자산배분

(금리) 인하의 끝을 잡고

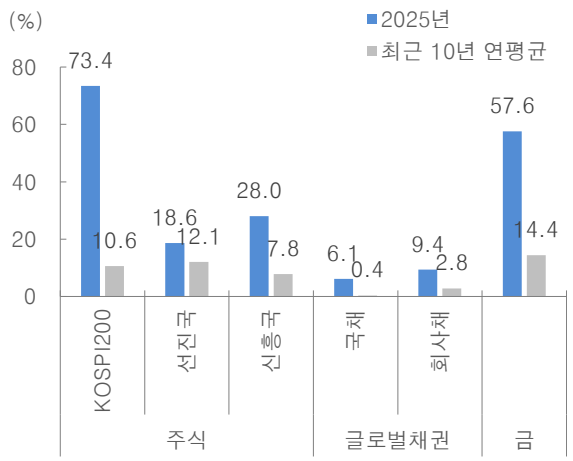
▪ 조승빈 seungbin.cho@daishin.com

[유동성의 힘] 글로벌 유동성의 가파른 증가

주식 등 주요 자산 가격의 상승은 글로벌 경기에도 긍정적 영향

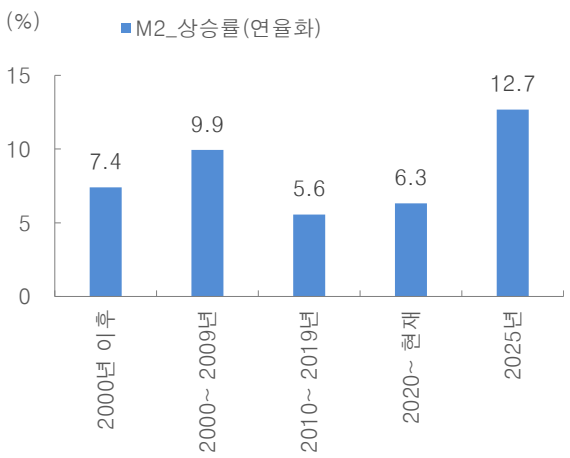
- 올해 합산 기준 주요국 M2는 작년 연말 대비 12.7%(연율화) 증가. 2020년 이후 현재까지 증가율과 비교하면 두 배 이상 빨라진 속도
- 글로벌 유동성 확대는 주요 자산 가격에 긍정적 영향. 주요국 M2 증가율이 개선될 때 전세계 주가지수 상승 속도도 빨라지는 모습. 특히, 잠잠하던 국내 증시도 큰 폭으로 상승
- 대표적인 경기선행 지표인 주가지수의 상승은 글로벌 경기에도 긍정적 영향. OECD G20 경기선행지수의 개선이 주식시장의 상승을 뒷받침하기도 하지만, 주식시장의 상승이 경기선행지수 개선 견인

주요 자산군 연초 이후&최근 10년 성과 비교



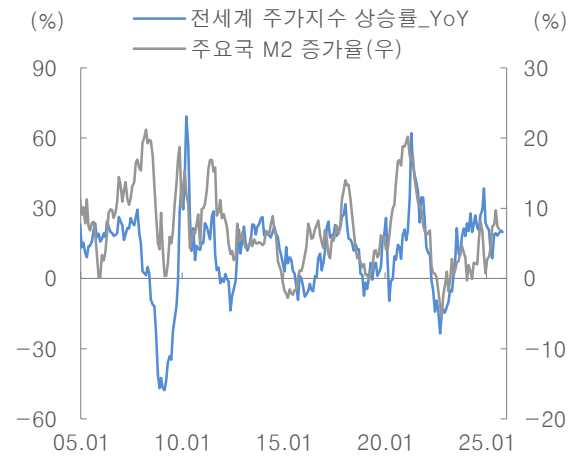
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

시기별 주요국 M2 증가율(연율화)



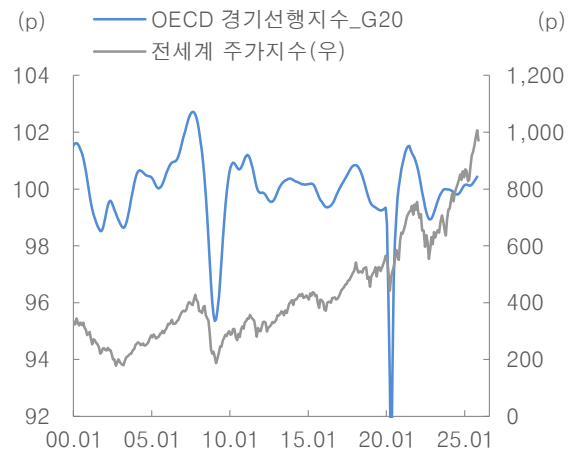
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

주요국 M2 증가율과 전세계 증시 상승률



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

OECD G20 경기선행지수와 전세계 주가지수



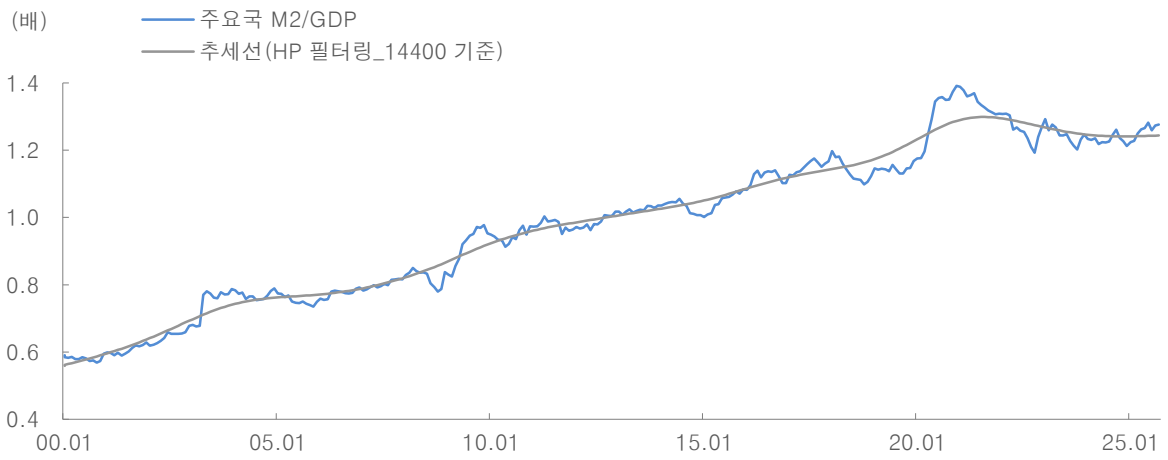
자료: OECD, Bloomberg, 대신증권 Research Center

[유동성의 힘] 주요국 GDP 대비 M2는 다시 추세선을 돌파

연준의 기준금리 인하 재개와 주요국 재정정책 확대로 글로벌 유동성 증가율 개선 기대

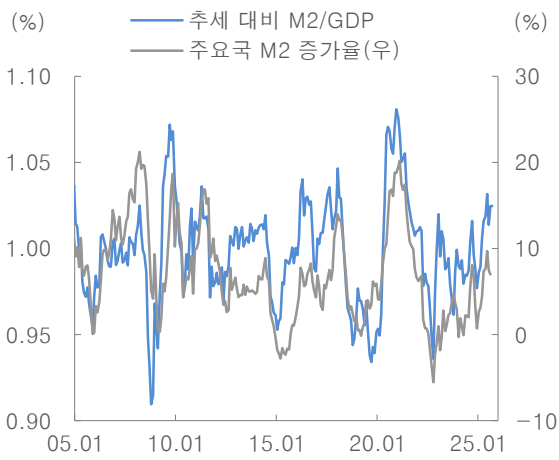
- 주요국 GDP 대비 M2는 코로나19 당시 가파르게 상승했다가 2021년 이후 둔화. 2024년 연말 저점 이후 빠르게 개선되며 과거 추세선(HP 필터링 기준)을 돌파
- 합산 기준 주요국 M2 증가율(YoY)은 6월 고점 이후 3개월 연속 둔화되었지만 상승추세는 아직 유효
- 주요국 M2 증가율의 중간값은 상승세가 이어지고 있어 글로벌 유동성 증가율의 하락 추세 전환 가능성은 아직 낮다고 판단
- 연준의 기준금리 인하 재개와 주요국 재정정책 확대 가능성은 글로벌 유동성 환경에 긍정적 요인

