Daishin 증권

자산배분

실적으로 넘는 금리의 벽

▪ 조승빈 seungbin.cho@daishin.com

2026년 하반기 경제 및 금융시장 전망

주식 비중확대 전략 유효. 한국과 미국 증시 선호. 채권은 단기채 중심 대응

- 견조한 기업실적과 함께 글로벌 제조업 경기 회복이 본격화되면서 주식시장 상승 추세 지속 예상
- 한국 증시나 반도체 업종 등 특정 섹터로의 쏠림 현상이 투자 과열로 연결되고 있지만, 이는 단기 변동성 확대 요인이라 판단. 실적 상향조정 등을 고려하면 주가 조정은 비중 확대 기회
- 주식 시장에서는 기업 실적 성장에 대한 신뢰도가 높은 미국과 한국 증시 선호. 유럽의 경기선행지수 둔화와 기준금리 인상 재개 등을 고려하면 미국 이외 지역의 투자매력도는 상대적으로 낮다고 판단
- 물가에 대한 우려와 국채 발행 물량 확대 등 국채금리의 상승 가능성은 채권 전반에 대한 투자매력도를 낮추는 요인. 기준금리 인상이 재개될 경우 주식과 채권의 상관관계가 높아진다는 점도 부담 요인
- 채권은 단기채나 MMF 등으로 포트폴리오의 안정성을 높이고, 주식 등 위험자산의 가격 조정시 비중확대의 재원으로 활용하는 전략이 유효하다고 판단

주요 자산군별 선호도와 관심 자산

구분	비중축소		중립	비중확대		투자의견
	--	-		+	++	
주식 vs 채권		채권		주식		풍부한 유동성, 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 유럽 지역의 경기선행지수 둔화와 기준금리 인상 재개 등은 투자심리에 부정적일 것으로 예상
주식: 미국 제외 선호국				대만	한국	한국시장의 상대적으로 높은 이익모멘텀과 밸류에이션 매력은 당분간 지속될 것으로 예상
채권: 국채 vs 회사채		국채	회사채			중장기적으로 국채금리 상승 압력 높아질 것으로 예상 회사채는 견조한 기업실적으로 국채 대비 스프레드 추가 축소 가능
채권: 장기 vs 단기		장기	단기			제조업 경기 회복과 원자재 가격 상승은 기대 인플레이션을 높이고, 기준금리 인상 가능성 확대 요인. 국채금리 상승 압력이 높아져 단기채 선호
대체/기타			금			주요국 중앙은행의 긴축정책 전환 우려 나타나기 시작

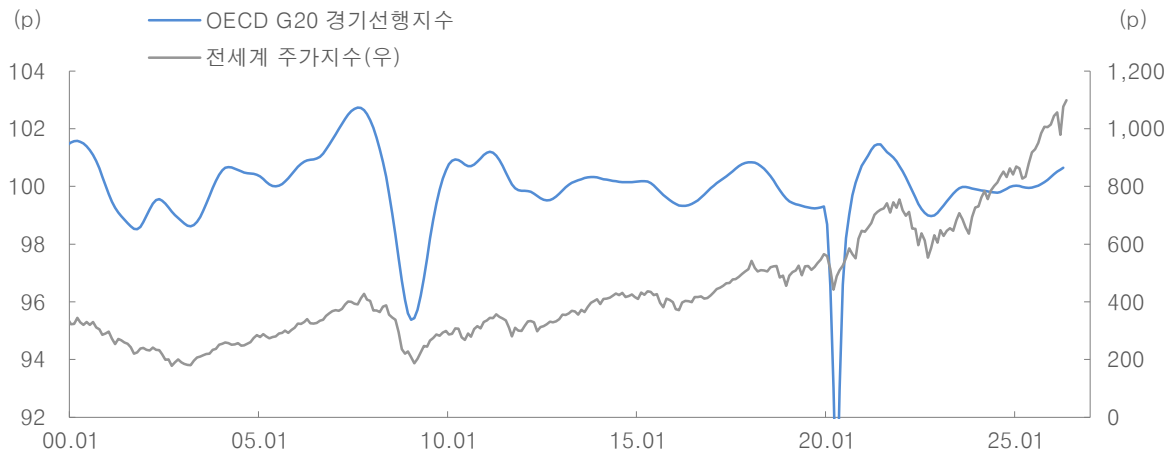
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

[경기] 양호한 경기 흐름이 지속되면서 글로벌 증시 상승 추세 유지

기업경기 신뢰지수 회복으로 OECD G20 경기선행지수 추가 개선 예상

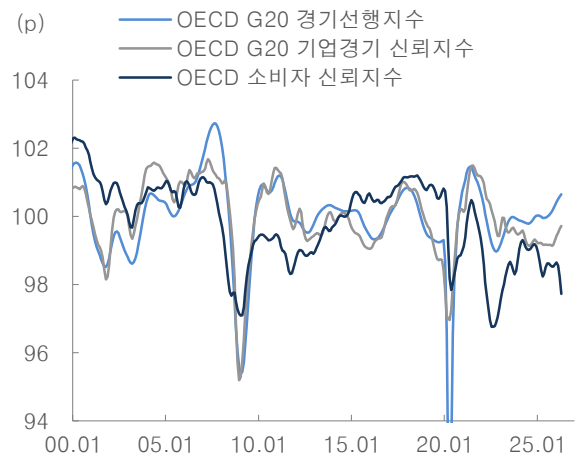
- 2022년 10월 저점 이후 OECD G20 경기선행지수는 상승 흐름 지속. 양호한 경기 흐름이 이어지면서 글로벌 주식시장도 상승 추세 유지
- 올해 들어 글로벌 기업경기와 소비심리는 엇갈리는 모습. OECD G20 기업경기 신뢰지수는 뚜렷한 회복세를 나타내고 있지만, OECD 소비자 신뢰지수는 이란 전쟁에 따른 유가 상승으로 재차 하락세로 전환
- 기업경기 신뢰지수의 세부 항목을 살펴보면, 생산지수 개선이 이어지고 있는 가운데 재고 수준은 낮아 기업경기 신뢰지수 추가 개선 가능성 높다고 판단. OECD G20 경기선행지수에도 긍정적 영향 기대

