

OPINION

거시금융실

2026년 하반기 금융시장 전망과 자산배분 전략*

2026년 하반기 금융시장은 인플레이션 경로와 이에 따른 통화정책 기대의 재조정 가능성이 주요 변수로 작용할 전망이다. 특히 이란 전쟁 이후 높아진 미국의 인플레이션 불확실성은 연준의 정책 금리 기대를 재조정시키며, 달러화 경로를 통해 장기금리와 환율의 상방 위험을 높이고 있다. 국고채 10년물 금리는 정책금리 인상 경로가 상당 부분 반영된 가운데 기간 프리미엄이 점진적으로 안정되면서 4% 초반을 전후로 등락할 것으로 예상되나, 인플레이션 재상승과 글로벌 긴축 우려로 상방 위험이 우세하다. 원/달러 환율은 경상수지 흑자 확대 등 원화 강세 요인과 거주자 해외주식투자 확대 및 외국인 주식 순매도 등의 약세 요인이 맞서면서 뚜렷한 방향성을 형성하기 어려울 전망이다. 한국 은행이 하반기 금리 인상에 나서더라도 시장이 이를 상당 부분 선반영한 만큼 내외금리차 축소의 영향은 제한적일 것으로 판단된다. 이처럼 하반기에는 기간 프리미엄과 외환수급 여건의 영향이 커지면서 시장 변동성도 확대될 가능성이 있다.

한편 인플레이션 재상승 우려로 주식·채권 상관관계가 다시 높아지면서 채권의 전통적 안전자산 기능은 과거보다 약화된 것으로 판단된다. 자산배분 측면에서 금, 에너지, 방어주 등 대안 자산을 활용한 유연한 대응이 필요하나, 헤지 자산의 효과는 물가 상승의 원인과 경기 국면에 따라 달라질 수 있다. 에너지 가격 충격이 주된 인플레이션 요인인 현 국면에서는 에너지 섹터가 효과적인 헤지 수단이 될 수 있으나, 거시환경 변화에 따라 적합한 헤지 자산도 달라질 수 있어 지속적인 모니터링이 필요하다.

장기금리 전망

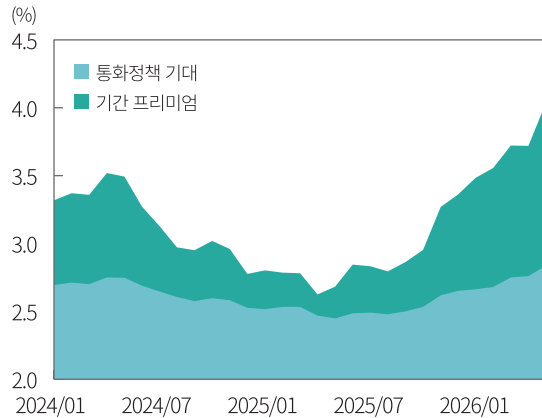
국고채 10년물 수익률¹⁾은 2025년 5월 2.68%에서 2026년 5월 4.04%로 12개월간 약 136bp 상승했다. 금리 기간구조모형(Adrian, Crump & Moench, 2013)²⁾을 통해 장기금리 변동요인을 향후 통화정책에 대한 기대와 기간 프리미엄으로 분해³⁾하면, <그림 1>에서 나타난 바와 같이 통화정책 기대가

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

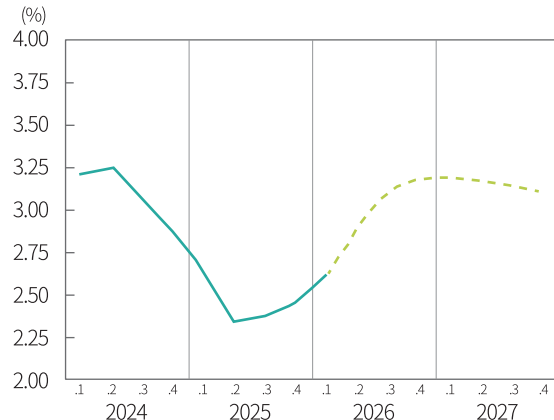
- 1) 본고의 국고채 10년물 수익률은 Bloomberg 제로커브(무이표 수익률곡선)에서 추출한 잔존만기 10년 금리이다. 실제 유통수익률을 사용하지 않은 것은 기간구조모형이 만기별로 일관된 무이표 금리를 입력값으로 요구하기 때문이다.
- 2) Adrian, T., Crump, R.K., Moench, E., 2013, Pricing the term structure with linear regressions, *Journal of Financial Economics* 110(1), 110-138. 해당 모형은 추정이 간단하고 표본 안정성이 높아 미국 연방준비제도, 특히 뉴욕 연준이 미국 국채 기간 프리미엄 추정치로 공표·활용하고 있다. 다만 국내 적용 시에는 표본 기간이 상대적으로 짧고 기준금리 운용체계 및 시장 구조의 레짐 변화가 표본에 포함되어 추정에 불확실성이 존재한다. 따라서 본문의 분해 결과는 수준값보다 추세와 상대적 기여도 측면에서 해석하는 것이 적절하다.
- 3) 통화정책 기대는 장기국채의 만기 동안 형성되는 단기금리 경로의 평균 기대치로, 시장이 가격에 선반영한 통화정책 경로를 의미

39bp(29%), 기간 프리미엄이 97bp(71%) 기여한 것으로 추정된다. 즉 최근 장기금리의 가파른 상승은 통화정책 기대 변화보다 기간 프리미엄 확대가 주요 동인으로 작용하였다.

