

장기 투자와 포트폴리오 리밸런싱

김동엽 CFP® (kdy1009@miraeasset.com)

곽재혁 CFP® (immex@miraeasset.com)

중국 송나라 시인 양만리는 권력과 청춘의 무상함을 빗대어 화무십일홍(花無十日紅)이라는 말을 남겼다. 투자도 마찬가지다. 어떤 자산의 투자성과가 지금까지 좋았다고 해서 앞으로도 계속 좋으리라 할 수 없다. 반대로 어떤 자산의 투자 성과가 지금까지 좋지 않다고 해서 앞으로도 계속 나쁘리라고 장담할 수 없는 것이 투자다.

하지만 투자자는 시장분위기에 쉽게 휩쓸린다. 자산 가격이 급등하면 지나치게 낙관적으로 변화되기 쉽고, 반대로 자산가격이 하락하면 언제 그랬느냐는 듯 비관적으로 생각하게 된다. 따라서 시장이 폭등하면 더 사게 되고 폭락하면 자금을 회수하고 싶은 욕망을 느낀다. 이러한 투자 심리를 이겨내기 위해서는 장기적인 관점에서 자산배분과 이를 유지하기 위한 리밸런싱 전략이 필요하다.

자산배분이란 위험 수준이 다양한 여러 자산집단(Asset Class)을 대상으로 투자 자금을 배분하여 포트폴리오를 구성하는 것을 말한다.¹ 자산배분이 끝나고 나면 시간이 지나면서 포트폴리오 내 각 자산집단의 가격변동으로 인해 달라진 비중을 처음대로 유지하기 위해 주기적인 조정해 주는 포트폴리오 리밸런싱이 필요하다.

이 글에서는 다양한 상황에서 포트폴리오 리밸런싱 효과를 분석하여 그 장단점을 알아보고자 한다. 또한 투자자가 리밸런싱을 실행하는 과정에서 직면할 수 있는 문제와 노후자금 마련과 같은 장기투자에서 리밸런싱의 유용성에 대해 살펴보도록 하겠다.

핵심포인트

- 포트폴리오 리밸런싱 방법과 장단점에 대해 이해한다.
- 리밸런싱 전략 실행 과정에서 투자자가 직면하는 문제에 대해 이해한다.
- 장기투자에서 포트폴리오 리밸런싱의 필요성에 대해 알아본다.

1 . 자산배분에 대한 내용은 다음 지면을 이용해 설명하기로 하자.

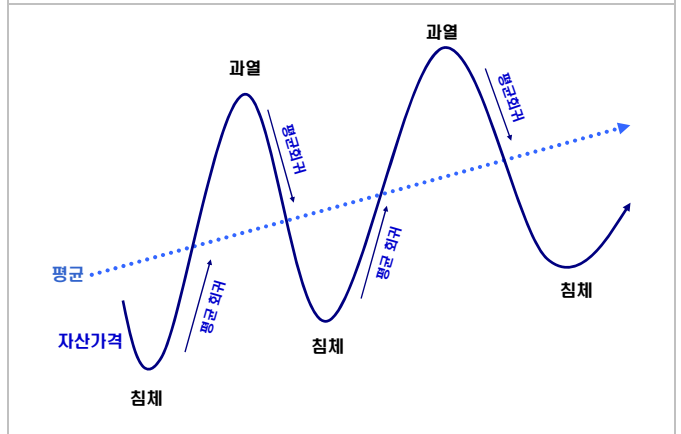
1. 시장의 과잉반응과 평균회귀 현상

자본 시장은 주기적으로 폭락과 폭등을 반복하기 때문에 자산집단의 가치가 과대평가 또는 과소평가되는 경향을 가지고 있다. 이는 투자자가 새로운 정보에 지나치게 낙관적이거나 비관적으로 반응하여 증권의 시장가격이 내재가치로부터 상당히 벗어나기 때문에 나타나는 현상이다.

