

자산배분

자산배분&ETF 조승빈
seungbin.cho@daishin.com

OECD G20 경기선행지수 반등 가능성과 그 이후 투자

- OECD G20 경기선행지수가 하락 전환되었지만 반등 가능성에 무게
- 글로벌 주식시장의 안정적 상승을 위해서는 실질금리의 하락 필요
- VIX의 계절성 고려시 투자 위험에 대한 일부 헤지 전략 필요

OECD G20 경기선행지수가 하락 전환되었지만 반등 가능성에 무게

그동안 상승세를 이어왔던 OECD G20 경기선행지수는 7월 데이터 조정으로 3월 고점 이후 3개월 연속 하락으로 전환되었다. 경기선행지수의 방향 전환은 시장을 주도하는 자산군이 달라질 수 있음을 의미한다. 경기선행지수가 하락한다고 글로벌 주식시장이 바로 약세를 나타내는 것은 아니지만, 견조한 상승 흐름을 유지하는 선진국과 달리 신흥국 증시는 조정 가능성이 높아졌던 것도 사실이다.

하지만 현시점에서 경기선행지수의 추가 하락을 대비하기 보다는 반등 가능성에 무게중심을 두는 전략이 필요하다고 판단한다. 그동안 부진했던 유럽의 경제지표가 살아나고 있고, 중국 제조업 경기의 계절적 상승 흐름, 고용여건의 개선에 따른 실질임금 회복 가능성, 그리고 어느 때보다 강한 기업실적 전망 등 긍정적인 요인이 부각될 수 있기 때문이다.

한국 주식시장은 글로벌 경기 둔화 국면에서 유독 약한 모습을 보였지만, 이미 선제적으로 가격 조정이 나타났던 만큼 높아진 밸류에이션 매력을 바탕으로 반등을 이어갈 수 있을 것으로 예상한다.

글로벌 주식시장의 안정적 상승을 위해서는 실질금리의 하락 필요

다양한 이슈로 인해 높아지고 있는 리스크 프리미엄은 글로벌 주식시장의 상승을 제한하는 요인이다. 최근 국채금리 상승은 실질금리가 주도하고 있다. 유가 상승으로 높아진 연준의 기준금리 인상 가능성과 연준의 통화정책 불확실성, 글로벌 채권 발행 물량 증가, 미국 테크 섹터의 회사채 스프레드 확대 등 여러가지 변수가 겹치면서 실질금리 상승 압력을 높이고 있다.

실질금리의 뚜렷한 하락 전까지 주식시장의 상승세를 따라가기 보다는 가격 조정시 비중을 확대하는 전략이 유효하다고 판단한다. 리스크 프리미엄 상승 요인 중 단기간에 변화를 기대할 수 있는 변수는 유가의 안정이다. 특히, 석유 제품의 스프레드 축소 여부가 중요하다.

VIX의 계절성 고려시 투자 위험에 대한 일부 헤지 전략 필요

한편, 글로벌 주식시장이 상승세를 나타낼 때 투자 위험을 일부 헤지하는 전략도 고려할 필요가 있다. S&P500 지수의 내재 변동성을 보여주는 VIX는 계절적으로 9월 중순 ~ 10월 중순까지 빠르게 상승하는 모습을 보여주었기 때문이다. 특히, 중간선거가 열리는 해에는 VIX의 상승폭이 평소 대비 30% 정도 더 높았다는 점도 염두에 둘 필요가 있다. 시장금리 움직임에 민감하지 않은 단기자금 상품이나 약세 흐름이 이어졌던 달러도 중장기 위험에 대비할 수 있는 투자 수단이 될 수 있다.

I . OECD G20 경기선행지수 둔화와 국면별 특징

OECD G20 경기선행지수 3월 고점 이후 3개월 연속 하락으로 조정

OECD G20 경기선행지수 둔화는 선회되는 자산군의 변화 가능성을 암시

글로벌 경기의 흐름을 보여주는 대표적인 지표인 OECD G20 경기선행지수는 2022년 10월 저점 이후 상승세를 이어가며 글로벌 주식시장의 강세를 뒷받침했다. 하지만 7월에 데이터가 업데이트되면서 상황이 달라졌다. 6월 데이터와 달리 7월에 조정된 데이터에서는 OECD G20 경기선행지수가 3월에 고점을 기록한 후 3개월 연속 하락으로 전환되었다.

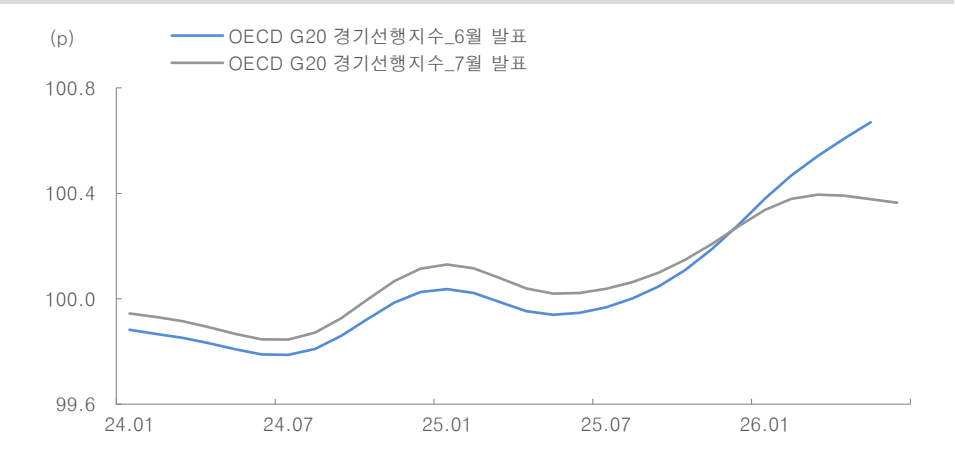
최근 3개월간 OECD G20 경기선행지수의 둔화폭은 -0.01로 과거 하락 사이클과 비교하면 미미한 수준이다. 3월말 이후에도 글로벌 주식시장이 강세를 이어왔기 때문에 향후 데이터가 업데이트될 때 상승으로 전환될 가능성도 남아있다. 다만, 지표상으로 글로벌 경기 둔화 가능성이 나타나기 시작했다는 점에서 앞으로 발표될 주요 경제지표의 움직임과 자산시장의 반응을 주목할 필요가 있다고 판단한다. OECD G20 경기선행지수가 개선될 때와 둔화될 때 각각 선회되는 자산군의 색깔이 뚜렷하게 달라지기 때문이다.

그림 1. OECD G20 경기선행지수 3월 고점 이후 3개월 연속 하락으로 전환



자료: OECD, CEC, 대신증권 Research Center

그림 2. 6월 데이터와 상반된 모습으로 업데이트된 7월 데이터



자료: OECD, CEC, 대신증권 Research Center

OECD G20 경기선행지수를 4개 국면으로 구분한 후 국면별 특성 확인

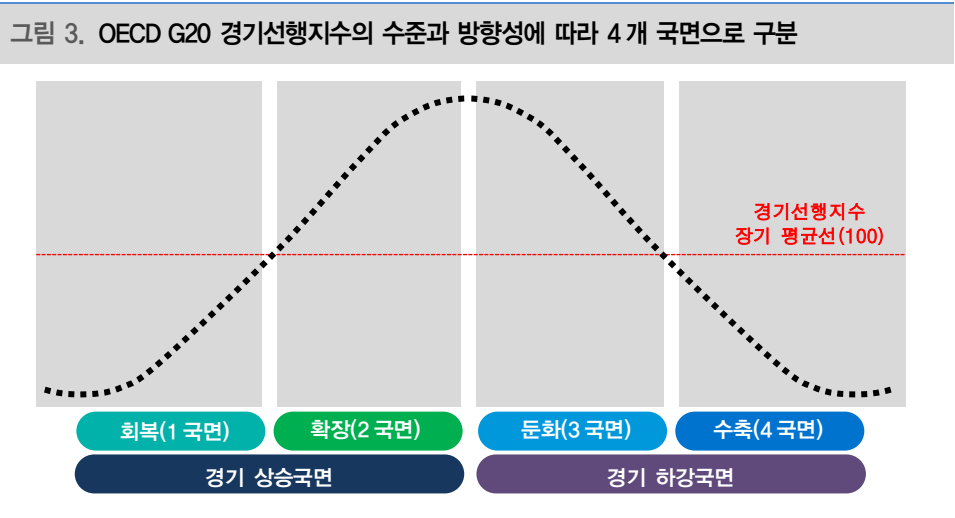
- 국면 구분 기준
- 1) 100 상회/하회
 - 2) 전월비 상승/하락

OECD 경기선행지수는 100을 기준으로 경기 사이클을 판단할 수 있도록 만들어졌다. OECD G20 경기선행지수를 다음과 같이 4개 국면으로 나눈 후 각 국면별로 주요 자산 가격의 움직임을 살펴보았다.

- 1) 회복(1국면): OECD G20 경기선행지수 100 미만에서 전월대비 상승
- 2) 확장(2국면): OECD G20 경기선행지수 100 이상에서 전월대비 상승
- 3) 둔화(3국면): OECD G20 경기선행지수 100 이상에서 전월대비 하락
- 4) 수축(4국면): OECD G20 경기선행지수 100 미만에서 전월대비 하락

현재 데이터 기준으로 OECD G20 경기선행지수는 전월대비 하락하고 있고, 100을 상회하고 있기 때문에 둔화국면(3국면)에 위치해 있다.

각 국면별 특징을 찾기 위해 1995년 이후 현재까지 데이터를 활용하여 4개 국면의 자산군별 성과를 측정했다. 주요 자산군의 총수익률 지수로 월간 수익률(로그 수익률 기준)을 구한 후 각 국면별로 평균값을 산출했다. 4개 국면의 주요 자산군별 월평균 수익률은 연율화하여 비교했다.



자료: 대신증권 Research Center

OECD G20 경기선행지수 국면별 주요 자산군 성과

경기선행지수가 상승할 때 신흥국, 한국 주식 성과 상위권

OECD G20 경기선행지수가 개선되는 1국면(회복)과 2국면(확장)의 자산군별 성과 순위는 크게 다르지 않았다. 글로벌 경기에 상대적으로 민감한 신흥국 주식과 한국 주식 등 위험자산이 상대적으로 높은 성과를 기록했고, 미국 국채와 달러는 수익률 하위권에 위치했다. 절대 성과 측면에서 글로벌 경기가 수축에서 회복으로 전환되는 1국면의 성과가 2국면보다 대체로 높게 나타났다.

3국면에서는 원자재 성과 강세

경기선행지수가 둔화되는 3국면부터 자산군별 성과 순위에 변화가 나타난다. 3국면에서는 원자재 종합 지수가 주요 자산군중 가장 높은 성과를 기록한 것으로 나타났다. 주식은 대체로 기대감을 선반영하며 움직이기 때문에 글로벌 경기 둔화 우려는 주가에 바로 반영되어 상승모멘텀 둔화로 이어졌다.

반면, 원자재 가격은 투자자들의 기대감 뿐만 아니라 실물 수급의 영향도 크게 작용한다. 글로벌 경기 후반부에 나타나는 재고 부족과 실물 매수 경쟁의 영향이 원자재 가격의 상승으로 연결되었다고 판단한다.

4국면에서는 미국국채와 달러가 상위권 위치

1국면과 2국면에서 성과가 부진했던 채권 관련 자산군은 3국면부터 순위가 높아지기 시작한다. 그리고 글로벌 경기가 수축 국면(4국면)에 들어서면 미국 국채와 달러가 수익률 상위권을 차지했다.

