

신영 자산배분전략

8월: 왕관의 무게

- 7월 자산시장 리뷰: 상수가 되어버린 변동성
- 글로벌 증시는 순환매 중?
- 두드려야 할 돌 다리가 많다

분석의 기본 가정

- 전방위적 AI 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

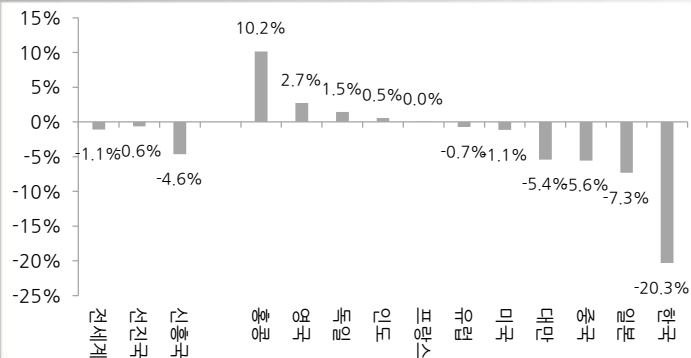
크레딧 전략 이경록

중국 전략 성연주

리츠/부동산 박세라

ESG 오광영

주요국 증시 MTD 수익률



[요약] 왕관의 무게

병목이 지금 해소되었는가?

지금까지 AI 투자 아이디어는 두 축으로 요약됩니다. 하나는 1) AI로 돈을 버는 하이퍼스케일러에 대한 베팅(수익성 확대)과 다른 하나는 2) 투자가 물리는 공급 제약 구간인 하드웨어에 대한 베팅(병목)입니다. 특히 최근에는 ‘병목’ 중에서도 메모리 반도체로 무게중심을 옮겨 왔는데, 바로 그 메모리 반도체에서 균열이 나타나면서 쓸림이 컸던 한국 증시가 최근 1개월 글로벌 주요 증시 중 가장 큰 낙폭을 기록했습니다. 다만 글로벌 전체로는 AI에서 非AI로의 순환매가 진행 중이라는 점에 주목할 필요가 있습니다. 지역별로는 AI와 멀리 있는 유럽, 아시아 일부 증시가 3개월 수익률이 (-)였음에도 불구하고 1개월 수익률이 (+)로 전환되었는데 이는 지금의 AI 랠리가 과거 닷컴 버블과 달리 아직 정점에 이르지 않았음을 시사합니다. 결국 관건은 2분기 실적에서 확인된 AI 투자의 수익성이 투자 사이클의 지속 가능성에 대한 의구심을 해소해줄 수 있는지 여부입니다.

국내 증시는 과거 대비 높은 변동성을 보이겠으나 미수·신용잔고 등 레버리지 활용 물량이 축소되며 수급 부담이 완화되고 있다는 점은 긍정적입니다. 다만 현실적으로 반도체 BIG2가 여전히 지수의 50% 이상을 차지하는 구조에서, 지수의 추세적 전환은 결국 메모리 반도체 투자 심리의 회복 여부에 달려 있습니다. 이를 위해서는 1) AI 서비스의 수익성 성장, 2) AI 인프라 투자 확대 기조, 3) HBM 기술격차 유지라는 세 가지 우려 완화가 중요합니다.

8월 자산배분 전략: 주식 비중확대(+1), 채권 비중확대(+1), 현금자산(-1) 유지

8월 자산별 매력도는 주식(+1), 채권(+1), 현금자산(-1) 투자 의견을 유지합니다. 향후 글로벌 증시의 단기 방향성은 주요 2분기 실적 기대감과 AI 투자 사이클의 지속가능성에 따라 결정될 것으로 보입니다. 선진국 주식은 업종 순환매가 이루어지며 지수 하단이 지지되는 모습이나 한국 주식은 당분간 높은 변동성을 감내해야 할 것으로 보입니다. 연준의 경우 아직까지는 고용시장의 균형 상태와 인플레이션 정점 확인 등 지표 측면에서 금리 인상 전환 필요성이 낮아 보입니다. 다만 향후 지정학리스크의 흐름에 따른 연준의 기조 변화 가능성에 유의가 필요합니다. 국내 성장은 연간 3%대 중반을 기준으로 채권시장의 추가 충격 가능성이 존재합니다. 시장금리측면에서는 3분기 고점 꺾적 전망을 유지하며, 최종금리는 3.25%를 보고 있으나 상방리스크가 열려있다고 판단합니다.

[자산배분 의견표] 8월 애널리스트 의견과 전망

자산명		배분 비중 스코어	변화	애널리스트 의견	추천 섹터 or ETF
주식(Equity)			-	2분기 실적 기간 동안 주요 기업의 견조한 펀더멘털 확인하며 AI 투자 사이클 지속 가능성 의구심 해소 기대 - 단기 변동성은 남아있으나 견조한 이익 개선을 바탕으로 주식 비중 확대 의견을 유지	
	선진국 주식		-	- 미국 빅테크의 실적 성장과 AI 투자 확대 기조가 핵심 동력으로 작용하는 가운데 실적 차별화 장세 전망 - 높은 시장금리에 대한 부담에도 불구하고 대형 기술주 중심의 이익 성장세가 지수 하단을 지지할 것	SOL 미국AI전력인프라 (486450), KODEX 미국나스닥100(379810)
	신흥국 주식		-	- 중국 내수 경기 부진 여전하나, AI 설비투자 확대를 통한 수출 주도 성장 방어 지속 예상 2분기 기업 실적 발표 및 주식시장 안정화 조치 등 정부의 금융시장 부양정책 실시로 증시 반등 유효	TIGER 차이나코장판 STAR50(414780.KS), KODEX 차이나상전 ChiNext(256750.KS), Global X항생고배당ETF(3110.HK)
	한국 주식		-	- 주가 지수 단기 급락에도 불구하고 레버리지 활용 물량(미수 및 신용잔고 등) 축소 과정에서 수급 부담이 완화되며 시장 변동성은 점진적으로 낮아질 전망 - 업종별로는 주도업종인 AI 밸류체인과 일부 실적 개선 업종(금융, 소비자 등) 선호 유지	HANARO Fn K-반도체(395270), SOL 금융지주플러스고배당(484880), KODEX AI전력핵심설비(487240)
채권(Fixed Income)			-	(채권/FX전략) - 미국: 고용시장의 균형 상태와 인플레이션 정점 확인 등 지표 측면에서 금리 인상 전환 필요성은 낮아 보임. 다만 중동 전쟁이 재개되면서 연준의 기조 변화 가능성에 유의 필요. 미국채 금리는 국제유가 반등과 독일, 영국 등 유럽지역 금리 상승의 영향으로 재차 상승 - 한국: 물가상승률은 7월 전월비 (-), 8월 고점 등 전망 경로에 부합할 것으로 보이지만, 성장 전망은 추가 상향 불가피. 연간 3%대 중반을 기준으로 채권시장의 추가 충격 가능성 존재. 시장금리는 3분기 고점 꺾적 전망을 유지하며, 최종금리는 3.25%에서 리스크는 상방 우위 판단 - 외환(FX): SK하이닉스 ADR 환전 물량과 수출업체들의 포지션 조정으로 환율은 1,400원대 후반 안착. 외국인의 국내주식 순매도세 확연히 약화, 1,500원을 하회하는 안정적인 흐름 예상 (크레딧전략) - 국채금리의 변동성이 여전하여 투자심리의 본격적인 회복을 예상하기는 어려우나 절대금리 레벨이 높고 반도체 기업들의 자금유입으로 크레딧 악재정도가 완화될 것 - 국내 기준금리 인상의 초입이고 성장률을 고려한 인상률에 대한 경계가 많은 상황이므로 시장금리가 상승할 때마다 크레딧채권 분할매수 전략이 유효	소극적 관점의 매수 대응 및 고금리 채권 확보 모색(국고채, 선진국채권), 크레딧채권 및 만기매칭형 ETF
	선진국 투자등급		-		
	선진국 하이일드		-		
	신흥국 채권		-		
대체자산	부동산/인프라		-	2분기 미국 산업용 부동산의 건설 중 면적은 3억500만ft² 로 전년 동기보다 18% 증가, 고금리 중단된 개발사업 초기 회복 국면 - AI 수요, 전력 인입 가능한 산업용 부지의 데이터센터 전화 촉매, 프롤로시스, 연초 대비 주가 11.1% 상승 - 독일 에너지 기업 Uniper, 2030년까지 약 50억유로 유연성 발전과 재생에너지에 투자 계획, 기존 발전소 부지 활용, 데이터센터 유치, 유류 발전소 부지의 자산가치 높이는 전략	iShares Global Infrastructure ETF (IGF)
	금		-	- 금 가격은 월초 미 6월 비농업고용 둔화에 따른 달러 약세로 상승 출발. 이후 중동전쟁 리스크 재부각되며 유가 상승 및 인플레이션 우려 속 하락하며 보합 마감 - 주요국들의 완화적인 통화정책 시행 가능성은 제한적인 가운데 큰 폭의 가격 상승은 어려울 것으로 전망. 다만 금 가격이 낮은 수준에 있기에 중동전쟁 전개 등에 영향받아 소폭 반등은 가능할 것으로 예상	
현금자산			-	- 국내 기준금리는 향후 1년 관점에서 2~3회 추가 인상 전망 - CD, 코리보, 콜금리 등 무위험지표 금리는 2%대 후반~3% 내외. 다른 자산의 단기전망은 모두 중립 상회	

주 : 1) 스코어는 자산별 배분비중의 확대(+) 또는 축소(-) 의견. 2) 변화는 직전 스코어 대비 상향(↑), 하향(↓), 유지(-)를 뜻함. 3) 의견 변화 시 직전 위치는 ○로 표시
 자료: 신영증권 리서치센터



I. 신영 생각

- 7월 자산시장 리뷰: 상수가 되어버린 변동성
- 글로벌 증시는 순환매 중?
- 두드려야 할 돌다리가 많다



[7월 자산시장 리뷰] 상수가 되어버린 변동성

- (주식시장) 글로벌 증시는 지정학 리스크 재확대 및 AI 수익성 우려 속 차익실현과 저가매수세 유입이 맞물리며 변동성 확대. 월말 빅테크 실적 발표 기대와 AI 밸류체인 과매도 인식 확산 속 DM 대비 EM 우위
- (채권시장) 미 채권 금리는 유가 반등에 따른 인플레이션 우려로 상승 출발. 이후 예상치를 하회한 6월 물가지표로 상승 폭 축소했으나 중동 전쟁 격화에 따른 유가 우려 재차 부각되며 반등
- (대체자산) 부동산/리츠 지수는 변동성 장세 속에서도 배당 매력 부각되며 상승. 인프라 지수는 AI 및 전력 인프라 수요에도 불구하고 수익성 우려 확대되며 하락
- (원자재) 국제 유가는 미-이란 무력 충돌 심화되는 가운데 공급 차질 우려 재고조되며 상승. 귀금속은 물가 지표 호조에도 불구하고 지정학 긴장감 지속되며 하락

7월 자산시장 리뷰

(단위: p, %, 07/28 종가 기준)

		price	MTD	3M	YTD	1Y	3Y
주식	DM	2,167.23	-1.24	3.29	10.71	20.21	65.61
	EM	846.42	-1.07	1.12	8.59	17.94	51.54
	미국	7,428.78	-0.94	3.05	8.52	16.26	62.12
	유럽	6,289.51	-0.61	6.94	8.60	17.83	40.82
	일본	62,364.92	-10.99	5.20	23.89	52.12	90.37
	중국	4,569.52	-8.23	-4.95	-1.30	10.49	14.45
	홍콩	8,436.25	11.62	-2.83	-5.36	-8.07	23.91
	한국	6,023.66	-28.94	-8.72	42.94	87.68	130.94
채권	IG 채권	610.56	-0.79	0.20	0.35	2.63	13.21
	HY 크레딧	706.24	-0.42	1.01	2.38	6.73	32.99
	EM 채권	1,400.38	-1.03	0.24	0.98	6.25	25.07
대체	인프라	3,812.93	-0.15	-2.32	7.60	13.05	39.83
	부동산/리츠	403.98	4.70	3.86	13.20	10.43	19.58
	CRB	379.19	7.23	-4.03	26.91	24.95	35.19
외환	달러인덱스	101.42	0.23	3.43	3.15	2.82	-0.20
	원달러 환율	1,453.20	-6.20	-1.60	0.93	4.60	13.79

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] 글로벌 증시는 순환매 중?

