2025 하반기 자산배분 전략

힘의 이동 [분산 투자하기 좋은 날]

2025.5.14 | 자산배분/해외크레딧 이영주 leeyoungju@hanafn.com RA 하형민 hyeongmin.ha@hanafn.com

하나증권

Contents

자산배분 초록	4
자산배분 전략/Review 모아보기	6
투자 Insight [힘의 이동 (분산 투자하기 좋은 날)]	9
- Part 1. 국가편	9
- Part 2. 자산편	61
- Part 3. 자산배분편	69
자산별 Comment	75
자산별 Point	80
경제	전규연	80
국내/선진국 주식	이재만	82
신흥국 주식	김경환	86
채권	김상훈	88
국내 크레딧	김상만	90
해외 크레딧	이영주	92
원자재	전규연	94
글로벌 ETF	박승진	96

하나증권

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

자산배분 초록

힘의 이동 (분산 투자하기 좋은 날)

투자 포트폴리오의 다각화 기회

국가별	• 무역 대립이 완화되고 있으나, 트럼프 행정부의 “글로벌 불균형 리밸런싱” 목표는 변하지 않음 • 美 정책 불확실성에 미국 예외주의 기대 축소. 높아진 분산투자 수요 • 약달러 현상은 트럼프 행정부의 정책 목표이나 한편으로는 투자자들의 불안 심리를 투영 • 미국과 非 미국 간 경제 여건 차이는 이들 간 성장 갭을 축소시키고 글로벌 주요국 통화 자산의 매력도를 높임 • 큰 그림 속에 美 경제 성장은 비교적 높은 수준에서 둔화하고 나머지 세계 경제 성장은 낮은 수준에서 둔화 폭을 줄이거나 회복해 나갈 것 – 美 재정정책 축소 Vs. 글로벌 주요국의 재정 확대 ▷ 성장 갭 축소 – 美 인플레 단기 압력 Vs. 글로벌 주요국의 인플레 압력 완화 ▷ 글로벌 중앙은행들의 완화 통화정책 기조 뒷받침 – 미 달러 약세 Vs. 상대국 통화 강세 ▷ 미국 외 시장으로의 자금 유입 견인 – 미국의 정책 불확실성 대비 정책 방향성이 뚜렷한 미국 외 시장 매력 부각 (유럽/영국/아시아 등의 투자 기회 포착)
자산별	• 단기적으로 투자자들이 달러 기반 보유액을 빠르게 재조정할 가능성은 낮으나 수년간 진행되어 온 통화 보유 다각화 흐름은 가속화될 것 (유로화 부각) • 지정학과 자원은 미래 갈등의 Key 포인트. 원자재와 금, 희소자산에 대한 수요 확대는 물론 통화 팽창 관점에서도 이들 자산가치 상승을 전망 • 미국은 민간 투자 역할을 강조. 기업의 투자/운영/롤오버 목적 부채 부담을 글로벌 투자자에게 전가하려 기조. ABS/사모대출 시장 성장 가능

미국, 야심과 의도된 경기 둔화

• **미국, 야심과 의도된 경기 둔화**
- 미국의 야심 ‘글로벌 불균형의 리밸런싱’ 추구는 변함없어
- 줄일 수 없는 정부 부채 부담을 장기국채 발행을 통해 해소하고 이 과정에서 탄탄한 외국인 수요를 확보하려는 목적
- 장기국채에 대한 안정된 수요는 금리 하락을 이끌고 아울러 미국에 유동성 공급 효과를 견인할 것. 이는 달러화 약세로 이어져 美 상품가격 경쟁력 회복에 도움이 될 것
- 수출 증가는 자연스럽게 미국 무역 적자 해소를 달성에 기여. 관세는 목표를 위한 협상의 레버리지 역할을 담당
- 다만, 오랜 시간에 걸쳐 형성된 패러다임의 교체를 위해 미국 정부는 경제 둔화를 어느 정도 감내해 나갈 것으로 판단

• **끝이 아닐 플라자 합의와 기억해야 할 루브르 합의. 남은 하반기 예상치 못한 미국 요구는 간헐적으로 나타날 수 있음**
- 과연 관세와 환율만으로 美 무역적자가 해소될 수 있을까? 역사 속에서의 답은 No.
- 플라자 합의 직후 뒤따랐던 루브르 합의도 고려. 목표하는 리밸런싱 수준은 불명확하나 대미 무역흑자국들은 美 수출품 소비를 위해 자구책 마련을 강요 받을 것
- 관세가 직접적으로 미국 무역수지 축소를 이끌 협상 지렛대 역할을 하고 있으나, 하반기 예상치 못했던 미국의 요구를 당면할 가능성

- **정부 부채 부담과 국채 수요 불안은 베센트 풋이 일정 부분 달래줄 것**
  - 미국의 최약점 (안정적 국채 수요 확보)이 공개된 만큼 국채금리의 텀 프리미엄 압박은 반복될 것
  - 고금리 부담 축소를 위한 자구책 마련 병행. 베센트 장관의 국채 유동성 공급 의지 확인 (SLR 규제 완화, 연준 유동성 창구 재활용, 스테이블 코인 활성화)
- **신뢰에 대한 불안이 지속되고 있으나 기업 성장 기대는 여전**
  - 하반기 트럼프 정책 초점이 관세에서 감세/규제완화로 확대될 것으로 예상되는 점은 기업 여건에 긍정적 소식. 경기 하방 위험을 제한하는 요소
  - 특히, 사모펀드 관련 신규 투자 발판 마련은 기업/산업 곳곳에 유동성을 공급. 사모대출 시장에 대한 소매 투자자 접근을 확보해 자본 유입을 추구

유럽 잠을 깨고 부활

- 점진적 국채금리 상승과 유로 강세는 유럽 지역 투자 매력도 우상향 요인. 재정 및 방위/안보 전략 전환에 따른 직접적인 수혜가 예상되는 산업을 중심으로 기회 포착
  - 잠자던 유럽의 경제 리더쉽이 깨어나면서 유럽은 미국과의 격차 축소를 준비해 나갈 것
  - 26년 본격화될 재정 확대를 기대하며 하반기 펀더멘털의 조심스런 회복을 기대. 무역 마찰과 현실적 재정 공백의 하반기는 ECB의 금리 인하가 채워나갈 예정
  - EU의 ReArm Initiative, 독일의 전례 없던 규모의 국방/인프라 투자 결정은 성장 발판의 구체적 근거
  - 산업/기업별 구조적 변화 추진 (자동차 제조업체들이 판매 감소 속 유휴 생산 능력을 활용해 수익원 다각화를 도모. 특히 방위 부문으로 진출 계획 발표)

내공의 중국

- 미국 제재에도 불구하고 첨단 산업 부문 경쟁력 입증. 특히 5가지 주력 산업에 대한 투자를 지속할 전망 (반도체, Big Data/5G, 신재생 에너지, AI & Robotics, EVs)
  - 중국, 전술적 관세 협상에도 불구하고 향후 수출 경제의 의존적 리스크를 낮추려 할 것. 내수 부양을 위한 재정 확대 기대
  - 트럼프 1기 대비 경험에서 우러나온 신중한 대응 자세. 외국인 자본투자 유치를 강화하기 위해 안정적 환율 관리 추구 (단, 미/중 협상 과정에서 위안화 강세 여지)
  - 주요국 통화의 상대적 강세 강도를 활용해 수출 경로를 다각화하고, ASEAN 지역 내 파트너쉽 강화 노력도 지속

Strategy	• **국내 및 신흥국 국채 장기 선호도 확대. 신흥국 주식 및 하이일드 크레딧 단기 선호도 확대. 유동성 비중 -1.0%p** • **주식 그룹 비중 -0.96%p (국내 -1.89%p/선진국 -1.99%p/신흥국 +2.91%p). 국채 그룹 비중 +2.70%p (선진국 +1.13%p/신흥국 +1.04%p)** • **IG 및 HY 크레딧 비중 +0.09%p**
추천 ETF	• **HACK: 사이버 보안 테마. 대형주 ¾ 이상, 美 기업 90% 이상 비중** • **SHLD: 전통 방산기업과 첨단 군사 기술 기업들로 구성** • **0041D0: AI SW 비즈니스를 영위하는 美 상위 10개 기업 구성의 패시브 ETF** • **475350: 버크셔해서웨이의 주요 종목 편입. 경제적 해자 기업들로 구성**

자산배분 전략: 비중 및 자산 내 상대가치

자산구분		투자선호도		자산배분비중	자산 내 상대가치
자산그룹	자산군	장기	단기(분기)		
주식	국내	★★★★★☆☆	★★★★☆☆☆	11.0%	철강, 반도체, 소프트웨어, 제약/바이오
	선진국	★★★★★☆☆	★★★★☆☆☆	17.7%	미국 > 일본 > 유럽
	신흥국	★★★★★☆☆	★★★★☆☆☆	16.5%	홍콩 > 중국 > 인도 > 브라질 > 베트남
국채	국내	★★★★★☆☆	★★★★☆☆☆	4.1%	중기채
	선진국	★★★★★☆☆	★★★★★☆☆	10.2%	초단기채, 장기채
	신흥국	★★★★★☆☆	★★★★☆☆☆	7.3%	미국과 긍정적 무역협상 타결 국가 중심
크레딧	국내	★★★★☆☆☆	★★★★☆☆☆	2.0%	단기채, 우량 회사채
	투자등급	★★★★★☆☆	★★★★★☆☆	5.9%	대형은행 회사채, BBB 등급
	하이일드	★★★★★☆☆	★★★★★☆☆	3.6%	우량 BB 등급, 사모대출
대체투자	원유	★★☆☆☆☆☆	★★☆☆☆☆☆	1.6%	
	금	★★★★★☆☆	★★★★★★☆	12.0%	
유동성		★★★★☆☆☆	★★★★☆☆☆	8.0%	

자산별 성과비교

No.	주식 성과 %			채권 성과 %			원자재/환율 성과 %				
		1M	YTD		1M	YTD			1M		YTD
1	한국	6.9	8.3	글로벌 HY	3.0	3.6	금		-0.5		20.1
2	신흥국	10.6	7.7	글로벌 IG	0.8	3.3	리츠		7.6		4.2
3	유럽	11.2	7.0	신흥국 USD	2.9	2.3	천연가스		3.3		0.4
4	영국	7.7	5.2	미국 HY	3.7	2.3	원자재		2.1		-0.8
5	캐나다	7.9	3.2	신흥국 IG	1.7	2.2	달러		1.7		-6.4
6	선진국	8.9	2.3	미 국채	0.3	1.9	WTI 유가		0.7		-14.6
7	호주	7.4	0.9	유럽 HY	3.0	1.5	달러 대비 절상	헤알	3.3		8.4
8	미국	8.6	-0.6	미국 IG	1.5	1.3		유로	-2.4		6.8
9	중국	3.7	-1.1	미국 레버리지론	2.2	1.3		엔	-3.4		5.7
10	일본	11.4	-5.8	유럽 IG	1.0	0.2		위안	1.2		1.3

*선진국: MSCI DM
*신흥국: MSCI EM
*원자재: S&P GSCI
*리츠: FTSE EPRA/NAREIT
*레버리지론: Morningstar LTSA US Leveraged Loan

기간: 2025년 1월 1일 ~ 2025년 5월 12일

자산별 성과비교

- 2025년 초 미국 증시는 작년 말부터 이어진 AI 기술주 랠리를 기반으로 상승세 지속. 이 과정에서 엔비디아, 마이크로소프트 등 주요 AI 관련 종목들이 시장 상승을 주도. 트럼프 대통령 당선 확정 이후, 친기업 정책에 대한 기대감도 투자심리에 긍정적 영향을 미침
- 다만, 2월 딥시크 충격, 3월 말부터 트럼프 정부의 관세 정책이 하락을 유발. 글로벌 무역 분쟁으로 확산되면서 조정 국면 심화
- 상반기 미 경제지표 혼조세 속에 스태그플레이션 우려 불거지는 등 연준의 통화완화 불확실성이 높아졌으나, 주요 빅테크들의 호실적 및 미국과 중국 간 관세 협상 소식 속에 반등세 보이는 흐름

순위	산업구분	성과 %				Fwd. EPS 변동 %		Fwd. Leverage 변동 %	
		1W	1M	3M	YTD	전월비	전년비	전월비	전년비
1	산업재	4.1	10.9	1.2	6.2	-0.7	1.2	3.2	4.7
2	금융	2.8	8.5	-1.1	5.0	0.7	10.7	10.6	-12.7
3	유틸리티	0.1	4.2	0.8	4.9	1.0	9.6	2.0	8.2
4	필수소비재	-1.0	0.7	0.2	4.4	-0.7	-1.7	-0.2	2.4
5	기초소재	2.2	6.6	-2.7	2.7	-0.4	-3.2	6.8	10.7
6	부동산	-0.6	6.7	-1.2	2.0	-0.3	1.1	1.1	0.3
7	에너지	4.9	6.5	-6.4	-1.3	-7.7	-24.5	2.7	23.0
8	커뮤니케이션	0.9	8.1	-8.4	-1.4	2.7	17.0	2.3	0.4
9	헬스케어	-1.6	-0.9	-7.4	-1.4	-1.0	10.9	-0.1	28.9
10	IT	5.7	12.6	-3.2	-3.9	-0.3	19.8	-24.6	-186.1
11	경기소비재	7.6	11.7	-8.0	-6.9	-4.1	4.5	0.4	1.0

*S&P500에 포함된 산업 구분
자료: Bloomberg, 하나증권

기간: 2025년 1월 1일 ~ 2025년 5월 12일

투자 Insight

힘의 이동 (분산 투자하기 좋은 날)

Part 1. 국가편

- 미국: 야심과 의도된 경기 둔화
- 유럽: 잠자던 유럽의 부활
- 중국: 내공의 중국

Part 2. 자산편

- 금, 가격 상승 아닌 돈의 가치 하락
- 사모대출 시장, 전략적 성장 기회

Part 3. 자산배분편

- 국가별 배분
- Divergence가 주는 기회
- 높아지는 해외 주식시장 투자 매력
- 빛나는 유로화
- 원자재, 금, 사모대출 파이팅

달러 위상은 변함없이 약달러를 원한다!

- 美 달러는 뚜렷한 대체통화가 없는 글로벌 기축 통화임은 분명. 세계 중앙은행 준비금 구성에서도 여전히 60%가 달러자산
- 다만, 美 정부가 과격한 세계 경제 질서 재편을 추구하고 있어 미래 달러 역할에 대해 의구심 형성
- 지난 80년간 국제 금융의 근간이 되어오던 달러 체제 시스템이 서서히 변화할 수 있으며 그 버튼을 트럼프 대통령이 누른 셈
- 물론 단기간에 걸쳐 달러 위상이 변화하진 않겠으나, 약달러 추세는 명확해진 상황 ▷ 국제적으로 다각화된 포트의 중요성

밴스 부통령 연설 "달러화 평가절하의 필요성 언급"

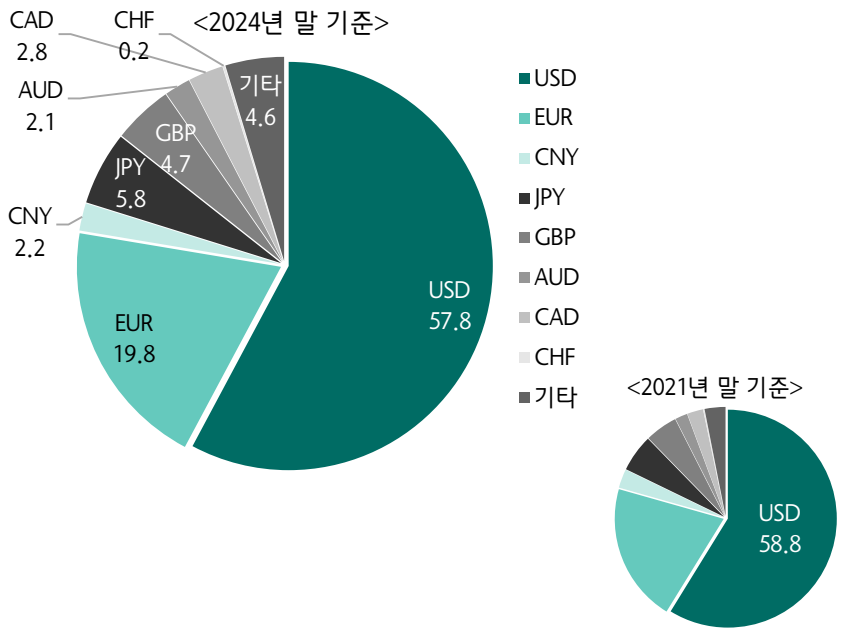
"'Devaluing [the dollar]', of course, is a scary word, but what it really means is American exports become cheaper, and that's important. If you want to employ a lot of people in manufacturing, you need to make it easier for us to export and not just import what we need."

→ 달러화 평가절하라는 말은 두렵지만, 실제로는 미국의 수출품 가격이 낮아짐을 의미하며 이는 중요한 과제임

→ 제조업의 많은 인력 고용을 위해서는 수입이 아닌, 수출의 장벽이 개선되어야 하기 때문

자료: 하나증권

세계 중앙은행 준비금 구성 (USD는 여전한 기축통화)

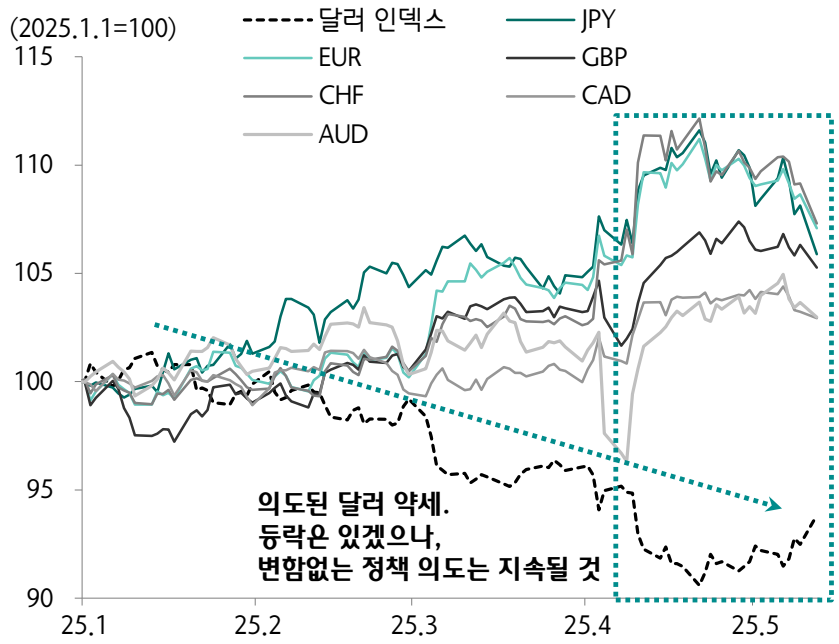


자료: IMF, 하나증권

“Mar-A-Lago Accord”, 달러 약세의 배경 이론

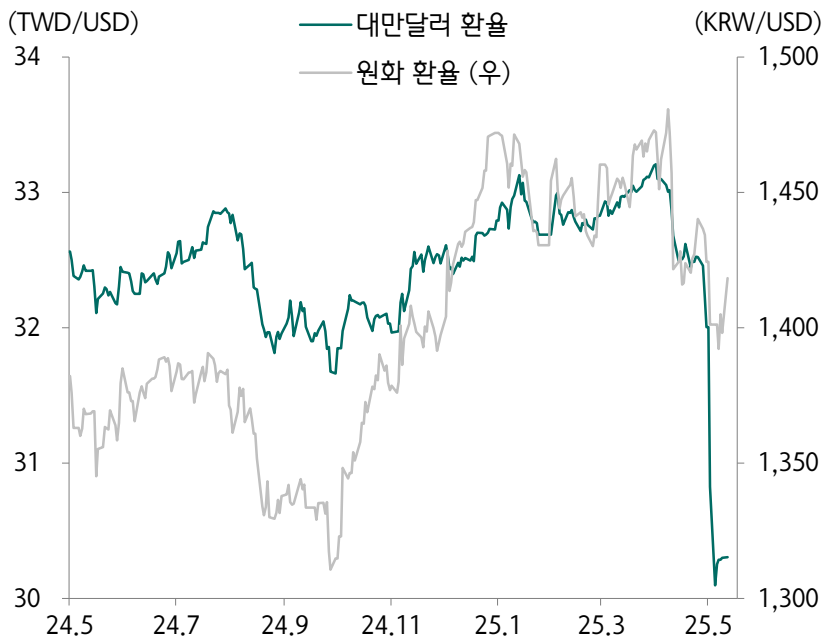
- 스티브 마이런은 국제 무역/금융 시스템의 세대 교체 필요성을 주장. “세계 경제 질서 재편을 위한 계획안” 제출
- 마러라고 합의 (Mar-a-Lago Accord) 추진 가능성 (85년 플라자 협정, 34 MEFO Bills의 최신 버전으로 해석됨)
- 미국은 관세 협상과 함께 달러 가치 하락을 유도
- 약달러 추진의 궁극적 목표가 중국일 가능성. 위안화 흐름과 궤적을 같이 하는 아시아 수출국의 환율 변동성 확대 불가피

달러가치 대비 주요국 통화 가치 변동



주: 100 기준 상회는 달러 대비 자국통화 가치 강세를 의미
자료: Bloomberg, 하나증권

대만 통화와 원화의 급격한 변동성



자료: Bloomberg, 하나증권

끝이 아닐 플라자 합의와 기억해야 할 루브르 합의

- 관세 협상과 환율 압박만으로 美 무역 적자가 해결될까? 85년 플라자 합의 직후, 87년 루브르 합의가 뒤따랐음을 기억
  - 87.3월, 독일과 일본은 美 재정적자 비율 (GNP 대비)을 87년 3.4%에서 88년 2.3%로 축소한다는 목표에 합의 ▷ **루브르 합의**
  - 미국은 대외불균형 축소를 단순히 환율 조정 (플라자 합의)으로 끝내지 않고 각국의 구조조정 노력을 압박함
- 결국, 이번에도 대미 무역 흑자국들은 美 수출품 소비를 늘리기 위해 자구책 마련을 강요 받을 것 (일부 관세 협정이 이를 포함)

플라자 합의 (85년) 직후 나타난 일본과 독일의 환율 변화

자료: Bloomberg, 하나증권

루브르 합의 (87년) 직후 GNP 대비 재정수지 비율 변화

GNP 대비 재정수지 비율 (%)	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
미국	-5.2	-4.5	-4.9	-4.9	-3.5	-2.9	-2.6
일본	-4.9	-4.2	-3.7	-3.2	-2.2	-1.3	-1.1
독일	-1.9	-1.6	-1.2	-1.2	-1.4	-1.7	-0.9

플라자 합의에도 변화 없던 美 재정수지 적자폭

루브르 합의 이후 변화하는 美 재정수지 적자폭

- **일본: 1987년 5월**
  - 각각 5조 엔 및 1조 엔 규모 (GNP의 1.8%)의 공공투자 사업 계획과 감세 조치를 포함하는 긴급 경제 대책을 발표
- **독일: 1987년 7월**
  - 연간 137억 마르크 규모 (GNP의 0.7%)의 소득세 감면을 골자로 하는 내수 확대 조치 마련
- **결국, 미국은 1983년 5%에 이르렀던 재정적자 비율이 88년 2%대로 축소**

자료: IMF, 하나증권

궁극적 목표는 '안정적 채권 수요 확보'

- 4월 채권시장을 휩쓴 공포는 Miran 보고서 영향 ▷ 영구채 발행과 동맹국에 대한 강매/스왑 계획이 포함되었기 때문
- 미국채에 대한 신뢰 붕괴는 물론, 수급 부족 우려가 커지며 채권 자경단 발동
- 과도한 레버리지를 사용했던 헤지펀드들도 담보물 가치 하락과 증거금이 발생하면서 무차별 채권 투매가 일어남
- 미국 경제의 구조적 취약점을 미국 스스로가 입증한 셈 ▷ 미국채의 과잉 공급과 향후 수요 부족에 대한 경각심

Stephen Miran Report 중에서

• 영구채 관련 핵심 내용

- 관세 협상과 함께 초장기 국채 발행을 추진
  즉, 기존 채권 보유국이 보유한 채권을 만기 100년의 무이자부 채권으로 교환/스왑하려 함
- 동맹국이나 파트너 국가가 무이자 영구채 스왑을 거부할 경우, 안보 우산 제공을 철회하는 '채찍'을 쓸 것이란 계산.
  즉, Miran은 협상을 위해 미국의 안보 우산을 거론할 것
- 85년 일본과의 플라자 합의의 최신 버전으로 평가되며 이른바 '마러라고 합의 (Mar-a-Lago Accord)'로 불림

• 시사점

- 미국이 채권국이 보유한 채권을 사실상 영구채로 교환하게 되면, 장기 금리 상승 위험을 낮추고 약달러 효과를 기대
- 장기채 보유를 증가시키면 환율 조정 시 달러자산을 매각하더라도 장기 금리 상승을 억제할 수 있음. 차입비용도 축소
- 또한 국채금리를 낮추면 달러화가 약화되며 미국 수출이 증가할 수 있음

자료: Stephen Miran "A User's Guide to Restructuring the Global Trading System, 하나증권

산소 호흡기, 베센트 풋 – 금융 규제완화

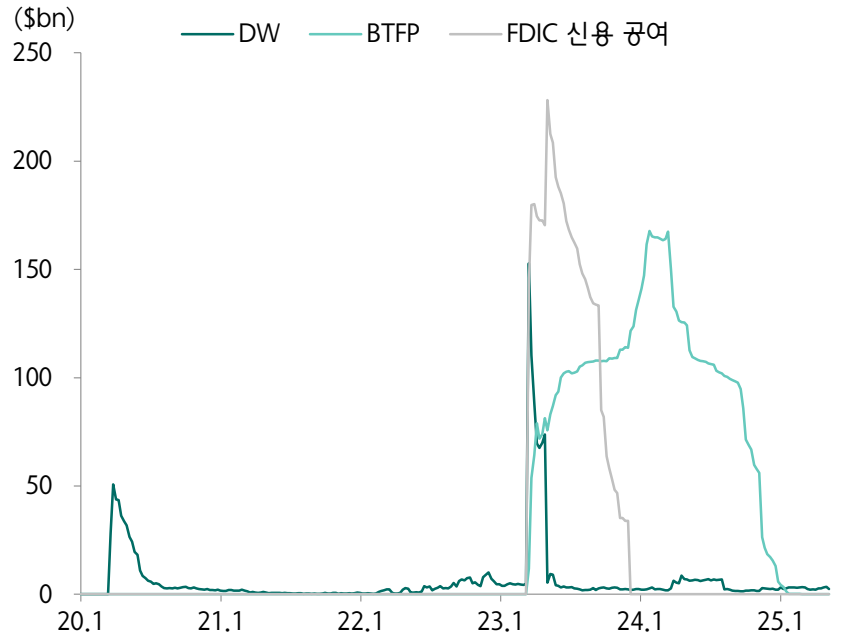
- 베센트 재무장관, 안정적 채권 수요 확보를 위한 자구책 준비 ▷ 베센트 풋 공개
- ① 하반기 SLR 규제 완화 가능성. SLR 축소 시 은행권 국채 매입과 대출 증가를 유도 ▷ 시중 유동성 안정화 방안
- ② 할인 창구 (Discount Window) 재활용. 본질적으로 은행들이 연준으로부터 직접 자금을 차입하는 것을 의미
  그동안 DW 사용 활성화에 다소 은행들의 불편함이 존재해왔으나, 매력적인 금리가 제공된다면 은행들의 유동성 공급처가 될 것

과거 SLR 규제 완화 사례

- SLR 규제 완화 원리
  - SLR = 자기자본 / (대출 + 채권 + 지급준비금)
  - SLR 규제가 완화된다면 분모가 커질 수 있는 룸이 생기므로 상대적으로 국채 매입 수요가 증가할 수 있음
- 美 연준 미셸 보우먼 이사는 SLR 규제 완화가 필요하다는 의견 피력
  - 현 정책 완화는 트럼프 행정부가 추구하는 국채 금리를 낮출 수 있는 주요 방안으로 거론되고 있어 조기 시행 기대감 커짐
- 10년물 기준 4.3% 이상의 장기채 금리 레벨은 높은 이자수익과 자본차익을 노릴 수 있어 은행들의 적극적인 국채 매수를 기대
- 2020년 팬데믹 당시 연준은 경기 부양을 위해 SLR 규제 공식의 분모 (대출+채권+지급준비금)에서 미국 국채와 지급준비금을 제외하는 완화책을 사용한 바 있음.
  해당 기간 동안 은행들은 약 1조 달러의 미국채를 매수

자료: 하나증권

미국 유동성 창구 부활



자료: FRB, 하나증권

산소 호흡기, 베센트 풋 – 스테이블 코인

- ③ USD 스테이블 코인은 블록체인에 보관된 달러와 같고, 스테이블 코인의 상대는 여전히 미국 국채라는 점을 강조
- 트럼프 행정부는 이미 스테이블 코인 관련 법률 (Genius Act)의 구체화/명확화를 추진 중
  - 스테이블 코인 발행사들로 하여금 디지털 달러를 지원하기 위해 국채 매입을 의무화 하는 새로운 규칙으로 제안됨
- 28년 $2조 성장성 기대. 美 국채 수요 창출의 주요 수단으로 거론 ▷ 중국/일본 등 주요국 채권 보유 감소를 메울 대안

TBAC에서 예상하는 스테이블 코인의 국채 수요

- TBAC (Treasury Borrowing Advisory Committee), 스테이블 코인 시장을 미국 국채 수요를 견인할 잠재적 요인으로 지목
  - 28년까지 약 $2조에 이를 것으로 예상되며 대부분이 미국 달러에 연동될 것으로 추정되고 있음
- 현재 논의 중인 규제안들은 스테이블 코인 보유 준비금을 미국 국채로 더 많이 유도할 것 수 있을 것이라 언급
  - 주요 스테이블 코인 발행사들 (테더, 서클)이 수개월 동안 대량의 국채를 매입할 것을 시사
- 추가적으로 발생할 국채 수요는 중국을 초과할 가능성 (24년 말 기준 중국의 국채 보유는 $7,840억)
  - 일본과 중국의 국채 보유량을 합치더라도 스테이블 코인 성장성 (28년 $2조)에 미치지 못함

자료: Criptopolitan, 하나증권

Genius Act

- 3/13, 美 상원의원 빌 해거티가 발의한 법안이 상원 은행위원회 통과
- 미국 내 스테이블 코인에 대한 명확한 규제를 제공하며 스테이블 코인을 미 달러화에 고정된 디지털 자산으로 정의
- 스테이블 코인 발행사들로 하여금 디지털 달러를 지원하기 위해 국채를 매입하도록 의무화하는 새로운 규칙으로 제안됨
- 만기 93일 이하의 국채를 적격 준비 자산으로 지정
- Digital Asset Summit (3/20)에서 트럼프 대통령은 스테이블 코인 관련 법안을 신속히 통과시켜 줄 것을 요청. 25.8월 시행 가능성

자료: Criptopolitan, 하나증권

경제 구조상 안정적인 국채 수요가 절실한 미국

- CBO는 향후 10년간 美 연간 예산 적자가 연평균 $2조에 달할 것으로 전망 ▷ 미국 정부의 신규 국채 발행이 지속될 것을 시사
- Moody's는 양호한 경제 여건과 고금리 환경임에도 불구하고 미국의 정부부채가 증가하고 있음을 경고
- 미국은 예산적자 확대와 높은 이자비용 충당을 위해 더욱 채권시장에 기대어야 하는 상황 ▷ 안정된 국채 수요가 절실
- DOGE의 정부 지출 축소 계획 또한 하향 조정 지속 ($2조 → $1조 → 4월 말 기준, $1,500억 절감 가능성 언급)

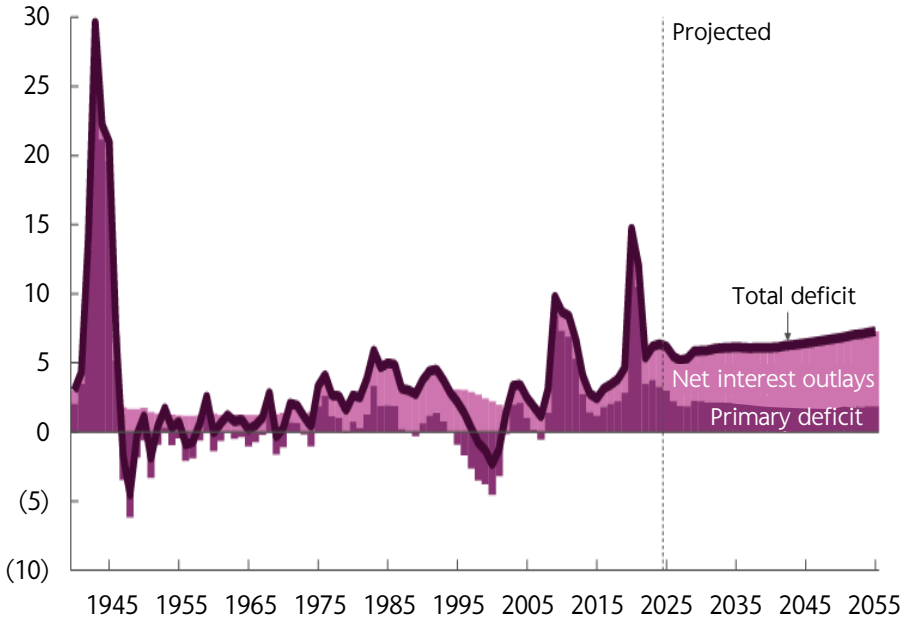
Moody's의 미국 부채 전망 보고서 (3/25)

"potential credit impact of sustained high tariffs, unfunded tax cuts and significant tail risks to the economy have diminished the prospects that the formidable strengths will continue to offset the widening fiscal deficits and declining debt affordability."

→ 미국의 강한 경제 펀더멘털에도 불구하고 지속적인 고율 관세, 재원 없는 세금 감면, 경제의 상당한 테일 리스크가 결합되고 있어, 재정 상황 (재정적자와 부채 부담 증가)을 충분히 컨트롤 하지 못하고 있다고 지적

자료: Moody's, 하나증권

CBO의 미국 GDP 대비 재정적자 및 이자비용 비율 예측

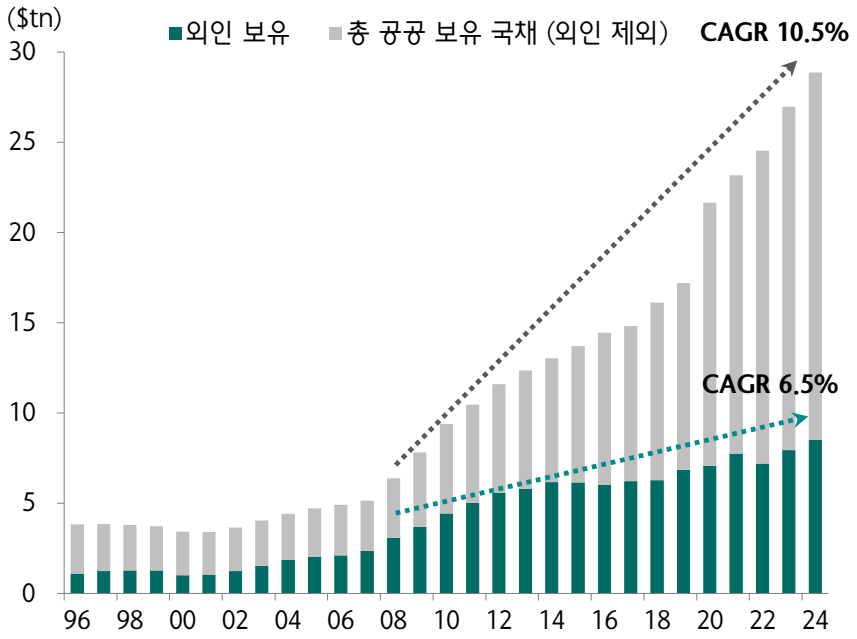


자료: CBO, 하나증권

그러나, 외인들의 국채 시장 점유율은 빠르게 축소

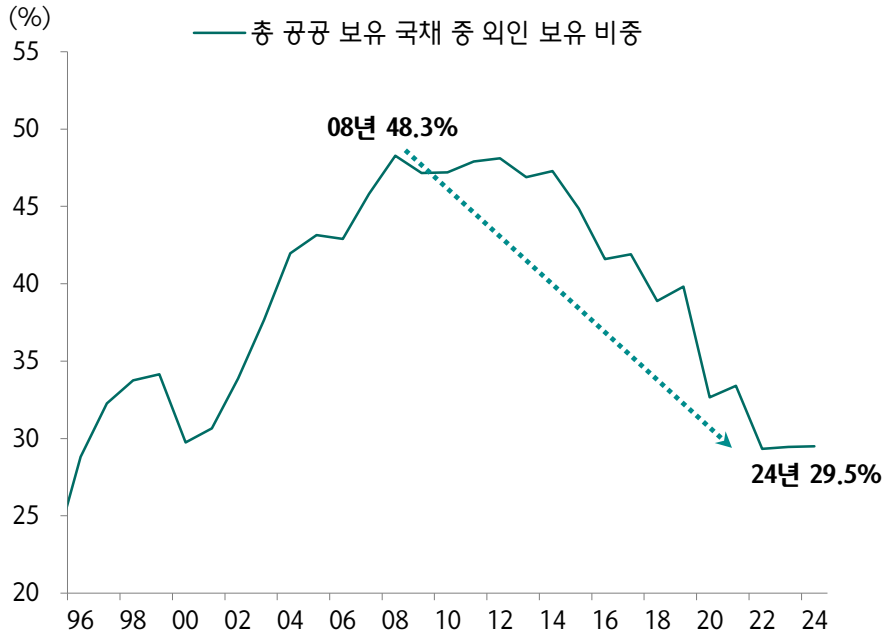
- 대미무역 흑자를 기록해오던 외국인 (민간/정부)은 달러 사용을 위해 美 국채 시장에서 큰 손 역할을 해 옴
- 24년 외인 보유 규모는 약 $8.5조 규모 (08년 금융위기 $3조 대비 CAGR 6.5%로 성장)
- 그러나, 美 정부 부채 증가 속도가 훨씬 빨라지면서 외인의 국채 시장 내 점유율은 빠르게 축소 (현재 29.5% Vs. 08년 48.3%)

미국 총 공공 보유 국채와 외국인 보유 물량



자료: U.S. Treasury, 하나증권

총 공공 보유 국채 중 외국인 보유 비중

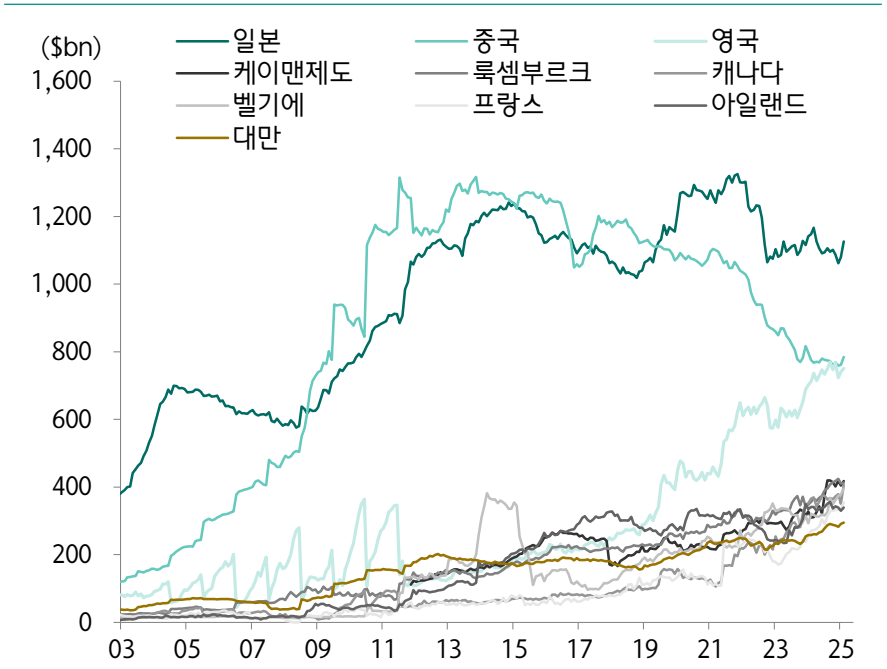


자료: U.S. Treasury, 하나증권

무역 전쟁이 앞당기고 있는 외인의 국채 투자 니즈

- 미국이 대외무역을 통해 얻을 수 있는 부산물에는 외국인의 미국 국채 매수가 있으며
- 미국과 교역을 하는 국가들은 수출을 통해 달러를 얻게 되고, 무역흑자 국가들은 달러 사용을 위해 미국채를 매수해 오는 메커니즘
- 즉, 무역 전쟁 격화로 대외 무역이 감소한다면 외인 국채 투자 니즈는 축소 ▷ 국채 보유액 증가 속도는 더뎌지거나 감소할 것

