Asset Report 2026. 02. 27

신영증권

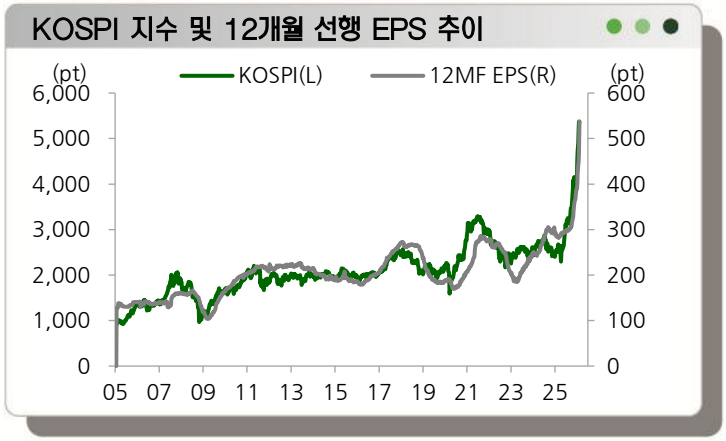
신영 자산배분전략

3월 : 추세는 상승, 감내 가능한 변동성

- 2월 자산시장 리뷰: 미래의 불확실성에 높아지는 변동성
- 미-중-일 관계 변화에 주목
- 밸류에이션으로는 싸지고 있는 KOSPI

분석의 기본 가정

- 상반기 내 연준의 보수적 스탠스 유지
- 주요국 재정 확대 기조 지속
- 일정 수준의 물가와 장기금리 레벨 유지
- 지정학 리스크 및 긴장 상존



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

[요약] 추세는 상승, 감내 가능한 변동성

• KOSPI, 이제는 숫자가 아니라 방향에 초점

KOSPI 지수가 5,000pt를 경신한지 불과 한 달 만에 6,000pt를 기록해 사상 최고치 행진이 이어지고 있습니다. 물론 높아진 차익실현 압력에 조정은 언제라도 나타날 수 있지만, 이는 추세 훼손보다는 기술적·심리적 부담에 기인한 숨 고르기에 가까울 것으로 예상합니다. 이제는 지수 레벨 자체보다도 방향성이 중요한 시기가 되었습니다. 현재의 강세장은 단순한 유동성 장세가 아니라 펀더멘탈 장세라는 점을 기억할 필요가 있습니다. 2026년과 2027년 KOSPI 전체 영업이익은 각각 605.2조원, 688.5조원으로 예상되고 있는데 이는 연초대비 +41.6%, +45.6% 상향된 수치입니다. 즉, 현재까지의 KOSPI 강세는 이익 모멘텀 상향 조정만으로도 충분히 설명이 가능한 수준이라고 해석할 수 있습니다.

다만, 3월은 대내 모멘텀 소멸보다는 급격한 대외 환경 변화에 대한 경계가 필요한 시점으로 판단됩니다. 구체적으로는 1)3월 31일~4월 2일 예정된 트럼프 대통령과 시진핑 주석의 정상회담과 2)갈수록 첨예해지는 중-일 갈등 등에 대해 주목해야 합니다. 이러한 흐름이 장기화 될 경우, 동아시아 전반의 긴장감과 불확실성이 높아진다는 리스크가 있지만 한편으로는 상대적으로 수익률이 부진했던 내수 업종으로의 순환매를 기대해볼 수도 있습니다.

• 3월 자산배분 전략: 주식 비중확대(+1), 채권 비중확대(+1), 현금 비중 축소(-2) 유지

3월 자산별 매력도는 주식(+1), 채권(+1) 의견을 유지하고 현금자산에 대한 투자의견을(-2)로 유지합니다. 상호관세 위법 판결에도 불구하고 트럼프 대통령의 관세 정책의 큰 틀은 유지될 것으로 보여 주식에 미치는 영향력도 제한적일 것으로 보입니다. 선진국 지수가 신흥국 대비 부진한 상황이지만 이는 지수 구성 비중 상 IT, 금융의 기여도가 높기 때문으로 전통 시클리컬 업종의 강세는 이어질 것으로 예상합니다. 한국 주식의 경우 주도 업종 내의 순환매 속에서 주주총회 및 거버넌스 개선 정책 모멘텀에 주목할 필요가 있습니다. 신흥국 주식은 3월 중국 양회에서 발표될 GDP 목표치와 산업 정책이 모멘텀이 될 수 있을 것으로 기대합니다. 기준 금리의 경우 미국은 PCE 지표가 CPI 지표 대비 둔화 속도가 느리고 더딘 것으로 나타나 하반기 연준의 금리 인하 재개 전망을 유지합니다. 한국 또한 연내 기준금리 동결 의견을 유지하며 국고채 투자 심리는 대외 금리의 하락 및 기재부와 한은의 구두개입을 고려하면 최악의 상황은 지난 것으로 판단합니다.

[자산배분 의견표] 3월 애널리스트 의견과 전망

	-2	-1	0	+1	+2	애널리스트 의견
주식(Equity)				◈		- 상호관세 위법 판결에도 불구하고 트럼프 대통령의 관세 정책의 큰 틀은 변화하지 않을 것 - 지정학 리스크 상존하나 전면전으로의 확전보다는 실리적인 협상으로 유도할 것
선진국 주식			◈			- 지수 부진에도 불구하고 테크 대비 전통 시클리컬 업종의 상대적 강세에 업종 로테이션 진행 중 - 테크 내에서도 하드웨어와 소프트웨어의 차별화 당분간 불가피해 지수 상단은 제약적일 전망 - 추천 ETF: Global X US Infrastructure Development ETF(PAVE), SOL 미국AI전력인프라 (486450)
신흥국 주식				◈		- 중국 3월 전인대에서 15차5개년/GDP 목표치 발표에 따른 정책 기대감 유효 - 춘절 연휴에 따른 차익실현 매물이 일부 출회됐으나, 위안화 강세 및 4분기 실적이 가시화되면서 테크주 주목 - 추천 ETF: TIGER 차이나과창판STAR50(414780), Global X항셍고배당ETF(3110.HK)
한국 주식				◈		- 주도 업종 내에서의 순환매 지속 전망. 주주총회 및 거버넌스 개선 정책 모멘텀 주목 - 정책 모멘텀에 따른 중소형주 관심 타당하나 KOSDAQ 액티브 ETF 출시를 기점으로 선별적 접근 필요 - 추천 ETF: HANARO Fn K-반도체(395270), SOL 금융지주플러스고배당(484880)
채권(Fixed Income)				◈		(국채/FX전략) - 미국: 연방대법원의 트럼프 정부 상호관세 무효 판결은 실효관세율 하락 및 재정적자 소폭 악화요인으로 해석되며 중장기물 금리에 다소 부정적. CPI 대비 PCE 인플레이션 둔화세도 느리고 더딘 것으로 나타나 연준의 금리 인하는 하반기 재개 전망 유지 - 한국: 한은 금통위는 2월 기준금리 동결 및 당분간 동결 기조 지속 시사 예상. 최근 미국을 비롯하여 유럽, 일본, 호주 등 대외금리가 반락하였고 기재부와 한은의 구두개입으로 투자심리는 최악을 지나 개선. 현재 금리 레벨에서 신규 진입은 무난한 것으로 판단 - 외환(FX): 달러화는 추가 약세가 제한되며 96.5~98.0pt에서 주로 등락, 유로화와 엔화의 추가 강세도 주춤한 국면. 원화는 적정가치 및 주요 인덱스와의 괴리를 축소해가며 1,400원대 중반 이하로 점차 안정적인 흐름을 이어갈 것으로 예상 (크레딧전략) - 국채금리 불안으로 크레딧 투자심리 위축되며 연초 크레딧 강세 분위기 훼손 - 높아진 절대금리와 신용스프레드 수준을 고려할 때 캐리확보 유효하나, 시장금리 변동성을 감안하여 중단기물 크레딧 선호 - 추천섹터 또는 ETF: 미국 외 선진국 장기채, 미국채 및 관련 ETF(장기 보유시 환손실 예상), 국고채 및 크레딧채권 만기매칭형 ETF
선진국 투자등급				◈		
선진국 하이일드				◈		
신흥국 채권				◈		
대체자산			◈			(부동산/인프라) - 한국, 국민성장펀드 1호 투자처 '신안 우이 해상풍력' 투자 확정, 2.8조원 대주단 금융주선 성공적 완료, 국내 데이터센터/인프라/첨단설비 투자 가속화 - 글로벌 AI 인프라는 논란에도 불구하고 Capex 흐름 지속, NVIDA-CoreWeave 20억달러 지분투자, OpenAI펀딩 300억달러 투자 - 제이알글로벌리츠 유상증자 연기, 디앤디플랫폼리츠 세미콜론 문래 매각 지연 등 한국 리츠 AMC 다소 아쉬운 행보 - 추천 ETF: iShares Global Infrastructure ETF (IGF) (금) - 금 가격은 케빈 워시 미 연준 의장 후보 임명에 따른 차익실현 흐름으로 급락. 이후 이란발 지정학적 리스크 대두로 가격 반등하며 변동성 확대 - 달러 약세 기조와 미 금리 인하 전망 유효한 가운데, 지정학적 리스크 지속되며 가격 상승 전망 유지
현금자산	◈					- 국내 기준금리는 향후 1년 관점에서 동결 전망(연 2.50%) - CD, 코리보, 콜금리 등 무위험지표 금리는 2%대 중후반 수준. 다른 자산의 단기전망은 모두 중립 상회

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

I. 신영 생각

- 2월 자산시장 리뷰: 미래의 불확실성에 높아지는 변동성
- 미-중-일 관계 변화에 주목
- 밸류에이션으로는 싸지고 있는 KOSPI

[2월 자산시장 리뷰] 미래의 불확실성에 높아지는 변동성

- (주식시장) 글로벌 증시는 AI 버블 논란에 기술주 변동성 확대 및 시클리컬 업종 강세. 권역별로는 달러 약세 기조 연장에 따른 신흥국 우위 지속
- (채권시장) 미 채권금리는 케빈 워시발 충격 이후 안전자산 선호심리 강화되며 하락 출발. 이후 FOMC 의사록 내 금리 인상 시나리오 언급에 낙폭 축소
- (대체자산) 부동산/리츠 지수는 증시 변동성 확대에 배당 매력 부각되며 상승. 인프라 지수는 주요국 투자 계획 및 AI 인프라 투자 모멘텀 반영하며 강세
- (원자재) 국제 유가는 공급과잉 우려로 하락 출발했으나 미국-이란 리스크 상승에 급등. 귀금속은 케빈 워시 차기 연준 의장 지명 소식에 급락했으나 낙폭 과대 인식에 따른 매수세 유입되며 반등

2월 자산시장 리뷰

(단위: p, %, 02/26 종가 기준)

		price	MTD	3M	YTD	1Y	3Y
주식	DM	2,053.58	1.85	5.95	4.91	24.42	77.56
	EM	848.22	3.15	10.59	8.82	31.03	66.17
	미국	6,908.86	-0.43	0.87	0.93	16.00	74.02
	유럽	6,161.56	3.59	8.70	6.39	11.46	47.45
	일본	58,753.39	10.18	16.91	16.71	54.04	114.01
	중국	4,726.87	0.44	4.42	2.09	19.37	16.40
	홍콩	8,814.29	-5.40	-3.46	-1.12	0.24	31.49
	한국	6,307.27	20.73	60.63	49.67	138.81	160.24
채권	IG 채권	616.60	1.10	1.12	1.34	4.82	16.99
	HY 크레딧	698.83	0.55	2.10	1.31	9.14	37.33
	EM 채권	1,408.26	1.18	1.98	1.55	10.05	30.23
대체	인프라	3,961.80	6.55	10.76	11.80	28.68	46.87
	부동산/리츠	384.09	5.01	4.65	7.63	2.88	13.57
	CRB	310.03	-3.14	2.83	3.77	1.59	16.05
외환	달러인덱스	97.79	0.83	-1.67	-0.54	-8.10	-7.05
	원달러 환율	1,433.45	-0.53	-2.31	-0.44	0.00	9.87

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

[신영 생각 1] 미-중-일 관계 변화에 주목

급격한 대외 환경 변화 가능성에 주의

- 상호관세 위법 판결에도 불구하고 트럼프 대통령의 관세 정책의 큰 틀은 변화하지 않을 것
- 그럼에도 불구하고 3월말 시진핑 주석과의 만남을 앞두고 공격적인 스탠스를 취하기에는 부담스러운 상황
  -중간선거를 앞두고 지지율이 낮은 상황에서 미중 정상회담을 성사시키는 것이 중요하기 때문
  -중국은 최근 미국의 추가 관세 조치에 대한 반대 의견을 표명했으나 동시에 제6차 무역협상 가능성을 언급
  -다만, 두 정상 모두 '강한 이미지'가 핵심 지지 기반이라는 점에서 소득 없이 협상이 종료되는 시나리오도 가능
- 중-일 갈등은 연초보다 더 첨예해지는 흐름으로 동아시아 전반의 긴장감과 불확실성 확대 리스크 경계 필요
  -중국발 일본 도착 항공노선 축소나 중국의 일본 영화 상영 중단과 같은 상황이 현재까지도 이어지고 있음
  -지난 24일 중국은 미쓰비시중공업을 비롯한 20개의 일본 기업 및 기관 대상 수출 통제를 공식화

