

# 참신한 자산전략

위험과 안전의 적절한 균형

# Contents

Summary	4
자산배분 로드맵	
자산별 투자의견	
신한 포트폴리오	
자산별 투자전략	
자산시장 전망	
자산배분	위험과 안전의 적절한 균형 12
경제/금융시장	경기 감속 가운데 정책 경계 14
해외주식	구원투수 비미국 등장 16
국내주식	기술적 과열을 해소하는 구간 18
해외채권	FOMC로 시선 이동 20
국내채권	다시 중요해진 대외 환경 22
국내크레딧	여전채 상대 우위 가능 24
원자재	부담스러운 관심 26
외환	약 달러 속도 조절에 무게 28

# 위험과 안전의 적절한 균형



리서치본부

투자전략부

☎ (02) 3772-4456

✉ park.sj@shinhan.com

## [자산배분] 미국-기술주 중심 포트폴리오 변화 필요

트럼프발 불안은 러-우 전쟁 종식 이후 한층 격상될 전망이다. 3월 자산 전략은 급진적 위험회피보다 위험과 안전의 적절한 균형을 강조한다. 미국-기술주 중심 포트폴리오에 변화가 필요하다. 주식은 중립으로 하향했고 미국 중립에도 중국과 한국은 비중 확대 의견을 제시했다. 채권의 역할은 거래(=Duration)보다 보유(=Carry)에 방점을 둔다. 국가에서는 미국을 선호한다. 인플레이션 압력 확대에도 대체자산 영향력은 제한적이다. 금은 기술적 부담에 노출됐고 유가는 공급확대 리스크에 직면했다. 조달금리와 모기지 금리 상승에 인프라, 부동산도 중립적 시각을 유지하게 한다. 산업금속의 비중 확대 의견을 유지한다.

## [주식] 구원투수 비미국 등장

미국 강세를 지탱하는 구조적 환경은 이어질 전망이다. 다만 대형 기술주 실적 모멘텀 약화됐고 경기에 갖는 불확실성도 높아졌다. 기술적 부담이 누적된 상황에서 악재를 소화해야 한다. 유럽/중국/한국의 대안이 등장하면서 집중됐던 수급의 분산이 시작됐다. 기술주 3년차 초반부는 주가가 쉬어가는 징크스가 있다. 단기 실적 모멘텀 약화와 기술적 부담이 작용하고 있기 때문에 3월 미국 주식 시장은 잠시 호흡을 가다듬어야 하는 구간이다. 트럼프발 불확실성에 자유로울 수 없으나 비미국의 상대 강세가 예상된다. 가격 모멘텀을 시작으로 펀더멘탈 상대 우위까지 중국, 한국 비중 확대 의견을 제시한다.

## [채권] FOMC로 시선 이동

연말연초 미국 금리 상승을 주도했던 통화완화 기대 후퇴, 기간프리미엄 확대 우려가 해소됐다. 2~4월 국채 발행계획 발표로 실질적 공급 부담까지 경감됐다. 소매판매, 서비스업 PMI 발표 이후 미국 경기 위축 우려는 부상했다. 장기물 중심 금리 하락 기대가 강화될 수 있는 환경이다. 다만 3월 FOMC를 앞두고 시장의 통화완화 기대가 확대된 점이 부담이다. 3월 점도표 확인 전까지 장기 금리 추가 하락은 부담스러운 레벨로 인식해야 한다. 3월에도 국채 10년 기준 4.2~4.6% 레인지가 유효하며 금리 반등은 저가 매수 기회이다. 유럽은 ECB 통화완화 기대 선반영했고 재정 확대 부담이 존재해 모멘텀을 소진했다.

## [대체] 인플레이션 구간에도 제한적 역할론

트럼프 이후 금은 역사적 랠리를 진행중이고 원자재 가격 강세도 진행됐다. 하지만 대체자산의 역할론은 크지 않다. 가격 부담에 노출됐고 조달금리 상승과 정책 불확실성에서 자유로울 수는 없다. 자산 의견은 중립이며 원자재 중립, 부동산 비중 확대 전략을 유지한다. 세부 자산별 차별적 대응에서 초과 성과를 노려야 한다. 귀금속, 에너지는 중립, 산업금속 비중 확대 전략을 유지한다.

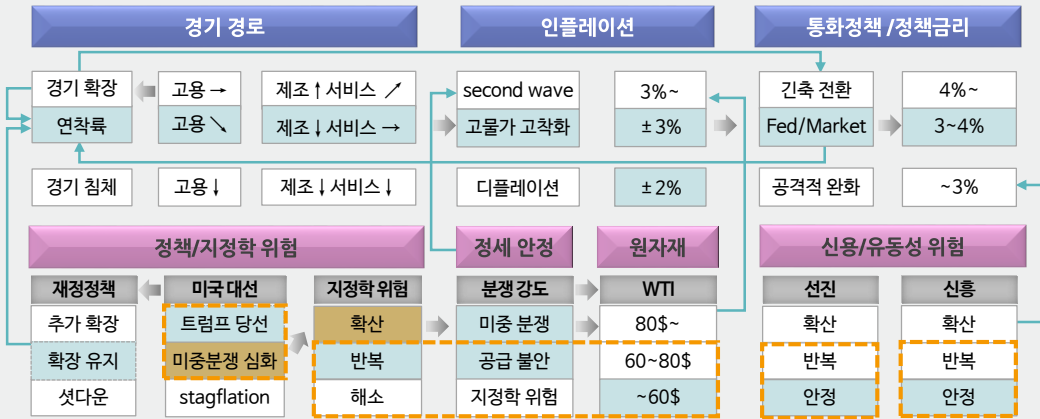
자산분류	투자의견 3M				
	(2)	(1)	0	1	2
주식			✓		
미국	미국		✓		
	중국			✓	
	한국			✓	
채권	선진	✓			
	신흥		✓		
채권	한국		✓		
	미국			✓	
	유럽		✓		
	신흥	✓			
채권	한국		✓		
	IG		✓		
	HY	✓			
대체			✓		
	귀금속		✓		
	에너지	✓			
	농산물	✓			
상장 리츠	산업금속			✓	
			✓		
Cash			✓		

자료: 신한투자증권

## 자산배분 로드맵



## 구간별 KEY FACTOR



## 자산배분 전략

통화정책: 완화 기대의 되돌림  
고물가-고금리의 고착화에 대비

경기: 제한적 회복, 차별화된 경기  
美-中 경기 낙수효과는 제한적

인플레이션: 고물가 고착화  
±2% 성장 ±3% 물가 ±4% 금리

불확실성-위험요인: 불확실성 잔존  
정책+지정학 불안의 내성과 위험

주식(60%)  
건조한 이익과 가격 부담 잔존  
국가/산업 차별화 심화 대응

채권(30%)  
통화 완화 기대에 되돌림  
보수적 듀레이션 대응 권고

대체(10%)  
변동성 제어, 자산 간 차별화  
조달금리 하락 영향 제한적

## 주식

미국 - 기술주 중심에서 확장  
비미국(중국, 한국) 비중 확대

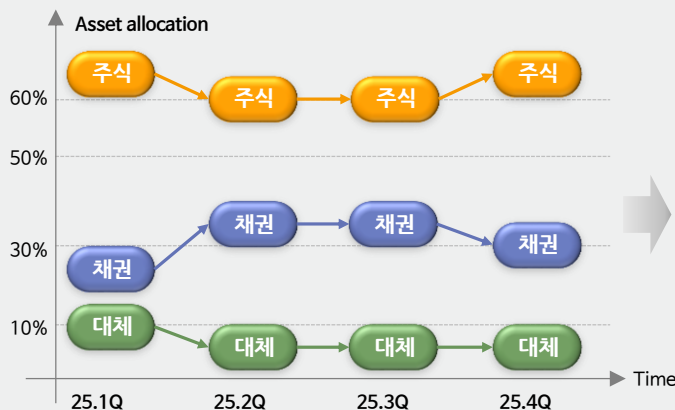
## 채권

보수적 대응. 자본차익보다 캐리 확보

## 대체

인플레이션 구간에도 제한적 역할  
자산별 차별화 대응 필요

## 구간별 대응



## 25.1H

건조한 경기, 그보다 강한 기업이익  
기존 주도주 중심 주식 상대 우위  
선반영된 금리 인하 기대 되돌림  
캐리 확보 + 대체 통한 위험 제어

## 25.2H

편더멘탈과 할인율의 시소게임 본격화  
주식-채권-대체 공히 기대수익 제한  
주식 이익모멘텀 제한에서의 가격 부담  
채권 금리 인하 종료 이후 캐리 매력 접근

## 자산별 투자 의견



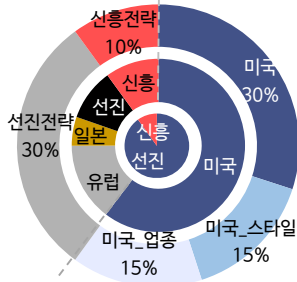
자산분류	투자의견 3M					6M	투자전략
	(2)	(1)	0	1	2		
주식			✓ ↗			1	<ul style="list-style-type: none"> <li>주요국 수익률 개선 속도 둔화에도 지정학 우려 완화, 제조업 경기 개선에 하방 경직적</li> <li>미국 중심 구도에서 중국, 유럽, 일본, 한국 등 미국 외의 수익률 갭 매우기 전개 예상</li> </ul>
국가	미국		✓ ↗			1	<ul style="list-style-type: none"> <li>업종/스타일 전략 대혼란. 주도주 차익 실현 전개 vs. 소외주 반등. 기술적 부담 소화 필요</li> <li>지수는 고지전 양상. 양호한 경기와 전반적인 호실적 기조, 금리 변동성 악화로 변동성 제약</li> </ul>
	중국			✓		1	<ul style="list-style-type: none"> <li>딥스코발 AI 밸리가 동반한 기술주 강세. 기술적 부담에도 주도주 지위 이어질 가능성에 무게</li> <li>빅테크 규제 완화해 홍콩 기술주 밸류 리레이팅 전개. 전년대 부양책에 따른 내수주 수혜 기대</li> </ul>
	한국			✓		1	<ul style="list-style-type: none"> <li>올해 상반기 예상보다 양호한 실적 기대, 보편관계 리스크 완화에 연초 이후 반등 전개</li> <li>이익 전망 고려 시 적정 지수 하단에 불과, 가격 부담 작지만 급등 종목의 속도조절은 경계</li> </ul>
권역	선진	✓				0	<ul style="list-style-type: none"> <li>일본 증시는 BoJ 긴축 가속과 엔화 강세로 관세 불확실성 속 매력 약화</li> <li>유럽은 중전 기대, 방위 지출 확대, 럭셔리 업황 반등으로 일본 대비 전술적 매력 우위</li> </ul>
	신흥		✓			0	<ul style="list-style-type: none"> <li>인도 증시는 중국 모델링 강화에 따른 수급 이탈과 루피화 절하 압력에 따른 상대적 소외 구간</li> <li>남미와 아세안 자원부국 가격 매력에 기반한 자가매수 유입. 중국 양회 부양책도 긍정적 재료</li> </ul>
채권			✓			1	<ul style="list-style-type: none"> <li>트럼프발 정책 본격 시행 속 무역 환경 악화 우려. 선진국 대비 신흥국 상대적 타격 높을 전망</li> <li>성장 약화 속 물가 재반등 리스크 잔존. 무리한 장기물 베팅 불필요하나 듀레이션 중립 복귀</li> </ul>
국채	한국		✓			0	<ul style="list-style-type: none"> <li>중립 이하 기준금리 인하 기대 후퇴. 인하 선반영으로 실제 인하에도 금리 하락 여력 제한</li> <li>본격 추경 이슈 등장, 그에 따른 국고채 발행 증가 전망은 향후 기대 수익률 축소 우려 자극</li> </ul>
	미국			✓ ↗		1	<ul style="list-style-type: none"> <li>당분간 금리 동결 확인, 다만 여전히 제약적 수준 인식하고 있어 12월 점도표 경로 유지 예상</li> <li>4% 중반대에서의 꾸준한 매수 수요 확인. 10년 기준 4.5~4.8% 구간은 저가 매수 기회</li> </ul>
	유럽			✓		0	<ul style="list-style-type: none"> <li>서베이 지표 반등 확인되나 실물 경제지표는 여전히 부진. 3월 금리 인하 사이클 지속 전망</li> <li>공급 물가 우려는 1%대 기준금리 기대를 제한. 하반기 동결 우려에 중장기 강세 여력은 축소</li> </ul>
	신흥	✓ ↗				0	<ul style="list-style-type: none"> <li>트럼프 상호 관세 유예 조치에도 인도, 베트남 등 아시아 신흥국 관세 우려 지속 예상</li> <li>중장기 사이에서 환율 변동성 확대 경계 지속 필요. 달러 표시 신흥국 채권 상대적 선호 유지</li> </ul>
크레딧	한국		✓			0	<ul style="list-style-type: none"> <li>2월 금리 인하 단행 시 조달금리(단기금리) 하락에 따른 여캐리 부담 완화. 크레딧 강세 건인</li> <li>거래 유동성 우위, 기업 펀더멘탈 우려는 여전히 고평가 부담에도 AA+ (5)bp 역전폭 정당화</li> </ul>
	글로벌IG			✓		1	<ul style="list-style-type: none"> <li>IG 내 금융섹터, 은행과 증권 중심 상대적 강세. 양호한 금융환경은 금융섹터 강세 지속 건인</li> <li>미국 경제 상대적 견고해 미국 IG 선호 유지. 5년물 이상 만기 늘려 수익 극대화 전략 추구</li> </ul>
	글로벌HY	✓ ↗				0	<ul style="list-style-type: none"> <li>트럼프 정책 본격화로 향후 성장세 감속 우려 일부 형성. IG 대비 HY 투자 매력 상대적 약화</li> <li>여전히 미국 HY 상대적 선호 유지하지만, 비에너지 섹터 중심 선별적 접근 전략 필요</li> </ul>
대체			✓			0	<ul style="list-style-type: none"> <li>트럼프발 우려는 인플레이, 금리 상승 압력 야기하나 실질적 영향 제한적. 차별적 대응 필요</li> <li>금 강세 유지되나 과열구간에서의 변동성 노출 예상, 산업금속 상대 우위 지속 예상</li> </ul>
원자재	귀금속			✓		1	<ul style="list-style-type: none"> <li>강달러, 실질금리 상승에도 신흥국 중앙은행 중심 금 매수세 유입 이어지며 금 신고가 경신</li> <li>장기 우상향 기조 유효하나 단기 금 매수세 과열. 적정 수준(2,600~2,700) 상회해 관망</li> </ul>
	에너지		✓			(1)	<ul style="list-style-type: none"> <li>미국에 이어 비미국 경기 회복세 강화로 수요 우려 경감은 유가에 상방 압력으로 작용</li> <li>다만 미국의 화석연료 개발 확대, OPEC+ 증산 가능성 등을 고려 시 국제유가 하방 우위</li> </ul>
	농산물		✓			0	<ul style="list-style-type: none"> <li>남미 지역 가뭄으로 인한 생산 전망 불확실성 속에 저가 매수세 유입이 가격 반등 건인</li> <li>남미 작황 악화로 인한 수급 훼손 미미한 가운데 저가 매수세 유입 악화로 상승 여력 제한</li> </ul>
	산업금속				✓	1	<ul style="list-style-type: none"> <li>작년 하반기부터 중국 부양 기조 강화로 지표 저점 통과. 추가 부양책이 가격 상승 주도</li> <li>미국 고관세 불확실성에도 선제적 물량 확보, 중국 양회 감안 시 산업금속 가격 반등 건인</li> </ul>
상장	리츠		✓			1	<ul style="list-style-type: none"> <li>CRE 실물자산 수급 개선에도 금리 인하 속도 조절에 글로벌 리츠 제한적 등락 지속</li> <li>물가 상승 전가 가능한 구조적 성장 및 수급 타이트한 섹터(데이터센터, 임대주택) 선호</li> </ul>
Cash		✓ ↗				0	<ul style="list-style-type: none"> <li>자산별 개별 변동성 확대되나 보유의 기대 수익률 존재. 급진적 현금 비중 확대 경계</li> <li>잔존한 위험 요인, 포트폴리오 리밸런싱 수요에 기반한 현금의 유기적 활용은 필요</li> </ul>

