신영증권

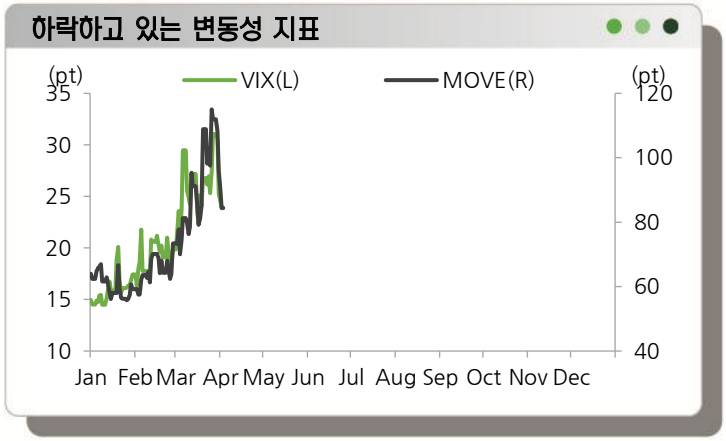
신영 자산배분전략

4월 : 전쟁의 소음에도 새로운 균형으로

- 3월 자산시장 리뷰: 중동전쟁이 촉발한 인플레이션 공포
- Base에서 Worse로
- TACO의 조건
- 현실화된 인플레이션

분석의 기본 가정

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



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

[요약] 전쟁의 소음에도 새로운 균형으로

• 리스크의 피크는 지나갔다

중동전쟁이 발발한지 5주가 지났으나 완전한 종식은 향후 추가적인 군사적 충돌 이후에 이루어질 것으로 예상합니다. 또한, 전쟁이 6주차에 접어든 만큼 고유가 장기화에 따른 단기 물가 지표 타격은 불가피합니다. 세부적으로 3/31 종가 기준 연평균 국제 유가는 WTI $72.7, 브렌트유 $78.4, 두바이유 $82.2인 상황입니다. 이번 전쟁이 특히 중동산 원유 수입 의존도가 높은 국가의 증시 및 금융정책 환경에 더 부정적인 이유이기도 합니다.

그럼에도 불구하고 전쟁이 장기화됨에 따라 자산시장의 변동성의 정점은 지나가고 있다는 판단입니다. 전쟁으로 인한 인플레이션 여파가 빠르게 사라질 순 없겠지만 이미 자산시장은 5주 간의 전쟁의 여파를 온전히 반영하며 극심한 변동성을 겪었습니다. 그렇기 때문에 중장기적 관점에서는 시장의 관심이 지정학 리스크 자체보다는 다른 곳으로 이동할 가능성이 높습니다. 실제로 S&P500의 변동성을 의미하는 VIX 지수와 미 채권 금리의 변동성을 보여주는 MOVE 지수는 정점에서 하향 안정화되고 있습니다. 이는 전쟁이 완전히 종료되지 않더라도 시장 참여자들이 충격의 크기와 범위를 점차 가격에 반영하며 '새로운 균형'에 적응하고 있음을 시사합니다. 역사적으로도 지정학적 충돌 초기 국면에서는 금융시장의 변동성이 급격히 확대되지만 일정 시간이 경과하면 실물 경제와 기업 이익에 미치는 영향의 범위가 가시화되면서 점차 축소되는 경향을 보여왔습니다.

• 4월 자산배분 전략: 주식 비중확대(+1), 채권 비중확대(+1), 현금 비중 축소(-2) 유지

4월 자산별 매력도는 주식(+1), 채권(+1) 의견을 유지하고 현금자산에 대한 투자의견을(-2)로 유지합니다. 지정학 리스크 강화에 따른 인플레이션 우려가 주식 할인율의 상승 요인인 것은 사실입니다. 그러나 현재로선 단기 변동성에 집중하기 보다는 중장기적 시각에서의 투자 전략을 고민할 필요가 있습니다. 월 내 빠른 소강상태에 접어든다면 주식 시장은 다시 기업의 펀더멘탈과 미래 성장 가능성에 주목할 것이라고 생각합니다. 과거 연준은 중동발 공급 측 에너지가격 충격에 통화정책 긴축을 최대한 지양하는 모습을 보인 바 있습니다. 이에 일각에서 우려하는 연준의 금리 인상은 시기상조의 우려라고 판단하고 있으며 연내 동결 장기화가 현실적인 선택지일 것으로 보입니다. 반면, 한은은 에너지 및 중동 의존도가 높아 연내 금리 인상이 불가피한 상황으로 판단하고 있습니다.

[자산배분 의견표] 4월 애널리스트 의견과 전망

	-2	-1	0	+1	+2	애널리스트 의견
주식(Equity)				◈		- 지정학 리스크 강화에 따른 인플레이션 상승 압력에 대한 우려는 주식 할인율 상승 요인 - 현재의 지정학 리스크는 통화정책 전환을 야기하는 수준은 아닐 것으로 예상하나 당분간 불확실성 상승은 불가피
선진국 주식			◈			- 약세장으로의 추세적 전환은 결국 통화정책의 변화 여부가 관건. 전쟁이라는 변수가 등장한만큼 당분간 불확실성 상승 및 투자 심리 악화는 불가피 - EPS 추정치 상향에도 불구하고 업종 로테이션 및 AI 수익성 우려에 지수 부진. 이에 밸류에이션 부담은 완화되고 있다는 판단 - 추천 ETF: Global X US Infrastructure Development ETF(PAVE), SOL 미국AI전력인프라 (486450)
신흥국 주식				◈		- 중국 전인대, AI/에너지 투자 확대 지속 확인됐으나 소비정책은 상대적 소외됨 - 3월부터 재정정책 본격적으로 실행되고, 제조/인프라 투자 점진적 회복 예상 - 추천 ETF: TIGER 차이나과창판STAR50(414780), Global X항셍고배당ETF(3110.HK)
한국 주식				◈		- 전쟁이 1달여간 지속되고 있음에 따른 인플레이션 상승 압력 현실화 및 원화 약세 장기화는 단기 투자심리 악화 요인 - 최근 지수 회복탄력성을 고려하면 월말 실적 시즌을 맞이해 대형주 위주의 장세 기대 가능하나 이전까지 변동성 장세 경계 필요 - 추천 ETF: HANARO Fn K-반도체(395270), SOL 금융지주플러스고배당(484880)
채권(Fixed Income)				◈		(채권/FX전략) - 미국: 종전 기대감이 커지고 있지만 기존 4~6주 가이던스 대비 다소 지연. 과거 중동발 비용 상승 인플레이션에 연준이 비교적 인내심을 가졌던 점과 현재 중립금리를 상회하는 정책금리를 감안하면 금리 동결 기조가 한동안 이어질 전망. 경기 둔화 우려로 미국채 상승압력도 상대적으로 제한 - 한국: 추경은 적자국채 발행 없이 예상보다 큰 26.2조원 규모로 편성되어 고유가로 인한 성장 하방압력은 대체로 상쇄 가능. 5월 이후 3% 수준 이상의 고물가 압박이 이어지며 2분기 주요 선진국 통화정책 기조를 확인한 후 한국은행은 3분기 제한적 긴축 돌입 전망. 현재 시장금리 레벨은 과도한 수준 - 외환(FX): 중동 전쟁은 4월 중 종료될 가능성이 높아 보이지만 호르무즈 해협의 실질적인 봉쇄 해제는 미지수. 높은 수준의 유가 레벨이 이어지며 전쟁 이전의 환율 수준 회복에는 1개 분기 이상 소요 예상. WGBI 패시브 자금 효과는 상당수준 존재하는 것으로 판단
선진국 투자등급				◈		
선진국 하이일드				◈		(크레딧전략) - 국채금리 불안으로 크레딧 투자심리 위축되며 크레딧 약세 분위기 지속 - 높아진 절대금리와 신용스프레드 수준을 고려할 때 캐리확보 유효하나, 시장금리 변동성을 감안하여 중단기물 크레딧 선호
신흥국 채권				◈		- 추천섹터 또는 ETF: 기존 채권보유 포지션을 유지하되 보험성 자산인 고금리 채권 확보 기회 모색 권고(국고채, 선진국 장기채), 크레딧 만기매칭형 ETF
대체자산			◈			(부동산/인프라) - 미이란 전쟁으로 금리 경로에 대한 불확실성 일부 확대, 오히려 확실한 수요가 있는 섹터(헬스케어, 데이터센터/전력 인프라)로의 자본 쏠림 심화 - 미국 내 전력인프라 투자 집행 가속, DOE, 소프트뱅크-AEP(미국 전력 회사) 오하이오 AI데이터센터+천연가스 발전 협약 체결, 일본 44조원 자금 지원(무역 협정 내용), 10GW규모 천연가스 발전(미국 최대 규모) 건립 예정 - 추천 ETF: iShares Global Infrastructure ETF (IGF) (금) - 금 가격은 미국-이란 전쟁으로 지정학적 리스크 강화에 따른 자산가격 전반 하락에 연동되며 하락 - 전쟁 여파로 인한 불확실성 속 당분간 가격 변동성 확대 전망. 다만 주요국 재정적자 및 정부 부채 확대 기조 이어지는 가운데 인플레이션 헷지 수단으로써 수요 지속되며 연내 가격 반등 가능할 것으로 전망
현금자산	◈					- 국내 기준금리는 향후 1년 관점에서 1~2회 인상 전망(연 2.75~3.00%) - 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

- 3월 자산시장 리뷰: 중동전쟁이 촉발한 인플레이션 공포
- TACO의 조건
- 현실화된 인플레이션

[3월 자산시장 리뷰] 중동전쟁이 촉발한 인플레이션 공포

- (주식시장) 글로벌 증시는 미국-이란 전쟁 장기화에 따른 인플레이션 우려 및 AI 소프트웨어 업종 수익성에 대한 의구심이 지속되며 부진. 달러 강세 기조 속 DM 대비 EM 낙폭 심화
- (채권시장) 미 채권금리는 에너지 가격 상승에 따른 인플레이션 우려 반영되며 상승 출발. 이후 전쟁 장기화 가능성 및 매파적인 FOMC 결과 이어지며 추가 상승
- (대체자산) 부동산/리츠 지수는 주요국 통화정책 불확실성 확대되며 하락. 인프라 지수는 AI 인프라의 견조한 수요에도 불구하고 중동 분쟁과 금리 상승에 따른 수익성 악화 우려에 하락
- (원자재) 국제 유가는 호르무즈 해협 봉쇄 지속되는 가운데 공급 차질 우려 확대되며 급등. 귀금속은 지정학 리스크 속 상승 출발했으나 전쟁 장기화에 따른 인플레이션 우려로 하방 압력 지속

