2026년 자산배분 전략

속도의 정점에서 균형을 묻다

(Adiós, 빠른 돈의 시대)

2025.11.10

자산배분/해외크레딧 이영주 leeyoungju@hanafn.com

선임연구원 하형민 hyeongmin.ha@hanafn.com

하나증권

Contents

자산배분 초록	2
자산배분 전략/Review 모아보기	4
투자 Insight. 속도의 정점에서 균형을 묻다	7
자산별 Comment	36
자산별 Point	40
경제 I 전규연	40
국내/선진국 주식 I 이재만	42
신흥국 주식 I 김경환	46
채권 I 박준우, 허성우	48
국내 크레딧 I 김상만	50
해외 크레딧 I 이영주, 하형민	51
원자재 I 전규연	53
글로벌 ETF I 박승진	54

하나증권

자산배분 초록

속도의 정점에서 균형을 묻다 (Adiós, 빠른 돈의 시대)

✓ 2026년 자산배분 전략: 속도에서 균형 (지속성)을 향해

2025년 시장은 통화량이 아닌 신용의 속도가 유동성을 지탱시켜 주었다. 비은행 금융기관이 신용 공급원으로 부상하면서 하나의 자산이 여러 번 재사용되는 속도의 유동성 구조가 형성되었다. 그러나 빠르게 순환한 자금은 회전의 피로를 드러내고 있으며, 시장도 이제 속도의 정점에서 지속 가능성을 위한 균형을 묻는 시점에 들어서고 있다. 전환 국면에서 미국 내외 균열과 리스크를 점검해 보겠다.

✓ ① 미국 내 리스크 — 속도의 정점과 신용의 피로

연준의 명목 긴축에도 비은행 (NDFI)은 여전히 신용을 만들어 냈다. MMF에서 Repo, 헤지펀드·사모대출펀드 (Private Credit), CLO, NAV Loan으로 이어지는 복잡한 회전 구조 속에 실질 유동성은 오히려 팽창했다.

이 구조의 본질은 분리된 시장이 아니라 거래가 거래를 낳는 '순환적 유동성'에 있다. 정부의 단기채 발행이 집중되면서 MMF 자금이 RRP를 나와 T-Bill, Repo로 이동했고, 은행은 이를 기반으로 비예금 금융기관 (NDFI)에 자금을 공급했다. NDFI 자금은 Private Credit, CLO, NAV Loan으로 연결되었다.
하나의 자산이 여러 단계로 이어지는 신용 사슬이 형성된 것이다. 더 나아가 Private Credit 시장은 정책 수혜 산업과 연결되어 "PF형 신용시장"으로 진화하면서 더욱 빠른 속도 팽창을 낳고 있다.

그러나, 한 축의 경색이 전체 회전을 둔화시킬 만큼 내재적 피로도 함께 쌓이고 있다. 이 과정 속에 단기 조달과 장기 운용의 미스매치가 커지고, Repo 금리 불안과 Discount Window 차입 증가가 나타났다. 이는 돈이 부족해서가 아니라, 속도의 과열 영향이 크다고 판단된다.

속도 (Velocity)는 아직 높지만, 회전 여력의 피로감도 관측되고 있다. 하이일드나 일반 레버리지론 시장은 신규 발행보다 차환이나 PIK (이자지급 유예) 거래가 상당하며, 저신용 대출 연체율은 2008년 수준에 근접했다. 규제·감독의 부재 속에 하위기업의 청산 사태와 성장 주도 산업 (Tech)의 부채 버블을 우려하는 시각도 커지고 있다. 즉, '빠른 돈'의 시대가 만든 피로는 이미 곳곳에서 모습을 드러내고 있다.

아직은 금리인하 여력, QT 조정, SLR 완화, 트럼프의 재정확대 (TGA 방출) 등 정책적 완충장치가 존재하는 만큼 2026년에 유동성 위기가 발생할 가능성은 낮다고 판단된다. 미국은 성장을 명분으로 속도 팽창을 유지하려 하겠으나, 완만히 둔화될 가능성이 높다. 이 과정에서 국소적 가치 재평가는 얼마든지 일어날 수 있다.
다만 이런 마찰음이 들리더라도 균형의 유동성으로 이동해 간다면 유동성 버블의 소프트 랜딩은 가능할 수 있다.

✓ ② 미국 외 리스크 — 비동조적 팽창의 시대

글로벌 주요국들은 각자도생의 국면으로 진입 중이다. 미국이 성장과 생산성을 명분으로 속도를 유지하는 반면, 유럽과 일본은 시간을 벌며 부채를 연장하고 있다. 세계는 "속도와 연장의 비동조적 팽창 (asynchronous expansion)" 구조 속으로 진입할 예정이다.

유럽은 정치 불안과 확장 재정이 겹치며 재정 건전성 회복이 지연되고 있다. 특히, 프랑스는 내년에도 여소야대 불협화음 속에 국채 스프레드는 높이 유지될 가능성이 높고, 27년 대선 전까지 실질적 긴축을 기대하긴 어려워 보인다. 대신 ECB가 완화보다 재정 안정에 방점을 두고 있어 유로화 하단부는 지지될 가능성이 높다. 그러나 유럽 국가별 국채 금리 상방 압력에는 큰 역할을 하긴 어려워 보인다. 26년도 유럽의 리스크는 경제보다 재정을 둘러싼 정치교착 그리고 ECB 신뢰에 대한 문제로 수렴될 것이다.

영국은 성장 둔화와 세수 부족으로 부채 확대가 불가피해 보이며, 장기금리의 구조적 상승 압력이 지속될 것이다.
일본은 다카이치 총리의 재정팽창 기조와 금리 정상화가 병존하는 구조가 형성될 것이다. 엔화는 단순 약세보다 "약세의 관성과 안정의 이중성"을 보일 수 있다.

유럽은 정치, 일본은 재정, 영국은 인플레에 갇혀 각국 통화정책적 여유가 축소되는 국면이다. 결국 26년 달러는 미국의 절대적 우위라기보다, 정치·재정 불안정성에 갇힌 타국의 피로에서 비롯된 '수동적 강세 (passive strength)'가 유지될 가능성이 높다. 이제 세계 통화와 금리는 더 이상 같은 속도로 움직이지 않고, 각자의 리듬으로 분화될 것이다.

✓ 2026년 자산배분 전략

2025년의 세계가 '속도의 팽창기'였다면, 2026년은 '지속성의 균형기'로 이동해 나갈 것이다.
자산시장도 속도보다는 유동성 순환의 지속력을 보상하는 국면을 반영한 자산배분이 필요하다.

I 주식: 상반기엔 유럽·일본의 재정확대에 기댄 단기 랠리를 활용하되, 하반기부터는 미국 중심 포트폴리오로 회귀할 필요.
미국은 11월 중간선거를 앞두고 정책 수혜와 산업형 신용 확장을 통해 '성장의 속도'를 유지하려 할 것이나 그 이후는 경계할 필요.
단, 일본은 새 정부 재정확대 의지와 (제한된) 엔 약세로 증시 상승 가능성

II 채권: 미국은 중단기물 중심 방어 전략. 유럽은 단기 코어 국채 선호, 일본은 금리 상승 리스크에 대한 경계를 가지고 갈 시간

III 크레딧: 하이일드보다 IG 중심의 질적 전환이 필요. 그러나 IG 내 테크 산업의 부채 팽창이 과도한 만큼 Oracle 같은 기업에 대한 리스크는 지켜볼 필요

IV 대체자산: 데이터센터·에너지저장 등 구조적 현금흐름이 뚜렷한 PF형 실물 투자가 유효한 시점

자산배분 전략: 비중 및 자산 내 상대가치

자산구분		투자선호도		자산배분비중	자산 내 상대가치
자산그룹	자산군	장기	단기(분기)		
주식	국내	★★★★★☆☆	★★★★☆☆☆	9.8%	반도체, 조선, 기계, IT하드웨어
	선진국	★★★★★☆☆	★★★★☆☆☆	18.8%	미국 > 일본 > 유럽
	신흥국	★★★★★☆☆	★★★★☆☆☆	16.5%	중국 > 인도 > 홍콩 > 대만 > 베트남 > 브라질
국채	국내	★★★★★☆☆	★★★☆☆☆☆	2.4%	-
	선진국	★★★★★☆☆	★★★★★☆☆	8.3%	중단기물
	신흥국	★★★★★☆☆	★★★★★☆☆	8.3%	금리 인하 단행 국가 중심
크레딧	국내	★★★★☆☆☆	★★★★☆☆☆	2.0%	장기 공사채, 우량 회사채
	투자등급	★★★★★☆☆	★★★★★☆☆	4.8%	대형은행 회사채, BBB 등급
	하이일드	★★★★☆☆☆	★★★★☆☆☆	3.1%	우량 BB 등급
대체투자	원유	★★★☆☆☆☆	★★★☆☆☆☆	2.6%	
	금	★★★★★☆☆	★★★★★☆☆	15.4%	
유동성		★★★★☆☆☆	★★★★☆☆☆	8.0%	

자산별 성과비교

No.	주식 성과 %			채권 성과 %			원자재/환율 성과 %			
		1M	YTD		1M	YTD			1M	YTD
1	한국	12.6	51.8	신흥국 USD	1.3	9.7	금		1.1	41.3
2	신흥국	1.6	25.9	글로벌 IG	-0.2	8.9	천연가스		26.1	18.2
3	일본	5.9	24.3	신흥국 IG	0.7	8.8	리츠		-1.3	9.1
4	캐나다	-2.2	18.9	글로벌 HY	-0.6	8.5	원자재		0.3	6.4
5	중국	1.1	17.6	미국 IG	0.3	7.0	달러		1.6	-8.4
6	영국	2.7	17.5	미국 HY	-0.2	6.9	WTI 유가		-3.7	-18.8
7	선진국	-0.6	15.4	미 국채	0.7	5.9	달러 대비 절상	헤알	-0.8	14.2
8	미국	-0.3	13.3	미국 레버리지론	0.2	4.8		유로	-1.4	10.9
9	유럽	-0.4	11.2	유럽 HY	-0.2	4.0		엔	-1.8	2.7
10	호주	-1.7	7.9	유럽 IG	0.5	2.2		위안	0.0	2.5

*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 11월 6일

자산배분/해외크레딧 이영주

자산별 성과비교

- 올해 미국 증시는 트럼프 행정부의 관세 정책과 AI 산업 성장 기대감이 주요 변수로 작용. 상반기 중국 딥시크 충격과 트럼프 대통령의 상호관세 부과로 하락. 특히 관세발 인플레이션 및 경기 둔화 우려가 낙폭 확대 요인으로 작용
- 그러나 주요국 간 무역협상과 TACO 학습효과 가운데 AI 관련 기술주 주도 하에 강세 전개되었으며, AI 인프라 확장 기대 속 전력 기업들의 강세가 지수 상승을 뒷받침. 하반기 들어 고용시장 부진에 따른 연준 금리 인하 기대감 확대도 주가지수 상방 압력으로 작용
- 10월 들어 미중 무역갈등이 재점화되었고, AI 버블 우려가 불거지며 증시 변동성 확대 흐름

순위	산업구분	성과 %				Fwd. EPS 변동 %		Fwd. Leverage 변동 %	
		1W	1M	3M	YTD	전월비	전년비	전월비	전년비
1	커뮤니케이션	-1.2	1.1	9.7	22.1	-2.0	19.0	9.5	16.1
2	IT	-4.3	0.6	10.1	21.7	4.9	27.0	7.3	229.5
3	유틸리티	-1.5	-1.5	2.4	15.4	0.8	9.5	3.2	14.6
4	산업재	-1.4	-1.7	1.2	14.6	0.4	7.3	-1.6	5.4
5	금융	0.2	-2.5	1.4	8.0	2.0	14.4	26.3	44.7
6	헬스케어	1.1	1.1	9.7	5.7	0.0	2.7	-5.0	2.6
7	경기소비재	2.4	0.5	9.8	5.4	2.8	9.1	-6.8	-2.1
8	에너지	0.6	-1.4	3.2	2.9	-2.2	-13.2	3.0	10.4
9	기초소재	-1.7	-6.2	-4.5	1.3	3.1	3.2	-1.3	3.5
10	부동산	-0.3	-1.9	-2.1	0.3	0.9	3.5	0.8	1.8
11	필수소비재	-0.9	-1.7	-4.2	-1.0	0.2	-1.0	0.5	6.4

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

기간: 2025년 1월 1일 ~ 2025년 11월 6일

투자 Insight

속도의 정점에서 균형을 묻다 (Adiós, 빠른 돈의 시대)

Part 1. 미국 내 리스크 : 속도의 정점과 신용의 피로

- 속도의 팽창 요인
- 신용의 피로
- 우려의 목소리

Part 2. 미국 외 리스크 : 비동조적 팽창의 시대

- 글로벌 유동성
- 유럽, 영국, 일본, 통화정책 및 환율

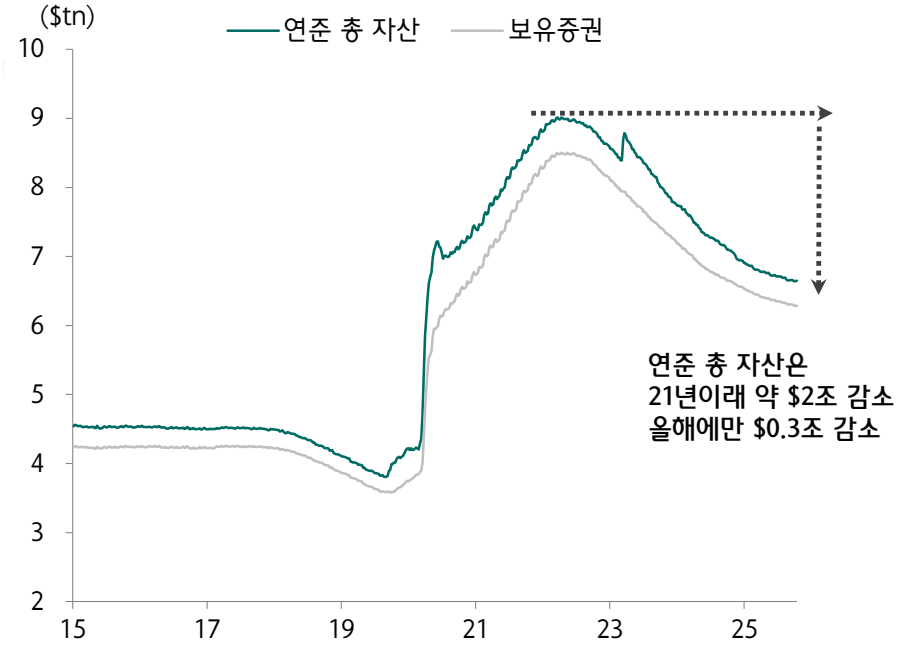
Part 3. 2026년 자산배분 전략: 속도에서 지속성 (균형)을 향해

[미국 내 리스크: 속도의 정점과 신용의 피로]

25년은 명목상 긴축

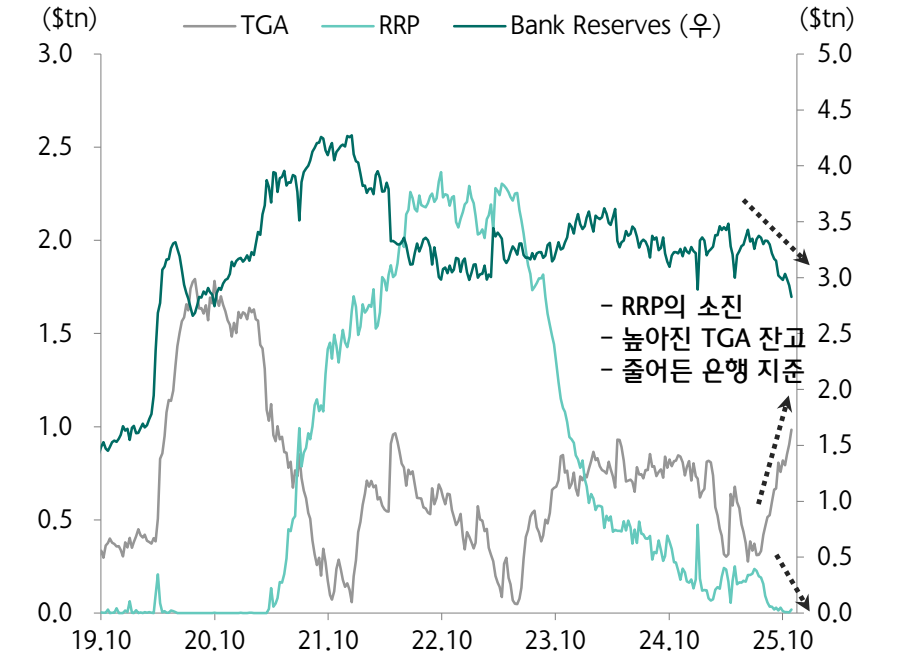
- 2025년 미국의 명목 유동성은 확실히 축소되어 옴
- 연준은 QT를 지속하며 국채·MBS를 매월 매각
- RRP 잔액은 소진되었고, 은행 지준도 3조 달러 아래로 하락
- TGA는 약 1조 달러로 상승하며 시중 자금을 흡수 (상반기 이래 약 7,000억 달러 증가)

연준 총 자산 및 보유증권



자료: FRB, 하나증권

RRP와 연준 지준



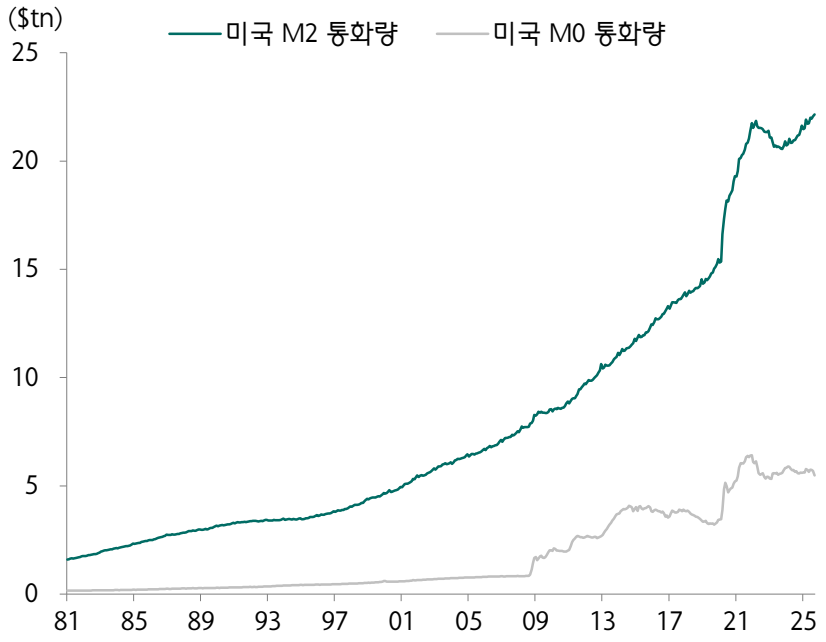
자료: FRB, 하나증권

[미국 내 리스크: 속도의 정점과 신용의 피로]

하지만 늘어난 M2

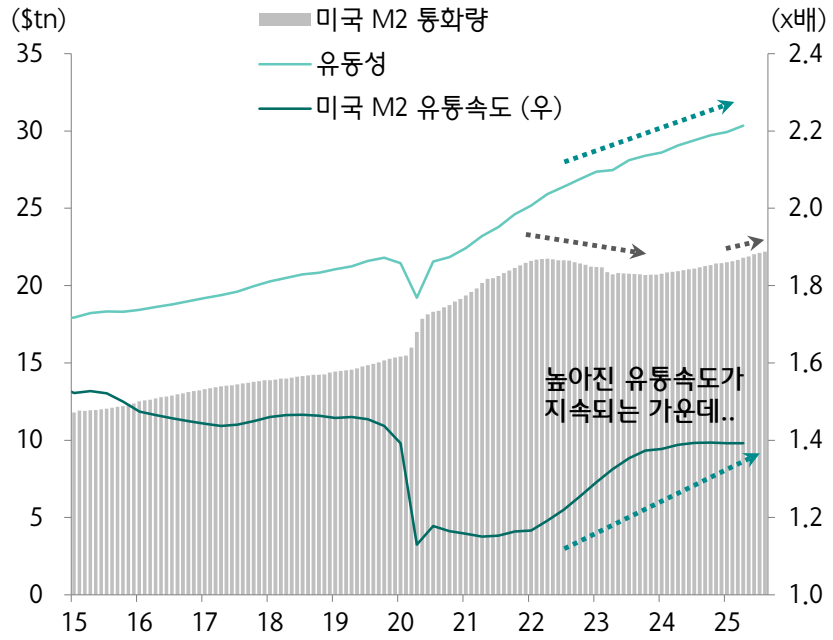
- 중앙은행 기초통화 (M0)는 감소했으나, 민간 신용 창출이 활발해지며 광의의 통화 (M2)는 되려 활발
- M2는 연평균 3~4% 증가했으며, Velocity는 1.45x까지 상승 ▷ 실질 유동성 (L=M2 x V)은 오히려 팽창
- 즉, 2025년은 '통화의 양 (Quantity)'이 아닌 '신용의 속도 (Velocity)'가 유동성을 지탱해 옴

M2와 M0 총량 증가



자료: Bloomberg, 하나증권

유동성 속도

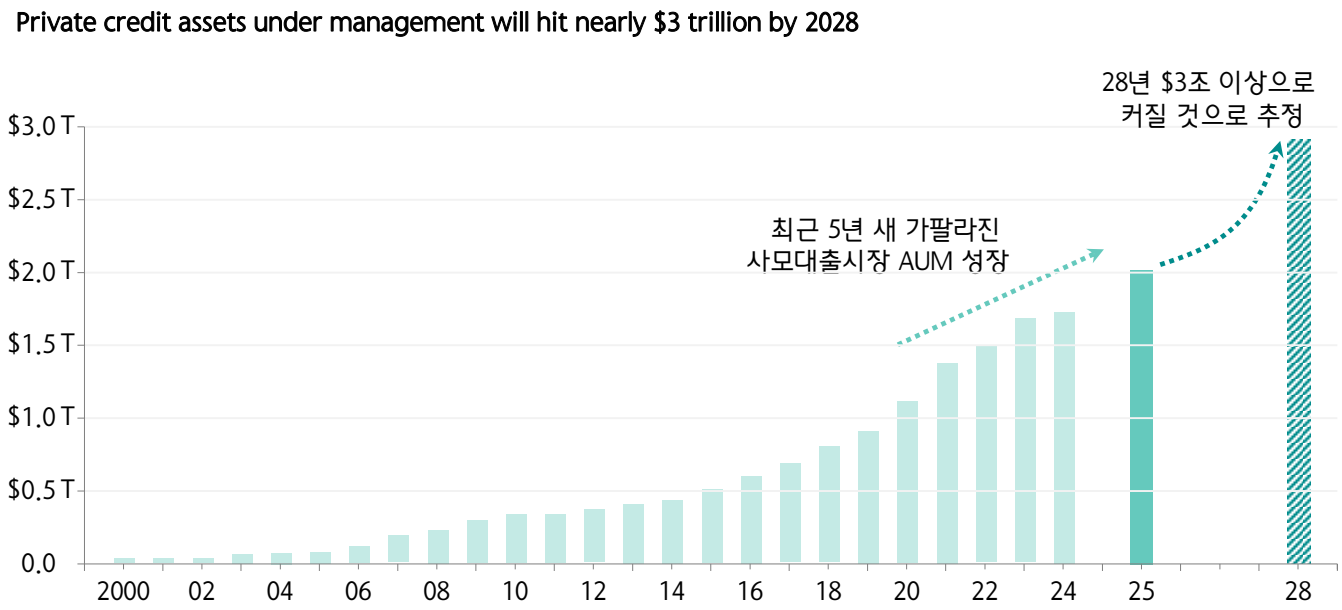


자료: Bloomberg, 하나증권

속도의 팽창 요인 : 非은행 금융기관, 새로운 유동성 공급 주체로 성장

- 규제 강화로 약화된 은행권 대출 여력을 사모대출 시장이 채워 옴
- 사모대출 (Private Credit)은 은행 (우회대출)·MMF·연기금·보험사·BDC 자금을 기반으로 엄청난 유동성 공급원으로 성장
- 현재 사모대출 AUM은 단기간에 2.1~2.5조 달러까지 상승
- 실제, 사모대출의 레버리지 팽창은 25년 미국의 유동성 속도 팽창의 주범이 됨

