

신영 자산배분전략

7월: 다시 찾아온 검증의 시간

- 6월 자산시장 리뷰: 변동성의 파도
- 쏠림에 대한 생각
- 왜 국내 투자자들이 더 피곤할까?
- 4가지의 신호

분석의 기본 가정

- 전방위적 SI 투자 확대 흐름
- 연준의 보수적 스탠스 유지
- 일정 수준의 물가와 장기금리 레벨 유지
- 주요국 재정확대 기조 지속

채권/FX전략 조용구
주식전략 이상연
퀀트/자산배분솔루션 강기훈
크레딧 전략 이경록

중국 전략 성연주
리츠/부동산 박세라
ESG 오광영



[요약] 다시 찾아온 검증의 시간

또다시 시험대에 오른 주도주

상반기 금융시장은 AI라는 거대한 이야기 위에서 움직였습니다. 한국 증시의 반도체 쏠림 역시 불편해 보일 수 있지만, 이는 글로벌 AI 밸류체인 핵심 기업이 한국이라는 상대적으로 작은 시장에 상장되어 있어 전 세계 자금이 좁은 깔때기를 통과하며 나타나는 구조적 결과에 가깝습니다. 다행히 하반기 시장을 둘러싼 매크로 환경은 상반기보다 안정화되고 있습니다. 미국-이란 갈등은 협상 국면으로 접어들며 에너지 가격 급등 우려가 완화됐고, 글로벌 경기 역시 급격한 둔화의 가능성은 낮아 보입니다. 시기적으로도 시장의 관심은 다시 개별 기업과 주도 업종의 펀더멘탈로 이동하고 있습니다.

물론 국내 증시는 단기 급등에 따른 차익실현과 업종 순환 기대가 맞물리며 변동성이 확대될 수 있습니다. 그러나 2분기 실적 발표 기간을 앞두고 KOSPI의 2026~2027년 이익 추정치가 꾸준히 상향되고 있다는 점을 감안하면 이번 조정은 추세 전환보다 시장의 균형을 회복하는 과정에 가까울 것으로 판단합니다. 물론 증시의 정점을 예단하는 것은 불가능하나 1)주도 시장과 소외 시장의 격차, 2)급등과 급락의 균형, 3)IPO 시장의 질, 4)금리 환경의 변화이라는 네 가지 신호를 지속적으로 점검할 계획입니다. 결론적으로 아직 강세장의 정점은 아니라고 판단하지만, 이제 시장의 고민은 '얼마나 더 오를 것인가'보다 '얼마나 큰 변동성을 감내해야 하는가'로 이동할 것으로 보입니다.

7월 자산배분 전략: 주식 비중확대(+1), 채권 비중확대(+1)유지 및 현금 비중 소폭 상향 조정

7월 자산별 매력도는 주식(+1), 채권(+1) 의견을 유지하고 현금자산(-1)에 대한 투자 의견을 한 칸 상향 조정했습니다. 향후 글로벌 증시의 단기 방향성은 주요 2분기 실적 기대감과 AI 투자 사이클의 지속가능성에 따라 결정될 것으로 보입니다. 선진국 주식의 경우 AI 밸류체인을 중심으로 한 증시 전체의 EPS 추정치 상승에 주목할 필요가 있습니다. 한국 주식은 높은 변동성 속에서도 차익실현과 저가매수세의 공방이 이어지면서 월간 지수 변동폭 자체는 제한될 것으로 전망합니다. 미국 정책 금리는 연내 동결 기조의 장기화를 기본 시나리오로 가정하고 있으나 연준 내 제한적 인상 의견이 절반 수준으로 확인되어 당분간 관련 긴장감이 이어질 수는 있습니다. 한국은 올해 성장 전망이 추가 상향됨에 따라 인상 리스크가 우위에 있는 상황입니다. 시장 측면에서는 하반기 채권 수요가 다소 회복되고 발행이 축소되면서 국고채 금리는 3분기초 고점의 궤적을 예상하고 있습니다.


[자산배분 의견표] 7월 애널리스트 의견과 전망

	-2	-1	0	+1	+2	애널리스트 의견
주식(Equity)				◆		- 향후 글로벌 증시의 단기 방향성은 주요 2분기 실적 기대감과 AI 투자 사이클의 지속가능성에 따라 결정될 것 - 중동 변수는 여전히 경계해야 하나 근본적인 리스크보다는 노이즈 수준으로 시장 민감도가 둔해졌다는 판단. 실제로 국제유가가 빠르게 하락한 점도 긍정적
선진국 주식				◆		- 결국 주된 논리는 다시 기업 실적과 AI 투자 사이클 지속 가능성으로 복귀할 것으로 전망 - AI 밸류체인을 중심으로 한 증시 전체의 EPS 추정치 상승에 주목할 필요 - 추천 ETF: SOL 미국AI전력인프라 (486450), KODEX 미국나스닥100(379810)
신흥국 주식				◆		- 중국 증시에서 GPU/광모듈 등 하드테크 기술주 강세 지속 - 중국 경제, 생산만 독주하는 심각한 내수 불균형 우려 → 7월말 정기국회의에서 추가 정책 실시 유호 - 추천 ETF: TIGER 차이나과창판STAR50(414780.KS), KODEX 차이나심천ChiNext(256750.KS), Global X항생고배당ETF(3110.HK)
한국 주식				◆		- 지수 사상 최고치 경신 이어지고 있는만큼 단기간 내 지수 단기 급등 및 소수 업종 쏠림현상 소화 불가피 - 특히 2분기 실적 발표 일정에 따른 잦은 업종 순환 속 높은 일일 변동성 예상. 다만, 차익실현과 저가매수세 공방 이어지면서 월간 지수 변동폭은 제한될 것 - 추천 ETF: HANARO Fn K-반도체(395270), SOL 금융지주플러스고배당(484880), KODEX AI전력핵심설비(487240)
채권(Fixed Income)				◆		(채권/FX전략) - 미국: 정책금리는 내년 1분기까지 동결 기조를 이어갈 것이라는 전망을 유지하지만, 연준 내 제한적 인상 의견이 절반 수준으로 확인되어 당분간 관련 긴장감이 이어질 수 있음. 유가의 빠른 하락은 호재이나 일정수준 인플레이션 발생, 미국채 금리는 적정 수준보다 높은 레벨 지속 - 한국: 중동 종전의 영향으로 물가에 추가 상방압력은 부재하더라도 올해 성장 전망은 추가 상향 조정 불가피. 7월, 10월 이후 내년 1분기 인상으로 최종 금리는 3.25%에서 리스크는 소폭 상방 우위. 하반기 채권 수요가 다소 회복되고 발행이 축소되면서 국고채 금리는 3분기초 고점 꺾적 예상 - 외환(FX): 연준의 금리 인상 전환 경계, 엔화 약세, 외국인 국내주식 순매도세로 환율은 1,500원대 상회 지속. 하락 전환이 지연되고 하단도 높아지는 구도
선진국 투자등급				◆		(크레딧전략) - 극단적인 전쟁 불안심리의 정점은 지난 것으로 판단하나 아직 국채금리의 변동성은 경계 요인 - 단기적으로 크레딧 약세분위기 예상되나 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
선진국 하이일드				◆		(부동산/인프라) - 6월 18일 FERC(미국 연방에너지규제기관), PJM 등 6개 전력망 운영자에게 향후 60일 내 데이터센터와 같은 대형 전력수요자 대상 관련 tariff 개정 명령, 대형 전력수요자의 비용 부담을 명확히 하고자 함. 전력 조달 구조를 선점한 플랫폼형 사업자와 기존 발전 계통 접속권을 보유한 자산 가치 부각 전망 - 국내 상장 리츠, ETF 리밸런싱에 따른 영향으로 주가 변동성 심화, TIGER ETF, 대기업 스폰서 리츠 비중 증가, 이리츠코크랩과 디앤디플랫폼 등 중소형 리츠 축소 및 편출, 대기업 스폰서 리츠 수급 쏠림 심화 - 추천 ETF: iShares Global Infrastructure ETF (IGF)
신흥국 채권				◆		(금) - 금 가격은 월초 중동전쟁 악화와 견조한 미 고용지표, 주요국 인플레이션 우려 속 하락. 이후 매파적으로 해석된 6월 FOMC로 달러 강세 속 하락 마감 - 중동전쟁 불확실성 완화와 미 금리 인하 기대감 축소로 금 가격은 단기적으로 하방 압력 우세할 것으로 전망. 다만 인플레이션 재확대 및 경기 둔화신호 확인 시 반등 가능성 잔존
대체자산				◆		- 국내 기준금리는 향후 1년 관점에서 3회 인상 전망(연 3.25%) - CD, 코리보, 콜금리 등 무위험지표 금리는 2%대 후반 수준. 다른 자산의 단기전망은 모두 중립 상회
현금자산	◇	◆				

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



I. 신영 생각

- 6월 자산시장 리뷰: 변동성의 파도
 - 솔림에 대한 생각
 - 왜 국내투자자들이 더 피곤할까?
 - 4가지의 신호
- 

[6월 자산시장 리뷰] 변동성의 파도

- (주식시장) 글로벌 증시는 지정학 리스크 완화 흐름에도 불구하고 저가매수세와 차익실현 매물 교차하며 변동성 확대. AI 기술주 중심 강세 지속되는 가운데 권역별로는 EM 대비 DM 우위
- (채권시장) 미 채권 금리는 고유가에 따른 인플레이션 우려 및 5월 비농업고용 호조로 월 초 상승. 이후 미-이란 MOU 체결로 하락했으나, 매파적 FOMC에 따른 기준금리 인상 경계심 확대되며 낙폭 축소
- (대체자산) 부동산/리츠 지수는 증시 변동성 확대된 가운데 배당 매력 부각되며 상승. 인프라 지수는 AI 인프라의 견조한 수요 및 투자 경쟁 지속되며 상승
- (원자재) 국제 유가는 미-이란 종전 MOU 체결 및 호르무즈 해협 통행량 정상화 기대감 속 공급 우려 완화되며 하락. 귀금속은 고유가에 따른 인플레이션 장기화 우려 속 하락 마감

6월 자산시장 리뷰

(단위: p, %, 06/30 종가 기준)

		price	MTD	3M	YTD	1Y	3Y
주식	DM	2,178.46	-1.28	14.33	11.29	23.82	71.99
	EM	847.76	-2.40	11.95	8.77	21.43	60.49
	미국	7,499.36	-1.06	14.87	9.55	20.86	68.51
	유럽	6,328.09	4.59	13.62	9.27	19.32	43.85
	일본	70,062.32	5.63	37.21	39.18	73.05	111.10
	중국	4,979.43	1.78	11.90	7.55	26.51	29.59
	홍콩	7,558.30	-10.30	-9.74	-15.21	-12.91	17.64
	한국	8,476.48	0.00	67.77	101.14	175.95	230.56
채권	IG 채권	616.78	0.60	1.53	1.37	3.40	14.38
	HY 크레딧	708.95	0.57	3.68	2.77	8.05	35.59
	EM 채권	1,416.40	0.67	3.53	2.13	8.14	27.73
대체	인프라	3,818.57	0.68	0.14	7.76	12.55	41.59
	부동산/리츠	385.86	0.42	7.51	8.13	6.87	15.45
	CRB	353.61	-7.05	-5.05	18.35	18.95	34.97
외환	달러인덱스	101.19	2.27	1.23	2.91	4.45	-1.68
	원달러 환율	1,549.25	3.01	1.96	7.61	14.44	17.57