3월 자산시장 리뷰

(단위: p, %, 03/31 종가 기준)

		price	MTD	3M	YTD	1Y	3Y
주식	DM	1,905.40	-6.97	-2.66	-2.66	21.22	60.25
	EM	757.27	-10.13	-2.84	-2.84	19.75	45.79
	미국	6,528.52	-5.09	-4.63	-4.63	16.33	58.87
	유럽	5,569.73	-9.26	-3.83	-3.83	6.12	29.08
	일본	51,063.72	-13.23	1.44	1.44	43.37	82.10
	중국	4,450.05	-5.53	-3.89	-3.89	14.48	9.85
	홍콩	8,374.30	-5.48	-6.05	-6.05	-1.67	20.17
	한국	5,052.46	-19.08	19.89	19.89	103.64	103.99
채권	IG 채권	607.50	-1.78	-0.15	-0.15	3.49	12.72
	HY 크레딧	683.82	-2.00	-0.87	-0.87	7.80	33.38
	EM 채권	1,368.16	-2.89	-1.35	-1.35	7.11	24.77
대체	인프라	3,813.36	-4.29	7.61	7.61	21.99	39.13
	부동산/리츠	358.91	-6.83	0.57	0.57	-2.02	8.86
	CRB	372.42	19.11	24.65	24.65	20.41	39.10
외환	달러인덱스	99.96	2.41	1.67	1.67	-4.08	-2.48
	원달러 환율	1,519.45	5.50	5.54	5.54	3.16	16.71

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] TACO의 조건

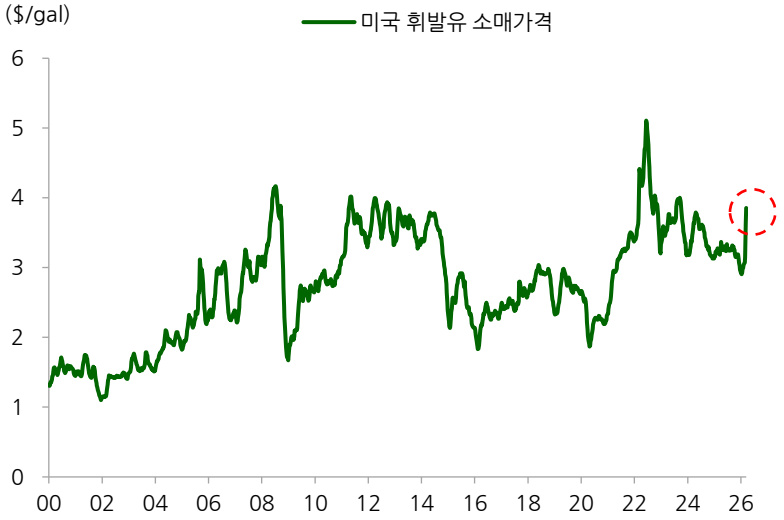
4~6주의 타임라인 중 5주가 지났다

- 48시간(3.23)→ 5일(3.27) → 10일(4.6)로 트럼프 대통령이 제시하는 협상 시간이 늘어나며 또다시 TACO(Trump Always Chickens Out) 내러티브 강화
  - '선제 협박/공격 - 리스크 고조 - 장기화에 따른 후퇴 - 협상 통보 - 협상 장기화'의 패턴 중 마지막 단계에 근접
- 미 장기금리 및 역내 유가 상승이 지지율 하락 압력으로 작용하며 대내 명분을 소진하고 있는 상황
- 전쟁으로 지연되었던 미-중 정상회담이 5월 중순(5.14~15)으로 재확정되면서 빠른 해결 쪽으로 무게
- 유럽 천연가스 상승도 유럽 주요국이 빠른 시일 내의 해결방안 모색을 택하고 있는 이유

미 국채 금리와 TACO의 상관성?

자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

미국 휘발유 소매가격



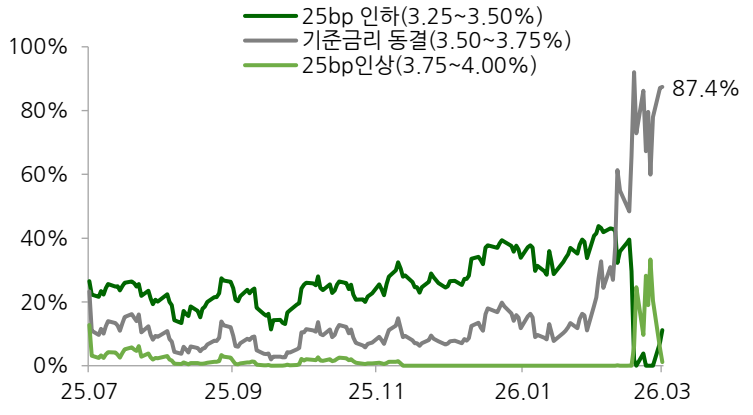
자료 : EIA, 신영증권 리서치센터

[신영 생각 2] 현실화된 인플레이션

연준은 동결 장기화로 봐야

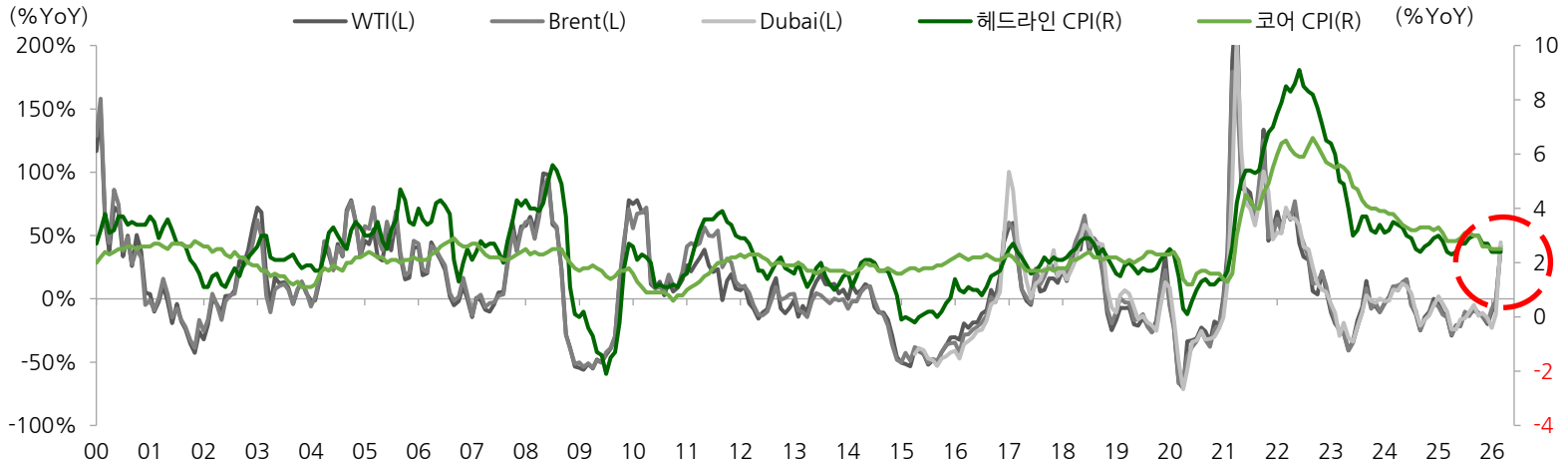
- 전쟁이 4주 이상 진행되면서 물가지표에 영향 불가피한 상황
  -연평균 WTI $72.7, Brent $78.4, Dubai $82.2
- 다만, 통화정책의 방향이 긴축으로 선회하기보다는 동결 기조 장기화로 해석해야
- 물가지표 절대 레벨 상승에 따른 단기 투자심리 위축 가능하나 해당 이벤트까지 시차가 존재하는 만큼 관건은 전쟁 진행상황의 반전 여부
  -3월 PCE 발표: 4월 9일 3월 CPI 발표: 4월 10일,
  3월 PPI 발표: 4월 14일

9월 FOMC 예측 확률



자료 : CME

전년동기대비 국제유가 변동 및 미국 CPI 지표 추이



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

II. 자산군별 전망

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

[미국-이란 전쟁의 매크로 영향]

주요 시나리오별 국제유가 및 거시경제 변수 전망

- 당사는 전쟁 초기 기본 전망을 baseline 시나리오로 제시했으나, 현재 시점은 비관적 시나리오 초입에 진입한 것으로 판단. 전쟁에 따른 주변 산유국의 에너지 인프라 파괴가 지속될 경우 에너지 공급 충격 확대 가능
- 긍정적인 점은 이란이 초기와 다르게 협상과 조건부 종전을 희망하고 있고 트럼프와 국무장관의 2~4주 내 철수 발언 및 미중 정상회담 일정(5/14~15) 감안하면 4월 내 종전 가능성은 높아 보임. 다만, 호르무즈 해협의 실질적인 봉쇄 해제에는 추가적인 시간이 소요될 가능성은 상존

시나리오	전제	국제유가	주요 거시경제 변수
낙관적 시나리오	- 전쟁 조기 종결 - 미국-이란 협상 타결	70달러 이하	- 성장률에 미치는 영향 0.1%p 이하, 물가는 0.1~0.2%p 상방압력 - 연준 하반기 2~3회 금리 인하 재개, 한은 연내 동결 기조 지속 - 미국 10년물 금리 4%대 초반 등락 이후 하반기 소폭 하락. 한국 10년물 금리 3%대 중반에서 점진적 하향 안정 - 원/달러 환율 상반기말 1,400원 초중반으로 반락, 하반기 1,400원 하회 시도
baseline 시나리오	- 간헐적 공습 지속 및 협상 재개 - 호르무즈 해협 4~6주 봉쇄	80달러 내외	- 한국 성장률에 0.15~0.2%p, 미국 성장률에 0.1%p 하방압력, 물가는 0.4%p 상방압력 - 연준 연말 금리 인하 재개 가능성(인하 폭 축소), 한국 연내 동결 속 긴축 전환 우려 강화 - 미국 10년물 금리 4.2~4.3% 등락, 한국 10년물 금리 당분간 3%대 중반 이상 지속 - 원/달러 환율 1,400원대 중후반에서 등락 이후 일정수준 반락
비관적 시나리오	- 공습 장기화 및 장기전 돌입 - 호르무즈 해협 수개월 봉쇄	85~100달러	- 한국 성장률에 0.3%p, 미국 성장률에 0.2%p 수준 하방압력, 물가는 0.6%p 수준 상방압력 - 연준 동결 장기화 또는 제한적인 금리 인상 가능성, 한은 점진적 인상 기조로 전환(1~2회) - 미국 10년물 금리 4.4~4.5% 등락, 한국 10년물 금리 최대 4% 근접 이후 3%대 중후반 등락 - 원/달러 환율 1,500원 상회 후 1,400원대 후반 수준에서 등락
극단적 시나리오	- 미국 또는 연합군의 지상군 투입 - 호르무즈 해협 봉쇄 장기화	100달러 이상	- 한국 성장률에 0.4%p 이상, 미국 성장률에 0.3%p 이상 하방압력, 물가는 0.8%p 이상 상방압력 - 연준과 한은 2~3회 수준의 금리 인상 기조로 전환 - 미국 10년물 금리 4.7% 이상, 한국 10년물 금리 4.2%까지 상승 이후 등락 - 원/달러 환율 1,500원대 이상 수준에서 장기간 등락