국가별 미국 국채 보유 규모와 비중



자료: U.S. Treasury, 하나증권

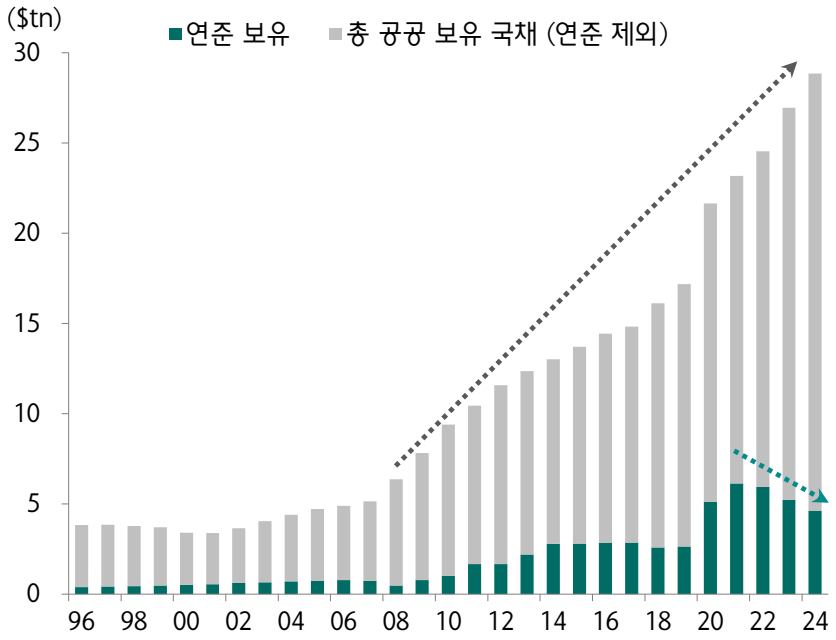
국가명	총 외국 보유 국채 내 비중 (2024년 기준)	총 외국 보유 국채 내 비중 (2008년 기준)
일본	12.8%	20.3%
중국	8.9%	23.6%
영국	8.5%	4.3%
케이맨제도	4.7%	0.0%
룩셈부르크	4.7%	3.2%
캐나다	4.6%	0.5%
벨기에	4.5%	0.5%
프랑스	4.0%	0.5%
아일랜드	3.8%	1.8%
대만	3.3%	2.3%

알게 모르게 빈자리를 채우고 있었던 유럽 주요국가

연준도 물러나는 미국 국채 보유

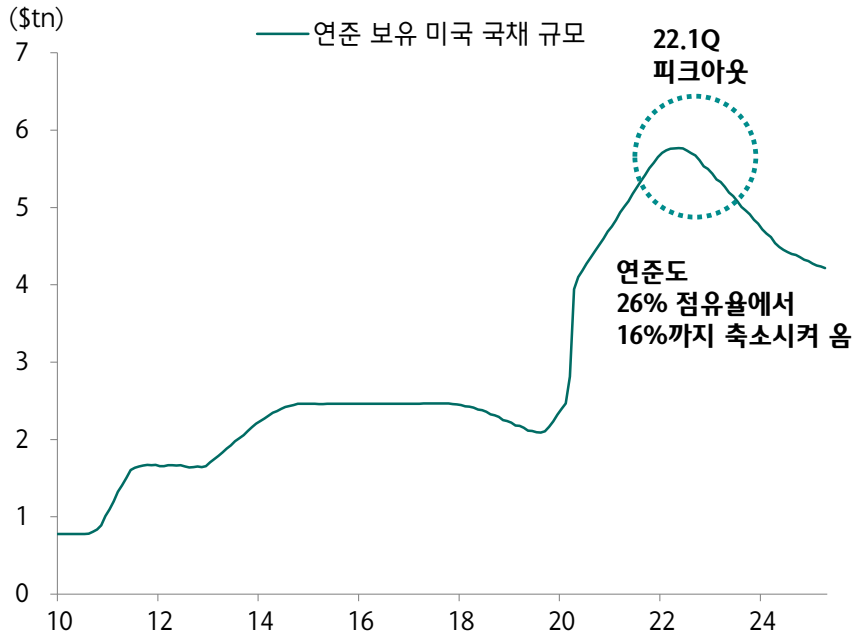
- 외국인들이 물러나는 가운데, 국채 수요 디딤돌이 되어 오던 연준도 3년째 QT 단행
- 이들의 국채 보유액은 22.1Q 정점 형성 후 약 $2조 가량 축소됨 (22.1Q 25% ▷ 24.4Q 16%)
- 미국의 국채 발행이 불가피한 가운데 이것을 누가, 얼마에 매수할지가 심각한 숙제로 남음

미국 총 공공 보유 국채와 연준 보유 물량



자료: U.S. Treasury, 하나증권

연준의 보유 국채 축소 흐름

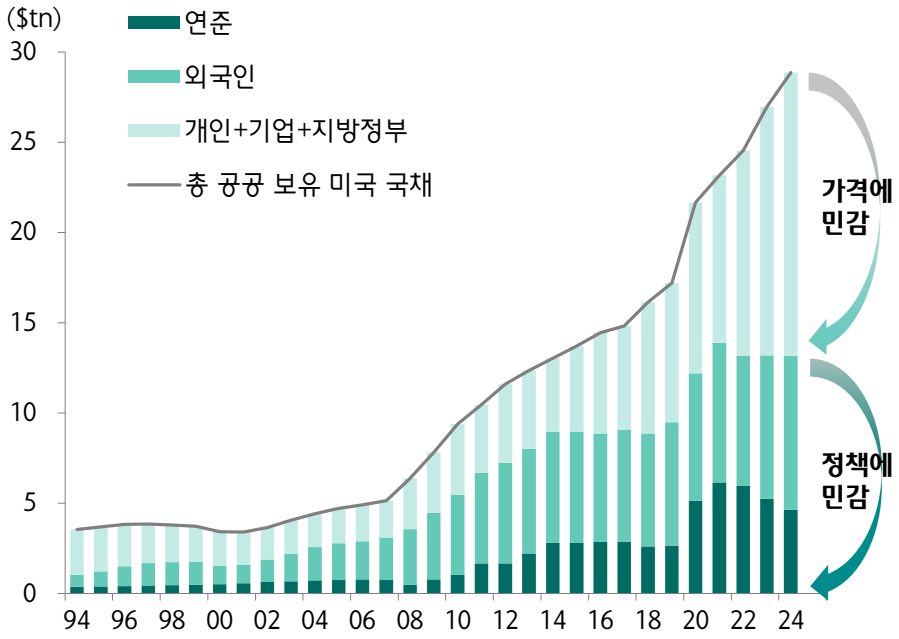


자료: FRB, 하나증권

국채 수요 환경은 더욱 타이트해지는 가운데..

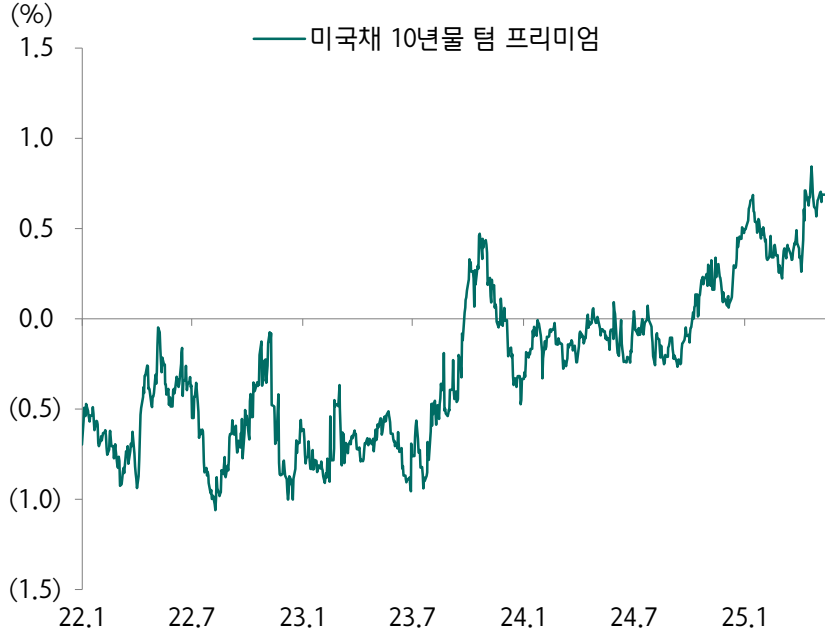
- QT의 연준과 무역 정책 변화로 국채 매수를 고민하는 외국인의 후퇴. 이들은 가격보다는 정책 민감도가 컸던 것으로 평가
- 대신 가격 민감도가 훨씬 높은 기관 (은행/보험사/연기금 등)들이 남아 어느 가격에 국채 수요를 늘릴지가 관건이 될 것
- 무역 마찰로 인해 인플레가 위협받고 국채 수급 불균형이 확대된다면 국채 금리의 기간 프리미엄은 증가할 수밖에 없음

가격에 민감한 투자자가 많아지는 가운데



자료: U.S. Treasury, 하나증권

미국채 10년물 텀 프리미엄의 꾸준한 증가를 예상

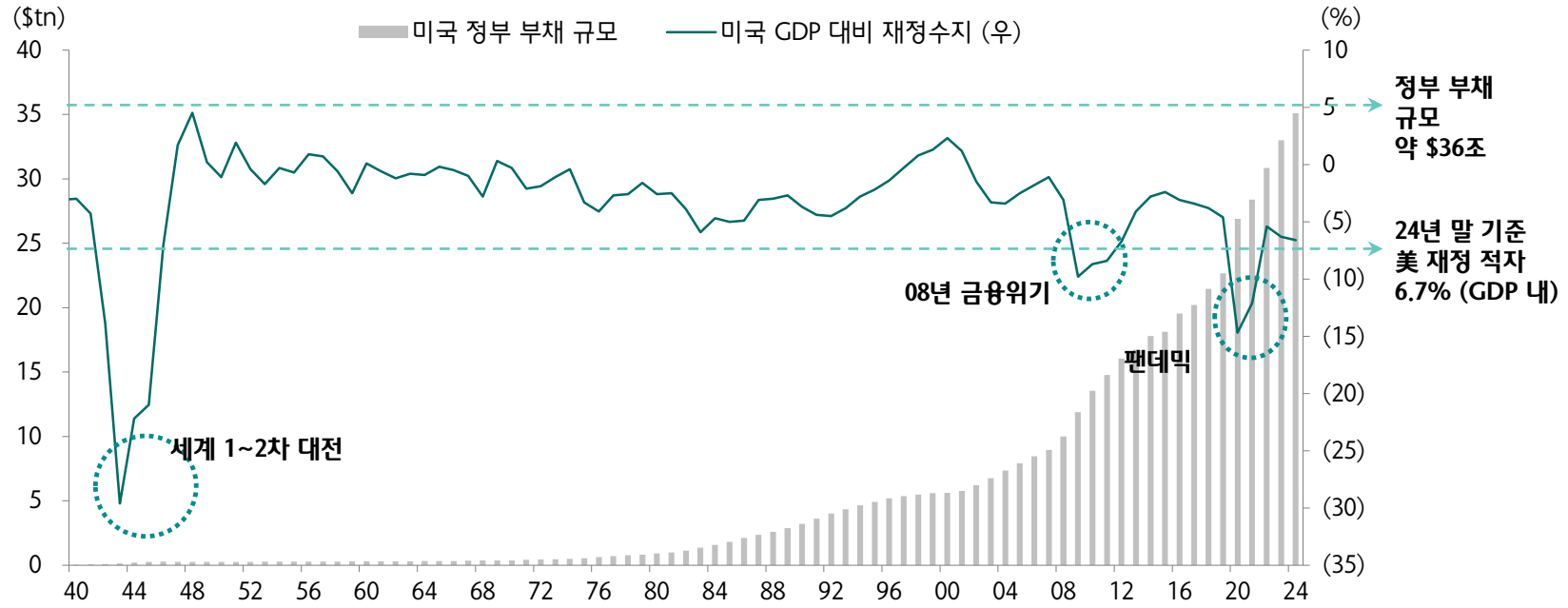


자료: Bloomberg, 하나증권

경기 호황에도 불구하고 지속되는 역대급 예산 적자 레벨

- 24년 미국 예산 적자는 GDP의 6.7% (세계 1~2차대전, 08년 금융위기, 팬데믹을 제외하면 큰 예산 적자는 없었음)
- 특히 지금처럼 역사적 최저 실업률에서도 이같은 레벨의 재정 지출이 발생한 적은 없었음 ▷ 과잉 유동성 상태
- 만약, 이런 상황에서 경기가 침체된다면 정부 부채 부담은 크게 확대될 수 있고 국채 수익률 폭등으로 이어질 수도

미국의 예산 적자 상황과 부채 규모



자료: U.S. Treasury, OMB, 하나증권

과거 130%의 부채비율을 기록한 국가들의 디폴트 경험 사례

- 미국 정부 부채는 팬데믹 이후 연평균 9.3% 속도로 급속 성장함. 25.1Q 기준, GDP의 121% 도달
- 역사적 위험 비율이라 일컫는 130% 도달은 이제 시간 문제
  - 81년 이후 GDP 대비 부채비율이 130%에 도달했던 국가 중 98%가 디폴트를 경험

81년 이후 GDP 대비 부채 비율 130% 국가의 디폴트 현황

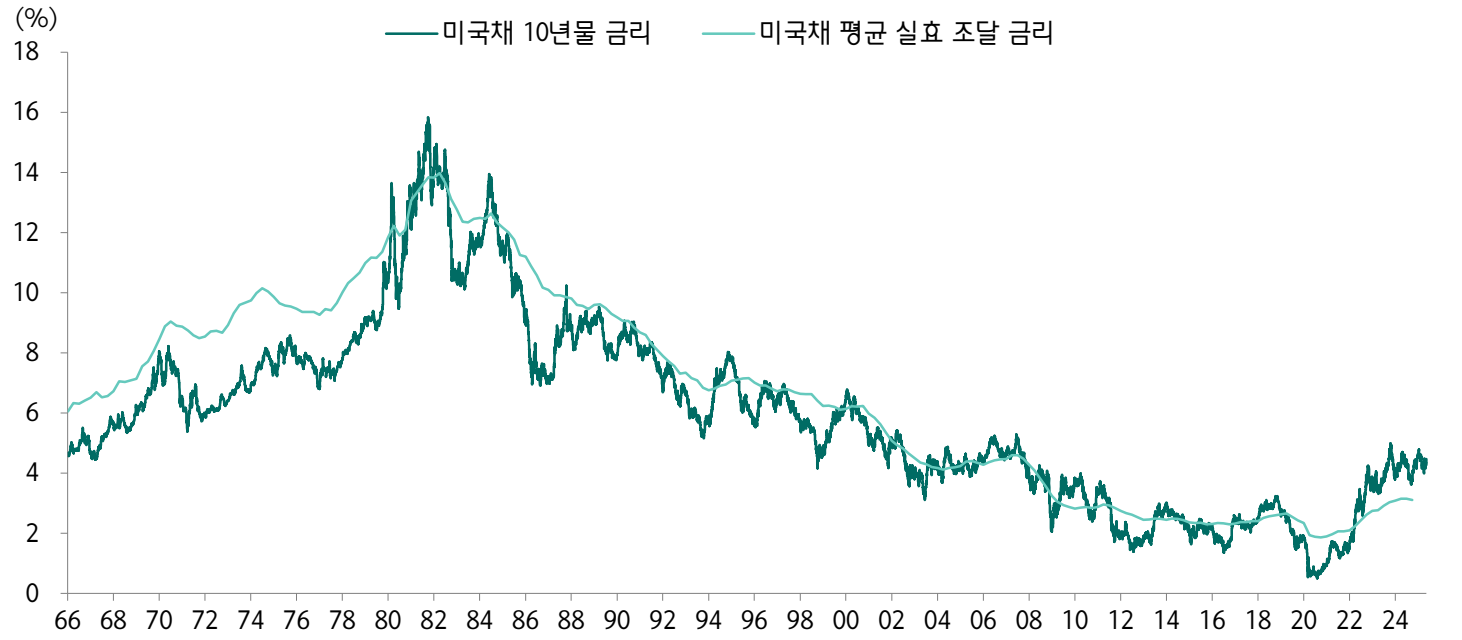
현재 일본은 GDP의 130%가 넘는 정부 부채 수준에도 불구하고 디폴트를 회피한 유일한 국가				
국가	GDP 대비 130% 초과 연도	디폴트 연도	디폴트 유형	디폴트 원인
아르헨티나	1827	1827	완전 채무불이행	독립
스페인	1869	1877	구조조정	혁명
터키	1872	1876	완전 채무불이행	가뭄, 홍수
영국	1919	1931	통화가치 하락	제1차 세계 대전
프랑스	1920	1920	높은 인플레이션	제1차 세계 대전
독일	1918	1922	하이퍼 인플레이션	제1차 세계 대전
일본	1943	1943	다양한 원인 有	제2차 세계 대전
호주	1945	1946	높은 인플레이션	제2차 세계 대전
캐나다	1946	1946	높은 인플레이션	제2차 세계 대전
가나	1960	1966	구조조정	수출 감소
코스타리카	1981	1981	완전 채무불이행	수출 감소
그리스	2010	2010	구제 금융	2008 금융 위기

자료: Bloomberg, 하나증권

정부 부채를 고금리로 차환하게 된다면..

- 25.4월 美 정부 부채는 $36조에 달하며 평균 실효 조달 금리는 약 3.2%로 책정
- 25년에만 $9조의 부채가 재조정될 계획이며 잔존 부채는 향후 5년에 걸쳐 재조정될 것
- 만약 100bp 가량 더 높아진 금리로 차환하게 될 경우 美 정부의 부채 부담은 상당해질 것

미국 10년 국채 금리와 평균 실효 조달 금리

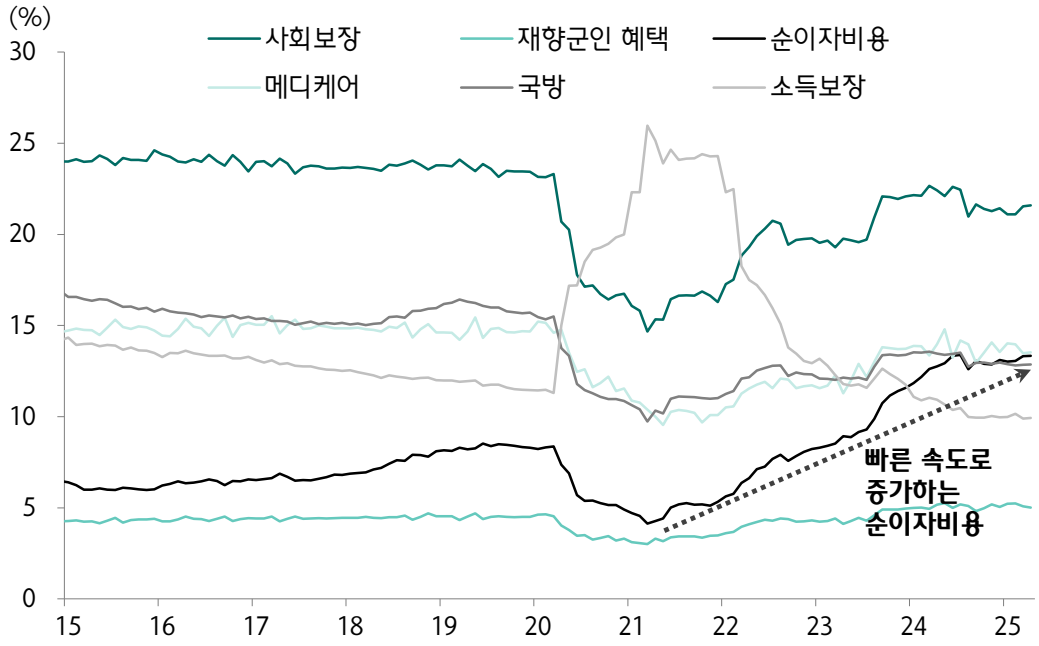


자료: U.S. Treasury, Bloomberg, 하나증권

깊어지는 부채 악순환 고리에 대한 고민

- GDP 대비 높은 부채 비율을 우려하는 것이 아닌 “부채의 악순환 고리”를 우려함
  - 안 그래도 높은 부채가 더 높은 금리로 차환/발행된다면, 부채 상환은 물론 이자비용을 충당하기 위해서 더 많은 부채를 필요
- 이렇게 부채 사용이 누적될 경우, 경제에 더 많은 자금이 유입되고 인플레를 촉발 ▷ 부채의 악순환 고리
- 現 국채 이자비용은 벌써 $1.1조 (GDP 내 3.7%). 향후 10년간 CBO는 GDP의 4.1% 도달 가능성을 경고한 바 있음

미국 정부 지출 내 주요 항목별 증가 추이



자료: U.S. Treasury, 하나증권

미국 정부지출 내 주요 항목별 비중

항목	전체 세출 내 비중 (%)	GDP 대비 비중 (%)
사회보장	21.6	5.1
총 이자비용	15.7	3.7
메디케어	13.5	3.2
보건 (의료)	13.4	3.2
순 이자비용	13.3	3.2
국방	12.9	3.0
소득보장	9.9	2.3
재향군인	5.0	1.2
교육/훈련/고용/사회 서비스	4.0	1.0
교통	2.0	0.5
지역사회/지방 발전	1.5	0.4

자료: U.S. Treasury, BEA, 하나증권

레이 달리오, “거대 부채 사이클”에 대한 경고

- 레이 달리오는 저서 [국가는 어떻게 파산하는가]에서 미국의 거대 부채 사이클을 우려
- 1) 적자 충당, 2) 기존 부채 롤오버, 3) 이자비용 조달을 이유로 차입을 지속한다면 “부채 중독”을 피할 수 없을 것
- 또한 화폐 남발과 국가 신뢰도 훼손으로 이어지면 기축 통화의 입지 상실과 국채 투자 수요 부족을 경험할 것

역사적 속에서 찾아본 제국이 망할 때 나타나는 공통 현상

부채 중독	- 과도한 부채가 누적되어도 계속 돈을 빌려오게 됨 - 기축 국가라면 돈을 찍어낼 수 있음
돈의 남용 및 신뢰 붕괴	- 특정 화폐가 시장에 지속 유입된다면 더 이상 그 경제에 대해 신뢰를 가지지 않게 됨
분열	- 가계의 빈부격차, 기업의 빈부격차가 커지고 세대 간 갈등, 정치적 분열을 겪을 수 있음
과잉 팽창과 군사력 남용	- 과거 모든 제국이 그래왔듯 강해지면 나라 밖으로 눈을 돌림 - 결국 군사력을 외부로 남용하면서까지 욕심을 부림
성장/혁신 둔화 교육 투자 약화	- 제국이 강해지면 게을러지며 성장이 둔화됨 - 부채 증가는 이자비용 확대를 견인. 그 결과, 사회기반시설과 교육에 돈을 쓰기 어려워짐
도전국의 부상과 재편	그 틈새를 이용해 새로운 제국이 부상하게 됨

자료: Ray Dalio “How Countries Go Broke: The Big Cycle”, 하나증권

국가 파산 경로 9단계

1단계	과도한 부채 누적
2단계	경기둔화와 민간 위기
3단계	정부 개입과 재정 팽창
4단계	시장신뢰 하락, 자본유출
5단계	금리급등 및 환율 불안
6단계	중앙은행 개입과 돈 풀기
7단계	중앙은행 손실과 채무 조정 압박
8단계	자본통제, 가격 개입, 금리/환율 압박
9단계	새로운 균형과 통화 질서 재편

✓ 레이달리오는 미국이 현재 총 9단계 중 8단계로의 진입을 경고

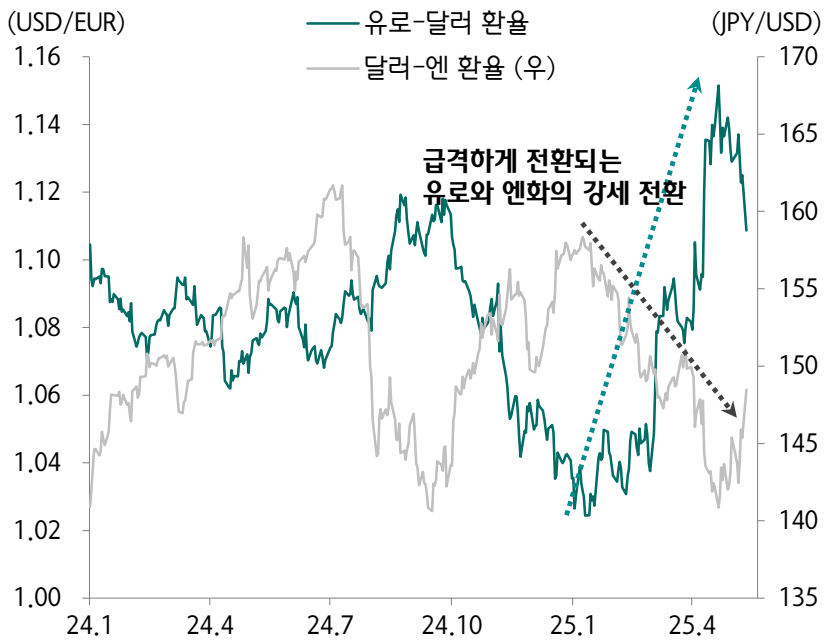
✓ Economist에서도 달러 급락, 국채 매도의 동시 발발을 두고 미국 자산이 더 이상 안전자산이 아니라 불안의 요인이 되고 있음을 경고

자료: Ray Dalio “How Countries Go Broke: The Big Cycle”, 하나증권

오랜 패러다임의 급변. 언제/어떻게/어디서 터질지 모르는 뇌관 ①

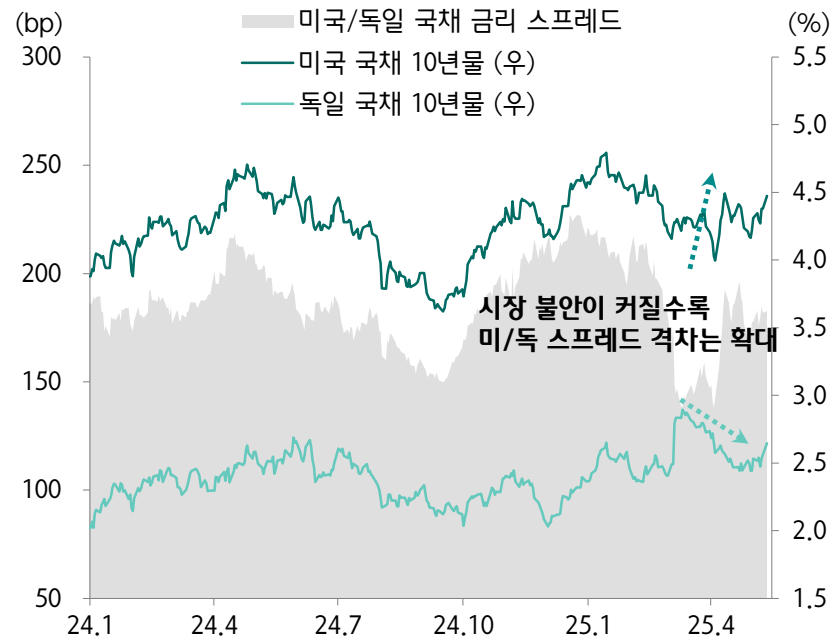
- 24.7~8월. 미/일 금리차가 축소될 것이란 전망 ▷ 롱/숏 헤지펀드들의 언와인딩 시도 (엔 캐리 청산 포함)
- 25.4월. Miran 보고서와 무역 갈등에 美 국채 수요 위축 우려 ▷ 헤지펀드들의 과도한 레버리지 차익 거래의 대거 청산
- 25.4월. 달러 약세 (상대국 통화 강세)로의 전환 가능성 ▷ 美 자산을 대거 투자해오던 무역흑자국과 헤지펀드들의 헤지/청산 수요

유로화와 엔화의 강세 전환



자료: Bloomberg, 하나증권

미국 국채 금리 폭등 대비 빠르게 안정된 독일 국채 금리

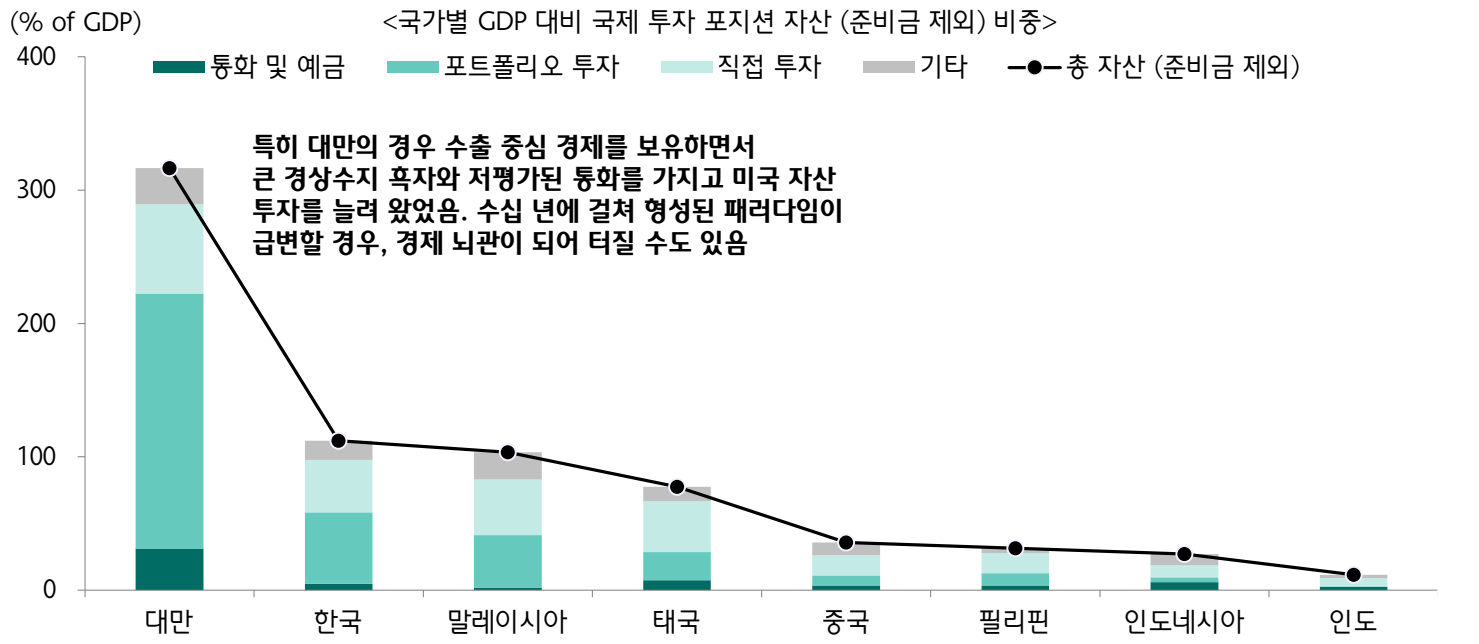


자료: Bloomberg, 하나증권

오랜 패러다임의 급변. 언제/어떻게/어디서 터질지 모르는 뇌관 ②

- 수십 년에 걸쳐 형성된 패러다임이 급변할 경우, 경제 뇌관이 터질 수도
- 단순 보유 자산의 언와이딩 또는 헤지 수요를 늘리는 데 그치지 않고 달러자산 투매로 이어질 가능성
- 어떻게 터질지 모르는 뇌관들이 오랜 시간 누적되어 옴

국가별 순 국제 투자 포지션

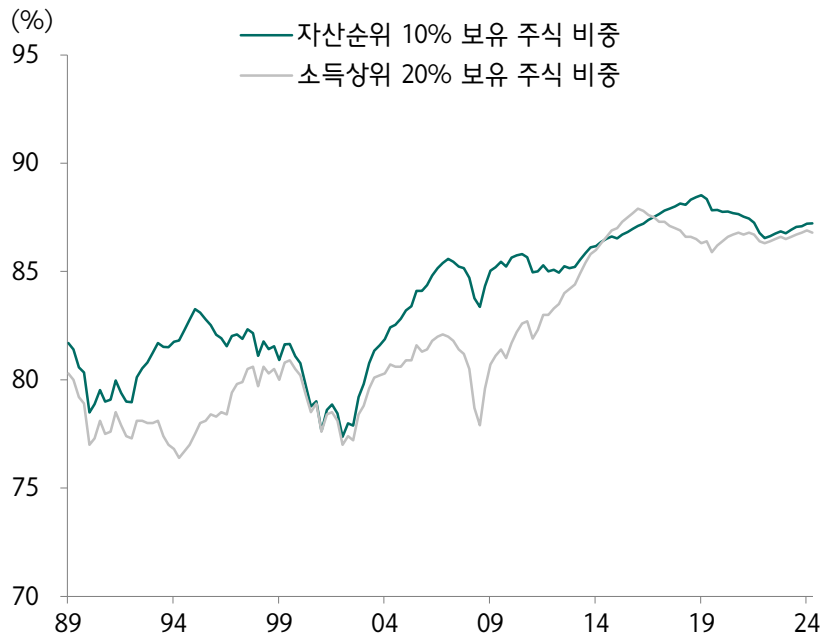


자료: IMF, 하나증권

부(富) 의 편중 심화. 상위 소득 20%

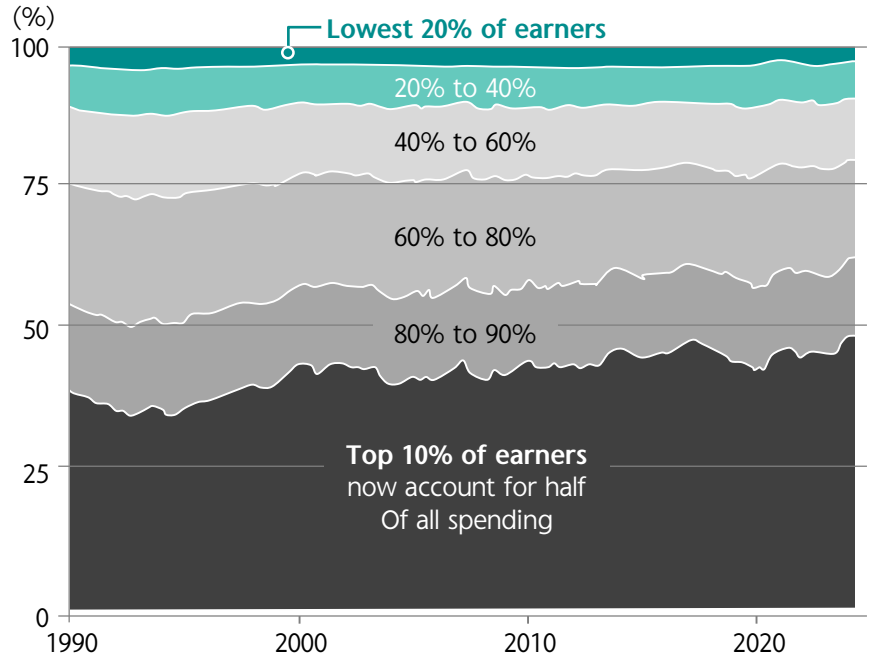
- 美 가계 보유주식의 90%를 상위소득 20%가 보유. 또한 이들은 전체 소비시장의 70%를 차지 (상위 10%는 50% 비중)
- 즉, 미국 소비시장은 소득 상위권이 이끌어 온 셈. 주식시장의 역할이 얼마나 미국 경제에 중요할지 짐작할 수 있음
- 주요 기관은 주가 하락이 소비 여건을 악화시키고 경제 성장률을 낮출 것이라 추정 (실제 주가 하락의 1~2월, 소매판매 둔화)
- 과도하게 특정 계층에 소유된 만큼 과대 평가된 주식시장은 미국 경제의 하방 리스크 촉매제가 될 수 있음

미국 가계 보유 주식 비중 (자산순위 10% Vs. 소득상위 20%)



자료: FRB, 하나증권

소득 계층별 소비 비중 추이

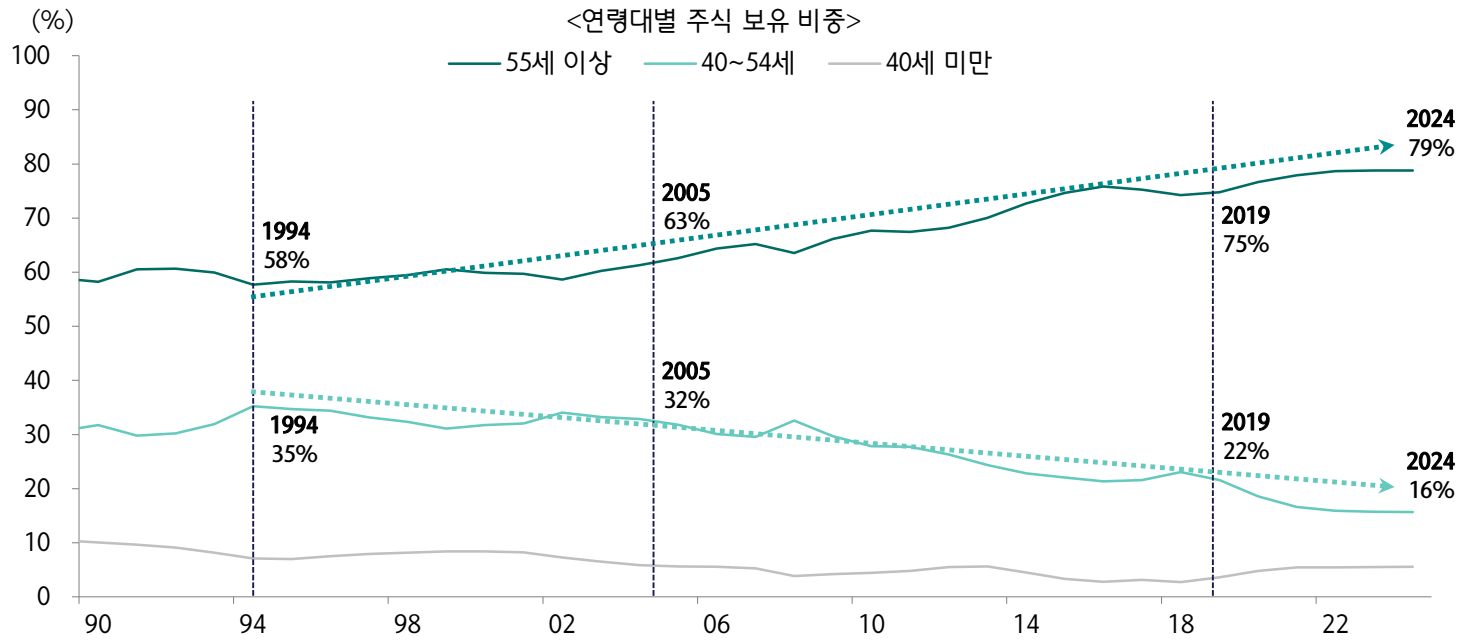


자료: FRB, Moody's, 하나증권

부(富) 의 편중 심화, 55세 이상의 고령층

- 55세 이상 개인 (고령층)이 가계 보유 주식의 약 80%를 보유. 반면 40~54세 (중년층)의 보유율은 16%에 불과
- 베이비붐 세대들은 이제 은퇴 초입이거나 은퇴 직전. 기본적으로 소비를 줄이는 연령인 데다, 이들이 자금 인출 시 큰 손실을 겪게 되면 감정적/심리적/재정적으로 회복력이 훨씬 낮아지게 됨. 소비와 심리는 추가로 부정적이 될 수 있음
- 실제 미국에서는 인구통계적으로 유도된 주식 매도가 나선형으로 확산될 수 있다는 경고가 될 수 있음