채권내에서도 투자 위험도에 따라 국면별 성과는 차별화되는 모습이다. 안전자산으로 구분되는 미국 국채는 경기가 둔화될 때 높은 순위를 나타냈고, 글로벌 경기가 악화될 때 국채금리 대비 수익률 스프레드가 확대되는 회사채의 경우 국채 대비 상대적으로 부진한 모습을 보여주었다.

그림 4. OECD G20 경기선행지수 국면별 주요 자산군 성과

순위	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1국면	KOSPI200 56.7	신흥국 주식 51.4	선진국 주식 32.6	S&P500 30.5	원자재 종합 16.6	글로벌 회사채 10.8	글로벌 국채 3.4	미국 국채 0.1	달러 -4.4
2국면	KOSPI200 27.2	신흥국 주식 26.7	S&P500 22.1	선진국 주식 21.9	원자재 종합 18.9	글로벌 회사채 4.7	글로벌 국채 2.2	미국 국채 2.2	달러 0.0
3국면	원자재 종합 8.3	S&P500 6.4	미국 국채 6.3	글로벌 국채 3.6	글로벌 회사채 2.2	선진국 주식 2.0	달러 0.8	신흥국 주식 -6.1	KOSPI200 -9.2
4국면	미국 국채 7.7	달러 4.2	글로벌 국채 2.5	글로벌 회사채 1.6	S&P500 -8.2	선진국 주식 -12.5	원자재 종합 -16.5	KOSPI200 -17.5	신흥국 주식 -24.5

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

OECD G20 경기선행지수 국면별 S&P500 섹터별 성과

1국면&2국면 IT
독보적 강세

OECD G20 경기선행지수의 4개 국면에서 S&P500 지수의 11개 섹터는 어떻게 움직였는지 살펴보았다. 경기선행지수가 개선되는 1국면과 2국면에서는 IT가 단연 독보적인 성과를 기록했다. 그 밖에 1국면에서는 금융, 2국면에서는 산업재 섹터가 수익률 상위권을 차지했다.

에너지는 2국면과
3국면 성과 양호

에너지 섹터는 2국면부터 상위권에 올라오고, 3국면에서도 상대적으로 높은 성과를 기록했다. 앞서 원자재 종합 지수가 경기 후행적인 모습을 보여주며 3국면에서 주요 자산군 중 가장 높은 성과를 기록했던 것과 연결되는 결과다.

3~4국면은 유틸리티,
건강관리, 필수소비재
등 방어적 섹터 강세

OECD G20 경기선행지수가 둔화되는 3국면부터 유틸리티, 건강관리, 필수소비재 등 경기 방어적 성격의 섹터들이 높은 순위를 차지하기 시작한다. 반면, 3국면에서 상대적으로 양호한 성과를 기록했던 에너지 섹터는 4국면에서 가장 낮은 순위를 기록했다. 경기 국면에 대한 판단과 섹터 선택에 따라 투자 성과는 크게 차이날 수 있음을 보여준다.

그림 5. OECD G20 경기선행지수 국면별 S&P500 섹터 성과 비교(성과 상위 그룹)						
순위	1	2	3	4	5	6
1국면	IT 44.1	금융 40.6	경기소비재 39.1	소재 37.4	산업재 33.6	S&P500 30.5
2국면	IT 29.2	에너지 28.6	산업재 24.5	S&P500 22.1	금융 21.3	커뮤니케이션 21.0
3국면	유틸리티 18.0	건강관리 13.1	에너지 13.0	필수소비재 12.4	부동산 10.4	산업재 7.3
4국면	필수소비재 -0.2	건강관리 -0.2	커뮤니케이션 -1.6	유틸리티 -4.0	경기소비재 -6.6	IT -7.7

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 6. OECD G20 경기선행지수 국면별 S&P500 섹터 성과 비교(성과 하위 그룹)						
순위	7	8	9	10	11	12
1국면	부동산 19.0	에너지 18.5	커뮤니케이션 17.6	필수소비재 17.0	건강관리 15.1	유틸리티 8.1
2국면	소재 18.9	경기소비재 18.5	부동산 17.9	건강관리 17.7	유틸리티 13.2	필수소비재 12.6
3국면	S&P500 6.4	IT 5.8	금융 4.5	소재 4.1	경기소비재 3.6	커뮤니케이션 -2.2
4국면	S&P500 -8.2	부동산 -10.8	산업재 -13.1	소재 -15.8	금융 -16.8	에너지 -17.4

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

II. 경기선행지수의 반등 가능성

OECD G20 경기선행지수 반등 가능성 1: 유럽 경제지표 회복

경기선행지수 확산
비율 하락으로 OECD
G20 경기선행지수
추가 둔화 가능

OECD G20 경기선행지수의 향후 방향성을 가늠해볼 수 있는 지표중 하나는 OECD 경기선행지수 확산비율이다. OECD에서 경기선행지수 데이터가 제공되는 국가중 경기선행지수가 전월대비 개선된 국가의 비율로 산출한다. OECD 경기선행지수 확산비율은 OECD G20 경기선행지수 대비 변곡점이 먼저 형성되는 모습을 보여주었다.

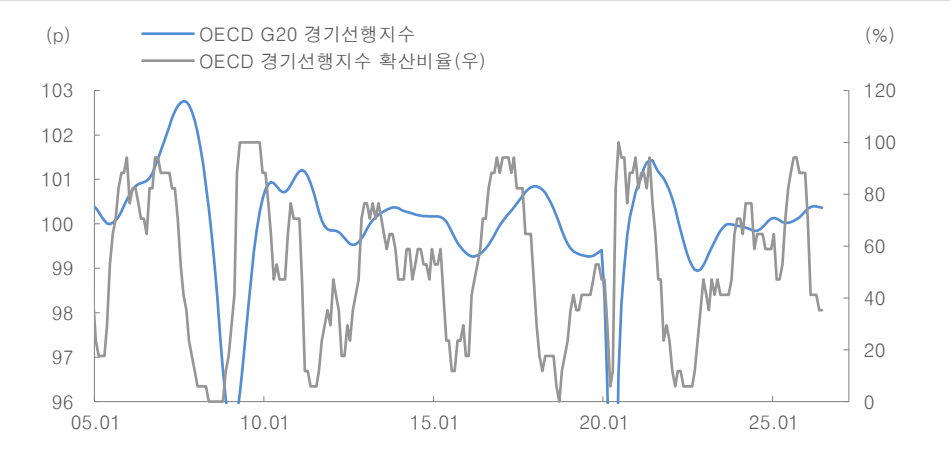
지난 6월 OECD 경기선행지수 확산비율은 35.3%를 기록했다. 2025년 9월 고점 이후 하락세가 이어지고 있다는 점에서 OECD G20 경기선행지수의 추가 하락 가능성도 남아있는 상황이다.

최근 주요 권역과 국가별 경기선행지수의 움직임에서 나타나는 특징을 살펴보면, 그동안 OECD G20 경기선행지수의 개선을 주도했던 북미 지역과 아시아 국가의 경기선행지수의 개선폭은 축소되고, 경기선행지수 하락이 이어졌던 유럽과 중국은 전월대비 하락폭이 줄어들면서 부진에서 벗어나는 신호가 나타나고 있다.

유럽 경제지표 회복은
OECD G20 경기선행
지수에도 긍정적

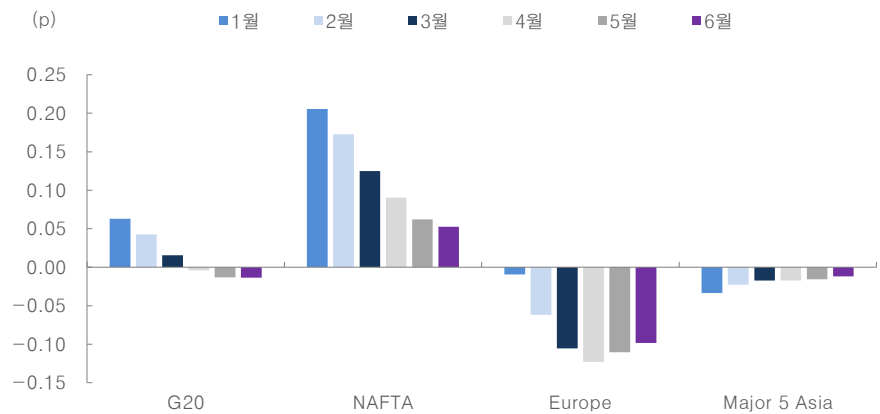
OECD G20 경기선행지수의 향후 흐름에 있어 긍정적인 부분은 유럽의 경제지표가 살아나고 있다는 점이다. 유럽의 경제지표 서프라이즈 지수를 살펴보면, 4월을 저점으로 빠르게 반등하고 있다. 과거에도 유럽의 경제지표 서프라이즈 지수가 상승세를 나타낸 이후 OECD 유럽 경기선행지수는 개선되는 모습을 보여주었다. 유럽 경기선행지수의 반등 가능성은 G20 기준 경기선행지수에도 긍정적인 영향을 줄 것으로 기대한다.

그림 7. OECD 경기선행지수 확산비율은 35.3%로 하락



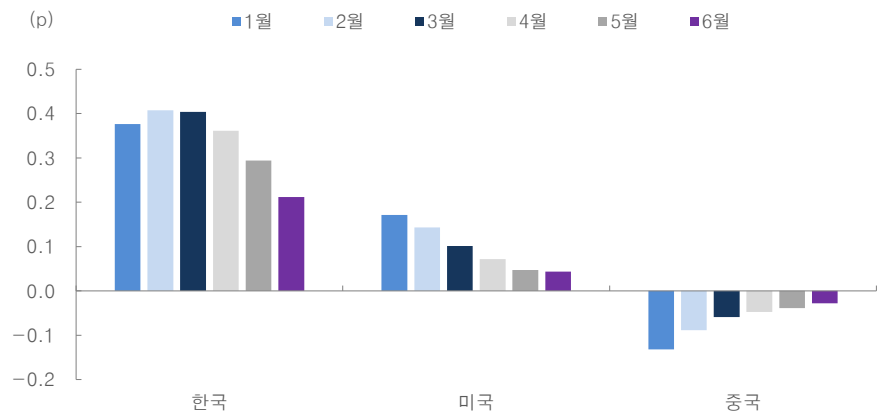
자료: OECD, CEC, 대신증권 Research Center

그림 8. 주요 권역별 경기선행지수 전월대비 변화(최근 6 개월 추이)



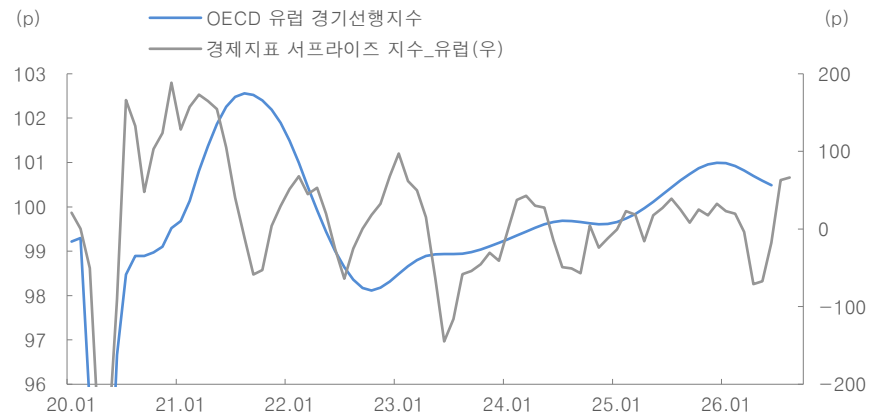
자료: OECD, CEC, 대신증권 Research Center

그림 9. 주요 국가별 경기선행지수 전월대비 변화(최근 6 개월 추이)



자료: OECD, CEC, 대신증권 Research Center

그림 10. 유럽 경제지표 서프라이즈 지수 상승은 경기선행지수 개선으로 연결



자료: Bloomberg, OECD, CEC, 대신증권 Research Center

최근 소비심리 악화 요인 중 하나는 실질임금의 감소

실질임금 감소 기간이
길어질수록 소비심리
뿐만 아니라 경기도
뚜렷하게 악화

OECD에서 제공하는 선행지표에는 기업경기 신뢰지수와 소비자 신뢰지수도 있다. OECD G20 소비자 신뢰지수는 2월 고점 이후 하락세가 이어지고 있고, 2026년 들어 뚜렷한 회복세를 나타냈던 OECD G20 기업경기 신뢰지수는 상승폭이 둔화되고 있다.

