

신영 자산배분전략

8월 : 다시 변동성의 계절

- 증시 변동성 : 계절성 단기 이벤트를 모두 반영중인 VIX
- 채권금리, 추세적 하락일까 : 금리에 민감한 시장성 주체들
- 엔화 강세와 캐리 트레이드 : 일본 외환관리국 국장 교체
- 기술주 버블 중간점검 : 6천억달러 짜리 AI 버블
- 미국 증시, 다시 밸류에이션 부담 커져



분석의 기본 가정

- 인플레이션 고착화로 인한 기회를 포착
- 중물가, 중금리 시대에 대비한 포트폴리오 필요
- 재고 사이클이 이끄는 경기의 회복

자산배분 전략 박소연

크레딧 전략 이경록

ESG 옹광영

채권전략 조용구

해외채권 기태의

중국 전략 성연주

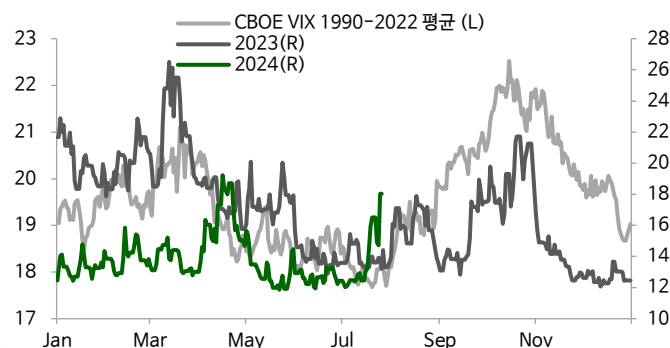
디지털자산 임민호

리츠/부동산 박세라

퀀트/자산배분솔루션 강기훈

해외주식/RA 이상연

VIX의 계절성 : 가을을 조심하세요



[요약] 다시 변동성의 계절

• 가을은 변동성의 계절 : 채권금리 레벨 부담, 고밸류에이션 자산에 부정적 영향

한국은행법 제1조 제1항은 물가안정, 제1조 제2항은 금융안정을 통화정책의 목표로 설정하고 있습니다. 물가가 빠르게 안정되고 있다는 점을 감안하면 제1항의 목표는 이미 달성된 것이나 마찬가지죠. 하지만 환율, 가계부채, 부동산 등 금융안정 측면을 감안하면 제2항의 목표가 달성되었는지는 아직 의문입니다. 환율은 여전히 1,380원대에 머물며 고공행진 중인데다, 서울 핵심지 주택가격이 직전 고점을 돌파했다는 소식까지 들리고 있기 때문이죠.

이런 와중 한국 국고채 3년물 금리가 3% 아래로 하락했습니다. 현재 한국은행 기준금리가 3.5%이니 2번의 금리인하를 전부 반영한 수준입니다. WGBI 편입 가능성 등 수급적 여건을 감안한다 하더라도 시장의 기대가 다소 앞서 나간 측면이 있어 보입니다. 미국도 3개월 연속 CPI가 예상치를 하회하고 있으나 트럼프 트레이드로 커브 스티프닝이 강화되고 있습니다. 현재 금리는 신규 진입 관점에서는 가격 메리트가 높지 않다는 의견을 유지합니다.

이는 위험자산, 특히 고밸류에이션 자산에 부정적 영향을 줄 수 있습니다. 7월 들어 미국 주식시장에서 빅테크 성장주 차익실현 분위기가 형성되고 있는 것은 이러한 맥락에서 이해가 됩니다. 게다가 매년 8~10월은 헷지펀드의 북클로징 등으로 변동성(VIX) 상승 등의 계절성이 있었는데, 올해는 11월 초 미국 대선을 앞두고 있어 더 경계감이 필요합니다. 시장을 주도하던 AI 테마는 최근 수익성 이슈로 CAPEX 둔화 우려가 부각되고 있어 컬러 로테이션도 관찰해야 합니다.

• 8월 자산배분전략 : 선진국 주식 투자의견 비중축소(-1)로 하향, 주식 전체의견도 하향

8월 자산배분전략에서는 선진국 주식 투자의견을 비중축소(-1)로 한 단계 하향했습니다. 이에 주식 투자의견도 중립(0)으로 낮아졌습니다. 지난 달에는 채권 투자의견을 중립(0)으로 낮췄는데 3분기는 전체적으로 자산간 상관관계가 흔들리고 변동성이 커지는 시기가 될 것으로 전망하고 있습니다. 하지만 좀 더 길게 보면 이러한 변동성은 포트폴리오를 리밸런싱하고 새로운 투자 방향을 예비하는 기회가 될 수 있습니다. 특히 한국 주식은 밸류업 프로그램의 효과로 중장기적 긍정적 관점이며, 리츠는 신규 자산편입으로 배당과 함께 성장성까지 돋보이는 국면이라 관심이 필요합니다.

[자산배분 의견표] 7월 애널리스트 의견과 전망

		-2	-1	0	+1	+2	애널리스트 의견
주식(Equity)				◆	◇		- 트럼프 트레이드 관련 변동성 확대 불가피. 엔화 강세도 안전자산 선호 현상을 부추기는 요인 - 채권금리 하방경직 속 AI, 빅테크 등 성장주 차익 실현 강화될 것. 다만 배당/가치주의 경우 로테이션 관점에서 하방경직 확보
	선진국 주식		◆	◇			- 미 대선 관련 불확실성 및 성장주 밸류에이션 조정으로 변동성 확대 가능성 경계 필요 - 실적 시즌 맞아 종목별 차별화 강화될 것. 안정적 현금 창출 능력 있고 변동성 낮은 배당주, 경기 방어 업종 선호 - 추천 ETF : Vanguard Dividend Appreciation (VIG), iShares MSCI USA Min Vol Factor ETF (USMV)
	신흥국 주식			◆			- '3중전회' 부동산 정책 실망감 및 미국 대선 리스크가 선반영된 점이 있으나, 하반기 중국 정부 경기 방어 확고 - 7월 LPR금리 인하 실시 등 추가 통화정책 지속될 예정으로 부동산 경기하방 점진적 완화 예상 - 추천 ETF : Huatai-PB SSE Dividend Index ETF (510880.SH), Global X항생고배당ETF (3110.HK)
	한국 주식				◆		- 글로벌 주식시장 변동성 확대 불구 2025년 세법 개정안 등 밸류업 정부 지원 등이 하방경직 강화할 것 - KOSPI 12개월 Trailing PBR 1배 2,700선 위치해 고평가 논란 상대적으로 자유로워. KOSPI 2,700선 전후 분할 매수 관점 - 추천 ETF : KODEX고배당 (279530), TIGER200중공업 (139230), ACE 주주환원가치주액티브 (447430)
채권(Fixed Income)				◆			(국채전략) - 미국 채권시장은 3개월 연속 CPI 예상치 하회, 고용지표 둔화로 9월 인하를 확인하는 가운데 트럼프 트레이드로 커브 스티프닝 흐름 - 한미 통화정책 기준 전망 유지. ECB는 7월 동결 이후 9월 추가 인하, 캐나다는 6, 7월 연속 인하, 영국은 인하 지연 등 국가별 차별화 - 국내는 단시일 내 2회 금리 인하를 선반영하고 있고 외국인 국채선물 순매수 누적 영향으로 시장금리 레벨 크게 하락 - 기존 보유 물량을 서둘러 차익 실현 할 필요까지는 없겠으나 신규 진입 관점에서는 가격 메리트 높지 않아 중립 의견 유지
	선진국 투자등급			◆			(크레딧전략) - 신용스프레드의 축소 레벨에 대한 부담에 직면하였지만 수급적 환경은 여전히 우호적 - 국고금리 상승하거나 신용스프레드 확대가 나타날 경우 우량채 장기물 또는 고평가 부담이 비교적 적은 A등급 매수 전략이 타당
	선진국 하이일드			◆			- 추천채터 또는 ETF : 우량채 장기물, A등급 중에서 선별적 투자
	신흥국 채권			◆			
대체자산				◆			(부동산) - 미국 성장 주도 리츠주, 소매판매 부진 및 경기침체 우려에 하락 - 국내 리츠, 시중금리 하락 이후 배당 매력 및 하반기 적극적 자산편입에 따른 성장성도 부각되며 상승 유지 - 경기 침체 오히려 조기 금리 인하 가능성 높아지고 있어, REITs 전체 자산에 대한 매력도는 상승하는 구간 - 추천 ETF : iShares Global REITs ETF, ESR켄달스퀘어리츠 (365550) (금) - 중국 중앙은행의 매수세는 주춤하나, 대선 정국 불확실성 및 금리 인하 기대에 따른 ETF 투자 매수세 유입되며 강세 우위 흐름 예상 - 8월 FOMC 이후 금리 인하 반영 시 역레포로 자금 전환 가능성에 따라 유동성 환경 악화 가능성 존재
현금자산			◇	◆			- CD, 코리보, 콜금리 등 무위험지표 금리는 기준금리(3.50%) 내외 수준까지 하락하며 안정적인 하향 경로 지속 - 주요 자산의 단기전망은 대체로 중립 수준, 최근 주식과 채권 투자의견을 조정함에 따라 단기적으로 현금자산 의견을 중립으로 제시

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



I. 신영 생각

- 증시 변동성 : 계절성 단기 이벤트를 모두 반영중인 VIX
 - 채권금리, 추세적 하락일까 : 금리에 민감한 시장성 주체들
 - 엔화 강세와 캐리 트레이드 : 일본 외환관리국 국장 교체
 - 기술주 버블 중간점검 : 6천억달러 짜리 AI 버블
- 

[7월 자산시장 리뷰] 미 대선발 정치적 불확실성 확대 vs. 금리인하 기대 확산

- (주식시장) 월초 미 기준금리 인하 기대감을 반영하며 상승 출발 했으나, 기술주 중심으로 차익실현 매물 출회 지속. 국가별로 미국, 일본은 월 고점 대비 낙폭 확대 및 유럽, 중국, 한국은 하락 전환
- (채권시장) 물가지표 둔화 흐름 지속하며 9월 미 금리 인하 시작 시나리오를 반영하는 가운데 강세 출발. 이후 트럼프 당선 가능성 및 주요 경제지표 발표 경계 속 소폭 되돌림 진행
- (대체자산) 미 기준금리 인하 기대 강화 속 대체자산 전반적으로 양호한 흐름. 특히 금리인하 수혜효과로 업황 개선 전망 이어지며 부동산/리츠 지수의 상승폭이 두드러짐
- (원자재) 국제 유가는 충분한 재고 및 중국 경기 부진에 따른 수요 둔화 우려에 월초 대비 하락. 산업금속은 미중 갈등 심화 가능성과 중국 3중전화 실망 속 하락

7월 자산시장 리뷰

(단위: p, %, 7/29 종가 기준)

		price	MTD	3M	YTD	1Y	3Y
주식	DM	3,526.51	0.42	6.69	11.28	15.33	14.13
	EM	1,077.27	-0.83	2.99	5.23	3.27	-16.84
	미국	5,463.54	0.06	8.50	14.54	19.23	23.63
	유럽	4,430.09	-1.37	0.79	8.23	9.71	24.11
	일본	38,468.63	-2.82	0.16	14.95	17.43	38.46
	중국	2,891.85	-2.55	-6.86	-2.79	-11.72	-15.24
	한국	2,765.53	-1.15	2.73	4.15	6.03	-14.71
채권	IG 채권	465.66	2.01	3.50	-1.22	2.16	-15.04
	HY크레딧	1,597.28	1.71	3.63	4.95	11.76	3.18
	EM크레딧	1,214.17	1.43	3.83	3.68	8.44	-5.31
대체	인프라	2,851.24	3.11	4.85	4.66	4.56	6.17
	부동산/리츠	299.00	6.58	13.10	1.05	5.48	-17.59
	CRB	533.44	-1.09	-2.33	4.53	-5.51	-5.38
외환	달러인덱스	104.56	-1.23	-1.56	3.19	2.90	13.82
	원달러 환율	1,382.85	0.46	0.05	7.36	8.28	20.62

주1: 한국주식은 KOSPI, 해외주식은 MSCI, 채권은 Barclays USD unhedged Total Return, 대체투자는 S&P Global 인프라, 다우존스 US 부동산, CRB 기준임

주2: 사용자 편의를 위해 주식과 대체투자 지수는 Total Return 지수를 사용하지 않고 단순 수익률 Index를 기준으로 산출

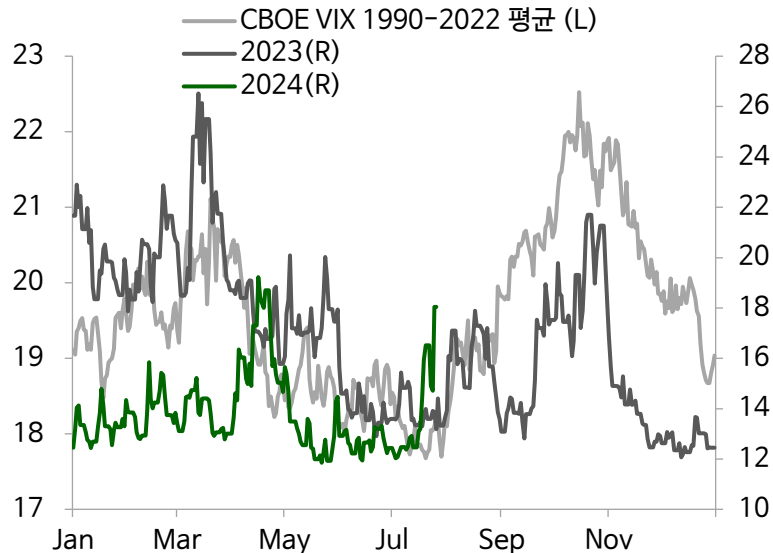
자료: 신영증권 리서치센터

[신영 생각 1] 증시 변동성 : 계절성 단기 이벤트를 모두 반영중인 VIX

VIX 지수 18선 유지되며 4개월만의 최고점 기록 중, 단기적일까?

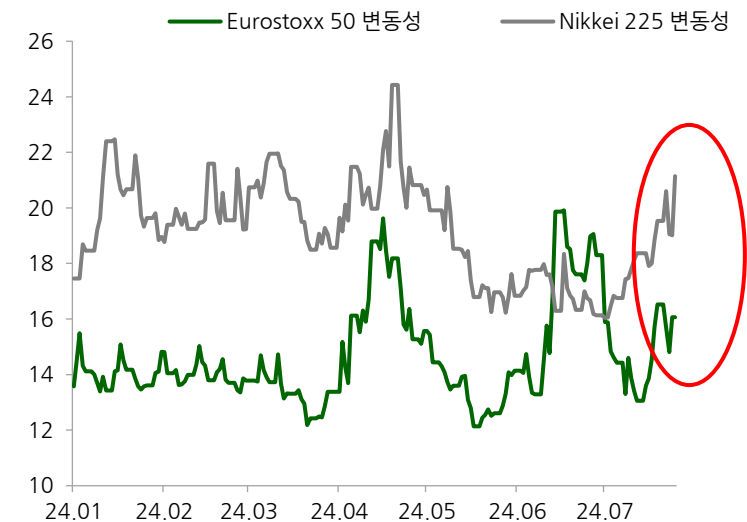
- VIX: 향후 30일 간의 S&P500 내재변동성을 측정하는 지표, 수치가 높을수록 시장이 불안정하다는 의미
- 최근 VIX의 상승은 크게 2가지의 원인이 복합적으로 작용한 영향으로 판단 → 단기적인 현상이 아닐 수 있어 경계 필요
 - 1) 단기적인 정치적 이벤트: 트럼프 피습, 바이든 사퇴 등
 - 2) VIX의 계절성: 통상적으로 VIX는 연초-1분기말, 2분기말-3분기말이 확대국면
- Eurostoxx50과 Nikkei225의 변동성도 7월 이후 상승 추세로 반전한 상황
 - 유럽: EU의회 선거, 프랑스 및 영국 조기 총선 이후 정치적 불확실성이 해소되며 하락했으나 다시 상승 반전
 - 일본: 달러엔 환율이 급락 및 기술주 중심의 조정 흐름 속 상승 반전

VIX 추이 : 계절적으로 상승 국면에 진입



주) 1990-2022 평균치와 2023, 2024 수치 비교
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

Eurostoxx 50 및 Nikkei 225도 변동성 상승 중



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

[신영 생각 2] 채권금리, 추세적 하락일까 : 금리에 민감한 시장성 주체들 (KCIF)