AI는 모두의 이야기

- 최근 우리 증시 낙폭이 크지만 글로벌 증시는 AI에서 非AI로의 순환매가 진행 중
- 향후 가장 경계하는 것은 1)단기 수익률이 (-)로 전환 하는 국가 수가 늘어나는 것, 2)각국 증시의 (-) 폭이 확대되면서 글로벌 약세장으로 전환하는 것
- 현재는 3개월 수익률이 (-)임에도 최근 1개월 수익률은 (+)인 증시도 존재
- AI와 멀리 있는 유럽, 아시아 일부 증시의 최근 순환매는 지금의 AI버블이 과거 닷컴 붐 당시와는 다르게 '아직 정점에 이르지는 않았다' 라는 것을 의미한다는 생각

현재 주요국 주가 지수 수익률 비교

지수	12개월	6개월	3개월	1개월
홍콩 항셱	-0.7	-7.1	-2.8	+11.2
홍콩 항셱테크	-17.2	-18.3	-4.8	+10.5
태국 SET	+33.5	+21.7	+9.8	+5.3
인니 종합	-18.0	-31.1	-13.0	+4.9
독일 DAX	+4.7	+1.9	+5.3	+2.8
영국 FTSE100	+18.2	+5.6	+4.5	+2.6
일본 토PIX	+37.7	+14.1	+8.9	+2.6
스페인 IBEX	+38.7	+10.9	+11.6	+1.6
이탈리아 MIB	+27.8	+14.6	+9.2	+1.5
호주 ASX200	+2.6	-0.5	+1.5	+1.5
유로스톡스600	+17.2	+5.1	+5.9	+1.4
브라질 보페스파	+31.3	-3.6	-7.5	+1.2
유로스톡스50	+17.4	+4.8	+7.2	+1.0
미국 S&P500	+16.0	+6.2	+3.3	+0.8
미국 다우	+16.3	+6.5	+6.2	+0.6
프랑스 CAC	+7.3	+3.1	+3.2	+0.3
멕시코 IPC	+17.2	-2.5	-1.2	-0.1
인도 NIFTY50	-3.4	-4.7	-0.4	-0.2
미국 나스닥	+18.1	+4.7	+0.2	-1.4
대만 가권	+86.8	+35.0	+10.1	-2.1
중국 CSI300	+13.9	-0.1	-1.4	-3.4
중국 상해 종합	+7.4	-6.8	-5.6	-4.2
일본 닛케이225	+56.6	+21.7	+7.3	-6.4
베트남 VN	+9.0	-8.8	-9.9	-10.8
중국 과창판	+71.5	+16.2	+19.9	-11.0
중국 차이넥스트	+53.4	+7.4	-1.6	-14.4
한국 코스피	+111.4	+32.9	+2.1	-19.7
마이너스 지수 수	4	10	10	11

주) 2026.07.27 기준

자료 :Bloomberg, 신영증권 리서치센터

[신영 생각 2] 두드려야 할 돌다리가 많다

국제유가 보다는 시장 금리 상승 추세에 주목

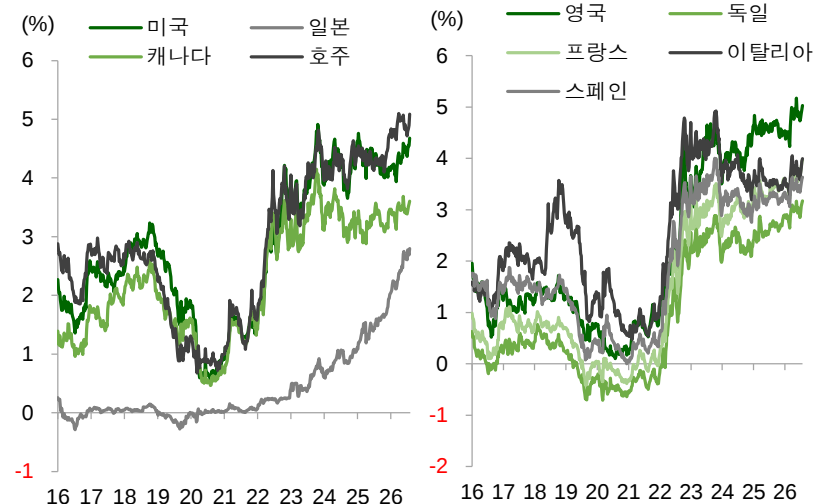
- 미국-이란 간의 휴전 MOU 체결 이후에도 트럼프 대통령의 합의 불신 발언, 전쟁 개전 이래 최초 미군 사망, 후티 반군의 선반 공격 등 최근 중동 리스크 재확산 조짐을 보이며 국제 유가가 반등
- 그러나, 현실적으로 미국 입장에서 1) 1983년 이후 최저치인 비축유 물량, 2) 100일도 남지 않은 중간선거를 고려하면 추가적인 유가 상승은 부담스러운 상황 → 향후 국제유가는 추세적 상승보다는 이벤트성 변동에 무게
- 주식시장이 경계하는 것은 기준금리 인상 ‘자체’ 보다는 통화정책의 ‘불확실성’이라는 점에서 앞으로 연준의 소통 방식 변화에 시장이 얼마나 빠르게 적응하냐가 관건
- 시장금리 상승이 지속되면서 주식 시장은 할인율 상승 및 자본조달 비용 상승의 이중타격에 노출된 상황인데 중장기적 관점에서 현재의 시장금리 상승 압력이 미국만의 문제가 아니라는 것이 불안 요소

비축유가 급감한 상태에서 국제유가 상승은 미국도 부담



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

주요국 10년물 금리 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
- 

[미국채권] 연준의 정책 기조 전환 위험

중동 정세 불확실성, 유가 급등락으로 인플레이션 경계 지속

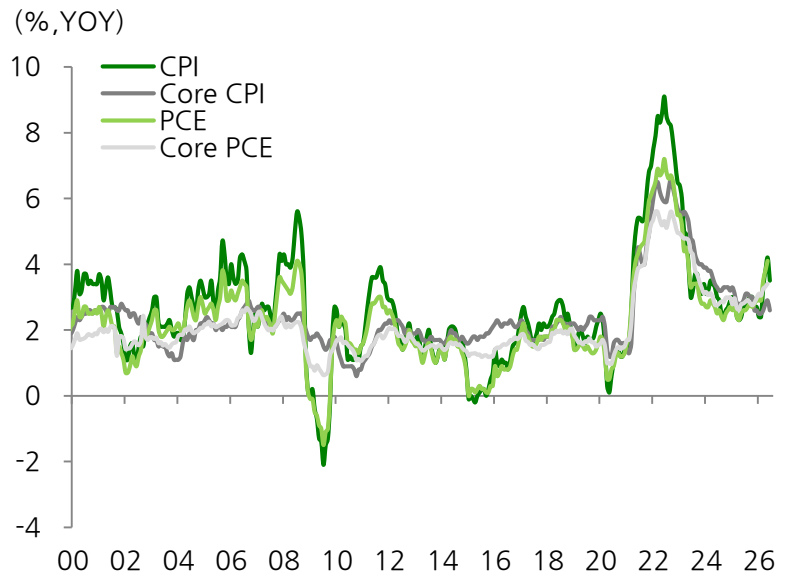
- 7/7일 트럼프 대통령은 미국 의회에 전투 재개 통보, 7/9, 7/11~7/23일 미국의 이란 공습과 이란의 보복 작전 진행되며 군사적 충돌 격화. 7/24일 양국은 공습과 반격을 잠정 중단, 물밑 협상 진행
- 국제유가는 7월초 배럴당 60달러대까지 급락했다가 다시 90달러 상회하며 급등. 여전히 중동 정세의 불확실성이 높다는 점에서 인플레이션 경계는 높은 수준 지속
- 미국 6월 CPI는 헤드라인 MOM -0.4%, YOY 3.5% (근원 MOM 0.0%, YOY 2.6%) 기록. PPI도 예상치 하회
- 결론 : 6월 물가 예상치 하회 등 인플레이션 우려 완화될 것으로 기대했으나 유가 급등락하며 여전히 경계감 지속

2022년과 2026년 WTI, 브렌트유 현물 추이



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

미국 주요 인플레이션 지표 추이



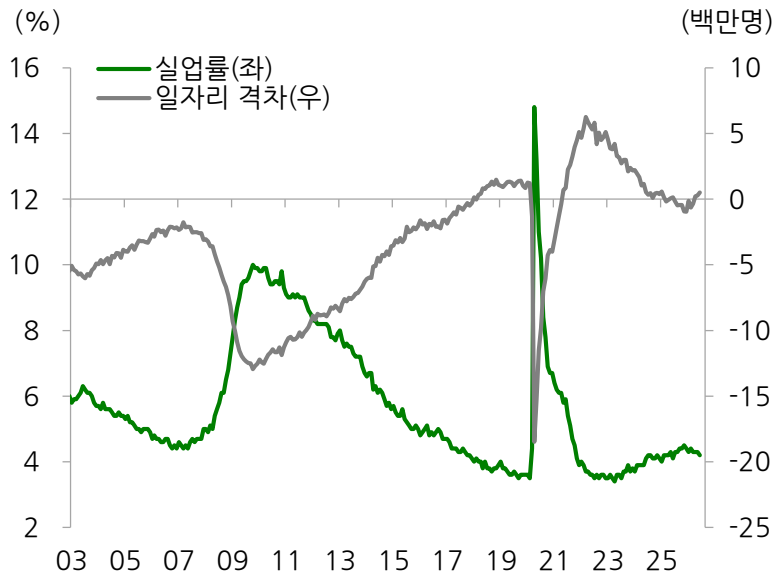
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

