[자산배분] 김준우 책임연구원
02-3771-9357 / jwkim07@iprovest.com

AI와 함께하는

자산배분

국면을 읽고 수익을 설계하다

발간일자 2025-07-01

Machine Learning

KYOBO
교보증권

CONTENTS

3 Summary

4 Key Chart

8 1. 불가피한 조정: 현재 코스피는 단기 과열

외국인이 끌어올린 코스피

꾸준히 증가하는 대기성 자금, 글로벌 유동성

15 2. 7 월 국면판단: Slow Growth

MSCI 국면분류 체계 단점 보완

국면분석 예측 모델: Boruta RandomForest

21 3. 자산배분을 위한 주식 포트폴리오

미국: 성장, 모멘텀, 로우볼 스타일을 주목

한국: 가치편향, 퀄리티, 이익모멘텀 스타일이 유효

28 4. 교보 Portfolio

7 월 비중: 미국 주식 10%, 한국 주식 10%, 미국채 60%, 국고채 20%

국면 예측 모드 ON

월별 리밸런싱을 활용한 전술적 플레이

6 월 포트폴리오 Review

7 월 교보 포트폴리오 국내 주식 List

Summary

6월 코스피는 신정부 정책 기대감과 외국인 매수세를 반영해 급등세를 보였다. 그러나 기대심리 중심의 랠리였던 만큼 기술적 과열과 펀더멘털 불확실성이 동시에 부각되고 있다. 특히 미국 경기 둔화 우려, 트럼프 정책 방향, 중동 리스크 등 대외 변수의 불확실성이 상존하며 단기 조정 가능성이 열려 있는 상황이다.

필자는 불확실성과 변동성이 혼재된 시기에 예측 기반 국면 전략, 스타일 분석을 결합한 정량적 자산배분이 유의미한 대안이 될 수 있다고 판단했으며, '교보 액티브 Portfolio'를 구현했다.

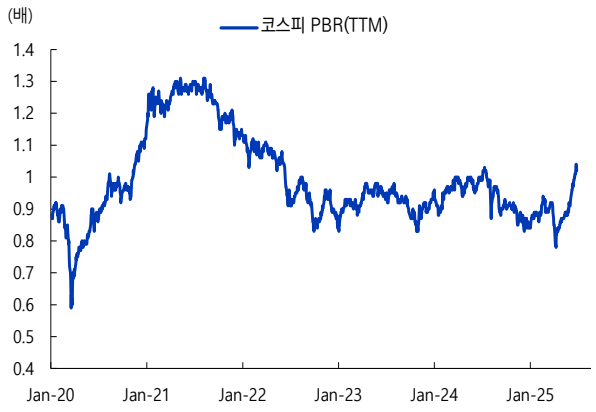
당사에서 분석한 교보 액티브 Portfolio는 기존 MSCI 국면 분류 체계의 사후적 분석 한계를 극복하기 위해 2가지 방법을 적용했다. 첫째, 국면 인식 시차를 제거하기 위해 머신러닝 기반의 국면 예측 모델을 활용했으며, 둘째로 CLI 수정치로 인한 관측 값 변동을 완화하기 위해 5년 롤링 z-score를 활용했다. 국면 예측을 위해 활용한 머신러닝 모델은 Boruta 알고리즘, 교차검증 기법을 결합하여 핵심 변수 조합을 선별한 후, RandomForest 회귀를 통해 CLI, CPI의 향후 수치를 예측함으로써 국면을 선제적으로 판별하는 모델이다. 이를 위해 약 140개의 글로벌 매크로 변수에 4개 시차(t-1~t-4)를 부여하고, 약 700개의 변수를 활용했다. 분석 결과, 해당 모델을 통한 7월 예상 국면은 6월과 동일한 Slow Growth 국면으로 나타났다. 실제 테스트 결과, 최근 10년간 국면 예측 적중률은 평균 86.7%, 최근 1년 기준 91.7%에 달하며 사전적 자산배분 전략 수립의 정량적 근거로 충분히 신뢰 가능한 성과를 보였다.

예측 국면을 활용한 포트폴리오 구성을 위해, 국면별 TOP3 스타일을 분석했다. 분석 결과, 7월 예상 국면 Slow Grwoth 국면에서 미국 시장은 성장, 모멘텀, 로우볼 스타일이, 한국 시장은 가치편향, 퀄리티, 이익모멘텀이 우수한 성과를 보였다. 특히 한국 주식의 경우 스타일별 상위 20% 종목을 선별한 롱only 전략이 수익성, 리스크 관리를 동시에 확보하며 유효성을 입증했다. 이러한 결과를 기반으로 구성된 '교보 Portfolio'는 국면별 최적 자산 비중을 적용한 자산배분 전략이다. 해당 전략을 활용한 최근 10년간 예측 국면 기반 백테스트 결과, 누적수익률 429.8%, 연환산수익률 18.0%, 샤프 비율 1.55, 최대 낙폭 -11.9%를 기록하며 전통적 60:40 전략을 크게 아웃퍼폼했다.

한국 주식에 대해서는 월별 리밸런싱을 통한 액티브 전략을 병행했다. 이는 하방 안정성을 유지하면서 수익성을 극대화하기 위함이다. 이를 위해 스타일 내 롱only 종목 중 모멘텀 스코어 상위 50% 종목을 추가 선별해 매달 포트폴리오를 재구성했고 수익률, 샤프 비율 모두 개선되는 효과를 확인했다. 해당 전략은 누적수익률 505.3%, 연환산수익률 19.6%, 샤프 비율 1.67, MDD -10.7%를 기록하며 실전 적용에 있어 유효성과 확장 가능성을 확보한 것으로 판단한다.

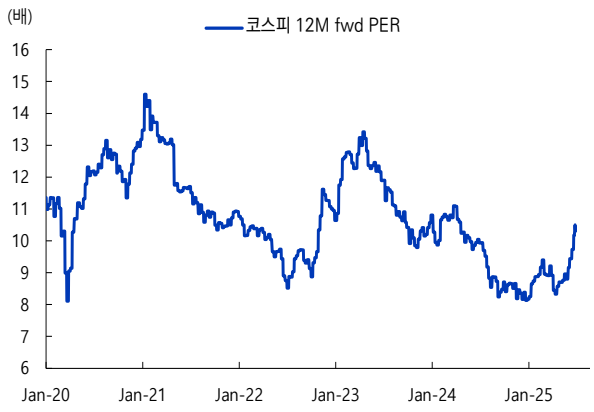
Key Chart

[도표 1] 저평가 국면을 벗어난 코스피



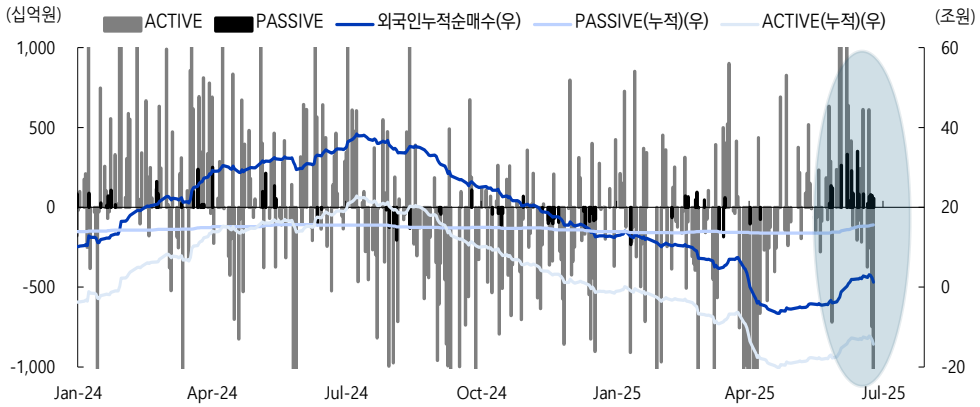
자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터. 주: 6월 27일 종가 기준

[도표 2] 지속되는 수익성 회복 추세



자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터. 주: 6월 27일 종가 기준

[도표 3] 외국인 누적순매수 추이



자료: Quantiwise, Bloomberg, 교보증권 리서치센터. 주: 6월 27일 종가 기준

[도표 4] 너무 가파르게 상승한 코스피

자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터. 주: 6월 27일 종가 기준

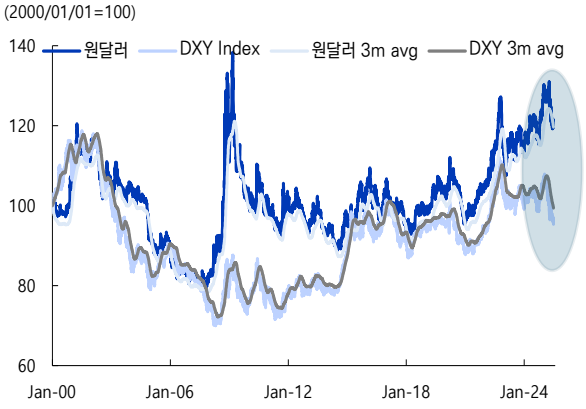
[도표 5] 단기 조정 적정 레벨은 2,800pt 수준

자료: TradingView, 교보증권 리서치센터. 주: 6월 27일 종가 기준

[도표 6] 표준편차 +2 구간 아래로 내려온 원달러

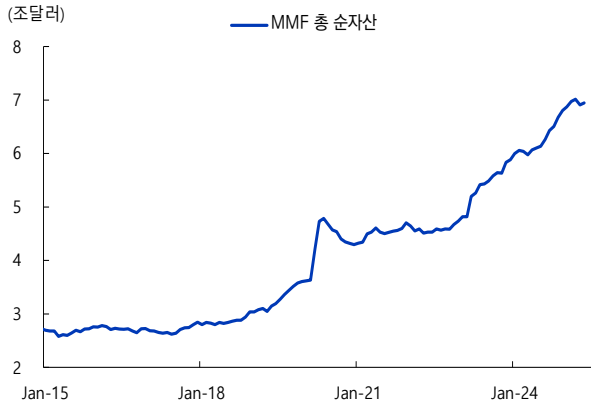
자료: Refinitiv, 교보증권 리서치센터. 주: 6월 27일 종가 기준

[도표 7] 하우스 뷰는 단기 1350 원 ±30 원



자료: Refinitiv, 교보증권 리서치센터. 주: 6월 27일 종가 기준

[도표 8] 약 7 조 달러의 대기성자금

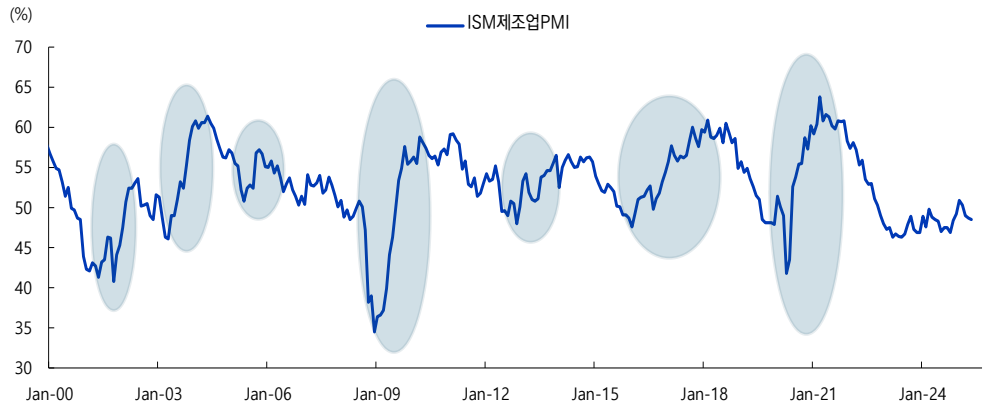


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 9] 꾸준히 증가하는 글로벌 유동성

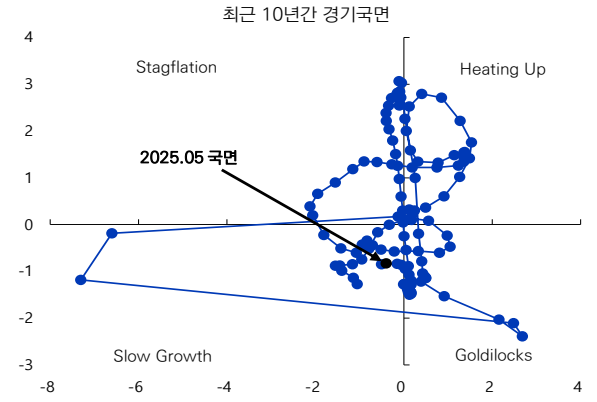
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 10] 3~5 년 주기의 경기 순환적 회복세



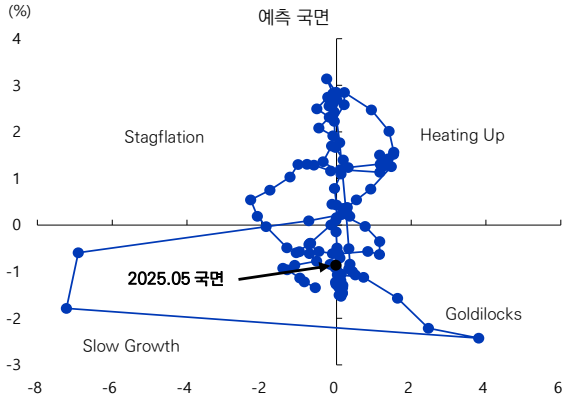
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 11] 실제 국면 추이



