Asset Allocation

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.

Analyst 이영주 leeyoungju@hanafn.com
선임연구원 하형민 hyeongmin.ha@hanafn.com

**하나증권** 리서치센터

2025년 12월 11일 | Global Asset Research

# 자산배분의 창(窓)

## 각자도생의 유럽: 분화된 거시환경과 자산배분 전략

### 2026년 유럽 거시환경: 하나의 사이클은 끝났고, '분화된 유럽'의 시작

2025년을 마무리 짓는 시점에서 유로존은 단일 거시 사이클에서 벗어나 국가별·정책별로 상이한 회복 국면에 놓여 있다. 독일은 지난 10여 년간 누적된 구조적 약점을 드러낸 뒤 뒤늦게 재정·산업정책 전환을 단행했으나, 예산 확정 대비 실제 집행 속도가 더디고 일부 자금이 일반 지출로 흘러가면서 정책의 실질 효과가 아직 나타나지 않고 있다. 프랑스는 르코르뉘 총리 재신임으로 단기 정치 불안은 피했으나, 세입안 부결·복지 지출 논쟁 등으로 2026년 예산의 최종 승인 (국가 예산안은 아직 확정되지 않음)과 집행이 여전히 불확실한 상황이다. 이탈리아의 경우 미국 관세의 본격 반영으로 내년도 수출 둔화가 불가피하지만, 임금 상승 및 완화된 금융여건, NRRP (유럽 회복기금) 집행 지속으로 내수가 이를 어느 정도 상쇄할 것으로 판단된다. 스페인은 최근 몇 년에 걸친 이민자 유입이 뒷받침되며 강한 성장이 25년에도 일어났으나, 2026년에는 생산성 중심의 질적 전환이 요구될 수 있다.

이처럼 각국의 상황과 정책 여건이 뚜렷하게 갈라지면서 2026년 유럽은 더 이상 '하나의 경기'로 움직이지 않고 각국이 저마다의 속도로 성장하기 위한 非동조적 팽창 국면을 맞이하게 될 것이다.

### 금리·환율·시장 가격이 만드는 자산시장 구조: 상단은 열려 있고, 하단은 제한적

ECB는 헤드라인 2.2%, 코어 2.4% 수준에서 물가 둔화가 정체된 가운데 추가 금리 인하를 서두르지 않는 중립적 비둘기 스탠스를 자처하고 있다. 이로 인해 2026년 유럽 채권 금리의 상단은 점진적으로 열리고, 하단은 제한되는 구조적 특징을 만들어 나갈 가능성이 높다.

독일은 올해 미진했던 재정 집행이 내년도에 보다 확대된다면 장기금리에 상승 압력이 뚜렷해질 것이며, 프랑스나 이탈리아는 재정 리스크가 연초부터 부각될 수 있어 국채 스프레드가 좁혀지기 어려울 수 있다.

환율 또한 큰 방향성을 갖기 어려운데, ECB의 과도한 완화 회피와 미국의 확장 재정이 맞물리면서 유로화는 25년 레인지 (1.13~1.18달러) 내 제한적 강세를 이어갈 가능성이 높다. 금리·환율의 방향성이 좁혀질수록 자산시장은 절대 수준보다 "상대적 매력도"와 "국가 프리미엄"을 중심으로 재편될 것이다.

### 주식·크레딧 시장의 핵심: '국가 프리미엄'과 '정책 모멘텀'이 수익률을 결정한다

2026년 유럽 주식시장은 전체 지수의 단일 트렌드보다는 국가별·섹터별 차별화가 핵심일 전망이다. 독일은 인프라·에너지 전환·국방 투자 확대가 산업재와 자본재 섹터 반등을 지지할 것이고, 프랑스는 총리 재신임에도 예산 불확실성이 리레이팅 (신용 재평가)을 가로막을 수 있다. 스페인은 생산성 투자 확대로 디지털·통신·인프라 섹터가 구조적 강세를 보일 가능성이 있다.

크레딧 시장에서는 유럽 IG가 여전히 안정적 캐리 자산의 중심축으로 자리하는 반면, HY는

국가 프리미엄 전이로 인해 스프레드 축소 여력이 제한적이다. 은행채는 규제환경 및 자본비율 측면에서 미국 대비 우월성을 지니는 데다 비이자수익 기대가 커 2026년에도 강세 섹터로 남을 가능성이 높다.