추세선을 돌파한 주요국 M2/GDP



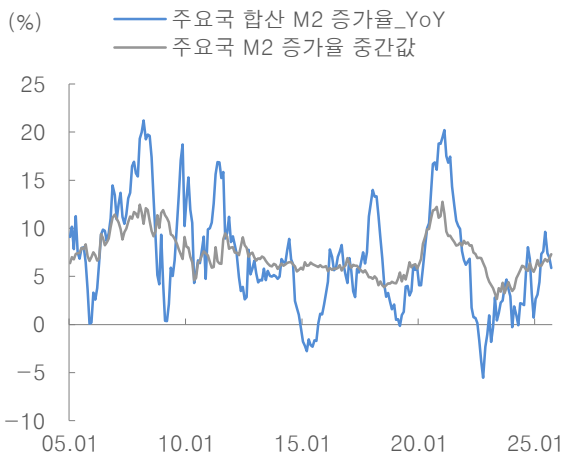
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

추세 대비 M2/GDP와 M2 증가율



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

주요국 M2 증가율(YoY) 중간값은 상승세



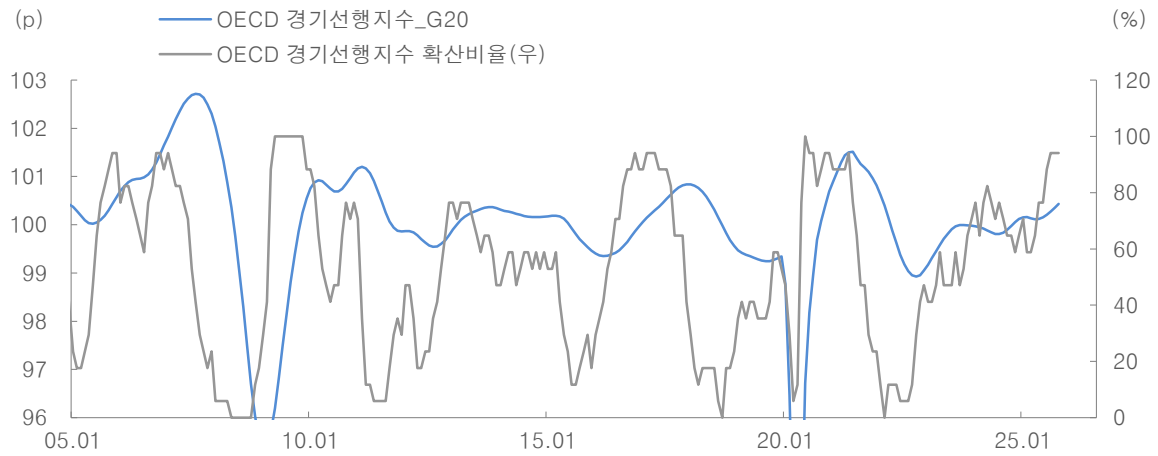
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[글로벌 경기] OECD G20 경기선행지수 추가 개선 예상

경기선행지수 확산비율 개선은 긍정적이나 기업경기와 소비심리 부진은 지켜봐야 할 문제

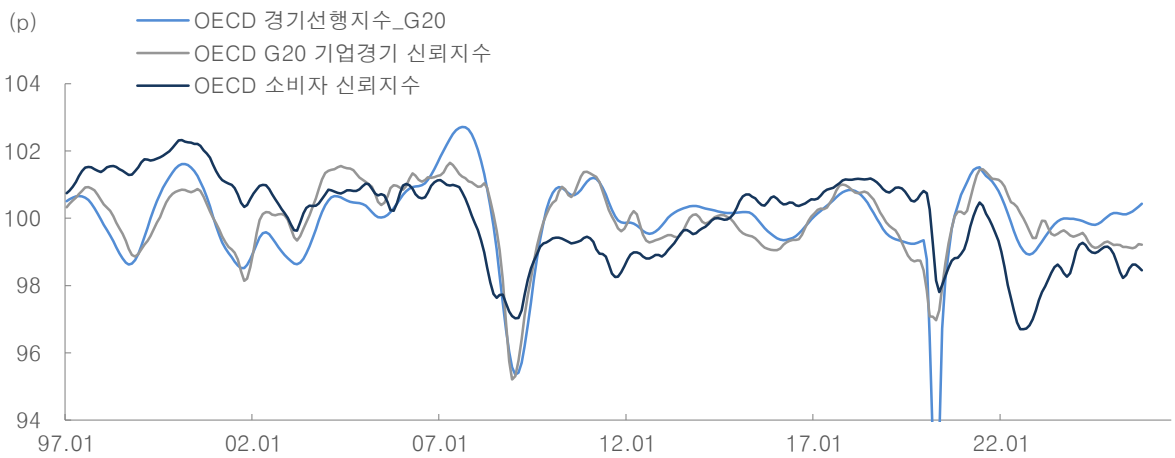
- OECD 경기선행지수 확산비율은 경기선행지수가 전월대비 개선된 국가의 비율로 OECD G20 경기선행지수 대비 변곡점이 먼저 형성. 경기선행지수 확산비율은 최근 3개월 연속 94.1% 기록
- 경기선행지수 확산비율이 강한 상승 흐름을 나타내면서 OECD G20 경기선행지수도 당분간 추가 개선될 가능성이 높다고 판단
- 반면, OECD 기업경기 신뢰지수와 OECD 소비자 신뢰지수는 부진한 흐름이 지속. 과거에 경기선행지수만 상승세를 이어갔던 시기는 2008년 글로벌 금융위기 직전
- 자산 가격의 상승 흐름과 달리 경제 펀더멘털 측면에서는 불안한 흐름도 나타나는 모습

OECD 경기선행지수 확산비율의 강한 상승 흐름으로 OECD G20 경기선행지수 추가 개선 예상



자료: OECD, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

OECD G20 경기선행지수와 달리 기업경기 신뢰지수와 소비자 신뢰지수는 부진



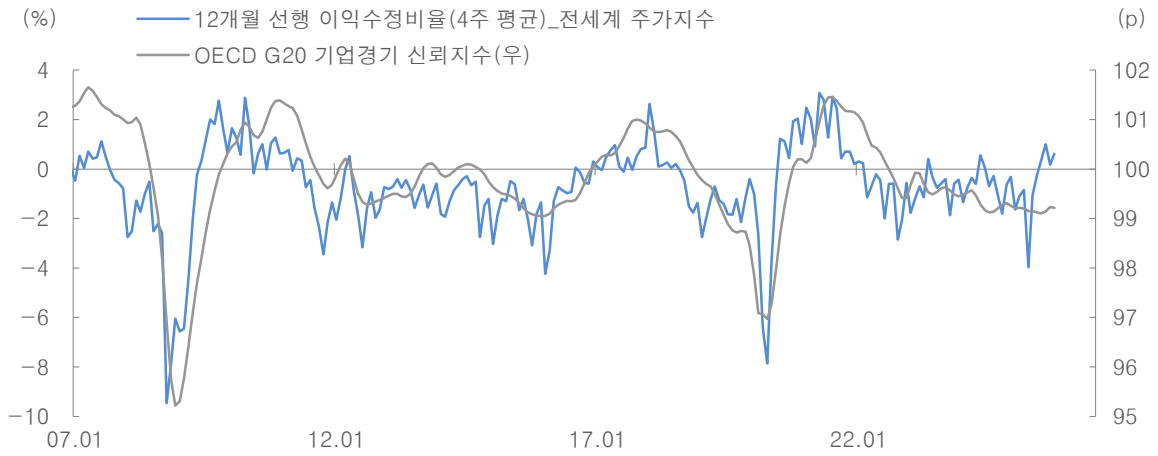
자료: OECD, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

