

목차

- I. 자산배분전략: Mean variance vs. Risk parity.....1
  - 1. 마코위츠 모형
  - 2. 블랙-리터만 모형
  - 3. Risk Parity
- II. Risk parity strategy – Simulation.....4
  - 1. 자산배분전략
  - 2. 업종베이스 주식 포트폴리오 전략
- III. Risk parity 전략의 미래.....11

## Risk parity strategy: 성과와 미래

### Mean variance vs. Risk parity

마코위츠 모형과 블랙-리터만 모형으로 대표되는 평균분산모형에서 가장 논란이 많은 변수는 기대수익률이다. 추정 에러가 크고 신뢰도는 낮는데 비해 자산배분 결정에는 가장 큰 영향을 주는 변수이기 때문이다. 이 약점을 극복하기 위해서 제시된 대안 중의 하나가 리스크 패리티 모형(Risk parity model, 이하 RP)이다. RP 모형은 각 자산이 전체 포트폴리오 리스크에 미치는 위험기여도가 동일하도록 포트폴리오를 구성하는 모델로 여기에서는 기대수익률을 가정할 필요가 없다.

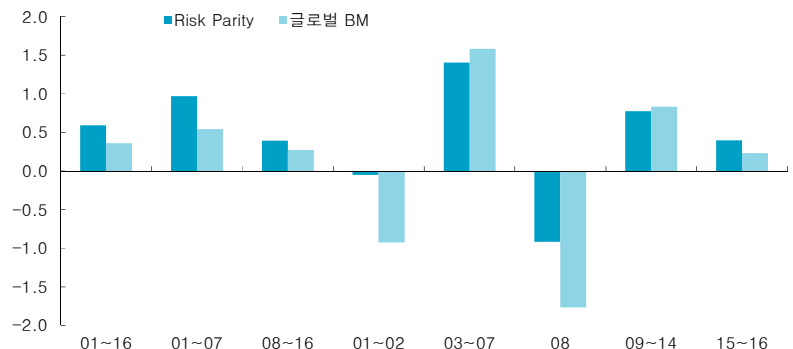
### Risk parity strategy – Simulation

Risk parity를 자산배분전략과 주식 포트폴리오 구성 등에 적용하여 시뮬레이션을 실시하였다. 글로벌 자산배분전략에서는 RP 전략이 전통적인 벤치마크(주식 60%/채권 40% rule)보다 수익률과 샤프비율 면에서 모두 우수한 성과를 기록했다. 한국시장 자산배분전략에서는 RP 전략이 벤치마크보다 수익률은 낮았지만 샤프비율은 우수했다. 업종베이스 주식 포트폴리오 구성에서는 RP 전략이 시가총액 가중 벤치마크보다 수익률과 샤프비율 모두 우수했다.

### Risk parity 전략의 미래

2000년 이후 RP 전략의 우수한 성과는 금리의 지속적인 하락에 힘입은 바 크다. 글로벌 금리 상승이 예상되는 상황에서 RP 전략의 인기는 이전보다 떨어질 가능성이 있지만 비용이 적게 들고 위험조정지표가 우수하다는 장점 때문에 계속 활용될 것으로 보인다. 특히 한국시장은 이 전략이 아직 도입기에 있기 때문에 DB 서비스 업체나 운용사를 중심으로 동 방법론을 채용한 지수나 펀드, ETF 등이 계속 개발되어 나올 것으로 예상된다.

글로벌 자산배분전략 샤프비율 비교: Risk parity와 BM(주식 60%, 채권 40%)



자료: 한국투자증권

노근환 3276-6226  
khnoh@truefriend.com

김영현 3276-6186  
youngkim@truefriend.com

## I. 자산배분전략: Mean variance vs. Risk parity

### 1. 마코위츠 모형(Markowitz model)

마코위츠: 위험과 수익률의 관계, 분산투자의 이점을 최초로 수학적으로 규명

해리 마코위츠가 논문 'Portfolio Selection'에서 현대포트폴리오이론(Modern Portfolio Theory: 이하 MPT)을 제시한 것은 1952년이였다. 마코위츠의 MPT는 이전 세대가 생각하지 못했거나 제대로 설명하지 못한 두 가지 측면을 규명했다는 점에서 혁신적이었다.

첫째, 마코위츠는 단순히 수익률 뿐만 아니라 리스크에 주목했다. 투자론의 기초인 증권의 기본적 분석을 창시한 벤자민 그레이엄을 비롯해서 마코위츠 이전의 사람들은 대부분 값싼 증권을 찾는 것, 즉, 증권의 수익률에만 관심을 가졌었다. 마코위츠는 수익률과 함께 투자의 리스크에 관심을 집중하고 투자자가 더 높은 수익률을 원한다면 더 큰 리스크를 감수해야 한다는 것을 이론적으로 밝혔다.

둘째, 마코위츠는 리스크는 개별 자산이 아니라 전체 포트폴리오 관점에서 고려되어야 한다는 것을 설파했다. 포트폴리오 리스크에서는 자산간 상관관계를 고려해야 하고, 동일한 수익률을 원하더라도 분산투자를 통해서 위험을 줄일 수 있다는 점을 규명했다. 더 나아가 투자자의 위험허용도(risk tolerance)가 가정되면 최적자산배분이 수학적으로 결정될 수 있다는 것도 보여주었다. 이로써 사람들이 그동안 막연하게 생각하고 있던, 투자에 관한 아래의 두 가지 격언이 수학적으로 설명되었다.

- 1) Nothing ventured, nothing gained: 모험을 하지 않으면 얻을 수 있는 것이 없다.
- 2) Don't put all your eggs in one basket: 달걀을 한 바구니에 담지 마라.

이같은 투자 격언은 마코위츠 이전부터 사람들이 이미 이야기하고 있었지만 투자의 세계에서 수학적으로 증명하고 설명한 사람은 마코위츠가 최초다. 그런 의미에서 마코위츠의 이론은 아이작 뉴턴의 '만유인력의 법칙'과 비견되기도 한다. 모든 물건이 땅으로 떨어진다는 것은 모두가 알고 있는 사실이지만 그것을 물리학의 관점에서 설명하고 수학적으로 계산한 것 ( $F=G*M_1*M_2/R^2$ )은 뉴턴이 최초였기 때문이다.

마코위츠의 이론은 그가 논문을 발표한 후에도 10년 이상 도서관에서 낯잠을 자고 있다가 1960년대 후반부터 본격적으로 재조명되고 실무적인 사용이 가능하도록 다듬어졌다. 오늘날 마코위츠 모형은 평균분산모형(Mean Variance Model)이라는 이름으로 <투자자 효용함수 극대화 모형> 방식으로 많이 활용된다[그림 1].

