

2026년 06월 09일  
키움증권 리서치센터 | 투자전략

퀀트/자산배분

# 하반기 자산배분 전략: 변동성 관리 구간

퀀트/자산배분 Analyst 최재원  
RA 이현수

# Contents

Summary .....	P.03
I. 상반기 금융시장 및 펀더멘털 동향 .....	P.04
II. 하반기 주요 체크 포인트 및 자산배분 전략 .....	P.22

## Compliance Notice

- 당사는 06월 09일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.

## 고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견 이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책 임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하 는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법 에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.



## I. 상반기 금융시장 및 펀더멘털 동향

- 상반기 금융시장은 AI 관련 테마를 중심으로 한 주식 시장의 강세 연출. 특히 국내뿐만 아니라 글로벌 증시 전반적으로 성장 스타일 및 대형주를 중심으로 쏠림 현상이 연출된 점이 특징. 미국이 AI 생태계를 설계하고 주도하는 가운데, 하드웨어 공급망을 쥐고 있는 한국·대만 등 아시아 국가들이 그 수혜를 집중적으로 누리는 구도가 뚜렷하게 형성됨
- 국내외 기업들의 실적 전망은 여전히 이익 모멘텀이 이어지며 개선되는 흐름이 나타나고 있는 점은 긍정적. 주가 상승이 밸류에이션 멀티플 확장보다는 실적 성장에 의해 견인되고 있다는 점에서 상승의 질적 측면도 양호한 편. 다만, 수시로 제기되는 상승 속도에 대한 부담 및 주요 아시아권 국가들의 시향 산업으로의 수출 쏠림 현상은 지속적으로 경계해야 할 요인
- AI 테마는 빅테크의 대규모 CAPEX 투자를 중심으로 한 하드웨어·인프라 확충 단계에서, 기업들의 AI 도입을 통한 생산성 향상 및 소프트웨어 매출 확대 단계로 전환되는 과도기에 위치. 이 과정에서 기술 발전의 속도와 실제 수익화 사이의 간극을 둘러싼 시장의 기대와 실망이 반복되며 변동성을 자극하는 구간이 간헐적으로 나타날 수 있음
- 하반기를 지나는 과정에서도 AI 수요 및 빅테크 기업들의 CAPEX 투자를 둘러싼 기대와 경계감 간의 긴장감이 지속될 것으로 전망. 다만, 펀더멘털 개선 모멘텀의 제한이 확인되기 전까지는 AI 밸류체인 테마를 중심으로 한 권역 및 스타일 노출도는 지속할 필요

## II. 하반기 주요 체크 포인트 및 배분 전략

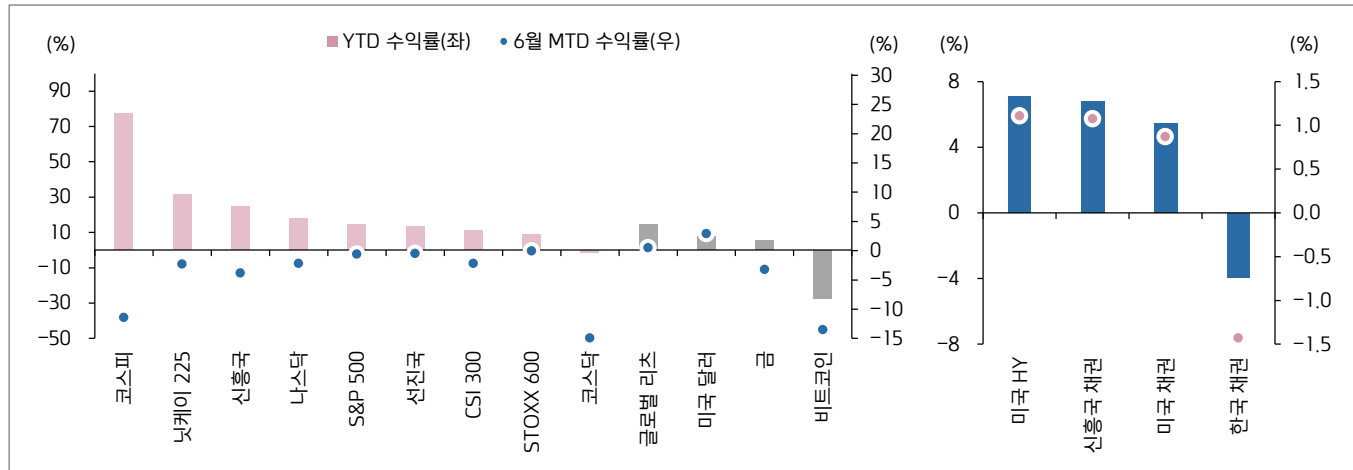
- 하반기에도 AI 밸류체인 관련 기업들의 실적 모멘텀에 대한 기대는 지속되나, 상반기 주가 상승 속도 및 업종 쏠림을 감안할 때 하반기 포트폴리오의 변동성 확대 가능성에 대한 선제적 대비가 필요. 실적 성장률이 점진적으로 둔화되는 국면에서는 업종 로테이션이 나타날 수 있으며, 이 과정에서 실적 가시성이 높거나 밸류에이션 매력도가 부각되는 업종을 중심으로 한 선별적 접근이 유효할 것으로 판단
- 전통 자산 간의 상관관계는 높아졌으나, 포트폴리오 차원에서 주식 변동성을 상쇄하기 위한 채권 자산의 분산 효용은 여전히 유효. 특히 금리 상방 압력이 지속되는 환경을 고려할 때 듀레이션이 짧은 채권을 중심으로 한 대응이 바람직하며, 이와 함께 파생상품 및 옵션 헤지 전략을 활용한 적극적인 위험 관리 전략을 병행하는 것이 변동성 관리에 실질적인 도움이 될 것으로 전망
- 지정학적 리스크가 지속되는 가운데 에너지 공급 충격에 따른 인플레이션 압력의 장기화 가능성과, 이로 인한 연준의 통화정책 불확실성이 하반기 금융시장의 핵심 경계 요인으로 자리하고 있음. 금리 상방 압력이 상존하는 환경에서는 성장주 중심의 포트폴리오가 수시로 변동성 국면에 노출될 수 있는 만큼, 달러화를 비롯한 안전자산 수요가 재차 확대될 가능성에 유의하며 자산배분 전략을 유연하게 운용할 필요

# I. 상반기 금융시장 및 펀더멘털 동향



- ▶ 2025년에 이어서 AI 랠리가 지속되는 가운데, 삼성전자와 SK하이닉스를 필두로 한 반도체 섹터의 이익 전망치가 구조적 성장을 이루며 강한 랠리. 이에 KOSPI는 YTD 기준 77.6%로 주요국 중 가장 높은 수익률을 기록
- ▶ 다만 6월 초 브로드컴의 사상최대 실적에도 가이던스가 시장 예상치를 하회한 것에 대한 실망감과 중동발 지정학적 리스크가 겹치면서 하루 만에 나스닥 -4.2%, 코스피 -8.3% 하락
  - 이는 브로드컴의 3분기 AI 반도체 매출 가이던스가 시장의 예상치를 하회하고, 연간 매출 전망도 유지되는 수준에 그치면서 그동안 멀티플을 높게 받던 마이크론, 마벨 테크놀로지 등 AI 하드웨어, 반도체 체인 전체의 연쇄 차익실현이 유발된 영향
- ▶ 이후 국내외 증시는 단기 변동성이 과도했다는 판단으로 낙폭을 일부 되돌리는 모습이 연출되었으나, 상반기 상승 속도에 따른 변동성 구간 예상

주요 자산군 상반기와 6월(MTD) 성과



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터  
 주1) 6/8 종가 기준  
 주2) 환율 고려

- ▶ 주요국의 GICS 업종별 연초 이후 흐름을 살펴보면, 한국의 IT(163%), 자유소비재(70%), 대만의 IT(63%) 등의 상승세가 압도적이었음. 특히 AI 생태계를 주도하는 미국 IT(18.7%) 대비 모멘텀이 두드러지는 모습
  - 그 외에도 유가 충격에 따른 수혜가 집중되는 에너지 업종은 공통적으로 강세

## 주요국 증시, GICS 업종별 연초 이후 성과

(YTD, %)	미국	유럽	일본	한국	중국	대만
에너지	28.5%	31.3%	14.6%	21.1%	20.3%	-
소재	8.4%	12.4%	15.8%	7.2%	-12.0%	25.8%
산업재	12.6%	6.5%	10.3%	40.3%	5.5%	12.7%
자유소비재	-2.7%	-11.9%	-0.3%	69.9%	-17.0%	-15.7%
필수소비재	7.7%	-3.0%	-5.0%	18.6%	-13.7%	-4.0%
헬스케어	-2.1%	-3.3%	-2.6%	-22.5%	-12.1%	24.9%
금융	-5.8%	0.3%	24.1%	28.9%	0.2%	19.5%
IT	18.7%	41.4%	47.0%	163.4%	10.5%	62.6%
커뮤니케이션서비스	3.1%	1.5%	8.9%	1.4%	-24.3%	7.7%
유틸리티	1.1%	11.4%	1.3%	-23.7%	1.2%	-

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터  
주) 6/8 종가 기준

- ▶ 6월 들어 AI 주도 기업들의 가이던스 부진과 금리 경로에 대한 불안감이 맞물리며, 상반기 상승분을 되돌리는 흐름이 연출. 특히 한국 증시는 IT(-12%) 업종을 비롯해 소재(-14%), 산업재(-14%), 헬스케어(-13.5%) 업종 등 증시 전반적으로 하락 압력이 확산되며 변동성이 높은 모습

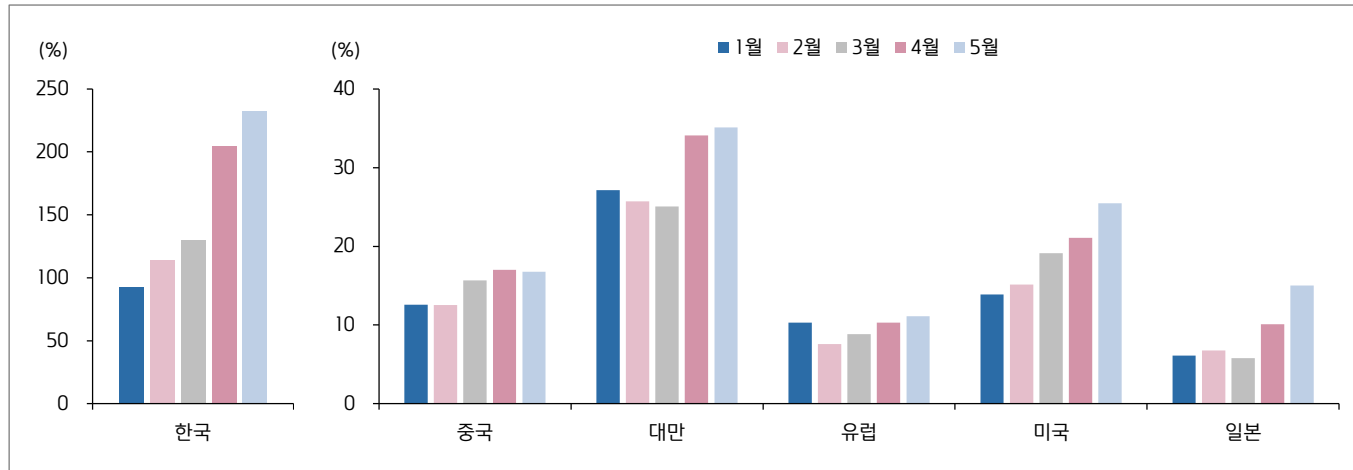
주요국 증시, GICS 업종별 6월 초 이후 성과

(MTD, %)	미국	유럽	일본	한국	중국	대만
에너지	3.6%	3.8%	-2.0%	-8.9%	-0.3%	-
소재	-2.4%	-2.6%	-10.3%	-14.3%	-7.1%	-1.8%
산업재	-0.2%	-1.6%	-5.0%	-14.2%	-3.9%	-0.9%
자유소비재	-5.7%	-0.5%	-3.5%	-12.5%	-1.3%	-2.1%
필수소비재	0.6%	-1.4%	-1.6%	-6.5%	-3.8%	2.1%
헬스케어	1.9%	-1.1%	-5.2%	-13.5%	-9.9%	-2.7%
금융	0.6%	-1.8%	3.6%	-0.5%	0.6%	7.8%
IT	-3.7%	4.7%	-1.5%	-12.3%	-3.9%	-3.7%
커뮤니케이션서비스	-5.0%	-1.5%	-2.5%	7.1%	2.1%	2.8%
유틸리티	-2.3%	0.7%	-2.0%	-7.5%	-3.8%	-

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터  
주) 6/8 증가 기준

- ▶ 증시의 상승 속도 및 IT 기업들의 과잉 투자에 대한 우려들이 수시로 제기되고 있으나 AI 테마는 빅테크의 CAPEX 중심 하드웨어 및 인프라 확충 단계에서 기업들이 AI 도입을 통한 생산성 향상 및 소프트웨어 매출 단계로 확장되는 전환되는 과도기에 위치해 있음
- ▶ 글로벌 증시 전체 이익성장의 상당 부분이 AI 밸류체인에서 집중되는 모습 지속
  - 핵심 칩과 인프라를 설계하고 보유하고 있는 미국이 견고한 성장을 이어가고 있으며 하드웨어 공급망을 쥐고 있는 한국과 대만이 특히 강한 EPS 레버리지 효과를 누릴 전망

