Asset Report 2025. 11. 27

신영증권

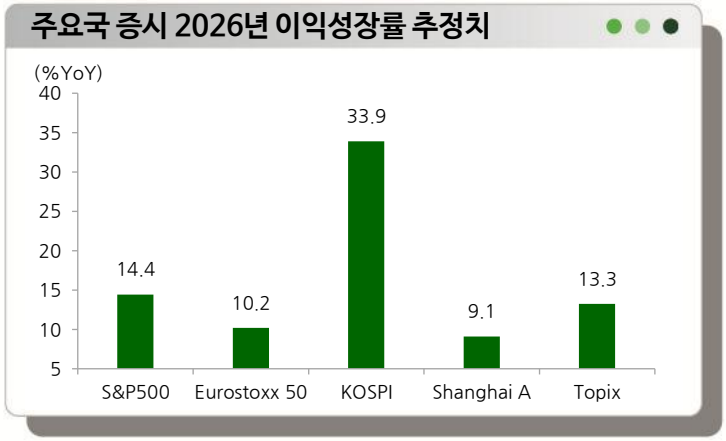
신영 자산배분전략

12월 : 멀리 봐야 하는 이유

- 11월 자산시장 리뷰: 연방정부 셧다운 종료에도 남아있는 불확실성
- 증시 모멘텀 부재 속 커지는 경계심리
- 데이터가 부족한 연준
- 새로운 구조에 접어든 원/달러 환율

분석의 기본 가정

- 글로벌 유동성 확대
- 미국 금리 인하 기대 유효
- 주요국 확대재정 기조 연장



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

[요약] 멀리 봐야 하는 이유

• 큰 그림은 변하지 않았다

현재 모든 자산 시장이 12월 금리 인하만을 바라보고 있는 상황입니다. 당사는 1월 보다는 12월 기준금리 인하 가능성에 더 무게를 두고 있으나 그 이후에는 파월 의장의 임기가 마무리되는 5월까지는 동결의 기조가 이어질 것으로 전망하고 있습니다. 미국 경기의 경우 연방정부 셧다운 장기화의 영향으로 4분기 성장률은 다소 둔화가 불가피하나 양호한 경기 흐름에는 큰 변화가 없을 것으로 보고 있습니다. 반면 미국과 달리 현 시점에서 국내 기준금리 인하 사이클은 사실상 종결된 것으로 보입니다. 대내 경기 개선 흐름과 최근 가파른 원화 약세, 수도권 부동산시장 과열 등 금융 안정 측면에서 한국은행의 부담이 커지고 있기 때문입니다.

그럼에도 불구하고 글로벌 유동성 확대 기조가 이어지는 한 위험자산 선호 심리가 크게 훼손되지는 않을 것으로 예상합니다. 물론 차기 연준 의장 부임 전까지는 시장의 기대와 실제 통화정책의 시차에 따른 실망 매물 출회에 따른 변동성을 경계할 필요가 있으나 본격적인 약세장으로의 진입은 아니라고 생각합니다. 특히 AI 산업의 경우 앞으로는 버블 우려보다는 '누가 정말 AI로 돈을 버는가'에 초점을 두며 종목 차별화 장세의 흐름으로 변화할 가능성이 높습니다. 증시 측면에서는 이러한 변화가 새로운 테마와 주도주가 등장하는 기회가 될 수 있습니다.

• 12월 자산배분 전략: 주식 비중확대(+1), 채권 비중확대(+1), 현금 비중 축소(-2) 유지

12월 자산별 매력도는 채권(+1), 주식(+1) 의견을 유지하고 현금자산에 대한 투자의견을(-2)로 유지합니다. 미국채의 경우 10년물 금리를 기준으로 4%대 초반에서 등락을 이어간 후 2026년 상반기 하락 흐름을 예상합니다. 국고채의 경우 최근의 급등세로 오히려 절대금리 메리트가 상당부분 커진 상황입니다. 주식의 경우 전반적인 조정이 있었으나 기업의 펀더멘털이 흔들린 것은 아니라는 점에서 각 증시의 대형주 위주로 분할 매수를 통해 대응 가능한 구간으로 판단합니다. 한국 주식의 경우 2026년 이익 추정치가 견조하고 연말연초 정책 모멘텀이 기대된다는 점에서 지수 하단이 견고할 것으로 예상합니다. 신흥국 주식의 경우는 12월에 있을 중국의 경제공작회의에서 2026년 재정·통화 정책 방향성을 확인할 수 있고 5개년 정책에서 발표된 산업별 정책 모멘텀도 여전히 유효하다는 판단입니다.

[자산배분 의견표] 12월 애널리스트 의견과 전망

	-2	-1	0	+1	+2	애널리스트 의견
주식(Equity)				◈		- 글로벌 유동성 확대 기조 속 위험자산 선호 심리가 크게 훼손되지는 않을 것으로 예상 - 시장금리 반등에 따른 변동성 경계 필요하나 대형주 중심의 분할 매수로 대응 가능한 구간으로 판단
선진국 주식			◈			- AI 수혜주를 가려내는 종목별 차별화 장세 속에서 단기 조정은 발생가능한 구간 - 시장의 기대와 실제 통화정책의 시차에 따른 실망 매물 출회 경계 필요하나 약세장으로의 전환은 아니라는 판단 - 추천 ETF: Global X US Infrastructure Development ETF(PAVE), SOL 미국AI전력인프라 (486450)
신흥국 주식				◈		- 중국 실물 경제지표가 부진하나, 공급측 정책/재정정책 등이 실시되면서 물가 점진적 반등 - 12월 경제공작회의에서 2026년 재정/통화 정책 방향성 및 5개년 정책 산업별 정책 모멘텀 유효 - 추천 ETF: TIGER 차이나테크TOP10(0047A0), Global X항셍고배당ETF(3110.HK)
한국 주식				◈		- 2026년도 KOSPI 상장사 이익 추정치가 지속적으로 상향 조정되고 있는 점이 긍정적 - 대내 펀더멘털이 최악의 국면을 지났고 연말연초 정책 모멘텀 기대 속 지수는 우상향의 추세를 유지할 것으로 기대 - 추천 ETF: SOL 금융지주플러스고배당(484880), TIGER 소프트웨어(157490), HANARO Fn K-반도체(395270), KODEX 2차전지(466810)
채권(Fixed Income)				◈		(국채/FX전략)
선진국 투자등급				◈		- 미국: 연준 내 의견 분열이 심화되면서 12월 정책금리는 박빙으로 결정될 것으로 보이며, 당사는 파월 임기 내 추가 인하는 1회(25bp)에 그칠 것으로 예상. 셧다운 영향으로 4분기 성장률은 다소 둔화되겠으나 기조적인 경기 흐름은 큰 변화가 없음. 미국채 10년물 금리는 단기적으로 4%대 초반에서 등락을 이어간 후 상반기 하락 흐름 전망 - 한국: 한은 기준금리 인하 사이클은 종결된 것으로 판단. 경기 개선 흐름과 최근 가파른 원화 약세, 수도권 부동산시장 과열에 따라 추가 인하 기대는 소멸 경로. 한은 총재의 외신 인터뷰 발언으로 시장금리는 인상 가능성까지 일부 반영함에 따라 절대금리 메리트는 상당부분 회복
선진국 하이일드				◈		- 외환(FX): 달러화는 박스권 내 상단 100pt 부근에서 등락, 엔화는 대규모 부양책과 금리 인상 지연을 반영하여 큰 폭의 약세를 이어감. 원화는 한미 투자협상 결과 조달 부담을 반영하여 위안화 대비 디커플링 및 평가절하 지속. 수급 측면에서 내국인의 해외투자 증가도 구조적인 원화 약세요인. 다만 국민연금 전략적 환헤지 발동 임박 등을 고려하면 1,400원대 중반 수준으로 반락 기대
신흥국 채권				◈		(크레딧전략) - 고평가 우려와 계절적 약세가 겹친 상황에서 국채금리의 변동이 커지면서 스프레드가 확대되는 등 크레딧채권이 상대적으로 더 약한 모습 - 하지만 높아진 금리레벨과 연말/연시 퇴직연금 유입 효과를 고려할 때 저점 분할매수 전략이 유효 - 추천섹터 또는 ETF: 선진국 장기채, 미국채 및 관련 ETF(장기 보유시 환손실 예상), 국고채 및 크레딧채권 만기매칭형 ETF
대체자산			◈			(부동산/리츠) - 금리 불확실성 재차 확대되는 모습으로 리츠 전반적으로 부진한 주가 흐름 - 국내 시중 조달금리 재차 상승함에 따라 리파이낸싱에 따른 이자비용 하락 효과 축소되는 모습 - 그럼에도 불구하고 여전히 '26년 임대수익 증가+가중평균 조달비용 점진적 하락 기조로 인한 배당금 상승 기대 유효 - 추천 ETF: TIGER 리츠부동산인프라(329200) (금) - 최근 금 가격은 미 연준 이사들의 매파적인 발언 속 금리 동결 우려 부각되며 하락 흐름 - 그러나 미 금리인하 사이클 여전히 유효. 여기에 각국 중앙은행의 매입기조와 선진국 ETF 자금 유입 이어지며 구조적인 성장 이어갈 전망
현금자산	◈					- 국내 기준금리는 향후 1년 관점에서 동결 전망 - CD, 코리보, 콜금리 등 무위험지표 금리는 2%대 중후반으로 상승. 다른 자산의 단기전망은 모두 중립 상회

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

I. 신영 생각

- 11월 자산시장 리뷰: 연방정부 셧다운 종료에도 남아있는 불확실성
- 증시 모멘텀 부재 속 커지는 경계심리
- 데이터가 부족한 연준
- 새로운 구조에 접어든 원/달러 환율

[11월 자산시장 리뷰] 연방정부 셧다운 종료에도 남아있는 불확실성

- (주식시장) AI 버블 우려 지속되며 글로벌 증시 전반 부진. 미 연방정부 셧다운 이후 경제 지표 발표 지연 및 생략에 따른 불확실성 경계심 잔존
- (채권시장) 미 채권금리는 셧다운 장기화 여파 속 고용 둔화 우려로 하락 출발했으나12월 금리 동결 가능성 부각되며 상승 반전. 국고채 금리는 기준금리 동결 시나리오 반영 및 통화정책 전환 우려로 상승폭 확대
- (대체자산) 부동산/리츠 지수는 향후 미 통화정책 불확실성 확대에 약세 전환. 인프라 지수는 주요국 인프라 투자 확대 기조 하의 강세 연장
- (원자재) 국제 유가는 OPEC의 공급 과잉 전망 및 제한적인 러-우 전쟁 영향 속 하락 마감. 산업 금속은 위험자산 선호 심리 후퇴에 상승폭 축소

11월 자산시장 리뷰

(단위: p, %, 11/26 종가 기준)

		price	MTD	3M	YTD	1Y	3Y
주식	DM	1,926.39	-0.27	4.99	20.32	17.40	68.02
	EM	766.95	-1.69	5.48	22.39	22.51	55.54
	미국	6,812.61	-0.40	5.45	15.83	13.14	69.21
	유럽	5,655.58	-0.11	5.68	15.51	18.77	42.73
	일본	49,559.07	-5.44	16.01	24.23	28.92	75.23
	중국	4,517.63	-2.65	0.46	14.81	17.64	19.65
	홍콩	9,162.37	-0.07	2.40	25.69	33.73	53.45
	한국	3,960.87	-3.57	24.32	65.07	57.15	62.47
채권	IG 채권	610.02	0.26	1.79	5.14	4.95	15.19
	HY 크레딧	683.36	0.31	2.04	8.99	9.05	37.66
	EM 채권	1,380.49	0.21	3.06	10.60	9.80	30.85
대체	인프라	3,555.35	2.31	3.20	18.13	12.95	30.25
	부동산/리츠	1,813.11	1.77	-0.47	5.63	-2.92	19.81
	CRB	372.03	-1.28	-0.54	4.27	7.87	26.02
외환	달러인덱스	99.60	-0.21	1.87	-8.20	-6.93	-6.01
	원달러 환율	1,468.30	2.46	5.65	-0.27	5.17	10.92

