

## Strategy Idea



▲ 퀀트

Analyst 강봉주

02. 6454-4903

bj.kang@meritz.co.kr

## 메리츠 자산배분 전략 점검: 연초 이후 MVAA 8.2%, MDAA 3.5% 수익률 기록

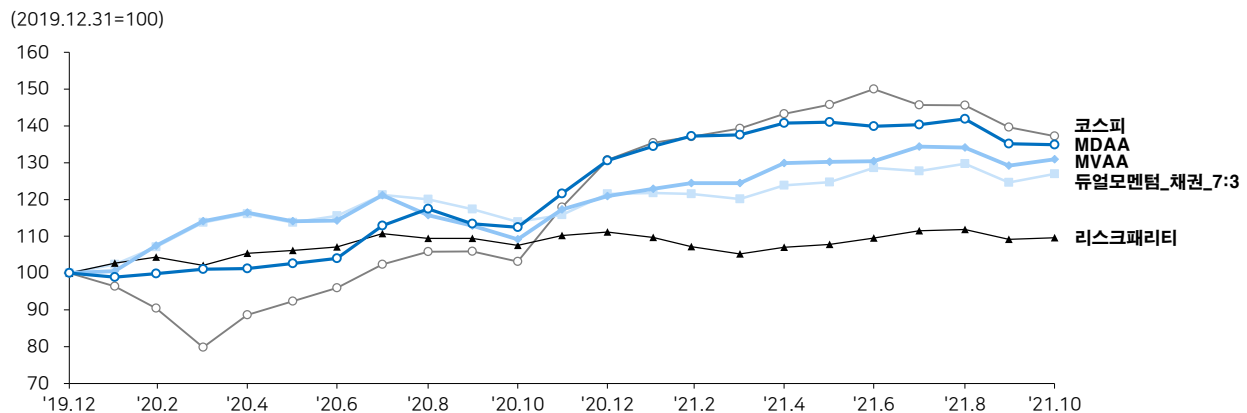
- ✓ 2020년 5월 이후 제시한 4개 자산배분 모델 성과 점검, 핵심 모델인 MVAA, MDAA 2개 모델 2021년 연초 이후 8.2%, 3.5% 수익률 기록하여 양호한 성과 지속
- ✓ 하반기에 신흥국 중심의 주가 약세, 인플레이션 우려로 금리 반등하며 상반기에 이어 채권 수익률 부진, 미국 리츠(부동산) 상대적으로 수익률 양호(하반기 5.7%)
- ✓ MVAA, MDAA 전략 모두 하반기 주식 비중 감소(10월 기준 MVAA 37%, MDAA 0%)

### 하반기 신흥국 주식, 채권, 금 수익률 부진, 미국 리츠 상대적 양호

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

본 자료에서는 해당 모델들의 최근 성과를 점검한다. 참고로 본 자료의 충분한 이해를 위해서는 2020년 5월, 11월 보고서를 먼저 읽을 것을 권한다. 4개 모델의 2020년 성과는 10~28%로 상당히 우수했으며, 핵심 모델인 MVAA, MDAA 모델은 올해 연초 이후 각각 8.2%, 3.5%의 우수한 성과를 기록 중이다.

