

# IBKS 자산배분 솔루션

## 2025년 8월 자산배분전략

2025년 8월 자산배분 전략 기반 위험선호도 국면은 K-클러스터링 결과 '과도기' 국면이 유지되었지만, 유클리드 거리 3.75로 전월 4.1 대비 빠른 축소가 나타났다. 이는 표면적으로 안정화 신호로 해석되나 과열·고평가 국면과의 인접성이 동반 확대되며 변동성에 대한 잠재 리스크를 내포한다. 잇따른 미국과 주요국 간 관세 협상 타결로 글로벌 무역 불확실성이 해소되는 가운데 물가 지표 반등과 이익 증가율 둔화 우려가 공존해 정책 모멘텀과 펀더멘털 간 괴리에 주목할 필요가 있다. 위험자산 중심의 가격 부담이 높은 만큼 추가 랠리 측면에서의 비중 확대 대응보다는 코어 전략 기반 현재 비중을 유지하면서 변동성에 대비한 세부 자산 조정이 필요하다.

글로벌 주식시장은 밸류에이션 부담 높아지면서 변동성 관리 국면에 진입했다. 미국은 빅테크 실적이 방향성을 좌우하겠으며, 고평가 인식과 통상정책 리스크가 공존해 중립적 비중 유지가 합리적이다. 유럽 증시는 유로화 절상 속 수출 업종 이익 하락이 우려되나 내수·배당 중심 방어 전략은 유효하다. 일본은 무역 리스크 완화로 수출 회복 모멘텀을 확보했으나 엔화 변동성과 정치 리스크로 추가 확장은 제한된다. 중국은 부동산 구조조정·규제 리스크 지속으로 ETF 중심 제한 노출이 적합하며, 한국은 정부 親증시 정책과 2분기 GDP 호조에 기반한 반등 국면 이어지겠으나 신용레버리지 거래 급증이 과열 신호로 나타나고 있는 점을 고려해야 한다.

대체자산 중 금은 상반기 급등 후 숨 고르기 단계이나 지정학·재정 불확실성 확대 시 전통적 안전자산으로 재평가될 가능성이 크다. 미국 의회 예산 협상 등은 변동성 확대 트리거로 작용할 수 있으며, 중앙은행의 매입 기조와 외환보유고 내 금 비중 유지가 수요 기반을 지지한다. 리츠는 금리 안정 속 물류·데이터센터형 중심의 선별적 회복세가 이어지지만 상업용·오피스 부문은 구조적 리스크가 지속된다. 따라서 대체자산은 일정 비중 유지하되, 이벤트 발생 시 방어적 확대 전략으로 전환하는 것이 유효하다. 향후 변동성 확대 시 전술적 확대를 고려해 전통 자산과의 낮은 상관을 활용하는 것이 바람직하다.

채권은 4.7점 선호도로 우호적 평가를 유지하며, 세부 자산 선호도 변동은 제한했다. 채권 자산은 포트폴리오 변동성 방어와 인컴 확보 수단으로 기능할 수 있다. 한국 국채는 정책 기대가 상당 부분 선반영된 가운데 단기물 발행 증가와 수급 부담에 따라 중립으로 평가를 유지하며, 초우량 크레딧물은 공사채 발행 확대 부담 이어질 것으로 예상되는 만큼 상대적으로 부정적(Negative) 의견을 이어간다. 미국 국채는 금리 반등에 따른 자본차익 기회 주어질 것으로 예상되며, 높아진 환율 변동성에 따라 포지션 변경에 따른 매물/기회비용을 감안해 동일 비중 접근을 지속한다.

자산배분/ETF

김인식 연구위원

02) 6915-5472

kds4539@ibks.com

채권/크레딧

정형주 연구위원

02) 6915-5654

hj.jeong@ibks.com

본 조사항목은 본 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.

