

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2021. 2. 23 (화)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

메리츠 자산배분 성과 체크_2021년 2월

오늘의 차트

5번째 원자재 슈퍼사이클이 올까?

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

Strategy Idea



▲ 킷

Analyst 강봉주
02. 6454-4903
bj.kang@meritz.co.kr
RA 이정연
02. 6454-4895
jungyeon.lee@meritz.co.kr

메리츠 자산배분 성과 체크_2021년 2월

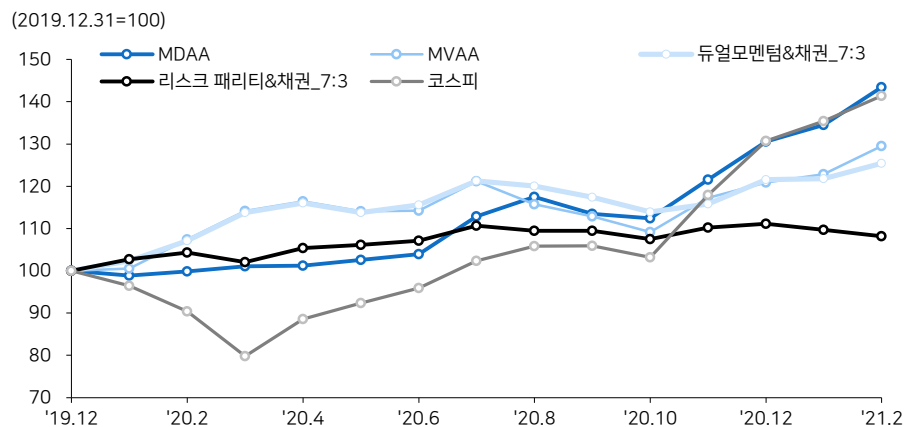
- ✓ 2020년 5월 이후 제시한 4개 자산배분 모델 성과 전체적으로 크게 우수, 2020년 리스크 패리티 11%, 듀얼모멘텀, MVAA 전략 20%, MDAA 전략 28%, 2021년 성과도 순항
- ✓ 2020년 12월 이후 금리 반등으로 채권 가격 하락, 주식 추가 상승 이후 변동성 증가
- ✓ MVAA, MDAA 중심의 보수적 자산 배분 유리, 금리 상승 대비 측면으로는 MDAA 가장 유리

2020년 11월 이후 주식 추가 상승, 채권 및 금 가격 하락

필자는 2020년 5월 발간한 'ETF와 해외 자산배분 전성시대, MVAA 자산배분 전략' 자료에서 16개 핵심 자산군을 선정하고 총 3개의 자산배분 전략(듀얼 모멘텀, 리스크 패리티, MVAA)을 설명했다. 이후 11월 25일에는 '금리 변동에 대비한 자산배분 전략' 자료에서 금리 상승기를 대비해 단기채권을 활용한 MDAA(Meritz Defensive Asset Allocation) 방법론을 추가로 제시했다.

본 자료에서는 해당 모델들의 성과를 점검한다. 참고로, 본 자료의 이해를 위해서는 5월 보고서를 먼저 읽을 것을 권한다. 결론적으로 4개 모델 모두 2020년 성과가 10~28%로 상당히 우수했으며 핵심 모델인 MVAA, MDAA 모델의 경우 작년 11월 이후 주식 비중을 크게 늘리며 2021년 성과도 선전하고 있다.

