Asset Report 2025. 7. 9

신영증권

신영 자산배분전략

7월 : 변화의 시작

- 6월 자산시장 리뷰: 우려보다 약했던 지정학 리스크의 영향
- 품목별 관세는 국가별 협상의 예외
- 신흥국의 약진
- 한국 증시의 변화 가능성

분석의 기본 가정

- 미국 예외주의 훼손
- 미국 재정건전성 우려 확대
- 한국 증시 주주환원 불확실성 해소

채권/FX전략 조용구
해외주식 이상연
퀀트/자산배분솔루션 강기훈
크레딧 전략 이경록
중국 전략 성연주
리츠/부동산 박세라
금/디지털자산 임민호
ESG 오광영

[요약] 7월 : 변화의 시작

• KOSPI 레이스의 시작일까

연초부터 시작된 달러 약세는 지금까지도 이어지면서 달러자산과 비달러자산의 차이를 빚어내고 있습니다. 지난달 우려했던 미국의 대규모 감세안(OBBBA, One Big Beautiful Bill Act)이 최종적으로 대통령 서명까지 이어지면서 재정건전성 우려 반영도 진행중입니다. 이에 6월 한달동안 원만한 하락세를 보이는 듯 했던 미국채 금리가 결국 상승세로 돌아섰습니다. 물론 미국 주식은 4월 상호관세 발표 이후 낙폭을 모두 회복하며 사상최고치를 경신하고는 있지만 정책 불확실성에서 온전히 벗어났다고 보기엔 다소 어려운 상황입니다. 실제로 결국 트럼프 대통령의 상호관세는 다시 8월 1일로 유예가 되었습니다. 시장이 한번 충격을 받았던 만큼 상호관세에 대한 민감도는 낮아지겠으나 아직 구리, 목재, 의약품, 반도체 등 품목별 관세를 위한 조사가 끝나지 않았다는 점이 부담스럽습니다.

이번 상반기 주식 시장에서 가장 큰 변화는 신흥국의 약진이라고 생각합니다. 중국의 AI 굴기, 한국의 신정부 출범 등 국가별로 고유한 이슈와 달러 약세 기조가 합쳐진 결과입니다. 특히, 국내증시가 이러한 흐름과 궤를 같이하며 KOSPI 기준 6개월 동안 +28%기록하며 지난 하반기 수익률 -10%와는 상반되는 놀라운 성과를 거뒀습니다. KOSPI의 급등을 두고 새정부 출범에 따른 정치적 불확실성 해소, 상법개정을 통한 거버넌스 개선 시작, 추가 유동성 유입 기대 등이 이야기 되고 있습니다. 짧은 시간내에 이루어지지는 않겠지만 한국 증시의 구조적 변화는 이제 시작이라고 생각합니다. PBR은 ROE와 PER의 함수라는 점에서 현재 한국 증시에서 일어나고 있는 주주환원 불확실성 해소가 PER 상승을 통해 중장기적으로 밸류에이션 정상화에 기여할 수 있기 때문입니다.

• 7월 자산배분 전략: 주식 비중확대(+1), 한국 주식 비중확대(+1)로 의견 변화

이번 7월 자산배분 전략에서는 주식(+1), 한국 주식(+1)으로 의견을 상향 조정합니다. 한국 주식의 경우 최근 단기내 급등에 따른 조정은 당연히 불가피하나 지수 하락폭은 제한될 것으로 예상합니다. 단순히 밸류에이션 상향 뿐만이 아니라 국내 기업들의 펀더멘털이 아직은 견조하다는 점도 긍정적입니다. 한국 주식 의견 상향에 따라 전체 주식에 대한 의견도 비중확대로 조정하였습니다. 기준 금리 경로의 경우 여전히 연내 미국 금리 인하 2회, 한국은 1회를 전망하고 있습니다. 이에 전체 채권 자산에 대한 비중확대(+1) 의견을 유지합니다. 주식과 채권 모두 긍정적인 의견을 제시함에 따라 현금의 상대적 매력도를 고려해 현금자산은(-2) 의견으로 하향 조정했습니다.

[자산배분 의견표] 7월 애널리스트 의견과 전망

	-2	-1	0	+1	+2	애널리스트 의견
주식(Equity)			◇	◈		- 글로벌 증시의 관세 정책 민감도 약화. 최근 지정학 리스크 노이즈로 작용하고 있으나 그 강도는 제한될 가능성 높음 - 연초부터 이어진 미국과 비미국 주식의 차별화는 통화/재정 정책 차별화 및 달러 약세 기조 속 연장될 전망
선진국 주식		◈				- 2분기 어닝 발표 시장 우려보다는 긍정적일 수 있겠으나, 온전한 관세 영향 반영은 3분기로 넘어간다는 점에서 지수 답보 상태 장기화 전망 - 감세안은 증시 상승 모멘텀인 동시에 재정건전성 우려 요인. 예상보다 지연되는 금리 인하 및 연준의 관망 또한 지수 상단 제약 가능 - 추천 ETF : iShares MSCI USA Min Vol Factor ETF(USMV), iShares Core High Dividend ETF(HDV)
신흥국 주식				◈		- 지정학적 리스크 및 관세 불확실성이 여전한 상황에서 7월 정치국 회의 주목(통화/재정정책) - 하반기 중장기 산업 정책(15차5개년/제조2035) 로드맵 논의가 실시되면서 산업별 모멘텀 유효 - 추천 ETF : TIGER 차이나테크TOP10(0047A0), Global X항셍고배당ETF(3110.HK)
한국 주식			◇	◈		- 최근 단기내 급등에 따른 증시 조정 및 차익실현 매물 출회 경계 필요하나 업종 순환매의 형태로 나타나며 지수 하락폭은 제한될 전망 - 원화 강세에 따른 국내증시 수급 개선은 연내 지속적으로 유효할 것으로 기대(외국인 약38조원 순매도 이후 최근 2개월간 약 6조원 순매수) - 추천 ETF: SOL 금융지주플러스고배당(484880), TIGER 소프트웨어(157490), KODEX 건설(117700), TIGER 조선 TOP 10(494670)
채권(Fixed Income)				◈		(국채/FX전략) - 미국: 6월 FOMC 결과와는 다르게 연준 인사들 간에 분열된 의견이 제시되고 있고, 3분기부터 고용 등 실물지표는 일정수준 둔화 예상. 하반기 감세안 통과 등에 따라 국채 발행 증가가 예상되지만 SLR 규제 완화 등 수급적 조치도 동반되어 시장금리는 전분기 대비 낮아질 전망 - 한국: 조기대선 이후 경기 부양책이 강화되고 경제주체들의 심리가 개선됨에 따라 국내 경기는 회복 경로 진입. 기준금리는 가계부채와 부동산시장 문제로 연말까지 한 차례 추가 인하에 그칠 것(연 2.25%). 시장금리는 국채 발행 증가 부담과 내년 예산안을 경계하며 등락 지속 예상 - 외환(FX): 원/달러 환율은 달러인덱스+6개국 상대가치와 주요 변수를 감안할 때 적정가치와 괴리를 상당부분 축소했으나 추가 하락 여지. 중동 정세 불안도 일단락되며 당분간 1,300원대 중반에서 주로 등락, 연말까지 하단 1,300원 초반 전망 유지 (크레딧전략) - 기준금리 하락과 절대금리가 낮아진 상황에서 추가 인하의 속도조절이 예상되고 있어 크레딧에 우호적인 환경이 지속될 것으로 전망 - 국채 발행물량 우려로 인한 시장금리 등락을 크레딧 채권 매수 타이밍으로 활용 권고 - 추천섹터 또는 ETF: 미국채 및 관련 ETF(장기 보유시 환손실 예상), 국고채 10년 ETF, 만기매칭형 국내채권 ETF
선진국 투자등급				◈		
선진국 하이일드			◈			
신흥국 채권				◈		
대체자산			◈			(부동산/리츠) - 6월 REITsWeek(뉴욕증권거래소 개최, 70개 상장 리츠 발표 포럼), 오피스 리츠들의 임대회복 시그널과 공급 축소 언급으로 강한 섹터 반등(6월 누적 6% 대 반등) - 한국 주요 리츠 ETF 6월 리밸런싱 및 시가총액 상위 리츠의 유상증자에 따른 수급 변화로 종목별 차별화, 주택도시기금 앵커리츠 신규 자금 유입, 주요 기관의 리츠 비중 확대 등 긍정적 수급 추천 ETF: TIGER 리츠부동산인프라(329200) (금) - 금 가격은 중동 정세 불안 완화와 리스크온 심리에 따라 단기 약보합 흐름 예상됨 - 다만 관세 및 지정학적 리스크, 구조적인 중앙은행의 수요는 지속될 것으로 예상. 금리 인하 사이클 재개에 따라 하반기 ETF 등 투자 수요도 지속 예상
현금자산	◈	◇				- 국내 기준금리는 5월 25bp 인하 이후 향후 1년 관점에서 1~2회(25~50bp) 추가 인하 예상 - CD, 코리보, 콜금리 등 무위험지표 금리는 상당 폭 하락하며 선반영. 주요 자산의 단기전망은 중립 상회

주 : 애널리스트의 현재 View는 ◈, 애널리스트의 직전 view는 ◇로 표시
자료: 신영증권 리서치센터

I. 신영 생각

- 6월 자산시장 리뷰: 우려보다 약했던 지정학 리스크의 영향
- 품목별 관세는 국가별 협상의 예외
- 신흥국의 약진
- 한국 증시의 변화 가능성

[6월 자산시장 리뷰] 우려보다 약했던 지정학 리스크의 영향

- (주식시장) 미-중 런던 회담 및 중동 지정학 리스크 해소에 위험자산 선호 심리 회복. 달러 약세 기조 이어지면서 권역별로 DM 대비 EM 강세
- (채권시장) 미 채권 금리는 월말 주요 연준 인사들의 비둘기파적 발언과 SLR 규제 완화 확정에 강세 시현
- (대체자산) 부동산/리츠 지수는 글로벌 오피스 리츠 반등에도 불구하고 시장 금리 부담에 상승폭 반납. 인프라 지수는 주요국 산업정책 및 경기부양책 기대 연장
- (원자재) 국제 유가는 이스라엘-이란 무력 충돌에 급등했으나 관련 리스크 완화되면서 상승폭 축소. 산업 금속은 품목관세 우려 잔존 및 공급 차질 지속되면서 강세 연장

6월 자산시장 리뷰

(단위: p, %, 6/30 종가 기준)

		price	MTD	3M	YTD	1Y	3Y
주식	DM	1,759.39	4.53	11.93	9.89	16.51	64.17
	EM	698.12	4.80	10.40	11.41	15.40	35.61
	미국	6,204.95	4.96	10.57	5.50	13.63	63.92
	유럽	5,303.24	-1.18	1.05	8.32	8.36	53.50
	일본	40,487.39	6.64	13.67	1.49	2.28	53.40
	중국	3,936.08	2.50	1.25	0.03	13.70	-12.24
	홍콩	8,678.30	2.92	1.90	19.05	37.06	13.19
	한국	3,071.70	13.86	23.80	28.01	9.79	31.68
채권	IG 채권	596.49	0.96	1.61	2.81	6.15	11.18
	HY 크레딧	656.16	1.75	3.44	4.65	11.53	38.19
	EM 채권	1,309.75	1.91	2.54	4.94	9.41	24.77
대체	인프라	3,392.73	1.43	8.54	12.73	22.69	26.04
	부동산/리츠	290.55	-0.82	-2.12	-1.11	3.57	-8.34
	CRB	568.50	2.43	3.91	5.96	5.41	-4.72
외환	달러인덱스	96.88	-2.47	-7.04	-10.70	-8.49	-7.46
	원달러 환율	1,355.30	-2.01	-8.03	-7.95	-1.55	4.38

주1: 한국주식은 KOSPI, 해외주식은 각국 대표지수(DM,EM: S&P BMI, 미국: S&P500, 유럽 Stoxx50, 일본: Nikkei225, 중국: CSI300, 홍콩: HSCEI) 기준임
주2: 채권은 IG 및 HY는 Barclays USD hedged Total Return, EM은 Barclays USD unhedged Total Return, 대체투자는 S&P Global 인프라, 다우존스 US 부동산, CRB 기준임
주3: 사용자 편의를 위해 주식과 대체투자 지수는 Total Return 지수를 사용하지 않고 단순 수익률 Index를 기준으로 산출
자료: 신영증권 리서치센터

[신영 생각 1] 품목별 관세는 국가별 협상의 예외

아직 발표되지 않은 주요 품목별 관세

- 무역확장법 제 232조(Section 232)는 국가 안보 위협을 이유로 관세를 부과할 수 있는 규정
  - 해당 법률에 의거한 조사는 최대 270일간 진행 가능
- 구리, 목재, 핵심광물과 같은 주요 원자재부터 반도체, 의약품과 같은 특정 교역국의 핵심 수출 상품까지 조사 진행 중
- 7월 9일 상호관세 유예 종료를 앞두고 현재 공식적인 합의에 이른 것은 영국, 베트남이 유이
  - 중국의 경우 구체적인 합의안이 발표되지 않았으며, 상호관세 인하도 90일 한정이라는 한계 존재

품목별 관세 현황

부문	발효일	세부내용
철강	3.12	관세 25% 부과
	6.4	관세 25% 추가 부과(총 50%)
알루미늄	3.12	관세 25% 부과
	6.4	관세 25% 추가 부과(총 50%)
자동차	4.2	관세 25% 부과
자동차 부품	4.2	관세 25% 부과
구리		2.25 Section 232 조사 시작
목재		3.1 Section 232 조사 시작
항공기, 부품, 엔진		3.9 Section 232 조사 시작
핵심 광물 및 파생제품		4.15 Section 232 조사 시작
의약품		4.16 Section 232 조사 시작
반도체		4.16 Section 232 조사 시작

자료 : 백악관, 언론 종합, 신영증권 리서치센터 정리

관세 타임라인

	2월	3월	4월	5월	6월	7월
중국	펜타닐관세 10%	펜타닐관세 10% 추가, 총 대중관세 20%	총 대중관세 145%까지 상향 (펜타닐+보편+ 상호관세) 상호관세 90일 유예에서 제외	제네바 합의 90일 간 총 대중관세 30%, 총 대미관세 10% 합의	런던 합의 서명 美,유학생 허용 中, 희토류 수출 규제 완화	
EU			총 관세 20% 부과 (90일 유예)	美, EU와의 협의 지연에 따라 총 관세 50% 부과 발표했으나 기존 7월 9일까지 연기로 번복		EU, 일부 품목별 관세 선제적 협의 요구 및 보편과세 조건부 수용 가능 시사
영국			총 관세 10% 부과 (90일 유예)	美, 자동차 관세 25% →10% 및 철강/알루미늄 관세 철폐 英, 미국산 제품시장 개방	美, 철강&알루미늄 관세 25% 추가 부과 (영국도 해당) 美-英 공식 서명 완료	
일본	美-日 정상회담 진행		총 관세 24% 부과 (90일 유예)	美, 상호관세 14%만 협상 요구 日, 자동차 관세 포함한 전체 관세 협상 요구	7차 협상에도 진전 x 美, 미국산 쌀 수입 확대 요구 日, 자동차 관세 폐지가 최우선	美, 총 대일관세 24%→30~35% 가능 언급
인도	美-印 정상회담 진행		총 관세 26% 부과 (90일 유예) 印, 에탄올/LPG 무관세 발표	뉴델리 협상 진행 美, 농산물 시장 개방 요구 印, 철강 관세 면제 요구	워싱턴 협상 진행 빠른 시일 내 잠정 합의 → 가을에 본 합의 체결 전망	美, 인도가 영국에 이은 협상국이 될 것이라 발언