고령층의 부의 편중 현상

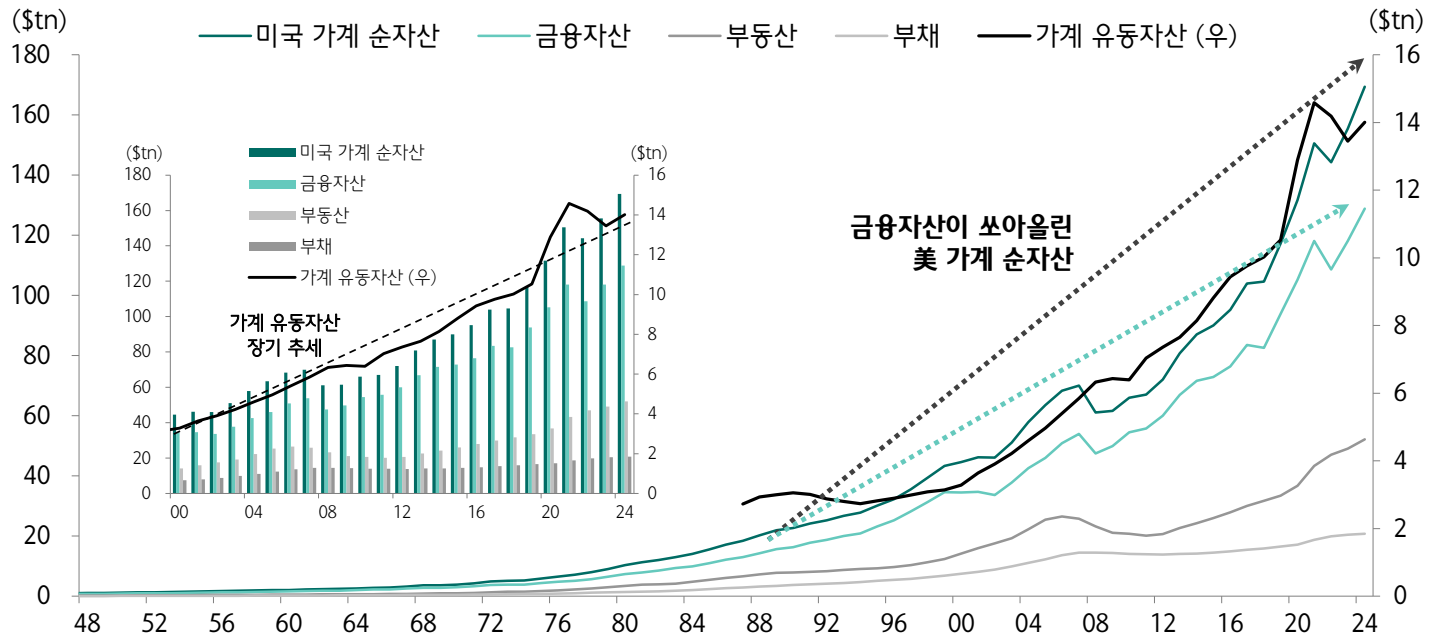


자료: FRB, 하나증권

부의 편중 심화로 인해 금융시장 불안이 지속될 경우 가계 소비와 기업 투자는 타격

- 지난 몇 년간 주가 상승이 없었더라면 미국 소비에 의해 촉진된 GDP 성장률은 훨씬 낮아졌을 것
- 소비 부진에는 여러 이유가 있겠으나 구조적으로 주식시장과 미국의 소비 환경의 상관성은 지속 확대
- 기업들도 주가 하락으로부터 자유롭기 어려워. 투자/채용 계획에 제약이 발생되기 때문
- 22년 긴축 불안에 따른 증시 조정 시, 기술/소매/레저 기업들의 해고 소식이 잇달아 발생했음을 기억할 필요

미국 가계 대차대조표



자료: FRB, 하나증권

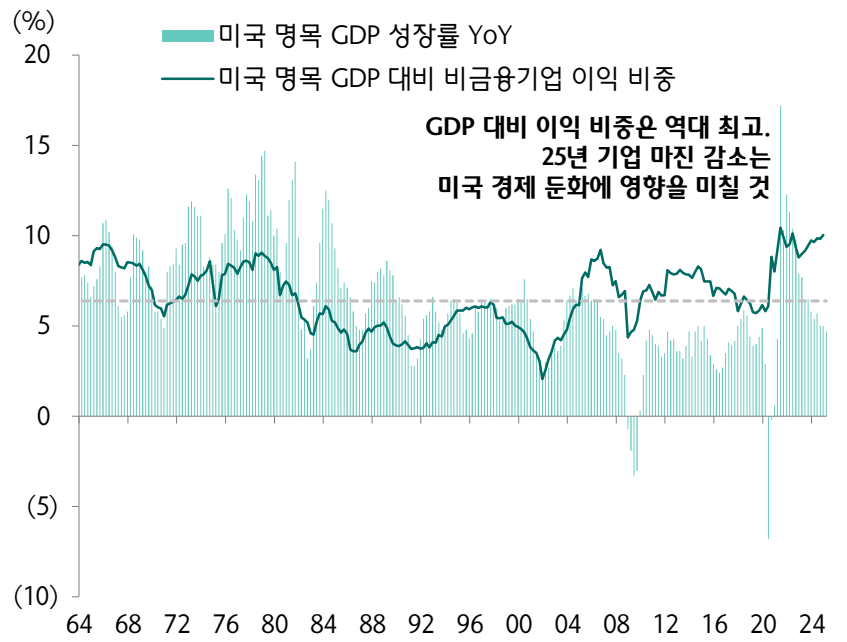
우호적 기업 이익 창출 환경, 이젠 Bye Bye

- 올해 기업들의 총 수익은 유지될 수 있어도 기업 상당수의 마진은 감소할 가능성 높아
- ING 서베이, 기업들은 우선 시장 점유율을 유지하기 위해 가격을 보존하면서 관세 비용을 부담해 나갈 의지를 보임
- 소비자들은 관세 부과 이후 더 저렴한 대체재를 찾거나 그렇지 못하면 소비를 지연시킬 가능성이 높은 것으로 조사
- 24년 미국 비금융기업들의 GDP 대비 이익 비중은 역대 최고치. 25년 기업 마진 감소는 분명 미국 경제 둔화에 부정적 영향

Survey, 관세 부과로 물가가 오르면 어떻게 할 것인가?

자료: Civic Science, 하나증권

미국 비금융기업의 GDP 대비 이익 비중과 명목 GDP 성장률

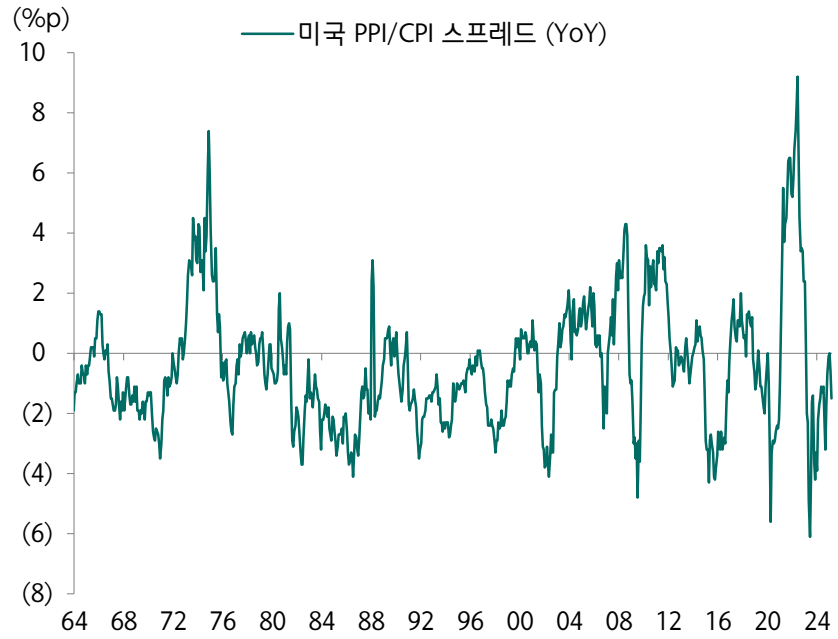


자료: Bloomberg, BEA, 하나증권

우호적 기업 이익 창출 환경, 이젠 Bye Bye

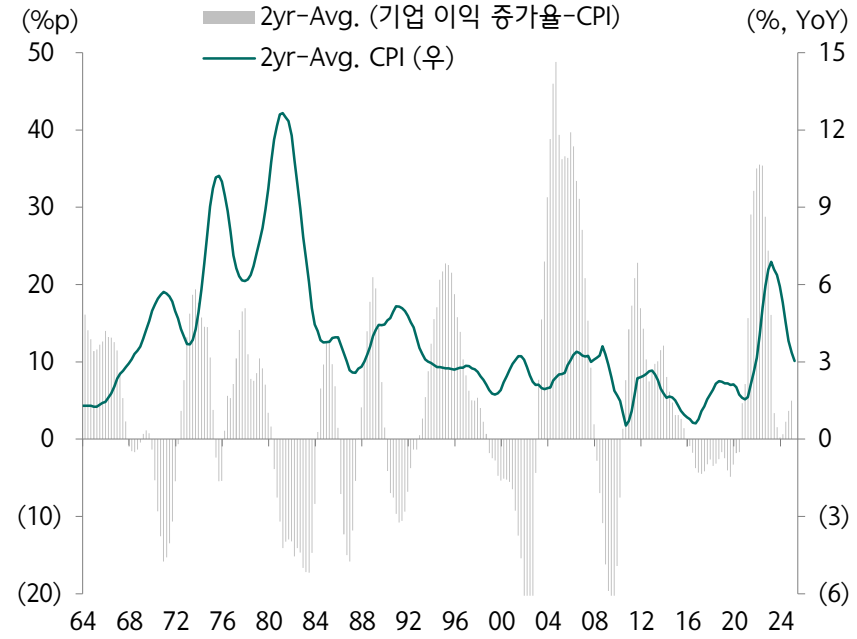
- 관세로 인해 당면하게 될 인플레는 소비자보다는 기업이 우선적으로 감당해 나갈 것
- 최종재 수요 둔화에 인플레 둔화가 나타나는 국면인 만큼 제품/서비스 판매를 위해 기업들이 인플레를 흡수해야 할 것
- 역사적으로도 인프라 하락 사이클에 맞춰 실질 기업 수익률이 하락하는 모습 관측
- CPI, PPI 스프레드가 (-)인 점은 기업들의 부담이 이미 누적되어 옴을 시사

미국 PPI와 CPI 증가율 (YoY) 스프레드



자료: Bloomberg, 하나증권

미국 인플레이션 (2년평균) Vs. 기업 실질 이익 증가율 (2년평균)

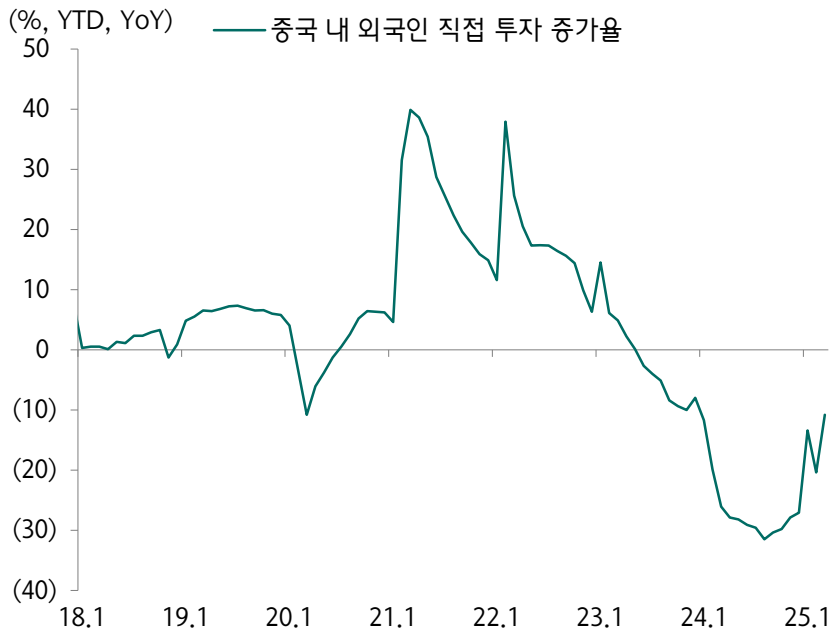


자료: Bloomberg, BEA, 하나증권

美/中 평행선

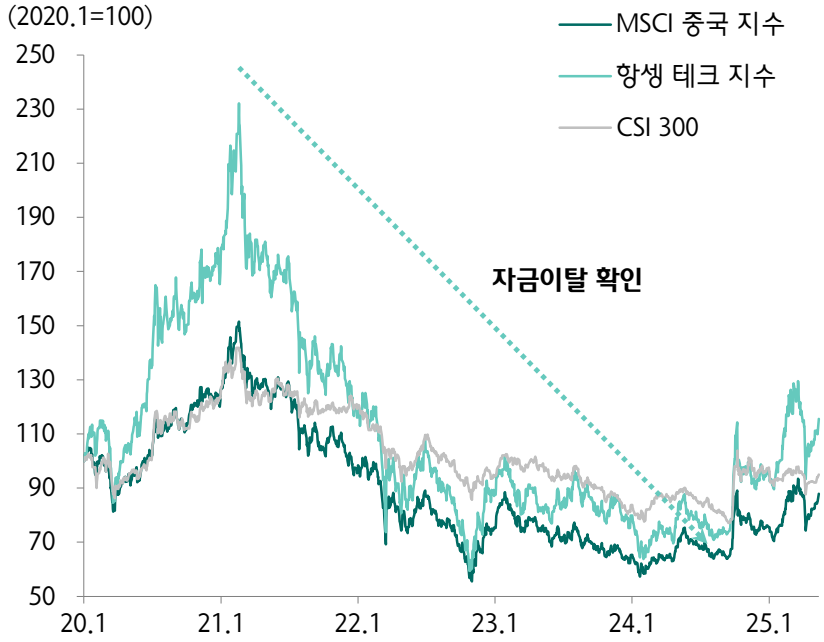
- 수년 전, 중국 정부는 자국의 거대 기술 기업들에 엄청난 압력을 가하며 불공정 경쟁에 대한 막대한 벌금을 부과했음
- 거대해진 알리바바, 텐센트의 소비자 장악력이 확대되면서 결국 앤트 그룹이 해체되고 교육/게임 산업이 법적으로 제한됨
- 투자자들은 간밤 사이 상황이 뒤집어질 수도 있다는 생각에 중국 기업에 대한 투자를 꺼려 옴
- 현재 중국 투자에 대한 인식은 확장 통화정책과 기술 발전으로 개선되는 중. 다만 여전히 중국 투자의 아킬레스 건이 되고 있음

중국 내 외국인 투자 자금의 이탈



자료: Bloomberg, 하나증권

당시 중국 주가 폭락 사태

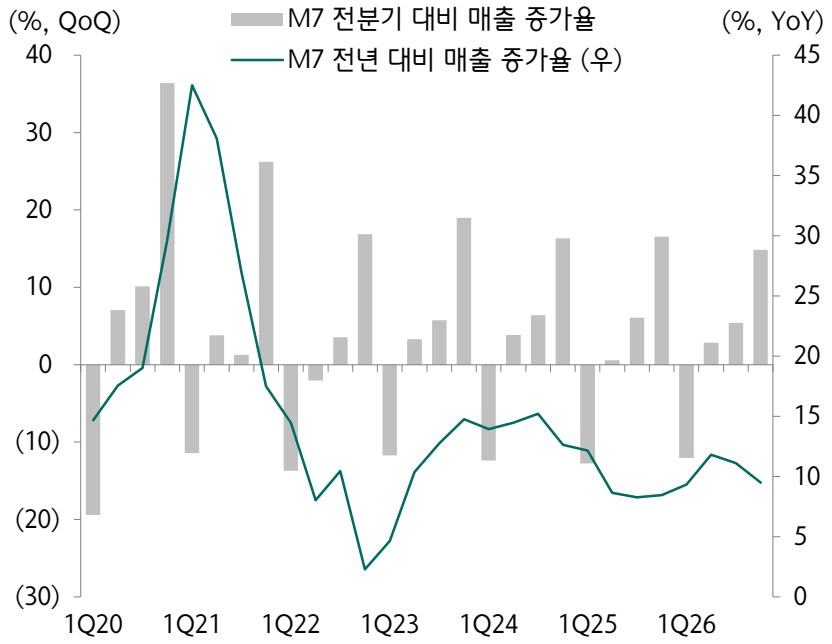


자료: Bloomberg, 하나증권

영원한 Rule은 없는 법. 투자 부담이라는 꼬리표가 M7에게로?

- 美 법무부, 독과점 산업에 대한 전쟁 선포. (중국 제외) 서방 세계에 대한 높은 장악력을 보유한 알파벳, 메타 등의 독과점 제재
- 끝없는 무역 마찰 또한 애플/테슬라/브로드컴/엔비디아의 경쟁력을 제한할 수 있으며 중국 정부로부터의 표적이 될 가능성
- 주식/달러/채권의 역상관관계는 깨짐 (주식, 채권, 달러 동시 매도). 美 국가에 대한 신뢰 위협이 자금 이탈 계기를 제공
- 빅테크 성장에 대한 신뢰가 여전하나 이들에 대한 투자/규모 확장이 위협받는다면 이들 경쟁력 또한 후발 주자에 밀릴 수도

미국 M7 기업 매출 증가율



주1: 1Q25 NVDA 매출은 전망치 사용
주2: 2Q25 이후는 전망치
자료: Bloomberg, 하나증권

미국 법무부와 빅텍 기업들의 의견 불일치

- The time to tell Google and all other monopolists who are out there listening, and they are listening, that there are consequences when you break the antitrust laws.
(U.S. Department of Justice attorney David Dahlquist)

→ 美 법무부는 알파벳에 대해 압력을 가하고 있으며, 이에 구글 및 다른 모든 독점 기업에 대해 반독점법을 어기면 결과가 따른다는 사실을 고지한 바 있음

- It's absurd that the FTC is trying to break up a great American company at the same time the Administration is trying to save Chinese-owned TikTok. And, it makes no sense for regulators to try and weaken U.S. companies right at the moment we most need them to invest in winning the competition with China for leadership in AI. (META's response)

→ FTC가 미국 대기업을 해체하려 하는 동시에 행정부가 중국 기업인 틱톡을 살리려한다는 것은 터무니없는 일. 게다가, AI 분야에서 중국과의 경쟁에서 승리하기 위해 투자가 절실히 필요한 이 시점에 규제 당국이 미국 기업들을 약화시키려 하는 것은 전혀 합리적이지 않다고 메타는 대응

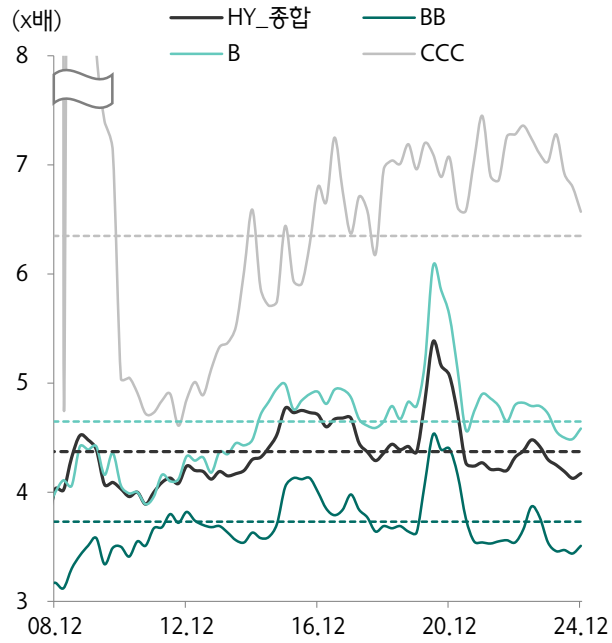
자료: 언론 보도, 하나증권

자산배분/해외크레딧 이영주

다행히 국가보다 기업의 미래에 거는 기대는 지속

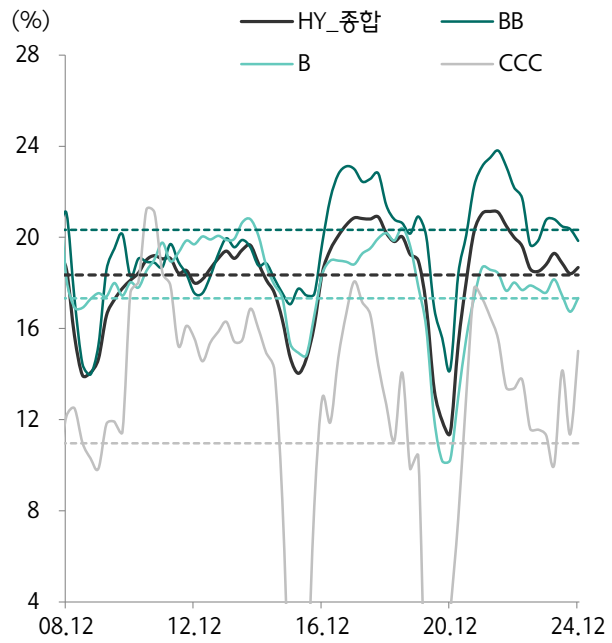
- 관세 파장과 재정 적자 우려에 美 국채 시장이 크게 흔들린 데에 비해, 오히려 미국 회사채 시장은 빠르게 안정화
- 자국 우선주의만을 강조하는 미국 정부에 대해 주요국들은 신뢰를 낮추는 모습 ▷ 미 국채 폭락의 트리거
- 반면, 기업 펀더멘털 (성장성, 재무 상태)에 대한 시장 신뢰가 상당한 편 ▷ 즉, 정부 신용에 대한 불안 대비, 기업 신용은 탄탄

미국 HY 기업 부채비율 (등급별)



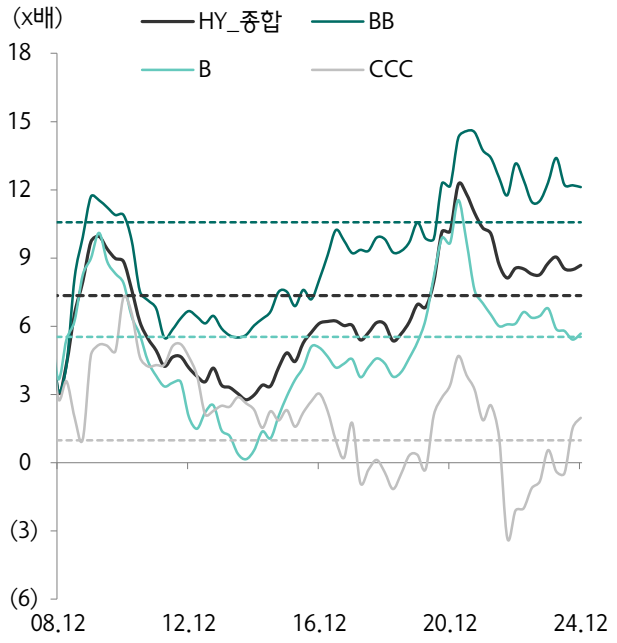
주: 가로 점선은 각 항목 장기평균을 의미
자료: Bloomberg, 하나증권

미국 HY 기업 EBITDA Margin (등급별)



주: 가로 점선은 각 항목 장기평균을 의미
자료: Bloomberg, 하나증권

미국 HY 기업 잉여현금비율 (등급별)

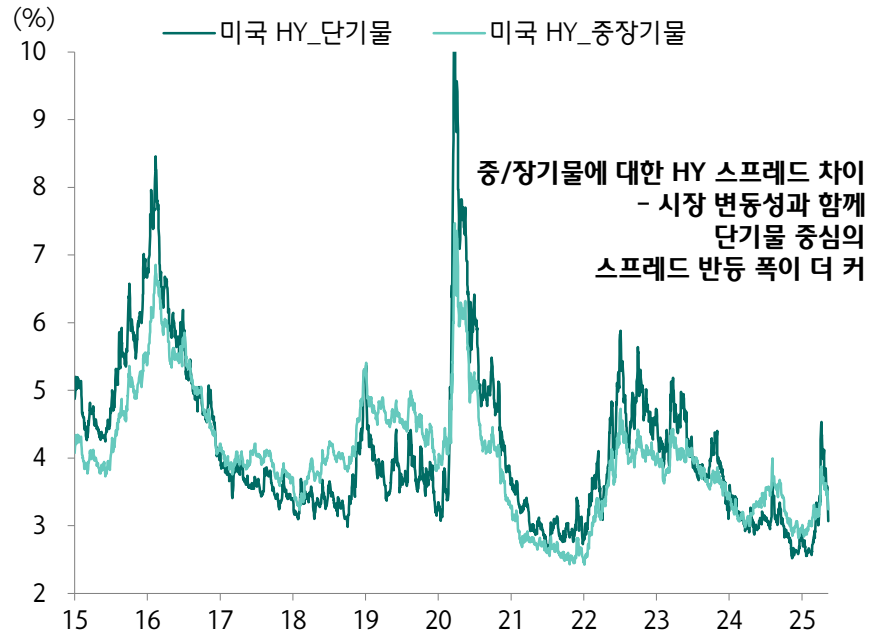


주: 가로 점선은 각 항목 장기평균을 의미
자료: Bloomberg, 하나증권

HY의 체질 개선

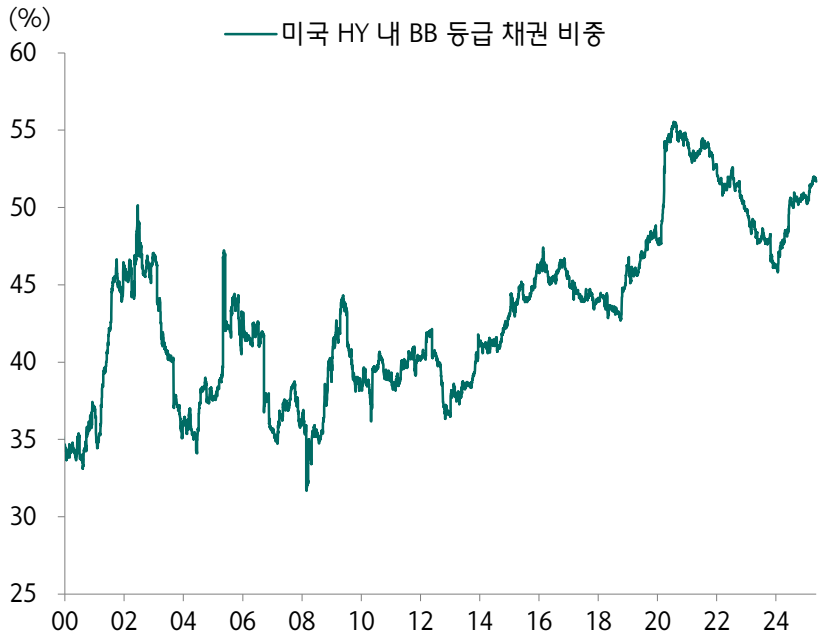
- HY 기업들의 펀더멘털은 팬데믹 이전 대비 크게 개선. 부채 축소, 마진 안정, 충분한 잉여 현금 보유를 확인
- 게다가, 지난 긴축 기간 동안 남는 유동성을 예금/MMF를 통해 증식시켜 옴
- HY 지수 내 UMM (Upper Middle Market) 비중이 확대되어 옴
- 또한, 장기적 관점보다 단기적 이유에 따른 스프레드 변동폭이 커짐

미국 HY 채권 만기별 스프레드 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

미국 HY 지수 내 UMM 비중 추이

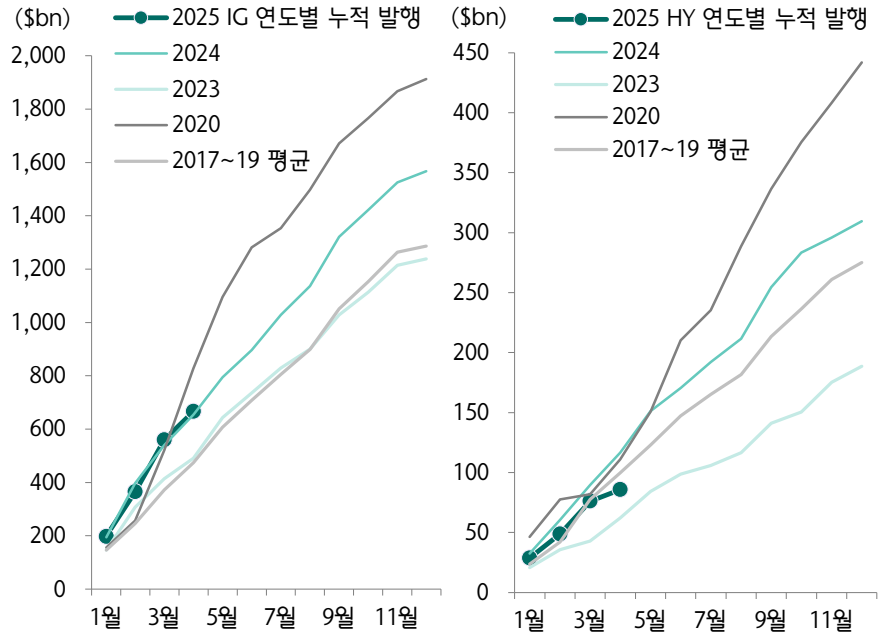


자료: Bloomberg, 하나증권

미국 회사채는 수급이 안정적인 가운데..

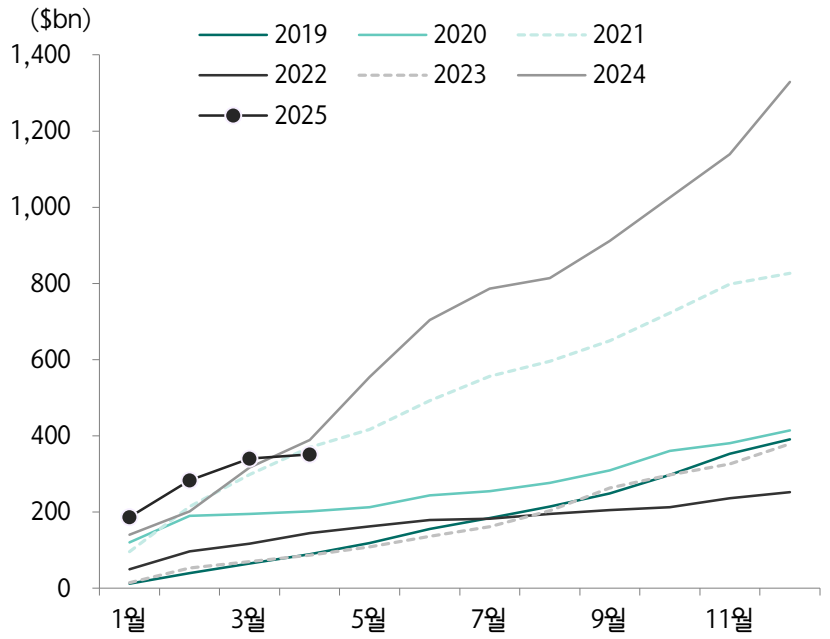
- 해외 국가별 미국 투자 계획을 발표하고 미국 회사채에 대한 투자 수요 지속
- 사모대출 시장 (Direct Lending)이 급격하게 커지고 있는 점도 미국 산업/기업 구석구석에 유동성을 제공
- 특히, 하반기에 걸쳐 트럼프 행정부의 관점은 관세에서 기업 친화적 이슈로 전환될 가능성 (규제 완화, 감세 등)

미국 회사채 발행 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

미국 레버리지론 발행 추이

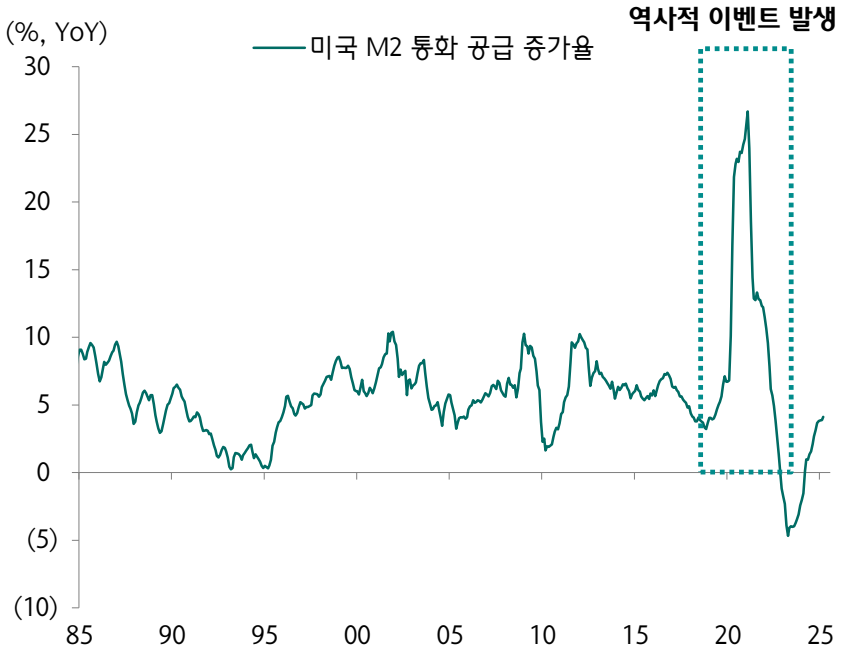


자료: Bloomberg, 하나증권

통화 공급 축소 사이클 탈출!

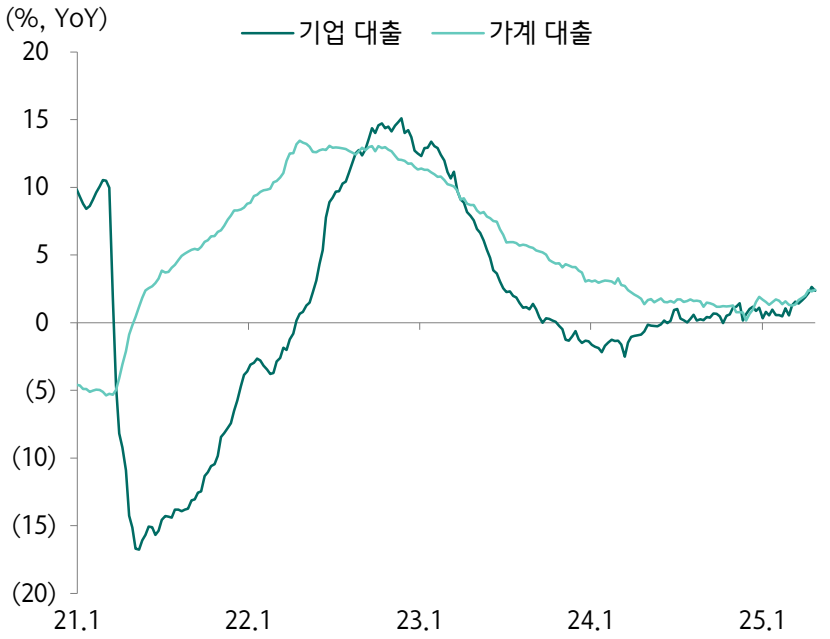
- 연간 통화 공급량의 증가율 확장 (+) 국면 13개월째. 22년 이래 처음 있는 상황
- 22년부터 약 15개월에 걸쳐 발생했던 통화 공급량 수축 사이클에서 비로소 전환되는 모습 (지난 40년간 이렇게 감소한 적이 없음)
- 또한, 통화 공급량의 격변기 (20~24년)를 벗어나 다시 완만한 통화 성장 국면이 시작됨을 시사 (지난 6개월 YoY 3%대 성장률)

13개월째 증가율 확장 국면을 유지 중인 미국 통화 공급



자료: Bloomberg, 하나증권

미국 은행권의 기업과 가계 대출 증가율



자료: FRB, 하나증권

기업 완충 장치, “세금인하와 규제완화 "

- 모든 관심이 여전히 관세에 쏠려 있지만 트럼프 행정부의 다음 계획을 눈여겨 볼 시간
- 시장은 관세의 최악은 지나갔다고 인지하면서 점차 민감도는 둔화하게 될 것
- 대신 하반기를 이끌어 갈 남은 2가지 트럼프 전략을 기대. “세금 인하와 규제완화”

베센트 인터뷰 중

- “Tariffs are getting the majority of the publicity now, but we’re making very good progress on the tax bill… We’ll probably have permanence for the 2017 Tax Cuts and Jobs Act by July 4th.”

→ 지금은 관세가 가장 큰 홍보 대상이 되고 있지만, 세금 법안 처리는 매우 순조롭게 진행 중입니다.
아마도 TCJA (2017)는 7월 4일까지는 영구화 될 것입니다.

자료: 언론 보도, 하나증권

트럼프 2기 규제 완화

1) Roll back Consumer Financial Protection Bureau (CFPB) rules and guidance:

- 취임 직후 23년 바이든 행정부가 서명한 행정명령 철회
- 이 행정명령은 AI가 소비자/근로자/국가 안보에 미치는 위험을 줄이기 위해 빅테크를 은행권과 동일하게 감독을 목적
- 이러한 정책 변화 속에서도 빅테크의 대형 거래/시장 지배력 규제 논의는 지속될 것

2) Pause the Basel III endgame proposal which would have raised capital requirements for regionals

- Basel 3 “End Game” 도입 일시 중단
- 주로 대형은행 (G-SIBs) 대상. 자본 요건 강화가 주요 골자

3) Allow more mergers and acquisitions, which could benefit the sector (and other sectors, like small caps)

- 소규모 자본과 기타 부문에 이익이 될 수 있는 합병/인수 허용
- 소규모 주식과 사모시장에 긍정적. M&A 활동 재개 도모

자료: 하나증권

감세 규정 상/하원 통과

- House Republicans narrowly approved the blueprint for President Trump’s “one big, beautiful bill” following a late push by party leaders that won over some holdouts who had worried that the plan doesn’t force deep-enough spending cuts.

