

신영 자산배분전략

4월 : 달러의 왕좌가 흔들린다

- 3월 자산시장 리뷰: 관세와 물가 우려 속 피어나는 Non-US
- 약해지는 달러, 강해지는 Non-US 흐름
- 관세에 감세까지 더해진 세상
- 공간을 푸는 유럽과 중국

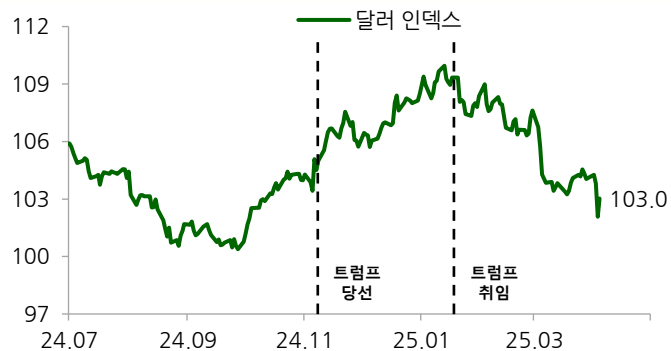
분석의 기본 가정

- 트럼프 행정부 보호무역 정책 지속
- 글로벌 경기 둔화
- 중앙은행 금리인하 사이클 지속

리서치센터 총괄 김학균
퀀트/자산배분솔루션 강기훈
크레딧 전략 이경록
채권/FX전략 조용구
중국 전략 성연주

리츠/부동산 박세라
ESG 오광영
금/디지털자산 임민호
해외주식 이상연

하락하고 있는 달러 인덱스



[요약] 4월 : 달러의 왕좌가 흔들린다

• 스태그플레이션 망령을 소환한 트럼프 관세

대선 후보 시절부터 트럼프 대통령이 말해온 보편관세와 상호관세가 모두 실현되었습니다. 아이러니하게도 미국을 다시 위대하게(Make America Great Again)만들고 제조업의 부흥을 통한 황금시대(Golden Age)를 자신하는 트럼프 대통령과 반대로 미국 주식시장은 맥을 못추는 모습입니다.

관세 방침이 발표된 4월 2일 이후 지금까지 미국은 그 어느 국가보다도 가파른 조정의 파도를 겪고 있습니다만, 사실 트럼프 1기 때에도 동일한 흐름이 관측된 바 있습니다. 당시 2018년 2월부터 본격적인 관세 정책이 발표되었고 이 과정에서 S&P500은 직전 고점 대비 10%의 조정을 받기도 했습니다. 관세는 일방적으로 부과 상대국들만 피해를 보는 것이 아니기 때문입니다. 1기 때보다도 더 넓은 범위의 품목과 국가를 상대로 관세 방침이 발표되면서 시장은 오히려 관세 부과국인 미국의 인플레이션 상승을 더 걱정하고 있습니다.

연초부터 US Only 전략이 힘을 잃어간 이유는 관세 뿐만이 아닙니다. 1)달러 인덱스는 트럼프 취임을 기점으로 하락하고 있으며 2)유럽과 중국은 국가 재정을 풀어 경기를 부양할 것을 천명했습니다. 코로나19의 상흔과 보조금의 여파가 아직 남아 있어 재정적자를 줄이려는 미국과 달리 유럽과 중국은 법을 바꾸고 재정적자율을 높이면서까지 경기를 부양하려 하고 있습니다. 최근 달러 자산의 부진이 단기적이지는 않을 것이라고 보는 이유입니다.

• 4월 자산배분 전략: 채권 비중확대(+1), 주식 중립(0) 의견 유지

당사는 연초부터 '경기둔화' 시나리오에 대비할 필요가 있다는 전망을 유지해왔습니다. 시장은 이보다 더 강하게 '경기 침체'를 선제적으로 반영하고 있으나 실제 경기하강은 둔화 수준에 그칠 가능성이 있습니다. 그럼에도 당분간 위험자산 선호 심리는 위축될 가능성이 있어 주식의 경우 고배당/저변동성 스타일의 보수적인 대응을 권고 드립니다. 또한, 전체적인 자산배분 관점에서는 아직 금리 인하 사이클에 있다는 점을 고려해야 합니다. 따라서 자산시장 변동성이 확대되는 가운데 안전자산 선호 심리는 강화되며 채권 금리 하락에 기여할 것으로 전망됩니다. 이에 4월 자산배분전략에선 자산별 매력도에 있어 채권(+1), 주식(+0) 의견을 유지하는 바입니다.

[자산배분 의견표] 4월 애널리스트 의견과 전망

	-2	-1	0	+1	+2	애널리스트 의견
주식(Equity)			◆			- 지역별 차별화 흐름 강화될 전망. 각국 정부의 관세 정책 변화 및 경기 둔화 우려가 잔존 - 주식자산 상대매력 하락 지속. 증시 변동성 확대를 경계. 경기방어/고배당/가치 스타일 선호
선진국 주식		◆				- 수급적으로는 Non US 흐름 지속, 펀더멘탈적으로는 EPS 추정치 조정이 지속되고 있는 점이 부담 - 경기 둔화에 대한 우려 반영은 당분간 지속될 전망. 최근 조정에도 저변동성/고배당/가치주의 상대적 우위 견고 - 추천 ETF : iShares MSCI USA Min Vol Factor ETF(USMV), iShares Core High Dividend ETF(HDV)
신흥국 주식				◆		- 미국의 중국에 대한 상호관세율 예상치 상회. 4월 관세 전쟁에 따른 불확실성이 커지면서 증시 변동성 확대 예상 - 단 4월말 정치국회의에서 2분기 금리/기준율 인하, 재정정책 확대 등 추가 부양정책 확대 예상 - 추천 ETF : TIGER 차이나과창판STAR50(414780 KS), Global X항생고배당ETF(3110.HK)
한국 주식			◆			- 당분간 대내외 불확실성에 따른 박스권 등락 예상. 중소형주는 공매도 재개에 따른 변동성 확대 유의할 필요 - 주주권리 강화 흐름은 국내증시의 하방경직 요인으로 작용할 것 - 추천 ETF: PLUS 고배당주(161510), ACE주주환원가치주액티브(447430)
채권(Fixed Income)				◆		(국채/FX전략) - 미국: 트럼프 보편관세 10% 및 다수의 예상을 뛰어넘는 상호관세 충격. 경기와 물가에 부정적 영향 불가피. 연준은 선제적인 대응이 어려워 6월 또는 3분기로 금리 인하 재개 지연 가능성. 다만 이후 상황에 따라 연간 인하 폭은 3회(75bp)로 확대될 여지가 있으며, 최종금리도 하향 가능성. 미국채 금리 하락 우위 전망을 유지하며 10년물 금리는 3.80% 수준까지 하락 가능 판단 - 한국: 트럼프 관세정책 충격으로 올해 국내 성장률은 1.4%까지 악화 예상(추경효과 0.2%p 포함), 5월 금리 인하 기대 확대. 다만 한은이 대내외 여건 감안 신중환 대응을 우선시할 것으로 보고 있어 7월 인하 전망을 유지하며, 내년초로 예상했던 마지막 인하는 4분기로 앞당겨질 것으로 판단. 대통령 탄핵 인용으로 추경 규모 확대될 경우 매수 기회 모색 - 외환(FX): 원/달러 환율은 달러인덱스, 한미금리차 등 주요 변수를 감안할 때 괴리가 크게 확대. 국내 정치적 리스크 완화는 호재이나 위안화 절하, 미 경기 침체 가능성은 리스크 요인. 점진적 원화 가치 회복 및 1차 1430원, 2차적으로 1400원까지 하락 전망 유지
선진국 투자등급				◆		
선진국 하이일드			◆			
신흥국 채권				◆		(크레딧전략) - 크레딧은 기준금리 인하사이클에서 연간 스프레드 강세 흐름을 보일 것으로 전망 - 홀플러스 사태가 크레딧시장 전반에 미치는 영향은 제한적일 것으로 전망 - 추천 섹터 또는 ETF: 미국채 및 관련 ETF(장기 보유시 환손실 예상), 국고채 10년 ETF, 만기매칭형 국내채권 ETF
대체자산			◆			(부동산/리츠) - 미국: 상호 관세 부과 및 경기 침체에 대한 우려 등으로 불확실한 경로로 금리 변화, 이에 리츠주들 역시 전반적으로 부진한 수익률 기록 중. 안전자산인 헬스케어, 주거, 통신 등 섹터 강세 - 한국: 우량 임차인 및 입지 중심의 안정성과 Capital Recylcing의 성장성을 중점으로 양극화가 심화되고 있음 - 낙폭 과대 종목 보다는(ex, 신한글로벌액티브리츠, 신한선부터엔디리츠, KB스타리츠) 지속 성장 가능한 우량 리츠에 집중하는 전략이 보다 타당하다고 판단(SK리츠, ESR켄달스퀘어리츠) - 추천 ETF: iShares Residential and Multisector Real Estate ETF (REZ) (금) - 금 가격은 관세 불확실성, 달러 약세를 반영하여 전고점 경신 - 중국, 인도 리테일 수요는 둔화되었으나, 중앙은행과 ETF 중심의 기관 매입세 지속 - 단기 변동성이 예상되나, 미국 정책에 대한 불확실성, 금리 인하 사이클 진입, 약달러 흐름에 따라 ETF 중심의 투자 수요 지속될 전망
현금자산		◆				- 국내 기준금리는 향후 1년 관점에서 2회(50bp) 추가 인하가 가능해 보이지만 인하 속도는 조절될 것으로 예상 - CD, 코리보, 콜금리 등 무위험지표 금리는 상당 폭 하락하며 인하 선반영. 주요 자산의 단기전망은 대체로 중립 상회

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



I. 신영 생각

- 3월 자산시장 리뷰: 관세와 물가 우려 속 피어나는 Non-US
- 약해지는 달러, 강해지는 Non-US 흐름
- 관세에 감세까지 더해진 세상
- 공간을 푸는 유럽과 중국



[3월 자산시장 리뷰] 관세와 물가 우려 속 피어나는 Non-US

- (주식시장) 글로벌 경기 우려 속에서도 DM 대비 EM의 강세 지속. 상호관세 부과 및 보복관세 시나리오에 미국, 유럽 증시 부진했으나 아시아권 증시는 경기부양책 및 주도 업종 업황 개선 기대 속 선전
- (채권시장) 미 채권 금리는 인플레이션 우려 잔존에 상승 출발. 이후 3월 FOMC에서의 연내 금리 인하 2회 확인 및 QT 속도 조절을 반영하며 하락 반전했으나 월초 대비 상승 마감
- (대체자산) 부동산/리츠 지수는 향후 금리 경로 불확실성 확대에 투자심리 악화. 인프라 지수는 미 LNG 터미널 프로젝트 및 중국, 유럽의 확대재정 기조에 힘입어 강세
- (원자재) 국제 유가는 관세 전쟁에 따른 수요 둔화 우려에도 미국, 러시아, 이란 간의 지정학 리스크 고조에 상승. 산업금속은 중국과 독일의 재정 확대 기대 및 미 정부의 관세 부과 가능성에 따른 선매입 수요에 상승 마감

3월 자산시장 리뷰

(단위: p, %, 3/31 종가 기준)

		price	MTD	3M	YTD	1Y	3Y
주식	DM	140.68	-1.08	7.67	7.67	1.82	21.84
	EM	306.47	0.41	0.44	0.44	7.65	0.52
	미국	5,611.85	-5.75	-4.59	-4.59	6.80	23.87
	유럽	5,248.39	-3.94	7.20	7.20	3.25	34.49
	일본	35,617.56	-4.14	-10.72	-10.72	-11.77	28.02
	중국	3,887.31	-0.07	-1.21	-1.21	9.89	-7.94
	한국	2,481.12	-2.04	3.40	3.40	-9.67	-10.03
채권	IG 채권	587.01	-0.42	1.17	1.17	4.59	4.72
	HY 크레딧	634.34	-0.94	1.17	1.17	9.15	19.46
	EM 채권	1,277.31	-0.36	2.34	2.34	7.43	11.07
대체	인프라	3,125.88	1.83	3.86	3.86	14.17	6.17
	부동산/리츠	296.85	-3.07	1.03	1.03	3.39	-21.00
	CRB	546.34	1.32	1.83	1.83	1.86	-13.88
외환	달러인덱스	104.21	-3.16	-3.94	-3.94	-0.27	6.00
	원달러 환율	1,472.90	0.87	0.06	0.06	9.32	21.54

주1: 한국주식은 KOSPI, 해외주식은 각국 대표지수(DM, EM: S&P BMI, 미국: S&P500, 유럽 Stoxx50, 일본: Nikkei225, 중국: CSI300) 기준임

주2: 채권은 IG 및 HY는 Barclays USD hedged Total Return, EM은 Barclays USD unhedged Total Return, 대체투자는 S&P Global 인프라, 다우존스 US 부동산, CRB 기준임