주요국 증시, 2026년 EPS 성장률 전망 추이



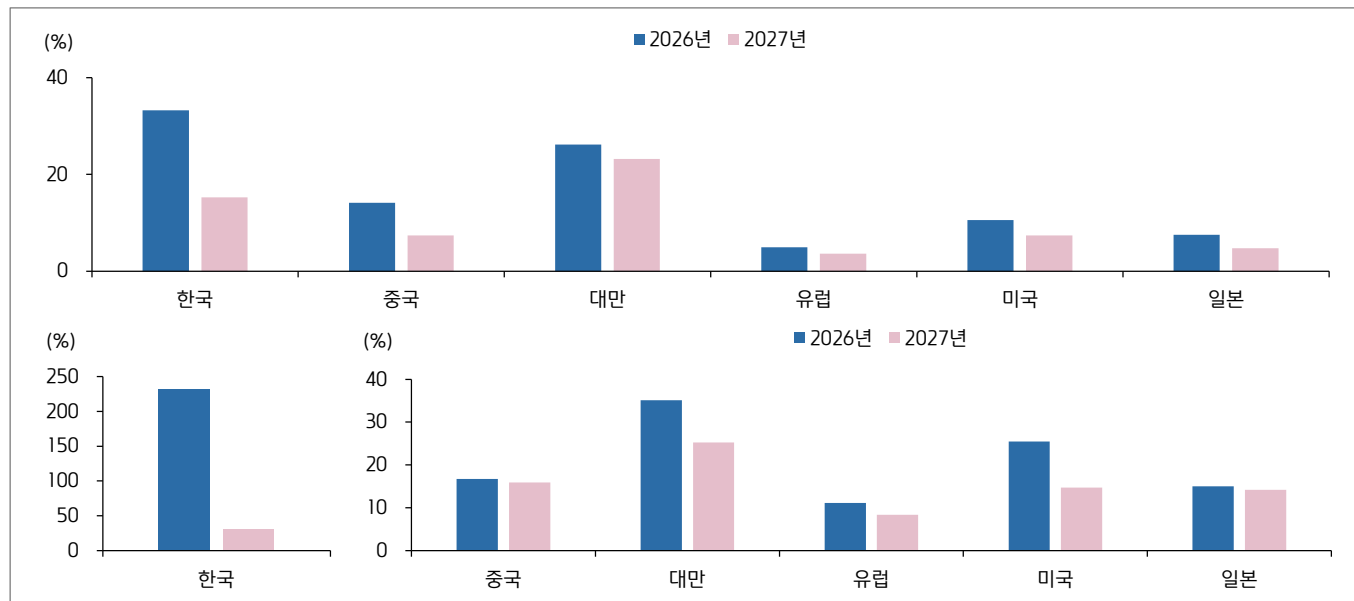
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 05.

## 주요국 증시 연도별 실적 성장률 전망

- ▶ 2026년은 그동안 축적된 빅테크의 AI CAPEX가 AI 하드웨어 공급망 기업들의 실적으로 기록되며 구조적 성장을 이룰 것으로 전망. 지수 상승이 멀티플 확장보다는 기업 이익 성장에 의해 견인
- ▶ 2027년은 전년도의 높은 이익 기저로 성장률 지표 자체는 소폭 둔화되며 정상화될 것으로 전망. 그러나 이익 절대 규모는 사상 최대치를 유지하며, 시장의 시선은 소프트웨어 수익화 검증으로 향할 것으로 예상

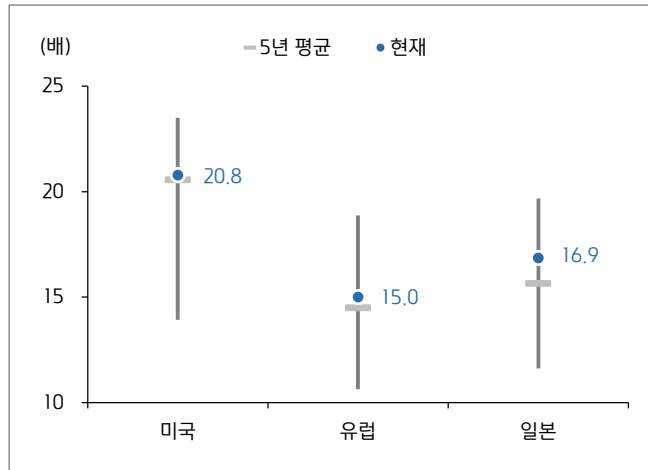
주요국 증시, 2026~2027년 매출 성장률(상), EPS 성장률(하) 전망



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

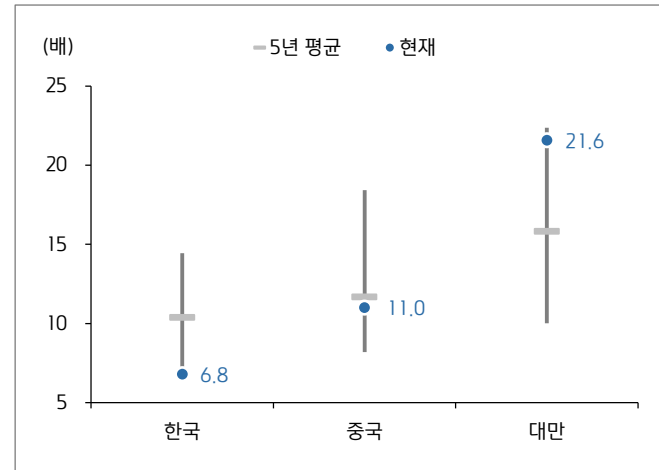
- ▶ 미국은 선행 12개월 PER은 현재 20.8배 수준으로 5년 평균(20.3배)을 근접. 빅테크 실적 호조에 실적 가이드언스와 시장 기대 사이의 간극으로 인해 최근의 상승을 일부 되돌리는 모습
- ▶ 한국의 선행 12개월 PER은 6.8배 수준에 위치. 5년 평균(11.0배) 대비 큰 폭으로 낮아져 있는 상황으로 실적 전망 대비 가장 저평가 구간에 위치
  - 전반적으로 AI 밸류체인의 수혜가 있는 미국 및 아시아 국가들의 밸류에이션 멀티플이 높은 모습.
  - 주요국 중 반도체 민감도 가장 높은 한국과 대만의 경우 과거 실적 기저 및 반도체 가격 민감도 차이에 따라 밸류에이션 방향성이 엇갈리는 모습이 특징적

주요 선진국 최근 5년 P/E(Fwd. 12M) 범위



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

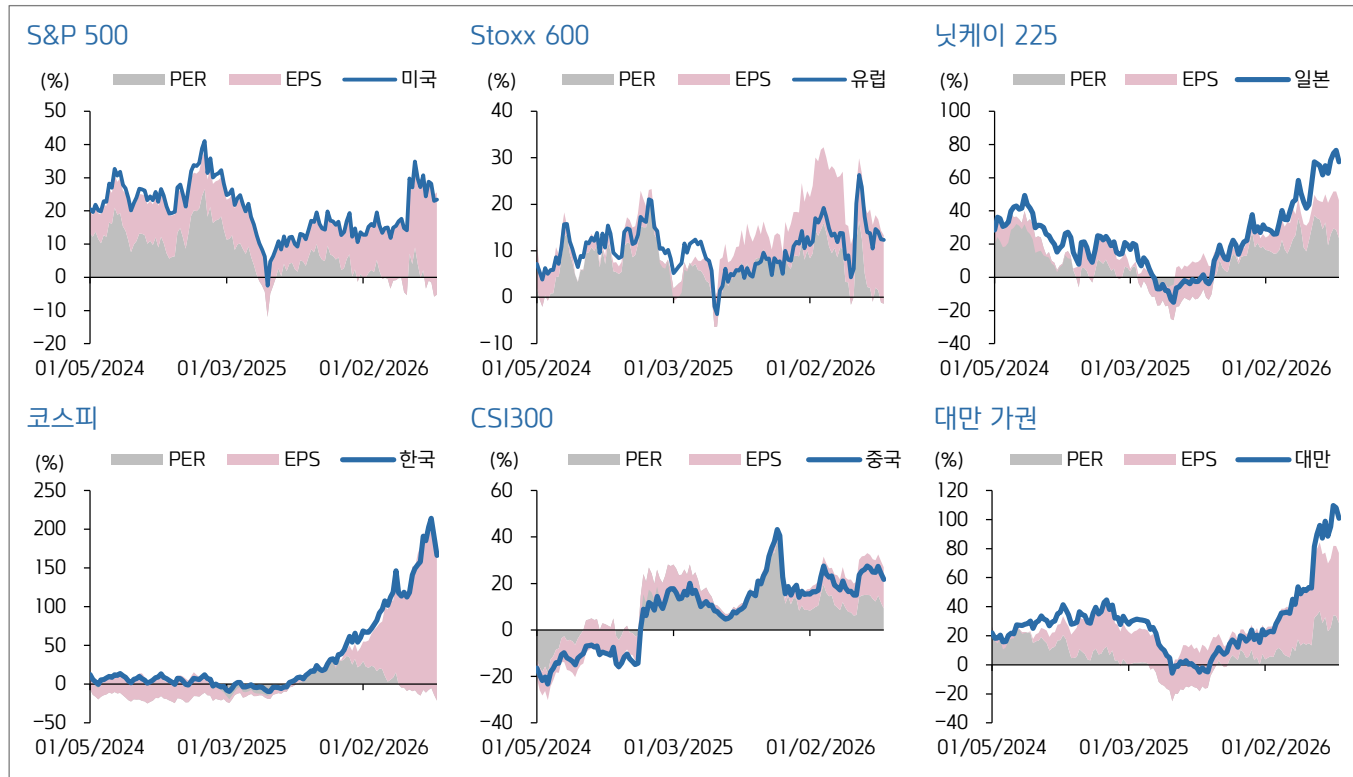
주요 신흥국 최근 5년 P/E(Fwd. 12M) 범위



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 주요국 주가 동인을 살펴보면 EPS 영향력이 큰 모습. 6월에 들어 IT 섹터를 중심으로 차익매물이 출회되기도 했으나 그 폭이 제한되며 증시 전반적으로 멀티플 훼손폭이 크지 않은 모습
  - 다만, 국내 증시의 경우 업종별로 살펴보면 2분기 후반에 들어 EPS 보다는 멀티플 확장에 힘입은 상승 업종이 늘어난 점은 부담

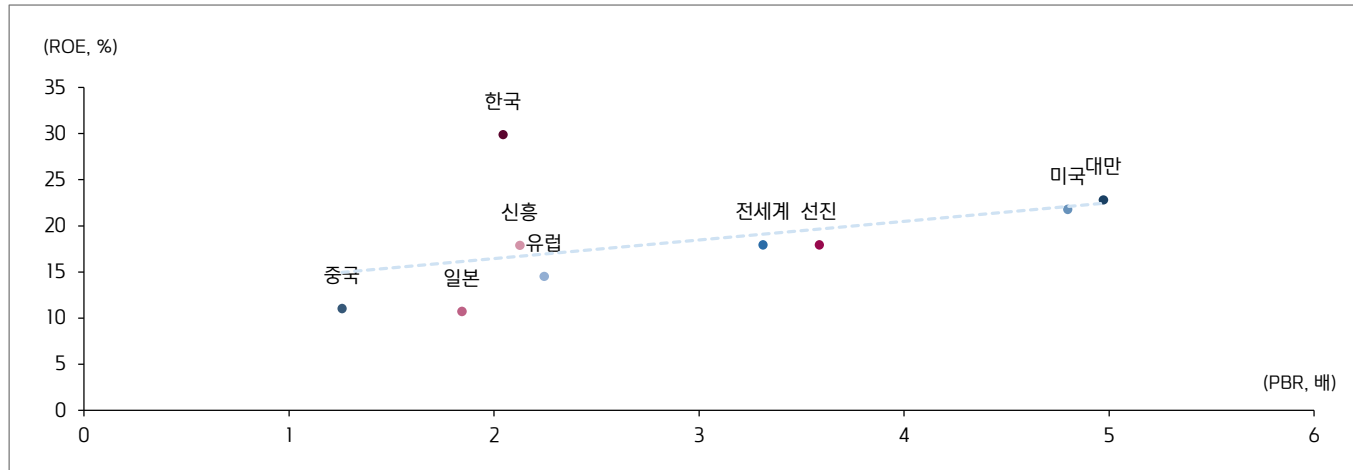
주요국 증시 최근 3년 주가수익률(1Y)의 동인 분해 (EPS/PER)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ ROE - PBR 기준, 한국 증시의 수익성은 6월 현재에도 주요국 중 가장 높은 수준. 연초 이후 신흥국(2.1배)의 PBR 멀티플을 일시적으로 상회하기도 했으나, 6월에 연출된 반도체 섹터의 차익매물 출회로 한국의 멀티플은 소폭 낮아진 2.0배 수준
- ▶ 단기간에 코리아 디스카운트가 전적으로 해소되기는 어렵겠지만, 주요국 중에서 AI 밸류체인을 주도하고 있는 미국, 대만 등의 멀티플을 고려한다면 추가적인 주가 상승 여력에 대한 기대 유효
  - 상반기는 AI 산업 성장을 둘러싼 논의들이 주도하는 흐름이었으나, 하반기 실적 모멘텀의 공백이 발생하는 경우 거버넌스 개선 등에 힘입어 증시의 하방이 지지될 수 있을 것으로 기대
  - 하반기 저PBR 기업 명단, 밸류업 우수 기업에 대한 법인 세액공제, 배당소득 분리과세 등 다양한 각도에서의 거버넌스 개선 움직임이 진행 중