→ 하원 공화당 의원들은 트럼프 대통령의 “하나의 크고 아름다운 법안” 청사진을 근소한 차이로 통과시킴.
이는 해당 법안이 충분한 지출 삭감을 압박하지 못할 것이라고 우려했던 일부 지지자들을 당 지도부가 압박하면서 만들어 낸 결과

자료: WSJ, 하나증권

미국 예외주의에 대한 의문점

- 연초만 해도, 미국 예외주의 기조는 25년에도 이어질 것이라 전망됨
- 그러나, 미국 예외주의는 여러 요인들로 빠르게 도전받기 시작
- 유럽 주요국 주식시장 성과 (YTD)는 거의 20% 이상 미국을 앞지르면서 미국 예외주의에 대한 진지한 의문점을 제기

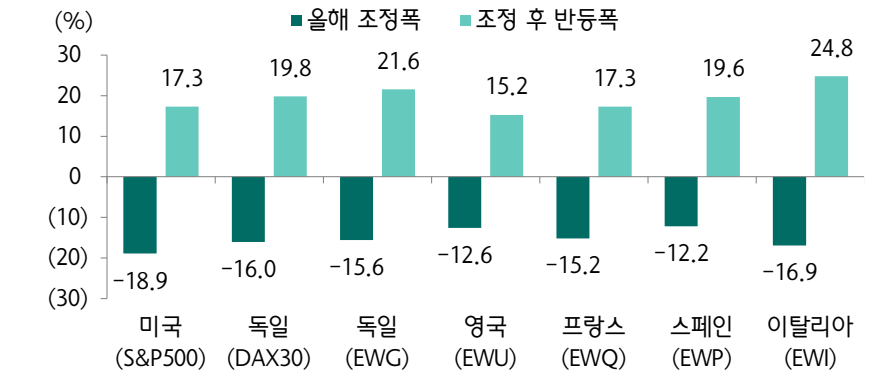
미국 예외주의에 대한 의문점

대상	내용
성장성	• 美 첨단 기술 산업의 고성장 지속에 대한 회의감 증폭 • 딥시크 출현이 트리거가 되며 주식시장 버블 조정
무역 & 관세	• 예상 대비 광범위하고 강경한 관세 정책 • 미국을 비롯한 글로벌 교역 감소 가능성 ▷ 미국 경제 전망 하향 • 자국 우선주의/보호주의 강조로 동맹국의 반감 확대
경쟁국 도발	• 독일 €1조 예산 패키지 통과. 수십 년간의 재정 긴축 탈출 • EU €8,500억 집행 준비 및 美 서비스 산업 대상 보복 추진 • 캐나다, 반감 심화로 무역 공급망 다각화 추진. 맞불 관세
약달러 & 재정적자	• 급격한 달러 약세 추진은 기축국으로서의 지위를 훼손할 가능성 • 부채의 악순환 고리를 우려 • 美 국채 수요 불안을 일으켜 안전자산 투자의 이탈 가능성 높여

자료: 하나증권

유럽 국가별 MSCI 지수 ETF와 미국과 독일 주가지수 수익률 비교

국가명	S&P500	DAX30	독일	영국	프랑스	스페인	이탈리아
티커	SPX	DAX	EWG	EWU	EWQ	EWP	EWI
YTD (%)	-0.6	18.4	26.9	12.8	16.5	31.0	26.9
YoY (%)	11.9	25.5	25.5	5.8	-0.5	24.9	19.6



자료: Bloomberg, 하나증권

독일의 대규모 재정 전환과 전례 없던 추진력

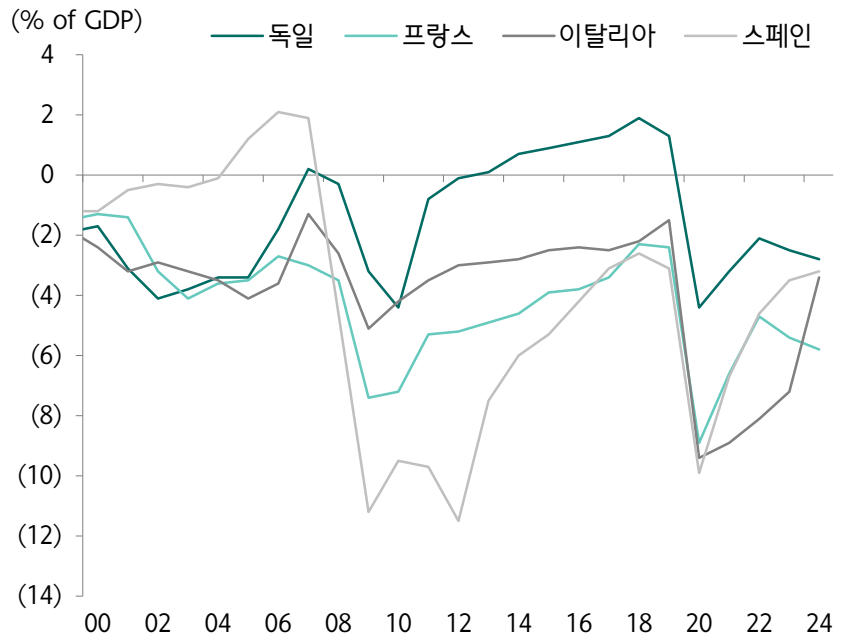
- 獨 신임 총리 프리드리히 메르츠는 일사천리로 대규모 재정 전환을 단행
- 향후 10년간 GDP의 약 20% 지출 계획 (연간 2%) ▷ 최대 €1조까지 국방과 인프라 분야에 대폭 투자를 결정
- GDP의 1%를 넘는 방위비는 부채 제한 적용 면제를 받도록 헌법 수정. 적용 범위도 방위/정보/통신 보안 등에 이를 것
- 유로존 GDP의 1/3을 차지하는 독일의 이러한 재정확대는 광범위하게 유럽 경제 성장에도 효과적일 것

전례 없던 추진력을 보여준 독일 (총선 이후 73일 만에 혼선 종료)

- **24.11.6 : (전) 숄츠 총리의 신호등 연정 (사민/자민/녹색당) 붕괴**
- **25.2.23 : 조기 총선 실시. 프리드리히 메르츠가 이끄는 기민/기사당 승리**
- **총선 직후, 메르츠는 사민당과의 연정 가능성을 언급하며 시장 불안 억제**
- **25.3.19~21 : 1조 유로 규모의 국방/사회기반시설 지출 계획을 달성하기 위한 헌법 개정안이 4일 만에 상/하원 모두 통과**
- **25.4.9 : 총선 이후 45일 만에 사회민주당과 연합해 연립정부 협정을 체결**
  - 144 page 연정 합의문 발표:
  1) 감세와 세제 혜택을 통해 독일의 가격 경쟁력을 강화
  2) 28년부터 매해 1%p씩 법인세 인하. 전기세도 유럽 최저수준으로 인하
  3) 독일 헌법상 부채제동장치 개혁 포함
  4) 기업투자를 위한 국가기금 투입 (100억 유로)을 유지.
     기후보호협약 및 녹색 선도시장 지원, 반도체 공장 건설 보조금 지원.
     AI와 바이오 기술 지원 추가. 전기차 보급 확대를 위한 세금 혜택 계획 포함
  5) 국방비 지출 증대, 디리스킹 전략 추구
- **25.5.6 : 기민당 대표 메르츠를 새 총리로 선출함과 동시에 새 정부가 출범**

자료: 하나증권

주요국 재정 적자 현황 (% of GDP)

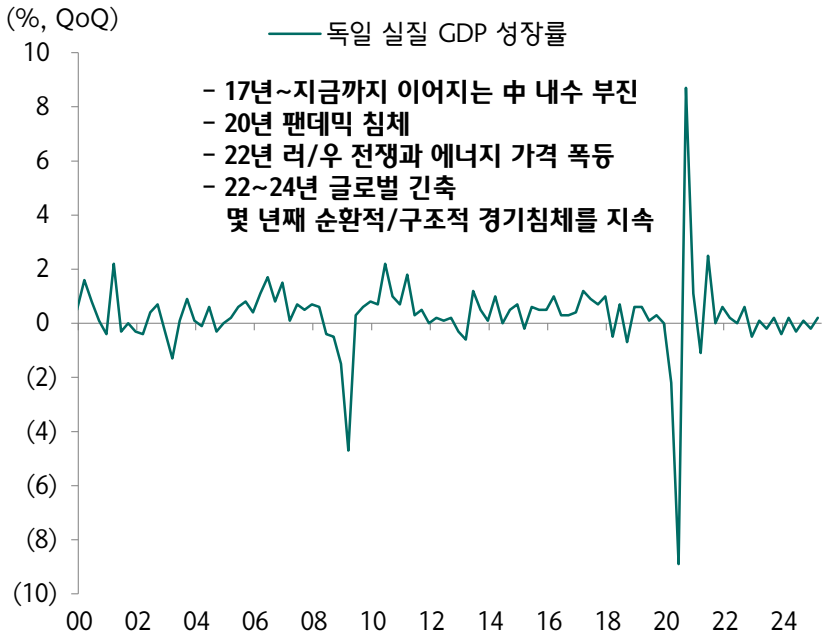


자료: Eurostat, 하나증권

장기적 독일 성장성 2%의 발판을 마련

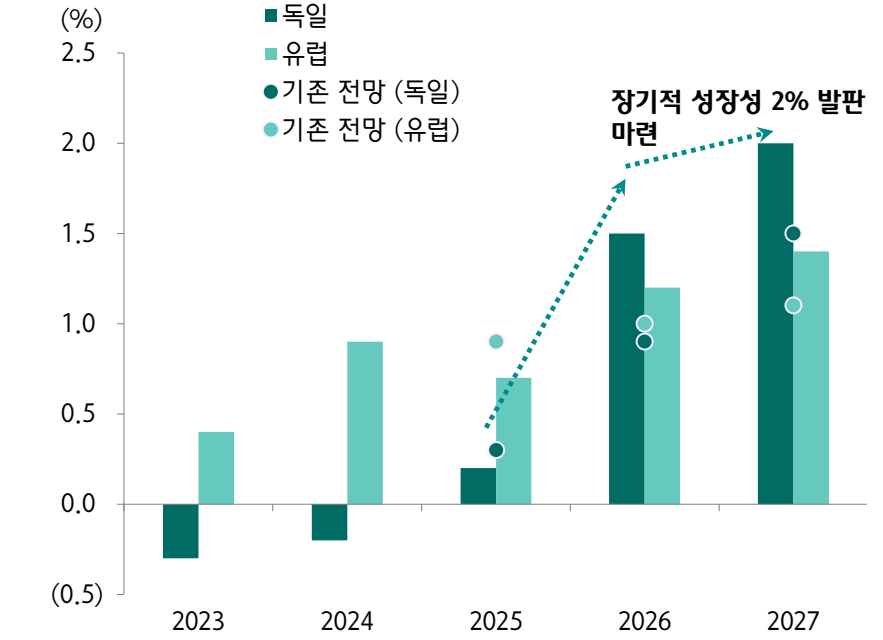
- 獨 재정 확대는 내년부터 집행될 계획. 이에 26~27년 GDP 성장률은 각각 1.5%, 2.0%으로 추정
- 시기와 속도, 배분 등 구체안은 수정될 수 있겠으나 그 규모를 감안할 때 경제적 영향력이 지속될 것이라 분석됨
- 매년 GDP 2% 차입 증가가 우려되나 35년 만에 나타난 공식적인 재정 긴축 탈출 선언인 만큼 낙관론 우세

독일의 실질 GDP 성장률



자료: Bloomberg, 하나증권

독일의 성장 전망 예측 (ECB 기준)

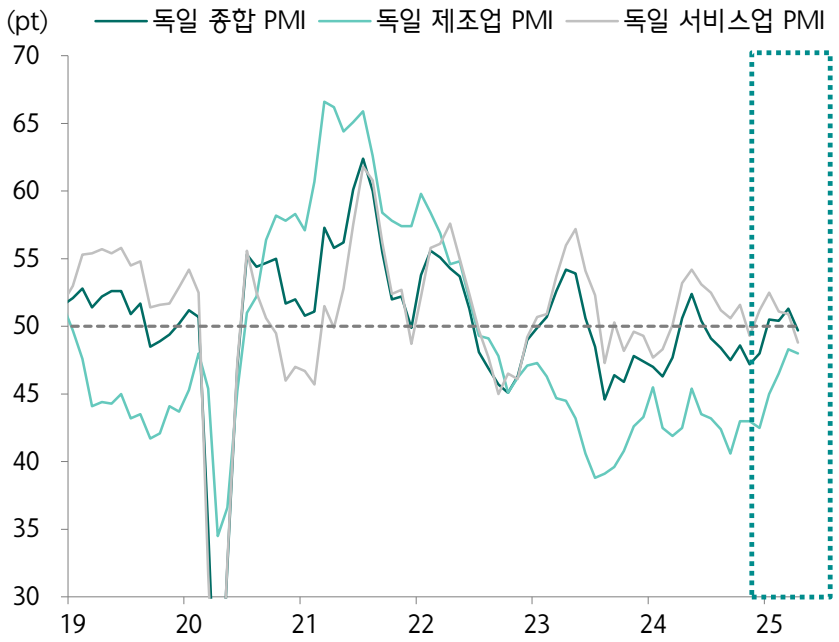


자료: Bloomberg, ECB, 하나증권

단, 단기적 장벽을 넘어설 필요

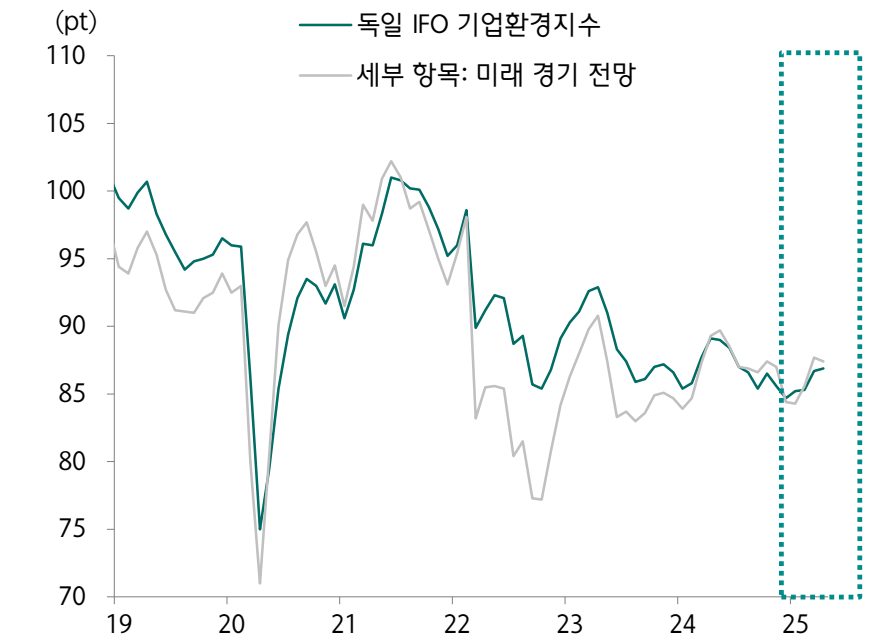
- 이번 인프라 투자가 구조적 개혁 (규제 완화)과 결합된다면 구조적 침체의 돌파 가능성이 제기됨 ▷ 獨 GDP 성장률 2% 근거
- 그러나 단기적 성장 추세는 약세 흐름일 것. 전년 대비 개선되더라도 관세 위협과 세계 경제 둔화 불확실성이란 장벽 존재
- 다만 경제 성장 회복을 위한 발판이 마련되었고 외압이 만들어낸 독일 정치의 지각변동이 나타나면서 시장의 신뢰가 개선됨
- (24.9) 이탈리아 전 총리 드라기 보고서, (25.2) 뮌헨 안보회의에서의 J.D 밴스 연설, 트럼프의 자국 우선 정책 등이 독일을 자극

독일 PMI 개선



자료: S&P Global, 하나증권

독일 IFO 지수의 개선



자료: IFO, 하나증권

질 수 없다! 유로존도 지원적 재정정책 추진

- 미국의 우크라이나 지원 중단 및 세계 안보에 대한 미국의 접근 방식 변화가 유럽 국방 지출에 상당한 경각심을 유발
- 3월, EU도 €8,000억 규모의 유럽 재무장 계획 (ReArm) 발표. 독일 정책 전환 대비 효과는 낮아도, 향후 유로존 GDP 상승 모멘텀
- 국방비 확대를 위해 National-escape-clause 활성화 및 방위 투자 목적의 新 대출 제도 SAFE 도입 제안
- 사실상 유럽의 모든 최고 의사결정권자들은 필요한 조치 방침에 동의한 상태

유럽 재무장 계획 (ReArm Europe Initiative)

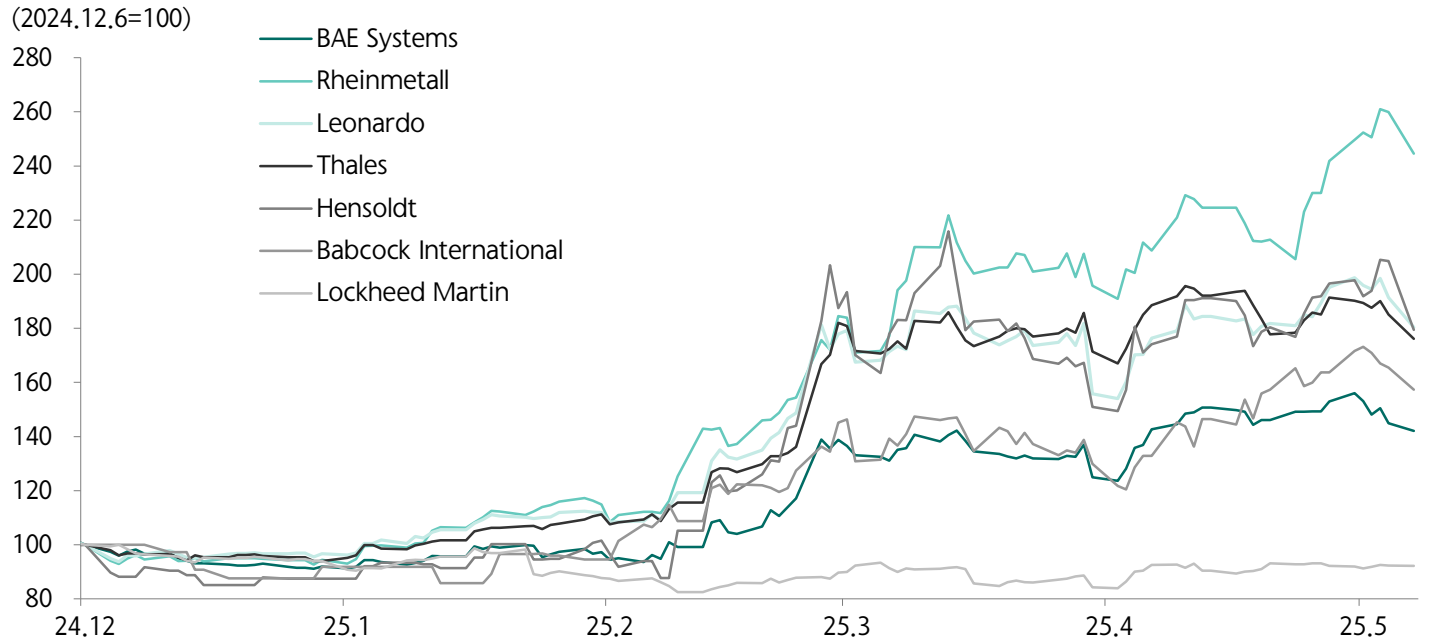
목표	유럽의 방위력 강화 및 미국 의존도를 축소하기 위한 계획. 크게 세 가지 핵심 조치를 중심으로 구성
핵심 1	• **방위비 증액** - EU 회원국, EU 안정/성장 협약 (SGC) 내 조항 *National-escape-clause 활성화 - 이로써 과도한 재정적자 절차 (Excessive Deficit Procedure)를 발동시키지 않고도 국방 예산을 증액할 수 있음 - 국방비를 GDP 대비 1.5% 증액할 경우, 4년간 €6,500억 재정 여유가 발생하게 됨 *National-escape-clause: 회원국이 통제할 수 없는 예외 상황에서 일시적으로 재정 제약을 벗어나는 것을 허용
핵심 2	• **새로운 국방 투자 수단을 제안** - EU 회원국, €1,500억의 대출 프로그램 (SAFE)을 통해 중요한 군사 자산을 확보할 수 있도록 제안 - 미사일 방어 시스템, 포병, 드론, 사이버 보안 조치, 군사 이동성 업그레이드 등을 확보해 나갈 것
핵심 3	• **EU 예산 활용** - EU 방위 관련 투자에 단기 자금을 추가로 배치할 예정
▶ 사실상 유럽의 최고 의사결정권자들이 동의한 이후, 시장에서는 유럽/영국에 상장된 방위/항공/우주 기업 주식이 크게 상승	

자료: 하나증권

항공우주/방위/방산 주식의 가격 재조정

- ReArm 목표가 구체화되면서 유럽과 영국에 상장된 항공우주/방위/방산 주식의 높아진 상승 강도
- 미국은 유럽이 자체 방위에 더 큰 책임을 져야 한다고 거듭 촉구 ▷ 유럽의 방위비 지출 증가는 장기적 트렌드가 될 것
- 유럽은 미국산 예비 부품, 소프트웨어 업데이트가 필요한 미국 무기 의존도를 낮추며, 신규 장비 공급도 미국 외로 다각화 계획
- 현재 유럽 6대 방위업체의 연간 수익은 940억 달러인 반면, 세계 최대 방위 산업체 록히드마틴은 700억 달러 ▷ 성장 룸 상당

유럽 주식의 가격 재조정



자료: Bloomberg, 하나증권

산업의 구조적 변화, 구체화 단계

- 산업 내 구조적 변화 감지는 물론 EU 정부들 간 긴밀한 조율 진행 중
- 獨 연방 보안 방위 산업협회는 자동차 공장을 국방 생산용으로 용도 변경하는 방안을 공식적으로 제안하였으며, 이는 필연적으로 기업들의 수익 증대와 자동차업계 종사자들에게 새로운 고용 기회를 창출할 가능성을 높이고 있음
- 방산전자 회사 헨솔트 (Hensoldt AG), 콘티넨탈 (Continental), 보쉬 (Bosch)는 해고 대상 200명의 직원 재고용을 논의
- 유럽 내 다양한 자동차 제조업체들이 판매 감소 속 유휴 생산 능력을 활용하고 수익원 다각화를 위해 방위 부문에서 기회 모색
- 미국으로부터의 관세 부담은 ReArm Europe Initiative에서의 이익으로 어느 정도 상쇄될 전망

국방 생산으로의 전환이 주는 재정적 이점

유휴 용량 활용

- 자동차 수요 감소로 인해 자동차 제조 공장은 생산 능력에 크게 못 미치는 수준으로 가동되고 있지만, 군수 생산으로 공장 가동률 회복될 가능성

새롭고 안정적인 자금 흐름

- 방위 산업 계약은 경기 순환성이 높은 자동차 산업과 비교 시, 안정적인 생산 운영과 수익 흐름을 제공
- 이는 실적 개선에 긍정적 영향 미칠 것

전기차에 대한 정부 의무 이행 지원

- 기업들은 생산 라인을 전기차로 전환하는 데 드는 높은 비용으로 인해 어려움을 겪고 있음
- 국방 생산 증대는 공장 재정비에 필요한 수익을 창출할 수 있을 전망

자료: 하나증권

ReArm Europe이 투자자에게 줄 수 있는 기회

유럽 자동차 제조업체들의 변화 조짐

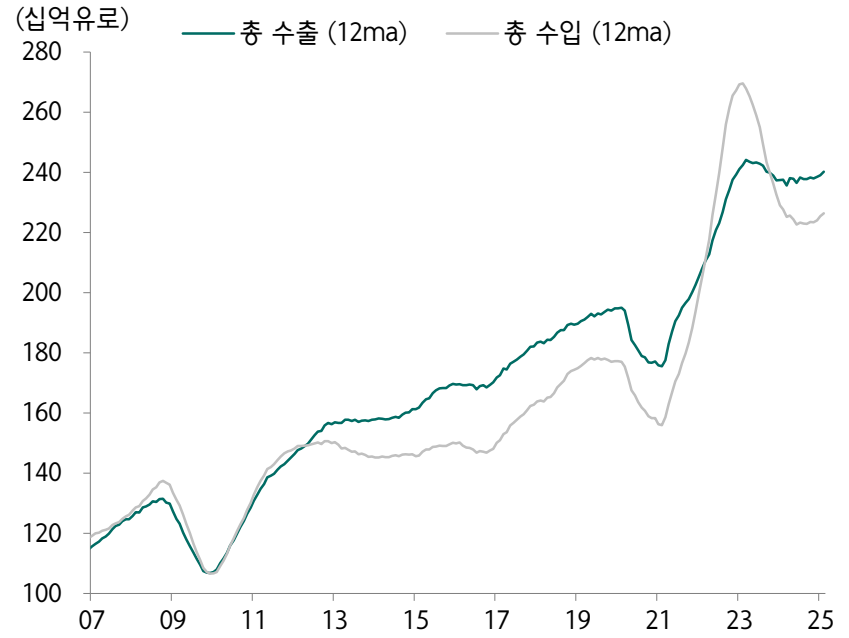
	내용
폭스바겐	• 올리버 블루메 CEO, 최근 폭스바겐 공장을 방위 산업에 투자하겠다는 의사를 밝힘. 안전을 되찾기 위해 더 많은 투자를 해야한다는 점에서 내린 결론 • 신중하게 접근하겠으나, 군수 생산에 활용될 수 있는 많은 자원과 역량을 보유하고 있음을 강조 • 자동차 판매 감소 속에서 유휴 생산 능력을 활용하고 수익원을 다각화하기 위해 방위 산업에서 기회를 모색 • 군용차량/장갑차/군용트럭 및 화물차량/부품 등 여러 부문에서 대량 생산 가능한 것으로 확인 • 작년 12월 이후 주가 최대 34% 상승 (올해 YTD +13.4%)
라인메탈	• 자동차 부품 제조업체였으나, 지속적으로 군수품 제조로 방향 전환 • 2022년 러-우 전쟁에서 라인메탈은 이미 최대 규모의 방산 업체 역할을 함 • 방산 분야로 눈을 돌린 라인메탈은 이미 상당한 주가 상승을 기록 (2022년 이후 +1567%) • 여전히 폭스바겐에 납품하는 자동차 부품을 생산 중이나, 베를린과 노이스 두 독일 공장을 방위 장비 생산으로 전환 계획 • 하이브리드 시설로 운영될 것 (자동차 부품 일부와 군수품 동시 생산)
스텔란티스	• 다국적 기업으로, 美 크라이슬러를 소유 중이나 유럽에서 더 큰 규모를 보유 (피아트, 시트로엥, 푸조, 오펠 등) • 폭스바겐처럼 유럽에 활용도가 낮은 공장이 많고 유럽 재무장 계획의 수혜 가능성 • 상당한 과잉 생산 능력을 보유하고 있어 불황인 자동차 업계로부터 궁극적 수혜 기업이 될 것
KNDS	• 프랑스와 독일의 합작 법인. 프랑스 열차 제조업체 알스톰으로부터 열차 제조 공장을 인수 • 올해 내로 최첨단 전차인 레오파르트 2A8의 부품 생산을 위해 최고 속도로 설비 개조 진행 중 • 군수 생산 시설로의 전환을 위해 수천만 유로 투자 계획

자료: 언론 보도, 하나증권

1Q, 반짝 효과에 속지 않는 ECB 정책

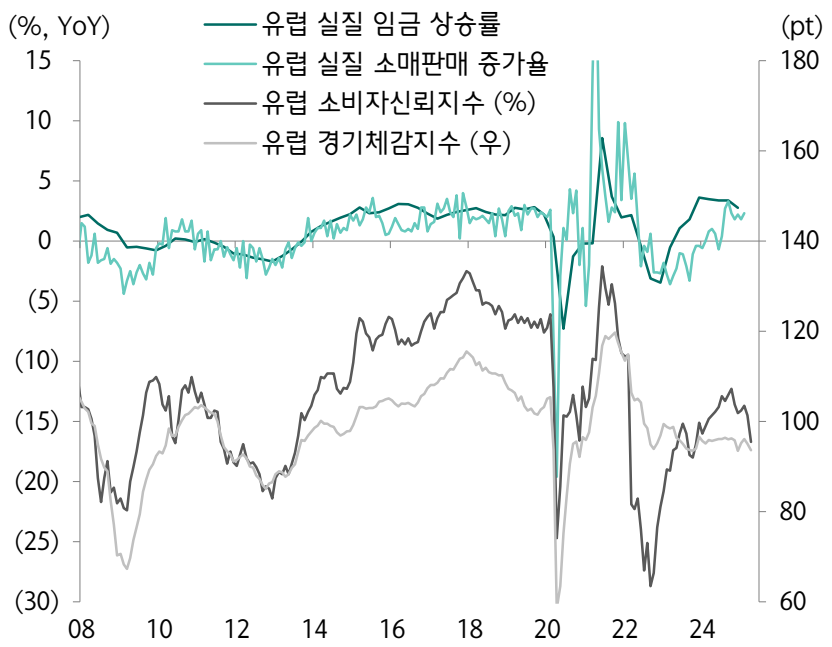
- 5월까지 확인된 유로존 Global PMI와 미래 기업 환경 지수는 반등 추세를 지속. 이에 1Q GDP 성장률 또한 개선된 흐름을 기대
- 재정 효과에 대한 기대감도 반영된 데다 실제 신규주문 확대도 나타남
- 다만, 이번 개선은 아무래도 본격적인 관세 부과 전 기업들이 재고를 확보하려는 Pre-running 움직임의 일환이 될 것
- 기업 심리 개선 대비 가계 소비자 신뢰지수는 크게 개선되지 않은 상황

유럽 수출/수입 추세



자료: Bloomberg, 하나증권

유럽 실질 소매판매 및 심리지수

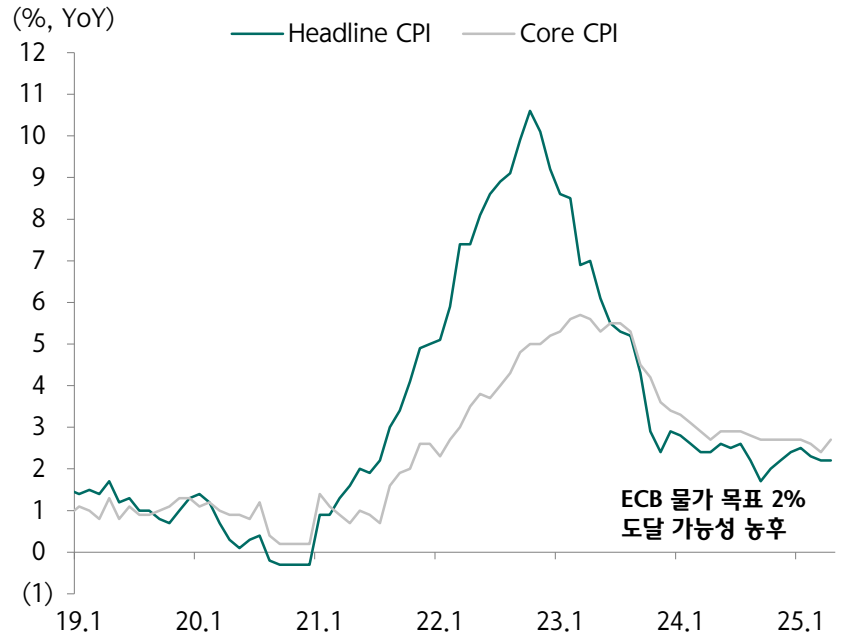


자료: Bloomberg, 하나증권

유로존, 통화정책 사용에 제약이 낮은 편

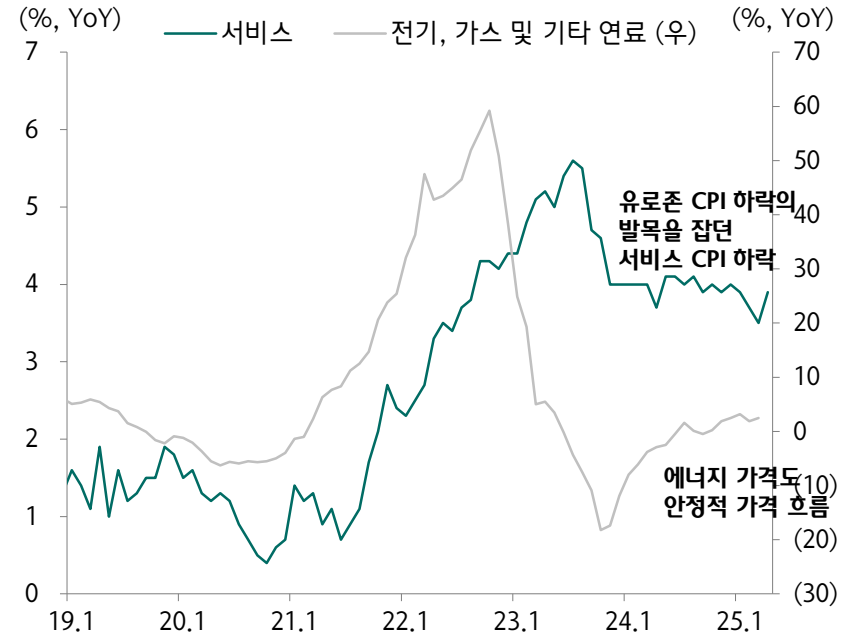
- 2~3Q, 유로존은 관세 불안과 재정 공백 (재정 집행을 위한 세부안 수립 과정)으로 인해 추가 성장 동력이 필요한 상황
- 유럽은 기타 국가들 대비 인플레 부담도 낮아. 오히려 디스인플레에 대한 우려 확산
- ECB는 금리 인하에 우호적 기조를 유지 (내년 초까지 선물시장 내 추가 금리 3차례 인하 가능성) ▷ 통화 정책 사용에 제약이 낮아

유로존 디스인플레이션 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

물가 하락을 이끄는 주요 항목 (에너지, 서비스 물가)

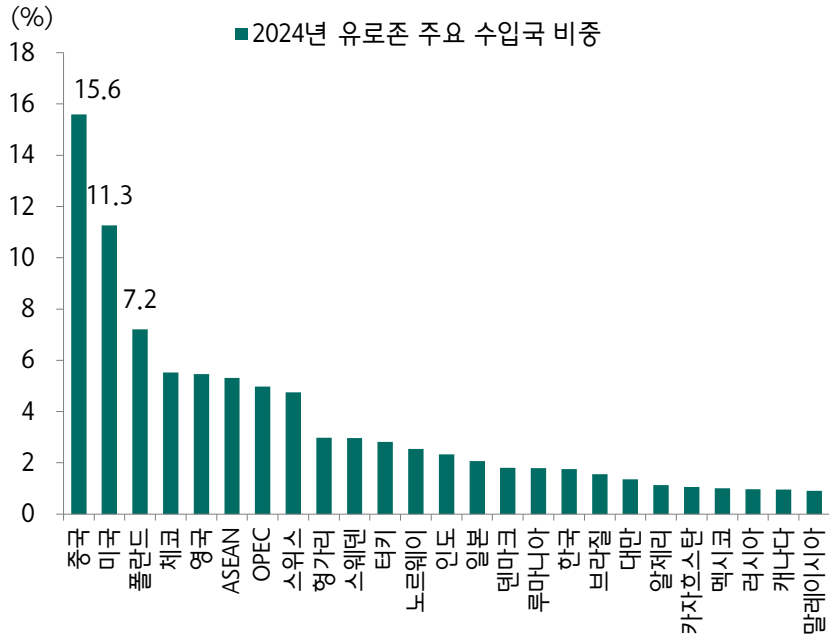


자료: Bloomberg, 하나증권

유로존, 물가 부담이 낮은 이유

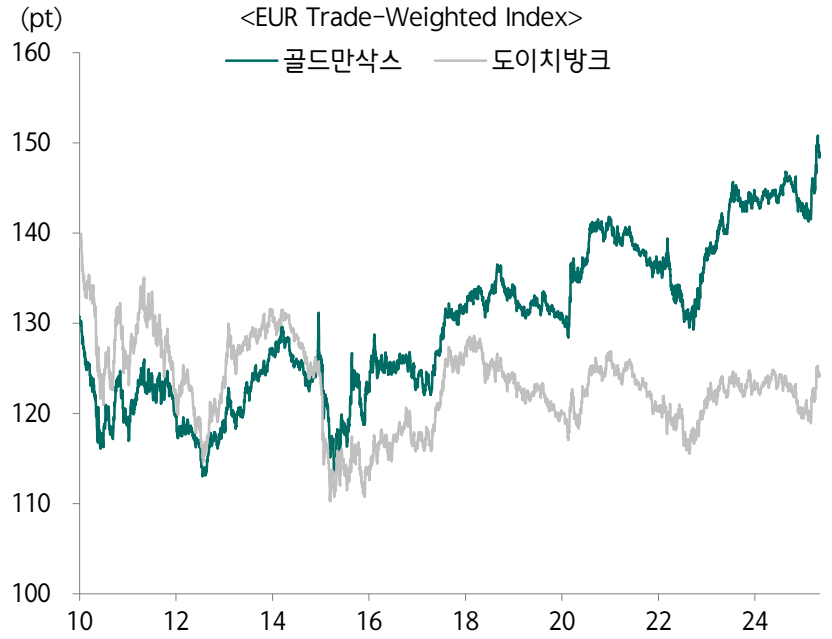
- 유로존은 이미 목표 물가 2% 도달 가능성이 높고 물가 압박의 주범이던 에너지, 서비스 가격도 안정화되는 모습
- 유로존 재정 부양책은 방위/방산/우주/항공/원전 등에 집중되고 있어 소비자 소득/지출에 직접적이지 않을 것으로 분석
- 중국, EU로의 상품 수출 확대 가능성도 물가 부담을 낮추는 요인 (디플레 수출)
- 24년 미국으로부터의 수입품 비중도 11.3%에 불과한데, 심지어 유로 강세 상태

유로존 주요 수입국 (미국 수입 비중 11.3%)



자료: Eurostat, 하나증권

유로화의 무역 가중 가치 지수

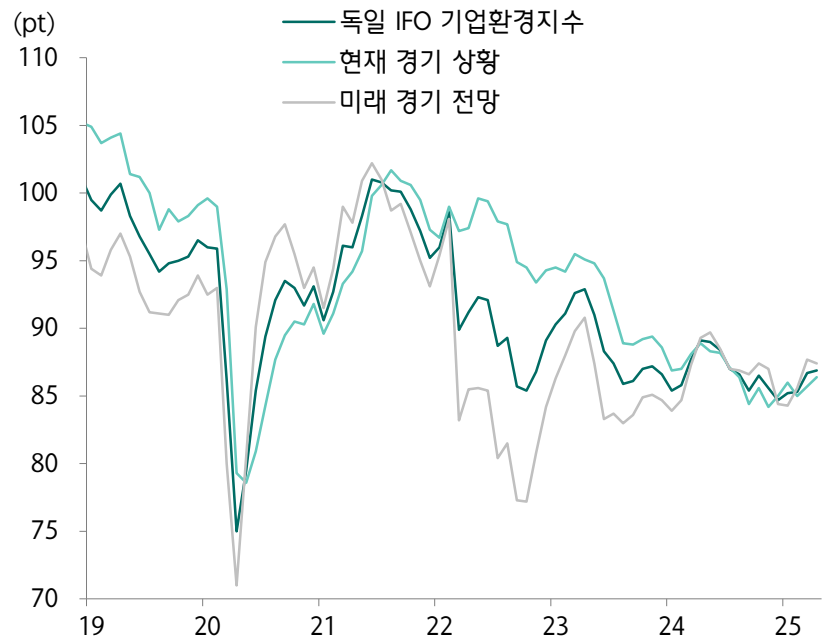


자료: Bloomberg, 하나증권

무역 정책, 기대와 우려가 반반

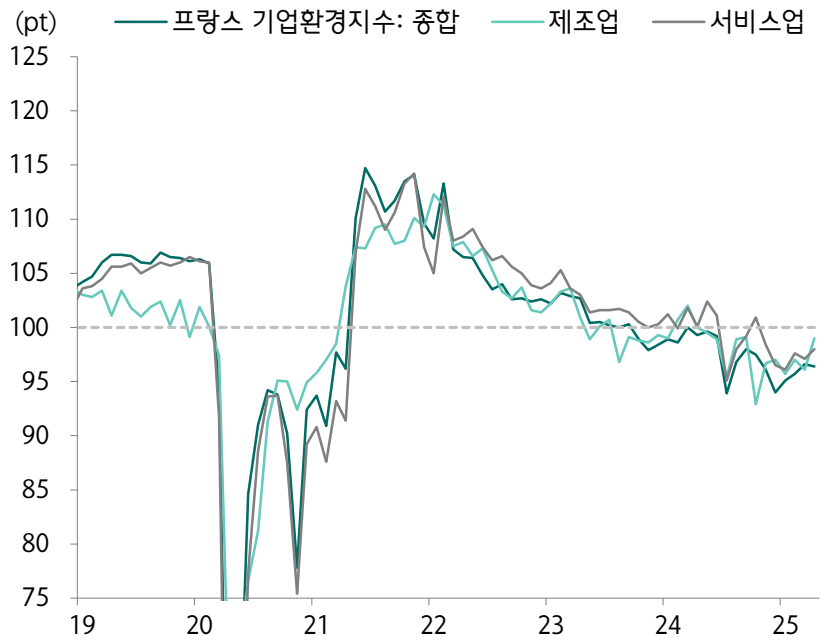
- 미국 발 금융시장 불안에 유럽도 연쇄 작용. YTD 기준, 최대 수익률 18%를 기록한 DAX30 지수도 조정 폭 확대
- 그러나 S&P500 대비 반등 강도는 훨씬 강한 상태 ▷ 1Q 바닥론이 힘을 받는 모습
- 관세 마찰이 극심했던 4월 PMI는 소폭 조정에 그쳤으며, 독일이나 프랑스의 기업 여건 지수는 예상보다 긍정적
- 결국 EU의 혼란은 외부 발 인위적 요소에 의한 것인 만큼 반전이 나타날 경우 그 회복은 빨라질 수 있음을 시사