마코위츠 모형은 1970년대 이후 대부분의 투자론 교과서에 실리기 시작했지만, 1) 가정을 조금만 바꾸어도 결과가 크게 달라지고, 2) 현실적으로 적용하기에는 어려운 극단적인 결과들이 도출되며, 3) 각 자산의 기대수익률과 공분산행렬 등 너무 많은 가정들이 필요하고 그 가정마저도 신뢰하기 어렵다는 등의 약점 때문에 실무적으로 널리 사용되지는 않았다.

[그림 1] 투자자 효용함수 극대화 모형

$$\begin{aligned} \max_w U &= \mu_p - (\lambda/2)\sigma_p^2 \\ &= \mu^T w - (\lambda/2)(w^T \Sigma w) \end{aligned}$$

- $\mu_p$ : 포트폴리오의 기대수익률
- $\lambda$ : risk aversion coefficient
- $\sigma_p^2$ : 포트폴리오의 분산
- $w$ : 자산편입비율
- $\mu$ : 자산별 기대수익률
- $\Sigma$ : 공분산행렬

자료: 한국투자증권

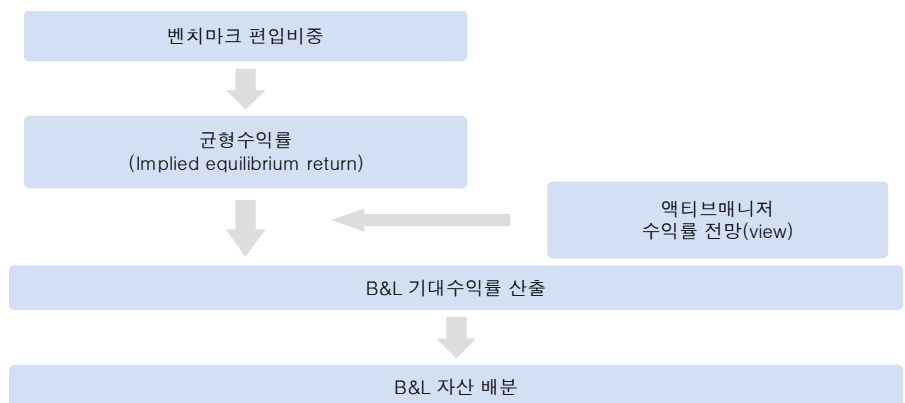
내재 균형수익률과 포트폴리오 매니저의 active view를 도입하여 마코위츠 모형의 단점 보완

## 2. 블랙-리터만 모형(Black-Litterman model)

마코위츠 모형의 단점을 보완해서 등장한 것이 블랙-리터만 모형이다. 블랙-리터만 모형은 내재 균형수익률(IER: implied equilibrium return)과 포트폴리오 매니저의 active view라는 개념을 도입함으로써 마코위츠 모형이 가진 여러 약점을 극복하고 실무에서도 폭 넓게 사용되었다.

블랙-리터만 모형은 시장의 자산(증권) 비중과 변동성으로부터 역으로 내재 균형수익률을 도출하고, 여기에 포트폴리오 매니저의 active view를 반영하여 새로운 기대수익률을 구한 다음 최적 자산배분을 다시 계산해내는 방식으로 사용된다. 벤치마크 비중(BM weight)으로 가장 많이 사용되는 시장 비중으로부터 출발하기에 포트폴리오 매니저의 뷰를 반영하더라도 도출되는 자산배분안이 벤치마크에서 크게 벗어나지 않아 실무적으로 활용하기에 용이한 장점이 있다. 그러나 기본적인 접근방식은 마코위츠가 제시한 평균분산모형에서 크게 벗어나지는 않는다.

[그림 2] 블랙-리터만 모형의 프로세스



자료: 한국투자증권

[그림 3] 블랙-리터만 모형에서 active view가 반영된 기대수익률

포트폴리오 매니저의 active view가 반영된 기대수익률은 아래와 같이 도출된다.

$$E(\mu \mid \text{views}) = \left[ (\tau \Sigma)^{-1} + P^T \Omega^{-1} P \right]^{-1} \left[ (\tau \Sigma)^{-1} \Pi + P^T \Omega^{-1} Q \right]$$

$\tau$  : 공분산행렬에 대한 확신의 정도 (scalar)

$\Sigma$  : 공분산행렬 ( $n \times n$ )

$P$  : view행렬 ( $k \times n$ )

$\Omega$  : view의 분산 ( $k \times k$ )

$\Pi$  : IER ( $n \times 1$ )

$Q$  : view의 기대수익률 ( $k \times 1$ )

자료: 한국투자증권

리스크 패리티 모형은 자산이 아닌 위험을 배분하는 모델

### 3. 리스크 패리티 모형 (Risk parity model)

마코위츠 모형 또는 블랙-리터만 모형으로 대표되는 평균분산모형을 사용하기 위해서는 각 자산의 기대수익률, 공분산행렬, 그리고 투자자의 위험회피계수(위험에 대한 수용도)가 필요하다. 공분산행렬을 구성하는 것은 변동성과 자산 간 상관관계다. 기대수익률, 변동성, 상관관계는 다양한 방법으로 추정하기도 하지만 많은 경우 과거의 수치를 미래의 기대치로 사용하기도 하는데 가장 논란이 많은 변수가 기대수익률이다. 과거의 수치를 사용하든 분석자가 가정하든 추정 에러가 크고 신뢰도는 낮는데 비해 자산배분 결정에는 가장 큰 영향을 주는 변수이기 때문이다.

이러한 약점을 극복하기 위해서 다양한 대안들이 제시되었는데 리스크 패리티 모형(Risk parity model, 이하 RP)도 그 중 하나다. RP 모형은 각 자산(또는 증권)이 전체 포트폴리오 리스크에 미치는 위험기여도가 동일하도록 포트폴리오를 구성한다. 그래서 RP 모형은 자산을 배분하는 모델이 아니라 위험을 배분하는 모델이라고 말하는 사람도 있다. RP 모형에서 필요한 정보는 공분산행렬 뿐이다. 평균분산모형에서 가장 논란이 되는 변수가 기대수익률인데 RP 모형에서는 기대수익률을 가정할 필요가 없다.