자료: 신한투자증권 / 주: 선진, 신흥은 미국, 중국 제외 권역

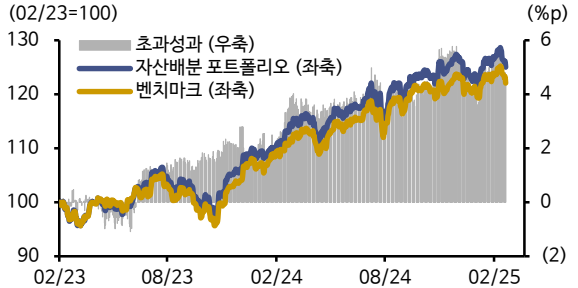
## 신한 포트폴리오



### ◆ 포트폴리오: ① 글로벌 자산배분 주식 부문



### ◆ 국가별 자산배분 및 채권 듀레이션



종목명	비중			티커	수익률 (%)			종목명	비중			티커	수익률 (%)		
	조정비	SAA	TAA		1M	3M	편입후		조정비	SAA	TAA		1M	3M	편입후
주식	64.0	60.0	4.0		0.4	1.1	9.9	채권	28.0	30.0	(2.0)		0.6	(0.7)	0.4
선진	52.8	54.0	(1.2)					미국 국채	7.8	6.0	1.8				
미국	36.9	36.0	0.9					국채 단기	1.7	0.9	0.8	SCHO.US	0.1	0.2	0.5
S&P500 ETF	18.9	18.0	0.9	SPY.US	(2.4)	(2.3)	41.6	국채 중기	3.9	3.6	0.3	VGIT.US	1.2	0.3	(0.2)
스타일배분	8.0	0.0	8.0					국채 장기	1.7	1.1	0.6	VGLT.US	3.2	(1.4)	(10.9)
가치 ETF	4.0	0.0	4.0	SCHV.US	(0.5)	(3.0)	0.0	물가채	0.6	0.5	0.1	TIP.US	1.6	1.0	1.2
동일가중 ETF	4.0	0.0	4.0	RSP.US	(2.3)	(4.7)	0.0	미국 크레딧	6.2	6.0	0.2				
업종 배분	10.0	0.0	10.0					MBS	2.8	3.0	(0.2)	MBB.US	1.6	0.1	(1.3)
운송 ETF	2.0	0.0	2.0	YT.US	(6.0)	(7.6)	(6.0)	IG 단기	1.2	0.2	0.9	VCSH.US	0.4	0.3	3.6
헬스케어 ETF	3.0	0.0	3.0	XLV.US	(0.2)	0.2	0.0	IG 중기	1.3	1.4	(0.1)	VCIT.US	1.1	(0.1)	2.3
글로벌방산 ETF	2.0	0.0	2.0	PPA.US	(4.2)	(4.2)	0.0	IG 장기	0.3	0.7	(0.4)	VCIT.US	1.5	(1.9)	(4.0)
은행 ETF	3.0	0.0	3.0	KBE.US	(4.0)	(9.0)	4.2	HY 단기	0.1	0.2	(0.0)	SJNK.US	(0.2)	(0.2)	2.6
기타 선진	15.9	18.0	(2.1)					HY 중기	0.4	0.5	(0.0)	HYG.US	0.1	0.0	5.1
유럽 ETF	12.9	10.9	2.0	FEZ.US	3.1	12.5	24.1	비미국	14.0	18.0	(4.0)				
일본 ETF	3.0	3.6	(0.6)	DXJ.US	(0.3)	1.7	29.5	전체	7.0	7.5	(0.5)	IAGG.US	0.7	(3.3)	3.7
기타 선진	0.0	3.5	(3.5)					선진	6.0	6.0	0.0	BNDX.US	0.7	(1.9)	1.8
신흥	11.2	6.0	5.2					신흥	1.0	4.5	(3.5)	EMLC.US	0.1	(0.4)	(4.8)
중국	7.7	1.9	5.8					대체	8.0	10.0	(2.0)		0.7	(0.4)	4.1
A500 ETF	2.5	0.0	2.5	560510.SS	5.4	2.6	(0.8)	상품	4.0	5.0	(1.0)				
A50 ETF	2.5	1.9	0.6	2823.HK	2.8	(0.7)	9.3	금	1.5	1.5	0.0	GLD.US	4.7	8.8	51.9
항생테크	2.7	0.0	2.7	3032.HK	25.7	34.1	3.9	원유	1.0	2.0	(1.0)	USO.US	(3.4)	5.0	9.6
기타 신흥국	3.5	4.1	(0.6)					산업금속	1.3	1.0	0.3	DBB.US	0.9	(5.6)	(8.0)
한국 ETF	1.2	0.7	0.5	EWY.US	2.6	(3.8)	(11.8)	농산물	0.2	0.5	(0.3)	DBA.US	(1.9)	(0.3)	33.3
신흥국 ETF	2.3	2.3	0.0	EEM.US	3.9	1.4	0.0	리츠	4.0	5.0	(1.0)				
인도 ETF	0.0	1.1	(1.1)	INDA.US	(3.1)	(11.6)	0.0	물류/산업	1.5	2.0	(0.5)	INDS.US	1.2	(5.2)	(9.9)
								미국 부동산	2.0	2.0	0.0	VNQ.US	1.3	(5.6)	0.0
								한국 리츠	0.5	1.0	(0.5)	329200.KS	5.8	2.0	(5.8)

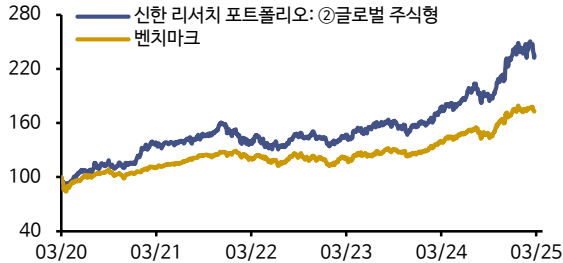
자료: LSEG, 신한투자증권

## 신한 포트폴리오



## ◆ 포트폴리오: ② 글로벌 주식

(03/20 = 100)



## ◆ 포트폴리오: ③ 국내 주식

(03/21 = 100)



종목명	수익률 (%)			편입일
	1M	3M	편입 후	
<b>미국/선진</b>				
엔비디아	1.8	(3.0)	417.3	2023-02-24
브로드컴	2.7	33.4	148.8	2023-05-30
일라이 릴리	12.4	14.8	47.4	2024-01-04
팔란티어	11.3	35.2	309.1	2024-05-23
코스트코	7.6	7.3	21.1	2024-06-13
테슬라	(27.0)	(12.6)	41.3	2024-06-27
오라클	0.5	(9.8)	(0.6)	2024-09-23
로켓 랩 USA	(26.7)	(17.2)	161.6	2024-09-23
아머 스포츠	(10.5)	10.4	79.6	2024-09-26
아마존	(10.0)	4.2	11.8	2024-10-10
킨더 모건	(4.6)	(6.6)	(0.3)	2024-11-07
스포티파이	11.3	24.3	48.0	2024-11-07
세니어 에너지	(2.9)	(0.8)	(1.6)	2024-11-21
TSMC	(10.5)	(0.1)	(19.9)	2025-01-23
스노우플레이크	(7.6)	(0.0)	(6.1)	2025-02-20
인튜이티브 서지컬	1.2	7.9	(6.8)	2025-02-20
아스트라제네카	8.5	12.4	2.4	2025-02-20
GE 에어로스페이스	3.6	11.5	0.0	2025-02-27
<b>중국/신흥</b>				
공상은행	1.6	12.0	10.2	2024-10-17
메이디그룹	(1.9)	3.3	(6.6)	2025-01-08
광신과기	16.7	35.7	13.7	2025-01-08
탁보그룹	3.4	13.3	1.0	2025-01-21
<b>ETF</b>				
S&P500	(1.7)	(0.7)	29.9	2023-11-16
전력자동화 ETF	3.2	-	(4.8)	2025-01-23
소프트웨어 ETF	23.7	20.7	(0.3)	2025-02-20
항생제 ETF	21.2	31.3	(1.3)	2025-02-20
단기채 (USD)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	2021-02-18
단기채 (CNY)	0.0	0.3	9.6	2021-02-25

종목명	수익률 (%)			편입일
	1M	3M	편입 후	
삼성전자	4.8	0.0	(31.8)	2021-02-26
SK하이닉스	(9.9)	18.4	135.7	2022-11-04
알테오젠	10.9	31.4	126.6	2024-05-03
HD현대일렉트릭	(23.7)	(6.1)	9.3	2024-10-18
삼성중공업	16.3	26.2	16.3	2025-01-24
삼성바이오로직스	6.6	21.6	29.5	2022-08-05
현대로템	39.5	58.9	27.1	2024-10-18
하나금융지주	3.9	(3.8)	1.7	2025-01-31
신한지주	(5.0)	(13.8)	(3.6)	2025-02-07
SK이노베이션	3.9	14.4	(0.2)	2025-02-21
현대건설	11.9	24.8	20.5	2024-11-08
LG에너지솔루션	4.8	(7.5)	(17.7)	2022-01-28
삼양식품	24.5	70.3	16.5	2024-12-27
DGB금융지주	2.5	6.5	5.4	2024-11-29
삼성전기	11.2	27.5	(6.1)	2024-05-17
셀트리온	1.4	7.6	17.4	2023-05-04
현대모비스	(1.1)	5.9	(0.6)	2024-03-22
NH투자증권	7.4	14.4	1.5	2025-02-21
삼성증권	6.1	1.1	6.0	2025-01-24
두산에너지리티	9.5	28.2	49.6	2024-12-06
메리츠금융지주	11.9	16.5	37.7	2024-08-16
DB손해보험	2.1	(13.0)	(5.5)	2025-02-21
LG전자	(2.9)	(10.3)	(43.6)	2021-02-26
SK	0.7	6.6	(3.9)	2023-11-03
LG	(4.8)	(8.8)	(6.4)	2024-11-29
에코프로비엠	3.4	(0.9)	11.5	2025-01-10
NAVER	7.4	7.9	15.3	2024-11-15
대주전자재료	9.3	29.8	9.3	2025-01-24
에스엠	21.4	17.9	2.5	2025-02-21
스튜디오드래곤	35.2	3.4	3.9	2025-02-21
금호석유	13.5	13.2	(13.4)	2024-08-30
기아	(7.0)	0.3	47.1	2023-01-20
한화솔루션	12.2	33.3	21.5	2025-01-10
POSCO홀딩스	7.5	(5.6)	(28.5)	2023-06-16
리노공업	1.9	39.6	5.0	2025-01-03
카카오	24.3	15.9	16.8	2025-01-03
한화엔진	(0.7)	35.0	63.5	2024-10-04
현대차	(2.2)	(9.3)	4.3	2023-10-06
LG화학	4.8	(16.6)	0.0	2025-02-21
SOOP	26.6	(6.0)	(1.6)	2024-12-13

자료: FnGuide, LSEG, 신한투자증권 / 주: 데이터는 2월 27일 종가 기준

## 자산별 투자전략 I

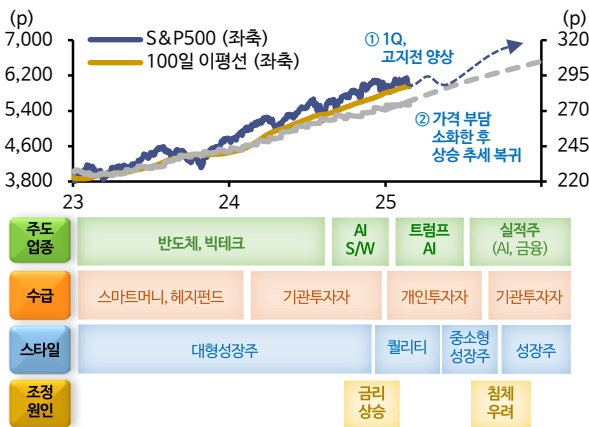


## 경제/금융시장

정책 퍼즐	진행 사항	경기·금융 환경
1. 통상 정책 <ul style="list-style-type: none"> <li>미국 불법 이민 이익세율관세 (캐나다: 멕시코 25%, 중국 10%)</li> <li>철강 알루미늄 관세 (쿠팡, 면세 조치 무효, 일괄 25% 부과)</li> <li>상호관세 (비관세장벽 고려)</li> <li>자동차관세 (철강, 알루미늄 식 관세 예고)</li> </ul>	대중국 관세 부과, 중국 보복관세 3월 4일 캐나다, 멕시코 유에어 부결정 3월 12일 부가 예정 범유럽 국가 변동 여지 4월 2일 국가별 차등 부과 예정	경기 긍정 금융 환경 중립
2. 군사·외교 정책 <ul style="list-style-type: none"> <li>이스라엘-하마스 휴전 협상</li> <li>러시아-우크라이나 종전 협상</li> <li>이란 경제 제재</li> </ul>	1단계 휴전 진행 (3월 1일 종료) 2단계 휴전 협상 예정 러시아-미국 고위급 회담 예정 바이든 행정부 수준 제재 수위 유지	경기 중립 금융 환경 긍정
3. 재정 정책 <ul style="list-style-type: none"> <li>미국 재정장정 (부채 한도 증액, 감세안 등)</li> <li>중국 양회</li> </ul>	의회 이전 차질 속 채교착 상태 중국 재정적자 축소 기대	경기 긍정 금융 환경 긍정
4. 통화 정책 <ul style="list-style-type: none"> <li>미국 (FOMC)</li> <li>비미국 (금통위, ECB, BOE, BOJ)</li> </ul>	BOK, ECB, BOE 등 금리 인하 Fed, BOJ 금리 동결	경기 중립 금융 환경 중립

