

2026년 03월 20일 | 키움증권 리서치 센터

투자전략팀 | 자산배분

월간 자산배분 :유동성과 지정학적 리스크 국면

퀀트/자산배분 Analyst 최재원 c.jw5056@kiwoom.com

RA 이현수 hslee@kiwoom.com



Contents

Part 1. 월간 이슈: 유동성과 지정학적 리스크 국면 p. 04

Part 2. 3월 자산배분 전략 및 동향 p. 14

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책 임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하 는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련 법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.



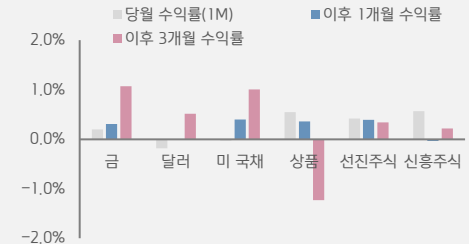
(요약) 3월 자산배분 Key Charts

3월 자산배분 전망

		SAA	TAA	자산별 최근 수익률		
			3월	1M	3M	6M
		(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
주식	국내	7.5	8.5	6.1	52.3	83.2
	미국	28.5	29.5	-3.1	-2.8	0.0
	선진(미국 제외)	12.0	13.0	-6.7	0.9	5.6
	신흥	7.0	7.0	-2.3	11.2	13.9
종합		55	58			
채권	국내종합	22.0	20.0	-1.1	0.2	1.0
	미국국채	10.0	9.0	-1.0	0.1	1.0
	미국HY	3.0	2.5	-0.2	-1.0	-3.5
	종합	35	31.5			
대체	금	5.5	4.5	-5.7	5.6	25.3
	글로벌 REITs	4.5	4.0	-4.1	5.5	4.9
	현금	0.0	2.0			
	종합	10	10.50			
원/달러				3.4	1.1	7.0

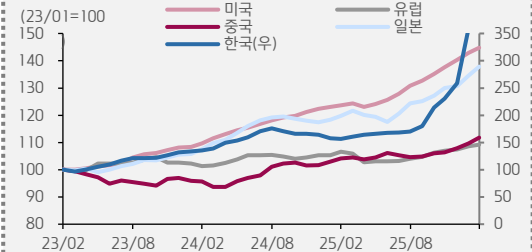
- * 지정학적/유동성 리스크로 인한 금융시장 변동성 확대를 감안 현금 보유 비중을 전월 대비 소폭 확대
- * 여전히 AI테마를 중심으로 한 주요국 증시 실적모멘텀이 유효한 가운데, 인플레이션 경계감 확대는 채권에 부담
- * 자산군 측면에서는 채권 대비 주식 비중 확대 의견을 유지하나, 지난 달에 비해 미국 이외 지역의 비중 확대 폭을 소폭 축소
- * 최근 변동성 확대 구간에서 여타 안전자산 대비 달러에 대한 수요가 높은 점을 감안 단기적으로 미국 자산에 대한 노출도는 유지할 필요

포인트 1. 과거 지정학 리스크 구간 자산별 성과



- * 일반적으로 지정학 리스크 고조 구간에서는 금, 달러, 국채 등 대표적 안전자산의 고른 성과 연출
- * 다만, 금에서는 최근까지 투기 수요가 강했고, 인플레이션 경계감에 따른 금리 인하 기대감 축소가 연출되고 있음

포인트 2. 글로벌 증시의 이익모멘텀



- * 한국을 비롯한, 미국, 일본 등의 증시는 AI테마 주도의 실적 성장 동력 유효
- * 단기적인 변동성에도 펀더멘탈에 기반해 장기적으로 우호적 흐름 기대

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주) 각 자산별 BM 지수: 국내주식(KOSPI 200), 미국주식(S&P 500), 선진(미국 제외)(MSCI World Ex US), 신흥주식(MSCI Emerging), 국내채권(KIS 종합채권), 미국국채(Bloomberg 미국 채권 종합), 미국HY(Bloomberg 미국 회사채 HY), 글로벌 REITs(S&P Global REIT)

Part 1.

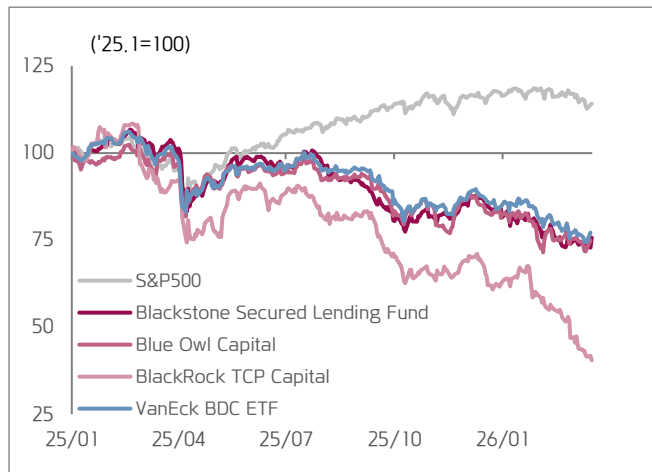
월간 이슈: 유동성과 지정학적 리스크 국면



01. 사모대출 관련 불안 심리 상존

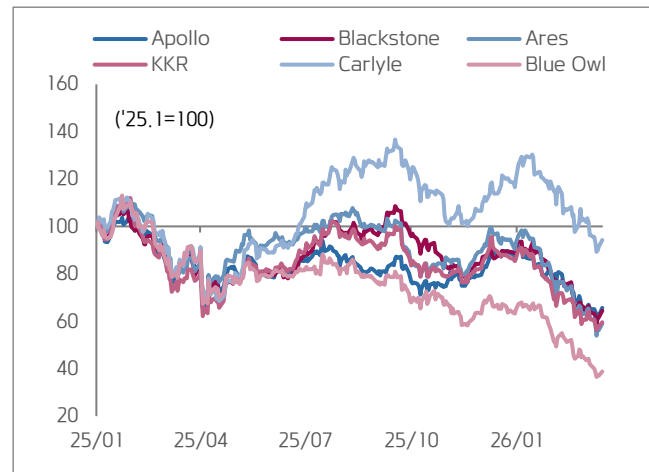
- ▶ 고금리 장기화로 차입 기업들의 펀더멘털이 약화된 가운데, 블루아울 등 주요 운용사의 비상장 BDC에서 한도를 초과하는 대규모 환매 요청이 발생하며 시장의 유동성 우려 자극
 - 규정에 따른 정상적인 환매 제한 조치였음에도 불구하고, 투자자들에게는 사모대출 시장 전체의 회수 불능 리스크로 인식되며 관련 주요 운용사 및 BDC 주가의 동반 하락세 연출
- ▶ 블랙스톤 등 일부 대형 운용사는 임원진의 추가 자본 납입 및 예외적 환매 허용 등을 통해서 적극적인 대응으로 시장 불안을 낮추려고 노력. 그럼에도 유동성 확보를 위한 자산 매각 및 은행권에서의 사모대출에 제공한 대출의 담보를 하향 조정하는 등의 이슈가 이어지며 사모대출 시장 관련 우려 지속

주요 상장 BDC 연초 이후 주가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주요 사모대출 운용사 연초 이후 주가 추이



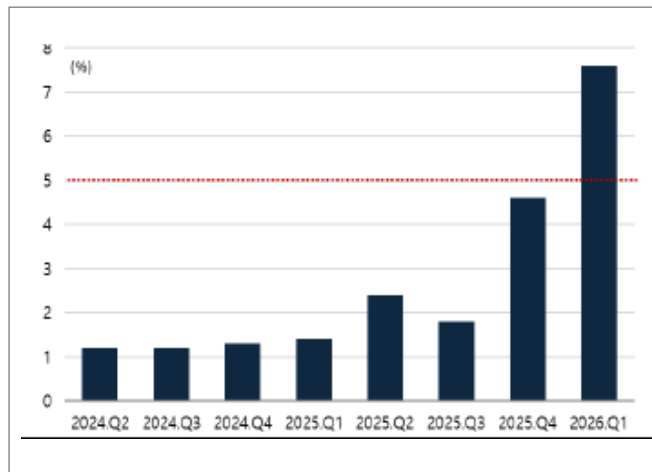
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

02.

비상장 BDC의 환매 임계점 돌파와 상장 BDC의 밸류에이션 하락

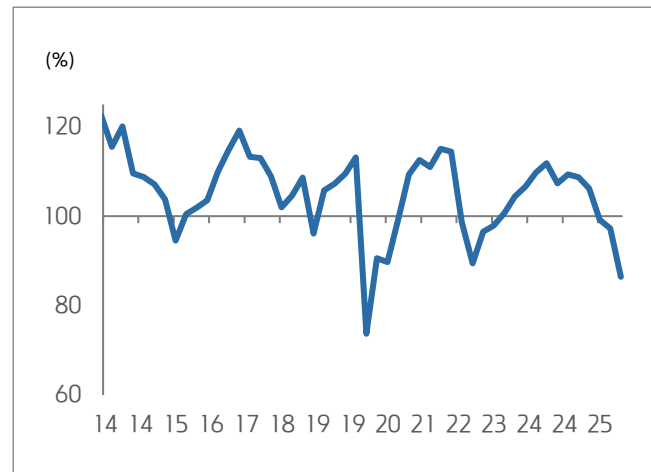
- ▶ 일반적으로 비상장 BDC (Business Development Company)의 환매 요청은 분기당 NAV의 5% 한도로 설정되나, 신용 불안이 높아지며 올 1분기 기준으로 환매 요청이 7%를 넘어서기도 함
 - BDC는 주로 은행 대출이 어려운 중소·중견기업에 자금을 공급하고, 그 수익을 배당으로 돌려주는 주된 사모 대출 수단 중 하나. 규모 및 투자 시계의 제약이 큰 사모대출의 특성상 자금 조달 창구를 다변화하기 위한 일환으로 생겨남
 - BDC의 운용자산은 약 3천억 달러 이상으로 현재 미국 직접 대출의 약 1/4을 차지
- ▶ 거래소에 상장되어 실시간 매매가 가능한 주요 상장 BDC들의 주가/NAV는 시장의 우려가 즉각 반영되며 3월 기준으로 NAV 대비 약 15% 할인된 가격으로 거래되고 있음

주요 비상장 BDC의 환매 요청



자료: 국제금융센터, Robert A Stranger&Co

주요 상장 BDC들의 주가/NAV 추이

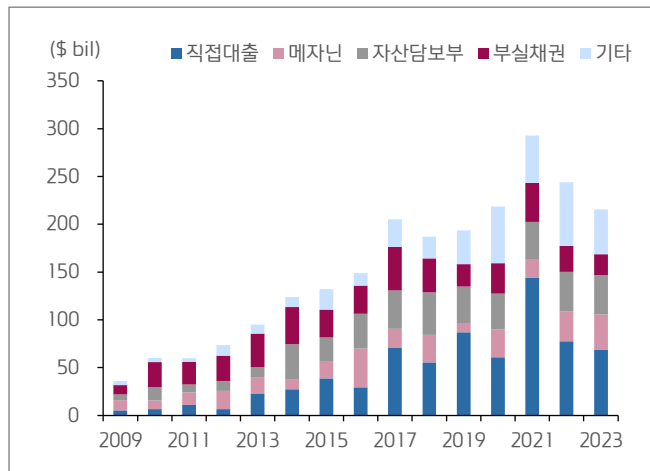


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

03. 사모대출 전략별 자금 및 투자자 구성 현황

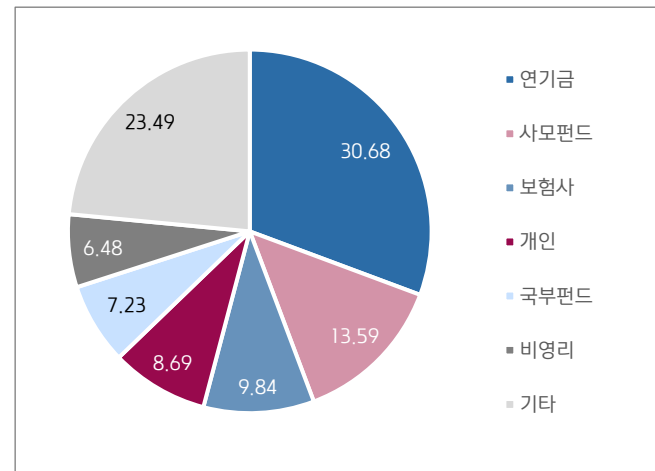
- ▶ 사모대출 시장은 연기금(30.7%)과 민간 펀드(13.6%) 등 장기 자금 성격의 기관 투자자의 비중이 가장 큼. 유형별로는 직접 대출 전략의 비중이 가장 크나, 최근 메자닌, 자산담보부 형태 또한 빠르게 늘어가는 모습
- ▶ 사모대출 자금의 65% 이상은 유동성 요구가 낮은 연기금, 보험사, 국부펀드 등 대형 기관이 차지하고 있으나, 개인 투자자의 관심이 높아지는 가운데 BDC 등과 같은 반-유동적(Semi-Liquid)인 특성을 지닌 BDC의 등장과 맞물려 전체 투자자 중 개인이 약 9%를 차지
 - 연초 이후 환매 이슈가 부각된 블랙스톤, 블루아울 등은 개인투자자 비중이 각각 24%, 31% 로 알려짐. 상대적으로 투자 시계가 장기적이지 않은 리테일 투자자들이 유동성 제약에 민감하게 반응