〈그림 1〉 국채 10년물 분해



〈그림 2〉 수익률 곡선에 내재된 통화정책 기대



주: Bloomberg 제로코브 데이터에 Adrian, Crump & Moench (2013)의 기간구조모형을 이용하여 추정. 〈그림 2〉는 3개월물 국채금리 기준

통화정책 기대 경로는 2025년 5월 2.45%로 저점을 통과한 뒤 6월부터 점진적으로 반등해 2026년 5월 2.84%까지 39bp 상승하였다. 미국의 관세 충격에 따른 경기둔화 우려로 일시적으로 기준금리 인하 기대가 형성⁴⁾되었으나, 이후 통화정책 기대 경로에는 한국 경기가 저점을 통과해 점진적으로 회복될 것이라는 전망이 반영되었다. 한편, 기간 프리미엄은 2025년 10월부터 본격적인 상승 국면에 진입해, 2026년 3월 이란 전쟁 발발 이전에 이미 큰 폭으로 상승하였다. 기간 프리미엄은 2025년 하반기 이후 글로벌 및 국내 재정요인의 영향을 받아 상승하였다. 대외적으로는 미국의 재정적자 확대, 일본의 통화정책 정상화 과정에서의 국채시장 불안, 영국·프랑스의 재정건전성 우려 등으로 주요국 장기국채에 대한 위험 프리미엄이 확대되었다. 이에 따라 글로벌 장기국채 전반의 요구수익률이 상승하며 한국 국고채의 기간 프리미엄에도 상방 압력이 가해졌다. 국내적으로는 2025년 두 차례 추가경정예산 편성에 따라 국고채 발행 규모가 확대되었으며, 특히 적자국채와 장기물 발행 증가가 장기채 공급 부담을 높여 기간 프리미엄 상승을 유발하였다.

한다. 기간 프리미엄(term premium)은 장기금리에서 통화정책 기대 부분을 차감한 잔여 값으로 정의되며, 장기국채 보유에 따른 금리인플레이션 정책 불확실성 위험에 대해 투자자가 요구하는 프리미엄이다. 수급 요인, 글로벌 듀레이션 위험, 주요국 재정 건전성 우려 등이 기간 프리미엄에 반영된다.

4) 2025년 5월 기준금리가 2.75%에서 2.50%로 인하(2025. 5. 29)된 가운데, 당시 2025년말 기준금리에 대한 컨센서스 전망치(Refinitiv)는 2.0%로, 2회 추가 인하될 것으로 예측되었다.

향후 전망과 관련하여, 통화정책 기대 측면에서는 채권시장이 이미 금년 말까지 기준금리 2~3회 인상 경로를 상당 부분 가격에 반영하고 있다(〈그림 2〉 참조). 연구원의 통화정책 전망과 한국은행 금융통화위원회의 5월 점도표 중심값(2026년 말 3.00%) 역시 시장이 반영한 기대 경로와 대체로 정합적이어서, 추가적인 정책 서프라이즈가 없는 한 통화정책 기대 경로가 장기금리에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단된다. 반면 기간 프리미엄 측면에서는 5월 기준 10년물 기간 프리미엄이 1.20%로 2025년 5월(0.2%) 대비 크게 상승하였으며, 30년물 기간 프리미엄 역시 장기 평균 수준에 근접해 있다. 이에 따라 중동 지역의 지정학적 긴장이 완화될 경우 단기적으로는 기간 프리미엄이 일부 축소될 가능성이 있다. 다만 주요국의 재정건전성 우려와 국채 공급 부담 등 구조적 요인이 지속되고 있는 만큼, 기간 프리미엄이 2025년 저점 수준까지 완전히 복귀할 가능성은 크지 않은 것으로 판단된다.

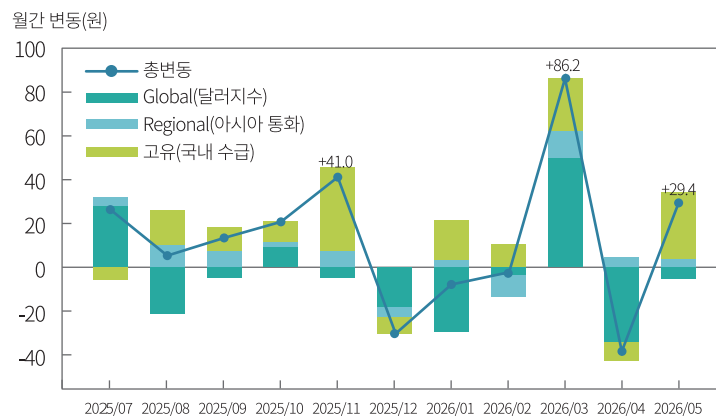
두 채널을 종합하면 통화정책 기대 경로의 변화 가능성이 제한적인 가운데 기간 프리미엄도 점진적으로 안정될 것으로 예상되어, 10년 국고채 금리는 4% 초반을 전후로 등락할 것으로 전망한다. 다만 상·하방 위험을 종합하면 위험은 여전히 상방에 더 기울어져 있는 것으로 판단된다. 특히 미국발 통화긴축 우려로 10년물 국고채 금리가 4.35%까지 상승하는 등 일부 상방 위험은 이미 현실화되고 있다. 상방 위험 요인으로서는 글로벌 에너지 가격 상승과 통화긴축 우려, 이에 따른 한국은행의 긴축 기조 강화 또는 예상보다 가파른 정책금리 경로, 미국을 비롯한 주요국 장기국채의 기간 프리미엄 추가 상승 등을 들 수 있다. 또한 국내 보험사의 국채 수요 둔화 가능성도 금리 상승 요인이다. 보험사의 장기 듀레이션 수요는 금리 수준에 따라 달라지는데, 현재와 같은 금리 상승 국면에서는 보유 부채의 현재가치가 감소하면서 추가적인 장기 듀레이션 자산 확보 필요성이 축소되고, 이에 따라 장기 국채 매수세가 약화될 가능성이 있다. 반면 하방 요인은 상대적으로 제한적이다. 미국 경기 둔화로 연준의 긴축 우려가 완화될 경우 글로벌 장기금리의 동조 하락이 국내 금리를 끌어내릴 수 있다. 또한 반도체 경기 회복과 달리 건설투자 등 내수 부문의 회복이 예상보다 더딜 경우 한국은행의 금리 인상 시점이 지연될 수 있으며, 이란 전쟁 종식 이후 에너지 가격이 빠르게 안정되면서 글로벌 디스인플레이션 압력이 강화되는 경우에도 금리 하락 요인으로 작용할 수 있다.