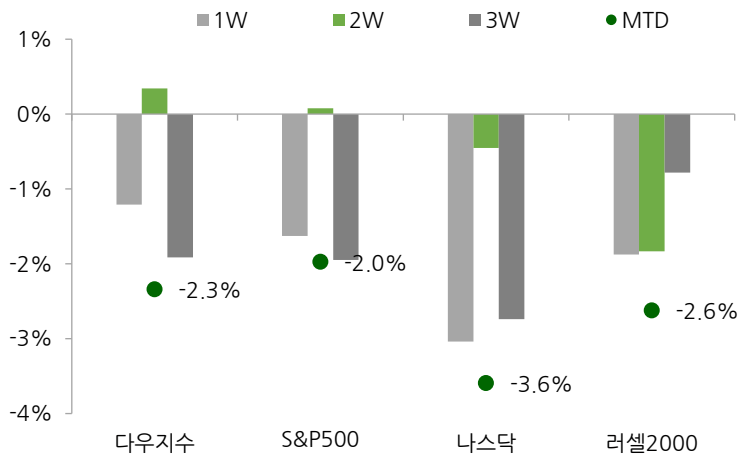
주1: 한국주식은 KOSPI, 해외주식은 각국 대표지수(DM,EM: S&P BMI, 미국: S&P500, 유럽 Stoxx50, 일본: Nikkei225, 중국: CSI300, 홍콩: HSCEI) 기준임
주2: 채권은 IG 및 HY는 Barclays USD hedged Total Return, EM은 Barclays USD unhedged Total Return, 대체투자는 S&P Global 인프라, Dow Jones US Real Estate, CRB 기준임
주3: 사용자 편의를 위해 주가 지수는 Total Return 지수를 사용하지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

[신영 생각 1] 증시 모멘텀 부재 속 커지는 경계심리

이제 시장의 관심은 경제지표인데…

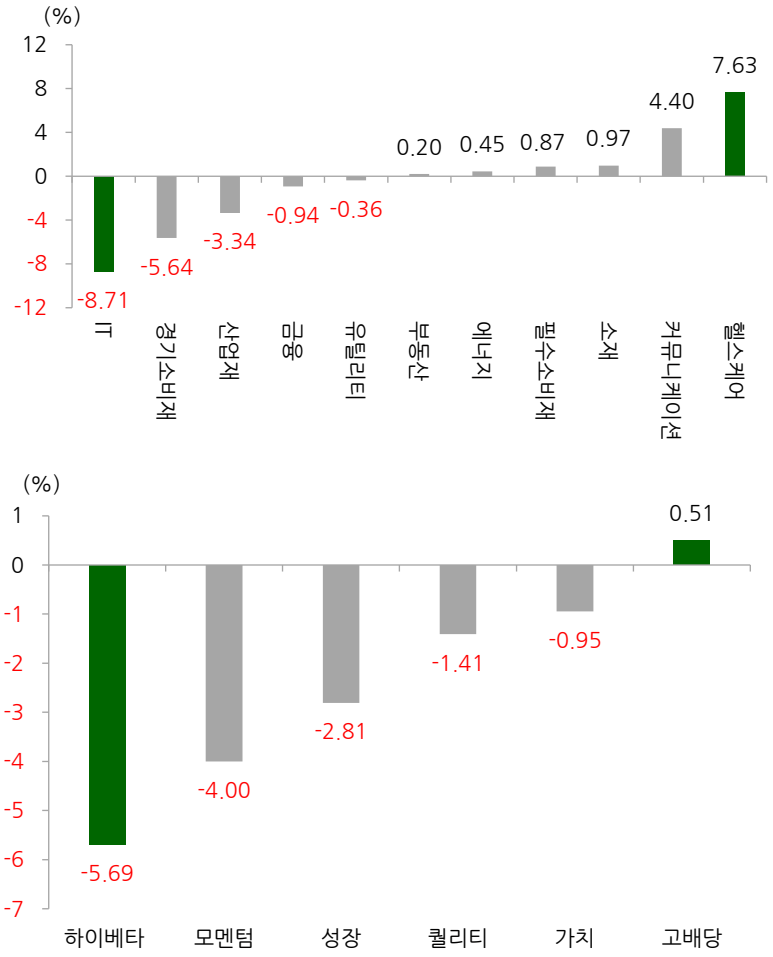
- 43일간의 연방정부 셧다운이 현지시간 13일로 종료
- 다만, 일부를 제외하고는 2026년 1월 30일 시한부 예산안이기 때문에 내년 연초 다시 예산안과 관련 노이즈 발생 가능
- 또한, 셧다운의 쟁점이였던 오바마케어 연장은 12월 둘째 주까지 별도 표결 예정으로 제외되어 양당간 갈등 지속 가능
- 셧다운 사태는 마무리되었으나 경제지표 발표 공백 등의 불확실성에 대한 우려는 당분간 잔존 가능

11월 미국 증시 주요 지수 변화율 비교: S&P500〉다우〉나스닥



주) 2025.11.24 기준
자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

S&P500 산업/스타일별 월간 수익률



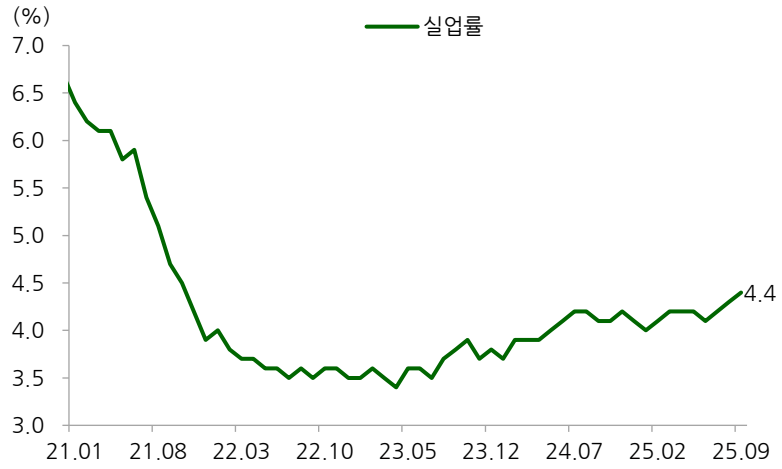
주) 2025.11.24 기준
자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

[신영 생각 2] 데이터가 부족한 연준

12월 금리 인하를 두고 설왕설래 하는 이유

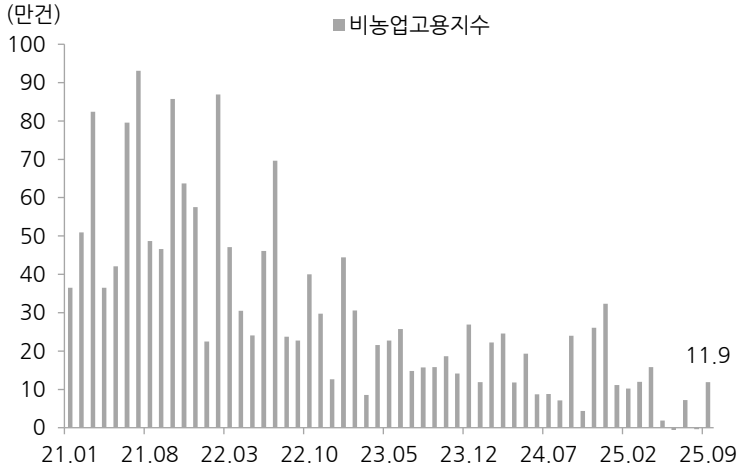
- 연방정부 셧다운으로 미발표된 정부 공식 경제지표는 10월 CPI, 9월·10월 고용보고서, 9월·10월 JOLTS 보고서
- 9월·10월 JOLTS 보고서는 12월 9일, 10월 고용보고서 발표 취소, 10월 CPI 발표 취소의 상황
  - -고용보고서를 위한 조사는 1)비농업고용지수를 위한 사업체조사와 2)실업률에 필요한 가계조사로 구성
  - -10월 사업체조사 결과를 11월 고용보고서에 통합해 12월 16일 발표, 9월·10월 JOLTS 보고서12월 9일 공개
  - -10월 PPI +2.7%YoY로 예상치 부합, 9월 소매판매 +0.2%MoM으로 예상치 하회, 9월 PCE 12월 5일 발표
- <u>12월 FOMC는 현지시간 기준 12월 9~10일 예정으로 9월 고용보고서만 확인하고 기준금리를 결정해야 함</u>
- 9월 고용보고서에서 실업률 4.4%로 2021년 이후 최고치 기록했으나 시장은 비농업고용 증가에 더 초점을 두는 모습

미국 실업률 추이



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

미국 비농업고용지수 추이



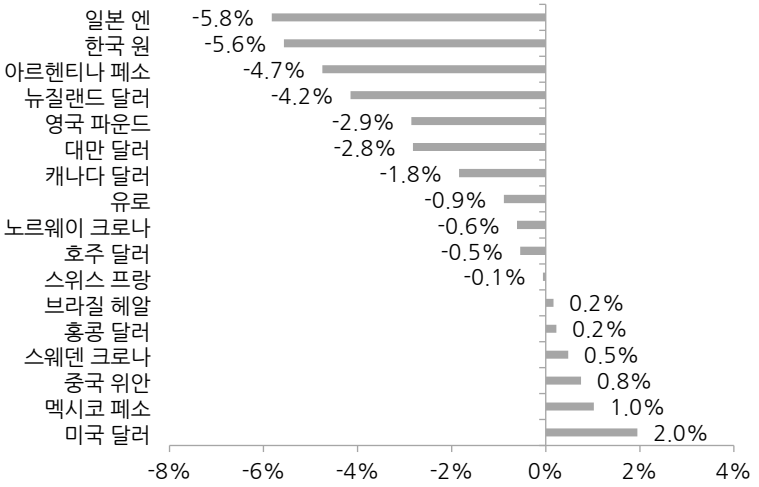
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

[신영 생각 3] 새로운 구조에 접어든 원/달러 환율

엔저의 나비효과

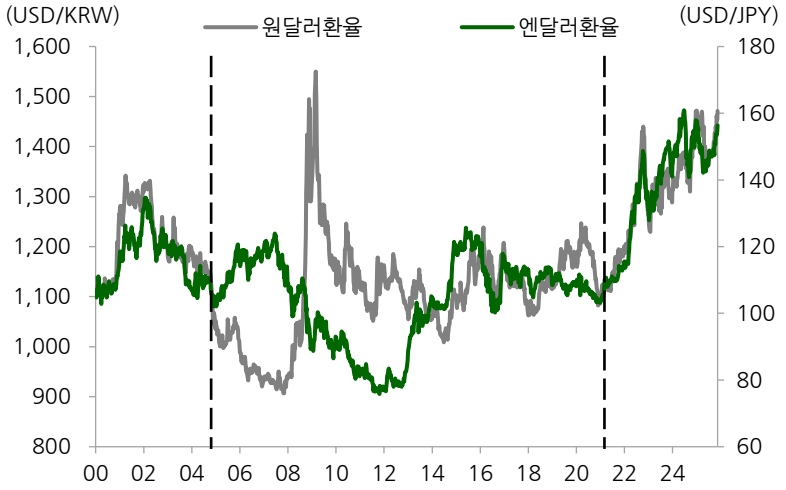
- 원달러 환율 10월 평균 1,425원 → 11월 평균 1,467원으로 상승
- 주요국 중 대미관세 및 대미직접투자 우려가 컸던 일본, 한국의 통화 가치 절하가 두드러지는 상황
  -일본 엔화의 경우, 다카이치 사나에 총리의 '사나에노믹스' 우려 및 기준금리 인상 지연 가능성 반영 중
- 원달러 환율과 엔달러 환율의 동조화 현상은 2021년부터 지금까지 이어지는 중

최근 3개월 간 주요국 통화가치 변화율(달러 대비)