주3: 사용자 편의를 위해 주식과 대체투자 지수는 Total Return 지수를 사용하지 않고 단순 수익률 Index를 기준으로 산출

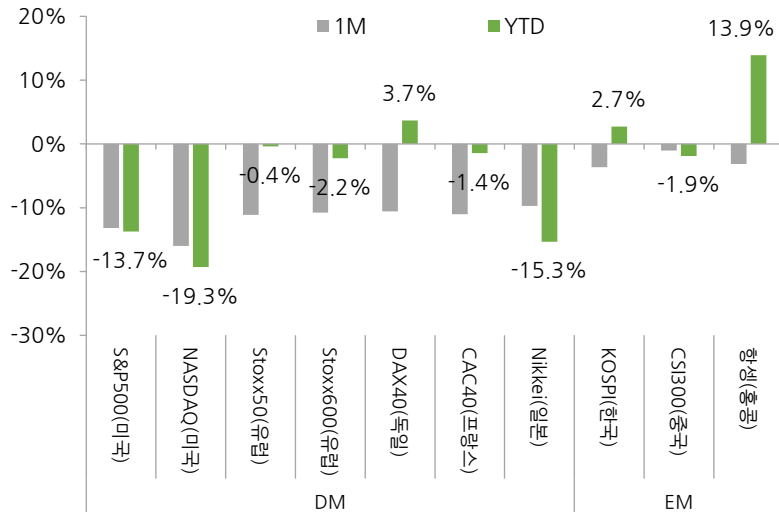
자료: 신영증권 리서치센터

[신영 생각 1] 약해지는 달러, 강해지는 Non-US 흐름

달러와 함께 힘을 잃어가는 US Only 전략

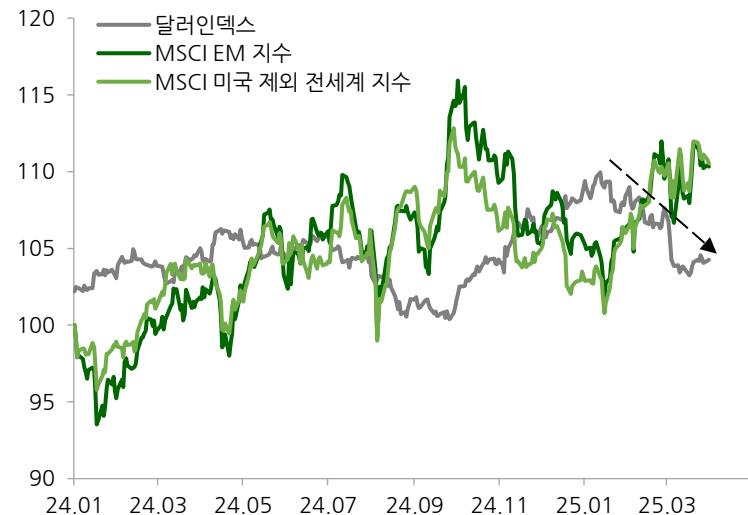
- 연초부터 시작된 Non-US 국가 증시의 선전은 4.2 관세 발표 이후에도 지속
 - YTD 기준 (+): 홍콩항셱지수(+13.9%), 독일DAX40(+3.7%), 한국KOSPI(+2.7%)
 - YTD 기준 (-): 일본Nikkei225(-15.3%), 미국S&P500(-13.7%), 중국CSI300(-1.9%), 프랑스CAC40(-0.4%)
- 트럼프 당선 직후부터 상승하던 달러 인덱스는 트럼프 취임일을 기점으로 하락 반전
- 이에 非미국 지역과 신흥국 증시는 관세 우려에도 불구하고 각국의 경기 부양책 기대와 달러 약세 수혜에 더 주목하는 흐름

주요국 증시 수익률 비교



주) 2025.04.04 기준
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

달러 인덱스와 EM, 미국 제외 전세계 지수 추이



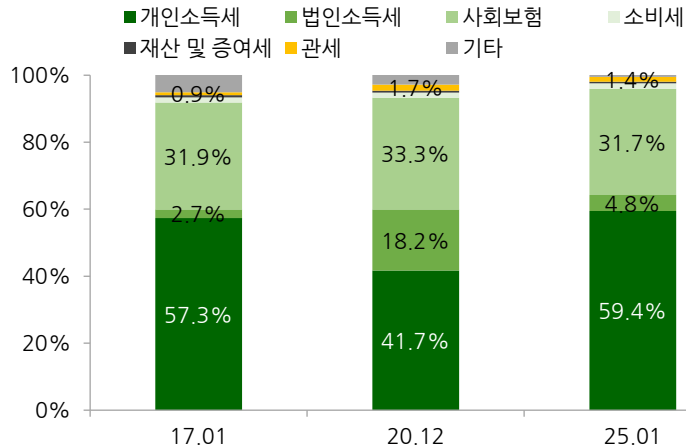
주) MSCI EM지수와 MSCI 미국 제외 전세계 지수는 2024.01.01=100 기준
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

[신영 생각 2] 관세에 감세까지 더해진 세상

아직 감세가 실현되지 않았다

- 트럼프 1기 마지막과 비교했을 때 현재는 전체 정부 세입에서 관세 비중이 낮고 개인소득세 비중은 높은 상황
- 대선 당시 트럼프 대통령의 주요 공약 중 주요 공약 중 아직 실현되지 않은 것은 소득세 및 법인세 감세안
→ 유권자들이 직접적으로 변화를 체감 가능한 부분
- 소득세 및 법인세 감세는 각각 개인 소비와 기업 투자를 촉진 시킬 수도 있으나 재정 건정성 우려 요인이기도 함
- 결론: 트럼프 행정부의 정책 불확실성은 관세에서 끝나지 않을 전망이다. 중간선거(26.11.03)까지는 아직 시간이 남아 변동성 확대 가능성 존재

항목별 미 정부 세입 구조: 관세는 2% 미만



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

2024대선 당시 트럼프 대통령의 주요 공약과 현황 비교

	공약	현황
세금	부유층, 대기업 감세 세금감면과 일자리법 2.0 연장 및 영구화 추진 25년말 일몰되는 감세안(TCJA) 연장/영구화 및 추가세율 인하 법인세율 21%→ 20%, 개인소득세 추가 인하	4.5 5.5조 달러 규모 감세안 상원 통과
	제조업 부흥을 위한 세금 감면 미국에서 제품을 생산하는 기업에 한해 법인세 21%→15% R&D 세액공제 확대, 중장비 등 기업설비 구매 시 첫 해 100% 비과세	
외교 & 무역	더 강화된 보호 무역주의 상호무역법: 무역 상대국이 미국에 부과하는 관세와 동일한 관세를 상대국 수입품에 부과 보편적 기본관세: 모든 수입품에 대해 최소 10%의 관세 부과 All-tariff Policy: 관세 인상으로 연방소득세 세입 감소 대체	상호관세 방침 발표 완료 10% 보편관세 발표 완료
	대중국 강경기조 강화 중국에 대한 최혜국 대우 취소 모든 필수품에 대한 중국으로부터의 수입을 단계적으로 중단하는 4개년 계획 도입 (전자제품, 철강, 의약품 등) 대중 관세 단계적 인상, 최대 60% 부과	최혜국 대우 취소 완료 대중 관세 54% (2.4 10% 추가, 3.4 10%추가, 4.2 34% 상호관세부과)
친환경 에너지	IRA 전면 폐지 및 축소 취임 첫날 전기차 의무 등 폐지 발언 지속	전기차 의무화 철회 발표 (미국 에너지의 해방)
	화석/원자력 에너지 생산 장려 그린뉴딜 정책 중단, 화석연료 기업 지원 ESG 투자 폐기: 행정명령으로 퇴직연금의 ESG 투자 금지	알래스카 석유 시추 확대 및 LNG 파이프라인 규제 해제

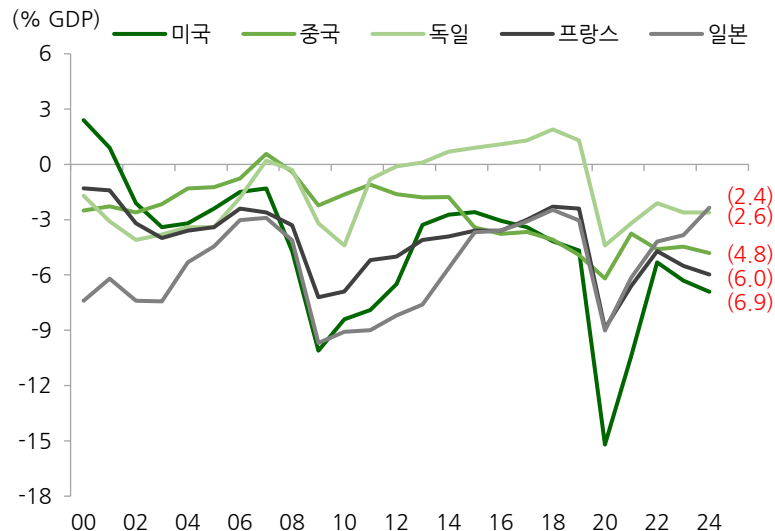
자료 : 언론 종합, 신영증권 리서치센터 정리

[신영 생각 3] 공간을 푸는 유럽과 중국

독일과 중국은 재정 확대, 미국은 재정 축소

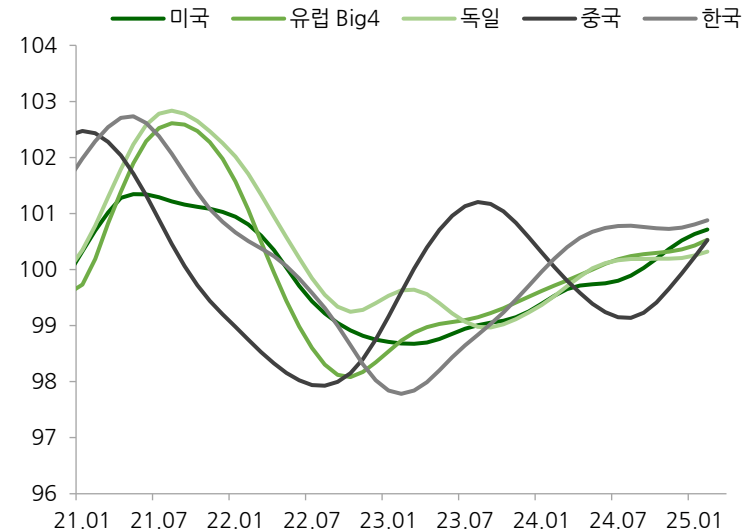
- 독일은 재정준칙 완화를 통한 국방비 지출 증가를 핵심으로 하는 재정개혁안을 지난 21일 상원에서 통과시킴
-국방예산 한도 제한 철폐뿐만 아니라 향후 12년간 인프라에 총 5,000억 유로를 투자하는 기금을 설립할 예정
- EU 집행위도 '유럽 재무장 계획(REARM Europe Plan)'을 발표하며 결속 정책 예산 범위를 확대하기 위한 법 개정을 시사
-무기 공동구매 대출금(€1,500억) 지원, 4년간 국방비 증액(€6,500억)을 위한 재정준칙 예외조항 발동을 발표
- 중국도 GDP 대비 4%라는 역대 최고 규모의 재정적자를 목표로 삼으면서 확대재정을 시사한 바 있음
- 미국은 재정적자 3%를 목표로 세입 증대 및 세출 축소를 위한 정책을 표방하나 부채 한도 증액은 불가피한 상황

주요국 GDP 대비 재정적자율 추이



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

주요국 OECD 경기선행지수 추이: 강도는 다르나 모두 반등



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터



II. 4월 자산배분 시그널

- 금융시장 사분면 모델 소개와 활용법

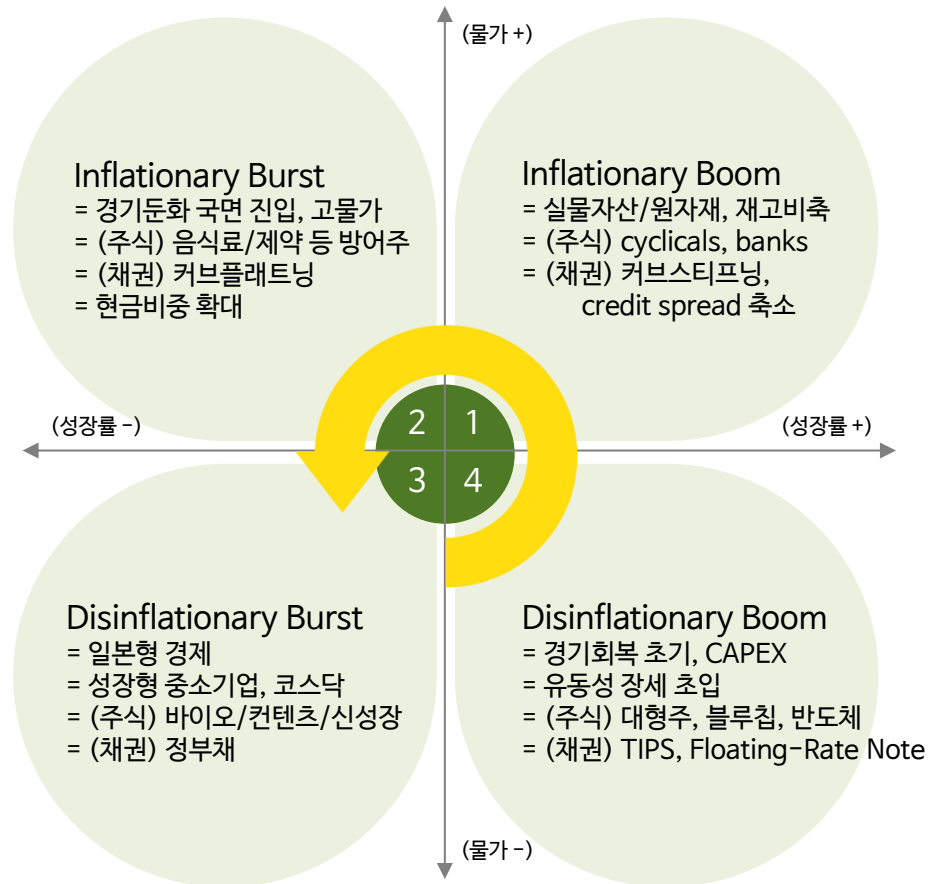


[금융시장의 4계절] 성장률과 물가의 하모니

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



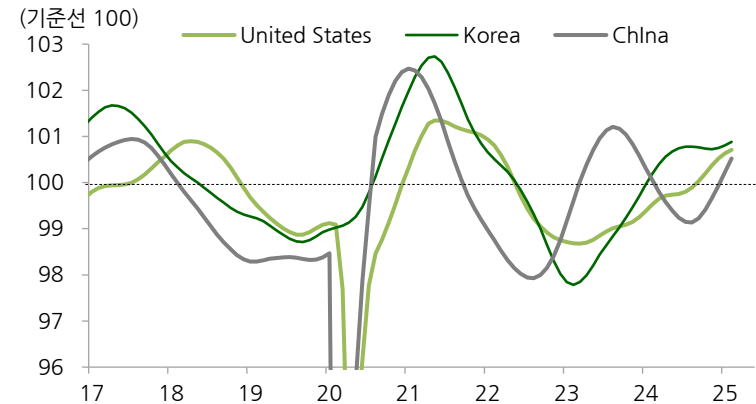
자료: 신영증권 리서치센터

[금융시장의 4계절] OECD 경기선행지수 : 중국 확장국면 지속. 반등하는 한국

각자도생(各自圖生) 흐름의 이분화

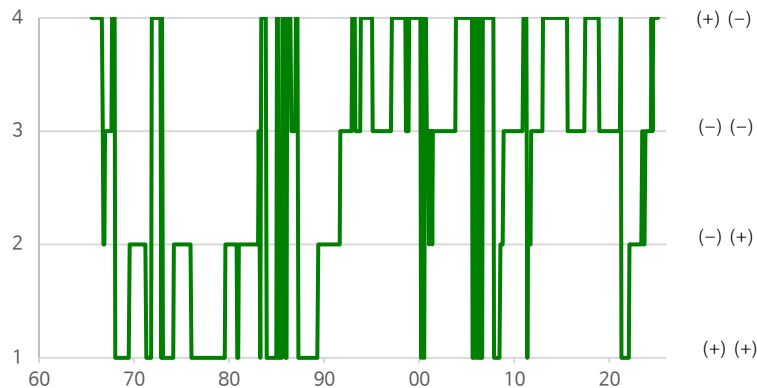
- US와 Non-US로 나뉘지는 동행성
 - 중국은 6개월째 강한 상승흐름을 지속
 - 한국은 5개월째 하락 이후 반등을 나타냄
 - 미국 상승강도는 전월대비 다소 둔탁해진 모습
- 당사 자산배분모델 4사분면 유지
 - 물가는 안정되어 있고, G20 선행지수는 상승세 지속되고 있으나 국내 정치적 불확실성 및 글로벌 관세 보복 등 불확실성 다수