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

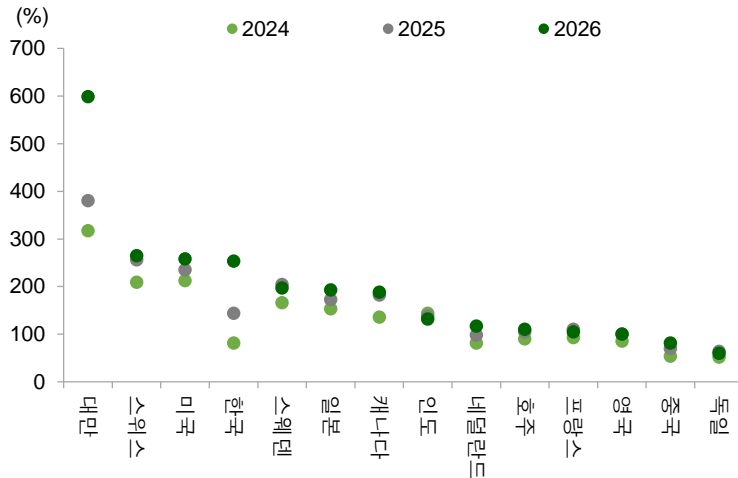
자료: 신영증권 리서치센터

[신영 생각 1] 쓸림에 대한 생각

반도체가 너무 빠르게 커지고 있긴 하나...

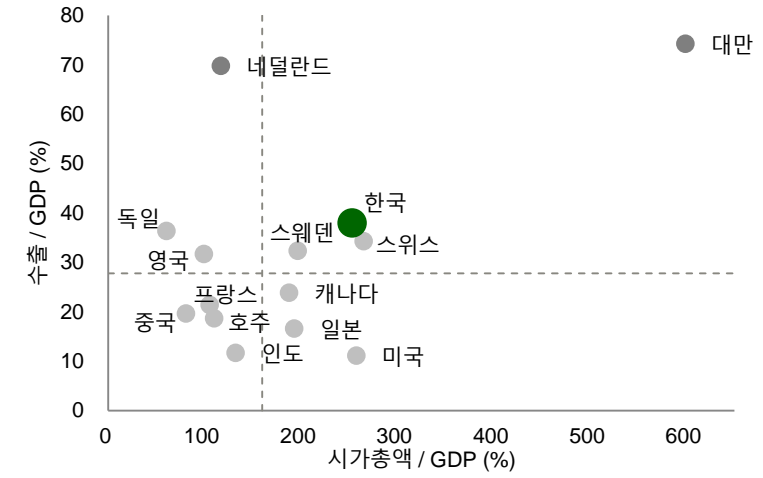
- 한국 증시의 구조적 특성 이해를 위해서는 경제 규모 대비 증시 규모(일명 ‘버핏 지수’)와 수출 의존도 확인 필요
- 한국의 버핏지수가 다른 나라 대비로도 가장 많이 높아진 것은 분명한 사실이나 실물과 괴리된 수준은 아니라 판단
 - 1) 한국은 경제 규모 대비 수출 기여도가 구조적으로 큰 국가 중 하나
 - 2) 수출의 핵심에 글로벌 플레이어가 존재(삼성전자와 SK하이닉스 등 AI 밸류체인 직접 편입 업종)
 - 3) 또한, 한국만의 현상이 아님, 같은 기간 대만의 버핏지수 380% → 599%로 219%p 상승

주요국 버핏 지수 추이



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

한국 증시의 구조적 좌표



주1) 수출 및 명목 GDP는 2025년 기준, 시가총액은 2026년 현재 기준

주2) 점선은 중앙값(median)을 의미

자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

[신영 생각 2] 왜 국내 투자자들이 더 피곤할까?

경험적으로 기다리는 순환매

- 국내 투자자들이 벤치마크로 가장 많이 체감하는 미국과 비교했을 때 한국 증시의 주도업종 교체는 뚜렷하게 잦음
- 이 과정에서 자연스럽게 업종 순환매에 대한 기대를 학습
- **결국 한국 증시의 특징은 특정 산업의 영구적 집중이 아닌 글로벌 환경 변화에 따라 주도업종이 빠르게 교체되는 높은 순환성**
- 그렇다면 지금의 관건은 쏠림 자체가 아니라 지금 쏠려 있는 반도체가 글로벌 산업 변화의 중심에서 이익 모멘텀을 유지할 수 있는가?에 대한 확신

반도체 산업 내의 변화(범용 메모리 사이클 → AI 사이클)

	과거 범용메모리 사이클	현재 AI HBM 사이클
기술 격차	표준 규격품이기 때문에 후발주자가 단기간에 추격 → 가격이 곧 경쟁력	적층, 패키징, 맞춤설계가 필요한 고난도 제품 → 기술 자체가 해자
계약 구조	현물 가격에 즉각 출렁여 실적 진폭이 큼	장기계약 비중이 높아 업황이 흔들려도 실적 방어 가능
수요	재고 조정 사이클	수년에 걸친 구조적 투자 국면 → 수요의 하단이 높아짐
공급 (캐파)	증설 → 공급과잉으로 가격 급락 초래	HBM이 웨이퍼를 잠식해 공급이 구조적으로 빠듯

자료 : 신영증권 리서치센터 정리

IT+산업재 비중 = AI 밸류체인 노출도

연도	한국 (WICS)		미국 (S&P500)		일본 (TOPIX)		유럽 (STOXX600)	
2000	디스플레이	-28%	헬스케어 장비 & 서비스	+56%	유리&세라믹	+52%	음식료	+25%
2001	소매(유통)	+175%	유통	+17%	고무제품	+21%	기초자원	+12%
2002	운송	+14%	가정용품&개인용품	-0%	고무제품	+6%	부동산	-7%
2003	운송	+93%	반도체&반도체장비	+93%	철&철강	+84%	기술	+34%
2004	에너지	+97%	소비자서비스	+38%	기타금융업	+48%	부동산	+39%
2005	증권	+200%	에너지	+29%	광업	+105%	기초자원	+49%
2006	철강	+48%	부동산	+37%	철&철강	+31%	부동산	+51%
2007	조선	+158%	에너지	+32%	기타제품	+40%	기초자원	+28%
2008	필수소비재	-15%	식품&생필품 유통	-12%	펄프&제지	+0%	헬스케어	-18%
2009	자동차	+164%	자동차&부품	+114%	운송장비	+53%	기초자원	+101%
2010	조선	+111%	자동차&부품	+52%	석유&석탄제품	+32%	자동차 및 부품	+44%
2011	필수소비재	+21%	소비자서비스	+16%	고무제품	+7%	헬스케어	+12%
2012	반도체	+35%	미디어	+37%	증권&상품선물	+102%	자동차 및 부품	+36%
2013	소프트웨어	+44%	미디어	+48%	정보&통신	+90%	자동차 및 부품	+37%
2014	화장품, 의류	+56%	반도체&반도체장비	+33%	항공운송	+40%	부동산	+20%
2015	건강관리	+83%	유통	+24%	어업, 농업&임업	+41%	여행 및 레저	+20%
2016	반도체	+41%	반도체&반도체장비	+27%	기타제품	+18%	기초자원	+62%
2017	IT가전	+80%	기술 하드웨어&장비	+38%	석유&석탄제품	+52%	기술	+19%
2018	조선	+38%	유통	+13%	전력&가스	+11%	유틸리티	-2%
2019	반도체	+47%	기술 하드웨어&장비	+60%	정밀기기	+46%	금융서비스	+39%
2020	IT가전	+123%	기술 하드웨어&장비	+58%	가전제품	+25%	기술	+14%
2021	미디어, 교육	+43%	자동차&부품	+52%	해상운송	+208%	은행	+34%
2022	보험	+6%	에너지	+59%	광업	+40%	석유 및 가스	+24%
2023	철강	+65%	반도체&반도체장비	+98%	철&철강	+51%	소매	+34%
2024	조선	+65%	반도체&반도체장비	+75%	보험	+60%	은행	+26%
2025	기계	+163%	반도체&반도체장비	+46%	비철금속	+108%	은행	+67%
2026	IT하드웨어	+217%	반도체&반도체장비	+40%	비철금속	+101%	석유 및 가스	+22%

자료 : Bloomberg, 에프앤가이드 (FnGuide), 신영증권 리서치센터

[신영 생각 3] 4가지의 신호

무엇을 봐야 하는가

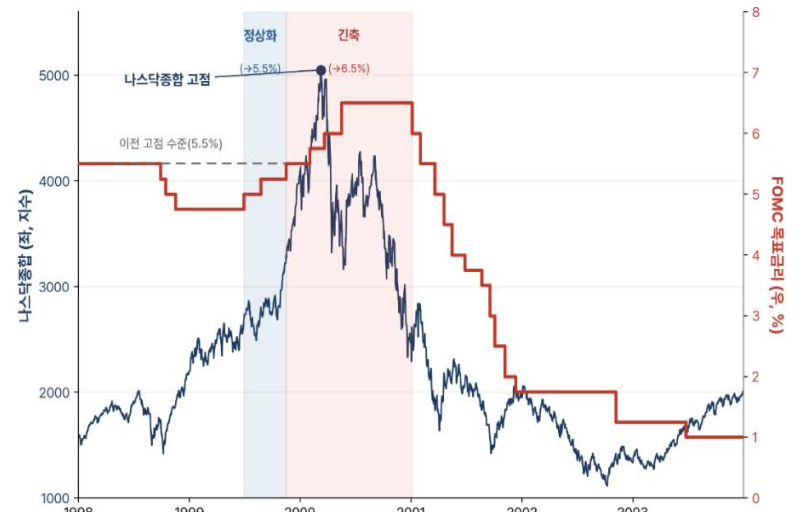
- 1)주도주 천장의 역설: 마지막 까지 버티는 1등은 신호가 되지 못한다
- 2)급등과 급락의 균형: 급락의 횟수가 급등을 앞지르면 시그널이 될 수 있다(아직은 급등)급락)
- 3)IPO: 위험신호를 비추는 거울, 중요한 것은 IPO의 양보다 질(=신주 발행 비중, 적자 기업 유무 등)
- 4)금리: 위의 세 신호를 하락으로 바꾸는 결정타
-닷컴 버블 사례 비교 결과, 시장은 정상화의 구간까지는 버티는 속성이 있음