주) 2025.11.24 기준
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

원/달러 환율 및 엔/달러 환율 추이



주) 2025.11.24 기준
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

II. 자산군별 전망

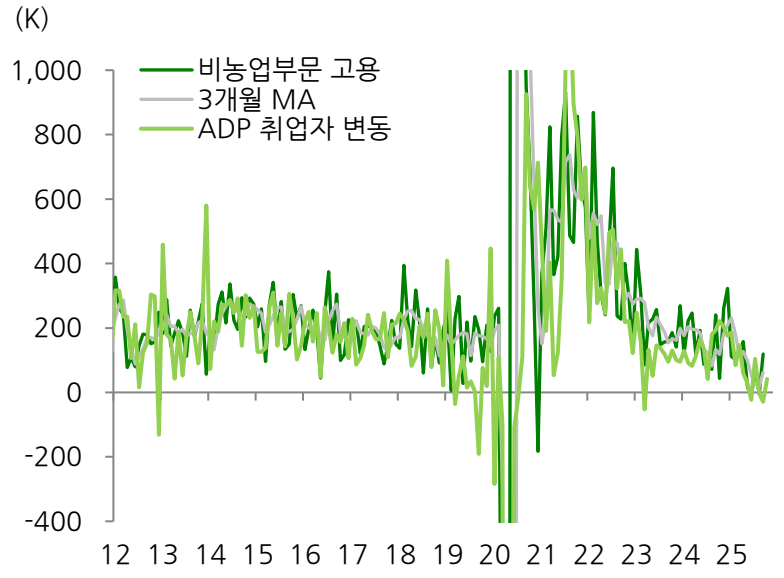
- 미국 채권 / 한국 채권 / 크레딧 채권
- 미국 주식 / 한국 주식 / 중국 주식
- 리츠 / 부동산 / 금 / ESG

[미국채권] 고용과 물가, 연준 정책금리

연준 내 의견 분열, 불확실성 속에 12월 인하 가능성 재확대

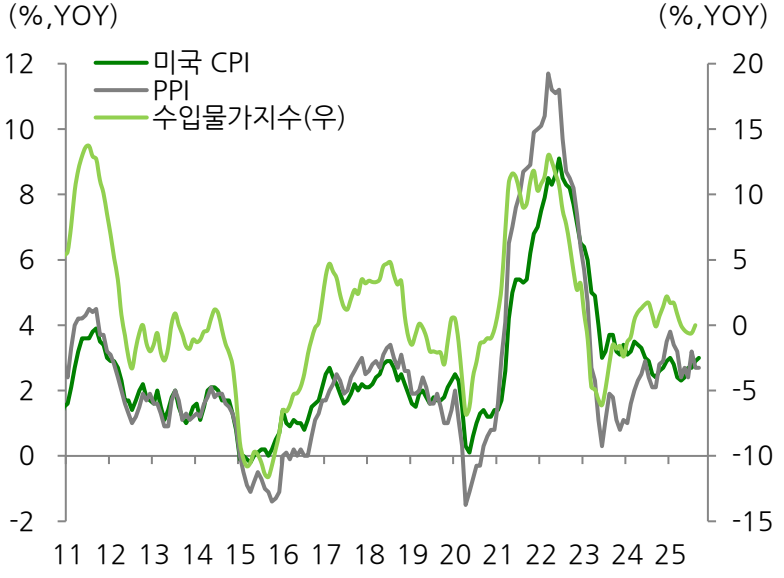
- 미 연준 내 의견이 분열되면서 12월 FOMC 금리 결정은 박빙의 구도로 예상. 10월 FOMC 의사록 결과 다수의 위원들은 현재의 경제전망 하에서 정책금리 유지가 적절하다고 평가
- 파월의 의견을 대체로 따르는 제퍼슨 부의장과 마이클 바, 리사 쿡 이사와 대다수 지역 연은 총재들은 추가 인하에 보수적 시각 견지. 반면 친 트럼프 성향의 이사진(보우먼, 월러, 마이런)과 윌리엄스 뉴욕 연은 총재는 12월 인하 시사
- 엇갈린 방향성을 보인 9월 고용지표와 셧다운으로 인한 지표 발표 일정 지연은 내년초 인하에 조금 더 우호적인 재료
- 결론 : 당위성 측면에서 12월 인하 후 관망세 전환이 보다 적절해 보임. 파월 임기 내 1회(25bp) 추가 인하 전망 유지

미국 민간 월간고용 증감



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

미국 수입물가 및 주요 인플레이션 추이



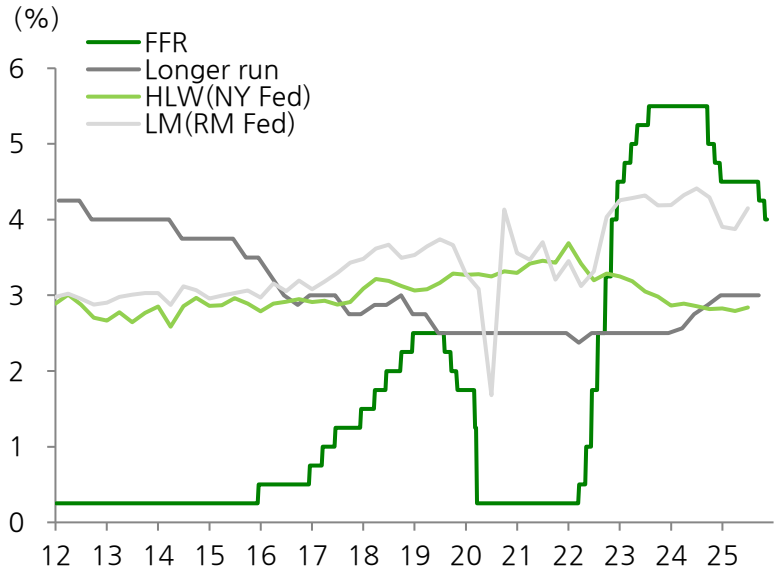
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

[미국채권] 차기 연준 의장과 미국채 금리

차기 연준 의장 케빈 헤셋 1순위, 미국채 금리 안정세 재개

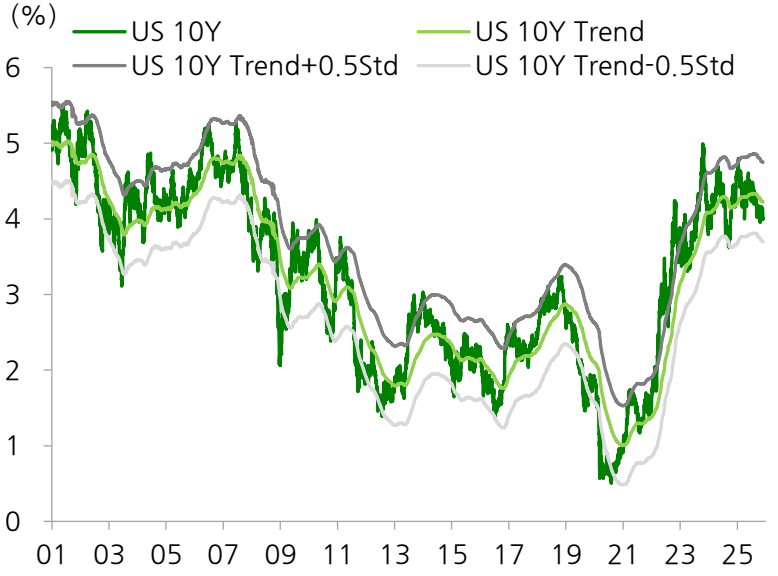
- 차기 연준 의장의 공식적인 후보군은 5명(보우먼, 월러, 워시, 해셋, 라이더)이며, 베선트와 마이런이 일부 가능성 있는 후보로 평가되어 왔음. Polymarket 등에 따르면 현재까지 케빈 해셋 NEC 위원장이 1순위로 나타남
- 베선트 재무부 장관은 연말 이전 차기 의장이 지명될 것이라고 수 차례 언급. 블룸버그를 비롯한 주요 외신은 해셋은 트럼프의 신뢰가 두터운 경제 참모로서 경제관이 가장 비슷해 유력한 후보라고 보도
- 차기 의장으로 해셋, 라이더, 마이런이 지명될 경우 최종금리가 중립금리 수준까지 인하될 가능성이 높을 것
- 결론 : 미국채 금리는 차기 연준 의장으로 트럼프 성향에 맞는 비둘기파적인 인물이 지명될 것이라는 전망에 안정 흐름

미국 명목 중립금리 추정 및 기준금리 추이



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

추세를 고려한 미국채 10년물 금리 밴드 추정



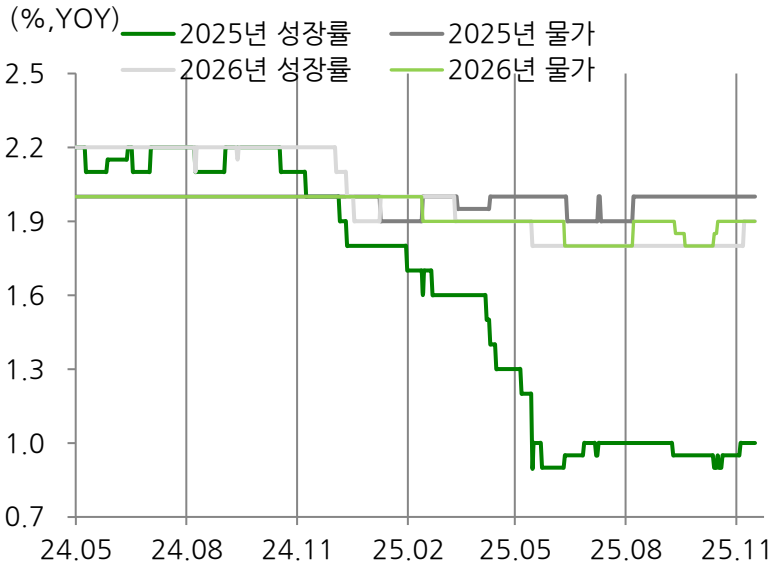
주 : 미국채 10년물 지수가중평균과 연방기금 실효금리 이용
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

[한국채권] 국내 경제와 11월 금통위

금리 인하 사이클 종료, 단시일 내 인상 전환은 과도한 우려

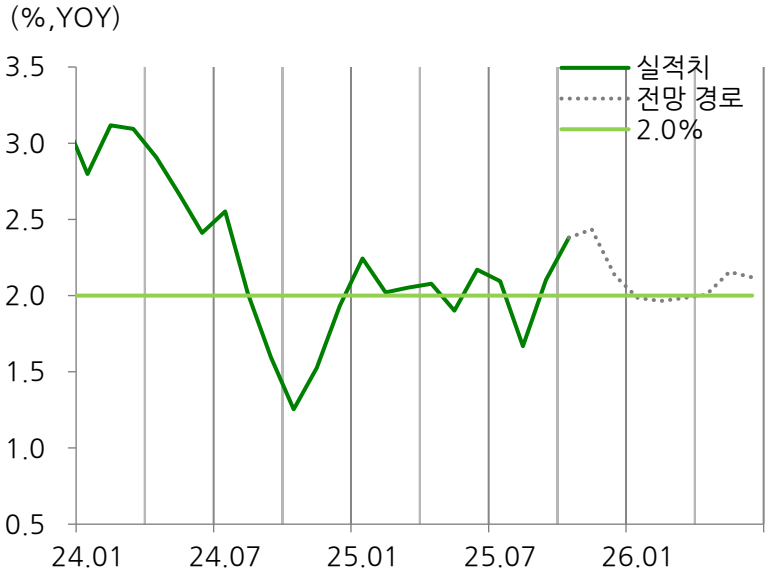
- 올해 성장률은 4분기 실적치에 따라 연간 1.0~1.1% 가능. 한국은행은 내년 성장률 전망도 기존 8월 1.6% 대비 상향 조정 불가피. 당사는 단번에 2% 내외로 상향하기 보다는 1.8%로 조정 예상(당사 전망 1.9%)
- 물가 전망은 올해의 경우 2.1%로 상향 조정 필요. 내년의 경우에는 기존 1.9%가 유지될 수 있음(당사 전망 2.0%)
- 성명서 문구의 '금리 인하 기조'는 일단 유지 예상. 인하 소수의견 1명(신성환 위원)은 유지되고, 포워드 가이던스도 기존 4:2에서 유지 또는 3:3으로 소폭 변경에 그칠 전망
- 결론 : 한은 총재는 외신 인터뷰에서 원론적인 언급이 와전되었다는 입장과 인상 전환 우려를 낮추는 소통 예상

2025~2026년 성장률과 물가 컨센서스



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

2026년 상반기까지 국내 CPI 궤적 추정



주 : 2025년 2.1%, 2026년 2.0% 당사 전망 기준
자료 : 한국은행, 통계청, 신영증권 리서치센터

[한국채권] 기준금리 대비 적정 스프레드

금리 동결기 국고채 금리와 기준금리의 적정 스프레드는?