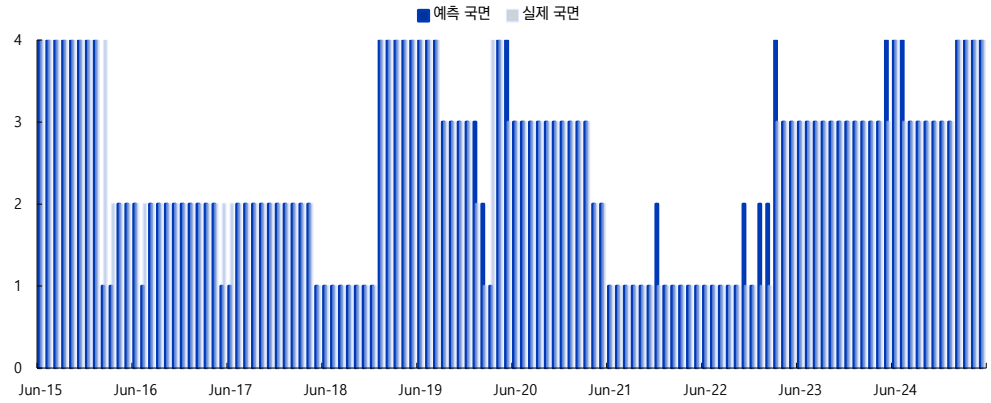
자료: 교보증권 리서치센터. 주: 검정색은 5월 국면

[도표 12] 예측 국면 추이



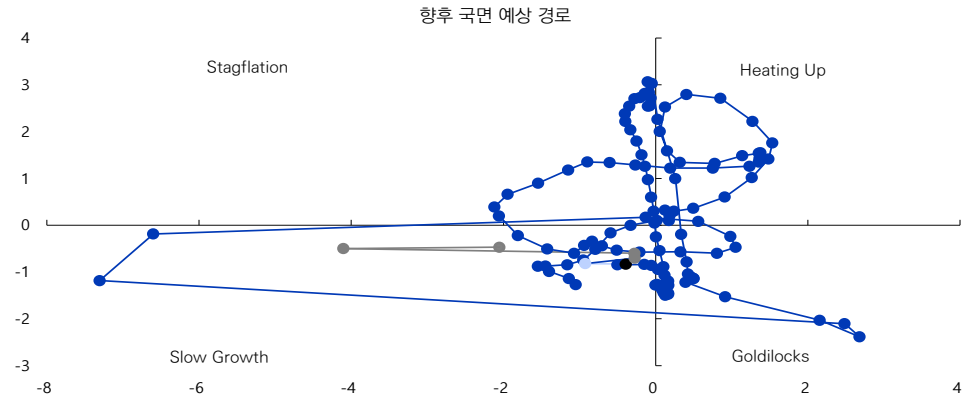
자료: 교보증권 리서치센터. 주: 검정색은 5월 국면

[도표 13] 예측 국면 Hit Ratio



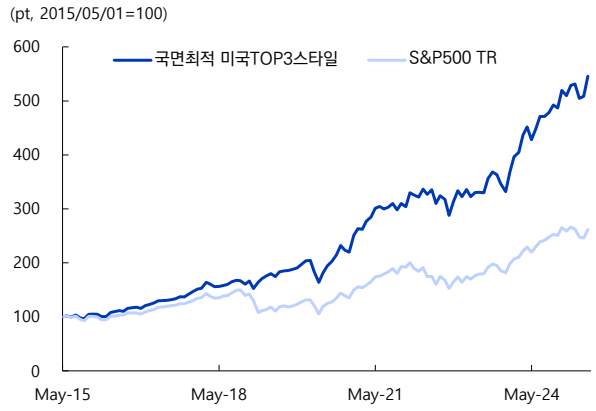
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 14] 향후 국면 예상 경로: 7월도 Slow Growth 국면



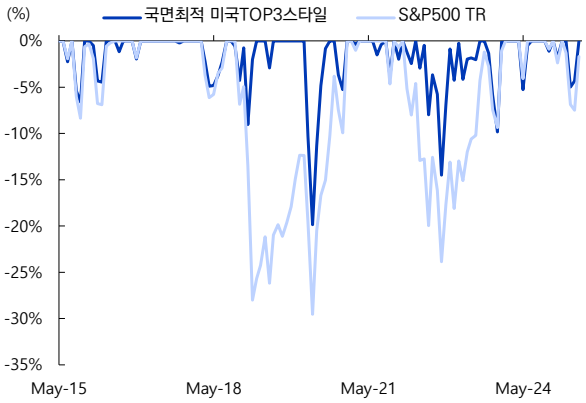
자료: 교보증권 리서치센터. 주: 검정색 5월, 하늘색 6월, 회색은 7월부터 10월까지 예상 경로

[도표 15] 미국 스타일 포트폴리오 vs. S&P500 TR 장기성과 추이



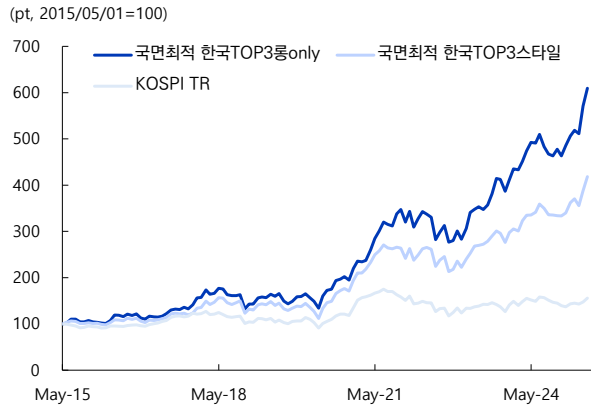
자료: 교보증권 리서치센터. 주: 2025년 5월 말 종가 기준

[도표 16] 미국 스타일 포트폴리오 vs. S&P500 TR 낙폭 추이



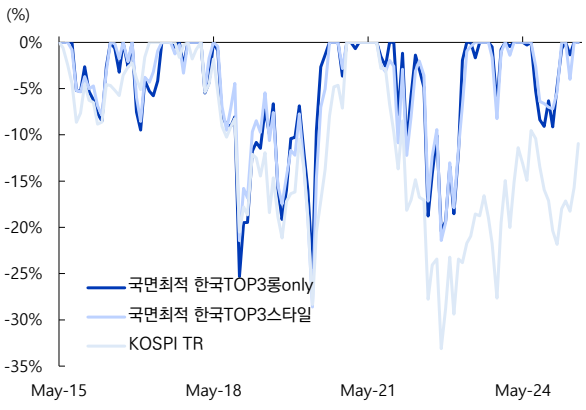
자료: 교보증권 리서치센터. 주: 2025년 5월 말 종가 기준

[도표 17] 한국 스타일 포트폴리오 vs. 코스피 TR 장기성과 추이



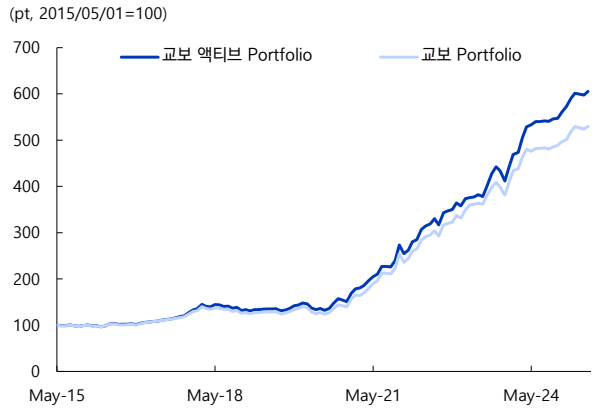
자료: 교보증권 리서치센터. 주: 2025년 5월 말 종가 기준

[도표 18] 한국 스타일 포트폴리오 vs. 코스피 TR 낙폭 추이



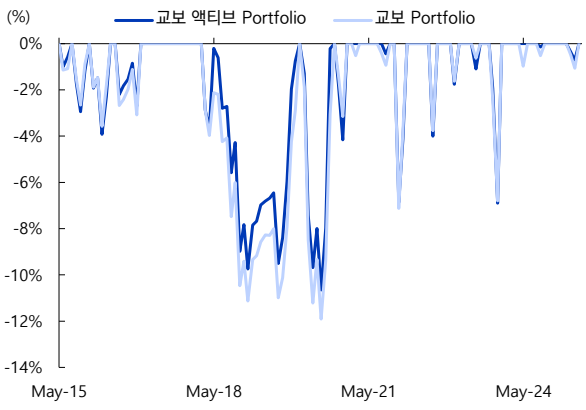
자료: 교보증권 리서치센터. 주: 2025년 5월 말 종가 기준

[도표 19] 개선된 교보 액티브 Portfolio 장기성과 추이



자료: 교보증권 리서치센터. 주: 2025년 5월 말 종가 기준

[도표 20] 교보 Portfolio vs. 액티브 Portfolio 낙폭 추이



자료: 교보증권 리서치센터. 주: 2025년 5월 말 종가 기준

1. 불가피한 조정: 현재 코스피는 단기 과열

외국인이 끌어올린 코스피

코스피는 4월 9일 2,293.70pt 종가 마감 이후 최근까지 대형주 주도로 가파른 상승세를 보였다(6/27 3,055.94pt 종가 마감). 이는 정치적 공백 제거, 신정부 정책 기대감 등 기대 심리 기반의 모멘텀이 형성된 결과이다. 다만 경기 하드데이터의 불확실성은 여전히 크다. 또한 트럼프 정책 방향, 미국 경기, 중동발 지정학 리스크 등 다양한 글로벌 노이즈도 상존하고 있다.

코스피는 6월 27일 종가 기준 PBR(TTM) 1.02배, 12개월 선행 PER 10.30배를 기록하며 작년 하반기부터 이어진 저평가 국면을 탈피했다. 이러한 밸류에이션 회복을 위한 상승 동력은 외국인 매수세에 기인했다. 6월 4일 신정부 출범 이후부터 6월 27일까지 외국인 누적 순매수대금은 총 +4조 9,354억으로 액티브 자금은 +3조 1,678억, 패시브는 +1조 7,679억을 기록했다. 이는 국내 증시에 대한 외국인의 투자 심리가 회복되고 있다는 신호로 생각할 수 있다.

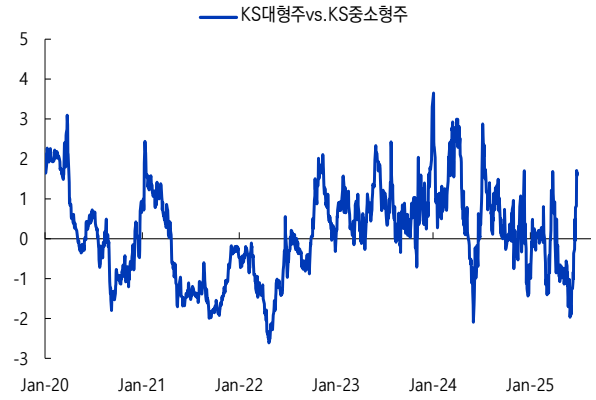
업종별로 보면, 올해 초부터 현재까지 외국인 매수세가 강세를 보인 TOP5 업종은 상사자본재(PBR 1.33배), 미디어교육(1.79배), 유틸리티(0.63배), 기계(3.08배), 필수소비재(0.97배) 업종으로 나타났다. 해당 업종은 지정학 리스크 수혜, 관세 영향 제한, 내수 기반, AI 테마 등 방어적 성격을 보유한 업종으로 트럼프 발 관세 이슈, 지정학 리스크가 완화되기 전까지 양호한 흐름을 보일 것으로 생각된다. 특히 유틸리티 업종은 여전히 저평가 구간인 만큼 추가적인 비중 확대가 유효할 것으로 판단된다.

이처럼 외국인 수급이 유입된 업종에 주목할 필요는 있지만, 시장 전체로는 단기 과열 우려도 존재한다. 따라서 수급, 펀더멘털 흐름과 함께 기술적 지표를 통한 시장의 단기 리스크를 점검할 필요가 있다. 코스피는 단기간 기대심리를 기반으로 급등하며 갭 상승을 이어왔고, 이에 따른 조정 가능성을 배제할 수 없기 때문이다. 역사적으로 갭을 동반한 급등이 발생했을 경우, 단기 조정을 통해 갭을 매우려는 경향이 강했다.

현재 코스피 지수 레벨을 기술적 분석 지표인 볼린저밴드와 피보나치 되돌림 관점에서 보면, 20일 이동평균선과 60일 이동평균선 사이 구간(피보나치 레벨 0.382)인 2,800pt 수준까지 조정 가능성이 존재한다. 해당 구간은 강한 상승 추세 내에서 단기 조정이 발생되는 경우 기술적 지지 구간 역할을 한다. 다만, 국내 증시를 둘러싼 심리가 손상되거나 대외 악재가 중첩될 경우 위 구간에서 단기 박스권을 형성할 가능성도 열려 있다.

실제 최근 V-KOSPI와 VIX 간 괴리 확대는 시장의 단기 과열을 반영하는 현상이다. 이는 국내 증시 급등으로 인한 단기적인 변동성 확대 때문으로, 조정이 수반될 경우 자연스럽게 완화될 가능성이 높다. 원달러는 달러 약세 흐름, 국내 리스크 완화에 따라 하향세가 지속되며 표준편차 +2구간 아래에 위치하고 있다(6/27 종가 기준 1,364.58원). 특히 달러 인덱스는 3개월 이동평균선 아래로 이탈하며 갭이 발생했고 이는 원달러의 추가 하락 가능성을 의미하나, 원달러에 대한 단기 하우스 뷰는 1,350원 ±30원 수준에서 박스권을 형성할 것으로 예상한다.

[도표 21] 코스피 상대강도: 대형주 강세

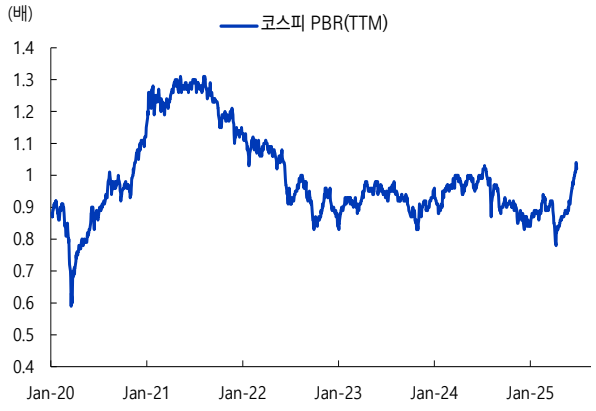


자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터. 주: 6월 27일 종가 기준

[도표 22] 코스닥 상대강도: 대형주 강세

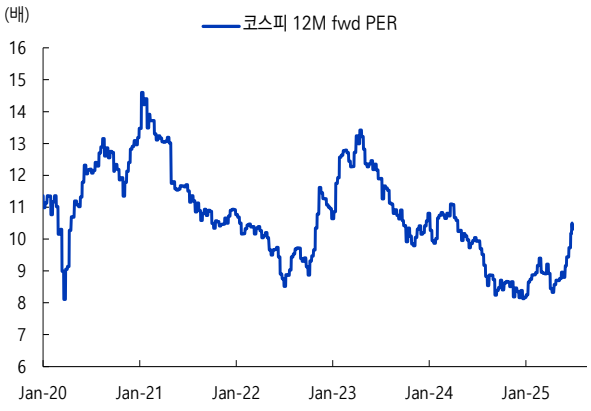
자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터. 주: 6월 27일 종가 기준

[도표 23] 저평가 국면을 벗어난 코스피



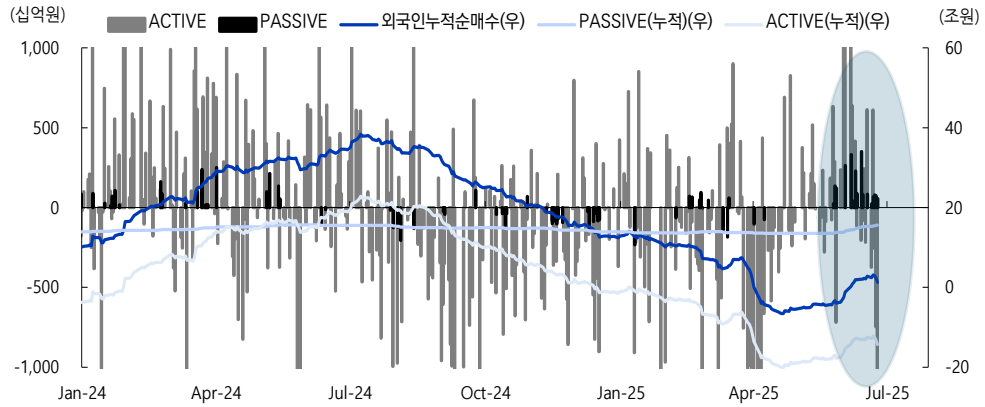
자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터. 주: 6월 27일 종가 기준

