[이미지 = Chat GPT 사용]

2026년 2월 자산배분의 창(窓)

방향을 묻기보다 변동성을 관리하라

부제: 환율·Silver·미국 주택

2026.2.4

자산배분/해외크레딧 이영주 leeyoungju@hanafn.com
선임연구원 하형민 hyeongmin.ha@hanafn.com

하나증권

Contents

자산배분 초록	2
자산배분 전략/Review 모아보기	4
투자 Insight.	6
자산별 Comment	31
자산별 Point	34
국내/선진국 주식 I 이재만	34
신흥국 주식 I 김경환	36
채권 I 박준우, 허성우	37
국내 크레딧 I 김상만	39
해외 크레딧 I 이영주, 하형민	40
캘린더 I 임승미	42

하나증권

자산배분 초록

방향을 묻기보다 변동성을 관리하라 (환율·Silver·미국 주택)

① 달러는 상·하단 모두 정책적으로 관리되는 구간

- 최근 환율·금리 시장의 움직임은 펀더멘털 전환에 의한 것이 아닌, 정책 관리 국면에서 비롯
- 유로·파운드 등 주요 통화의 강세는 각국의 재정·정치·성장 구조가 개선되며 나타난 결과가 아닌 달러 강세에 대한 미국의 부담 인식 속에서 발생한 상대적 재평가의 성격이 강함. 이에 따라 환율 시장은 국가별 단일 방향성 베팅보다는, 확장된 레인지 내 등락을 감안한 전략적 대응이 요구되는 국면으로 전환될 것
- 엔화 역시 미·일 공조 의지에 약세 가속은 차단되었으나, 재정 확대와 정책 불확실성으로 강세 전환을 단정하기는 이름. 2/8 선거 이후 다카이치 내각의 재정정책과 환율에 대한 기조 확인이 필요. JGB 상승 추세는 중립적 통화정책과 정부 재정 부담을 배경으로 이어질 수 있으나, 금리 수준이 높아질수록 엔 캐리 트레이드 청산 압력과 절대 수익률 투자 매력이 동시에 강화되며 상단이 자연스럽게 제한될 수 가능성도 남겨둘 필요
- 환율·금리 부담이 잔존하나, 금리 레벨과 환 프리미엄을 감안할 경우 한국 투자자들의 JGB 초장기물 투자는 자산배분 관점에서 투자 고려 대상

② 구조적 수요는 유효하나, 자산배분 관점에서 은 (Silver)은 '단기 변동성 대응'이 필요

- 은 (Silver)은 자산배분 관점에서 장·단기 투자 목적을 명확히 구분해야 할 자산
- AI·전기화·에너지 전환이라는 구조적 흐름은 은의 산업적·전략적 중요도를 과거와 다른 수준으로 끌어올리고 있으며, 중장기적으로 은에 대한 재평가 논리가 형성되고 있음은 분명해 보임
- 다만 이러한 구조적 수요와 달리, 현재 은 시장은 단기 심리 변화와 매수/매도 쏠림이 반복되며 가격이 빠르게 오르내리는 국면에 놓임
  최근 은 가격은 급등 이후 빠른 조정을 거치며 방향성보다 변동성이 시장을 압도하는 상황. 특히 옵션 시장에서 관측되는 높은 내재변동성 (IV)은 시장 참여자들이 단기 가격 방향에 대한 확신을 갖기보다는 불확실성 자체를 프라이싱하고 있음을 시사
- 이는 은 시장이 구조적 타이트함을 향해 이동하고 있음에도, 단기적으로는 가격 발견 과정이 불안정한 단계에 놓여 있음을 보이고 있어 현 시점에서 은은 장기 코어 자산으로 공격적으로 비중을 확대하기보다는, 변동성 관리와 전술적 대응이 우선되는 자산으로 분류하는 것이 합리적

자산배분/해외크레딧 이영주

③ 미국 주택 시장: 회복의 신호가 아닌 조정이 이연된 국면

- 미국 주택시장의 최근 거래 반등과 가격 안정이 구조적 회복이 아닌 '착시'에 가까운 현상임을 주목할 필요. 거래량 반등에도 불구하고 가격 상승은 제한적이며, 이는 수요 회복보다는 기존 주택 보유자들의 매물 철회로 형성된 '헛가격'에 가깝다고 판단
- 신규주택 가격 하락과 신축 프리미엄 붕괴는 수요의 한계를 드러내고 있으며, 2021~2024년 고점 빈티지 대출의 취약성과 FHA 특별 완화 정책 종료는 2026년을 향해 차압·손실 매각을 포함한 숨은 공급이 점진적으로 표면화될 가능성을 높이고 있음
- 즉, 미국 주택시장은 회복 국면이라기보다 정책 완충 속에 조정이 지연되고 있는 단계로 해석하는 것이 타당

Strategy	• 주식 +0.08%p (국내 -0.70%p, 선진국 +1.04%p) / 국채 +0.03%p • 크레딧 +0.02%p, 원유 -0.12%p
추천 ETF	• SMH: 하이퍼스케일러 Capex 모멘텀과 소버린 AI 구축 정책 기대 • MADE: 미국 내 매출 비중 높은 제조업의 리쇼어링 수혜 기대 • 485540: 미국 AI 핵심 10개 기업에 집중 투자하는 AI 테마 ETF • 0083S0: 정밀의료, 신약개발, 로봇수술 분야 등 미국 메디컬 AI 기업 구성

자산배분 전략: 비중 및 자산 내 상대가치

자산구분		투자선호도		자산배분비중	자산 내 상대가치
자산그룹	자산군	장기	단기(분기)		
주식	국내	★★★★★☆☆	★★★★☆☆☆	9.3%	반도체, 자동차, 방산
	선진국	★★★★★☆☆	★★★★☆☆☆	20.0%	미국 > 일본 > 유럽
	신흥국	★★★★★☆☆	★★★★☆☆☆	16.5%	중국 > 홍콩 > 대만 > 인도 > 베트남
국채	국내	★★★★★☆☆	★★★★☆☆☆	3.3%	단기물 선호
	선진국	★★★★★☆☆	★★★★★☆☆	8.0%	중단기물
	신흥국	★★★★★☆☆	★★★★★☆☆	8.1%	금리 인하 단행 국가 중심
크레딧	국내	★★★☆☆☆☆	★★★★☆☆☆	1.9%	우량 회사채
	투자등급	★★★★★☆☆	★★★★★☆☆	4.5%	대형은행 회사채, BBB 등급
	하이일드	★★★★☆☆☆	★★★★☆☆☆	2.9%	우량 BB 등급
대체투자	원유	★★★☆☆☆☆	★★★☆☆☆☆	2.7%	
	금	★★★★★☆☆	★★★★★☆☆	15.0%	
유동성		★★★★☆☆☆	★★★★☆☆☆	8.0%	

자산별 성과비교

No.	주식 성과 %			채권 성과 %			원자재/환율 성과 %			
		1M	YTD		1M	YTD			1M	YTD
1	한국	16.1	16.1	글로벌 HY	0.8	0.8	WTI 유가		7.9	7.9
2	신흥국	6.1	6.1	유럽 HY	0.8	0.8	금		6.3	6.3
3	일본	4.5	4.5	유럽 IG	0.8	0.8	원자재		5.5	5.5
4	유럽	4.2	4.2	미국 HY	0.6	0.6	리츠		2.7	2.7
5	영국	4.0	4.0	글로벌 IG	0.5	0.5	달러		-0.7	-0.7
6	선진국	2.4	2.4	신흥국 USD	0.4	0.4	천연가스		-13.0	-13.0
7	미국	1.9	1.9	미국 IG	0.1	0.1	달러 대비 절상	헤알	4.4	4.4
8	캐나다	1.5	1.5	신흥국 IG	-0.1	-0.1		엔	0.7	0.7
9	호주	0.7	0.7	미국 레버리지론	-0.1	-0.1		위안	0.6	0.6
10	중국	-0.5	-0.5	미 국채	-0.2	-0.2		유로	0.4	0.4

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

기간: 2026년 1월 1일 ~ 2026년 2월 2일

투자 Insight

방향성을 묻기보다 변동성을 관리하라 (환율·Silver·미국 주택)

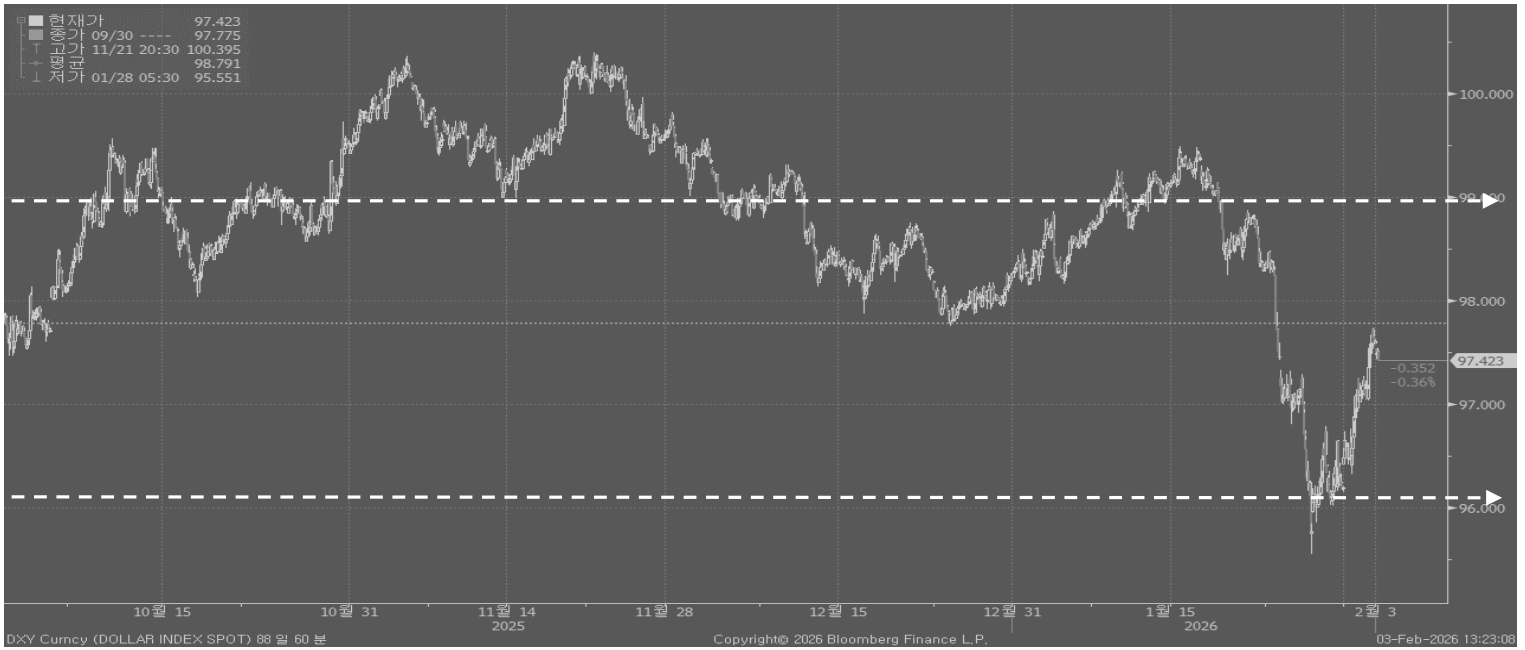
- 환율
- Silver
- 미국 주택

[방향을 묻기보다, 변동성을 관리하라 (환율)]

달러는 상·하단 모두 정책적으로 관리되는 구간에 진입

- 연말~연초 달러 강세가 심화될수록 미국의 주요국 대상 외교·정책적 압박이 반복되어 옴
- 유럽 관련 발언 (그린란드) 이후, Rate Check까지 순차적으로 동원되면서 달러는 순식간에 95pt 까지 하락
- 그럼에도 달러의 추가 약세는 미국 성장·인플레·원자재 가격 부담과 장기금리 추세를 감안할 때 제한적일 것
- 이번 달러 조정은 펀더멘털에 의한 것이 아닌 정책적 컨트롤에 의함 ▷ 당분간 바운더리 관리 구간 전망 (DXY 96~99pt/96~98pt)

달러 지수 (DXY)



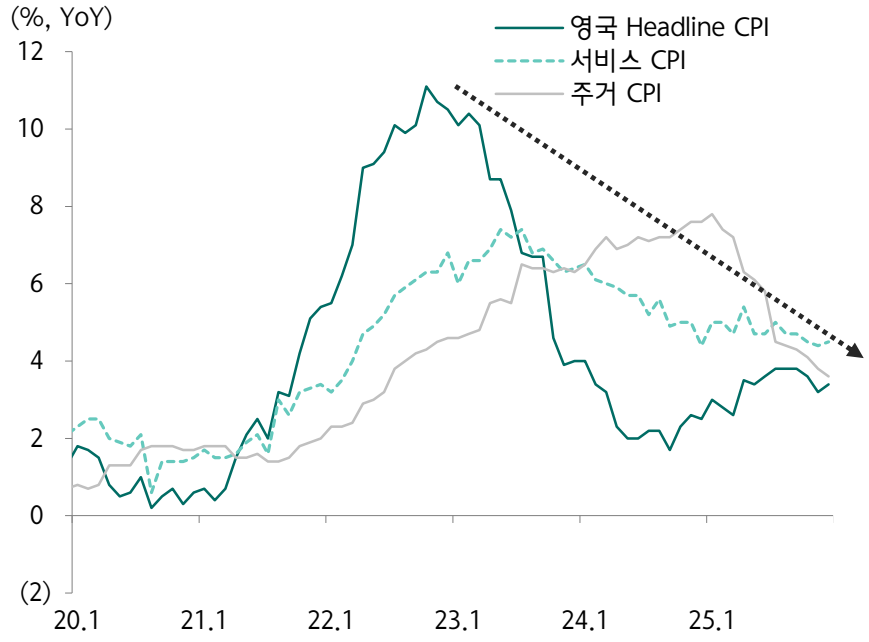
자료: Bloomberg, 하나증권

[방향을 묻기보다, 변동성을 관리하라 (환율)]

파운드: 변동성 억제 후, 강세 편승

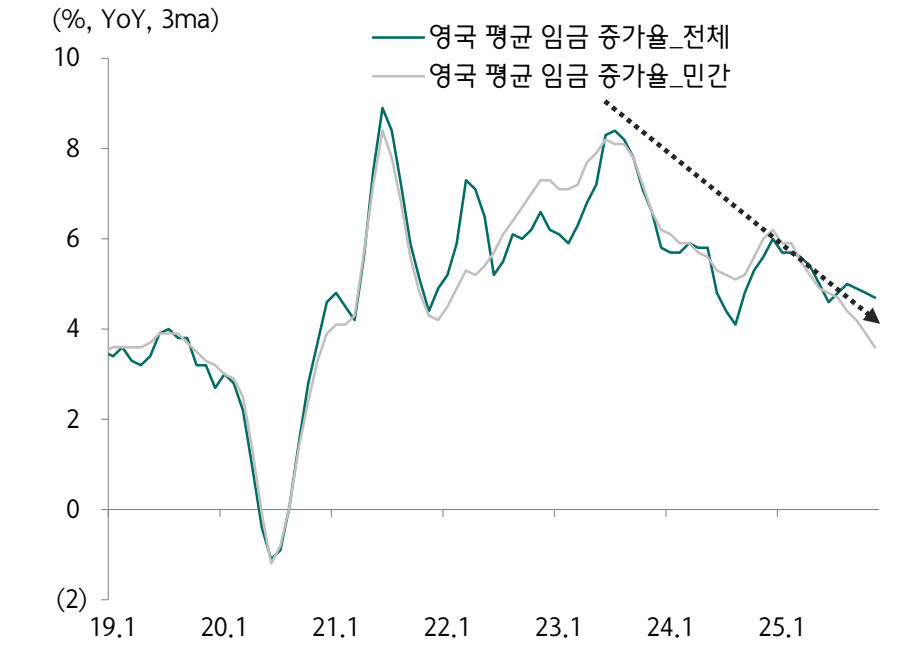
- 그린란드 도발 국면에서 EUR/USD 변동성은 확대됐으나, 초반 GBP/USD 변동성은 제한적이었음
- 영국 CPI · 임금 둔화가 확인되며 BOE의 완만한 인하 경로 ('26년 2~3회)가 비교적 명확했기 때문
- 통상, 지정학 충격 시 통화 변동성 확대는 정책의 다음 스텝이 불명확할 때 발생. 이번 국면에서 파운드는 동 조건에 해당하지 않음
- 이후 강세 전환되어 기존 레벨 상단을 돌파하였으나 추가 강세 전환 트렌드를 기대하긴 편더멘털 부담 ▷ 레인지 장세 (1.35~1.38)

