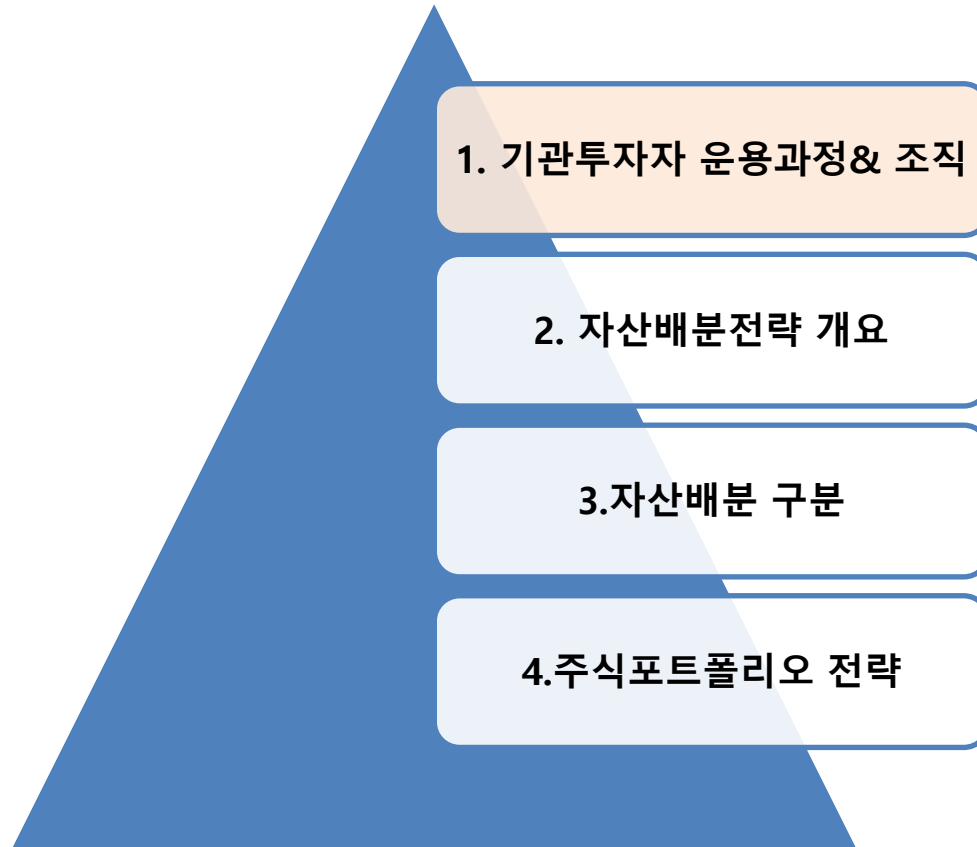


Domain Knowledge(7)