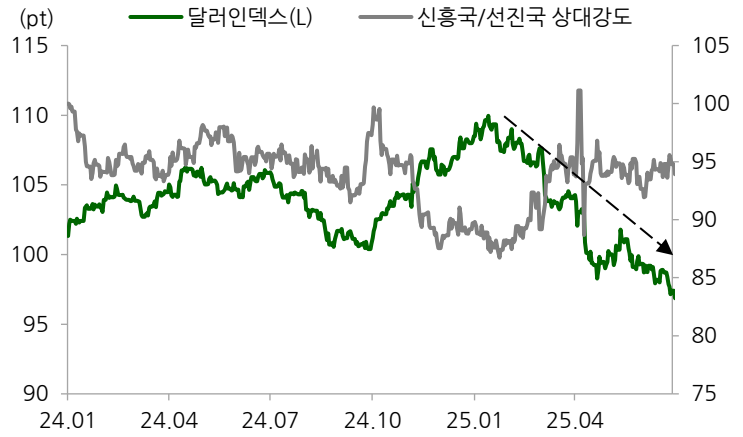
자료: 백악관, 언론종합, 신영증권 리서치센터 정리

[신영 생각 2] 신흥국의 약진

아직도 싼 증시가 있다

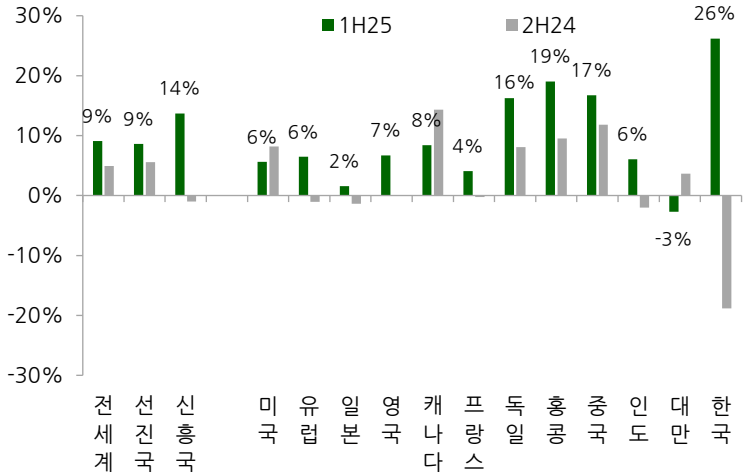
- 1H25 동안 신흥국 증시는 +13.7%를 기록하며 -10%를 기록했던 2H24와 정반대의 흐름
  - 1H25: 한국(+26.2%), 홍콩(+19.0%), 중국(+16.7%), 독일(+16.3%), 캐나다(+8.4%), 영국(+6.7%)
- 대부분의 국가 현재 12개월 선행 PER이 10년 평균치보다 낮은 상황이나 그렇지 않은 국가도 존재
  <u>→영국, 홍콩, 중국, 한국이 이에 해당하는데 1H25 기간동안 수익률 상위권 국가라는 공통점</u>
  →중국, 한국은 경기선행지수도 반등 추세

달러 인덱스와 신흥국/선진국 상대강도 추이



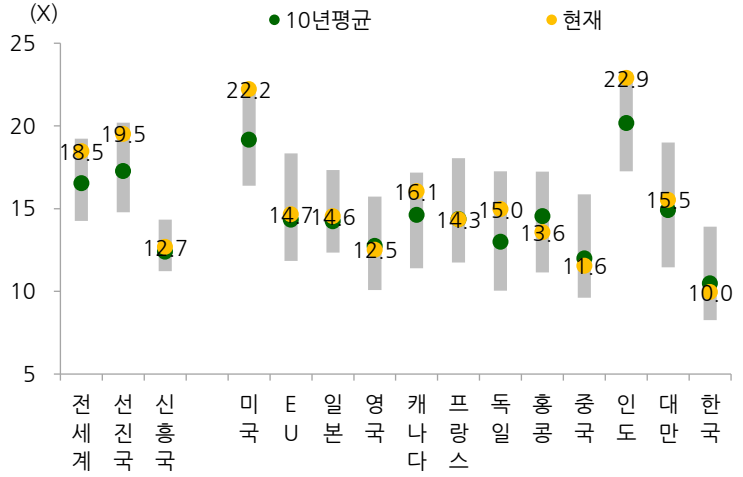
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

주요 국가 증시 수익률 비교 (1H25 vs. 2H24)



주) MSCI 지수 기준
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

주요 국가 증시 12개월 선행 PER 비교



주) MSCI 지수 기준
자료 : LSEG, 신영증권 리서치센터

[신영 생각 3] 한국 증시의 변화 가능성

관세 영향으로 하반기 둔화, 경기 침체 우려는 완화

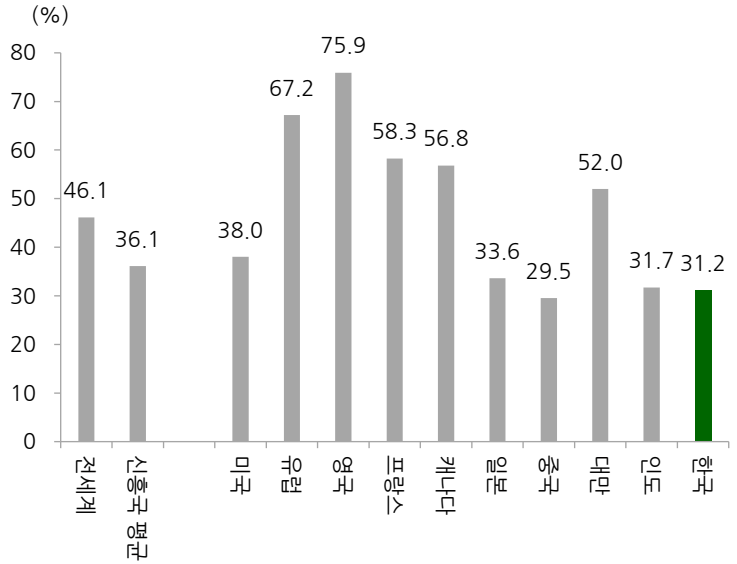
- 7.3 본회의에서 상법 개정안 최종 통과 → 대통령 공표 or 15일내 거부권 미행사 시 바로 시행
  1)이사의 충실의무 확대, 2)사외이사 명칭 변경, 3)3%룰 적용확대, 4)전자주주총회 관련 법안 신설
- 이사의 충실의무 확대에 대한 보완 입법이 주장되기도 하나 현재 증시에는 거버넌스 개선 기대감이 더 크게 작용 중
- 배당소득 분리과세의 경우 다양한 방안이 논의되고 있으며 7월 말 세법개정안에서 변화가 있을 것으로 기대되는 상황
- 거버넌스 개선과 배당성향 상향은 주주환원의 불확실성을 낮춰줌으로써 전체 증시 밸류에이션 상향에 기여

상법 개정안 (7.3 본회의 통과안 기준)

법안	주요 변화
제368조 (총회의 결의방법과 의결권 행사)	주주대리권 인정 범위의 확대 (서면 → 서면 또는 전자문서)
제382조의3 (이사의 충실의무)	이사의 충실의무 확대 (회사 → 회사 및 주주)
제542조의8 (독립이사의 선임)	사외이사의 명칭 변경 (사외이사 → 독립이사) 사외이사 의무 선임 수 확대 (이사 총수의 1/4 → 1/3)
제542조의12 (감사위원회의 구성 등)	3%룰 적용 확대 (사외이사가 아닌 감사위원 선임/해임 → 모든 감사위원 선임/해임)
제542조의14 (전자주주총회) 제542조의15 (전자주주총회의 운영 등)	신설, 전자주주총회 개최 의무화 포함 (자산 2조원 이상 상장법인 한)

자료 : 국회 의안정보시스템, 신영증권 리서치센터 정리

주요국 배당성향 비교 (2024)



주1) MSCI 지수 기준
주2) 신흥국 = 중국, 대만, 인도, 한국
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

II. 7월 자산배분 시그널

- 금융시장 사분면 모델 소개와 활용법

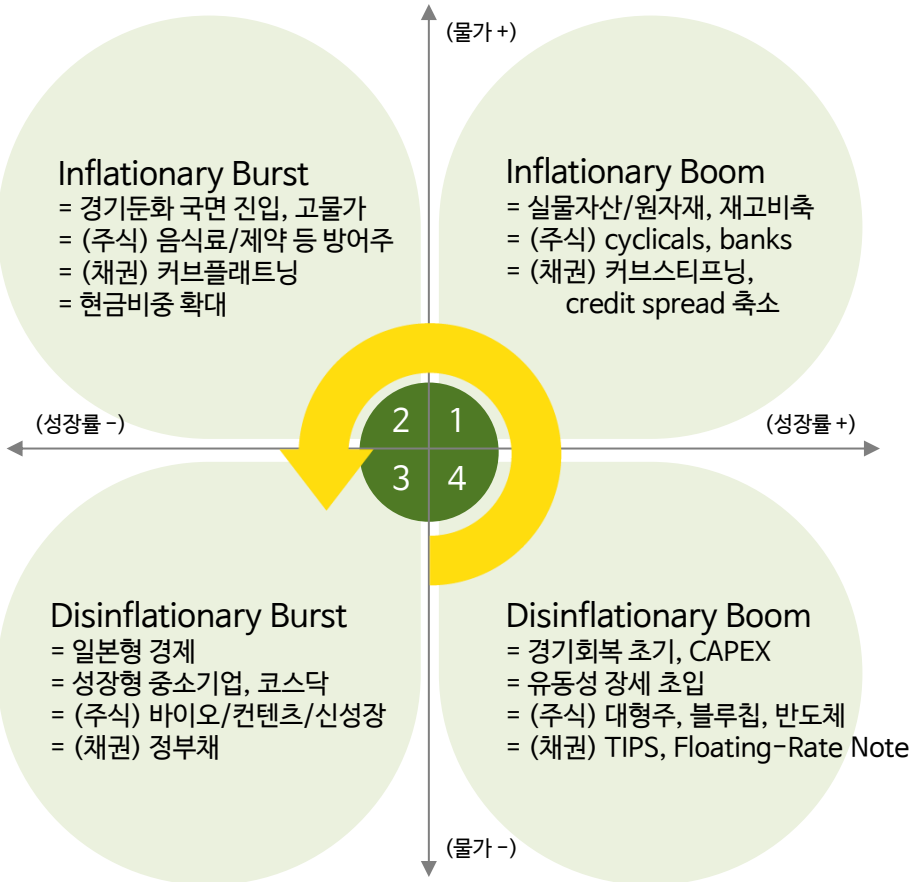
[금융시장의 4계절] 성장률과 물가의 하모니

경기와 물가로 보는 사분면

- 금융시장 국면을 4개로 분할
  - 물가 : CPI, PPI, PCE 인플레이션 등의 지표를 활용해 물가 압력을 표준화
  - 성장률 : OECD, 통계청 경기선행지수 등의 지표를 활용해 성장률 압력을 표준화

  - **1사분면 (인플레이션 붐)** : 실물자산/원자재, 재고비축 등의 사이클을 반영
  - **2사분면 (인플레이션 버스트)** : 경기둔화 국면 진입, 일드커브 플래트닝, 방어주
  - **3사분면 (디스인플레이션 버스트)** : 일본형 디플레 경제, 성장형 중소기업과 코스닥
  - **4사분면 (디스인플레이션 붐)** : 경기회복 초기, 유동성 장세 초기/CAPEX 태동, 대형주와 블루칩

경기선행지수와 물가로 나눠보는 금융시장의 4계절



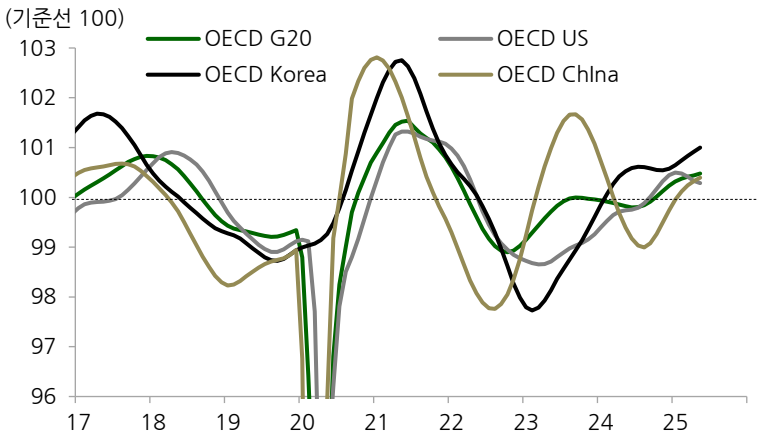
자료: 신영증권 리서치센터

[금융시장의 4계절] 경기선행지수는 US vs. Non-US 차별화로 회귀

달러 약세, 경기부양 등 Non-US 기대 확산

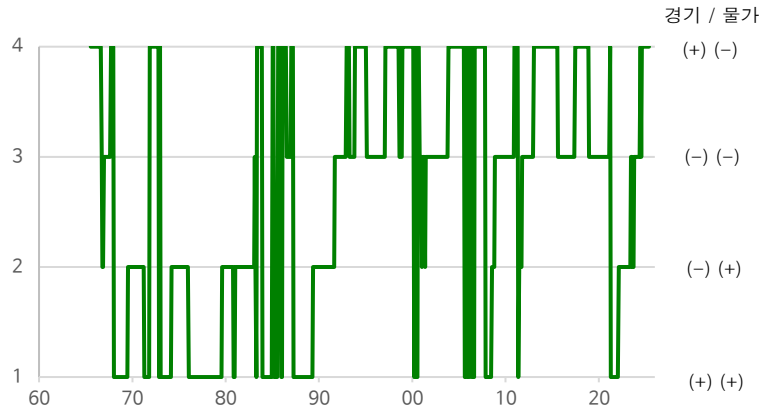
- 반면, 재정적자와 관세 불확실성 잔존에 US는 하락
  - 외채부담 완화, 자본유입, 물가 안정 등 Non-US 수혜
  - 이에 한국, 중국, G20 선행지수는 반등
- 당사 자산배분모델 4사분면 유지. 기울기는 반등
  - 4월 관세와 침체 우려 확산하며 3사분면으로 전개될 가능성 제기. 그러나 G20 경기선행지수 반등하며 침체보다 1사분면 방향으로 다시 선회