[도표 24] 지속되는 수익성 회복 추세



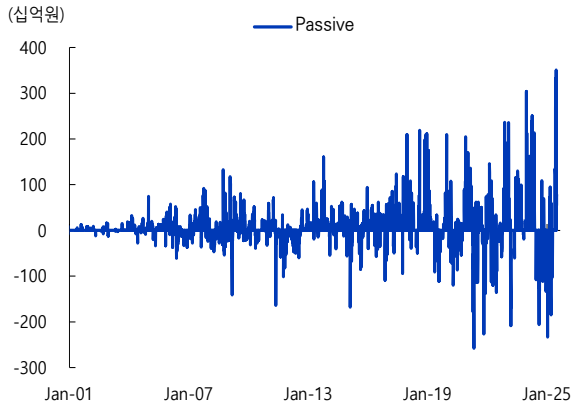
자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터. 주: 6월 27일 종가 기준

[도표 25] 외국인 누적순매수 추이



자료: Quantiwise, Bloomberg, 교보증권 리서치센터. 주: 6월 27일 종가 기준

[도표 26] 패시브자금 순유입 증가



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터. 주: 6월 27일 종가 기준

[도표 27] 외국인 패시브 누적순매수 추이

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터. 주: 6월 27일 종가 기준

[도표 28] 유틸리티 업종은 여전히 저평가된 만큼 비중확대 유효

Rank	업종	PBR(TTM)	외국인누적순매수대금 (십억원)	외국인누적순매수대금 추이
1	상사,자본재	1.33	764.2	
2	미디어,교육	1.79	692.2	
3	유틸리티	0.63	503.0	
4	기계	3.08	364.7	
5	필수소비재	0.97	133.3	
6	호텔,레저서비스	1.06	107.8	
7	건설,건축관련	0.61	46.5	
8	소매(유통)	0.43	41.2	
9	철강	0.35	20.1	
10	디스플레이	0.82	-28.3	
11	보험	0.81	-58.8	
12	화장품,의류,완구	1.18	-127.5	
13	통신서비스	0.87	-128.9	
14	비철,목재등	1.17	-154.2	
15	조선	3.97	-327.6	
16	에너지	0.66	-331.6	
17	소프트웨어	1.90	-337.3	
18	운송	0.86	-508.3	
19	IT하드웨어	1.13	-650.0	
20	증권	0.94	-737.7	
21	은행	0.62	-768.0	
22	화학	0.67	-1492.3	
23	자동차	0.51	-1967.3	
24	건강관리	3.09	-2251.1	
25	IT가전	1.53	-2737.5	
26	반도체	1.24	-3158.9	

자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터. 주: 6월 27일 종가 기준

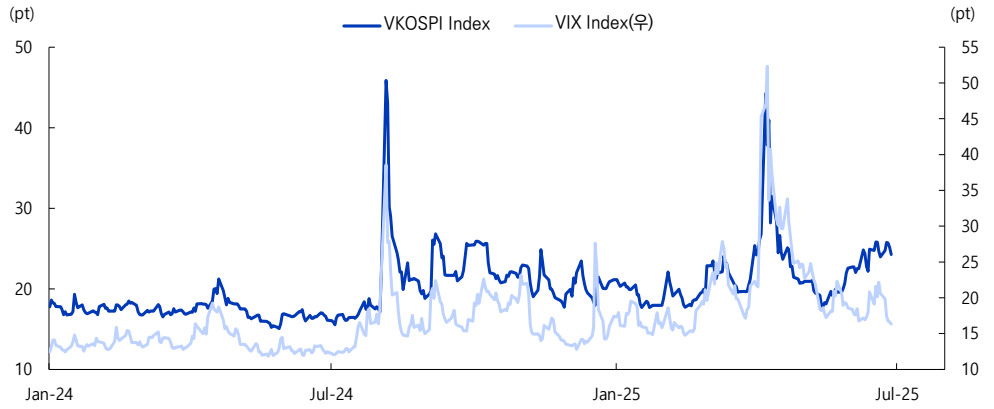
[도표 29] 너무 가파르게 상승한 코스피

자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터. 주: 6월 27일 종가 기준

[도표 30] 단기 조정 적정 레벨은 2,800pt 수준

자료: TradingView, 교보증권 리서치센터. 주: 6월 27일 종가 기준

[도표 31] V-KOSPI, VIX 간 괴리 확대

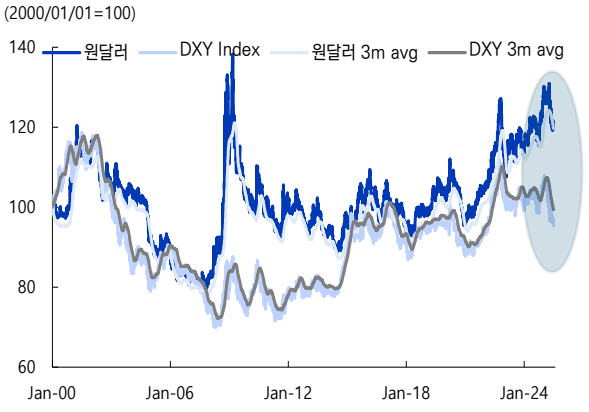


자료: Refinitiv, 교보증권 리서치센터. 주: 6월 27일 종가 기준

[도표 32] 표준편차 +2 구간 아래로 내려온 원달러

자료: Refinitiv, 교보증권 리서치센터. 주: 6월 27일 종가 기준

[도표 33] 하우스 뷰는 단기 1350 원 ±30 원



자료: Refinitiv, 교보증권 리서치센터. 주: 6월 27일 종가 기준

꾸준히 증가하는 대기성 자금, 글로벌 유동성

향후 시장 방향성을 결정할 가장 중요한 요인은 미국의 금리인하 시점이다. 트럼프는 금리인하를 통해 자국내 기업 경쟁력, 제조업 부양을 꾀하고 있다. 6/27일 기준 CME FedWatch에 따르면, 7월은 81.40%로 동결이 우세하고 91.95% 확률로 9월 인하가 유력하다. 하우스 뷰도 연내 3차례 인하를 예상하고 있으며 9월, 10월, 12월을 예상하고 있다. 다만, 트럼프발 관세 영향으로 인한 물가 상승 우려는 연준의 인하 시기를 둘러싼 불확실성을 자극하고 있다. 만약 미국이 연말까지 금리인하를 지연시킨다면 미국 수출 경쟁력 약화, 자국 내 생산 위축으로 이어지며 무역수지 악화와 제조업 경기 둔화를 초래할 수 있다. 이는 트럼프가 원하지 않는 시나리오다. 실제 최근 미국 경제 서프라이즈 지수는 5월 말 0.005pt에서 6월 27일 종가 기준 -0.359pt 수준으로 위기 신호를 보여주고 있으며, 연준 내에서도 통화정책에 대한 이견이 확대되고 있다.

연준이 9월 금리 인하에 나설 경우, 금융시장의 단기 유동성이라고 볼 수 있는 7조 달러 규모의 MMF(대기성자금)가 본격적으로 시장에 유입될 수 있다. 이를 통해 글로벌 M2가 증가하며 유동성 환경은 더욱 우호적으로 전환될 수 있다. 이와 맞물려 이번 금리인하 사이클에서 달러 약세가 가속화될 경우, 제조업 경기 반등과 함께 PMI 지수의 회복세도 가능할 것으로 생각된다.

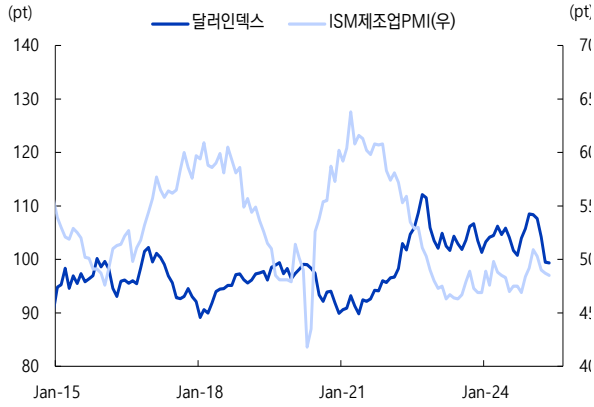
ISM 제조업 PMI는 과거 3~5년 주기로 경기 순환적 회복세를 보여왔다. 가장 최근 회복세는 20년 4월부터 21년 3월 기간으로 사이클 주기를 적용하면 회복 사이클이 멀지 않았다는 것을 생각해 볼 수 있다. 경기 순환적 회복세에 접어들면 공장 가동률 증가, 신규주문 증가로 이어지면서 투기성 자금이 증가한다. 결국, 하우스 뷰와 같이 9월부터 연내 3차례 금리인하를 단행한다면 글로벌 유동성 증가와 함께 기업의 부채, 자금 조달 문제가 시차를 두고 완화될 수 있다. 또한 빠르면 연말부터 미국의 순환적 경기 회복 가능성도 기대해 볼 수 있다. 따라서 ISM 제조업 PMI, 미국 경기선행지수 흐름과 밀접한 한국 증시도 상승 탄력을 받을 것으로 판단된다.

[도표 34] 7월은 동결 우위, 9월 금리인하 유력

Meeting Date	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025-07-30	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	18.60%	81.40%
2025-09-17	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	8.05%	91.95%	0.00%
2025-10-29	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	78.60%	21.40%	0.00%
2025-12-10	0.00%	0.00%	0.00%	56.10%	43.90%	0.00%	0.00%
2026-01-28	0.00%	0.00%	2.60%	97.40%	0.00%	0.00%	0.00%
2026-03-18	0.00%	0.00%	61.50%	38.50%	0.00%	0.00%	0.00%
2026-04-29	0.00%	0.00%	94.60%	5.40%	0.00%	0.00%	0.00%
2026-06-17	0.00%	46.53%	53.47%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2026-07-29	0.00%	78.60%	21.40%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2026-09-16	11.96%	88.04%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2026-10-28	18.60%	81.40%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2026-12-09	21.42%	78.58%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

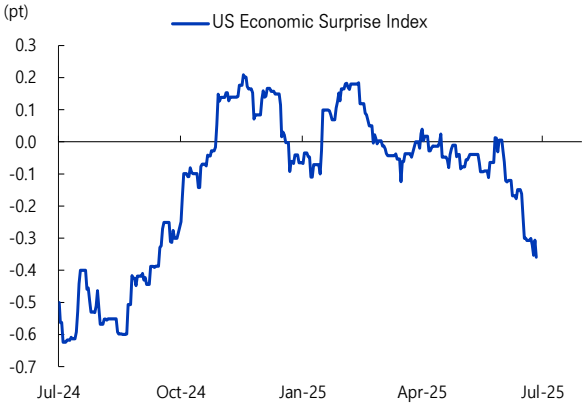
자료: CME FedWatch, 교보증권 리서치센터

[도표 35] 23 년부터 시작된 동조화를 깰 시간



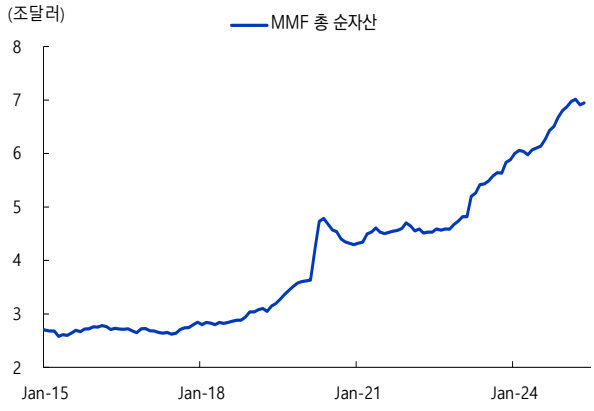
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 36] 6 월 들어 하락 추세가 지속되는 경기 서프라이즈 지수



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 37] 약 7 조 달러의 대기성자금

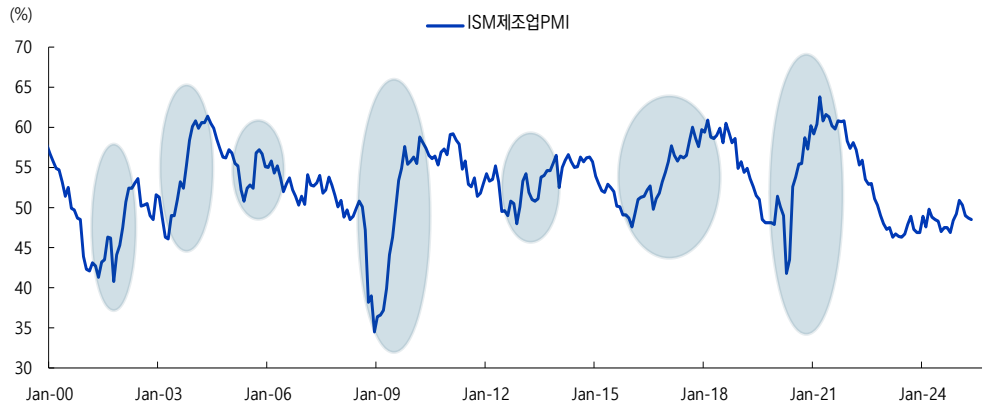


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 38] 꾸준히 증가하는 글로벌 유동성

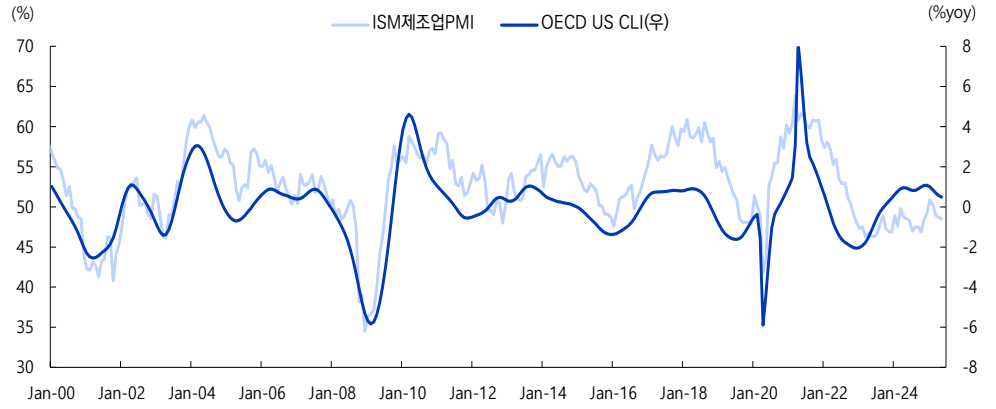
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 39] 3~5 년 주기의 경기 순환적 회복세