포트폴리오 리밸런싱은 이렇게 과잉 반응한 자산가격이 평균으로 회귀한다는 가정에서 출발한다. 즉 포트폴리오에 편입된 자산가격이 내재가치보다 상승하여 포트폴리오 내 비중이 늘어

나면 이를 매도해 생긴 자금으로 비중이 줄어든 자산을 매수함으로써 투자성과를 향상시키려는 전략이다. 즉 자산집단의 가격이 단기적으로 내재가치에서 벗어나지만 장기적으로는 결국 내재가치로 돌아오는 시장의 과잉반응과 평균회귀현상을 이용한 자산운용 방법이다.

[그림 1] 자본시장의 과잉반응과 평균회귀 현상



2. 리밸런싱을 할 때 고려할 사항

포트폴리오 리밸런싱에도 원칙이 필요하다. 투자관리를 시작할 때 리밸런싱 대상과 방법, 시기와 범위 등에 대한 원칙을 미리 정해두어야 시장 상황에 휩쓸려 잘못된 판단을 내리는 것을 피할 수 있다.

■ 리밸런싱 대상

우선 무엇을 리밸런싱할 것인가를 결정해야 한다. 포트폴리오 내 편입된 자산 중 주식, 채권, 부동산과 같은 상위 수준 자산간 조정인지, 성장주와 가치주 또는 대형주와 중소형주 등과 같은 하위수준의 조정인지, 아니면 상위수준과 하위 수준 모두 조정할 것인지 등 리밸런싱 대상 자산을 사전에 결정해 두어야 한다.

■ 리밸런싱 방법

어떤 방법으로 리밸런싱을 할 것인지 결정해야 한다. 일반적으로 상대적으로 높은 성과를 낸 자산을 팔아 성과가 적은 자산을 매입하는 방법을 가장 많이 활용한다. 하지만 이와 정반대로 성과가 적게 난 자산을 팔아 비중을 줄이고 성과가 많이 난 자산의 비중을 계속 늘려가는 모멘텀 리밸런싱 방법도 있다. 그리고 해당 자산이 시장 또는 벤치마크 내에서 차지하는 비중에 맞추어 자산 비중을 조정할 수도 있다.

■ 리밸런싱 시기와 주기

언제 그리고 얼마나 자주 리밸런싱 할 것인지를 결정해야 한다. 투자자에 따라서는 아예 리밸런싱을 안 하는 것이 좋다고 생각할 수도 있고, 특별한 이벤트가 발생할 때만 비정기적으로 리밸런싱을 하는 것이 좋다고 생각할 수도 있다. 그리고 일정 주기를 정해 두고 정기적으로 리밸런싱을 실시하거나, 포트폴리오 내 자산 편입 비율의 일정 규모를 상회하거나 하회할 때 마다 리밸런싱을 할 수도 있다.

■ 리밸런싱 범위와 유연성

만약 포트폴리오 내 특정 자산집단 비중이 일정 규모를 상회하거나 하회할 때 리밸런싱을 하기로 했다면, 최초 포트폴리오에서 자산 비중이 어느 정도 변동할 때 리밸런싱을 실시할 것인지 결정해야 한다.

예를 들어 주식 40%와 채권 60%로 구성된 포트폴리오를 가진 투자자가 해당 자산 비중이 20%이상 변동할 때마다 리밸런싱을 실시하기로 했다고 가정해 보자. 이 때 투자자는 운용기간 중 포트폴리오 내 주식 비중이 $48\% [40\% \times (1+20\%)]$ 를 초과하면 주식을 매도하여 채권을 구입하고, 주식 비중이 $32\% [40\% \times (1-20\%)]$ 미만이 되면 채권을 매각해 주식을 매수하여 최초 정해둔 주식(40%)과 채권(60%) 비율로 포트폴리오를 조정하게 된다.

