Asset
Allocation

AsAP (Asset Allocation Plan)

[글로벌 자산배분 전략]

봄바람과 함께 찾아온 글로벌 제조업 경기 회복

자산전략팀 | 2026.04.23

Asset Allocation/ETF 조승빈
seungbin.cho@daishin.com

Daishin 증권

Contents

I. Summary 03

II. 이슈분석: 봄바람과 함께 찾아온 글로벌 제조업 경기 회복 07

III. 자산배분 전략 27

I. Summary

Summary

봄바람과 함께 찾아온 글로벌 제조업 경기 회복

- 미국과 이란의 종전 협상 기대감 속에 투자자들의 관심은 악재에도 불고하고 견조한 기업 실적으로 이동
  - 전세계 주가지수 단기 급등은 부담요인. 과거 유사했던 사례의 반등후 1년 수익률 평균값은 19.2%로 상승 모멘텀 상당기간 유지
  - 글로벌 주식시장의 조정 국면에서도 전세계 주가지수 12개월 선행 EPS는 상승 흐름 지속. 악재에도 견조한 기업 실적과 밸류에이션 매력 부각
  - 투자자들의 펀더멘탈에 대한 관심 확대는 실적 성장률과 이익수정비율이 상대적으로 양호한 한국과 대만 증시에도 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상

- OECD G20 기업경기 신뢰지수 회복 본격화. 글로벌 경기 추가 개선과 기업실적 상향조정 가능성 확대
  - OECD G20 기업경기 신뢰지수 뚜렷한 회복세. 생산지수가 개선되는 가운데 재고지수는 낮아 글로벌 제조업 경기 추가 개선 가능성 높다고 판단
  - 글로벌 제조업 경기 회복시 기업 실적 상향조정 가능성 확대. 또한 미국 소형주와 신흥국 증시가 강세를 나타냈다는 점도 주목
  - OECD G20 기업경기 신뢰지수가 개선되는 국면에서 원자재 종합 지수는 대체로 상승. 제조업 생산 확대가 원자재 수요 증가로 연결되기 때문

- 연준의 통화정책 전환에 대한 우려는 채권시장 변동성 확대 요인. 유로존과 일본의 기준금리 인상 가시화도 주목
  - 최근 연방금리 선물 12개월물과 채권시장 변동성 지수(MOVE)는 동행. 연준의 통화정책 변화에 대한 우려가 채권시장에 미치는 영향력이 높아진 상황
  - 미국은 기준금리 동결이 반영되고 있지만 완화적 스탠스에 대한 기대감은 유지. 반면, 유로존과 일본은 7월이나 9월 기준금리 인상 반영중
  - 주식시장이 상승하는 과정에서 채권시장의 내재변동성 하락은 긍정적인 요인으로 작용. 향후 연준의 통화정책 변화 여부는 주식시장에도 중요한 변수

- 자산배분 전략: 견조한 기업 실적과 글로벌 제조업 경기 회복 긍정적. 주식에 대한 비중확대 전략 유지

[자산배분] 주요 자산군별 선호도와 관심 자산

주식 비중확대 전략 유지. 주식은 미국과 한국 선호. 채권은 비중 축소. 채권 내에서는 회사채 선호

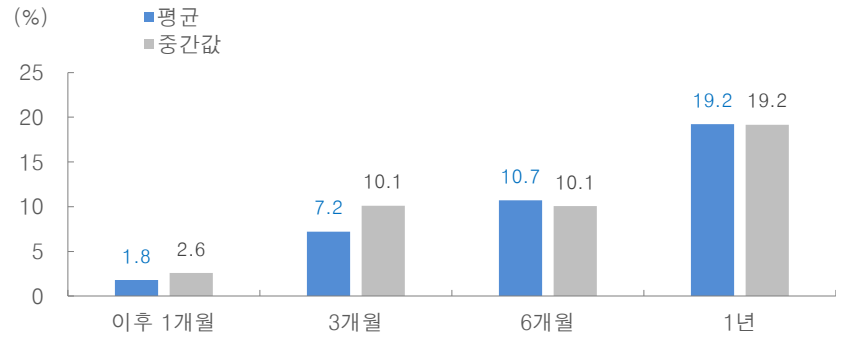
주요 자산군 선호도와 투자의견

구분	비중축소		중립	비중확대		투자의견
	--	-		+	++	
주식 vs 채권		채권		주식		견조한 기업실적, 글로벌 제조업 경기 회복 등 주식 강세 뒷받침
주식: 미국 vs 미국 제외				미국 제외	미국	AI 관련 투자 확대로 미국 빅테크 실적 개선 지속 달러 약세 가능성은 미국 제외 주식시장에 투자 기회 제공
주식: 미국 제외 선호국				대만	한국	한국시장의 상대적으로 높은 이익모멘텀과 밸류에이션 매력
채권: 국채 vs 회사채		국채	회사채			중장기적으로 국채금리 상승 압력 높아질 것으로 예상 견조한 기업실적으로 회사채 스프레드 추가 축소 가능
채권: 장기 vs 단기		장기	단기			제조업 경기 회복은 국채금리 상승 요인. 단기채 선호
대체/기타			금			주요국 중앙은행의 긴축정책 전환 우려 나타나기 시작

자료: 대신증권 Research Center

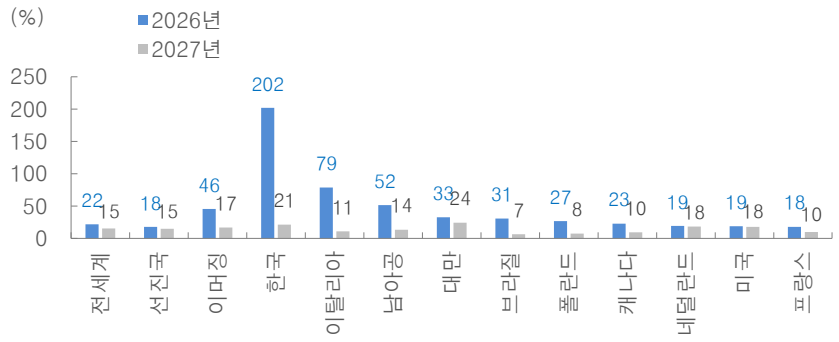
자료 속 핵심 차트

전세계 주가지수 단기 급등 이후에도 상승 모멘텀 지속(00년 이후 사례)



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

펀더멘탈로의 관심 이동은 한국 증시에 긍정적(EPS증가율 비교)