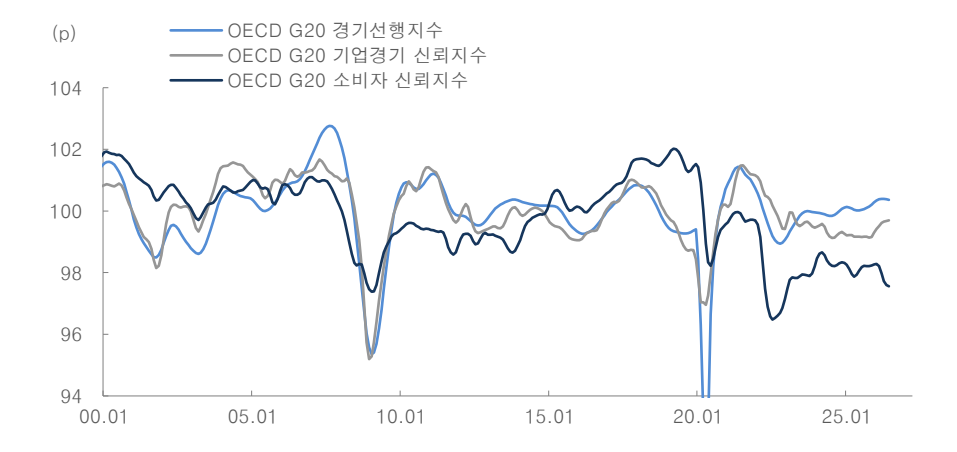
글로벌 소비심리가 악화되고 있는 이유중 하나는 미국과 이란의 전쟁으로 높아진 물가와 그로 인한 소비여력 축소다. 미국 소비자물가지수(YoY)는 2월에 +2.4%로 저점을 기록한 후 빠르게 상승하기 시작했다. 반면, 미국의 시간당 임금 상승률은 하락세가 이어졌고, 4월 들어 CPI(YoY)가 시간당 임금 상승률을 넘어서면서 실질임금은 전년동월대비 감소로 전환되었다.

실질임금의 감소가 일시적일 경우에는 별 문제없이 지나갔지만, 실질임금 감소 기간이 길어질수록 소비심리뿐만 아니라 경기도 뚜렷하게 악화되는 모습이 나타났다.

지난 7월 미국 CPI(YoY)는 +3.4%로 전월대비 둔화되었지만, 시간당 임금 상승률(YoY)은 +3.2%를 기록해 실질임금 감소가 4개월 연속 이어지고 있다. 실질임금 감소의 부정적인 영향력을 최소화하기 위해서는 고용 환경의 개선과 물가 상승률의 둔화가 필요하다.

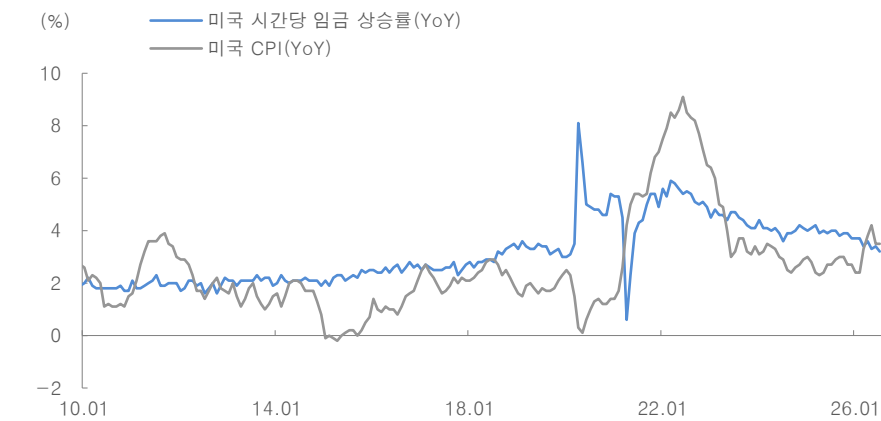
미국과 이란 전쟁의 장기화로 물가에 대한 불확실성은 지속되고 있다. 반면, 고용지표는 회복의 신호가 일부 나타나고 있어 향후 실질임금의 개선으로 연결될 수 있는지 주목해 볼 만하다.

그림 11. 기업경기 신뢰지수와 달리 부진한 모습이 이어지고 있는 소비자 신뢰지수



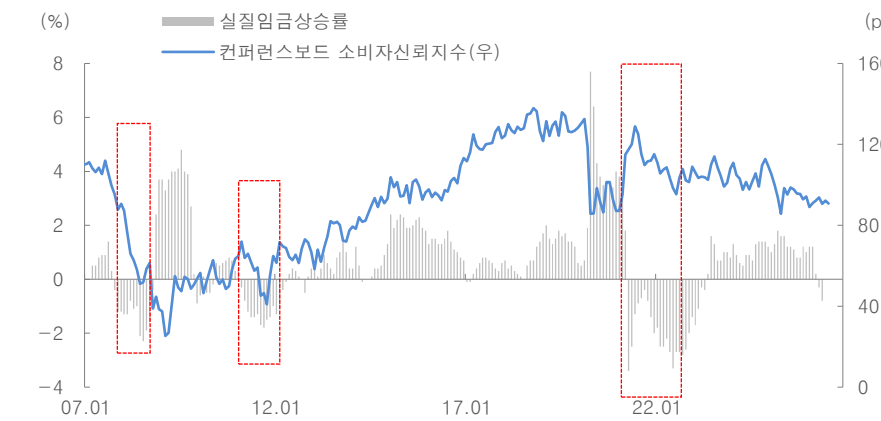
자료: OECD, CEC, 대신증권 Research Center

그림 12. 미국 시간당 임금 상승률(YoY)과 CPI(YoY) 비교



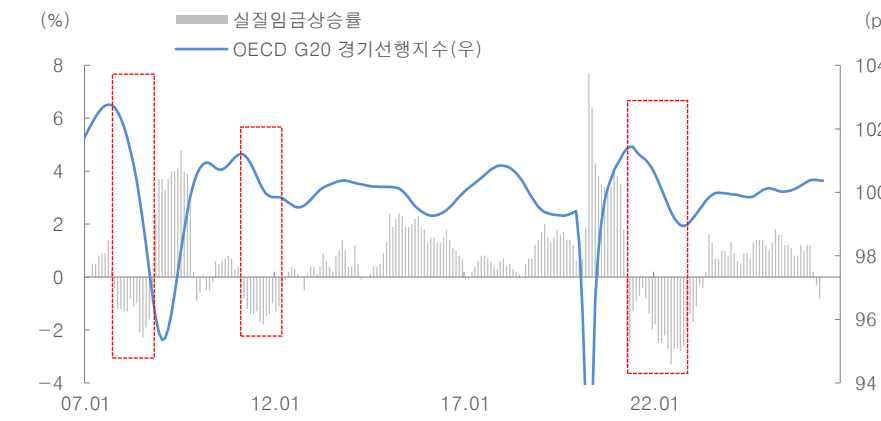
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 13. 실질임금 감소 국면에서 소비심리는 악화



자료: 컨퍼런스보드, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 14. 실질임금 감소 국면 장기화는 글로벌 경기 둔화로 연결



자료: OECD, CEC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

OECD G20 경기선행지수 반등 가능성 2: 고용환경 개선 기대

7월 고용지표 부진은
계절성과 이벤트 영향
일시적 가능성에 무게

미국 7월 비농업취업자수는 예상치를 큰 폭으로 하회하며 2.3만명 감소를 기록했다. 지난 데이터도 최초 발표치 대비 하향조정이 빈번하게 나타나고 있어 미국 고용지표는 부진한 흐름을 이어가고 있다. 하지만 7월의 고용 감소중 상당 부분은 지방정부 교육 관련 일자리가 차지하고 있는데 작년에도 한 차례 확인된 계절적 특성이다. 레저 부문의 일자리 감소 역시 월드컵 종료와 이민자 단속의 영향이 크다는 점에서 고용지표 부진은 일시적일 가능성이 높다고 판단한다.

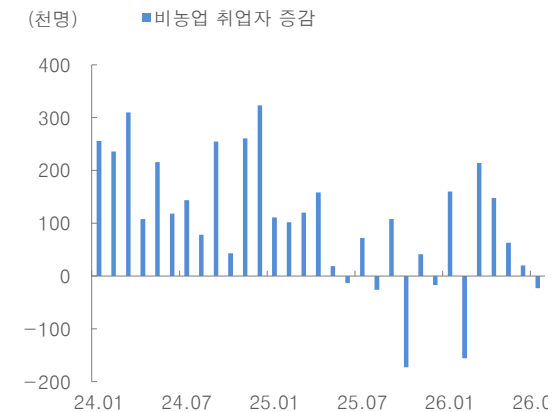
주요 서베이 지표에
따르면 고용관련 지수
회복 신호 뚜렷

주요 서베이 지표의 고용관련 지수가 회복세를 나타내고 있다는 점은 미국 고용환경이 우려보다 양호한 상황임을 보여준다. ISM제조업 지수의 세부항목중 고용지수는 7월에 52.8을 기록하며 3개월만에 경기판단 기준선인 50선을 돌파했다. 7월 ISM 서비스업 고용지수는 전월대비 하락했지만, 하락 추세라기 보다는 3월을 저점으로 바닥 통과 과정을 지나가고 있다고 판단한다.

NFIB 소기업 낙관지수 세부지표중 고용계획 지수는 7월에 20p를 기록하며 2022년 10월 이후 최고치를 기록했다. NFIB 고용계획 지수는 컨퍼런스 보드 소비자 신뢰지수의 세부 지표중 ‘일자리 충분’ 응답 비율을 선행해서 움직였다.

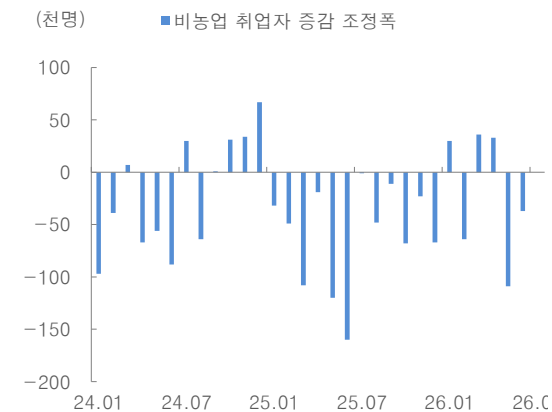
미국의 고용여건이 좋아진다면, 지속적으로 하락하고 있는 임금 상승률의 개선과 함께 실질임금의 감소 국면 탈출 가능성도 높아질 수 있다. 소비여력의 확대와 소비심리 회복은 글로벌 경기에도 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다.