[그림 4] 리스크 패리티 모형의 프로세스

1) 포트폴리오에 대한 자산의 리스크 기여도는 아래와 같이 정의된다.

$$w_i \frac{\partial \sigma_p}{\partial w_i}$$

2) 포트폴리오 리스크는 오일러 정리에 의해 아래와 같이 분해된다.

$$\begin{aligned} \sigma_p(w) &= \sum_{i=1}^n w_i \frac{\partial \sigma_p}{\partial w_i} \\ &= w_1 \frac{\partial \sigma_p}{\partial w_1} + w_2 \frac{\partial \sigma_p}{\partial w_2} + \dots + w_n \frac{\partial \sigma_p}{\partial w_n} \end{aligned}$$

3) 포트폴리오 리스크에 대한 각 자산별 리스크 기여도가 동일하도록 아래와 같은 편미분방정식의 해를 구한다.

$$w_i \frac{\partial \sigma_p}{\partial w_i} = w_j \frac{\partial \sigma_p}{\partial w_j} = \frac{\sigma_p}{n}, \forall i, j \quad \text{s. t.} \quad \sum_{i=1}^n w_i = 1, \forall w_i \geq 0$$

자료: 한국투자증권

## II. Risk parity strategy – Simulation

리스크 패리티 전략(이하 RP 전략)의 유효성을 평가하기 위해서 본 보고서에는 두 가지 형태의 시뮬레이션을 실시했다. 하나는 주식과 채권을 주요 투자자산으로 한 자산배분전략에서 RP 전략을 적용한 포트폴리오와 전통적인 60/40 rule(주식에 60%, 채권에 40%를 배분하는 포트폴리오)을 벤치마크로 하여 비교해 보았고, 다른 하나는 주식시장에서 업종배분에 RP 전략을 적용한 포트폴리오를 시장 비중으로 산출된 벤치마크((WISEfn의 26개 업종 분류를 사용, 벤치마크는 WI26 지수)와 비교해 보았다.

### 1. 자산배분전략

글로벌 자산배분전략:  
RP 전략이 전통적인 BM보다 수익률, 샤프비율 면에서 모두 우수한 성과

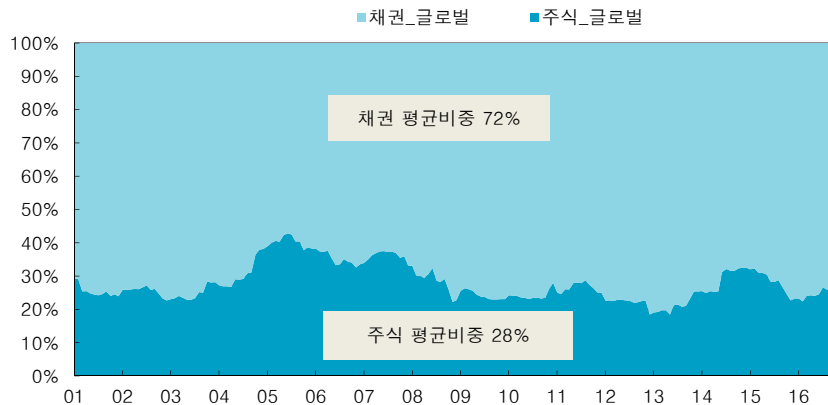
자산배분전략 시뮬레이션은 글로벌과 한국 두 가지 시장을 대상으로 하여 각각 실시했는데, 글로벌 자산배분전략 시뮬레이션에 사용된 데이터와 처리방법은 아래와 같다.

- 분석기간: 2001.1~2016.10
- 지수: MSCI AC world index(total return), JPM global bond index(total return)
- 리밸런싱 주기와 공분산행렬: 월간, 직전 24개월 월간 수익률
- 비교 대상 전략: 60(주식)/40(채권) rule(이하 BM)과 Risk parity strategy

분석결과는 다음과 같다. RP 전략을 사용할 경우 분석기간 평균 자산비중은 주식 28%, 채권 72%로 60/40 rule에 비해서는 안전자산인 채권의 비중이 높았다. 연평균 수익률은 RP 5.44%, BM 5.28%로 RP 전략이 약간 높았다. 연도별 및 기간 수익률을 보면 대부분의 기간에는 BM 수익률이 높았으나 글로벌 주식시장이 크게 하락한 2001~2002년과 2008년에 특히 RP 전략의 수익률 하락이 작아 하락장에서 방어능력이 좋았고, 2009~2010년, 2012~2014년의 상승장에는 상대적으로 고전했다.

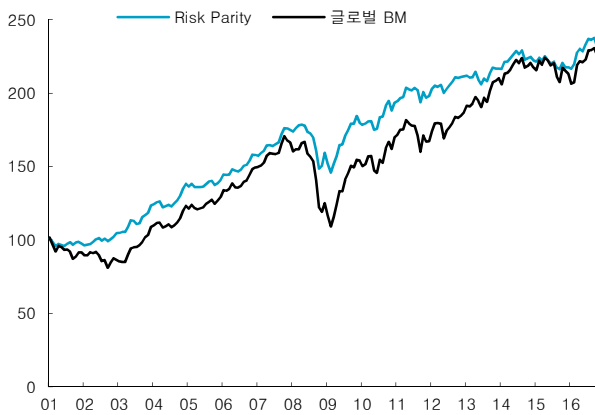
그러나 자산배분전략에서 수익률의 단순 비교는 중요성이 떨어지거나 넌센스라고 할 수 있으며, 샤프비율(Sharp ratio) 등 위험이 조정된 지표로 평가하는 것이 보다 의미가 있다. 2001~2016년간 RP 전략의 샤프비율은 0.59로 BM의 샤프비율 0.36보다 우수했으며, 2003~2007년, 2009~2014년의 글로벌 상승장에서만 BM의 샤프비율이 RP의 샤프비율보다 미세하게 높았을 뿐, 나머지 기간에는 RP 전략의 샤프비율이 훨씬 우수했다. 글로벌 자산배분전략에서는 2000년대 이후 RP 전략이 전반적으로 유효했다고 평가할 수 있다.

