2026 RESEARCH FORUM

하나TV
하나증권

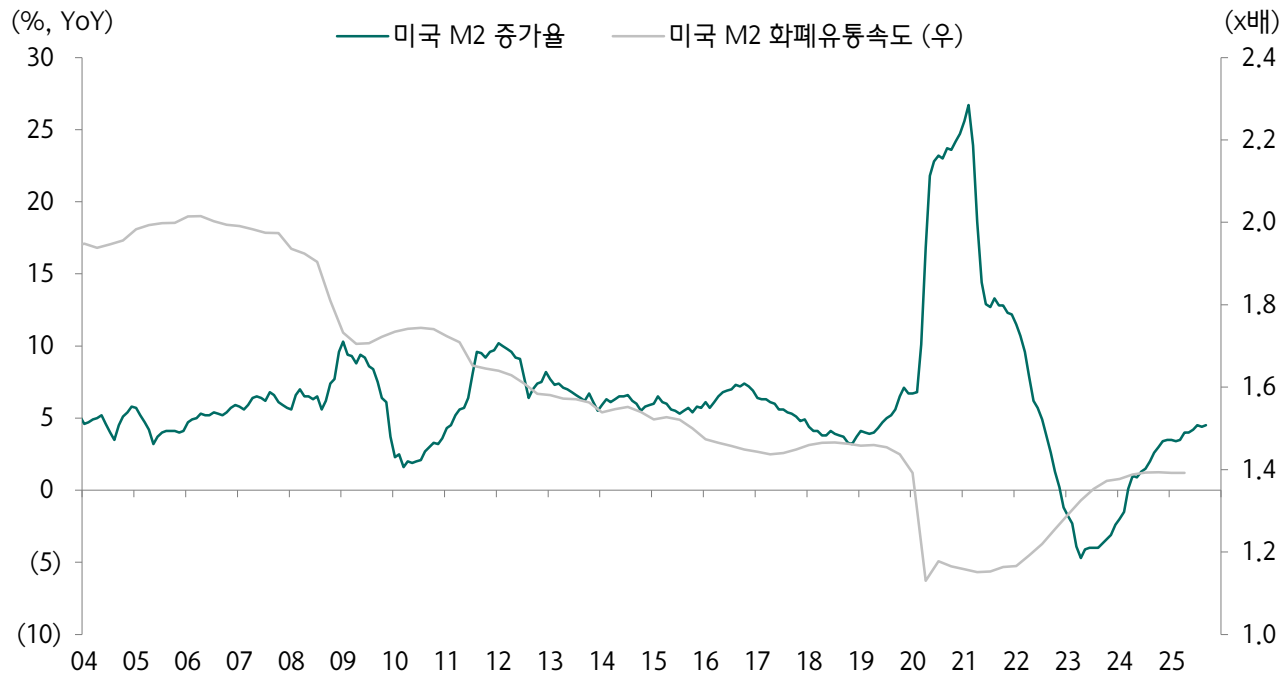
자산배분 전략 | 자산배분/해외크레딧 이영주

속도의 정점에서 균형을 묻다
(Adios, 빠른 돈의 시대)

하나증권

속도의 정점에서 균형을 묻다

- 2025년은 '속도의 유동성'이 시장을 지탱. 특히 미국은 非은행 중심의 신용 팽창이 자금 순환 속도를 극대화하며 유동성이 팽창함
- 2026년은 '비동조적 팽창'의 시대. 모두 각자도생을 위한 팽창 국면으로 진입 시도 (美의 속도 팽창 Vs. 주요국은 시간을 벌며 부채 연장)
- 전환점으로의 진입이 예상되는 만큼 미국 내외 균열과 리스크를 점검할 필요



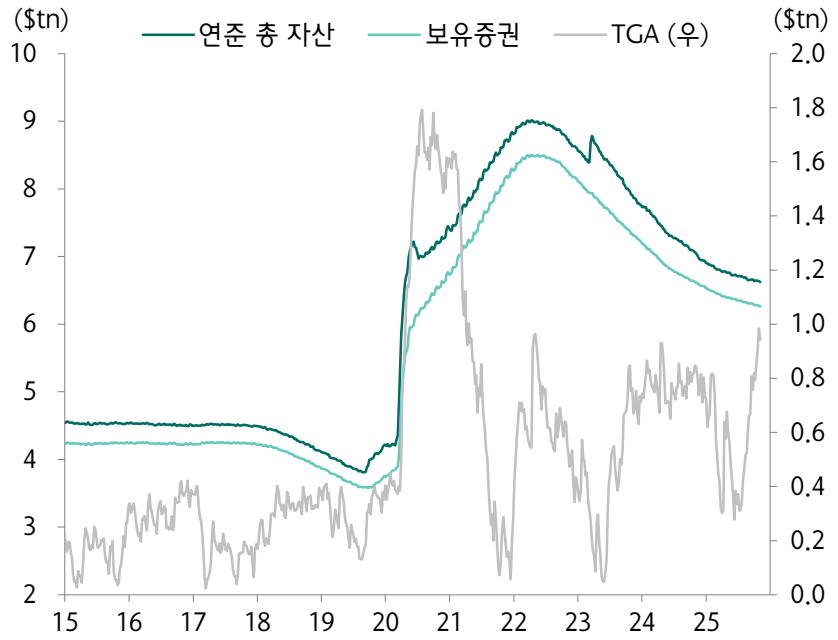
- ✓ 현재 화폐의 유통속도는 최근 5년래 최고치까지 확장
- ✓ 정점을 확인하는 분위기나, 정책 수혜로 급격하게 악화될 가능성은 제한
- ✓ 05~06년 사례를 경계하는 이유: 당시에도 신용 버블기. 속도가 빠르게 회전하며 위험이 유동성에 녹아 확산
- ✓ 07~08년 속도 둔화 시, 신용은 순식간에 경색되었음을 경계