영국 CPI 상승률



자료: Bloomberg, 하나증권

영국 임금 증가율



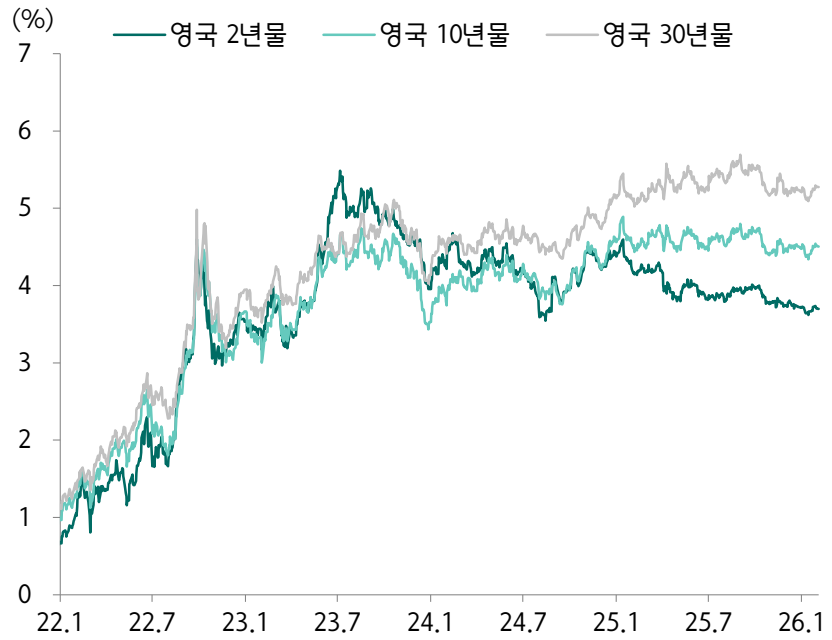
자료: Bloomberg, 하나증권

[방향을 묻기보다, 변동성을 관리하라 (환율)]

英 재정 리스크는 관리 가능한 범위로 인식되며 길트 시장 안정성 유지

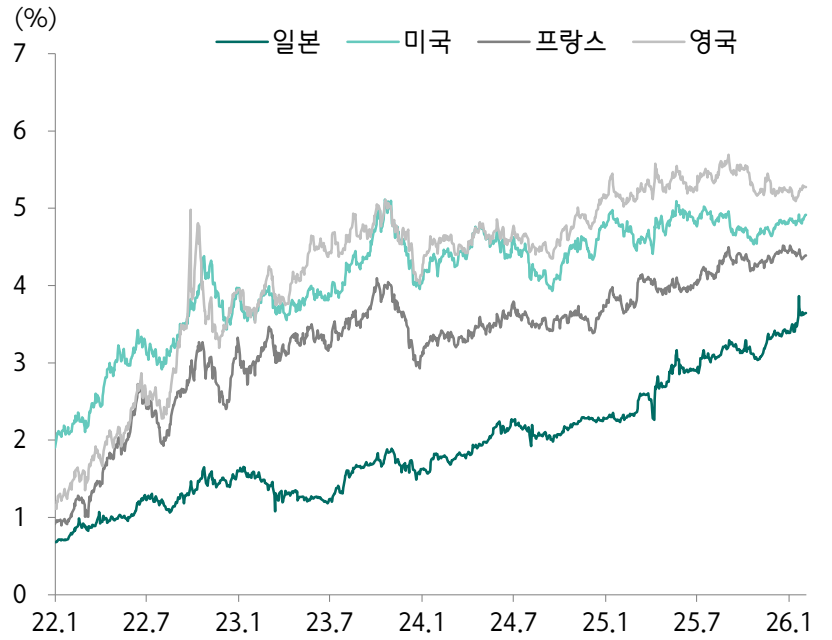
- OBR (영국 재무 예산청), 영국의 중기 성장에 대해 보수적 가정을 유지하면서도 향후 금리 하락 구조 아래 부채비율이 급격히 악화되진 않을 것이라 평가해 옴
- 긴축 재정 기조와 통화 완화 기대가 가격에 반영되며 영국 고유 리스크 프리미엄이 제한된 수준으로 유지
- 실제 지난해 11월 예산안 발표 이후 길트 시장은 다른 글로벌 주요국 금리 상승 흐름과 다소 분리된 움직임을 보임

영국 국채 금리 (GILT)



자료: Bloomberg, 하나증권

글로벌 주요국 30년 국채금리



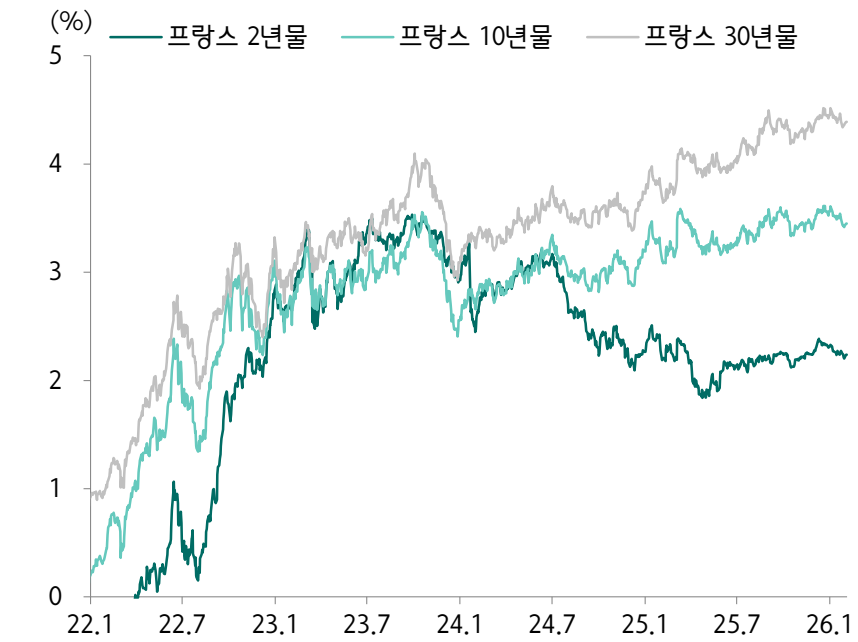
자료: Bloomberg, 하나증권

[방향을 묻기보다, 변동성을 관리하라 (환율)]

유로 강세는 펀더멘털이 아닌 달러 상단 부담에 따른 상대적 재평가

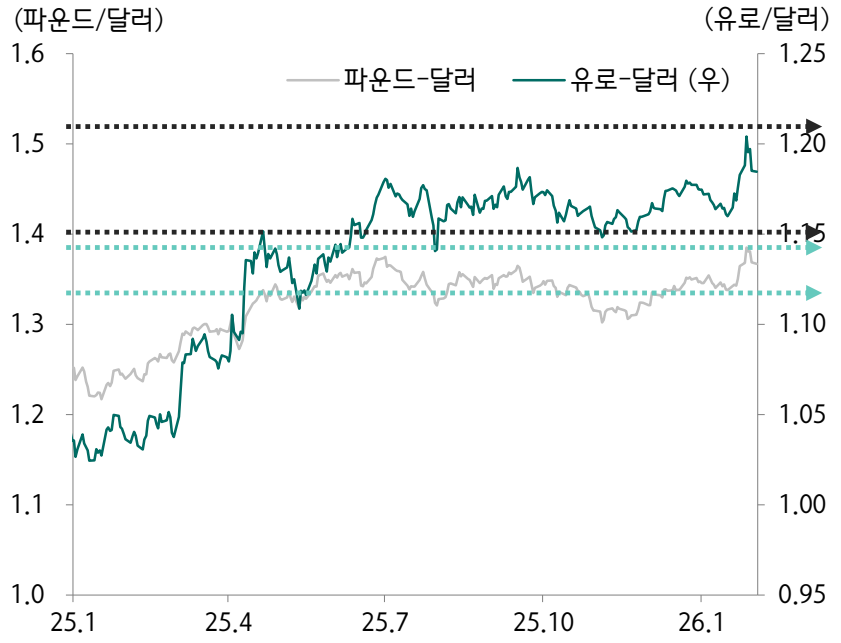
- 현재 유로 강세는 유럽 펀더멘털 개선의 결과가 아님. 정치·재정·산업 구조의 불확실성은 여전히 잔존
- 다만, 달러 강세에 대한 미국의 부담 인식 속에서 상대적 재평가가 진행된 것
- EUR/USD 1.15~1.18 범위 내 전술적 등락이 적절하나 기술적으로 1.20 레벨을 일시적으로 기록한 만큼 상단은 다소 높아짐
- 그럼에도 펀더멘털 모멘텀 없이 추세적 강세 전환을 기대하긴 어려움

프랑스 국채 금리



자료: Bloomberg, 하나증권

EUR/USD, GBP/USD



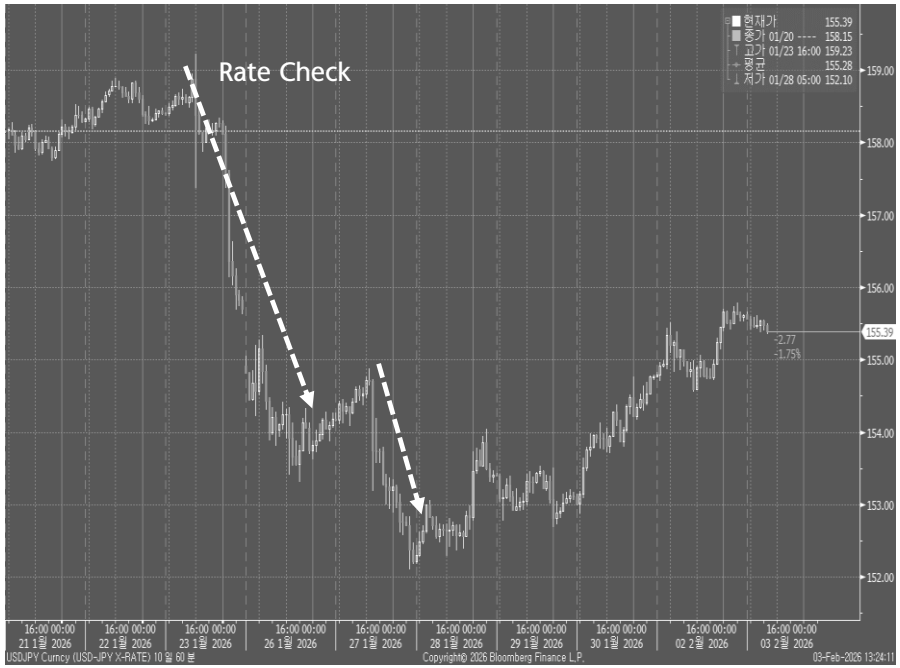
자료: Bloomberg, 하나증권

[방향을 묻기보다, 변동성을 관리하라 (환율)]

엔화 범위는 당분간 관리형 변동성. 단, 선거 이후를 지켜볼 필요

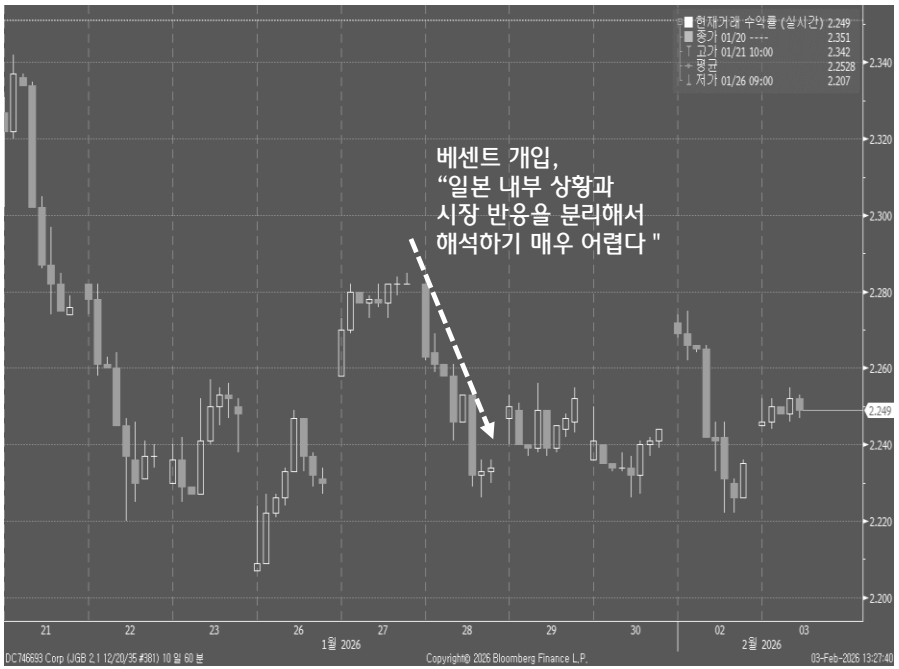
- 다카이치 총리는 선거를 앞두고 지지율 확보에 나서며 식료품 소비세 폐지 공약을 제시 ▷ CPI 기여도 -1~2% 추정
- 다만 시장은 재정 부담 확대를 우려하며 JGB 금리는 급등하고, 엔약세 압박은 심화
- 이후, 미국의 'Rate Check' 단행으로 엔약세 방어 의지가 명확해짐. 여기에 다카이치의 엔약세 경계 발언이 가세
- 국채금리 상방 압력과 엔약세 흐름은 잠시 쉬어갈 것이나, 2/8 선거 이후 일본 정부의 통화·재정 스탠스를 지켜볼 필요

엔/달러 (1.26~2.2)



자료: Bloomberg, 하나증권

JGB 10년 국채금리 (1.26~2.2)



자료: Bloomberg, 하나증권

[방향을 묻기보다, 변동성을 관리하라 (환율)]

일본 장기금리 급등은 위기보다 '수요 재계산'의 신호로 인식

- 시장은 日 정부의 재정 운용에 대한 우려를 유지하고 있으나, 경제 펀더멘털 (성장·물가)을 방치하지 않을 것이란 기대도 공존
- 오히려 日 국채 금리 상단이 높아질수록, 국내 수요와 해외 자금 환류 (엔 캐리 청산 수요)가 재검토되는 메커니즘이 작동할 수도
- 이에 따라 일정 수준의 일본 장기금리 급등은 위기 신호라기보다 수요가 재산정되기 시작하는 트리거가 될 수 있음
- 만약 미·일 환율 공조로 엔화의 강세 전환이 강하게 형성된다면, JGB 금리 상단 확인은 오히려 앞당겨질 수 있음

금리 '발작'은 'JGB 수요 재계산'의 신호일 가능성

구분	핵심 판단	작동 메커니즘	시장에서 나타나는 현상	투자·해석 포인트
1. 재정 충당 가능성	• 모호하지만 결국은 충당될 것	• 명목 성장률은 이미 플러스, 임금·물가가 동시 회복, 세수는 실질 기준 개선 • BOJ, 금융시스템 안정 최우선 기조	• 재정 우려는 반복되어 왔으나 위기 프라이싱은 제한적	• 일본 재정은 '불투명해도 관리 가능' 영역 평가
2. 금리 발작 의미	• 금리가 튈수록, 수요가 재검토될 가능성	• 금리 상승 → ALM 재조정 → 실수요 가격 재산정	• 초장기물 금리 급등 후 매수 대기 구간 형성	• 금리 변동성은 수요 재형성의 신호
3. 국내 수요 재검토	• 국내 기관 수요는 소멸되지 않음	• 손보·연기금·은행의 목표 수익률 재설정	• 고점 매도 후, 레벨 도달 시 재진입	• JGB 하단은 국내 수요가 지지
4. 해외 자금 환류 가능성	• 본국 유입 가능성 상당	• 환헤지 비용 상승 (엔 강세 전환) + 엔화 상단 관리	• 해외채권 축소 → JGB·엔화 자산 재배치	• 단, 급격한 환류보다 '조용한 이동'을 기대
5. 종합 구조 평가	• 위기 아닌 재균형 국면	• 재정 확장 + 중립적 통화 정책 + 금리 상단 탐색 및 수급 조정	• 엔화의 레벨 관리와 장기금리 상단에 대한 탐색	• 일본 초장기물 채권 전략 유효

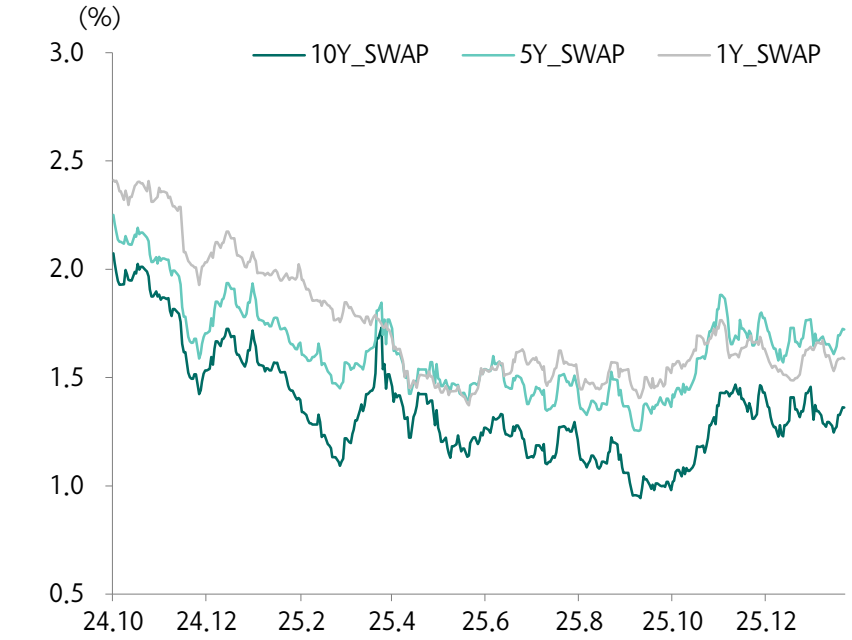
자료: 하나증권

[방향을 묻기보다, 변동성을 관리하라 (환율)]

