Asset Report 2025. 11. 3

신영증권

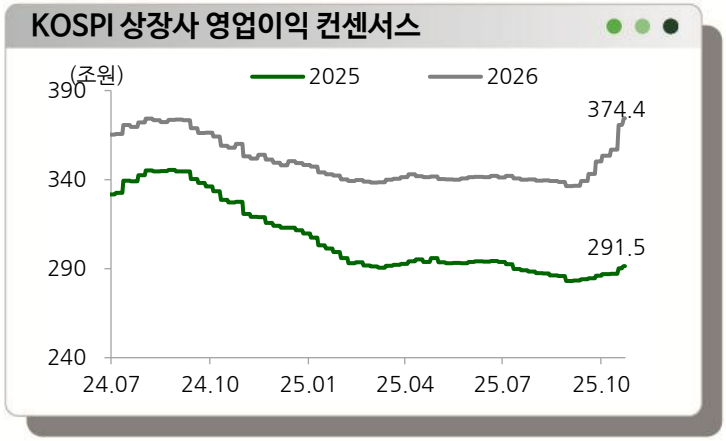
신영 자산배분전략

11월 : 강세장에 순응

- 10월 자산시장 리뷰: 금리인하와 낙관편향의 세상
- 유동성의 시대
- 트럼프가 원하는 3박자: 금리↓, 달러↓, 유가↓
- 회복하고 있는 펀더멘털

분석의 기본 가정

- 글로벌 유동성 확대
- 미 통화정책 완화 기조 강화
- 국내 펀더멘털 개선



채권/FX전략 조용구
주식전략 이상연
퀀트/자산배분솔루션 강기훈
크레딧 전략 이경록
중국 전략 성연주
리츠/부동산 박세라
ESG 오광영

[요약] 강세장에 순응

• 풍부한 유동성과 FOMO가 이끄는 투자의 붐

KOSPI가 지수 출범 이래 최초로 4,000pt를 달성하면서 YTD 수익률 +70%을 기록하고 있습니다. 현재까지의 분위기가 이어진다면 올해는 2000년 이후 최대의 수익률을 기록하는 해가 될 가능성이 높습니다. 아이러니하게도 올해는 트럼프 2기 정부가 시작되면서 관세 정책에 대한 공포로 시작했던 해였습니다. 그러나 1년 만에 분위기가 180도 변하면서 반도체 슈퍼사이클 이야기까지 나오고 있는 상황입니다. 반도체가 국내 증시의 영업이익 추정치 상향을 주도하고 있는 것은 사실이나 반도체 외의 업종(기계, 조선, IT하드웨어, IT가전, 화학 등)도 올해보다 더 나은 내년을 기대하고 있습니다. 부동산보다는 자본시장 투자를 장려하는 정부 기조 하에 가계자금까지도 국내 증시로 흘러 들어오고 있습니다. 여기까지 생각을 해보면 올해에 이어 내년에도 우리 증시가 나쁠 이유는 없어 보입니다. 그럼에도 리스크 요인을 고려해보자면 미국 채권금리의 반등에 따른 조정장세 돌입, 종목 차별화 강화에 따른 지수 상승각도 조정 등이 있을 것 같습니다.

2025년이 2달 남짓 남은 상황에서 2026년을 전망해보자면 미국의 경우 연방정부 셧다운이 이어지고는 있으나 인플레이션 부담이 우려보다 크지 않으며, 고용시장 균형 등 경기 침체 가능성도 낮은 상황입니다. 국내도 내년 기준 실질 GDP 1.8%로 올해보다는 개선이 될 가능성이 높습니다. 환율의 경우 APEC 정상회의를 계기로 대미 직접투자 방식이 확정된 것은 긍정적이나 기대했던만큼 원화가 강세로 돌아서지는 않은 상황입니다. 그럼에도 한미 통화정책의 차이를 고려했을 때 원/달러 환율은 지금보다는 내려오는 시나리오의 가능성이 더 높다고 생각하고 있습니다.

• 11월 자산배분 전략: 주식 비중확대(+1), 채권 비중확대(+1), 현금 비중 축소(-2) 유지

11월 자산별 매력도는 채권(+1), 주식(+1) 의견을 유지하고 현금자산에 대한 투자의견을(-2)로 유지합니다. 주식의 경우 글로벌 주요 증시의 2026년도 이익 추정치가 계속해서 상향 조정되고 있습니다. 2026년 연말까지 고려했을 때 미 금리인하 사이클 하에 위험자산 선호도는 더 높아질 것이라고 판단합니다. 미국채 금리는 양적긴축(QT) 종료 등 호재를 반영하며 하락세를 보이고 있으나 한국은행 기준금리는 당분간 동결 기조가 이어질 것으로 전망합니다. 서울지역을 중심으로 수도권 부동산시장 과열이 극심한 가운데 외환시장에서 대미 투자펀드 조달 부담 등으로 원화 약세가 가파르게 나타나 금리 인하가 어려운 요건이 지속되고 있습니다.

[자산배분 의견표] 11월 애널리스트 의견과 전망

	-2	-1	0	+1	+2	애널리스트 의견
주식(Equity)				◈		- 내년도 이익 추정치 상향 조정 지속 및 재정확대 기조에 따른 글로벌 유동성 확대는 글로벌 증시에 우호적 환경 - 미 금리인하 사이클 하에 Risk-on 분위기는 당분간 지속될 전망
선진국 주식			◈			- 향후 미국 기준 금리 인하 시기에 대한 이견이 있을 수 있으나 인하 사이클의 프레임 속에서 Risk on 심리는 계속될 것 - S&P500 12개월 선행 PER 22.6배, PBR 4.7배로 고밸류 논란 지속에도 불구하고 꾸준히 EPS 추정치가 상향조정 되는 상황 - 추천 ETF: Global X US Infrastructure Development ETF(PAVE), SOL 미국AI전력인프라 (486450)
신흥국 주식				◈		- 11월 미중 관세 협상 불확실성 점진적 해소되면서 증시 반등 시도 예상 - 15차5개년 계획 발표 및 4분기 통화/재정 정책 강도 강화 예상되며, 로봇/GPU 기업 IPO 및 실적 개선 등으로 IT주 조정시 매수 유효 - 추천 ETF: TIGER 차이나테크TOP10(0047A0), Global X항셍고배당ETF(3110.HK)
한국 주식				◈		- 반도체 업종 중심의 매수세가 타 업종으로의 순환되며 지수 상승 각도는 완만해지겠으나 우상향 추세는 유지된다는 점에 주목 - 정책모멘텀 부각 및 대미투자 우려 완화에 따른 업종 순환매 속 지수 하단은 견고할 것 - 추천 ETF: SOL 금융지주플러스고배당(484880), TIGER 소프트웨어(157490), TIGER 조선 TOP 10(494670)
채권(Fixed Income)				◈		(국채/FX전략) - 미국: 연준은 10월과 12월까지 총 3회(75bp) 보험성 인하 전망. 연방정부 셧다운이 이어지고 있는 가운데 인플레이션 부담이 우려보다 크지 않으며, 고용시장 균형 등 경기 침체 가능성도 낮음. 미국채 금리는 양적긴축(QT) 종료 등 호재를 반영하며 하락, 10년물 기준 당사 연내 타깃 4.0% 도달. 연말까지 추가 하락 속도와 폭은 제한 예상 - 한국: 한은 기준금리는 당분간 동결 기조가 이어질 것으로 전망(11월 인하 전망 철회). 서울지역을 중심으로 수도권 부동산시장 과열이 극심한 가운데 외환시장에서 대미 투자펀드 조달 부담 등으로 원화 약세가 가파르게 나타나 금리 인하 난망. 내년 한은의 경제전망(1.6%)은 보수적인 수준으로 향후 상향 조정 여지가 있음 - 외환(FX): 달러화는 10월 중 96~100pt 박스권 내 상단에 근접한 흐름, 특히 엔화는 다카이치 총리가 공식 취임하면서 약세 시현. 원화는 3,500억달러 대미 투자펀드를 포함한 관세 후속 협상이 지연되며 뚜렷한 약세 지속. 핵심은 현금성 지분투자 비중과 투자기간 등으로 APEC 정상회의 전후 관련 소식에 주목, 결과에 따라 방향성 결정될 듯
선진국 투자등급				◈		
선진국 하이일드				◈		
신흥국 채권				◈		(크레딧전략) - 크레딧 스프레드가 많이 축소되었음에도 불구하고 기준금리 인하 사이클과 많지 않은 물량부담 하에서 매도보다는 매수관점 유지가 바람직 - 금리매력이 낮아졌기 때문에 적극적인 매수보다는 국채 발행물량 우려에 따른 시장금리 상승 시마다 저점매수 관점이 유효 - 화학, 철강, 건설 등 일부 크레딧 이슈 업종에 대한 회사별 차별화 및 쏠림이 예상되며 하이일드채권에 대해서는 선별에 주의 필요 - 추천섹터 또는 ETF: 선진국 장기채, 미국채 및 관련 ETF(장기 보유시 환손실 예상), 만기매칭형 국내채권 ETF
대체자산			◈			(부동산/리츠) - 10월 미국 상장 리츠 흐름은 소폭 정체 및 하락 흐름으로 전월과 비슷 - 금리 인하 방향이 유력한 가운데 산업(물류) 중심으로 수요 회복 긍정적 시각 존재, 상업용 부동산 전반은 아직 저점 다지는 중 - 한국, 부동산 규제로 인해 증시로의 자금 유입이 가팔라지고 있다는 점에서 부동산과 증시 마중물인 리츠 간접 수혜 - 퇴직연금 등 장기 거래 자산의 실적 배당 배분 비율 증가, 리츠 ETF AUM 지속 확대 긍정적 - 추천 ETF: TIGER 리츠부동산인프라(329200) (금) - 금, 중앙은행의 지속적인 매입 기조와 선진국 ETF 자금 유입에 따른 구조적인 성장이 가시화되는 국면 - 금 가격은 미중 무역분쟁 재점화 등으로 불확실성 확대되며 랠리 지속, 금번 하락은 연방정부 셧다운 해제 가능성과 APEC 정상회의 기대감 등에 따른 단기적 차익실현으로 해석 - 향후 일시적인 가격 조정은 존재할 수 있으나, 금리 인하 사이클 속 구조적인 수요 확대에 따라 추가적인 가격 상승이 가능할 것으로 예상됨
현금자산	◈					- 국내 기준금리는 향후 1년 관점에서 1회(25bp) 추가 인하 전망 - CD, 코리보, 콜금리 등 무위험지표 금리는 2%대 중반에서 한동안 횡보 예상. 자산의 단기전망은 모두 중립 상회

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

I. 신영 생각

- 10월 자산시장 리뷰: 금리인하와 낙관편향의 세상
- 유동성의 시대
- 트럼프가 원하는 3박자: 금리↓, 달러↓, 유가↓
- 회복하고 있는 펀더멘털

[10월 자산시장 리뷰] 금리인하와 낙관편향의 세상

- (주식시장) 미 금리인하 사이클 재개 및 글로벌 주요 기업의 견조한 실적 확인 속 전반적 강세 연장. 미-중 정상 회담을 통한 무역 갈등 완화 기대감이 더 우세한 상황
- (채권시장) 미 채권 금리는 10월 FOMC 기준금리 인하(25bp) 반영 및 셧다운 장기화와 미-중 갈등 우려에 따른 안전자산 선호심리에 하락 마감
- (대체자산) 부동산/리츠 지수는 미국 금리 인하 확인에 따른 매수세 유입 지속. 인프라 지수는 주요국 인프라 투자 확대 기조 하의 강세 연장
- (원자재) 국제 유가는 공급 확대 전망에도 불구하고 미국과 유럽의 러시아 제재에 낙폭 축소. 산업 금속은 미-중 갈등 재점화에 하락 마감

10월 자산시장 리뷰

(단위: p, %, 10/31 종가 기준)

		price	MTD	3M	YTD	1Y	3Y
주식	DM	1,931.66	2.05	8.32	20.65	22.59	79.31
	EM	780.13	1.71	9.96	24.50	21.28	73.17
	미국	6,840.20	2.27	7.90	16.30	19.89	76.66
	유럽	5,662.04	2.39	6.43	15.65	17.28	56.52
	일본	52,411.34	16.64	27.62	31.37	34.11	89.98
	중국	4,640.67	-0.00	13.86	17.94	19.27	32.26
	홍콩	9,168.58	-4.05	3.22	25.77	26.22	85.65
	한국	4,107.50	19.94	26.56	71.18	60.69	79.08
채권	IG 채권	608.46	0.79	2.09	4.87	5.30	17.73
	HY 크레딧	681.22	1.08	2.89	8.65	9.87	42.62
	EM 채권	1,377.57	1.72	4.22	10.37	10.27	38.00
대체	인프라	3,475.13	-0.30	2.54	15.47	13.35	37.32
	부동산/리츠	1,781.58	-2.30	0.60	3.80	-0.82	23.70
	CRB	376.84	0.98	1.96	5.61	12.81	27.61
외환	달러인덱스	99.80	2.08	-0.16	-8.00	-4.01	-10.51
	원달러 환율	1,430.00	1.87	2.63	-2.85	3.85	0.38