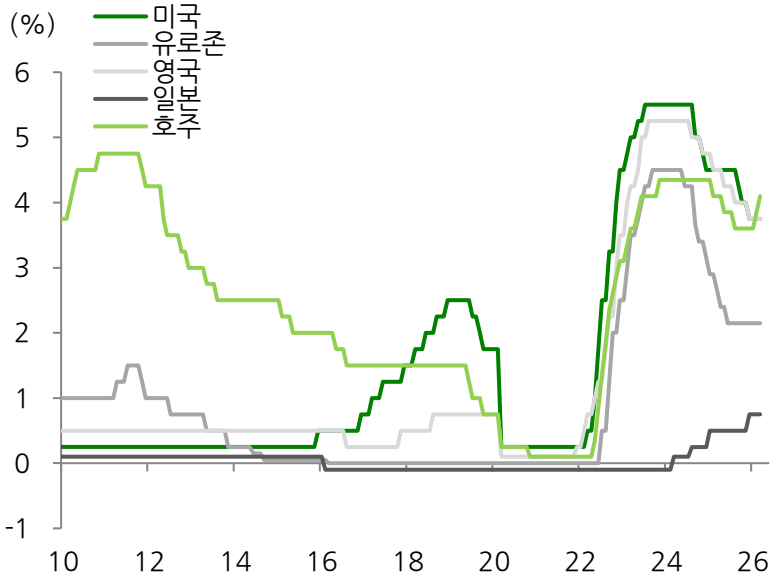
주 : 현대경제연구원 시나리오 분석 참조, 당사 재구성 및 거시경제 변수 추정
자료 : 신영증권 리서치센터

[미국채권] 미국, 전쟁의 영향 낮은 편

연준 금리 동결 장기화 예상, 경제는 주요국 대비 양호

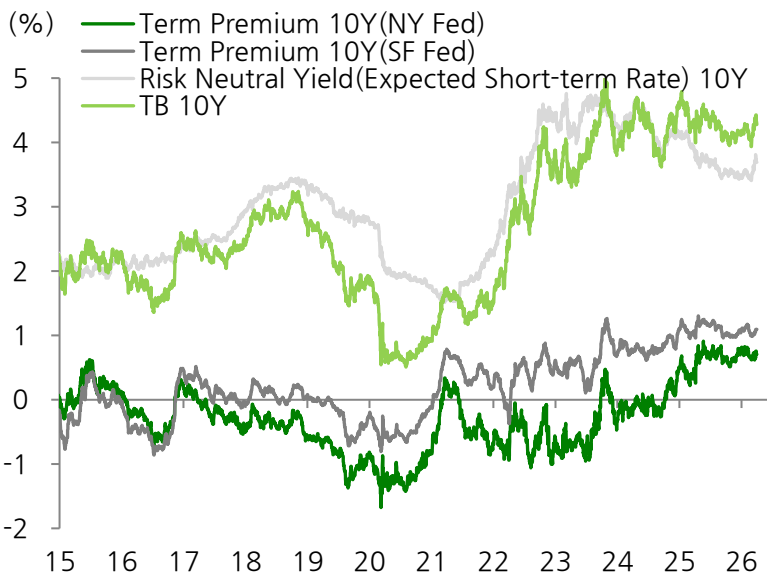
- 미 연준은 과거 중동 발 에너지가격 충격으로 인한 비용 상승 인플레이션 압력에 비교적 인내심을 보였던 사례가 많았고, 현재 중립금리를 상회하는 정책금리를 감안하면 동결 장기화 예상(연내 동결)
- 유로존, 영국 등 주요 선진국은 1~2회 제한적 금리 인상이 불가피해 보임. 일본은 4월로 추가 인상 앞당겨질 듯
- 미국 경제는 주요국 대비 양호한 측면. 케빈 워시 지명자 상원 청문회 4월 셋째주 개최 예정(인하 사이클 재개에 시간 소요 예상). 미국채 10년물 금리는 제한적인 상승압력 수준에서 중동 전쟁의 영향을 소화할 것으로 전망
- 결론 : 중동 전쟁 영향으로 연준 동결 기조 장기화(연내 동결), 미국채 금리는 제한적 상승압력 반영

주요 선진국 기준금리 추이



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

미국채 10년물 기간 프리미엄과 위험 중립금리 추이



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

[한국채권] 4월 금통위와 경제전망

신현송 차기 총재 지명, 추경 26.2조원 규모 편성

- 신현송 차기 총재는 현재 환율 레벨에 큰 의미를 부여하지 않으면서 유가 상승은 인플레이션에 상방, 경기에 하방 위험이라고 평가. 또한 중동 상황을 지켜볼 필요가 있으며, 선진국들의 통화정책 경로를 계속 지켜보겠다고 언급
- 당사 올해 경제성장률 중동 전쟁의 영향과 추경 효과가 서로 상쇄되면서 2.0% 수준 가능 판단. 물가는 현재 기준으로 2.6%로 전망하며 유가와 환율 추이에 따라 추가 상향 가능성도 존재
- 한국은행은 2분기 선진국 통화정책 기조와 물가 상방압력 확인 후 3분기(7월) 금리 인상 전망(연 최대 2회)
- 결론 : 5~8월 CPI 3% 내외까지 상승하며 한은 3분기 금리 인상 대응 예상. 다만, 최대 2회 이상의 긴축 필요성 낮아

신현송 차기 한은 총재 지명자

신현송

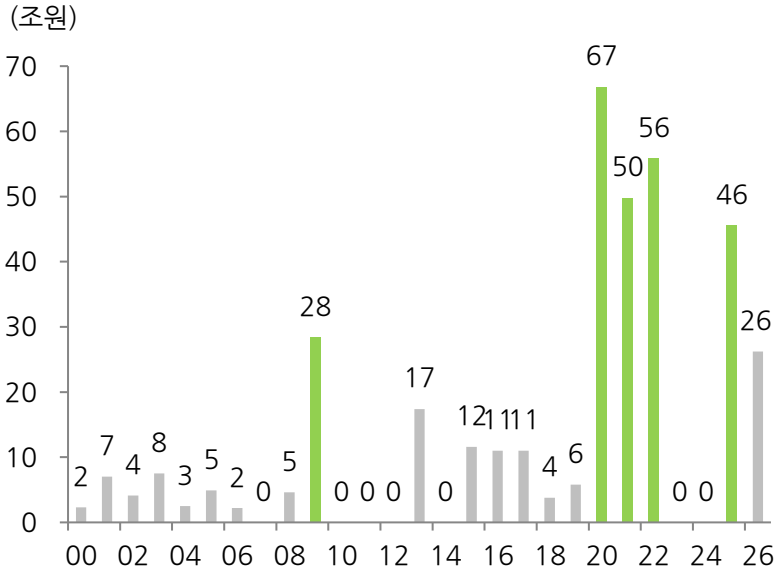
1959년 대구 출생

영국 옥스퍼드대 정치경제학·철학 졸,
영국 옥스퍼드대 경제학 박사

- 미국 프린스턴대 경제학 교수
- 뉴욕 연방준비은행 금융자문위원
- 국제통화기금(IMF) 상주학자
- 청와대 국제경제보좌관
- 국제결제은행(BIS) 경제자문역 겸 조사국장
- 국제결제은행(BIS) 통화경제국장

자료 : 연합뉴스, 신영증권 리서치센터

역대 추가경정예산 편성 규모



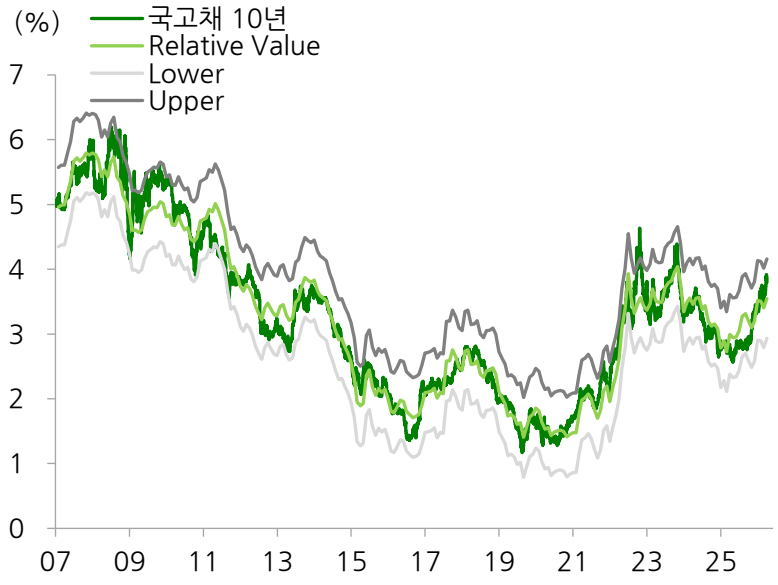
주 : 연두색은 경제 및 금융위기 상황
자료 : 기획재정부, 신영증권 리서치센터

[한국채권] 국고채 금리

WGBI 자금 유입 시작, 국고채 장기물 투자 메리트 존재

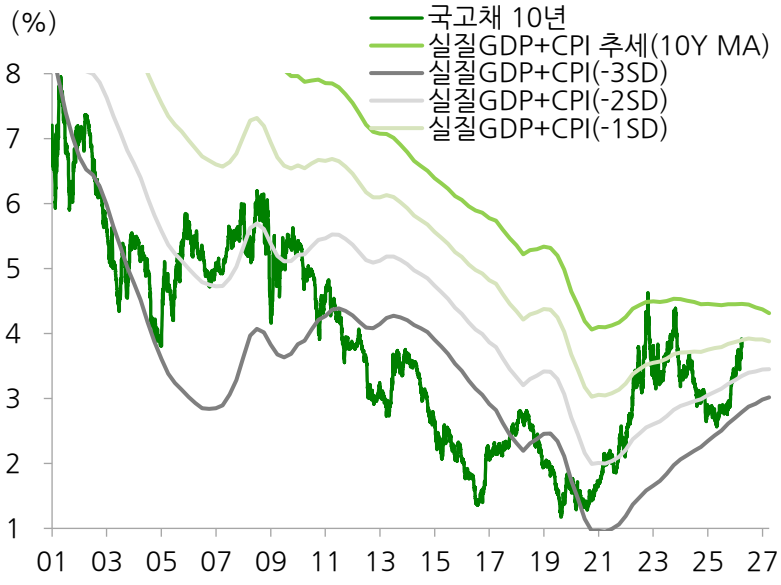
- 3월 중 중동 전쟁 여파로 주요 선진국 장기금리 상승. 주요 7개국 국채 금리 감안한 국고채 10년물의 적정 상대가치는 지난달 기준 3.55% 수준. 4월부터 WGBI 외국인 패시브 자금 유입 시작
- 실질GDP 성장률+CPI 상승률의 장기 추세를 감안한 10년물 금리 적정 레벨을 보수적으로 추정하면 2026년말 기준 -2SD(3.45%)~-1SD(3.91%). 실질GDP 성장률의 장기 추세만을 감안할 경우 연말 +3SD(3.39%) 타깃
- 성장+물가의 중단기 추세(12Q)를 감안한 10년물 금리 상단은 연말 기준 3.61%
- 결론 : 현재 국고채 장기물 금리 수준은 투자 메리트 존재. 4월부터 WGBI 외국인 패시브 자금 유입도 우호적 재료

주요국 금리를 통한 국고채 10년물 적정 상대가치 추정



주 : 미국, 독일, 영국, 캐나다, 호주, 일본, 중국 기준
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