여전히 매력적인 JGB 초장기물 투자

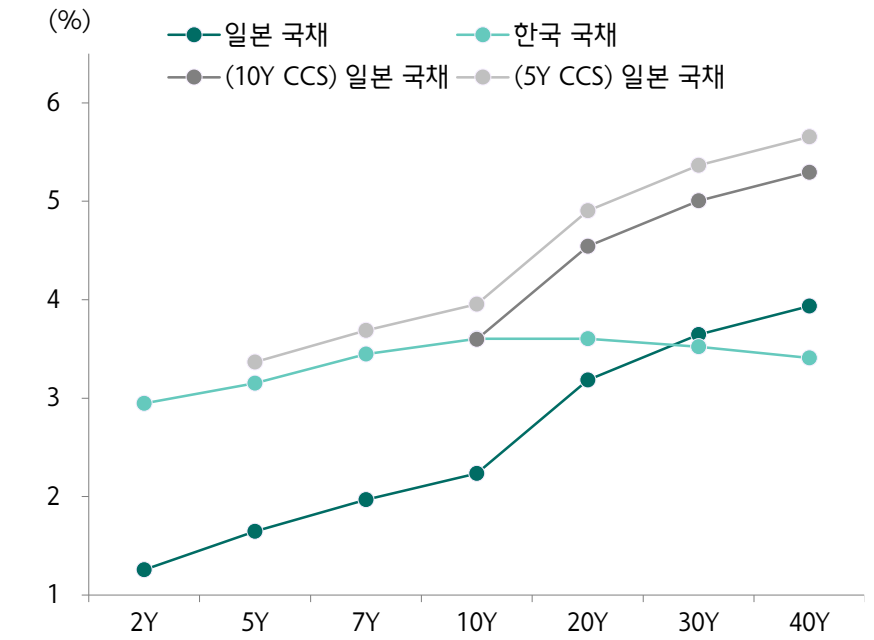
- 한국 투자자의 경우, 원/엔 환헤지 적용 시 JGB 20년물 이상 구간에서 연 4.5~5.5%대 원화 기준 수익률을 기대
- 실제 초장기물 (20년 이상)의 경우, 동일 듀레이션의 국내 국채 대비 명확한 수익률 우위가 발생
- 따라서 투자자 판단의 초점은 헤지 비용을 포함한 실질 수익률 구조가 될 것
- JGB 초장기물은 현재 단순한 듀레이션 대체가 아닌 '구조적 수익 확보' 수단이 되는 경향

한국 투자자의 JPY 환헤지 프리미엄 (CCS 기준)



자료: Bloomberg, 하나증권

Term Structure (한국 국채, 일본 국채)



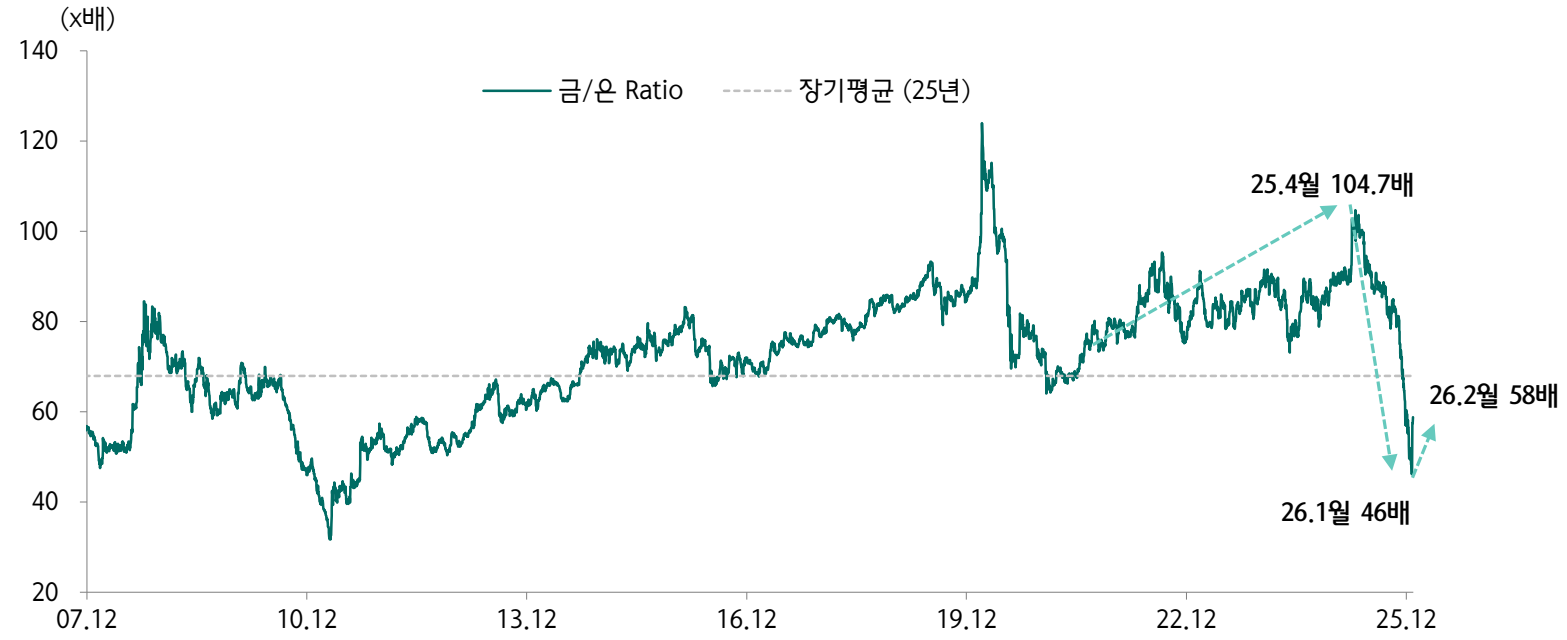
자료: Bloomberg, 하나증권

[방향을 묻기보다, 변동성을 관리하라 (Silver)]

은 시장 왜곡 정상화 이후 또 다시 변동성 구간 진입

- 최근 은 (Silver) 가격은 고점 대비 큰 폭의 하락을 기록하며 가격 변동성이 급격히 확대된 모습
- 금/은 ratio는 한 때 105x까지 치솟으며 왜곡이 심화되었으나, 이후 은 가격이 단기간 내 급등하면서 이 비율은 빠르게 정상화
- 다만, 연준 의장 선출을 둘러싼 정책 변수를 트리거 삼아 은 가격은 크게 급락
- 이를 은 가격의 상승 추세 종료로 해석하기보다는 급격했던 과열만큼 조정도 짧은 시간 내 급격하게 전개되고 있는 국면

금/은 Ratio



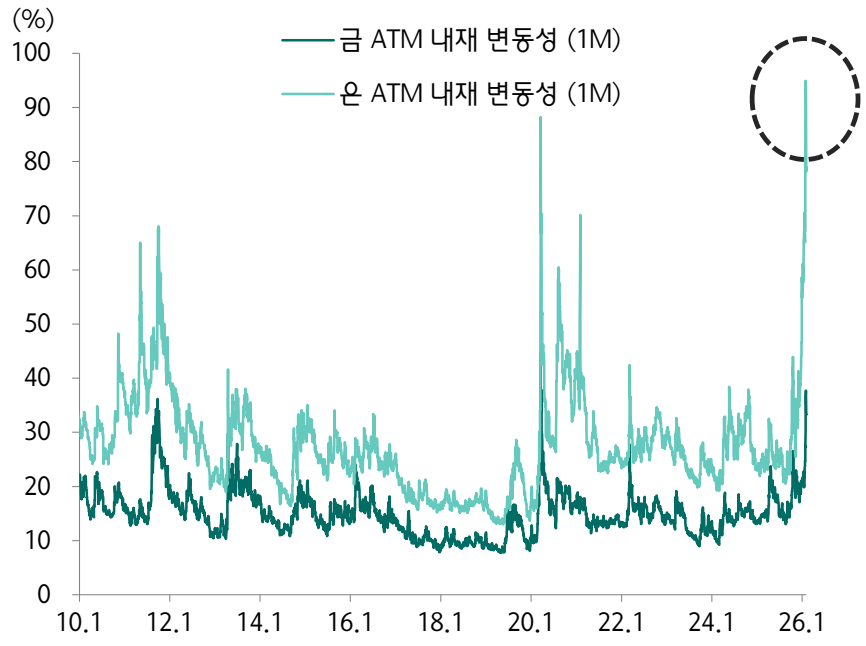
자료: Bloomberg, 하나증권

[방향을 묻기보다, 변동성을 관리하라 (Silver)]

내재 변동성 (IV) 점검 : 가격조정에도 '꺼지지 않는 불확실성'

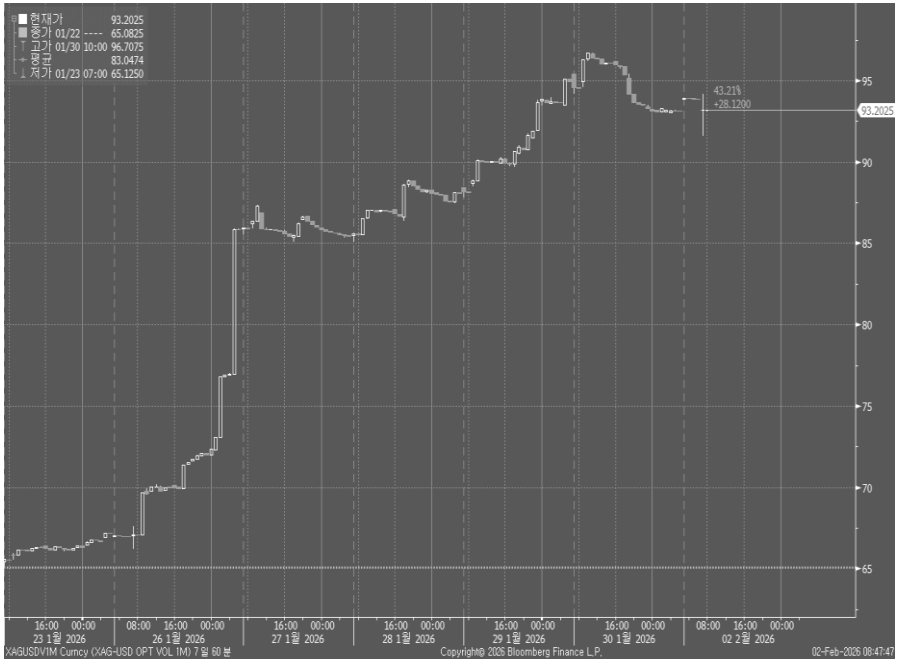
- 최근 은 옵션 시장의 내재변동성 (IV)은 역사적 고점 수준까지 상승
- 은 IV는 과거 평균을 크게 상회하며 극단 구간 (90th 이상)에 위치하고 있으며, 빠르게 낮아지지 않는 상황
- 시장 참여자들이 단기적 가격 방향성에 다시 베팅하기보다는 당분간 변동성이 지속될 가능성을 더 크게 반영하고 있음을 시사
- 현재 은 시장은 '가격 안정 < 불확실성 지속' 국면

금/은 내재 변동성 (ATM, 1M)



자료: Bloomberg, 하나증권

은 내재 변동성 (1/25~2/2)



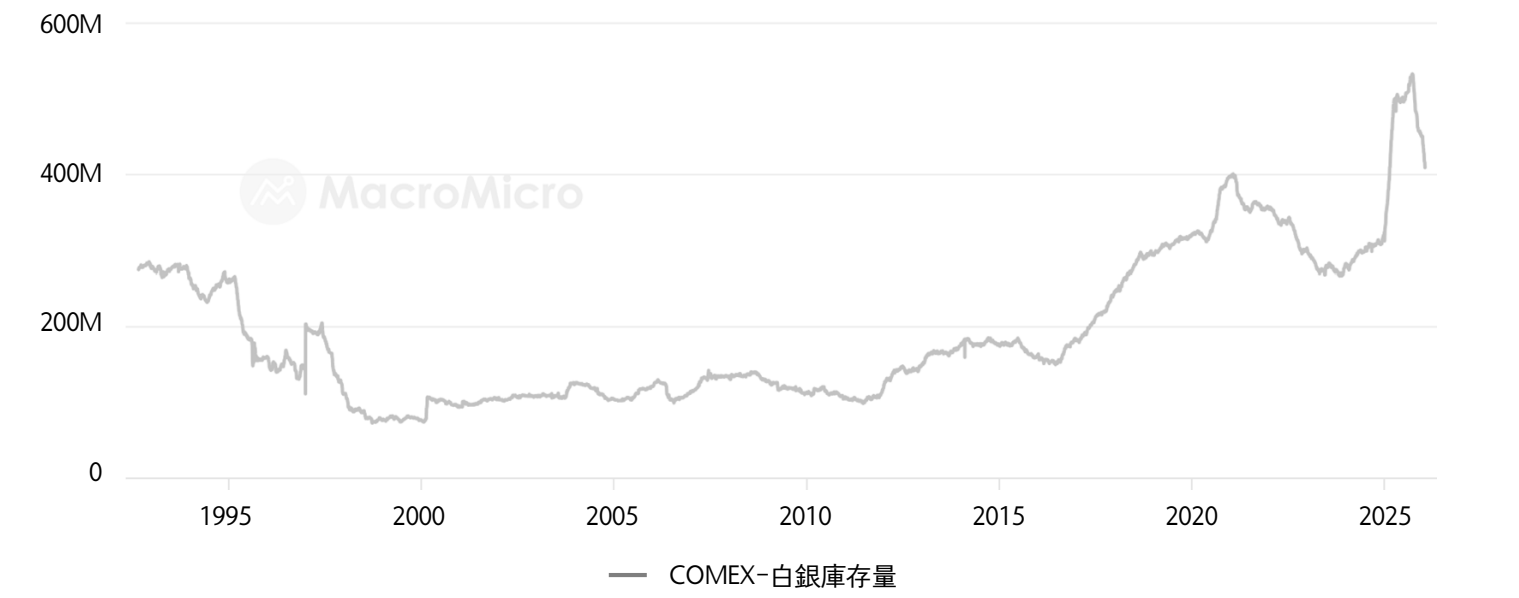
자료: Bloomberg, 하나증권

[방향을 묻기보다, 변동성을 관리하라 (Silver)]

단기적으로 변동성이 쉽게 낮아지기 어려운 이유

- 금·은 가격 모두 장기 저항선을 크게 상회하는 구간에 위치해 있어 기술적 기준선이 불명확
- 통화정책·지정학 이슈 등 거시 변수에 대한 해석이 엇갈리며 매수·매도 논리가 동시에 존재하는 국면
- 은 시장에서는 실물 재고 감소와 쇼트 스퀴즈 가능성 상존. 동시에 환경 규제 강화 및 포지션 관리 압력은 가격 급등을 제약
- 이러한 상충 요인은 방향성보다 변동성을 키우는 구조를 형성

은 재고 (Inventory: Silver) 감소



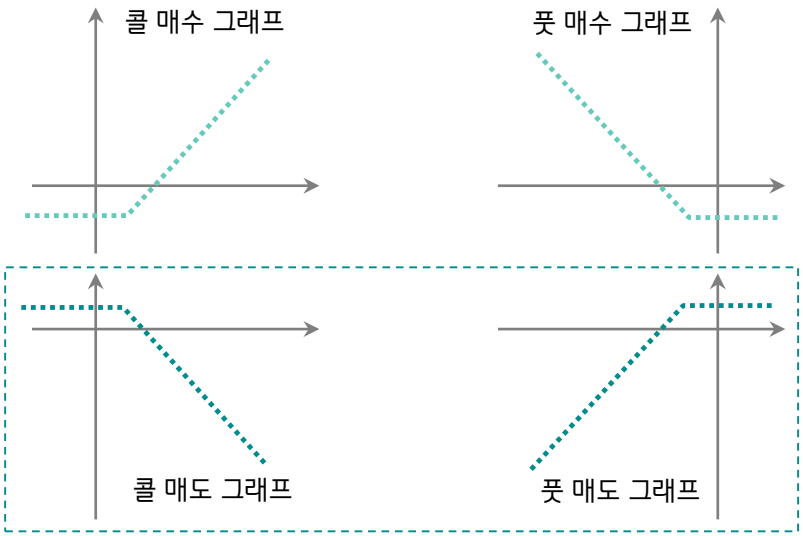
자료: COMEX, 하나증권

[방향을 묻기보다, 변동성을 관리하라 (Silver)]

단기 방향성 베팅을 피하고, 변동성 탐색

- 변동성 확대 국면에서 옵션 프리미엄이 구조적으로 높아지는 경향
- 단기 가격 방향에 대한 확신이 낮은 상황에서는 프리미엄 수취 전략도 유효
  - 익스포저 축소 목적의 투자자는 은 가격 상승 노출을 제한하며 프리미엄 확보 ▷ 콜 옵션 매도 전략
  - 은 가격의 장기적 상승 관점에서는 낮은 유효 매입가 확보 가능 ▷ 풋 옵션 매도
- 공통적으로 단기 방향성 베팅을 피하면서 변동성에 대한 보상을 확보하려는 수요가 나타날 수 있는 국면

단기 방향성 베팅을 피하면서 변동성에 대한 보상 전략



투자자 유형	전략적 선택	의미
익스포저 축소	• 콜 옵션 매도	• 변동성 국면에서 상승 노출을 제한하며 프리미엄 수취
장기 관점 유지	• 풋 옵션 매도	• 단기 조정 시 유효 매입 단가를 낮출 수 있는 선택지