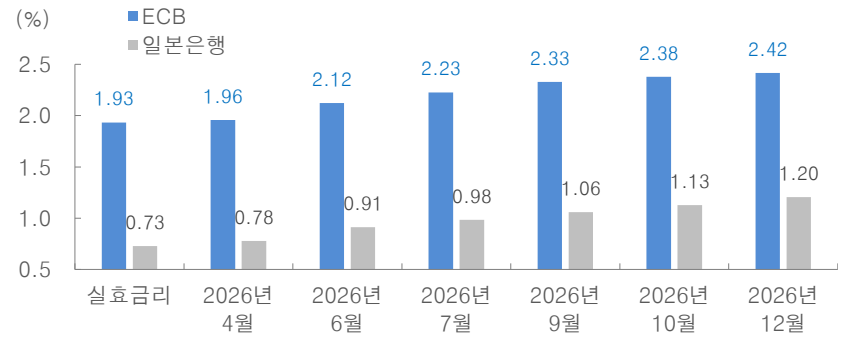


자료: LSEG, Bloomberg, 대신증권 Research Center

뚜렷한 회복세를 나타내는 OECD G20 기업경기 신뢰지수

자료: OECD, Bloomberg, 대신증권 Research Center

기준금리 인상이 가시화되고 있는 유로존과 일본



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

II. 이슈분석

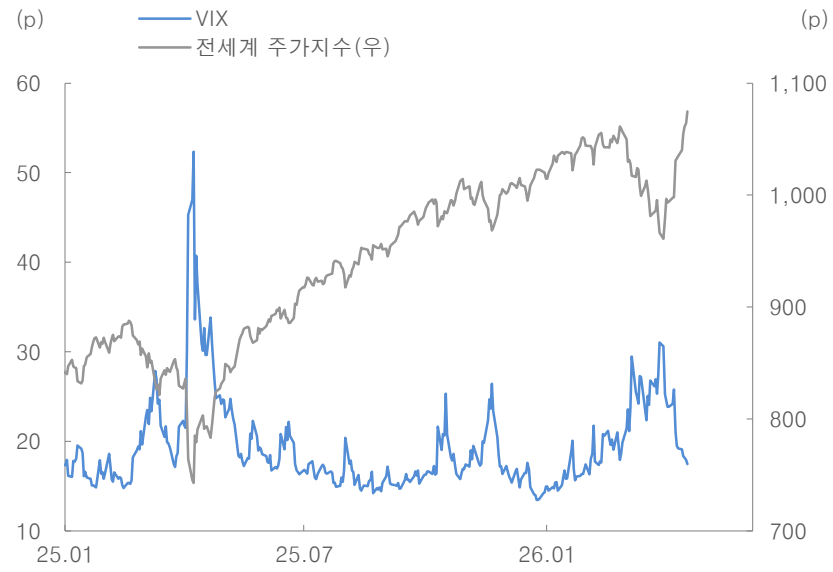
봄바람과 함께 찾아온
글로벌 제조업 경기 회복

[안도 랠리] 미국과 이란의 종전협상이 시작되면서 글로벌 증시 빠르게 반등

주가 급등 이후 단기적으로 상승속도가 둔화될 수 있지만, 과거 유사한 사례에서 상승 모멘텀 상당 기간 지속

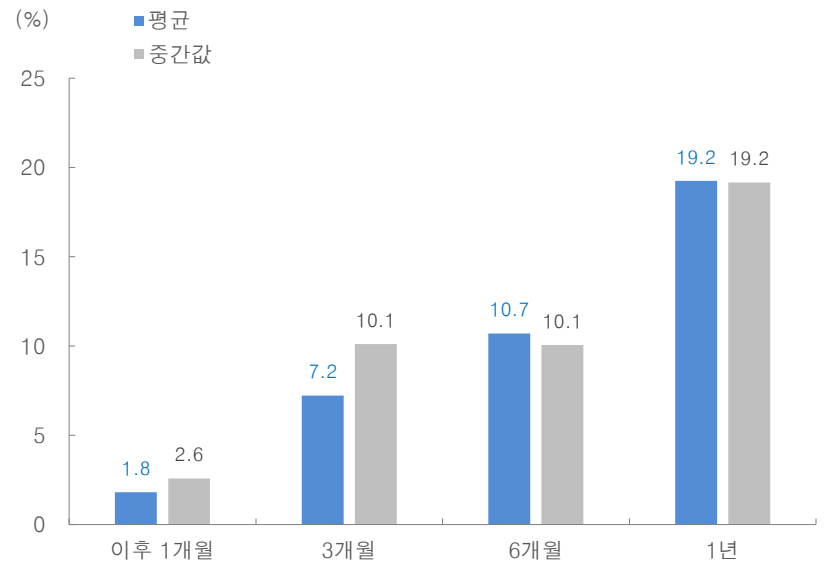
- 4월 7일 미국과 이란이 2주간 휴전에 합의하고, 호르무즈 해협을 개방하기로 하면서 글로벌 금융시장의 불확실성은 빠르게 완화
- 협상 과정에서의 불협화음과 이스라엘의 레바논 공격 등 휴전 기간 동안 발생한 악재에도 불구하고 투자자들은 종전이라는 결론에 무게중심을 두는 모습
- 3월말에 30을 돌파했던 VIX는 주식시장의 안도랠리와 함께 17p 수준으로 낮아지면서 주식시장 내재변동성 빠르게 완화
- 나스닥 지수가 13일 연속 상승하는 등 투자심리는 빠르게 회복. 전세계 주가지수는 12거래일간 10% 이상 반등
- 2000년 이후 전세계 주가지수가 12거래일간 10% 이상 반등한 사례는 총 13차례
- 주가 급등이후 상승 속도가 일시적으로 둔화될 수 있지만, 과거 13차례 사례의 1년 수익률 평균값은 19.2%로 상승 모멘텀이 상당기간 유지됐던 것으로 나타남

미국과 이란의 휴전 합의 이후 안도 랠리와 함께 VIX 하락



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

12거래일간 10% 이상 반등한 이후 기간별 평균 성과(2000년 이후)



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[과거 단기 급등 사례] 2000년 이후 12거래일내 저점 대비 10% 이상 반등은 13차례

반등 이후 성과는 평균 기준 3개월 +7.2%, 6개월 +10.7%, 1년 +19.2%로 상승 모멘텀 상당 기간 지속

- 2000년 이후 12거래일내 저점 대비 10% 이상 반등한 사례는 총 13번. 반등 이후 1개월 수익률은 평균 1.8%로 상승 모멘텀은 일시적으로 둔화
- 반등 이후 기간별 평균 수익률은 3개월 +7.2%, 6개월 +10.7%, 1년 +19.2%를 기록하며 상승 모멘텀이 상당 기간 지속되는 모습
- 1년 수익률의 경우 13개의 사례중 1년 수익률이 (-)를 기록한 경우는 두 차례에 불과

2000년 이후 12거래일내 저점 대비 10% 이상 반등한 사례와 성과 정리

기준일	12거래일내저점 기준 1개월성과(%)	12거래일저점대비 반등폭(%)	저점대비 10%이상상승한시점이후성과(%)			
			1개월	3개월	6개월	1년
2001-04-19	-9.5	10.6	1.9	-6.1	-16.5	-11.2
2001-10-04	-17.7	10.6	1.3	8.6	5.8	-22.4
2002-08-19	-14.5	10.7	-10.8	-6.2	-10.9	6.0
2002-10-15	-13.0	11.3	3.3	4.9	0.7	23.7
2003-03-21	-4.3	10.3	0.8	14.0	20.5	34.2
2008-11-04	-34.5	21.8	-16.2	-15.4	-6.3	14.7
2009-03-16	-20.7	11.1	15.0	27.2	51.0	59.0
2009-07-23	-6.7	11.3	5.1	13.2	12.8	10.3
2011-10-14	-10.0	10.7	1.2	1.3	7.3	9.6
2020-03-31	-32.9	16.5	10.6	18.7	27.8	52.2
2020-11-16	-2.5	11.4	3.8	11.6	13.9	23.7
2025-04-24	-12.8	10.4	5.9	14.8	22.1	31.1
2026-04-15	**-9.1**	**10.4**				
평균	-14.9	12.2	1.8	7.2	10.7	19.2
중간값	-12.9	10.9	2.6	10.1	10.1	19.2

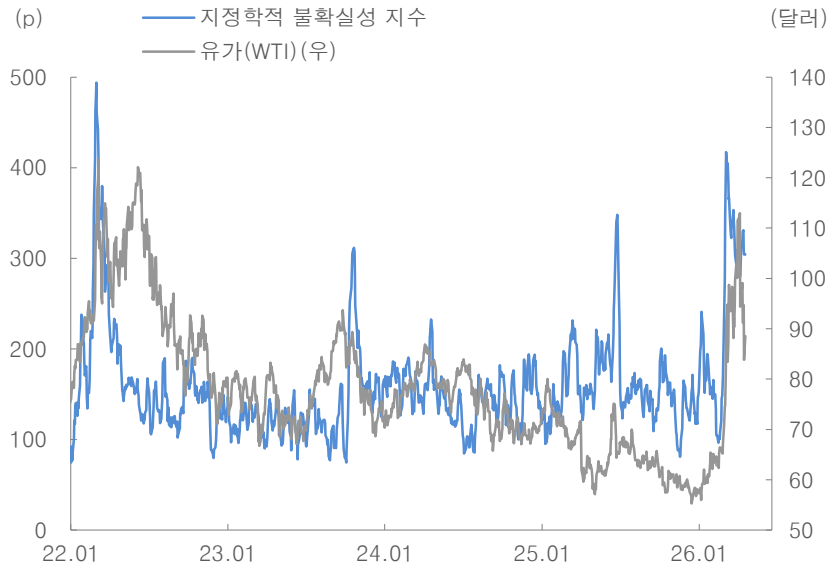
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[기업 실적] 투자자들의 관심은 악재에도 불구하고 견조한 기업 실적으로 이동

주가지수 하락에도 전세계 주가지수 12개월 선행 EPS는 상승하며 밸류에이션 매력 확대

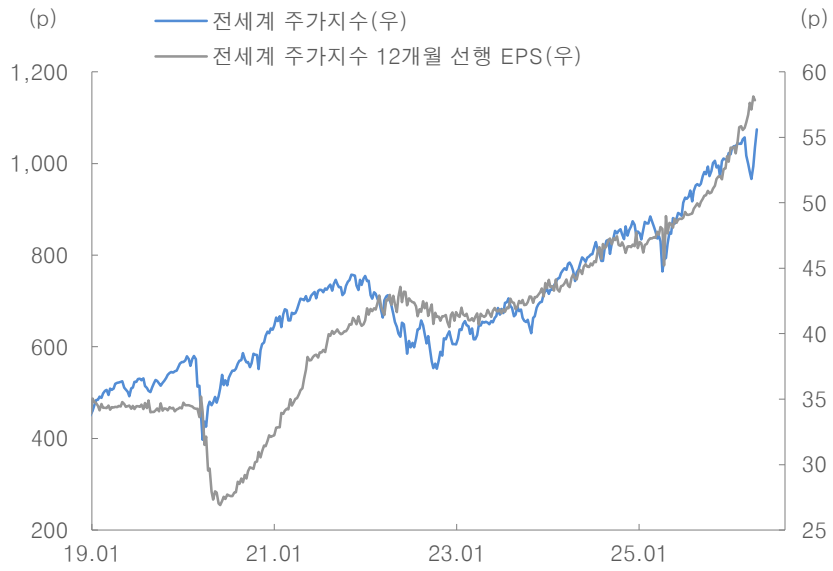
- 미국과 이란의 종전 협상이 지연되고 정전 연장안이 발표되는 등 불확실성이 남아있는 상황이지만 시장에 미치는 영향력은 약화
- 유가가 고점 대비 하락하긴 했지만 여전히 높은 수준을 기록중임에도 투자자들은 종전 이후 유가의 추가 하락 가능성과 물가 우려 완화에 초점을 맞추는 모습
- 중동 관련 악재가 지속되고 있음에도 불구하고 주식시장이 양호했던 이유중 하나는 기업 실적, 유동성 등 펀더멘탈이 양호한 흐름을 이어가고 있기 때문
- 글로벌 주식시장의 조정 국면에서도 전세계 주가지수 12개월 선행 EPS는 상승 흐름 지속. 악재에도 불구하고 견조한 기업 실적 부각
- 실적 전망치가 올라간 만큼 밸류에이션 매력 확대. 전세계 주가지수 12개월 선행 PER은 1월까지 19배 수준이었지만 3월말에는 16.8배까지 하락

