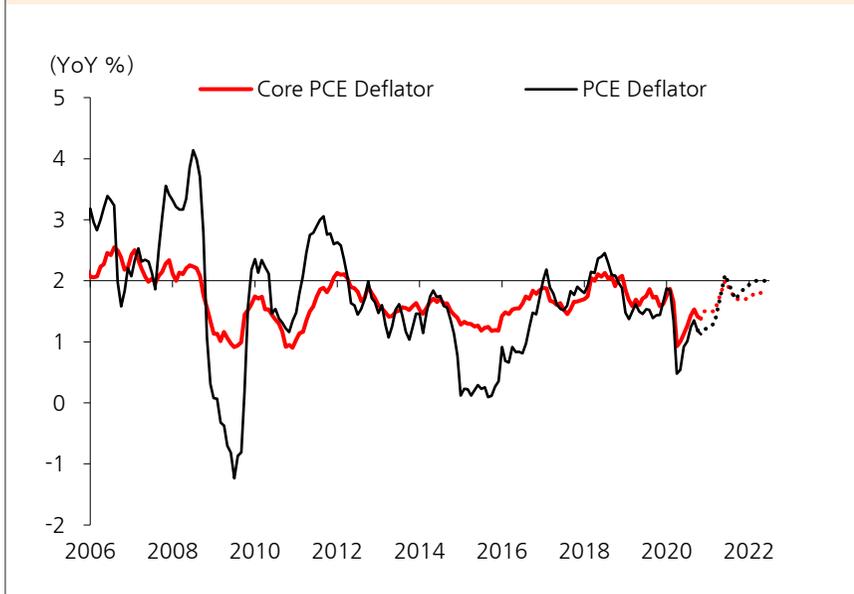
자료: OECD, 한화투자증권 리서치센터



Inflation 낮은 수준의 인플레이션 압력

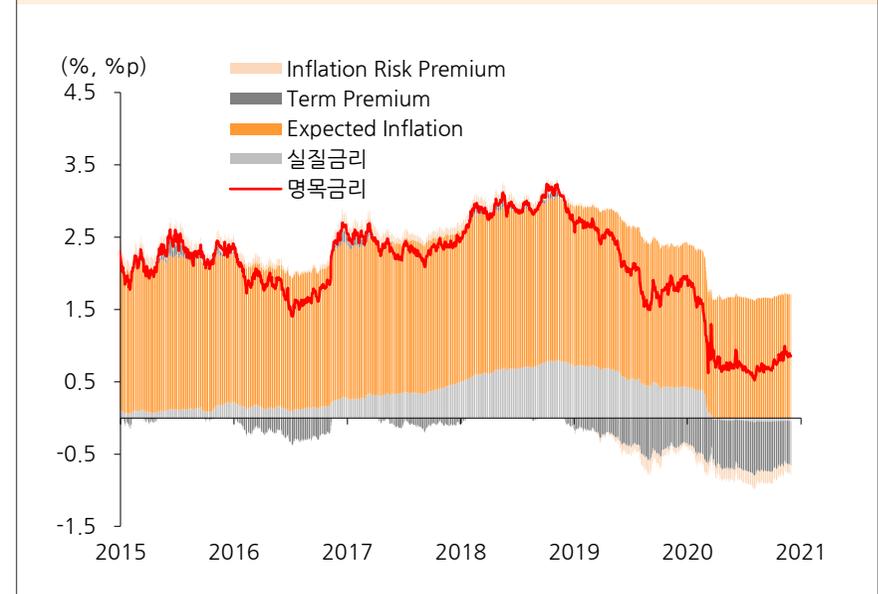
- ❖ 2021년, 미국 PCE Deflator는 일시적으로 2% 수준 도달하나, 평균 수준을 지속적으로 초과하기는 힘들어
 - ✓ 기저효과 등을 감안했을 때 2분기에는 미 연준의 목표 수준인 2%에 일시적으로 도달. 그러나 평균 수준을 지속적으로 초과하기는 힘든 상황. 인플레이션 정상화 흐름은 2022년부터 본격화될 것으로 예상
- ❖ 시장에서의 인플레이션 기대도 매우 낮은 수준. 10년물 기준 기대 인플레이션은 1.7% 수준
 - ✓ 최근 금리 상승에도 불구하고 실질금리는 (-) 수준 유지. 인플레이션 리스크 프리미엄은 (-)

미국 PCE, Core PCE Deflator 상승률 추이와 전망



자료: U.S. Bureau of Economic Analysis, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

미 국채 10년물 금리의 분해



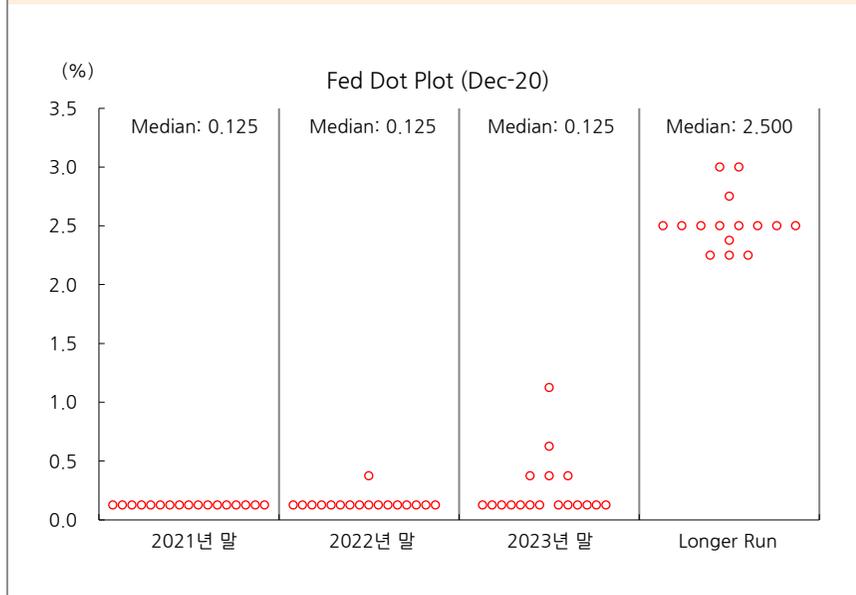
주: 10년물 기준
 자료: Kim, Walsh, and Wei(2019): FEDS notes: "Tips from TIPS: Update and Discussions.", 한화투자증권 리서치센터



Policy 미 연준, 일단 2021년은 정책 유지하나 매파적 리스크 유의해야

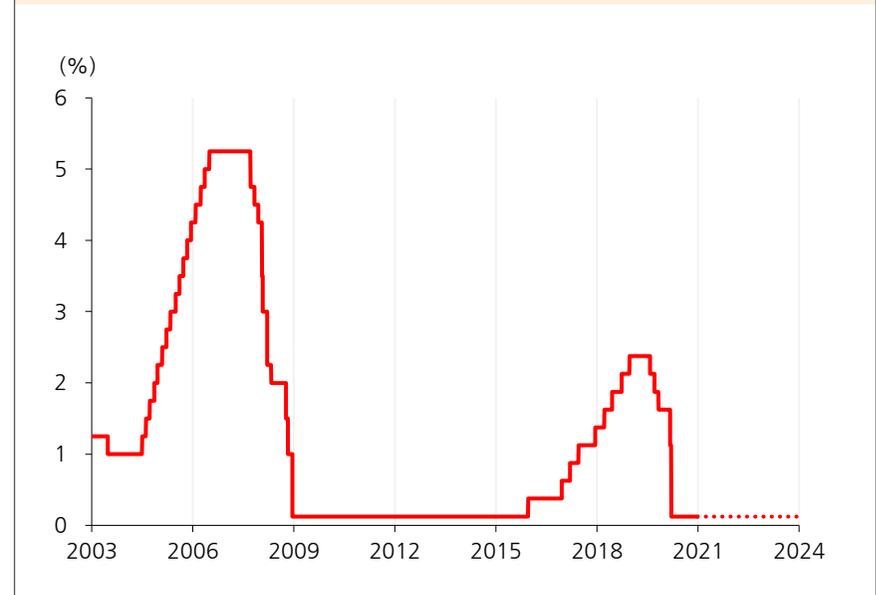
- ❖ 2021년 GDP Gap은 여전히 (-). 수요 측면에서의 인플레이션 압력은 강하지 않을 것으로 예상되며 이로 인해 미 연준의 통화정책 변경은 없을 것으로 판단
- ❖ 백신의 보급이 시작된 가운데, 2021년 중반 백신의 보급에 따른 집단 면역이 형성되면 이에 따른 경기 회복 속도의 재가속이 기대되는 상황이며, 최근 일시적으로 상승하는 모습을 보였던 장기 금리도 안정세. 추가 완화정책 불필요
- ❖ 정책적 기조에 변화를 줄 수 있는 시점은 2021년 하반기 FOMC로 예상. 해당 시점에서는 백신의 보급에 따른 집단면역의 형성과 이에 따른 경제 활동 정상화 정도를 평가할 수 있을 것으로 기대. COVID-19로 인한 하방 압력이 상당부분 완화된 시점에서 예상보다 회복 속도가 빠르고 인플레이션 압력이 강하다면 충분히 매파적인 모습을 보이면서 완화적 통화정책의 전환을 예고할 수 있음

미 연준 점도표 (2020년 12월 FOMC)