그림1 MDAA를 포함한 4개 자산 배분 모델의 2020년 이후 투자 성과

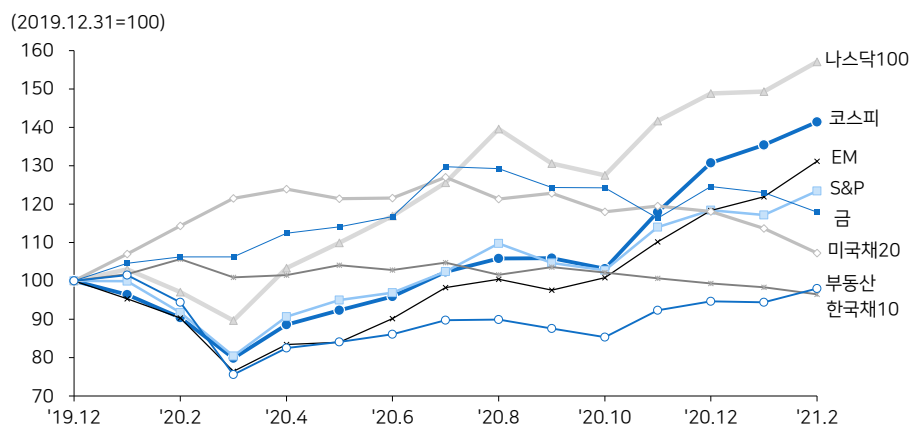


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

최근 미국 장기채 성과 부진 주식 자산 상승 추세 지속

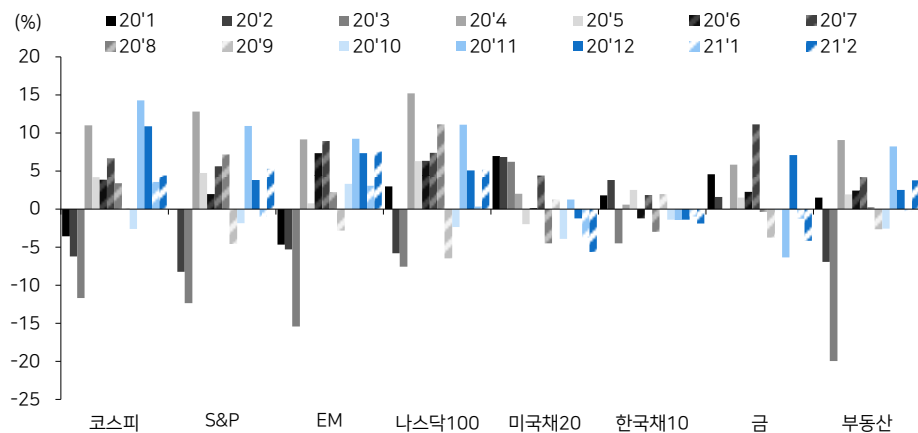
우선 2020년 이후 8개 주요 자산군의 성과를 보자. 주식은 코로나 경기 둔화 우려로 3월 급락 후 2020년 하반기 크게 반등했고, 2020년 11월 이후 큰 폭의 추가가 상승 중이다. 작년 상반기에 주가 하락을 방어했던 채권, 금은 작년 하반기에 성과가 소폭 부진한 이후 최근 들어서도 금리 반등으로 성과가 부진하다. 특히, 미국 20년 채권의 경우 작년 12월 이후 가격 하락폭이 10%를 넘을 정도로 부진했다. 계속 강조한대로 효과적인 자산배분의 필요성을 느끼는 대목이다.

그림2 2020년 이후 8개 주요 자산군 월별 성과



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 2020년 이후 8개 주요 자산군별 성과



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

4개 자산 배분 모델 성과 우수, 최근 금리 상승에도 MDAA 성과 우수

리스크 패리티 2020년 성과 11%
 듀얼모멘텀, MVAA 20%
 MDAA 28%로 전부 성과 우수
 MDAA는 2021년 채권 가격 하락
 에도 성과 강세 지속(9.6%)

필자의 4개 모델 중 리스크 패리티 모델은 자산별 노출 변동성을 동일하게 배분하는 가장 보수적인 모델이다. 듀얼 모멘텀 전략은 16개 자산군 중에서 절대 수익률과 상대 수익률이 가장 강한 4개의 자산에 채권과 함께 투자하는 전략이다. MVAA 모델은 듀얼 모멘텀 전략의 모멘텀 추종 성격과 위험 관리 성격 모두를 강화한 것이 특징이다. MDAA는 MVAA의 안전자산 부분을 단기채로 변경하고 주식 자산의 비중을 늘리는 방향의 모델로 금리 상승기에 유리한 전략이다.

표1 4개 자산 배분 전략의 월별 수익률

(단위:%)	듀얼모멘텀	리스크 패리티	MVAA	MDAA	코스피
'20.1	2.3	2.7	0.5	(1.1)	(3.6)
'20.2	4.7	1.5	6.9	0.9	(6.2)
'20.3	6.2	(2.1)	6.2	1.3	(11.7)
'20.4	2.0	3.2	2.0	0.1	11.0
'20.5	(2.0)	0.7	(2.0)	1.4	4.2
'20.6	1.6	0.9	0.1	1.4	3.9
'20.7	4.9	3.4	6.1	8.5	6.7
'20.8	(1.0)	(1.1)	(4.5)	4.1	3.4
'20.9	(2.2)	0.0	(2.5)	(3.4)	0.1
'20.10	(3.0)	(1.8)	(3.3)	(0.9)	(2.6)
'20.11	1.7	2.5	7.4	8.1	14.3
'20.12	5.0	0.8	3.1	7.4	10.9
'21.1	0.2	(1.3)	1.6	3.0	3.6
'21.2	2.9	(1.4)	5.4	6.6	4.4