[기업실적 상향조정] 실적 기대감 확대와 밸류에이션 부담 완화

이익수정비율 개선으로 기업 실적 컨센서스 추가 상승 가능

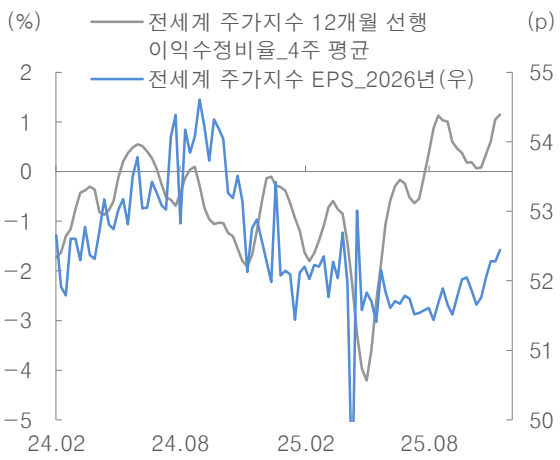
- OECD G20 기업경기 신뢰지수 부진과 달리 전세계 주가지수 실적 컨센서스는 상향조정되는 모습
- 이익수정비율(=(상향조정 추정치수-하향조정 추정치수)/전체 추정치수)은 기업 실적 컨센서스의 향후 방향성을 가늠해볼 수 있는 지표
- 전세계 주가지수 이익수정비율은 기업경기 신뢰지수의 부진에도 상승세로 전환되며 (+)권에 진입. 최근 전세계 주가지수 EPS와 12개월 선행 EPS 증가율도 개선
- 이익수정비율의 상승으로 기업 실적 컨센서스도 추가 개선 가능하다 판단. 기업 실적 상향조정은 향후 실적에 대한 신뢰도를 높이고, 밸류에이션에 대한 부담을 완화시켜주는 요인

지지부진한 OECD G20 기업경기 신뢰지수와 달리 전세계 주가지수 이익수정비율 뚜렷하게 개선



자료: IBES, OECD, 대신증권 Research Center

이익수정비율 개선은 실적 컨센서스 상승 연결



자료: IBES, 대신증권 Research Center

전세계 주가지수 PER과 예상 EPS 증가율

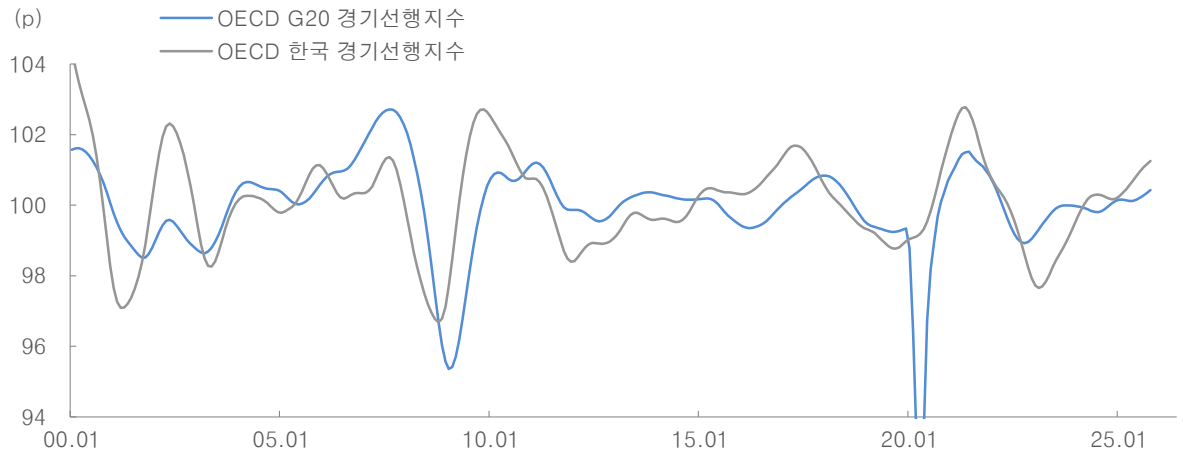
자료: IBES, 대신증권 Research Center

[한국 증시 강세] 경기선행지수의 가파른 개선은 한국 증시 강세로 연결

한국 주가지수 이익수정비율도 빠르게 개선되며 실적 개선 기대감 확대

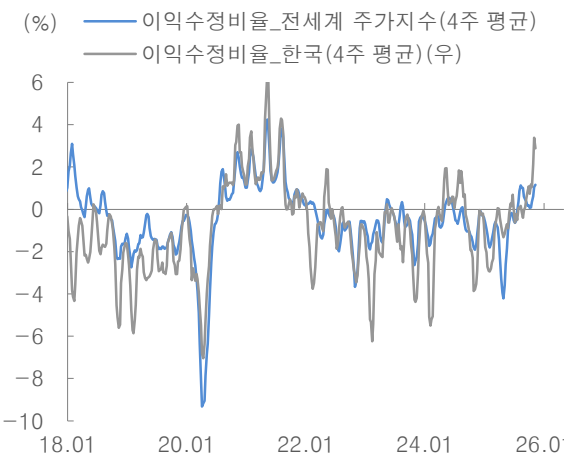
- OECD 한국 경기선행지수는 G20 경기선행지수 보다 늦은 2023년 2월에 저점을 기록. 하지만 빠른 속도로 개선되면서 OECD 한국 경기선행지수는 G20 경기선행지수를 상회
- 한국 주가지수 이익수정비율도 상대적으로 빠르게 상승. 한국 시장 이익수정비율(4주 평균)은 11월에 3%를 넘어서며 전세계 주식시장 이익수정비율(1%) 대비 높은 수준을 기록
- 이익수정비율의 강세는 기업 실적 컨센서스도 빠르게 상승할 수 있음을 의미. 한국 시장 12개월 선행 EPS는 최근 한 달간 주요 증시와 비교할 때 가장 높은 상승률을 기록