지정학적 불확실성과 유가는 하락 전환됐지만 아직 높은 수준



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

전세계 주가지수 12개월 선행 EPS는 중동악재에도 상승 흐름 지속



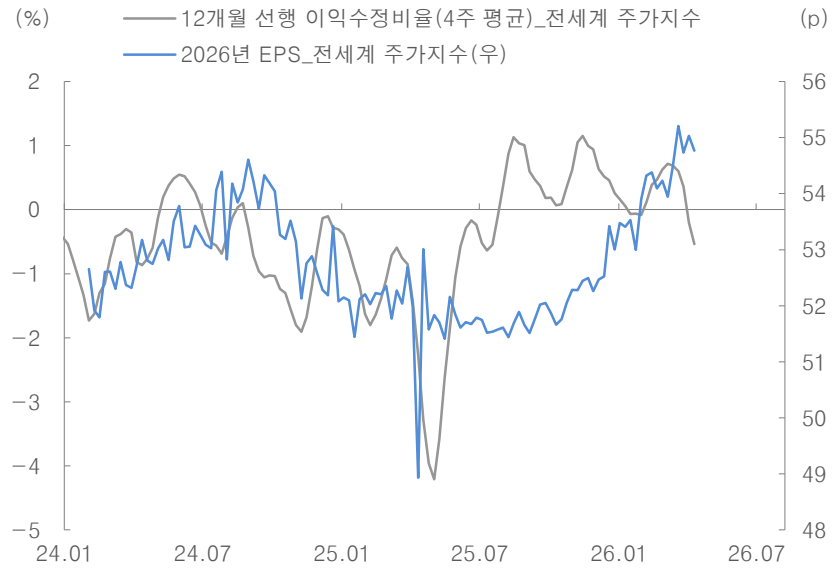
자료: LSEG, 대신증권 Research Center

[기업 실적] 이익수정비율 둔화는 일시적일 것으로 예상. 1Q26 실적 시즌은 양호

S&P500 1Q26 실적 발표 기업중 88%가 컨센서스를 상회

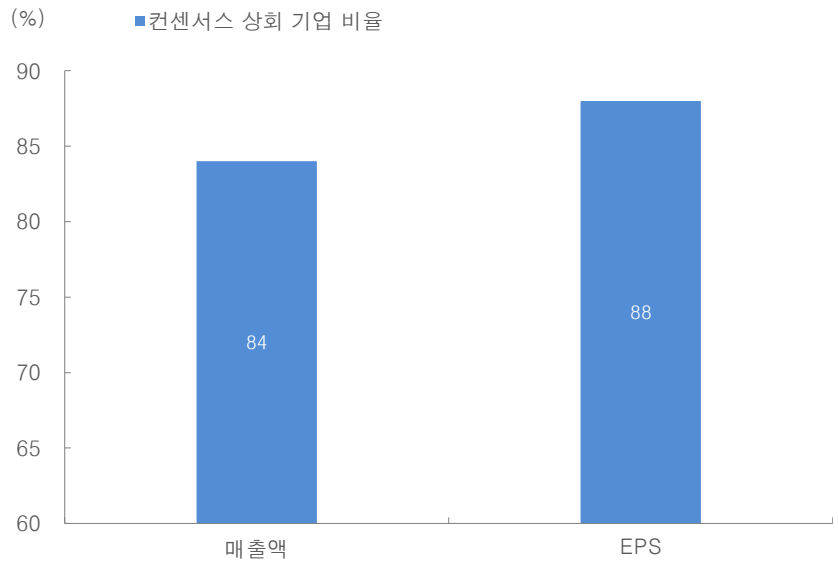
- 향후 기업 실적 컨센서스의 방향성을 가늠해볼 수 있는 지표는 이익수정비율(=(상향조정 추정치수-하향조정 추정치수)/전체 추정치수)
- 최근 전세계 주가지수 12개월 선행 이익수정비율(4주 평균)이 하락세를 나타내면서 -0.54%를 기록
- (-) 영역의 이익수정비율은 실적 전망치를 하향조정하는 애널리스트의 수가 더 많아졌음을 의미. 향후 컨센서스 데이터 하락 가능성 확대
- 하지만 지정학적 이슈로 인한 글로벌 금융시장의 불확실성 확대가 반영된 것이라면 이익수정비율의 하락도 일시적일 가능성 높다고 판단
- 현재 1Q26 실적시즌은 양호하게 진행되고 있는 상황. 실적 시즌 초반이지만 S&P500 실적발표 기업중 컨센서스 상회 비율은 88%
- 기대 이상의 실적시즌 결과가 반영될 경우 실적 전망 상향조정 추정치수가 확대되면서 이익수정비율도 반등할 것으로 예상

이익수정비율 하락으로 상승 속도가 둔화된 전세계 주가지수 EPS



자료: LSEG, 대신증권 Research Center

S&P500 1Q26 실적 발표 기업중 컨센서스 상회 기업 비율



자료: Factset, 대신증권 Research Center

[반도체] 투자자들의 관심이 펀더멘탈로 이동하자 빠르게 반등한 반도체 업종 지수

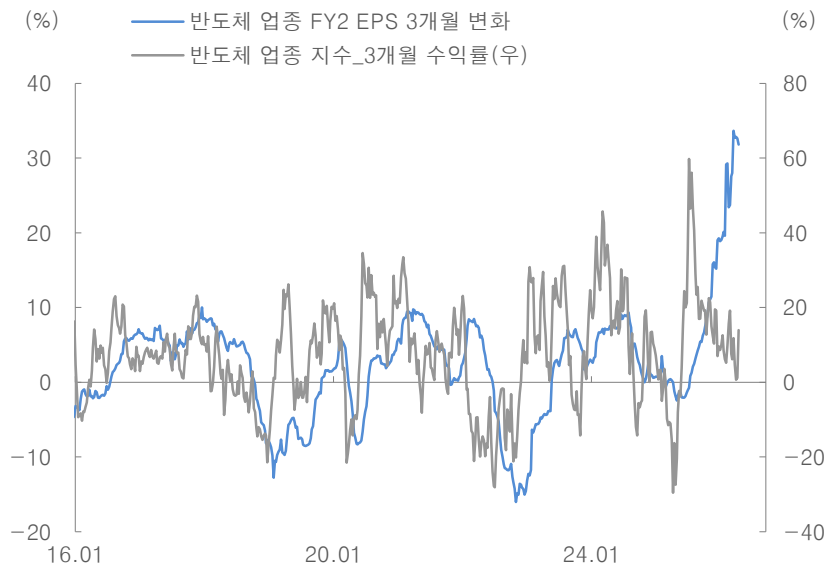
강력한 실적 상향조정 추세에도 주가가 따라가지 못하면서 반도체 업종 PER은 한때 시장 PER을 하회

- 시장의 관심이 기업 실적 등 펀더멘탈로 향하고 있다는 점은 최근 반도체 업종의 주가 강세에서도 확인
- 반도체 업종의 12개월 선행 PER은 대체로 시장대비 높게 형성되었지만, 지난 3월말 PER이 16.7배로 낮아지며 전세계 지수 PER 16.8배를 하회
- 반도체 업종 PER이 빠르게 하락한 이유는 실적 전망치가 가파르게 상향조정되고 있는 상황에서 주가는 상대적으로 약했기 때문
- 과거 반도체 업종 지수의 3개월 수익률은 FY2 EPS의 3개월 변화율과 함께 움직임
- 물론 주가가 실적 전망치를 선행해서 움직이지만 최근 3개월 EPS 상향조정률이 가파르게 상승하고 있는 상황에서 주가와의 간극이 벌어진 것은 드문 사례

3월말 반도체 업종 12개월 선행 PER이 시장 PER을 하회

자료: LSEG, 대신증권 Research Center

가파르게 상향조정된 실적 전망치를 따라가지 못했던 반도체 지수



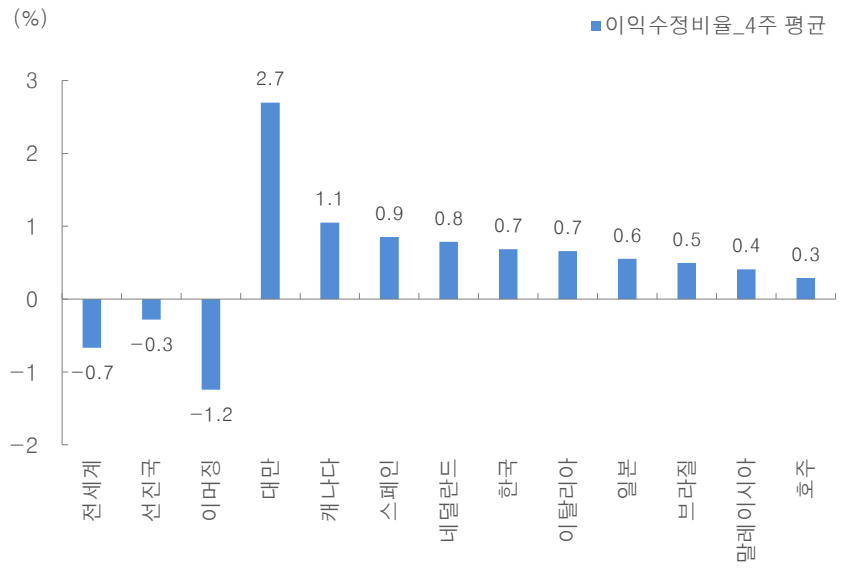
자료: LSEG, 대신증권 Research Center

[한국과 대만] 펀더멘탈에 대한 관심 확대는 한국과 대만 증시에도 긍정적

두 시장의 높은 실적 성장률 전망치는 양호한 이익수정비율이 뒷받침

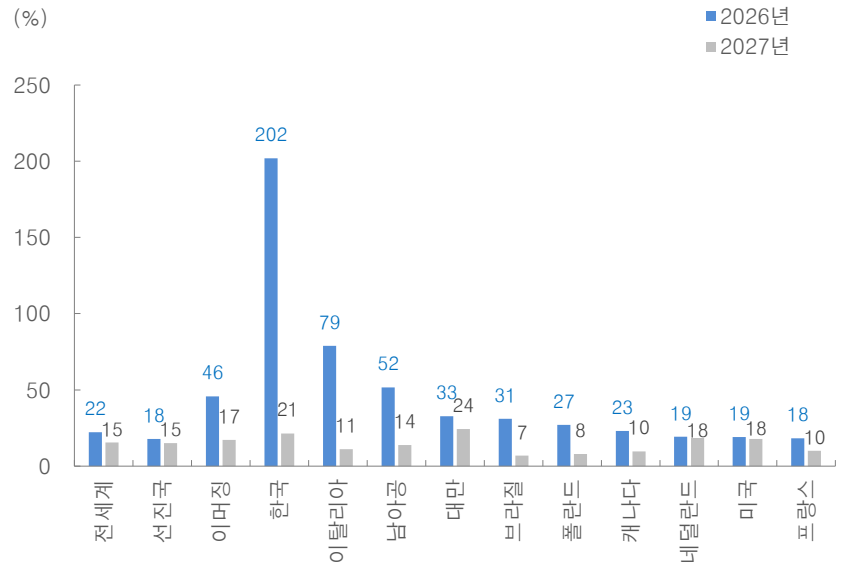
- 투자자들의 펀더멘탈에 대한 관심 확대는 한국과 대만 증시에도 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상
- 전세계 주가지수 이익수정비율이 (-)로 전환되었지만, 대만 시장 이익수정비율은 +2.7%로 주요국중 가장 높은 수준이고, 한국은 +0.7%로 상위권에 위치
- 한국과 대만의 올해와 내년 EPS 성장률도 주요국 대비 높은 수준. 특히, 한국의 2026년 EPS 성장률은 202%로 2월중순 100% 수준에서 가파르게 상승
- 대만시장 EPS는 2026년에 33%, 2027년 24% 증가할 것으로 예상되고 있어 올해와 내년 모두 주요국 대비 높은 성장률 전망
- 두 시장 모두 이익수정비율이 (+)를 기록하고 있기 때문에 실적 전망치 추가 상향조정 가능성이 높아 향후 실적에 대한 신뢰도도 높다고 판단

