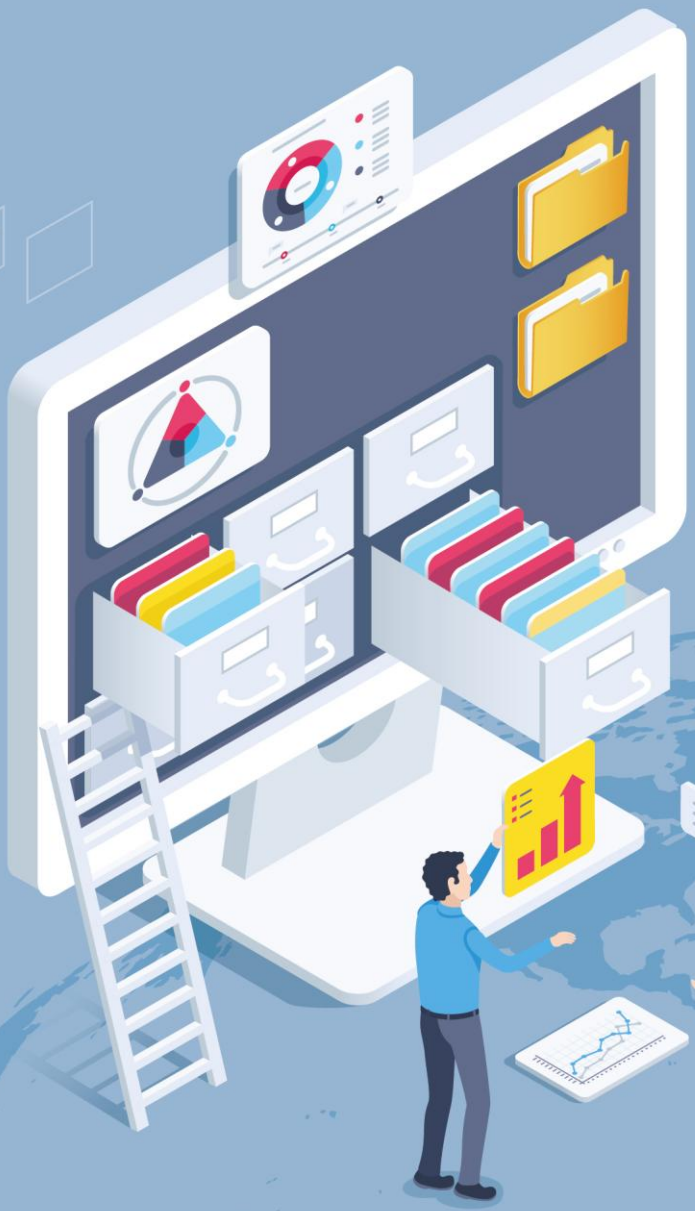
2025년 11월 18일 | 키움증권 리서치센터

투자전략팀 | 자산배분

2026 자산배분 전략 Check Points

퀀트/자산배분 최재원 cjw5056@kiwoom.com
RA 이현수 hslee@kiwoom.com



키움증권

목차

SUMMARY 2026 자산배분 전략 Check Points 3

I. 2025 년 자산군별 성과 및 매크로 환경 4
- 위험자산과 안전자산의 동반 상승 4
- 섹터와 스타일: AI 테마 그리고 성장 스타일 강세 지속 7
- 매크로 환경: 완만한 성장 흐름 속 권역별 모멘텀 차별 8

II. 2026 년, 눈 여겨 볼 요인들 10
- 자산간 분산 효과 개선 기대 10
- 관세를 둘러싼 안도감과 시차 15
- 증시 펀더멘털의 차별화 20
- 재정 불안과 금리 불확실성 28

III. 결론: 주식 중심의 다각화 필요 구간 33
- 낮은 주식 리스크 프리미엄에도 운신의 폭은 주식 우위 33

Compliance Notice

- 당사는 11월 18일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 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 의견 이 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 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

2026 자산배분 전략 Check Points

Executive Summary

Ⅰ. 2025 년 자산군별 성과 및 매크로 환경

2025 년에는 EM 증시가 글로벌 시장 상승을 견인했으며, 동시에 매크로 불확실성과 인플레이션 헤지 수요가 확대되면서 금이 안정적인 성과를 기록. 위험자산과 안전자산이 함께 강세를 보인 해로, 자산군별 수익률의 이례적인 차별화가 연출. 2026 년에는 인플레이션 압력이 점진적으로 완화되고 글로벌 성장률도 완만한 개선 흐름을 이어갈 가능성. 다만 G2 를 제외한 주요 권역에서 경기선행지수 개선이 확인되는 상황은 지역 간 성장 격차가 확대될 수 있음을 의미하며, 이를 감안한 다각화 전략 필요성이 한층 부각됨.

Ⅱ. 2026 년, 눈 여겨 볼 요인들

2026 년에는 자산 간 상관관계가 낮아지며 최근 2 년 대비 포트폴리오의 분산효과 개선이 예상됨. 이는 단일 자산에 대한 의존도를 낮출 수 있다는 점에서 투자환경 변화의 핵심 포인트로 평가됨. 다만 자산배분 과정에서 ① 인플레이션 상방 리스크(수요 변동·지정학 요인에 따른 물가 재확대 가능성), ② 재정 부담 확대(주요국 확장 재정이 금리·환율 변동성 유발), ③ 실적 전망 차별화(AI 중심 실적 회복과 비 AI 업종의 모멘텀 약화)의 세 가지 요인은 지속 점검 필요. 이러한 요소들은 2026 년 자산배분 성과를 좌우하는 핵심 변수로 작용할 전망.

Ⅲ. 결론: 주식 중심의 다각화 필요 구간

2026 년에는 분산효과 개선이 기대되나, 정책금리 인하 폭이 제한될 가능성이 높아 전체 자산에 대한 기대효과는 과도하게 확대하기 어려운 국면. 채권은 국내보다 해외, 장기보다 중단기 중심의 전략이 유효할 것으로 판단됨. 자산군 전반에서는 주식 내 전략적 배분의 중요성이 더욱 커지는 시기이며, AI 중심의 성장 흐름이 이어지는 만큼 미국 및 IT 비중이 높은 지역에 대한 관심은 필요. 다만 AI 밸류에이션 부담을 감안하면 미국 외 지역을 활용한 위성 전략 병행이 변동성 대응 측면에서 적절한 선택으로 평가됨.

I. 2025 년 자산군별 성과 및 매크로 환경

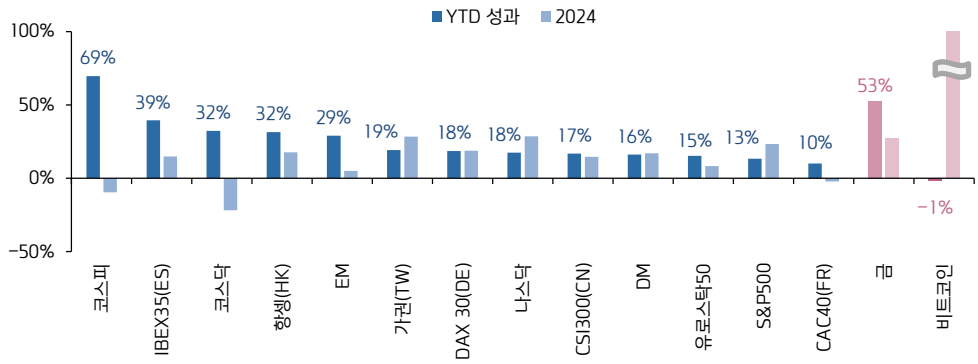
위험자산과 안전자산의 동반 상승

2025 년 금융시장은 미국 이외 주식 시장의 강세와 더불어 유동성 공급에 따른 인플레이션 및 매크로 리스크에 대한 헷지 수요로 안전자산인 금이 가장 높은 수익률을 기록하고 있다. 특히 주요 지수 중에서는 코스피가 70%를 넘는 수익률로 가장 높은 성과를 기록 중이며, 이는 경기 회복 흐름과 주요국 대비 미국발 관세 불확실성에 대한 노출도가 낮다는 이점이 복합적으로 작용한 결과로 스페인 증시 역시 높은 상승세를 보이고 있다. 그 외 미국 증시는 10%대 상승률로 주식 시장 내에서 성과가 가장 부진한 가운데, 이러한 부진은 단순한 기저효과를 넘어 AI 패권 경쟁 심화 및 규제 불확실성 증대로 인해 일부 빅테크 기업에 대한 프리미엄 재평가가 진행된 영향으로 해석될 수 있다. 그 외 주요 아시아 및 유럽 증시도 20~30%대 상승세를 기록 중이다

채권의 경우 작년 하반기부터 금리 인하 사이클이 이어지면서 전반적으로 양호한 흐름을 보이고 있으나, 지난해에 비해서는 상대적으로 상승률이 제한되고 있다. 이는 보험성 금리 인하의 성격과 더불어 주요국 정부의 재정 적자 확대에 따른 국채 공급 증가 우려가 장기 금리의 상방 압력으로 상존하고 있기 때문이다. 또한, 국내 채권의 경우 하반기에 들어 가계부채 및 부동산 규제 관리 필요성이 부각되며 금리 인하 기대가 축소되어 해외 채권에 비해 부진한 흐름이 이어지고 있다

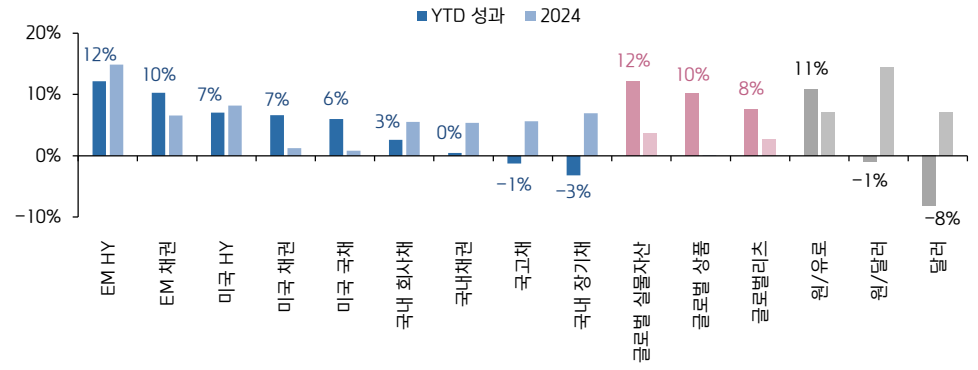
한편, 대체자산 중에서는 단연 인플레이션 헷지와 매크로 환경 불안 등으로 안전자산인 금에 대한 수요가 집중된 영향으로 50%를 상회하는 수익률을 기록하며 주요 위험자산의 상승률을 큰 폭으로 웃돌고 있다. 그 외에도 지난해부터 이어진 금리 인하 사이클과 함께 시중 유동성이 풍부해짐에 따라 인프라, 부동산 등과 같은 실물자산의 성과 또한 작년에 비해 큰 폭으로 개선되는 모습이다

주식 및 대체자산 2024년과 2025년(연초 이후) 성과



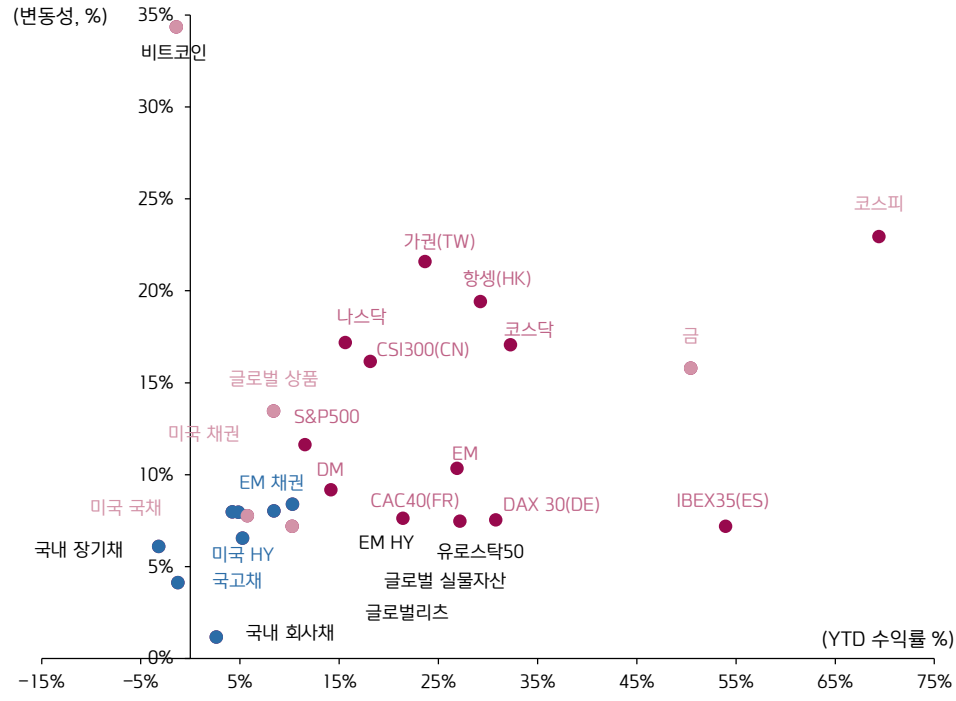
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) 파란 막대는 주식 자산, 붉은 막대는 대체자산 (11/17 기준)

