

신영 자산배분전략

# 6월: Everything is AI

- 5월 자산시장 리뷰: 기대감과 경계심 속 확대된 변동성
- 3개월이 지난 전쟁, 작아지는 실익
- AI 밸류체인 집중은 글로벌 공통현상
- SpaceX 상장에 대한 생각

### 분석의 기본 가정

- 전방위적 AI 투자 확대 흐름
- 연준의 보수적 스탠스 유지
- 일정 수준의 물가와 장기금리 레벨 유지
- 지정학 리스크 및 긴장 상존
- 주요국 재정확대 기조 지속

채권/FX전략 조용구

주식전략 이상연

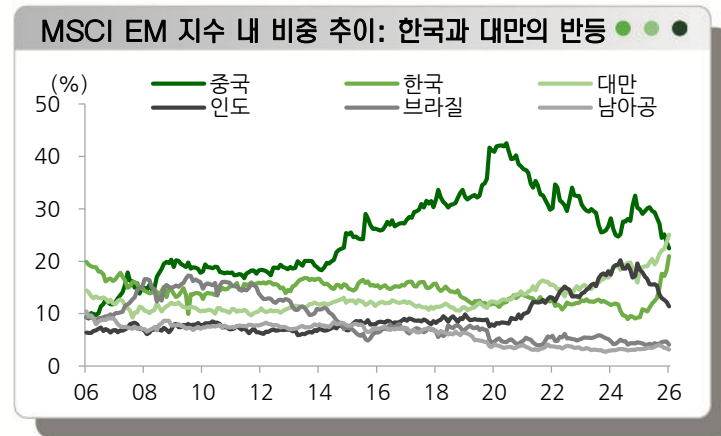
퀀트/자산배분솔루션 강기훈

크레딧 전략 이경록

중국 전략 성연주

리츠/부동산 박세라

ESG 오광영



# [요약] Everything is AI

## 돈은 언제나 혁신으로 모인다

6월 글로벌 금융시장은 미국-이란 갈등이 극단적 충돌보다는 협상 국면으로 이동할 가능성이 높다는 점에서 위험자산 선호 심리가 유지될 것으로 판단합니다. 이제는 미국 역시 유가 급등 부담을 방지하기 어려운 상황이며, 최근 협상의 초점도 군사 충돌보다 현실적인 합의 조건 논의로 이동하고 있기 때문입니다. 현재 글로벌 증시 내 AI 쏠림 현상은 단순 테마보다는 산업구조 변화에 대한 자금 재배치 성격이 강하다고 생각합니다. 또한, 한정적이지만 아직은 AI 밸류체인 내에서의 순환매가 이루어지고 있다는 점에서 추세 전환보다는 강세 흐름의 유지에 무게를 두고 있습니다.

한편 6월 예정된 SpaceX IPO는 초대형 IPO의 첫 시작이라는 점에서 초기 흥행 가능성은 높아 보입니다. 다만, 이후 엔트로픽, OpenAI 등 대형 AI 기업들의 IPO까지 이루어진 이후의 시장 유동성 분산과 변동성 확대 가능성은 지속적으로 점검할 필요가 있습니다. 특히 최근 SpaceX 기대감으로 급등한 우주 관련 종목들은 실제 상장 이후 차익실현 욕구 확대 가능성에도 유의할 필요가 있어 보입니다.

## 6월 자산배분 전략: 주식 비중확대(+1), 채권 비중확대(+1), 현금 비중 축소(-2) 유지

6월 자산별 매력도는 주식(+1), 채권(+1) 의견을 유지하고 현금자산(-2)에 대한 투자의견을 유지합니다. 고물가 고금리 장기화는 주식 입장에서 할인율 상승 요인으로 여전히 매크로 환경 경계가 필요한 상황입니다. 그럼에도 불구하고 주요국 증시는 AI 투자 사이클 축소를 확인하기 전까지는 관련 밸류체인을 중심으로 강세를 보일 것으로 전망합니다. 연준과 한국은행은 새로운 의장과 총재를 맞이한 상황입니다. 미국 정책 금리는 연준 내의 인상 가능성을 열어두자는 의견이 존재하나 당사는 현실적으로 연내 동결 기조의 장기화를 기본 시나리오로 가정하고 있습니다. 한국의 경우 5월 금통위에서 확인한대로 최초 금리 인상 시점은 7월에 이뤄질 가능성이 높아졌다고 판단하고 있으며 이를 포함한 연내 2회 인상을 예상하고 있습니다.

# [자산배분 의견표] 6월 애널리스트 의견과 전망


	-2	-1	0	+1	+2	애널리스트 의견
주식(Equity)				◆		- 고물가 고금리 장기화는 주식 할인율 상승 요인으로 불안한 매크로 환경 경계 필요 - 그럼에도 AI 투자 사이클 축소 시그널이 확인되기 전까지 첨단 기술주 중심의 장세는 지속될 것
선진국 주식				◆		- 매크로 환경이 비우호적인 것은 사실이나 긴축 우려가 실제화되기 전까지는 지수 추세 전환 보다 단기 조정에 무게 - 여전히 주도 업종은 AI 밸류체인 업종(하드웨어, 인프라 등)으로 압착될 것으로 판단 - 추천 ETF: SOL 미국AI전력인프라 (486450), KODEX 미국나스닥100(379810)
신흥국 주식				◆		- 중국 하드테크기업들의 1분기 실적 호조로 기술주 강세 - 지정학적 리스크가 여전한 상황에서, 첨단기술산업 수출입 호조/산업정책영향으로 테마별 변동성 확대 - 추천 ETF: TIGER 차이나과창판STAR50(414780.KS), KODEX 차이나심천ChiNext(256750.KS), Global X항생고배당ETF(3110.HK)
한국 주식				◆		- 실적 모멘텀 소강상태에 진입한 만큼 일일 변동성 확대 경계 필요하나 여전히 주요국 대비 국내 증시의 EPS 추정치 상향폭은 압도적인 상황 - 또한, 견조한 이익 모멘텀을 기반으로 증시 하단은 견고할 것으로 전망. AI 밸류체인을 중심으로 대형 수출업종 선호 유지 - 추천 ETF: HANARO Fn K-반도체(395270), SOL 금융지주플러스고배당(484880), KODEX AI전력핵심설비(487240)
채권(Fixed Income)				◆		(채권/FX전략) - 미국: 미국 정책금리는 연준 내에서도 인상 전환 가능성을 열어두자는 의견이 제시되고 있으나 당사는 동결 기조가 장기화될 것이라는 전망 유지. 중동 전쟁 장기화 및 원유 공급 정상화 지연, 전쟁 비용과 관세 환급 등으로 재정적자에 대한 우려도 잔존해 있어 장기금리는 적정 수준보다 높은 레벨에서 등락 - 한국: 높은 국제유가 수준과 수출 데이터 호조, 한은의 공식적인 시그널이 제시되면서 최초 금리 인상 시점은 7월에 이뤄질 가능성이 높아졌음. 분기 1회 인상 기조가 진행되면서 연말 기준금리는 3.00% 도달, 내년 1분기 추가 인상 가능성. 시장금리는 2분기말~3분기초 고점 궤적에 위치할 것으로 예상 - 외환(FX): 중전 지원 및 고유가 부담, 외국인인 대규모 코스피 순매도세가 이어지면서 환율은 1,500원대 초반으로 재차 반등. 원화 저평가 상황임에도 중동 정세와 엔화에 연동된 흐름을 보이며 하락 전환 시점이 지연되는 구도로 판단
선진국 투자등급				◆		
선진국 하이일드				◆		
신흥국 채권				◆		(크레딧전략) - 국채금리의 변동성이 아직 있지만 극단적인 전쟁 불안심리의 정점은 지난 것으로 판단 - 크레딧 투자심리가 점차 회복될 것으로 전망하며 시장금리가 상승할 때마다 크레딧채권 분할매수 전략이 유효  - 추천섹터 또는 ETF: 기존 채권보유 포지션을 유지하되 보험성 자산인 고금리 채권 확보 기회 모색 권고(국고채, 선진국 장기채), 크레딧 만기매칭형 ETF
대체자산			◆			(부동산/인프라) - AI 인프라 딜 활발, 넥스트라-도미니언에너지 인수(5/18) 한화 100조원 메가 딜, 신재생에너지+원전이 더해진 형태, 블랙스톤 데이터센터 전문 리츠 블랙스톤 디지털 인프라스트럭처 상장(5/14), 블랙스톤-구글, AI데이터센터 운영 기업 공동 설립(5/18) 2027년까지 500MW 컴퓨팅 인프라 구축 계획 - 국민성장펀드, 첨단산업-기술특례기업-비상장 성장기업 메자닌 투자 활성화, 발행사 우위(쿠폰금리0) 일 수 있으나 투자 대상 확대 측면 긍정적 - 제이알글로벌리츠 회생절차 개시 사태 이후 금리 인상 기조로 리츠 추가 수익률 부진 지속 - 추천 ETF: iShares Global Infrastructure ETF (IGF)  (금) - 금 가격은 월초 중동 전쟁 합의 및 호르무즈 해협 개방 기대감 속 상승. 이후 고유가 지속되는 가운데 글로벌 채권금리 급등하며 하락 - 단기적으로 중동전쟁 진척 상황 및 유가 레벨에 따라서 금 가격 변동성 확대될 전망. 다만 주요국 정부 부채 확대 및 재정 적자 우려 지속되는 가운데 인플레이션 헷지 수단으로 수요 부각되며 연내 가격 상승 가능할 것으로 기대
현금자산	◆					- 국내 기준금리는 향후 1년 관점에서 2~3회 인상 전망(연 3.00~3.25%) - 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

---

- 5월 자산시장 리뷰: 기대감과 경계심 속 확대된 변동성
  - 3개월이 지난 전쟁, 작아지는 실익
  - AI 밸류체인 집중은 글로벌 공통현상
  - SpaceX 상장
- 