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

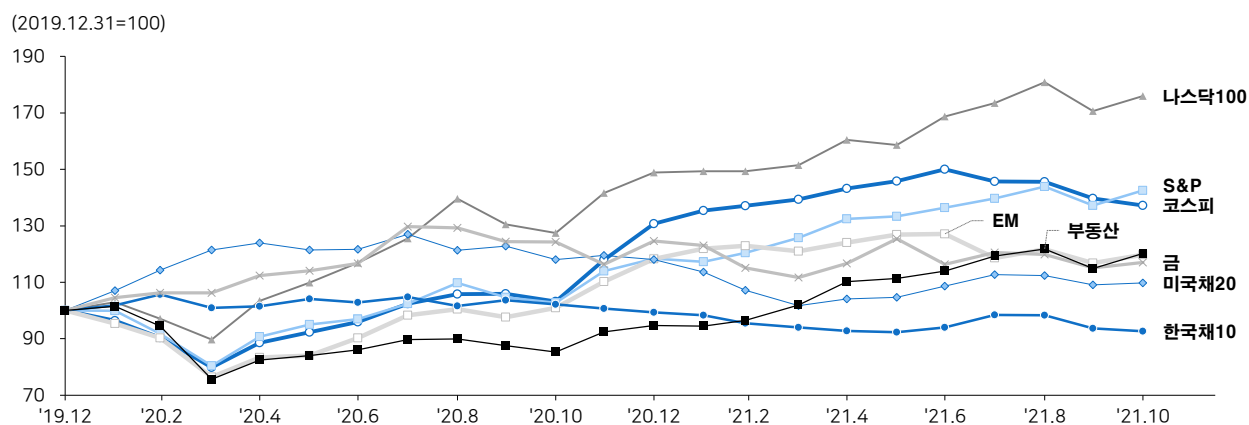


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

2021년 하반기 신흥국 위주의  
주가 하락, 인플레이션 우려로  
채권 금리 반등(채권 가격 하락)  
금 수익률 부진, 미국 리츠 강세

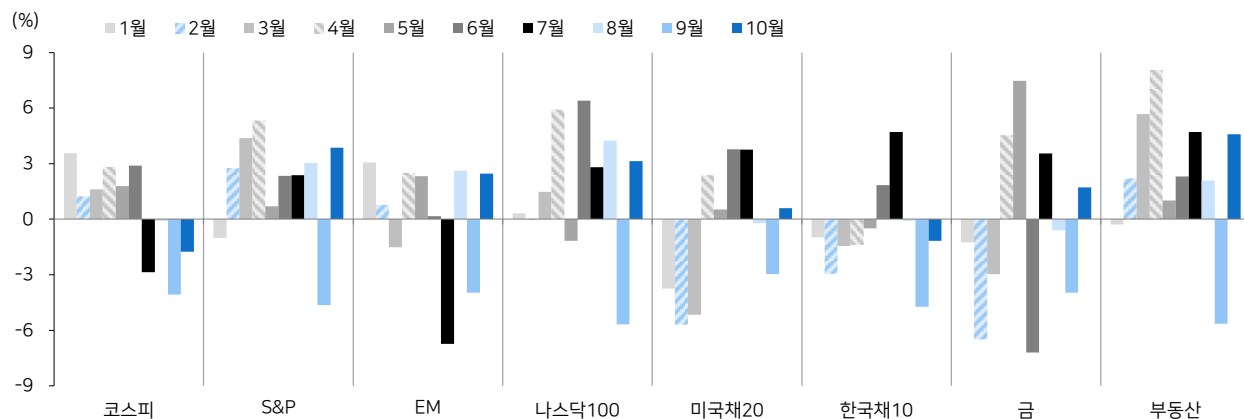
우선 2020년 이후 8개 주요 자산군의 성과를 점검하자. 주식은 하반기에 신흥국 중심으로 하락 반전했다. 2022년 이익 전망치 하향 우려, 인플레이션 우려 및 금리 상향 우려가 주요 원인이다. 채권은 하반기에 금리가 다시 반등하며 올해의 약세 흐름이 지속됐다. 금 가격도 작년의 25% 상승 이후 올해는 7% 정도의 하락 흐름이다. 작년에 부진했던 미국 리츠(부동산)는 하반기에 5.7% 추가 상승하며 연초 이후 25%나 상승했다. 이런 큰 폭의 자산군 수익률 변화를 볼 때 단일 자산 투자보다 자산배분 투자의 필요성을 절감한다.

그림2 2020년 이후 8개 주요 자산군 월별 성과



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 2021년 이후 8개 주요 자산군별 성과 : 월별 수익률



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 메리츠 자산배분 MVAA, MDAA 모델 성과 우수\_연초 이후 8.2%, 3.5%

