



## 주식 비중확대 전략 유효

### 내러티브 vs. 리얼리티

- 6월 들어 글로벌 주식시장의 과도한 포지션 리스크가 해소되는 중
- 일각에서 제기하는 '연준 긴축, 인플레이, AI 버블' 등에 대한 내러티브는 과장
- 하반기 글로벌 주식 비중 확대 유효. 단 사이클 후반 리스크는 지속 관리 필요

6월 들어 글로벌 주식시장이 약세로 반전되고 높은 변동성을 보이고 있음. 핵심 배경은 6월 'Global Equity Insight'에서 지적한 바와 같이 포지션 리스크의 해소. 물론 시장 일부의 해석은 다른데, 아직은 언급되는 것들이 '리얼리티'가 아닌 대체로 '내러티브'에 불과.

첫째, 연준의 긴축 우려. 연준의 신임 의장인 케빈 워시는 필립스 곡선을 거부하고 성장과 인플레이션 사이에 본질적인 상충 관계가 없다고 보는 확고한 공급측 경제학자. 워시는 연준의 긴축 결정 전에, 'OBBBA'와 AI 투자로 기대되던 생산성 개선이 없다는 더 많은 증거를 찾으려고 할 것.

둘째, 인플레이션 압력 상승 우려. 5월 CPI 데이터가 보여주듯 인플레이션이 완고하게 유지되고 있지만, 심각한 수준은 아님. 특히 핵심 인플레이션은 안정적. 전월의 일시적 급등에도 불구하고, 2022년 이후 지속적으로 핵심 CPI가 하락하는 궤적을 유지 중.

위 두가지 리얼리티는 최근 인플레이션 우려 때문 연준의 금리인상 멀지 않았다는 내러티브와 차이.

셋째, (AI 버블 정점 임박을 주장하기에는) 아직 펀더멘탈이 너무 좋음. 예를 들어 미국의 2분기 EPS 증가율 전망치는 현재 20%를 넘고 있으며(LSEG) 상향 조정 중. 물론 AI 투자버블 관련 일부 작은 균열이 보이기는 하지만, 당사가 연초에 제시했던 기준에 의하면 추세적 위험이 임박했다는 증거는 부족.

다만, 미국의 경우 경기가 6월 현재 74개월째 확장 국면 중. 주식시장(S&P500)은 강세장이 44개월째 지속. 이런 단순 수치로 보면, 사이클의 초반이 아님은 분명. 따라서 후반기에 대한 우려가 지속적으로 제기될 것.

그러나 현재 시장에 팽배해 있는 부정적 내러티브는 다분히 과장되어 있음. 또한 설사 일련의 우려가 현실화되더라도 경험상 강세장 고점 형성은 '과정'이라는 점을 염두할 필요. 즉 최근 글로벌 주식시장의 급등락이 사이클 후반의 특징이라 하더라도 펀더멘탈에 심각한 도전이 나타나기 전에 강세장이 '일시'에 중단되지 않음.

하반기 중 글로벌 주식에 대한 비중확대 전략 유효.

(다음 페이지에 계속)

#### Compliance Note

본 조사항목은 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 본 조사항목은 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변경, 대여할 수 없습니다. 본 조사항목에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다.

6월 들어 글로벌 주식시장이 약세로 반전되고 높은 변동성을 보이고 있음. 핵심 배경은 6월 'Global Equity Insight'에서 지적한 바와 같이 포지션 리스크 확대된 결과. 물론 시장과 언론의 해석은 다른데 주로 언급되는 것은 '리얼리티'가 아닌 아직은 대체로 '내러티브'에 불과.

**최근 주식시장 불안과 Review**

우선 포지션 리스트에 대해서 살펴보면, 관련해서 인용했던 데이터가 Global Financial Stress Index(이하 GFSI)이었음. 이는 글로벌 금융시스템의 위험, 헤징수요, 투자자 플로우 등에 대한 교차시장 측정치. 모든 데이터는 0보다 크며 더 큰 스트레스, 0보다 작으면 반대를 신호.

지난 5월 GFSI에서는 주목할 만한 현상들이 목격됨.

