[AI로 생성된 이미지 입니다]

2026년 하반기 자산배분 전략

AI 집중 시대의 딜레마

달리는 말에서 내려올 수 없는 이유

2026. 5. 18 | 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	34
자산별 Point	38
글로벌 경제 I 전규연	38
국내/선진국 주식 I 이재만	39
신흥국 주식 I 김경환	41
채권 I 박준우, 허성우	42
국내 크레딧 I 김상만	44
해외 크레딧 I 이영주, 하형민	45
원자재 I 전규연	47

하나증권

초록

AI 집중 시대의 딜레마 (달리는 말에서 내려올 수 없는 이유)

Ⅰ. AI 중심으로 재편되는 미국 경제

- 현재 미국 경제는 과거처럼 소비·주택·고용이 동시에 확장되는 구조라기보다, AI 인프라 투자 중심의 성장 구조로 재편되고 있다. 2026년 1분기 GDP 반등 역시 데이터센터·반도체·네트워크 장비 중심의 비주거 민간투자가 핵심 기여 요인이었다. 이는 단순한 특정 산업의 호황이 아니라, AI 투자 확대가 다시 관련 산업 투자와 자산 가격 상승을 자극하는 순환 구조가 형성되고 있음을 의미한다. 시장 역시 전통적인 소비 회복보다, AI 생태계 내부의 투자 지속 여부에 더욱 민감하게 반응하는 구조로 이동하고 있다.
- 다만 이러한 성장 구조는 경제 기반이 점차 좁아지고 있다는 의미이기도 하다. 기업들은 과거처럼 인력 확대를 통해 성장하기보다, AI 기반 생산성 향상과 자동화 중심으로 전략을 재편하고 있다. 이 과정에서 화이트칼라 산업(IT·금융·전문직 서비스 등)을 중심으로 신규 채용 둔화와 소득 성장 약화가 나타나고 있으며, 노동 소득 기반 계층은 고용 둔화와 신용 의존 속에서 소비를 유지하는 모습이다. 반면 상위 계층은 자산 가격 상승의 수혜를 누리면서, 미국 경제는 자산 효과 중심의 K자 구조가 더욱 심화되고 있다.
- 주택시장 역시 이러한 구조 변화를 보여준다. 높은 금리와 가격 부담으로 거래량은 감소하고 있으나, 기존 저금리 모기지 보유자들의 lock-in 효과로 공급 또한 제한되면서 시장 유동성은 과거보다 크게 둔화된 상태다. 결국 주택시장 역시 과거처럼 미국 경기의 강한 성장 엔진 역할을 하기 어려운 구조로 이동하고 있다.

Ⅱ. 쉽게 꺾이지 않는 물가와 달러 자산 재집중

- 현재 인플레이션은 단순한 에너지 가격 문제가 아니라, 구조적 명목지출 과열과 공급망 불안, 재정 확대가 동시에 작동한 결과에 가깝다. 유가 상승과 지정학 리스크는 headline inflation을 자극하고 있으며, 높은 명목지출과 AI 중심 CAPEX 투자 역시 수요 압력을 지탱하면서 core inflation의 하방 경직성을 높이고 있다. 결국 연준은 금리를 인하해도 자산시장과 물가 부담이 커지고, 반대로 고금리를 유지해도 성장과 고용 부담이 확대되는 제약된 정책 환경에 놓여 있다.
- 이러한 환경 속에서도 글로벌 자금은 미국을 이탈하기보다, 달러 시스템 내부에서 재배치되는 흐름을 보이고 있다. 달러 약세와 탈달러화 논란이 반복되지만, 실제 글로벌 자금은 미국의 실질 수익률 우위와 AI 투자 사이클을 따라 다시 달러 자산으로 집중되는 모습이다. 최근 흐름 역시 달러 시스템 붕괴보다, 지정학 리스크 속에서 자산 보관·결제·유동성 구조를 다변화하는 과정에 가깝다.