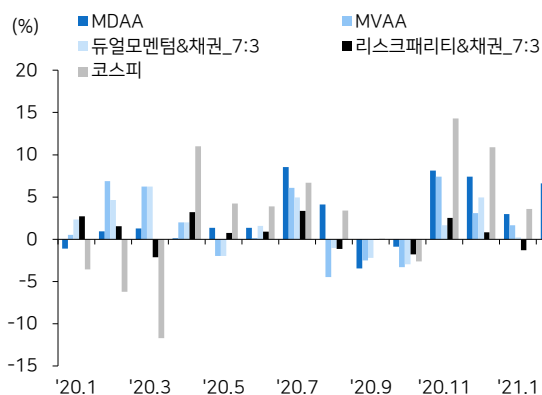
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표2 4개 자산 배분 전략의 2020년 이후 누적 성과 지수

(단위:'19.12.31=100)	듀얼 모멘텀	리스크 패리티	MVAA	MDAA	코스피
'19.12	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
'20.1	102.3	102.7	100.5	98.9	96.4
'20.2	107.1	104.3	107.4	99.8	90.4
'20.3	113.8	102.1	114.1	101.1	79.8
'20.4	116.1	105.3	116.4	101.2	88.6
'20.5	113.7	106.1	114.1	102.6	92.4
'20.6	115.6	107.1	114.3	104.0	95.9
'20.7	121.3	110.7	121.2	112.9	102.4
'20.8	120.0	109.5	115.8	117.5	105.8
'20.9	117.4	109.5	112.9	113.4	105.9
'20.10	113.9	107.5	109.1	112.4	103.2
'20.11	115.8	110.2	117.2	121.6	117.9
'20.12	121.6	111.1	120.9	130.6	130.8
'21.1	121.8	109.7	122.9	134.5	135.4
'21.2	125.4	108.2	129.5	143.4	141.4

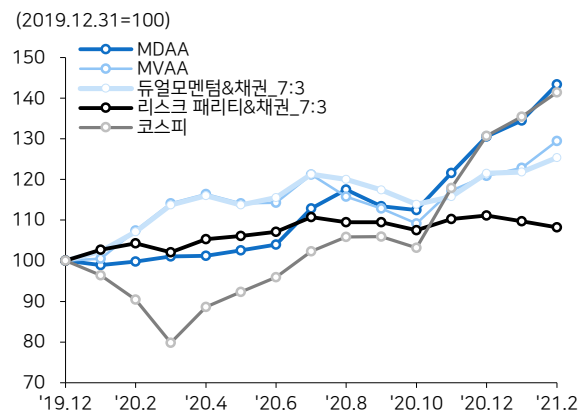
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 4개 자산 배분 전략의 월별 수익률



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 4개 자산 배분 전략의 2020년 이후 누적 지수



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

듀얼 모멘텀&채권_7:3 전략 : 2020년 12월 이후 주식 비중 증가 유지

듀얼 모멘텀 전략은 모멘텀이 상대적으로 강한 자산군 4개와 20년 만기 미국채의 성과를 비교해서 모멘텀 상위 자산에 투자한다. 역시 자세한 설명은 5월 보고서로 대체한다. 해당 모델의 작년 자산 배분 내역을 보면 2월에 주식 비중을 17.5%(나스닥100)로 줄인 후 6월부터는 나스닥100을 다시 17.5% 편입하고, 12월 이후로 주식 비중을 크게 높여서 최근까지 유지하고 있다.

2020년 3~5월 주식 보유 0%
6월 이후 나스닥100 보유
2021년 2월 현재 주식자산 4개
70% 보유

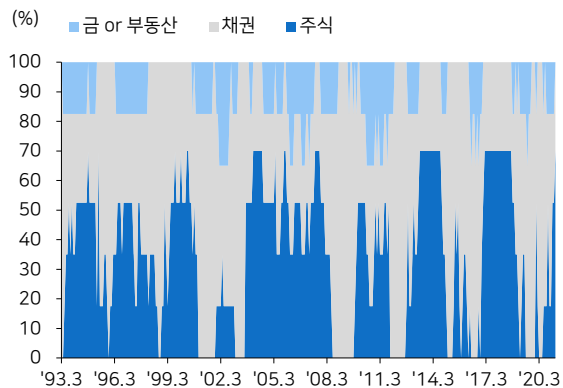
작년 성과 호조에는 상반기 증시 급락 국면에서 주식을 전혀 보유하지 않은 것이 유효했다. 규칙 기반의 자산 배분 전략이 '코로나' 라는 특정 이슈를 포함하지 않고도 자산간의 모멘텀 비교로 증시 급락을 피한 점이 의미가 있다. 이후, 다소 늦었지만 6월을 시작으로 12월에 주식 비중을 크게 늘린 점도 효과적이었다.