채권 및 대체자산 2024년과 2025년(연초 이후) 성과



자료: Bloomberg, KIS, 키움증권 리서치센터
주) 파란 막대는 채권 자산, 붉은 막대는 대체자산, 회색 막대는 외환 (11/17 기준)

주요 자산별, 2025년 연초 이후 수익률과 변동성 (환효과 고려)



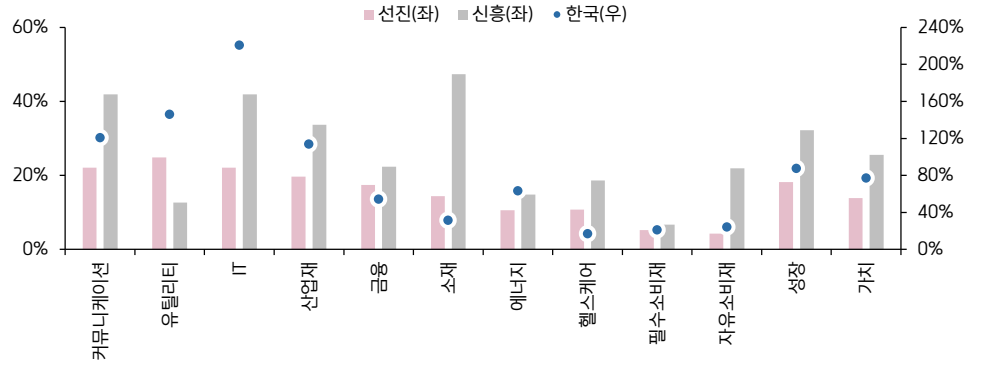
자료: Bloomberg, KIS, 키움증권 리서치센터
주1) 진한 붉은 점은 주식, 파란 점은 채권, 분홍 점은 대체자산 (11/17 기준)

섹터와 스타일: AI 테마 그리고 성장 스타일 강세 지속

2025 년 역시 AI 산업을 중심으로 한 성장주 중심의 강세가 연출되었는데, 2024 년에 비해 신흥국 증시의 성과가 선진 증시를 크게 앞섰다는 점이 특징적이다. 그럼에도 신흥국과 선진국 증시 공통적으로 커뮤니케이션 서비스, IT 등 기술주 관련 업종의 성과가 양호한 모습을 보였다. 그 외 신흥 증시 업종 중에서는 소재 업종의 연초 이후 성과가 가장 높은 모습을 기록했는데, 이는 2025 년 금 가격 급등에 힘입어 귀금속 및 산업용 금속 관련 기업들의 상승세가 두드러졌기 때문이다.

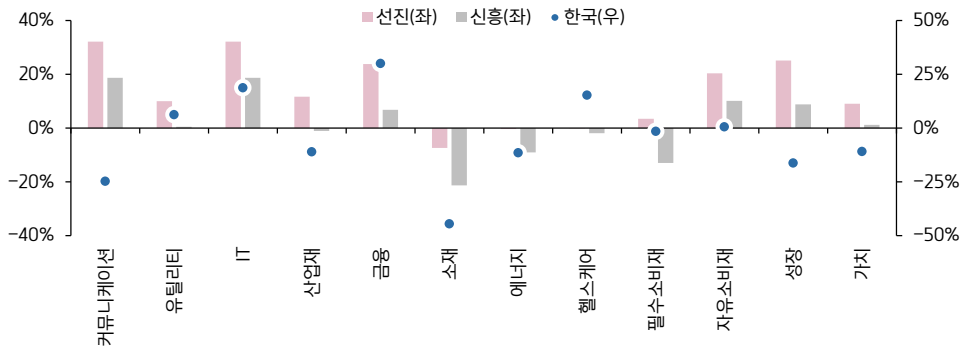
지난해 선진 증시 내에서 빅테크 기업들이 포함된 커뮤니케이션 서비스, IT, 자유소비재 그리고 금융 업종만이 상승세를 보였던 것과 비교해 올해는 업종 전반적으로 상승하는 흐름이 연출되었다. 그러나 여전히 AI 산업 개화에 따른 직접적인 수혜를 받는 업종과 그 외 에너지, 소비재, 헬스케어 등 업종들의 성과가 상대적으로 제한되는 모습은 지난해에 이어 지속되고 있다. 종합해보면, 글로벌 증시 전반의 금리 인하 사이클이 이어지는 환경과 AI 기술 발전 및 기술 도입의 초입부에 위치하고 있다는 점은 섹터별로 차별화된 흐름이 당분간 이어지게 만드는 배경이다. 특히, 금리 인하 기대는 할인율 하락으로 이어져 장기 성장 잠재력이 큰 기술주의 현재 가치를 극대화시키며, 펀더멘털이 검증된 성장 섹터로의 자본 집중화를 지속시킬 수 있다.

2025년, 연초 이후 선진/신흥/한국 증시 GICS 업종/스타일 주가 수익률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) MSCI 국가별 GICS 지수, 수익률은 11/17 기준

2024년, 선진/신흥/한국 증시 GICS 업종별 업종/스타일 주가 수익률



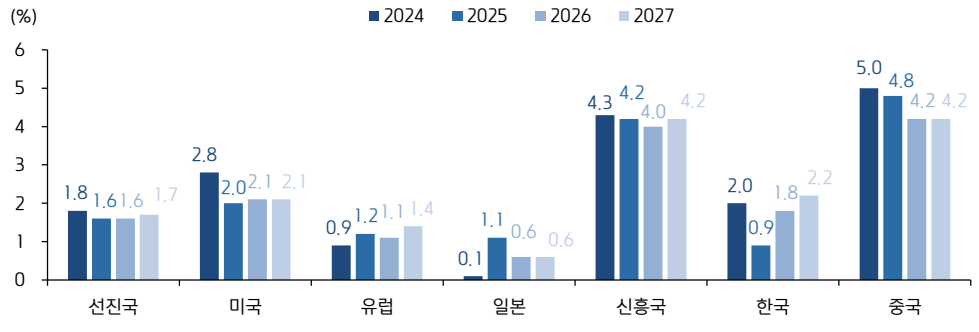
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) MSCI 국가별 GICS 지수, 수익률은 11/17 기준

매크로 환경: 완만한 성장 흐름 속 권역별 모멘텀 차별

글로벌 경제성장률 전망은 IMF 기준, 2025 년 3.2%, 2026 년 3.1%로 완만한 성장 둔화가 예상되는 가운데, 선진국은 1.6%, 신흥국은 4%대 초반의 성장률을 보일 것으로 예상된다. 특히 글로벌 성장률 전망은 IMF 가 지난 7 월 예상했던 전망보다 0.2%p 상향 조정된 것으로 완만한 성장 흐름에 대한 기대를 높이는 요인이다.

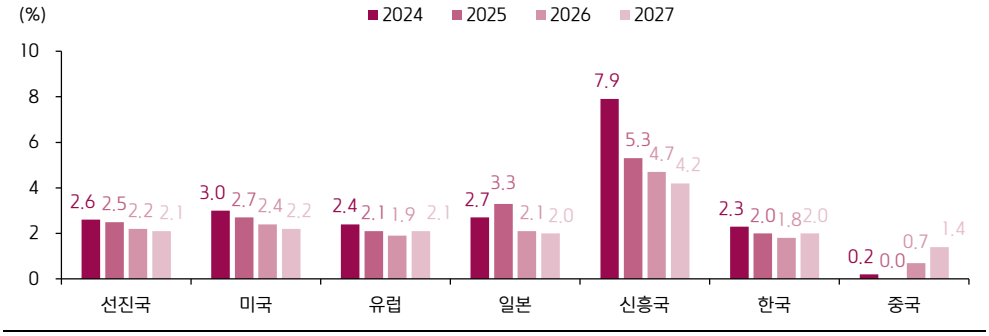
선진국 기준 2026 년 인플레이션 상승률은 2.2%가 예상되어 목표치(2%)에 근접할 것으로 예상된다. 신흥국 역시 올해보다는 물가 상승률이 낮아질 것으로 예상되나, 2026 년 4.7% 상승률이 예상되어 아직까지 물가 상승 압력이 높은 모습이다. 글로벌 인플레이션은 전반적으로 안정되는 방향성을 보일 것으로 예상되나, 미국이 여전히 목표치를 상회하고 있는 상황이며, 특히 보호무역주의 확대, 정책 불확실성, 정부 재정 등에 기인한 리스크가 상존하며 성장/물가 경로에 충격을 줄 수 있다.

주요국 연간 경제성장률 전망



자료: IMF, 키움증권 리서치센터

주요국 연간 소비자물가 상승률 전망

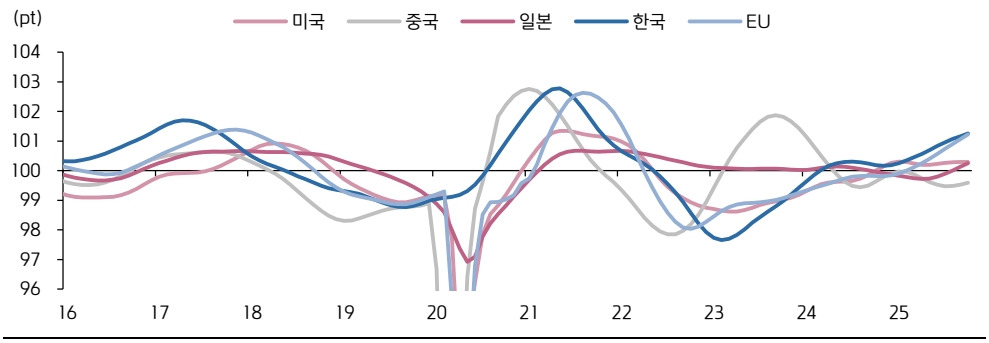


자료: IMF, 키움증권 리서치센터

한편, 글로벌 경제 전반적으로 완만한 성장세가 예상되는 상황이지만, 최근 경기선행지수의 흐름을 보면, 국가별로 차별화되는 모습이 나타나고 있다. 주요국 중에서는 한국, 유럽, 일본의 경기선행지수가 탄력적으로 개선되는 모습이 나타나고 있다. 중국은 기준선을 하회하고 있으나 최근 하향되던 방향성의 전환이 나타나고 있다.

반면, 미국은 지난해 말 이후 기준선을 꾸준히 상회하고 있으나, 경기선행지수의 개선이 연출되기보다는 정체되어 있는 모습이 특징적이다. AI 유관 업종과 제조업 부문의 차별화가 이어지고 있는 가운데, 보호무역주의 및 이민 정책에 기인한 노동 공급 제한 그리고 정책 불확실성이 높은 상태가 유지되는 점이 경기 전망 개선을 제한하는 요인으로 판단된다. 이처럼 제조업과 서비스업, 그리고 AI 수혜업종 간의 회복 속도 격차가 권역별 성장률 전망의 차별화를 심화시키는 핵심 동인이다. 성장 모멘텀이 국가별로 차별화되는 점은 특히 주식자산 투자에 있어서도 국가와 업종의 조합에 따른 세부적인 전략을 준비하게 만드는 배경이다.

주요국 경기선행지수 추이



자료: Bloomberg, OECD, 키움증권 리서치센터

II. 2026 년, 눈 여겨 볼 요인들

자산간 분산 효과 개선 기대

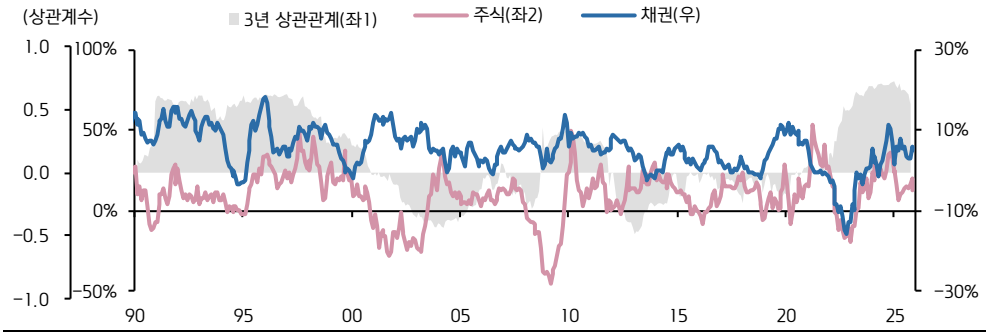
자산배분 전략을 구상하는 과정에서 중요한 점은 현재 보유하고 있는 포트폴리오가 목표 수익률을 추구하는 동시에 분산 효과를 통해 얼마나 안정성을 확보할 수 있을지로 귀결된다. 2000 년대 이후 이어진 저물가와 저금리 국면에서 상당 기간 지속된 주식과 채권 간의 음(-)의 상관관계는 2022 년 이후 다시 한번 뒤바뀌었다. 이는 '고인플레이션 국면'으로의 전환을 시사하며, 인플레이션이 경기 경로와 무관하게 자산 가치를 동반 하락시키는 주요 요인으로 작용했기 때문이다. 인플레이션 압력을 낮추기 위해 이루어진 글로벌 전반의 금리 인상 흐름은 주식과 채권에 동반 악재로 작용하며 같은 방향으로의 흐름이 연출되었다. 하지만, 2024 년 하반기 이후 금리 인하 사이클이 연출됨에 따라 주식과 채권 간의 분산 효과가 재차 살아날 수 있을지에 대한 관심이 높아지는 상황이다.