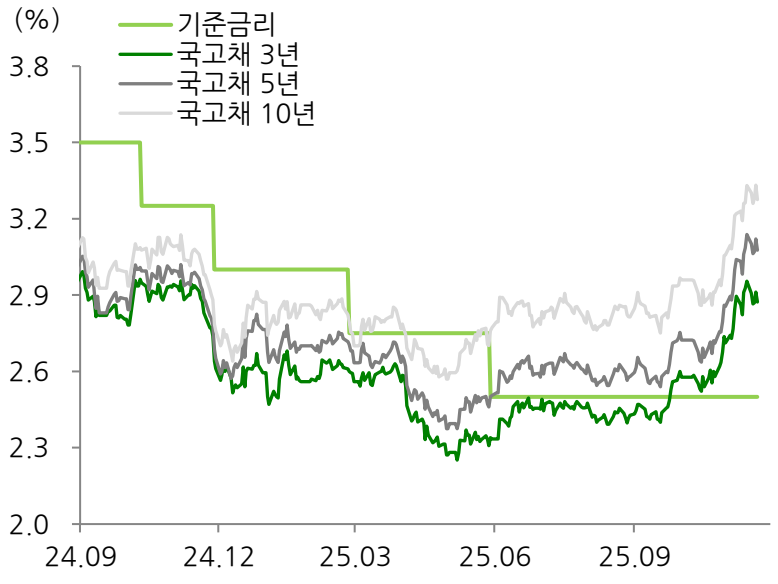
- 1999년 이래 총 6번의 금리 인상기와 7번의 금리 인하기(2024.10~2025.05는 일단 제외), 그 사이 구간에 총 13개의 금리 동결기 존재. 다만 과거 과도한 기준금리 대비 스프레드를 보인 2010년까지 7번의 사례는 분석에서 제외
- 2011년 이후 6번의 금리 동결기 전체 기간 평균은 23.2bp, 39.6bp, 62.3bp 수준으로 채권시장 참여자들의 통념에 부합. 기준금리 대비 스프레드는 직전 사이클과 차기 사이클의 방향성에 큰 영향을 받았음
- 또한 기준금리의 절대 레벨도 고려할 필요가 있으며, 금리 동결기 후반부에는 차기 금리 결정이 선반영되는 측면
- 결론 : 국고채 3년 기준 25~30bp는 중립 수준으로 판단하며, 40~50bp는 향후 인상을 선반영한 레벨

2011년 이후 국내 기준금리 동결기

기준금리 동결기	직전	차기	개월	기준금리	3년	5년	10년
2011.06~2012.07	인상	인하	13개월	3.25	21.9bp	36.2bp	61.9bp
2013.05~2014.08	인하	인하	15개월	2.50	33.2bp	60.1bp	93.1bp
2016.06~2017.11	인하	인상	17개월	1.25	37.7bp	52.9bp	78.3bp
2018.11~2019.07	인상	인하	8개월	1.75	-4.0bp	1.1bp	11.8bp
2020.05~2021.08	인하	인상	15개월	0.50	54.7bp	88.3bp	124.1bp
2023.01~2024.10	인상	인하	21개월	3.50	-8.9bp	-6.4bp	-0.7bp

자료 : 신영증권 리서치센터

2011년 이후 동결기 기준금리 대비 스프레드



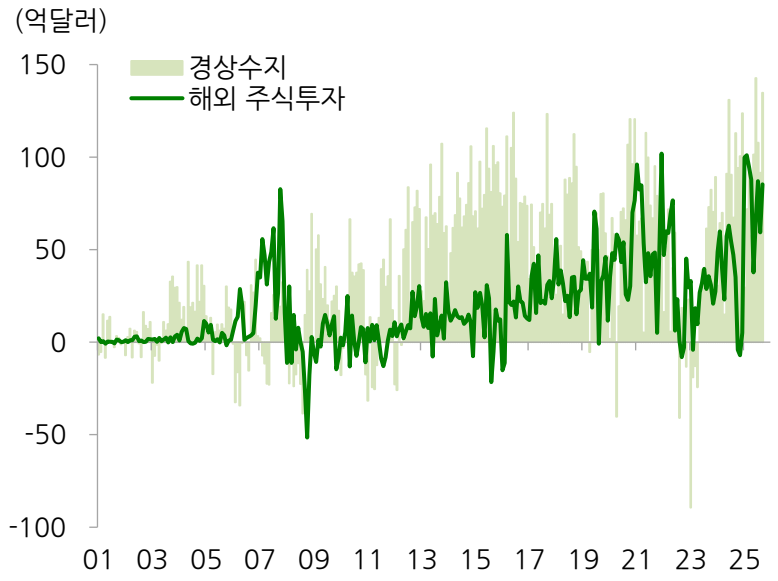
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

[외환] 원/달러 환율

대내외 악재 속에 정부 주도의 외환시장 안정 대책 임박

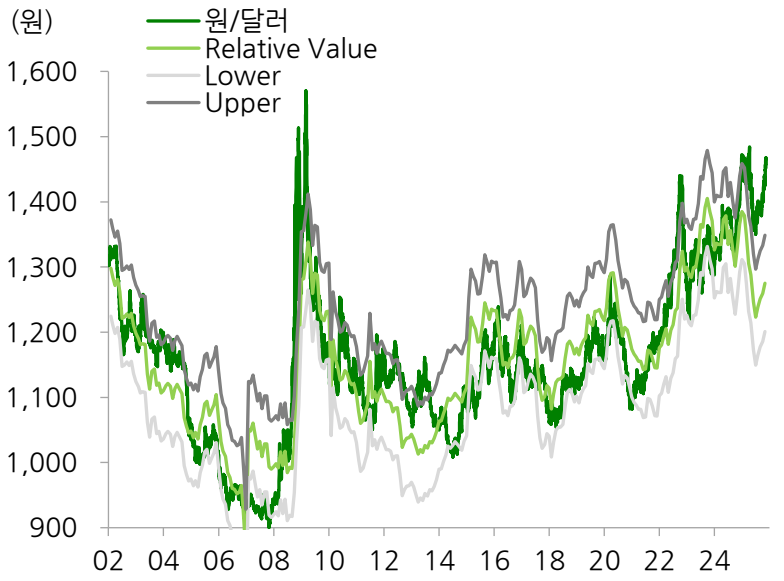
- 최근 원화 약세가 이어지는 점은 3가지 측면. 1) 한미 투자협상 결과, 외환시장에서는 악재로 인식 2) 엔화와 원화의 커플링 심화 3) 수급적인 측면에서 내국인의 해외투자 큰 폭 증가하며 달러 수요 지속
- 우리나라 순대외금융자산은 2014년 3분기 순증 전환, 지난해 4분기 1조달러 돌파. 개인투자자의 해외주식 순매수 규모 10월 68.1억달러로 역대 최대치. 올해 1~9월 경상수지 827.7억달러 vs. 내국인 해외 주식투자 718.4억달러
- 한은과 국민연금의 통화스왑 연장, 국민연금의 전략적 환헤지 가동, 수출업체들의 달러 수급 개선 조치 발표 예상
- 결론 : 단기적으로 1,400원대 중반으로 반락 예상. 중기적으로 1,400~1,400원대 중반 수준에서 등락 전망

국내 경상수지와 내국인 해외 주식투자 순매수



자료 : 한국은행, 신영증권 리서치센터

주요국 환율을 통한 원/달러 환율 적정 상대가치 추정



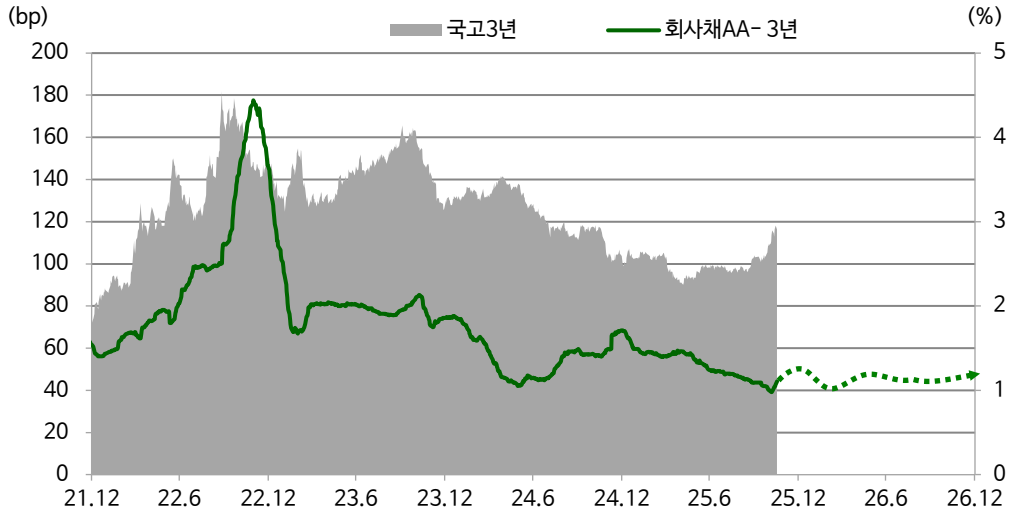
주 : 달러인덱스 6개국 + 호주, 멕시코, 중국, 대만, 싱가폴, 홍콩 기준
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

[크레딧 채권] 2026 크레딧 전망

신용스프레드 방향성의 불확실성이 커지겠지만 저점매수 전략 유효

- 기준금리 인하 기대가 꺾이고 금리 변동성 확대로 인해 채권투자 심리가 다소 위축될 것으로 전망
- 연말/연시 퇴직연금 등 기관의 투자수요가 스프레드 강세를 유발할 수 있겠으나 강한 축소 분위기는 아닐 것
- 레포펀드의 자금유입 둔화가능성은 부정적이나 발행어음업자, IMA 추가 지정에 따라 A급 이하에는 우호적 전망
- 건설, 철강, 화학 업종에 대한 우려는 크레딧 전반의 투자심리 위축보다는 업종별 차별화에 국한될 것
- 스프레드 박스권 전망 하에 확대 시 저점매수 전략 유효 : 시장금리 상승 우려를 고려하여 중단기물 크레딧 선호

회사채 신용스프레드 추이 및 전망



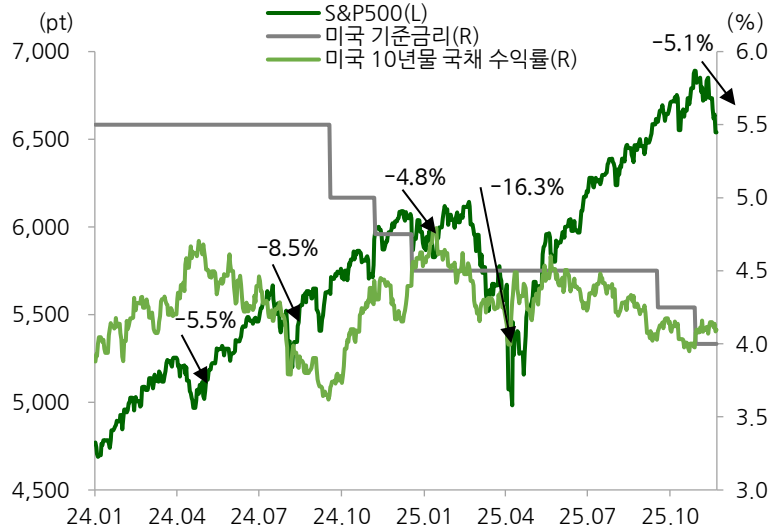
자료 : Infomax, 신영증권 리서치센터

[미국 주식] 조정 후를 대비할 시간

펀더멘털은 오히려 상향 조정 중

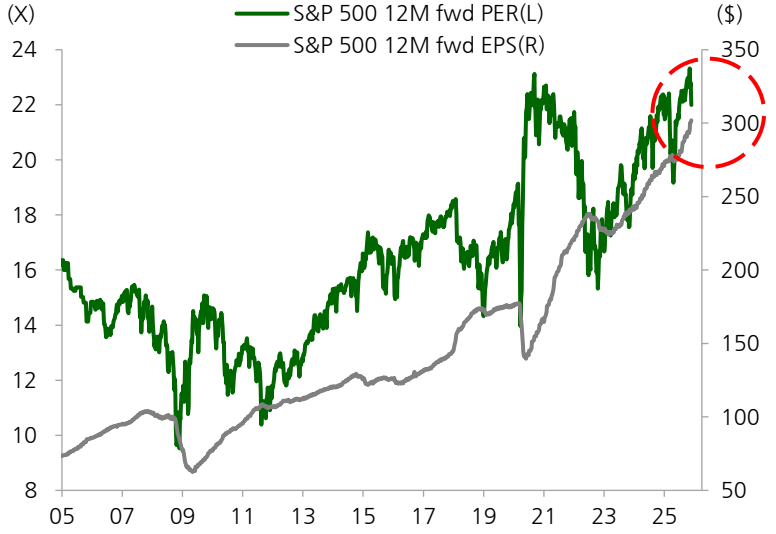
- 1)연방정부 셧다운 장기화로 인한 경제 데이터 발표 지연 및 취소, 2)12월 금리 인하 불확실성, 3)AI 버블 우려 지속이 위험 자산 선호 심리 후퇴에 기여하고 있는 상황
- 그러나, 글로벌 유동성 확대 기조 속 위험자산 선호 심리가 크게 훼손되기는 어려울 것으로 예상
- 통상적으로 지수 직전 고점 대비 10%~15%의 하락이 조정 구간이라는 점에서 지금은 대형주 중심의 분할 매수로 대응 가능한 구간 (직전 고점 대비 S&P500 -5.1%, 나스닥 -7.8%)
- 결론: 시장의 기대와 실제 통화정책의 시차에 따른 실망 매물 출회 경계 필요하나 약세장으로의 전환은 아니라는 판단