표3 듀얼모멘텀&채권_7:3 전략 자산 배분 내역

날짜	듀얼모멘텀 70%				채권 30%
	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%	30%
'20.1	나스닥100	S&P	부동산	러셀2000	미국채20
'20.2	나스닥100	미국채20	미국채20	미국채20	미국채20
'20.3 ~ 20.5	미국채20	미국채20	미국채20	미국채20	미국채20
'20.6	나스닥100	금	미국채20	미국채20	미국채20
'20.7	나스닥100	미국채20	미국채20	미국채20	미국채20
'20.8	나스닥100	금	미국채20	미국채20	미국채20
'20.9	나스닥100	금	S&P	코스피	미국채20
'20.10	나스닥100	금	미국채20	미국채20	미국채20
'20.11	나스닥100	금	미국채20	미국채20	미국채20
'20.12	나스닥100	코스피	금	EM	미국채20
'21.1	나스닥100	코스피	금	러셀2000	미국채20
'21.2	나스닥100	코스피	러셀2000	EM	미국채20

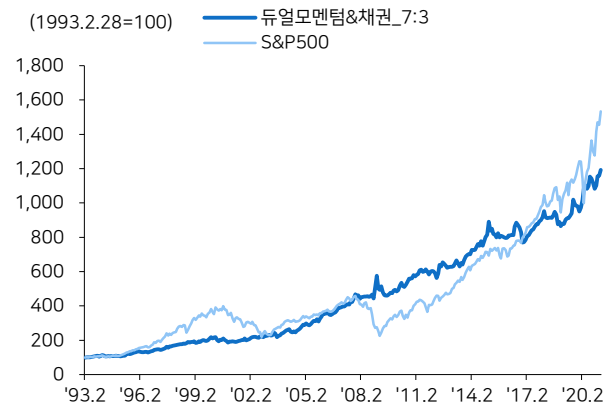
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 듀얼모멘텀&채권_7:3 전략의 장기 자산 배분 내역



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 듀얼모멘텀&채권_7:3 전략, S&P500 장기 성과



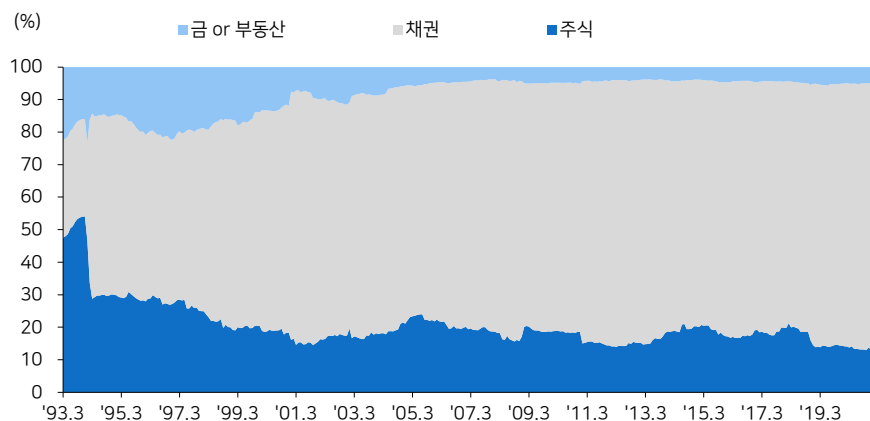
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

리스크 패리티&채권 전략은
2월 주식 비중 13%로 과거 평균
대비 낮은 주식 비중

리스크 패리티&채권_7:3 : 2월 주식 13%, 채권 82%, 금(부동산) 5%

리스크 패리티 전략은 3개 전략 중에서 가장 보수적인 자산배분 전략이다. 사실상 듀얼모멘텀, MVAA 전략의 성과를 평가하기 위한 대조군 성격이 강하다. 그럼에도 불구하고 장기적으로 개별 자산군 투자에 비해 상당히 우수한 '위험 조정 수익률' 특성을 나타냈다. 해당 전략은 작년 이후 주식 비중을 과거 평균 21% 대비 낮게 유지하고 있다.