먼저 미국 증시를 살펴보면, 주식과 채권 간의 상관계수(3 년 이동)는 지난해 연말 0.7 을 상회하기도 했으나, 최근 0.62 수준으로 소폭 낮아졌다. 국내 시장에서의 주식과 채권 간의 상관계수는 지난해 0.55 수준까지 높아졌으나, 2025 년 연출된 국내 증시의 탄력적인 상승세로 인해 상관성이 빠르게 낮아지며 0.2 를 기록하는 등 약한 양(+)의 상관성을 보이고 있다. 여전히 국내외 전통자산군 간의 상관성이 (+) 관계를 보이고 있는 상황이지만, 최근의 상관성 약화 방향성은 지속될 것으로 판단한다.

거시경제적 측면에서도 2022 년 이후 전통자산 간의 양(+)의 상관관계를 만들어 낸 인플레이션의 경기 역행적인 상황이 점차 완화되고 있다. 미국의 소비자물가 상승률이 2~3% 수준까지 낮아진 가운데, 경제성장률 둔화 가능성 쪽으로 시장 참여자들의 관심이 점차 이동하며 경기 순응적인 국면으로 점차 이동할 것으로 예상되고 있다. 이와 같은 국면 전환이 지속될수록 전통자산 간의 상관성은 점차 낮아질 수 있을 것으로 기대한다.

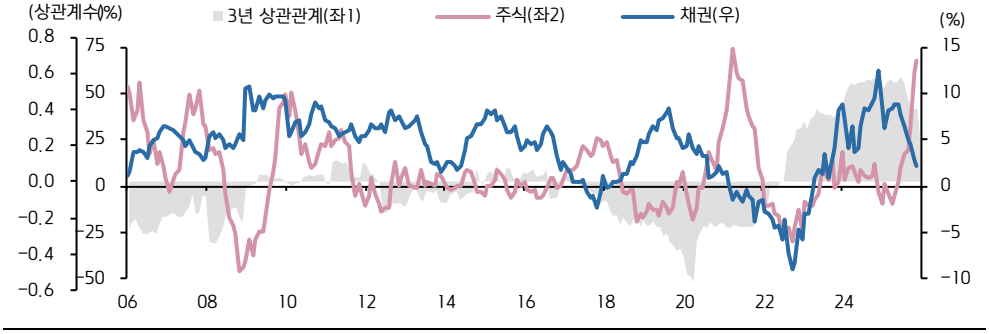
다만, 변화 방향성이 음(-)의 관계를 향해간다 하더라도, 과거와 같은 음(-)의 상관성 또는 낮은 상관계수를 회복하기까지는 시간이 소요될 것으로 전망한다. 여전히 글로벌 금융시장의 불안 요인으로 작용하고 있는 미국발 관세 불확실성에 기인한 높아진 무역 정책 불확실성을 비롯해 지정학적 리스크에 따른 공급망 분절화가 고착화되며 구조적 비용 상승 압력으로 작용할 수 있다는 점이 물가의 상방 리스크 요인으로 작용할 수 있기 때문이다. 낮아진 경제성장률 부양을 위한 보험성 금리 인하 사이클 돌입과 물가 상승 리스크 관리를 위한 제한적인 금리 인하 사이에서 상당 기간 움직일 것으로 예상되는 점은 인플레이션이 경기역행 국면에서 경기순응 국면으로 전환되는 것을 더디게 만들 요인으로 판단된다

미국, 주식과 채권 1년 수익률과 상관계수(3년 이동)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) 주식은 S&P 500, 채권은 미국 채권 종합(Bloomberg US Agg TR)의 1년 수익률

한국, 주식과 채권 1년 수익률과 상관계수(3년 이동)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) 주식은 코스피200, 채권은 한국 KIS종합채권지수의 1년 수익률

인플레이션 특성별 인플레이션 충격과 자산별 영향

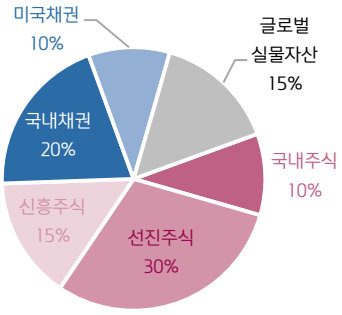
인플레이션 특성	인플레이션 충격	경기상황	주가변화	채권 가격 변화		주식/채권 상관관계
				인플레이션 효과	실질금리 효과	
경기 역행 ('70~'99 년)	양(실제)>예상)	악화	하락	하락	하락	양(+)
	음(실제<예상)	개선	상승	상승	상승	
경기 순응 ('00~'21 년)	양(실제)>예상)	개선	상승	하락		음(-)
	음(실제<예상)	악화	하락	상승		

자료: 장근혁, "최근 인플레이션 특성과 주식채권 분산투자 효과에 대한 시사점", KCMI 자본시장포커스, 키움증권 리서치센터
주) 인플레이션 발생 원인이 (-) 공급충격에 있는 경우 경기역행, 초과수요에 있는 경우 경기순응으로 구분

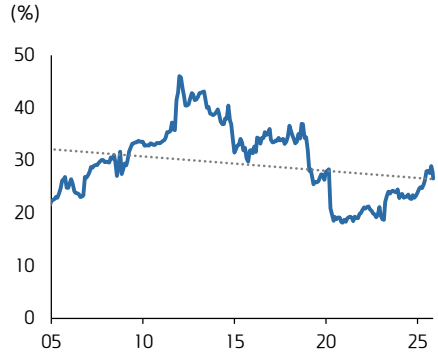
전통자산군 간의 상관관계가 점진적이지만 점차 낮아질 것으로 예상되는 가운데, 전통자산군 이외 자산들 간의 분산 효과가 2025 년 이후 소폭 반등하고 있는 점 또한 살펴볼 만한 점이다. 2020 년 금융시장 충격 이후 유동성이 풍부해짐에 따라 자산군 전반적으로 동조화되는 흐름이 연출되며 포트폴리오 구성을 통한 분산 효과는 큰 폭으로 낮아졌다. 이후 인플레이션 압력 완화 그리고 금리 인상 사이클이 종료됨에 따라 자산군들의 분산 효과는 소폭 반등하는 모습이 나타나고 있다.

앞서 살펴본 전통자산군인 주식과 채권 사이의 상관관계뿐만 아니라 권역 간 그리고 대체자산군과의 상관관계가 이전에 비해 한층 완화되는 모습을 살펴볼 수 있다. 이를 감안했을 때, 2026 년에는 2025 년에 비해 포트폴리오의 분산 효과를 더 누릴 수 있을 것으로 전망한다. 다만, 장기적으로 자산군 간의 상호 연결성이 높아지는 추세임을 감안했을 때, 글로벌 유동성 증가와 정보의 상호 전파 속도 증대로 인해 자산 간 '장기 베타'가 수렴하는 경향이 강화되고 있다. 따라서, 여전히 대체자산 투자를 통한 분산 효과 제고 노력을 이어갈 필요가 있다.

국내 중심 포트폴리오의 배분 비중

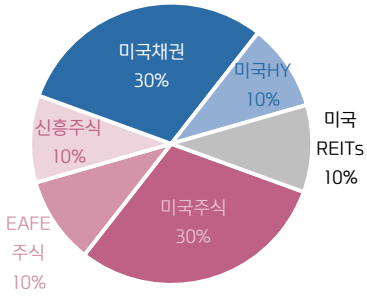


국내 중심 포트폴리오 분산 효과

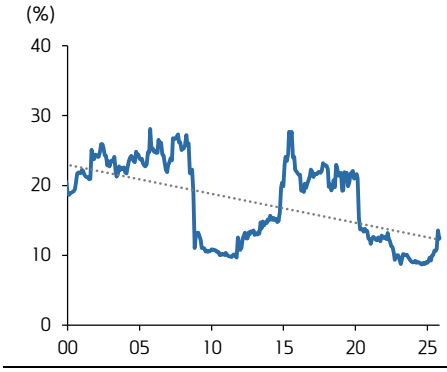


자료: Bloomberg, KIS, 키움증권 리서치센터
주1) 국내주식 코스피200, 선진주식 MSCI World, 신흥주식 MSCI Emerging, 국내채권 KIS종합채권, 미국 채권 Bloomberg US Agg, 글로벌 실물자산 Morningstar US Real Asset 기준
주2) 우측 분산효과 그래프의 세로축은 분산투자를 통한 포트폴리오의 리스크 감소 정도를 의미

미국 중심 포트폴리오 배분 비중



미국 중심 포트폴리오 분산 효과



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주1) 미국주식 MSCI US, EAFE 주식 MSCI EAFE, 신흥주식 MSCI Emerging, 미국채권 Bloomberg US Agg, 미국HY Bloomberg US Corporate High Yield, 글로벌 실물자산 MSCI US REIT Gross 기준
주2) 우측 분산효과 그래프의 세로축은 분산투자를 통한 포트폴리오의 리스크 감소 정도를 의미

국내 예시 포트폴리오의, 자산군별 상관관계 (2020년 이후)

	국내 주식	국내 채권	선진 주식	신흥 주식	미국 채권	글로벌 실물자산
국내 주식	1.00					
국내 채권	0.27	1.00				
선진 주식	0.57	0.22	1.00			
신흥 주식	0.69	0.18	0.61	1.00		
미국 채권	-0.13	0.14	0.28	0.06	1.00	
글로벌 실물자산	0.31	0.16	0.78	0.43	0.53	1.00

자료: Bloomberg, KIS, 키움증권 리서치센터
주) 국내주식 코스피200, 선진주식 MSCI World, 신흥주식 MSCI Emerging, 국내채권 KIS종합채권, 미국 채권 Bloomberg US Agg, 글로벌 실물자산 Morningstar US Real Asset 기준

국내 예시 포트폴리오의, 자산군별 상관관계 (2025년 이후)

	국내 주식	국내 채권	선진 주식	신흥 주식	미국 채권	글로벌 실물자산
국내 주식	1.00					
국내 채권	-0.44	1.00				
선진 주식	0.54	-0.52	1.00			
신흥 주식	0.65	-0.58	0.70	1.00		
미국 채권	0.09	-0.16	0.30	0.62	1.00	
글로벌 실물자산	-0.11	-0.24	0.33	0.52	0.93	1.00

자료: Bloomberg, KIS, 키움증권 리서치센터
주) 코스피200, 선진주식 MSCI World, 신흥주식 MSCI Emerging, 국내채권 KIS종합채권, 미국 채권 Bloomberg US Agg, 글로벌 실물자산 Morningstar US Real Asset 기준

글로벌 예시 포트폴리오의, 자산군별 상관관계 (2020년 이후)

	미국 주식	EAFE 주식	신흥 주식	미국 채권	미국 HY	REITS
미국 주식	1.00					
EAFE 주식	0.85	1.00				
신흥 주식	0.69	0.78	1.00			
미국 채권	0.53	0.58	0.54	1.00		
미국 HY	0.83	0.82	0.72	0.60	1.00	
REITS	0.86	0.83	0.65	0.57	0.81	1.00

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) 미국주식 MSCI US, EAFE 주식 MSCI EAFE, 신흥주식 MSCI Emerging, 미국채권 Bloomberg US Agg, 미국HY Bloomberg US Corporate High Yield, 글로벌 실물자산 MSCI US REIT Gross 기준

글로벌 예시 포트폴리오의, 자산군별 상관관계 (2025년 이후)