한국과 대만의 이익수정비율은 상대적으로 양호



자료: LSEG, 대신증권 Research Center

2026년 EPS 성장률 상위 국가



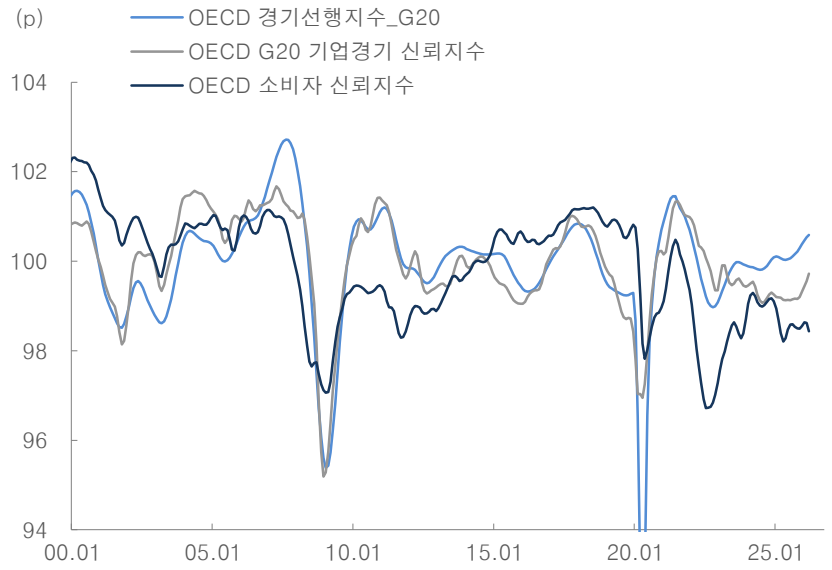
자료: LSEG, 대신증권 Research Center

[글로벌 경기] OECD G20 기업경기 신뢰지수 회복 본격화

생산지수 개선이 이어지는 가운데 재고는 낮아 추가 개선 가능성 높다고 판단

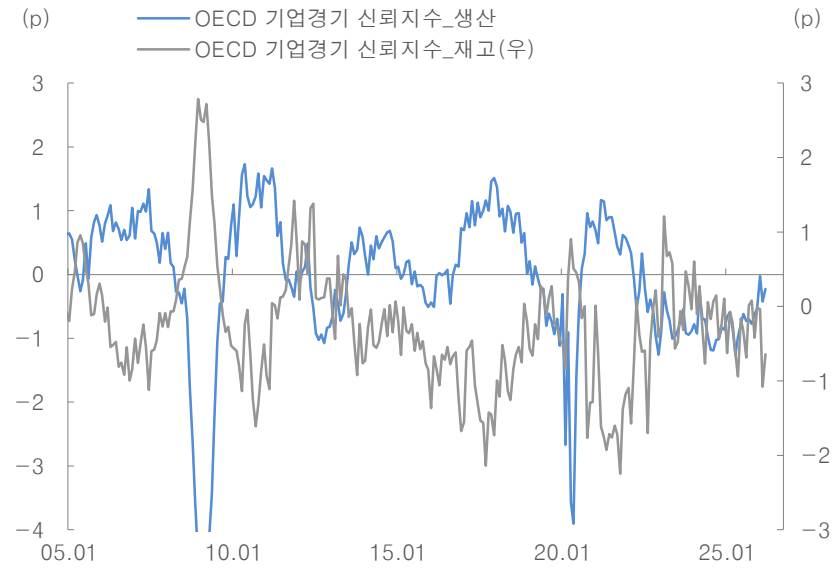
- OECD G20 경기선행지수 개선이 이어지는 가운데 그동안 지지부진했던 OECD G20 기업경기 신뢰지수가 뚜렷한 회복세를 나타내는 모습
- 반면, OECD 소비자 신뢰지수는 재차 하락하며 부진한 상황. 하지만 주식시장의 강세가 이어지는 등 글로벌 자산가격 상승으로 소비는 양호할 것으로 예상
- OECD 기업경기 신뢰지수의 세부 항목을 살펴보면 생산지수가 꾸준히 개선되는 가운데 재고지수는 낮은 수준에 위치
- 재고에 대한 부담이 크지 않은 만큼 글로벌 제조업 경기의 추가 개선 가능성 높다고 판단
- 글로벌 제조업 경기 회복이 본격화되면서 OECD G20 경기선행지수의 상승세도 유지될 것으로 예상

그동안 지지부진했던 OECD G20 기업경기 신뢰지수 뚜렷한 회복세



자료: OECD, CEIC, 대신증권 Research Center

생산 지수가 살아나는 과정에서 재고는 낮은 수준 유지중



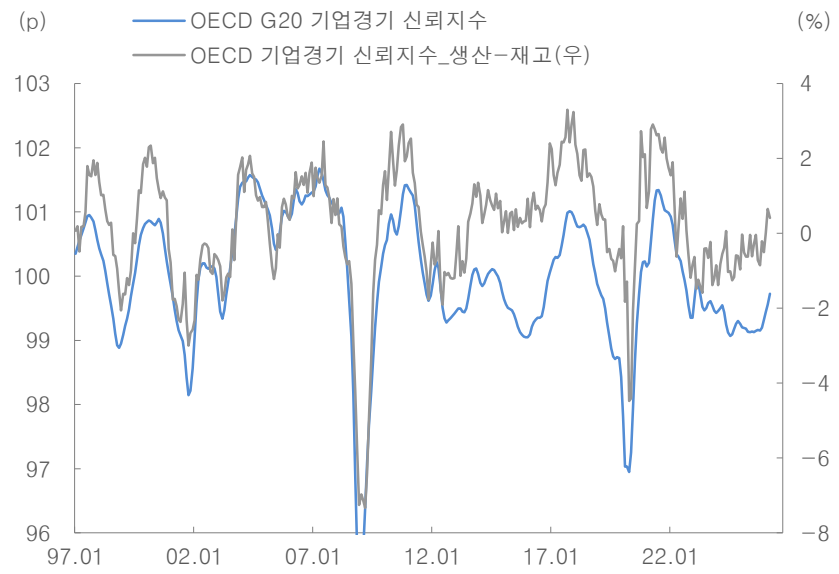
자료: OECD, CEIC, 대신증권 Research Center

[제조업 경기] 주요국 제조업 PMI에서도 나타나는 회복 신호

신규주문-재고 지수의 뚜렷한 상승은 제조업 경기의 추가 개선 가능성을 높이는 요인

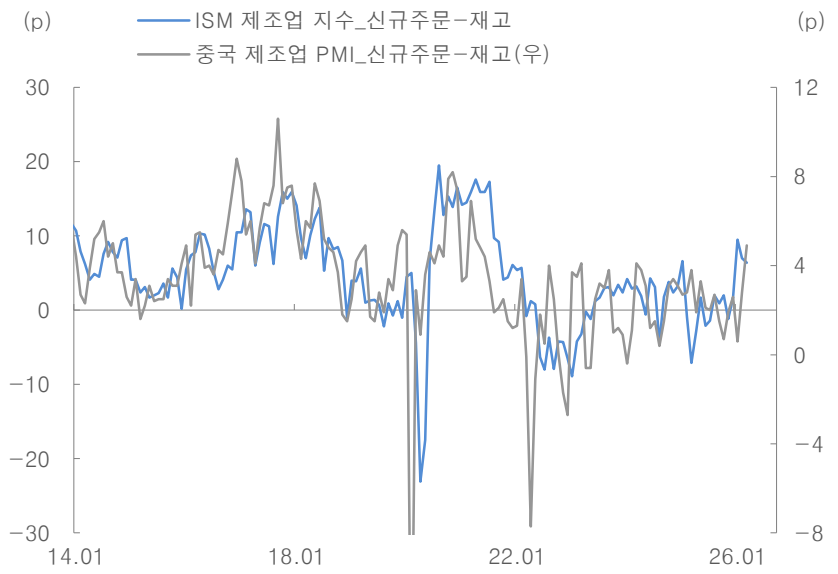
- 앞서 살펴본 생산지수와 재고지수의 차이는 OECD G20 기업경기 신뢰지수의 향후 방향성을 가늠해볼 수 있는 지표
- 생산지수 상승과 낮은 재고지수 수준이 더해지면서 생산-재고 지수 데이터는 상승세가 이어지는 모습. OECD G20 기업경기 신뢰지수의 추가 개선 예상
- 주요국 제조업 PMI 데이터에서도 유사한 움직임이 나타나는 모습
- 미국 ISM 제조업 지수의 신규주문-재고 데이터는 지난 1월 전고점을 돌파하며 강하게 상승. 최근 2개월 연속 하락했지만 여전히 높은 수준 유지
- 3월 중국 제조업 PMI 신규주문-재고 데이터는 2021년 이후 최고치를 기록

생산-재고 지수 상승. OECD G20 기업경기 신뢰지수 추가 개선 예상



자료: OECD, CEIC, 대신증권 Research Center

ISM 제조업 지수와 중국 제조업 PMI 모두 회복 신호 지속



자료: ISM, 중국국가통계국, Bloomberg, 대신증권 Research Center

[제조업 경기] 기업경기 신뢰지수의 개선은 기업실적 상향조정으로 연결

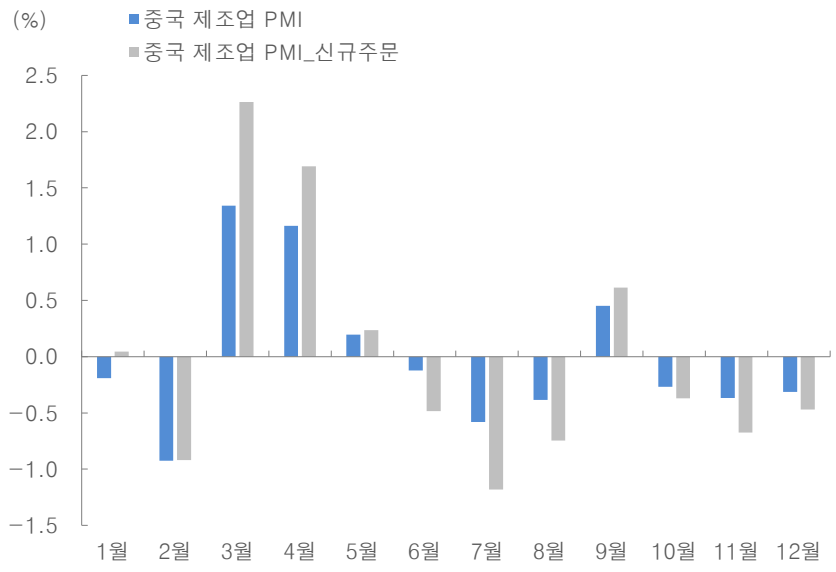
다만, 중국 제조업 PMI가 계절적으로 3월에 고점을 형성했다는 점은 추가 확인 필요