OECD 경기선행지수 : 중국과 유럽 중심 Non-US는 반등



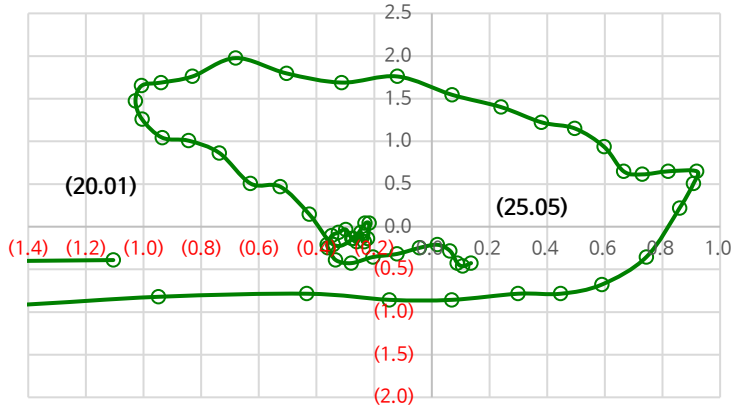
자료: 신영증권 리서치센터

CPI 인플레이션 기준 과거 모델 사분면 변화



자료: 신영증권 리서치센터

신영 자산배분모델 : 4사분면에 머물러



주: 최근 모델값은 과거 평균경로 대입하여 산출
자료: 신영증권 리서치센터

III. 자산군별 전망

- 미국 채권 / 한국 채권 / 크레딧 채권
- 미국 주식 / 한국 주식 / 중국 주식
- 리츠 / 부동산 / 금 / Crypto / ESG

[미국채권] 미국 경제

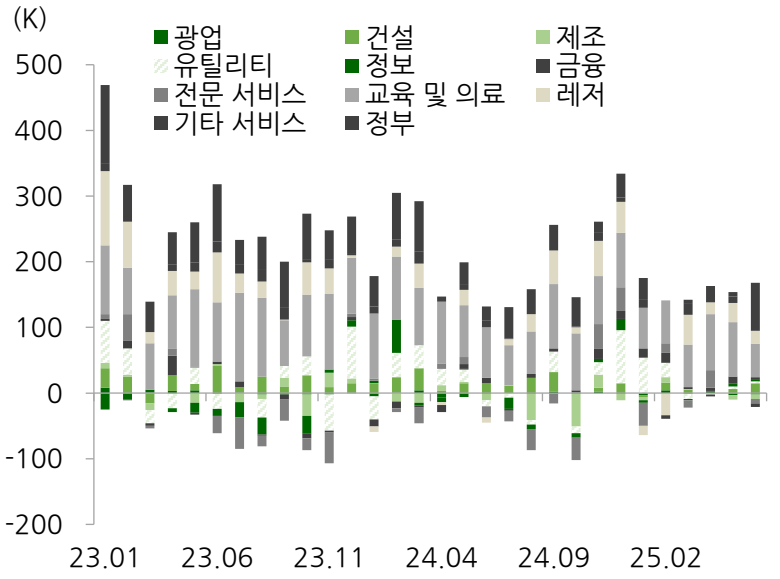
2분기 GDP 호조 이후 하반기 일정수준 둔화

- 1분기 GDP성장률 확정치 전분기비연율 -0.5% 기록. 민간투자 큰 폭 증가했음에도 순수출의 기여도 급감(-4.6%p). 정부지출 감소, 개인소비 전분기비 둔화. 2분기 관세 유예로 인한 선수요와 수입의 재고증가 반영 호조 예상
- 트럼프는 상호관세 유예 종료 시한(7/8일)을 앞두고 관세 관련 서한 12개 발송 예고 등 정책 불확실성 지속(8/1일 부과 예고). 하반기 일정수준 경기 둔화 불가피
- 6월 고용은 대부분 정부(7.3만명)와 교육 및 의료(5.1만명) 증가에 한정. 물가는 6월부터 제한적 반등 경로 진입
- 결론 : 6월 비농업고용과 실업률은 서프라이즈였으나 세부지표 부진 조짐, 미국 경기는 하반기 일정수준 둔화 예상

주요 IB	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	2025	2026
Barclays	1.0	0.5	1.0	1.5	1.2	1.3
BNP Paribas	-	-	-	-	1.7	1.5
BoA-ML	2.3	1.0	1.6	1.6	1.6	1.6
Citi	2.8	0.2	1.1	3.0	1.6	1.9
Deutsche Bank	2.1	1.1	1.3	1.7	1.6	1.7
Goldman Sachs	3.9	0.6	0.9	1.5	1.8	1.6
JP Morgan	3.0	1.0	0.5	2.0	1.6	1.7
Nomura	1.2	0.9	1.2	1.0	1.3	1.2
UBS	2.8	0.8	0.4	1.0	1.6	1.2
평균	2.4(0.2)	0.8(0.3)	1.0(0.1)	1.7(0.3)	1.6(0.1)	1.5(0.1)

자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

미국 세부 주요 섹터별 월간고용 증감



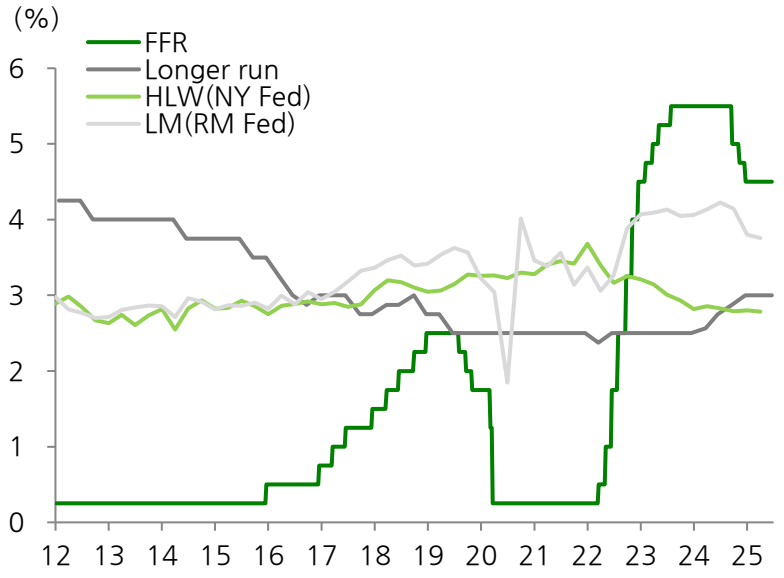
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

[미국채권] 정책금리와 시장금리

연준 9월 인하 재개 전망, 장기금리는 완만한 하락

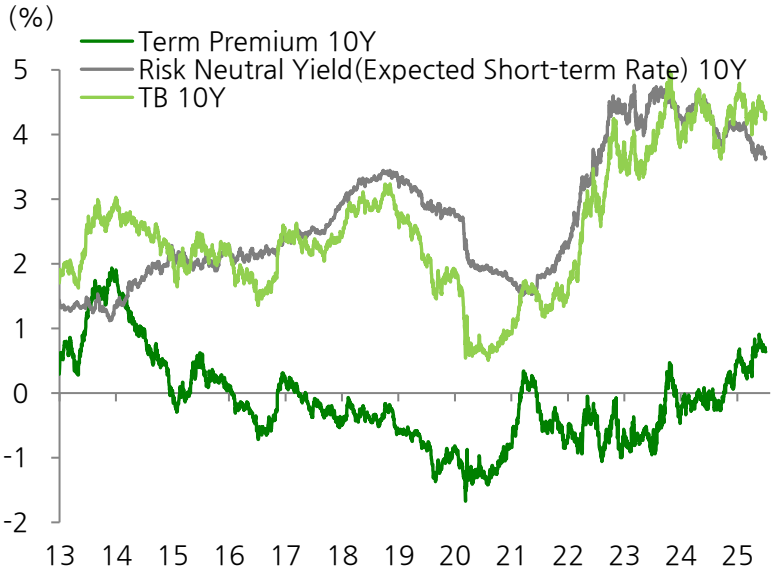
- 6월 FOMC는 금리 동결, 파월 의장은 금리 인하 신중론을 재확인하면서도 현재 금리를 약간 제약적이라고 평가
- 올해 점도표 중간값(50bp 인하)유지되었으나 세부 의견은 올해 1회 이하 인하 9명 vs. 2회 이상 인하 10명. Longer run 3.0%, 1분기 중립금리 추정 대표적인 두 모델의 평균은 3.27% 수준. 내년까지 총 4~5회 인하 경로 지지
- 트럼프는 파월을 비난하며 조기에 차기 의장 지명 가능성(shadow Fed chair). SLR 규제완화는 주로 단기물에 우호적, 베선트 재무장관은 장기물 발행 비중 유지 시사. 감세안은 미국 상원 표결을 마치고 법안 처리 단계 진입
- 결론 : 연준 9월 인하 재개 가능 전망, 기간 프리미엄 0.5%p 상회하며 장기금리 낮아지는 속도 완만한 수준에 그칠 듯

미국 명목 중립금리 추정 및 연방기금금리



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

미국 10년 위험중립 금리와 기간 프리미엄



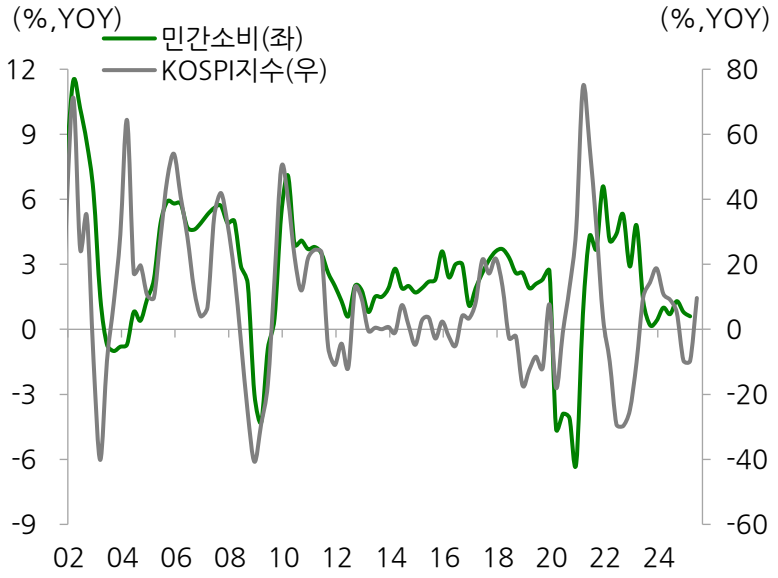
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

[한국채권] 국내 경제와 기준금리

국내 경제전망 다소 개선, 7월 기준금리는 동결 예상

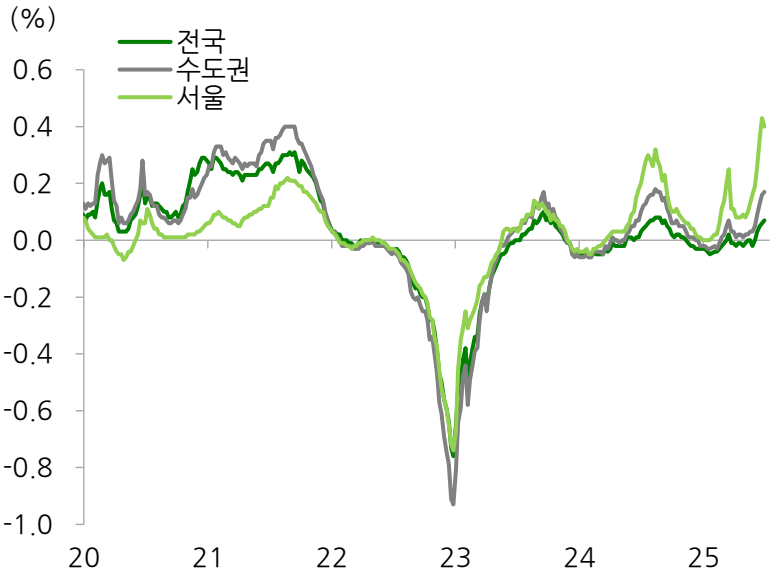
- 상반기 국내 경제전망 악화 지속되었으나 6월초 조기대선 이후 개선 조짐. 경제주체들의 심리와 주가지수 반등, 2차 추경 등 경기 부양책 강화. 글로벌 IB 전망 0.5~1.2% 수준, 당사는 연간 0.9% 전망 유지
- 순수출의 기여도 연간 소폭 (+) 가능성, 내수는 정부지출과 민간소비 위주 개선. 건설투자는 상반기 바닥권 위치
- 원화 약세 부담 크게 낮아졌으나 가계부채와 서울지역 부동산시장 과열 우려 확대, 정부 고강도 대출규제 시행. 7월 한은 금통위는 기준금리를 동결하고 8월 또는 지연 시 10월 하반기 한 차례(25bp) 인하에 그칠 전망(연말 2.25%)
- 결론 : 올해 성장률 전망 0.9~1.0% 수준으로 개선, 기준금리는 7월 동결 이후 8월 또는 10월 한 차례 인하 전망

국내 민간소비와 KOSPI지수 상승률



주 : KOSPI지수 기말값 기준
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

국내 주간 아파트 매매가격지수



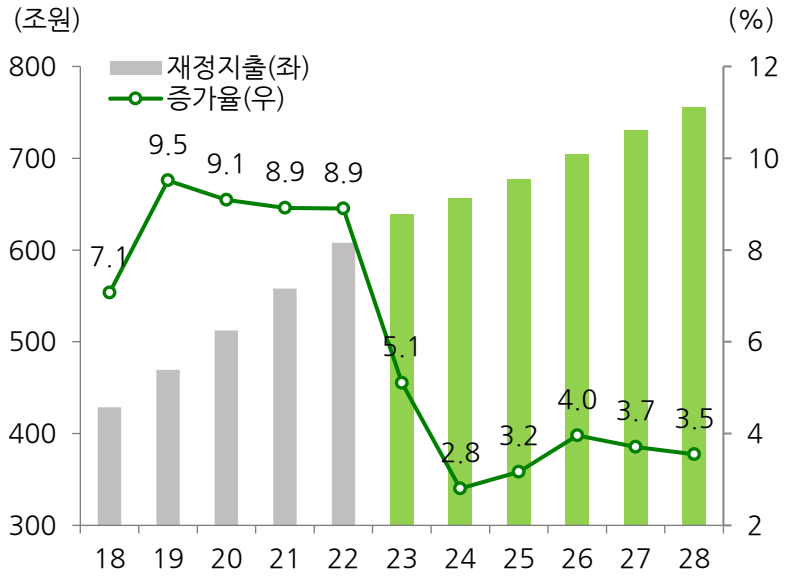
자료 : 한국부동산원, 신영증권 리서치센터

[한국채권] 재정정책과 국채 발행

확장 재정은 중기적인 장기금리 레벨 상향요인

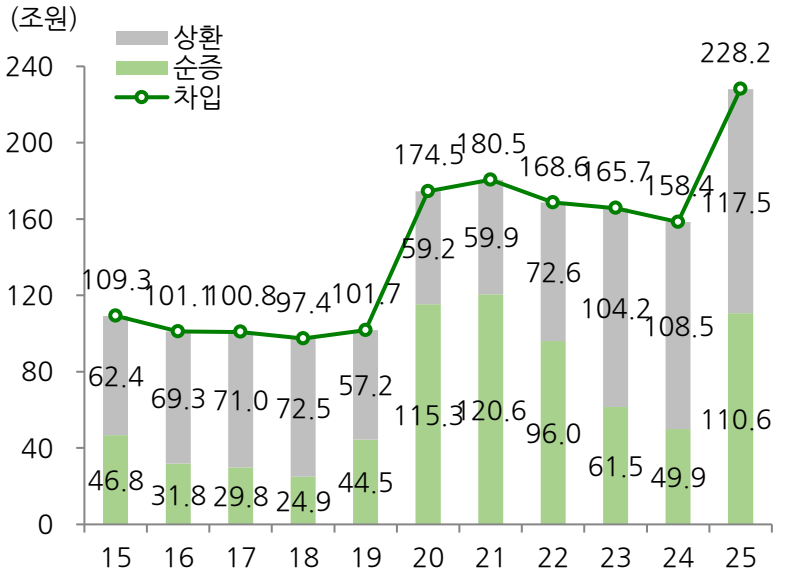
- 8월말 국가재정운용계획 상 내년 예산안 및 중기 재정지출 증가 경계(문재인 정권 8.7% vs. 윤석열 정권 3.8%). 2차 추경안 반영된 발행한도(228.2조원)와 확장 재정 기조를 고려하면 내년 발행한도는 220~240조원 수준 예상
- 2024~2028년 중기 재정수입 전망은 연평균 4.6% 증가 가정. 재정수입 대비 높은 지출 증가율은 차입 증가로 귀결. 작년 전망 대비 연평균 30조원 내외 증가 가능성
- 2차 추경 증액분 1.3조원에 그치고, 대통령 취임 후 첫 기자회견에서 재정상황 녹록치 않다고 언급하며 우려 다소 완화
- 결론 : 기존 정권 대비 재정 기조 확장적, 다만 8월말 예산안과 발행한도가 충격을 주지 않는다면 불확실성 해소 재료

