Asset
Allocation
Monthly

AsAP (Asset Allocation Plan) 1

[글로벌 자산배분 전략]

투자자산 사이의 변동성 전이와 VIX의 계절성

자산전략팀 | 2026.02.05

Asset Allocation 조승빈
seungbin.cho@daishin.com

Daishin 증권

Contents

I. Summary 03

II. 이슈분석: 투자자산 사이의 변동성 전이와 VIX의 계절성 07

III. 금융시장 동향과 자산배분 전략 22

I. Summary

Summary

투자자산의 변동성 전이와 VIX의 계절성

- 2025년 연말 저점 이후 점진적으로 상승하고 있는 VIX
  - S&P500 지수의 내재 변동성을 나타내는 VIX가 2025년 12월말 저점 이후 점진적으로 상승중
  - VIX의 변동성 지수인 VVIX는 VIX의 변화 속도로 해석. VVIX의 상승속도가 2월 들어 둔화되며 VIX의 추가 상승 제한 가능성 시사
  - 시가총액 상위 종목 내재 변동성의 상관관계를 나타내는 Implied Correlation Index의 안정은 시장의 급격한 하락 가능성이 낮다는 것을 의미
  - 최근 VIX 상승은 주식시장에 대한 시스템 위험보다 섹터 로테이션 흐름과 다른 자산의 내재 변동성 확대에 따른 일시적 상승일 것으로 판단

- 금, 외환, 채권 등 다른 자산 가격의 변동성 확대 가능성과 과거 1월 중순 ~ 3월 중순에 상승하는 모습을 보였던 VIX의 계절성도 염두
  - 가파르게 가격이 상승한 금과 은은 내재 변동성도 급등. 전형적인 강세장 과열 현상으로 상방과 하방 리스크 모두 열려있는 상황
  - 1월초까지 안정적이었던 외환 변동성(CVIX)이 고개를 들기 시작. 엔화 강세로 인한 엔캐리 트레이드 청산 우려가 겹쳐있다는 점이 우려 요인
  - 연준의 기준금리 인하 시점이 예상보다 뒤로 밀리면서 채권 시장의 내재 변동성도 상승. 다만, 양호한 경제지표가 뒷받침되고 있어 우려는 크지 않아
  - 올해도 VIX가 연초 이후 상승하면서 1월 중순 ~ 3월 중순에 상승하는 VIX의 계절성이 나타남. 투자 환경이 양호해 변동성 확대는 단기에 그칠 것으로 전망

- 자산배분 전략: 풍부한 유동성과 양호한 경제 환경으로 주식에 대한 비중확대 전략 유지
  - 주요국 합산 기준 M2 증가율(YoY)이 11.2%로 상승하며 2021년 7월 이후 최고 수준 기록. 풍부한 유동성은 위험자산 가격 강세 뒷받침
  - 연준의 기준금리 인하 시점이 뒤로 밀리고, 원자재 종합지수의 상승과 장단기 금리차 확대 등은 국채금리 변동성 확대 요인
  - 풍부한 유동성과 글로벌 교역 확대는 달러 약세 흐름으로 연결. 달러 약세는 미국 이외 시장과 원자재 등에 투자 기회를 제공할 것으로 예상
  - 주요 자산 가격의 변동성 확대와 VIX의 계절성 등 금융시장의 불확실성이 확대될 경우 주식에 대한 비중 확대 기회로 활용할 필요가 있다고 판단

[자산배분] 주요 자산군별 선호도와 관심 자산

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

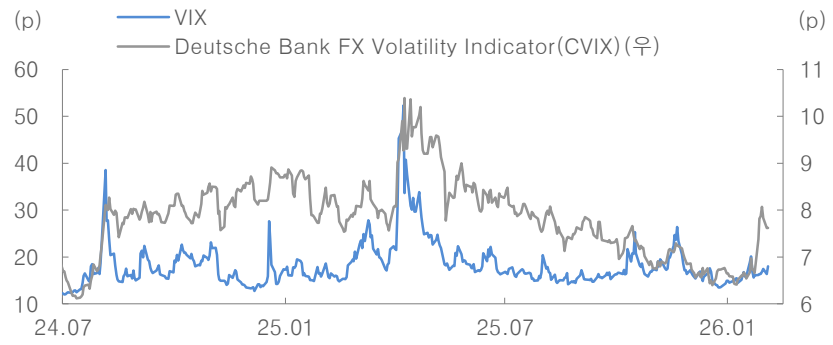
주요 자산군 선호도와 투자의견

구분	비중축소		중립	비중확대		투자의견
	--	-		+	++	
주식 vs 채권		채권		주식		유동성, 경기, 기업실적 등 주식투자에 유리한 환경
주식: 미국 vs 미국 제외				미국 제외	미국	AI 낙관론과 실적 개선 지속으로 미국 기술주 관심 지속 예상
주식: 미국 제외 선호국				대만	한국	한국시장의 상대적으로 높은 이익모멘텀과 밸류에이션 매력
채권: 국채 vs 회사채		국채	회사채			국채금리 변동성 확대에도 위험자산 선호심리는 회사채에 긍정적
채권: 장기 vs 단기	장기		단기			국채금리 변동성 확대로 장기채보다 단기채 선호
대체/기타				금		변동성 확대됐지만 정책 불확실성, 견조한 매수세력, 유동성 확대 수혜

자료: 대신증권 Research Center

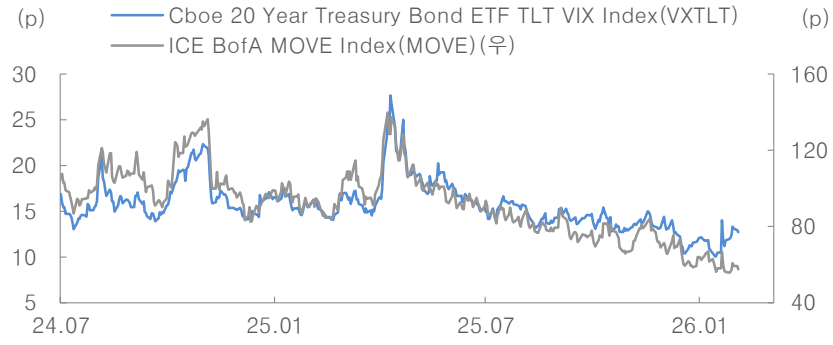
자료 속 핵심 차트

외환 시장 내재 변동성 반등



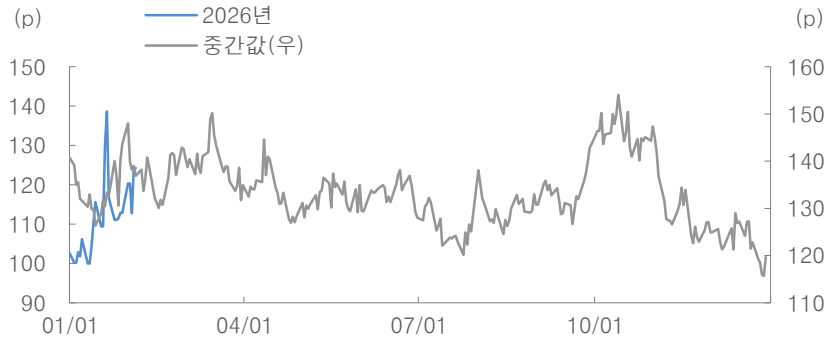
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

채권시장도 내재 변동성 확대 신호 발생



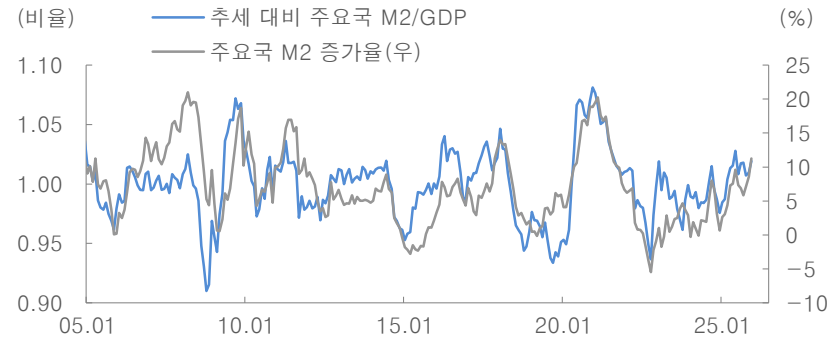
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

올해도 나타난 VIX의 계절성(2000년 이후 중간값과 비교)



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

풍부한 유동성은 위험자산 강세를 뒷받침



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

II. 이슈분석

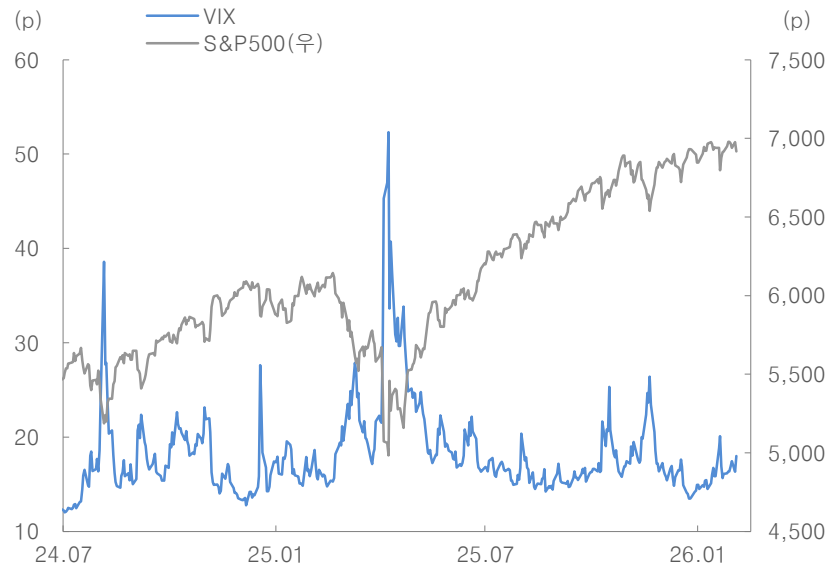
투자자산 사이의 변동성 전이와 VIX의 계절성

[VIX] 12월말 이후 점진적으로 상승하고 있는 VIX

VIX의 변동성 지수인 VVIX 지수가 먼저 반등한 이후 VIX 상승으로 연결

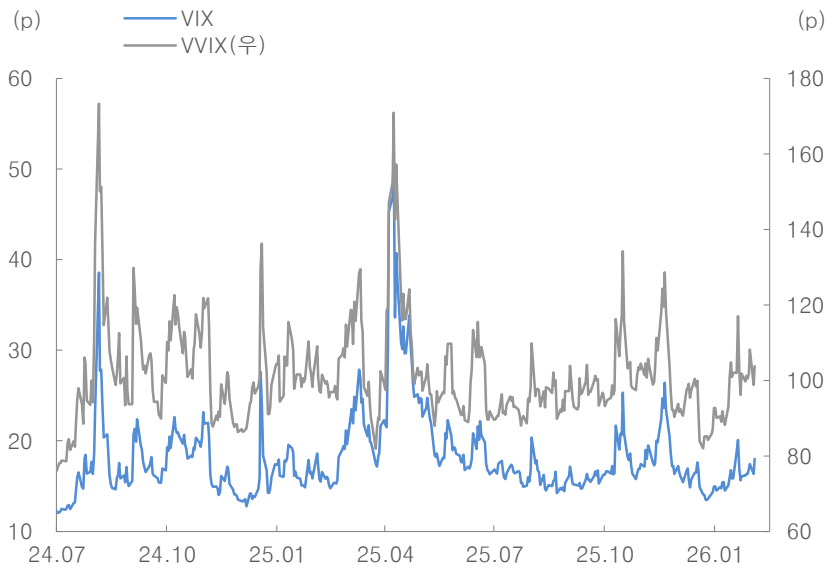
- VIX는 S&P500 지수 옵션을 기반으로 향후 30일간의 변동성에 대한 투자기대지수를 측정한 지표
- 일반적으로 VIX의 상승은 투자자들의 불안심리가 커져 주식시장의 하락 가능성이 높아지는 것을 의미
- VIX는 2025년 12월말 저점 이후 점진적으로 상승. 1월 20일 일시적으로 20을 돌파한 이후 둔화되었지만 상승추세는 이어지는 모습
- VVIX는 VIX 옵션을 활용해 만든 VIX의 변동성 지수. VVIX의 상승은 VIX의 변화 속도를 보여준다고 해석
- 12월말 VVIX가 먼저 빠르게 상승한 이후 VIX의 상승으로 연결
- VIX의 상승세가 이어지고 있지만 VVIX는 1월 30일 고점 이후 둔화. VIX의 추가 상승이 제한될 가능성이 나타나는 모습