사모대출 전략별 자금 구성 현황



자료: Fed, Pitchbook, BIS, 키움증권 리서치센터

사모대출의 투자자 구성

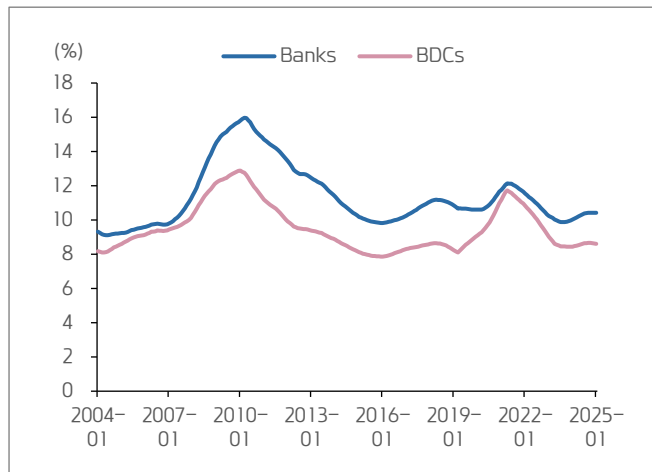


자료: Fed, Pitchbook, BIS, 키움증권 리서치센터

04. 규제 돌파를 통한 사모대출의 빠른 성장

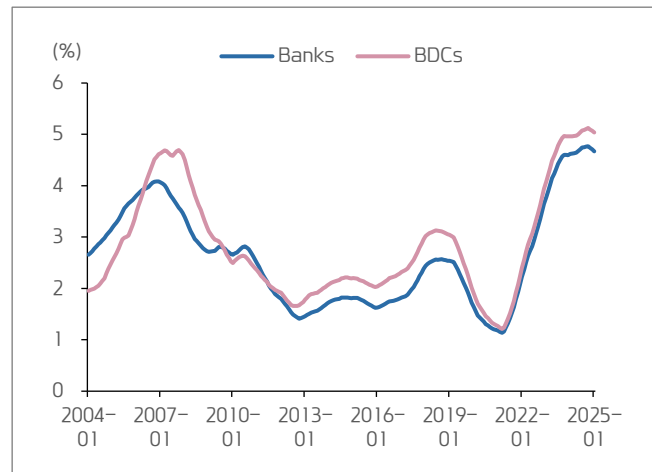
- ▶ 과거 전통금융기관인 은행은 예금을 통한 저렴한 자금 조달 수단을 보유해 낮은 COD(타인자본비용)를 지니고 있어, BDC 등 비은행 금융기관이 대출 시장에서 극복하기 어려운 진입 장벽으로 작용
- ▶ 2008년 글로벌 금융위기(GFC) 이후 바젤 III 등 강화된 자본 규제가 도입됨에 따라, 은행은 더 많은 자기자본을 확충해야 했음. 이 과정에서 주주들의 위험 프리미엄이 반영된 COE(자기자본비용)가 급격히 상승하며 은행의 전체 조달 비용 부담이 가중
- ▶ 반면 BDC는 규제 유연성을 바탕으로 COE를 낮출 수 있었고, 2010년대 중반 이후 은행과 BDC 간의 평균 자본 비용 격차가 1%p 내외로 축소. 정책 당국의 규제와 비용 경쟁력을 바탕으로 사모대출은 기존 은행 대출을 빠르게 대체하며 성장

은행과 BDC의 Cost of Equity 추이



자료: Bloomberg, BIS, 키움증권 리서치센터

은행과 BDC의 Cost of Debt 추이

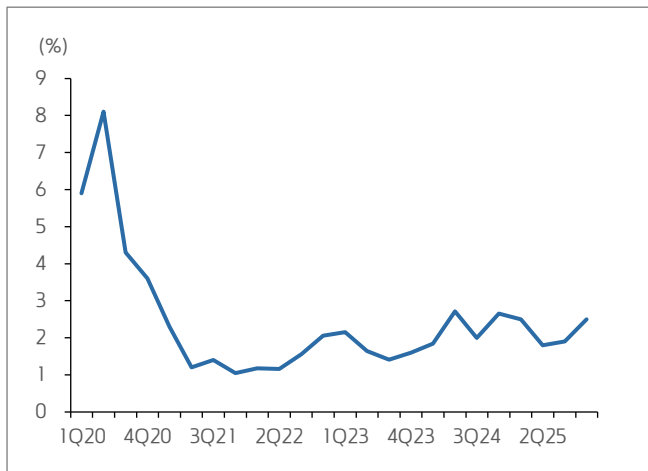


자료: Bloomberg, BIS, 키움증권 리서치센터

05. 점진적으로 상승중인 사모대출 부도율

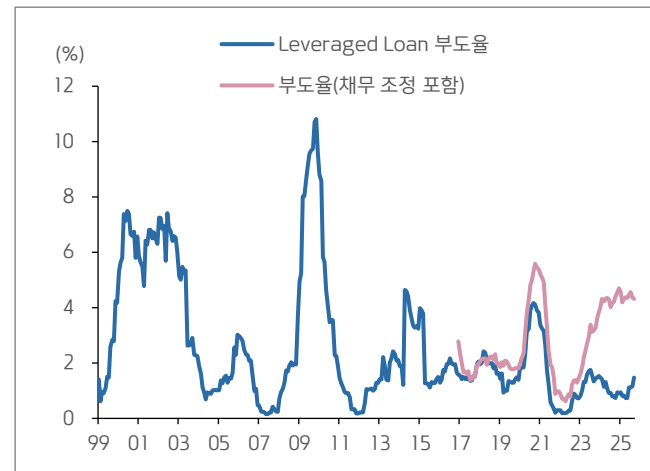
- ▶ 미국 사모대출 관련 부도율은 2020년대 이후 한 자리 수 초반 수준으로 비교적 낮게 유지되고 있으나, 일부 기업들의 사기 및 파산 등 비상장 기업들의 불투명한 금융 약정 하에서 손실이 발생하는 등 사모대출 부도율이 점진적으로 상승하며 불안심리 자극
- ▶ 레버리지 론 내에서도 부분 디폴트를 감안한 부도율은 두 배 이상 높게 나타나며, 실질적인 리스크가 높을 수 있음을 보여줌. 특히, 상대적으로 규모 및 안정성이 낮고, 정보 공개가 제한적인 사모대출의 특성상 부도율이 관측되는 것보다 높을 가능성에 대한 우려 확대

미국 사모대출 부도율



자료: Proskauer, 키움증권 리서치센터

미국, 레버리지론 부도율과 채무 조정 시 비교



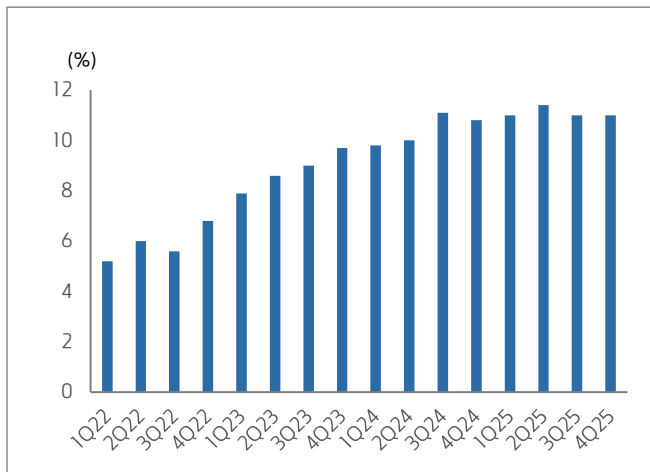
자료: Fed, 키움증권 리서치센터

06.

늘어나는 PIK 비중은 재무적 어려움을 겪는 기업 존재 가능성 ↑

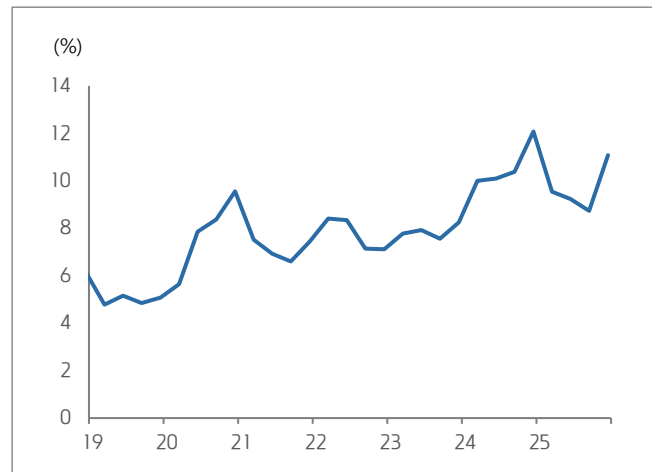
- ▶ BDC를 비롯한 사모대출 내에서 지급해야 할 이자를 현물 형태로 지급하는 PIK(Payment in Kind) 방식이 늘어나고 있는 상황. 성장기 초반에 있는 기업들의 자본의 효율적인 관리를 위한 방안이 될 수도 있으나, 일각에서는 미지급 이자가 원금에 가산되며 부채 규모가 빠르게 늘어나 채무불이행 리스크가 커질 수 있음을 우려
 - 실제로 주요 BDC 내에서도 투자소득 대비 PIK 비중은 꾸준히 늘어나며 지난 연말 기준 11%를 상회

PIK 형태를 사용 중인 대출 비중



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주요 BDC, 총 투자소득 대비 PIK 비중



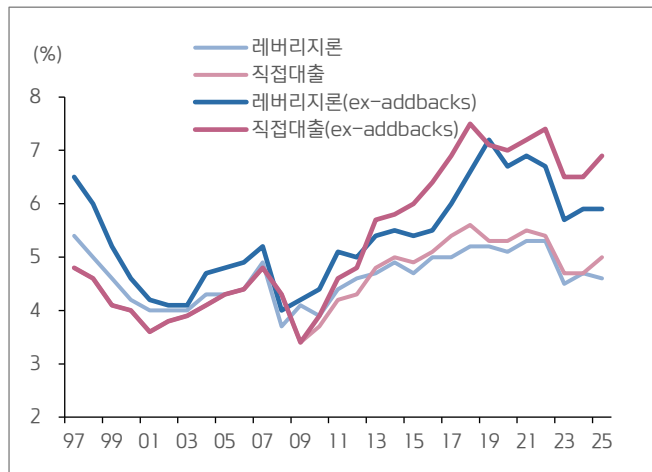
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

07.

이익 계상 측면에서의 비판도 존재

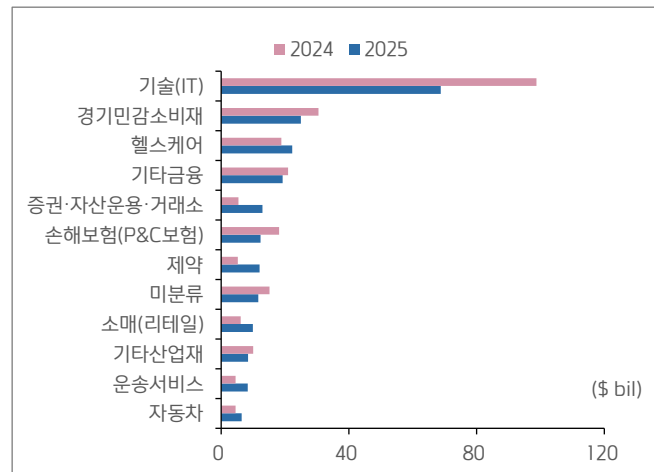
- ▶ 사모대출 시장에서 차입 기업들은 EBITDA Add-back(일회성 비용이나 향후 예상되는 시너지 효과 등을 장부상 이익에 다시 더해주는 방식)을 활용하여 부채 대비 EBITDA 비율을 낮게 유지하기도 함
 - 구조조정 비용, 미래의 비용 절감분 등을 선반영하여 EBITDA를 조정하는데, 이러한 조정 항목들의 실제 실현 가능성이 낮아 장부상의 EBITDA 부풀리기로 이어질 수 있음에 대한 비판 존재.
 - 실제로 add-back을 제외한 경우, 부채/EBITDA 비율의 차이는 직접대출, 레버리지론에서 각각 1.9%p, 1.3%p 수준으로 벌어지며 실질적인 부채 상황 능력이 예상보다 낮을 수 있음
- ▶ 한편, 섹터별 직접대출 설정 금액을 살펴보면, IT섹터, 헬스케어 등의 비중이 높는데, AI 기술의 빠른 성장으로 SaaS 기업들의 수익성에 대한 우려가 높아지고 있는 점 또한 사모대출 시장에서의 경계감을 높이는 배경
 - 일각에서는 고점에서 인수된 중소형 소프트웨어 기업들의 부실 위험이 크며, 위기 발생 시 대출 회수율이 원금의 20~40% 수준에 그칠 수 있다고 분석

대출 유형별, EBITDA add-backs에 따른 레버리지 배수



자료: FT, PitchBook, UBS, 키움증권 리서치센터
 주) 레버리지 배수는 Debt/EBITDA

최근 2년, 섹터별 직접대출 설정 금액



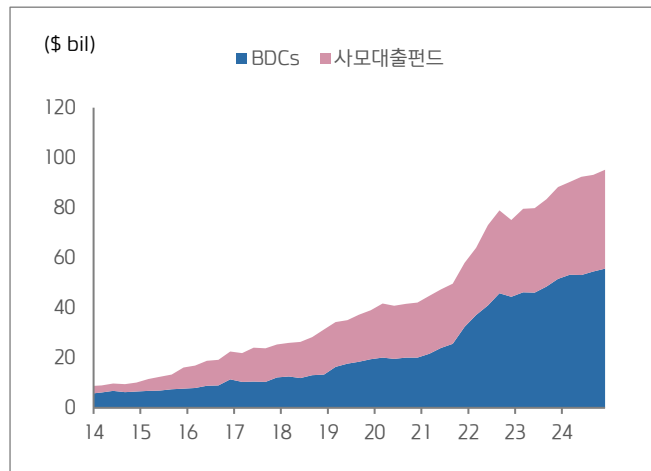
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

08.