미국 국채시장의 수급적 취약성 증가

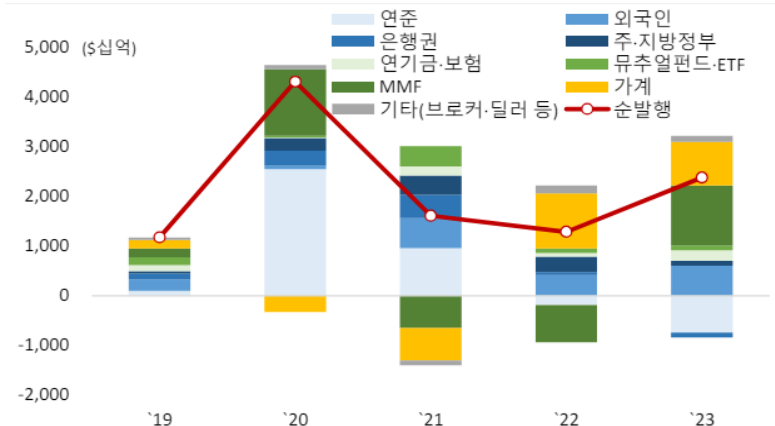
- 미국 재정적자로 국채 물량 부담은 점점 더 커지는데, 금리에 민감한 시장성 플레이어(가계, 차익거래 헷지펀드, 레포펀드 레버리지)들은 점점 더 많아져 채권금리 급등 가능성 상존
- 1) 미국채 유동성 부족현상 심화: Bloomberg 국채 유동성 지수 최고치. 응찰률 하락, 외국인 간접 입찰비율 하락 등 수요 부진 뚜렷
- 2) 재정적자 확대 불구 수요기반은 악화: '23 회계연도 GDP 대비 재정적자 6.3%, '24년 6.7% 추정. 이자비용이 절반. 이에 국채 발행 부담 커져. 순발행(net issuance) 작년 2조달러 달하나 연준 QT로 시장성 국채 물량 더 늘어나
 - 문제는 가격 민감도가 높은 민간 투자자 비중이 지속 증가하고 있다는 것. 해외 공공부문 구멍을 가계(household)가 메우고 있음. 금리 변화에 따른 수요 민감도가 커지고 있다는 의미
- 3) 규제로 인한 은행권 달러들 시장조성 역할 약화: SLR 규제로 은행들의 국채 보유 유인 낮아져. PTF(principal trading firm) 등 Overnight을 하지 않으며 고빈도 매매 하는 기관도 증가
- 4) Repo 펀드 등 헷지펀드들의 모니터링 필요: 국채 담보 Repo 거래 통해 레버리지를 극대화해 차익거래(basis trading)를 하는 헷지펀드들이 급증. 국채선물 고평가 상황 지속

미국 국채 유동성 지수 급등세 지속



자료: KCIF

투자자 유형별 미국 국채 순투자



자료: KCIF

[신영 생각 3] 엔화 강세와 캐리 트레이드 : 일본 외환관리국 국장 교체

엔-캐리 트레이드 언와인딩에 따른 시장 변동성 확대 가능성

- 엔화가 급격한 강세를 보이면서 엔-캐리 트레이드 unwinding에 의한 금융시장 변동성 확대 우려하는 목소리 증가
 - 일본 국내 투자자들의 미국 주식/채권 매수세, 일본 정부의 미국 국채 매수 등
- 2024년 6월 28일 일본 외환관리국 국장 교체 : 칸다 마사토 => 아츠시 미무라(三村篤志), 57세
 - 일본 재무성 국제국장을 역임, 35년간의 관료생활 중 국제 금융규제와 감독분야에 종사
 - 2008~09년 글로벌 금융 위기 당시 바젤 위원회에서 전 ECB 총재인 드라기와 함께 금융 안정 이사회(FSB) 설립
 - 엔/달러 환율이 38년래 최고 수준인 161엔까지 상승하면서 일본 정부가 엔화 방어를 위해 본격 개입할 가능성 논의
- 7월 31일 BOJ 통화정책회의 : 3월 19일 이후 추가 금리인상 컨센서스 90%. QT 테이퍼링 발표 가능성도 주시

엔화, 돌연 급격한 강세 : 엔/달러 환율 161엔 고점으로 추락



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

외환관리국 국장으로 신규 임명된 미무라 아츠시(三村篤志)



자료 : 니혼게이자이신문, 신영증권 리서치센터

[신영 생각 4] 기술주 버블 중간점검 : 6천억달러 짜리 AI 버블 (세쿼이어 캐피탈)

철도 버블 vs. AI 버블

- 엔비디아의 데이터 센터 매출로 역산한 빅테크 업체들의 AI 손익분기 매출은 6천억달러는 되어야 하는 것으로 계산 (GP마진 50%)
- 작년에 비해 바뀐 부분을 체크해 보면, 크게 아래 5가지 정도임
 - 1) GPU 공급 부족 크게 완화
 - 2) 이에 GPU 재고는 증가하는 중
 - 3) 그러나 OpenAI 이외의 AI 회사들은 여전히 돈을 벌지 못함 (OpenAI 혼자 34억달러 vs. 기타 AI 스타트업 1억 달러)
 - 4) 반면 손익분기에 필요한 매출은 더 커짐 / 5) 하반기 엔비디아 B100 칩 출시가 마지막 피날레가 될 것
- GPU에 대한 투자를 "철도"에 비유하는 사람이 있음. 철도가 생기면 기차가 다닐거고, 농산물도 수출되고 놀이공원이나 쇼핑몰도 생겨나고 왕래가 생긴다는 것. 그러나 아래의 4가지를 간과하면 안됨
 - ▲ 독과점과 가격 결정력 : GPU 컴퓨팅은 커머더티(commodity)
 - ▲ 투자의 회발(Investment incineration)
 - ▲ Depreciation(감가상각) : 구형칩 => 신형칩
 - ▲ Winners & Losers : GPU 컴퓨팅 비용 하락은 스타트업과 장기 기술혁신 측면에서 큰 호재이나 거기에 돈을 대는 투자자들은 오버캐파(과잉투자) 과정에서 피해를 입는 쪽에 가까움

세쿼이어 캐피탈이 NVDA 데이터 센터 관련 매출로 역산한 AI 관련 손익분기 매출

	Q4 2023 ESTIMATE	Q4 2023 ACTUAL	Q1 2024 ACTUAL	Q4 2024 ESTIMATE
NVDA Data Center Run-Rate Revenue	\$50	\$74	\$90	\$150
Data Center Facility Build and Cost to Operate	50%	50%	50%	50%
Implied Data Center AI Spend	\$100	\$147	\$181	\$300
Software Margin	50%	50%	50%	50%
AI Revenue Required for Payback	\$200	\$294	\$363	\$600

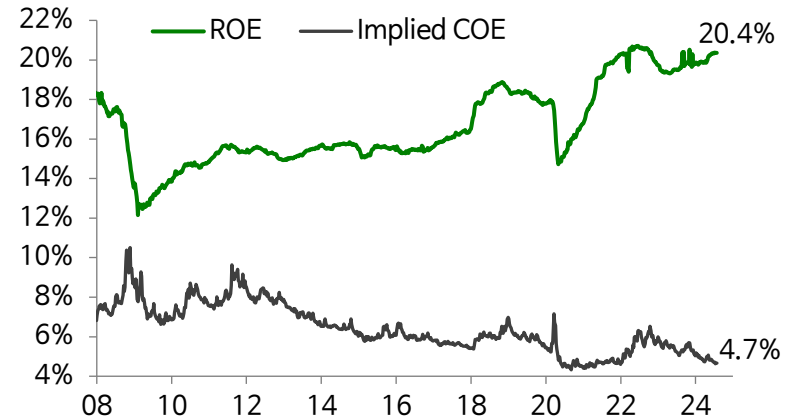
자료 : Sequoia Capital

[신영 생각 5] 미국 증시, 다시 밸류에이션 부담 커져

밸류에이션 부담에 다시금 봉착한 미국증시

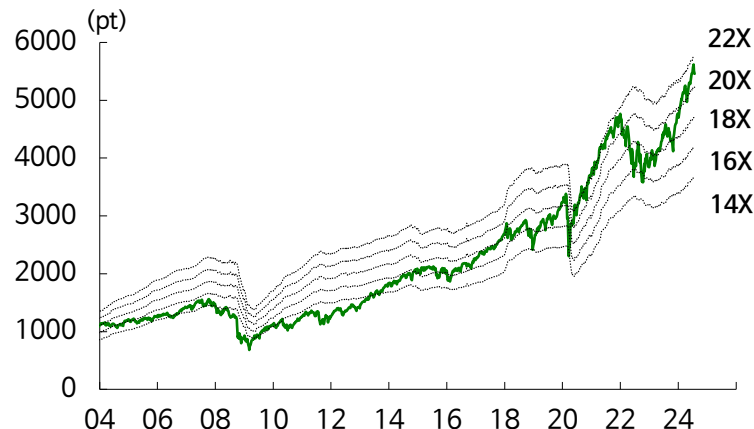
- 7월 말 S&P500의 12MF PBR은 4.36배까지 상승해 2021년 12월의 4.4배 이후 최고치로 상승
- 그러나 이러한 밸류에이션은 ROE 상승에 기인하기보다는 요구수익률(implied COE) 하락에 기인
- S&P500의 12MF PER 역시 21.4배로 2021년 12월 21.7배 이후 최고치로 상승
=> 이는 채권/외환 등 자금시장의 변동 및 시장 외부 이벤트로 인한 변동성에 취약해졌다는 의미를 내포
- 미국 주식시장 밸류에이션 부담에 유의, 조정시 매수 관점

S&P500 : ROE 20%선 정체, COE 하락이 지수 상승 주도



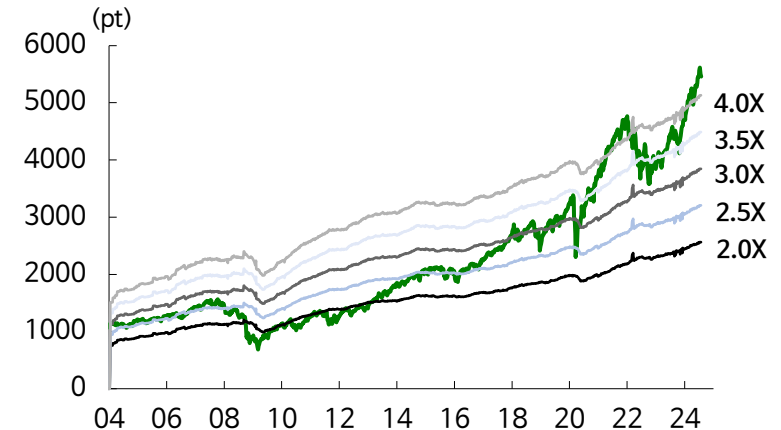
자료 : Datastream, 신영증권 리서치센터

S&P500 12MF PER 밴드



자료 : Datastream, 신영증권 리서치센터

S&P500 12MF PBR 밴드



자료 : Datastream, 신영증권 리서치센터



II. 7월 자산배분 시그널

- 금융시장 사분면 모델 소개와 활용법

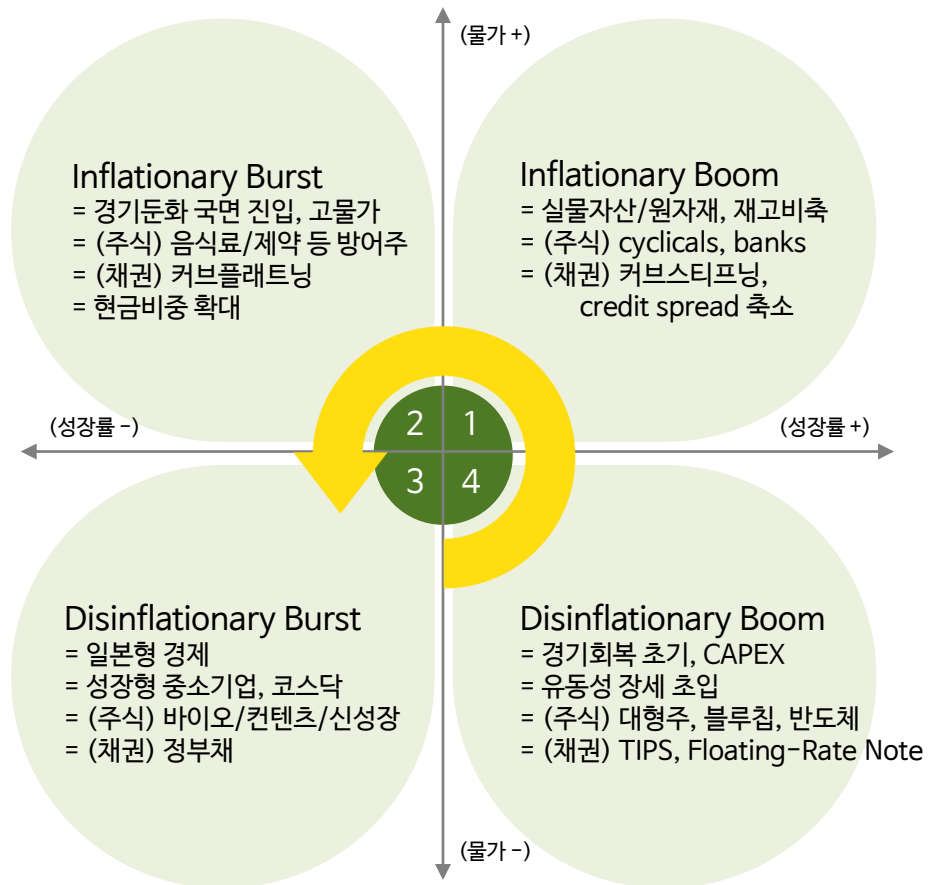


[금융시장의 4계절] 성장률과 물가의 하모니

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



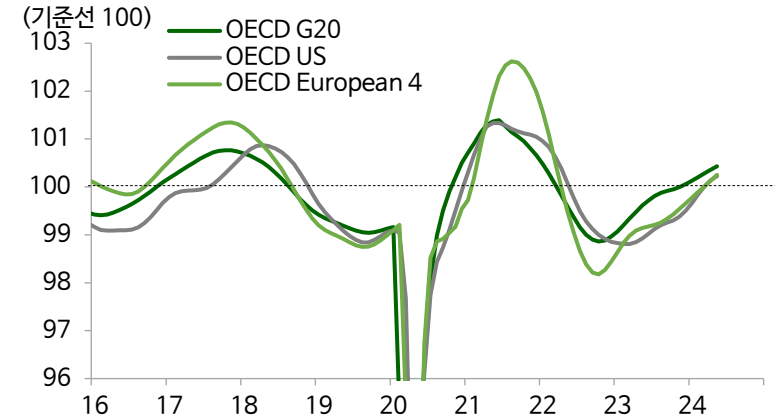
자료: 신영증권 리서치센터

[금융시장의 4계절] 경기선행지수 기준선 100 상회하며 지속 확장

경기 회복세 지속적으로 확산

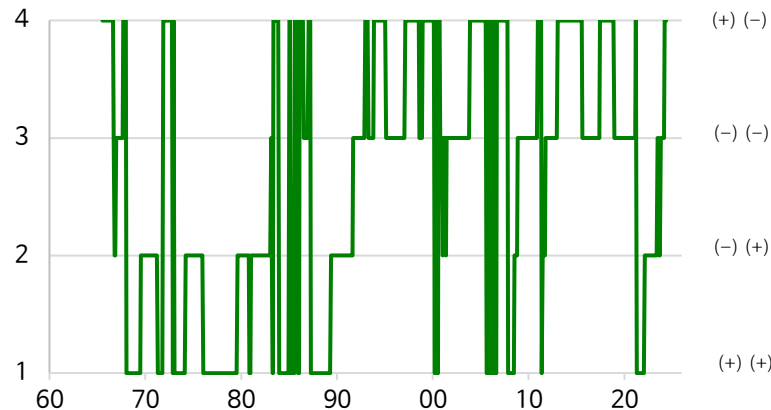
- 주요 글로벌 OECD 경기선행지수는 모두 기준선인 100을 넘어 확장세가 유지되는 모습
- G20 경기선행지수는 지속적으로 기준선인 100을 상회하고 있으며, 미국과 유럽도 기준선인 100을 상회하며 지속 확장
- 중앙은행 금리인하 사이클이 본격화될 것이라는 기대감이 상당하나 경기 둔화세는 아직 명확하게 관찰되지 않아. 채권시장 변동성에 유의