고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

## 2025년 8월 자산배분 매트릭스 및 ETF 포트폴리오

표 1. 2025년 8월 IBKS 자산배분 및 ETF 포트폴리오

| 항목                          | 단기선호도<br>(+1M) | 장기선호도<br>(+3M) | 투자비중<br>(2025.8) | 전월대비<br>변동(%p) | 포트폴리오<br>(SAA) | 기대수익률<br>(연환산) | ETF<br>Ticker |
|-----------------------------|----------------|----------------|------------------|----------------|----------------|----------------|---------------|
| <b>벤치마크 포트폴리오</b>           |                |                |                  |                |                | <b>6.3</b>     |               |
| 글로벌주식                       |                |                |                  |                | 60.0           | 7.5            |               |
| 글로벌채권                       |                |                |                  |                | 40.0           | 4.6            |               |
| <b>IBK투자증권 자산배분 EMP</b>     |                |                | <b>100.0</b>     | <b>0.0</b>     | <b>100.0</b>   | <b>7.1</b>     |               |
| 글로벌주식                       | 4              | 3              | 59.7             | -0.1           | 60.6           |                |               |
| 글로벌채권                       | 5              | 5              | 31.5             | -0.3           | 30.2           |                |               |
| 대체자산                        | 4              | 4              | 6.6              | 0.4            | 7.2            |                |               |
| 현금 및 유동성                    | 6              | 6              | 2.2              | 0.0            | 2.1            |                |               |
| <b>미국</b>                   |                |                | <b>54.8</b>      | <b>0.0</b>     | <b>53.0</b>    |                |               |
| <b>미국주식</b>                 |                |                | <b>32.6</b>      | <b>0.0</b>     | <b>32.3</b>    | 8.0            |               |
| 대형주                         | 4              | 3              | 8.3              | 0.2            | 8.0            | 8.0            | SPY           |
| 소형주                         | 3              | 2              | 7.3              | -0.3           | 10.3           | 9.9            | IWM           |
| 성장주                         | 4              | 3              | 12.2             | 0.0            | 14.1           | 10.5           | VUG           |
| 퀄리티                         | 4              | 4              | 4.8              | 0.1            | -              | 9.3            | QUAL          |
| <b>미국채권</b>                 |                |                | <b>22.2</b>      | <b>0.0</b>     | <b>20.7</b>    |                |               |
| 단기(UST2Y, Duration 1.9)     | 5              | 5              | 3.9              | 0.0            | 3.4            | 3.8            | SHY           |
| 중기(UST5Y, Duration 4.3)     | 5              | 5              | 2.6              | 0.0            | 2.3            | 4.0            | IEI           |
| 장기(UST10Y, Duration 7.1)    | 4              | 5              | 3.0              | 0.0            | 2.0            | 4.2            | IEF           |
| 초장기(UST15Y+, Duration 12.5) | 4              | 5              | 2.1              | 0.0            | 2.9            | 4.5            | TLH           |
| 투자등급(Duration 8.2)          | 6              | 6              | 3.2              | 0.0            | 2.4            | 5.0            | LQD           |
| 하이일드(Duration 3.1)          | 4              | 4              | 7.4              | 0.0            | 7.7            | 7.3            | USHY          |
| <b>유럽</b>                   |                |                | <b>6.3</b>       | <b>-0.1</b>    | <b>6.2</b>     |                |               |
| 유럽주식                        | 3              | 4              | 6.3              | -0.1           | 6.2            | 7.1            | VGK           |
| <b>일본</b>                   |                |                | <b>4.5</b>       | <b>0.0</b>     | <b>4.8</b>     |                |               |
| 일본주식                        | 3              | 3              | 4.5              | 0.0            | 4.8            | 6.5            | EWJ           |
| <b>중국</b>                   |                |                | <b>5.4</b>       | <b>0.0</b>     | <b>6.3</b>     |                |               |
| 중국주식                        | 2              | 3              | 5.4              | 0.0            | 6.3            | 8.0            | MCHI          |
| <b>한국</b>                   |                |                | <b>20.2</b>      | <b>-0.3</b>    | <b>20.4</b>    |                |               |
| <b>한국주식</b>                 |                |                | <b>10.9</b>      | <b>0.0</b>     | <b>10.9</b>    |                |               |
| 대형주                         | 4              | 4              | 10.9             | 0.0            | 10.9           | 7.0            | A069500       |
| <b>한국국채</b>                 |                |                | <b>3.6</b>       | <b>-0.2</b>    | <b>3.6</b>     |                |               |
| 단기(KTB3Y, Duration 3.0)     | 4              | 4              | 1.1              | -0.2           | 1.1            | 2.5            | A114260       |
| 중기(KTB5Y, Duration 5.5)     | 4              | 4              | 1.1              | 0.0            | 1.0            | 2.7            | A302190       |
| 장기(KTB10Y, Duration 8.0)    | 4              | 4              | 1.4              | 0.0            | 1.6            | 2.8            | A471230       |
| <b>한국크레딧</b>                |                |                | <b>5.7</b>       | <b>-0.1</b>    | <b>5.9</b>     |                |               |
| 머니마켓(Duration 0.33)         | 5              | 4              | 2.7              | 0.0            | 2.5            | 3.0            | A455890       |
| 초우량물(국공채, Duration 3.6)     | 3              | 4              | 0.9              | 0.0            | 1.1            | 2.8            | A272910       |
| 우량물(회사채전반, Duration 3.8)    | 5              | 5              | 2.1              | -0.1           | 2.2            | 3.2            | A438330       |
| <b>대체자산</b>                 |                |                | <b>6.6</b>       | <b>0.4</b>     | <b>7.2</b>     |                |               |
| 부동산(美REITs)                 | 3              | 3              | 2.7              | 0.2            | 2.2            | 6.3            | SCHH          |
| 금                           | 4              | 4              | 3.9              | 0.2            | 5.0            | 7.0            | GLD           |
| <b>현금 및 유동성</b>             |                |                | <b>2.2</b>       | <b>0.0</b>     | <b>2.1</b>     |                |               |
| 달러유동성(UST3M, Duration 0.10) | 6              | 6              | 1.5              | -0.1           | 1.1            | 4.3            | BIL           |
| 원화유동성(KOFR, Duration 0.01)  | 6              | 6              | 0.7              | 0.1            | 1.0            | 2.8            | A423160       |

자료: IBK투자증권

주1: 투자선호도는 7점 척도로 1(Strong Sell), 2(Sell), 3(Negative), 4(Neutral), 5(Positive), 6(Buy), 7(Strong Buy)

주2: 기대수익률 단위는 %, BlackRock, Vanguard, Invesco의 Capital Market Assumption 반영

주3: 연환산위험 단위는 %, 2014~2025년 3월까지의 자산별 월표본 표준편차와 2024~2025년 3월까지의 일표본 표준편차 반영

주4: 원화환산 기준, 원화환산에 따른 변동성 확대는 자산별로 3~5%p를 가산

주5: 상관계수는 2023년 12월~2025년 3월 일표본 상관계수를 반영

주6: 포트폴리오 최적화 모델은 Resampled Mean-Variance Optimization 적용

주7: 기대수익률 타겟 7.1%로 최소분산 포트폴리오 산출 &amp; 분석을 위해 자산군별 제약조건 설정(포트폴리오 효율성 감소)

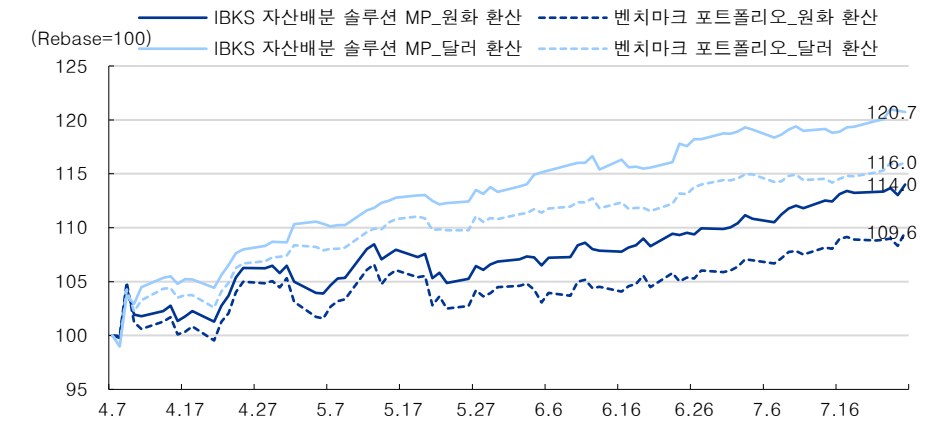
주8: 무위험수익률을 감안하는 Sharpe ratio는 0.40~0.55 범위로 추정

큰 틀에서의 비중 조절  
제한적. 주요 변수들이  
남아 있는 가운데 향후  
이슈 및 변동성 대응에  
주목

## 2025년 IBKS 자산배분 솔루션 누적 성과 점검

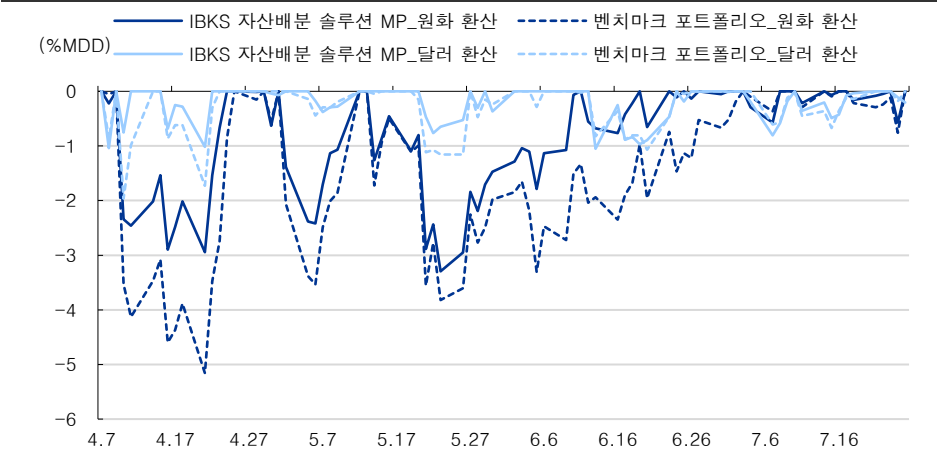
전략적 자산배분 효과  
반영하며 벤치마크 대비  
아웃퍼폼 시현

그림 1. 벤치마크(60:40) 및 IBKS 자산배분 솔루션 모델 포트폴리오 수익률 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권 / 주1: 자료 발간일 기준 월간 리밸런싱을 가정 / 주2: 포트폴리오 성과는 총수익률 기준  
주3: 벤치마크(60:40)는 iShares MSCI ACWI Index Fund ETF(ACWI), Vanguard Total World Bond ETF(BNDW) 적용