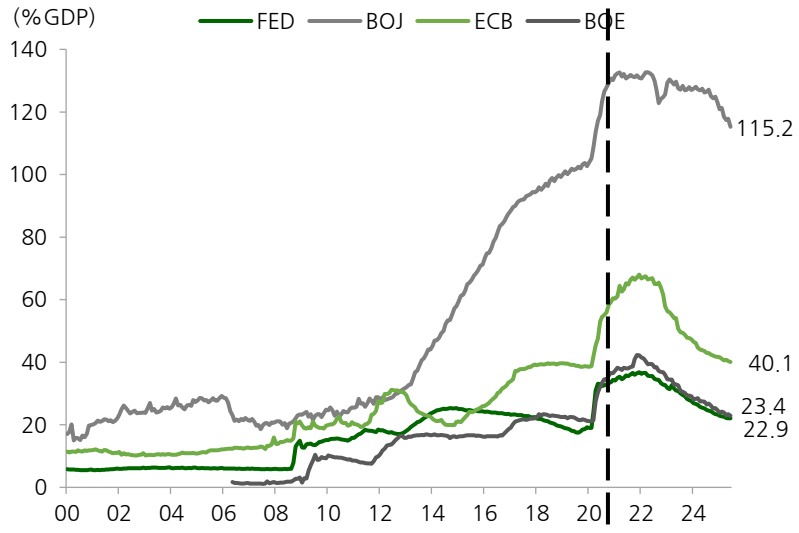
주1: 한국주식은 KOSPI, 해외주식은 각국 대표지수(DM,EM: S&P BMI, 미국: S&P500, 유럽 Stoxx50, 일본: Nikkei225, 중국: CSI300, 홍콩: HSCEI) 기준임
주2: 채권은 IG 및 HY는 Barclays USD hedged Total Return, EM은 Barclays USD unhedged Total Return, 대체투자는 S&P Global 인프라, Dow Jones US Real Estate, CRB 기준임
주3: 사용자 편의를 위해 주가 지수는 Total Return 지수를 사용하지 않고 단순 수익률 Index를 기준으로 산출
자료: 신영증권 리서치센터

[신영 생각 1] 유동성의 시대

여전히 비대한 중앙은행들

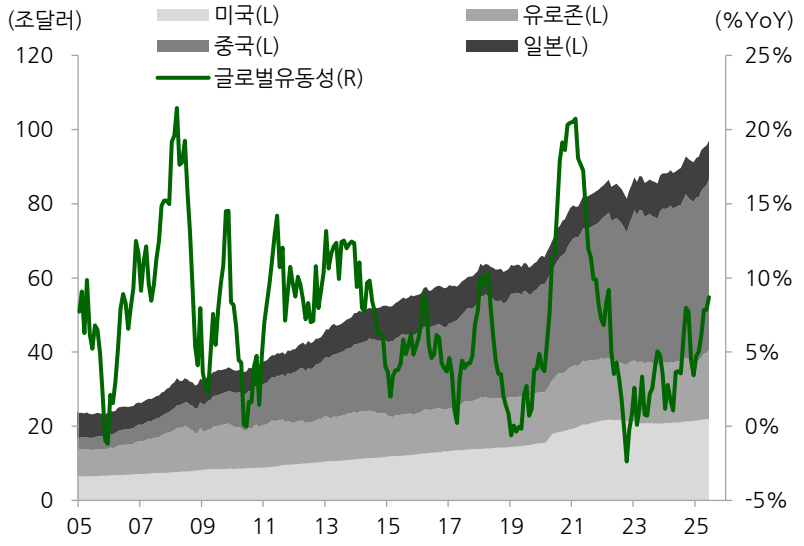
- 코로나 팬데믹 이후 주요 4대 중앙은행의 자산 규모가 감소세를 보이고는 있지만 여전히 과거 추세 대비 높은 편
- 과거 대비 높은 유동성이 6년간 유지되고 있고 미국에서는 QT 종료 가능성도 높아진 상황

주요 4대 중앙은행 자산 규모



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

주요국 M2 추이



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

[신영 생각 2] 트럼프가 원하는 3박자: 금리↓, 달러↓, 유가↓

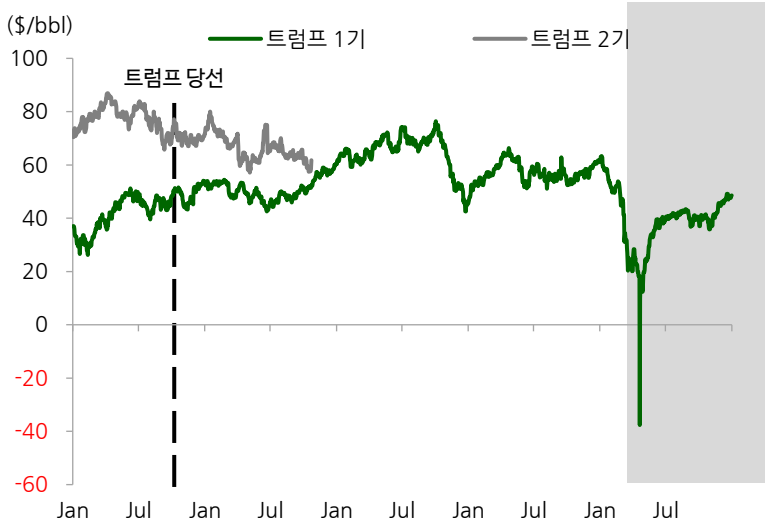
1기와 유사한 달러 약세, 더 낮아지고 있는 유가

- 트럼프는 시중금리 하락과 동시에 달러 약세, 저유가를 유도하려는 인물
- '불공정'에 대한 생각은 관세뿐만이 아니라 달러에도 적용되고 있는 상황
  - "강달러는 들리기엔 좋지만 관광도 줄고, 공장도, 트럭도, 아무것도 팔 수 없게 된다"
  - "강달러는 인플레이션 억제에는 좋지만, 우리는 이미 인플레이션을 없앴다"
- 인플레이션 상승 경계 및 지지율 유지를 위해서도 저유가 기조가 이어질 가능성이 높음
  - 1) OPEC+의 증산 결정, 2) 유럽과 공조를 통한 대러시아 제재 강화, 3) 역내 셰일 및 천연가스 생산 확대

달러인덱스 추이 (트럼프 1기 vs. 트럼프 2기)

주) 회색 음영 기간은 코로나 팬데믹을 의미
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

유가 추이 (트럼프 1기 vs. 트럼프 2기)



주) 회색 음영 기간은 코로나 팬데믹을 의미
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

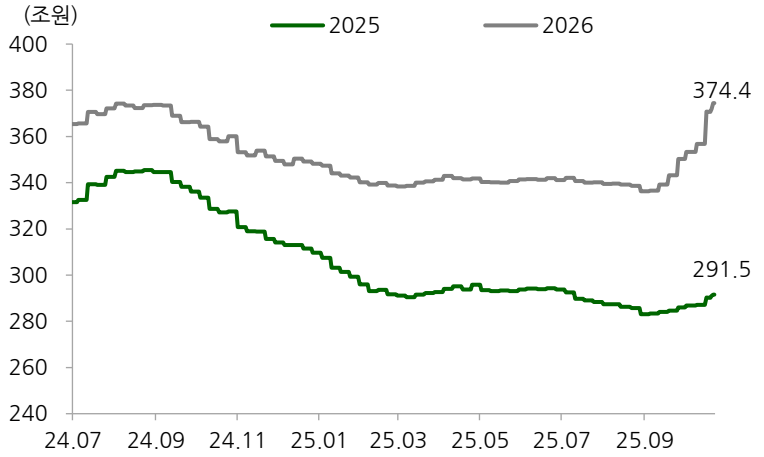
[신영 생각 3] 회복하고 있는 펀더멘털

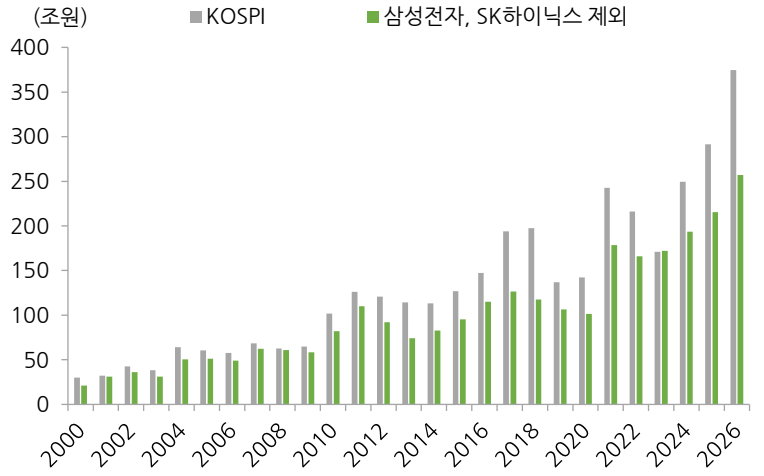
최악은 면한 경기, 올라가는 눈높이

- 2025년 한국 실질 GDP 성장률 +1.0% 내외로 예상되어 최악의 시나리오는 피한 상황
- 긍정적인 점은 2025년, 2026년 상장사 영업이익에 대한 컨선세스의 상향 조정

  -반도체 사이클 회복 기대감을 반영하며 급격하게 상향된 것은 부담요인이나 삼성전자, SK하이닉스를 제외한 KOSPI 상장사의 경우도 증익 모멘텀이 뚜렷

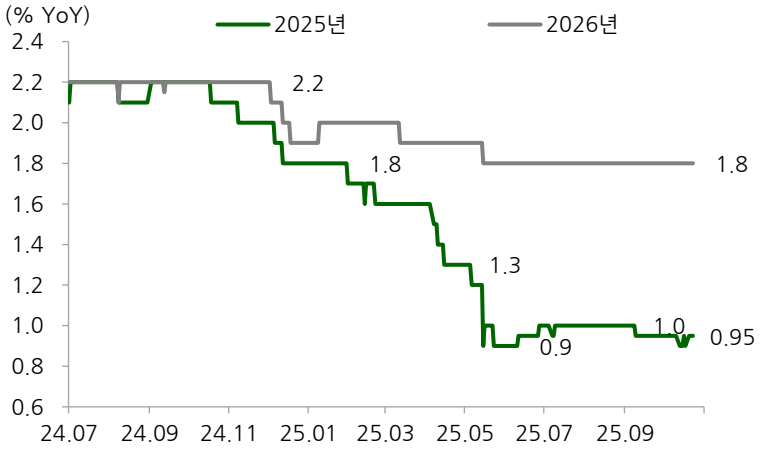
KOSPI 상장사 영업이익 컨센서스





자료 : Wisefn, 신영증권 리서치센터

한국 실질 GDP 성장률 컨센서스 변화



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

II. 자산군별 전망

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

[미국채권] 10월 FOMC

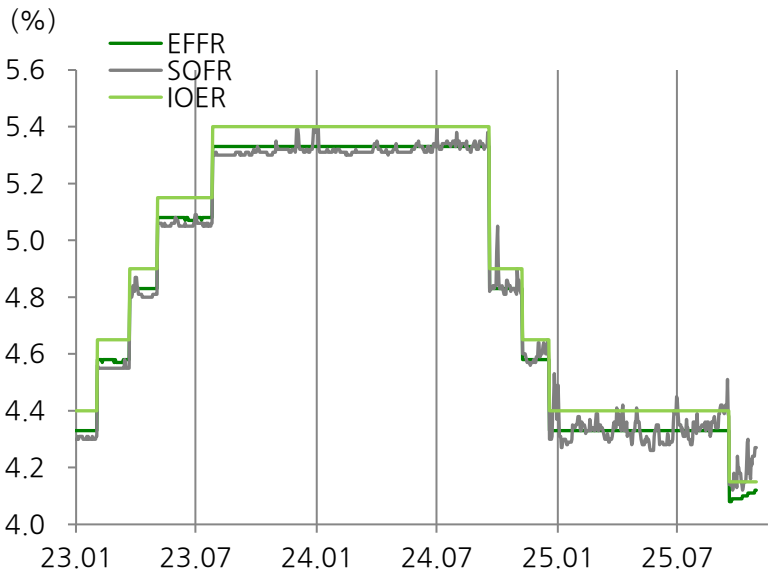
정책금리 25bp 추가 인하, 양적긴축(QT) 종료

- 미 연준은 9월에 이어 10월 FOMC에서 정책금리 25bp 추가 인하. 연방정부 셧다운이 이어지고 있는 가운데 인플레이션 부담이 우려보다 크지 않으며, 고용시장 균형 등 경기 침체 가능성도 낮기 때문
- 양적긴축(QT) 12월 1일부로 종료. 뉴욕 연은이 제시한 QT 종료 시점은 GDP 대비 지준 비율 기준 각각 11%(높은 지준), 9%(낮은 지준). 당사 추정 7월 중순과 9월 중순 11%, 10% 하회 시작(지준 규모도 10월부터 3조달러 하회)
- 10월 역레포 잔고 사실상 소멸. 9월부터 SOFR 금리가 IOER을 상회하고 스탠딩레포(SRF) 수요 출현
- 결론 : 연준 10월 25bp 추가 인하, QT 종료. 이후 단기국채 위주 유동성 공급 시점에도 주목(내년 하반기 추정)