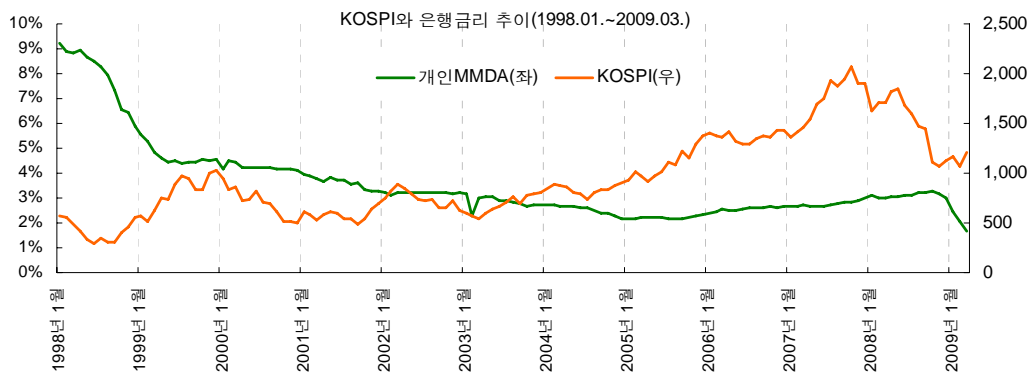
그리고 투자자는 정해진 시기나 조건이 달성되면 무조건 리밸런싱을 실시할 것인지, 아니면 상황에 따라 어느 정도 유연성을 둘 것인지도 결정해 두어야 한다.

3. 장기투자에서 리밸런싱 효과

■ 기본 가정

그러면 장기투자에서 포트폴리오 리밸런싱이 어떤 의미를 가져는지 살펴보기로 하자. 분석을 위한 가정은 다음과 같다. 우선 포트폴리오 내 편입 대상 자산집단은 주식형 펀드(KOSPI)와 저축(개인 MMDA)² 두 가지로 하고, 투자자산을 주식형펀드에 40%, 저축에 60% 배분한다. 투자 기간은 1998년 1월부터 2009년 3월까지 총 11년 3개월로 한다. 동 기간 동안 주가와 개인MMDA 금리의 변화 추이는 [그림 2]와 같다.

[그림 2] KOSPI 와 개인 MMDA 추이 (1998.01.~2009.03.)



자료 : 개인 MMDA (통계청), KOSPI (매월 말 주가 자료)

리밸런싱 방법은 포트폴리오 내 주식형 펀드 또는 저축이 차지하는 비중이 최초 설정한 비중의 20%를 초과해 변동하면 다시 처음 비중으로 조정하기로 한다. 즉 주식형 펀드의 경우 비중이 48%를 초과하거나 32% 미만일 때 다시 40%로 조정한다.

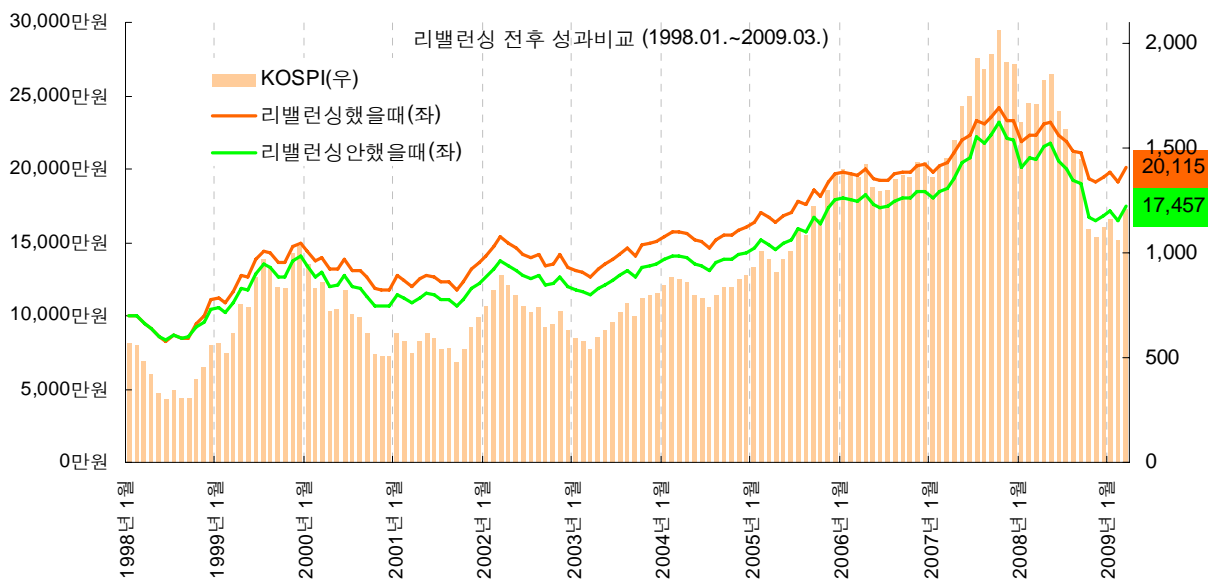
- 투자 기간 : 1998년 1월 ~2009년 3월 (11년 3개월)
- 투자 금액 : 1억원
- 포트폴리오 편입 대상 자산 및 비중
 - 주식형 펀드 (비중 40%) - KOSPI를 100% 추종하는 인덱스 펀드
 - 은행 예금 (비중 60%) - 개인 MMDA (통계청 발표 개인MMDA금리)
- 포트폴리오 내 자산 비중의 변동 허용 폭 : 20%
 - 주식형 펀드 : 비중이 48%를 초과하거나 32% 미만일 때 40%로 조정
 - 은행 예금 : 비중이 72%를 초과하거나 48% 미만일 때 60%로 조정