국가재정운용계획 재정지출과 증가율



주 : 본예산 기준
자료 : 기획재정부, 신영증권 리서치센터

국고채 연간 발행 및 순증 추이



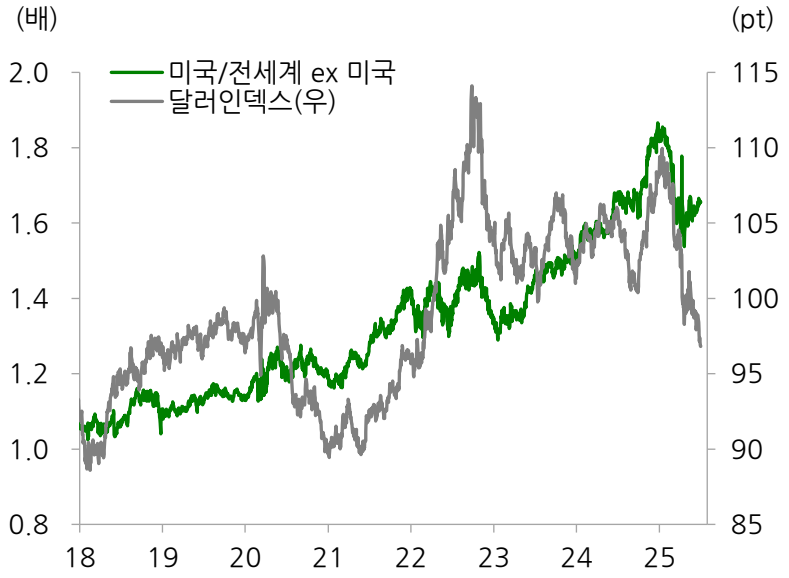
주 : 2025년 2차 추경안 기준
자료 : 기획재정부, 신영증권 리서치센터

[외환] 원/달러 환율

달러인덱스 단기 과매도, 원화 가치 회복세 속도조절

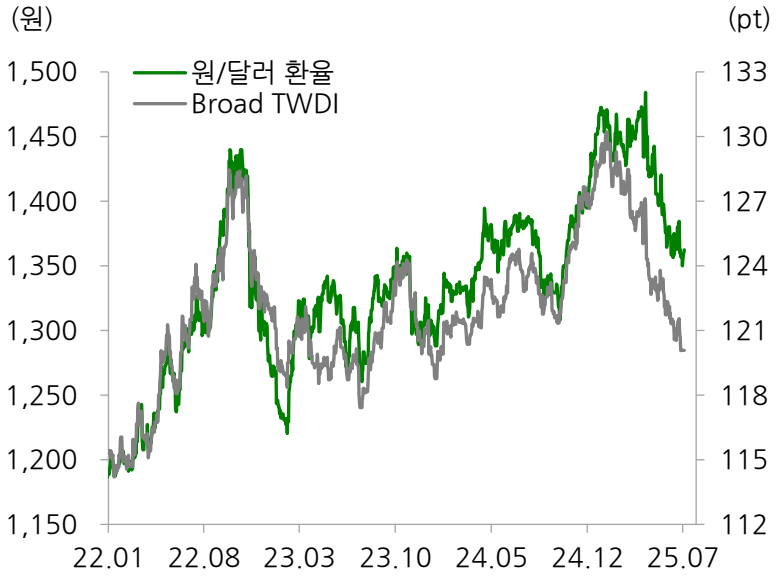
- 달러인덱스는 7월초 96pt 초중반까지 하락, 이후 6월 미국 고용 서프라이즈와 관세정책 불확실성으로 일부 반등
- 미국과 전세계(ex 미국) 시가총액 배수를 감안할 때 달러인덱스는 단기적인 과매도 영역. 미국 주가지수 V자 회복 대비 달러화 가치 하락 과한 수준. 유로화는 주식시장 및 금리차 감안할 때 과매수, 엔화는 대체로 적정 수준으로 판단
- 원/달러 환율은 그 동안 과도했던 약세 폭 상당부분 축소했으나, 여전히 무역가중 달러인덱스나 펀더멘탈 및 금융지표 감안 적정가치 추정치와는 격차 존재
- 결론 : 달러인덱스 단기적인 과매도 영역, 원/달러 환율 하락세 속도조절 전망. 당분간 1,350~1,380원 등락 예상

미국/전세계(미국 제외) 시가총액 배수와 달러인덱스



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

무역가중 달러인덱스와 원/달러 환율



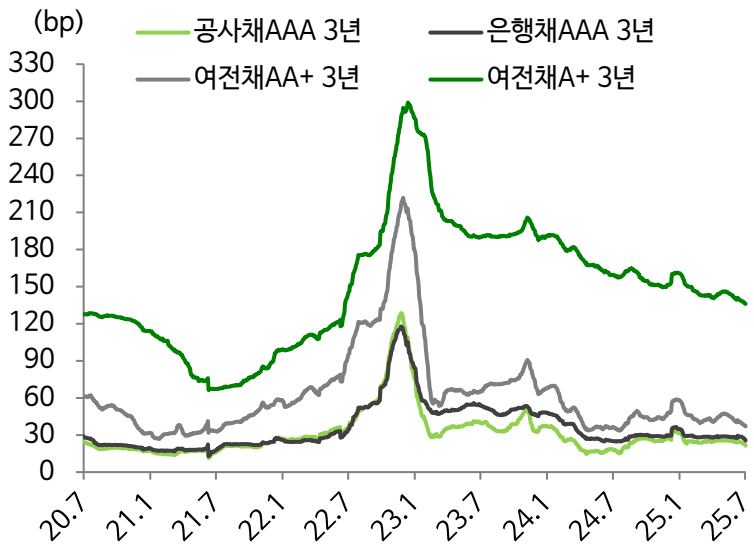
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

[크레딧 채권] 크레딧에 우호적 환경 지속

국채금리 변동성과 스티프닝을 활용한 매수 전략 유효

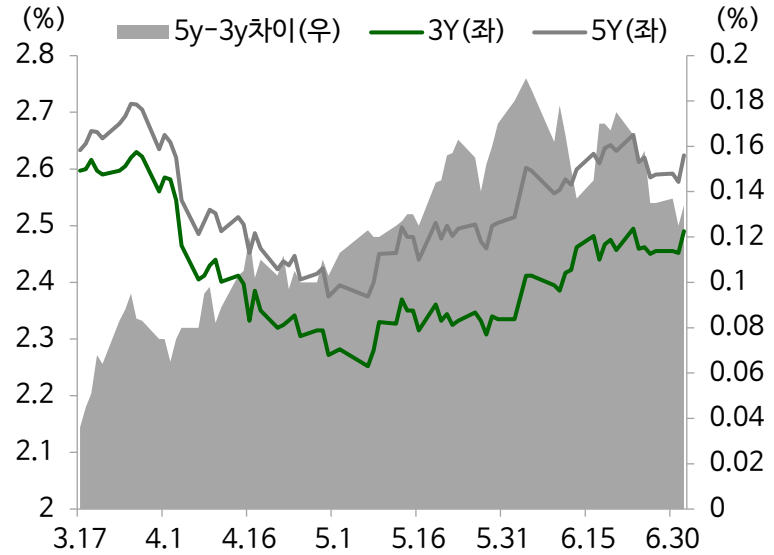
- 금리하락과 기준금리 추가 인하의 속도조절 상황은 크레딧에 우호적인 환경
- 신용스프레드 축소되어 절대금리 매력이 줄었지만 시장금리가 낮아진 점을 고려하면 축소 방향성이 타당
- 국채 발행물량 우려로 인한 금리 상승과 커브 스티프닝 시 크레딧채권의 매수기회로 활용

신용스프레드 많이 축소되어 자체 매력은 줄어듦



자료 : Infomax, 신영증권 리서치센터

국채금리 상승과 스티프닝 국면



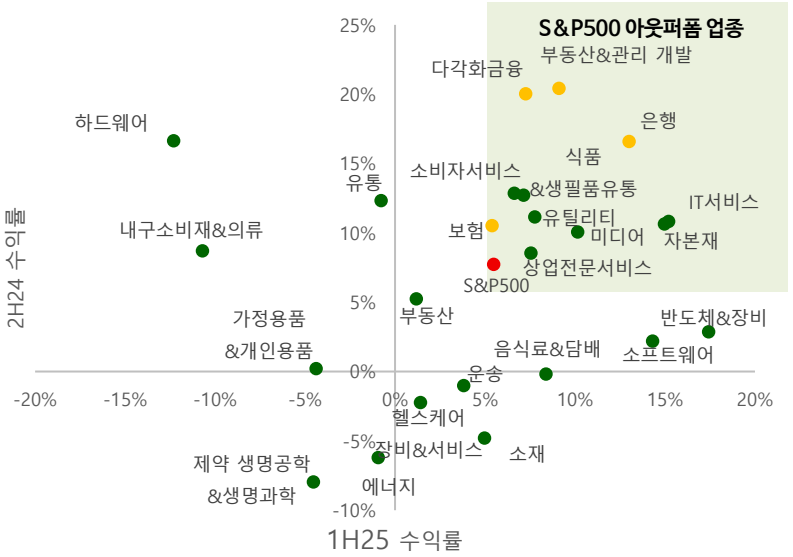
자료 : infomax, 신영증권 리서치센터

[미국 주식] 지속 가능성에 대한 고민

돌아온 듯한 미국 증시, 앞으로도 갈 수 있을까

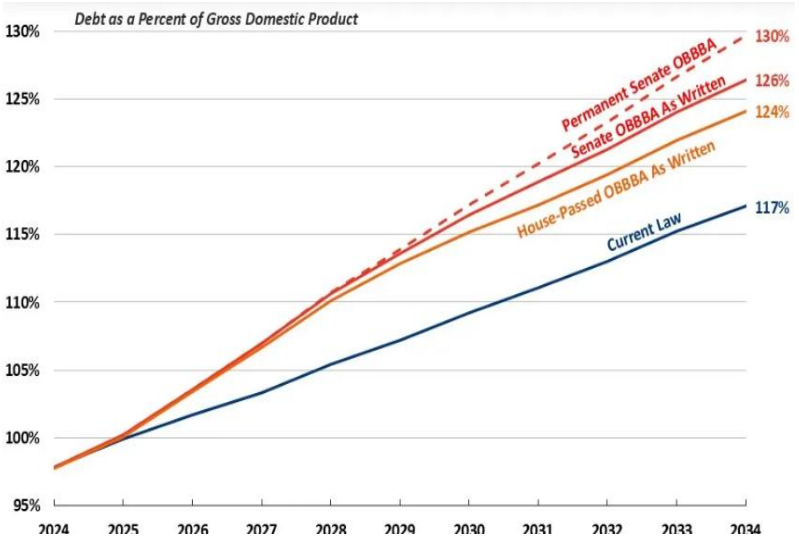
- 최근 미국 증시는 4월 상호관세 충격에서 벗어나 최고치 경신 중으로 1H25 기간 2H24에 상대적으로 부진했던 반도체, IT서비스, 소프트웨어의 반등과 금융업종의 견조함이 지수 상승 견인
  - 1H25: 반도체(+17.4%), IT서비스(+15.2%), 자본재(+15.0%), 소프트웨어(+14.3%), 은행(+13.0%)
- 실적 발표 시즌을 앞두고 퀄리티 업종 중심으로 반등 시도 가능하나 업종별 차별화는 확대될 것으로 판단
- OBBBA 최종 입법 완료되었으나 상원 수정안은 하원 기존안보다 재정적자를 확대시킬 전망
  - 상원 수정안(vs. 하원 기존안): 메디케이드 축소 ↑, 국방비 ↑, 개인소득세 및 법인세인하 ↑
- 결론: 현재 상황에서 감세안은 증시 상승 모멘텀 보다는 고금리 고착화 우려 요인으로 작용 가능성이 더 높다고 판단

미국 증시 업종별 수익률 비교 (2H24 vs. 1H25)



주1) 자동차&부품 2H24 +83.6%, 1H25 -19.0%로 TSLA 단일 종목 영향 과도해 제외
주2) GICS Level2 기준
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

상원 통과안이 하원 통과안보다 재정부채 비율을 높일 전망



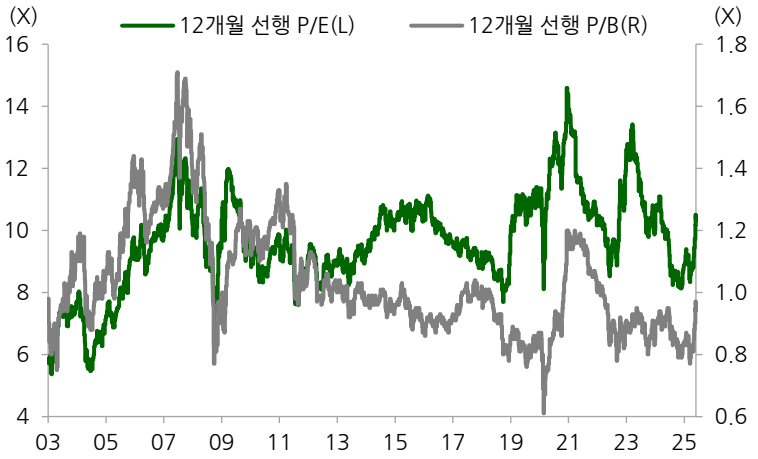
자료 : CRFB

[한국 주식] 밸류에이션을 받쳐주는 펀더멘털

밸류에이션도 아직 고점은 아니야

- KOSPI 현재 12개월 선행 P/E 10.2배, P/B 0.95배
- KOSPI 전체 12개월 선행 EPS 추정치 소폭 둔화되고 있으나 추세적인 하향 조정은 아닌 상황
- 기존 주도 업종(기계, 조선, 화장품 등) 실적 양호해 실적 시즌을 앞두고 다시 모멘텀 상승 가능
- 결론: 최근 단기내 급등에 따른 증시 조정 및 차익실현 매물 출회 경계 필요하나 업종 순환매의 형태로 나타나며 지수 하락폭은 제한될 전망