글로벌 경기선행지수: 가팔라지는 상승 각도



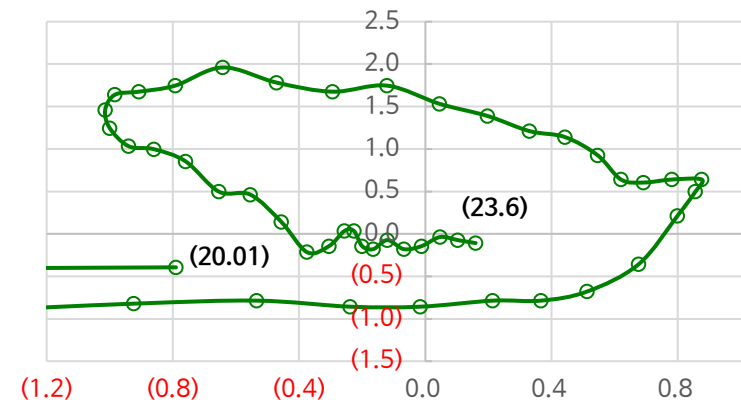
자료: 신영증권 리서치센터

CPI 인플레이션 기준 과거 모델 사분면 변화



자료: 신영증권 리서치센터

신영 자산배분모델 : 유의미한 변화 없어



주: 최근 모델값은 과거 평균경로 대입하여 산출
자료: 신영증권 리서치센터



III. 자산군별 전망

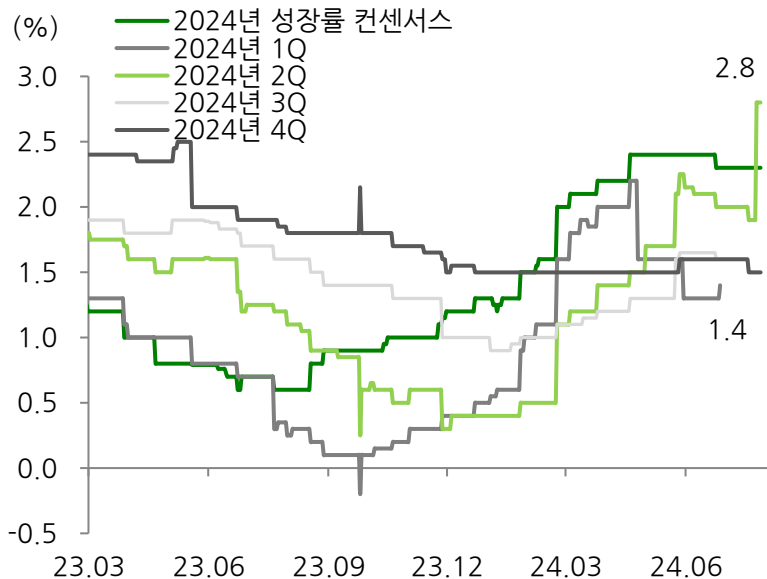
- 미국 채권 / 한국 채권 / 크레딧 채권
 - 미국 주식 / 한국 주식 / 중국 주식
 - 리츠 / 부동산 / 금 / Crypto / ESG
- 

[미국 채권] 미국 경제 성장과 물가

美 경기 둔화 흐름 속에 고용 정상화, 물가 안정세 진입

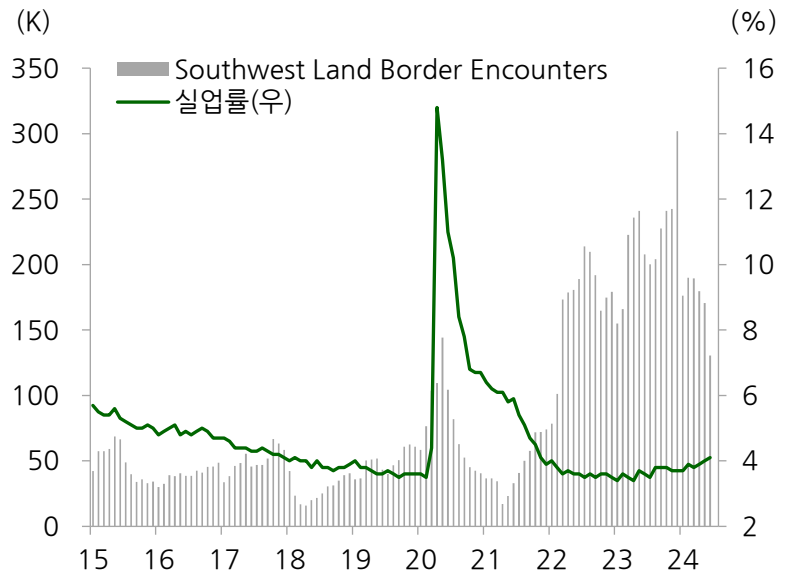
- 미국 2분기 GDP성장률은 전분기비연율 기준 2.8%로 전분기(1.4%) 및 시장 예상치(2.0%) 상회. 구조적인 성장세가 견고하지만 하반기 소비, 투자, 정부지출이 약화되면서 일정수준 둔화될 것으로 전망
- 고용시장은 급격한 냉각 보다는 정상화 단계. 삼률 등 경기 침체 임박했다는 주장도 제기되지만 이민자수 증가 영향 커
- 6월 PCE 인플레이션은 시장 예상치 부합(Headline 2.5%, Core 2.6%), 물가가 안정세 진입하고 있음을 재확인
- 결론 : 미국 경기 하반기 침체 수준은 아닌 일정수준 둔화 예상, 고용과 물가 감안 9월 및 연내 2회 인하 가능한 여건

미국 2023년 성장률 컨센서스 추이



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

미국 남서쪽 국경 유입 이민자수와 실업률



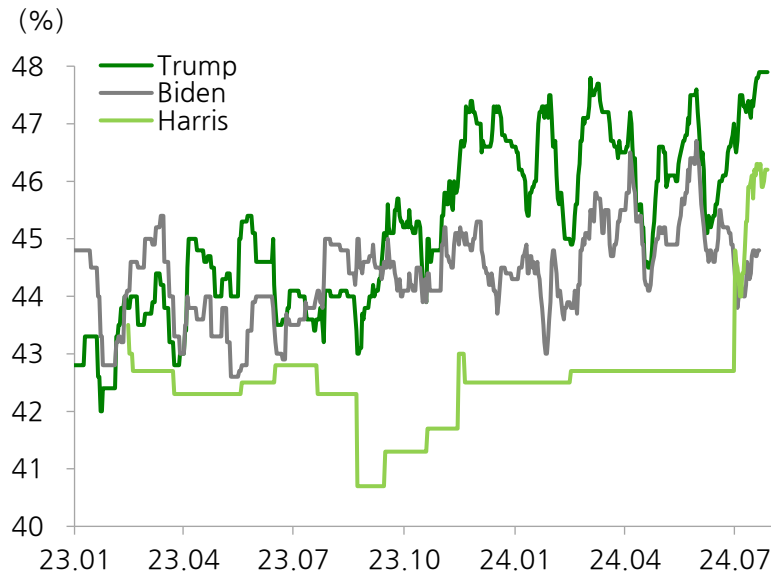
자료 : US Customs and Border Protection, 신영증권 리서치센터

[미국 채권] 미국 대선과 금리 영향

바이든 후보 사퇴, 최근 해리스 지지율 상승

- 바이든 7/21일 전격 후보 사퇴, 이후 해리스 부통령이 민주당 대선 후보로 사실상 굳혀지고 있어
- 최근 해리스 지지율 상승, 바이든 대비 트럼프와 접전 구도. 일부 여론조사에서는 소폭 우세한 결과도 존재
- 트럼프 주요 공약에 기반한 트럼프 트레이드(달러화 강세, 장기금리 상승) 주춤한 모습. 핵심은 감세와 관세 부과, 이민자 추방 등의 현실화 수준이 될 것. 당선 시 일부 과도한 공약은 후퇴할 것으로 예상
- 결론 : 미 대선은 접전으로 진행될 가능성. 트럼프 트레이드 일부 후퇴하고 있으나 기존 반영 수준 낮아 큰 영향 없는 듯

미 대선 후보 지지율 추이



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

트럼프 주요 공약 내용 정리

부문	핵심 내용
보편적 관세 도입	모든 상품에 약 10% 관세 부과
트럼프 상호무역법 제정	상대국이 미국 상품에 부과하는 관세와 동일한 관세율을 상대국 수입상품에 부과
바이든 정책 폐지 및 완화	그린딜 정책 폐기, 화석연료 생산 제한 폐지, 기업 평균 연비규제 종료 등
대중국 정책	중국의 최혜국 대우 지위 박탈, 인플레이션 감축법 보조금 제도 중단, 중국산 수입품 대한 추가 관세 등
감세 정책	소득세 폐지 및 관세 수입으로 대체, 법인세율 인하 등
기타 정책	불법 이민 단속 및 인도적 지원 중단, 러-우 전쟁 즉시 종결

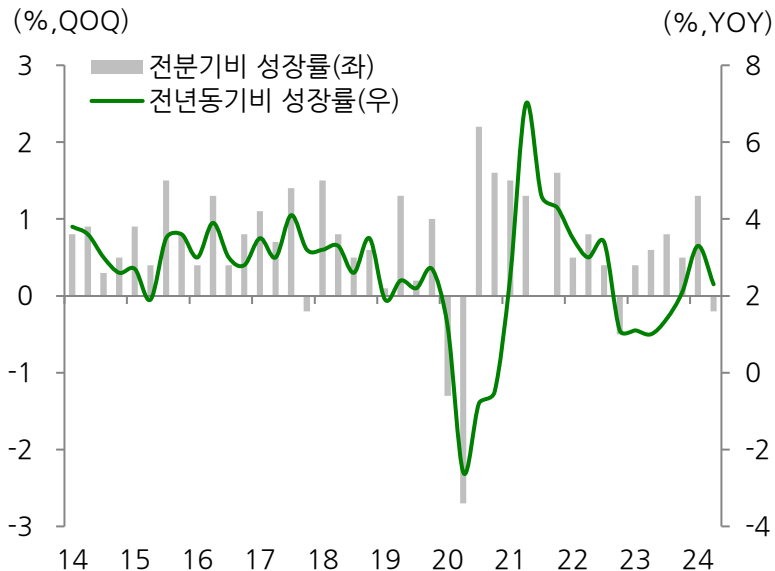
자료 : 신영증권 리서치센터

[한국 채권] 국내 경제 성장과 물가

韓 2분기 GDP 소폭 (-), 물가는 단기 반등 이후 안정 예상

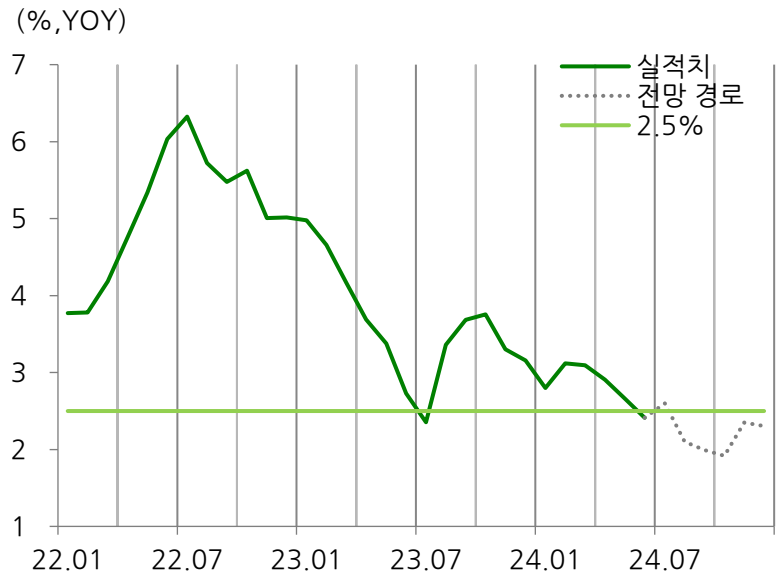
- 국내 2분기 GDP성장률은 전분기비 -0.2%, 전년동기비 2.3%로 시장 예상치를 하회하며 소폭의 역성장 기록. 대부분 민간소비와 투자 부문(설비투자, 건설투자)의 둔화에 기인
- 하반기(3~4분기) 성장률은 0.5~0.6%로 회귀, 연간 실질 GDP성장률은 2.5% 수준 가능 예상
- 소비자물가 상승률은 7월 전월비 0.3%, 전년동월비 2.6%로 반등 예상되나 8월부터는 2%대 초반으로 안착 전망
- 결론: 2분기 경기 소폭 역성장, 물가상승률 단기 반등 이후 안정되면서 한은의 10월 금리 인하 여건 충족 예상

국내 GDP성장률 추이



자료 : 한국은행, 신영증권 리서치센터

국내 CPI 연말까지 궤정 추정



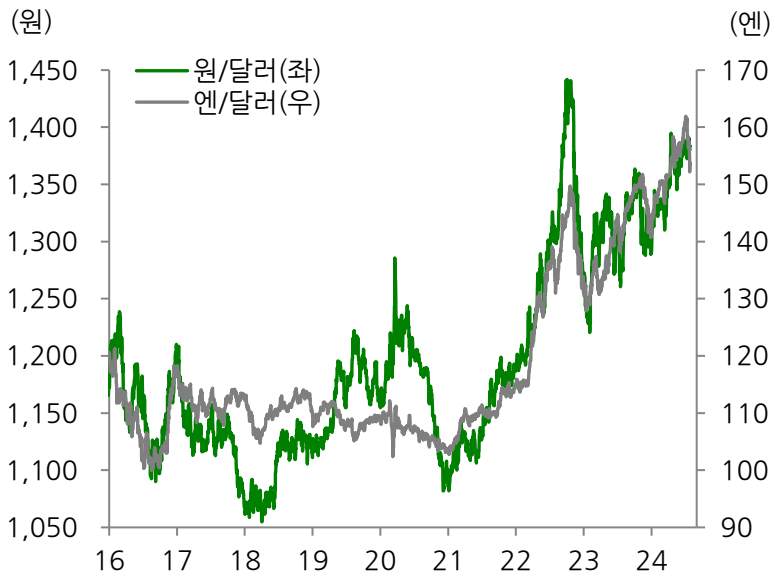
주 : 2024년 연간 2.5% 당사 전망 기준
자료 : 통계청, 신영증권 리서치센터

[한국 채권] 물가안정과 금융안정

물가 vs. 환율, 가계부채, 부동산시장

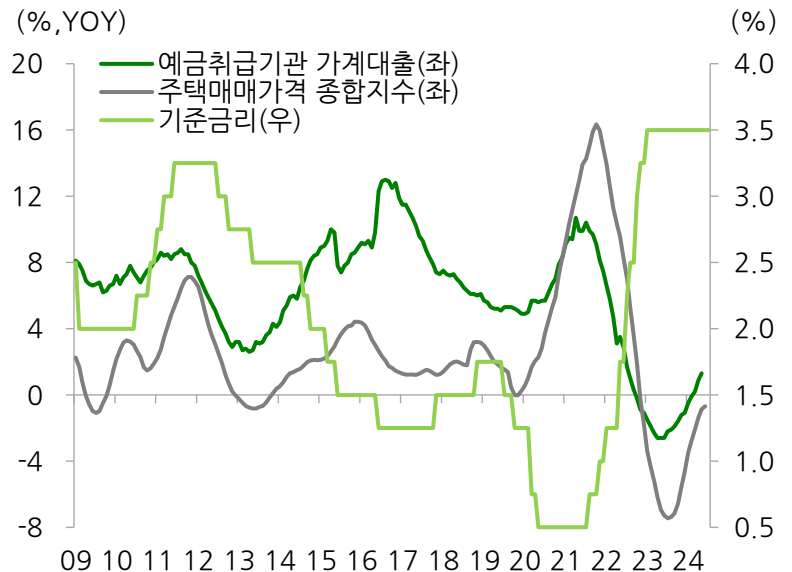
- 한국은행법 제1조 제1항은 물가안정, 제1조 제2항은 금융안정을 통화정책의 목표로 설정
- 최근 국내 물가상승률은 확연히 안정되며 한은의 가이드런스(2.3~2.4% 트렌드 확인) 충족을 앞두고 있음
- 그러나 금융안정 측면의 요인(환율, 가계부채, 부동산)에서 금리 인하 지연 가능성. 환율이 높은 레벨을 지속하고 있는 가운데 특히 가계부채 증가세와 수도권 중심으로 부동산시장 과열 우려
- 결론 : 금리 인하 위한 물가안정은 충족되었으나 금융안정 측면에서 인하 지연 가능성. 8월 인하 가능성 극히 희박