[그림 5] RP 전략 사용시 자산별 투자비중 – 글로벌



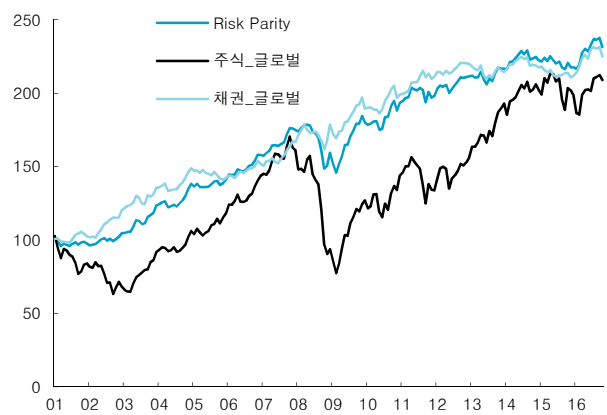
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 6] 글로벌 지수 비교: Risk parity vs. BM(60/40 rule)



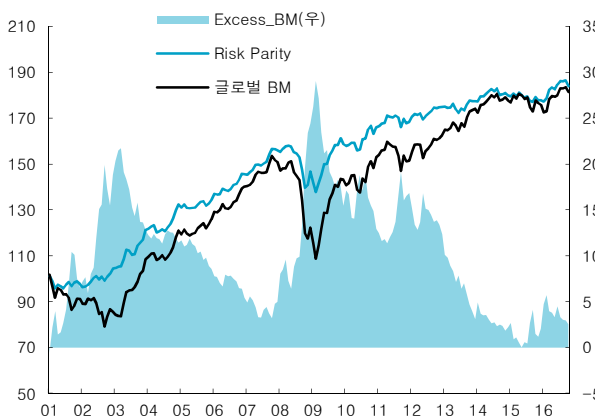
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 7] 글로벌 지수 비교: Risk parity, 주식, 채권



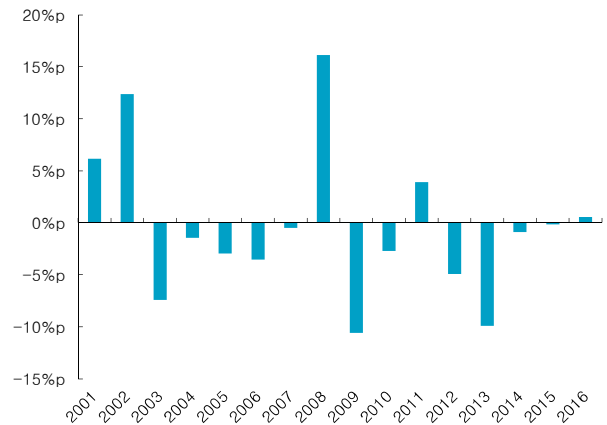
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 8] 초과수익 스프레드(log index)



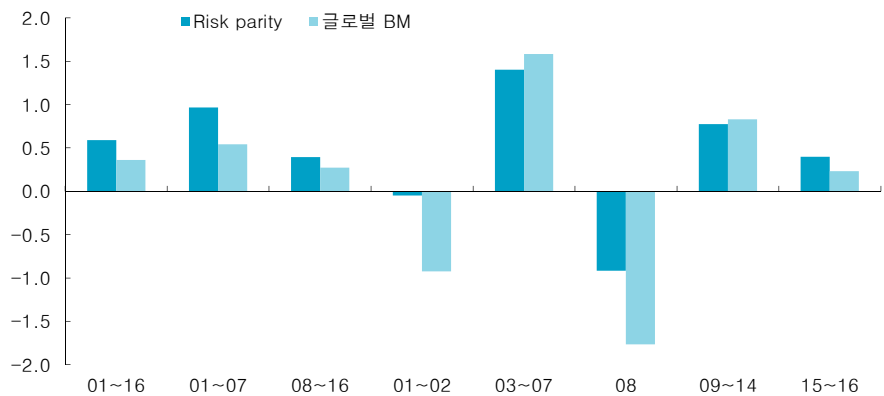
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 9] 연도별 BM 대비 초과수익률



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 10] 샤프 비율(Sharp ratio)



자료: 한국투자증권

한국시장 자산배분 전략:  
**RP 전략은 BM보다 수익률이  
 낮았지만 샤프비율은 우수**

두 번째로 한국시장 자산배분전략 시뮬레이션 사용된 데이터와 처리방법은 아래와 같다.

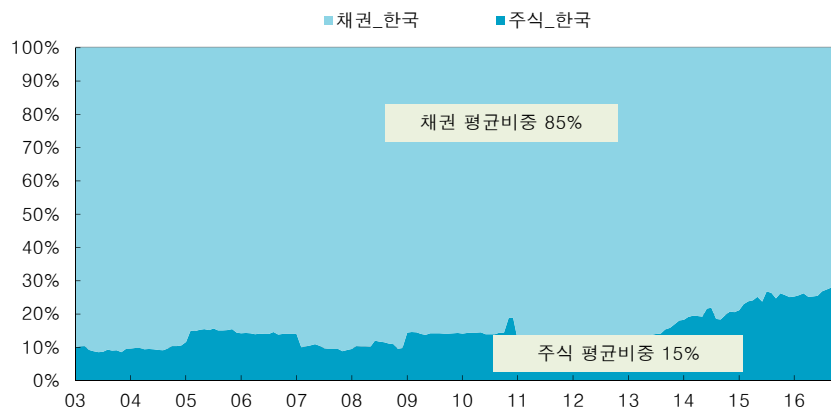
- 분석기간: 2001.1~2016.10
- 지수: KOSPI total return index(당사 추정), KIS 국제종합지수(총수익률지수)
- 리밸런싱 주기와 공분산행렬: 월간, 직전 24개월 월간 수익률
- 비교 대상 전략: 60(주식)/40(채권) rule(이하 BM)과 Risk parity strategy

한국시장 자산배분전략에 적용한 분석결과는 다음과 같다. RP 전략을 사용할 경우 분석기간 평균 자산비중은 주식 15%, 채권 85%로 60/40 rule에 비해서는 안전자산인 채권의 비중이 훨씬 높았다. 연평균 수익률은 RP 6.91%, BM 9.48%로 BM(60/40 rule) 수익률이 더 높아서 글로벌마켓 시뮬레이션과는 다른 결과가 나왔는데 이는 2000년대 전반에 한국 주식시장의 수익률이 글로벌마켓에 비해 훨씬 좋았기 때문이다. 2010년 이후부터 한국 주식시장은 박스피(Boxpi)의 오명 속에 부진을 면치 못하고 있지만 2000년대 전반에는 세계에서 가장 싸고 성과가 좋았던 시장 중의 하나가 한국이었다. 2000년대 전반 한국 주식시장 PER은 6배 수준에 불과했다. 아모레홀딩스와 아모레퍼시픽이 분할되기 이전의 전신인 (주)태평양의 PER이 2000년대 초반에는 3~4배 수준이었다.

연도별로 보면 KOSPI가 5% 이상 하락한 해는 2002년, 2008년, 2011년으로 글로벌마켓과 비슷했고(글로벌주식이 5% 이상 하락한 해는 2001년, 2002년, 2008년, 2011년), 30% 이상 상승한 해는 2001년, 2003년, 2005년, 2007년, 2009년으로 글로벌마켓보다 많았던 것(글로벌주식이 30% 이상 상승한 해는 2003년, 2009년)이 전체기간 수익률에 영향을 주었다.