OECD 경기선행지수 : 상승 지속하는 중국, 반등하는 한국



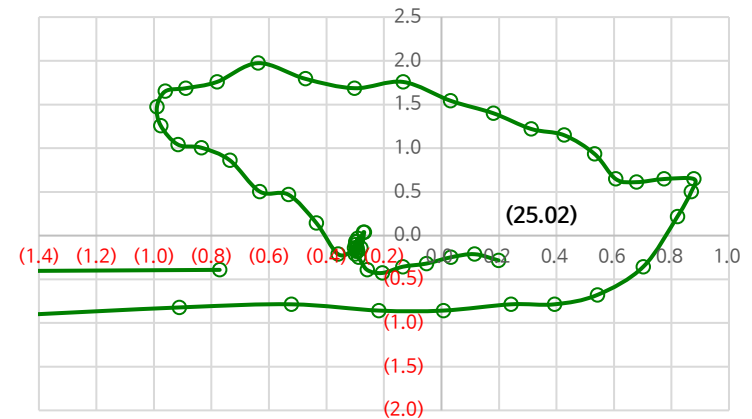
자료: 신영증권 리서치센터

CPI 인플레이션 기준 과거 모델 사분면 변화



자료: 신영증권 리서치센터

신영 자산배분모델 : 4사분면에 머물러



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
- 

[미국채권] 관세정책 충격

보편관세 10% 및 예상을 상회하는 상호관세 충격

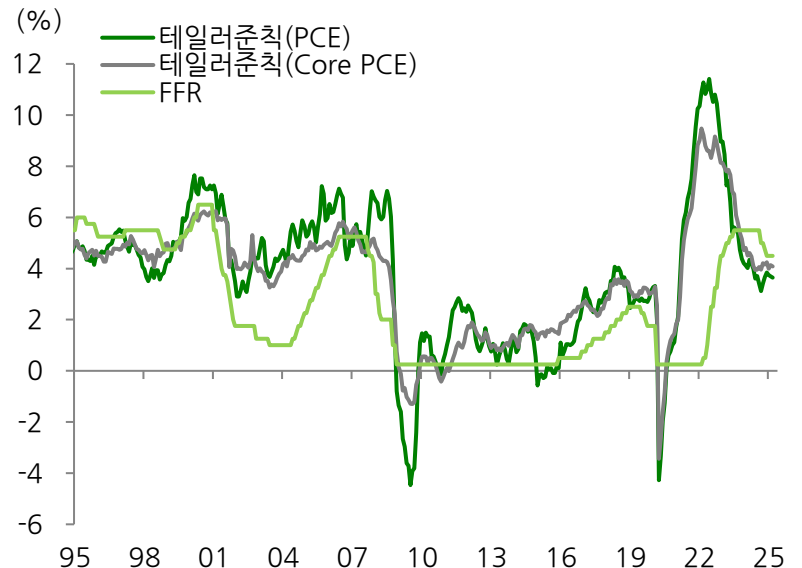
- 트럼프는 4/2일 대다수의 예상을 상회하는 상호관세 발표(단순히 무역적자액을 상품 수입액으로 나눈 이후 절반으로 나눈 수치로 주먹구구에 불과). 이후 4/5일 보편관세 10% 공식화 및 반도체, 의약품 조만간 부과 예고
- 금융시장은 주요 경제·금융위기 수준의 반응, 올해 미국의 성장 전망도 큰 폭 후퇴. 잠재성장률 이하로 둔화가 유력해 보이며, 주요 IB들은 연간 0%대 성장 또는 기술적 침체(2개 분기 GDP 역성장) 등 스태그플레이션 경고
- 트럼프는 연준의 금리 인하 압박, 그러나 파월 의장은 인플레이 반등을 경계하며 서두르지 않겠다는 입장 고수
- 결론 : 미국 경제는 교역량 둔화, 기업이익 훼손, 고용과 소비 점차 둔화 불가피할 듯. 연준은 선제적 대응 어려운 상황

미국 상호관세 관세율 산정 방식



주 : 특정 국가 미국 상품 무역적자액을 미국 상품 수입액으로 나눈 비율을 해당 국가 대미 관세로 규정한 뒤 그 비율의 절반을 상호관세로 부과
자료 : 연합뉴스, 신영증권 리서치센터

테일러준칙에 따른 미국 적정금리 수준



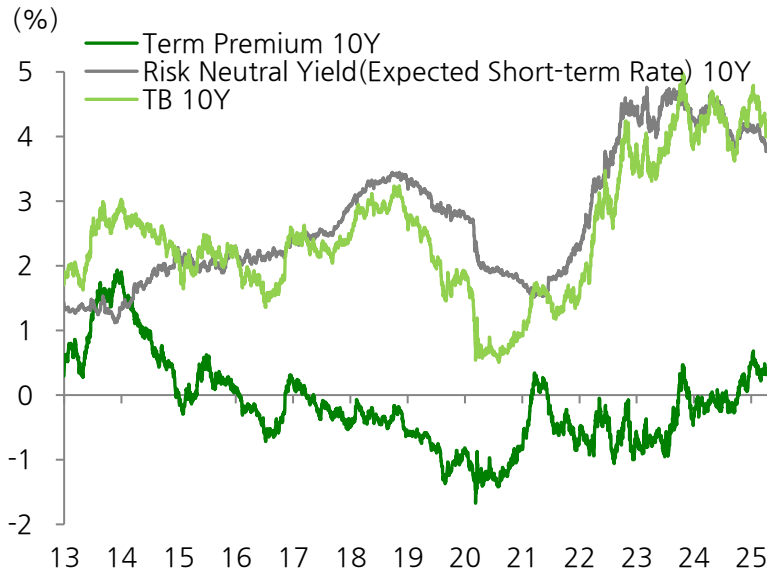
주 : 자연실업률 CBO, 중립금리 NY Fed 기준
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

[미국채권] 시장금리 판단과 전망

당분간 강세 우위 분위기, 실물경기와 연준 대응에 촉각

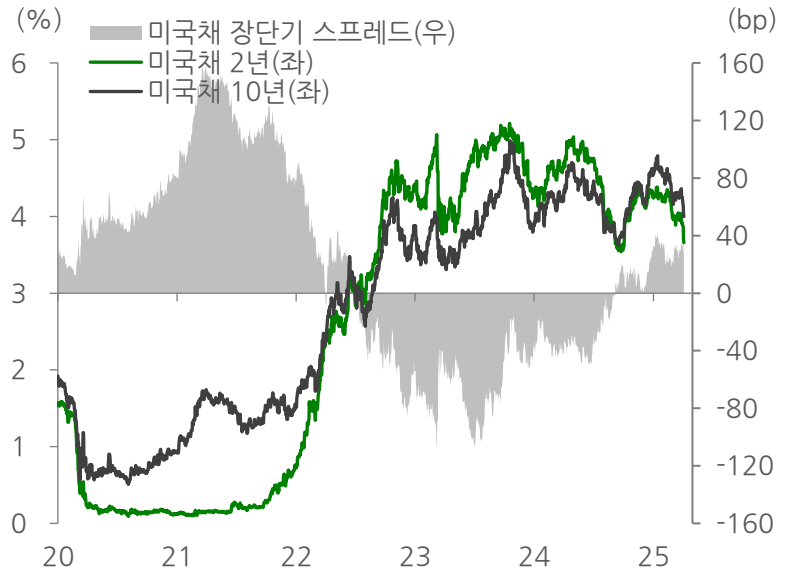
- 미국채 10년물 금리 급락은 상호관세 발표 이후 위험 중립금리(단기 금리기대)와 기간 프리미엄 동반 하락에 기인
- 연준은 스태그플레이션 우려로 다소 후행적 대응 불가피. 금리 인하 재개는 6월 또는 하반기로 지연 가능성. 다만 경기 침체 우려를 감안하면 물가 반등 수준에 따라 인하 폭은 연 3회(75bp)로 확대 여지, 최종금리도 하향 가능성
- 미국채 단기금리는 단기적으로 3%대 중반 수준까지 인하 기대 선반영 가능. 장기금리는 10년물 기준 타깃 3.80%, 커브는 볼-스티프닝 흐름 이후 장단기 스프레드 추가 확대 제한
- 결론 : 트럼프 자해성 관세정책으로 금융시장 혼란, 실물경기 악화 수준과 연준 대응을 가늠하며 민첩한 대응 필요

미국채 10년 위험 중립금리와 기간 프리미엄



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

미국채 장단기 스프레드 추이



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

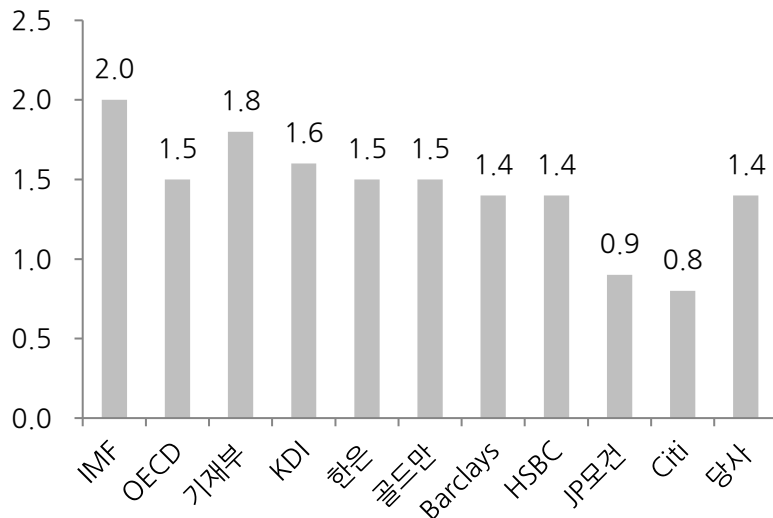
[한국채권] 국내 경제

국내 경기 추가 충격, 정치적 불확실성은 다소 완화

- 당사 연간전망에서 트럼프 관세정책은 1) 보편관세 10% 2) 미중 상호관세 60% 두 가지 측면에서 최대 국내 경기에 연간 0.6%p 하락요인으로 추정(시점과 조정 가능성 반영하여 올해 연간 0.2%p~0.4%p 영향 판단)
- 현재까지 최악의 시나리오 이상으로 진행. 올해 성장률 전망 1.6%에서 1.4%로 하향 조정(추경효과 0.2%p 포함)
- 4/4일 현재 대통령 파면 결정, 정치적 갈등이 경기에 미치는 부정적 영향 점차 완화 예상. 6월초 조기대선 및 4월 추경 편성 예상되며, 추경은 기존 정부안 10조원 대비 확대될 수 있을 것. 상황에 따라 3분기 2차 추경 가능성 존재
- **결론 : 트럼프 과격관세정책 반영 연간 성장률 전망 1.4%로 하향 조정, 추경 편성 규모는 다소 확대될 것으로 보임**

주요 기관별 2025년 국내 GDP성장률 전망

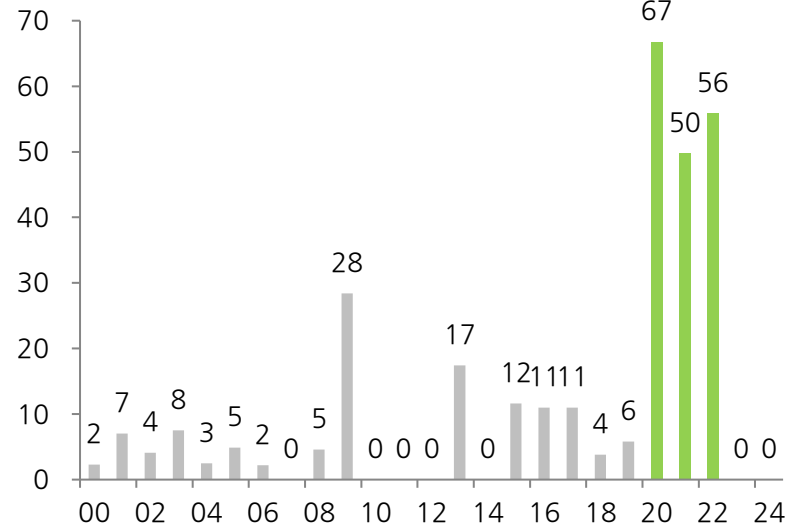
(%,YOY)