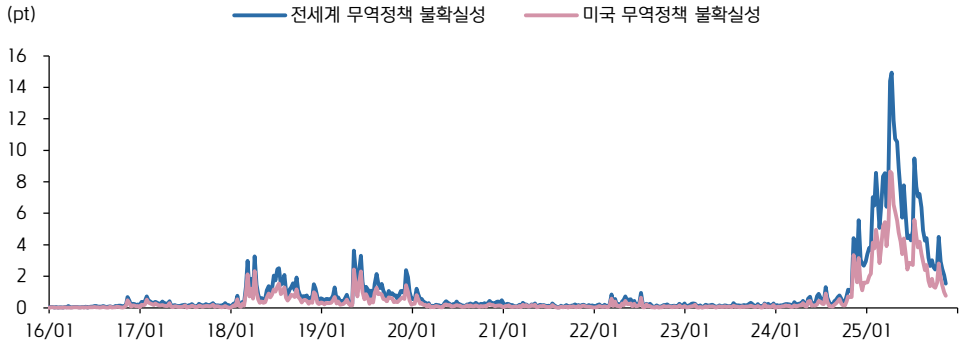
	미국 주식	EAFE 주식	신흥 주식	미국 채권	미국 HY	REITS
미국 주식	1.00					
EAFE 주식	0.42	1.00				
신흥 주식	0.70	0.06	1.00			
미국 채권	-0.07	0.14	0.14	1.00		
미국 HY	0.86	0.59	0.50	0.25	1.00	
REITS	0.34	0.41	-0.06	0.35	0.57	1.00

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) 미국주식 MSCI US, EAFE 주식 MSCI EAFE, 신흥주식 MSCI Emerging, 미국채권 Bloomberg US Agg, 미국HY Bloomberg US Corporate High Yield, 글로벌 실물자산 MSCI US REIT Gross 기준

관세를 둘러싼 안도감과 시차

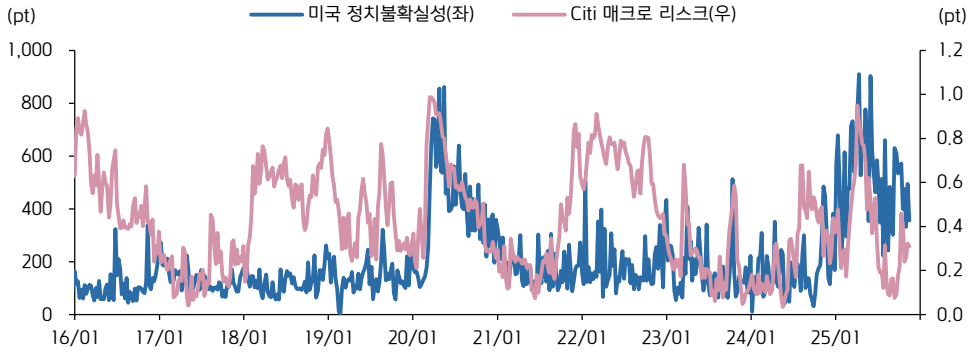
올해 상반기 금융시장 변동성을 확대시킨 중심에는 미국을 중심으로 보호무역주의로의 전환이 이루어지는 과정에서 주요국 간의 관세 불확실성이 높아진 영향이 있었다. 특히 4/1 미국의 상호 관세 발효일을 전후로 글로벌 무역 정책 불확실성이 역대 최고치를 기록하기도 했으나, 이후 미국과 교역 대상국들 간의 점진적인 합의 과정을 거치며 무역 정책 불확실성은 점진적으로 낮아지는 모습을 보이고 있다. 특히 글로벌 무역 영향력이 가장 큰 미-중 간의 초고율 관세 공방도 1 년 연장되는 등 최악의 국면을 피해가는 모습이 연출되자 시장 참여자들의 관세 민감도는 점차 낮아지는 모습이다.

글로벌, 미국 무역 정책 불확실성 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

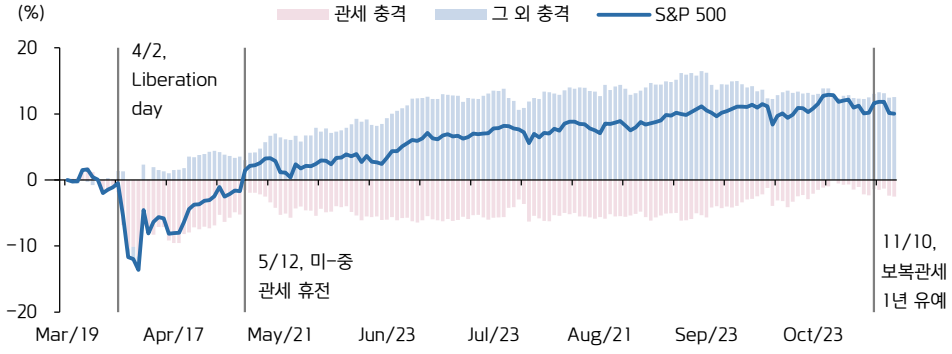
미국 정치 불확실성 지수와 Citi 매크로 리스크 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

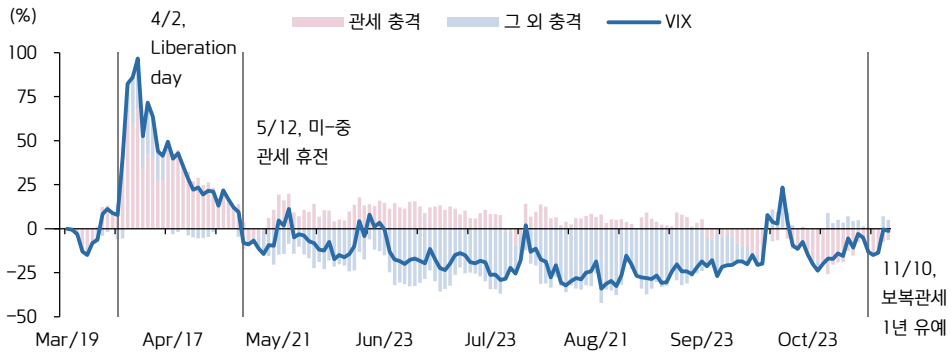
또한, 관세가 실질적으로 발효된 4/1 직후 관련 영향은 금융 시장에 부정적인 충격을 주었지만, 5/12 미국과 중국 간 첫 관세 휴전이 이루어진 이후에는 안정되는 모습이 연출되었다. 이후 통계적으로 봤을 때, 관련 영향력이 하반기 중반까지도 금융 시장에 상존하는 모습이 연출되기도 했으나, 통화정책 환경, AI 테마 중심의 성장 기대감 등 관세 이외 요인들에 의해 주식시장과 변동성 지수는 안정적인 흐름을 이어갈 수 있었다. 결론적으로 관세 발효 전후 시장 참여자들의 관세 불확실성을 둘러싼 경계 심리는 최악의 국면은 현실화되지 않았다는 점에 대한 안도감이 반영되며 상당 부분 해소되었고, 현실화된 관세 충격에 대한 우려 또한 많이 남아있지 않은 모습이다.

S&P 500, 관세 요인과 그 외 요인에 따른 영향 분해



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주 1) 세로축은 '추세 이탈폭' 의미. 충격 식별 및 분해는 Pinter et al. (2025)의 ETVAR(Event-Targeted VAR) 방법론 기준
주 2 미 증시의 2025 년 4 월 2~3 일의 시장 움직임을 '관세 충격'으로 가정하여 식별

VIX, 관세 요인과 그 외 요인에 따른 영향 분해

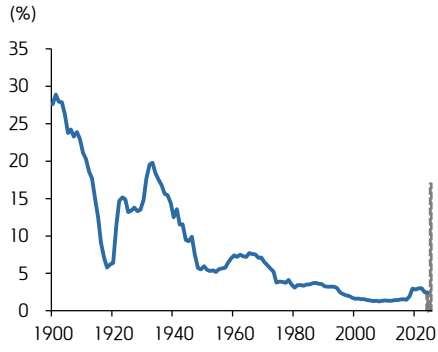


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주 1) 세로축은 '추세 이탈폭' 의미. 충격 식별 및 분해는 Pinter et al. (2025)의 ETVAR(Event-Targeted VAR) 방법론 기준
주2 미 증시의 2025년 4월 2~3일의 시장 움직임을 '관세 충격'으로 가정하여 식별

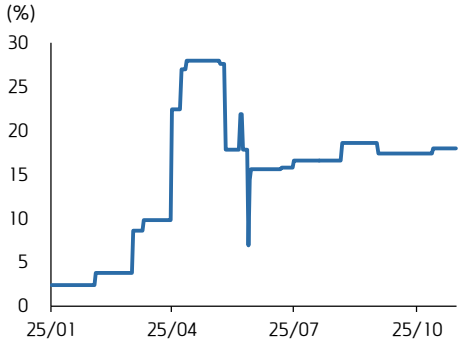
앞서 살펴본 바와 같이 금융 시장 참여자들의 관세 정책 불확실성에 대한 현재의 우려는 상당 부분 완화되었지만, 관세 충격에 따른 영향은 시차를 두고 인플레이션 압력을 자극할 수 있다는 우려는 여전히 상존하고 있다. 현재 미국은 주요국 그리고 품목별로 다른 관세율을 적용하고 있는데, 주요국에 부과되어 있는 유효 관세율은 현재 17% 수준이다. 이와 같은 자유무역주의의 후퇴를 두고, 금융 시장에서는 소비자물가 상승률이 상승 압력을 받을 수 있음을 우려했는데, 현재까지는 급격한 인플레이션 압력이 나타나지 않자 관련 경계감은 제한되는 모습이다. 하지만, 관세 충격은 단기적으로 마진, 재고, 공급망 변화 등의 완충장치로 인해 시차를 두고 나타날 수 있다. 또한, 소비자물가지수에는 임대료, 의료비, 서비스 가격 등이 차지하는 비중이 큰 만큼 CPI 상승 압력 역시 즉각적으로 나타나지 않을 수 있다.

이와 관련해서 Cavallo, Llamas & Vazquez (2025)는 미국의 주요 소매업 데이터를 관세가 적용되는 품목 그리고 제조국으로 세분화하고, 이를 일간 단위의 소매가격 데이터로 매칭하여 관세가 소비자 가격에 미치는 단기적인 효과를 측정하는 시도를 했다. 이들 연구에 따르면 관세가 발효된 직후 수입품 가격은 즉각적으로 상승하기 시작했고, 자국 생산재 대비 약 두 배 가까이 가격이 상승했음을 보인다. 더불어, 과거 미국의 실증 데이터를 기반으로 관세 충격의 지속성에 따른 거시경제 영향을 분석한 Schmitt-Grohe, Uribe(2025)는 일시적인 관세 충격은 물가 상승 압력을 높이지 않았으나, 영구적인 관세 충격은 인플레이션 압력 및 금리 상승 충격을 일으킨다고 주장한다

미국 관세율 장기 추이

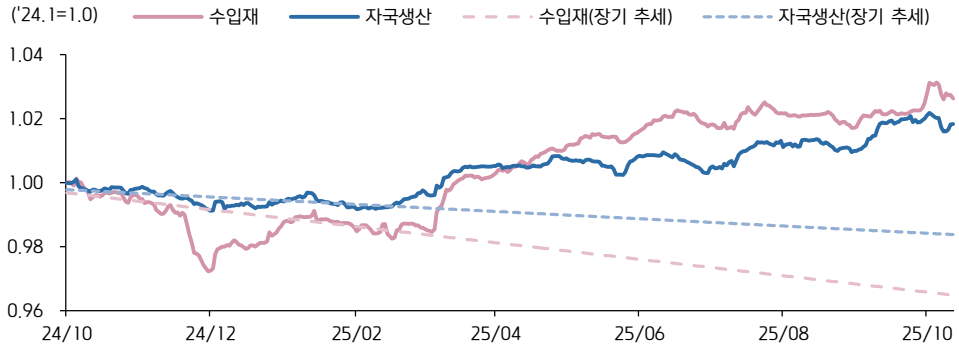


미국의 연초 이후 평균 유효 관세율



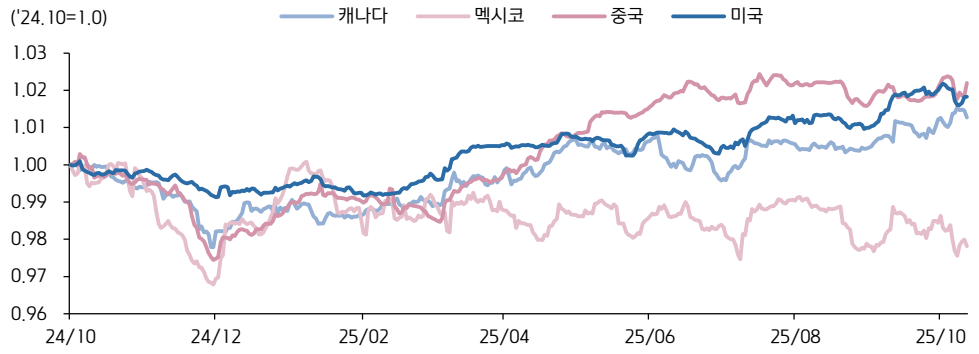
자료: BEA, The Budget Lab, 키움증권 리서치센터

미국 기준, 수입재와 자국 생산재의 관세 발효 이후 가격 변화 추이



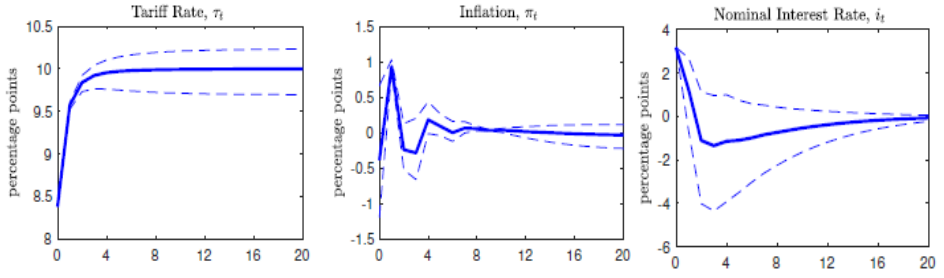
자료: Cavallo, Llamas & Vazquez (2025), 키움증권 리서치센터