2021년 성과 듀얼모멘텀 4.5%

리스크 패리티 -1.3%

MVAA 8.2%, MDAA 3.5%

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

(%)	듀얼 모멘텀	리스크 패리티	MVAA	MDAA	코스피
1Q20	13.8	2.1	14.1	1.1	(20.2)
2Q20	1.6	4.9	0.1	2.9	20.2
3Q20	1.6	2.2	(1.2)	9.1	10.4
4Q20	3.5	1.5	7.1	15.1	23.4
'21.1	0.2	(1.3)	1.6	3.0	3.6
'21.2	(0.3)	(2.3)	1.3	2.0	1.2
'21.3	(1.1)	(1.8)	0.0	0.3	1.6
'21.4	3.0	1.7	4.4	2.3	2.8
'21.5	0.7	0.7	0.3	0.2	1.8
'21.6	3.1	1.6	0.1	(0.8)	2.9
'21.7	(0.7)	1.8	3.1	0.3	(2.9)
'21.8	1.6	0.3	(0.2)	1.1	(0.1)
'21.9	(3.9)	(2.4)	(3.7)	(4.7)	(4.1)
'21.10	1.8	0.4	1.3	(0.2)	(1.8)

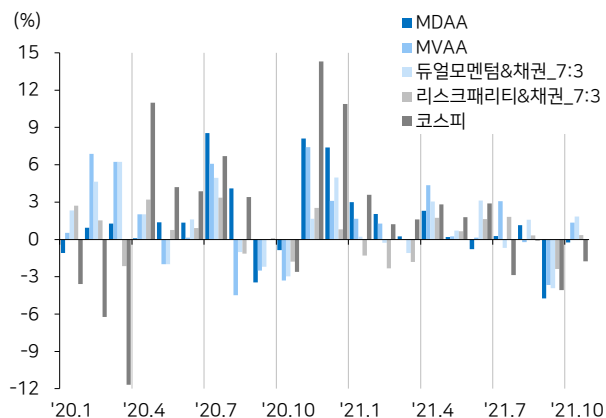
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표2 4개 자산 배분 전략의 2020년 이후 누적 성과 지수

('19.12.31=100)	듀얼 모멘텀	리스크 패리티	MVAA	MDAA	코스피
'19.12	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
1Q20	113.8	102.1	114.1	101.1	79.8
2Q20	115.6	107.1	114.3	104.0	95.9
3Q20	117.4	109.5	112.9	113.4	105.9
4Q20	121.6	111.1	120.9	130.6	130.8
'21.1	121.8	109.7	122.9	134.5	135.4
'21.2	121.5	107.2	124.4	137.2	137.1
'21.3	120.1	105.2	124.5	137.6	139.3
'21.4	123.8	107.0	129.9	140.8	143.2
'21.5	124.7	107.8	130.2	141.0	145.8
'21.6	128.6	109.5	130.4	139.9	150.0
'21.7	127.7	111.5	134.4	140.3	145.7
'21.8	129.7	111.9	134.1	141.9	145.6
'21.9	124.6	109.2	129.2	135.2	139.6
'21.10	126.9	109.6	130.9	134.9	137.2

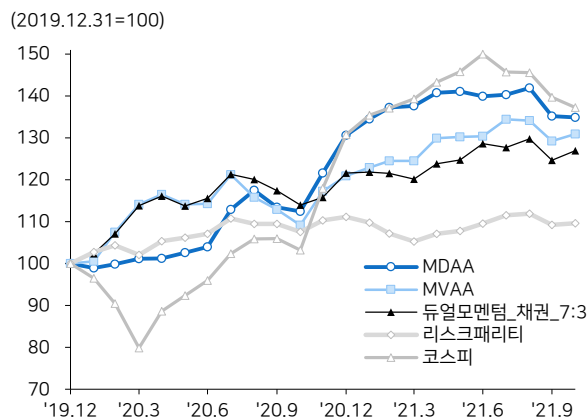
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

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 연초 이후 수익률 4.5%, 주식 비중 53%로 평균 상회

듀얼 모멘텀 전략은 모멘텀이 상대적으로 강한 자산군 4개와 20년 만기 미국채의 성과를 비교해서 모멘텀 상위 자산에 투자한다. 역시 자세한 설명은 2020년 5월 보고서로 대체한다. 해당 모델은 작년 3~5월에는 주식 비중을 0%까지 줄인 이후, 6월부터는 나스닥100을 다시 17.5% 편입했다. 12월 이후로는 주식 비중을 다시 크게 높였고, 올해 내내 주식 비중을 53~70% 정도로 높게 확대 중이다.