그림 2. 벤치마크(60:40) 및 IBKS 자산배분 솔루션 모델 포트폴리오 MDD(최대낙폭)



자료: Bloomberg, IBK투자증권 / 주1: 자료 발간일 기준 월간 리밸런싱을 가정 / 주2: 포트폴리오 성과는 총수익률 기준  
주3: 벤치마크(60:40)는 iShares MSCI ACWI Index Fund ETF(ACWI), Vanguard Total World Bond ETF(BNDW) 적용

그림 3. 포트폴리오 총 수익률 비교(3개월 기준)

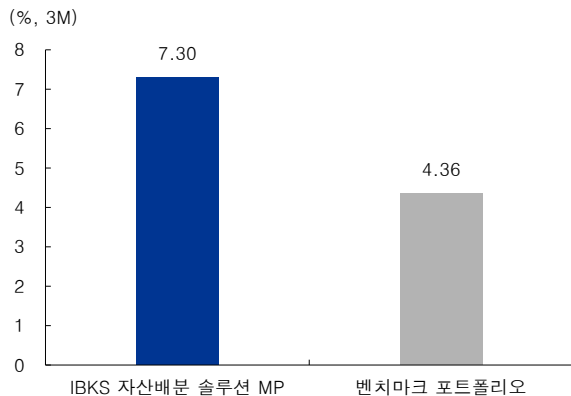
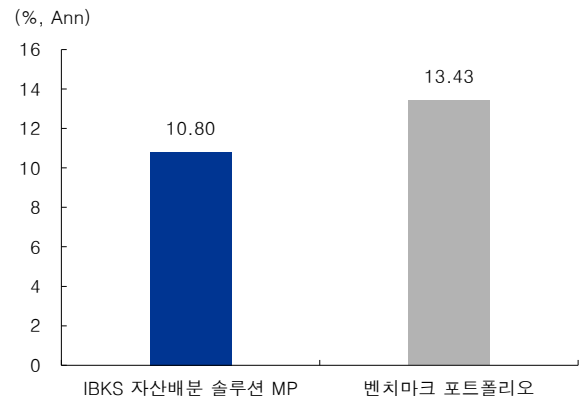


그림 4. 포트폴리오 변동성 비교(연율화)



자료: Bloomberg, IBK투자증권 / 주1: 자료 발간일 기준 월간 리밸런싱을 가정 / 주2: 포트폴리오 성과는 총수익률 기준  
주3: 벤치마크(60:40)는 iShares MSCI ACWI Index Fund ETF(ACWI), Vanguard Total World Bond ETF(BNDW) 적용

## 국면4: 과도기

- 인플레이 경계, 경기 위축  
등으로 통화 및 재정정책  
혼선이 이어지는 국면

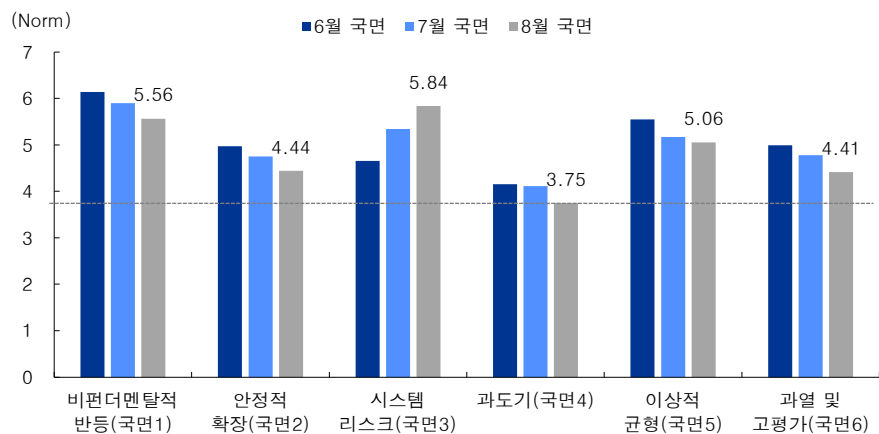
## K-클러스터링 국면판단모델: '과도기(국면4)'

2025년 8월 자산배분 모델의 K-클러스터링 기반 국면 판단 결과 '과도기'를 유지하고 있다. 특히 유클리드 거리 수준은 3.75로 전월 4.1에서 추가 축소되며, 최근 3개월 연속 안정화 흐름을 이어가고 있다. 2022년 이후 지속적으로 확인되는 상황으로 현 시점의 특수성을 반영하고 있다. 다만, 단순 안정화라기보다 과열·고평가 국면과의 인접성이 높아진 상황으로 해석된다. 이는 2024년 8월 엔 캐리 트레이드 청산 우려가 불거졌던 시기와 유사하며, 과거 사례에서 확인되듯 변동성 확대 리스크를 배제하기 어렵다.

Z-Score 비교 결과, 관세 정책 완화에도 불구하고 물가 지표가 상대적으로 상향 조정되며 밸류에이션 부담이 가중되었다. 주가 상승은 단기 기대 심리를 반영했지만 기업 이익 개선이나 경제 펀더멘탈의 유지력이 지속해서 시험 받을 것으로 예상된다. 해당 환경은 모멘텀 장세와 과열 신호가 동시에 나타나는 전형적 과도기 국면으로 전략적으로는 핵심 자산 비중은 유지하되 내부 Tilt 조정이 필요하다.