한국과 G20 경기선행지수 비교



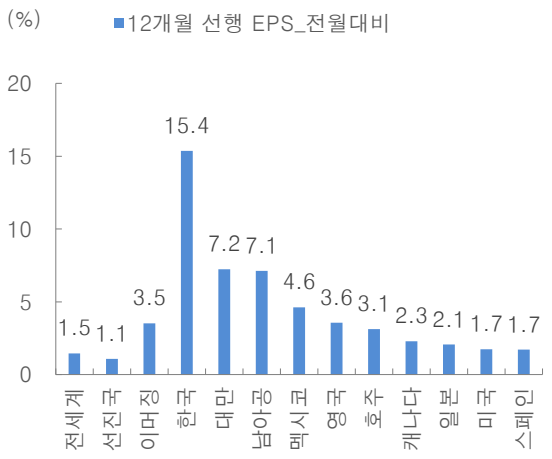
자료: OECD, CEIC, 대신증권 Research Center

전세계&한국 이익수정비율 비교



자료: IBES, 대신증권 Research Center

12개월 선행 EPS 전월대비 변화율 상위 국가



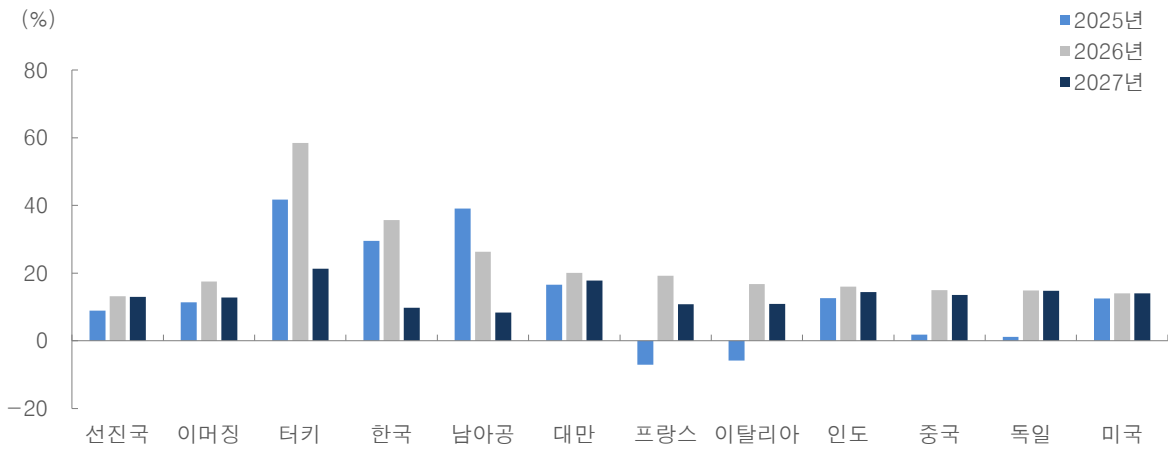
자료: IBES, 대신증권 Research Center

[한국 증시 강세] 한국 시장은 2026년 EPS 성장률도 상대적으로 높아

다만, 2Q26이 영업이익 증가율 고점이 될 수 있고, 2027년 실적 성장률은 10%를 하회

- 한국 시장 실적 전망치가 빠르게 상향조정되면서 향후 실적에 대한 기대감 확대
- 한국시장의 2026년 EPS 증가율은 35.7%로 주요 시장과 비교할 때 상위권에 위치
- 한국 증시는 가파른 상승에도 주요 시장 대비 밸류에이션이 낮은 상황. 2000년 이후 평균(선진국 대비 0.64, 신흥국 대비 0.84)과 비교하면 선진국 대비 상대 PER은 10.1%, 신흥국 대비로는 3.5% 여력
- 다만, 한국시장의 2027년 EPS 증가율은 10%를 하회하며 주요 시장 대비 낮아진다는 점, 분기 영업이익 증가율도 2Q26이 고점이 될 수 있다는 점 등 한국증시의 투자매력도가 점차 낮아질 수 있음을 염두

2026년 EPS 증가율 예상치 상위 국가

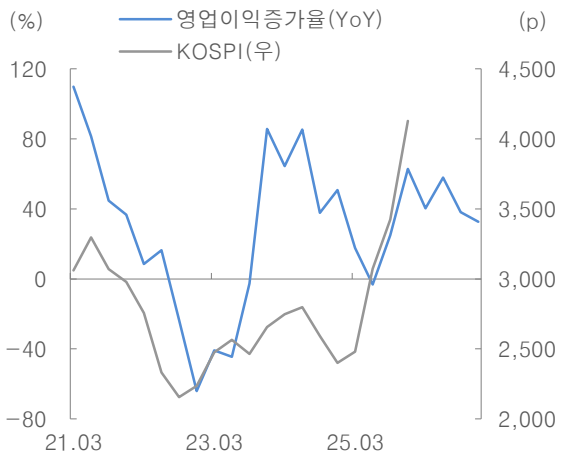


자료: IBES, 대신증권 Research Center

한국 주식시장 상대 PER

자료: IBES, 대신증권 Research Center

KOSPI 분기 영업이익증가율(YoY) 전망



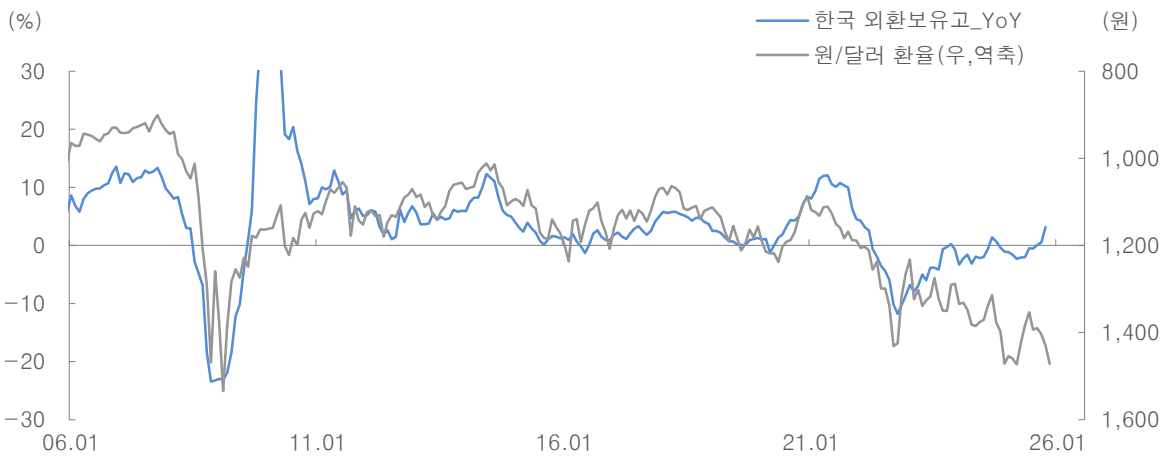
자료: Wisefn, 대신증권 Research Center

[원화 약세] 원화의 과도한 약세는 불안요인이면서 투자 기회 요인

정책 불확실성 완화 과정에서 원화 가치가 회복할 경우 외국인 투자 유입 기대

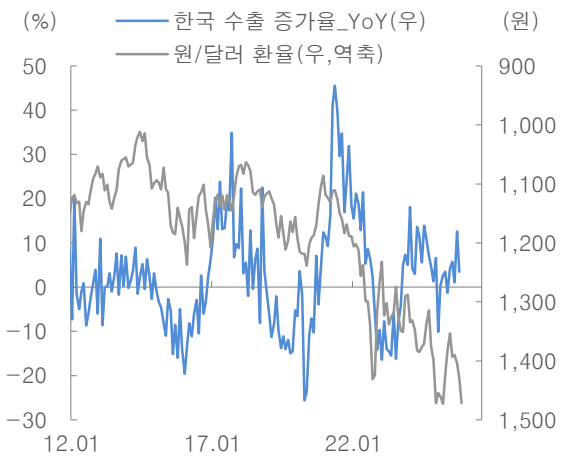
- 2021년 이후 원화는 달러 대비 약세 흐름이 지속되고 있는 상황
- 과거에 원화는 외환보유고 증가율이 개선될 때나 수출 증가율이 상승할 때 강세를 나타냈지만, 최근에는 지표 개선에도 불구하고 원화 약세가 지속되고 있는 상황
- 글로벌 정책 불확실성과 기관/개인 투자자의 해외투자 확대 등이 원화 약세로 연결되는 모습
- 다만, 펀더멘탈 대비 과도하게 원화 약세가 진행되고 있는 만큼 정상화 차원의 원화 강세 흐름이 나타날 수 있다고 판단. 원화 가치 회복은 외국인 순매수 유입으로 연결되어 국내 주식시장에 긍정적

한국 외환보유고 증가율(YoY)과 원/달러 환율



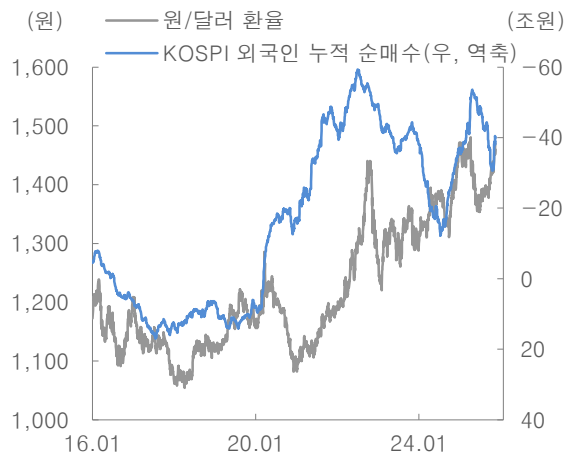
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