자료 : 각 기관, 신영증권 리서치센터

역대 추가경정예산 편성 규모

(조원)



주 : 연두색은 코로나19 팬데믹 기간

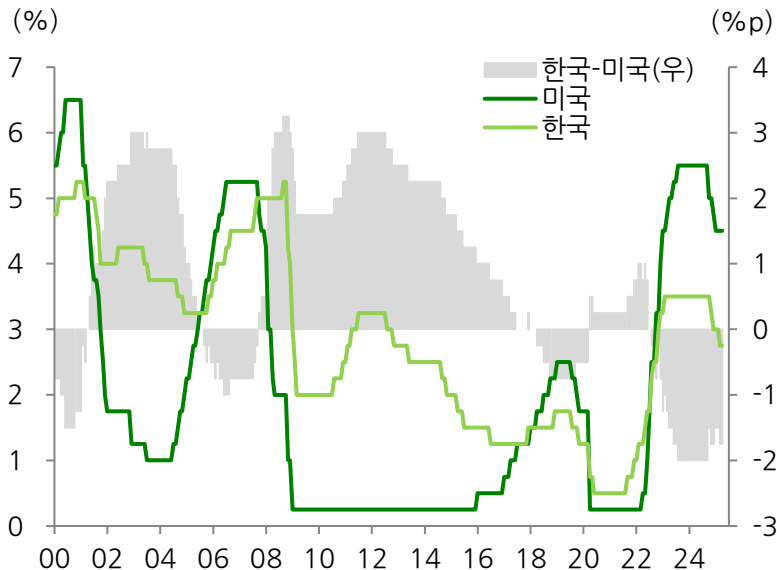
자료 : 기획재정부, 신영증권 리서치센터

[한국채권] 기준금리와 시장금리

한은 신중하겠으나 인하 기대 확대, 시장금리 계단식 하락

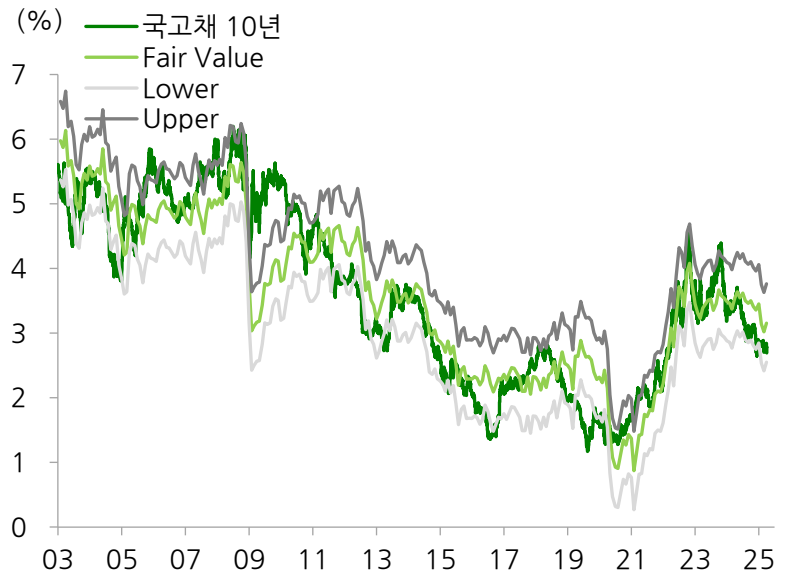
- 상호관세 발표 및 대통령 파면 이후 시장금리 큰 폭 하락했으나 외인 국채선물 순매수 영향이 크고 연준 인하 재개와 BOJ 추가 인상 조기 실현 어려운 여건. 경기 우려 커졌지만 탄핵 인용은 환율 영향 제외 4월 인하로 연결 의문
- 한은 금리 인하 효과와 금융안정 고려, 신중한 대응 우선시할 것으로 판단. 5월부터 추가 인하 검토되겠으나 추경과 조 기대선, 스트레스 DSR 3단계 감안 7월 인하 전망 유지. 내년초 예상했던 마지막 인하는 4분기로 앞당겨질 듯
- 주요 변수 감안한 국고채 10년물 금리 적정 레인지 내 등락, 하단 2.50% 내외. 추경 등으로 금리 반등 시 적극 매수
- 결론 : 한은 4월 동결로 인하 기조 속도조절 예상, 경기 둔화 우려 확대로 마찰적 시장금리 상승은 기회로 활용 필요

한국과 미국 기준금리 추이



주 : 2008년 12월 이후 미국은 상단 기준
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

국고채 10년물 금리 적정금리 수준 추정



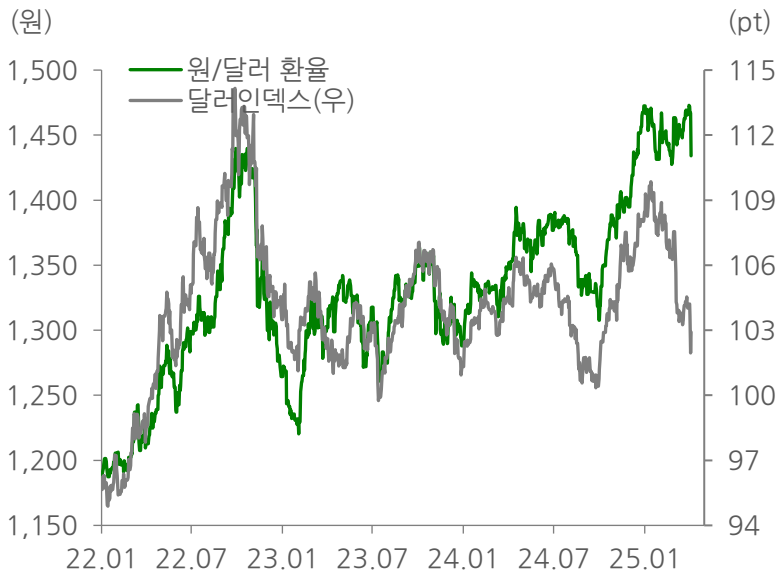
주 : 콜금리, KOSPI지수, 브렌트유, 원/달러 환율, 제조업 BSI 활용
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

[외환] 원/달러 환율 전망

원화 구조적 약세 환경 완화, 점진적 회복 예상

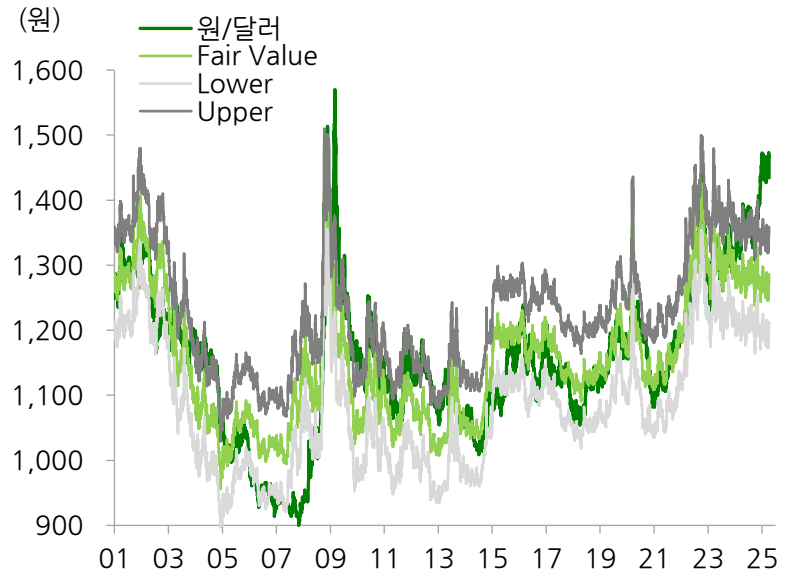
- 달러인덱스 연초 이후 약세 기조 지속. 주요 배경은 1) 트럼프 과격한 관세정책으로 미국 경제 예외주의 타격 2) 연준 하반기 인하 기대 확대 3) 유로화와 엔화의 강세(독일 재정기조 변화, BOJ 추가 인상 기대)
- 달러인덱스 약세 및 한미금리차 축소, 국내 정치적 리스크 축소 등 원화의 구조적인 약세 환경 완화
- 대통령 탄핵 당일 1430원대로 급락했으나 중국 보복관세 발표로 재차 1460원 수준까지 반등. 미중 상호관세로 위안화 절하, 향후 미국 경기가 침체 수준까지 악화될 경우 달러인덱스가 재차 반등할 수 있는 점은 리스크
- 결론 : 당분간 1430~1480원 등락 이후 1, 2차 타깃 1430원 및 1400원. 원화 가치 점진적 회복 전망 유지

원/달러 환율과 달러인덱스 추이



자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

주요 금융변수를 통한 원/달러 환율 적정레벨 추정



주 : 달러인덱스, 한미 10년물 금리차, KOSPI지수, WTI, MOVE지수, BEI 10년 활용
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

[크레딧 채권] 부동산 연착륙 과정 속 여전채 강세 지속 전망

여전채 강세 현상 지속 전망

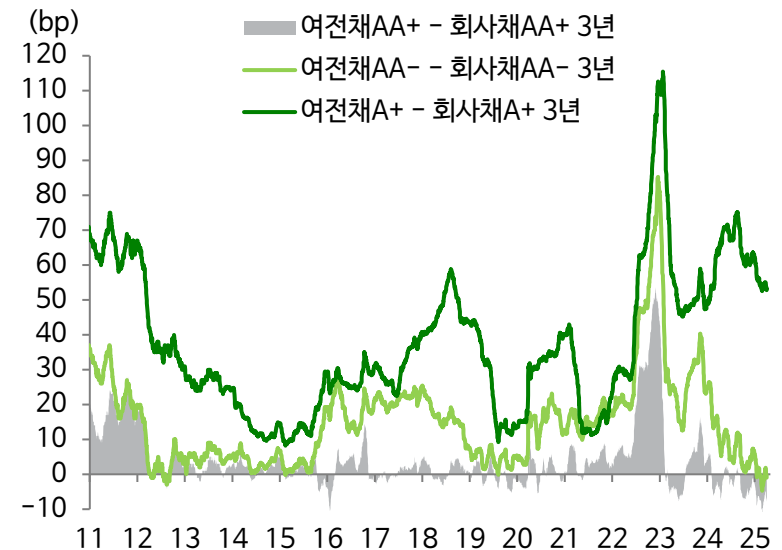
- 연초 이후 레포펀드 등 기관자금 유입으로 여전채 위주로 크레딧 강세가 진행
- 기준금리 인하를 선반영한 국고에서의 자본차익이 제한적인 가운데 캐리매력이 돋보이는 크레딧채권 연간 강세 전망
- 부동산PF 금융권 총여신과 부실여신이 동반 감소하고 정리 및 재구조화가 진행되는 등 연착륙 진행중
- 부동산PF, 환율, 관세전쟁 등 헤드라인 리스크 보다는 절대금리 매력에 주목하는 전략 유효

부동산PF 1~3차 평가결과 현황, 연착륙 진행중 (단위: 조)

구분	2024년 6월말	2024년 9월말	2024년말
부동산PF 총잔액	246.5	210.4	202.3
사업성 평가대상	연체, 연체유예, 만기연장 3회 이상 사업장	모든 사업장	모든 사업장
	33.7	210.4	202.3
부실여신	20.9	22.9	19.2
유의	7.4	8.2	5.9
부실우려	13.5	14.7	13.3

자료 : 금융감독원, 신영증권 리서치센터

여전채와 회사채 간 금리차이 추이



자료 : infomax, 신영증권 리서치센터

[미국 주식]시장은 실적에 반응한다

경기 우려를 실적으로 이겨낼 수 있을까?