[미국채권] 연준의 정책 기조 전환 위험

고용시장 균형상태, 미국채 금리는 통화정책 전환 위험 반영

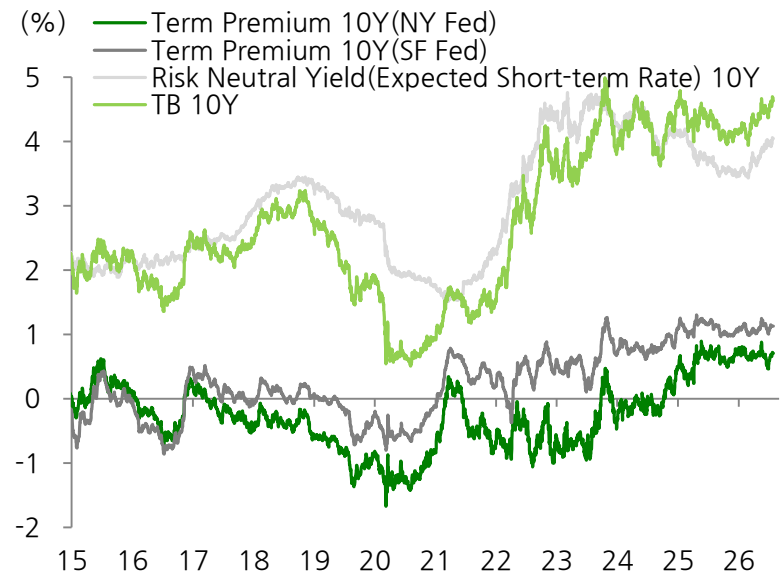
- 미국 6월 고용은 예상치를 하회했지만 대체로 견조한 흐름. 특히 일자리 격차 측면에서 4월부터 소폭의 (+) 추정. 작년 하반기처럼 보험성 인하를 해야하는 상황은 아니지만 고용시장이 과열되어서 금리를 인상해야 할 수준도 아님
- 최근 미국채 10년물 금리 상승은 대부분 위험중립금리(단기 기대금리) 상승에 기인. Term premium은 횡보 수준
- 7월 FOMC에서 기존 일부 이사진과 지역 연은 총재들 위주의 매파적 의견이 확산될 가능성과 워시 의장의 상황 판단에 주목. 만일 연준이 인상으로 전환한다면 일회성보다 2회(50bp) 수준의 인상 전환 가능성 경계
- 결론 : 당사는 장기간 동결 의견 유지하면서 7월 FOMC, 8월말 잭슨홀 컨퍼런스, 연준의 5대 TF 관련 일정 등에 주목

미국 실업률 및 일자리 격차



주 : 일자리 격차 = Job openings + Civilian employment - Civilian labor force
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

미국 10년 위험중립 금리와 기간 프리미엄



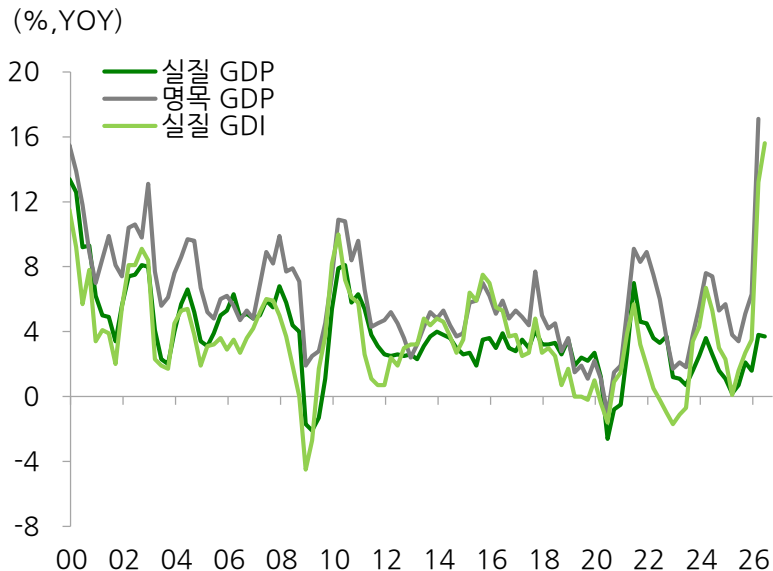
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

[한국채권] 긴축 사이클과 금리 고점 탐색

7월 금리 인상 시작, 8월 백투백과 긴축 총량 증가 가능성

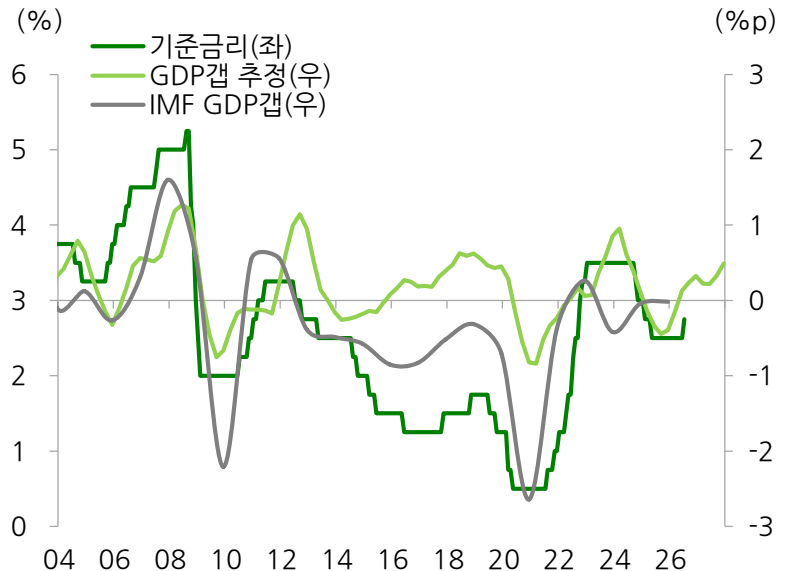
- 7월 금통위는 기준금리 25bp 인상하며 긴축 사이클 시작(전원일치). 신현송 총재는 data-dependent를 강조하고 당분간 매회의마다 live meeting이 될 것이라고 예고
- 2분기 GDP성장률 전분기비 0.6%, 전년동기비 3.7%로 시장 예상치 상회. 교역조건 개선으로 인해 GDI도 큰 폭 증가세 지속, 중앙은행은 내수 성장세 견인과 수요측면의 물가 상승압력으로 연결될 가능성 경계
- GDP갭률은 당사의 수정된 경제전망(올해 3.3%, 내년 2.4%) 반영하면 올해 2분기 중 (+) 전환 추정
- 결론 : 8월 백투백(연속) 인상 가능성 높아짐. front-loading 뿐만 아니라 최종금리 수준까지 높아질 것인지가 관건

국내 실질 및 명목 GDP와 GDI 상승률



자료 : 한국은행, 신영증권 리서치센터

한은 기준금리와 GDP갭 추정



주 : 2026년 3분기 이후 성장률은 당사 전망 기준(연 3.3%)

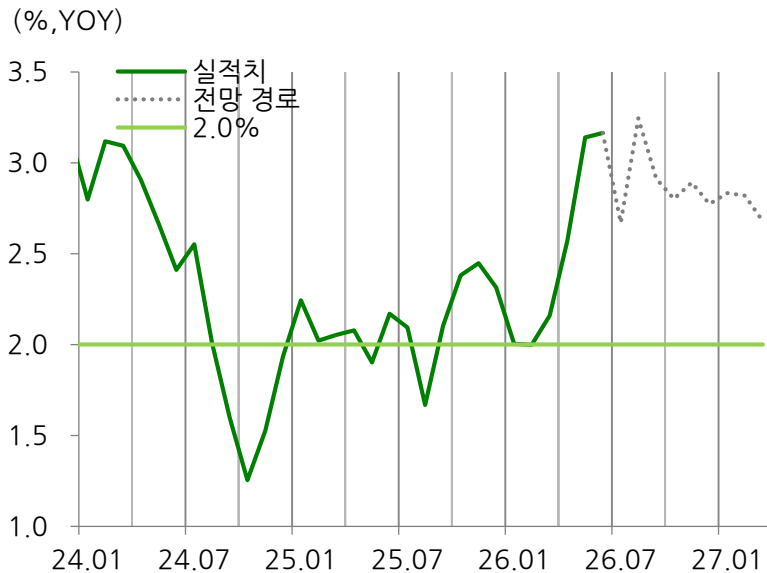
자료 : 한국은행, 현대경제연구원, IMF, 신영증권 리서치센터

[한국채권] 긴축 사이클과 금리 고점 탐색

국내 물가는 전망경로 부합, 장기금리는 고점 탐색 중

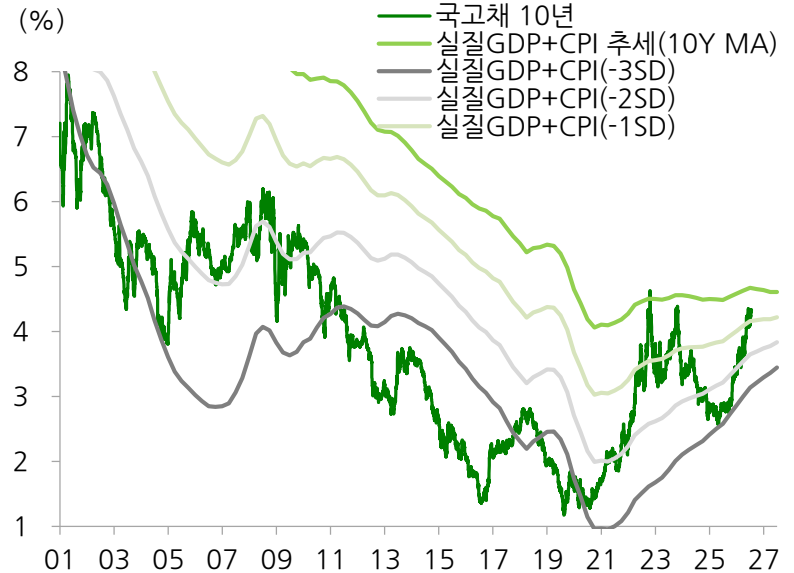
- 7월 국내 CPI는 MOM -0.3%, YOY 2.7% 전망. 석유류 최고가격 인하와 7~8월 전기요금 한시적 인하가 주 배경. 국제유가 급등락과 8월 고점 (YOY 3.3~3.4%) 예상되어 7월 물가 반락의 의미를 크게 부여하기는 어려움
- 시장금리는 중동 정세 불안과 국내 GDP 호조의 영향으로 약세압력 반영. 국내 성장 측면에서 불안감 잔존, 대외 불확실성도 지속. 총량 측면에서 긴축 강화가 아니라면 현재 시장금리가 고점 부근일 것으로 판단
- 만일 기준금리 1회(25bp) 추가 인상을 반영해야 한다면(최종 3.50%) 10~15bp 추가 충격 룬 발생 가능
- 결론 : 국내의 경우 물가 보다는 성장 전망이 금리 방향성에 영향. 8월 금통위 점도표와 경제전망 상향 폭에 주목