자료: Fed, 한화투자증권 리서치센터

미 연방기금선물(FX Futures) 내재 기준금리



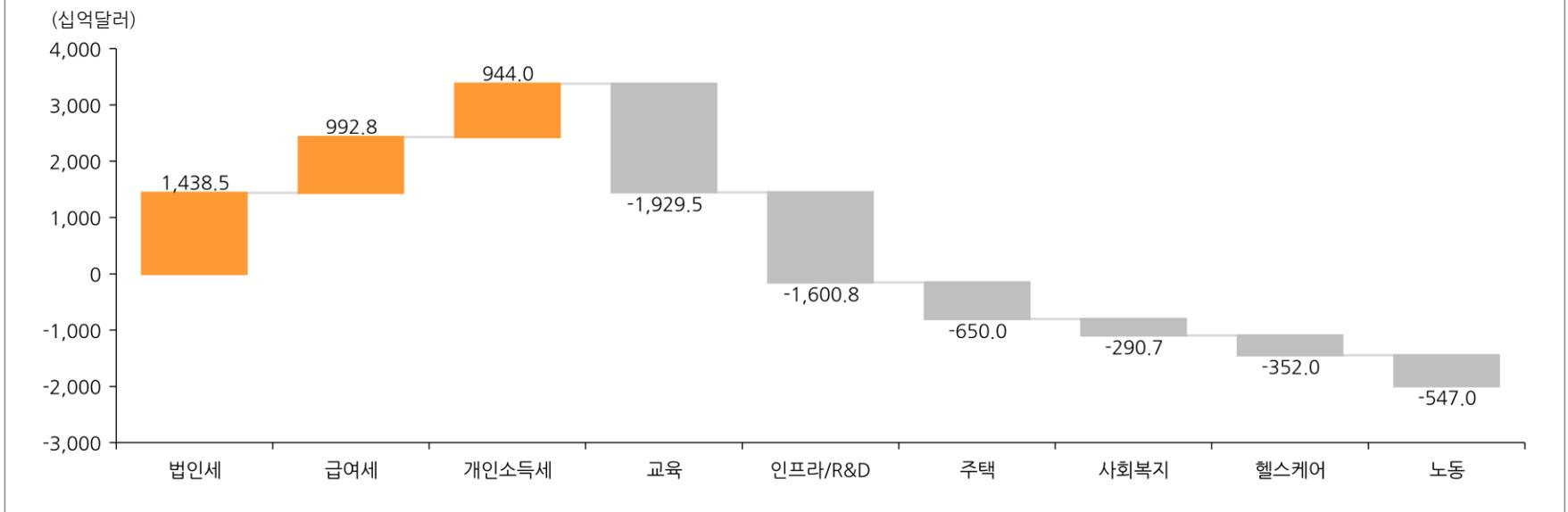
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



Policy 재정정책 강도의 Key Factor는 조지아 연방 상원의원 결선 결과

- ❖ 1/5 예정된 조지아 연방상원 결선(runoff) 진행. 상원 과반을 위해 민주당이 두 선거구 모두 승리가 필요한 가운데 1% 내의 접전
- ❖ 최근 재정부양책을 둘러싼 공화당 의회와 행정부의 갈등으로 공화당 측에 불리한 양상으로 전개. 25일 이후 진행되는 여론조사 결과에 주목. 민주당의 행정부 및 양원 장악 시나리오, Blue Wave는 여전히 살아있고, 그 가능성은 점차 커지고 있는 상황
- ❖ COVID-19로부터 온전한 회복이라는 과제가 부여된 현 시점에서 집권 후 당장 증세에 나서기는 쉽지 않을 것으로 판단. 트럼프 행정부의 감세 정책과 대비되는, 지출 확대 중심의 확장적 재정정책 움직임이 집권 초반 더 강하게 나타날 것으로 예상. 또한 증세 이상으로 재정 지출을 확대하면서 10년간 총 2조달러의 재정적자 확대가 예상되며 이로 인한 경기 부양 효과가 간접적으로 기업 이익의 증가를 가져오면서 증세 효과를 부분적으로 상쇄할 수 있음
- ❖ 총 재정규모는 공화당 상원 장악 시 상당부분 축소될 수 있는 상황

바이든 공약 실현에 따른 재정수지 변화: 부문별 조세수입/재정지출 추정 (2021-2030년)

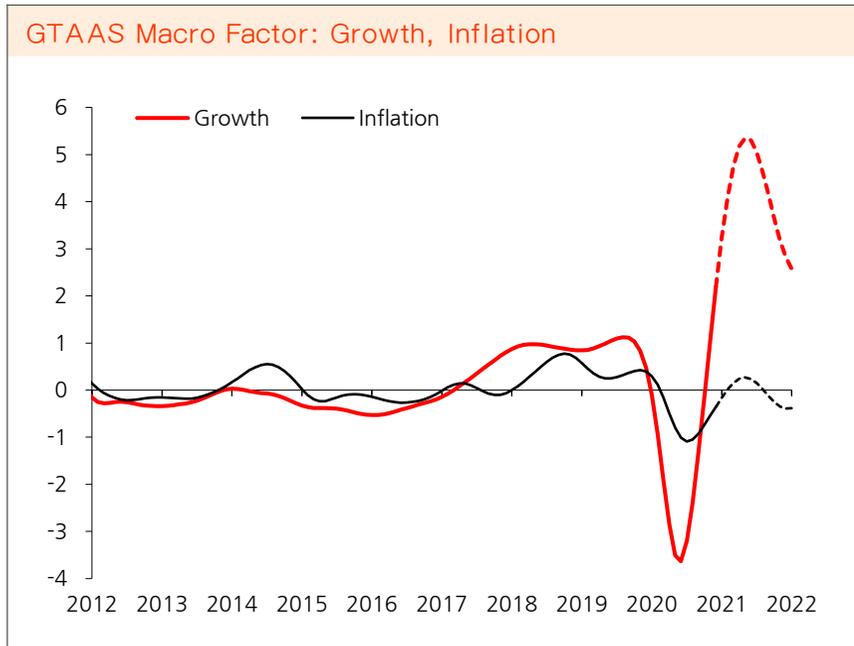


자료: Penn Wharton Budget Model(PWBM), 한화투자증권 리서치센터

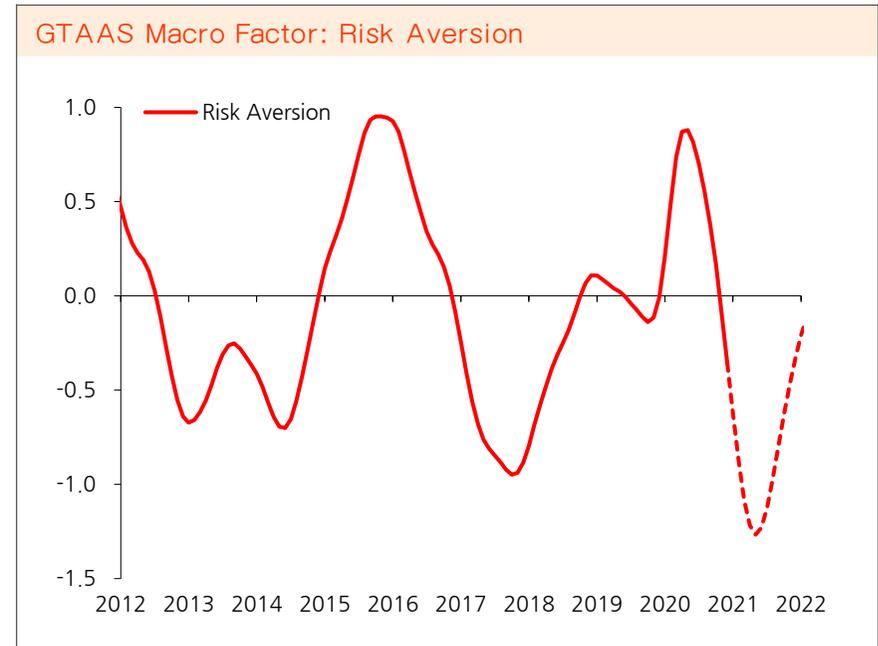


Macro Factor Inflation은 잔변동, 결국 Growth와 Risk Aversion

- ❖ 내년 1분기까지 Growth Expectation은 반등 지속, Inflation Expectation도 점차 반등하나 폭은 크지 않아 시장에 미치는 영향은 제한적. 다만 통화정책은 완화적 기대가 약화되는데 이에 주요한 영향
- ❖ 최근 위험자산의 강세를 이끈 핵심적인 요인 중 하나는 Risk Aversion의 하락. 2021년 1분기까지는 점진적으로 Risk Off가 완화된 것으로 예상되나 이후 Risk On 지속성에 대해서는 지속적인 모니터링 필요
- ❖ 전체적으로 위험자산에 우호적 환경이나 1분기 이후 점차 악화. 추가 모멘텀 부재 시 위험자산에 대한 포트폴리오 조정 필요