그림 15. 7월 비농업 취업자는 감소 전환



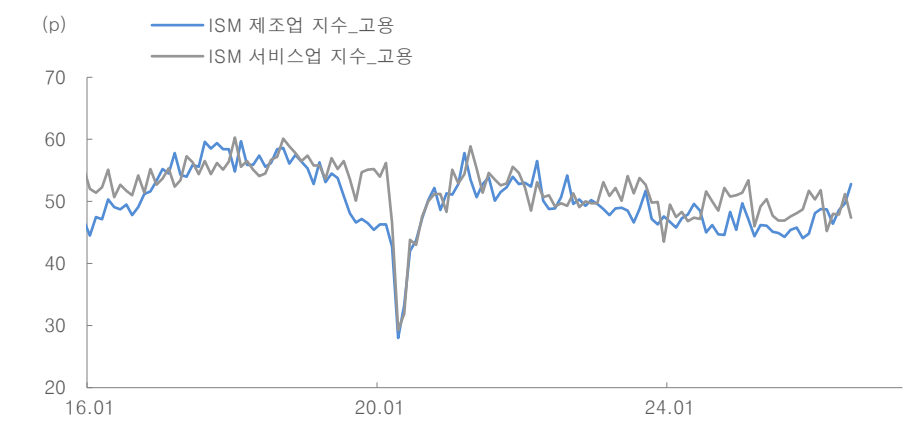
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 16. 비농업 취업자 증감 데이터 조정폭 추이



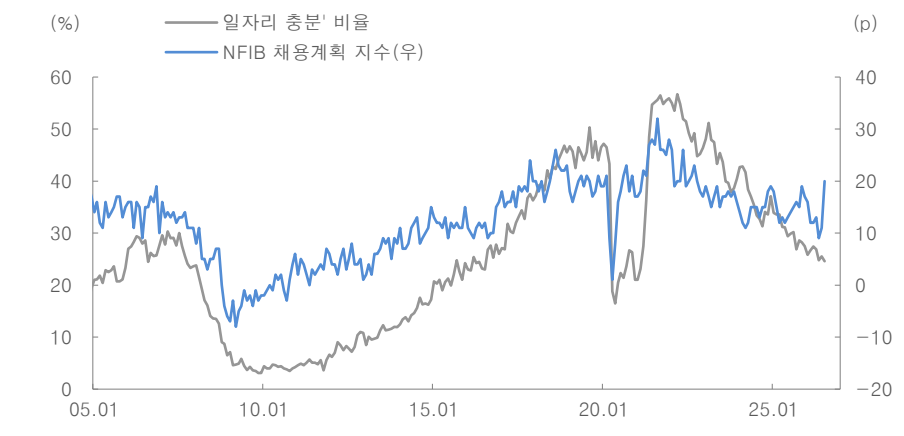
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 17. ISM 제조업/서비스업 고용지수 추이. 제조업 고용지수는 34개월만에 50선 돌파



자료: ISM, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 18. NFIB 채용계획 지수 반등은 고용여건 회복 신호



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

글로벌 제조업 경기는 재고 부담 확대되며 회복 속도 둔화

OECD 기업경기
재고지수는 2월 저점
이후 빠르게 상승.
제조업 경기 회복신호
약화

OECD G20 기업경기 신뢰지수는 경기선행지수와 달리 상승세를 이어가고 있지만, 개선 속도는 둔화되고 있다. 최근 제조업 경기 둔화 가능성이 높아진 이유 중 하나는 재고 부담 확대다.

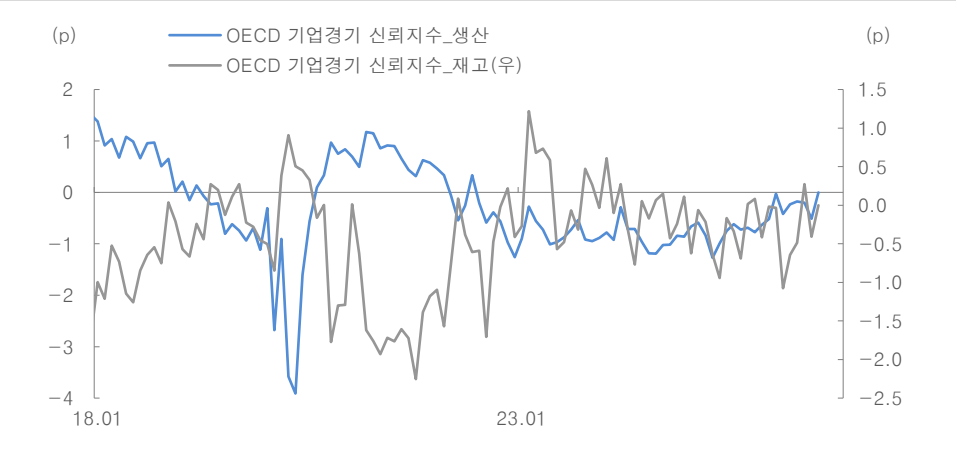
2월까지만 해도 OECD 기업경기 재고지수는 전저점을 하회했다. 생산지수 개선과 재고 부담 완화는 글로벌 제조업 경기의 추가 개선 가능성을 높이는 요인이었다. 하지만 재고 지수가 시장의 기대와 달리 빠르게 상승했고, 이로 인해 글로벌 제조업 경기의 회복 신호도 약해지고 있다.

제조업 재고지수의 빠른 상승은 ISM 제조업 지수와 중국 제조업 PMI에서도 확인할 수 있다. 두 제조업 지수 모두 재고지수가 높아지자 신규주문 지수의 상승세는 둔화되었고, 중국 제조업 PMI의 신규주문 지수는 7월에 하락 전환했다.

연초에 글로벌 제조업 경기가 양호한 흐름을 나타낼 것으로 예상했던 이유 중 하나는 중국 제조업 경기의 뚜렷한 회복세였다. 중국 제조업 PMI를 선행해서 움직이는 신규주문-재고 데이터가 3월에 4.9를 기록하며 2021년 4월 이후 최고 수준으로 높아진 것도 제조업 경기 호조를 기대하게 만들었다.

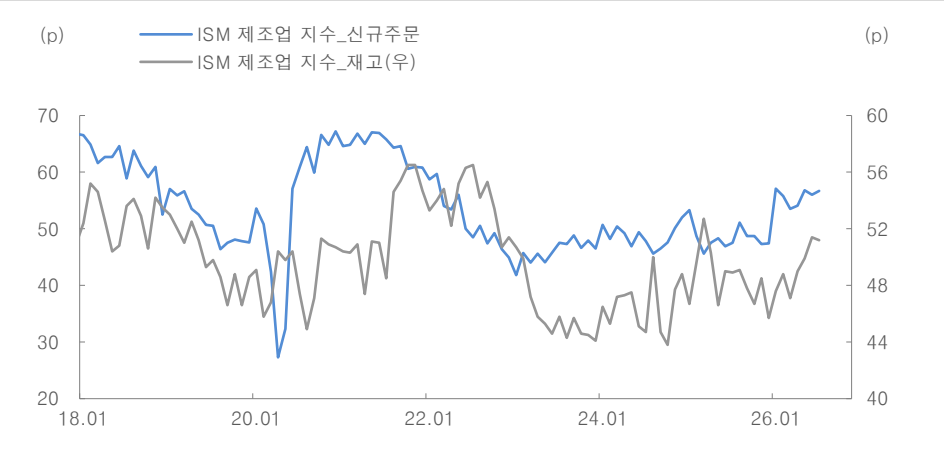
하지만 재고지수의 가파른 상승은 중국 제조업 경기 둔화로 연결되었고, 7월 중국 제조업 PMI는 5개월만에 경기판단 기준선인 50 밑으로 내려왔다.

그림 19. OECD 기업경기 재고지수는 2월 저점 이후 빠르게 반등



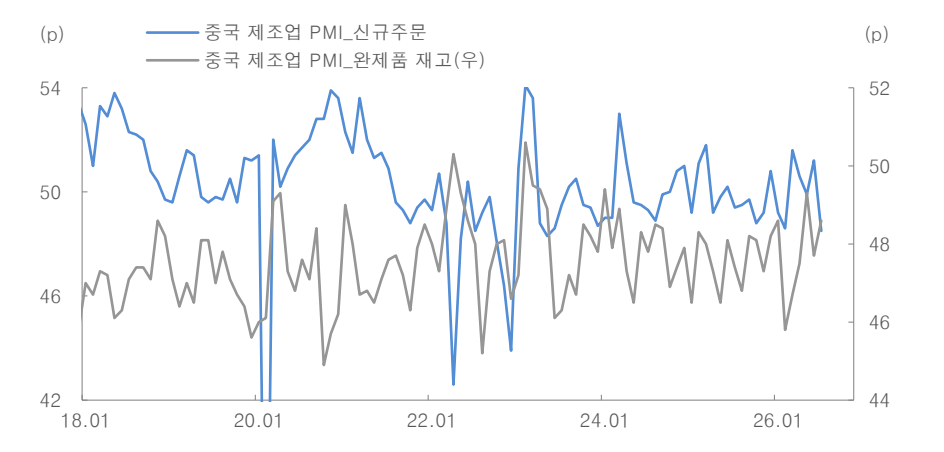
자료: OECD, CEC, 대신증권 Research Center

그림 20. ISM 제조업 재고 지수 상승하자 신규주문 지수 상승속도 둔화



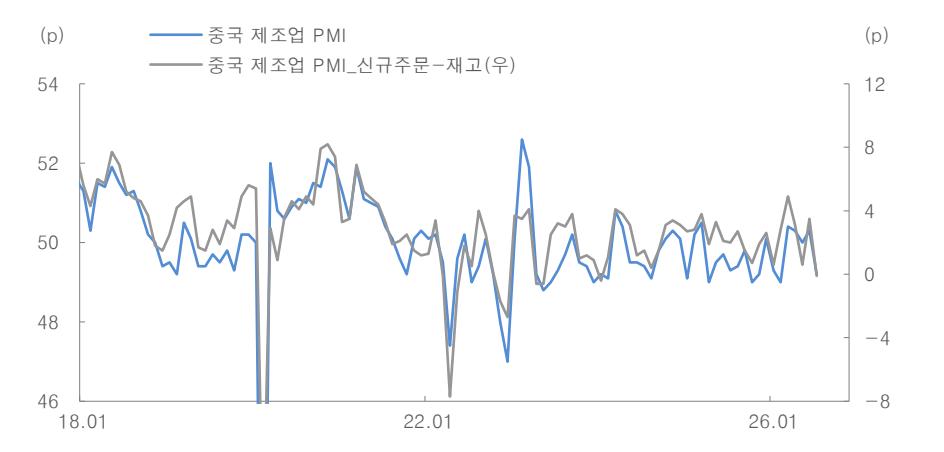
자료: ISM, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 21. 중국 제조업 재고 지수 반등 이후 신규주문 지수 하락 전환



자료: 중국 국가통계국, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 22. 중국 제조업 PMI는 5개월만에 50 하회



자료: 중국 국가통계국, Bloomberg, 대신증권 Research Center

OECD G20 경기선행지수 반등 가능성 3: 중국 제조업 PMI 계절성

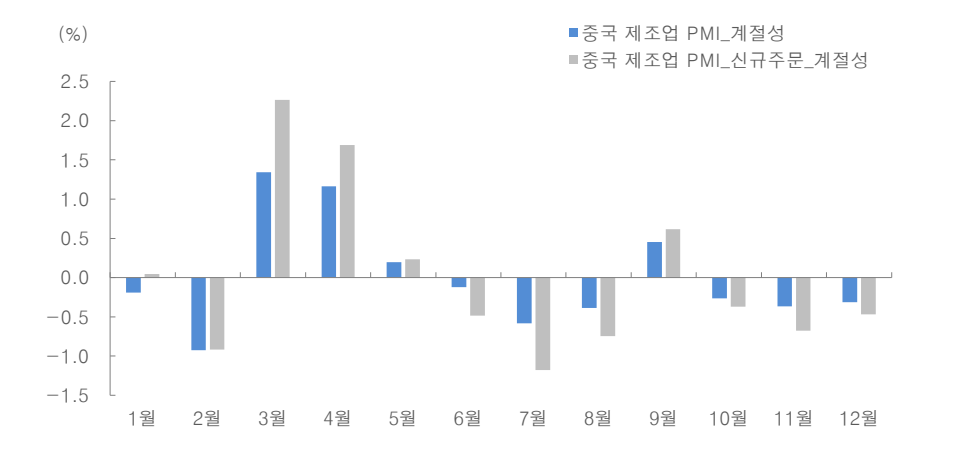
중국 제조업 PMI는 7월 저점 이후 9월 까지 회복되는 계절성 보여줌

중국 제조업 경기 둔화에도 불구하고 기대해볼 수 있는 것 중 하나는 중국 제조업 PMI의 계절성이다. 2005년 이후 연간 단위로 연평균 PMI와 각 월별 PMI의 차이를 계산한 후 각 월별로 평균값을 계산해 중국 제조업 PMI의 연중 움직임을 구성해보았다.