2027년 1분기까지 국내 CPI 궤적 추정



주 : 2026년 2.7%, 2027년 2.3% 당사 전망 기준
자료 : 한국은행, 국가데이터처, 신영증권 리서치센터

국고채 10년물 금리와 성장+물가의 장기 추세



주 : 2026년 2분기 이후는 당사 전망, 추세는 과거 9.5년+미래 0.5년 MA 기준
자료 : 한국은행, 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

[외환] 원/달러 환율

반도체와 중공업체들의 수급 변화, 8월 중순까지 안정세 예상

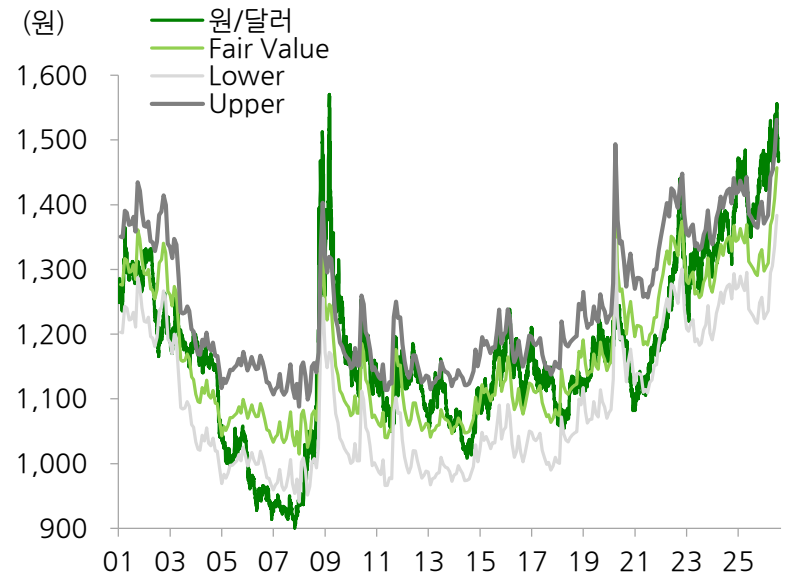
- 달러인덱스 강보합세에도 불구하고 SK하이닉스의 ADR 물량(사전작업 및 7/14일 환전 시작 추정), 조선 등 중공업체들의 환헛지 포지션 변경으로 단기적인 달러화 매도 압력 우위 흐름
- 코스피지수 조정으로 외국인의 주식시장 순매도세는 다소 약화. 엔화가 여전히 달러당 163엔 수준에서 약세를 보이고 있음에도 원화 가치는 큰 폭 회복되며 예상보다 빠르게 1,460원대 안착
- 개인의 미국주식 순매수세가 다시 강화되고 있지만 단기적인 환율 안정 흐름이 이어질 것으로 판단
- 결론 : 8월 중순 이후 수출업체들의 포지션 조정이 1차적으로 마무리 되면 기술적 반등 가능성. 엔화 매수 기회 검토

원/달러 환율과 엔/달러 환율 추이



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

주요 금융변수를 통한 원/달러 환율 적정레벨 추정



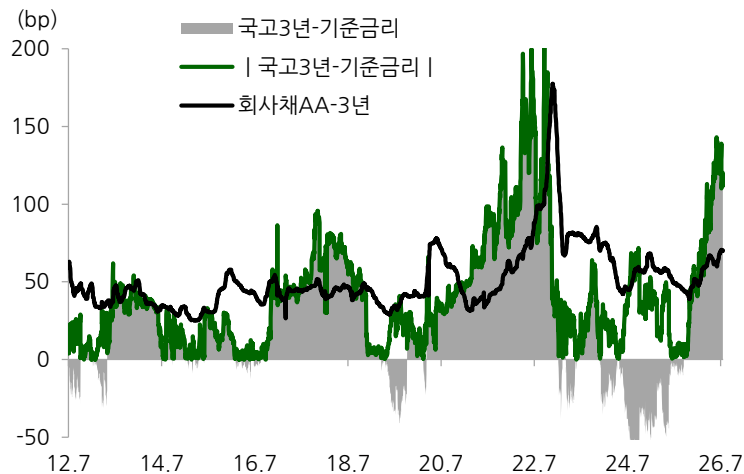
주 : 달러인덱스, 한미금리차, KOSPI지수, VIX, WTI, 필라델피아반도체지수, TED스프레드
사용
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

[크레딧 채권] 크레딧 분할매수 바람직

금리상승 압력과 비우호적 수급 상황

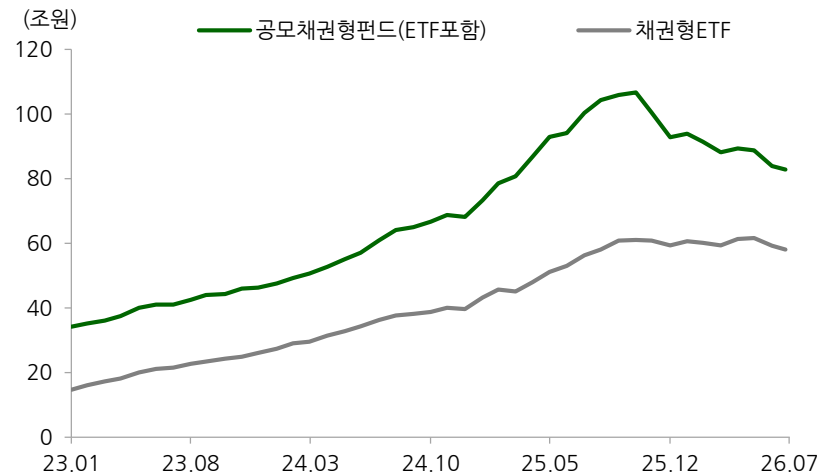
- 경제지표 호조에 따른 국고금리 상방 변동성 확대 및 채권펀드의 자금이 유출되는 등 비우호적인 상황이 전개되면서 크레딧의 약세 분위기지만 금리 고점 부근 인식에 따른 저항과 반도체 기업들의 크레딧채권 매수로 신용스프레드 확대가 진정되는 모습
- 다만 국내 기준금리 인상의 초입이라는 점과 중동 전쟁 우려가 재부각되며 유가가 다시 불안정해지고 있는 점, 국내 성장률에 기반한 기준금리 추가 인상률에 대한 경계감을 고려할 필요
- 기준금리 인상률에 대한 과도한 우려가 완화되기 전까지는 적극적 매수보다 금리 상승 시마다 분할매수 접근이 바람직

국채 변동성 및 신용스프레드 추이



자료 : Infomax, 신영증권 리서치센터

채권형펀드 및 채권형ETF 잔액 추이



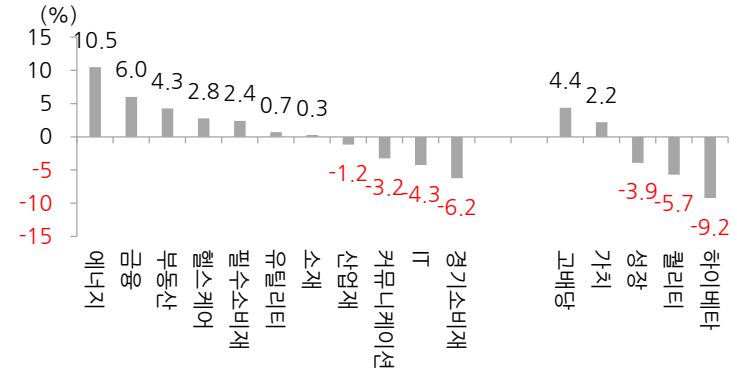
자료 : Infomax, 신영증권 리서치센터

[미국 주식] AI 전쟁의 승자는 누가 될 것인가

AI는 하드웨어, 소프트웨어, 인프라까지

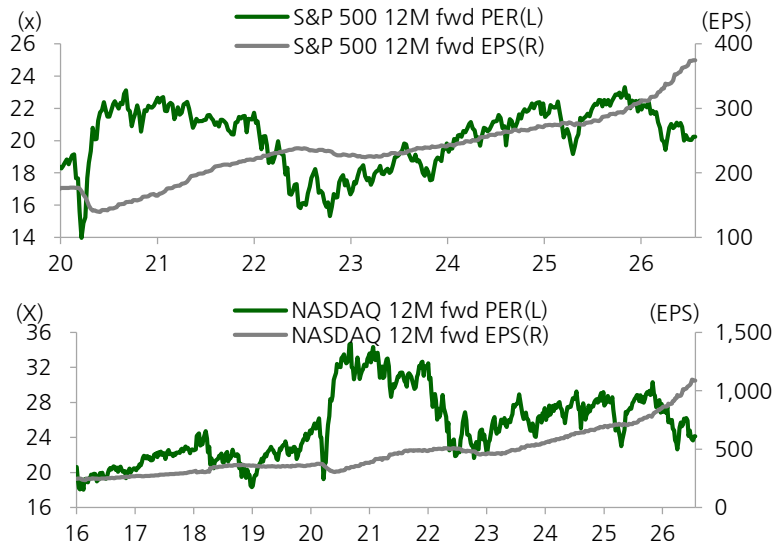
- AI 회의론에도 불구하고 증시 전체 펀더멘탈은 우상향함에 따라 밸류에이션 관점에서 투자 매력도 존재
- 미국은 AI 밸류체인 중 하드웨어, 소프트웨어, 인프라를 모두 담당하고 있어 내러티브별 수혜주/피해주가 순환매를 지속하는 상황
- 업종, 스타일별로 AI와 비AI 구도로 순환하며 지수 하단이 지지되는 중