미국의 제301조 조사 결정에 관한 중국 상무부 입장

来源：商务部新闻办公室　　类型：原创　　分类：新闻　　2026-02-25 17:36

商务部新闻发言人就美国贸易代表格里尔针对中国履行中美第一阶段经贸协议情况301调查相关言论答记者问

问：近日，美国贸易代表格里尔表示，将继续推进对中国履行中美第一阶段经贸协议情况301调查，并可能采取关税措施。中方对此有何评论？

答：中方注意到美方有关言论。中美第一阶段经贸协议2020年初生效后，中方秉持契约精神，努力克服突如其来的疫情冲击及随之而来的供应链受阻、全球经济衰退等多重不利因素影响，认真履行协议义务，在加强知识产权保护、推动金融和农产品市场开放等方面已如期完成协议承诺，在扩大贸易合作方面也已充分履约。反观美方，对华加严出口管制、限制双向投资，持续升级经贸及其他领域打压限制措施，阻碍双边正常贸易和投资活动，违反协议精神，破坏协议执行的氛围与条件。有关是非曲直，中方已在2025年4月9日发布的《关于中美经贸关系若干问题的中方立场》白皮书中进行了全面、详细的阐述。

去年以来，中美双方先后举行5轮经贸磋商，取得一系列重要成果，就延长对等关税暂停期、农产品贸易、出口管制、减少投资限制等达成多项共识。在此过程中，双方就中美第一阶段经贸协议也进行了多次沟通。中方希望美方客观、理性看待第一阶段协议的实施问题，不要"甩锅推责"，更不要借机"生事""挑事"。中方愿与美方一道，以两国元首重要共识为指引，用好中美经贸磋商机制，着眼未来，聚焦落实双方现有经贸共识成果，积极挖掘双方利益契合点，共同"向前看"。如果美方执意推进相关调查，甚至以调查为由出台关税等限制性措施，中方将采取一切必要措施，坚决捍卫自身合法权益。

美국이 관련 조사를 강행하거나 이를 구실로 관세 부과와 같은 제한 조치를 도입하려 한다면 중국은 정당한 권익을 단호히 수호하기 위해 필요한 모든 조치를 취할 것

자료 : 중국 상무부

중-일 갈등 주요 이벤트 타임라인

날짜	세부 내용
2025.10	다카이치 사나에 일본 총리 취임 중일 정상회담 개최
2025.11	다카이치 일본 총리 "대만 유사시 집단자위권 행사 가능성" 언급 쉔젠 주오사카 중국 총영사 "죽음의 길" 평가 중국, 일본 여행 자제령 및 일본 유학 계획 신중 권고 중국, 일본 영화 상영 잠정 중단 중국, 일본산 수산물 수입 및 일본산 소고기 수입 재개 협의 중단
2025.12	중국, 오키나와 인근 해역 및 공역에서 군사 훈련 실시 중국, 일본 국적 연예인 공연 취소 및 중단
2026.01	중국, 이중용도 물자 일본 수출 금지 고이즈미 일본 방위상 오키나와 방문
2026.02	중국, 미쓰비시중공업 등 20개의 일본 기업 및 기관 수출 통제 공식화

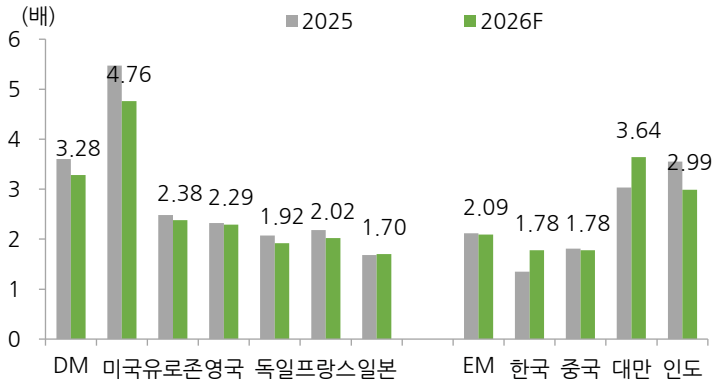
자료 : 언론종합, 신영증권 리서치센터 정리

[신영 생각 2] 밸류에이션으로는 싸지고 있는 KOSPI

지수보다 더 빠르게 상향 조정되고 있는 이익 추정치 때문

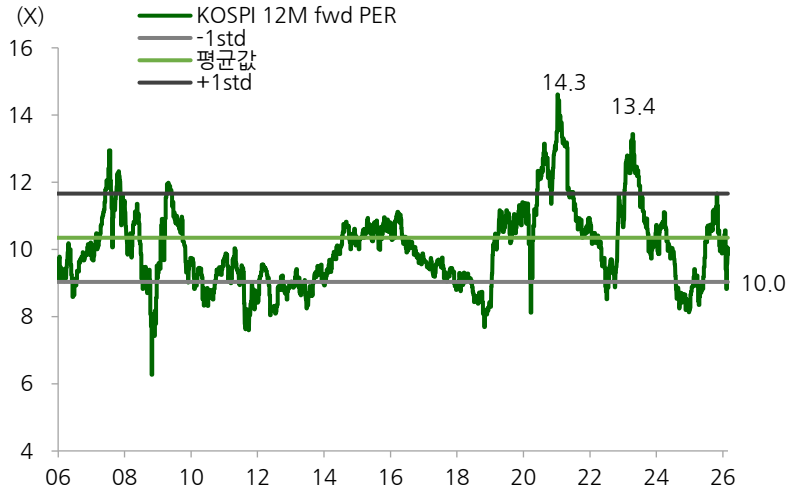
- 심리적으로 KOSPI 지수 레벨이 부담스러운 것은 사실이나 밸류에이션 지표는 그렇지 않은 상황
- 현재 KOSPI 12개월 선행 PER은 10.0배로 여전히 10년 평균치인 10.3배를 하회 중
- Bloomberg 기준 2026년 KOSPI PBR 전망치는 1.78배 → 주요국 중 가장 많이 증가했으나 상대적으로는 여전히 낮은 수준

주요 증시 PBR 비교



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

KOSPI 12개월 선행 PER 추이



자료 : 에프앤가이드(FnGuide), 신영증권 리서치센터

KOSPI 12개월 선행 PBR 추이

자료 : 에프앤가이드(FnGuide), 신영증권 리서치센터

II. 자산군별 전망

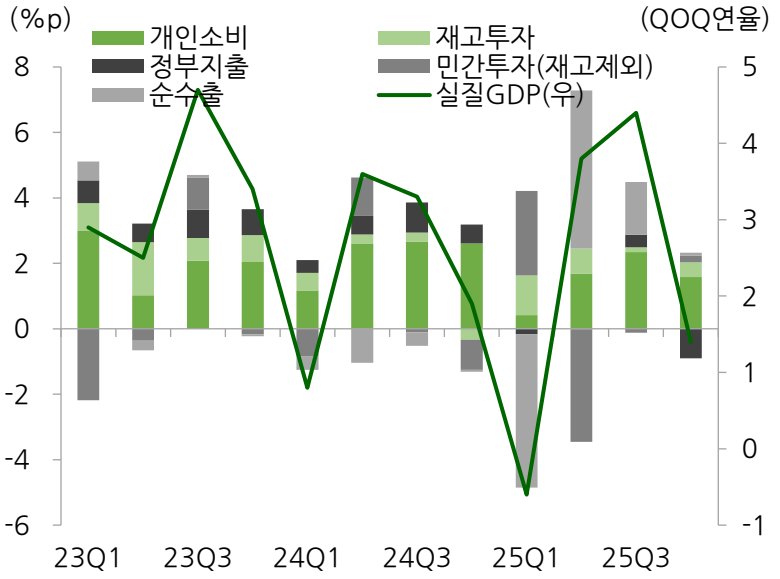
- 미국 채권 / 한국 채권 / 외환 / 크레딧 채권
- 미국 주식 / 한국 주식 / 중국 주식
- 부동산 / 인프라 / 금 / ESG

[미국채권] 미국 경제와 워시 연준 의장 지명

미국 경기 4분기 둔화 이후 반등 예상, 워시 지명은 중장기 영향

- 미국 실질 GDP성장률은 4분기 연방정부 셧다운 영향으로 전분기비연율 1.4%로 둔화. 정부지출 감소 전환, 순수출과 개인소비 성장기여도 축소. 민간투자는 증가 폭 확대하며 견조한 모습
- 미국 내 수요의 점진적 둔화, AI 투자가 다른 부문의 투자를 대체하고 있을 가능성. 올해 1분기 실질 GDP성장률은 연방정부 지출 정상화, 감세안(OBBBA)의 내수부양 효과, AI 자본지출 호조세로 2%대로 반등 예상
- 워시 차기 연준 의장 지명. 하반기 금리 인하 재개가 예상되며 대차대조표 축소는 중장기적인 영향 전망
- 결론 : 미국 경제는 대체로 견조한 흐름 지속하며 1분기 성장률 회복 전망. 워시는 금리 인하+대차대조표 축소 주장

미국 GDP 부문별 성장 기여도



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

명목 GDP 대비 지준 비율 추이

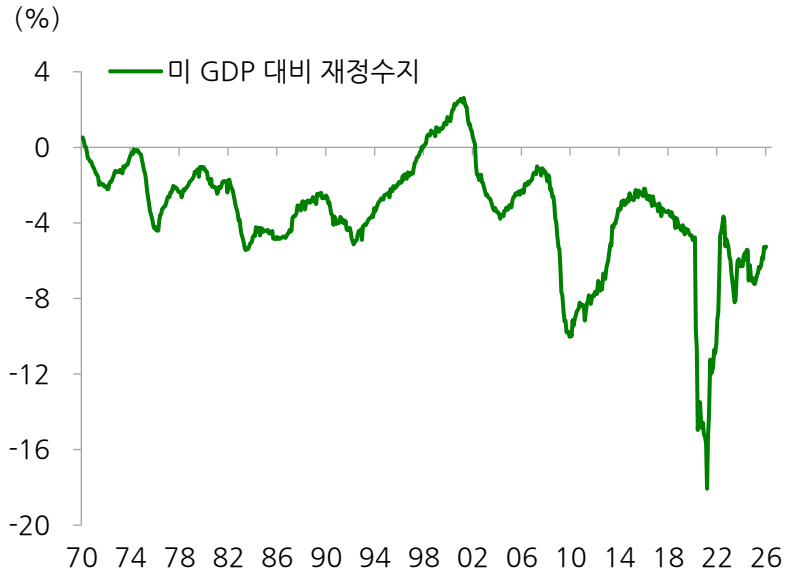
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

[미국채권] 연방대법원 상호관세 위법 판결

연방대법원의 IEEPA 기반 상호관세 위법 판결의 영향과 전망

- 미국 연방대법원은 국제비상경제권한법(IEEPA)에 기반한 상호관세 부과를 위법으로 판결. 트럼프는 무역법 제122조에 근거해 전세계 10% 관세를 부과하고(하루 뒤 15%로 인상), 제301조에 근거한 선행조사 착수
- 관련 영향과 전망: 1) 기존 관세정책은 다소 약화 불가피 2) 실효관세율 하락, 재정적자 소폭 확대 가능성 3) 기존의 국정운영 방식 제약, 11월 중간선거 패배 시 정책 모멘텀 약화 예상 4) 성장과 물가에 당장 미치는 영향은 제한적
- 미국채 중장기물과 달러화 가치에 양방향적인 영향, 약보합 우위 재료로 판단
- 결론 : IEEPA 기반 상호관세 대비 대체 가능 조항은 한계점 존재. 중간선거 패배 시 정책 모멘텀 약화 예상

미국 연방정부 재정적자 추이



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

IEEPA 기반 상호관세 대체 가능 법조항 주요 내용

구분	관련 조항	관세 부과 사유	조사 필요 여부	기간 제한	관세율 제한
무역 확장법	제232조	국가 안보에 대한 위협 (적용 범위 제한적)	필요 (상무부)	없음	없음
무역법	제122조	대규모 무역적자 및 달러화 약세압력 확대(광범위한 관세 부과 가능)	불필요	150일 (의회 승인 시 연장 가능)	15%
	제201조	국내 산업에 대한 피해	필요 (국제무역위원회)	4년 (최대 8년까지 연장 가능)	50% 인상 (1년 후 단계적 인하 필요)
	제301조	미국 기업에 대한 차별 또는 무역협정에 따른 권리 침해(불공정 무역 관행)	필요 (미 무역대표부)	4년 (기간 제한 없이 연장 가능)	없음
관세법	제338조	미국 상거래에 대한 차별 (내용 모호, 적용사례 무)	불필요	없음	50%