- OECD G20 기업경기 신뢰지수가 개선되는 국면에서 전세계 주가지수 12개월 선행 이익수정비율도 대체로 상승
- 최근 전세계 주가지수 이익수정비율이 하락세를 나타냈지만 글로벌 제조업 경기 개선이 이어질 경우 이익수정비율도 상승 전환될 것으로 예상
- 다만, 글로벌 제조업 경기에서 높은 비중을 차지하는 중국 제조업 PMI의 계절성은 지켜볼 필요가 있다고 판단
- 중국 제조업 PMI는 계절적으로 3월에 연중 가장 높은 수치를 기록. 이후 7월까지 둔화된 후 9월까지 회복세, 그리고 이듬해 2월까지 하락되는 패턴 형성
- 하지만 지난 수년간과 비교할 때 OECD 기업경기 신뢰지수의 회복세가 뚜렷하고, 중국 제조업 PMI 신규주문-재고도 강하게 상승한 상황
- 올해 중국 제조업 PMI는 과거와 다른 움직임을 나타낼 가능성이 높아졌다고 판단

글로벌 제조업 경기 회복은 기업실적 상향조정 요인

자료: OECD, CEIC, LSEG, 대신증권 Research Center

중국 제조업 PMI는 연중 3월에 가장 높은 수치를 기록



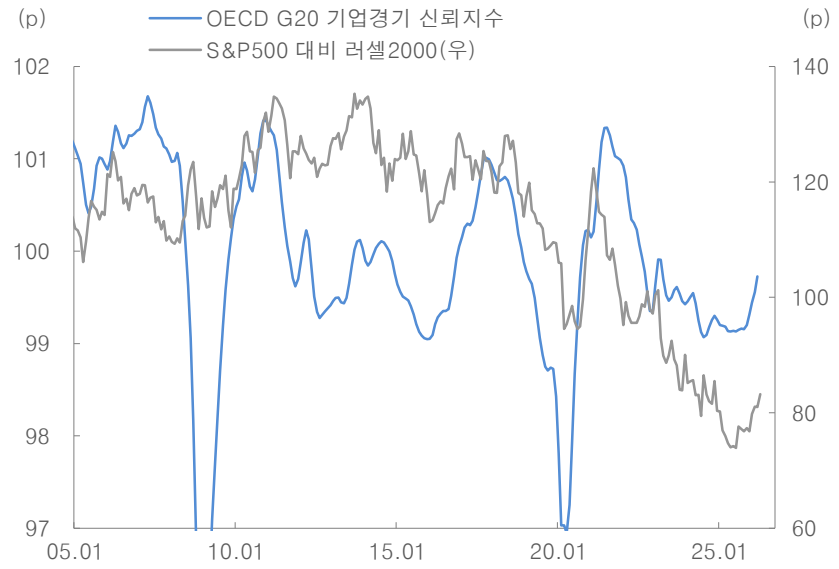
자료: 중국국가통계국, Bloomberg, 대신증권 Research Center
주: 연중 저점 대비 월간 데이터의 상회/하회 비율을 측정한 후 평균값 산출

[미국 소형주/신흥국] OECD G20 기업경기 신뢰지수 개선시 미국 소형주와 신흥국 강세

미국 소형주와 신흥국 지수가 장기간 투자자들의 관심에서 멀어졌던 만큼 가격 매력도는 높다고 판단

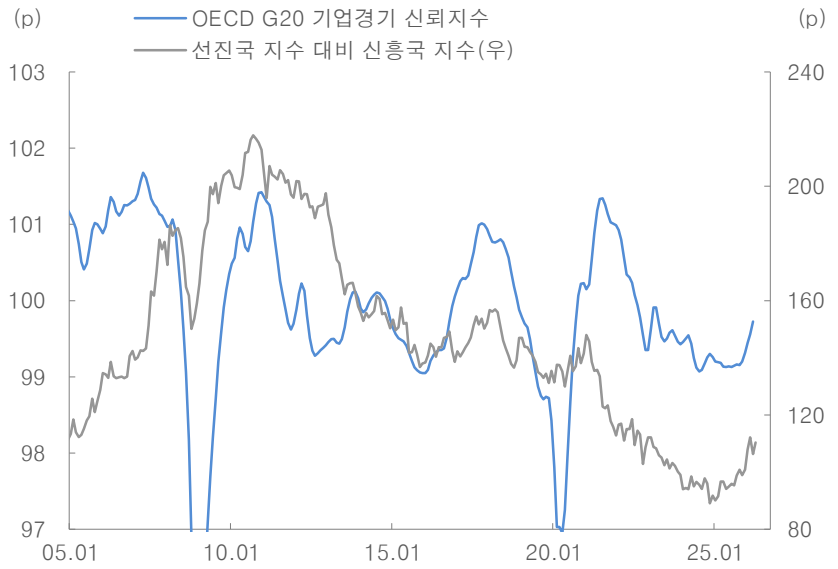
- 상당기간 지지부진했던 글로벌 제조업 경기가 살아나면서 주식시장의 주도 스타일에도 영향을 미칠 것으로 예상
- 과거 OECD G20 기업경기 신뢰지수가 개선될 때 상대적으로 강세를 나타냈던 시장은 미국 소형주(러셀2000)와 신흥국 지수
- 미국 소형주와 신흥국 증시가 미국 빅테크 기업에 밀려 장기간 소외되었던 만큼 가격 매력은 상당히 높아진 상황
- 제조업 경기 회복은 글로벌 교역 확대로 연결되면서 달러 약세 가능성을 높이는 요인
- 달러 약세로 위험자산에 대한 선호심리가 강화된다면 미국 소형주와 신흥국 증시에 대한 투자자들의 관심이 높아질 수 있다고 판단

OECD G20 기업경기 신뢰지수 개선시 러셀2000 상대강도 강화



자료: OECD, Bloomberg, 대신증권 Research Center

OECD G20 기업경기 신뢰지수 개선시 선진국 대비 신흥국 지수 강세



자료: OECD, Bloomberg, 대신증권 Research Center

[원자재] 기업경기 신뢰지수의 개선은 원자재 수요 확대로 연결

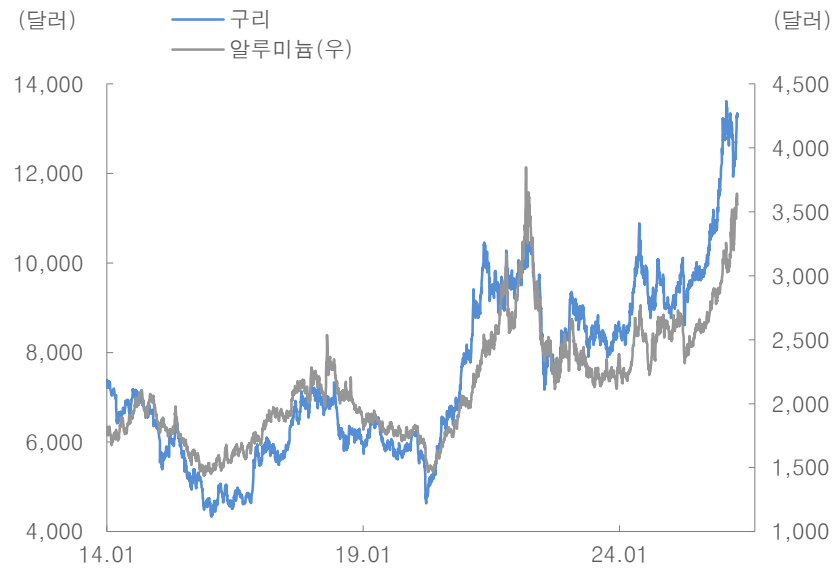
유가는 안정을 찾고 있지만 구리와 알루미늄 등 산업용 금속은 상승 추세 지속

- OECD G20 기업경기 신뢰지수가 개선되는 국면에서 원자재 종합 지수는 대체로 상승. 제조업 생산 확대가 원자재 수요 증가로 연결되기 때문
- 지정학적 불확실성이 완화되면서 유가는 하락하는 모습을 보였지만 구리와 알루미늄 등 산업용 금속 가격은 강세 흐름 지속
- 알루미늄은 중동지역에서 글로벌 생산량의 약 10%를 담당. 이란이 주요 제련시설에 직접 타격을 가하면서 생산 차질 발생
- 중동 사태로 중동산 원유/가스 정제 과정에서 생산되는 황 공급이 사실상 차단된 가운데 중국은 황산 수출을 통제
- 구리 생산에 필요한 황산 가격이 급등함에 따라 구리 생산국 타격. 새로 채굴되는 은의 70%가 구리 생산 부산물이라 은 가격에도 영향을 미치는 요인
- 미국과 이란의 종전 합의시 원자재 가격은 일시적으로 하락하겠지만, 제조업 경기 회복이 본격화되고 있는 만큼 하락폭은 제한될 것으로 예상

OECD G20 기업경기 신뢰지수가 상승할 때 원자재 가격 대체로 강세

자료: OECD, Bloomberg, 대신증권 Research Center

구리와 알루미늄 가격 추이



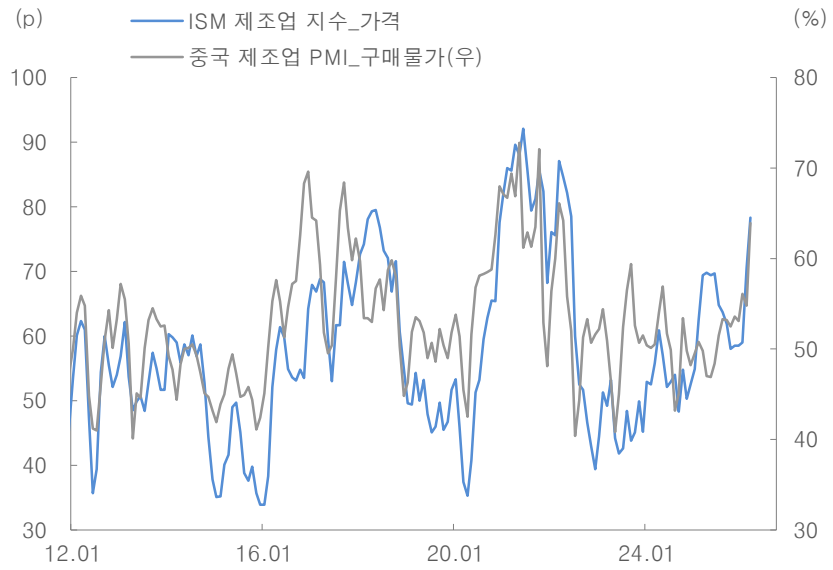
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[기대 인플레이션] 원자재 가격의 상승은 기대 인플레이션을 자극