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

III

전술적 자산배분

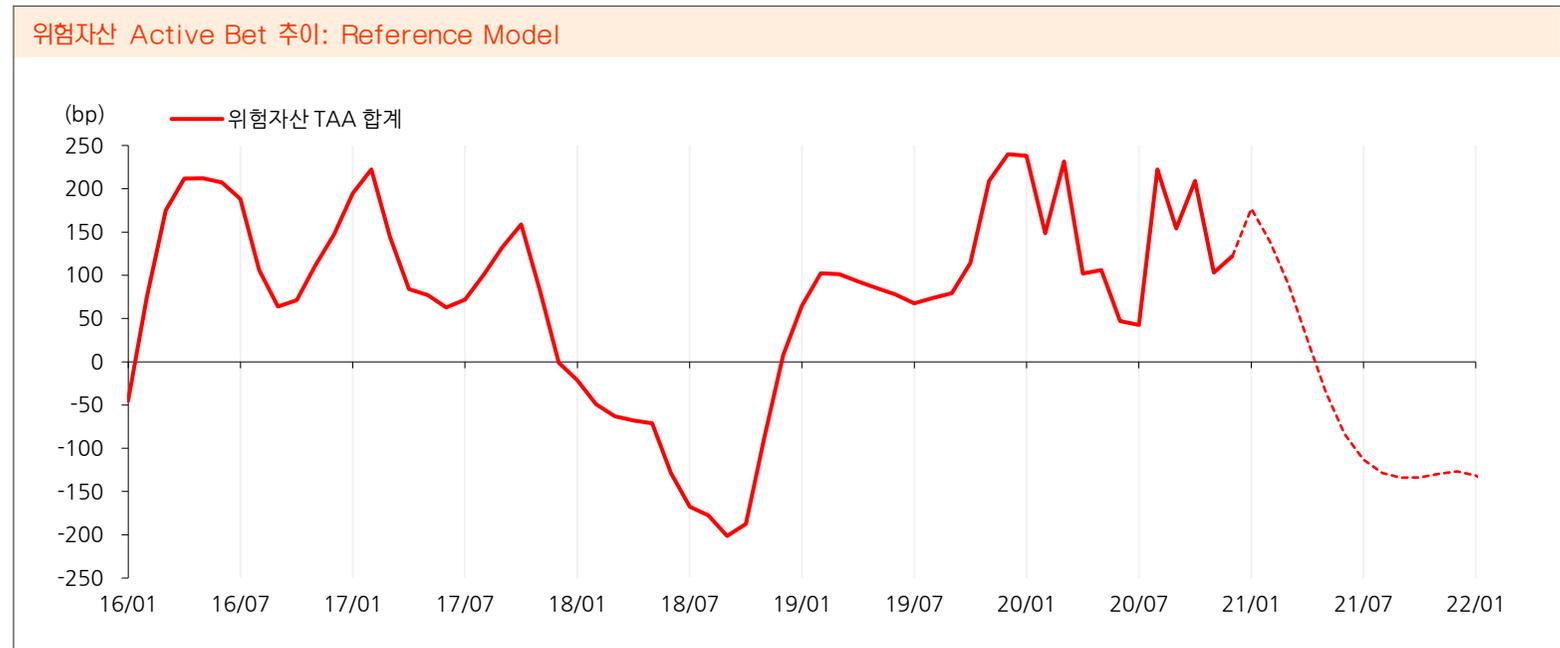


- 전술적 자산배분



전술적 자산배분 1분기까지는 위험자산

- ❖ Risk On이 강화되고 있고, 단기적 기대는 낮아도 경기 개선 기대가 팽창하고 있는 상황. 1분기까지는 위험자산에 대한 비중 확대를 유지
- ❖ 2분기 이후 Risk On이 강화/유지되기 위해서는 Macro Momentum이 가세. 이는 전적으로 글로벌 단위에서의 백신 보급 속도 등에 달려있어 지속적인 모니터링이 요구
- ❖ 2021년 역시 2020년 시장과 마찬가지로 상반기까지는 Event에 따른 Risk On Driver 지속 가능성이 주된 시장 동력이 될 것
- ❖ 2021년 하반기부터는 경기 개선에 대한 기대가 둔화될 것으로 예상되는 바, 2분기부터는 위험자산에 대한 비중 확대를 축소로 전환



주: (1) 위험자산: 주식 또는 신용시장 또는 High Yield
(2) 안전자산: 국채·IG·인플레이션 연계 채권이며 국내 및 선진시장에 속한 자산
자료: MSCI, KRX, KIS Pricing, Bloomberg, Refinitiv, FnGuide, 한화투자증권 리서치센터



전술적 자산배분 한눈에 보는 전술적 자산배분: Reference Model

한눈에 보는 전술적 자산배분: Reference Model											(단위: bp)		
자산군	지역			2020M12	2021M01	2021M02	2021M03	2021M03	2021M06	2021M09	2021M12		
				전월	1M	2M	3M	FWD					
주식	국내			67.9	63.9	61.7	56.4	56.4	29.7	17.6	9.3		
	선진	북미	10.9	18.3	16.3	13.4	13.4	13.1	16.2	25.8			
			7.8	17.7	11.1	2.8	2.8	△13.0	△18.4	△15.9			
			20.0	26.4	14.2	3.8	3.8	△13.3	△16.6	△8.7			
	신용	아시아	38.7	62.4	41.5	20.0	20.0	△13.3	△18.9	1.2			
			32.0	22.9	28.5	33.0	33.0	24.1	18.5	13.7			
			8.8	21.2	14.9	6.6	6.6	△26.3	△28.8	△24.6			
	신용	유럽/중동/아프리카	19.1	36.3	33.5	30.8	30.8	△18.2	△38.5	△25.9			
			59.9	80.3	76.9	70.4	70.4	△20.4	△48.7	△36.8			
			98.6	142.7	118.5	90.4	90.4	△33.7	△67.6	△35.6			
			166.5	206.6	180.2	146.8	146.8	△4.0	△50.0	△26.3			
채권	국채	국내	중단기	0.1	△10.5	△4.7	2.6	2.6	33.0	35.4			
			장기	△16.9	△21.1	△21.8	△22.5	△22.5	△9.4	△2.9	△3.8		
		해외	선진	미국	중단기	△16.9	△31.6	△26.5	△19.8	△19.8	16.3	30.2	31.6
					장기	△41.5	△42.9	△40.1	△36.0	△36.0	△20.6	△14.6	△14.9
				유럽	△40.0	△39.9	△33.3	△26.7	△26.7	△4.7	△0.2	△1.5	
					△81.6	△82.8	△73.4	△62.7	△62.7	△25.3	△14.8	△16.4	
			신용	△13.2	△11.4	△8.9	△5.6	△5.6	3.0	3.2	△3.9		
				△94.8	△94.2	△82.4	△68.3	△68.3	△22.4	△11.7	△20.3		
						△12.8	△13.0	△14.2	△16.9	△16.9	△17.0	△16.8	△21.7
						△107.6	△107.2	△96.5	△85.2	△85.2	△39.3	△28.5	△42.1
				△124.5	△138.8	△123.1	△105.1	△105.1	△23.0	1.7	△10.5		
	회사채	IG	국내	미국	77.5	29.5	56.2	89.7	89.7	154.5	161.5	165.7	
				유럽	△25.1	△28.2	△29.1	△28.6	△28.6	△18.6	△14.6	△13.6	
			해외	선진	미국	△9.1	△4.1	△5.8	△8.5	△8.5	△12.4	△8.4	△14.3
					유럽	△34.2	△32.3	△34.8	△37.1	△37.1	△31.0	△23.1	△27.9
				신용	△23.0	△23.7	△25.4	△26.0	△26.0	△18.4	△15.8	△15.4	
		HY	선진	미국	△57.2	△56.0	△60.3	△63.1	△63.1	△49.4	△38.9	△43.2	
				유럽	△14.0	△58.8	△38.9	△10.5	△10.5	74.2	99.6	94.7	
			신용	△9.4	△5.6	△9.6	△15.0	△15.0	△20.8	△20.6	△23.0		
				5.9	13.9	13.6	10.8	10.8	△3.3	△7.5	△12.1		
△3.4				8.3	4.0	△4.2	△4.2	△24.1	△28.1	△35.1			
			△5.0	△1.3	△5.3	△11.0	△11.0	△20.2	△23.2	△28.0			
			△8.5	7.0	△1.3	△15.2	△15.2	△44.2	△51.3	△63.2			
			△8.5	7.0	△1.3	△15.2	△15.2	△44.2	△51.3	△63.2			
			△147.0	△190.6	△163.2	△130.7	△130.7	6.9	50.0	21.0			
인플레이션 연계 채권	해외	미국	△19.0	△16.2	△20.3	△23.6	△23.6	△16.3	△11.8	△13.8			
		미국 외	△34.8	△32.1	△31.5	△29.6	△29.6	△17.5	△11.2	△8.8			
			△53.8	△48.3	△51.8	△53.2	△53.2	△33.8	△23.0	△22.6			
국내 vs. 선진 vs. 신용			128.5	61.8	91.4	126.3	126.3	200.5	209.3	206.7			
			△147.5	△104.1	△123.4	△142.9	△142.9	△124.5	△104.7	△104.7			
			19.0	42.3	32.0	16.6	16.6	△75.9	△104.6	△101.9			
위험자산 vs. 안전자산			122.2	176.9	139.3	88.8	88.8	△83.6	△133.9	△126.6			
			△122.2	△176.9	△139.3	△88.8	△88.8	83.6	133.9	126.6			

주: (1) 위험자산: 주식 또는 신용시장 또는 High Yield
 (2) 안전자산: 국채·IG·인플레이션 연계 채권이며 국내 및 선진시장에 속한 자산
 자료: MSCI, KRX, KIS Pricing, Bloomberg, Refinitiv, FnGuide, 한화투자증권 리서치센터