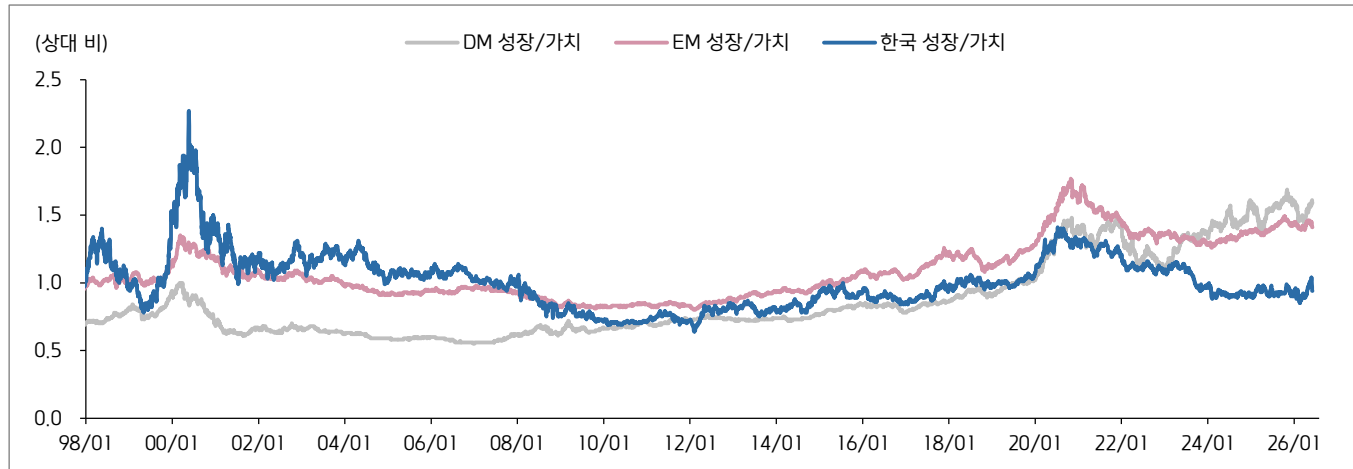
주요국 PBR과 ROE (Fwd. 12M)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 업종 측면에서 국내 증시의 상승은 상당 부분 반도체 업종을 위시한 시벨류체인 관련 종목군에 기인
- ▶ 하지만 그에 반해, 성장 그리고 가치 스타일의 성과 측면에서는 글로벌 증시와 비교해 성장 스타일의 강세가 상대적으로 완만하게 연출
  - 반도체 업종과의 괴리를 최대한 축소하기 위한 BM를 의식하는 기관 투자자들이 관련 우선주 및 지주사로의 비중을 확대한 영향. 또한, 국내 피지컬AI 테마에 해당하는 자동차 그룹사들이 아직까지 가치 스타일 분류에 해당하는 현실적인 제약들이 가치 스타일의 강세를 이끌어냄
- ▶ 스타일 분류 상의 왜곡을 감안 시, 국내 증시 역시 성장 스타일의 상대 우위가 더욱 강할 것으로 판단

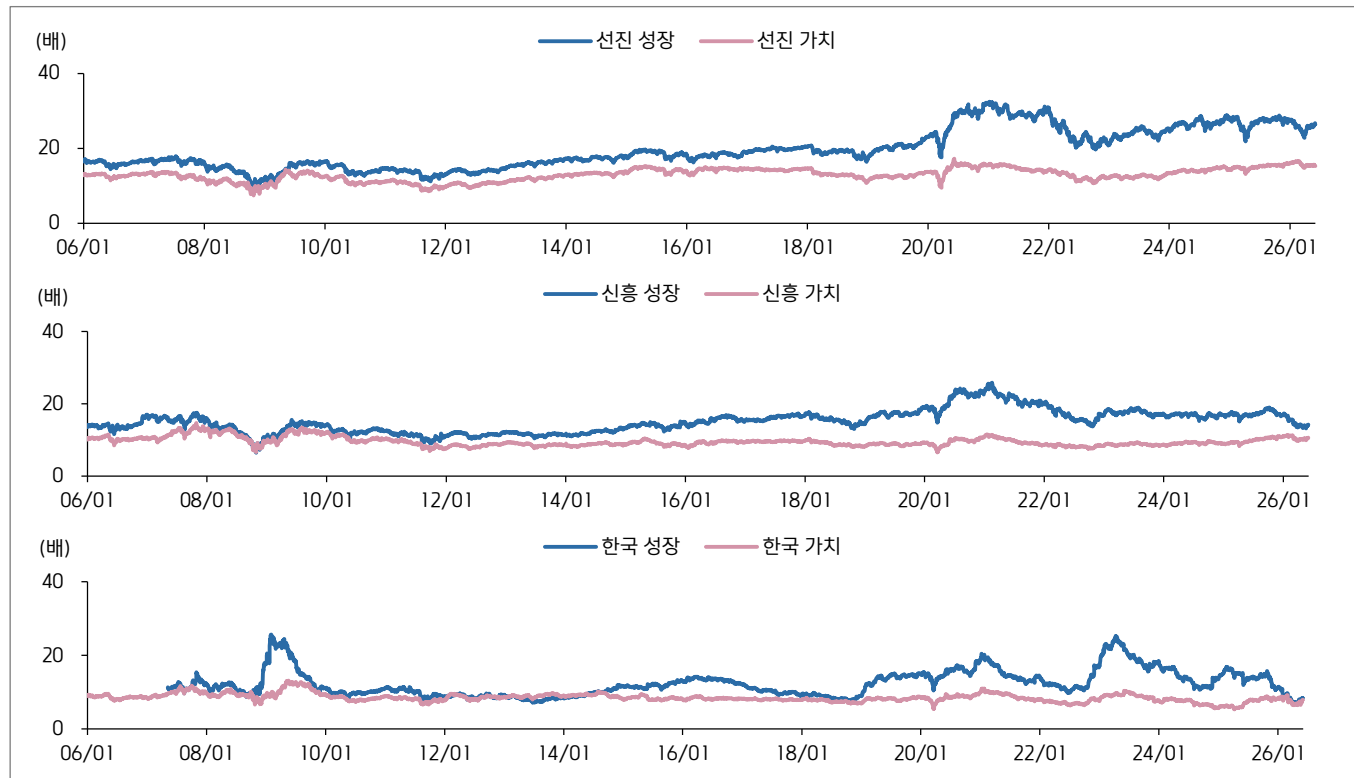
주요 권역 및 한국의 성장주/가치주 상대 지수 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터  
주) MSCI 국가별 스타일 지수 기준

- ▶ 국내외 증시 공통적으로 성장 스타일의 강세 국면을 만들어 낸 것은 성장 업종의 강력한 실적 성장세
- ▶ 미 증시를 비롯한 선진 역시도 실적 개선 흐름으로 성장 스타일의 PER 밸류에이션 멀티플이 소폭 완화됐으나, 해당 흐름은 한국 그리고 신흥 증시를 중심으로 강력하게 연출 중

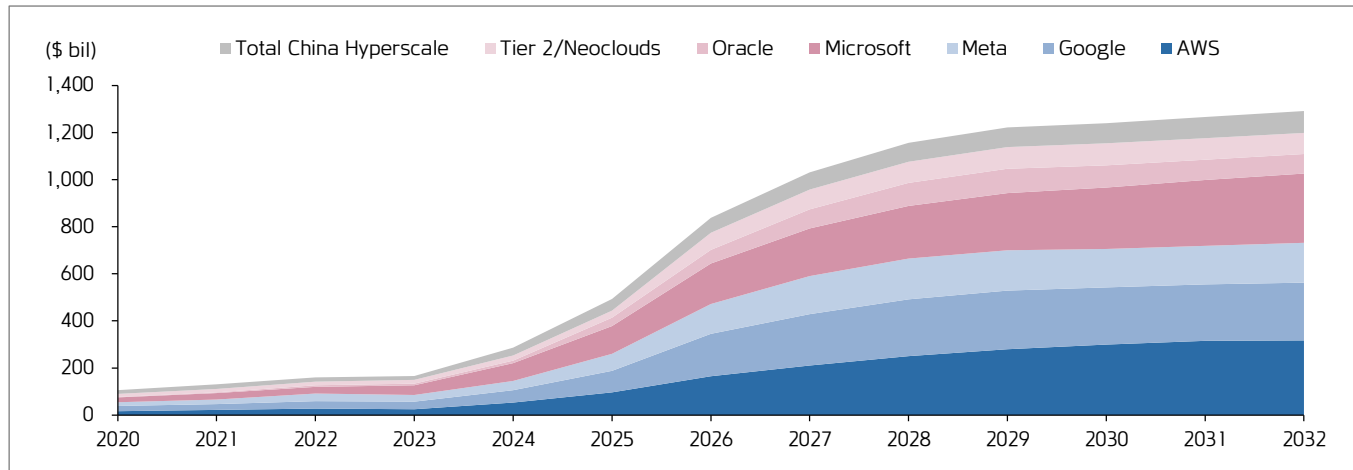
선진/신흥 권역과 한국의 성장주/가치주 선행 12개월 PER 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 2026년 기준 주요 하이퍼스케일러 기업들은 연간 1,000억 달러 이상을 CAPEX 투자에 투입하는 모습. 소수 빅테크 기업 중심으로 시장 지배력이 확고해지고 있음
- ▶ 이번 투자 사이클은 구조적 변화의 양상을 보이며 장기 투자 성격을 지니고 있음. 특히 2025년 CAPEX 증가율은 72%, 2026년 70%, 2027년 23%로 예상되며 올해와 내년까지도 CAPEX 투자에 따른 중간재 공급 업체들에는 우호적인 영업 환경이 펼쳐질 것으로 전망

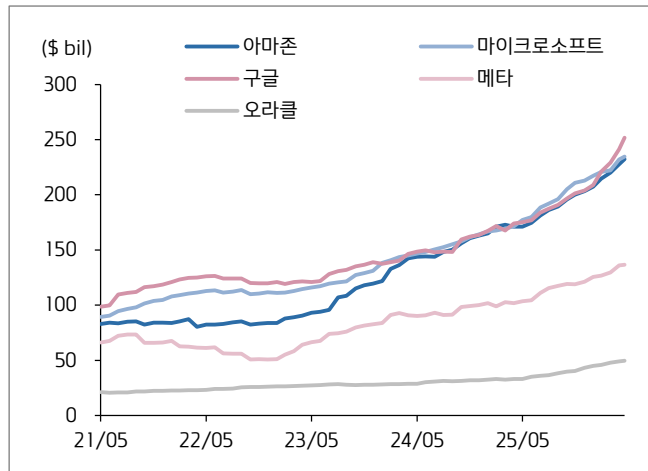
글로벌 하이퍼스케일러들의 CAPEX 규모 전망 추이



자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치센터

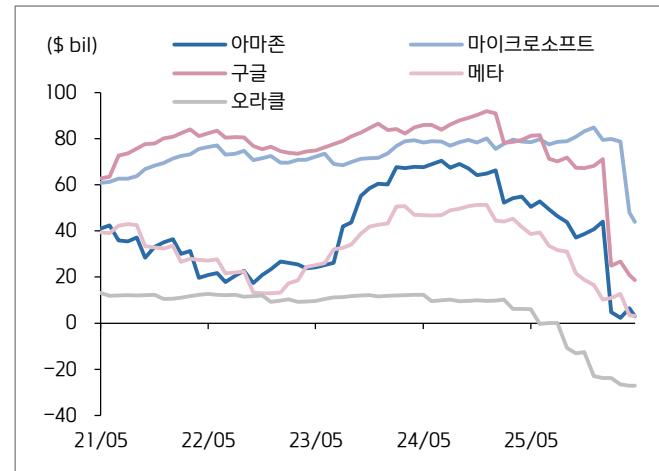
- ▶ 빅테크 기업들이 클라우드, 광고 등 AI 관련 서비스를 통해 영업활동으로 벌어들이는 수익은 사상 최고치를 기록하고 있음. 하지만 그와 동시에 AI 데이터 센터 건립, 전력망 확보, AI 반도체(GPU) 구매 등에 들어가는 자본지출(CAPEX) 규모 역시 경쟁적으로 늘어나고 있음
  - 자본지출의 경우 자산으로 잡힌 뒤, 수 년에 걸쳐 감가상각되는 구조를 지니므로 당기순이익은 견조
- ▶ 빅테크 기업들은 AI 산업의 재편 및 경쟁력 확보를 위해 막대한 투자를 진행하고 있고, 그로 인해 기업들의 잉여현금흐름 상황은 악화되는 모습
  - 일각에서는 AI 투자를 통한 수익성이 예상보다 낮을 수 있다는 점을 지적하기도 함
  - 또한, 인프라 확보를 위한 물리적/시간적 제약으로 인해 빅테크 기업들은 10~15년짜리 장기 임대 계약을 통해 데이터 센터 공간을 확보하기도 함. 해당 항목들은 총부채에 잡히지 않는 항목으로 현재까지 알려진 규모는 약 8,200억 달러 수준