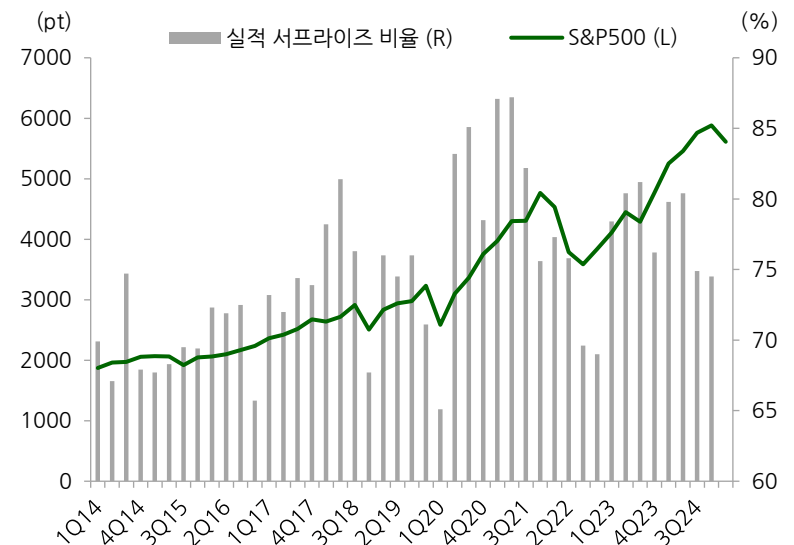
- 금융, IT를 제외한 모든 업종 EPS 추정치 하향이 지속되고 있음 → 지수보다는 업종별 접근이 유효할 전망
- 미국도 관세 정책에서 자유로울 수는 없어 실제 경제지표 반영 시기와 무관하게 인플레이션 재점화될 가능성 높아
- 전반적인 상승 모멘텀 약화 예상되나 본격적인 1Q25 실적 시즌이 변곡점으로 작용할 전망
- 넷플릭스(4.22), 메타(4.23), 애플, 아마존(4.24), 마이크로소프트, 알파벳, 테슬라, 비자(4.29)
- 결론: 추세적 상승 모멘텀은 아직 부재해 적극적인 대응보다는 고배당/저변동성 중심의 방어적 포트폴리오 구축 권고

업종별 12개월 선행 EPS 추정치 주간 변동 테이블

	02.24	03.03	03.10	03.17	03.24	03.31
미국 전체	-1.12	-0.93	-0.30	-0.13	-0.20	-0.20
에너지	-1.94	-2.71	-0.84	-1.00	-1.20	-1.20
소재	-5.90	-4.32	-1.91	-1.06	-1.64	-1.64
산업재	-2.69	-2.05	-0.59	-0.35	-0.45	-0.45
경기소비재	-1.01	-0.79	-0.34	-0.32	-0.43	-0.43
필수소비재	-1.61	-1.70	-1.18	-0.80	-0.80	-0.80
헬스케어	-0.94	-0.66	-0.46	-0.25	-0.16	-0.16
금융	-0.11	-0.39	0.08	0.25	0.10	0.10
IT	-1.06	-0.46	0.10	0.32	0.38	0.38
커뮤니케이션	-0.41	-0.45	-0.01	-0.09	-0.10	-0.10
유틸리티	0.00	-0.32	-0.70	-0.71	-0.79	-0.79
부동산	-2.09	-2.01	-1.64	-1.20	-2.86	-2.86

자료 : Datastream, 신영증권 리서치센터

S&P500 실적 서프라이즈 비율 및 지수 추이



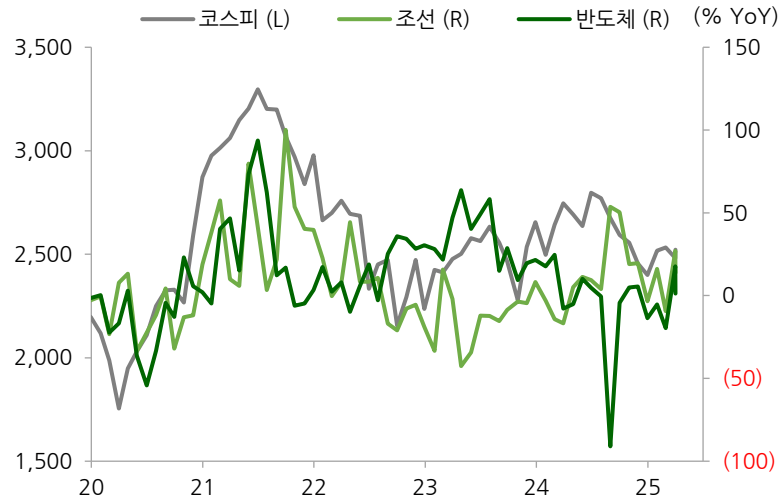
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

[한국 주식] 업종별 이익 모멘텀에 주목

주도 업종의 이익 추정치 개선은 지속

- 25년 3월 수출 582.8억 달러(+3.1% YoY)
-IT 전품목(반도체, 컴퓨터, 무선통신기기, 디스플레이)
수출 24년 7월 이후 8개월 만에 동시 플러스 기록
- 증시 전체의 12개월 선행 EPS 추정치도 상향 조정 지속
-수주 및 인프라 확충: 건설/건자재, 기계, 조선, 상사
-수출 모멘텀: 화장품/의류, 음식료/담배
-전방 회복에 따른 업황 개선 기대: IT하드웨어, 반도체
- 결론: 대내외 불확실성에 지수는 답보상태가 이어지겠으나
이익체력이 견조한 업종 중심으로 대응 가능

조선/반도체 전년동기대비 수출 증감 및 코스피 추이



자료: 산업통상자원부, Quantiwise, 신영증권 리서치센터

업종별 12개월 선행 EPS 추정치 주간 변동 테이블

	02.28	03.07	03.14	03.21	03.28	03.31
WI26	-0.7	1.1	1.4	1.3	1.3	1.5
에너지	-6.0	-5.2	-1.7	-9.3	-10.9	-11.2
화학	-31.9	-5.6	5.9	6.0	6.7	6.7
비철목재	-7.2	-6.3	-4.1	-5.5	0.3	0.3
철강	-9.4	2.1	1.7	3.2	-1.0	-1.0
건설/건자재	0.6	0.7	0.2	0.7	0.6	0.6
기계	1.4	-0.0	1.5	2.7	2.0	2.3
조선	5.7	3.2	2.8	3.2	2.7	2.7
상사	1.8	2.8	1.3	2.7	3.5	3.6
운송	1.9	0.8	-0.8	-0.5	-0.3	-0.7
자동차	-0.6	-0.0	0.2	0.1	0.4	0.4
화장품/의류	-0.5	1.3	1.3	1.7	1.2	1.1
호텔/레저	10.0	10.9	-0.0	-5.9	-4.7	-4.7
미디어/교육	-3.8	-4.0	1.0	1.0	2.7	3.0
유통	-2.2	4.5	1.7	2.0	-0.1	-0.5
음식료/담배	1.2	1.5	3.1	1.4	1.3	1.3
헬스케어	-1.7	0.2	0.8	-0.6	1.0	1.3
은행	0.4	0.3	0.5	0.3	0.2	0.2
증권	1.3	1.3	0.6	0.4	0.5	0.5
보험	-3.4	-1.6	-0.8	0.1	0.3	0.3
소프트웨어	1.1	1.2	1.2	0.6	0.8	1.0
IT하드웨어	0.5	0.4	0.2	2.2	5.0	5.1
반도체	-0.8	2.7	4.0	4.2	4.1	4.6
IT가전	-16.4	4.4	3.2	0.7	-0.3	-0.5
디스플레이	7.4	0.5	-1.9	-6.1	-2.2	-2.2
통신서비스	-0.3	-0.2	0.0	-0.3	-1.0	-1.0
유틸리티	8.5	1.7	-3.8	-1.4	-2.9	-2.9

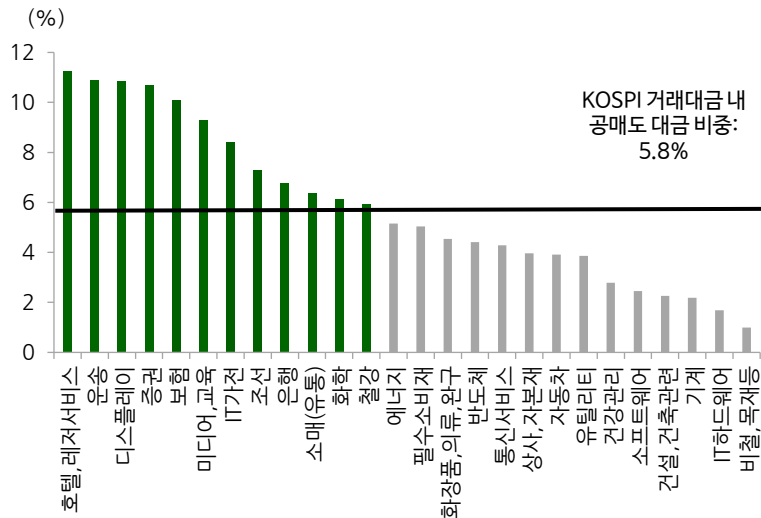
자료: Quantiwise, 신영증권 리서치센터

[한국 주식] 공매도 재개에 따른 변동성 확대는 단기적일 것

단기적으로 업종/사이즈별 편차 있겠으나, 중장기적으로 외국인 유입 증가는 긍정적

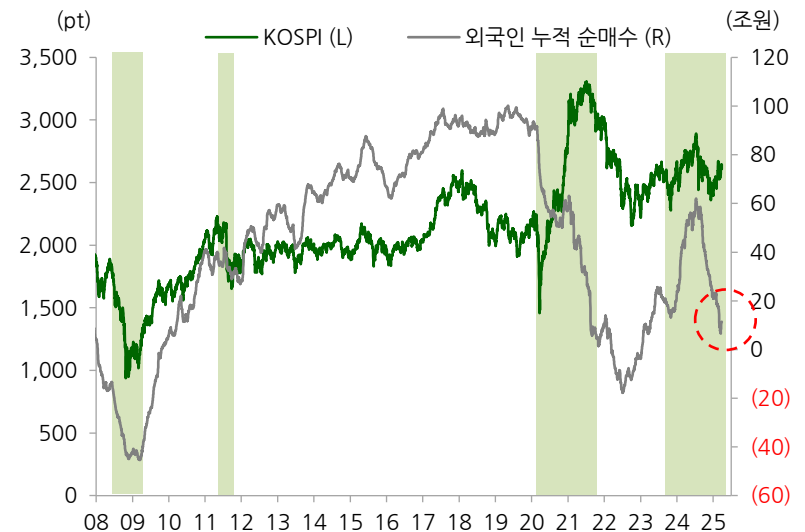
- 과거 3차례의 공매도 재개 이후 분석 결과, 공매도 금지 1달 전 공매도 상위 업종의 공매도대금 증가 확률이 높음
- 2023.10.07을 기준으로 호텔/레저, 운송, 디스플레이, 증권, 보험, 미디어/교육, IT가전, 조선, 유통, 화학, 철강이 해당
- 다만, 과거 사례 분석 결과 특정 업종의 공매도 대금 증가율 보다는 EPS 개선 정도가 수익률에 유의미한 지표였음
→ 이익체력이 견조하다면 공매도 대금 증가가 수익률 하락으로 귀결되는 것은 아님
- 공매도 대금의 특성상 과거 공매도 재개이후 외국인 순매수가 증가하는 흐름을 보여 이번에도 이와 같은 흐름 예상
- 결론: 업종/사이즈(대형주, 중소형주)별로 공매도 재개의 영향은 편차가 있겠으나 단기적일 것으로 전망

이번 공매도 금지 직전 업종별 거래대금 내 공매도 대금 비중



주) 2023.10.07 기준
자료 : Quantiwise, 신영증권 리서치센터

KOSPI 지수와 외국인 누적 순매수 추이



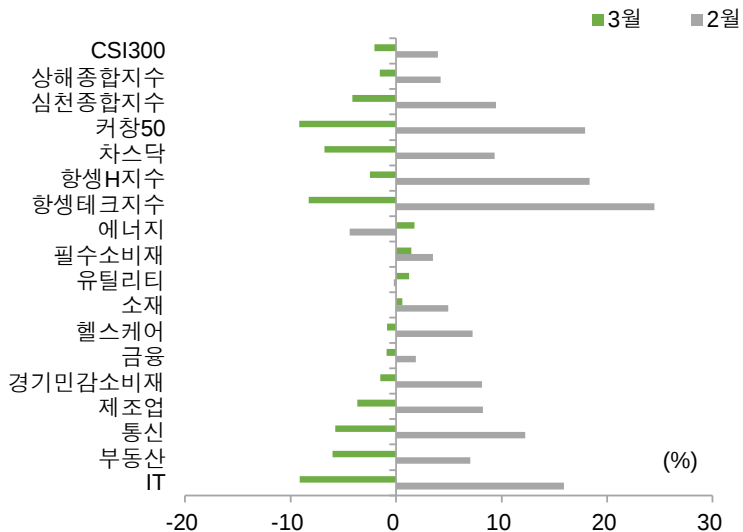
주) 공매도 금지기간은 음영처리, 외국인 누적 순매수는 2000년부터 합산
자료 : Quantiwise, 신영증권 리서치센터

[중국 주식] 중국 증시, 관세 리스크로 단기 조정

중국 경기 회복 中, 4월말 정치국회의 주목

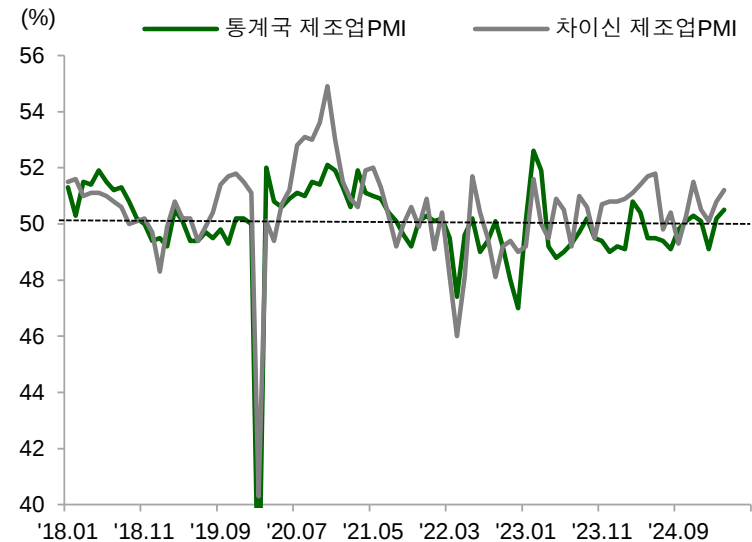
- 3월 상해종합지수 -1.5% (CSI300지수 -2.0%, 항셍H지수 -2.5%).
- 지난 3일 미국의 중국 상호관세율 예상치 상회(34%) → 중국 경기 및 금융시장 변동성 확대 우려
- 단 중국 3월 PMI지수 등 경제지표 예상치 상회하며 경기 회복 中
- 4월 중국 증시는 관세 리스크로 단기 조정 불가피하나, 4월말 정치국회의에서 추가 통화/재정정책 언급 가능성 크다는 판단으로 정책 강도에 따라 증시 반등 시도 유효