Appendix

GTAAS 구조/성과

(Global Tactical Asset Allocation System)



- 자산배분이란?
- GTAAS의 구조 및 전술적 자산배분 산출 과정
- 활용과 Back-Testing 결과



자산배분 Process

- ❖ 자산배분이란 ALM으로부터 시작해서 전략적 자산배분과 전술적 자산배분으로 이어지는 일련의 흐름을 구축하는 것
- ❖ 특히 부채 지급의무를 지고 있는 생명보험사, 연기금, 퇴직연금 등의 자산운용기관은 ALM에 의한 부채 추계가 최우선이 될 필요가 있음
- ❖ 해당 기관들은 미래 지급의무를 감안하여 자산배분 목표를 수립해야 하기 때문

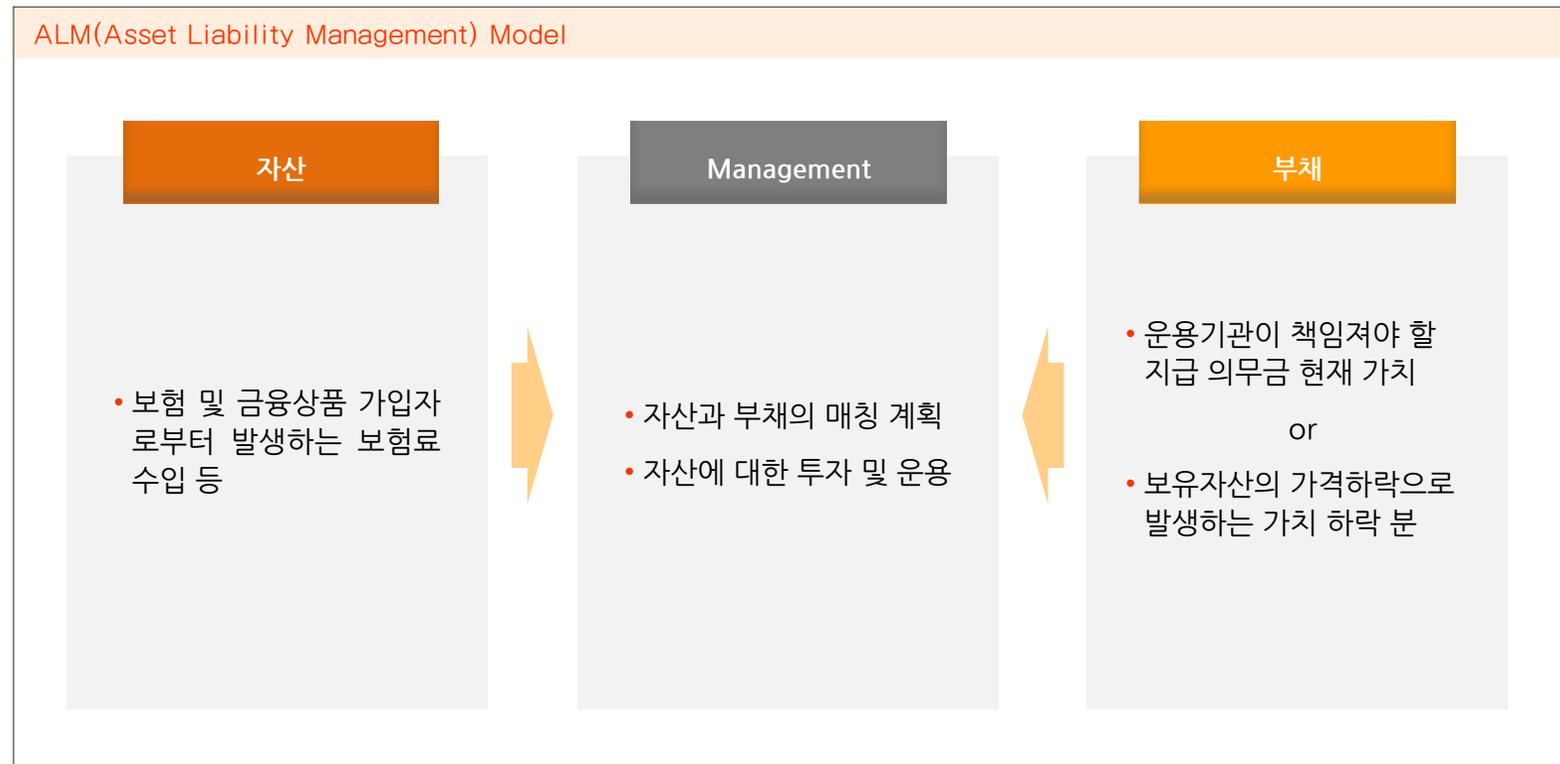


자료: 한화투자증권 리서치센터



자산배분 ALM : Asset Liability Management Model

- ❖ 현재 보유하는 자산 및 부채의 변동성을 완화시킴으로써 순자산의 변동성을 최소화하는 것이 자산부채종합관리모형(ALM : Asset Liability Management Model)의 근본적인 목적이라고 할 수 있음
- ❖ 기본적으로 금융기관의 재무적 건전성 및 안정성 제고를 목적으로 투자전략 및 운용전략을 수립하기 위한 방안의 하나로 이용되어 왔음



자료: 한화투자증권 리서치센터



자산배분 ALM : Asset Liability Management Model

- ❖ 자산운용기관의 성격과 특성에 따라 ALM의 기준이 상이
- ❖ 은행, 보험의 경우 자산 > 부채가 되고, 자산과 부채의 변화 차이가 수익으로 인식. 반면 퇴직연금의 경우 자산 운용에 따른 수익이 운용 지시자인 퇴직연금 가입자에게 귀속되고, 운용자의 수익은 그 과정에서 발생하는 수수료. 목적함수는 영속적(계약된 기간) 급여 지급
- ❖ 공적연금의 경우 공익적 목적이 포함되기 때문에 자산이 부채보다 작은 것이 일반적이고, 영속적 급여지급이 목적이 됨

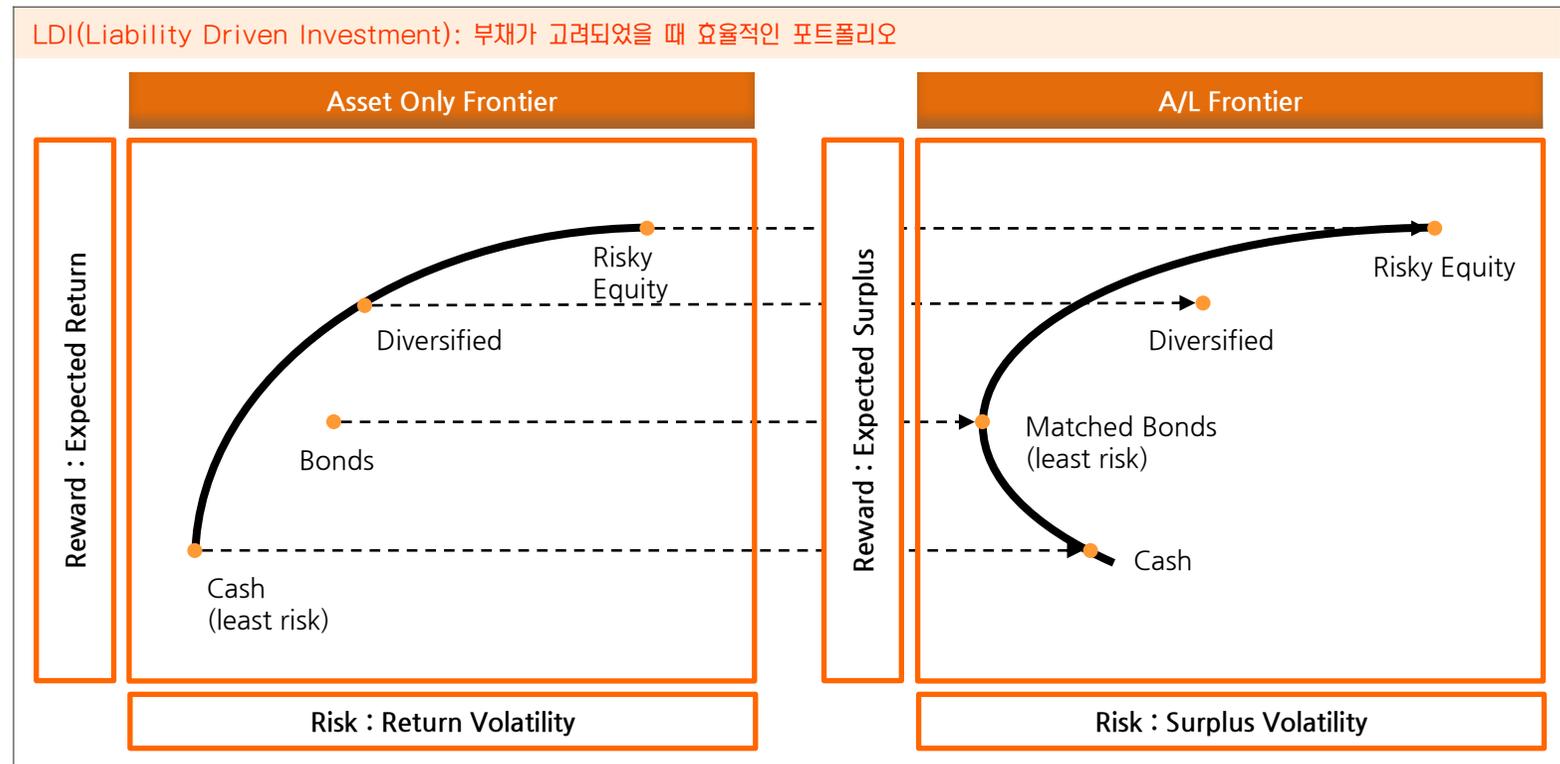
자산운용기관에 따른 ALM 구축의 차이점				
구분	은행	보험	퇴직연금	공적연금
자산-부채	≥ 0	≥ 0	≈ 0	< 0
Risk	금리	금리, Event	금리, Event, 물가, 임금 수준	금리, Event, 물가, 임금 수준, 제도변화, 인구구조 변화
목적함수	수익 극대화	수익 극대화	영속적 급여지급 보장	영속적 급여지급 보장
주요 조정변수	예금, 대출 금리 운용 포트폴리오	보험료 운용 포트폴리오	운용포트폴리오 연금보험료	
ALM의 범위	운용자산	운용자산	운용자산	운용자산 정치적 의사결정