주요국 증시 수익률 테이블: 아직 주변부의 냉기는 확인되지 않음

	MTD	3M	YTD	1Y
전세계	-0.9%	14.5%	10.4%	22.1%
선진국	-0.8%	13.3%	8.9%	19.8%
신흥국	-1.7%	23.3%	22.7%	40.9%
미국	-1.1%	14.9%	9.6%	20.9%
유럽	4.6%	13.6%	9.3%	19.3%
영국	0.8%	3.2%	5.7%	19.8%
독일	-0.4%	10.2%	2.1%	4.5%
프랑스	2.7%	7.5%	3.1%	9.6%
일본	5.6%	37.2%	39.2%	73.0%
한국	0.0%	67.8%	101.1%	176.0%
중국	1.8%	11.9%	7.5%	26.5%
홍콩	-9.1%	-7.7%	-10.7%	-4.9%
대만	3.1%	45.4%	59.3%	107.3%
인도	1.4%	6.9%	-8.7%	-6.5%

자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터


닷컴 버블 당시 기준금리와 주가: 금리 인상을 버티다 붕괴



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터



II. 자산군별 전망

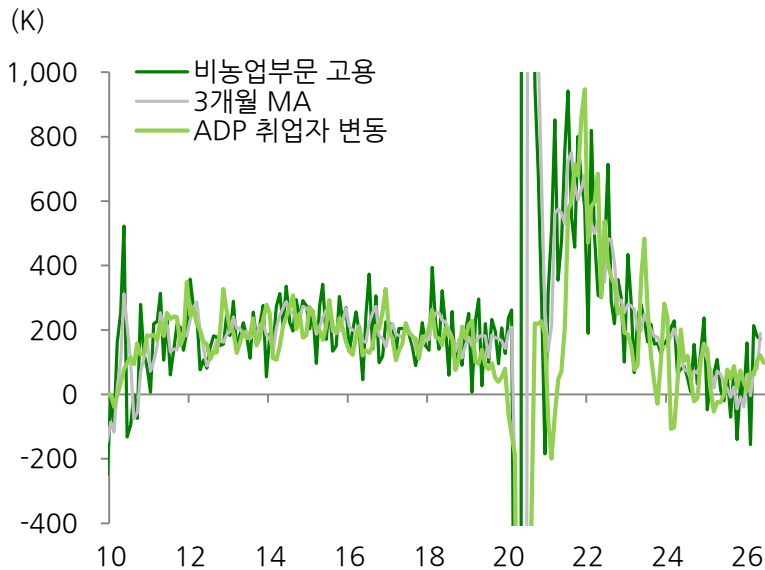
- 미국 채권 / 한국 채권 / 외환 / 크레딧 채권
 - 미국 주식 / 한국 주식 / 중국 주식
 - 부동산 / 인프라 / 금 / ESG
- 

[미국채권] 금리 인상 전환에 대한 경계

고용 호조 vs. 유가 하락과 인플레이션 우려 완화

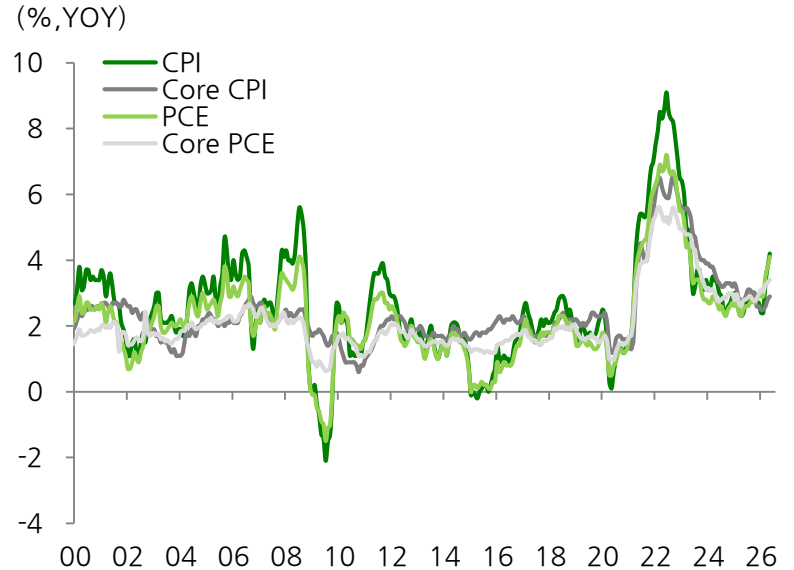
- 5월에 이어 6월 미국 고용지표 또한 호조 예상. 완만한 경기 흐름과 월드컵 영향으로 서비스업과 도소매, 운송 부문 위주로 고용 증가 전망. 9월까지 금리 인상 전환 경계가 이어질 수 있음
- 최근 국제유가 하락으로 인플레이션 우려 완화. 6월 CPI는 전월비 상승률이 소폭의 (-)로 전환되면서 헤드라인이 전년 동월비 4% 하회 가능성 높음(5월 4.2%가 고점이었을 것으로 판단)
- 워시 의장은 잠재성장률이 상승 추세를 보이고 있으며 인플레이션 위험도 낮아지고 있다고 평가
- 결론 : 고용 호조로 연준의 금리 인상 전환 경계 지속. 인플레이션 우려 낮아지면서 8~9월 기점으로 완화 예상

미국 비농업부분 고용과 ADP 취업자 변동



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

미국 주요 인플레이션 지표 추이



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

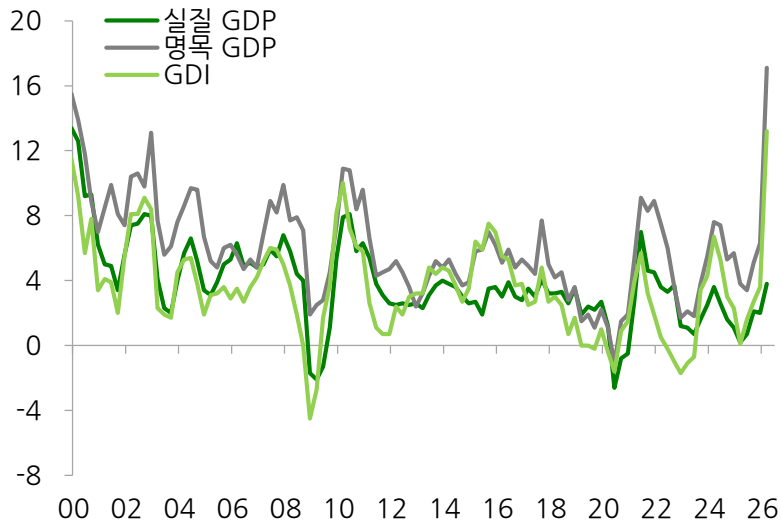
[한국채권] 7월 금통위와 인상 사이클

7월 인상 시작, 최종금리에 대한 변수는 성장 전망 변화

- 7월 금통위는 기준금리 25bp 인상하며 긴축 사이클 시작 예상. 한은은 5월 금통위 점도표와 2명의 인상 소수의견, 총재의 창립기념사 연설과 물가안정목표 설명회 발언 통해 인상 시그널 명확화
- 인플레이션은 6월 CPI가 예상에 부합하는 전월비 0.1%, 전년동월비 3.2%로 확인되었고 6월말부터 석유류 최고가격제 인하 등 7월에는 전년동월비 3% 내외로 하락 예상(8월 기저효과로 인한 고점 확인 후 반락 전망)
- 1분기 GDP 수정치 상향, 수출 호조세 지속과 대규모 반도체·AI 투자 발표되며 성장 전망 강화
- **결론 : 최종금리는 성장 전망의 상향 폭에 달려있음. 당사 7월, 10월, 내년 1분기 인상 전망 및 상방리스크 존재**

국내 실질 및 명목 GDP와 GDI 상승률

(%, YOY)



자료 : 한국은행, 신영증권 리서치센터

국내 소비자물가 상승률과 기대인플레이션

(%, YOY)



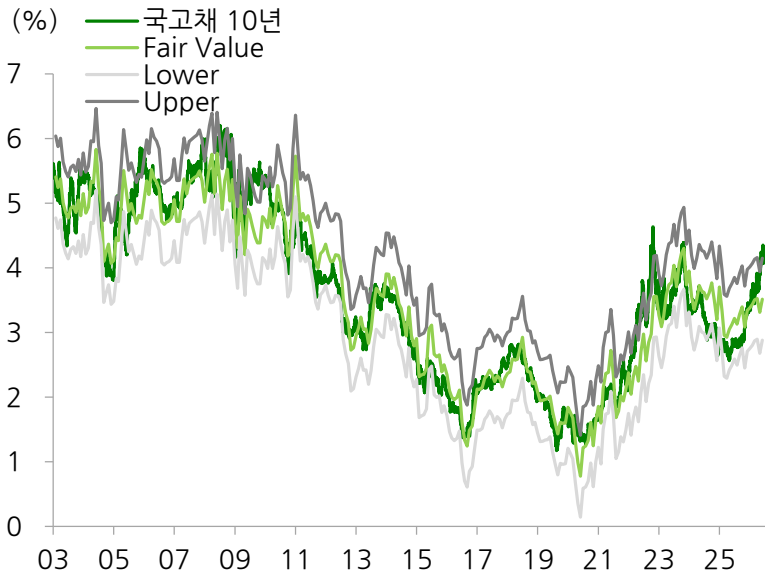
자료 : 한국은행, 국가데이터처, 신영증권 리서치센터

[한국채권] 시장금리 전망과 주요 포인트

3분기 금통위, 8월말 국가재정운용계획, 대외변수 확인

- 채권시장의 금리 인상 전망은 기본적으로 3회(75bp)까지는 가능한 것으로 보는 시각 우세. 7~8월 백투백 인상에 대한 경계 등 긴축 가속화 및 최종금리 상향에 대한 리스크 남아있어 금통위 및 경제전망, 점도표 확인 필요
- 8월말 중기 국가재정운용계획, 세수 전망치 큰 폭 상향 예상되어 내년 재정지출 상향되더라도 국채 발행한도 축소 가능한 여건. 지출성 항목 증가분과 국채 발행한도 축소에 대한 비중이 결정적인 재료
- 기타 국제유가와 대외금리, 환율과 주가지수 변동 등 금리에 영향을 미치는 요인도 주시 필요
- **결론** : 단기금리는 인상 기대 변화에 달려 있어, 장기금리는 상대가치와 경제/금융지표 감안 4.30% 내외 고점 판단

경제/금융지표로 추정한 국고채 10년물 적정금리



주 : 콜금리, KOSPI, 브렌트유, 원/달러, 장단기 sp, 제조업 및 비제조업 BSI 사용
 자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