3월 중국/홍콩 증시, IT/통신 등 기술주 중심으로 조정폭 확대



자료 : Wind, 신영증권 리서치센터

3월 통계국/차이신 제조업 PMI지수 전월대비 +0.3%p, +0.4%p



자료 : Wind, 신영증권 리서치센터

[리츠/부동산] 안전 자산으로의 쏠림

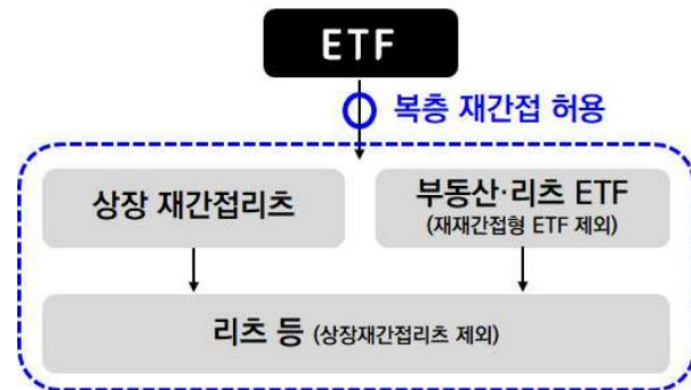
불안한 경제 경로, 확실한 수익에의 기대

- 미국 관세 정책으로 불확실한 경제 전망에 증시가 전반적으로 부진한 가운데, 리츠는 상대수익률 아웃퍼폼하면서 대체 자산으로서의 매력 부각(3월 S&P500 지수 대비 상대수익률 FTSE NAREIT REITs index +2.9%p, KOSPI 대비 TIGER 리츠부동산인프라 +1.2%p)
- 소비 침체에 영향을 받는 리테일, 경기 둔화에 따른 영향의 Industrial, AI 투자 위축 등에 데이터센터 등이 저조한 수익률을 기록하는 한편, 장기 임차계약으로 임대수익 안정성을 갖춘 헬스케어, 게이밍, 넷리스 등 섹터 두각
- 한국 리츠의 경우 홈플러스 부도 리스크 등 변수 존재하나 상장 리츠에 미치는 영향은 제한적, 한편 ETF의 부동산 재간접펀드 투자 허용으로 리츠 수급 개선 기대, 강남 오피스 빌딩 중심의 거래 활발하게 진행되어 AUM 상승 지속
- 결론 : 안정적 임대수익이 갖는 대체자산의 매력 부각, 리츠 전반적인 수급 환경 개선

미국 리츠 3월 섹터별 상대수익률 추이 (단위: %)				
기준 일자 2025.03.31	1M	3M	6M	12M
FTSE NAREIT All Equity REITS Index 상대수익률	2.9	6.7	-5.0	-1.6
헬스케어	5.6	18.3	7.5	28.6
주택	4.0	8.3	1.0	6.3
Industrial	-2.7	10.2	-10.9	-19.1
Retail	1.8	3.9	-2.7	1.7
Gaming	6.9	15.2	0.8	2.8

자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터
참고 : S&P500 지수 대비 상대수익률

국내 부동산 상품 다양성 개선을 위한 재간접펀드 투자 허용



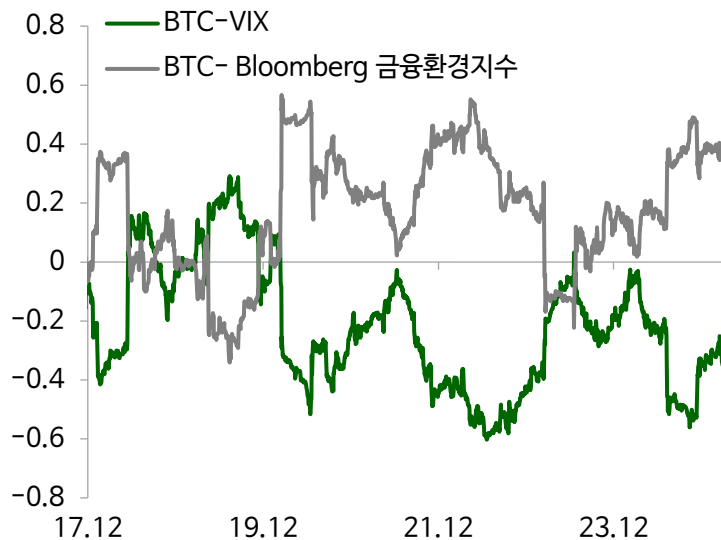
자료 : 금융위원회, 신영증권 리서치센터

[디지털 자산] 위험자산과의 상관성 강화

강세 요인 상존하나 불확실성 확대 국면

- 가상자산 시장은 위험자산과의 상관성 및 금융환경에 대한 민감도가 높아지는 국면으로 약세 흐름 지속
- 미국 내 가상자산 관련 정책 변화가 빠르게 전개되는 가운데, 연초 발생한 현·선물 베이스 트레이딩 청산은 마무리 단계에 진입했고, 달러·금리·유가의 동반 하락으로 일부 금융환경이 개선된 점은 긍정적
- 가격 방향성의 핵심 변수인 미 관세 정책이 협상 없이 시작될 경우 추가적인 시장 변동성은 불가피
- 결론: 우호적 정책 흐름에도 트럼프 관세 정책 전개 양상이 시장 방향성의 핵심 변수. 관세 정책이 협상 없이 시행될 경우, 추가 변동성 확대 가능

높아지는 비트코인 - VIX, 금융환경지수와 상관성



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터
주: 65일 Rolling 일일 로그 수익률로 계산

2~3월 콘탱고 축소되며 베이스 트레이드 청산 확대



자료 : 신영증권 리서치센터

[금] 안전자산 선호 구간

단기 변동성에도 강세 전망 유지

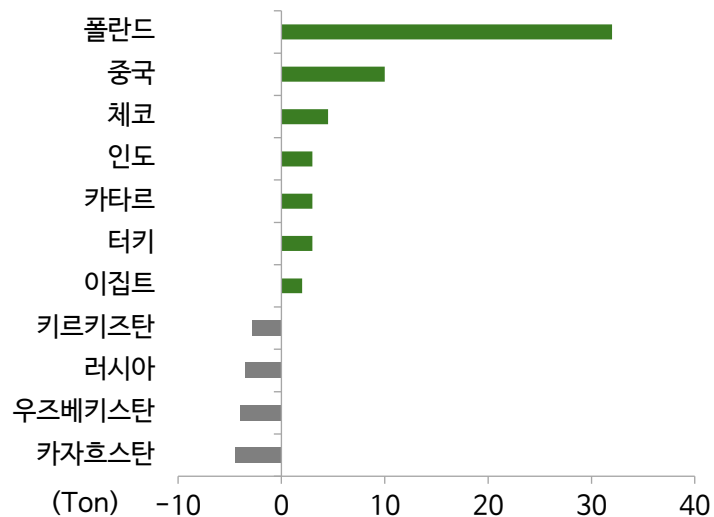
- 금 가격은 전고점을 경신했으나, 글로벌 자산 하락에 따른 마진콜 증거금 확보를 위한 매도세로 반락
- 중국, 인도 리테일 수요는 둔화되었으나 중앙은행과 ETF 중심의 기관 매입세는 지속
- 단기 변동성이 예상되나 경기 둔화 가능성, 인플레이션 리스크 확대, 금리 인하 기대 강화에 따라 ETF 중심의 투자 수요 지속될 전망
- 결론 : 여전히 금 사이클의 중반부 수준으로 판단. 중앙은행과 ETF 중심의 투자 수요에 주목

CME Fed Watch; 연내 4회 인하 반영

MEETING DATE	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025-05-07						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	33.3%	66.7%
2025-06-18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	30.6%	63.9%	5.6%
2025-07-30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	28.4%	61.6%	9.6%	0.4%
2025-09-17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	20.7%	52.6%	23.7%	2.9%	0.1%
2025-10-29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.2%	36.4%	38.4%	13.5%	1.5%	0.1%
2025-12-10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.8%	25.1%	37.5%	24.2%	6.7%	0.7%	0.0%
2026-01-28	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	11.8%	28.9%	33.4%	18.8%	4.8%	0.5%	0.0%
2026-03-18	0.0%	0.0%	0.6%	5.3%	17.8%	30.5%	28.2%	13.8%	3.3%	0.3%	0.0%
2026-04-29	0.0%	0.1%	1.6%	7.9%	20.5%	30.0%	25.2%	11.7%	2.7%	0.3%	0.0%
2026-06-17	0.0%	0.4%	2.8%	10.4%	22.3%	29.1%	22.6%	9.9%	2.2%	0.2%	0.0%
2026-07-29	0.1%	0.6%	3.3%	11.1%	22.8%	28.7%	21.8%	9.4%	2.1%	0.2%	0.0%
2026-09-16	0.1%	0.7%	3.5%	11.5%	22.9%	28.5%	21.4%	9.2%	2.0%	0.2%	0.0%
2026-10-28	0.1%	0.6%	3.3%	10.8%	21.9%	28.0%	22.0%	10.3%	2.7%	0.3%	0.0%
2026-12-09	0.5%	3.0%	9.8%	20.5%	27.2%	22.8%	11.8%	3.6%	0.6%	0.1%	0.0%

자료 : CME, 신영증권 리서치센터

중앙은행의 금에 대한 수요는 2월에도 지속



자료 : WGC, 신영증권 리서치센터

[ESG] 트럼프 2.0시대 여러 도전에 직면한 ESG

트럼프 관세, ESG시장에도 무거운 숙제를 안기다

- 트럼프 상호 관세 부과로 ESG 시장 전반에도 부정적 영향에 대한 우려 확대
 - 청정 기술 관련 비용 상승 초래, 글로벌 공급망 혼란 등으로 부정적 영향 ↑
 - 관세에 대응하여 기업이 비용 절감을 추진하는 과정에서 ESG 관련 노력이 축소될 가능성 존재
- 유럽과 중국 및 아시아 국가 등 주요국 대응 방식에 따라 큰 변화 나타날 것
 - 미국과 협상 결렬 시 보복 관세 부과 → 미국 외 주요국도 보호 무역 강화할 것 → ESG 관련 규제가 무역 장벽으로 작용할 수도
- 유럽 국가를 중심으로 ESG 투자 지속 확대, 최근 중국의 대규모 녹색 채권 발행 등 광폭 행보 → 양극화된 세계 가능성 ↑
- 결론 : 트럼프 관세 → ESG시장도 단기적으로 부정적 영향 → EU, 중국 등 주요국의 대응 방식에 따라 큰 변화 나타날 것

트럼프 주요국에 대한 상호 관세율 10%+ α

Country	Tariffs Charged in the U.S.A. (on U.S. Imports)	U.S.A. Discounted Reciprocal Tariff
China	67%	34%
European Union	39%	20%
Vietnam	90%	46%
Taiwan	64%	32%
Japan	46%	24%
India	52%	26%
South Korea	50%	25%
Thailand	72%	36%
Switzerland	61%	31%
Indonesia	64%	32%
Malaysia	47%	24%
Cambodia	97%	49%
United Kingdom	10%	10%
South Africa	60%	30%
Brazil	10%	10%
Bangladesh	74%	37%
Singapore	10%	10%
Israel	33%	17%
Philippines	34%	17%
Chile	10%	10%
Australia	10%	10%
Pakistan	58%	29%
Turkey	10%	10%
Sri Lanka	88%	44%
Colombia	10%	10%

Country	Tariffs Charged in the U.S.A. (on U.S. Imports)	U.S.A. Discounted Reciprocal Tariff
Peru	10%	10%
Nicaragua	36%	18%
Norway	30%	15%
Costa Rica	17%	10%
Jordan	40%	20%
Dominican Republic	10%	10%
United Arab Emirates	10%	10%
New Zealand	20%	10%
Argentina	10%	10%
Ecuador	12%	10%
Guatemala	10%	10%
Honduras	10%	10%
Madagascar	93%	47%
Myanmar (Burma)	88%	44%
Tunisia	55%	28%
Kazakhstan	54%	27%
Serbia	74%	37%
Egypt	10%	10%
Saudi Arabia	10%	10%
El Salvador	10%	10%
Côte d'Ivoire	41%	21%
Laos	95%	48%
Botswana	74%	37%
Trinidad and Tobago	12%	10%
Morocco	10%	10%

자료 : 백악관, 신영증권 리서치센터

무역 장벽으로 작용할 수 있는 ESG 관련 규제들

통상 연계 제재	환경, 인권/노동과 무역을 연계해 수출입 통제	·미국 위구르 강제노동 방지법 ·EU강제노동 정부상품 수입금지 규정 ·EU탄소국경조정제도
공급망 실사의무	기업의 공급망 내 인권, 환경보호 강화를 목적으로 공급망에 대한 실사추진	·EU지속가능한 기업 실사지침 ·프랑스 기업 실사의무법 ·독일 기업 공급망 실사법안 ·영국 현대판 노예방지법 ·네덜란드 아동노동 실사의무법 ·미국 캘리포니아 공급망 투명성법
기업정보 공개의무	환경, 기후, 인권, 반부패 등 기업의 비재무적 정보에 대한 보고요건 강화	·EU기업 지속가능성 보고지침
제품정보 공개의무	제품의 환경지속가능성 증진 목적	·EU지속가능한 제품을 위한 에코디자인 규정

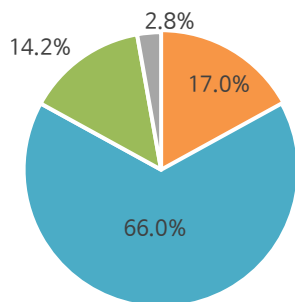
자료 : 법무법인 지평, 신영증권 리서치센터



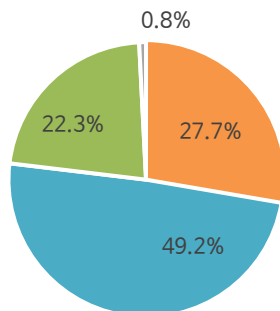
IV. 25.2분기 자산배분 의견

[4가지 고객 유형별] 2025-2Q TAA 자산배분 비중

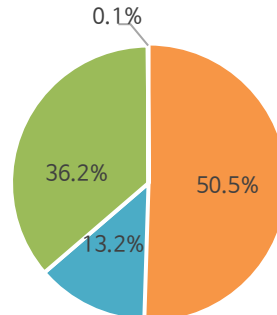
안정추구형



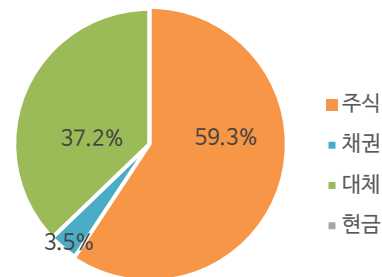
위험중립형



적극투자형



공격투자형



		향후 1년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	TAA
주식	DM	8.0	24.0	5.6
	한국	7.5	23.5	7.1
	EM	7.3	28.0	4.2
주식합계				17.0
채권	IG	4.9	7.9	40.9
	HY	6.6	10.0	19.2
	EM	6.0	11.2	5.9
채권합계				66.0
대체자산		7.0	24.0	14.2
현금		2.6	0.0	2.8
기대값		5.99	12.72	100.0