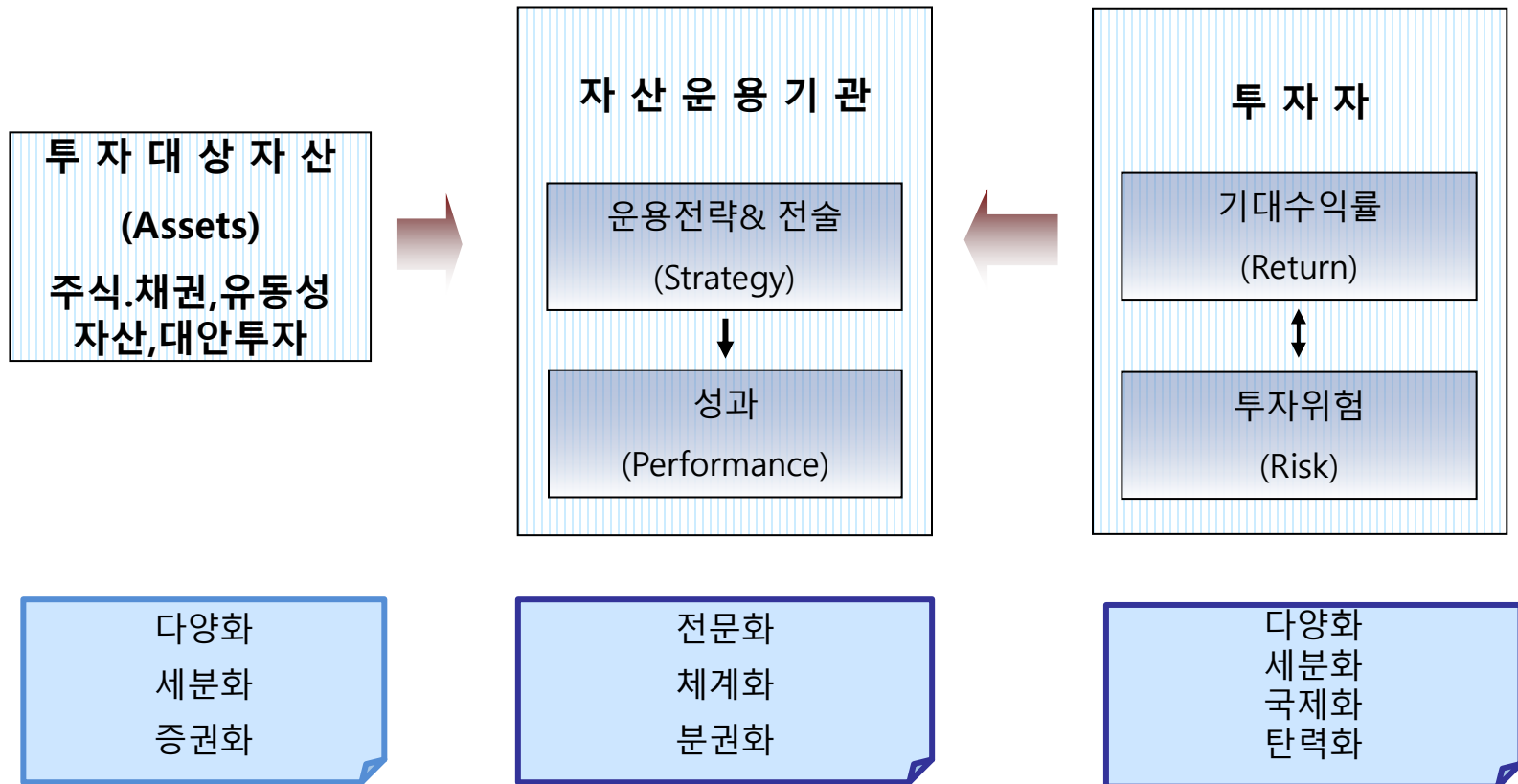
1. **주식운용전략**
2. **자산배분전략**

1. 주식운용전략



1. 기관투자자 운용과정과 조직

1) 자산운용 기본 구조

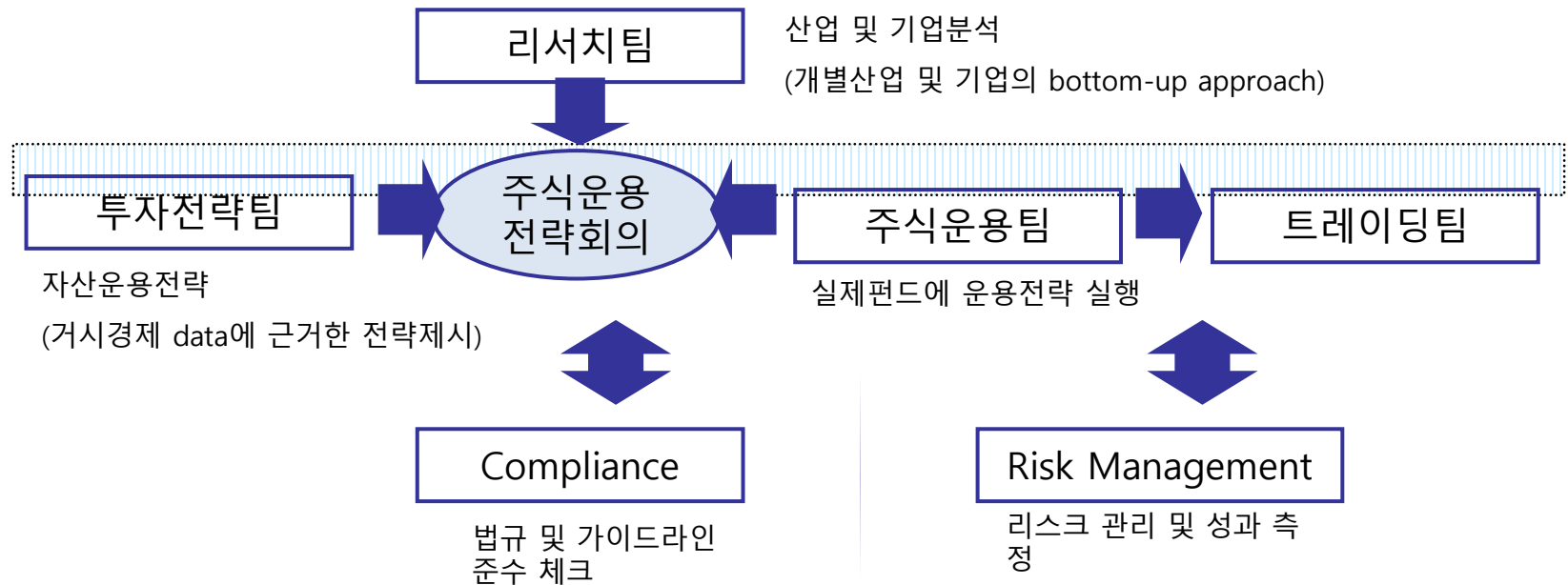


1. 기관투자자 운용과정과 조직

2) 기관투자자가 운용조직의 특징

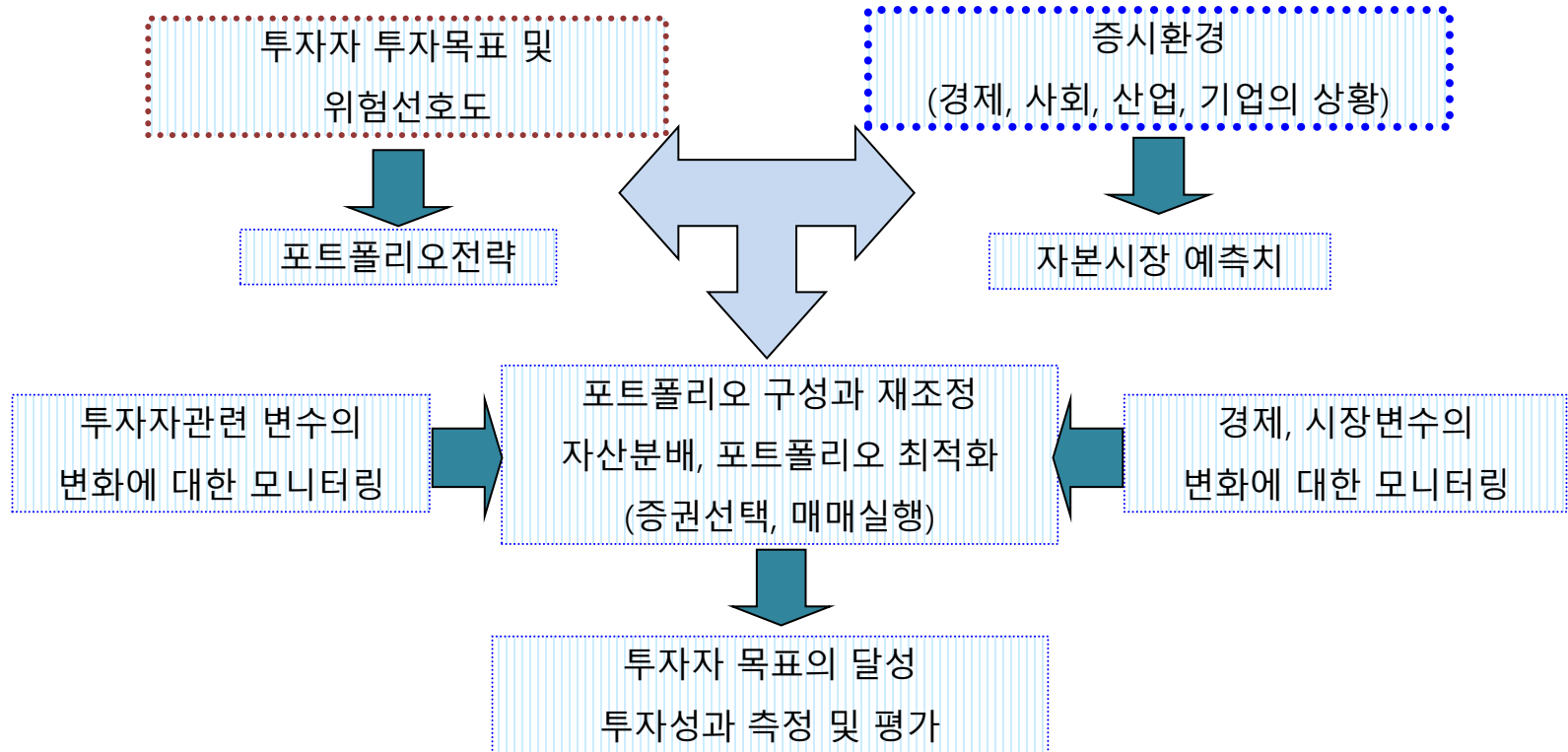
- 권한과 책임의 단계별 분화
- 견제와 균형
- 집단운용체제

3) 주식운용 조직



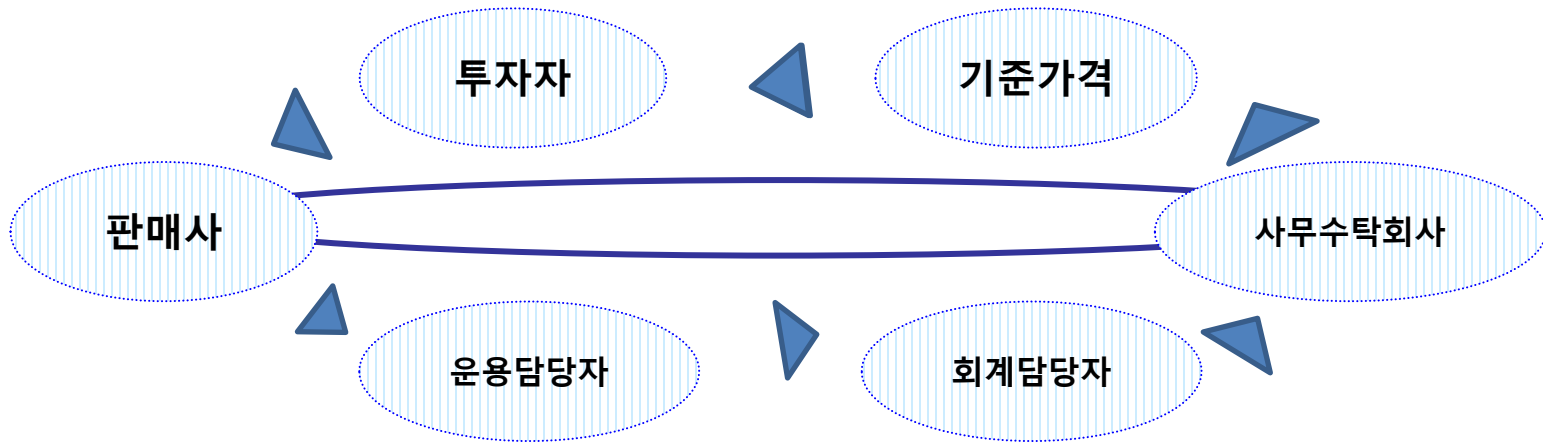
1. 기관투자자 운용과정과 조직

4) 기관투자자의 주식운용과정



1. 기관투자자 운용과정과 조직

5) 주식형 펀드 운용 업무 흐름도



6) 주식운용참여자

- CIO (Chief Investment Officer)
- Fund Manager
- Strategist, Economist
- Analyst
- Trader

2. 자산배분전략 개요

1) 자산배분전략 정의

- 주식(위험자산)과 채권(저위험자산) 간에 투자자금을 배분하여 포트폴리오를 구성하는 투자과정
- 주식시장 과열로 주가하락 예상시 주식비중 줄이고 채권 비중을 늘림
- 자산구성의 변동 뿐 아니라 투자위험에 대한 관리, 투자목표 달성을 위한 최적화 등 포함
- 자산배분전략은 광의로는 펀드운용회사의 펀드운용 통제, 협의로는 자산구성비 변동을 통해 초과 수익 획득하려는 투자전략

2) 자산배분전략 중요성

- 위험수준이 다른 자산(예를 들어 주식과 채권)의 구성비를 어떻게 가져가느냐가 장기적인 성과의 대부분을 설명
- 자산운용에서 가장 중요시되는 최초의 운용행위
- 투자활동별 평균 연간수익률과 수익률변동 설명비율(미국 82개 대형연금 기관의 수익률, 기간 1977~1987)

		증권 선택 활동			
		적 극 적		소 극 적	
자산배분	적 극 적	13.41%(100%)	4	2	13.23%(93.3%)
	소 극 적	13.75%(96.1%)	3	1	13.49%(91.5%)

2. 자산배분전략 개요

3) 자산배분전략 특징

- 투자목표의 계량화
- 투자목표와 운용활동을 연결
- 분산투자의 중요성 강조
- 운용성과를 측정할 수 있는 명확한 Benchmark 규명
- 투자전략 수정시 고려해야 할 변수에 대한 예측력 강화

4) 자산배분전략 도입목적

- 과학적인 자산운용 전략 수립
- 상품개발 과정의 체계화
- 투자자의 투자목표를 적극적으로 수용
- 투자성과의 체계적 관리 평가

2. 자산배분전략 개요

5) 자산배분전략 변화

구 분	최근	과거
투자목표	(스타일) 인덱스 초과수익률	목표수익률
투자전략	적극적인 인덱스투자전략	적극적 자산배분전략
펀드매니저권한	정해진 스타일 내에서 투자 (종목선택능력만을 발휘가능)	목표수익률 달성을 위한 모든 권한 (자산배분, 종목선택능력 모두 발휘가능)
투자경향	장기투자가 기본	단기투자가 기본
자 산 배 분	펀드 밖에서 이루어짐 (장기적인 자산배분)	펀드 내에서 이루어짐 (단기적인 자산배분)