독일, 프랑스의 기업 환경 지수 반등 ①



자료: IFO, INSEE, 하나증권

독일, 프랑스의 기업 환경 지수 반등 ②

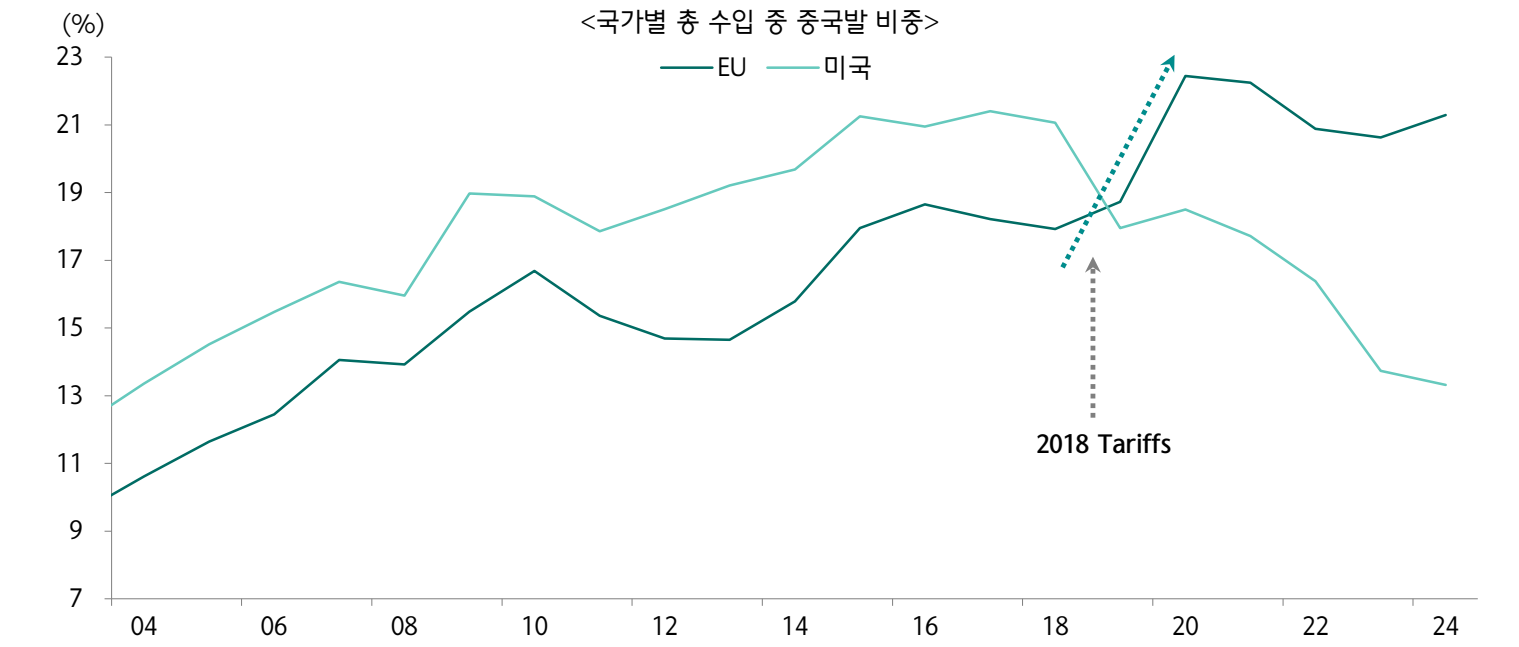


자료: IFO, INSEE, 하나증권

다만, 여전히 가늠 안되는 관세의 영향

- 관세 여파가 미칠 영향에 대한 정확한 가늠이 어려운 상황
- 미국 관세가 유지된다면 EU는 미국 서비스 수출에 대한 관세를 부과할 계획. 심화된 보복 앞에 양국 경제 타격은 상당할 수 있음
- 중국과의 마찰 우려. 미/중 마찰로 中 상품 수출 경로가 유로존을 향할 가능성 ▷ 독일의 연립정부 합의문에 De-risking 강화 포함
- 유로존 무역 흐름의 대대적 전환은 중국과의 무역 수지/유럽 산업 전체에 부담. 일부는 미국의 또 다른 관세 마찰을 가져올 수도

트럼프 1기 중국의 수출 경로 우회 (EU Vs. 미국)

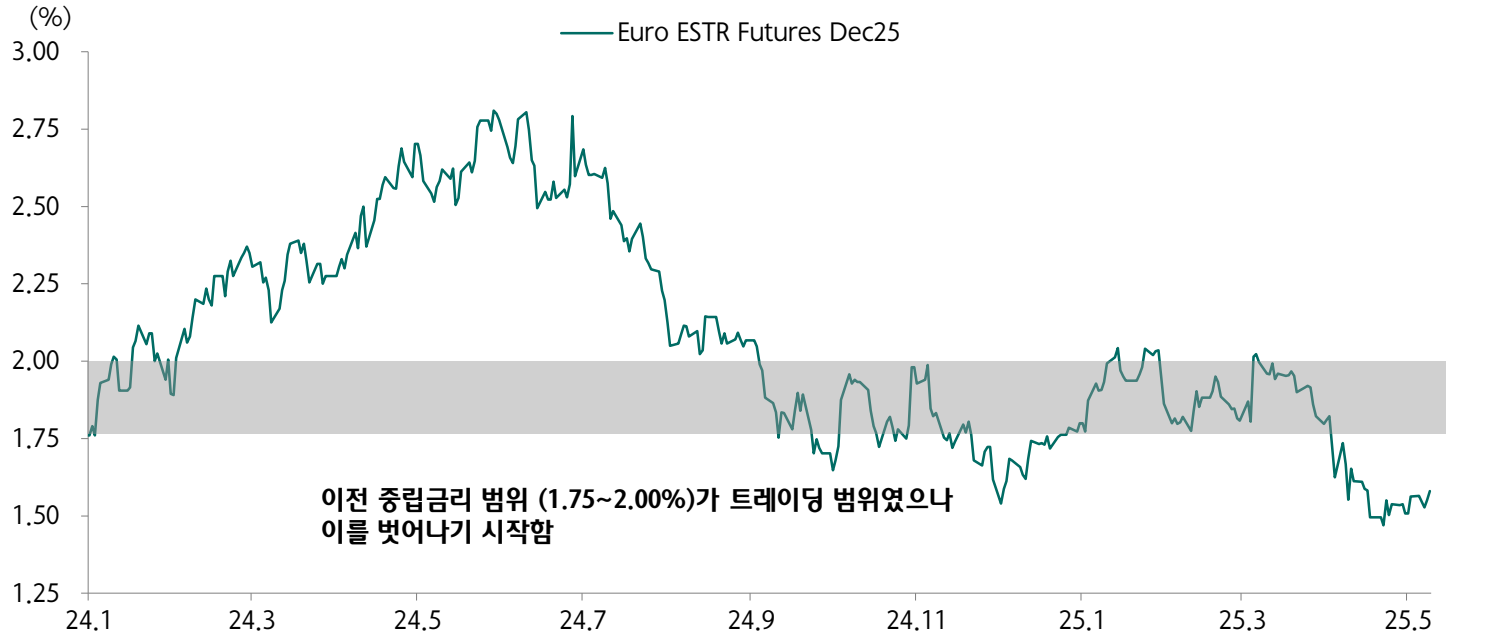


자료: Bloomberg, 하나증권

어쨌거나 하반기 공백은 ECB가 채워갈 전망

- 단기적으로 재정 공백기인 만큼 하반기 성장 기대/하단 방어는 ECB의 실질적 지원에 달려 있을 것
- 예산안이 상/하원을 통과하였으나, 확대된 재정 계획이 언제/얼마나 지출할 지에 대한 논의는 진행 중
- 인프라/국방을 제외한 연간 예산 지출 계획은 여전히 내부 갈등 중. 고민거리 해소에 시간이 필요한 만큼 성급한 낙관론은 무리

유로존 금리를 바라보는 선물 시장 궤적

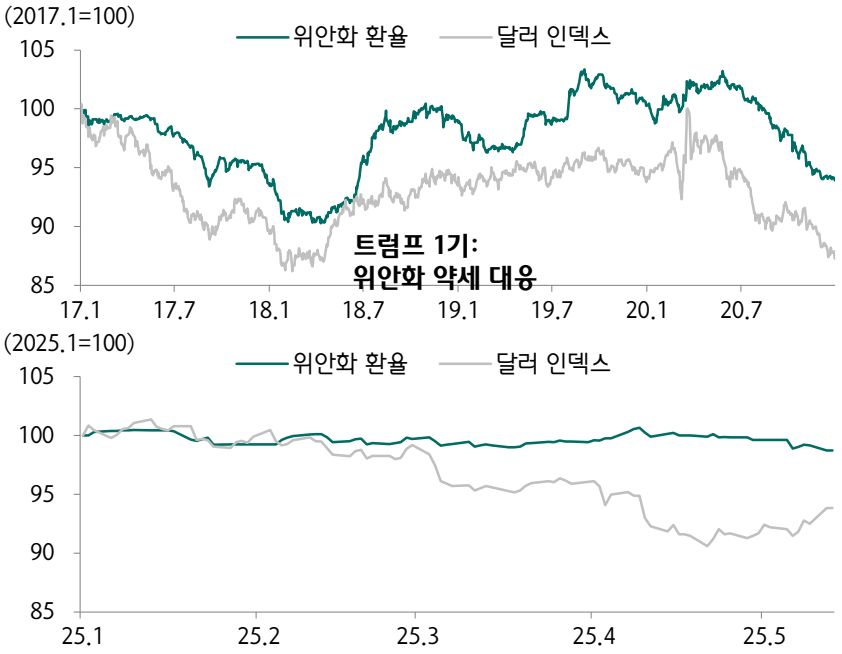


자료: Bloomberg, 하나증권

중국은 환율로 대응하지 않을 것

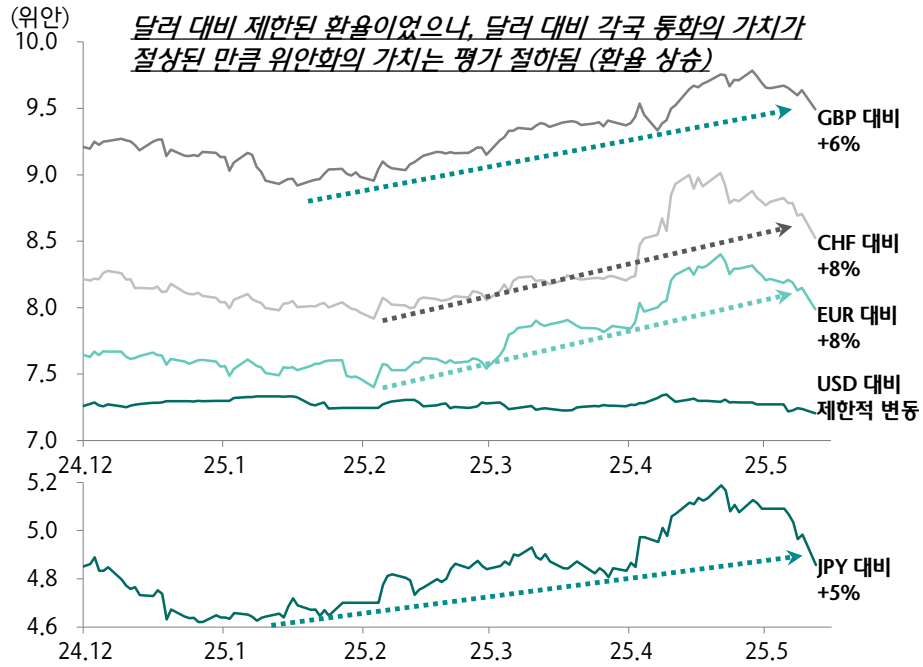
- 미국과의 관세 마찰이 다시 제기되더라도 관세 상쇄를 위해 중국이 환율 대응 전략을 취하진 않을 것
- 경험을 토대로 충동적 대응보다 위안화 가치 안정을 유도 (25년 YTD 달러가치가 -6.2% Vs. 위안화 변동폭 제한적)
- 안정된 위안화 가치로 인해 주요국 통화 대비 위안화는 낮은 변동성을 보이면서 수출 다각화를 도모
- 다만 무역 협상 과정에서 시장 개방/환율/채권 매입/수입 확대가 논의될 수 있어 위안화 강세 우위 가능성

달러지수와 위안화 환율 (트럼프 1기 Vs. 트럼프 2기)



자료: Bloomberg, 하나증권

주요국 통화 대비 위안화 환율 상승 (즉, 위안화 가치 평가절하를 의미)

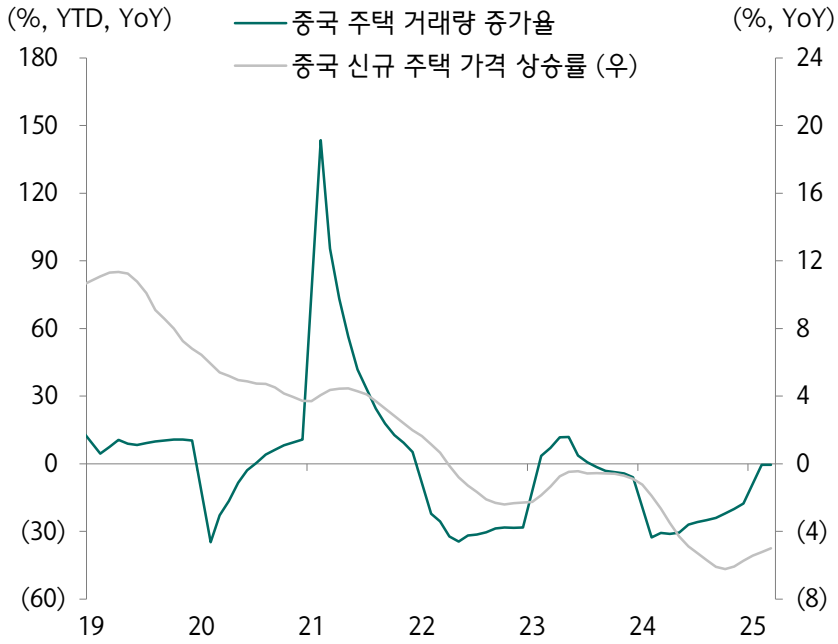


주: 엔화 대비 위안화 환율은 100JPY 기준
자료: Bloomberg, 하나증권

대신, 내수 부양을 위한 추가적 재정 확대

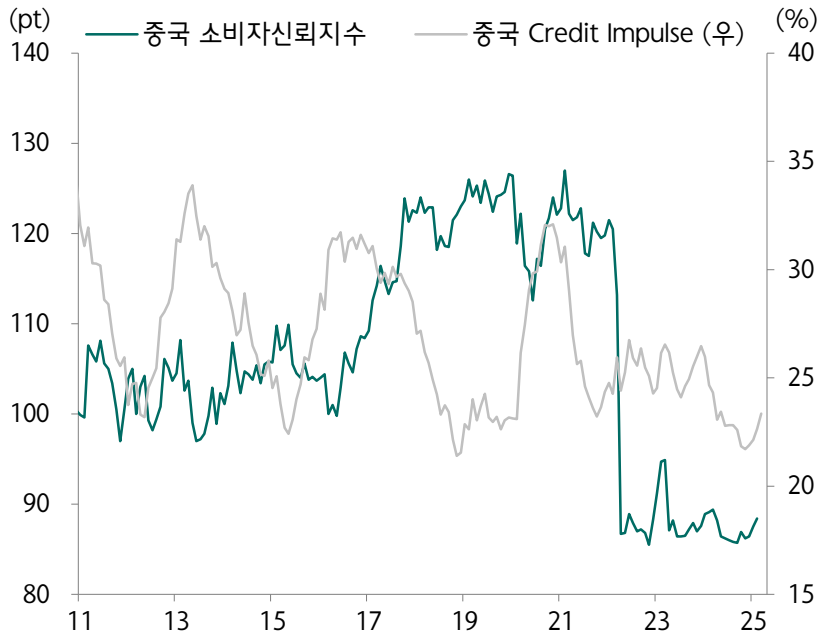
- 중국은 증시 부양을 통해 중국 기업 성장을 도모하려 함. 외국 자본 유입을 위해 환율 안정이 더욱 중요
- 경제 부담이 커질 수 있음을 고려해 미국에 대한 적대감을 극단적으로 이끌거나, 보호무역주의를 심화시키지 않으려 할 것
- 대신, 경제/정치적 관점에서도 중국은 美 수요 감소를 상쇄할 수 있는 내수 부양이 시급한 만큼 추가적 재정 확대를 기대

중국 부동산 경기 바닥 조짐



자료: Bloomberg, 하나증권

중국 신용 상황 및 소비자 심리

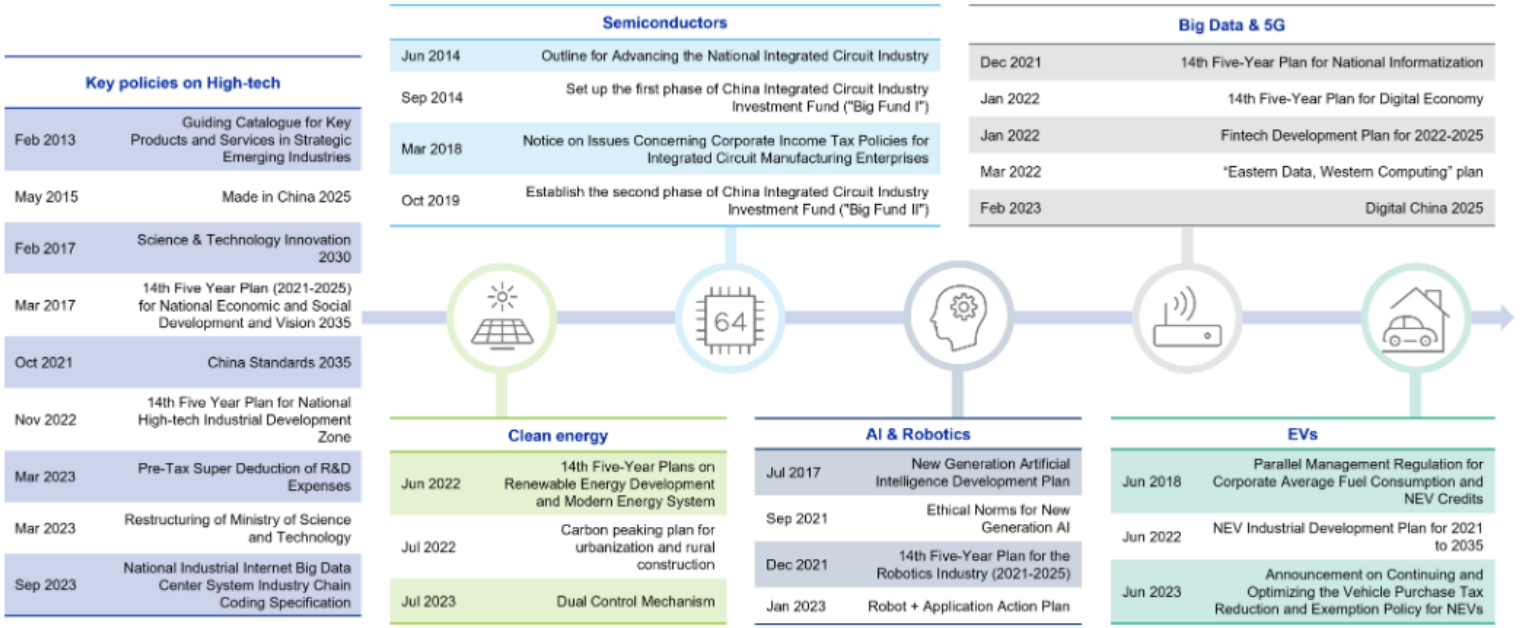


자료: Bloomberg, 하나증권

보다 전략적이 될 수 있는 중국

- 중국은 가전제품과 희토류 같은 핵심 산업에 있어 주도권을 보유 (기존 제한 조치에 더해 희토류 7 품목에 수출 제한 강화)
- 미국은 중국의 핵심 수출품과 공급망에 대한 즉각적 대안이 부족한 만큼 지속적 경제 압박을 가할 능력이 제한적일 것
- ASEAN 지역 내 파트너십 강화 ▷ 미국의 리더십이 빠져나간 자리에 한 걸음 다가서는 중국의 행보
- 지난 10년간, 자국 산업 내 구조조정을 단행하면서도 새로운 성장 동력 산업에 투자를 늘려 옴

지난 10년간 중국은 산업 내 구조조정을 단행하면서도 새로운 성장 부분 활성화를 위한 정책 도입 (5개 분야의 경쟁력 강화)

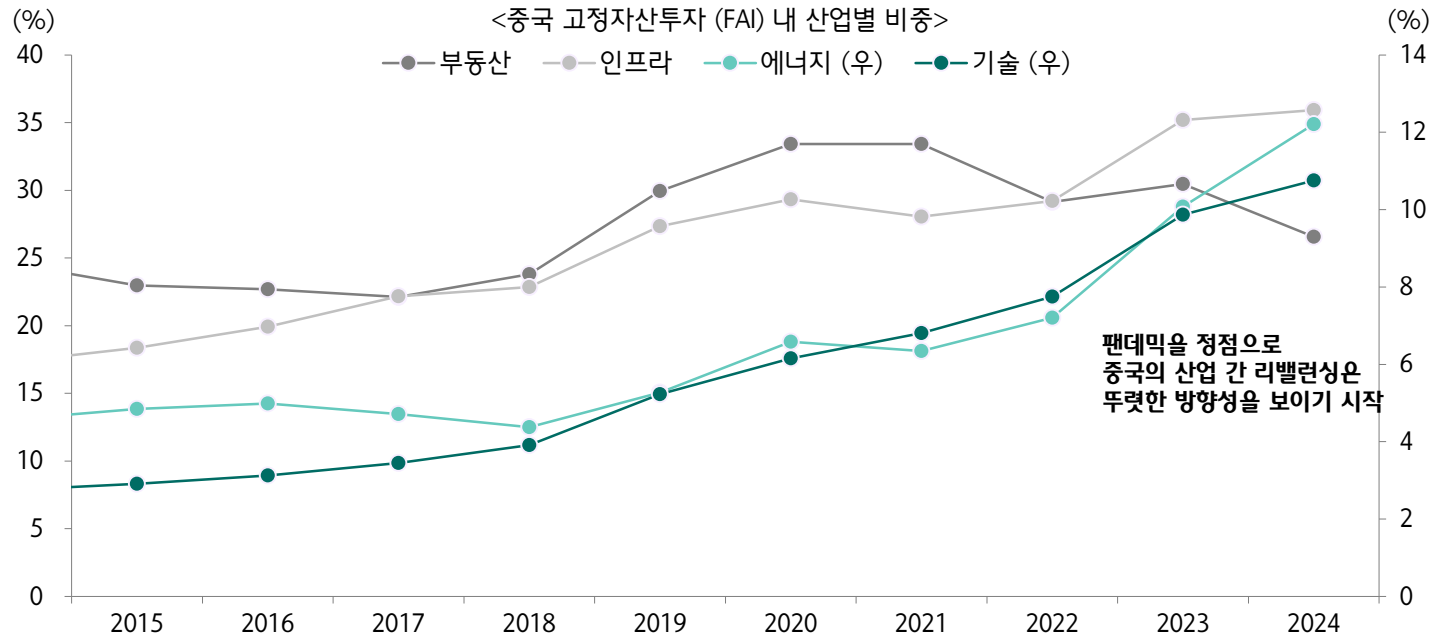


자료: Moody's, 하나증권

보다 전략적이 될 수 있는 중국

- 중국의 “Speak softly and Carry a big Stick”
  - 미국의 가전제품 관세 유예 조치는 불리한 미국의 입장을 상징
  - 미국의 해외 선박 관세가 시행되기도 전에 중국은 공식적 발표 없이 컨테이너 수출을 제한한 바 있음
- 중국은 맞춤형 내수 경기 부양과 환율 관리, 경제적 영향을 완화하기 위한 외교적 협상 등을 동시에 추구할 것
  동시에 경험이 주는 협상 노하우 (인내/적응 등), 수출 다각화, 인터넷 경제의 장기적 성장 동력은 중국의 협상 무기가 될 것

새로운 성장 동력의 부상은 중국의 산업 리밸런싱에 도움

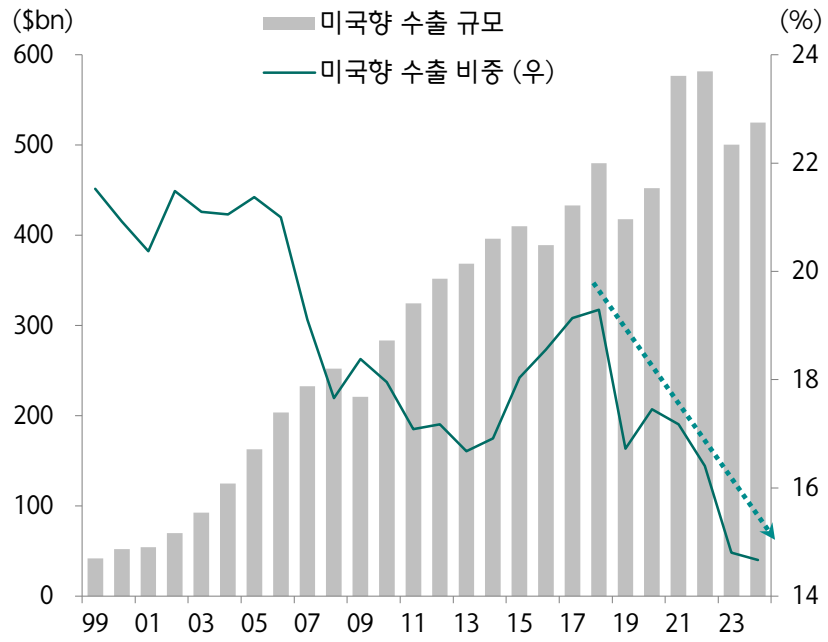


주: 인프라에 대한 FAI의 범위에서 전력, 열, 가스 및 수도 등의 영역은 제외됨. 대신 에너지 부문의 FAI는 전기와 열 발전을 모두 포함
기술 부문 FAI는 (1) 정보 전송, 컴퓨터 서비스 및 소프트웨어, (2) 과학 연구, 기술 서비스 및 지질 탐사, (3) 통신장비, 컴퓨터 및 기타 전자장비 제조의 세 가지 영역을 포함
자료: Bloomberg, 하나증권

중국의 관세 대응 정책 ① 경험에서 나온 준비성

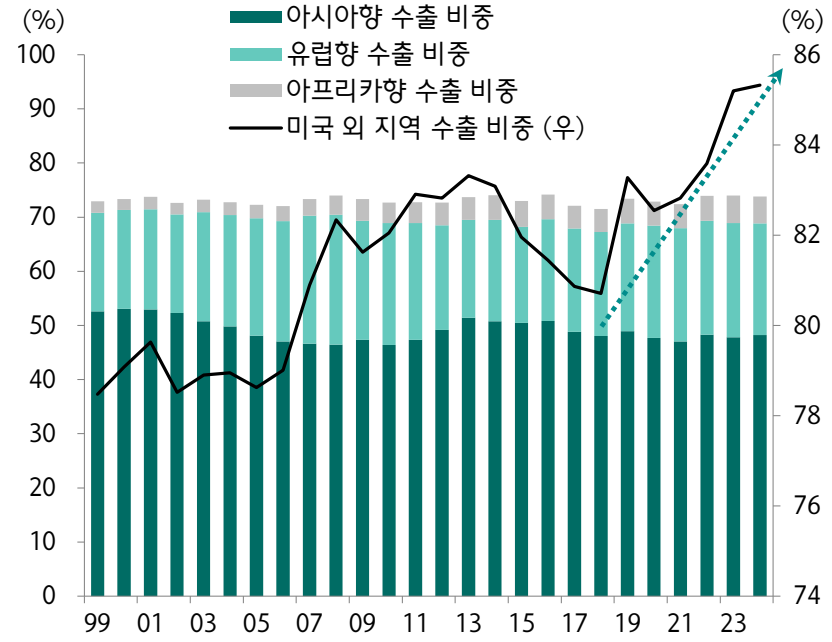
- 2018년 트럼프 관세를 겪으면서 교훈을 얻은 바 있음
- 첫째, 미국 수출 시장에 대한 의존도 감소 (19% ▷ 13%)
  - 대신 여러 교역 상대국을 확보하면서, 미국의 특정 무역 조치를 대비한 완충 장치를 마련해 둠
  - 역내 포괄적 경제 동반자 협정 (RCEP)과 일대일로 이니셔티브를 통해 아시아/유럽/아프리카 시장과의 경제 통합을 추구
  - 수출 취약 환경은 중국이 내수 부양책을 활성화하려는 시기에 나타나고 있어, 일정 부분 도움이 될 것

미국향 수출 의존도 축소



자료: Bloomberg, 하나증권

미국 외 수출 의존도 확대

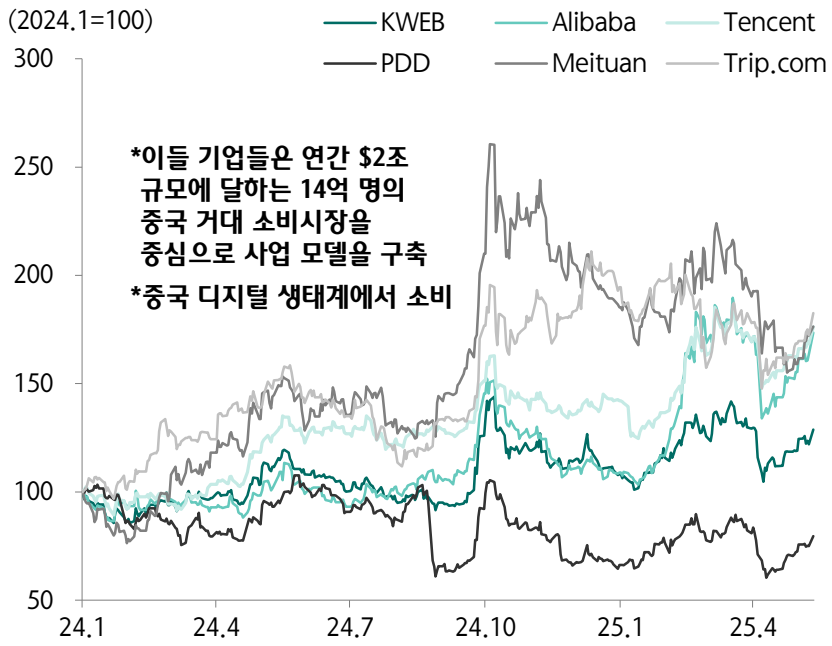


자료: Bloomberg, 하나증권

중국의 관세 대응 정책 ② 중국 기술 기업의 성장력

- 둘째, 중국 인터넷 기업들의 제한된 미국 노출
  - 中 인터넷 대기업들은 미국 매출 비중이 낮고 국내 시장 집중 (전자상거래, 디지털 경제, 클라우드 컴퓨팅, 게임, 소셜 미디어 등)
  - 공급망도 제한된 美 노출도. 미국 부품 의존이 큰 하드웨어업체 대비 인터넷 기업들은 자급자족 기술 스택을 상당부분 개발해 옴
  - 이러한 기술적 독립성은 다른 분야에 영향을 미칠 수 있는 (잠재적) 공급망 차질로부터 기업을 보호

중국 인터넷 기술주 ETF (KWEB)와 주요 구성 종목 주가 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

KWEB 구성 항목의 국가별 수익 창출 비중

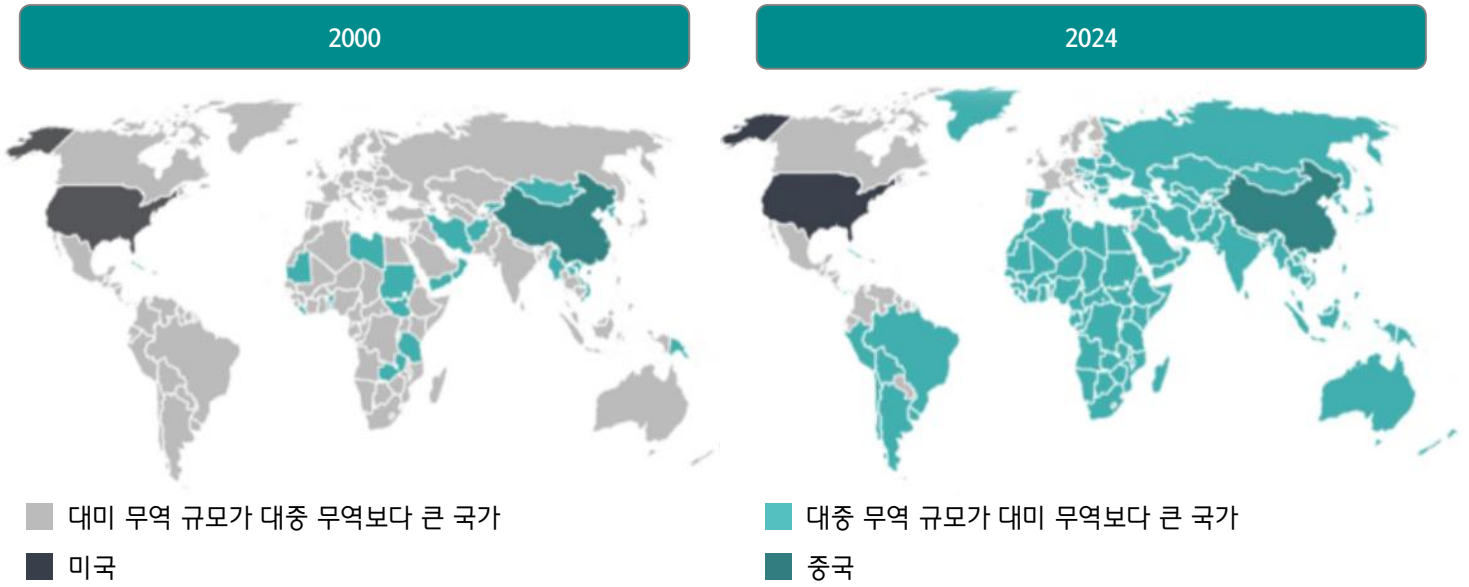
수익 창출 국가	비중 (%)
중국 본토	92.87
미국	1.87
홍콩	0.91
일본	0.35
인도	0.31
독일	0.28
영국	0.27
대만	0.20
프랑스	0.19
이탈리아	0.15
호주	0.15
한국	0.15

자료: Bloomberg, 하나증권

중국의 관세 대응 정책 ③ 미국의 광범위한 무역 정책이 만들어 주는 기회 포착

- 셋째, 더 광범위한 무역 정책 전환
  - 보편관세, 각종 상호관세, 산업/제품 관세 등은 중국만 겨냥한 것이 아님. 중국의 경쟁적 열위를 일부 극복하는 계기가 될 수도
  - 게다가 이머징 경제국을 주요 교역 상대국으로 보유하고 있어 이들과의 공동 대응/잠재적 무역 동맹 논의를 촉발할 수 있음
- 넷째, 잠재적 시장 점유율 증가
  - 중국의 제조 생태계는 규모/효율/인프라에 대한 활용성이 높은 만큼 다시 한번 기회를 부여 받을 수 있음

중국의 광범위해진 무역 정책



자료: 하나증권

투자 Insight

힘의 이동 (분산 투자하기 좋은 날)

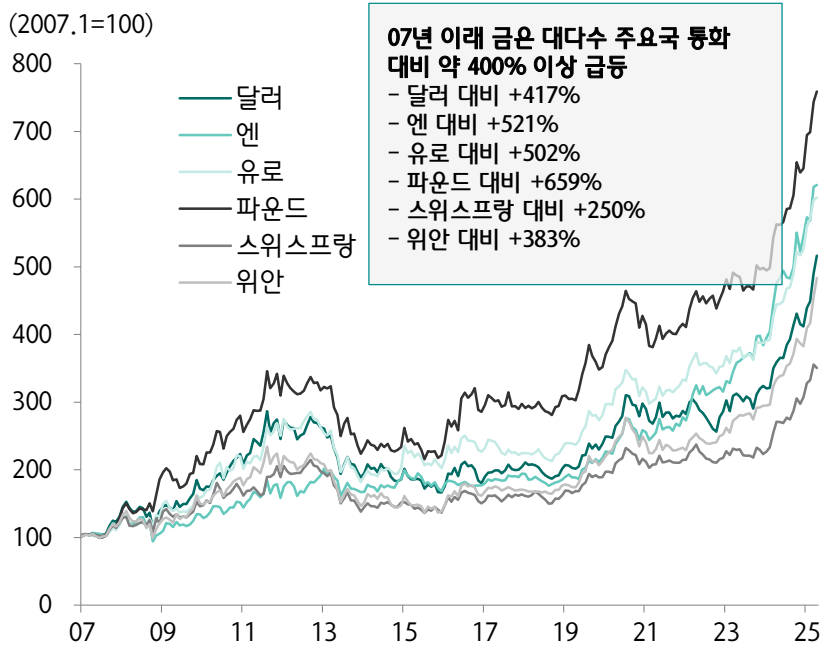
Part 2. 자산편

- 금, 가격 상승 아닌 돈의 가치 하락
- 사모대출 시장, 전략적 성장 기회

금, 가격 상승이 아닌 돈의 가치가 하락하고 있음을 주목

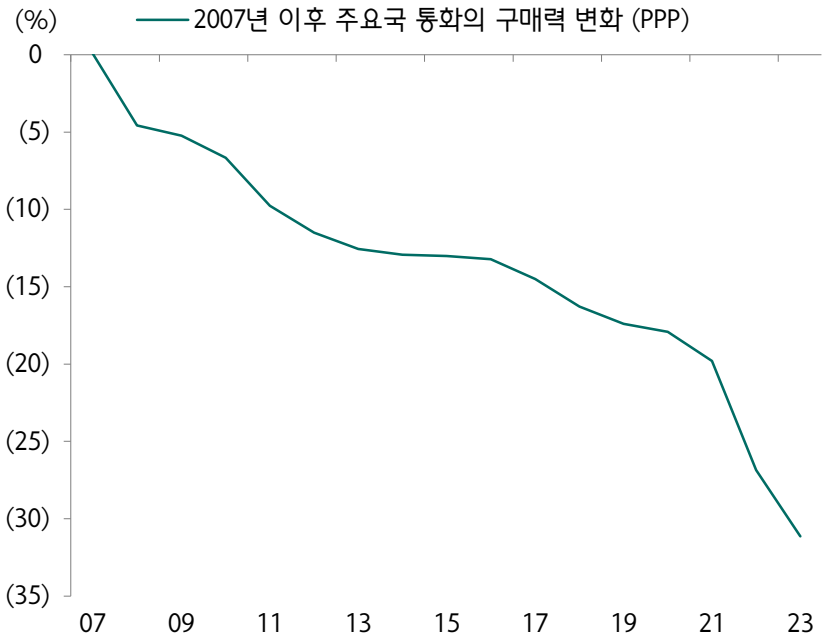
- 사상 최고치를 경신한 금값이지만, 추가 상향 가능성 높아
- 금 가격 급등은 미국 달러를 포함한 여러 주요국 통화가 구매력에 타격을 입었기 때문
- 즉, 금값이 상승하는 것이 아닌 돈의 가치가 하락하고 있음을 더욱 주목
- 게다가, 글로벌 주요국 통화들의 금에 대한 구매력 감소는 CPI 기준 구매력 감소보다 훨씬 더 클 것