그림8 리스크 패리티&채권_7:3 전략의 장기 자산 배분 내역



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 리스크 패리티&채권_7:3 전략, S&P500 장기 성과



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

MVAA 전략 : 2020년 2월~6월 주식 비중 0% 유지, 9월 이후 주식 비중 크게 증가, 2021년 2월 현재 주식 비중 90%, 채권 비중 10%

MVAA 전략은 자산별 모멘텀 추종을 하면서도 듀얼 모멘텀 전략에 비해 채권 비중이 높은 보수적 전략

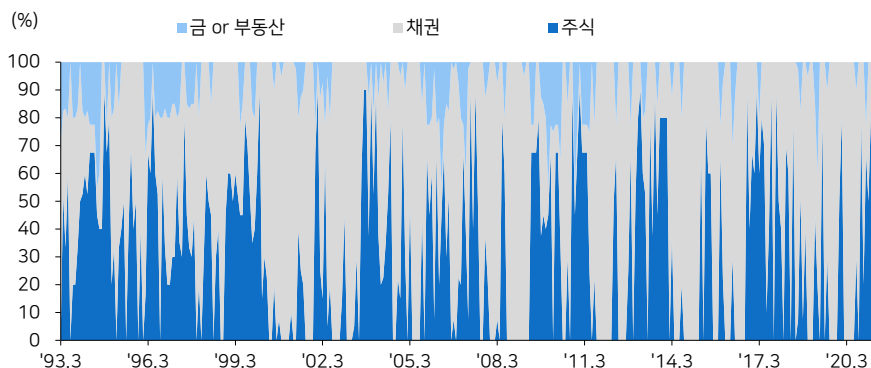
MVAA(Meritz Vigilant Asset Allocation) 전략은 듀얼 모멘텀 전략의 장점(모멘텀 자산 추종)을 따르되, 보다 보수적인 전략이다. 보수적인 이유는 전체 기준 자산군(필자의 경우 16개) 내에서 안전 자산(20년 만기 미국채)보다 모멘텀이 강한 자산의 수가 일정 수치(6개) 이하이면 안전 자산으로만 투자하기 때문이다. 작년 상반기 선제적인 주식 비중 감소와 9월 이후 주식 비중 증가로 성과가 우수했다.

표4 MVAA 전략 자산 배분 내역

	Top4 모멘텀 상위 자산				채권
20년 1월	EM	나스닥100	S&P	AC_exUS	미국채20
	20%	20%	20%	20%	20%
2월~6월	n/a	n/a	n/a	n/a	미국채20
	0%	0%	0%	0%	100%
7월	나스닥100	EM	금	코스피	미국채20
	10%	10%	10%	10%	60%
8월	n/a	n/a	n/a	n/a	미국채20
	0%	0%	0%	0%	100%
9월	나스닥100	S&P	코스피	EM	미국채20
	20%	20%	20%	20%	20%
10월	코스피	나스닥	EM	S&P	미국채20
	5%	5%	5%	5%	80%
11월	EM	러셀2000	나스닥100	금	미국채20
	23%	23%	23%	23%	10%
12월	러셀2000	코스피	EAFE	AC_ex.US	미국채20
	13%	13%	13%	13%	50%
21년1월	코스피	러셀2000	EM	나스닥100	미국채20
	20%	20%	20%	20%	20%
2월	러셀2000	코스피	신흥국	나스닥	미국채20
	23%	23%	23%	23%	10%