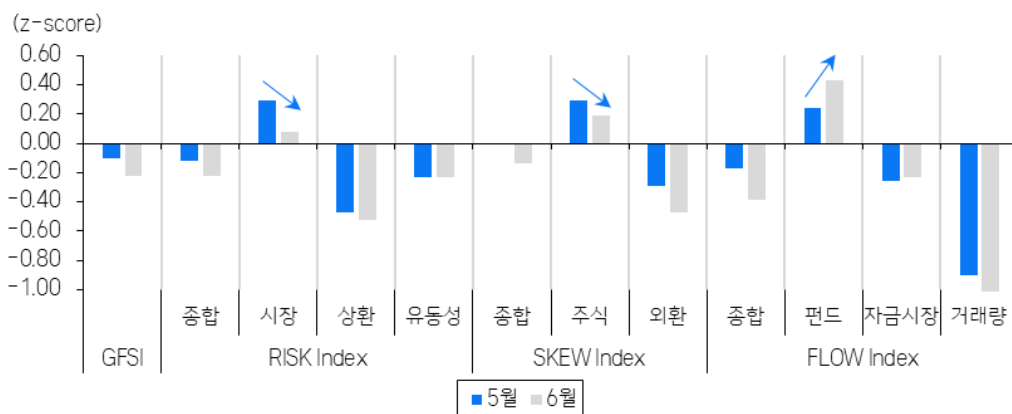
이를 구성하는 3개 하위 대표지수 중 'SKEW Index'가 빠르게 상승했던 것. 이는 주식시장이 유례없이 낮은 수준으로 테일 리스크에 대한 대비가 없다는 신호. AI 관련기업들로 소위 쏠림현상이 발생하며 과도한 낙관론이 팽배했던 것.

이는 'FLOW Index'로도 확인이 됐는데, 안전자산에서 자금이 빠져서 위험자산으로 강하게 유입되고 있는 양상으로 '전형적인 Risk-on 과열' 국면이었던 것.

다만 당시에도 지적했지만, 'RISK Index'에 의할 때 신용/유동성은 건전했기 때문에 필자는 '포지션 리스크 관리'를 권고. 즉 주식, 채권 등에서 심리가 금융시장을 주도하는 상태에서는 시장위험(변동성)이 높아질 것을 대비하자는 의미.

결국 6월 들어 이에 대한 되돌림이 출현했으며, 결과적으로 시장 내 위험의 비대칭성은 어느 정도 완화.

**그림 1. Global Financial Stress Index 변화: 쏠림의 위험은 완화되었고 저가 매수는 유입됨**



참고: 5월 10일 vs. 6월 10일 비교  
 자료: Bloomberg, 삼성증권

**왜곡된 내러티브에 지배 받고 있는 시장**

물론 위와 같은 기술적 해석과 달리 6월에 들어서 3가지 변수가 급부상하고 있음. 다만 이들은 다소의 합리성에도 불구하고, 대체로는 과장되어 있다고 평가함.

필자는 과거에도 여러 차례 지적했는데, 금융시장의 불안정성을 키우는 것은 'Reality' 보다 '예측과 과민 반응'임. 그러나 결국 시장은 'Reality'로 회귀하기 마련이고, 일시적인 변동성은 합리적 투자자들에게 기회를 제공하기도 함.