# [5월 자산시장 리뷰] 기대감과 경계심 속 확대된 변동성

- (주식시장) 글로벌 증시는 불안정한 매크로 환경에도 불구하고 종전 기대감과 전반적인 기술주 랠리 지속되며 상승. 권역별로는 달러 강세에 따른 EM 대비 DM 우위
- (채권시장) 미 채권 금리는 고유가 장기화에 따른 인플레이션 우려 속 종전 협상 지연 및 길트채 투매 이어지며 상승. 이후 종전 협상 낙관론 확산되며 하락 마감
- (대체자산) 부동산/리츠 지수는 주요국 통화정책 불확실성 지속되며 보험세 지속. 인프라 지수는 활발한 AI 인프라 투자 경쟁에도 불구하고 수익성 악화 우려에 하락
- (원자재) 국제 유가는 미-이란 협상 지연 및 미중 정상회담 실망감에 상승했으나, 종전 협상 기대감 급부상하며 하락. 귀금속은 인플레이션 장기화 우려에 하락 마감

## 5월 자산시장 리뷰

(단위: p, %, 05/28 종가 기준)

		price	MTD	3M	YTD	1Y	3Y
주식	DM	2,195.83	4.65	7.21	12.17	31.06	82.14
	EM	861.40	2.91	2.23	10.52	28.73	68.11
	미국	7,563.63	4.92	9.95	10.49	28.45	79.85
	유럽	6,055.11	2.95	-1.36	4.55	12.58	39.60
	일본	64,693.12	9.12	9.93	28.51	71.50	109.25
	중국	4,914.21	2.22	4.32	6.14	28.10	27.61
	홍콩	8,364.41	-3.66	-5.59	-6.16	-0.94	32.06
	한국	8,185.29	24.04	31.09	94.23	206.55	219.89
채권	IG 채권	612.15	0.46	-1.02	0.61	3.95	14.64
	HY 크레딧	703.66	0.64	0.85	2.01	9.31	38.00
	EM 채권	1,403.37	0.45	-0.39	1.19	9.51	29.41
대체	인프라	3,791.67	-2.86	-4.84	7.00	14.30	43.26
	부동산/리츠	387.70	-0.33	0.64	8.64	8.26	22.87
	CRB	384.61	-2.66	23.01	28.73	31.15	47.53
외환	달러인덱스	99.02	0.98	1.45	0.71	-0.86	-4.98
	원달러 환율	1,494.20	1.17	3.75	3.78	8.65	12.80

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

# [신영 생각 1] 3개월이 지난 전쟁, 작아지는 실익

## 현실을 직시하기 시작한 미국과 이란

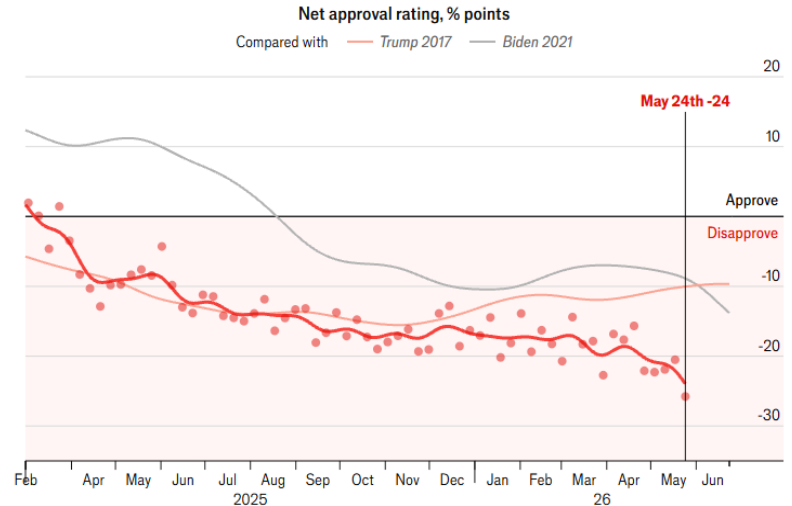
- 아직까지 공식적으로는 양국 간 입장 차이를 계속 확인하는 단계로 국소적 군사 충돌도 이어지고 있음
- 그러나, 중요한 것은 협상의 초점이 구체적인 합의 조건 논의로 이동 중이라는 사실  
-미국과 이란이 농축 우라늄 반출에 대해 이란 현지 또는 제3국까지는 입장 차를 좁힌 것이 결정적
- 자산시장은 양국 간의 최종 합의 타결 이전임에도 불구하고 “추가 충돌 가능성이 낮아지고 있다”는 수준에도 위험 선호 심리를 회복한 점이 고무적  
-이에 따른 국제유가 하락(\$90/bbl 근접)과 미국 중장기물의 반락 또한 긍정적
- 11월 중간선거를 앞두고 더 이상의 전쟁 장기화는 트럼프 대통령 입장에서 실익이 가장 낮은 선택지

러-우 전쟁 당시의 전고가에 근접한 미국 휘발유 소매 가격



자료 : EIA, 신영증권 리서치센터

트럼프 대통령 지지율 추이



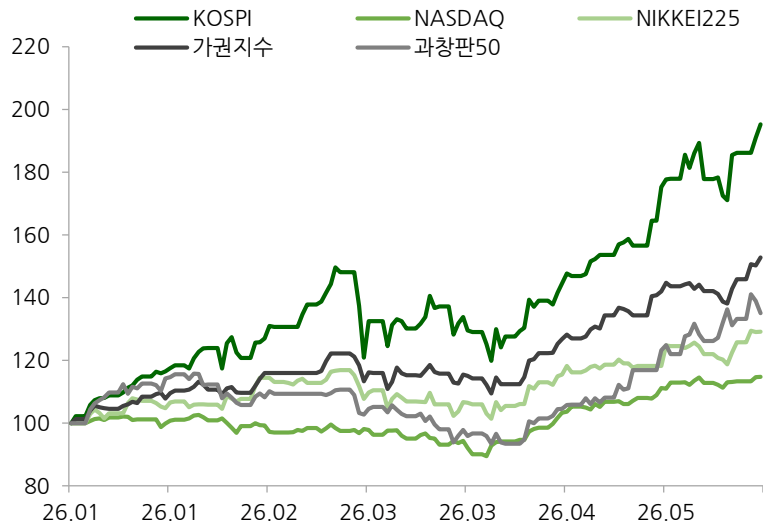
자료 : The Economist

# [신영 생각 2] AI 밸류체인 집중은 글로벌 공통현상

## 버블인가? NOT TODAY

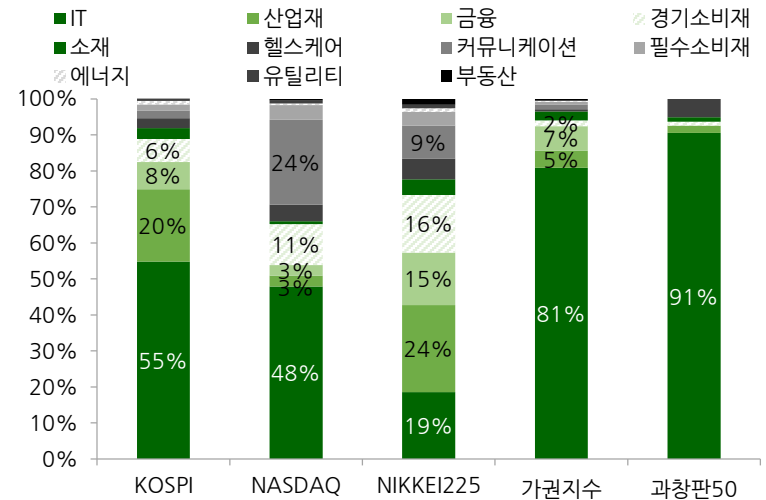
- 최근 글로벌 증시에서 KOSPI, NIKKEI225, 가권지수, 과창판50, NASDAQ 과 같은 AI 밸류체인 노출도가 높은 지수 중심으로 신고가가 기록
  - 해당 증시들은 AI 밸류체인(반도체, IT하드웨어, 전력 인프라 등) 비중이 높다는 것이 공통점
  - 이에 글로벌 AI 투자 사이클 확대에 따른 수혜 기대가 집중되고 있는 흐름
- 주도 업종 압착은 강세장 및 산업구조 변혁기의 필연적인 현상
- 밸류체인 전반의 상승세를 동반하고 있다는 점에서 아직 쓸림의 정점은 아니라는 판단

신고가를 기록한 지수들의 공통점은?



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

IT+산업재 비중 = AI 밸류체인 노출도



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

# [신영 생각 3] SpaceX 상장에 대한 생각

## 초대형 IPO의 서막

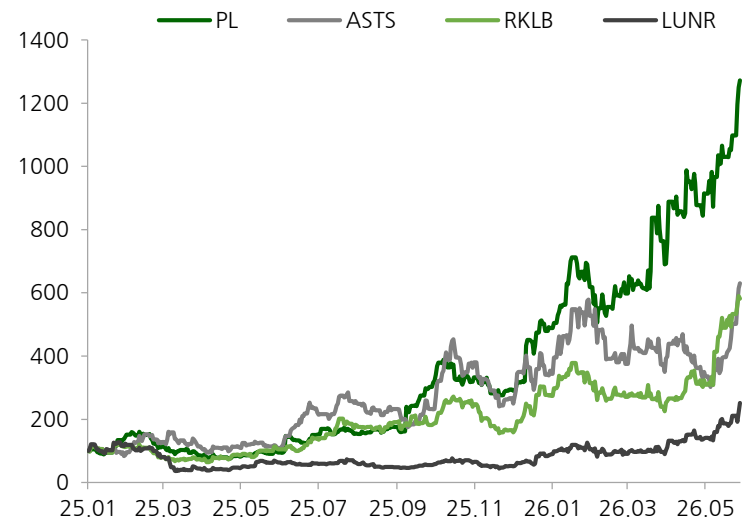
- SpaceX가 6월 12일(현지시간 기준) 상장 예정으로 기업가치 \$1.75조 자금조달 규모는 \$750억 수준으로 추정  
-기업가치 기준 S&P500 시가총액 대비 2.7%, 나스닥 시가총액 대비 약 3.8%
- 올해 예정된 대형 IPO 가운데 가장 먼저 진행된다는 점에서 초기 수요 확보는 비교적 원활할 가능성이 높음
- 다만 이후 예정된 엔트로픽, OpenAI 등 대형 AI 기업들의 IPO 일정 역시 향후 시장 유동성에 영향을 줄 수 있다는 점에서 지속적인 확인이 필요하다는 판단
- 한편 최근 SpaceX 상장 기대감으로 단기 급등했던 우주 관련 기업들의 경우 실제 상장 이후에는 차익실현 욕구 확대와 이벤트 소멸에 따른 변동성 확대 가능성에도 유의할 필요 존재