주요국 제조업 PMI 가격지수는 가파르게 상승. 생산자 물가지수 상승이 소비자 물가로 전이되는지 여부 중요

- 중동 사태로 원자재 가격의 상승 압력이 높아진 가운데 글로벌 제조업 경기 회복이 더해지면서 주요국 제조업 PMI 물가 지수는 가파르게 상승
- ISM 제조업 가격 지수는 2025년 4월 고점을 넘어섰고, 중국 제조업 PMI 구매물가 지수도 급등하면서 전고점 돌파
- 중동 사태가 마무리 단계에 들어서고 원자재 가격 상승세가 진정되면 주요 PMI 가격지수도 하락 가능
- 투자자들도 최근 물가지표의 상승은 지정학적 리스크로 인한 일시적 현상으로 판단할 가능성이 높아 시장에 미치는 영향력은 크지 않을 것으로 예상
- 하지만 글로벌 제조업 경기 개선이 지속된다면, 원자재 수요 확대로 연결되면서 시간이 지날수록 기대 인플레이션 상승 압력은 확대
- 지난 3월 ISM 서비스업 가격 지수는 재차 상승하면서 2022년 10월 이후 최고치 기록. 원자재 가격 상승이 소비자 물가로 전이되는지 여부도 중요

주요국 제조업 PMI 가격지수는 가파르게 상승



자료: ISM, 중국국가통계국, Bloomberg, 대신증권 Research Center

ISM 서비스업 가격지수와 미국 CPI(YoY)

자료: ISM, Bloomberg, 대신증권 Research Center

[금리] 최근 유가 급등 국면에서 기대 인플레이션 상승 보다 통화정책 전환 가능성 부각

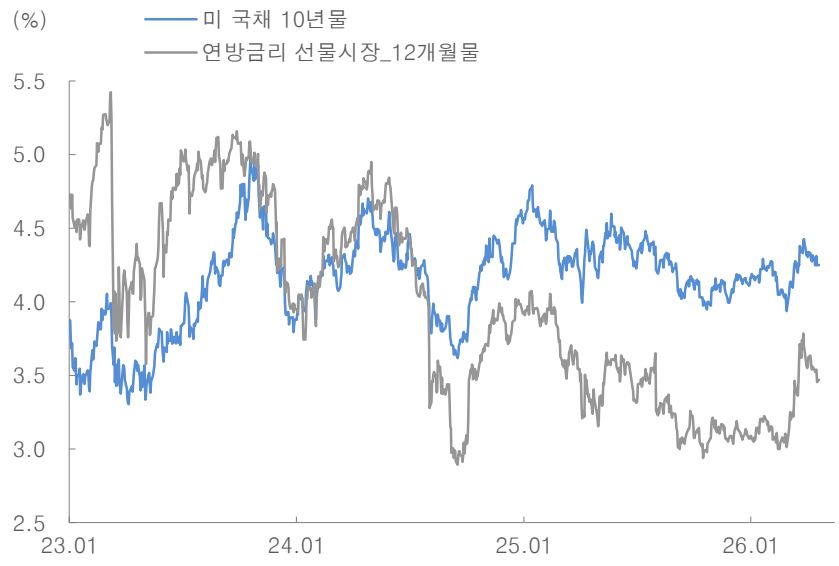
연방금리 선물시장에서 반영중인 기준금리 수준은 상승세를 나타낸 후 진정되는 모습

- 최근 유가 급등 국면에서 기대 인플레이션을 나타내는 BEI(손익분기인플레이션)는 과거와 달리 상승폭이 크지 않은 모습
- 투자자들이 중동 사태가 일시적일 가능성에 무게중심을 두면서 유가 상승이 10년물 기준 기대 인플레이션에 미치는 영향력은 낮았다고 판단
- 국채금리의 상승을 이끈 주요 요인은 연준의 향후 정책 변화에 대한 우려
- 선물시장에서 반영중인 연준의 기준금리 수준(12개월물 기준)은 중동사태 이후 가파르게 상승하며 국채금리 상승을 자극
- 투자자들은 장기 인플레이션의 상승 가능성 보다 연준의 통화정책 스탠스 변화에 초점을 맞춘 것이라 판단

유가 상승에도 상승이 제한적이었던 기대 인플레이션(BEI)

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

선물시장에서 기준금리 인하 기대감이 빠르게 축소되며 국채금리 상승



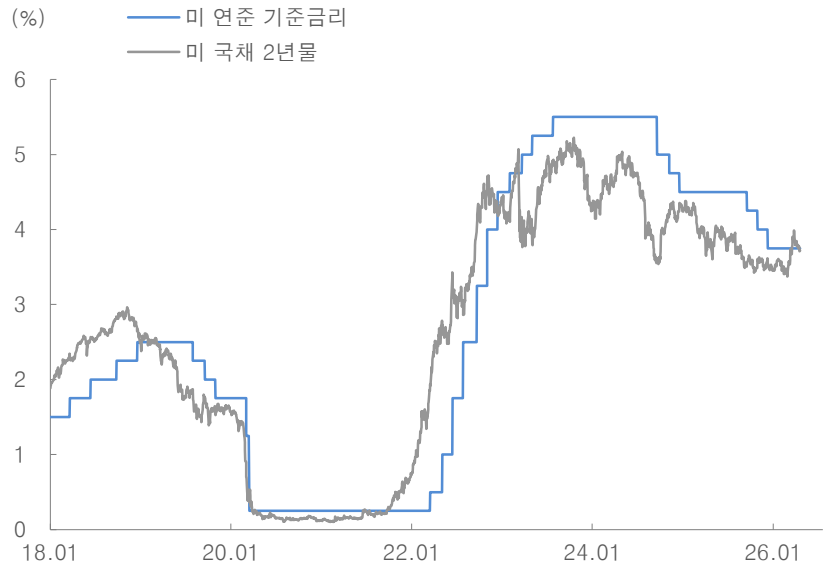
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[금리] 선물시장에서는 연준의 기준금리 동결 반영중

향후 예정된 FOMC 회의별 예상 실효금리는 하락세. 완화적 통화정책 기대감은 남아있는 상황

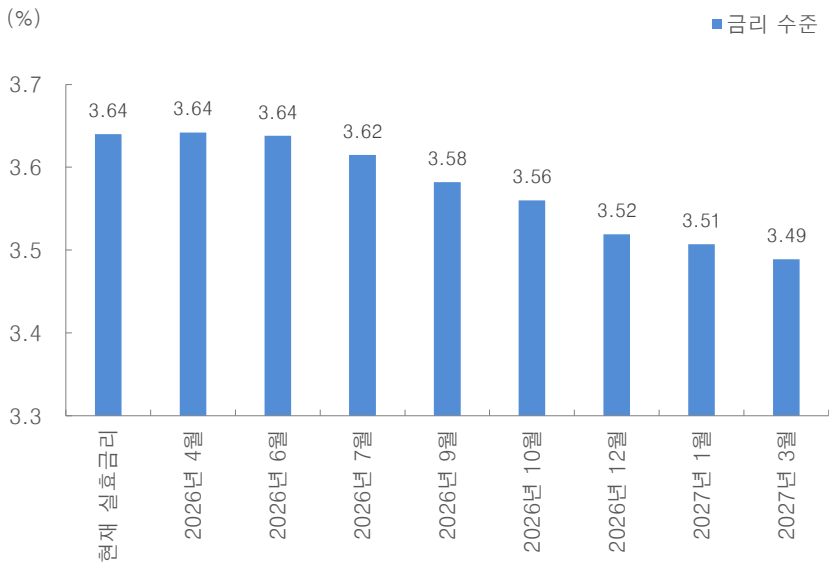
- 중동 사태와 함께 기준금리를 상회했던 미 국채 2년물 금리가 다시 기준금리를 하회하면서 연준의 기준금리 인하 기대감이 살아나는 모습
- 현재 연방금리 선물시장은 내년까지 기준금리 동결 반영중
- 선물시장에서 반영중인 향후 FOMC별 실효금리는 점진적으로 하락
- 기준금리를 인하할 정도의 수준은 아니지만 완화적 통화정책에 대한 기대감은 유지되는 모습
- 물가에 대한 우려 완화나 고용지표 둔화 등이 가시화될 경우 기준금리 인하 기대감이 다시 높아질 수 있는 환경이라 판단

다시 기준금리 아래로 내려온 미 국채 2년물 금리



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

현재 연방금리 선물시장은 기준금리 동결을 반영중이지만 하락세



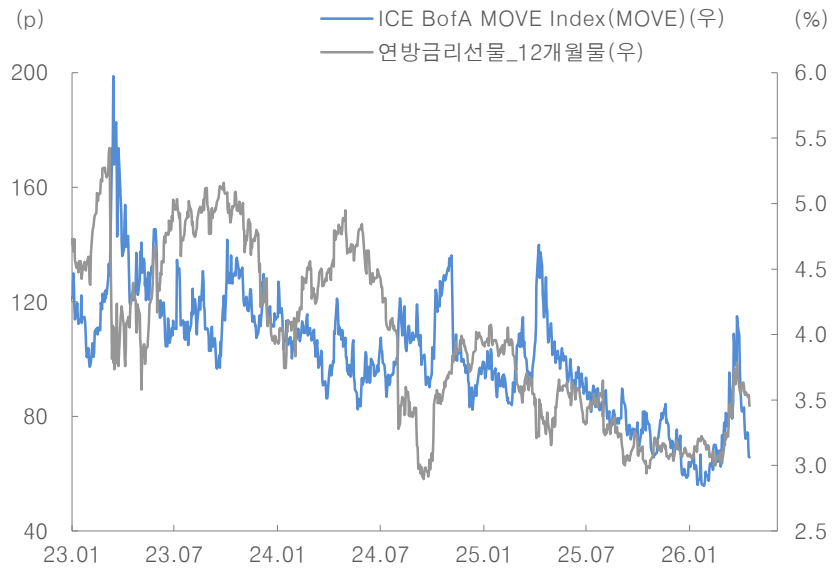
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[채권시장 변동성] 연준의 정책 전환 가능성은 채권시장 변동성 확대 요인