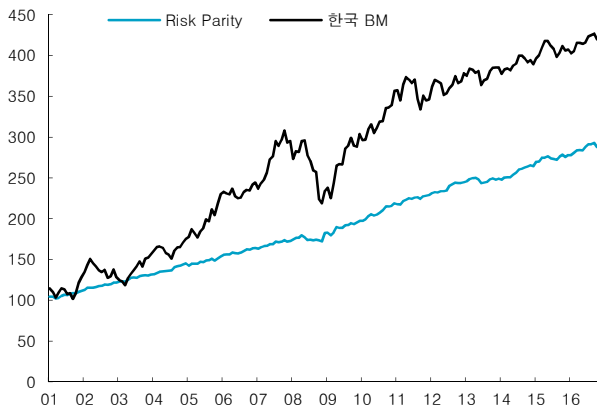
수익률 평가에서는 RP 전략의 수익률이 BM보다 낮았지만 보다 의미 있는 평가지표인 샤프비율은 전혀 다른 결과가 나왔다. 2001~2016년간 RP 전략의 샤프비율은 0.87로 BM의 샤프비율 0.43보다 정확하게 2배가 높았다. 2009~2010년처럼 주식시장의 높은 수익률로 60/40 rule이 RP 전략의 수익률을 크게 상회했던 기간마저도 샤프비율은 RP 전략이 우수했다. 적어도 한국시장에서는 주가가 급등했던 극히 단기간의 구간을 제외하면 샤프비율 측면에서 RP 전략이 훨씬 유효했는데 이는 한국 주식시장의 높은 변동성 때문이라고 해석된다.

[그림 11] RP 전략 사용시 자산별 투자비중 - 한국



자료: KIS 채권평가, 한국투자증권

[그림 12] 한국시장 지수 비교: Risk parity vs. BM(60/40 rule)



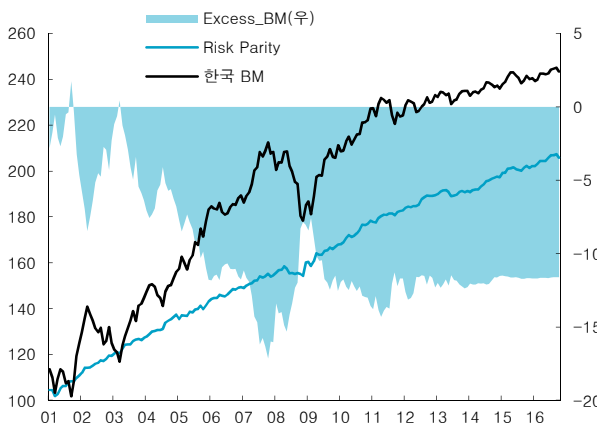
자료: KIS 채권평가, 한국투자증권

[그림 13] 한국시장 지수 비교: Risk parity, 주식, 채권



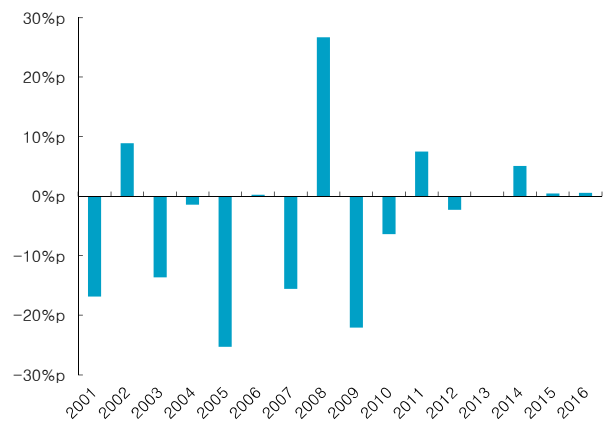
자료: KIS 채권평가, 한국투자증권

[그림 14] 초과수익의 스프레드(log index)



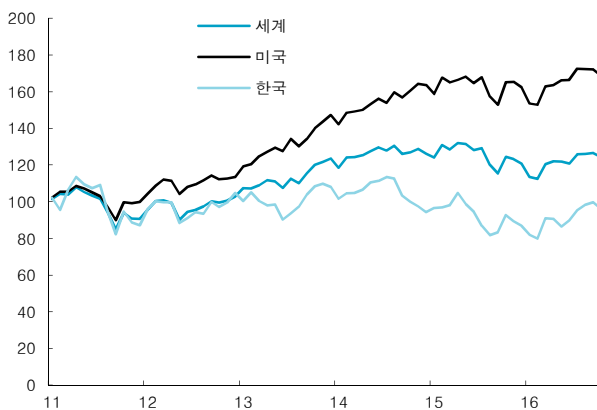
자료: KIS 채권평가, 한국투자증권

[그림 15] 연도별 BM 대비 초과수익률



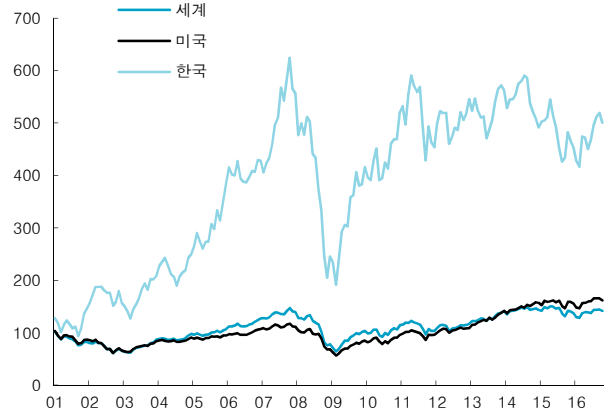
자료: KIS 채권평가, 한국투자증권

[그림 16] 지수 비교(MSCI, 달러화 기준, 2010.12.31=100)



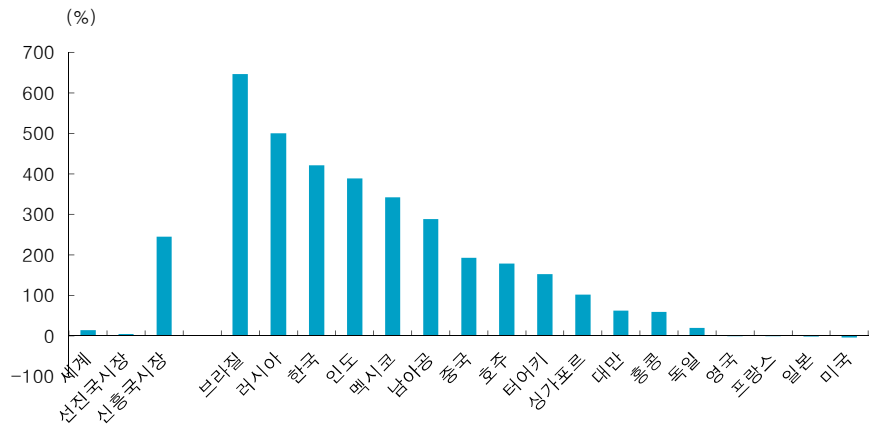
자료: Datastream, 한국투자증권

[그림 17] 지수 비교(MSCI, 달러화 기준, 2000.12.31=100)



