Asset Report 2025. 9. 2

신영증권

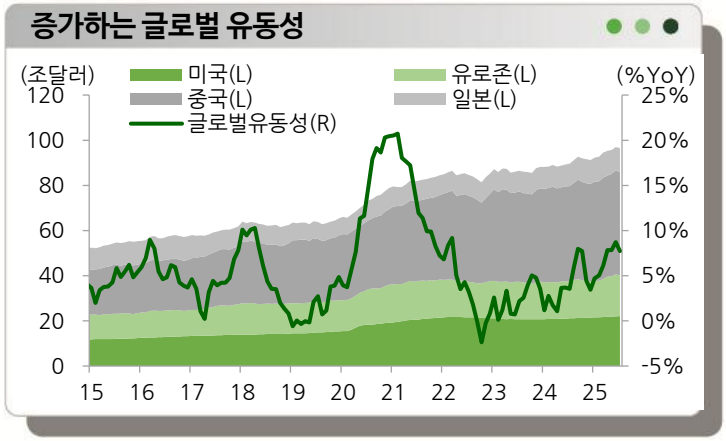
신영 자산배분전략

9월 : New Chapter

- 8월 자산시장 리뷰: 9월 FOMC를 기다리며
- 여전한 Non-US의 강세
- 확대재정의 나비효과
- 자사주로 넘어간 상법개정안

분석의 기본 가정

- 글로벌 유동성 확대
- 미 통화정책 완화 기조 강화
- 확대재정 기조 속 주요국 재정건전성 우려



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

[요약] New Chapter

• 드디어 다가온 미국 금리인하 재개

9월 FOMC에서의 기준금리 인하(25bp)가 기정사실화되면서 금융시장이 빠르게 이를 반영하고 있습니다. 시장의 기대가 확신으로 바뀌게 된 계기는 지난달의 잭슨홀 미팅이었습니다. 파월 의장이 고용시장의 하방위험을 인정하면서 통화정책 기조 변화를 시사한 만큼 앞으로의 금리 인하는 고용 둔화를 위한 처방약으로 쓰일 가능성이 높습니다. 이에 전반적인 미국채 금리 하락세 전망을 유지하나 초장기채는 연준 독립성 훼손 우려 및 주요국 초장기물 상승세 지속의 리스크가 상존하는 상태입니다. 국고채 금리의 경우 내년도 예산안, 향후 5년간 재정지출 증가율, 발행한도 등이 부담요인인 것은 사실이나 시장에 충격을 야기할 정도는 아닐 것으로 판단합니다.

경험적으로 9월은 글로벌 유동성 위축의 시기이지만 이후에는 미 금리 인하 재개와 각국 정부의 확장적 재정정책에 힘입어 확대 흐름이 지속될 것으로 전망합니다. 이에 단기적으로 주식시장은 최근 주요국 증시가 연이은 고점 경신을 이어감에 따라 차익실현 매물에 따른 상단 제약을 경계할 필요가 있습니다. 헤지펀드 북 클로징, 어닝 모멘텀 부진 등의 직간접적 영향으로 불리한 시간이 점차 다가오고 있는 점도 부담 요인 입니다. 하지만 중장기적 관점에서 향후 유동성 확대 기조 지속, 시중금리 하락세 등을 고려하면 이번 증시 조정을 부정적으로만 바라볼 필요는 없다고 생각합니다. 오히려 좋은 주식을 좋은 가격에 편입할 수 있는 기회가 될 수 있을 것으로 기대합니다.

• 9월 자산배분 전략: 선진국 주식 중립(+0), 선진국 하이일드 비중확대(+1)로 상향 조정

9월 자산별 매력도는 채권(+1), 주식(+1) 의견을 유지하나 세부적으로 선진국 주식과 선진국 하이일드 투자 의견을 한 단계씩 상향 조정했습니다. 당사는 향후 미국 통화정책 완화 기조가 강화될 가능성이 높다고 판단하고 있습니다. 이후에도 점진적으로 금리 인하가 단행될 것이라는 조건하에 선진국 주식은 지수 조정 시 매수의 관점으로 접근할 시기라고 생각합니다. 신흥국 주식과 한국 주식의 경우 산업정책 모멘텀이 여전히 유효할 것으로 전망합니다. 채권 자산 중에서는 선진국 하이일드 채권이 기준금리 하락 시 투자 매력도가 높은 자산이라는 점에서 투자 의견을 한단계 상향했습니다. 본격적인 금리 인하 재개 및 지속성을 고려해 채권 자산에 대해서도 지속적인 관심을 가질 것을 권고 드립니다.

[자산배분 의견표] 9월 애널리스트 의견과 전망

	-2	-1	0	+1	+2	애널리스트 의견
주식(Equity)				◈		-금리 인하 재개 및 각국 정부의 확장적 재정정책은 글로벌 유동성 확대 요인 -주요국 증시 연이은 고점 경신에 따른 차익실현 매물 출회되며 상단은 다소 제약될 전망
선진국 주식		◇	◈			- 물가지표의 하방경직성에 따른 증시 변동성 확대는 부담요인. 금리 인하 사이클 재개 및 통화정책 완화 기조 강화는 우호적 - 당분간 기업 펀더멘탈보다 매크로 지표에 대한 민감도가 높아질 시기로 조정 발생시 매수 기회로 활용 가능하다는 판단 - 추천 ETF: iShares MSCI USA Min Vol Factor ETF(USMV), Global X US Infrastructure Development ETF(PAVE), SOL 미국AI전력인프라(486450)
신흥국 주식				◈		- 중국 경제지표 지지부진한 상황이나, 추가 통화/재정정책 기대감 유효(10월 말 정치국회의 및 4중전회) - 본토 증시는 기술주(커촹50/차스닥 지수 등) 중심 강세 흐름이 이어지면서, '15차5개년' 계획 발표를 앞두고 첨단기술산업 모멘텀 지속 예상 - 추천 ETF: TIGER 차이나테크TOP10(0047A0), Global X항셍고배당ETF(3110.HK)
한국 주식				◈		- 증시 조정 및 경계 필요하나 업종 순환매의 흐름 지속에 증시 하락폭은 제한될 전망. 추가 상법개정에 따른 주주환원 불확실성 해소 기대 여전히 유효. - 행정부 주요직 구성 완료에 따른 산업정책 본격화 시기라는 점에 주목. 다만, 수출업종은 본격적인 상호관세 부과에 이익 훼손/우려 리스크 소화 필요 - 추천 ETF: SOL 금융지주플러스고배당(484880), TIGER 소프트웨어(157490), TIGER 조선 TOP 10(494670)
채권(Fixed Income)				◈		(국채/FX전략) - 미국: 파월 의장은 잭슨홀에서 고용시장의 하방위험을 인정하고 정책 기조 조정 시사. 분기 고용·임금조사(QCEW)를 반영하면 NFP가 추가 하향 조정될 가능성이 높아 9월 인하 가능 전망. 미국채 금리 하락 우위 전망을 유지하지만 초장기물은 트럼프의 연준 장악 시도로 다소 불안정 - 한국: 한은 기준금리는 8월 동결 이후 10월 연내 한 차례(25bp) 추가 인하 전망. 내년도 예산안과 향후 5년간 재정지출 증가율, 국고채 발행한도 등은 채권시장에 부담이 가는 수준이겠으나 시장에 충격을 야기할 정도는 아닐 것으로 판단 - 외환(FX): 달러화는 6월 이후 96~100pt 박스권에서 등락. 연준의 금리 인하 재개가 임박한 가운데 통화정책의 독립성 훼손 우려가 이어지고 있음. 단기적인 달러화 과매도 압력은 일정수준 소화된 것으로 판단하지만 1,300원대 중반 견조한 달러 수요로 하락 폭 제한 예상 (크레딧전략) - 크레딧 스프레드가 많이 축소되었음에도 불구하고 기준금리 인하사이클과 많지 않은 물량부담 하에서 매도보다는 매수관점 유지가 바람직 - 다만 9~10월 계절적 약세국면에 접어들고 있어 적극적인 매수보다는 국채 발행물량 우려에 따른 시장금리 상승 시마다 저점매수 관점이 유효 - 추천섹터 또는 ETF: 미국채 및 관련 ETF(장기 보유시 환손실 예상), 국고채 10년 ETF, 만기매칭형 국내채권 ETF
선진국 투자등급				◈		
선진국 하이일드			◇	◈		
신흥국 채권				◈		
대체자산			◈			(리츠/부동산) - 8월 한달간 전반적으로 정체된 흐름, 연내 금리 인하에 대한 전망 및 속도에 대한 해석이 엇갈리고 있어 CRE 시장 전반에 불확실성 존재 - 고금리와 수요 부진 여파로 미국 상장 리츠 재편 중, 자진 상장폐지 또는 대형 리츠와의 통합을 통한 생존 전략 - 한편 국내 리츠의 경우 개별 이슈에 따른 등락 진행, 유상증자로 이지스밸류플러스리츠 주가 급락, 그러나 임대차 갱신을 통한 실적 개선도 진행되고 있음 - 추천 ETF: TIGER 리츠부동산인프라(329200) (금) - 지정학적 리스크 완화에도 트럼프의 금 관세 면제 조치, 북미/유럽 중심의 글로벌 금 ETF 자금 흐름에 힘입어 금 가격 보합 흐름 지속 - 연준의 통화 완화 기조, 글로벌 중앙은행의 매수 흐름, ETF 중심의 자금 유입에 따른 강세 의견 유지. 9월 계절적 유동성 환경 악화에도 영향은 제한적
현금자산	◈					- 국내 기준금리는 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

- 8월 자산시장 리뷰: 9월 FOMC를 기다리며
- 여전한 Non-US의 강세
- 확대재정의 나비효과
- 자사주로 넘어간 상법개정안

[8월 자산시장 리뷰] 9월 FOMC를 기다리며

- (주식시장) 글로벌 증시는 1)관세 불확실성 해소, 2)미국 금리인하 재개 현실화, 3)러-우 전쟁 휴전 기대감에 따른 위험 자산 선호 심리에 강세 연장. 특히, 중국 증시가 EM 지수 상승을 견인
- (채권시장) 미 채권 금리는 입찰 부진 및 일본, 영국 등 주요국 중장기물 상승 영향 속 상승 출발. 잭슨홀 미팅 이후 연내 금리 인하 컨센서스 반영하며 커브 스티프닝 심화
- (대체자산) 부동산/리츠 지수는 연내 금리 인하에 대한 전망 및 속도에 대한 불확실성 속 보합권. 인프라 지수는 주요국 인프라 투자 확대 기조 지속에 기계 장비 중심의 강세
- (원자재) 국제 유가는 미국의 러시아 2차 관세 부과 가능성 축소에 하락 마감. 산업 금속은 주요 광산 생산 차질 속 강세

8월 자산시장 리뷰

(단위: p, %, 8/31 종가 기준)

		price	MTD	3M	YTD	1Y	3Y
주식	DM	1,834.81	2.89	9.01	14.60	16.04	65.13
	EM	727.10	2.48	9.15	16.04	17.16	39.76
	미국	6,460.26	1.91	9.28	9.84	14.37	63.34
	유럽	5,351.73	0.60	-0.28	9.31	7.94	52.16
	일본	42,718.47	4.01	12.52	7.08	10.53	52.07
	중국	4,496.76	10.33	17.10	14.28	35.39	10.25
	홍콩	8,947.79	0.73	6.12	22.74	41.33	30.34
	한국	3,186.01	-1.83	18.10	32.78	19.13	28.88
채권	IG 채권	599.28	0.55	1.43	3.29	3.50	11.85
	HY 크레딧	669.67	1.14	3.85	6.81	9.88	36.50
	EM 채권	1,339.48	1.33	4.22	7.32	7.61	25.65
대체	인프라	3,445.00	1.65	2.99	14.47	14.77	25.68
	부동산/리츠	292.52	0.00	-0.15	-0.44	-7.51	-9.26
	CRB	554.89	-1.28	-0.02	3.43	3.46	-5.15
외환	달러인덱스	97.77	-2.20	-1.57	-9.88	-3.86	-10.05
	원달러 환율	1,389.80	-0.16	0.48	-5.60	3.91	3.90

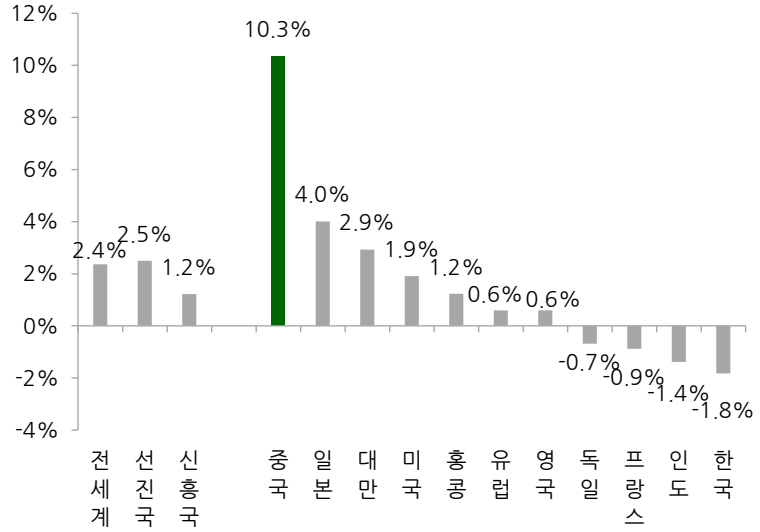
주1: 한국주식은 KOSPI, 해외주식은 각국 대표지수(DM,EM: S&P BMI, 미국: S&P500, 유럽 Stoxx50, 일본: Nikkei225, 중국: CSI300, 홍콩: HSCEI) 기준임
주2: 채권은 IG 및 HY는 Barclays USD hedged Total Return, EM은 Barclays USD unhedged Total Return, 대체투자는 S&P Global 인프라, 다우존스 US 부동산, CRB 기준임
주3: 사용자 편의를 위해 주식과 대체투자 지수는 Total Return 지수를 사용하지 않고 단순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