주요국 금리를 통한 국고채 10년물 적정 상대가치 추정



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

[외환] 원/달러 환율

유가 반락에도 세 가지 악재로 고회율 지속, 점진적 완화 기대

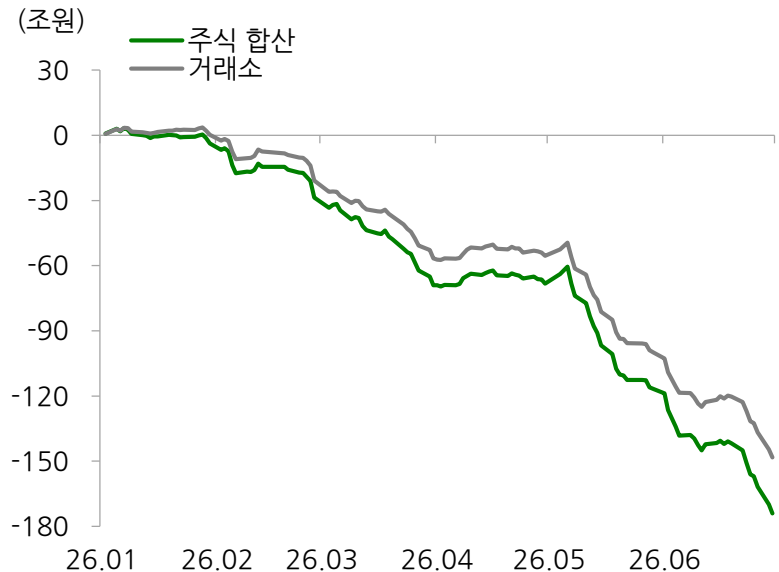
- 국제유가가 큰 폭 하락했으나 원화 약세가 되돌려지지 않는 이유 1) 외국인의 대규모 주식시장 순매도세 지속 2) 연준의 금리 인상 전환 경계 3) 엔화 약세 지속에 대한 부담이 대부분. 기타 한미전략투자공사 대미투자 시작 등
- 내국인(기관, 개인, 기업)의 달러화 수요는 작년 대비 과열 완화, 7월 이후 SK하이닉스 ADR 자금 유입(300억달러)과 외국인의 주식시장 리밸런싱 강도 약화 기대
- 연준의 긴축 전환 경계가 낮아지려면 시간 필요. 미-일 공조로 엔화 개입이 이뤄진다면 엔/달러 환율 하락 가능성
- 결론 : 당장 원/달러 환율 급락을 기대하기는 어려우나 8~9월 거쳐 4분기 1,400원대 후반까지는 가능할 것으로 전망

원/달러 환율과 엔/달러 환율 추이



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

주식시장 외국인 순매도 추이



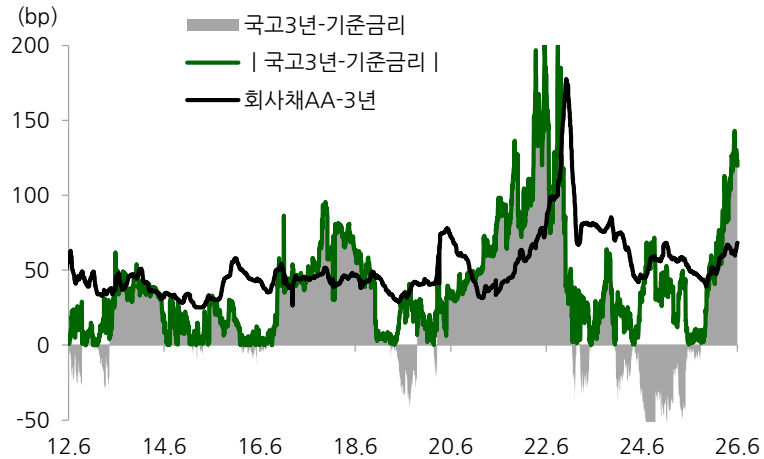
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

[크레딧 채권] 크레딧 분할매수 바람직

금리상승 압력과 비우호적 수급 상황

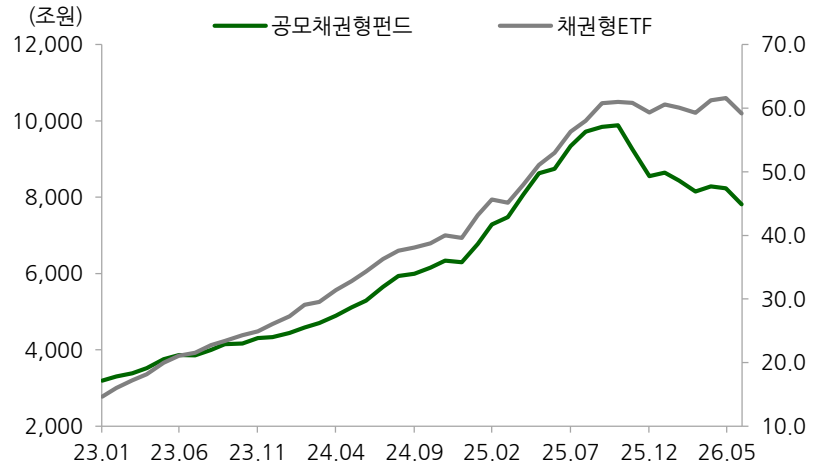
- 경제지표 및 주식시장 호조에 따라 채권펀드의 자금이 유출되는 등 비우호적인 상황이 전개되면서 크레딧의 약세흐름
- 유가가 하락하면서 물가부담이 줄어들 가능성이 높으나 당분간은 성장률 등 금리인상 재료에 더 민감할 것으로 판단 (투자 전략) 금리인상 재료가 소멸되기 전까지는 적극적 매수보다 금리 상승 시마다 분할매수 접근이 바람직

국채 변동성 및 신용스프레드 추이



자료 : Infomax, 신영증권 리서치센터

채권형펀드 및 채권형ETF 잔액 추이



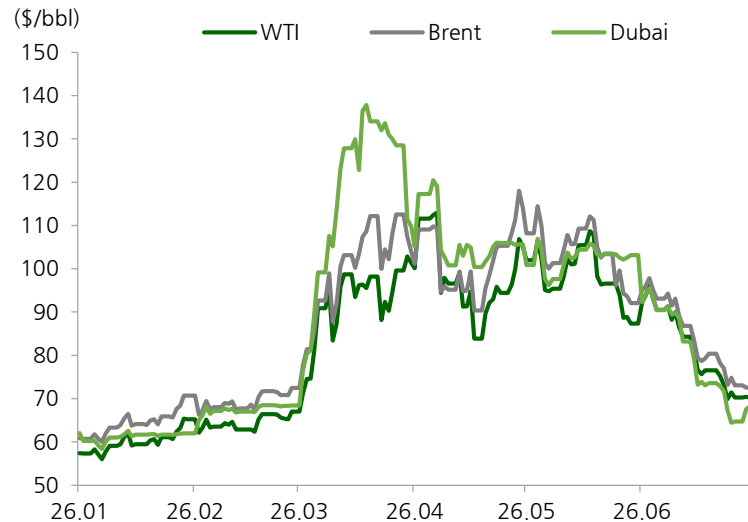
자료 : Infomax, 신영증권 리서치센터

[미국 주식] 상반기의 악재는 털었는데...

AI투자, 더 높아지는 검증의 기준

- 향후 글로벌 증시의 단기 방향성은 주요 2분기 실적 기대감과 AI 투자 사이클의 지속가능성에 따라 결정될 것
-시장의 의구심을 덜어낼 수 있는 건 AI 산업 전방기업들의 투자 의지 및 여력 재확인 뿐
- 중동 변수는 여전히 경계해야 하나 근본적인 리스크보다는 노이즈 수준으로 시장 민감도가 낮아졌다는 판단
-실제로 국제유가가 빠르게 하락해 물가 지표 하향 안정화가 기대되는 점이 긍정적
- 결론: AI 투자 사이클의 전면적 훼손과는 거리가 먼 상황이나 시장의 높아진 기대치 충족 여부가 관건

국제 유가 하락은 긍정적



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

미국 증시 업종별 12M fwd EPS 변화 테이블(%MoM)

	06.03	06.10	06.17	06.24	07.01
미국 전체	1.98	1.08	1.34	1.63	1.72
에너지	7.39	4.71	4.51	4.65	1.28
소재	1.63	0.88	0.63	0.65	0.53
산업재	0.73	0.34	0.04	0.00	0.47
경기소비재	0.94	-0.34	-0.11	-0.26	-0.18
필수소비재	0.58	0.25	0.06	0.02	-0.09
헬스케어	-1.15	-1.36	0.08	0.10	-0.05
금융	0.08	0.02	0.08	0.15	0.24
IT	3.62	3.15	3.37	4.19	4.84
커뮤니케이션	3.66	-0.37	0.08	0.31	0.21
유틸리티	0.15	0.12	0.06	0.04	0.07
부동산	0.71	0.03	-0.17	-0.27	0.13

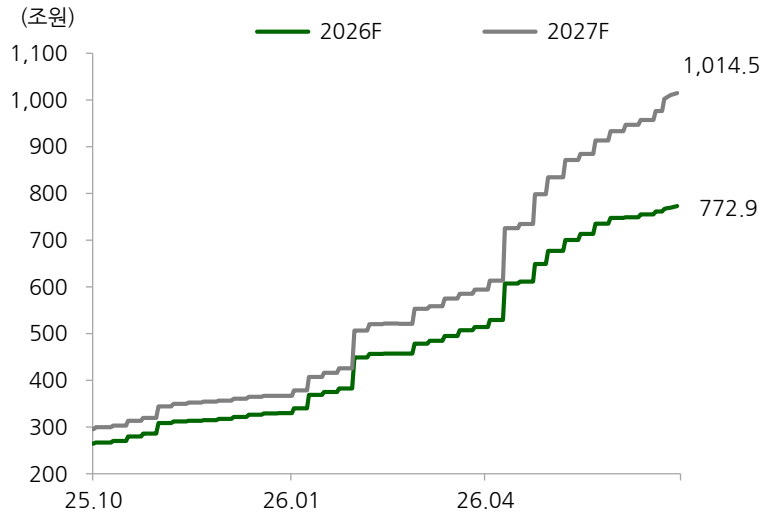
자료 : LSEG, 신영증권 리서치센터

[한국 주식] 피할 수 없는 변동성

얼마나 흔들리며 올라가느냐가 관건

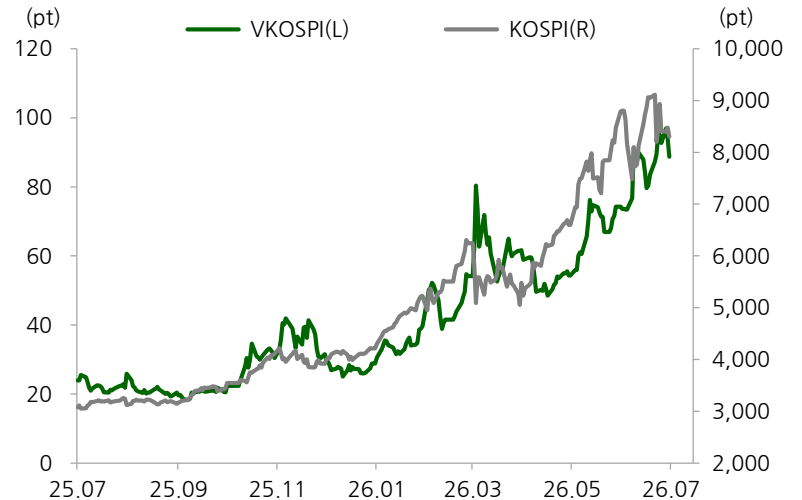
- KOSPI의 영업이익 컨센서스는 연초 이후 꾸준히 상향 조정되고 있으며, 2027년 영업이익 추정치의 상향 속도가 2026년보다 더욱 가파른 상황
- 물론, 지수 단기 급등 및 소수 업종 쏠림현상 소화 불가피해 특히 2분기 실적 발표 일정에 따른 잦은 업종 순환 예상
- 그럼에도 불구하고 차익실현과 저가매수세 공방 이어지면서 월간 기준 지수 변동폭은 제한적일 것
- 투자 전략 측면에서는 주도업종 비중 유지 및 금융환경 변화 수혜주인 소비재, 금융 등으로의 순환매 대비 권고
- 결론: 업종 순환매 과정에서 지수 조정 발생 가능성 높으나 지수의 방향 전환의 시기는 아니라고 판단