KOSPI 12개월 선행 P/E, P/B 추이



자료: Quantiwise, 신영증권 리서치센터

업종별 12개월 선행 EPS 추정치 주간 변동 테이블(%MoM)

	05.30	06.05	06.13	06.20	06.27	07.04
KOSPI	1.3	1.3	1.4	1.2	0.9	1.2
에너지	5.2	5.7	11.9	15.1	8.9	9.3
화학	9.6	13.7	7.9	8.2	8.5	-1.9
비철목재	42.4	35.5	19.5	19.7	0.6	-0.4
철강	3.9	2.9	4.6	3.5	3.4	4.5
건설/건자재	2.7	2.8	3.9	4.5	2.5	1.4
기계	2.5	3.4	4.0	3.4	3.5	4.4
조선	8.3	7.9	5.4	5.1	4.5	3.0
상사	5.2	4.9	2.9	2.0	2.3	3.8
운송	-4.4	-2.0	-0.3	1.9	3.1	3.5
자동차	-0.5	-0.9	-0.9	-1.1	-1.8	-2.8
화장품/의류	4.1	3.9	3.3	2.3	2.3	2.6
호텔/레저	-5.2	-6.8	-7.4	-2.6	-1.3	1.9
미디어/교육	7.0	6.8	5.7	2.8	3.2	3.2
유통	-1.3	0.0	0.6	2.1	2.8	2.9
음식료/담배	5.1	5.1	5.1	4.2	0.6	-1.7
헬스케어	3.5	3.2	-0.7	-1.8	2.3	3.4
은행	0.2	0.3	0.3	0.3	0.6	1.0
증권	2.3	2.0	2.0	0.9	1.7	1.9
보험	-0.2	-0.6	-0.4	-0.3	0.2	0.3
소프트웨어	1.8	1.6	0.8	1.7	1.8	1.9
IT하드웨어	-2.4	-1.3	1.9	0.7	1.1	0.5
반도체	0.2	0.0	0.1	0.3	0.0	1.1
IT가전	1.2	2.5	7.4	5.2	4.7	0.9
디스플레이	5.6	6.1	8.1	8.7	6.9	6.7
통신서비스	-1.8	-2.0	-0.2	-0.2	-0.7	0.0
유틸리티	4.2	3.8	4.5	1.7	2.0	2.9

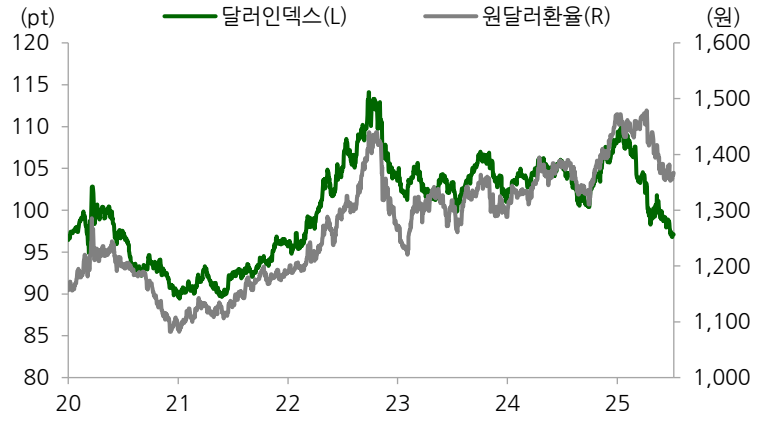
자료: Quantiwise, 신영증권 리서치센터

[한국 주식] 더 돌아올 수 있는 외국인

원화 강세 기조는 유지될 전망

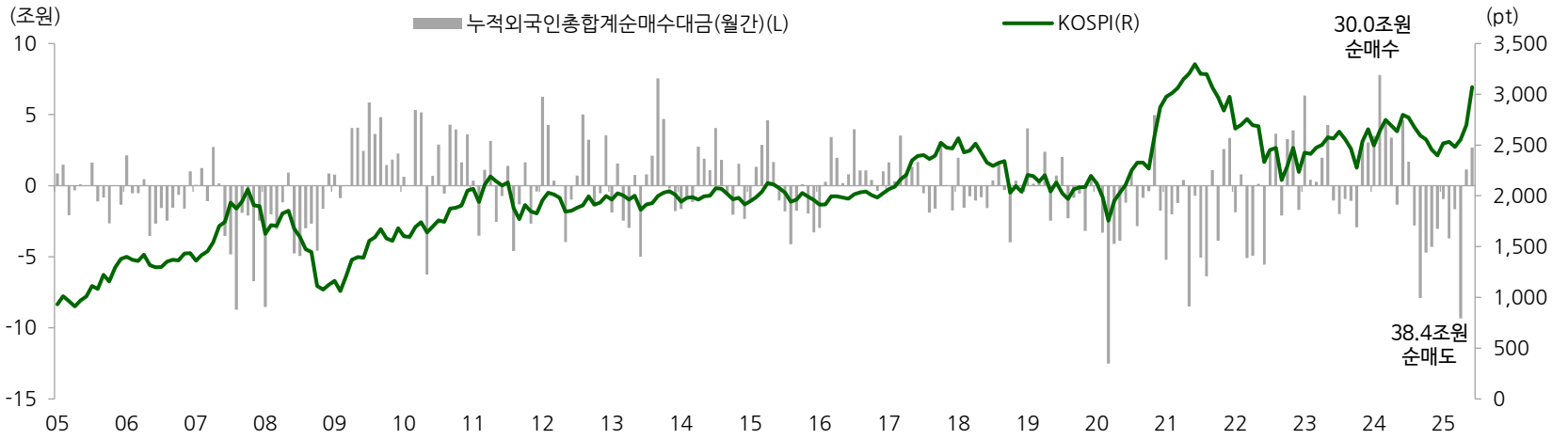
- 최근 원달러 환율 하락폭이 급격히 확대되긴 했으나 소폭 되돌림 수준에 그치며 기조적으로는 원화 강세 유지될 전망
- 이에 국내증시 수급 개선은 효과는 지속적으로 유효할 것
- 외국인은 2024년 8월~2025년 4월 동안 약38조원 순매도 했으나 최근 2개월간 약4조원 순매수에 불과한 상황
- 결론: 이번 원화강세는 대형사의 이익 훼손보다는 추가적인 외국인의 매수대금 유입에 미치는 영향이 더 클 것으로 기대

달러인덱스 및 원달러 환율 추이



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

월간 외국인 누적 순매수 및 KOSPI 추이 비교



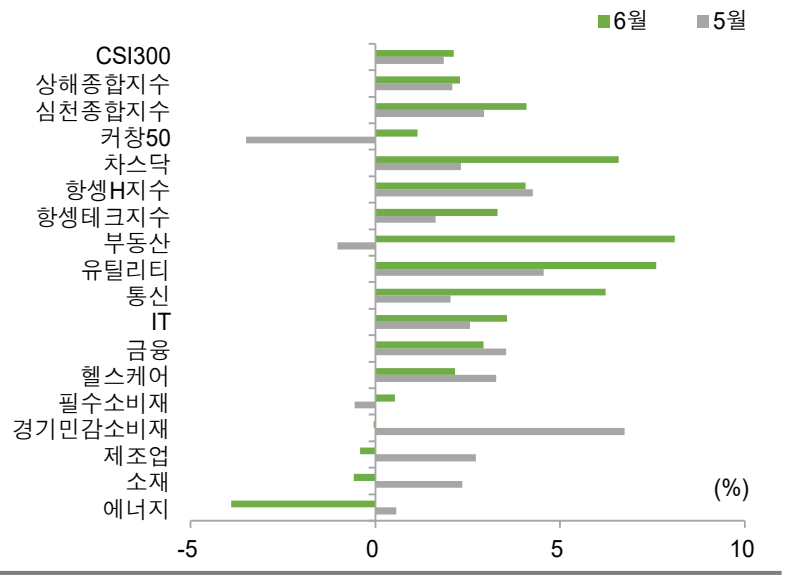
자료: Quantiwise, 신영증권 리서치센터

[중국 주식] 중국 증시, 산업 정책 모멘텀 지속 예상

중국 정부, '15차5개년"제조2035' 중장기 산업 정책 논의 본격화

- 6월 상해종합지수 +2.9%(CSI300지수 +2.5%, 항셍H지수 +3.1%).
- 6월 경제지표에서 가전/통신기기 등 소비 지표 개선 및 미·중 희토류/반도체 제제 완화 기대감으로 IT/소재 업종 강세
- 오는 7월 정치국회의/12월 경제공작회의 에서 중장기 산업정책(15차 5개년/제조2035) 논의 본격화
- 7월 중국 증시는 중장기 산업 정책 논의에 따른 첨단기술산업 정책 모멘텀으로 상승세 지속 예상

6월 중국 증시, IT/금융/소재 업종 강세



자료 : Wind, 신영증권 리서치센터

6월 SMIC/화홍반도체 등 반도체 주가 UP

자료 : Wind, 신영증권 리서치센터

[리츠/부동산] 대체 자산의 중위험 중수익 포지션, 장기 호흡으로 지켜봐야

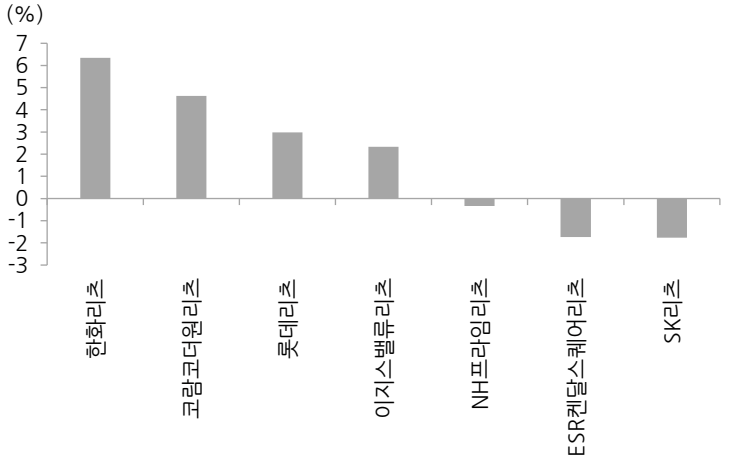
펀더멘털 및 수급 환경 개선

- 6월 REITsWeek(뉴욕증권거래소 개최, 70개 상장 리츠 발표 포럼)에서는 오피스 리츠들의 임대 회복 시그널과 공급 축소 언급이 이어지며, 섹터 반등을 견인(6월 첫째주 수익률+6%).
- 오피스 순흡수량은 여전히 마이너스이나, 전분기 대비 30% 증가하며 회복 속도가 뚜렷하게 나타남. 특히 서브리스 공간은 전년 대비 9.5% 감소, 4분기 연속 감소세 기록
- 한국 주요 리츠 ETF는 6월 리밸런싱 및 시가총액 상위 리츠의 유상증자에 따른 수급 변화로 종목별 차별화가 진행 중. 주택도시기금 앵커리츠 신규 자금 유입, 주요 기관들의 리츠 비중 확대 등 긍정적 수급 요인도 병존
- 결론 : 한국 증시 전반의 강한 상승세에 비해 리츠는 소외된 모습. 그러나 대체자산이 갖는 포트폴리오 분산 특성을 고려할 때, 자산배분 관점에서의 접근은 여전히 유효. 최근 유상증자로 인해 과도하게 하락한 ESR켄달스퀘어리츠의 저평가 매력이 부각됨

US Office SPACE DEMAND / DELIVERIES

자료 : Cushman & Wakefield, 신영증권 리서치센터

한국 주요 상장 리츠 1개월 절대수익률



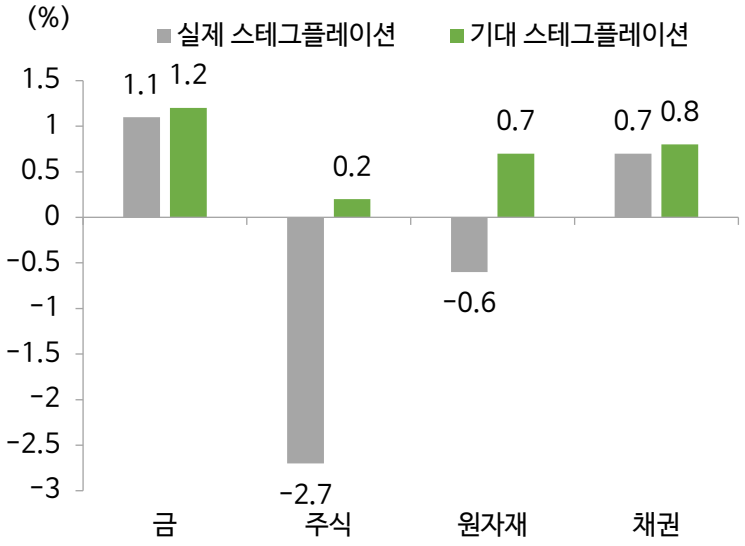
자료 : fnguide, 신영증권 리서치센터

[금] 숨 고르기 국면이나, 연간 강세 전망 유지

단기적 약보합 흐름 예상

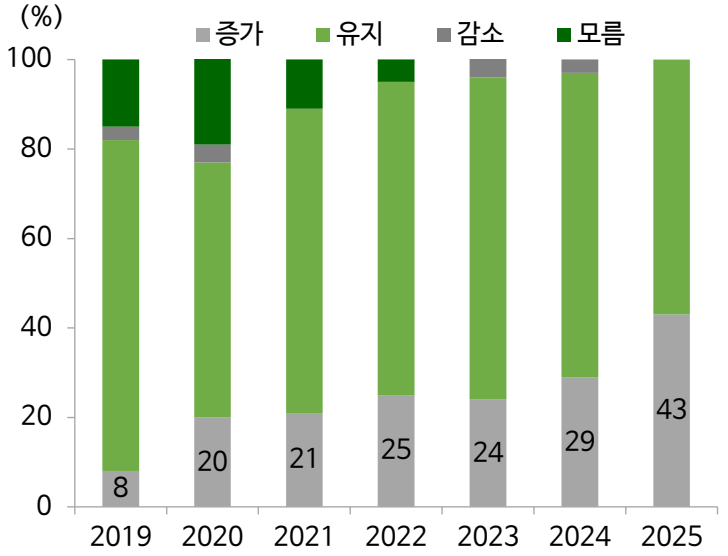
- 지정학적 리스크 및 미- 중 무역 긴장 완화에 투자자의 금 차익실현이 나타나며 단기 약세 전환 예상
- 관세 유예 종료(7월 9일)와 미국 부채한도(X-date, 8~9월) 도래에 대비한 리스크 헤지 수단으로 여전히 유효
- SLR 완화 및 경기 둔화에 대비한 보험성 인하 가능성이 반영되며, 금 가격에 우호적 환경 예상
- 중앙은행 서베이에서 중앙은행은 지정학 리스크 및 거시 변화에 전략 자산으로서 금에 대한 비중 답변 확대
- 결론 : 단기 약세 흐름 우위 예상되나, 경기 둔화 우려 및 금융 환경 완화에 따른 중앙은행과 리테일 수요 견조 예상