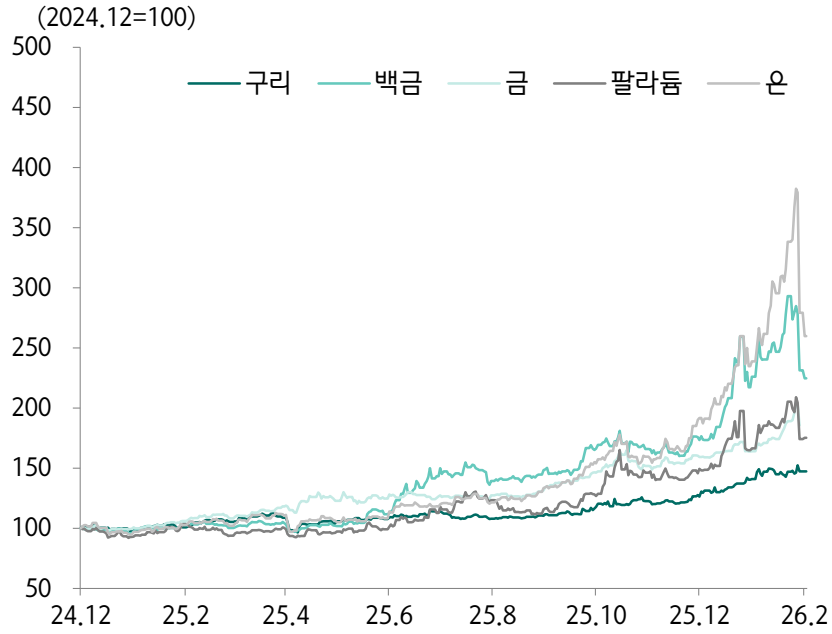
자료: 하나증권

[방향을 묻기보다, 변동성을 관리하라 (Silver)]

그러나 은 가격의 하방 경직성이 단단한 이유

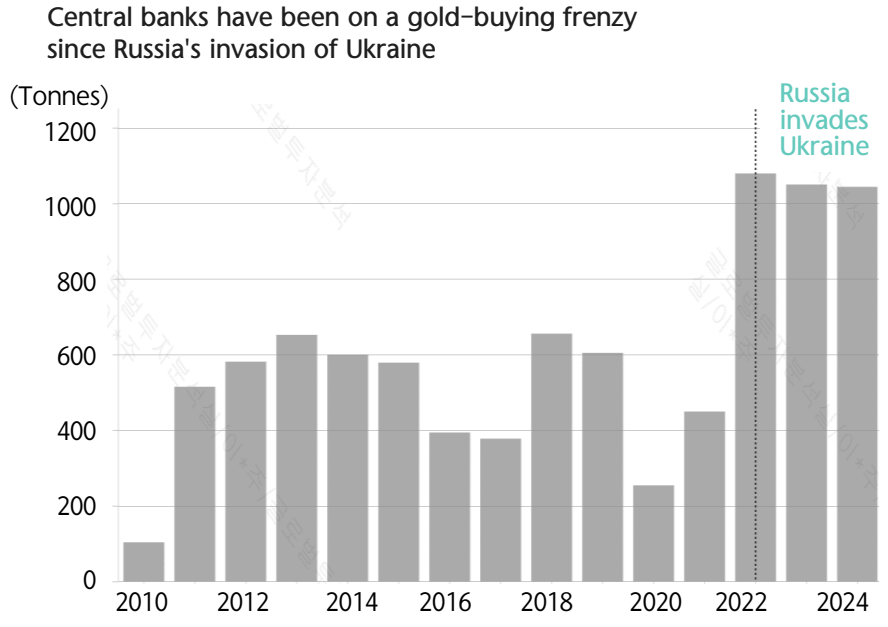
- 단기적으로 은 시장은 방향성보다 변동성이 지배하는 국면이나, 그럼에도 은 가격은 과거 사이클 대비 하방 경직성 보유
- 우선, 금 가격 상승이 지속된다는 전제 아래 상대적으로 가격이 낮고 통화적 속성을 보유한 은 투자 수요도 지속될 가능성
- 이에 더해 단기 투기 수요를 넘어 은의 산업·정책·인프라에 기반한 구조적 수요가 뒷받침되는 영향권에 들어감

주요 금속별 가격 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

러/우 전쟁 이후 각국 중앙은행들의 금 보유량 확대



자료: IMF, 하나증권

[방향을 묻기보다, 변동성을 관리하라 (Silver)]

은 (Silver)에 대한 수요가 과거와 다른 이유: “산업과 연동”

- 은 수요는 AI · 전기화 · 에너지 전환이라는 구조적 흐름에 연동. 경기 사이클과 무관하게 ‘핵심 인프라 전반’에서 수요 가속화
- AI 확산과 데이터센터 증설은 단순한 IT 투자를 넘어 전력망·전원·냉각을 포함한 대규모 전력 인프라 투자로 직결
- 은은 태양광 패널 전극, 전력망 고전도 접점, 데이터센터 전력 연결부, 전기차 전장 등 고전도·고신뢰성이 동시에 요구되는 영역에서 대체가 어려운 소재
- 에너지 전환과 ESG 정책 또한 태양광, 전력망 고도화, 전기차·충전 인프라, ESS 등에서 은 사용을 구조적으로 확대
- 이러한 산업 수요는 전통적 경기 민감 소비와 달리 정책 목표와 기술 전환 일정에 의해 추진되어, 경기 둔화 국면에서도 쉽게 중단되기 어려움

은 (Silver)의 특징과 산업적 의미

구분	은 (Silver)의 특징	산업적 의미
전기 전도도	• 모든 금속 중 가장 높은 전기 전도도 보유	• 전력 손실 최소화가 중요한 태양광·데이터센터·전력망에서 대체 불가
신뢰성	• 고온·고전류·고부하 환경에서도 성능 저하가 제한적	• AI 서버, 데이터센터, 전기차 전장 등 고신뢰 인프라에 필수
대체 가능성	• 구리·알루미늄 대비 대체 시 효율·안정성 급락	• 비용보다 성능·안정성이 우선되는 핵심 부위에 지속 사용
수요 구조	• 경기 순환보다 정책·기술 전환 (전기화·AI·ESG)에 연동	• 경기 둔화 국면에서도 수요가 구조적으로 유지
공급 구조	• 다수 광물의 부산물 (by-product)로 생산	• 가격 상승에도 공급이 즉각 확대되기 어려운 구조
기술 변화 영향	• 사용량 절감 시도는 존재하나 설치 규모 증가가 이를 상쇄	• 단위 사용량 감소 ≠ 총수요 감소
장기 수급	• 수요는 구조적으로 확대, 공급은 경직적	• 중장기적으로 수급 타이트화 가능성 상존

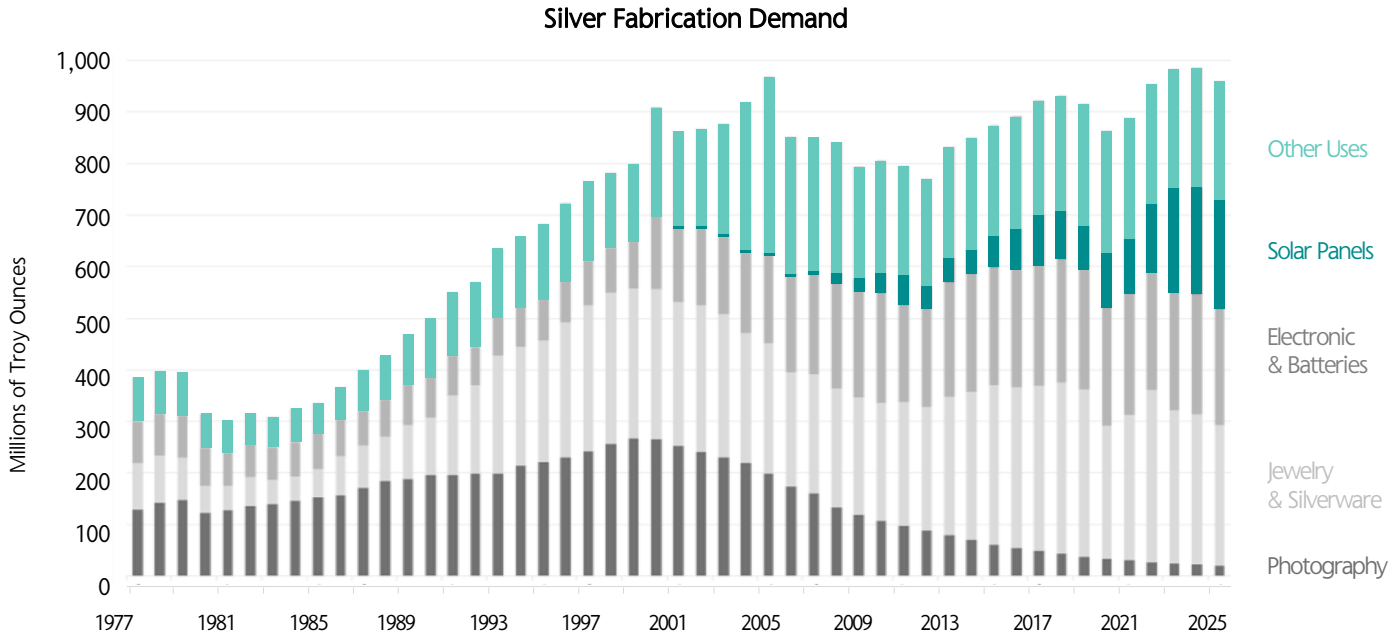
자료: Moody’s, 하나증권

[방향을 묻기보다, 변동성을 관리하라 (Silver)]

공급 부족과 유동성 환상의 소멸

- 그럼에도 은 공급은 광산 개발 기간, 환경, 지역 사회 이슈로 단기 확대가 쉽지 않음 (ESG 기준 강화는 신규 광산 개발 제약)
- 다수의 금속에서 부산물 형태 (by-product)로 생산되는 점도 공급의 가격 탄력성을 낮춤
- 은은 선물·ETF·OTC 등 종이 거래 비중이 훨씬 높은 구조를 보여 옴. 그러나 이제 실물 수요 확대와 투자 심리가 겹칠 경우 '유동성 환상' 이 깨지면서 가격 변동성이 급격해 질 수 있음 **유동성 환상이란 평소 시장 참여자들이 은을 언제든지 충분히 사고 팔 수 있다는 인식을 보유*

은에 대한 수요 구분



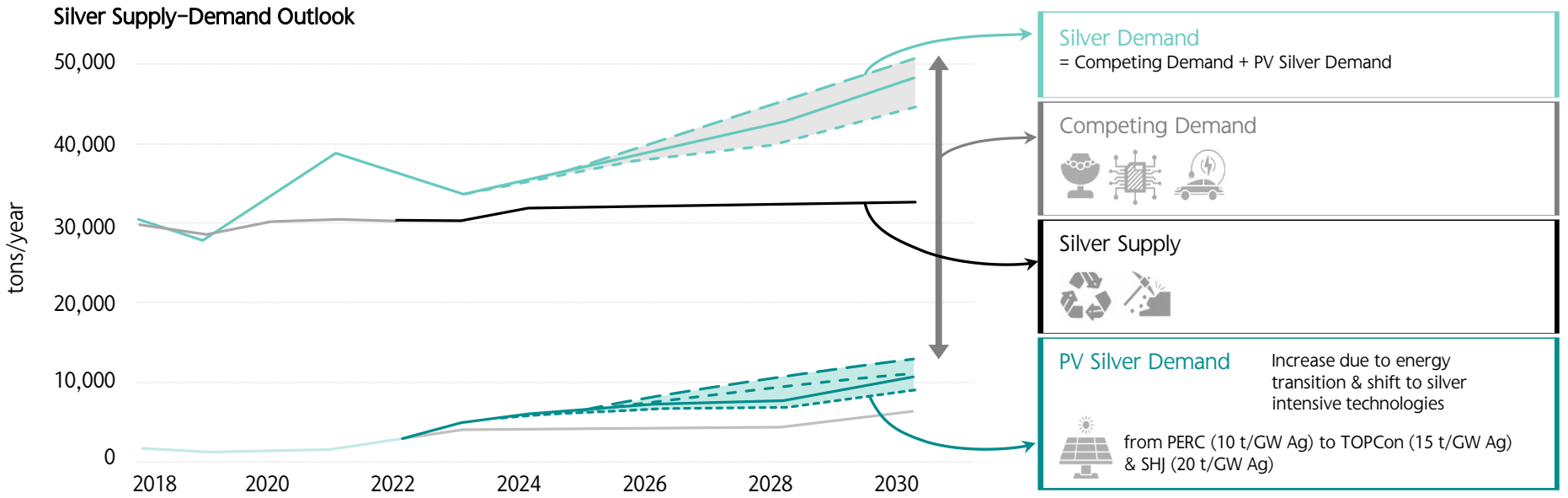
자료: CME Group, 하나증권

[방향을 묻기보다, 변동성을 관리하라 (Silver)]

장기적으로 은에 대한 가치 재평가, 여러가지 성격이 오히려 부각되는 시점

- 은은 금처럼 순수한 안전자산도, 전형적 경기 민감 산업금속도 아님
- 그럼에도 실질금리 변화, 통화/재정 불확실성이 커지는 국면에서는 안전자산 역할을, ESG·전기화·AI 인프라 확산 기조에서는 산업재 성격이 동시에 부각되는 자산으로 재평가
- 단기 가격 베팅보다 중장기 포트폴리오 보완 자산으로 적합 ▷ 은은 과거의 잣대가 아닌 새로운 자산 분류로 재평가할 필요

은 공급-수요 전망에 대한 학계 추정 (Cattaneo et al., 2026)



자료: Forecasting silver demand and supply by 2030: Impact of silver-intensive photovoltaic cells and sectoral competition, Resources, Conservation & Recycling (2026), 하나증권

[방향을 묻기보다, 변동성을 관리하라 (Silver)]

그럼 왜 은 사용이 과거에는 부담스럽지 않았던 걸까?

- 은은 오래전부터 전기 전도도·신뢰성 측면에서 대체가 어려운 핵심 소재이나 가격과 수급 문제가 부각되지 않았던 이유는 "산업 최적화와 시장 구조가 이를 흡수해 왔기 때문"
- 산업 전반에서 단위 사용량 축소·분산된 수요가 실물 압력을 완화 (연간 수요가 커져도 발주시점/지역/납기/계약 형태가 제각각)
- 동시에 선물·ETF 중심의 종이 은 시장이 실물 수급 스트레스를 가격에 반영하지 않도록 흡수 (당장 실물 사재기로 이어지지 않고 미래 시점에 인도 가능 계약 형태로 일어남)
- 그러나 AI·전기화·에너지 전환으로 수요의 동시성과 실물 확보 우선 수요가 나타나며 기존 구조가 흔들리기 시작한 것

그럼 왜 은 사용이 과거에는 부담스럽지 않았던 걸까?