OECD G20 경기선행지수 개선 이어지면서 글로벌 주식시장 강세 뒷받침



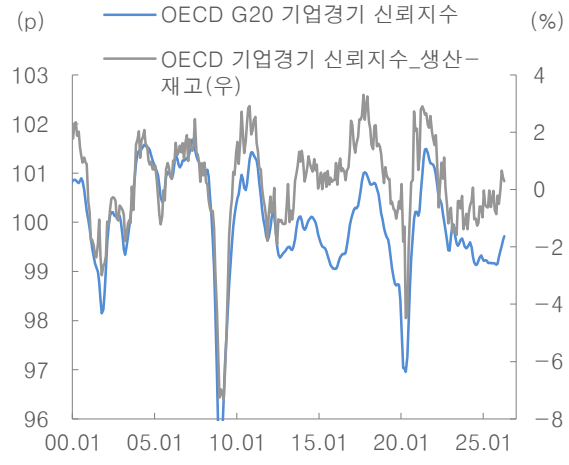
자료: OECD, Bloomberg, 대신증권 Research Center

기업경기는 뚜렷한 회복, 소비심리는 재차 하락



자료: OECD, Bloomberg, 대신증권 Research Center

생산-재고 지표 개선은 제조업 경기에 긍정적



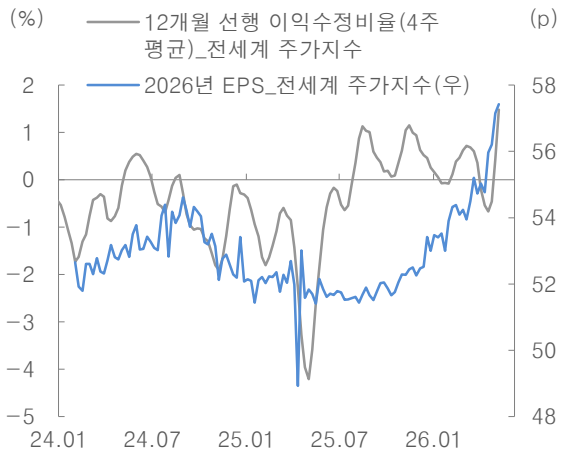
자료: OECD, CEIC, 대신증권 Research Center

[기업실적] 실적 컨센서스의 가파른 상승과 추가 상향조정 가능성

실적 전망치 상향조정은 주가 상승 추세 강화와 밸류에이션 부담 완화 요인

- 미국&이스라엘과 이란 간 전쟁으로 불확실성이 일시적으로 확대됐지만, 1Q26 실적 시즌이 양호하게 진행되면서 기업실적은 가파르게 상향조정. 이익수정비율이 (+)권에 있어 실적 전망치 추가 개선 예상
- 기업경기 신뢰지수의 본격적인 회복세는 기업 실적에도 긍정적인 요인. OECD G20 기업경기 신뢰지수가 개선될 때 전세계 주가지수 12개월 선행 이익수정비율도 대체로 상승
- 이익수정비율의 개선은 주가 상승 모멘텀 강화와 함께 밸류에이션 부담 완화 요인. 최근 전세계 주가지수 실적 컨센서스가 빠르게 상승하면서 주가지수 상승에도 12개월 선행 PER은 오히려 하락