자료: Bloomberg, 하나증권

속도의 팽창 시대

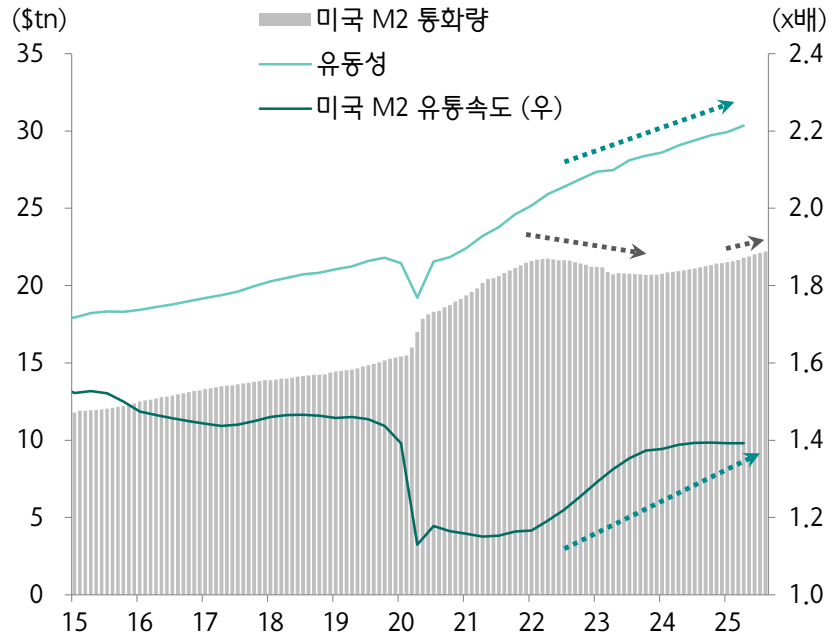
- 25년 미국의 명목 유동성은 축소되었으나 실질 유동성은 확대 ▷ '양'이 아닌 '속도'가 유동성 팽창을 견인해 옴
- 연준 QT 지속 · RRP 소진 · 지준 감소 · TGA 확대에도 M2는 늘어났으며 속도 (Velocity)는 1.45x까지 확대
- 민간 신용 창출이 중앙은행 유동성을 대체하며 시장 순환을 강화한 영향

QT 지속 및 TGA 확대



자료: FRB, 하나증권

M2 증가와 높아진 유동성 속도

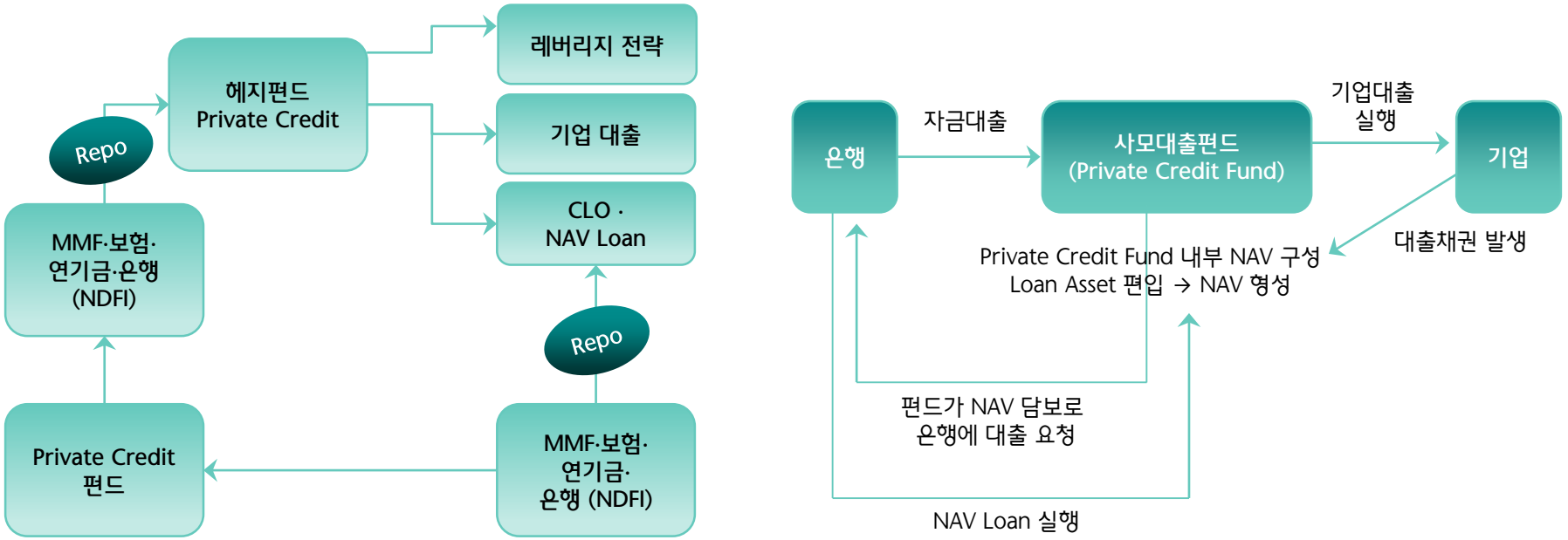


자료: FRB, Bloomberg, 하나증권

비은행 팽창과 신용의 다중회전 구조

- 은행권 규제 강화로 非은행 금융기관 (사모대출)이 주요 유동성 공급원으로 부상
- 이들 자금은 은행 (우회대출) · MMF · 연기금 · 보험사 자금을 기반으로 신용의 다중회전 구조를 형성하면서 레버리지가 급속 팽창함
- MMF · 은행 (NDFI) · 기관자금 → 사모대출 → 기업대출 · CLO · NAV Loan → 은행·기관 재투자 → 사모대출 → 은행