**첫째, 연준의 긴축 우려.** 우선 결론부터 보면 연준의 금리인상 가능성은 여전히 높지 않고, 임박하지도 않았다고 판단.

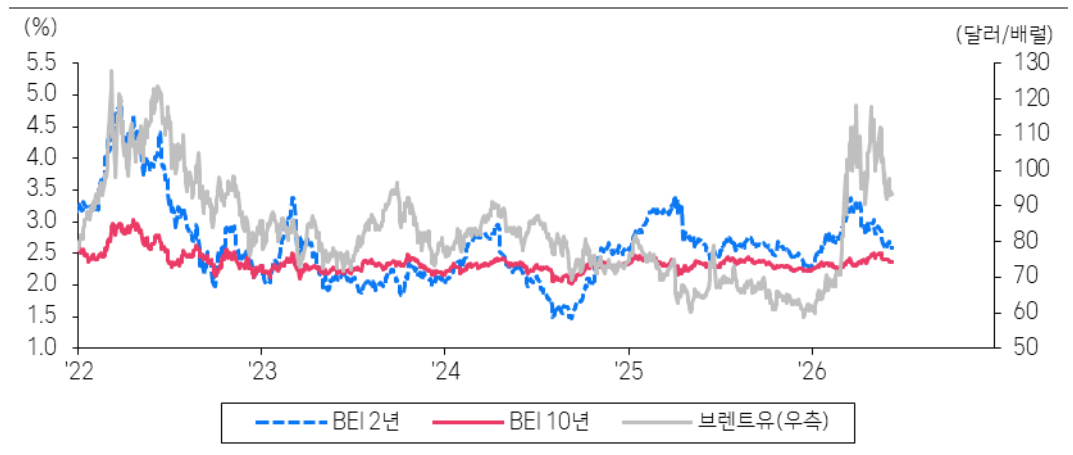
주지하듯 연준의 신임 의장인 케빈 워시는 필립스 곡선<sup>1</sup>을 거부하고 성장과 인플레이션 사이에 본질적인 상충 관계가 없다고 보는 확고한 공급측 경제학자.

워시는 연준의 긴축 결정 전에, 'OBBA'와 AI 투자로 기대되던 생산성 개선이 없다는 더 많은 증거를 찾으려고 할 것. 이는 최근 인플레 우려 때문 연준의 금리인상 멀지 않았다는 우려와 차이.

물론 워시가 중시하는 '생산성'은 측정하기가 매우 어려운 척도. 그럼에도 미국의 기업 이익과 마진이 여전히 양호하다는 점에서 미국의 생산성에 문제가 있다는 의심은 아직 없음.

미국의 10년물 BEI는 5월 초 이후 의미 있게 하락하여 현재 2.34%를 기록하고 있으며, 이는 중앙은행의 2% 인플레이션 목표치와 그리 멀지 않은 수준.

**그림 2. 미국 2년, 10년 Break Even Inflation vs. 브렌트유 가격**



자료: Bloomberg, 삼성증권

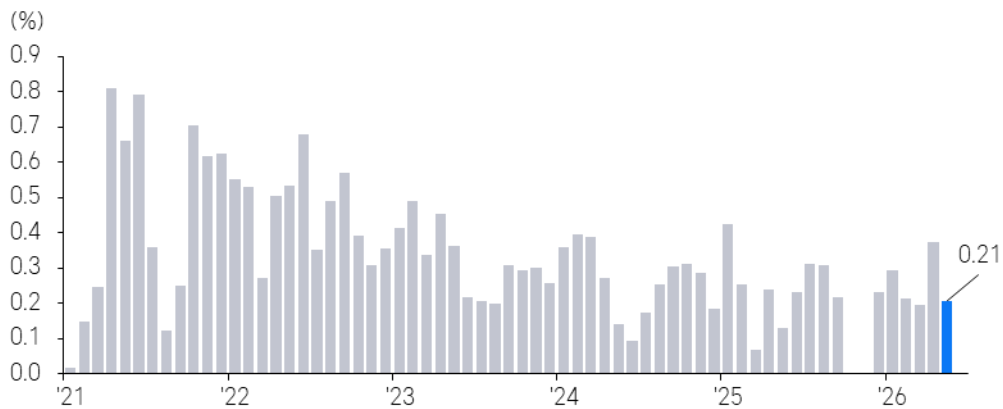
<sup>1</sup> 단기적으로 실업률과 인플레에 서로 반비례하는 상충관계(trade-off)가 존재한다는 경제학 모델

**둘째, (이란 전쟁 등으로 인한) 인플레이션 압력 상승 우려.** 실제 어제 발표된 5월 미국의 CPI는 전월 대비 0.5%, 전년 동기 대비 4.2% 상승. 이 같은 데이터가 보여주듯 인플레이션이 완고하게 유지되고 있지만, 심각한 수준은 아님.

핵심 인플레이션 수치가 증가. 5월 핵심 CPI(식료품 및 에너지 제외)는 전월 대비 0.2%, 전년 동기 대비 2.9% 상승. 전월의 일시적 급등에도 불구하고, 2022년 이후 지속적으로 핵심 CPI가 하락하는 궤적을 유지.