분기 수익률: 경기 침체 예상도 금의 수익률 상승을 견인 가능



주: 2000년 1분기부터 2025년 1분기까지의 분기별 데이터
자료 : WGC, 신영증권 리서치센터

2025 중앙은행 서베이: 향후 12개월 금 보유고 전망



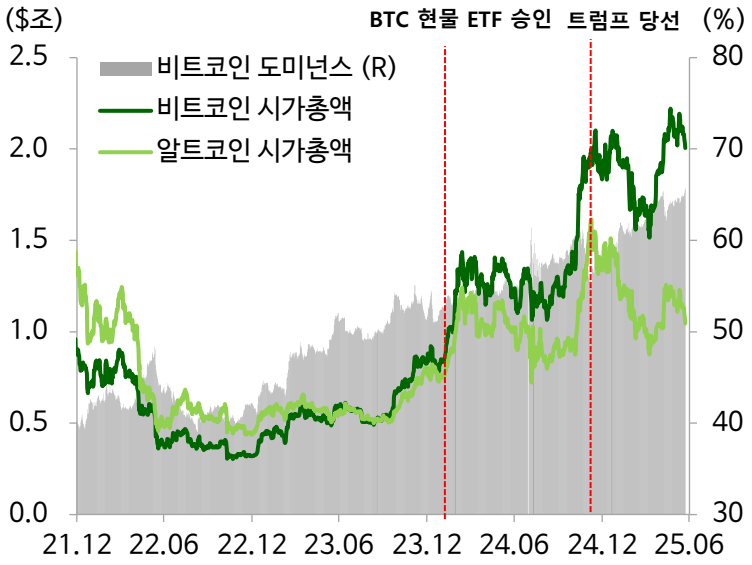
주: 25년 기준 전체 중앙은행(72곳); 선진국(14곳); 신흥국 및 개발도상국(EMDE, 58곳)
자료 : WGC, 신영증권 리서치센터

[디지털 자산] 제도권 내로의 편입 가시화

비트코인, 솔라나 기대

- 디지털자산 시장은 Genius Act 상원 통과, 서클 상장 등 제도권 편입 흐름에도 중동 이슈에 따라 변동성 확대
- SEC의 토큰화 완화, 스테이블코인 법제화 등 온체인 금융 활성화 기대에도 알트코인으로의 수혜는 선별적
- 스테이블코인 활성화는 이더리움, 솔라나 등 주요 네트워크의 펀더멘털 개선 요인으로 작용하며, 연내 스테이킹 솔라나 ETF 출시 예상 등 플랫폼 기반 디지털자산에 우호적 환경 조성 예상
- 결론: 우호적 매크로 환경과 정책 흐름에 따라 비트코인 중심의 강세 지속 예상. 솔라나 등 온체인 금융 및 ETF 수혜가 예상되는 알트코인에도 긍정적 흐름이 기대

S&P500 대비 비트코인의 상대적 강세



자료 : Tradingview, 신영증권 리서치센터

7월 내 솔라나 ETF 승인 확률

자료 : Polymarket, 신영증권 리서치센터

[ESG] 새정부와 함께 커가는 ESG 우수 기업

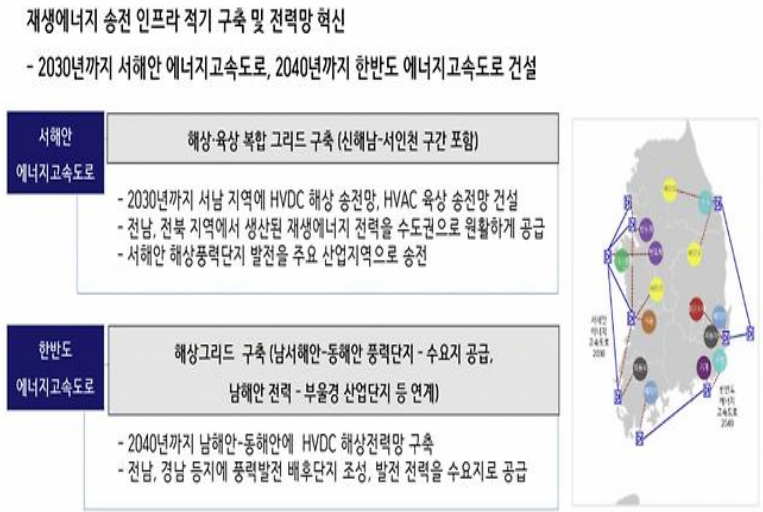
주요 정책 과제에 ESG 내실화·강화를 위한 정책 녹아있어… 점프 업 기반 마련 기대

- 비전 달성을 위한 3대 비전과 15대 정책 과제에 ESG 관련 정책 잘 녹아 있어 → '진짜성장' 5대 과제의 주요 주제로 부각
- '2. 에너지 전환과 산업업그레이드 정책' → 탄소중립 산업경제, 재생에너지 대전환, 에너지고속도로 등 추진 담겨
- '5. 공정과 상생의 시장질서 구축' → 기업 지배구조 개선, ESG경영 확산, 공공기관의 선도적 ESG 경영 지원 담겨
  - 공약집에 회사법 및 기업지배구조 관련 공약을 다수 제시 → 대한민국 주식시장활성화TF, 상법개정안 추진 밝혀
  - 공적 연기금 및 기관투자자의 스튜어드십코드 내실화,ESG 공시·측정·평가 인프라 제고, Say On Climate 순차 도입 등
- 결론 : 새정부 출범으로 ESG 시장 재부각 → 내실화를 통한 체질 개선과 ESG 강화 기대 → 주주환원/기업가치 제고 우수 기업, 기후 테크 등에 대한 관심 ↑

대한민국 '진짜성장' 개념도

자료 : 제21대 대통령선거 더불어민주당 정책공약집, 신영증권 리서치센터

전력망 혁신: 서해안· 한반도 에너지 고속도로

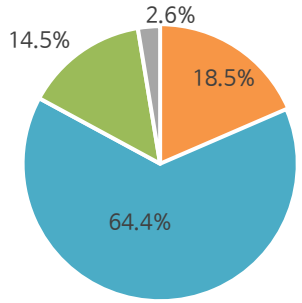


자료 : 민주연구원, 아시아경제, 신영증권 리서치센터

Ⅳ. 25.3분기 자산배분 의견

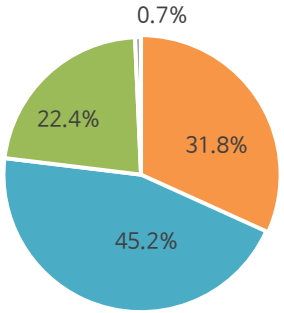
[4가지 고객 유형별] 2025-3Q TAA 자산배분 비중

안정추구형



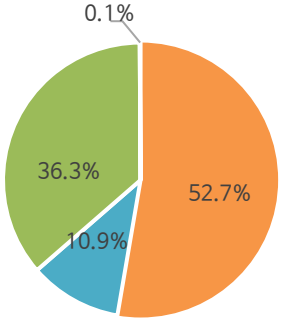
		향후 1년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	TAA
주식	DM	7.9	23.8	6.0
	한국	8.2	23.0	7.8
	EM	7.4	28.0	4.7
주식합계				18.5
채권	IG	5.0	7.9	40.2
	HY	6.6	10.0	18.4
	EM	6.0	11.2	5.8
채권합계				64.4
대체자산		7.0	24.0	14.5
현금		2.4	0.0	2.6
기대값		6.12	12.89	100.0

위험중립형



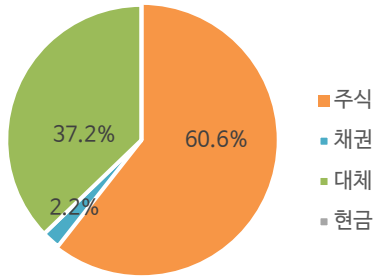
		향후 1년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	TAA
주식	DM	7.9	23.8	10.3
	한국	8.2	23.0	13.3
	EM	7.4	28.0	8.1
주식합계				31.8
채권	IG	5.0	7.9	28.2
	HY	6.6	10.0	12.9
	EM	6.0	11.2	4.1
채권합계				45.2
대체자산		7.0	24.0	22.4
현금		2.4	0.0	0.7
기대값		6.61	15.76	100.0

적극투자형



		향후 1년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	TAA
주식	DM	7.9	23.8	17.1
	한국	8.2	23.0	22.1
	EM	7.4	28.0	13.5
주식합계				52.7
채권	IG	5.0	7.9	6.8
	HY	6.6	10.0	3.1
	EM	6.0	11.2	1.0
채권합계				10.9
대체자산		7.0	24.0	36.3
현금		2.4	0.0	0.1
기대값		7.34	20.34	100.0

공격투자형

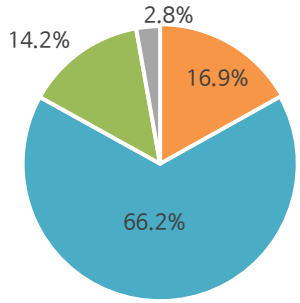


		향후 1년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	TAA
주식	DM	7.9	23.8	19.6
	한국	8.2	23.0	25.4
	EM	7.4	28.0	15.5
주식합계				60.6
채권	IG	5.0	7.9	1.4
	HY	6.6	10.0	0.6
	EM	6.0	11.2	0.2
채권합계				2.2
대체자산		7.0	24.0	37.2
현금		2.4	0.0	0.0
기대값		7.54	21.38	100.0

주1: 과거 성과가 미래의 수익률을 보장하지 않으며 위의 수익률은 이해를 돕기 위한 예시입니다.
주2 : 예상 수익률과 변동성은 신영증권 리서치센터 담당 애널리스트의 추정값에 의거하였습니다.
자료: 신영증권 리서치센터

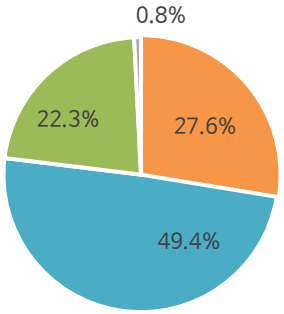
[4가지 고객 유형별] 2025Y SAA 자산배분 비중

안정추구형



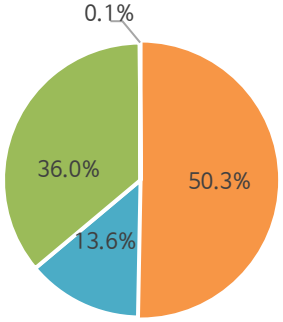
		향후 5년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	SAA
주식	DM	8.2	20.5	7.4
	한국	7.9	22.0	7.1
	EM	7.0	22.0	2.4
주식합계				16.9
채권	IG	4.0	3.4	42.4
	HY	6.6	7.3	18.4
	EM	5.6	9.5	5.3
채권합계				66.2
대체자산		7.4	27.5	14.2
현금		2.5	0.0	2.8
기대값		5.7	10.5	100.0

위험중립형



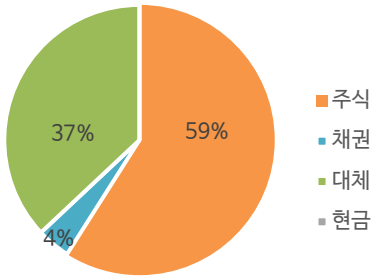
		향후 5년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	SAA
주식	DM	8.2	20.5	12.1
	한국	7.9	22.0	11.6
	EM	7.0	22.0	3.9
주식합계				27.6
채권	IG	4.0	3.4	31.7
	HY	6.6	7.3	13.8
	EM	5.6	9.5	4.0
채권합계				49.4
대체자산		7.4	27.5	22.3
현금		2.5	0.0	0.8
기대값		6.2	14.0	100.0

적극투자형



		향후 5년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	SAA
주식	DM	8.2	20.5	22.2
	한국	7.9	22.0	21.1
	EM	7.0	22.0	7.1
주식합계				50.3
채권	IG	4.0	3.4	8.7
	HY	6.6	7.3	3.8
	EM	5.6	9.5	1.1
채권합계				13.6
대체자산		7.4	27.5	36.0
현금		2.5	0.0	0.1
기대값		7.3	20.4	100.0

공격투자형



		향후 5년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	SAA
주식	DM	8.2	20.5	26.0
	한국	7.9	22.0	24.8
	EM	7.0	22.0	8.3
주식합계				59.0
채권	IG	4.0	3.4	2.6
	HY	6.6	7.3	1.1
	EM	5.6	9.5	0.3
채권합계				4.0
대체자산		7.4	27.5	37.0
현금		2.5	0.0	0.0
기대값		7.6	21.9	100.0

주1: 과거 성과가 미래의 수익률을 보장하지 않으며 위의 수익률은 이해를 돕기 위한 예시입니다.
주2 : 예상 수익률과 변동성은 신영증권 리서치센터 담당 애널리스트의 추정값에 의거하였습니다.
자료: 신영증권 리서치센터

[4가지 고객 유형별] '25-2Q 대비 '25-3Q TAA 비중 변화

자산군	안정추구형	위험중립형	적극투자형	공격투자형
채권(Fixed Income)	**-1.6%p**	**-4.0%p**	**-2.3%p**	**-1.3%p**
선진국 투자등급 채권	-0.8%p	-2.3%p	-1.4%p	-0.7%p
선진국 하이일드 채권	-0.7%p	-1.3%p	-0.7%p	-0.4%p
신흥국 채권	-0.1%p	-0.4%p	-0.2%p	-0.1%p
주식(Equity)	**1.5%p**	**4.0%p**	**2.2%p**	**1.3%p**
선진국 주식	0.4%p	1.1%p	0.3%p	0.0%p
한국 주식	0.6%p	1.7%p	0.9%p	0.5%p
한국 제외 신흥국 주식	0.5%p	1.2%p	1.0%p	0.8%p
대체(Alternatives)	**0.4%p**	**0.1%p**	**0.1%p**	**0.0%p**
현금(MMF 등)	**-0.2%p**	**-0.1%p**	**0.0%p**	**0.0%p**
TOTAL	0.0%p	0.0%p	0.0%p	0.0%p

주1: (+) 비중 차이는 TAA 비중 대비 Overweight 조정된 것을 의미
주2: (-) 비중 차이는 TAA 비중 대비 Underweight 조정된 것을 의미