원/달러 환율 전망

2026년 하반기 원/달러 환율의 방향성을 판단하기 위해 최근 환율 변동요인을 글로벌(달러화 지수), 지역(아시아 통화), 고유(국내 수급) 요인으로 분해한 결과(〈그림 3〉 참조), 최근 환율은 시기별로 달러화 지수와 국내 수급 요인이 번갈아 주도하는 모습을 보였다. 우선 〈그림 4〉에서 나타난 바와 같이 2025년 하반기에는 거주자의 해외주식투자 확대가 원화 약세를 주도하였다. 8~11월 중 고유 요인은 약 75원의 환율 상승 압력으로 작용한 반면, 글로벌 및 지역 요인의 합산 기여도는 6.5원에 그쳤다. 이 시기 고유 요인의 확대는 거주자의 해외주식투자 급증과 시점·방향이 일치하여, 원화 약세 압력의

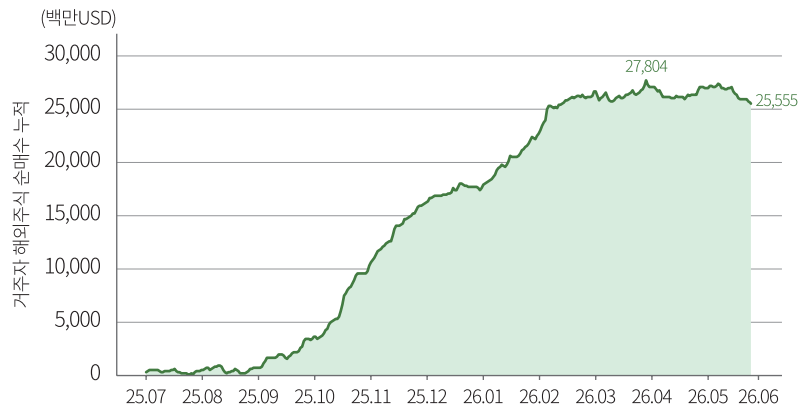
상당 부분이 국내 자본유출에 기인한 것으로 판단된다. 반면 2026년 1분기에는 이란 전쟁을 계기로 달러화 지수가 급등하면서 원/달러 환율(월말 매매기준율)이 2월 말 1,424원에서 3월 말 1,513원으로 상승하였다. 이 과정에서 글로벌 요인의 기여도는 49.5원에 달해 환율 상승을 주도하였으며, 지정학적 충격에 따른 달러화 강세가 핵심 동인으로 작용하였다. 그러나 4~5월 들어 달러화 지수 상승분이 일부 되돌려진 이후에도 환율의 하락 폭은 제한적이었다. 특히 5월에는 글로벌 요인의 기여도가 사실상 중립 수준으로 축소되었음에도 환율 상승 압력의 대부분이 고유 요인에서 발생하였다. 2025년 하반기와 달리 거주자의 해외증권투자는 크게 둔화된 반면, <그림 5>에서 나타난 바와 같이 외국인의 국내 주식 순매도에 따른 자본유출이 새로운 원화 약세 경로로 부상한 것으로 판단된다. 6월 들어 환율 상승세(9일 기준 매매기준율 1,546.5원)가 가팔라졌는데, 이번에는 글로벌과 고유 요인이 거의 동일한 비중으로 동시에 작용하면서 5월의 국내 수급 충격에 글로벌 달러 강세가 가세한 양상을 보이고 있다. 이러한 분석 결과는 2026년 하반기 원/달러 환율의 향방이 달러화 지수의 추가 방향성과 외국인 자금 흐름을 중심으로 한 국내 외환수급 여건의 변화에 의해 결정될 가능성이 높음을 시사한다.