이익수정비율 상승하며 실적 컨센서스 급등

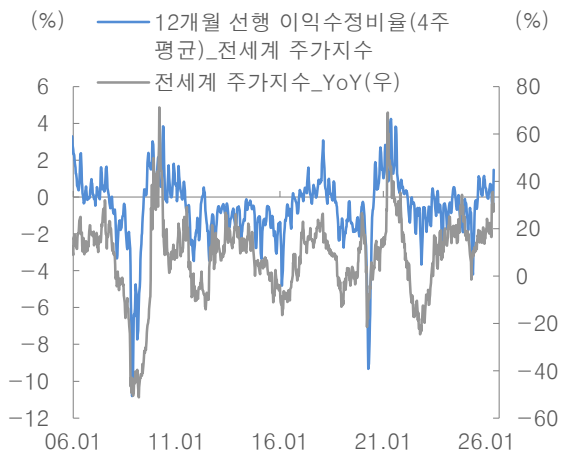


자료: LSEG, Bloomberg, 대신증권 Research Center

기업경기 신뢰지수 개선은 기업실적에 긍정적

자료: LSEG, OECD, 대신증권 Research Center

이익수정비율 상승 국면 주가 상승 모멘텀 강화



자료: LSEG, Bloomberg, 대신증권 Research Center

실적 전망 상향 조정은 밸류에이션 부담 완화

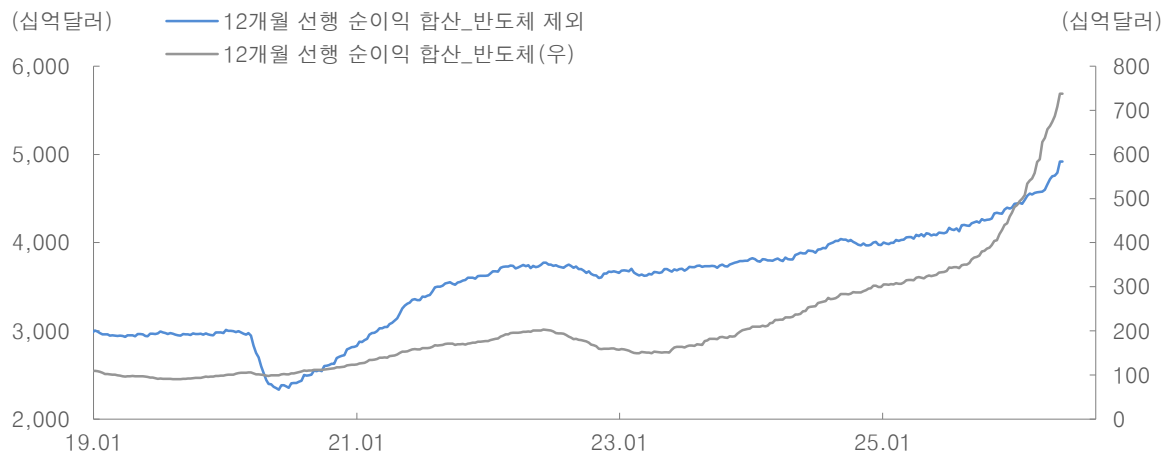
자료: LSEG, 대신증권 Research Center

[변동성] 특정 섹터로의 쏠림과 과열은 단기 변동성 확대 요인

KOSPI와 반도체 등 주가지수와 내재 변동성이 동반 급등

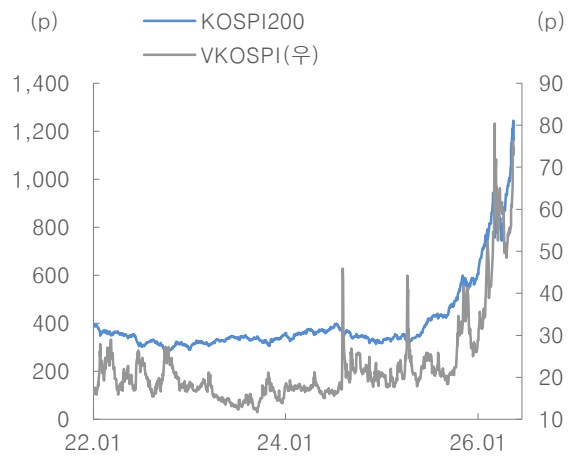
- 전세계 주가지수 합산 기준 12개월 선행 순이익의 상승은 반도체 업종이 주도. 작년 10월말 전세계 순이익 전망치 대비 8.4% 수준이었던 반도체 업종 순이익 비중은 5/8일 기준 13.0%로 상승
- 반도체 이외 섹터의 12개월 선행 순이익도 10월말 대비 15.1% 높아졌지만, 반도체 업종은 87.2% 상승. 실적 성장 기대감이 주가에 반영되면서 반도체 업종이 주식시장의 반등을 주도
- 특정 섹터로 쏠림현상이 과도해지면서 과열로 연결. 최근 KOSPI와 반도체 관련 ETF는 주가지수와 함께 내재변동성 동반 급등. 일반적으로 내재 변동성은 주가가 상승할 때 하락한다는 점에서 과열 현상 확인

전세계 주가지수 실적 전망 상향조정을 주도한 반도체 업종



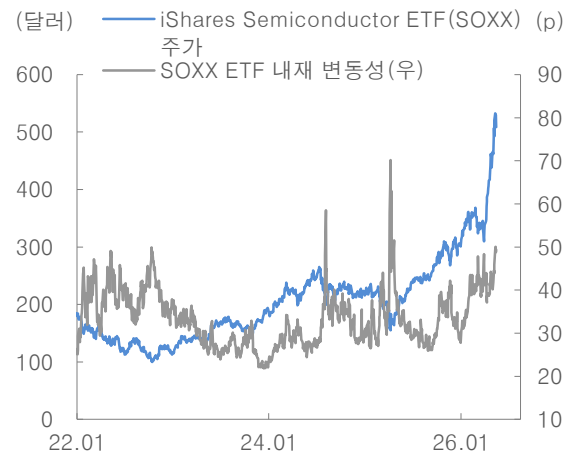
자료: LSEG, 대신증권 Research Center

KOSPI는 내재 변동성과 함께 동반 급등



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

반도체 관련 ETF도 내재 변동성 상승



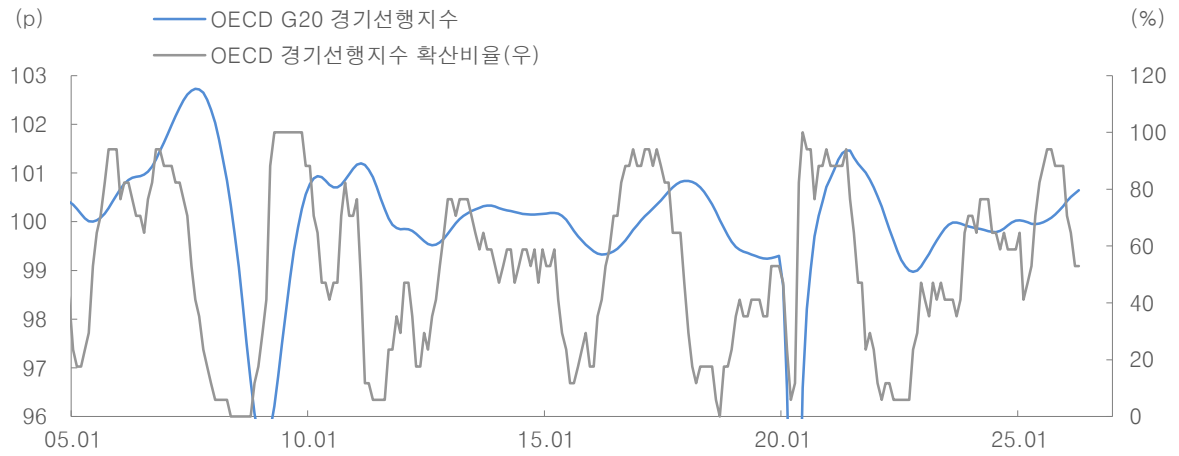
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[경기 우려] 유럽 경기선행지수 하락으로 경기선행지수 확산비율 둔화