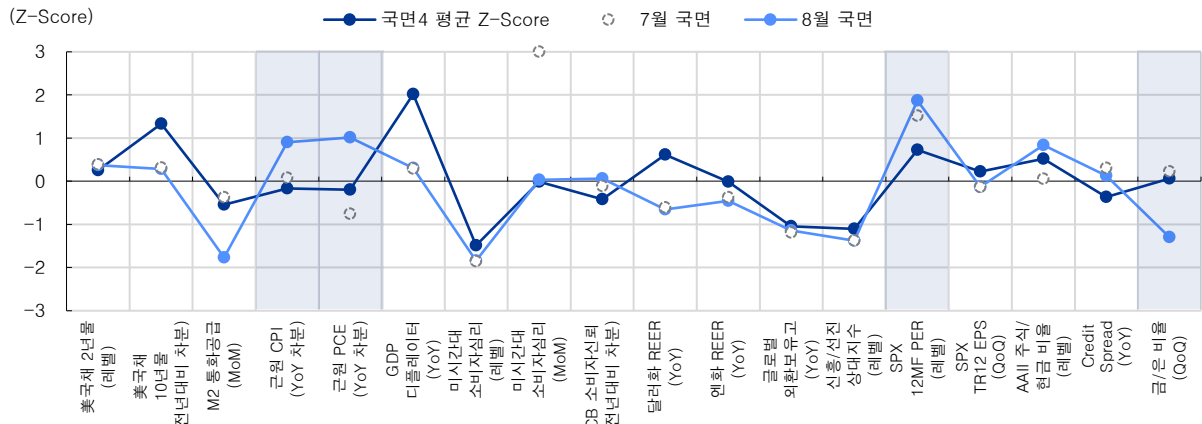
정책 이벤트 측면에서는 관세 리스크가 완화 국면으로 전환된 점이 주목된다. 미국-일본에 이어 EU까지 15% 수준의 상호 관세 협상 타결이 이뤄지며 글로벌 무역 불확실성이 감소했다. 다만 이로 인한 정책 공백 속에서 8월 미국 의회 휴회기와 이어질 예산안 협상이 새로운 리스크 요인으로 부각될 가능성이 있다. 이에 8월 국면은 외형상 안정이나 이익 피크아웃 구간에서의 고평가 부담이 여전히 상존하는 이중적 특징을 보인다. 기대심리가 과도하게 확장될 경우 변동성 급등 가능성은 여전하다. 따라서 포트폴리오 전략은 위험자산 비중 확대보다 퀄리티·고배당 중심의 코어 방어축 유지와 단기 이벤트 대응이 필요해 보인다.

그림 5. 15차 국면별 평균 Z-Score와 6월~8월 유클리드 거리 비교



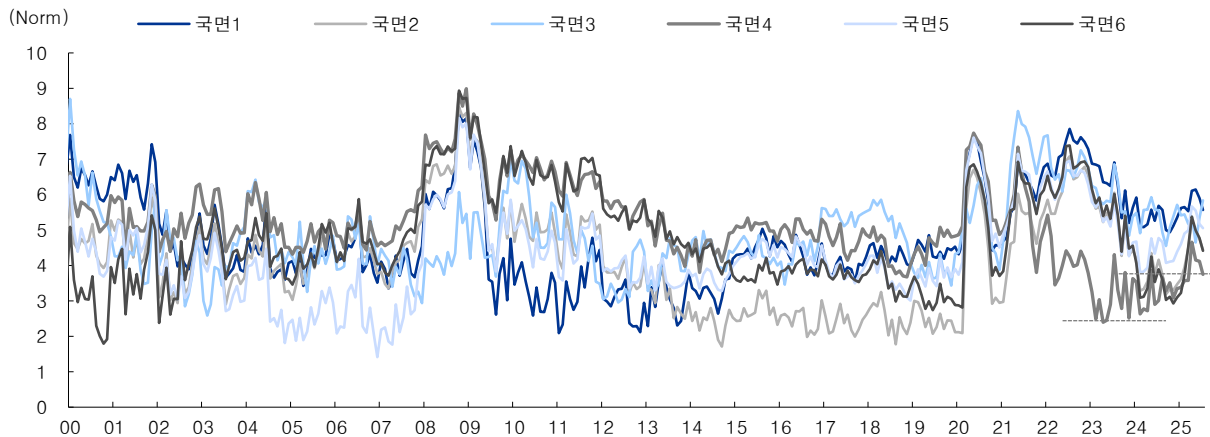
자료: Bloomberg, Refinitiv, IBK투자증권

그림 6. 15차 국면4 평균 Z-Score와 7월, 8월 Z-Score 비교



자료: Bloomberg, Refinitiv, IBK투자증권

그림 7. 15차 국면 평균 Z-Score와 월별 Z-Score 유클리드 거리: 작을 수록 해당 국면에 인접



자료: Bloomberg, Refinitiv, IBK투자증권

그림 8. 15차 윈도우('91~'24) 기반 클러스터링 국면 요약 Table

| 국면  | 모델 적용 위험선호도  | 해석           | 특징 요약                           | 주요 시기               | 시기 특징               | 자산배분 전략  |
|-----|--------------|--------------|---------------------------------|---------------------|---------------------|--|
| 국면1 | 비편더멘탈적 변동    | 위험선호(R4)     | 실물 및 심리지표 악세 속 단기 변동 국면         | 2009~11             | GFC 이후 양적완화         | 단기 리스크온 전략<br>유동성 장세 추종 및<br>신용국 비중 확대 가능            |
| 국면2 | 안정적 확장       | 위험중립(R3)     | 편더멘탈 회복 기반의 균형적인 성장             | 2013~19             | 포스트 위기 회복기          | 전통적 리스크 온,<br>주식 비중 확대 유리<br>(실적 주도 종목 중심)           |
| 국면3 | 시스템 리스크      | 안전선호(R2)     | 금융시스템 전반 충격 발생<br>→ 리스크 오프 확대   | 2008~09,<br>2020초   | 글로벌 금융위기,<br>코로나 초기 | 극단적 방어 전략<br>현금 및 단기채, 달러 등<br>안전자산 비중 확대            |
| 국면4 | 과도기 /스테그플레이션 | 위험중립(R3)     | 성장 둔화 및 고물가<br>→ 정책 혼신(통화 및 재정) | 2022~24             | 급격한 긴축              | 위험자산 비중 축소 혹은<br>방어적 포트폴리오 구축<br>고배당 및 인컴 전략, 단기채 접근 |
| 국면5 | 이성적 균형       | 극단적 위험선호(R5) | 성장, 물가, 금리 수준<br>안정적 조화         | 1991~97,<br>2004~07 | 장기 확장기              | 균형 속 성장으로 위험선호 부각<br>성장주 중심 대응 속<br>가치주 순환에 전략 병행    |
| 국면6 | 과열 및 고평가     | 극단적 안전선호(R1) | 밸류에이션 부담 누적<br>→ 금리 리스크 고조      | 1999~01,<br>2024하반기 | IT, 테크 버블           | 리스크 금중 가능성<br>점진적 주식 비중 축소<br>현금 및 펄리티 중심 포트 재편      |

자료: IBK투자증권

증시 밸류에이션 부담은  
증대. 추가 랠리에 대한  
비중 확대 접근 보다는  
변동성 대비 전략이 유효

## 2025년 8월 자산배분솔루션 주식/대체

**2025년 8월 글로벌 주식시장은 점진적 밸류에이션 부담 확대 국면이며, 추가 랠리보다는 변동성 대응 중심 전략이 적절한 시점으로 보인다.** 글로벌 자금은 미국에서 유럽·일본·신흥시장으로 이어지고 있으며, 특히 유로존과 일본은 상대적으로 저평가된 밸류에이션과 정책 모멘텀 덕분에 지속적인 투자 매력이 높아진 상황이다. 시장이 비교적 안정화된 상태이지만, 밸류에이션 고점 부담과 지정학적 리스크가 여전하기에 현 수준 비중 유지와 변동성 국면 대응 전략이 선호된다.