은행권의 사모대출 연계성 증가

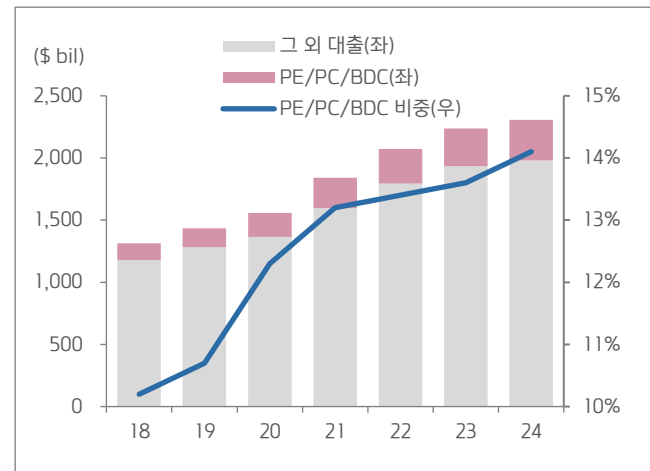
- ▶ 미 은행권의 사모대출 및 비은행금융기관으로의 대출 금액이 늘어나며 연결성이 강화되고 있는 점은 시장의 우려 요인.
 - 사모대출펀드 및 BDC로의 대출 약정 금액은 '24년말 기준 천억 달러에 근접하고 있는 상황
 - 비은행금융기관(NBFI)으로의 대출 중에서 PE/PC/BDC 가 차지하는 비중 역시 14%를 넘어선 모습
- ▶ 이와 같은 불안 심리가 자극되며, 과거 금융위기 때와 같이 시스템 리스크로 번질 가능성에 대한 지적 존재
- ▶ 다만, 과거 대비 파생상품 등을 통해 시장 전반으로 확장된 비중이 크지 않고, 절대적인 규모 측면에서 제한적임. 또한, BDC의 만기가 향후 2~3년 구간에 비중이 높다는 점 등을 감안했을 때 단기에 격화되기 보다는 시간을 두고 살펴볼 이슈로 판단됨

미 은행의 사모대출기구 대출 약정 금액 추이



자료: Fed, 키움증권 리서치센터

비은행금융기관에 대한 은행 대출 추이

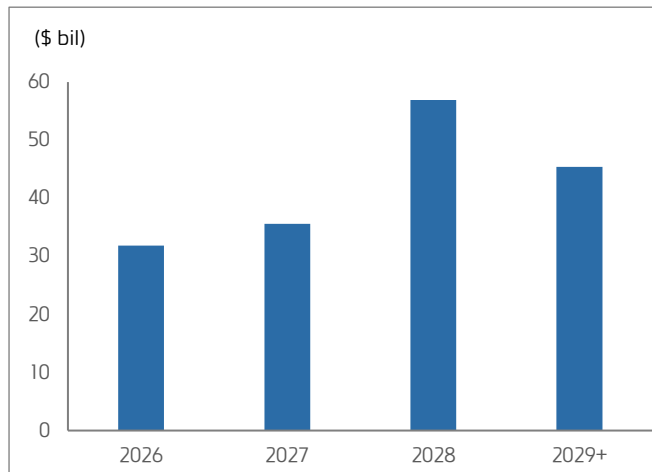


자료: Fed, 키움증권 리서치센터

09. 시장의 우려에도 기회는 존재

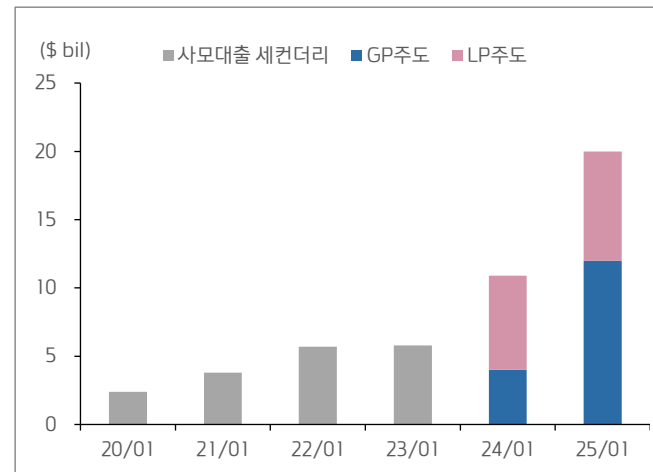
- ▶ 유동성 우려가 상존하고 있으나, BDC의 연도별 만기 규모를 살펴보더라도 올해와 내년 보다는 2028년과 2029년 이후로의 만기 규모가 높은 모습이 확인됨
- ▶ 반-유동화 방식이 도입되기도 했으나 일반적으로 사모대출은 만기까지의 보유 비중이 많았음. 하지만, 사모대출 관련 세컨더리 시장에서의 거래는 점차 활성화 되는 상황
- ▶ 앞서 살펴본 바와 같이 부실을 감추기 위한 리파이낸싱 또한 존재하는 만큼 시장 경계감을 자극하고 있음
- ▶ 다만, 최근과 같이 시장 불안으로 인해 세컨더리 시장에서의 구매자 우위 국면이 연출되고 있는 점은 유동성 부담이 낮은 투자자들에게 기회로 작용할 수 있음

BDC, 연도별 만기 규모



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

사모대출 관련 세컨더리 시장 거래 금액



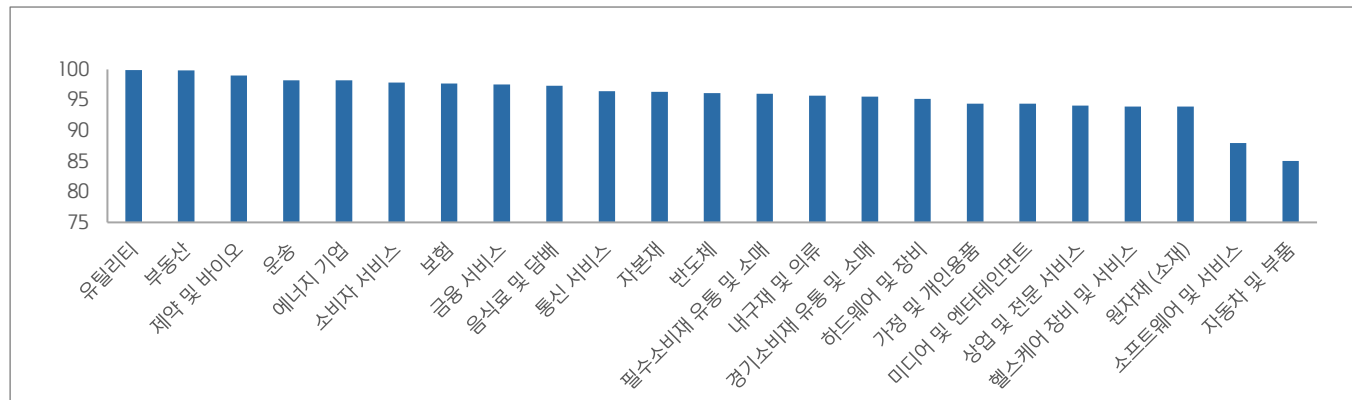
자료: WSJ, 키움증권 리서치센터

10. (참고) 미국, 주요 업종별 레버리지론 동향

미국 내, 세부 업종별 레버리지론 규모와 연초 이후 수익률 (3월 초)



섹터별, 레버리지론 유통시장 평균 가격 수준



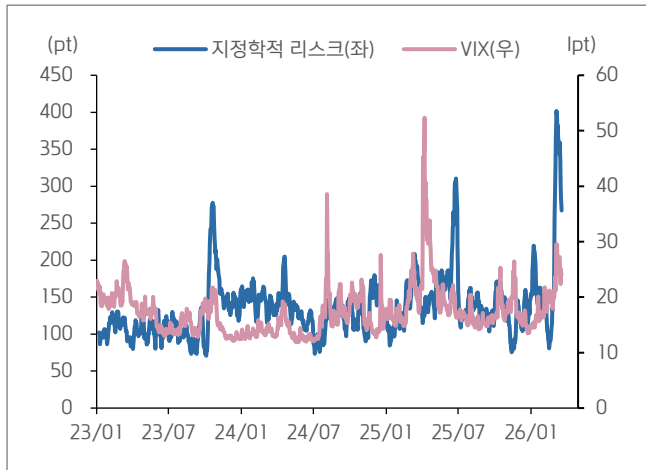
자료: FT, PitchBook, 키움증권 리서치센터
 주) Morningstar LSTA US leveraged loan index 기준

11.

신용 및 유동성 우려를 앞서는 지정학적 리스크

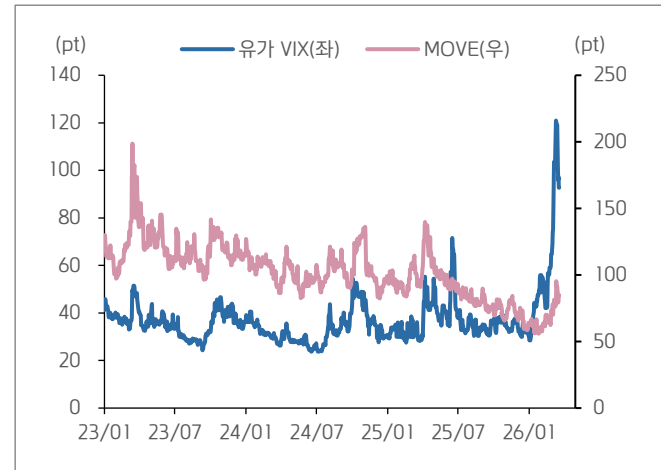
- ▶ 사모대출 시장에 대한 불안이 지속되고 있으나, 시장의 단기 등락을 주도 하고 있는 것은 단연 미-이란의 전쟁을 필두로 한 중동 지정학적 리스크임
- ▶ 특히 호르무즈 해협 봉쇄 장기화 가능성이 부각되며 국제유가가 100 달러를 넘어서는 등 인플레이션 재점화에 대한 우려를 높이고 있기 때문

VIX와 MOVE 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

지정학적 리스크 지수와 유가 VIX



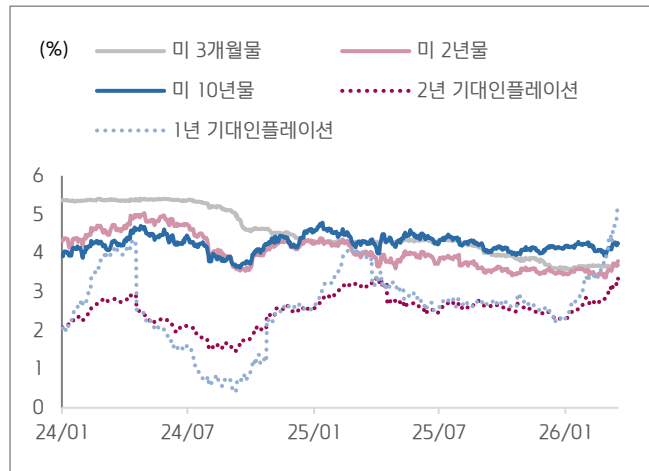
자료: WSJ, 키움증권 리서치센터

12.

기대 인플레이 상승에 따른 금리 인하 기대감 축소

- ▶ 글로벌 에너지 가격 급등이 원유 뿐만 아니라 상품 시장 전반으로 확산될 조짐이 나타나자 2년 기대인플레이션 월초 3%에 미치지 못했으나, 현재 3% 초중반까지 올라선 상황
- ▶ 3월 FOMC 에서도 고용 시장에 대한 우려를 언급했지만, 관세 영향에 이어 중동 사태로 인한 물가 압력을 감안 물가전망치를 상향. 그 결과 연내 1차례 금리 인하 가능성에 무게가 실리는 상황

미국, 시장 금리 및 기대인플레이션 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

CME FedWatch 금리 확률

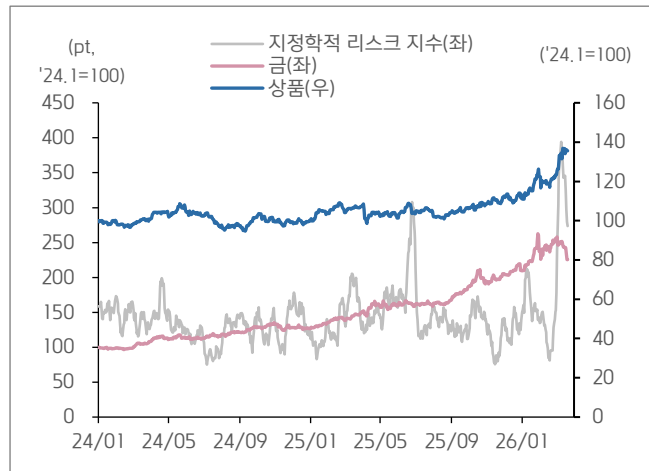
	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2026-04-29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	93.8%	6.2%	0.0%	0.0%	0.0%
2026-06-17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	91.9%	6.1%	0.0%	0.0%	0.0%
2026-07-29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	90.0%	7.9%	0.1%	0.0%	0.0%
2026-09-16	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	88.2%	9.6%	0.3%	0.0%	0.0%
2026-10-28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	88.2%	9.6%	0.3%	0.0%	0.0%
2026-12-09	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	12.3%	78.8%	8.4%	0.3%	0.0%	0.0%
2027-01-27	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	12.3%	78.8%	8.4%	0.3%	0.0%	0.0%
2027-03-17	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	14.8%	76.1%	8.1%	0.2%	0.0%	0.0%
2027-04-28	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	16.8%	73.9%	7.9%	0.2%	0.0%	0.0%
2027-06-09	0.0%	0.0%	0.3%	4.8%	30.2%	58.4%	6.1%	0.2%	0.0%	0.0%
2027-07-28	0.0%	0.1%	1.0%	8.7%	34.6%	50.3%	5.2%	0.2%	0.0%	0.0%
2027-09-15	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	7.9%	31.7%	48.6%	10.2%	0.7%
2027-10-27	0.0%	0.7%	6.5%	27.0%	45.2%	17.8%	2.6%	0.2%	0.0%	0.0%
2027-12-08	0.7%	6.2%	26.1%	44.4%	19.0%	3.2%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%