미국, 재화 원산지에 따른 가격 변화 추이



자료: Cavallo, Llamas & Vazquez (2025), 키움증권 리서치센터

영구적인 관세 충격에 따른 인플레이션과 명목 금리 영향



자료: Schmitt-Grohe, Uribe, 'Transitory and Permanent Import Tariff Shocks in the United States: An Empirical Investigation '(2025)

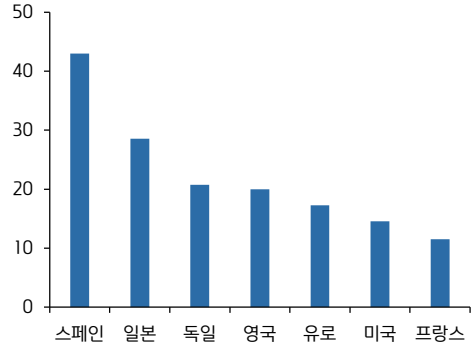
종합해보면, 아직까지 CPI 측면에서 인플레이션 압력이 두드러지고 있지 않으나, 올해 4 월부터 부과된 미국의 관세 충격은 분명히 존재하고 있다. 더불어, 실증적으로도 지속성이 강한 관세 충격은 인플레이션 압력을 높일 수 있는데, 현재 미국을 중심으로 다시금 연출되고 있는 보호무역주의 기조 하에서는 관세 충격의 지속성이 일시적이라고 보기 어렵다는 점에 무게가 실린다. 시장이 관세 충격에 둔감해진 것은 단기적으로 기업의 마진 축소나 공급망 재조정을 통한 비용 흡수가 선행되었기 때문이며, 이러한 비용 전가(Pass-Through)는 2026 년 CPI 에 본격적으로 반영될 가능성이 높다. 그럼에도 금융 시장에서 관세 관련 영향에 대한 우려가 상당 부분 낮아져 있는 현재의 상황을 고려했을 때, 2026 년에는 낮아져 있는 인플레이션의 상승 리스크에 보다 주목할 필요가 있다

증시 펀더멘털의 차별화

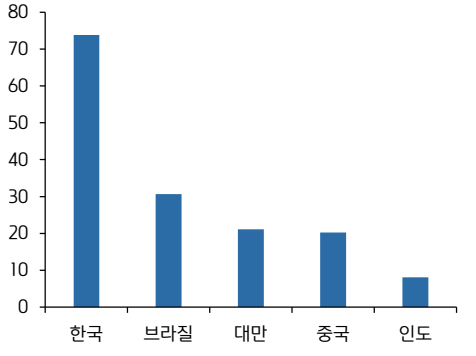
2025 년 연초 이후 글로벌 증시는 AI 수혜국과 비수혜국이 혼재된 강세 흐름이 연출됐다. AI 하드웨어 강국인 한국(73.8%)이 압도적인 수익률을 기록했으나, AI 경쟁력이 낮은 스페인(43.0%)과 브라질(30.7%) 역시 높은 수익률을 기록했다. 반면 AI 선도국인 미국(11.5%)은 2024 년의 높은 수익률에 대한 기저효과 및 AI 패권 경쟁 심화로 상대적으로 부진한 수익률을 보였고, 대만(21.1%)과 중국(20.2%) 또한 중위권을 기록했다. 한편 유로권에서는 유틸리티 및 금융 등의 섹터가 높은 수익률을 기록하면서 2025 년 글로벌 증시는 AI 테마뿐만 아니라, 방어주와 경기민감주 등의 전방위적인 강세가 더 강력한 동인으로 작용했다.

2026 년 매출 전망 성장률 YoY 에서는 올해 AI 수혜국이 강한 모습을 보인 한편, EPS 전망 성장률 YoY 에서는 유로권과 신흥국이 강한 모습을 연출했다. 매출 성장률은 AI 강국인 미국이 선진국 중에선 6%대로 높고, 매월 우상향되는 견조한 흐름을 보였으며 일본 또한 최근 가파르게 상향 조정되었다. 신흥국 중에서는 대만이 15%대로 높은 매출 성장률을 유지하고 있으며, 한국은 최근 10%대로 빠르게 상향 조정되었고, 중국 또한 8%대로 견조한 흐름이다. AI 비수혜국인 유로권은 매출 성장률 하향 추세를 보여주었는데, EPS 성장률 면에서는 오히려 상향 조정되는 모습이 특징적이다. 독일과 프랑스가 각각 16%대, 18%대로 상향되는 한편, 미국은 13%대의 EPS 성장률을 고르게 유지했다. 신흥국 중에선 최근 한국의 EPS 성장률이 21%대에서 38%대로 가파르게 상향 조정되었으며 대만과 중국 또한 각각 17%대, 15%대로 견조한 흐름을 유지했다

신흥국 2025 YTD 주가 수익률

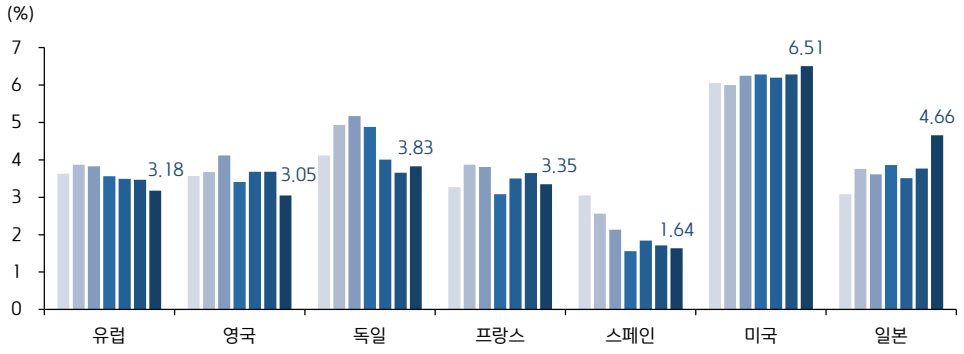


신흥국 2025 YTD 주가 수익률



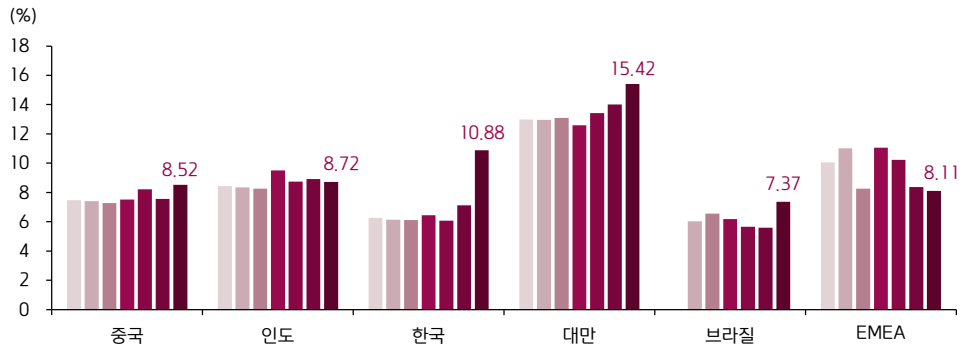
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주요 선진국, 2026년 매출 성장률 전망(4월 이후 월간 추이)



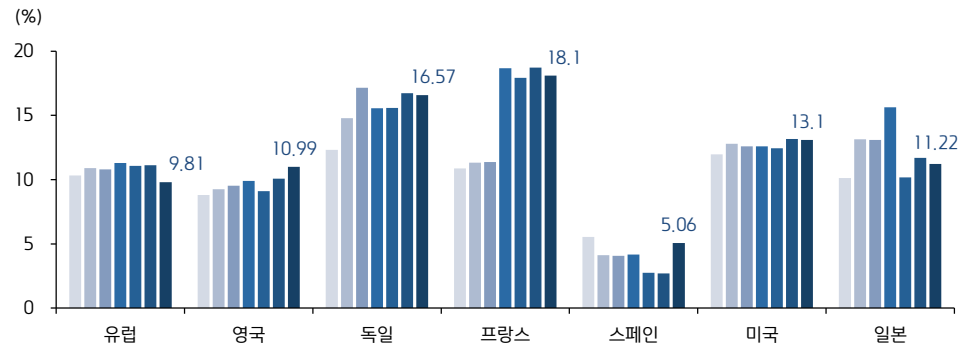
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주요 신흥국, 2026년 매출 성장률 전망(4월 이후 월간 추이)



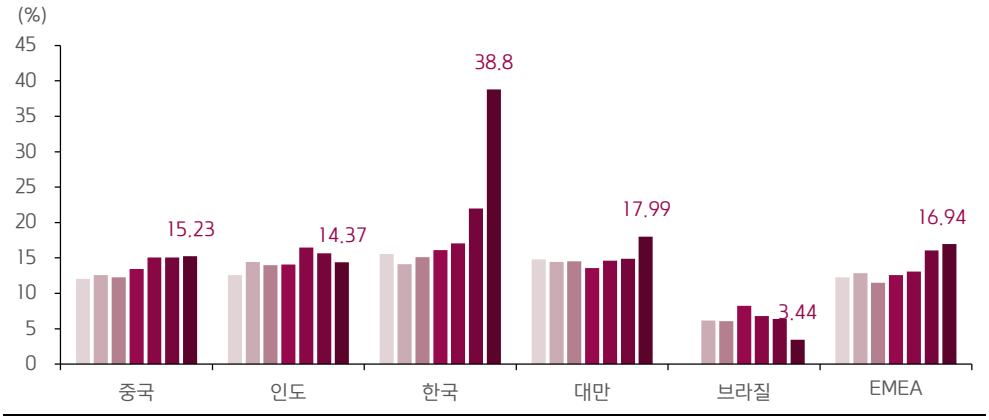
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주요 선진국, 2026년 EPS 성장률 전망(4월 이후 월간 추이)



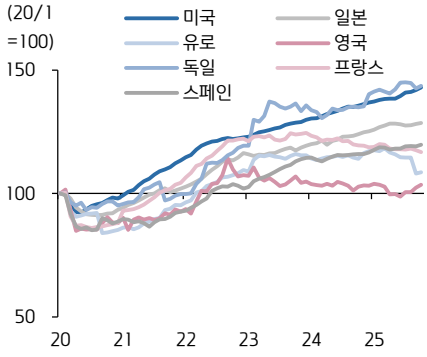
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주요 신흥국, 2026년 EPS 성장률 전망(4월 이후 월간 추이)