S&P500과 VIX 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

VIX와 VVIX 지수 추이



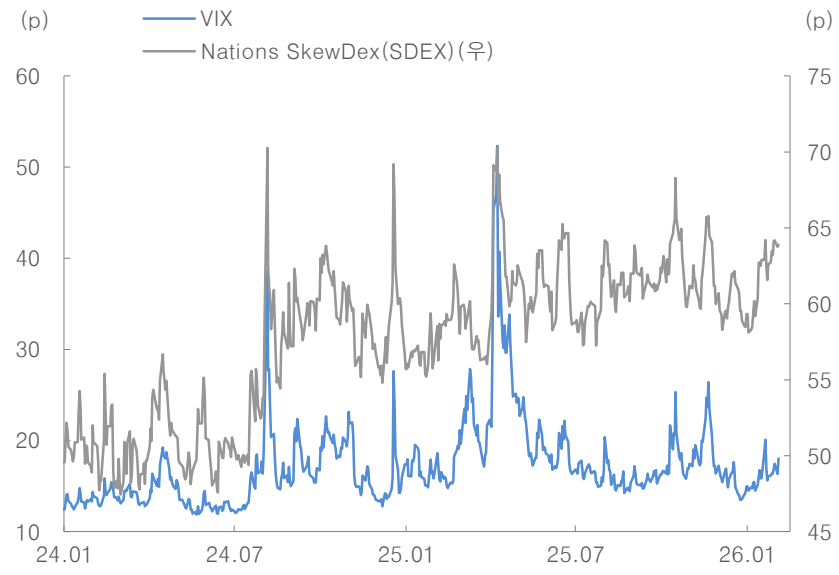
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[Skew] Nations SkewDex는 2024년 하반기 이후 형성된 박스권 상단에 위치

꼬리 위험에 대비하는 움직임을 나타내는 Nations TailDex도 상승중이지만 전고점과 비교하면 낮은 수준

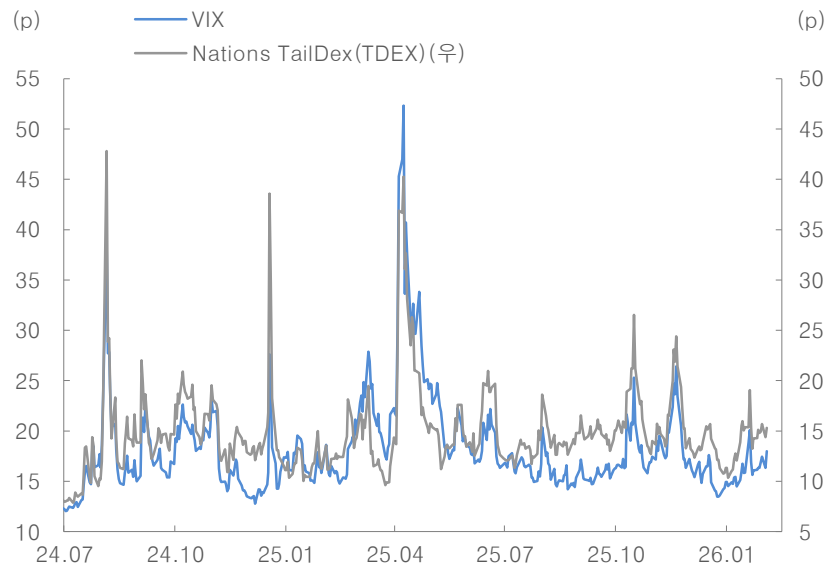
- Nations SkewDex(SDEX)는 시장 참여자들이 하락에 대비하기 위해 프리미엄을 얼마나 지불하고 있는지를 나타내는 지수
- 2024년 8월 변동성 확대 국면 이후 SDEX는 높은 수준에서 박스권 움직임 지속. 현재 박스권 상단에 위치하며 시장 참여자들이 위험에 대비하고 있음을 시사
- SDEX의 경우 과거에 VIX가 하락한 이후 후행적으로 하락하는 모습을 보여주었기 때문에 현재 수준에 대한 우려를 크게 가질 상황은 아니라고 판단
- SDEX가 1표준편차 수준의 위험에 대비하는 움직임을 나타내는 반면, Nations TailDex(TDEX)는 3표준편차 수준의 꼬리위험에 대한 대비를 나타내는 지표
- VIX와 함께 TDEX도 상승하기 시작했지만 VIX와 같이 2025년 4월이나 2024년 8월과 비교하면 아직 낮은 수준

VIX와 Nations SkewDex 지수 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

VIX와 Nations TailDex 지수 추이



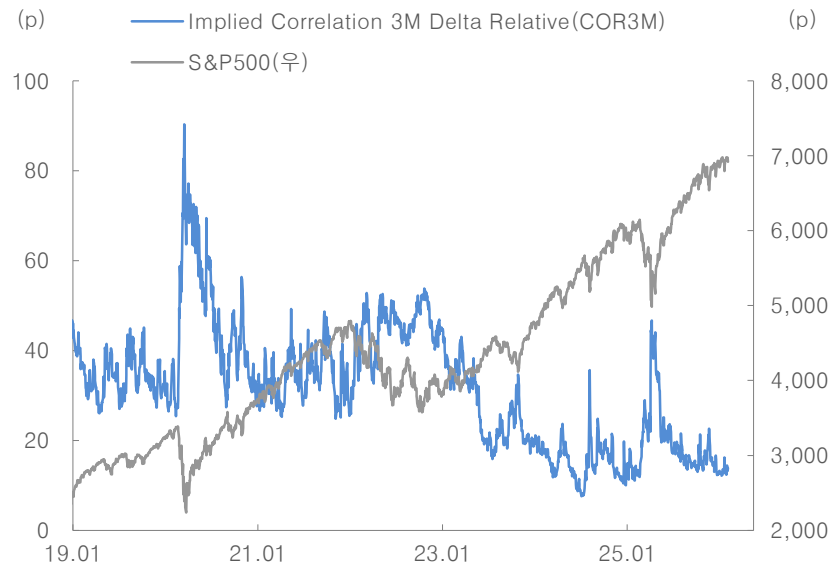
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[COR3M] CBOE S&P 500 Implied Correlation Index는 소폭 상승

최근 VIX의 상승은 주식시장에 대한 시스템 위험보다 섹터 로테이션 과정에서 나타난 변동성 확대 움직임일 가능성

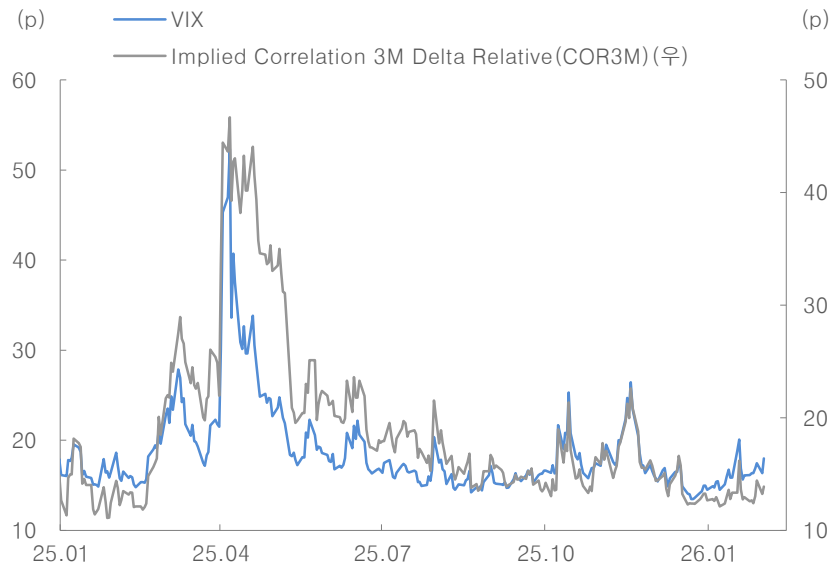
- CBOE S&P 500 Implied Correlation Index(COR3M)는 S&P500 지수의 내재변동성과 시가총액 상위 50종목 옵션의 내재변동성 간의 차이를 비교
- 이를 통해 시가총액 상위 종목들의 내재변동성 상관관계가 높은지 낮은지를 추정
- 시장이 급격하게 하락할 때는 모든 종목이 함께 떨어진다는 점(상관관계 1에 수렴)을 활용한 지표. 반대로 시장이 안정적일 때는 종목별 상관관계 하락
- VIX는 12월말 이후 지속적으로 상승했지만 COR3M은 1월 20일에 일시적으로 상승한 후 다시 안정되는 모습
- 1월 30일 다시 반등했지만 VIX처럼 상승추세를 나타내고 있다고 하기는 아직 이르다고 판단
- COR3M의 안정된 흐름은 최근 VIX 상승이 주식시장의 시스템 위험보다 섹터 로테이션 과정에서 나타난 일시적 변동성 확대일 가능성이 있다고 판단

S&P500과 Implied Correlation Index



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

VIX와 Implied Correlation Index



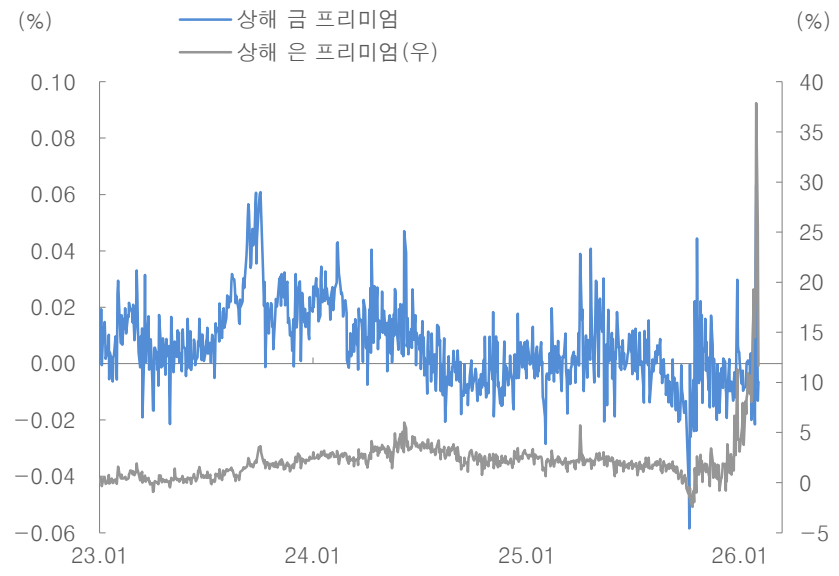
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[금 변동성(GVZ)] 금 가격은 내재 변동성과 함께 동반 급등

금 현물 ETF의 내재 변동성이 2020년 고점 수준까지 상승한 후 금 가격 큰 폭 조정

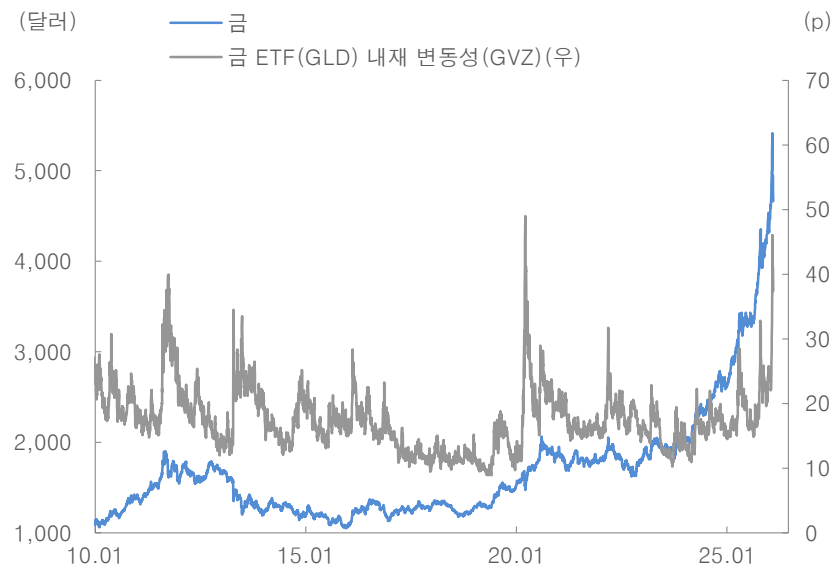
- 금 가격이 2022년 10월 저점 이후 가파르게 상승한데 이어 은 가격도 2025년 급등. 올해 들어서도 1월 30일 급락 전까지 금은 24.4%, 은은 61.4% 상승
- 상해 거래소 은 가격의 국제 가격 대비 프리미엄은 올해 들어 큰 폭으로 상승. 중국의 강한 수요 확인
- GVZ는 금 현물 ETF인 GLD ETF 옵션 시장을 기반으로 내재 변동성을 측정한 지표
- 일반적으로 자산 가격이 하락할 때 내재 변동성이 상승하지만 2025년 이후 금 가격은 내재 변동성과 함께 동반 급등하고 있는 상황
- 최근 금 현물 ETF의 내재 변동성은 2020년 고점 수준까지 상승한 후 큰 폭의 가격 조정 발생
- 하지만 2020년 당시 고점은 코로나19로 금 가격이 급락했던 시기라 현재와 직접적인 비교는 어려움

상해 거래소 금 프리미엄과 은 프리미엄



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

금 가격과 금 ETF(GLD)의 내재 변동성(GVZ)