2020년 3~5월 주식 보유 0%  
6월 이후 나스닥100 보유  
12월 이후 주식 비중 크게 확대  
2021년 10월 현재 주식비중  
53%로 과거 평균(36%) 상회

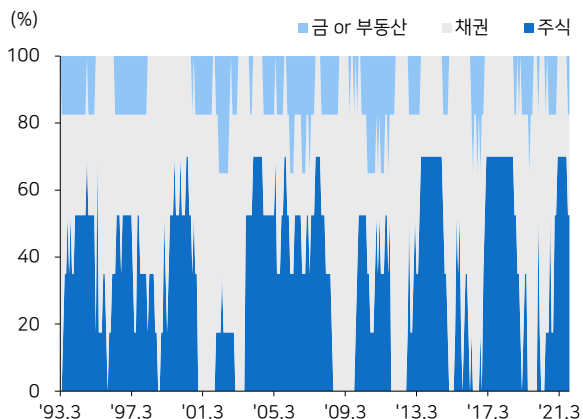
결국 2020년 성과 호조에는 상반기 증시 급락 국면에서 주식 비중을 0%까지 줄인 점이 유효했다. 이후 하반기에 주식 비중 확대가 조금 더뎠지만 12월 이후 크게 확대한 점, 2021년 채권 가격 급락 국면에서 채권 비중을 줄인 점이 유효했다. 한편, 올해 하반기에는 주식 수익률 부진으로 -1.2% 성과를 기록 중이다.

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~'20.11	나스닥100	금	미국채20	미국채20	미국채20
'20.12	나스닥100	코스피	금	EM	미국채20
'21.1	나스닥100	코스피	금	러셀2000	미국채20
'21.2~'21.3	나스닥100	코스피	러셀2000	EM	미국채20
'21.4~'21.5	러셀2000	코스피	나스닥100	EM	미국채20
'21.6	러셀2000	코스피	EM	나스닥100	미국채20
'21.7	러셀2000	코스피	나스닥100	EM	미국채20
'21.8	러셀2000	코스피	나스닥100	S&P	미국채20
'21.9~'21.10	러셀2000	코스피	부동산	S&P	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

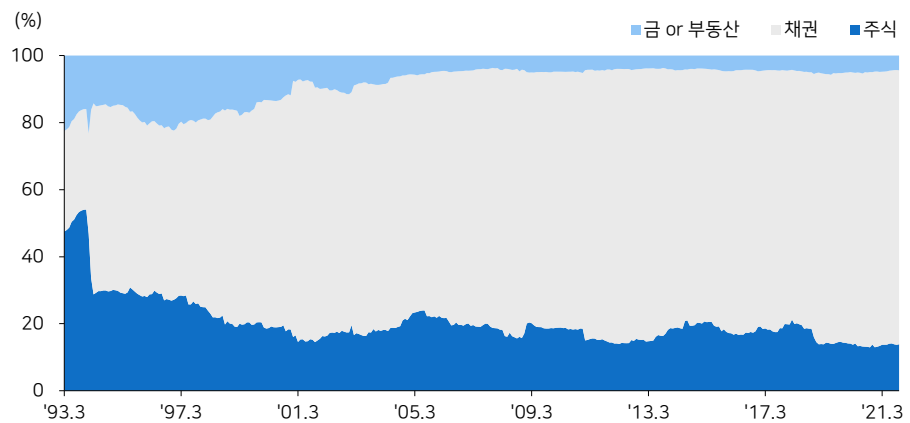


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

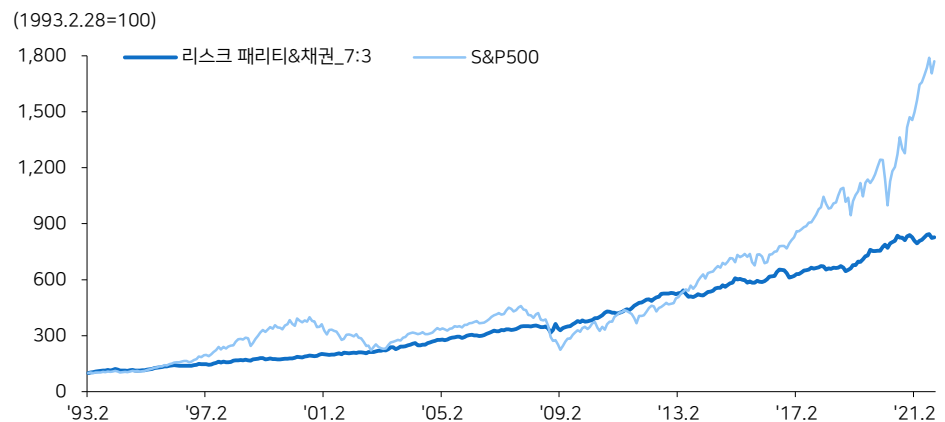
**리스크 패리티&채권\_7:3: 높은 채권 비중으로 연초 이후 성과 -1.3%**