원/달러, 엔/달러 환율 추이



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

가계대출 증가율과 주택매매가격 종합지수



자료 : 한국은행, KB부동산, 신영증권 리서치센터

[한국 채권] 시장금리 판단과 전망

앞서가는 채권시장, 타이트한 수급 여건 지속

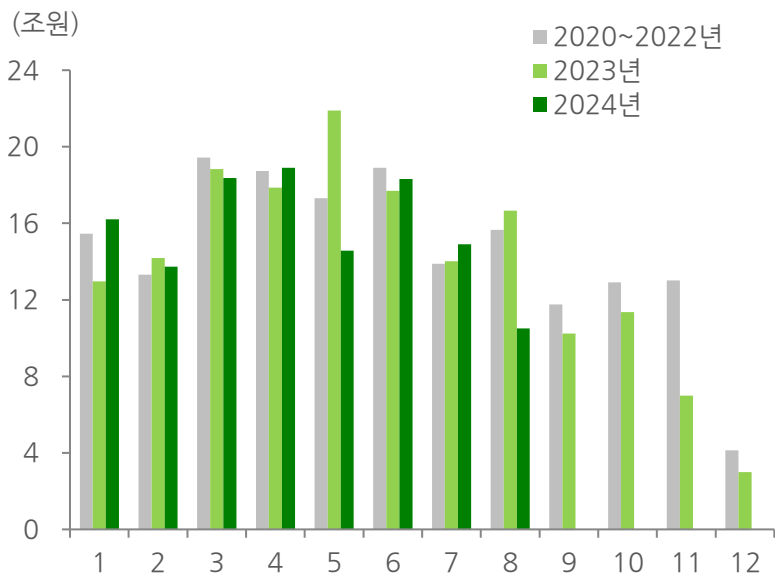
- 7월말 국고채 3년물 금리는 24개월만에 3.0% 하회. 단시일 내 2회(50bp) 기준금리 인하를 선반영
- 8월 및 연내 2회 금리 인하 실현 가능성 낮아 보이지만 WGBI 9월말 편입 가능성, 양호한 국내 채권투자 환경, 연준 연 내 3회 인하 기대에 기반한 외국인 국채선물 순매수세 지속
- 8월부터는 국고채 발행이 더욱 축소되고 크레딧물 공급도 많지 않아 채권시장 강보합 분위기 지속 전망
- 결론 : 강세 관성 이어지겠으나 외국인 순매수 약화 조짐, 7월 물가 반등, 금통위 의사록 해석으로 추가 하락 제한 예상

국고채 금리와 주요 금리 레벨



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

2020년 이후 국고채 월별 발행 추이



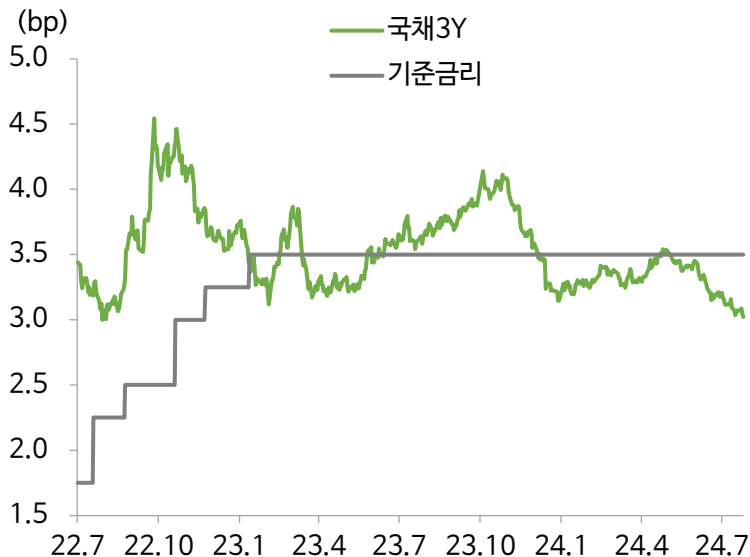
주 : 8월은 경쟁입찰 규모 10.5조원 기준
자료 : 기획재정부, 신영증권 리서치센터

[크레딧 채권] 금리 변동성을 활용한 매수전략 바람직

추격매수 보다는 금리 반등 시 매수전략 유효

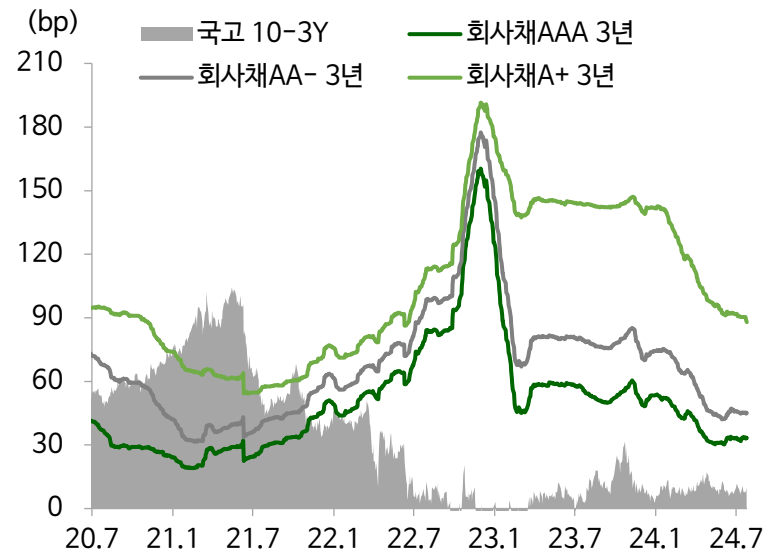
- 기준금리 인하를 과도하게 반영한 시장금리 및 과도하게 축소된 신용스프레드가 부담스러운 구간
- 주택시장의 긍정적 시그널 감안 시 부동산PF 문제는 시스템 리스크로 확산되지 않을 것
- 결론 : 스프레드 매력 감소하여 추격매수 보다는 금리 반등 시 매수전략 유효, A등급 상대적 유리

기준금리 인하를 과도하게 반영한 시장금리



자료 : infomax, 신영증권 리서치센터

비교적 스프레드 축소폭이 남아 있는 A등급



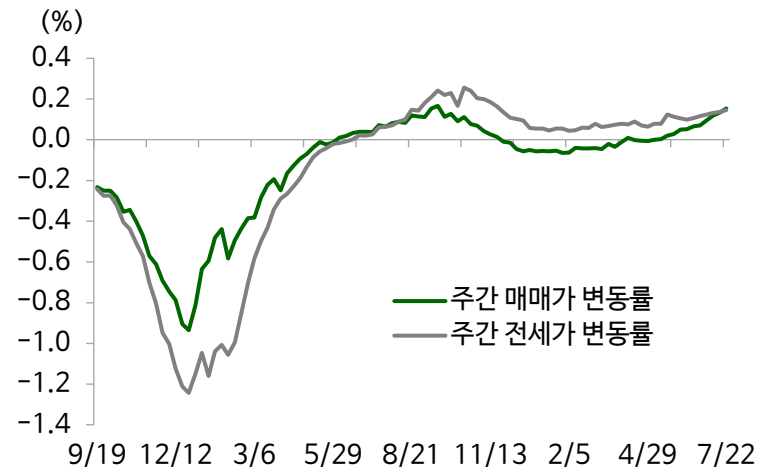
자료 : infomax, 신영증권 리서치센터

[크레딧 채권] 주택가격의 긍정적 시그널

주택시장의 긍정적 시그널 온기

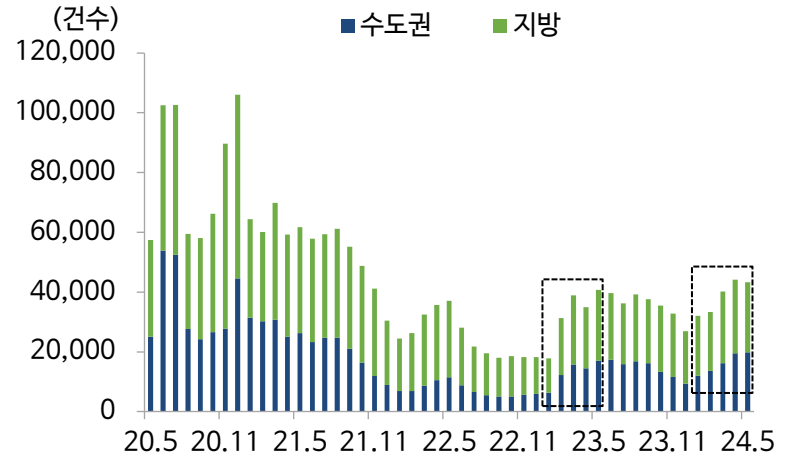
- 인플레이션과 고금리가 사업성 회복의 걸림돌
①공사원가 상승, ②높은 금융비용, ③주택시장 더딘 회복
<긍정적 시그널>
- PF_ABCP(A1등급) 가산금리 하락, 전세가 상승과 특례대출 영향으로 일부 지역 매매가 및 거래량 반등
- CD 및 COFIX 금리의 하향 안정화
- 부동산시장 선행지표인 아파트 낙찰가율 상승

주간 아파트 가격 변동률 추이



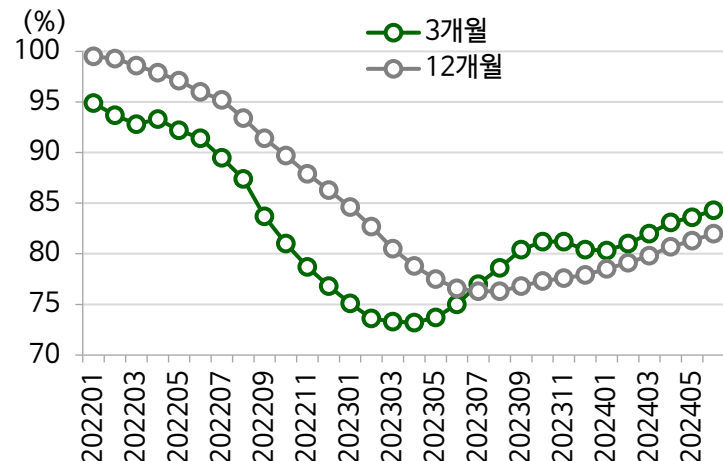
자료 : 부동산원, 신영증권 리서치센터

아파트 매매거래량 추이



자료 : 부동산원, 신영증권 리서치센터

아파트 낙찰가율 추이



자료 : 법원경매정보, 신영증권 리서치센터

[미국 주식] Tech의 조정은 증시 지수 조정을 의미 (1)

빅테크 차익실현 매물 출회의 지속성

- 7월 중순 이후 미국 전체 시장 실적 추정치는 감소세로 방향 전환, 업종별로 상이한 흐름 지속
 - 금융, 부동산 업종은 실적 추정치 개선 지속 → 기준 금리 인하에 따른 실적 개선 기대감 반영
 - 에너지, 경기소비재, 필수소비재, 헬스케어 둔화 지속, IT는 개선세 둔화 → 향후 경기에 대한 불확실성 반영
- 최근 Tech 업종의 급락은 차익실현 욕구가 높아진 시장의 심리를 반영한 것
 - 차익 실현의 요인: 1) 압도적 우위를 선점한 대선 후보가 부재, 2) 미래 성장성을 확인하고자 하는 투자자
 - 현재 M7으로 대표되는 주요 빅테크 기업들의 S&P500 내 시가총액 비중 30% 상회 → 지수에 미치는 영향이 큼
- 결론: 정치적 불확실성 잔존, 높아진 실적/가이던스 기대감에 따른 Tech 조정이 지수 조정까지 연결될 가능성 경계

미국 업종별 12MF EPS 1개월전 대비 변동률 추이

	06.26	07.03	07.10	07.17	07.24
미국 전체	0.42	0.15	0.04	-0.09	-0.10
에너지	-0.20	0.07	-0.64	-1.97	-3.04
소재	-0.12	-0.61	-0.45	0.17	-0.09
산업재	-0.41	-0.17	-0.21	-0.31	-0.36
경기소비재	0.19	0.16	-0.49	-0.46	-0.45
필수소비재	0.07	-0.25	-0.66	-0.70	-0.77
헬스케어	-0.13	0.10	0.07	-0.02	-0.35
금융	0.10	-0.12	-0.14	-0.18	0.68
IT	2.05	0.78	0.87	0.72	0.52
커뮤니케이션	-0.09	0.07	0.03	0.05	0.07
유틸리티	0.13	0.09	0.09	0.12	0.01
부동산	-0.42	-0.15	0.48	0.40	0.83

주) 2024.07.24 기준

자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

S&P 500 내 M7 비중 추이



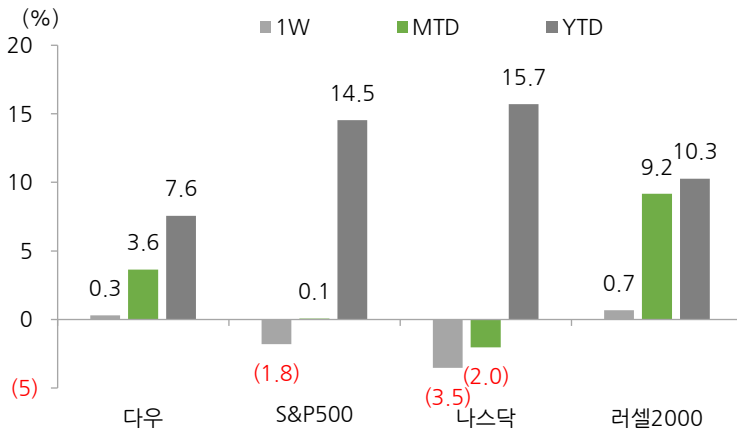
자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

[미국 주식] 러셀 2000과 다우지수 반등의 시사점 (2)

Tech에서 Non-Tech로 로테이션

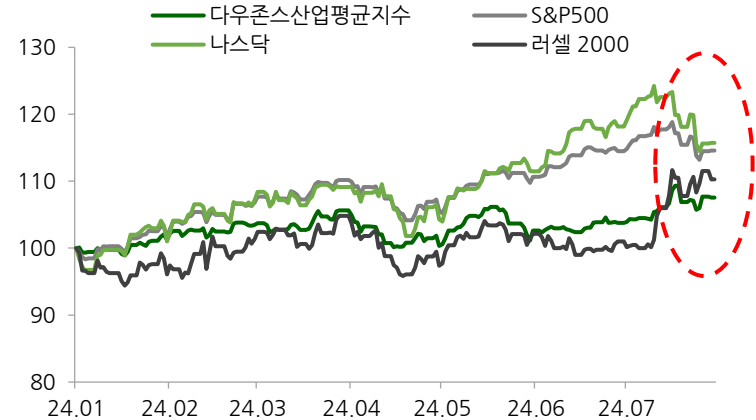
- 대형주 중심인 다우지수와 중소형주 중심인 러셀2000의 주간/월간 수익률이 S&P500과 나스닥을 상회 중
 - 월간 수익률: 다우 3.6%, 러셀2000 9.2%
 S&P500 0.1%, 나스닥 -2.0%
- 다우지수와 러셀2000의 공통점은 테크(IT+커뮤니케이션) 업종의 구성 비중이 낮다는 것
- 1) 밸류에이션 부담 누적, 2) 빅테크 기업 대상 규제 리스크 잔존, 3) 실질금리 하락 기대감 후퇴 등으로 테크 업종 추가 조정 가능성 경계 필요

미국증시 주요 지수 수익률 비교



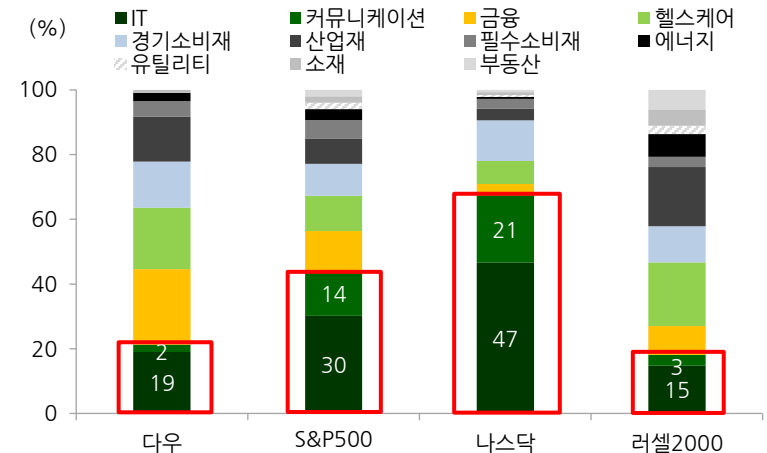
주) 2024.07.29 기준
 자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