중국 제조업 PMI는 3월에 가장 높은 수치를 기록한 후 하락하는 모습을 보여왔다. 올해는 과거와 달리 6월에 반등에 성공했지만 계절성이 여지없이 나타나며 7월에 다시 하락 전환했다.

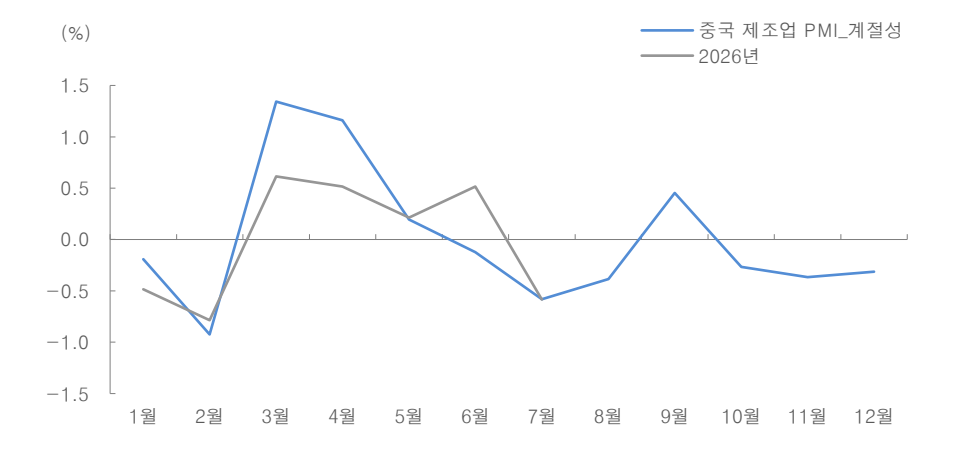
하지만 현 시점에서 긍정적으로 바라볼 수 있는 부분은 계절성 측면에서 중국 제조업 PMI의 연중 저점이 7월이었다는 점이다. 중국 제조업 경기가 과거의 움직임을 따라간다면 9월까지 회복세가 이어질 수 있다. 글로벌 제조업 경기에서 중국이 차지하고 있는 비중을 고려할 때 중국 제조업 경기의 반등은 글로벌 경기 흐름에도 긍정적인 효과를 줄 가능성이 높다.

그림 23. 중국 제조업 PMI의 계절성: 3월 고점, 7월 저점 이후 9월까지 반등



자료: 중국 국가통계국, Bloomberg, 대신증권 Research Center
주: 계절성 데이터는 2005년 이후 연중 평균값 대비 각 월별 상회/하회 수준을 계산한 후 평균값으로 산출

그림 24. 올해도 중국 제조업 PMI는 대체로 계절성을 따라가는 모습



자료: 중국 국가통계국, Bloomberg, 대신증권 Research Center

OECD G20 경기선행지수 반등 가능성 4: 가파른 실적 상향조정

OECD G20 경기선행지수 둔화에도 전세계 주가지수 이익수정 비율의 상승속도는 더 빨라지는 모습

최근 미국을 중심으로 선진국 이익수정비율 양호
신흥국은 대만과 한국 (+)권 유지

OECD G20 경기선행지수 둔화에도 주식시장을 긍정적인 시각에서 바라볼 수 있는 이유 중 하나는 기업실적 전망치가 가파르게 상향조정되고 있기 때문이다.

12개월 선행 이익수정비율((상향조정 추정치수-하향조정 추정치수)/전체 추정치수)은 향후 기업실적 컨센서스의 방향성을 가늠해볼 수 있는 지표다. 전세계 주가지수 이익수정 비율은 OECD G20 경기선행지수가 둔화될 때 대체로 하락하는 모습을 보여주었지만, 최근 경기선행지수 하락에도 이익수정비율의 개선속도는 더 빨라지고 있다.

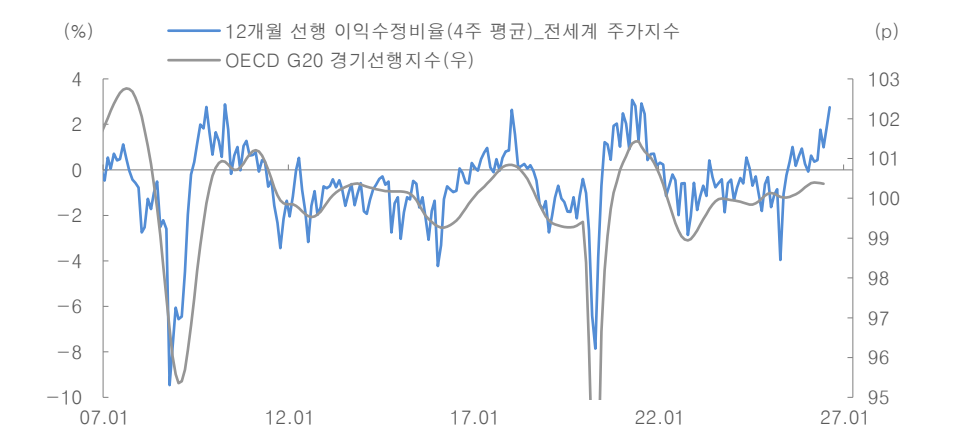
전세계 주가지수 연간 EPS 추정치 변화를 과거와 비교해보면 최근 기업실적 상향조정 속도는 이례적이다. 실적 컨센서스가 그나마 빠르게 상향조정된 시기는 코로나19 국면이었는데, 당시에는 코로나19가 확산될 때 급락했던 기업실적 전망치가 반등하는 과정이었기 때문에 지금과는 상황이 다르다.

최근 주요 시장별 이익수정비율 동향을 살펴보면, 미국을 중심으로 선진국이 신흥국 대비 양호한 흐름을 나타내고 있는 가운데 신흥국에서는 대만과 한국의 이익수정비율이 (+)권을 기록중이다. 반면, 남미 지역의 경우 이익수정비율이 (-)권에 위치해 있어 전세계 주가지수와 달리 실적 하향조정 가능성이 높은 모습이다.

한국시장의 이익수정비율은 전세계 주가지수 이익수정비율이 상승할 때 더 높게 올라가지만, 하락할 때는 더 큰 폭으로 떨어지는 경향이 있다. 올해 들어 한국시장의 12개월 선행 이익수정비율은 전세계 주가지수를 지속적으로 상회하고 있다. 다만, 최근 들어 한국 시장의 전세계 주가지수 대비 이익수정비율 상회폭은 축소되는 모습이다.

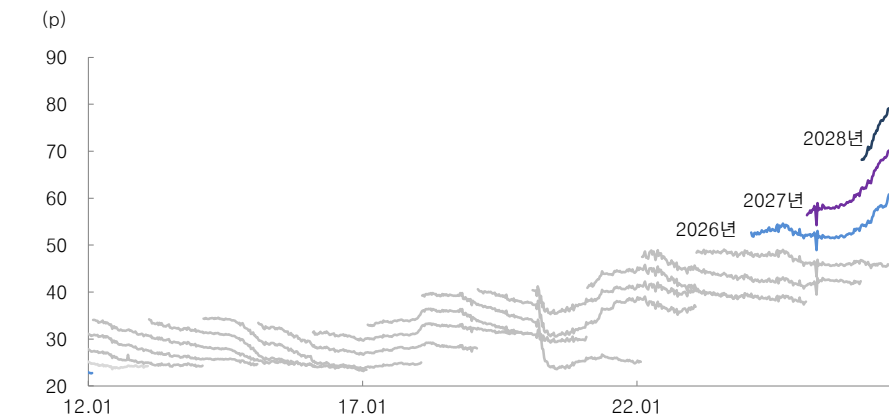
OECD G20 경기선행지수의 반등 가능성에 무게 중심을 두고 있지만, 예상과 달리 경기선행지수는 추가 하락할 수 있다. 이에 대비하기 위해 미국 시장에 대한 투자비중을 일정 부분 확보하는 전략도 필요하다고 판단한다. 미국은 경기둔화 국면에서 주가지수가 견조한 흐름을 나타냈고, 현재 이익수정비율 수준도 상대적으로 높기 때문이다.

그림 25. OECD G20 경기선행지수 둔화에도 전세계 주가지수 이익수정비율 상승



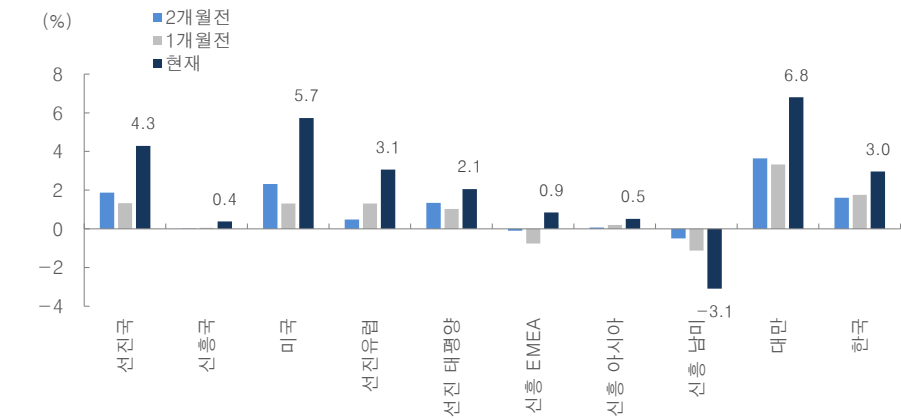
자료: LSEQ, OECD, CIBC, 대신증권 Research Center