한국 수출 증가율과 원/달러 환율



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

원화 강세는 외국인 순매수 유입 요인



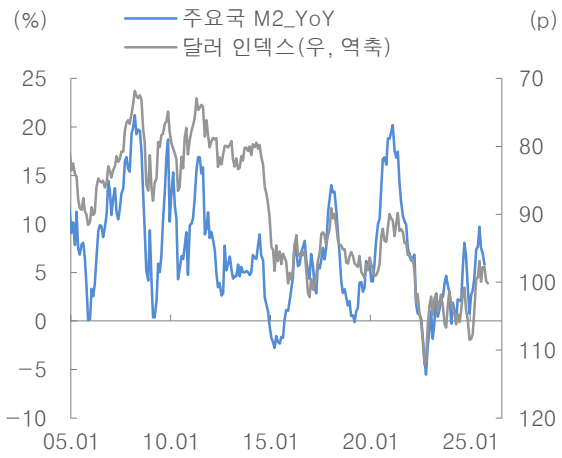
자료: Wisefn, Bloomberg, 대신증권 Research Center

[달러 약세 가능성] 글로벌 유동성 증가는 달러 약세로 연결

연준의 기준금리 인하 재개에 따른 미국 국채금리 하락 가능성도 달러 약세 요인

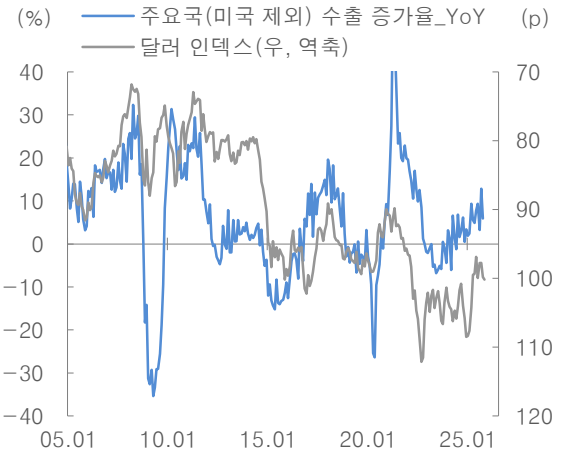
- 주요국 M2 증가율(YoY)이 개선될 때 달러는 약세. 달러 움직임에 있어 글로벌 교역도 중요. 미국 제외 주요국 수출 증가율이 개선될 때 달러는 대체로 약세
- 양호한 글로벌 경기 흐름 속에 미국 제외 주요국 수출 증가율은 개선 추세 유지. 지지부진한 글로벌 제조업 경기가 저점을 통과할 경우 글로벌 교역은 추가 개선 가능성 높다고 판단
- 연준의 기준금리 인하 재개에 따른 미국 국채금리 하락 가능성도 달러 약세 요인이 될 것으로 예상
- 다만, 최근 둔화되고 있는 주요국 외환보유고 증가율은 달러 강세 요인인 만큼 추가 둔화 여부 주목

주요국 M2 증가율과 달러 인덱스



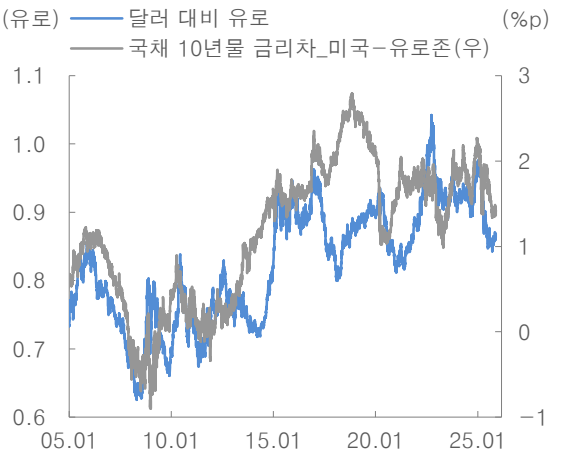
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

주요국 수출 증가율과 달러 인덱스



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국 국채금리 상대적 하락은 달러 약세 요인



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

주요국 외환보유고 증가율과 달러 인덱스

자료: CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

[단기 금융여건 악화] 단기자금시장 경색 가능성으로 금융여건지수 하락

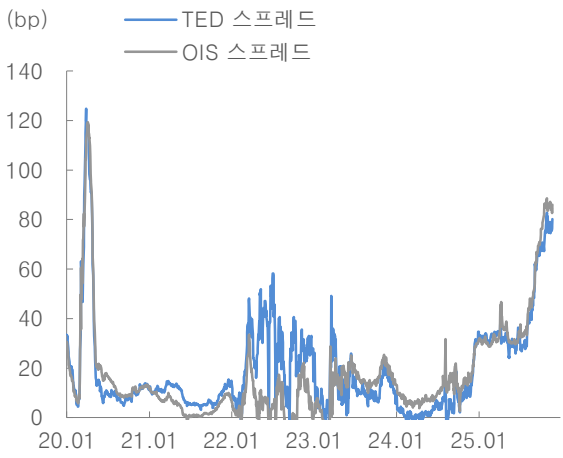
TED스프레드와 OIS 스프레드에 이어 회사채 스프레드도 상승 신호

- 최근 블룸버그 미국 금융여건지수가 하락하면서 주식시장의 상승을 제한하는 모습
- 단기자금 시장 관련 지표가 악화되면서 금융여건 지수 하락으로 연결
- 단기자금 시장의 경색을 보여주는 TED 스프레드와 OIS 스프레드는 트럼프 취임과 함께 높아지기 시작. 하반기 들어 재차 상승하면서 2022년 고점 돌파. 코로나19 보다 낮지만 과거 대비 상당히 높은 수준
- 최근에는 회사채 스프레드도 바닥을 통과하면서 금융시장의 불확실성이 서서히 높아지는 모습

블룸버그 미국 금융여건 지수와 전세계 주가지수

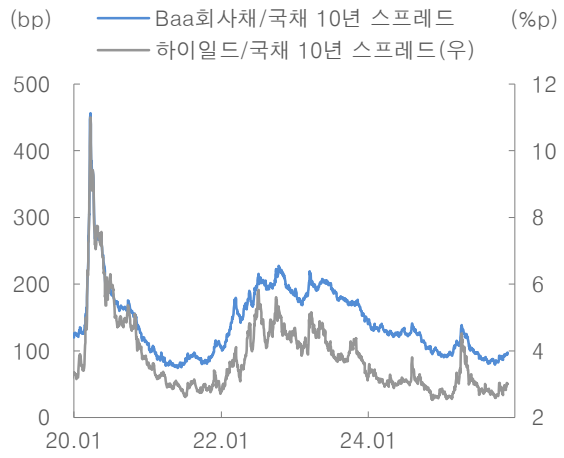
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

TED 스프레드와 OIS 스프레드



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국 회사채 스프레드도 높아지기 시작



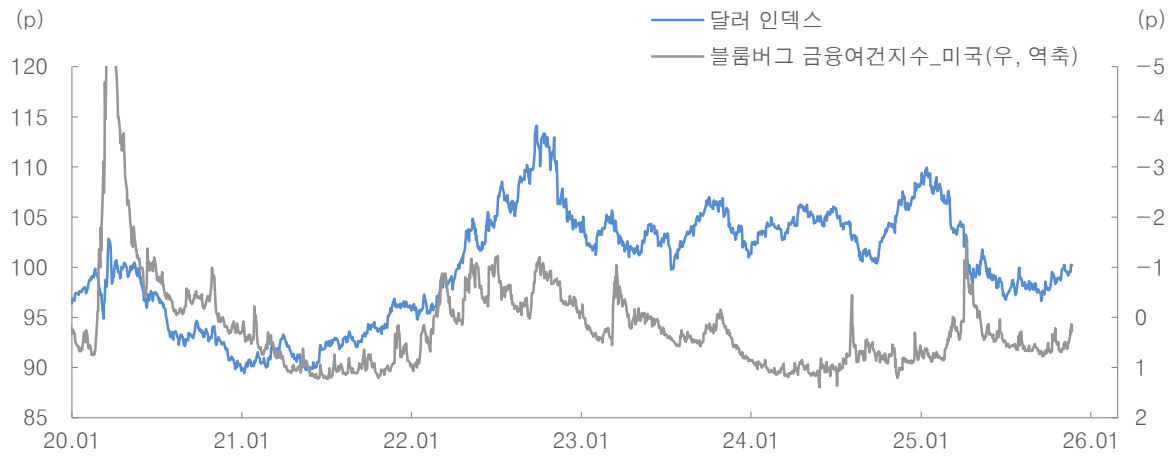
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[정책 기대감] 연준은 통화정책 여력 확보중