경기민감업종 및 고배당, 가치 스타일로 순환매 중인 미국



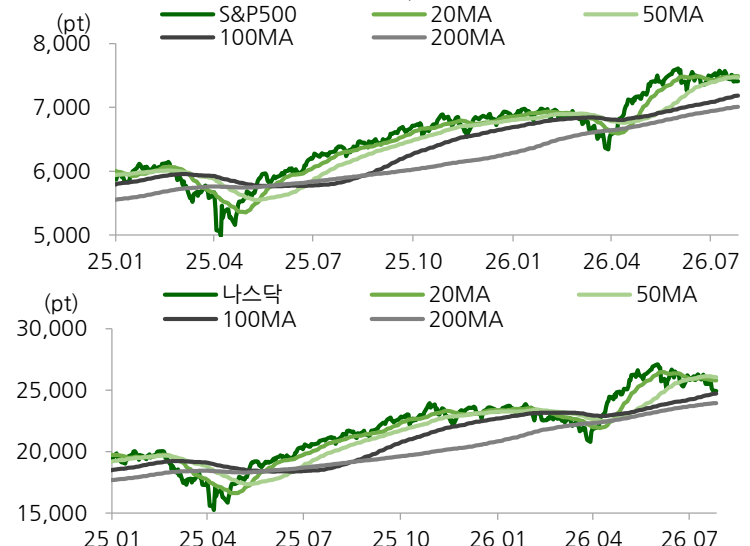
자료 : LSEG, 신영증권 리서치센터

내려오는 밸류에이션, 올라가는 EPS



자료 : LSEG, 신영증권 리서치센터

50일 이평선을 터치한 S&P500, 100일 이평선을 터치한 나스닥



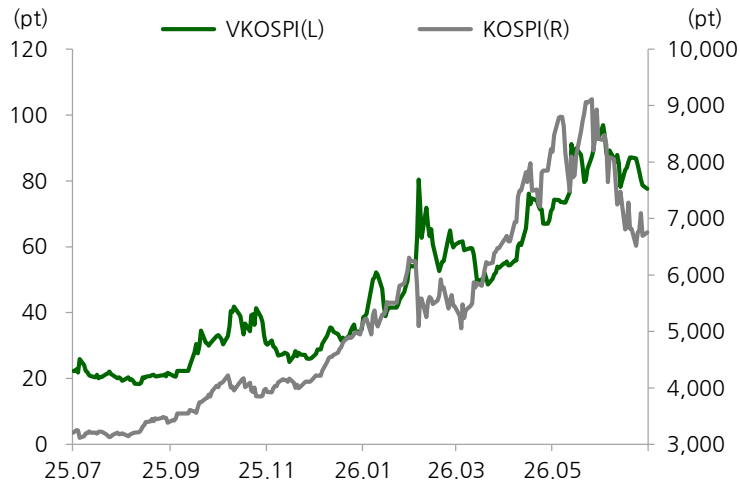
자료 : LSEG, 신영증권 리서치센터

[한국 주식] 변동성의 세상

옆친데 덮친 격

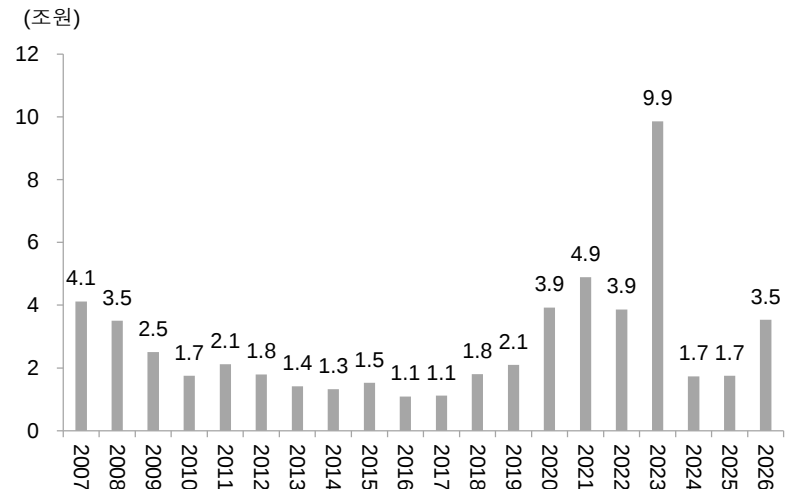
- 과거 대비 높은 변동성이 당분간 이어지겠으나 최근 레버리지 활용 물량(미수 및 신용잔고 등) 축소에 따른 수급 부담 완화는 긍정적
- 여전히 반도체 BIG2의 주가지수 비중이 50%를 상회하고 있어 메모리 반도체 투자 심리 회복이 지수 추세 전환의 관건으로 1) AI 서비스의 수익성 성장, 2) AI 인프라 투자 확대 기초, 3) HBM 기술격차 유지 등을 지속적으로 확인하며 컨센서스 변화의 과정이 필요
- 업종별로는 주도업종인 AI 밸류체인과 일부 실적 개선 업종(금융, 소비재 등) 선호 유지

VOKSPI, KOSPI 추이



자료 : 에프앤가이드(FnGuide), 신영증권 리서치센터

연도별 반대매매금액 추이



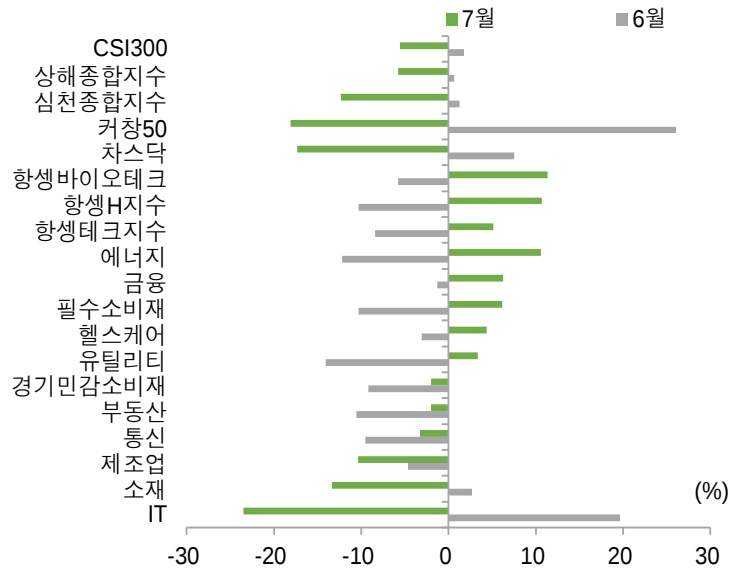
자료 : 금융투자협회, 신영증권 리서치센터

[중국 주식] 중국 증시, 자금 유입 및 실적 기대감으로 반등 유효

중국 정부, ETF 등 자금 유입 확대를 통한 증시 방어 실시

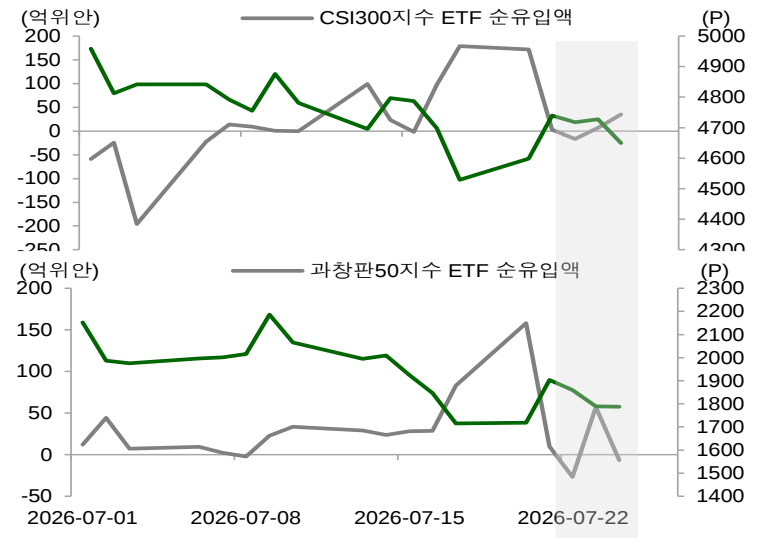
- 7월 상해종합지수 -5.8% (CSI300지수 -5.6%, 항셱H지수 +10.7%, 기준일 7월 27일).
- 지정학적 리스크 재확산으로 기술주 조정 확대 → 7월 ETF 중심으로 거래대금 증가하면서 중국 정부 증시 방어
- 7월 홍콩 증시 상대적 강세, 알리바바 등 온라인플랫폼 기업 2분기 실적 개선 기대감 및 AI모델 업그레이드 가속화
- 8월 중국 증시는 하반기 정부 설비투자 확대(정치국회의) 및 2분기 기술주 실적 발표로 반등 유효

7월 중국 증시 기술주 중심으로 조정폭 확대, 에너지/금융 UP



주: 기준일-7월 27일
자료: Wind, 신영증권 리서치센터

7월 중국 증시 조정시, ETF 중심으로 자금 유입 확대



자료: Wind, 신영증권 리서치센터

[부동산/인프라] 실물자산에 대한 자본집행 속도

금리 변수보다 실물 자산에 대한 강한 수요 확인

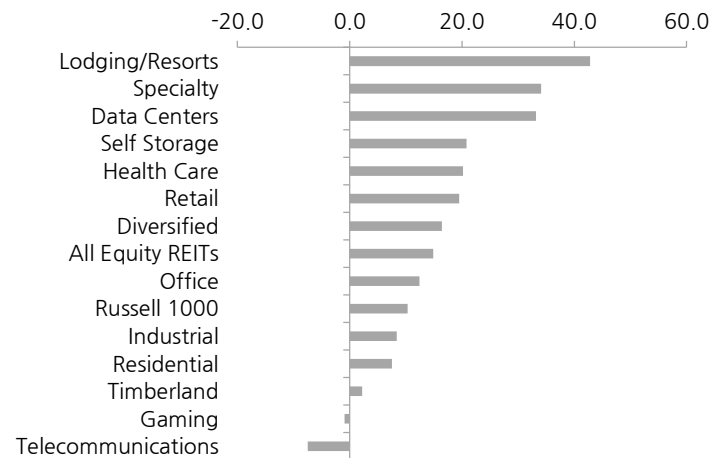
- 미국 REITs: AI 관련 자산과 우량 실물자산을 중심으로 거래 활발, LXP Industrial Trust(물류·산업용 자산) 52억 달러 전액 현금 인수(Brookfield, CPP), Blackstone은 2분기 데이터센터 지분 및 전력 인프라 기업 매각을 통해 318억 달러를 회수했으며 동시에 BREIT에 12억 달러 신규 자금 유입
- 한국 REITs: 상장 리츠 평균 배당 수익률 9% 육박, 시장 불신과 조달 위험 할인이 반영된 모습. 한국은행 기준금리 인상과 더불어 차환 조달 비용 상승 등 리스크 확인 필요
- 인프라: 데이터센터 운영 플랫폼 인수와 전력공급 자산에 대한 투자 활발, 독일 에너지 기업 Uniper는 2030년까지 약 50억 유로를 유연성 발전과 재생에너지 투자 결정, 기존 발전소 부지의 계통연계와 전력설비를 데이터센터 유치에 활용, 전력회사 발전소 운영에 그치지 않고 데이터센터를 장기 전력수요자로 확보해 수익성을 높이는 전략