[신영 생각 1] 여전한 Non-US의 강세

미국만 좋은 것이 아니다

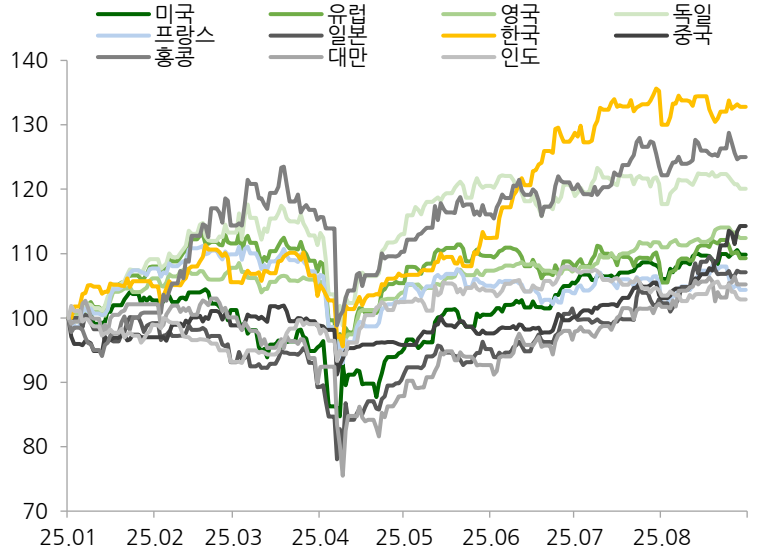
- YTD 기준 S&P500 +10.1%, 나스닥 +21.4%, 다우존스 +7.4%로 미국 증시 회복세 이어지고 있으나 글로벌 증시에선 Non-US 국가가 미국 증시를 여전히 아웃퍼폼 중
  -글로벌 주요 지수 MTD 수익률 비교: 중국〉일본〉대만〉미국〉홍콩〉유럽〉영국〉독일〉프랑스〉인도〉한국
- 특히 중국 본토증시의 강세가 두드러지고 있는데 과거와 달리 첨단 기술주 위주의 상승이라는 특징 존재
  -상장 기업 차이로 인해 중국 본토증시는 정책 모멘텀에 민감하고 홍콩증시는 접근성, 유동성측면에서 유리

글로벌 주요 지수 월간 수익률 비교: 중국〉일본〉대만〉미국



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

주요국 지수 연초이후 상대수익률 추이



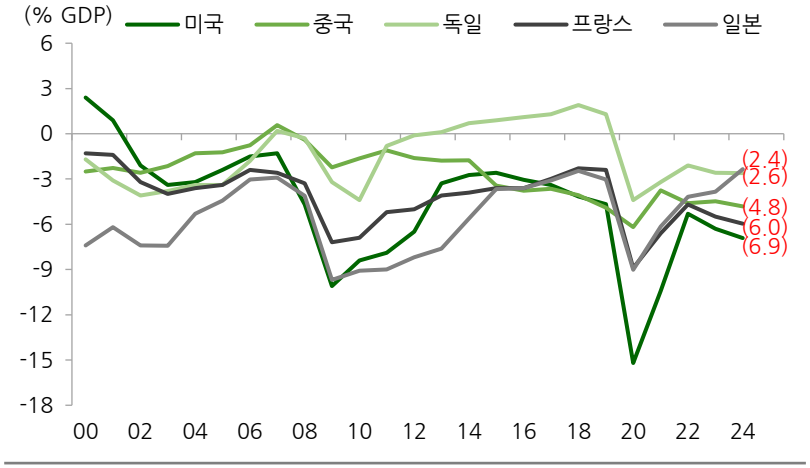
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

[신영 생각 2] 확대재정의 나비효과

글로벌 국가 부채의 여파

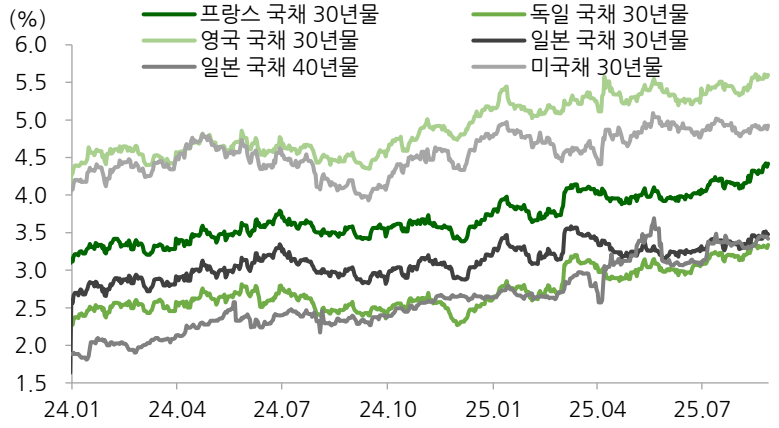
- 주요국 확대재정에 따른 유동성 확대는 지속될 전망
  -독일:지난 3월 국방비 및 인프라 지출 증가를 핵심인 재정개혁안을 가결
  -중국: 재정적자 GDP 대비 4%목표로 역대 최고
  -미국: 재정적자 GDP 대비 3%를 목표로 하나 부채 한도 증액 불가피
- 이에 최근 주요국 장기물 상승세가 지속되고 있는 상황
  -프랑스: 국가 부채, 재정적자 해결을 위한 내각 신임 투표
  -일본: 금리 인상 및 적자 국채 발행 경계

주요국 GDP 대비 재정적자 현황



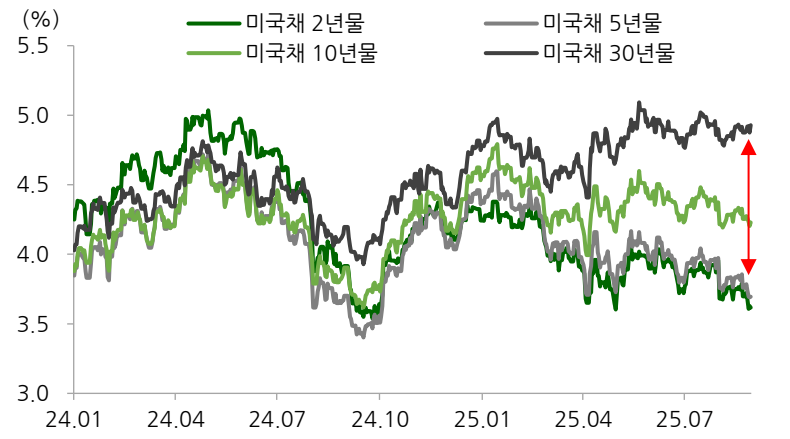
자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

주요국 장기 금리 추이



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

미국채 커브 스티프닝 심화



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

[신영 생각 3] 자사주로 넘어간 상법개정안

9월 정기국회에서 논의될 가능성 높아

- 7월 3일 1차 상법개정안 통과, 8월 22일 2차 상법개정안이 통과되면서 3차 상법개정안에 대한 논의가 진행 중
- 3차 상법개정안의 주요 쟁점은 '자기주식 소각 의무화'
  -1)신규 취득 자기주식 소각 의무화, 2)기보유 자기주식 소각 의무화, 3)자기주식 신주 배정 금지 등
  -소각 기한, 자기주식 비중 차등(3%미만인 경우 예외) 등의 차이는 있으나 큰 방향은 동일한 상황

자기주식 소각 의무화 관련 상법개정안 발의안 모음

발의안	주요 내용	세부 내용
2025.07.09 김남근의원 대표발의안	자기주식을 취득하는 경우 취득일로부터 1년 이내 소각 의무화 +기존 보유 자기주식 동일 적용	-1)임직원에 대한 보상, 2)우리사주조합.사내근로복지기금 출연, 3)공모로 발행된 전환사채/신주인수권부사채 권리 행사를 위해 필요한 경우 보유 허용 -단, 정기 주주총회의 승인 필요 + 대주주 의결권 발행주식 총수의 3%로 제한
2025.07.14 차규근의원 대표발의안	자기주식을 취득하는 경우 취득일로부터 6개월 이내소각 의무화 +기존 보유 자기주식 5년 이내 소각	-임직원에 대한 성과보상 등 대통령령으로 정하는 예외적인 경우에 한하여 보유 허용
	회사 분할/분할합병 시 기보유 자기주식에 대한 신주 배정 금지	-법 시행 이후 분할/분할 합법 이사회 결의가 있는 경우부터 적용
2025.07.22 민병덕의원 대표발의안	자기주식을 취득하는 경우 취득일로부터 1년 이내 소각 의무화 +기존 보유 자기주식 1년 이내 소각	-취득 당시 자기주식의 총수가 발행주식 총수의 100분 의 3 미만인 경우 2년으로 연장 -임직원에 대한 성과보상 등 대통령령으로 정하는 예외적인 경우에 한하여 보유 허용하나 자기주식 취득일 3개월 이내의 주주총회 승인 필요
2025.07.22 김현정의원 대표발의안	자기주식을 취득하는 경우 즉시 소각 의무화 +기존 보유 자기주식 6개월 이내 소각	-임직원 보상 등 대통령령으로 정하는 정당한 사유가 있는 경우에 한해 보유 허용 -단, 정기 주주총회의 승인 필요 + 대주주 의결권 발행주식 총수의 3%로 제한
2025.07.23 이강일의원 대표발의안	자기주식을 취득하는 경우 대통령령으로 정하는 기간내 소각 의무화 +기존 보유 자기주식 동일 적용	-1)임직원 상여금, 2)퇴직금, 공로금, 장려금 지급 등 근로자 복지 도모 목적, 3) 그 밖의 대통령령으로 정하는 경우 보유 허용

주1) 시행일은 법안 공표일 6개월 경과일로 동일
주2) 기보유 자기주식에 관한 사항은 부칙을 통해 명시
자료 : 국회 의안정보시스템, 신영증권 리서치센터