물론 헤드라인이 아직은 불안하지만, 호르무즈 해협이 완전히 개방된다면 이 역시 '일시적'일 가능성이 높음. 장기 인플레이션 기대치가 안정적으로 유지되는 한, 연준도 헤드라인 수치를 해석함에 있어서 공급 충격은 당분간 무시할 것.

그림 3. 미국 핵심 CPI (전월 비) 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

**셋째, (AI 버블 우려에도 불구하고 당장 정점 임박을 주장하기에는)** 아직 편더멘탈이 너무 좋음. 미국의 2분기 EPS 증가율 전망치는 현재 20%를 넘고 있음(LSEG).

현재 시점에서 2분기 실적 발표 시즌 시작까지 약 4주가 남았는데, S&P 500 지수의 전년대비 EPS 성장률 전망치는 분기 시작 당시 19.2%에서 현재는 22.6%까지 상향 조정 중.

물론 실적의 편중은 있음. EPS 성장의 상당 부분은 에너지 부문이 주도하고 있는데, 주로 유가 상승에 힘입어 해당 분기 실적이 100% 이상 증가할 것으로 예상. 테크 부문 역시 약 60%의 강력한 성장세를 보일 것으로 예상되며, 그 뒤를 이어 소재 부문이 약 30%의 성장률을 기록할 것으로 전망.

이는 AI 투자의 고점 통과 우려를 완충함.

필자는 지난 2월 'AI 버블 대비서'에서 이번 주식시장 랠리의 정점을 포착할 수 있는 척도로 4~5가지를 제시. 이를 살펴보면 일부 작은 균열이 보이기는 하지만, 추세적 위험이 임박했다는 증거는 부족.

구체적으로 살펴보면, 아직 안정적인 척도는 3가지.

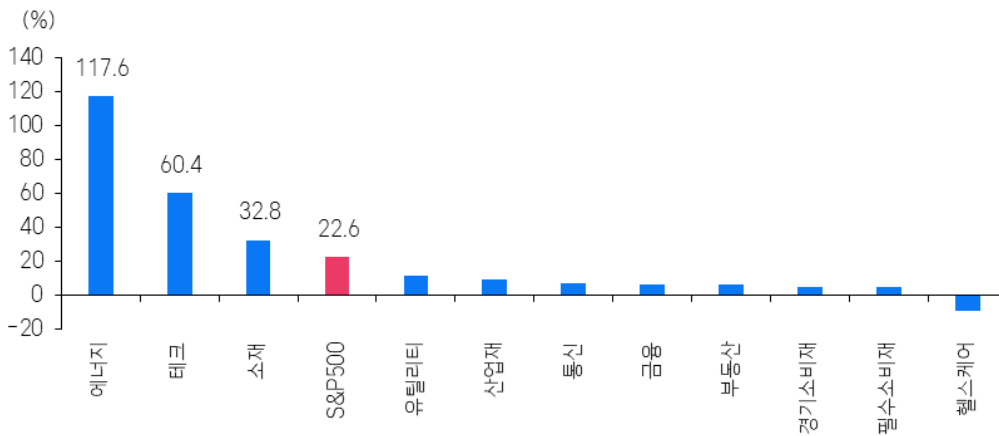
- (1) 하이퍼 스케일러들의 실적 부진과 투자조정 여부는 아직 없음.
- (2) 산업 내 기업들의 자금조달 조건 악화도 아직 없음. AI 관련 투자에 대한 외부조달이 급증하고 있지만, 부채 의존도가 위협적이라고 보기는 어려움.

(3) 대규모 주식 공급이 본격화되고 있으나, 2000년대 테크버블 당시보다 낮은 수준.

반면 다소 우려가 있으면 관찰이 필요한 것들은 2가지.