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 MVAA 전략 자산 배분 내역

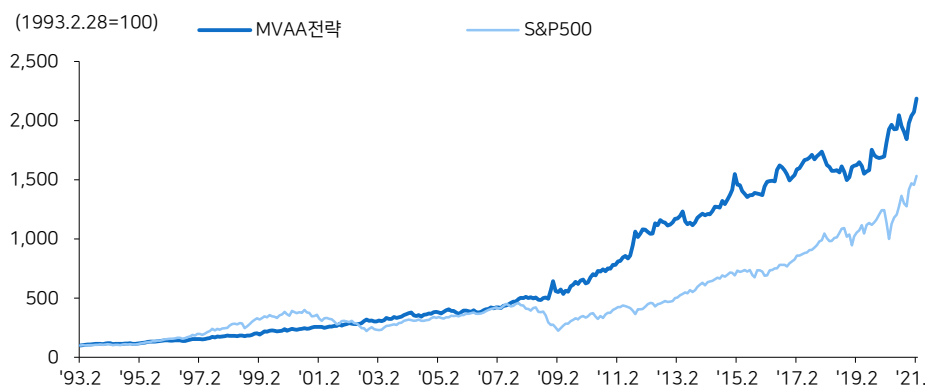


자료: 메리츠증권 리서치센터

MVAA 전략의 주식 비중 조절 효과 우수

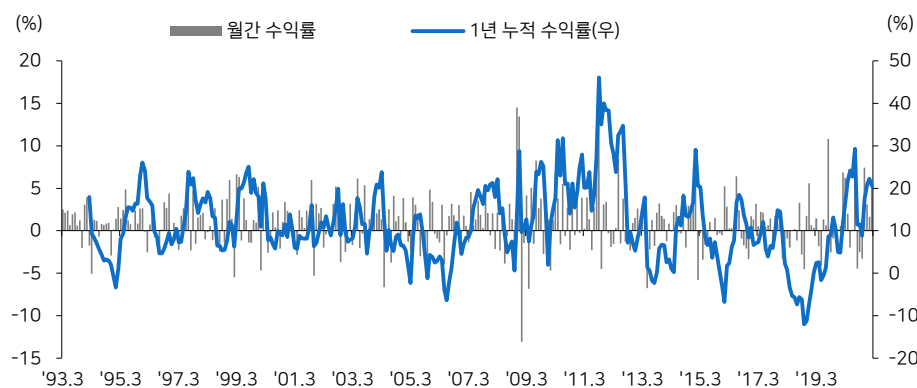
결국 MVAA 전략의 보수적인 특성 덕분에 2020년 상반기의 코로나 증시 급락을 피할 수 있었다. 그리고 4월부터 시작한 증시 급반등에 바로 참여하지는 않았으나 9월 이후의 주식 비중을 증가시키며 증시 성과를 따라잡은 셈이다. 2021년 연초 이후 주식의 상승세가 소폭 둔화됐으나 여전히 주식 비중은 높게 유지되고 있다. 한편, 필자의 MVAA 전략은 기본 안전자산으로 20년 미국채를 활용하기 때문에 최근과 같은 금리 반등기에는 채권 배분의 성과 하락이 약점이 될 수 있다.

그림11 MVAA 전략, S&P500 장기 투자 성과



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 MVAA 전략 월별 및 12개월 누적 수익률



자료: 메리츠증권 리서치센터

MDAA 전략 : 2020년 3,4월 주식 비중 0으로 증시 하락 방어, 5월 이후 주식 비중 증가, 2021년 2월 현재 주식 비중 100%

MDAA 전략은 금리 상승기에
성과 방어 능력이 우수하며
주식 상승기에 성과가 강한 특징

MDAA(Meritz Defensive Asset Allocation) 전략은 2020년 11월 보고서에서 추가로 제시한 전략이다. Defensive 라는 이름이 붙은 이유는 금리 상승기에 채권의 가격 하락 위험을 방어하기 위함이다. MDAA 전략은 신흥국 주식, 신흥국 채권 지수 2가지의 모멘텀 평가를 통해 안전자산 비중을 정한다. 기본 안전자산으로 20년 미국채를 활용하는 MVAA와 달리 1~3년 만기 미국채를 배분함으로써 금리 상승 위험을 낮출 수 있다.

MDAA 모델 2020년 성과 28%
최근 채권 비중 0으로 채권 가격
하락 방어

MDAA 모델은 작년 성과가 28%로 4개 모델 중 가장 우수했으며 '중위험 중수익'으로 평가되는 자산배분 모델 치고는 매우 높은 수익률을 기록했다. 작년 3,4월에 주식 비중을 0으로 줄인 점, 5월부터 주식 비중을 빠르게 늘린 점, 최근 3개월 간의 채권 가격 하락기에 채권 비중이 0인 점이 크게 유효했다.