신용의 다중회전 구조 (중앙은행 유동성과 무관한 '시장 내 회전력' 형성)



자료: 하나증권

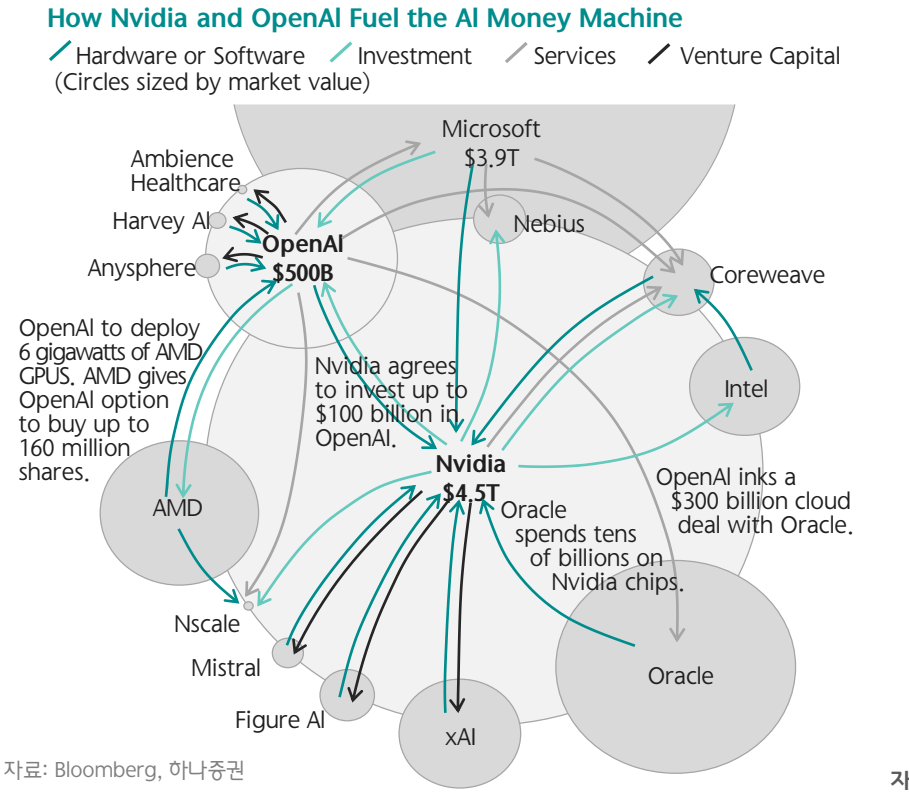
정책 수혜 산업과 산업형 신용시장 부상

- 공급망 리쇼어링 · AI 인프라 · 에너지 전환 프로젝트로 자금 수요가 폭발
- 정책 수혜가 큰 데이터센터 · 전력 산업 중심의 신용 팽창이 공격적으로 일어나는 추세 → CLO·ABS·NAV Loan 등 금융화 가속
- 지금의 사모대출은 단순 기업 대출을 넘어 장기·대규모 프로젝트 자금 수요를 채우며 "PF형 신용 시장"으로 진화하는 단계

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

엄청난 속도의 레버리지 다층 구조가 형성됨

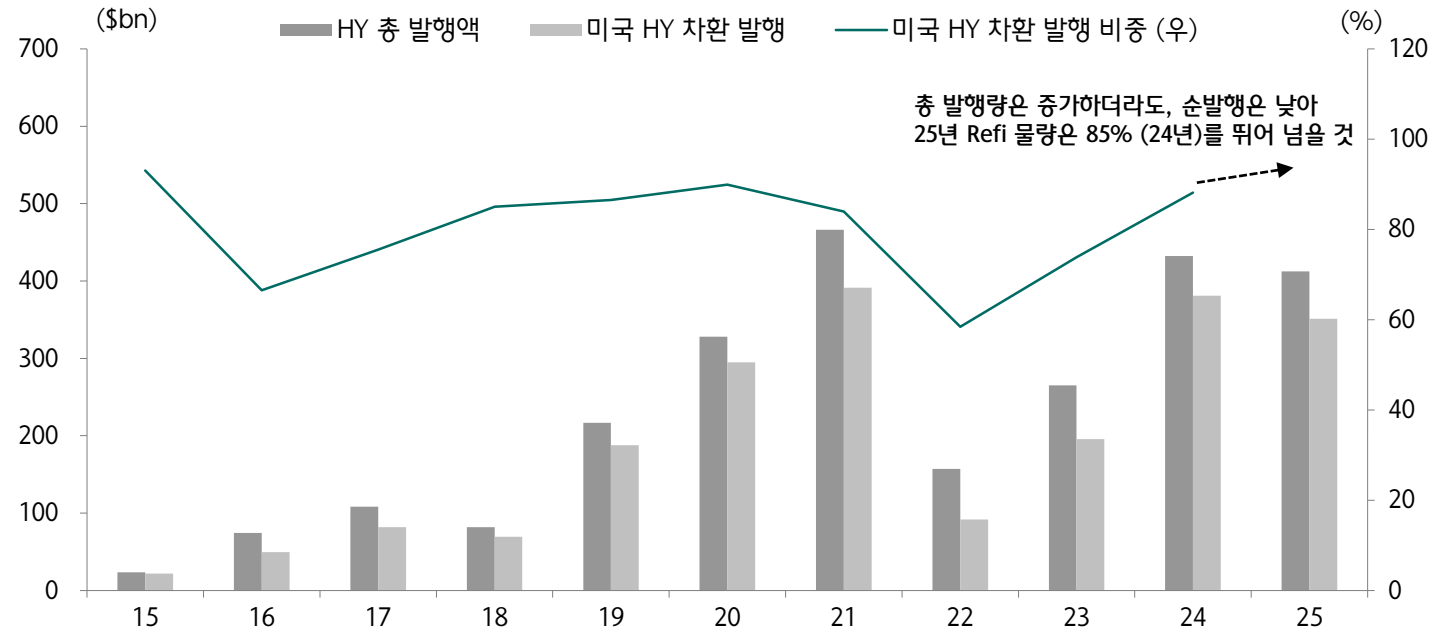


자료: Bloomberg, 하나증권

신용의 피로 : 속도의 정점에 이르다..