단기적으로 금융여건이 악화될 수 있지만 연준이 발빠르게 대응할 것으로 예상

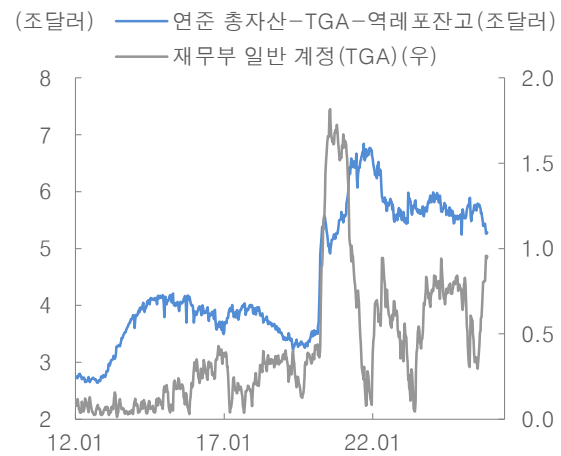
- 블룸버그 미국 금융여건 지수가 악화될 때 대체로 달러는 강세. 불확실성에 따른 안전자산 수요 확대
- 연준은 12월에 양적긴축(QT) 종료 결정. 기준금리 추가 인하 여력도 확보중
- 시장 유동성을 가늠하는 지표로 연준의 총자산 흐름과 함께 재무부 일반 계정(TGA)과 역레포잔고가 줄어드는지 여부 중요. 최근 셧다운으로 인해 TGA가 늘어나면서 유동성 우려 확대요인으로 작용
- 셧다운 종료로 단기자금 시장 경색 완화 기대. 금융여건 지수가 악화될 수 있지만 연준이 발빠르게 대응할 가능성이 높아 단기 변동성 요인에 그칠 것으로 예상

블룸버그 미국 금융여건 지수가 하락할 때 달러는 강세



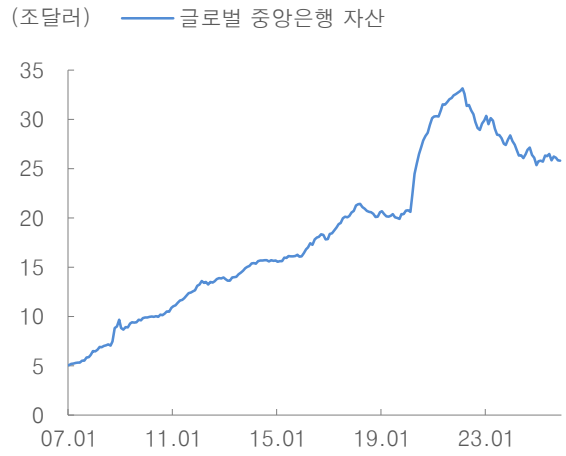
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

정부 지출 재개에 따른 TGA 잔고 축소 기대



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

글로벌 중앙은행 자산 규모 축소도 저점 통과 중



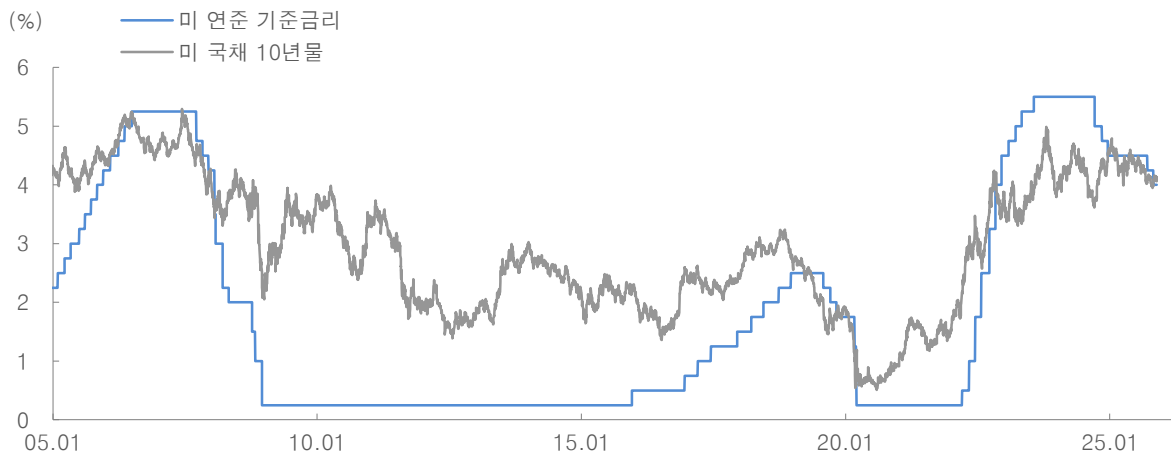
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[연준 기준금리 인하 재개] 시장금리 하락 안정 기대

연준의 점도표 대비 시장의 기대치가 높다는 점은 불확실성 요인

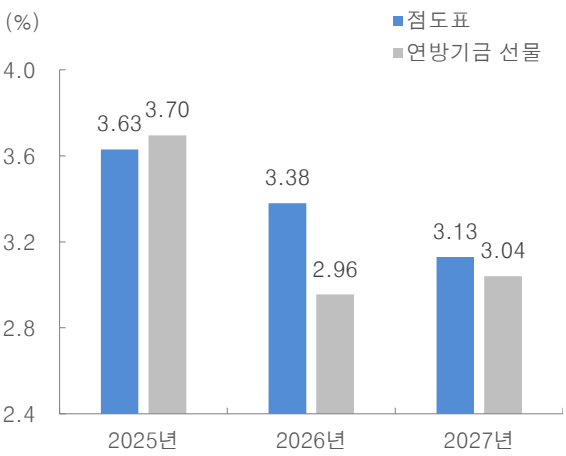
- 연준의 기준금리 인하 국면에서 미 국채 10년물 금리는 하락 추세 형성
- 연준이 9월 FOMC에서 기준금리 인하를 재개. 연준은 기준금리를 추가 인하할 가능성이 높아 시장금리의 하향 안정화 기대. 단기자금 시장에도 긍정적인 효과를 줄 것으로 예상
- 연준은 점도표 기준으로 내년까지 두 번(50bp)의 추가 인하 시사. 하지만 연방기금 선물시장은 내년말까지 3회 이상의 기준금리 인하를 반영중
- 미 국채 10년물 금리의 방향성이 연방기금 선물시장에 따라 좌우되었다는 점에서 연준과 시장의 시각차이는 시장금리의 변동성을 높을 수 있는 요인

연준 기준금리와 미 국채 10년물



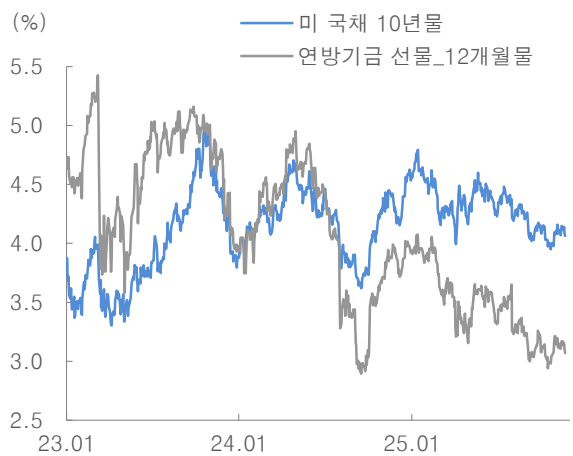
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