구분	과거에는 문제가 되지 않았던 이유	지금 변화가 나타나는 이유
기술적 측면	• 은 사용량은 지속적으로 미세화·박막화·접점 최소화	• 이미 최적화 한계에 도달, 추가 축소 시 성능·안정성 저하
수요 구조	• 태양광·전자·자동차 등 산업별로 수요가 분산	• AI·데이터센터·전력망·전기차 수요가 동시에 확대
수요 성격	• 가격 민감, 대체 가능성 탐색 논의	• 납기·물량 우선 인프라 수요 증가
시장 구조	• 선물·ETF·OTC 등 종이 은 거래가 실물 압력 흡수	• 실물 인도 수요 증가로 종이 시장 흡수력 약화
가격 반영	• 실물 타이트 → 가격 반영 지연	• 실물 수급 변화가 가격으로 직접 전이

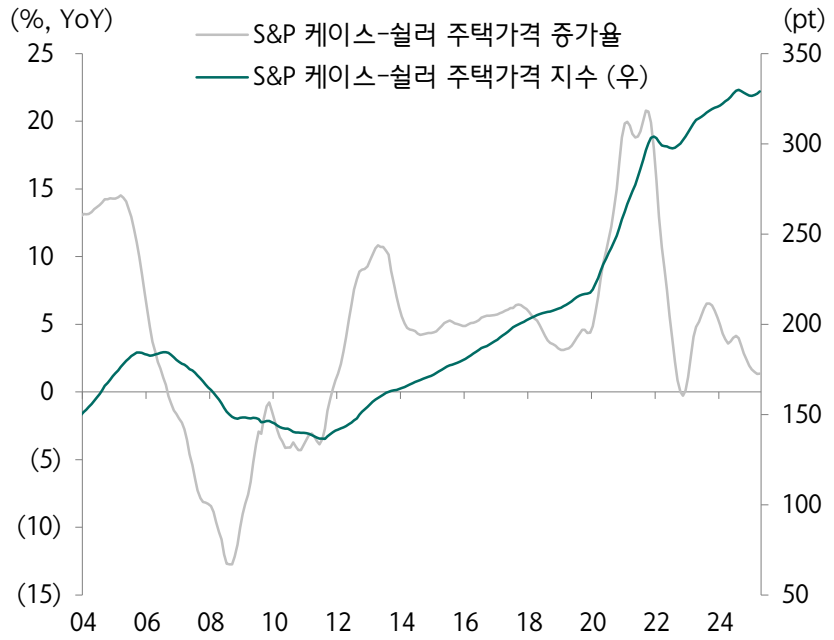
자료: 하나증권

[방향을 묻기보다, 변동성을 관리하라 (미국 주택)]

거래 반등에도 가격은 거의 움직이지 않았다

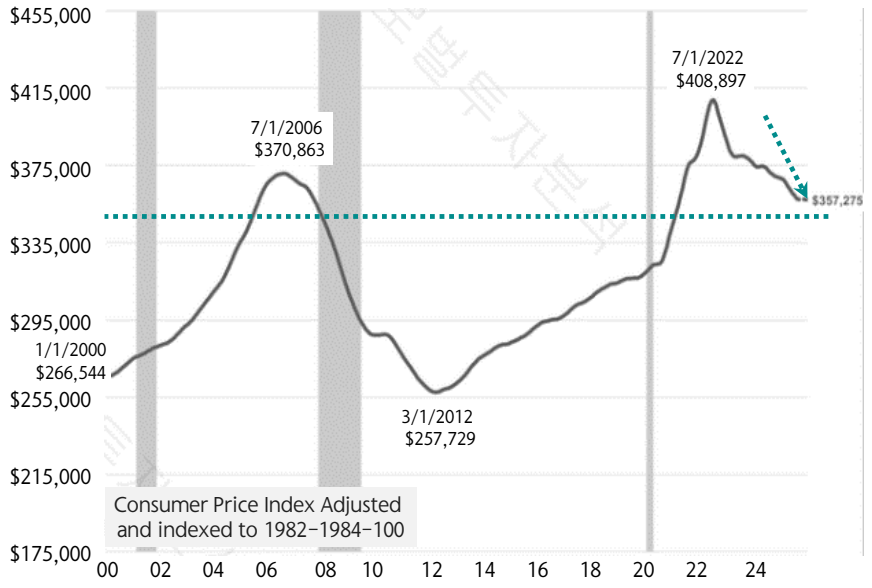
- 기존주택 가격 상승률 (Median)은 전년비 0.42%에 그침
- 금리 하락과 계절적 요인이 거래를 일부 앞당기며 가격이 유지된 것으로 판단
- Zillow 기준 실질 가격은 22년 이후 하락 흐름이 유지되는 만큼, 주택시장은 여전히 조정이 진행되고 있음을 시사

S&P 케이스-쉴러 주택가격 지수



주: S&P 케이스-쉴러 주택가격의 경우 시차가 존재. 9월 말까지 반영됨
자료: Bloomberg, 하나증권

Zillow 기준, 주택시장 실질 가격



자료: Zillow, 하나증권

[방향을 묻기보다, 변동성을 관리하라 (미국 주택)]

미국 주택시장, 연말 랠리일까 착시일까

- 2025년 말, 美 기존주택 거래량은 4개월 연속 반등하며 연 435만 건 도달
- 그러나 거래량 절대 수준은 2000년 이후 기준 하단부를 벗어나지 못함
- 인구 증가를 감안한다면, 이번 거래량 반등은 구조적 회복이라기보다 침체 국면의 기술적 반등에 가까워 보임

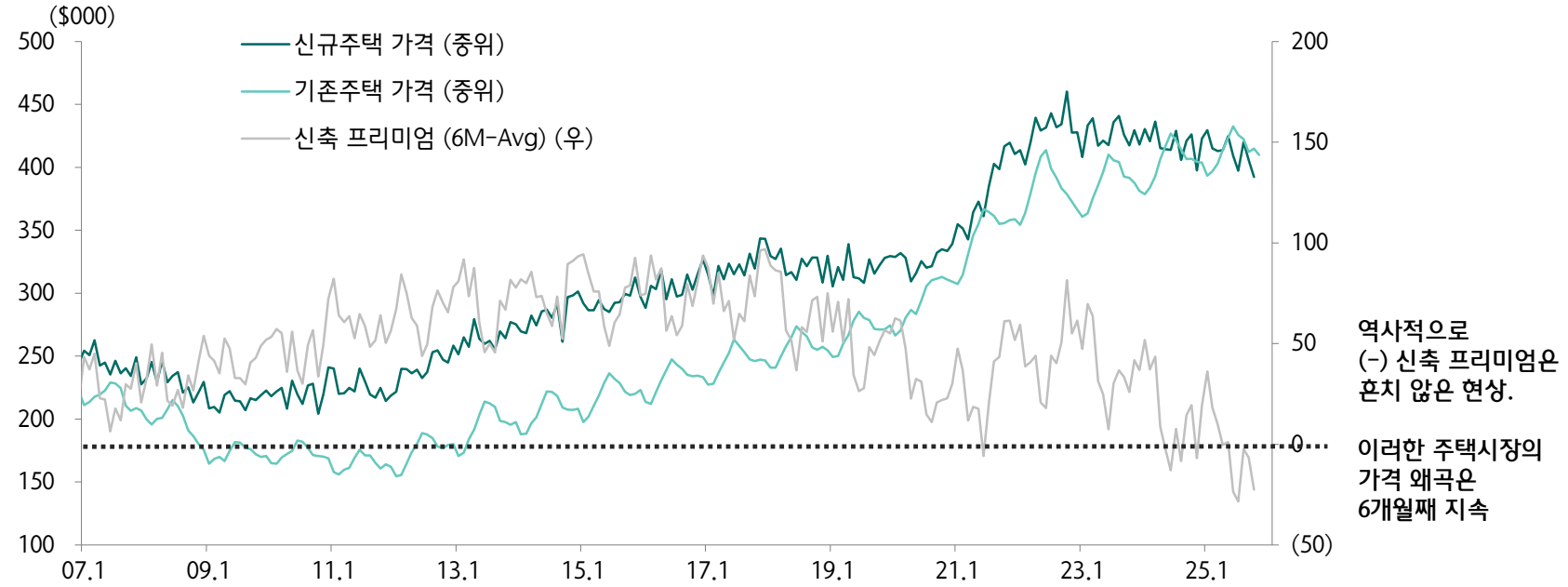
미국 기존주택 거래량

자료: Bloomberg, 하나증권

신규주택에서 시작된 가격 구조의 균열

- 미국 주택시장은 25년 6월부터 가격 균열이 나타남
- 신규주택 가격이 기존주택보다 낮아지면서 (신축) 가격 프리미엄이 (-) 구간 진입. 과거 사이클에서도 보기 드문 구조
- 이는 수요 회복이 기대에 못 미치는 환경에서 건설사 신축 재고를 소화하기 위해 가격을 조정한 결과

주택 가격 및 신축 프리미엄

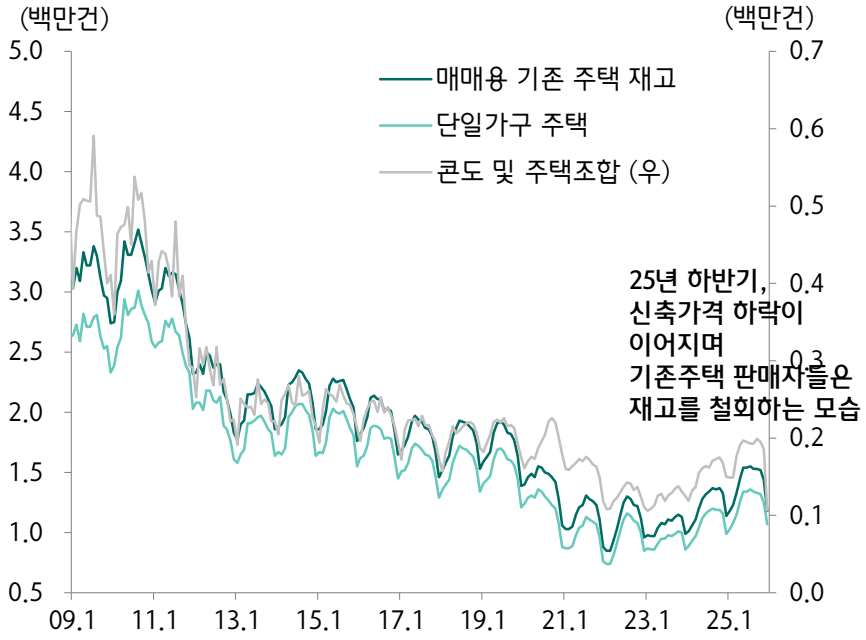


자료: Bloomberg, 하나증권

숨어 버린 재고와 '헛가격' 형성

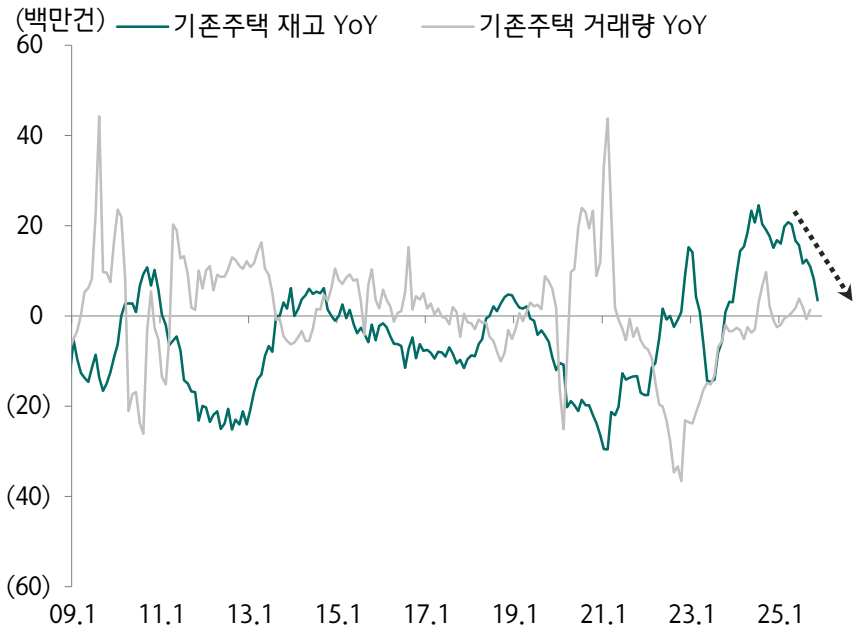
- 문제는 이러한 신축 가격이 떨어지면서 기존주택 가격을 같이 끌어내릴 수 있다는 점
- 주택 매물을 내놓는 기존주택 보유자들은 가격을 인하하는 대신 매물 철회를 선택하는 모습 (기존주택 재고 MoM -20%)
- 내놓은 매물은 비싸서 팔리지 않거나, 거래가 없어 기존 가격이 유지되는 상황 ▷ '높은 헛가격' 상태
- 겉으로 보면, 재고 감소나 거래 개선처럼 보여도 결국 봄철 재등록을 기다리며 매물이 일시적으로 숨은 상태

주택 재고 추이



자료 Bloomberg, 하나증권

기존주택 재고 증가율과 거래 증가율



자료 Bloomberg, 하나증권

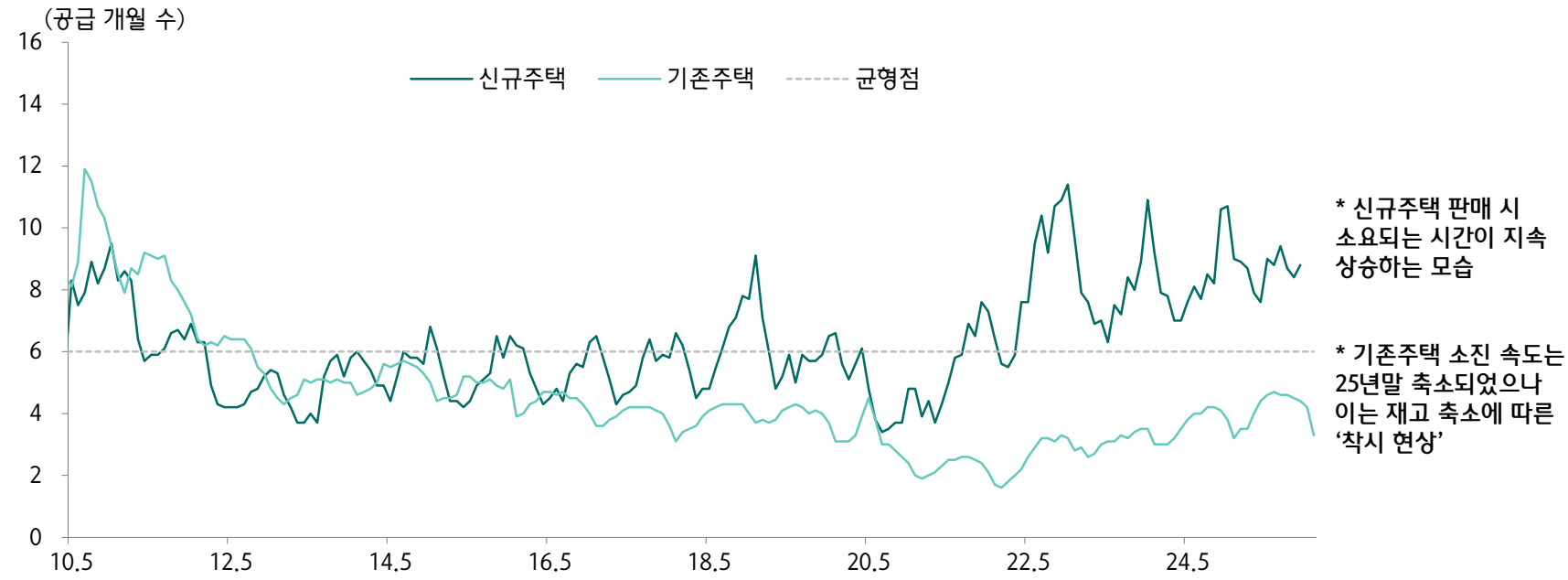
[방향을 묻기보다, 변동성을 관리하라 (미국 주택)]

공급 개월 수 축소는 수요 회복이 아니다

- 25년말 기존주택 공급 개월 수는 3.3개월로 급락. 주택 가격 균형 상태 (약 6개월)을 크게 밑도는 상황
- 한 달 만의 급격한 축소이나, 수요 회복이 아닌 재고 후퇴의 결과
- 이렇게 제 때에 소화되지 않은 채 누적되면 결국 공급 압력이 커지며 가격 조정을 야기할 수 있음

*** 공급 개월 수: 시장에 나온 매물이 모두 소진되는 데 걸리는 개월 수 (현재 재고/월평균 판매량)***

주택 공급 개월 수



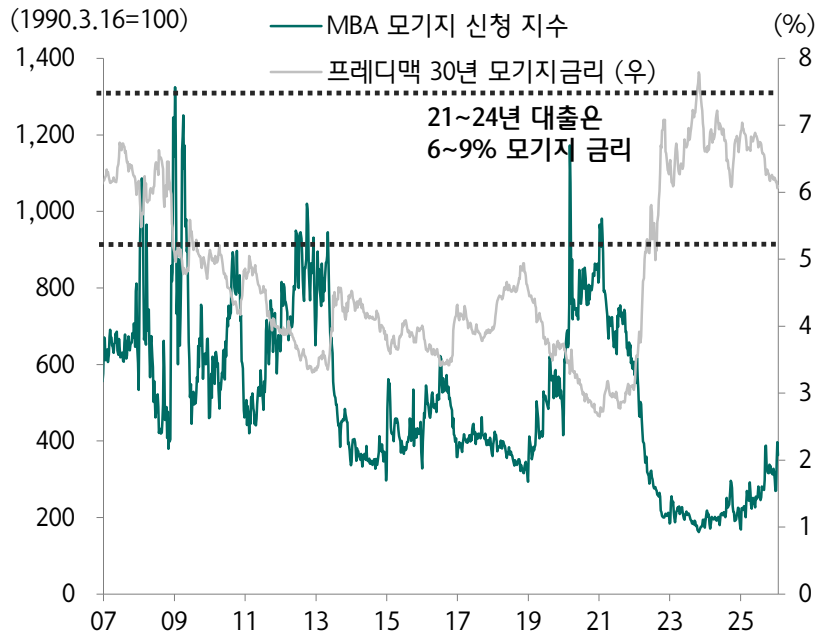
자료: Bloomberg, 하나증권

[방향을 묻기보다, 변동성을 관리하라 (미국 주택)]

집을 보유한 주택 보유자들도 부담이 높아질 수 있음

- 특히 2021~2024년 구간 (주택 가격 정점 및 고금리 형성)에 형성된 대출 빈티지에 부담이 될 것
- 해당 시기 주택담보 대출은 초기 순자산 (Equity)이 얇고, 낮은 다운페이먼트 비중과 고금리 환경으로 상환 여력 제한된 구조
- 따라서 주택 가격이 정체 or 소폭만 조정되어도 이들 구간 차입자 부담은 커질 수 있음 ▷ 비자발적 출구 ↑ (손실 매각/차압)
- 21~24년 주택 구매자들은 부의 효과가 제한되어, 중산층의 저변을 넓히기보다 자산 완충력을 얇게 만드는 구간에 해당