미국 명목GDP 대비 지준 비율 추이

주 : 3~4분기 GDP는 블룸버그 컨센서스 활용
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

미국 EFFR과 SOFR, IOER



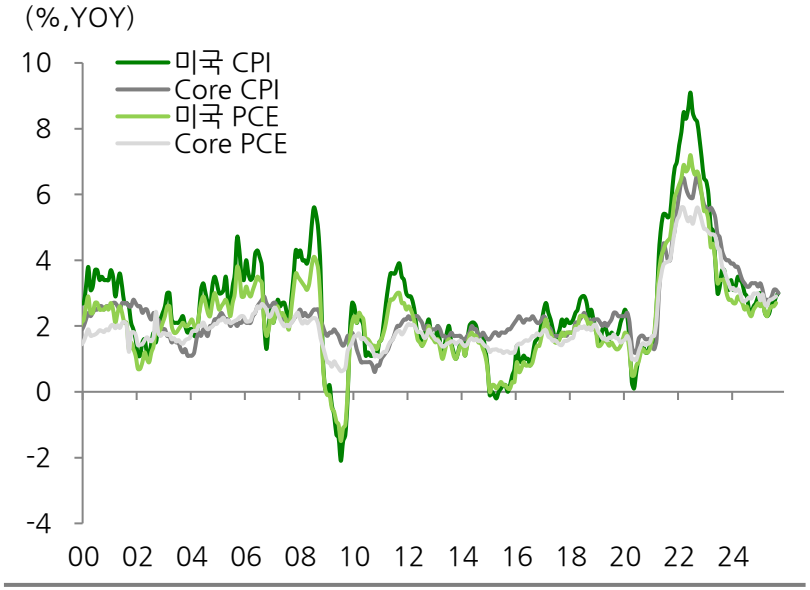
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

[미국채권] 정책금리와 미국채 금리

대체로 안정적인 물가, 금리 하락 속도는 단기적 둔화 전망

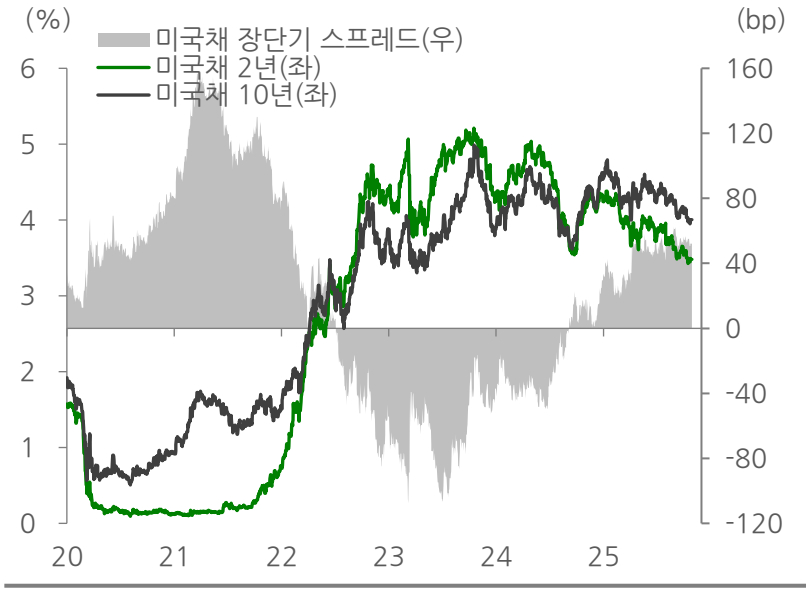
- 연방정부 셧다운으로 고용지표 등 발표 지연. 인플레이션 지표는 9월 CPI 9월 헤드라인과 코어 모두 전년동월비 3.0% 기록. 주거비 안정적인 흐름 등 근원 물가의 상승 폭 우려보다 양호한 수준
- 연준 12월 FOMC에서도 25bp 추가 인하 전망. 이후 파월 의장 임기 내 관망세로 전환 예상. 추가 인하 시점은 차기 의장이 취임한 이후인 6월로 추정(트럼프 충성파 vs. 경제학자 + 중앙은행가)
- 미국채 금리는 연방정부 셧다운, QT 종료 등 호재 반영하며 10년물 4.0% 타깃 도달. 추가 하락 폭과 속도는 제한 예상
- 결론 : 미국채 금리는 차기 연준 의장 선임을 기점으로 불-스티프닝 재개 예상, 내년 상반기 10년물 타깃 3.8% 제시

미국 주요 인플레이션 지표



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

미국채 주요 만기와 장단기 스프레드



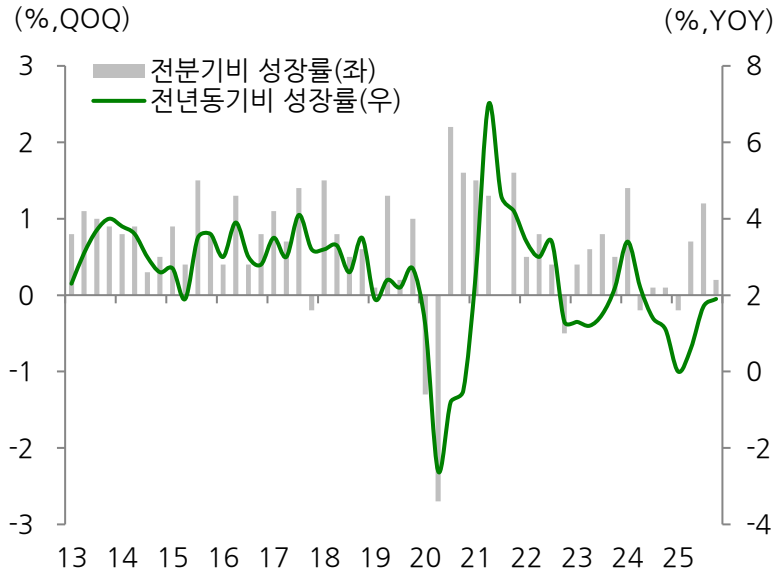
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

[한국채권] 국내 경제와 기준금리

올해 성장률 전망 1.0%로 상향, 11월 기준금리 동결 예상

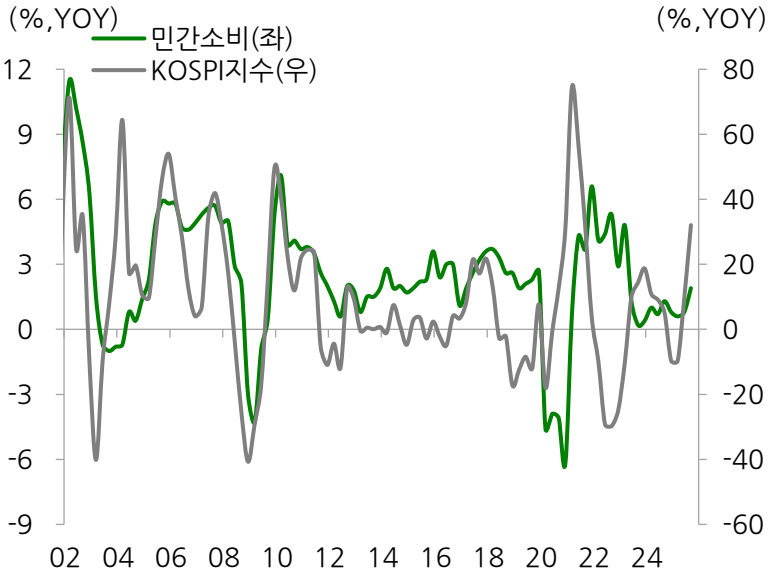
- 3분기 국내 GDP성장률 전분기비 1.2%, 전년동기비 1.7% 기록하며 시장 예상치 상회. 추경 편성으로 소비쿠폰 지급과 주가지수 상승 등 자산시장 호조로 부의 효과(wealth effect), 민간소비와 정부지출이 성장 주도
- 설비투자도 예상을 상회했고 건설투자는 감소 폭 축소. 내수 위주의 성장 회복 흐름 지속되며 올해 1.0% 성장 가능. 내년에는 수출이 일정수준 둔화되고 건설투자 부진이 이어질 수 있겠으나 연간 1.8~1.9% 수준까지 성장 회복 전망
- 11월 성장률 전망(기존 1.6%) 소폭이라도 상향 조정 필요. 한은 금통위 기준금리 동결 예상
- 결론 : 국내 경제 성장 회복 흐름 유효, GDP 아웃풋 갭 (-) 폭 축소 예상. 당사 내년 상반기까지 금리 동결 지속 전망

국내 실질GDP 성장률 추이



자료 : 한국은행, 신영증권 리서치센터

민간소비와 KOSPI지수 전년동기비 상승률



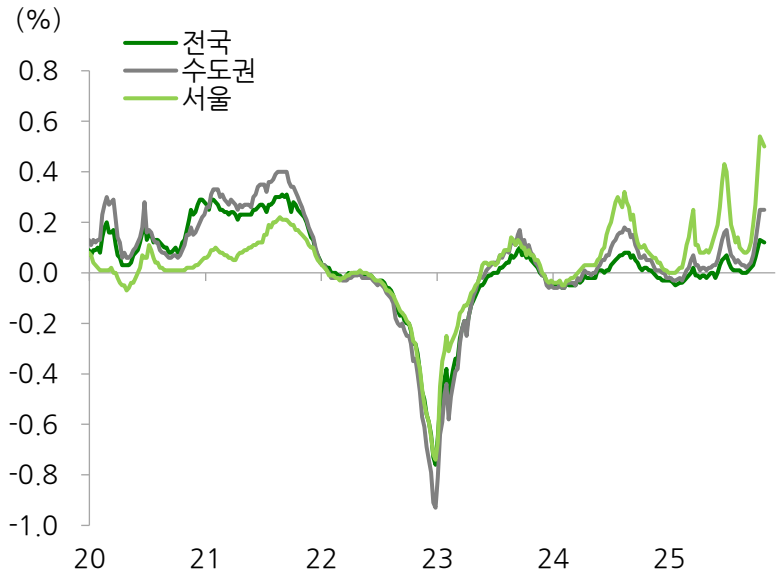
주 : KOSPI지수는 분기말 기준
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

[한국채권] 국고채 금리

당분간 기준금리 동결 예상, 한미 투자협상에 따른 수급 우려도 잔존

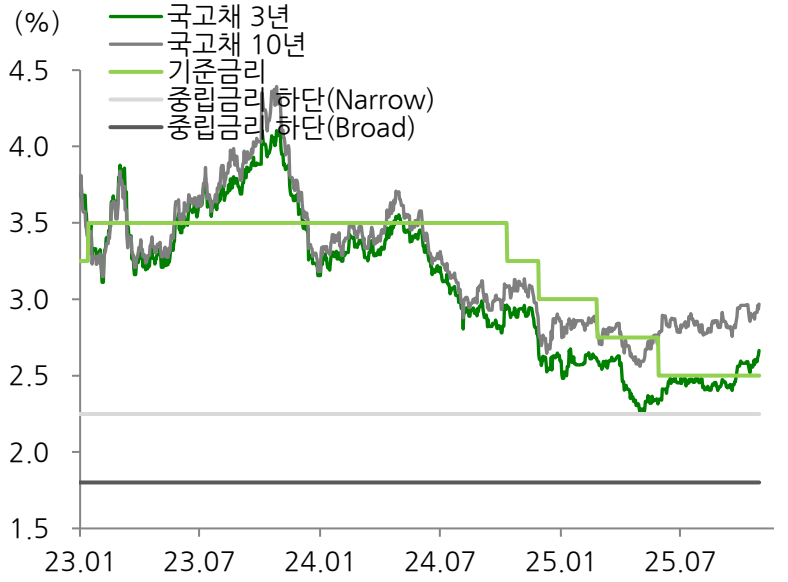
- 국내외 경기 회복 흐름 속에 금융안정 측면(가계부채 제외) 단시일 내 추가 금리 인하 여건 형성되기 어려워. 한미 투자협상 지연되면서 원화 약세 흐름 이어지는 가운데 수도권 부동산시장 과열 양상 지속
- 서울지역 주간 아파트매매가격지수 0.2%는 금리 인하가 어려운 일종의 레드라인(만족할만한 레벨은 0.1% 수렴). 연말~연초 공급대책 발표 및 효과를 지켜볼 시간도 필요하며, 내년 6월초 지방선거 이전 보유세 인상 가능성도 미지수
- 이재명 대통령은 10월 금리 동결 '옳은 결정'이라고 평가. 시장금리는 금리 인하 기대 후퇴로 상당수준 반등
- 결론 : 기준금리 인하 기대는 이미 큰 폭 후퇴 반영, 한미 투자협상 결과에 따라 특수은행채 발행 증가 우려도 잔존