미국증시 주요 지수 추이



주) 2024.07.29 기준
 자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

미국증시 주요 지수 업종별 구성 비중 비교



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

[한국 주식] 2025년 세법 개정안에서 확인된 밸류업 지원 세제

밸류업, 2025년이 더 강할 것

- 지나치게 부정적일 필요 없는 이유 : 여야 핵심 쟁점은 상속세, 금융 관련 세법은 중도층 감안해 야당도 전향적 목소리
- 11월 말~ 내년 초 모멘텀 증폭 : 세법 개정안은 통상 예산안의 부수 법안, 법정 시한인 11월 말 이후 모멘텀 강화
- 일본 케이스 보면 밸류업 모멘텀은 2025년이 더 강할 것
 - 일본의 밸류업은 NISA 혜택이 본격화 이후 더 증폭
 - 한국은 ISA 세제 혜택 대폭 확대했고, 금융소득 종합과세자도 가입 가능한 국내투자형 ISA도 신설
- 결론 : 가치주, 고배당주 상대강도 지속 강화될 것

2025년 세법 개정안에 담긴 밸류업 관련 세제

법률	주요 내용
밸류업 지원세제	조특법 - 직전 3년 대비 주주환원 5% 초과 증가분, 5% 세액공제 - 주주환원 확대분에 대해 현금배당 분리과세
기업상속 공제 확대	상증세법 - 밸류업 우수기업 기업상속공제 600억 -> 1,200억원 확대 - 스케일업, 기회발전특구 창업/이전기업도 적용
금투세 폐지	소득세법 - 금융투자소득세, 유예 없이 전면 백지화. 현행 체제 유지
ISA 세제 혜택 확대	조특법 - ISA 납입한도 1억에서 2억으로 상향 - 비과세 한도 200만원에서 500만원으로 상향
가상자산 과세 유예	소득세법 - 가상자산 과세 시점 2025년에서 2027년로 2년 유예

자료 : 기획재정부

채권금리 하락에도 강해지는 고배당 상대강도



자료 : Wisefn, 신영증권 리서치센터

개인종합자산관리계좌(ISA) 세제지원 확대

		현 행	개 정 안	
			일반투자형 ISA	국내투자형 ISA(신설)
납입한도		연2천만원(총1억원)	연4천만원(총2억원)	
세 제 해 택	일반 투자자	비과세 한도 200만원 (서민·농어민형 400만원)	500만원 (서민·농어민형 1,000만원)	1,000만원 (서민·농어민형 2,000만원)
	한도 초과분	9% 분리과세	9% 분리과세	9% 분리과세
	금융소득 종합과세자	가입제한	가입제한	가입허용 (비과세 없이 14% 분리과세 적용)

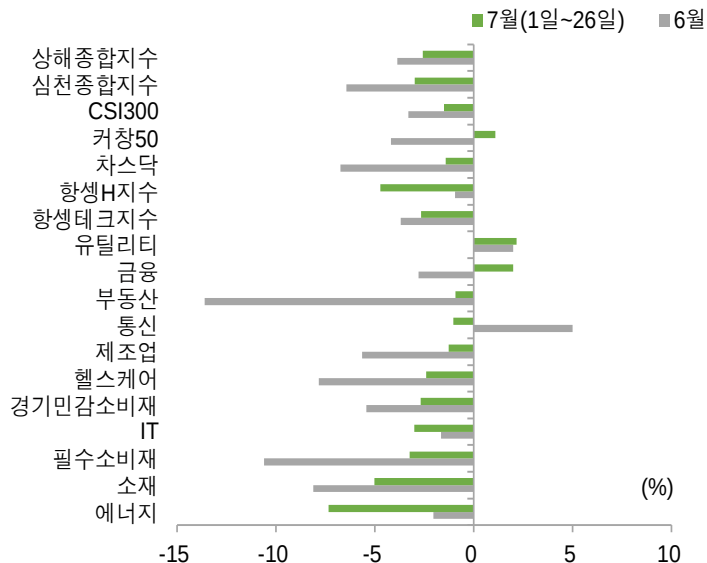
자료 : 기획재정부

[중국 주식] 중국 증시, 경기/지정학 우려 속 방향성 찾기

중국 '3중전회' 세척 및 부동산/유동성 지표 확인 필요

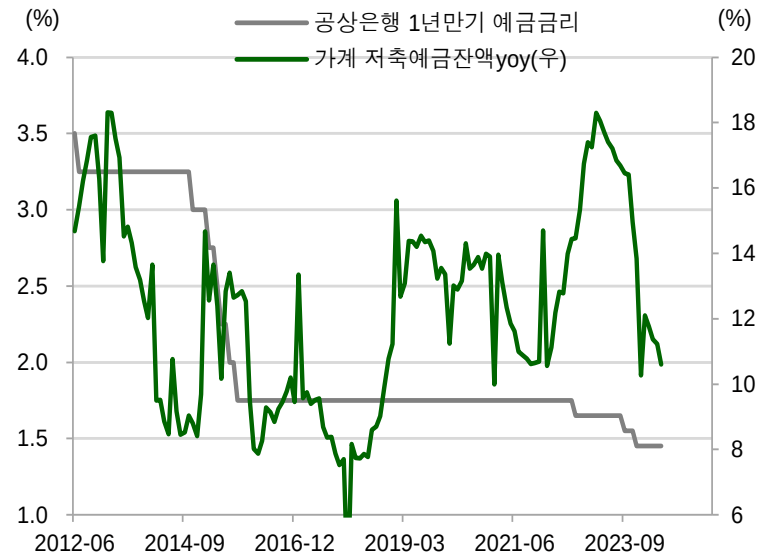
- 7월 상해종합지수 -2.6% (CSI300지수 -1.5%, 항셍H지수 -5.0%).
- 2분기 GDP성장률 예상치 하회 및 미국 대선 불확실성이 확대되면서 증시 변동성 UP
- '3중전회' 정책이 시장 예상을 하회했으나, 7월 22일/25일 LPR금리 및 예금금리 인하가 잇달아 시행되면서 가계 대출 반등 유효(가계 예금감소 → 부동산 상황율 상승)
- 중국 증시는 추후 '3중전회' 부동산 세척 및 부동산 거래량/가계 대출 등 지표 반등 여부에 따른 변동성 장세가 당분간 지속될 것으로 예상

7월 중국 증시, IT/에너지 업종 하락폭 확대



자료 : Wind, 신영증권 리서치센터

25일 중국 예금금리 인하, 예금감소/부동산 상황율 상승



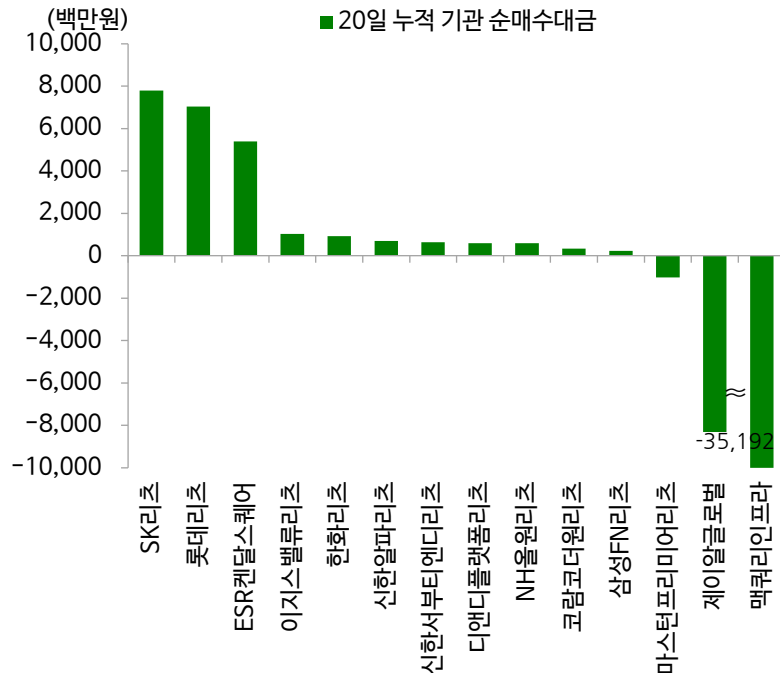
자료 : Wind, 신영증권 리서치센터

[리츠/부동산] 배당주에 성장주 매력을 더한다

적극적인 자산편입으로 성장 매력 부각

- 국내 상장 리츠/인프라 종목 간 수급 변화 뚜렷, 우량한 임차인을 중심으로 한 자산 안정성에 배당매력 높은 종목으로의 수급 이동(맥쿼리인프라 → SK리츠, 롯데리츠)
- 하반기 다수의 신규자산 편입 대기 중, 유상증자와 함께 자본, 자산의 성장에 주목
- 결론 : 국내 리츠 우호적인 수급 환경 지속, 하반기 유상증자는 변수, 최선호주 ESR켄달스퀘어리츠

국내 리츠/인프라 종목 기관 수급 변화



자료 : fnguide, 신영증권 리서치센터

국내 리츠 하반기 신규자산 편입

종목	비고
신한알파리츠	서초GS타워(편입완), 시청 씨티스퀘어
한화리츠	한화 장교빌딩 사옥
ESR켄달스퀘어리츠	이천 물류센터
삼성FN리츠	삼성화재 판교사옥
디앤디플랫폼리츠	명동N오피스 (SK디앤디 개발자산)
코람코라이프인프라리츠	DF빌딩 우선주
SK리츠	신규자산 편입 검토 중

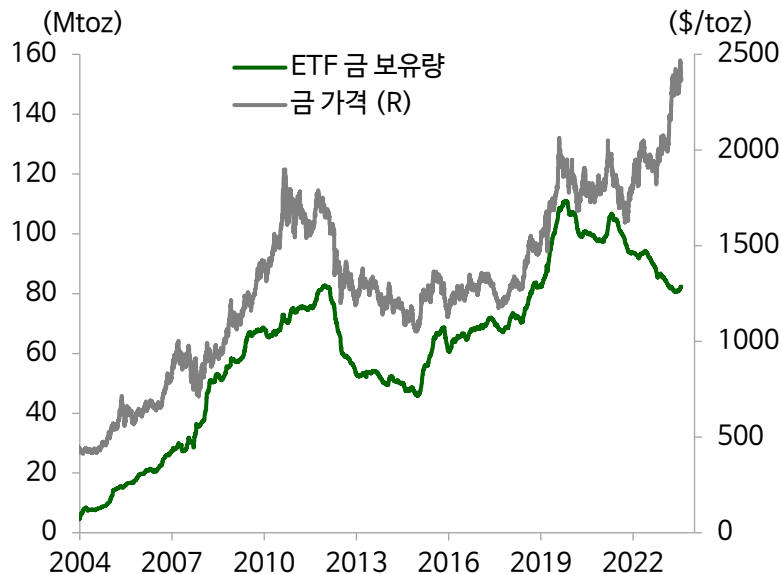
자료 : 신영증권 리서치센터

[금] 하반기 신고가를 경신할 수 밖에 없는 이유

기준 금리 인하 사이클 돌입에 따라 하반기 투자 수요 증가 예상

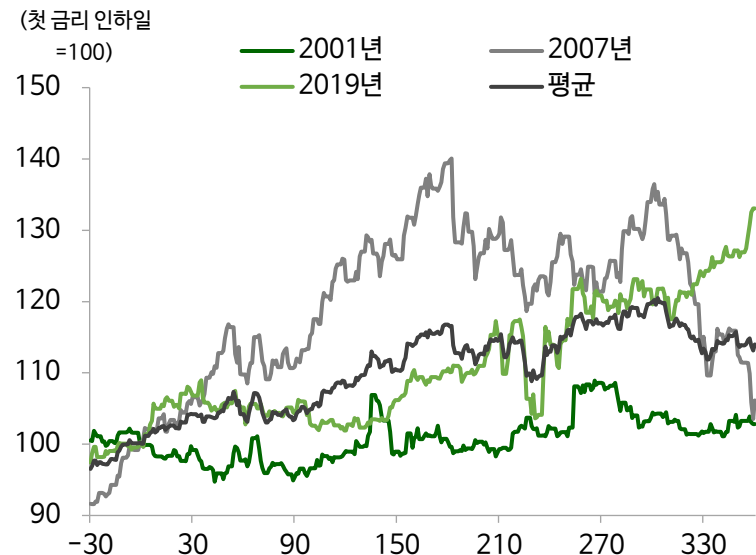
- 과거 미 대선과 금 가격 사이에는 유의미한 상관성이 거의 없으나, 바이든 대통령의 후보 사퇴에 따른 대선 정국 불확실성이 높아진 환경은 금 가격에 긍정적으로 작용할 것으로 판단
- 2000년 이후 금리 인하 국면에서 금 가격은 모두 중기적으로 상승. 현 상황은 2019년 보험성 금리 인하 사례와 가장 유사하다는 판단이며, 일차적으로 9월 FOMC 전까지 강세 모멘텀 존재 판단
- 결론: 하반기 금리 인하 사이클 전환에 따라 중앙은행, 리테일에 이어 ETF 중심의 투자 수요 증가 예상. 8월 단기 상승 모멘텀 발생 가능성 존재

최근 금 가격 상승은 투자 수요가 아닌 중앙은행 수요가 주도



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

2000년 이후 첫 금리 인하 이후 금 수익률 추이



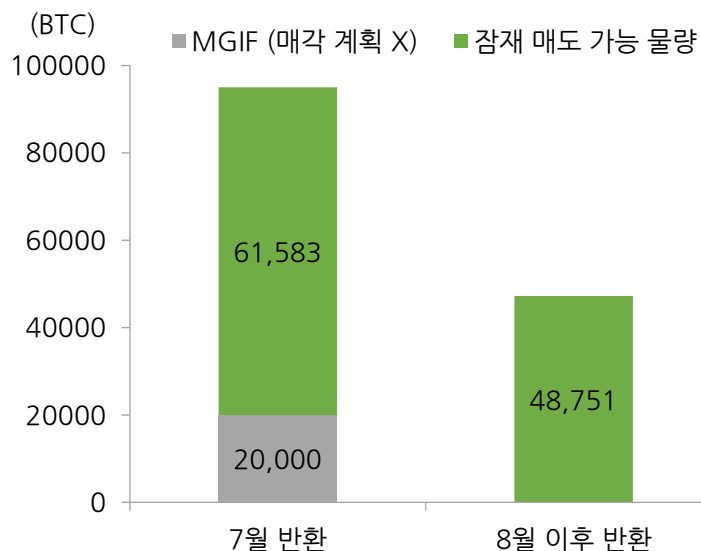
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터
주: 가로축은 첫 금리 인하일 기준

[디지털자산] 트럼프, 비트코인 포용 공식화

오버행 이슈 완화. 미 대선 정국, 기관투자자 채택 여부에 주목

- 7월 비트코인 가격은 마운트곡스 오버행 우려에도 트럼프 당선 가능성에 따른 디지털자산 산업 수혜 기대에 반등
- 트럼프, 비트코인 컨퍼런스 기조 연사로 참여해 미국 중심 비트코인 산업 증진 및 비트코인 전략 자산 방안 발표
- 마운트곡스의 채권자 상환 시작했으나 시장 우려 대비 수급은 안정적. 8월 이후 예정된 반환 물량은 소화 가능 수준
- 미시간주 연기금은 비트코인 현물 ETF 매입 발표. 8/15까지 13F 공시를 통해 2분기 추가적인 기관 투자 확인 가능
- 결론: 대선 정국에 따른 변동성 예상되나, 1) 경합주 트럼프 우세 현황, 2) 9월 FOMC 인하 기대, 3) 2분기 주요 기관의 비트코인 투자 현황 확인에 따라 강세 우위 예상

마운트 곡스 상환 시작



자료 : MT.GOX, Cryptoquant, 신영증권 리서치센터

2024 비트코인 컨퍼런스에서의 트럼프 전 대통령 발언 정리

구분	트럼프 후보 발언
미국 우선 (America First)	✓ 미국이 과학, 제조, 인공지능, 우주 분야를 선도하기 위해 가상자산, 비트코인 기술을 적극 수용해야 함
비트코인 인식	✓ 비트코인은 단순한 기술적 혁신이 아닌 협력과 인류 성취의 기적이며, 이는 미래의 주요 자산이 될 것으로 전망
CBDC 반대	✓ 미국이 CBDC를 도입하는 것을 반대 ✓ 셀프 수탁(self-custody) 권리를 보호할 것
에너지 정책	✓ AI 및 비트코인 채굴 전력을 공급하기 위해 미국의 에너지 생산을 확대하고, 저비용 전력을 제공
미국 정부의 비트코인 보유	✓ 미국 정부 보유 비트코인을 팔지 않고 전략적 국가자산으로 유지
경제 계획	✓ 무분별한 지출과 인플레이션을 억제하며, 세금 감면 및 규제 완화를 통해 경제를 활성화할 것

자료 : 신영증권 리서치센터

[ESG]주요국 정치 지형도 변화에 따라 청정에너지 산업 영향권에

트럼프의 영향 속 새로운 영국 정부 등장과 미국 민주당 후보 변경에 따른 ESG 시장 반응은?