III. AI 시대를 떠받치는 Private Credit

- 이제 Private Credit 시장은 단순한 대출 시장이 아니라, 미국 성장 구조를 떠받치는 거대한 신용 플랫폼으로 진화하고 있다. 은행·사모대출펀드·PE·보험사·리테일 자금이 연결되며 미들마켓부터 AI 인프라 금융까지 광범위하게 자금을 공급하고 있다. 이 과정에서 동일 자산 위에 대출·지분·펀드 레벨 레버리지가 동시에 적층되는 구조가 형성되고 있다.
- 상반기 내내 지속되었던 미들마켓 부실 역시 해소되기보다, PIK 전환·만기연장·조건 완화 등을 통해 손실 인식이 이연되는 모습이다. 동시에 사모신용 시장은 AI 데이터센터·전력·네트워크 인프라 확대를 위한 핵심 자금 조달 창구 역할을 수행하고 있다. 결국 현재 시장은 기존 부실 부담이 완전히 제거되지 않은 상태에서도, 풍부한 유동성과 차환 구조, 그리고 AI 투자 확대를 기반으로 신용 팽창이 이어지고 있는 것이다.
- 다만 이러한 구조는 지속적인 차환과 유동성 공급을 전제로 유지된다. 향후 금리 상승, AI 투자 둔화, 데이터센터 자산가치 재평가, 중소기업 현금흐름 악화 등이 동시에 발생할 경우 시장 민감도 역시 빠르게 확대될 수 있다. 결국 앞으로의 핵심 변수는 차환 시점에, "누가 이 부채를 다시 받아줄 것인가"에 있다.

IV. 유동성 집중 시대의 자산배분 전략

- 정리하면, 현재 시장은 경제 전반의 동반 회복보다, AI 중심 CAPEX와 유동성이 특정 산업과 자산으로 집중되는 구조 위에서 움직이고 있다.
  실제 글로벌 자금 역시 정치적 서사보다 미국의 실질 수익률 우위와 AI 투자 사이클을 따라 다시 달러 자산으로 유입되는 흐름을 강화하고 있다.
- 따라서 26년 하반기 자산배분 전략의 핵심은 "광범위한 경기 회복"에 베팅하는 것이 아닌, 유동성과 실적이 집중되는 영역을 중심으로 선택적으로 접근하는 데 있다. AI 플랫폼 (M7), 반도체·전력·네트워크 중심의 AI 인프라, 데이터센터 확대 수혜 산업재, 안정적 현금흐름을 가진 우량 크레딧 등이 상대적으로 유리한 위치를 유지할 가능성이 높다. 반면 장기국채는 재정 확대와 금리 변동성 부담으로 과거와 같은 절대적 안전자산 역할이 약화될 수 있다.
- 또한 시장은 단순한 성장주 중심 전략만으로 설명되기 어려울 수 있다. AI 인프라 확대는 전력·에너지·구리·산업설비 등 실물 공급 부담을 동시에 확대시키고 있으며, 지정학 리스크와 공급망 재편 역시 구조적 인플레이션 압력을 자극하고 있기 때문이다. 결국 자산배분 시, AI 성장 자산뿐 아니라 에너지·원자재·산업재·달러 유동성·금과 같은 전략 자산까지 함께 고려하는 방향으로 확장될 필요가 있다.
- 지금 시장은 AI 투자 확대와 신용 팽창, 그리고 반복적인 유동성 공급 위에서 유지되고 있다. 단기적으로는 이러한 구조가 시장을 지지할 가능성이 높지만, 동시에 특정 산업과 자산에 대한 집중도 역시 높아지고 있다. 결국 지금 시장은 위험을 모르고 달리는 시장이 아니라, 위험을 알면서도 내려오기 어려운 시장에 가깝다. 앞으로의 자산배분은 단순한 경기 사이클 대응이 아니라, "유동성이 어디로 집중되고 있으며, 어떤 자산이 실제 현금흐름과 구조적 수혜를 동시에 확보하고 있는가"를 중심으로 재편될 가능성이 높다.

자산배분 전략: 비중 및 자산 내 상대가치

자산구분		투자선호도		자산배분비중	자산 내 상대가치
자산그룹	자산군	장기	단기(분기)		
주식	국내	★★★★★☆☆	★★★★★☆☆	9.5%	반도체, 방산, 조선
	선진국	★★★★★☆☆	★★★★★☆☆	25.1%	미국 > 일본 > 유럽
	신흥국	★★★★★☆☆	★★★★☆☆☆	12.7%	중국 > 대만 > 브라질 > 베트남 > 인도
국채	국내	★★★☆☆☆☆	★★★★☆☆☆	3.0%	단기물 선호
	선진국	★★★☆☆☆☆	★★★★☆☆☆	5.4%	중단기물
	신흥국	★★★★☆☆☆	★★★★☆☆☆	5.4%	금리 인하 단행 국가 중심
크레딧	국내	★★★★☆☆☆	★★★★☆☆☆	2.2%	우량 회사채
	투자등급	★★★★☆☆☆	★★★★☆☆☆	4.0%	대형은행 회사채, BBB 등급
	하이일드	★★★★☆☆☆	★★★★☆☆☆	3.3%	우량 BB 등급
대체투자	원유	★★★★☆☆☆	★★★★★☆☆	6.4%	
	금	★★★★★☆☆	★★★★☆☆☆	15.0%	
유동성		★★★★☆☆☆	★★★★☆☆☆	8.0%	