주요국 통화 대비 금 가격 상승



자료: Bloomberg, 하나증권

주요국 통화의 구매력 감소

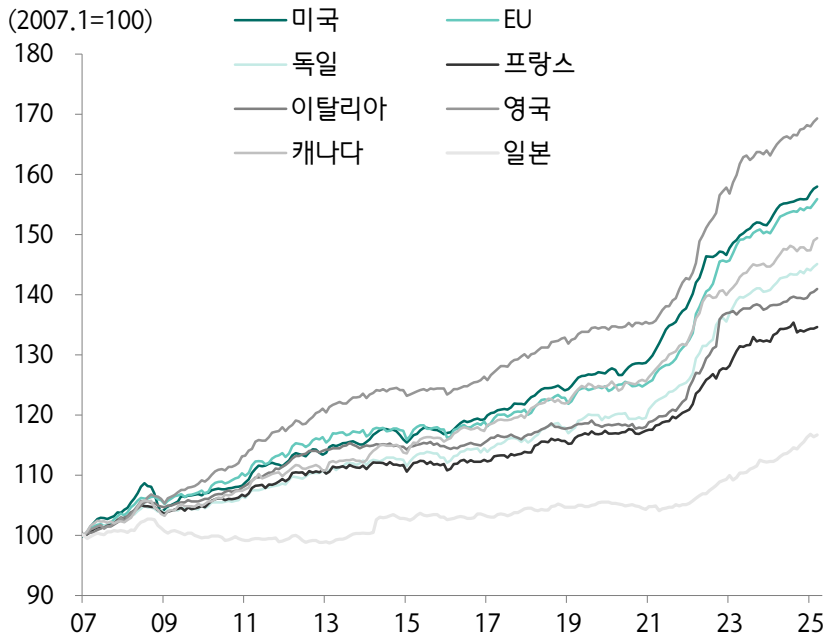


자료: IMF, 하나증권

과도한 통화 공급과 화폐 가치 하락 현상

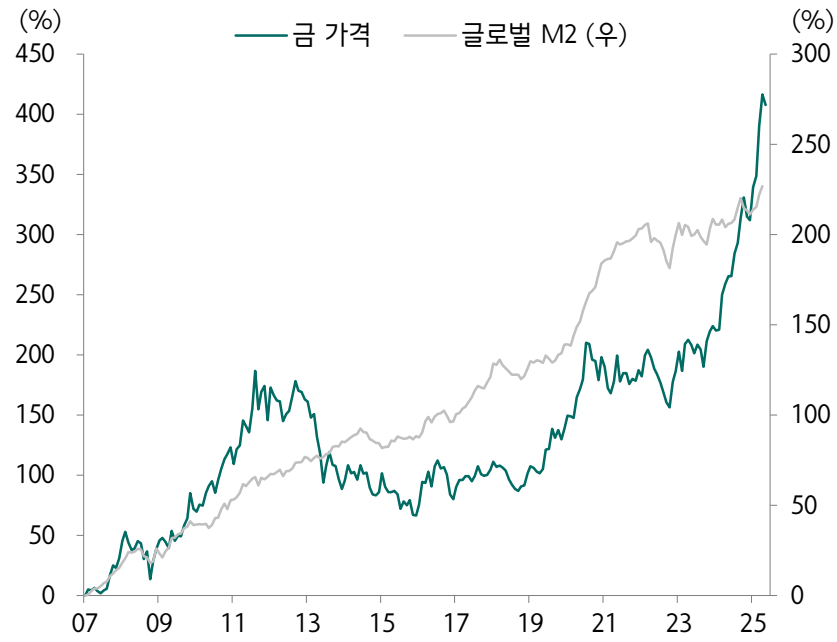
- 통화의 구매력 상실이 꾸준한 근본적 원인은 인플레이션에 있음
- 인플레는 근본적으로 화폐 가치가 하락하며 발생. 화폐 가치 하락은 (과도한) 신규 화폐 발행이 지속되면서 나타남
- M2 통화 공급량은 07년 이후 +200% (07년 $38조 → 24년 $111조)

G7과 EU의 소비자물가 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

M2 증가와 금 가격 급증

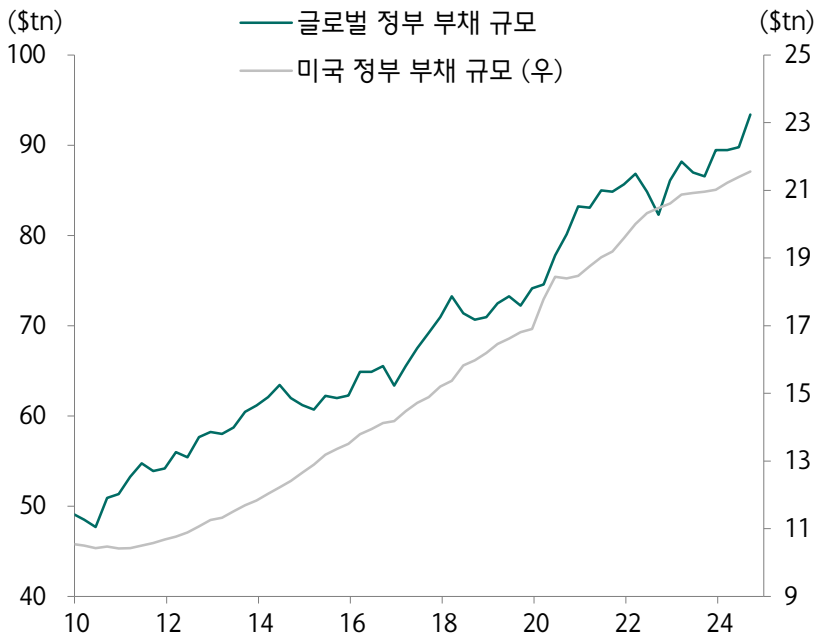


주: 2007년 1월 이후 변화율
자료: Bloomberg, 하나증권

금 가격 상승이 추세일 수밖에 없는 이유

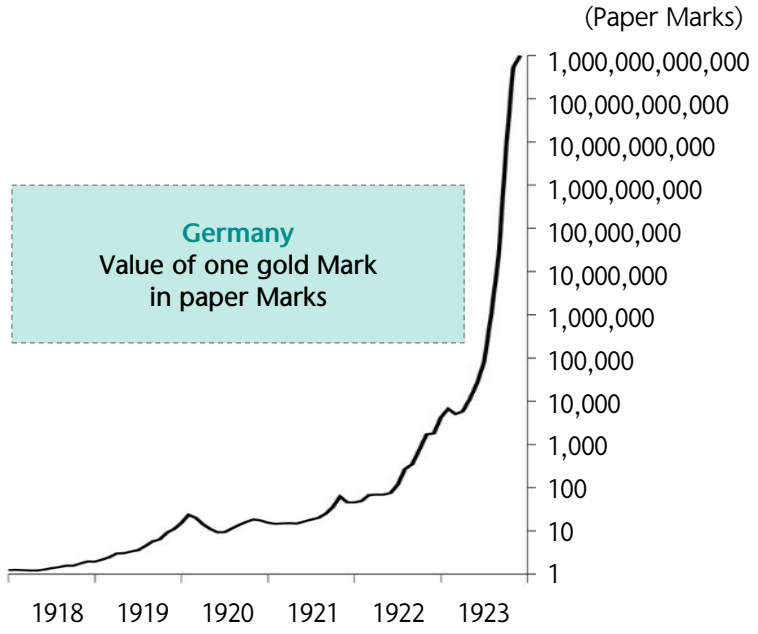
- 세계가 불환지폐 체제를 유지하는 한 인플레는 사라지지 않고, 금 가격은 계속 상승할 것
- 특히, 90년 이후 세계 부채는 폭발적으로 증가 (10배 이상 급증)해 옴. 게다가 팬데믹을 기점으로 속도는 가속화
- 부채 수준이 통제 불능 상태로 치솟게 되면, 경제 성장이 억제되고 금융 시스템이 흔들릴 우려
- 독일이 경험한 하이퍼 인플레이션은 바로 경제에 잔존하는 엄청난 정부 적자를 메우기 위해 무한정 돈을 찍어내다 발생됨

글로벌과 미국의 공공 부채 현황



자료: BIS, 하나증권

독일의 1920년대 당시 하이퍼 인플레이션



자료: AGI, 하나증권

트럼프 2기, 사모펀드를 위한 새로운 규제/규칙 기대

- 트럼프 2기, 사모펀드를 포함한 투자 자문사/투자 펀드에 영향을 미칠 수 있는 새로운 규제/규칙 제정을 기대
- 사모시장에 대한 소매 투자자 접근을 확대하고, 기존 규제 프레임워크의 현대화를 추진해 자본 형성을 촉진하려는 목적
- SEC (美 증권거래위원회)의 사모대출 소매화에 대한 우려에도 불구하고 이미 사모대출 관련 공모상품이 출시
- 큰 그림에서 미국의 상당량의 부채 (기존+향후)를 투자자에게 전가하려는 움직임으로 해석할 수 있음

사모펀드 관련 새로운 규제/규칙 제정 기대

- 미국 증권거래위원회 (SEC)는 최근 연설을 통해 사모시장 확대와 규제 완화에 대한 지지를 표명한 바 있음
- 물론 SEC는 사모대출 시장의 소매화에 대한 우려를 제기하고 있으나, 당분간은 사모펀드에 대한 공시 요건을 강화하거나, 사모대출 분야에서 공적 평가를 요구하는 제안이 도입될 가능성은 낮다고 판단됨
- 3/31, 유럽 감독청 공동 위원회는 특정 투명성 요건이 사적 증권화에 적용되지 않는다고 확인한 바 있음
- 사모대출 상장지수펀드 (ETF) 또한 출시 연기 없이 론칭된 상황

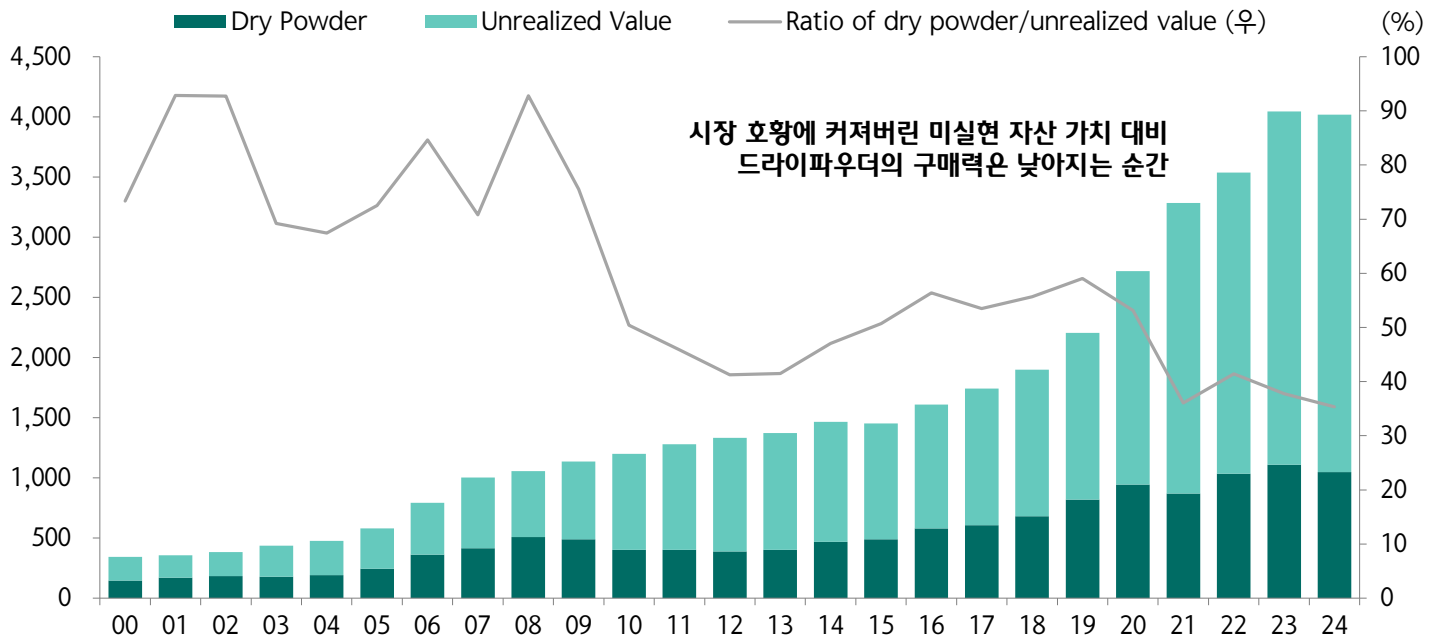
자료: 하나증권

이가 없으면 잇몸으로 살아가기, NAV 론

- 당분간 높은 변동성 환경 속에 LBO나 M&A의 Exit이 타이트해질 수 있음
- 동시에 오랜 기간 보유한 드라이파우더들의 구매력은 지속 하락세를 보이는 형편 ▷ 투자처를 찾아가야 하는 상황
- 헤지펀드들은 유동성 및 기타 수익을 위해 NAV 론을 확대시켜 나갈 것으로 판단됨

*** NAV 대출: 펀드 포트폴리오에 담긴 순자산가치를 담보로 금융기관으로부터 대출 받기*
*** LBO 대출: 기업인수에 필요한 자금을 조달하기 위해 기업의 자산으로 담보로 하는 대출*

드라이파우더의 낮아지는 구매력

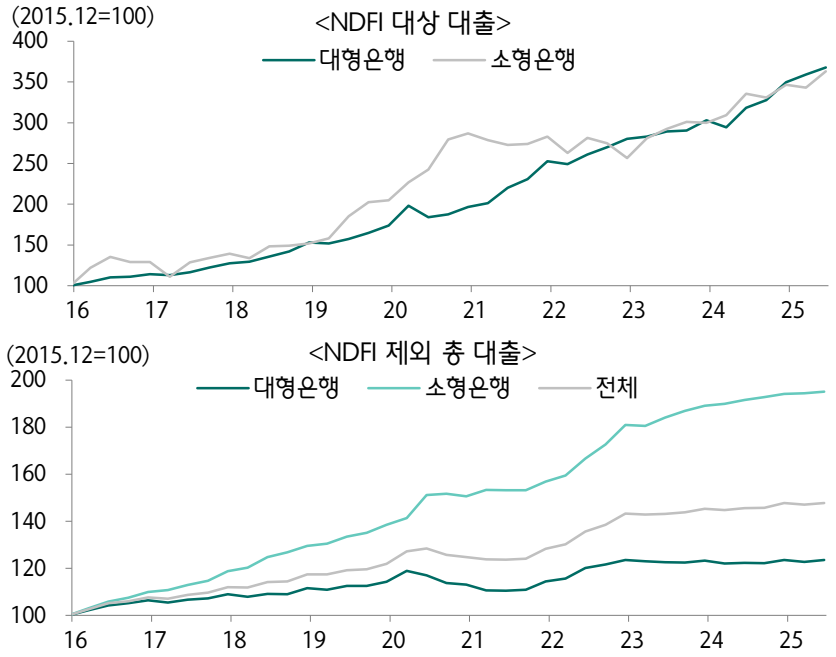


주: Unrealized Value는 해당일 기준 PE 바이아웃 펀드에 보유된 기업의 총 가치를 의미
자료: Preqin, Moody's, 하나증권

더 우호적인 환경이 만들어질 Private Credit Loan

- 올 한 해 변동성이 예상되는 만큼 사모대출 시장은 보험회사를 비롯한 기관투자자, 연금 등 장기 투자자에게 매력적일 것
- 미국은 생보사의 '영구적' 자본으로 수수료 창출 사업을 성장시키려는 대체자산운용사 간의 공생 관계를 활용
- 특히, 대체자산운용업은 은행들에게도 중요. 은행들은 비은행금융 (NDFI)에 대한 대출 비중을 크게 늘려 옴 (10년 전 4% → 11%)
- 또한 이들에 대한 대출의 연평균 성장률은 18%, 동시에 사모대출펀드의 자본조달 또한 19% 증가한 것과 일치

빠르게 성장해 온 미국 은행권의 비은행 금융기관 (NDFI)에 대한 대출



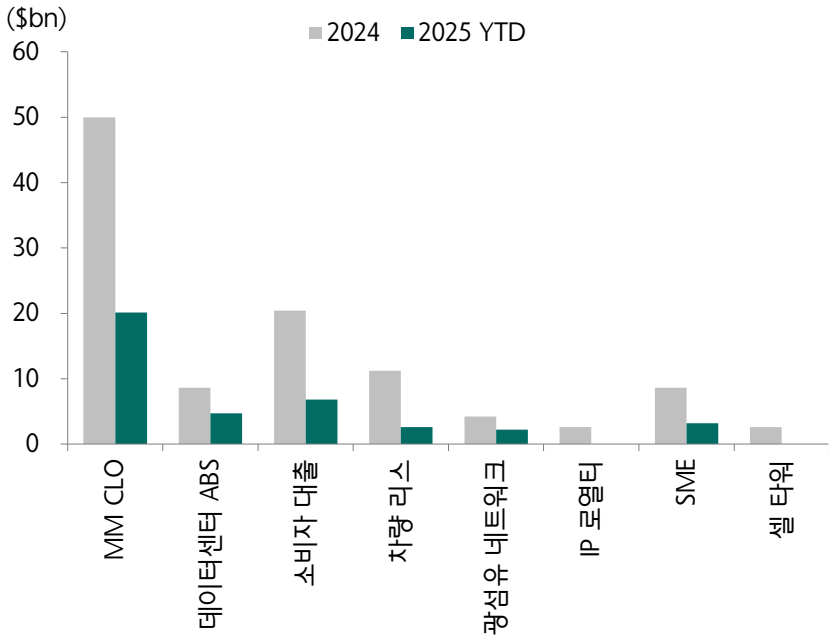
	NDFI 대출 성장률 (%, YoY)		NDFI 제외 총 대출 성장률 (%, YoY)	
연도	대형은행	소형은행	대형은행	소형은행
2016	8.2	10.3	5.3	8.3
2017	11.6	7.9	2.3	7.9
2018	19.9	9.0	2.5	9.1
2019	13.7	34.7	2.4	6.9
2020	13.0	40.2	-1.1	8.8
2021	28.7	-1.4	1.3	4.2
2022	10.8	-9.3	8.0	15.3
2023	8.2	16.8	-0.2	4.5
2024	15.4	15.6	0.3	2.6
2025	5.2	4.7	-0.1	0.5

자료: Fed, 하나증권

ABS 시장의 확장성

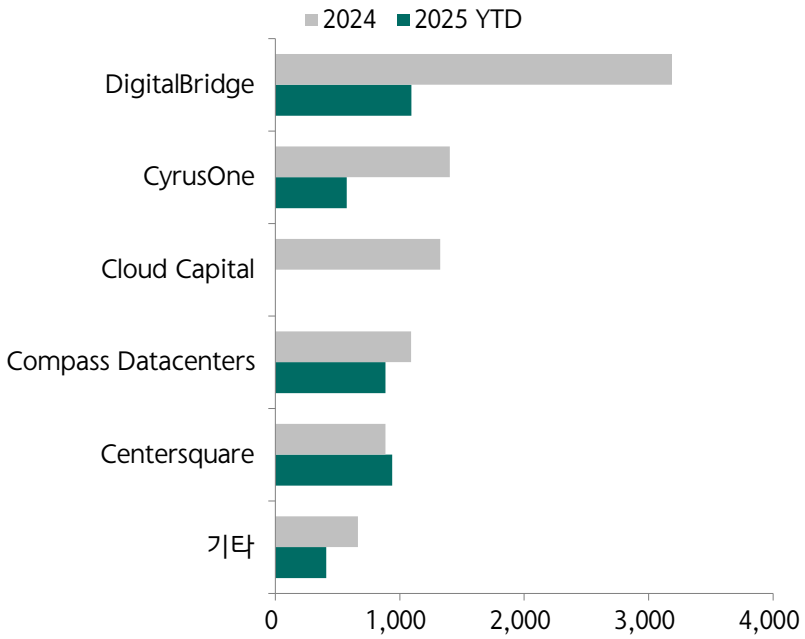
- 1Q ABS 발행은 소비자 대출/데이터센터/차량 리스 분야에서 강세. MM 대출, 사모 대출 기반의 CLO 차환/신규 발행도 견조
- 설령 직접 대출 성장이 둔화되더라도 데이터센터/광섬유 네크워크와 같은 인프라 건설을 위한 자금 조달 수요는 계속 증가할 것
- PE 자본은 데이터센터 건설을 지원하며 이는 하이퍼스케일러들의 수요 충족에 도움. 관련 건설 자금은 ABS, CMBS 형태로 증권 시장에서 지속 재융자 되고 있음. 미국 이외 데이터센터에 대한 새로운 거래도 지속

ABS 부문별 발행 현황



주: 2025년 YTD는 3월 말 기준
자료: Finsight, 하나증권

PE 자본 지원 하에 ABS 발행을 주도하고 있는 5개 데이터센터 기업



주: 2025년 YTD는 3월 말 기준
자료: Moody's, 하나증권

투자 Insight

힘의 이동 (분산 투자하기 좋은 날)

Part 3. 자산배분편

- 국가별 배분
- Divergence가 주는 기회
- 높아지는 해외 주식시장 투자 매력
- 빛나는 유로화
- 원자재, 금, 사모대출 파이팅

포트의 다각화: 국가별 배분

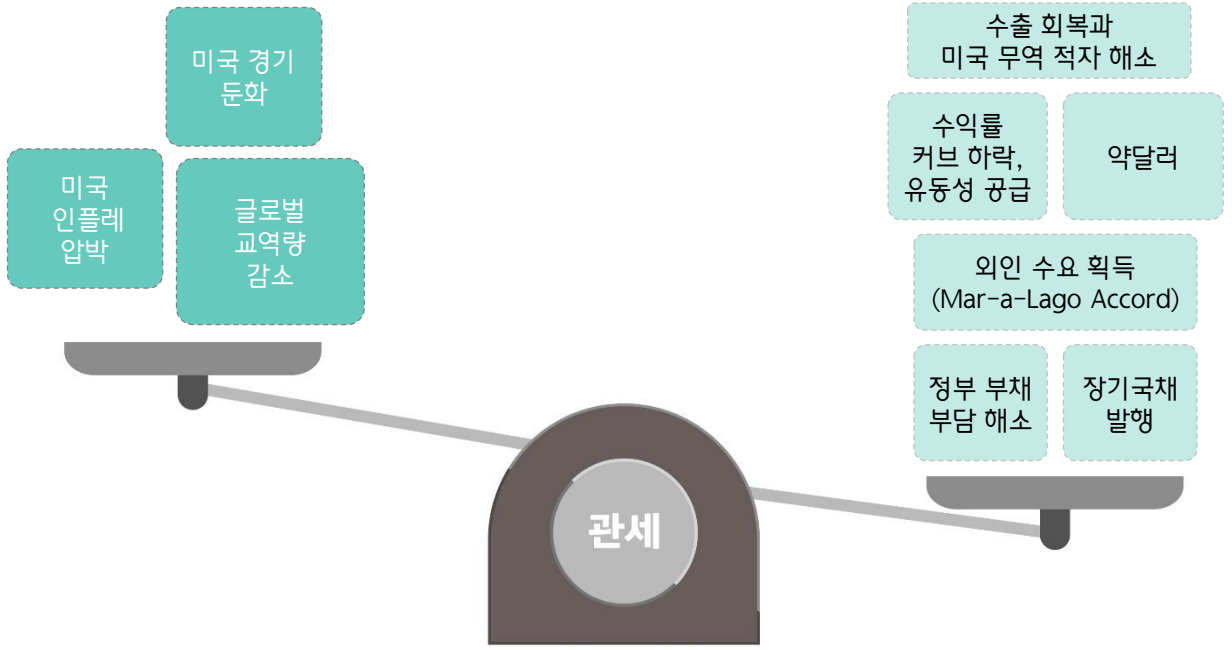
국가별 점검을 통한 자산배분

미국, 야심과 의도된 경기둔화	• 미국의 야심 추구와 의도된 경기 둔화 불가피 • 끝이 아닐 플라자 합의와 기억해야 할 루브르 합의 ▷ 즉, 남은 하반기에 예상치 못한 미국의 요구는 지속될 가능성 • 정부 부채 부담과 국채 수요 불안을 달래줄 방패. 베센트 풋에 대한 기대 • 국가 신뢰에 대한 불안이 지속되는 가운데 기업 성장 기대는 여전히 남아
▶ 오랜 시간의 패러다임 교체가 필요한 만큼 펀더멘털 둔화는 일정 부분 감내할 것 (단, 세금감면과 규제완화로 경기 하방 제한)	
잠자던 유럽의 부활	• 잠자던 유럽의 경제 리더십이 깨어나면서 유럽은 미국과의 격차 축소를 준비해 나갈 것 • 26년 본격화될 재정 확대를 기대하며 하반기 펀더멘털의 조심스런 회복을 기대 • 무역 마찰과 현실적 재정 공백은 ECB의 금리 인하가 채우고, 유럽 산업의 구조적 변화 소식이 메울 것
▶ 점진적 국채금리 상승과 유로 강세는 유럽 지역 투자 매력도 우상향 시켜. 직접적인 수혜 산업을 중심으로 기회 포착	
내공의 중국	• 중국, 내수 부양을 위한 재정 확대 기대 • 미국의 압박이 지속되는 가운데 트럼프 1기 대비 경험에서 나오는 정책적 대응의 신중함을 확인 • 높은 관세율 상쇄를 위한 환율 대응은 무의미해졌음. 오히려 안정된 위안화를 활용한 수출 경로 다변화 모색
▶ 산업 경쟁력의 지속 가능성. 특히 5가지 주력 산업 (반도체, Big Data/5G, 신재생 에너지, AI & Robotics, EVs)	

포트의 다각화: Divergence가 주는 기회

- 재정정책 차별화 ▷ 미국과 주요국의 성장 갭 축소 기회
  - 美 경제 성장은 비교적 높은 수준에서 둔화하고, 나머지 세계 경제 성장은 낮은 수준에서 둔화 폭을 줄일 것
- 인플레 차별화 ▷ 미국과 주요국 통화정책은 속도의 차별화 기대
  - 미국의 단기적 압력이 커지는 반면, 세계 대부분 이러한 압력이 약화됨
- 정책 불확실성 차별화 ▷ 시장은 예상과 다른 데이터 및 불확실성에 민감. 미국보다 미국 외 시장의 매력이 부각

목적을 위한 미국의 정책 불확실성 지속

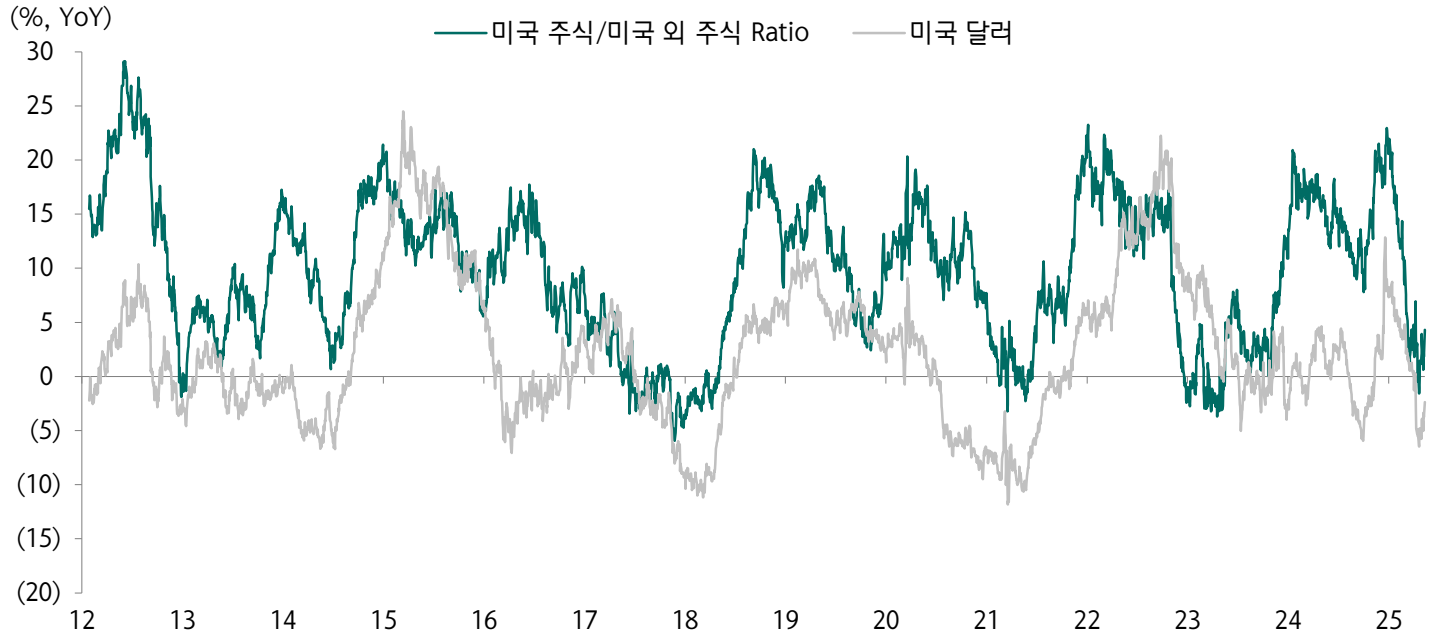


자료: 하나증권

포트의 다각화: 높아지는 해외 주식시장 투자 매력

- 달러 변동이 해외 주식시장과 미국 주식시장 간 관계에 영향을 미친다는 점을 확인
- 달러 보유량이 소폭이나마 감소할 것이라는 가정이라면 달러화 이외의 자산을 보유하는 것이 상당한 매력 포인트
- 단기적으로 투자자들이 달러 기반 보유액을 빠르게 재조정할 가능성은 낮으나, 수년 간 진행되어 온 통화 보유 다각화는 가속화
- 파운드, 유로, 프랑, 엔 등이 미국 외 시장으로 유입될 가능성 ▷ 영국, 유럽, 아시아에 대한 기회

달러 가치 추세와 달러 기반 주식의 상관관계

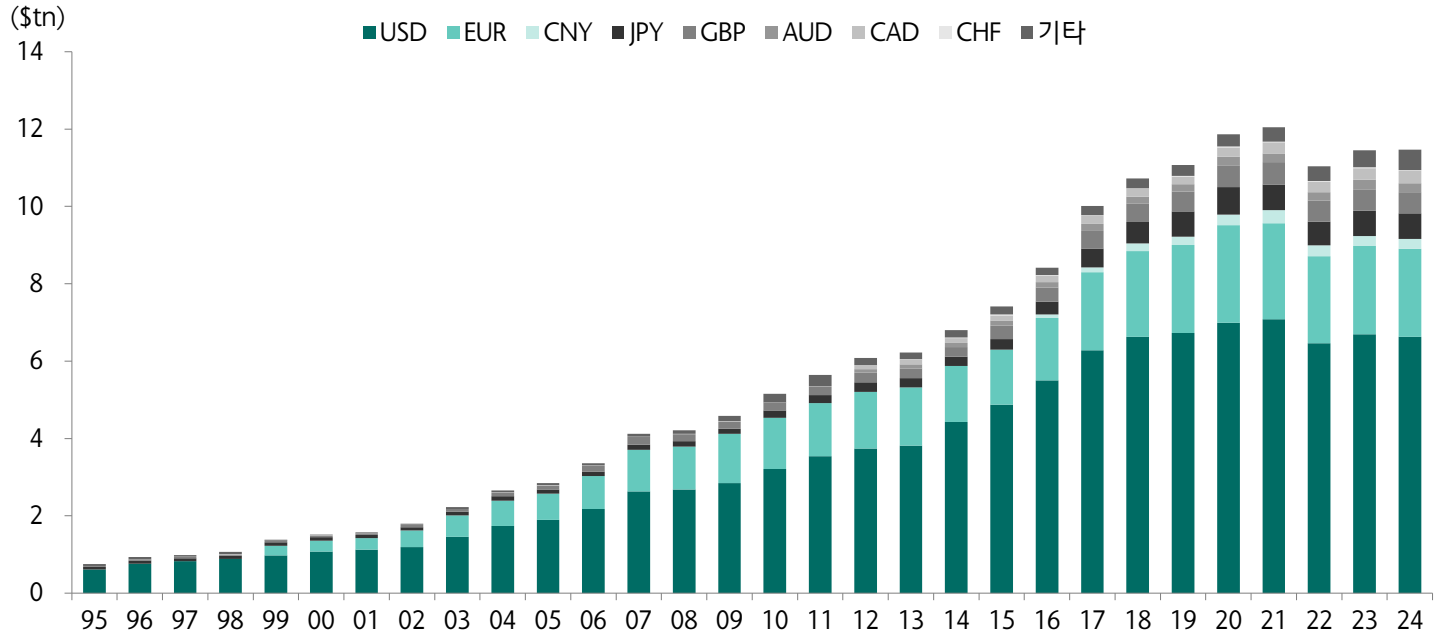


주: 미국 주식은 SPY ETF, 미국 외 주식은 VXUS ETF, 미국 달러는 UUP ETF 주가를 활용
자료: Bloomberg, 하나증권

포트의 다각화: 빛나는 유로화

- 유로화는 지속적인 외환보유고 다변화 노력의 최대 수혜자가 될 가능성
- 유럽 통화가 여러 이유로 달러를 완벽하게 대체하기는 어렵겠으나, 위안화 엔화 대비 상대적 나은 대안
- 중국 경제 규모는 세계 2위이나 중국의 자본 통제가 위안화를 준비자산 이상으로 보유하는 것을 저해
- IMF 24.3Q 자료에 따르면 위안화는 전세계 중앙은행 준비금의 약 0.2% 차지. 반면 달러 57%, 유로 20%, 엔화 6%

세계 중앙은행 준비금 내 통화별 가치

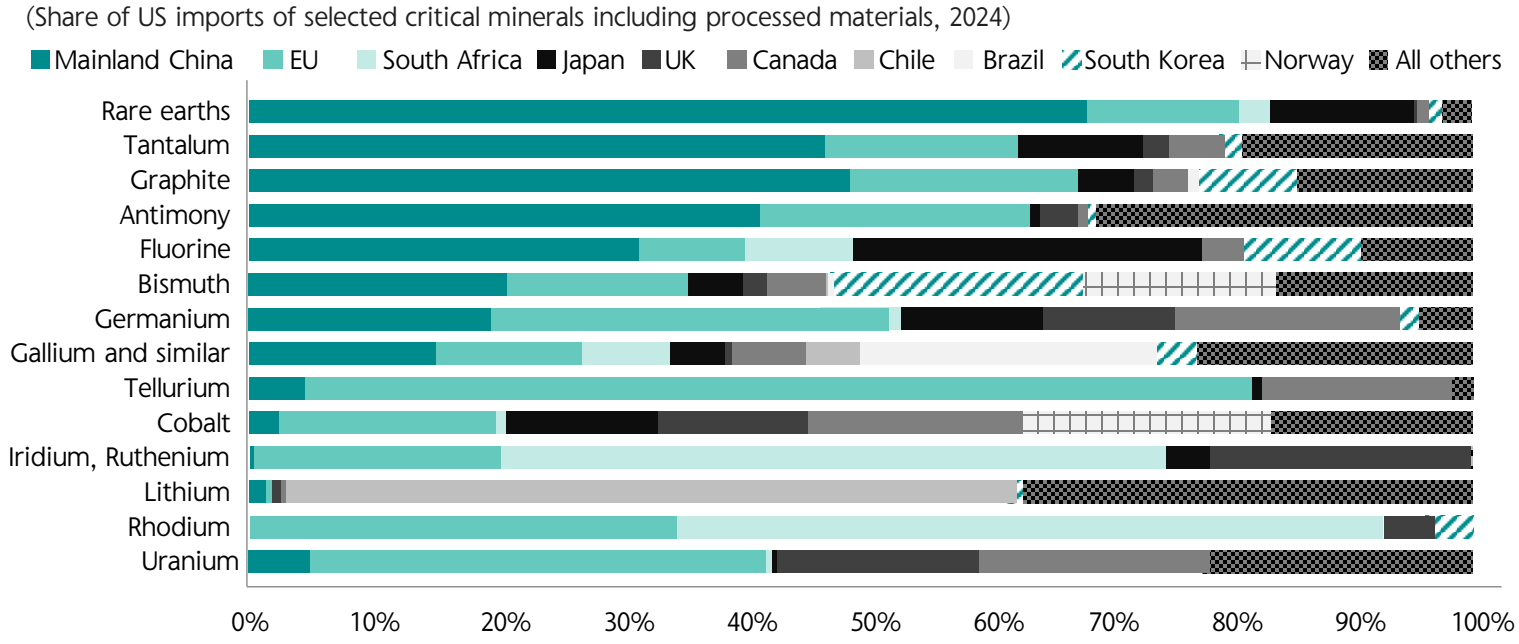


자료: IMF, 하나증권

포트의 다각화: 원자재, 금, 사모대출 파이팅!