미국-일본, EU의 최근 관세 협상 타결(15% 수준) 발표는 글로벌 무역 불확실성 완화로 받아들여지고 있으며, 특정 품목(구리 등)에 대한 품목관세 리스크는 여전히 존재하지만 관세 이슈에 대한 전체 방향은 완화 국면 진입으로 해석된다. 이러한 리스크 변화는 대체 부문에 있어서도 실물 자산(원자재, 인프라 등)에 대한 투자로 연결될 수 있다. 즉, 규제 불확실성이 줄어들면서 리스크 프리미엄이 축소될 여지가 있고, 밸류에이션 부담이 상대적으로 낮은 대체 자산은 향후 안정적 수익 흐름 확보 관점에서 중요해질 것으로 예상된다.

**미국은 빅테크 실적 시즌이 시장 방향성을 결정하는 핵심 요소로 부상**하고 있다. 밸류에이션 수준은 고점에 근접한 가운데 실적이 모멘텀을 지지하지 못할 경우 변동성 확대로 연결될 가능성이 높다. 또한, 최근 시장 View 역시 점진적 과열 우려를 반영하고 있는 만큼 리스크 노출에 따른 증시 움직임이 강하게 나타날 것으로 예상된다. 다만, 선제적 비중 축소 접근은 포트폴리오 성과를 제한할 수 있어 현 수준 비중을 유지하되, 단기 변동성 대응 전략(옵션 헷지 등)을 병행하는 것이 합리적이다.

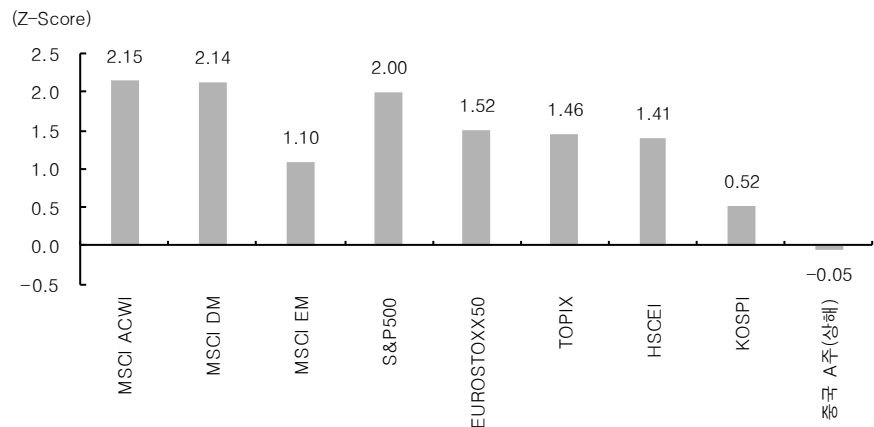
**유럽 증시는** 달러 대비 유로화가 올해 들어 약 12~14% 절상되며 대표 수출 기업의 해외 이익성장률에 주당순이익(EPS) 기준 약 2~3% 하락 압박을 받았다. 또한, 무역 긴장 완화가 지연되어 오면서 대형 수출주 중심으로 부정적 요인이 발생했다. ECB는 최근 기준금리를 2% 수준에서 동결 유지하며 통화정책의 신중한 대응을 이어가고 있으며, 이는 무역 불확실성과 유로화 강세가 물가 불확실성으로 이어지는 가운데 이루어진 결정이다. 종합적으로, 유로존은 기준금리에 대한 하방 여력이 남아 있고 경기 회복 기대가 있으나, 환율 리스크·무역 리스크가 상존하므로 현 수준 비중 유지하면서 내수주 중심으로 바라볼 필요가 있다.

**일본은** 미-일 무역 리스크 완화 흐름 및 수출 기업 실적 개선으로 수급 기반이 강화되고 있다. 다만, 일본 여당이 국회 과반 유지에 실패함에 따라 정치적 리스크가 잔존해 추가 비중확대는 제한된다. 일본을 유럽·신흥국과 함께 자금 순환의 주요 대상 시장으로 수출·산업 중심 대형주 중심으로 접근하면서도 정책 이슈에 주목해야 한다.

**중국 시장은** 경기 회복이 다소 완만한 가운데 핵심 기술 섹터 중심으로 선택적 회복 신호가 포착되고 있다. 여전히 규제 리스크, 부동산 구조조정, 글로벌 수요 둔화 등이 잔존해 있고, 미국과의 관세 협상이 아직 마무리되지 않은 핵심 국가인 만큼 불확실성 해소 이후의 접근성 확대가 유리할 것으로 보인다.

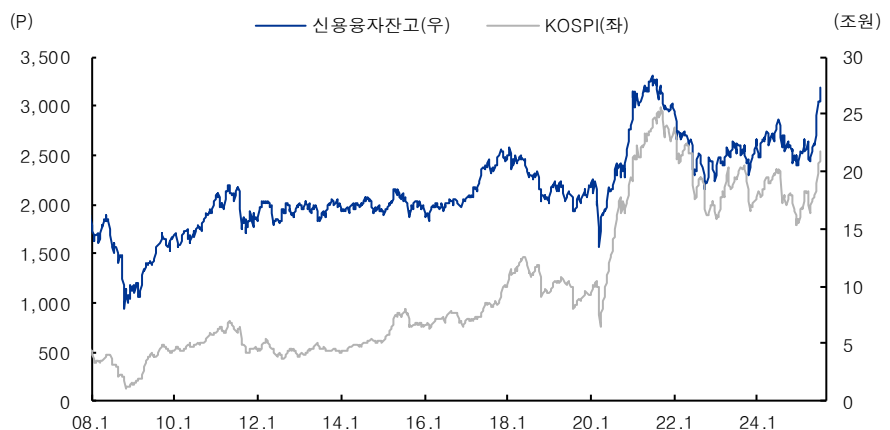
**국내 증시는** 2분기 GDP 호조 및 신정부 친 증시 정책에 기반한 우호적 환경 이어가 겠으나 가파른 반등 흐름 속 레버리지 기반 투자 확대가 과열 우려로 작용하고 있다. 이재명 행정부의 상법 개정과 이사회 책임 강화, 소액주주 권익 보호 확대 등으로 시장 신뢰 회복에 주목하면서 상반기 글로벌 증시 중 수익률 최상위를 기록하는 등 행보를 보였고, 경기 측면에서는 관세 이슈에 따른 선 수요로 수출 기반 호조세가 견고하게 나타난 점이 긍정적이다. 다만, 리테일 투자자 중심의 KOSPI 신용융자 금액이 21조 원을 넘어서며 팬데믹 유동성 장세 기간 고점인 25조 원 수준에 인접해 가고 있다. 이는 변동성 리스크를 높이고 있으며, 관세 협상이 미비한 데 따른 불확실성에도 노출되어 있어 유의할 필요가 있다.