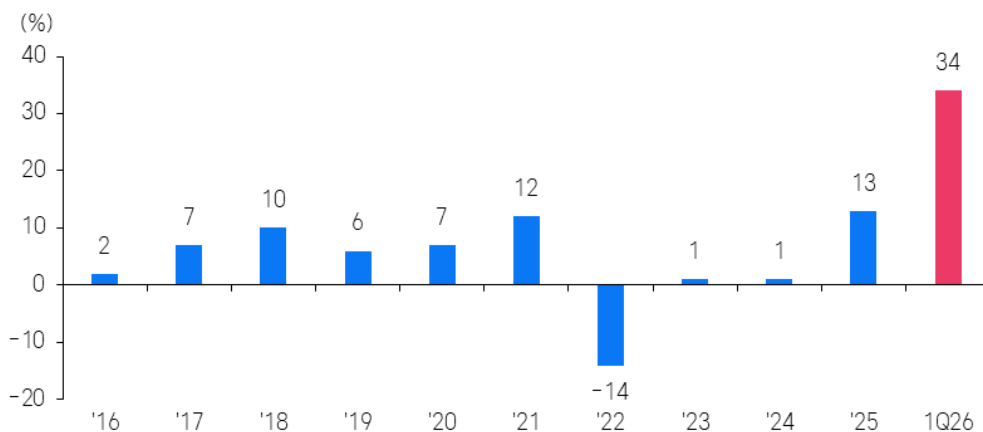
- (1) 순환 생태계의 심화에 따른 위험은 주의하며 의심이 늘고 있음. 5대 하이퍼 스케일러 전체로 보면 1분기 총 순이익 1,550억 달러 중 34%를 '기타 수익'이 차지. 이는 10년내 최고 비중이며 전년대비 급증한 것.
- (2) 주요 버블 국면에서 밸류에이션 de-rating은 가장 선행하는 현상임. 그런데 지난 해 말 이후로 S&P 500의 랠리에도 불구하고 P/E는 오히려 둔화. 이것이 금융자본의 시각 변화인지 급속한 이익 성장에 따른 기술적 이유 때문 확인할 필요.

그림 4. S&P500 업종별 '26년 2분기 EPS 증가율 전망



참고: 전년대비  
자료: LSEG, 삼성증권

그림 5. 주요 하이퍼 스케일러의 순이익 중 '기타수익'의 비중 추이



참고: 아마존, 구글, 메타, M/S, 오라클의 합산  
자료: FT, 삼성증권

**고점은 '과정'이고, 저점은 '순간'**

필자는 주식시장의 강세장 사이클의 시작과 종료를 농사와 여러 차례 비교한 바가 있음.

리세션을 수반하거나, 체계적 위험 등에 의한 비교적 긴 기간의 약세장의 저점은 어느 날 '새벽'과 같이 옴. 이 때는 모든 주식이 즉 경기 방어주, 민감주, 가치주, 방어주 등이 구분 없이 동시에 바닥을 확인하고 반등을 시작(=순간). 마치 농부가 봄에 파종을 하는 것과 유사.

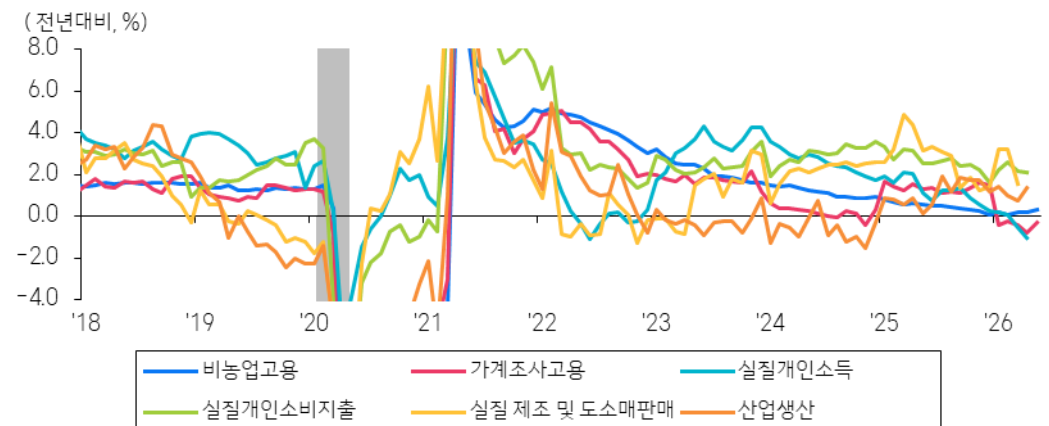
하지만 강세장이 끝날 때는 매우 긴 기간 동안 고점을 형성. 주식시장 최고치 부근에서 반복적으로 높은 변동성이 나타나면서 한계를 확인하고 점차 약세장으로 진입. 마치 농부가 봄에 파종한 곡식, 과일 등을 수확기에 숙성된 것부터 차례로 수확하는 것과 비슷. 즉 강세장의 종말은 '순간'이 아닌 '과정'

사실 미국의 경우 경기가 6월 현재 74개월째 확장 국면 중(2020년 5월 이후, 2차 대전 이후 확장기간이 평균 64개월). 주식시장(S&P500)도 강세장이 44개월째 지속되며 111% 상승 (5월말 기준). 이런 단순 수치로 보면, 사이클의 초반이 아님은 분명. 따라서 후반기 우려가 잠복되어 있는 것은 불가피.