모기지 금리 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

21~24년 빈티지 대출 취약성

취약 요인	의미 및 영향
주택 가격 고점 구간에서 대출 실행	• 팬데믹 이후 급등한 주택 가격 구간에서 대출이 실행 • 초기 순자산 (equity)이 얇게 형성 (주택가치-대출잔액). 이에 가격이 정체 or 소폭만 조정돼도 마이너스 자산 전환 가능성 높음
낮은 다운페이먼트 비중 (FHA 중심, 3~5%)	• (FHA 중심) 3~5% 수준의 低다운페이먼트 대출 비중 확대 • 가격 하락 시 순자산 소멸 속도가 빠름 • 정상 매각을 통한 출구 전략이 제한적
고금리 환경에서 상환 부담 확대	• 월 상환 부담이 높고, 실업·소득 충격 발생 시 버퍼가 취약
정책 완충에 의존한 '버티기 구조'	• FHA 특별 완화 정책으로 연체 상태에서도 차압이 지연 • 차주 입장에서는 "버티면 회복된다"는 선택지가 존재 • 정책 종료 이후, 연체 → 차압·손실 매각으로 이동 경로 확대
가격 기대 붕괴 위험	• 가격 상승 국면에서 형성된 기대가 약화 • 거래 회복 없이 시간이 흐를수록 심리적 버팀목 약화 • 일부 차주는 정상 매각보다 차압·손실 매각 선택 가능성 증가

자료: 하나증권

[방향을 묻기보다, 변동성을 관리하라 (미국 주택)]

2026년 핵심 변화: 정책 환경 전환

- 게다가 25년 9월 30일, **FHA 특별 완화 정책이 종료됨
- 이는 팬데믹 이후 주택 대출 연체를 장기간 흡수하며 차압으로의 전환을 지연시켜 오던 정책
- 해당 정책의 종료로 이제부터는 연체가 주택 차압·손실 매각으로 이전되는 경로가 보다 명확해질 것
- 연말 매물 철회 이후의 재등록, (정책 종료) 차압·손실 매각 물량, 고령화에 따른 처분 수요가 26년 공급 측 압력을 높일 수 있음

***FHA 특별 완화 정책 (FHA COVID19 Loss Mitigation Programs) : 팬데믹 이후 소득 충격을 받은 FHA 보증 모기지 차주가 연체 상태에 빠지더라도 차압으로 바로 넘어가지 않도록 설계된 한시적 보호 제도*

FHA 특별 완화 정책 종료

구분	팬데믹 기간 및 향후 정책 존속 시	정책 종료 이후 (2025.9~)	시장에 미치는 영향
정책 역할	• 연체 차주를 제도적으로 흡수	• 연체의 장기 체류 기능 소멸	• 정책 완충 → 시장 메커니즘 복귀
연체 처리 방식	• 상환 유예 (Forbearance), 상환 이연, 재조정 반복 허용	• 일정 기간 이후 차압·손실 매각으로 전환	• 연체 → 차압 전환 속도 상승
차주 선택지	• “버티면 정상화 가능”	• 정상화 실패 시 매각·차압 선택 불가피	• 매물 유입 압력 증가
차압 발생 시점	• 제도적으로 지연	• 구조적으로 앞당겨짐	• 공급 타이밍 집중 가능성
영향 받는 차주	• 전반적 보호	• 2021~2024년 고점 빈티지 중심	• 낮은 순자산 차주 취약
주택시장 반응	• 거래·가격 왜곡 유지	• 숨은 공급 점진적 표면화	• 가격 압박 확대
가격 형성 메커니즘	• 매물 철회로 ‘헛가격’ 유지	• 차압·손실 매각으로 거래 가격 노출	• 가격 발견 기능 회복
중기 결과	• 조정 지연	• 공급 주도 조정 가능성	• 회복보다 변동성 확대

자료: 하나증권

[방향을 묻기보다, 변동성을 관리하라 (미국 주택)]

연말 랠리에 가려진 26년 공급 구조 변화가 더 중요한 포인트

- 미국의 중산층이 리드하는 경제 구조에 있어 “주택 시장 조정”은 소프트 랜딩의 발목을 잡을 수 있는 조용한 위험
- 트럼프의 핀셋형 주택 정책은 금리와 수요 주체를 조정해 하방을 완충하는 성격을 분명히 띄고 있음
- 그러나 공급 구조와 차압 전환이라는 핵심 변수까지 뒤집기에는 한계가 있어 보임
- 2026년 주택시장은 수요 회복에 대한 기대보다 정책 전환과 공급 흐름 중심의 해석이 필요

트럼프 행정부의 주택시장 “개선안”

정책 축	구체적 조치	정책 수단	단기 효과	구조적 한계
① 모기지 금리 하락 유도	• Fannie Mae/ Freddie Mae를 통한 MBS 매입 지시	• 최대 $200bn MBS 매입	• 모기지 금리 10~15bp 하락 기대, 차입 비용 완화	• 금리 하락 폭 제한적 → 수요 회복을 구조적으로 자극하기엔 부족
② 수요 측 규제	• 기관투자자의 단독주택 매입 제한 (금지) 추진	• 행정조치·입법 추진 단계	• 투자 수요 위축, 실수요 우선 신호 제공	• 이미 매입된 주택·기존 재고에는 직접 영향 제한
정책 성격 요약	• 공급 확대보다는 금리·수요 주체 조정에 초점	• 비용·심리 조정	• 시장 심리 안정, 급락 방지	• (-) 신규주택 프리미엄, 착공 급감, FHA 차압 전환 구조는 유지
시장 영향 평가	• ‘붕괴 방지용 정책’	• 하방 완충	• 급격한 가격 하락 가능성 축소	• 2026년을 강한 회복 국면으로 전환하기엔 제약

자료: 언론사 취합, 하나증권

자산별 리뷰 및 전망 요약

국내 주식

반도체와 로봇의 성장 기대

- **리뷰** 코스피는 업종별 호재로 강세 지속하며 오천피에 안착. 반도체 업종은 메모리 가격 상승 지속에 따른 이익 전망치 상향으로 강세. 삼성전자, SK하이닉스 등 호실적과 가이던스도 상방 압력으로 작용. 자동차 업종은 로봇 모멘텀으로 급등. CES 2026에서 현대차 자회사의 '아틀라스' 공개로 주목받은 것이 주된 강세 요인
- **전망** 글로벌 반도체 가격 상승에도 불구하고 수요 증가에 대한 신뢰가 높은 상황. 국내 반도체 업종의 순이익은 2027년까지 3년 연속 상승하며 사상 최고치를 경신할 것으로 예상됨. 여기에 국내 자동차 업종이 로봇 성장주로의 변화가 예상되며 코스피는 상승 기조를 이어나갈 것으로 전망됨

선진국 주식

이익 턴어라운드 관심

- **리뷰** 미국 증시는 상승 마감. 이란의 반정부 시위가 격화되고 미국이 강경 대응을 예고하며 지정학적 리스크 확대. 미국이 그린란드 합병을 주장하며 유럽과의 갈등도 심화되었고, 유럽의 셀 아메리카 우려로 약세. 이후 이란 시위 진정과 TACO 트레이드, 미국 견조한 경제로 지수는 강세 전환했지만, 차기 연준 의장 지명으로 변동성 확대
- **전망** 1월의 주도 업종은 상반기까지 좋은 수익률을 보임. S&P500 내 1월 수익률 상위 업종이었던 원자재와 에너지였음. 두 업종의 공통점은 이익 턴어라운드 기대 업종. 미국 경제성장률 고점은 2026년 1분기, S&P500 EPS 증가율(YoY)은 2분기 고점을 예상하고 있기 때문에 2월에는 이익 턴어라운드 기대 업종과 기업들을 선별할 필요

신흥국 주식

1분기는 유동성에서 실적 장세 전환 과도기,
조정 시 매수 전략 권고

- **리뷰** 중화권 증시 1월 변동성 점차 확대, 유동성 기반 각종 성장주와 테마 조정 압력 확대. 대내외 유동성 효과 정점을 통과하는 가운데, 실적 장세 전환 이전 단기 조정 압력 확대. 춘절 전후 증시 강력한 모멘텀 부재, 부양책을 주목
- **전망** 2026년 중국 투자의 내러티브는 경제 체질 개선과 성 장모델 전환의 증시 투영, 공급 축소와 신규 투자가 견인하는 가격 반등이 핵심. 수출 및 해외 실적과 테크 및 첨단 제조가 성장성을 제공하고, 내수는 공급 축소로 시작해 장기 침체 주체의 회복이 점차 확산될 것. 신흥국 국가별 우선 순위는 중국 > 홍콩 > 대만 > 인도 > 베트남 순 유지

자산배분/해외크레딧 이영주

자산별 리뷰 및 전망 요약

국내 채권

인하 종료를 넘어서
인상 리스크까지

- **리뷰** 1월 금통위에서 한국은행은 기준금리를 2.50%로 동결. 그리고 금통위원 중 1인을 제외하면 모두 3개월 내 인하보다 동결 가능성에 무게. 시장은 사실상 인하 사이클 종료를 반영. 한국 3, 10년 금리는 각 3.15, 3.60%로 급등. 수급 발작보다 펀더멘털 개선에 따른 상승이라는 점이 작년 4분기 금리 급등과의 차이점
- **전망** 금리는 당분간 Higher for Longer 기조 지속될 전망. 2월 금통위에서 기준금리 동결 확실시. 2026년 성장률 전망이 2.0% 수준으로 추가 상향될 전망. 현재 국고채 금리는 기준금리 인상 리스크를 이미 반영한 레벨로 추가 상승 여력은 제한적. 다만 환율 반등, 성장률 개선 등 고려 시 인상 리스크는 지속되면서 금리 하락도 제한

국내 크레딧

연초효과 소멸

- **리뷰** 1월 신용 스프레드는 전반적으로 확대. 당초 의례적인 연초효과를 기대했으나 시장금리 상승세 지속 및 변동성 확대에 따른 부담을 이기지 못하고 예년과 다른 양상을 보였음. 전체적인 발행은 크지 않았으나 우려가 컸던 공사채 발행이 견조하게 진행되면서 수급에 대한 불안감을 자극
- **전망** 거시지표(금리,환율)의 불안정성이 지속되는 가운데 수급 측면에서 개선 조짐이 단시일 내 나타나기 어려울 전망으로 신용 스프레드 약보합 이상의 흐름 보이기 힘들 전망. 특히 은행권의 예금 인출 급증 등 이른바 탈 채권 머니 무브 현상 또한 지속될 가능성 높은 것으로 전망

선진국 국채

추가 인하 시점
3월에서 6월로 변경

- **리뷰** 1월 미국 채권시장은 단기물 중심 약세 마감. 대내 재료로는 정책금리 인하 기대감 소멸과 독립성 우려 부각, 대외 재료로는 재정 우려가 확대되면서 일본 국채 금리가 큰 폭으로 상승한 영향. 1월 FOMC 성명서는 다소 매파적으로 변경. 고용 하방 위험과 물가 상방 위험 모두 축소된 상황에서 데이터를 보고 결정하겠다는 신중한 스탠스 유지
- **전망** 케빈 워시는 '대차대조표 축소(QT)+금리 인하' 조합을 선호. 하지만 QT가 종료된 상황에서 지준 관리 매입(RMP) 규모 축소가 현실적인 선택일 것. 1월 FOMC에서 파월 의장이 침체 우려를 불식시켰기에 금리를 인하한다고 해서 장기물 금리가 단기물과 동반 하락하는 장세가 이어질 가능성은 제한적. 2/10년 장단기 금리차 추가 확대 전망

자산별 리뷰 및 전망 요약

선진국 크레딧
느슨해지는 조건과 리스크의 이동

- **리뷰** 2026년 미국 레버리지드 파이낸스 시장은 금리 인하 기대 속에 차입자 우위 환경에서 출발. 자금 공급자들이 늘어나면서 경쟁이 심화. 경쟁 양상은 금리 인하보다 대출 문서와 구조 조건 완화로 이동. 이 과정에서 사모대출에서 활용되던 PIK, EBITDA add-back 등 구조적 유연성이 대출 거래(은행 레버리지론 시장)에도 제한적으로 유입. 동시에 스폰서 차입·HoldCo 부채 등 평가 범위 밖 레버리지 또한 확산 흐름
- **전망** 2026년 시장은 위험이 해소되기보다 히든 레버리지로 이연·축적되는 국면으로 해석될 필요

Korean Paper
낮아진 가격 메리트, 캐리 투자 유효

- **리뷰** 1월 KP 시장의 최대 관전 포인트는 역대 최대 규모의 만기 물량 소화 여부였음. 결과적으로 연초 자금 유입에 힘입어 무리 없이 공급 물량을 흡수. 풍부한 수요는 특정 섹터에 국한되지 않고 발행 비용 절감 및 유통시장 강세로 이어졌음. 특히 일반기업 KP USD 스프레드는 미국 IG 수준까지 축소되면서 동조화 현상 강화
- **전망** 2월 핵심 키워드는 공급 공백. 만기 도래 물량이 1월 대비 절반 이하 수준으로 급감. 1월 선제적 조달 완료 감안하면 신규 발행 물량은 더욱 제한적일 수 있음. 희소성 부각되며 대기 수요의 유통시장 유입 가능성. 미국 IG 대비 수익률 확보 메리트가 줄어들었지만, 수급 측면에서 스프레드 확대 압력을 상쇄하는 요인이 될 수 있음

유망 ETF 4선

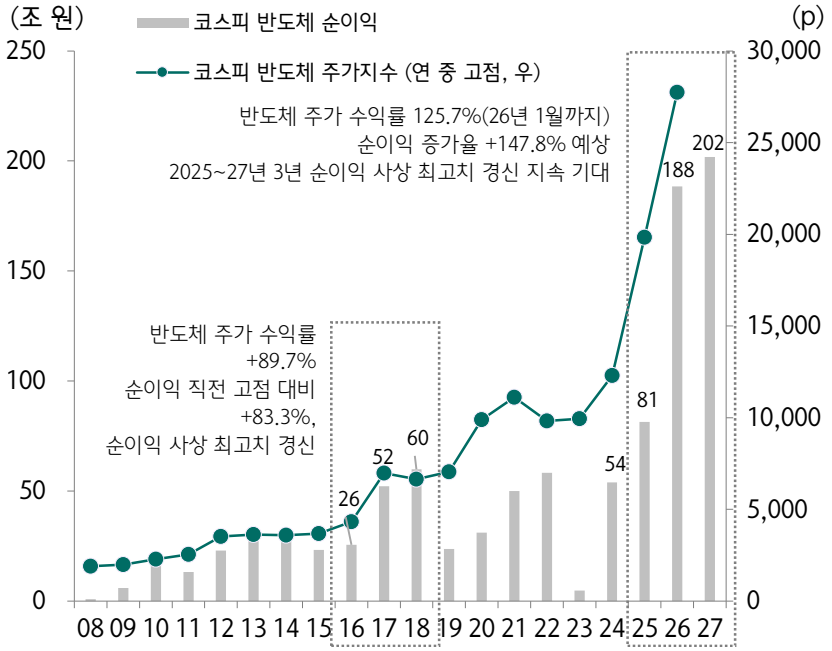
- **SMH** 글로벌 반도체 ETF. 매출의 50%가 반도체와 반도체 장비 생산 분야에서 발생하는 25개 기업들을 편입. 하이퍼스케일러 기업들의 Capex 모멘텀과 소버린 AI 구축 정책 기반의 실적 기대가 지속되는 영역
- **MADE** 대형 제조업 ETF. 미국 내 매출 비중이 높은 제조업 기업들로 구성된 포트폴리오. 리쇼어링과 관세 정책의 압박이 지속되는 과정에서 수혜 기대 가능한 영역. 연준 정책과 현재의 미국 경제 성장 경로에서도 모멘텀 유효
- **485540** 미국에 상장된 AI 핵심 10개 기업에 집중 투자하는 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

자산배분/해외크레딧 이영주

반도체 슈퍼 사이클과 자동차의 로봇 성장주 변모 기대

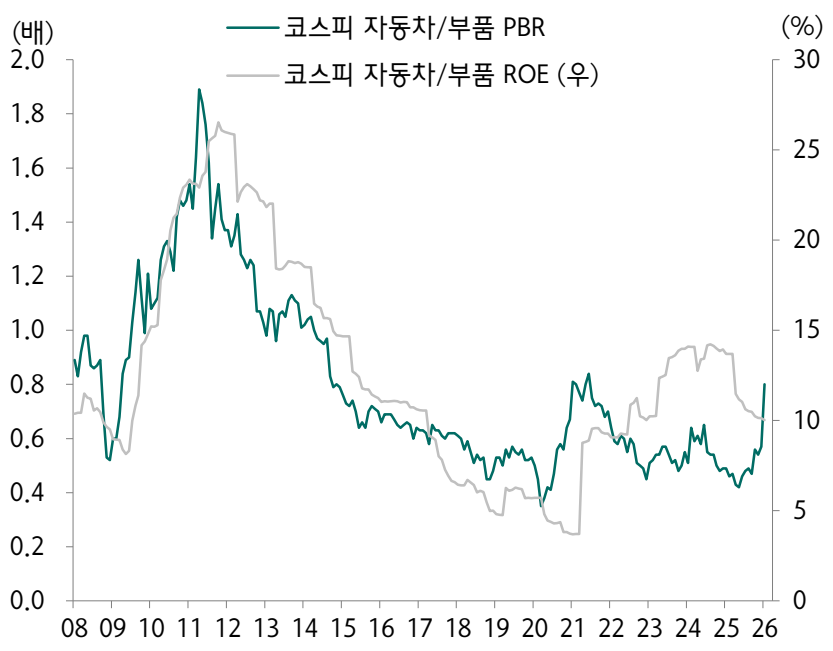
- 2025~27년 반도체 3년 연속 이익 증가, 이익 사상 최고치 경신 예상. 이익 증가율 148%로 예상되는 상황. 2016~18년 반도체 업종의 3년 연속 이익 증가 사이클과 비교하면 향후 반도체가 주도할 코스피 상승 여력은 12~13%로 추정
- 2025년과 2026년 자동차 ROE 전망치는 10.0%에서 10.4%로 큰 변화가 없음
- 연초 이후 자동차 PBR 상승은 로봇 관련 성장 산업으로 변화를 기대