- 트럼프 정책 방향 구체화 시작. 통상 정책 압박 속 외교 정책에서 지정학 위험 완화 시도. 우려에 비해 미국발 정책 불확실성 충격 제한. 제조업 중심 비미국 회복세 확산 확인
- 심리 지표 위축에도 경기 급랭 가능성 제한적. 3월 초중반 미국 관세 정책 대기. 관세 앞둔 선수요 유입 마무리 국면으로 실물 지표 양호할 전망. 비미국 정책 기대감 우호적

## 해외주식



- 미국 주식시장의 강세를 지탱하는 구조적인 요소들은 여전히 유효하지만, 단기 실적 모멘텀 약화와 기술적 부담이 작용 중. 3월 미국 주식시장은 잠시 호흡을 가다듬어야 하는 구간
- 기술적 부담 속 숫자에 엄격해진 미국과 기존 주도주 대비 밸류에이션이 낮은 유럽과 중국은 호재성 내리타트에 민감. 비미국을 1선으로 잠시 격상할 시기. 특히 중국 기술주에 주목

## 국내주식

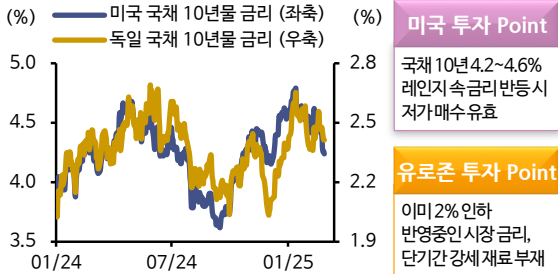
국내 주식전략	기업 이익	1Q25 서프라이즈 선진국 경기 양호	Band	3월 KOSPI Band: 2,470~2,730  상단: 조정 PER 10.5배, 하단: 조정 PER 9.5배	
	통화 정책	중기 기대인플레이션 상승 스태그 우려 부상		스타일	성장, 중소형
	리스크	관세 리스크 지속 중국 위험 약화	업종 / 스타일	업종	S/W, 유틸, 에너지, 증권, 통신, 헬스케어
				이벤트	미디어컨텐츠

- 3월 중 관세 리스크 확대에 따라 상승 속도 둔화 예상. 미국 중심 기대 인플레이션 상승 및 서비스 경기 우려 부상에 따라 점차 완만한 속도 회복
- 3월 밴드는 2,470~2,730p로 전망. 중국 부양책 기대, 한한령 해제 기대감에 따라 ICT 밸류체인과 미디어컨텐츠 선호. 이익 상향 조정 업종과 정책 기대에 따른 국내 내수 소비 관련 종목도 관심 둘 필요

## 자산별 투자전략 II



## 해외채권



## 투자전략

- 미국 국채 10년 기준 4.5% 이상, 2/10년 스프레드 25bp 이상에서 저가 매수 대응 전략 제시
- 미국 국채 비중 점진적인 확대 전략 유효한 구간

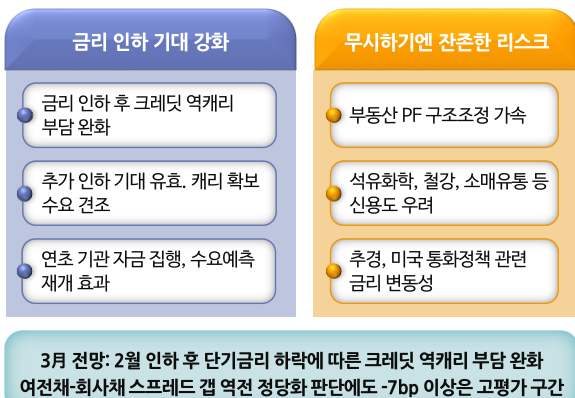
- ◆ 미국: 3월 점도표 확인 전까지 장기 금리 추가 하락은 부담스러운 레벨. 미국 국채 10년 기준 4.2~4.6% 레인지 속 금리 반등 시 저가 매수 전략 유효하다는 판단
- ◆ 유로존: 제한된 재정 확대 여력에도 에너지발 인플레이션 부담 잔존. 선물시장은 이미 2%까지의 인하 경로를 반영. 독일 국채 금리 단기간 강세 재료 부재하다는 판단

## 국내채권



- ◆ 통화정책, 정국 혼란, 추경 등 국내 요인 안정 속 대외 환경 변화에 연동할 3월 채권시장
- ◆ 3월 FOMC 전후로 예상되는 채권금리 상승세는 오히려 국고채 저가 매수 기회로의 활용 필요

## 국내크레딧







- ◆ 2월 금리 인하 단행 후 조달금리(단기금리) 하락에 따른 역캐리 부담 완화(공사/기준금리 스프레드 갭 8.0bp로 역전 해소). 크레딧 강세 견인
- ◆ 거래 유동성 우위, 기업 펀더멘탈 우려는 여전채 고평가 부담에도 AA+(5)bp 역전폭 정당화

## 자산별 투자전략 III



## 원자재

선호도: 산업금속 > 금 > 농산물 > 에너지	
	에너지 →
	산업금속 →
	귀금속 →
	농산물 →

트럼프 정책 에너지 가격 하방 요인 가능성 우세. 화석연료 개발 확대 및 러-우 전쟁 종식 종재 등 지정학적 위험 완화 예상. 다만 견조한 미국 수요 하단 지지

중국 재정 부양책 공개 앞두고 정책 기대 재고조. 선진국 재화 수요 회복 연동된 제조업 업황 개선 긍정적. 트럼프 관세 정책, 중국 부양책 강도 변수

강 달러, 고금리에도 신흥국 중앙은행 금 매수에 금 가격 추세적 상승 유효. 다만 단기 금 매수세 과열 속 적정 수준 상회해 거래, 상승 속도 조절 필요

라니나 가능성 속에 남미 작황 악화로 공급 차질 우려 고조되며 곡물 가격 반등. 남미 작황 악화로 인한 수급 훼손 미미. 저가 매수세 악화로 상승 여력 제한

- ◆ 2월 트럼프 정책 불확실성 속 안전자산 성격의 귀금속 상대 강세. WTI 가격 수급 악화로 가격 반등 제한. 산업금속은 미국 통상 마찰 불확실성에 개별 수급 환경에 따라 차별
- ◆ 3월 중국 부양책 구체화로 경기 회복 기대 부상하면서 안전자산 풀림 완화 판단. WTI 가격 견조한 수요에 하락 속도 늦출 전망. 3개월 WTI 가격 배럴당 60~80달러 전망

## 외환

## 달러, 트레이드 되돌림 약화

## [Review] 비미국 경기 회복 기대 확산

- 1) 트럼프 정책 불확실성 완화
- 2) 비미국 주요 이벤트 경기 회복 기대

## [Preview] 단기 약 달러 속도 조절

- 약 달러 모멘텀 약화
- 트럼프 추가 정책 불확실성 상존

## 원/달러, 경제 펀더멘탈 우려 하락 속도 제한

## [Review] 1,440원 내외의 안전한 하락세

- 펀더멘탈 우려 잔존
- 대내 요인 가치 회복 제한

## [Preview] 하락 속도 제한

- 실물경제 약화
- 주식시장 아웃퍼폼으로 원화 강세 모멘텀 형성 가능

- ◆ 달러화, 약 달러 단기 속도 조절 예상. 트럼프 트레이드 되돌림 약화 예상되는 가운데 비미국 경기 회복 추가 확인 필요
- ◆ 원/달러, 실물경제 불확실성으로 하방경직적 흐름 이어질 전망. 주식시장 수급은 변수로 자리



참신한 자산전략

## 자산별 투자전략

# 위험과 안전의 적절한 균형

[Asset allocation] 박석중 연구위원



## 2월 Review: 미국발 위험회피와 비미국발 위험선호

트럼프 2기 진입하며 금융시장의 온도 변화는 반복됐다. 트럼프 취임 이후 미국 상대 강세는 경기, 주식, 외환시장 성과 모두에서 확인됐지만, 이후 두 가지 변화가 목도된다. 첫째, 위험회피로의 전환이다. 이는 팬데믹 이후 트라우마로 자리잡은 인플레이션과 침체 진입 우려가 동반됐기 때문이다. 소매판매 쇼크 이후 월마트 실적, 서비스 PMI, 소비심리, 고용 전반에서 위험 징후가 확인된다. 둘째, 비미국 상대 강세다. 연초 이후 미국 증시 대비 중국, 유럽, 한국의 뚜렷한 상대 강세 진행 중이다. 통화정책 완화뿐만 아니라 재정 확장 기대가 동반된 국가들이다. 중국발 수요 회복의 낙수효과와 연관된 국가, 산업에 갖는 긍정론도 높아 가고 있다.

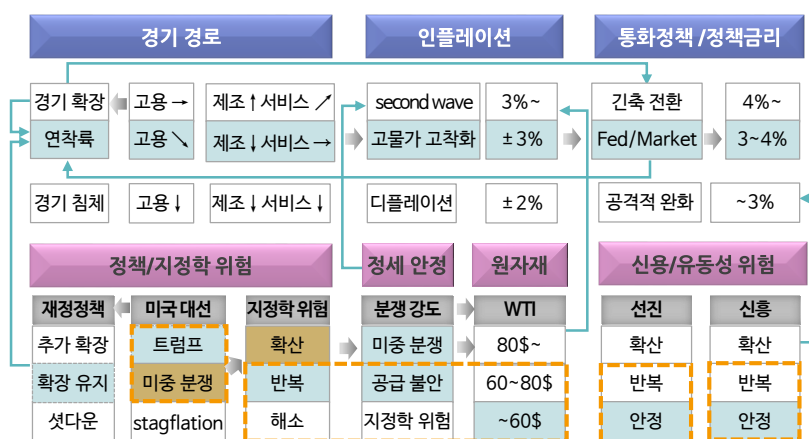
## 3월 자산전략: 위험과 안전의 적절한 균형 필요

3월에 접어들며 트럼프발 정책 불확실성은 새로운 국면에 진입할 전망이다. 트럼프노믹스의 최대 취약점은 인플레이션과 재정확장에 따른 금리 상승에 갖는 불안이다. 이는 스테그플레이션으로 귀결되기도 한다. 러-우 전쟁 종식이 가능하다면 원유 공급확대에 따른 인플레이션 통제 여력이 존재하고 이후 관세정책, 미-중 분쟁 강도는 격상될 수 있다. 이는 가격 부담이 심화된 주식시장에 위험회피를 자극할 재료이다.

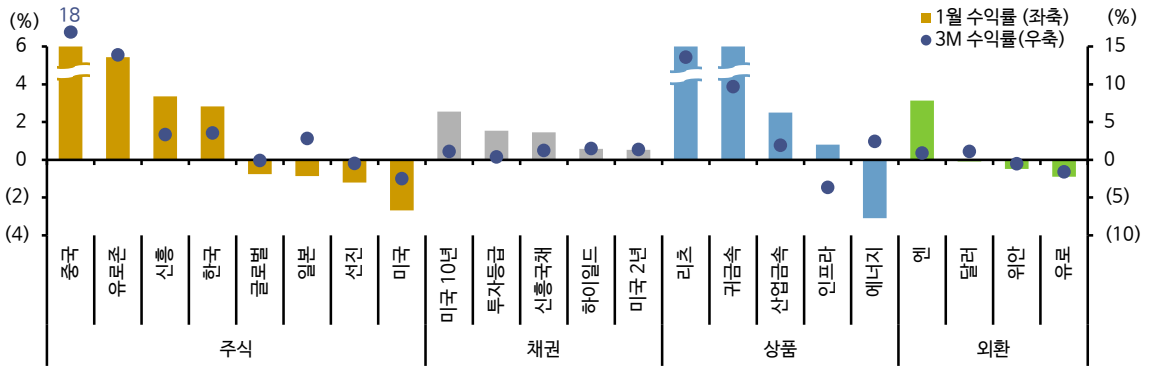
급진적 위험회피보다 위험과 안전의 적절한 균형이 필요하다. 미국-기술주 중심 포트폴리오에 변화가 필요하다. 주식은 중립으로 하향했고 미국 중립에도 중국과 한국은 비중 확대 의견을 제시했다. 이는 재정 및 기업 이익에 상대적 낙관이 존재하기 때문이다. 채권의 역할은 거래(=Duration)보다 보유(=Carry)에 방점을 둔다. 국가에서는 미국을 선호한다. 현재 시장금리는 통화정책보다 재정이 주된 변수다. 미국과 비미국 금리차 축소도 재정 확대에 따른 수급 부담이 작용했다. 인플레이션 압력 확대에도 대체자산 영향력은 제한적이다. 금은 기술적 부담에 노출됐고 유가는 공급확대 리스크에 직면했다. 조달금리와 모기지 금리 상승에 인프라, 부동산도 중립적 시각을 유지하게 한다. 금, 에너지, 리츠는 중립, 산업금속 비중 확대 의견을 유지한다.