국고채 10년물 금리와 성장+물가의 장기 추세



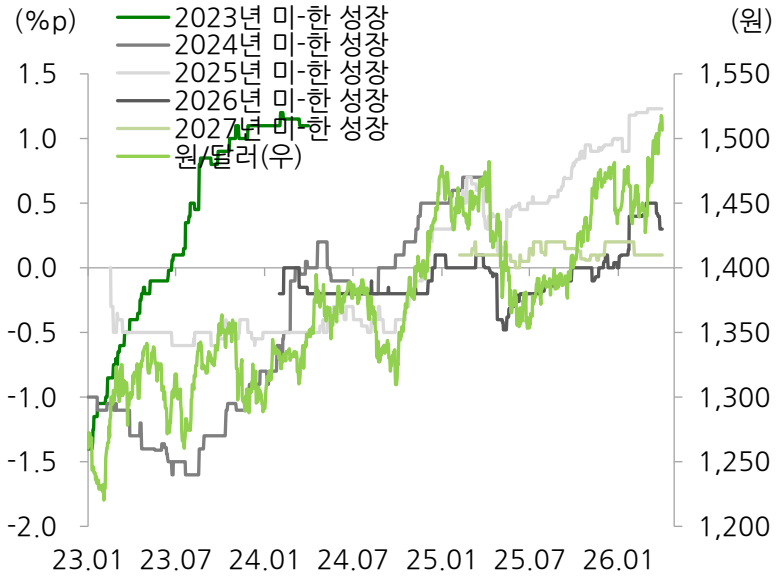
주 : 2026년 1분기 이후는 컨센서스, 추세는 과거 9.5년+미래 0.5년 MA 기준
자료 : 한국은행, 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

[외환] 원/달러 환율

중동 전쟁으로 다시 한번 충격, 실질적 완화 이후 반락 예상

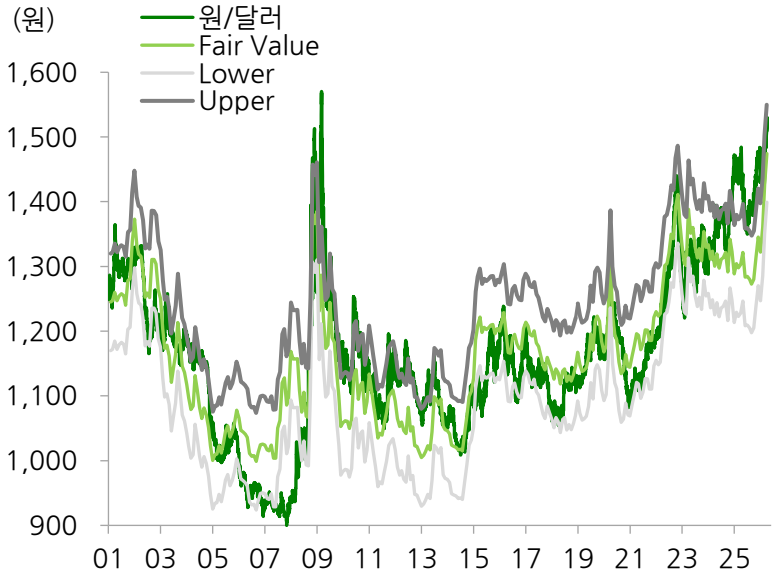
- 주요 선진국 6개국의 상대가치인 달러인덱스 뿐만 아니라 무역가중 달러인덱스(TWDI) 기준으로 보면 1,300원대 초중반 수준까지도 가능. 신흥국 통화(OITP) 대비 지수 기준으로도 원화는 뚜렷한 저평가 지속
- 달러인덱스 6개국 + 한국과 연관성 높은 6개국으로 추정한 적정 상대가치 상단 1,364원. 주요 금융변수를 통한 원/달러 환율 적정레벨 상단은 1,550원 수준까지 상승
- 중동 전쟁으로 유가 상승 및 달러화 강세 압박, 엔화 가치 회복 지연. 실질적인 완화 실현 이후 반락 전환 예상
- 결론 : 전쟁 영향으로 단기적 상단 1,550원 수준, 전쟁 이전 기존 레벨 회복까지는 1분기 이상 소요 불가피

미국과 한국 성장률 컨센서스 차이와 원/달러 환율



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

주요 금융변수를 통한 원/달러 환율 적정레벨 추정



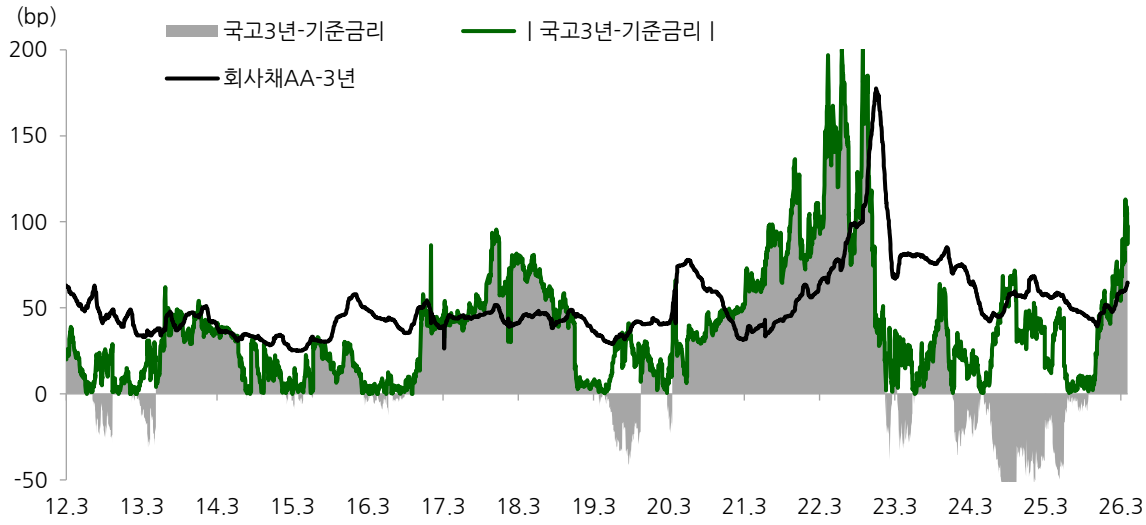
주 : 달러인덱스, 한미금리차, KOSPI지수, WTI, MOVE지수, BEI 10년 사용
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

[크레딧 채권] 크레딧 분할매수 유효

시장금리의 극단적 변동성이 점차 줄어들 것으로 전망

- 국채금리의 상방 변동성이 급격히 커지면서 신용스프레드가 단기간 확대됨
- 다만 정부 개입, WGBI 자금유입, 미-이란 전쟁 종전가능성 등을 고려할 때 국채금리 변동성 점차 누그러질 것으로 전망
- (투자전략) 시장금리 상승 및 신용스프레드 확대 시 크레딧 분할매수 전략이 유효

국채금리 변동성과 신용스프레드 상관관계 추이



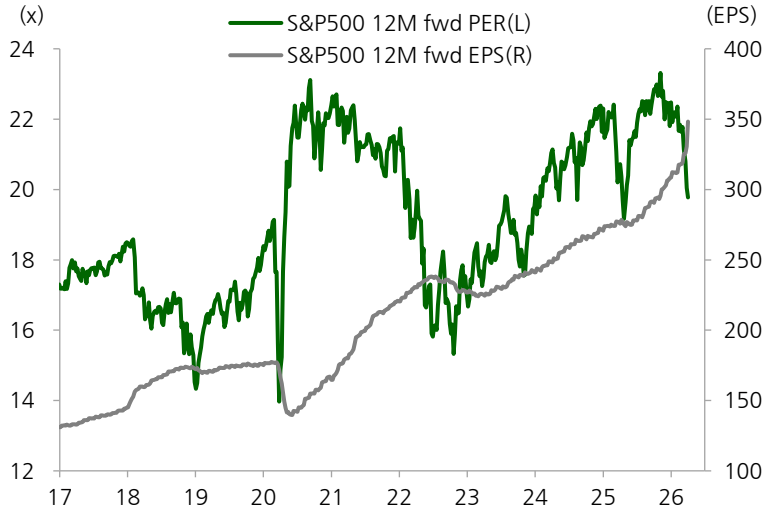
자료 : Infomax, 신영증권 리서치센터

[미국 주식] 전쟁이 만들어준 매수의 기회

투자 심리만 돌아오면…

- 약세장으로의 추세적 전환은 결국 통화정책의 변화 여부가 관건이나 현재로서는 동결 장기화의 시나리오가 현실적
- 전쟁이라는 변수가 등장한만큼 당분간 불확실성 상승 및 투자 심리 악화는 불가피
- 다만, EPS 추정치 상향에도 불구하고 업종 로테이션 및 AI 수익성 우려에 지수 부진 장기화되며 오히려 밸류에이션 부담은 완화되고 있다는 판단
- 결론: 지정학 리스크에 당분간 지수 상단이 제약적이겠으나 긴장 완화 확인 시 IT를 중심으로 빠른 추세 전환 기대

S&P500 12개월 선행 PER, EPS 추이



자료 : LSEG, 신영증권 리서치센터

에너지, IT, 소재를 중심으로 이익 모멘텀 개선 중

	02.25	03.04	03.11	03.18	03.25	04.01
미국 전체	0.31	0.74	1.01	1.13	2.50	0.83
에너지	-4.29	-1.20	-0.81	1.02	4.16	10.98
소재	1.25	1.59	1.64	2.61	2.90	2.63
산업재	-0.43	0.11	0.56	0.35	0.21	0.02
경기소비재	-0.79	-1.08	-1.44	-0.56	-0.49	-0.37
필수소비재	-0.22	-0.14	-0.03	-0.01	0.25	0.23
헬스케어	-0.99	0.08	0.04	-0.03	0.05	-0.02
금융	0.46	0.09	0.00	-0.17	-0.12	-1.84
IT	1.91	2.60	3.46	3.55	7.50	6.97
커뮤니케이션	0.42	0.56	0.37	0.18	0.27	0.11
유틸리티	0.25	0.23	0.13	0.05	-0.17	-0.10
부동산	-2.39	-1.95	-0.45	0.25	1.88	-1.30