[4가지 고객 유형별] 2024 SAA 대비 2025 SAA 비중 변화

자산군	안정추구형	위험중립형	적극투자형	공격투자형
채권(Fixed Income)	**0.1%p**	**0.7%p**	**1.0%p**	**0.0%p**
선진국 투자등급 채권	17.2%p	13.1%p	3.9%p	1.0%p
선진국 하이일드 채권	-9.2%p	-6.6%p	-1.5%p	-0.6%p
신흥국 채권	-7.9%p	-5.8%p	-1.4%p	-0.5%p
주식(Equity)	**-2.8%p**	**-3.7%p**	**-3.6%p**	**-3.0%p**
선진국 주식	-4.2%p	-6.3%p	-9.7%p	-10.6%p
한국 주식	0.0%p	0.3%p	1.8%p	2.5%p
한국 제외 신흥국 주식	1.4%p	2.3%p	4.3%p	5.1%p
대체(Alternatives)	**4.9%p**	**5.2%p**	**3.5%p**	**3.0%p**
현금(MMF 등)	**-2.2%p**	**-2.2%p**	**-0.9%p**	**0.0%p**
TOTAL	0.0%p	0.0%p	0.0%p	0.0%p

주1: (+) 비중 차이는 TAA 비중 대비 Overweight 조정된 것을 의미
주2: (-) 비중 차이는 TAA 비중 대비 Underweight 조정된 것을 의미

V. 자산배분 방법론

- Capital Market Assumption
- 인플레이션 헷지와 5:3:2 포트폴리오
- 상관계수 매트릭스
- 자산배분 방법론 소개 : 리스크-패리티, 블랙-리터만

[신영 SAA] 개인 투자자에게도 전략적 자산배분이 중요한 이유

당신의 목표는 무엇입니까 : 자산배분의 목표를 설정하면 전략이 따라온다

= (As Is) 과잉확신(overconfidence), 범위한정성향(narrow framing), Bottom-up 종목 선택과 고변동성

= (To be) 목표 수익률(Target Return)과 위험(Risk)의 감내 수준 설정, 분산투자에 따른 저변동성 을 추구

한국 NPS	(가입자의 노후보장) 국민의 노령, 장애 또는 사망에 대해 연금급여를 실시해 국민의 생활 안정과 복지 증진에 이바지. 2026년 목표 포트폴리오 주식 50% 내외, 채권 35% 내외, 대체 15% 내외
노르웨이 GPFG	(국가 재정의 원천인 에너지 가격 하락을 헷징) 석유가격 하락, 경기침체, 인구 고령화에 대비하기 위한 자산배분 및 운용
싱가포르 GIC	(국제 구매력 유지) 장기적인 관점에서 정부 예비자금(reserves)의 국제 구매력을 유지/확장. 글로벌 주식과 채권에 각각 65%, 35%를 투자하는 기준 포트폴리오(reference portfolio)
말레이시아 EPF	(연간 배당수익률 타겟) 향후 10년 동안 한 해라도 연간배당률이 2.5% 이하로 내려갈 확률이 10%를 넘지 않을 것
신영증권 개인고객	**장기 명목 GDP 성장률에 수렴하는 안정적 수익률 달성** **한국은행 추계 실질 GDP 성장률 2% 내외 + 장기 물가상승률 2%

[Capital Market Assumptions] 신영의 향후 5년간 자본시장 가정

세계화의 약화

- 블록화
- DM(소비/생산) 〉 EM(생산)
- 저비용 구조 -〉 고비용 구조
- OEM, ODM 트렌드 약화

1

공급망 재편

- 에너지 안보, 식량 안보
- 신뢰할 수 있는 정부와 제도
- 국유화와 포퓰리즘 리스크

2

인플레이션

- 고착화될 인플레이션 압력
- 비용 리스크 = 단가 인상 기회
- 외형이 중요해지는 시기
- 재고 사이클의 회복

3

CAPEX

- 아웃소싱보다는 인소싱
- 자동화 / 로봇
- 내재화

4

재정정책

- 통화정책의 유용성 후퇴
- 큰 정부, 직접적인 타겟 자금 지원
- 법인세 : Tax Haven 무용론

5

인구구조

- 한중일 : 고령화
- 인도/베트남 : 인구 보너스
- 미국/유럽 : 연금자산
- 장기금리 안정화 여부

6

주: 당사 고객의 전략적 자산배분(SAA; Strategic Asset Allocation) 솔루션 도출을 위해 필요한 금융시장의 주요 가정들
자료: 신영증권 리서치센터

[Capital Market Assumptions] 자산군별 기대 수익률 추정 (1)

실현된 과거 vs. 다가올 미래

- 과거의 자산시장은 위험조정 수익률(Sharpe ratio) 기준으로 주식 〈 채권, EM주식 〈 미국&DM주식 등이 특징
- 그러나 향후 세계화의 후퇴, 지정학적 위험 증가, 인플레이션이 자산시장의 주제로 자리매김할 것
  1) (인플레이션과 구매력에 대한 헷지) 非 원화 자산에 대한 익스포져 확대
  2) (큰 정부) 정부의 확장재정과 규제 리스크를 포트폴리오에 반영할 필요
  3) (인컴자산) 명목가치 보전을 위해 실물자산(대체), 현금흐름(배당/인컴) 익스포져를 고민해
  이를 고객 포트폴리오에 반영해야 할 것으로 판단

자산군별 과거 실현 수익률 vs. 향후 기대 수익률 (Sharpe Ratio)

		Historical			2020~			향후 5년 Forecast		
		수익률	표준편차	Sharpe	수익률	표준편차	Sharpe	수익률	표준편차	Sharpe
주식	DM	6.24	20.15	0.31	3.11	17.72	0.18	8.2	20.5	0.40
	EM	8.31	16.20	0.51	10.77	19.81	0.54	7.0	22.0	0.32
	미국	10.59	16.77	0.63	14.52	20.14	0.72	-	-	-
	중국	9.60	25.47	0.38	-0.05	21.14	-0.00	-	-	-
	한국	3.04	16.52	0.18	4.70	19.95	0.24	7.9	22.0	0.36
채권	IG	5.20	3.40	1.53	0.29	4.46	0.07	4.0	3.4	1.18
	HY	7.31	7.26	1.01	3.94	9.17	0.43	6.6	7.3	0.90
	EM	8.14	9.55	0.85	0.55	0.81	0.68	5.6	9.5	0.59
대체	인프라	9.53	17.76	0.54	5.57	21.70	0.26			
	부동산	8.43	24.82	0.34	2.78	27.62	0.10	7.4	27.5	0.27
	원자재	3.41	17.76	0.19	12.49	19.75	0.63			

주1: 국내주식은 KOSPI Index(TR), 해외주식은 S&P BMI Index(TR), 채권은 Bloomberg Global IG/HY/EM Aggregate Unhedged(TR), 대체투자는 S&P Global 인프라, 다우존스 US 부동산, CRB 사용
주2: 모든 수치는 로그 수익률, Total Return, CAGR 기준으로 산출
자료: 신영증권 리서치센터

[Capital Market Assumptions] 자산군별 기대 수익률 추정(5년 전망) (2)

자산군별 기대 수익률 추정 근거과 기초 가정

		5년 예상 기대수익률	5년 예상 변동성	근거
주식 (Equity)	선진국 주식	8.2	20.5	- 중물가 중금리 환경 : DM 주식시장의 기대 수익률과 변동성은 과거 20년 평균 수준으로 회귀할 것 (03년~현재 기준 각각 9.9%, 19.6%) - 2000년 이후 선진국 명목 GDP 성장률은 5.0%, 배당수익률 3%로 평균 기대수익률은 8.0% - 그러나 기대 인플레이션이 소폭 상향되었음을 감안해 예상 기대수익률 8.2% 제시
	한국 주식	7.9	22.0	- 한국 과거 10년 명목 GDP 성장률 평균 4.2%. 여기에 배당수익률 2.7% 더한 6.9%가 적정 기대 수익률 - 그러나 향후 성장률 둔화(-0.5%P), 인플레 기대심리 고착화(+0.5%P), 주주환원과 행동주의/거버넌스 변화(+1.0%P) 감안해 기대수익률 7.9% 제시
	EM 주식	7.0	22.0	- 중국은 '미중 관세 전쟁' 등 영향에 따른 경기 둔화 우려되나, 내수/수출 확장을 통한 경기 방어 - 중국 향후 5년간 명목 GDP성장률 평균은 약 4%대 정도 예상. 중국 정부의 주주환원 정책 강화로 배당수익률 3% 예상. 단 중국 디플레이션/ 지정학적 리스크를 감안해 기대수익률 7% 제시
채권 (Fixed Income)	IG 채권	4.0	3.4	- IG 채권과 HY 크레딧의 기대수익률은 벤치마크지수의 이표(2.86%, 5.97%)와 듀레이션(6.56년, 3.95년), 미국의 명목 잠재성장률(3.8% 가정)에 근거하여 추정 - EM 채권의 기대수익률은 벤치마크지수의 이표(4.97%)와 듀레이션(6.12년), EMBI+ 스프레드(364bp)와 EM의 명목 잠재성장률(7.5% 가정)에 근거하여 추정 - 변동성은 역사적 평균 수준과 크게 다르지 않을 것으로 예상
	HY 크레딧	6.6	7.3	
	EM 채권	5.6	9.5	
대체자산		7.4	27.5	- 2025년 글로벌 상업용 부동산 거래 시장 저점에서 반등 전망, 저조했던 글로벌 오피스 역시 신규 공급이 제한되면서 수급 균형 맞춰지면서 Cap rate 정상화 수순 - 각국 경기 부양책 등 효과에 금리 인하 기조가 맞물리면서 변동성 축소, 기대수익률 7.5% 제시
현금자산		2.5	0.0	- 향후 5년간 잠재성장률 1%대 후반, 명목 중립금리 2.25~2.75% 수준 추정 - 향후 5년간 기준금리 전망, 무위험 지표 금리 기반으로 2.5% 내외 예상

주1: 국내주식은 KOSPI Index(TR), 해외주식은 S&P BMI Index(TR), 채권은 Bloomberg Global IG/HY/EM Aggregate Unhedged(TR), 대체투자는 S&P Global 인프라, 다우존스 US 부동산, CRB 사용
주2: 모든 수치는 로그 수익률, Total Return, CAGR 기준으로 산출
자료: 신영증권 리서치센터

[Capital Market Assumptions] 자산군별 기대 수익률 추정(1년 전망) (3)

TAA 기대 값 추정 근거와 기초 가정

		1년 기대 수익률	1년 예상 변동성	근거
주식 (Equity)	선진국 주식	8.0	23.8	- 연고점에 유사한 수준까지 회복했으나 유의미한 펀더멘탈 개선은 동반되지 않은 상황 - 관세협상, 감세안, 지정학 리스크와 같은 잠재적 노이즈 잔존하므로 기대 수익률 하향 및 변동성 상향 조정
	한국 주식	8.2	23.0	- 지배구조개선 및 주주환원 확대 압력은 구조적으로 국내증시의 상단을 높이는 기대 요인 - 다만 단기 급등에 따른 속도 조절 불가피해 전분기 대비 변동성은 상향, 수익률은 하향 조정
	EM 주식	7.4	28.0	- 미중 관세 리스크가 여전한 상황에서 중국 정부의 재정/통화정책 및 중장기 산업정책 로드맵 발표 예정 - 전분기 대비 TAA 기대 수익률 및 예상 변동성 상향조정
채권 (Fixed Income)	IG 채권	5.0	7.9	- IG 채권과 HY 크레딧의 기대수익률은 벤치마크지수의 이표(2.93%, 6.08%)와 듀레이션(6.55년, 3.87년), 미국채 10년물 금리(4.38%) 및 향후 1년간 금리 및 스프레드 전망에 근거하여 추정 - EM 채권의 기대수익률은 벤치마크지수의 이표(5.14%)와 듀레이션(6.11년), EMBI+ 스프레드(378bp)와 향후 1년간 금리 및 스프레드 전망에 근거하여 추정 - 변동성은 역사적 평균 보다 높고, 2020년 이후 평균 수준과 유사할 것으로 예상
	HY 크레딧	6.6	10.0	
	EM 채권	6.0	11.2	
대체자산		7.0	24.0	- 금리 인하 시기와 강도가 옅어짐에 따라 대체자산 거래 회복 지연, 견조한 수요 속 공급 절벽에 따른 수급 균형 유지 - 급격한 부동산 시황 변동 발생 가능성은 제한된 상황, 변동성은 유지
현금자산		2.4	0.0	- 한국은행 기준금리는 향후 1년간 1~2회(25~50bp) 인하 전망 - 무위험 지표 금리 하락 속도는 완만하게 나타나면서 2.4% 내외 예상

주1: 국내와 미국주식은 KOSPI (TR)/ S&P500(TR), 해외주식은 S&P BMI DM/EM Index(TR), 채권은 Bloomberg Global IG/HY/EM Aggregate Unhedged(TR), 대체투자는 S&P Global 인프라, 다우존스 US 부동산, CRB 사용
주2: 모든 수치는 로그 수익률, Total Return, CAGR 기준으로 산출
자료: 신영증권 리서치센터

[50:30:20 포트폴리오] 안정적 위험관리 = 안정적 수익창출

자산별 수익률과 50/30/20 포트폴리오 수익률 추이

2011.12		2012.12		2013.12		2014.12		2015.12		2016.12		2017.12		2018.12	
신흥국 채권	7.3	HY 크레딧	19.2	미국	32.4	중국	51.9	한국	3.8	HY 크레딧	15.6	선진국	35.6	IG 채권	1.8
IG 채권	5.7	리츠	18.9	신흥국	27.5	리츠	27.2	60/40 포트	2.2	인프라	12.4	중국	33.0	신흥국 채권	-2.5
리츠	2.2	선진국	18.8	인프라	15.0	미국	13.7	리츠	2.1	미국	12.0	한국	24.1	HY 크레딧	-2.7
HY 크레딧	1.9	신흥국 채권	17.9	HY 크레딧	6.5	인프라	13.0	미국	1.4	선진국	11.3	신흥국	23.6	리츠	-4.0
미국	-0.3	신흥국	16.9	한국	1.9	IG 채권	7.6	신흥국 채권	1.3	신흥국 채권	9.9	미국	21.8	미국	-4.4
60/40 포트	-0.6	미국	16.0	50/30/20 포트	1.8	신흥국	4.8	중국	1.2	원자재	9.7	인프라	20.1	60/40 포트	-5.1
인프라	-3.8	인프라	11.9	리츠	1.8	신흥국 채권	4.8	IG 채권	1.0	신흥국	8.6	50/30/20 포트	14.8	50/30/20 포트	-8.7
50/30/20 포트	-4.1	중국	11.1	60/40 포트	0.8	60/40 포트	3.1	50/30/20 포트	0.0	리츠	7.6	60/40 포트	11.1	신흥국	-9.2
신흥국	-7.8	한국	10.7	IG 채권	-0.1	HY 크레딧	2.6	신흥국	-0.3	50/30/20 포트	5.9	리츠	9.8	인프라	-9.5
한국	-10.5	50/30/20 포트	9.1	선진국	-1.3	50/30/20 포트	1.8	HY 크레딧	-0.7	한국	5.2	HY 크레딧	8.4	원자재	-10.7
원자재	-10.5	60/40 포트	7.9	중국	-2.6	선진국	0.6	인프라	-11.5	60/40 포트	4.5	신흥국 채권	8.2	선진국	-13.5
선진국	-17.8	IG 채권	5.7	신흥국 채권	-4.1	한국	-3.5	선진국	-13.5	IG 채권	3.9	IG 채권	3.0	한국	-15.4
중국	-19.1	원자재	-3.3	원자재	-5.0	원자재	-17.9	원자재	-23.4	중국	-14.3	원자재	1.7	중국	-27.6