S&P500과 미국채 10년물 추이



자료 : LSEG, 신영증권 리서치센터

S&P500 12개월 선행 PER, EPS 추이



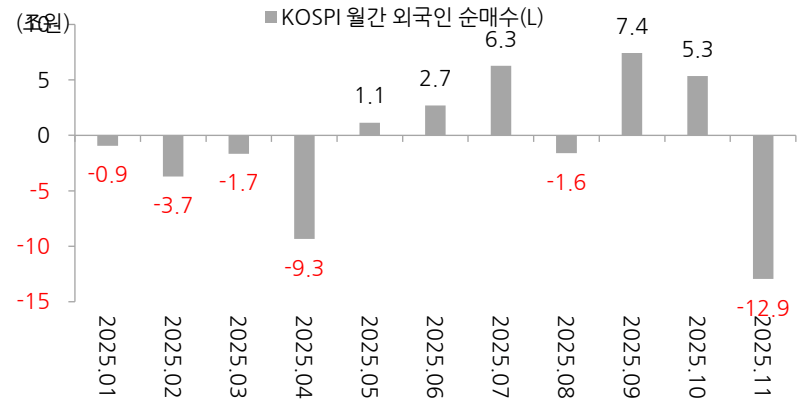
자료 : LSEG, 신영증권 리서치센터

[한국 주식] Cyclical vs Defensive

반도체에 울고 웃는 KOSPI

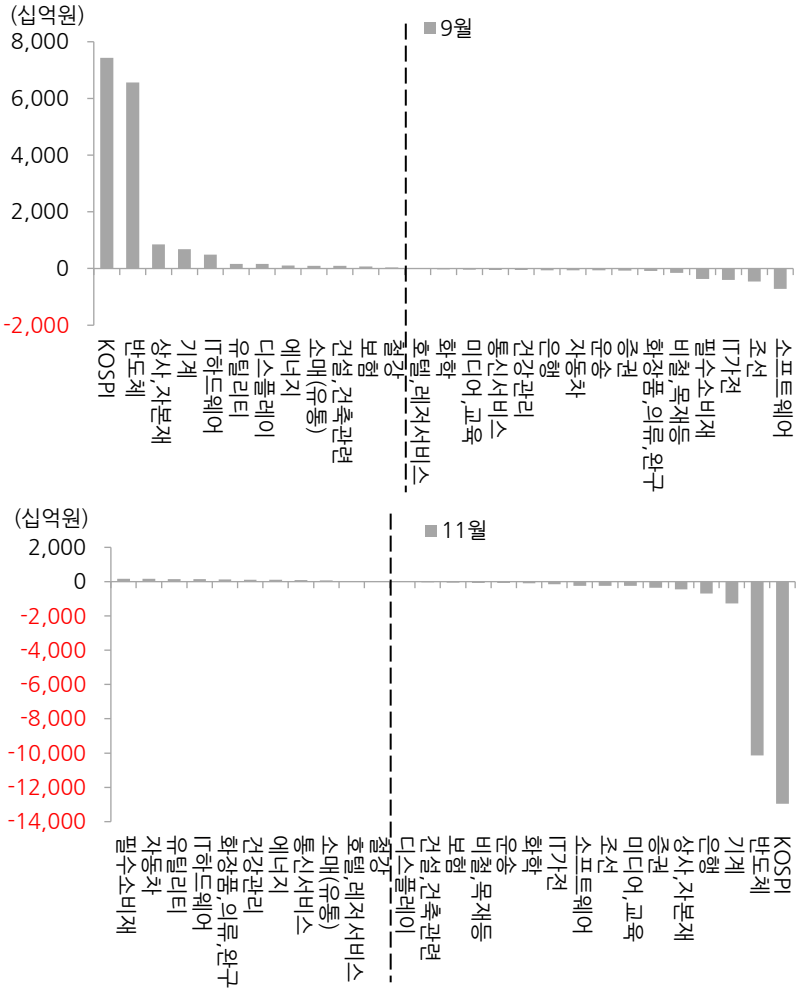
- 11월 외국인 반도체 중심으로 KOSPI 12.9조원 순매도 하며 연내 최대 규모 기록
- 그럼에도 2026년도 KOSPI 상장사 이익 추정치가 지속적으로 상향 조정되고 있는 점이 긍정적
  -애널리스트 컨센서스 기준 2026년 KOSPI 예상 영업이익은 410조원(+40.1%YoY)
  -이중 삼성전자 19.1%, SK하이닉스 17.6% 비중 차지
- 결론: 당분간 종목 장세 이어지는 가운데 연말연초 정책 모멘텀이 지수 하단을 지지해줄 것으로 기대

2025년 월간 KOSPI 외국인 순매수 추이



주) 2025.11.24 기준
자료: Quantiwise, 신영증권 리서치센터

9월, 11월 업종별 외국인 순매수 비교



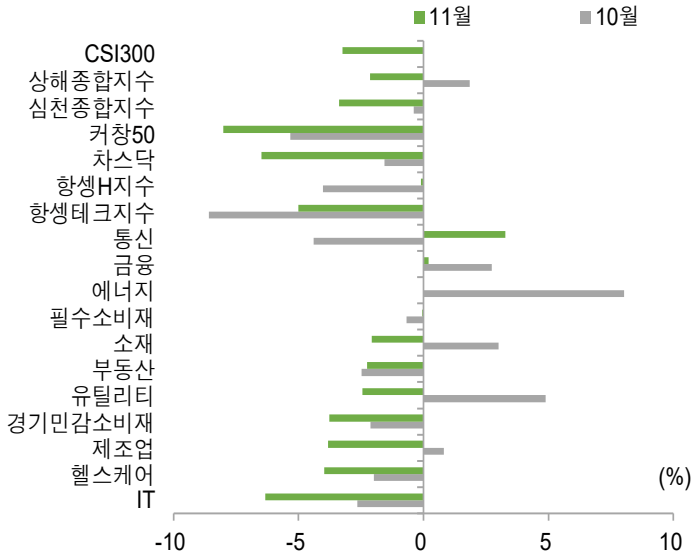
주1) 2025.11.24 기준
주2) 9월은 외국인 순매수 규모가 가장 컸던 달, 11월은 외국인 순매도 규모가 가장 큰 달
자료: Quantiwise, 신영증권 리서치센터

[중국 주식] 중국 증시, 변동성 장세 中 방향성 잡기

중국 '경제공작회의', 2026년 매크로/산업정책 방향성 제시

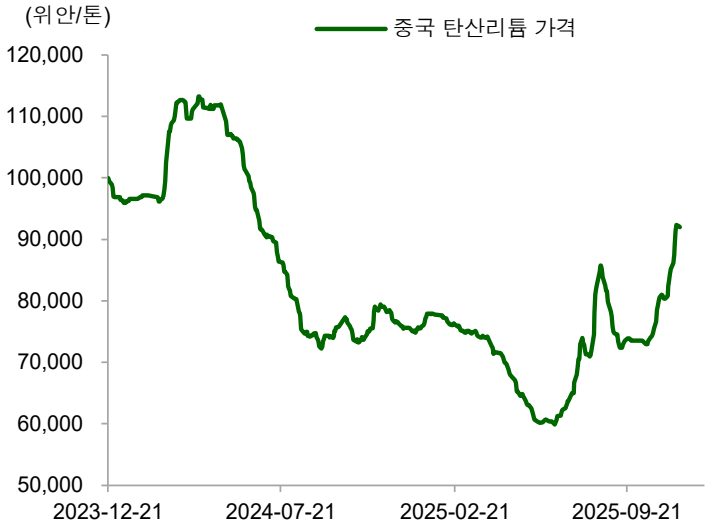
- 11월 상해종합지수 -2.1%(CSI300지수 -3.2%, 항셍H지수 -0.1%, 기준일 11월 25일).
- 11월 중국 증시는 AI 버블론/미국 금리 인하 불확실성 등의 영향으로 성장주 중심으로 조정폭 확대
- 중국 '반내권(신에너지/자동차 등 가격경쟁 제한)' 정책 영향으로 리튬 등 가격 반등세→에너지/소재 상대적 강세
- 12월 중순 중국 '경제공작회의' 개최되며, 2026년 매크로/산업정책 방향성 제시할 예정
- 12월 초까지 중국 증시 변동성 장세 예상되나, '경제공작회의' 이후 정책 모멘텀으로 반등 시도 예상

11월 중국 증시, IT/헬스케어/경기민감소비재 조정폭 확대



주: 기준일=2025년 11월 25일
자료 : Wind, 신영증권 리서치센터

중국 '반내권(신에너지/자동차 등 가격경쟁 제한)' 정책으로 리튬 등 비철금속 가격 UP



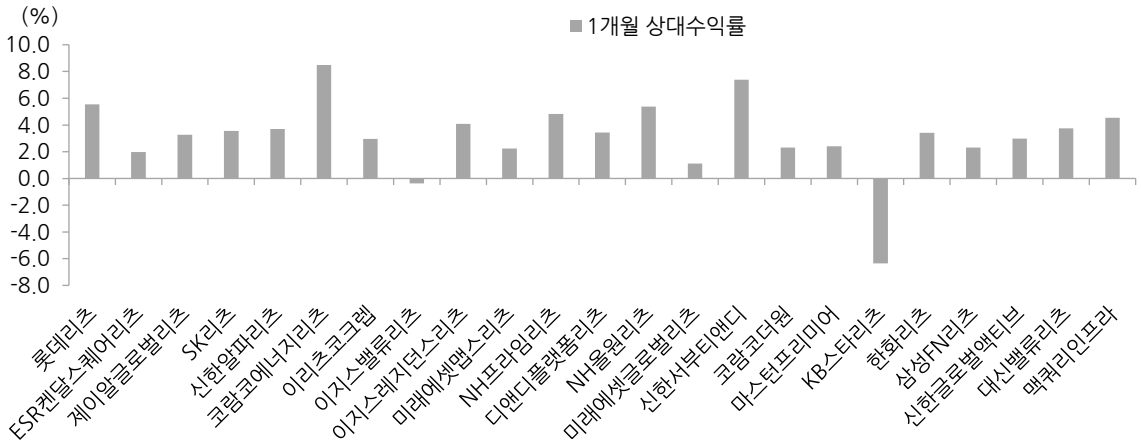
자료 : Wind, 신영증권 리서치센터

[리츠/부동산] 시장이 흔들릴 때 버티는 힘

금리 경로의 불확실성, 그래도 안정적인 이유

- 11월 한달 한국 리츠 Index, KOSPI 대비 3.5% 상승, 한국 시중금리 상승 및 미국 기준금리 경로에 대한 불확실성이 대두되었음에도 불구하고 선방한 주가 흐름 기록
- 국내 상장 리츠, 2025년 연내 보수적인 자산 운용 전략, 무리한 자산 편입이나 과도한 유상증자 없이 안정적인 재무비율 및 유동성 관리하고 있어, 시중금리 인상 영향 제한적
- 결론 : 보수적인 자산 운용으로 안정적 재무 비율 유지하는 가운데, 점진적인 임대수익 상승 및 가중평균 조달금리 하향에 따른 이자비용 절감 효과로 배당수익 확대 기조, 국내 상장 리츠 상대 강세 흐름 지속