글로벌 주요 인프라 거래

발표일	투자자·기업	규모	투자 구조
7월 13일	Blackstone·Apollo·KKR → Williams	53.4억달러	발전 프로젝트 5개의 49% 비 지배 지분
7월 17일	Uniper	2030년까지 50억유로	유연성 발전·재생에너지 및 발전소 부지의 데이터센터 활용
7월 21일	BlackRock·MGX 컨소시엄 → Aligned	400억달러 인수 + 50억달러 성장자본	51개 데이터센터 캠퍼스와 6.4GW 이상의 파이프라인
7월 22일	Iberdrola	상반기 70억 유로 투자	이 중 약 44억유로를 전력망에 투입
7월 27일	Orange·Morrison	30억유로	프랑스 400MW 데이터센터 JV
7월 27일	Blackstone·Brookfield·KKR → 쿠웨이트 파이프라인	약 160억달러 가치	320km 송유관 네트워크의 49% 지분

자료 : 신영증권 리서치센터

2026년 상반기 섹터별 YTD 수익률



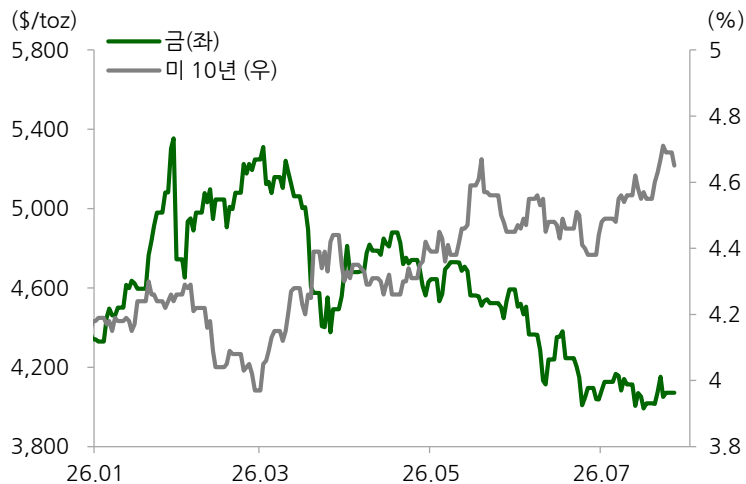
자료 : Nareit, 신영증권 리서치센터

[금] 중동 리스크 재부각과 비우호적 통화정책

중동전쟁 불확실성 재확대되며 금 가격 하방 압력

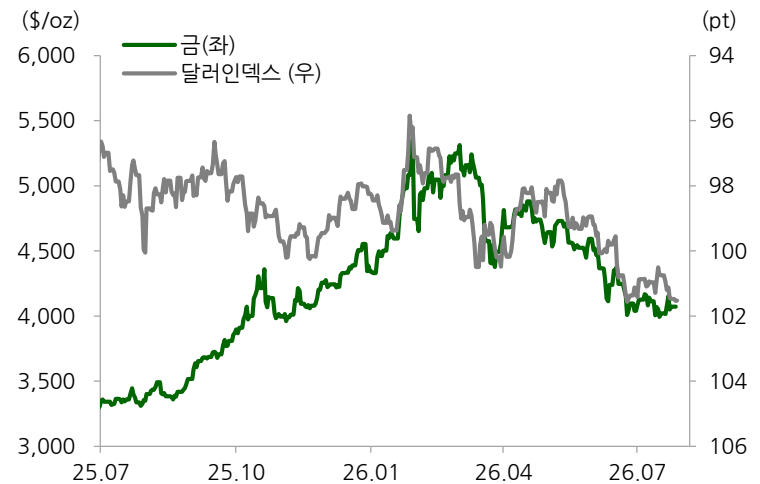
- 금 가격은 월초 미 6월 비농업고용 둔화에 따른 달러 약세로 상승 출발. 이후 중동전쟁 리스크 재부각되며 유가 상승 및 인플레이션 우려 속 하락하였으나, 4,000달러 선을 지지대로 삼아 반등하며 전월말 대비 보합 마감
- 미국을 포함한 주요국들의 완화적인 통화정책 시행 가능성은 제한적인 가운데 큰 폭의 가격 상승은 어려울 것으로 전망. 다만 금 가격이 낮은 수준에 있기에 중동전쟁 전개 등에 영향받아 소폭 반등은 가능할 것으로 예상
- 결론: 긴축적인 금융 환경 속 구조적인 금 가격 상승 가능성은 다소 제한적이나, 저가매수세 유입에 따른 소폭 반등 기대

미 국채금리와 금 가격 추이



자료 : 인포맥스, 신영증권 리서치센터

달러 인덱스와 금 가격 추이



주: 달러인덱스는 역축
자료 : 인포맥스, 신영증권 리서치센터

[ESG] PPWR 본격 시행으로 기업엔 기회와 리스크로 작동할 것

EU, 8월 12일부터 강력한 '포장 및 포장폐기물 규정(PPWR*)' 본격 시행

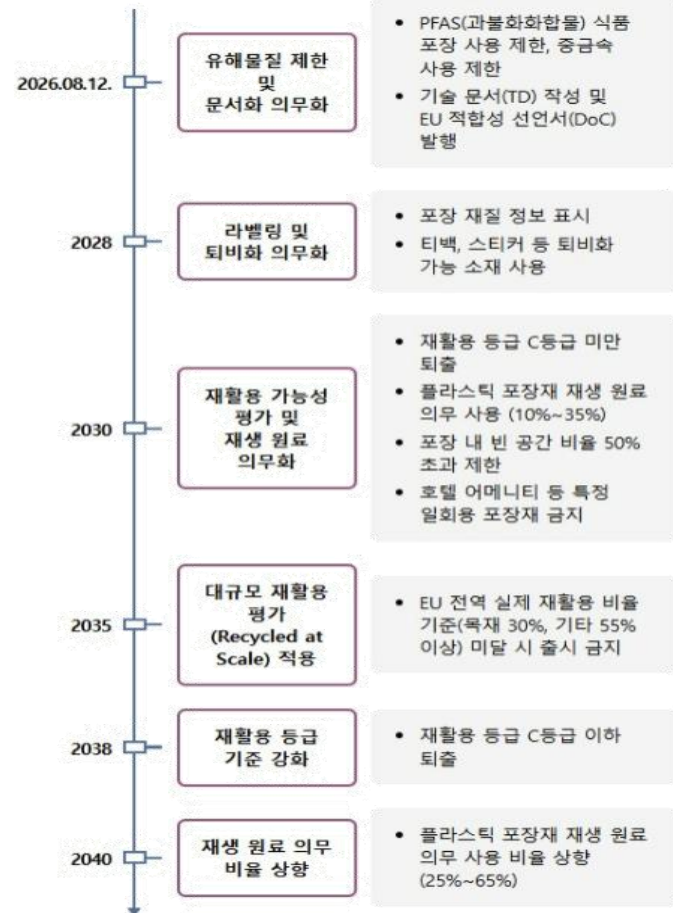
- 포장재 사용 감축과 재사용·재활용 가능한 구조로 변화를 목표로 도입된 PPWR은 역대 가장 강력한 포장 규제임 → 단순한 환경 규제가 아닌 포장재의 제조·생산·유통·폐기까지 전 생애주기를 재검토 해야
- EU 내 모든 포장재는 PFAS 및 중금속 함량 기준을 충족해야 → 방수·방유 기능 때문에 포장 코팅 등에 광범위하게 사용되는 PFAS 규제에 민감한 상황
- 글로벌 선두 기업들은 규제를 '비용'이 아닌 '시장 지배력 강화의 무기'로 보고 선제적 투자 집행 → 유럽 패키징 및 소비재 기업들은 이미 PPWR의 핵심 요건인 원천 감량, 단일 소재화, 재생 원료 함량 기준을 충족한 제품 상용화 단계
- 국내 기업은 대기업과 중소기업간 양극화 현상과 이에 따른 통관 리스크 직면

→ 글로벌 패키징 공급망을 재편하는 투자 테마로 작용할 것

- 새로운 하이테크 대체 소재 및 패키징 장비 밸류 체인, 포장 데이터 디지털화(디지털제품여권 인프라 관련 SaaS, ERP), 물리적·화학적 재활용(PCR) 원료 및 선별 인프라 관련 회사 등에 대한 관심 ↑

vs 규제 방어력이 낮은 낙후 부자재 기업에 대한 관심 ↓

PPWR 주요 적용 일정



자료 : 법률신문, 신영증권 리서치센터

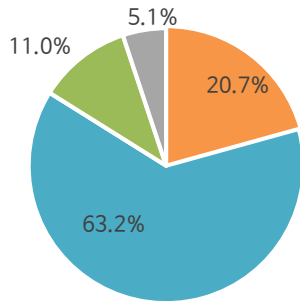
* 포장 및 포장폐기물 규정 (PPWR, Packaging and Packaging Waste Regulation)



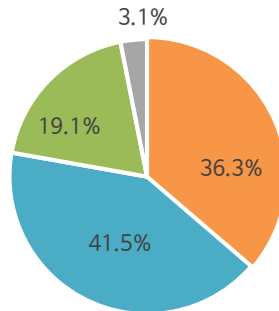
Ⅲ. 26.3분기 자산배분 의견

[4가지 고객 유형별] 2026-3Q TAA 자산배분 비중

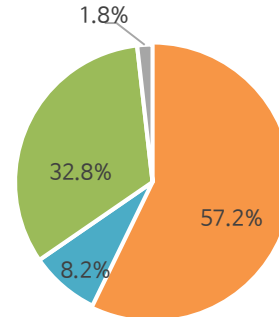
안정추구형



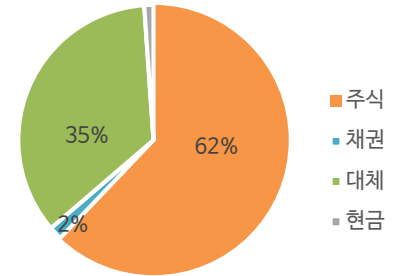
위험중립형



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

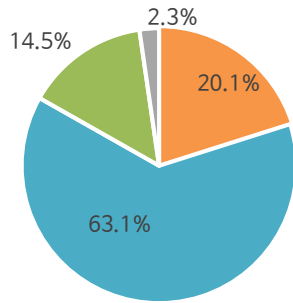
자산군	안정추구형	위험중립형	적극투자형	공격투자형
주식(Equity)	0.6%p	0.4%p	1.0%p	1.0%p
선진국 주식	0.4%p	0.4%p	0.9%p	0.9%p
한국 주식	0.1%p	0.0%p	0.1%p	0.1%p
한국 제외 신흥국 주식	0.1%p	0.0%p	0.0%p	0.0%p
채권(Fixed Income)	0.1%p	0.9%p	0.3%p	0.1%p
선진국 투자등급 채권	0.0%p	0.6%p	0.3%p	0.1%p
선진국 하이일드 채권	0.1%p	0.3%p	0.0%p	0.0%p
신흥국 채권	0.0%p	0.0%p	0.0%p	0.0%p
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