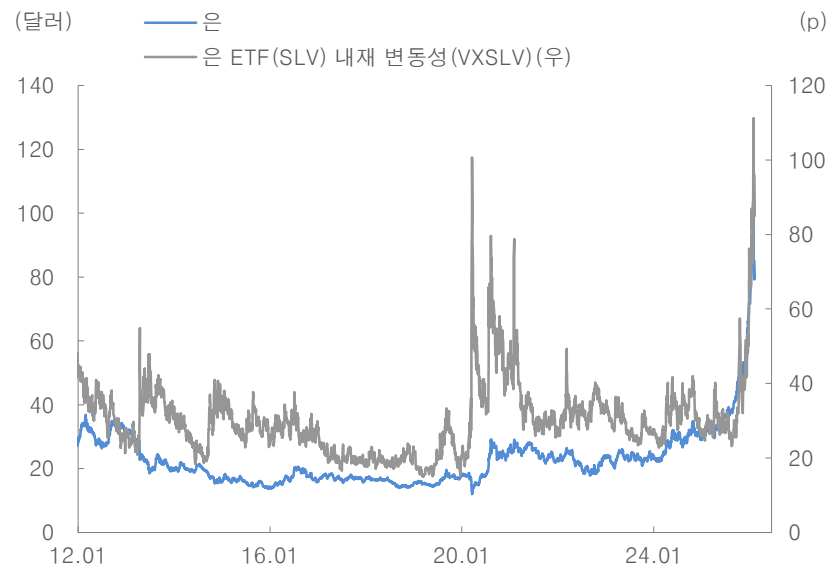
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[은 변동성(VXSLV)] 은의 내재 변동성은 2020년 고점을 이미 돌파

KOSPI200도 금과 은처럼 가격과 함께 내재 변동성 급등중. 상방과 하방 리스크 모두 열려있음을 시사

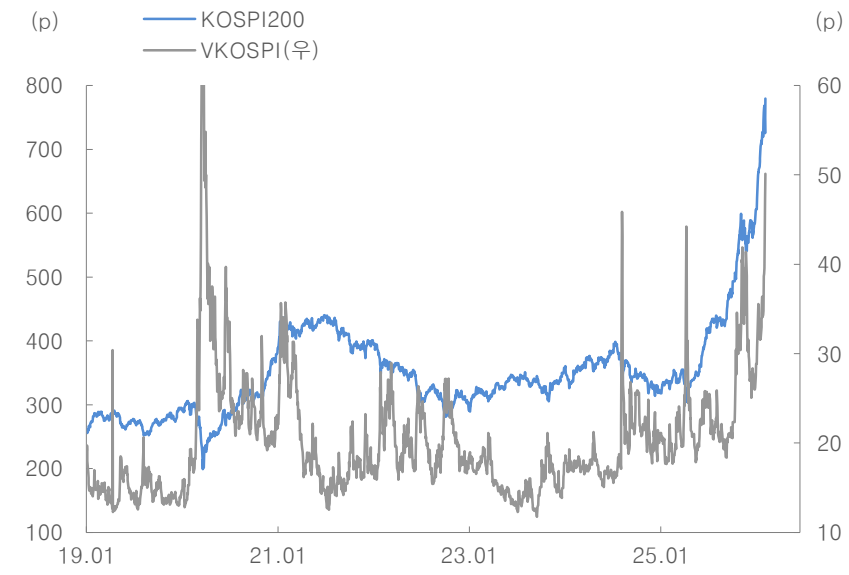
- 2025년 이후 큰 폭으로 상승한 은 역시 금과 마찬가지로 가격과 내재 변동성이 동반 급등
- 은 현물 ETF(SLV) 옵션의 내재 변동성(VXSLV)은 2020년 고점을 이미 돌파. 1월 30일에는 은 가격이 26.4% 급락
- 가격 상승과 함께 내재 변동성이 확대된다는 점은 전형적인 강세장의 과열 현상으로 평가. 추격 매수와 함께 꼬리 위험 헤지가 동시에 나타내기 때문
- 가격의 움직임이 상방과 하방으로 모두 열려있다는 것을 의미하기 때문에 단기 변동성 확대 가능성을 염두에 둘 필요가 있다고 판단
- 최근 한국 증시도 금과 은처럼 가격 상승과 함께 내재 변동성을 나타내는 VKOSPI가 급등하고 있는 상황. VKOSPI는 2024년 8월 고점을 돌파
- KOSPI200과 내재 변동성 간의 움직임이 과거와 다르게 나타나면서 단기 시장대응이 어려워지고 있는 상황

은 가격과 은 ETF(SLV)의 내재 변동성(VXSLV)



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

KOSPI200과 VKOSPI



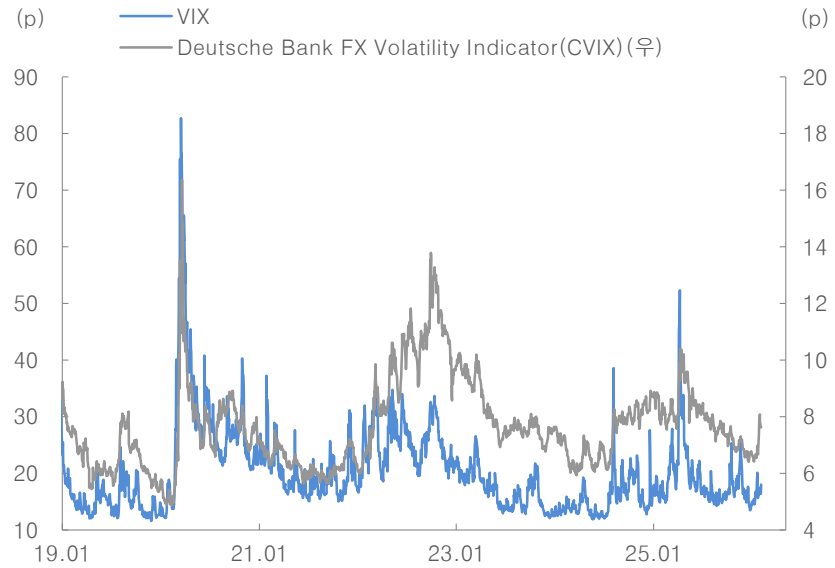
자료: Wisefn, Bloomberg, 대신증권 Research Center

[CVIX] 최근 빠르게 고개를 들었던 외환 변동성(CVIX)

과거와 달리 2025년 이후 CVIX가 상승할 때 달러는 약세를 나타내는 모습

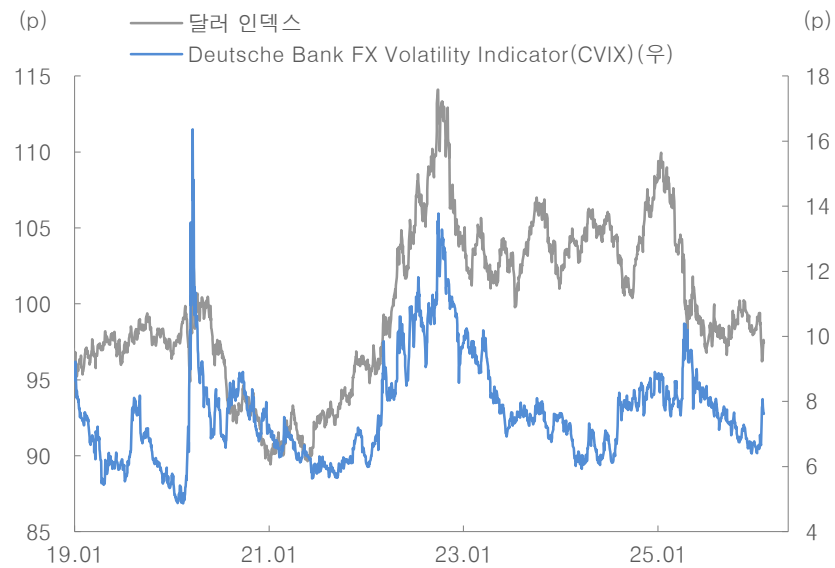
- Deutsche Bank FX Volatility Indicator(CVIX)는 주요 통화의 내재 변동성을 측정하는 지표
- CVIX의 상승은 환율의 방향성을 예측하기 어려워져 캐리 트레이드의 청산이나 글로벌 자산의 위험 회피로 연결되는 신호로 해석
- 1월초까지 안정적인 모습을 나타냈던 CVIX는 1월 중순 이후 반등하며 빠르게 상승
- 미국과 유럽의 그린란드 영유권 논쟁과 관세 부과 등 정책 불확실성이 확대되면서 CVIX 반등으로 연결
- 특히, 재무부 지시로 뉴욕 연준이 엔/달러 환율 점검에 나서면서 엔화 강세 개입에 대한 시장 참여자들의 불확실성 확대
- 과거 CVIX가 상승할 때는 달러가 강세를 나타냈지만, 2025년 이후 CVIX가 올라갈 때 달러는 약세를 나타내며 과거와 다른 방향으로 움직이는 모습

VIX와 Deutsche Bank FX Volatility Indicator



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

달러 인덱스와 Deutsche Bank FX Volatility Indicator



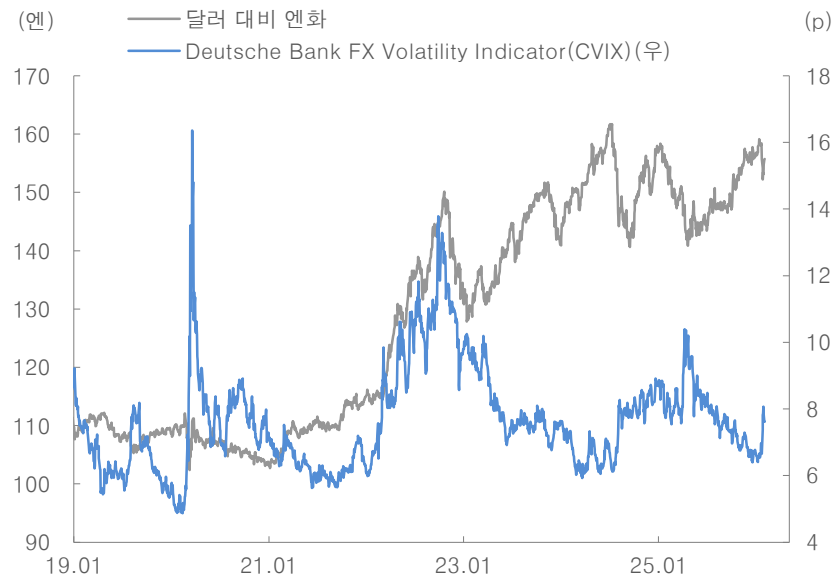
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[엔화 강세 우려] 최근 CVIX 상승 구간에서 엔화는 강세

엔화 강세는 엔캐리 트레이드 청산 우려로 연결되어 글로벌 금융시장의 불확실성 요인

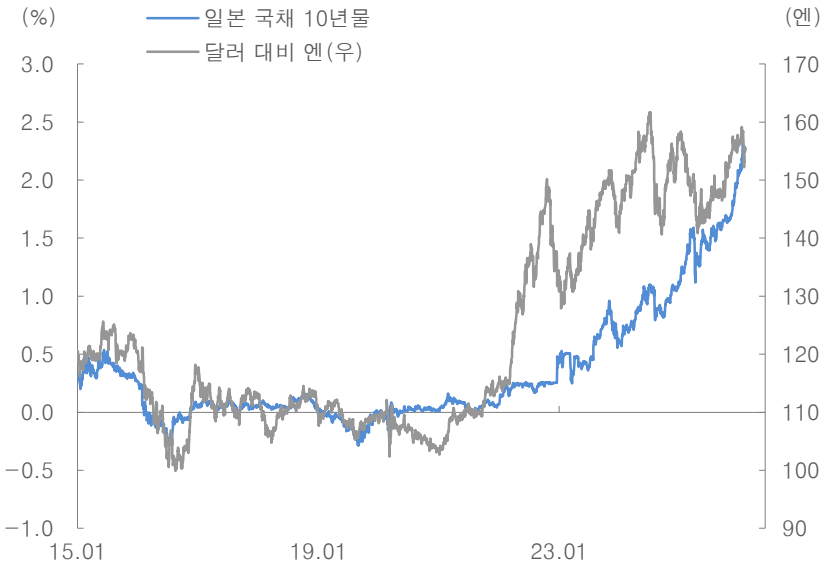
- 최근 CVIX가 상승하는 국면에서 엔화가 강세. 엔화 강세가 글로벌 금융시장의 불확실성을 높이는 이유는 엔캐리 트레이드 청산 가능성 때문
- 장기간에 걸친 경제 부진으로 일본이 초저금리와 양적완화 정책을 이어가면서 엔화는 약세 흐름 지속
- 하지만 코로나 19 이후 전세계적으로 풀린 대규모 유동성에 엔화 약세 흐름이 더해지면서 일본 물가 상승. BOJ도 기준금리를 인상하기 시작
- 그동안 엔화 약세는 국채금리 상승을 자극. 대규모 국채 발행과 인플레이션에 대한 우려 확대
- 일본 국채금리의 상승은 저금리라는 엔화 약세 요인 중 하나가 약해져가고 있다는 것을 의미