### SpaceX 상장 관련 이벤트

날짜	이벤트	비고
2025.07.12	SpaceX의 xAI 투자 보도	
2026.02.02	xAI 인수·통합 공식 발표	통합 기업가치 1.25조달러 전망
2026.05.20	IPO 서류 공개 관련 주요 보도	S-1 내용 공개 확대
2026.05.22	스타십 12차 시험 발사	스타십 V3 최초 시험 발사
2026.06.04 (예정)	기관투자자 로드쇼 시작 목표	
2026.06.11 (예정)	IPO 공모가 결정 예상일	
2026.06.12 (예정)	나스닥 상장 목표일	티커 SPCX 예정

주) 현지시간 기준  
자료: 언론종합, 신영증권 리서치센터 정리

### SpaceX 상장을 앞두고 상승 중인 우주 기업




자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터



## II. 자산군별 전망

---

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

# [미국채권] 대외금리 상승의 배경

## 고유가-재정적자-국채 발행 증가의 악순환 우려

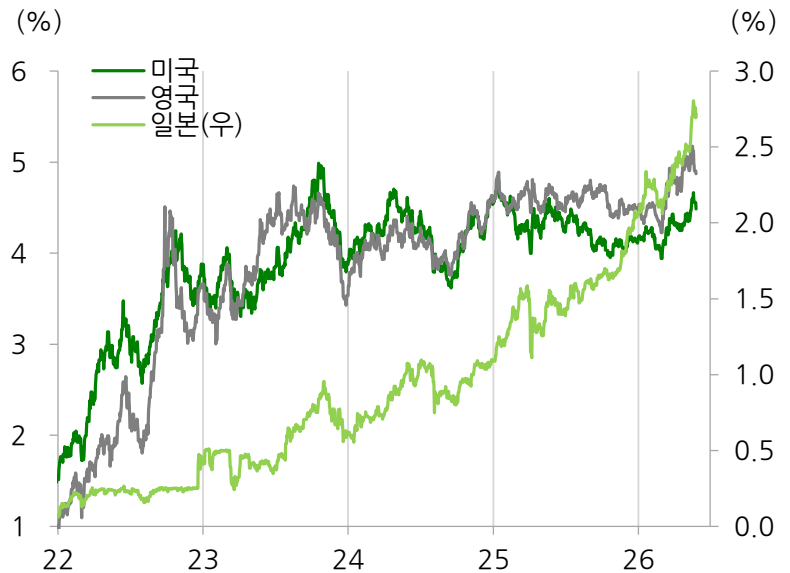
- 트럼프는 이란과 평화 협정에 대한 양해각서(MOU) 체결을 위한 최종 쟁점과 세부 사항 논의 중이라고 밝혔고, 이란도 최종 조율 단계임에 동의. 양측의 내부 반발 등으로 막판 진척은 다소 더디지만 종전 기대감은 높아져
- 추가적인 고유가 충격 가능성은 1차적으로 원유 재고 소진 우려가 제기되는 6월말. 2022년 러-우 전쟁 당시와 비교해 보면 현재까지는 당시보다 양호하지만 7~8월까지 고유가 장기화될 경우 큰 차이 없는 수준
- 미국, 영국, 일본 장기물 금리 상승 배경은 고유가, 재정적자, 국채 발행 증가의 악순환이 가속화될 것이라는 점
- **결론 : 미국이 이란의 선-해협 통행 후-핵 문제 협상을 수용하는 것이 최선. 유가만 낮아져도 대외금리는 안정 기대**

2022년과 2026년 WTI, 브렌트유 현물 추이



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

미국, 영국, 일본 국채 10년물 금리 추이



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

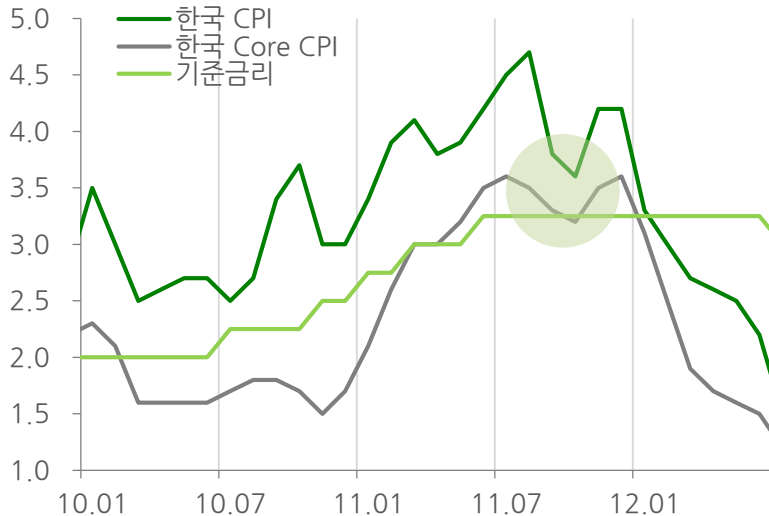
# [한국채권] 5월 금통위와 금리 인상 사이클

## 3분기(7월) 긴축 사이클 시작, 내년 1분기까지 지속 예상

- 5월 금통위는 기준금리 2.50% 동결 및 인상 소수의견 등으로 향후 인상 시그널 제시 예상. 경제전망도 상당 폭 상향 조정되고(당사 올해 성장률 2.6%, 물가상승률 2.7% 전망), K-점도표 또한 상향 조정 불가피
- 과거 한국은행은 명목 물가가 높은 구간에 금리 인상 집중. 인상 사이클 종반부에는 명목 물가가 근원 물가를 하회하거나, 근원 물가가 기준금리를 하회하는 시점 이후에는 추가 긴축 보다는 고금리 장기화 선택
- 이번 사이클에서는 3분기(7월 가능성이 더 높아 보임) 인상이 시작되어 내년 1분기까지 지속될 것으로 예상
- **결론** : 국내 기준금리는 3분기, 4분기, 내년 1분기까지 각 25bp 인상되면서 최종 3.25%까지 가능

2010~2011년 기준금리 인상 사이클

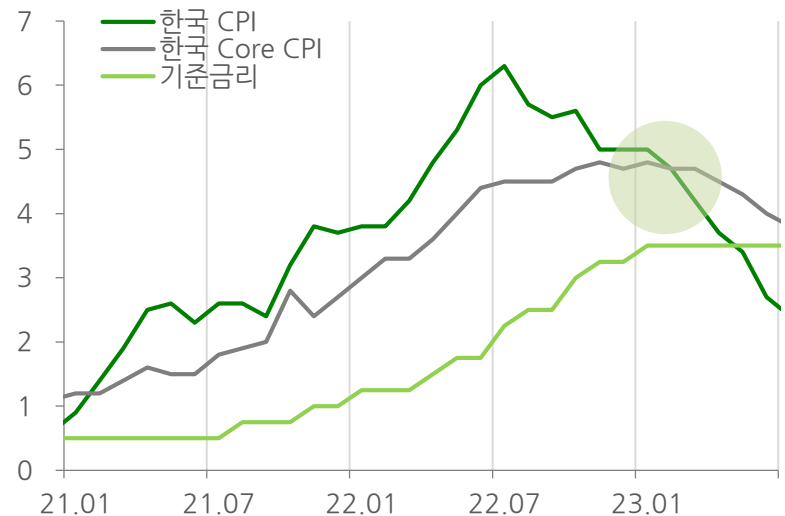
(%, YOY)



자료 : 한국은행, 국가데이터처, 신영증권 리서치센터

2021~2023년 기준금리 인상 사이클

(%, YOY)



자료 : 한국은행, 국가데이터처, 신영증권 리서치센터

# [한국채권] 금리 고점과 중기 국가재정운용계획

## 과거 시장금리 고점 시기, 하반기와 내년 국채 발행 축소 기대

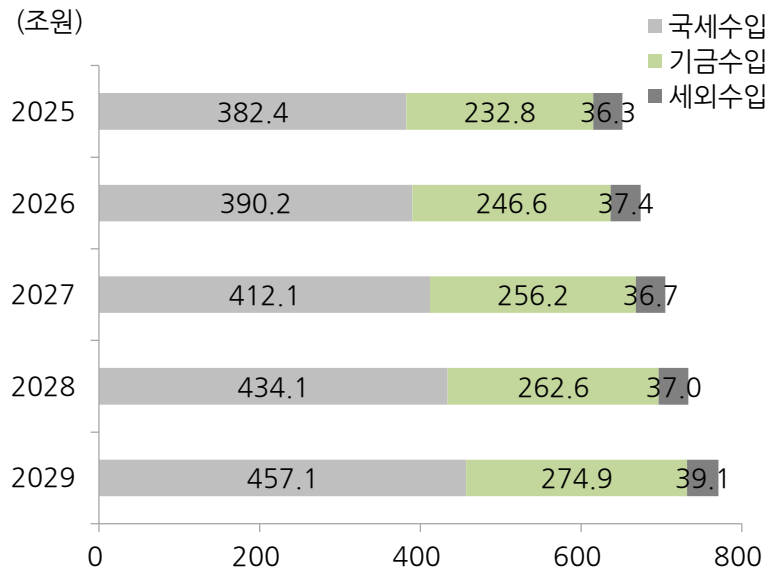
- 2005년 이후 총 5번의 금리 인상기 국고채 3년물, 5년물, 10년물 금리의 최종 기준금리 대비 스프레드 고점의 평균은 83.1bp, 105.0bp, 123.9bp. 특히, 3년물의 최종 기준금리 대비 스프레드는 56.6~104.8bp 수준
- 종합적으로 이번 사이클 내 고점은 국고채 3년물 3.90%, 10년물 4.35% 수준 추정. 경로는 올해 3분기 고점 예상
- 법인세 등 세수 호조로 8월말 내년 예산안 및 중기 국가재정운용계획은 작년 계획 대비 상당 폭 수정될 것. 재정수입과 재정지출 모두 증가할 것으로 예상되는데, 재정지출 10% 증가 가정해도 내년 국채 발행한도 상당수준 축소 가능
- 결론 : 과거 인상 사이클 감안 금리 고점 레벨 근접, 재정지출 증가는 부담이지만 하반기와 내년 국채 발행 축소 기대