II. 9월 자산배분 시그널

- 금융시장 사분면 모델 소개와 활용법

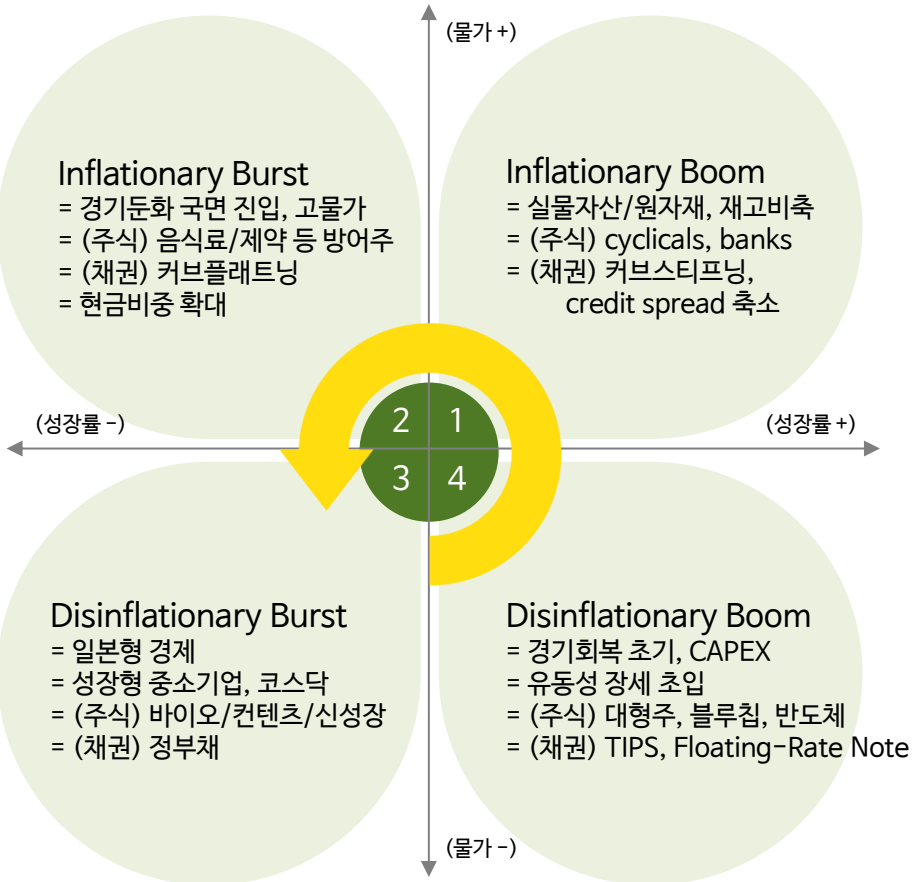
[금융시장의 4계절] 성장률과 물가의 하모니

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



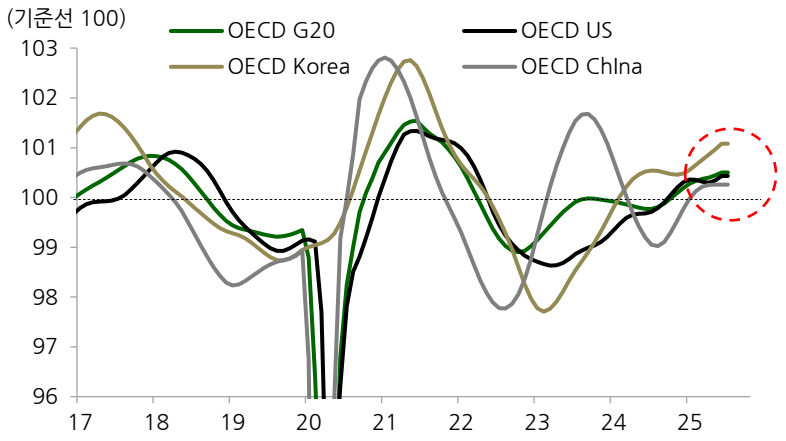
자료: 신영증권 리서치센터

[금융시장의 4계절] G20 경기선행지수 강보합 흐름 속 전월 4사분면 유지

G20, 여전히 물가 둔화 및 경기 개선흐름

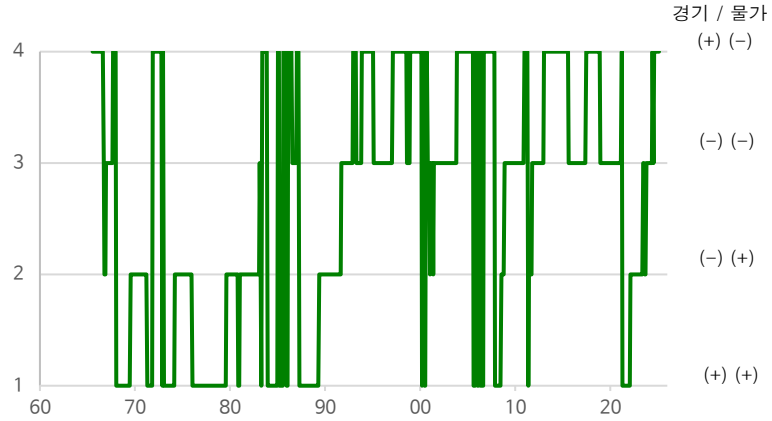
- 미국과 유럽, 한국과 중국의 경기개선 흐름은 차별화
  - 미국과 유럽의 경기선행지수는 강보합 흐름을 나타냄
  - 한·중 경기선행지수 약보합 흐름 나타내며 소강 국면
- 전월 강한 경기 반등을 보인 한국의 경기선행지수 둔화
  - 소비자심리지수 개선 이후 성장률 전망 상향 및 서비스 매출 증가 등 경기부양책 효과 일부 나타났으나 설비투자, 재고지표 악화 등 기업 활동 위축 반영되며 한국 경기선행지수는 둔화되었음

OECD 경기선행지수 : 한국 경기개선 흐름도 소강국면 진입



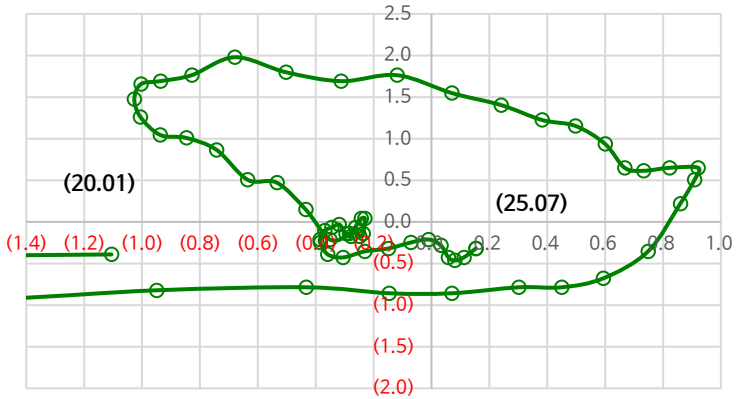
자료: 신영증권 리서치센터

CPI 인플레이션 기준 과거 모델 사분면 변화



자료: 신영증권 리서치센터

신영 자산배분모델 : 4사분면 유지



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

III. 자산군별 전망

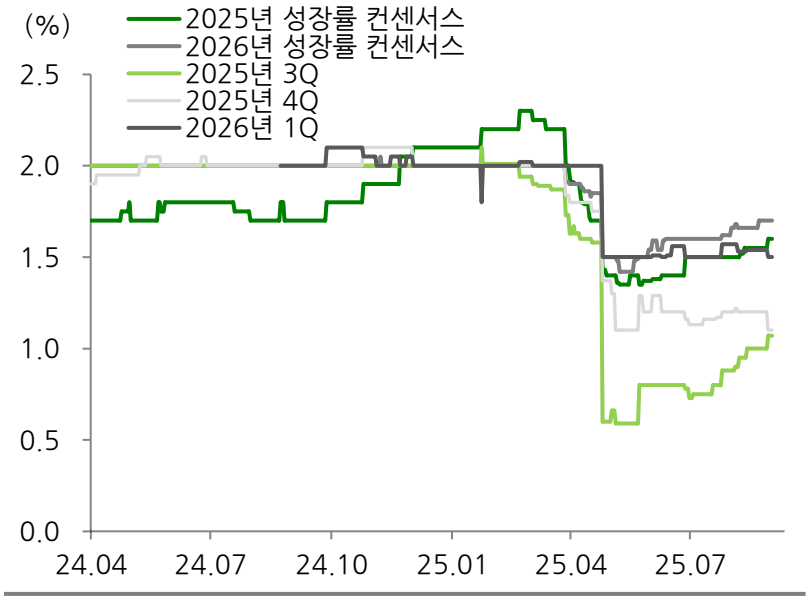
- 미국 채권 / 한국 채권 / 크레딧 채권
- 미국 주식 / 한국 주식 / 중국 주식
- 리츠 / 부동산 / 금 / Crypto / ESG

[미국채권] 미국 경제와 정책금리

고용 둔화로 9월 인하 재개 예상. 3분기 성장률 전망은 상향

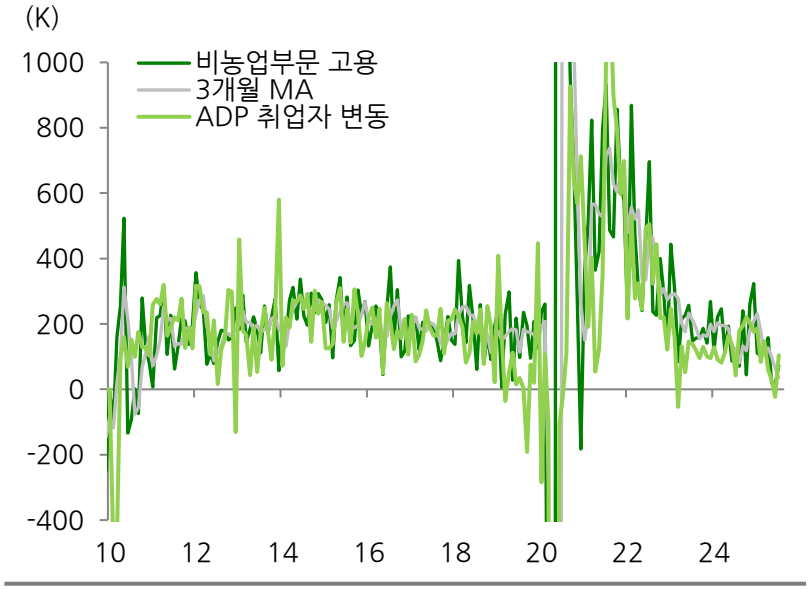
- 미국 실물 경기지표가 대체로 견조하게 나타나면서 3분기 실질 GDP성장률 전망은 블룸버그 컨센서스 기준 1.1%까지 상승하며 0%대에서 벗어남(연간 1.6%)
- 애틀란타 연은의 GDPNow 모델은 최근 전망치 3.5%로 상향 조정. 개인소비지출, 민간투자, 순수출 모두 일제히 상향
- 비농업부문 고용(NFP), ADP 고용 등 민간부문의 고용은 명백히 둔화 흐름. 8월 노동부 고용지표와 분기 고용·임금조사(QCEW)를 반영한 벤치마크 수정을 거치면서 9월 인하는 기정사실화될 것으로 예상
- 결론 : 연준 9월 25bp 인하 재개 전망. 다만 지난해 9~12월 100bp 인하 대비 인하 폭은 크지 않을 것

미국 GDP 성장률 컨센서스 추이



주 : 분기 성장률은 QOQ연율, 연간 성장률은 YOY 기준
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

미국 주요 월간 민간고용 증감



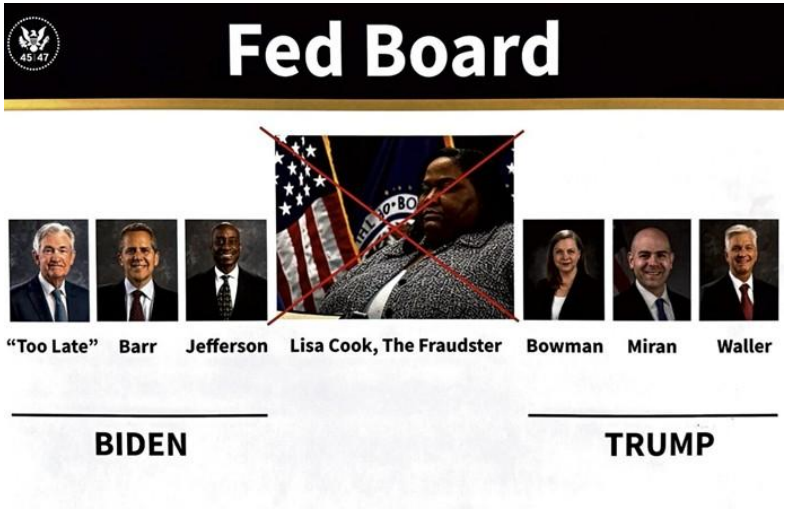
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

[미국채권] FOMC와 시장금리

트럼프 연준 장악 시도, 미국채 금리는 하락 기조 속에 초장기 약세

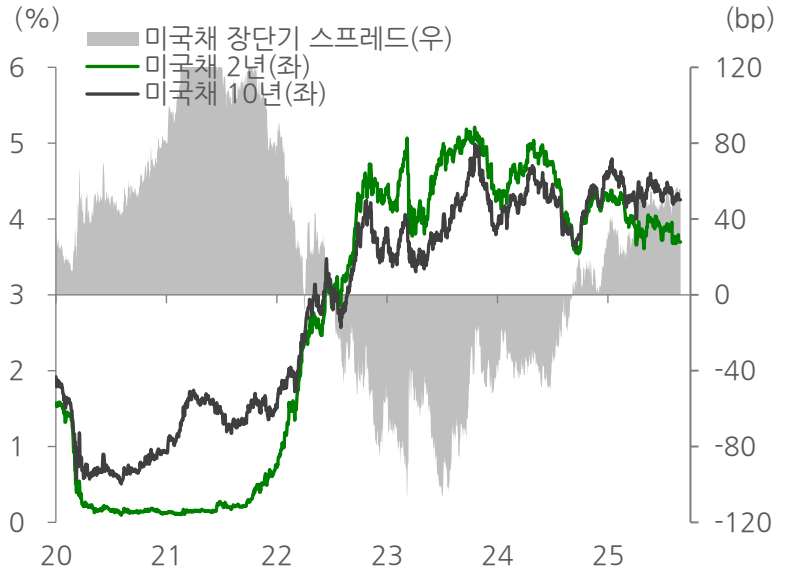
- 트럼프는 주택담보대출 관련 의혹을 바탕으로 리사 쿡 이사 해임 통보. 연준법 제10조에 따르면 대통령은 '정당한 사유(for cause)'가 있는 경우 연준 이사를 해임할 수 있다고 규정
- 이는 개인을 겨냥한 조치보다는 연준 압박 전략의 연장선. 리사 쿡 이사는 즉각 소송 절차 돌입, 최종적으로는 대법원까지 소송이 이어질 듯(대법관 9명 중 6명은 보수성향으로 분류, 3명 트럼프가 임명). 해임 무효화 가능성이 중론
- 나아가 미국 12개 지역 연방준비은행 총재 중 일부 지역의 교체 가능성까지 거론(내년 2월말)
- 결론 : 미국채 금리는 유통구간 중심으로 하향 안정 흐름, 반면 트럼프 리스크로 만기 20년 이상은 상대적 약세