그러나 앞에서 지적한 바와 같이 현재 시장에 팽배해 있는 부정적 내러티브는 다분히 과장되어 있음. 또한 설사 일련의 우려가 현실화되더라도 전술한 바와 같이 강세장 고점은 '과정'이라는 점을 염두할 필요. 즉 최근 글로벌 주식시장의 급등락이 사이클 후반의 특징이라 하더라도 편더멘탈에 심각한 도전이 나타나기 전에 강세장이 일시에 중단되지 않음.

하반기 중 글로벌 주식에 대한 비중확대 전략 유효.

**그림 6. NBER BCDC(경기순환판정위원회) 6대 월간 동행지표 추이: 경기확장기 후반 가능성**



참고: 실질 제조 및 도소매 판매는 3월, 실질 개인소득, 실질 개인소비, 산업생산은 4월이 최근 데이터, 음영은 미국 경기침체기  
자료: FRED, 삼성증권

### 이란전쟁 불확실성

이상의 주장에서 한가지 맹점은 장기화되고 있는 이란 전쟁. 그러나 이에 대한 우리의 시각은 명확.

미국-이란 모두 '확전/장기전' 시 비선형적 비용 급증에 '선휴전-후협상' 시나리오 선택했음. 1단계는 양측의 신뢰 결손(Commitment Problem) 문제 지속 불구. 체계적 리스크로 발전 막기 위한 선택.

이슈 분리로 복수 쟁점을 2단계 협상으로 이연시킨 것. 그러나 트럼프 국내 여론 의식, 이란에 先 핵 합의 중용해 합의가 난항 중.

2단계 협상은 양측 Bargaining Zone의 구조적 괴리로 결국 '스몰딜'의 결론 예상(빅딜 vs. 스몰딜의 평가 기준은 이란의 핵 포기 수준). 때문에 5월말 한때, 트럼프는 여론 비난 대비해서 아브라함 협정 확대도 추진했으나 사실상 무위로 돌아 감.

이상에도 불구하고 종전협상이 교착 중이나, 트럼프가 자신의 업적 포장 위한 결과물이 필요하기 때문.

그럼에도 전면적 확전 가능성보다 위와 같은 2단계 협상-종전 시나리오가 여전히 유력하다고 판단.

물론 타결 지연 시 일부 국가에서 에너지 쇼크 우려가 있으나, 이는 역설적이게 양측의 협상타결 압력을 더욱 높이는 환경이 될 것.

표 1. 게임이론에 의한 이란전쟁 시나리오

시나리오	내용	확률 (제시 일자)			
		3.26일	4.1일	4.13일	현재
일방적 중단	美, 일방적 승리 선언 이후, 對 이란제재 강화	10%	15%	15%	<b>25%</b>
포괄 타결	양측이 모든 쟁점을 하나의 패키지로 타결 (사실상 무산)	10%	5%	0%	0%
先 휴전-後 협상	군사 휴전 + 호르무즈 재개방을 먼저 합의, 핵·배상금 등 난제는 별도 트랙에서 협상"	30%	45%	45%	<b>60%</b>
장기 소모전 → 점진적 양보	양측 모두 전쟁 비용 증가로 시간 흐름 수록 협상 압박 상승, 단, 확전 트리거 내재로 불안정한 경로"	20%	5%	15%	0%
전면적 확전	美, 이란의 주요 에너지 인프라 공격 vs. 이란, 걸프에 대한 보복	30%	30%	25%	<b>15%</b>

자료: 삼성증권

## 삼성증권

### 삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)  
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of  
**Dow Jones  
Sustainability Indices**  
Powered by the S&P Global CSA