금리 인상기 최종 기준금리 대비 스프레드 고점

기준금리 인상기	3년	시점	5년	시점	10년	시점
2000.02~2000.10	391.0bp	4/8	436.0bp	1/8	-	-
2002.05(일회성)	209.0bp	-	266.0bp	-	297.0bp	-
2005.10~2006.08	77.0bp	2/11	106.0bp	2/11	135.0bp	2/11
2007.07~2008.08	92.0bp	13/13	93.0bp	13/13	95.0bp	12/13
2010.07~2011.06	85.0bp	7/11	128.0bp	1/11	170.0bp	1/11
2017.11~2018.11	56.6bp	3/12	84.3bp	6/12	106.4bp	6/12
2021.08~2023.01	104.8bp	13/17	113.8bp	14/17	113.2bp	14/17
평균	83.1bp	56.7%	105.0bp	51.9%	123.9bp	50.4%

주 : 평균치는 ①, ② 제외 단순평균  
 자료 : 신영증권 리서치센터

2025~2029년 중기 재정수입 전망



주 : 본예산 기준  
 자료 : 재정경제부, 신영증권 리서치센터

## [외환] 원/달러 환율

### 예상보다 더딘 되돌림, 방향은 여전히 하락에 무게

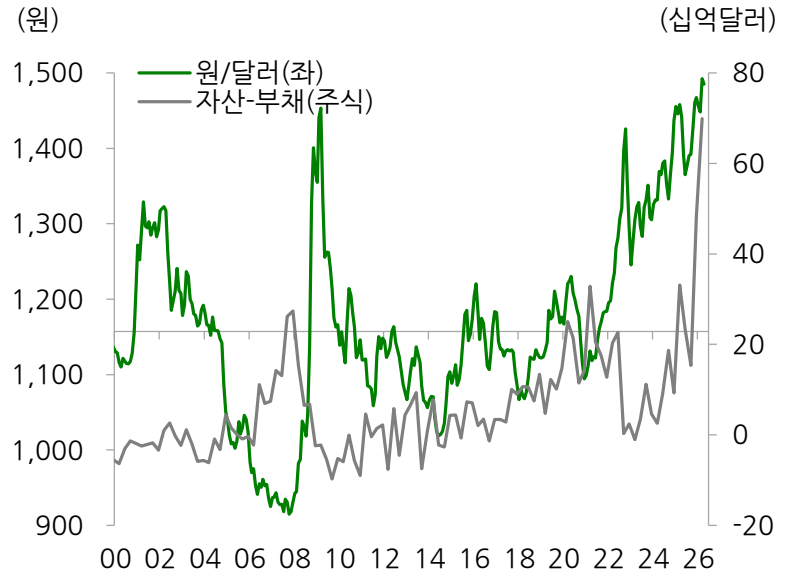
- 미국-이란 전쟁의 종전 기대감이 높아지고 있으나 여전히 관련 불확실성 잔존. 유럽지역 경기 부진과 엔화 약세(추경 편성 등을 악재로 인식) 이어지며 달러화도 일정수준 반등
- 내국인(기관, 개인, 기업)의 달러화 수요는 작년 보다 일정수준 제어되고 있으나 3월 이후 외국인의 코스피 순매도세(중동 전쟁, 차익실현) 이어지며 환율 상승압력으로 작용
- 향후 국제유가 레벨이 80달러대에 안착하고 엔/달러 환율이 150엔 하회하면서 원화 가치도 유의미하게 회복될 것
- **결론** : 구조적인 환율 레벨 상승은 인정, 추가적인 악재 없다면 펀더멘탈 개선 감안 중기적인 하락 전망 유효

원/달러 환율과 엔/달러 환율 추이



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

국제수지 내 자산-부채(주식)



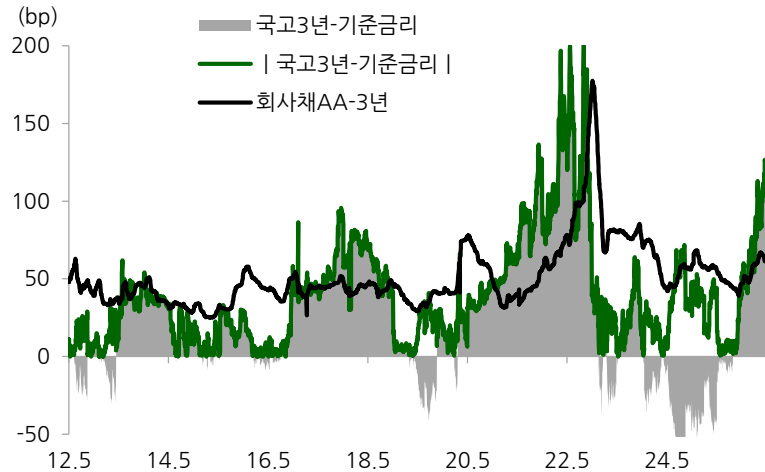
자료 : 한국은행, 신영증권 리서치센터

# [크레딧 채권] 크레딧 분할매수 바람직

## 2026 하반기에는 크레딧이 강세를 보일 것으로 예상

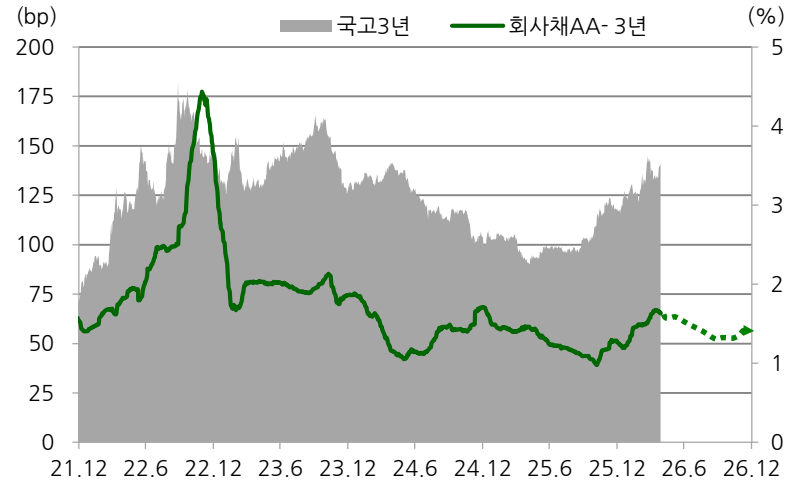
- 상반기에는 국채금리의 변동성 확대와 이란 전쟁 불안감으로 투자 심리가 악화되며 크레딧 약세 시현
- 고금리가 빠르게 내려가기는 어려운 상황이나 전쟁 확산 우려가 진정된다면 고금리 캐리매력이 부각될 것
- 전쟁 우려가 크게 줄어들 경우 크레딧 단기채 선호에서 벗어나 중기물 이상 비중 확대를 고려할 필요

### 국채 변동성 및 신용스프레드 추이



자료 : Infomax, 신영증권 리서치센터

### 국채금리와 회사채 신용스프레드 추이 및 전망



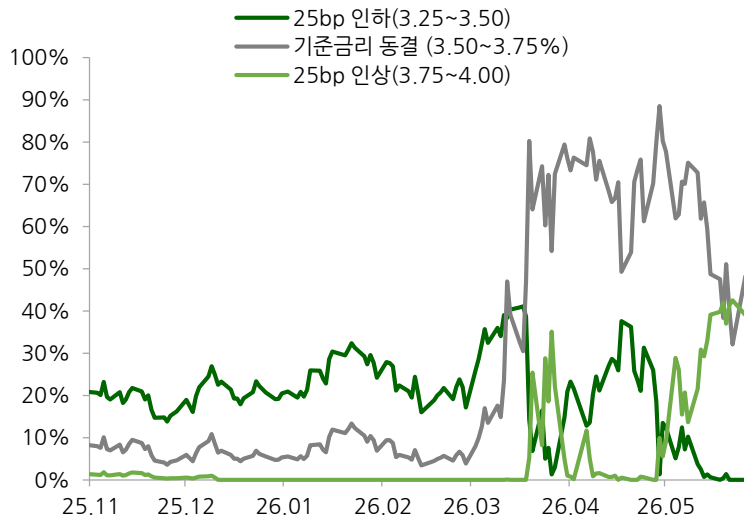
자료 : Infomax, 신영증권 리서치센터

# [미국 주식] 그래도 미국입니다

## 불확실성 속에서도 확실한 것은 AI 투자 사이클

- 고물가 고금리 장기화는 주식 할인율 상승 요인으로 불안한 매크로 환경 경계가 필요한 것은 사실이나 AI 투자 사이클 축소 시그널이 확인되기 전까지 첨단 기술주 중심의 장세는 지속될 것으로 전망
- 연준의 긴축 선회 우려가 존재하기는 하나 구체되기 전까지는 지수 추세 전환 보다는 단기 조정에 무게
- 여름철 드라이빙 시즌, 원유재고 하락 등은 미국-이란의 합의를 앞당기는 요인으로 증시 분위기 환기 가능
- 여전히 주도 업종은 AI 밸류체인 업종(하드웨어, 인프라 등)으로 압착될 것으로 예상
- 결론: 견조한 AI 투자 사이클의 + 기준금리 동결 컨센서스 유지에 따른 투자 매력 유효하다 판단

### 12월 FOMC 기준금리 결정 확률: 아직은 인상보다는 동결



자료 : CME, 신영증권 리서치센터

### 미국 증시 업종별 12M fwd EPS 변화 테이블(%MoM)

	04.28	05.05	05.12	05.19	05.26
미국 전체	1.22	2.23	3.01	2.69	2.72
에너지	22.14	18.21	13.62	10.91	6.89
소재	1.75	4.47	4.41	4.06	3.38
산업재	-0.02	0.64	1.30	1.63	1.37
경기소비재	-0.57	2.27	3.63	3.47	3.41
필수소비재	-0.35	-0.43	-0.02	0.34	0.43
헬스케어	-0.28	0.17	0.96	-0.75	-0.85
금융	0.61	0.74	0.80	0.28	0.13
IT	0.77	1.52	2.36	2.71	3.66
커뮤니케이션	0.40	5.18	9.09	8.27	8.08
유틸리티	-0.00	-0.04	0.01	0.13	0.20
부동산	0.03	0.43	1.27	1.56	0.71