이익 증가율 대비 주가 수익률 비율(1.08배) 적용 시 33% 추가 상승 여력



자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

자동차 PBR 상승은 로봇 관련 성장 산업으로 변화를 기대하고 있기 때문

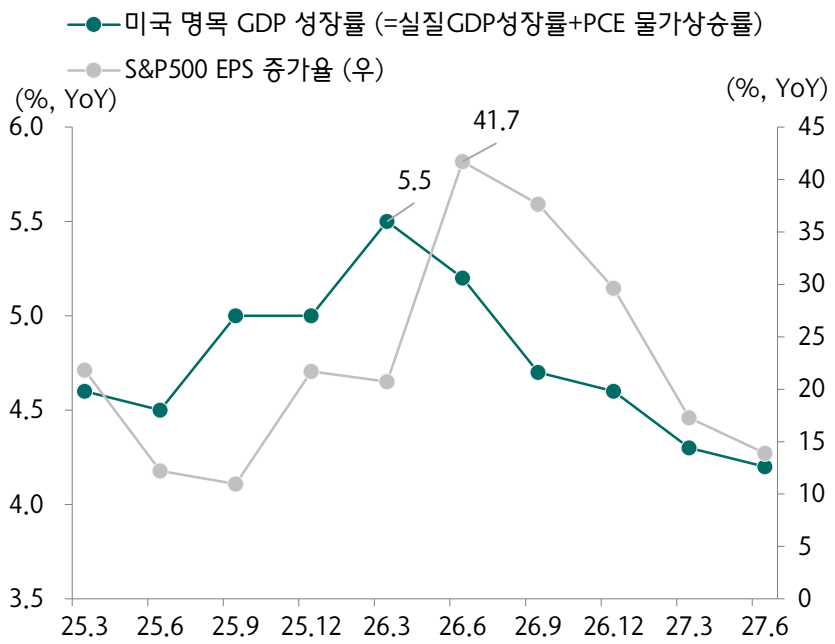


자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

미국 증시 내 턴어라운드 업종과 기업 선호

- 2025년 미국 명목 GDP 성장률(YoY)은 꾸준히 상승. 반면 26년 전망치는 1분기 5.5% 정점으로 4분기 4.6%로 낮아질 것으로 예상
- S&P500 EPS 증가율(YoY)도 2026년 2분기 41.7%를 정점으로 하락 전환 예상
- 시간이 지날수록 경기와 기업 이익 사이클 하락 가능성이 있기 때문에 반대로 기저효과를 기반으로 이익 사이클이 상승할 수 있는 업종이나 기업에 관심이 높아짐

2026년 미국 경기와 이익 사이클 시간이 지날수록 둔화 예상



자료: Bloomberg, 하나증권

2026년 S&P500 내 이익 턴어라운드 예상 기업군

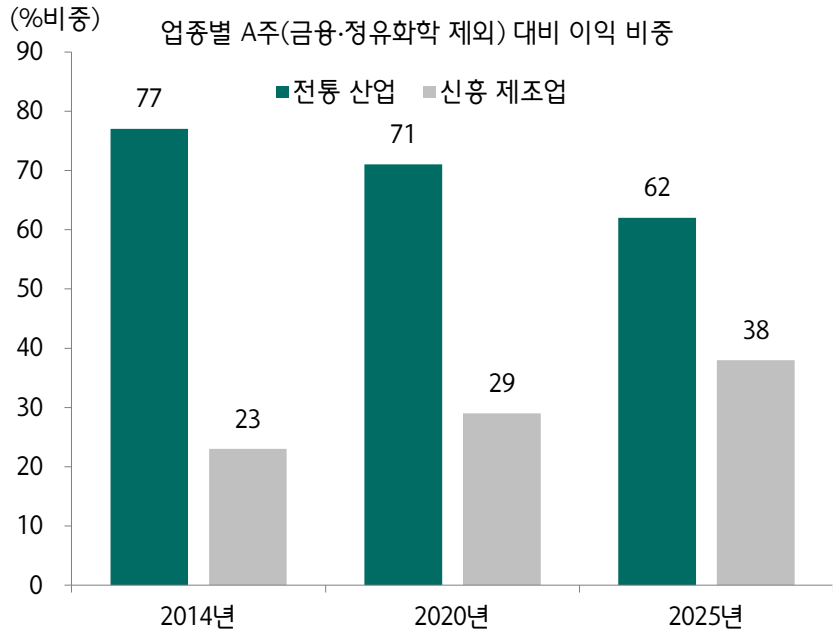
S&P500 기업명	EPS 증가율(%, YoY)					
	2025년	2026년.E	25년 3분기	25년 4분기	26년 1분기(E)	26년 2분기(E)
테슬라	(43.5)	48.4	(36.8)	(52.8)	176.9	19.4
홈디포	(5.4)	5.2	(1.4)	(18.5)	2.9	2.8
캐터필러	(17.5)	21.6	(3.5)	(22.2)	6.2	20.9
씨티그룹	17.1	46.1	21.6	(11.0)	28.5	30.3
펩시코	(9.6)	30.6	(10.8)	91.9	14.3	139.1
블랙록	(15.6)	40.0	(22.5)	(32.6)	16.8	17.1
텍사스 인스트루먼트	5.4	11.7	1.4	(0.8)	(1.6)	4.9
로우스 컴퍼니스	(1.6)	7.9	(3.7)	(3.0)	5.8	5.6
팔로 알토 네트웍스	(9.8)	40.2	(9.3)	17.1	38.5	68.4
스타벅스	(50.6)	65.4	(85.0)	(15.9)	23.5	36.7
아메리칸 타워	6.2	31.8	흑전	(43.7)	57.1	116.7
에머슨 일렉트릭	(3.1)	28.1	(35.3)	2.0	38.4	27.9

자료: Bloomberg, 하나증권

중화권 증시 1분기는 유동성에서 실적 장세 전환 과도기, 조정 시 매수 전략 권고

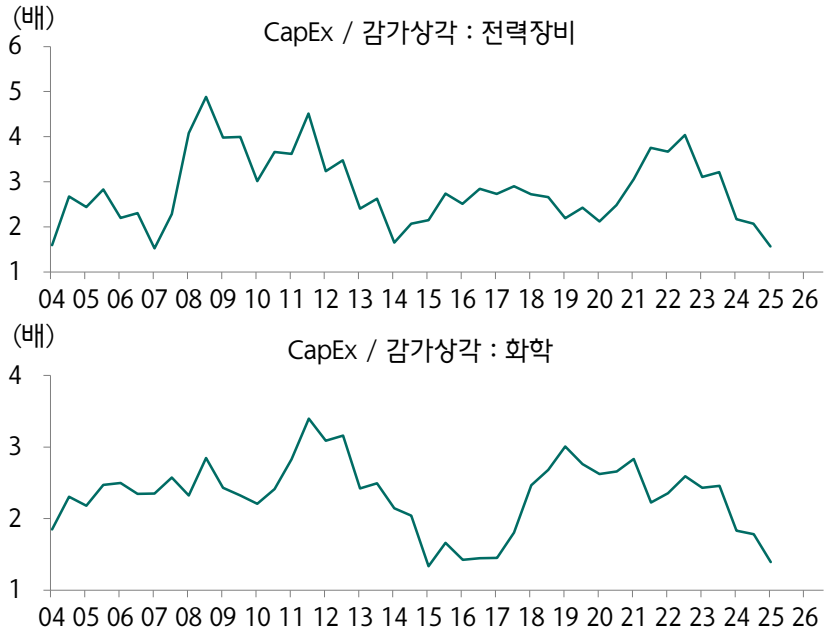
- 2026년 중국 투자의 내러티브는 경제 체질 개선과 성장모델 전환의 증시 투영, 공급 축소와 신규 투자가 견인하는 가격 반등이 핵심
- 수출 및 해외 실적과 테크 및 첨단 제조가 성장성을 제공하고, 내수는 공급 축소로 시작해 장기 침체 주체의 회복이 점차 확산될 것
- 금번 강세장 사이클은 4-5년간 골격을 구축했으며(디레버리징/양적성장), 향후 2년간 이익과 CapEx가 견인하는 실적 장세로 전환
- 중국/홍콩 증시는 2월 대내외 유동성 효과 축소로 춘절 이전 변동성 확대, 3월부터 실적 장세 전환 빨라지며 블루칩 반등 전망

중국 증시(금융/정유 제외) 전통 산업 vs. 신흥 제조업 이익 비중



주: 신흥 제조업은 전자, PC, 미디어, 통신, 전력장비, 기계장비, 방산, 제약바이오 등 포함. 금융 및 정유 화학을 제외한 나머지 산업은 전통 산업으로 분류
자료: Wind, 하나증권

중국 CapEx / 감가상각 상대강도: 전력장비 vs. 화학

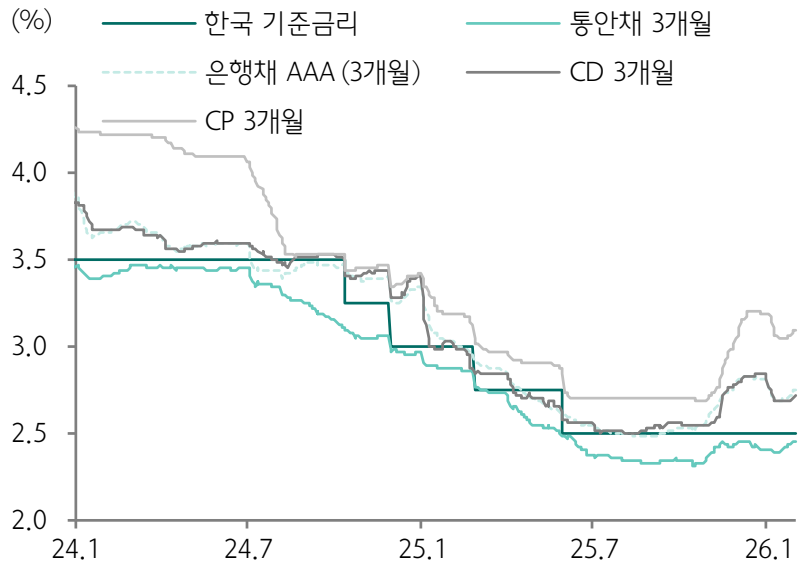


자료: Wind, 하나증권

Higher for Longer

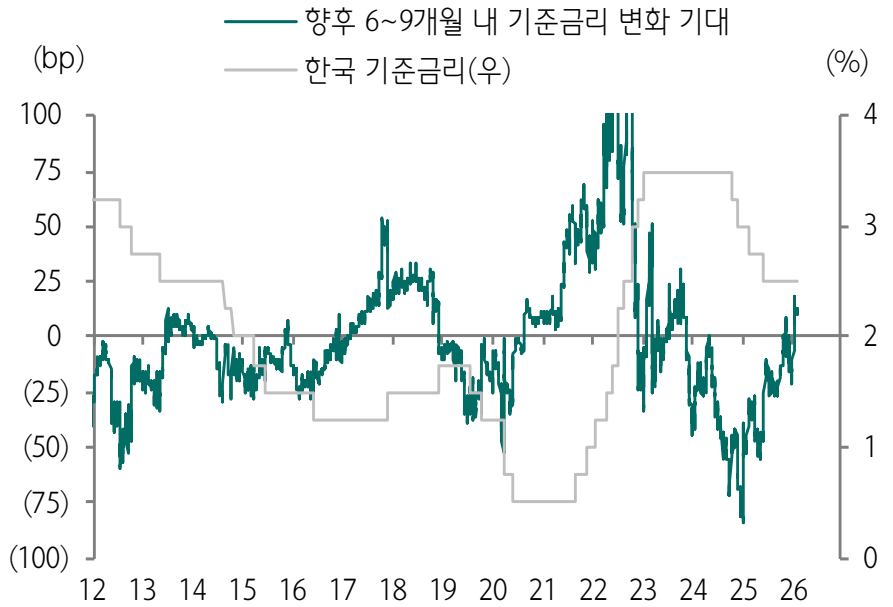
- 한국 경제는 1월 반도체 수출 증가율이 전년동월비 100% 이상 증가하는 등 수출 호조로 회복세 지속. 주가 상승에 따른 민간 소비 진작 효과도 기대. 한편 달러-원 환율이 1,450원대로 반등하면서 금융안정 리스크도 여전. 이에 한국은행은 2월에도 기준금리 동결
- 국고채 3년 금리는 3.0%~3.2% 수준에서 등락할 전망. 이미 채권시장은 기준금리 인상 리스크를 일부 반영한 상태. 실제 인상으로 전환되는 것이 아니라면 추가 상승 여력은 제한적. 다만 금융안정과 성장률 개선 고려 시 인상에 대한 우려는 지속되며 하락도 제한

한국 기준금리 및 3개월물 금리



자료: 인포맥스, 하나증권

기준금리 추이 및 시장의 기준금리 변화 기대

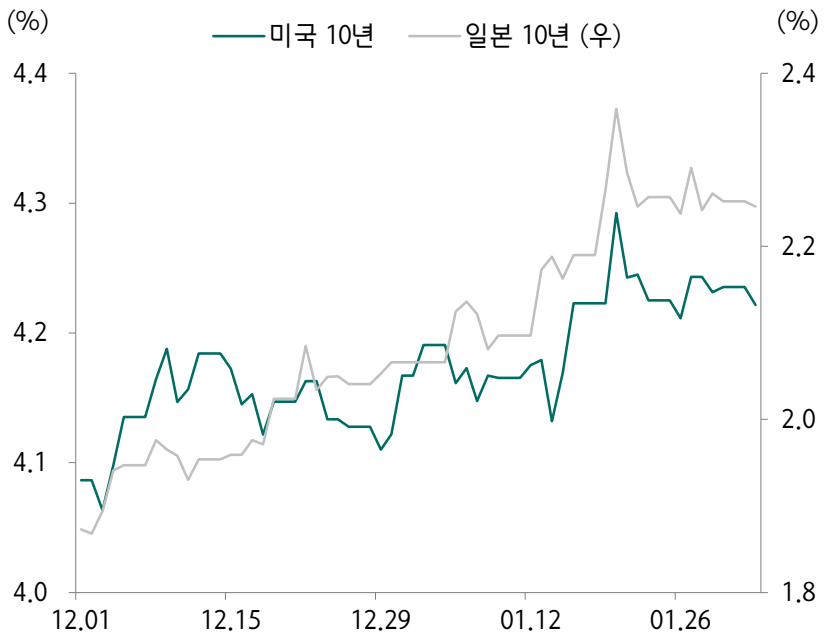


자료: 인포맥스, 하나증권

대내외 재료 혼재되어 있는 미국 채권시장

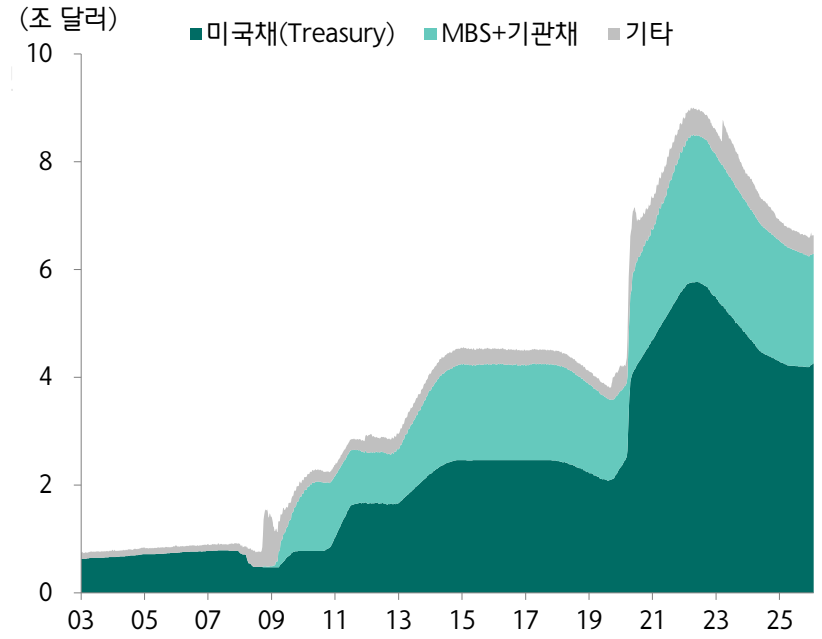
- 최근 일본 국채 금리 급등세가 미국 포함 글로벌 채권시장에 부담으로 작용. 일본 다카이치 총리의 식품세 면제 공약으로 재정 우려가 확대된 영향. 2월 주요국 통화정책회의가 예정되어 있는 가운데 대외 요인도 미 국채금리 변동성 확대 재료로 작용할 전망
- 차기 연준 의장 케빈 워시는 '대차대조표 축소+금리 인하' 조합을 선호. 다만, 5월 연준 의장 취임 이후 대차대조표 축소보다는 지준 관리 매입(RMP) 규모 축소가 현실적이라고 판단. 파월 의장이 침체 우려를 불식시킨 가운데 장단기 금리차는 추가로 확대될 전망