그림 26. 최근 전세계 주가지수 연간 EPS는 과거와 달리 이례적으로 가파르게 상승



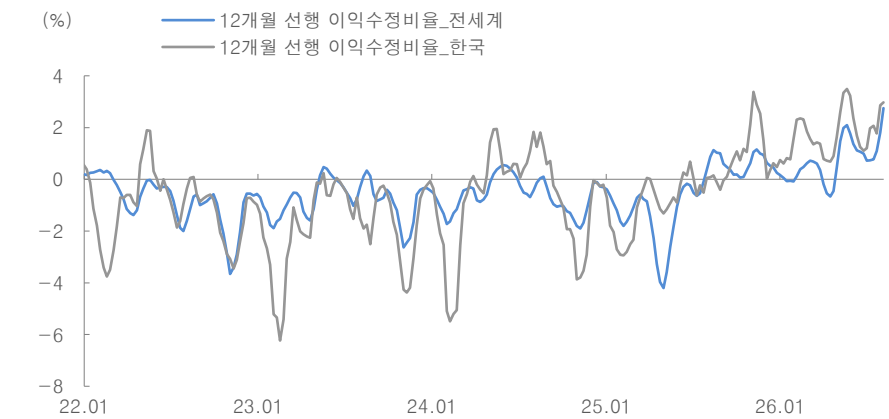
자료: LSEG, 대신증권 Research Center

그림 27. 미국을 중심으로 선진국 이익수정비율 양호. 신흥국은 대만과 한국 견조



자료: LSEG, 대신증권 Research Center

그림 28. 한국 이익수정비율은 전세계 주가지수 대비 높은 수준 유지. 상회폭은 축소



자료: LSEG, 대신증권 Research Center

III. 리스크 프리미엄의 확대

최근 국채금리 상승은 장기물과 실질금리가 주도

미 국채 30년물 금리
2007년 6월 이후
처음으로 5.3% 돌파

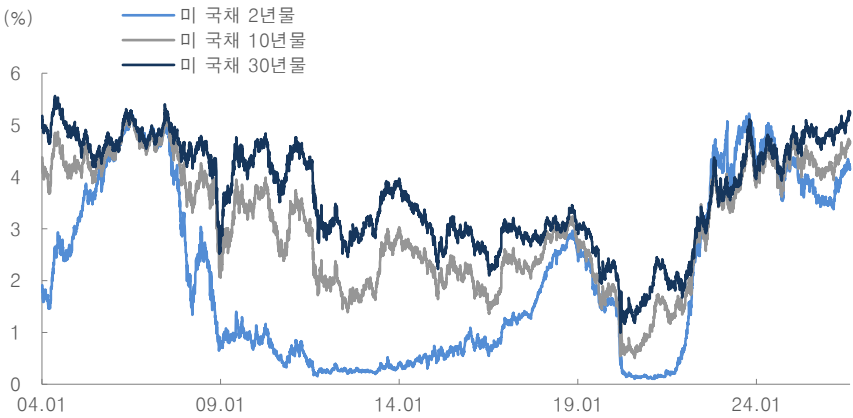
더 높은 금리를
요구하는 움직임이
실질금리를 자극

6월말 이후 국채금리 상승 과정에서 나타난 특징은 만기가 길수록 금리상승 속도가 빨랐고, 기대 인플레이션보다 실질금리가 국채금리 상승을 주도하고 있다는 점이다.

지난 8월 17일 미 국채 30년물 금리는 2007년 6월 이후 처음으로 5.3%를 돌파했다. 장기국채 금리 상승에 대한 우려가 높아지자 미국 재무부는 국채 조기 환매(바이백) 규모를 두배 늘린다고 발표했다. 대규모 재정적자와 국채발행 물량 확대에 대한 근본적인 대책이 없다는 우려가 남아있지만, 국채금리 안정에 대한 정부의 의지는 확인할 수 있었다.

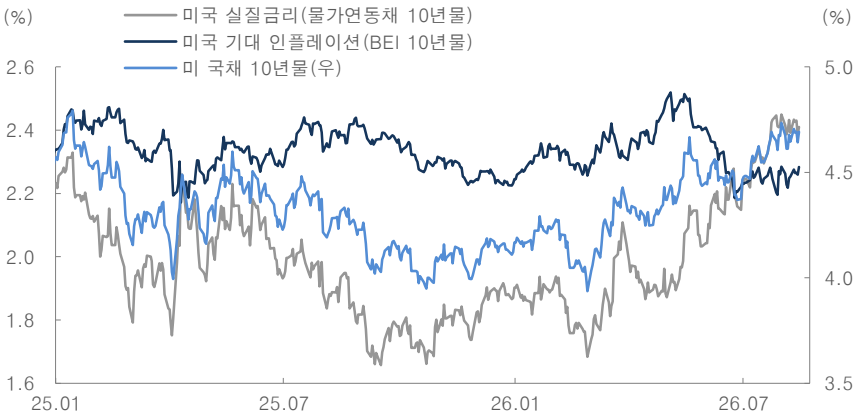
미 국채 10년물 금리의 변화를 기대 인플레이션(BEI 기준)과 실질금리(물가연동채 기준)로 나눠서 살펴보면, 실질금리가 금리 상승을 주도하고 있다. 연준의 긴축정책 전환에 대한 우려뿐만 아니라 여러 분야에서 나타나고 있는 더 높은 금리를 요구하는 움직임이 실질금리를 자극하고 있다.

그림 29. 최근 장기국채 금리가 가파르게 상승. 미 국채 30년물 5.3% 돌파



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 30. 최근 국채금리는 기대 인플레이션 보다 실질금리가 상승을 주도



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

유가 상승에 따른 기준금리 인상 우려는 실질금리 상승으로 연결

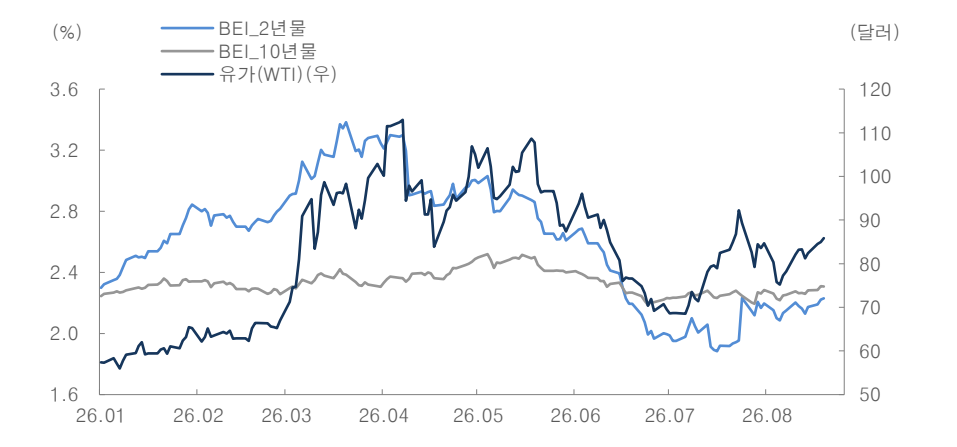
유가 상승이 BEI에 미치는 영향력은 만기가 길수록 약화

유가 상승은 연준의 기준금리 인상 우려를 자극해 실질금리 상승으로 연결

올해 국채금리 상승을 자극한 가장 큰 이슈는 미국과 이란 전쟁으로 인한 유가 상승이었다. 손익분기 인플레이션률(BEI)을 살펴보면 유가의 움직임에 따라 BEI의 방향성이 결정되었지만, 만기가 길수록 유가 상승의 영향력은 작아졌다. 이는 유가 상승이 일시적일 것이라는 기대감과 함께 유가 상승이 지속되더라도 결국 경기 악화로 연결되어 장기 인플레이션은 높아지지 않을 것이라는 예상이 더해진 결과라고 판단한다.

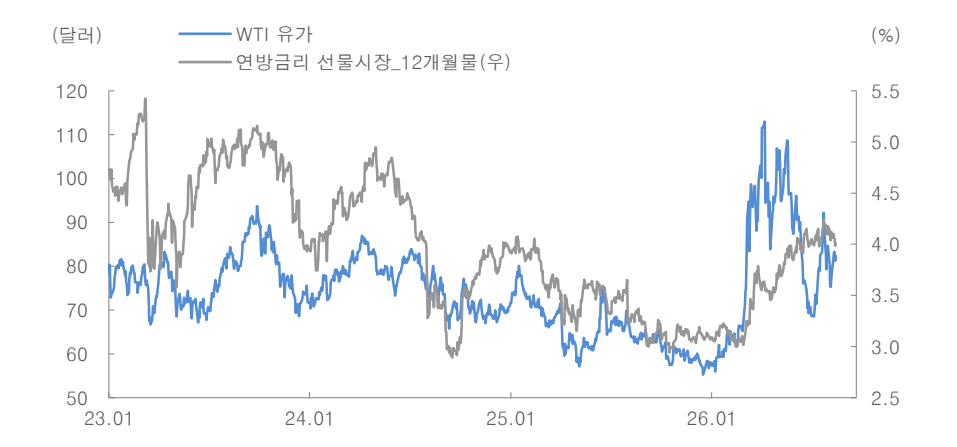
기대 인플레이션과는 별개로 유가 상승은 연준의 기준금리 인상 우려를 자극했다. 연방기금금리 선물 12개월물의 움직임을 살펴보면, 유가가 급등하자 연준의 기준금리 인상 가능성이 빠르게 반영되기 시작했다. 유가 상승의 영향으로 미국 CPI(YoY)가 지난 5월에 +4.2%를 기록하며 기준금리 수준을 넘어선 것 또한 연준의 기준금리 인상 가능성을 높이는 요인이었다. 연준의 기준금리 인상 우려는 실질금리 상승으로 연결되어 국채금리를 끌어올리고 있다.

그림 31. 기대 인플레이션(BEI)은 만기가 짧을수록 유가의 영향력 커지는 모습



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 32. 유가 상승 이후 시장은 연준의 기준금리 인상 가능성을 빠르게 반영



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 33. 지난 5 월 CPI(YoY)는 기준금리를 상회하며 기준금리 인상 우려 확대



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 34. 연준의 기준금리 인상 우려는 실질금리 상승으로 연결



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

연준의 통화정책 불확실성도 실질금리에 반영

정책금리 불확실성
지수는 케빈 워시
신임 연준 의장 지명
이후 가파르게 상승

2008년 이후 미국 국채의 기간 프리미엄은 실질금리를 선행해서 움직였다. 더 높은 금리를 원하는 시장의 움직임은 정책금리에 따라 움직이는 단기금리보다 장기금리에 미치는 영향력이 상대적으로 커질 가능성이 높다. 최근 장단기 금리차 확대와 실질금리 상승도 이와 같은 흐름을 반영하고 있다고 판단한다.

한편, 케빈 워시 신임 연준의장의 통화정책 방향성이 모호하다는 점도 실질금리를 자극하고 있다. 케빈 워시 연준의장은 ‘물가 목표 2% 달성’을 강조하면서도 시장금리가 기준금리 인상을 선반영해 상승한 만큼 기준금리를 높이지 않아도 긴축 효과를 기대할 수 있다고 언급했다. 과거 연준의 과도한 포워드 가이드언스에 대한 비판도 있었던 만큼 연준의 통화정책 방향성은 명확하지 않은 상황이다.

채권시장의 연준의 정책금리 불확실성 지수는 단기금리의 내재 변동성을 통해 연준의 정책금리 불확실성을 보여준다. 케빈 워시가 신임 연준 의장으로 지명된 1월말 이후 정책금리 불확실성 지수는 가파르게 상승했고, 실질금리도 동반 상승하는 모습이 나타났다.

OECD에서 발간한 2026년 세계 부채 보고서(2026 Global Debt Report)에 따르면 글로벌 국채 투자자중 중앙은행과 연기금 등 가격(금리 변화)에 민감하지 않은 투자자의 비중이 2021년을 고점으로 줄어들고 있지만, 헤지펀드, 가계, 특정 외국인 투자자 등 가격에 민감한 투자자의 비중은 57%를 차지하고 있는 것으로 나타났다.

채권에 투자하는 기관 투자자의 성격이 달라지면서 채권시장의 변동성 확대 가능성이 높아졌다. 통화정책의 방향성이 모호해질수록 투자자들은 채권 투자에 대한 리스크 프리미엄을 높일 수 밖에 없고 이러한 움직임은 실질금리 상승으로 연결될 가능성이 높다고 판단한다.