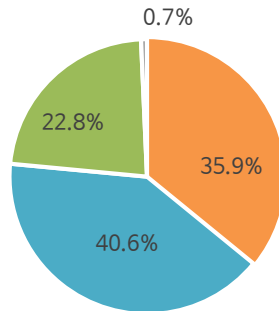
주2: (-) 비중 차이는 TAA 비중 대비 Underweight 조정된 것을 의미

[TAA 참고자료] 2026-2Q TAA 자산배분 비중

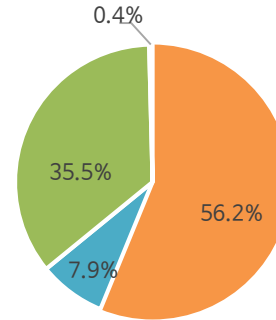
안정추구형



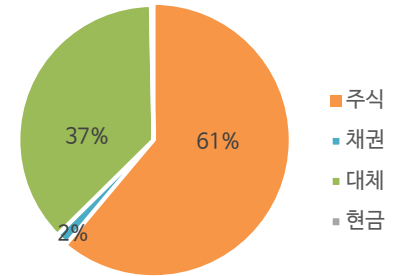
위험중립형



적극투자형



공격투자형



■ 주식
■ 채권
■ 대체
■ 현금

		향후 1년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	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

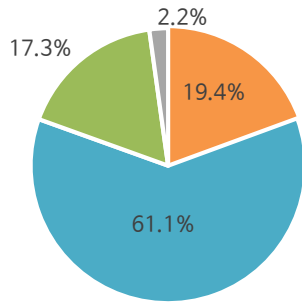
		향후 1년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	TAA
주식	DM	8.5	23.0	26.7
	한국	8.0	24.5	19.0
	EM	7.4	28.0	10.5
주식합계				56.2
채권	IG	4.2	4.8	5.0
	HY	6.5	9.5	2.2
	EM	5.6	8.1	0.7
채권합계				7.9
대체자산		7.3	25.2	35.5
현금		2.6	0.0	0.4
기대값		7.6	21.1	100.0

		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

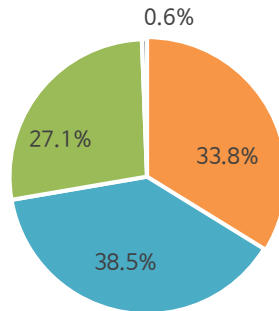
주1: 과거 성과가 미래의 수익률을 보장하지 않으며 위의 수익률은 이해를 돕기 위한 예시입니다.
 주2: 예상 수익률과 변동성은 신영증권 리서치센터 담당 애널리스트의 추정값에 의거하였습니다.
 자료: 신영증권 리서치센터

[4가지 고객 유형별] 2026 SAA 자산배분 비중

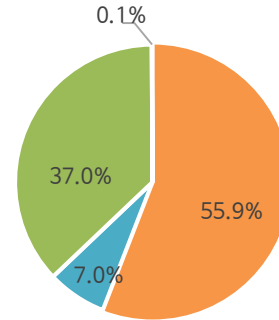
안정추구형



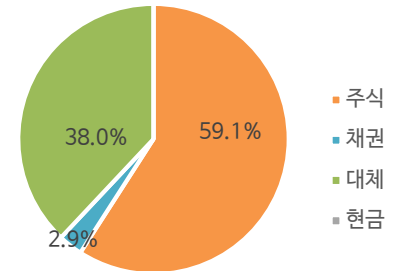
위험중립형



적극투자형



공격투자형



■ 주식
■ 채권
■ 대체
■ 현금

		향후 5년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	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

		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

		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

		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] 2025-SAA 대비 2026-SAA 비중 변화

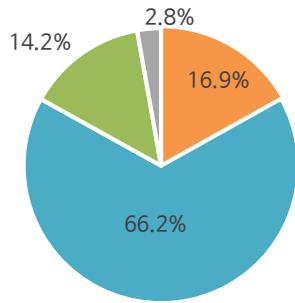
자산군	안정추구형	위험중립형	적극투자형	공격투자형
주식(Equity)	2.50%p	6.30%p	5.60%p	0.00%p
선진국 주식	1.5%p	3.4%p	3.5%p	1.1%p
한국 주식	-0.5%p	-0.1%p	-2.1%p	-4.6%p
한국 제외 신흥국 주식	1.5%p	3.0%p	4.2%p	3.5%p
채권(Fixed Income)	-5.0%p	-10.9%p	-6.6%p	-1.1%p
선진국 투자등급 채권	-2.7%p	-6.7%p	-4.1%p	-0.7%p
선진국 하이일드 채권	-1.3%p	-3.0%p	-1.8%p	-0.3%p
신흥국 채권	-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

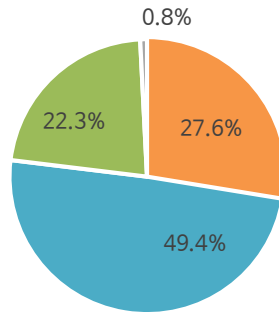
주2: (-) 비중 차이는 TAA 비중 대비 Underweight 조정된 것을 의미

[SAA 참고자료] 2025Y SAA 자산배분 비중

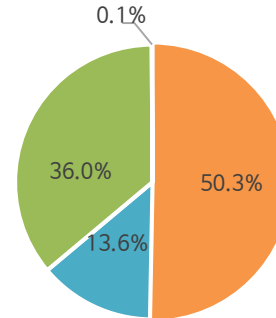
안정추구형



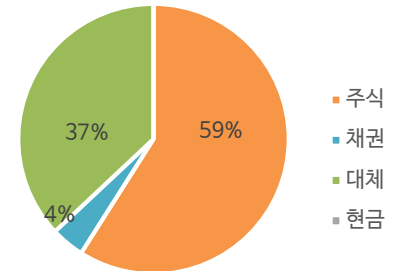
위험중립형



적극투자형



공격투자형



■ 주식
■ 채권
■ 대체
■ 현금

		향후 5년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	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

		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

		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

		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



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
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
 - (인플레이션과 구매력에 대한 헷지) 非 원화 자산에 대한 익스포저 확대
 - (큰 정부) 정부의 확장재정과 규제 리스크를 포트폴리오에 반영할 필요
 - (인컴자산) 명목가치 보전을 위해 실물자산(대체), 현금흐름(배당/인컴) 익스포저를 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	7.9	26	0.3
	부동산	7.23	23.11	0.31	3.28	25.99	0.13			
	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 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 중장기 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, 머췌어 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

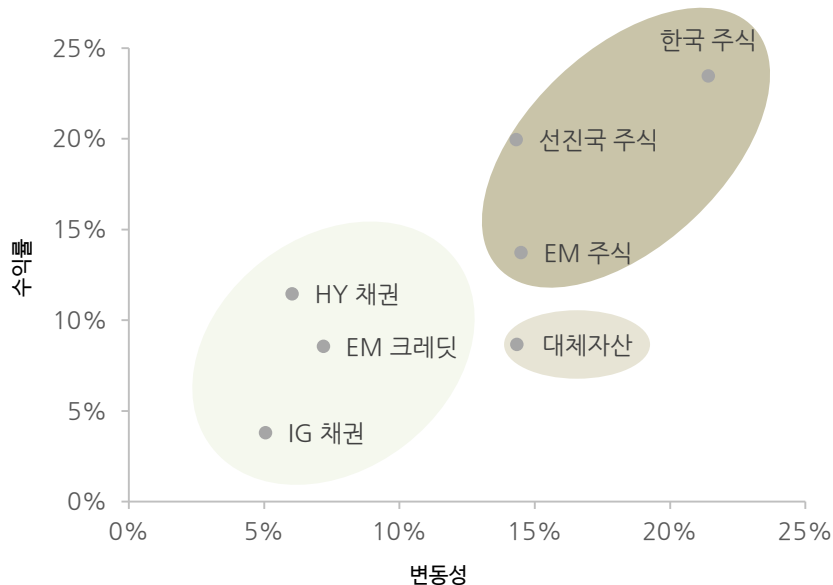
자료: 신영증권 리서치센터

[5년 자산시장 전망] 자산군별 기대수익률과 변동성의 변화

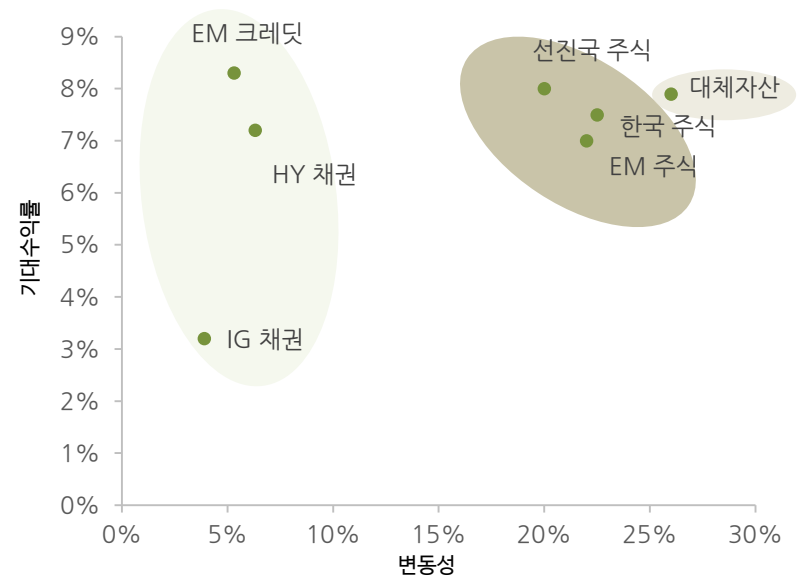
위험자산의 Risk-Return Profile 변화: 한국주식, 대체자산의 기대수익률 상승

- 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

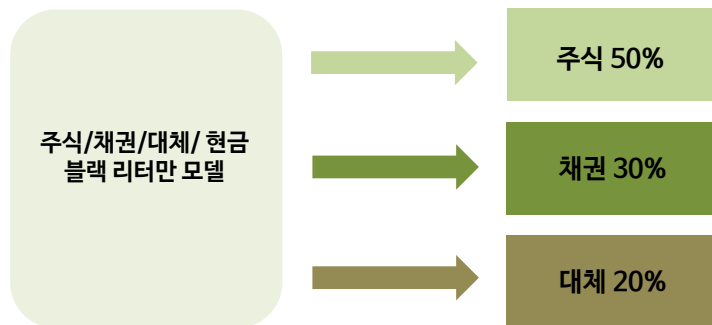
자료: 신영증권 리서치센터

[자산배분모델 최적화] 블랙리터만 포트폴리오 (1)