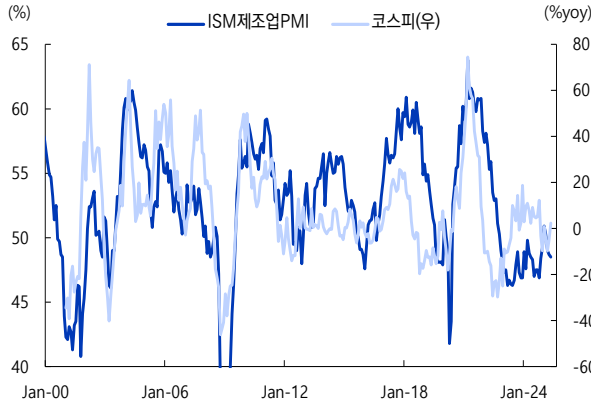
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 40] 불안한 미국 경기



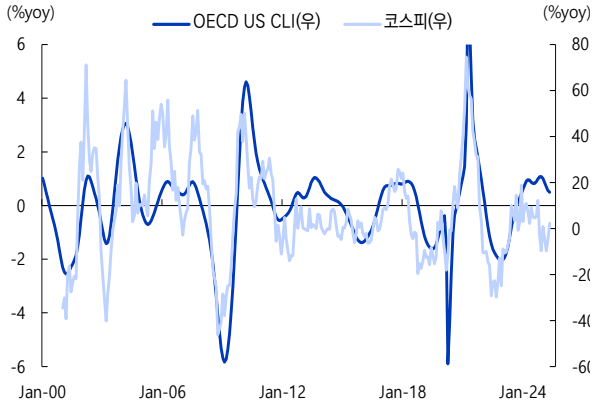
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 41] 갈피를 못 잡는 제조업 현황



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 42] 둔화 추세가 지속될 것으로 예상되는 미국 경기



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

2. 7월 국면판단: Slow Growth

MSCI 국면분류 체계 단점 보완

최근 국내 증시는 정치적 이벤트와 기대 심리에 기반한 급등 흐름을 보였으나, 단기 과열 신호와 대외 불확실성이 동시에 나타나고 있는 상황이다. 특히 미국의 기준금리 인하 시점, 글로벌 유동성 흐름, 지정학 리스크 등은 향후 시장의 방향성과 변동성을 결정지을 핵심 변수들이다.

이처럼 거시환경이 빠르게 변하고 다양한 노이즈가 시장에 영향을 미치는 시기일수록, 단기적인 뉴스나 기대에 흔들리지 않는 일관된 투자 프레임이 중요하다. 그중 하나가 바로, 경기 흐름을 기준으로 시장을 해석하고 대응하는 '국면분석 기반의 룰베이스 전략'이다.

국면분석은 단기 지표를 예측하기 위한 수단이 아니라, 시장 전체가 어떤 구조적 환경에 놓여 있는지를 분석하고, 성과가 반복적으로 우수했던 자산·업종·스타일을 전략적으로 판별할 수 있는 기반을 제공한다. 또한 금리, 유동성, 기업 실적, 수급 등 시장을 움직이는 주요 요인은 국면에 따라 작동 방식이 달라진다. 따라서 국면분석은 시장의 방향성과 투자전략의 우선순위를 결정짓는 핵심 도구가 될 수 있다.

과거 국면을 분석하기 위해 대표적인 국면분류 모델 MSCI 분류 체계를 활용했다. MSCI는 매월 발표되는 OECD 경기선행지수(CLI)와 소비자물가지수(CPI)의 방향성을 조합해 경제 상황을 4가지 국면으로 구분하며, 이를 글로벌 자산배분 전략에 실제로 활용하고 있다. 이 모델은 지표의 절대 수준이 아닌 방향성을 판단 기준으로 사용하기 때문에 단순하면서도 실전 적용에 용이하다는 장점이 있다. 또한 과거 데이터를 기반으로 각 국면에서 우수한 성과를 보인 자산·업종·스타일을 정량적으로 도출할 수 있어, 룰베이스 자산배분 전략의 근간으로 활용할 수 있다.

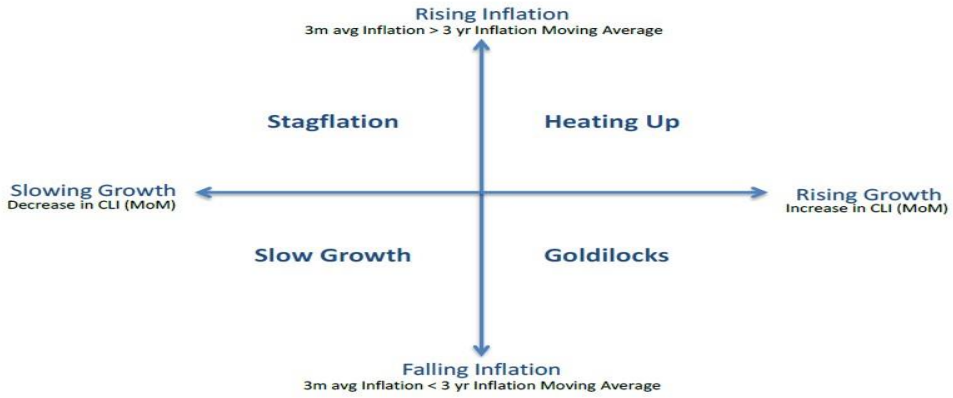
MSCI는 동일 시점에 관측되는 CLI(경기선행지수)의 전월 대비 변동성, CPI(소비자물가지수)의 전년 동월 대비 변동성을 조합하여 다음과 같은 4가지 국면으로 분류한다("We divide economic regimes into four outcomes, depending on whether economic growth is strong or weak and whether inflation is rising or falling. Growth is proxied using the OECD CLI (Composite Leading Indicator) and inflation is measured by CPI YoY. We define regime transitions based on the direction (MoM change) of the CLI and the level of CPI inflation, both observed at the same time"). 4가지 국면은 ①Goldilocks(CLI%mom: +, CPI%yoy: -), ②Slow Growth(-, -), ③Stagflation(-, +), ④Heating Up(+, +)이다. 단, CLI의 전월 대비 변동성은 그대로 적용하고, CPI의 전년 동월 대비 변동성은 3개월 이동평균 값에서 36개월 이동평균 값을 뺀 수치를 사용한다. 해당 기준을 통해 판별된 국면이 3개월 이상 일치할 경우 국면전환으로 인식한다.

그러나 MSCI 분류 체계에는 2가지 큰 단점이 존재한다. 첫째, CLI의 경우 시간 경과에 따른 수정치가 반영되어 출력 값에 변화가 생긴다. 둘째, 국면전환 확정 시점까지 4~5개월의 시차가 존재한다. 이는 데이터 발표 시차로 인해 현재 6월 말 기준 최대 5월 국면까지 인식할 수 있고, 만약 7월에 국면이 전환될 경우 9월까지 3개월 이상 동일 국면에 위치해야 국면을 확정한다는 기

준 때문이다. 이는 판별 신호 오류를 줄이기 위한 것으로 후행적 백테스트 안정성을 확보하는 데 도움이 될 수 있으나, 4~5개월 지연된 국면 기준으로 포트폴리오를 구성해야 하는 만큼 수익 구간 상당 부분을 놓칠 수 있다.

이를 보완하기 위해 CLI%mom, CLI%yoy(3M-36M) 수치 모두 5년 롤링 z-score를 적용했다. 이는 시간이 경과함에 따른 수정 변동폭을 완화하여 안정성을 확보할 수 있고, 수정치에 강한 대응책이 될 수 있기 때문이다. 둘째로, 3개월 연속성을 배제하고 해당 시점에 분류된 국면에 맞는 포트폴리오를 적용했다. 이는 예측된 국면에 따른 선제 대응 측면에서 국면전환 확정 시점에 포트폴리오를 전환하는 것 대비 훨씬 유리할 수 있기 때문이다. 즉, 먼저 움직이는 시장에 맞춰 예측된 국면을 기반으로 한 투자전략이 유효할 것으로 판단했다.

[도표 43] MSCI 국면분류 체계



자료: MSCI, 교보증권 리서치센터

[도표 44] MSCI 국면 판단 기준

국면	경기선행지수%mom	인플레이션(3m-36m avg)
Goldilocks	+	-
Slow Growth	-	-
Stagflation	-	+
Heating Up	+	+

자료: MSCI, 교보증권 리서치센터

국면분석 예측 모델: Boruta RandomForest

기존의 사후적 국면분류 방식은 실제 시장에서 선제적으로 대응하는데 한계가 있다. 앞서 언급했듯, MSCI 국면분류 체계는 구조적으로 4~5개월의 인식 지연이 발생하기 때문이다. 해당 신호를 기반으로 자산배분 전략을 구사할 경우, 이미 시장은 상당 부분 반영된 상태일 수 있다. 따라서 투자 실행력 제고를 위해 국면을 사전에 예측할 수 있는 체계가 필요하며, 이를 위해 머신러닝 기반의 국면 예측 모델을 설계했다.

해당 모델에 사용된 독립변수는 미국 CLI, CPI를 제외한 약 140개의 매크로 변수로 구성했다. 추가로 변수별 시차를 반영하기 위해 t-1에서 t-4까지의 시차(Lag)를 생성하여 데이터를 확장했다. 이를 통해 약 700개(140×5)의 변수 집합이 모델의 독립변수로 사용되었다. 이는 동행성뿐 아니라 선행성, 후행성까지 반영하기 위한 설계이며, 실제 시장에서 중요한 변수들은 시차를 두고 반응하는 경우가 많다는 점을 고려한 것이다.

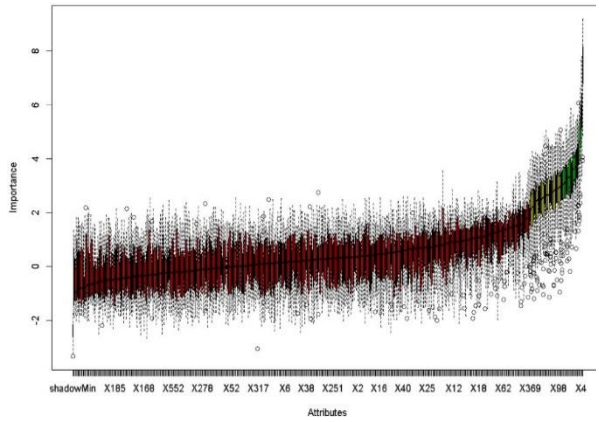
그러나 너무 많은 변수를 사용하면, 모델의 복잡도가 지나치게 높아지고 과적합 위험이 발생할 수 있다. 따라서 과적합을 방지하고 예측력을 극대화하기 위해 Boruta 알고리즘, 교차검증(cross-validation) 기법을 결합하여 예측에 필요한 변수를 선별했다.

Boruta 알고리즘은 랜덤포레스트 기반의 변수 선택 기법으로 실제 변수, 임의로 생성된 섀도 변수(Shadow Features)를 분석하여 통계적으로 의미 있는 변수를 선별한다. 이 과정은 반복적으로 수행되며, 설명력을 기준으로 각 변수의 평균 중요도(Mean Importance)를 계산한 뒤 중요도 순으로 정렬한다. 이를 통해 유효성이 검증된 변수만 최종 모델 학습에 포함한다. 이후 교차검증을 통한 MSE(평균제곱오차)를 계산하고, 예측오차를 최소화하는 최적 변수 조합을 선별한다. 해당 방식은 변수 중요도, 실제 예측 성능을 기준으로 모델의 일반화 가능성, 예측 정확도를 동시에 확보할 수 있다.

다음으로 선별된 변수 조합을 활용하여 Random Forest 회귀 모델을 통한 분석을 진행했다. 해당 모델은 각 시점의 입력 값을 기반으로 향후 1개월에서 6개월 뒤 CLI, CPI 수치를 예측한다. 모델은 전통적인 고정 샘플 방식이 아닌 롤링 윈도우 방식(rolling window)으로 학습되며, 매 시점마다 일정 구간(window size)의 과거 데이터를 기반으로 재학습 및 예측을 수행한다. 이를 통해 데이터 누적에 따른 예측 성능 저하를 방지하고, 시간에 따른 구조 변화에 유연하게 대응할 수 있다. 이렇게 생성된 예측치 조합을 기반으로 앞서 정의한 MSCI 국면 기준(①Goldilocks, ②Slow Growth, ③Stagflation, ④Heating Up)에 따른 예측 국면을 분류하는 방식이다.

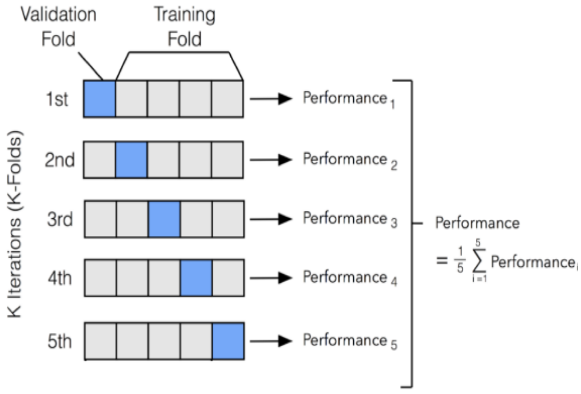
이는 향후 국면을 사전에 예측하고 선제적인 투자 전략을 수립하는데 실질적인 유용성을 지닌다는 점에서 의미가 크다. 또한 불확실성과 노이즈가 많은 환경일수록 투자 실행의 일관성과 객관성을 높이는 데 효과적일 것으로 판단된다.