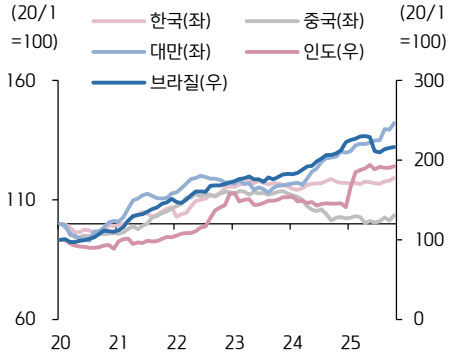


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주요 선진국, 매출(Fwd. 12M) 추이

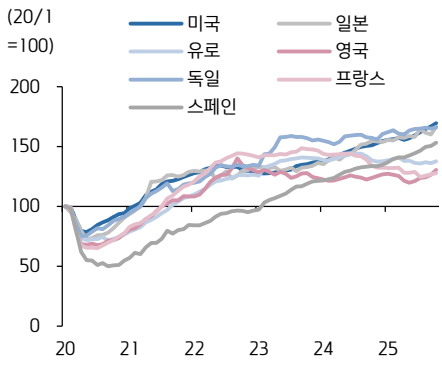


주요 신흥국, 매출(Fwd. 12M) 추이

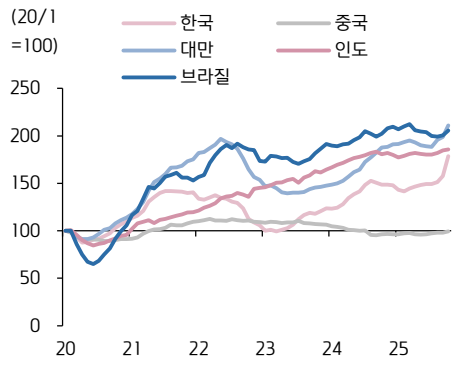


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주요 선진국, EPS(Fwd. 12M) 추이



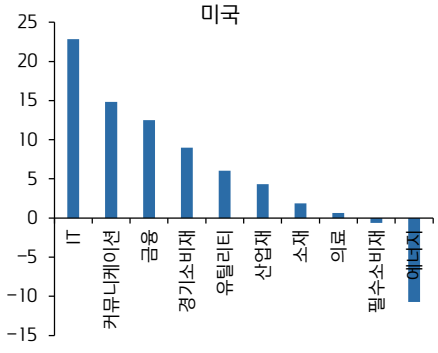
주요 신흥국, EPS(Fwd. 12M) 추이



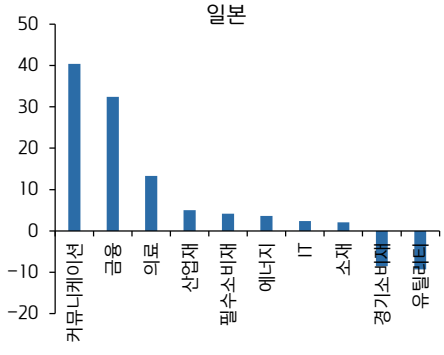
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

2024 년 말 대비 선행 12 개월 EPS 변화율을 보면 권역별·섹터별 차별화가 뚜렷하다. 미국 내에서는 AI 산업과 관련이 깊은 IT(23%), 커뮤니케이션 서비스(15%)의 EPS 상승률이 가장 높았다. 한편 일본은 커뮤니케이션(40%), 금융(32%), 의료(13%) 업종의 EPS 변화율이 높았고, 상대적으로 AI 수혜를 받지 못했던 유로권은 금융(12%), 유틸리티(8%), 산업재(6%)가 상위권을 차지했다. AI 수혜국인 한국은 IT(69%) 업종의 EPS 상승률이 특히 두드러졌으며 유틸리티(38%), 의료(21%)가 뒤를 이었다. 중국은 소재(29%)와 의료(24%) 업종에서 강한 EPS 상승률을 기록, AI 반도체 강국인 대만은 IT(22%), 의료(20%) 업종의 변화율이 컸다.

미국 업종별, EPS(Fwd. 12M) YTD 변화율

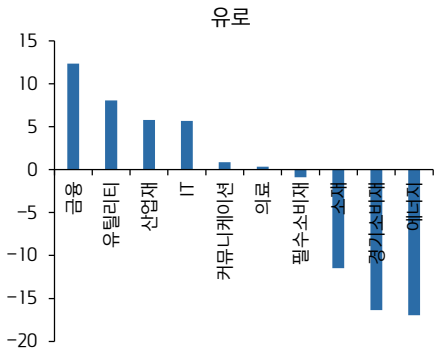


일본 업종별, EPS(Fwd. 12M) YTD 변화율

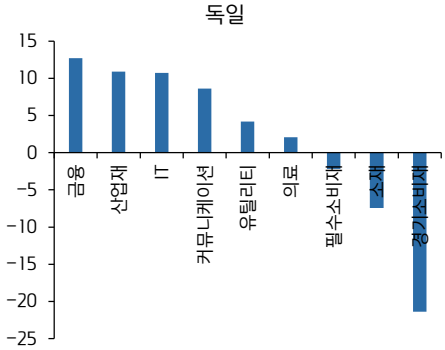


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

유럽 업종별, EPS(Fwd. 12M) YTD 변화율

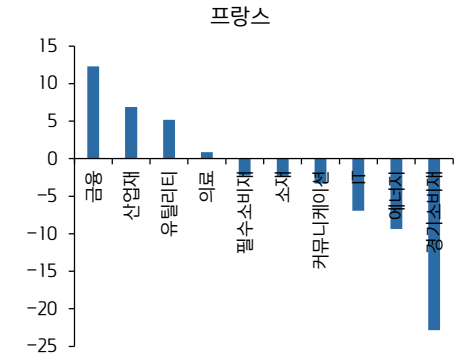


독일 업종별, EPS(Fwd. 12M) YTD 변화율

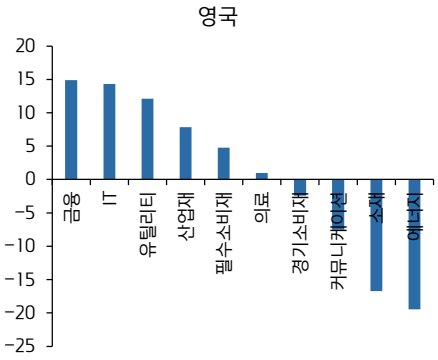


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

프랑스 업종별, EPS(Fwd. 12M) YTD 변화율

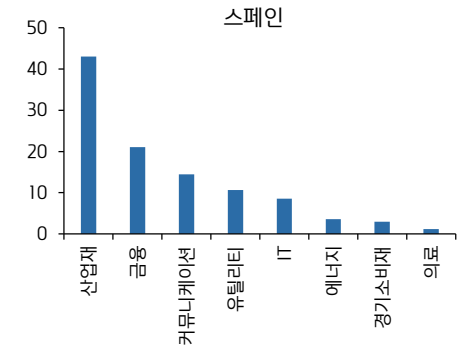


영국 업종별, EPS(Fwd. 12M) YTD 변화율

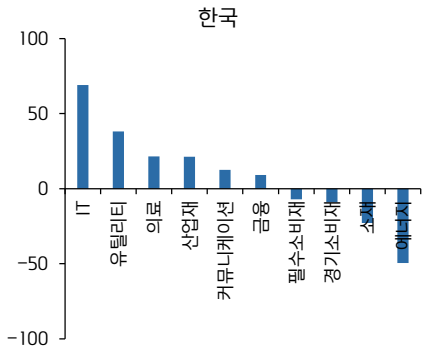


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

스페인 업종별, EPS(Fwd. 12M) YTD 변화율

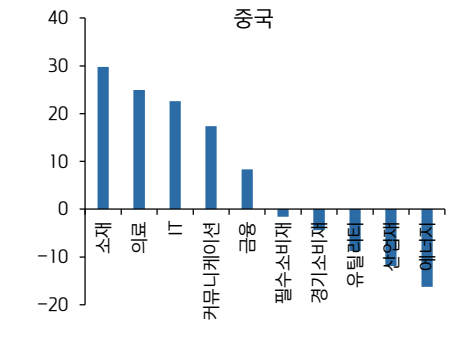


한국 업종별, EPS(Fwd. 12M) YTD 변화율

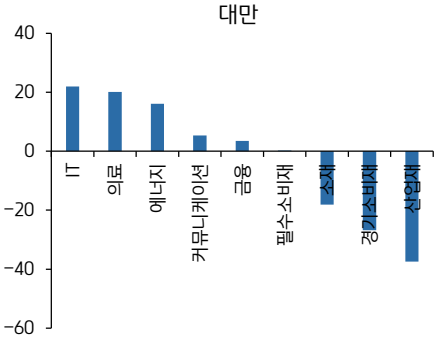


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국 업종별, EPS(Fwd. 12M) YTD 변화율

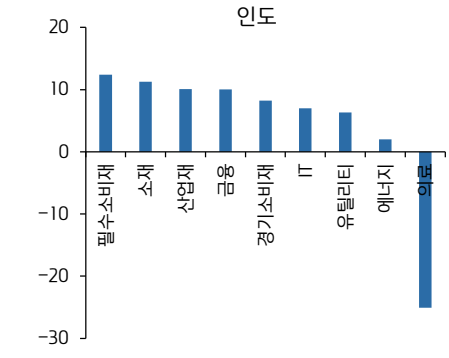


대만 업종별, EPS(Fwd. 12M) YTD 변화율

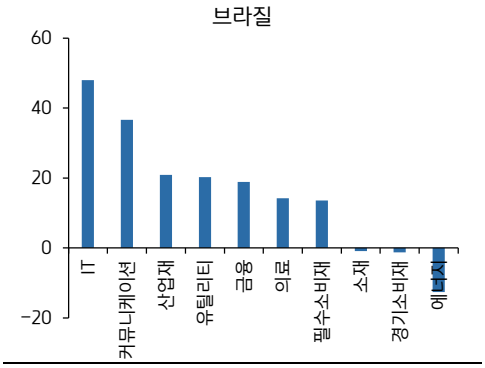


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

인도 업종별, EPS(Fwd. 12M) YTD 변화율



브라질 업종별, EPS(Fwd. 12M) YTD 변화율



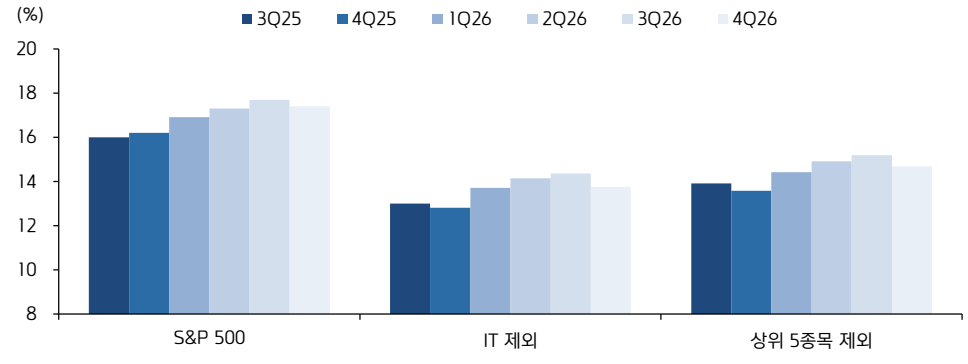
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

앞서 살펴본 바와 같이 글로벌 증시 전반적으로 2026 년에는 올해 대비 실적 성장을 할 것으로 전망되는 가운데, 상존하고 있는 매크로 불확실성으로 인해 일부 권역 및 섹터에서는 실적 전망의 차별화가 연출되고 있다. 그중, 글로벌 증시의 위험 선호 심리를 주도하는 미국 기업들을 보다 세부적으로 살펴보면, 높아진 관세 충격 등에 기인한 비용 부담에도 S&P 500 의 영업이익률 전망은 지속적으로 상향되는 모습을 확인할 수 있다. 다만, 이러한 흐름을 주도하고 있는 것은 IT 및 소프트웨어 업종에만 국한되고 있고, 그 외의 섹터에서는 수익성 개선보다는 하향 압력이 우위에 놓여 있는 모습이다. 결과적으로 무역 정책 불확실성으로 인한 공급망 재편에 따른 비용 부담 및 마진 악화 등이 기업 실적에도 점진적으로 나타나고 있는 것으로 볼 수 있다. 결과적으로 AI 과열 논란을 두고 의견이 첨예하게 갈리는 상황에서도, 구조적 성장세를 바탕으로 기업 펀더멘털이 유의미하게 개선되는 테크 관련 기업에 대한 관심을 배제할 수 없다.

물론, AI 고평가 부담에 대한 논의가 지속되며 증시의 변동성을 만들어낼 것으로 예상되나, 아직까지 AI 투자 사이클에 기반한 주가 차별화 흐름이 지속되고 있는 점은 현재의 추세 종료 가능성이 높지 않음을 뒷받침한다. 미국 S&P500 기업을 기준으로 매출 대비 R&D 투자 비율이 높은 기업과 그렇지 않은 기업 간의 성과 차이는 지난 하반기 이후 안정적으로 지속되고 있다. 더불어, 현재와 같은 성장 스타일 중심의 강세가 지속된다고 했을 때, 단순한 주가 수익 배율을 기준으로 한 PER 밸류에이션만이 아닌 장기 성장률 전망을 감안한 PEG(Price Earnings to Growth Ratio) 비율도 함께 살펴볼 필요가 있다. 장기 실적 성장률을 고려한 미국의 PEG 비율은 1.8 수준으로 유럽(1.87)보다 낮은 수준에 위치하며, 주요국 증시와 비교해 상승 여력이 남아있음을 뒷받침한다.

