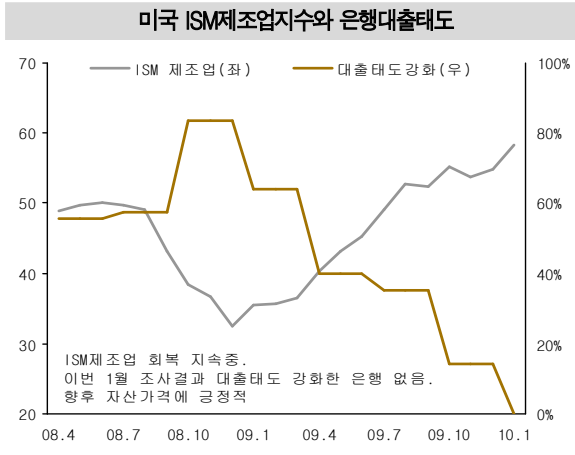


# 자산배분 전략

오대정 CFA\_ 768-2858 \_ daejeung.oh@dwsec.com

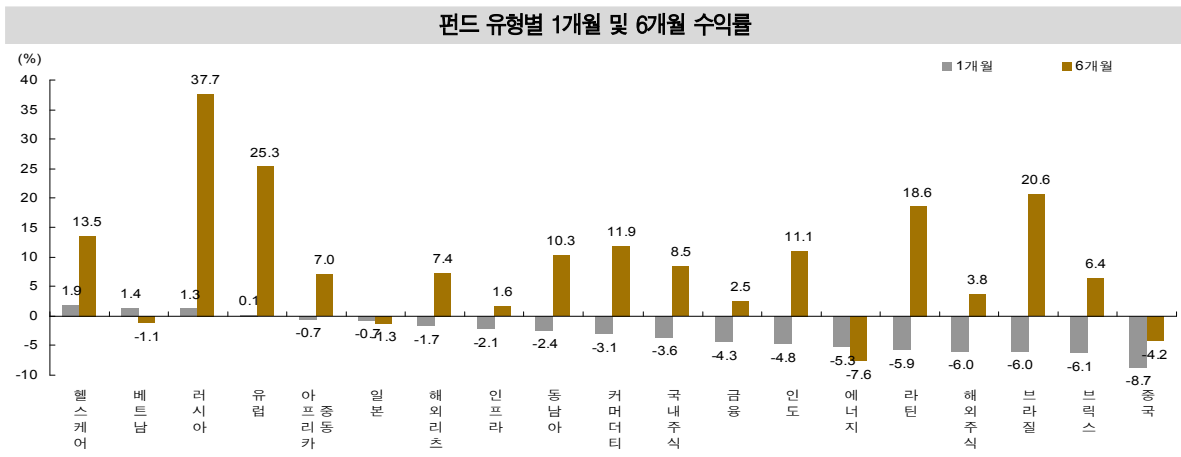


## 1. 중국 긴축 및 미국 은행규제 우려로 주요 자산가격 일제히 하락

중국정부의 긴축정책 및 미국 은행규제에 대한 우려로 지난 한 달간 대부분의 주요 증시가 일제히 하락하였다. 홍콩H시장, 상해A시장 등 중국이 가장 큰 폭의 하락세를 보였으며, 인도네시아와 러시아만이 (+)수익률을 보였다. 원자재시장에서도 설탕을 제외한 대부분의 자산이 하락하였는데, 특히 밀, 옥수수의 하락폭이 컸으며 그나마 금의 하락폭이 가장 적었다.