2. 1998년 1월부터 2009년 3월까지를 분석대상 기간으로 하며, 해당 기간 중 KOSPI는 매월 말 주가지수를 예금 금리는 통계청이 발표하는 개인 MMDA 금리를 활용했다.

■ 장기투자에서 리벨런싱 효과

아래 [그림 3]은 기본 가정에 따라 리벨런싱을 했을 때와 하지 않았을 때의 투자 성과를 비교한 것이다. 1998년 1억원을 투자해 지속적으로 리벨런싱을 했을 때 투자기간 말 자산규모는 20,115만원으로 리벨런싱하지 않았을 때 17,457만원 보다 약 2,658만원이 크다. 뿐만 아니라 대부분 투자기간 동안 리벨런싱을 했을 때 수익이 하지 않았을 때 보다 높게 나타나 장기투자에서 리벨런싱의 유용성을 확인할 수 있다.

[그림 3] 포트폴리오 리벨런싱 성과 (투자기간:1998.01~2009.3)



■ 포트폴리오 내 자산 비중에 따른 민감도 분석

포트폴리오 내 자산 편입 비중이 바뀌면 리벨런싱 결과는 어떻게 달라질까? 기본 가정에서 포트폴리오 내 편입된 주식형 펀드와 저축의 최초 자산배분 비중을 변화시켜 가면서 수익률과 수익률의 변동성 변화를 살펴 보았다.

[표 1]을 살펴 보면, 포트폴리오 내 주식형 펀드 비중이 80% 이상일 때를 제외한 모든 구간에서 리벨런싱을 했을 때 투자성과가 하지 않았을 때에 비해 우수하게 나타났다. 특히 주식형 펀드와 저축간 자산배분 비중이 50:50 일 때 누적적립금(누적수익률) 차이가 3,932만원(39.32%)으로 가장 크게 나타났다. 그리고 주식형 펀드 비중이 50% 미만일 때는 수익률도 좋지만 수익률 변동폭도 적게

나타나고 있는 점은 주목해 볼 만하다. 다만 포트폴리오 내 주식형 펀드 배분 비중이 80% 이상일 때는 리밸런싱 효과가 없는 것으로 나타났다.

[표 1] 포트폴리오 내 자산 비중에 따른 리밸런싱 결과 (투자기간:1998.01~2009.3)