〈그림 3〉 원/달러 환율의 변동 요인 분해



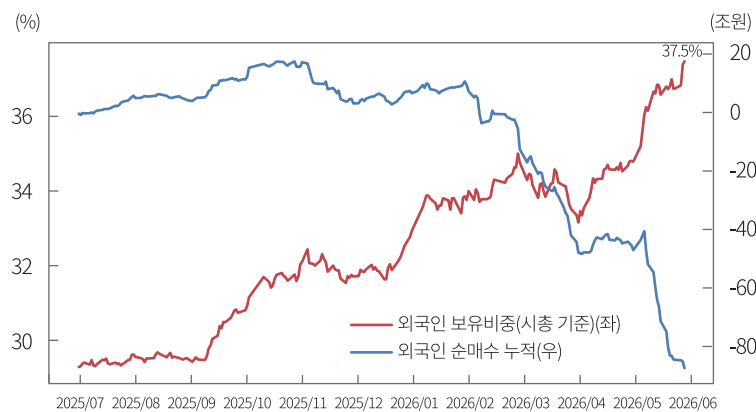
주: 월별 로그수익률 자료(2010년 1월~2026년 5월)에 계층적 주성분분석(hierarchical PCA)을 적용해 분해한 결과이다. 30개 글로벌 통화에 공통으로 나타나는 제1주성분을 글로벌 요인으로 추출하고, 11개 아시아 통화에서 글로벌 요인을 회귀로 제거한 잔차에 다시 PCA를 적용해 지역 요인(역내 공통 동인)을 도출한다. 원/달러 환율(매매기준율) 변동을 두 요인에 회귀한 잔차를 고유 요인(국내 수급 등 원화 특이 동인)으로 정의하며, 세 성분의 합은 월별 총변동과 일치한다.

〈그림 4〉 거주자의 해외주식 순매수



자료: 한국예탁결제원

〈그림 5〉 외국인의 주식매매 및 시가총액 대비 보유비중



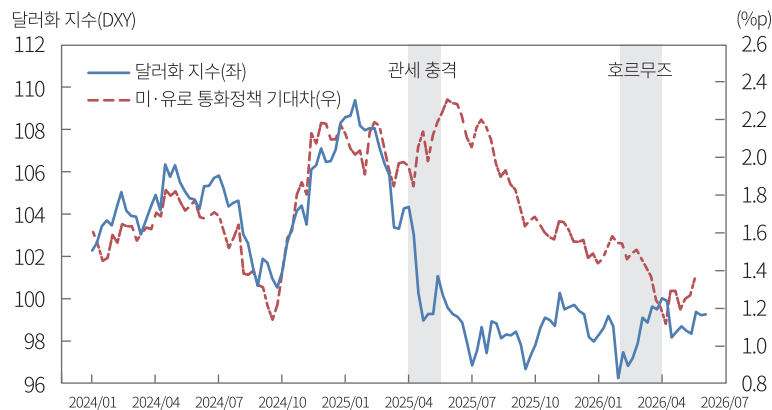
자료: 한국거래소

달러화 지수⁵⁾의 추세는 미국과 유로지역의 정책금리 기대경로 차의 변화에 의해 결정된다(〈그림 6〉 참조). 2025년 4월 관세 충격 이후 달러화 지수는 통화정책 기대차가 시사하는 수준을 지속적으로 하회했으나, 2026년 3월 이후 미국의 기준금리 인하 기대가 빠르게 약화되면서 이러한 괴리는 대부분 해소되었다. 현재 미국(SOFR)과 유로지역(ESTR)의 선도금리가 함께 상승하고 있으나 양국 간 기대금리 차는 큰 변화를 보이지 않고 있다. 이에 따라 달러화 지수 역시 당분간 뚜렷한 방향성 없이 횡보할 가능성이 높은 것으로 판단된다. 다만 단기적으로는 이란 전쟁이 종식될 경우 그동안 달러화에 반영되어 온 지정학적 위험 프리미엄이 일부 해소되면서 달러화 지수가 일시적으로 하락할 수 있다. 그러나 양국 간 기대금리 차가 안정적인 가운데 미국의 인플레이션 불확실성이 여전히 잔존하고 있는 만큼 이후에는 소폭 반등할 가능성이 더 높은 것으로 판단된다. 달러화 지수가 추세적으로 하락하기 위해서는

5) 달러화 지수는 구성 통화 중 유로화 비중이 약 58%로 가장 높다.

전쟁 종식이 글로벌 에너지 가격 안정과 미국 물가상승률 둔화로 이어지고, 나아가 연준의 통화긴축 기조가 완화되는 경로가 현실화될 필요가 있다. 반대로 연구원의 미국 통화정책 전망에서 지적한 바와 같이 예상보다 높은 물가상승률이 지속되거나 인플레이션 기대가 재차 상승할 경우 미국의 통화긴축 기대가 강화되면서 달러화 지수에 추가적인 상승 압력이 나타날 수 있다.

〈그림 6〉 달러화 지수와 미·유로지역 통화정책 기대차



주 : 통화정책 기대차는 미국(SOFR) 및 유로(ESTR)의 1년 후 단기금리 전망치(1Y3M) 차이
자료: Refinitiv

한편, 국내 외환수급 여건은 2026년 대규모 경상수지 흑자 전망⁶⁾에도 불구하고 원화 강세에 우호적이지 않은 것으로 판단된다. 거주자 측면에서는 2026년 하반기로 예정된 대형 해외 IPO⁷⁾ 등을 계기로 해외투자 수요가 재차 확대될 수 있어, 상반기 중 둔화되었던 해외주식투자가 하반기 들어 다시 늘어날 위험이 있다. 비거주자 측면에서도 외국인 주식자금 흐름이 원화 강세를 제약할 가능성이 있다. KOSPI 상승세가 이어질 경우 차익실현 성격의 외국인 순매도와 이에 수반되는 환전 수요가 지속될 수 있기 때문이다. 실제로 2026년 2월 말부터 5월 말까지 외국인의 국내주식 순매도 규모가 약 75조원에 달했음에도, 외국인 보유비중은 2월 말 34.8%에서 5월 말 37.5%로 오히려 상승하였다.⁸⁾ 이는 대규모 매도에도 외국인 보유 잔액의 평가가치가 높게 유지되고 있음을 의미하며, 향후 추가적인 매도 여력이 상당 부분 남아 있음을 시사한다.