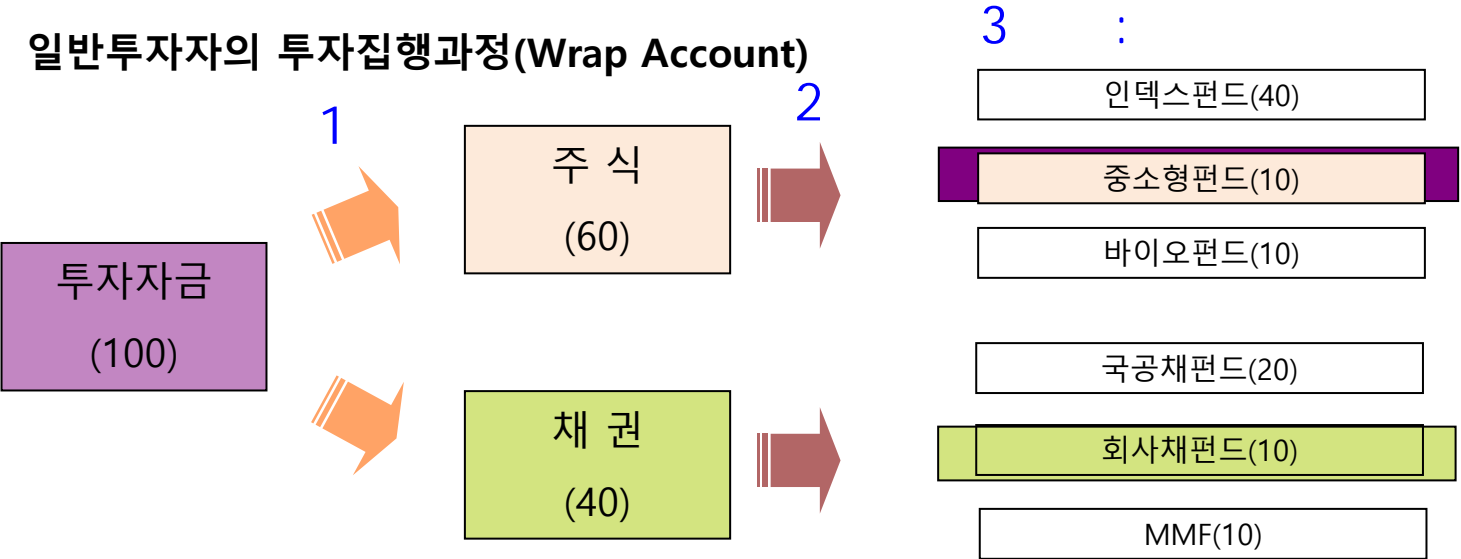
2. 자산배분전략 개요

6) Style 투자

◆ 기관투자자의 자산운용과정



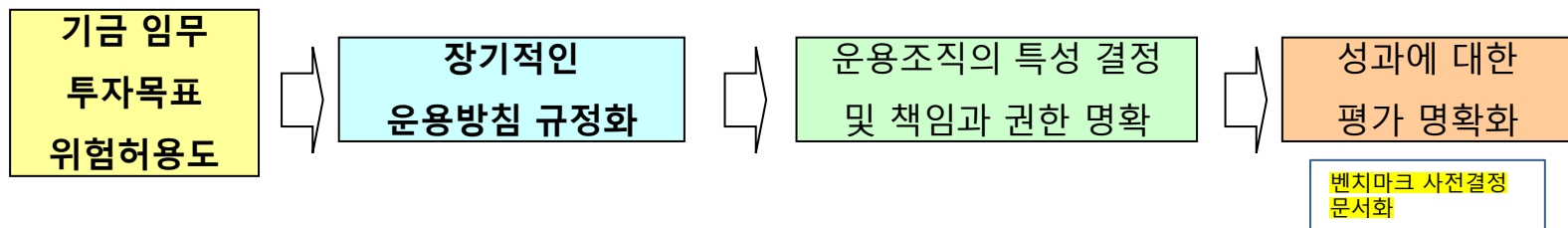
◆ 일반투자자의 투자집행과정(Wrap Account)



2. 자산배분전략 개요

7) 자산배분전략의 준비사항

(1) 전략 수립시 미리 정의해야 할 사항



(2) 자산집단의 선택

- 분산가능성(diversification)과 독립성(degree of independence)

(3) 자산배분전략을 위해 필요한 자료

- 자산집단의 기대수익률, 자산집단의 위험, 자산집단수익률간 상관관계, 위험선호도 추정
- 주식수익률 구성요소 : 배당, 이익성장, PER, 명목수익률, 실질수익률
- 추세분석법, 시나리오분석법, 기본적분석방법(CAPM, APT), 시장공통예측치 사용방법, 경기순환접근방법, 시장타이밍방법, 회귀분석

3. 자산배분전략 구분 : 전략적 자산배분

1) 전략적 자산배분 실행과정

투자자의 투자목적 및 투자제약조건의 파악

투자자의 투자성향, 자금성격, 세금 등 투자자의 위험회피정도



장기적 자산집단의 선택

분산가능성과 독립성을 고려



자산종류별 기대수익, 위험, 상관관계 추정

미래의 수익률과 미래의 위험을 추정



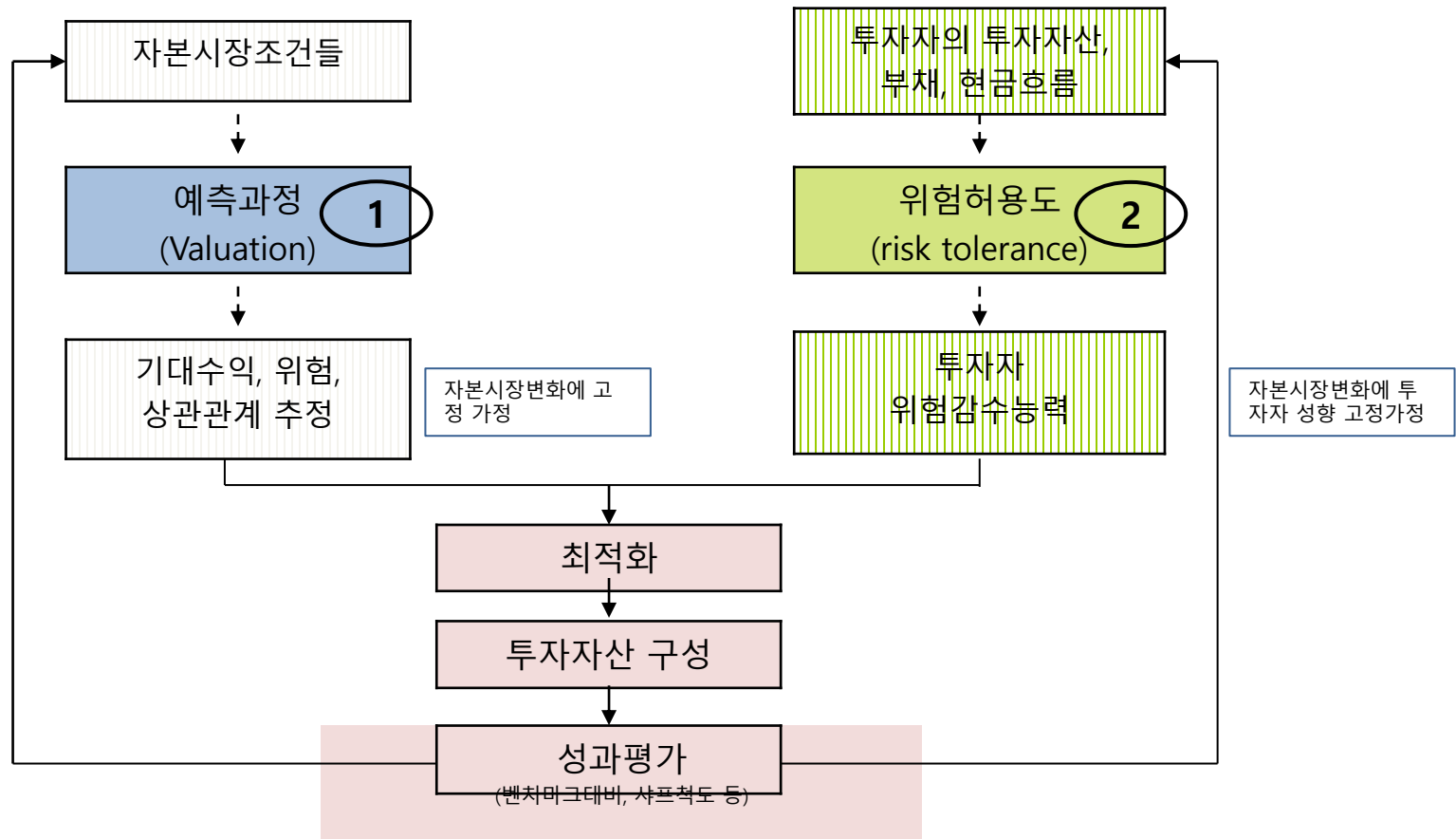
최적자산구성의 선택

효율적인 투자기회집합을 추출, 효과적인 의사결정을 통해 결정

- 포트폴리오 이론을 배경으로 장기간에 걸쳐 과거의 실적치와 예측에 근거한 **기대수익률**과 허용된 **위험**을 기준으로 투자자산의 장기적인 위험수용도에 적합하게 자산배분
- 장기적인 펀드내 자산구성비율과, 중기적으로 개별자산이 취할 수 있는 투자비율의 한계를 결정