상승 추세를 이어왔던 주요국 M2 증가율의 추가 둔화 여부도 확인 필요

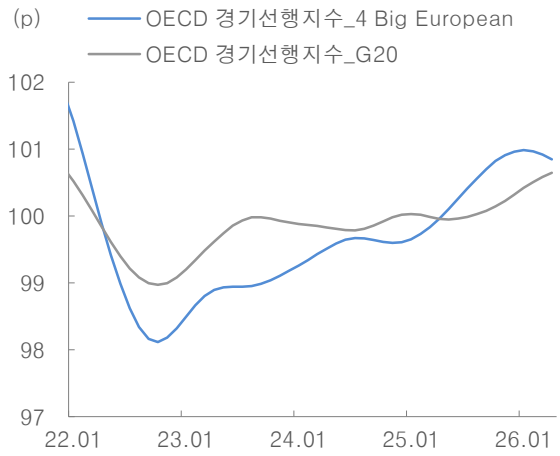
- OECD 경기선행지수 확산비율은 OECD에서 경기선행지수가 제공되는 국가중 경기선행지수가 전월대비 개선된 국가의 비율. 경기선행지수 확산비율은 OECD G20 경기선행지수 대비 변곡점이 먼저 형성
- 경기선행지수 확산비율은 작년 9월을 고점으로 둔화되면서 지난 4월에는 52.9%를 기록. 유럽 지역 경기선행지수가 올해 1월을 고점으로 3개월 연속 둔화. 유럽의 경기 우려가 경기선행지수 확산비율에 반영
- 지난 3월 주요국 M2 증가율은 9.8%로 6개월만에 둔화. 그동안 글로벌 유동성이 빠르게 늘어나면서 경기 뿐만 아니라 주요 자산 가격의 상승을 뒷받침했다는 점에서 글로벌 유동성 증가율의 추가 둔화 주목

작년 9월 고점 이후 OECD G20 경기선행지수 확산비율 하락 전환. 지난 4월 52.9% 기록



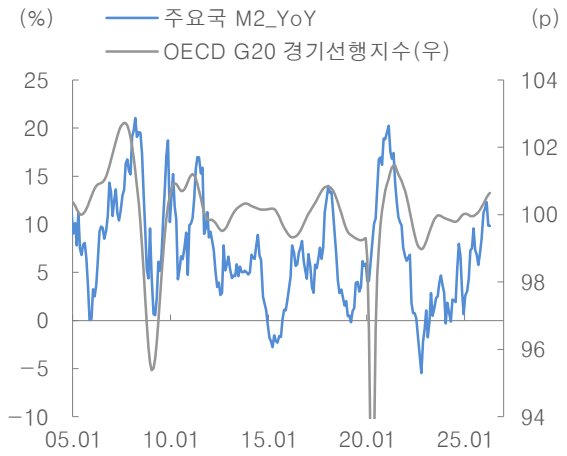
자료: OECD, CEIC, 대신증권 Research Center

유럽의 경기선행지수는 하락세로 전환



자료: OECD, CEIC, 대신증권 Research Center

주요국 M2 증가율의 추가 둔화 여부 확인 필요

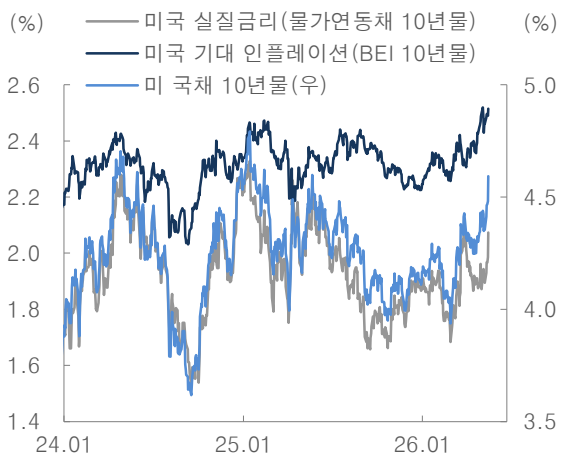


자료: OECD, Bloomberg, 대신증권 Research Center

다만, 장기 기대 인플레이션의 상승은 제한되는 모습

- 미 국채 10년물 금리는 5월 중순에 4.5%를 돌파. 실질금리(물가연동채 수익률)와 기대 인플레이션(BEI)을 나눠서 살펴보면, 실질금리와 기대 인플레이션 모두 상승하며 국채금리 상승 압력을 높이는 모습
- 전쟁으로 인한 유가 상승이 금리 상승 원인중 하나. 하지만 전쟁이 단기간에 마무리될 것이라는 기대감이 반영되면서 장기물일수록 기대 인플레이션의 상승은 제한되는 모습
- 또한 물가 상승 속도가 빨라질 경우 연준을 비롯한 주요국 중앙은행의 긴축정책이 본격화될 가능성이 높다는 점도 기대 인플레이션 상승의 지속 가능성을 낮추는 요인

기대 인플레이션과 실질금리 모두 상승

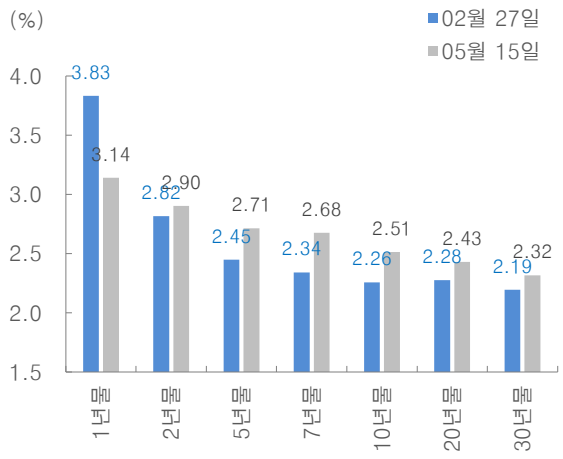


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

유가 급등은 기대 인플레이션 상승 연결

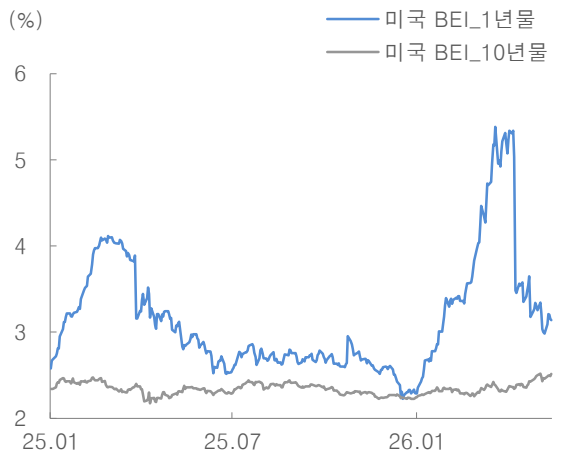
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