연준 점도표와 연방기금 선물



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

연방기금 선물과 미 국채 10년물



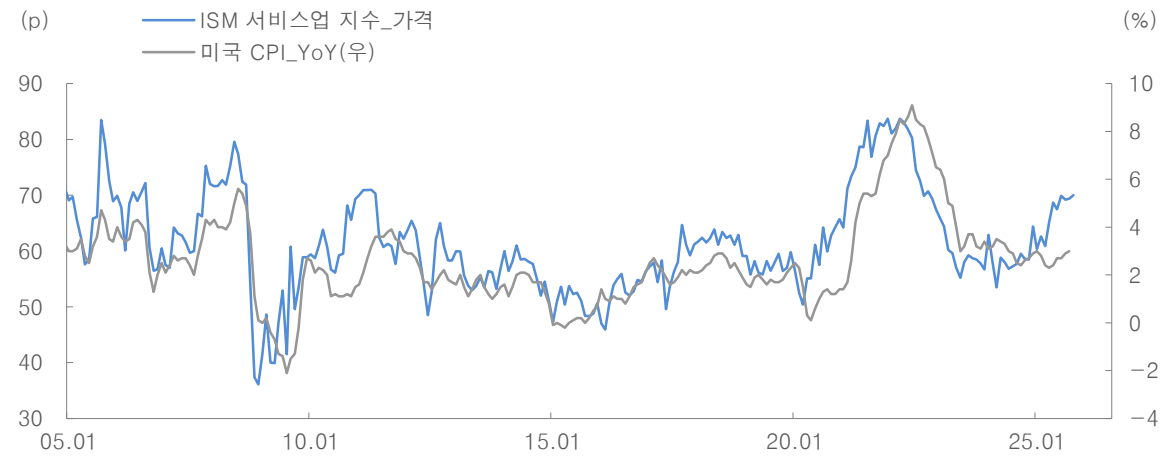
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[인플레이션 우려] 높은 수준의 ISM 서비스업 가격지수 등 물가지표 주목

기업 경기 부진에도 원자재 종합 지수의 상승세가 이어지고 있다는 점도 불확실성 요인

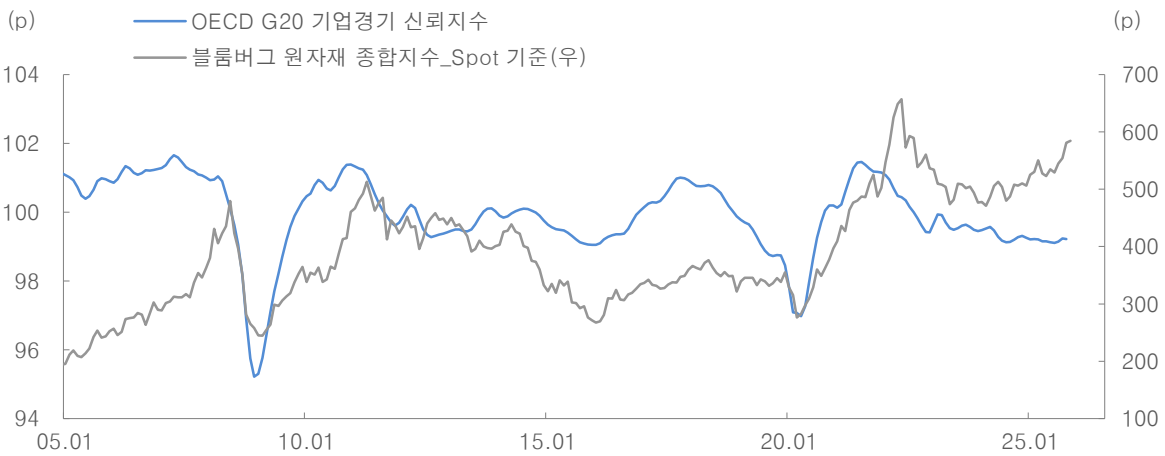
- 셧다운으로 인한 경제지표 공백 속에 연준내 매파 위원의 금리 동결 근거 중 하나는 물가에 대한 우려
- 주요 물가 관련 지표중 ISM 서비스업 가격지수가 최근 3개월 연속 상승하면서 높은 수준 유지. 과거 미국 CPI(YoY)는 ISM 서비스업 가격지수를 후행하는 모습을 보여주었다는 점에서 추가 상승 여부 주목
- 또한 원자재 종합 지수가 상승추세를 이어가고 있다는 점도 부담. 과거와 달리 OECD G20 기업경기 신뢰지수가 지지부진한 상황에서도 원자재 종합 지수 상승중. 풍부한 유동성의 영향도 있다고 판단
- 제조업 경기 회복이 뒷받침되지 않는 상황에서 원자재 가격 상승은 기업들에게 원가 부담 요인

ISM 서비스업 가격 지수와 미국 CPI(YoY)



자료: ISM, Bloomberg, 대신증권 Research Center

OECD G20 기업경기 신뢰지수 부진에도 상승세가 이어지고 있는 원자재 종합 지수



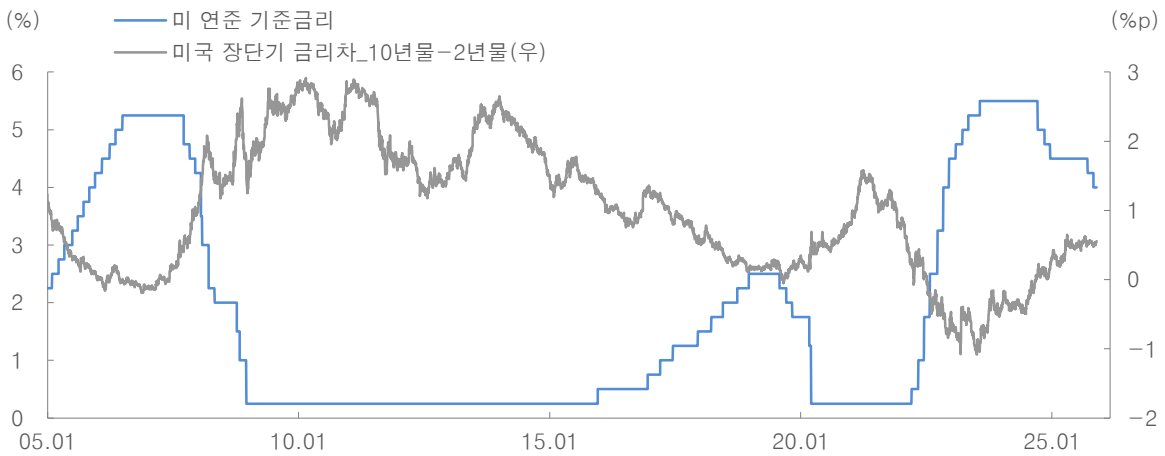
자료: OECD, Bloomberg, 대신증권 Research Center

[금리 변동성 확대 대비] 시장금리 하락 제한과 기대 인플레이션 반등 여부

기준금리 인하 국면에서 장단기 금리차 확대와 유가 반등 가능성 주목

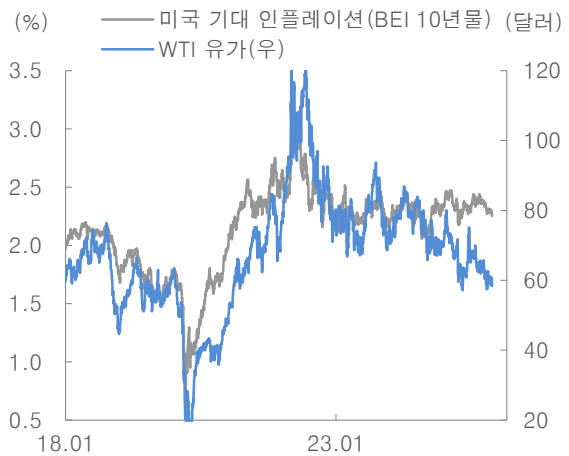
- 원자재 종합 지수의 상승에도 불구하고 기대 인플레이션(BEI 10년물 기준)은 안정적으로 유지
- 유가 하락이 기대 인플레이션 상승을 제한하고 있지만 유동성 효과로 유가는 내년 하반기 반등 가능
- 과거 연준의 기준금리 인하 국면에서 미 국채 장단기 금리차는 확대. 기준금리 인하에도 장기금리 하락폭은 제한될 가능성 존재. 내년 연준의 기준금리 인하가 종료될 것으로 예상된다는 점은 불확실성 요인
- 기대 인플레이션의 상승 또는 연준의 기준금리 인하 종료로 채권시장의 불확실성이 확대될 경우 주식시장에도 부정적인 영향을 미칠 것으로 예상