달러 대비 엔화 환율과 CVIX



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

엔화 약세가 이어지는 과정에서 일본 국채 금리 상승



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[엔화 강세 우려] 일본의 기대 인플레이션 상승으로 국채금리 상승 압력 확대

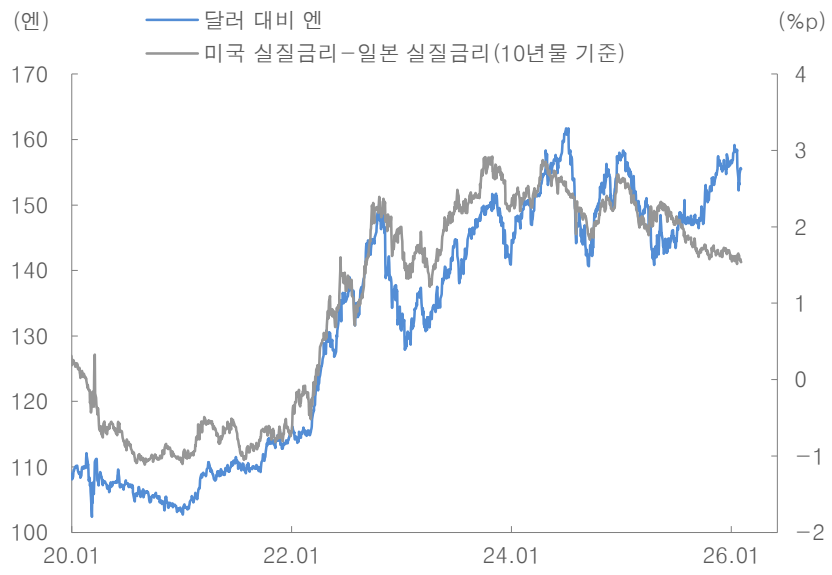
최근 미국과 일본간 금리차 축소에도 엔화 약세 지속되는 상황. 엔화의 단기 변동성 확대 가능

- 일본 국채금리가 상승하는 과정에서 기대 인플레이션(BEI:Breakeven Inflation Rate)도 동반 상승
- 엔화 약세가 물가 상승으로 연결되면서 기대 인플레이션이 국채금리 상승 압력을 높였다고 판단
- 달러 대비 엔화 환율은 미국과 일본의 실질금리 차이에 따라 움직였지만, 2025년 하반기 이후에는 미국과 일본의 실질금리 격차 축소에도 엔화 약세 지속
- 다카이치 총리가 '엔저가 수출에 유리하다'고 언급. 시장은 '엔저 용인'으로 받아들이며 엔화는 다시 약세 전환
- 일본의 대규모 재정정책과 국채 발행, 그리고 유동성 확대에 따른 기대 인플레이션 상승은 엔화 약세와 일본 국채금리 상승 요인
- 엔화의 추세적 약세 흐름이 예상되지만 BOJ의 기준금리 인상 등으로 미국과 일본의 실질금리 격차가 좁혀질 경우 엔화의 단기 변동성 확대 가능

일본 국채 10년물 금리와 기대 인플레이션

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

달러 대비 엔화 환율과 미국과 일본의 실질금리 격차



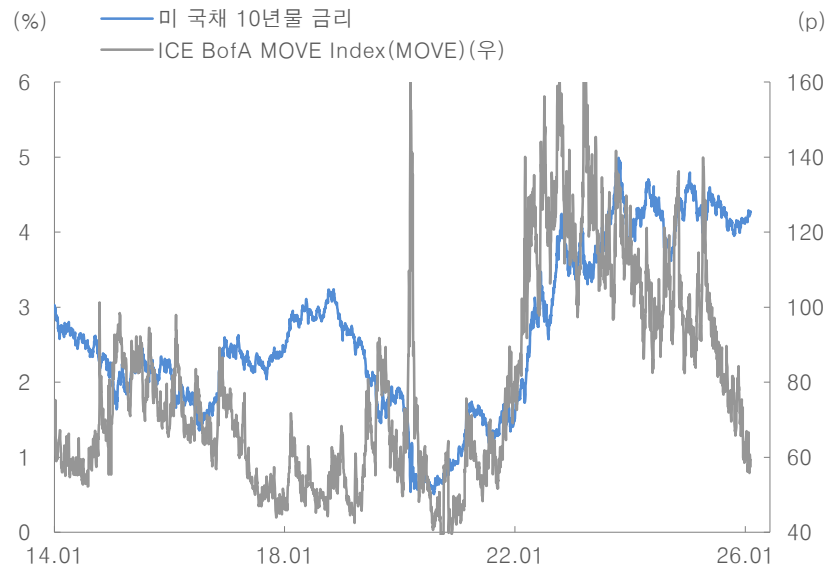
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[MOVE] 국채금리 상승에도 안정적인 모습을 보여준 MOVE

MOVE의 안정은 위험자산에 대한 선호심리를 높여 주식시장에도 긍정적

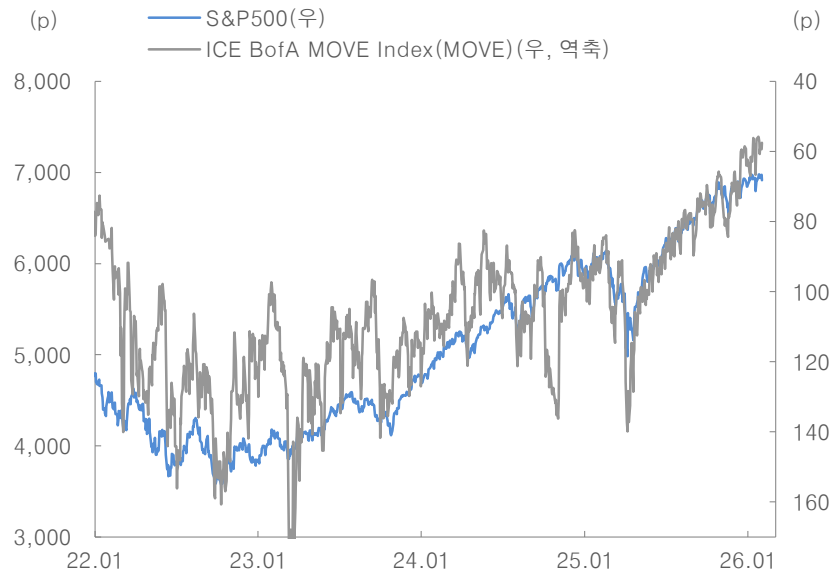
- ICE BofA MOVE Index(MOVE)는 미국 국채 옵션 가격에 반영된 국채금리의 기대 변동성을 지수화한 지표
- 금리의 변동성을 가늠해 볼 수 있는 지표지만, 최근 국채금리의 상승 국면에서 MOVE의 하락추세가 지속되는 모습
- 연준의 기준금리 인하 기조가 이어지는 가운데 물가지표도 안정되는 모습을 보여주면서 국채금리의 추가 상승이 제한될 가능성이 높아졌기 때문
- MOVE 지수의 하향 안정화 과정에서 S&P500 지수는 상승 추세 유지
- 만약, MOVE 지수가 상승세로 전환되고 국채 시장의 불확실성이 확대될 경우 주식시장에도 부정적인 영향을 미칠 것으로 예상

미 국채 10년물 금리와 ICE BofA MOVE Index



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

S&P500과 ICE BofA MOVE Index



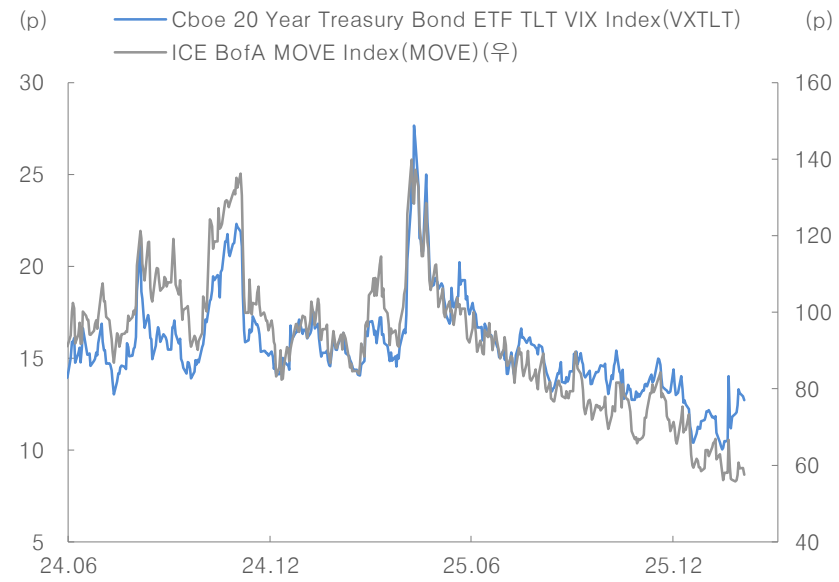
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[VXTLT] 하락 추세가 이어진 MOVE와 달리 VXTLT는 반등

연준의 향후 통화정책에 대한 시장 참여자들의 움직임에 영향을 받고 있는 VXTLT

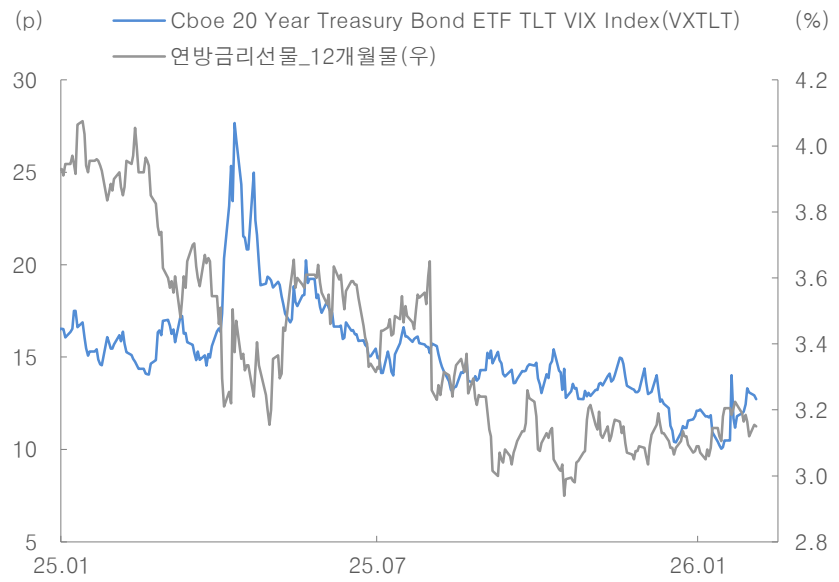
- 미국 20년 이상 장기국채에 투자하는 ETF인 TLT의 옵션을 기반으로 추정한 내재 변동성(VXTLT)은 대체로 MOVE와 유사하게 움직임
- 하지만 최근까지 하락 추세가 이어졌던 MOVE와 달리 VXTLT는 1월 14일 저점 이후 반등
- 연준의 향후 통화정책에 대한 시장 참여자들의 기대감은 연방금리 선물시장을 통해 확인 가능
- 연방금리선물 12개월물에서 반영중인 연준의 기준금리 수준이 반등한 이후 VXTLT도 상승 전환
- 연준의 통화정책에 대한 기대감 약화가 VXTLT 반등으로 연결된 이유는 장기국채 가격이 향후 금리 움직임에 민감하게 반응하기 때문이라 판단

VXTLT와 MOVE



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

VXTLT와 연방금리선물 12개월물



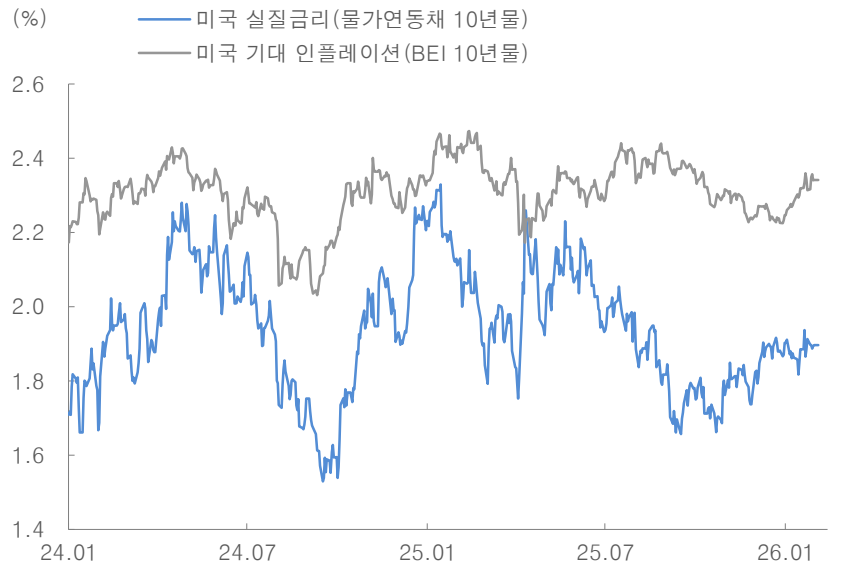
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[미 국채 10년물] 실질금리 상승에 이어 올해 들어 기대 인플레이션도 상승