미국 Private Credit 시장 AUM

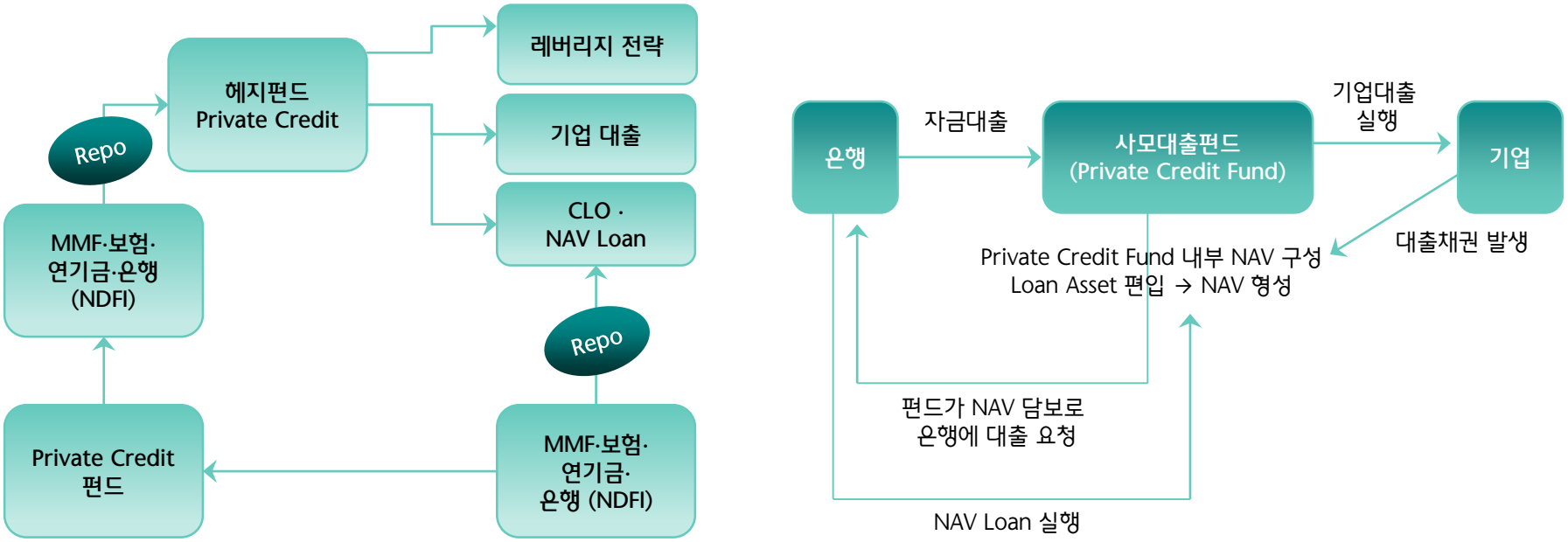


자료: Preqin, 하나증권

속도의 팽창 요인 : 신용의 다중회전 구조

- 신용의 다중회전 구조란?
  - 하나의 기초자산을 기반으로 여러 단계에 걸쳐 레버리지가 형성되는 구조
  - 중앙은행 주입 유동성과는 무관하게 미국 내 실질 유동성 팽창이 만들어 짐 ▷ 통화공급 아닌, 시장 내부의 회전력
- MMF·은행 (NDFI)·보험·연기금 → Private Credit → 기업 대출 · CLO · NAV Loan → 은행·기관 재투자 → Private Credit → 은행

신용의 다중회전 구조



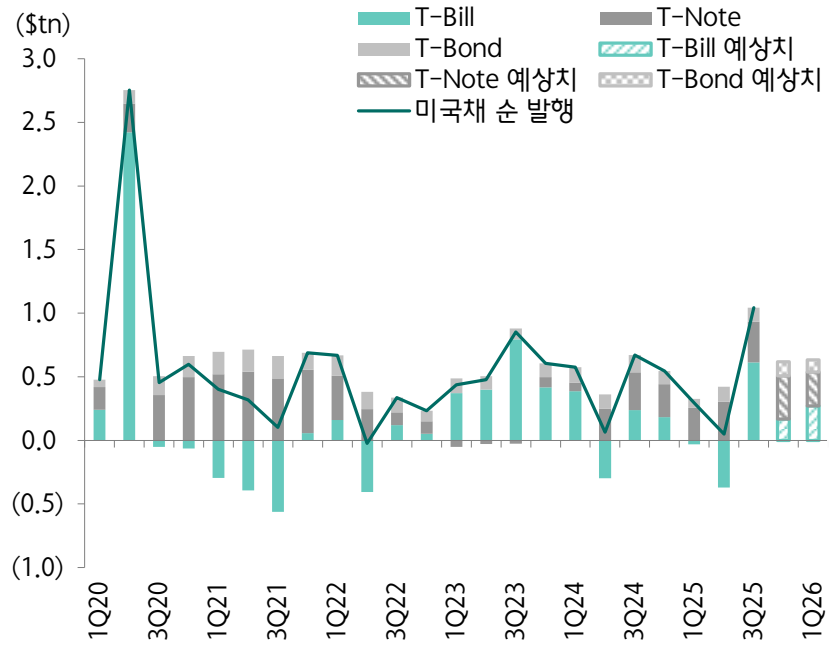
자료: 하나증권

[미국 내 리스크: 속도의 정점과 신용의 피로]

속도의 팽창 요인 : 단기채 발행 집중도 민간 신용 팽창을 강화

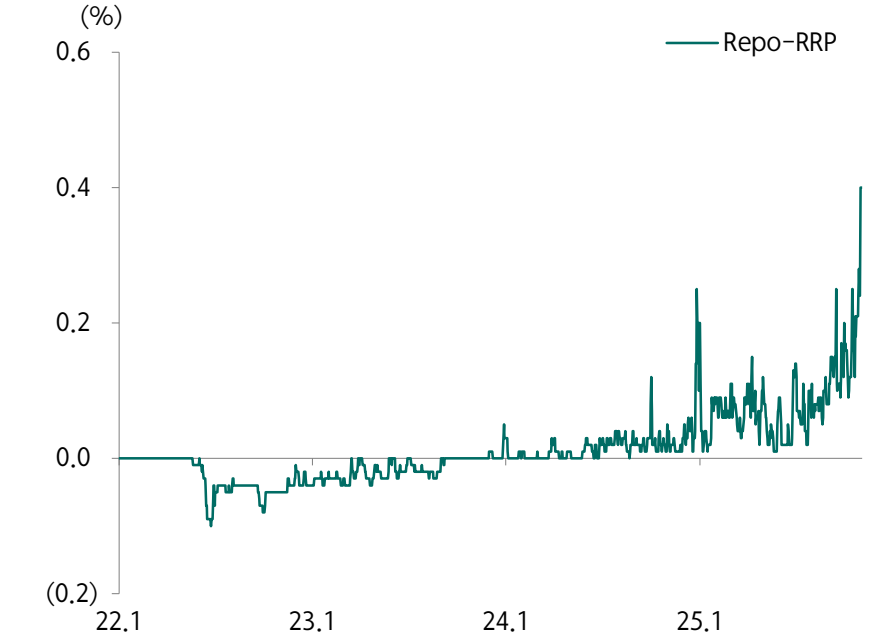
- 재무부의 단기채 발행 확대는 민간 신용 팽창 속도를 강화
- 비활성 상태로 RRP에 머물던 MMF 자금은 T-Bill, Repo 시장으로 이동
- MMF는 은행 등을 거쳐 다시 非은행권으로 흘러 들어 중장기 자금 수요를 충당하는 순환 고리를 형성
- ① RRP → Bill → TGA → 정부지출 → 민간 or ② RRP → Repo (은행 중개) → 헤지펀드· Private Credit

미국 국채 순 발행 추이



자료: SIFMA, U.S. Treasury, 하나증권

스프레드 (Repo-RRP)

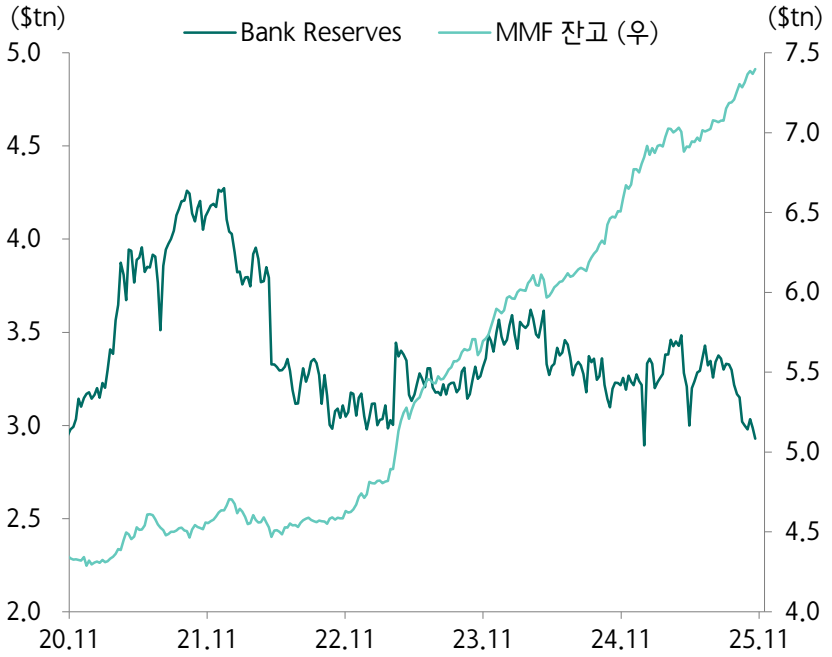


자료: Bloomberg, 하나증권

속도의 팽창 요인 : MMF의 이동

- MMF 총규모는 $7조 (사상 최대). 다만 초과 유동성이 아닌 예금 유출의 결과 (YTD MMF +$2,380억, 지준 -$2,890억)
- 이미 상당 부분 자산화·시장화 되어 있어 실질적인 초과 유동성 제공 여력은 제한적이나, 대신 MMF의 자금 이동은 신용 속도를 높이는 방향으로 작용 ▷ 헤지펀드・사모대출펀드의 레버리지 포지션 형성

MMF 규모와 연준 Reserve 규모 변화



자료: FRB, 하나증권

MMF의 내부 순환 매커니즘

[은행 예금 감소] : 보다 높은 수익률과 투자 기회를 찾아 자금이 이동

↓

[MMF 자금 유입] : 현금 보유 증가처럼 보여도 사실은 예금 이탈 자금

↓

[투자 대상 변화] : MMF 내 자금 이동이 발생

- RRP ↓
- T-Bill ↑
- **Repo ↑ (은행 중개) → 헤지펀드/PDF → 레버리지 포지션 ↑**

↓

유동성은 동일해도 신용 속도는 상승하는 방향이 형성됨

↓

MMF 규모가 상당하나 이미 돌아다니고 있는 돈
(실질 유동성 여유는 제한)

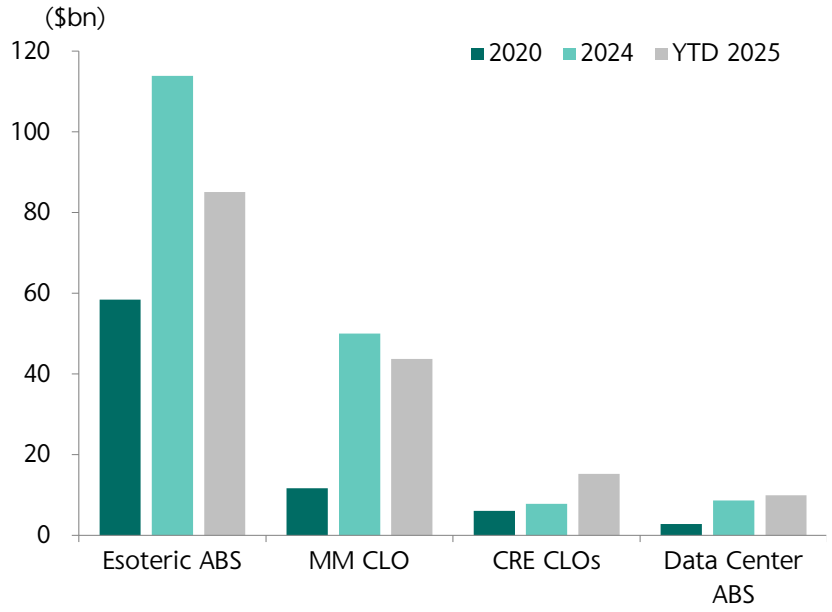
자료: 하나증권

[미국 내 리스크: 속도의 정점과 신용의 피로]

속도의 팽창 요인 : 정책 수혜가 큰 산업을 중심으로 자금 수요 폭발

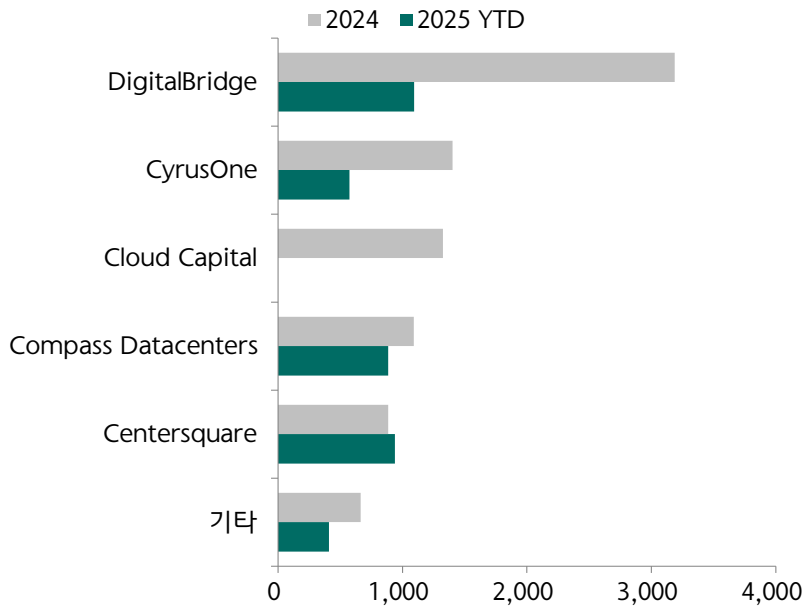
- 공급망 리쇼어링, AI 인프라 구축, 에너지 전환 프로젝트가 급증하며 자금 수요가 폭발적으로 증가
- 특히 정책 수혜가 큰 기술·AI·반도체·전력·데이터센터 중심의 신용 팽창이 공격적으로 일어나는 상황
- CLO·ABS·Private Loan 구조로 빠르게 금융화되며 실질 가치보다 유동성이 훨씬 더 크게 팽창

ABS 부문별 발행 확대



주: Esoteric ABS (비표준형 유동화증권)은 일반적은 ABS처럼 표준화된 기초자산이 아닌 비전통적으로 특수한 자산을 기초로 발행된 증권을 의미
자료: Moody's, 하나증권

ABS 발행을 주도하고 있는 5개 데이터센터 기업



자료: Moody's, 하나증권

[미국 내 리스크: 속도의 정점과 신용의 피로]

속도의 팽창 요인 : 산업형 신용시장 (Industrial Credit Market) 형성

- 지금의 사모대출 시장은 단순 기업 대출을 넘어 기술·AI·에너지 전환 프로젝트를 직접 금융하는 산업형 신용시장으로 진화
- 은행과 함께 장기·대규모 프로젝트 자금 수요를 채우며 'PF형 신용 시장'으로 시장 질서 재편
- 이 과정에서 MMF–Repo–은행–Private Credit–보험·연기금 자금이 서로 얽혀 새로운 유동성 사슬이 형성
- 다만, 05~06년 신용 버블기와 유사. 위험이 유동성에 녹아 빠르게 확산되던 국면과 구조적으로 닮아 있음

산업 인프라 금융 사례

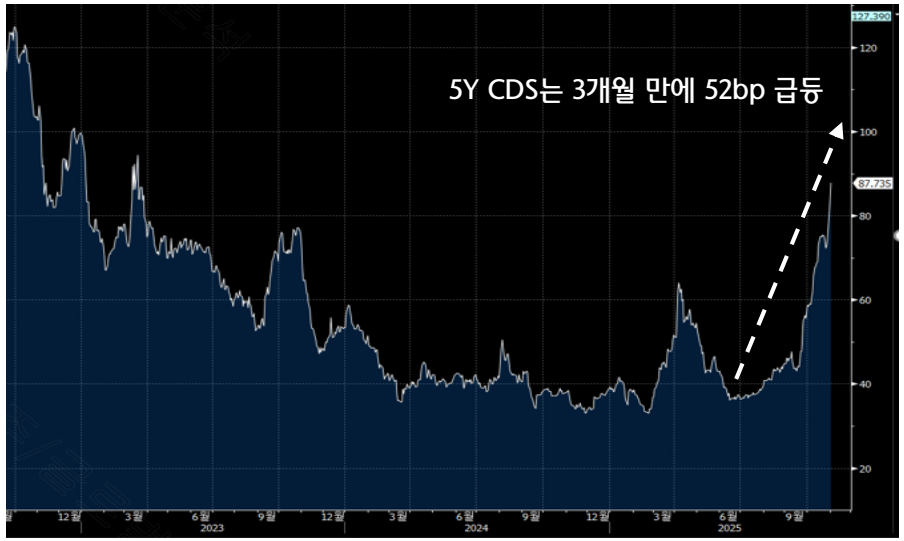
기업 (Company)	거래 유형 (Deal Type)	금액 (USD)	주요 특징 (Key Highlights)
Meta Platforms	Private Loan (AI Data Center Expansion)	$29 B	PIMCO, Blue Owl 참여. AI 인프라 프로젝트 파이낸싱형 사모 대출
Oracle Corp.	Bond + Loan Hybrid	$38 B	JPM · MUFG 주도 AI 데이터센터 금융
Crusoe Energy Systems	JV + Structured Finance (AI Energy Campus)	$3.4 B	에너지 전환 + AI 캠퍼스 결합형 금융모델
Brookfield Renewable	Green / Hybrid Notes 발행	C$250 M + 450 M	재생에너지 프로젝트 자금 조달 · 정책수혜형 구조화금융

자료: 언론취합, 하나증권

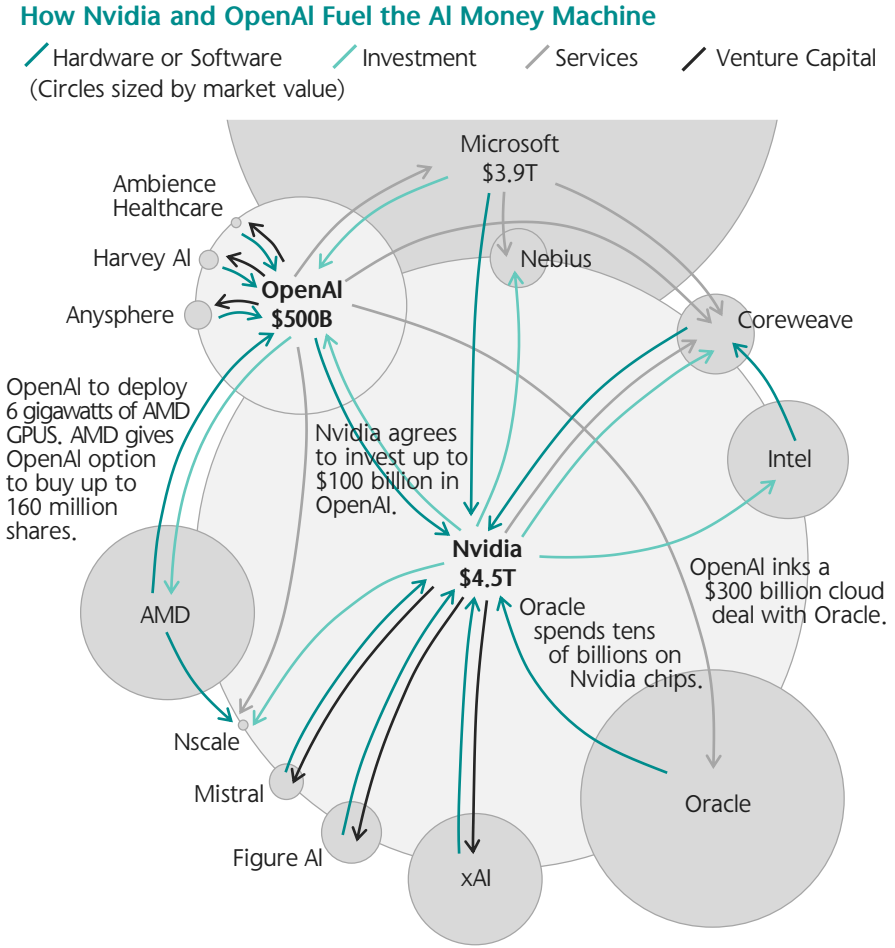
신용의 피로 : ORACLE CDS 급등, 순환적 딜 메이킹에 대한 의구심

- Oracle의 데이터센터 PF 대출 ($380억)은 MMF, 은행, 사모대출, CLO 자금이 동시 연결된 대표 사례
- 엄청난 속도의 레버리지 다층구조가 형성됨 (상호대출 및 NAV Loan·CLO 구조로 얽혀 **순환적 딜메이킹 형성**)
- Oracle CDS 스프레드 급등은 연쇄 신용 구조의 불안함 상징
- 이러한 'AI 인프라 PF'는 사모대출을 통한 속도 성장의 표본이나, 동시에 미래 시스템 리스크의 새로운 진앙지가 될 수도