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

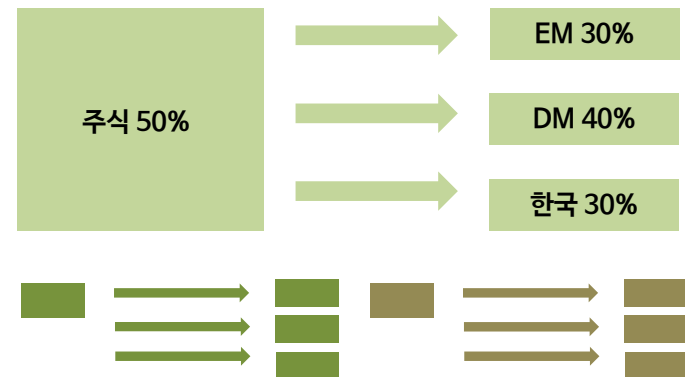
- 애널리스트의 장기적 관점을 바탕으로 포트폴리오 구성(당사의 '장기주의 Long-termism' 투영)
- 안정형/ 중립형/ 적극형/ 공격형 4개 군의 고객성향에 따라 맞춤형 주식/ 채권/ 대체/ 현금 비중 제시
- 자산시장별 비중을 산출하기 위한 1차 최적화(주식 vs. 채권 vs. 대체 vs. 현금)
- 이후 자산시장 및 종류별 세부 인덱스에 대한 2차 최적화 진행 (DM 주식 vs. 한국 주식 vs. EM 주식)

블랙-리터만 포트폴리오를 활용한 주식/채권/대체 비중 산출



자료: 신영증권 리서치센터

블랙-리터만 모델을 통한 세부 BM별 비중 산출



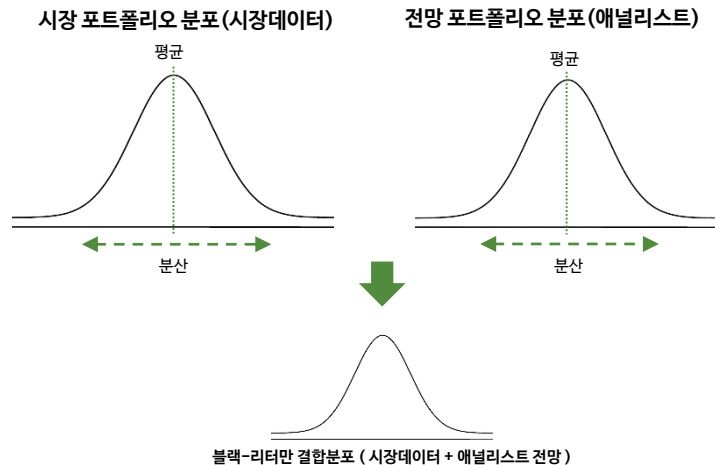
자료: 신영증권 리서치센터

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

블랙-리터만 모델 : 미래 투자 전망을 비중으로 표현하는 포트폴리오

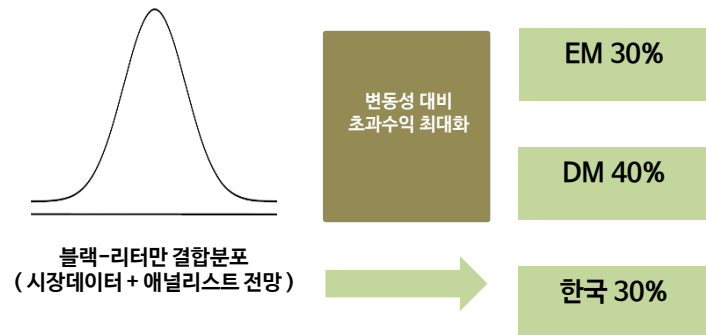
- 1) 자산시장별 기대수익과 변동성에 대한 담당 애널리스트 전망을 반영
- 2) 평균과 분산으로 이루어진 전망치는 시장데이터와 결합분포를 생성
- 3) 결합분포를 고려하여 위험 대비 초과수익을 최대화하는 비중을 산출

블랙-리터만 결합분포 생성 원리



자료: 신영증권 리서치센터

결합분포를 바탕으로 샤프비율 최적화 비중 산출



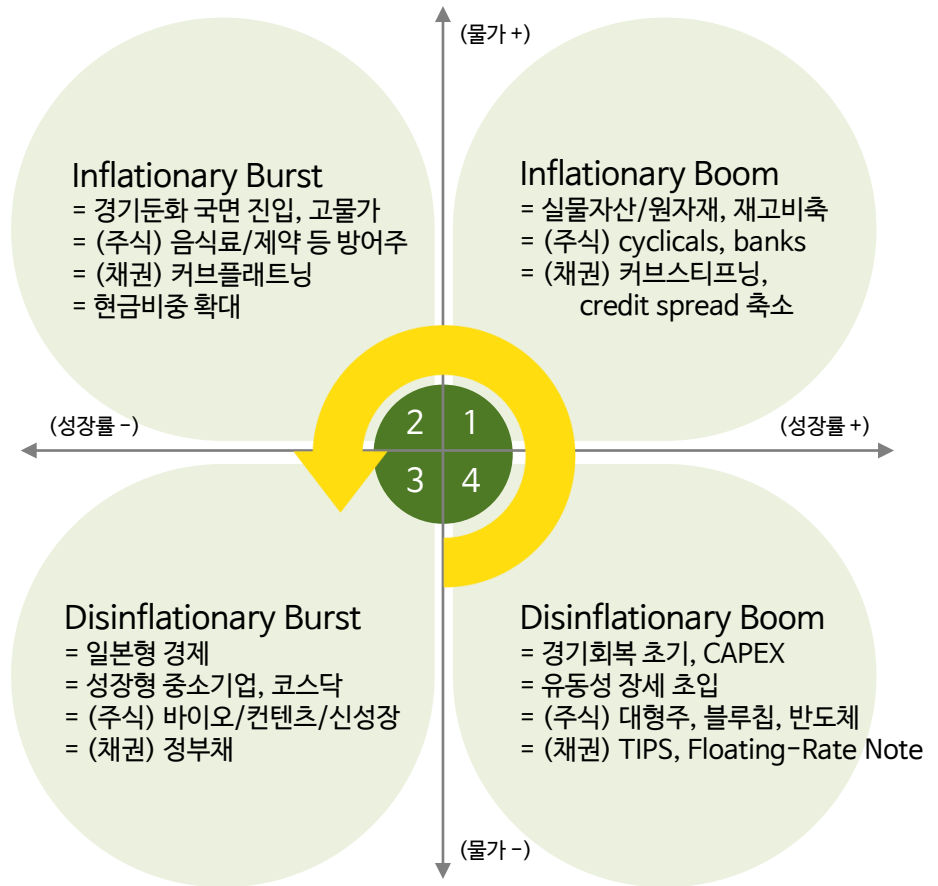
자료: 신영증권 리서치센터

[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 나뉘보는 금융시장의 4계절



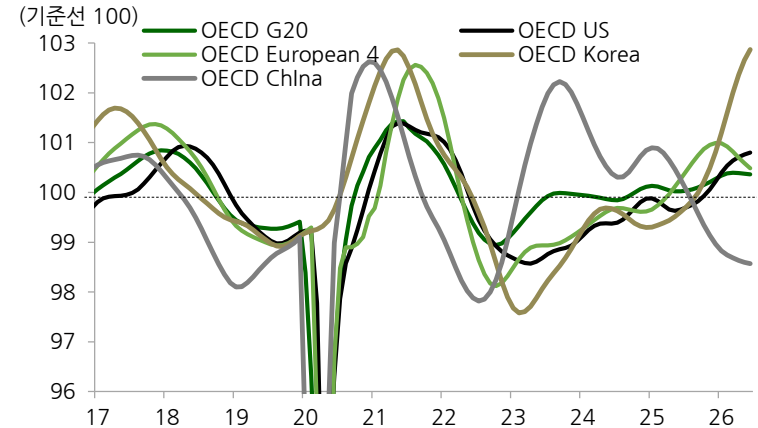
자료: 신영증권 리서치센터

[금융시장의 4계절] OECD 경기선행지수 : 4사분면으로 복귀

6월 물가 예상치 하회 반영하며 4사분면 복귀

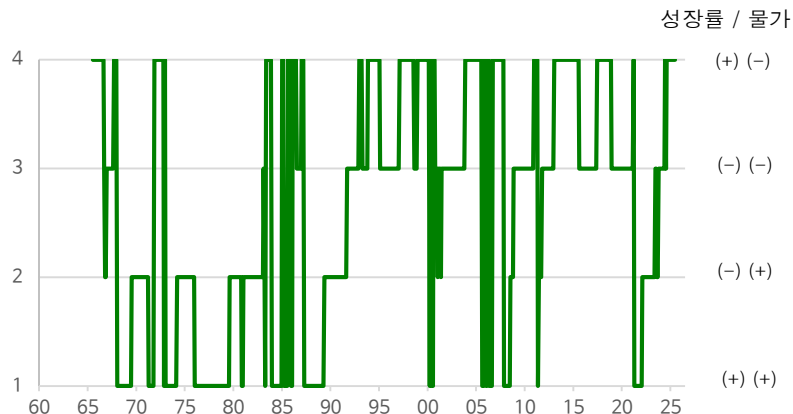
- 경기선행지수는 반도체 밸류 체인 중심 성장
 - 한국과 미국은 경기선행지수 상승세 유지
 - 중국은 반도체, 자동차 수출 증가에도 2분기 GDP 예상치 하회하며 내수부진 우려 가시화
- 자산배분모델 4사분면으로 다시 회귀: 물가와 성장률
 - 지난 6월 유가 하락을 반영하며 물가 안정화 경로에 위치. 자산배분모델 역시 4사분면으로 궤적 이동
 - 7월 중동지역 불확실성 다시금 고조됨에 따라 향후 물가 경로는 모니터링 필요

OECD 경기선행지수 : 한국과 미국 vs. 중국과 유럽



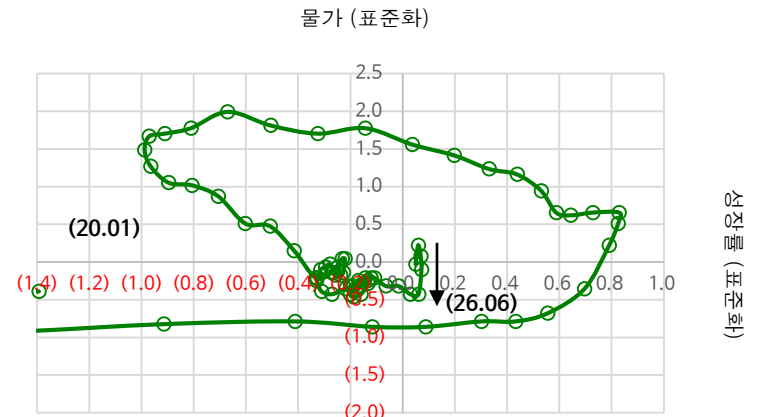
자료: 신영증권 리서치센터

CPI 인플레이션 기준 과거 모델 사분면 변화



자료: 신영증권 리서치센터

신영 자산배분모델 : 견조한 경기 & 물가 하락을 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.