그림 9. 글로벌 증시 최근 P/B 밸류에이션(최근 10년) 표준화점수



자료: Refinitiv, IBK투자증권

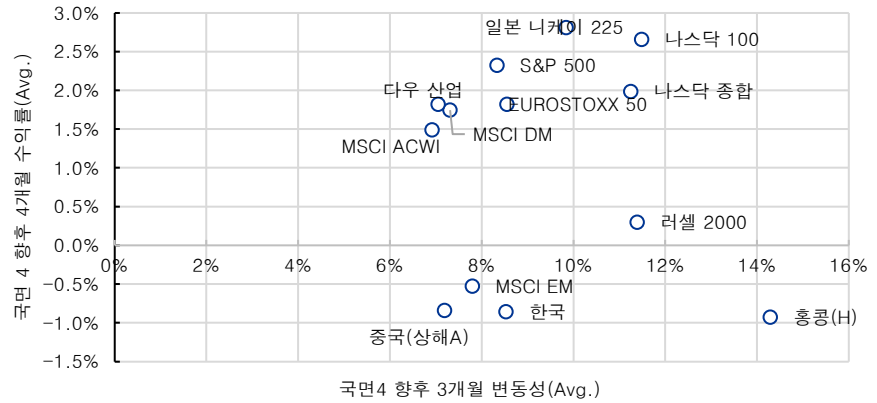
그림 10. 국내증시 신용융자잔고 및 KOSPI 추이



자료: Quantwise, IBK투자증권



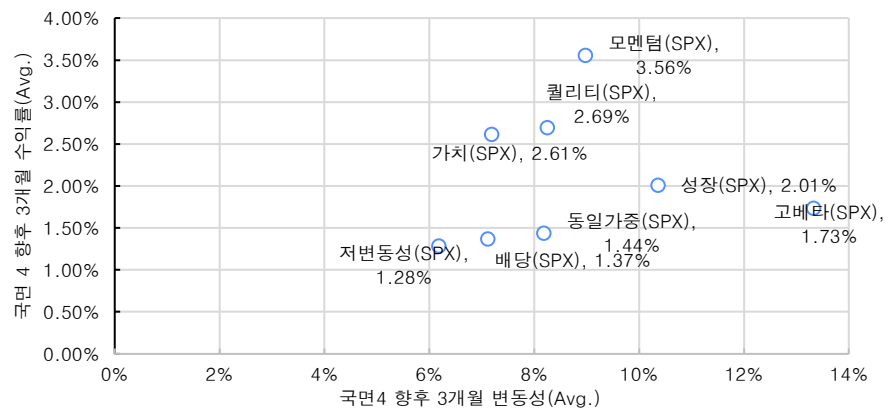
그림 11. 국면4 향후 3개월 평균 Risk/Return Profile



자료: Refinitiv, IBK투자증권

주: 최근 15년 자산 가격 데이터 기준 국면 매칭

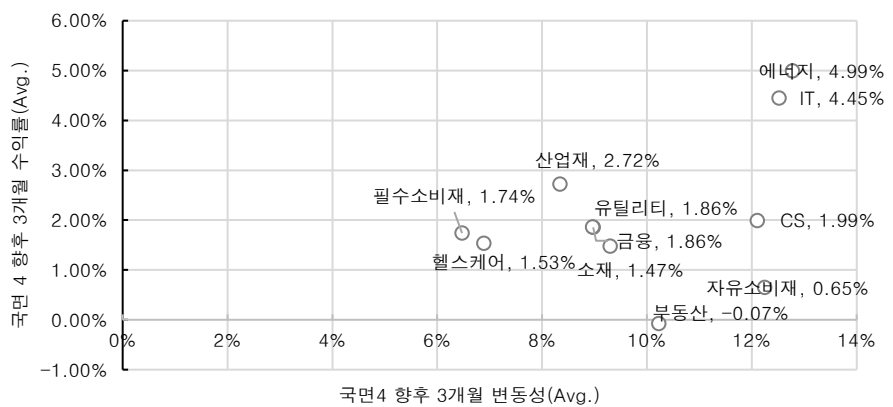
그림 12. 국면4 향후 3개월 평균 Risk/Return Profile: 스타일



자료: Refinitiv, IBK투자증권

주: 최근 15년 자산 가격 데이터 기준 국면 매칭

그림 13. 국면4 향후 3개월 평균 Risk/Return Profile: 업종



자료: Refinitiv, IBK투자증권

주: 최근 15년 자산 가격 데이터 기준 국면 매칭



**금 가격은** 상반기 급등 이후 박스권 등락을 이어가고 있으며, 지정학적 리스크와 미 재정 적자 확대 가능성 등이 상존해 전통적 안전자산으로서의 가치는 유지되고 있다. 미국 의회 휴회기 돌입한 가운데 향후 예산안 협상, 미-중 관세 이슈 등은 강세 트리거로 작용할 수 있겠으며, 신흥국 중앙은행의 금 매입 기조 지속과 글로벌 외환보유고 내 금 비중 확대 역시 구조적인 수요를 뒷받침하고 있다. 달러 대비 환헤지 효과에 대한 기대 이어지면서 현 수준의 적정 비중을 유지하여 포트폴리오 변동성 완충에 기여할 것으로 예상된다.

**리츠(REITs)는** 인플레이 경계 등 점진적 인컴 자산 수요 증대되는 가운데 차별화 장세 이어질 것으로 예상된다. 물류 및 데이터센터형 리츠는 AI인프라, 전자상거래 확장 수요로 안정적인 수익 및 배당 성장이 지속되는 반면, 고금리 부담 속 상업용, 오피스 리츠는 리파이낸싱 우려가 이어지면서 가격 상방 탄력이 제한될 것으로 전망한다. ETF 접근으로는 세부 할당이 다소 제한된 데 따라 주식 외 분산 수단으로 기능할 것으로 예상된다.