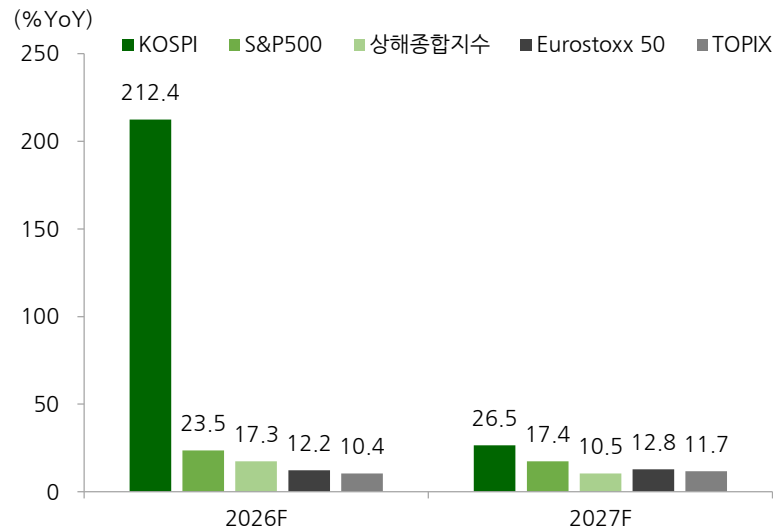
자료 : LSEG, 신영증권 리서치센터

# [한국 주식] 반도체와 IT하드웨어의 이유 있는 질주

## 주도주를 유지해야 할 이유

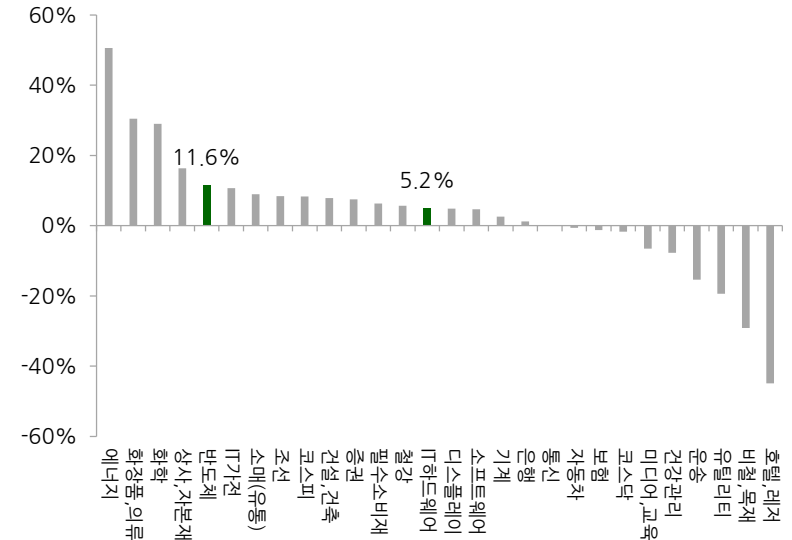
- 실적 모멘텀 소강상태에 진입한 만큼 일일 변동성 확대 경계 필요하나 여전히 주요국 대비 국내 증시의 EPS 추정치 상향폭은 압도적인 상황
- 현재의 주가 상승은 AI 투자 확대에 따른 실적 개선 기대가 동반되고 있다는 점에서 테마성 상승과는 차이 존재
- 반도체와 IT하드웨어 업종의 경우 5월 한달 동안 이미 큰 폭의 상승세를 기록했다는 점에서 단기적인 가격 부담 우려가 존재하는 것도 사실이나 이익 체력 개선이 주가 흐름을 뒷받침하고 있어 긍정적
- 결론: 추후 단기 조정이 발생하더라도 2분기 실적 발표 기간까지 AI 밸류체인 업종의 상대 강세 전망

주요 주가 지수 EPS 추정치 변화율



자료 : LSEG, 신영증권 리서치센터

5월 한 달 간 업종별 12M 선행 EPS 변화율 비교



자료 : 에프엔가이드 (FnGuide), 신영증권 리서치센터

# [부동산/인프라] AI 인프라 핵심은 부동산에서 전력 확보로

## 국내 리츠, 제이알글로벌리츠 사태로 인한 재점검의 기회

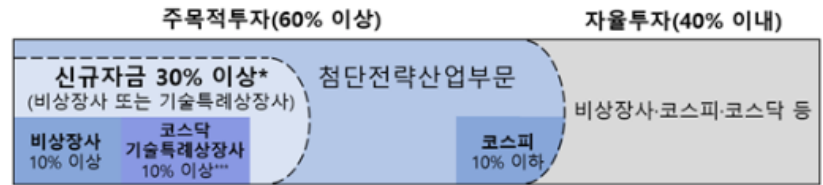
- 과거 AI 인프라 투자는 데이터센터를 부동산 관점으로 투자, 그러나 최근 병목은 건물이 아니라 전력 조달 가능성, 발전원 확보에서 발생, 부동산이 아닌 전력 확보 가능한 자산으로 투자 중심이 이동하고 있음
- NextEra-Dominion, 5월 18일 합병 발표. Dominion이 보유한 버지니아 기저 발전원과 NextEra가 보유한 재생에너지와의 시너지 창출 기대. 브룩필드, 미국에서 중단되었던 V.C. Summer 원전 2·3호기 재개 추진, 대체투자 자본은 데이터센터를 담는 건물을 넘어, 데이터센터를 작동시키는 전력 플랫폼을 선점 경쟁 중
- 국민성장펀드 출범, 공모재간접펀드로, 자펀드는 비상장 및 코스닥 기술특례 기업에 신규자금 형태의 지분 또는 메자닌을 넣도록 설계. 메자닌 시장에 풍부한 유동성 공급할 것으로 보이나 발행자 우위 시장으로 수익률 확보에 어려움
- 전력 인프라 실물 Deal 중심의 강세 지속, 금리 인상 기조 속 리츠 투심 약화, 선별 접근 유효한 구간

### 넥스트라 에너지 - 도미니언 에너지 인수

구분	내용
인수금액	668억 달러(한화 100조~103조원)
인수방식	100% 주식 교환 합병 종료 이후 넥스트라 주주들은 합병 법인 지분 약 75% 보유, 양사 주주들에게 총 3.6억달러 규모 일회성 현금 지급
기업가치	합병 법인 총 기업가치(EV) 4천억 달러 추산
승인 심사	FERC(연방에너지규제위원회) 독과점 영향 등 심사 필요 버지니아, 노스캐롤라이나 등 각 주 정부의 승인 필요 2026년 하반기 본격적인 규제 기관 심사 및 공청회(정치적 논쟁, 이슈화 될 듯)

자료 : 언론 취합, 신영증권 리서치센터

### 국민참여형 국민성장펀드 투자 대상



메자닌 투자 대상

1. 비상장 스케일업 기업

직접적인 메자닌 투자 대상으로, AI/반도체/배터리/바이오 산업에서 기술력은 있으나, 매출이 안정화되지 않은 기업들이 대상

2. 코스닥 기술특례상장사 및 상장 초기 기술기업

코스닥 기술특례상장사에 10% 이상을 투자하고, 코스피 투자는 주목적 투자 인정범위가 10%이내로 제한되어, 상장 초기 기술기업 중심 포트폴리오 구성

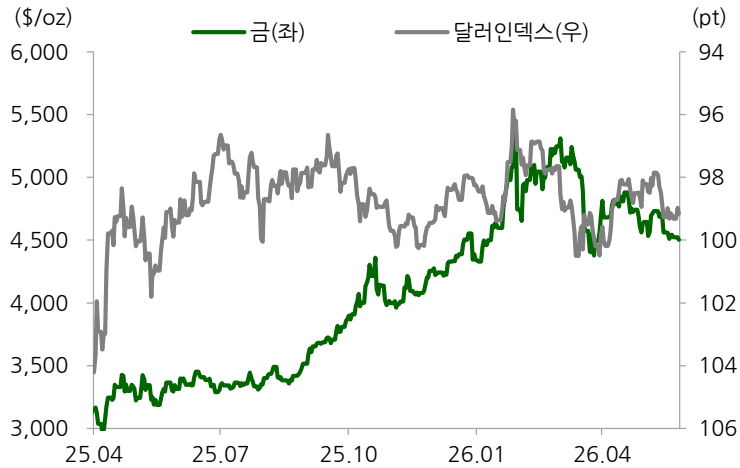
자료 : 금융위원회, 신영증권 리서치센터

# [금] 중동 전쟁 리스크 완화를 기대

## 단기적으로 변동성 확대되나 인플레이션 헷지 수요 기대

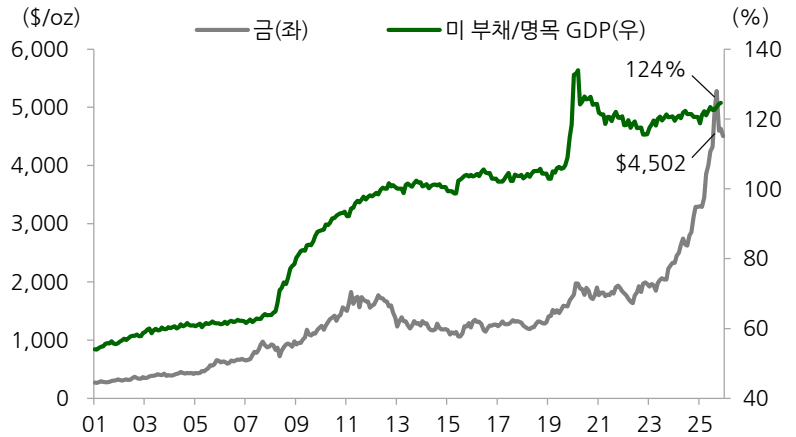
- 금은 월초 미국과 이란의 협상 및 호르무즈 해협 개방 기대감 속 상승. 이후 유가가 높은 수준으로 유지되는 가운데 인플레이션 우려 확대 및 글로벌 채권금리 급등 속 하락 마감
- 최근 금 가격은 중동 전쟁에도 불구하고 제한적인 등락 흐름. 지난해부터 이어진 원자재 랠리 속 기존의 안전자산 지위 보다 원자재 및 유동성 확보 수단으로 기능, 달러화 및 미국채금리가 주요 가격 동인으로 작용
- 결론: 단기적으로는 중동전쟁 관련 협상 진척에 따른 유가 레벨과 금리 수준에 따라 금 가격 변동 전망. 다만 글로벌 정부 부채 확대 및 재정적자 기조 지속되는 상황 속 인플레이션 헷지 수요 대두되며 가격 반등 가능할 것으로 기대