3. 자산배분전략 구분 : 전략적 자산배분

2) 전략적 자산배분의 실행과정



3. 자산배분전략 구분 : 전략적 자산배분

3) 전략적 자산배분 이론적 배경

- 효율적 투자기회선(E.F)
- 최적화의 문제점
- 추정오차를 반영한 효율적 투자기회선
- 현실적인 최적포트폴리오 선택
- 최적화를 이용한 전략적 자산배분의 문제점
 - ✓ 불안정한 해
 - ✓ 재조정비용우려
 - ✓ 최적화 기법의 난이함
 - ✓ 운용조직의 갈등

4) 전략적 자산배분의 실행방법

- 시장가치 접근법 index
- 위험수익 최적화 방법 -> +
- 투자자별 특수 상황을 고려하는 방법
- 다른 기관투자자 자산배분 모방

3. 자산배분전략 구분 : 전술적 자산배분

1) 전략적(Strategic) 자산배분 & 전술적(Tactical) 자산배분

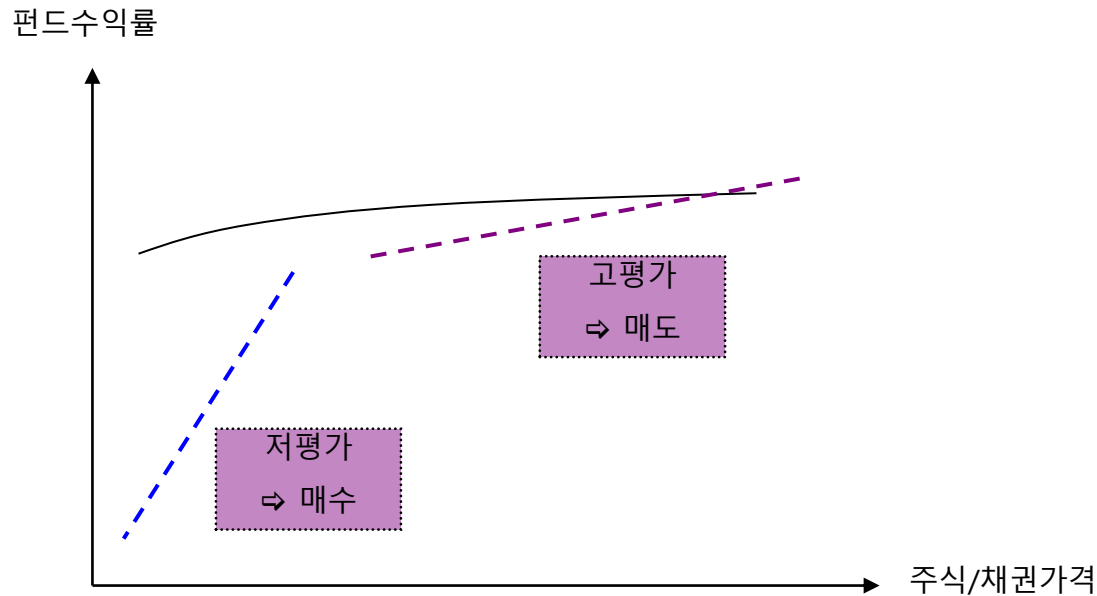
구 분	전략적 자산배분	전술적 자산배분
정 의	투자자의 목적 및 제약조건을 감안하여 장기적인 포트폴리오의 자산구성을 정하는 의사결정	시장의 변화방향을 예상하여 사전적으로 자산구성을 변동시켜 나가는 전략 : 중단기적인 가격착오(mispricing)를 적극적으로 활용하여 초과수익 지향
자산배분 주체	투자자(연기금, 개인투자자) 자산운용기관(Balance형, 자산배분형)	펀드매니저 : 벤치마크대비 초과수익달성
이론적 배경	효율적인 투자기회선과 투자자의 효용함수의 접점	Contrary Strategy Over Reaction 증권시장의 비효율성 이용

3. 자산배분전략 구분 : 전술적 자산배분

2) 전술적 자산배분의 이론적 배경

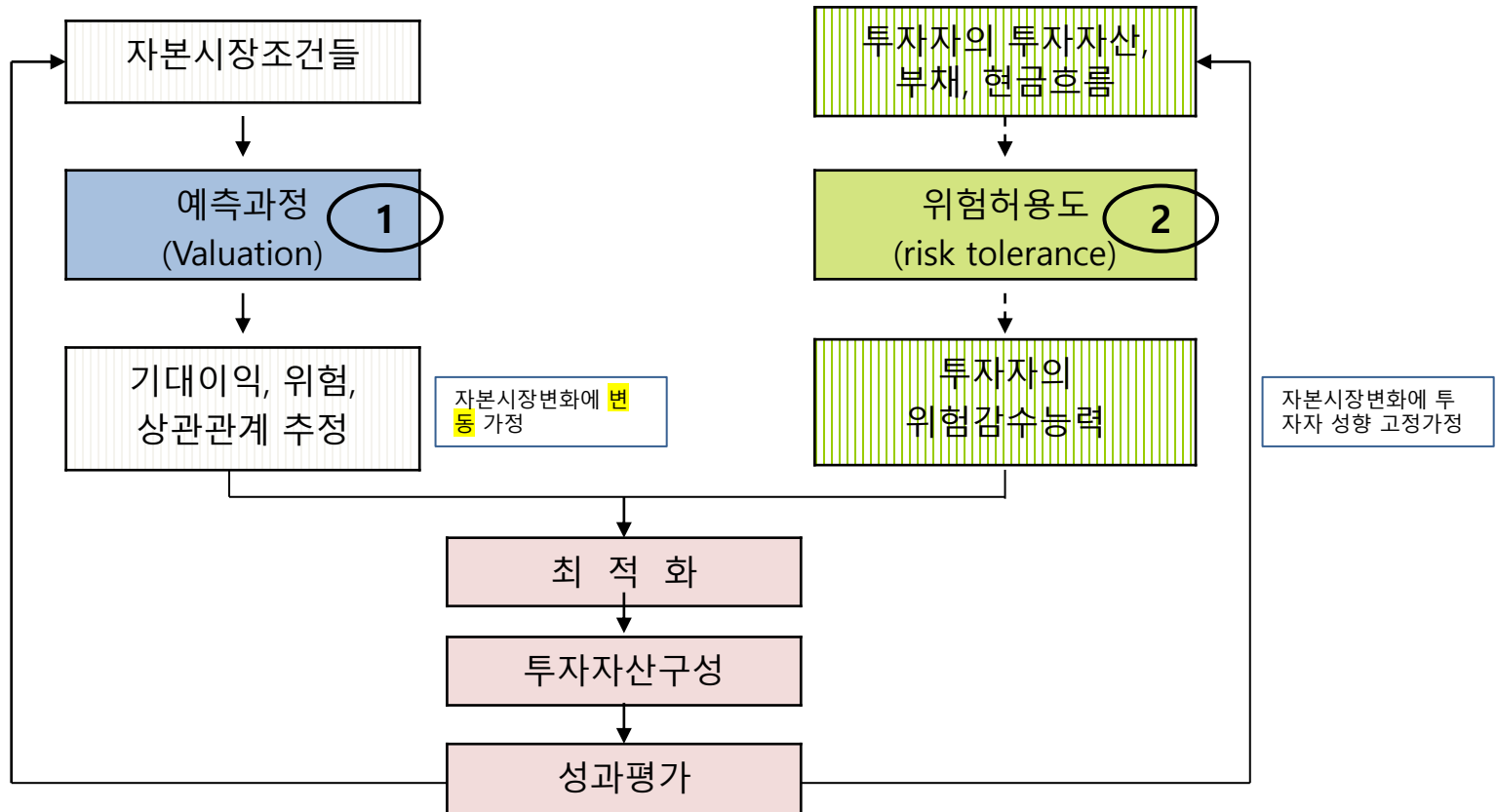
- 1) 역투자전략(Contrary Strategy)
- 2) 증권시장의 과잉반응(Overreaction) 현상