리스크 패리티 & 채권 전략은  
10월 주식 비중 14%로 과거 평균  
20% 대비 낮은 주식 비중

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 나타내는 점은 의미가 있다. 해당 전략은 모델의 구조상 채권 비중을 70~80%로 높게 유지하게 되며 올해 연초 이후 -1.3% 수익률을 기록 중이다.

**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 연초 이후 수익률 8.2%, 2020년 2~6월 주식 비중 0%, 2020년 9월 이후 주식 비중 증가, 2021년 10월은 주식 38%, 채권 50%

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

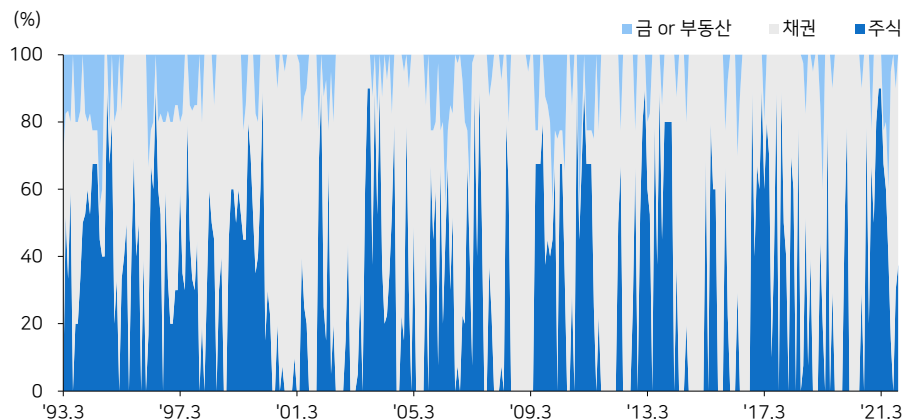
MVAA(Meritz Vigilant Asset Allocation) 전략은 듀얼 모멘텀 전략의 장점(모멘텀 자산 추종)을 따르되, 보다 보수적인 전략이다. 보수적인 이유는 전체 기준 자산군(필자의 경우 16개) 내에서 안전 자산(20년 만기 미국채)보다 모멘텀이 강한 자산의 수가 일정 수치(6개) 이하이면 안전 자산으로만 투자하기 때문이다. 작년 상반기 선제적인 주식 비중 축소와 9월 이후 주식 비중 확대로 성과가 우수했다.

표4 MVAA 전략 자산 배분 내역

2020년	Top4 모멘텀 상위 자산					채권	2021년	Top4 모멘텀 상위 자산					채권
1월	EM	나스닥100	S&P	AC_exUS	미국채20	20%	1월	코스피	러셀2000	EM	나스닥100	미국채20	20%
	20%	20%	20%	20%	20%			20%	20%	20%	20%	20%	
2~6월	n/a	n/a	n/a	n/a	미국채20	100%	2월	러셀2000	코스피	신흥국	나스닥100	미국채20	10%
	0%	0%	0%	0%				23%	23%	23%	23%		
7월	나스닥100	EM	금	코스피	미국채20	60%	3월	러셀2000	코스피	신흥국	AC_exUS	미국채20	10%
	10%	10%	10%	10%				23%	23%	23%	23%		
8월	n/a	n/a	n/a	n/a	미국채20	100%	4월	러셀2000	코스피	S&P	부동산	미국채20	10%
	0%	0%	0%	0%				23%	23%	23%	23%		
9월	나스닥100	S&P	코스피	EM	미국채20	20%	5월	부동산	러셀2000	S&P	나스닥100	미국채20	20%
	20%	20%	20%	20%				20%	20%	20%	20%		
10월	코스피	나스닥100	EM	S&P	미국채20	80%	6월	코스피	금	부동산	EAFE	미국채20	20%
	5%	5%	5%	5%				20%	20%	20%	20%		
11월	EM	러셀2000	나스닥100	금	미국채20	10%	7월	나스닥100	코스피	부동산	러셀2000	미국채20	80%
	23%	23%	23%	23%				5%	5%	5%	5%		
12월	러셀2000	코스피	EAFE	AC_ex.US	미국채20	50%	8월	n/a	n/a	n/a	n/a	미국채20	100%
	13%	13%	13%	13%				0%	0%	0%	0%		
							9월	나스닥100	부동산	S&P	러셀2000	미국채20	60%
								10%	10%	10%	10%		
							10월	미국하이일드	EAFE	S&P	러셀2000	미국채20	50%
								13%	13%	13%	13%		