Oracle CDS 5Y 스프레드 급등 추세



뒤엉킨 AI 자금 시장 생태계

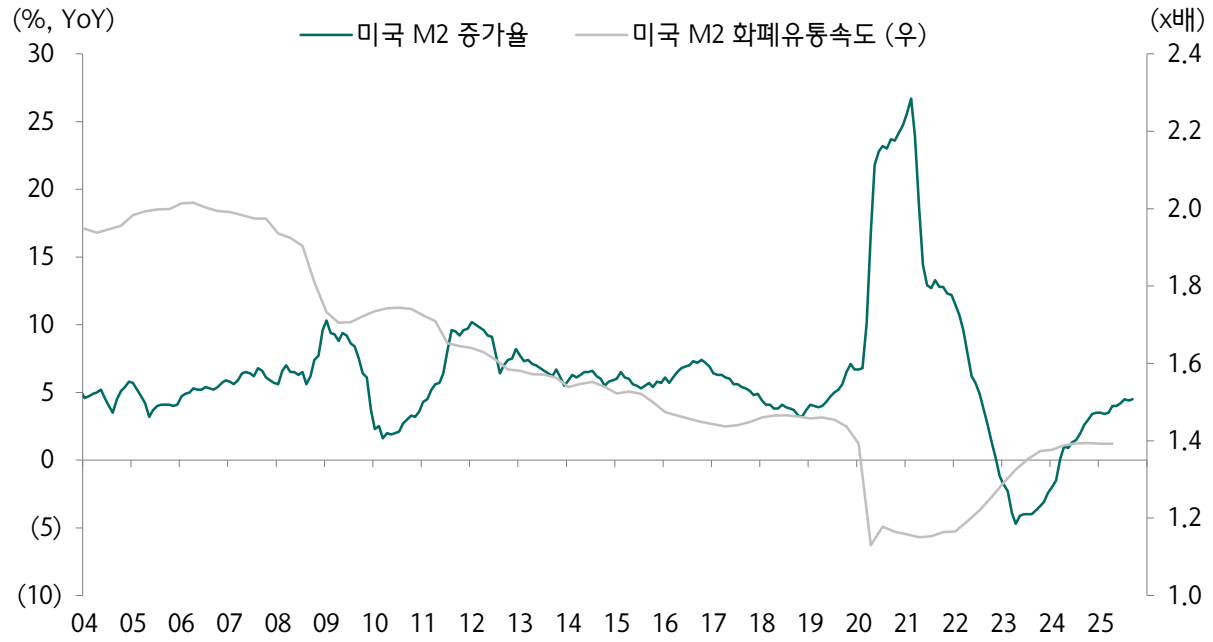


자료: Bloomberg, 하나증권

신용의 피로 : 속도의 정점이 확인되는 가운데

- 현재 시장은 유동성의 '양'이 아니라 '속도'로 유지되는 단계 ▷ 지속 가능성에 대한 의심
- 신용 재순환 여유는 이미 축소 상태 (RRP 소진, 지준 감소, TGA 확대)
- 게다가 속도 팽창 (Velocity) 기울기도 플랫해지는 구간

미국 유동성 속도와 증가율



자료: Bloomberg, 하나증권

✓ 현재 화폐의 유통속도는 최근 5년래 최고치까지 확장

✓ 정점을 확인하는 분위기나 정책 수혜로 급격하게 악화될 가능성은 제한

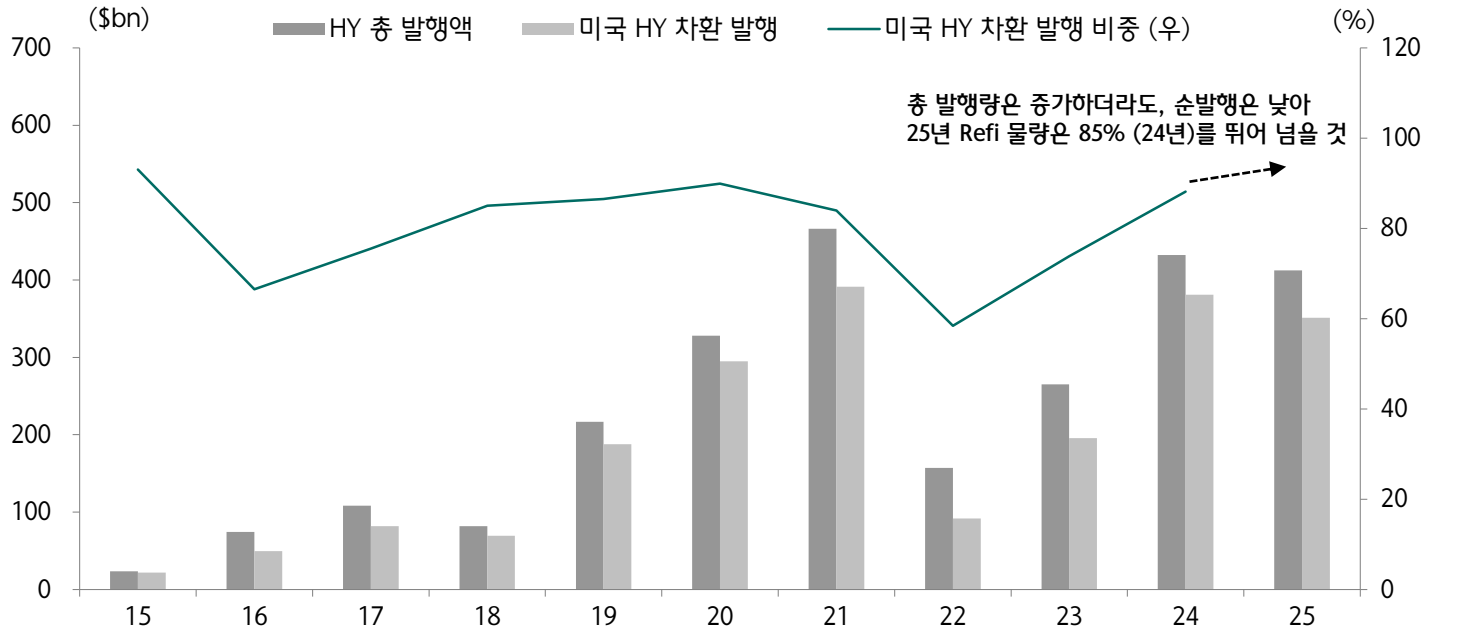
✓ 05~06년 사례를 경계하는 이유: 당시에도 신용 버블기. 속도가 빠르게 회전하며 위험이 유동성에 녹아 확산

✓ 07~08년 속도 둔화 시, 신용은 순식간에 경색되었음을 경계

신용의 피로 : '시간으로 버티는' 피로감

- 하이일드 회사채 부문은 신규 신용 창출 회전 거래만 발생 (Re-fi 및 PIK (이자지급유예))
- '속도의 유동성'에서 '시간의 유동성'으로 변화

저신용등급 기업들의 Refi 비율의 급격한 확대

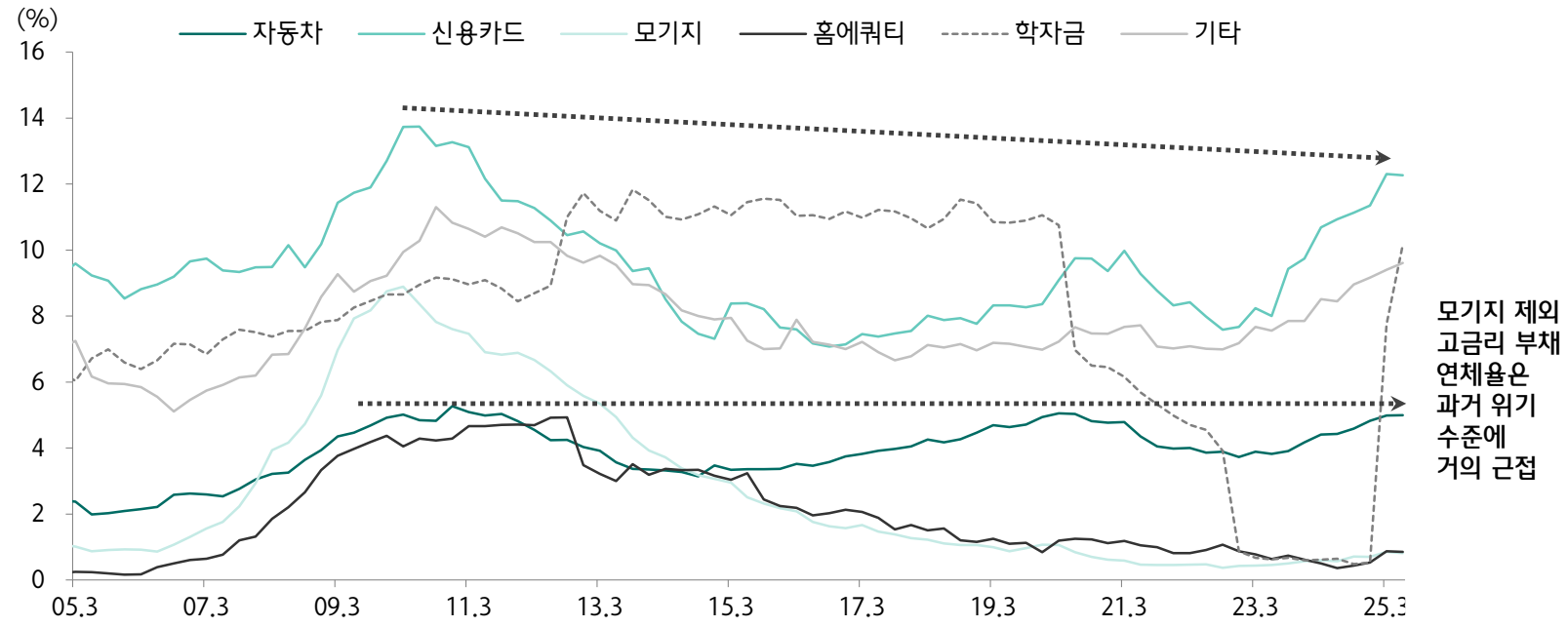


자료: Bloomberg, 하나증권

신용의 피로 : 경기 사이클 후반부 피로감

- 과도한 신용 팽창 속 리스크는 누적
- 美 저소득층의 자동차·신용·학자금 대출 연체율은 이미 08년 Subprime 수준 근접
- 학자금 연체의 급증은 25년 상환 추심이 재개된 영향이 있으나, 높은 수준임을 부정할 순 없음

각종 대출 연체율



자료: FRB, 하나증권

신용의 피로 : Repo 시장 불안. '속도의 과열'이 원인

- Repo 금리 스파이크나 DW의 차입 수요 확대
- 이러한 현상은 단순 유동성 부족 때문이 아님. 장기자산을 단기로 펀딩하는 구조적 미스매치가 긴장을 만들어내고 있기 때문
- 사모펀드· 헤지펀드가 장기 자금 운용을 위해 일부 단기 차입해 Roll-over 하는 경향 ▷ 이에 Repo 차입 수요가 높아지고 있음
- 여기에 MMF 자금이 이탈하면 금리가 급등하는 민감한 구조가 형성되고, 동시에 단기 자금이 경색됨
- 지금의 Repo 불안은 유동성 문제 뿐 아니라 단-장기 자금 조달구조의 불균형이 '속도'와 결합해 생긴 구조적 스트레스 영향

MMF 시장 내 메커니즘

❖ MMF는 Repo 시장을 통해 단기자금을 공급하며, 이 자금은 최종적으로 헤지펀드·딜러·은행으로 흘러감. 그리고 동 자금은 베이시스 트레이드 ·NAV Loan·Subscription Line 등의 민간 신용 창출 구조로 재순환

① 헤지펀드: 대규모 Repo 차입을 일으켜 베이시스 트레이드 전략 (국채 매수 + 선물 매도) ▷ Repo 펀딩 수요 자극

② 사모대출펀드: 은행으로부터 단기 유동성을 빌려 자금 집행 가속화 여기에 은행도 Repo를 통해 단기 유동성 조달 ▷ Repo 펀딩 수요

❖ MMF를 통한 단기 유동성 공급은 풍부해도, 대부분은 초단기 만기 구조. 반면 헤지펀드 및 사모대출 펀드의 자금 수요는 수개월~수년 단위의 중장기 자금에 집중되어 만기 불일치 ▷ 결국 상시 단기차입 포지션 형성

❖ 유동성 총량은 여유롭더라도 Repo 금리의 단기 변동성이 심화될 수도. 이는 시장 내 "유동성 부족 (liquidity shortage)"이 아닌, "유동성의 속도 과열 (speed-driven liquidity stress)" 현상으로 해석 가능

자료: 하나증권

MMF 시장 내 자금 성격

구분	MMF	은행/딜러	Private Credit 펀드
자금 성격	초단기 (overnight)	단·중기 조달	장기 대출 (6~24개월)
주요 행위	Repo 시장 내 현금 공급	만기 변환 (ALM)	신용 확장· 레버리지 사용
리스크 요인	금리 변동성 낮음	만기 불일치 확대	자산부실· 유동성 리스크

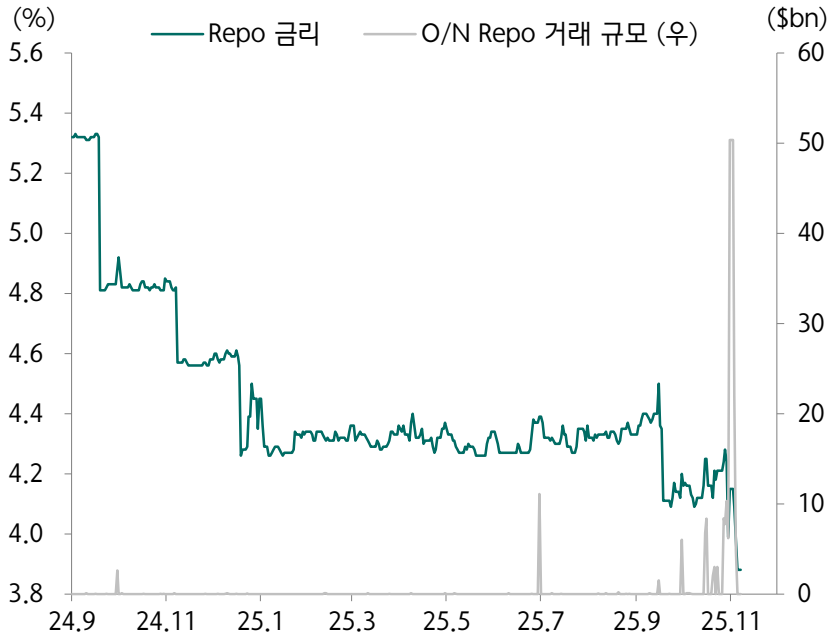
자료: 하나증권

[미국 내 리스크: 속도의 정점과 신용의 피로]

우려의 목소리 : 결국, 하나의 순환고리. 자금 조달 경색은 한 순간

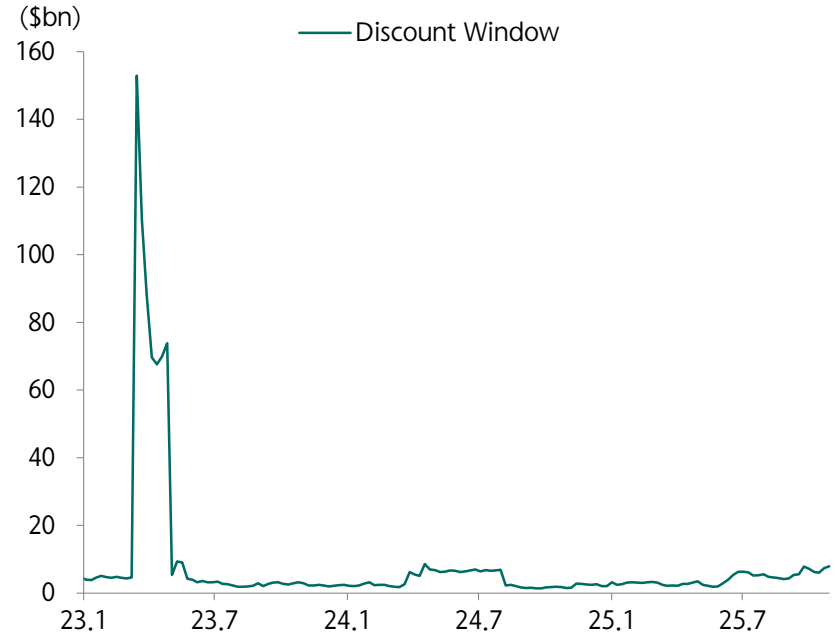
- 현재의 유동성 조달 구조는 MMF·은행·비은행 (사모대출, 헤지펀드)·연기금·보험사 자금 모두를 하나의 순환고리 잇는 경향
- 특히 사모대출이나 헤지펀드는 장기 LP 자금을 사용하지만, 단기 조달을 반복하는 경향 (Repo, NAV Loan, Subscription)
- 쉽게 말해, 단기 자금이 roll-over 형태로 순환하며 장기 대출을 유지하는 구조가 섞임
- 어느 한 고리의 자금 흐름이 원활하지 못하게 되면 급격하게 신용경색으로 이어질 수 있음

Repo 금리 변동성 및 레포 시장 수요



자료: FRB, 하나증권

Discount Window 시장 수요



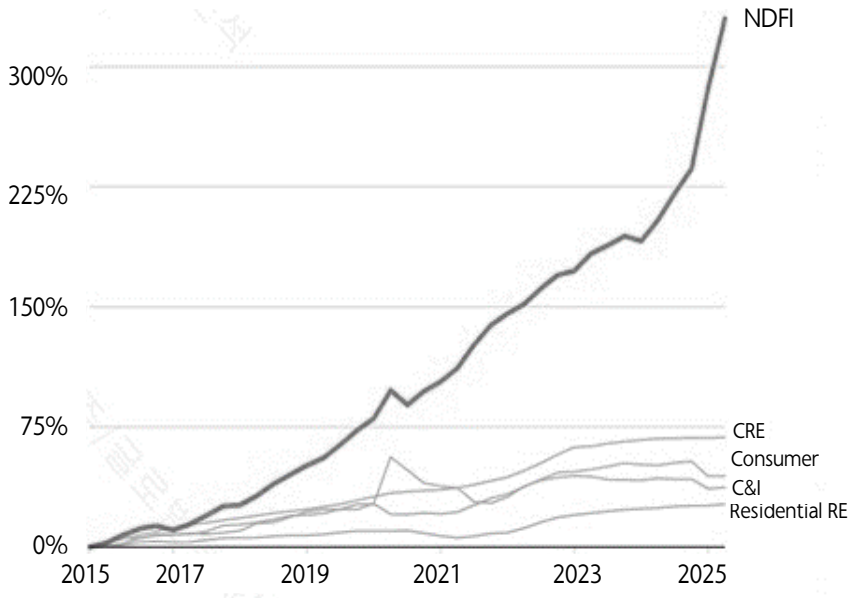
자료: FRB, 하나증권

[미국 내 리스크: 속도의 정점과 신용의 피로]

우려의 목소리 : 은행 부담도 커지고

- 은행은 고위험자산에 대한 직접 대출 대신, 비예금 금융기관 (NDFI) 대출을 확대 (약 $1.2조로 은행 대출 중 10% 이상)
- 은행은 NDFI로 리스크를 이전했으나, 길어진 파이프라인을 타고 다시 위험에 노출되는 구조
- 게다가 Repo 시장을 통한 단기조달과 장기투자 중개를 통해 비예금 기관과 하나의 순환고리가 형성 (RP-PC-Nav loan·ABS)
- 은행도 '속도의 시스템' 속에 위험을 고스란히 가져가고 있는 상황

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



Note: Change in US bank lending activities based on quarterly data from Q4 2015 through Q2 2025

자료: FRB, FDIC, 하나증권

구분	주요 차입자	대출 규모 ('25.6)	핵심 역할	Private Credit 연계성
① 신용중개기관 (Business Credit Intermediaries)	Private Credit 펀드, BDC, CLO 매니저	$299bn	사모대출 직접 공급 채널	직접 연결
② 사모펀드 (Private Equity Funds)	PEF, Fund Finance, NAV Loan	$285bn	펀드 차입 및 레버리지 자금	직접 연결
③ 모기지 금융회사 (Mortgage & Consumer Credit)	모기지 대출 기업	$255bn	(비은행) 주택 신용 공급	간접 연결
④ 소비자 금융회사 (Consumer Credit)	소비자 대출 기업	$128bn	(비은행) 소비자 신용 공급	간접 연결
⑤ 기타 금융회사 (Insurance & Pension Intermediaries, MMF, Hedge Fund)	생명보험사, 연금펀드, Captive, Reinsurer , MMF, 헤지펀드, 브로커딜러	$267bn	기관자산운용·ALM 레버리지 단기자금 운용·시장 유동성 공급	간접 연결

[미국 내 리스크: 속도의 정점과 신용의 피로]

우려의 목소리 : 그러나 정책적 완충장치로 Soft-landing 가능성은 남아 있어

- 유동성 피로가 상당하나, 현재 사태가 걷잡을 수 없이 위기로 빠져드는 국면은 아니란 판단
- 연준의 정책 쿠션이 남아 있기 때문 (금리인하·QT 조정·SLR 완화 등)
- 중간선거를 앞둔 트럼프 행정부도 단기적 완화 조치 (TGA 방출)를 통해 시장 안정을 유도할 수 있어 보임
- 산업 정책과 신용 팽창 관성이 맞물려 사모대출 시장은 “PF형 신용 시장”으로 진화. 이는 유동성 팽창 속도 유지에 효과적
- 게다가 헤지펀드들의 레버리지 수요도 여전
- 트럼프 행정부는 사모대출 규제 완화 등을 추진하며 신용 팽창을 종용하는 모습

- 그러나 분명한 점은 이미 속도 중심의 유동성 팽창이 포화를 향하고 있으며, 경기 사이클 또한 후반부 조짐이 관측되고 있음
- 만약 회전이 둔화된다면 자산가격 조정 압력이 현실화될 가능성
- 따라서 26년은 속도 유동성에서 균형 유동성으로 소프트 랜딩 할 수 있을지가 관건. 지속 가능성이 입증된 방식의 유동성 팽창에 대한 면밀한 모니터링이 중요해질 것

[미국 외 리스크: 비동조적 팽창의 시대]

내년에도 세계는 팽창 경제를 추구. 그러나 차별화 예상 (속도전 Vs. 연장전)

- 미국은 인플레 안정 이후 성장과 생산성을 명분으로 유동성 팽창을 이어가려 할 것. 특히, 속도 유지가 Key point. 부채 부담이 지속되겠으나, 시장은 이를 경기 모멘텀으로 해석하며 낙관적 기조를 가져갈 것
- 반면, 유럽과 일본은 속도를 낮추고 시간을 벌며 부채를 연장해 나갈 것
- 결국, 글로벌 주요국은 각자도생을 위한 "非동조적 팽창"의 시대로 나아갈 것 ▷ 제각각의 부채·금리·성장 국면

GDP 대비 정부부채 비율 (%)

순위	2011	2025
그리스	175.1	152.5
영국	80.4	152.4
이탈리아	119.1	137.9
프랑스	***88.7***	***114.1***
벨기에	102.7	106.8
스페인	69.5	103.5
포르투갈	114.0	96.4
유로존 평균	87.3	88.0
독일	**78.5**	**62.3**
EU 규칙	60.0	60.0
네덜란드	**61.2**	**43.2**
아일랜드	109.6	34.9
덴마크	50.0	29.9
미국	96.1	122.3
일본	191.6	209.7

자료: Eurostat, Bloomberg, 하나증권

GDP 대비 재정적자 비율 (%)

순위	2011	2025
프랑스	***-5.31***	***-5.78***
영국	-7.47	-5.45
벨기에	-4.44	-4.95
이탈리아	-3.52	-3.52
스페인	-9.69	-3.07
유로존 평균	-4.24	-3.02
EU 규칙	-3.00	-3.00
독일	**-0.84**	**-2.43**
네덜란드	**-4.42**	**-1.35**
포르투갈	-7.73	0.82
그리스	-10.47	2.57
덴마크	-1.77	3.85
아일랜드	-13.47	4.12
미국	-7.89	-6.24
일본	-8.70	-4.60