주간 아파트매매가격지수 추이



자료 : 한국부동산원, 신영증권 리서치센터

주요국 기준금리 레벨과 국고채 금리 추이



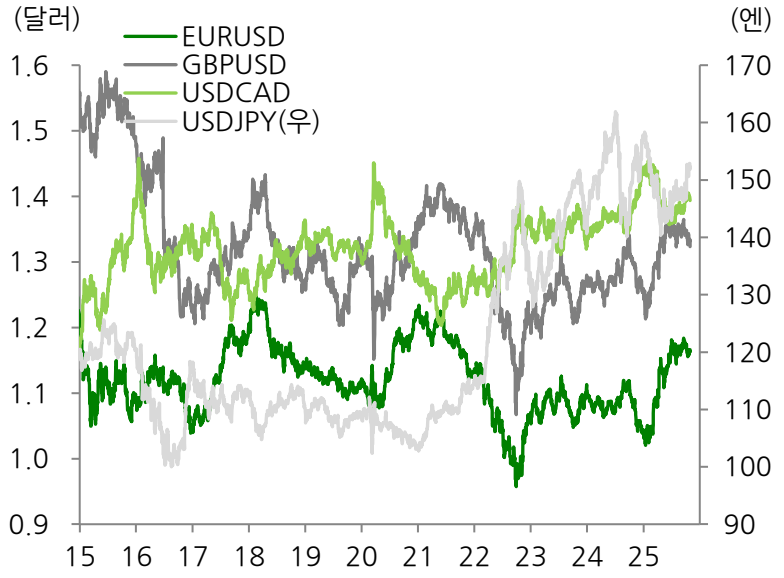
자료 : 연합인포맥스, 신영증권 리서치센터

[외환] 원/달러 환율

엔화 약세와 한미 투자협상 지연, 우려 완화되어야 하락 재개

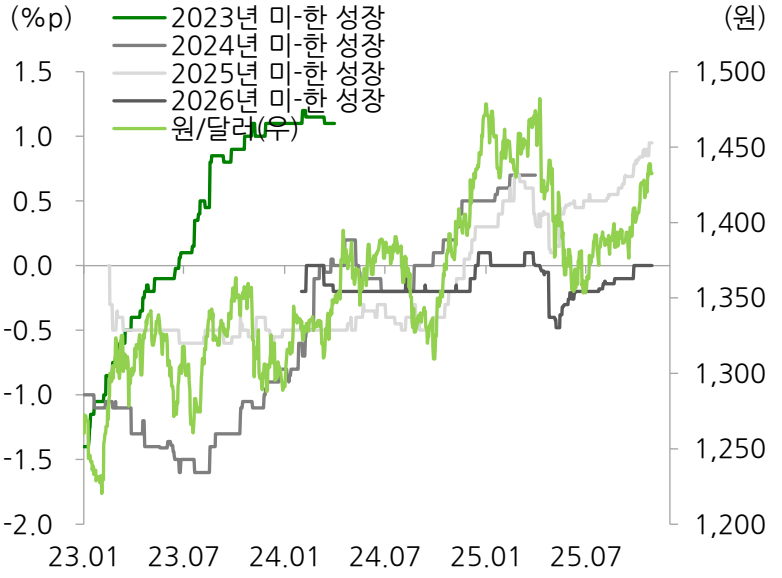
- 일본 다카이치 총리 공식 취임, 아베노믹스 향수 불러일으키며 엔/달러 환율 150엔 상회 지속. 유로화와 파운드화는 과매수 영역에 따른 조정 장세 이어져 달러인덱스 강보합 수준에서 등락
- 한미 투자협상 세부 내용 합의 완료. 연간 현금성 직접투자(equity) 상한은 200억달러로 제한되었으나, 기존 우리나라 측이 제시한 150억달러 수준을 상회
- 구조적인 달러화 수요(기관, 개인, 기업) 견조하게 이어지면서 원/달러 환율 하락 제한. 펀더멘탈은 대부분 기반영
- 결론 : 투자펀드 조달 우려 완화되었으나 제한적 하락 예상. 환율 연말까지 1,370~1,440원 레인지 예상

달러화지수 구성 주요 선진국 통화 환율



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

미국과 한국 성장률 컨센서스 차이와 원/달러 환율



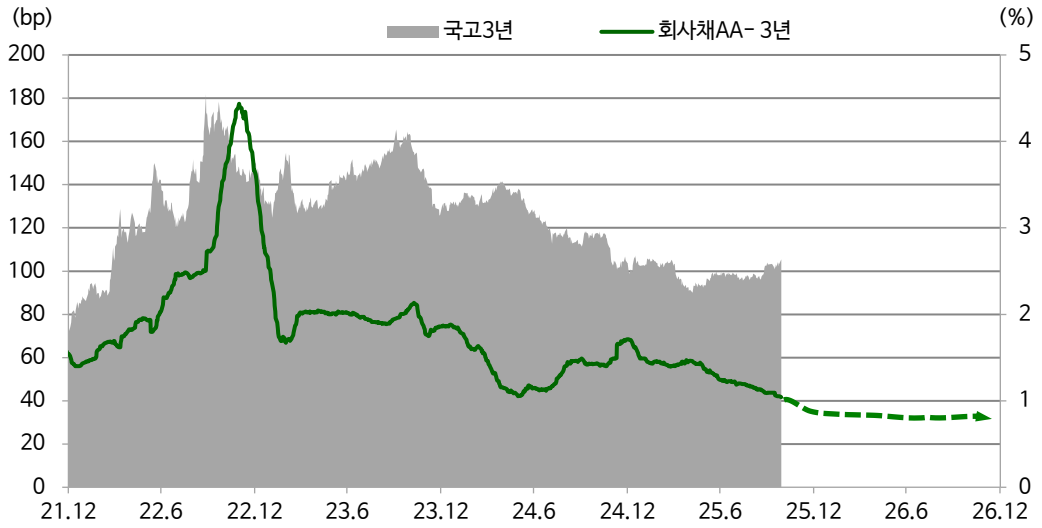
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

[크레딧 채권] 내년에도 크레딧채권 강세 전망

내년에도 낮은 절대금리 하에서 크레딧 강세 전망

- 낮아진 절대금리가 신용스프레드의 강세를 견인하는 주된 요소
- 건설, 화학, 철강 등 일부 업종에 대한 우려가 높은 상황이지만 신용충격으로 이어질 가능성은 매우 희박
- 발행어음사업자 추가 인가 시 모험자본 확대에 따라 A급 이하 신용스프레드에 우호적 전망

회사채 신용스프레드 추이 및 전망



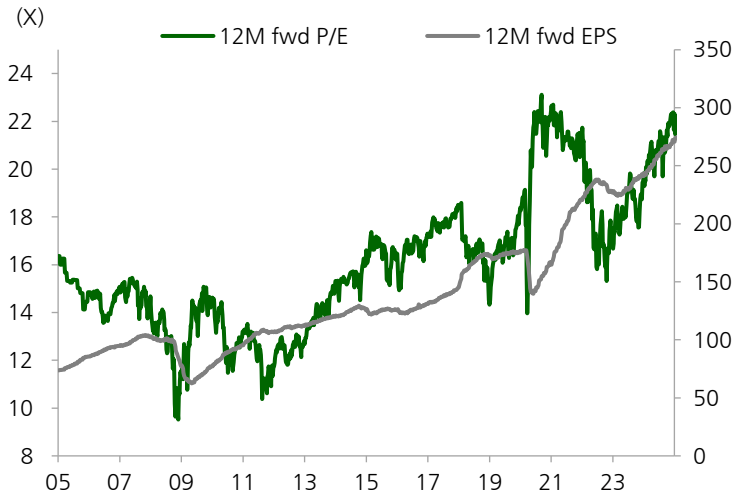
자료 : Infomax, 신영증권 리서치센터

[미국 주식] 펜데믹 시절 밸류에이션까지 올라온 상황

기업이 이대로 돈을 잘 벌기만 한다면…

- 향후 미국 기준 금리 인하 시기에 대한 이견이 있을 수 있으나 인하 사이클의 프레임 속에서 위험자산 선호 심리는 강화될 것
- S&P500 12개월 선행 PER 22.6배, PBR 4.7배로 고밸류 논란 지속에도 불구하고 꾸준히 EPS 추정치가 상향조정되는 상황
- 다만, 주식과 채권의 대체관계가 약화되고 있어 시중금리 반등 시 이를 빌미로 차익실현 매물 출회되며 가파른 조정으 리스크 존재해 경계 필요

S&P500 12개월 선행 P/E, EPS 추이



자료 : LSEG, 신영증권 리서치센터

업종별 12개월 선행 EPS 추정치 변동 테이블

	09.25	10.02	10.09	10.16	10.23	10.30
미국 전체	0.54	0.57	0.39	0.51	0.55	0.55
에너지	0.31	-0.18	-1.12	-1.72	-2.51	-2.51
소재	-1.21	-1.60	-1.25	-0.30	1.69	1.69
산업재	-0.34	-0.29	-0.44	-0.50	-0.38	-0.38
경기소비재	-0.09	-0.05	0.24	0.06	0.36	0.36
필수소비재	-0.13	-0.12	-0.14	-0.13	-0.11	-0.11
헬스케어	0.11	0.10	0.09	-0.16	-0.30	-0.30
금융	0.27	0.41	0.56	1.23	1.86	1.86
IT	2.03	2.13	1.40	1.54	1.16	1.16
커뮤니케이션	0.11	0.07	0.09	0.18	0.18	0.18
유틸리티	-0.08	-0.04	-0.00	0.05	0.20	0.20
부동산	0.03	-0.29	-0.27	-0.23	-0.41	-0.41

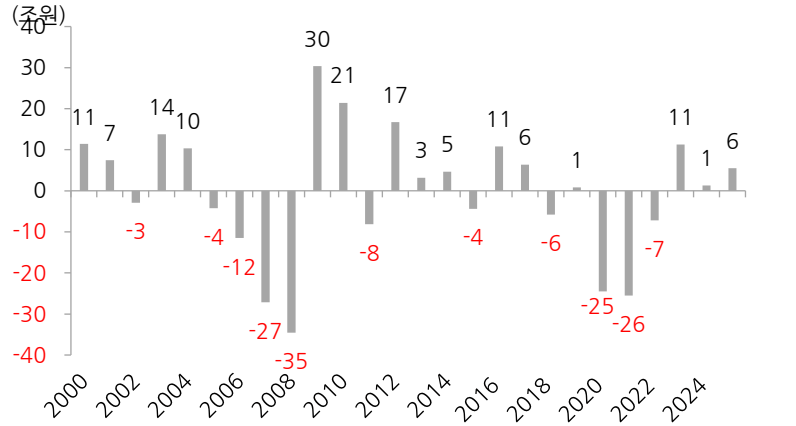
자료 : LSEG, 신영증권 리서치센터

[한국 주식] 5,000pt를 향해

PBR 상승이 이끄는 밸류에이션 확장

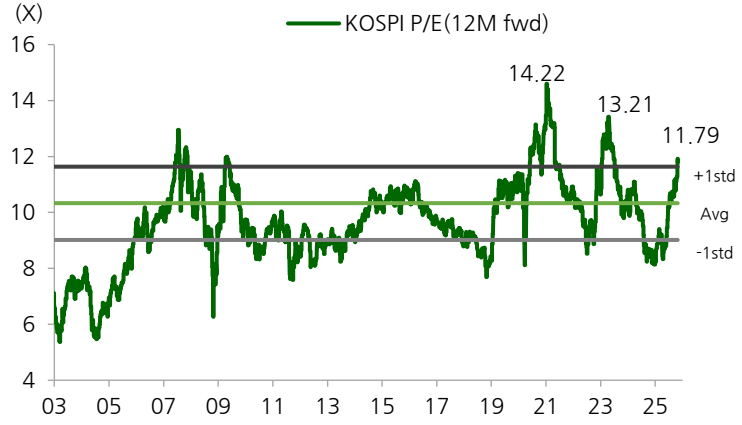
- KOSPI 12개월 선행 P/E 11.8배, P/B 1.2배로 최근 10년 평균 대비 극단적 고평가라고 보긴 어려운 구간
- 수급적으로 10월 한달 외국인 KOSPI 5.7조원 순매수했으나 연간 기준 6.0조원 순매수에 불과한 상황
- 반도체 업종 중심의 매수세가 타 업종으로의 순환되며 지수 상승 각도는 완만해지겠으나 우상향 추세는 유지된다는 점에 주목할 필요
- 결론: 정책모멘텀 부각 및 대미 직접투자 우려 완화에 따른 업종 순환매 속 지수 하단은 견고할 것으로 전망