트럼프, 리사 쿡 해임 이후 충성파 지명 시도



자료 : Trump social media, 신영증권 리서치센터

미국채 장단기 금리와 스프레드 추이



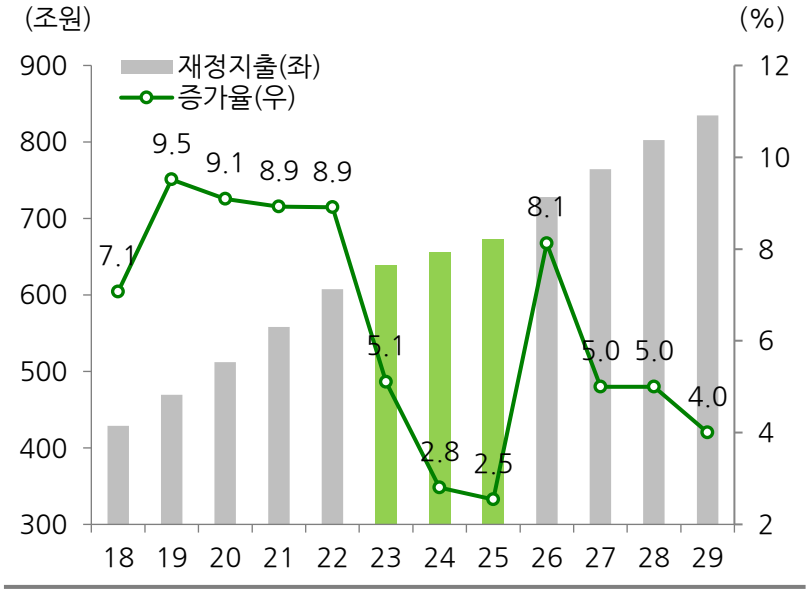
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

[한국채권] 재정정책과 국채 발행

내년 예산안 및 국가재정운용계획 예상 수준 부합

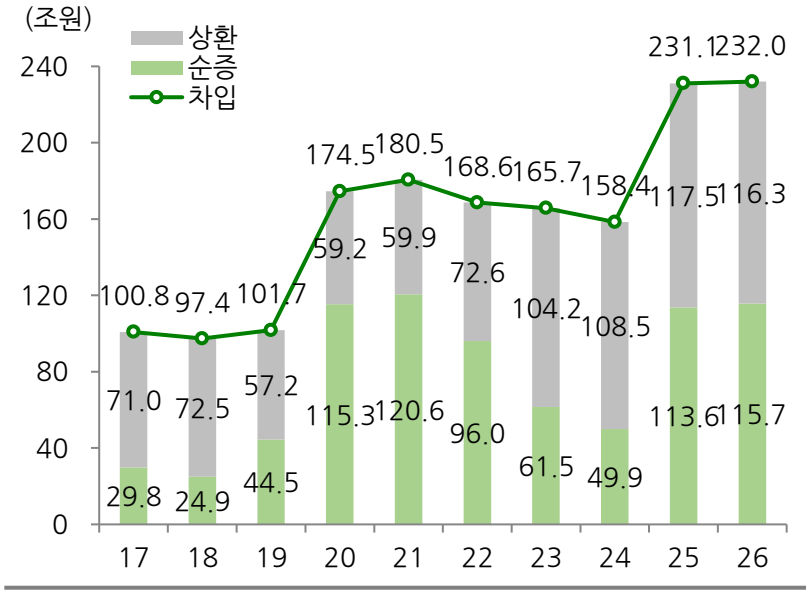
- 내년 정부 예산안은 728.0조원으로 지난해 본예산 대비 8.1% 증가(2차 추경 기준으로는 3.5% 증가). 국고채 발행 한도는 232.0조원, 순증 물량은 115.7조원으로 올해와 큰 차이 없는 수준
- 2025~2029년 중기 재정수입 전망은 연평균 4.3% 증가 가정. 재정수입 대비 높은 지출 증가율(2025~2029년 연평균 5.5%) 불가피한 구도이나 금융시장의 예상이나 문재인 정권 5년 평균(8.7%) 대비 충격은 제한적
- 관리 재정수지는 2025~2029년 중 -4%대 초반 수준으로 관리, 국가채무비율은 50대 후반까지 악화 예상
- 결론 : 재정 기조 확장적이나 시장의 예상을 벗어나지 않아 단기적 안도감 제공. 내년 발행 시 약세 압력은 불가피

국가재정운용계획 재정지출과 증가율



주 : 본예산 기준, 연두색 음영은 윤석열 정권의 재정운용계획
자료 : 기획재정부, 신영증권 리서치센터

국고채 연간 발행 및 순증 추이



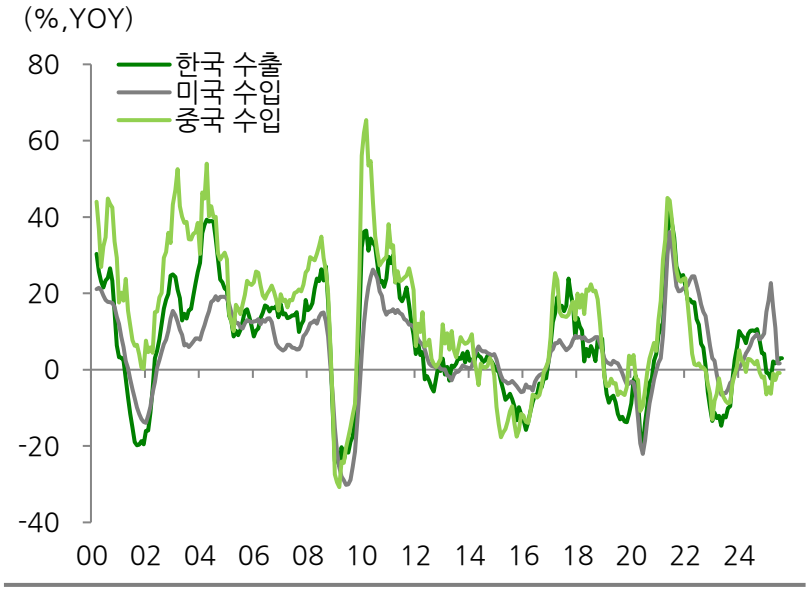
주 : 2025년 2차 추경안 기준
자료 : 기획재정부, 신영증권 리서치센터

[한국채권] 국내 경제와 기준금리

8월 금통위 기준금리 동결, 연내 한 차례(10월) 인하 예상

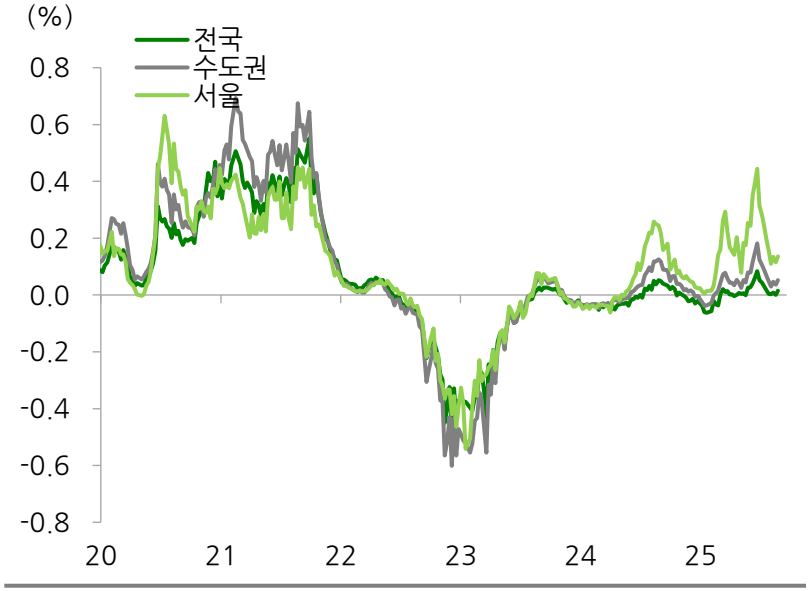
- 한은 금통위는 8월 기준금리 연 2.50%로 동결(신성환 위원 1명 인하 소수의견). 향후 3개월 관점의 포워드 가이던스는 인하 고려 5명 vs. 동결 1명으로 변화
- 올해와 내년 성장률 전망은 0.9%(+0.1%p), 1.6%(유지), 물가상승률 전망은 2.0%(+0.1%p), 1.9%(+0.1%p)
- 3분기 소비쿠폰 지급, 반도체 수출 호조 등으로 일시적인 성장세 확대 이후 4분기 관세 부과 품목 중심으로 수출 둔화 예상. 서울지역 부동산시장 과열과 가계부채 증가세는 완화되고 있으나 추세적인 안정 확인 필요
- 결론 : 올해 경제성장률 0.9% 전망 유지, 기준금리 인하는 연내 한 차례(10월)에 그칠 것으로 예상

국내 실질GDP 성장률 추이와 전망



자료 : 한국은행, 신영증권 리서치센터

주간 아파트매매가격지수 추이



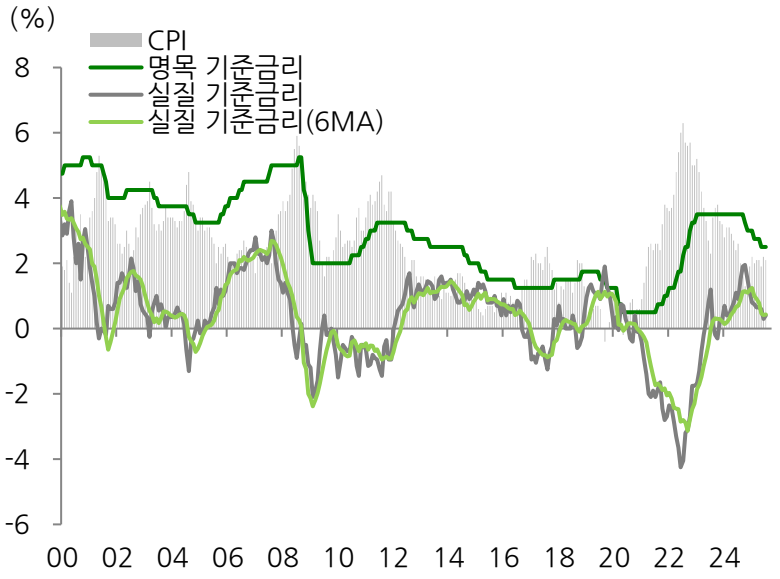
자료 : KB부동산, 신영증권 리서치센터

[한국채권] 최종금리 수준과 시장금리

최종금리 2.00~2.25%, 시장금리 박스권 등락 지속

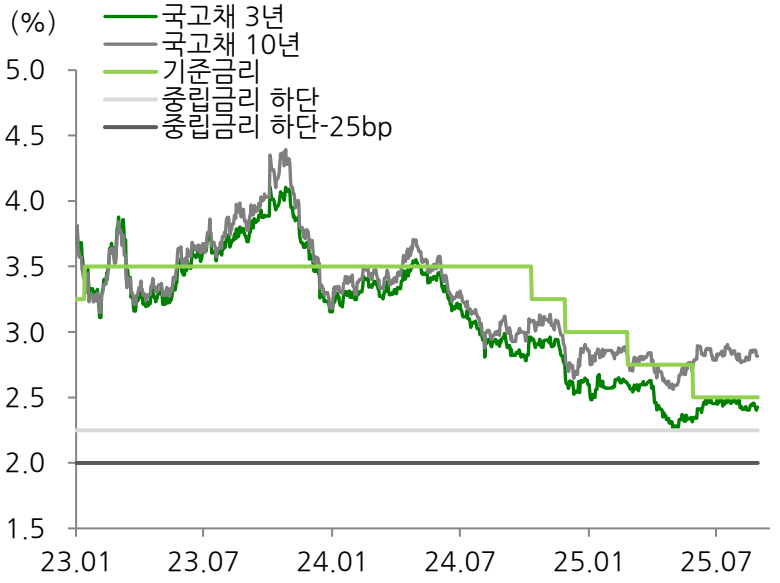
- 한은, 통화정책에 수도권 부동산 가격을 중요하게 고려하는 이유로 1) 가계부채와 높은 상관관계 2) 인구의 50% 이상 수도권 거주, CPI에 임차 주거비만 10% 미만의 낮은 비중 반영 등을 근거로 주택가격과 월세 감안 필요성 강조
- 또한 1) 내년 성장 전망 보수적 추정에도 하반기 GDP갭 (-) 폭 축소 2) 과도한 부양책의 부작용 우려 3) 건설투자 부문 구조조정 필요 4) 정부 부동산 정책과의 공조 등 측면에서 최종금리를 2.00% 아래로 보기는 어려움
- 연내 한 차례 인하에 이어 내년 2분기 중 마지막 인하 여지가 있으나 전망의 리스크는 2.25%에서 종결 가능성
- 결론 : 시장금리는 최종금리 수준을 2.00~2.25%로 반영하며 박스권 지속, 내년까지 하락 룸 크지는 않아 보임

국내 실질 기준금리 추이



주 : 실질 기준금리는 명목 기준금리에서 CPI 차감
자료 : 한국은행, 통계청, 신영증권 리서치센터

국고채 금리와 주요 기준금리 레벨



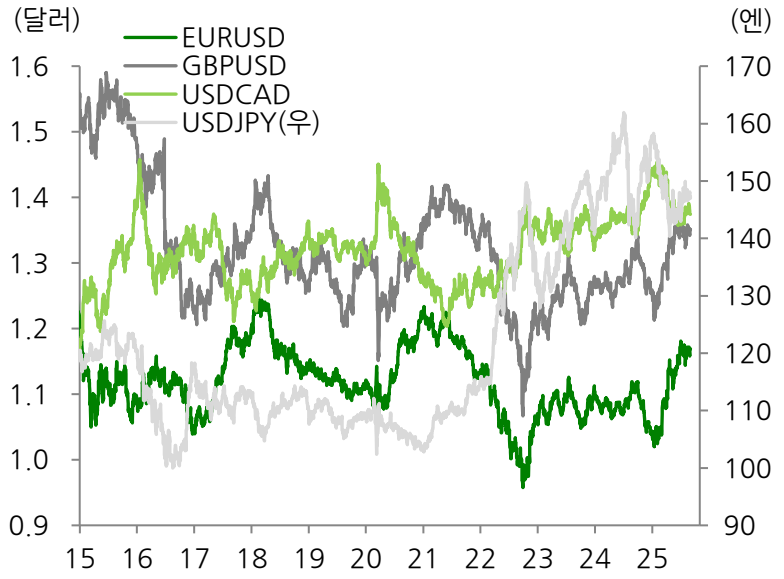
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