자료: 한화투자증권 리서치센터



자산배분 LDI : Liability Driven Investment

- ❖ Liability Driven Investment: Portfolio Efficiency When Liabilities Are considered
(포트폴리오는 부채가 고려되었을 때 효율적이다)



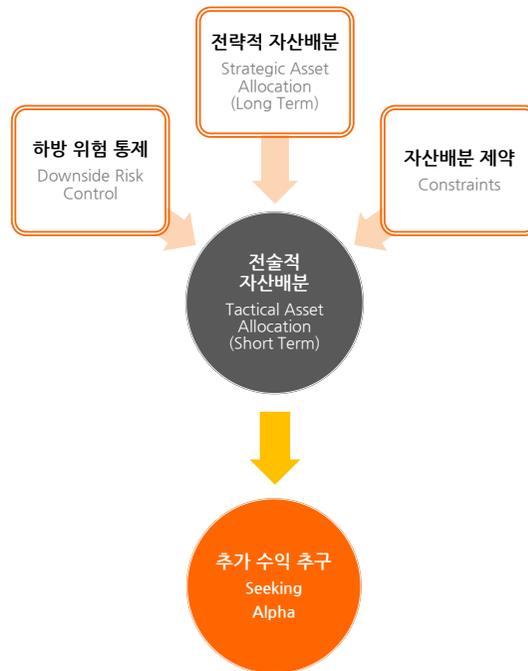
자료: 한화투자증권 리서치센터



자산배분 전술적 자산배분의 목표

- ❖ 투자자의 목적에 따라 상이하게 설정되는 전략적 자산배분은 자산 간의 장기적인 관계를 바탕으로 하기 때문에 전략적 자산배분은 변화가 크지 않음. 그러나 전략적 자산배분은 전술적 자산배분의 한도에 따라 달라질 수 있지만 일반적으로 포트폴리오 수익의 90% 이상을 설명
- ❖ 전술적 자산배분의 목표는 주어진 전략적 자산배분과 허용된 액티브 위험, 각종 제약조건 내에서 단기 및 중기 시장 요인을 발굴, 포트폴리오의 수익률을 제고하는 것. 따라서 시장 상황에 따른 자산배분의 변화 정도가 전략적 자산배분 대비 높은 것이 일반적

전략적 자산배분(SAA) vs. 전술적 자산배분(TAA)



전략적 자산배분(SAA)

- 투자 수익률의 대부분을 기여
- 자산 간의 장기적 관계를 바탕으로 함
- 투자자의 목적에 따라 상이함
- 변화 정도가 상대적으로 낮음

전술적 자산배분(TAA)

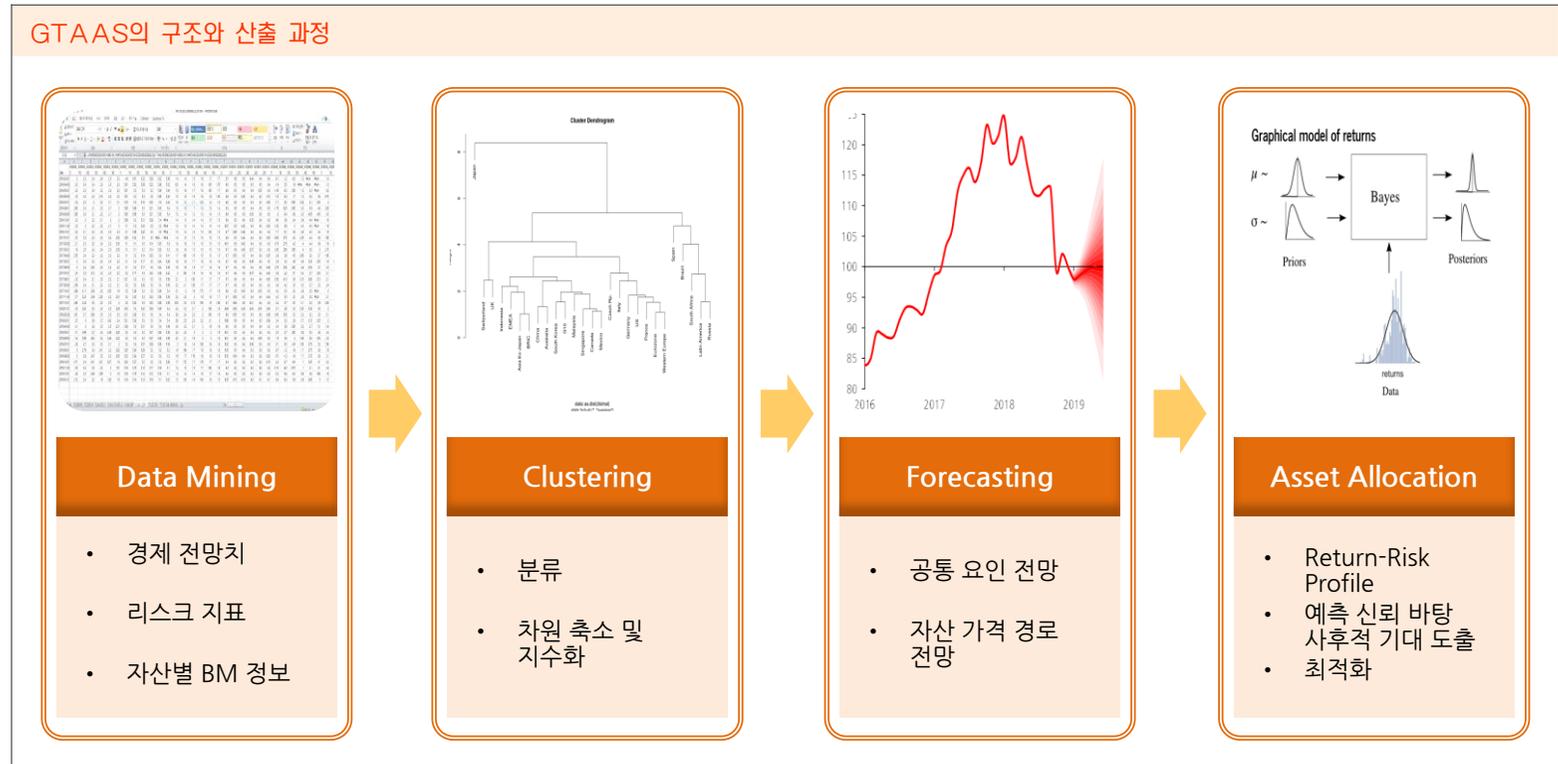
- 투자 수익률의 일부분을 기여
- 단기·중기 시장 요인을 발굴하여 포트폴리오 수익 ↑
- 변화 정도가 상대적으로 높음

자료: 한화투자증권 리서치센터



GTAAS(Global Tactical Asset Allocation System) 구조

❖ GTAAS의 구조는 크게 Return-Risk Profile Forecasting Module과 Asset Allocation Module로 구성



자료: 한화투자증권 리서치센터



GTAAS(Global Tactical Asset Allocation System) 구조

❖ 공통 요인은 개별 자산의 수익률과 각기 다른 양(+), 음(-)의 관계를 가지게 됨

공통 요인(Common Factor)와 자산 수익률의 관계 (양: 붉은색, 음: 회색)

자산군	지역		성장	인플레이션	재정 정책	통화 정책	장기 금리	외환 (신흥)	외환 (선진)	리스크	상품가격 (에너지)	상품가격 (산업금속)	
주식	국내												
	해외	선진	북미 유럽 태평양										
		신흥	아시아 유럽/중동/아프리카 중남미										
	채권	국채	국내	중단기 장기									
해외			선진	미국 중단기 장기									
			신흥	유럽									
회사채		국내											
		IG	해외	선진	미국 유럽								
			신흥										
		HY	해외	선진	미국 유럽								
			신흥										
인플레이션 연계채권	해외	미국 외 미국											

주: Sample Period는 2011M02 - 2019M12
 자료: MSCI, KRX, KIS Pricing, Bloomberg, Refinitiv, FnGuide, 한화투자증권 리서치센터