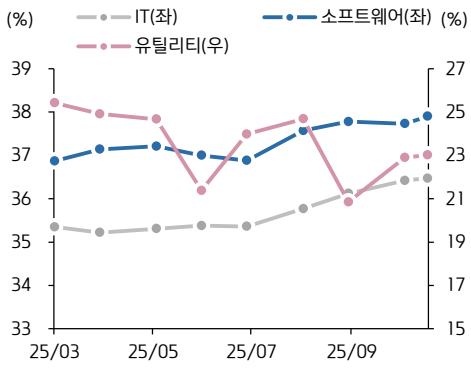
종합해보면, AI 및 IT 섹터의 구조적인 성장세 및 실적 개선 모멘텀이 이어지는 구간에서는 미국 그리고 한국, 대만, 일본과 같은 IT 산업 노출도가 높은 증시에 대한 비중을 유지할 필요가 있다고 판단된다. 다만, 최근 주가 상승 폭 및 밸류에이션 부담에 대한 우려가 높은 점에서 기인하는 증시 변동성을 감안, 글로벌 증시 공통적으로 헬스케어 관련 섹터 또한 관심을 가져볼 필요가 있다고 판단된다. 헬스케어 섹터는 상대적으로 낮은 밸류에이션 부담, 실적 개선, 고령화·만성질환 증가 등으로 인한 구조적 성장세, 금리 인하 국면에서의 수혜 기대감 등이 반영될 수 있을 것으로 판단한다. 특히 고금리 환경에서 부진했던 바이오테크 등 R&D 기반의 성장주들이 금리 인하로 인한 자금 조달 환경 개선과 구조적 수요 증가(고령화)의 '이중 모멘텀'을 누릴 가능성이 있다. 더불어, 경기 개선 모멘텀이 반영되고 있는 유럽 증시 내에서 금융 및 산업재 업종 역시 미국 외 권역에 대한 다각화 측면에서 고려해볼 만한 대안으로 판단한다.

미국 S&P 500, 분기별 영업이익률 전망

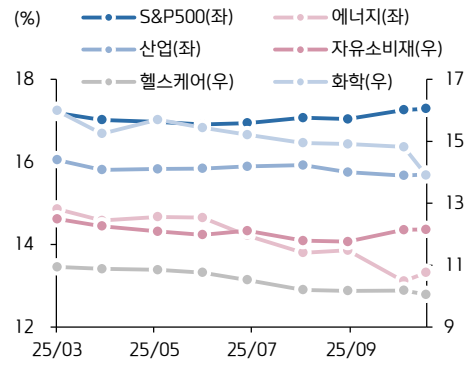


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

S&P 500, IT/SW/유틸리티 '26년 영업이익률 전망

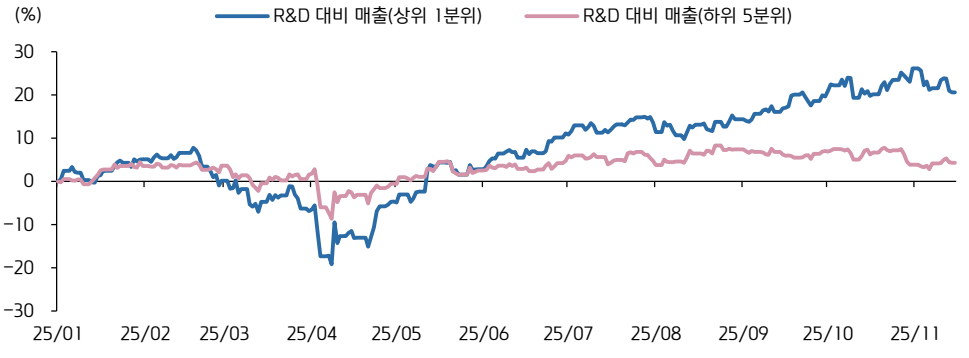


S&P 500, 그 외 업종 '26년 영업이익률 전망



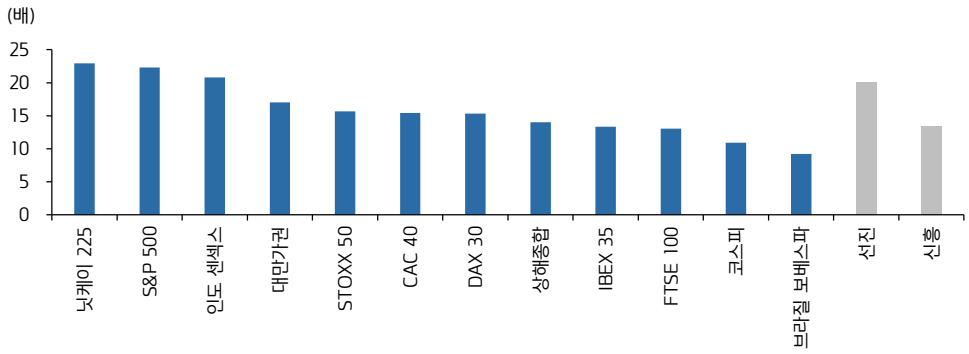
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미 증시, R&D/매출 비율에 따른 연초 이후 누적 성과



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주요국 증시 PER(Fwd. 12M)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주요국 증시 PEG(P/E(Fwd. 12M) 대비 장기 EPS 성장률)

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

재정 불안과 금리 불확실성

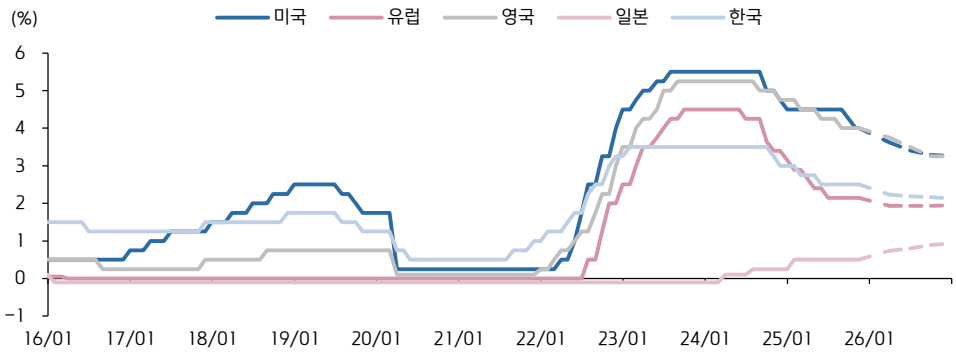
지난해 하반기부터 본격적인 금리 인하 사이클에 돌입한 가운데, 2026 년까지도 금리 인하 사이클이 지속될 것으로 예상되는 점은 올해 금융 자산 전반의 강세를 만들어 내며, 자산군 전반의 강세를 뒷받침했다. 하지만, 이번 금리 인하 사이클은 경기 침체 가능성을 낮추기 위한 보험성 금리 인하 성격이 강하다는 점은 2026 년 중반을 기점으로 인하 사이클이 종료될 것에 무게를 싣는 배경이다. 지난 10 월 미 FOMC 에서 파월 연준 의장 발언이 매파적으로 해석된 가운데, 잠재적인 스태그플레이션 리스크는 중앙은행의 완전고용과 물가안정이라는 이중 책무 사이의 충돌을 야기하며, 연준 위원들 간의 의견차가 발생하자 금리 인하 횟수를 둘러싼 시장의 기대가 낮아지며 위험 선호 심리를 제약하고 있다

더불어, 정책 불확실성에 기인한 잠재적인 인플레이션 압력이 상존함에 따라 주요국 중앙은행의 통화정책 운신의 폭이 제한된 가운데, 정부의 재정 확장 정책에 무게가 실리는 모습이 나타나고 있으며, 이는 장기 금리 상승의 압력으로 작용하고 있다. 단기적으로 선진국의 디폴트 리스크가 현실화될 가능성은 높지 않지만, 주요국의 장기물 금리는 기준 금리 인하 사이클에도 불구하고 꾸준히 상승하는 모습이 연출되고 있다. 따라서, 최근 높아진 금리의 상방 리스크를 감안할 때 듀레이션을 과도하게 확장하는 것은 경계할 필요가 있을 것으로 판단한다.

한편, 지난 2022 년 후반 이후 금리 인하 기대 그리고 금융시장 전반의 강세에 힘입어 회사채의 신용 스프레드는 수십 년 만에 가장 낮은 수준으로 축소되며 신용 위험 대비 보상 프리미엄이 상당히 낮아진 모습이다. 이러한 타이트한 스프레드는 위험 자산 선호 심리 강화 및 유동성 효과로 인한 착시일 수 있으며, 경기 둔화 가능성이 상존하는 환경에서는 급격한 '스프레드 확대' 리스크에 대한 면밀한 모니터링이 요구된다. 이를 두고, 일부 대형 기관들은 시장 불균형에 대비해 크레딧 시장에 대한 비중을 축소하는 움직임을 보이기도 했다.

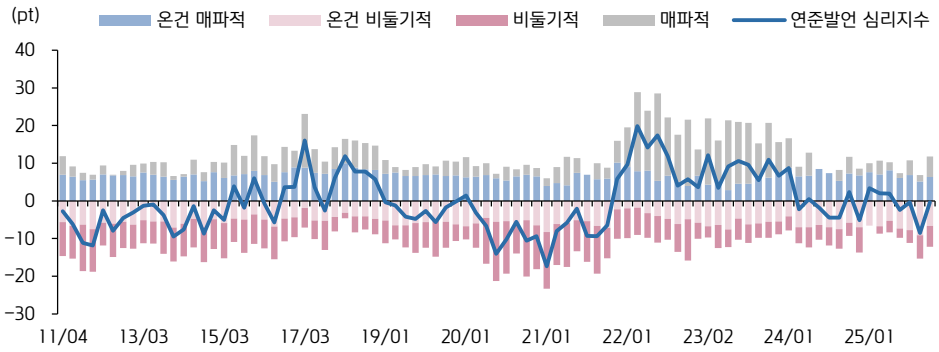
그러나 이처럼 스프레드가 타이트한 상황에서도 투자 등급 우량 회사채에 대한 관심을 이어갈 필요가 있을 것으로 판단한다. 과거 금리 방향성이 제한되고 시스템적 위기 우려가 높지 않았던 시기에는, 유동성 흐름이 우량 채권을 뒷받침하며 성과가 양호한 모습이 동반되었기 때문이다. 또한, 최근 사모 대출 시장의 급성장과 함께 상대적으로 위험도가 높은 차입자들이 공모 시장 대신 사모 대출 시장으로 이동하는 모습들이 연출된 점은 공모 크레딧 시장의 신용도 희석 효과를 제한하며 회사채 시장의 신용 리스크를 일정 부분 완화하는 효과를 가질 것으로 전망한다.

주요 중앙은행 기준금리 추이 및 전망



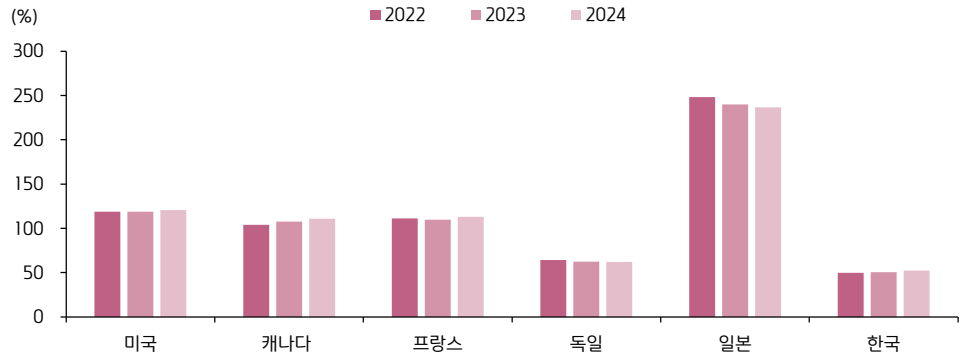
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

연준 FOMC 발언 심리 지수 추이



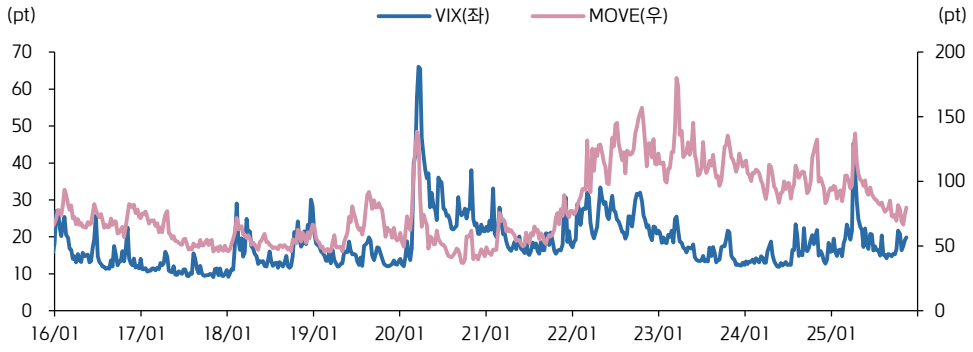
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주요국, GDP 대비 정부부채 비율