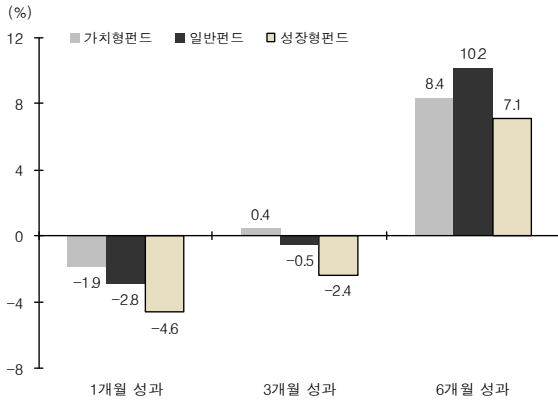
## 2. 경기사이클별 분리 대응 : 국내 및 아시아권은 방어적 전략, 리츠·원자재 등 해외자산은 적극적 전략

국내 경기선행지수가 단기 고점에 다다른 것으로 보이고 해외 역시 경제성장세가 점차 둔화됨에 따라 자산가격의 추가상승을 위한 모멘텀은 약화된 상태이다. 긴축 및 은행규제라는 투자유동성 측면에서의 충격요인이 발생함에 따라 단기 반등여지는 크지 않아 보이나, 자산가격의 불안에도 불구하고 국내외적으로 경제안정화는 지속되고 있어 성장이라는 중기적 추세는 훼손되지 않은 것으로 보인다. 경기사이클이 고점부근에 다다른 국내 및 아시아권은 비중축소 및 포트폴리오 구성의 보수화로 대응하고, 상대적으로 상승추세가 살아있는 러시아·미국 등 해외지역 및 위험자산에 대해서는 적극적 전략을 유지한다.



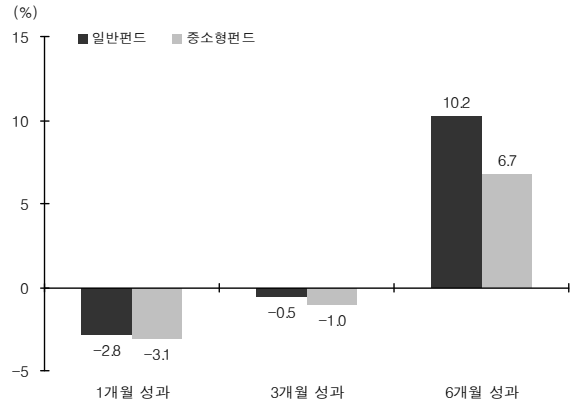
# 자산배분 전략

국내주식 유형별 펀드 성과 비교 : 가치 vs. 일반 vs. 성장



자료: 제로인, 대우증권, 주: 1월 27일 기준

국내주식 유형별 펀드 성과 비교 : 일반 vs. 중소형



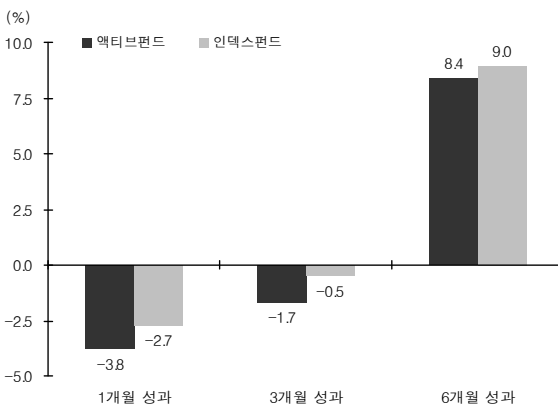
자료: 제로인, 대우증권, 주: 1월 27일 기준

**1) 가치 vs. 일반 vs. 성장** : 주식시장이 조정양상을 보임에 따라 최근 1개월 및 3개월 수익률에서 가치주펀드의 성과우위가 두드러지고 있다. 가치주펀드는 작년 주가급등기에 코스피 성과에 지속적으로 미달했으나, 경기불확실성이 높아짐에 따라 단계적으로 일반 및 성장형 펀드 대비 성과우위를 보일 것으로 전망된다. 경기둔화 및 경기저점 부근에서 가치주의 성과가 좋을 때, 올해 상반기 중 성장형펀드의 성과전망은 부정적으로 보인다.

**2) 일반 vs. 중소형** : 중소형주펀드는 높은 불확실성 및 경기둔화에 취약한 모습을 드러내며 최근 6개월간 지속적으로 부진한 성과를 보이고 있다. 다만, 중소가치주펀드는 주가조정기에 우수한 하방경직성을 보여주고 있어 당분간 긍정적인 움직임을 보일 것으로 기대된다.