자산비중		① 리밸런싱 했을 때			② 리밸런싱 하지 않았을 때			차이 (①-②)		
주식형펀드	은행 예금	투자기간말	누적수익률	월수익률표준편차	투자기간말	누적수익률	월수익률표준편차	투자기간말	누적수익률	월수익률표준편차
10%	90%	16,391만원	63.91%	0.92%	15,556만원	55.56%	1.05%	835만원	8.35%	-0.13%
20%	80%	18,010만원	80.10%	1.86%	16,190만원	61.90%	2.04%	1,820만원	18.20%	-0.18%
30%	70%	19,699만원	96.99%	2.82%	16,823만원	68.23%	2.98%	2,876만원	28.76%	-0.16%
40%	60%	20,115만원	101.15%	3.73%	17,457만원	74.57%	3.88%	2,658만원	26.58%	-0.15%
50%	50%	22,023만원	120.23%	4.63%	18,091만원	80.91%	4.77%	3,932만원	39.32%	-0.15%
60%	40%	20,808만원	108.08%	5.69%	18,725만원	87.25%	5.66%	2,083만원	20.83%	0.04%
70%	30%	21,663만원	116.63%	6.61%	19,359만원	93.59%	6.54%	2,304만원	23.04%	0.06%
80%	20%	19,993만원	99.93%	7.45%	19,993만원	99.93%	7.45%	0만원	0.00%	0.00%
90%	10%	20,626만원	106.26%	8.38%	20,626만원	106.26%	8.38%	0만원	0.00%	0.00%

■ 자산배분 비중 변동폭 허용 범위에 따른 민감도 분석

이번에는 기본 가정에서 포트폴리오 내 자산 배분 비중의 변동폭을 얼마나 허용할 것인가에 따라 리밸런싱 성과를 살펴보았다.

[표 2]에서 알 수 있듯이, 포트폴리오 내 자산비중 변동폭을 30%까지 허용했을 때 (주식형 펀드 비중:40%±12%) 리밸런싱 효과가 가장 좋게 나타났다. 즉 포트폴리오 내 주식형 펀드 비중이 52%를 초과하면 주식형 펀드를 매도하고, 주식형펀드 비중이 38% 미만이면 주식을 더 구입해 40%로 조정했을 때 투자성고가 가장 좋게 나타났다.

[표 2] 자산배분 비중 변동폭 차이에 따른 리밸런싱 효과

변동허용 폭	① 리밸런싱 했을 때		
	투자기간말	누적수익률	월수익률표준편차
5%	18,857만원	88.57%	3.72%
10%	18,889만원	88.89%	3.70%
15%	19,249만원	92.49%	3.70%
20%	18,899만원	88.99%	3.75%
25%	20,264만원	102.64%	3.77%
30%	22,504만원	125.04%	3.77%
35%	17,126만원	71.26%	3.80%
40%	17,333만원	73.33%	3.79%
45%	17,652만원	76.52%	3.79%
50%	18,123만원	81.23%	3.79%
55%	18,865만원	88.65%	3.78%
60%	16,711만원	67.11%	4.07%
65%	16,711만원	67.11%	4.07%
70%	16,711만원	67.11%	4.07%

반면 변동폭을 35% 이상 허용했을 때는 투자성고가 급감하는 것을 볼 수 있다. 이는 변동폭을 지나치게 크게 가져가면 리밸런싱이 가진 본연의 취지가 훼손 될 수 있다는 것을 의미한다. 이처럼 리밸런싱 효과는 포트폴리오에 편입된 자산의 편입 비중, 자산배분 비중의 변동 허용 폭 등 다양한 요인에 의해 영향을 받기 때문에, 투자계획을 세울 때 이러한 점을 고려해야 할 것이다.

4. 시장 유형별 리벨런싱 효과

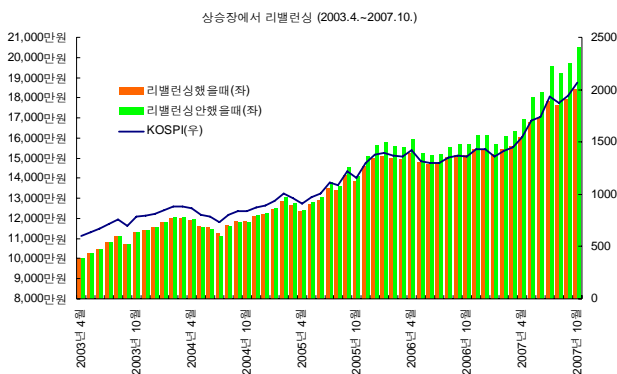
■ 상승장과 하락장에서 리벨런싱

장기투자에서 리벨런싱이 효과가 있다는 것을 인정한다고 하더라도, 실제 투자에서 리벨런싱 전략을 실시하는 데는 어려움이 많다. 특히 대세 상승장이나 하락장에서는 리벨런싱을 하는 것이 하지 않는 것에 비해 오히려 성과가 좋지 않기 때문에 리벨런싱을 계속해야 하는지 의문이 생기기도 한다.