[도표 45] Boruta 알고리즘 예시: 영향력 높은 변수(초록)



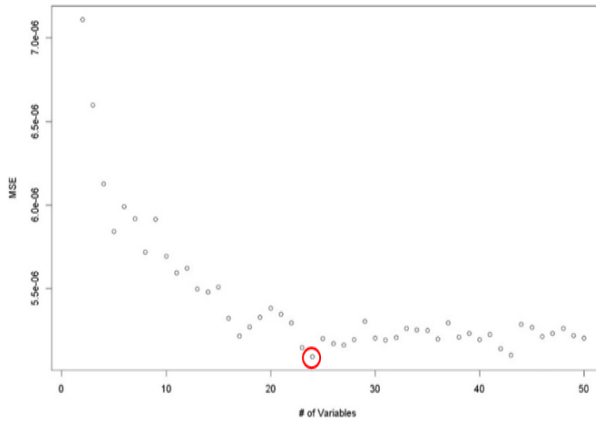
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 46] 교차검증 구조도



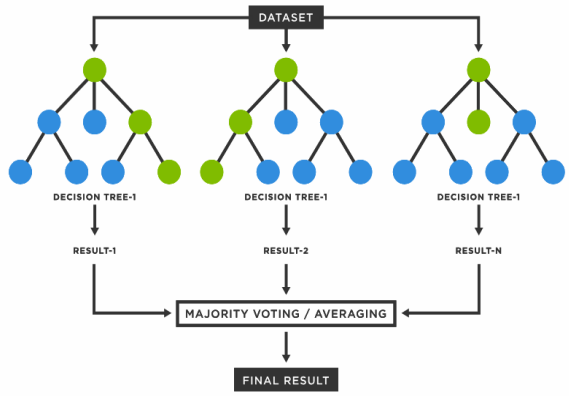
자료: incodom, 교보증권 리서치센터

[도표 47] 교차검증을 통한 변수 선택 예시



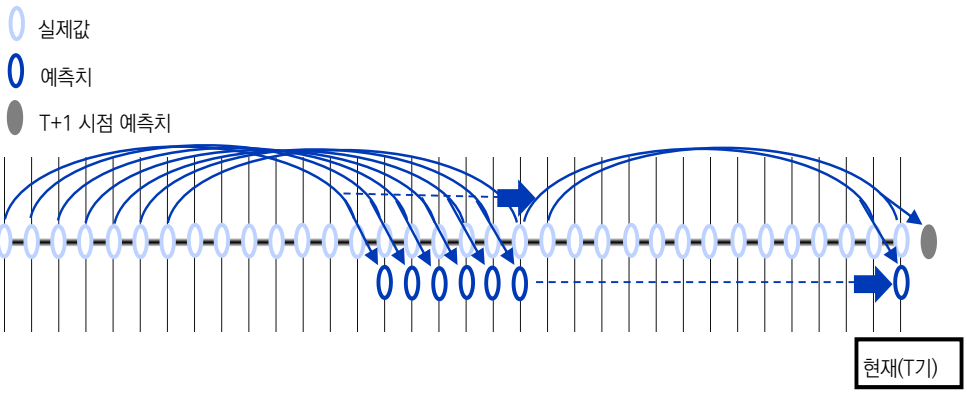
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 48] 램덤포레스트 모형 구조도



자료: TIBC, 교보증권 리서치센터

[도표 49] 롤링 윈도우 구조도



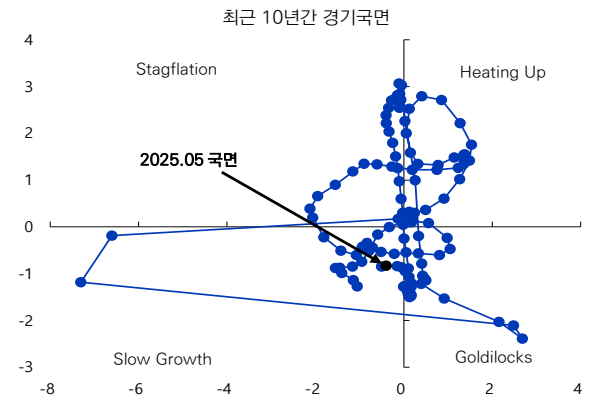
자료: 교보증권 리서치센터

모델의 적중률은 최근 10년간(2015년 6월부터 2025년 5월 국면까지)의 데이터를 기준으로 검증했다. CLI, CPI 예측치를 통해 생성된 예측 국면, 관측된 실제 값 기반 실제 국면을 비교하여 월 단위 적중 여부를 판단했다. 분석 결과, 최근 10년 예측 적중률은 약 86.7%, 5년은 88.3%, 3년은 83.3%, 1년은 91.7% 확률을 기록했다. 국면별로 보면 ①Goldilocks 국면은 89.2%, ②Slow Growth는 91.7%, ③Stagflation은 83.3%, ④Heating Up은 82.8% 적중률을 보였다.

이러한 수준의 예측 정확도는 정량적 신호 기반 투자전략을 설계하는 데 충분히 신뢰할 만한 수준이라 할 수 있다. 특히 단기(1년) 91.7%, 중기(5년) 88.7%의 적중률은 국면별 전략을 사전에 구상하고 실행에 옮길 수 있는 실용적 신호 체계로서 의미를 지닌다. 따라서 예측 국면을 통한 선제적 대응 전략의 실질적 방향성을 제시하고자 한다. 이를 위해 과거 국면을 기반으로 미국, 한국 스타일을 비교 분석하고, 국면별 유리한 스타일을 분석했다.

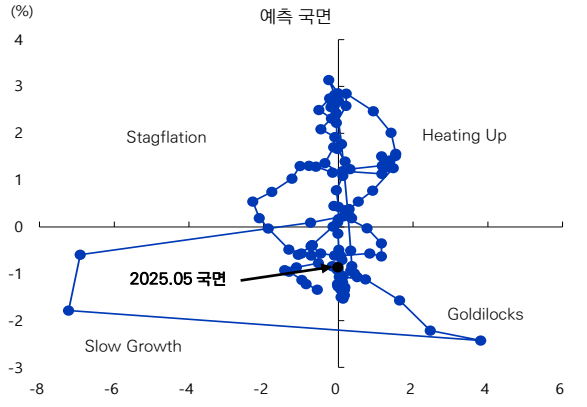
이에 앞서, 해당 모델을 통한 6월 (예측)국면도 실제 발표된 데이터 기반 5월 국면인 ②Slow Growth 국면과 동일한 국면에 위치한 것으로 나타났다. 또한, 향후 예상 경로는 7월부터 10월까지의 국면 역시 ②Slow Growth 국면에 위치할 것으로 예측됐다. 다만, 시간이 경과함에 따라 발표되는 종속변수, 독립변수 수치에 따라 예상 경로는 추후 변동이 생길 수 있다. 따라서 향후 국면에 대한 정확도를 높이기 위해 매월 말 해당 모델을 통한 경로 확인이 필요하다.

[도표 50] 실제 국면 추이



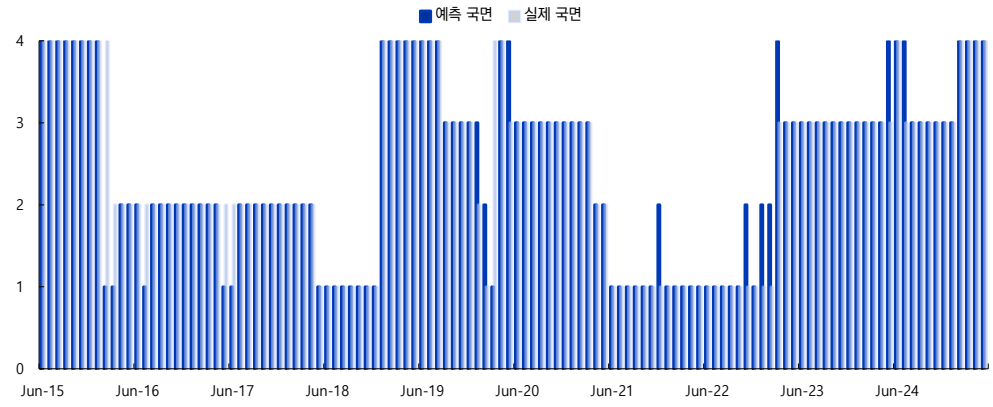
자료: 교보증권 리서치센터. 주: 검정색은 5월 국면

[도표 51] 예측 국면 추이



자료: 교보증권 리서치센터. 주: 검정색은 5월 국면

[도표 52] 예측 국면 Hit Ratio

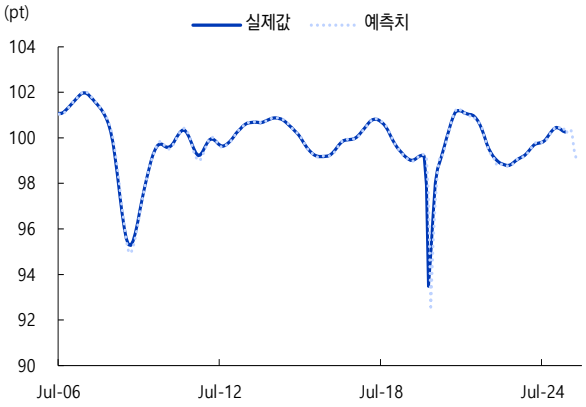


자료: 교보증권 리서치센터

[도표 53] 9 월까지 상승이 예상되는 물가

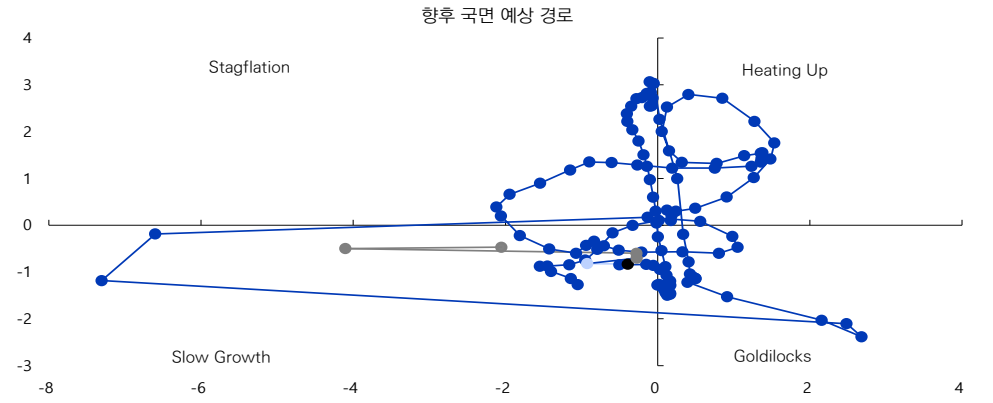
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 54] 불안한 미국 경기 예상 경로



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 55] 7 월 국면: Slow Growth



자료: 교보증권 리서치센터. 주: 검정색 5월, 하늘색 6월, 회색은 7월부터 10월까지 예상 경로

3. 자산배분을 위한 주식 포트폴리오

미국: 성장, 모멘텀, 로우볼 스타일을 주목

자산배분 전략 수립에 앞서 실제 투자성과에 대한 예측 국면의 유효성을 검증했다. 이를 위해 미국, 한국의 각 10개 스타일을 국면별로 비교 분석했다. 미국 시장은 S&P500 기반의 대표 스타일 지수 10개(S&P500 Value, Growth, Pure Value, Pure Growth, Momentum, Quality, Low Volatility, High Beta, High Dividend, High Dividend Growth)를 활용하였으며, 한국 시장은 자체적으로 구성한 10개(가치, 성장, 순수가치, 순수성장, 퀄리티, 모멘텀, 이익모멘텀, 로우볼, 고베타, 고배당)의 스타일을 기준으로 분석했다.

분석 방법은 다음과 같다. 과거 실제 국면을 기준으로 각 국면이 지속된 기간을 구간별로 나눈 뒤, 해당 기간 내 10개 스타일의 성과를 측정하고, 월평균수익률을 기반으로 국면별 TOP3 스타일을 선별했다. 이후 전체 분석 기간에 대해 국면별 TOP3 스타일을 실제 국면에 적용하여 투자성과 테스트했다. 다음으로 동일한 TOP3 스타일을 예측 국면에 적용하여, 실제 국면에서 분석된 누적성과가 유지되는지를 확인했다. 이는 예측 모델의 적중률을 기반으로 실전 투자전략을 수립할 수 있다는 실효성의 검증이다.

먼저 미국은 ①Goldilocks 국면에 성장(월평균수익률 +2.86%), 모멘텀(+2.91%), 고베타(+3.98%) 스타일이 TOP3로 나타났다. 해당 TOP3의 동일가중수익률은 +3.25%로 동기간 BM(S&P500 TR)의 월평균수익률 +2.61% 대비 +0.64% 초과성과를 보였다. ②Slow Growth 국면은 성장(+1.60%), 모멘텀(+2.03%), 로우볼(+1.46%) 스타일로 동일가중수익률은 +1.70%를 기록했고 BM(+0.99%) 대비 +0.71% 아웃퍼폼했다. ③Stagflation 국면의 TOP3 스타일은 로우볼(-0.09%), 고배당(-0.32%), 배당성장(-0.25%)으로 동일가중수익률은 -0.22%를 기록했고 BM(-0.51%) 대비 +0.29% 아웃퍼폼했다. 마지막으로 ④Heating Up 국면은 성장(+1.93%), 모멘텀(+1.97%), 고베타(+2.58) 스타일의 성과가 가장 우수했으며, 동일가중수익률은 +2.16%로 BM 대비 +0.47% 초과성과를 기록했다.

정리하자면, 미국의 경우 국면별 성과가 우수했던 TOP3 스타일은 다음과 같다:
1) Goldilocks: 성장, 모멘텀, 고베타
2) Slow Growth: 성장, 모멘텀, 로우볼
3) Stagflation: 로우볼, 고배당, 배당성장
4) Heating Up: 성장, 모멘텀, 고베타

이러한 결과를 기반으로, 최근 2015년 5월부터 2025년 5월까지 최근 10년간 성과에 대한 백테스트를 진행했다. 해당 백테스트에는 매년 4월 말 유니버스 리밸런싱(즉, 매년 4월 말 종가 기준 매도/매수), 국면이 전환될 때 스타일 리밸런싱(국면 전환시 매도/매수) 2가지 경우의 리밸런싱을 적용했고 리밸런싱을 진행할 때 매도/매수에 대한 각 매매수수료는 0.02%를 적용했다 (BM은 2015년 5월 1일 매수 이후 홀딩).

분석 결과, 해당 기간 동안 국면별 TOP3 스타일을 동일가중한 포트폴리오(국면최적 미국 TOP3 스타일)는 누적수익률 +445.6%, 연환산수익률 +18.3%, 연환산변동성 15.1%, 샤프 비율 1.22, MDD(최대낙폭) -19.9%를 기록하며 BM 대비 뛰어난 성과를 보였다(동일 기간 S&P500은 누적수익률 +161.8%, 연환산수익률 +10.0%, 연환산변동성 16.2%, 샤프 비율 0.62, MDD -29.5%를 기록). 이러한 결과(누적수익률 증가, 연환산수익률 증가, 연변동성 감소, 샤프 비율 확대, MDD 감소)는 국면에 따른 해당 포트폴리오가 유효하다는 반증이다. 따라서 7월은 ②Slow Growth 국면에 적합한 성장, 모멘텀, 로우볼 스타일이 유효할 것으로 판단된다.