**[자산배분 국면]**  
美 경기안정과 대선불안  
→ 리플레이션  
경기 < 기업이익  
외부 불안요인 산적

자료: 신한투자증권

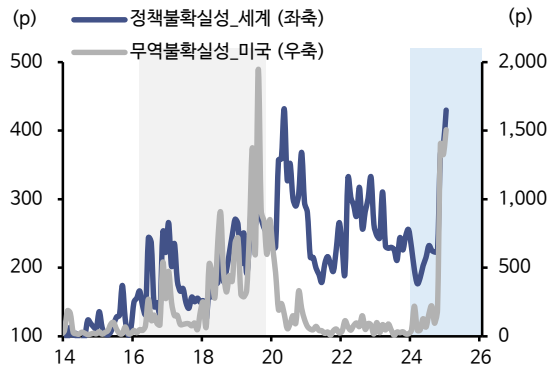


### 금융시장: 주요 자산별 수익률



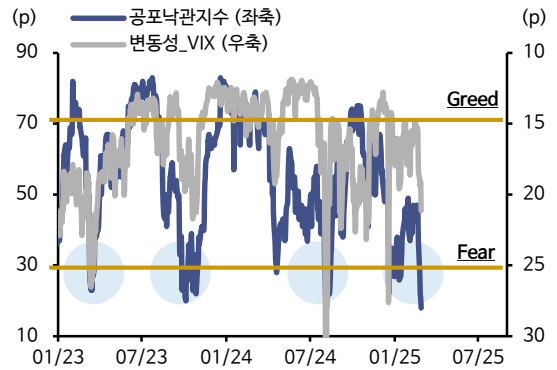
자료: LSEG, 신한투자증권 / 주: 데이터는 2월 27일 종가 기준

### 트럼프 1기 금융시장 트라우마 2기에도 반복



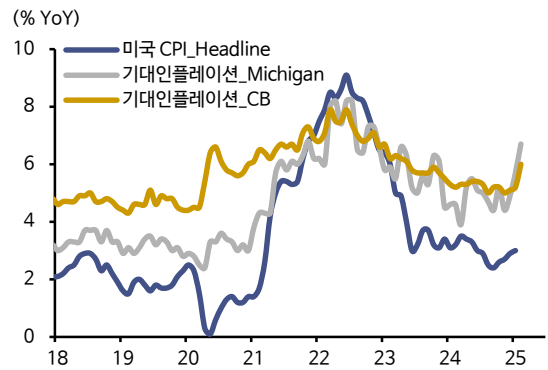
자료: LSEG, 신한투자증권

### 미국, 급진적 위험회피 진행 중



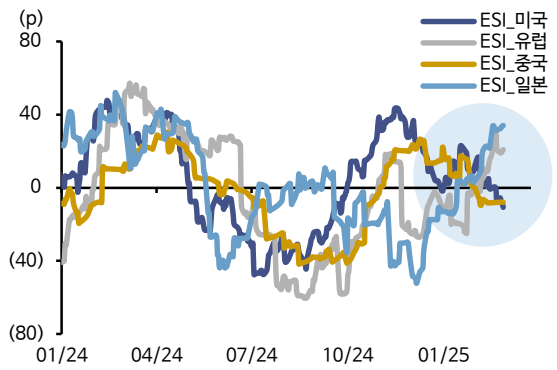
자료: LSEG, 신한투자증권

### 경기 위축 우려와 인플레이션 압력이 동반



자료: LSEG, 신한투자증권

### 미국에서 비미국으로 경기, 주식 상대 강세



자료: LSEG, 신한투자증권

# 경기 감속 가운데 정책 경계

[Economist] 하건형 연구위원



## 양호한 경기 흐름에도 정책 불확실성 경계 심화

트럼프 행정부의 주요 정책 방향은 구체화되고 있다. 관세를 앞세운 통상 정책 압박을 강화한 가운데 군사 및 외교 정책에서는 지정학 위험 완화를 시도하고 있다. 감세 및 재정지출 확대 등 확장 재정 기조 및 통화 완화 필요성을 피력했으나 권한 부족에 구체적 거론은 부재하다.

우려에 비해 미국발 정책 불확실성은 경제 및 금융시장에 직접적 충격은 제한됐다. 관세 부과를 앞두고 선택적 수요 유입이 이뤄지며 제조업을 중심으로 비미국으로 회복세가 확산됐다. 다만 불확실성에 내수 심리 위축이 확인됐다. 미국과 유로존 모두 서비스업 PMI가 후퇴했으며 특히 미국은 기대 인플레이 상승 속에 소비심리 위축이 가팔라졌다. 단기 양호한 실물지표에도 추세적 회복 가능성은 오히려 하락했다.

## 경기 급랭 제한적이나 정책 민감도 높아질 전망

심리 지표 위축에도 경기 급랭은 제한적일 전망이다. 3월 4일 캐나다 및 멕시코 관세 유예 여부, 12일 철강 및 알루미늄 관세 확정 등 미국 관세 정책이 대기 중이다. 다만 4월 2일부로 상호관세 등 전방위 압박을 예고한 만큼 단기 통상 갈등 심화는 제한적이다. 관세 부과를 앞두고 선수요 유입이 마무리되는 국면에 위치해 심리 지표 위축에 비해 실물지표는 상대적으로 선방할 것으로 판단된다.

트럼프 행정부는 지정학 위험 완화에 따른 원자재 가격 하락을 유도해 금융환경에 우호적으로 작용한다. 미국 재정정책은 의회 교착 상태로 현상황 유지가 예상되나 중국은 양회에서 재정정책 구체화가 전망된다. 부양책 내용이 구체화되는 구간에서 경기 및 금융환경 인식 개선이 기대된다. 미국 중심으로 고물가 기조가 이어지나 경기 하방 위험이 잔존한 만큼 미국은 관망 입장을 견지할 전망이다. 비미국은 경기 하방 위험에 대응한 통화 완화 기조를 이어가는 등 통화정책은 경기 및 금융환경에 중립적 영향이다.

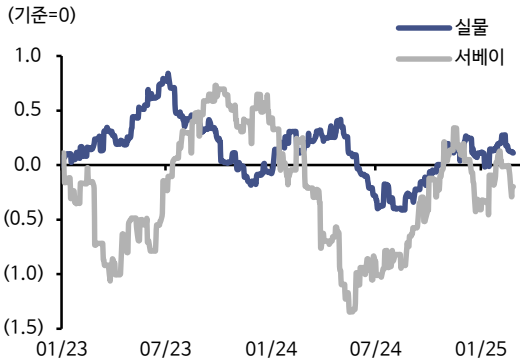
### 양호한 경기 흐름에도 정책 불확실성 경계.

### 경기 급랭 제한적이나 정책 민감도 고조 판단

자료: 신한투자증권

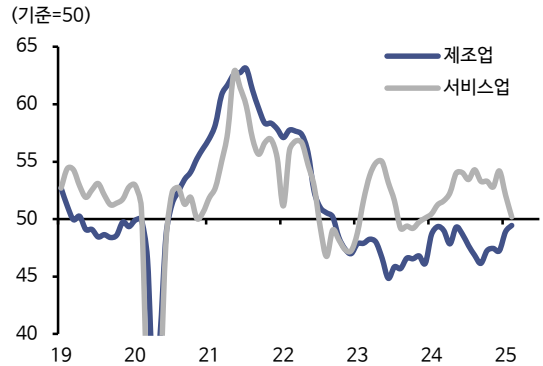
	정책 퍼즐	진행 사항	경기·금융환경
1 통상 정책	<ul style="list-style-type: none"> <li>미국 불법이민, 마약 억제용 관세 (캐나다, 멕시코 25%, 중국 10%)</li> <li>철강, 알루미늄 관세 (쿼터, 현재 조치 무효, 일괄 25% 부과)</li> <li>상호관세 (비관세 장벽 고려)</li> <li>자동차관세 (철강, 알루미늄식 관세 예고)</li> </ul>	대중국 관세 부과, 중국 보복관세 3월 4일 캐나다, 멕시코 유예 여부 결정 3월 12일 부과예정, 범위및국가변동여지 4월 2일 국가별 차등 부과 예정	경기 긍정 금융환경 중립
2 군사 · 외교 정책	<ul style="list-style-type: none"> <li>이스라엘 하마스 휴전 협상</li> <li>러시아 우크라이나 종전 협상</li> <li>이란 경제 제재</li> </ul>	1단계 휴전 진행 (3월 1일 종료) 2단계 휴전 협상 예정 러시아-미국 고위급 회담 예정 바이든 행정부 수준 제재 수위 유지	경기 중립 금융환경 긍정
3 재정 정책	미국 재정정책 (부채한도증액, 감세안연장, 예산안) 중국 양회	의회 이견 차 지속돼 교착 상태 중국 재정적자율 구체화	경기 긍정 금융환경 긍정
4 통화 정책	미국 (FOMC) 비미국 (금통위, ECB, BOE, BOJ)	BOK, ECB, BOE 등 금리 인하 Fed, BOJ 금리 동결	경기 중립 금융환경 중립

### 미국 실물 및 서베이 지표 서프라이즈지수



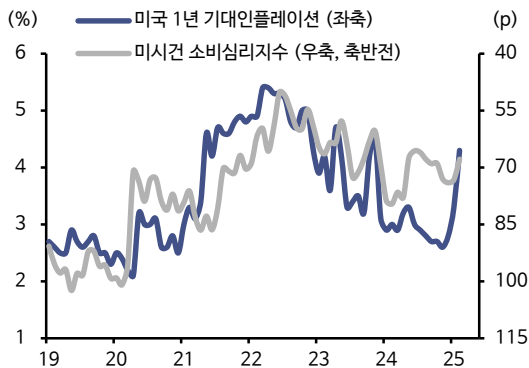
자료: LSEG, 신한투자증권

### 선진국 제조업과 서비스 PMI



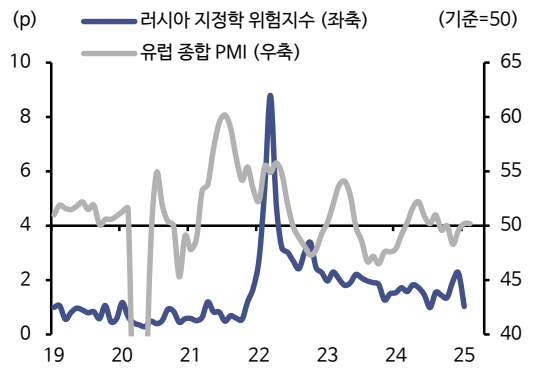
자료: LSEG, 신한투자증권

### 미국 1년 기대인플레이션과 미시건 소비심리지수



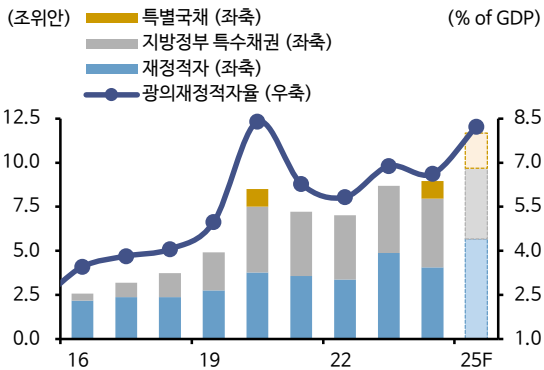
자료: LSEG, 신한투자증권

### 러시아 지정학 위험지수와 유럽 종합 PMI



자료: LSEG, EPU, 신한투자증권

### 중국 확장 재정 규모 추이 및 전망



자료: CEIC, 신한투자증권

### 한국 온라인 구인건수와 기준금리



자료: LSEG, 신한투자증권

# 구원투수 비미국 등장

[Global Equity Strategist] 김성환 수석연구원



## 미국 증시: 해소되지 못한 기술적 부담 속 애매해진 펀더멘탈, 잠시 2선으로 후퇴

미국 주식시장의 강세를 지탱하는 구조적인 요소들은 여전히 유효하다. 다만 대형 기술주들의 실적 모멘텀이 밋밋해졌고 경기에 대한 불확실성도 증가했다. 이런 상황을 기술적 부담이 높은 상황에서 마주해야 하는데, 때마침 유럽/중국/한국 주식시장이라는 대안이 등장하면서 집중됐던 수급이 분산되는 시기다. 기술주 3년차 초반부는 주가가 쉬어가는 징크스가 있다. 단기 실적 모멘텀 약화와 기술적 부담이 작용하고 있기 때문에 3월 미국 주식시장은 잠시 호흡을 가다듬어야 하는 구간이다. 미국 대신 비미국이 1선으로 등장할 시기다.

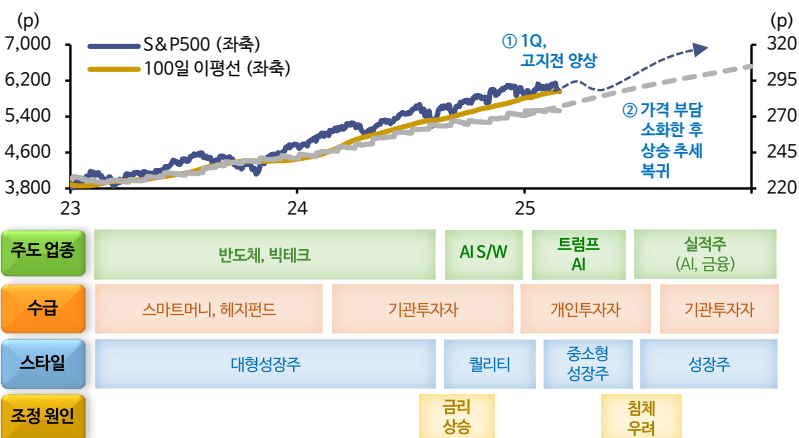
## 국가: 중국과 유럽이 주도하는 국가 전략의 변화, 1선 등장

연초 이후 중국, 유럽, 한국 등 지난 2년동안 부진했던 주식시장이 강했다. 절대적인 실적 모멘텀 우위는 확인되지 않았으나, 가격 매력 속 재정과 정책 모멘텀을 장착했다. 유럽은 럭셔리 업황의 저점 통과와 러-우 전쟁 종전 시나리오가, 중국은 딥시크가 촉발한 중국 AI 붐과 테크 기업 억압이 종료된다는 신호가 모멘텀으로 작용했다. 기술적 부담 속 숫자에 엄격해진 미국과 주도 기술주 대비, 밸류에이션이 낮은 유럽과 중국은 호재성 내러티브에 민감하다. 비미국을 1선으로 잠시 격상할 시기며 중국, 특히 중국 기술주에 주목한다.