KOSPI 상대 한국 상장 리츠 주가 수익률



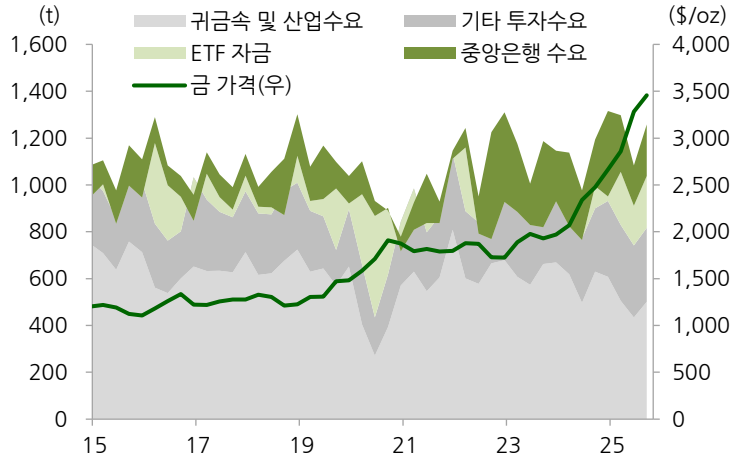
자료 : fnguide, 신영증권 리서치센터

[금] 구조적인 수요 증가 흐름 속 가격 상승 기대

금리 인하 시 본격적인 금 가격 상승 전망

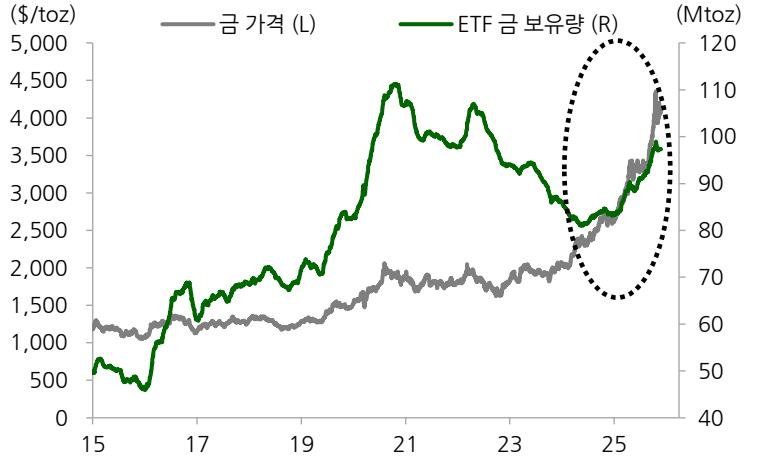
- 최근 금 가격은 미 12월 금리 인하 기대감 변동에 따라 4,000~4,100$/oz 수준에서 등락하는 흐름. 12월 FOMC 이전까지 유사한 흐름 이어갈 것으로 예상
- 2020년 이후 각국 중앙은행의 금 매입기조 확대되고 있으며, 글로벌 ETF 자금 유입 이어지며 금 수요 견인. 이후 미 금리 인하 사이클 본격화되며 금 가격 상승세 이어갈 것으로 기대. 11~3월의 계절적인 인도 귀금속 수요 확대 또한 추가적인 가격 상승 요인
- 결론: 미 금리 인하 사이클 본격화 앞둔 가운데 중앙은행 매입 기조, 글로벌 ETF 자금 유입으로 구조적인 금 가격 상승 가능할 것으로 전망

중앙은행 수요는 20년 이후 확대되는 흐름



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

글로벌 ETF 중심의 금 매입 흐름 지속



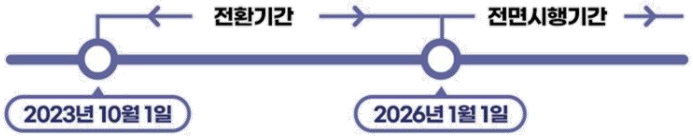
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

[ESG] 탄소 경제 2.0 카운트 다운 시작

EU의 CBAM 본격 시행이 코 앞으로 다가와…탄소배출량 감축이 돈!

- EU의 폰데어 라이엔 행정부1기 당시 Green Deal, Fit for 55 정책의 일환으로 도입된 CBAM(탄소국경조정제도)
  : 2023년 10월 전환기간 시작 → 2025년 5월 일부 개정 → 2026년 1월부터 전면 시행 예정
- 적용 대상이 철강,알루미늄, 시멘트, 비료 등으로 국내 철강 산업과 알루미늄 제조업, 가전제품 및 자동차 등이 영향권
  : 특히 국내 철강 산업 수출 지역중 EU 지역이 차지하는 비중은 13.5%(44.8억 달러,2024년 기준)로 1위 지역
- 2025년 5월 개정안 통과로 일부 완화되었지만 탄소배출량에 ETS, 탄소세 외에 일종의 세금이 부과되는 첫 사례
  : 인도 등 일부 국가의 반발에도 불구하고 강행 예정으로 향후 미국 등 주요국 유사 법안(ex:CCA) 도입 가능성 높아
- 결론 : 2026년 1월 CBAM 본격 시행 예정 → 제품 생산시 탄소배출량 관리 중요해져 → 탄소경제 2.0 시작

2026년 1월부터 본격 시행되는 CBAM



구 분		전환기간	전면시행기간
의무 사항	보고 의무	CBAM 보고서 제출 (배출량 산정 결과만 포함)	CBAM 신고서 및 인증서 제출 (배출량 산정 결과도 포함)
	검증	검증 불필요 (의무 아님. 자발적 검증 가능)	현장검증(연 1회) 및 검증보고서 제출 의무
보고 주기		분기별 보고 (분기 종료 후 1개월 이내)	연 1회 보고 (차년도 5월 31일까지)
과징금		배출량 미보고 시 부과	CBAM 인증서 미제출 시 부과

자료 : 환경부, 신영증권 리서치센터

최초 안보다 완화된 CBAM

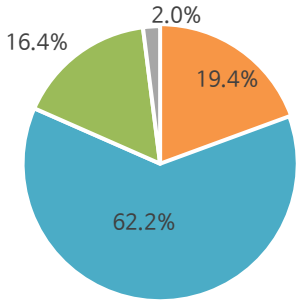
구분		기존	개정
면제 기준		선적당 150유로* *적용 대상: 철강, 알루미늄, 시멘트, 비료, 수소, 전력	연간 누적 총 수입량 50톤* *적용 대상: 철강, 알루미늄, 시멘트, 비료 (전력 및 수소 제외)
인증서	일정	• 판매: 2026년 1월 1일부터 • 제출: 매년 5월 31일	• 판매: 2027년 2월 1일부터 • 제출: 매년 9월 30일
	분기별 보유 비율	80%	50%
기본값	사용 요건	실제 배출량 확인이 어려운 경우 기본값 사용 가능	실제 배출량 또는 기본값 중 자율 선택
	결정 방식	신뢰 데이터 부재 시, EU 역내 고배출 시설들의 평균값으로 설정	신뢰 데이터 부재 시, 상위 10개 고배출 수출국의 평균값으로 설정
	검증 면제	기본값을 활용한 배출량에 대해서도 검증 필요	EU가 제공하는 기본값 활용 시, 배출량 검증 면제
탄소 비용	역외국 탄소 가격	-	2027년까지 제3국별 기본 탄소가격 마련
	기지불 탄소 비용 감면	원산지 국가에서 지불한 탄소 비용 차감	원산지국 이외의 제3국에서 지불한 탄소 비용도 차감 가능→ △EU가 제공하는 기본 탄소 가격, △실제 지불한 탄소 비용 중 선택해 감면 신청

자료 : KOTRA, 신영증권 리서치센터

III. 25.4분기 자산배분 의견

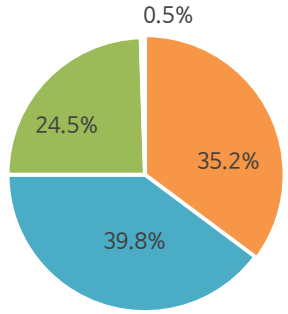
[4가지 고객 유형별] 2025-4Q TAA 자산배분 비중

안정추구형



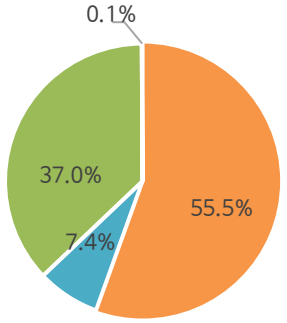
		향후 1년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	TAA
주식	DM	8.0	23.5	8.0
	한국	8.0	24.0	7.6
	EM	7.4	28.0	3.8
주식합계				19.4
채권	IG	4.6	7.9	40.1
	HY	6.5	10.0	17.7
	EM	5.9	11.2	4.4
채권합계				62.2
대체자산		7.2	24.0	16.4
현금		2.3	0.0	2.0
기대값		6.3	13.8	100.0

위험중립형



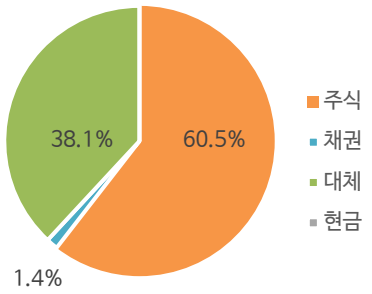
		향후 1년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	TAA
주식	DM	8.0	23.5	15.1
	한국	8.0	24.0	13.2
	EM	7.4	28.0	7.0
주식합계				35.2
채권	IG	4.6	7.9	25.9
	HY	6.5	10.0	11.1
	EM	5.9	11.2	2.8
채권합계				39.8
대체자산		7.2	24.0	24.5
현금		2.3	0.0	0.5
기대값		6.8	17.1	100.0

적극투자형



		향후 1년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	TAA
주식	DM	8.0	23.5	22.8
	한국	8.0	24.0	21.8
	EM	7.4	28.0	11.0
주식합계				55.5
채권	IG	4.6	7.9	4.8
	HY	6.5	10.0	2.1
	EM	5.9	11.2	0.5
채권합계				7.4
대체자산		7.2	24.0	37.0
현금		2.3	0.0	0.1
기대값		7.4	20.9	100.0

공격투자형

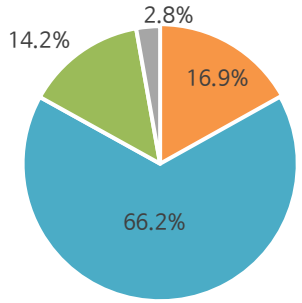


		향후 1년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	TAA
주식	DM	8.0	23.5	24.9
	한국	8.0	24.0	23.7
	EM	7.4	28.0	12.0
주식합계				60.5
채권	IG	4.6	7.9	0.9
	HY	6.5	10.0	0.4
	EM	5.9	11.2	0.1
채권합계				1.4
대체자산		7.2	24.0	38.1
현금		2.3	0.0	0.0
기대값		7.6	22.1	100.0

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

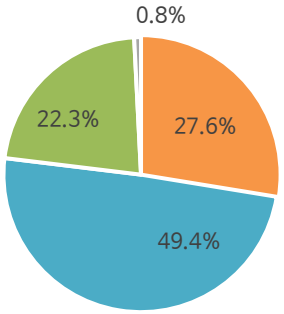
[4가지 고객 유형별] 2025Y SAA 자산배분 비중

안정추구형



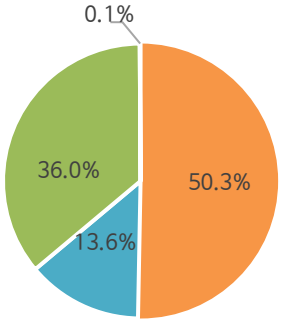
		향후 5년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	SAA
주식	DM	8.2	20.5	7.4
	한국	7.9	22.0	7.1
	EM	7.0	22.0	2.4
주식합계				16.9
채권	IG	4.0	3.4	42.4
	HY	6.6	7.3	18.4
	EM	5.6	9.5	5.3
채권합계				66.2
대체자산		7.4	27.5	14.2
현금		2.5	0.0	2.8
기대값		5.7	10.5	100.0