[도표 56] 국면별 미국 TOP3 스타일

	기간	가치	성장	순수 가치	순수 성장	퀄리티	모멘텀	로우볼	고베타	고배당	배당 성장	S&P 500 TR	TOP3	초과 수익률
Stagflation	18/05~18/12	-6.1	-2.2	-12.7	-8.2	-4.4	-4.6	1.7	-14.5	-2.6	-5.7	-4.0		
	20/02~20/02	-9.5	-7.2	-13.1	-6.9	-8.4	-8.0	-9.5	-9.2	-10.5	-10.9	-8.3		
	21/06~23/02	4.4	-10.8	6.2	-9.8	0.1	-0.3	5.0	-6.0	3.5	9.1	-3.0		
월평균		-0.37	-0.67	-0.65	-0.83	-0.42	-0.43	-0.09	-0.99	-0.32	-0.25	-0.51	-0.22	0.29
Heating Up	16/03~18/04	37.2	47.8	49.9	49.3	32.6	49.8	28.6	68.5	35.2	54.9	43.1		
	20/01~20/01	-2.7	2.3	-6.1	0.8	-1.0	2.9	3.0	-4.1	-3.4	-5.0	-0.1		
	21/04~21/05	6.2	5.9	9.0	4.2	5.2	4.5	5.4	10.4	8.2	5.9	6.1		
월평균		1.41	1.93	1.82	1.87	1.27	1.97	1.28	2.58	1.38	1.92	1.69	2.16	0.47
Goldilocks	19/09~19/12	14.0	8.6	14.0	7.7	11.6	4.3	3.6	16.3	12.2	14.6	11.1		
	20/05~21/03	35.8	39.3	65.6	41.5	34.1	34.3	18.6	102.9	46.5	48.8	38.6		
	23/03~24/05	25.3	45.0	8.2	19.2	38.7	54.1	9.4	19.3	8.0	13.3	35.5		
	24/07~25/01	9.2	13.1	13.1	17.6	10.5	14.9	11.1	8.6	12.3	12.9	11.4		
월평균		2.28	2.86	2.73	2.32	2.57	2.91	1.16	3.98	2.14	2.42	2.61	3.25	0.64
Slow Gowth	15/05~16/02	-8.1	-3.5	-14.1	-8.2	-4.7	-0.1	4.9	-25.8	-1.6	-7.8	-8.1		
	19/01~19/08	15.7	20.7	10.0	19.7	20.0	21.0	23.7	15.5	8.2	14.1	15.7		
	20/03~20/04	-6.2	3.0	-18.4	-1.6	2.0	1.1	-7.3	-12.7	-17.2	-11.4	-6.2		
	24/06~24/06	-0.7	7.0	-2.1	4.8	3.7	7.6	-0.2	1.7	-0.4	-0.7	-0.7		
	25/02~25/05	5.7	12.7	11.2	15.8	11.8	21.3	15.3	4.9	9.3	11.0	5.7		
월평균		0.26	1.60	-0.53	1.22	1.31	2.03	1.46	-0.65	-0.07	0.21	0.99	1.70	0.71

자료: 교보증권 리서치센터
주: Goldilocks 국면은 성장, 모멘텀, 고베타/ Slow Growth는 성장, 모멘텀, 로우볼/ Stagflation은 로우볼, 고배당, 배당성장/ Heating Up은 성장, 모멘텀, 고베타 스타일이 아웃퍼폼

[도표 57] 2015/05~2025/05 백테스트 결과

	국면최적 미국 TOP3 스타일	S&P500 TR
누적수익률	445.6%	161.8%
연환산수익률	18.3%	10.0%
연환산변동성	15.1%	16.2%
샤프 비율 (RF=0%가정)	1.22	0.62
MDD(최대낙폭)	-19.9%	-29.5%

자료: 교보증권 리서치센터. 주: 매년 4월 말, 국면 전환시 리밸런싱.

[도표 58] 연도별 성과

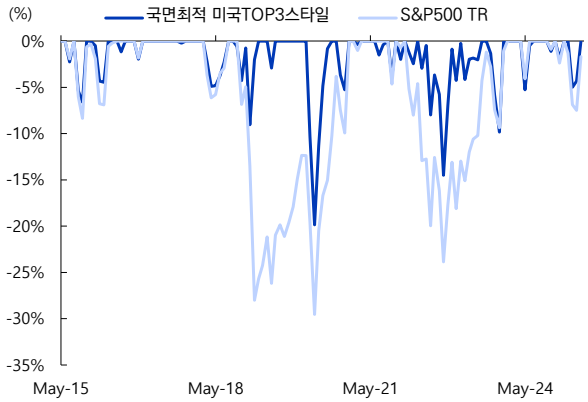
연도별	국면최적 미국 TOP3 스타일	S&P500 TR
2015	9.7%	1.2%
2016	19.1%	17.9%
2017	19.6%	13.2%
2018	15.2%	-12.5%
2019	0.8%	0.8%
2020	66.0%	46.0%
2021	8.5%	0.2%
2022	1.1%	2.6%
2023	29.4%	22.6%
2024	18.8%	12.1%
YTD	7.3%	6.3%

자료: 교보증권 리서치센터. 주: 매년 4월 말~다음해 4월 말까지. YTD는 5월 말 기준

[도표 59] 미국 스타일 포트폴리오 vs. S&P500 TR 장기성과 추이

자료: 교보증권 리서치센터. 주: 2025년 5월 말 종가 기준

[도표 60] 미국 스타일 포트폴리오 vs. S&P500 TR 낙폭 추이



자료: 교보증권 리서치센터. 주: 2025년 5월 말 종가 기준

한국: 가치편향, 퀄리티, 이익모멘텀 스타일이 유효

한국 시장은 자체적으로 구성한 10개(가치, 성장, 가치편향, 성장편향, 퀄리티, 모멘텀, 이익모멘텀, 로우볼, 고베타, 고배당) 스타일을 기반으로 분석을 진행했다. 스타일 구성에 앞서 각 스타일에 종목을 할당하기 위한 유니버스를 선정했다.

유니버스는 2010년 이후 2025년 현재까지 거래가 지속된 1,384 종목 중 2025년 4월 말 기준 시가총액 2,000억원 이상 485개 종목을 선정했다. 이러한 기준을 적용한 이유는 첫째, 2010년 이전 기간은 유니버스 구축을 위한 종목 수, 데이터 부재와 같은 문제가 있다. 둘째, 사업보고서가 공시된 이후 데이터 확보가 가능하기 때문에 해당 시점을 고려하면 매년 4월 말이 타당하다. 셋째, 유동성 차원에서 시가총액 2,000억원 이하는 고려 대상이 아니다. 이러한 기준으로 선정된 유니버스는 2026년 4월 말까지 유지되며, 2026년 4월 말 기준 유니버스 리밸런싱이 진행된다. 다음으로 해당 유니버스 종목을 대상으로 MSCI, JPMorgan 등 글로벌 기관에서 사용하는 멀티팩터 기준을 적용해 스타일별로 종목을 할당했다.

10개 스타일에 사용된 주요 팩터는 다음과 같다:
1) 가치: 배당수익률, PBR, 12M fwd PER
2) 성장: SGR, EPS, 12M fwd EPS, 24M fwd EPS, SPS
3) 가치편향: 가치/성장의 z-score Distance
4) 성장편향: 가치/성장의 z-score Distance
5) 퀄리티: 시가총액, 주가수익률 변동, ROE, 부채비율
6) 모멘텀: 12M 주가수익률
7) 이익모멘텀: 영업이익
8) 로우볼: 주가수익률 변동, 주가 민감도
9) 고베타: 주가 민감도
10) 고배당: 배당수익률, 배당성향

위 10개 스타일을 대상으로 국면 기간에 따른 성과를 측정한 결과, ①Goldilocks 국면은 가치편향(월평균수익률 +3.41%), 성장편향(+3.43%), 퀄리티(+3.13%) 스타일이 TOP3로 나타났으며, 해당 TOP3의 동일가중수익률은 +3.32%로 동기간 BM(KOSPI TR)의 월평균수익률 +2.07% 대비 +1.26% 아웃퍼폼했다. ②Slow Growth 국면은 가치편향(+1.11%), 퀄리티(+0.67%), 이익모멘텀(+1.33%)으로 동일가중수익률은 +1.04%를 기록했고 BM(-0.35%) 대비 +1.39% 아웃퍼폼했다. ③Stagflation 국면의 TOP3 스타일은 가치(-0.90%), 로우볼(-0.87%), 고베타(-0.76%)로 동일가중수익률은 -0.84%를 기록했으나, BM(-1.50%) 대비 +0.65% 아웃퍼폼한 것으로 나타났다. ④Heating Up 국면은 가치(+2.25%), 로우볼(+2.44%), 고베타(+1.98) 성과가 가장 우수했으며, 동일가중수익률은 +2.22%로 BM(+1.29%) 대비 +0.93% 초과성과를 기록했다.

즉, 한국의 경우 국면별 성과가 우수했던 TOP3 스타일은 다음과 같다:
1) Goldilocks: 가치편향, 성장편향, 퀄리티

2) Slow Growth: 가치편향, 퀄리티, 이익모멘텀
3) Stagflation: 가치, 로우볼, 고베타
4) Heating Up: 가치, 로우볼, 고베타

각 국면별 우수한 성과를 보인 TOP3 스타일을 기준으로, 앞서 미국 투자성과 백테스트에 적용한 동일 기준을 적용하여 분석을 진행했다. 분석 결과, 국면최적 한국 TOP3 스타일 포트폴리오는 누적수익률 +318.4%, 연환산수익률 +15.3%, 연환산변동성 19.2%, 샤프 비율 0.79, MDD(최대낙폭) -28.6%를 기록했다. 이는 동기간 누적수익률 +55.6%, 연환산수익률 +4.5%, 연환산변동성 16.7%, 샤프 비율 0.27, MDD -33.1%를 기록한 BM(KOSPI) 대비 아웃퍼폼한 결과이다.

다만, 한국의 경우 10개 스타일을 대상으로 각 상위 20% 종목을 별도로 선별했다(롱only). 이는 TOP3 스타일에 대해 동일가중을 적용할 경우, 바스켓에 포함된 종목 수가 약 200여개가 되기 때문이다(1개 종목이 2개의 스타일에 중복 할당될 경우 2개의 개별 종목으로 간주). 따라서 국면최적 롱only 포트폴리오는 총 60개 내외 종목만을 포함한다.

롱only 포트폴리오 성과는 누적수익률 +509.2%, 연환산수익률 +19.6%, 연환산변동성 20.4%, 샤프 비율 0.96, MDD -25.3%를 기록하며 국면최적 한국 TOP3 스타일 포트폴리오 대비 개선된 결과를 보였다. 연환산변동성은 1.2%p 증가했으나, 수익성 향상에 따른 상방 변동성 확대에 기인한 것으로 해석될 수 있다. 이는 누적수익률, 연환산수익률, 샤프 비율, MDD 모두 개선된 결과를 나타냈기 때문이다. 따라서 7월 포트폴리오에 포함되는 한국 주식은 가치편향, 퀄리티, 이익모멘텀 스타일의 롱only 바스켓이 유효할 것으로 판단된다.

[도표 61] 국면별 한국 TOP3 스타일

	기간	가치	성장	가치 편향	성장 편향	퀄리티	모멘텀	이익 모멘텀	로우볼	고베타	고배당	KOSPI TR	TOP3	초과 수익률
Stagflation	18/05~18/12	-19.9	-20.4	-20.9	-9.6	-17.4	-19.7	-21.1	-11.9	-18.6	-13.1	-17.2		
	20/02~20/02	-6.3	-7.4	-8.8	-7.2	-8.2	-7.2	-6.8	-5.5	-7.2	-7.2	-6.2		
	21/06~23/02	-0.8	-5.4	-6.6	-14.6	-2.9	-10.5	-13.3	-8.6	2.9	-9.3	-21.5		
월평균		-0.90	-1.11	-1.21	-1.05	-0.95	-1.25	-1.37	-0.87	-0.76	-0.99	-1.50	-0.84	0.65
Heating Up	16/03~18/04	64.8	35.3	36.4	35.2	40.5	35.5	45.8	61.7	52.9	29.8			
	20/01~20/01	-7.0	-4.0	-3.1	-5.3	-5.1	-6.3	-4.5	-4.7	-6.9	-6.3			
	21/04~21/05	7.4	15.9	11.4	4.0	13.3	9.3	10.2	13.8	11.4	12.6			
월평균		2.25	1.63	1.54	1.17	1.68	1.33	1.77	2.44	1.98	1.25	1.29	2.22	0.93
Goldilocks	19/09~19/12	7.2	9.6	7.1	16.5	12.1	6.4	5.1	10.9	6.7	8.3			
	20/05~21/03	65.2	66.1	63.0	80.3	80.3	74.7	63.8	62.0	64.9	47.8			
	23/03~24/05	24.8	17.0	52.9	27.6	26.5	12.3	27.8	18.6	23.9	14.1			
	24/07~25/01	-10.9	-4.9	3.1	2.5	-2.9	-10.7	7.1	-1.1	-8.7	-3.6			
월평균		2.33	2.38	3.41	3.43	3.13	2.23	2.80	2.44	2.34	1.80	2.07	3.32	1.26
Slow Gorwth	15/05~16/02	1.6	-6.4	-3.6	5.4	0.3	-7.8	-3.1	0.5	-6.1	-7.9			
	19/01~19/08	4.0	-2.7	-3.7	-6.6	-0.5	-2.2	2.0	-0.8	-4.1	-0.9			
	20/03~20/04	6.8	3.0	7.1	-0.3	1.8	5.7	7.0	-1.1	14.5	1.3			
	24/06~24/06	2.1	4.7	6.1	1.5	5.8	5.5	3.5	2.5	0.6	2.1			
	25/02~25/05	-4.2	5.6	21.9	14.9	9.5	-3.4	23.8	12.2	-5.2	10.7			
월평균		0.41	0.17	1.11	0.59	0.67	-0.09	1.33	0.53	-0.01	0.21	-0.35	1.04	1.39

자료: 교보증권 리서치센터
주: Goldilocks 국면은 가치편향, 성장편향, 퀄리티/ Slow Growth는 가치편향, 퀄리티, 이익모멘텀/ Stagflation은 가치, 로우볼, 고베타/ Heating Up은 가치, 로우볼, 고베타 스타일이 아웃퍼폼

[도표 62] 2015/05~2025/05 백테스트 결과

	한국 TOP3 스타일	TOP3 롱 only	KOSPI TR
누적수익률	318.4%	509.2%	55.6%
연환산수익률	15.3%	19.6%	4.5%
연환산변동성	19.2%	20.4%	16.7%
샤프 비율 (RF=0%가정)	0.79	0.96	0.27
MDD(최대낙폭)	-28.6%	-25.3%	-33.1%

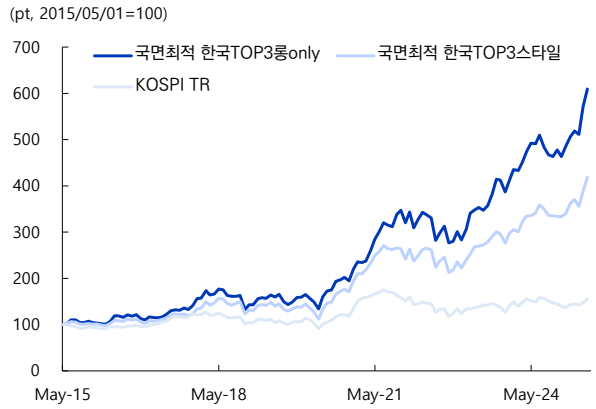
자료: 교보증권 리서치센터. 주: 매년 4월 말, 국면 전환시 리밸런싱.