주요 하이퍼스케일러, 선행 12개월 EBITDA



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주요 하이퍼스케일러, 선행 12개월 잉여현금흐름



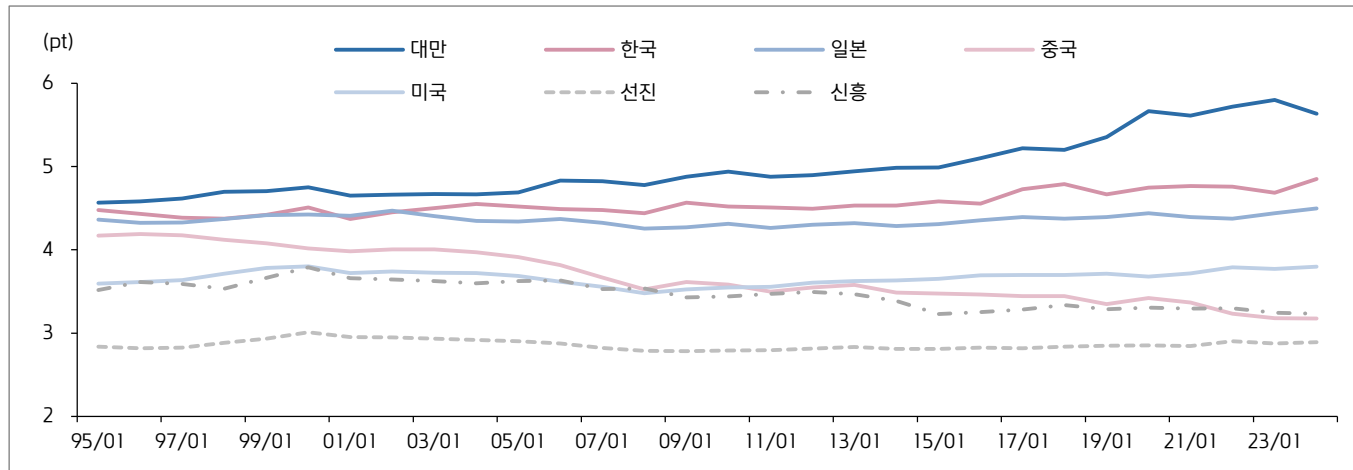
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 13.

## 동아시아 국가들의 AI밸류체인 수혜와 산업 쏠림

- ▶ 올해 상반기 글로벌 증시는 미국이 주도하는 AI 산업과 이에 파생되는 AI밸류체인의 수혜국들의 동반 강세 흐름으로 요약할 수 있음
- ▶ 특히 중국이 자동차, 화학, 배터리 등 핵심 제조업 분야에서의 강력한 경쟁자로 자리 잡으며, 한국, 일본, 대만 등 동아시아 국가들의 AI 관련 산업으로의 쏠림이 심화되고 있음
  - 대만은 수출의 80%, 한국은 40% 이상을 반도체/AI에 의존하고 있고, 해당 물량들의 상당 부분이 미국과 중국으로 향해 양국 간 무역 갈등 국면마다 리스크에 노출될 수 있음

주요국의 수출 산업 집중도 지수



자료: UNCTAD, 키움증권 리서치센터

주) 수출 산업 집중도 지수는 Theil export concentration index

# 14.

## (참고) 미국 세부 업종, 분기별 EPS 성장률 전망

- ▶ 빅테크 기업들의 투자 수익성 노이즈가 존재하지만, 미국 증시의 연간 실적 성장률 전망은 하반기까지 균일하게 이어질 것으로 예상되고 있음
  - 특히 글로벌 AIセンチ먼트를 주도하고 있는 IT 업종의 경우 상/하반기 성장률이 40% 내외로 유지될 것으로 전망되는 만큼 연내 AI 펀더멘털에 대한 과도한 우려를 제한시켜 줄 것으로 기대

미국, GICS 업종 분기별 EPS 성장률 전망

	2026	2026	2026	2026	2027	2027	2027
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
종합	25.1%	21.7%	19.9%	21.5%	12.8%	16.5%	15.0%
커뮤니케이션서비스	53.7%	9.9%	7.1%	9.0%	-21.8%	17.7%	17.8%
자유소비재	35.1%	3.8%	4.2%	16.1%	-5.0%	21.8%	18.7%
자동차 & 부품	68.4%	4.3%	-0.9%	28.8%	-14.1%	27.6%	23.4%
소비자 서비스	4.6%	9.2%	12.5%	17.6%	29.7%	18.0%	14.3%
필수소비재	4.8%	3.8%	6.3%	6.6%	7.1%	7.9%	7.9%
에너지	1.3%	109.4%	70.8%	64.1%	40.3%	-23.5%	-14.3%
금융	21.7%	5.2%	1.7%	6.8%	6.2%	13.0%	12.6%
부동산	6.9%	1.1%	2.9%	6.0%	2.8%	6.8%	7.5%
헬스케어	-4.3%	5.0%	8.6%	15.5%	21.4%	12.6%	11.2%
산업	9.9%	4.8%	15.7%	14.7%	12.9%	22.4%	18.3%
IT	45.4%	54.2%	48.0%	39.7%	35.7%	28.8%	23.4%
반도체 & 반도체장비	84.5%	113.2%	95.3%	82.6%	59.2%	40.1%	30.2%
소프트웨어 & 서비스	18.2%	12.6%	12.3%	10.4%	14.5%	18.4%	17.0%
기술 하드웨어 & 장비	32.4%	34.1%	25.9%	16.8%	19.8%	17.1%	15.6%
소재	29.1%	35.3%	46.6%	24.7%	20.2%	12.9%	6.6%
유틸리티	10.6%	11.4%	7.2%	9.5%	2.4%	11.0%	9.2%

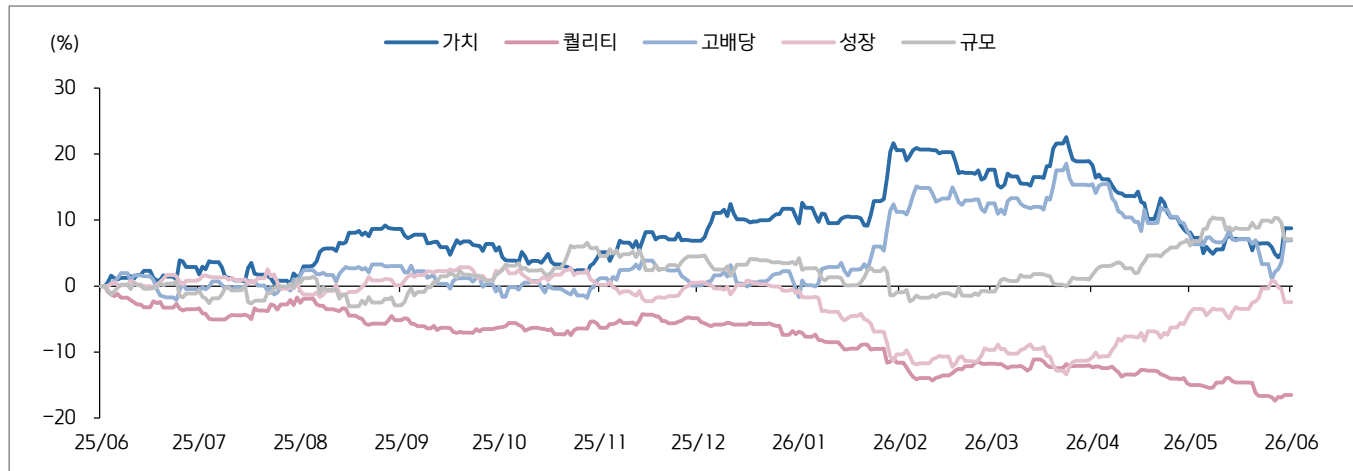
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 15.

## 미국 증시 스타일 동향: 대형 성장주가 주도한 2분기 이후의 상승

- ▶ 미국 증시는 전쟁 리스크 완화와 함께 4월을 기점으로 대형성장주를 중심으로 강한 상승세가 연출되어 왔음
- ▶ 하반기는 금리 상승에 따른 변동성 장세가 수시로 나타날 수 있을 것으로 예상되지만, 대형 성장주 중심의 강세 흐름이 비교적 짧았다는 점을 감안할 때, 변동성 확대 시 로테이션의 강도는 크지 않을 것으로 전망

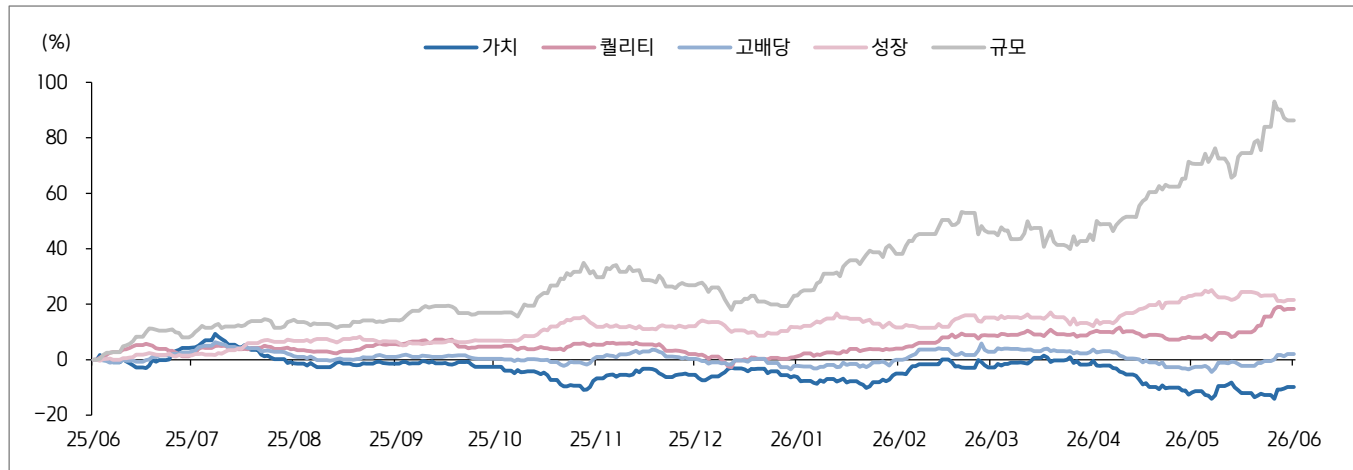
S&amp;P 500, 주요 스타일별 롱/숏 누적 수익률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 미 증시와 마찬가지로 국내증시 역시 대형주 그리고 성장주를 중심으로 한 모멘텀 장세가 이어지고 있음. 다만 글로벌 증시와 비교해 성장 스타일의 탄력보다도 규모 효과가 더욱 크게 나타나고 있는 점이 특징
- ▶ 한편, 글로벌 증시와의 차이점이 있다면, 작년 4분기를 기점으로 해당 추세가 중기적으로 이어지고 있다는 점
- ▶ AI 밸류체인과 관련된 증시의 베타가 상당히 높은 점을 감안, 현재 금리 경계감에 따른 증시 변동성의 진폭이 크게 나타날 수 밖에 없는 구조
  - 상반기까지 이익모멘텀이 이어질 것으로 예상되는 점은 현재의 추세 지속에 무게를 실는 배경이나, 인플레이 및 통화정책 관련 불확실성 확산, 실적 성장률 둔화 등에 민감하게 반응할 수 있을 것으로 판단

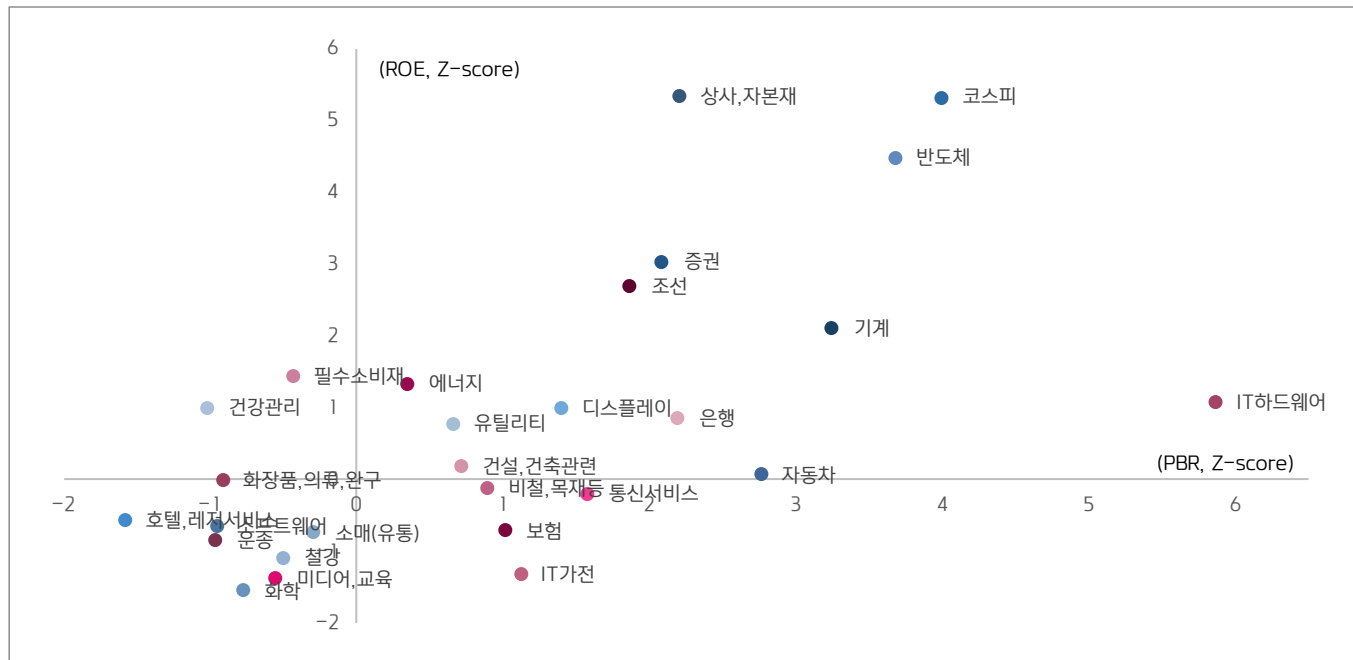
코스피, 주요 스타일별 롱/숏 누적 수익률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 하반기 중반 실적 성장률 둔화와 함께 업종 로테이션 구간이 연출되는 경우, 상대적으로 차익실현 압력이 제한될 수 있는 업종 내에서 기회를 모색해볼 필요.
- ▶ 높아진 실적 가시성을 보유하고 있는 방산, 조선, 금융(증권, 은행) 업종, 그리고 양호한 수익성에도 밸류에이션 멀티플 수준이 상대적으로 부진한 필수소비재, 소매(유통), 건강관리 등은 상반기 주도 업종의 부진 국면에서 대안이 될 수 있을 것으로 판단