GTAAS(Global Tactical Asset Allocation System) 활용: SAA 개선

- ❖ 다음 포트폴리오를 SAA로 가정하고 TAA를 통해 성과를 개선
- ❖ 글로벌 60 vs. 40과 40 vs. 60, Home-Biased 60 vs. 40과 40 vs. 60, 유동성 높은 대체 자산을 추가한 케이스
- ❖ 지수시가총액으로 개별 자산(주식: 국내 / DM 3개 지역 / EM 3개 지역, 채권: 국내 / 해외 3개 지역 / 국채, 회사채, High Yield)의 SAA 비중을 설정. 일부 자산에 대해서는 정책적 비중으로 설정

각 전략적 자산배분 예시

No	통화	주식	채권		대체	REITs Infrastructure PE Commodity Hedged Fund							
			국내	해외		REITs	Infrastructure	PE	Commodity	Hedged Fund			
1-1	USD	40	-	40	60	-	60	-	-	-	-	-	-
1-2	USD	60	-	60	40	-	40	-	-	-	-	-	-
2-1	KRW	40	24	16	60	36	24	-	-	-	-	-	-
2-2	KRW	60	36	24	40	24	16	-	-	-	-	-	-
3-1	USD	40	-	20	40	-	20	20	4	4	4	4	4

- Portfolio 1-1: 글로벌, USD 평가, 주식 40 vs. 채권 60
- Portfolio 1-2: 글로벌, USD 평가, 주식 60 vs. 채권 40

- Portfolio 2-1: 국내 편향, KRW 평가, 주식 40 vs. 채권 60, 국내 60 vs. 해외 40
- Portfolio 2-2: 국내 편향, KRW 평가, 주식 60 vs. 채권 40, 국내 60 vs. 해외 40

- Portfolio 3-1: 글로벌, USD 평가, 주식 40 vs. 채권 40 vs. 대체 20

자료: 한화투자증권 리서치센터

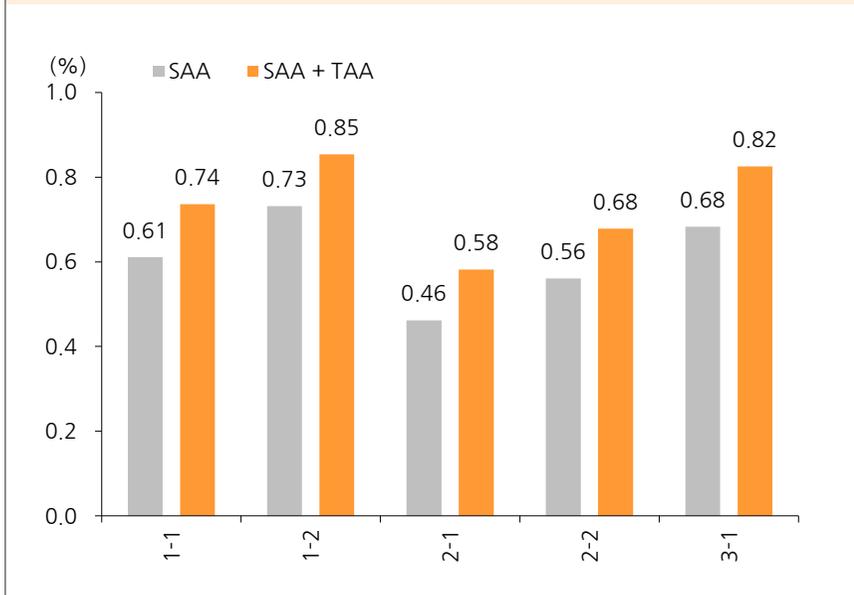




GTAAS(Global Tactical Asset Allocation System) 활용: SAA 개선

- ❖ 2016년 1월부터 2019년 12월까지 4년간의 Back-Testing 결과 월 평균 초과성과는 개선
- ❖ 월간 성과의 표준편차는 큰 차이가 없는 것으로 나타남

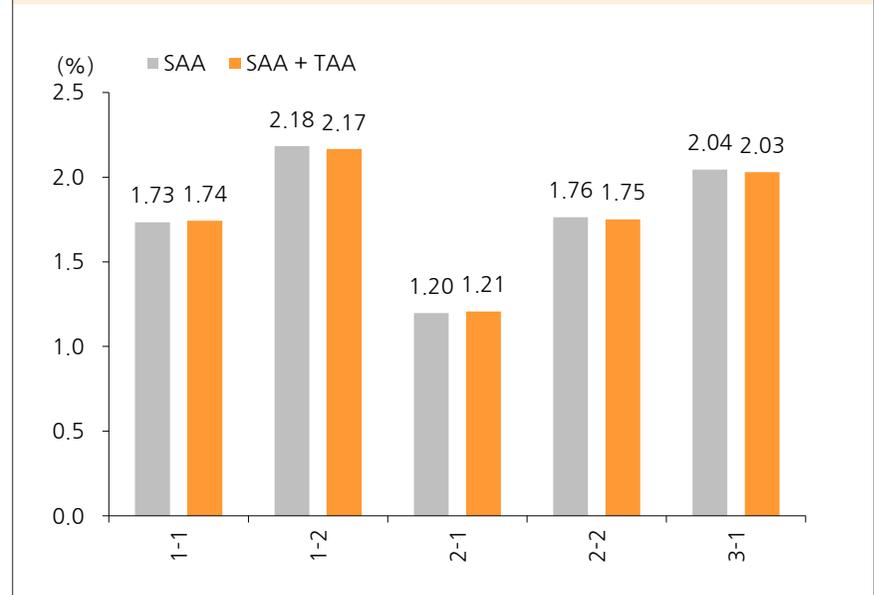
SAA와 TAA 가산 시의 월 평균 성과 비교



주: (1) Back-Testing Period: 2016M01 - 2019M12
 (2) 각 TAA는 합계 최대 20%(±10%)를 Tilting

자료: MSCI, KRX, KIS Pricing, Bloomberg, Refinitiv, FnGuide, 한화투자증권 리서치센터

SAA와 TAA 가산 시 월간 성과의 표준편차 비교



주: (1) Back-Testing Period: 2016M01 - 2019M12
 (2) 각 TAA는 합계 최대 20%(±10%)를 Tilting

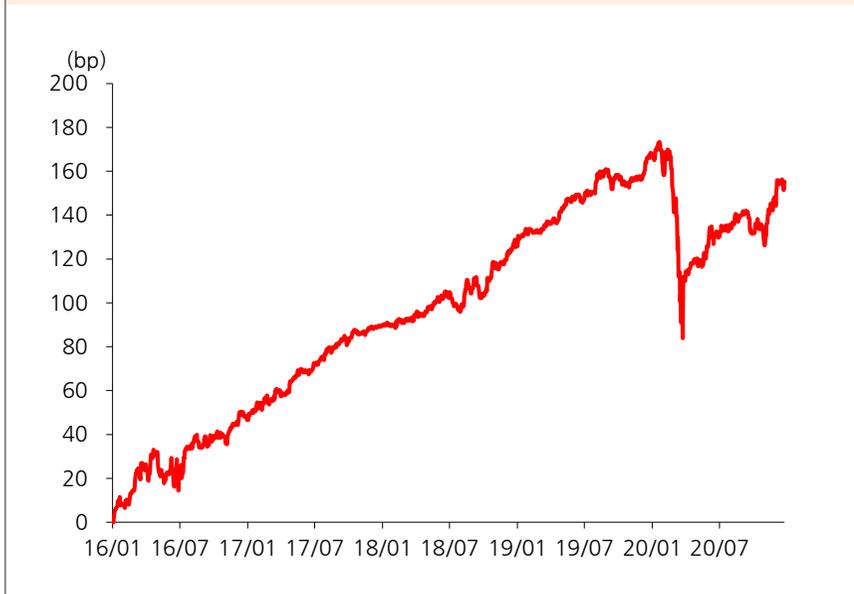
자료: MSCI, KRX, KIS Pricing, Bloomberg, Refinitiv, FnGuide, 한화투자증권 리서치센터



GTAAS(Global Tactical Asset Allocation System) Reference Model: Back-Testing

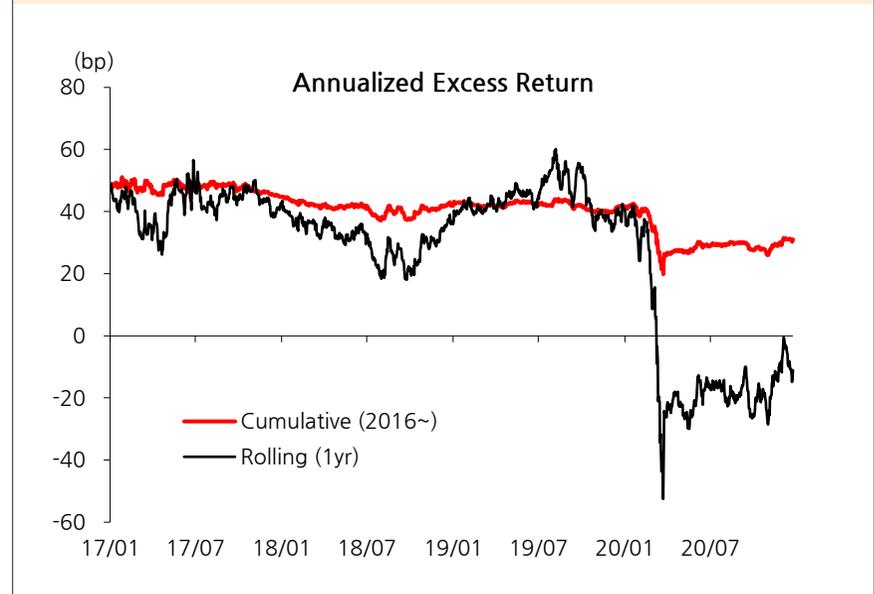
- ❖ GTAAS는 2011년 2월 이후의 시계열 자료를 활용
- ❖ 충분한 시계열 자료가 확보되는 2016년 1월부터 성과에 대한 Back-Testing을 실시
- ❖ 그 결과 연간 25-35bp 수준의 초과 성과가 발생했으며, Tracking Error는 10-45bp 수준. Information Ratio는 1.0 수준
- ❖ 총 누적 초과성과 중 지역별 기여율은 국내 30.5%, 선진 46.5%, 신흥 23.0%이며 자산별 기여도율은 주식 55.1%, 국채 21.3%, 회사채 16.9% (IG 16.2%, HY 0.7%), 인플레이션 연계 채권 6.7% (2020년 12월 24일 기준)