최근 MOVE 지수의 안정은 주식시장에도 긍정적인 영향

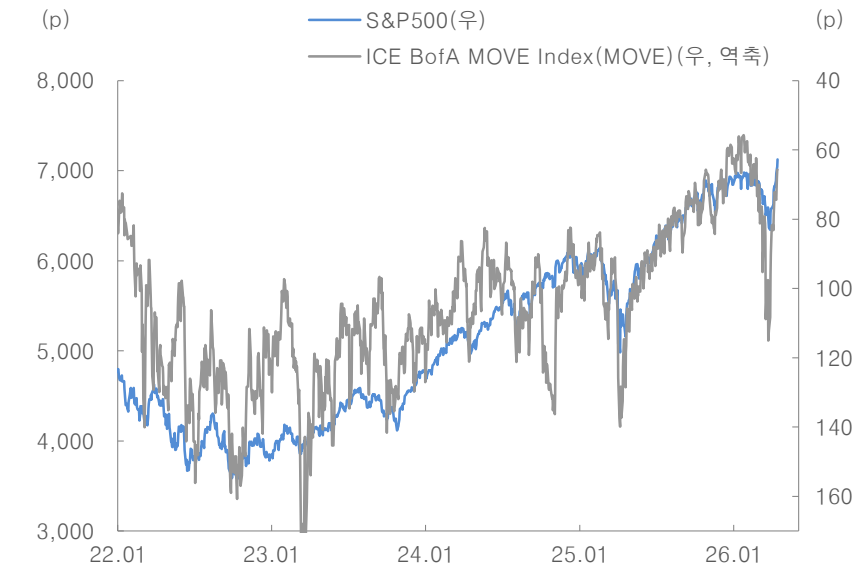
- ICE BofA MOVE Index(MOVE)는 미국 국채 옵션 가격에 반영된 국채금리의 기대 변동성을 지수화한 지표
- 중동 사태 이후 글로벌 금융시장의 불확실성이 확대되는 과정에서 채권시장의 내재 변동성도 반등
- 연초 이후 시장금리 상승에도 안정적이었던 MOVE 지수가 상승 전환한 것은 연준의 통화정책 전환에 대한 우려가 작용했다고 판단
- 최근 연방금리 선물 12개월물과 MOVE 지수는 동행. 연준의 통화정책 변화에 대한 우려가 채권시장에 미치는 영향력이 높아진 상황
- 주식시장이 상승하는 과정에서 채권시장의 내재변동성 하락은 긍정적인 요인으로 작용. 향후 연준의 통화정책 변화 여부는 주식시장에도 중요한 변수

연방금리 선물과 함께 높아졌던 채권시장 내재 변동성(MOVE)



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

채권시장의 내재변동성 하락은 주식시장 반등에 긍정적인 요인



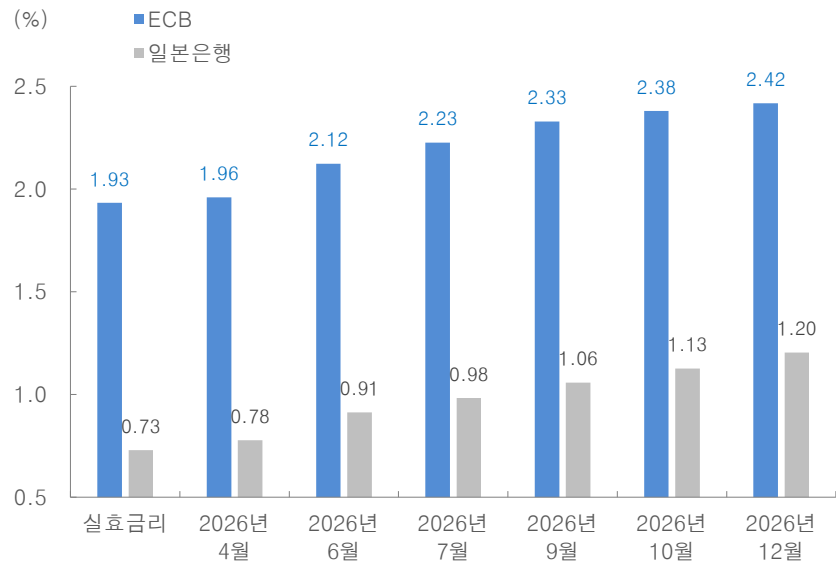
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[주요국 통화 정책] 유럽중앙은행과 일본은행의 기준금리 인상 가시화

OIS 기준으로 두 중앙은행 모두 7월이나 9월 기준금리 인상 반영중

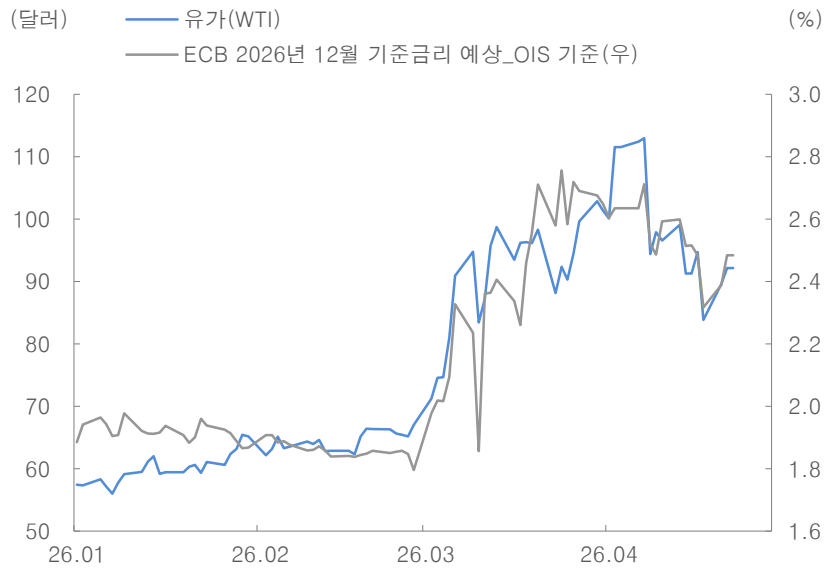
- OIS 시장에서 반영중인 유럽중앙은행과 일본은행의 실효금리는 미국과 달리 통화정책회의마다 상승하는 것으로 반영중
- 두 은행 모두 빠르면 7월 이나 9월 통화정책회의에서 기준금리 인상 가시화되는 모습
- ECB의 경우 중동사태 전까지 기준금리 인상을 반영하고 있지 않았지만, 유가 급등과 함께 긴축정책 전환이 빠르게 반영
- 이는 지정학적 위기가 완화되고 유가가 하락 안정될 경우 ECB의 기준금리 인상 우려가 완화될 수 있음을 의미
- 하지만 앞서 살펴본 것처럼 글로벌 제조업 경기 회복이 하반기에 기대 인플레이션을 자극할 경우 주요 중앙은행의 긴축정책 전환 우려가 높아질 수 있다고 판단

OIS 시장에서 반영중인 유럽중앙은행, 일본은행 실효금리



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

유가 급등 이후 ECB 통화정책 전환 가능성 부각



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[달러 약세] 미국과 유로존의 금리차 축소에 따른 달러 약세는 위험자산에 긍정적

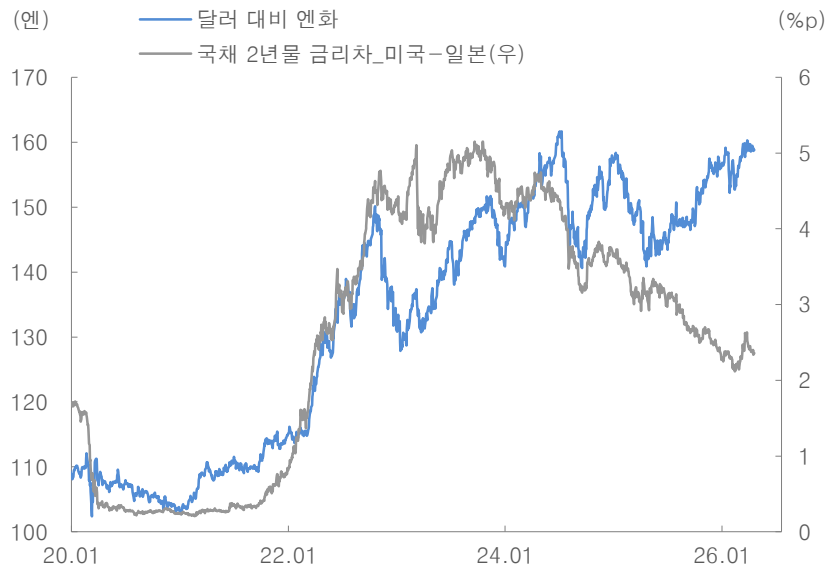
미국과 일본의 금리차 축소에도 엔화 약세 지속. 엔화 강세 전환 가능성은 염두에 둘 필요

- 시장에서 바라보는 미국의 통화정책은 완화적인 반면, 유로존과 일본은 긴축 스탠스로 이동하면서 미국과 금리차 축소 지속
- 유로존과 미국 간의 금리차 축소에 따른 유로화 강세 움직임은 달러 약세 가능성을 높이는 변수
- 경기가 양호한 상황에서 나타나는 달러 약세는 위험자산에 대한 선호심리를 높여 주식시장에 긍정적
- 반면, 엔화는 일본과 미국의 금리차 축소에도 불구하고 약세 흐름 지속. 일본의 재정정책 확대와 대규모 국채발행에 대한 우려가 반영
- 엔화 약세는 일본의 물가 상승 요인으로 긴축정책 전환 가능성을 높이는 변수. 엔화의 강세 전환 가능성은 염두에 둘 필요가 있다고 판단

미국과 유로존의 금리차 축소와 함께 유로화는 강세

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국과 일본의 금리차 축소에도 엔화 약세 흐름은 지속



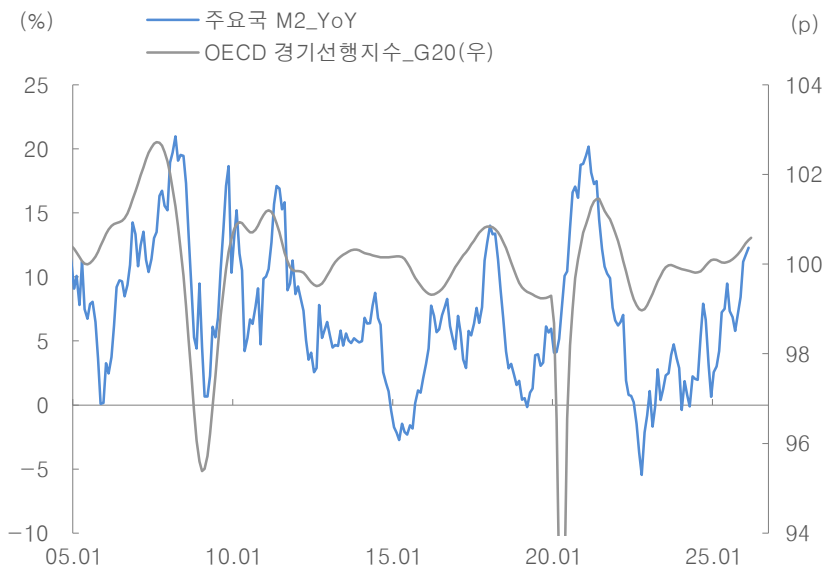
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[글로벌 유동성] 주요국 M2 증가율 개선 지속되며 위험자산 가격 강세 뒷받침