달러 인덱스와 금 가격 추이



주: 달러인덱스는 역축  
자료: 인포맥스, 신영증권 리서치센터

미 정부 부채 증가와 금 가격 추이



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

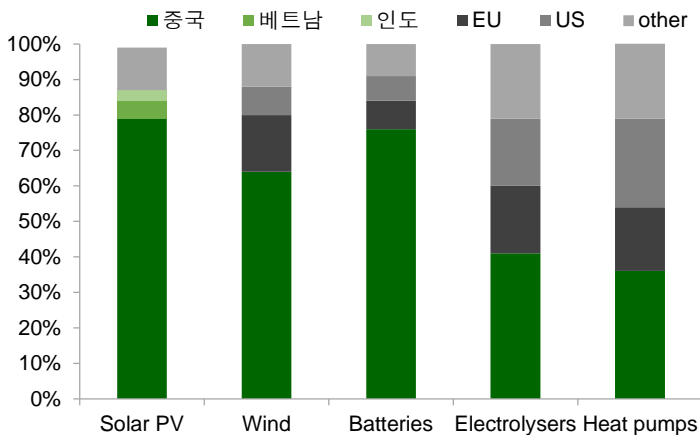
# [ESG] AI 시대 전력 인프라 공급망을 둘러싼 경쟁 본격화 속 중국 기업 승자가 될까?

AI 데이터센터 투자 급증 → 전력 수요 급증으로 전력 인프라 투자 ↑ → 관련 중국 기업 관심 ↑

- AI 데이터센터 확산으로 전력망 병목이 현실화하자, 글로벌 금융기관들도 전력망 투자에 본격적으로 뛰어들어  
: 18일 HSBC는 중국 본토 그린테크 기업의 해외 확장을 지원하는 ‘지속가능성·전환 금융지원 프로그램’ (40억 달러)을 출범
- 서방 선진국의 견제 기조 속 전력망·배터리·재생에너지 공급망을 선점한 중국 기업들에 대한 글로벌 금융기관의 지원 본격화
- 블랙록 + 마이크로소프트, 125억 달러 규모의 AI 인프라 합작 벤처 설립 → 향후 1000억 달러까지 규모 확대 예정
- 블랙록 + 중동의 국부펀드, 300억 달러 규모의 AI 인프라 펀드 설립 → AI 전력 인프라 투자 지속될 것
- 중국 기업들의 해외 그린테크 투자액은 2011년~2025년 누적 규모는 2,270억 달러, 이중 88%가 2022년 이후 집중

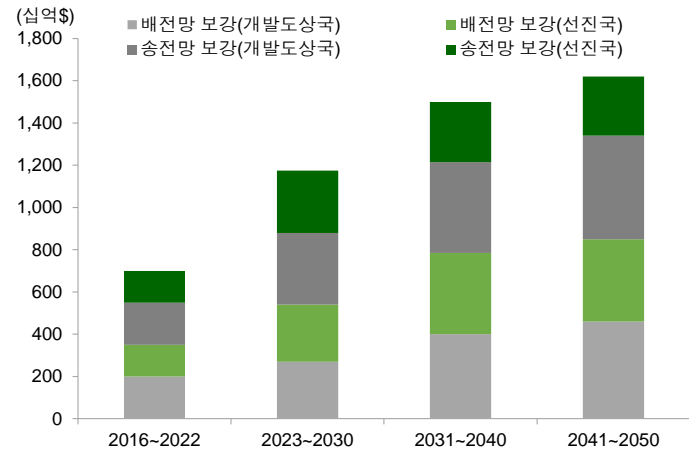
➔ 그린 AI시대 → 전력 인프라가 투자 증가 급증 속 수혜가 예상되는 중국의 그린테크 리딩 기업에 대해 관심 가질 것을 추천

그린 테크 내 중국의 압도적인 공급망 점유율



자료 : IEA, 신영증권 리서치센터, 2022년 기준

송·배전망 투자비 전망



자료 : 언론, Bloomberg, IEA, 신영증권 리서치센터

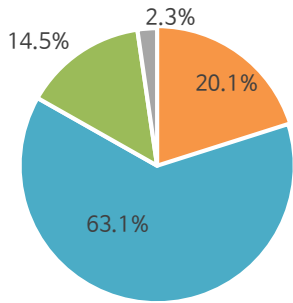


## Ⅲ. 26.2분기 자산배분 의견

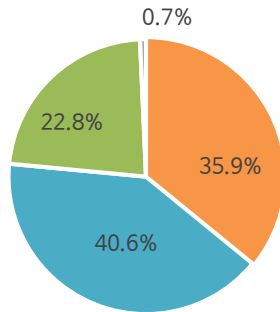
---

# [4가지 고객 유형별] 2026-2Q TAA 자산배분 비중

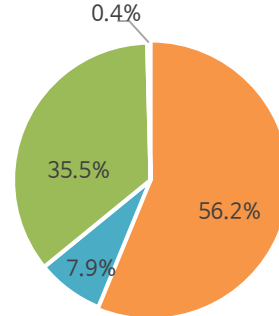
## 안정추구형



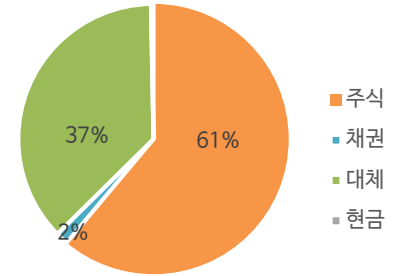
## 위험중립형



## 적극투자형



## 공격투자형



■ 주식  
■ 채권  
■ 대체  
■ 현금

		향후 1년 예상		비중 (%)
		수익률	변동성	TAA
주식	DM	8.5	23.0	9.6
	한국	8.0	24.5	6.8
	EM	7.4	28.0	3.7
주식합계				20.1
채권	IG	4.2	4.8	41.0
	HY	6.5	9.5	17.0
	EM	5.6	8.1	5.1
채권합계				63.1
대체자산		7.3	25.2	14.5
현금		2.6	0.0	2.3
기대값		5.9	11.8	100.0

		향후 1년 예상		비중 (%)
		수익률	변동성	TAA
주식	DM	8.5	23.0	17.1
	한국	8.0	24.5	12.1
	EM	7.4	28.0	6.7
주식합계				35.9
채권	IG	4.2	4.8	26.4
	HY	6.5	9.5	10.9
	EM	5.6	8.1	3.3
채권합계				40.6
대체자산		7.3	25.2	22.8
현금		2.6	0.0	0.7
기대값		6.6	15.7	100.0

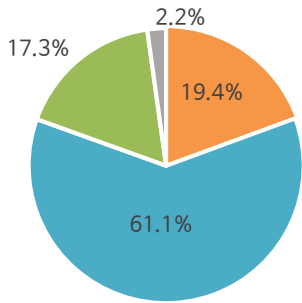
		향후 1년 예상		비중 (%)
		수익률	변동성	TAA
주식	DM	8.5	23.0	26.7
	한국	8.0	24.5	19.0
	EM	7.4	28.0	10.5
주식합계				56.2
채권	IG	4.2	4.8	5.0
	HY	6.5	9.5	2.2
	EM	5.6	8.1	0.7
채권합계				7.9
대체자산		7.3	25.2	35.5
현금		2.6	0.0	0.4
기대값		7.6	21.1	100.0

		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				61.1
채권	IG	4.2	4.8	0.9
	HY	6.5	9.5	0.4
	EM	5.6	8.1	0.2
채권합계				1.5
대체자산		7.3	25.2	37.1
현금		2.6	0.0	0.3
기대값		7.8	22.1	100.0

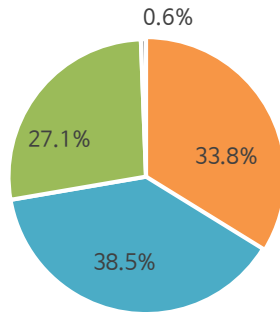
주1: 과거 성과가 미래의 수익률을 보장하지 않으며 위의 수익률은 이해를 돕기 위한 예시입니다.  
 주2: 예상 수익률과 변동성은 신영증권 리서치센터 담당 애널리스트의 추정값에 의거하였습니다.  
 자료: 신영증권 리서치센터

# [4가지 고객 유형별] 2026 SAA 자산배분 비중

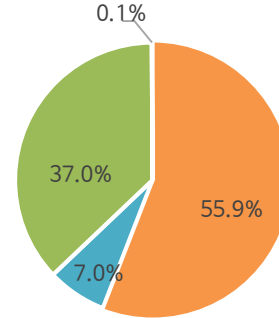
## 안정추구형



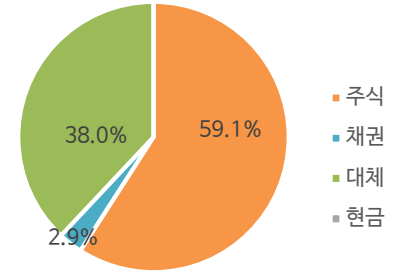
## 위험중립형



## 적극투자형



## 공격투자형



■ 주식  
■ 채권  
■ 대체  
■ 현금

		향후 5년 예상		비중 (%)
		수익률	변동성	
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

		향후 5년 예상		비중 (%)
		수익률	변동성	
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