[도표 63] 연도별 성과

연도별	한국 TOP3 스타일	TOP3 롱 only	KOSPI TR
2015	8.5%	19.3%	-4.7%
2016	4.9%	2.1%	12.6%
2017	37.5%	45.4%	16.1%
2018	-5.5%	-7.3%	-10.3%
2019	-9.8%	-2.5%	-9.7%
2020	86.9%	77.5%	65.1%
2021	6.3%	18.6%	-12.7%
2022	1.6%	4.7%	-5.0%
2023	24.3%	39.3%	9.8%
2024	15.7%	15.9%	-2.9%
YTD	7.9%	6.8%	5.6%

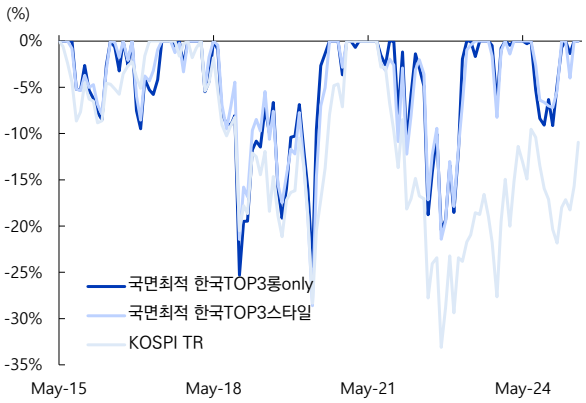
자료: 교보증권 리서치센터. 주: 매년 4월 말~다음해 4월 말까지. YTD는 5월 말 기준

[도표 64] 한국 스타일 포트폴리오 vs. 코스피 TR 장기성과 추이



자료: 교보증권 리서치센터. 주: 2025년 5월 말 종가 기준

[도표 65] 한국 스타일 포트폴리오 vs. 코스피 TR 낙폭 추이



자료: 교보증권 리서치센터. 주: 2025년 5월 말 종가 기준

4. 교보 Portfolio

7월 비중: 미국 주식 10%, 한국 주식10%, 미국채 60%, 국고채 20%

주식 포트폴리오에 채권 자산(미국채, 국고채)을 추가한 포트폴리오를 분석했다. 이를 위해 미국채는 10년물 TR Index(SPBDU1BT Index), 국고채는 3년물 TR Index(GVSK3YR Index)를 활용했다.

먼저 미국 10년물 국채는 글로벌 시장의 벤치마크로서 글로벌 최고 수준의 유동성을 보유하고 있으며 경기 둔화, 위기 시 위험자산의 헤지 수단으로 방어 자산의 핵심 역할을 한다. 반면 한국은 장기채 보다 단기채를 선호한다. 이는 시장 구조상 장기채 유동성이 낮고, 한국채 특성상 정책금리에 연동된 단기 금리의 영향을 많이 받으며, 외국인의 경우 환헤지 비용 리스크로 인해 단기채를 선호하기 때문이다. 따라서 안전자산이 선호되는 ②Slow Growth, ③Stagflation 국면에서 ②는 방어적 자산 선호 심리로 인한 미국 장기채를, ③은 물가 상승, 성장 둔화로 인한 채권 수익률 역전 우려, 신용 및 금리 민감도 상승 등에 의한 장기채 선호 심리 감소로 한국 단기채 비중을 확대하는 것이 유효할 것으로 판단했다. 특히 인플레이션이 고착화되는 ③국면은 장기채 손실 가능성이 상승하기 때문에 단기채 중심의 전략이 타당할 것으로 판단된다.

다음으로 백테스트를 위한 국면별 자산 비중을 분석했다. 이를 위해 각 국면의 경제적 특성과 MSCI, Goldman Sachs 등 글로벌 기관 표준을 고려하여 다음과 같은 국면별 자산 비중 구간을 설정했다:
①Goldilocks: 미국 주식 40~60%, 한국 주식 20~40%, 미국채 5~20%, 국고채 5~20%
②Slow Growth: 미국 주식 10~25%, 한국 주식 10~25%, 미국채 40~60%, 국고채 20~40%
③Stagflation: 미국 주식 5~20%, 한국 주식 5~20%, 미국채 30~50%, 국고채 30~50%
④Heating Up: 미국 주식 30~50%, 한국 주식 20~40%, 미국채 5~20%, 국고채 5~20%

해당 비중 구간에서 5% 단위의 변동, 4가지 자산 비중의 총 합이 100%가 되는 경우의 수는 ① 56개, ②33개, ③56개, ④56개로 나타났다. 위 경우의 수를 같은 국면마다 최적 자산 비중을 동일하게 적용할 경우, 4개 국면의 조합 56*33*56*56으로 총 5,797,632개의 조합이 발생한다. 이를 위해 국면별 구간에 따른 샤프 비율을 기반으로 TOP10 조합을 추려냈으나, 변동성이 줄어들면 증가하는 샤프 비율의 특성에 따라 ①Goldilocks 국면을 제외한 다른 3개 국면에서 채권 자산에 대한 극심한 쏠림 현상이 발생했다. 이는 경기 급등, 물가 상승 국면에서 주식 중심 포트폴리오가 선호되는 등 국면별 경기 특성에 적합하지 않다.

따라서 주요 기관의 표준을 고려한 국면별 자산 비중 구간의 중간 값을 기준으로 ±5% 비중을 적용하며 테스트했다. 분석 결과, 국면별 최적 자산 비중은 ①Goldilocks 미국 주식 50%, 한국 주식 40%, 미국채 5%, 국고채 5%, ②Slow Growth 10%, 10%, 60%, 20%, ③Stagflation 15%, 15%, 30%, 40%, ④Heating Up은 50%, 30%, 10%, 10%로 나타났다.

[도표 66] 국면별 최적 자산 비중

국면	미국 주식	한국 주식	미국채	국고채
Goldilocks	50%	40%	5%	5%
Slow Growth	10%	10%	60%	20%
Stagflation	15%	15%	30%	40%
Heating Up	50%	30%	10%	10%

자료: 교보증권 리서치센터

다음으로 해당 비중을 국면별로 적용하여 앞서 주식 백테스트에 적용한 동일한 로직으로 백테스트를 진행했다. BM은 전통적 자산배분 60:40 비중을 고려하여 미국 주식 30%, 한국 주식 30%, 미국채 20%, 국고채 20% 비중을 적용했고, 동시에 동일가중 주식 포트폴리오(미국 주식 50%, 한국 주식 롱only 50%) 성과도 함께 비교했다.

분석 결과, 최근 10년간 국면별 최적 비중을 적용한 교보 Portfolio 성과는 누적수익률 +486.5%, 연환산수익률 +19.2%, 연환산변동성 11.7%, 샤프 비율 1.64, MDD(최대낙폭) -11.1%를 기록했다. 한편, 동일 기간 BM(60:40)은 누적수익률 +246.6%, 연환산수익률 +13.1%, 연환산변동성 10.5%, 샤프 비율 1.25, MDD -15.0%를 기록했다. 이는 해당 포트폴리오에 적용한 국면별 자산 비중이 전통적 비중 대비 우수하다는 것을 의미한다. 또한 동기간 동일가중 주식 포트폴리오는 누적수익률 500.1%, 연환산수익률 19.4%, 연환산변동성 15.6%, 샤프 비율 1.25, MDD -19.1%를 기록했다. 이러한 결과는 교보 Portfolio 모델이 주식만 투자했을 경우만큼 수익률을 극대화하는 한편, 하방 리스크에 대한 방어력도 확보했다는 것을 의미한다.

[도표 67] 2015/05~2025/05 백테스트 결과

	60 vs. 40	교보 Portfolio	주식 Portfolio
누적수익률	246.6%	486.5%	500.1%
연환산수익률	13.1%	19.2%	19.4%
연환산변동성	10.5%	11.7%	15.6%
샤프 비율 (RF=0%가정)	1.25	1.64	1.25
MDD(최대낙폭)	-15.0%	-11.1%	-19.1%

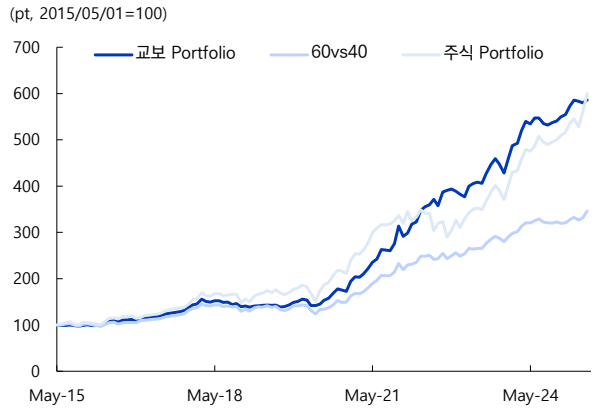
자료: 교보증권 리서치센터. 주: 매년 4월 말, 국면 전환시 리밸런싱.

[도표 68] 연도별 성과

연도별	60 vs. 40	교보 Portfolio	주식 Portfolio
2015	4.7%	8.1%	14.7%
2016	9.7%	11.8%	10.5%
2017	24.7%	25.9%	32.2%
2018	-1.3%	-6.3%	4.0%
2019	-5.7%	1.5%	-0.5%
2020	41.8%	62.3%	72.1%
2021	31.2%	51.1%	14.0%
2022	6.8%	15.0%	3.5%
2023	20.8%	30.7%	34.8%
2024	3.4%	8.5%	17.9%
YTD	4.5%	1.1%	7.0%

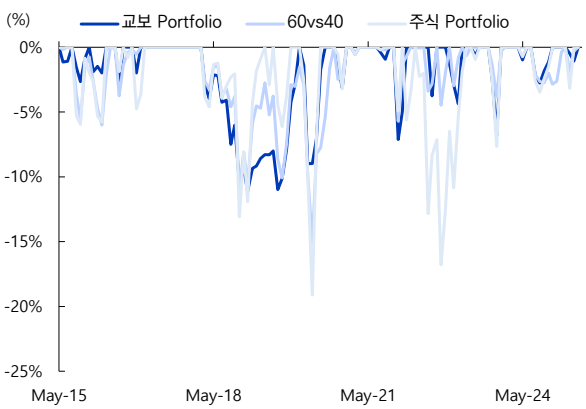
자료: 교보증권 리서치센터. 주: 매년 4월 말~다음해 4월 말까지. YTD는 5월 말 기준

[도표 69] 교보 Portfolio 장기성과 추이



자료: 교보증권 리서치센터. 주: 2025년 5월 말 종가 기준

[도표 70] 교보 Portfolio 낙폭 추이



자료: 교보증권 리서치센터. 주: 2025년 5월 말 종가 기준

국면 예측 모드 ON

필자는 앞서 분석한 모든 백테스트가 과거 실제 국면을 기반으로 한 사후적 분석에 국한된다는 점에서, 실전 적용 가능성을 확인하기 위해 예측 국면을 활용한 사전적 백테스트를 추가로 진행했다. 이는 7월부터 적용될 포트폴리오 전략의 유효성을 사전에 검증하려는 목적이다.

예측 국면 기반 백테스트 결과, BM(60:40) 성과(누적수익률 +249.6%, 연환산수익률 +13.2%, 연환산변동성 10.4%, 샤프 비율 1.27, MDD -14.6%)와 주식 포트폴리오 성과(누적수익률 +509.2%, 연환산수익률 +19.6%, 연환산변동성 15.4%, 샤프 비율 1.27, MDD -18.4%)는 실제 국면을 적용한 백테스트 결과 대비 소폭 개선된 결과가 나타났다.

한편, 교보 Portfolio는 누적수익률 +429.8%, +연환산수익률 18.0%, 연환산변동성 11.6%, 샤프 비율 1.55, MDD(최대낙폭) -11.9%를 기록했다. 이는 실제 국면을 기준으로 구성한 동일 전략의 성과(누적수익률 +486.5%, 연환산수익률 +19.2%, 연환산변동성 11.7%, 샤프 비율 1.64, MDD -11.1%) 대비 소폭 하락한 결과지만, 해당 전략은 여전히 높은 수익성과 우수한 리스크 관리 능력을 보유하고 있다. 이는 예측 국면을 활용한 자산배분 전략이 실전 적용에 있어 일정 수준의 신뢰도와 안정성을 확보했다는 것을 의미한다.

다만, 국면별 최적 자산 비중에 일정 수준의 유연성을 부여할 필요가 있다. 동일한 국면 하에서도 경기의 세부 사이클이나 시장 조건에 따라 자산 간 성과 편차가 발생할 수 있기 때문이다. 구체적으로는 앞서 도출한 국면별 자산 비중을 기준으로, ±2~3% 수준의 비중 조정 범위를 설정하는 것이 현실적인 대응 전략으로 판단된다.

[도표 71] 예측 국면 적용: 2015/05~2025/05 백테스트 결과

	60 vs. 40	교보 Portfolio	주식 Portfolio
누적수익률	249.6%	429.8%	509.2%
연환산수익률	13.2%	18.0%	19.6%
연환산변동성	10.4%	11.6%	15.4%
샤프 비율 (RF=0%가정)	1.27	1.55	1.27
MDD(최대낙폭)	-14.6%	-11.9%	-18.4%

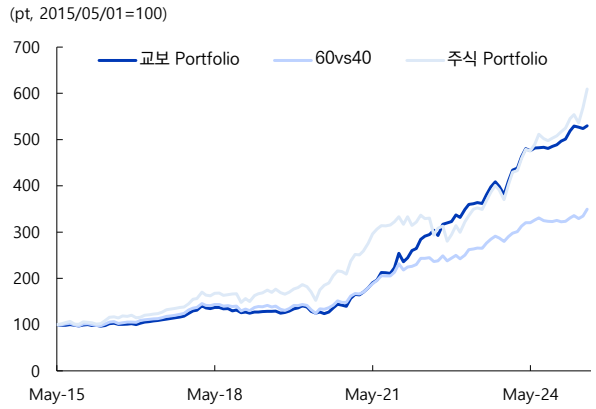
자료: 교보증권 리서치센터. 주: 매년 4월 말, 국면 전환시 리밸런싱.