**3) 액티브 vs. 인덱스** : 지난 달에 이어 이번 달에도 인덱스펀드가 우월한 성과를 보였다. 주가가 추세적으로 상승하기 보다는 높은 불확실성 하에서 움직일 것이 예상됨에 따라 당분간 인덱스펀드의 성과우위를 전망한다.

국내주식 유형별 펀드 성과 비교 : 액티브 vs. 인덱스



자료: 제로인, 대우증권, 주: 1월 27일 기준

가치/성장주 비교우위 지표

	변동성( $\sigma$ ) 수준	Yield Gap	장단기 금리차	실질금리
(성장주 확대)	2.0(1.00)	9.18	1.72	3.76
	1.5(0.75)	8.53	1.44	3.20
	1.0(0.50)	7.89	1.16	2.64
	0.5(0.25)	7.24	0.89	2.08
<b>평균</b>				
	-0.5(-0.25)	5.95	0.33	0.96
	-1.0(-0.50)	5.30	0.06	0.40
	-1.5(-0.75)	4.65	-0.22	-0.16
(가치주 확대)	-2.0(-1.00)	4.01	-0.50	-0.72

자료: 대우증권, 주: 1월 28일 기준

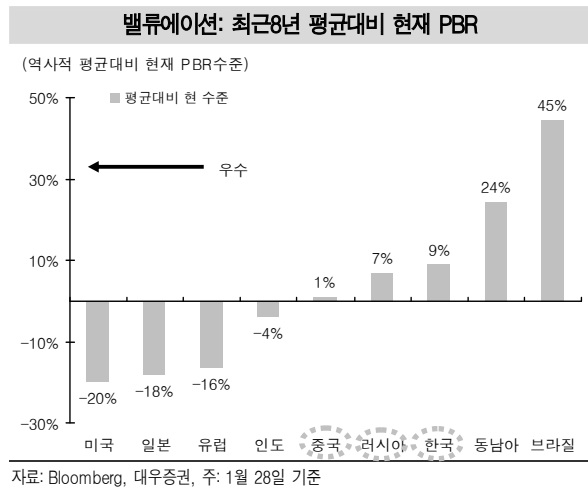
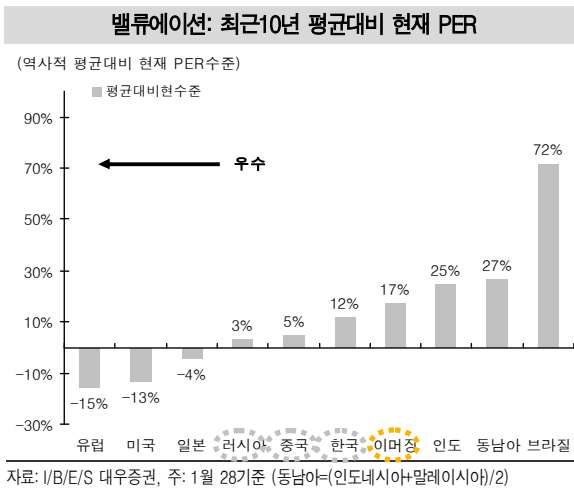
※ 규모별 성과에서 일반주식형펀드는 성장가치혼합형펀드 수익률을 이용하였으며, 펀드수익률은 전체 펀드가 아닌 당사 조사대상 펀드수익률 평균으로 계산  
 ※ 주식형펀드의 성장/가치 구분은 운용스타일 등을 감안하여 당사의 기준에 따라 분류