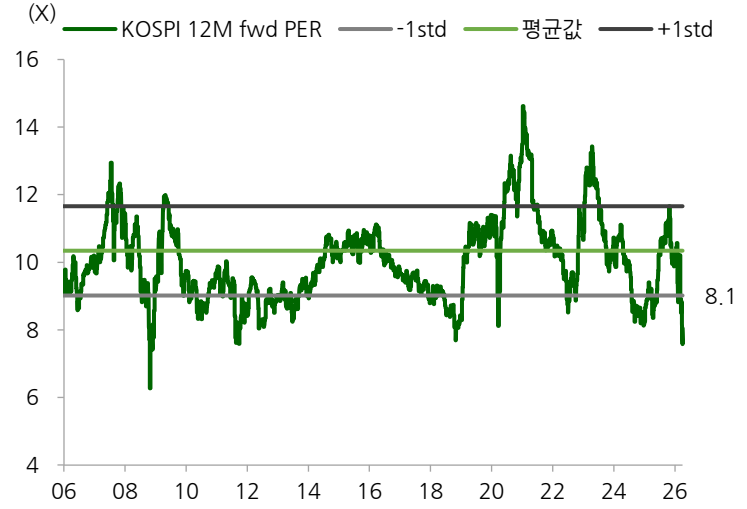
자료 : LSEG, 신영증권 리서치센터

[한국 주식] 불안할수록 기댈 건 펀더멘탈

월 초 높은 변동성을 조심할 필요

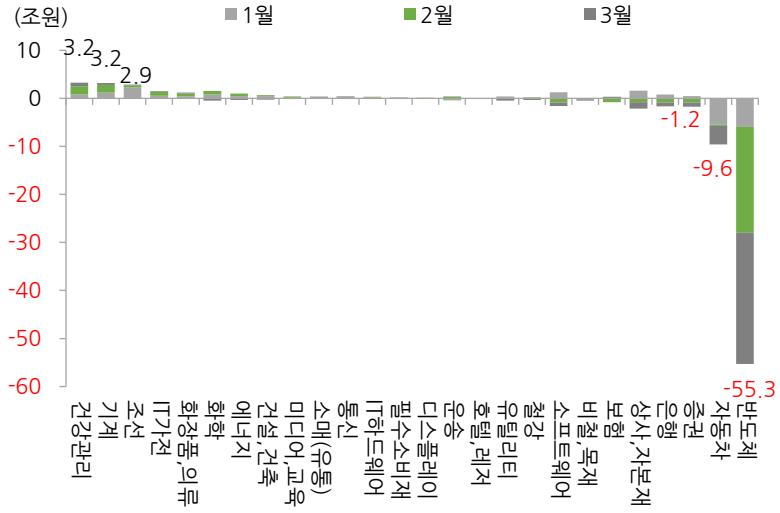
- 전쟁 장기화에 따른 인플레이션 상승 압력 현실화 및 원화 약세 장기화는 단기 투자심리 악화 요인
- 현재 KOSPI의 12개월 선행 PER은 8.1배 수준에 불과한 상황으로 밸류에이션 매력도 부각 시기
- 펀더멘털 측면에서는 반도체, IT하드웨어, 상사/자본재와 같은 대형 수출업종을 중심으로 양호한 실적을 예상
- 결론: 4월은 월말 실적 장세 돌입에 따른 대형주 위주의 반등 가능성을 기대하나 월 초 높은 변동성을 고려해 상저하고 흐름을 전망

KOSPI 지수 및 12개월 선행 PER 추이



자료 : 에프앤가이드(FnGuide), 신영증권 리서치센터

최근 외국인의 매도세는 반도체, 자동차 중심



자료 : 에프앤가이드(FnGuide), 신영증권 리서치센터

[중국 주식] 중국 증시, 변동성과 기회의 공존

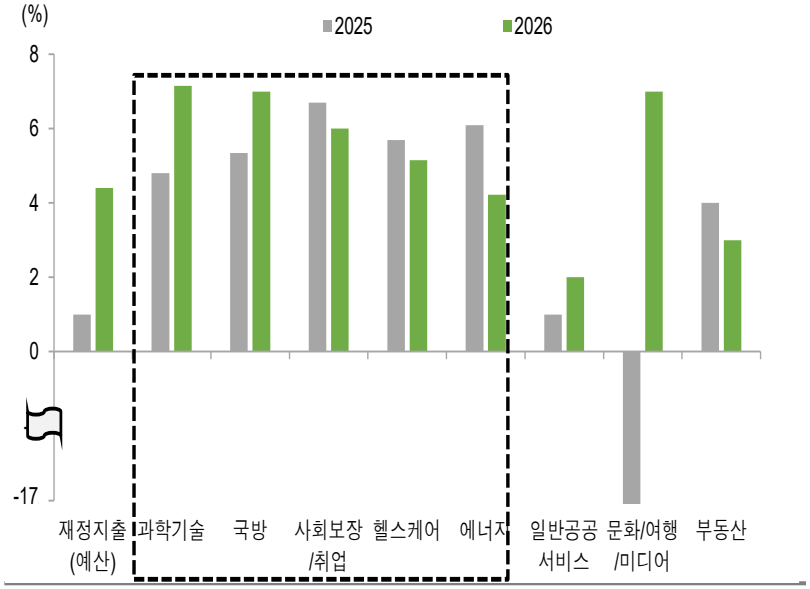
중국 정부, 첨단기술/에너지 재정지출 확대 의지

- 3월 상해종합지수 -6.2%(CSI300지수 -6.0%, 항셍H지수 -7.3%).
- 3월 중국 증시는 중동발 리스크로 환율/금리 등 금융시장 변동성 확대 → 에너지/유틸리티 강세, IT 약세
- 3월 중국 양회(3월3일~12일)에서 'AI 지능형 경제' 도약 강조, 과학기술/에너지 재정지출 예산 비중 UP
- 4월 중국 증시는 중동 긴장 완화 여부로 변동성 장세 지속되겠으나, 정치국회의(4월말)/미·중 정상회담(5월초)을 앞두고 정책 수혜주 중심의 자금 유입 지속 예상

3월 중국 증시, 중동발 리스크로 에너지/유틸리티 강세, IT 약세

자료 : Wind, 신영증권 리서치센터

2026년 중국 양회, 재정지출 예산액에서 과학기술/에너지 UP



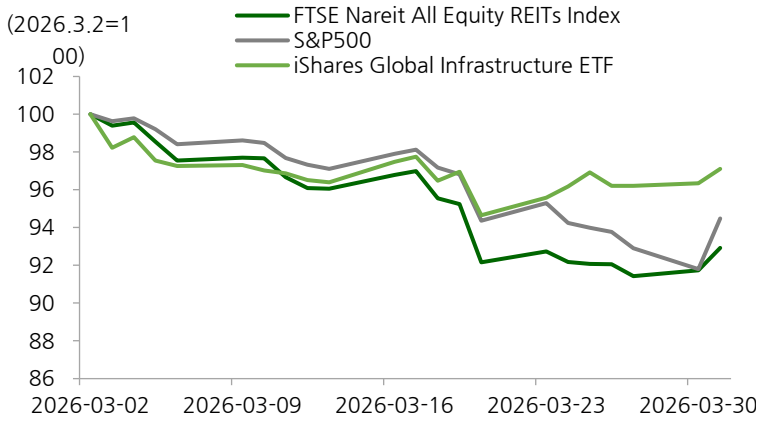
자료 : Wind, 신영증권 리서치센터

[부동산/인프라] 외부 충격에 보다 강화된 선호

인플레이션과 금리 재상승 우려 속 Income선호 강화

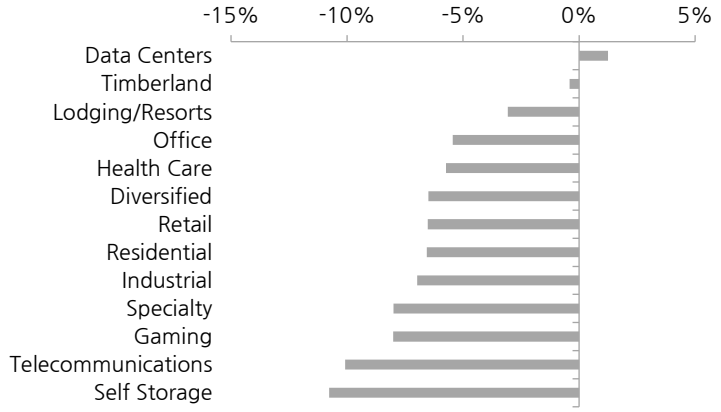
- 미-이란 전쟁 발발로 인한 에너지 공급망 충격, 인플레이션발 금리 재상승 우려 확대
- 3월 FTSE Nareit All Equity REITs 6.11% 하락, S&P500(-5.09%)보다 큰 낙폭 기록하며 부지한 모습, 유가 충격 자체보다도 금리 재상승 리스크에 민감한 반응
- 데이터센터 REIT는 3월 +1.25%로 플러스였던 반면, 오피스 -16.54%, 셀프스토리지 -10.77%, 통신타워 -10.08%로 크게 하락하는 등 섹터별로 차별화된 흐름, 강력한 수요가 뒷받침되는 자산으로의 이동
- iShares Global Infrastructure ETF(IGF)는 3월 한달 2.88% 하락으로 S&P 지수 아웃퍼폼, 인플레이션에 강한 면모 보이며 선방한 모습, 금리 민감도가 높은 상업용 부동산에서 인프라/에너지/유틸리티 자산 매력 부각

큰 대외충격에도 상대적으로 견조한 인프라



자료 : bloomberg, 신영증권 리서치센터

유일하게 상승을 기록한 데이터센터(리츠 섹터별 3월 수익률)



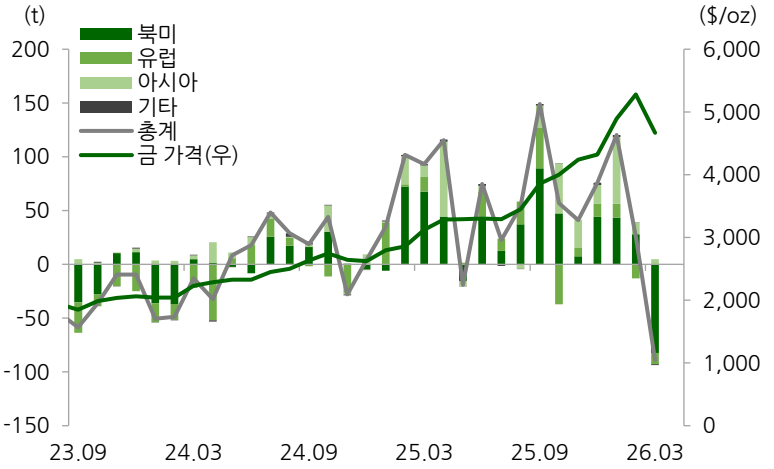
자료 : Nareits, 신영증권 리서치센터

[금] 인플레이션 헷지 수단으로의 매력 부각 전망

전쟁에 따른 일시적인 변동성 확대, 연내 가격 반등 예상

- 금 가격은 미국-이란 전쟁의 여파로 안전자산 선호심리 속 소폭 상승 출발. 이후 원유 공급 차질에 따른 인플레이션 우려 본격화되며 미국을 포함한 주요국들의 금리인상 가능성 대두되는 가운데 달러 강세 속 하락 마감
- 금번 가격 하락은 전쟁발 불확실성에 대응하기 위한 유동성 확보 과정에서, 그간 가파른 상승세를 보였던 금을 우선적으로 차익 실현하려는 흐름에 기인. 유가 급등에 따른 미 국채금리 상승, 달러 강세 또한 가격 하락에 영향
- 결론: 전쟁 여파로 인한 불확실성 이어지는 가운데 당분간 가격 변동성 확대 전망. 다만 주요국 재정적자 및 정부 부채 확대 기조 이어지는 가운데 인플레이션 헷지 수단으로써 수요 지속되며 연내 가격 반등 가능할 것으로 예상