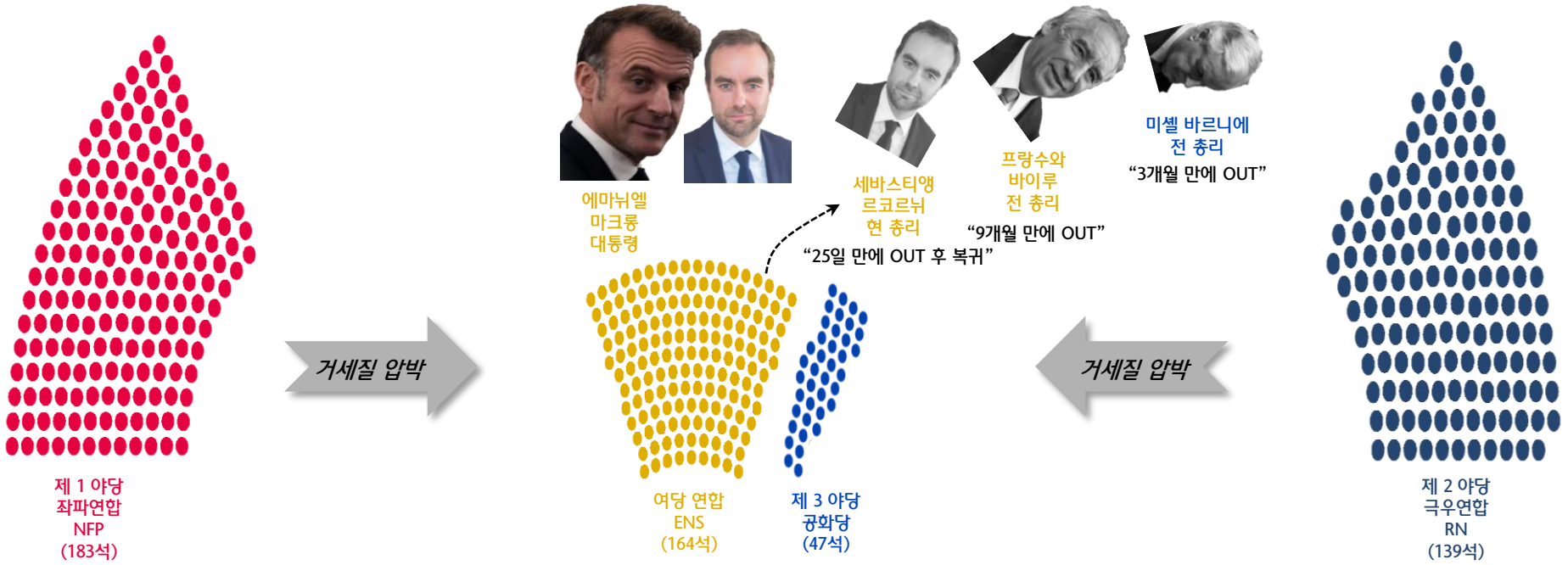
주: 재정적자=정부의 총 수입보다 총 지출이 큰 상황
자료: Eurostat, Bloomberg, 하나증권

[미국 외 리스크: 비동조적 팽창의 시대]

프랑스 정치 불안은 결국 비용 부담으로

- 유럽 리스크는 명확함. 정치 불안 속 확장 재정이 제도적 제약 (유럽 준칙 등)을 무력화시키는 그림
- 프랑스는 긴축 재정이 어려운 가운데, 27년 대선 전까지 의회와의 마찰이 끝없이 이어지게 될 것
- Moody's의 신용 등급 강등마저 추가된다면 프랑스는 부채 발행 비용 부담이 상당해질 것

프랑스 의회 구조 (3개 진영으로 분리: 여소야대)

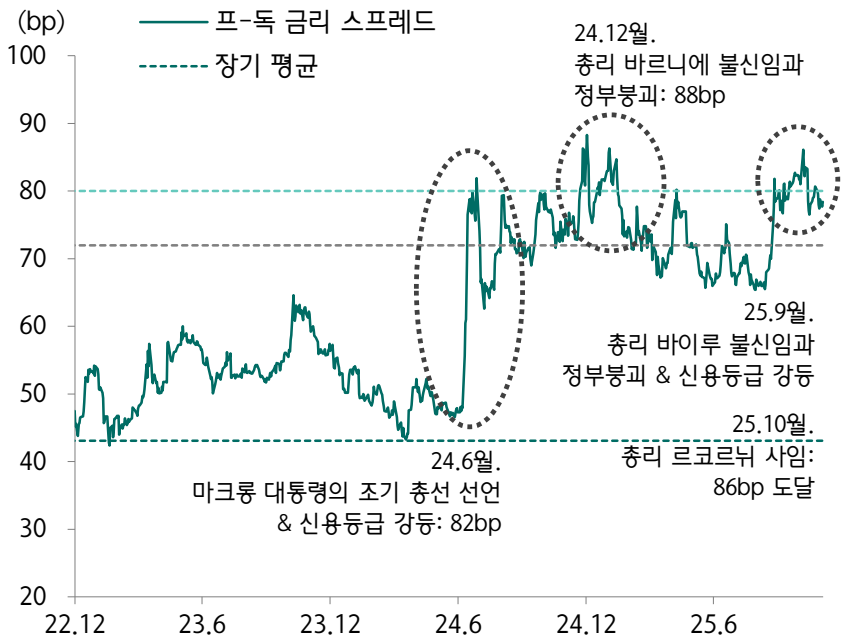


자료: BBC, AP, Reuters, Les élections en France, 하나증권

유럽 전반 : 재정과 금리의 불균형 구조화

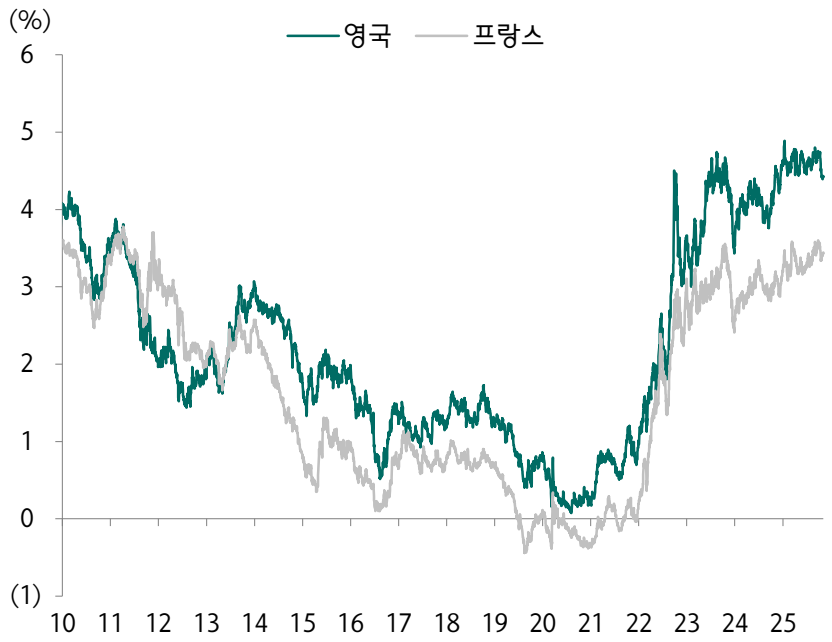
- 이탈리아 · 스페인은 여전히 성장 방어를 명분으로 높은 부채 비율 속 재정 유연성을 유지하려는 움직임이 강함
- 독일마저 재정 긴축에서 벗어나 경기 둔화와 성장성 제고를 위해 내년도 재정 확대를 계획. 단, 정책적 어려움 지속
- 결국 26년도 유럽 전역은 재정 건전성 회복보다는 성장을 이어나가기 위한 재정 지출 확대로 방향을 잡게 될 것
- 자금 확대에 기댄 저성장 국면이 이어질 것이나, 조달 비용 압박은 점진적으로 높아질 것

프랑스-독일 스프레드 (국채 10년물 기준)



주: 회색 점선은 스프레드 레짐 체인지 레벨(72bp), 연한 녹색 점선은 정국 불안 심화 레벨(80bp) 의미
자료: Bloomberg, 하나증권

영국, 프랑스 국채 금리 추세 (국채 10년물 기준)



자료: Bloomberg, 하나증권

ECB : 완화보다 시스템 안정이 우선

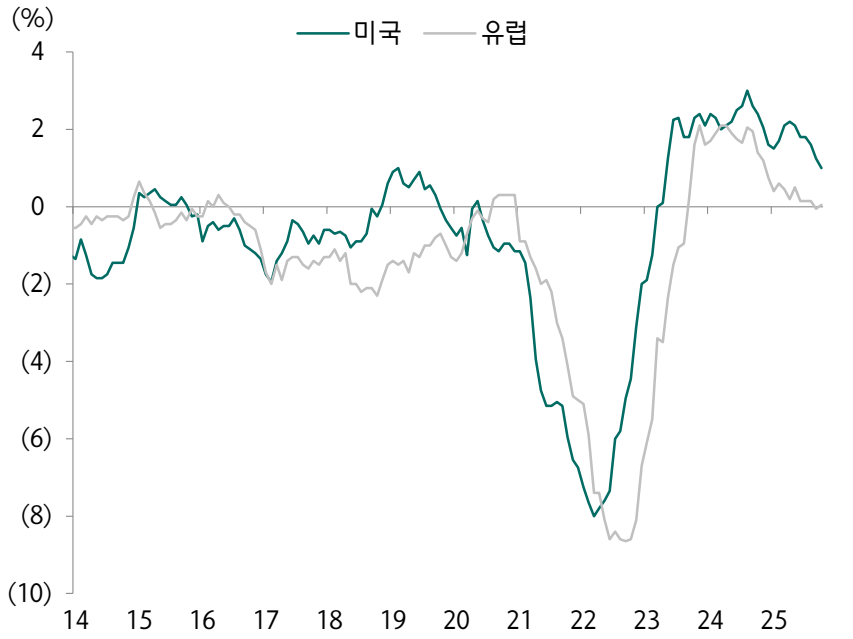
- 반면, ECB는 인플레 둔화에도 연준보다 완화 속도를 늦추며 유로존 금융안정을 우선하는 모습을 보일 것
- 미국 대비 실질금리 격차가 크지 않고, 유로존의 경상흑자 회복세가 완만해 급격한 완화 필요성이 낮다는 입장
- ECB의 중립적 스탠스가 유로화 하단을 지지하는 핵심 요인이며, 유로화 경색 가능성을 제한함
- 재정보다는 통화정책에 더 무게가 실릴 것. 미국과 유럽의 통화정책 궤적을 감안해 유로화는 완만한 강세 레인지 이어갈 가능성

9월 ECB 경제 전망

연도	실질 GDP (YoY)	HICP (YoY)	Core HICP (YoY)
2024	0.8% (0.0)	2.4% (0.0)	2.8% (0.0)
2025	1.2% (+0.3)	2.1% (+0.1)	2.4% (0.0)
2026	1.0% (-0.1)	1.7% (+0.1)	1.9% (0.0)
2027	1.3% (0.0)	1.9% (-0.1)	1.8% (-0.1)

주: 각 괄호 안 숫자는 6월 전망 대비 전망치 변화 %p를 의미
자료: ECB, 하나증권

유럽 및 미국의 실질금리 격차



자료: Bloomberg, 하나증권

[미국 외 리스크: 비동조적 팽창의 시대]

유럽 리스크의 교훈 : 프랑스 리스크는 프랑스 자체 상황보다도 ECB 신뢰에 달려 있음

- 25년도 유로화 강세는 펀더멘털보다 ECB와 연준의 통화 정책 일관성과 ECB 대응력에 대한 신뢰가 뒷받침된 결과
- 현재 프랑스를 비롯한 주요국 재정 불안 이슈는 구조적 해소 없이 지속될 정치적 리스크. 국채 금리 확대 및 신용 이벤트는 반복적
- 다행히, 유로존은 여러 차례의 위기를 반복해 온 만큼 안전장치 마련도 적극적 (TPI: 전송보호수단 등)
- 각국의 재정확대가 불가피한 만큼 ECB 대응력에 대한 신뢰가 26년 유로화 가치를 우선 결정
- 게다가 미국의 산업 및 통화정책 또한 유로화 가치 및 유로존 산업 성장에 상당한 영향을 가져올 것

지난 유럽 위기 사태와의 비교

구분	남유럽 재정위기 (2010~2012)	이탈리아 예산 갈등 (2018~2019)	프랑스 정치·재정 교착 (2025)
배경	• 남유럽 국가들의 재정적자 확대. 일부 국가의 파산 가능성 거론 • 이들 채권을 대거 보유한 은행도 불안	• 새 연정 (오성운동·동맹당)이 확장 재정안 제출 • EU 규율과 충돌하면서 마찰이 불거짐	• GDP 대비 5.6%적자·114%부채 (EU 권고 초과) • 마크롱 정부의 긴축 예산안을 두고 여야 대치 지속 중 • 단, 주요국으로의 불안 확산으로 비화되진 않고 있음
정치 상황	• 구조개혁·긴축 요구 vs 각국 반발 • 정치 불안 확대	• 포퓰리즘 성향 연정이 “국민우선”을 내세워 EU와 정면 충돌	• 여소야대 속 좌파는 복지 확대·부자 증세, 극우는 증세/긴축 모두 반대 → 결국 총리 잇단 불신임
시장 반응	• 유로존 생존 위험에 은행 위기까지 대두되며 동시다발적 스프레드가 급등	• BTP-Bund 스프레드 320bp 돌파, 금융주 급락. 시장 불안 고조	• 프랑스 10년물 금리 3.55% 돌파 (이탈리아·스페인·그리스보다 높아). 독일 대비 스프레드 80bp
EU/ECB 대응	• ECB “무엇이든 하겠다” 선언 구제금융·구조조정. 위기 봉합	• EU 집행위가 사상 최초로 예산안 거부. • 협상 끝에 적자 목표 2.04%로 수정	• ECB는 TPI를 보유하나 프랑스는 과도적자 대상이라 직접 방어 어려움. 간접 개입만 가능해 보임
결과	• 긴축·구제금융·구조개혁 패키지 → 단기 안정, 장기적 사회 갈등 심화됨	• 시장 불안은 일단 해소, • 그러나 “이탈리아는 언제든 규율 흔들 수 있다”는 불신	• 신용등급 강등 (A+), 정치 교착 지속. 시위·파업 확산 • 산업·금융 전반으로 충격 확산 중
핵심 교훈	• 재정·금융 동맹의 취약성 노출	• EU 규율 vs 회원국 정치 갈등은 반복될 수 있음	• 유로존 핵심국조차 정치·재정 교착에 빠질 경우 유로 동맹 신뢰 자체가 흔들릴 수 있음

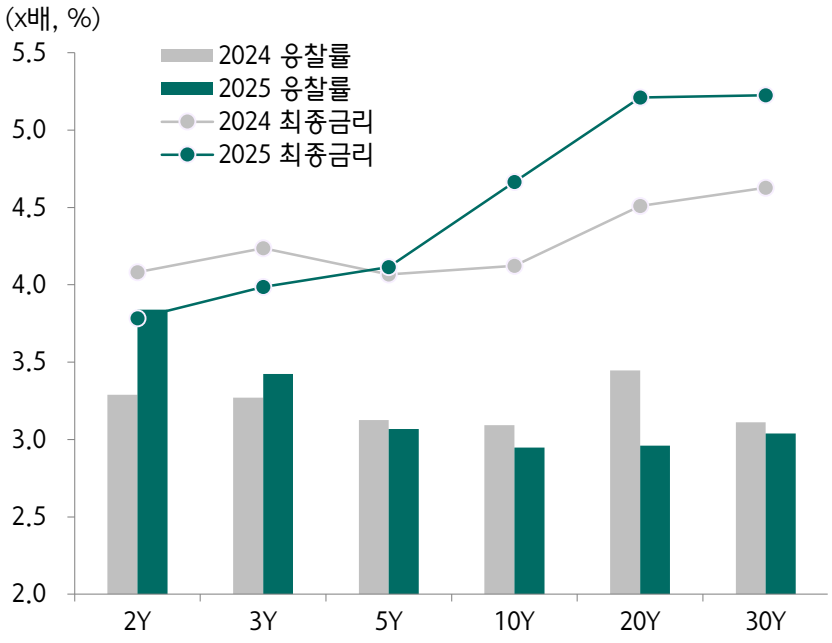
자료: 하나증권

[미국 외 리스크: 비동조적 팽창의 시대]

영국도 책임 재정을 추구하나, 성장 정책과의 충돌

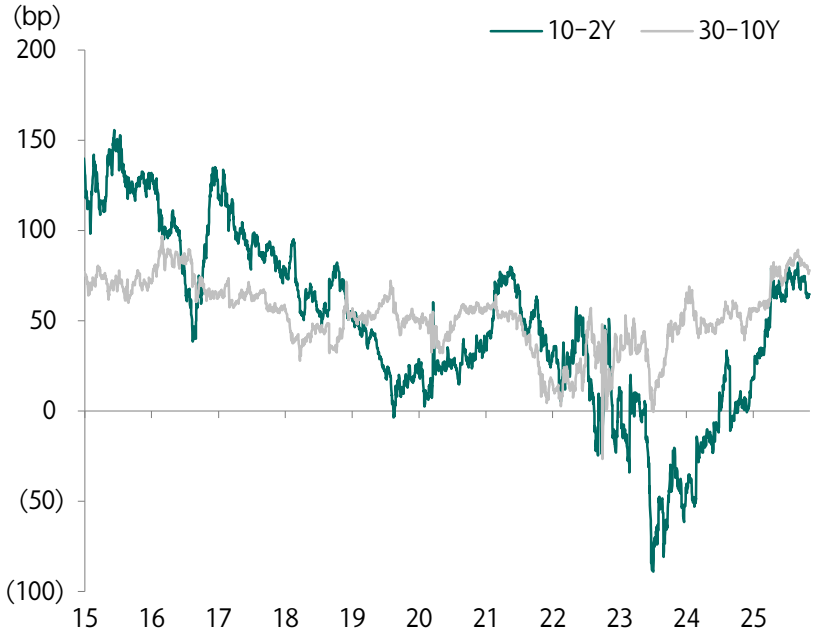
- 영국도 예산안을 두고 내부 분열 (스타머 총리 Vs. 리브스 장관)이 진행
- OBR (영국 예산청)은 성장률 전망을 낮추고 보수적 예산을 편성하고 있음. 정부는 세수 부족과 성장 부진으로 부채 차입 불가피
- 리브스 재무장관은 재정준칙을 유지하겠다고 밝혔으나, 이미 고금리와 성장둔화로 인해 실질적 긴축은 작동하기 어려움
- 서비스 물가와 임금 상승세가 지속되며 BOE의 완화는 속도 내기 어려움

영국 국채 입찰 응찰률과 최종 낙찰금리



자료: Bloomberg, 하나증권

영국 국채 금리 스프레드 추이



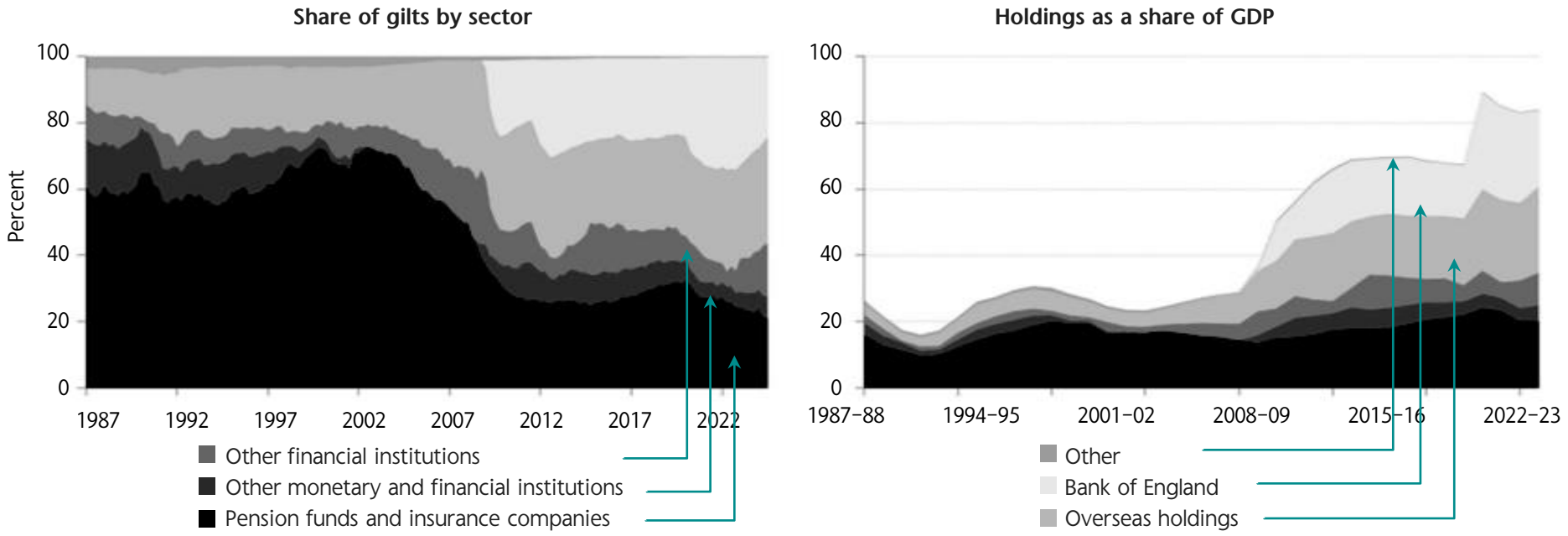
자료: Bloomberg, 하나증권

[미국 외 리스크: 비동조적 팽창의 시대]

정책 여유가 정치 리스크에 종속. 금리의 상방 압력과 완만한 강세의 파운드화

- 파운드는 25년도 강세 이후 피로감 속에 조정 진행. 그러나 26년에도 글로벌 통화정책 기조를 흡수하며 완만한 강세를 유지할 것
- 유럽 주요국 연기금 및 보험사의 국채 보유 비중 축소가 장기적 금리 상방 요인이 될 것
- 퇴직연금 운용 (DB에서 DC로) 전환 속에 포트폴리오 재조정이 지속
- 유럽 주요국 부채 부담이 커지는 반면, 안정적 수급 기반은 약화되는 모습 ▷ 장기금리의 구조적 상승 압력이 불가피한 환경

영국 국채 보유 주체의 변화 양상



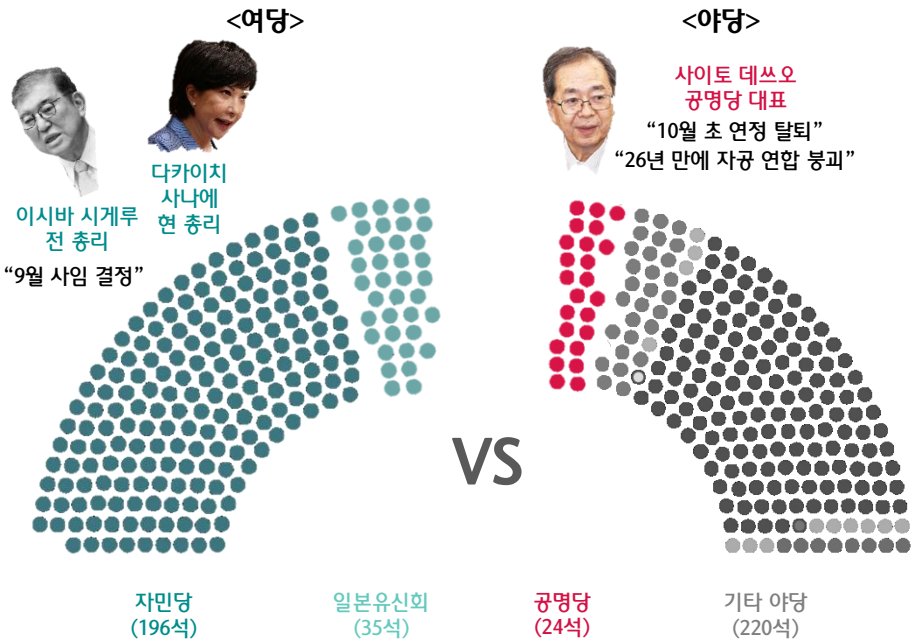
자료: 영국 OBR, 하나증권

[미국 외 리스크: 비동조적 팽창의 시대]