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 MVAA 전략 자산 배분 내역



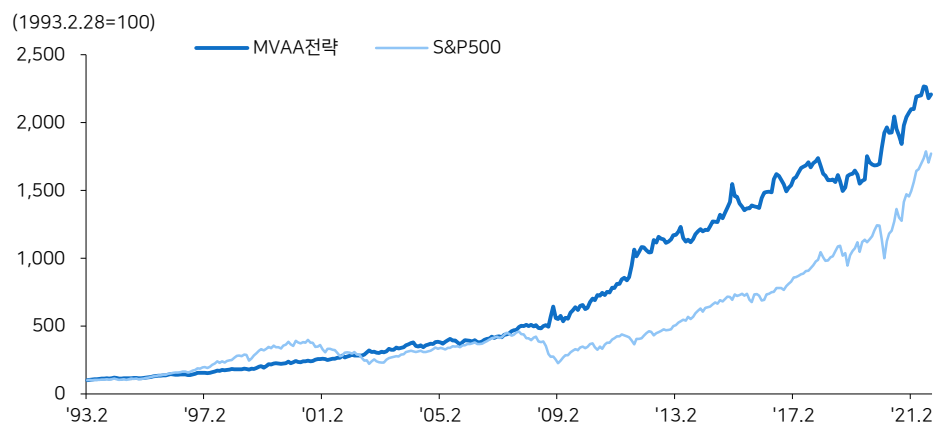
자료: 메리츠증권 리서치센터

2020년 이후 자산별 높은 가격 변동에도 불구하고 MVAA 전략의 자산별 비중 배분 효과 우수  
올해 상반기 주식 비중 확대 및 하반기 주식 비중 축소로 양호한 성과 유지(연초 이후 8.2%)

결국 MVAA 전략의 보수적인 특성 덕분에 2020년 상반기의 코로나 증시 급락을 효과적으로 방어했다. 게다가, 자산 비중에 대한 타이밍 효과를 충분히 발휘했다. 2020년 4월의 증시 반등보다는 느렸지만 9월 이후 주식 비중을 크게 증가시키며 증시 상승 효과를 누렸다. 이후 2021년에는 채권 비중을 10~20%로 크게 낮춤으로써 금리 반등으로 인한 채권 가격 하락을 상당 부분 회피했다.

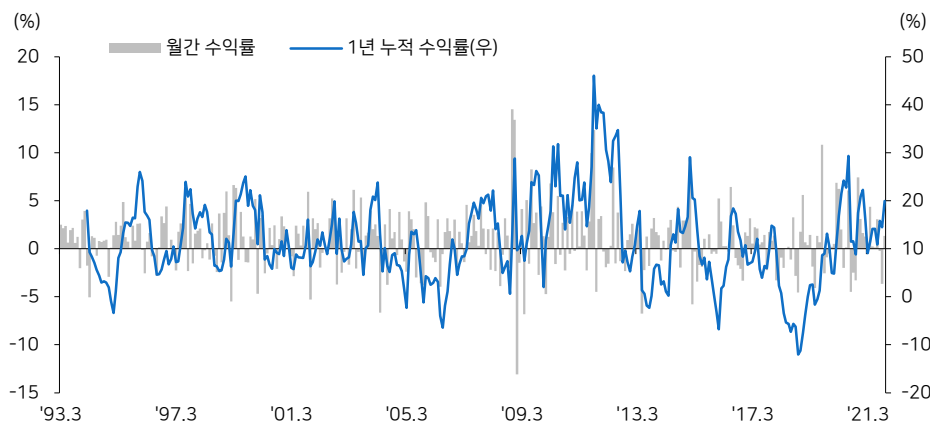
하반기에 주식 비중을 평균 20% 이하로 낮게 배분한 점도 성과 방어에 유리하게 작용했다. 한편, 최근 10월에는 MVAA 모델에서 주식 비중을 과거 평균(33%)보다는 소폭 높은 38%로 높이는 결과가 나왔다. 주가 하락 위험보다 금리 추가 상승으로 인한 채권 가격 하락 위험을 더 심각하게 평가하는 것으로 해석된다.