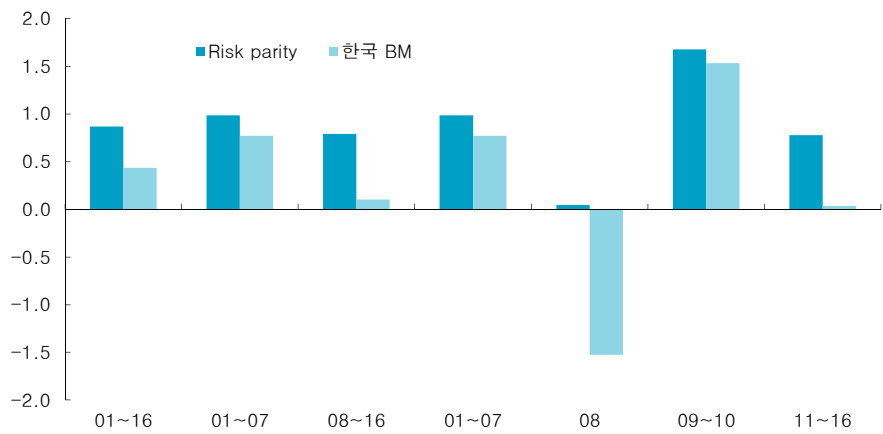
자료: Datastream, 한국투자증권

[그림 18] 2000~2010년 글로벌 주식시장 수익률 비교(MSCI index, 달러화 기준)



자료: Thomson, 한국투자증권

[그림 19] 샤프 비율(Sharp ratio)



자료: 한국투자증권

RP 전략이 시가총액 가중  
벤치마크보다 수익률과  
샤프비율 모두 우수

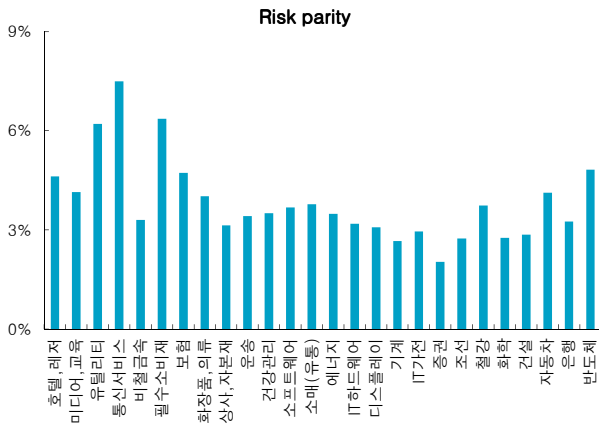
## 2. 업종베이스 주식 포트폴리오 전략

RP 전략은 자산배분 뿐만 아니라 주식 포트폴리오 전략에서도 활용할 수 있다. KOSPI200을 대상으로 한 RP 포트폴리오는 200개의 미지수를 가진 200개의 편미분 방정식의 해를 구하면 된다. 이 보고서에서는 계산의 번거로움을 조금 줄이기 위해서 종목이 아닌 업종베이스로 RP 포트폴리오를 구성했다. 한국시장에 대한 주식 포트폴리오 전략 시뮬레이션은 WISEfn이 분류한 26개 업종을 기준으로 시가총액 베이스로 구성된 벤치마크(WI26 지수)와 업종베이스 RP 포트폴리오를 구성했을 때의 성과를 비교했는데 시뮬레이션에 사용된 데이터와 처리방법은 아래와 같다

- 분석기간: 2002.1~2016.10
- 지수: WISEfn 26개 업종 지수(WI26 및 각 업종별 지수)
- 리밸런싱 주기와 공분산행렬: 월간, 직전 24개월 월간 수익률
- 비교 대상 전략: 시가총액 기준 벤치마크(WI26 지수)와 Risk parity strategy

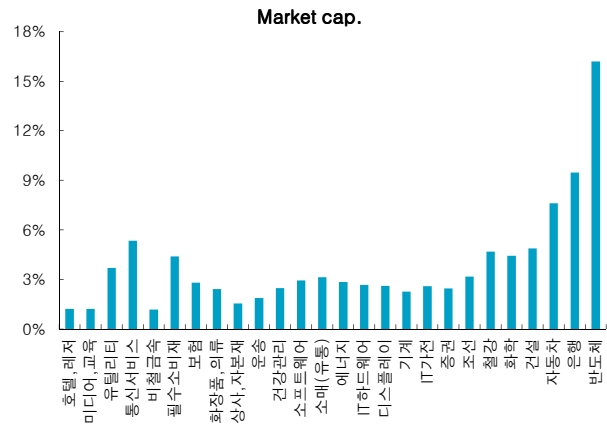
분석결과는 다음과 같다. 자산배분전략과는 다르게 분석기간의 연평균 수익률은 RP 전략이 8.74%, 벤치마크(WI26 지수)가 6.56%로 RP 전략이 우수했다. 기간별로 보면 RP 전략의 수익률이 벤치마크보다 좋았던 해는 2002~2008년, 2011~2014년 구간이었다.

[그림 20] RP 전략 사용시 업종별 편입 비중(분석기간 평균)



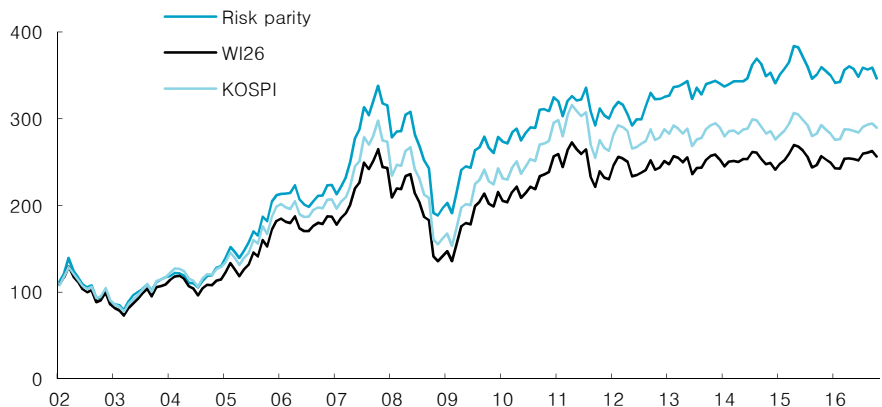
자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 21] 업종별 시가총액 비중(분석기간 평균)