- 오라클 CDS 급등 → MMF·은행·사모대출·CLO 연계 리스크 ▷ 엄청난 속도의 레버리지 다층 구조 ▷ 미래 시스템 리스크의 새로운 진앙지
- RRP 소진 · 지준 감소 · TGA 확대 → 재순환 여력 축소. M2 Velocity 기울기 플랫 → 속도의 정점 확인
- HY 시장 내 차환 비중 85% ↑ → '속도의 유동성' → '시간의 유동성' 전환. 실질 신용 피로감도 상승 (자동차·신용·학자금 연체, 08년 수준)

저신용등급 기업들의 차환 발행 비중이 급격히 확대

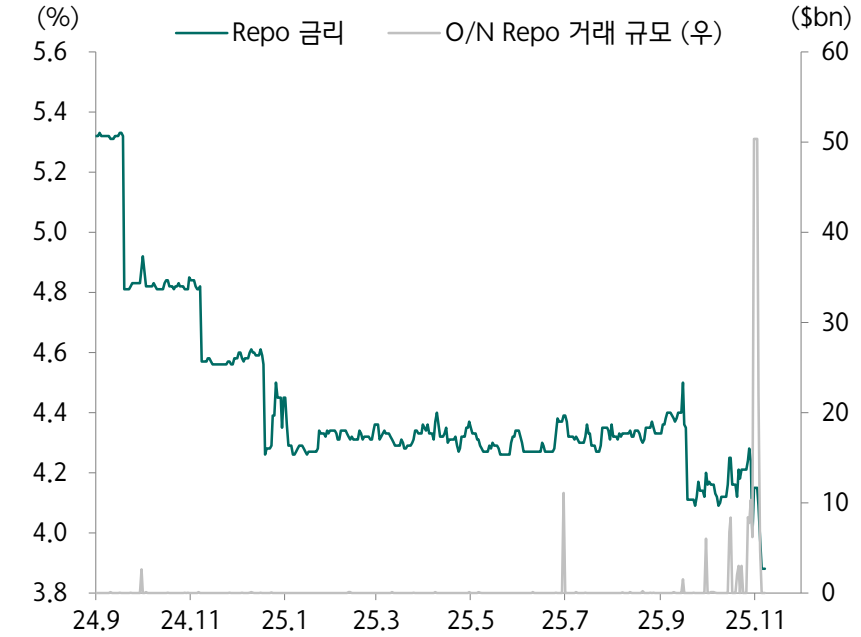


자료: Bloomberg, 하나증권

우려 : Speed-driven 유동성 스트레스

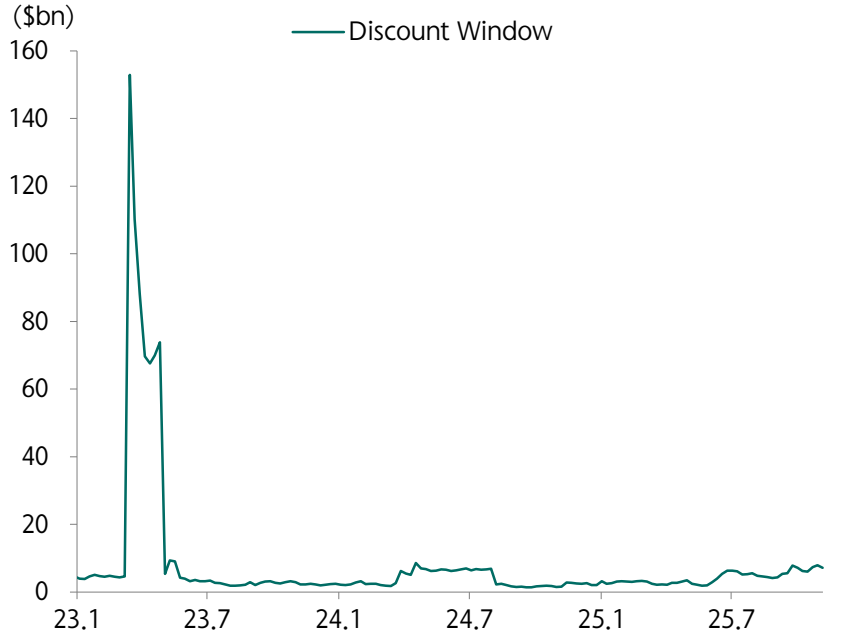
- Repo 금리 스파이크, Discount Window 차입 증가
- 이러한 현상은 단순 유동성 부족 때문이 아닌, 장기자산을 단기로 펀딩하는 구조적 미스매치가 긴장을 만들기 때문 (구조적 스트레스)
- 순환고리가 뒤섞여 하나의 연결고리만 막혀도 연쇄적 신용 경색. 게다가 은행의 리스크는 길어진 파이프라인을 타고 다시 위험에 노출됨