		향후 1년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	TAA
주식	DM	8.0	24.0	9.2
	한국	7.5	23.5	11.7
	EM	7.3	28.0	6.9
주식합계				27.7
채권	IG	4.9	7.9	30.5
	HY	6.6	10.0	14.3
	EM	6.0	11.2	4.4
채권합계				49.2
대체자산		7.0	24.0	22.3
현금		2.6	0.0	0.8
기대값		6.39	15.39	100.0

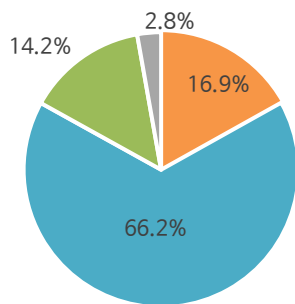
		향후 1년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	TAA
주식	DM	8.0	24.0	16.7
	한국	7.5	23.5	21.2
	EM	7.3	28.0	12.6
주식합계				50.5
채권	IG	4.9	7.9	8.2
	HY	6.6	10.0	3.8
	EM	6.0	11.2	1.2
채권합계				13.2
대체자산		7.0	24.0	36.2
현금		2.6	0.0	0.1
기대값		7.11	20.26	100.0

		향후 1년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	TAA
주식	DM	8.0	24.0	19.6
	한국	7.5	23.5	24.9
	EM	7.3	28.0	14.8
주식합계				59.3
채권	IG	4.9	7.9	2.2
	HY	6.6	10.0	1.0
	EM	6.0	11.2	0.3
채권합계				3.5
대체자산		7.0	24.0	37.2
현금		2.6	0.0	0.0
기대값		7.31	21.46	100.0

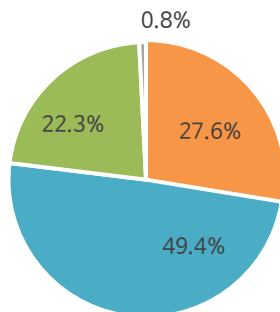
주1: 과거 성과가 미래의 수익률을 보장하지 않으며 위의 수익률은 이해를 돕기 위한 예시입니다.
 주2: 예상 수익률과 변동성은 신영증권 리서치센터 담당 애널리스트의 추정값에 의거하였습니다.
 자료: 신영증권 리서치센터

[4가지 고객 유형별] 2025Y SAA 자산배분 비중

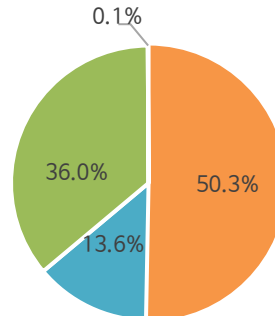
안정추구형



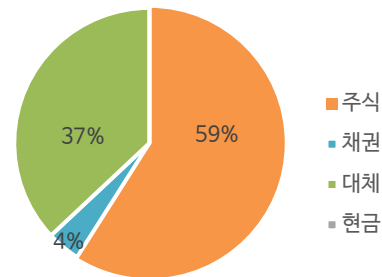
위험중립형



적극투자형



공격투자형



		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

[4가지 고객 유형별] '25-1Q 대비 '25-2Q TAA 비중 변화

자산군	안정추구형	위험중립형	적극투자형	공격투자형
채권(Fixed Income)	-0.1%p	-0.2%p	-0.4%p	-0.5%p
선진국 투자등급 채권	-1.5%p	-1.2%p	-0.5%p	-0.5%p
선진국 하이일드 채권	0.8%p	0.5%p	0.0%p	0.0%p
신흥국 채권	0.6%p	0.4%p	0.1%p	0.0%p
주식(Equity)	0.1%p	0.2%p	0.2%p	0.2%p
선진국 주식	-1.8%p	-2.9%p	-5.5%p	-6.4%p
한국 주식	0.0%p	0.1%p	0.1%p	0.1%p
한국 제외 신흥국 주식	1.8%p	3.1%p	5.6%p	6.5%p
대체(Alternatives)	0.0%p	0.0%p	0.2%p	0.3%p
현금(MMF 등)	0.0%p	0.0%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] 2024 SAA 대비 2025 SAA 비중 변화

자산군	안정추구형	위험중립형	적극투자형	공격투자형
채권(Fixed Income)	0.10%p	0.72%p	0.96%p	0.00%p
투자등급 채권	17.19%p	13.07%p	3.88%p	1.04%p
HY 크레딧	-9.17%p	-6.57%p	-1.49%p	-0.56%p
신흥국 채권	-7.92%p	-5.78%p	-1.43%p	-0.48%p
주식(Equity)	-2.77%p	-3.72%p	-3.60%p	-3.00%p
선진국 주식	-4.17%p	-6.31%p	-9.65%p	-10.60%p
한국 주식	0.03%p	0.33%p	1.76%p	2.50%p
한국 제외 신흥국 주식	1.37%p	2.26%p	4.29%p	5.10%p
대체(Alternatives)	4.87%p	5.20%p	3.54%p	3.00%p
현금(MMF 등)	-2.20%p	-2.20%p	-0.90%p	0.00%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



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

1

공급망 재편

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

2

인플레이션

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

3

CAPEX

- 아웃소싱보다는 인소싱
- 자동화 / 로봇
- 내재화

4

재정정책

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

5

인구구조

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

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	6.24	20.15	0.31	3.11	17.72	0.18	8.2	20.5	0.40
	EM	8.31	16.20	0.51	10.77	19.81	0.54	7.0	22.0	0.32
	미국	10.59	16.77	0.63	14.52	20.14	0.72	-	-	-
	중국	9.60	25.47	0.38	-0.05	21.14	-0.00	-	-	-
	한국	3.04	16.52	0.18	4.70	19.95	0.24	7.9	22.0	0.36
채권	IG	5.20	3.40	1.53	0.29	4.46	0.07	4.0	3.4	1.18
	HY	7.31	7.26	1.01	3.94	9.17	0.43	6.6	7.3	0.90
	EM	8.14	9.55	0.85	0.55	0.81	0.68	5.6	9.5	0.59
대체	인프라	9.53	17.76	0.54	5.57	21.70	0.26	7.4 27.5 0.27		
	부동산	8.43	24.82	0.34	2.78	27.62	0.10			
	원자재	3.41	17.76	0.19	12.49	19.75	0.63			

주1: 한국주식은 KOSPI, 해외주식은 각국 대표지수 (DM, EM: S&P BMI, 미국: S&P500, 유럽 Stoxx50, 일본: Nikkei225, 중국: CSI300) 기준임

주2: 채권은 IG 및 HY는 Barclays USD hedged Total Return, EM은 Barclays USD unhedged Total Return, 대체투자는 S&P Global 인프라, 다우존스 US 부동산, CRB 기준임

주3: 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	8.2	20.5	- 중물가 중금리 환경 : DM 주식시장의 기대 수익률과 변동성은 과거 20년 평균 수준으로 회귀할 것 (03년~현재 기준 각각 9.9%, 19.6%) - 2000년 이후 선진국 명목 GDP 성장률은 5.0%, 배당수익률 3%로 평균 기대수익률은 8.0% - 그러나 기대 인플레이션이 소폭 상향되었음을 감안해 예상 기대수익률 8.2% 제시
	한국 주식	7.9	22.0	- 한국 과거 10년 명목 GDP 성장률 평균 4.2%. 여기에 배당수익률 2.7% 더한 6.9%가 적정 기대 수익률 - 그러나 향후 성장을 둔화(-0.5%P), 인플레 기대심리 고착화(+0.5%P), 주주환원과 행동주의/거버넌스 변화(+1.0%P) 감안해 기대수익률 7.9% 제시
	EM 주식	7.0	22.0	- 중국은 '미중 관세 전쟁' 등 영향에 따른 경기 둔화 우려되나, 내수/수출 확장을 통한 경기 방어 - 중국 향후 5년간 명목 GDP 성장률 평균은 약 4%대 정도 예상. 중국 정부의 주주환원 정책 강화로 배당수익률 3% 예상. 단 중국 디플레이션/ 지정학적 리스크를 감안해 기대수익률 7% 제시
채권 (Fixed Income)	선진국 IG	4.0	3.4	- IG 채권과 HY 크레딧의 기대수익률은 벤치마크지수의 이표(2.86%, 5.97%)와 듀레이션(6.56년, 3.95년), 미국의 명목 잠재성장률(3.8% 가정)에 근거하여 추정 - EM 채권의 기대수익률은 벤치마크지수의 이표(4.97%)와 듀레이션(6.12년), EMBI+ 스프레드(364bp)와 EM의 명목 잠재성장률(7.5% 가정)에 근거하여 추정 - 변동성은 역사적 평균 수준과 크게 다르지 않을 것으로 예상
	선진국 HY	6.6	7.3	
	신흥국 채권	5.6	9.5	
대체자산		7.4	27.5	- 2025년 글로벌 상업용 부동산 거래 시장 저점에서 반등 전망, 저조했던 글로벌 오피스 역시 신규 공급이 제한되면서 수급 균형 맞춰지면서 Cap rate 정상화 수순 - 각국 경기 부양책 등 효과에 금리 인하 기조가 맞물리면서 변동성 축소, 기대수익률 7.5% 제시
현금자산		2.5	0.0	- 향후 5년간 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: 한국주식은 KOSPI, 해외주식은 각국 대표지수(DM, EM: S&P BMI, 미국: S&P500, 유럽 Stoxx50, 일본: Nikkei225, 중국: CSI300) 기준임

주2: 채권은 IG 및 HY는 Barclays USD hedged Total Return, EM은 Barclays USD unhedged Total Return, 대체투자는 S&P Global 인프라, 다우존스 US 부동산, CRB 기준임

주3: 모든 수치는 로그 수익률, Total Return, CAGR 기준으로 산출

자료: 신영증권 리서치센터

[Capital Market Assumptions] 자산군별 기대 수익률 추정(1년 전망)

TAA 기대 값 추정 근거와 기초 가정

		1년 기대 수익률	1년 예상 변동성	근거
주식 (Equity)	선진국 주식	8.0	24.0	- 지수 조정 및 회복 과정 사이클에서 발생 가능한 변동성 확대 경계 필요. - 전분기 대비 TAA 기대 수익 소폭 상향하되, 예상 변동성도 상향 조정
	한국 주식	7.5	23.5	- Non US 흐름, 레거시 반도체 회복에 대한 기대는 국내증시에 우호적 - 전분기 대비 TAA 기대 수익률은 상향, 변동성은 하향. 안정적 궤적 기대
	EM 주식	7.3	28.0	- 미국 대중국 관세리스크 이미 반영된 상황에서, 2분기 재정정책 확대 및 경기 점진적 회복 - 전분기 대비 TAA 기대 수익률 및 예상 변동성 상향조정
채권 (Fixed Income)	선진국 IG	4.9	7.9	- IG 채권과 HY 크레딧의 기대수익률은 벤치마크지수의 이표(2.90%, 6.03%)와 듀레이션(6.57년, 3.93년), 미국 채 10년물 금리(4.25%) 및 향후 1년간 금리 및 스프레드 전망에 근거하여 추정 - EM 채권의 기대수익률은 벤치마크지수의 이표(5.05%)와 듀레이션(6.19년), EMBI+ 스프레드(378bp)와 향후 1년간 금리 및 스프레드 전망에 근거하여 추정 - 변동성은 역사적 평균 보다 높고, 2020년 이후 평균 수준과 유사할 것으로 예상
	선진국 HY	6.6	10.0	
	신흥국 채권	6.0	11.2	
대체자산		7.0	24.0	- 기준금리 인하 속도가 생각보다 더딘 가운데 cap rate 조정도 함께 지연, 기대수익률 소폭 상향 조정 - 급격한 부동산 시장 변동 발생 가능성은 제한된 상황, 변동성은 유지
현금자산		2.6	0.0	- 한국은행 기준금리는 향후 1년간 1~2회(25~50bp) 인하 전망 - 무위험 지표 금리 하락 속도는 완만하게 나타나면서 2.6% 내외 예상

주1: 한국주식은 KOSPI, 해외주식은 각국 대표지수(DM,EM: S&P BMI, 미국: S&P500, 유럽 Stoxx50, 일본: Nikkei225, 중국: CSI300) 기준임

주2: 채권은 IG 및 HY는 Barclays USD hedged Total Return, EM은 Barclays USD unhedged Total Return, 대체투자는 S&P Global 인프라, 다우존스 US 부동산, CRB 기준임

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: 수익률은 YTD 기준(각 연도별 초기값 대비 기말 기준 수익률)

주2: 한국주식은 KOSPI, 해외주식은 각국 대표지수(DM,EM: S&P BMI, 미국: S&P500, 유럽 Stoxx50, 일본: Nikkei225, 중국: CSI300) 기준임

주3: 채권은 IG 및 HY는 Barclays USD hedged Total Return, EM은 Barclays USD unhedged Total Return, 대체투자는 S&P Global 인프라, 다우존스 US 부동산, CRB 기준임