장기물일수록 BEI 상승폭은 축소



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

전쟁 종료, 긴축 정책 등이 장기 BEI 상승 제한

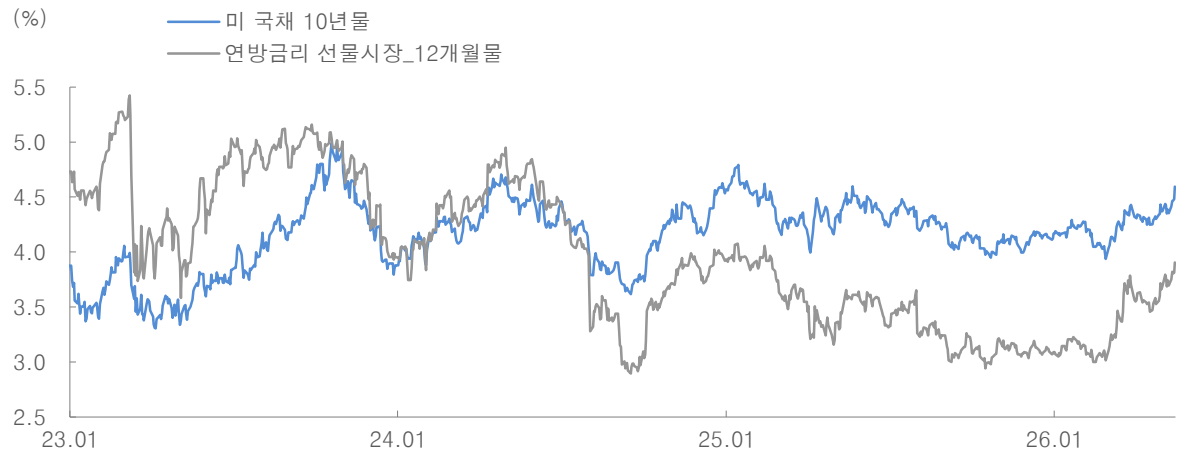


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

유럽과 일본은 올해 기준금리 인상 시작, 미국은 내년 인상 재개 예상

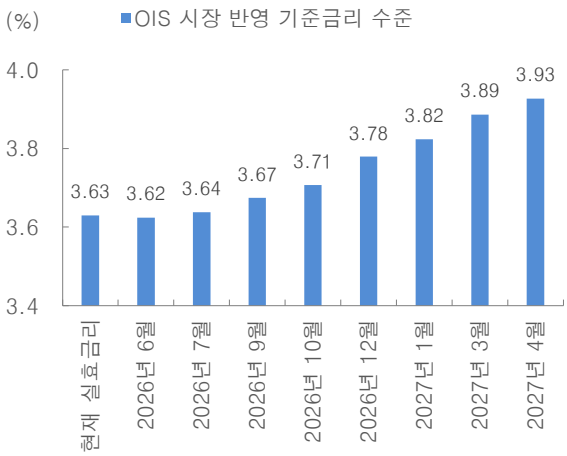
- 국채금리는 실질금리의 움직임에 따라 방향성 좌우. 특히, 연준의 향후 통화정책에 대한 시장의 반응이 중요. 최근 연방금리 선물 12개월물의 상승과 함께 미 국채 10년물 금리도 본격적으로 반등
- 5월에 발표된 미국의 4월 CPI와 PPI가 예상치를 상회하면서 연준의 긴축정책 전환에 대한 우려가 높아진 상황. 한편, 유럽과 일본의 경우 미국보다 앞서 올해부터 기준금리 인상이 재개될 것으로 시장은 예상
- 현재 실효금리와 비교할 때 ECB는 올해 6월이나 7월 인상을 시작한 후 연말까지 총 3회 인상이 OIS 시장에서 반영되고 있고, BOJ는 올해 7월이나 9월의 기준금리 인상 시작이 반영중

연방금리 선물시장 12개월물 빠르게 상승하며 시장금리 상승압력 확대



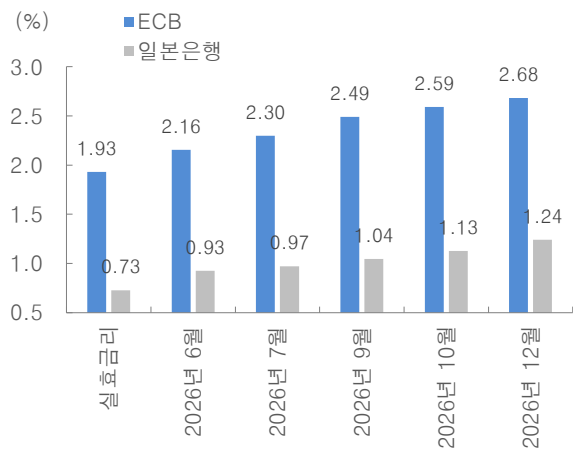
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