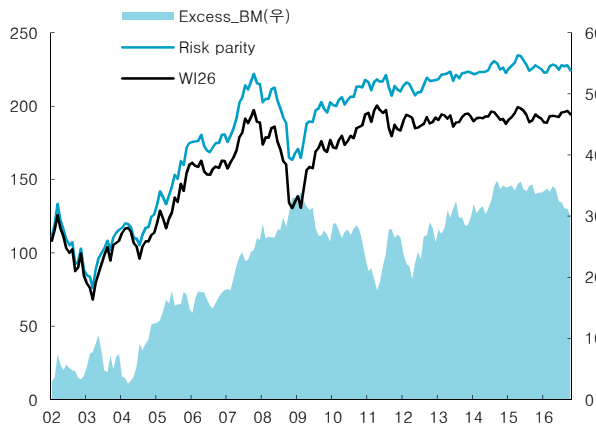
자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 22] 지수 성과



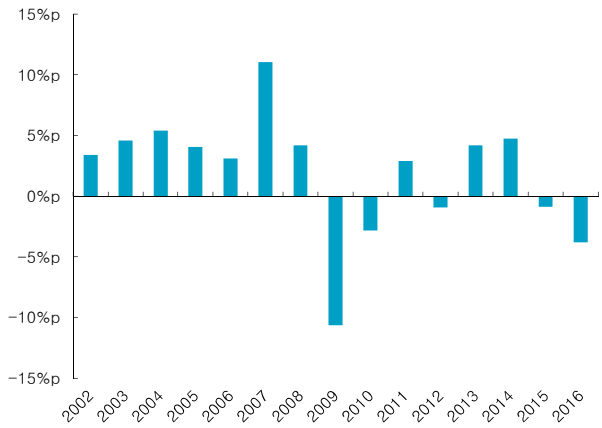
자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 23] 초과수의 스프레드(log index)



자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 24] 연도별 BM 대비 초과수익률

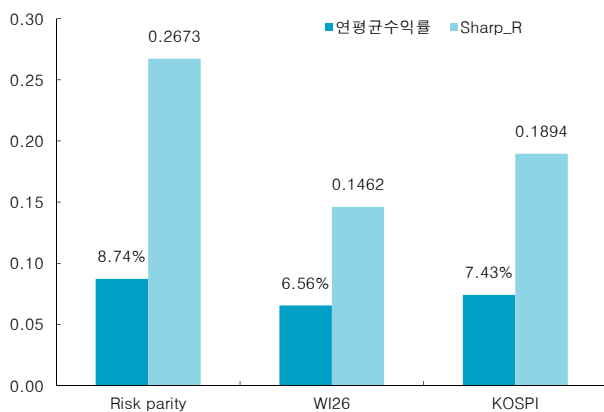


자료: WISEfn, 한국투자증권

샤프비율은 분석기간 전체에서 RP 전략이 0.27, 벤치마크가 0.15로 RP 전략이 두 배 가량 높았다. 구간별로 보면 2002~2008년, 2011~2014년에는 당연히 RP 전략의 샤프비율이 우수했고, RP 전략의 수익률이 부진했던 기간인 2009~2010년의 샤프비율은 벤치마크와 비슷했으며, 2015~2016년 기간에만 벤치마크보다 샤프비율이 낮았다. 결론적으로 최근의 2년을 제외하면 2000년 이후 주식포트폴리오 전략에서도 위험조정수익률로 보면 RP 전략이 무척 유용한 포트폴리오 구성 전략이었다고 평가할 수 있다.

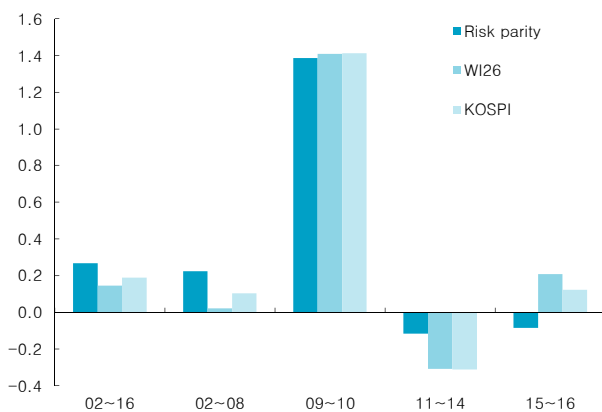
변동성이 낮은 증권의 편입비중이 높다는 점에서 RP 전략은 저변동성(low volatility) 전략과 유사한 측면이 있다. 2015~2016년을 제외하면 벤치마크 대비 초과수익률이 저변동성 포트폴리오(증권거래소의 KOSPI 200 저변동성지수: KOSPI 200 종목 중에서 변동성이 낮은 50개 종목으로 구성되며 편입비중은 변동성의 역수비중 사용)와 비슷한 패턴을 보이고 있다. 그러나 증권 간 상관관계를 고려하여 전체 포트폴리오에 대한 리스크 기여도를 기준으로 편입비중을 결정한다는 점 등에서 저변동성 포트폴리오와는 약간 차이가 있다.

[그림 25] 수익률과 샤프 비율(전기간)



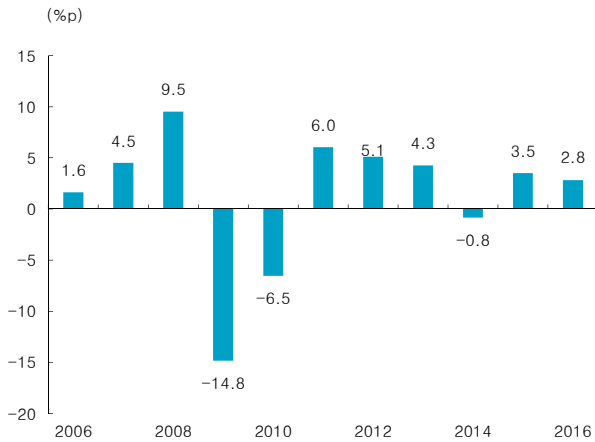
자료: 한국투자증권

[그림 26] 샤프 비율(구간별)