표 14. 2025년 8월 주식/대체 투자선호도

| 구분    | 현재 선호도 | 직전 선호도 | 선호도 변화 | 선호도 근거  |
|-------|--------|--------|--------|---|
| 미국주식  | 4      | 4      | 유지     | 빅테크 실적 호조와 금리 안정 흐름이 긍정적이나 밸류에이션 부담과 통상 정책 불확실성이 병존하여 중립적 비중 유지가 합리적                    |
| 유럽주식  | 3      | 3      | 유지     | 유로화 강세와 수출기업 이익 하락 우려에도 내수·배당 중심 방어 전략이 유효. 금리 인하 기대가 일부 지지하지만 방향성은 제한적                 |
| 일본주식  | 3      | 3      | 유지     | 수출 회복 모멘텀과 무역 리스크 완화는 긍정적이나 엔화 변동성과 정치 리스크가 투자심리를 제약. 대형주 중심 방어적 접근 유지                  |
| 중국주식  | 2      | 2      | 유지     | 부동산 구조조정, 규제 리스크, 글로벌 수요 둔화로 회복 속도는 제한적. 핵심 기술 섹터 중심 ETF 제한 노출 전략을 지속                   |
| 한국주식  | 4      | 4      | 유지     | 신정부 친증시 정책과 GDP 호조로 단기 반등세가 지속되나 레버리지 기반 과열 우려 부각. 대형 가치·배당 중심 비중 유지가 바람직               |
| 미국 리츠 | 3      | 3      | 유지     | 금리 안정으로 물류·데이터센터형 리츠는 회복세이나 상업용·오피스 부문은 공실률 부담 지속. 전체 리츠는 제한적 비중 유지하되 ETF 접근으로 분산 효과 주목 |
| 금     | 4      | 4      | 유지     | 상반기 급등 후 숨 고르기 단계이나 지정학·재정 불확실성 확대 시 전통적 안전자산으로 재부각될 가능성. 포트폴리오 내 3~5% 방어 비중 유지         |

자료: IBK투자증권

주: **투자선호도**는 7점 척도로 1(Strong Sell), 2(Sell), 3(Negative), 4(Neutral), 5(Positive), 6(Buy), 7(Strong Buy)

## 2025년 8월 자산배분솔루션 채권/크레딧

채권/크레딧

정 형 주 연구위원

02) 6915-5654

hj.jeong@ibks.com

**2025년 8월 채권자산군에 대한 우호적(7점척도 중 4.7점) 선호도를 유지**한다. 채권자산군 투자선호도를 유지한 이유는 (1) 주식시장의 상대성차가 더 우월했고 (2) 2025년 연초 이후 글로벌 채권 포트폴리오에서 외환시장 변동성 관리비용이 급증했기 때문이다. **채권자산군 포지션 변경에 따르는 매물/기회비용이 크다.** 외환시장 변동성은 환헤지 비용만이 아니라 선물/선도/스왑 테너 결정에 따르는 운영비용을 포함한다. 2025년 하반기에도 트럼프 행정부의 통상(관세)정책으로 외환시장 고변동성 국면은 이어질 가능성이 높다. 당사는 2025년 7월 자산배분 월간전략에서 원화/달러유동성 자산의 선호도를 6점(Buy)으로 유지하면서 주식시장(위험자산) 대기자금 용도로 활용하는 전략을 제시했다. 일반적으로 (미국) 주식자산에 대해서는 환오픈 전략이 효율적이다. 반면 채권형 자산은 환오픈 전략에 따르는 (통화)변동성 확대가 리턴/리스크 프로파일 상에서 투자 효율을 크게 줄인다. 당사가 자산배분 채권전략에서 원화/달러유동성을 구분한 이유다.

이는 우리나라 거래소에 상장된 ETF 성과에서도 드러난다. 2025년 7월 말 지역/자산별 채권형 ETF 성과는 미국 회사채 머니마켓/우량물/하이일드 총수익률이 2.20~2.50%를 기록했다(7/25). 대적점은 미국 초장기물 ETF다. 2025년 7월 환헤지비용 부담으로 약 1.30~2.30% 손실을 기록했다. 미국 국채금리 하락보다 원달러 환율 변동성(=환헤지비용)이 더 강하게 기여한 결과다. 원달러 환율의 평균 일일변동폭은 2021년 5.2원에서 2022년~2024년 8.3원, 2025년 상반기 13.2원으로 크게 높아졌다. 외환시장 변동성이 높은 상황에서 해외채권 ETF의 우호적 성과와 환위험 관리를 구분하는 것은 중요하다. 헤지의 목적은 초과수익을 얻는 것이 아니라, 특정 가격변화에 영향을 받지 않는 것이다. 외환시장의 높은 변동성을 감안할 때, 효율적 자산배분 전략을 수행하기 위해 상술한 결과(환헤지여부)를 양자택일이 아니라, 해외채권 포지션에 대한 비중조정 수단으로 분류해야 한다.

2025년 7월 국내 채권형 ETF는 A급 이상 회사채 ETF 수익률이 0.25%를 기록했고, 초우량물(중장기 국공채) 수익률도 5bp 이내다. 국채금리 하락 폭이 제한적인 가운데, 초우량물 스프레드가 국채 금리에 근접하면서 (초우량물 신용위험을 활용한) 아웃퍼폼 가능성도 낮아졌다. 2025년 7월말 한국 국채금리는 국고3년물 2.48%, 국고10년물 2.86%로 2025년 하반기 전망에서 2025년 9월 말 전망치로 제시한 2.38%, 2.75%를 약 10bp 상회한다(6/17 발간). 당사는 하반기 전망에서 통화정책의 영향을 강하게 받는 순수기대가설보단 단기/장기물 국채금리 움직임이 (완화적 통화정책에도) 차별화하는 시장분할가설에 비중을 둘 것을 제시했다. 향후 시장금리는 소폭 하락할 가능성이 높으나, 그 폭이 상대적으로 크지 않을 것이므로 한국 채권시장 투자선호도는 직전 수준 4(Neutral)를 유지한다.

2025년 8월 국채발행계획은 잔존만기 3년 이내 단기물 비중이 6.9조원으로 2025년 3월 이후로 꾸준히 증가하고 있다. 2025년 연초이후 수급우려가 높았던 초장기물 발행규모는 점진적으로 줄었다. 국고채 수급부담이 단기물 중심으로 높아지고 있는데, 이재명 정부 출범 이후 정부의 조달결정 전망과정에서 단기물(3년 이내), 중장기물(5/10년), 초장기물(20/30/50년) 구분이 효과적일 것이다. 최근 단기국채 발행증가 원인은 (1) '근원물가상승률+잠재성장률(추계)'을 상회한 초장기물 금리 상승(발행유인 감소), (2) 기준금리 인하 이후 저금리 차환 매력도가 함께 작용한 결과다.