월간 금 ETF 자본 유출입



주 : 26년 03월은 2월 28일부터 3월 27일까지의 데이터
자료 : World Gold Council, 신영증권 리서치센터

미 정부 부채 증가와 금 가격 추이

자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

[ESG] ESG 공시 이제 빠르게 준비해야

주요국 ESG 공시 시작 → 국내 ESG 공시 로드맵(안) 확정 발표 예정

- EU CSRD에 이어 올해 부터 美 캘리포니아도 SB253 시행에 따라 Scope1,2 공시해야 됨

: 연 매출 10억달러 이상으로 캘리포니아에서 사업을 하는 기업은 2026년부터 직접 배출량(Scope1·2) 공시해야

- 싱가포르, 홍콩도 올해부터 상장사를 대상으로 Scope1,2 공시 의무화 (FY2025)
- 일본의 경우 내년부터 단계적으로 시행되는 ESG 공시 로드맵 발표
- 국내의 경우 올해 2월 금융위원회 로드맵(안) 발표 후 의견 수렴 중 → 입법부를 중심으로 논의 활발 → 4월 최종안 발표 예정

결론: 우리나라도 기업 규모별 단계적 공시 도입 전망되는 가운데 늦게 시작하는 만큼 오히려 정보의 Quality와 신뢰성 확보에 사전에 노력을 기울여야 할 것 → 한편, 해외 투자자 및 기관의 경우 해외 기준에 맞춘 공시 요청 증가할 것(일부 기업 자체적으로 대응 서둘러야) → 준비가 잘 된 기업에는 기회로 작용하고 반대의 경우 리스크로 작용할 것

국내 ESG 공시제도 로드맵 의견수렴안 (요약)

구분	주요 내용
공시 시기 및 대상(案)	- '28년(FY27) 연결자산총액 30조원 이상 코스피 상장기업부터 공시를 단계적*으로 의무화 * [예] '29년(FY28) 연결자산총액 10조원, 그 이후는 추후 검토 ※ 다만, 공시 첫해에는 일정기준을 충족한 국내외 종속회사(예: 자산 또는 매출액이 연결기준 10% 미만 종속회사)는 연결대상 제외한 공시 허용
스코프 3 유예 (案)	- 온실가스 배출량 산정·추정 인프라 등을 구축하여 원칙적으로 '31년부터 공시(공시대상별로 3년유예) ※ 중소기업기본법상 소기업 & 해외탄소규제 업종이 아닌 가치사슬 내 기업은 우선 공시 면제 후 추후 법정공시 전환시 면제범위 재검토
공시 기준	- 국제적 정합성을 위해 IFRS 기준을 기반으로 제정하되, 국내 산업 특수성을 반영하여 일부 기준 완화
공시 채널(案)	- 거래소 공시로 우선 도입, 일정기간 경과 후 법정 공시 전환

자료 : 금융위원회, 신영증권 리서치센터

KSSB 지속가능성 공시기준 및 주요 특징

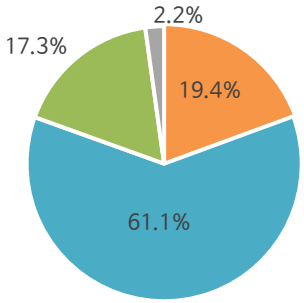
번호	명칭	주요내용
제1호	지속가능성 관련 재무정보 공시를 위한 일반 요구사항	지속가능성 사안과 관련된 개념적 기반과 일반 요구사항을 제시 (IFRS S1 기반)
제2호	기후 관련 공시	기후 관련 위험 및 기회 관련 공시 요구사항을 제시 (IFRS S2 기반)
특징	- 국제적 정합성을 고려하여 IFRS 재단(ISSB) 기준을 기반으로 제정 - 국제적으로 기준이 확립된 기후공시부터 먼저 의무화하고, 다른 주제(기후 외 환경(E), 사회(S), 지배구조(G))는 기업이 선택 공시 - 제조업 비중이 높은 국내 산업 특수성을 고려하여 일부 사항 완화 : 톤 당 내부탄소가격, 산업별 지표의 선택공시 허용	

자료 : 금융위원회, KSSB, 신영증권 리서치센터

Ⅲ. 26.2분기 자산배분 의견

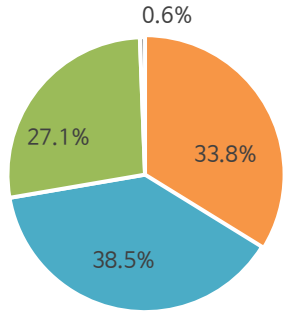
[4가지 고객 유형별] 2026 SAA 자산배분 비중

안정추구형



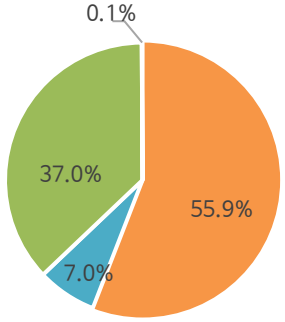
		향후 5년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	SAA
주식	DM	8.0	20.0	8.9
	한국	7.5	22.5	6.6
	EM	7.0	22.0	3.9
주식합계				19.4
채권	IG	3.9	3.2	39.7
	HY	6.3	7.2	17.1
	EM	5.3	8.3	4.3
채권합계				61.1
대체자산		7.9	26.0	17.3
현금		2.5	0.0	2.2
기대값		5.8	11.5	100.0

위험중립형



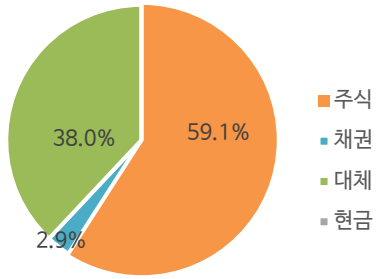
		향후 5년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	SAA
주식	DM	8.0	20.0	15.5
	한국	7.5	22.5	11.5
	EM	7.0	22.0	6.8
주식합계				33.8
채권	IG	3.9	3.2	25.0
	HY	6.3	7.2	10.8
	EM	5.3	8.3	2.7
채권합계				38.5
대체자산		7.9	26.0	27.1
현금		2.5	0.0	0.6
기대값		6.5	16.0	100.0

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

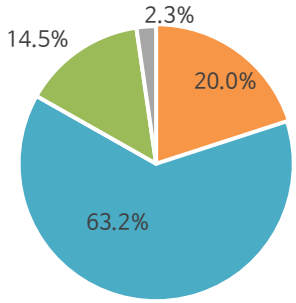


		향후 5년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	SAA
주식	DM	8.0	20.0	27.1
	한국	7.5	22.5	20.2
	EM	7.0	22.0	11.8
주식합계				59.1
채권	IG	3.9	3.2	1.9
	HY	6.3	7.2	0.8
	EM	5.3	8.3	0.2
채권합계				2.9
대체자산		7.9	26.0	38.0
현금		2.5	0.0	0.0
기대값		7.6	22.6	100.0

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

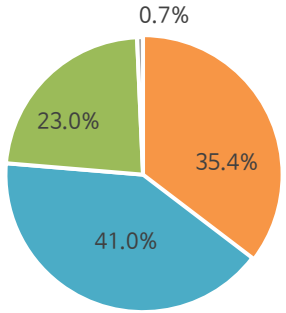
[4가지 고객 유형별] 2026-2Q TAA 자산배분 비중

안정추구형



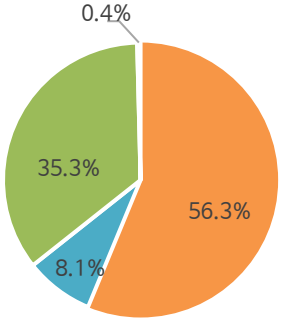
		향후 1년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	TAA
주식	DM	8.5	23.0	9.5
	한국	8.0	24.5	6.8
	EM	7.4	28.0	3.7
주식합계				20.0
채권	IG	4.2	4.8	41.1
	HY	6.5	9.5	17.1
	EM	5.6	8.1	5.1
채권합계				63.2
대체자산		7.3	25.2	14.5
현금		2.6	0.0	2.3
기대값		5.9	11.8	100.0

위험중립형



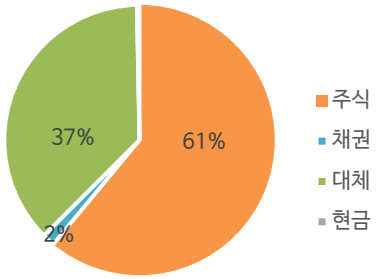
		향후 1년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	TAA
주식	DM	8.5	23.0	16.8
	한국	8.0	24.5	12.0
	EM	7.4	28.0	6.6
주식합계				35.4
채권	IG	4.2	4.8	26.7
	HY	6.5	9.5	11.1
	EM	5.6	8.1	3.3
채권합계				41.0
대체자산		7.3	25.2	23.0
현금		2.6	0.0	0.7
기대값		6.6	15.7	100.0

적극투자형



		향후 1년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	TAA
주식	DM	8.5	23.0	26.7
	한국	8.0	24.5	19.1
	EM	7.4	28.0	10.5
주식합계				56.3
채권	IG	4.2	4.8	5.3
	HY	6.5	9.5	2.2
	EM	5.6	8.1	0.7
채권합계				8.1
대체자산		7.3	25.2	35.3
현금		2.6	0.0	0.4
기대값		7.6	21.1	100.0

공격투자형



		향후 1년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	TAA
주식	DM	8.5	23.0	29.0
	한국	8.0	24.5	20.7
	EM	7.4	28.0	11.4
주식합계				61.0
채권	IG	4.2	4.8	1.0
	HY	6.5	9.5	0.4
	EM	5.6	8.1	0.1
채권합계				1.5
대체자산		7.3	25.2	37.2
현금		2.6	0.0	0.3
기대값		7.8	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] 2026-1Q 대비 2026-2Q TAA 비중 변화

자산군	안정추구형	위험중립형	적극투자형	공격투자형
채권(Fixed Income)	**1.9%p**	**1.6%p**	**0.9%p**	**0.1%p**
선진국 투자등급 채권	1.2%p	1.0%p	0.5%p	0.0%p
선진국 하이일드 채권	0.5%p	0.4%p	0.3%p	0.0%p
신흥국 채권	0.2%p	0.2%p	0.1%p	0.1%p
주식(Equity)	**0.4%p**	**0.4%p**	**0.5%p**	**0.6%p**
선진국 주식	0.9%p	1.4%p	2.2%p	2.4%p
한국 주식	-0.2%p	-0.6%p	-0.9%p	-0.9%p
한국 제외 신흥국 주식	-0.3%p	-0.4%p	-0.8%p	-0.9%p
대체(Alternatives)	**-2.3%p**	**-2.0%p**	**-1.5%p**	**-1.0%p**
현금(MMF 등)	**0.0%p**	**0.0%p**	**0.1%p**	**0.3%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

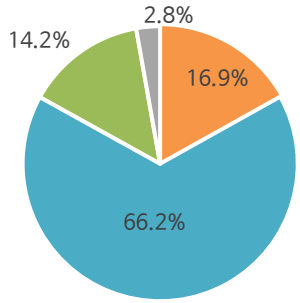
[4가지 고객 유형별] 2025-4Q 대비 2026-1Q TAA 비중 변화