KOSPI 영업이익 컨센서스 추이



자료 : 에프앤가이드(FnGuide), 신영증권 리서치센터

높은 변동성이 유지되고 있는 KOSPI



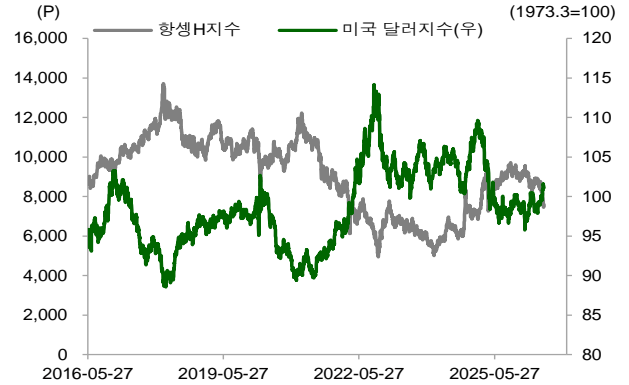
자료 : 에프앤가이드(FnGuide), 신영증권 리서치센터

[중국 주식] 중국/홍콩 증시, 금융시장 성격차로 엇갈림

중국 증시(과창판 50지수) 하드테크 비중 多, 주가 UP

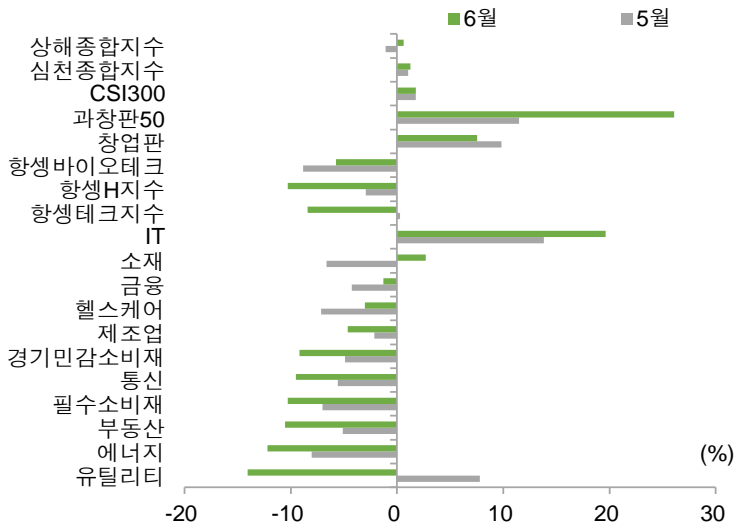
- 6월 상해종합지수 +0.6% (CSI300지수 +1.8%, 항셱H지수 -10.3%).
- 6월 중국 증시, 하드테크 강세가 지속되면서 ‘과창판50지수(6월 +26%)’는 개장 이래 최고치 경신
- 단, 홍콩 증시 조정폭 확대 1)미국 달러 강세 지속(미국/홍콩 환율 연동)
- 2)소프트테크(AI 개발 플랫폼 등) 비중이 큼(알리바바/텐센트 등)
- 7월 중국 증시, 2분기 GDP성장률 발표 등을 앞두고 변동성 확대가 예상되나, 정부/민간 투트랩 투자 확대 지속으로 기술주 추가 상승 유효

미국 달러 강세 → 홍콩 증시 상생적 약세



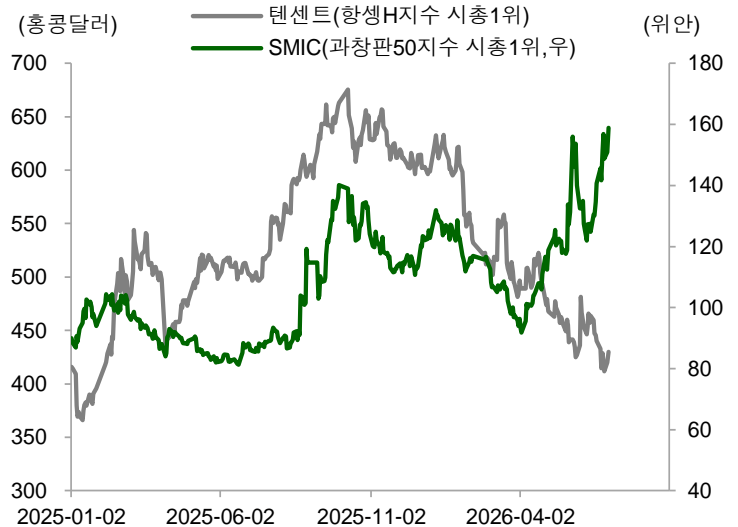
자료 : Wind, 신영증권 리서치센터

6월 중국 증시 기술주 강세 지속, 과창판50 지수 역대 최고치 경신



자료 : Wind, 신영증권 리서치센터

중국/홍콩 증시, 하드테크/소프트테크 비중차로 엇갈림



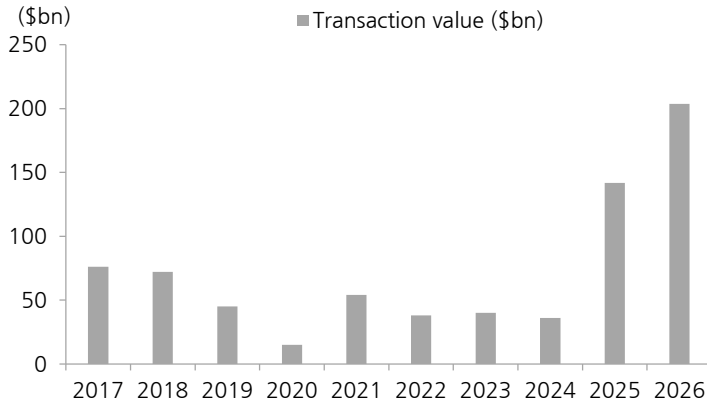
자료 : Wind, 신영증권 리서치센터

[부동산/인프라] 금리 이슈보다 더 중요한 성장의 기회

AI 인프라, 미래 성장에 거는 기대

- 2026년 1~5월 미국 전력·유틸리티 M&A 규모는 2,036억달러로, 2025년 연간 1,417억달러를 40% 이상 상회
- 전력회사는 데이터센터 수요를 확보하기 위해 발전소와 송전망에 막대한 투자를 집행해야 하며, 이 과정에서 낮은 조달비용과 규모의 경제를 확보하기 위한 대형 M&A가 확산되고 있는 추세, 전력자산을 방어적 유틸리티 자산으로 보지 않고 AI 인프라 확장의 병목을 해소하는 핵심 생산요소로 재평가되고 있는 중
- 2026년 1분기 글로벌 리츠 액티브 매니저 트래커(Nareit), 주요 액티브 자금은 미국 REITs에 대해 벤치마크 대비 비중확대, 그 중에서도 데이터센터를 가장 선호하는 것으로 취합, 금리 인상 시기임에도 불구하고 방어자산(헬스케어, 주거)보다 AI와 연결된 성장 자산에 더 집중하는 모습
- 금리 인상 등의 변수보다 AI 연결 인프라 부문에서의 성장성에 더욱 주목하는 모습

미국 전력 및 유틸리티 M&A 거래 규모



자료 : Deloitte, FT 신영증권 리서치센터

글로벌 리츠 액티브 펀드 섹터별 편입 비중

Property Sector	2025:Q1	2025:Q2	2025:Q3	2025:Q4	2026:Q1
Data Centers	10.0	11.0	10.6	10.0	12.2
Diversified	0.8	0.7	0.9	1.0	1.0
Health Care	12.0	11.4	12.9	14.1	14.5
Industrial	10.1	9.1	9.4	10.5	10.4
Lodging/Resorts	1.7	2.0	2.1	2.1	2.0
Office	2.8	3.0	3.2	2.8	2.3
Residential	13.8	12.2	10.8	10.3	9.3
Retail	8.1	7.7	8.1	8.4	9.5
Self-Storage	5.2	5.1	4.8	4.5	4.4
Specialty	3.3	3.2	3.2	2.6	2.8
Telecommunications	5.4	5.3	4.4	4.0	3.7
Timberland	0.6	0.5	0.2	0.1	0.1
Total	73.5	71.1	70.6	70.3	72.2