자료: CME FedWatch, 키움증권 리서치센터

13. 안전자산 내에서도 발생하는 순환매 흐름

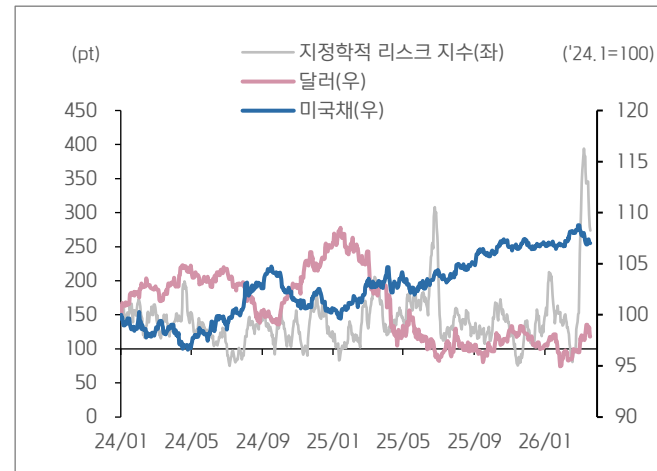
- ▶ 3월 이후 지정학 리스크가 고조되며 금융시장 변동성 또한 확대되고 있음. 특히 에너지 충격에 따른 여파로 원유를 비롯한 에너지 상품들의 가격 상승. 일반적으로 시장 변동성이 확대되는 구간에서는 금 또는 채권과 같은 안전자산에 대한 수요가 발생되나, 최근의 흐름은 그렇지 못한 모습
 - 특히 금과 은의 경우 지난해부터 이어져 온 투자 수요로 인해 여전히 가격 상승 부담이 존재하는 구간. 더불어, 에너지 안보에 대한 수요가 높아진 점 또한 상품 내에서의 전환을 만들어내는 배경
 - 또한, 유가 상승에 따른 인플레이션 자극이 스태그플레이션에 대한 공포를 불러일으키는 상황은 중장기물 채권에 대한 수요를 더욱 떨어뜨리고 있음
- ▶ 한편, 대표적인 안전자산 중에서 달러의 성과는 좋은 모습. 올해 초 까지 만해도 연준의 금리 인하 기조를 비롯해 탈달러화 움직임이 연출된 점 또한 상대적으로 달러의 매력도를 높이는 요인

지정학 리스크 지수와 금, 상품 가격 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

지정학 리스크 지수와 달러와 미국채 추이



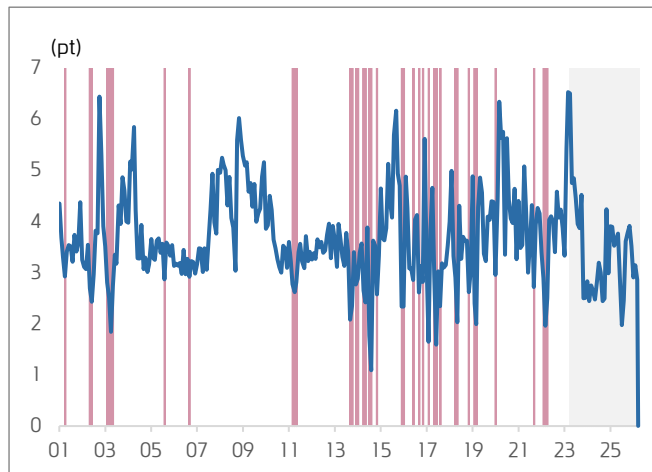
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

14.

지정학적 갈등으로 인한 금융시장 변동성 확대 국면

- ▶ 현재의 증시 환경은 지정학적 리스크로 인한 에너지 가격 급등이 야기하고 있는 금융시장 변동성 확대 국면으로 정의할 수 있음
 - 통계적으로 2001년 이후 현재와 유사한 국면을 살펴보면, 2003년 이라크 전쟁, 2014년 중동 반군활동 등에 따른 에너지 공급망 불안, 2017년 보호무역주의 대두 국면 등이 유사성을 보임
- ▶ 지정학적 리스크를 비롯한 금융시장 변동성이 확대된 해당 국면에서 주요 안전자산 및 증시의 성과를 살펴보면, 평균적으로 안전자산의 성과가 강한 미 국채, 금, 달러 등의 성과가 이벤트 이후로도 양호한 모습 확인
 - 상품의 경우, 시간 경과에 따른 이벤트 해소가 연출되며 이전의 상승폭을 반납하는 모습이 나타나는 점이 특징적
- ▶ 충격의 장기화 가능성을 배제할 수 없는 만큼 안전자산에 대한 관심 필요. 다만, 앞서 살펴본 바와 같이 안전 자산 내 로테이션 흐름을 감안 단기적으로 달러 자산에 대한 노출도를 높여갈 필요가 있을 것으로 판단

현 시점과 유사한 특성을 지닌 과거 유사 국면

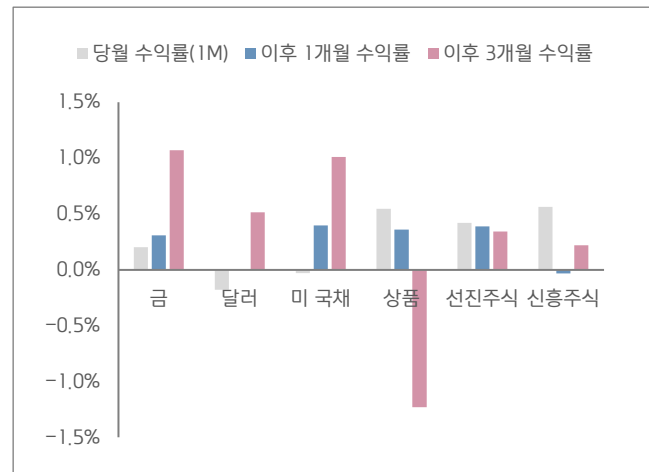


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주1) 지정학적 리스크 지표, 금융시장 변동성, 유가를 기준으로 계산

주2) 붉은 음영 구간은 현재와 유사한 국면, 회색 음영은 분석 제외 기간

유사 국면 기준, 시점별 평균 성과



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Part 2.

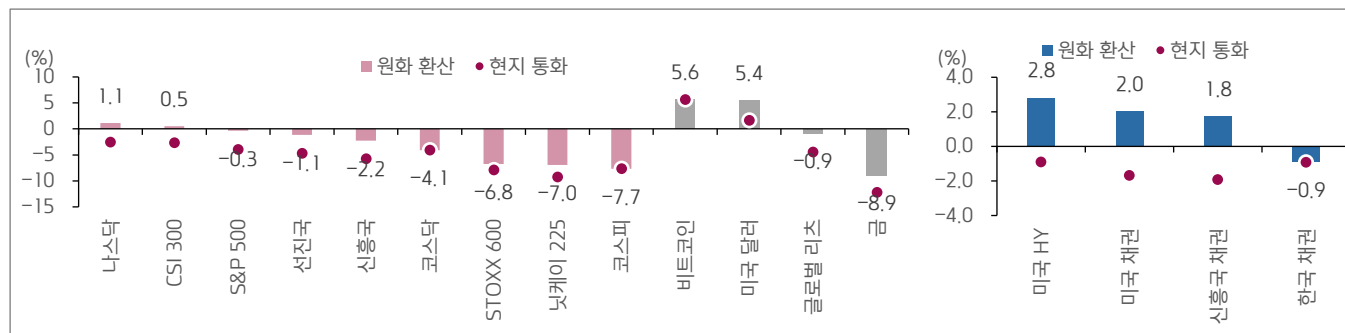
3월 자산배분 전략 및 펀더멘털 동향



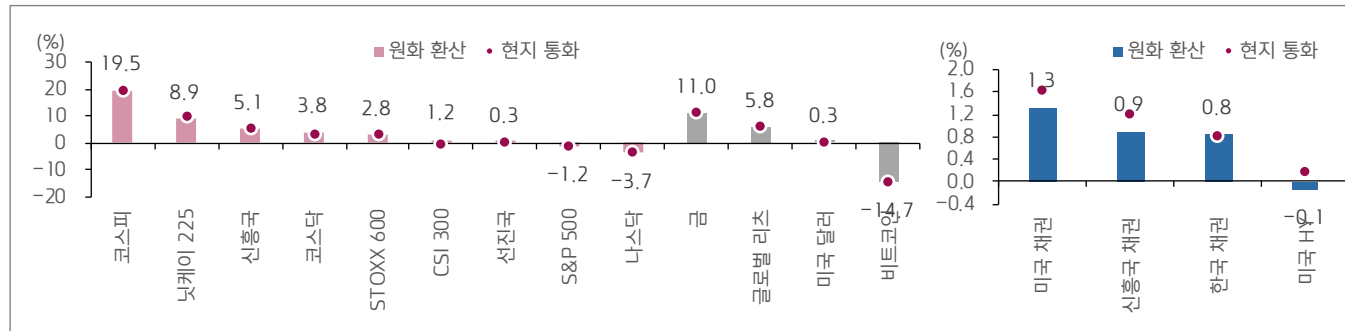
01. 월간 자산군 성과 리뷰

- ▶ 3월 코스피(-7.7%)는 주요국 중 가장 부진한 성과를 기록. 미국-이란의 전쟁으로 호르무즈 해협 통행이 제한되고 유가가 급등하면서 위험 회피 심리 확산, 2월까지의 가격급등에 따른 차익실현 매물 출회로 급락세 연출
- ▶ 비트코인(+5.6%), 미국 달러(+5.4%) 등의 대체자산군이 높은 수익률을 기록. 중동 사태 이후 위험자산 회피 심리 강화되는 가운데 비트코인이 또한 대체자산으로 재평가, 안전자산 선호에 달러 강세

주요 자산군 월간 성과 (3월 MTD)



주요 자산군 월간 성과 (2월)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주) 원형 표시는 환 효과 고려되지 않은 경우 수익률

02. 3월 자산배분 전략

- ▶ 지정학적 리스크에 따른 인플레이션 우려 그리고 사모대출 시장 중심의 유동성 리스크 등으로 시장 변동성 확대 구간. 전월에 비해 주식과 채권 자산에서의 비중을 소폭 축소하여 현금 보유 비중 확대
- ▶ 주식 실적 측면에서는 여전히 미국을 비롯한 한국, 일본, 대만 등의 이익모멘텀 유효. 한편, 채권은 유가 급등으로 인플레이션 우려가 재점화되며 금리 인하 기대감 축소. 채권 내에서는 듀레이션 축소를 통해 대응
- ▶ 자산군 측면에서는 여전히 채권 대비 주식에 대한 비중확대 의견을 유지하고 있으나, 지난달에 비해 미국 이외 지역을 중심으로 비중확대폭을 소폭 축소. 금융시장 변동성 확대 구간에서 여타 안전자산 대비 달러에 대한 관심이 유지되는 점을 감안 미국향 자산에 대한 노출도를 유지

3월 자산배분 비중 및 최근 수익률

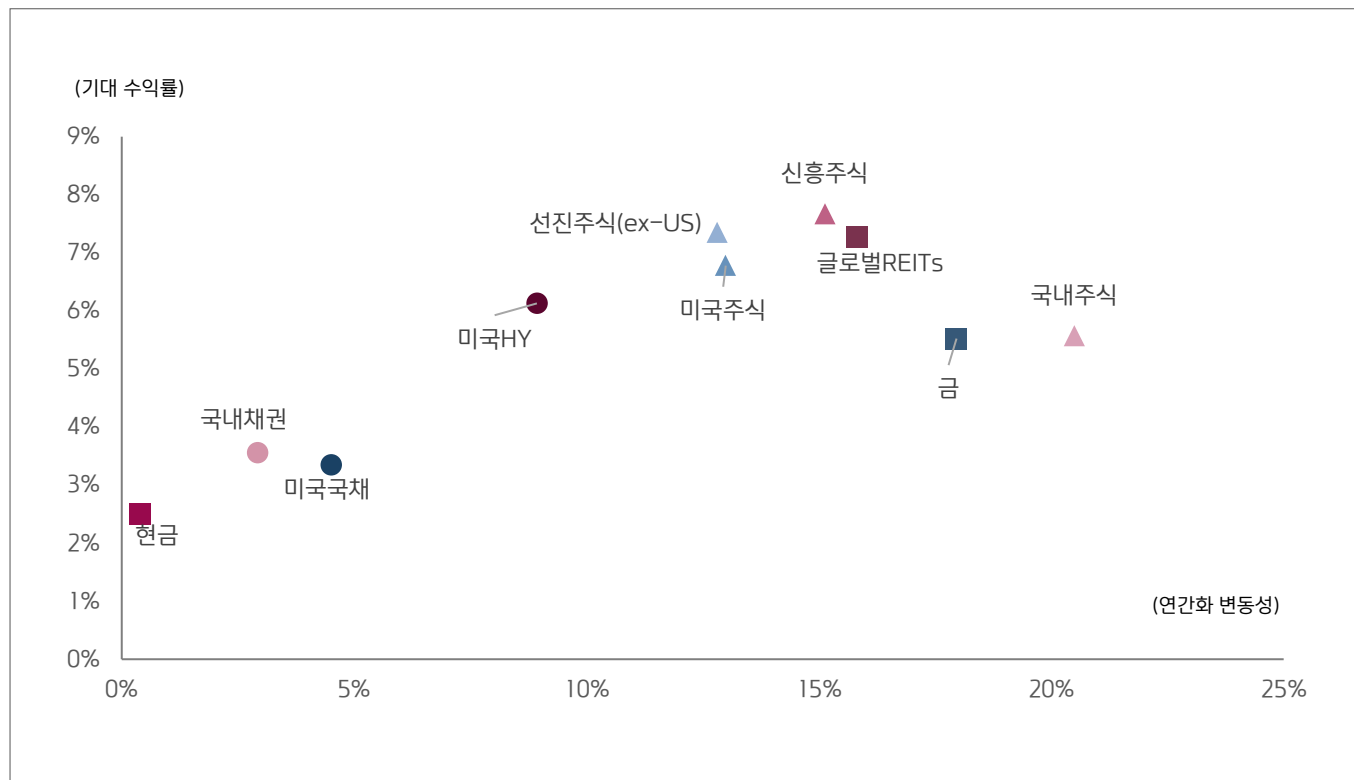
		SAA	TAA	자산별 최근 수익률		
			3월	1M	3M	6M
		(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
주식	국내	7.5	8.5	6.1	52.3	83.2
	미국	28.5	29.5	-3.1	-2.8	0.0
	선진(미국 제외)	12.0	13.0	-6.7	0.9	5.6
	신흥	7.0	7.0	-2.3	11.2	13.9
	종합	55	58			
채권	국내종합	22.0	20.0	-1.1	0.2	1.0
	미국국채	10.0	9.0	-1.0	0.1	1.0
	미국HY	3.0	2.5	-0.2	-1.0	-3.5
	종합	35	31.5			
대체	금	5.5	4.5	-5.7	5.6	25.3
	글로벌 REITs	4.5	4.0	-4.1	5.5	4.9
	현금	0.0	2.0			
	종합	10	10.50			
원/달러				3.4	1.1	7.0