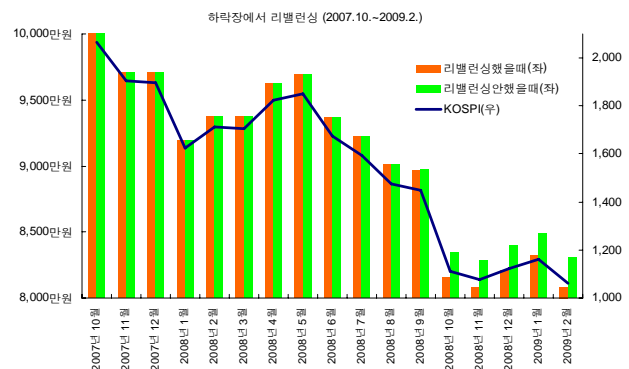
[그림 4]는 앞서 기본가정에서 투자 기간을 주가가 지속해서 상승했던 2003년 7월에서 2007년 10월까지 52개월간으로 조정해 분석한 것이다. 그림을 보면 리벨런싱 했을 때 투자성과가 오히려 하지 않았을 때 보다 나쁘게 나타난다. 이는 상승장에서 리벨런싱을 실시하면 상승폭이 큰 자산을 계속 처분해서 상승폭이 적은 자산을 구입하기 때문이다.

[그림 5]는 앞서와 동일한 가정에서 투자기간을 주가가 지속적으로 하락한 2007년 10월에서 2009년 2월까지 17개월간으로 조정해 분석한 것이다. 그림에서 보듯 주가가 지속적으로 하락할 때도 리벨런싱 성과가 좋지 않게 나타난다. 이는 하락장에서 리벨런싱을 실시하면 상승하거나 하락폭이 적은 자산을 처분해 하락폭이 큰 자산을 계속해서 구입하기 때문이다.

[그림 4] 상승장에서 리벨런싱 (기간:2003.4~2007.10)



[그림 5] 하락장에서 리벨런싱 (기간:2007.10~2009.2)



■ 상승후 하락장 또는 하락후 상승장에 리벨런싱

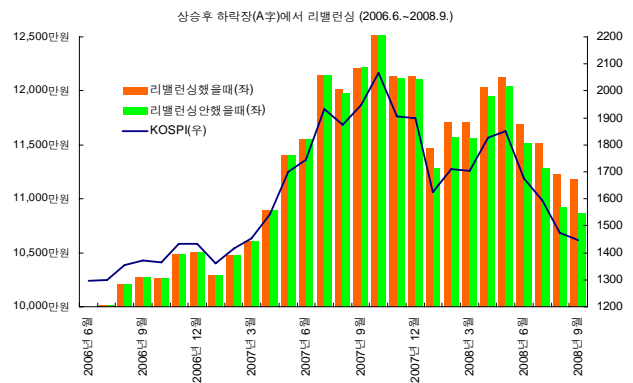
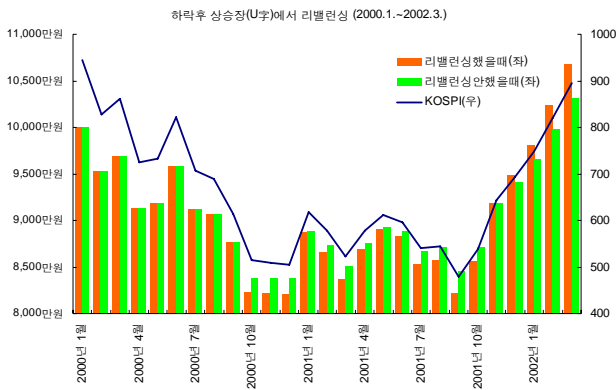
이처럼 리벨런싱 효과가 단기간에 좋게만 나타나지 않기 때문에, 앞으로 투자성과가 좋아질 것이라는 믿음만 가지고 리벨런싱을 지속하기 쉽지는 않다. 하지만 투자기간을 조금만 더 길게 가져가면 다른 결과를 확인할 수 있다.