◆ 펀드수익률 곡선과 TAA



3. 자산배분전략 구분 : 전술적 자산배분

3) 전술적 자산배분 실행과정



3. 자산배분전략 구분 : 전술적 자산배분

4) 전술적 자산배분의 실행도구

가치평가 모형

- 기본적 분석방법(Fundamental Analysis)
 - ✓ 이익할인모형 DCF
 - ✓ 배당할인모형 DDM
 - ✓ 현금흐름할인모형 DCF
 - ✓ 경제적부가가치모형(EVA)
- 요인모형방식(Factor Model)
 - ✓ CAPM, APT, 다변량 회귀분석

기술적 분석

- 주식과 채권가격의 추세분석, 이격도를 이용한 전술적 자산배분

Formula Plan (불변금액, 불변비율법, 변동비율법)

모멘텀(Momentum)을 이용한 방법

가

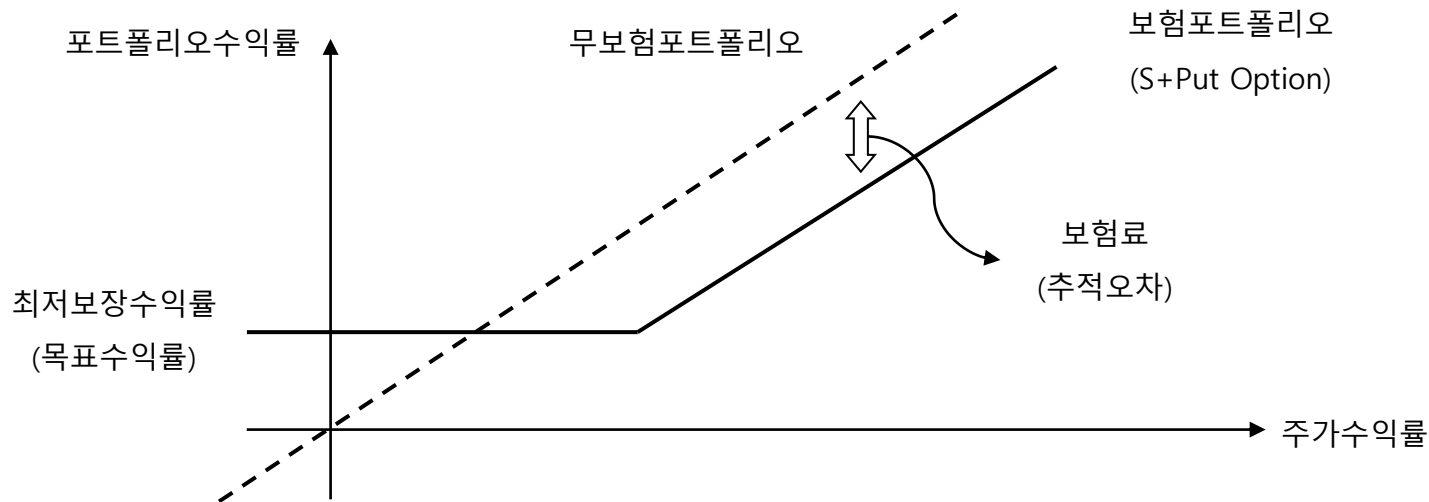
가

(

)

3. 자산배분전략 구분 : 전술적 자산배분

1) 포트폴리오 인슈런스 구조



2) 포트폴리오 인슈런스 활용

- 최저수익을 보장하며 지수상승시 수익을 낼 수 있는 구조의 자산배분전략 필요
- 최근 파생상품의 이용한 다양한 보장성 상품 개발됨
- 위험회피도가 높은 투자자에게 적합한 자산배분전략

3. 자산배분전략 구분 : 보험자산 자산배분

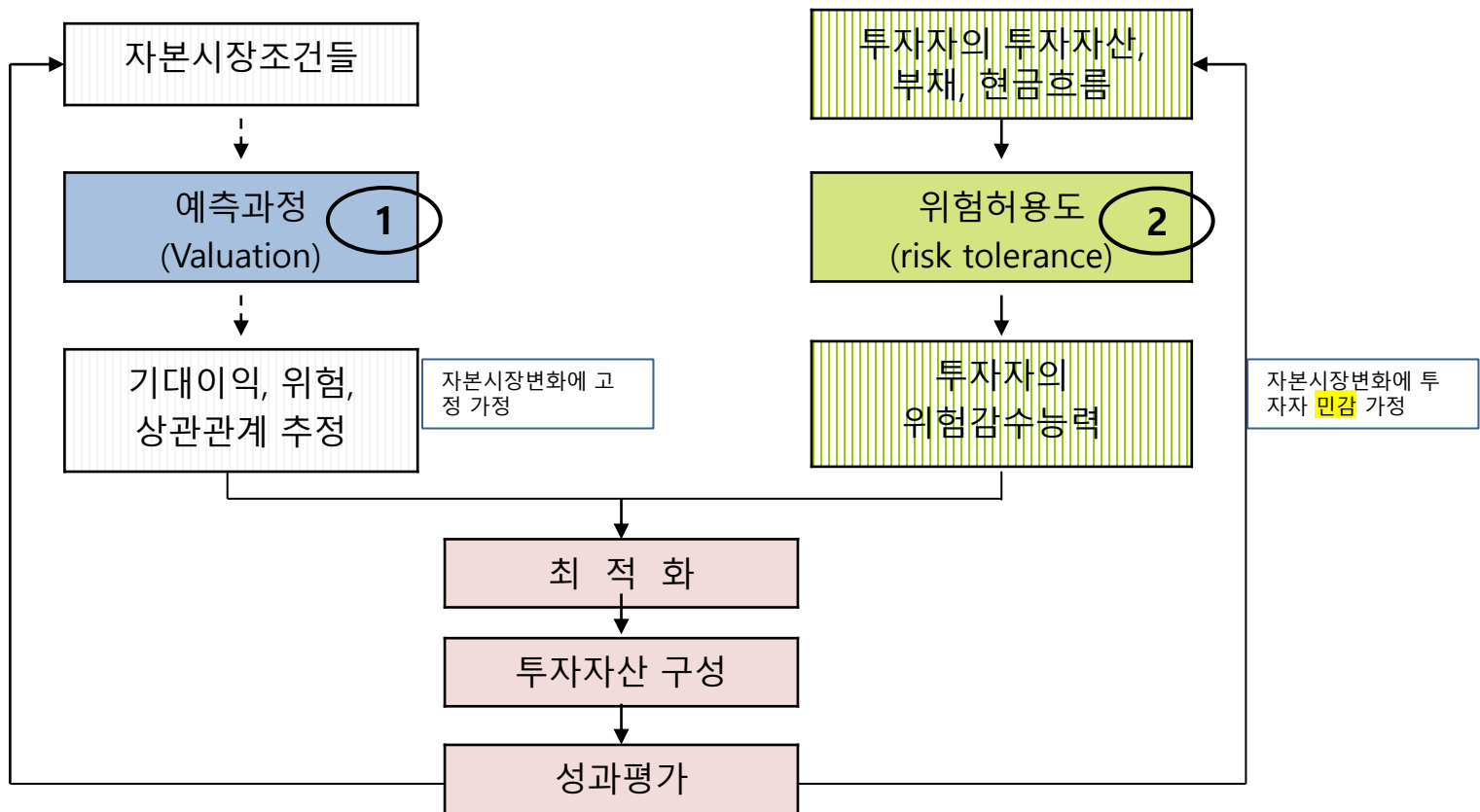
3) 포트폴리오 인슈런스 속성

- 투자만기시에 최소보장가치 이하의 투자성과를 나타낼 확률도 0(zero) 이하
- 포트폴리오의 가치가 최소보장수준 이상일 때, 포트폴리오의 가치는 완전히 위험자산에 투자한 경우 획득 가능한 이익의 일정비율 만큼이며 이는 예측 가능.
- 주식의 기대수익률이 채권보다 높다면 위의 성질을 가진 모든 투자전략 중에서 보험포트폴리오가 가장 기대수익률이 높다.