[외환] 원/달러 환율

1,300원대 중반 견조한 달러 수요. 원/달러 환율 완만한 하락 전망

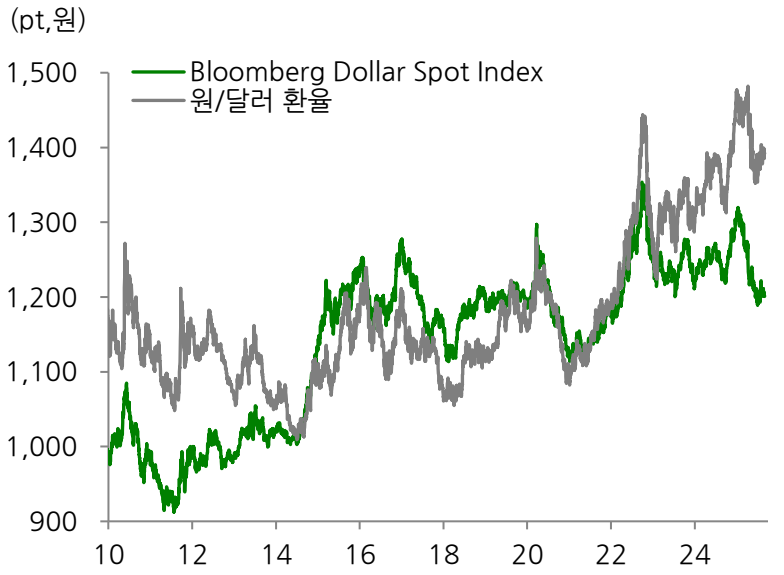
- 달러인덱스는 6월 이후 96~100pt 수준의 박스권에서 등락 지속. 연준의 금리 인하 재개가 임박한 가운데(당사 9월 전망) 트럼프의 연준 장악 시도 등 통화정책의 독립성 훼손 우려가 이어지고 있음
- 그럼에도 미국 주식시장의 양호한 퍼포먼스와 최근 외국인의 코스피 순매도, 원/달러 1,300원대 중반 견조한 수요가 하단 지지(개인투자자의 해외투자, 장기투자기관의 환헷지 종료). 대미 투자 확대도 환율 하락 제한 요인
- 단기적인 달러화 과매도 압력은 대체로 소화된 것으로 판단하며 원/달러 환율은 완만한 하락 우위 흐름 전망
- 결론 : 달러인덱스 박스권 등락 속에 원화 가치 회복세 더딘 상황. 원/달러 환율 월간 1,350~1,400원 예상

달러화지수 구성 주요 선진국 통화 환율



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

블룸버그 달러 현물지수와 원/달러 환율



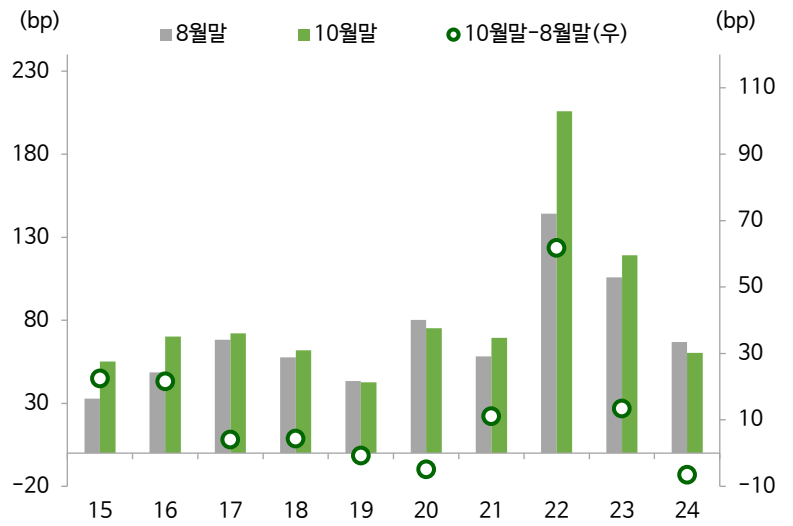
주 : 전 세계 10대 통화를 국제무역 및 외환 유동성 기준으로 가중치 부여. 2004년말=1,000
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

[크레딧 채권] 계절적 약세국면 진입, 스프레드 확대 시 매수 기회

스프레드 매력 줄었지만 매도보다는 매수관점 유효

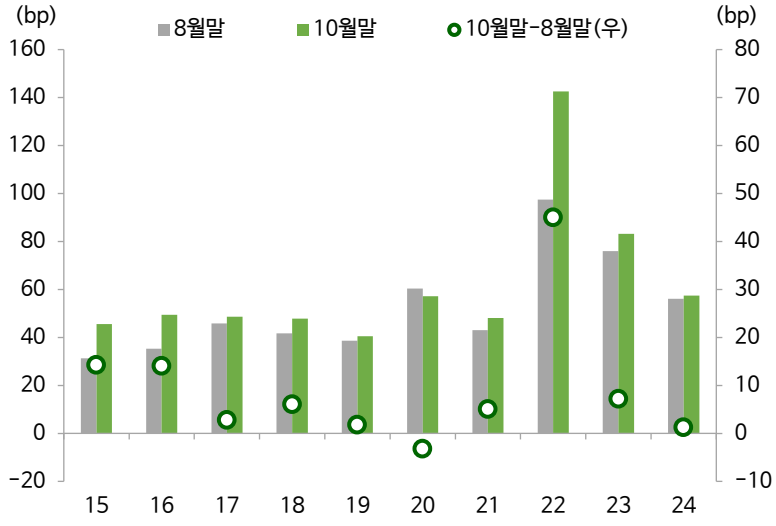
- 금리수준이 낮아지고 크레딧채권 공급부담이 적은 상황에서 매도보다는 매수관점 유효
- 물량부담 우려에 국채금리 변동성이 커지고 크레딧채권의 계절적 약세국면에 진입하는 시점은 분할매수 기회

최근 10년간 여전채 9~10월 스프레드 변동폭, 확대가 우세



주: 여전채 AA- 3년 신용스프레드
자료 : Infomax, 신영증권 리서치센터

최근 10년간 회사채 9~10월 스프레드 변동폭, 확대가 우세



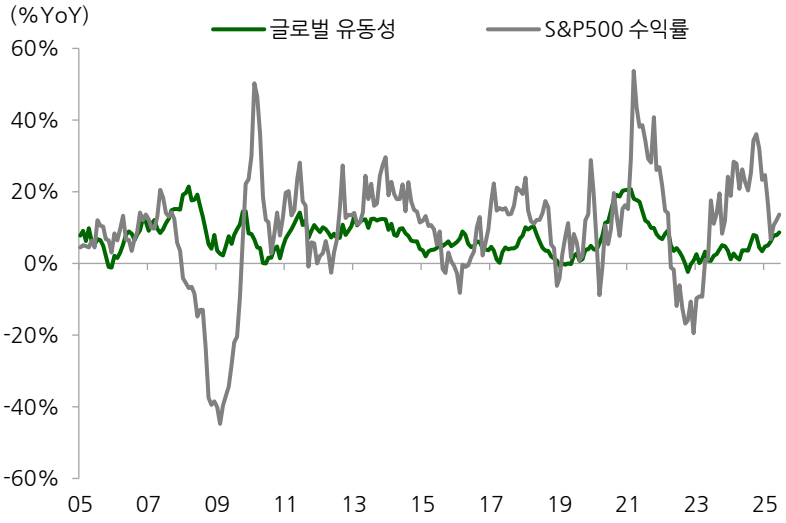
주: 회사채 AA- 3년 신용스프레드
자료 : infomax, 신영증권 리서치센터

[미국 주식] 쉬어 갈 9월을 매수 기회로 활용 가능

조정의 파도를 대하는 자세

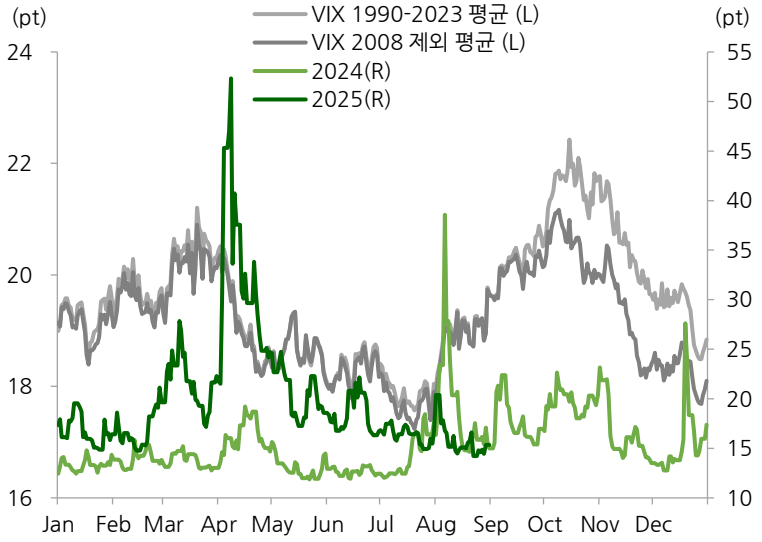
- 금리 인하 사이클 재개 및 통화정책 완화 기조 강화는 위험자산인 주식에 우호적인 요인
- 실제로 글로벌 유동성의 전년동기대비 변화율은 S&P500수익률의 전년동기대비 변화율과 유사한 궤적을 보임
- 다만, 관세 영향 본격화에 따른 물가지표의 하방경직성은 증시 변동성 확대요인으로 당분간 기업 펀더멘탈보다 매크로 지표에 대한 민감도가 높아질 시기
- 결론: 계절적으로도 증시 조정 이벤트 발생 가능한 국면으로 중장기적 관점에서 매수 기회로 활용 가능하다는 판단

글로벌 유동성과 S&P500



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

변동성 지수의 계절성



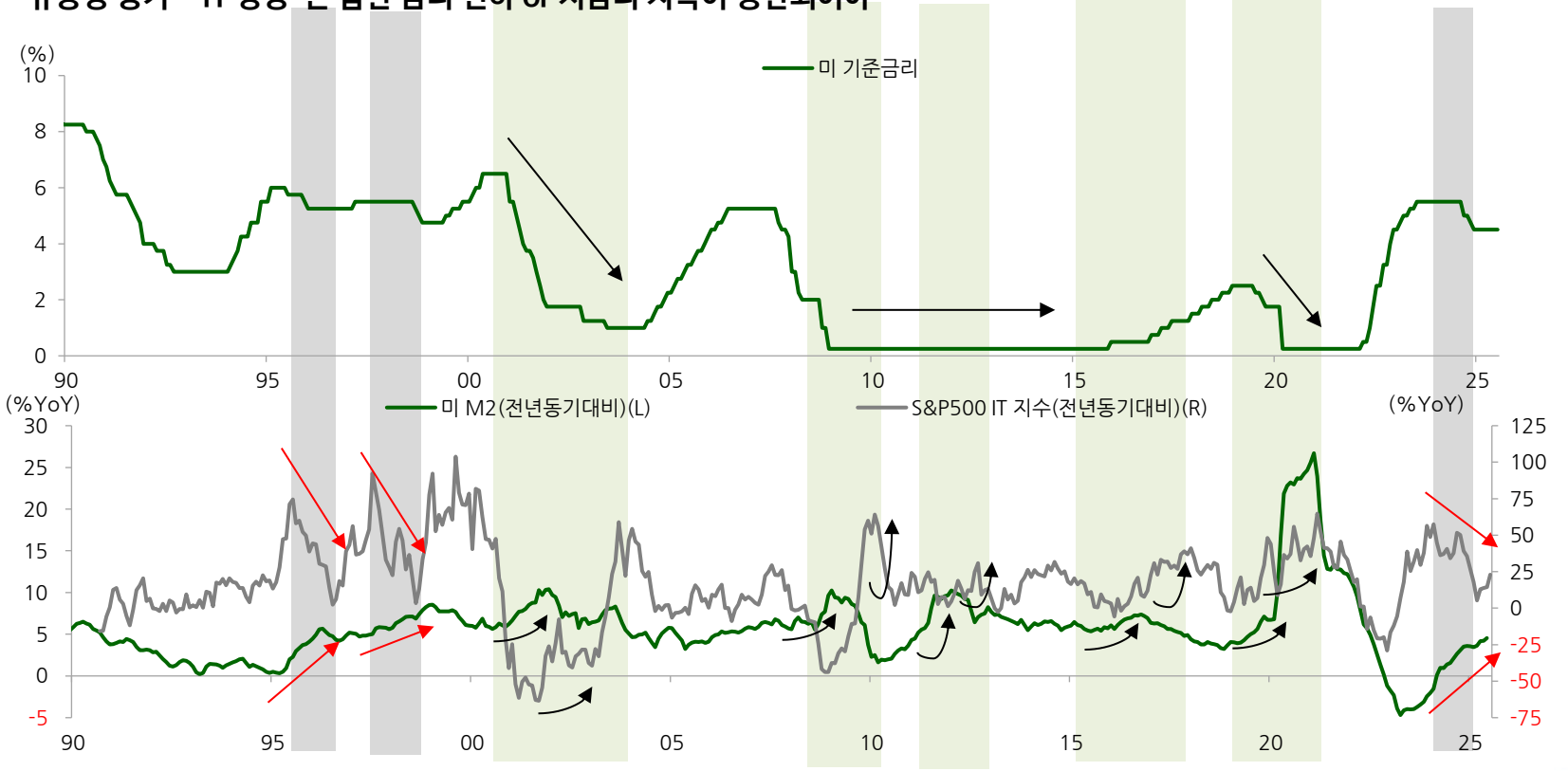
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

[미국 주식] 유동성 증시 = 기술주 비중확대?