6) 한국은행은 2026년 5월 경제전망보고서에서 경상수지 흑자 규모가 2025년 1,231억달러에서 2026년 2,500억달러로 확대될 것으로 전망했다.

7) 2026년에는 미국 대형 비상장 기업의 초대형 상장이 집중되어 있다. SpaceX의 6월 나스닥 상장을 시작으로, OpenAI와 Anthropic이 잇따라 상장을 추진하고 있다. 이들 초대형 IPO에 대한 국내 투자자의 청약·투자 수요는 상당한 규모의 환전(원화 매도) 수요를 유발할 수 있다.

8) 이는 외국인 보유 종목의 수익률이 시장 평균을 크게 상회한 결과다. 순매도 자체는 외국인 보유비중을 1.0%p 낮추는 요인으로 작용했지만, 상대수익률 효과가 이를 상쇄하고도 남은 3.7%p의 상승 요인으로 작용하면서 최종적으로 보유비중은 2.7%p 확대되었다. 종목별 기여도를 보면 SK하이닉스가 1.7%p, 삼성전자(우선주 포함)가 0.9%p를 기여해 세 종목이 전체 상승폭의 대부분인 2.6%p를 설명한다. 외국인은 이 기간 하이닉스와 삼성전자를 순매도했지만, 기존 보유 물량의 주가 상승 효과가 매도에 따른 비중 감소 효과를 크게 웃돌면서 결과적으로 외국인 보유비중이 상승했다.

주가 강세에도 외국인 매도가 이어지는 한국 시장의 최근 특성은 반도체 업황 개선에 힘입어 주가 상승세를 경험한 대만과 비교할 때 더욱 분명하게 드러난다. 2025년 하반기 이후 2026년 5월까지 대만에서는 외국인 순매수 규모와 가권지수(TAIEX) 움직임이 대체로 동행하였다. 반면 한국에서는 같은 기간 KOSPI 상승률이 TAIEX를 크게 상회하였음에도 주가 상승이 외국인 매수가 아닌 국내 투자자 주도로 이루어졌다. 특히 2026년 2월 이후 외국인 매도세가 지속되면서 주가 강세가 외환시장의 수급 개선으로 연결되지 못하였다. 결국 최근 원화 약세 압력은 단순한 달러화 강세뿐 아니라 외국인 주식 자금을 포함한 자본수지 요인에도 상당 부분 기인하는 것으로 판단된다.

물론 국민연금의 환헤지 확대, 외환당국의 시장안정화 조치 등은 원화 약세를 완화하는 요인으로 작용할 수 있다. 다만 이러한 요인들은 환율 하락(원화 강세)을 견인하는 동력이라기보다, 상승 압력이 가해질 때 그 속도를 제어하는 완충 장치에 가깝다. 여기에 법인세 납부나 국내 투자 재원 마련을 위해 기업들이 해외 보유 외화를 환전할 가능성도 수급 측면에서 원화를 지지하는 요인이 될 수 있겠으나, 이러한 환전 수요 역시 납부 시기 등에 따라 발생하는 일시적·계절적 성격이 강해 추세적인 강세 재료로 보기는 어렵다. 결과적으로 반도체 수출 호조에 힘입어 경상수지가 큰 폭의 흑자를 유지하더라도, 해외투자 확대와 외국인 자금 유출 등 자본수지 측면의 원화 매도 압력이 이를 상당 부분 상쇄하면서, 경상수지 흑자가 원화 강세로 직결되지 않는 구조가 당분간 지속될 것으로 전망된다.

또한, 한국의 기준금리 인상에 따른 내외금리차 축소가 원/달러 환율에 미칠 영향은 제한적일 것으로 판단된다. 2021년 11월부터 2026년 5월까지 KOFR-SOFR 주별 자료를 중심으로 한 실증분석 결과, 환율은 실현된 금리차 변화에는 유의하게 반응하지 않는 반면, 통화정책 기대의 변화에는 유의하게 반응하는 것으로 나타났다. 글로벌·지역 요인을 제거한 원화 고유 변동을 기준으로 하면, 한국의 기대금리(1Y3M)가 25bp 상승할 때 원화가 약 0.2% 절상되는 관계가 통계적으로 유의하게 관찰되었다.⁹⁾ 이는 환율을 움직이는 것이 실현된 금리 변동 자체가 아니라 시장 기대의 변화임을 의미한다. 따라서 2026년 하반기 중 예상대로 한국이 50bp 인상하고 미국이 동결하더라도, 이러한 경로가 이미 시장 기대에 반영되어 있는 한 기대의 추가적 변화가 없어 환율에 미치는 영향은 제한적이다. 실현된 인상은 새로운 정보가 아니라 시장이 선반영한 정책 경로의 확인에 불과하기 때문이다. 의미 있는 환율 변동은 내외금리차의 실현된 축소가 아니라, 미국을 비롯한 주요국의 통화정책 기대 경로 자체가 새롭게 조정될 때 비로소 나타날 것으로 판단된다. 구체적으로 미국의 통화긴축 기대가 강화되어 SOFR 1Y3M이 25bp 상승하면 달러화 지수가 약 1포인트 상승하고, 이어 원/달러 환율이 약 1% 절하되는 관계가 관찰되며, 두 단계 모두 통계적으로 유의하다.