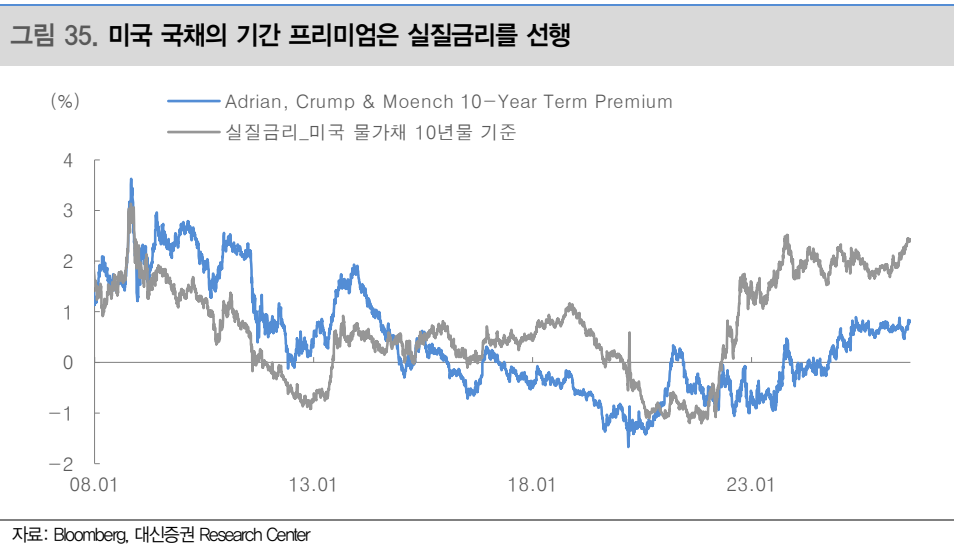
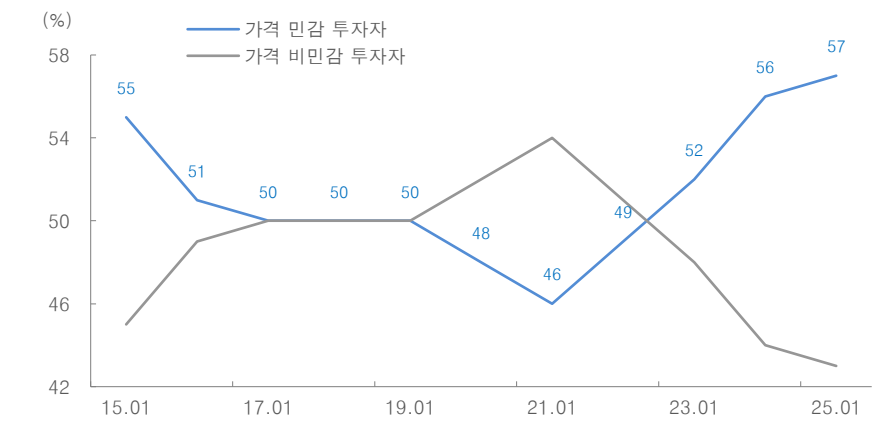


그림 36. 연준의 정책금리 불확실성 확대도 실질금리 상승 요인



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 37. 글로벌 국채 투자자중 가격 민감 투자자와 가격 비민감 투자자 비중 변화



자료: OECD, 대신증권 Research Center

미국 하이퍼 스케일러의 설비투자 확대로 미국 회사채 발행물량 급증

올해 상반기 미국
회사채 발행 물량은
전년대비 26.1% 급증

글로벌 채권 발행 물량이 확대되면서 수급 우려가 높아지고 있는 것도 채권 투자의 리스크 프리미엄을 높이는 요인 중 하나다. OECD에 따르면 2026년 글로벌 채권 발행물량은 전년대비 6.2% 증가한 28.8조 달러로 예상되고 있다. 올해 GDP 대비 글로벌 채권 발행 물량 비중은 23.3%로 2022년 저점 이후 상승세가 이어지고 있다.

OECD 회원국의 국채 발행 물량은 18.3조 달러로 전년대비 1.4조 달러(+8.3%) 늘어나면서 글로벌 채권 발행 물량 증가를 주도할 것으로 예상하고 있다. 글로벌 회사채 발행 물량은 6.9조 달러로 전년대비 1.6% 증가할 것으로 전망된다

하지만 미국의 경우 하이퍼 스케일러의 설비투자가 가파르게 늘어나면서 회사채 발행속도가 빨라지고 있다. 올해 상반기 미국 회사채는 1.5조 달러 발행되어 전년대비 26.1% 급증한 것으로 나타났다. 올해 글로벌 채권 발행 물량 증가율 예상치와 비교하면 4배 이상 높은 수준이다.

그림 38. 2026년 글로벌 채권 발행 물량은 전년대비 6.2% 증가 예상

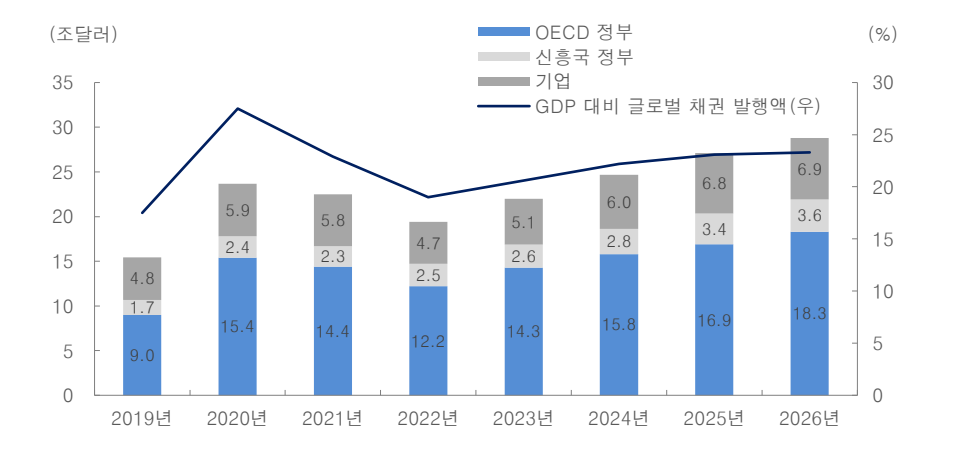
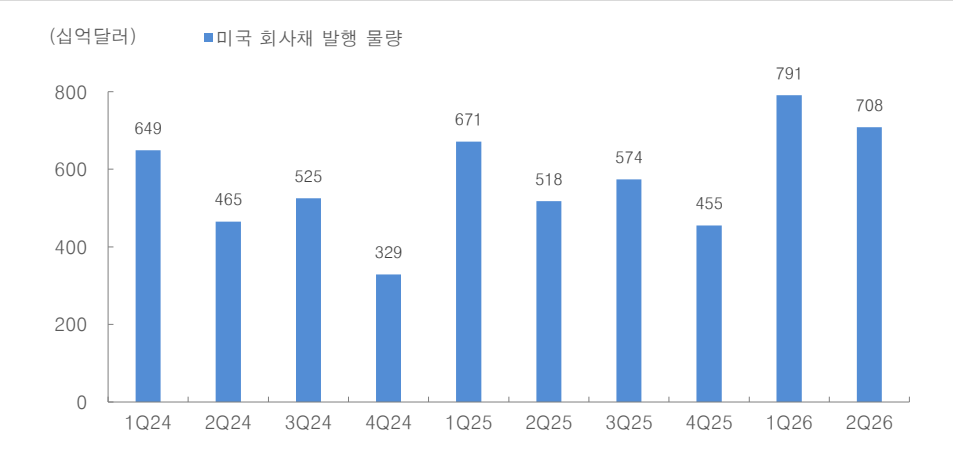


그림 39. 2026년 상반기 미국 회사채는 1.5 조 달러 발행. 전년대비 26.1% 급증



AI 관련 투자 급증은 테크 섹터 회사채의 OAS 상승으로 연결

올해 들어 회사채
발생물량 순증가액중
AI 관련 투자가
30~40% 수준 차지

채권 발행 물량중 만기 상환 채권의 원금을 차감한 순증가액 기준으로 살펴보면 올해 연초 이후 미국 투자등급 회사채 순증가액 5,600억 달러중 AI 관련 투자는 1,900억 달러로 34%의 비중을 차지하고 있다. 하이일드 회사채의 경우 순증가액 820억 달러중 40% 수준인 330억 달러가 AI에 투자된 것으로 알려졌다.

테크 섹터 회사채
OAS는 전체 섹터
평균을 상회

유동성 확보가 급한 기업은 조달비용이 높더라도 채권을 발행할 수 밖에 없다. AI 관련 회사채 발행 규모가 빠르게 늘어나면서 테크 기업의 회사채에 대한 옵션조정 스프레드(OAS, Option-Adjusted Spread)는 확대되고 있다.

투자등급 회사채의 경우 테크 섹터 기업들은 과거에 전체 섹터 평균 대비 낮은 OAS로 회사채를 발행할 수 있었다. 하지만 올해 들어 테크 섹터의 투자등급 회사채 OAS는 전체 섹터 평균을 상회하기 시작했다. 최근 테크 섹터 투자등급 회사채 OAS는 전체 섹터 평균 대비 15~20bp 정도 높은 상황이다.

하이일드 등급 테크 섹터의 회사채 OAS는 투자등급 회사채보다 이른 시점인 작년 11월부터 전체 섹터 평균을 상회하기 시작했다. 올해 3월 고점 이후 OAS가 둔화되고 있지만 현재 464bp로 과거 대비 절대 수준이 크게 높아졌고, 전체 섹터 평균 대비로도 150bp 정도 높게 형성되고 있다.

그림 40. 2026년 연초 이후 회사채 순증가액 기준 AI 관련 채권과 AI 이외 채권 규모 비교

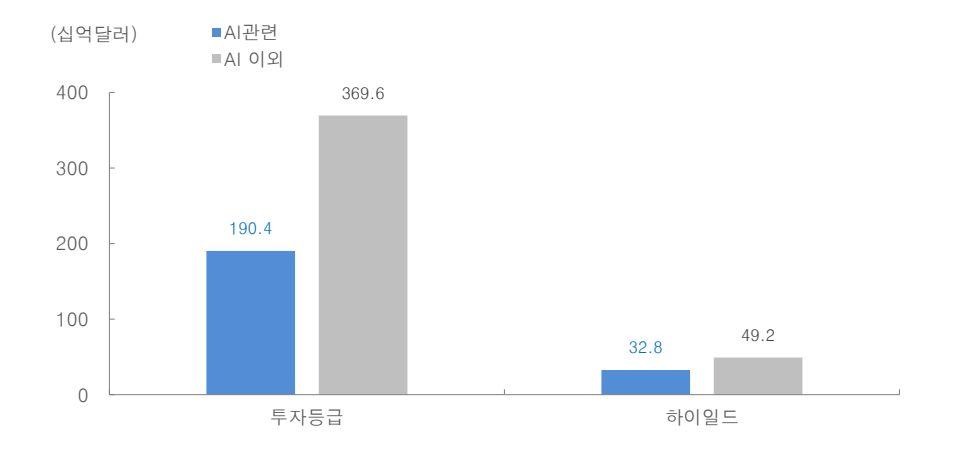


그림 41. 미국 테크 섹터 투자등급 채권과 전체 섹터 평균 OAS 비교



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 42. 미국 테크 섹터 하이일드 채권과 전세 섹터 평균 OAS 비교



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

회사채 발행 테크 기업의 재무구조에 이어 AI 사업 수익성도 OAS에 영향

오라클의 CDS
프리미엄 상승이 테크
섹터 하이일드 OAS
확대로 연결

미국 테크 섹터의 회사채 발행 물량이 늘어나면서 투자자들은 다양한 시각으로 투자 위험을 측정하고 있다. AI 산업에 대규모 자본 투자를 진행하고 있기 때문에 기업의 재무 구조뿐만 아니라 최근에는 AI 관련 사업의 수익성에도 관심이 높아지는 모습이다.

2025년에 AI 산업의 대표주자였던 오라클의 재무구조에 대한 우려가 높아지면서 오라클 회사채의 CDS 프리미엄이 가파르게 상승했다. 오라클 회사채에 대한 위험은 미국 테크 섹터 하이일드 채권으로 전이되면서 OAS 스프레드 확대로 연결되었다. 최근 주요 하이 퍼 스케일러 기업의 CDS 프리미엄을 살펴보면, 7월말 이후 안정되는 모습을 보여주던 CDS 프리미엄이 다시 상승하고 있다.