연간 외국인 KOSPI 순매수 추이



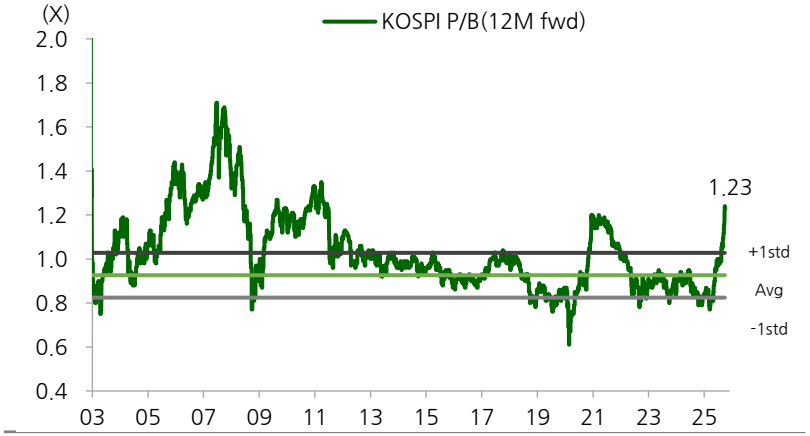
자료: Quantiwise, 신영증권 리서치센터

KOSPI 12개월 선행 P/E추이



자료: Quantiwise, 신영증권 리서치센터

KOSPI 12개월 선행 P/B추이



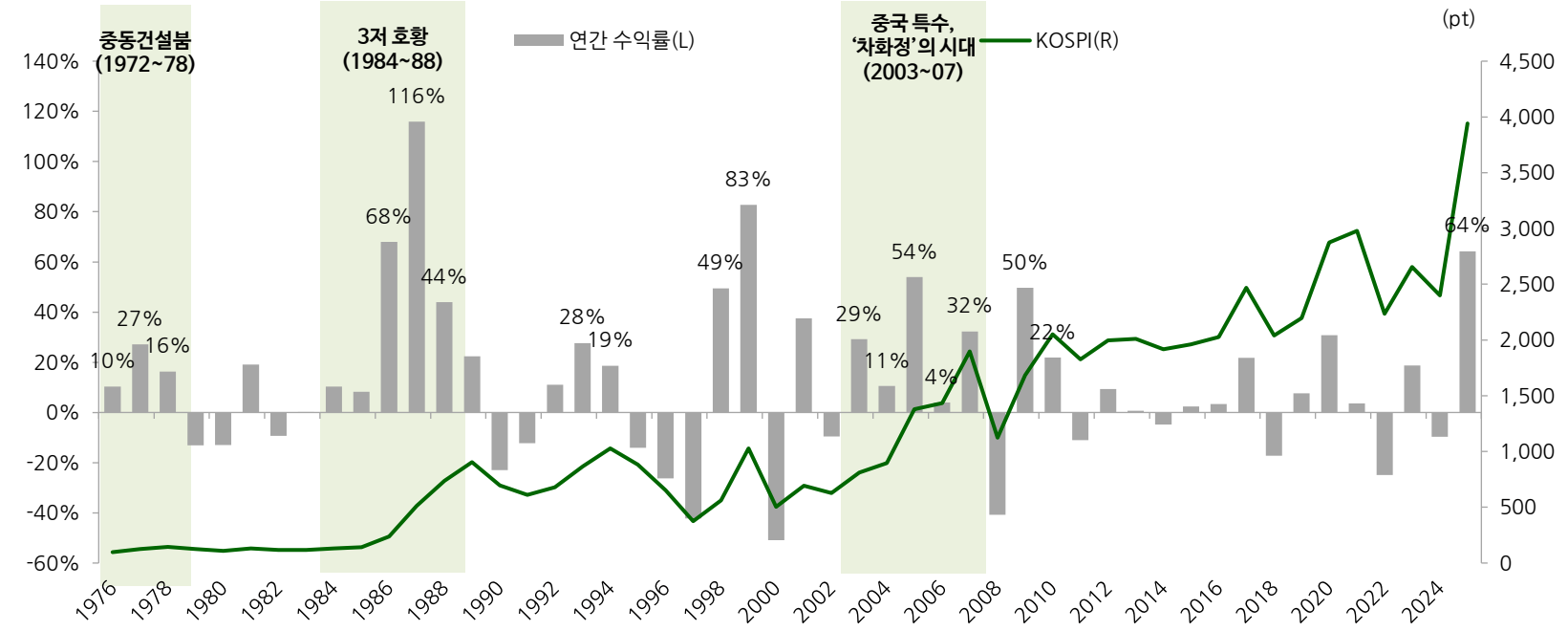
자료: Quantiwise, 신영증권 리서치센터

[한국 주식] 기술적 조정 가능성에 대한 고민

시계열을 넓히면 급등 이후에도 강세 기조를 이어간 경우도 많아

- 10월17일까지의 KOSPI 상승률 56.0%는 1972년 이후 다섯 번째로 높은 수준
- 50% 내외의 급등세가 나타난 이듬해에도 KOSPI가 상승세를 이어간 경우가 많아

KOSPI 연간 등락률 (1976년~)



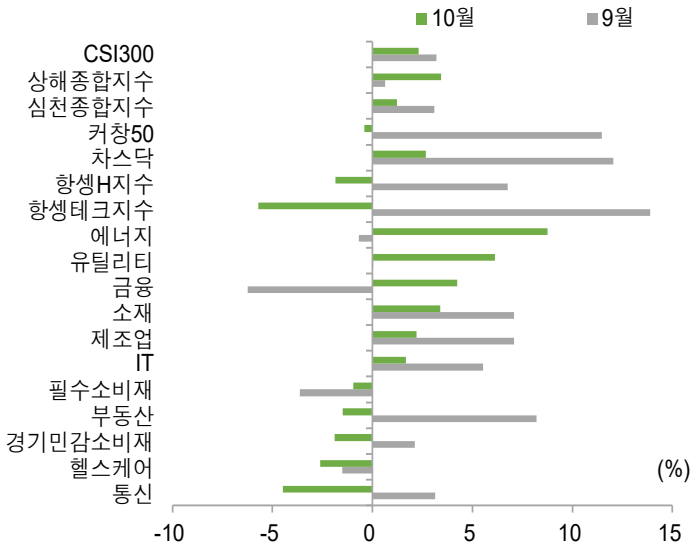
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

[중국 주식] 중국 정부, 4분기 통화/재정정책 강도UP

중국 '내수진작'을 위한 국채 매입 재개

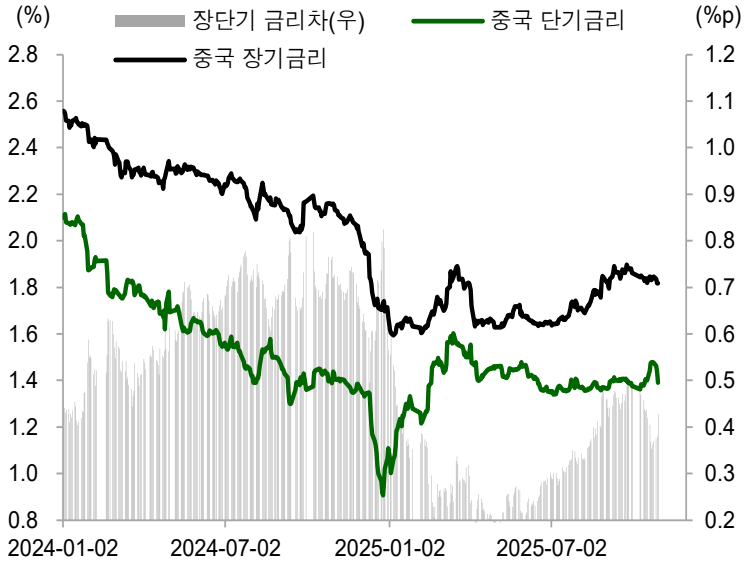
- 10월 상해종합지수 +3.4% (CSI300지수 +2.3%, 항셍H지수 -1.8%, 기준일 10월 29일).
- 10월 중국 증시는 미·중 관세전쟁 재점화로 '기술주' 조정 받았으나, 고배당주(에너지/금융) 강세
- '4중전회'에서 '15차5개년' 건의안 발표 및 미·중 정상회담 이후 관세 협상 등 대내외 불확실성 점진적 해소
- 4분기 중국 정부 통화/재정 정책 강도 확대(국채 매입 재개) 및 12월 경제공작회의 앞두고 중국 증시 상승세 이어갈 것으로 예상

10월 중국 증시, 에너지/금융 등 고배당 업종 강세



주: 기준일=2025년 10월 29일
자료 : Wind, 신영증권 리서치센터

중국 인민은행 '유동성 공급+금리안정'을 위한 국채 매입 실시



자료 : Wind, 신영증권 리서치센터

[리츠/부동산] 한국 리츠 체력 확인

리파이낸싱 효과와 안정적인 수급

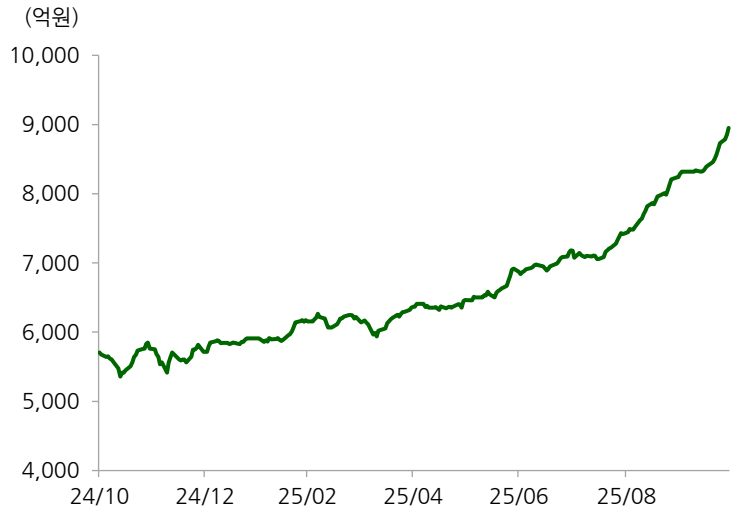
- 한국 리츠, 금리 인하 효과로 리파이낸싱 이후 조달금리 하락, 2026년 배당금 상향 체력 확보
  - 한화리츠 3분기 7700억원 리파이낸싱 완료 이후 조달금리 4.74%에서 3.75%으로 하락
  - 삼성FN리츠, 2024년말 4.83%에서 2025년 3분기 말 3.87%으로 하락 등
- 유상증자 Tantrum 완화, 이지스밸류리츠 유상증자 공모 흥행, 리츠 유상증자에 대한 시장 이해도와 수급 여건 개선
- 금리 인하 효과가 아직 확인되지 않은 미국 리츠, 3분기 실적에서 오피스 자산에서의 평가손실 인식하는 등 자산 회복 흐름 더딘 모습에 주가 역시 부진한 모습
- 결론 : 금리 인하로 이자비용 하락 효과로 배당 상승 기대, 수급 개선 여건까지 더해지면서 한국 리츠 상대 강세 지속

주요 미국 리츠 2025년 3분기 실적

기업		발표치	시장 추정치	차이
BXP	매출액	872	859	1.5
	순이익	-122	77	적전
	주당 FFO	1.7	1.7	1.2
Equinix	매출액	2316	2328	-0.5
	순이익	374	351	6.5
	주당 FFO	7.2	7.0	3.3
Prologis	매출액	2214	2154	2.8
	순이익	764	684	11.8
	주당 FFO	1.5	1.4	3.5