## 업종/스타일: 모멘텀 중심의 스타일/업종 전략 단기 한계 봉착. 3월 스타일/업종 전략 중립

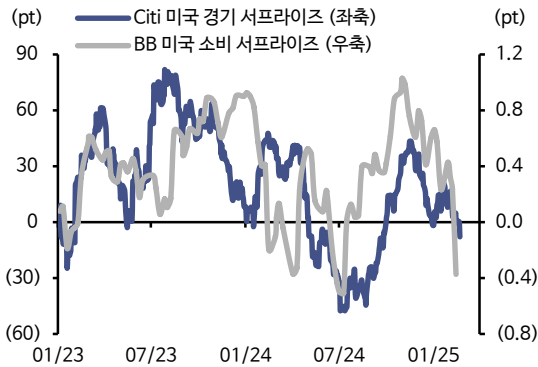
모멘텀 중심의 스타일/업종 전략은 단기적 한계에 봉착했다. 주가/실적 모멘텀을 겸비한 주도주들은 호실적에도 불구하고 2월말 투매에 직면하고 있다. 기술적 부담과 가격 부담이 낮은 소외주/가치주들의 반등이 강력하데, 이들은 실적 모멘텀이 열위에 놓여있다. 통상 주도주-소외주 로테이션이 일어난다면 주도주 차익실현은 4주가량 지속되고 추세를 회복하는데 2~3개월이 걸렸다. 주도 업종 저점매수를 서두를 필요가 없다. 다만 종목 변동성이 강조되고 급반전이 지속될 수 있기 때문에 3월 스타일/업종 전략은 중립이다.

### 단기적으로 소화해야 할 가격 부담



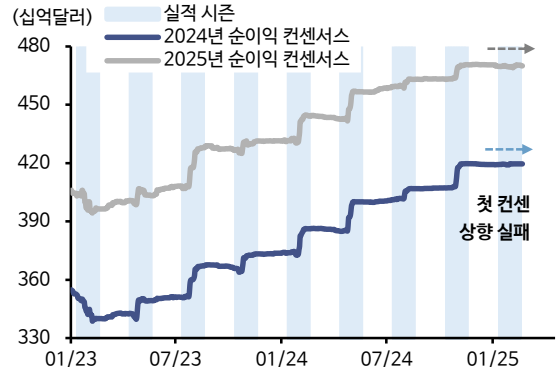
자료: LSEG, 신한투자증권

### 애매해진 미국: 소비지표 중심 경기 모멘텀 약화



자료: LSEG, 신한투자증권

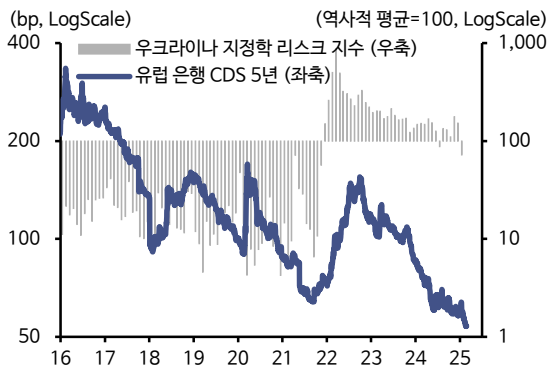
### 애매해진 미국: 빅테크, 실적 컨센서스 상향 실패



자료: LSEG, 신한투자증권

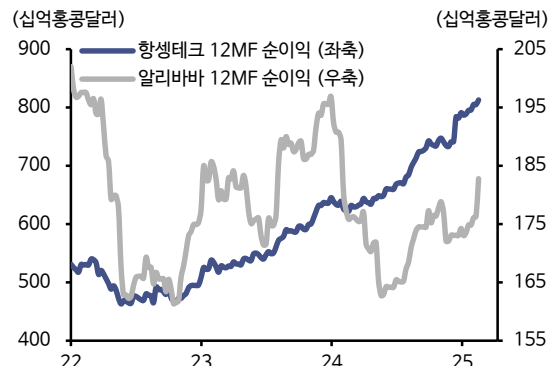
주: AAPL + MSFT + META + GOOGL + AMZN + TSLA

### 나름의 이유가 있는 비미국: 유럽 종전 기대



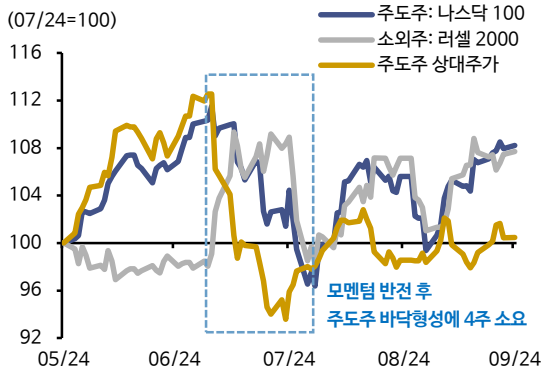
자료: LSEG, 신한투자증권

### 나름의 이유가 있는 비미국: 중국 테크 턴어라운드



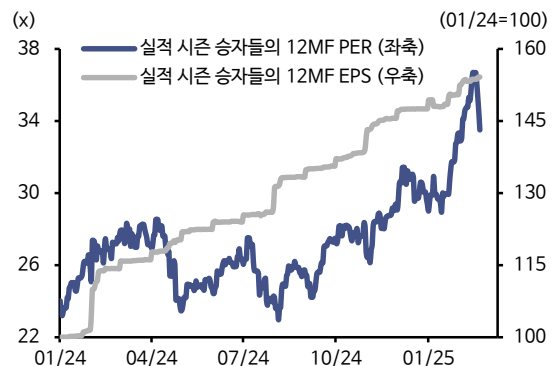
자료: LSEG, 신한투자증권

### 07/24 순환매 상황: 주도주 바닥 형성 4주 소요



자료: LSEG, 신한투자증권

### 실적 시즌 승자들, 가격 부담 해소 필요



자료: LSEG, 신한투자증권

주: PLTR + APP + HOOD + NET + SPOT + NFLX + INOD

# 기술적 과열을 해소하는 구간

[Strategist] 노동길 연구위원



## 세 가지 변수: 1) 관세, 2) 중국 양회, 3) 미국 인플레이션 압력과 경기 위축

2월 글로벌 주식시장은 미국 주도력 약화와 주춤한 강 달러 여파에 비미국 주도로의 장세 변화가 진행됐다. 유럽, 한국, 중국이 반등의 중심축에 위치했다. 3월은 관세, 중국 양회, 미국 기대 인플레이션과 경기 우려 속 회복 속도 조절을 전망한다. 관세 리스크는 3월에도 팽배하지만 반도체, 의약품, 자동차 관세 현실화보다 협상 레버리지 가능성을 염두에 둔다. 양회에서 정책 전환 및 AI 투자 확대는 한국 ICT 밸류체인에 기회 요소다.

## 회복 속도 감소에도 불구하고 이익과 연기금 수급 영향에 계속된 진전 예상

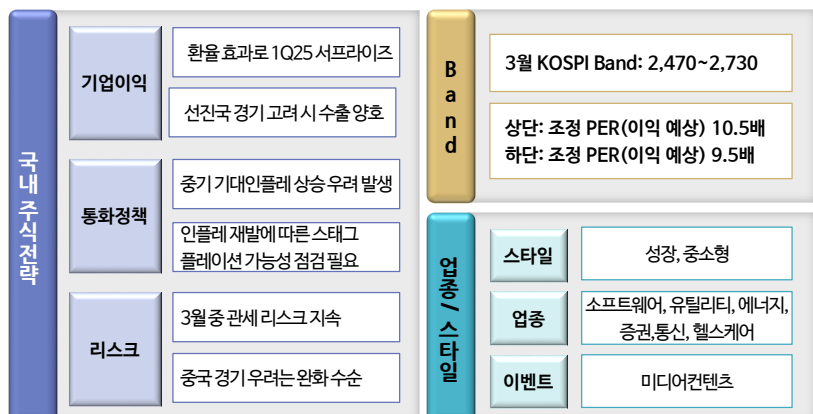
과열을 해소하는 구간이다. 기술적 관점에서는 여전히 과매도를 막 벗어난 상태이므로 가격 부담을 높게 보지 않는다. 연기금과 기타법인 수급은 3월에도 우호적으로 작용할 예정이다. 단순 산출 결과 8조원 내외 순매수 여력이 있다. 연기금이 수급 중심 축일 때 반도체 외에서 주도주를 탄생시킨다. 이익은 환율과 선진국 경기를 고려해 1Q25 서프라이즈를 예상한다. 이익이 흔들리지 않으면 가격 매력을 지수 회복으로 바꿀 수 있다.

## 3월 KOSPI 밴드 2,470~2,730p. 중국 정책 스탠스 전환과 국내 소비 부양책에 선제적 대응

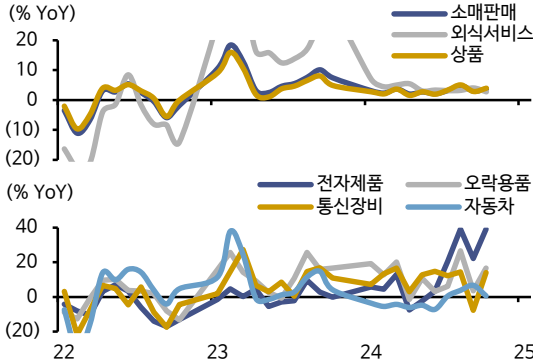
3월 KOSPI는 올해 예상 EPS 하단 260p에 PER 9.6~10.5배 반영해 2,470~2,730p로 추산한다. 투자전략은 세 가지다. 첫째, 중국 내수 확대 정책 전환과 한한령 완화 기대감을 들어 ICT 밸류체인, 미디어컨텐츠를 선호한다. 이번 한한령 완화 기대가 차별화된 이유는 1) 중국 필요에 의해서이고 2) 고위급 외교로 뒷받침하기 때문이다. 둘째, 소비 관련주 선제적 투자다. 3월 중 정치 리스크 완화와 추경 기대감을 우호적으로 판단한다. 여기에 KOSPI 대비 소비주 이익 모멘텀이 바닥에서 회복 중이라는 점도 상대 수익률 개선 가능성을 시사한다. 셋째, 이익 상향 조정으로 프리미엄을 부여받을 수 있는 업종군이다. 에너지, 운송, 자본재, 소프트웨어, 미디어, 헬스케어, 호텔/레저에서 기회를 모색한다. 이익 회복력은 존재하는 반면 가격 부담은 미미하다.

3월은 회복 속도 감소에도 이익과 연기금 수급 영향에 진전 예상

자료: 신한투자증권

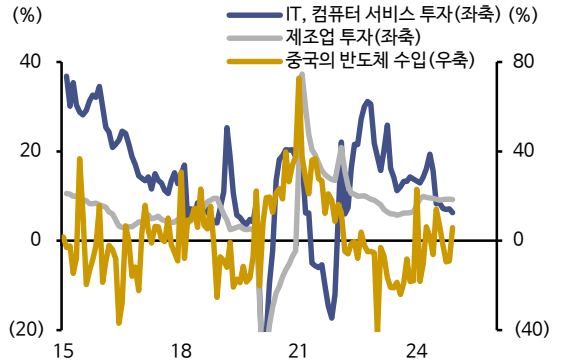


### 중국 소매판매와 품목별 추이



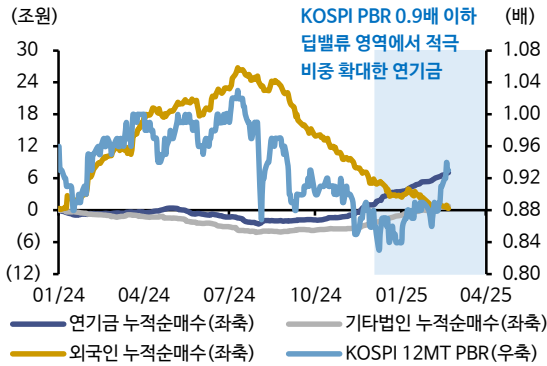
자료: LSEG, 신한투자증권

### 중국의 반도체 수입과 투자 데이터



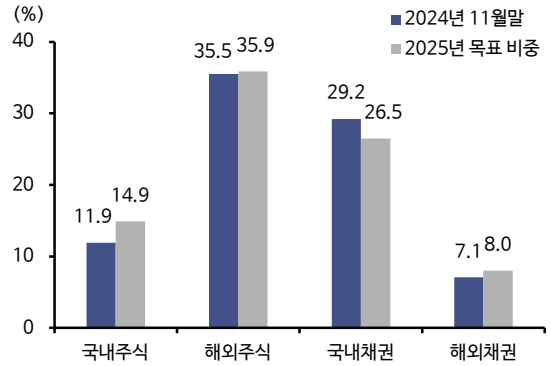
자료: LSEG, 신한투자증권

### KOSPI 밸류에이션과 주요 수급 주체 순매수



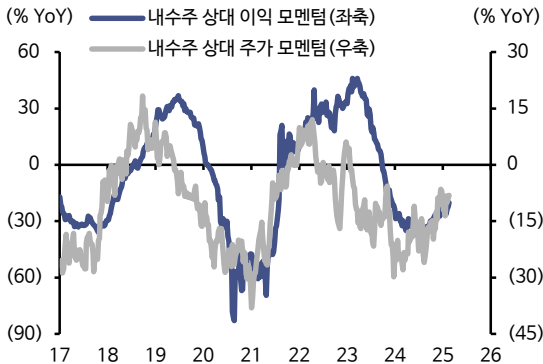
자료: FnGuide, 신한투자증권

### NPS 주요 금융자산 비중 비교



자료: NPS, 신한투자증권

### 소비주 이익 추정치와 주가 모멘텀



자료: FnGuide, 신한투자증권

### 미디어컨텐츠 12MF PER 추이



자료: FnGuide, 신한투자증권

# FOMC로 시선 이동



[Fixed Income Strategist] 안재균 연구위원 / 지백연 연구원

## 미국 채권시장: 높아진 3월 FOMC 경계, 국채 10년 4.2~4.6% 레인지는 3월에도 유효

연말연초 금리 상승을 주도했던 통화완화 기대 후퇴, 공급 증가 우려 속 기간프리미엄 확대가 반대로 바뀌었다. 2~4월 국채 발행계획물량은 8,150억달러로 전기대비 2,690억달러 늘지만 단기물 발행 비중을 45%로 확대해 실제 공급 부담은 낮아졌다. 2월 서비스업 PMI가 기준선 밑으로 내려가면서 미국 경기 자신감이 다소 약화됐다. 장기물 중심 금리 하락 기대가 단기적으로 강화될 수 있는 환경이다. 다만 3월 FOMC를 앞두고 시장의 통화완화 기대가 확대된 점이 부담이다. 3월 점도표 확인 전까지 장기 금리 추가 하락은 부담스러운 레벨로 인식해야 한다. 3월에도 국채 10년 기준 4.2~4.6% 레인지가 유효하며 금리 반등은 저가 매수 기회이다.