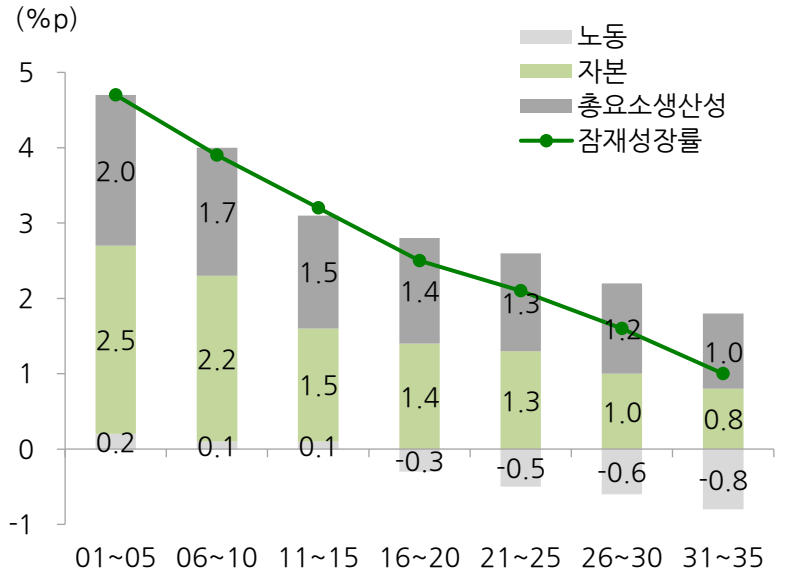
자료 : Bloomberg, CBO, 신영증권 리서치센터

[한국채권] 2월 금통위와 경제전망

기준금리 동결 기조 장기화, 경제전망은 상향 조정

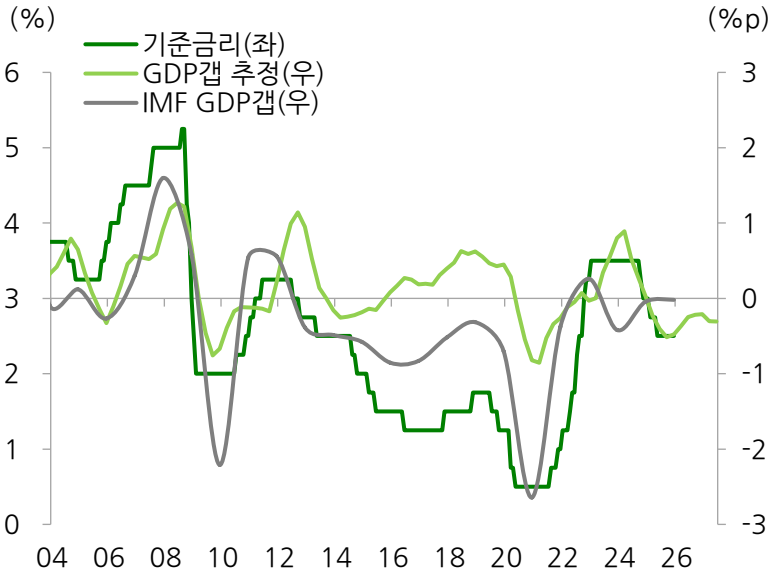
- 2월 금통위는 기준금리 만장일치 동결(연 2.50%). 경제 성장세는 개선되고 있으나 수도권 부동산시장과 외환시장 경계를 이어가며 통화정책 관망 기조 지속
- 성장률 올해 1.8→2.0% 상향, 내년 1.9→1.8% 하향 조정. 물가는 올해 2.1→2.2% 상향, 내년 2.0% 유지
- 포워드 가이던스 3개월에서 6개월로 확장, 분기 1회(2, 5, 8, 11월) 금통위원 1인당 3개의 점(총 21개)으로 제시. 금번 최초 점도표에서는 2.75%(1개) : 2.50%(16개) : 2.25%(4개)
- 결론 : 연말까지 GDP갭 (-) 폭 해소 어려워 금리 동결 지속 바람직. 다만 전망의 리스크는 내년 상반기 인상 가능성

잠재성장률과 요인별 성장기여도



자료 : 현대경제연구원, 신영증권 리서치센터

한은 기준금리와 GDP갭 추정



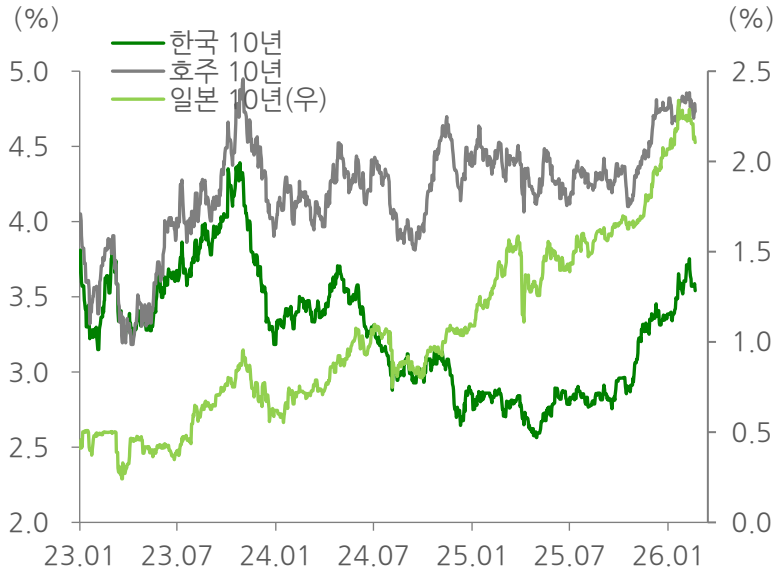
주 : 2026년 1분기 이후 성장률은 블룸버그 컨센서스 사용
자료 : 한국은행, 현대경제연구원, IMF, 신영증권 리서치센터

[한국채권] 국고채 금리

대외금리 상승 부담 완화, 국고채 장기물 투자 메리트 존재

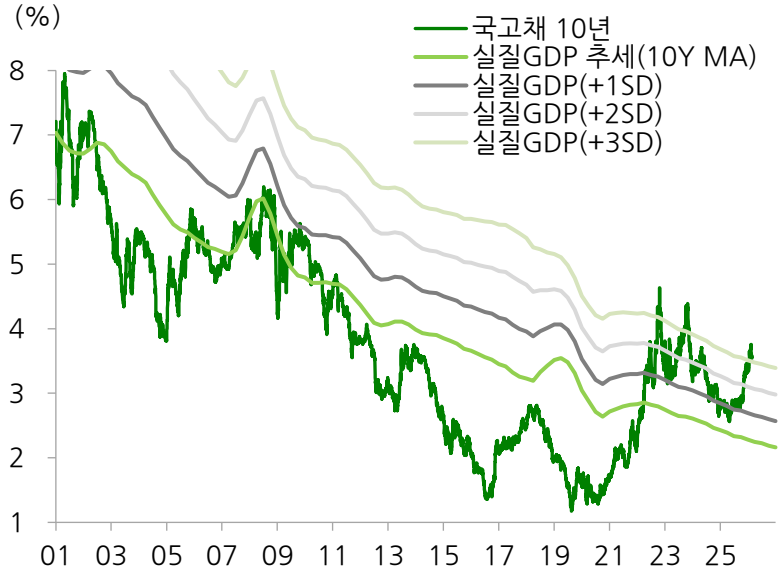
- 미국 뿐만 아니라 유럽, 일본, 호주 국채 장기금리 상승세 둔화되며 최근 일정수준 반락. 주요 7개국 국채 금리 감안한 국고채 10년물의 적정 상대가치는 지난달 기준 3.46% 수준
- 실질GDP 성장률의 장기 추세를 감안한 10년물 금리 적정 레벨은 2026년말 기준 +2SD(2.98%)~+3SD(3.39%). 반면, 실질GDP 성장률+CPI 상승률의 장기 추세를 감안한 적정 레벨은 -2SD(3.43%)~-1SD(3.89%)
- 성장+물가의 중단기 추세(12Q)를 감안한 10년물 금리 상단은 연말 기준 3.55%
- 결론 : 대외금리 상승압력 완화, 4월부터 WGBI 패시브 자금 유입 기대. 장기물 금리 레벨은 신규 진입에 우호적

한국, 호주, 일본 국채 10년물 금리 추이



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

국고채 10년물 금리와 성장의 장기 추세



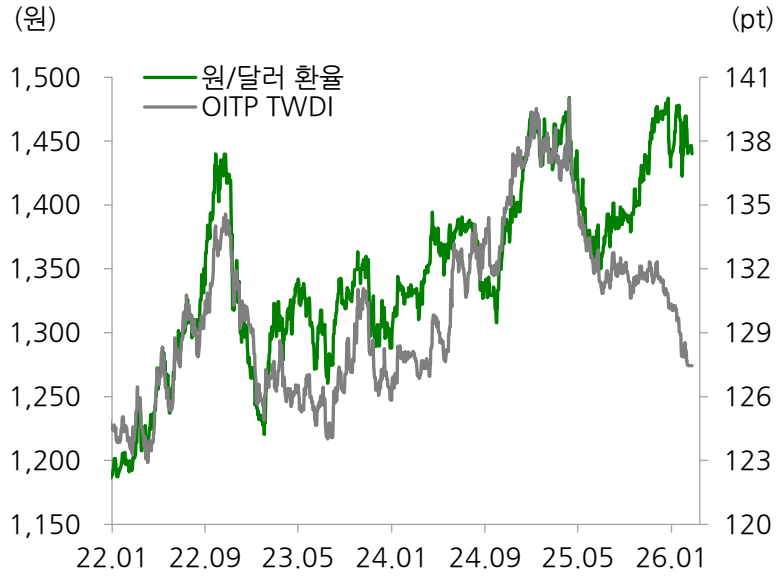
주 : 2026년 1분기 이후는 컨센서스, 추세는 과거 9.5년+미래 0.5년 MA 기준
자료 : 한국은행, 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

[외환] 원/달러 환율

미-일 공조 움직임에 엔화 강세 전환, 원/달러 환율도 반락

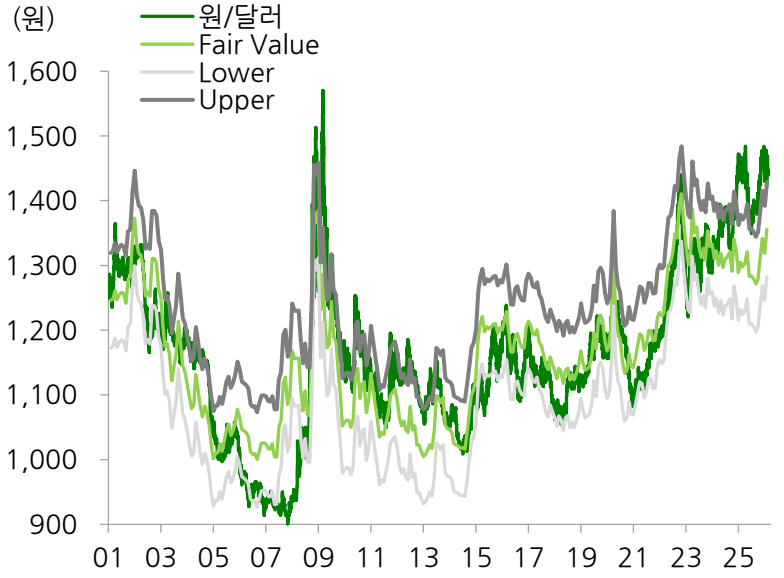
- 주요 선진국 6개국의 상대가치인 달러인덱스 뿐만 아니라 무역가중 달러인덱스(TWDI) 기준으로 보면 1,300원 하회도 가능, 신흥국 통화(OITP) 대비 지수 기준으로도 원화는 뚜렷한 저평가 국면
- 달러인덱스 6개국 + 한국과 연관성 높은 6개국으로 추정한 적정 상대가치 상단 1,340원. 주요 금융변수를 통한 원/달러 환율 적정레벨 상단은 1,429원 수준
- 당국의 외환시장 안정 위한 전방위적인 수급 대책 지속, 최근 다카이치 총리 발 엔화 약세 재개는 다소 부담
- 결론 : 주요 인덱스와 적정 가치와의 괴리 축소, 당분간 1,400원대 초반 등락 및 추가 하락 시도 우위 흐름 예상

OITP 무역가중 달러인덱스와 원/달러 환율



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

주요 금융변수를 통한 원/달러 환율 적정레벨 추정



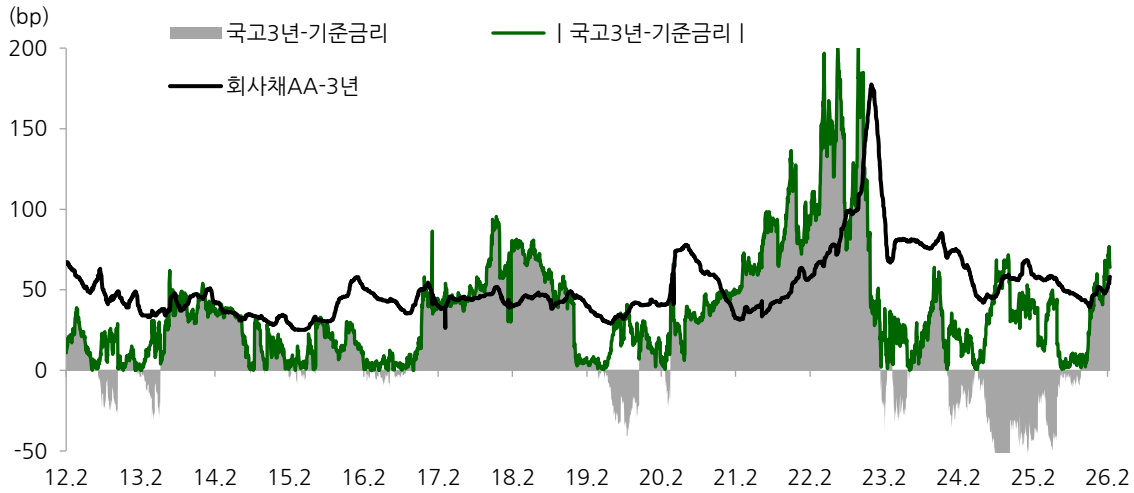
주 : 달러인덱스, 한미금리차, KOSPI지수, WTI, MOVE지수, BEI 10년 사용
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