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주1) 각 자산별 BM 지수: 국내주식(KOSPI 200), 미국주식(S&P 500), 선진(미국 제외)(MSCI World Ex US), 신흥주식(MSCI Emerging), 국내채권(KIS 종합채권), 미국국채(Bloomberg 미국 채권 종합), 미국HY(Bloomberg 미국 회사채 HY), 글로벌 REITs(S&P Global REIT)

03. (참고) 자산별 수익률 및 변동성 가정

유니버스 해당 자산들의 기대수익률 및 변동성

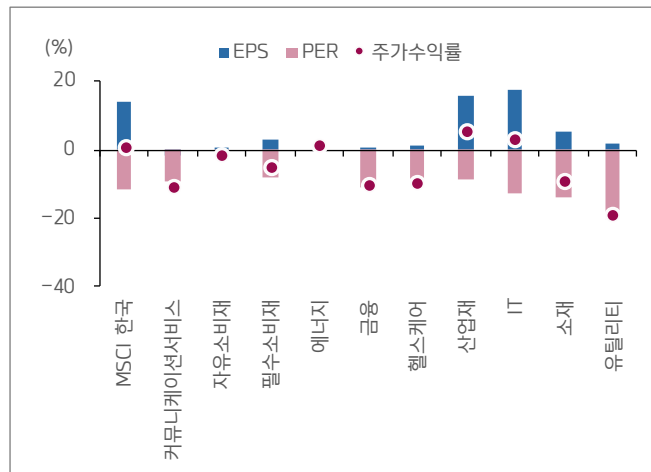


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

04. 한/미 업종별 주가 수익률(1M) 동인 점검

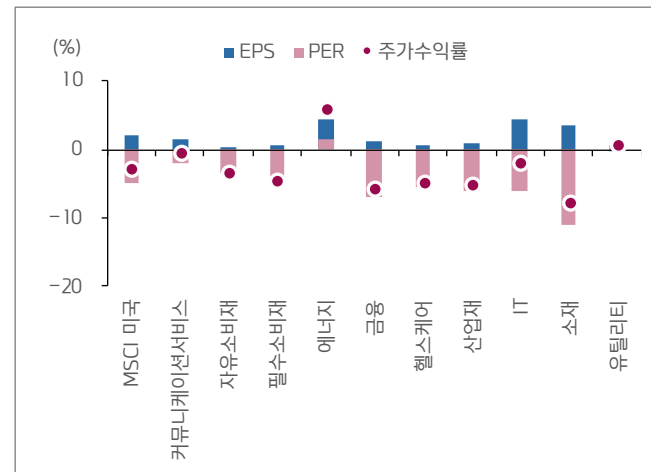
- ▶ 한국은 선행 12개월 EPS(+13.7%)는 개선되었으나 미국-이란 전쟁 장기화 리스크에 선행 12개월 PER(-11.7%)은 오히려 낮아지며 보합권의 주가 수익률(+0.4%) 기록
- ▶ 업종 중에선 산업재 섹터(+5.4%)가 가장 좋은 수익률을 기록. EPS(+15.5%)은 상승, PER(-8.7%)은 하락
- ▶ 미국 증시 또한 중동 리스크 및 유가 급등으로 위험자산 회피 심리 확산되며 부진한 수익률(-3.0%) 기록. 선행 12개월 EPS(+2.1%) 소폭 증가하였으나, 선행 12개월 PER(-5.0%)이 감소하며 주가 하락
- ▶ 업종 중에선 에너지(+5.8%)가 강한 모습. 호르무즈 해협 봉쇄 및 유가 급등 등이 반영된 것으로 풀이

한국, 업종별 최근 주가 수익률(1M) 동인



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국, 업종별 최근 주가 수익률(1M) 동인



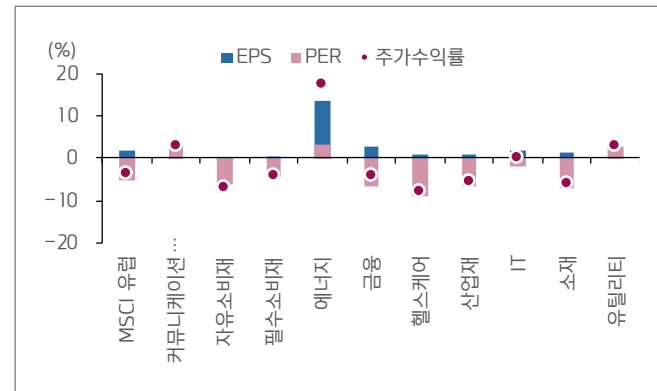
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

05.

유럽, 일본, 중국 업종별 주가 수익률(1M) 동인 점검

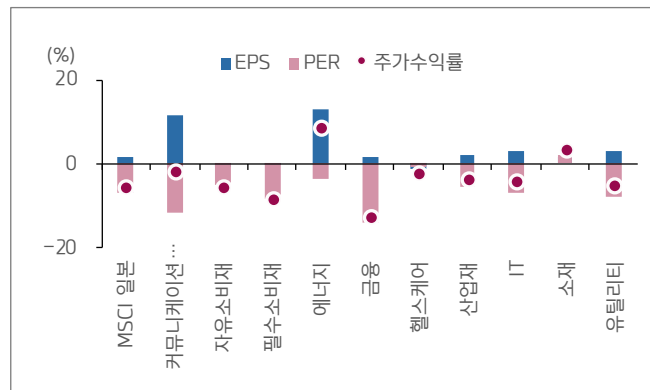
- ▶ 유럽은 에너지(+17.6%) 섹터 강세. 중동발 지정학적 위기로 인한 천연가스 가격 폭등이 원인. EPS(+13.9%)와 PER(3.2%)이 모두 상승
- ▶ 일본 또한 에너지(+8.7%) 섹터가 강세. AI 데이터센터 발 전력 수요 증가 등에 힘입어 EPS(+13.0%)가 크게 상승 PER(-3.8%)은 소폭 하락
- ▶ 중국도 에너지(+10.8%)가 가장 높은 수익률 기록. 이는 15차 5개년 계획(2026~2030) 시작에 힘입어 EPS(4.1%)와 PER(6.5%) 모두 상승

유럽, 업종별 최근 주가 수익률(1M) 동인



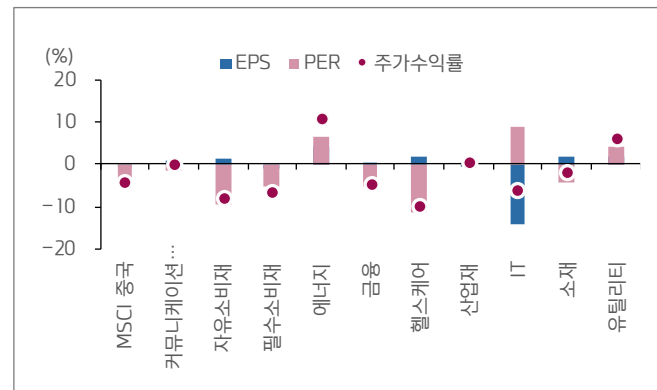
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

일본, 업종별 최근 주가 수익률(1M) 동인



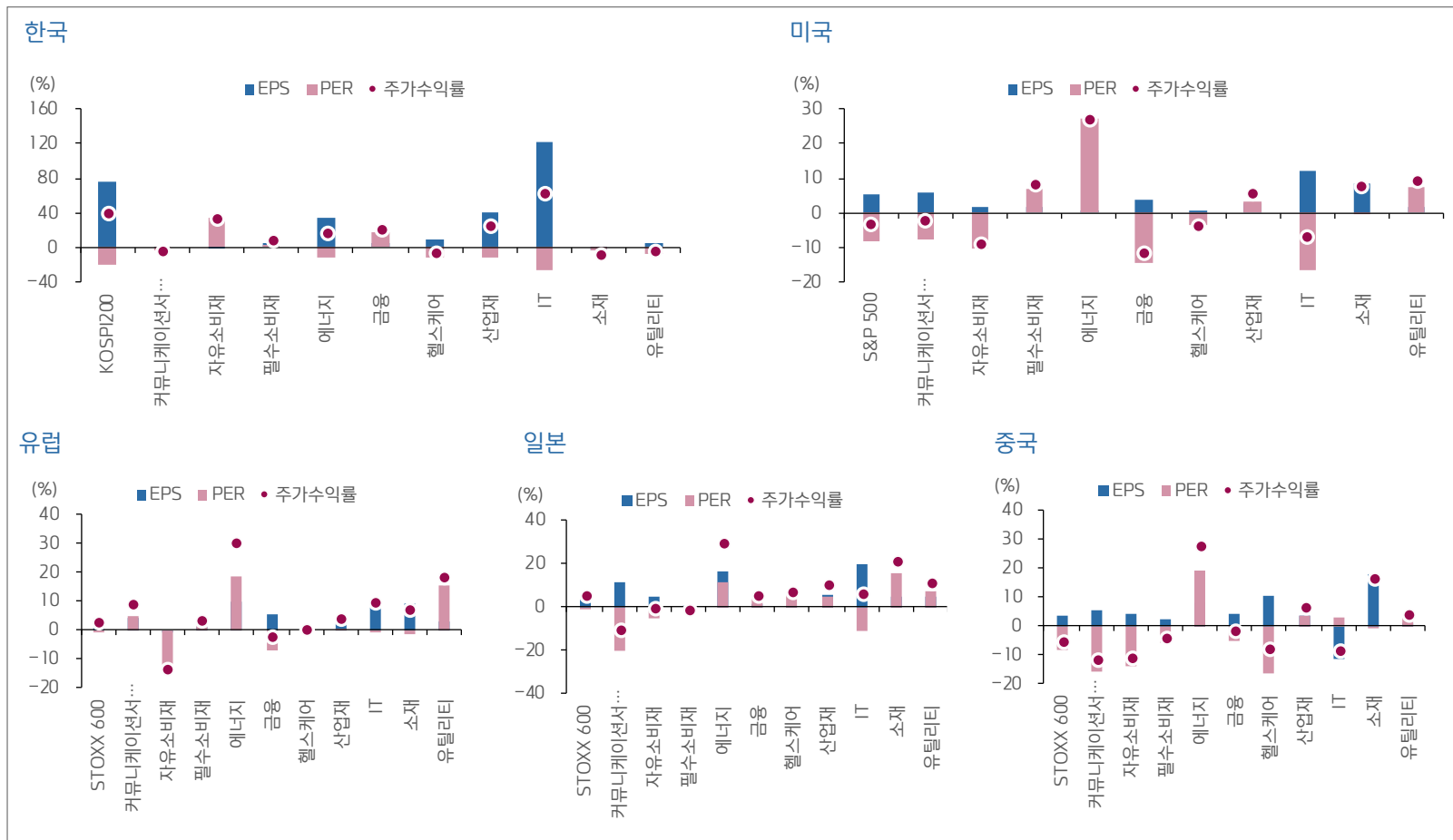
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국, 업종별 최근 주가 수익률(1M) 동인



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

06. (참고) 주요국 업종별 주가 수익률(3M) 동인

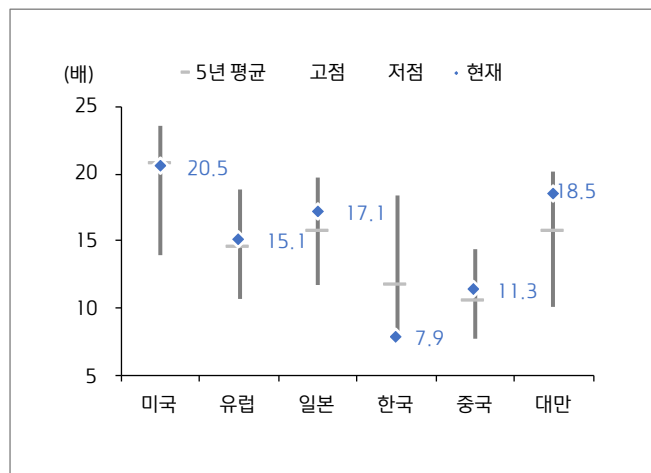


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

07. 주요국 증시, 밸류에이션 현황

- ▶ 미국은 선행 12개월 PER은 현재 20.5배로 주요국 중 가장 높은 수준을 유지 중. AI 및 빅테크의 압도적인 이익 성장세가 높은 멀티플을 정당화하고 있는 중이며 미국의 5년 평균인 20.6배는 소폭 하회
- ▶ 한국의 선행 12개월 PER은 주요국 중 유일하게 한 자릿수인 7.9배를 기록. 반도체 사이클에 따른 이익 변동성이 크고, 지배구조 문제(코리아 디스카운트)가 완전히 해소되지 않은 영향으로 해석
- ▶ 유럽은 미국보다 저렴한 15.1배 수준으로 독일의 재정 부양책과 에너지 가격 안정화로 실적이 개선되면서 가치 주로서의 매력이 부각되는 중. 일본은 기업 거버넌스 개선과 엔저 기반 수출 경쟁력이 멀티플 상향의 원인
- ▶ 대만은 TSMC를 필두로 한 반도체 밸류체인 영향력에 힘입어 높은 밸류에이션을 받는 중. 중국은 역사적 저점 부근에서는 벗어났으나 부동산 경기 회복 지연과 규제 리스크로 인해 낮은 밸류에이션에 위치