Repo 금리 변동성 및 레포 시장 수요



자료: FRB, 하나증권

Discount Window 시장 수요

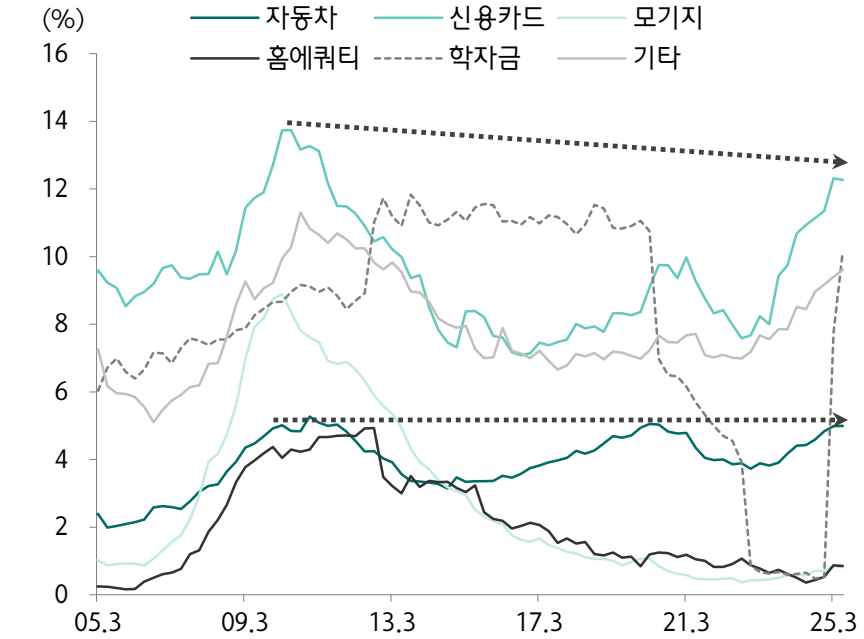


자료: FRB, 하나증권

정책 쿠션과 Soft Landing 가능성

- 연준 여력 완화 (QT 중단, 금리 인하, SLR 완화) 및 트럼프 행정부의 정책 쿠션 (TGA, 규제 완화, 정부 보증 등) 잔존
- 산업정책과 PF 신용 확대도 유동성 속도 유지 요인이 되고 있으나, 속도의 피로감도 상당 (특히, 경기 사이클 후반부 징후)
- 현재 상황이 단기적 위기로 확산될 가능성은 제한적이나, 회전 둔화 시 가격 조정 압력이 국소적·간헐적으로 발생할 수 있어 보임

각종 가계 대출 연체율 추이. 고금리 부채 연체율은 과거 위기 수준에 근접



자료: FRB of N.Y., 하나증권

정책 수혜로 급격한 악화는 제한될 것. 단, 간헐적 조정 압력 가능성

자료: Bloomberg, FRB, 하나증권

미국 외 리스크 : 비동조적 팽창의 개막

- 2026년 세계는 속도전 (美)과 연장전 (EU·英·日)의 연장적 구도로 진입
- 미국은 인플레 안정 후 성장 · 생산성을 명분으로 유동성 팽창을 지속할 것. 유럽과 일본은 속도를 늦춰 시간을 벌며 부채를 연장할 것
- 각국이 각자도생을 위한 “비동조적 팽창 시대” 개막 ▷ 금리 · 부채 · 성장 궤도가 제각각으로 움직이는 시기

주요국 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

주요국 GDP 대비 재정수지 비율 (%)

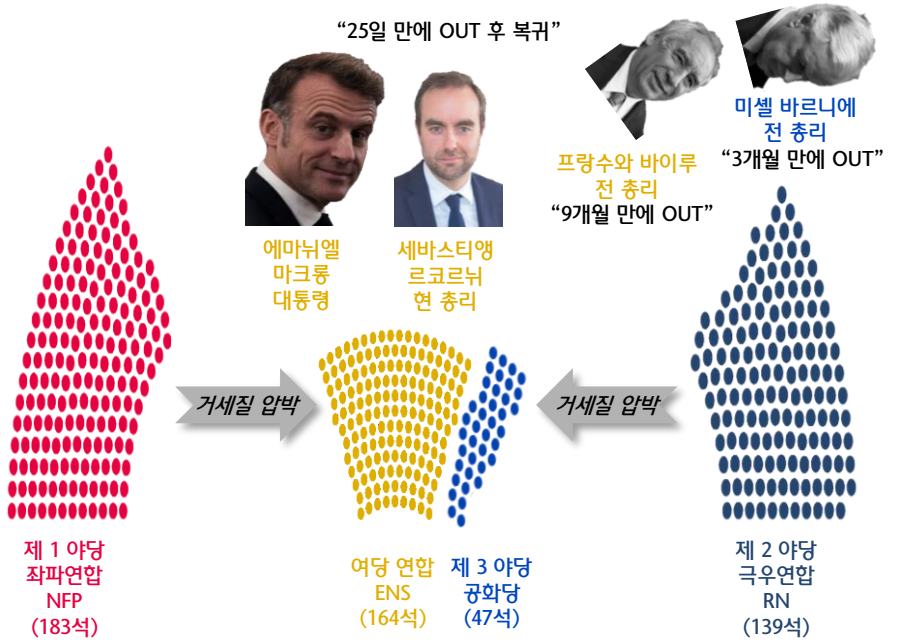
순위	2011	2025
프랑스	***-5.31***	***-5.78***
영국	-7.47	-5.45
벨기에	-4.44	-4.95
이탈리아	-3.52	-3.52
스페인	-9.69	-3.07
유로존 평균	-4.24	-3.02
EU 규칙	-3.00	-3.00
독일	**-0.84**	**-2.43**
네덜란드	**-4.42**	**-1.35**
포르투갈	-7.73	0.82
그리스	-10.47	2.57
덴마크	-1.77	3.85
아일랜드	-13.47	4.12
미국	-7.89	-6.24
일본	-8.70	-4.60