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 연초 이후 수익률 3.5%, 주식 비중 2020년 5월부터 증가하여 2020년 수익률 28%, 최근 10월 주식 비중 0%, 단기채 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 방어하는 특징 때문이다. 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 배분하기 때문에 금리 상승 위험에서 상당히 자유롭다.

MDAA 모델 2020년 성과 28%  
2021년 성과 3.5% 기록중  
최근 10월에는 주식 비중 0%로  
주식 자산 회피 성향 강화

MDAA 모델은 작년 성과가 28%로 4개 모델 중 가장 우수했다. 작년 3,4월 주식 급락 국면에서는 주식 비중을 0%로 줄이고, 5월 이후에는 주식 비중을 빠르게 늘린 점이 유효했기 때문이다. 주식 비중이 높은 모델의 기본 성격상 올해 상반기에는 성과가 7%로 우수했으나 하반기에는 증시 하락 영향으로 상반기 성과가 3%대로 감소했다. 결국, 채권 하락 리스크 방어는 됐으나 주식에서 피해를 본 셈이다. 최근 10월에는 주식 비중 0%, 단기채 100%로 배분 중이다.

표5 MDAA 전략 자산 배분 내역

2020년	Top4 모멘텀 상위 자산				채권	2021년	Top4 모멘텀 상위 자산				채권
1월	EM	나스닥100	S&P	AC_exUS	미국채1~3년	1월	코스피	러셀2000	EM	나스닥100	미국채1~3년
	25%	25%	25%	25%	0%		25%	25%	25%	25%	0%
2월	나스닥100	미국채20	금	미국_투자등급	미국채1~3년	2월	러셀2000	코스피	EM	나스닥100	미국채1~3년
	13%	13%	13%	13%	50%		25%	25%	25%	25%	0%
3월	미국채20	금	미국채10	한국채10	미국채1~3년	3월	러셀2000	코스피	EM	AC_exUS	미국채1~3년
	13%	13%	13%	13%	50%		13%	13%	13%	13%	50%
4월	n/a	n/a	n/a	n/a	미국채1~3년	4월	러셀2000	코스피	S&P	부동산	미국채1~3년
	0%	0%	0%	0%	100%		13%	13%	13%	13%	50%
5월	나스닥100	미국채20	금	S&P	미국채1~3년	5월	부동산	러셀2000	S&P	나스닥100	미국채1~3년
	13%	13%	13%	13%	50%		25%	25%	25%	25%	0%
6월	나스닥100	금	S&P	미국채20	미국채1~3년	6월	코스피	금	부동산	EAFE	미국채1~3년
	13%	13%	13%	13%	50%		25%	25%	25%	25%	0%
7월	나스닥100	EM	금	코스피	미국채1~3년	7월	나스닥100	코스피	부동산	러셀2000	미국채1~3년
	25%	25%	25%	25%	0%		25%	25%	25%	25%	0%
8월	금	나스닥100	EM	코스피	미국채1~3년	8월	부동산	나스닥100	S&P	한국채10	미국채1~3년
	25%	25%	25%	25%	0%		13%	13%	13%	13%	50%
9월	나스닥100	S&P	코스피	EM	미국채1~3년	9월	나스닥100	부동산	S&P	러셀2000	미국채1~3년
	25%	25%	25%	25%	0%		25%	25%	25%	25%	0%
10월	코스피	나스닥100	EM	S&P	미국채1~3년	10월	n/a	n/a	n/a	n/a	미국채1~3년
	25%	25%	25%	25%	0%		0%	n/a	n/a	n/a	100%
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%						