코스피 업종별, 최근 10년 기준 PBR과 ROE 상대 위치



자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

## II. 하반기 주요 체크 포인트 및 자산배분 전략

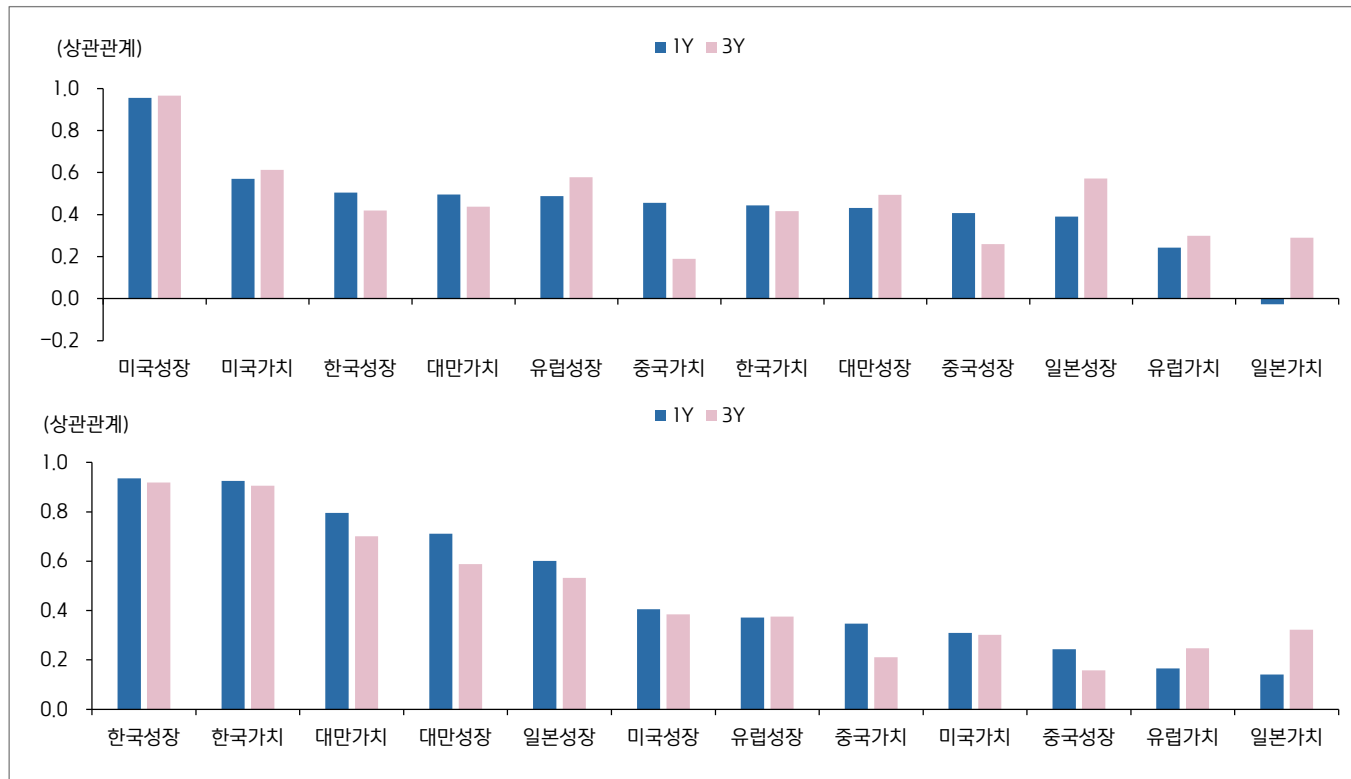


# 01.

## 스타일 관점에서 한/미 IT 업종과의 다각화 가능한 권역은?

- ▶ 하반기 역시도 글로벌 증시의 코어 테마는 AI 밸류체인으로 전망되는 만큼 AI 수혜 권역을 중심으로 대응할 필요. 다만, 상승폭에 비례한 변동성 확대 동반 가능성을 감안하여, 권역 내 스타일별로 미국 IT 업종 그리고 국내 IT 업종과의 상관성이 낮은 권역/스타일에 분산노출 함으로써 변동성 관리의 실익이 있을 것으로 판단

주요국 가치/성장 지수와 미국 IT(상) / 한국 IT(하) 업종과의 상관관계



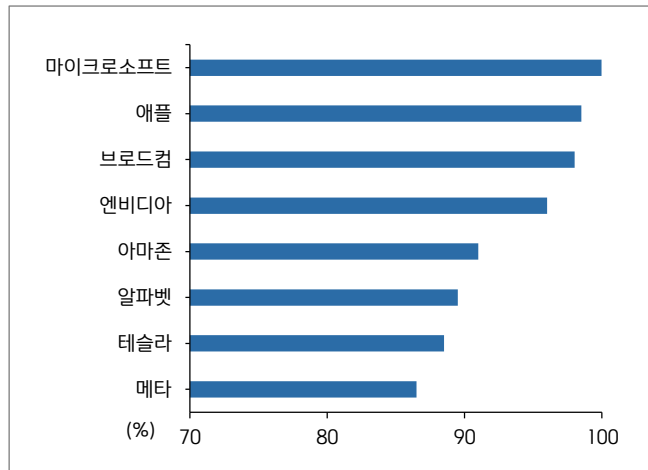
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 02.

## 하반기 초대형 IPO에 따른 과도한 경계감은 제한

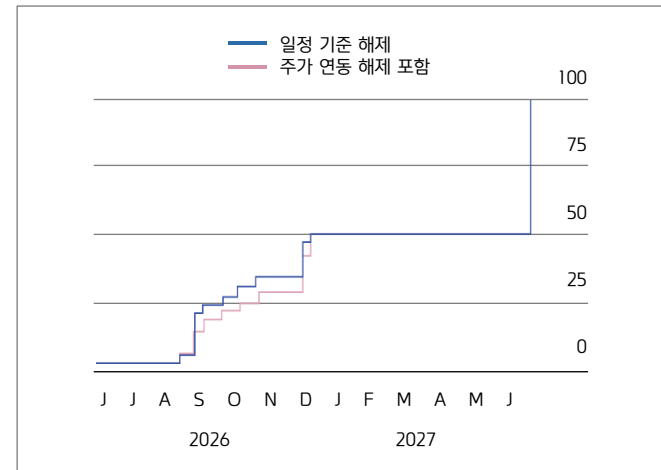
- ▶ 올해 하반기는 스페이스X를 비롯해 엔트로픽, 오픈AI를 비롯한 초대형 IPO가 예정되어 있음. AI 및 우주 산업 관련 핵심 기업들인 만큼 시장의 관심은 어느 때보다 높음
- ▶ 현재 시장 참여자 관점에서는 초대형 기업 상장에 따른 수급 이탈에 대한 경계감 존재
  - 위 3개사의 IPO규모는 약 2천억 달러 수준으로 예상되며, 역대급 규모에 해당
- ▶ 다만, 주요 빅테크 기업들과 비교해 상장 초기 유동주식 비율이 상당히 낮을 것으로 예상되는 점은 시장에 미치는 충격은 그렇게 크지 않을 것으로 전망
  - 나스닥의 경우 패스트트랙 도입을 통해 대표 지수 편입을 앞당겼으나, S&P500의 경우 의견 검토 후 기존 요건('상장 후 최소 1년', 직전 4개 분기 연속 흑자 순이익', '유동비' 등)을 만족시켜야 편입 가능하다는 의견 발표

주요 빅테크 기업들의 유동 주식 비율



자료: Bloomberg, Economist, 키움증권 리서치센터

SpaceX의 시기별 유동 주식 비율 해제 추이



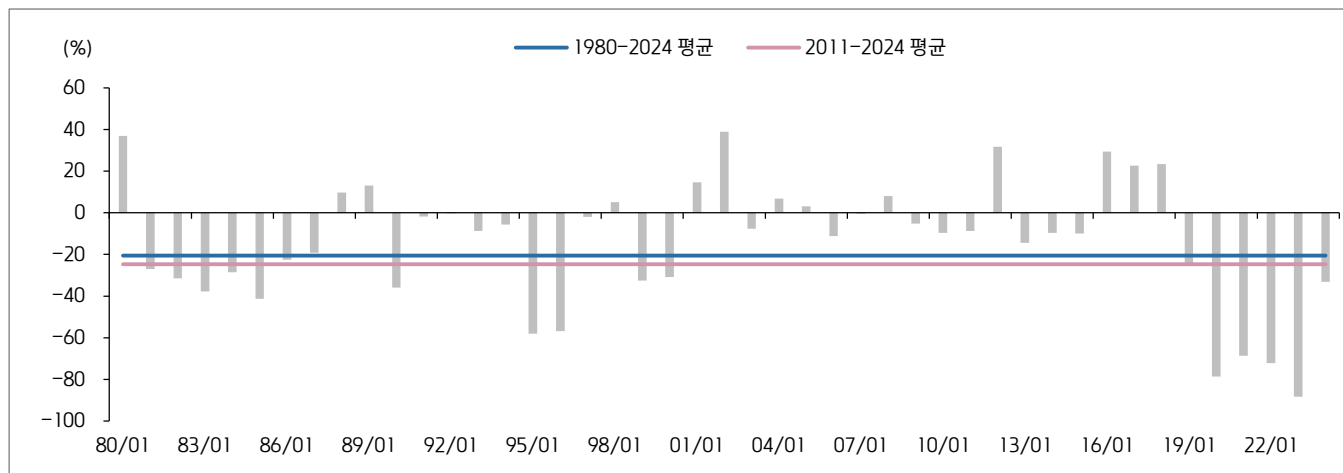
자료: Bloomberg, Economist, 키움증권 리서치센터

## 03.

## 다만, IPO 이후의 변동성은 보다 길게 살펴볼 필요...

- ▶ 단기 충격은 시장 우려만큼 크지는 않으나, 일반적으로 증시의 리스크 온 구간에서 높은 멀티플로 상장되는 주식의 경우 중장기 성과에 대한 경계감이 더욱 클 것으로 판단
- ▶ 실제로 1980~2024년 기간 동안 상장된 기업들의 상장 직후 3년간의 주가 성과는 시장 BM보다 평균적으로 수익률이 약 20% 낮은 것으로 집계
  - 특히 밸류에이션 멀티플이 높은 기업들의 경우, 상장 이후 높은 밸류에이션 멀티플을 정당화하지 못하는 경우가 빈번하게 발생하며 시장을 하회하는 강도가 더욱 강한 경향을 보였음. 스페이스X는 현재 PSR이 약 90배 수준으로 예상되는 만큼 변동성 확대 가능성 주의 필요