[크레딧 채권] 중단기 크레딧 분할매수 유효

시장금리의 극단적 변동성이 점차 줄어들 것으로 전망

- 국채금리의 상방 변동성이 급격히 커지면서 신용스프레드가 단기간 확대됨
- 하지만 정부의 개입과 4월 이후 WGBI 자금유입을 고려할 때 국채금리 변동성이 점차 누그러질 것으로 전망
- 시장금리 반등 및 신용스프레드 확대 시 중단기물 크레딧 위주로 분할매수 전략이 유효

국채금리 변동성과 신용스프레드 상관관계 추이



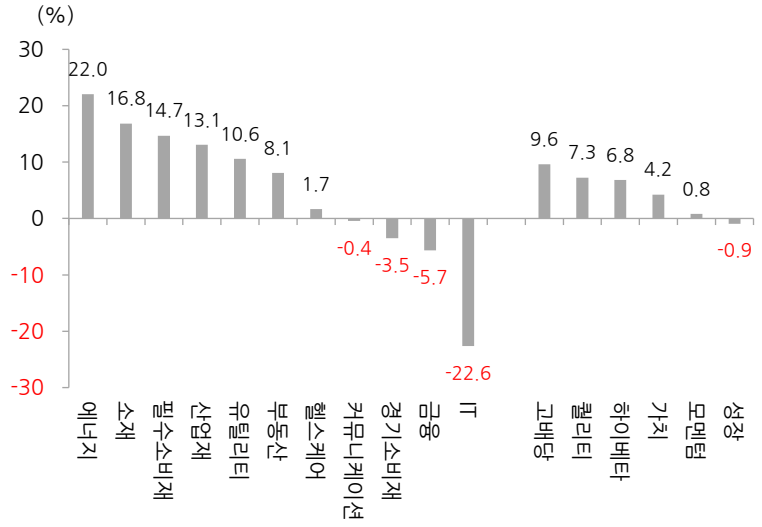
자료 : Infomax, 신영증권 리서치센터

[미국 주식] 둔화된 이익 모멘텀 시그널

실적 발표 서프라이즈가 필요한 시점

- 지수 부진에도 불구하고 테크 대비 전통 시클리컬 업종의 상대적 강세에 업종 로테이션 진행 중
- 다만, 업종별 지수 구성 비중을 고려했을 때 지수 상단은 제약적일 전망
- -S&P500 지수 업종별 구성 비중: IT(33.4%), 금융(12.5%), 커뮤니케이션(10.4%), 경기소비재(9.9%),헬스케어(9.6%), 산업재(9.1%), 필수소비재(5.3%), 에너지(3.4%), 유틸리티(2.4%), 소재(2.1%), 부동산(2.0%)
- 특히 IT 내에서도 하드웨어와 소프트웨어의 주가 차별화가 당분간 불가피한 상황
- 결론: 당분간 박스권 내 제한적인 움직임 예상하나 약세장으로의 추세 전환은 아니라는 판단

S&P500 업종, 스타일별 연초대비 수익률 비교



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

미국 시장 전체 이익 모멘텀은 개선 흐름

	01.27	02.03	02.10	02.17	02.24
미국 전체	-0.17	-0.11	0.25	0.22	0.31
에너지	-5.41	-6.30	-5.56	-4.14	-4.29
소재	0.88	1.24	1.24	0.72	1.25
산업재	-0.18	-0.51	-0.79	-0.45	-0.43
경기소비재	0.16	0.38	0.56	-0.57	-0.79
필수소비재	-0.07	-0.09	-0.05	-0.03	-0.22
헬스케어	-1.97	-1.89	-1.15	-0.78	-0.99
금융	0.78	0.78	0.76	0.50	0.46
IT	0.58	0.68	1.40	1.38	1.91
커뮤니케이션	-0.31	0.11	0.50	0.43	0.42
유틸리티	0.02	0.08	0.21	0.15	0.25
부동산	-1.13	-0.53	-1.41	-0.87	-2.39

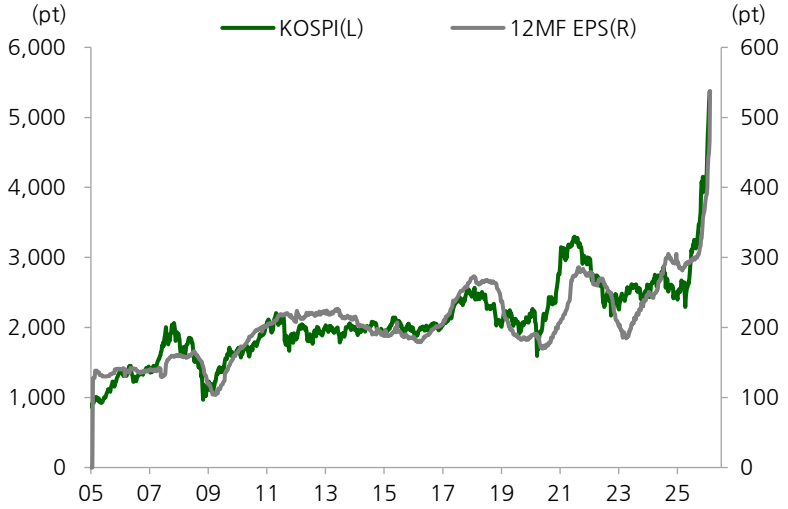
자료 : LSEG, 신영증권 리서치센터

[한국 주식] KOSPI 6,000pt 그 이후

놀랍게도 PER은 내려오고 있는 상황

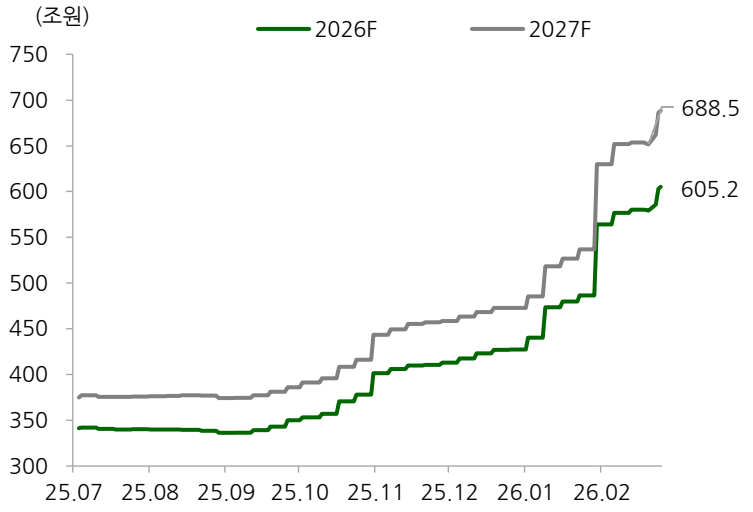
- KOSPI 지수가 6,000pt를 달성한 만큼 높아진 차익실현 압력에 추후 지수 조정 장세 전망
- 그러나 이는 추세 훼손보다는 기술적·심리적 부담에 기인한 숨 고르기에 가까울 것
- 2026년과 2027년 KOSPI 전체 영업이익 추정치 각각 605.2조원, 688.5조원으로 연초대비 +41.6%, +45.6% 상향된 수치 → 현재까지의 KOPSI 강세는 이익 모멘텀 상향 조정만으로도 충분히 설명히 가능한 수준이라는 의미
- 메모리 반도체는 실제로 이익 추정치의 둔화가 관측되기 전까지는 사이클 정점을 우려할 단계는 아니라 판단
- 결론: 현재 KOSPI의 레벨은 이익 모멘텀 확장의 속도로 설명이 가능하다는 점에서 3월은 대내 모멘텀 소멸보다는 급격한 대외 환경 변화에 대한 경계가 필요한 시점으로 판단

KOSPI 지수 및 12개월 선행 EPS 추이: 펀더멘탈 장세임을 의미



자료 : LSEG, 신영증권 리서치센터

2026F, 2027F KOSPI 상장사 영업이익 추정치 추이



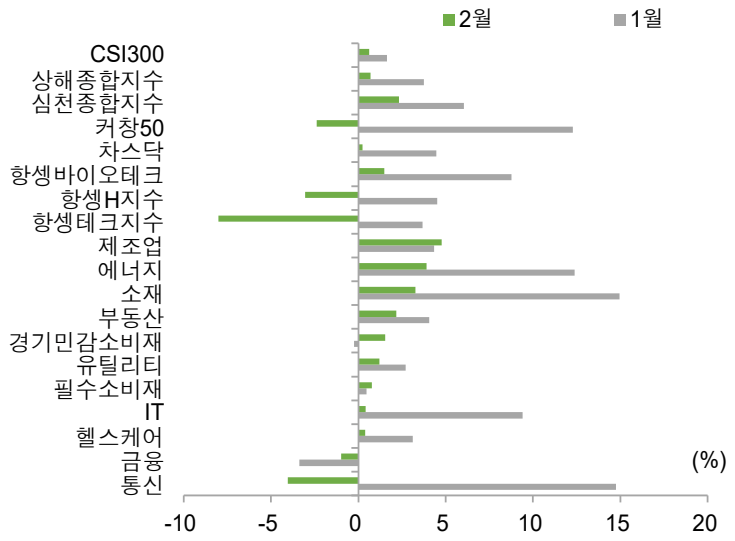
자료 : 에프앤가이드(FnGuide), 신영증권 리서치센터

[중국 주식] 중국 3월 전인대, 2가지 관전 포인트

중국 경기 방어를 위한 내수 및 첨단기술산업 정책 강화

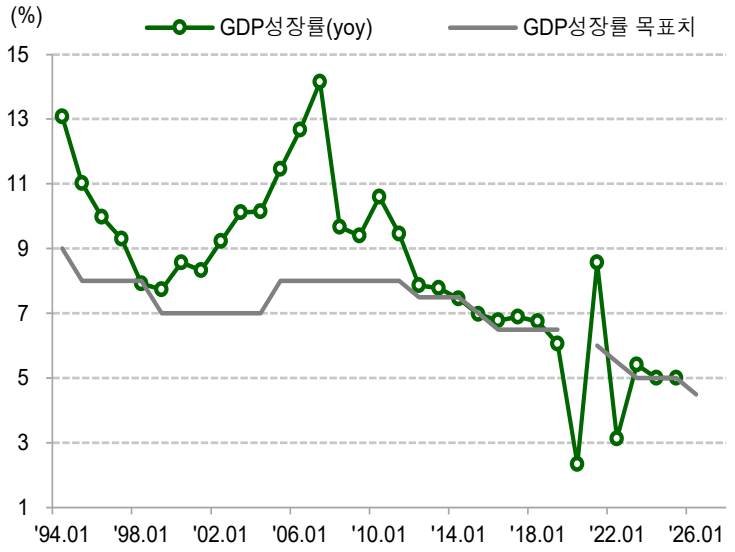
- 2월 상해종합지수 +0.7% (CSI300지수 +0.6%, 항셍H지수 -3.0%, 2월 25일 기준).
- 2월 중국 증시는 금, 탄산리튬 등 가격 상승으로 소재주 강세
- 오는 3월 5일 전인대 개최 예정으로 2026년 GDP성장률 목표치 및 내수 부양정책 주목
- 특히 2026년 GDP성장률 목표치 4.5%~5%조정 여부 주목(2025년 5% 목표치)
- 3월 중국 증시는 전인대 개최 전후로 내수 및 첨단기술산업 정책 부양 기대감에 상승세 지속 예상