자료 : bloomberg, 신영증권 리서치센터

Tiger리츠부동산인프라 AUM 추이



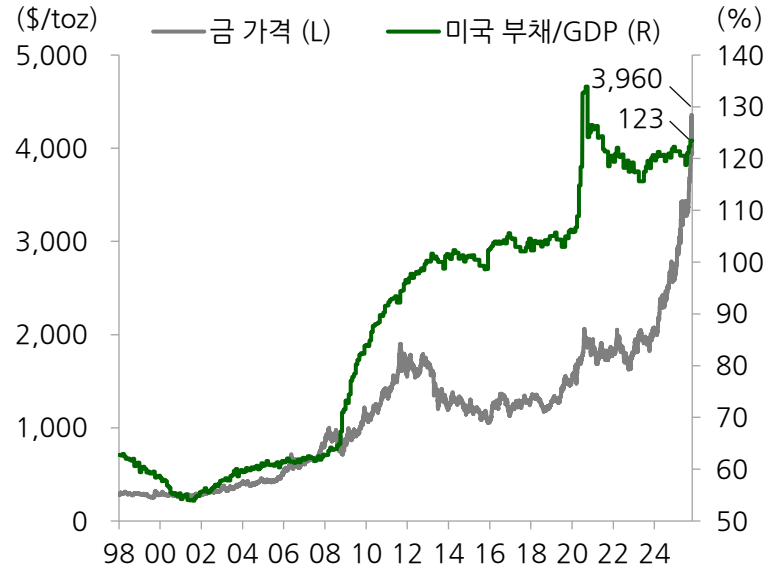
자료 : fnguide, 신영증권 리서치센터

[금] 핵심 전략자산으로의 지위 확대

구조적인 수요 증가가 견인하는 금 가격 랠리

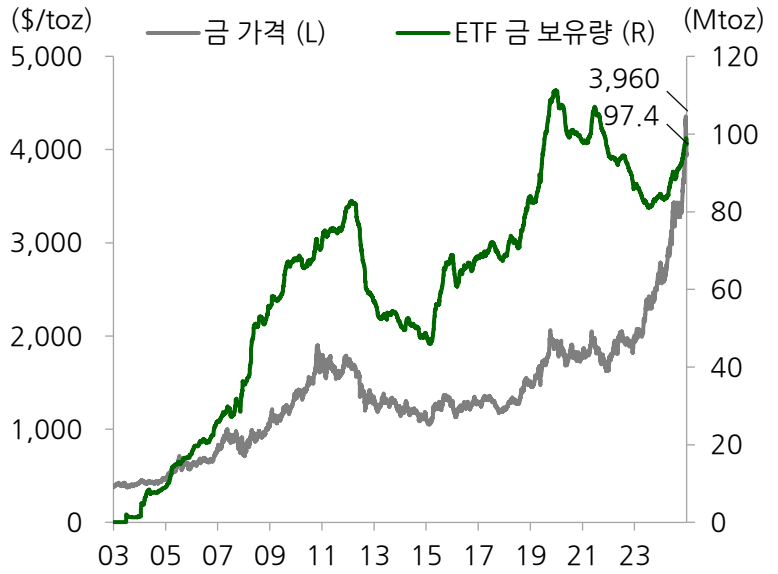
- 신흥국에 이은 선진국 중앙은행의 지속적인 매입 흐름, 재정적자 확대 기조, 선진국 ETF 자금 유입에 따른 금의 구조적인 성장이 가시화되는 국면
- 금 가격은 월 초 미-중 무역분쟁 재점화 등 안전자산 선호 심리 부각되며 랠리 지속. 금번 하락은 연방정부 셧다운 해제 가능성과 APEC 회의 기대감에 따른 단기적 차익실현으로 해석
- 결론: 향후 일시적인 가격 조정은 존재할 수 있으나, 금리 인하 사이클 속 구조적인 수요 확대에 따라 추가적인 가격 상승이 가능할 것으로 예상됨

미 정부 부채 증가와 금 가격 추이



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

글로벌 ETF 중심의 금 매입 흐름 지속



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

[ESG] 중대재해 이젠 ESG 리스크 넘어 재무적 리스크로 관리 대응해야

중대재해 관련 금융리스크 관리 강화를 위한 정부 정책 본격 시행

- 중대재해 발생시 ESG 평가에 반영하는 것을 명문화하는 ESG 평가기관 가이던스 개정·시행(2025.10.1시행)
  : ESG 평가기관의 2025년 정기 평정에 반영되어 중대재해 관련 기업의 ESG 평가 등급 하락 불가피할 듯
- 상장회사의 중대재해 발생 등 관련 KRX수시공시를 신설(2025.10.20시행)하고, 정기공시(사업보고서·반기보고서) 강화(2026.1. 시행 예정): 중대재해 공시 시행으로 사고 보고뿐 아니라 재해의 원인, 대응 조치, 재발 방지 계획까지 정해진 형식에 맞춰 자본 시장에 공시해야 → 안전보건관리 데이터 중요해져
- 기업의 안전보건관리 역량 강화 필요 → 안전보건을 단순한 규제 대응이 아닌 지속가능한 경영의 필수 요소로 보고 대응해야

➢ 결론 : 중대재해 관련 금융리스크관리 강화 정책 본격 시행 → 중대재해는 ESG 리스크를 넘어 재무적 리스크로 확대 → 기업의 안전보건관리 역량이 중요한 평가 기준 → 산업별, 기업별 영향 차별화 → 투자자도 리스크로서 적극 관리해야

중대재해 관련 금융리스 관리 세부 방안(여신 보험 등)

구분	세부 방안 요약
은행 대출	▸[신용평가 강화] 중대재해 이력을 신용평가 항목 등에 명시 반영 ▸[한도성 대출약정 보완] 중대재해가 포함되는 감액·정지 요건을 全 은행권으로 확대
주금공 PF보증	▸[보증심사 감점] 부실시공·안전사고 관련 기업평가 감점제도 강화 ▸[우수기업 보증료 우대] 안전보건경영시스템 인증 기업 등 안전관리 우수기업에 대한 보증료율 우대 확대(△0.10%p → 예:△0.20%p)
보험료	▸[보험료 할증] 중대재해 발생시 중대재해배상책임보험, 건설공사보험, 공사이행보증 등의 보험료율 할증(예:최대 +15%) ▸[보험료 할인] 안정성 공인 인증(예:ISO 45001) 기업 등에 대해 보험료 할인(예:△5%~△10%)
정책 금융	▸[인센티브 프로그램 신설] 안전설비 신규투자 대출 금리우대(산은), 안전우수 인증기업 금리·한도·보증료 우대 상품(기은·신보) 신설

자료 : 금융위원회, 신영증권 리서치센터

중대재해 관련 금융리스 관리 세부 방안(자본시장)

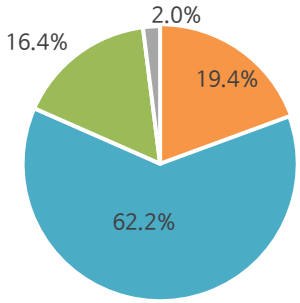
구분	세부 방안 요약
공시	▸[거래소 수시공시 의무화] 중대재해 발생 및 중대재해처벌법상 형사판결시 관련 내용 거래소 공시 의무화 ▸[정기공시 강화] 중대재해 발생시 현황·대응조치 등을 사업보고서·반기보고서(정기공시)에 공시하도록 의무화
ESG평가 및 스튜어드십코드	▸[ESG평가 반영] ESG평가기관 가이던스에 근거를 명시하여 중대재해 발생시 ESG평가에 반영 의무화 ▸[스튜어드십코드 반영] 중대재해 발생시 연기금 등 기관투자자가 투자판단에 고려하도록 스튜어드십코드 및 가이드라인 개정

자료 : 금융위원회, 신영증권 리서치센터

III. 25.4분기 자산배분 의견

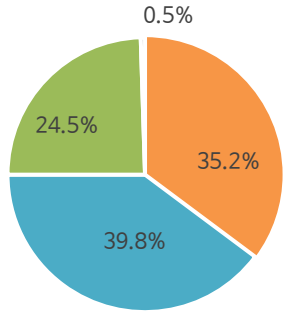
[4가지 고객 유형별] 2025-4Q TAA 자산배분 비중

안정추구형



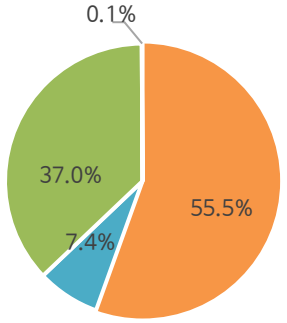
		향후 1년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	TAA
주식	DM	8.0	23.5	8.0
	한국	8.0	24.0	7.6
	EM	7.4	28.0	3.8
주식합계				19.4
채권	IG	4.6	7.9	40.1
	HY	6.5	10.0	17.7
	EM	5.9	11.2	4.4
채권합계				62.2
대체자산		7.2	24.0	16.4
현금		2.3	0.0	2.0
기대값		6.3	13.8	100.0

위험중립형



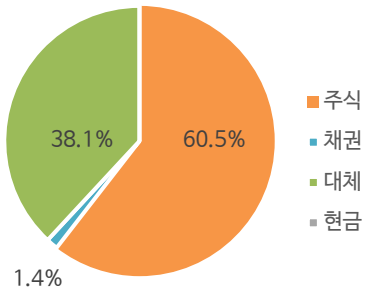
		향후 1년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	TAA
주식	DM	8.0	23.5	15.1
	한국	8.0	24.0	13.2
	EM	7.4	28.0	7.0
주식합계				35.2
채권	IG	4.6	7.9	25.9
	HY	6.5	10.0	11.1
	EM	5.9	11.2	2.8
채권합계				39.8
대체자산		7.2	24.0	24.5
현금		2.3	0.0	0.5
기대값		6.8	17.1	100.0

적극투자형



		향후 1년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	TAA
주식	DM	8.0	23.5	22.8
	한국	8.0	24.0	21.8
	EM	7.4	28.0	11.0
주식합계				55.5
채권	IG	4.6	7.9	4.8
	HY	6.5	10.0	2.1
	EM	5.9	11.2	0.5
채권합계				7.4
대체자산		7.2	24.0	37.0
현금		2.3	0.0	0.1
기대값		7.4	20.9	100.0

공격투자형

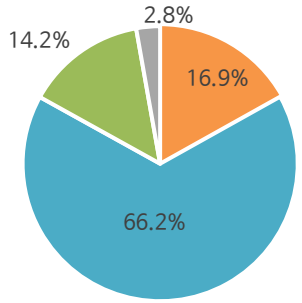


		향후 1년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	TAA
주식	DM	8.0	23.5	24.9
	한국	8.0	24.0	23.7
	EM	7.4	28.0	12.0
주식합계				60.5
채권	IG	4.6	7.9	0.9
	HY	6.5	10.0	0.4
	EM	5.9	11.2	0.1
채권합계				1.4
대체자산		7.2	24.0	38.1
현금		2.3	0.0	0.0
기대값		7.6	22.1	100.0

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

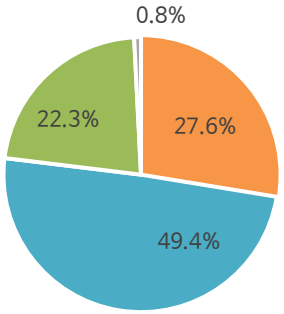
[4가지 고객 유형별] 2025Y SAA 자산배분 비중

안정추구형



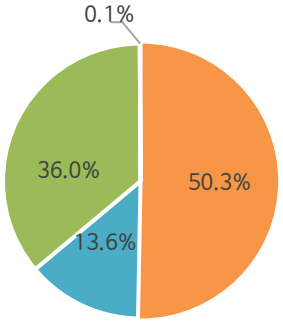
		향후 5년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	SAA
주식	DM	8.2	20.5	7.4
	한국	7.9	22.0	7.1
	EM	7.0	22.0	2.4
주식합계				16.9
채권	IG	4.0	3.4	42.4
	HY	6.6	7.3	18.4
	EM	5.6	9.5	5.3
채권합계				66.2
대체자산		7.4	27.5	14.2
현금		2.5	0.0	2.8
기대값		5.7	10.5	100.0

위험중립형



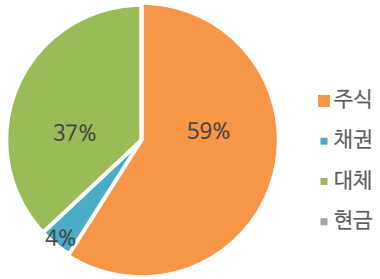
		향후 5년 예상		비중(%)
		수익률	변동성	SAA
주식	DM	8.2	20.5	12.1
	한국	7.9	22.0	11.6
	EM	7.0	22.0	3.9
주식합계				27.6
채권	IG	4.0	3.4	31.7
	HY	6.6	7.3	13.8
	EM	5.6	9.5	4.0
채권합계				49.4
대체자산		7.4	27.5	22.3
현금		2.5	0.0	0.8
기대값		6.2	14.0	100.0