일본도 결국엔 재정 팽창의 길을 가려하는가

- 일본도 정치적 지형 변화 발생
- 2025년 가을, 일본에서는 26년간의 오랜 연정 (자민당 + 공명당)이 무너지고, 새로운 내각이 출범 (자민당 + 유신회)
- 새 연정은 사실 소수정부로서 입법 동력이 약해져 있는 만큼 일본 내에서도 정치적 불확실성이 새롭게 부각될 수 있음
- 재정정책 팽창 (보안·안보 중심)과 통화정책 정상화라는 정책 비대칭이 상시화되는 국면에 진입할 것

다카이치와 아베노믹스 상황 분석



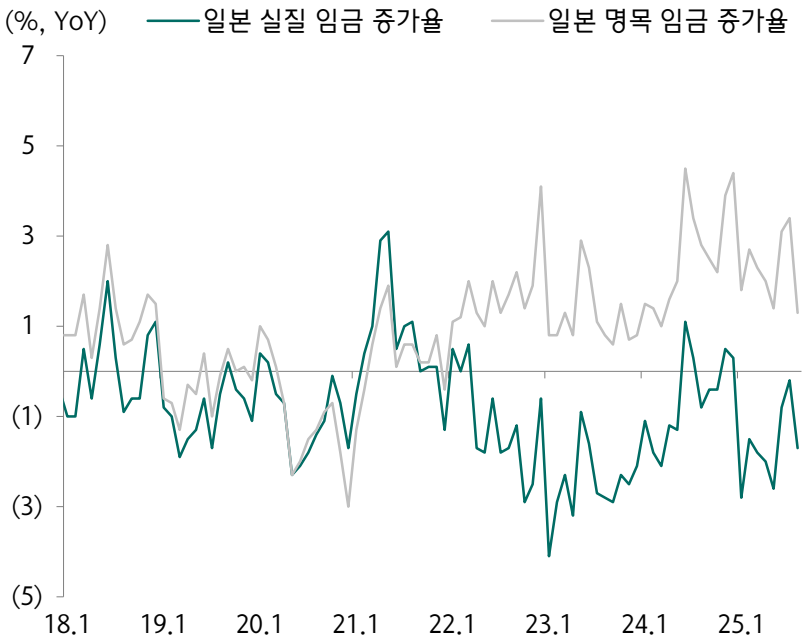
구분	아베노믹스 (2013~2020)	다카이치 시대 (2025~)
정치·경제 배경	• 20년간 디플레이션·엔高 지속 • 성장률 0%대 • 민주당 정권의 경기부양 실패 후, 정권 교체 • "잃어버린 20년을 끝내겠다"는 정치적 구호 아래 출범	• 인플레이션 지속 (물가 2% 상회 3년차) • 실질임금 정체·가계부담 심화 • 자민당 과반 상실·공명당 탈퇴로 정치 불안 확대 • "아베노믹스 복원"을 내세우며 등장했으나 경제 여건이 전혀 다름
정치 기반	• 자민당 단독 과반, 강한 총리 중심제 ▷아베 장기 집권	• 자민당 과반 미달, 공명당 이탈 → 소수정부 구조 ▷정책 추진력 약화
정책 방향	• "3개의 화살": 완화·재정확대·구조개혁 ▷경기부양 중심, 인프라·고용·소비 촉진 지출 확대	• "전략적 재정확대": 산업·국방 중심 선택적 확장 ▷복지 대신 안보·기술투자 중심, 재정 효율 중시
통화정책 (BOJ)	• QQE (양적·질적 완화) + YCC 도입 → 초저금리 고착	• 완화 유지 요구는 있겠으나, 물가 부담으로 추가 여력은 제한적일 것
물가 상황	• 디플레이션 탈피 목표	• 생활비 물가 상승으로 사회 문제화
환율·시장 반응	• 엔저 (80 → 125엔) • 수출·주가 반등	• 145~150엔 • 엔저 피로감 누적
정책 리스크	• 완화 과잉·부채 누적	• 정치 불안·물가 압력·대외 요인 불안 등으로 일관된 정책은 기대난

자료: The House of Representatives of Japan, Nikkei, 하나증권

복잡해지는 엔화의 방향성

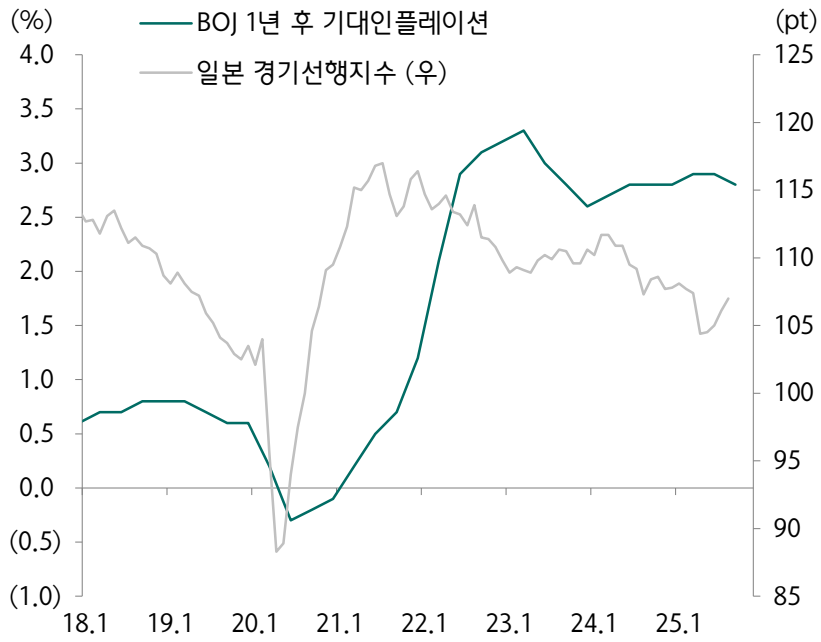
- 강건한 재정확대 기조는 금리 상승 및 엔 약세 요인이나, 금리 인상 기대와 정부의 환율 개입은 엔화의 과도한 하락을 제약
- 엔화는 과거처럼 단순 약세를 가져가기보다 “약세 관성과 안정의 이중성“ 상태로 진입해 나갈 가능성
- 채권 금리 상단이 더 크게 열릴 수 있으며, 여기에 엔 강세가 동반된다면 엔캐리 트레이드 청산도 가능
- 일본도 금리 상방 압력과 엔화의 제한적 약세 구간을 예상

일본 임금 증가율 (실질 Vs. 명목)



자료: Bloomberg, 하나증권

일본 기대 인플레이션과 경기 선행지수

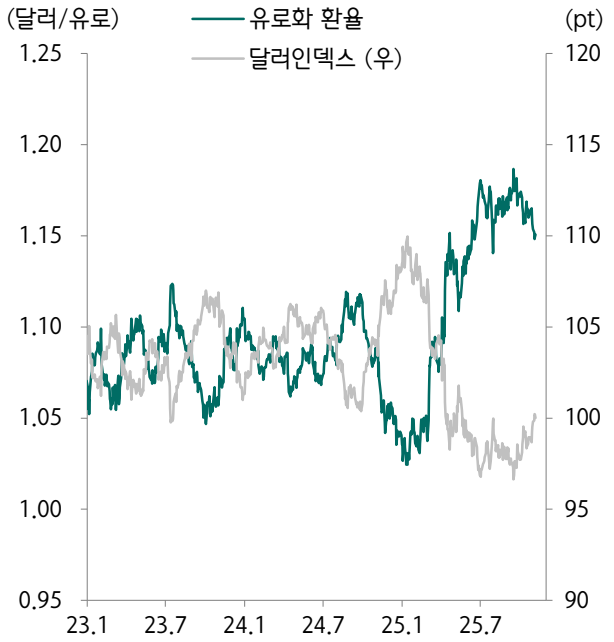


자료: BOJ, Bloomberg, 하나증권

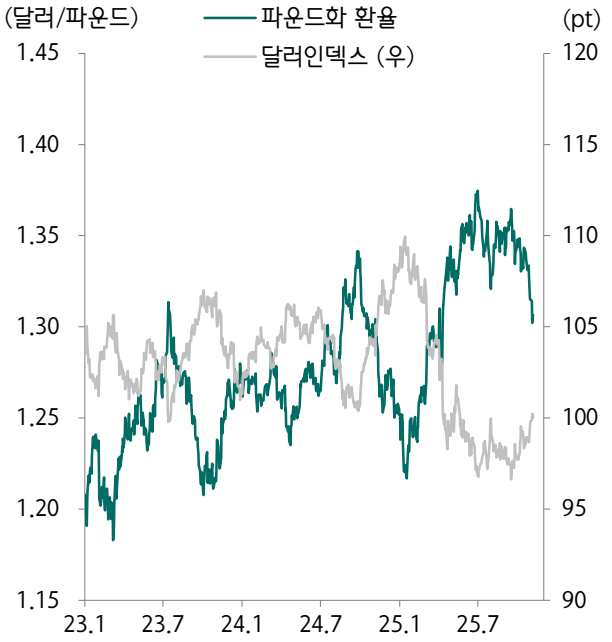
환율 구조의 전환 : 비동조적 완화

- 25년 상반기 약달러는 펀더멘털보다 타국 통화 강세 시현에 따라 흘러감. 그러나 하반기 들어 이러한 흐름에 균열이 발생하고 있음
- 유럽은 정치, 일본은 재정, 영국은 인플레에 갇혀 각각 다른 피로가 누적되고 있음 ▷ 세 통화 모두 중앙은행 버퍼는 좁아져 있음
- 지금의 달러는 절대 강세로 돌아선 것이 아님. 타국의 피로와 경기 약화가 만들어낸 수동적 강세 (Passive strength)로 판단
- 향후 세계 통화 가치는 더 이상 다 함께 흘러가기보다는 제각기 다른 속도와 방향으로 움직이는 "비동조적 완화" 시대에 접어들 것

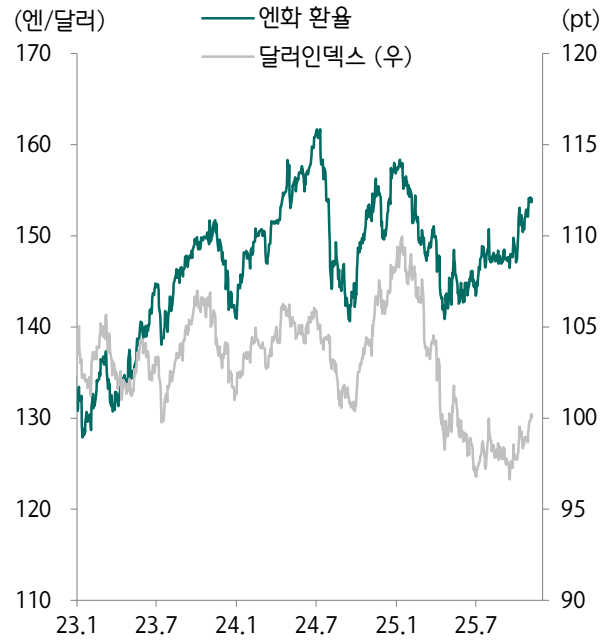
달러지수와 유로화 환율



달러지수와 파운드화 환율



달러지수와 엔화 환율



자료: Bloomberg, 하나증권

[2026년 자산배분 전략: 속도에서 균형 (지속성)을 향해]

2026년 자산배분 어떻게 해야하지?

① 자산배분의 Key Point

- 25년은 유동성이 분산. 미국의 속도형 유동성이 정점을 기록하는 사이 유럽·일본·신흥국은 각각 팽창을 이어감
- 26년은 자금이 다시 미국으로 회귀하는 국면일 가능성. 중간선거와 재정확대가 자금의 '속도'를 재점화 할 가능성이 높아 보임
- 이제부터의 핵심은 유동성의 총량이 아니라 지속성에 있음. 어느 시장이 끝까지 자금 순환을 유지할 수 있는지가 중요

② 주식

- 미국 주식은 여전히 '속도의 유동성'을 유지 중. 재정 확대, 선거 국면, 산업보조금이 자금 순환을 뒷받침
- Private Credit, AI, 에너지 인프라 투자 등 정책성 수요가 직접적인 매출과 EPS 개선으로 연결되고 있음
- 밸류 부담은 상존하나, '성장의 속도'가 유지되는 한 고평가 논리는 힘을 잃고 있음
- 유럽과 일본은 상반기 재정 부양에 따른 반짝 랠리 가능성. 그러나 구조적 피로도가 여전한 만큼 정책 추진이 기대에 못 미칠 수 있음
- 상반기 분산효과를 활용하되, 하반기부터는 미국 중심 포트폴리오로 회귀할 필요

③ 채권

- 미국은 재정확대와 QT 완화가 공존. 장기 금리는 부담스러우나 단기 금리는 안정화 추세. 금리 방향성보다 듀레이션 관리가 더 중요
  중단기물 중심의 구성으로 리스크 조정이 필요 (10-30y 스티프닝 불가피, 중기물 금리 하락 룸이 제한적일 것)
- 유럽은 발행 확대와 정치 불확실성으로 스프레드가 재확장. ECB의 완화 전환 여력은 제한적
- 일본은 재정 확대로 인한 중장기 금리의 상승 압박 불가피. 만약 엔 강세 전환 시 자금 유출 압력은 또 다시 불거질 수 있음
- 전반적으로 '미국 중단기물 + 유럽 단기 코어국채' 중심의 방어적 채권 포트폴리오가 유효

④ 회사채

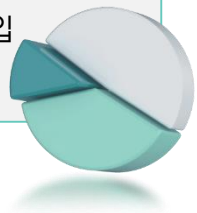
- 미국 신용시장은 유동성 불안 위험에 노출되어 있음. 신용시장의 속도는 정점에 이른 상태인 데다, 과도한 신용 팽창에 따른 피로가 누적되는 모습
- HY는 스프레드 하단 구간을 지속하나 추가 압축 여력은 제한 (레인지 투자 [260~300bp]). 신용 팽창 속도 둔화를 감안해 IG 투자로 회귀를 준비할 시간
- 유럽 회사채는 재정 불안과 정치 리스크로 스프레드의 확장 가능성이 높음. ECB 완화가 미진할 경우 변동성 확대 가능성이 높음
- 결과적으로 '미국 IG (중기물) + 유럽 단기물 중심'의 질적 포트폴리오가 방어적 대안으로 적절

⑤ 금

- 2026년은 속도의 유동성이 둔화되는 시점으로, '무위험 금리'보다 '무결성 자산'의 역할이 부각될 것
- 중앙은행의 완만한 완화 전환과 지정학적 불안이 맞물리며 금은 실질금리 하락기 방어 자산으로서 매력 유지
- 다만 달러의 수동적 강세가 이어질 경우 단기 변동성은 불가피하나, 중기적으로는 포트폴리오 안정성의 핵심 축으로 자리할 전망

⑤ 대체자산

- 대체투자는 단기 금리 변화보다 구조적 성장성과 현금흐름 안정성이 중요한 자산군
- 인프라, 데이터센터, 에너지 저장, 재생에너지 등 실물 기반 자산의 PF형 신용 수요가 급증 중
- 정책 지원과 장기 자금 결합으로 '지속 가능한 유동성'이 형성되는 구조. 금리 민감도가 낮고, 공공·기관 중심의 장기 투자 수요가 꾸준히 유입
- 속도 기반의 신용이 아닌 구조 기반의 현금흐름이 유동성을 유지할 수 있는 자산 투자는 지속할 필요 (데이터센터, 신재생에너지 등)



자산별 리뷰 및 전망 요약

국내 주식

반도체와 조선, 기계, IT하드웨어가 이끄는 2026년

- **리뷰** 빅테크의 투자 확대와 실적 기대감에 따른 주가 리레이팅으로 역사상 신고가를 경신하며 4천선 돌파. 특히 삼성전자와 SK하이닉스가 외국인 수급으로 강세 주도. 미국 지역은행 부실 대출 논란, 미중 무역 분쟁 등의 악재보다 연준의12월 QT 중단 및 금리 인하 등의 호재를 받아들이는 모습. 2차전지, 조선 등 순환매 이어지며 상승폭 확대
- **전망** 반도체가 지수 상승을 계속 주도할 것으로 예상되는 가운데 2026년 코스피 반도체 업종 예상 기여 수익률 7.2%(이익 증가율, 주가 수익률, 시가총액 고려)와 2026년 반도체 제외 업종 기여 수익률 6.6%(이익 증가율, 주가 수익률, 시가총액 고려)로, 2026년 코스피 기대 수익률은 14%(7.2%+6.6%)로 제시

선진국 주식

반도체, 소프트웨어, 미디어, 기술하드웨어, 다각화금융, 제약바이오가 이끄는 2026년

- **리뷰** 미중 무역갈등 재점화와 AI 버블에 대한 우려로 일시적인 하락 압력이 있었지만, 빅테크 실적 개선과 경제지표 호조 등이 맞물리며 상승세 지속. 다만 미 정부 셧다운 장기화와 12월 기준금리 인하 불확실성, AI 버블 논란이 완전히 해소되지 않으며 위험자산 선호심리 위축 흐름
- **전망** 2026년 3분기를 기점으로 기준금리 인하 기대 약화와 글로벌 유동성 증가율 하락으로 지수 정점 예상. 2026년까지 S&P500 지수의 6년 연속 누적 EPS 증가율 전망치는 135%(기존 109%+26년 전망 26%)이고, 2021~26년까지 누적 주가 수익률 예상치는 85%. 기존 누적 주가 수익률 72% 차감 시 2026년 기대 수익률 13%로 예상

신흥국 주식

중국 공수전환, 이제 공격이다

- **리뷰** 2026년 중국 자산 투자는 구조적-사이클 관점에서 더 공격적인 시각이 필요. 2025년 성장모델 전환 후유증과 유동성 함정 탈출 조짐, 2026년에도 산업 고도화 성과, 미중 관계 자립 희망, 주식 시대 개막 반영 전망
- **전망** 중국 자산 '공수겸장' 추가 확대 권고, '수비'는 주식 편입 비중, 로컬 자금, 정책 일관성- '공격'은 중장기 사이클, 산업 경쟁력 장점. 2026년 중국/홍콩 증시 '비중확대' 의견을 유지, 2026년 '유동성-기술/산업-이익' 3박자가 견인하는 전면적인 강세장 전망. 신흥국 국가별 우선 순위는 중국 > 인도 > 홍콩 > 대만 > 베트남 > 브라질 순 선호

자산별 리뷰 및 전망 요약

국내 채권

기준금리 인하 사이클은 끝나지 않았다

- **리뷰** 한국 국채 금리는 4월까지 하락한 후 5~6월과 10월 전후 두 차례 급등. 연초 대내 정치 불확실성과 관세 정책으로 성장률 전망이 악화되면서 기준금리 인하 및 국채 금리 하락. 5, 6월은 관세 리스크 완화와 추경 기대 등에 반등. 9월 중순부터는 부동산 가격 및 환율 급등으로 기준금리 동결이 지속되고, 성장률 전망도 개선되면서 추가 급등
- **전망** 성장률 회복 추세가 강화되면서 당분간 한국은행의 금융안정 기조는 강화될 전망. 이에 1분기는 국채 금리가 높은 레벨을 지속 (10년 3.0% 수준). 다만 기준금리가 중립 수준에 머물고 재정정책의 부양 효과도 약화되면서 하반기 성장률의 회복 모멘텀이 약화될 위험. 국채 금리는 기준금리 인하 재개를 기대하며 2~3분기에 하락할 전망

국내 크레딧

신용의 재순환

- **리뷰** 2025년 크레딧채권 시장은 연중 강세 흐름을 이어감. 연초효과 이후 레벨 부담에 막히기도 했으나 시장금리 상승에 따른 금리 메리트 발생, 가계대출 증가 등에 따른 시중 유동성 효과 등이 전반적인 수급에 긍정적인 영향을 주며 강세 흐름을 견인
- **전망** 2026년은 전강후약 흐름을 전망. 과거 국채금리가 기준금리 대비 역전 상태를 벗어나는 시기, 신용 스프레드 확대 압력을 받았던 사례가 재현될 가능성 높음. 근래 최저 수준까지 하락한 신용 스프레드 레벨 부담, 경기 부양과 대미 투자 관련 정책성 자금 소요 증가로 초우량물 위주의 수급 부담이 가세

선진국 국채

단기채 중심 매수 권고. 장단기 금리차 확대될 것

- **리뷰** 올해 미국 채권시장은 단기물 중심 하락하며 강세 마감(2년물 -60bp, 10년물 -41bp, 11/5 기준). 연초 이후 10년물 금리가 Key Level로 여겨지는 4%를 일시적으로 하회한 적은 2차례 뿐(4월 '해방의 날' 선언 직후와 10월 중순 경기 둔화 우려). 연준은 9월부터 2차례 연속 정책금리를 인하했지만 12월 인하에 대해서는 신중한 입장 유지
- **전망** QT 종료 이후 당분간 연준은 대차대조표를 유지할 것. 1) 향후 경제 규모 성장에 따른 비지준 항목 증가에 대응해 단기채 매입, 2) MBS 만기 회수분을 단기채에 재투자 시사. 이는 단기채에 우호적인 수급 요인. 하지만 QE처럼 연준이 장기채 매입을 하지 않으므로 시장에 공급 부담 요인. 금리 인하와 맞물려 장단기 금리차 추가 확대될 것

자산별 리뷰 및 전망 요약

선진국 크레딧
속도에서
균형을 향해

- **리뷰** 프라이빗 크레딧은 단기간에 신용공급의 핵심 축으로 부상했으나, 속도 대비 제도적 장치가 미흡. 경쟁 심화 속 Cov-lite 대출이 확산되며 동일 자산의 중복 활용을 통한 유동성 팽창이 진행(속도 중심의 팽창)
- **전망** 2026년 신용시장은 다시 '속도에서 균형으로' 전환되는 시기. 우선은 연준과 트럼프 정부의 정책 완충이 단기적인 유동성 안정을 지지할 전망. 다만, 정책 모멘텀 약화 시 Cov-lite·NAV Loan 기반의 구조적 취약성이 재부각될 것. '은행–NDFI–Private Credit' 간에 형성된 신용 순환으로 리스크가 다시 은행권으로 회귀. 중소은행은 시스템 내 마지막 완충층이자 국소적 신용 불안의 진원지가 될 가능성이 높고, 이러한 사태는 충분히 일어날 수 있음

Korean Paper
양적 부담 존재,
KP 시장의
질적 성장 기대

- **리뷰** 2025년 KP 시장은 대내 정치 불안 및 대외 무역 갈등 등의 불안 속에서도 역대 최대 규모 발행량을 소화함과 동시에, 글로벌 크레딧 시장 강세에 힘입어 스프레드 축소세 지속. AI 산업 성장에 따른 한국 반도체 수출 호조, 그리고 성장률 반등 전망이 이를 뒷받침
- **전망** 최근 몇 년간 중단기물 발행이 많았던 만큼 2026~27년 만기 물량에 대한 부담 존재. 또한 대미투자기금 신설 시 최대 50억 달러 규모의 정부보증채 발행될 것. 다만, 정기적 발행과 명시적 지급보증으로 인해 KP 시장의 질적 성장의 계기가 될 가능성. 보증채무 부담 있으나, 현 국가 재정 건전성 수준은 동일 등급 대비 양호

원자재
금(Gold): 단기 조정
불가피하나 중장기
매력은 유효

- **리뷰** 국제유가는 지지부진한 흐름 지속. 미국의 러시아 석유 기업 제재에도 불구하고 여전히 시장은 공급과잉에 대한 우려로 하방 압력 계속되는 양상. 금 가격은 단기 급등에 대한 피로도, 안전자산 수요 약화로 인해 온스당 4,000달러를 하회하며 조정 국면 전개
- **전망** 국제유가는 우하향 흐름 지속될 것. 관세로 인한 경기 둔화로 원유 수요 회복 기대감 제한적인 가운데, OPEC+의 증산 기조가 지속되면서 공급 과잉 우려가 지배하는 시장 흐름 예상. 금 가격은 단기 차익실현 매물 출회는 불가피하나, 신흥국 중앙은행을 필두로 한 견조한 실물 금 수요 고려 시 우상향 기조 유효하다는 판단