자료: Eurostat, Bloomberg, 하나증권

유럽 : 정치 불안과 재정의 이중 부담

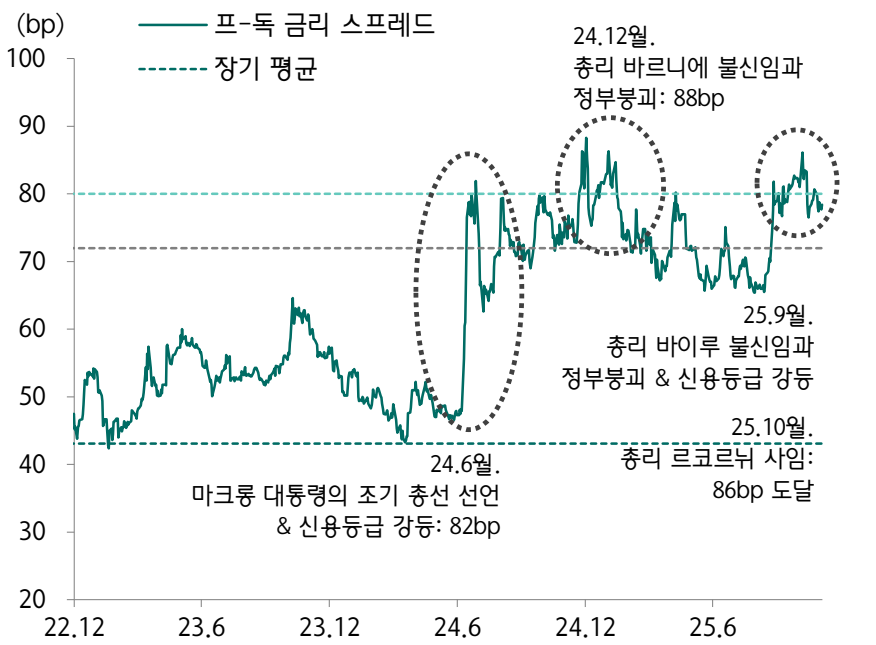
- 프랑스는 여소야대 구조 아래 총리 불신임과 예산안 다툼을 이어갈 것. 높아진 프 · 독 스프레드는 부채 조달 비용을 높이는 악순환 구조
- 이탈리아 · 스페인은 성장방어형 지출을 지속할 것. 독일도 본격 재정확대 국면에 진입하게 됨. 단, 속도나 규모에 대한 정책 신뢰는 약화
- 유럽은 저마다 재정확대를 위한 명분찾기에 집중할 것. 이에 제도적 제약도 (EU 준칙) 무력화 ▷ 금리 부담 속 수혜 섹터를 찾을 필요

프랑스 의회 구조 (3개 진영으로 분리: 여소야대)



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

프랑스-독일 국채 금리 스프레드 추이 (10년물 기준)



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

ECB와 통화정책이 유로화 하단을 방어해나 갈 가능성

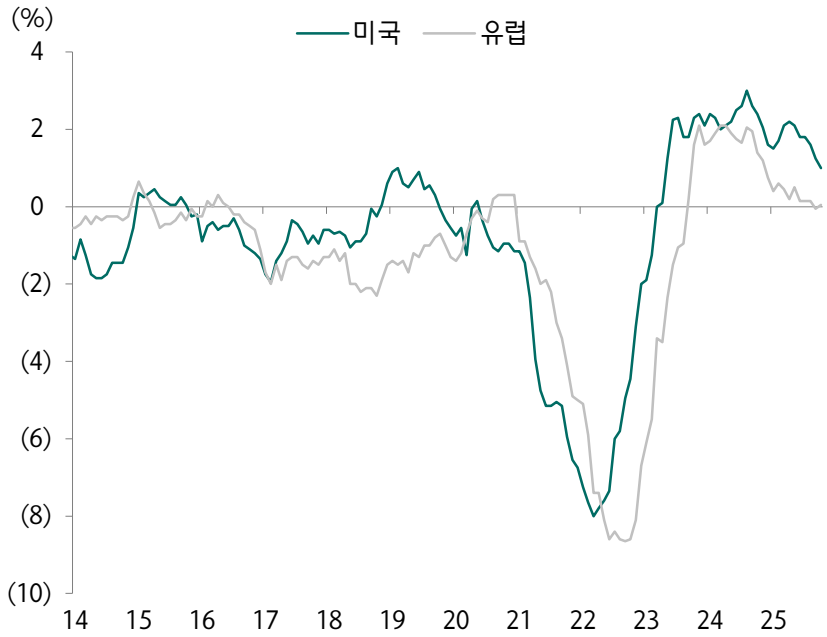
- ECB는 인플레 둔화에도 연준 대비 완화 속도를 늦춰. 보다 금융안정을 우선하려는 입장을 유지하며 유로화 약세를 방어해 나갈 것
- 유럽 전역의 재정 팽창 기조로 인해 ECB의 무게잡기가 여느 때보다 중요한 역할을 하게 될 것
- 다만, TPI (전송보호수단) 등 시스템 안정 장치로 유럽 국가별로의 과도한 스프레드 확산은 억제할 수 있어 보임