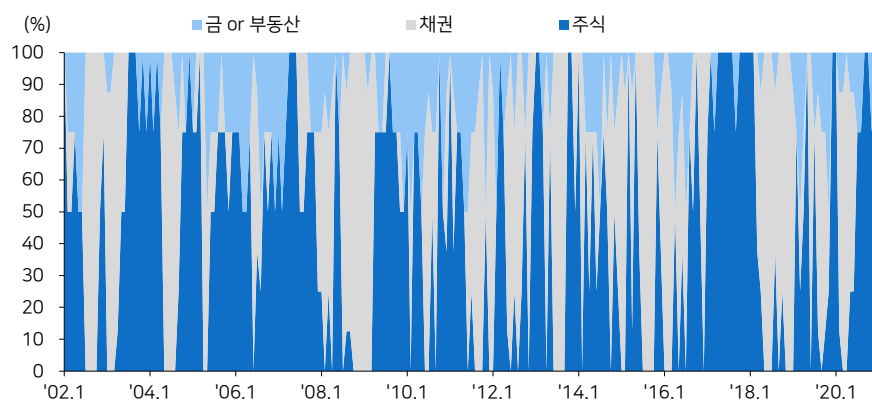
표5 MDAA 전략 자산 배분 내역

	Top4 모멘텀 상위 자산				채권
20년 1월	EM	나스닥100	S&P	AC_exUS	미국채1~3년
	25%	25%	25%	25%	0%
2월	나스닥100	미국채20	금	미국_투자등급	미국채1~3년
	13%	13%	13%	13%	50%
3월	미국채20	금	미국채10	한국채10	미국채1~3년
	13%	13%	13%	13%	50%
4월	n/a	n/a	n/a	n/a	미국채1~3년
	0%	0%	0%	0%	100%
5월	나스닥100	미국채20	금	S&P	미국채1~3년
	13%	13%	13%	13%	50%
6월	나스닥100	금	S&P	미국채20	미국채1~3년
	13%	13%	13%	13%	50%
7월	나스닥100	EM	금	코스피	미국채1~3년
	25%	25%	25%	25%	0%
8월	금	나스닥100	EM	코스피	미국채1~3년
	25%	25%	25%	25%	0%
9월	나스닥100	S&P	코스피	EM	미국채1~3년
	25%	25%	25%	25%	0%
10월	코스피	나스닥100	EM	S&P	미국채1~3년
	25%	25%	25%	25%	0%
11월	EM	러셀2000	나스닥100	금	미국채1~3년
	25%	25%	25%	25%	0%
12월	러셀2000	코스피	EAFE	AC_exUS	미국채1~3년
	25%	25%	25%	25%	0%
21년 1월	코스피	러셀2000	EM	나스닥100	미국채1~3년
	25%	25%	25%	25%	0%
2월	러셀2000	코스피	EM	나스닥100	미국채1~3년
	25%	25%	25%	25%	0%

자료: 메리츠증권 리서치센터

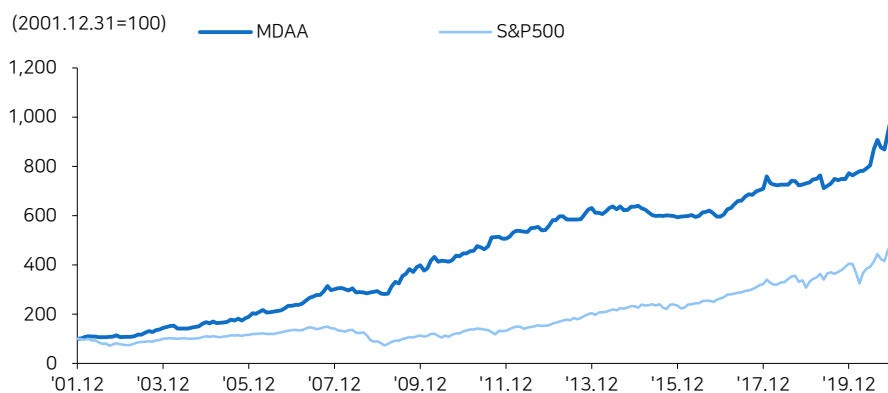
결국 모든 시기에 최대의 효과를 발휘하는 모델은 존재하지 않는다. 시기별 큰 국면의 특징에 맞는 배분 전략이 필요하다. 최근 채권의 가격 하락 위험, 주식의 변동성 증가를 고려할 때 전반적으로 보수적인 자산배분 전략이 유리할 수 있겠다. 그런 점에서 MVAA, MDAA 와 같은 방법론을 중심으로 자산배분 방법론을 활용할 것을 제안한다. 향후에도 안정적인 자산 배분 방법론을 지속 제시할 예정이다.