아직도 높은 기준 금리

- 지금까지 초과 유동성은 전반적인 증시 상승을 견인함과 동시에 기술주 업종에 유리했다는 인식 존재
- 그러나 유동성 증가 뿐만이 아니라 1)금리 인하 사이클 진입, 2)저금리 지속의 선제조건이 중요
- 금리인하 사이클 재개에 이견은 없으나 2008금융위기~팬데믹까지의초저금리 시대와는 다르다는 점을 기억해야

"유동성 증가 = IT 상승"은 급한 금리 인하 or 저금리 지속이 동반되어야



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

[한국 주식] 상법개정 현황과 전망

이제는 자사주의 시간

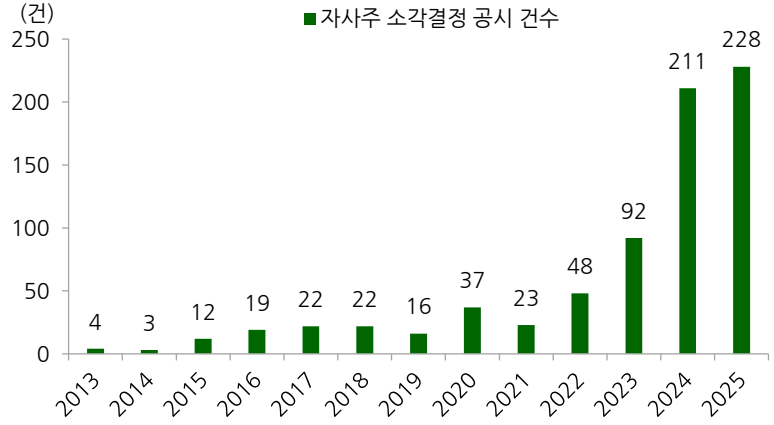
- 자사주 소각의 경우 2023년부터 주주가치 제고방안으로 부각되며 결정공시 수가 증가한 바 있음
- 9월 정기국회를 목표로 3차 상법개정안에 대한 논의가 진행되고 있는데 주요 내용이 '자기주식 소각 의무화'로 파악 → 최근 기업들의 선제적인 자사주 소각 결정/실제 소각 건수가 증가하는 이유
- 시장은 현재까지의 발의안 기준으로 기보유 자사주에 대한 논의도 함께 이루어지고 있다는 점을 반영하고 있어 세부안 확정까지 모니터링 필요

1차, 2차 상법개정안 요약

분류	주요 내용	시행시기
1차 상법개정 (07.03)	이사 충실 의무 확대(회사→회사 및 주주)	2025.07.22
	전자주주총회 의무 개최 (자산2조원 이상 상장사 한)	2027.01.01
	사외이사 명칭 독립이사로 변경 및 독립이사 의무 선임비율 상향 (1/4→1/3, 상장회사 한)	2026.07.23
	감사위원 선임/해임 시 최대주주 3%룰 확대 적용(사외이사 한→사외이사 여부 불문)	2026.07.23
2차 상법개정 (08.25)	집중 투표제 의무화(대규모 상장회사 한)	공표 후 1년 후
	분리선출 감사위원 수 확대(1명→2명)	

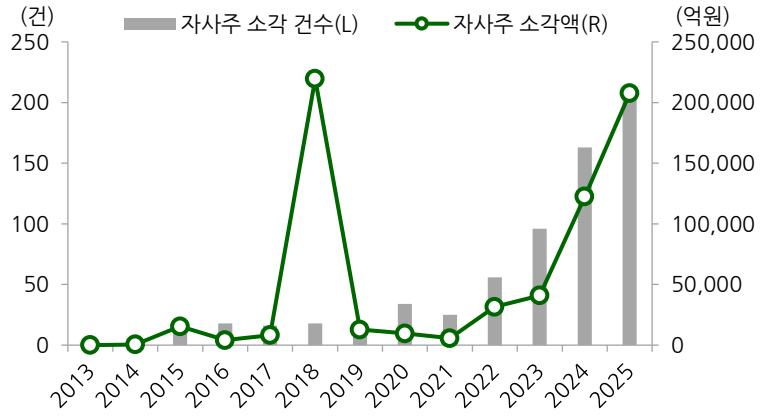
자료: 국회 의안정보시스템, 신영증권 리서치센터 정리

자사주 소각결정 공시 건수 추이



자료: KIND, 신영증권 리서치센터

자사주 소각 건수 및 소각액 추이



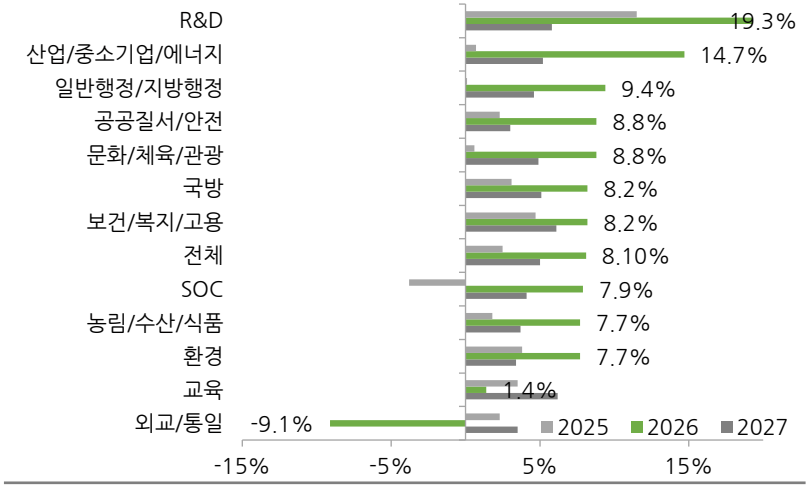
주1) 자사주 소각액의 경우 변경상장일 종가 기준으로 산출
주2) 2018년 삼성전자 약 20조원 규모 자사주 소각 진행한 바 있음
자료: KIND, 신영증권 리서치센터

[한국 주식] 정부의 산업정책에 주목 필요

R&D 투자 확대와 국민성장펀드 조성

- 1)행정부 구성, 2)2026년 예산안, 3)2025~2029년 국가재정 운용 계획 발표 완료
- 이번 정부 발표 특징은 R&D, 산업 분야의 큰 폭 확대
  -AI 소프트웨어, 반도체, 바이오의 첨단산업
  -RE100 달성, 에너지고속도로 등 친환경 인프라 산업
  -국내 관광 및 콘텐츠 산업을 구체적으로 제시
- 결론: 정부 주도 산업 정책의 가시화 시점 도래한 만큼 산업 정책 수혜 업종으로의 관심 전환 필요

12대 분야별 재정 배분 직전연도 대비 변화율



주) 최종 예산안 확정은 국회 소관으로 위 수치는 정부안 기준
자료: 기획재정부, 신영증권 리서치센터 정리

2026 예산안 중점 투자 방향 요약

분야	세부 항목	예산액 (조원)	관련 업종
AI 3강을 위한 대전환 10.1 조원	GPU 1.5만장 구매	2.1	AI 소프트웨어 등
	AX-Sprint 300(생활 밀접형)	0.9	
	국내 핵심 인재 1.1만명 양성 등	0.6	
	피지컬 AI 중점 사업 추진	0.5	
신산업, R&D 혁신 44.3조원	R&D 예산 증가	35.3	AI 소프트웨어, 반도체, 바이오 등
	모태펀드 출자	2	
	국민성장펀드 (5년간 100조원 이상)	1	
통상현안대응, 수출지원 4.3조원	수출바우처 확대	0.2	조선 등
	조선 MRO 등 글로벌 협력 강화	0.1	
에너지 전환, 탄소중립 7.9조원	신재생에너지 보조, 융자 확대	0.9	신재생 에너지, 전력 인프라, 전기차
	RE100 산단, 분산형 전력망	0.3	
	전기차 전환지원금(최대 100만원)	0.2	
글로벌 문화 강국 조성 5.7조원	한류연계붐업(관광, 푸드, 뷰티 등)	3.2	숙박, 카지노, 음식료, 화장품, 미디어, 엔터 등
	콘텐츠 정책금융 확대	0.5	

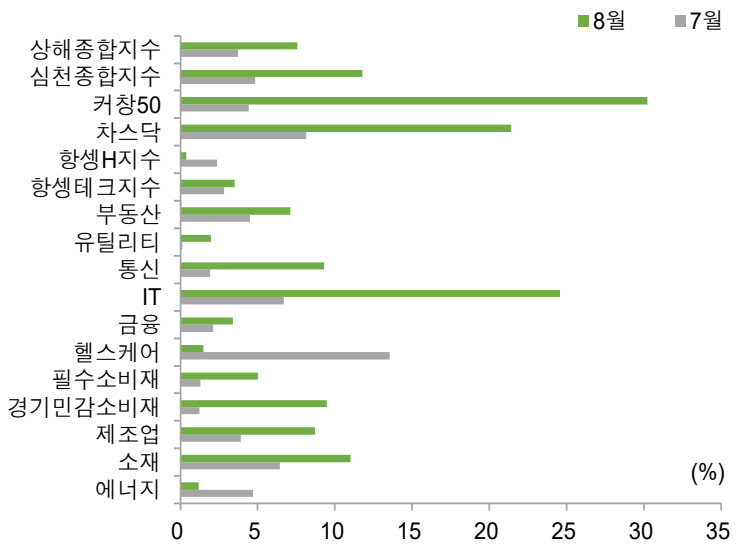
자료: 기획재정부, 신영증권 리서치센터 정리

[중국 주식] 중국 증시, '기술주' 강세 지속

중국 정부, 'AI+' 로드맵 발표→ '15차5개년' 계획 밑그림

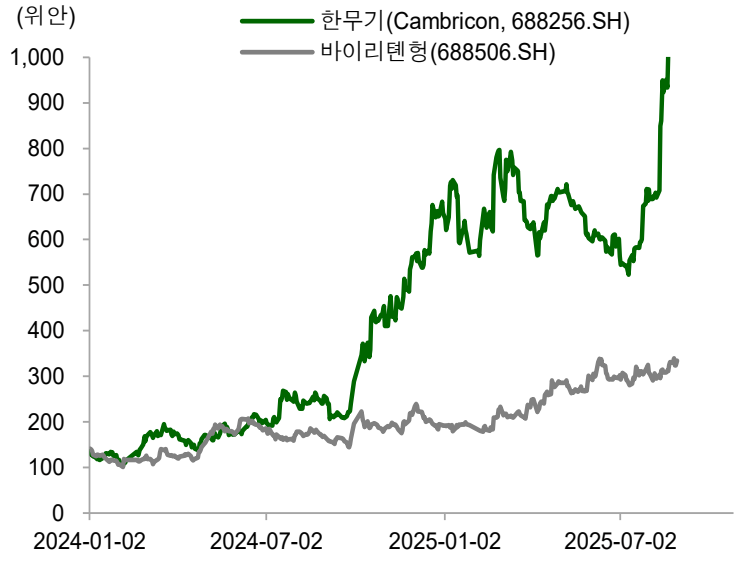
- 8월 상해종합지수 +8.0% (CSI300지수 +10.3%, 항셍H지수 +0.7%).
- 8월 중국 증시는 국무원이 발표한 'AI+' 로드맵 발표하면서 IT등 기술주 강세 → 커촹50(+28%), 차스닥(+24%)
- 지난 26일 국무원은 'AI+ 행동시행 의견' 발표. ① 2027년까지 AI와 6대 중점 산업 융합 발전 ② 2030년까지 AI산업의 전면 고도화 추진
- 10월말 4중전회('15차5개년' 계획 발표 예정) 전까지 중국 '기술주' 상승세 지속 예상

8월 중국 증시, 커촹50 및 차스닥 지수 상승폭 확대



자료 : Wind, 신영증권 리서치센터

커촹50지수에서 한무기, 바이리텐형 상승폭 확대(시총Top5)