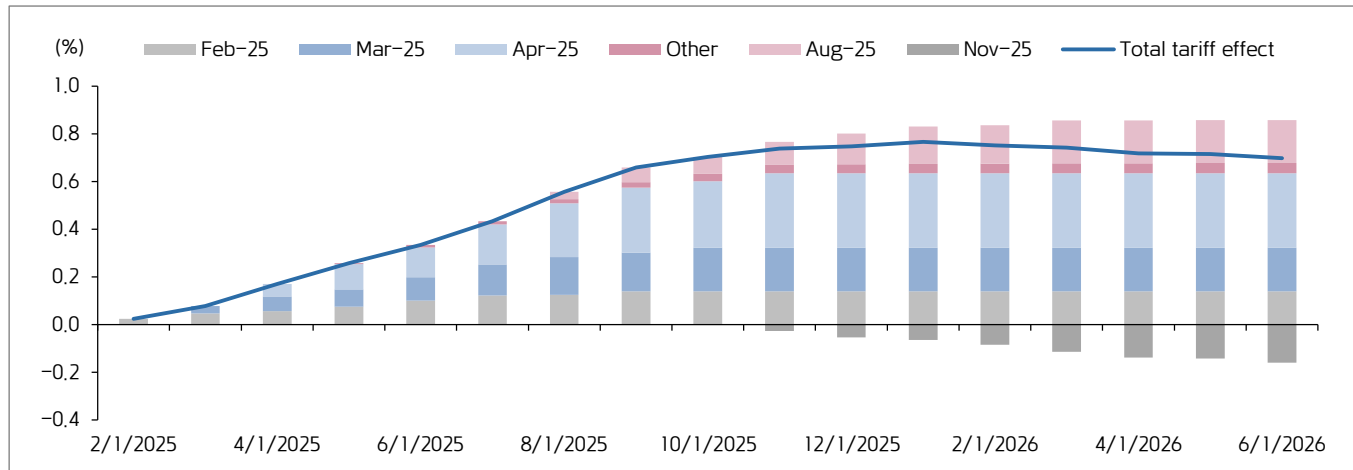
과거 IPO 이후 3년 보유수익률의 상대성과(BM 대비)



자료: Univ of Florida Jay R. Ritter 'IPO Data', 키움증권 리서치센터

- ▶ 지난해부터 본격화된 미국발 관세 충격 이슈는 최근까지도 트럼프 대통령의 외교 전략을 활용되며 시장의 노이즈로 작용 중. 다만, 관련 우려에 대한 시장의 민감도는 점차 둔화되는 모습
- ▶ 시기별로 부과된 관세 정책이 미국의 PCE 물가지수 상승에 미친 영향도를 살펴보면, 관세 충격이 지속적인 물가 상승 압력 요인으로 작용하기 보다는 일회성 충격에 그치는 모습
  - 2025년 11월 초 중국산 관세 인하(10%p)의 조기 완충 효과가 없을 경우, 누적 근원 PCE 상승 압력은 0.9%에 달했을 것으로 추정

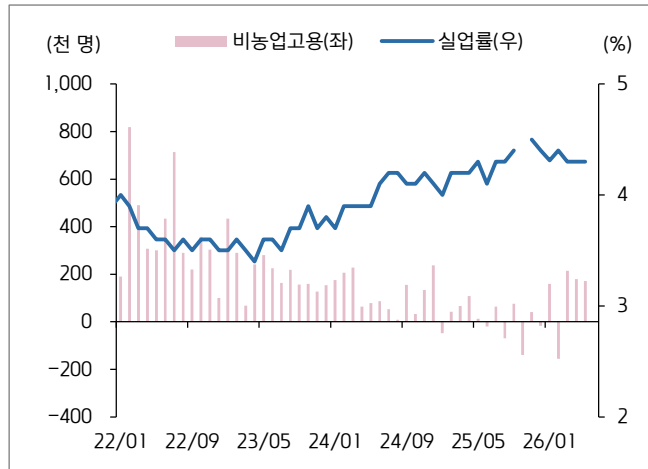
PCE 물가지수에 대한 시기별 관세정책의 영향



자료: Bloomberg, Fed, 키움증권 리서치센터

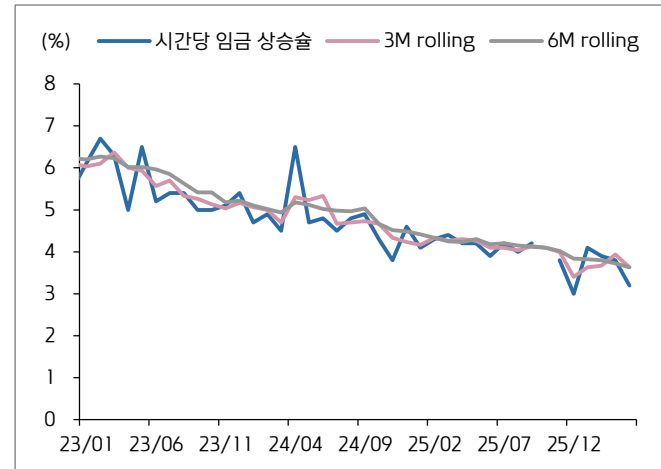
- ▶ 6월 초에 발표된 미국의 헤드라인 고용이 예상보다 견조하게 발표되며 시장은 연준의 금리 동결에서 인상 가능성이 부각되며 변동성 격화
  - 고용 지표 발표 이전까지는 연말 금리 동결 확률이 우세했으나, 발표 이후 CME Fed Watch 상의 12월 금리 인상 확률이 43%로 상승
- ▶ 하지만 금번 고용 발표는 고용의 질 측면에서도 일시적인 성격의 고용이 높았음. 또한, 시간당 임금 증가율은 지속적으로 둔화되는 모습이 나타나며 노동 시장 및 임금 상승 압력이 높지 않은 모습

미국 비농업 고용과 실업률



자료: FRB of Cleveland, 키움증권 리서치센터

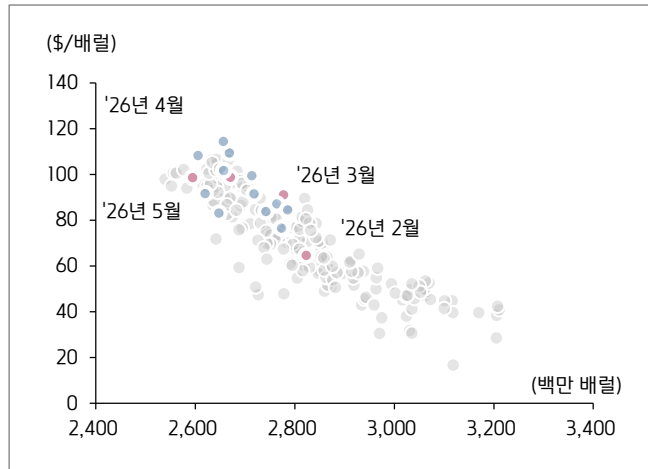
미국, 시간당 임금 증가율



자료: BLS, 키움증권 리서치센터

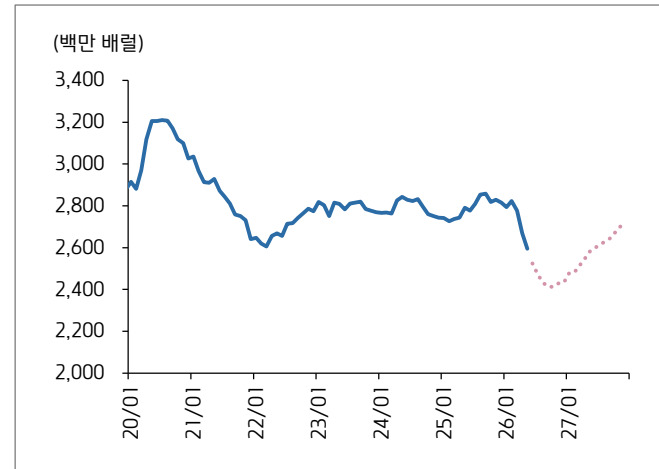
- ▶ 미-이란 간의 협상이 지연되고 있으나, 시장 참여자들은 협상의 타결 가능성에 무게를 두고 있음
- ▶ 당초 예상보다 지정학적 갈등이 장기화 됨에 따라 호르무즈 해협 봉쇄에 따른 영향이 커지고 있음
- ▶ 장기적으로 상업용 원유 잔고와 국제유가는 수요-공급 원리에 따라 뚜렷한 음(-)의 관계를 보임
  - 현재 시장 컨센서스로는 올해 연말까지도 상업용 원유 잔고가 감소하는 추세를 보일 것으로 예상되고 있는 만큼, 에너지 공급 충격에서 오는 인플레이션 우려는 하반기에도 주시해야 할 요인

국제유가 가격과 재고



자료: Bloomberg, FT, EIA, 키움증권 리서치센터  
 주) 붉은색은 올해 2월 이후, 푸른색은 2022년

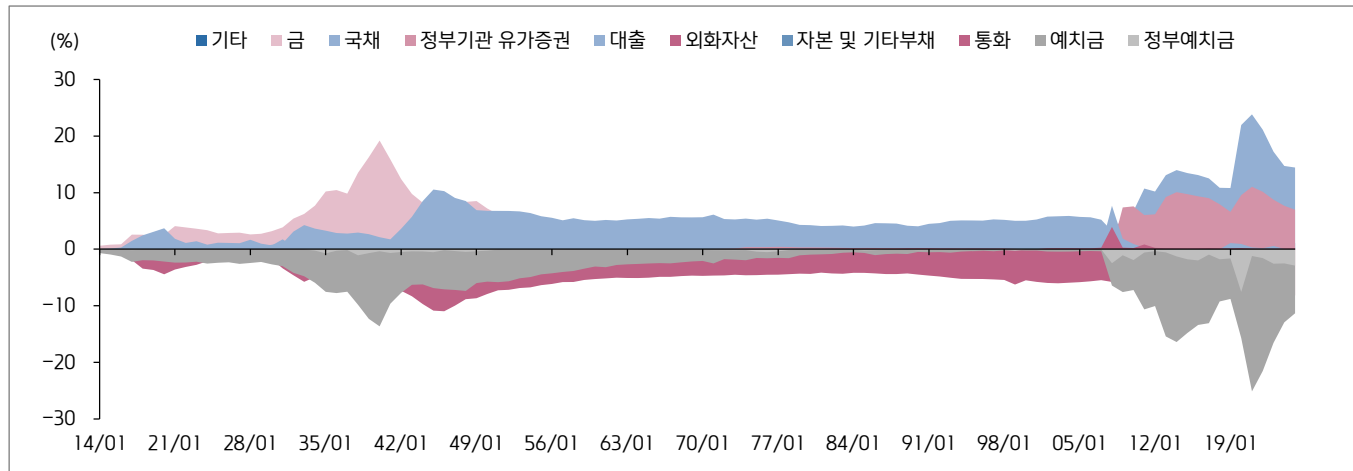
상업용 원유 잔고 추이 및 전망



자료: BLS, 키움증권 리서치센터

- ▶ 신임 연준의장인 케빈 워시는 과거부터 연준의 비대해진 대차대조표가 자산 가격을 왜곡하고 있음을 지적하며 대차대조표 축소에 대한 의지를 표명
- ▶ 다만, 일각에서는 대차대조표를 무리하게 줄일 경우, 지급준비금의 하한선을 건드릴 수 있는 만큼 단기자금 시장의 발작 가능성을 지적. 또한, 재정적자 우려가 상존하는 상황에서 연준이 자산 규모 축소를 위해 국채 물량을 줄이는 경우 장기 금리의 상방 압력을 자극할 수 있는 점 등은 현재 주요 정책 리스크 요인

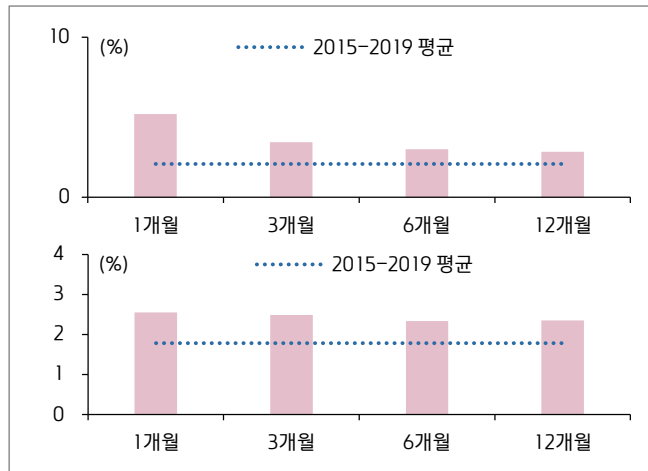
미 연준, GDP 대비 자산/부채 비중



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

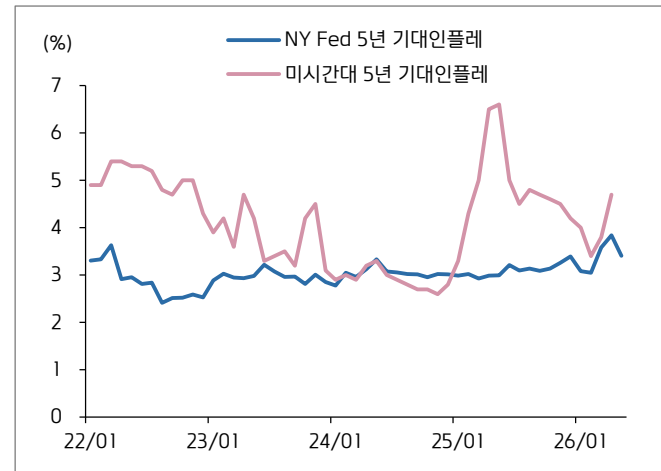
- ▶ 케빈 워시 연준 의장은 향후 물가 관리를 위해 절삭 평균을 이용한 물가 지표 도입을 논의. 이를 통해 극단값에 해당하는 항목들을 제외하여 물가의 변동성 관리를 목표
  - 해당 방법을 이용한 최근 4월 물가상승률을 계산해보더라도 CPI, PCE 기준으로도 모두 인플레이션 목표치인 2%를 상회하고 있는 상황
- ▶ 특히 유가 충격에 따른 물가 고착화 및 연준 독립성 우려로 인해 시장에서 예상하는 5년 장기 기대인플레이션은 연초 이후 재차 상승하고 있음
  - 기대인플레이션 안착 실패 및 시장의 금리 인상 가능성 선반영으로 인해, 연준의 금리 인하 정책 기조는 극도로 제한될 수 있다는 의견이 고개를 들고 있는 상황