# 자산배분 전략

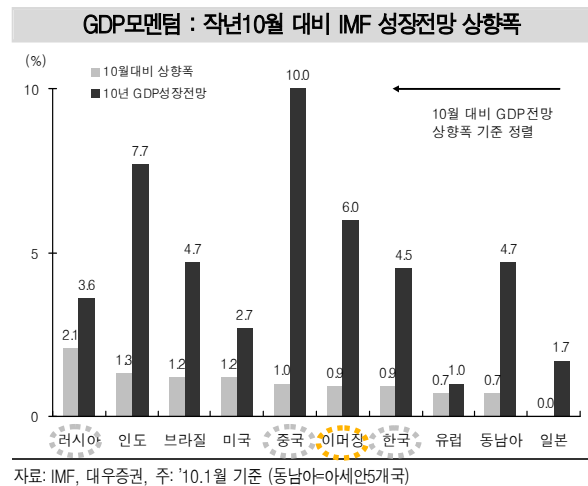
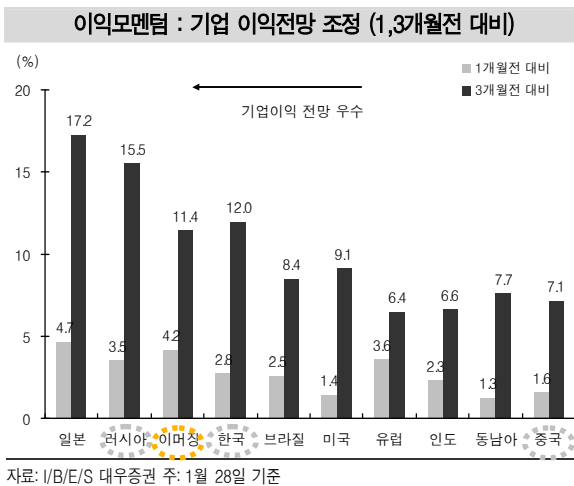
장기 위험조정수익률이 우수하고 최근 주가상승기에도 꾸준히 상위권 성과를 유지한 일반 정통주식형펀드를 포트폴리오의 주력으로 가져가되, 주가하락기 하방경직성이 우수한 대형가치주펀드와 높은 불확실성 하에서 우월한 성과를 보이는 인덱스펀드 비중을 높인 국내 주식형 포트폴리오를 유지한다.

국내주식형펀드: 한국투자네비게이터(일반정통주식형), 신영마리톤(대형가치형), 교보약사피워인덱스파생(인덱스형)

**해외주식 1) 밸류에이션(가격평가):** 과거 평균 PER, PBR과 비교한 현재 PER, PBR 수준으로 측정하였다. 과거 평균 대비 "0"%라면 과거평균과 동일한 밸류에이션, (+)라면 고평가영역, (-)라면 저평가영역에 있음을 의미한다. 1월 결과는 경제 성장세가 우수한 이머징지역 중 PER기준 러시아, 중국, 한국이 이머징 대비 저평가 영역에 있다. PBR기준으로는 인도, 중국, 러시아가 우수한 편이었다. (PER=주가/이익비율, PBR=주가/장부가비율로 비율이 낮을수록 저평가)