- 지정학적 팽창과 자원 대립이 향후 대립의 Key가 될 것. 원자재와 금, 희소자산에 대한 수요는 더욱 부각
  미국의 수입품 중에 중국과 유럽 기업들의 주요 광물 공급력을 확인
- 미국은 점진적 정부 역할을 축소하고 민간의 투자 역할을 강조하는 상황. 게다가 고질병 부채 (정부/가계/기업)를 계속해서 글로벌 투자자에게 전가시키려는 목적 아래 ABS 시장 확대

미국의 주요 광물 수입국 비중



자료: S&P Global, 하나증권

자산별 Comment & Point

자산별 리뷰 및 전망 요약

국내 주식

외국인
순매수 전환을
기대하며

- **리뷰** 반도체 업황 회복 기대에 힘입어 2025년 초반 상승세를 보였던 한국 증시는 3~4월 들어 미국 금리 불확실성과 원화 약세에 따른 외국인 수급 불안으로 다소 부진한 흐름을 보이며 조정 국면에 진입. 5월 초에는 삼성전자의 호실적 발표와 금리 인하 기대감에 힘입어 상승세를 이어가며 글로벌 증시 대비 아웃퍼폼하는 모습 보임
- **전망** 달러 약세와 미국 10년물 국채금리 하락 환경은 코스피 상승에 긍정적. 달러 인덱스 하락 전환 ① 첫 번째 분기에서는 철강, 자동차, 건설, 화학, 반도체 등 전통 수출 대형주. ② 하락이 두 개 분기 지속되면, IT가전, 지주, 소프트웨어, 운송, 증권. ③ 세 개 분기 지속될 경우 건강관리, 미디어, IT하드웨어, 화장품의 외국인 순매수 강도 강함

선진국 주식

매출 성장 주도주를
찾아서

- **리뷰** 트럼프의 대통령 재취임 이후, 2024년 말부터 엔비디아 등 AI 관련주의 주도로 강세를 보이던 미국 증시는, 4월 들어 트럼프 행정부의 관세 정책에 따른 무역 긴장 고조로 조정 국면에 진입. 5월 들어 금리 인하 기대감이 재부각되며 낙폭을 일부 회복했으나, 관세 리스크는 여전히 시장의 하방 압력으로 작용 중
- **전망** 트럼프 행정부의 정책이 달러약세(무역적자 축소)와 금리하락(정부 순이자 비용 축소)에 초점이 맞춰져 있는 만큼 2025년 하반기에는 달러 인덱스와 10년물 국채금리가 하락할 것으로 예상. 위기 이후 미국 증시 주도주는 매출 성장을 주도하는 업종이나 기업이 될 전망

신흥국 주식

중국,
결정적 방향성과
중장기 확실성

- **리뷰** 중국 전략의 주요국 대비 차별점은 최소 2026년까지 정책과 사이클 가시성이 높고, 구조적인 변화 예측이 용이하다는 점. 중장기 방향성을 ① 탈 유동성 함정, ② 탈 중진국 함정, ③ 탈 부동산 후유증 완충, ④ 탈 미국, ⑤ 탈 중국으로 평가
- **전망** 하반기 중국 경제는 장기 침체 탈출과 내수 회복 사이클의 연장선이나 단기 탄력 약화는 불가피. 2025년 중국 성장률 전망을 기존 연간 4.8%에서 4.5%로 하향 조정하지만 경기 패턴은 U자형으로 내수 중심 연착륙 가능. 중화권 증시는 2026년까지 재평가 방향성과 턴어라운드 확실성에 집중, 대형 지수와 우량주 투자 권고

자산별 리뷰 및 전망 요약

국내 채권

달러원 환율 안정과 새 정부의 추가 추경 여부가 관건

- **리뷰** 2025년 국내 채권시장은 1분기 20bp 내외 레인지 장세를 이어가다 정치 불확실성이 확대된 상황에서 경기 둔화 우려와 미국 발 관세 영향으로 장단기물 금리 모두 낙폭을 확대하며 강세 마감. 국내 1분기 전기비 성장률은 역성장 기록. 작년 2분기부터 -0.2~0.1%에 그치며 저성장 국면이 이어지는 모습. 4월 금통위, 기준금리 동결했지만 포워드가이던스 만장일치 인하를 통해 5월 인하를 기정사실화
- **전망** 하반기 국고 금리 경로의 중요 변수인 추경 등 확장재정 재료가 예상보다 더디게 나올 경우 단기적으로 채권 강세 심리 이어질 전망. 환율 안정으로 연말 기준금리는 2.00%까지 인하 전망. 성장과 물가로 추정한 국고 금리 적정 레벨은 현 수준보다 낮지만 미중 협상 결과가 긍정적이고 새 정부 확장재정 규모가 크다면 커브 스팁 우위 전망

국내 크레딧

울며 겨자먹기

- **리뷰** 2025년 상반기 국내 신용스프레드는 국내 정치적 불확실성과 트럼프 관세 부담이라는 거시적 불안 요인에도 불구하고 하향 안정세를 기록. 다만, 2분기 이후 관세 부담 본격화 및 신용채권금리의 절대/상대적인 가격 부담에 따라 조정(스프레드 확대)에 돌입한 상황
- **전망** 통상압력 등에 대비하기 위한 기업들의 예비적/투자 관련 자금조달이 증가할 것으로 예상되어 신용스프레드는 점진적으로 상승 압력을 받을 전망. 다만 경기 부진을 극복하기 위한 완화적 통화정책 및 유동성 지원책 등은 지속될 것으로 보여 그 속도나 폭은 제한적일 전망

선진국 국채

무역분쟁 불확실성 해소가 관건

- **리뷰** 2025년 미국 채권시장은 트럼프 취임 이후 강세 지속. 4월 초 관세 정책 불확실성이 커진 영향으로 변동성이 일시적으로 확대. 이후 무역분쟁 완화 기대감으로 'Sell America' 내러티브가 일부 해소되며 금리 급등 폭을 되돌림. 5월 FOMC 기자회견에서 파월 연준 의장은 금리 인하에 여전히 신중한 스탠스 유지. 이에 선물시장은 올해 7월 인하를 시작으로 연내 3차례 인하를 반영 중. 단, 4월 초 대비 연내 인하 폭이 점차 축소되는 모습
- **전망** 관세 불확실성 해소되지 않은 가운데 10년물 텀프리미엄 상승 모멘텀은 지속되고 있는 상황. 텀프리미엄 정상화를 위해서는 QT 종료와 SLR 규제 완화, 미중 무역협상 타결이 동반될 필요. 1) 과거 스태그플레이션 국면과 2) 성장과 물가로 추정한 10년물 적정레벨은 4.3% 초중반. 이에 4.3%을 상회하는 구간에서 분할 매수로의 대응을 권고

자산별 리뷰 및 전망 요약

미국 투자등급
지속될
우량 IG에 대한 수요

- **리뷰** 트럼프 정부가 높인 경기 둔화와 기업 마진 악화 우려 속에 IG 스프레드가 급격히 확대되었으나, 은행권과 기술기업들의 양호한 1분기 실적 발표와 무역전쟁 불안 완화 속에 회사채 시장은 빠르게 안정화. 대형은행들과 더불어 알파벳과 애플이 공모 자금 조달 나서면서 투자심리를 자극하는 모습
- **전망** 관세 불확실성 계속되고 있으나, 긍정적 무역 협상, 하반기 연준 금리 인하, 미 정부의 감세 및 규제 완화 등을 고려 시 IG 안정성에 대한 매력도가 높아지는 국면. 무역 정책 불확실성에 대한 민감도가 낮아지는 흐름인 가운데 양호한 기업 펀더멘털을 바탕으로 우량 IG 채권에 대한 수요가 견고해 스프레드 상단은 제한될 전망

미국 하이일드
유동성과 정책이
뒷받침 될 HY 시장

- **리뷰** HY 회사채 시장은 경기 침체 우려 확대 속에 HY 하위등급 중심으로 급격한 약세 시현. 미국 HY CDS 프리미엄은 23년 SVB 사태 이후 최고치까지 급등. 다만, 상호관세 부과 유예와 미중 간 협상 기대 속에 HY 스프레드는 하락 안정화. 냉각되었던 발행시장 역시 M&A 자금 조달에 힘입어 재차 활성화되는 흐름
- **전망** 팬데믹 이후 계속해서 개선되어온 HY 기업 펀더멘털, 꾸준한 미 회사채 투자 수요, 사모대출 시장의 성장세 등에 시장 유동성이 뒷받침 되는 가운데, 하반기 트럼프 정부 초점이 규제 완화와 감세로 전환될 가능성 높은 만큼 안정적 HY 시장 흐름은 이어질 것. 이외, 사모대출은 보험사, 연금 등 장기 투자자들에게 매력적 투자처가 될 전망

원자재
무역분쟁 발
유가와 금 가격
디커플링

- **리뷰** 국제유가는 미국 관세 부과가 촉발한 경기 둔화 우려로 원유 수요 회복 기대감이 제한적인 가운데 OPEC+이 증산 규모를 늘리면서 급락. 반면 금 가격은 금융시장 혼란 속에서도 안전자산으로서 매력도가 부각되고 신흥국 중앙은행들의 금 매입 기조가 지속되면서 상승 랠리 전개
- **전망** 국제유가는 원유 수요 부진 장기화, OPEC+의 증산 가속화 등으로 하방 압력이 우세. 다만 현재 유가가 미국 셰일기업들의 신규 유정 BEP($65)보다 낮아 미 원유 생산량은 점차 조정될 것으로 기대. 금 가격은 안전자산 수요, 미 달러 약세, 인플레이션 헤지 수요 유입 등으로 사상 최고치를 경신해 나갈 듯

자산별 리뷰 및 전망 요약

유망 ETF 4선

- **HACK** 미국에 상장된 사이버 보안 테마 ETF로 사이버보안 관련 하드웨어, 소프트웨어 및 서비스 제공 기업을 편입. 대형주 편입 비중이 4분의 3 이상을 차지하며, 미국 기업은 90% 이상을 차지. 사이버 보안 산업은 AI의 발전과 함께 급속도로 성장. 사이버 보안 시장 규모는 2030년 이후 5천억 달러를 상회할 것으로 예상

- **SHLD** 전통 방산기업들과 더불어 AI, 증강현실/가상현실, 사물인터넷, 사이버 보안, 연료 시스템 등 첨단 군사 기술에 중점을 둔 기업들로 포트폴리오를 구성. 각국 정부들이 국방 예산을 증액하는 과정에서 수혜 기대. 미 국방부의 사이버 보안 및 디지털 전환 정책에 힘입어 견조한 자금 흐름 이어질 것으로 전망

- **0041D0** AI 소프트웨어 비즈니스를 영위하는 미국의 상위 10개 대표 기업들로 포트폴리오를 구성하는 ETF. AI 산업이 여러 분야에 걸쳐 폭넓게 활용되는 과정에서, 기술 상용화의 중심에 놓여있는 소프트웨어 관련 수요가 확대되고 있다는 점에 주목한 테마형 패시브 ETF 종목

- **475350** 워렌 버핏의 투자회사인 버크셔해서웨이의 주요 종목을 편입하여 포트폴리오를 구성하는 ETF. 다른 기업과는 확실히 차별화된 경쟁력을 가지고 견고한 이익 흐름을 유지해가는 '경제적 해자(Moat)' 기업들로 포트폴리오에 구성. 금융환경 변화에 따른 펀더멘털 퀄리티 중요성 확대 국면에서 수익률 상대 우위 흐름 보여줄 전망

트럼프 관세전쟁의 목적과 불가피한 글로벌 경기 둔화

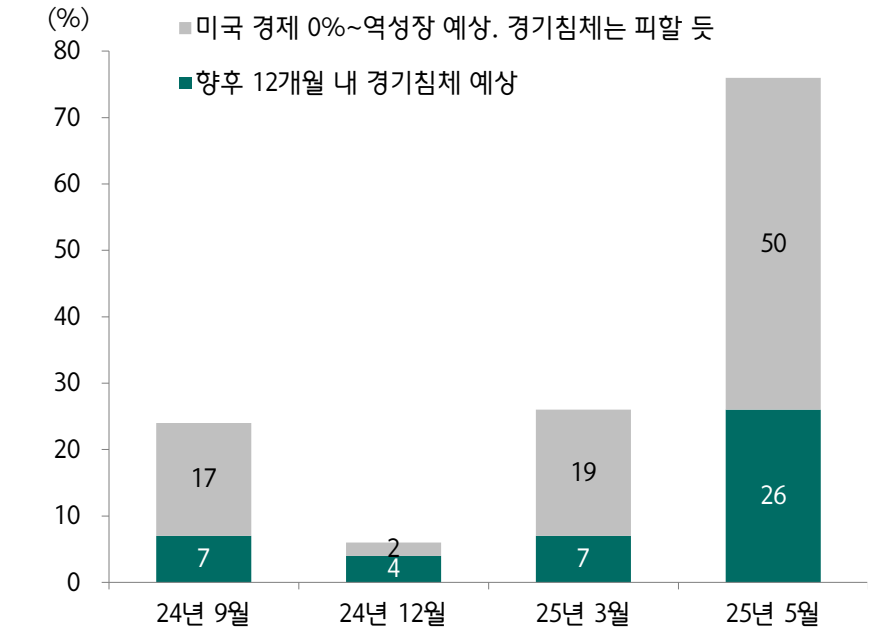
- 글로벌 경제는 미국의 관세전쟁에 휘말리며 한 치 앞을 예측하기 힘든 상황. 트럼프는 그간 예고했던 관세 정책을 빠른 속도로 현실화하면서 각국을 압박하기 시작. 미국이 협상의 우위를 가진 것은 사실이지만, 관세 인상으로 인해 미국 경기 침체 압력도 동반 확대
- 미국 수입품에 대한 실효관세율이 3%→25% 수준으로 상승했으며, 금년 글로벌 경기 둔화 및 교역량 감소 흐름은 불가피
- 무역분쟁의 본질은 중국의 기술굴기 견제 및 중국 중심 공급망 약화. 관세를 통한 재정수입 충당 등은 부차적인 이유일 것으로 판단

트럼프 집권 2기의 주요 관세 정책

발표일	대상	근거법	대상국	관세율	시행일
2/1	전 품목	IEEPA	캐나다, 멕시코	최대 25%	2/4
			중국	10%+10%	2/4, 3/3
2/11	철강/알루미늄	무역법 232조	모든 수입국	25%	3/12
3/24	전 품목 (세컨더리 관세)	IEEPA	베네수엘라 산 원유,가스 수입국	25%	4/2
3/26	완성차	무역법 232조	모든 수입국	25%	4/3
	차 부품		모든 수입국	25%	5/3
4/2	보편관세	IEEPA	모든 수입국	10%	4/5
	상호관세		57개국	국가별 차등 (한국 25%)	90일 유예 (중국 제외)
4/11	상호관세	IEEPA	중국	125%(상향)	4/12

자료: KITA, 언론보도, 하나증권

미국 경제학자들의 성장률 둔화 및 경기침체 전망 강화

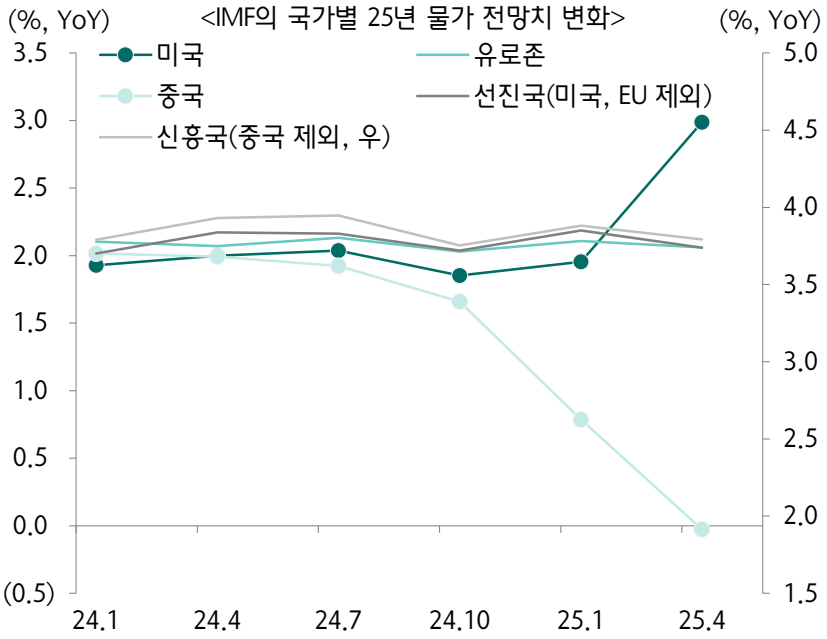


주: 조사는 4/25~30일에 진행
자료: Bloomberg, 하나증권

관세 인상 후 서로 다른 고민, 인플레이션 vs 디플레이션

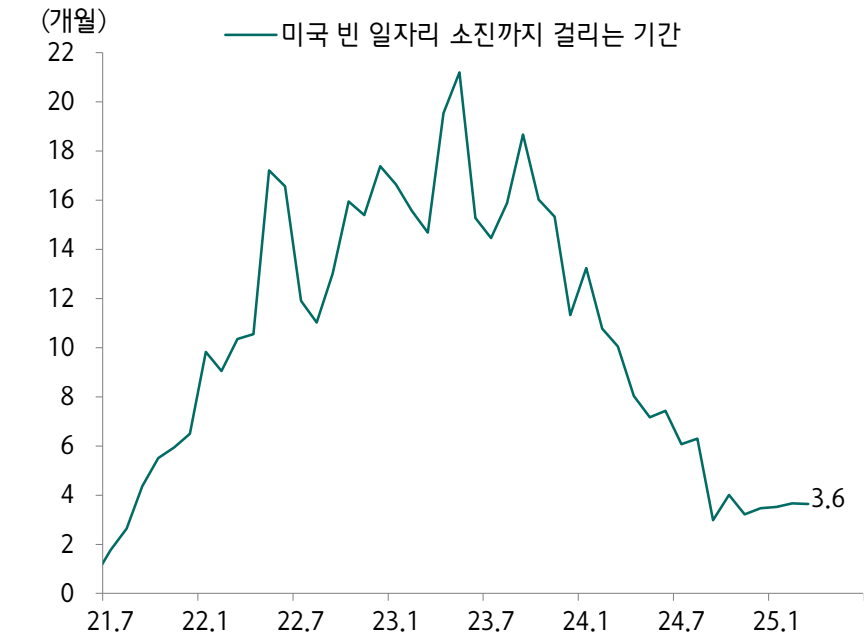
- 각국 물가는 관세로 인한 충격이 공급측으로 나타나는지 혹은 수요측으로 나타나는지에 따라 달라질 것. 공급 충격 → 인플레이션, 수요 충격 → 디플레이션을 유발. 미국은 관세 발 공급 충격, 관세의 물가 전이 등으로 물가 상승 압력 확대. 중국은 이미 역내 재고가 많은 상황에서 수출 기업들이 판로를 국내 시장으로 전환하면서 소비 부진과 과잉생산 국면 속 디플레이션 위험 높아질 듯
- 미 연준은 올해 7월부터 연내 2차례 금리 인하 예상. 무역분쟁은 공급망과 연관되어 있어 금리를 통해 수요를 조절하는 연준의 정책 수단 제한적. 연준은 적당한 고용 둔화를 감내해가며 물가 안정을 꾀할 것이나, 역내 빈 일자리 소진까지 시간이 얼마 남지 않음

G2의 서로 다른 고민, 인플레이션 vs 디플레이션



자료: IMF, 하나증권

미국 노동수급이 균형에 근접해가며 빈 일자리 소진까지 약 3.6개월 소요

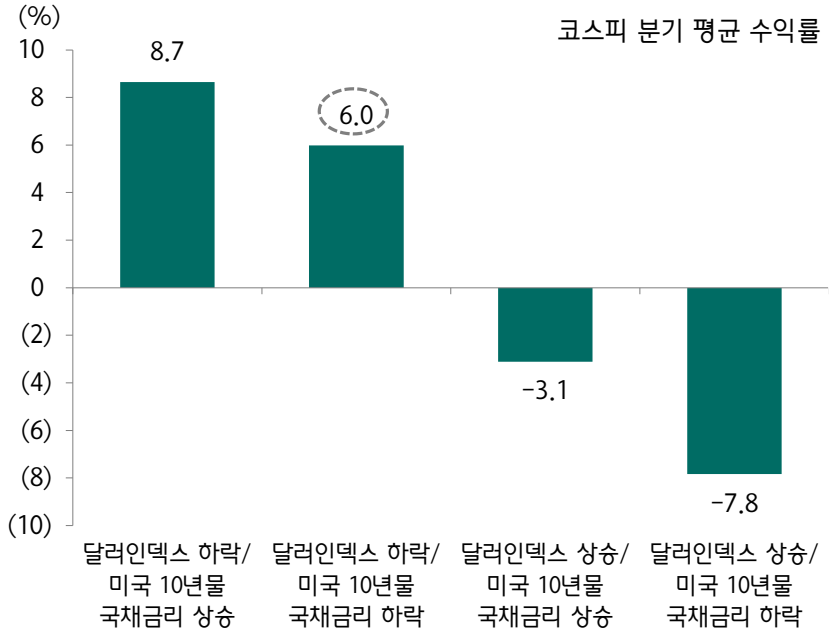


자료: LSEG, 하나증권

2025년 하반기 코스피 기대수익률: 11.2%

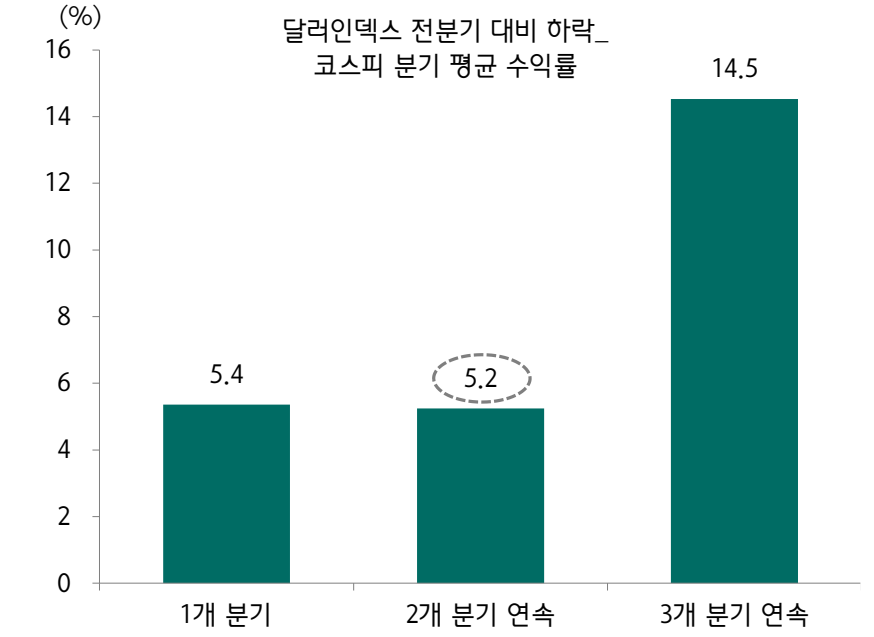
- 달러 인덱스의 3개 분기 연속 하락 국면에서도 코스피 수익률은 높은 수준 유지. 특히 3개 분기 하락 국면에서 지수 급등
- 그러나 미국 10년물 국채금리는 3개 분기 연속 하락 시 경기침체 우려를 동반하기 때문에 3개 분기 하락 국면에서 지수 급락
- 2025년 코스피 하반기 기대수익률 추정=달러 인덱스와 미국 10년물 국채금리 동반 하락 기반으로 [첫 번째 분기 6.0%+두개 분기 지속 시 5.2%=11.2%]

달러 인덱스 하락 & 미국 10년물 국채금리 전분기 대비 하락 시 코스피 분기 평균 수익률은 높은 편



자료: Quantiwise, 하나증권

달러 인덱스: 3개 분기 연속 하락까지 코스피 수익률 높은 수준 유지



자료: Quantiwise, 하나증권

2025년 하반기에는 달러 인덱스 하락이 지속될 것

- 달러 대비 원화 약세 진정 시 외국인 순매수 전환 가능성 높다고 판단
- 코스피 업종별로 외국인 순매수 팩터는 다른 상황에서 외국인 순매수 확률이 높은 팩터로 선별한 기업들에 관심 필요

달러 인덱스 하락	업종	중요 지표	기업명	2024년	2025년.E	변화율(%, %p)
첫번째 분기 외국인 순매수 업종	철강	영업이익(억 원)	POSCO홀딩스	21,736	26,995	24.2
	자동차	ROE(%)	현대모비스	8.9	9.0	0.1
			HL만도	6.6	9.2	2.6
	소프트웨어	영업이익률(%)	NAVER	18.4	19.3	0.7
			크래프톤	43.6	44.6	1.0
	건설,건축관련	영업이익률(%)	DL이앤씨	3.3	5.9	2.6
			HDC현대산업개발	4.3	7.3	3.0
	화학	현금흐름(억 원)	LG화학	60,970	63,691	4.5
			포스코퓨처엠	1,990	3,666	84.2
	반도체	현금흐름(억 원)	SK하이닉스	300,665	438,868	46.0
			한미반도체	2,700	3,685	36.5
두 개 분기 연속 시 외국인 순매수 업종	IT가전	ROE(%)	LG에너지솔루션	2.4	4.1	1.7
			삼화콘덴서	7.1	9.3	2.2
	지주,상사	영업이익률(%)	LG	13.5	20.4	6.9
	운송	현금흐름(억 원)	대한항공	31,117	37,790	21.4
			CJ대한통운	8,179	10,345	26.5
	증권	영업이익(억 원)	NH투자증권	9,011	9,944	10.4
			한국금융지주	11,997	13,158	9.7
	조선	영업이익률(%)	HD현대중공업	4.9	11.3	6.4
			HD한국조선해양	5.6	12.0	6.4
세 개 분기 연속 시 외국인 순매수 업종	건강관리	영업이익률(%)	삼성바이오로직스	29.0	30.5	1.5
			셀트리온	13.8	28.7	14.9
	미디어,교육	ROE(%)	하이브	2.7	6.4	3.7
	기계	영업이익률(%)	현대로템	10.4	15.0	4.6
	IT하드웨어	ROE(%)	삼성전기	7.2	7.7	0.5
			이수페타시스	26.2	28.5	2.3
	화장품,의류	현금흐름(억 원)	에이피알	1,142	1,601	40.1

자료: Quantiwise, 하나증권

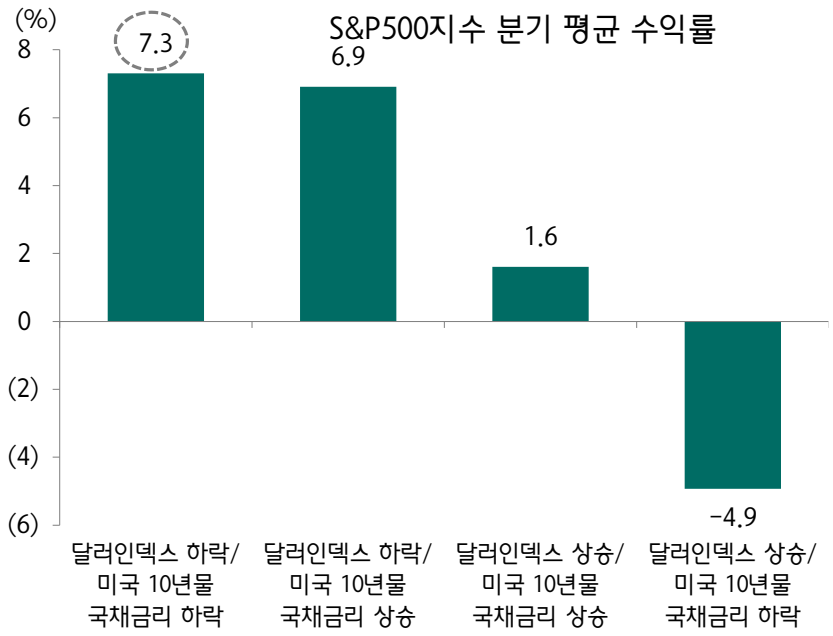
자산배분/해외크레딧 이영주

선진국 주식

2025년 하반기 S&P500지수 기대수익률: 11.4%

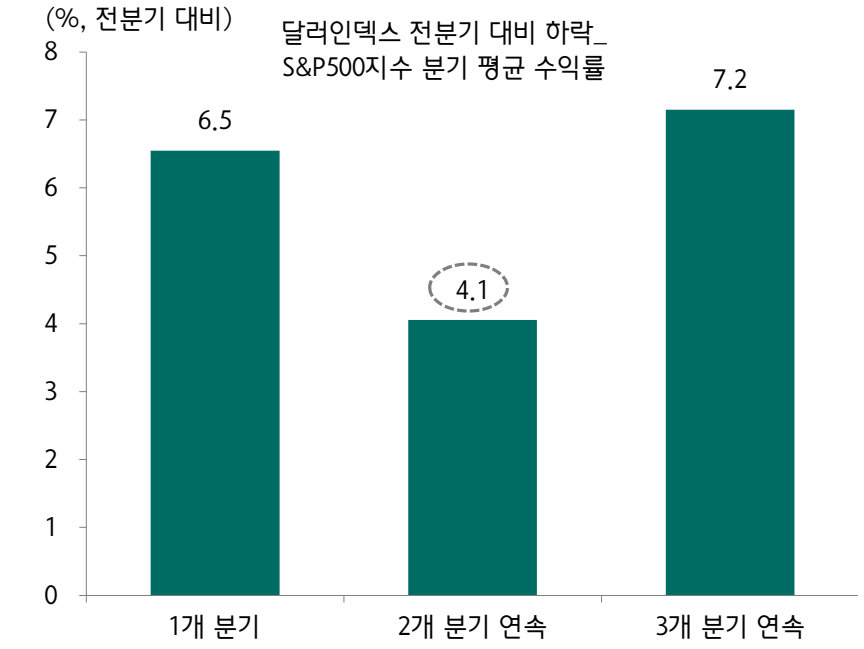
- 달러 인덱스가 3개 분기 연속 하락 국면에서도 S&P500지수 수익률은 높은 수준 유지
- 그러나 미국 10년물 국채금리는 3개 분기 연속 하락 시 경기침체 우려를 동반하기 때문에 3개 분기 하락 국면에서 지수 급락
- 2025년 S&P500지수 하반기 기대수익률 추정=달러 인덱스와 미국 10년물 국채금리 동반 하락 기반으로 [첫 번째 분기 7.3%+두 개 분기 지속 시 4.1%=11.4%]

달러 약세와 미국 장기 국채금리 하락: S&P500지수 상승에 가장 좋은 환경



자료: Bloomberg, 하나증권

달러 인덱스: 3개 분기 연속 하락까지 S&P500지수 수익률 높은 수준 유지



자료: Bloomberg, 하나증권

S&P500 기업 선별: 매출 증가 여부와 매출 증가 유지를 위한 투자 증가 여부가 중요

- 2008년 글로벌 금융위기, 2020년 코로나19 펜데믹, 2022년 미국 스테그플레이션 등과 같은 위기 탈출 국면에서 매출 성장을 주도했던 업종의 주가 수익률이 가장 높았음
- ① 매출 증가율이 높고, ② 매출액 대비 CAPEX 비율 상승, ③ ROIC 개선, ④ PSR 하락 기대 기업들에 대한 비중 확대 유효

업종명	기업명	시가총액 (억달러)	매출증가율(%)		매출액 대비 CAPEX 비율(%)(12m. Fwd)		ROIC(%)		PSR(배)	
			2024년	2025년.E	2024년	2025년.E	2023년	2024년	2024년	2025년.E
하드웨어/장비	애플	30,005	2.6	4.4	2.7	2.7	63.0	68.4	9.6	7.3
	암페놀	797	21.3	21.7	3.2	3.7	21.0	20.6	5.5	4.3
	델 테크놀로지스	587	8.1	7.9	3.1	2.8	20.3	22.7	0.8	0.6
소프트웨어/서비스	마이크로소프트	27,269	15.0	11.9	17.4	22.9	32.9	32.5	12.0	9.3
	오라클	3,568	6.4	10.4	16.2	29.7	17.0	17.7	8.5	5.9
	인튜이트	1,631	13.7	12.0	1.2	1.6	13.5	15.4	10.2	8.5
	서비스나우	1,587	22.4	18.5	7.0	7.2	7.6	11.5	19.9	12.2
	팔로 알토 네트웍스	1,083	13.9	14.6	2.2	2.2	9.6	16.6	13.9	11.0
	크라우드스트라이크	913	29.4	21.1	7.4	7.9	(4.7)	(0.3)	21.3	19.1
미디어	알파벳	18,608	13.9	(6.6)	14.8	22.3	26.9	32.8	6.6	5.7
	메타 플랫폼스	12,629	21.9	13.0	22.9	31.3	21.8	31.7	9.0	6.8
	넷플릭스	4,427	15.7	13.9	1.1	1.2	16.0	23.3	9.8	10.0
유통	아마존닷컴	18,378	11.0	8.8	9.1	14.7	8.5	16.2	3.6	2.6
자본재	이튼	1,046	7.3	7.6	3.2	3.3	12.6	15.4	5.3	3.9
	GE 베르노바	891	5.1	6.4	2.2	2.6	-	5.4	2.6	2.4
	콴타 서비시스	388	13.4	13.5	2.0	2.0	10.2	11.4	2.0	1.4

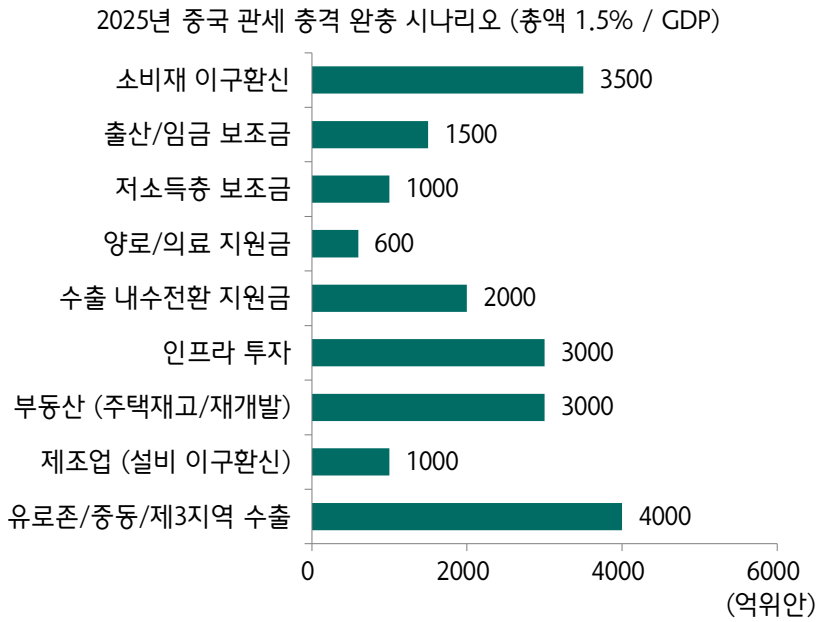
자료: Bloomberg, 하나증권

자산배분/해외크레딧 이영주

중국 증시, 장기 재평가와 확실성에 배팅

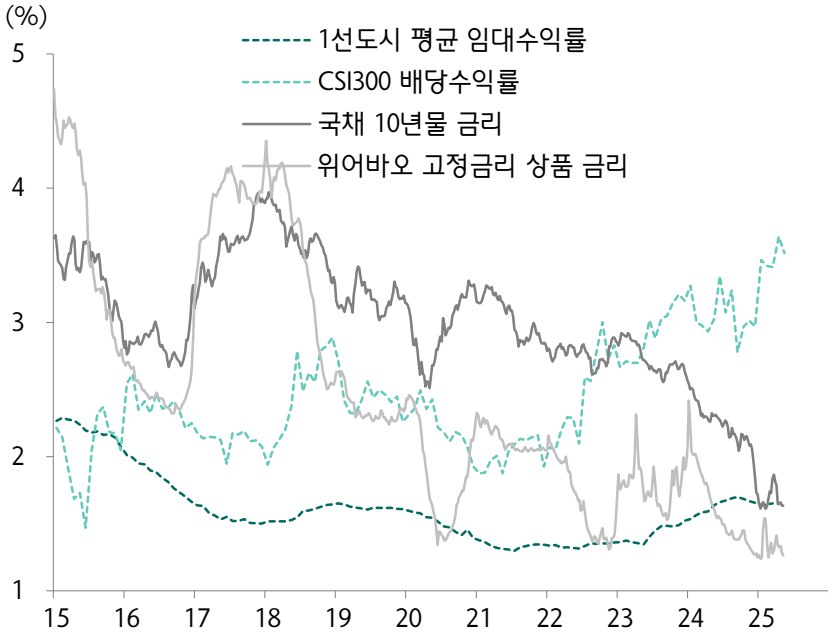
- 하반기 중국 전망과 전략의 핵심은 단기 부양과 협상 결과보다는 결정적 방향성과 중장기 확실성에 더 집중
- 중국 전략의 차별점은 최소 2026년까지 정책과 사이클 가시성이 높고, 구조적인 변화 예측이 용이하다는 점
- 중국 증시의 확실성은 ① 제조업 경쟁력, ② CapEx 사이클, ③ 소비 회복, ④ 자금 주식 대이동, ⑤ 홍콩 부활, ⑥ 위안화 자산 재평가에서 증명

2025년 관세 충격 완충 위해 부양책과 우회수출 통해 +1.5%/GDP



주: 2025년 전인대 예산을 근거로 당사 승수 대입 추정
자료: CEIC, Wind, 하나증권

중국 주요 자산별 금리/이자/배당률 추이 : 주식 매력도 상승

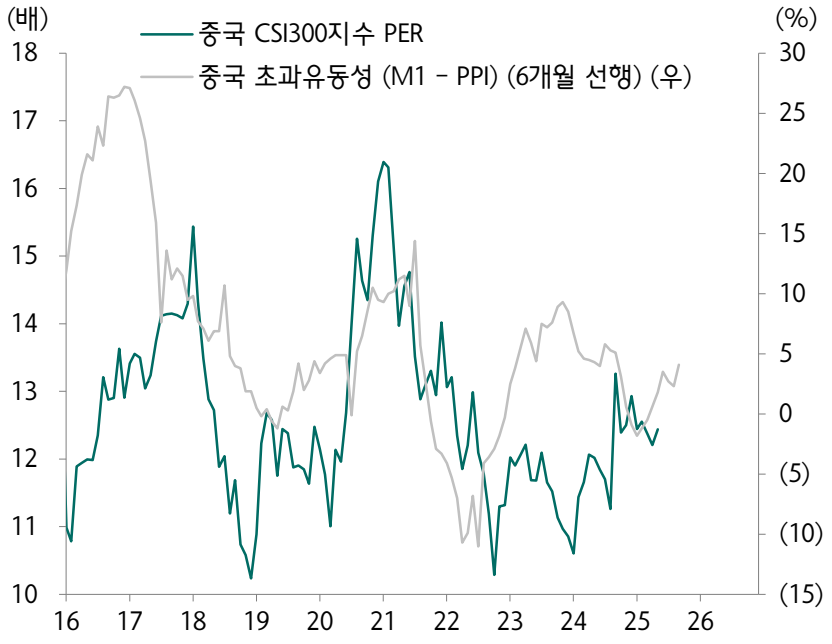


자료: CEIC, Wind, 하나증권

중국 증시, 장기 재평가와 확실성에 배팅

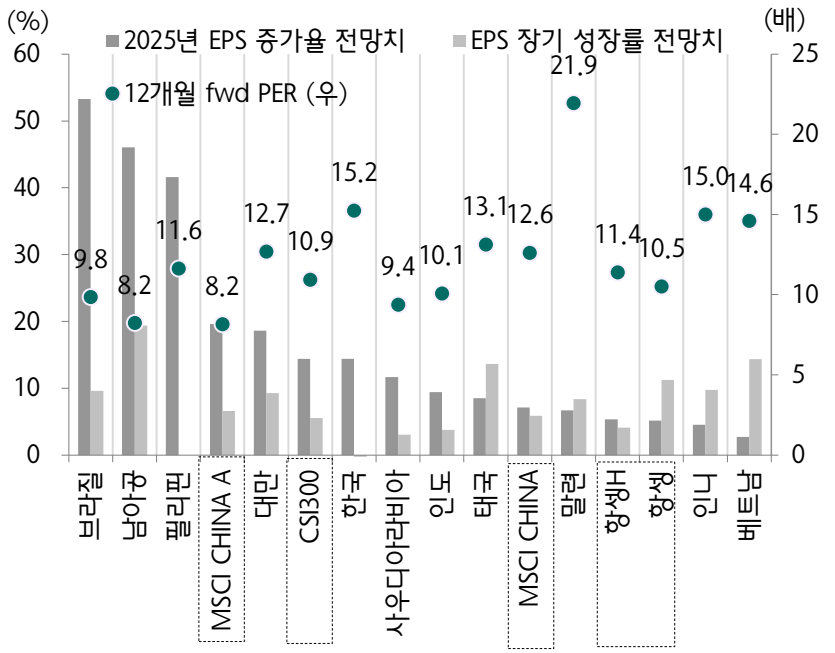
- 하반기 미-중 관계 전술적인 휴전, 향후 2년간 평균 1.5%/GDP 완충 내수 부양책 병행
- 하반기 중국 경제는 장기 침체 탈출과 내수 회복 사이클의 연장선이나 단기 탄력 약화는 불가피
- 중화권 증시는 2026년까지 재평가 방향성과 턴어라운드 확실성에 집중, 대형 지수와 우량주 투자를 권고
- 신흥국 증시 중국/홍콩 우선순위 유지. 홍콩 > 중국 > 인도 > 브라질 > 베트남 순 선호

상반기 초과 유동성(M1-PPI) 반등, 하반기 밸류에이션 지지



자료: CEIC, Wind, 하나증권

신흥국 주요 지수별 EPS 증가율 전망치와 12개월 선행 PER

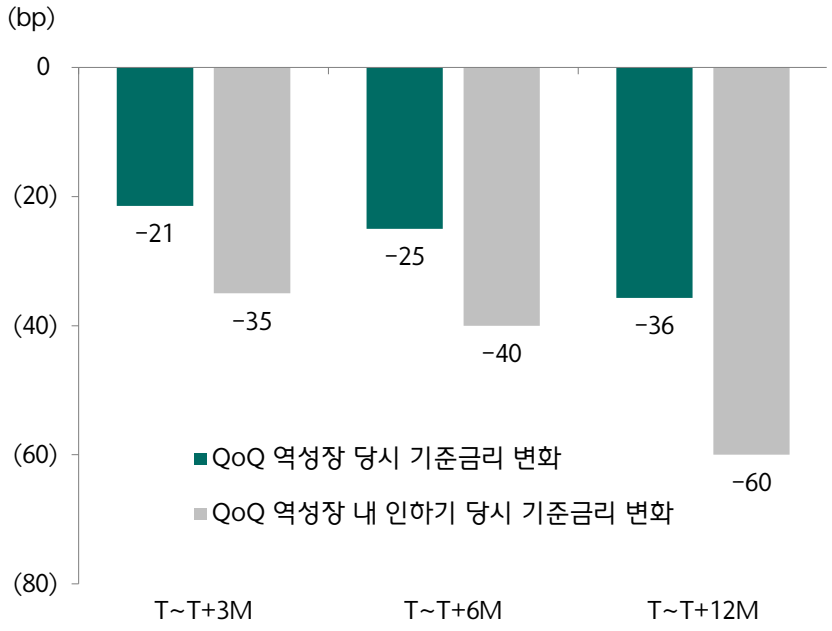


자료: Bloomberg, 하나증권

향후 추경과 내년도 예산안 규모가 관건

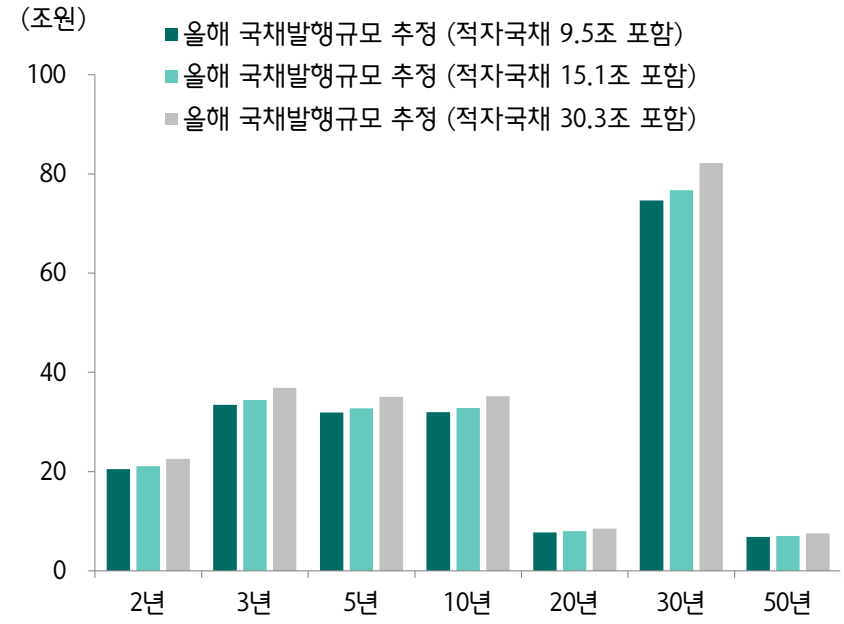
- 전기비 성장률이 역성장을 기록했던 사례에서 인하기로 좁혀보면 기준금리는 평균적으로 6개월 내 2차례, 12개월 내 3차례 인하
- 현재 기준금리 2.75%에 적용하면 향후 6~12개월 내 기준금리 레인지는 2.00~2.25%. 환율 안정 감안 시 5월 포함 3차례 인하 전망
- 그럼에도 확장재정정책이 새 정부 출범 이후 현실화 될 경우 장기물 중심 약세 시현되며 커브 스팁 전략으로의 대응이 필요할 것