3. 자산배분전략 구분 : 보험자산 자산배분

4) 포트폴리오 인슈런스의 실행과정

◆ 동적자산배분전략의 실행과정



3. 자산배분전략 구분 : 보험자산 자산배분

5) 주가지수 선물 이용한 Portfolio Insurance

장 점	단 점
거래비용 절감	Mispricing Risk 존재
뛰어난 유동성	Basis Risk
선물 당일 결제로 자산의 동시적 거래	선물운용에 따른 마진요구에 응하기 위해 현금보유 필요성
기초자산 운용을 변동없이 유지	선물 매일 결제를 위해 채권 매각 가능성
채권 이자수입흐름을 안정적으로 유지	현물자산의 인덱스화

6) 선형 조정법칙을 이용한 전략(CPPI : Constant Portion Portfolio Insurance)

주식투자금액 = 승수 X (포트폴리오 평가액-최저보장수익의 현재가치)

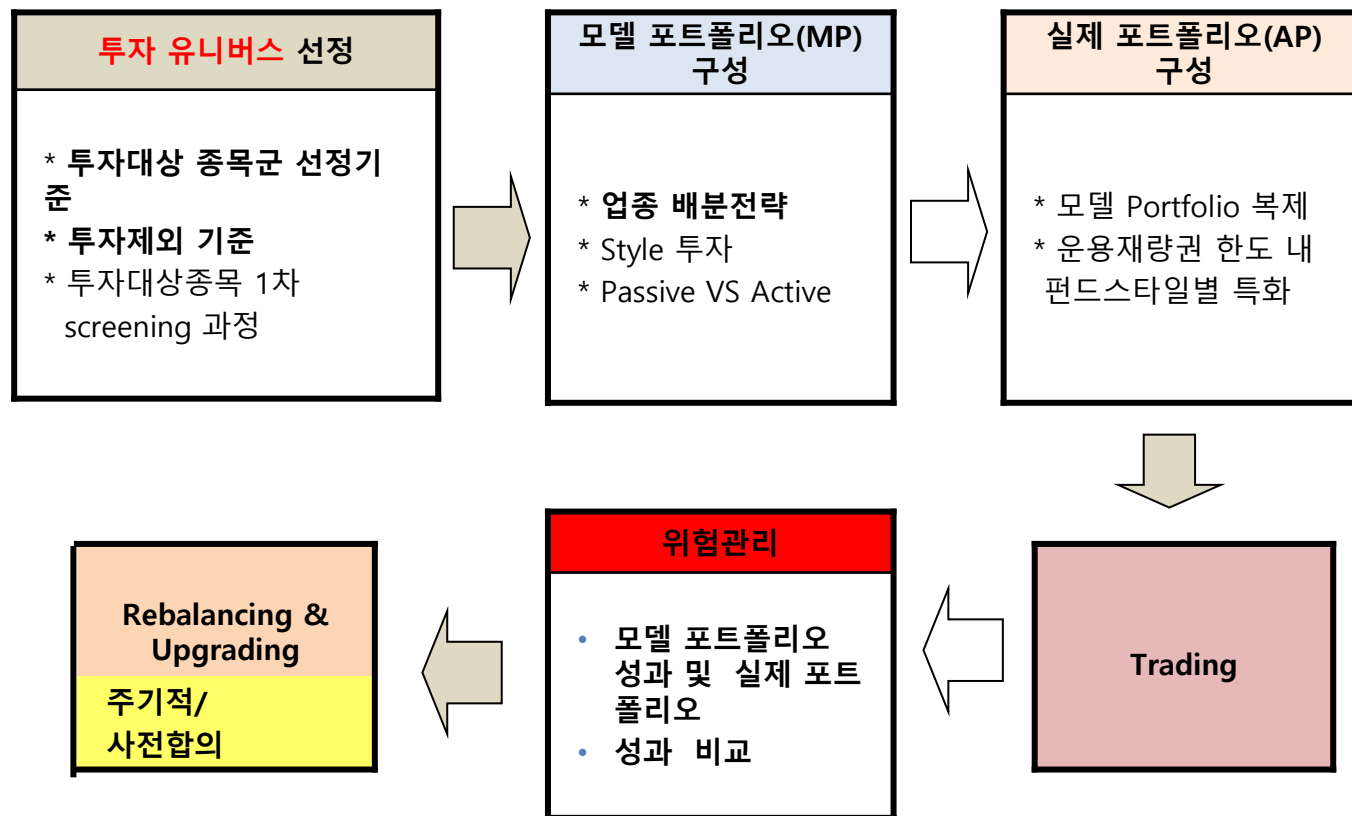
채권투자금액 = 전체 포트폴리오 평가액-주식투자금액

* 승수 : 정수값, 경험에 의해 주관적으로 정해짐. 높을수록 위험자산 비중증가

* Cushion : 포트폴리오 평가액-최저보장수익 현재가치