자료: 메리츠증권 리서치센터

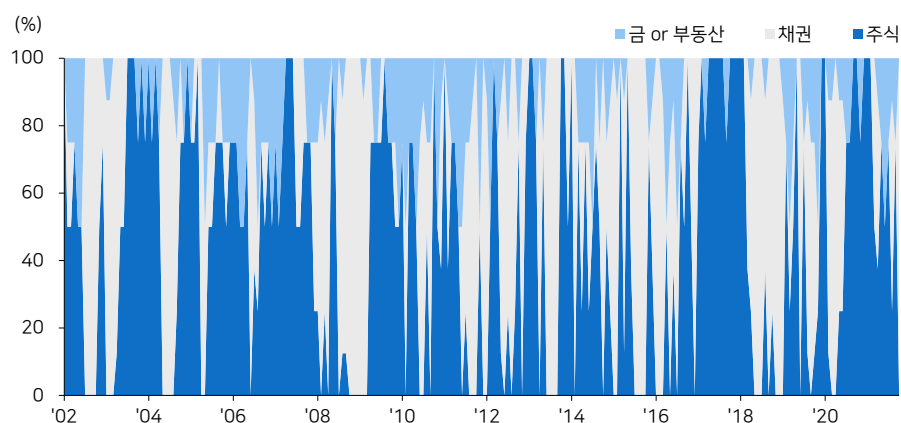


2020년에 이어 2021년에도 MVAA, MDAA 모델 성과 우수  
올해 다양한 리스크 요인을 고려할 때 안정적인고 정교한 자산배분 전략 필요

결국 모든 국면마다 금융 자산의 등락을 맞추어 투자하는 것은 불가능에 가깝다. 따라서, 장기적으로 가격이 상승하면서도 투자 과정 중에 분산투자 효과로 변동성을 줄일 수 있는 자산 배분 투자(주식, 채권, 금, 부동산)가 효과적이다. 현재에도 금리 변동, 인플레이션 우려, 2022년 기업 이익 신뢰 저하 등 불확실성 요인들이 상당하다.

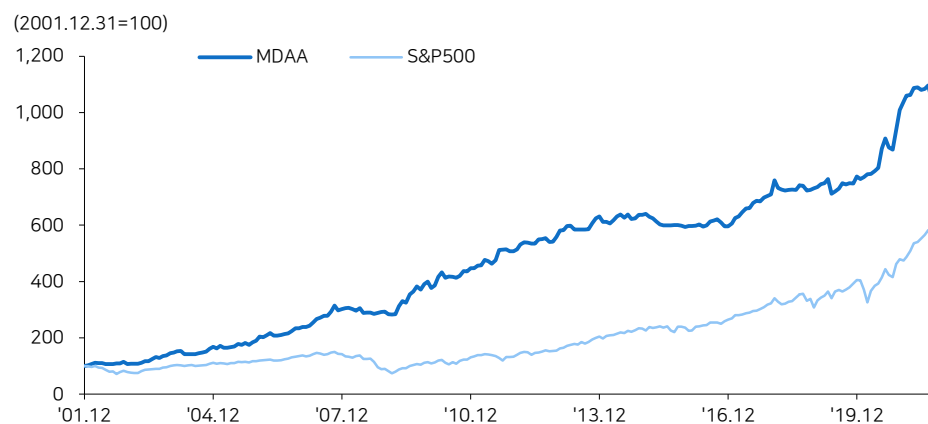
그런 점에서 필자는 주력 모델인 MVAA, MDAA를 중심으로 자산을 배분할 것을 제안한다. 작년에 보고서에서 방법론을 설명한 이후 올해의 혼란스러운 국면에서도 두 모델의 성과가 안정적인 점이 긍정적이다. 향후에도 효과적인 자산 배분 방법론을 지속 제시할 예정이다.

그림13 MDAA 전략 자산 배분 내역



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림14 MDAA 전략, S&P500 장기 투자 성과



자료: 메리츠증권 리서치센터

#### Compliance Notice

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.