- 미국 대선을 둘러싼 여러 이벤트 발생에 따른 ESG 시장 변동성 확대 경계
 - : 민주당 후보 해리스 부통령으로 변경 → 최근 조사한 지지율 조사에서 트럼프에 앞서 → 8월 7일 후보 변경 마무리 전망
 - : 강력하고 정교한 기후정책 의지를 피력한 해리스 후보의 강세로 청정에너지 등 친환경 관련 시장 반전 기대
- 새로운 영국 정부 'Great British Energy Bill (영국 에너지법)'의 도입을 발표(2024.7.25)
 - : 법안은 청정 에너지 프로젝트에 투자하고, 소유하고, 관리하는 새로운 국유회사를 설립하는 것을 목표로 함
 - : 노동당 정부는 청정에너지 강국 주장(육상 풍력 2배, 태양광 3배, 해상풍력 4배 공약)
- 결론: 새로운 영국 정부와 미국 대선 민주당의 해리스 후보 모두 청정 에너지 주장 → 미국 대선 진행 경과에 따라 영향 ↑

미국 민주당 대선 후보로 사실성 확정된 해리스 부통령



자료 : 언론, 연합뉴스, 신영증권 리서치센터

친환경을 강력히 주장한 노동당의 압승을 이끈 스타머 총리



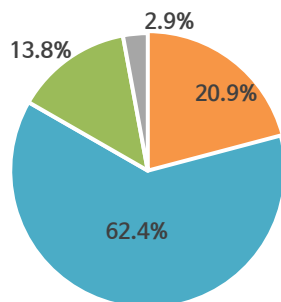
자료 : 언론, esgtoday, 신영증권 리서치센터



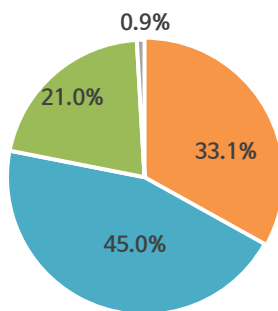
IV. 24.3분기 자산배분 의견

[4가지 고객 유형별] '24.3Q TAA 자산 배분 비중과 기대 수익률

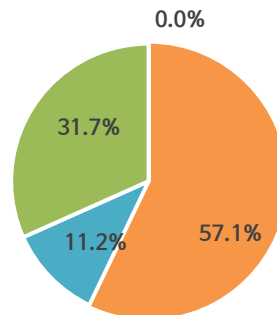
안정추구형



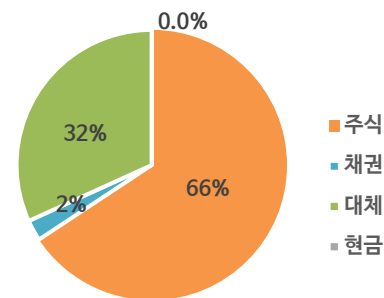
위험중립형



적극투자형



공격투자형



■ 주식
■ 채권
■ 대체
■ 현금

		향후 1년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	TAA
주식	DM	8.5	22.0	10.4
	한국	8.0	22.0	8.7
	EM	6.0	26.0	1.8
주식합계				20.9
채권	IG	4.2	5.3	22.5
	HY	5.9	7.5	23.0
	EM	6.1	7.7	16.9
채권합계				62.4
대체자산		7.0	25.0	13.8
현금		3.2	0.0	2.9
기대값		6.1	12.3	100.0

		향후 1년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	TAA
주식	DM	8.5	22.0	16.5
	한국	8.0	22.0	13.8
	EM	6.0	26.0	2.8
주식합계				33.1
채권	IG	4.2	5.3	16.2
	HY	5.9	7.5	16.6
	EM	6.1	7.7	12.2
채권합계				45.0
대체자산		7.0	25.0	21.0
현금		3.2	0.0	0.9
기대값		6.6	15.7	100.0

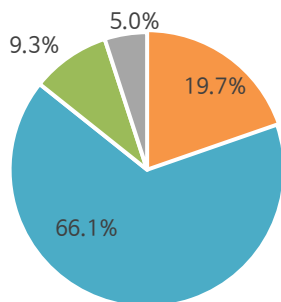
		향후 1년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	TAA
주식	DM	8.5	22.0	28.4
	한국	8.0	22.0	23.8
	EM	6.0	26.0	4.9
주식합계				57.1
채권	IG	4.2	5.3	4.1
	HY	5.9	7.5	4.1
	EM	6.1	7.7	3.0
채권합계				11.2
대체자산		7.0	25.0	31.7
현금		3.2	0.0	0.0
기대값		7.4	21.4	100.0

		향후 1년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	TAA
주식	DM	8.5	22.0	32.7
	한국	8.0	22.0	27.4
	EM	6.0	26.0	5.6
주식합계				65.7
채권	IG	4.2	5.3	0.9
	HY	5.9	7.5	0.9
	EM	6.1	7.7	0.7
채권합계				2.5
대체자산		7.0	25.0	31.8
현금		3.2	0.0	0.0
기대값		7.7	22.8	100.0

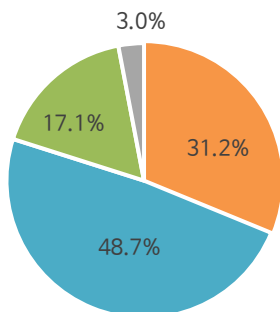
주1: 과거 성과가 미래의 수익률을 보장하지 않으며 위의 수익률은 이해를 돕기 위한 예시입니다.
 주2: 예상 수익률과 변동성은 신영증권 리서치센터 담당 애널리스트의 추정값에 의거하였습니다.
 자료: 신영증권 리서치센터

[4가지 고객 유형별] 2024Y SAA 자산 배분 비중

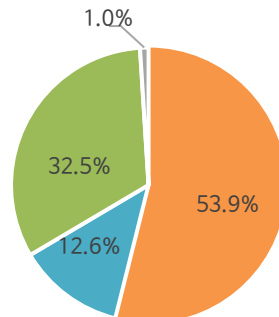
안정추구형



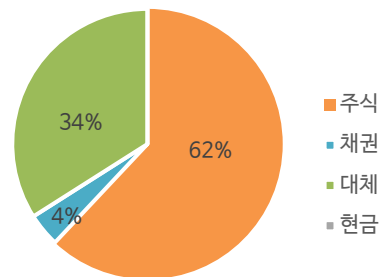
위험중립형



적극투자형



공격투자형



		향후 5년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	SAA
주식	DM	9.5	18.0	11.6
	한국	8.7	20.0	7.1
	EM	7.5	22.0	1.0
주식합계				19.7
채권	IG	4.0	5.4	25.3
	HY	6.0	7.5	27.6
	EM	5.8	8.5	13.2
채권합계				66.1
대체자산		7.7	28.0	9.3
현금		2.6	0.0	5.0
기대값		6.1	10.9	100.0

		향후 5년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	SAA
주식	DM	9.5	18.0	18.4
	한국	8.7	20.0	11.2
	EM	7.5	22.0	1.6
주식합계				31.2
채권	IG	4.0	5.4	18.6
	HY	6.0	7.5	20.3
	EM	5.8	8.5	9.7
채권합계				48.7
대체자산		7.7	28.0	17.1
현금		2.6	0.0	3.0
기대값		6.8	14.0	100.0

		향후 5년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	SAA
주식	DM	9.5	18.0	31.8
	한국	8.7	20.0	19.4
	EM	7.5	22.0	2.8
주식합계				53.9
채권	IG	4.0	5.4	4.8
	HY	6.0	7.5	5.3
	EM	5.8	8.5	2.5
채권합계				12.6
대체자산		7.7	28.0	32.5
현금		2.6	0.0	1.0
기대값		8.1	20.2	100.0

		향후 5년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	SAA
주식	DM	9.5	18.0	36.6
	한국	8.7	20.0	22.3
	EM	7.5	22.0	3.2
주식합계				62.0
채권	IG	4.0	5.4	1.5
	HY	6.0	7.5	1.7
	EM	5.8	8.5	0.8
채권합계				4.0
대체자산		7.7	28.0	34.0
현금		2.6	0.0	0.0
기대값		8.5	21.5	100.0

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

[4가지 고객 유형별] '24-2Q 대비 '24-3Q TAA 비중 변화

자산군	안정추구형	위험중립형	적극투자형	공격투자형
채권(Fixed Income)	-1.3%p	-1.9%p	-0.9%p	-1.3%p
선진국 투자등급 채권	-2.2%p	-2.0%p	-0.7%p	-0.6%p
선진국 하이일드 채권	-2.3%p	-2.1%p	-0.7%p	-0.6%p
신흥국 채권	3.2%p	2.1%p	0.4%p	-0.1%p
주식(Equity)	0.0%p	0.0%p	0.0%p	0.0%p
선진국 주식	0.0%p	0.0%p	0.0%p	0.0%p
한국 주식	0.0%p	0.0%p	0.0%p	0.0%p
한국 제외 신흥국 주식	0.0%p	0.0%p	0.0%p	0.0%p
대체(Alternatives)	2.0%p	2.9%p	1.0%p	1.4%p
현금(MMF 등)	-0.7%p	-1.0%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

[4가지 고객 유형별] '24 SAA 대비 '24-3Q TAA 비중 변화

자산군	안정추구형	위험중립형	적극투자형	공격투자형
채권(Fixed Income)	-3.6%p	-3.7%p	-1.4%p	-1.5%p
선진국 투자등급 채권	-2.7%p	-2.4%p	-0.8%p	-0.6%p
선진국 하이일드 채권	-4.6%p	-3.8%p	-1.1%p	-0.7%p
신흥국 채권	3.7%p	2.5%p	0.5%p	-0.1%p
주식(Equity)	1.3%p	1.8%p	3.2%p	3.7%p
선진국 주식	-1.2%p	-2.0%p	-3.4%p	-3.9%p
한국 주식	1.7%p	2.6%p	4.5%p	5.2%p
한국 제외 신흥국 주식	0.8%p	1.2%p	2.1%p	2.4%p
대체(Alternatives)	4.5%p	3.9%p	-0.8%p	-2.2%p
현금(MMF 등)	-2.1%p	-2.1%p	-1.0%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

[참고자료] '23Y SAA 대비 '24Y SAA 비중 차이

자산군	안정추구형	위험중립형	적극투자형	공격투자형
채권(Fixed Income)	-5.8%	-3.5%	-7.4%	-6.0%
선진국 투자등급 채권	-10.8%	-7.6%	-5.2%	-3.5%
선진국 하이일드 채권	1.7%	1.5%	-1.9%	-1.9%
신흥국 채권	3.2%	2.5%	-0.3%	-0.6%
주식(Equity)	4.7%	2.1%	2.9%	1.0%
선진국 주식	4.0%	3.5%	5.8%	5.6%
한국 주식	1.7%	0.7%	1.0%	0.3%
한국 제외 신흥국 주식	-1.0%	-2.2%	-3.9%	-4.8%
대체(Alternatives)	4.2%	2.5%	4.5%	5.0%
현금(MMF 등)	-3.0%	-1.0%	0.0%	0.0%
TOTAL	0.0%p	0.0%p	0.0%p	0.0%p

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

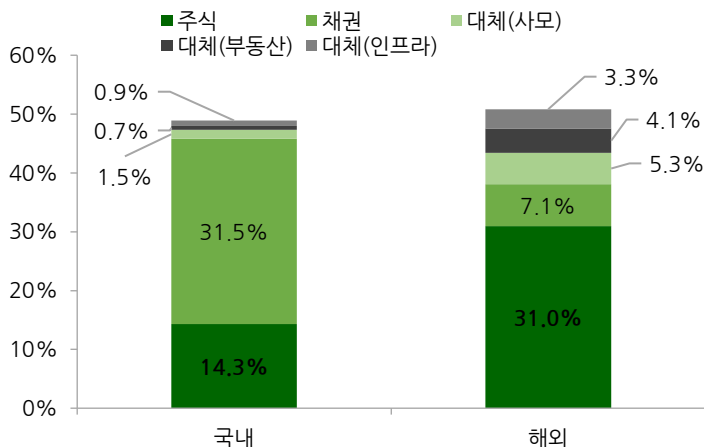
주2: (-) 비중 차이는 SAA 비중 대비 Underweight 조정된 것을 의미

[해외 투자비중 확대] KRW vs. USD : 외화 자산 보유를 통한 분산 효과 극대화

국내/해외 적정 투자비중 제안 : 56 : 44

- 2023년 국민연금의 국내 vs. 해외 투자비중은 49:51 수준으로 추정 : 국내주식(14.3%), 국내채권(31.5%), 해외주식(31.0%), 해외채권(7.1%), 국내대체(3.1%), 해외대체(12.8%), 단기자금(0.2%)
- 중립금리 상승에 따른 미국채(TR) 인덱스 수익률 상승. 미국채 샤프비율 총수익 관점 개선을 전망(원화 상대적 부진)
- 블랙 리터만 모델은 애널리스트 전망치 반영하여 샤프비율 최대화하는 방향으로 원화/외화 자산에 비중을 배분
- 그 결과 달러자산 강세를 반영하여 44 : 56 (해외 : 국내)

국민연금 기금운용본부 국내/해외 투자비중 49 : 51



주: 투자비중은 '23년 기말 투자잔액으로 역산. 대체투자 국내/해외 비중은 '22년 비중 활용
자료: NPS, 신영증권 리서치센터

원화/외화 자산 전망 : 달러자산의 샤프비율 개선과 우위

	연율화 수익률	연율화 변동성	샤프비율
과거 데이터			
미국채 인덱스	3.16%	4.73%	0.6671
국고채 인덱스	4.19%	4.17%	1.0064

미국채 샤프비율 개선 :
수익률 ▲ 변동성 ▼



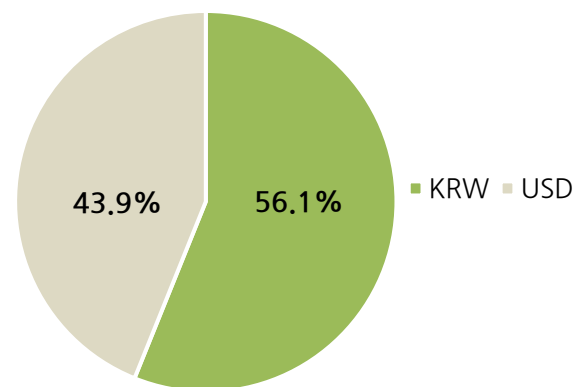
국고채 샤프비율 악화 :
수익률 ▼ 변동성 ▲

Analyst
전망치

	예상 수익률	예상 변동성	샤프비율
Analyst 전망치			
미국채 인덱스	3.50%	4.60%	0.7609
국고채 인덱스	3.70%	4.20%	0.8810

주: Bloomberg US Govt Aggregate bond index, KIS 국채종합지수 사용
자료: 신영증권 리서치센터

블랙 리터만 모델 원화/외화자산 비중 56 : 44



자료: 신영증권 리서치센터



V. 자산배분 방법론

- Capital Market Assumption
 - 인플레이션 헷지와 5:3:2 포트폴리오
 - 상관계수 매트릭스
 - 자산배분 방법론 소개 : 리스크-패리티, 블랙-리터만
- 