그림13 MDAA 전략 자산 배분 내역



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림14 MDAA 전략, S&P500 장기 투자 성과

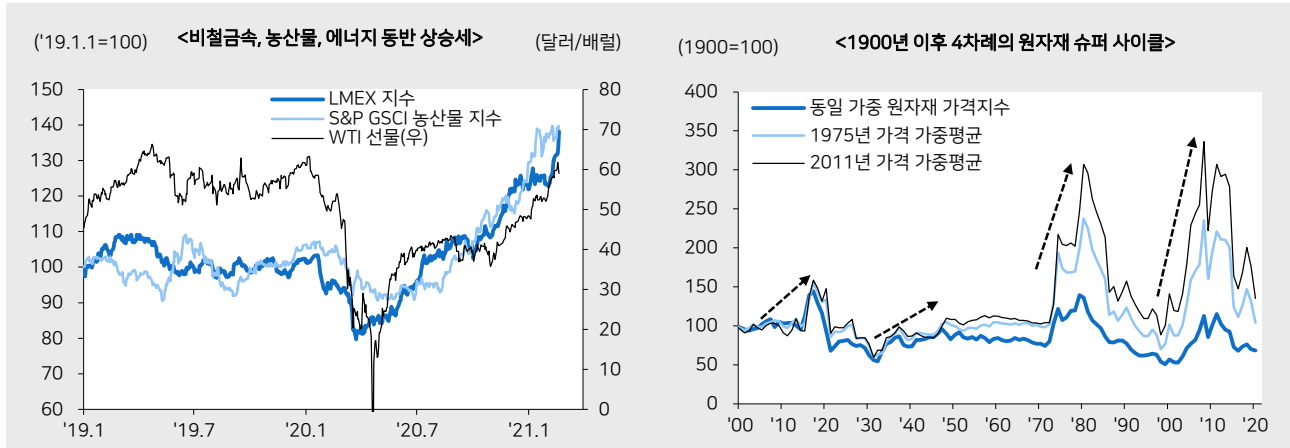


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

박범지 연구원

5번째 원자재 슈퍼사이클이 올까?



주: LMEX 지수는 6개 비철금속(알루미늄, 구리, 아연, 납, 니켈, 주석)의 선물 가격 지수, 오른쪽 그림의 원자재 가격 지수는 40개 원자재 가격 기준

자료: Refinitiv, Jacks, D.S. (2019), "From Boom to Bust: A Typology of Real Commodity Prices in the Long Run.", 메리츠증권 리서치센터

최근 원자재 가격의 급등세. 5번째 슈퍼사이클이 올까?

최근 에너지, 농산물, 비철금속 등 대부분의 원자재 가격이 동시다발적으로 급등하면서 5번째 원자재 슈퍼사이클이 올 것이라는 전망이 나오고 있다. 원자재 슈퍼사이클은 원자재 가격이 10년 이상 중장기적으로 상승하는 추세를 의미한다. 이번 상승세가 장기간 지속될 수 있는지에 대한 하나의 기준은 역대 4차례의 원자재 슈퍼사이클에서 찾을 수 있다.

원자재 슈퍼사이클의 주요 배경은 수요의 구조적인 증가

경제역사학자 David S. Jacks는 역대 슈퍼사이클에서 원자재의 가격 상승 동인이 공급보다 수요 측면의 영향이 크다고 보았다. 1970년대 오일 쇼크를 제외하면, 1910년대는 1차 세계대전과 미국의 가파른 경제 성장, 1940년대는 2차 세계대전과 전후 복구를 위한 사회간접자본 투자, 2000년대는 중국의 급성장이 슈퍼사이클을 유발했다. 결국 주목해야 할 부분은 '원자재 수요의 구조적인 증가'이다.

에너지와 농산물은 수요보다 공급 측면의 영향이 큼

지금의 원자재 가격 상승의 주요 배경은 1) 코로나19로 인한 공급 충격과 2) 경기 정상화로 인한 수요 회복이지만, 원자재마다 조금 다르게 접근할 필요가 있다. 원유의 수요는 회복되고 있지만 중장기적으로 친환경 트렌드를 고려해야 하고, 공급 측면에서 OPEC+의 산유량 감산 합의의 영향을 간과할 수 없다. 농산물의 경우에도 이상기후로 인한 공급 차질이 가격 상승의 주된 배경으로 지목된다. 수요의 구조적 증가는 아닌 듯하다.

비철금속은 산업의 구조 변화에 따라 수요가 증가하고 있음

반면 비철금속의 경우 산업의 구조 변화에 따라 수요가 늘고 있다. 신재생 에너지 투자, 5G 보급 확대에 따라 전선 케이블 등 구리 수요가 높아지고 있으며, 알루미늄, 마그네슘, 니켈은 전기차의 핵심 부품이다. 산업의 성장이 지속되는 한 수요는 증가하고 공급은 탄력적이지 않기 때문에 가격이 가파르게 상승하게 된다. 원자재 중에서도 에너지, 농산물보다는 비철금속의 슈퍼사이클이 도래할 가능성이 높다고 볼 수 있다.