2월 중국 증시, 에너지/소재 업종 중심으로 상승세 지속



주: 2월 수익률=2월1일~25일 기준
자료 : Wind, 신영증권 리서치센터

2026년 GDP성장률 목표치 4.5%~5%조정 여부 주목



자료 : Wind, 신영증권 리서치센터

[부동산/인프라] 강화되는 인프라 자금 유입

인프라 투자 자금 유입에 섹터 수혜 확장

- 지난 12월에 출범한 국민성장펀드의 1호 투자처는 '신안 우이 해상풍력 발전사업'으로, 첨단전략산업 기금이 7500억원 선·후순위 대출로 지원을 결정한 이후, 2월 12일, 총 2조8900억원에 달하는 금융주선이 성공적으로 마무리
- 미국 상장 리츠 섹터 가운데 2025년 4분기 데이터센터가 모든 부동산 섹터 중 가장 큰 분기별 상승 폭(1.2%p) 기록, AI 및 클라우드 수요에 힘입어 데이터센터와 통신 같은 디지털 인프라 섹터에 강력한 확신 보유 중
- 브룩필드의 AI 인프라 펀드(목표 100억달러) 추진에 더해, EPFR 기준 Pure Infrastructure Sector Funds 29주 연속 순유입(누적 76억달러)이 확인되며 인프라 자금 유입 강화가 재차 확인됨
- 개별 종목 선별 부담을 줄이면서도 글로벌 인프라 자산에 분산 노출할 수 있는 iShares Global Infrastructure ETF(IGF)가 코어 대안이 될 수 있음(글로벌 75개 인프라 기업으로 구성된 S&P Global Infrastructure Index 추종)

국민성장펀드 개요

【국민성장펀드 산업별 배분안 (예시)[1]】

구분(단위 : 조원)	투자중심 지원		인프라투융자	초저리대출	합계
	직접지분	간접투자			
AI	4.0	6.0	10.0	10.0	30.0
반도체	1.6	4.3	40.0[2]	15.0	20.9
이차전지	1.3	4.1		2.5	7.9
디스플레이	0.5	1.1		1.0	2.6
바이오·백신	1.4	2.7		7.5	11.6
수소·연료전지	0.8	1.3		1.0	3.1
항공우주·방산	1.1	1.5		1.0	3.6
모빌리티	0.9	4.5		10.0	15.4
원자력·핵융합	1.4	0.8		0.5	2.7
미디어·콘텐츠	1.4	2.7		1.0	5.1
로봇	0.6	1.0		0.5	2.1
합 계	15.0	35.0[2] (국민참여포함)	50.0	50.0	150.0
(재원)	기금 25(마중물) + 민간 75 + 재정 5조원(뒷받침)			기금 50조원	150조원

자료 : 금융위원회, 신영증권 리서치센터

재차 상승하는 데이터센터 비중(미국 액티브 펀드 섹터별 비중)

Property Sector	2024:Q4	2025:Q1	2025:Q2	2025:Q3	2025:Q4
Data Centers	13.1%	10.5%	11.7%	11.4%	12.5%
Diversified	0.2%	0.2%	0.0%	0.2%	0.2%
Gaming	3.1%	2.8%	2.3%	2.1%	1.3%
Health Care	14.5%	15.9%	15.4%	17.8%	18.9%
Industrial	10.2%	10.0%	9.4%	9.4%	9.7%
Lodging/Resorts	1.7%	1.3%	1.7%	2.0%	2.2%
Office	2.1%	2.3%	3.4%	3.9%	3.4%
Residential	16.7%	16.9%	15.7%	14.6%	13.4%
Retail	13.5%	11.9%	12.1%	12.1%	11.8%
Self-Storage	5.9%	6.9%	6.5%	6.2%	6.1%
Specialty	3.2%	2.8%	3.4%	3.9%	4.2%
Telecommunications	13.3%	16.0%	16.1%	14.5%	14.1%
Timberland	2.4%	2.5%	2.3%	1.9%	2.1%

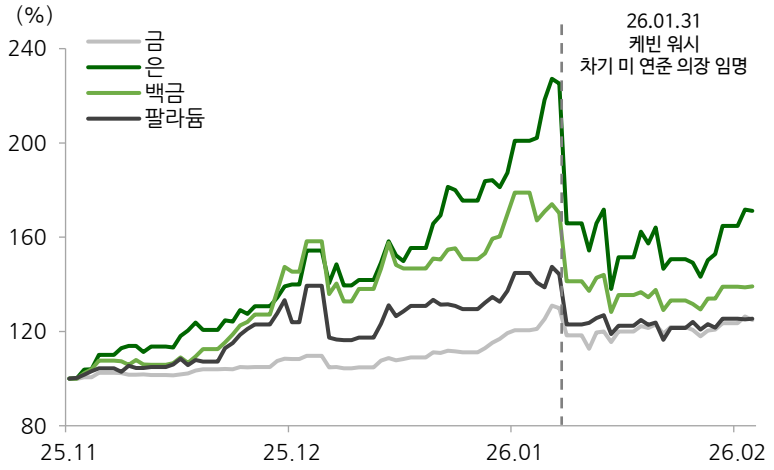
자료 : Nareits, 신영증권 리서치센터

[금] 관세 불확실성 부각 속 금 가격 상승 전망

안전자산 선호심리 확대되며 금 가격 상승 지지

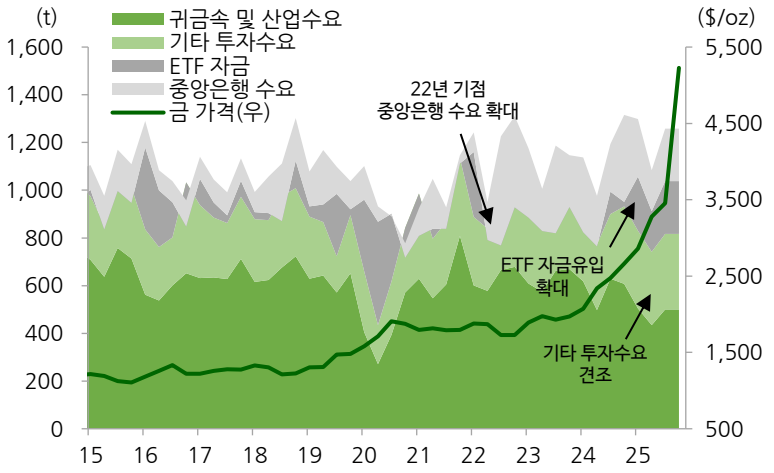
- 금 가격은 케빈 워시의 차기 미 연준 의장 지명으로 디베이스먼트 트레이드 기조 붕괴 및 차익 실현 흐름 나타나며 급락. 이후 낙폭 과대 인식에 따른 매수세 유입에 이어 이란발 지정학적 리스크 대두로 안전자산 선호심리 부각되며 5,000달러선 회복
- 최근 미 상호관세 위법 판결으로 당분간 관세 정책 불확실성 확대될 전망. 또한 관세 수입 감소 및 관세 환급 가능성에 따른 재정적자 심화 우려는 달러 약세 재료로, 금 가격 상승을 지지하는 요인으로 작용
- 결론: 관세 정책과 지정학적 리스크 등 글로벌 불확실성 확대에 따른 안전자산 선호심리 확대는 금 가격 상승 요인. 연내 미 금리 인하 기대감 이어지는 가운데 ETF 자금 유입, 중앙은행 투자 수요 지속에 따른 가격 상승 전망 유지

주요 귀금속 수익률 추이



주: 수익률은 2025-11-23 기준
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

금 수요 및 가격 추이



주: 금 수요는 분기별 자료. 금 가격은 2026-02-23 기준
자료 : World Gold Council, .Bloomberg, 신영증권 리서치센터

[ESG] 대한민국 증시 2.0의 시작을 알리게 될 2025-26 주주 총회 시즌

상법 개정 + 스튜어드십코드 이행 점검 + 행동주의 펀드 활동 강화 → 증시 레벨 업 이끌 것

- 수차례의 상법 개정으로 코리아 디스카운트 해소와 전체 주주의 가치와 권익 강화 가져올 것
  : 주주 환원 확대 및 투자자 신뢰 회복을 목표로 배당 확대 압력 ↑
- 올해부터 정부의 스튜어드십코드 이행점검이 본격화 되기 때문에 기관투자자들의 주주활동이 활발하게 나타날 것
- 우호적인 환경 속에 주주행동주의 펀드의 활동은 단순히 배당 확대뿐만 아니라 더 나아가 지배구조의 변화를 요구하는 다양한 주주제안 등이 제시될 것 → 일부 개정 상법 시행 전 이를 방어하기 위한 기업의 활동도 나타날 수 있어
- 결론: 상법 개정 + 기관의 스튜어드십코드 이행 활동 ↑ + 주주행동주의 펀드 활동 강화 → 2025-26 정기주주총회에 다양한 주주 활동이 나타날 것 → 코리아 디스카운트 해소와 함께 대한민국 증시 2.0으로의 레벨 업을 이끌 것

상법 주요 개정 내역

시행일	구분	주요내용
2025. 07.22	이사의 충실의무 확대	- 이사가 회사뿐만 아니라 총주주의 이익을 보호하고, 전체 주주의 이익을 공평하게 대우하도록 충실의무 대상을 주주까지 확대함
2026. 07.23	독립이사 제도	- 사외이사의 독립성을 강조하고 업무집행 감독기능을 강화하기 위하여 상장회사가 선임하는 사외이사의 명칭을 독립이사로 변경함 - 일반 상장회사는 이사 총수의 3분의 1 이상이 되도록 독립이사를 선임해야 하며, 대규모 상장회사는 독립이사를 3명 이상 선임함과 동시에 독립이사가 이사 총수의 과반이 되도록 구성해야 함
	3% Rule 강화	- 대규모 상장회사가 설치하는 감사위원회의 위원(또는 상장회사의 감사)을 선임·해임하는 안건에 대해 최대주주는 항상 특수관계인 등이 소유한 지분을 합산하여 최대 3%까지만 의결권을 행사하도록 제한함
2026. 09.10.	분리선출 감사위원 증원	- 대규모 상장회사가 설치하는 감사위원회의 위원 중 의무적으로 분리선출해야 하는 감사위원을 최소 1명에서 2명으로 증원함
	집중투표제 의무화	- 대규모 상장회사는 정관으로 집중투표제를 배제할 수 없도록 의무화함
2027. 01.01.	전자주주총회 의무화	- 일반 상장회사는 정관으로 달리 정하지 않는 한 이사회 결의로 전자주주총회를 개최할 수 있게 되었으며, 대규모 상장회사는 소집지 출석과 전자주주총회 출석을 모두 직접 출석으로 간주하는 현장 병행형 전자주주총회를 의무적으로 개최하여야 함
공포시 즉시	자기주식 소각 의무화 등	- 자기주식을 교환 또는 상환 대상으로 하는 사채의 발행 등을 금지함 - 보유한 자기주식은 원칙적으로 소각해야 하며, 예외적으로 보유· 처분 시 이사회는 자기주식보유처분계획서를 매년 주주총회에서 승인 받아야 함

자료: 법제처, KCGS, 신영증권 리서치센터

최근 3년 상장사 정기주총 안건 유형별 주주제안 건수/비중

안건 유형*	2023년	2024년	2025년
이사 및 감사(위원) 선임*	54(39.7%)	51(38.6%)	50(32.7%)
정관 변경	29(21.3%)	24(18.2%)	51(33.3%)
주주환원	39(28.7%)	30(22.7%)	25(16.3%)
이사 및 감사 보수한도	7(5.1%)	8(6.1%)	2(1.3%)
이사 및 감사 해임*	3(2.2%)	6(4.5%)	5(3.3%)
기타	4(2.9%)	13(9.8%)	20(13.1%)
계	136	132	153

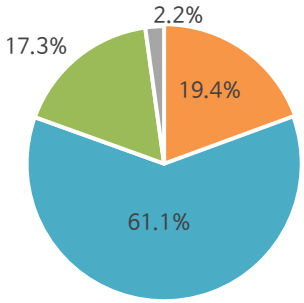
* 사내이사(기타비상무이사 포함)·사외이사·감사(위원) 선임 및 해임 안건 수는 동일 기업에서 복수 안건이 상정되더라도 유형별로 1건만 집계하되, 추천 주체가 상이한 경우에는 별도 안건으로 분리하여 집계함

자료 : KCGS, 신영증권 리서치센터

Ⅲ. 26.1분기 자산배분 의견

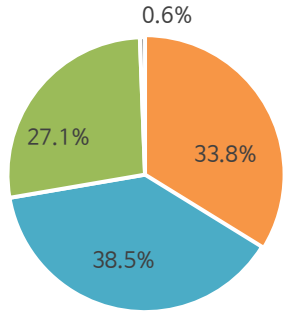
[4가지 고객 유형별] 2026 SAA 자산배분 비중

안정추구형



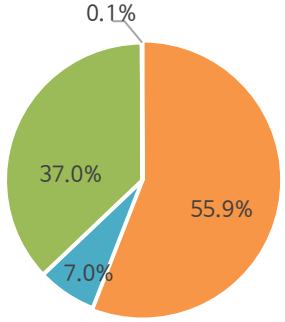
		향후 5년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	SAA
주식	DM	8.0	20.0	8.9
	한국	7.5	22.5	6.6
	EM	7.0	22.0	3.9
주식합계				19.4
채권	IG	3.9	3.2	39.7
	HY	6.3	7.2	17.1
	EM	5.3	8.3	4.3
채권합계				61.1
대체자산		7.9	26.0	17.3
현금		2.5	0.0	2.2
기대값		5.8	11.5	100.0