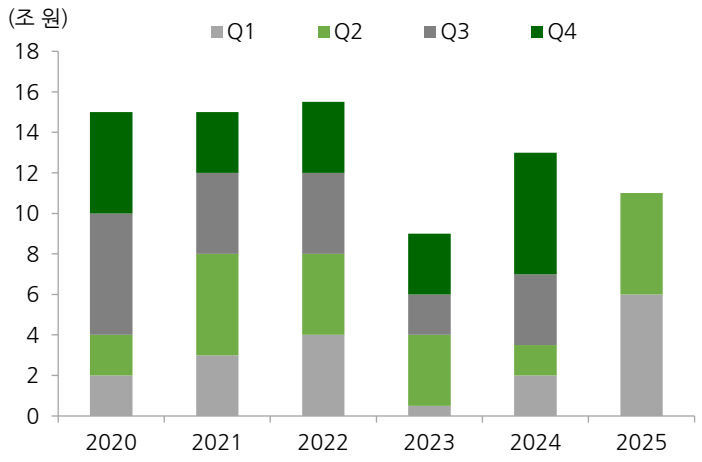
자료 : Wind, 신영증권 리서치센터

[리츠/부동산] 거래 증가가 보여주는 완만한 시장 회복

지역별, 상품별 차별화 속 완만한 거래 회복

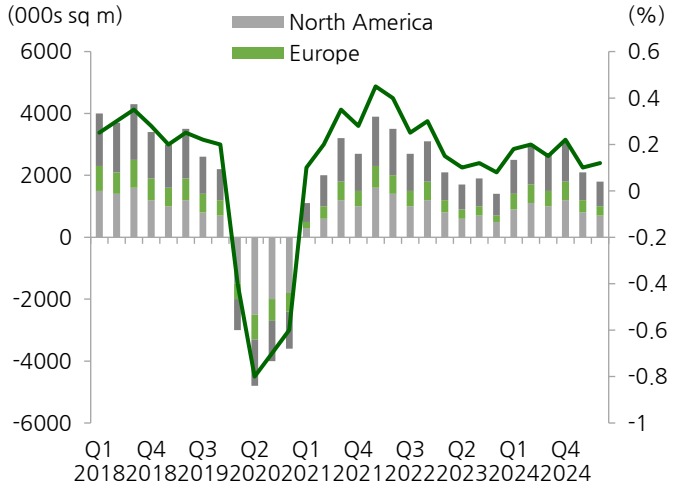
- 글로벌 CRE 시장 거래규모, 2025년 2분기 1790억 달러로 전년동기대비 14% 증가, 미국 18%, 아시아 지역 15% 상승하면서 회복세 주도
- 2025년 상반기 상품별 거래 비중, 주거 28%, 오피스 23%, 산업용 21%, 리테일 15%, 스튜던트 하우징 및 임대주택 수요 견고한 가운데, 전세계 오피스 총 임대 거래량이 2025년 상반기에 전년대비 8% 증가하면서 회복세 완연
- 국내 상장 리츠, 유상증자(이지스밸류플러스), ETF 편입(대신밸류), 임대차계약 변경 및 자산 편출입(코람코더원, 신한알파리츠) 등 개별 이슈에 따른 등락 폭 확대, 조달비용 감소 및 기관 중심 수급 유입으로 펀더멘털 개선 중
- 결론 : 뚜렷한 금리 인하 효과 보이고 있는 국내 리츠 상대적 매력 우위, 시가총액 상위 리츠들의 수혜 기대

서울 및 분당 오피스 투자 시장



자료 : RSQUARE, 신영증권 리서치센터

오피스 순흡수면적(임차된 오피스 면적의 순증가)



자료 : JIL, 신영증권 리서치센터

[금] 상방 재개 준비 완료

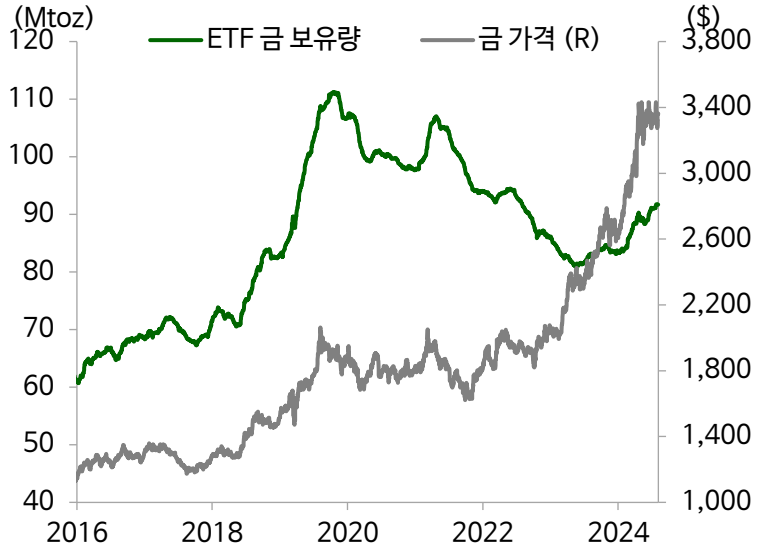
구조적 수요 위에 쌓이는 랠리 기대감

- 금 가격은 중국 자금 이탈에도 북미·유럽 중심의 금 ETF 자금 유입과 연준의 금리 인하 기대에 신고가 경신
- 9월 계절적 단기 유동성 위축이 예상되나, 금 시장에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단됨
- 연준의 통화 완화 기조, 글로벌 중앙은행의 연간 매수 흐름, 그리고 ETF를 중심으로 한 자금 유입이 금 가격에 대한 강세 전망 지지
- 결론: 금 가격은 구조적 수요 기반 위에 안정된 박스권 흐름을 이어가며, 상방 재개를 준비하는 국면으로 해석

달러 인덱스와 금 가격 흐름

자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

글로벌 ETF 중심의 금 매입 흐름 지속



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

[디지털 자산] 블록체인 기반 금융 전환 본격화

디파이와 실물자산 결합의 가시화

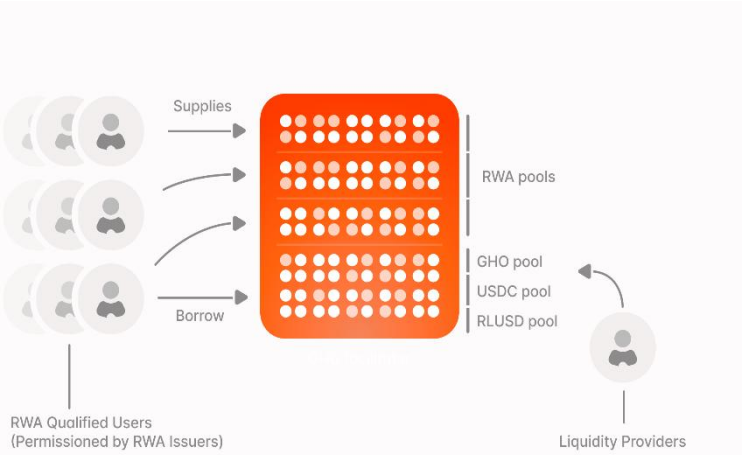
- GENIUS Act 기대감과 SEC의 규제 완화 로드맵에 따라 디파이, 플랫폼 블록체인 등 수혜 자산 중심 강세 지속
- Aave는 토큰화 미 국채, CLO, 펀드를 지원하는 규제 적격 디파이를 출시하는 등 실물자산과 디파이 결합 가시화
- 9월 계절적 단기 유동성 위축에 따른 약세 압력 존재할 것으로 예상되나, 연간 연준의 통화 완화 기조, 우호적 정책 환경 변화, DAT 기업 등 수요 확대를 기반으로 강세 의견 유지
- 결론: 정책 수혜 예상되는 온체인 금융 섹터(플랫폼 블록체인, 디파이)와 가격 메리트가 존재하는 비트코인 주목

미국의 Project Crypto: 블록체인 기반 금융 및 디파이 진흥

항목	세부
디지털자산 배포	– 분류: 수집품 / 상품 / 스테이블코인 / 증권 – 맞춤형 공시·면제·세이프하버 – 토큰화 증권 미국 내 배포 촉진
수탁·거래	– 브로커–딜러 수탁 요건 현대화 – SAB121·특수목적 B/D 규정 개편
슈퍼앱 모델	– 단일 라이선스로 증권·비증권·스테이킹·대출 통합 – 중복 규제 제거, “Reg Super–App” 구상
온체인 소프트웨어	– AMM·DeFi 등 중개자 없는 구조 허용 – Reg NMS 등 규정 개편
혁신 면제 제도	– 신규 모델에 혁신 면제 부여 – 조건: 주기적 보고, 화이트리스트, ERC–3643 등 – 목표: 상업적 실현가능성 확보

자료 : SEC, 신영증권 리서치센터

AAVE, 금융자산– 디파이 결합 모델인 Horizon 출시



자료 : AAVE, 신영증권 리서치센터

[ESG] ESG 정책 도입 가속화로 투자와 기업 운영의 핵심 고려사항으로 재부각

정부 국정 운영 5개년 계획, 123대 국정과제 발표 → ESG정책 도입 속도감 있게 추진될 것

- 15대 핵심 추진 과제로 선정된 '에너지 대전환', '코리아 프리미엄으로 코스피 5천 시대 도약'
- 경제분야 - AI, 에너지 고속도로 구축, 재생에너지 중심의 에너지 대전환, 탄소중립을 위한 경제 구조 개혁 (E)
- 사회분야 - 안전하게 일할 권리, 노동 존중 실현과 일할 기회 보장 (S), 기후위기에 강한 사회, 건강한 환경 (E) 등
- 새정부 경제성장전략 주요 정책과제 Action Plan 발표 → 주요 ESG 정책 추진 시기를 2025년 하반기로 계획 밝혀

- 주요 부처 속도감 있게 ESG 정책 추진 할 것으로 기대 + N차 상법 개정(자사주 소각 등) 추진 전망

➢ 결론 : 새정부 출범으로 ESG 재부각 → 주요 ESG정책 도입 속도감 있게 추진될 것 → ESG 내실화를 통한 체질 개선 기대 → 투자와 기업 운영의 핵심 고려사항으로 ESG 재부각 → ESG 우수 기업에 대한 관심 더욱 높아질 것

정부 123대 국정 과제 발표

2025년 하반기 주요 추진 과제 중 ESG 관련 주요 정책 예상

주요 정책 과제
RE100 산단 추진방안 마련 및 특별법 제정
제4차 배출권거래제 할당 계획 수립(엄격한 총량 설정, 유상할당 확대)
한국형 탄소크레딧 시장 활성화 방향 마련
전환금융 가이드라인 수립
원청 사용자 의무·책임 강화(노동조합법 개정)
산업재해 근절 위해 공공입찰 참가 제한 대상 확대(국가계약법 개정)
산업재해 근절 위해 기업 ESG 평가에 반영
산업재해 근절 위해 금융권의 관련 대출심사 기준 등 점검 및 추가 개선 방안 강구
상법 안착을 위한 가이드라인 제정
합병·물적분할 시 일반주주 보호(자본시장법 개정)
단기매매차익 반환청구 의무화(자본시장법 개정)
MSCI 선진국 지수 편입 로드맵 마련
고배당기업 배당소득 분리과세 도입(조세특례제한법 개정)

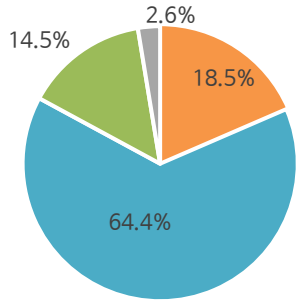
자료 : 관계부처합동 보도자료, 신영증권 리서치센터

자료 : 관계부처합동 보도자료, 신영증권 리서치센터

Ⅳ. 25.3분기 자산배분 의견

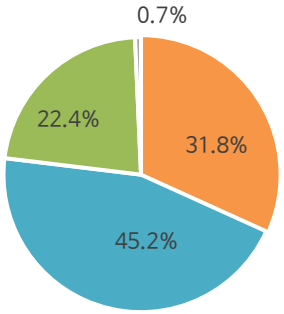
[4가지 고객 유형별] 2025-3Q TAA 자산배분 비중

안정추구형



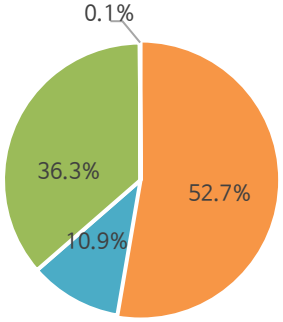
		향후 1년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	TAA
주식	DM	7.9	23.8	6.0
	한국	8.2	23.0	7.8
	EM	7.4	28.0	4.7
주식합계				18.5
채권	IG	5.0	7.9	40.2
	HY	6.6	10.0	18.4
	EM	6.0	11.2	5.8
채권합계				64.4
대체자산		7.0	24.0	14.5
현금		2.4	0.0	2.6
기대값		6.12	12.89	100.0

위험중립형



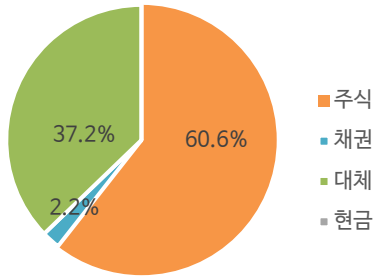
		향후 1년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	TAA
주식	DM	7.9	23.8	10.3
	한국	8.2	23.0	13.3
	EM	7.4	28.0	8.1
주식합계				31.8
채권	IG	5.0	7.9	28.2
	HY	6.6	10.0	12.9
	EM	6.0	11.2	4.1
채권합계				45.2
대체자산		7.0	24.0	22.4
현금		2.4	0.0	0.7
기대값		6.61	15.76	100.0

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

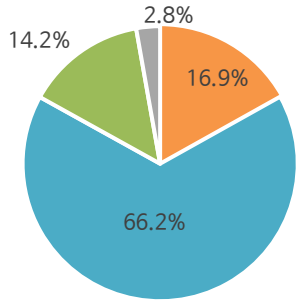


		향후 1년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	TAA
주식	DM	7.9	23.8	19.6
	한국	8.2	23.0	25.4
	EM	7.4	28.0	15.5
주식합계				60.6
채권	IG	5.0	7.9	1.4
	HY	6.6	10.0	0.6
	EM	6.0	11.2	0.2
채권합계				2.2
대체자산		7.0	24.0	37.2
현금		2.4	0.0	0.0
기대값		7.54	21.38	100.0