9) 글로벌(30개 통화 제1주성분)·지역(아시아) 요인을 제거한 원화 고유 성분(주간 로그수익률)에 한국 기대금리(ACM 위험중립 1Y3M, term premium 제외) 변화를 회귀분석(2021. 11~2026. 5, 주별)한 결과로 10% 수준에서 유의하다. 즉, 한국의 통화긴축은 유위험이자율 평형이론에 대해 부호가 정합적이나, 통계적·경제적 유의성이 낮다.

이상을 종합하면 2026년 하반기 원/달러 환율은 뚜렷한 추세를 형성하기보다 높은 변동성 속에 등락할 가능성이 높다. 경상수지 흑자 확대와 이란 전쟁 종식에 따른 지정학적 위험 프리미엄 축소는 원화 강세 요인으로 작용할 수 있다. 반면 달러화 지수의 하방 경직성이 높은 가운데 해외투자 확대와 외국인 자금 유출 등 자본수지 측면의 원화 약세 압력이 지속될 가능성이 있다. 특히 달러화 지수의 하방, 이란 전쟁의 전개, 외국인 자금 흐름 등 핵심 변수의 불확실성이 높고 최근에도 이들 요인이 시기별로 번갈아 환율을 주도해 온 만큼, 어느 한 방향으로의 추세보다는 변동성이 두드러질 것으로 예상된다. 특히 AI관련 국내외 주식의 높은 변동성이 당분간 원달러 환율의 변동성 상승에 기여할 것으로 판단된다.

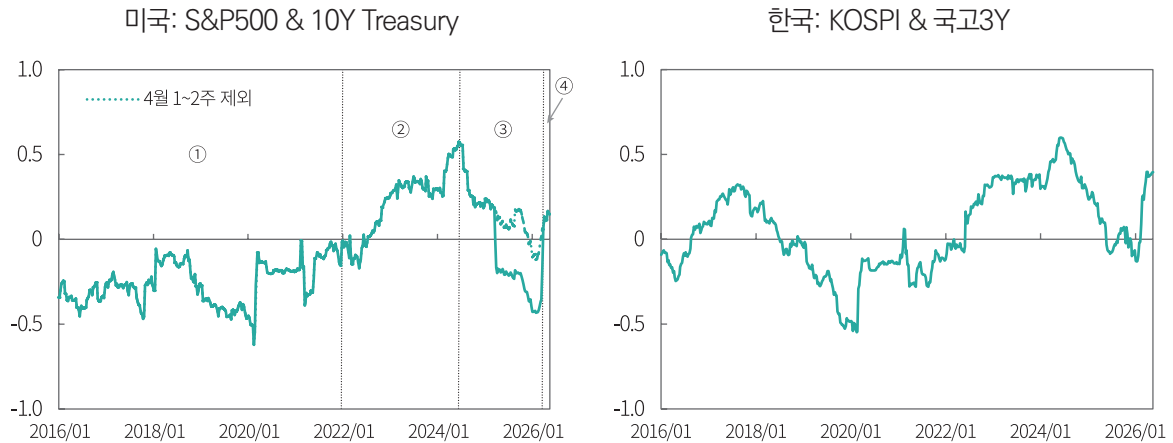
주식·채권 상관관계 변화와 자산배분 시사점

인플레이션의 경제적 특성은 주식·채권의 분산투자 효과에 직접적인 영향을 미친다. 인플레이션이 경기역행적(countercyclical)으로 나타나면 주식과 채권이 동반 하락하여 분산투자 효과가 약화되며, 반대로 인플레이션이 안정적이거나 경기순응적(procyclical)이면 채권은 주가 하락 시 가격이 상승하는 안전자산 역할을 수행한다.¹⁰⁾ 2000년대 이후 20여 년간 주요국에서 인플레이션이 안정적으로 유지되면서 주식과 채권은 대체로 음(-)의 상관관계를 보였으며, 이는 전통적 분산투자 전략¹¹⁾의 근간이 되어왔다. 그러나 2022년 인플레이션 충격을 계기로 양(+)의 상관관계로 전환된 이후, 통화완화 국면에서 일시적으로 0 부근까지 회복되었으나, 최근 이란 전쟁에 따른 인플레이션 재상승 우려로 다시 상관관계가 높아지고 있다. 앞서 장기금리 전망에서 보았듯 최근 금리 상승은 기간 프리미엄 확대가 주도하고 있는데, 금리가 인플레이션 위험으로 상승하는 국면에서는 주가 하락 시 채권 가격도 함께 하락해 완충 기능을 하지 못한다. 바로 이 점이 최근 양(+) 상관관계의 근본 원인이며, 따라서 주식·채권 상관관계의 변화와 채권의 안전자산 기능에 대한 분석을 바탕으로 자산배분 전략을 검토할 필요가 있다.

10) 본고에서 안전자산은 주가 하락시 헤지 기능을 하는 자산을 의미한다. 관련 논의는 백인석·장근혁, 2022, 『인플레이션과 자산수익률간 관계』 자본시장연구원 이슈보고서 22-25(이하 백인석·장근혁, 2022); 장근혁, 2022, 최근 인플레이션 특성과 주식·채권의 분산투자 효과에 대한 시사점, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2022-24호(이하 장근혁, 2022)를 참고하면 된다.