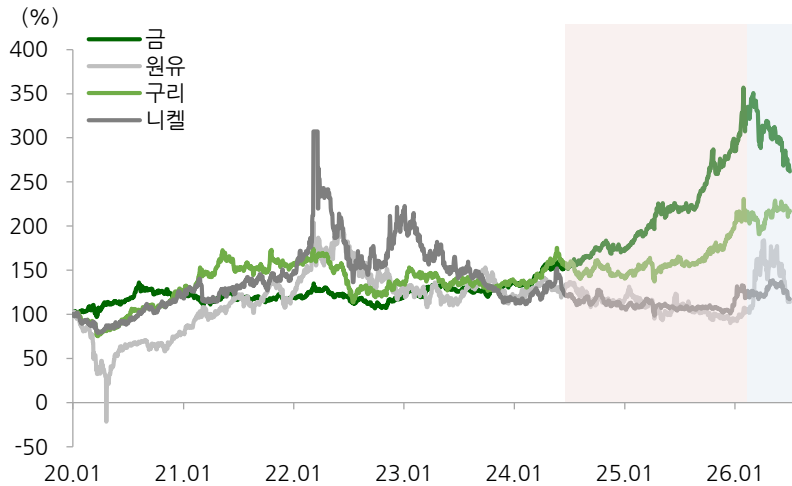
자료 : Nareit, 신영증권 리서치센터

[금] 달러 강세 흐름 속 하방 압력 지속

미 금리 인하 기대감 축소되며 금 가격 하락세

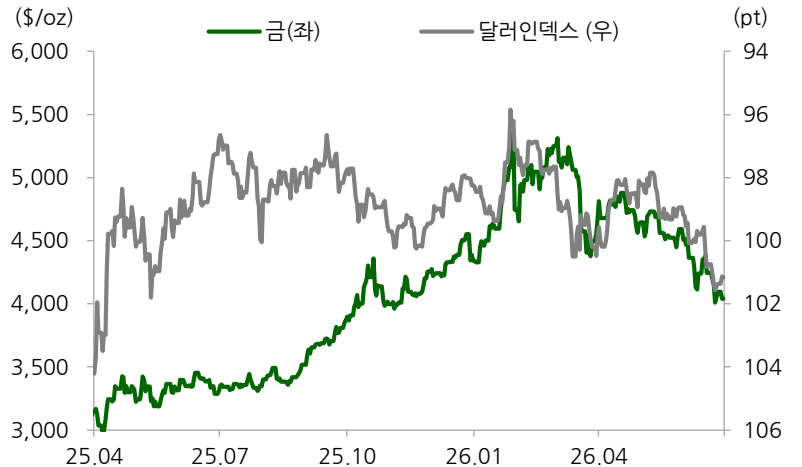
- 금 가격은 월초 중동전쟁 악화와 견조한 미 고용지표, 주요국 인플레이션 우려 속 하락. 이후 6월 FOMC에서 절반의 위원이 금리 인상 점도표를 제출한 가운데 미 금리 인상 전망 부각되며 달러 강세 속 하락 마감
- 최근 금 가격은 하락 흐름 지속. 원자재 랠리 이후 기존의 안전자산 성격보다 상품성 성격이 확대되었으며, 유동성 확보 수단으로 활용. 달러화 가치 및 미 금리 전망이 주요 가격 동인
- 결론: 중동전쟁 불확실성 완화와 미 금리 인하 기대감 축소로 금 가격은 단기적으로 하방 압력 우세할 것으로 전망

금과 주요 원자재 가격 추이



주: 2020년 1월 1일자 데이터를 기준점(100)으로 설정
자료: 블룸버그, 신영증권 리서치센터

달러 인덱스와 금 가격 추이



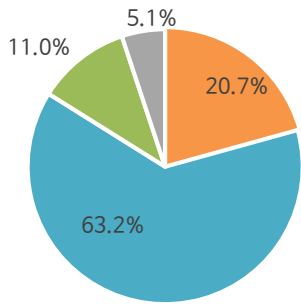
주: 달러인덱스는 역축
자료: 인포맥스, 신영증권 리서치센터



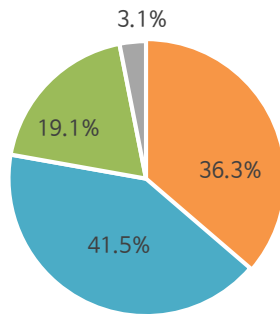
Ⅲ. 26.3분기 자산배분 의견

[4가지 고객 유형별] 2026-3Q TAA 자산배분 비중

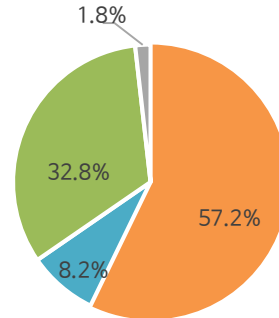
안정추구형



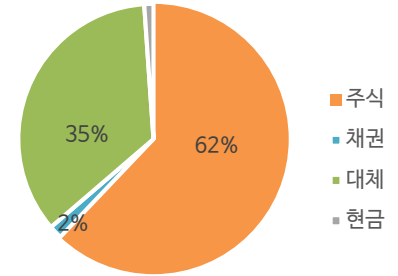
위험중립형



적극투자형



공격투자형



■ 주식
■ 채권
■ 대체
■ 현금

		향후 1년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	TAA
주식	DM	8.5	22.7	10.0
	한국	8.0	25.0	6.9
	EM	7.4	28.0	3.8
주식합계				20.7
채권	IG	4.3	4.7	41.0
	HY	6.5	9.3	17.1
	EM	5.6	8.0	5.1
채권합계				63.2
대체자산		7.2	25.0	11.0
현금		3.2	0.0	5.1
기대값		5.8	10.8	100.0

		향후 1년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	TAA
주식	DM	8.5	22.7	17.5
	한국	8.0	25.0	12.1
	EM	7.4	28.0	6.7
주식합계				36.3
채권	IG	4.3	4.7	27.0
	HY	6.5	9.3	11.2
	EM	5.6	8.0	3.3
채권합계				41.5
대체자산		7.2	25.0	19.1
현금		3.2	0.0	3.1
기대값		6.5	14.8	100.0

		향후 1년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	TAA
주식	DM	8.5	22.7	27.6
	한국	8.0	25.0	19.1
	EM	7.4	28.0	10.5
주식합계				57.2
채권	IG	4.3	4.7	5.3
	HY	6.5	9.3	2.2
	EM	5.6	8.0	0.7
채권합계				8.2
대체자산		7.2	25.0	32.8
현금		3.2	0.0	1.8
기대값		7.5	20.5	100.0

		향후 1년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	TAA
주식	DM	8.5	22.7	29.9
	한국	8.0	25.0	20.8
	EM	7.4	28.0	11.4
주식합계				62.1
채권	IG	4.3	4.7	1.0
	HY	6.5	9.3	0.4
	EM	5.6	8.0	0.2
채권합계				1.6
대체자산		7.2	25.0	35.2
현금		3.2	0.0	1.1
기대값		7.7	21.8	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 대비 2026-3Q TAA 비중 변화

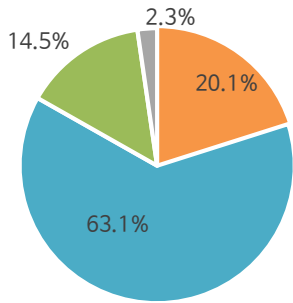
자산군	안정추구형	위험중립형	적극투자형	공격투자형
주식(Equity)	0.6%p	0.4%p	1.0%p	1.0%p
선진국 주식	0.4%p	0.4%p	0.9%p	0.9%p
한국 주식	0.1%p	0.0%p	0.1%p	0.1%p
한국 제외 신흥국 주식	0.1%p	0.0%p	0.0%p	0.0%p
채권(Fixed Income)	0.1%p	0.9%p	0.3%p	0.1%p
선진국 투자등급 채권	0.0%p	0.6%p	0.3%p	0.1%p
선진국 하이일드 채권	0.1%p	0.3%p	0.0%p	0.0%p
신흥국 채권	0.0%p	0.0%p	0.0%p	0.0%p
대체(Alternatives)	-3.5%p	-3.7%p	-2.7%p	-1.9%p
현금(MMF 등)	2.8%p	2.4%p	1.4%p	0.8%p
TOTAL	0.0%p	0.0%p	0.0%p	0.0%p

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

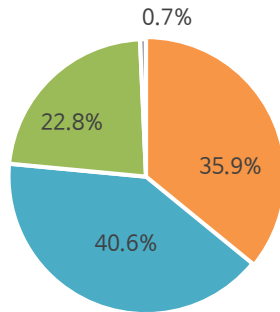
주2: (-) 비중 차이는 TAA 비중 대비 Underweight 조정된 것을 의미

[TAA 참고자료] 2026-2Q TAA 자산배분 비중

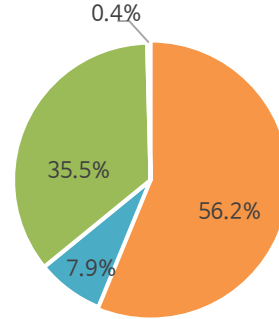
안정추구형



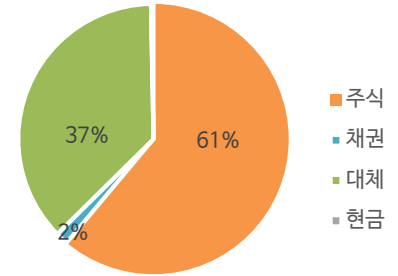
위험중립형



적극투자형



공격투자형



■ 주식
■ 채권
■ 대체
■ 현금

		향후 1년 예상		비중 (%)
		수익률	변동성	
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	
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

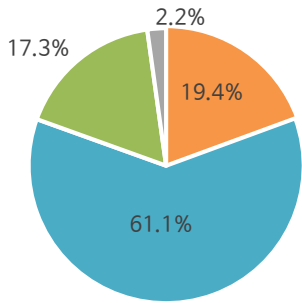
		향후 1년 예상		비중 (%)
		수익률	변동성	
주식	DM	8.5	23.0	26.7
	한국	8.0	24.5	19.0
	EM	7.4	28.0	10.5
주식합계				56.2
채권	IG	4.2	4.8	5.0
	HY	6.5	9.5	2.2
	EM	5.6	8.1	0.7
채권합계				7.9
대체자산		7.3	25.2	35.5
현금		2.6	0.0	0.4
기대값		7.6	21.1	100.0

		향후 1년 예상		비중 (%)
		수익률	변동성	
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

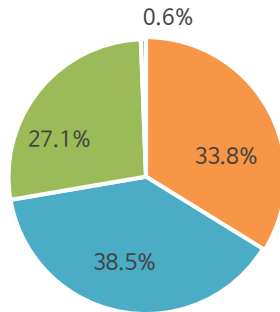
주1: 과거 성과가 미래의 수익률을 보장하지 않으며 위의 수익률은 이해를 돕기 위한 예시입니다.
 주2: 예상 수익률과 변동성은 신영증권 리서치센터 담당 애널리스트의 추정값에 의거하였습니다.
 자료: 신영증권 리서치센터

[4가지 고객 유형별] 2026 SAA 자산배분 비중

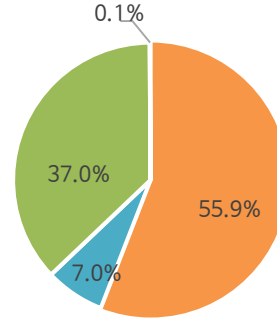
안정추구형



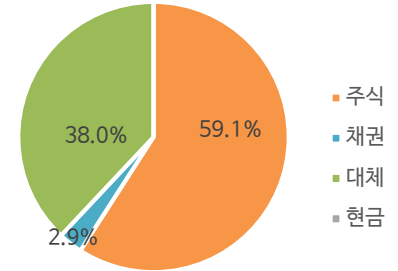
위험중립형



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] 2025-SAA 대비 2026-SAA 비중 변화

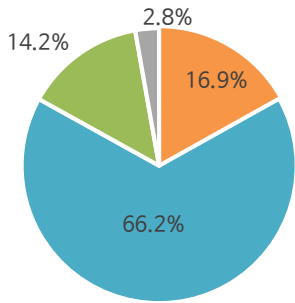
자산군	안정추구형	위험중립형	적극투자형	공격투자형
주식(Equity)	2.50%p	6.30%p	5.60%p	0.00%p
선진국 주식	1.5%p	3.4%p	3.5%p	1.1%p
한국 주식	-0.5%p	-0.1%p	-2.1%p	-4.6%p
한국 제외 신흥국 주식	1.5%p	3.0%p	4.2%p	3.5%p
채권(Fixed Income)	-5.0%p	-10.9%p	-6.6%p	-1.1%p
선진국 투자등급 채권	-2.7%p	-6.7%p	-4.1%p	-0.7%p
선진국 하이일드 채권	-1.3%p	-3.0%p	-1.8%p	-0.3%p
신흥국 채권	-1.0%p	-1.3%p	-0.7%p	-0.1%p
대체(Alternatives)	3.1%p	4.8%p	1.0%p	1.1%p
현금(MMF 등)	-0.6%p	-0.2%p	0.0%p	0.0%p
TOTAL	0.0%p	0.0%p	0.0%p	0.0%p