미국, 기간별 Trimmed-mean 인플레이션(CPI / PCE)



자료: FRB of Cleveland, 키움증권 리서치센터  
 주) CPI 기준(위), PCE( 기준(아래))

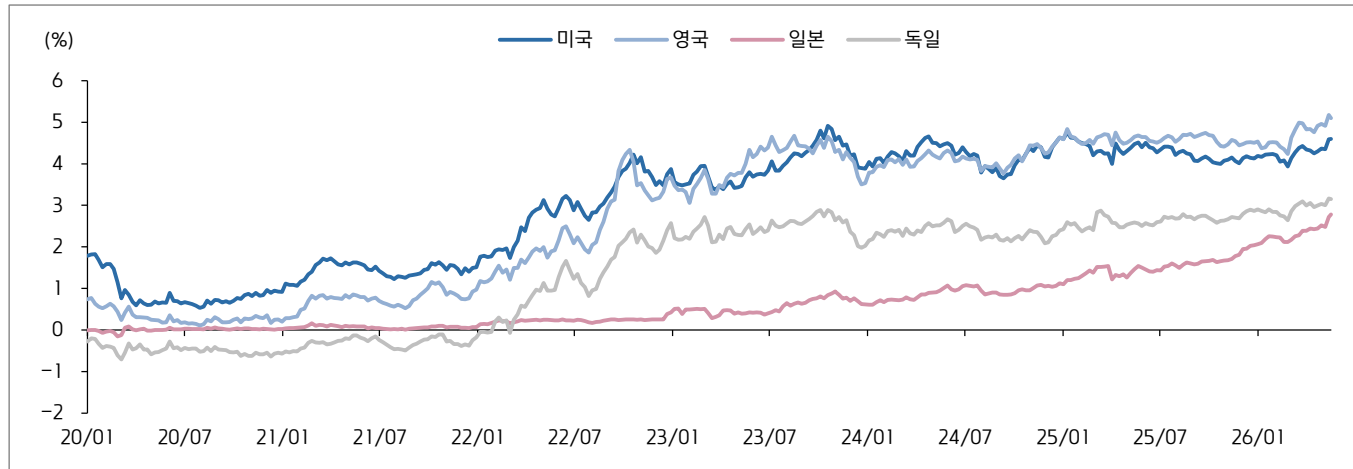
미국 5년 기대인플레이션 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ '26년 5월 중반 이후 미국 10년물 등 주요 선진국 장기물 국채 금리의 가파른 동반 급등세 연출. 지정학적 갈등 통합이 지연되며 구조적 인플레이션 불안감이 심화된 까닭
- ▶ 인플레 반등 우려로 연준(Fed) 등 주요국 중앙은행의 금리 인상 가능성이 부각되는 등 경기 방어와 물가 안정 사이의 정책적 딜레마 심화되며 금융 시장 불안을 자극
- ▶ 에너지 가격에 기인한 물가 충격이 보다 장기화 될 것으로 예상되는 점을 감안 하반기로 넘어가는 시기 통화정책 및 금리 민감도가 높아지는 구간이 연출될 가능성 무게. 연초 이후 실적에 기반해 글로벌 증시를 주도해 온 주요 성장주의 흐름이 금리 불확실성에 기인해 수시로 변동성 국면에 노출될 수 있을 것으로 전망

주요 선진국 10년물 국채 금리 추이



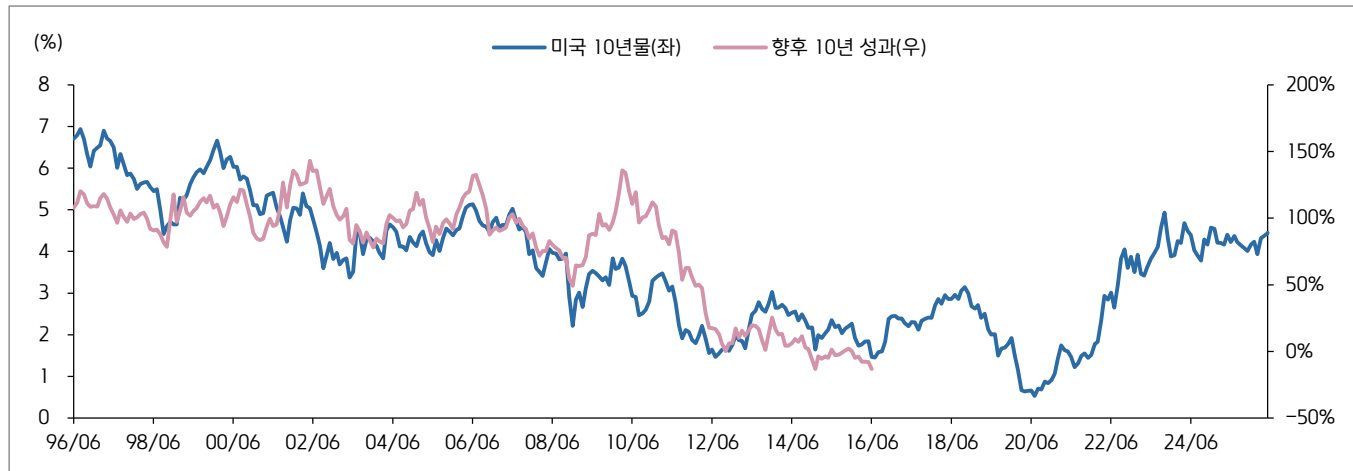
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 10.

## 금리 상승 우려에도 장기 성과 감안 시 접근 기회 존재

- ▶ 채권 금리 상승은 부담이나, 10년물 기준 4.5%, 30년물 기준 5%를 넘어서며 최근 20년 레인지 기준 상단에 위치. 일각에서는 지정학적 리스크가 지속됨에 따라 추가적인 상승 압력이 존재할 수 있다는 우려도 존재
- ▶ 다만, 명목 수익률 기준 4~5% 수준은 일부 장기투자자에게 있어 안정적인 장기 수익률 확보 유인이 있을 수 있는 구간임을 감안 장기 금리의 과도한 상승 가능성은 제한될 것으로 전망

미국 10년물 금리와 향후 10년 성과



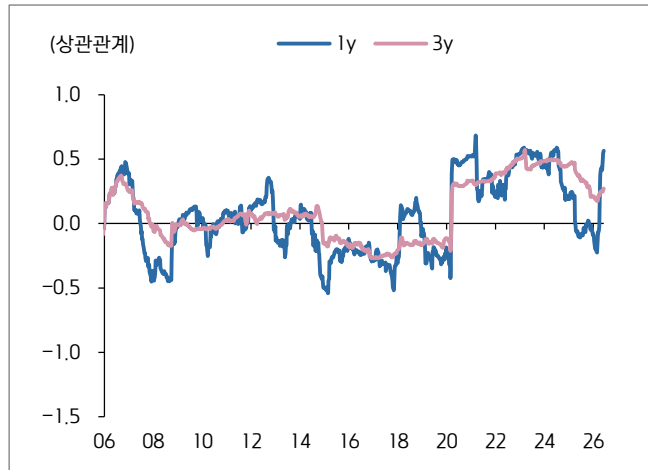
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 11.

## 높게 유지되고 있는 주식과 채권의 상관관계

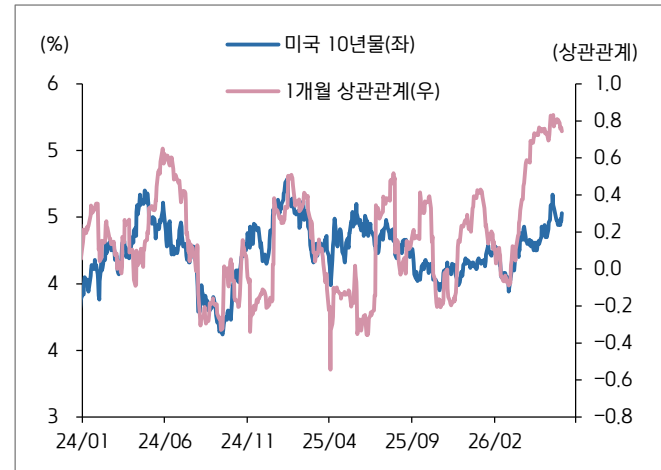
- ▶ 2022년 이후 높아진 주식과 채권 간의 상관관계는 금리 인하 사이클로 변화한 2024년 이후 점차 낮아지는 모습을 보였으나, 최근 들어 재차 강화되며 자산배분 전략 수립을 어렵게 만드는 배경
- ▶ 특히 올해 2분기에 들어서며 주요국의 재정 우려와 함께 인플레이션 장기화에 대한 우려가 맞물리는 모습이 나타나며 주식과 채권의 상관관계는 큰 폭으로 상승
- ▶ 상관성이 높아지는 가운데, 시장 금리 상승 흐름과 주식의 탄력적인 상승 흐름이 이어지는 현재의 시장 상황은 자산배분 전략 관점에서 채권에 대한 매력도를 낮추는 요인으로 작용하고 있음

미국, 주식/채권 장기 상관관계 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국, 주식/채권 단기 상관관계와 10년물 금리



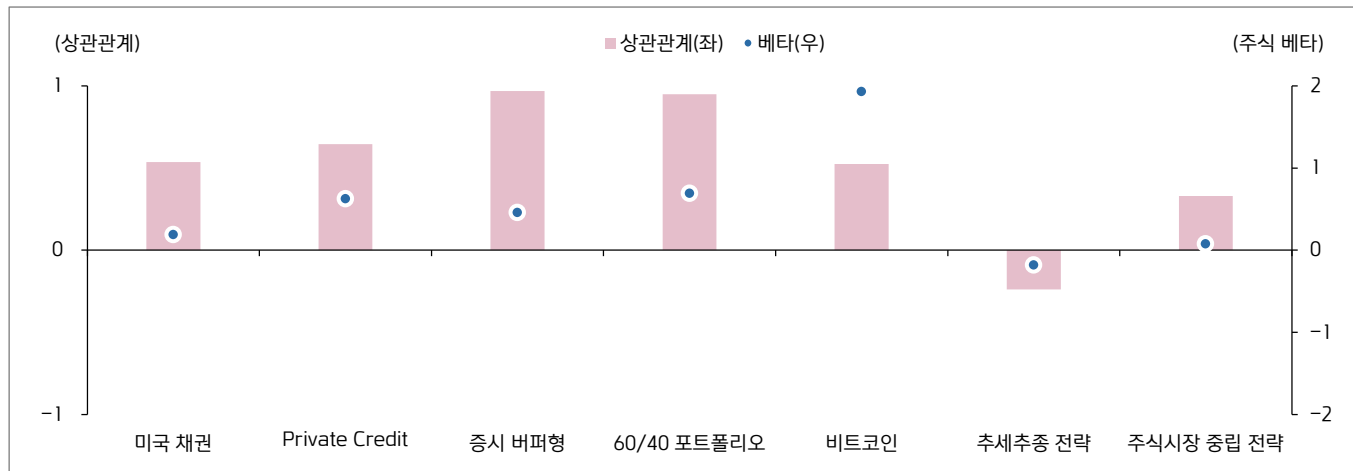
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 12.

## 상관관계는 높지만, 베타 관점에서는 채권의 변동성 관리 효과 유효

- ▶ 그럼에도 하반기에도 중기 배분안과 비교해 채권에 대한 적정 비중을 유지할 필요가 있을 것으로 판단
- ▶ 상관관계 측면에서는 과거에 비해 주식과 채권간의 상관성이 상당히 높아졌지만, 주요 자산군 및 자산배분 전략과 비교했을 때, 주식에 대한 베타는 0.2 수준으로 상당히 낮은 모습
- ▶ 상반기 글로벌 증시의 강세 및 대형주 중심의 쏠림에 대한 우려가 상존하며, 변동성 관리가 필요할 것으로 예상되는 구간에서 채권은 변동성 관리를 위한 필수 요소
- ▶ 또한, CTA와 같은 추세 추종 및 헷지 전략을 활용한 주식시장 중립 전략 등도 포트폴리오의 안정성 제고 관점에서 적극적으로 고려해볼 만한 시점으로 판단

미국 주식 시장과 주요 자산 및 전략의 상관관계/주식베타



자료: AQR, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 지정학적 갈등 봉합이 지연되며 시장참여자들의 경계감을 불러일으키고 있지만, 시장 참여자들이 예상하는 시나리오에서 전쟁 심화에 따른 스태그플레이션 및 인플레이션 확산 가능성은 낮게 평가되고 있음
- ▶ 현재 컨센서스인 점진적인 갈등 봉합 및 저강도 분쟁의 장기화 가능성이 가장 높을 것으로 예상되고 있음
- ▶ 예상되는 시나리오 확률들의 종합하는 경우, 미국 10년물 금리는 현 수주대비 소폭 하락하는데 그칠 것으로 예상되고 있음
  - 하반기 내내 금리 상방 압력이 상존하는 점을 고려할 때, 듀레이션이 짧은 채권 자산 중심의 대응 필요성이 높아지는 배경

매크로 이슈 시나리오에 따른 미국 금리 전망(2026년 연말 기준)