표 15. 2025년 8월 채권/크레딧 투자선호도

| 항목                     | 현재<br>선호도 | 직전<br>선호도 | 선호도<br>변화 | 선호도 근거  |
|------------------------|-----------|-----------|-----------|---|
| 한국국채                   | 4         | 4         | 유지        | 시장금리는 기준금리 인하 사이클 하단을 반영한 이후 잔존만기 1년 이내 만기물에서 기간 프리미엄 요구하기 시작할 것. 2025년 상반기 한국채금리는 2025년 3분기말까지의 통화/재정 정책기대를 상당부분 선반영. 이때 초단기구간(91일물) 괴리는 레버리지성 자금설정 동인으로 작용할 것. 중장기물(5/10년) 수급부담은 경제성장률 우려가 동행(상제). 실질성 장물/근원물가 전망경로 감안하면 2.60% 절대레벨이 국제 조달 기준점으로 작용할 전망                   |
| 한국크레딧<br>초우량물<br>(AAA) | 3         | 3         | 유지        | 초우량물 전반에 걸친 공급부담 증가 전망 유지. 기준금리 인하 기대가 초단기물로 머니무브 유도하며 일시적으로 조달유인 급감. 2025년 연말로 갈수록 듀레이션 확대에 따른 자본 차이보다 수급에 따른 스프레드 확대 압력이 강해질 것. 2025년 상반기 초우량 크레딧물 강세 나타나면서 2.60%까지 하락한 일드는 상대적 투자매력도 저하 요인(SP 10~15bp)   |
| 한국크레딧<br>AA-이상         | 7         | 7         | 유지        | AA-이상 크레딧물에 대한 우호적 선호도 유지. 기업 펀더멘털 기준 A+이하 크레딧물 신용스프레드 확대 압력 높은 상황. 2025년 상반기는 정성적 불확실성/위험이 강하게 작용하면서 크레딧물 전반에 대한センチ멘트가 긍정적으로 형성. 기준금리 인하여력이 일부 남아있는 만큼 시장금리 추가 하락시 상대적으로 긴 우량채 듀레이션이 긍정적으로 작용할 것. 일부 신용우려 높은 섹터는 등급평정 이후에도 선별적 투자 필요                                       |
| 한국크레딧<br>A+이하          | 2         | 2         | 유지        | A+이하 크레딧물에 대한 부정적 선호도 유지. A급 전반에 걸친 투자매력도보다 개별종목 위험관리 필요성에 주목. 2025년 상반기에도 하위등급 크레딧물 EOD 이슈 지속적으로 발생. 내수부진에 따른 가계/기업 펀더멘털 부담 누증. 통화정책은 부동산/가계부채 관리에 집중. 2025년 하반기는 정성적 부담이 정량적 수치에 담기기 시작하는 시간. 장기 구조개혁 결과는 장기간에 걸쳐 나타날 것. 신용이 흔들리면서 나타날 급격한センチ멘트 악화 경계할 필요                 |
| 미국<br>국채               | 6         | 6         | 유지        | 금리 하락에 따른 미국채 자본차익 기대 유지. 금리가 하락하는 속도에 방점 둘 필요. 늦어짐 연준의 5개년도 통화정책 프레임워크 점검결과와 경제전망 등 커뮤니케이션 강화하는 방향으로 진행할 전망. 투명성을 크게 높이는 분기점으로 작용할 것. 커뮤니케이션 과정에서 이해가능성/투명성을 구분할 필요. 기준금리 인하경로가 이연되는 것을 감안할 때 만기매칭 전략이 효과적일 것. 2025년 하반기에도 중장기물 금리하락 국면 이어질 전망이나, 대응 시계 늘릴 필요              |
| 미국<br>투자등급             | 7         | 7         | 유지        | 美투자등급 채권은 연준의 기준금리 인하 기대 미뤄지면서 국제대비 고금리 메리트 높은 편. 환헤지비용과 한국 IG 대비 듀레이션이 긴 특징을 감안할 필요. 신용 프리미엄 낮은 만기 듀레이션을 조정하거나 헤지 테너 차별화 전략 효율적. 미국채금리 10년물 4.50% 수준까지 재차 상승한 이후 자본차익 여력 증가. 신용 스프레드 확대압력(IG, 20bp)과 국제금리 하락률(10Y, 40bp)을 상계할 필요   |
| 미국<br>하이일드             | 4         | 4         | 유지        | 美하이일드 6.80% 수준의 캐리매력도 유지. 스프레드 축소세 이어가나, 신용위험은 크게 줄지 않음. 자본차익보다 이자수익에 집중할 필요. 달러유동성 보유로 이어가는 전략이 효율적일 것. 2025년 7월말 HY 스프레드는 전월말 대비 약 10bp 축소. 변동성 감안해 투자 비중 조정(분산)할 필요. 하이일드 위험은 꼬리위험인 경우가 다수. 통상분쟁이 기업 펀더멘털 훼손으로 이어질 경우 하이일드 스프레드 급등할 것. 분산투자 효과 감안하면 편입대상이 많은 ETF 활용이 효과적 |
| 신흥국<br>국채              | 2         | 2         | 유지        | 트럼프 관세충격 이후 펀더멘털/위험관리 비용 감안할 경우, 신흥국 채권 상대적 캐리 이익 축소. EM채권은 외환시장 동학에 강하게 연계. 외환시장 변동성까지 감수한다는 맥락에서 (비용증가) 부정적 기조 유지. 최근 군사갈등은 신흥국채권 꼬리위험을 심화하는 요인. 관세 관련 (부정적) 불확실성이 완화될 경우 EM통화 절상 가능성 높을 것. 하반기 글로벌 채권투자는 환차손 고려할 필요  |
| 달러<br>유동성              | 6         | 6         | 유지        | 美초단기 국제금리 레벨은 통상분쟁 등 글로벌 불확실성 확대로 4.30% 수준을 유지. 원화로 수령하기 보다는 美주식시장 대기자금 측면에서 긍정적. 원화환산 시 달러유동성 보유에 따른 기대효용에서 헤지비용(215bp, 7/25) 상계할 필요. 높은 외환시장 변동성이 금리차 적극 반영하는 중   |
| 원화<br>유동성              | 6         | 6         | 유지        | KOFR 2.46%, CP A1 91일물 2.71%로 무위험지표금리 KOFR 기준금리 하회. 기준금리 인하 사이클 하단에 근접한 것을 의미. 2025년 하반기 추가 인하 단행한 이후로는 초단기물에 대한 현재 수준의 캐리 메리트 빠르게 감소할 것. 위험자산 투입을 위한 선제적 수시성 자금(대기자금) 활용 긍정적   |
| <b>투자선호도 통계량</b>       |           |           |           |   |
| 평균                     | 4.7       | 4.7       | 유지        | 채권/크레딧물 전반에 걸친 우호적(Positive) 선호도 유지(증립 4)   |
| 편차                     | 1.9       | 1.9       | 유지        | 변동사항 없음   |

자료: IBK투자증권

주1: 투자선호도는 7점 척도로 1(Strong Sell), 2(Sell), 3(Negative), 4(Neutral), 5(Positive), 6(Buy), 7(Strong Buy)

주2: 이번 자료에서 선호도를 처음 제시함에 따라 직전선호도는 이해를 돕기 위한 기준점으로 제시

주3: 美투자등급(IG) 듀레이션은 듀레이션 8년, 美하이일드(HY) 듀레이션은 USHY 듀레이션 3년 전제

주4: 韓머니마켓 듀레이션은 0.3년, 초우량물(중장기 국공채) 듀레이션 3.6년, 투자등급 회사채(전반) 듀레이션 3.8년 전제

주5: 한국과 미국의 크레딧물은 각 자산군을 대표하는 회사채(액티브) ETF 듀레이션 감안한 수치

주6: 국제채와 듀레이션을 유사하게 맞추면서, 액티브 성향이 적어 섹터 대표성이 높은 ETF를 기준점으로 활용(Investable)

주7: 달러유동성은 듀레이션 0.10년, 원화유동성은 KOFR 금리 듀레이션 0.01년 전제