위험중립형



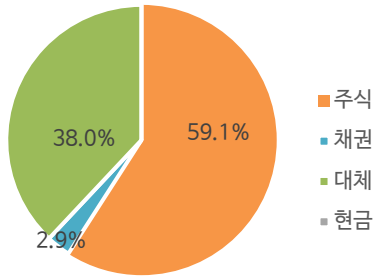
		향후 5년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	SAA
주식	DM	8.0	20.0	15.5
	한국	7.5	22.5	11.5
	EM	7.0	22.0	6.8
주식합계				33.8
채권	IG	3.9	3.2	25.0
	HY	6.3	7.2	10.8
	EM	5.3	8.3	2.7
채권합계				38.5
대체자산		7.9	26.0	27.1
현금		2.5	0.0	0.6
기대값		6.5	16.0	100.0

적극투자형



		향후 5년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	SAA
주식	DM	8.0	20.0	25.7
	한국	7.5	22.5	19.0
	EM	7.0	22.0	11.2
주식합계				55.9
채권	IG	3.9	3.2	4.6
	HY	6.3	7.2	2.0
	EM	5.3	8.3	0.4
채권합계				7.0
대체자산		7.9	26.0	37.0
현금		2.5	0.0	0.1
기대값		7.5	21.8	100.0

공격투자형

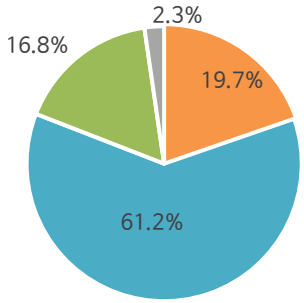


		향후 5년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	SAA
주식	DM	8.0	20.0	27.1
	한국	7.5	22.5	20.2
	EM	7.0	22.0	11.8
주식합계				59.1
채권	IG	3.9	3.2	1.9
	HY	6.3	7.2	0.8
	EM	5.3	8.3	0.2
채권합계				2.9
대체자산		7.9	26.0	38.0
현금		2.5	0.0	0.0
기대값		7.6	22.6	100.0

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

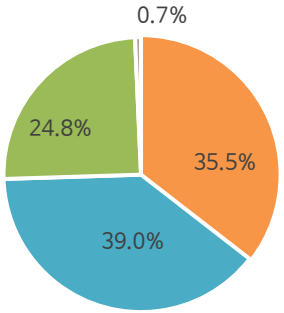
[4가지 고객 유형별] 2026-1Q TAA 자산배분 비중

안정추구형



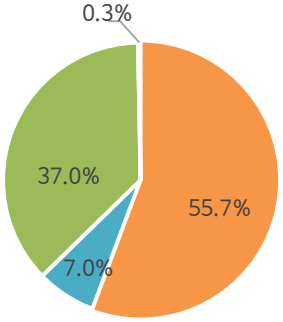
		향후 1년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	TAA
주식	DM	8.3	23.5	8.7
	한국	8.0	24.0	7.0
	EM	7.4	28.0	4.0
주식합계				19.7
채권	IG	4.1	4.3	39.8
	HY	6.4	8.5	16.5
	EM	5.5	7.6	4.9
채권합계				61.2
대체자산		7.4	25.0	16.8
현금		2.6	0.0	2.3
기대값		5.8	12.5	100.0

위험중립형



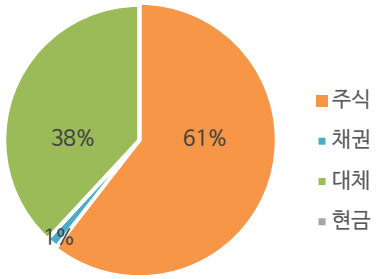
		향후 1년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	TAA
주식	DM	8.3	23.5	15.7
	한국	8.0	24.0	12.7
	EM	7.4	28.0	7.1
주식합계				35.5
채권	IG	4.1	4.3	25.4
	HY	6.4	8.5	10.5
	EM	5.5	7.6	3.1
채권합계				39.0
대체자산		7.4	25.0	24.8
현금		2.6	0.0	0.7
기대값		6.6	17.1	100.0

적극투자형



		향후 1년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	TAA
주식	DM	8.3	23.5	24.5
	한국	8.0	24.0	19.9
	EM	7.4	28.0	11.3
주식합계				55.7
채권	IG	4.1	4.3	4.5
	HY	6.4	8.5	1.9
	EM	5.5	7.6	0.6
채권합계				7.0
대체자산		7.4	25.0	37.0
현금		2.6	0.0	0.3
기대값		7.5	23.3	100.0

공격투자형



		향후 1년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	TAA
주식	DM	8.3	23.5	26.6
	한국	8.0	24.0	21.6
	EM	7.4	28.0	12.3
주식합계				60.5
채권	IG	4.1	4.3	0.9
	HY	6.4	8.5	0.4
	EM	5.5	7.6	0.1
채권합계				1.4
대체자산		7.4	25.0	38.1
현금		2.6	0.0	0.0
기대값		7.7	24.5	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] 2025 SAA 대비 2026 SAA 비중 변화

자산군	안정추구형	위험중립형	적극투자형	공격투자형
채권(Fixed Income)	**-5.0%p**	**-10.9%p**	**-6.6%p**	**-1.1%p**
선진국 투자등급 채권	-2.7%p	-6.7%p	-4.1%p	-0.7%p
선진국 하이일드 채권	-1.3%p	-3.0%p	-1.8%p	-0.3%p
신흥국 채권	-1.0%p	-1.3%p	-0.7%p	-0.1%p
주식(Equity)	**2.5%p**	**6.3%p**	**5.6%p**	**0.0%p**
선진국 주식	1.5%p	3.4%p	3.5%p	1.1%p
한국 주식	-0.5%p	-0.1%p	-2.1%p	-4.6%p
한국 제외 신흥국 주식	1.5%p	3.0%p	4.2%p	3.5%p
대체(Alternatives)	**3.1%p**	**4.8%p**	**1.0%p**	**1.1%p**
현금(MMF 등)	**-0.6%p**	**-0.2%**	**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

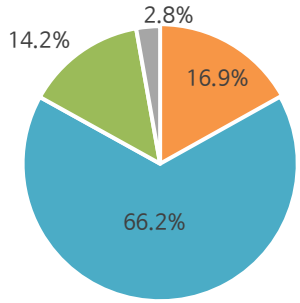
[4가지 고객 유형별] 2025-4Q 대비 2026-1Q TAA 비중 변화

자산군	안정추구형	위험중립형	적극투자형	공격투자형
채권(Fixed Income)	**-1.0%p**	**-0.8%p**	**-0.4%p**	**0.0%p**
선진국 투자등급 채권	-0.3%p	-0.5%p	-0.3%p	0.0%p
선진국 하이일드 채권	-1.2%p	-0.6%p	-0.2%p	0.0%p
신흥국 채권	0.6%p	0.3%p	0.1%p	0.0%p
주식(Equity)	**0.3%p**	**0.3%p**	**0.2%p**	**0.0%p**
선진국 주식	0.7%p	0.7%p	1.7%p	1.9%p
한국 주식	-0.6%p	-0.5%p	-1.9%p	-2.1%p
한국 제외 신흥국 주식	0.2%p	0.1%p	0.3%p	0.3%p
대체(Alternatives)	**0.5%p**	**0.3%p**	**0.0%p**	**0.0%p**
현금(MMF 등)	**0.3%p**	**0.2%p**	**0.2%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

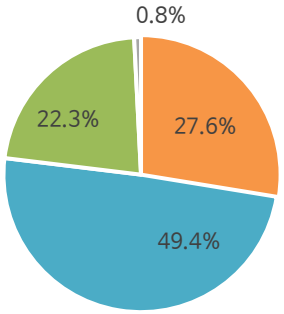
[참고자료] 2025Y SAA 자산배분 비중

안정추구형



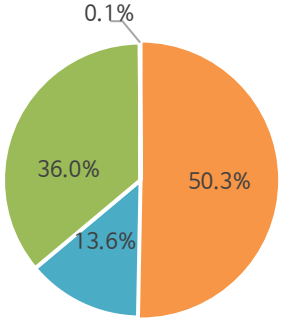
		향후 5년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	SAA
주식	DM	8.2	20.5	7.4
	한국	7.9	22.0	7.1
	EM	7.0	22.0	2.4
주식합계				16.9
채권	IG	4.0	3.4	42.4
	HY	6.6	7.3	18.4
	EM	5.6	9.5	5.3
채권합계				66.2
대체자산		7.4	27.5	14.2
현금		2.5	0.0	2.8
기대값		5.7	10.5	100.0

위험중립형



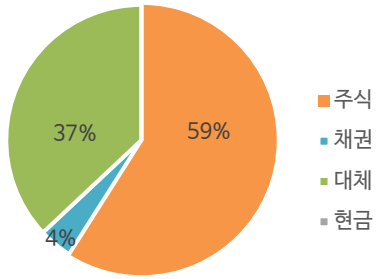
		향후 5년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	SAA
주식	DM	8.2	20.5	12.1
	한국	7.9	22.0	11.6
	EM	7.0	22.0	3.9
주식합계				27.6
채권	IG	4.0	3.4	31.7
	HY	6.6	7.3	13.8
	EM	5.6	9.5	4.0
채권합계				49.4
대체자산		7.4	27.5	22.3
현금		2.5	0.0	0.8
기대값		6.2	14.0	100.0

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

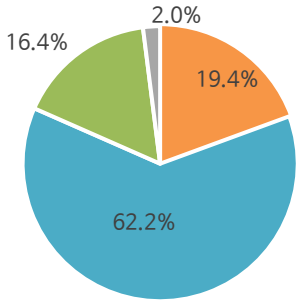


		향후 5년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	SAA
주식	DM	8.2	20.5	26.0
	한국	7.9	22.0	24.8
	EM	7.0	22.0	8.3
주식합계				59.0
채권	IG	4.0	3.4	2.6
	HY	6.6	7.3	1.1
	EM	5.6	9.5	0.3
채권합계				4.0
대체자산		7.4	27.5	37.0
현금		2.5	0.0	0.0
기대값		7.6	21.9	100.0

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

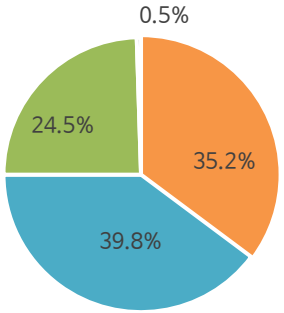
[참고자료] 2025-4Q TAA 자산배분 비중

안정추구형



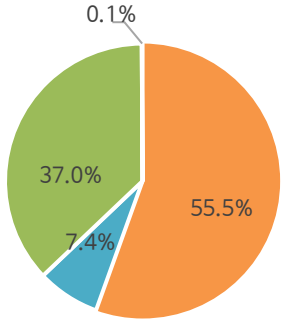
		향후 1년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	TAA
주식	DM	8.0	23.5	8.0
	한국	8.0	24.0	7.6
	EM	7.4	28.0	3.8
주식합계				19.4
채권	IG	4.6	7.9	40.1
	HY	6.5	10.0	17.7
	EM	5.9	11.2	4.4
채권합계				62.2
대체자산		7.2	24.0	16.4
현금		2.3	0.0	2.0
기대값		6.3	13.8	100.0

위험중립형



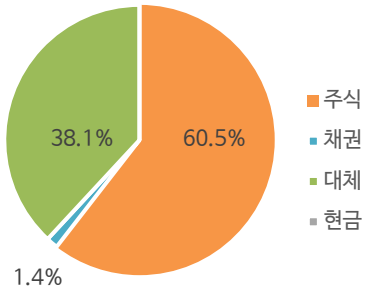
		향후 1년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	TAA
주식	DM	8.0	23.5	15.1
	한국	8.0	24.0	13.2
	EM	7.4	28.0	7.0
주식합계				35.2
채권	IG	4.6	7.9	25.9
	HY	6.5	10.0	11.1
	EM	5.9	11.2	2.8
채권합계				39.8
대체자산		7.2	24.0	24.5
현금		2.3	0.0	0.5
기대값		6.8	17.1	100.0

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

Ⅳ. 자산배분 방법론

- Capital Market Assumption
- 인플레이션 헷지와 5:3:2 포트폴리오
- 자산시장 전망
- 상관계수 매트릭스
- 자산배분모델 최적화: 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

지정학 긴장 심화

- 에너지 안보, 식량 안보
- 국유화와 포퓰리즘 리스크
- 지역별 군비경쟁 강화

2

인플레이션

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

3

CAPEX

- 아웃소싱보다는 인소싱
- 자동화 / 로봇 / AI 산업 확장

4

재정정책

- 통화정책의 유용성 후퇴
- 큰 정부, 직접적인 타겟 자금 지원
- 장기금리 안정화 난망

5

인구구조

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

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	8.32	17.40	0.48	12.73	19.19	0.66	8.0	20.0	0.40
	EM	7.57	20.40	0.37	6.58	17.13	0.38	7.0	22.0	0.32
	미국	9.19	17.94	0.51	15.28	19.75	0.77	-	-	-
	중국	10.61	25.04	0.42	4.36	20.12	0.22	-	-	-
	한국	6.49	16.74	0.39	13.40	19.89	0.67	7.5	22.5	0.33
채권	IG	4.12	3.15	1.31	1.11	4.28	0.26	3.9	3.2	1.22
	HY	7.40	7.17	1.03	4.88	8.54	0.57	6.3	7.2	0.88
	EM	6.85	8.29	0.83	2.26	7.60	0.30	5.3	8.3	0.64
대체	인프라	9.60	17.24	0.56	8.13	20.33	0.40			
	부동산	7.23	23.11	0.31	3.28	25.99	0.13	7.9	26	0.3
	원자재	4.06	17.04	0.24	11.32	18.95	0.60			