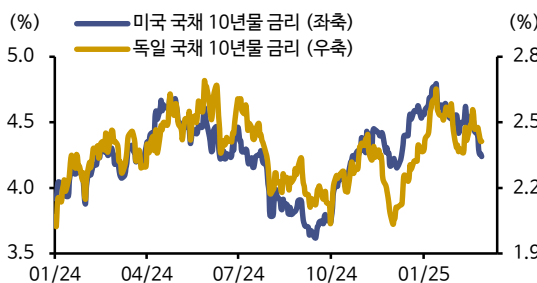
## 유럽 채권시장: 후반부 돌입한 금리 인하 사이클, 제한된 강세 모멘텀

2월 독일 총선에서 기민기사연합(CDU/CSU)이 208석으로 내각 집권 정당 지위를 탈환했다. 기민기사연합은 국방 등 일부 분야 한정 재정 준칙 수정을 당론으로 내세우고 있다. 유로존 전체 경기를 자극할 수준의 재정 완화 가능성은 낮다. 2%까지의 유로존 기준금리 인하 경로는 유지될 전망이다. 다만 예상보다 빠르게 소진되고 있는 천연가스 재고에 상품 물가 상승 우려가 점증하고 있다. 제한된 재정 확대 여력에도 당장 중립 이하로의 인하 기대하기 어려운 국면이다. 선물시장 기준금리 전망은 이미 2%까지의 금리 인하를 시장금리에 반영했다는 판단이다. 추가 시장금리 하락 견인 재료는 부채해 강세 모멘텀은 2월 대비 제한됐다고 평가한다.

## 3개월 금리 밴드 & 투자전략

3개월 전망치는 2년물 금리 4.0~4.5%, 10년물 금리 4.0~4.7%, 2/10년 스프레드 5~30bp 밴드를 예상한다. 국채 10년 기준 4.5% 이상, 2/10년 스프레드 25bp 이상에서 저가 매수 대응 전략을 제시한다. 독일 국채 10년 금리는 2.2~2.8% 밴드를 예상한다. 미국 국채 점진적 비중 확대가 유효하다는 판단이다.

### 3월 투자전략: 미국 국채 비중 점진적 확대 의견



#### 미국 국채 투자 Point

- 3월점도표 확인 전까지 장기 금리 추가 하락은 부담 레벨
- 국채 10년 4.2~4.6% 레인지 속 금리 반등 시 저가 매수 유효

#### 유로존 국채 투자 Point

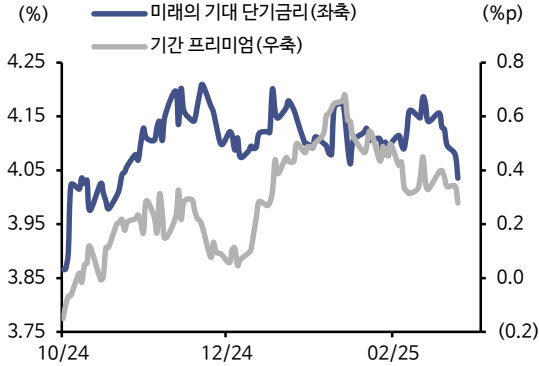
- 제한된 재정 확대 여력에도 물가 부담 간존
- 이미 2% 인하 반영 중인 시장 금리, 단기간 강세 재료 부재

#### 투자전략

- 미국 국채 금리 2년물 4.0~4.5%, 10년물 4.0~4.7%, 2/10년 스프레드 5~30bp 밴드 예상
- 미국 국채 10년 기준 4.5% 이상, 2/10년 스프레드 25bp 이상에서 저가 매수 대응 전략 제시
- 독일 국채 10년물 금리 2.2~2.8% 밴드 예상. 미국채 비중 점진적 확대 유효한 구간

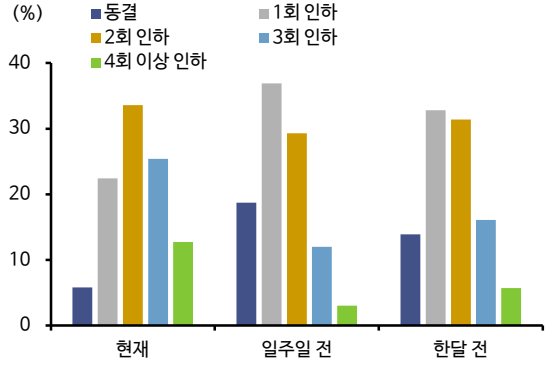
자료: 신한투자증권

### 통화완화 기대 속 기간프리미엄 축소 동반 전개



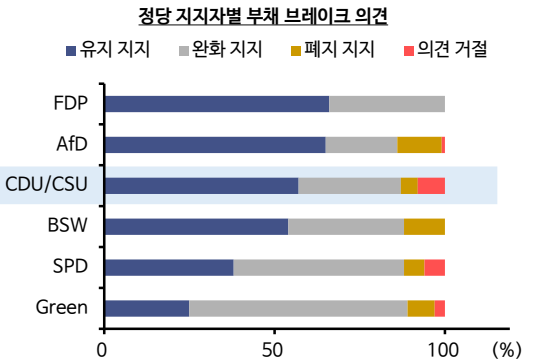
자료: NY Fed, 신한투자증권

### 다시 앞서가는 시장 기대, 3월 FOMC 경계 필요



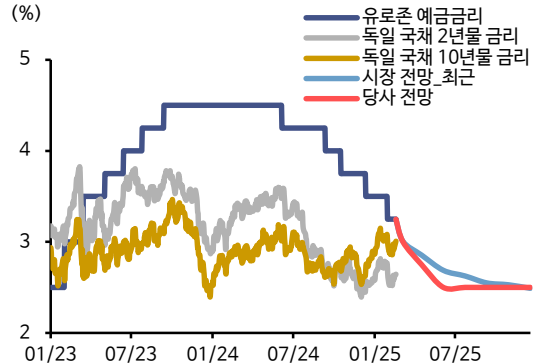
자료: CME 페드워치, 신한투자증권

### 차기 내각 적극적 재정 완화 가능성 낮음



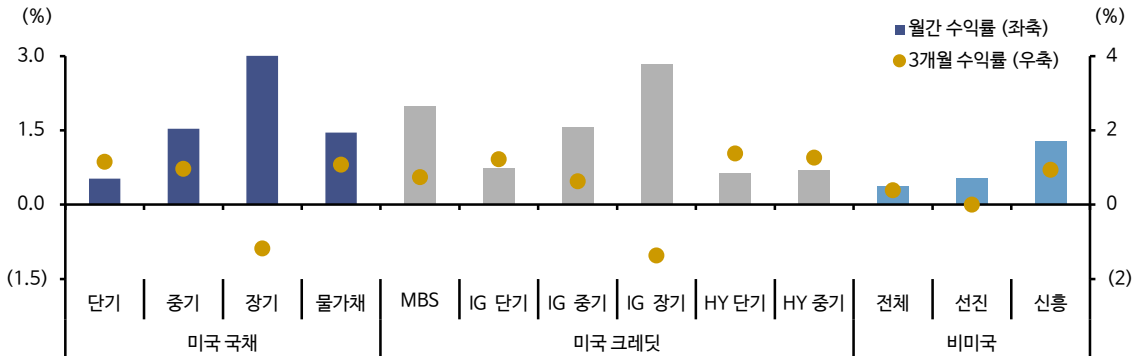
자료: Stern, 신한투자증권

### 2%까지의 인하 경로는 이미 시장금리에 반영



자료: Bloomberg, 신한투자증권

### 글로벌 채권 종류별 수익률



자료: Bloomberg, 신한투자증권 / 주: 2월 27일 종가 기준

# 다시 중요해진 대외 환경



[ Fixed Income Strategist ] 안재균 연구위원

## 통화정책, 정국 혼란, 추경 등 국내 요인 안정 속 대외 환경 변화에 연동할 3월 채권시장

2월 금통위는 기준금리를 2.75%로 만장일치 25bp 인하를 결정했다. 정국 혼란 후 내수 부진이 장기화될 조짐을 보이는 가운데, 트럼프 관세 정책 시계가 빨라지면서 추가 성장 둔화 우려가 강화됐다. 1월 수출지표를 보면 아직 나쁘지 않지만, 품목별 모멘텀 둔화 신호가 감지된다. 한은은 여전히 금리 인하 사이클에 있다고 강조하여 경제 심리 위축을 경계했다. 그러나 기자회견 내 확장 재정의 중요성을 강조하고, 2.75% 기준금리는 여러 중립금리 추정치 중간값보다 높지만 중립 혹은 약간 제약적이라 설명했다. 2월 금리 인하로 기준금리가 중립 수준에 좀 더 가까워졌고, 향후 금리 인하 여력도 축소됐음을 시사했다.

연말연초 한국 채권시장의 특징은 국내 상황이 주 요인이었다는 점이다. 정치 불확실성과 추경 이슈가 핵심이다. 3월에는 현재 판결 후 정치 안정 기대가 존재한다. 추경도 야당 제시 35조원을 밀둘거나 합의 불발 등의 가능성도 잔존한다. 12월부터 추경을 반영하고 있는 채권시장이다. 추경 이슈가 소화되고, 정치 안정이 도모되면 채권시장 매수 심리가 회복될 여지가 있다. 여기에 2월 중반부터 형성된 글로벌 채권금리 하락세는 추가 강세 심리를 강화시킬 수 있다. 3월부터는 대외 여건 변화가 투자 심리에 중요한 요소로 작용할 전망이다.

## 3월 채권시장 전망: 3월 FOMC 전후로 예상되는 금리 상승세는 저가 매수 기회

2월 중반 이후 미국 국채 금리 급락세로 국내 채권 투자 심리도 개선되고 있다. 3월 FOMC를 앞두고 미국 채권시장이 다소 주춤할 수 있어 국내 역시 3월 FOMC 전후 추가 강세는 제한될 전망이다. 그래도 추경 규모가 확대될 우려는 낮고, 연준이 보다 매파적이진 않을 공산이 크다. 3월 중반까지 예상되는 채권금리 상승 되돌림은 국고채 저가 매수 기회로 활용할 필요가 있다.

3개월 금리 밴드: 국고 3년 2.35~2.75%, 국고 10년 2.55~2.95%, 3/10년 스프레드 15~25bp

**3월 채권시장:**  
3월 FOMC 전후로  
예상되는 채권금리  
상승세는 매수 기회

자료: 신한투자증권

### 3월 금리 하락재료

1. 미국 성장 약화 우려  
- 미국 금리 하락 기대 ↑

2. 추경 규모 축소 기대  
- 국고채 공급 부담 ↓

3. 정치 안정 기대  
- 환율 등 금융안정 전망

· 팬데믹 이후 미국 성장세 주도하던 서비스업 하락 전환.  
미국 장기물 중심 금리 하락 기대 형성

· 결말로 한국 정치 불확실성.  
1) 환율 등 금융안정 전망  
2) 추경 규모 축소 기대

→ 시장 강세 심리 유지

### 3월 금리 상승 요인

1. 트럼프 관세 정책  
- 韓, 스텝그 우려 확산

2. 추가 정치 혼란 우려  
- 외국인 자금 이탈 가능성

3. 3월 FOMC 경계  
- 시장과 연준 시선 불일치

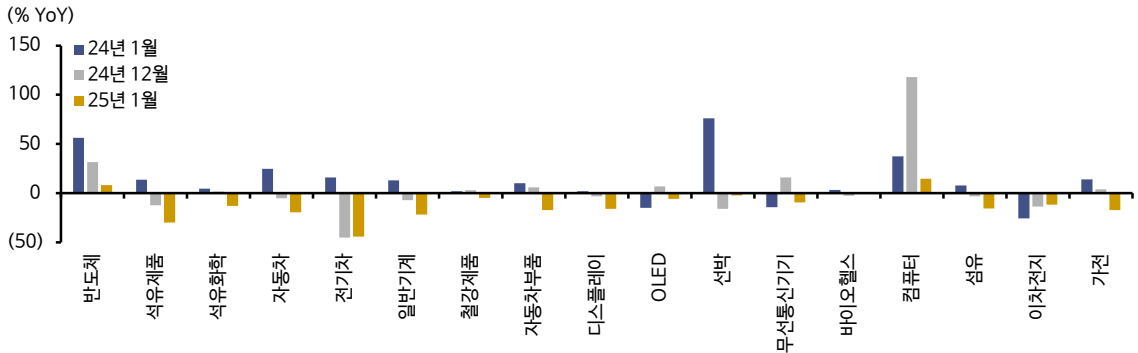
· 미 신정부 관세 정책  
→ 한국, 스텝그 우려 속 금리상방 압력 증대

· 추가 정국 혼란 우려  
→ 외국인 자금 실제 이탈할 우려 확산

· 3월 FOMC 경계  
→ 다시 앞서는 시장 기대 축소 시 채권금리 상승 되돌림 가능성

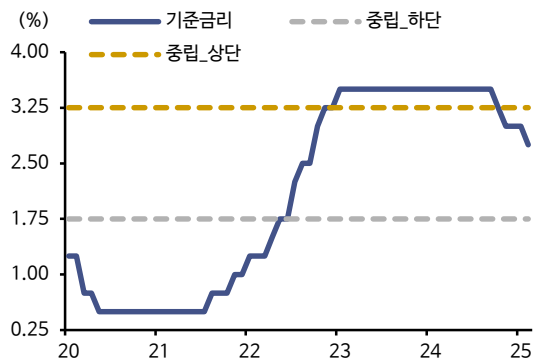
3월 투자전략: 3월 FOMC 전후 예상되는 채권금리 상승세는 저가 매수 기회