4. 주식포트폴리오 전략

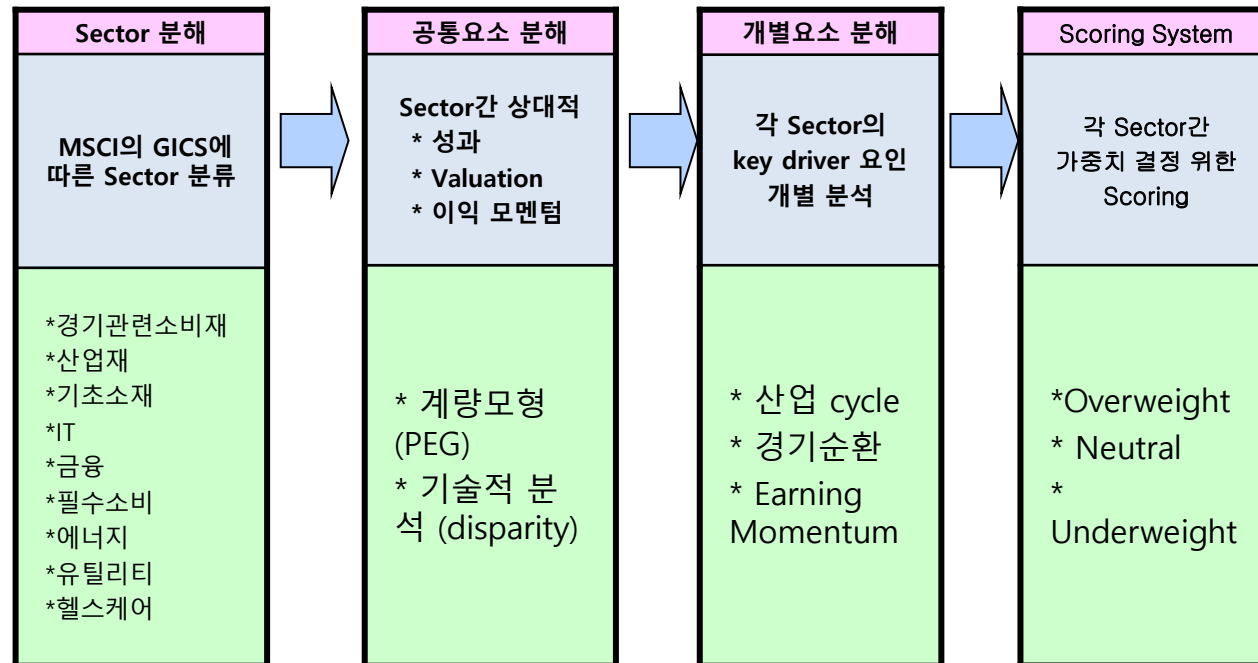
1) 주식포트폴리오 구성 과정



4. 주식포트폴리오 전략

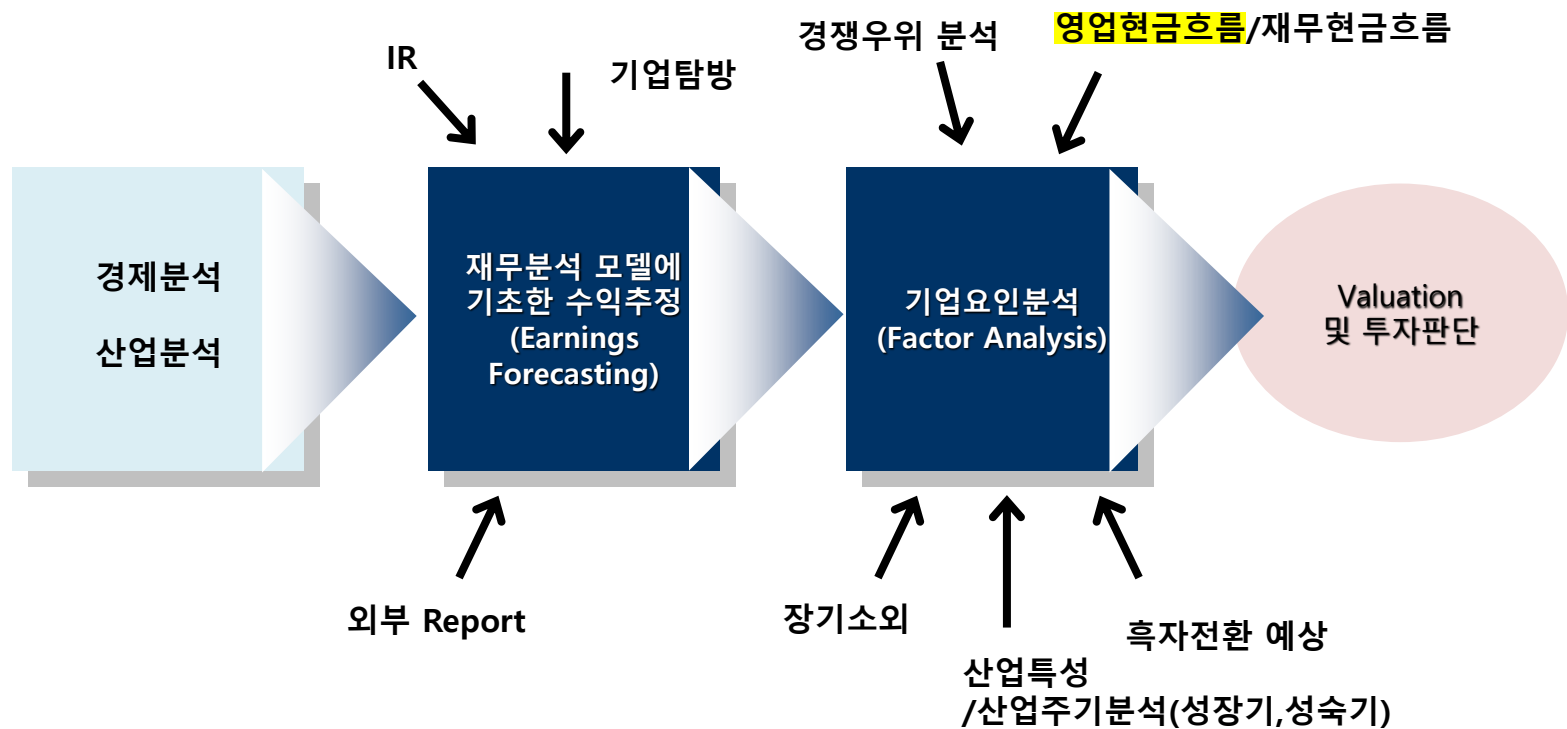
2) 종목선정

Sector weighting



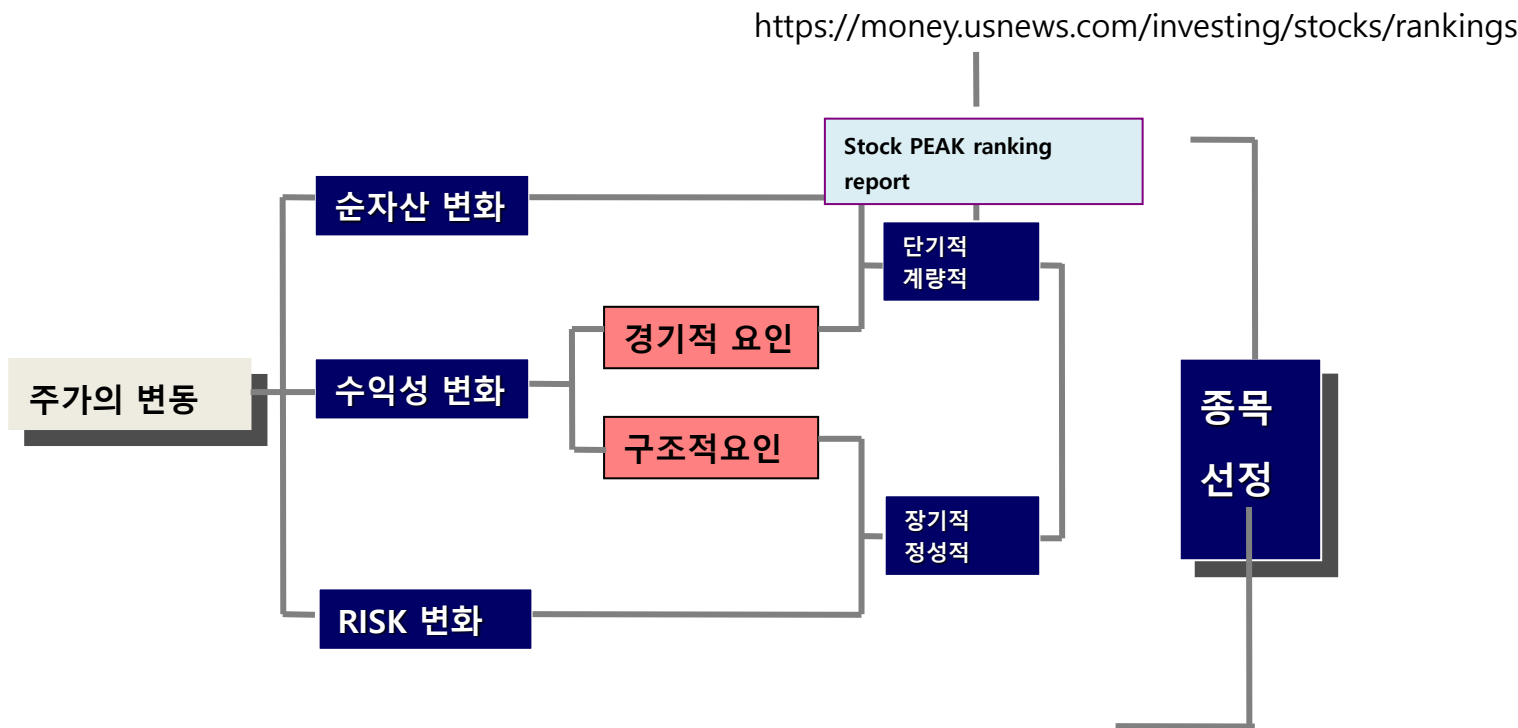
4. 주식포트폴리오 전략

2) 종목선정 과정



4. 주식포트폴리오 전략


2) 종목선정 (사례)



4. 주식포트폴리오 전략

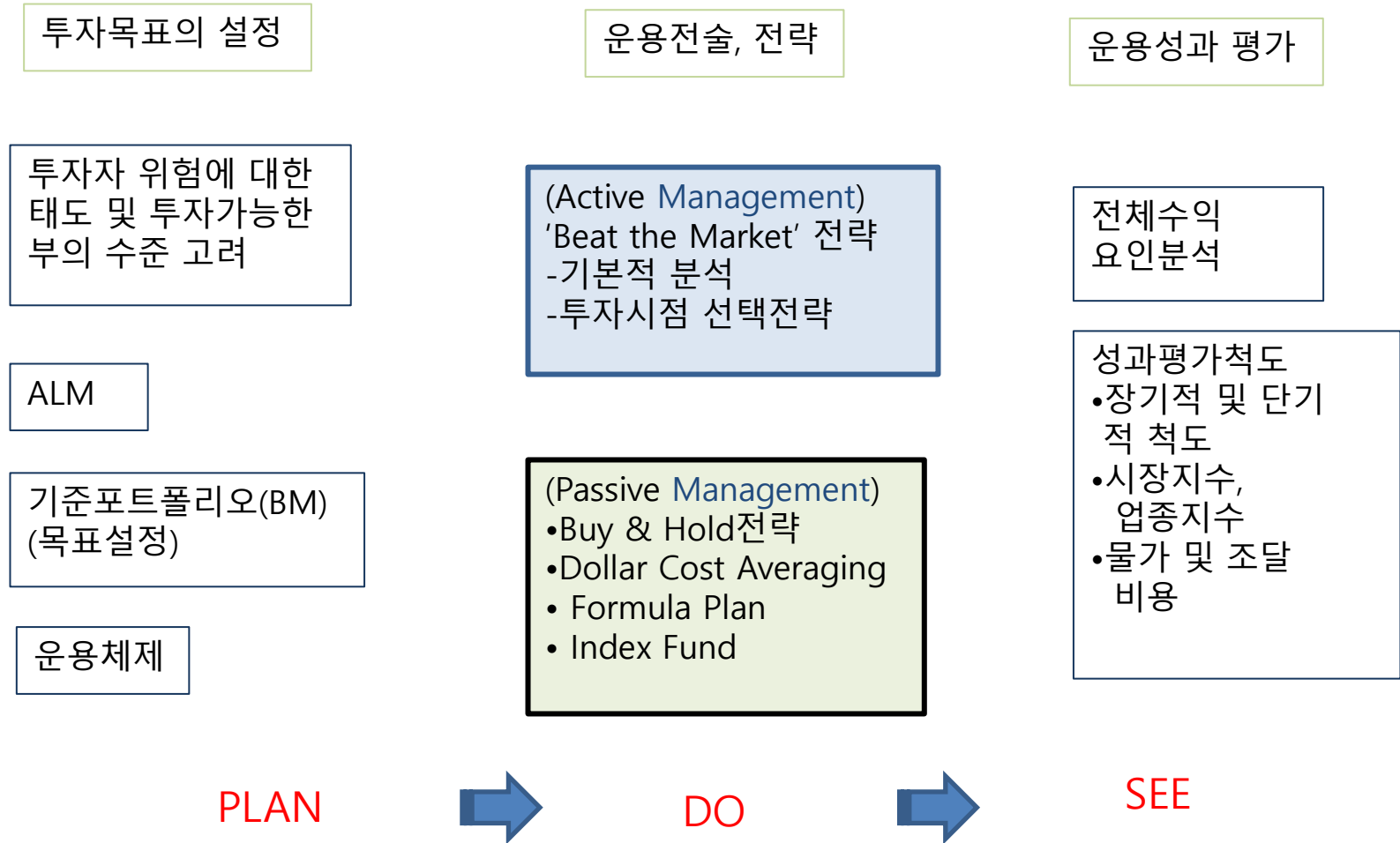
2) 종목선정 (사례)

보수적 관점에서의 주식선택

- ✓ 적절한 기업규모(자본금, 시가총액)
- ✓ 재무 건전성
- ✓ 안정적 수익
- ✓ 수년간의 배당실적
- ✓ 수익의 성장($ROE > \text{요구수익률} + \text{알파}$)
- ✓ **적정한 PER**(3년 평균 15이하)  :
- ✓ **PBR 1.5배 이하**
- ✓ **적당한 다양성** 가지되 너무 많지 않게(10~30종목)