최근 국채금리 상승 요인 중 하나는 미국의 경제지표 호조

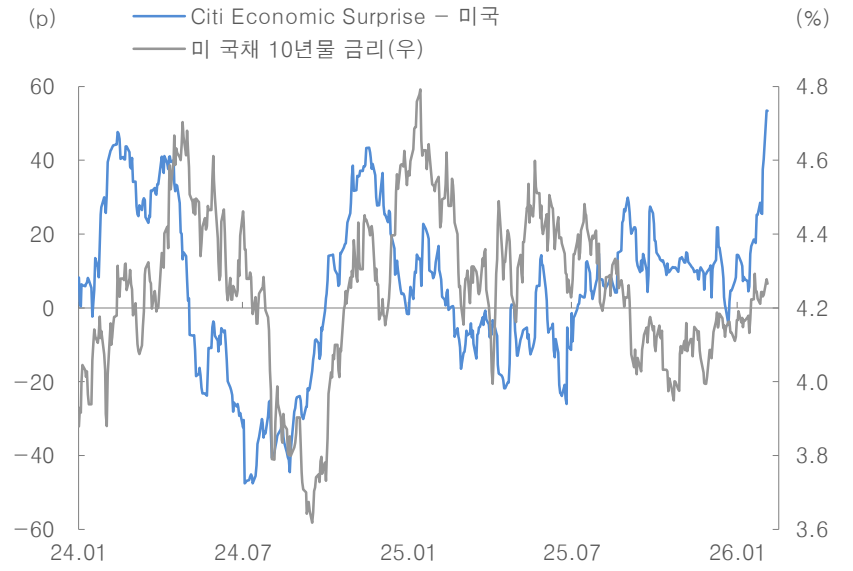
- 최근 미 국채금리의 상승을 실질금리와 기대 인플레이션으로 나눠서 살펴보면 실질금리는 2025년 10월 부터 상승세가 이어지는 모습
- 2025년 9월 이후 하락했던 기대 인플레이션이 올해 들어 상승 전환. 실질금리에 이어 기대 인플레이션도 상승하면서 국채 금리의 상승압력 강해지는 모습
- 최근 미국 국채금리 상승 요인중 하나는 미국 경제지표 호조
- 미국 경제지표 서프라이즈 지수가 올해 들어 가파르게 상승하며 2025년 고점 수준을 돌파. 미국 경제환경은 양호한 상황
- 기대 이상의 경제지표 발표는 향후 경기 흐름에 긍정적인 요인이지만, 국채금리 상승과 함께 기준금리 인하 가능성을 낮출 수 있는 변수

미국 실질금리와 기대 인플레이션



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국 경제지표 서프라이즈 지수와 미 국채 10년물 금리



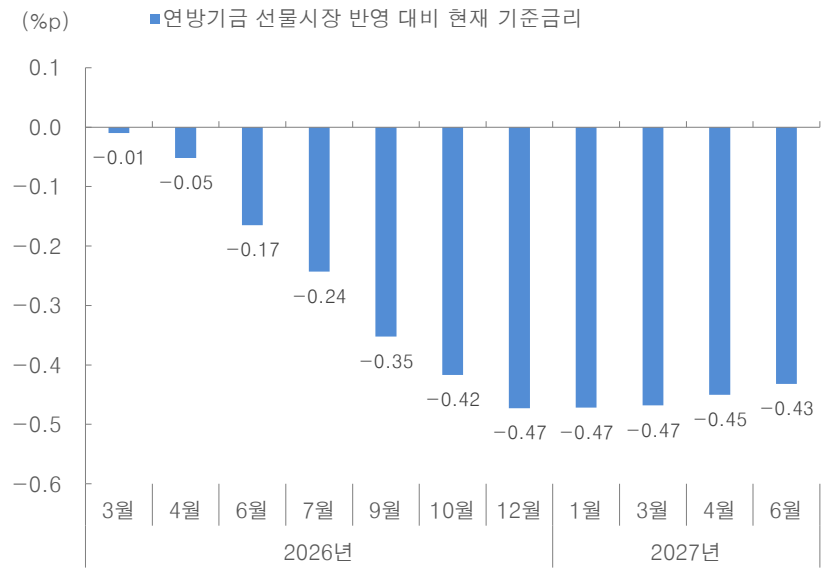
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[연준 통화정책] 기준금리 인하 시점은 뒤로 밀리고 있지만 인하에 대한 기대감은 유지

원자재 종합 지수의 상승세가 이어지고 있다는 점은 통화정책에 있어 부담 요인

- 현재 연방기금 선물시장에서는 올해 7월이나 9월 FOMC에서 기준금리 25bp 인하를 기대
- 기대 이상의 경제지표로 당초 예상보다 기준금리 인하 시점이 뒤로 밀리고 있지만, 인하에 대한 기대감은 유지되고 있는 상황
- 앞서 살펴본 VXTLT의 움직임처럼 기준금리 인하에 대한 기대감이 약화될 경우 채권 시장의 내재 변동성 확대로 연결될 수 있다는 점은 염두
- 원자재 종합 지수의 상승세가 이어지고 있다는 점은 통화정책에 있어 부담요인. 원자재 가격의 상승은 기대 인플레이션을 높이는 요인 중 하나
- 하지만 원자재 가격의 상승 추세에도 기대 인플레이션은 2023년 이후 형성된 박스권에 머물러 있는 상황

연방기금 선물시장에서 반영중인 FOMC별 기준금리의 인하 정도



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

기대 인플레이션과 블룸버그 원자재 종합 지수

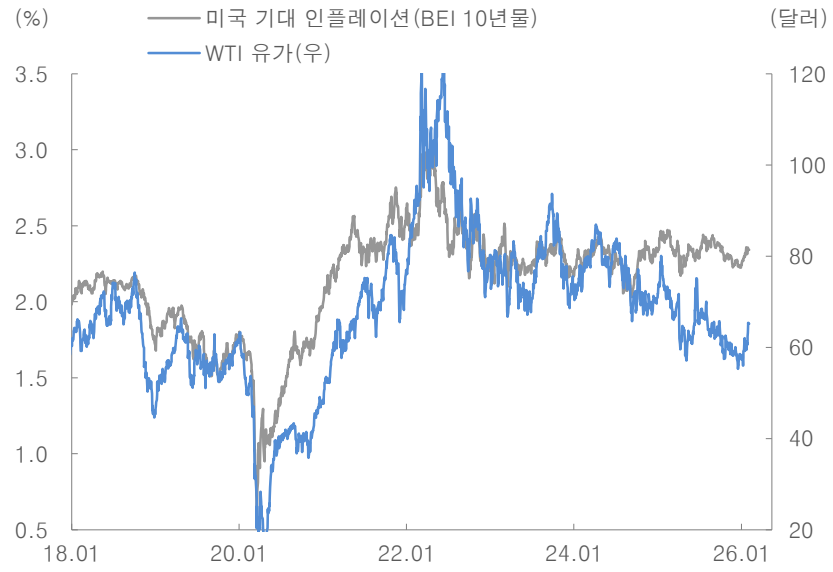
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[연준 통화정책] 고용 관련 지표 부진이 이어지고 있어 통화완화 정책 필요한 상황

그동안 유가가 하락하면서 기대 인플레이션 상승을 제한. 유가가 상승 추세로 전환될 경우 금융시장 변동성 확대 가능

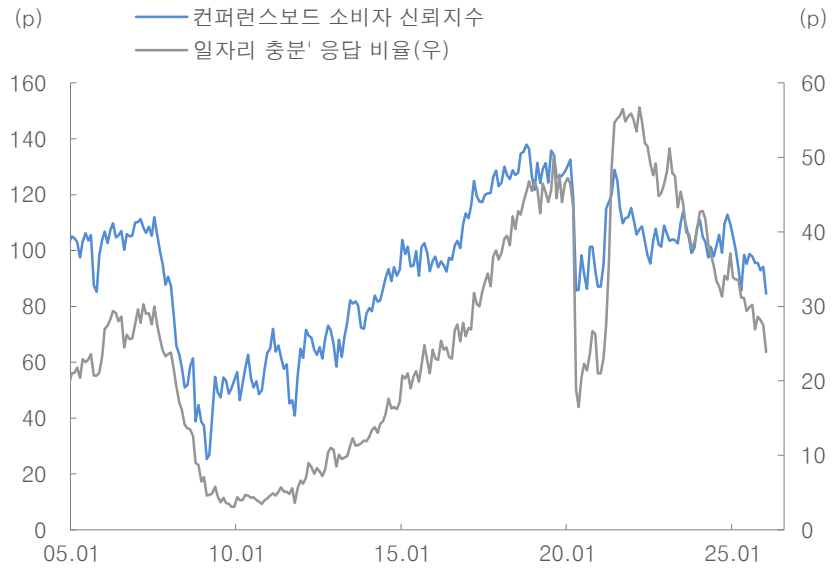
- 원자재 종합 지수의 상승에도 기대 인플레이션이 안정적으로 유지될 수 있었던 이유 중 하나는 유가가 하락세를 나타냈기 때문
- 최근 미국과 이란간의 지정학적 이슈로 인해 유가가 반등. 기대 인플레이션 상승으로 연결
- 지정학적 불확실성이 완화되고 유가가 다시 안정을 찾을 경우 기대 인플레이션 상승 흐름도 진정될 가능성 높다고 판단
- 컨퍼런스보드 소비자 신뢰지수 내 세부 조사항목중 '일자리 충분' 응답비율은 하락세가 이어지며 코로나19 당시 저점에 근접한 상황
- 고용 관련 지표 부진이 지속되고 있어 통화완화 정책은 필요한 상황. 기대 인플레이션이 낮게 유지된다면 연준의 기준금리 인하 기조는 유지될 것으로 전망

기대 인플레이션과 유가



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

컨퍼런스보드 소비자 신뢰지수와 일자리 충분 응답 비율



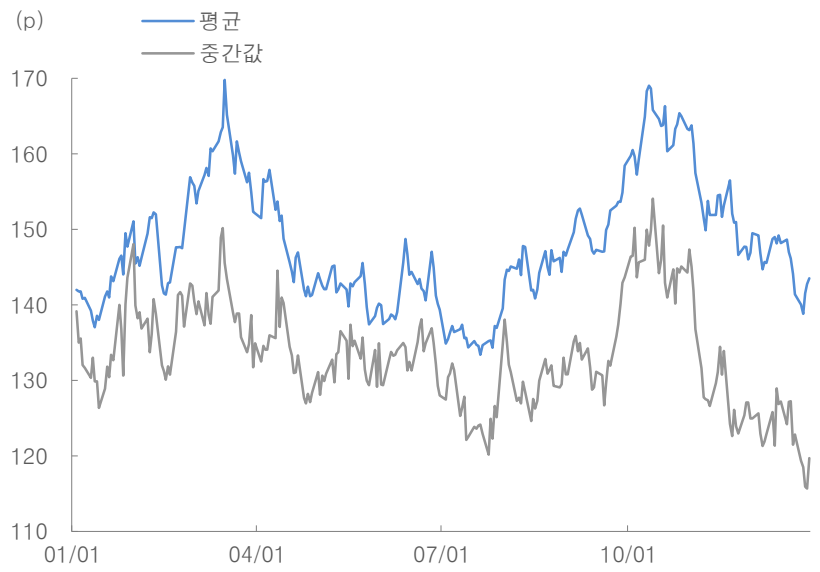
자료: 컨퍼런스보드, Bloomberg, 대신증권 Research Center

[VIX의 계절성] VIX는 1월 중순 ~3월 중순까지 상승하는 계절성을 나타냄

양호한 경제 환경, 정책 여력 확보, 풍부한 글로벌 유동성 등으로 변동성 확대는 단기에 그칠 것으로 전망

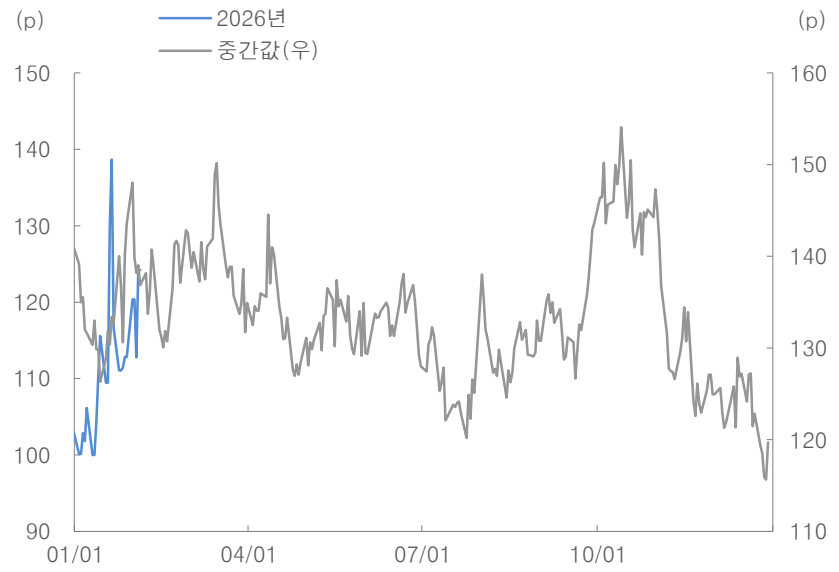
- VIX의 계절성을 살펴보기 위해 2000년 이후 연간 단위로 VIX의 움직임을 분석
- 해마다 VIX의 연중 최저치를 100으로 잡고, 2000년 이후 일자별로 평균과 중간값을 구해 VIX의 연간 움직임을 산출
- 2000년 ~ 2025년까지 평균값과 중간값 모두 VIX는 1월 중순~3월 중순까지 상승. 이후 하락한 VIX는 7월말 ~ 10월중순에 다시 상승추세 형성
- 올해도 국채금리 상승, 외환 변동성 확대, 금과 은 가격 변동성 급등 등 글로벌 금융시장의 불확실성 요인이 나타나며 연초 이후 VIX 상승중
- VIX가 상승하며 주식시장이 조정을 받더라도 양호한 경제 환경, 중앙은행의 정책 대응, 풍부한 글로벌 유동성 등으로 변동성 확대는 단기에 그칠 것으로 전망
- 글로벌 금융시장의 불확실성 확대에 따른 주식시장의 가격 조정은 비중 확대 기회로 활용해야 한다고 판단