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

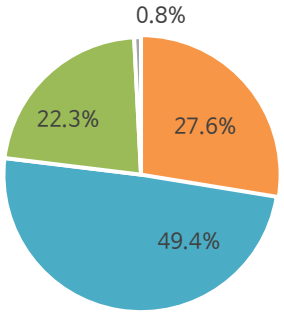
[참고자료] 2025Y SAA 자산배분 비중

안정추구형



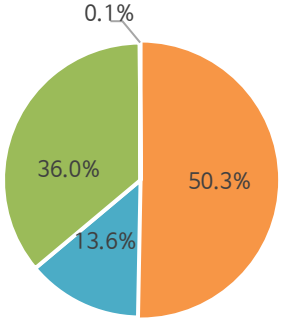
		향후 5년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	SAA
주식	DM	8.2	20.5	7.4
	한국	7.9	22.0	7.1
	EM	7.0	22.0	2.4
주식합계				16.9
채권	IG	4.0	3.4	42.4
	HY	6.6	7.3	18.4
	EM	5.6	9.5	5.3
채권합계				66.2
대체자산		7.4	27.5	14.2
현금		2.5	0.0	2.8
기대값		5.7	10.5	100.0

위험중립형



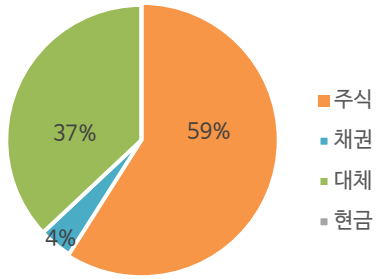
		향후 5년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	SAA
주식	DM	8.2	20.5	12.1
	한국	7.9	22.0	11.6
	EM	7.0	22.0	3.9
주식합계				27.6
채권	IG	4.0	3.4	31.7
	HY	6.6	7.3	13.8
	EM	5.6	9.5	4.0
채권합계				49.4
대체자산		7.4	27.5	22.3
현금		2.5	0.0	0.8
기대값		6.2	14.0	100.0

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

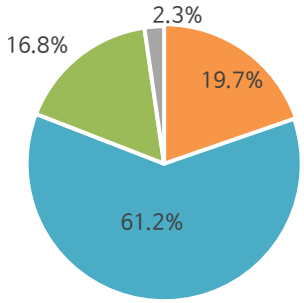


		향후 5년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	SAA
주식	DM	8.2	20.5	26.0
	한국	7.9	22.0	24.8
	EM	7.0	22.0	8.3
주식합계				59.0
채권	IG	4.0	3.4	2.6
	HY	6.6	7.3	1.1
	EM	5.6	9.5	0.3
채권합계				4.0
대체자산		7.4	27.5	37.0
현금		2.5	0.0	0.0
기대값		7.6	21.9	100.0

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

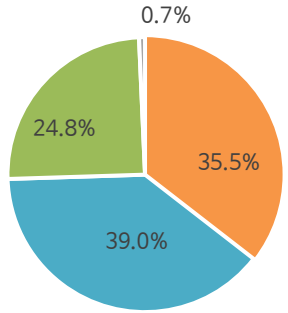
[참고자료] 2026-1Q TAA 자산배분 비중

안정추구형



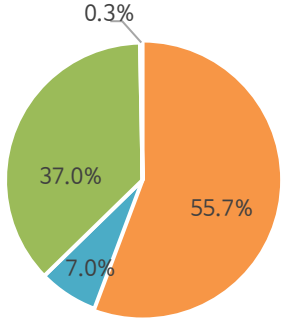
		향후 1년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	TAA
주식	DM	8.3	23.5	8.7
	한국	8.0	24.0	7.0
	EM	7.4	28.0	4.0
주식합계				19.7
채권	IG	4.1	4.3	39.8
	HY	6.4	8.5	16.5
	EM	5.5	7.6	4.9
채권합계				61.2
대체자산		7.4	25.0	16.8
현금		2.6	0.0	2.3
기대값		5.8	12.5	100.0

위험중립형



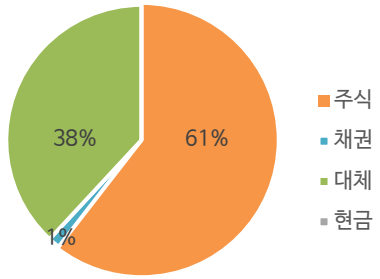
		향후 1년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	TAA
주식	DM	8.3	23.5	15.7
	한국	8.0	24.0	12.7
	EM	7.4	28.0	7.1
주식합계				35.5
채권	IG	4.1	4.3	25.4
	HY	6.4	8.5	10.5
	EM	5.5	7.6	3.1
채권합계				39.0
대체자산		7.4	25.0	24.8
현금		2.6	0.0	0.7
기대값		6.6	17.1	100.0

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

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	8.5	- EPS 추정치 상향에도 불구하고 업종 로테이션 및 AI 수익성 우려에 지수 부진. 이에 밸류에이션 부담이 완화되고 있다는 판단 - 현재의 지정학 리스크는 통화정책 전환을 야기하는 수준은 아닐 것으로 예상해 기대수익률은 상향, 변동성은 하향
	한국 주식	8.0	- 반도체 및 산업재를 중심으로 이익 추정치의 상향 조정이 지속되는 점이 긍정적 - 다만 지수 단기 급등 및 소수 업종 쏠림현상 소화 과정을 고려해 전분기 대비 변동성은 상향, 수익률은 유지
	EM 주식	7.4	- 중국 전인대에서 첨단기술 산업 올인 정책 중장기 방향성 확인 - 반도체/헬스케어/에너지 중심의 기업 이익 상향조정 긍정적
채권 (Fixed Income)	IG 채권	4.2	- IG 채권과 HY 크레딧의 기대수익률은 벤치마크지수의 이표(3.05%, 6.24%)와 듀레이션(6.34년, 3.95년), 미국채 10년물 금리(4.20%), US Agg Corporate OAS(0.90%), US Corporate HY OAS(3.10%) 및 향후 1년간 금리 및 스프레드 전망에 근거하여 추정 - EM 채권의 기대수익률은 벤치마크지수의 이표(5.26%)와 듀레이션(6.10년), EMBI+ 스프레드(281bp)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	
	EM 채권	5.6	
대체자산		7.3	- 전쟁 이슈로 원유/가스 등 기존 에너지 공급망이 지속가능성에 대한 신뢰도 하락, 원전/재생 에너지 중심의 전력망 재편 의지 가속화 - 사모 대출 환매 이슈로 대체투자 섹터 내에서의 변동성 상향 반영, 단 유동성 미스매치에 따른 펀드 런이라는 점을 감안, 추가 확산은 제한될 것
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		2026.03	
중국	37.2	중국	39	리츠	39	원자재	22	미국	26.3	미국	25	한국	75.2	원자재	28.7
미국	31.5	한국	33	원자재	38.5	인프라	-0.2	신흥국	23.3	원자재	18.4	50/30/20 포트	38.1	한국	25.0
리츠	28.9	미국	18.4	미국	28.7	HY 크레딧	-11	한국	20.4	신흥국	17.3	60/40 포트	29.7	50/30/20 포트	16.4
신흥국	27.6	신흥국	16.9	신흥국	20.5	IG 채권	-11.2	50/30/20 포트	13.8	인프라	15.1	중국	27.2	60/40 포트	10.8
인프라	27	50/30/20 포트	16.7	인프라	11.9	50/30/20 포트	-15.1	HY 크레딧	13.7	중국	14.5	신흥국	24.1	인프라	10.0
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	선진국	23.4	리츠	3.3
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	IG 채권	0.0
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	신흥국	-0.1
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	신흥국 크레딧	11	HY 크레딧	-0.4
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	신흥국 크레딧	-0.9
한국	10.1	리츠	-5.3	IG 채권	-1.4	한국	-22.8	인프라	6.8	50/30/20 포트	-0.4	원자재	5.5	선진국	-0.9
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	중국	27.2
IG 채권	8.2	원자재	-9.3	신흥국 채권	-1.7	중국	-26.7	중국	-10.8	한국	-8.1	리츠	4.2	미국	-3.5

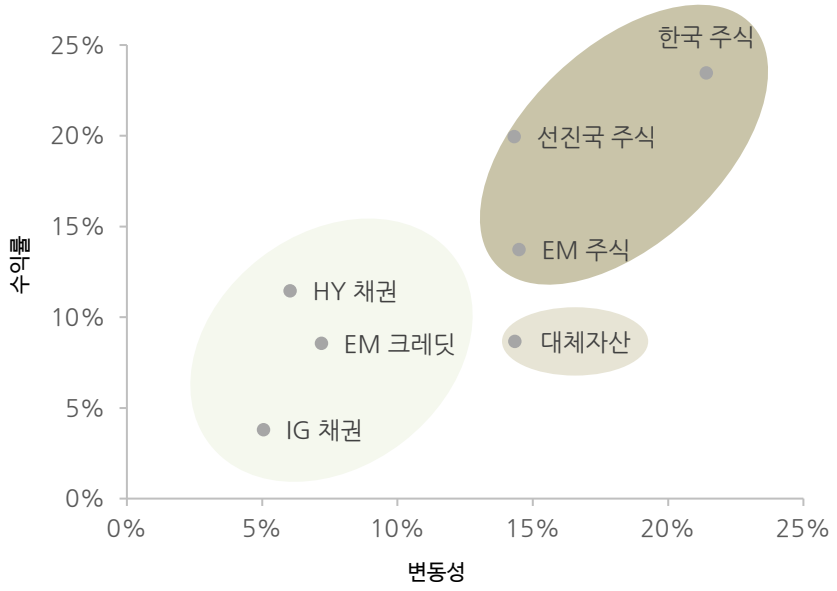
주1: 모든 데이터는 Total Return 지수를 사용. 상기 수익률은 YTD 기준(각 연도별 초기값 대비 기말 기준 수익률)
주2: 한국주식은 KOSPI, 해외주식은 각국 대표지수(DM,EM: S&P BMI, 미국: S&P500, 중국: CSI300) 기준임
주3: 채권은 IG 및 HY는 Bloomberg USD hedged Total Return, EM은 Bloomberg USD unhedged Total Return, 대체투자는 S&P Global 인프라, 다우존스 US 부동산, CRB 기준임
주4: 2011년 1월~ 25년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

[5년 자산시장 전망] 자산군별 기대수익률과 변동성의 변화

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

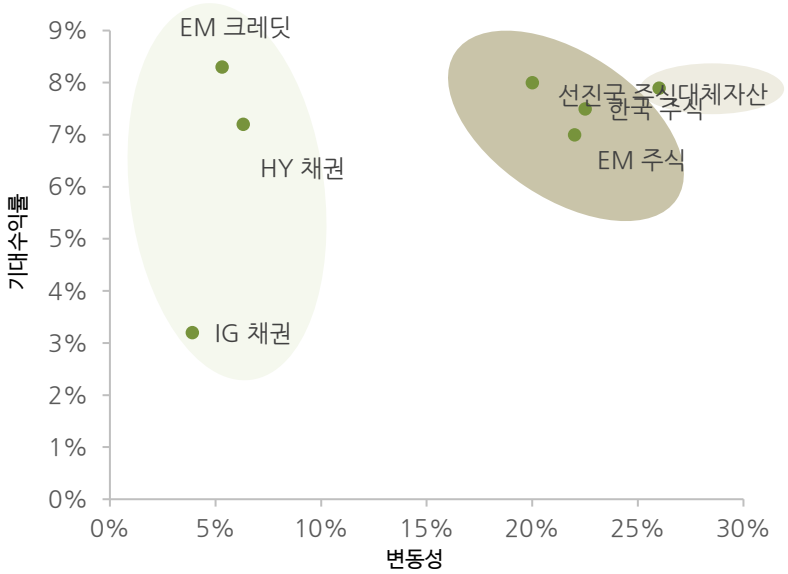
- 한국주식과 대체자산에 기대할 수 있는 기대 수익률은 향후 5년 전망에서 크게 상향될 전망
- 선진국 투자등급(IG) 채권의 경우 변동성은 유사한 수준을 나타내지만 기대수익률은 하향된 수준에 수렴
- 자산시장 관점에선 전 자산이 좋은 성과를 보였던 골디락스를 지나 상승강도가 약해지는 구간에 진입