주4: 모든 데이터는 2011년 1월~ 25년 3월 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		2025.03	
중국	37.2	중국	39	리츠	39	원자재	22	미국	26.3	미국	25	한국	10.5
미국	31.5	한국	33	원자재	38.5	인프라	-0.2	신흥국	23.3	원자재	18.4	50/30/20포트	6.4
리츠	28.9	미국	18.4	미국	28.7	HY 크레딧	-11	한국	20.4	신흥국	17.3	60/40 포트	4.7
신흥국	27.6	신흥국	16.9	신흥국	20.5	IG 채권	-11.2	50/30/20포트	13.8	인프라	15.1	인프라	4.7
인프라	27	50/30/20포트	16.7	인프라	11.9	50/30/20포트	-15.1	HY 크레딧	13.7	중국	14.5	원자재	4.6
선진국	19.9	60/40 포트	16.7	50/30/20포트	8.1	신흥국 채권	-15.3	60/40 포트	12.5	선진국	12	선진국	4.0
HY 크레딧	13.3	선진국	15.5	한국	5.8	60/40 포트	-15.5	리츠	12.2	HY 크레딧	10.7	리츠	3.2
신흥국 채권	13.1	신흥국 채권	6.5	HY 크레딧	2.5	선진국	-17.8	선진국	10.9	신흥국 채권	6.6	신흥국 채권	2.8
50/30/20포트	12.2	HY 크레딧	5.7	60/40 포트	1.6	미국	-18.1	신흥국 채권	9.1	리츠	4.9	중국	2.4
원자재	11.8	IG 채권	5.6	선진국	1.2	신흥국	-18.3	IG 채권	7.1	IG 채권	3.4	HY 크레딧	1.8
한국	10.1	리츠	-5.3	IG 채권	-1.4	한국	-22.8	인프라	6.8	50/30/20포트	-0.4	IG 채권	1.0
60/40 포트	9.3	인프라	-5.8	중국	-1.4	리츠	-25.2	원자재	0	60/40 포트	-1.1	신흥국	0.0
IG 채권	8.2	원자재	-9.3	신흥국 채권	-1.7	중국	-26.7	중국	-10.8	한국	-8.1	미국	-3.4

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

주2: 한국주식은 KOSPI, 해외주식은 각국 대표지수(DM, EM: S&P BMI, 미국: S&P500, 유럽 Stoxx50, 일본: Nikkei225, 중국: CSI300) 기준임

주3: 채권은 IG 및 HY는 Barclays USD hedged Total Return, EM은 Barclays USD unhedged Total Return, 대체투자는 S&P Global 인프라, 다우존스 US 부동산, CRB 기준임

주4: 모든 데이터는 2011년 1월 ~ 25년 3월 종가데이터 사용

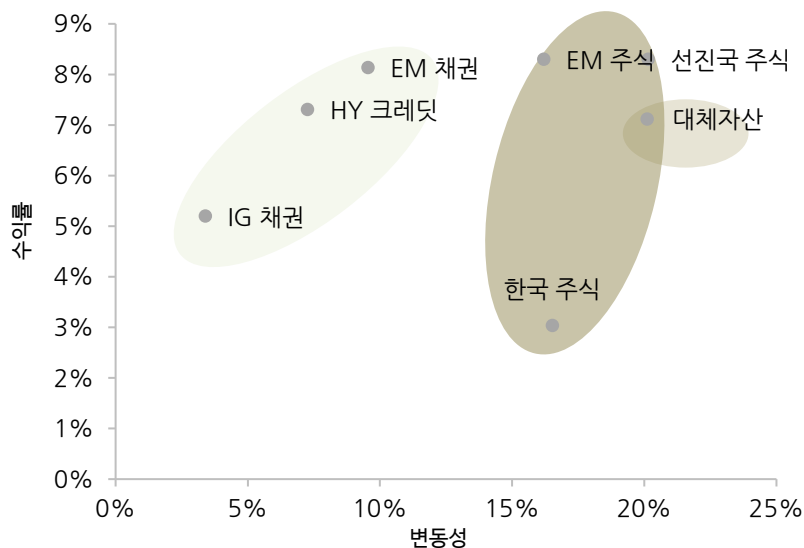
자료: 신영증권 리서치센터

[5년 자산시장 전망] 자산군별 기대수익률과 변동성의 변화

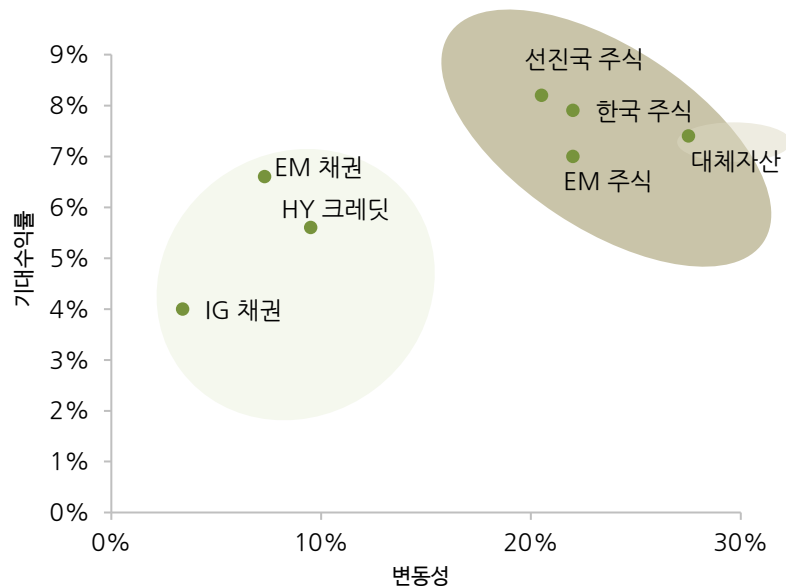
금리인하기 지속 : ‘주식-채권’ 위험-안전자산 역학 재립

- 절대금리 레벨 상승으로 강화되었던 채권자산의 만기보유 관점 수익성 개선 흐름은 점차 소강
- ‘21년 이후 금리인상에 따라 채권수익률은 상승. 그러나 ‘23년 기점으로 물가둔화 지속되며 채권의 저(低)변동성, 저(低)수익률 등 안전자산 특성이 다시금 강화

과거 평균-분산 산포도



5년 예상 평균-분산 산포도



주1: 평균, 분산 값 산출 시 1989/01/02~2024/12/31 가격데이터 사용
주2: 사용 인덱스데이터는 “단일 자산별 수익률과 포트폴리오 수익률 추이”와 동일
주3: 월별 데이터의 연율화 수익률 및 표준편차 사용
자료: 신영증권 리서치센터

주1: 예측 평균수익률 및 표준편차는 당사 애널리스트 미래 5년 전망치 사용
자료: 신영증권 리서치센터

[자산간 상관계수 매트릭스] 분산효과 측정 : 장기시계열 상관계수

금리인하기 진입에 따른 자산간 상관계수 정상화

- 1980년 1월 ~ 2025년 3월까지의 데이터 사용
- 펜데믹으로 안전-위험자산간 자산동조화 발생. 금리인하기 진입에 따른 자산별 상관계수 정상화
- 특히 인플레 둔화 및 금리인하 지속되는 가운데 침체 우려 확대 속 ‘주식-IG 채권’의 부(-)의 관계는 더욱 강화
- 또한, IG 채권과-대체자산 수익률 성과도 부(-)의 관계로 전환하며 경기둔화에 따른 수요침체 우려 반영

	신흥국 주식	선진국 주식	미국 주식	한국 주식	중국 주식	선진국 IG	선진국 HY	신흥국 채권	인프라	리츠	원자재
신흥국 주식	1.0000	0.5916	0.9322	0.2169	0.1734	-0.1085	0.5974	0.3539	0.8199	0.7486	0.4158
선진국 주식	0.5916	1.0000	0.3944	0.5626	0.5198	-0.1069	0.6091	0.4447	0.5930	0.3166	0.3416
미국주식	0.9322	0.3944	1.0000	0.0530	0.0796	-0.1236	0.4459	0.2322	0.6897	0.7791	0.3470
한국주식	0.2169	0.5626	0.0530	1.0000	0.3383	-0.0902	0.3121	0.2281	0.2374	0.0468	0.0977
중국주식	0.1734	0.5198	0.0796	0.3383	1.0000	-0.0456	0.2277	0.1668	0.1730	0.0490	0.1213
선진국 IG	-0.1085	-0.1069	-0.1236	-0.0902	-0.0456	1.0000	0.1637	0.5383	-0.0215	0.0637	-0.1262
선진국 HY	0.5974	0.6091	0.4459	0.3121	0.2277	0.1637	1.0000	0.7895	0.6184	0.4155	0.3199
신흥국 채권	0.3539	0.4447	0.2322	0.2281	0.1668	0.5383	0.7895	1.0000	0.4369	0.3118	0.1687
인프라	0.8199	0.5930	0.6897	0.2374	0.1730	-0.0215	0.6184	0.4369	1.0000	0.6923	0.4131
리츠	0.7486	0.3166	0.7791	0.0468	0.0490	0.0637	0.4155	0.3118	0.6923	1.0000	0.2581
원자재	0.4158	0.3416	0.3470	0.0977	0.1213	-0.1262	0.3199	0.1687	0.4131	0.2581	1.0000

주1 : 1980/01 ~ 2025/3 까지 로그수익률 사용

주2 : “자산별 수익률과 포트폴리오 수익률 추이”와 동일

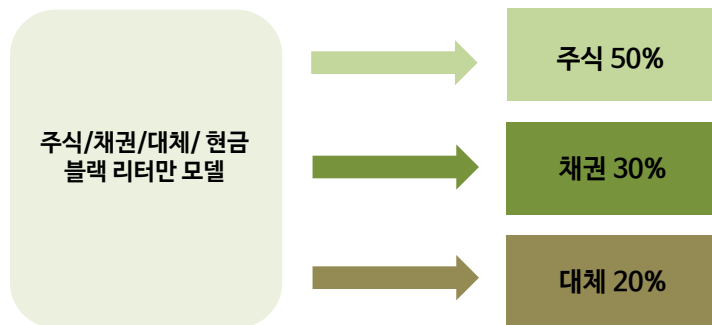
자료: 신영증권 리서치센터

[자산배분모델 최적화] 블랙리터만 포트폴리오 (1)

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

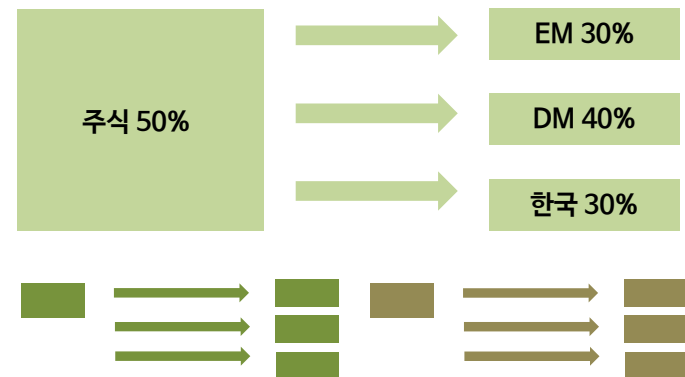
- 애널리스트의 장기적 관점을 바탕으로 포트폴리오 구성(당사의 '장기주의 Long-termism' 투영)
- 안정형/ 중립형/ 적극형/ 공격형 4개 군의 고객성향에 따라 맞춤형 주식/ 채권/ 대체/ 현금 비중 제시
- 자산시장별 비중을 산출하기 위한 1차 최적화(주식 vs. 채권 vs. 대체 vs. 현금)
- 이후 자산시장 및 종류별 세부 인덱스에 대한 2차 최적화 진행 (DM 주식 vs. 한국 주식 vs. EM 주식)

블랙-리터만 포트폴리오를 활용한 주식/채권/대체 비중 산출



자료: 신영증권 리서치센터

블랙-리터만 모델을 통한 세부 BM별 비중 산출



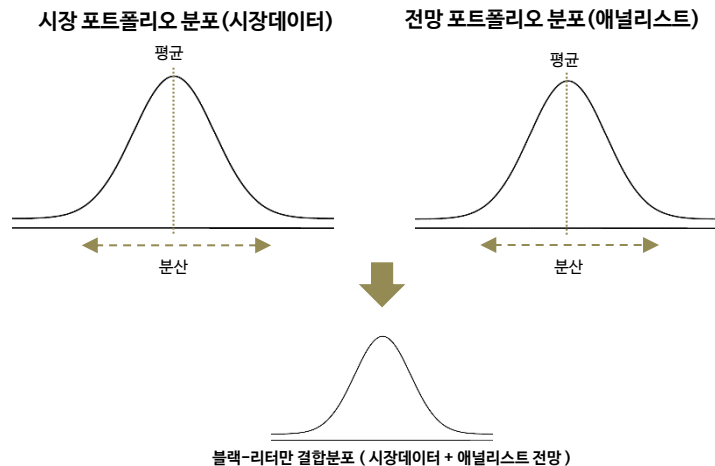
자료: 신영증권 리서치센터

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

블랙-리터만 모델 : 미래 투자 전망을 비중으로 표현하는 포트폴리오

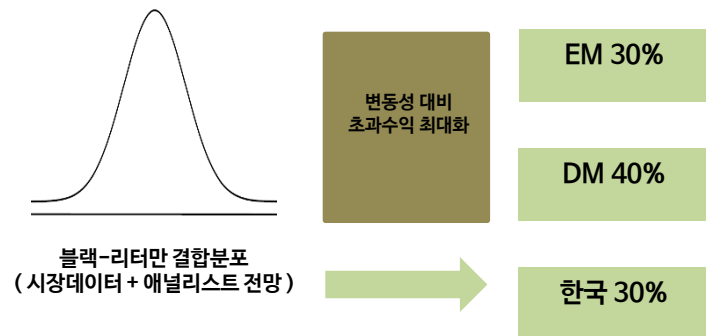
- 자산시장별 기대수익과 변동성에 대한 담당 애널리스트 전망을 반영
- 평균과 분산으로 이루어진 전망치는 시장데이터와 결합분포를 생성
- 결합분포를 고려하여 위험 대비 초과수익을 최대화하는 비중을 산출

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.