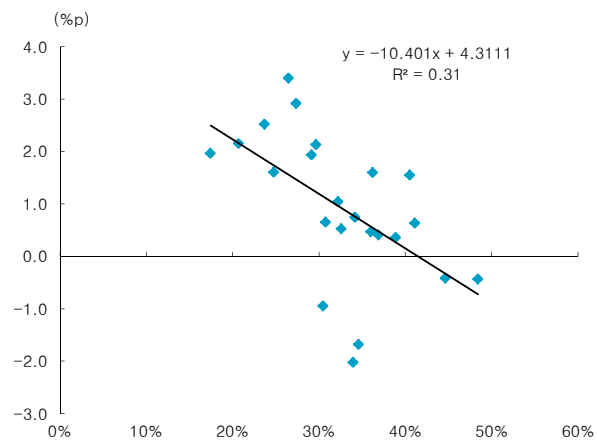
자료: 한국투자증권

[그림 27] KOSPI200 저변동성지수 초과수익률(KOSPI 대비)



자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 28] RP 전략에서 업종별 변동성과 active exposure 관계



자료: WISEfn, 한국투자증권

### III. Risk parity 전략의 미래

**금리 상승 예상에도 불구하고 비용이 적게 들고 위험조정지표가 우수해서 RP 전략은 계속 활용될 것으로 예상**

RP 전략에 대한 이론적 연구는 1950년대나 1960년대까지 거슬러 올라갈 수 있지만, RP 전략을 최초로 채택한 펀드는 1996년 Bridgewater Associates가 만든 All Weather hedge fund로 알려져 있다. 그러나 리스크 패리티라는 용어가 업계에 정착된 것은 2005년에 이르러서이고, RP 전략이 시장에서 널리 회자되고 본격적으로 활용되기 시작한 것은 2008년 글로벌 금융위기 이후다.

글로벌 금융위기 이후 RP 전략이 인기를 끌게 된 이유는 크게 세 가지다. 첫째, 2008년 이후 글로벌 금융시장 변동성이 높아지면서 RP 전략에 대한 관심이 커졌다. 이 시기에는 일반 투자자뿐만 아니라 은행권은 바젤3 도입, 보험사 등은 RBC비율 규제 등이 강화되면서 리스크 관리에 대한 관심과 안전자산에 대한 선호도가 전체적으로 높아졌다.

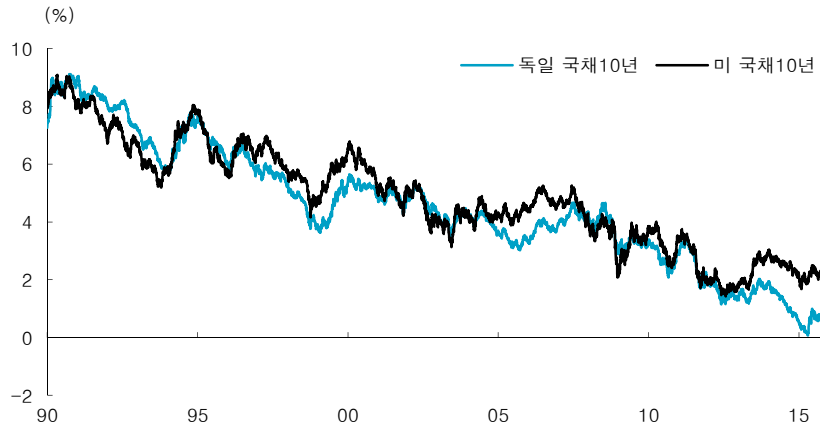
둘째, 주식시장의 저조한 수익률과 금리의 지속적인 하락으로 채권 투자에 유리한 환경이 조성되었다. RP 전략은 자산배분에서 채권의 비중이 자연스럽게 높아지기 때문에 글로벌 금융위기 이후의 금융환경과 잘 어울리는 측면이 있었다. 특히 경기불황과 약세장에서 강한 특성이 부각되면서 인기 있는 투자전략으로 부상했다.

마지막으로 세 번째 이유는 운용 또는 리서치 비용의 감소다. 금융자산의 수익률이 전반적으로 떨어지면서 자산운용에 수반되는 비용에 대한 투자자들의 민감도가 커졌는데, 기대수익률을 필요로 하지 않는 RP 전략은 전통적인 투자전략에 비해 리서치 비용이 크게 감소하는 이점이 있다.

우리는 글로벌 금리는 올 7월을 바닥으로 상승세로 돌아섰으며, 2008년 글로벌 금융위기 이후 지속되어온 채권의 전성시대가 거의 끝난 것으로 보고 있다. 금리 상승이 예상되는 상황에서도 RP 전략은 계속 인기를 누릴 수 있을까?

자산배분에서 RP 전략의 성과는 주식시장의 상대적 부진과 지속적인 금리 하락에 힘입은 바 컸다. RP 전략이 시장에서 인기를 끈 것은 금융위기 이후지만 성과 측면에서는 2000년 이후부터 분석해도 전통적인 가이드라인(60/40 rule)에 비해 우수했는데(글로벌 시장 기준), 가장 큰 이유는 미국 금리가 계속 하락했기 때문이다. 따라서 미국의 정책금리 인상이 본격화되고 글로벌 금리의 상승세가 이어진다면 RP 전략의 인기는 시들해질 가능성이 높다.

[그림 29] 글로벌 금리 추이



자료: Datastream, 한국투자증권

그럼에도 불구하고 RP 전략은 몇 가지 장점이 있기에 부분적으로는 여전히 많이 활용될 것으로 예상된다. 앞서도 언급했듯이 RP 전략의 가장 큰 장점은 기대수익률에 대한 가정이 필요하지 않아서 리서치 비용이 크지 않다는 것이다. 금리가 상승하더라도 과거에 비해서는 낮은 수준이 유지될 것이며, 운용비용에 대한 투자자들의 민감도가 커진 환경에서 이같은 장점은 상당히 결정적이다. 그리고 수익률은 상대적으로 부진해도 변동성이 감안된 위험조정지표(샤프비율)에서는 기존의 방식보다 우월한 경우가 많다는 것도 안전자산을 선호하는, 위험 회피도가 높은 투자자에게는 매우 적합한 전략이 될 수 있다.

RP 전략이 미국에서 인기를 끈 것은 상당히 오래 전 이야기지만 국내에서 본격적으로 관심을 받고 활용되기 시작한 것은 비교적 최근의 일이다. 증권거래소에서는 관련된 지수를 개발 중에 있으며, DB 서비스회사와 운용사에서도 RP나 이와 유사한 방법론(MVP: minimum volatility portfolio, MDP: most diversified portfolio 등)을 채용한 지수나 펀드, ETF들이 계속 개발되어 나올 것으로 예상된다.

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료에 제시된 종목들은 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.