[도표 72] 예측 국면 적용: 연도별 성과

연도별	60 vs. 40	교보 Portfolio	주식 Portfolio
2015	5.4%	2.3%	16.1%
2016	9.1%	8.2%	9.4%
2017	24.6%	24.1%	32.1%
2018	-1.3%	-6.3%	4.0%
2019	-5.1%	-1.0%	0.4%
2020	40.1%	49.2%	68.9%
2021	29.1%	53.0%	11.1%
2022	9.1%	25.0%	7.1%
2023	20.8%	30.7%	34.8%
2024	4.3%	10.1%	19.7%
YTD	4.5%	1.1%	7.0%

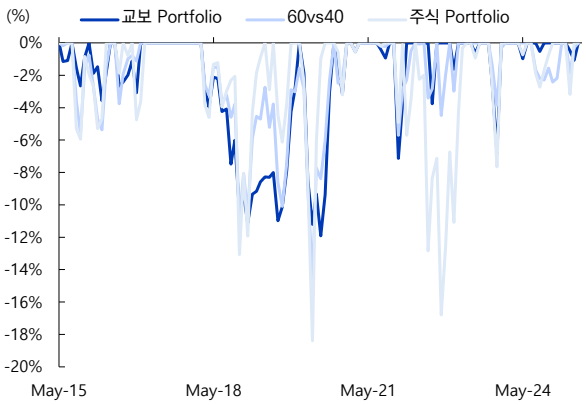
자료: 교보증권 리서치센터. 주: 매년 4월 말~다음해 4월 말까지. YTD는 5월 말 기준

[도표 73] 예측 국면 적용: 교보 Portfolio 장기성과 추이



자료: 교보증권 리서치센터. 주: 2025년 5월 말 종가 기준

[도표 74] 예측 국면 적용: 교보 Portfolio 낙폭 추이



자료: 교보증권 리서치센터. 주: 2025년 5월 말 종가 기준

월별 리밸런싱을 활용한 전술적 자산배분 전략

국면별 자산배분 전략의 실전 적용 효율성을 높이기 위해, 한국 주식에 한해 전술적 운용 방식을 추가 분석했다. 미국 주식, 채권 자산은 기존과 동일하게 매년 4월 말, 국면 전환 시점에 리밸런싱을 실시하는 반면 한국 주식은 국면별 Top 3 스타일에 포함된 종목 중 상위 20% 롱only 전략을 기반으로 하되, 추가적으로 월별 리밸런싱을 적용했다(매달 매도/매수에 대한 각 매매수수료 0.02% 적용).

이는 본 자료에서 분석한 한국 주식 스타일 유니버스가 자체 제작된 구성으로, 연 1회 정기 리밸런싱 이후 동일 종목군이 유지되는 구조적 특성을 갖고 있기 때문이다. 국면이 수개월간 유지되는 경우, 동일 종목이 계속 유지되는데 따른 성과 편차 가능성을 고려하여 기존 롱only 종목군 내에서 월 단위로 추가 선별 과정을 도입한 것이다.

구체적으로는 국면별로 할당된 Top 3 스타일의 롱only 종목군을 대상으로, 매월 말 기준 월별 및 12개월 수익률 모멘텀 스코어를 산출하고, 상위 50% 종목만을 익월 포트폴리오에 편입하는 방식이다(교보 액티브 Portfolio). 예를 들어, 7월 포트폴리오는 6월 말 종가 기준 수익률 데이터를 바탕으로 구성된다.

이러한 구조는 기존 전략의 하방 안정성을 유지하면서 수익률 효율성을 극대화하기 위함이다. 이는 종목간 단기 성과 차이를 반영하여 유연한 대응을 가능하게 하며, 실제 백테스트 결과 수익률과 샤프 비율이 모두 개선되는 효과를 확인했다.

예측 국면에 대한 분석 결과, 한국 주식 대상 월별 리밸런싱을 적용한 교보 액티브 Portfolio는 누적수익률 +505.3%, 연환산수익률 +19.6%, 연환산변동성 11.7%, 샤프 비율 1.67, MDD(최대낙폭) -10.7%를 기록하며 월별 리밸런싱을 적용하기 이전 포트폴리오 성과(누적수익률 +429.8%, +연환산수익률 18.0%, 연환산변동성 11.6%, 샤프 비율 1.55, MDD -11.9%) 대비 대폭 향상된 결과를 보였다.

[도표 75] 예측 국면 적용: 월별 리밸런싱을 통해 개선된 성과

	교보 Portfolio	교보 액티브 Portfolio
누적수익률	429.8%	505.3%
연환산수익률	18.0%	19.6%
연환산변동성	11.6%	11.7%
샤프 비율 (RF=0%가정)	1.55	1.67
MDD(최대낙폭)	-11.9%	-10.7%

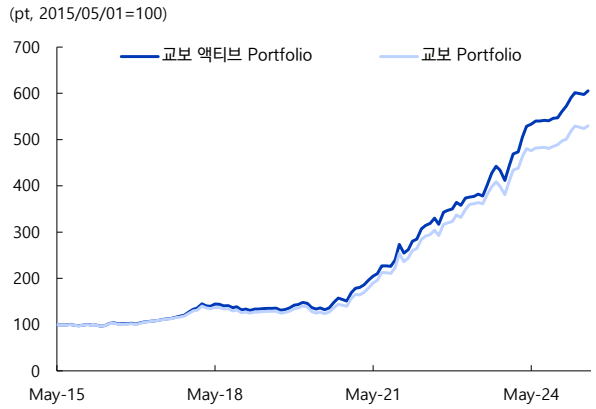
자료: 교보증권 리서치센터. 주: 매년 4월 말, 국면 전환시, 액티브는 월별 리밸런싱.

[도표 76] 예측 국면 적용: 연도별 성과

연도별	교보 Portfolio	교보 액티브 Portfolio
2015	2.3%	2.7%
2016	8.2%	8.2%
2017	24.1%	30.1%
2018	-6.3%	-6.6%
2019	-1.0%	0.8%
2020	49.2%	50.5%
2021	53.0%	53.4%
2022	25.0%	21.5%
2023	30.7%	39.4%
2024	10.1%	12.0%
YTD	1.1%	1.3%

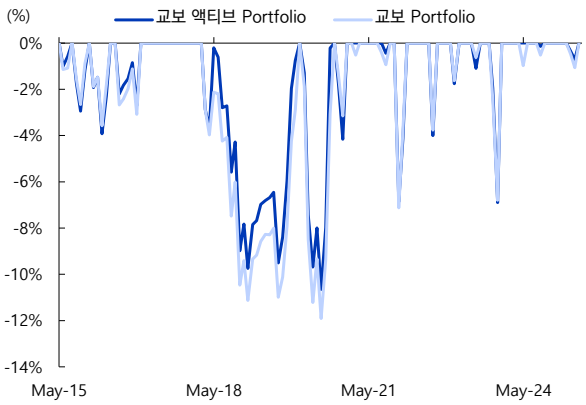
자료: 교보증권 리서치센터. 주: 매년 4월 말~다음해 4월 말까지. YTD는 5월 말 기준

[도표 77] 개선된 교보 액티브 Portfolio 장기성과 추이



자료: 교보증권 리서치센터. 주: 2025년 5월 말 종가 기준

[도표 78] 교보 액티브 Portfolio 낙폭 추이

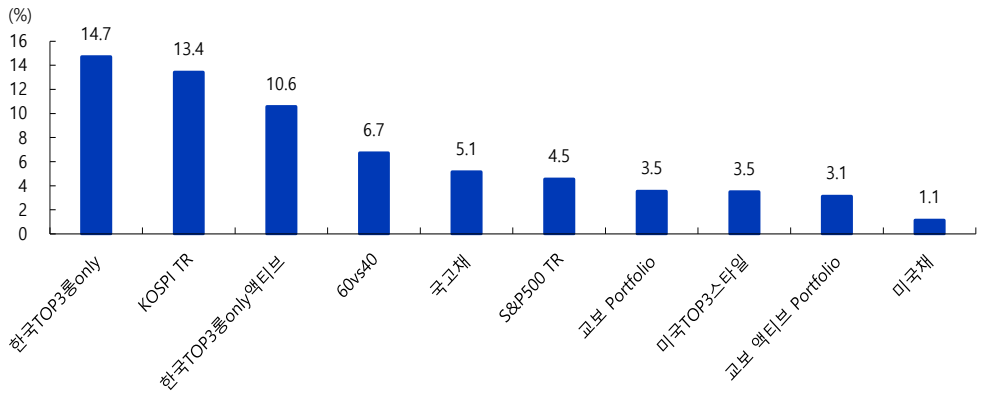


자료: 교보증권 리서치센터. 주: 2025년 5월 말 종가 기준

6월 교보 액티브 포트폴리오 Review: +3.1%
(미국 주식 +3.5%, 한국 주식 +10.6%, 미국채 +1.1%, 국고채 +5.1%)

예측 모델에 따르면, 6월은 Slow Growth 국면에 위치했다. 해당 국면에서 교보 액티브 Portfolio 전략을 활용한 6월 단일 성과는 +3.1%를 기록하며, 단기간 가파른 상승폭을 보인 국내 주식 대비 저조한 결과를 보였다. 이는 Slow Growth 국면에 대한 자산별 비중(미국 주식 10%, 한국 주식 10%, 미국채 60%, 국고채 20%)을 적용한 영향으로, 국내 주식의 상승폭을 흡수하지 못한 결과이다. 그러나 6월을 포함한 누적성과 추이를 보면, 5월 말 대비 +18.9% 증가한 수익률로 여전히 안정적인 우상향을 보여주고 있다. 따라서 교보 액티브 Portfolio 전략은 안정적인 장기 수익률과 하방 리스크 관리에 유효한 전략으로 생각되며, 향후 예측 국면에 따른 선제적 투자를 위한 포트폴리오에 적합할 것으로 판단된다.

[도표 79] 6 월 개별 성과



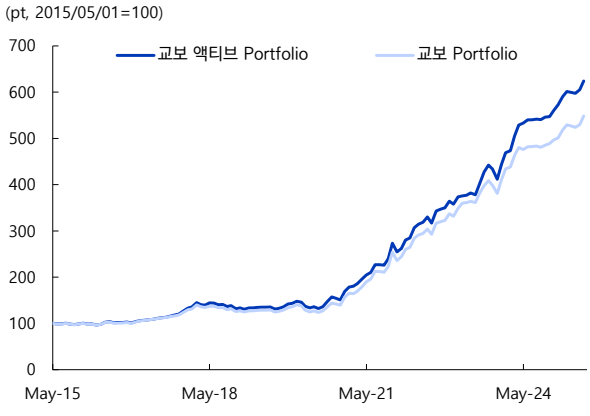
자료: 교보증권 리서치센터. 주: 6월 27일 종가 기준

[도표 80] 예측 국면 적용: 5 월 말 대비 +18.9% 증가한 누적수익률

	교보 Portfolio	교보 액티브 Portfolio
누적수익률	448.5%	524.2%
연환산수익률	18.2%	19.7%
연환산변동성	11.6%	11.7%
샤프 비율 (RF=0%가정)	1.58	1.69
MDD(최대낙폭)	-11.9%	-10.7%

자료: 교보증권 리서치센터. 주: 2025년 6월 27일 종가 기준

[도표 81] 교보 Portfolio vs. 액티브 Portfolio 장기성과 추이



자료: 교보증권 리서치센터. 주: 2025년 6월 27일 종가 기준

7월 교보 포트폴리오 국내 주식 List

[도표 82] 7 월 국내 주식 List(월별 모멘텀 상위 50%)

종목코드	종목명	업종명	스타일	시가총액(십억원)	1 개월전대비수익률
A051600	한전 KPS	유틸리티	퀄리티	2,709	33.3
A071970	HD 현대마린엔진	조선	퀄리티	1,699	20.7
A001800	오리온홀딩스	필수소비재	퀄리티	1,353	18.3
A079160	CJ CGV	미디어,교육	퀄리티	828	9.7
A003300	한일홀딩스	건설,건축관련	퀄리티	551	8.8
A000320	노루홀딩스	건설,건축관련	퀄리티	314	41.5
A002810	삼영무역	화학	퀄리티	290	3.8
A003350	한국화장품제조	화장품,의류,완구	퀄리티	250	10.5
A004980	성신양회	건설,건축관련	퀄리티	227	7.6
A005930	삼성전자	반도체	이익모멘텀	359,914	12.8
A035420	NAVER	소프트웨어	이익모멘텀	40,798	40.1
A003570	SNT 다이내믹스	자동차	이익모멘텀	1,799	33.4
A009240	한샘	건설,건축관련	이익모멘텀	1,058	12.1
A006220	제주은행	은행	이익모멘텀	579	65.5
A094480	갤럭시아머니트리	소프트웨어	이익모멘텀	485	50.0
A045390	대아티아이	소프트웨어	이익모멘텀	373	15.9
A065680	우주일렉트로	IT 하드웨어	이익모멘텀	344	16.6
A005500	삼진제약	건강관리	이익모멘텀	261	7.2
A042370	비츠로테크	IT 가전	이익모멘텀	252	21.4
A103140	풍산	비철,목재등	가치편향	3,823	115.1
A007700	F&F 홀딩스	화장품,의류,완구	가치편향	866	56.7
A036830	솔브레인홀딩스	IT 가전	가치편향	842	47.3
A033100	제룡전기	기계	가치편향	657	17.2
A032500	케이엠더블유	IT 하드웨어	가치편향	501	49.6
A041020	폴라리스오피스	자동차	가치편향	317	16.6

자료: 교보증권 리서치센터. 주: 6월 27일 종가 기준, 동일가중

[도표 83] 7 월 국내 주식 List(12 개월 모멘텀 상위 50%)

종목코드	종목명	업종명	스타일	시가총액(십억원)	12 개월전대비수익률
A051600	한전 KPS	유틸리티	퀄리티	2,709	62.1
A071970	HD 현대마린엔진	조선	퀄리티	1,699	184.0
A001800	오리온홀딩스	필수소비재	퀄리티	1,353	43.1
A036530	SNT 홀딩스	자동차	퀄리티	898	159.3
A057050	현대홈쇼핑	소매(유통)	퀄리티	677	10.6
A003300	한일홀딩스	건설,건축관련	퀄리티	551	33.6
A082800	비보존 제약	건강관리	퀄리티	326	113.5
A000320	노루홀딩스	건설,건축관련	퀄리티	314	85.8
A002810	삼영무역	화학	퀄리티	290	20.9
A012450	한화에어로스페이스	상사,자본재	이익모멘텀	42,094	284.6
A035420	NAVER	소프트웨어	이익모멘텀	40,798	55.7
A082270	젬백스	반도체	이익모멘텀	2,646	515.6
A003570	SNT 다이내믹스	자동차	이익모멘텀	1,799	149.3
A094480	갤럭시아머니트리	소프트웨어	이익모멘텀	485	110.2
A034310	NICE	소프트웨어	이익모멘텀	463	15.5
A045390	대아티아이	소프트웨어	이익모멘텀	373	77.2
A016610	DB 증권	증권	이익모멘텀	350	90.7
A065680	우주일렉트로	IT 하드웨어	이익모멘텀	344	155.3
A009680	모토닉	자동차	이익모멘텀	287	15.0
A010140	삼성중공업	조선	가치편향	14,221	71.4
A010620	HD 현대미포	조선	가치편향	7,952	113.9
A103140	풍산	비철,목재등	가치편향	3,823	116.5
A007340	DN 오토모티브	자동차	가치편향	1,296	39.3
A007700	F&F 홀딩스	화장품,의류,완구	가치편향	866	48.6
A032500	케이엠더블유	IT 하드웨어	가치편향	501	-3.2

자료: 교보증권 리서치센터. 주: 6월 27일 종가 기준, 동일가중

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 기준일자_2025.06.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	95.9%	3.4%	0.7%	0.0%

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대
Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%
Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하