연준은 내년 3월 기준금리 인상 시작 반영중



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

ECB와 BOJ는 연준보다 먼저 인상 시작 반영중

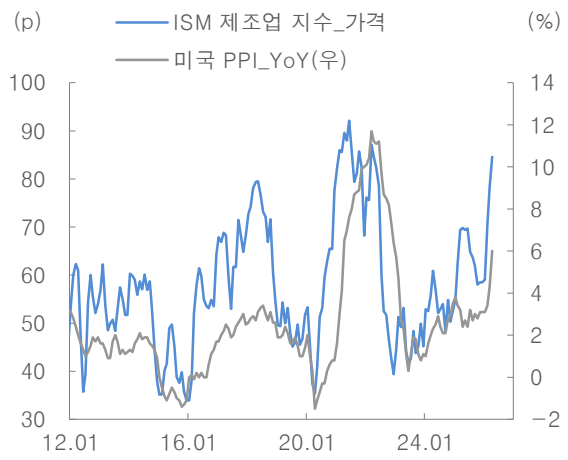


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

주요국 제조업 PMI 가격 지수 급등. 소비자 물가로 전이되는지 여부 주목

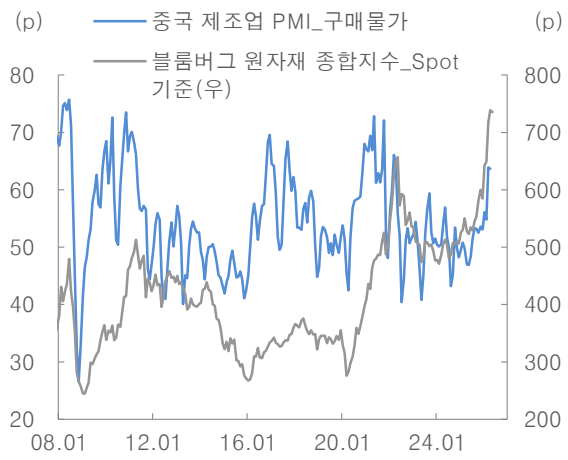
- 글로벌 제조업 경기 회복과 유가 급등이 겹치면서 주요국 제조업 PMI내 가격 지수가 급등. 미국 4월 PPI(YoY)는 +6.0%를 기록해 2022년 이후 최고치를 기록. 실제로 생산자 물가가 가파르게 상승중
- 지난 3월 중국 PPI(YoY)가 2022년 9월 이후 처음으로 (+)를 기록한 가운데 지난 4월에는 +2.8%를 기록. 중국 제조업 PMI 구매물가 지수가 원자재 가격과 함께 동반 상승하면서 물가 부담 높아지는 모습
- 물가지표 상승은 단기적으로 전쟁의 영향으로 해석되며 금융시장에 미치는 부정적인 영향력은 제한될 것으로 예상. 하지만 제조업 경기 회복이 지속될 경우 원자재 수요 확대로 연결되며 물가 상승을 부추길 것

ISM 제조업 가격지수 상승과 PPI 급등



자료: ISM, Bloomberg, 대신증권 Research Center

중국 제조업 PMI 구매물가 지수도 상승

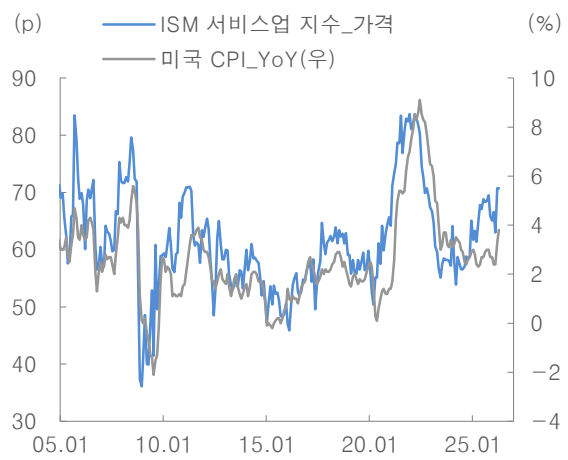


자료: 중국 국가통계국, Bloomberg, 대신증권 Research Center

기업경기 신뢰지수 상승은 원자재 상승 요인

자료: OECD, Bloomberg, 대신증권 Research Center

ISM 서비스업 가격 지수와 CPI



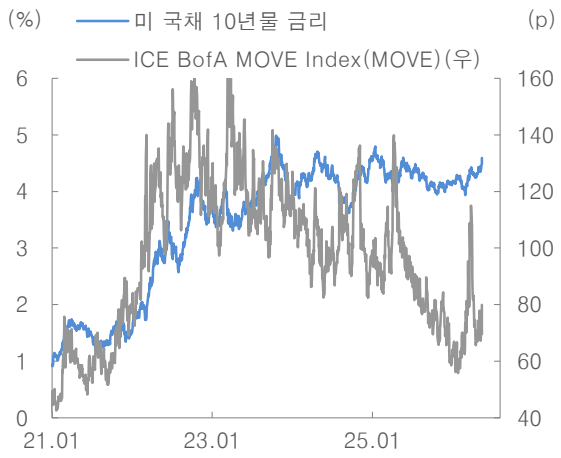
자료: ISM, Bloomberg, 대신증권 Research Center

[채권시장 변동성] 연준의 긴축전환 우려는 MOVE 지수 상승 요인

MOVE 지수 상승은 주식시장에도 부정적으로 작용

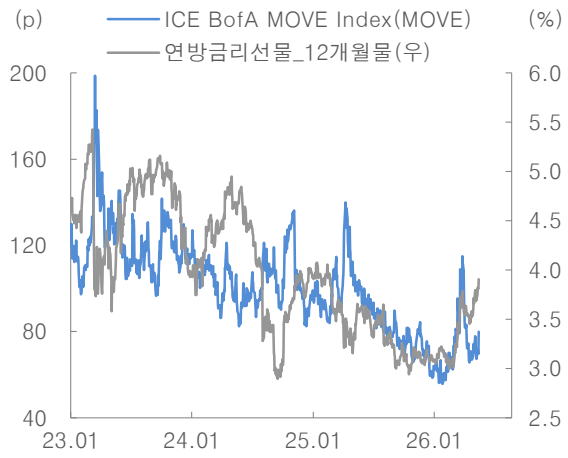
- ICE BofA MOVE Index(MOVE)는 미국 국채 옵션 가격에 반영된 국채금리의 기대 변동성을 지수화한 지표. 연초 이후 시장금리 상승에도 안정적이었던 MOVE 지수가 1월말 저점 이후 상승 전환
- 최근 연방금리 선물 12개월물과 MOVE 지수는 동행. 연준의 통화정책 전환에 대한 우려가 채권시장의 내재 변동성 확대로 연결되고 있다고 판단
- 주식시장이 상승하는 과정에서 채권시장의 내재변동성 하락은 긍정적인 요인으로 작용. 향후 연준의 통화정책 전환 여부는 주식시장에도 중요한 변수