[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

공급망 재편

- 에너지 안보, 식량 안보
- 신뢰할 수 있는 정부와 제도
- 국유화와 포퓰리즘 리스크

인플레이션

- 고착화된 인플레이션 압력
- 비용 리스크 = 단가 인상 기회
- 외형이 중요해지는 시기
- 재고 사이클의 회복

CAPEX

- 아웃소싱보다는 인소싱
- 자동화 / 로봇
- 내재화

재정정책

- 통화정책의 유용성 후퇴
- 큰 정부, 직접적인 타겟 자금 지원
- 법인세 : Tax Haven 무용론

인구구조

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

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 < DM주식 등이 특징
- 그러나 향후 5년간 세계화의 후퇴, 지정학적 위험 증가, 인플레이션이 주요 주제가 된다면
 - (인플레이션 헷지) 채권과 EM 자산의 위험조정 수익률 약화가 예상되며
 - (큰 정부) 정부의 규제 리스크를 포트폴리오에 반영할 필요가 있으며
 - (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			2011~			향후 5년 Forecast		
		수익률	표준편차	Sharpe	수익률	표준편차	Sharpe	수익률	표준편차	Sharpe
주식	DM	6.35	15.78	0.40	9.47	14.69	0.65	9.5	18.0	0.53
	EM	7.03	22.98	0.31	3.05	18.51	0.16	7.5	22.0	0.34
	미국	7.26	15.64	0.46	12.57	14.69	0.86	-	-	-
	유럽	4.72	18.41	0.26	5.69	17.02	0.33	-	-	-
	일본	3.72	16.38	0.23	5.12	14.17	0.36	-	-	-
	중국	5.18	28.27	0.18	1.34	23.03	0.06	-	-	-
	한국	6.21	22.65	0.27	1.65	16.14	0.10	8.7	20.0	0.44
채권	IG	4.11	6.63	0.62	1.99	6.35	0.31	4.0	5.4	0.74
	HY	7.43	9.92	0.75	4.72	8.57	0.55	6.0	7.5	0.80
	EM	8.09	11.61	0.70	3.52	7.30	0.48	5.8	8.5	0.68
대체	인프라	8.66	15.92	0.54	6.07	15.92	0.38	7.7	28.0	0.28
	부동산	8.83	19.19	0.46	7.24	16.95	0.43			
	원자재	5.29	16.84	0.31	(0.52)	17.06	(0.03)			

주1: 한국주식은 데이터의 사용기간 제약으로 TR Index 아닌 KOSPI Index 사용, 해외주식은 MSCI(1999~), 채권은 Barclays USD unhedged(1993~)

대체투자는 S&P Global 인프라, 다우존스 US 부동산, CRB 기준

주2: 모든 수치는 로그 수익률, Total Return, CAGR 기준으로 산출

자료: 신영증권 리서치센터

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

자산군별 기대 수익률 추정 근거와 기초 가정

		5년 예상 기대수익률	5년 예상 변동성	근거
주식 (Equity)	선진국 주식	9.5	18.0	- 중물가 중금리 환경 : DM 주식시장의 기대 수익률과 변동성은 과거 20년 평균 수준으로 회귀할 것 - 통상 기대수익률은 명목 GDP 성장률과 배당 수익률의 합에 수렴하는데 1990년 이후 선진국 명목 GDP 성장률은 4.5~5.0%, 배당수익률 3%로 평균 기대수익률은 7.5~8.0% 수준 - 2020년 이후 기대 인플레이션이 2%에서 3~3.5% 상향되었다고 가정, 9.5%의 기대 수익률 설정
	한국 주식	8.7	20.0	- 한국의 과거 10년간 명목 GDP 성장률 평균은 4.4% 수준. 여기에 배당수익률 2.3%를 더한 6.7%가 지금까지의 적정 기대 수익률 - 그러나 향후 인플레이션 기대 심리 고착화(+1.0%P), 상속세 개편 및 배당제도 선진화/주주환원 확대에 따른 배당수익률 제고(+1.0%P) 감안해 기대수익률 8.7% 제시
	EM 주식	7.5	22.0	- 중국은 코로나 이후 소비회복 지연 및 인구 감소 등 구조적 변화로 인해 저성장 국면으로 진입 - 중국 향후 5년간 명목 GDP성장률 평균은 약 4%~5% 정도 예상. 중국 정부의 주주환원 정책 강화로 배당수익률 3% 예상. 단 중국 디플레이션/ 지정학적 리스크를 감안해 기대수익률 7.5% 제시
채권 (Fixed Income)	IG 채권	4.0	5.4	- 글로벌 금리는 2021년을 기점으로 2010년대 추세를 상회, 저금리 기조에서 벗어나 중금리 수준 예상 - 금리는 과거 실질 GDP성장률에 보다 민감하게 반응했으나 최근 명목성장률의 설명력 높은 편 - 극단적인 고변동성 장세는 통과한 것으로 판단. 향후 일정수준 금리 인하 동반하며 변동성 완화 전망
	HY 채권	6.0	7.5	
	EM 채권	5.8	8.5	
대체자산		7.7	28.0	- 기준금리 불확실성이 완화되면서 관망으로 인해 중단되었던 실물자산 거래 확대될 것으로 전망, 자산 편출입에 따른 변동성 확대, 과거 5개년 평균 수준으로 정상화될 것 - 미국/유럽 중심으로 재택근무 문화 정착에 따라 오피스 자산 가격 영국적인 타격, 중금리 감안+5개년 평균 Yield Gap 대비 20% 할증 요인, 기대수익률 7.7% 제시
현금자산		2.6	0.0	- 한국은행 제시 잠재성장률 1%대 후반, 명목 중립금리는 2.25~2.75% 수준 추정 - 향후 5년간 기준금리 전망, 국내 가계부채와 부동산시장 문제 감안 금리 하단 제약, 2.6% 내외로 예상

주1: 국내주식은 KOSPI Index, 해외주식은 MSCI(1999~), 채권은 Barclays USD unhedged(1993~), 대체투자는 S&P Global 인프라, 다우존스 US 부동산, CRB 기준

주2: 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	1년 예상 변동성	근거
주식 (Equity)	선진국 주식	8.5	22.0	- US, Tech 쏠림 현상 해소 필요. Non-US, Non-Tech 시장으로 확산 및 로테이션 전망 - 전분기 대비 TAA 기대 수익률은 유지하되 예상 변동성은 소폭 상향
	한국 주식	8.0	22.0	- 밸류업 프로그램 등 정책 모멘텀 확대에 하방 경직성 강화 - 전분기 대비 TAA 기대 수익률과 변동성은 동일하게 유지. 안정적 궤적 기대
	EM 주식	6.0	26.0	- 중국 정부의 밸류업 및 산업 부양 정책을 강화하면서 경기 회복 기대감으로 증시 상승세 지속 예상 - 단 정치적인 차이나디스카운트 요인으로 SAA대비 상대적으로 낮은 기대수익률 제시
채권 (Fixed Income)	IG 채권	4.2	5.3	- 2분기 글로벌 국채금리 국가별 차별화 심화, 주요국 크레딧 스프레드는 크게 축소되며 가격 메리트 축소 - 유럽지역 위주로 선진국 금리 인하 시작되고 있지만 중단기적으로 자본차익 기대는 크지 않은 편 - 금리 방향성의 중장기적인 추세가 잡히고 있어 정치적 불확실성에도 변동성은 최근 2년 대비 축소 예상
	HY 채권	5.9	7.5	
	EM 채권	6.1	7.7	
대체자산		7.0	25.0	- (부동산) 인플레이션 둔화 기준금리 인하 방향성 유지, 거래 회복세 뚜렷 - 2분기 금리 인하 향방에 대한 불안감이 3분기부터는 점차 완화, spread 축소되면서 거래 회복 전망 - 데이터센터, 주거, 헬스케어 등 섹터 유망, 오피스 역시 신규공급 부족 적체되면서 점진적 회복 기대
현금자산		3.2	0.0	- 현재 시장금리는 1회 금리 인하 기대 온전히 반영, 기준금리는 향후 1년간 2회(50bp) 인하 전망 - 향후 1년 기준금리, CD금리 등 무위험지표 추세 감안 안 향후 5년 대비 높은 3.2% 내외로 예상

주1: 국내주식은 KOSPI Index, 해외주식은 MSCI(1999~), 채권은 Barclays USD unhedged(1993~), 대체투자는 S&P Global 인프라, 다우존스 US 부동산, CRB 기준

주2: 모든 수치는 로그 수익률, Total Return, CAGR 기준으로 산출

자료: 신영증권 리서치센터

[50:30:20 포트폴리오] 안정적 위험관리 = 안정적 수익창출

단일 자산별 수익률과 50/30/20 포트폴리오 수익률 추이

	2003.12	2004.12	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12	2009.12	2010.12	2011.12	2012.12	2013.12	2014.12
중국	87.6	리츠 31.2	한국 54	중국 82.9	중국 66.2	글로벌 채권 4.8	신용국 70.4	리츠 26.9	신용국 크레딧 8	중국 23.1	미국 32.6	리츠 27.2
신용국	48.4	인프라 30.7	신용국 26.2	인프라 39.5	신용국 37	신용국 크레딧 -11.7	중국 62.6	한국 21.9	리츠 6	신용국 20.7	선진국 27.4	미국 13.4
인프라	40.2	원자재 18.2	원자재 23	리츠 35.5	한국 32.3	하이일드 -26.9	하이일드 59.4	신용국 19.1	글로벌 채권 5.6	하이일드 19.6	인프라 15	인프라 13
리츠	36.9	선진국 15.2	중국 19.8	신용국 31.1	인프라 23.2	60/40 포트 -30.8	한국 49.7	원자재 17.6	하이일드 3.1	리츠 18.9	60/40 포트 7.5	중국 8.3
50/30/20 포트	36.7	신용국 14.9	50/30/20 포트 15.3	50/30/20 포트 22.1	원자재 22.2	50/30/20 포트 -31.6	60/40 포트 41.9	미국 15.4	미국 2	신용국 크레딧 18.6	하이일드 7.3	신용국 크레딧 7.6
60/40 포트	36.6	50/30/20 포트 14.8	인프라 15	60/40 포트 21.3	60/40 포트 20.2	원자재 -35	50/30/20 포트 40.9	하이일드 14.8	인프라 -0.4	선진국 16.5	50/30/20 포트 7.1	선진국 5.5
선진국	33.8	하이일드 13.2	60/40 포트 14.5	선진국 20.7	50/30/20 포트 18.3	미국 -37.1	리츠 30.8	50/30/20 포트 14.6	50/30/20 포트 -2.3	60/40 포트 16.3	중국 4	50/30/20 포트 4.8
하이일드	32.4	신용국 크레딧 11.8	신용국 크레딧 10.8	미국 15.3	선진국 9.6	인프라 -39	선진국 30.8	60/40 포트 13.7	60/40 포트 -2.7	미국 16.1	신용국 3.1	60/40 포트 4.3
한국	29.2	60/40 포트 11.7	선진국 10	하이일드 13.7	글로벌 채권 9.5	리츠 -40.1	신용국 크레딧 28.8	선진국 12.3	선진국 -5	50/30/20 포트 14.9	리츠 1.8	신용국 3.2
미국	29.1	미국 10.7	리츠 9.6	신용국 크레딧 10.3	미국 6	선진국 -40.3	미국 27.1	신용국 크레딧 12.2	원자재 -8.2	인프라 11.9	한국 0.7	글로벌 채권 0.6
신용국 크레딧	25.9	한국 10.5	미국 5.7	글로벌 채권 6.6	신용국 크레딧 5.9	한국 -40.7	인프라 25.3	인프라 5.8	한국 -11	한국 9.4	글로벌 채권 -2.6	하이일드 0
원자재	24.2	글로벌 채권 9.3	하이일드 3.6	한국 4	하이일드 3.2	신용국 -50.5	원자재 23.6	글로벌 채권 5.5	신용국 -13.9	글로벌 채권 4.3	원자재 -5	한국 -4.8
글로벌 채권	12.5	중국 1.9	글로벌 채권 -4.5	원자재 -2.9	리츠 -18.1	중국 -50.8	글로벌 채권 6.9	중국 4.8	중국 -18.2	원자재 -3.3	신용국 크레딧 -6.4	원자재 -17.9

주1: 수익률은 YTD 기준(각 연도별 초기값 대비 기말 기준 수익률)

주2: 한국은 KOSPI Index, 해외주식은 MSCI Index

주3: Bloomberg global aggregate credit TR unhedged us, Bloomberg Global High Yield Total Return Index Value Unhedged, Bloomberg EM USD Aggregate Total Return Index Value Unhedged

주4: S&P Global Infrastructure Index (TR), Dow Jones US Real Estate Index Total Return, Refinitiv/CoreCommodity CRB(R) Index Total Return

주5: 모든 데이터는 2003년 1월 2일~ 24년 6월 28일 종가데이터 사용

자료: 신영증권 리서치센터

[50:30:20 포트폴리오] 안정적 위험관리 = 안정적 수익창출

단일 자산별 수익률과 50/30/20 포트폴리오 수익률 추이

2015.12		2016.12		2017.12		2018.12		2019.12		2020.12		2021.12		2022.12		2023.12		2024.06	
한국	2.4	하이일드	14.3	중국	54.3	글로벌 채권	-1.2	미국	31.6	한국	30.8	리츠	39	원자재	22	미국	27.1	미국	14.9
리츠	2.1	인프라	12.4	신흥국	44	리츠	-4	리츠	28.9	신흥국	30.4	원자재	38.5	50/30/20 포트	1.6	선진국	24.4	원자재	13.1
미국	1.3	미국	11.6	선진국	23.1	하이일드	-4.1	선진국	28.4	중국	29.7	미국	27	인프라	-0.2	한국	18.7	선진국	12.0
신흥국 크레딧	0.8	신흥국 크레딧	10.2	60/40 포트	22.9	미국	-4.5	인프라	27	미국	21.4	선진국	22.3	하이일드	-12.7	하이일드	14	신흥국	9.6
선진국	-0.3	원자재	9.7	미국	21.9	신흥국 크레딧	-5.2	중국	23.7	60/40 포트	19.4	인프라	11.9	60/40 포트	-15.2	50/30/20 포트	13.8	한국	5.4
60/40 포트	-1.9	50/30/20 포트	8.3	한국	21.8	선진국	-8.2	신흥국	21.4	선진국	16.5	50/30/20 포트	6.8	글로벌 채권	-16.2	60/40 포트	13.3	중국	4.8
하이일드	-2.7	선진국	8.2	50/30/20 포트	20.8	50/30/20 포트	-8.8	50/30/20 포트	19.5	50/30/20 포트	14.7	한국	3.6	선진국	-17.7	리츠	12.2	인프라	4.0
글로벌 채권	-3.2	60/40 포트	7.7	인프라	20.1	60/40 포트	-8.9	60/40 포트	18.3	글로벌 채권	9.2	60/40 포트	1.5	신흥국 크레딧	-18.4	신흥국 크레딧	10.8	50/30/20 포트	3.5
50/30/20 포트	-3.7	신흥국	7.6	신흥국 크레딧	10.5	인프라	-9.5	신흥국 크레딧	16.1	하이일드	7	하이일드	1	미국	-19.5	글로벌 채권	9.2	하이일드	3.2
중국	-7.6	리츠	7.6	하이일드	10.4	원자재	-10.7	하이일드	12.6	신흥국 크레딧	5.8	신흥국 크레딧	-2.1	중국	-21.8	인프라	6.8	신흥국 크레딧	2.1
신흥국	-9.9	한국	3.3	리츠	9.8	신흥국	-16.2	원자재	11.8	리츠	-5.3	글로벌 채권	-4.7	신흥국	-23.2	신흥국	5.1	60/40 포트	1.6
인프라	-11.5	글로벌 채권	2.1	글로벌 채권	7.4	한국	-17.3	한국	7.7	인프라	-5.8	신흥국	-9	한국	-24.9	원자재	0	글로벌 채권	-1.1
원자재	-23.4	중국	1.1	원자재	1.7	중국	-18.7	글로벌 채권	6.8	원자재	-9.3	중국	-21.6	리츠	-25.2	중국	-11	리츠	-2.9

주1: 수익률은 YTD 기준 (각 연도별 초기값 대비 기말 기준 수익률)

주2: 한국은 KOSPI Index, 해외주식은 MSCI Index

주3: Bloomberg global aggregate credit TR unhedged us, Bloomberg Global High Yield Total Return Index Value Unhedged, Bloomberg EM USD Aggregate Total Return Index Value Unhedged

주4: S&P Global Infrastructure Index (TR), Dow Jones US Real Estate Index Total Return, Refinitiv/CoreCommodity CRB(R) Index Total Return