주1: 모든 데이터는 Total Return 지수를 사용
주2: 한국주식은 KOSPI, 해외주식은 각국 대표지수(DM,EM: S&P BMI, 미국: S&P500, 중국: CSI300) 기준
주3: 채권은 IG 및 HY는 Bloomberg USD hedged Total Return, EM은 Bloomberg USD unhedged Total Return, 대체는 S&P Global 인프라, 다우존스 US 부동산, CRB 기준
주4: 자산별 데이터 시작일 ~ 25년 12월 종가데이터 사용
자료: 신영증권 리서치센터

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

자산군별 기대 수익률 추정 근거과 기초 가정

		5년 예상 기대수익률	근거
주식 (Equity)	선진국 주식	8.0	- 선진국 주식시장의 기대 수익률과 변동성은 최근 15년 평균 수준과 유사할 것으로 전망(11년~현재 기준 각각 10.8%, 16.0%) - 최근 10년 선진국 명목 GDP 성장률 평균(5.0%) + 배당수익률 (2.5%) = 평균 기대수익률(7.5%) - 그러나 기대 인플레이션 상향 및 AI 보편화에 따른 생산 효율성 상승 감안해 예상 기대수익률 8.0% 제시
	한국 주식	7.5	- 한국 주식시장의 기대 수익률과 변동성은 최근 15년 평균보다 상향될 것으로 전망 (11년~현재 기준 각각 6.5%, 16.7%) - 최근 10년 한국 명목 GDP 성장률 평균(4.5%) + 배당수익률 (2.0%) = 평균 기대수익률(6.5%) - 그러나 향후 성장률 둔화(-0.5%p), 중물가 고착화(+0.5%p), 주주환원 확대에 따른 배당수익률 상향(+1.0%p) 감안해 기대수익률 7.5% 제시
	EM 주식	7.0	- 중국 정부 경기 방어를 위한 내수진작 및 첨단기술산업 투자 확대 지속 예상 - 중국 향후 5년간 명목 GDP성장률 평균은 약 4%대 정도 예상. 중국 정부의 주주환원 정책 강화로 배당수익률 3% 예상. 단 중국 부동산 및 지정학적 리스크를 감안해 기대수익률 7% 제시
채권 (Fixed Income)	IG 채권	3.9	- IG 채권과 HY 크레딧의 기대수익률은 벤치마크지수의 이표(3.00%, 6.21%)와 듀레이션(6.36년, 3.73년), 미국의 명목 잠재성장률(4.0% 가정)과 US Agg Corporate OAS(0.71%), US Corporate HY OAS(2.71%)에 근거하여 추정 - EM 채권의 기대수익률은 벤치마크지수의 이표(5.23%)와 듀레이션(6.12년), EM의 명목 잠재성장률(7.0% 가정)과 EMBI+ 스프레드(271bp)에 근거하여 추정 - 변동성은 역사적 평균 수준과 크게 다르지 않을 것으로 예상
	HY 크레딧	6.3	
	EM 채권	5.3	
대체자산		7.9	- AI/전력 인프라 중심으로 opportunistic Deal 비중 확대, 해당 상품의(평균 IRR 15% 이상) 비중 확대에 따른 전체 대체자산 수익률 상승 및 변동성 확대 전망 - 부동산, 오피스를 중심으로 한 Core 자산 재구조화(리모델링, 인수/합병) 흐름 속 Value-add 전략 확대, 목표 수익률 상향 구간
현금자산		2.5	- 한국 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 TR Index, 해외주식은 S&P BMI TR Index, 주2: 채권은 IG 및 HY는 Bloomberg USD hedged Total Return, EM은 Bloomberg USD unhedged Total Return, 대체투자는 S&P Global 인프라 TR, 다우존스 US 부동산 TR, CRB TR 기준
주3: 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	근거
주식 (Equity)	선진국 주식	8.3	- 고밸류 논란 지속에도 불구하고 꾸준한 EPS 상향 조정이 동반되고 있는 점이 긍정적 - 추가 금리 인하 및 확대재정 기조 하 점진적 우상향을 가정해 기대수익률 상향 조정 및 변동성 유지
	한국 주식	8.0	- 반도체 사이클 도래에 따른 전체 이익 추정치 상향 조정 및 국내 증시 활성화 정책 모멘텀이 지수 하단을 높여줄 것 - 다만 단기 급등 및 기대 선반영에 따른 속도 조절 불가피해 전분기 대비 변동성은 상향, 수익률은 유지
	EM 주식	7.4	- 경기 둔화 우려가 여전하나, 2026년 재정/통화 확장정책 지속 및 산업 정책 모멘텀에 따른 중국 증시 추가 상승 유효(3월 전인대) - 부동산 디폴트 및 미중 관세 전쟁이 지속되고 있는 상황에서 중국 정부의 경기 방어를 위한 내수 진작 정책에 힘을 줄 것으로 예상
채권 (Fixed Income)	IG 채권	4.1	- IG 채권과 HY 크레딧의 기대수익률은 벤치마크지수의 이표(3.00%, 6.21%)와 듀레이션(6.36년, 3.73년), 미국채 10년물 금리(4.13%), US Agg Corporate OAS(0.71%), US Corporate HY OAS(2.71%) 및 향후 1년간 금리 및 스프레드 전망에 근거하여 추정 - EM 채권의 기대수익률은 벤치마크지수의 이표(5.23%)와 듀레이션(6.12년), EMBI+ 스프레드(271bp)와 향후 1년간 금리 및 스프레드 전망에 근거하여 추정 - 변동성은 역사적 평균 보다 높고, 2020년 이후 평균 수준과 유사할 것으로 예상
	HY 크레딧	6.4	
	EM 채권	5.5	
대체자산		7.4	- 금리 변동성 완화, 장기 시계열 중심의 대체투자 상품 투자 거래 비중 확대되면서 전체 포트폴리오 target 수익률 상향 효과 - AI 전력 수요에 대응하기 위한 인프라 투자 활발, Greenfield(개발) 단계에서의 투자 논의로 전체 변동성은 확대되는 시기
현금자산		2.6	- 한국은행 기준금리는 향후 1년간 동결(연 2.50%) 전망 - 무위험 지표 금리는 2025년 4분기 급등 이후 완만하게 하락하여 2.6% 내외 예상

주1: 국내주식은 KOSPI TR Index, 해외주식은 S&P BMI TR Index, 주2: 채권은 IG 및 HY는 Bloomberg USD hedged Total Return, EM은 Bloomberg USD unhedged Total Return, 대체투자는 S&P Global 인프라 TR, 다우존스 US 부동산 TR, CRB TR 기준
주3: 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: 모든 데이터는 Total Return 지수를 사용. 상기 수익률은 YTD 기준(각 연도별 초기값 대비 기말 기준 수익률)
주2: 한국주식은 KOSPI, 해외주식은 각국 대표지수(DM,EM: S&P BMI, 미국: S&P500, 중국: CSI300) 기준임
주3: 채권은 IG 및 HY는 Bloomberg USD hedged Total Return, EM은 Bloomberg USD unhedged Total Return, 대체투자는 S&P Global 인프라, 다우존스 US 부동산, CRB 기준임
주4: 2011년 1월~ 25년 12월 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		2025.12	
중국	37.2	중국	39	리츠	39	원자재	22	미국	26.3	미국	25	한국	75.2
미국	31.5	한국	33	원자재	38.5	인프라	-0.2	신흥국	23.3	원자재	18.4	50/30/20포트	38.1
리츠	28.9	미국	18.4	미국	28.7	HY 크레딧	-11	한국	20.4	신흥국	17.3	60/40 포트	29.7
신흥국	27.6	신흥국	16.9	신흥국	20.5	IG 채권	-11.2	50/30/20포트	13.8	인프라	15.1	중국	27.2
인프라	27	50/30/20포트	16.7	인프라	11.9	50/30/20포트	-15.1	HY 크레딧	13.7	중국	14.5	신흥국	24.1
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	23.4
HY 크레딧	13.3	선진국	15.5	한국	5.8	60/40 포트	-15.5	리츠	12.2	HY 크레딧	10.7	인프라	22.9
신흥국 채권	13.1	신흥국 채권	6.5	HY 크레딧	2.5	선진국	-17.8	선진국	10.9	신흥국 채권	6.6	미국	19.3
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 크레딧	11.0
원자재	11.8	IG 채권	5.6	선진국	1.2	신흥국	-18.3	IG 채권	7.1	IG 채권	3.4	HY 크레딧	9.8
한국	10.1	리츠	-5.3	IG 채권	-1.4	한국	-22.8	인프라	6.8	50/30/20포트	-0.4	원자재	5.5
60/40 포트	9.3	인프라	-5.8	중국	-1.4	리츠	-25.2	원자재	0	60/40 포트	-1.1	IG 채권	4.8
IG 채권	8.2	원자재	-9.3	신흥국 채권	-1.7	중국	-26.7	중국	-10.8	한국	-8.1	리츠	4.2

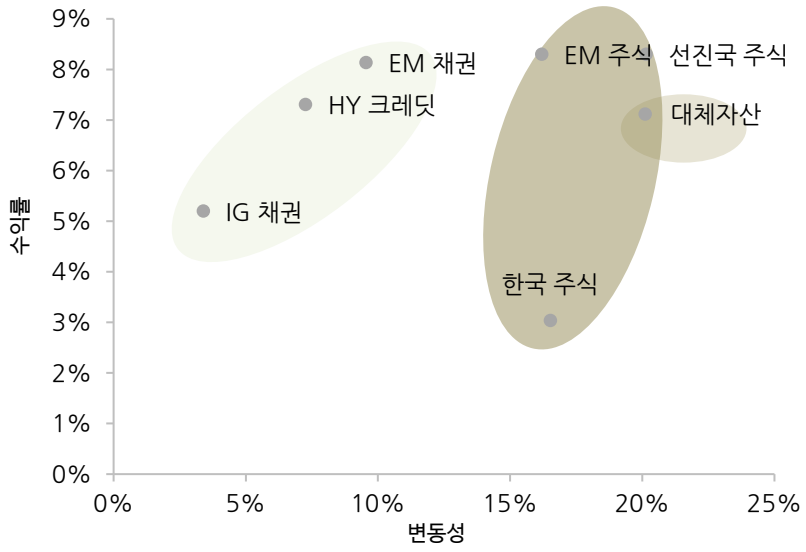
주1: 모든 데이터는 Total Return 지수를 사용. 상기 수익률은 YTD 기준(각 연도별 초기값 대비 기말 기준 수익률)
주2: 한국주식은 KOSPI, 해외주식은 각국 대표지수(DM,EM: S&P BMI, 미국: S&P500, 중국: CSI300) 기준임
주3: 채권은 IG 및 HY는 Bloomberg USD hedged Total Return, EM은 Bloomberg USD unhedged Total Return, 대체투자는 S&P Global 인프라, 다우존스 US 부동산, CRB 기준임
주4: 2011년 1월~ 25년 12월 종가데이터 사용
자료: 신영증권 리서치센터

[5년 자산시장 전망] 자산군별 기대수익률과 변동성의 변화

위험자산의 Risk-Return Profile 변화: 한국주식, 대체자산의 기대수익률 상승

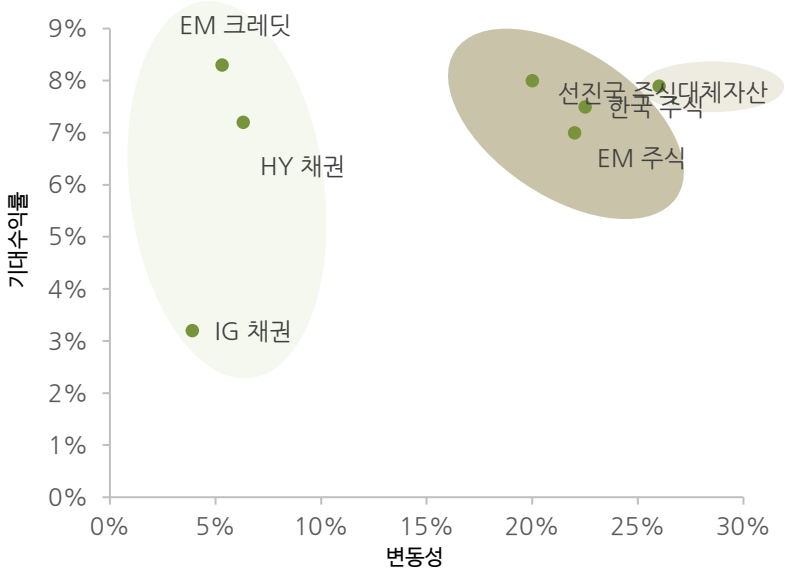
- 한국주식과 대체자산에 기대할 수 있는 기대 수익률은 향후 5년 전망에서 크게 상향될 전망
- 선진국 투자등급(IG) 채권의 경우 변동성은 유사한 수준을 나타내지만 기대수익률은 하향된 수준에 수렴
- 자산시장 관점에선 전 자산이 좋은 성과를 보였던 골디락스를 지나 상승강도가 약해지는 구간에 진입