LLM 토큰 지출 지수
하락은 AI 수익화
우려로 연결되며 테크
섹터 OAS 확대

실리콘 데이터에서 제공하는 LLM 토큰 지출 지수는 다양한 업체의 대규모 언어 모델에 대해 백만 토큰당 시장에서 지불되는 가격을 종합하여 수치화한 지수다. 기업들이 AI 모델을 사용하는데 있어 실제로 결제하는 금액이 어떻게 변화하고 있는지를 보여준다.

LLM 토큰 지출 지수가 하락할 때 미국 테크 섹터 투자등급 회사채 OAS 스프레드는 확대되는 모습을 보여주고 있다. 시장이 빅테크 기업들의 AI 수익화와 현금흐름 위험을 채권 가격에 반영하고 있다고 볼 수 있다. LLM 토큰 지출 지수는 5월말 고점을 기록한 후 하락세가 이어지고 있고, 3월 저점을 하회하며 작년 연말 수준으로 낮아졌다.

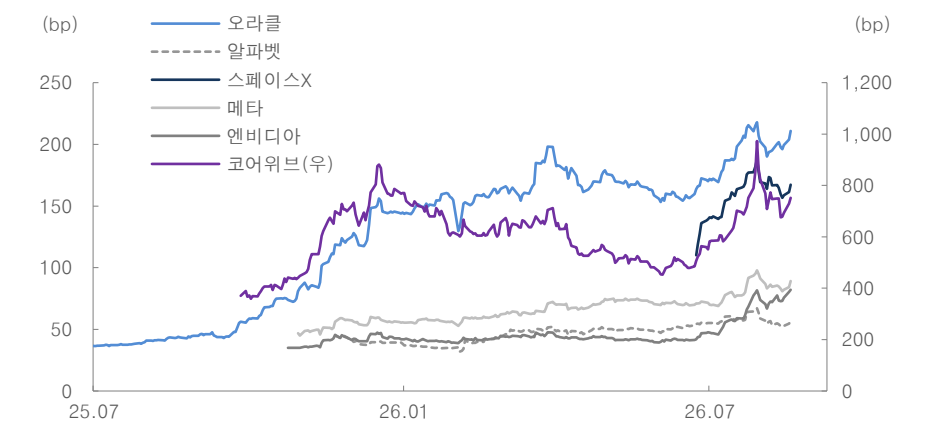
주요 기업 CDS 프리미엄 확대와 AI 사업 수익화에 대한 우려는 테크 섹터 뿐만 아니라 회사채 전반의 리스크 프리미엄을 높이고 있다. 투자자들이 테크 기업의 회사채에 대해 재무구조와 AI 사업의 수익성을 주목하고 있는 만큼 관련 종목들은 실적 발표 전후로 주가 변동성이 확대될 가능성도 높아졌다.

그림 43. 오라클 CDS 프리미엄 확대 이후 미국 테크 섹터 하이일드 채권 OAS 확대



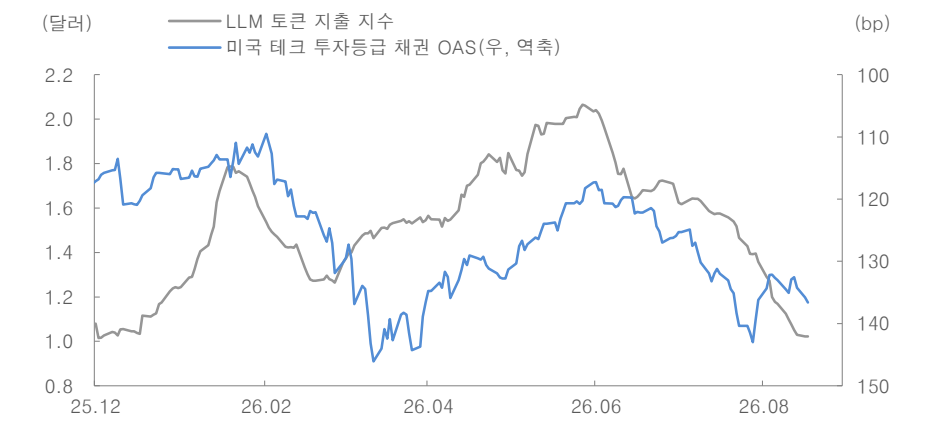
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 44. 주요 빅테크 기업 CDS 프리미엄은 최근 다시 반등하는 모습



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 45. LLM 토큰 지출 지수 하락은 AI 수익성 우려로 연결. 미국 테크 투자등급 채권 OAS(우, 역축)



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

IV. 결론: 경기선행지수 반등 가능성을 주목

주식시장의 탄력적인 상승을 위해서는 실질금리 하락 필요

OECD G20 경기선행지수의 추가 하락보다 반등 가능성 주목

OECD G20 경기선행지수의 하락 전환은 시장을 주도하는 자산군이 달라질 수 있음을 의미한다. 경기선행지수가 하락한다고 글로벌 주식시장이 바로 약세를 나타내지 않았지만, 견조한 상승 흐름을 유지하는 선진국과 달리 신흥국 증시는 조정 가능성이 높아졌던 것도 사실이다.

유럽과 중국 회복 등 긍정적 요인과 강력한 기업실적 뒷받침

하지만 현시점에서 경기선행지수의 추가 하락을 대비하기 보다는 반등 가능성에 무게중심을 두는 전략이 필요하다고 판단한다. 그동안 부진했던 유럽의 경제지표가 살아나고 있고, 중국 제조업 경기의 계절적 개선과 실질임금 회복 가능성, 그리고 어느 때보다 강한 기업실적 전망 등 긍정적인 요인이 부각될 수 있기 때문이다. 한국 주식시장 또한 과거 글로벌 경기 둔화 국면에서 유독 약한 모습을 보였지만, 이미 선제적으로 가격 조정이 나타났던 만큼 높아진 밸류에이션 매력을 바탕으로 반등을 이어갈 것으로 예상된다.

리스크 프리미엄은 주식시장 강세를 제한
석유제품 스프레드 축소 여부 주목

하지만 다양한 이슈로 인해 높아진 리스크 프리미엄은 글로벌 주식시장의 상승을 제한하는 요인이다. 연준의 기준금리 인상 우려와 정책 불확실성, 글로벌 채권 발행 물량 확대, 미국 테크 섹터 회사채 위험 등 여러가지 변수가 겹치면서 실질금리 상승 압력을 높이고 있다. 리스크 프리미엄의 뚜렷한 축소 전까지는 주식시장의 상승세를 따라가기 보다는 가격 조정시 비중을 확대하는 전략이 필요하다고 판단한다.

리스크 프리미엄 상승 요인 중 단기간에 변화를 기대할 수 있는 변수는 유가의 안정이다. 특히, 석유 제품의 스프레드 축소 여부가 중요하다고 판단한다. 이는 기대 인플레이션을 낮추고 연준의 정책 불확실성 해소에도 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다. 실질금리가 하락하면 장기국채 금리 상승 압력이 낮아져 금리에 대한 부담이 완화되고 위험자산에 대한 선호심리가 높아질 수 있을 것으로 기대한다.

그림 46. 석유제품 스프레드 축소는 실질금리 하락으로 연결될 것으로 기대



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

VIX의 계절성 고려시 투자 위험에 대한 일부 헤지 전략 필요

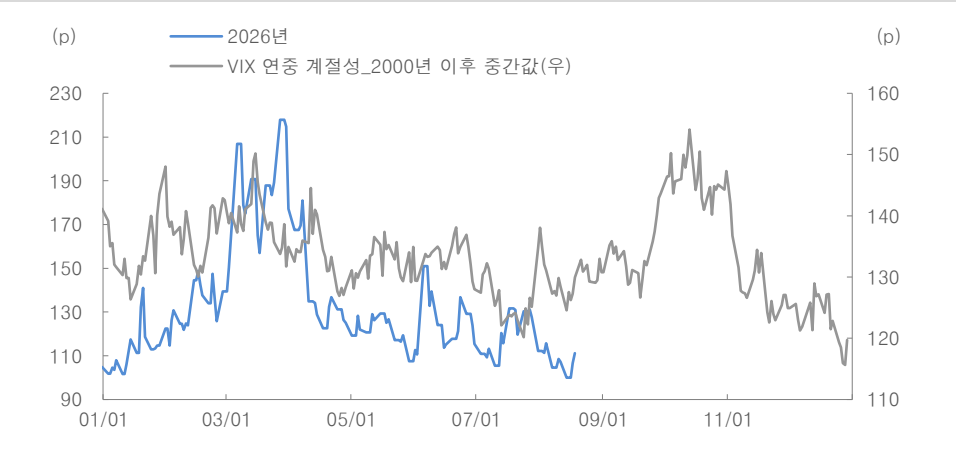
VIX는 9월 중순 ~ 10월 중순 상승
특히, 중간선거가
있는 해에 더 크게
상승

한편, 글로벌 주식시장이 상승세를 나타낼 때 투자 위험을 일부 헤지하는 전략도 고려할 필요가 있다. S&P500 지수의 내재 변동성을 보여주는 VIX는 계절적으로 9월 중순 ~ 10월 중순까지 빠르게 상승하는 모습을 보여주었기 때문이다(VIX의 계절성은 연간 단위로 연중 최저치를 100으로 잡고, 연간 데이터를 산출한 후 2000년 이후 일자별로 중간값을 구해 연간 움직임 분석).

올해 VIX의 움직임도 현재까지는 대체로 과거의 계절성을 따라가고 있다. 특히, 중간선거가 열리는 해에는 VIX의 상승폭이 평소 대비 30% 정도 더 높았다는 점도 리스크 헤지 전략을 생각해야 하는 이유중 하나다. 현재 VIX는 연중 최저 수준으로 낮아졌다. 그만큼 위험을 헤지할 수 있는 비용도 저렴해진 상황이다.

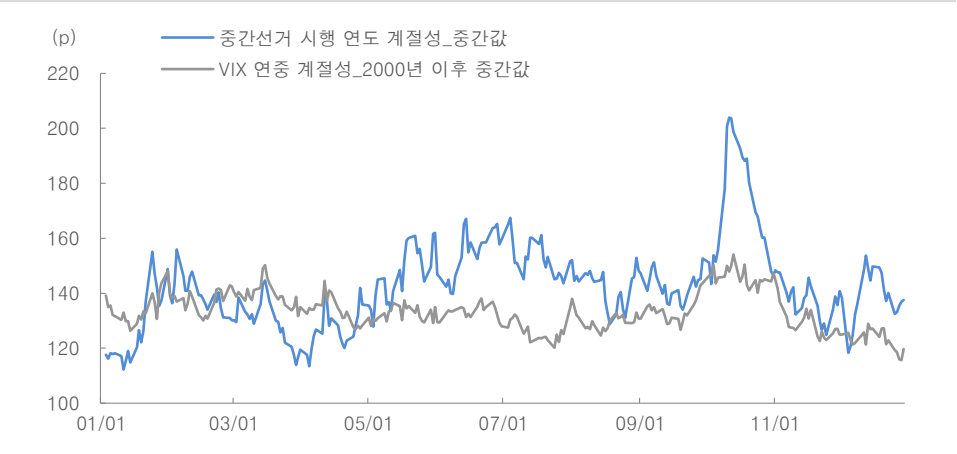
또한 시장금리 움직임에 민감하지 않은 단기자금 상품이나 약세 흐름이 이어졌던 달러도 중장기 위험에 대비할 수 있는 수단이다. 주식시장이 상승할 때 이들 자산을 일정 부분 확보하면 주가 조정시 비중확대 재원으로 활용할 수 있다는 장점도 있다.

그림 47. VIX의 2000년 이후 연중 계절성과 2026년 VIX 추이 비교



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 48. 중간선거가 시행되는 해는 VIX 상승폭이 30% 이상 높아



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: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.