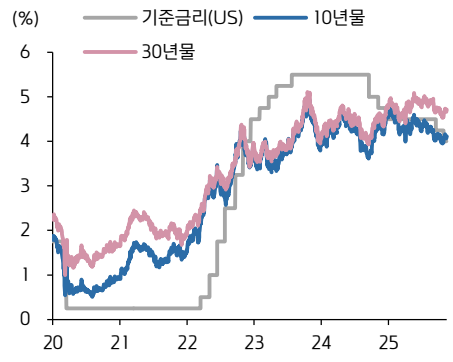
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

VIX 지수와 MOVE 지수

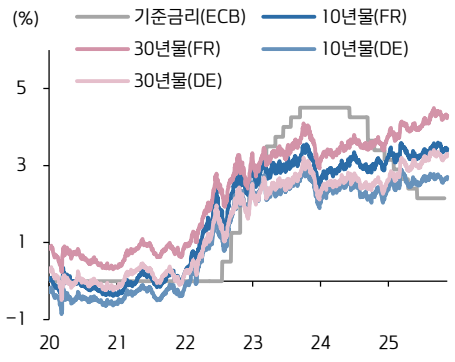


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국, 기준금리와 장기물 금리 추이



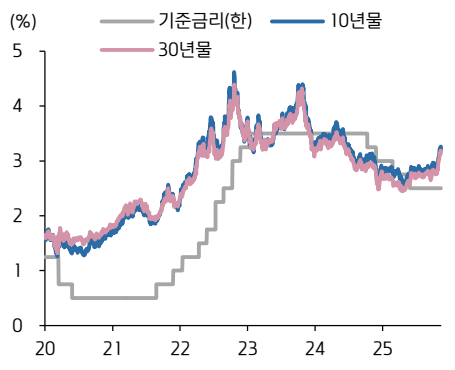
유럽, 기준금리와 장기물 금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

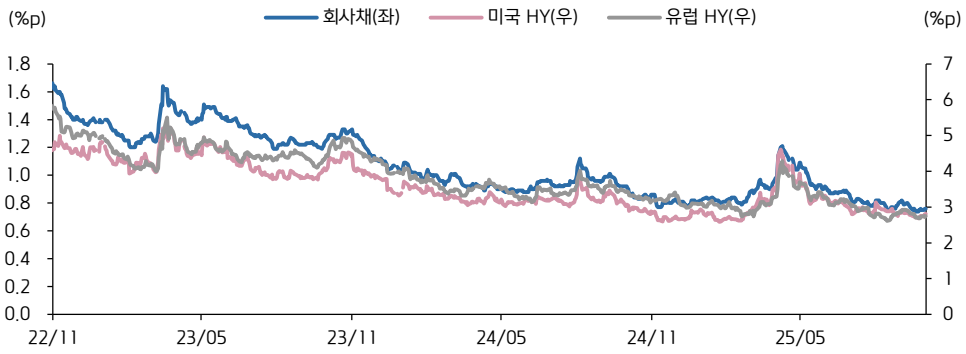
영국, 기준금리와 장기물 금리 추이

한국, 기준금리와 장기물 금리 추이



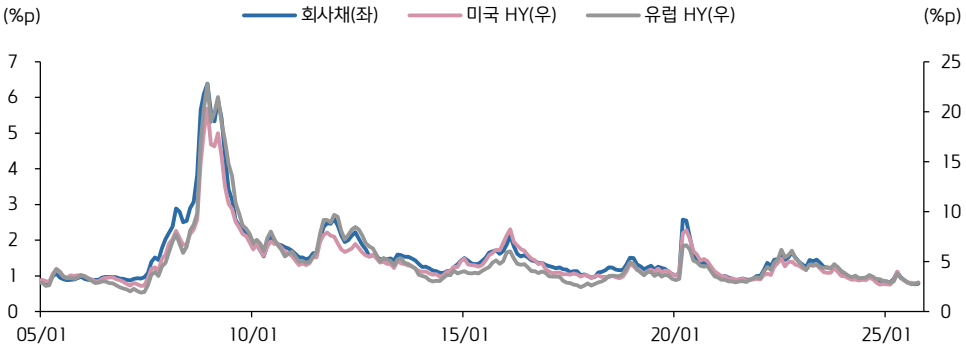
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

최근 3년, 미국/유럽 회사채 스프레드



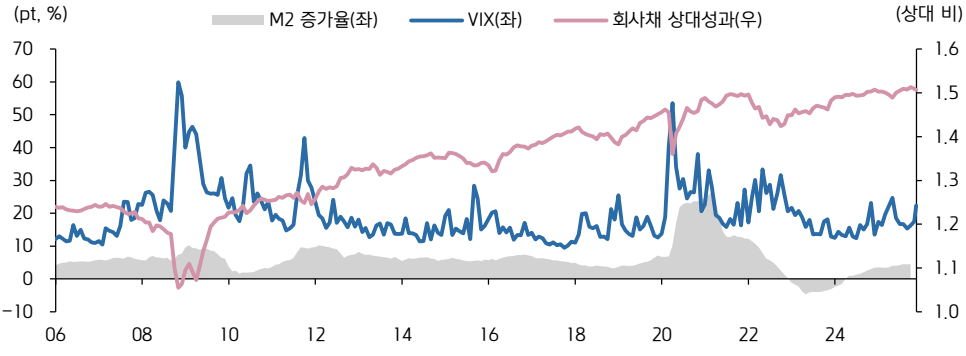
자료: FRED, ICE, 키움증권 리서치센터

미국/유럽 회사채 스프레드 장기 추이



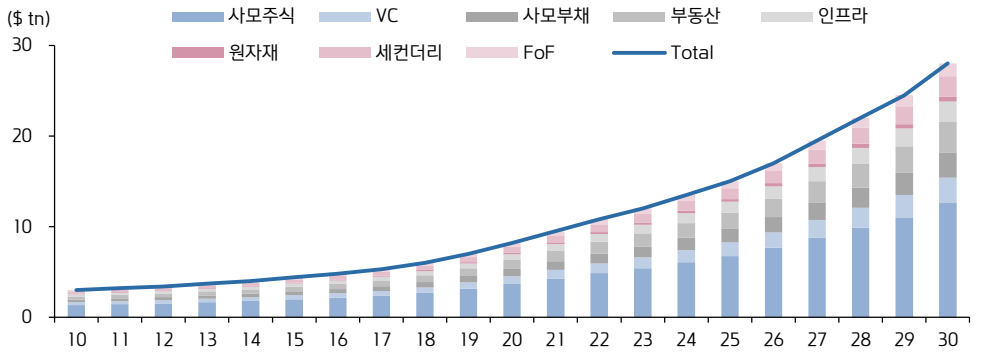
자료: FRED, ICE, 키움증권 리서치센터

미국 회사채 상대성과와 VIX, 통화량 증가율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

글로벌 사모 시장 유형 규모 추이



자료: Preqin, 키움증권 리서치센터
주) 2025년 이후는 예상치

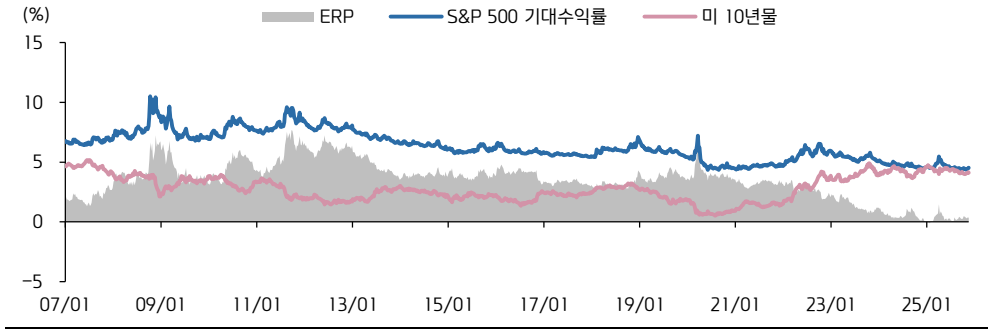
III. 결론: 주식 중심의 다각화 필요 구간

낮은 주식 리스크 프리미엄에도 운신의 폭은 주식 우위

2026 년은 자산간의 분산효과가 개선될 것으로 기대되지만, 금리의 추가적인 안정폭은 제한될 것으로 예상된다. 그로 인해 내년 중반을 전후로 금리 인하 사이클 종료에 대한 경계감이 부각되며 수시로 금융시장의 불확실성을 자극할 수 있을 것으로 보인다. 이와 같은 금리의 방향성을 전제로 했을 때, 금리 인하 사이클의 후반부가 남아있는 만큼 채권 측면에서도 기회가 존재할 것으로 판단한다. 다만, 권역 측면에서는 최근 한국의 금리 인하 기대감이 빠르게 위축되는 점 등을 감안 국외에서의 대응 전략에서 운신의 폭이 상대적으로 클 것으로 보인다. 앞서 살펴본 바와 같이 글로벌 전반의 재정 안정성을 고려할 때, 듀레이션 확장은 지양할 필요할 것으로 판단한다.

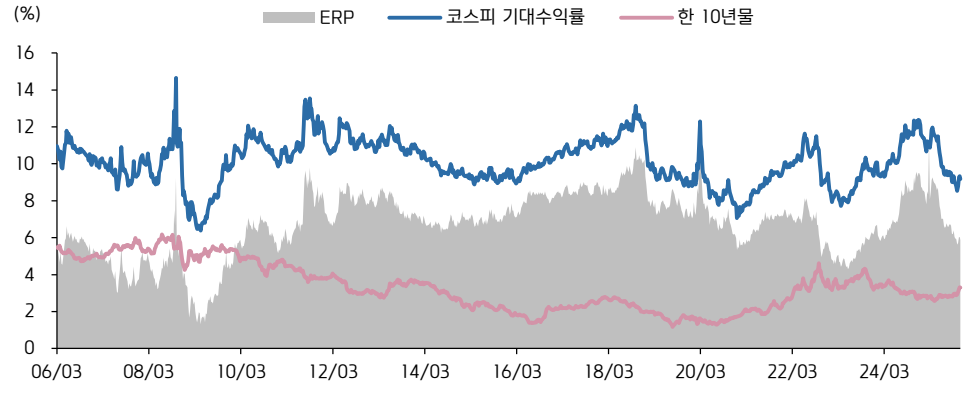
한편, 자산군 측면에서는 금리 인하 사이클 종료를 앞두고 있는 채권보다는 주식에서의 전략을 다양하게 구사할 수 있을 것으로 판단한다. 물론, 글로벌 증시의 투자심리를 이끌고 있는 미국 증시의 주식 리스크 프리미엄이 크게 낮아지며 장기적인 자산 배분 관점에서의 매력도를 낮추는 배경이다. 다만, 산업 구조 재편을 주도하고 있는 AI 테마의 최전선을 빅테크 기업들이 주도하고 있는 점을 감안했을 때, 현재의 기술주 중심의 모멘텀을 배제하기는 어렵다. 기술주 주도 흐름을 뒷받침하는 이익모멘텀의 훼손이 확인되기 전까지는 미국 그리고 AI 산업의 수혜가 예상되는 IT 비중이 높은 한국, 대만, 일본 등의 증시를 코어 권역으로 대응할 필요가 있다고 판단된다. 한편, AI 과열 우려를 대비해 IT 업종 이외의 노출도를 올리기 위한 대안으로는 DM 지역 내에서의 금융 및 산업재 또는 글로벌 공통으로 상대적으로 소외되어 있었으나 실적 개선 모멘텀이 확인되는 헬스케어 업종 등을 위성 전략으로 살펴볼 필요가 있다.

미국, 주식 리스크 프리미엄



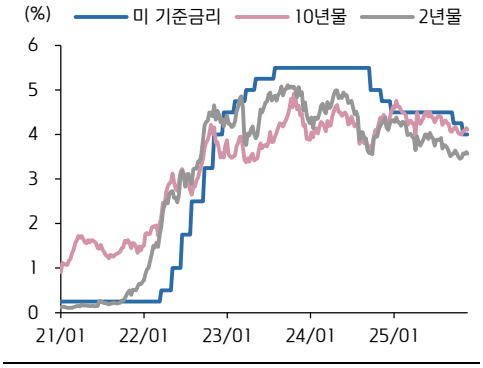
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

한국, 주식 리스크 프리미엄

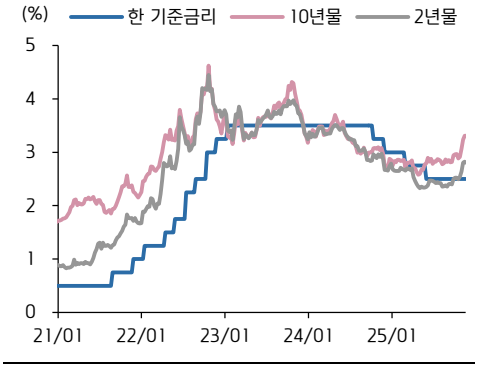


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 기준금리와 장기, 단기 시장 금리



한국 기준금리와 장기, 단기 시장 금리



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터