자산별 리뷰 및 전망 요약

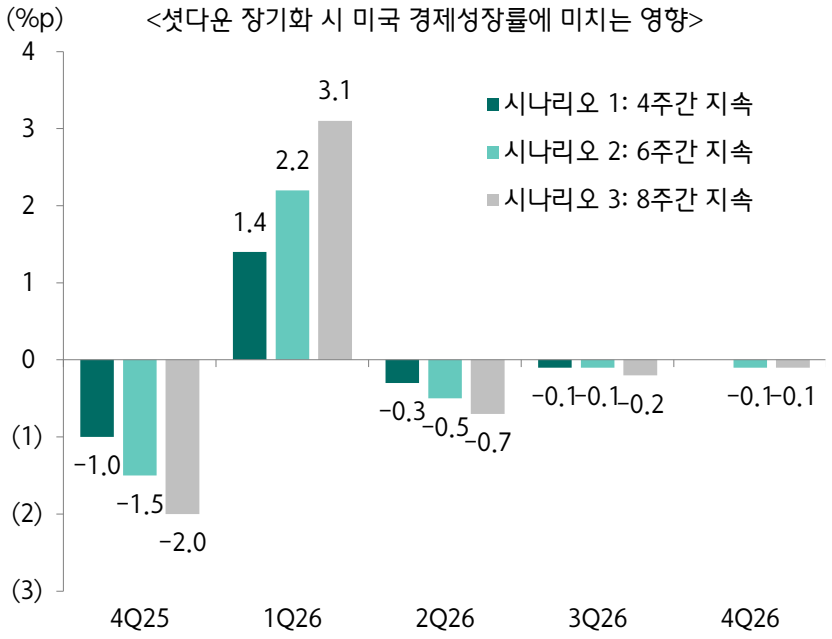
유망 ETF 4선

- **SMH** 글로벌 반도체 ETF. 매출의 50%가 반도체와 반도체 장비 생산 분야에서 발생하는 25개 기업들을 편입. 하이퍼스케일러 기업들의 Capex 모멘텀과 소버린 AI 구축 정책 기반의 실적 기대가 지속되는 영역
- **URA** 글로벌 우라늄 생산 기업에 시가총액 비중으로 투자하는 ETF. AI 확산에 따른 에너지 수급 불확실성이 심화되는 가운데, SMR(소형모듈원자로) 중심의 원전 수요 회복과 주가 모멘텀이 기대되는 영역
- **485540** 미국에 상장된 AI 핵심 10개 기업에 집중 투자하는 AI 테마 ETF. AI 상용화 확대, 반도체 중심의 소버린 AI·신제품 교체 수요 지속, 그리고 미중 수출 규제 완화 및 정책 모멘텀이 성장 기대를 뒷받침하는 구간
- **0083S0** AI 기술을 활용하여 진단, 치료, 모니터링 등 의료 과정의 효율화를 추구하는 미국 기업들로 구성. 정밀의료, AI 신약개발, 로봇수술 분야 등 인공지능과의 결합을 통해 폭발적인 성장이 기대되는 메디컬 AI 테마 포트폴리오

길어지는 깜깜이 장세, 미국 경기 하방 압력은 소폭 확대될 듯

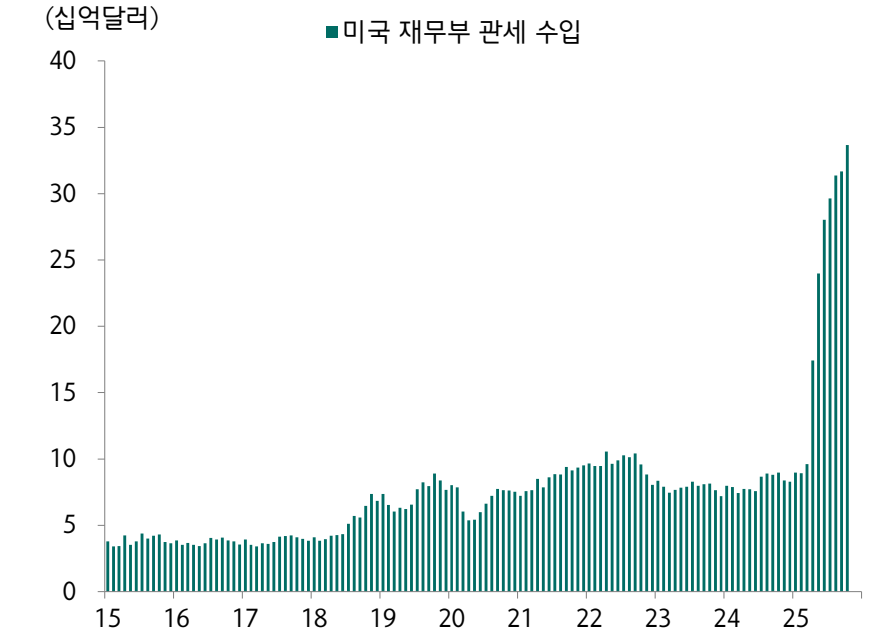
- 10/1부터 시작된 미국 셧다운이 장기화되면서 기존의 역대 최장 기록(35일)을 경신. CBO의 추산에 따르면, 셧다운이 6주간 지속될 경우 4분기 미국 경제성장률은 -1.5%p 하락할 것으로 예상. 미국 주식시장 호조에 따른 부의 효과 등을 감안한다면 견조한 소비경기가 하단을 지지해주겠지만, 정부지출 감소 및 저소득층 식비 지원(SNAP)의 집행 중단 등이 성장률을 일부 훼손할 가능성
- 경제지표 발표 지연으로 향방을 가늠하긴 어렵지만, 고용시장은 미국 기업들의 구인수요 약화 및 연방정부 인력 해고 등으로 하방 위험이 지속될 가능성이 높음. 9월 CPI는 전년비 3.0%를 기록했는데, 미 재무부의 관세 수입이 늘어나고 있는 만큼 생산자 및 수입업자들이 아직은 관세를 인내하고 있는 단계라고 판단. 관세 비용은 소비자물가에 서서히 반영되며 2026년 1분기 고점을 형성할 전망

시나리오별 셧다운 장기화 시 미국 경제성장률에 미치는 부정적 영향



주: 성장률은 전분기비 연율화(SAAR) 기준
자료: CBO, 하나증권

미 재무부의 관세 수입 증가: 누군가는 관세 비용을 부담하고 있다는 증거

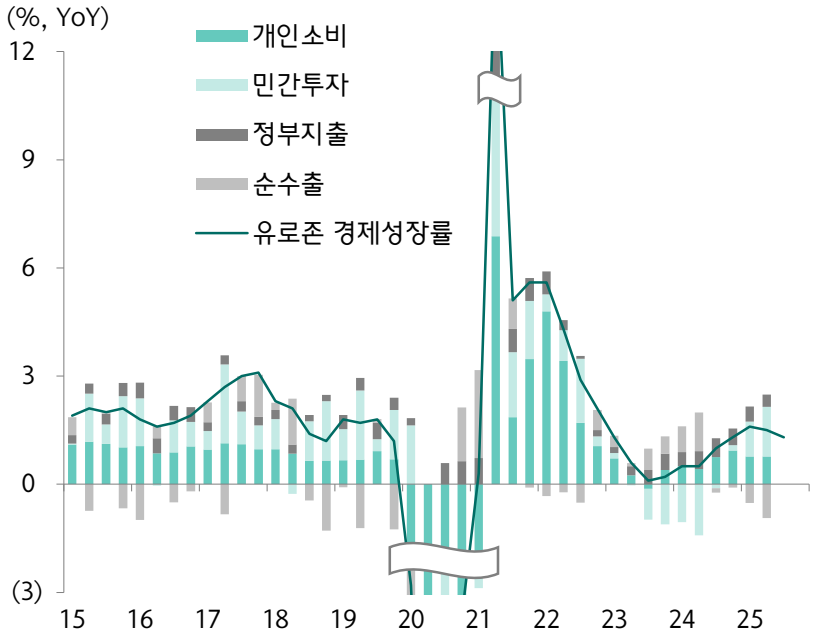


자료: Bloomberg, 하나증권

다가오는 2026년, 비미국 경제 모멘텀 반등에 주목

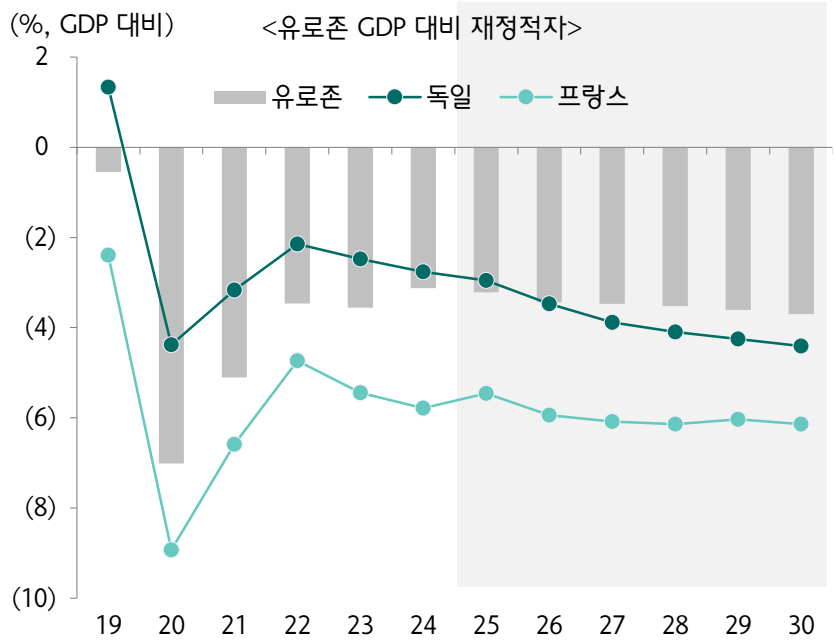
- 미국 경제와 달리, 유로존 경기는 완만한 회복세를 시현 중. 유로존 3분기 GDP는 전년비 1.3% 성장하며 작년 9월 이후 5개 분기 연속 1%대 성장률 기록. 개인소비 부문이 꾸준히 회복세를 보이는 가운데, 금융 여건과 높은 상관성을 가진 민간투자 부문의 기여도 확대가 도드라지고 있어, 누적된 ECB의 금리 인하 효과가 내수 경기의 온기로 반영되고 있는 국면이라고 판단
- 한편 4분기부터 독일의 3,500억 유로 규모 인프라 펀드 집행이 본격화되고, EC 차원의 방위비 증액과 프랑스 재정확대 등이 역내 성장률 제고를 뒷받침할 것. 잔존한 대외 불확실성에도 불구하고 유로존 경제는 내수 경기 회복세에 힘입어 서서히 반등할 것으로 기대

유로존 3분기 경제성장률은 전년비 1.3% 기록하며 성장폭 확대



자료: Thomson Reuters, 하나증권

주요국 재정적자 확대는 불가피하나, 성장률 제고 효과는 긍정적

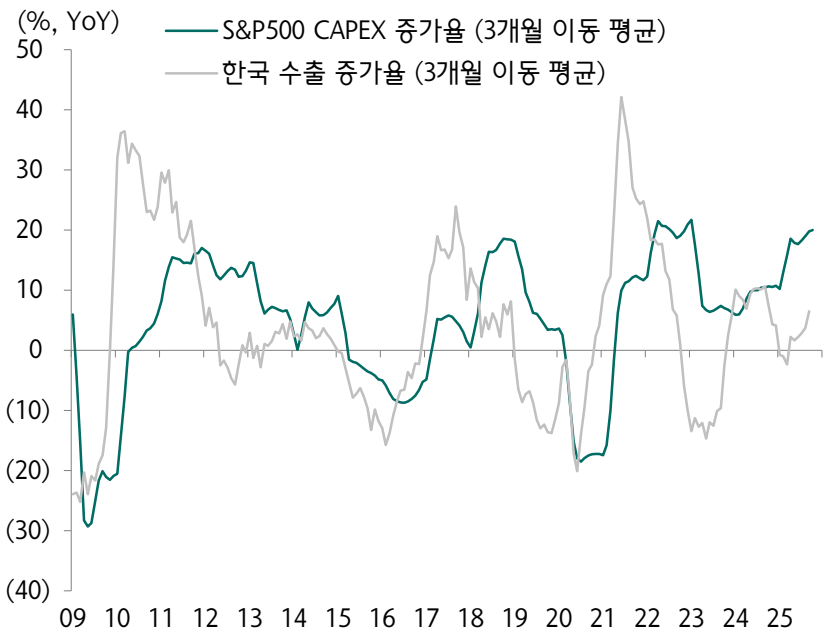


주: 2025년부터는 IMF 전망치 기준
자료: Bloomberg, 하나증권

국내 수출 증가율을 결정하는 중요한 변수: S&P500 투자 증가율 고려

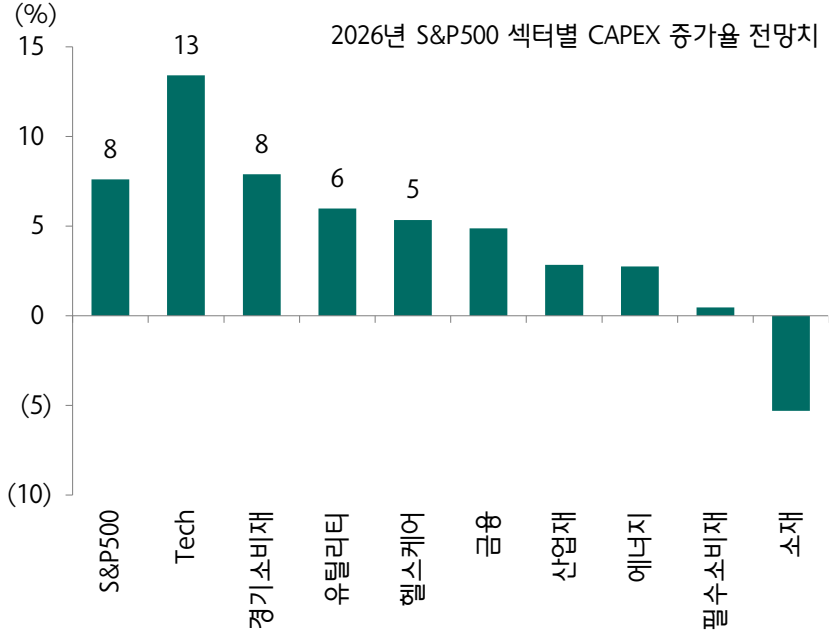
- 국내 시가총액 상위 업종은 반도체, 산업재, 2차전지 등과 같은 B2B 또는 수주 산업이기 때문에 글로벌 투자 경기사이클에 수출과 이익이 영향을 많이 받는 구조
- S&P500 내 2026년 CAPEX 증가율이 가장 높은 섹터는 Tech(13%)로 예상. S&P500 CAPEX가 국내 수출과 이익에 주는 영향은 여전히 클 것으로 판단

국내 수출 증가율을 결정하는 중요한 변수: S&P500 투자 증가율



자료: Bloomberg, Quantiwise, 하나증권

S&P500 Tech 섹터 투자 주도: S&P500 투자 증가 여부에 국내 수출은 여전히 영향을 많이 받을 것으로 판단

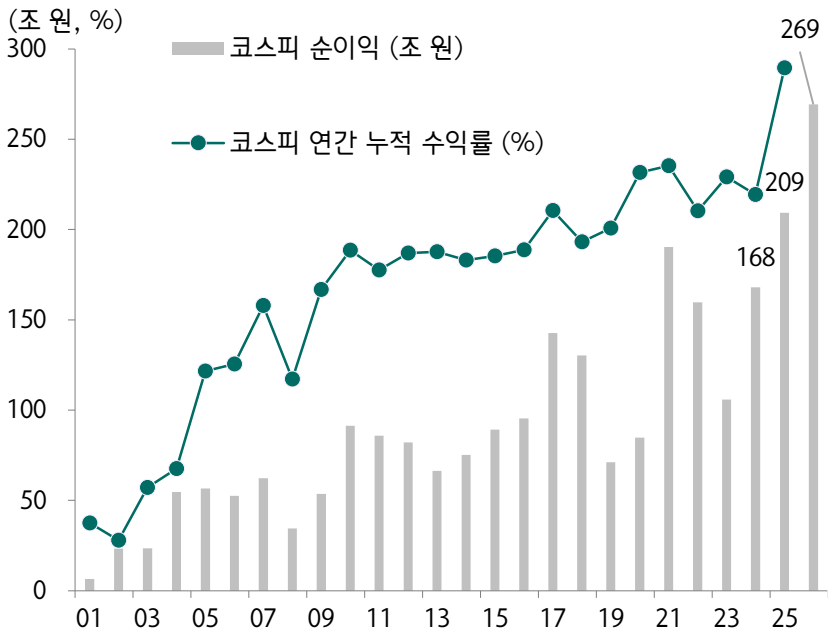


자료: Bloomberg, 하나증권

코스피, 2026년까지 3년 연속 이익 증가 기대 속 2026년 기대 수익률 14%

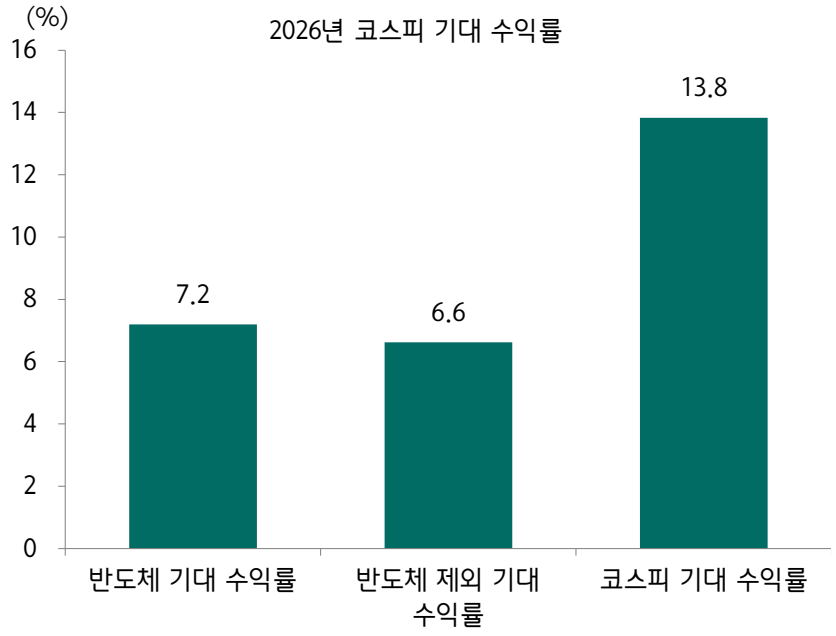
- 2026년 코스피 순이익 전망치 269조 원으로 전년 대비 28% 증가 예상
- 2024~26년까지 3년 연속 순이익 증가 전망
- 2026년 코스피 반도체 업종 기대 수익률 7.2% + 반도체 제외 업종 기대 수익률 6.6% = 코스피 기대 수익률 13.8%
- 현재 지수에 이를 적용 시 2026년 코스피 예상 4,650p

2026년까지 코스피 3년 연속 이익 증가 기대



자료: Quantiwise, 하나증권

2026년 코스피 기대 수익률 14%

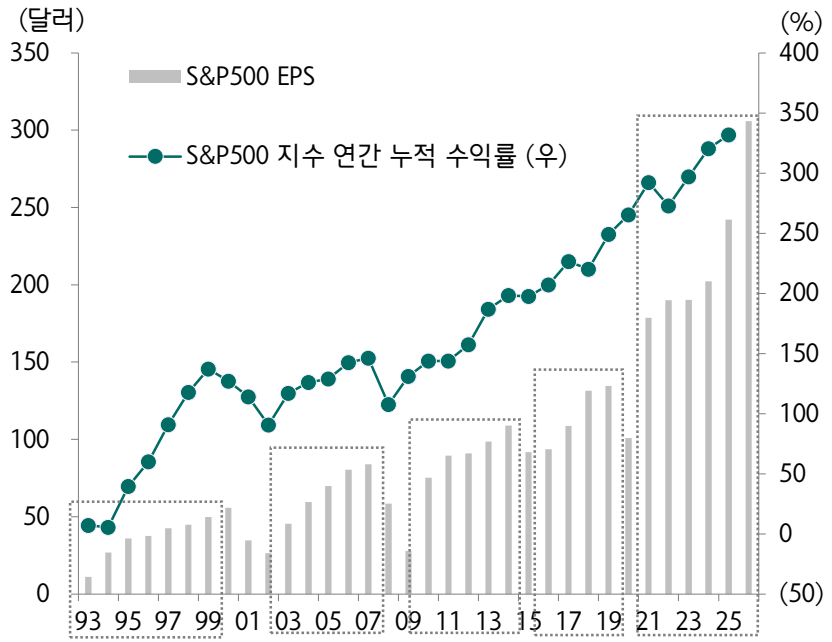


자료: Quantiwise, 하나증권

2026년까지 6년 연속 이익 증가가 기대되는 S&P500

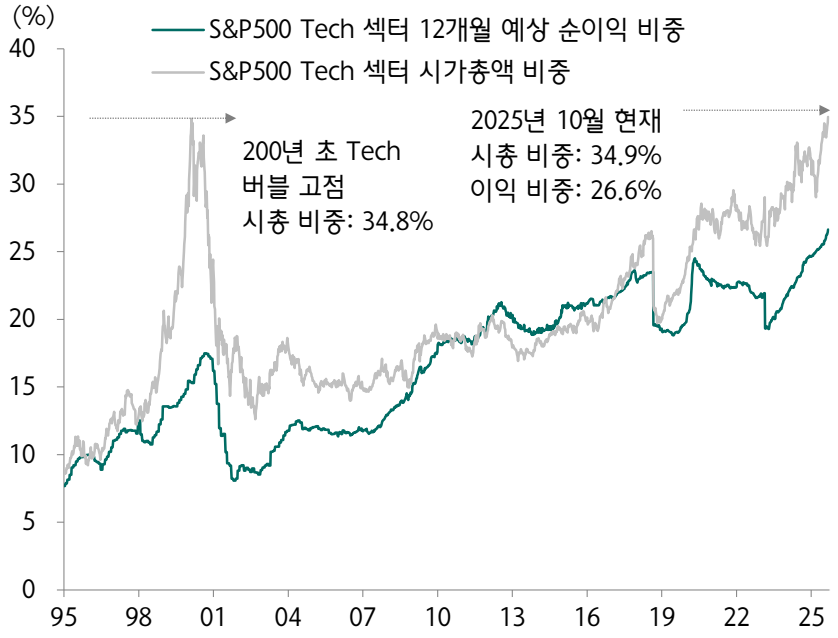
- 2026년 S&P500 지수 EPS 추정치 306달러로 전년 대비 26% 증가 예상, 6년 연속 이익 증가 기대
- 현재 S&P500 Tech 섹터의 시가총액 비중은 34.9%로 2000년 3월 초 34.8%보다 높은 사상 최고치 경신 중
- 현재 S&P500 Tech 섹터의 12개월 예상 순이익 비중은 26.6%로 사상 최고치 경신 중이며, Tech 버블 당시 고점 17.5% 대비 9%p나 높음