작년 12월 이후 일본과 미국 채권시장은 동조화되는 흐름



자료: Bloomberg, 하나증권

대차대조표 축소보다는 지준 관리 매입(RMP) 규모 축소가 현실적

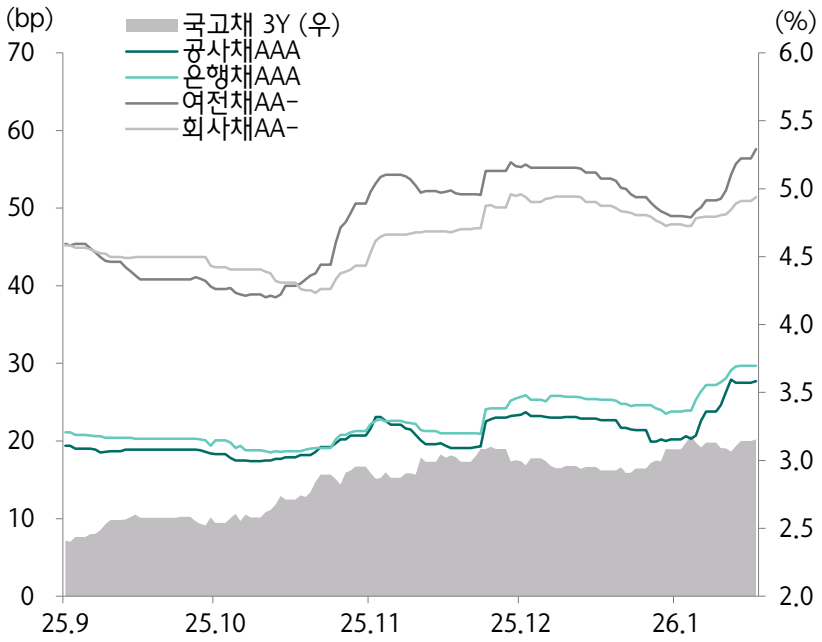


자료: Bloomberg, 하나증권

연초효과, 반차 내고 퇴근하다

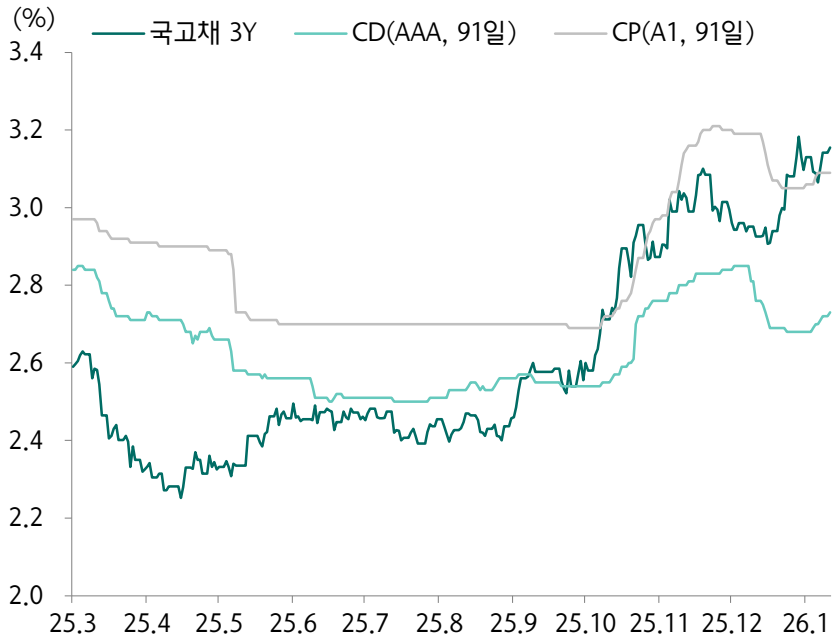
- 시장금리가 재차 상승 압력을 받고 있는 가운데 신용 스프레드 확대세 전환되며 연초효과 소멸
- 공사채 발행 증가 및 은행권 채권 매수 여력 위축 등 수급 측면에서 불리한 시장 여건 형성
- 연초효과는 이연되어 나타나기보다는, 일단 올해는 없는 것으로 보고 대응할 필요

국고 3년 금리 vs. 신용스프레드 추이



자료: 인포맥스, 하나증권

국고 3년, 3개월 CD/CP금리 추이



자료: 인포맥스, 하나증권

선진국 크레딧

2026년 미국 레버리지 파이낸스 시장 점검 “느슨해지는 조건과 리스크의 이동”

- 26년 미국 레버리지드 파이낸스 시장은 금리 인하 기대 속에 차입자 우위 환경에서 출발.
- 자금 공급자들이 늘어나면서 경쟁이 심화되었으며, 경쟁 양상은 금리 인하보다 대출 문서와 구조 조건 완화로 이동
- 이 과정에서 사모대출에서 활용되던 PIK, EBITDA add-back 등 구조적 유연성이 등급 부여된 대출 거래 (은행 레버리지론 시장)에도 제한적으로 유입되고 있으며, 동시에 스폰서 차입·HoldCo 부채 등 평가 범위 밖 레버리지 또한 확산 중
- 2026년 시장은 위험이 해소되기보다 히든 레버리지로 이연·축적되는 국면으로 해석될 필요

사모대출시장 구조적 유연성의 BSL 시장 진입

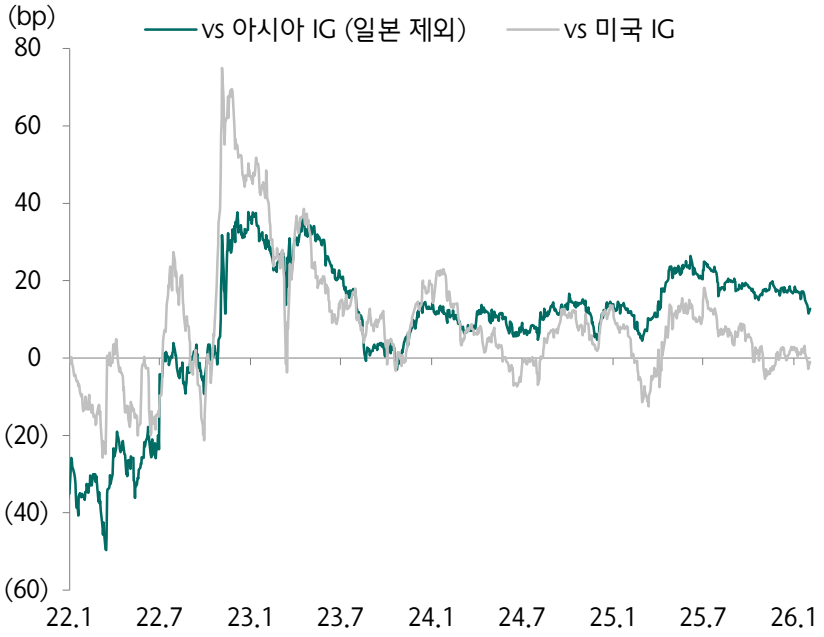
항목	해석	차입자 베네핏	리스크 요인
PIK (이자 자본화)	• 현금 이자 대신 이자를 원금에 더함	• 당장 현금 유출 감소, 유동성 방어	• 이자 부담이 사라진 게 아니라 원금에 누적됨
EBITDA add-back 확대	• 비용·일회성 항목 등을 EBITDA에 가산	• 레버리지 지표가 낮아져 보임, 조건 유지 용이	• 실제 현금창출력과 지표 괴리가 커질 수 있음
만기 유연화 (연장/옵션화)	• 단기 연장 옵션, 만기 조정 조항	• 차환 타이밍을 조절, 협상력 유지	• 만기 ‘집중’이 뒤로 밀리며 누적될 수 있음
Covenant 완화/예외 조항	• 테스트 완화, 예외 범위 확대	• 트리거를 피하며 운영 여력 확보	• 조기 경보 기능이 약해질 수 있음
리프라이싱 (Repricing)	• 스프레드/조건 재조정	• 비용 절감 또는 조건 개선	• 대출자 수익률 희생 vs 조건 완화로 균형 이동

자료: 하나증권

낮아진 가격 메리트, 캐리 투자 유효

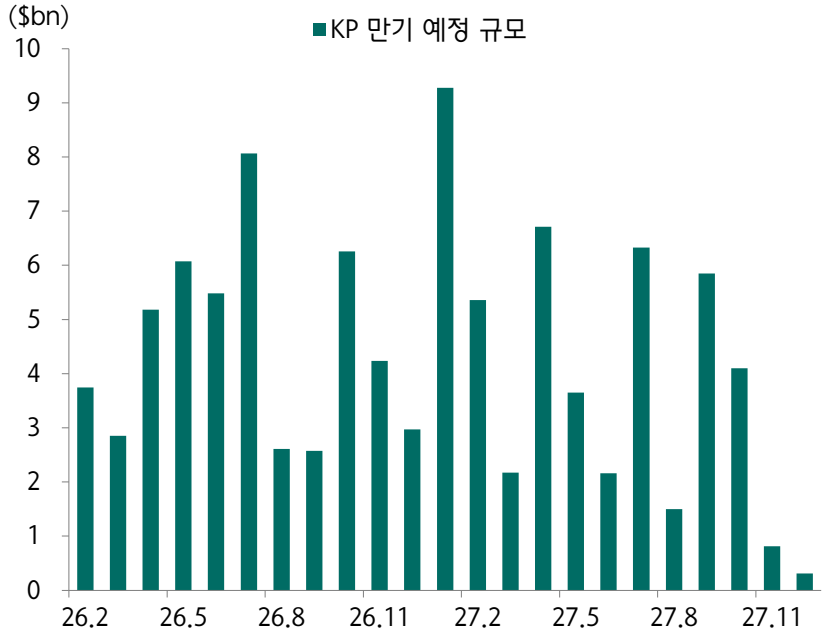
- 1월 KP 시장의 최대 관전 포인트는 역대 최대 규모의 만기 물량 소화 여부였음
- 결과적으로 연초 자금 유입에 힘입어 무리 없이 공급 물량을 흡수. 풍부한 수요는 특정 섹터에 국한되지 않고 발행 비용 절감 및 유통시장 강세로 전이. 특히 일반기업 KP 달러채 스프레드는 미국 IG 수준까지 축소되면서 동조화 현상 강화
- 2월 핵심 키워드는 공급 공백. 만기 도래 물량이 1월 대비 절반 이하 수준으로 급감. 1월 선제적 조달 완료 감안하면 신규 발행 물량은 더욱 제한적일 수 있음. 희소성 부각되며 대기 수요의 유통시장 유입 가능성. 미국 IG 대비 수익률 확보 메리트가 줄어들었지만, 수급 측면에서 스프레드 확대 압력을 상쇄하는 요인이 될 수 있음

일반기업 KP vs. 아시아 IG (일본 제외), 미국 IG 스프레드 갭 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

상대적으로 줄어든 만기 도래 물량 부담



자료: Bloomberg, 하나증권

자산배분/해외크레딧 이영주

2월 주요 예정 이벤트

2/5 ECB, BOE 통화정책회의

- ✓ ECB는 지난 회의에서 예금금리 2.00%로 4연속 금리 동결. ECB가 2026년 경제성장률, 물가 전망치 상향 조정했으며 이번 회의에서도 동결 기조 이어갈 전망
- ✓ BOE는 지난 회의에서 기준금리 3.75%로 25bp 하향. BOE 위원 9명 중 5명 금리 인하, 4명 동결 투표로 의견차 뚜렷. 유럽 주요국 동결 기조 속 BOE 결정 관심

2/10 MSCI 분기리뷰

- ✓ 글로벌 패시브 자금의 추종 기준인 모건스탠리캐피털인터내셔널(MSCI) 지수의 조정은 연 4회 분기 변경(2, 5, 8, 11월)으로 이루어짐
- ✓ 종목 편출입은 유동 시가총액, 유동비율 등이 가장 많이 반영되며 통상적으로 편입 종목은 지수 추종 자금이 들어올 것으로 기대

2/11~13 세미콘 코리아 2026

- ✓ 국제반도체장비재료협회(SEMI)가 개최하는 국내 최대 반도체 전시회. 주요 반도체 기업들이 참여하며 첨단 기술 로드맵, 글로벌 시장 전망 등에 주목
- ✓ 삼성전자, SK하이닉스와 반도체 소부장 기업들 대거 참여해 차세대 반도체 생태계의 전략과 비전을 공유하는 글로벌 협력의 장. AI 서밋도 개최 예정

2/25 엔비디아 실적발표

- ✓ 엔비디아는 글로벌 AI 대장주로 실적발표를 통해 AI 수요 확인, 글로벌 반도체 업종과 IT 업종 전반의 방향성 결정. 분기 실적보다 가이던스에 주목
- ✓ FY 3Q26 매출액 570억 달러(YoY +62.5), 데이터센터 매출 512억 달러 기록. FY 4Q26 매출액 가이던스 650억 달러

2/26 한국 금융통화위원회

- ✓ 한국은행은 환율 불안과 부동산, 가계부채 부담 등으로 기준금리 2.5%에서 5연속 동결 기조 유지
- ✓ 지난 통화정책방향문에서 금리인하 가능성을 열어두되 추가 인하 여부 및 시기 결정 문구를 모두 삭제하면서 동결 장기화 시사하며 금융안정에 무게

2월중 연준 반기 의회 보고

- ✓ 연준은 매년 2, 7월에 미국 경제의 현황, 통화정책 등에 대한 내용을 상·하원에 출석해 반기 보고
- ✓ 이번 보고는 차기 연준 의장 선임 이후 첫 연준 의장의 반기 의회 보고로 연준의 올해 통화정책 방향을 가늠할 수 있는 자리

3월 주요 예정 이벤트

- ✓ 스페인 바르셀로나에서 열리는 세계 최대 모바일 전시회. CES, IFA와 함께 세계 3대 IT 전시회로 꼽힘
- ✓ 기존 이동통신기술과 스마트폰 중심에서 디지털트윈, 양자, 우주 관련 등으로 영역 확장. 인공지능(AI), 인프라 전력망 자동화, 디지털화 등이 핵심

3/2~5
MWC 2026

- ✓ 중국 최대 정치행사. 중국 정부의 운영 방침 등이 정해지며 올해 양회(전국인민대표대회+전국인민정치협상회의)에서 구체적인 부양책이 나올 것으로 기대
- ✓ 통상 전인대에서는 중국의 경제성장률 등 거시 경제 정책과 목표 등 제시. 지난해 1분기 5.4%, 2분기 5.2%, 3분기 4.8%, 4분기 4.5% 성장률

3/4~5
중국 양회(정협 3/4, 전인대 3/5)

3/11~13
인터배터리 2026

- ✓ 국내 최대 배터리 전시회. 이번 행사에서 LG에너지솔루션, 삼성SDI, SK온 등 배터리 3사를 비롯해 현대차그룹 참여도 예정되어 있음
- ✓ 배터리 업계는 전기차(EV)와 에너지저장장치(ESS)에 이어 차세대 성장 동력으로 로봇 시장에 주목

- ✓ 3, 6, 9, 12월 두번째 목요일로 주가지수 선물과 옵션, 개별주식 선물과 옵션 네가지 파생상품 만기일이 겹치는 날을 의미
- ✓ 통상 선물옵션 동시만기일의 핵심은 스프레드 가격. 투자자들은 스프레드가 고평가, 저평가 됐느냐에 따라 기존 잔고의 만기연장 규모를 결정

3/12
선물옵션 동시만기일

- ✓ 엔비디아에서 개최하는 연례 개발자 행사로 세계 최대 AI 컨퍼런스. 이번 행사는 HBM 패권 경쟁의 승부처. HBM4가 탑재된 차세대 AI 플랫폼 '베라 루빈' 공개 예정
- ✓ 젠슨황 CEO의 기조연설에서 차세대 AI GPU 아키텍처인 루빈(Rubin) 로드맵과 차기 블랙웰 울트라 관련 언급 기대감

3/16~19
엔비디아 GTC

3/18~19
미국 FOMC

- ✓ 지난 회의에서 정책금리 3.50~3.75%로 동결. 인하 소수의견은 2명. 고용. 물가 리스크 모두 축소되면서 상반기 인하 기대감 후퇴
- ✓ 이번 회의는 케빈 워시 연준 의장 지명 이후 첫 FOMC이며 경제전망(SEP)과 점도표가 함께 발표되는 만큼 연준의 정책 방향성에 대한 주목도 높을 전망

- ✓ 지난 회의에서 기준금리 0.75%로 동결하고 올해 소비자물가 지수 상승률 상향 조정하면서 물가의 완만한 상승 전망
- ✓ 2월 일본 조기 총선, 3월 춘투(연례 임금 협상) 예정되어 있어 경계감 높아짐. 임금 인상률이 시장 예상치 상회할 경우 BOJ 금리 결정에 영향을 줄 수 있음

3/18~19
BOJ 금융정책위원회

3/19
ECB, BOE 통화정책회의

- ✓ ECB는 지난 회의에서 예금금리 2.0%로 동결. 올해 물가 안정이 최우선 과제임을 명시했으나 최근 유로화 강세 나타나고 있어 인하 가능성 존재
- ✓ BOE는 기준금리 3.75%로 다른 중앙은행들보다는 매파적인 모습. ECB, FOMC의 금리 동결 기조와 함께 이번 회의에서 통화정책 결정 관심

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.