1월말 저점 이후 채권 변동성 지수 반등



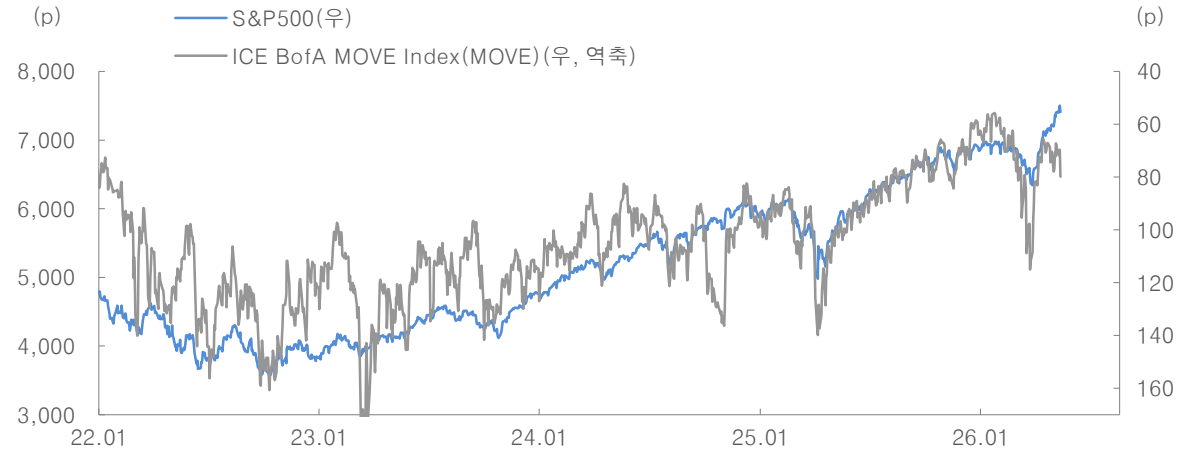
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

MOVE는 연준의 긴축전환 우려에 민감



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

채권시장의 변동성 확대는 주식시장에도 부담 요인



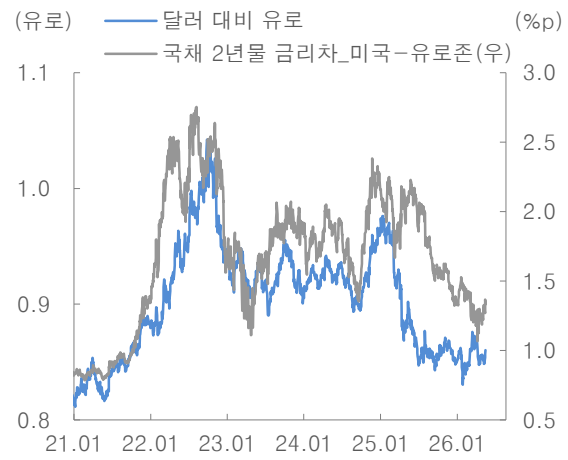
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[달러] 미국과의 금리차 축소에 따른 달러 약세는 위험자산에 긍정적

중장기적으로 글로벌 유동성 증가율의 둔화 여부가 달러의 방향성에 중요한 변수

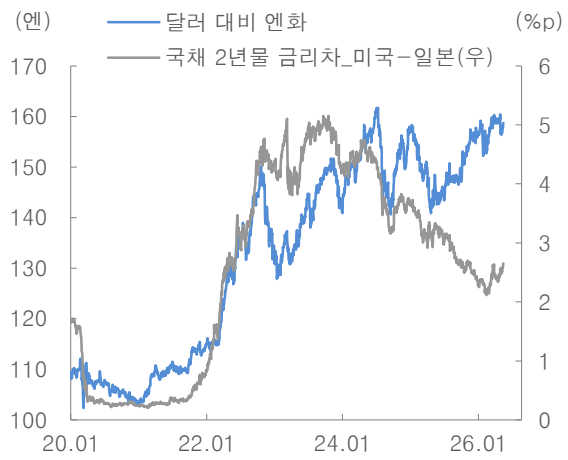
- 유로존 기준금리 인상이 가시화되면서 미국과의 금리차 축소에 따른 유로화 강세 가능. 제조업 경기가 살아나고 있는 상황에서 달러 약세는 위험자산에 대한 선호심리를 높여 주식시장에 긍정적
- 반면, 엔화는 일본과 미국의 금리차 축소에도 불구하고 상당 기간 약세 흐름 지속. 일본의 재정정책 확대와 대규모 국채발행에 대한 우려가 반영. 엔화 약세는 한편으로 물가 상승 요인이라는 점에서 긴축 대비 필요
- 주요국 M2 증가율(YoY)는 2022년 10월 저점 이후 상승세를 이어왔지만, 추가 개선 여지가 크지 않은 상황에서 주요국 중앙은행의 기준금리 인상과 맞물리는 상황. M2 증가율 둔화 지속은 달러 강세 요인