VIX의 계절성(2000년 이후 데이터 기준)



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

VIX의 계절성과 올해 현재까지 흐름



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

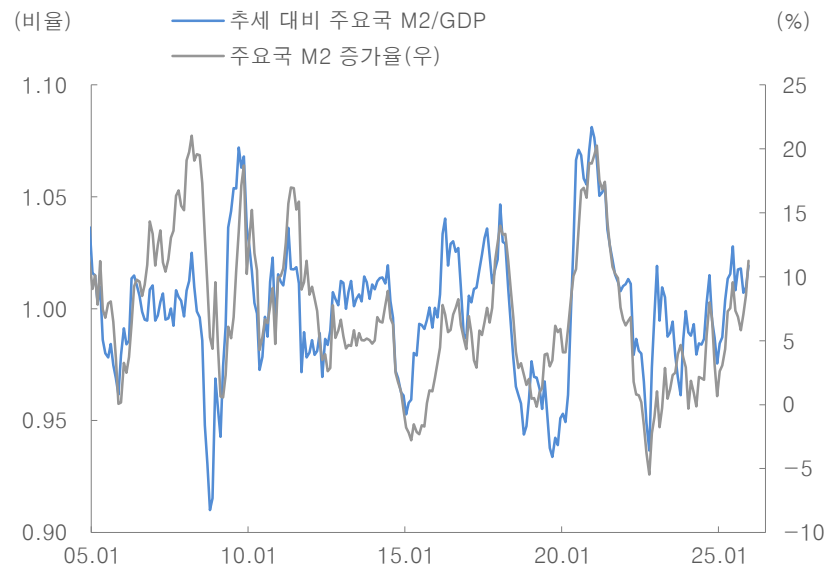
III. 금융시장 동향과 자산배분 전략

[글로벌 유동성/경기] 글로벌 유동성 증가 속도가 빨라지면서 글로벌 경기에 긍정적 영향

경기선행지수 확산비율이 높은 수준에 위치해 있어 OECD G20 경기선행지수 당분간 추가 개선 가능

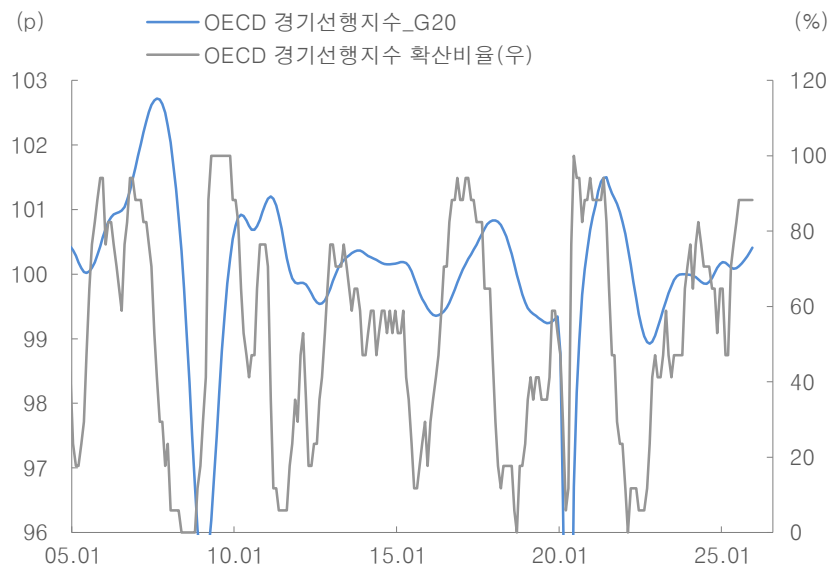
- 주요국 재정정책 확대와 통화완화 정책이 맞물리며 주요국 합산 기준 M2는 빠르게 증가
- 주요국 달러 기준 합산 M2 증가율(YoY)은 2025년 12월에 11.2%를 기록하며 2021년 7월 이후 최고 수준
- 주요국 GDP 대비 M2도 추세선(HP필터링)을 넘어 상승속도가 빨라지는 모습
- 풍부한 글로벌 유동성은 글로벌 경기에도 긍정적 영향. OECD G20 경기선행지수는 상승세 지속
- 경기선행지수의 향후 방향성을 가늠해볼 수 있는 경기선행지수 확산비율은 높은 수준 유지. OECD G20 경기선행지수는 당분간 추가 개선 가능하다고 판단

추세선 대비 주요국 M2/GDP와 합산 기준 M2 증가율(YoY)



자료: Blomberg, 대신증권 Research Center

OECD G20 경기선행지수와 경기선행지수 확산비율



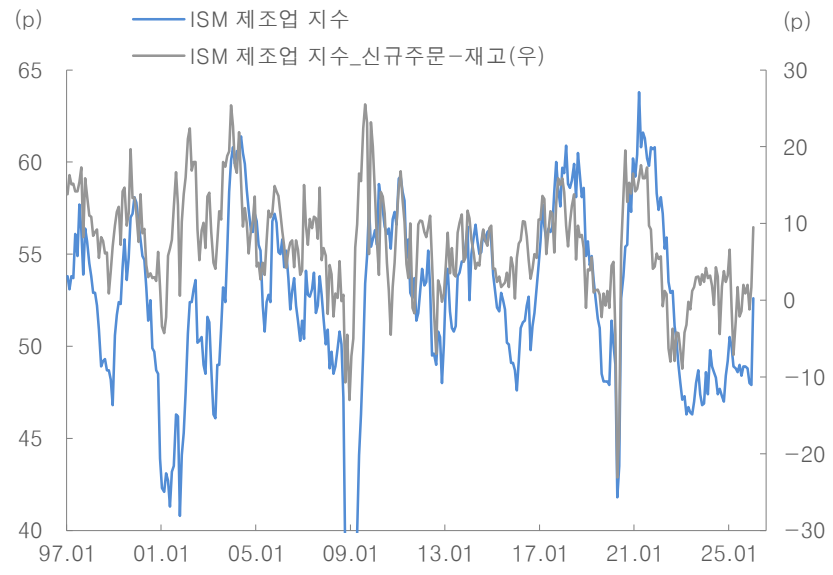
자료: OECD, CEIC, 대신증권 Research Center

[제조업 경기] 글로벌 제조업 경기 회복 신호 나타나기 시작

1월 ISM 제조업 지수는 신규주문 지수 확대 등 호조로 예상치를 상회

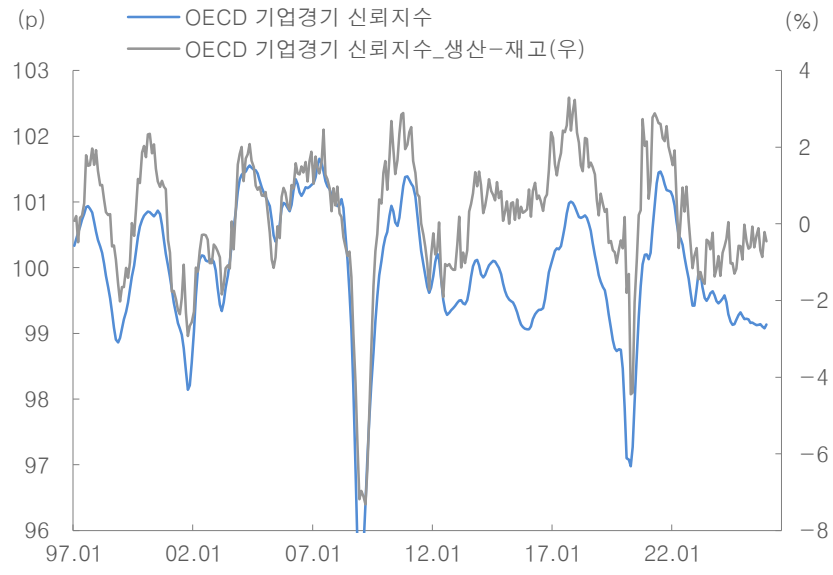
- 1월 ISM 제조업 지수는 52.6을 기록하며 전월 대비 큰 폭으로 개선되었고, 1년 만에 50선을 회복
- ISM 제조업 지수내 세부 항목중 생산 지수가 전월대비 5.2p, 신규주문 지수는 9.7p 개선되는 등 전반적으로 호조
- ISM 제조업 지수를 선행하는 신규주문-재고 지수도 가파르게 상승하며 ISM 제조업 지수의 추가 개선 가능성 확대
- ISM 제조업 지수의 강한 반등은 글로벌 제조업 경기를 보여주는 OECD 기업경기 신뢰지수의 개선 가능성을 높여주는 요인
- OECD G20 기업경기 신뢰지수는 2025년 12월에 전월대비 상승했지만 상승폭은 미미한 수준

ISM 제조업 지수와 신규주문-재고 지수



자료: ISM, 블룸버그, 대신증권 Research Center

OECD G20 기업경기 신뢰지숫와 생산-재고 지수



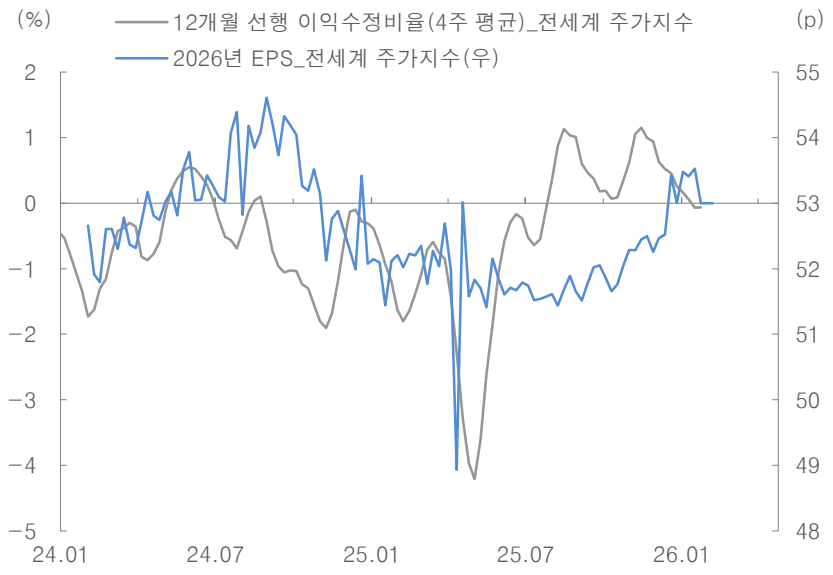
자료: OECD, CEIC, 대신증권 Research Center

[기업실적] 실적 전망치 상향조정되고 있지만 이익수정비율은 소폭 (-)로 전환

OECD G20 기업경기 신뢰지수가 개선될 때 대체로 이익수정비율 상승. 향후 기업 실적 긍정적 기대

- 이익수정비율(=(상향조정 추정치수-하향조정 추정치수)/전체 추정치수)은 향후 실적 컨센서스의 방향성을 확인할 수 있는 지표
- 작년 7월 전세계 주가지수 12개월 선행 이익수정비율이 (+)로 전환되면서 전세계 주가지수 EPS는 본격적으로 상승
- 하지만 전세계 주가지수 12개월 선행 이익수정비율은 최근 2주 연속 소폭 (-) 기록
- 이익수정비율이 둔화되면서 전세계 주가지수 2026년 EPS 전망치의 상승속도도 느려지는 모습
- 글로벌 제조업 경기 회복 신호는 기업실적에도 긍정적 요인. OECD G20 기업경기 신뢰지수가 개선될 때 대체로 이익수정비율은 상승