결국, 유럽은 주식·크레딧 모두에서 "유럽 전체 롱"보다는 독일·스페인의 구조적 포지티브, 프랑스·이탈리아의 리스크 프리미엄을 구분해 접근해야 한다.

### 2026년 유럽 자산배분 전략: 비동조적 팽창 속 '캐리 중심·국가 차별화' 전략

유럽이 단일 사이클을 벗어나고 있는 상황인 만큼 가장 유효한 자산배분 전략은 세 가지다. 첫째, 캐리에 기반한 채권 전략, 둘째, 국가별 프리미엄을 반영한 차별화 위험 배분, 셋째, 정책 모멘텀을 활용한 섹터 선택이다.

채권에서는 Bund보다는 IG·은행채 중심의 캐리 확보가 유효하고, 주식에서는 독일 산업재·스페인 생산성 섹터·프랑스 방산 (정치 리스크를 감안한 선별 접근)·이탈리아 내수와 은행 중심으로 구성하는 전략이 유효하다는 판단이다. 유로화 강세가 제한된 환경에서는 절대적 FX 베팅보다 현지 통화 기반 캐리 확보 및 금리 스프레드 전략이 더욱 합리적이다.

2026년 유럽은 더 이상 하나의 답이 존재하는 시장이 아니다. 각국의 구조·정책·성장 모멘텀을 읽는 능력이 곧 수익률을 결정하는 투자 포인트가 될 것이다.

## KEY CHART

**도표 1. 유로존 주요 4개국 경제 정책 방향**

| 국가 | 성장 모멘텀 | 정책 방향 | 핵심 리스크 |
|---|---|---|---|
| **독일** | 재정 집행 본격화(케찹병 효과) | 인프라·국방 투자 확대 | 구조개혁 지연, 중국 경쟁 |
| **프랑스** | 정치 교착 속 미약한 회복 | 예산 이월, 긴축 지연 | 조기 총선·OAT 스프레드 확대 |
| **이탈리아** | 내수 중심 회복 | 재정중립, EDP 탈출 추진 | 순수출 둔화, 재정 경직성 |
| **스페인** | 생산성 중심 질적 성장 전환 | RRF 자금 집행 확대 | 유로 강세·수출 둔화 |

자료: 하나증권

**도표 2. 유로존 금리/환율 투자 포인트**

| 항목 | 주요 내용 | 투자 시사점 |
|---|---|---|
| **독일 금리** | 재정집행 → 장기금리 상방 | Bund duration 비선호 |
| **프랑스 금리** | 예산·정치 리스크 → OAT-Bund 확대 | 스프레드 롱/숏 전술적 활용 |
| **이탈리아 금리** | 변동성 높은 BTP 스프레드 | Tactical 매매(변동성 매입) |
| **ECB 정책** | 추가 완화 주저, 중립적 비둘기 | 금리 하단 제한 |

자료: 하나증권

**도표 3. 유럽 전략 매력도 (자산군별)**

| 자산군 | 전망 | 선호도 | 코멘트 |
|---|---|---|---|
| **유럽 IG** | 안정적 | 선호 | 국채 대비 상대 매력 ↑ |
| **유럽 HY** | 제한적 압축 | 축소 | 국가 리스크 전이로 상단 제한 |
| **은행채 (AT1)** | 구조적 강세 | 선호 | 건전성·규제 안정 |
| **유럽 주식** | 국가별 분화 | 중립 (선별적) | 독일·스페인 우위, 프·이 변동성 |
| **환율(EUR)** | 제한적 강세 | 중립 | 박스권, 캐리 전략 유효 |

자료: 하나증권

**도표 4. 2026년 유럽 자산배분 투자 포인트**

| 테마 | 설명 | 적용 자산 |
|---|---|---|
| **비동조적 팽창** | 국가별 성장·정책 경로가 완전히 다름 | 국가별 차별화 투자 |
| **캐리 중심 전략** | 금리 하단 제한 → 크레딧 캐리 매력 | IG, 은행채 |
| **정책 모멘텀 플레이** | 독일 (인프라), 스페인 (RRF), 프랑스 (방산) | 유럽 주식 섹터 전략 |
| **변동성 활용** | 프·이 국채 스프레드 변동성 확대 | Tactical spread trades |

자료: 하나증권