초과 성과 지수 추이



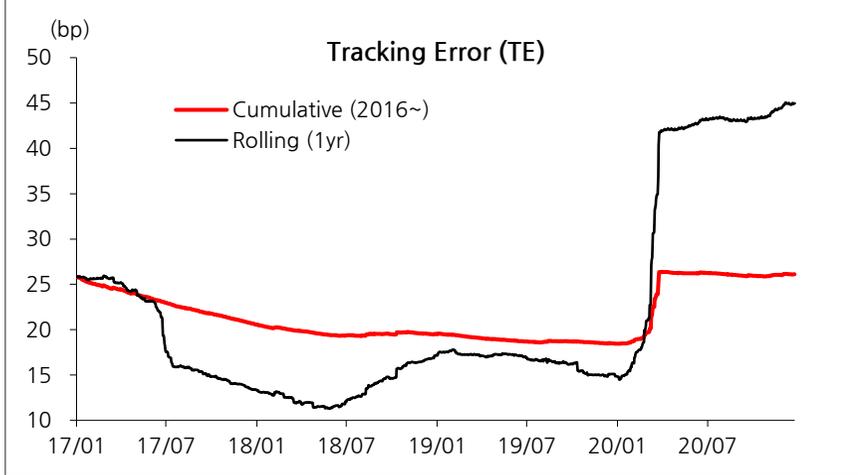
자료: MSCI, KRX, KIS Pricing, Bloomberg, Refinitiv, FnGuide, 한화투자증권 리서치센터

초과 성과 추이 (연율화, 누적 및 1년 Rolling)



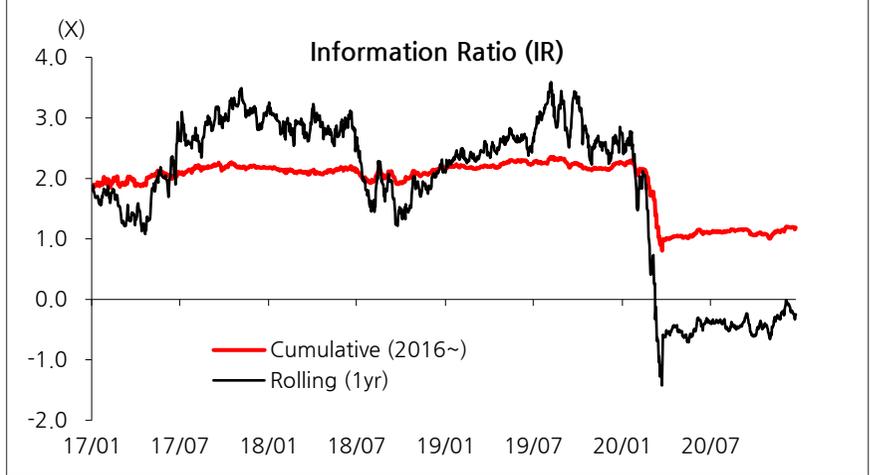
자료: MSCI, KRX, KIS Pricing, Bloomberg, Refinitiv, FnGuide, 한화투자증권 리서치센터

Tracking Error(TE) 추이 (연율화, 누적 및 1년 Rolling)



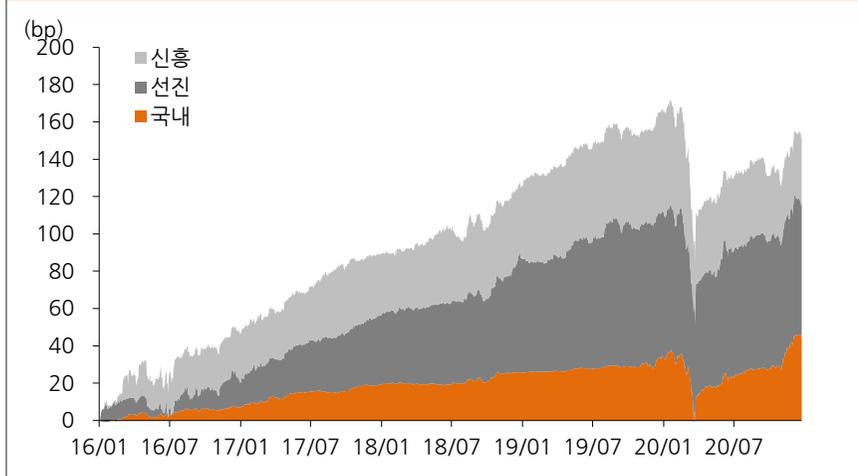
자료: MSCI, KRX, KIS Pricing, Bloomberg, Refinitiv, FnGuide, 한화투자증권 리서치센터

Information Ratio(IR) 추이 (누적 및 1년 Rolling)



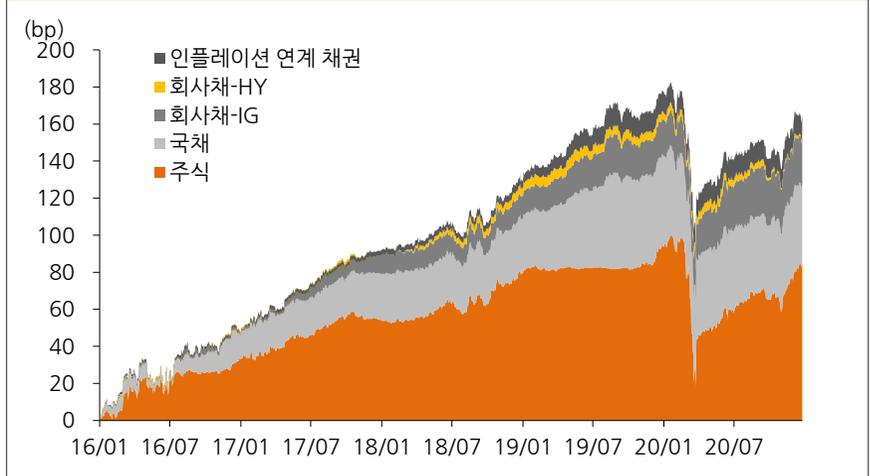
자료: MSCI, KRX, KIS Pricing, Bloomberg, Refinitiv, FnGuide, 한화투자증권 리서치센터

누적 초과성과 지역별 기여



자료: MSCI, KRX, KIS Pricing, Bloomberg, Refinitiv, FnGuide, 한화투자증권 리서치센터

누적 초과성과 자산군별 기여



자료: MSCI, KRX, KIS Pricing, Bloomberg, Refinitiv, FnGuide, 한화투자증권 리서치센터



GTAAS(Global Tactical Asset Allocation System) Reference Model: 자산별 BM

[한화리서치센터]

Reference Model: 자산별 BM						
자산군	지역			BM		
주식	국내			KOSPI 200 NTR Index		
	해외	선진	북미	MSCI North America NTR USD Index		
			유럽	MSCI Europe NTR USD Index		
			태평양	MSCI Pacific NTR USD Index		
	신흥	신흥	아시아	MSCI EM Asia excl. Korea Index Net Return USD Index		
유럽/중동/아프리카 중남미			MSCI EM Europe/Middle East/Africa NTR USD Index MSCI EM Latin America NTR USD Index			
채권	국채	국내		중단기 KIS KTB TR 장기 KIS KTB 10Y TR		
		해외	선진	미국	중단기 Bloomberg Barclays US: Government: Intermediate: TR Index: Unhedged USD 장기 Bloomberg Barclays US: Government: Long: TR Index: Unhedged USD	
				유럽	Bloomberg Barclays Pan-European: Treasury: TR Index: Unhedged USD	
			신흥	Bloomberg Barclays EM: Treasury: TR Index: Unhedged USD		
	회사채	국내			KIS KOBI CREDIT TR	
		해외	선진	미국	Bloomberg Barclays US: Corporate: Investment Grade (IG): TR Index: Unhedged USD	
				유럽	Bloomberg Barclays Pan-European: Investment Grade (IG): TR Index: Unhedged USD	
			신흥	Bloomberg Barclays EM: Investment Grade (IG): TR Index: Unhedged USD		
		회사채 HY	해외	선진	미국	Bloomberg Barclays US: Corporate: High Yield (HY): TR Index: Unhedged USD
					유럽	Bloomberg Barclays Pan-European: High Yield (HY): TR Index: Unhedged USD
신흥	Bloomberg Barclays EM: High Yield (HY): TR Index: Unhedged USD					
인플레이션 연계 채권	해외	미국 외		World Govt Inflation-Linked (WGILB) Ex-US		
		미국		World Govt Inflation-Linked (WGILB) US		