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 12월까지의 데이터 사용
- 채권과 주식, 안전자산과 위험자산 측면에서 포트폴리오 관점 분산 효과를 충분히 기대할 수 있는 국면
- 선진국 하이일드(HY), 신흥국 크레딧 채권 등 고위험 채권자산은 투자등급 채권에 비해 주식과 높은 상관계수
- 한편, 투자등급(IG) 채권과 원자재 자산의 상관계수도 부(-)의 상관관계를 나타냄

	신흥국 주식	선진국 주식	미국 주식	한국 주식	중국 주식	선진국 IG	선진국 HY	신흥국 채권	인프라	리츠	원자재
신흥국 주식	1.0000	0.5644	0.9327	0.1961	0.1682	-0.0987	0.5947	0.3467	0.8063	0.7420	0.4118
선진국 주식	0.5644	1.0000	0.3625	0.5670	0.5271	-0.1075	0.6038	0.4411	0.5759	0.2963	0.3210
미국주식	0.9327	0.3625	1.0000	0.0293	0.0718	-0.1139	0.4405	0.2203	0.6724	0.7693	0.3473
한국주식	0.1961	0.5670	0.0293	1.0000	0.3381	-0.0873	0.3118	0.2340	0.2235	0.0301	0.0835
중국주식	0.1682	0.5271	0.0718	0.3381	1.0000	-0.0472	0.2331	0.1717	0.1704	0.0452	0.1168
선진국 IG	-0.0987	-0.1075	-0.1139	-0.0873	-0.0472	1.0000	0.1685	0.5429	-0.0089	0.0743	-0.1285
선진국 HY	0.5947	0.6038	0.4405	0.3118	0.2331	0.1685	1.0000	0.7910	0.6139	0.4113	0.3105
신흥국 채권	0.3467	0.4411	0.2203	0.2340	0.1717	0.5429	0.7910	1.0000	0.4357	0.3059	0.1544
인프라	0.8063	0.5759	0.6724	0.2235	0.1704	-0.0089	0.6139	0.4357	1.0000	0.6842	0.4056
리츠	0.7420	0.2963	0.7693	0.0301	0.0452	0.0743	0.4113	0.3059	0.6842	1.0000	0.2557
원자재	0.4118	0.3210	0.3473	0.0835	0.1168	-0.1285	0.3105	0.1544	0.4056	0.2557	1.0000

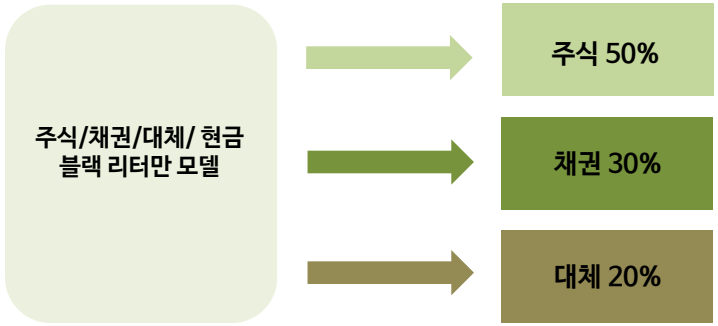
주1 : 1980/01 ~ 2025/12 까지 로그수익률 사용
주2 : "자산별 수익률과 포트폴리오 수익률 추이"와 동일
자료: 신영증권 리서치센터

[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

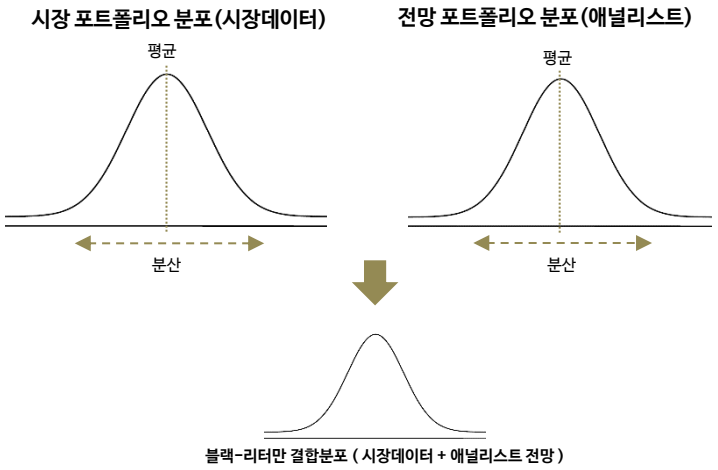
자료: 신영증권 리서치센터

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

블랙-리터만 모델 : 미래 투자 전망을 비중으로 표현하는 포트폴리오

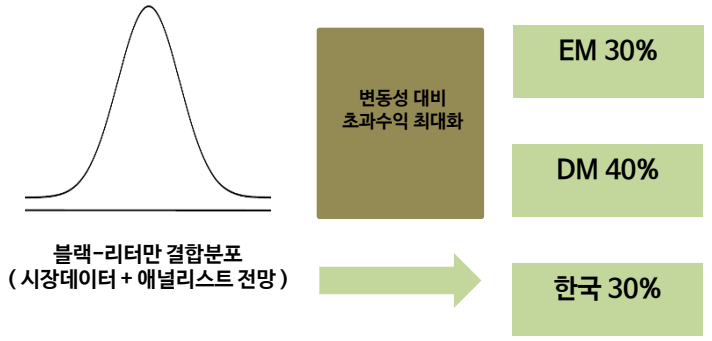
- 자산시장별 기대수익과 변동성에 대한 담당 애널리스트 전망을 반영
- 평균과 분산으로 이루어진 전망치는 시장데이터와 결합분포를 생성
- 결합분포를 고려하여 위험 대비 초과수익을 최대화하는 비중을 산출

블랙-리터만 결합분포 생성 원리



자료: 신영증권 리서치센터

결합분포를 바탕으로 샤프비율 최적화 비중 산출



자료: 신영증권 리서치센터

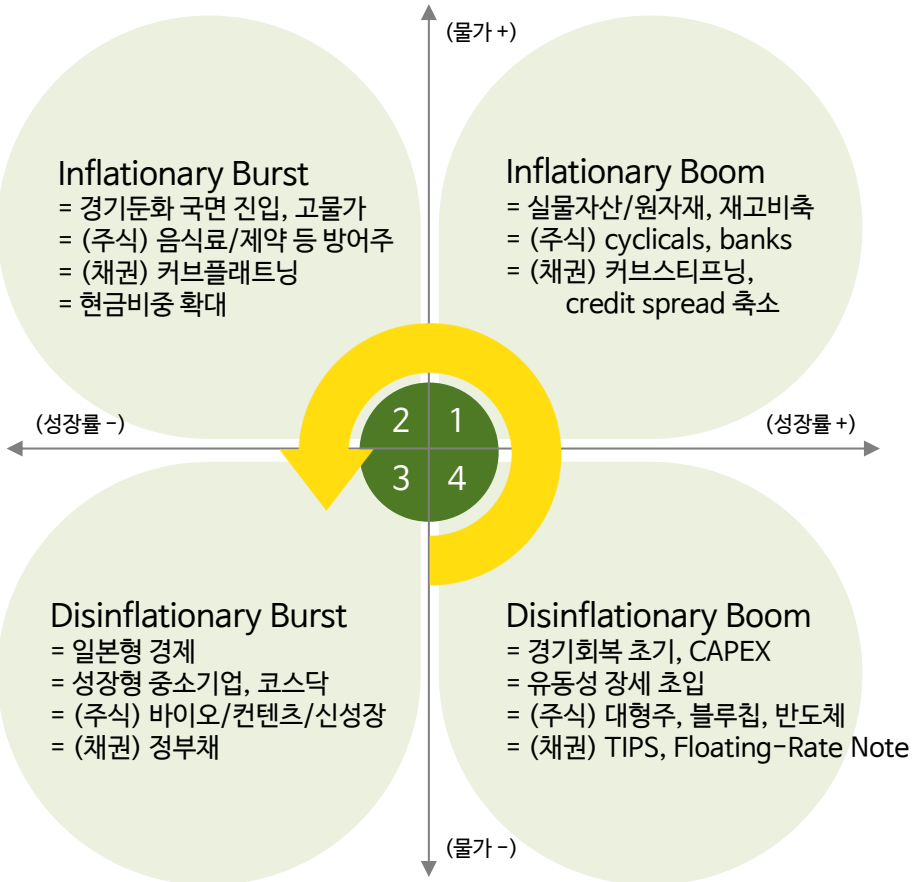
[금융시장의 4계절] 성장률과 물가의 하모니

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



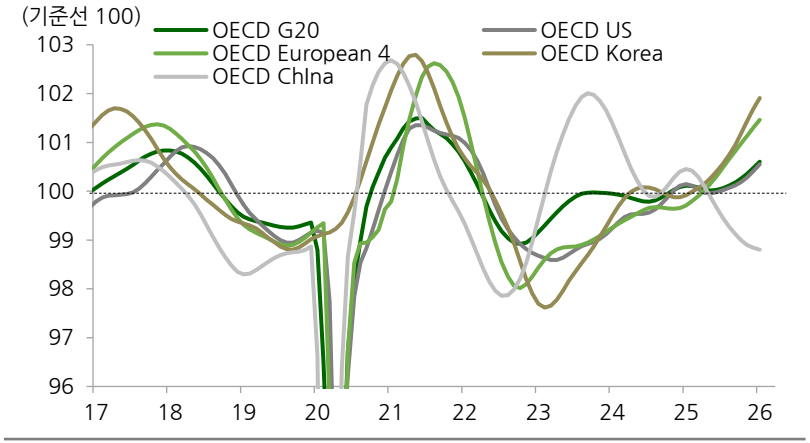
자료: 신영증권 리서치센터

[금융시장의 4계절] OECD 경기선행지수 : 회복을 넘어 완만한 확장 국면 유지

선진국은 안정적인 경기 확장 흐름을 지속

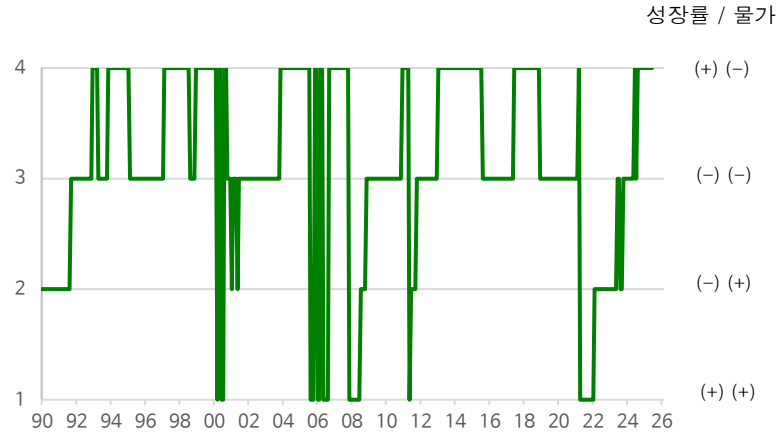
- **한국과 유럽을 중심으로 선진국 경기선행지수 상승**
  - 한국과 유럽, 미국 등 선진국 중심 완만한 경제성장
  - 반면 중국은 2025년 5월 이후 경기흐름이 위축되는 흐름을 유지하고 있음
- **물가 둔화&견조한 성장률: 작은 골디락스**
  - 물가는 둔화, 경기는 개선. 위험자산에 우호적인 환경

OECD 경기선행지수 : 선진국 중심 완만한 성장세



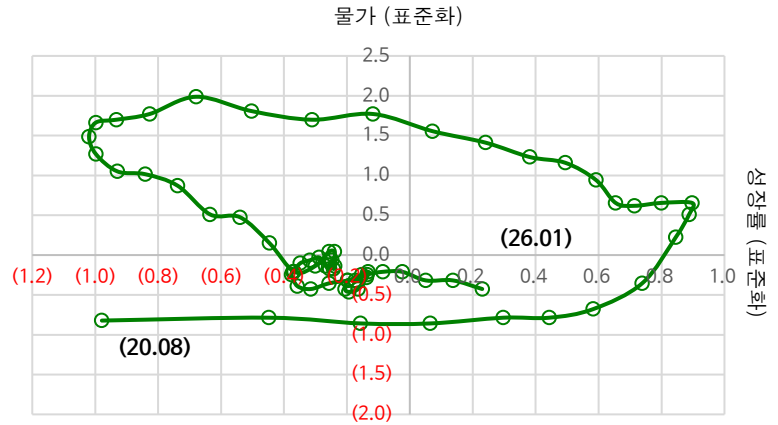
자료: 신영증권 리서치센터

CPI 인플레이션 기준 과거 모델 사분면 변화



자료: 신영증권 리서치센터

신영 자산배분모델 : 경기는 개선되고 물가는 둔화흐름을 유지



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.