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

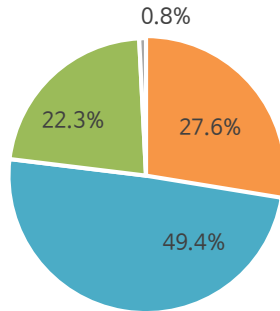
주2: (-) 비중 차이는 TAA 비중 대비 Underweight 조정된 것을 의미

[SAA 참고자료] 2025Y SAA 자산배분 비중

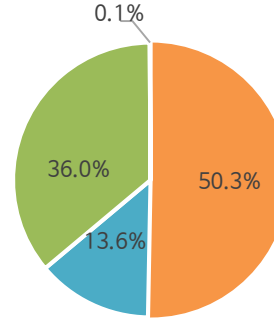
안정추구형



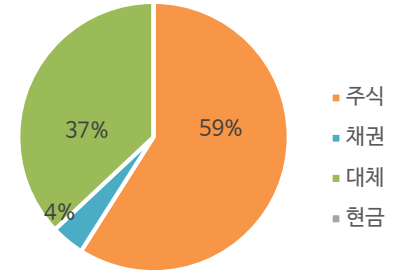
위험중립형



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



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
GPF

(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 증가데이터 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 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, 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	- AI 밸류체인을 중심으로 한 EPS 추정치 지속이 긍정적. 국제 유가 하향 안정화는 향후 통화정책 불확실성 축소 요인 - 견조한 펀더멘탈 및 외부 불확실성 완화를 반영해 기대수익률 유지 및 변동성은 하향
	한국 주식	8.0	- AI 밸류체인 중심의 펀더멘탈 강화는 연내 지속될 것으로 전망. 향후에도 글로벌 증시 대비 압도적인 펀더멘탈 개선 지속 가능성 높다고 판단 - 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 종장기 방향성 확인 - 반도체/헬스케어/에너지 중심의 기업 이익 상향조정 긍정적
채권 (Fixed Income)	IG 채권	4.3	- IG 채권과 HY 크레딧의 기대수익률은 벤치마크지수의 이표(3.10%, 6.35%)와 듀레이션(6.34년, 3.85년), 미국채 10년물 금리(4.45%), US Agg Corporate OAS(0.73%), US Corporate HY OAS(2.65%) 및 향후 1년간 금리 및 스프레드 전망에 근거하여 추정
	HY 크레딧	6.5	- EM 채권의 기대수익률은 벤치마크지수의 이표(5.35%)와 듀레이션(6.10년), EMBI+ 스프레드(252bp)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		7.2	- AI 전력인프라 중심의 인프라 투자상품 비중 확대, 기존 유틸리티 자산에 대한 M&A deal 활성화, 머추어 자산(Mature Asset) 혼합 비중 상승에 따라 변동성 및 수익률 전분기 대비 소폭 하락
현금자산		3.2	- 한국은행 기준금리는 향후 1년간 3회(75bp) 인상되어 1년 후 연 3.25% 전망 - 무위험 지표 금리는 인상 사이클 선반영, 완만한 추가 상승으로 3.2% 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		2026.06	
중국	37.2	중국	39	리츠	39	원자재	22	미국	26.3	미국	25	한국	75.2	한국	102.7
미국	31.5	한국	33	원자재	38.5	인프라	-0.2	신흥국	23.3	원자재	18.4	50/30/20 포트	38.1	50/30/20 포트	51.1
리츠	28.9	미국	18.4	미국	28.7	HY 크레딧	-11	한국	20.4	신흥국	17.3	60/40 포트	29.7	60/40 포트	37.5
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	원자재	20.5
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	선진국	12.1
선진국	19.9	60/40 포트	16.7	50/30/20 포트	8.1	신흥국 채권	-15.3	60/40 포트	12.5	선진국	12	선진국	23.4	중국	11.7
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	미국	10.2
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	리츠	10.2
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 채권	11	인프라	10.0
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	신흥국	9.8
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	HY 크레딧	2.8
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	신흥국 크레딧	2.0
IG 채권	8.2	원자재	-9.3	신흥국 채권	-1.7	중국	-26.7	중국	-10.8	한국	-8.1	리츠	4.2	글로벌 채권	1.1

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 ~ 26년 6월 중가데이터 사용

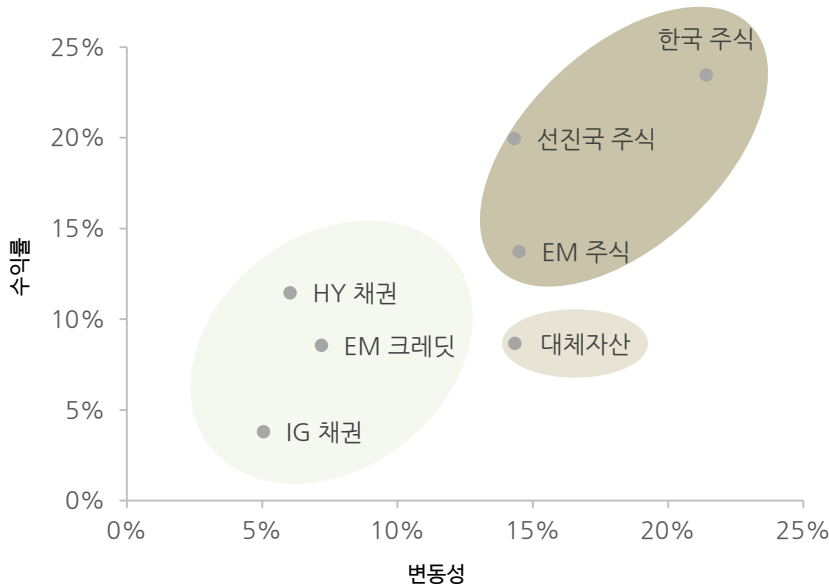
자료: 신영증권 리서치센터

[5년 자산시장 전망] 자산군별 기대수익률과 변동성의 변화

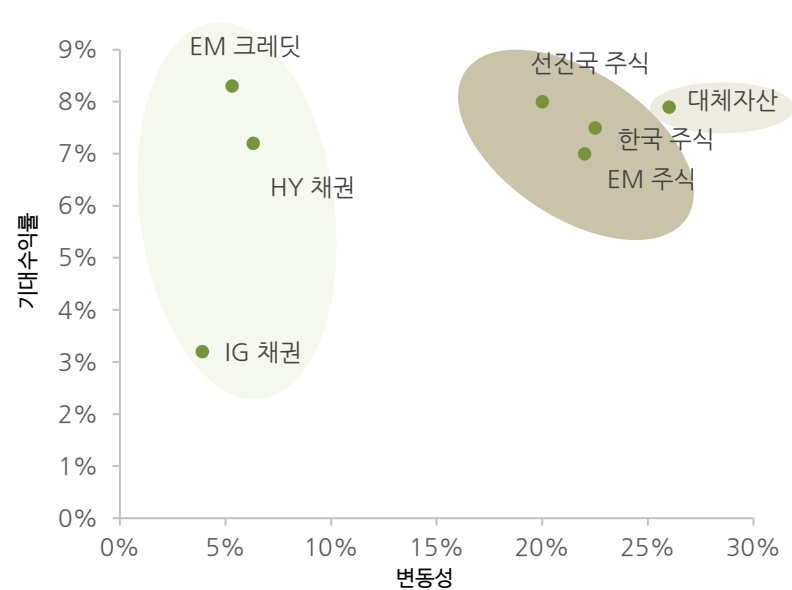
위험자산의 Risk-Return Profile 변화: 한국주식, 대체자산의 기대수익률 상승

- 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 ~ 2026년 6월까지의 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	0.5601	0.9319	0.1931	0.1744	-0.0785	0.6000	0.3567	0.7985	0.7338	0.3820
선진국 주식	0.5601	1.0000	0.3544	0.5531	0.5356	-0.0936	0.5976	0.4412	0.5673	0.2858	0.2993
미국주식	0.9319	0.3544	1.0000	0.0283	0.0725	-0.0973	0.4455	0.2288	0.6646	0.7622	0.3241
한국주식	0.1931	0.5531	0.0283	1.0000	0.3428	-0.0637	0.2800	0.2222	0.2008	0.0235	0.0724
중국주식	0.1744	0.5356	0.0725	0.3428	1.0000	-0.0406	0.2350	0.1760	0.1730	0.0442	0.1160
선진국 IG	-0.0785	-0.0936	-0.0973	-0.0637	-0.0406	1.0000	0.1840	0.5524	0.0042	0.0833	-0.1452
선진국 HY	0.6000	0.5976	0.4455	0.2800	0.2350	0.1840	1.0000	0.7943	0.6101	0.4098	0.2775
신흥국 채권	0.3567	0.4412	0.2288	0.2222	0.1760	0.5524	0.7943	1.0000	0.4356	0.3074	0.1252
인프라	0.7985	0.5673	0.6646	0.2008	0.1730	0.0042	0.6101	0.4356	1.0000	0.6812	0.3847
리츠	0.7338	0.2858	0.7622	0.0235	0.0442	0.0833	0.4098	0.3074	0.6812	1.0000	0.2395
원자재	0.3820	0.2993	0.3241	0.0724	0.1160	-0.1452	0.2775	0.1252	0.3847	0.2395	1.0000

주1 : 1980/01 ~ 2026/06 까지 로그수익률 사용

주2 : “자산별 수익률과 포트폴리오 수익률 추이”와 동일

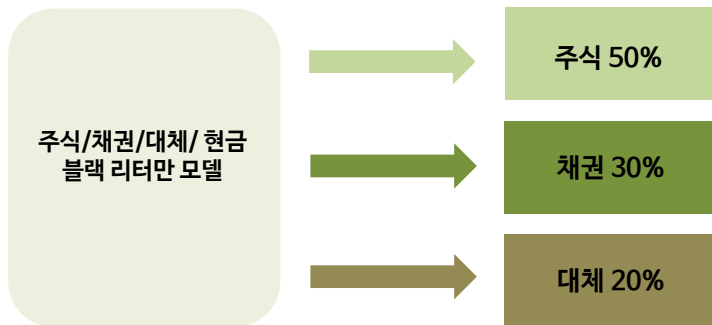
자료: 신영증권 리서치센터

[자산배분모델 최적화] 블랙리터만 포트폴리오 (1)