연말 최종금리 2.00% 전망



주: T는 성장률이 실제로 발표됐던 시점
자료: Bloomberg, 하나증권

추경을 포함한 만기별 발행 규모 추정

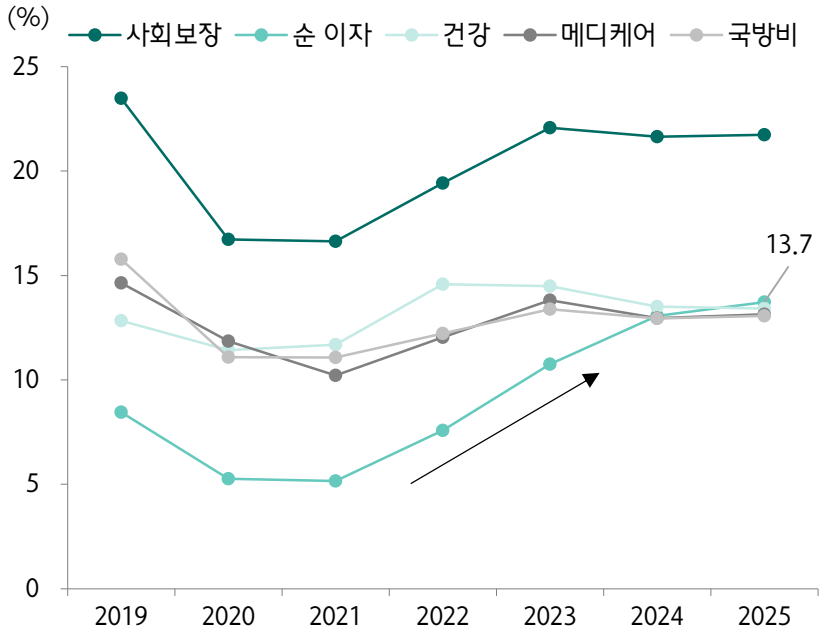


자료: 기획재정부, 하나증권

금리 반등 시 장기국채 분할매수 전략 권고

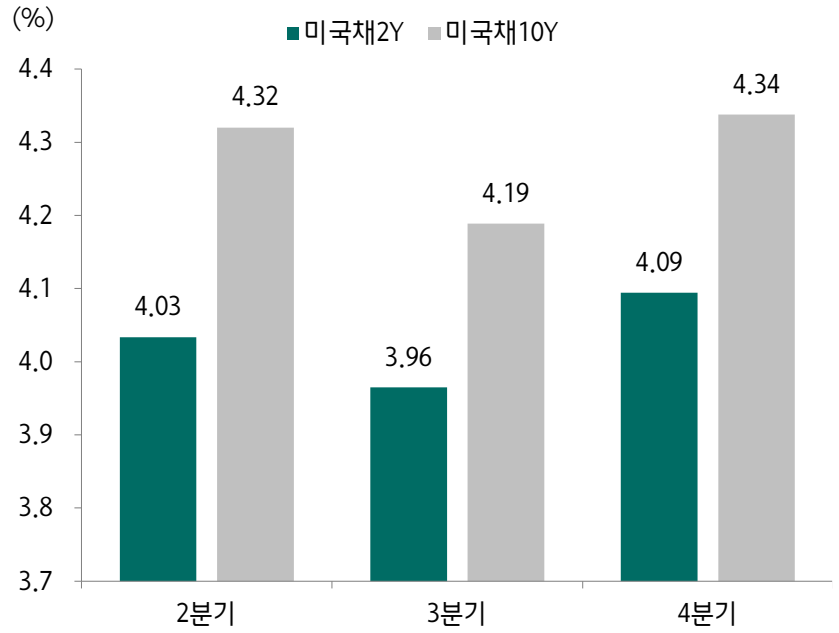
- 트럼프 대통령은 '금리 인하를 통한 순이자비용 축소 (세출 축소) + 관세 인상 (세입 확대)' 전략으로 재정수지 적자를 개선하려고 함
- 1분기 내 성장 전망치가 실제치보다 낮고, 물가 전망치는 실제치보다 높은 연도를 스태그플레이션 국면으로 정의
- 2000년 이후 총 14차례 존재했고, 당시 평균 금리 변화량을 이번 사이클에 대입해보면 미국채 10년물 금리 적정레벨은 4.3%

정부 세출 (Outlay) 상위 항목 비중 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

미국채 10년물 적정레벨 4.3%

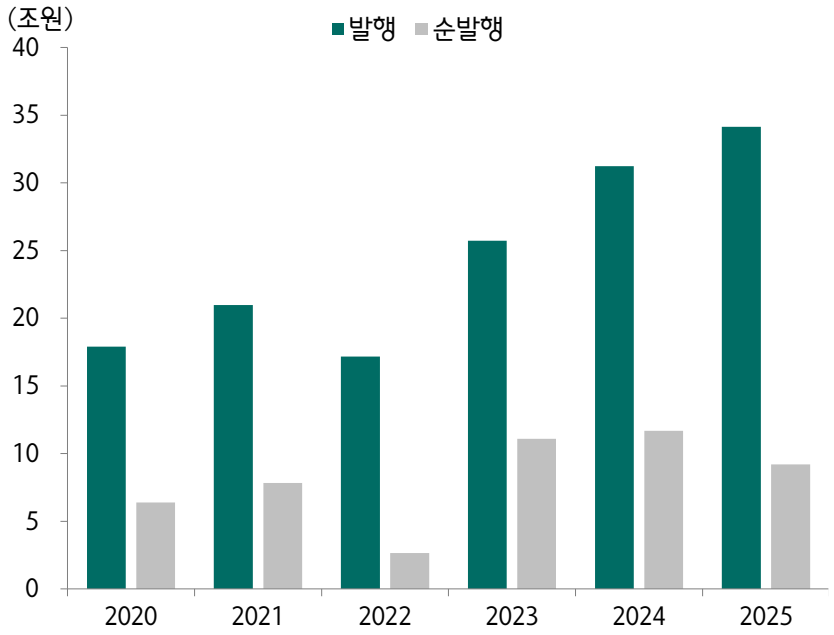


자료: Bloomberg, 하나증권

상반기 선방하였지만 시간이 갈수록 약세 조짐

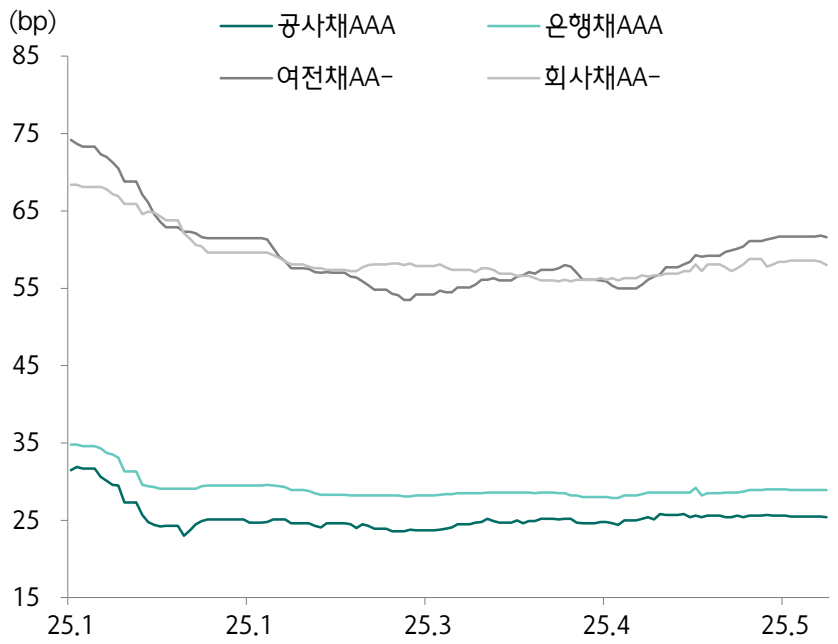
- 상반기 국내 크레딧 시장은 불리한 대내외 여건에도 불구하고 안정적 흐름을 유지해 왔음
- 회사채 발행시장 또한 풍부한 대기수요를 바탕으로 호조세를 이어감. 그에 따라 연도별 1분기 발행 규모는 지속적으로 증가
- 다만 2분기 들어 신용스프레드는 여전채를 중심으로 약세 전환

회사채 1분기 연도별 발행/순발행 추이



자료: 인포맥스, 하나증권

연초 이후 섹터별 신용스프레드 추이

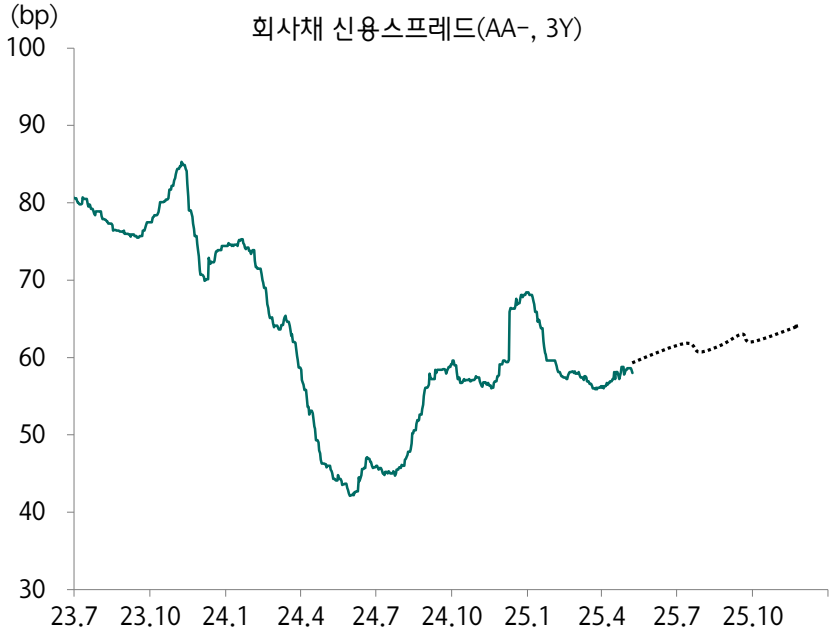


자료: 인포맥스, 하나증권

하반기 신용스프레드는 점진적으로 상승 압력을 받을 전망

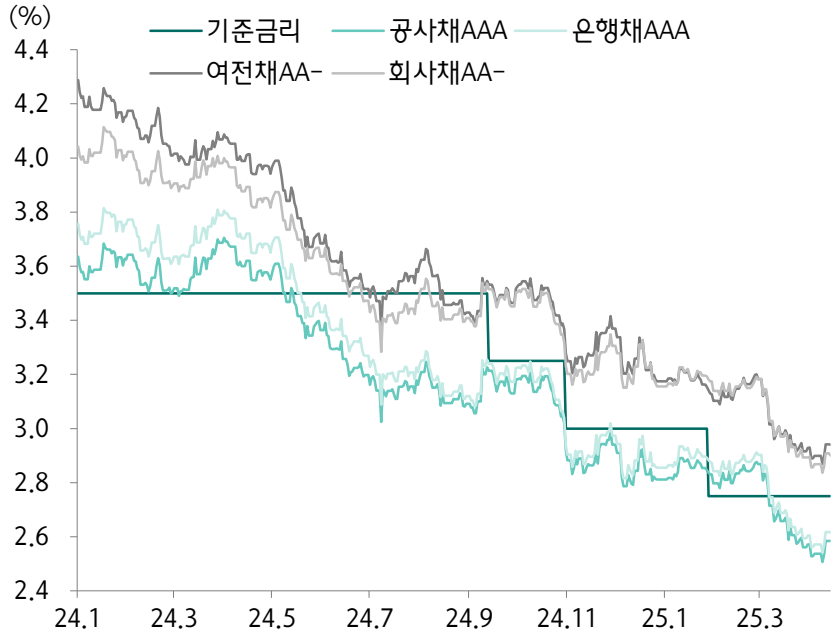
- 하반기 신용스프레드는 점진적인 상승세를 보일 전망
- 주요인은 기준금리 대비 신용채권금리가 너무 낮은 레벨 부담이 작용하기 때문
- 다만, 전반적인 시중 유동성 환경 및 정책적인 지원책으로 인해 상승폭이나 속도는 제한적일 전망

하반기 신용스프레드 전망



자료: 인포맥스, 하나증권

기준금리 및 신용채권 금리 추이

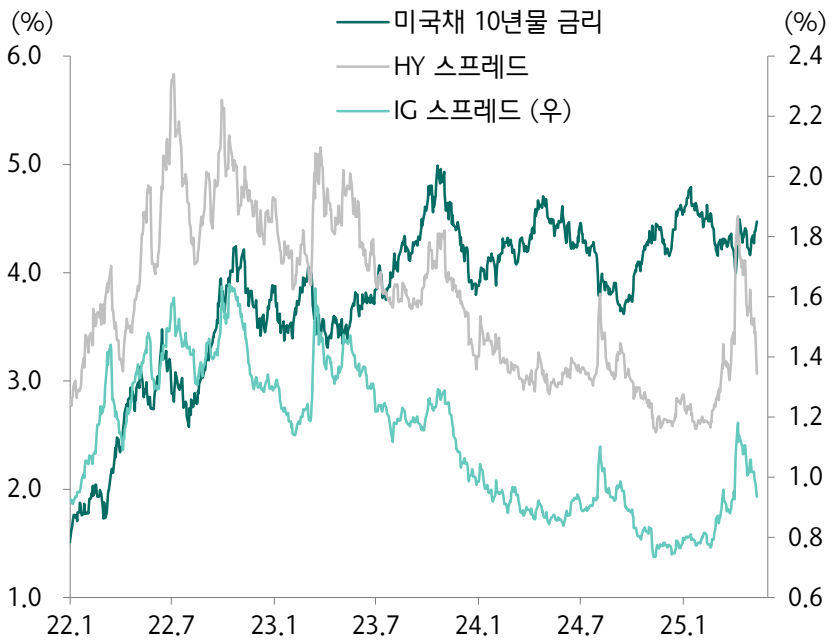


자료: 인포맥스, 하나증권

미국 기업의 미래에 대한 기대가 지지하는 회사채 시장

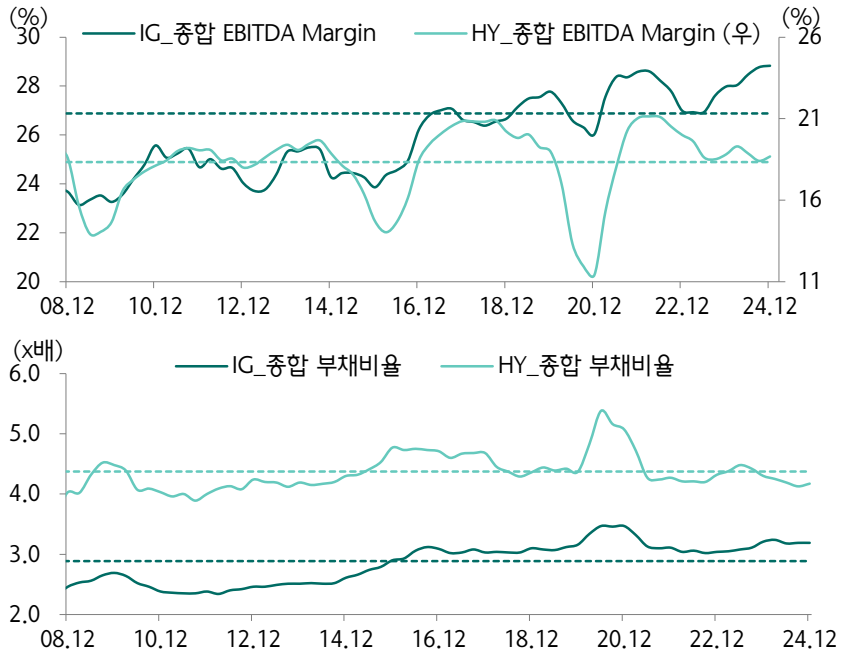
- 미국 정부의 강경 관세 정책과 향후 재정적자 확대 우려에 미국 국채 시장이 크게 흔들린 것에 비해, 회사채 시장은 빠르게 안정화
- 자국 우선주의 태도에 주요국들의 미 정부에 대한 신뢰도가 낮아진 반면, 기업 펀더멘털 (성장성, 재무 건전성 등)에 대한 시장 신뢰는 상당. 즉, 정부 대비 기업 신용도는 견고함을 시사. 사모대출 시장의 빠른 성장에 따른 양호한 유동성 환경 역시 이를 뒷받침
- 하반기에 트럼프 정부 초점이 관세에서 규제 완화와 감세로 전환될 가능성 높은 만큼 미 회사채 시장의 안정적 흐름은 지속될 것

미국채 10년물 금리와 미국 크레딧 스프레드 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

개선된 미국 크레딧 펀더멘털: IG의 성장성과 HY의 재무 건전성

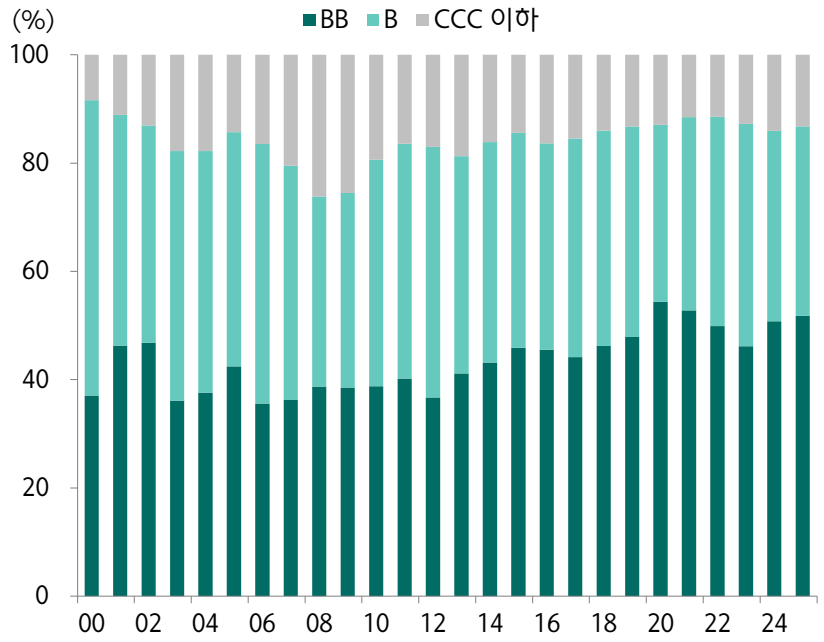


주: 가로 점선은 각 항목 장기평균을 의미
자료: Bloomberg, 하나증권

매력적 투자 대안이 될 수 있는 사모대출

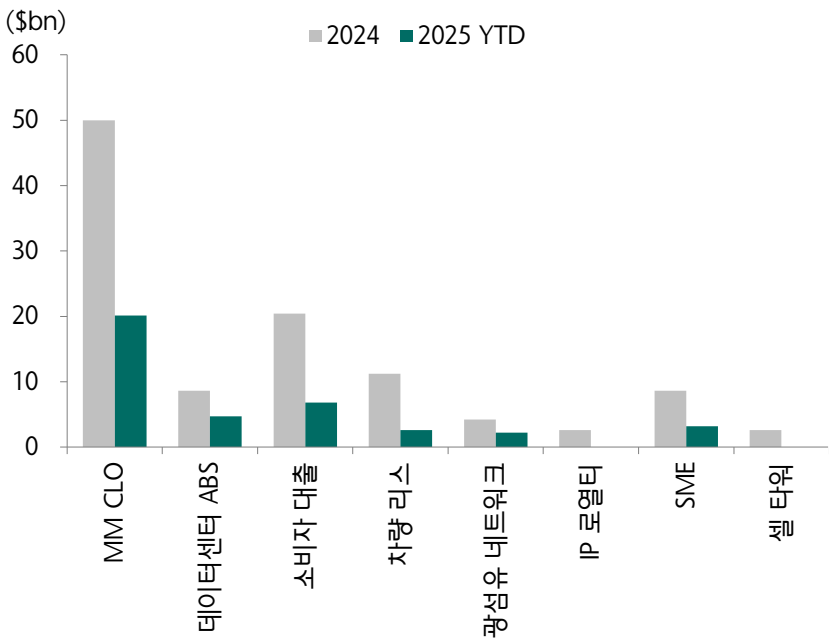
- 연준의 통화긴축 이후 레버리지론과 사모대출 시장이 HY 하위등급의 자금 조달 대안처 역할을 하며 미 기업들의 유동성 환경 뒷받침
- 회사채 시장의 빠른 안정화에 이어 대출 시장 역시 회복세를 보이는 흐름. 공급 경쟁 확대 가운데, 올해 예상되는 변동성 장세 속에서 사모대출은 보험사, 연금 등 장기 투자자들에게 매력적 투자처가 될 전망
- 사모대출 기반의 CLO 발행 흐름 견조한 가운데, 데이터센터와 네트워크 등 인프라 관련 ABS 시장 확대에도 주목할 필요

미국 HY 시장 내 등급별 비중



자료: Bloomberg, 하나증권

2024년과 올해 유형별 ABS 발행 규모

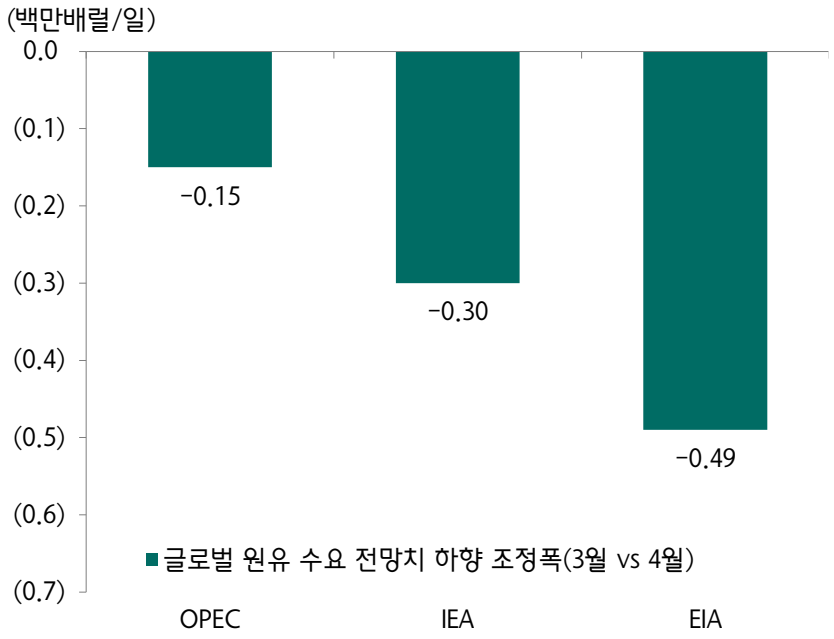


주: 2025년 YTD는 3월 말 기준
자료: Finsight, 하나증권

국제유가: 무역분쟁에도 늘어나는 원유 생산량, 유가 하락 불가피

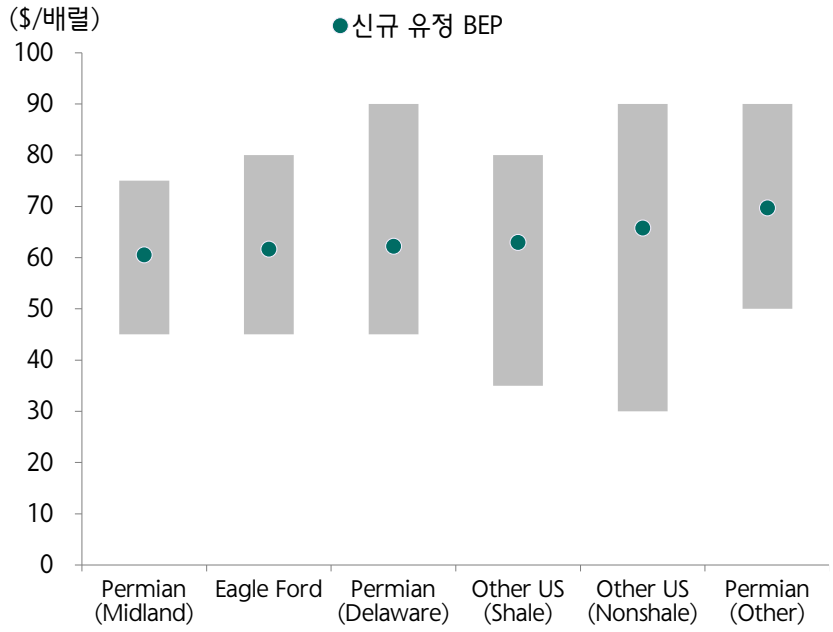
- 글로벌 제조업 업황 둔화로 원자재 실수요가 부진한 가운데 미국의 관세 부과가 촉발한 글로벌 경기 둔화 우려까지 더해지며 원유 수요 회복 기대감은 제한적일 공산. OPEC, EIA, IEA 등 주요 에너지 기구들은 앞다퉈 원유 수요 전망치를 하향 조정하고 있음
- OPEC+가 6월 증산 규모를 일일 41.1만 배럴로 가속화하며 공급 과잉 경계감 확대. 25년 글로벌 원유 시장은 초과 공급 국면이 지속되며 유가 하락 예상. 다만 미국 셰일기업들의 신규 유정 BEP(평균 $65) 감안 시, 역대 최대치를 기록한 미 원유 생산량은 점차 조정될 가능성. 공급 과잉 규모가 과하지 않다면 WTI는 연말까지 $50 ~ $65의 밴드 내에서 점진적인 속도로 하락할 것

주요 에너지 기구들은 원유 수요 전망치를 하향 조정



자료: OPEC, EIA, IEA, 하나증권

미국 셰일기업들의 신규 유정 BEP는 평균 $65 수준

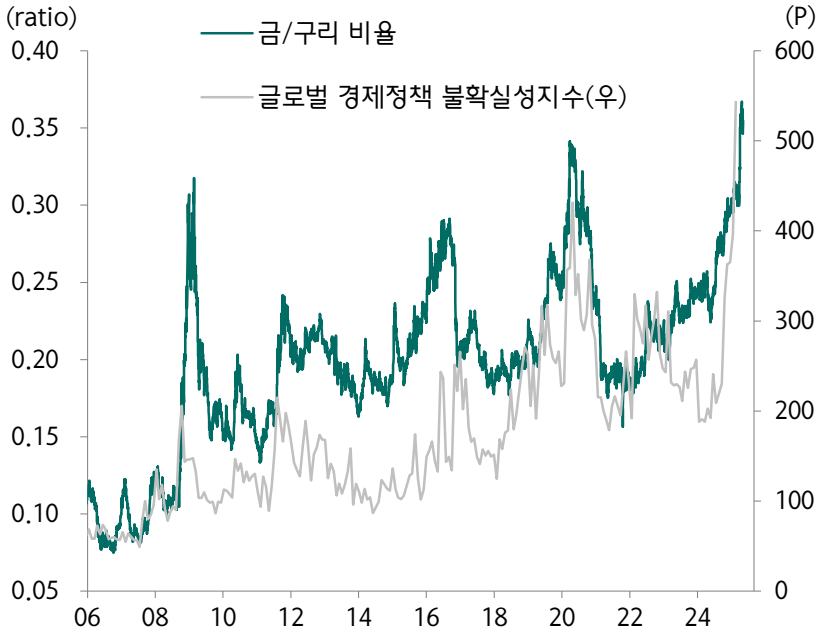


자료: FRB of Dallas, 하나증권

금(Gold): 안전자산으로서 견고한 입지 다지기

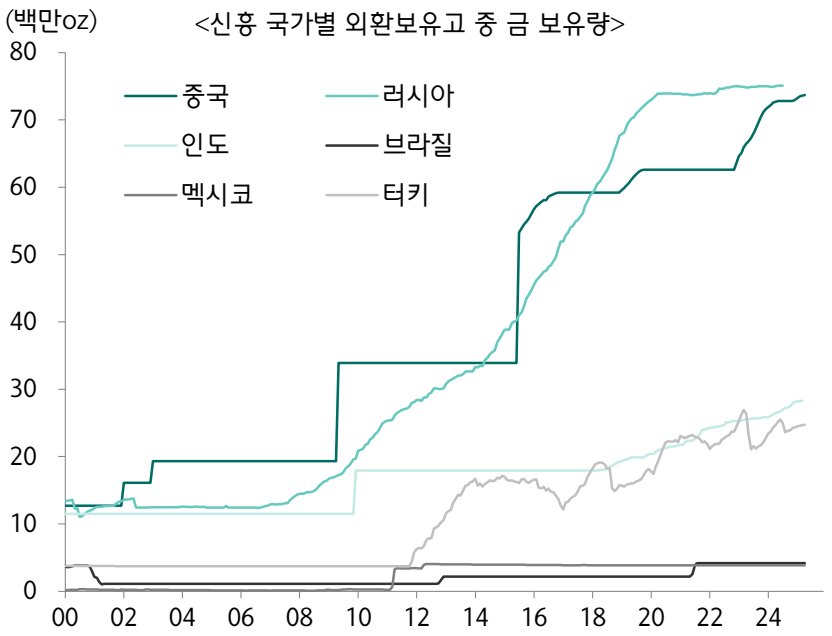
- 미국의 관세 부과가 촉발한 금융시장 혼란으로 안전자산인 금의 투자 매력도가 높아진 상황. 중국을 제외한 국가들에 대해 상호관세 부과가 90일 유예되었지만, 미국-주요국 간 협상이 난항을 겪을 경우 안전자산 수요는 주기적으로 확대될 가능성
- 금 가격과 전통적으로 역(-)의 상관관계를 가진 미 달러가 약세를 시현하고 있는 점도 금 가격 상승을 뒷받침. 미 달러의 안전통화 지위가 위협받는 가운데 탈달러화 움직임에 따른 신흥국 중앙은행의 금 매입 기조도 이어질 전망. 관세 발 미국 물가 상승 우려로 인플레이션 헤지 성격의 금 수요도 높아질 수 있음. 당분간 금 시장에 우호적인 국면 지속되며 금 가격은 사상 최고치를 경신해 나갈 듯

불확실성 높아지며 안전자산에 대한 선호심리 확대



자료: Bloomberg, 하나증권

신흥국 중앙은행의 금 매입 기조는 지속될 전망

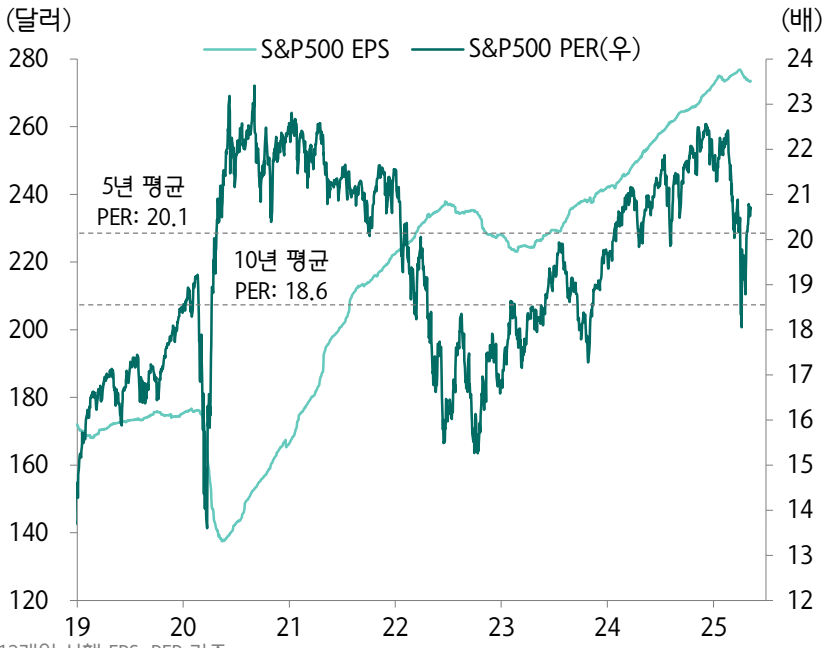


자료: LSEG, 하나증권

영원할 수 없는 불확실성의 시간. 모멘텀과 테마 ETF 중심의 대응

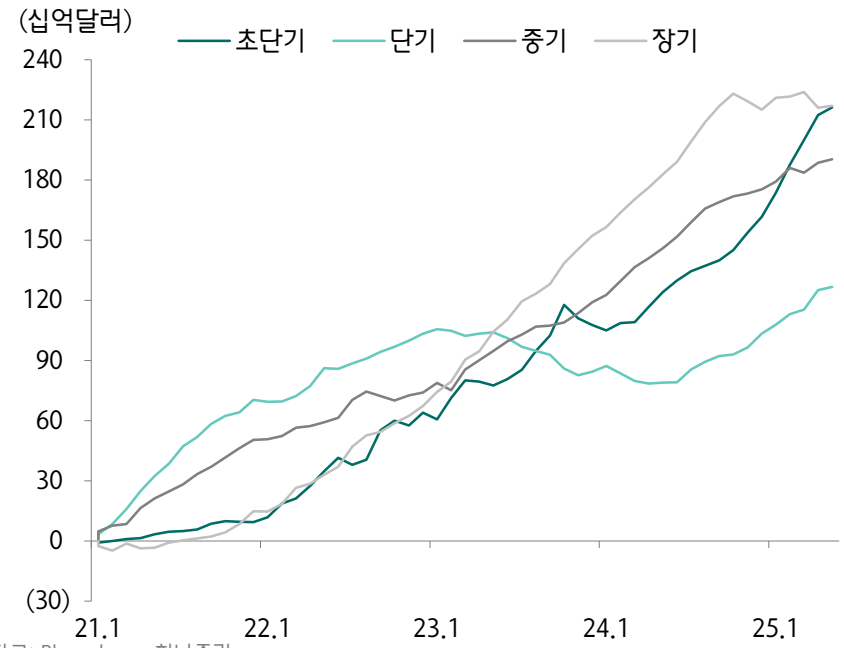
- 트럼프 대통령의 관세 정책에서 시작된 불확실성 국면은 이미 정점을 통과. 변동성 수반되겠으나 2분기 중 의미있는 변곡점 확인될 전망. 펀더멘털과 정치적 기반 고려 시 기한 임박한 것으로 평가. 초단기 국채로 집중된 유동성의 존재도 참고
- S&P500 지수의 PER이 21배 수준을 하회하면서 지난해 하반기보다 시장 전반의 부담이 낮아진 것은 사실이지만, 다시 압도적 기술 우위를 명분으로 밸류에이션 프리미엄을 부여 받기는 어려워진 상황으로 판단
- HACK와 SHLD, 0041D0/475350 (한) 중심의 포트폴리오 고려. 연착륙 시나리오 기반의 모멘텀 반영한 종목 선택 필요

S&P500 지수의 12개월 선행 PER: 20.7배 수준



주: 12개월 선행 EPS, PER 기준
자료: Bloomberg, 하나증권

채권 ETF 만기별 누적 자금 순유출입 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

연착륙 가운데 모멘텀 차별화 고려한 ETF 포트폴리오 구축

국내 ETF

종목	투자 포인트
PLUS 글로벌방산 (496770)	• 미국과 유럽의 주요 방산기업들을 편입하는 종목. 독일 방산업체 라인메탈디펜스, 이탈리아의 레오나르도, 스웨덴의 사브 등이 포트폴리오에 포함 • 트럼프 행정부의 NATO 방위비 압박으로 주요국들의 국방비가 증액되는 추세. 안보환경 변화에 따른 구조적 수혜를 누릴 것으로 기대
KODEX 미국 AI소프트웨어 TOP10 (0041D0)	• AI 소프트웨어 비즈니스를 영위하는 미국의 10개 대표 기업들로 포트폴리오를 구성 • AI 산업의 활용 범위가 확장되는 과정에서, 기술 상용화의 중심에 놓여있는 소프트웨어 관련 수요가 확대. AI 솔루션 비즈니스에서 높은 점유율을 점하고 있는 팔란티어 비중이 20% 수준까지 할당되어 있는 것이 특징. 주도권을 보이는 기업들에 집중하는 구성
KBSTAR 버크셔 포트폴리오TOP10 (475350)	• 워렌 버핏의 투자회사인 버크셔해서웨이의 주요 종목을 편입하여 포트폴리오를 구성하는 ETF • 다른 기업과는 확실히 차별화된 경쟁력을 가지고 견고한 이익 흐름을 유지해가는 '경제적 해자(Moat)' 기업들로 포트폴리오에 구성. 통화정책 전환 시기가 지연되는 가운데 금융환경 변화에 따른 펀더멘털 퀄리티 중요성 확대 국면에서 수익률 상대 우위 흐름 보여줄 전망
KODEX 200 타겟위클리커버드콜 (498400)	• KOSPI200 지수를 매수하는 동시에 KOSPI200 위클리 콜옵션을 일부만 매도하여 부분 커버드콜 전략을 취하는 타겟 커버드콜 형태의 ETF • 지수 저점 확인 과정에서 타겟 배당 수익(연 17% 목표)을 통한 포트폴리오 수익 안정화 추구

Global ETF

종목	투자 포인트
HACK (미국 사이버보안)	• 미국에 상장된 사이버 보안 테마 ETF로 사이버보안 관련 하드웨어, 소프트웨어 및 서비스 제공 기업을 편입. 대형주 편입 비중이 4분의 3 이상을 차지하며, 미국 기업은 90% 이상을 차지 • 사이버 보안 산업은 AI의 발전과 함께 급속도로 성장. 사이버보안 시장 규모는 2030년 이후 5천억 달러를 상회할 것으로 예상
QGRO (퀄리티 성장주)	• 성장성과 퀄리티를 함께 갖춘 중대형주로 구성된 ETF • 경제 연착륙 시나리오가 안착하는 과정에서 성장 모멘텀에 대한 관심 증가. FOMC와 펀더멘털 퀄리티에 대한 해석이 변화하며 시장 변동성이 확대될 경우, 견고한 주가 흐름을 유지하며 상대 우위 보여줄 전망
SHLD (방산테크)	• 전통 방산기업들과 더불어 AI, 증강현실/가상현실, 사물인터넷, 사이버 보안, 연료 시스템 등 첨단 군사 기술에 중점을 둔 기업들로 포트폴리오를 구성 • 각국 정부들이 국방 예산을 증액하는 과정에서 수혜 기대. 미 국방부의 사이버 보안 및 디지털 전환 정책에 힘입어 견조한 자금 흐름 이어질 것으로 전망
PAVE (미국 인프라주)	• 미국 인프라 산업 관련 기업들로 구성된 인프라 테마 ETF. 산업재를 중심으로 소재, 건설장비, 운송, 엔지니어링 기업들을 편입하여 구성 • 금융시장 환경 변화 가운데 향후 정책 모멘텀 반영 가능성. 리쇼어링은 양당 모두 선호하는 정책 내용