적극투자형



		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

공격투자형



		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] '25-3Q 대비 '25-4Q TAA 비중 변화

자산군	안정추구형	위험중립형	적극투자형	공격투자형
채권(Fixed Income)	**-2.2%p**	**-5.4%p**	**-3.5%p**	**-0.8%p**
선진국 투자등급 채권	0.0%p	-2.4%p	-2.0%p	-0.5%p
선진국 하이일드 채권	-0.7%p	-1.8%p	-1.0%p	-0.3%p
신흥국 채권	-1.5%p	-1.3%p	-0.5%p	-0.1%p
주식(Equity)	**0.9%p**	**3.5%p**	**2.8%p**	**0.1%p**
선진국 주식	2.0%p	4.8%p	5.7%p	5.3%p
한국 주식	-0.1%p	-0.1%p	-0.4%p	-1.7%p
한국 제외 신흥국 주식	-0.9%p	-1.2%p	-2.5%p	-3.6%p
대체(Alternatives)	**1.8%p**	**2.1%p**	**0.7%p**	**0.8%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

[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**
선진국 투자등급 채권	17.19%p	13.07%p	3.88%p	1.04%p
선진국 하이일드 채권	-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

Ⅳ. 자산배분 방법론

- Capital Market Assumption
- 인플레이션 헷지와 5:3:2 포트폴리오
- 상관계수 매트릭스
- 자산배분 방법론 : 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 저변동성 을 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

- 고착화될 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
  1) (인플레이션과 구매력에 대한 헷지) 非 원화 자산에 대한 익스포져 확대
  2) (큰 정부) 정부의 확장재정과 규제 리스크를 포트폴리오에 반영할 필요
  3) (인컴자산) 명목가치 보전을 위해 실물자산(대체), 현금흐름(배당/인컴) 익스포져를 고민해
  이를 고객 포트폴리오에 반영해야 할 것으로 판단

자산군별 과거 실현 수익률 vs. 향후 기대 수익률 (Sharpe Ratio)

		Historical			2020~			향후 5년 Forecast		
		수익률	표준편차	Sharpe	수익률	표준편차	Sharpe	수익률	표준편차	Sharpe
주식	DM	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			
	부동산	8.43	24.82	0.34	2.78	27.62	0.10	7.4	27.5	0.27
	원자재	3.41	17.76	0.19	12.49	19.75	0.63			

주1: 국내주식은 KOSPI Index(TR), 해외주식은 S&P BMI Index(TR), 채권은 Bloomberg Global IG/HY/EM Aggregate Unhedged(TR), 대체투자는 S&P Global 인프라, 다우존스 US 부동산, CRB 사용
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 근거과 기초 가정

		5년 기대 수익률	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 성장률 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 GDP성장률 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)	IG 채권	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
	HY 크레딧	6.6	7.3	
	EM 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: 국내주식은 KOSPI Index(TR), 해외주식은 S&P BMI Index(TR), 채권은 Bloomberg Global IG/HY/EM Aggregate Unhedged(TR), 대체투자는 S&P Global 인프라, 다우존스 US 부동산, CRB 사용
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	8.1	23.5	- 미 금리인하 재개 및 주요국 재정 확장 기조는 글로벌 유동성 확대 요인 - 경험적으로 경기 침체를 동반하지 않는다면 위험자산에게 우호적인 환경이므로 기대 수익률 유지 및 변동성 하향 조정
	한국 주식	8.0	24.0	- 지배구조개선 및 주주환원 확대 압력은 구조적으로 국내증시의 상단을 높이는 기대 요인 - 다만 연내 강세 지속에 따른 차익실현 압박 불가피해 전분기 대비 변동성은 상향, 수익률은 하향 조정
	EM 주식	7.4	28.0	- 미중 관세조정 여부가 남아있으나, 4분기 중국 정부의 재정/통화 정책 강화 및 산업 정책 모멘텀으로 추가 상승 유효 - 단기적으로 중국 증시 상승폭이 크다보니, 4분기 주가 변동성은 높아질 것으로 예상
채권 (Fixed Income)	IG 채권	4.6	7.9	- IG 채권과 HY 크레딧의 기대수익률은 벤치마크지수의 이표(2.96%, 6.17%)와 듀레이션(6.47년, 3.74년), 미국채 10년물 금리(4.14%) 및 향후 1년간 금리 및 스프레드 전망에 근거하여 추정 - EM 채권의 기대수익률은 벤치마크지수의 이표(5.22%)와 듀레이션(6.20년), EMBI+ 스프레드(371bp)와 향후 1년간 금리 및 스프레드 전망에 근거하여 추정 - 변동성은 역사적 평균 보다 높고, 2020년 이후 평균 수준과 유사할 것으로 예상
	HY 크레딧	6.5	10.0	
	EM 채권	5.9	11.2	
대체자산		7.2	24.0	- 점진적인 금리 인하 재개와 함께 대체자산 전반적인 수익 회복 기조 유지 - 장기 시계열에 기대는 자산 특성 상 불확실성이 축소되는 국면에서의 수익률 상승 효과 뚜렷, 점차 변동성 완화되며 펀더멘털 개선되는 구간
현금자산		2.3	0.0	- 한국은행 기준금리는 향후 1년간 1~2회(25~50bp) 인하 전망 - 무위험 지표 금리 하락 속도는 완만하게 나타나면서 2.3% 내외 예상

주1: 국내와 미국주식은 KOSPI (TR) / S&P500(TR), 해외주식은 S&P BMI DM/EM Index(TR), 채권은 Bloomberg Global IG/HY/EM Aggregate Unhedged(TR), 대체투자는 S&P Global 인프라, 다우존스 US 부동산, CRB 사용
주2: 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 6월 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		2025.09	
중국	37.2	중국	39	리츠	39	원자재	22	미국	26.3	미국	25	한국	45.5
미국	31.5	한국	33	원자재	38.5	인프라	-0.2	신흥국	23.3	원자재	18.4	50/30/20포트	24.8
리츠	28.9	미국	18.4	미국	28.7	HY 크레딧	-11	한국	20.4	신흥국	17.3	중국	23.5
신흥국	27.6	신흥국	16.9	신흥국	20.5	IG 채권	-11.2	50/30/20포트	13.8	인프라	15.1	신흥국	21.7
인프라	27	50/30/20포트	16.7	인프라	11.9	50/30/20포트	-15.1	HY 크레딧	13.7	중국	14.5	60/40 포트	19.4
선진국	19.9	60/40 포트	16.7	50/30/20포트	8.1	신흥국 채권	-15.3	60/40 포트	12.5	선진국	12	인프라	19.1
HY 크레딧	13.3	선진국	15.5	한국	5.8	60/40 포트	-15.5	리츠	12.2	HY 크레딧	10.7	선진국	17.7
신흥국 채권	13.1	신흥국 채권	6.5	HY 크레딧	2.5	선진국	-17.8	선진국	10.9	신흥국 채권	6.6	미국	14.4
50/30/20포트	12.2	HY 크레딧	5.7	60/40 포트	1.6	미국	-18.1	신흥국 채권	9.1	리츠	4.9	신흥국 채권	8.6
원자재	11.8	IG 채권	5.6	선진국	1.2	신흥국	-18.3	IG 채권	7.1	IG 채권	3.4	HY 크레딧	7.6
한국	10.1	리츠	-5.3	IG 채권	-1.4	한국	-22.8	인프라	6.8	50/30/20포트	-0.4	리츠	5.8
60/40 포트	9.3	인프라	-5.8	중국	-1.4	리츠	-25.2	원자재	0	60/40 포트	-1.1	원자재	5.3
IG 채권	8.2	원자재	-9.3	신흥국 채권	-1.7	중국	-26.7	중국	-10.8	한국	-8.1	IG 채권	4.1

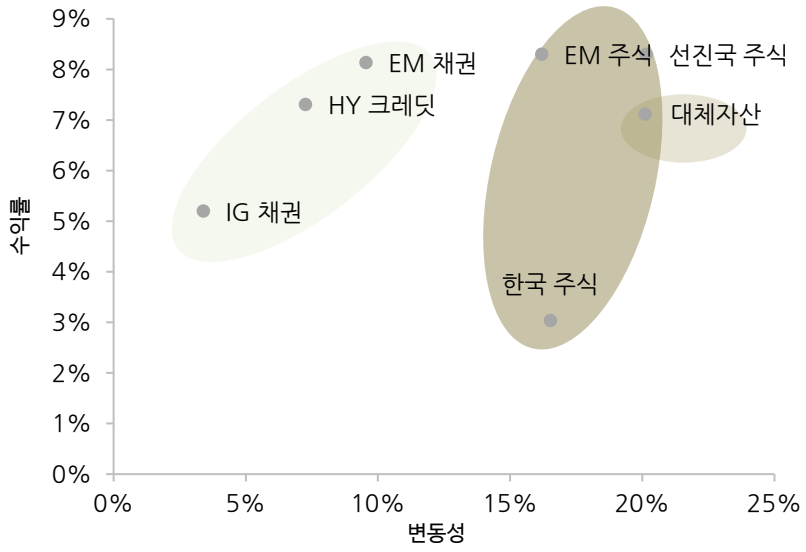
주1: 수익률은 YTD 기준(각 연도별 초기값 대비 기말 기준 수익률)
주2: 한국주식은 KOSPI, 해외주식은 각국 대표지수(DM,EM: S&P BMI, 미국: S&P500, 유럽 Stoxx50, 일본: Nikkei225, 중국: CSI300) 기준임
주3: 채권은 IG 및 HY는 Barclays USD hedged Total Return, EM은 Barclays USD unhedged Total Return, 대체투자는 S&P Global 인프라, 다우존스 US 부동산, CRB 기준임
주4: 모든 데이터는 2011년 1월~ 25년 9월 종가데이터 사용
자료: 신영증권 리서치센터

[5년 자산시장 전망] 자산군별 기대수익률과 변동성의 변화

금리인하기 지속 : '주식-채권' 위험-안전자산 역학 재림

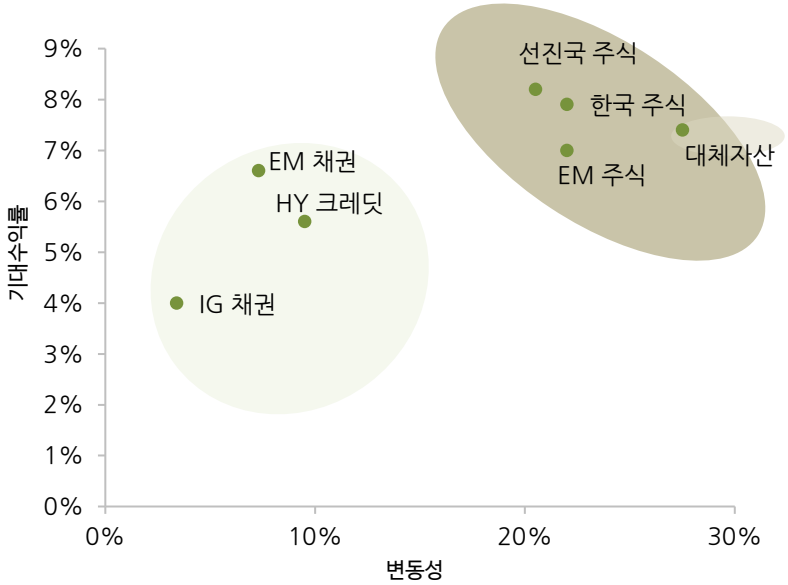
- 절대금리 레벨 상승으로 강화되었던 채권자산의 만기보유 관점 수익성 개선 흐름은 점차 소강
- '21년 이후 금리인상에 따라 채권수익률은 상승. 그러나 '23년 기점으로 물가둔화 지속되며 채권의 저(低)변동성 , 저(低)수익률 등 안전자산 특성이 다시금 강화

과거 평균-분산 산포도



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

5년 예상 평균-분산 산포도



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 9월까지의 데이터 사용
- 팬데믹으로 자산동조화 발생했으나 고강도 금리인상 이후 경기 둔화 발생하며 자산별 상관관계 정상화
- 특히 인플레 둔화 및 금리인하 지속되는 가운데 침체 우려 확대. '위험-안전자산'의 부(-)의 관계는 더욱 강화
- 또한, IG 채권과-대체자산 수익률도 부(-)의 관계로 전환하며 경기둔화에 따른 수요침체 반영