향후 유로존과 일본의 긴축 정책 전환과 글로벌 유동성의 증가 속도 둔화 여부 주목

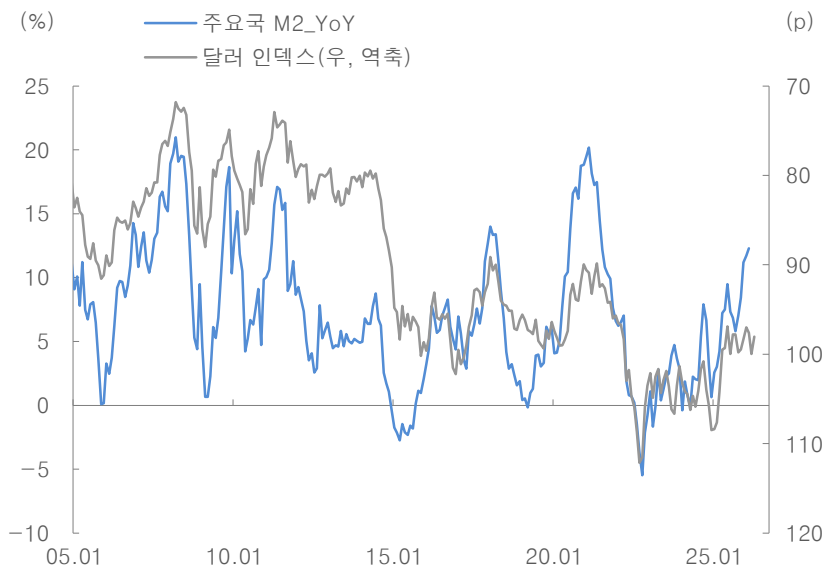
- 합산 기준 주요국 M2는 지난 2월에 전년동월대비 +12.3% 늘어나며 글로벌 유동성 증가 가속화. 글로벌 경기와 위험자산 가격에 긍정적 영향
- 주요국 M2 증가율이 상당 기간 개선세가 이어짐에 따라 추가 개선 여지는 크지 않은 상황. 2018년 1월 고점은 14%, 2021년 2월 고점은 20.2%
- 향후 글로벌 제조업 경기 회복 등 양호한 경기 흐름이 지속될 경우 원자재 가격 상승 추세가 이어지면서 주요국 통화정책에도 영향을 미칠 것으로 예상
- 특히, 앞서 살펴본 것처럼 7월 또는 9월에 유로존과 일본의 기준금리 인상이 가시화되고 있다는 점도 글로벌 유동성 증가율 둔화 가능성을 높이는 요인
- 연준이 긴축기조로 전환하기 전까지 위험자산에 대해 긍정적 시각 유지. 양호한 경기 흐름 속에 달러 약세가 위험자산에 대한 선호심리를 높일 것으로 예상

주요국 M2 증가율 개선은 글로벌 경기 개선에 긍정적 요인



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

주요국 M2 증가율이 개선될 때 달러는 약세



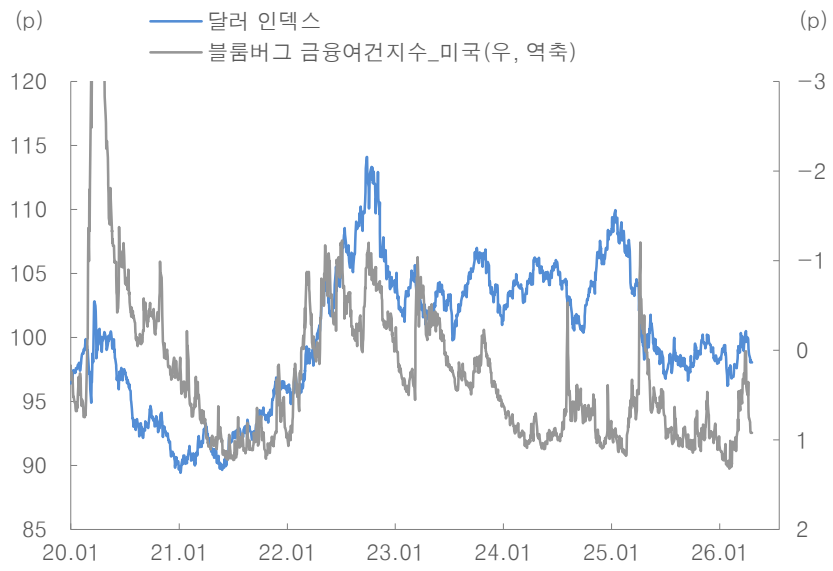
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[금융여건] 금융여건 추가 완화 가능성도 달러 약세 요인

양호한 기업실적을 고려할 때 회사채 스프레드의 추가 축소 여지가 남아있다고 판단

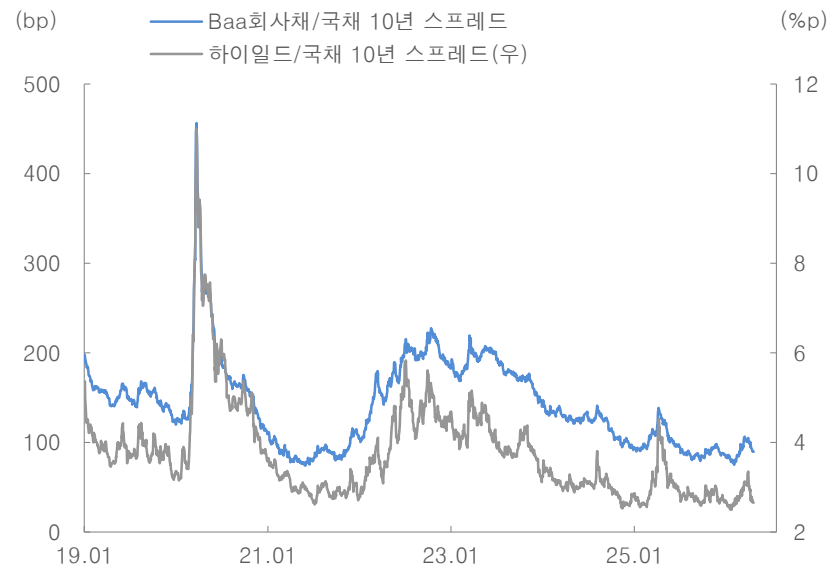
- 최근 금융여건 지수 반등도 달러 약세에 영향. 전고점과 비교할 때 금융여건 지수 추가 완화 가능
- 중동사태 이후 확대됐던 회사채 스프레드도 전저점 수준에 미치지 못한 상황
- 양호한 기업실적, 글로벌 제조업 경기 회복에 따른 실적 상향조정 가능성 등은 회사채 스프레드 추가 축소 가능성을 높이는 요인
- 금융여건 지수의 상승에 따른 달러 약세는 위험자산 선호심리 강화로 연결될 것으로 예상

금융여건 지수 회복과 함께 달러는 약세 전환



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

전저점과 비교할 때 추가 축소 여지가 남아있는 회사채 스프레드



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

III. 자산배분 전략

자산배분 전략

자산배분 전략: 견조한 기업 실적과 글로벌 제조업 경기 회복 긍정적. 주식에 대한 비중확대 전략 유지

[주식] 견조한 기업실적과 함께 글로벌 제조업 경기 회복이 본격화되면서 주식시장 상승 추세 지속 예상

- 미국과 이란의 종전 협상 기대감에 글로벌 증시 반등. 주가 급등은 단기 부담 요인이지만 과거 유사한 사례에서 상승 모멘텀은 상당 기간 지속
- 중동 관련 악재에도 전세계 주가지수 12개월 선행 EPS는 상승 흐름 지속. 견조한 기업실적으로 주식시장 밸류에이션 매력 확대
- OECD G20 기업경기 신뢰지수 뚜렷한 회복세. 생산지수가 개선되는 가운데 재고지수는 낮아 제조업 경기 추가 개선 가능성 높다고 판단
- 글로벌 제조업 경기 회복시 기업 실적 상향조정 가능성 확대. 또한 미국 소형주와 신흥국 증시가 강세를 나타냈다는 점도 주목
- 주요국 합산 기준 M2 증가율(YoY)이 12.3%로 개선되며 글로벌 유동성 양호. 연준이 긴축기조로 전환되기 전까지 주식에 대한 긍정적 시각 유지

[채권] 지정학적 불확실성 완화는 긍정적이지만 글로벌 제조업 경기 회복은 중장기적으로 금리 상승 요인

- 최근 유가 급등 국면에서 국채금리 상승은 기대 인플레이션 반등보다 연준의 통화정책 스탠스 변화 우려가 더 큰 영향을 미치는 모습
- 미 국채 2년물 금리가 다시 기준금리를 하회하면서 연준의 완화적 통화정책에 대한 기대감은 다시 살아나는 모습
- 미국과 달리 유로존과 일본은 기준금리 인상 가시화. 다만, 중동 사태 마무리로 유가가 하락 안정될 경우 ECB 인상 우려도 완화 가능
- 글로벌 제조업 경기 회복은 원자재 수요 확대로 연결되어 시장금리 상승 압력은 점차 높아질 것으로 예상
- 국채금리 하락이 제한될 가능성이 높아 장기국채의 투자 매력도는 높지 않다고 판단. 단기채 중심의 대응 유효

[전술적 자산배분] 주식 비중 확대 & 원화 약세 진정 가능성 고려

KOSPI200과 환헤지 S&P500 비중 확대

- 양호한 투자 환경이 지속될 것으로 예상된다는 점에서 주식시장 비중 확대. 반면, 채권시장은 비중 축소
- 원화 약세가 과도하게 나타나고 있다는 점에서 환노출보다는 환헤지 상품의 비중을 확대. 달러에 대한 노출 정도 축소

자산배분 포트폴리오와 관련 ETF 및 비중

구분	세부자산	ETF		비중(%)			선호도
		코드	종목명	전략적(A)	전술적(B)	A-B	
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		
달러 노출				59.7	56	-3.7	비중축소

자료: 대신증권 Research Center
주: 자산배분 포트폴리오 구성에 대한 내용은 2025.11.13자 자료, '자산배분 포트폴리오의 구축과 금&달러의 역할' 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 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.