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

ECB, 미국 대비 실질금리 격차 크지 않아 급격한 완화 필요성 낮다는 입장

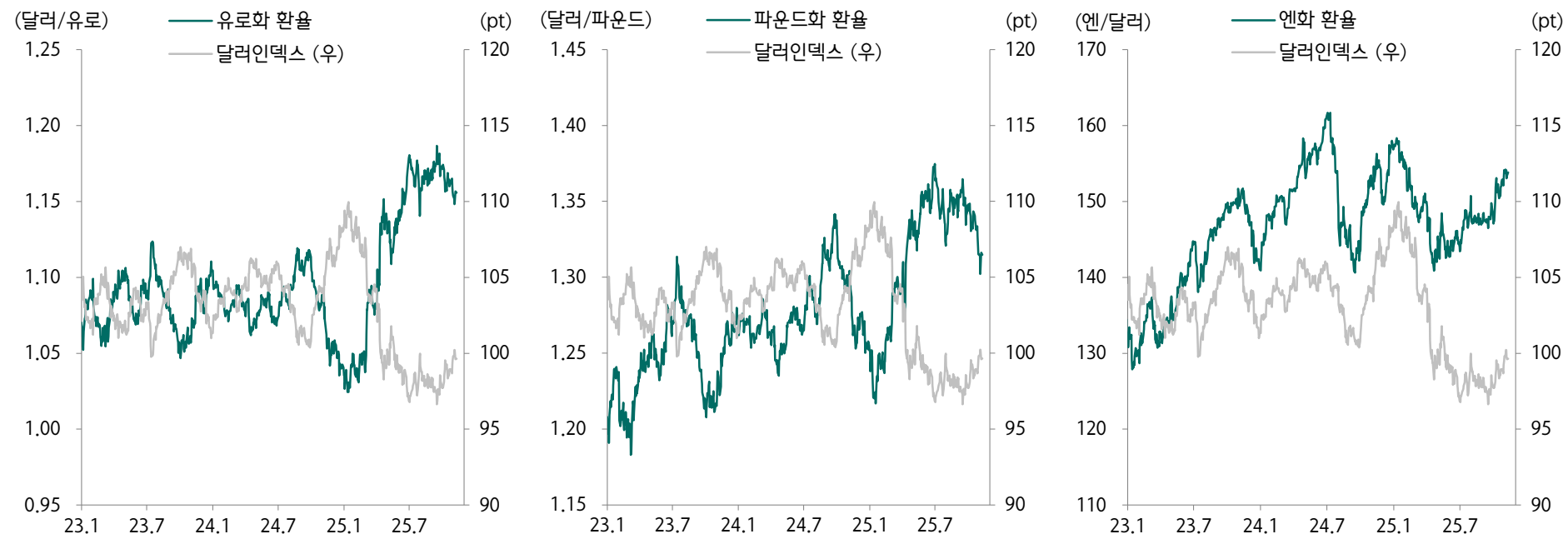


자료: Bloomberg, 하나증권

환율 구조의 전환 : 비동조적 완화

- 25년 상반기 약달러 기조는 하반기 들어 균열 흐름 속에 제한된 강세로 전환된 상태
- 유럽은 정치와 재정, 일본과 영국은 물가와 재정 부담으로 중앙은행의 통화정책 운신의 폭이 제한되어 있음
- 26년 달러는 절대 강세보다는 “타국 피로의 결과”인 수동적 강세 ▷ 세계 통화는 각국 속도에 맞춰 비동조적 제한된 완화 흐름을 예상