주요국 최근 5년 P/E(Fwd. 12M) 범위



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주요국 최근 5년 P/B(Fwd. 12M) 범위

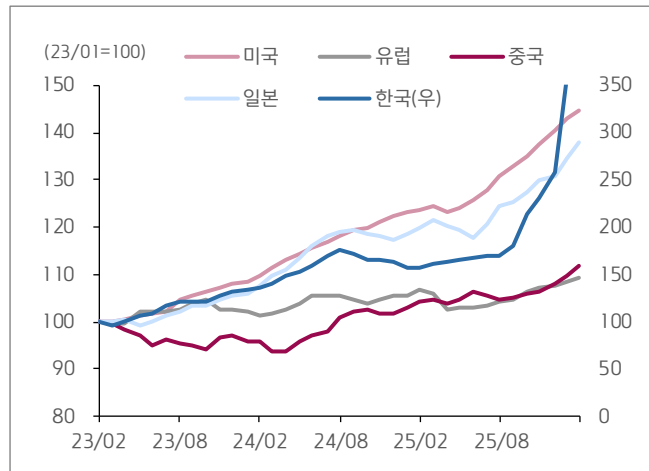


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

08. (실적) 주요국 증시, 실적 전망 추이 및 변화

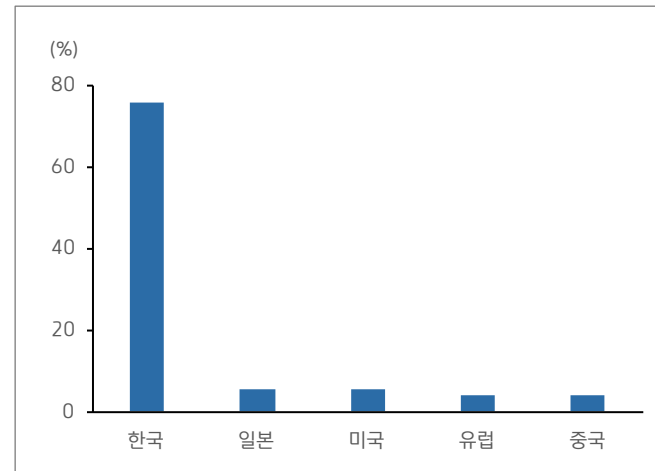
- ▶ 한국은 AI 서버향 수요 폭증으로 메모리 슈퍼사이클이 재도래함에 따라 반도체가 2024년 턴어라운드를 시작으로 현재 사상 최대 실적 경신 중. 최근 중동 리스크로 주가는 조정 받았으나 EPS 전망치는 상향 지속
- ▶ 미국은 대형주에서 중소형주로 이익 성장이 확산되는 흐름. IT(+11.9%), 소재(8.5%) 등이 강세
- ▶ 유럽은 AI 인프라 투자 지속 및 유가 급등에 힘입어 IT(10.6%), 에너지(9.8%) 등이 강세
- ▶ 일본은 최근 3개월간 AI 인프라 수혜로 IT(19.9%)가 강세, 정부 정책에 힘입어 에너지(16.4%)도 좋은 수익률
- ▶ 중국은 정책 주도로 실적 리레이팅 단계에 있으며 최근 3개월 간 소재(17.9%), 헬스케어(10.7%) 등이 강세

MSCI 국가지수별 EPS(Fwd. 12M) 추이 (3년)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

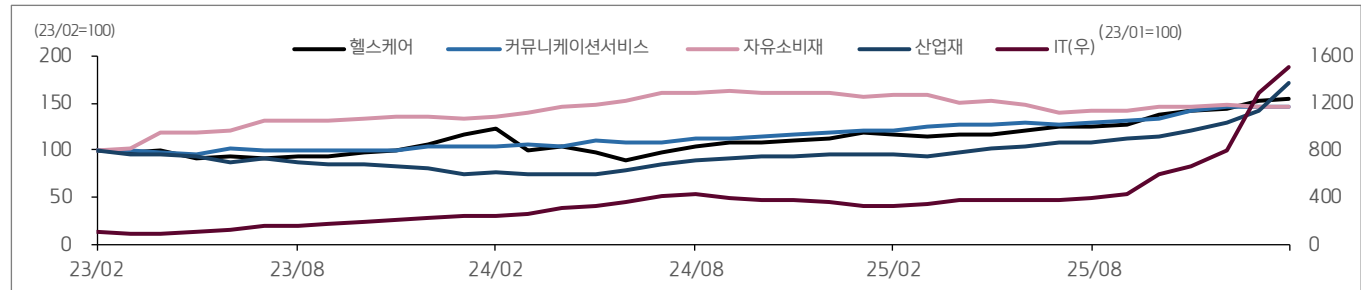
국가별 EPS(Fwd. 12M) 최근 변화율 (3개월)



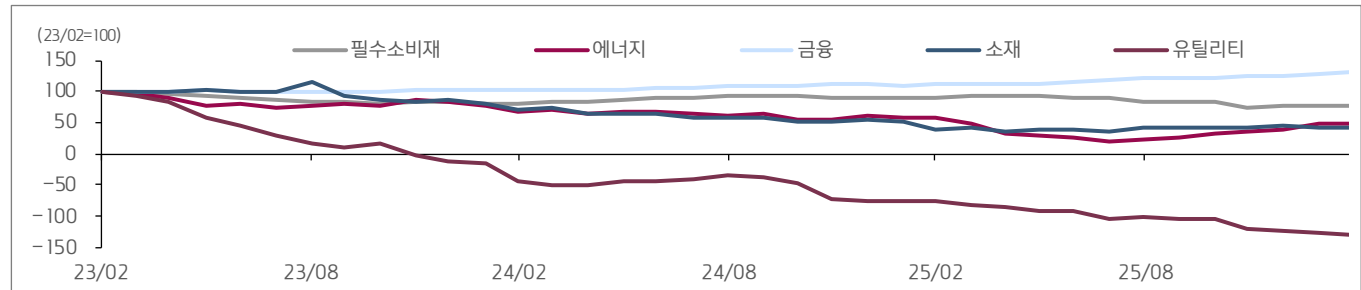
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 한국의 EPS 3개월 변화율은 68%

09. (실적) 한국 EPS(Fwd. 12M) 전망 추이

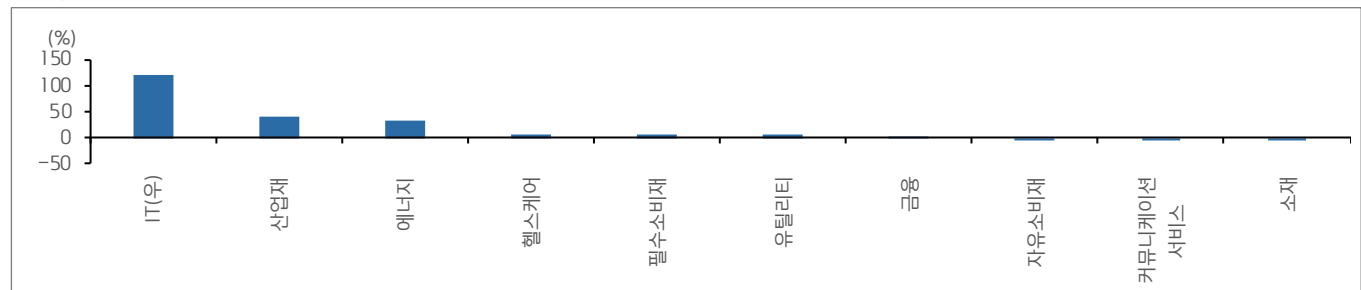
한국, 업종별 최근 3년 EPS(Fwd. 12M) 추이(1)



한국, 업종별 최근 3년 EPS(Fwd. 12M) 추이(2)



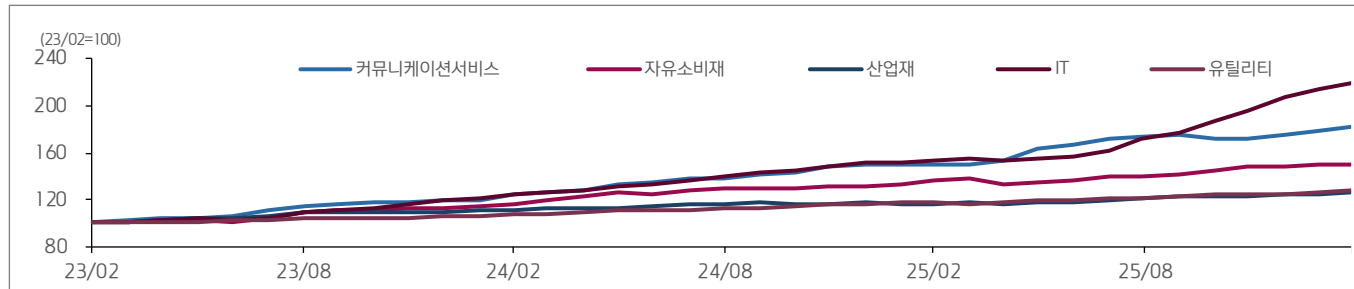
한국, 업종별 최근 3개월 EPS 변화율



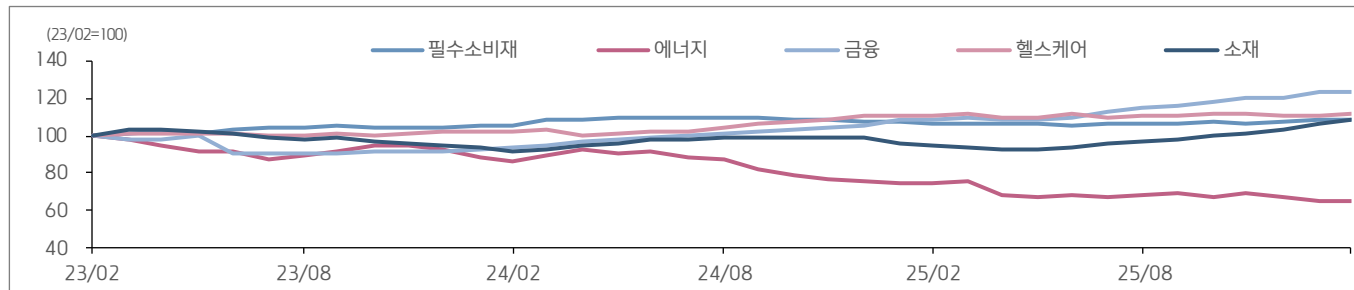
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

10. (실적) 미국 EPS(Fwd. 12M) 전망 추이

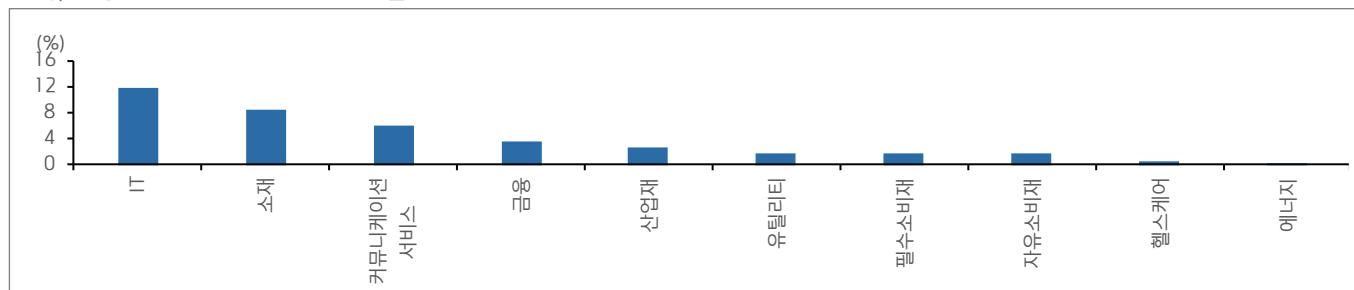
미국, 업종별 최근 3년 EPS(Fwd. 12M) 추이(1)



미국, 업종별 최근 3년 EPS(Fwd. 12M) 추이(2)