S&P500 지수, 2026년까지 6년 연속 이익 증가 기대



자료: Bloomberg, 하나증권

현재 S&P500 Tech 섹터 시총 비중 2000년대 초 Tech 버블 당시와 비슷한 수준. 그러나 이익 비중은 크게 높음

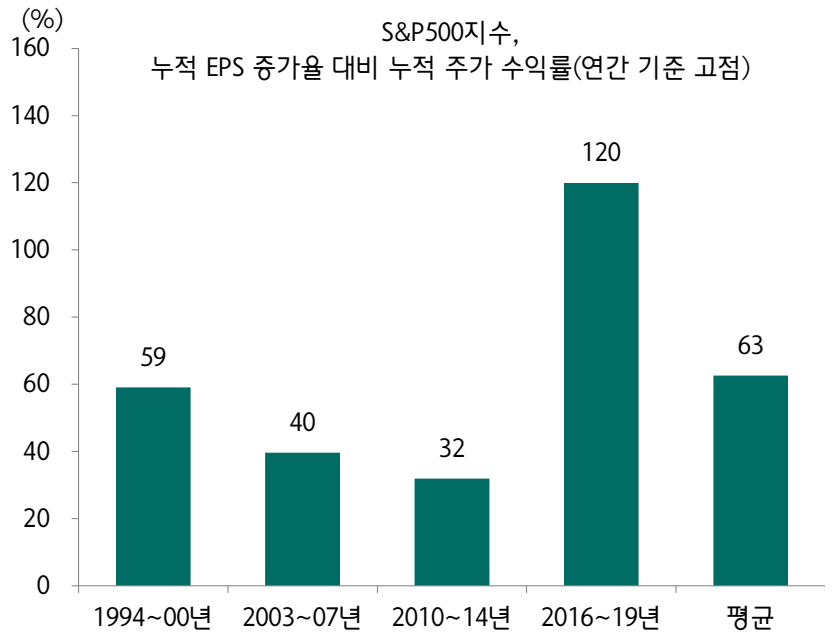


자료: Bloomberg, 하나증권

S&P500 지수 이익 증가율 대비 주가 수익률 비율 고려 시 2026년 기대 수익률 13%

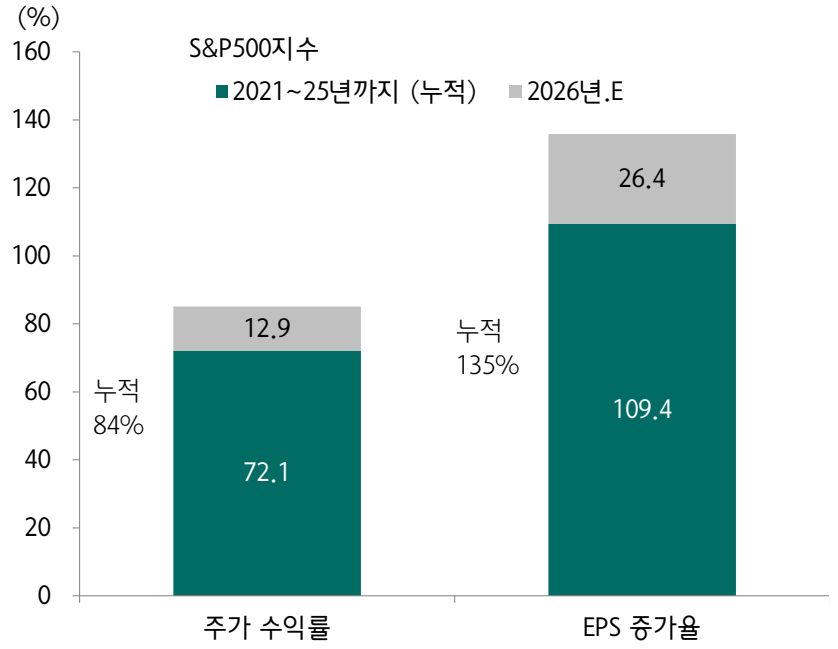
- 미국 증시 내 투자 아이디어 첫 번째, 주도주의 성장: 기존 주도주를 선별하는 과정에서 높은 가격 전가력을 기반으로 한 영업이익률 상승 또는 사상 최고치 경신 기업. S&P500 내에서는 엔비디아, 알파벳, 넷플릭스, 팔란티어, GE, 필립모리스, IBM, RTX 등
- 두 번째, 주도주의 탄생: 우수한 현금흐름을 기반으로 투자 확대가 매출 성장으로 이어질 수 있는 기업에도 관심을 가질 필요가 있음. S&P500 지수 내에서는 마이크로소프트, 애플, 아마존, 오라클, 애브비, AMD, 앱러빈, 우버 등

S&P500 지수 누적 이익 증가율 대비 누적 주가 수익률은 평균 63%



자료: Bloomberg, 하나증권

2026년 S&P500 기대 수익률: 고려 시 13%

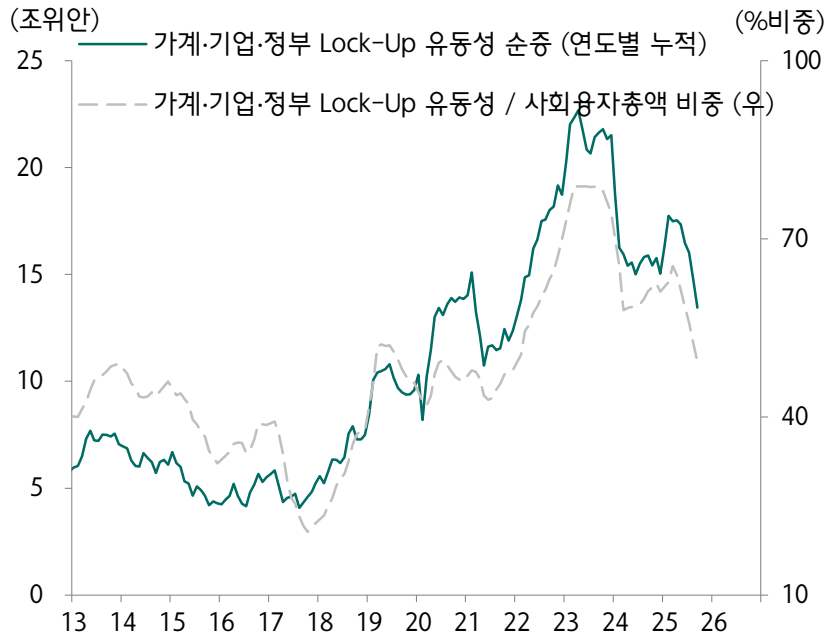


자료: Bloomberg, 하나증권

중국 공수전환, 이제 공격이다

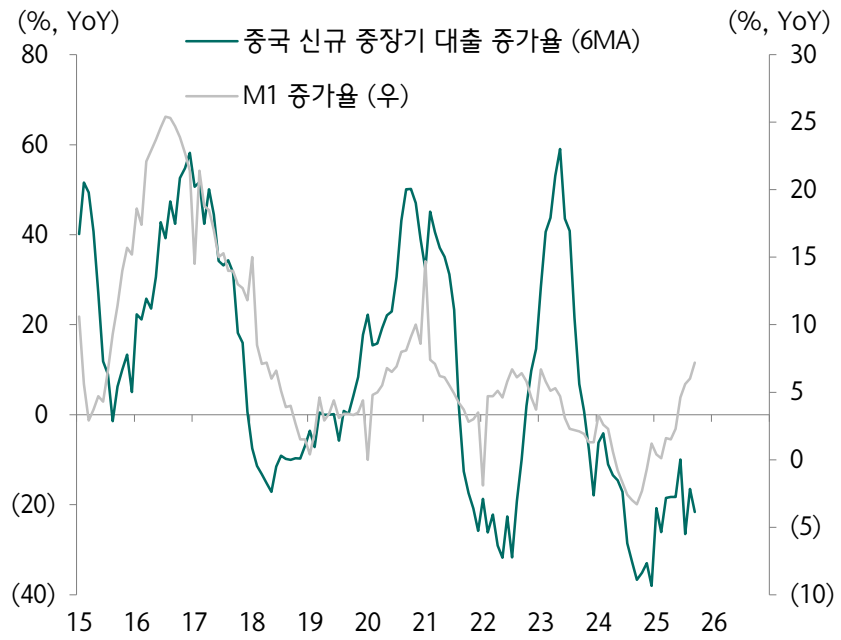
- 2026년 중국 자산 투자는 구조적-사이클 관점에서 더 공격적인 시각이 필요. 국가전략-산업 경쟁력-미중 관계 더 공격적인 포지션
- 2025년 성장모델 전환 후유증과 유동성 함정 탈출 조짐, 2026년에도 산업 고도화 성과, 미중 관계 자립 희망, 주식 시대 개막 반영
- 향후 5년간 국가 전략인 15차5개년 계획은 '산업-기술-내수' 중심의 능동적인 대응 강조하며 '추격자'에서 '선도자' 목표를 선언
- 2026년 미중 분쟁은 '관세 휴전'에서 '기술-전략안보' 분야로 전환, 단기 상호 '디리스킹' - 중장기 디커플링 과정 불가피

중국 가계-기업-정부 非유동화 자금(Lock-up 유동성) 추이



주: Lock-up 유동성은 가계/기업 정기예금, 정부 재정 예금의 합
자료: Wind, 하나증권

중국 2025년 M1(협의통화) 반등은 2026년 대출 반등으로 점차 연결



자료: Wind, 하나증권

중국 증시, 오랜만에 보니 잘생겨 보인다

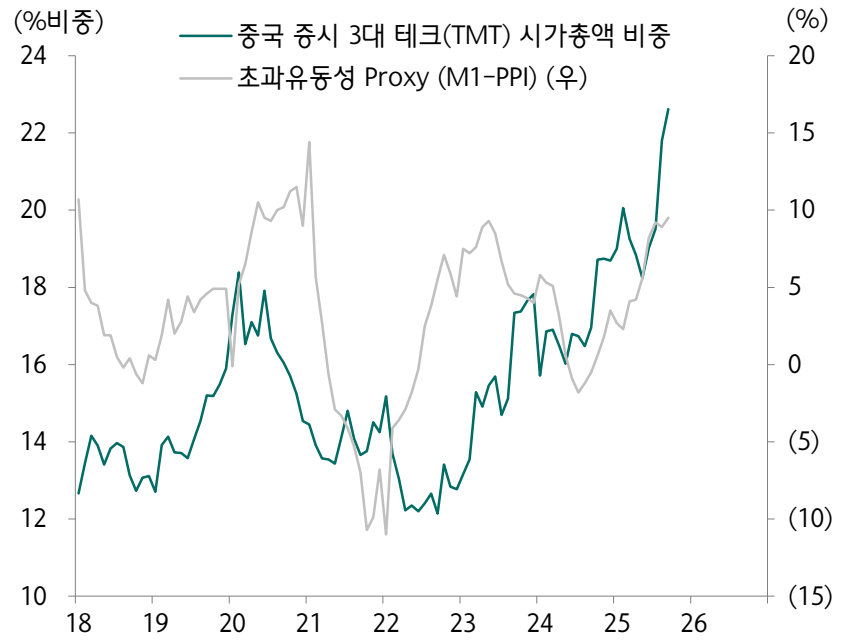
- 중화권 증시 강세장 1막인 유동성 장세의 정점은 1Q26 예상, 향후 6개월간 경기/이익 검증 부담 보다 유동성/산업 호재가 우위
- 다만, 10월 중화권 증시는 주요 지수의 단기 가성비 하락과 주도주 과속, 중장기 정책 이벤트로 인해 단기 상승 모멘텀 약화 예상
- CSI300과 항셍H지수 6개월 전망치 상단은 각 13%와 8% 상향, 다만 수급과 대내외 사이클을 감안해 10월은 홍콩 기술주 중심 대응
- 신흥국 증시 역시 단기 랠리 부담 가중, 환율 변동성 확대와 경기 부담 소화. 홍콩 > 인도 > 중국 > 대만 > 베트남 > 브라질 순 선호

중국 주요 경제 지표 전망 (2019년-2026년 예상치)

YoY%	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026 E
실질GDP	6.1	2.3	8.6	3.1	5.4	5.0	5.2	4.8
산업생산	5.7	2.8	9.6	3.6	4.6	5.8	6.2	5.8
서비스업생산	6.9	0.0	13.1	(0.1)	8.1	5.2	5.9	6.0
고정자산투자	5.4	2.9	4.9	5.1	3.0	3.2	(0.5)	3.0
소매판매	8.0	(3.9)	12.5	(0.2)	7.2	3.5	4.5	4.7
수출(달러)	0.5	3.6	29.6	5.6	(4.7)	5.8	6.1	2.0
수입(달러)	(2.7)	(0.6)	30.1	0.7	(5.5)	1.0	(1.1)	1.0
실업률 (%)	5.2	5.2	5.1	5.5	5.1	5.1	5.2	5.2
CPI	2.9	2.5	0.9	2.0	0.2	0.2	(0.1)	1.0
PPI	(0.3)	(1.8)	8.1	4.1	(3.0)	(2.2)	(2.8)	0.5
사회융자총액	10.7	13.3	10.3	9.6	9.5	8.0	8.7	9.0
M2	8.7	10.1	9.0	11.8	9.7	7.3	8.4	8.6

주 : 초록음영은 전년대비 반등 의미. 2025년은 1/4-3/4분기 기준, 2026년은 당사 전망치
자료: Wind, 하나증권

중국증시 3대 테크 업종 시가총액 비중 vs 초과 유동성 Proxy (M1-PPI)

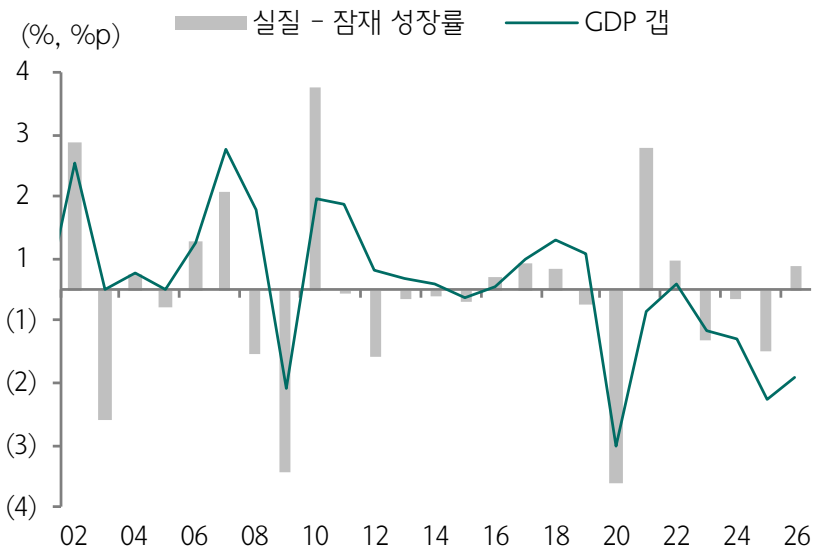


자료: Wind, 하나증권

기준금리 인하 사이클은 끝나지 않았다

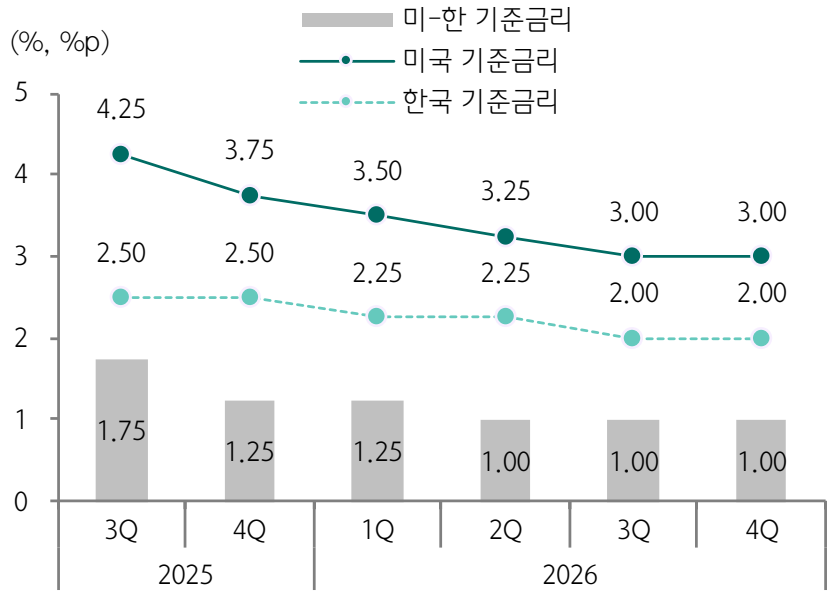
- 한국의 경기 사이클은 2025년 상반기에 바닥을 찍고 회복하는 추세. 부동산과 환율 등 금융안정 요인까지 고려하면 기준금리는 연내 동결. 2026년 1분기 1회 인하 후에도 상당 기간 동결이 예상
- 그러나 기준금리가 중립 수준에 머물고 재정정책의 부양 효과도 약화되면서 하반기 성장률의 회복 모멘텀이 약화될 위험. 한은이 GDP 갭 (-)에 대응해 인하 사이클이 8월에 재개되고, 국고채 10년 금리는 그보다 앞서 2~3분기에 2.6%대까지 하락할 전망

실질 성장률이 잠재 성장률을 상회하더라도, GDP 갭은 (-)



자료: OECD, LSEG, 하나증권

한미 기준금리 전망. 미국과 금리 격차 축소되면서 인하 여력 확대

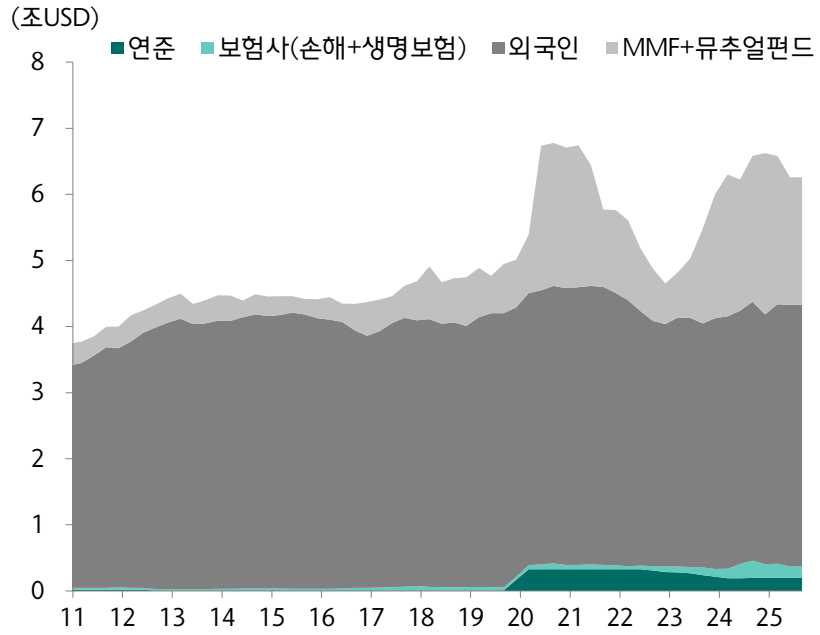


자료: 하나증권

연준과 재무부의 공조

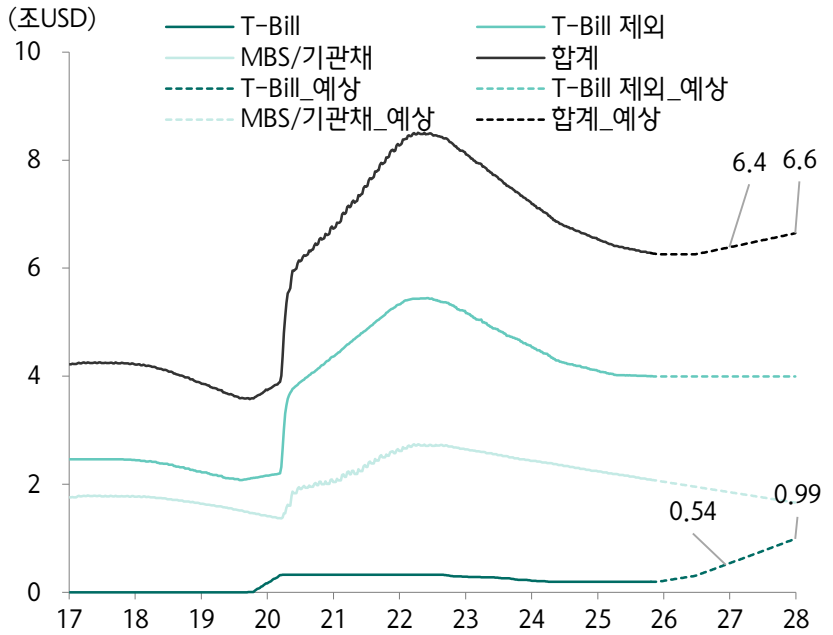
- 재무부가 내년 단기채 발행 확대를 시사한 점은 시장에 공급 부담 요인. 하지만 연준이 잠재적 매수 주체로의 역할을 하며 부담을 완화시킬 것. SLR 규제 완화로 은행들의 국채 보유 부담이 축소된 점과 스테이블코인 성장에 따른 단기채 추가 수요도 고려할 필요
- 연준의 단기채 보유 규모를 추정. 1) MBS 만기 회수 분을 단기채에 재투자 2) 경제 성장에 따른 비지준 항목 증가에 대응해 단기채 매입 시 우호적인 수급 재료로 작용할 전망. 연준의 단기채 보유량은 현재 $1,950억에서 26년 말 $5,400억까지 확대될 것으로 예상

9월 FOMC 점도표: 연내 3차례 인하 시사



자료: FRB, 하나증권

셧다운에도 당분간 미국채 10년물 4% 하회 가능성 낮음

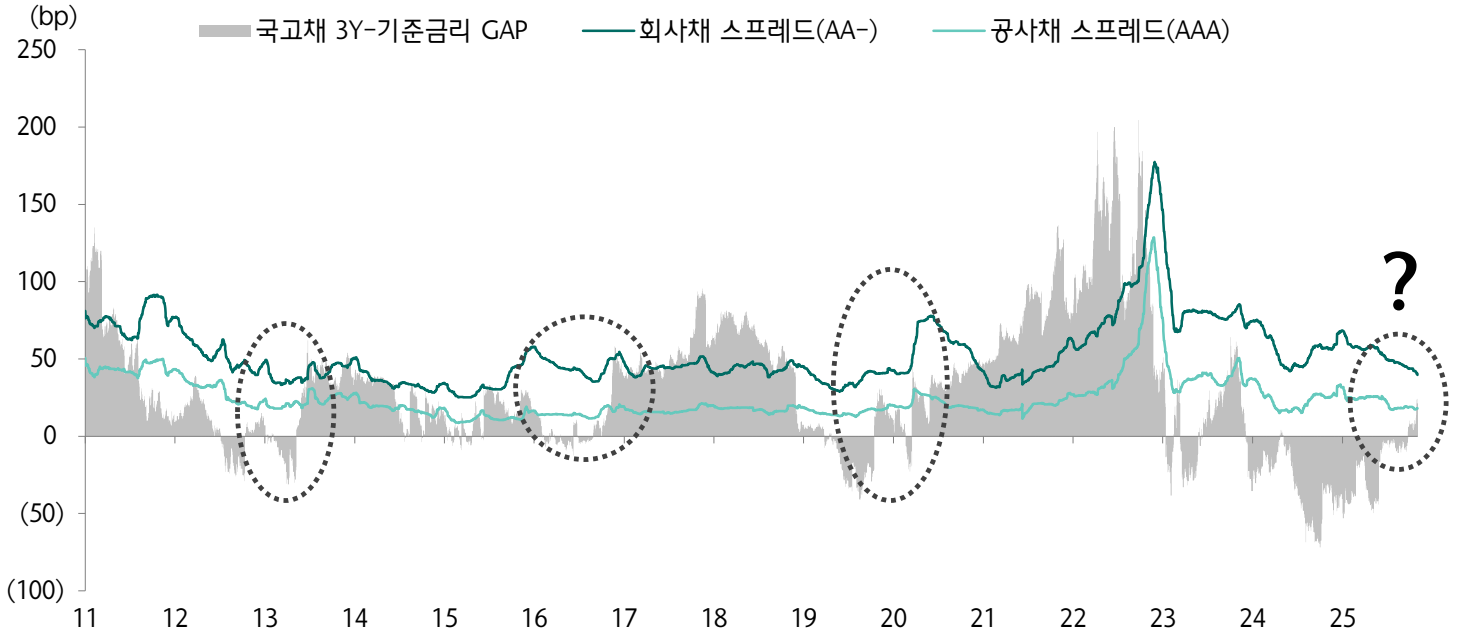


자료: FRB, 하나증권

올라오는 국고캐리

- 과거 시장금리(국고채)가 기준금리와의 역전이 해소되었던 시기, 신용 스프레드 또한 상승 압력
- 현재 절대 신용 스프레드 레벨이 부담스러운 수준까지 하락한 점 또한 부담 요인
- 역캐리 상황이 다시 재현되지 않는 이상 신용 스프레드 상승 압력 불가피