위험중립형



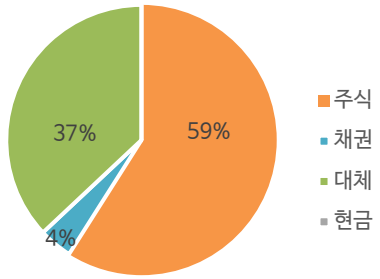
		향후 5년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	SAA
주식	DM	8.2	20.5	12.1
	한국	7.9	22.0	11.6
	EM	7.0	22.0	3.9
주식합계				27.6
채권	IG	4.0	3.4	31.7
	HY	6.6	7.3	13.8
	EM	5.6	9.5	4.0
채권합계				49.4
대체자산		7.4	27.5	22.3
현금		2.5	0.0	0.8
기대값		6.2	14.0	100.0

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] '25-3Q 대비 '25-4Q TAA 비중 변화

자산군	안정추구형	위험중립형	적극투자형	공격투자형
채권(Fixed Income)	**-2.2%p**	**-5.4%p**	**-3.5%p**	**-0.8%p**
선진국 투자등급 채권	0.0%p	-2.4%p	-2.0%p	-0.5%p
선진국 하이일드 채권	-0.7%p	-1.8%p	-1.0%p	-0.3%p
신흥국 채권	-1.5%p	-1.3%p	-0.5%p	-0.1%p
주식(Equity)	**0.9%p**	**3.5%p**	**2.8%p**	**0.1%p**
선진국 주식	2.0%p	4.8%p	5.7%p	5.3%p
한국 주식	-0.1%p	-0.1%p	-0.4%p	-1.7%p
한국 제외 신흥국 주식	-0.9%p	-1.2%p	-2.5%p	-3.6%p
대체(Alternatives)	**1.8%p**	**2.1%p**	**0.7%p**	**0.8%p**
현금(MMF 등)	**-0.6%p**	**-0.2%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)	**0.10%p**	**0.72%p**	**0.96%p**	**0.00%p**
선진국 투자등급 채권	17.19%p	13.07%p	3.88%p	1.04%p
선진국 하이일드 채권	-9.17%p	-6.57%p	-1.49%p	-0.56%p
신흥국 채권	-7.92%p	-5.78%p	-1.43%p	-0.48%p
주식(Equity)	**-2.77%p**	**-3.72%p**	**-3.60%p**	**-3.00%p**
선진국 주식	-4.17%p	-6.31%p	-9.65%p	-10.60%p
한국 주식	0.03%p	0.33%p	1.76%p	2.50%p
한국 제외 신흥국 주식	1.37%p	2.26%p	4.29%p	5.10%p
대체(Alternatives)	**4.87%p**	**5.20%p**	**3.54%p**	**3.00%p**
현금(MMF 등)	**-2.20%p**	**-2.20%p**	**-0.90%p**	**0.00%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

Ⅳ. 자산배분 방법론

- Capital Market Assumption
- 인플레이션 헷지와 5:3:2 포트폴리오
- 상관계수 매트릭스
- 자산배분 방법론 : 블랙-리터만 포트폴리오
- 자산배분 시그널 : 금융시장의 사계절

[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 기대 수익률	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	8.1	23.5	- 미 금리인하 재개 및 주요국 재정 확장 기조는 글로벌 유동성 확대 요인 - 경험적으로 경기 침체를 동반하지 않는다면 위험자산에게 우호적인 환경이므로 기대 수익률 유지 및 변동성 하향 조정
	한국 주식	8.0	24.0	- 지배구조개선 및 주주환원 확대 압력은 구조적으로 국내증시의 상단을 높이는 기대 요인 - 다만 연내 강세 지속에 따른 차익실현 압박 불가피해 전분기 대비 변동성은 상향, 수익률은 하향 조정
	EM 주식	7.4	28.0	- 미중 관세조정 여부가 남아있으나, 4분기 중국 정부의 재정/통화 정책 강화 및 산업 정책 모멘텀으로 추가 상승 유효 - 단기적으로 중국 증시 상승폭이 크다보니, 4분기 주가 변동성은 높아질 것으로 예상
채권 (Fixed Income)	IG 채권	4.6	7.9	- IG 채권과 HY 크레딧의 기대수익률은 벤치마크지수의 이표(2.96%, 6.17%)와 듀레이션(6.47년, 3.74년), 미국채 10년물 금리(4.14%) 및 향후 1년간 금리 및 스프레드 전망에 근거하여 추정 - EM 채권의 기대수익률은 벤치마크지수의 이표(5.22%)와 듀레이션(6.20년), EMBI+ 스프레드(371bp)와 향후 1년간 금리 및 스프레드 전망에 근거하여 추정 - 변동성은 역사적 평균 보다 높고, 2020년 이후 평균 수준과 유사할 것으로 예상
	HY 크레딧	6.5	10.0	
	EM 채권	5.9	11.2	
대체자산		7.2	24.0	- 점진적인 금리 인하 재개와 함께 대체자산 전반적인 수익 회복 기조 유지 - 장기 시계열에 기대는 자산 특성 상 불확실성이 축소되는 국면에서의 수익률 상승 효과 뚜렷, 점차 변동성 완화되며 펀더멘털 개선되는 구간
현금자산		2.3	0.0	- 한국은행 기준금리는 향후 1년간 1~2회(25~50bp) 인하 전망 - 무위험 지표 금리 하락 속도는 완만하게 나타나면서 2.3% 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 9월 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		2025.09	
중국	37.2	중국	39	리츠	39	원자재	22	미국	26.3	미국	25	한국	45.5
미국	31.5	한국	33	원자재	38.5	인프라	-0.2	신흥국	23.3	원자재	18.4	50/30/20포트	24.8
리츠	28.9	미국	18.4	미국	28.7	HY 크레딧	-11	한국	20.4	신흥국	17.3	중국	23.5
신흥국	27.6	신흥국	16.9	신흥국	20.5	IG 채권	-11.2	50/30/20포트	13.8	인프라	15.1	신흥국	21.7
인프라	27	50/30/20포트	16.7	인프라	11.9	50/30/20포트	-15.1	HY 크레딧	13.7	중국	14.5	60/40 포트	19.4
선진국	19.9	60/40 포트	16.7	50/30/20포트	8.1	신흥국 채권	-15.3	60/40 포트	12.5	선진국	12	인프라	19.1
HY 크레딧	13.3	선진국	15.5	한국	5.8	60/40 포트	-15.5	리츠	12.2	HY 크레딧	10.7	선진국	17.7
신흥국 채권	13.1	신흥국 채권	6.5	HY 크레딧	2.5	선진국	-17.8	선진국	10.9	신흥국 채권	6.6	미국	14.4
50/30/20포트	12.2	HY 크레딧	5.7	60/40 포트	1.6	미국	-18.1	신흥국 채권	9.1	리츠	4.9	신흥국 채권	8.6
원자재	11.8	IG 채권	5.6	선진국	1.2	신흥국	-18.3	IG 채권	7.1	IG 채권	3.4	HY 크레딧	7.6
한국	10.1	리츠	-5.3	IG 채권	-1.4	한국	-22.8	인프라	6.8	50/30/20포트	-0.4	리츠	5.8
60/40 포트	9.3	인프라	-5.8	중국	-1.4	리츠	-25.2	원자재	0	60/40 포트	-1.1	원자재	5.3
IG 채권	8.2	원자재	-9.3	신흥국 채권	-1.7	중국	-26.7	중국	-10.8	한국	-8.1	IG 채권	4.1

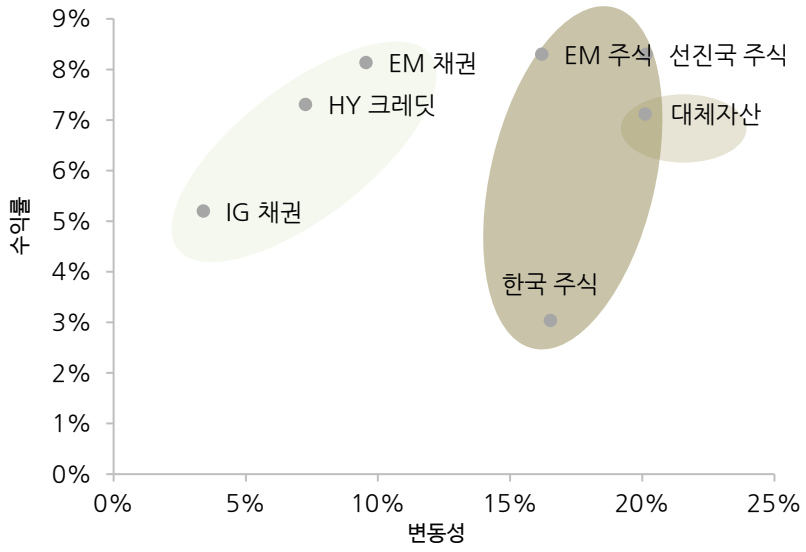
주1: 수익률은 YTD 기준(각 연도별 초기값 대비 기말 기준 수익률)
주2: 한국주식은 KOSPI, 해외주식은 각국 대표지수(DM,EM: S&P BMI, 미국: S&P500, 유럽 Stoxx50, 일본: Nikkei225, 중국: CSI300) 기준임
주3: 채권은 IG 및 HY는 Barclays USD hedged Total Return, EM은 Barclays USD unhedged Total Return, 대체투자는 S&P Global 인프라, 다우존스 US 부동산, CRB 기준임
주4: 모든 데이터는 2011년 1월~ 25년 9월 종가데이터 사용
자료: 신영증권 리서치센터

[5년 자산시장 전망] 자산군별 기대수익률과 변동성의 변화

금리인하기 지속 : '주식-채권' 위험-안전자산 역학 재림

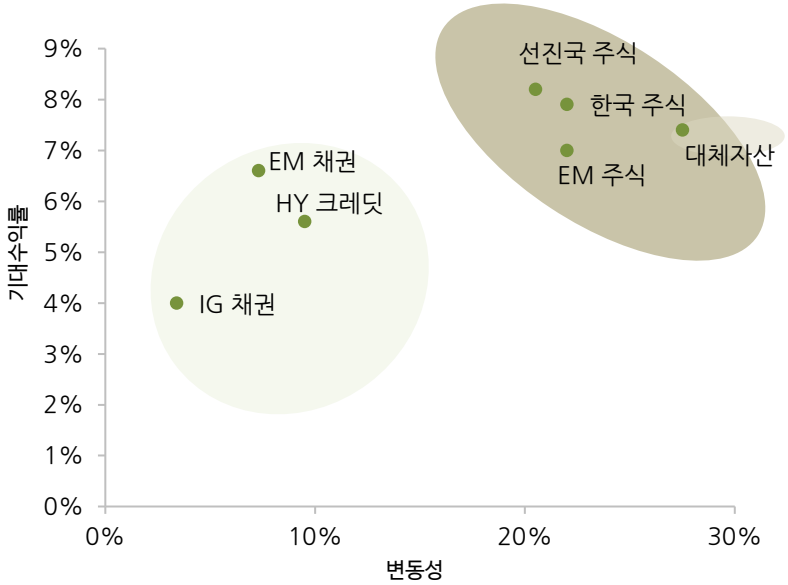
- 절대금리 레벨 상승으로 강화되었던 채권자산의 만기보유 관점 수익성 개선 흐름은 점차 소강
- '21년 이후 금리인상에 따라 채권수익률은 상승. 그러나 '23년 기점으로 물가둔화 지속되며 채권의 저(低)변동성, 저(低)수익률 등 안전자산 특성이 다시금 강화

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 9월까지의 데이터 사용
- 팬데믹으로 자산동조화 발생했으나 고강도 금리인상 이후 경기 둔화 발생하며 자산별 상관관계 정상화
- 특히 인플레 둔화 및 금리인하 지속되는 가운데 침체 우려 확대. '위험-안전자산'의 부(-)의 관계는 더욱 강화
- 또한, IG 채권과-대체자산 수익률도 부(-)의 관계로 전환하며 경기둔화에 따른 수요침체 반영