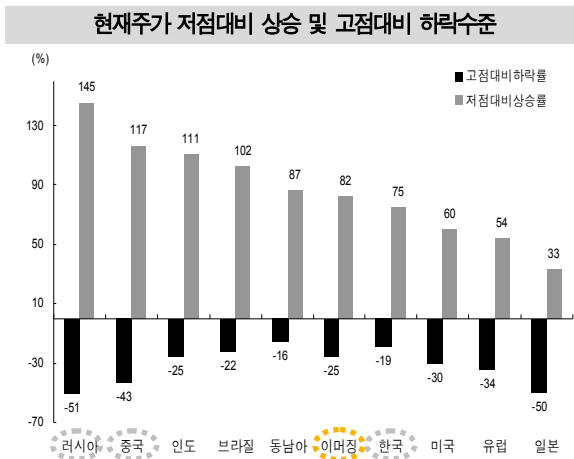


**2) 모멘텀:** 이익 및 GDP모멘텀을 종합할 때 러시아가 상향조정 폭이 크게 나타나 가장 좋았다. 이익모멘텀은 수출지향형 국가인 일본이, GDP모멘텀은 러시아외에 인도 등이 좋게 나타났다.

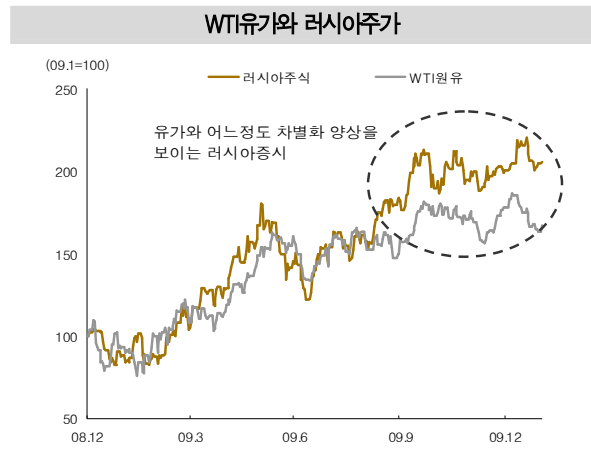


# 자산배분 전략

## 3) 투자전략



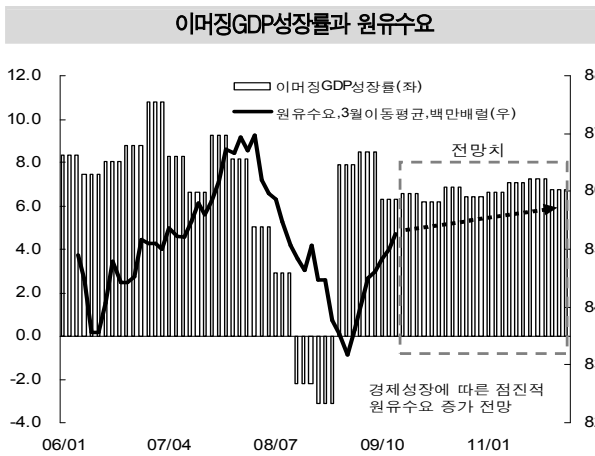
자료: Bloomberg, 대우증권, 주: 2007년 이후 저점 및 고점대비 현수준



자료: Bloomberg, 대우증권, 주: 08.12.31 100기준

**중국** : 중국증시의 역사적 수준에서의 밸류에이션 부담 크지 않고 장기적 경제성장세 역시 의문을 달기 어렵지만, 1) 중국의 부동산가격 및 물가상승에 대한 우려로 인한 긴축정책 가능성, 2) GDP성장률이 올해 1분기 약 11%로 고점을 찍고 점차 둔화될 것으로 보임에 따른 성장모멘텀 약화, 그리고 3) 상해A시장 기준 시가총액 약 2%로 추정되는 신규IPO물량 등을 감안할 때 단기적으로 중국시장의 상승모멘텀은 크지 않아 보인다. 그러나 중국시장의 중장기 성장가능성을 감안하여 중국을 포트폴리오에서 배제시키기보다는 비중축소된 상태로 편입을 유지한다.

**러시아** : 1일 기준 지난 한 달 WTI유가가 -5.68% 하락하는 중에 러시아증시는 약 2.23% 상승하여 국제 에너지가격과 차별화되는 모습이 나타났다. 국제 에너지가격의 러시아증시에 대한 영향은 여전히 크지만 에너지가격이 상승하여 절대적 저평가 수준을 벗어남에 따라, 러시아경제 자체의 성장동력이 가동되면서 증시의 하방경직성이 강화되고 있는 것으로 보인다. 러시아증시의 비중확대를 유지한다. **해외주식형펀드: 우리러시아익스플로러(러시아), 신한BNPP봉유르치아나(중국)**



자료: Bloomberg, 대우증권

**대안투자** : 중국 긴축 우려가 불어짐에 따라 원자재 가격이 크게 하락하여, 유가는 70달러 초반으로 OPEC에서 언급한 적정유가 78~80달러를 하회하고 있다. 세계 경제성장세가 둔화되는 모습을 보이고 있으나, 일반적으로 주요 원자재가격의 상승압력이 경기 상승 중후반에 높아지는 점을 감안해야 한다. 단기적으로 추가조정 가능성을 배제할 수 없으나, 중장기적으로 투자를 위한 기회로 인식할 필요가 있다. 글로벌 리츠는 작년 상승기에 우수한 성과를 보인 동시에, 최근 하락기에도 낙폭이 상대적으로 크지 않았다.

**대안투자펀드: JP모건천연자원(원자재), 한화글로벌리츠(리츠) 산은스타포트폴리오증권(재간접)**