		향후 5년 예상		비중 (%)
		수익률	변동성	
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

		향후 5년 예상		비중 (%)
		수익률	변동성	
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 대비 2026-2Q TAA 비중 변화

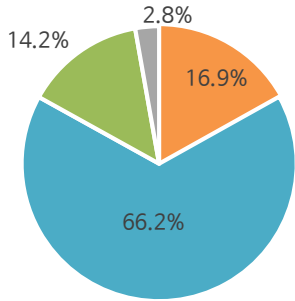
자산군	안정추구형	위험중립형	적극투자형	공격투자형
<b>채권(Fixed Income)</b>	<b>1.9%p</b>	<b>1.6%p</b>	<b>0.9%p</b>	<b>0.1%p</b>
선진국 투자등급 채권	1.2%p	1.0%p	0.5%p	0.0%p
선진국 하이일드 채권	0.5%p	0.4%p	0.3%p	0.0%p
신흥국 채권	0.2%p	0.2%p	0.1%p	0.1%p
<b>주식(Equity)</b>	<b>0.4%p</b>	<b>0.4%p</b>	<b>0.5%p</b>	<b>0.6%p</b>
선진국 주식	0.9%p	1.4%p	2.2%p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

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

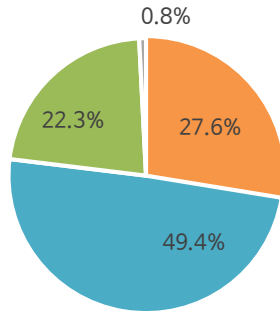
주2: (-) 비중 차이는 TAA 비중 대비 Underweight 조정된 것을 의미

# [참고자료] 2025Y SAA 자산배분 비중

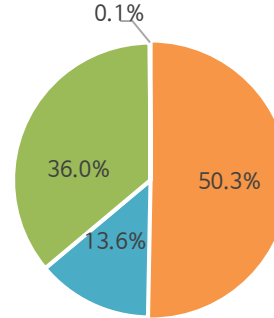
## 안정추구형



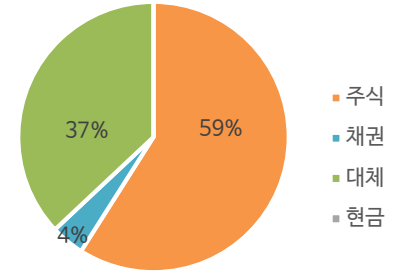
## 위험중립형



## 적극투자형



## 공격투자형



■ 주식  
■ 채권  
■ 대체  
■ 현금

		향후 5년 예상		비중 (%)
		수익률	변동성	
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

		향후 5년 예상		비중 (%)
		수익률	변동성	
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

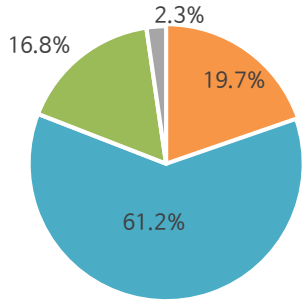
		향후 5년 예상		비중 (%)
		수익률	변동성	
주식	DM	8.2	20.5	22.2
	한국	7.9	22.0	21.1
	EM	7.0	22.0	7.1
주식합계				50.3
채권	IG	4.0	3.4	8.7
	HY	6.6	7.3	3.8
	EM	5.6	9.5	1.1
채권합계				13.6
대체자산		7.4	27.5	36.0
현금		2.5	0.0	0.1
기대값		7.3	20.4	100.0

		향후 5년 예상		비중 (%)
		수익률	변동성	
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

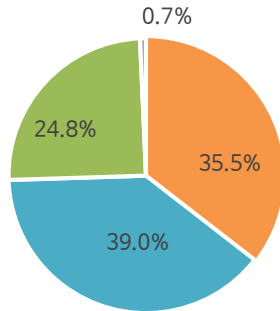
주1: 과거 성과가 미래의 수익률을 보장하지 않으며 위의 수익률은 이해를 돕기 위한 예시입니다.  
 주2: 예상 수익률과 변동성은 신영증권 리서치센터 담당 애널리스트의 추정값에 의거하였습니다.  
 자료: 신영증권 리서치센터

# [참고자료] 2026-1Q TAA 자산배분 비중

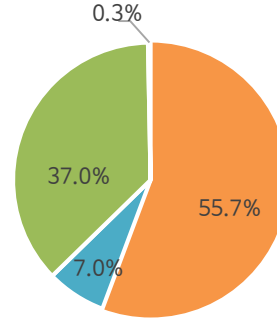
## 안정추구형



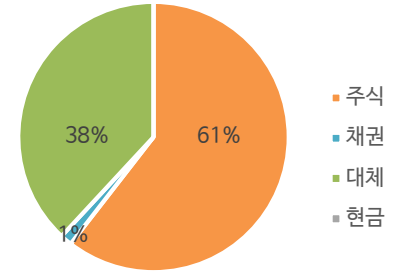
## 위험중립형



## 적극투자형



## 공격투자형



■ 주식  
■ 채권  
■ 대체  
■ 현금

		향후 1년 예상		비중 (%)
		수익률	변동성	
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

		향후 1년 예상		비중 (%)
		수익률	변동성	
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

		향후 1년 예상		비중 (%)
		수익률	변동성	
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


		향후 1년 예상		비중 (%)
		수익률	변동성	
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 저변동성을 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  
GPIFG

(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
  - (인플레이션과 구매력에 대한 헷지) 非 원화 자산에 대한 익스포져 확대
  - (큰 정부) 정부의 확장재정과 규제 리스크를 포트폴리오에 반영할 필요
  - (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 근거와 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 GDP 성장률 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, 대체 투자는 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
	HY 크레딧	6.5	- EM 채권의 기대수익률은 벤치마크지수의 이표(5.26%)와 듀레이션(6.10년), EMBI+ 스프레드(281bp)와 향후 1년간 금리 및 스프레드 전망에 근거하여 추정
	EM 채권	5.6	- 변동성은 역사적 평균 보다 높고, 2020년 이후 평균 수준과 유사할 것으로 예상
대체자산		7.3	- 전쟁 이슈로 원유/가스 등 기존 에너지 공급망이 지속가능성에 대한 신뢰도 하락, 원전/재생 에너지 중심의 전력망 재편 의지가 가속화 - 사모 대출 환매 이슈로 대체투자 섹터 내에서의 변동성 상향 반영, 단 유동성 mismatch에 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, 대체 투자는 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

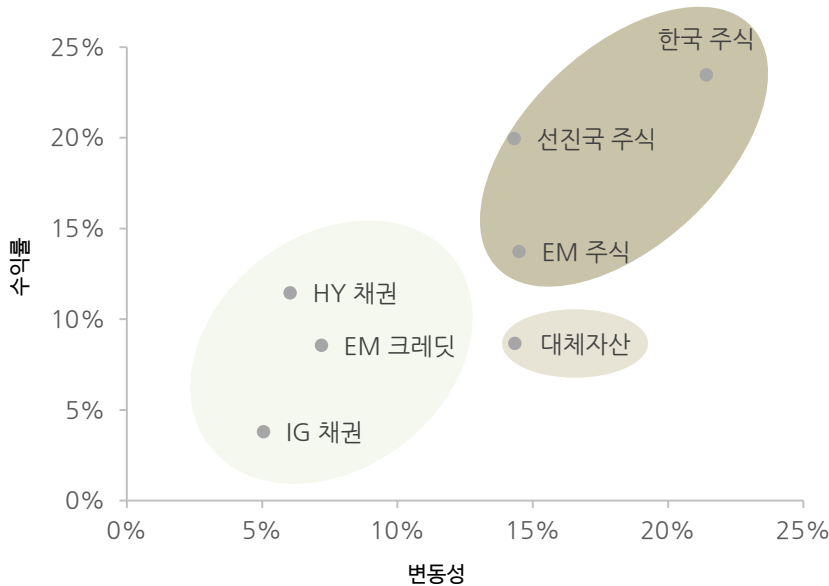
자료: 신영증권 리서치센터

# [5년 자산시장 전망] 자산군별 기대수익률과 변동성의 변화

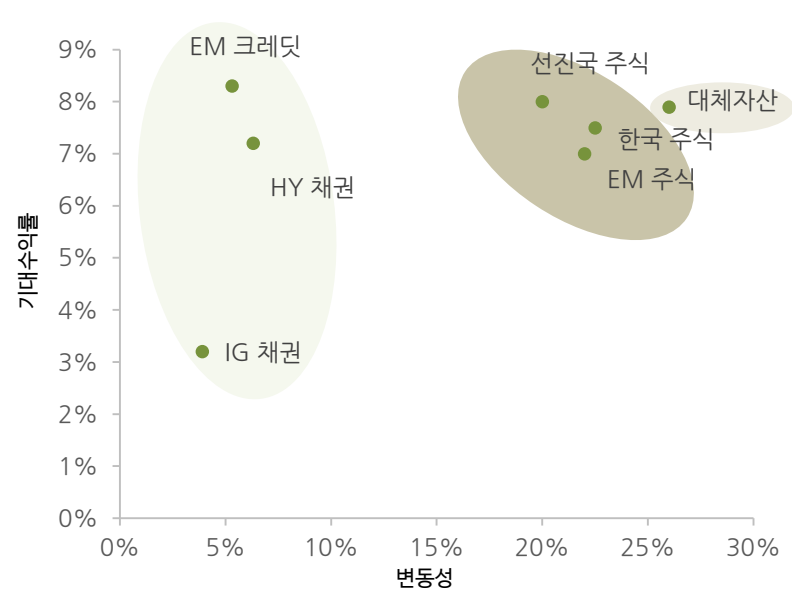
## 위험자산의 Risk-Return Profile 변화: 한국주식, 대체자산의 기대수익률 상승

- 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 관점에서 전 자산이 좋은 성과를 보였던 골디락스를 지나 상승강도가 약해지는 구간에 진입