### 아직 양호한 수출 트렌드 유지 중 vs. 반도체, 컴퓨터 제외 주요 품목 수출 증가율 하락



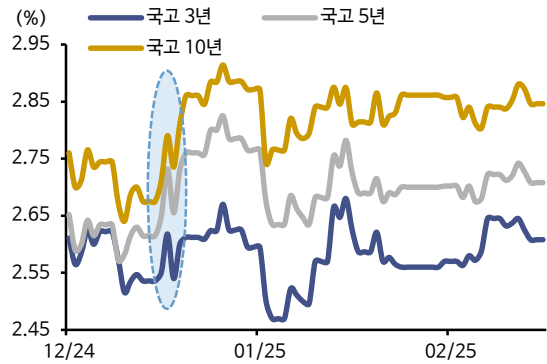
자료: 산업통상자원부, 신한투자증권

### 2.75% 기준금리, 중립 혹은 약간 제약적



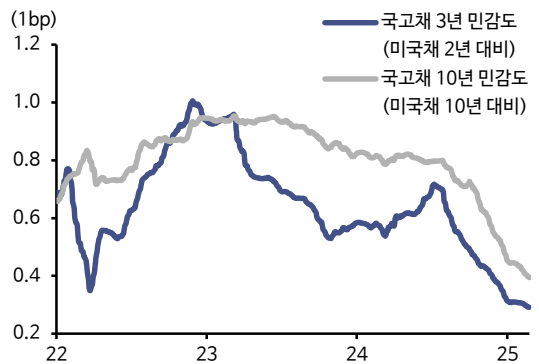
자료: 한국은행, 신한투자증권

### 대규모 추경 아닌 이상 추경발 추가 약세 제한적



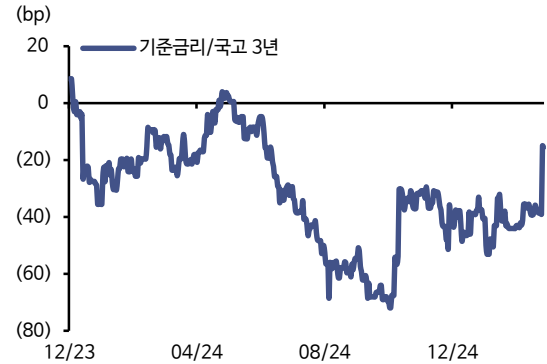
자료: 인포맥스, 신한투자증권

### 한미 금리 민감도, 3월부터 일부 회복 예상



자료: 인포맥스, 신한투자증권

### 향후 역캐리 밴드, 0~-40bp로 상향 조정



자료: 인포맥스, 신한투자증권

# 여전채 상대 우위 가능

[Credit Analyst] 안재균 연구위원



## 2월 크레딧 시장 동향: 자금 집행, 금리 인하 기대 속 크레딧 강세

연초 기관 자금 집행, 건보 레포펀드 자금 유입 등 우호적 수급 속 회사채 크레딧 스프레드는 1월말 대비 1.4bp 축소됐다(AA- 3년물 58.2bp). 통화정책 기대감 속 견조한 크레딧 확보 수요가 이어지며 회사채 수요 예측 흥행, 여전채 중단기물 상대적 강세가 나타났다. 2월 후반들어 매파적 인하 가능성 등 금융위 경계 부각으로 AA급 회사채 중심 강세 흐름이 속도 조절됐지만, 축소 여력 잔존한 A급 이하 강세 이어가며 스프레드 갭은 축소되는 모습이다(회사채 AA-/A+ 3년 갭 31.9bp).

연초 이후 회사채는 26.3조원 발행되며 전년동기(25.1조원)와 비슷한 수준으로 높은 기업 자금 조달 수요가 확인된다. 다만 예년대비 만기도래 물량이 많아 실제 순발행 규모는 6.6조원으로 줄었다(24년 1~2월 10조원 순발행). 공모 회사채 수요예측에 92.8조원의 주문을 확보하며 평균 695%대의 높은 초과율을 기록했다.

## 3월 크레딧시장 전망: 여전채 강세 정당화 국면

상반기 내(5월) 추가 인하 가능성에 대한 의구심, 초우량물의 절대금리 부담을 감안할 때 연초와 같은 강세 속도는 기대하기 어렵다. 공사채 금리와 기준금리 스프레드 갭은 8.0bp로 2024년 하반기 -47bp까지 역전 폭을 벌였던 것에 비해서는 정상화됐다. 당시와 비교했을때, 미국의 금리 인하 사이클 종료 가능성 등 추가 인하 횡수에 대한 기대치가 낮아진 상황으로 단기적 관점에서 속도 조절이 예상된다. 또한 거래 유동성이 높은 여전채 중단기물 중심 수혜 속 AA급 회사채와의 스프레드 갭 역전이 장기화 되고 있다(AA+ (10.8bp), AA- (4.7bp)). 2024년 저점 (7.5bp), 0.5bp와 비교했을 때 회사채 대비 고평가 국면은 확실하다. 다만 높은 거래 유동성 및 석유화학, 철강, 소매유통 등 기업 펀더멘탈 우려를 감안 시 스프레드 역전 현상 자체는 정당화된다. 단기적으로 레벨 조정 압력에도 연평균 (4bp), 3bp 내외의 간격을 유지할 전망이다.

### 3월

### 국내 크레딧 전략

#### 금리 인하 기대 강화

- 금리 인하 후 크레딧 역캐리 부담 완화
- 추가 인하 기대 유효. 캐리 확보 수요 견조
- 연초 기관 자금 집행, 수요예측 재개 효과

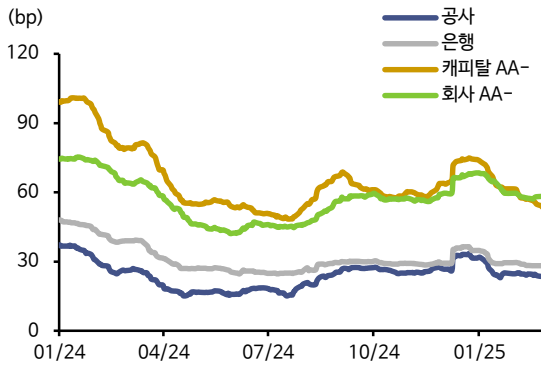
#### 무시하기엔 잔존한 리스크

- 부동산 PF 구조조정 가속
- 석유화학, 철강, 소매유통 등 신용도 우려
- 추경, 미국 통화정책 관련 금리 변동성

3월 전망: 2월 인하 후 단기금리 하락에 따른 크레딧 역캐리 부담 완화  
여전채-회사채 스프레드 갭 역전 정당화 판단에도 -7bp 이상은 고평가 구간

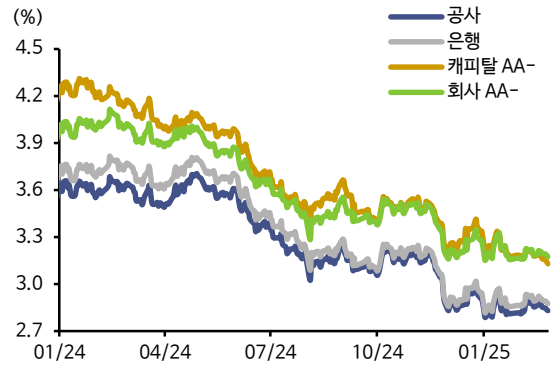
자료: 신한투자증권

### 크레딧 스프레드 추이



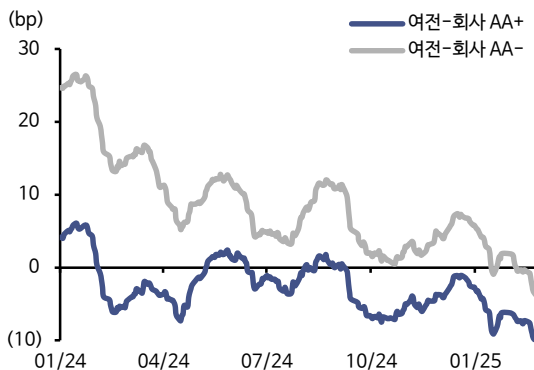
자료: 인포맥스, 신한투자증권 / 주: 3년물 기준

### 크레딧 금리 추이



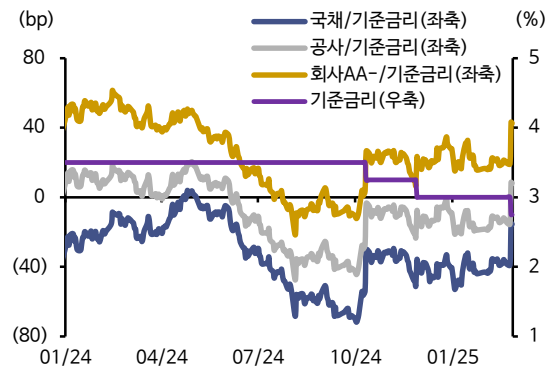
자료: 인포맥스, 신한투자증권

### 동일등급 여전채-회사채 스프레드 갭



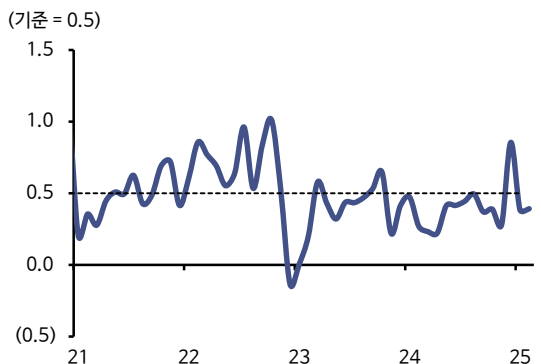
자료: 인포맥스, 신한투자증권 / 주: 3년물 기준

### 기준금리 대비 역전 폭



자료: 인포맥스, 신한투자증권

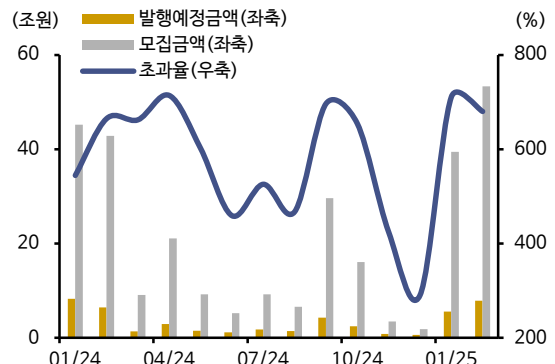
### 월간 가중평균결정금리지수 추이



자료: Dart, 신한투자증권

주: 밴드 하단(0), 밴드상단(1) 기준으로지수화. 0.5 이하면 언더발행에 가까운 수준

### 회사채 수요예측 초과율



자료: Dart, 신한투자증권

# 부담스러운 관심

[Economist] 하건형 연구위원



## 에너지와 금 가격의 극명한 차별화

트럼프 정책 불확실성이 이어진 가운데 안전자산 성격을 지닌 귀금속의 상대 강세가 돋보였다. 연초 가격 상승세가 가팔랐던 에너지는 반락한 반면 산업금속 가격은 혼조세를 보였다. (WTI) 연초 가격 반등을 이끌었던 한파 및 이상 기후로 인한 수급 악화는 추가로 발생되지 않았다. 수요 모멘텀이 미미한 가운데 러시아-우크라이나 종전 기대가 붙어 공급 확대 기대가 부상하자 WTI 가격은 70달러를 하회했다. (금) 강 달러 및 시장 금리 상승에도 신흥국 중앙은행의 금 매입에 더해 트럼프 정책 불확실성 해지 수요가 유입되며 강세가 지속됐다. (산업금속) 선진국 재화 수요 반등, 중국 부양책 기대 등에도 미국 주도 통상 마찰 확대에 의한 불확실성에 산업금속 가격은 개별 수급 환경에 따라 등락했다. 공급 차질 우려가 부각된 구리의 상대적 강세가 나타났다. (농산물) 남미 작황 우려의 정점 통과 속에 저가 매수세 유입 약화로 가격 상승세가 둔화됐다.

## 단기 금 상승세 둔화 속 비철금속 매력도 제고

트럼프 정책 불확실성이 잔존하나 중국 부양책 구체화로 경기 회복 기대가 부상하며 안전자산 쏠림 현상이 완화될 것으로 판단된다. (WTI) 지정학 리스크 완화에 따른 공급 확대 기대가 유가 하방 압력으로 작용할 전망이다. 다만 견조한 수요가 유가 하락 속도를 늦출 전망이다. (금) 세계 분절화로 인한 신흥국 중앙은행의 금 매입이 이끈 금 가격 상승세는 유효하다. 다만 단기에 경기 및 정책 불확실성 속에 투기 수요가 집중된 데 따른 금 가격 오버슈팅 부담을 소화할 시간이 필요하다. (산업금속) 잔존한 경기 둔화 우려에도 미국 관세 부과를 앞두고 선제적 재화 수요 유입, 중국 부양책 구체화에 따른 수요 회복 기대 등이 산업금속 가격 강세를 지지할 전망이다. 특히 미국이 구리 관세 부과를 예고한 만큼 재고 확보 수요가 더해질 수 있다. (농산물) 남미 작황 우려가 예상보다 제한된 가운데 투기적 수요 유입 약화로 상승 탄력 둔화가 이어질 전망이다.

3개월 WTI 가격 60~80달러/배럴, 금 2,700~3,100달러/온스, 구리 8,500~11,500달러/톤을 제시한다.

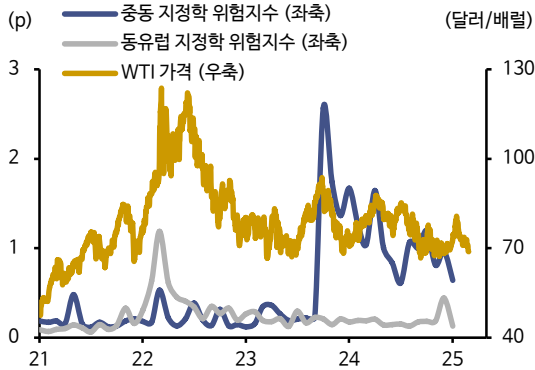
안전자산 강세가  
돌보였던 2월.