11) 본고에서 채권은 미국의 경우 10년물, 한국의 경우 3년물 국채를 대상으로 한다. 주식·채권 수익률(투자 수익률) 간 상관관계가 음(-)이면 분산투자가 유효한 상태를 의미하며, 양(+)이면 분산투자 효과가 약화된다. 채권 가격은 채권 금리와 반대로 움직이므로, 채권 금리와 주식 수익률 간 상관관계는 채권 수익률과 반대 부호로 보면 된다.

〈그림 7〉 주식·채권 상관관계 추이(1년 이동평균)



주 : 주식(코스피, S&P500) 및 채권지수(미국은 Bloomberg US Treasury Index, 한국은 3년 금리를 이용한 가상채권)의 주간 수익률 기준, 52주 이동상관계수, 미국의 점선은 관세 충격 시기인 4월 1~2주를 제외한 결과
자료: Bloomberg, 채권정보센터

〈그림 7〉은 미국과 한국의 주식·채권 수익률 간 상관관계의 추이를 보여준다.¹²⁾ 2022년 이후 상관관계의 변화는 크게 세 국면으로 구분할 수 있다. 2022~2024년 상반기(②국면)에는 팬데믹 이후 공급 충격에 따른 경기역행적 인플레이션이 지속되고 주요국이 강도 높은 긴축 통화정책으로 대응하면서 주식과 채권이 동반 하락하고 두 자산 간 양(+)의 상관관계가 고착되었다. 다음으로 2024년 하반기부터(③국면) 미 연준의 금리 인하 개시와 인플레이션 우려 완화로 상관관계는 0 부근까지 하락하였다.¹³⁾ 마지막으로 2026년 3월부터(④국면) 이란 전쟁 발발로 인한 유가 급등과 인플레이션 재상승 우려 및 주요국 통화정책의 긴축 재전환 가능성이 부각되면서¹⁴⁾ 양(+)의 상관관계가 다시 강화되는 흐름이 나타나고 있다. 미국의 경우 1년 이동평균 기준으로는 현재 +0.15 수준이나, 3~5월 상관관계는 +0.72까지 상승하여 양(+)의 상관관계 국면에 재진입하는 양상이다. 한국도 동일한 패턴을 보이며, 3~5월 상관관계는 +0.57까지 상승하였다.

여기서 주목할 점은 ③국면에서 상관관계가 0 부근으로 복귀한 것이 채권의 안전자산 기능 회복을 의미하는지 여부이다. 〈표 1〉은 각 국면에서 주가(S&P500, KOSPI)가 1% 이상 변동한 주간을 대상으로, 주가 하락 시와 상승 시 채권 수익률이 양(+)을 기록한 비율을 비교한 것이다. 채권이 안전자산으

12) 미국의 경우 점선은 2025년 4월 관세충격(1~2주) 데이터를 제외하고 산출한 결과이며, 한국과 유사하게 상관관계가 0까지 회복된 후 다시 양(+)으로 상승하는 패턴을 볼 수 있다. 2016년 이전 상황은 장근혁(2022)을 참고하면 된다.

13) 본고의 상관관계는 52주(1년) 이동평균 방식으로 산출되므로, 2024년 하반기의 통화완화 전환 효과가 상관관계에 완전히 반영되는 시점은 약 1년 후인 2025년 하반기이다. 〈그림 7〉에서 상관관계가 0 부근에 도달하는 시점이 2025년 하반기로 나타나는 것은 이러한 이동평균의 시차 효과에 기인한다.

14) 이란 전쟁 이후 주요국의 인플레이션 상승세가 확대되면서, 미 연준은 연내 금리 동결, ECB와 한은은 금리 인상 전환이 전망되고 있다(거시금융실, 2026년 하반기 거시경제 전망 및 주요 이슈, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2026-12호 참고).

로 기능한다면 주가 하락 시 채권 수익률이 양(+)인 비율이 유의미하게 높아야 한다.¹⁵⁾

〈표 1〉 국면별 채권의 안전자산 기능 분석

(단위: %)

		① 음의 상관관계 2015~2021	② 양의 상관관계 2022~24H1	③ 상관관계 하락 2024H2~2026.2	④ 상관관계 상승 2026.3~
미국	주가 하락 시 채권 수익률 양(+) 비율	79	28	60	0
	(참고) 주가 상승 시 채권 수익률 양(+) 비율	42	60	68	100
한국	주가 하락 시 채권 수익률 양(+) 비율	68	26	46	25
	(참고) 주가 상승 시 채권 수익률 양(+) 비율	49	66	49	50

주 : 주간 지수 수익률 $\pm 1\%$ 초과 기준. (참고)는 채권 반응이 주가 하락에 대한 선별적 완충인지, 금리 인하 등 공통 요인에 의한 것인지 판별하기 위한 비교 자료.