국고채-기준금리 갭 vs. 신용스프레드

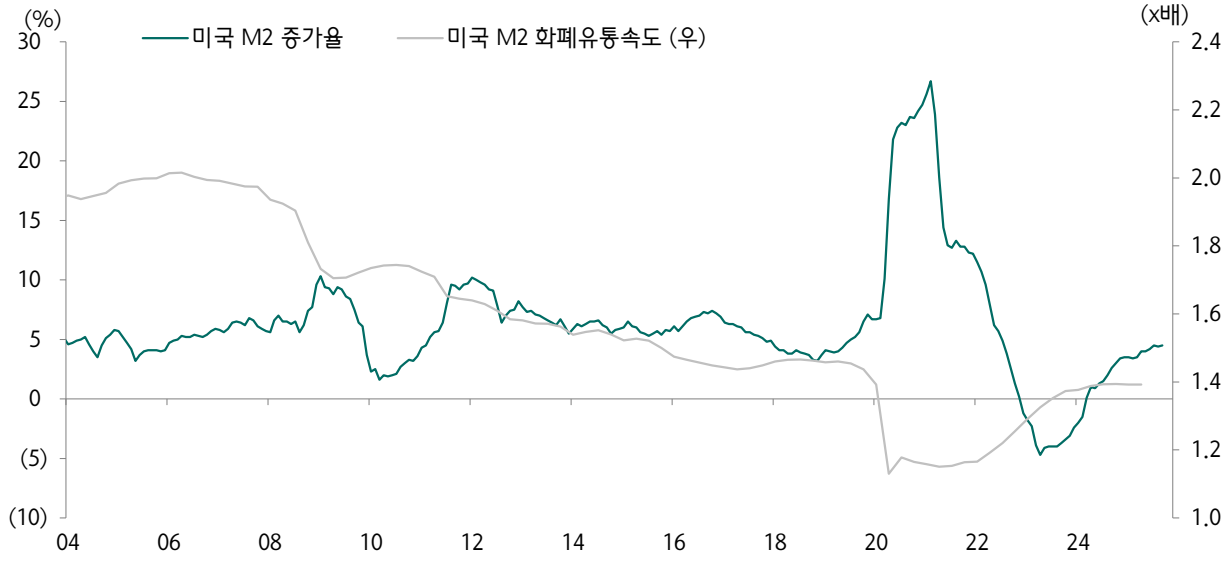


자료: 인포맥스, 하나증권

속도에서 균형을 향해

- 프라이빗 크레딧은 단기간에 신용공급의 핵심 축으로 부상했으나, 속도 대비 제도적 장치가 미흡
- 경쟁 심화 속 Cov-lite 대출이 확산되며 동일 자산의 중복 활용을 통한 유동성 팽창이 진행 ▷ 속도 중심의 팽창
- 그러나 2026년 신용시장은 다시 '속도에서 균형으로' 전환되는 시기. 우선은 정책 완충이 단기적 안정을 지지할 전망
- 다만 정책 모멘텀 약화 시 Cov-lite · NAV Loan 기반 구조적 취약성이 재부각될 것
- 은행–NDFI–Private Credit 간에 형성된 신용 순환으로 리스크가 다시 은행권으로 회귀
- 중소은행은 시스템 내 마지막 완충층이자 국소적 신용 불안의 진원지가 될 가능성이 높고, 이러한 사태는 충분히 일어날 수 있음

미국 유동성 속도와 증가율



✓ 현재 화폐의 유통속도는 최근 5년래 최고치까지 확장

✓ 정점을 확인하는 분위기나 정책 수혜로 급격하게 악화될 가능성은 제한

✓ 05~06년 사례를 경계하는 이유: 당시에도 신용 버블기. 속도가 빠르게 회전하며 위험이 유동성에 녹아 확산.

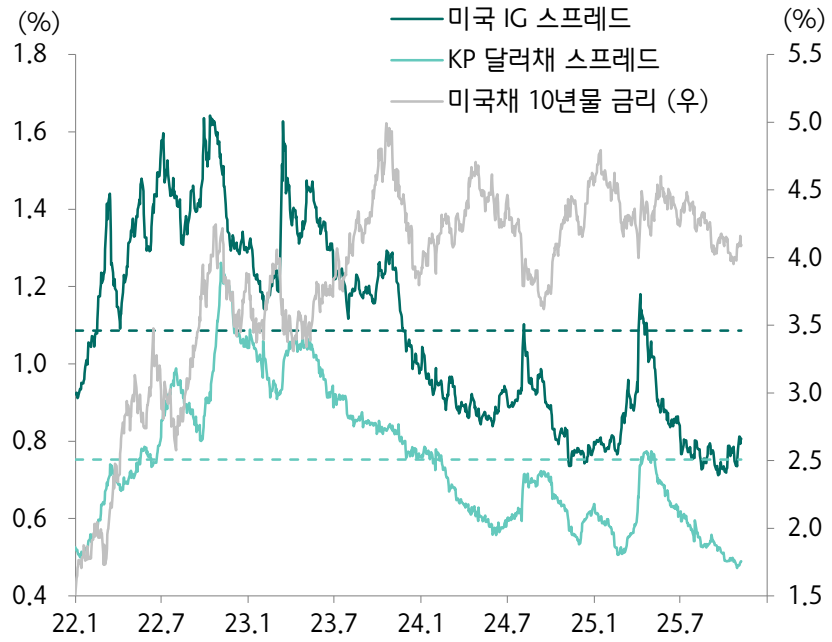
✓ 07~08년 속도 둔화 시, 신용은 순식간에 경색되었음을 경계

자료: Bloomberg, 하나증권

양적 부담 존재, KP 시장의 질적 성장 기대

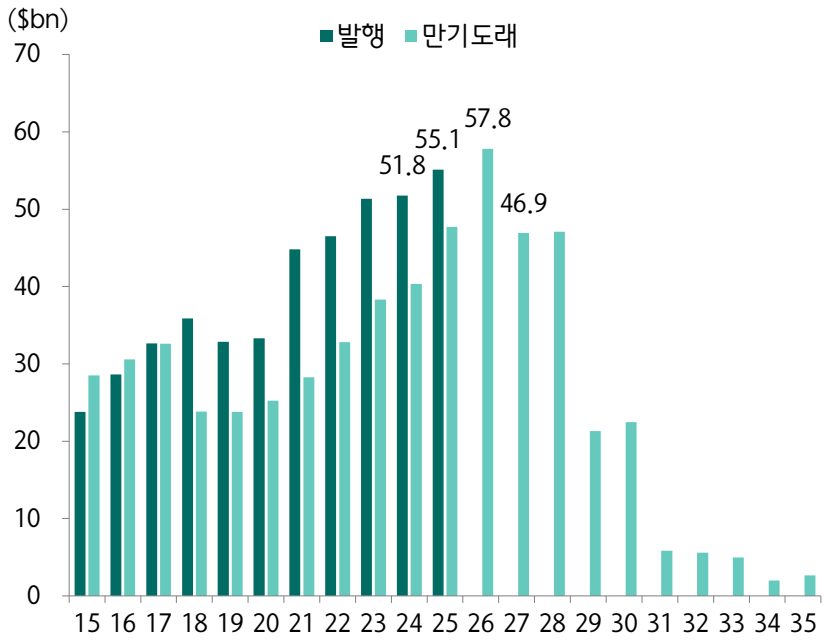
- 2025년 KP 시장은 대내 정치 불안 및 대외 무역 갈등 등의 노이즈 속에서도 역대 최대 규모 발행량을 소화. 동시에, 글로벌 크레딧 시장 강세에 힘입어 스프레드 축소세 지속. AI 산업 성장에 따른 한국 반도체 수출 호조, 그리고 성장률 반등 전망이 이를 뒷받침
- 최근 몇 년간 중단기물 발행이 많았던 만큼 내년 만기 물량에 대한 부담 존재. 이와 더불어 대미투자기금 신설 시 최대 50억 달러 규모의 정부보증채(기금채)가 발행될 가능성. 다만, 정기적 발행과 명시적 지급보증으로 인해 KP 시장의 질적 성장의 계기가 될 수 있음
- 국가보증채무 증가 부담이 있으나, 현재 국가 재정 건전성 수준은 동일 등급 대비 양호. 단기적인 수급발 조정 시 투자 적기가 될 전망

달러 크레딧 스프레드 추이: 높아진 가격 부담



주: 각 점선은 2022년 이후 평균 레벨
자료: Bloomberg, 하나증권

금리 인하 사이클 가운데 차환 물량 증가 예상 → 스프레드 확대 압력

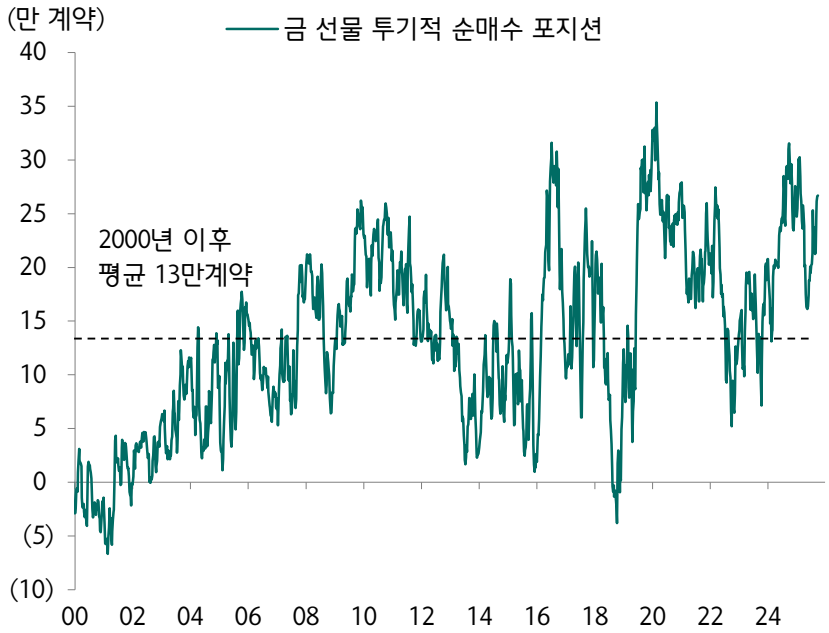


주: USD 이외 통화는 발행 당시 환율로 USD 환산
자료: Bloomberg, 하나증권

금(Gold): 단기 조정 불가피하나 중장기 매력은 유효

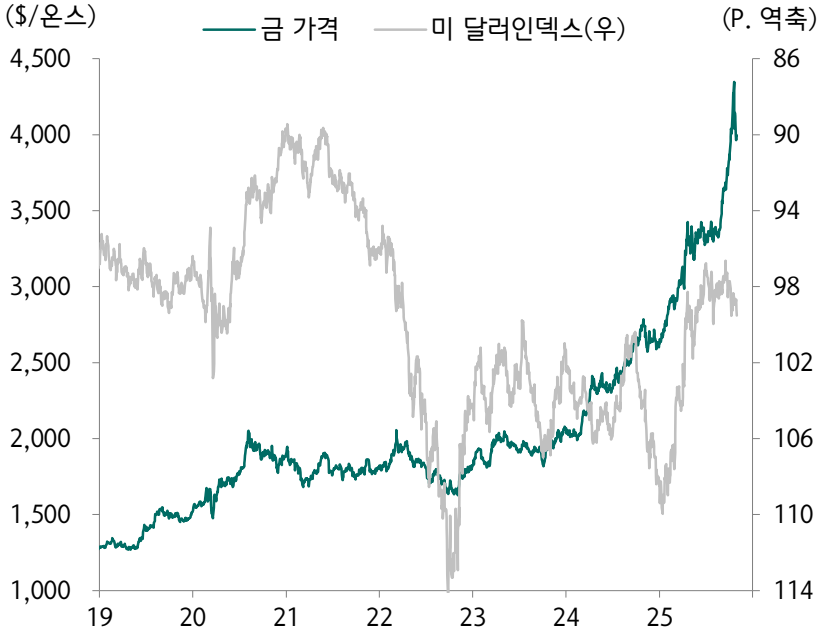
- 금 가격은 사상 최고치를 기록 후 차익실현 매물 출회되면서 단기적인 조정 장세에 진입. 금 선물 투기적 순매수 포지션이 장기평균 대비 2.5배 이상 급증한 만큼 단기 급등에 대한 피로도가 누적된 탓. 안전자산 수요가 일부 약화된 점도 금값 조정 요인으로 작용
- 가격 부담이 심화된 만큼 일시적인 조정 국면은 불가피하다는 판단. 다만 신흥국 중앙은행들을 중심으로 탈달러화 움직임이 가속화 되고 있어 실물 금 수요가 견조한 수준을 유지하며 금 가격 하단을 지지해줄 것. 또한 미 연준이 12월 FOMC에서 25bp 금리 인하를 단행할 것으로 예상되는 만큼 미 달러 가치가 상승분을 반납하며 금 가격 반등을 유도할 수 있다는 판단. 중장기 우상향 방향성 유효

단기 급등에 대한 피로도 누적. 금 선물 투기적 순매수 포지션은 급증



자료: Bloomberg, 하나증권

강달러가 되돌려지는 국면에서 금값 수혜를 기대해볼 수 있을 것

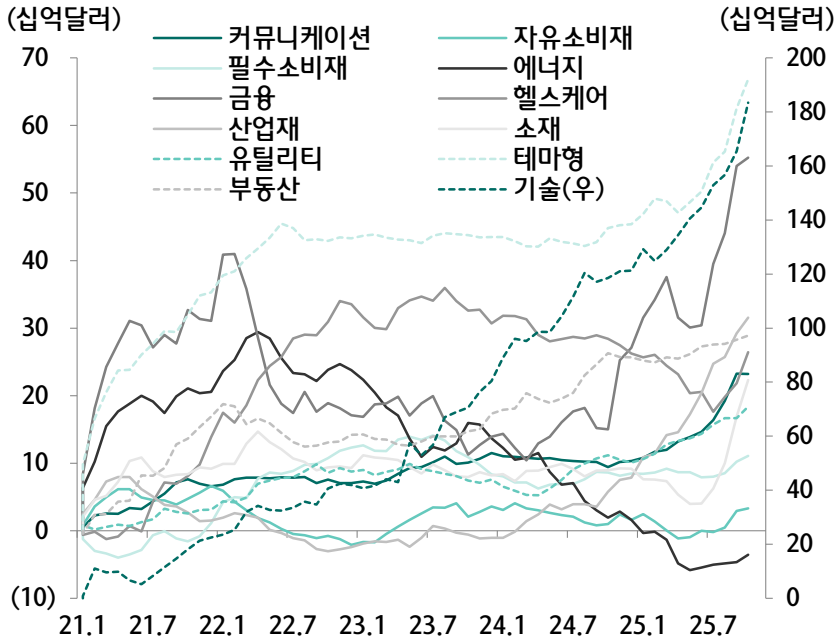


자료: Bloomberg, 하나증권

경제 부담 지속. 실적 기반의 AI 주도주 우위 흐름 지속될 전망

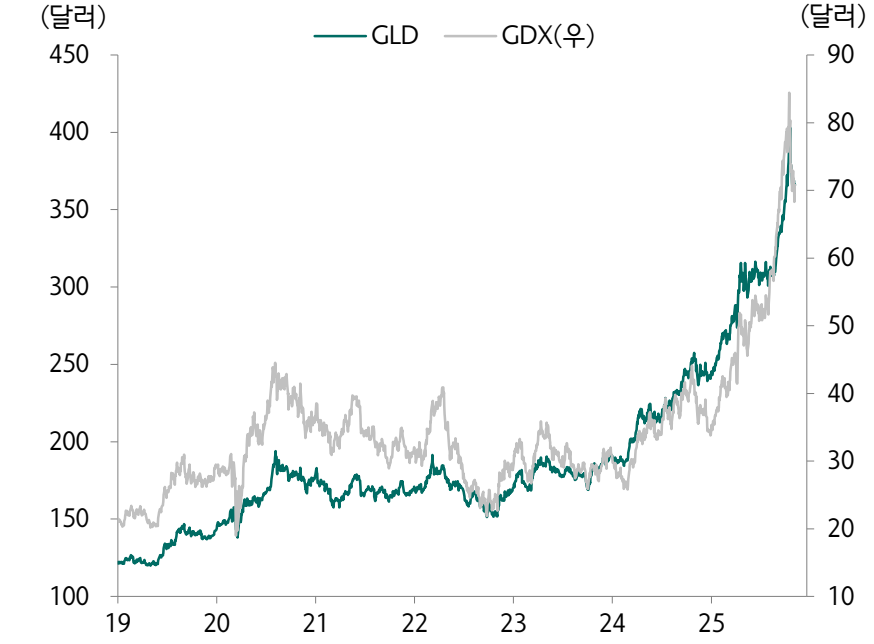
- 버블론이 꾸준히 반복되고 있으나 실적 추정치 상향 추세가 지속되고 있어 분위기 전환 기대는 여전히 유효. 금리인하 기대 재개 및 셧다운 종료, 밸류에이션 부담 완화 흐름이 방향성을 돌려놓게 될 전망
- 전반적인 경제, 금융시장 환경 고려 시 여전히 실적 모멘텀이 뒷받침되는 Tech(AI) 산업. 추가 금리인하는 가능하겠으나, 인플레이션 환경과 재정 불안 고려 시 실적 기반의 AI 테마 중심 시장 주도 흐름 유지될 것. 관련 ETF 포트폴리오 통한 시장 대응 필요
- SMH와 URA, 485540/0083S0(한) 중심의 포트폴리오 구성. 화폐가치 훼손 가능성과 경기둔화 우려, 실적 모멘텀 고려한 선택

절대 레벨 상승에 의한 부담에도 Tech에 집중되는 ETF 섹터별 자금 흐름



자료: Bloomberg, 하나증권

금(GLD)보다 GDX, 화폐가치 절하 현상을 적극적으로 반영



자료: Bloomberg, 하나증권

실적과 정책 모멘텀 고려한 ETF 포트폴리오 구축

국내 ETF

종목	투자 포인트
KODEX 미국AI테크 TOP10 (485540)	• 미국에 상장되어 있는 AI 관련 핵심기업 10개 종목에 집중 투자하는 종목. AI 기술을 적용한 서비스를 개발하거나 AI를 비즈니스에 적극적으로 적용시키고 있는 Magnificent7와 AI5 기업들에 집중하는 테마 ETF • 상용화의 영역 확장이 지속되고 있으며, 반도체를 중심으로 소버린 AI, 신제품 교체 수요들이 꾸준히 확인되고 있는 상황. 중국 수출 규제 완화와 트럼프 정부의 AI 육성 정책 모멘텀도 긍정적
1Q 미국 메디컬 AI (0083S0)	• AI 기술을 활용하여 진단, 치료, 모니터링 등 의료 과정의 효율화를 추구하는 미국 기업들로 구성하는 ETF. 정밀의료, AI 신약개발, 로봇수술 분야 등 인공지능과의 결합을 통해 폭발적인 성장이 기대되는 메디컬 AI 산업 테마 포트폴리오 • 미국 증시에 상장된 제약, 의약품, 의료장비, 진단검사 등의 산업에 속하는 기업들 가운데 유동성 조건을 충족시키는 기업들을 유니버스로 선정
WON 미국빌리어네어 (489290)	• 미국 최상위 억만장자들이 보유하고 있는 주식들로 구성하는 패시브 ETF. 미국에 상장된 주요 우량주 중심의 포트폴리오 • Tech, 임의소비재, 커뮤니케이션, 금융, 필수소비재의 5개 업종이 포트폴리오의 90% 이상 비중을 차지. 브로드컴, 테슬라, 알파벳, 아마존, 월마트, 마이크로소프트, 엔비디아 등 50개 우량 종목으로 구성
에셋플러스 글로벌플랫폼 액티브 (407830)	• 대체불가능한 비즈니스 모델을 영위한 해외 플랫폼 기업들로 포트폴리오를 구성하는 액티브 ETF • 전문화와 분업화 가운데 각 분야에서 우위를 보이는 기업들을 편입. 테슬라와 구글, 샤오미, 마이크로소프트, TSMC, 텐센트 등이 주요 구성 종목

Global ETF

종목	투자 포인트
SMH (글로벌 반도체)	• SMH는 MVIS 미국 상장 반도체 25 지수를 추종하는 대표 글로벌 반도체 ETF. 매출의 50%가 반도체와 반도체 장비 생산 분야에서 발생하는 25개 기업들을 편입. AI 기반의 실적 기대가 지속되는 영역. NVIDIA와 TSMC를 비롯해 상대적으로 높은 Cap Rate로 집중도 높아지는 특징 • 하이퍼스케일러 기업들 중심의 투자 모멘텀 지속 영역. 주요국 정부들의 소버린 AI 구축 모멘텀도 확산 중. 규모의 경제에 의한 경쟁력과 시장점유율이 높은 상관 관계를 보이고 있어 여전히 성장 기대 유효한 영역
SHLD (미국 방산기술 주식)	• 전통 방산기업들과 더불어 AI, 증강현실/가상현실, 사물인터넷, 사이버 보안, 연료시스템 등 첨단 군사 기술에 중점을 둔 기업들로 포트폴리오를 구성 • 각국 정부들이 국방 예산을 증액하는 과정에서 수혜 전망. 미 국방부의 사이버보안 및 디지털 전환 정책에 힘입어 견조한 수급 모멘텀 기대
URA (미국 우라늄 주식)	• 글로벌 우라늄 생산 기업을 시가총액 가중치에 따라 편입하는 ETF • AI 산업 성장에 따른 전력 소모 증가, 탄소중립 압박, 지정학적 리스크 등 에너지 수급 불확실성이 지속되는 가운데, 비용 대비 효율이 높은 원전 수요가 재개되고 있는 상황. SMR(소형모듈 원자로)을 중심으로 원전 테마의 주가 모멘텀 기대 유효
QGRO (미국 퀄리티 성장주)	• 성장성과 퀄리티를 함께 갖춘 중대형주로 구성된 ETF • 펀더멘털 퀄리티에 대한 해석 변화 과정과 정책 방향성 전환 기대가 맞물리면서 시장 변동성이 확대될 경우, 상대 우위의 주가 흐름 유지 가능 전망. 국면 변화 가운데 견고한 추세 이어갈 것으로 기대

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.