단기 금 상승세 둔화,  
비철금속 매력적

자료: 신한투자증권

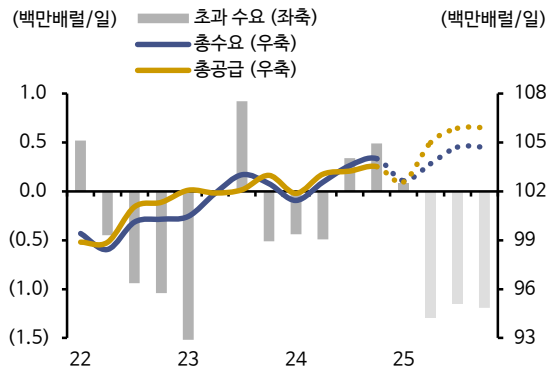
선후도: 산업금속 > 금 > 농산물 > 에너지		
에너지	→	트럼프 정책에너지 가격 하방 요인 가능성 우세. 화석연료 개발 확대 및 러-우 전쟁 종식 중재 등 지정학적 위험 완화 예상. 다만 견조한 미국 수요 하단 지지
산업금속	→	중국 재정 부양책 공개 앞두고 정책 기대 재고조. 선진국 재화 수요 회복. 연동된 제조업 환경 개선 긍정적. 트럼프 관세 정책, 중국 부양책 강도 변수
귀금속	→	강 달러, 고금리에도 신흥국 중앙은행 금 매수에 금 가격 추세적 상승 유효. 다만 단기 금 매수세 과열 속 적정 수준 상회해 거래. 상승 속도 조절 필요
농산물	→	라니냐 가능성 속에 남미 작황 악화로 공급 차질 우려 고조되며 곡물 가격 반등. 남미 작황 악화로 인한 수급 훼손 미미. 저가 매수세 약화로 상승 여력 제한

### 중동 및 동유럽 지정학 위험과 국제 유가



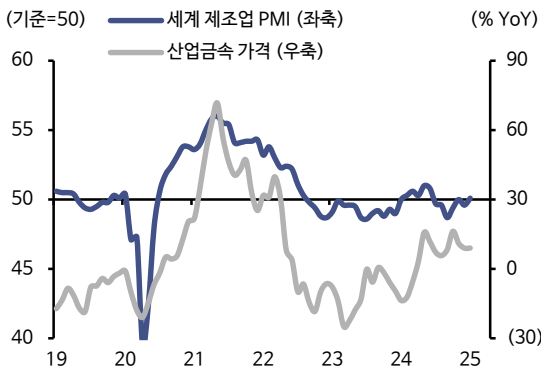
자료: EIA, 신한투자증권

### 세계 원유 수급 추이 및 전망



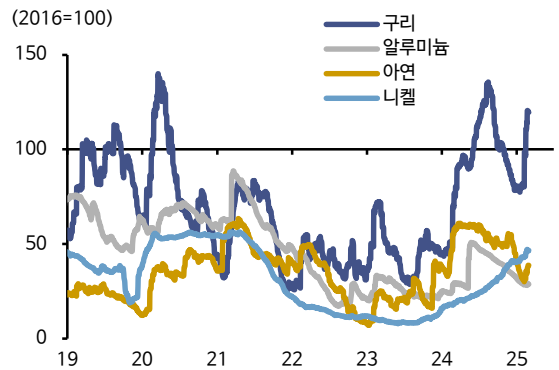
자료: LSEG, 신한투자증권

### 세계 제조업 PMI와 산업금속 가격



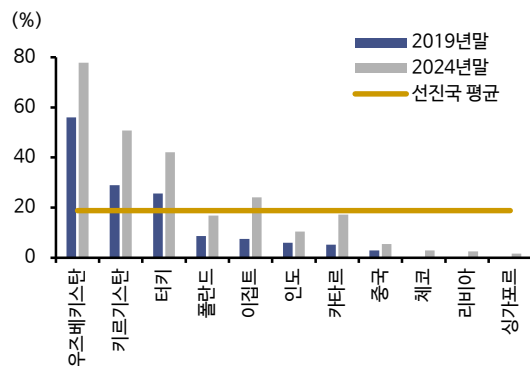
자료: LSEG, 신한투자증권

### 주요 비철금속 재고



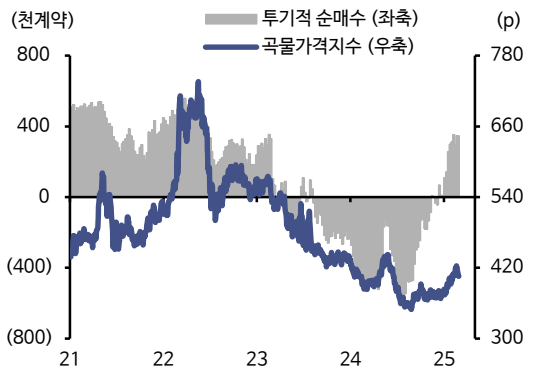
자료: Bloomberg, 신한투자증권

### 금 매입 상위국 외환보유고 내 금 보유 비중



자료: LSEG, CEIC, 신한투자증권

### 주요 곡물 투기적 순매수세와 곡물가격지수



자료: Bloomberg, 신한투자증권

# 약 달러 속도 조절에 무게

[Economist] 김찬희 수석연구원 / 하건형 연구위원



## 트레이드 되돌림 일단락. 약 달러 속도 조절 전망

달러화지수는 연초 이후의 완만한 하락세를 이어가 107pt 내외에서 등락했다. 1) 트럼프 정책 불확실성이 완화된 반면에 트럼프 트레이드 되돌림이 전개됐고, 2) 러시아-우크라이나 종전 협상과 일본 춘투 임금 협상, 중국 양회 등 주요 이벤트와 맞물린 비미국의 경기 회복 기대가 동반됐다.

달러화 하락은 2분기 초까지 주춤할 전망이다. 1) 이미 작년 4분기 이후 트럼프 트레이드에 의한 상승분의 절반 가까이 되돌렸고, 2) 비미국의 펀더멘탈은 주요 이벤트에 따른 낙관적 기대를 넘어 실제적인 회복이 가시화될 필요가 있다. 트럼프의 돌발 발언과 위험선호 후퇴 양상 또한 약 달러를 제어할 요인이다.

## 원/달러, 대내 펀더멘탈 우려에 하방경직성 지속

원/달러 환율은 1,440원 내외로 완만한 하락세가 이어졌다. 그러나 펀더멘탈에 대한 우려가 잔존해 주요 통화 대비 반등 폭이 제한됐다. 작년 4분기 이후 원/달러 환율 상승을 대내외 요인으로 분해해보면 대외 요인은 고점대비 약 3%p 줄어든 반면 대내 요인에 의한 절하 폭은 3% 내외로 유지되고 있다.

원/달러 환율은 주요 통화 대비 하방경직적인 흐름이 당분간 이어질 전망이다. 정치 불확실성은 연초 이후 정점을 통과했지만 경기 심리 위축 및 소비 부진 등 실물경제 충격이 반영되고 있어 충격 수준에 대한 불확실성이 잔존한다. 또 높은 대외 의존도로 트럼프발 관세 정책에 대한 취약성이 잠재한다. 한 가지 원화 강세가 트리거가 될 수 있는 부분은 주식시장의 수급이다. 연초 이후 S&P500 대비 KOSPI의 아웃퍼폼이 이어지고 있는데 외국인 투자자들의 유입 재개, 내국인 투자자들의 유턴으로 연결된다면 강세 모멘텀이 될 수 있겠다.

**[달러화],  
트레이드 되돌림 약화.  
약 달러 요인 부족**

**[원/달러]  
실물경제 부진. 펀더멘탈  
우려로 하락 제한**

자료: 신한투자증권

### 달러, 트레이드 되돌림 약화

#### [Review] 비미국 경기 회복 기대 확산

- 1) 트럼프 정책 불확실성 완화
- 2) 비미국 주요 이벤트 경기 회복 기대

#### [Preview] 단기 약 달러 속도 조절

- 약 달러 모멘텀 약화
- 트럼프 추가 정책 불확실성 상존

### 원/달러, 경제 펀더멘탈 우려 하락 속도 제한

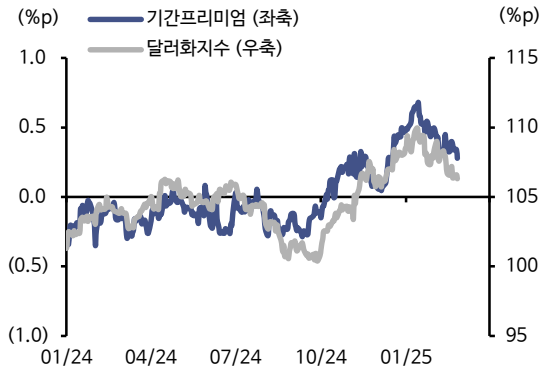
#### [Review] 1,440원 내외 완만한 하락세

- 펀더멘탈 우려 잔존
- 대내 요인 가치 회복 제한

#### [Preview] 하락 속도 제한

- 실물경제 약화
- 주식시장 아웃퍼폼으로 원화 강세 모멘텀 형성 가능

### 미국 국채 기간프리미엄과 달러화지수



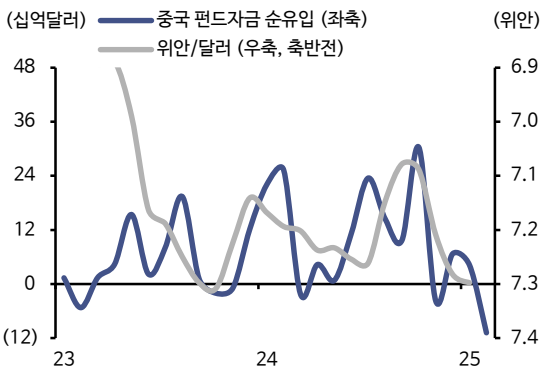
자료: LSEG, 신한투자증권

### 유로존 제조업 PMI와 달러/유로



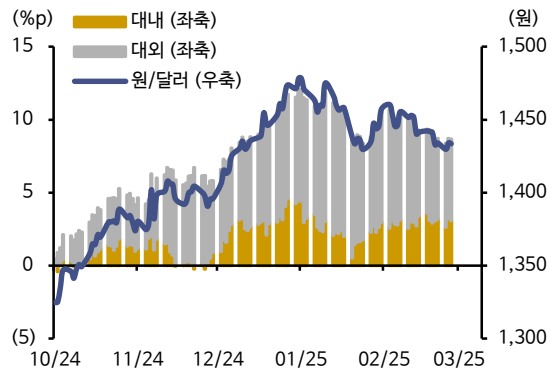
자료: LSEG, 신한투자증권

### 중국 펀드자금 순유입과 위안/달러



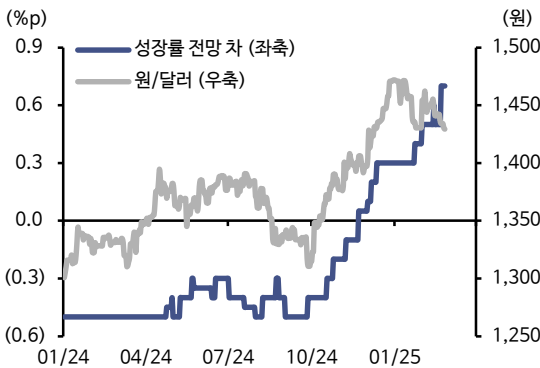
자료: Bloomberg, 신한투자증권

### 원/달러 상승 요인 분해



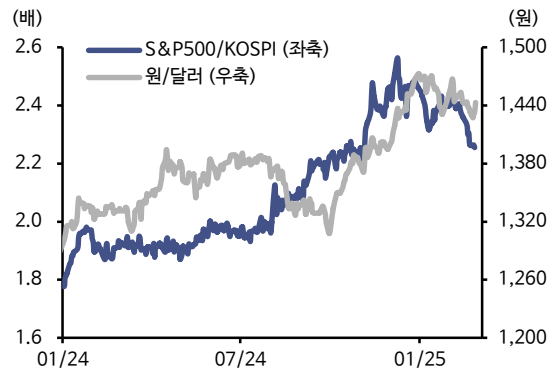
자료: LSEG, 신한투자증권

### 미국-한국 2025년 경제성장률 전망 차와 원/달러



자료: Bloomberg, 신한투자증권

### S&P500/KOSPI 상대주가와 원/달러



자료: LSEG, 신한투자증권

## Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 박석중, 하건형, 김성환, 노동길, 안재균, 지백연, 김찬희).
- ◆ 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.



박석중 부사장

투자전략부 총괄/글로벌 자산배분

## 투자전략부

### 매크로팀

하건형 매크로팀장  
거시경제, 외환, 상품



김찬희 수석연구원  
거시경제, 외환



이진경 연구원  
거시경제, 외환(Jr)



### 주식전략팀

노동길 주식전략파트장  
국내주식전략



김성환 주식전략팀장  
글로벌주식전략



신승용 수석연구원  
중국주식전략



강진혁 선임연구원  
주식시황



오한비 연구원  
글로벌주식전략(Jr)



홍지연 연구원  
글로벌 자산배분(Jr)



이재원 연구원  
국내주식전략(Jr)



조민규 연구원  
국내주식전략(Jr)



### 퀀트·ESG팀

이정빈 퀀트·ESG팀장  
퀀트, ESG



박우열 수석연구원  
글로벌 퀀트, ETF, ESG



이민재 연구원  
퀀트, ESG(Jr)



### 해외기업분석팀

최원석 해외기업분석팀장  
중국 기업 분석



이주은 연구위원  
글로벌 산업재



함형도 수석연구원  
글로벌 신재생



심지현 수석연구원  
글로벌 소비재·유통



하현호 선임연구원  
글로벌 전통에너지·헬스케어



김형태 수석연구원  
반도체, IT 중소형, 글로벌 IT HW



여현석 연구원  
반도체, IT 중소형, 글로벌 IT HW(Jr)



### 채권전략팀

안재균 자산전략파트장  
국내채권



지백연 연구원  
채권(Jr)



차주희 연구원  
크레딧(Jr)



### 대체투자분석팀

김선미 연구위원  
건설, 리츠, 부동산



월 스트리트 프로처럼



MON

화 제의  
종목을 찾고



TUE

수익을 위해 공부하고



WED

목 표를 향하면



THU

Hi



FRI

금방, 이뤘잖아

# 어떤 날, 어떤 투자도 신한투자증권과 함께 매일매일 신투DAY

뉴스 영상  
보러가기



※ 투자자는 금융투자상품 등에 대하여 신한투자증권으로부터 충분한 설명을 받을 권리가 있으며, 투자 전 상품설명서 및 약관을 반드시 읽어보시기 바랍니다. ※ 이 금융상품은 예금자보호법에 따라 보호되지 않습니다. ※ 국내주식 거래 시 모바일 기준 표준 수수료는 0.1891639%(거래금액, 매체 별 차등)이며, 자세한 사항은 홈페이지 등을 참고하시기 바랍니다. ※ 금융투자상품은 자산가격 변동, 신용등급 하락 등에 따라 투자원금의 손실 (0~100%)이 발생할 수 있으며, 그 손실은 투자자에게 귀속됩니다. ※ 한국금융투자협회 심사필 제24-03844호(2024.09.23~2025.04.30)