자료: Bloomberg, 채권정보센터

2015~2021년(①국면)에는 주가 하락 시 채권 수익률이 양(+)인 비율이 미국 79%, 한국 68%로 높은 수준을 기록하여 채권의 안전자산 기능이 확인된다. ②국면에서는 이 비율이 미국 28%, 한국 26%로 급락하여 주가가 하락해도 채권이 손실을 완충하지 못하는 상황이 고착되었다. ③국면에서는 미국 60%, 한국 46%로 ①국면처럼 채권의 안전자산 기능이 회복되고 있는 것처럼 보이나, 주가 상승 시 채권 수익률이 양(+)인 비율도 미국 68%, 한국 49%로 거의 동일한 수준이다. 이는 채권 가격 상승이 주가 하락에 대한 선별적 완충이 아니라 금리 인하 사이클이라는 공통 요인에 의해 주도되었음을 시사한다.¹⁶⁾ ④국면에서는 미국의 경우 주가 하락 시 채권 수익률이 양(+)을 기록한 경우가 없어(0%) 채권이 안전자산 기능을 하지 못했다. 결국, 2022년 이후 채권의 안전자산 기능은 안정적으로 회복된 적이 없다고 볼 수 있으며, 이란 전쟁 이후 다시 악화되고 있다.

채권의 안전자산 기능이 불안정한 환경에서 대체 헤지 수단에 대한 검토가 필요하다.¹⁷⁾ 〈표 2〉는 S&P500이 주간 1% 이상 하락했을 때 주요 자산의 평균 수익률을 비교한 것이다. 검토한 자산 중에는 모든 국면에서 채권을 대체할 수 있는 자산은 없었는데, 이는 인플레이션의 원인과 통화정책 국면에

15) 장근혁(2022)의 〈그림 3〉에서도 주가지수가 크게 하락한 시기에 채권 수익률이 손실을 완화해 주었음을 보여준 바 있다. 본고에서는 이를 주간 단위로 확장하여 국면별로 분석한다.

16) 2025년 하반기에 주식·채권·금·비트코인이 동시에 상승한 everything rally 현상도 이와 일관된다. 한편, 지수 수익률 $\pm 0\%$ 기준으로 분석해도 결론은 동일하다.

17) Brixton, A., Brooks, J., Hecht, P., Ilmanen, A., Maloney, T. McQuinn, N., 2023, A Changing Stock-Bond Correlation: Drivers and Implications, *Journal of Portfolio Management*. 이들은 인플레이션 불확실성이 주식·채권 상관관계를 양(+)으로 전환시키는 핵심 요인이며, 이 경우 원자재, 주식 내 섹터 전략 등 대안적 분산 수단의 역할이 커질 수 있다고 제안하였다.

따라 유효한 헤지 수단이 달라질 수 있음을 시사한다. ①국면에는 채권(+0.48%)과 금(+0.33%)이 유효한 안전자산이었으며, ②국면에서 채권이 -0.54%로 전환된 반면 금은 +0.09%로 양수를 유지하였다. 그러나 ④국면에서는 금이 -2.33%를 기록하며 금리 상승 국면에서의 취약성을 드러낸 반면, 유가 상승의 직접적 수혜를 받는 에너지 섹터(+3.63%)가 상대적으로 양호한 성과를 보였다.

〈표 2〉 S&P500 하락(1% 이상) 시 주요 자산의 평균 수익률

(단위: %)

	① 2015~2021	② 2022~24H1	③ 2024H2~2026.2	④ 2026.3~
채권(10Y)	+0.48 (79%)	-0.54 (28%)	+0.35 (60%)	-0.80 (0%)
금	+0.33 (51%)	+0.09 (52%)	+1.44 (60%)	-2.33 (50%)
비트코인	-1.76 (48%)	-2.48 (38%)	+0.23 (55%)	+0.17 (50%)
에너지	-3.47 (14%)	-0.72 (50%)	-1.68 (50%)	+3.63 (100%)
유틸리티	-1.62 (34%)	-1.39 (22%)	+0.14 (50%)	-0.54 (50%)

주 : 괄호 안은 양(+) 수익률 실현 빈도. 비트코인은 2016년 이후. 에너지, 유틸리티는 Fama-French 12 Industry Portfolios 기준
자료: Bloomberg, Kenneth R. French Data Library

한편, 현재와 같이 경기침체 없이 인플레이션 우려에 의한 조정이 반복되는 환경에서는 주식 내 방어 섹터의 역할에도 주목할 필요가 있다. ④국면에서 S&P500의 주간 하락폭은 -1~2% 내외의 조정에 그치고 있으며 경기침체를 동반한 약세장에는 진입하지 않은 상황으로 볼 수 있다.¹⁸⁾ 이 범위에서 유틸리티 섹터는 시장 하락의 약 1/3 수준에 그쳐 손실을 크게 줄이고 있다. ③국면에서도 유틸리티 섹터는 S&P500 하락 시 평균 +0.14%의 양(+) 수익을 기록하여 채권에 준하는 방어 효과를 보였다. 다만 성장률 저하와 함께 약세장인 시기(②국면)에는 방어 섹터도 동반 하락한 바 있어, 경기침체 리스크에 대한 모니터링이 병행되어야 한다.

종합하면, 인플레이션의 원인과 경기 국면에 따라 금, 에너지 섹터, 방어주 등이 채권의 헤지 기능을 보완하는 수단이 될 수 있을 것으로 보이며, 국면별로 유연하게 조정하는 자산배분 전략을 검토할 필요가 있다. 다만 실제 포트폴리오 구성에서는 헤지 효과뿐 아니라 각 자산의 기대수익률도 함께 고려해야 할 것이다.

18) 통상 지수가 고점 대비 20% 이상 하락하는 시기를 약세장으로 본다. 현재 미국 및 한국의 성장률은 각각 2% 내외, 2.9%로 잠재성장률 이상의 수준이 예상된다(거시금융실, 2026년 하반기 거시경제 전망 및 주요 이슈, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2026-12호).