주1: 수익률은 YTD 기준(각 연도별 초기값 대비 기말 기준 수익률)
주2: 한국주식은 KOSPI, 해외주식은 각국 대표지수(DM,EM: S&P BMI, 미국: S&P500, 유럽 Stoxx50, 일본: Nikkei225, 중국: CSI300) 기준임
주3: 채권은 IG 및 HY는 Barclays USD hedged Total Return, EM은 Barclays USD unhedged Total Return, 대체투자는 S&P Global 인프라, 다우존스 US 부동산, CRB 기준임
주4: 모든 데이터는 2011년 1월~ 25년 3월 종가데이터 사용
자료: 신영증권 리서치센터

[50:30:20 포트폴리오] 안정적 위험관리 = 안정적 수익창출 (2)

자산별 수익률과 50/30/20 포트폴리오 수익률 추이

2019.12		2020.12		2021.12		2022.12		2023.12		2024.12		2025.03	
중국	37.2	중국	39	리츠	39	원자재	22	미국	26.3	미국	25	한국	10.5
미국	31.5	한국	33	원자재	38.5	인프라	-0.2	신흥국	23.3	원자재	18.4	50/30/20포트	6.4
리츠	28.9	미국	18.4	미국	28.7	HY 크레딧	-11	한국	20.4	신흥국	17.3	60/40 포트	4.7
신흥국	27.6	신흥국	16.9	신흥국	20.5	IG 채권	-11.2	50/30/20포트	13.8	인프라	15.1	인프라	4.7
인프라	27	50/30/20포트	16.7	인프라	11.9	50/30/20포트	-15.1	HY 크레딧	13.7	중국	14.5	원자재	4.6
선진국	19.9	60/40 포트	16.7	50/30/20포트	8.1	신흥국 채권	-15.3	60/40 포트	12.5	선진국	12	선진국	4.0
HY 크레딧	13.3	선진국	15.5	한국	5.8	60/40 포트	-15.5	리츠	12.2	HY 크레딧	10.7	리츠	3.2
신흥국 채권	13.1	신흥국 채권	6.5	HY 크레딧	2.5	선진국	-17.8	선진국	10.9	신흥국 채권	6.6	신흥국 채권	2.8
50/30/20포트	12.2	HY 크레딧	5.7	60/40 포트	1.6	미국	-18.1	신흥국 채권	9.1	리츠	4.9	중국	2.4
원자재	11.8	IG 채권	5.6	선진국	1.2	신흥국	-18.3	IG 채권	7.1	IG 채권	3.4	HY 크레딧	1.8
한국	10.1	리츠	-5.3	IG 채권	-1.4	한국	-22.8	인프라	6.8	50/30/20포트	-0.4	IG 채권	1.0
60/40 포트	9.3	인프라	-5.8	중국	-1.4	리츠	-25.2	원자재	0	60/40 포트	-1.1	신흥국	0.0
IG 채권	8.2	원자재	-9.3	신흥국 채권	-1.7	중국	-26.7	중국	-10.8	한국	-8.1	미국	-3.4

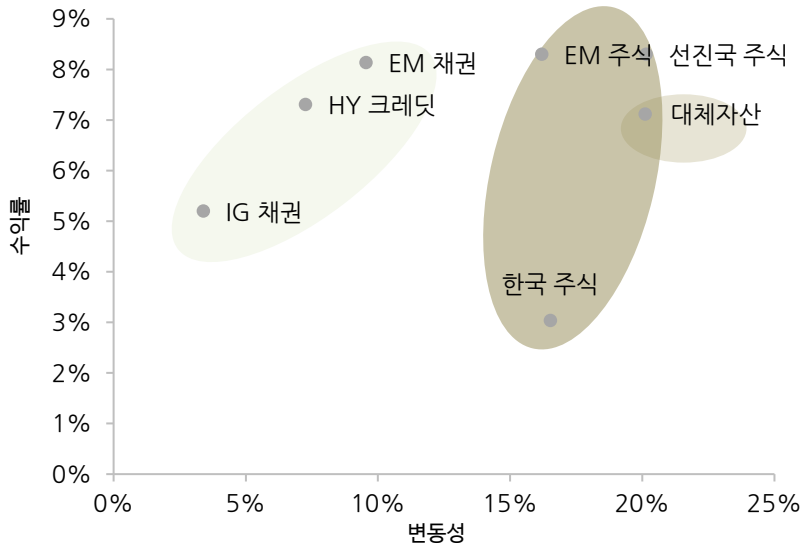
주1: 수익률은 YTD 기준(각 연도별 초기값 대비 기말 기준 수익률)
주2: 한국주식은 KOSPI, 해외주식은 각국 대표지수(DM,EM: S&P BMI, 미국: S&P500, 유럽 Stoxx50, 일본: Nikkei225, 중국: CSI300) 기준임
주3: 채권은 IG 및 HY는 Barclays USD hedged Total Return, EM은 Barclays USD unhedged Total Return, 대체투자는 S&P Global 인프라, 다우존스 US 부동산, CRB 기준임
주4: 모든 데이터는 2011년 1월~ 25년 3월 종가데이터 사용
자료: 신영증권 리서치센터

[5년 자산시장 전망] 자산군별 기대수익률과 변동성의 변화

금리인하기 지속 : '주식-채권' 위험-안전자산 역학 재림

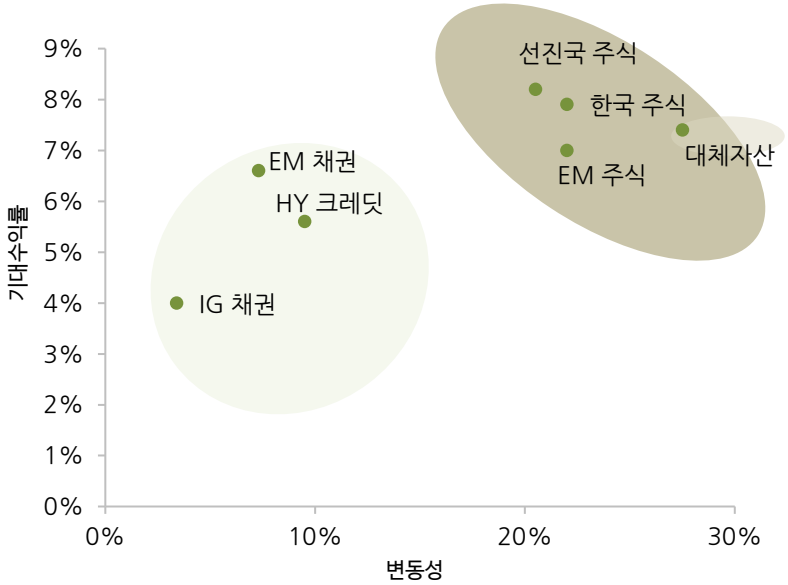
- 절대금리 레벨 상승으로 강화되었던 채권자산의 만기보유 관점 수익성 개선 흐름은 점차 소강
- '21년 이후 금리인상에 따라 채권수익률은 상승. 그러나 '23년 기점으로 물가둔화 지속되며 채권의 저(低)변동성 , 저(低)수익률 등 안전자산 특성이 다시금 강화

과거 평균-분산 산포도



주1 : 평균, 분산 값 산출 시 1989/01/02~2024/12/31 가격데이터 사용
주2 : 사용 인덱스데이터는 "단일 자산별 수익률과 포트폴리오 수익률 추이"와 동일
주3 : 월별 데이터의 연율화 수익률 및 표준편차 사용
자료: 신영증권 리서치센터

5년 예상 평균-분산 산포도



주1: 예측 평균수익률 및 표준편차는 당사 애널리스트 미래 5년 전망치 사용
자료: 신영증권 리서치센터

[자산간 상관계수 매트릭스] 분산효과 측정 : 장기시계열 상관계수

금리인하기 진입에 따른 자산간 상관계수 정상화

- 1980년 1월 ~ 2025년 3월까지의 데이터 사용
- 펜데믹으로 안전-위험자산간 자산동조화 발생. 금리인하기 진입에 따른 자산별 상관계수 정상화
- 특히 인플레 둔화 및 금리인하 지속되는 가운데 침체 우려 확대 속 '주식-IG 채권'의 부(-)의 관계는 더욱 강화
- 또한, IG 채권과-대체자산 수익률 성과도 부(-)의 관계로 전환하며 경기둔화에 따른 수요침체 우려 반영

	신흥국 주식	선진국 주식	미국 주식	한국 주식	중국 주식	선진국 IG	선진국 HY	신흥국 채권	인프라	리츠	원자재
신흥국 주식	1.0000	0.5916	0.9322	0.2169	0.1734	-0.1085	0.5974	0.3539	0.8199	0.7486	0.4158
선진국 주식	0.5916	1.0000	0.3944	0.5626	0.5198	-0.1069	0.6091	0.4447	0.5930	0.3166	0.3416
미국주식	0.9322	0.3944	1.0000	0.0530	0.0796	-0.1236	0.4459	0.2322	0.6897	0.7791	0.3470
한국주식	0.2169	0.5626	0.0530	1.0000	0.3383	-0.0902	0.3121	0.2281	0.2374	0.0468	0.0977
중국주식	0.1734	0.5198	0.0796	0.3383	1.0000	-0.0456	0.2277	0.1668	0.1730	0.0490	0.1213
선진국 IG	-0.1085	-0.1069	-0.1236	-0.0902	-0.0456	1.0000	0.1637	0.5383	-0.0215	0.0637	-0.1262
선진국 HY	0.5974	0.6091	0.4459	0.3121	0.2277	0.1637	1.0000	0.7895	0.6184	0.4155	0.3199
신흥국 채권	0.3539	0.4447	0.2322	0.2281	0.1668	0.5383	0.7895	1.0000	0.4369	0.3118	0.1687
인프라	0.8199	0.5930	0.6897	0.2374	0.1730	-0.0215	0.6184	0.4369	1.0000	0.6923	0.4131
리츠	0.7486	0.3166	0.7791	0.0468	0.0490	0.0637	0.4155	0.3118	0.6923	1.0000	0.2581
원자재	0.4158	0.3416	0.3470	0.0977	0.1213	-0.1262	0.3199	0.1687	0.4131	0.2581	1.0000

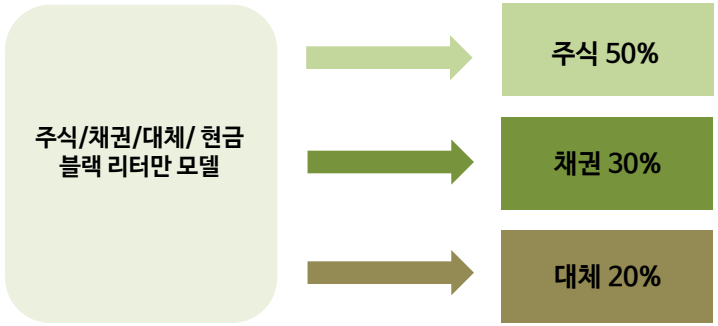
주1 : 1980/01 ~ 2025/3 까지 로그수익률 사용
주2 : "자산별 수익률과 포트폴리오 수익률 추이"와 동일
자료: 신영증권 리서치센터

[자산배분모델 최적화] 블랙리터만 포트폴리오 (1)

블랙-리터만 포트폴리오: 주식/ 채권/ 대체/ 현금에 대한 애널리스트 전망 투영

- 애널리스트의 장기적 관점을 바탕으로 포트폴리오 구성(당사의 '장기주의 Long-termism' 투영)
- 안정형/ 중립형/ 적극형/ 공격형 4개 군의 고객성향에 따라 맞춤형 주식/ 채권/ 대체/ 현금 비중 제시
- 자산시장별 비중을 산출하기 위한 1차 최적화(주식 vs. 채권 vs. 대체 vs. 현금)
- 이후 자산시장 및 종류별 세부 인덱스에 대한 2차 최적화 진행 (DM 주식 vs. 한국 주식 vs. EM 주식)

블랙-리터만 포트폴리오를 활용한 주식/채권/대체 비중 산출



자료: 신영증권 리서치센터

블랙-리터만 모델을 통한 세부 BM별 비중 산출

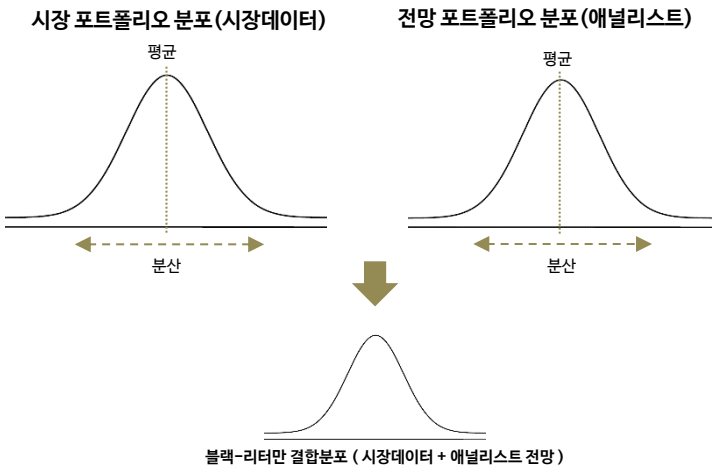
자료: 신영증권 리서치센터

[자산배분모델 최적화] 블랙-리터만 모델을 통한 애널리스트 전망 반영 (2)

블랙-리터만 모델 : 미래 투자 전망을 비중으로 표현하는 포트폴리오

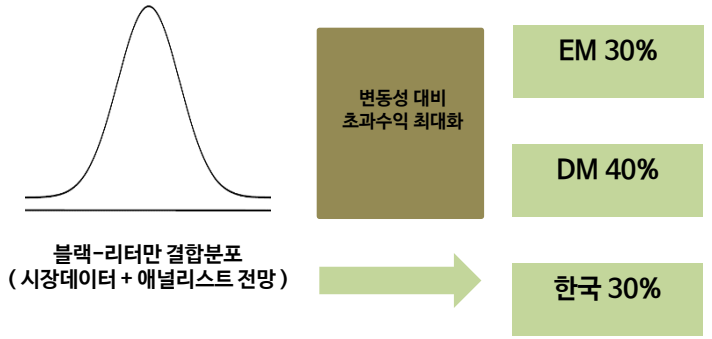
- 자산시장별 기대수익과 변동성에 대한 담당 애널리스트 전망을 반영
- 평균과 분산으로 이루어진 전망치는 시장데이터와 결합분포를 생성
- 결합분포를 고려하여 위험 대비 초과수익을 최대화하는 비중을 산출

블랙-리터만 결합분포 생성 원리



자료: 신영증권 리서치센터

결합분포를 바탕으로 샤프비율 최적화 비중 산출



자료: 신영증권 리서치센터

Compliance Notice

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.