자료: 한화투자증권 리서치센터



GTAAS(Global Tactical Asset Allocation System) Reference Model: Vehicle ETP

[한화리서치센터]

Reference Model: Vehicle ETP										
자산군	지역		관련 ETF 정보							
			이름	비용 비율	총자산 (USD.M)	추적오차 (1yr)	설정일 (연/월)	통화		
주식	선진	북미	iShares MSCI North America	0.40	962	11.86	06/06	USD		
		유럽	iShares Core MSCI Europe	0.09	3,247	11.48	14/06	USD		
		태평양	iShares Core MSCI Pacific	0.09	940	8.57	14/06	USD		
			iShares Core MSCI World	0.20	23,305	8.41	09/09	USD		
	신흥	아시아	iShares MSCI EM Asia	0.65	608	8.10	10/09	USD		
		유럽/중동/아프리카	Xtrackers MSCI EM Europe, Middle East & Africa	0.65	38	5.26	07/09	USD		
		중남미	iShares MSCI EM Latin America	0.74	134	10.72	07/10	USD		
			iShares MSCI Emerging Markets	0.68	20,336	9.66	03/04	USD		
			iShares MSCI ACWI	0.32	11,055	3.32	08/03	USD		
	채권	국채	선진	미국	중단기	SPDR Bloomberg Barclays Intermediate Term Treasury	NA	1,806	NA	07/05
장기					SPDR Portfolio Long Term Treasury	0.06	2,140	4.78	07/05	USD
			유럽	iShares Core EUR Govt Bond	NA	3,599	NA	09/04	EUR	
			신흥	iShares JP Morgan EM Local Government Bond	0.50	6,114	2.84	11/06	USD	
			iShares Global Govt Bond	0.20	1,594	2.30	09/03	USD		
회사채 IG		선진	미국	iShares iBoxx \$ Investment Grade Corporate Bond	0.15	49,712	7.36	02/07	USD	
			유럽	iShares EUR Corp Bond Large Cap	0.20	4,271	3.46	03/03	EUR	
			신흥	iShares JP Morgan USD EM Corp Bond	0.50	994	NA	12/04	USD	
			iShares Global Corp Bond	0.20	2,370	4.31	12/09	USD		
회사채 HY		선진	미국	SPDR Bloomberg Barclays High Yield Bond	0.40	11,607	9.25	07/12	USD	
			유럽	iShares EUR High Yield Corp Bond	0.50	6,461	7.08	10/09	EUR	
			신흥	iShares Emerging Markets High Yield Bond	0.50	299	6.43	12/04	USD	
			iShares Global High Yield Corp Bond	0.50	1,273	6.47	12/11	USD		
인플레이션 연계 채권		미국 외	iShares Global Inflation Linked Govt Bond	0.25	702	3.41	08/08	USD		
	미국	iShares TIPS Bond	0.19	19,750	2.80	03/12	USD			

주: 2020년 5월말 기준
 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

Compliance Notice

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

MSCI

The MSCI sourced information is the exclusive property of MSCI Inc. (MSCI). Without prior written permission of MSCI, this information and any other MSCI intellectual property may not be reproduced, disseminated or used to create any financial products, including any indices. This information is provided on an “as is” basis. The user assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, its affiliates and any third party involved in, or related to, computing or compiling the information hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to any of this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall MSCI, any of its affiliates or any third party involved in, or related to, computing or compiling the information have any liability for any damages of any kind. MSCI and the MSCI indexes are services marks of MSCI and its affiliates.

GICS

The Global Industry Classification Standard (GICS) was developed by and is the exclusive property of MSCI Inc. and Standard & Poor’s. GICS is a service mark of MSCI and S&P and has been licensed for use by Hanwha Investment & Securities.

한화투자증권 리.서.치.센.터

리서치센터장

박영훈

정유/석유화학

02.3772.7614

houn0715@hanwha.com

[리서치센터]

김일구	수석 이코노미스트	매크로	3772-7579	ilgoo.kim@hanwha.com
-----	-----------	-----	-----------	----------------------

[투자전략팀]

박승영	팀장	투자전략	3772-7679	park.seungyoung@hanwha.com
김민정	수석연구위원	크레딧	3772-7547	minjeong.kim1052@hanwha.com
안현국	연구위원	퀀트	3772-7646	hg.ahn@hanwha.com
김진명	연구위원	자산배분/경제	3772-7655	jm_kim@hanwha.com
김수연	책임연구위원	시황	3772-7628	sooyeon.k@hanwha.com
박은석	연구위원	차익거래 전략	3772-7690	es.park@hanwha.com
임현정	연구위원	자산배분/경제 RA	3772-7694	hyeonjeong.lim@hanwha.com

[기업분석팀]

이봉진, CFA	팀장	방산/조선/기계	3772-7615	bongjinlee@hanwha.com
이순학	수석연구위원	반도체/통신	3772-7472	soonhak@hanwha.com
한상희, CFA	수석연구위원	해외주식	3772-7695	sanghi.han@hanwha.com
김동하	수석연구위원	자동차/스몰캡	3772-7674	kim.dh@hanwha.com
남성현	수석연구위원	유통/식자재	3772-7651	gone267@hanwha.com
신재훈	연구위원	제약/바이오	3772-7687	jaehoon.shin@hanwha.com
손효주	연구위원	화장품/음식료/섬유 의복	3772-7610	hyoju.son@hanwha.com
김소혜	연구위원	인터넷/게임/미디어	3772-7404	sohye.kim@hanwha.com
송유림	연구위원	건설/건자재	3772-7152	yurim.song@hanwha.com
지인해	연구위원	엔터/레저	3772-7619	Inhae.ji@hanwha.com
김준환	연구위원	전기전자	3772-7473	joonh.kim@hanwha.com
최준영	책임연구위원	통신장비/스몰캡	3772-7698	jchoi@hanwha.com
김유혁	책임연구위원	철강/운송	3772-7638	yuhuk.kim@hanwha.com
최보원	책임연구위원	해외주식	3772-7647	bo.choi@hanwha.com
이재연	연구위원	제약/바이오/건설/건자재 RA	3772-7678	jaeyeon.lee@hanwha.com
박준호	연구위원	자동차/통신장비/스몰캡 RA	3772-7693	junho.park@hanwha.com
이용욱	연구위원	반도체/통신/전기전자 RA	3772-7635	yw.lee@hanwha.com
박수영	연구위원	방산/조선/기계/인터넷/게임/미디어/철강/운송 RA	3772-7634	suyoung.park.0202@hanwha.com
조은아	연구위원	화장품/음식료/섬유 의복/해외주식/엔터/레저 RA	3772-7641	euna.cho@hanwha.com
윤용식	연구위원	정유/석유화학/유통/식자재 RA	3772-7691	yongs0928@hanwha.com

본 · 지점망

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임 소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

서울

본 사	02) 3772-7000	목 동 지 점	02) 2654-2300
강 남 지 점	02) 6975-2000	반 포 지 점	02) 6918-2400
강 서 지 점	02) 2606-4712	송 파 지 점	02) 449-3677
갤 러 리 아 지 점	02) 3445-8700	신 촌 지 점	02) 6944-7700
금융플라자63지점	02) 308-6363	영 업 부	02) 3775-0775
금융플라자시청지점	02) 2021-6900	올 림 픽 지 점	02) 404-4161
금융플라자GFC지점	02) 6919-7400	중 앙 지 점	02) 743-7311
노 원 지 점	02) 931-2711		

인천/경기

과 천 지 점	02) 507-7070	안 성 지 점	031) 677-0233
부 천 지 점	032) 322-0909	일 산 지 점	031) 929-1313
분 당 지 점	031) 707-7114	평 촌 지 점	031) 381-6004
송도IFEZ지점	032) 851-7233	평 택 지 점	031) 652-8668
신 갈 지 점	031) 285-7233		

대전/충청

공 주 지 점	041) 856-7233	타 임 월 드 지 점	042) 488-7233
천 안 지 점	041) 563-2001	홍 성 지 점	041) 631-2200
청 주 지 점	043) 224-3300		

광주/전라

광 주 지 점	062) 713-5700	순 천 지 점	061) 724-6400
군 산 지 점	063) 730-8400	전 주 지 점	063) 710-1000

제주

제 주 지 점	064) 800-7500
---------	---------------

대구/경북

문 경 지 점	054) 550-3500	영 주 지 점	054) 633-8811
범 어 지 점	053) 741-3211	영 천 지 점	054) 331-5000
성 서 지 점	053) 588-3211	포 향 지 점	054) 231-4111

부산/울산/경남

거 창 지 점	055) 943-3000	삼 산 지 점	052) 265-0505
동 울 산 지 점	052) 233-9229	언 양 지 점	052) 262-9300
마 린 시 티 지 점	051) 751-8321	창 원 지 점	055) 285-2211
부 산 지 점	051) 465-7533		



한화투자증권

본사 02)3772-7000 (代) 서울시 영등포구 여의대로 56(여의도동)
고객지원센터 080-851-8282 주문전용 080-851-8200 ARS 080-852-1234