미국과 유로존 금리차와 달러대비 유로



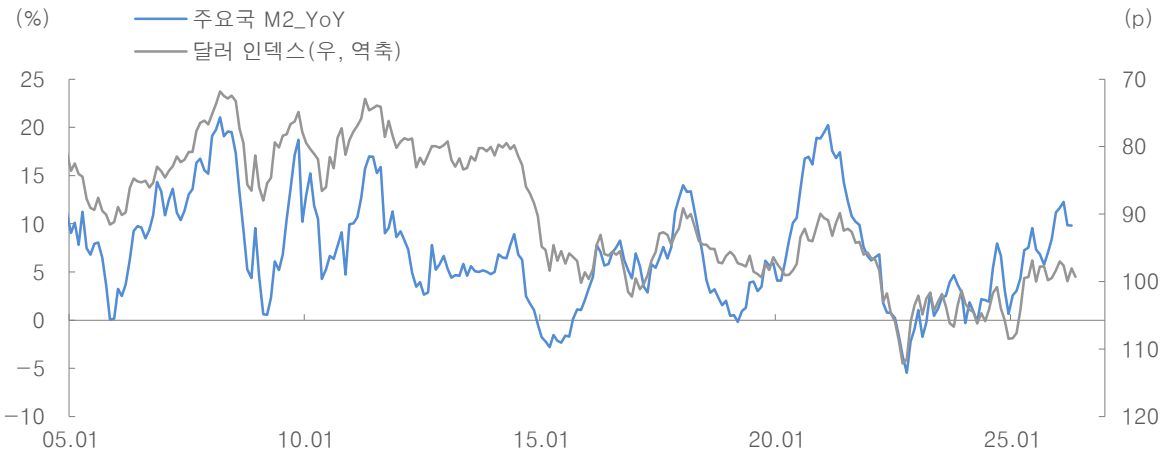
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국과 일본 금리차와 달러대비 엔화



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

주요국 M2 증가율 둔화는 달러 강세 전환 가능성 확대 요인



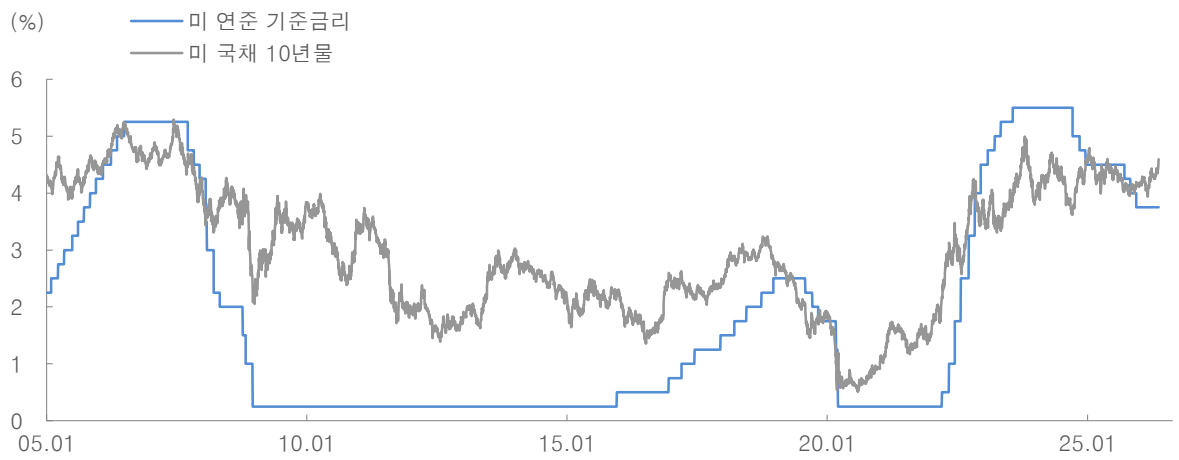
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[자산배분] 주식 비중확대 전략 유지. 금리 상승으로 채권 투자매력 약화

기준금리 인상 국면에서 주식과 국채의 상관관계가 높아진다는 점도 염두

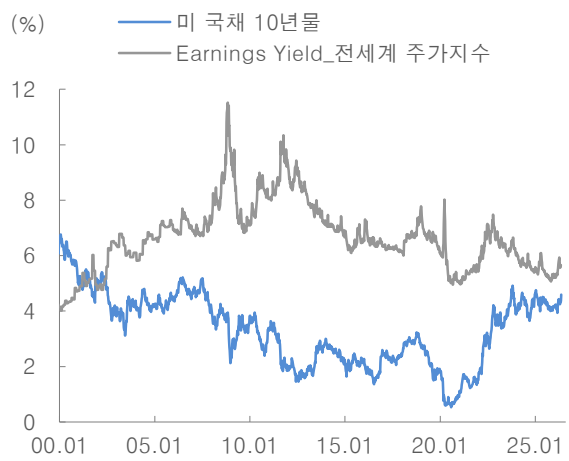
- 시장은 연준의 긴축 전환 가능성에 무게중심을 두는 모습. 인상을 앞둔 기준금리 동결 구간에서 시장금리는 상승 가능성 확대. 높아진 금리는 채권의 투자 매력도를 높이지만, 금리 상승은 장기채권 가격하락 요인
- 어닝스 일드(EPS/주가)는 낮은 수준이지만 실적 상향조정 가능성이 높다는 점에서 주식에 대한 비중확대 전략 유효. 특정 섹터로의 과도한 쏠림 이후 변동성 확대는 비중확대의 기회
- 기준금리 인상 국면에서 주식과 국채의 상관관계 상승. 국채 보유의 자산배분 효과가 약화된다는 점에서 단기채나 현금으로 안정성을 높이는 전략 필요. 이는 주가 조정시 주식 비중 확대 재원으로도 활용 가능

연준의 기준금리 인상 전환은 국채금리 상승 요인



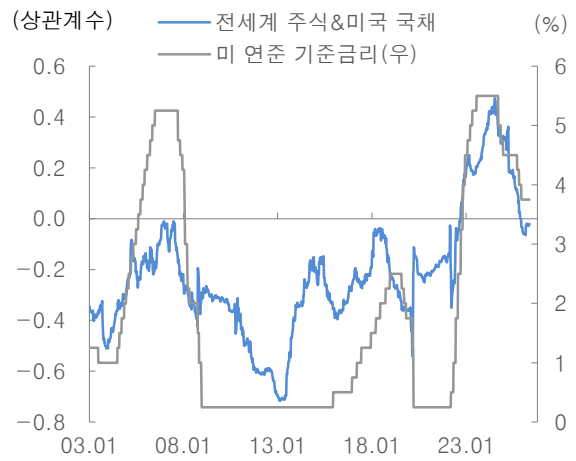
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

높아진 금리로 채권 투자매력도는 상승



자료: LSEG, Bloomberg, 대신증권 Research Center

기준금리 인상시기 주식과 채권 상관계수 상승



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

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.