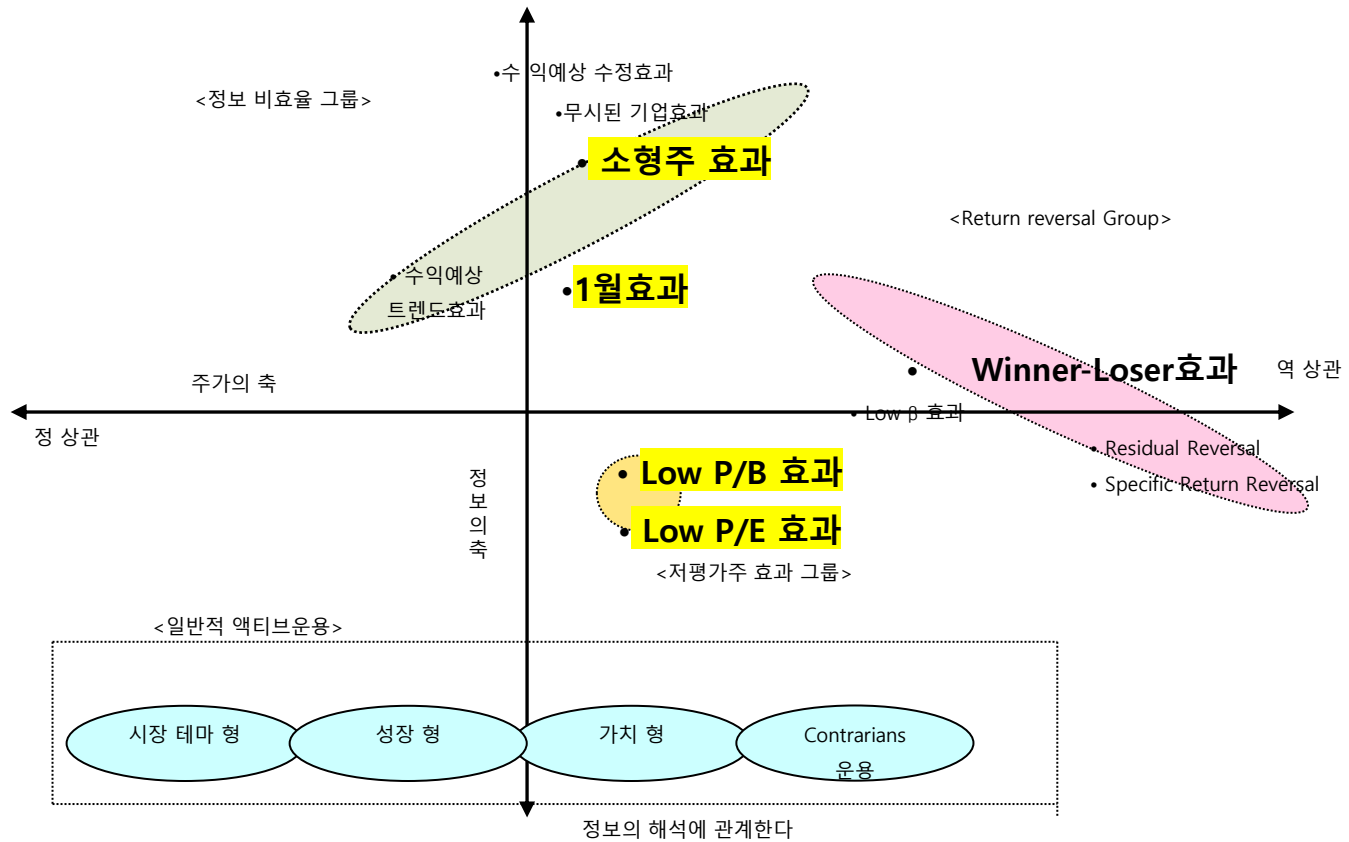
8~11

4. 주식포트폴리오 전략



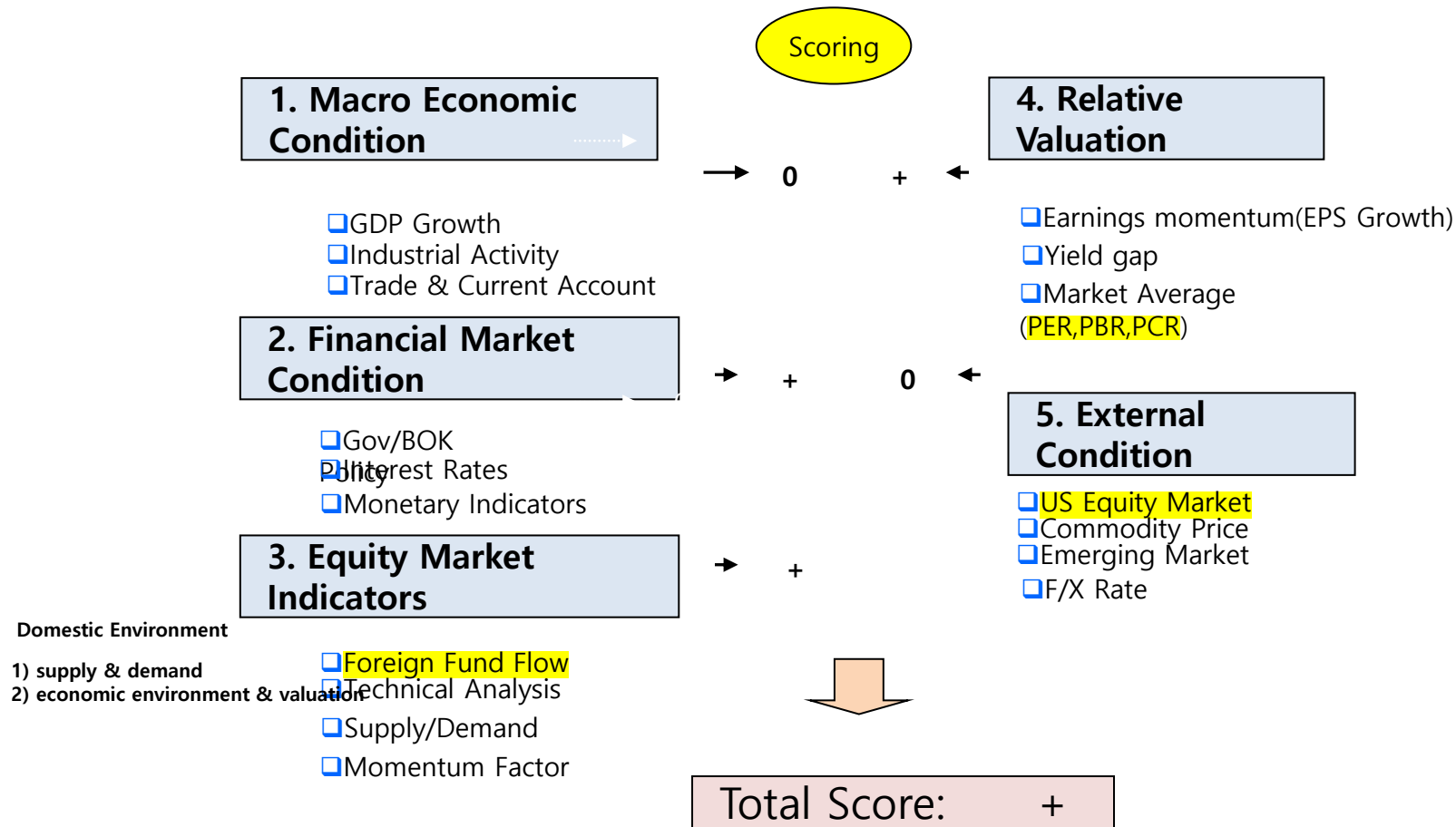
4. 주식포트폴리오 전략

3) Anomaly 를 이용한 종목선정



4. 주식포트폴리오 전략

자산배분을 위한 Scoring 적용(예)



4. 주식포트폴리오 전략

❖ 자산배분을 위한 Scoring 적용(예)

	Factor	Rationale
Domestic Environment	1) supply & demand	기관, 외국인 수급 상황 나열, 신규상장 등
	2) economic environment & valuation*	산업생산 반도체, 자동차 등 주요산업 동향
	3) etc	정치 이슈 신용등급, 신규상장 등
<+>	<view point>	경기순환 등
Global Markets	1) us economy	FED 동향 등 코로나, 금리 중국관계, .
	2) us earnings	주요기업 동향 등
	3) etc	
<0>	<view point>	금리인상시기, 인플레이 등

4. 주식포트폴리오 전략

FX & Commodities	1) fx	
	2) commodities (유가 등)	
	3) commodities (IT related)	
<0>	<view point>	
Conclusion <Score : +>		

4. 주식포트폴리오 전략

❖ Sector weighting (예)

1. Performance Report

Sector	Rec.		Analyst	Date
Basic Material.	Neutral			08 Nov.

2. Industry Overview

Earnings Momentum	20	12
제품 가격	25	10
원재료 가격	3	1.8
세계 경기	7	4.8
Industry Restructuring	5	2.5
TOTAL	100	67.1

Do not carry all the eggs in one basket.