	신흥국 주식	선진국 주식	미국 주식	한국 주식	중국 주식	선진국 IG	선진국 HY	신흥국 채권	인프라	리츠	원자재
신흥국 주식	1.0000	0.5683	0.9325	0.2023	0.1688	-0.0984	0.5946	0.3467	0.8085	0.7453	0.4126
선진국 주식	0.5683	1.0000	0.3659	0.5667	0.5244	-0.1065	0.6052	0.4420	0.5795	0.3004	0.3221
미국주식	0.9325	0.3659	1.0000	0.0338	0.0725	-0.1136	0.4399	0.2200	0.6744	0.7728	0.3480
한국주식	0.2023	0.5667	0.0338	1.0000	0.3370	-0.0896	0.3151	0.2349	0.2284	0.0343	0.0846
중국주식	0.1688	0.5244	0.0725	0.3370	1.0000	-0.0447	0.2323	0.1714	0.1722	0.0470	0.1164
선진국 IG	-0.0984	-0.1065	-0.1136	-0.0896	-0.0447	1.0000	0.1687	0.5432	-0.0088	0.0742	-0.1265
선진국 HY	0.5946	0.6052	0.4399	0.3151	0.2323	0.1687	1.0000	0.7907	0.6151	0.4127	0.3125
신흥국 채권	0.3467	0.4420	0.2200	0.2349	0.1714	0.5432	0.7907	1.0000	0.4372	0.3072	0.1567
인프라	0.8085	0.5795	0.6744	0.2284	0.1722	-0.0088	0.6151	0.4372	1.0000	0.6856	0.4068
리츠	0.7453	0.3004	0.7728	0.0343	0.0470	0.0742	0.4127	0.3072	0.6856	1.0000	0.2564
원자재	0.4126	0.3221	0.3480	0.0846	0.1164	-0.1265	0.3125	0.1567	0.4068	0.2564	1.0000

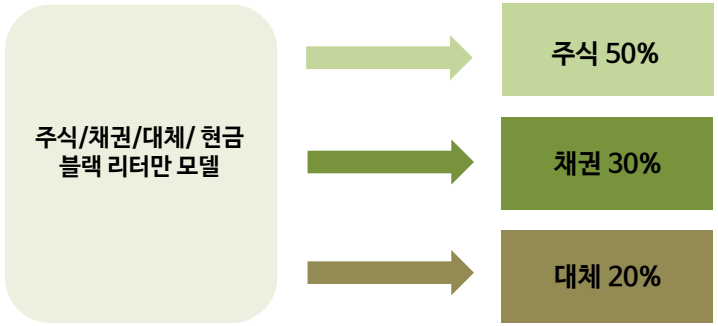
주1 : 1980/01 ~ 2025/9 까지 로그수익률 사용
주2 : "자산별 수익률과 포트폴리오 수익률 추이"와 동일
자료: 신영증권 리서치센터

[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

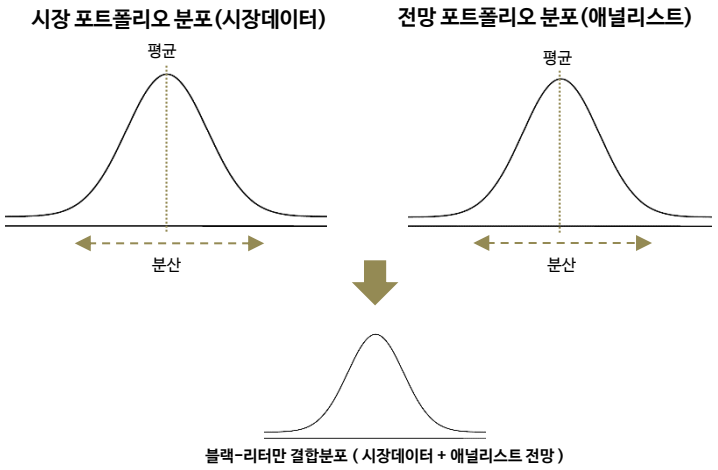
자료: 신영증권 리서치센터

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

블랙-리터만 모델 : 미래 투자 전망을 비중으로 표현하는 포트폴리오

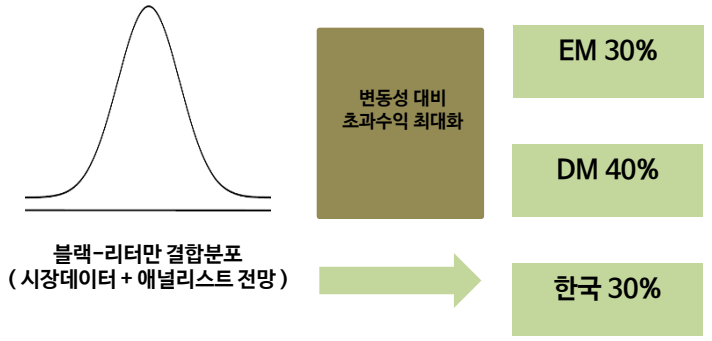
- 자산시장별 기대수익과 변동성에 대한 담당 애널리스트 전망을 반영
- 평균과 분산으로 이루어진 전망치는 시장데이터와 결합분포를 생성
- 결합분포를 고려하여 위험 대비 초과수익을 최대화하는 비중을 산출

블랙-리터만 결합분포 생성 원리



자료: 신영증권 리서치센터

결합분포를 바탕으로 샤프비율 최적화 비중 산출



자료: 신영증권 리서치센터

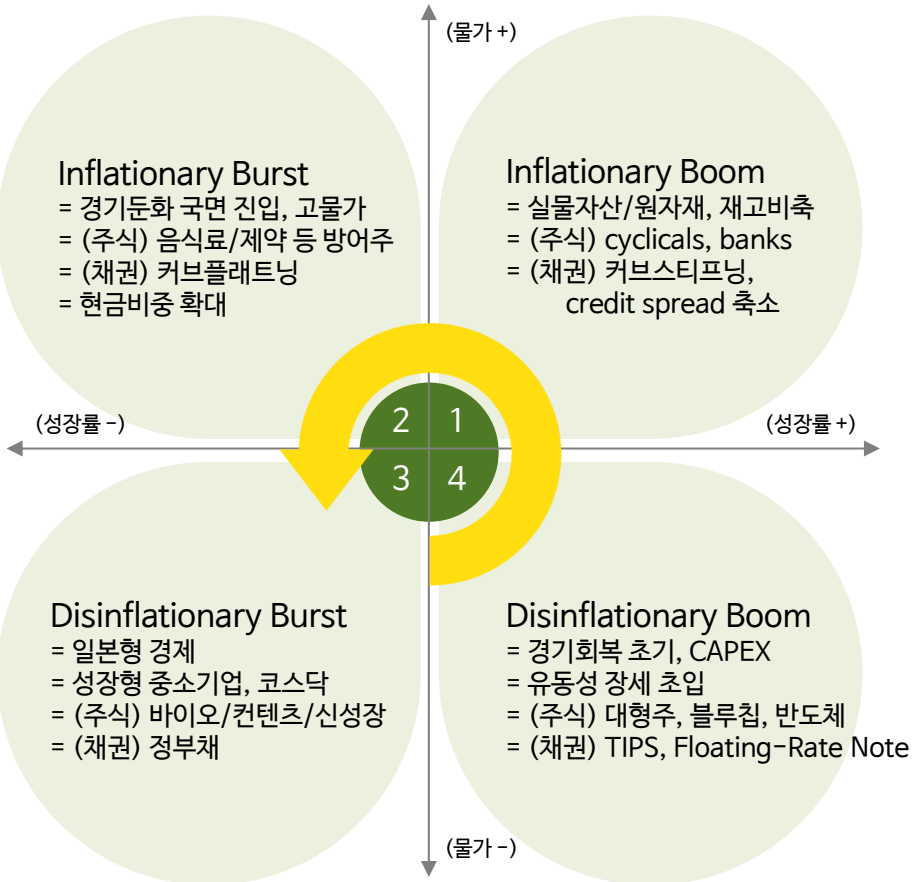
[금융시장의 4계절] 성장률과 물가의 하모니

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



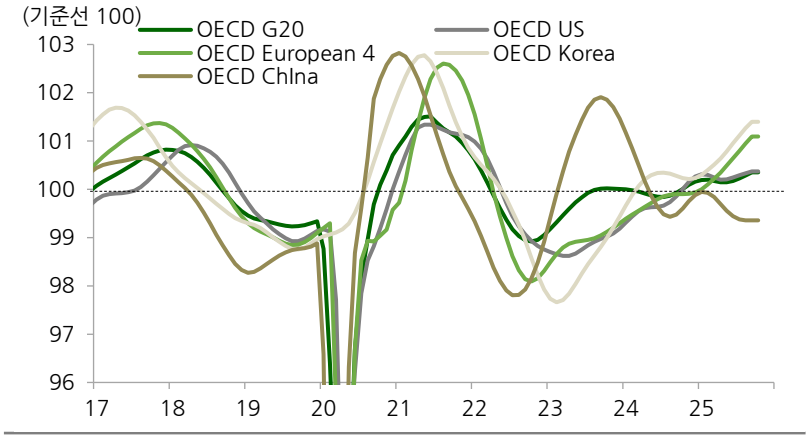
자료: 신영증권 리서치센터

[금융시장의 4계절] OECD 경기선행지수는 강건한 개선흐름을 나타냄

견조한 경기흐름을 보이며 개선세 지속

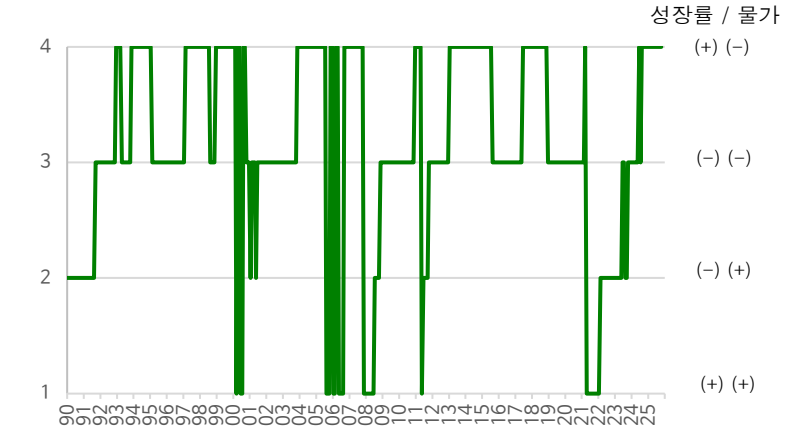
- 미국과 한국 등 G20 중심 경기 개선흐름은 지속될 전망
  - 중국의 강보합 흐름 역시 11월에 이어 지속
  - G20의 경기개선 흐름은 전월 이어 지속
  - 물가의 둔화흐름은 정체
- 당사 자산배분모델 4사분면 유지
  - 데이터 부재 속 경기개선흐름은 유지될 것으로 판단. 반면 물가의 둔화강도는 소폭 약화될 것으로 전망. 그러나 강한 국면 전환 없이 4사분면 위치

OECD 경기선행지수 : G20의 경기개선 흐름은 강보합 지속



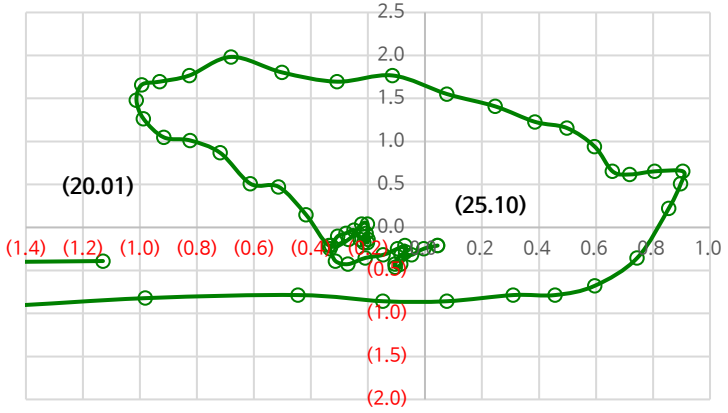
자료: 신영증권 리서치센터

CPI 인플레이션 기준 과거 모델 사분면 변화



자료: 신영증권 리서치센터

신영 자산배분모델 : 4사분면에 머물러



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

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.