연준 기준금리와 미국 장단기 금리차



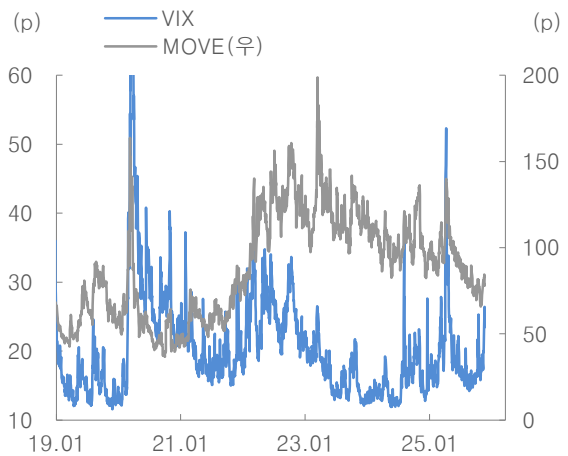
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

유가 하락 안정으로 기대 인플레이션 상승 제한



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

VIX와 MOVE의 동반 상승 가능성



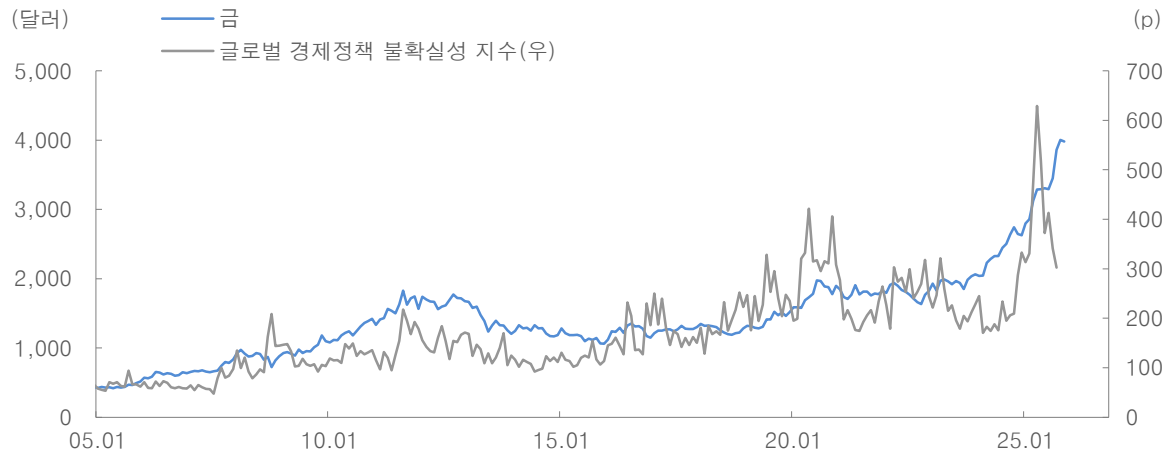
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[금의 역할] 금은 불확실성을 대비하는 자산

주식과 채권의 높아진 상관관계는 금을 찾는 이유 중 하나

- 올해 상반기에 글로벌 경제정책 불확실성이 확대되면서 금 가격 강세로 연결
- 주식과 채권의 성과가 중앙은행의 통화정책에 민감해지면서 주식과 채권의 상관관계는 과거 보다 높아진 상황. 주식과 채권의 자산배분 효과가 약해지면서 금에 대한 관심이 상대적으로 높아지는 모습
- 주식과 채권으로 구성한 포트폴리오의 변동성이 높아질 때 금 가격의 상승모멘텀이 확대
- 금은 인플레이션을 방어할 수 있는 대표적인 자산군. 글로벌 유동성 확대와 연준의 추가 기준금리 인하에 따른 실질금리 하락은 금 가격에 긍정적
- 정책 불확실성 완화로 금 가격의 상승 모멘텀은 둔화되겠지만, 불확실성 대비 위해 일정 부분 편입 필요

글로벌 경제정책 불확실성 확대는 금 가격 강세 요인

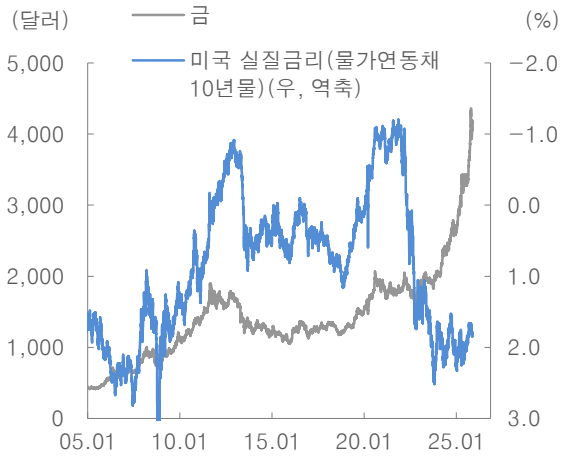


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

주식&채권 변동성 확대시 금 가격 강세

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

실질금리의 하락은 금 가격에 긍정적



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[자산배분] 유동성, 경기, 기업실적 등 주식 투자에 긍정적 환경 예상

연준의 기준금리 인하 종료 전후로 채권시장의 변동성 확대 대비 필요

- 글로벌 유동성, 경기선행지수, 기업 실적 등 추가 개선 가능성이 높아 주식 투자에 유리한 환경
- 연준의 기준금리 인하와 유동성 확대에 따른 달러 약세 가능성은 한국 등 미국 이외 자산에 긍정적 효과
- 한국 주식시장의 경우 상대적으로 빠른 실적 상향조정으로 이익 모멘텀과 밸류에이션 매력 부각 기대
- 연준의 기준금리 추가 인하에도 연준과 시장의 기대감 차이는 시장금리 변동성 확대 요인
- ISM 서비스업 가격지수 등 물가지표와 원자재 종합 지수의 상승세 등 인플레이션에 대한 우려도 존재
- 내년 연준의 기준금리 인하 종료 가능성이 높다는 점도 채권시장에는 불확실성 요인
- 시장금리 상승시 매수 전략은 유효하지만 채권으로 자본이익을 얻기는 쉽지 않을 것으로 예상
- 글로벌 주식시장의 상승추세가 지속될 것으로 예상된다는 점에서 주식시장 조정시 비중확대 전략 필요

자산배분 포트폴리오 제안 비중

구분	세부자산	ETF 코드	ETF 종목명	비중(%) 전략적(A)	전술적(B)	A-B	선호도
주식	KOSPI200	A069500	KODEX 200	11.4	14	2.6	비중확대
	S&P500_환헤지	A449180	KODEX 미국S&P500(H)	13.7	16	2.3	비중확대
	S&P500_환노출	A360750	TIGER 미국S&P500	31.9	32	0.1	
	소계			57.0	62	5.0	
채권	국고채	A114260	KODEX 국고채3년	15.2	14	-1.2	비중축소
	미국 회사채_환노출	A468630	KODEX iShares미국투자등급회사채액티브	22.8	19	-3.8	비중축소
	소계			38.0	33	-5.0	
기타	금_환노출	A0064K0	KODEX 금액티브	5.0	5	0.0	
합계				100.0	100.0		
달러노출				59.7	56	-3.7	비중축소

자료 : 대신증권 Research Center
주: 자산배분 포트폴리오의 구성 방법은 "자산배분 포트폴리오의 구축과 금&달러의 역할"(2025.11.13) 자료 참고

Compliance Notice

- 금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.
- 당사의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 위 언급된 종목을 제외한 동자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부의 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: 조승빈)
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.