美 달러 지수와 EU·英·日 환율 추이

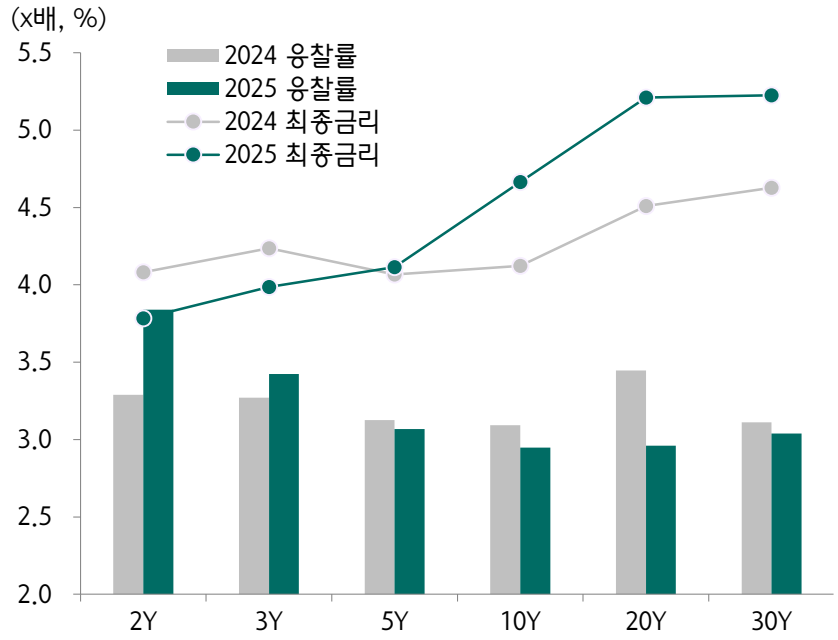


자료: Bloomberg, 하나증권

영국 · 일본도 성장과 정치의 충돌

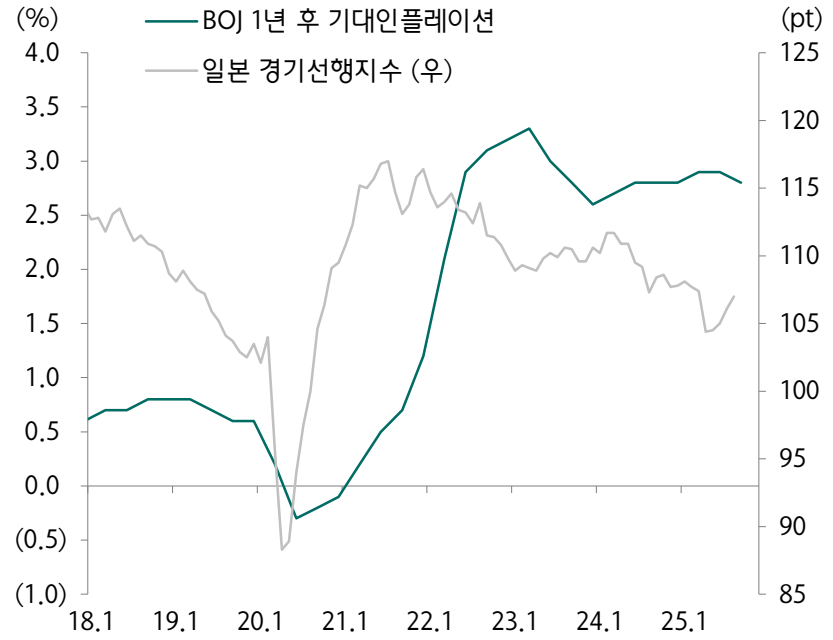
- 英 스타머 정부는 성장과 재정 준칙 사이에 충돌을 반복. 세수가 부족한 가운데 결국 필요 부분을 부채 차입으로 해결할 것
- 日 다카이치 정부는 산업 · 안보의 재정확대를 계획하나 BOJ 긴축도 동반될 것. 이에 엔화는 약세 관성과 안정의 이중적 구조를 예상
- 영국, 일본 모두 장기금리의 상방 압력이 지속되는 가운데 정치 불안이 환율 안정성에 부담을 주게 될 것

영국 국채 입찰: 만기별 응찰률과 최종 낙찰금리



자료: Bloomberg, 하나증권

일본 기대인플레이션과 경기선행지수 추이



자료: Bloomberg, BOJ, 하나증권

유동성의 전환 : 속도에서 지속성을 향해

- 25년은 '속도의 유동성'이 정점을 기록하는 모습이며, 26년은 다시 '균형의 유동성'을 탐색하는 시기
- 중간선거·재정확대·산업투자 등으로 자금은 다시 미국 회귀 예상. 그러나 핵심은 유동성 총량이 아닌 순환의 지속성에 대한 신뢰
- 美, 선거 전까지 정책 수요 (AI · 에너지· 사모대출)로 실적을 유지할 것. 동시에 유럽과 일본은 재정팽창에 따른 랠리 후 피로감 커질 것

2026년 자산군별 투자 전략 방향과 핵심 투자 포인트 ①

자산군	Key Point
주식	• 미국 주식은 여전히 '속도의 유동성'을 유지 중. 재정확대, 중간선거, 산업보조금 등이 자금 순환을 뒷받침 • Private Credit, AI, 에너지 인프라 투자 등 정책성 수요가 직접적인 매출과 EPS 개선으로 연결 • 밸류에이션 부담은 상존. 그러나 '성장의 속도'가 유지되는 한 고평가 논리는 힘을 잃고 있음 • 유럽과 일본은 상반기 재정 부양에 따른 반짝 랠리 가능성. 다만, 구조적 피로도 여전해 정책 추진이 기대에 못 미칠 수도 • 상반기 분산효과를 활용하되, 하반기부터는 미국 중심 포트폴리오로 회귀할 필요
채권	• 미국은 재정확대와 QT 완화 공존. 장기 금리는 부담스러우나 단기 금리는 안정화 추세. 금리 방향성보다 듀레이션 관리가 더 중요. 중단기물 중심 구성으로 리스크 조정 필요 (10-30Y 스티프닝 불가피, 중기물 금리 하락 룸이 제한적일 것) • 유럽은 발행 확대와 정치 불확실성으로 스프레드가 재확대. ECB의 완화 전환 여력은 제한적 • 일본은 재정 확대로 인한 중장기 금리의 상승 압박 불가피. 만약 엔 강세 전환 시 자금 유출 압력이 다시 불거질 수 있음 • 전반적으로 '미국 중단기물 + 유럽 단기 코어국채' 중심의 방어적 채권 포트폴리오가 유효

자료: 하나증권

유동성의 전환 : 속도에서 지속성을 향해

- 주식은 미국 중심으로의 회귀, 하지만 속도가 아닌 질적 성장을 발굴해야 하는 시간
- 채권은 중단기 듀레이션과 코어 유럽 단기물을 조합해 변동성을 흡수해 나갈 필요
- 크레딧은 미국 IG 중심의 회귀 (단, 테크 종목 주의), 하이일드는 레인지 트레이딩. 대체자산은 실물 PF 형 투자 지속

2026년 자산군별 투자 전략 방향과 핵심 투자 포인트 ②

자산군	Key Point
회사채	• 미국 신용시장은 유동성 불안 위험에 노출. 신용시장의 속도는 정점 도달. 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 투자로의 회귀를 준비할 시간 • 유럽 회사채는 재정 불안과 정치 리스크로 스프레드 확대 가능성 높음. ECB 완화가 미진할 경우 변동성 확대될 수 있음 • 결과적으로 '미국 IG (중기물) + 유럽 단기물 중심'의 질적 포트폴리오가 방어적 대안으로 적절
금	• 2026년은 속도의 유동성이 둔화되는 시점으로, '무위험 금리'보다 '무결성 자산'의 역할이 부각될 것 • 중앙은행의 완만한 완화 전환과 지정학적 불안이 맞물리며 금은 실질금리 하락기의 방어 자산으로서의 매력도 유지 • 다만 달러의 수동적 강세 지속 시 단기 변동성 불가피하나, 중기적으로는 포트폴리오 안정성의 핵심 축으로 자리할 전망
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 현금흐름으로 유동성 유지할 수 있는 자산에 집중 (데이터센터, 신재생에너지 등)

자료: 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.