먼저 주식시장이 하락하다 상승한 U자형 시장에서 리벨런싱 효과를 살펴해보도록 하자. [그림 6]은 기본가정과 동일한 조건에서 투자기간만 2000년 1월에서 2002년 3월로 조정해 분석한 것이다. 그림에서 알 수 있듯이 주가가 하락하는 구간에서는 리벨런싱 효과가 나타나지 않다가 주가가 반등 하면서 효과가 커지는 것을 볼 수 있다. 이는 주가가 하락하는 기간 동안 싼 가격에 주식을 많이 매입해 두었기 때문이다.

반대로 상승후 하락한 A자형 장에서 리벨런싱 효과를 살펴보면 [그림 7]과 같다. 2006년 6월에서 2008년 9월까지 28개월간 리벨런싱 효과를 살펴보면, 주가가 상승할 때는 리벨런싱 효과가 크지 않지만 하락 후 일부 반등하는 구간에서 수익률 개선효과가 나타나면서 이를 유지해 가는 것을 볼 수 있다.

이상에서 살펴 보았듯이 리벨런싱은 합리적인 시간 또는 진폭의 범위 내에서 평균 반전현상이 일어나지 않으면 수익률 개선효과가 그리 크지 않기 때문에 단기자산 운용보다는 장기자산 운용에 적합한 전략이라는 것을 알 수 있다.

[그림 6] U자형 장에서 리벨런싱 (기간:2000.1.~2002.3.) [그림 7] A자형장에서 리벨런싱 (기간:2006.6~2008.9)



5. 리밸런싱의 장점과 단점

이상에서 살펴 본 내용을 통해 리밸런싱의 장단점을 살펴보면 다음과 같다. 장기투자에서 리밸런싱은 포트폴리오의 장기적인 수익률을 제고시켜 주면서 위험을 관리해 주는 장점이 있다. 그리고 투자자로 하여금 자신의 포트폴리오와 투자에 대한 관심을 증대시키는 장점을 가지고 있다.

하지만 리밸런싱 과정에서 마켓타이밍 심리가 지나치게 개입되는 등 역효과를 가져오기도 한다. 게다가 포트폴리오 내 자산을 사고 파는 일을 지나치게 자주 반복하면서 매매비용이나 세금 등 비용 부담 역시 커지기도 한다. 또 합리적인 시간 또는 진폭의 범위 내에서 평균회귀 현상이 일어나지 않으면 리밸런싱을 하지 않을 때보다 투자성고가 좋지 않을 수도 있다. 마지막으로 투자자가 과연 가격이 오르는 자산을 팔고 떨어지는 자산을 살 수 있을까 하는 의문도 남아 있다.

따라서 리밸런싱 전략은 단기투자보다 은퇴자금 마련과 같은 장기투자에 적합한 전략이라 할 수 있다. 긴 투자기간은 시장의 과잉반응과 평균회귀 현상을 활용한 리밸런싱 효과를 극대화 시킬 수 있는 최선의 환경을 제공해 주기 때문이다. 그리고 리밸런싱을 투자자의 의지에만 맡겨 두면 호황장 낙관적 심리와 불황장의 공황 심리로 인하여 제대로 된 리밸런싱 전략을 수행할 수 없기 때문에, 명확한 리밸런싱 원칙을 사전에 수립해 두는 것이 바람직하다. 시스템에 따라 자동 리밸런싱(Auto Rebalancing)을 실행할 수 있는 방법이 있다면 이를 선택하는 것도 좋은 방법이다.

이번에는 거치식 투자에서 리밸런싱을 할 때 고려할 사항, 리밸런싱의 장단점, 그리고 장기투자에서 리밸런싱 효과에 대해 살펴보았다. 다음에는 적립식 투자에서 리밸런싱 전략이 필요한지에 대해 살펴보도록 하겠다.