블랙-리터만 포트폴리오: 주식/ 채권/ 대체/ 현금에 대한 애널리스트 전망 투영

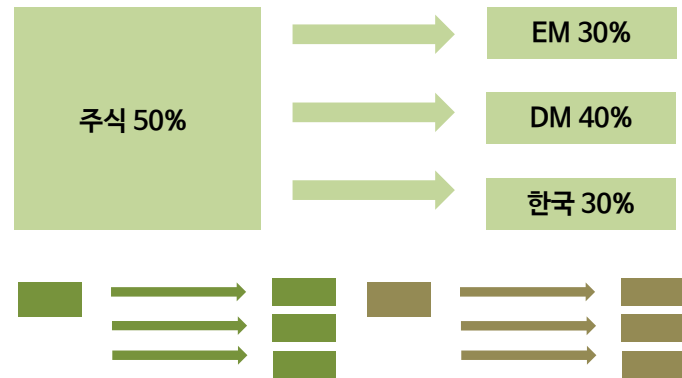
- 애널리스트의 장기적 관점을 바탕으로 포트폴리오 구성(당사의 '장기주의 Long-termism' 투영)
- 안정형/ 중립형/ 적극형/ 공격형 4개 군의 고객성향에 따라 맞춤형 주식/ 채권/ 대체/ 현금 비중 제시
- 자산시장별 비중을 산출하기 위한 1차 최적화(주식 vs. 채권 vs. 대체 vs. 현금)
- 이후 자산시장 및 종류별 세부 인덱스에 대한 2차 최적화 진행 (DM 주식 vs. 한국 주식 vs. EM 주식)

블랙-리터만 포트폴리오를 활용한 주식/채권/대체 비중 산출



자료: 신영증권 리서치센터

블랙-리터만 모델을 통한 세부 BM별 비중 산출



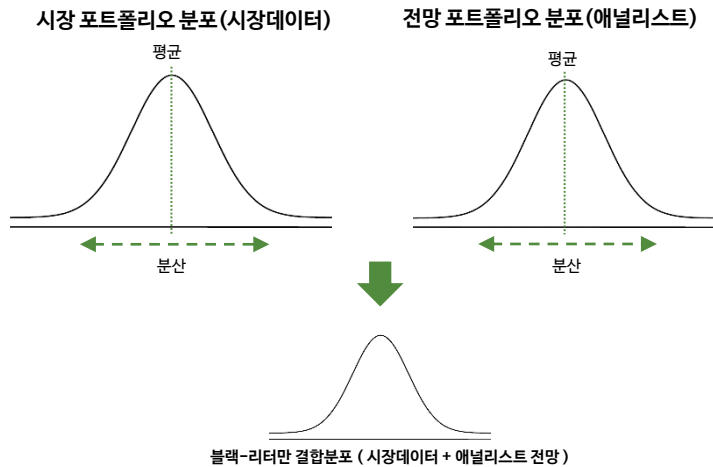
자료: 신영증권 리서치센터

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

블랙-리터만 모델 : 미래 투자 전망을 비중으로 표현하는 포트폴리오

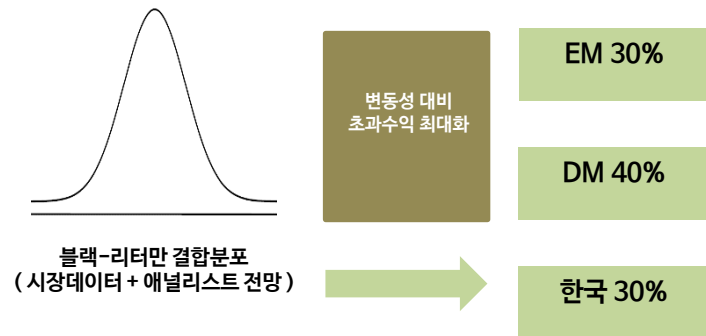
- 1) 자산시장별 기대수익과 변동성에 대한 담당 애널리스트 전망을 반영
- 2) 평균과 분산으로 이루어진 전망치는 시장데이터와 결합분포를 생성
- 3) 결합분포를 고려하여 위험 대비 초과수익을 최대화하는 비중을 산출

블랙-리터만 결합분포 생성 원리



자료: 신영증권 리서치센터

결합분포를 바탕으로 샤프비를 최적화 비중 산출



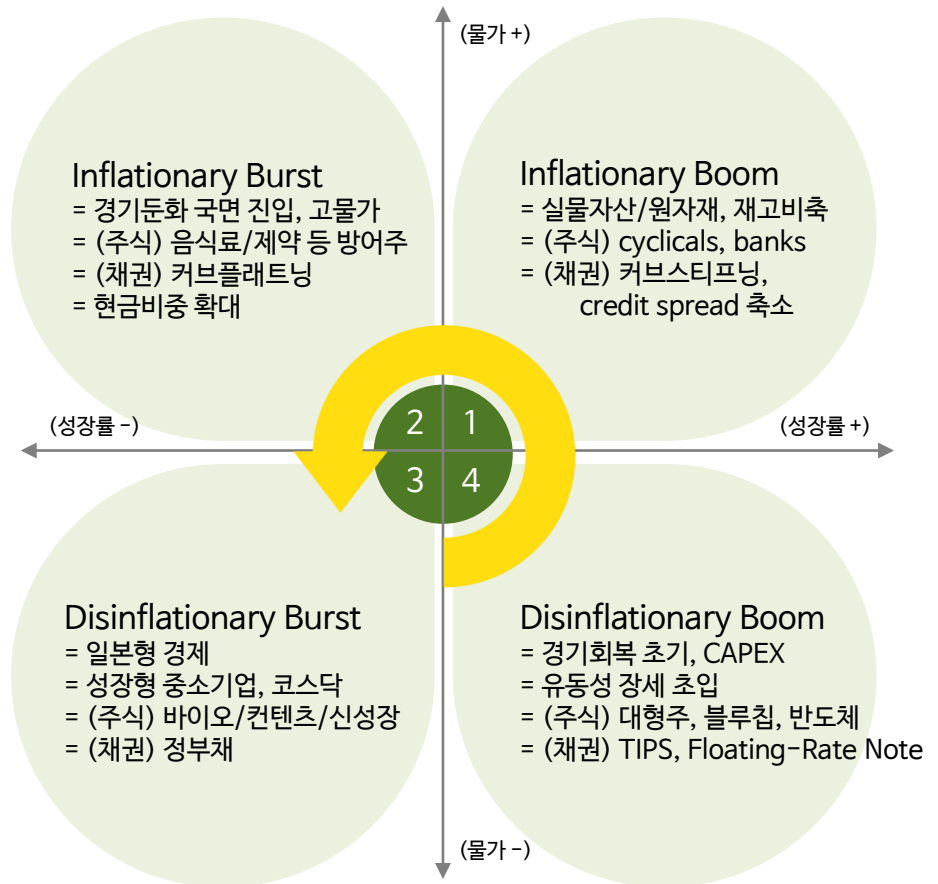
자료: 신영증권 리서치센터

[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



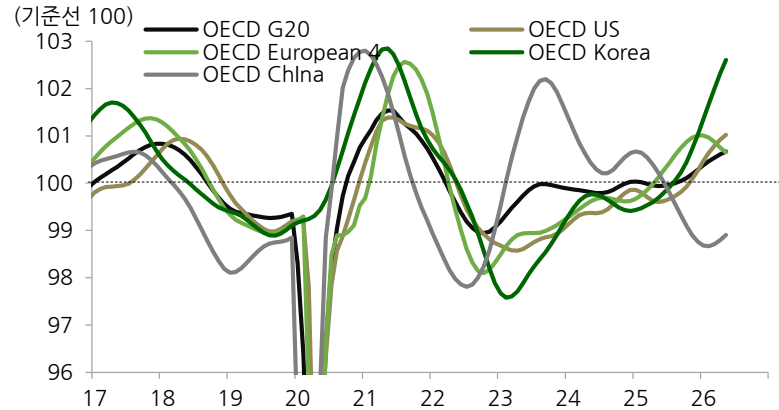
자료: 신영증권 리서치센터

[금융시장의 4계절] OECD 경기선행지수 : 1사분면에 위치

AI 반도체 수혜국 경기개선 지속

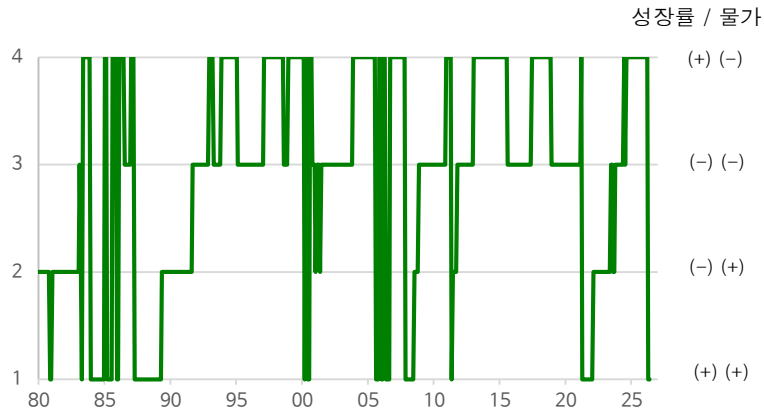
- 여전히 한국과 미국 vs. 유럽과 중국의 차별화
 - 유럽 경기선행지수는 하락 전환. 중국은 소폭 반등
 - 여전히 반도체 수출 중심 한국의 경기 개선세가 가장 강하게 나타남
- 자산배분모델 1사분면에서 안정화: 물가와 성장률
 - 중동 정세로 인해 지난 2분기에 4사분면에서 1사분면으로 자산배분모델 궤적 이동
 - 미국과 이란 MOU 체결 소식에도 견조한 성장률과 지난 물가 영향분 반영되며 1사분면에서 안정화

OECD 경기선행지수 : 한국과 미국 vs. 중국과 유럽



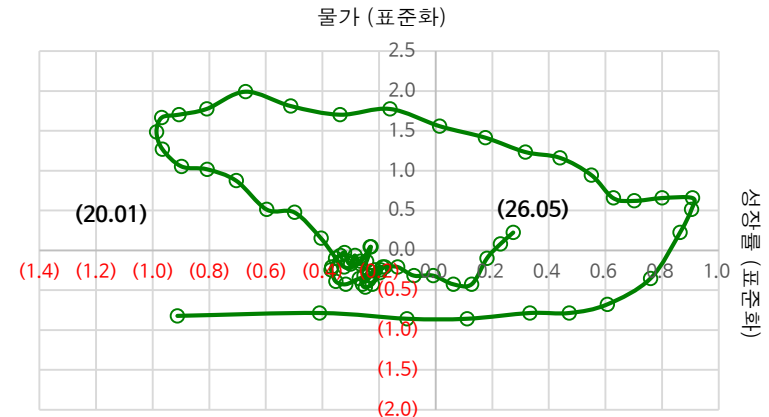
자료: 신영증권 리서치센터

CPI 인플레이션 기준 과거 모델 사분면 변화



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.