주5: 모든 데이터는 2003년 1월 2일 ~ 24년 6월 28일 종가데이터 사용

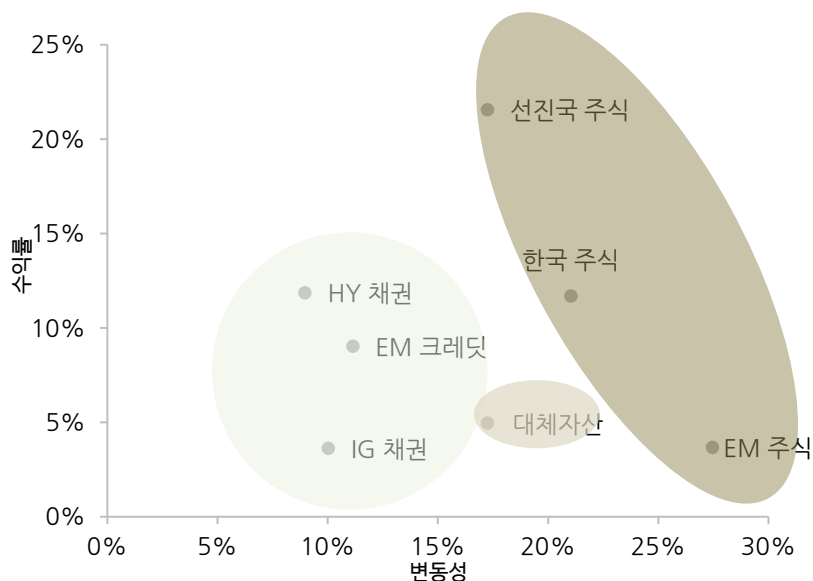
자료: 신영증권 리서치센터

[5년 자산시장 전망 예측] 자산군별 기대수익률과 변동성의 변화

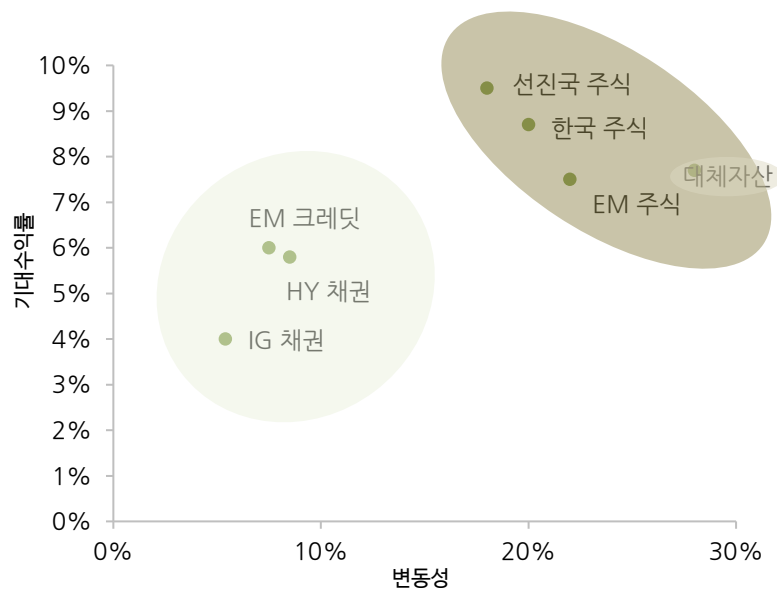
금리인하 경로 가시화 : 위험자산 샤프비율 개선 흐름의 강화

- 위험자산의 경우 선진국 주식 중심의 개선 흐름이 Non-US 지역과 부동산, 리츠 등 대체자산으로 확산될 전망
- 절대금리 레벨 상승으로 강화되었던 채권자산의 수익성 개선 흐름은 소강 국면 진입할 것

과거 평균-분산 산포도



5년 예상 평균-분산 산포도



주1: 평균, 분산 값 산출 시 2022/07/02~2023/12/31 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 (1) : 장기시계열 관점 평균(Mean)

코로나 이전까지 자산별 상관계수

- 2000년 1월 ~ 2020년 3월 이전까지의 데이터 사용
- 팬데믹 이전까진 안전자산과 위험자산의 부(-)의 관계 성립되며 포트폴리오 구성을 통한 분산효과 발생
- '주식-채권/ EM 주식-리츠/ 글로벌 채권-리츠'간 상관계수가 낮아 포트폴리오 편입할 경우 분산효과 ▲
- 장기시계열 관점에서 한국주식은 신흥국 증시와 유사한 상관관계를 지닌 것으로 나타남

	신흥국 주식	선진국 주식	미국 주식	한국 주식	중국 주식	글로벌 채권	하이일드	신흥 크레딧	인프라	리츠	원자재
신흥국 주식	1.0000	0.4450	0.2220	0.8466	0.8530	0.1233	0.4637	0.3664	0.4986	0.0992	0.2359
선진국 주식	0.4450	1.0000	0.8975	0.3648	0.4191	0.0731	0.5044	0.4330	0.8543	0.6087	0.4277
미국주식	0.2220	0.8975	1.0000	0.1902	0.2247	-0.1141	0.2881	0.2936	0.6457	0.7286	0.3153
한국주식	0.8466	0.3648	0.1902	1.0000	0.5943	0.0492	0.3566	0.2843	0.3794	0.0918	0.1880
중국주식	0.8530	0.4191	0.2247	0.5943	1.0000	0.1018	0.4027	0.3306	0.4811	0.0986	0.2196
글로벌 채권	0.1233	0.0731	-0.1141	0.0492	0.1018	1.0000	0.4408	0.3597	0.2928	-0.0184	0.1371
하이일드	0.4637	0.5044	0.2881	0.3566	0.4027	0.4408	1.0000	0.7013	0.5941	0.1652	0.3271
신흥 크레딧	0.3664	0.4330	0.2936	0.2843	0.3306	0.3597	0.7013	1.0000	0.4988	0.2189	0.2791
인프라	0.4986	0.8543	0.6457	0.3794	0.4811	0.2928	0.5941	0.4988	1.0000	0.4579	0.4748
리츠	0.0992	0.6087	0.7286	0.0918	0.0986	-0.0184	0.1652	0.2189	0.4579	1.0000	0.1955
원자재	0.2359	0.4277	0.3153	0.1880	0.2196	0.1371	0.3271	0.2791	0.4748	0.1955	1.0000

주1 : 2000/01 ~ 2020/03 까지 로그수익률 사용

주2 : "단일 자산별 수익률과 포트폴리오 수익률 차이"와 동일

자료: 신영증권 리서치센터

[자산간 상관관계수 매트릭스] 분산효과 측정 (2) : 자산동조화 현상

COVID-19 이후 상관관계는 상승 : 1) 초기 투매현상 2) 유동성 장세 3) 금리인상 충격

- '20년 3월 ~ '23년 12월까지의 데이터 사용
- 1) 코로나 발병 당시 초기 투매현상이 발생하고 2) 저금리 환경과 유동성 공급 영향을 받으며 동반 하락 후 상승
- 3) 이후 금리인상 충격이 더해지며 채권과 주식은 동반 하락을 지속
- 주식, 채권, 리츠 자산의 상관관계는 음(-)에서 양(+)의 관계로 변화(자산동조화 현상)

	신흥국 주식	선진국 주식	미국 주식	한국 주식	중국 주식	글로벌 채권	하이일드	신흥 크레딧	인프라	리츠	원자재
신흥국 주식	1.0000	0.6552	0.5892	0.7404	0.9109	0.5750	0.6308	0.5811	0.5799	0.4996	0.4134
선진국 주식	0.6552	1.0000	0.9788	0.7606	0.4349	0.7176	0.8576	0.7537	0.8682	0.8484	0.4316
미국주식	0.5892	0.9788	1.0000	0.6943	0.3808	0.6750	0.8134	0.6945	0.8019	0.8550	0.4059
한국주식	0.7404	0.7606	0.6943	1.0000	0.4691	0.6334	0.7658	0.6744	0.7561	0.6313	0.4642
중국주식	0.9109	0.4349	0.3808	0.4691	1.0000	0.3730	0.4000	0.3772	0.3643	0.3049	0.3149
글로벌 채권	0.5750	0.7176	0.6750	0.6334	0.3730	1.0000	0.8830	0.8730	0.7201	0.7117	0.2774
하이일드	0.6308	0.8576	0.8134	0.7658	0.4000	0.8830	1.0000	0.9263	0.8533	0.8148	0.4406
신흥 크레딧	0.5811	0.7537	0.6945	0.6744	0.3772	0.8730	0.9263	1.0000	0.7668	0.7001	0.3497
인프라	0.5799	0.8682	0.8019	0.7561	0.3643	0.7201	0.8533	0.7668	1.0000	0.8384	0.4969
리츠	0.4996	0.8484	0.8550	0.6313	0.3049	0.7117	0.8148	0.7001	0.8384	1.0000	0.3681
원자재	0.4134	0.4316	0.4059	0.4642	0.3149	0.2774	0.4406	0.3497	0.4969	0.3681	1.0000

주1 : 2020/03 ~ 2023/12 로그수익률 사용

주2 : "단일 자산별 수익률과 포트폴리오 수익률 차이"와 동일

자료: 신영증권 리서치센터

[자산간 상관계수 매트릭스] 분산효과 측정 (3) : Mean-Reversion

고금리 국면 중반부 : 위험-안전자산의 부(-)의 상관관계 재림

- 2020-2023년까지의 상관계수에 비해 유의미한 상관계수 감소 발생한 경우 표시(■)
- 2024년 YTD 수익률 데이터 사용. 자산시장별 차별화가 심화되는 양상
- 주식-채권자산 사이 위험-안전자산 관계는 부(-)의 관계로 다시 전환 중 : 1) 포트폴리오 분산 효과 발생
- 주식시장은 경기 펀더멘털에 따른 차별화도 심화. 2) US vs. Non US의 지역간 차별화 진행

	신흥국 주식	선진국 주식	미국 주식	한국 주식	중국 주식	글로벌 채권	하이일드	신흥 크레딧	인프라	리츠	원자재
신흥국 주식	1.0000	0.2993	0.2176	0.7052	0.7814	0.0629	0.2433	0.2166	0.1429	0.1436	0.0618
선진국 주식	0.2993	1.0000	0.9463	0.1551	0.1997	0.3986	0.6004	0.4478	0.4451	0.5684	-0.0075
미국주식	0.2176	0.9463	1.0000	0.0935	0.1607	0.2337	0.3965	0.2952	0.2874	0.5229	-0.0644
한국주식	0.7052	0.1551	0.0935	1.0000	0.2884	-0.1577	0.0578	0.0461	-0.0415	0.0040	-0.0558
중국주식	0.7814	0.1997	0.1607	0.2884	1.0000	0.0505	0.1305	0.0976	0.1463	0.1086	0.1235
글로벌 채권	0.0629	0.3986	0.2337	-0.1577	0.0505	1.0000	0.8393	0.8392	0.6259	0.5655	-0.0471
하이일드	0.2433	0.6004	0.3965	0.0578	0.1305	0.8393	1.0000	0.8834	0.6612	0.5864	0.0657
신흥 크레딧	0.2166	0.4478	0.2952	0.0461	0.0976	0.8392	0.8834	1.0000	0.5854	0.5627	0.0016
인프라	0.1429	0.4451	0.2874	-0.0415	0.1463	0.6259	0.6612	0.5854	1.0000	0.6600	0.0751
리츠	0.1436	0.5684	0.5229	0.0040	0.1086	0.5655	0.5864	0.5627	0.6600	1.0000	-0.1138
원자재	0.0618	-0.0075	-0.0644	-0.0558	0.1235	-0.0471	0.0657	0.0016	0.0751	-0.1138	1.0000

주1 : 2024/01 ~ 2024/06 로그수익률 사용

주2 : “단일 자산별 수익률과 포트폴리오 수익률 추이”와 동일

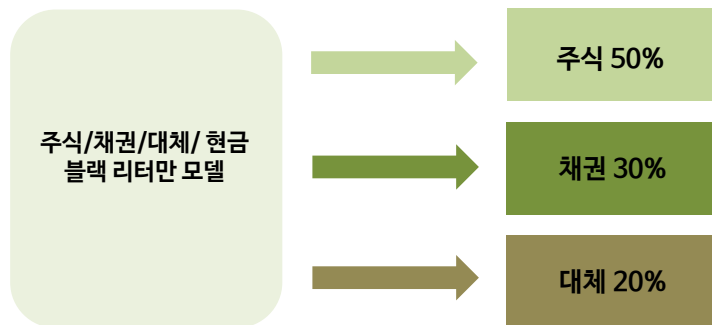
자료: 신영증권 리서치센터

[자산배분모델 최적화] 블랙리터만 포트폴리오 (1)

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

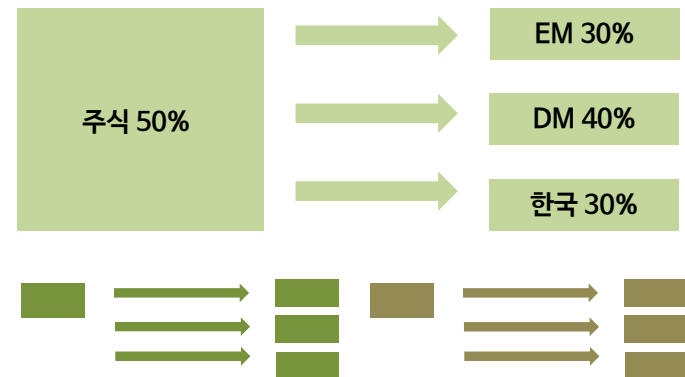
- 애널리스트의 장기적 관점을 바탕으로 포트폴리오 구성(당사의 '장기주의 Long-termism' 투영)
- 안정형/ 중립형/ 적극형/ 공격형 4개 군의 고객성향에 따라 맞춤형 주식/ 채권/ 대체/ 현금 비중 제시
- 자산시장별 비중을 산출하기 위한 1차 최적화(주식 vs. 채권 vs. 대체 vs. 현금)
- 이후 자산시장 및 종류별 세부 인덱스에 대한 2차 최적화 진행 (DM 주식 vs. 한국 주식 vs. EM 주식)

블랙-리터만 포트폴리오를 활용한 주식/채권/대체 비중 산출



자료: 신영증권 리서치센터

블랙-리터만 모델을 통한 세부 BM별 비중 산출



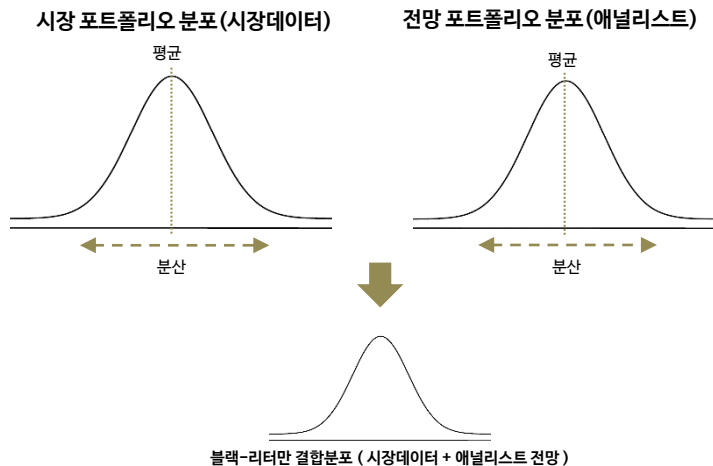
자료: 신영증권 리서치센터

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

블랙-리터만 모델 : 미래 투자 전망을 비중으로 표현하는 포트폴리오

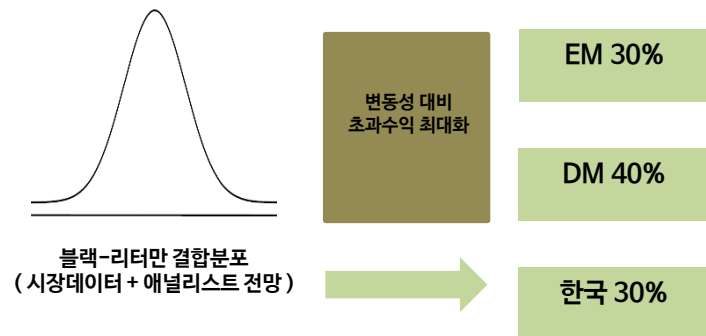
- 자산시장별 기대수익과 변동성에 대한 담당 애널리스트 전망을 반영
- 평균과 분산으로 이루어진 전망치는 시장데이터와 결합분포를 생성
- 결합분포를 고려하여 위험 대비 초과수익을 최대화하는 비중을 산출

블랙-리터만 결합분포 생성 원리



자료: 신영증권 리서치센터

결합분포를 바탕으로 샤프비율 최적화 비중 산출



자료: 신영증권 리서치센터

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.