전세계 주가지수 이익수정비율 개선과 함께 2026년 EPS 상승



자료: Workspace, 대신증권 Research Center

전세계 지수 12개월 선행 이익수정비율과 OECD 기업경기 신뢰지수

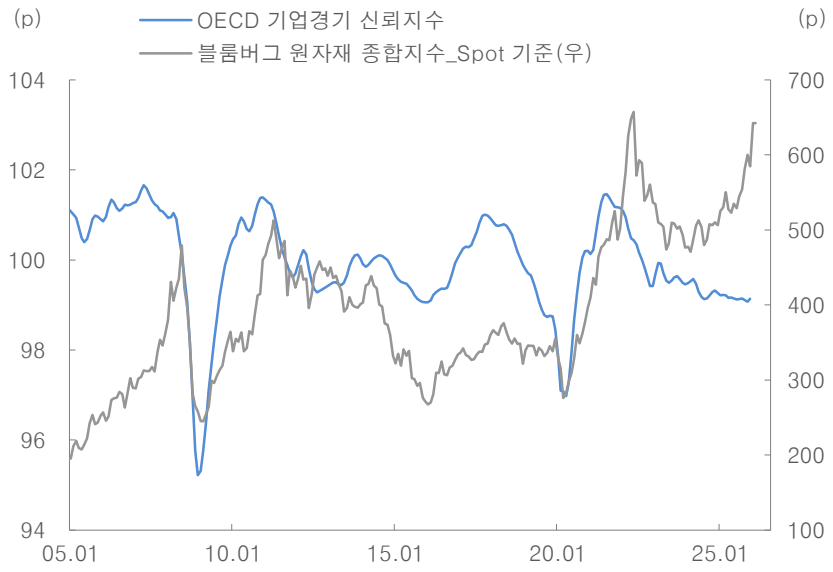
자료: OECD, Workspace, 대신증권 Research Center

[물가] 글로벌 제조업 경기회복은 원자재 수요 확대로 연결

글로벌 제조업 경기에 영향력이 높은 중국 제조업 PMI내 구매물가 지수는 상승 전환

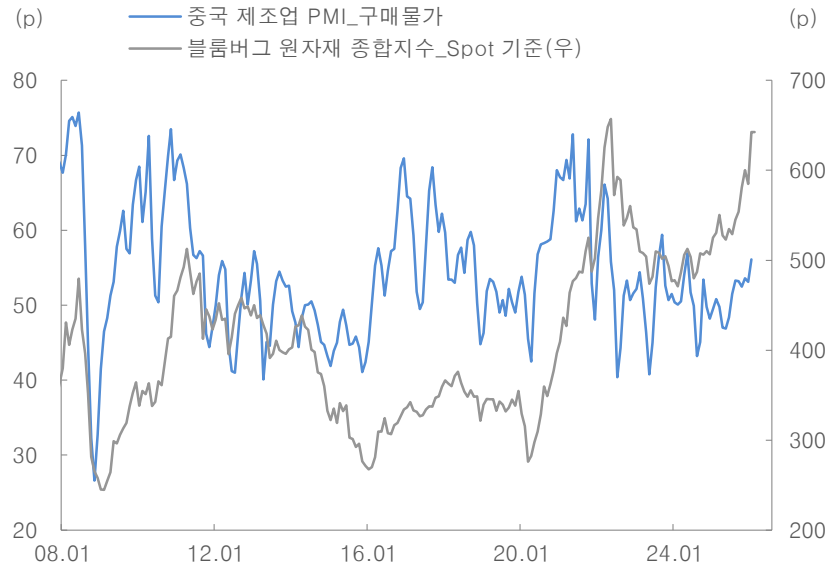
- 과거 OECD G20 경기선행지수가 개선될 때 원자재 가격도 상승
- 하지만 2024년 이후 지지부진한 글로벌 제조업 경기와 달리 원자재 종합 지수는 상승세로 전환
- OECD G20 기업경기 신뢰지수가 본격적으로 개선될 경우 원자재 수요 증가로 원자재 가격 상승을 뒷받침할 것으로 예상
- 중국 제조업 PMI 구매물가 지수는 과거에 원자재 가격 지수 보다 변곡점이 먼저 형성
- 원자재 가격 상승에도 지지부진했던 중국 제조업 PMI 구매물가 지수가 작년 하반기에 상승 추세로 전환
- 글로벌 제조업 경기 회복이 물가 상승 우려로 연결되는지 여부 주목

OECD G20 경기선행지수와 블룸버그 원자재 종합지수



자료: OECD, CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

중국 제조업 PMI 구매물가 지수도 반등



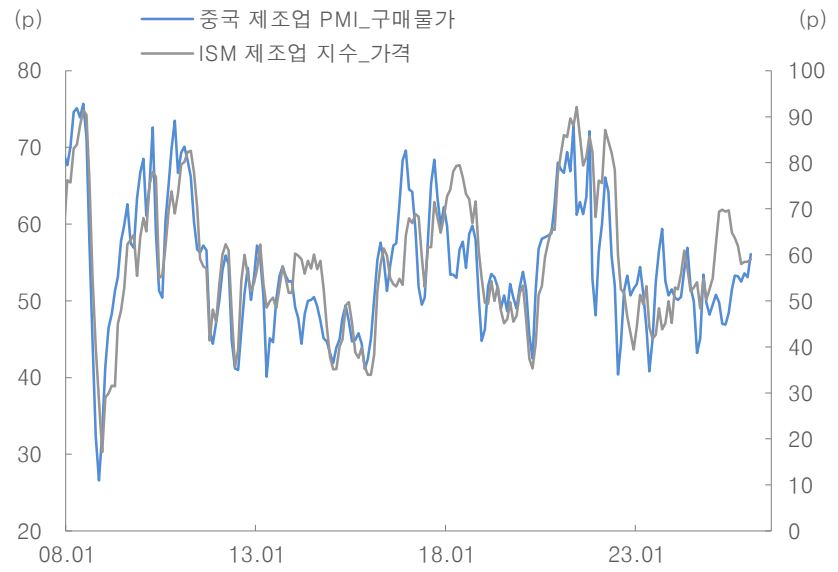
자료: OECD, Bloomberg, 대신증권 Research Center

[물가] ISM 서비스업 가격 지수 둔화로 물가 지표 반등 우려는 완화

중국 제조업 PMI 구매물가 지수 상승이 다른 지역 또는 소비자물가 영역으로 전이되는지 여부 주목

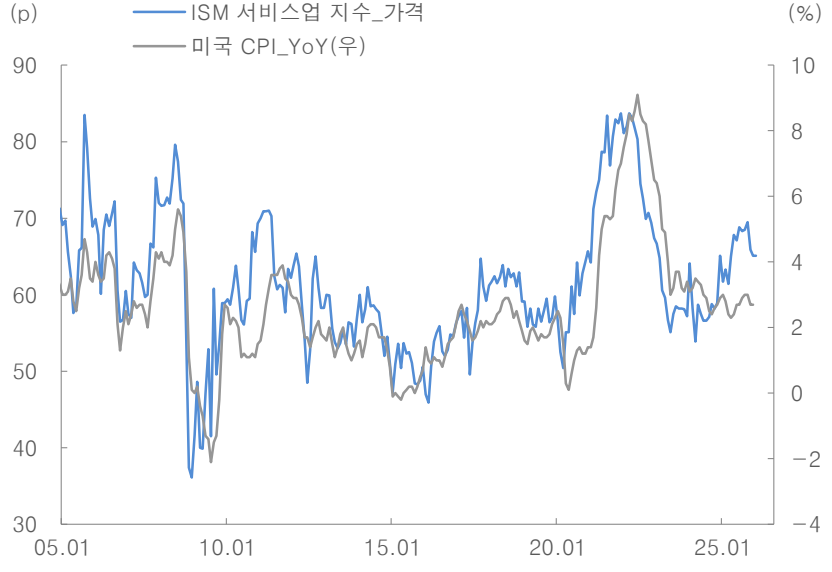
- 과거에 유사한 방향으로 움직였던 ISM 제조업 가격 지수와 중국 제조업 PMI 구매물가 지수는 2025년에 상반된 움직임을 나타냄
- 최근 중국 제조업 PMI 구매물가 지수는 상승하고 있지만 ISM 제조업 가격 지수는 하락중
- 글로벌 제조업에서 높은 비중을 차지하는 중국의 물가 관련 지표 상승이 다른 지역으로 전이되는지 여부 주목
- 또한 글로벌 제조업 물가 지표 상승이 소비자 물가 등 다른 분야로 확산될 가능성도 확인해야 할 것으로 판단
- ISM 서비스업 가격지수는 미국 CPI(YoY)를 선행해서 움직임. ISM 서비스업 가격 지수는 2025년 10월을 고점으로 둔화되며 물가 반등 우려 완화

중국 제조업 PMI 구매물가 지수와 ISM 제조업 가격 지수



자료: ISM, Bloomberg, 대신증권 Research Center

ISM 서비스업 가격지수와 미국 CPI



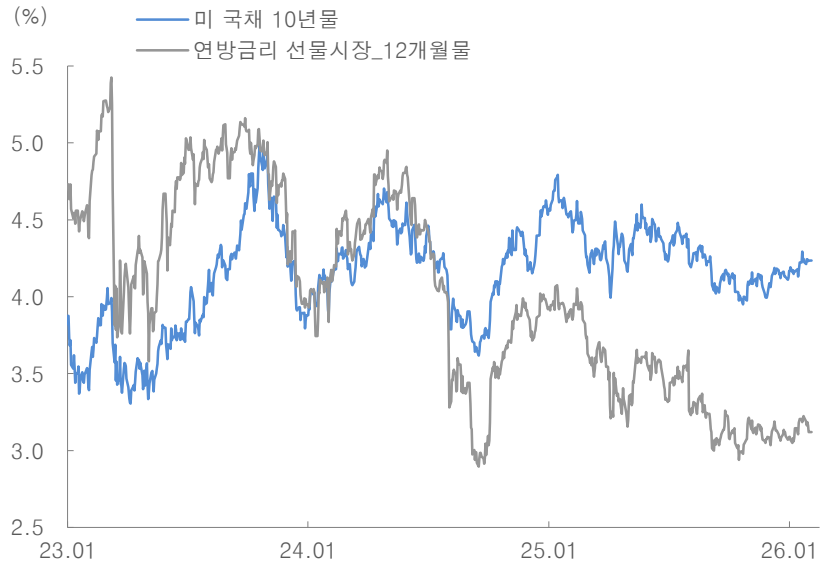
자료: ISM, Bloomberg, 대신증권 Research Center

[미국 국채금리] 연준의 기준금리 인하 기대감이 약화되면서 국채금리 상승

연준의 기준금리 인하 국면에서 나타나는 장단기 금리차 확대도 국채금리 변동성 확대 요인

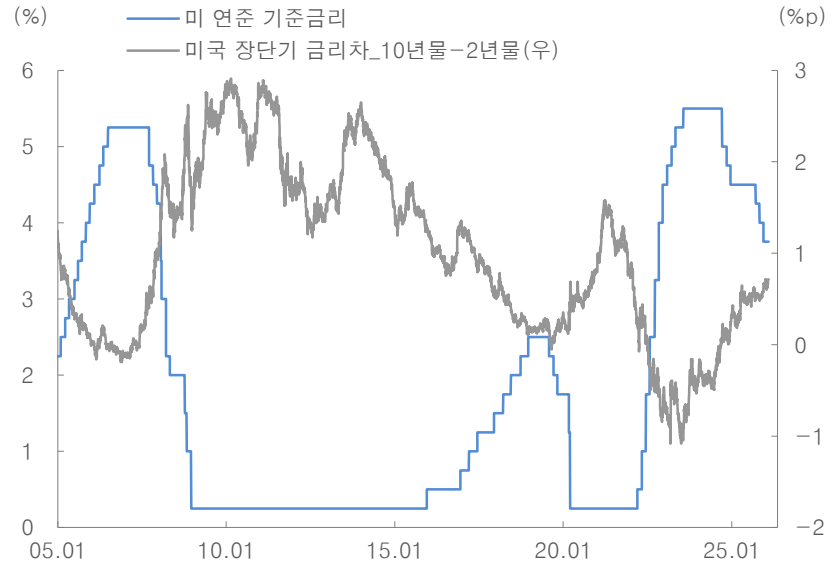
- 미 국채 10년물 금리는 연방금리 선물시장에서 반영하는 기준금리 수준의 방향성에 영향을 받는 모습
- 최근 기준금리 인하 시점이 예상보다 뒤로 밀리는 등 연방금리 선물시장 12개월물의 하락이 제한되면서 미 국채 10년물 금리는 반등하기 시작
- 기준금리 인하 예상 시점이 뒤로 밀렸을 뿐 아직까지는 연준의 기준금리 인하기조가 유지되고 있는 만큼 시장금리의 안정과 점진적 하락 추세 형성 기대
- 다만, 연준의 기준금리 인하국면에서 장단기 금리차는 확대. 이는 기준금리 인하로 장기금리를 낮추는데 한계가 있다는 것을 의미
- 현재 선물시장에서 연준의 기준금리 인하는 2회 정도(50bp) 수준을 반영
- 연준의 기준금리 인하의 종료 시점이 얼마 남지 않았다는 점도 장기금리의 변동성을 높이는 요인 중 하나라 판단

연준의 통화정책 방향성에 따라 움직이는 미 국채 10년물 금리



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

연준의 기준금리 인하 국면에서 장단기 금리차 확대



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[회사채] 회사채 스프레드 축소되었지만 위험자산 선호심리는 회사채에 긍정적