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

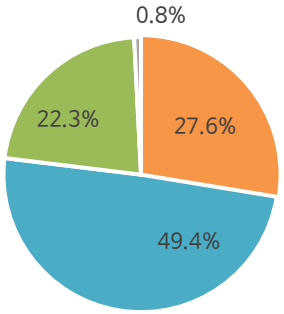
[4가지 고객 유형별] 2025Y SAA 자산배분 비중

안정추구형



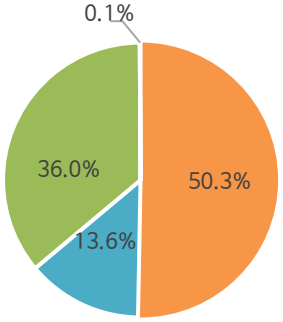
		향후 5년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	SAA
주식	DM	8.2	20.5	7.4
	한국	7.9	22.0	7.1
	EM	7.0	22.0	2.4
주식합계				16.9
채권	IG	4.0	3.4	42.4
	HY	6.6	7.3	18.4
	EM	5.6	9.5	5.3
채권합계				66.2
대체자산		7.4	27.5	14.2
현금		2.5	0.0	2.8
기대값		5.7	10.5	100.0

위험중립형



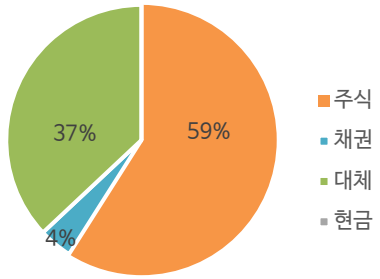
		향후 5년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	SAA
주식	DM	8.2	20.5	12.1
	한국	7.9	22.0	11.6
	EM	7.0	22.0	3.9
주식합계				27.6
채권	IG	4.0	3.4	31.7
	HY	6.6	7.3	13.8
	EM	5.6	9.5	4.0
채권합계				49.4
대체자산		7.4	27.5	22.3
현금		2.5	0.0	0.8
기대값		6.2	14.0	100.0

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 6월 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		2025.06	
중국	37.2	중국	39	리츠	39	원자재	22	미국	26.3	미국	25	한국	31.1
미국	31.5	한국	33	원자재	38.5	인프라	-0.2	신흥국	23.3	원자재	18.4	인프라	14.1
리츠	28.9	미국	18.4	미국	28.7	HY 크레딧	-11	한국	20.4	신흥국	17.3	60/40 포트	13.5
신흥국	27.6	신흥국	16.9	신흥국	20.5	IG 채권	-11.2	50/30/20 포트	13.8	인프라	15.1	신흥국	9.9
인프라	27	50/30/20 포트	16.7	인프라	11.9	50/30/20 포트	-15.1	HY 크레딧	13.7	중국	14.5	선진국	8.1
선진국	19.9	60/40 포트	16.7	50/30/20 포트	8.1	신흥국 채권	-15.3	60/40 포트	12.5	선진국	12	리츠	4.8
HY 크레딧	13.3	선진국	15.5	한국	5.8	60/40 포트	-15.5	리츠	12.2	HY 크레딧	10.7	50/30/20 포트	4.4
신흥국 채권	13.1	신흥국 채권	6.5	HY 크레딧	2.5	선진국	-17.8	선진국	10.9	신흥국 채권	6.6	신흥국 채권	4.4
50/30/20 포트	12.2	HY 크레딧	5.7	60/40 포트	1.6	미국	-18.1	신흥국 채권	9.1	리츠	4.9	미국	4.3
원자재	11.8	IG 채권	5.6	선진국	1.2	신흥국	-18.3	IG 채권	7.1	IG 채권	3.4	HY 크레딧	4.1
한국	10.1	리츠	-5.3	IG 채권	-1.4	한국	-22.8	인프라	6.8	50/30/20 포트	-0.4	IG 채권	2.6
60/40 포트	9.3	인프라	-5.8	중국	-1.4	리츠	-25.2	원자재	0	60/40 포트	-1.1	중국	2.3
IG 채권	8.2	원자재	-9.3	신흥국 채권	-1.7	중국	-26.7	중국	-10.8	한국	-8.1	원자재	2.2

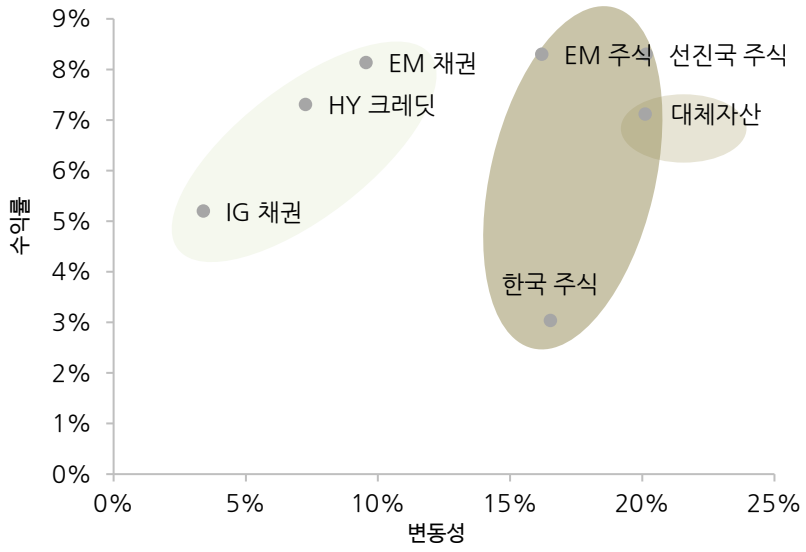
주1: 수익률은 YTD 기준(각 연도별 초기값 대비 기말 기준 수익률)
주2: 한국주식은 KOSPI, 해외주식은 각국 대표지수(DM,EM: S&P BMI, 미국: S&P500, 유럽 Stoxx50, 일본: Nikkei225, 중국: CSI300) 기준임
주3: 채권은 IG 및 HY는 Barclays USD hedged Total Return, EM은 Barclays USD unhedged Total Return, 대체투자는 S&P Global 인프라, 다우존스 US 부동산, CRB 기준임
주4: 모든 데이터는 2011년 1월~ 25년 6월 종가데이터 사용
자료: 신영증권 리서치센터

[5년 자산시장 전망] 자산군별 기대수익률과 변동성의 변화

금리인하기 지속 : '주식-채권' 위험-안전자산 역학 재림

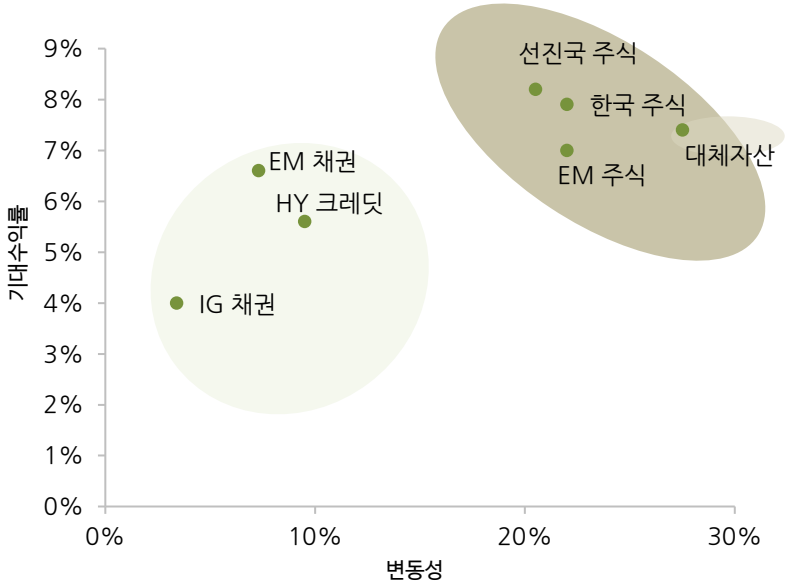
- 절대금리 레벨 상승으로 강화되었던 채권자산의 만기보유 관점 수익성 개선 흐름은 점차 소강
- '21년 이후 금리인상에 따라 채권수익률은 상승. 그러나 '23년 기점으로 물가둔화 지속되며 채권의 저(低)변동성 , 저(低)수익률 등 안전자산 특성이 다시금 강화

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 6월까지의 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	0.5717	0.9324	0.2032	0.1694	-0.1017	0.5946	0.3465	0.8102	0.7483	0.4164
선진국 주식	0.5717	1.0000	0.3687	0.5688	0.5250	-0.1083	0.6070	0.4433	0.5826	0.3024	0.3240
미국주식	0.9324	0.3687	1.0000	0.0334	0.0730	-0.1158	0.4396	0.2199	0.6758	0.7767	0.3510
한국주식	0.2032	0.5688	0.0334	1.0000	0.3403	-0.0892	0.3169	0.2371	0.2319	0.0352	0.0852
중국주식	0.1694	0.5250	0.0730	0.3403	1.0000	-0.0473	0.2318	0.1700	0.1730	0.0467	0.1171
선진국 IG	-0.1017	-0.1083	-0.1158	-0.0892	-0.0473	1.0000	0.1658	0.5408	-0.0123	0.0696	-0.1248
선진국 HY	0.5946	0.6070	0.4396	0.3169	0.2318	0.1658	1.0000	0.7903	0.6159	0.4132	0.3161
신흥국 채권	0.3465	0.4433	0.2199	0.2371	0.1700	0.5408	0.7903	1.0000	0.4369	0.3059	0.1604
인프라	0.8102	0.5826	0.6758	0.2319	0.1730	-0.0123	0.6159	0.4369	1.0000	0.6864	0.4107
리츠	0.7483	0.3024	0.7767	0.0352	0.0467	0.0696	0.4132	0.3059	0.6864	1.0000	0.2601
원자재	0.4164	0.3240	0.3510	0.0852	0.1171	-0.1248	0.3161	0.1604	0.4107	0.2601	1.0000

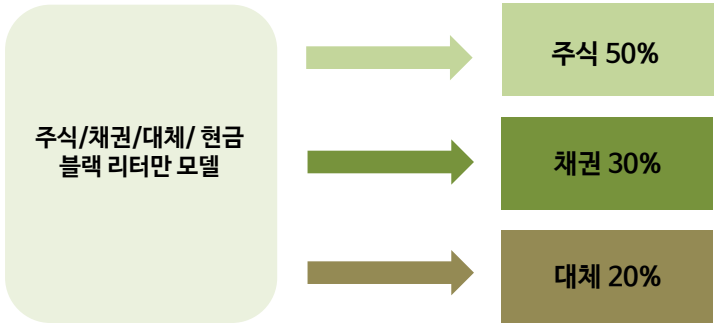
주1 : 1980/01 ~ 2025/6 까지 로그수익률 사용
주2 : "자산별 수익률과 포트폴리오 수익률 추이"와 동일
자료: 신영증권 리서치센터

[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

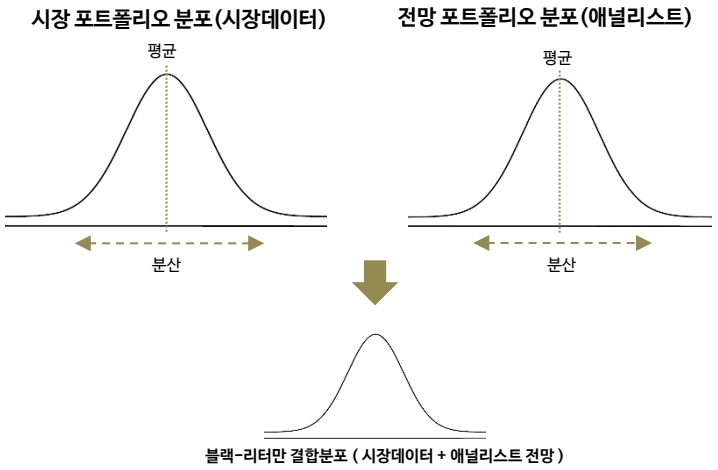
자료: 신영증권 리서치센터

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

블랙-리터만 모델 : 미래 투자 전망을 비중으로 표현하는 포트폴리오

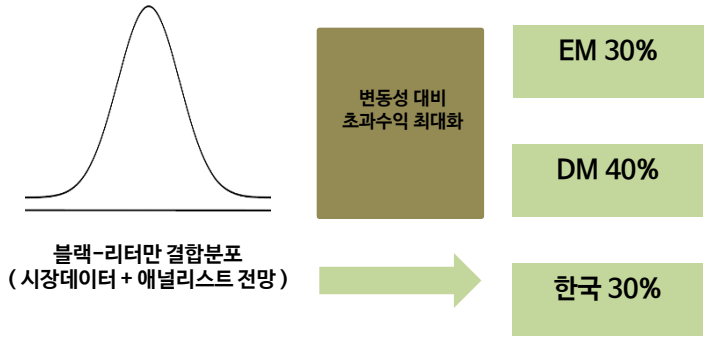
- 자산시장별 기대수익과 변동성에 대한 담당 애널리스트 전망을 반영
- 평균과 분산으로 이루어진 전망치는 시장데이터와 결합분포를 생성
- 결합분포를 고려하여 위험 대비 초과수익을 최대화하는 비중을 산출

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.