	신흥국 주식	선진국 주식	미국 주식	한국 주식	중국 주식	선진국 IG	선진국 HY	신흥국 채권	인프라	리츠	원자재
신흥국 주식	1.0000	0.5683	0.9325	0.2023	0.1688	-0.0984	0.5946	0.3467	0.8085	0.7453	0.4126
선진국 주식	0.5683	1.0000	0.3659	0.5667	0.5244	-0.1065	0.6052	0.4420	0.5795	0.3004	0.3221
미국주식	0.9325	0.3659	1.0000	0.0338	0.0725	-0.1136	0.4399	0.2200	0.6744	0.7728	0.3480
한국주식	0.2023	0.5667	0.0338	1.0000	0.3370	-0.0896	0.3151	0.2349	0.2284	0.0343	0.0846
중국주식	0.1688	0.5244	0.0725	0.3370	1.0000	-0.0447	0.2323	0.1714	0.1722	0.0470	0.1164
선진국 IG	-0.0984	-0.1065	-0.1136	-0.0896	-0.0447	1.0000	0.1687	0.5432	-0.0088	0.0742	-0.1265
선진국 HY	0.5946	0.6052	0.4399	0.3151	0.2323	0.1687	1.0000	0.7907	0.6151	0.4127	0.3125
신흥국 채권	0.3467	0.4420	0.2200	0.2349	0.1714	0.5432	0.7907	1.0000	0.4372	0.3072	0.1567
인프라	0.8085	0.5795	0.6744	0.2284	0.1722	-0.0088	0.6151	0.4372	1.0000	0.6856	0.4068
리츠	0.7453	0.3004	0.7728	0.0343	0.0470	0.0742	0.4127	0.3072	0.6856	1.0000	0.2564
원자재	0.4126	0.3221	0.3480	0.0846	0.1164	-0.1265	0.3125	0.1567	0.4068	0.2564	1.0000

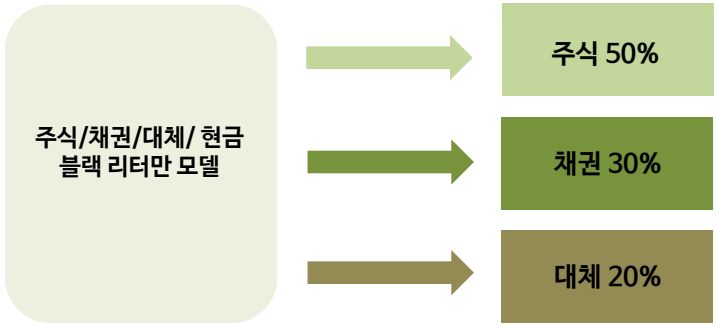
주1 : 1980/01 ~ 2025/9 까지 로그수익률 사용
주2 : "자산별 수익률과 포트폴리오 수익률 추이"와 동일
자료: 신영증권 리서치센터

[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

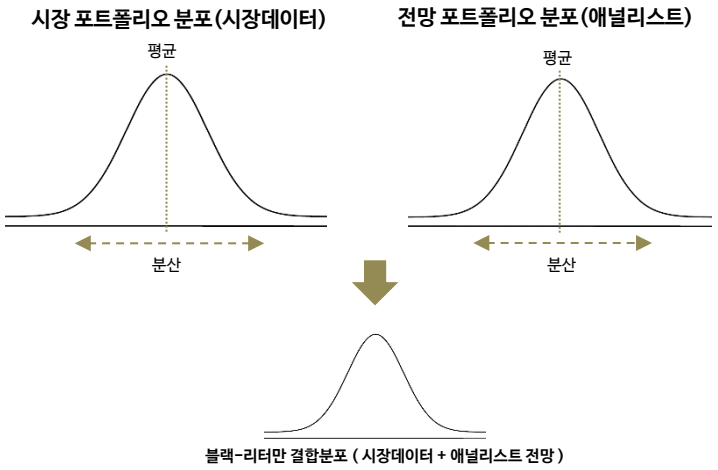
자료: 신영증권 리서치센터

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

블랙-리터만 모델 : 미래 투자 전망을 비중으로 표현하는 포트폴리오

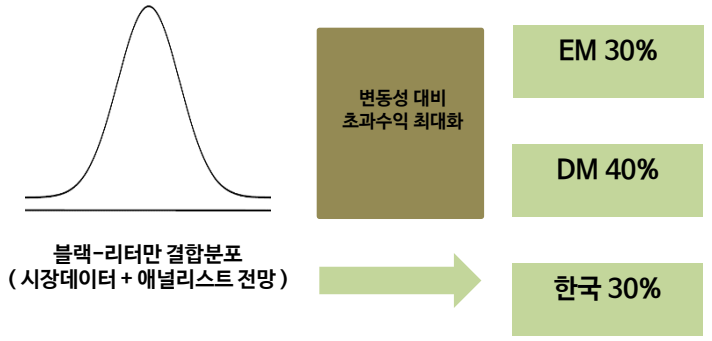
- 자산시장별 기대수익과 변동성에 대한 담당 애널리스트 전망을 반영
- 평균과 분산으로 이루어진 전망치는 시장데이터와 결합분포를 생성
- 결합분포를 고려하여 위험 대비 초과수익을 최대화하는 비중을 산출

블랙-리터만 결합분포 생성 원리



자료: 신영증권 리서치센터

결합분포를 바탕으로 샤프비율 최적화 비중 산출



자료: 신영증권 리서치센터

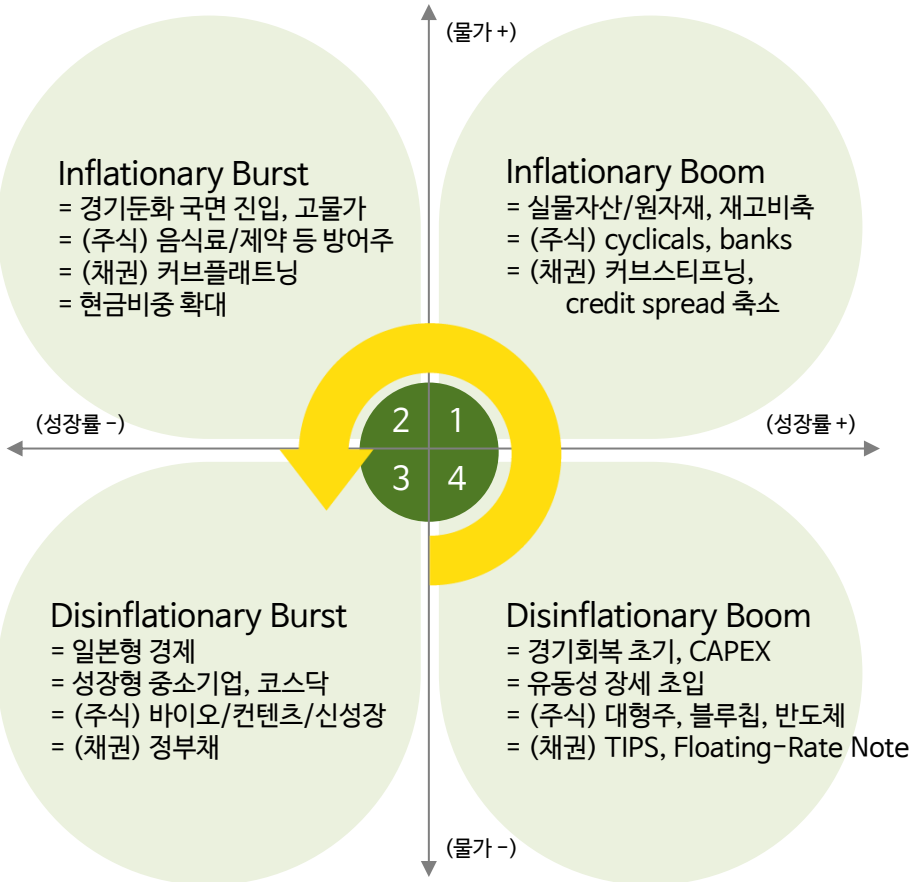
[금융시장의 4계절] 성장률과 물가의 하모니

경기와 물가로 보는 사분면

- 금융시장 국면을 4개로 분할
  - 물가 : CPI, PPI, PCE 인플레이션 등의 지표를 활용해 물가 압력을 표준화
  - 성장률 : OECD, 통계청 경기선행지수 등의 지표를 활용해 성장률 압력을 표준화

  - **1사분면 (인플레이션 붐)** : 실물자산/원자재, 재고비축 등의 사이클을 반영
  - **2사분면 (인플레이션 버스트)** : 경기둔화 국면 진입, 일드커브 플래트닝, 방어주
  - **3사분면 (디스인플레이션 버스트)** : 일본형 디플레 경제, 성장형 중소기업과 코스닥
  - **4사분면 (디스인플레이션 붐)** : 경기회복 초기, 유동성 장세 초기/CAPEX 태동, 대형주와 블루칩

경기선행지수와 물가로 나눠보는 금융시장의 4계절



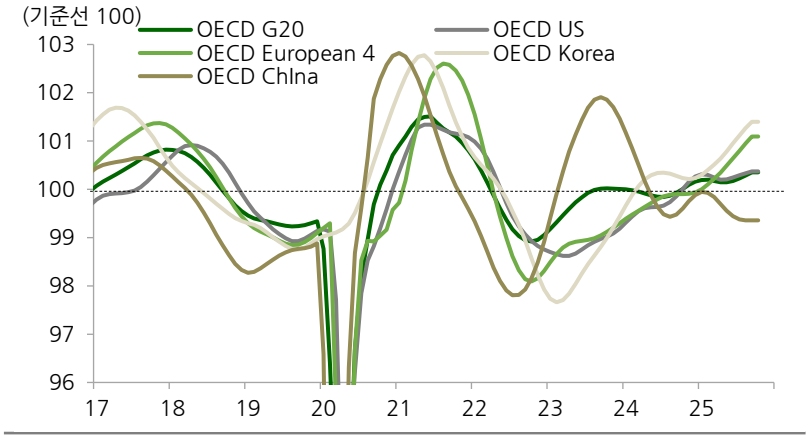
자료: 신영증권 리서치센터

[금융시장의 4계절] OECD 경기선행지수 : 10월 이어 확장 국면 지속

각자도생 흐름에서 동반 개선 구간 진입

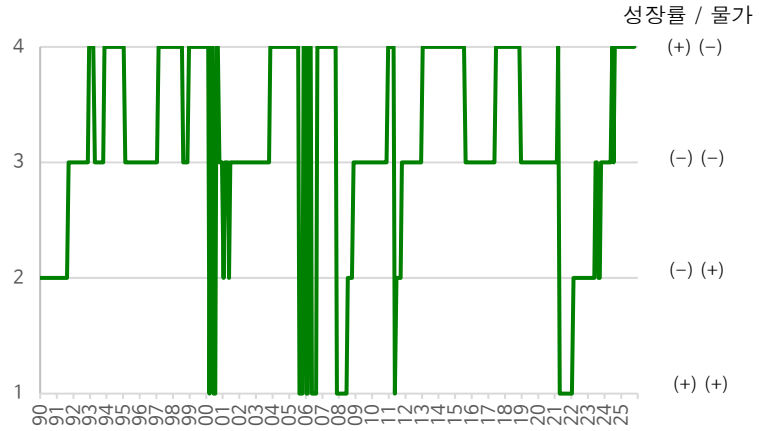
- 미국과 한국 등 G20 경기 개선 지속
  - 중국도 소강국면 벗어나 강보합 흐름을 나타냄
  - G20의 경기개선 흐름은 전월 이어 지속
- 당사 자산배분모델 4사분면 유지
  - 9월 CPI는 전월대비 반등했으나 예상수준보단 하회하며 시장 안도 랠리 촉진. G20 선행지수도 약한 상승 지속하며 4사분면 위치(Disinflationary Boom)

OECD 경기선행지수 : G20의 경기개선 흐름은 강보합 지속



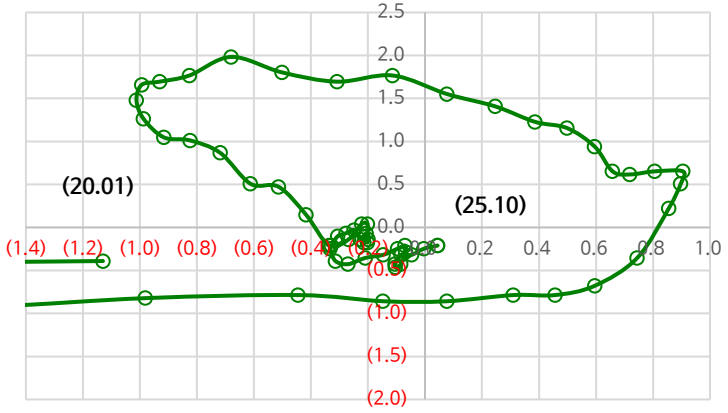
자료: 신영증권 리서치센터

CPI 인플레이션 기준 과거 모델 사분면 변화



자료: 신영증권 리서치센터

신영 자산배분모델 : 4사분면에 머물러



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

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.