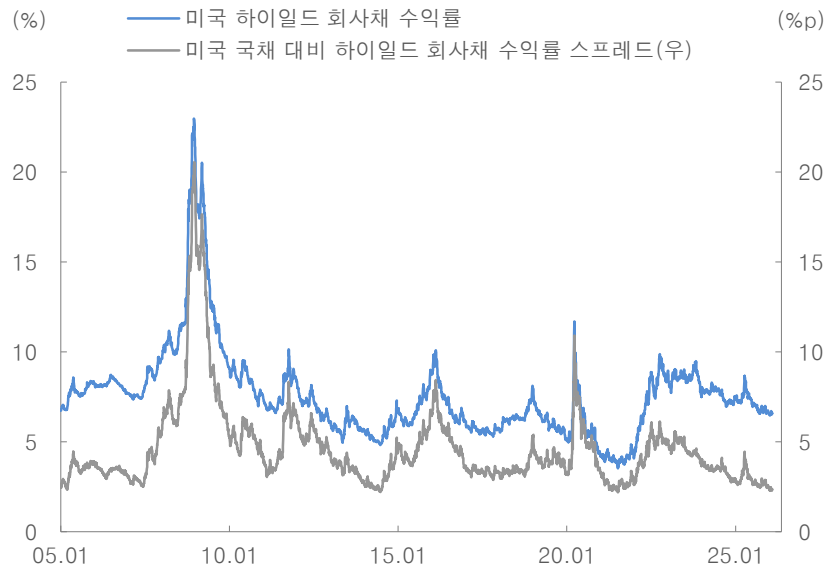
투자등급 회사채의 경우 스프레드 축소 여력이 남아있어 하이일드 회사채 보다 선호

- 국채금리의 변동성 확대는 회사채 수익률에도 영향
- 풍부한 유동성, 양호한 글로벌 경기, 견조한 기업 실적 등에 따른 위험자산 선호심리는 회사채에 긍정적인 요인
- 다만, 국채 대비 회사채 스프레드가 상당 부분 축소되어 있어 스프레드 축소에 따른 투자 이익은 제한적인 상황
- 특히, 국채 대비 하이일드 회사채의 스프레드는 전저점 수준으로 낮아져 스프레드의 추가 축소는 어려워진 상황
- 투자등급 회사채의 경우 국채 대비 스프레드의 축소 여력이 남아있어 하이일드 회사채보다 선호

미국 투자등급 회사채 수익률과 국채 대비 스프레드

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국 하이일드 회사채 수익률과 국채 대비 스프레드



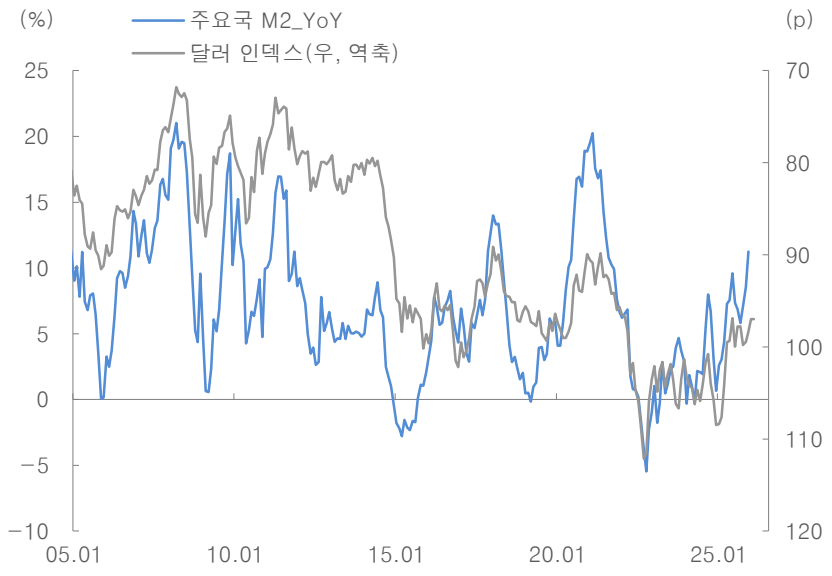
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[달러] 유동성 증가와 글로벌 교역 확대는 달러 약세 요인

달러 약세 흐름은 미국 이외 시장과 원자재 등에도 투자 기회를 제공

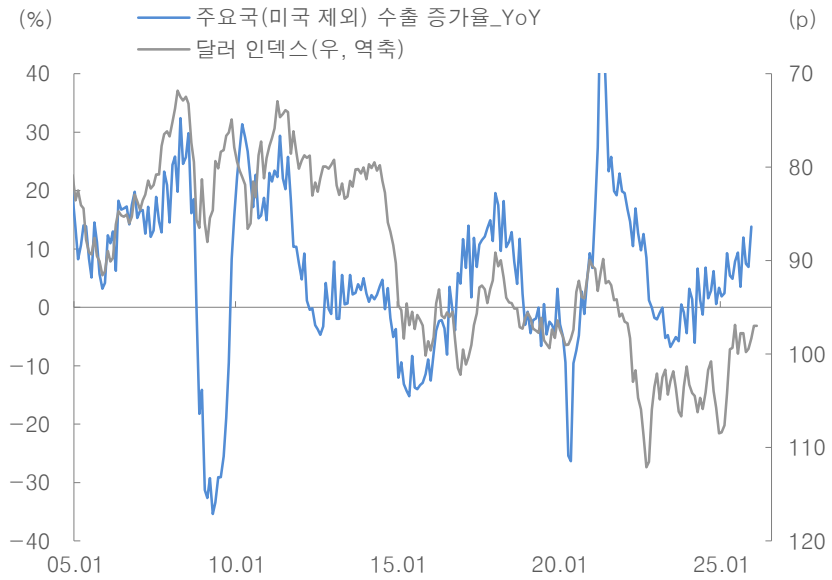
- 앞서 살펴본 것처럼 주요국 합산 기준 M2 증가율(YoY)은 지난 12월 +11.2%를 기록하며 빠르게 개선중
- 주요국 합산 M2 증가율이 개선될 때 달러는 약세. 주요국 재정정책 확대와 연준의 기준금리 인하 등으로 주요국 합산 기준 M2 증가율의 추가 개선 기대
- 미국을 제외한 주요국 수출 증가율이 개선될 때에도 달러는 약세. 수출을 통해 벌어들인 외화가 자국통화 강세로 연결되기 때문이라 판단
- 관세 등 정책 불확실성이 글로벌 교역을 제한하는 환경에도 주요국 수출 증가율은 지난 12월 13.8%로 상승 추세 지속
- 달러 약세는 미국 이외 시장과 원자재 시장 등에도 투자 기회를 제공. 포트폴리오의 다변화 기회로 활용할 수 있다고 판단

주요국 M2 증가율(YoY)이 개선될 때 달러는 약세



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국 제외 주요국 수출 증가율(YoY)이 개선될 때 달러는 약세



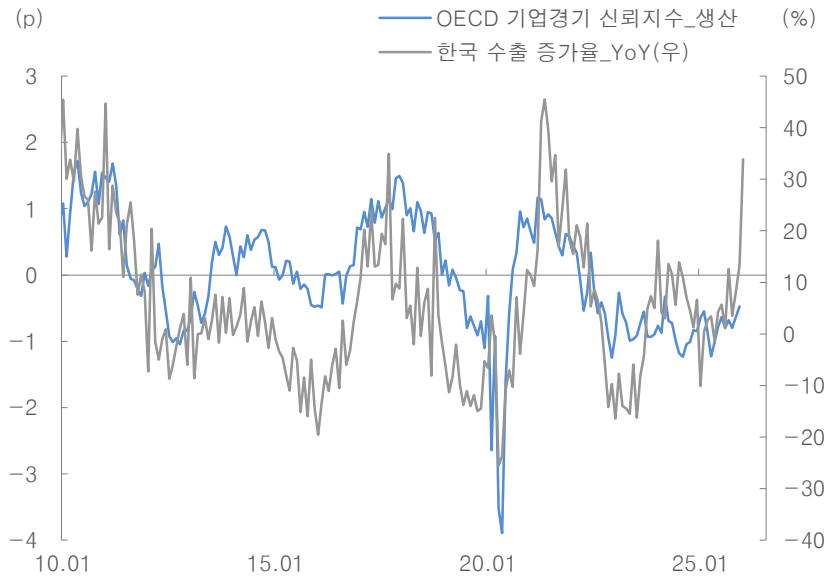
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[한국] 수출 증가와 원화 강세 가능성 등은 한국시장의 투자매력도를 높이는 요인

지난 1월 한국 수출 증가율은 +33.9%로 가파르게 개선

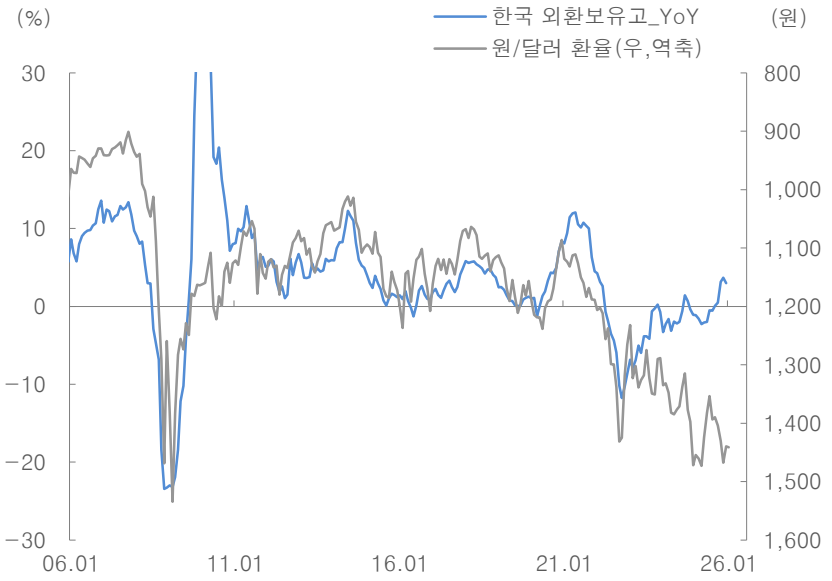
- 지난 1월 한국 수출은 반도체 호황과 함께 자동차 등 주력 품목의 전반적인 강세에 힘입어 전년동월 대비 33.9% 증가
- 수출 증가율의 가파른 개선은 기업실적의 상향조정 가능성을 높여주는 요인
- 수출 증가와 함께 한국의 외환보유고 증가율은 꾸준히 개선
- 과거에는 외환보유고 증가율이 개선될 때 원화가 강세를 나타냈지만 현재 원화는 장기 약세 추세 형성
- 해외투자 수요 확대와 미국에 대한 대규모 투자 우려 등은 남아있지만, 펀더멘탈 대비 낮은 원화가치는 오히려 외국인 투자자에게 기회 요인
- 외국인 투자자 유입에 따른 원화 강세 가능성도 국내 증시의 상승세를 뒷받침할 수 있는 요인

글로벌 제조업 생산지수 개선과 함께 가파르게 증가한 한국 수출



자료: OECD, Bloomberg, 대신증권 Research Center

외환보유고 증가율과 비교할 때 원화가치 하락은 다소 과도



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

자산배분 전략

자산배분 전략: 풍부한 유동성과 양호한 경제 환경으로 주식에 대한 비중확대 전략 유지

[주식] 풍부한 유동성과 달러 약세 등으로 위험자산 선호심리 지속. 변동성 확대를 비중확대 기회로 활용

- 주요국 합산 기준 M2 증가율(YoY)이 11.2%로 상승하며 2021년 7월 이후 최고 수준 기록
- OECD G20 경기선행지수의 추가 개선 가능성이 높아 당분간 글로벌 경기는 양호한 흐름을 나타낼 것으로 예상
- 기대 이상의 ISM 제조업 지수 등 글로벌 제조업 경기 회복 가능성과 글로벌 교역 증가율 개선은 기업실적 개선에 긍정적인 요인
- 풍부한 유동성과 글로벌 교역 개선은 달러 약세 요인. 미국 이외 시장에도 투자 기회 제공
- 주요 자산 가격의 변동성 확대와 VIX의 계절성 등 금융시장의 불확실성이 확대될 경우 주식에 대한 비중 확대 기회로 활용할 필요가 있다고 판단

[채권] 국채금리 변동성 확대 요인 부각으로 주식 대비 투자매력도 낮다고 판단

- 최근 미 국채 10년물 금리는 실질금리와 기대 인플레이션이 모두 상승하면서 상승압력을 높이는 모습
- 연준의 기준금리 인하 시점이 당초 기대 보다 뒤로 밀리면서 채권 시장의 변동성 확대로 연결
- 원자재 종합지수의 상승, 장단기 금리차 확대 등도 국채금리의 변동성 확대 요인
- 유가의 반등이 기대 인플레이션 상승으로 연결되고 있는 만큼 지정학적 이슈로 인한 유가의 상승 여부가 중요한 변수
- 투자등급 회사채도 국채금리 변동성 확대 우려에 노출되어 있지만 위험자산 선호심리를 고려할 때 국채보다 선호

[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		
달러노출				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.