역사적 평균-분산 산포도



주1 : 평균, 분산 값 산출 시 2022/07/01~2025/12/31 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

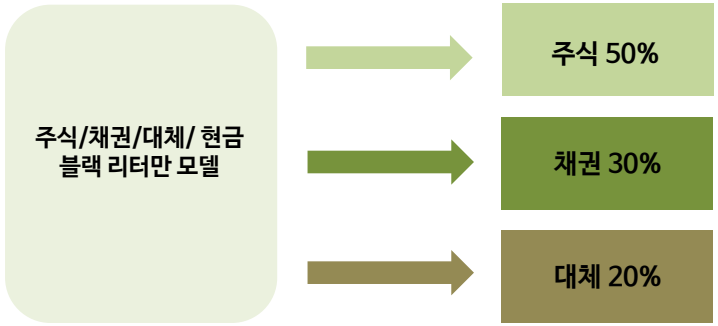
주1 : 1980/01 ~ 2025/12 까지 로그수익률 사용
주2 : "자산별 수익률과 포트폴리오 수익률 추이"와 동일
자료: 신영증권 리서치센터

[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

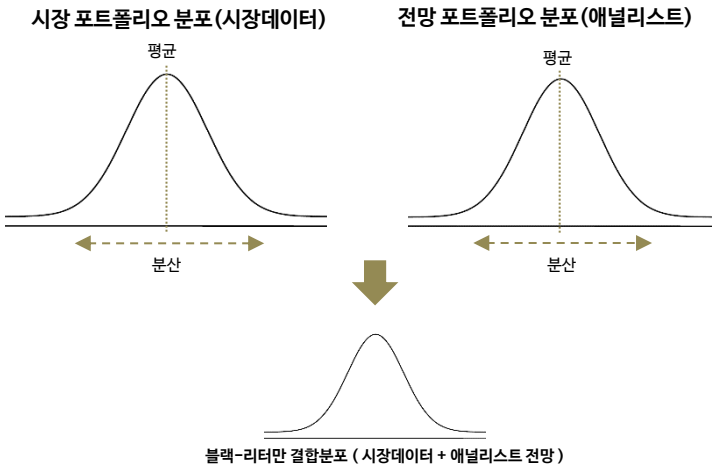
자료: 신영증권 리서치센터

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

블랙-리터만 모델 : 미래 투자 전망을 비중으로 표현하는 포트폴리오

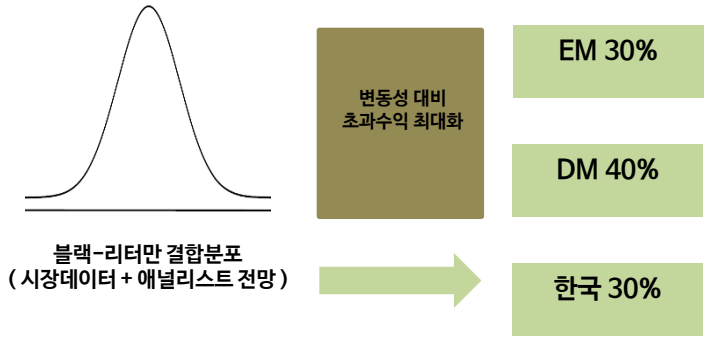
- 1) 자산시장별 기대수익과 변동성에 대한 담당 애널리스트 전망을 반영
- 2) 평균과 분산으로 이루어진 전망치는 시장데이터와 결합분포를 생성
- 3) 결합분포를 고려하여 위험 대비 초과수익을 최대화하는 비중을 산출

블랙-리터만 결합분포 생성 원리



자료: 신영증권 리서치센터

결합분포를 바탕으로 샤프비율 최적화 비중 산출



자료: 신영증권 리서치센터

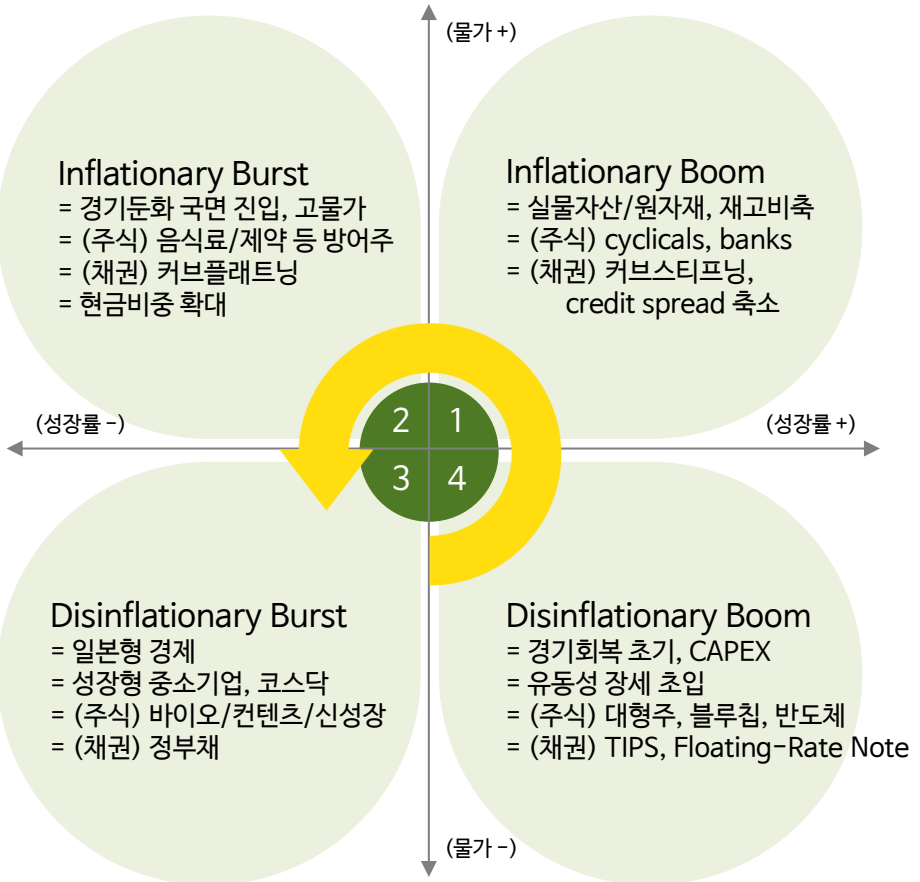
[금융시장의 4계절] 성장률과 물가의 하모니

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



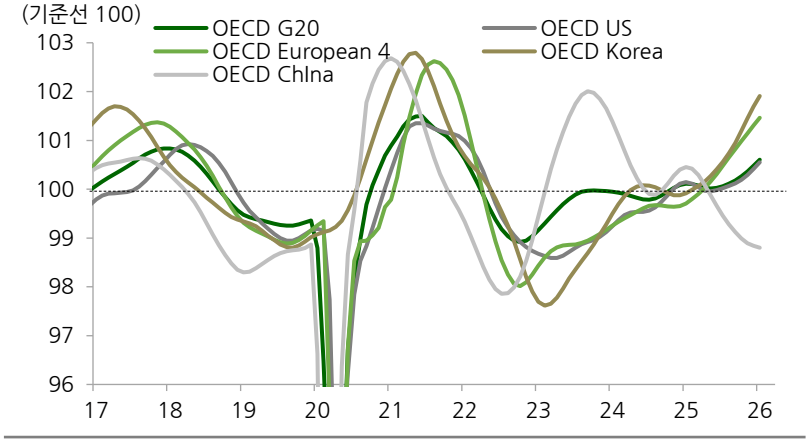
자료: 신영증권 리서치센터

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

선진국 중심 경기 확장 흐름은 지속

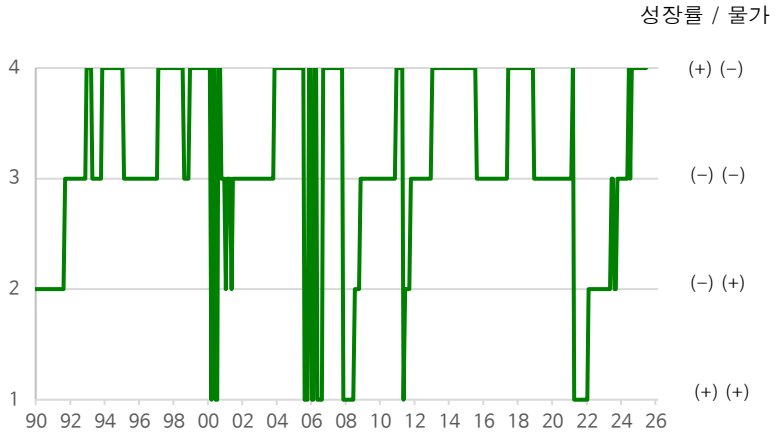
- **중동 불확실성에도 선진국 경기선행지수 상승**
  - 한국은 반도체 호황 힘입어 무역수지 개선. 그러나 내수경기는 다소 부진한 편중된 경제 성장 흐름
  - 중국을 제외한 주요국 경제 성장은 완만하게 지속
- **고유가 고착화에 따른 물가 경로 변경 가능성**
  - 브렌트유 기준 배럴당 $110 달러선에서 등락
  - 호르무즈 개방, 통행료 등 유가 고착화 요인 존재
  - 고유가 고착화될 경우 물가 반등 가능성 있음

OECD 경기선행지수 : 선진국 중심 완만한 확장구간을 유지



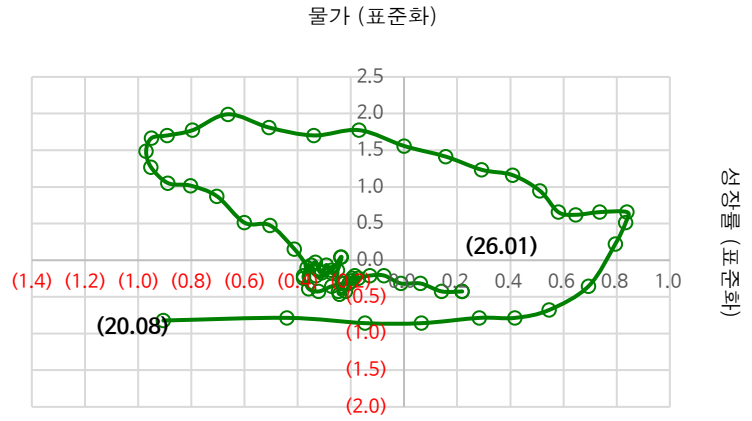
자료: 신영증권 리서치센터

CPI 인플레이션 기준 과거 모델 사분면 변화



자료: 신영증권 리서치센터

신영 자산배분모델 : 경기 개선과 물가 둔화 국면 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.