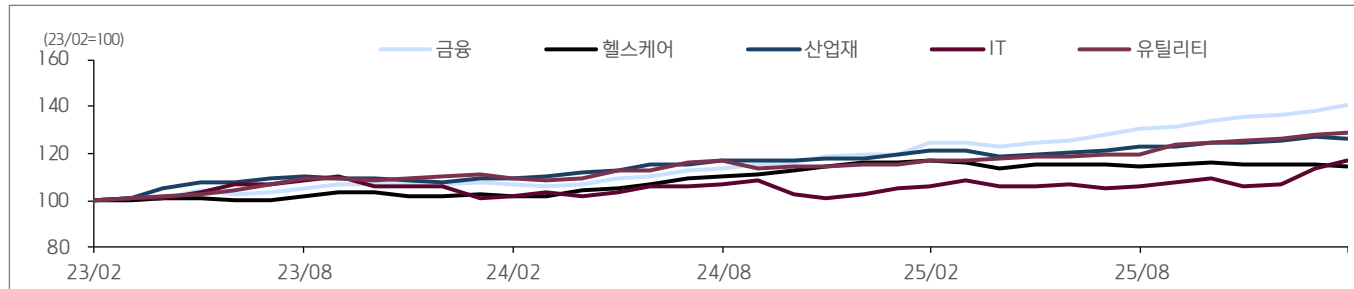
미국, 업종별 최근 3개월 EPS 변화율



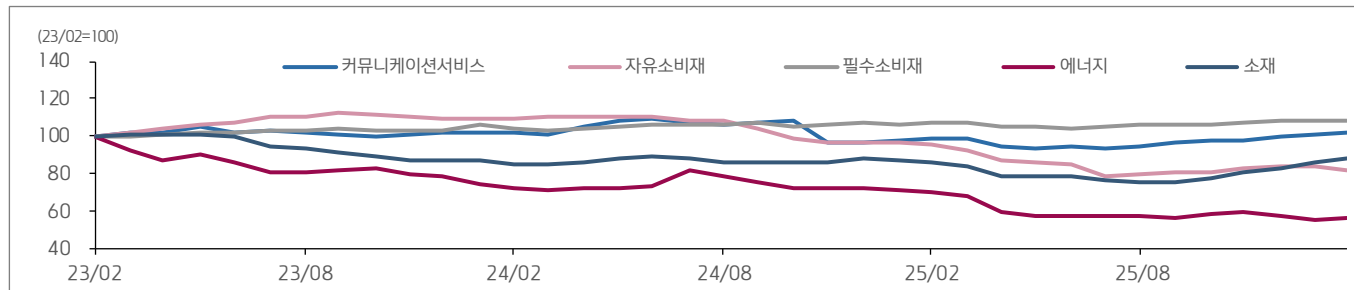
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

11. (실적) 유럽 EPS(Fwd. 12M) 전망 추이

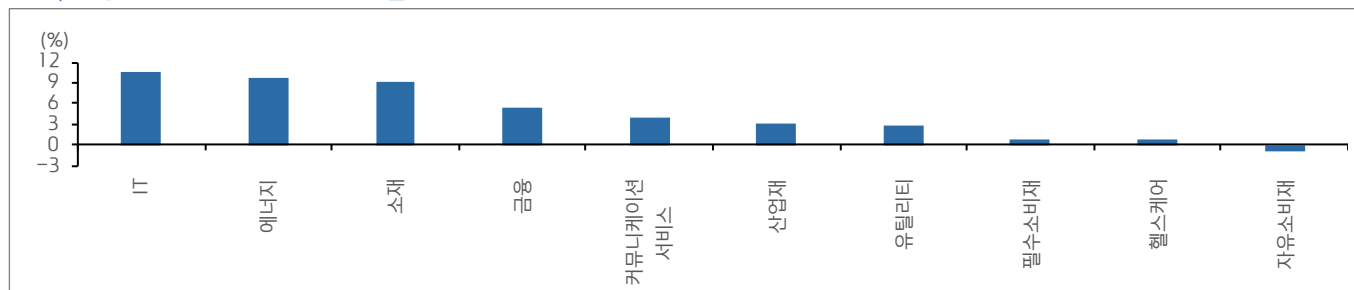
유럽, 업종별 최근 3년 EPS(Fwd. 12M) 추이(1)



유럽, 업종별 최근 3년 EPS(Fwd. 12M) 추이(2)



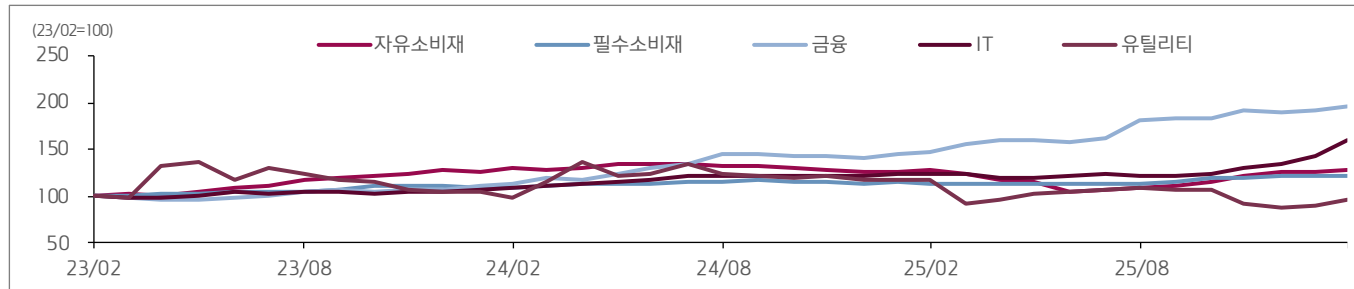
유럽, 업종별 최근 3개월 EPS 변화율



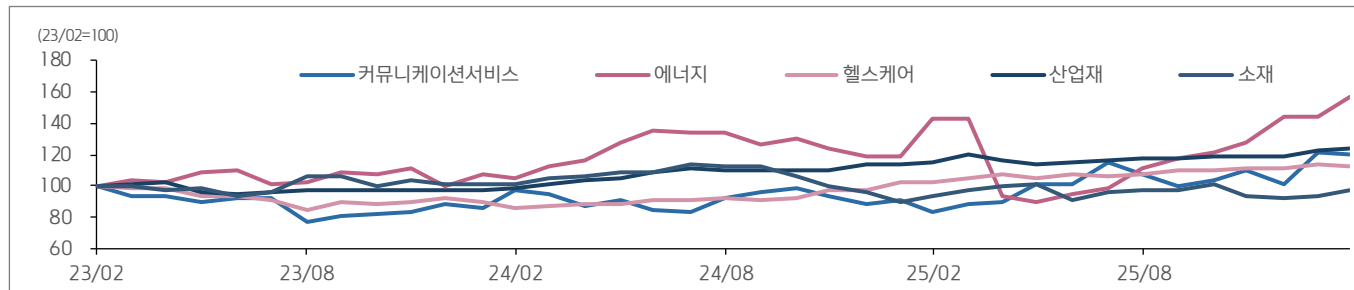
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

12. (실적) 일본 EPS(Fwd. 12M) 전망 추이

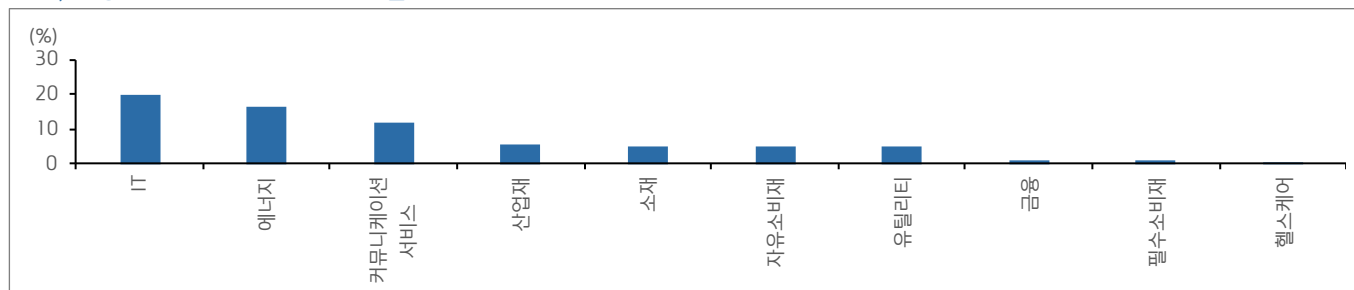
일본, 업종별 최근 3년 EPS(Fwd. 12M) 추이(1)



일본, 업종별 최근 3년 EPS(Fwd. 12M) 추이(2)



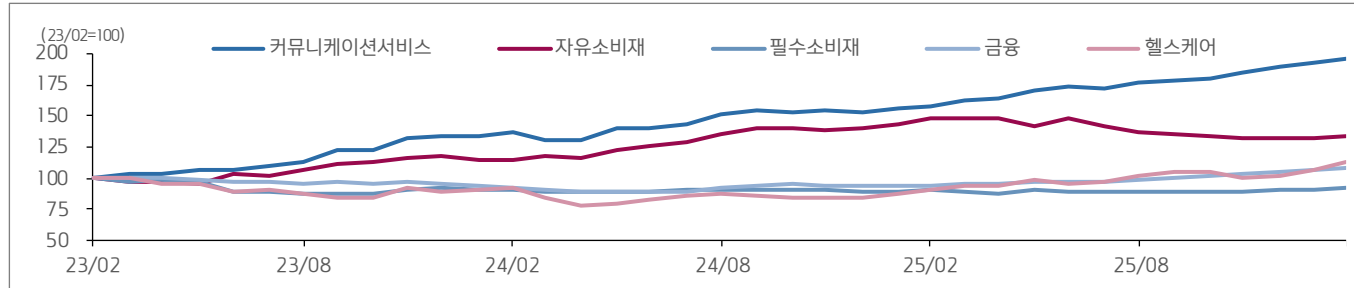
일본, 업종별 최근 3개월 EPS 변화율



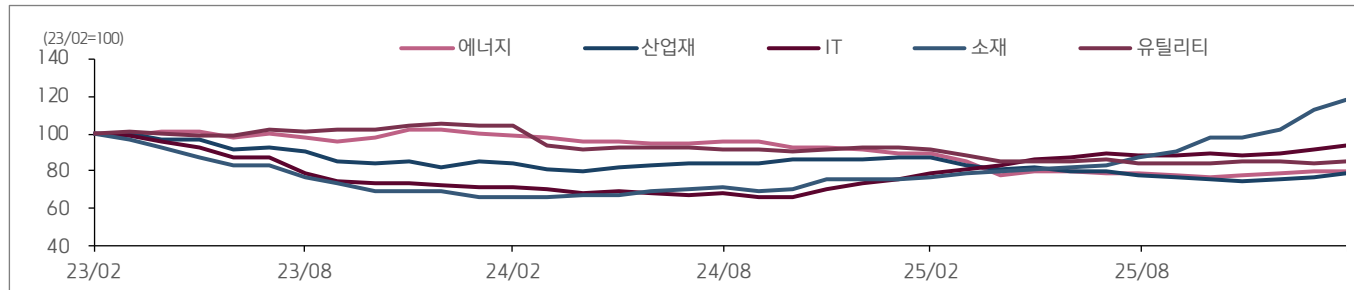
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

13. (실적) 중국 EPS(Fwd. 12M) 전망 추이

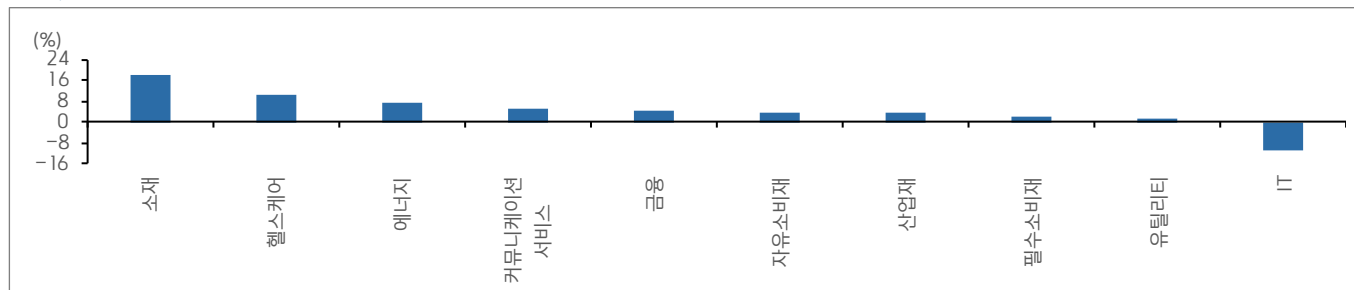
중국, 업종별 최근 3년 EPS(Fwd. 12M) 추이(1)



중국, 업종별 최근 3년 EPS(Fwd. 12M) 추이(2)



중국, 업종별 최근 3개월 EPS 변화율



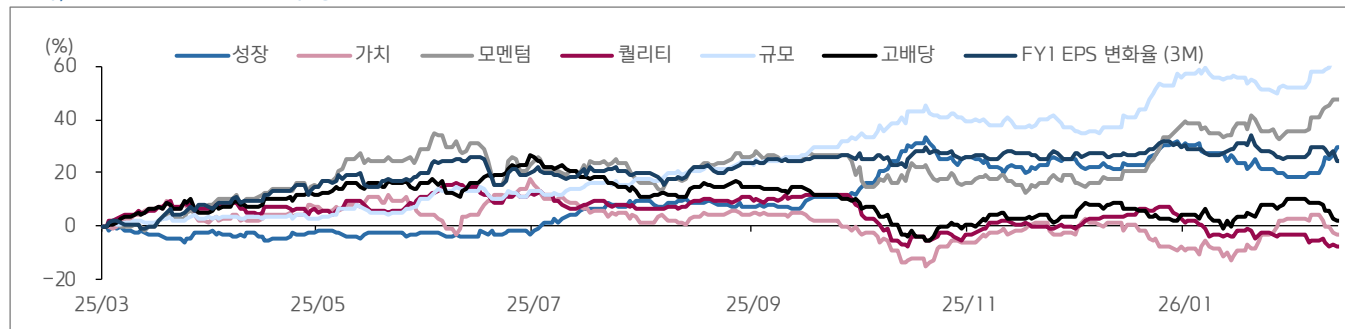
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

14.