역사적 평균-분산 산포도



5년 예상 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

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

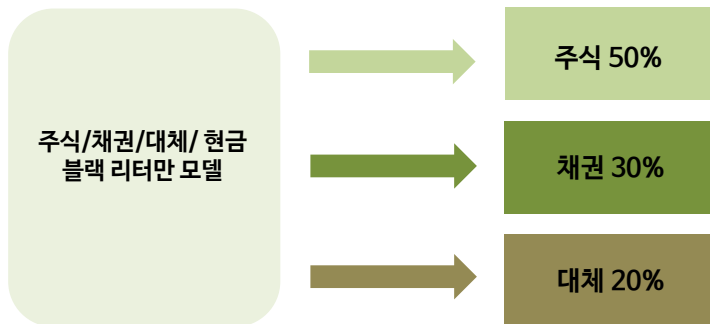
자료: 신영증권 리서치센터

# [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



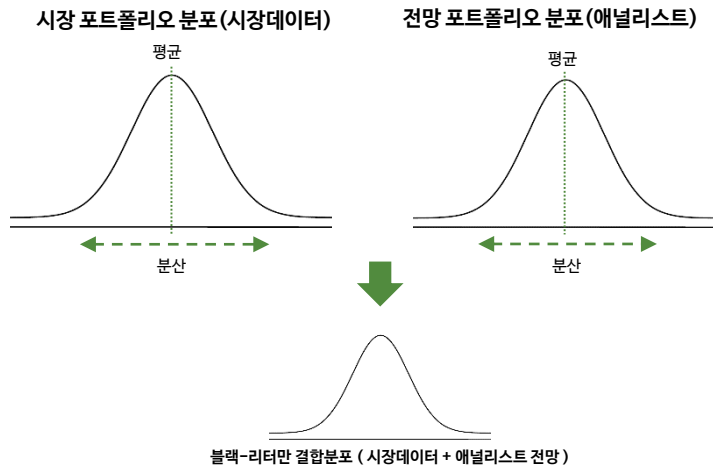
자료: 신영증권 리서치센터

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

## 블랙-리터만 모델 : 미래 투자 전망을 비중으로 표현하는 포트폴리오

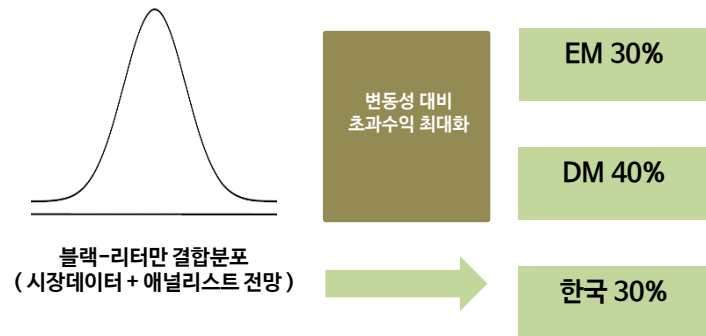
- 1) 자산시장별 기대수익과 변동성에 대한 담당 애널리스트 전망을 반영
- 2) 평균과 분산으로 이루어진 전망치는 시장데이터와 결합분포를 생성
- 3) 결합분포를 고려하여 위험 대비 초과수익을 최대화하는 비중을 산출

### 블랙-리터만 결합분포 생성 원리



자료: 신영증권 리서치센터

### 결합분포를 바탕으로 샤프비를 최적화 비중 산출



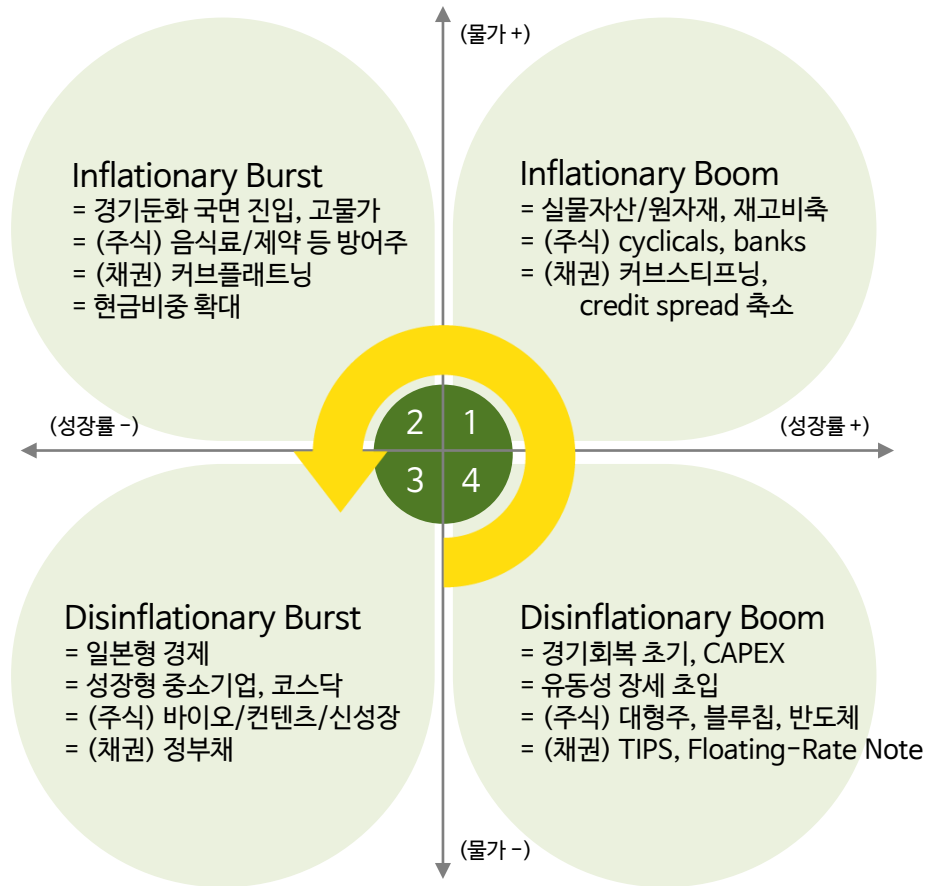
자료: 신영증권 리서치센터

# [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



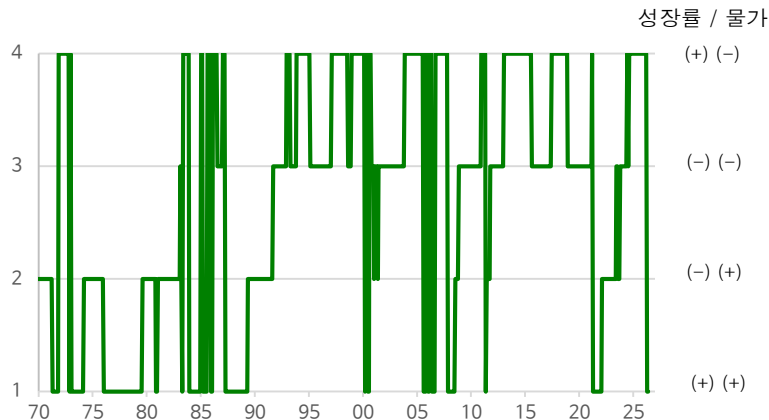
자료: 신영증권 리서치센터

# [금융시장의 4계절] OECD 경기선행지수 : 1사분면에 위치

## 한국과 미국 중심 선진국 경기 확장세 지속

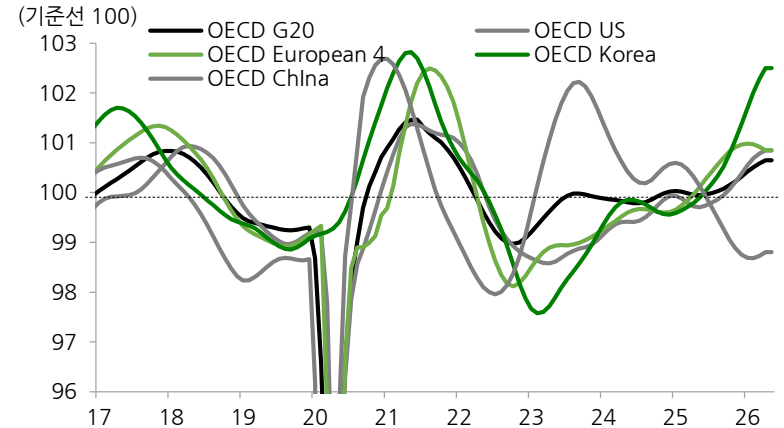
- **견조한 한국과 미국. 유럽은 지지부진**
  - 유럽 주요국 경기 개선세는 보험권 진입하며 소강
  - 반도체 수출 호조로 한국 경기흐름은 선진국 중 강한 개선세를 나타냄
- **물가 상승과 견조한 경제: 자산배분모델 1사분면에 위치**
  - 상반기 유가 고공행진 흐름에 물가압력 상승. 4사분면에서 1사분면으로 자산배분모델 궤적 이동
  - 반면, 금리상승에도 증시는 구조적 성장과 미국-이란 협상 가능성에 기술주 중심 위험선호를 유지

## CPI 인플레이션 기준 과거 모델 사분면 변화



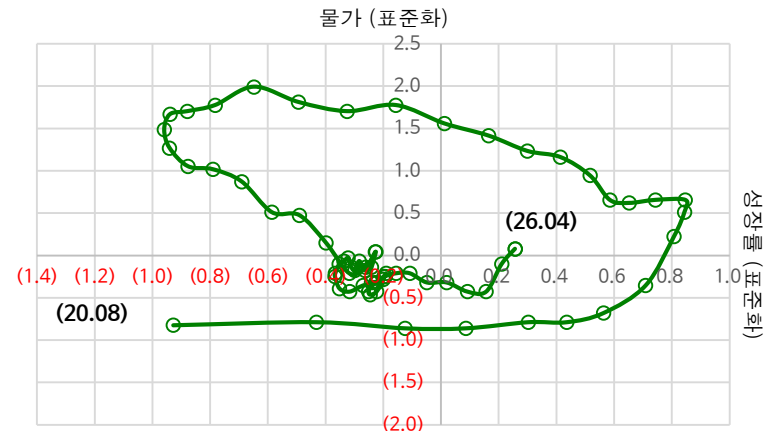
자료: 신영증권 리서치센터

## OECD 경기선행지수 : 한국과 미국 vs. 중국과 유럽



자료: 신영증권 리서치센터

## 신영 자산배분모델 : 견조한 경기 여건 속 고유가 반영



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.