시나리오	확률	기준금리	2년물	10년물
이란 전쟁 심화 (스태그플레이션)	5%	3.625%	4.33%	4.81%
근원 인플레이션 압력 전방위 확산	5%	3.875%	4.29%	4.69%
저강도 분쟁의 장기화	25%	3.625%	4.07%	4.55%
시장 컨센서스	40%	3.625%	3.81%	4.27%
신속한 전쟁 종료	20%	3.375%	3.57%	4.27%
노동시장 냉각 및 인플레이션 하락	5%	3.125%	3.24%	4.11%
<b>시나리오 확률별 가중 평균</b>		3.56%	3.85%	4.38%

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

# 14.

## 미 장기물 금리 변화에 따른 자산군별 민감도

- ▶ 최근 1년 기준, 미국 장기 금리 상승에 따른 자산별 베타를 살펴보면, 아시아 증시 및 성장주 그리고 장기물 채권의 민감도가 높은 모습. 하반기 금리 상방 리스크가 상존하는 상황을 가정하는 경우, 단기 채권, 원자재 그리고 달러자산에 대한 노출도 확보가 필요할 것으로 판단

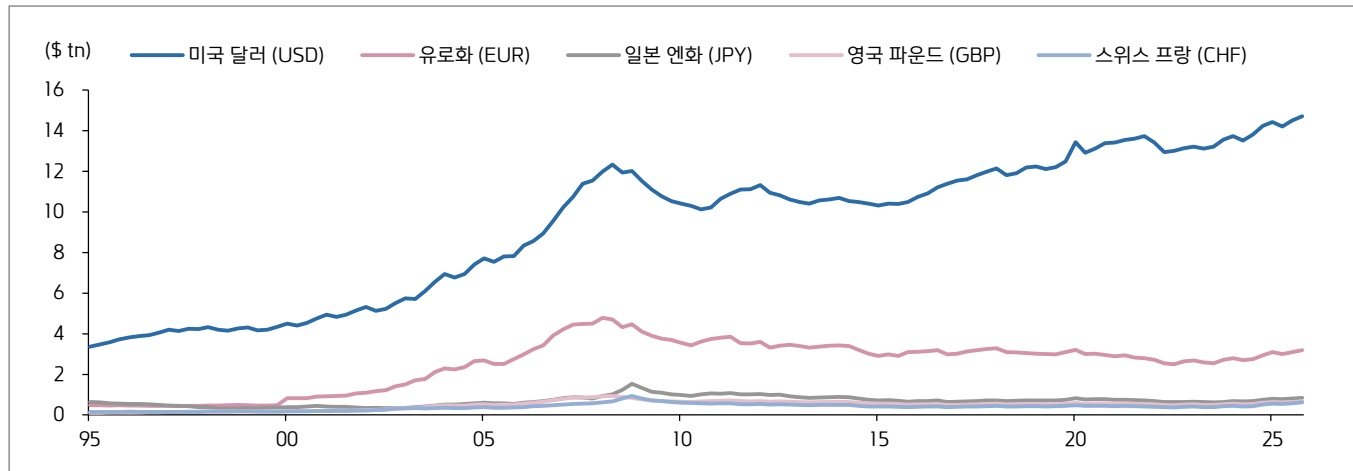
미 10년물 금리 변화에 따른 자산군별 민감도(베타)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터  
 주) 금리 100 bp 변화 시 베타

- ▶ 미국의 재정정책에 대한 불확실성과 함께 반-글로벌 움직임이 심화됨에 따라 주요국 중앙은행의 달러자산에 대한 수요 감소 및 안전자산인 금에 대한 수요 증가 등을 바탕으로 탈-달러화에 대한 움직임이 진행되고 있음
- ▶ 다만, 아직까지도 역외 달러 채무는 꾸준히 늘어나며 달러 지배력은 견조한 흐름이 이어지고 있음. 더불어, 글로벌 금융 시장의 변동성이 확대되는 가운데, 주식 고평가에 대한 우려가 상존하는 점 그리고 재정불안에 따른 채권 수요가 제한되는 구간에서는 달러 수요를 높이는 요인

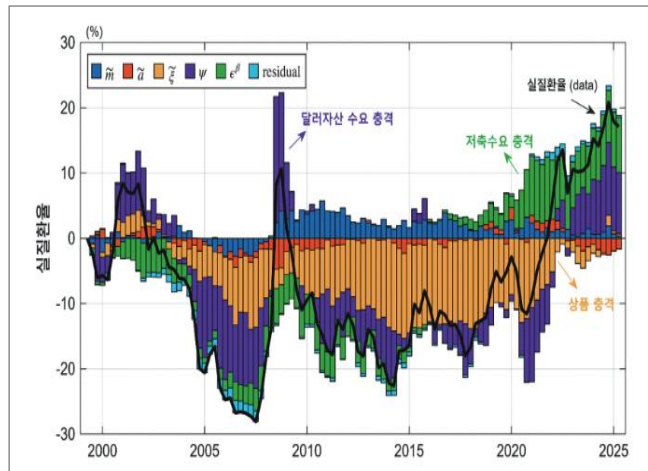
미국 외 은행권의 미 달러화 부채 규모



자료: BIS, 키움증권 리서치센터

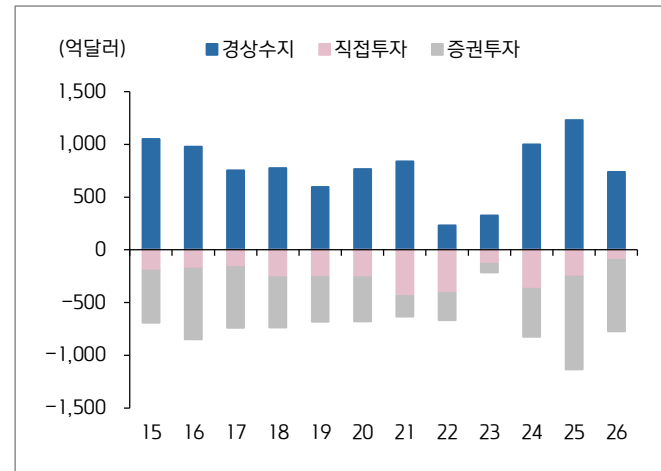
- ▶ 과거 원/달러 환율은 무역 및 경상수지로 대변되는 상품 충격이 주도하는 모습이었으나, 최근에는 민간 중심의 대외 자본 유출 충격이 환율 변동을 지배하는 구조로 변화
- ▶ 기관 및 가계의 해외 투자 수요가 확대되는 가운데, 국내 증시 급등에 따른 외국인 매도세 집중, 지정학적 불확실성 등의 요인이 복합적으로 작용하며 환율 상승 압력이 지속되는 모습

실질환율 변동요인 역사적 분해



자료: 한국은행 '우리나라 대외부문의 구조적 변화가 환율에 미치는 영향'

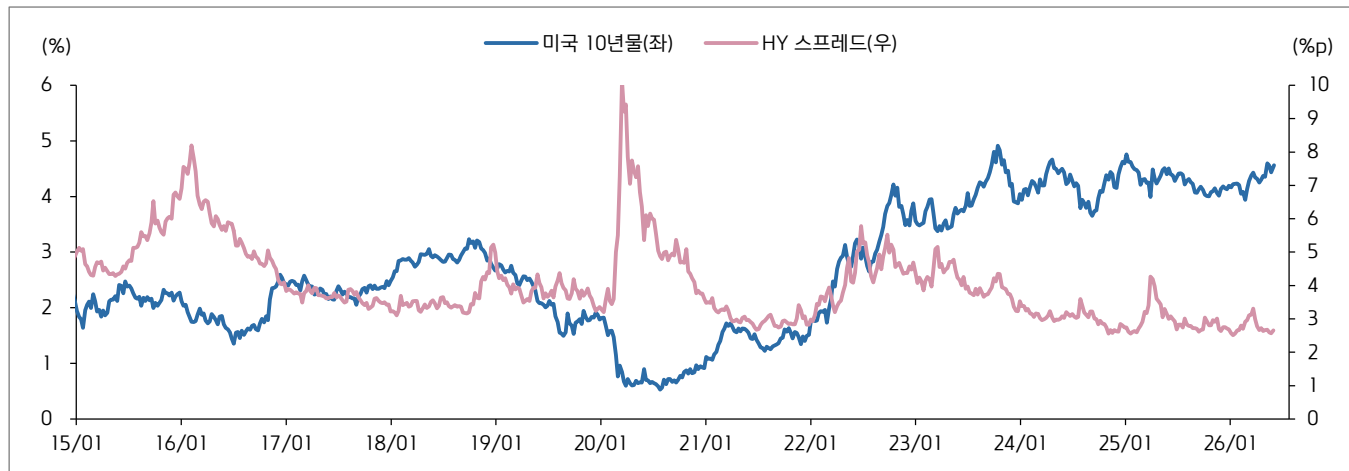
한국 경상수지와 금융계정



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센

- ▶ 지속되는 인플레이 압력 그리고 재정적자 우려에 따른 금리 상승 및 사모펀드 시장의 불안 요인에도 하이일드 스프레드는 지난해에 이어 안정세를 유지하는 모습이 특징적
- ▶ 과거와 달리 글로벌 HY 지수의 절반 이상이 비교적 우량 등급인 BB 등급으로 이루어져 있고, 2021년을 전후로 리파이낸싱이 이루어지며 고금리 차환에 대한 압력이 높지 않은 것으로 알려짐
- ▶ 더불어, 사모 신용 시장이 활성화되며 상대적으로 한계기업이 줄어들고, 국채금리 상승으로 인해 HY의 절대 수익률 자체도 6~8% 수준으로 장기 성과 측면에서 양호
  - 역사적 저점에 근접한 스프레드를 감안 추가적인 축소 가능성은 높지 않은 상황
- ▶ 연준의 금리 인상 가능성이 거론되는 가운데, 지속적으로 사모 신용 시장에서의 리스크 확대 시 HY 시장으로의 전염 가능성이 제기되는 만큼 하반기 지속적으로 지켜봐야할 선행 지표로 판단

## 미국 10년물 금리와 HY 스프레드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

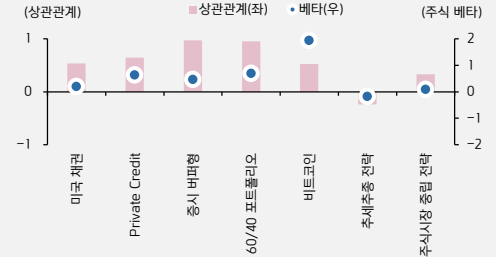
# 18. (결론) 하반기 자산배분 Key Charts

하반기 자산배분 전망

		SAA	TAA	자산별 최근 수익률		
				하반기	1M	3M
		(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
주식	국내	7.5	8.5	3.1	44.7	104.1
	미국	28.5	31.5	0.2	9.5	8.2
	선진(미국 제외)	12.0	13.5	- 0.6	3.1	9.5
	신흥	7.0	6.5	- 3.1	10.7	20.8
	종합	55	60.0			
채권	국내종합	22.0	18.0	- 2.2	- 3.1	- 3.5
	미국국채	10.0	11.0	- 0.7	- 1.3	- 0.3
	미국HY	3.0	2.0	- 0.1	0.8	1.9
	종합	35	31.0			
대체	금	5.5	4.0	- 8.3	- 17.3	3.3
	글로벌 REITs	4.5	5.0	- 1.9	2.3	10.1
	현금	0.0	-			
	종합	10	9.0			
원/달러				4.5	4.2	3.9

\*하반기에도 AI 밸류체인 관련 기업들의 실적 모멘텀에 기반하여, 해당 국가 및 섹터의 비중을 높게 유지하는 자산배분을 베이스 시나리오로 설정. 다만, 주가 상승 속도를 감안 변동성 확대 국면에 선제적 대비 필요  
 \*전통 자산 간의 상관관계는 높아졌으나, 포트폴리오 차원에서 주식 변동성을 상쇄하기 위한 채권 자산 분산 효용은 여전히 유효. 이와 함께 파생상품 및 옵션 헷지 구조를 활용한 적극적인 위험 관리 전략 병행 권장  
 \*지정학적 리스크가 지속되는 가운데 인플레이션 압력과 연준의 정책 불확실성으로 인한 금리 상방 압력 상존. 이에 따라 달러화를 비롯한 안전자산 수요가 재차 확대될 가능성에 유의

포인트 1. 주식과 주요 전략별 베타



\* 주식과 채권간의 상관관계는 높아졌으나, 여타 자산군 및 전략 대비 채권의 주식에 대한 베타는 낮은 모습. 하반기 증시 변동성 확대 구간에서 채권 자산을 통한 변동성 완화 효과 기대

포인트 2. 자산군별 금리 민감도



\* 하반기는 인플레이션 압력과 정책 불확실성으로 인해 금리 민감도가 높을 것으로 전망. AI밸류체인 중심의 주식 포트폴리오의 변동성 관리를 위해 듀레이션이 짧은 채권 중심 대응 필요

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터 주) 각 자산별 BM 지수: 국내주식(KOSPI 200), 미국주식(S&P 500), 선진(미국 제외)(MSCI World Ex US), 신흥주식(MSCI Emerging), 국내채권(KIS 종합채권), 미국국채(Bloomberg 미국 채권 종합), 미국HY(Bloomberg 미국 회사채 HY), 글로벌 REITs(S&P Global REIT)