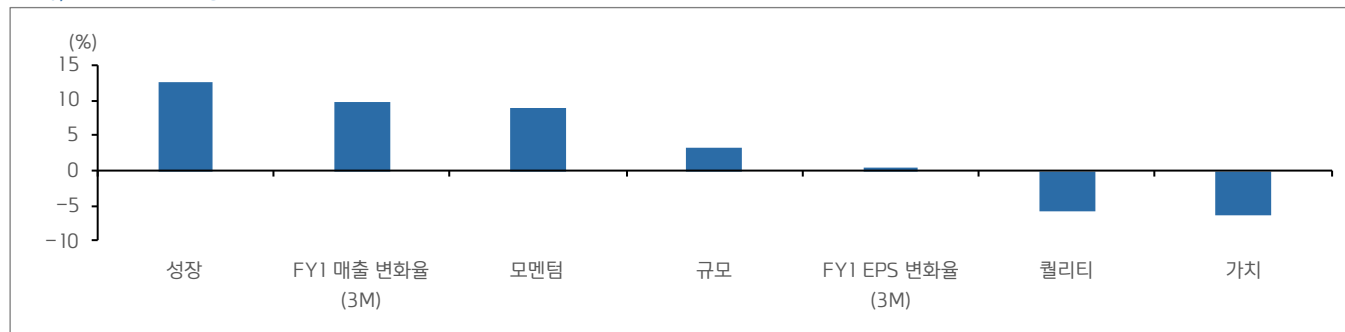
(스타일) 한국 주요 스타일 팩터 동향

- ▶ 최근 1개월, 한국의 경우 성장주가 +12.7%, 가치주(-6.4%) 대비 높은 수익률 기록
- ▶ 이는 반도체 섹터의 압도적인 실적 모멘텀에 따른 것으로 HBM 및 AI 추론용 칩 수요의 폭발에 따라 영업이익 전망치가 추가 상향된 결과

한국, 최근 1년 스타일 누적 성과



한국, 최근 1개월 성과

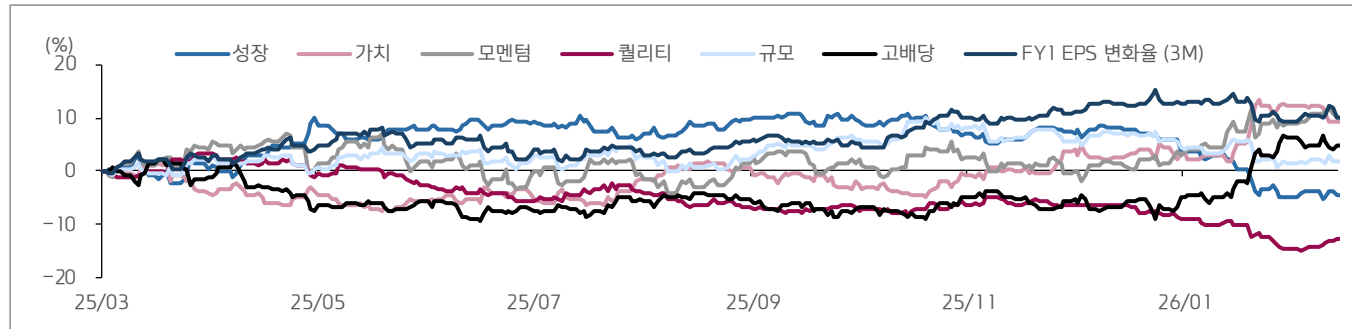


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

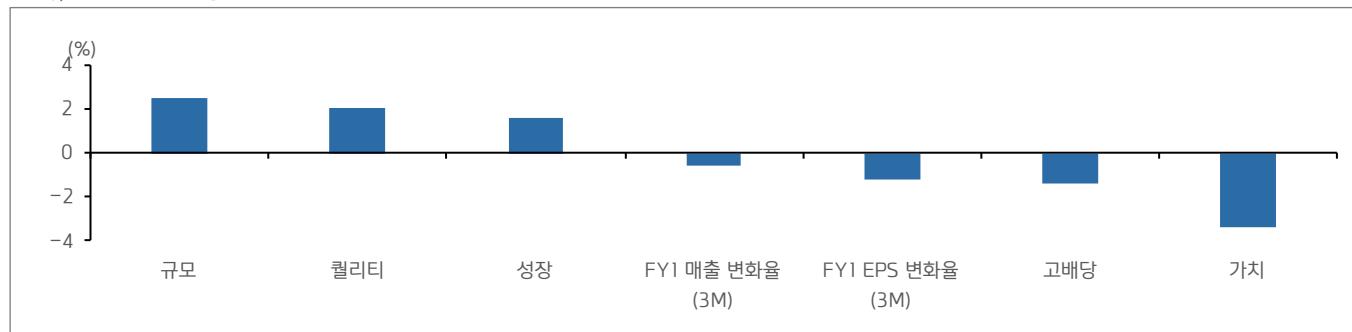
15. (스타일) 미국 주요 스타일 팩터 동향

- ▶ 최근 1개월, 미국은 성장주가 +1.6%를 기록하면서 가치주(-3.4%) 대비 높은 수익률 기록
- ▶ 이는 글로벌 반도체 업황 개선 기대가 반영된 결과로 풀이. AI 패러다임이 학습에서 추론으로 확장되며 실질적인 수요의 폭증이 확인되면서 성장 스타일이 강세

미국, 최근 1년 스타일 누적 성과



미국, 최근 1개월 성과



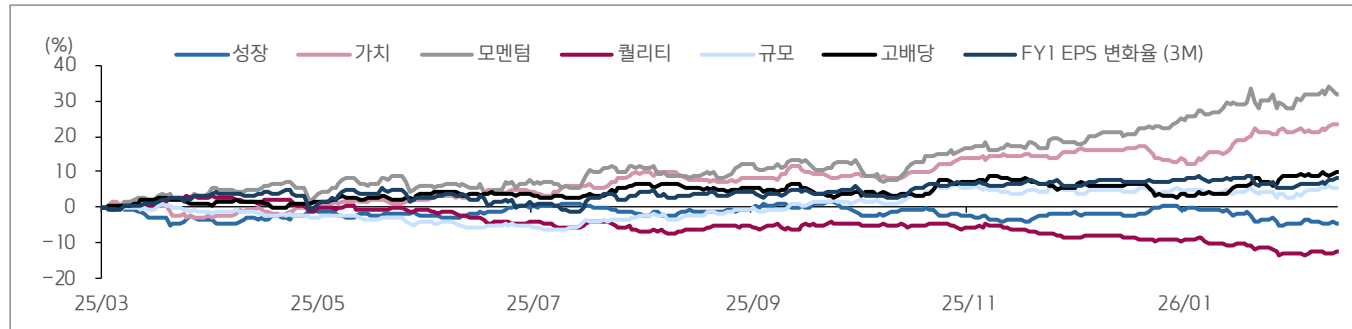
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

16.

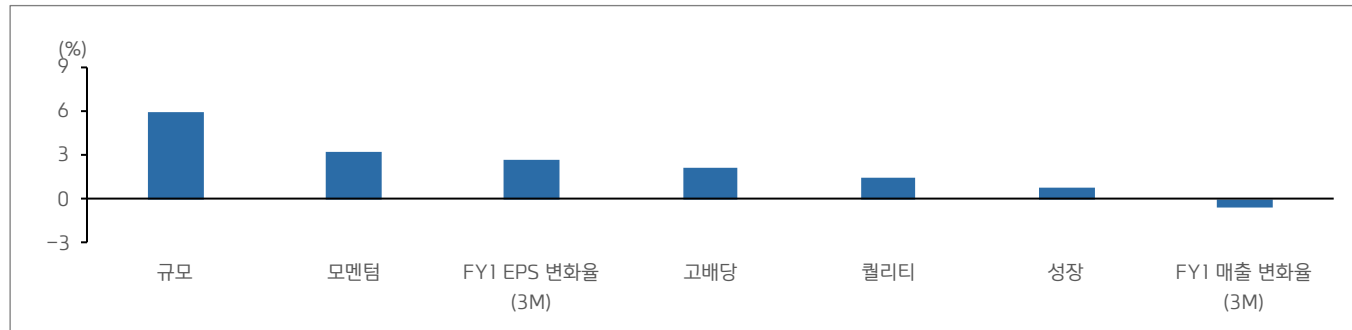
(스타일) 유럽 주요 스타일 팩터 동향

- ▶ 최근 1개월, 유럽은 가치주가 +1.2%를 기록하면서 성장주(0.8%) 대비 높은 수익률 기록
- ▶ 유럽의 규모 스타일이 +5.9%로 강세. 대형 기술주들이 AI 인프라 투자를 주도하고 있어 중소형주 대비 좋은 주가 흐름 연출

유럽, 최근 1년 스타일 누적 성과



유럽, 최근 1개월 성과



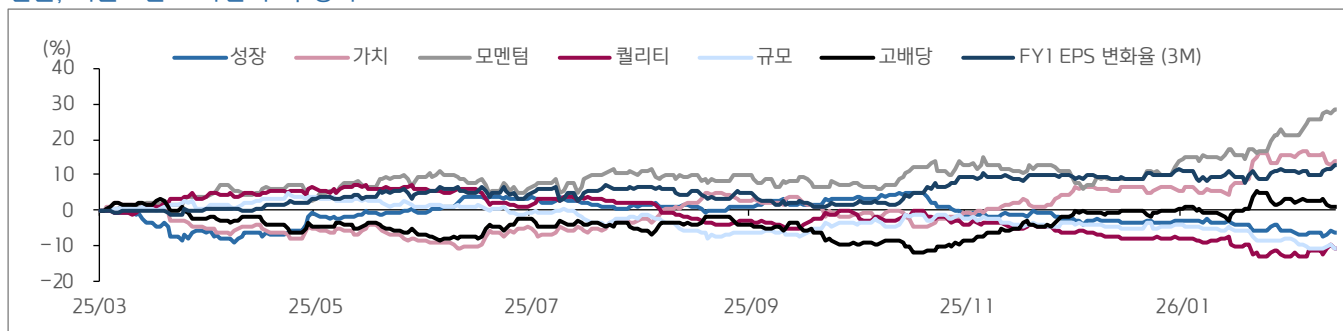
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

17.

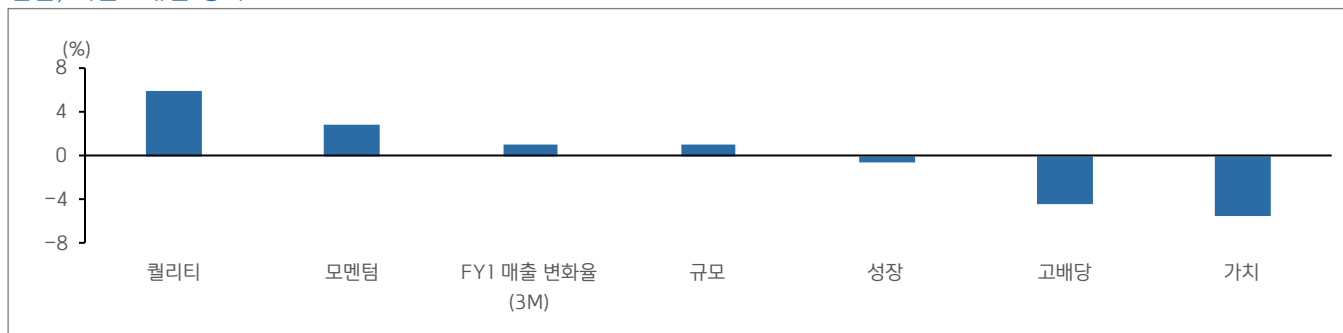
(스타일) 일본 주요 스타일 팩터 동향

- ▶ 최근 1개월, 일본은 성장주가 -0.6%를 기록하면서 가치주(-5.5%) 대비 양호한 수익률 기록
- ▶ 일본은 퀄리티(+6.0%) 스타일이 강세. 거버넌스 개혁이 진행되는 과정에서 도쿄증권거래소의 기업가치 제고 요구가 자본 효율성에 집중되면서 퀄리티 종목들로 자금이 집중

일본, 최근 1년 스타일 누적 성과



일본, 최근 1개월 성과

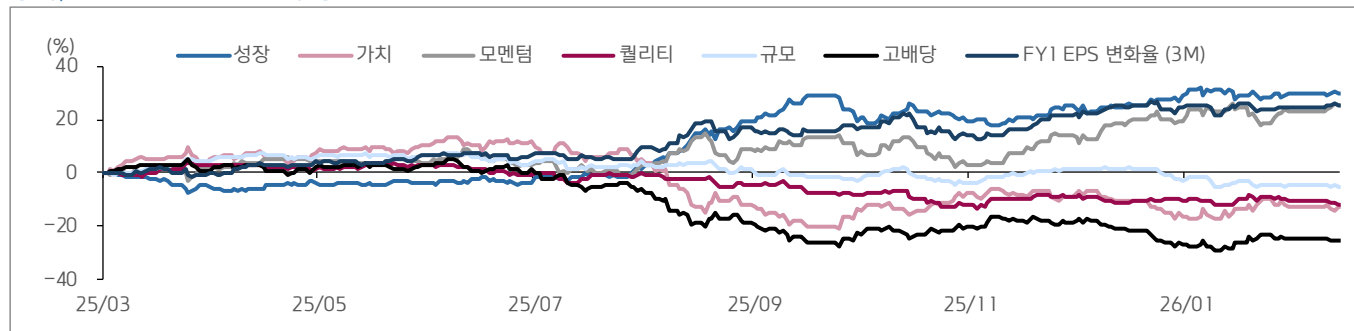


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

18. (스타일) 중국 주요 스타일 팩터 동향

- ▶ 최근 1개월, 중국은 가치주가 10.9%를 기록하면서 성장주(-4.0%) 대비 높은 수익률 기록
- ▶ 중국은 당국의 국유기업(SOE) 가치 제고 정책과 주주 환원 강화 기조로 인해 은행, 에너지 등 전통적 저평가 섹터의 배당 매력이 부각되면서 가치주 강세

중국, 최근 1년 스타일 누적 성과



중국, 최근 1개월 성과



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터