자산별 성과 비교

No.	주식 성과 %			채권 성과 %			원자재/환율 성과 %			
		1M	YTD		1M	YTD			1M	YTD
1	한국	29.1	63.9	미국 HY	0.0	1.2	WTI 유가		10.3	56.6
2	일본	7.9	21.9	글로벌 HY	0.0	1.2	원자재		8.4	38.6
3	신흥국	9.3	20.1	미국 레버리지론	1.1	1.1	리츠		0.8	9.0
4	미국	7.4	9.1	유럽 HY	0.8	0.9	금		-3.5	7.6
5	선진국	5.2	8.1	신흥국 USD	-0.1	0.9	달러		0.7	0.5
6	캐나다	0.5	7.8	유럽 IG	0.1	0.1	천연가스		10.8	-24.2
7	중국	4.4	6.0	미국 IG	-0.7	0.0	달러 대비 절상	헤알	0.1	9.8
8	영국	-2.3	4.4	신흥국 IG	-0.3	0.0		위안	0.4	2.9
9	유럽	-0.6	4.0	글로벌 IG	-0.7	0.0		유로	-1.1	-0.7
10	호주	-3.7	-0.8	미 국채	-0.9	-0.4		엔	0.3	-1.1

Strategy

- 주식 +2.39%p (국내/선진국 단기 선호도 +1: 국내 +0.71%p, 선진국 +5.07%p, 신흥국 -3.39%)
- 국채 -5.11%p (국내/선진국 장기 선호도 -2, 신흥국 장단기 선호도 -1: 신흥국 -3.60%p) / 크레딧 +0.49%p (국내 장기 선호도 +1, +0.55%p)
- 원유 장기 선호도 +1: +2.23%p

*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 5월 14일

투자 Insight

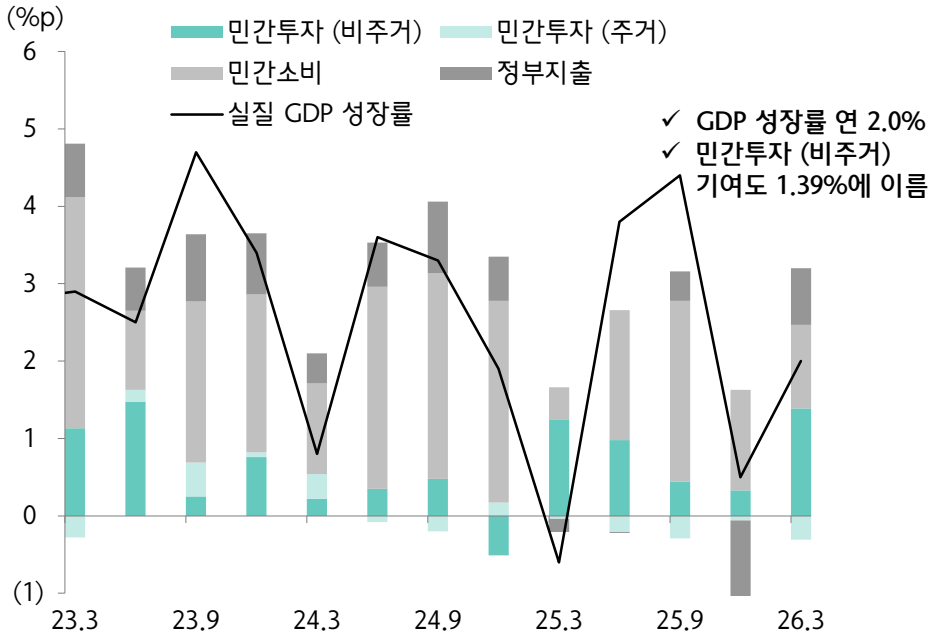
AI 집중 시대의 딜레마
(달리는 말에서 내려올 수 없는 이유)

- AI 중심으로 재편되는 미국 경제
- 쉽게 꺾이지 않는 물가와 달러 자산 재집중
- AI 시대를 떠받치는 Private Credit
- 유동성 집중 시대의 자산배분 전략

AI 중심으로 재편되는 미국 성장

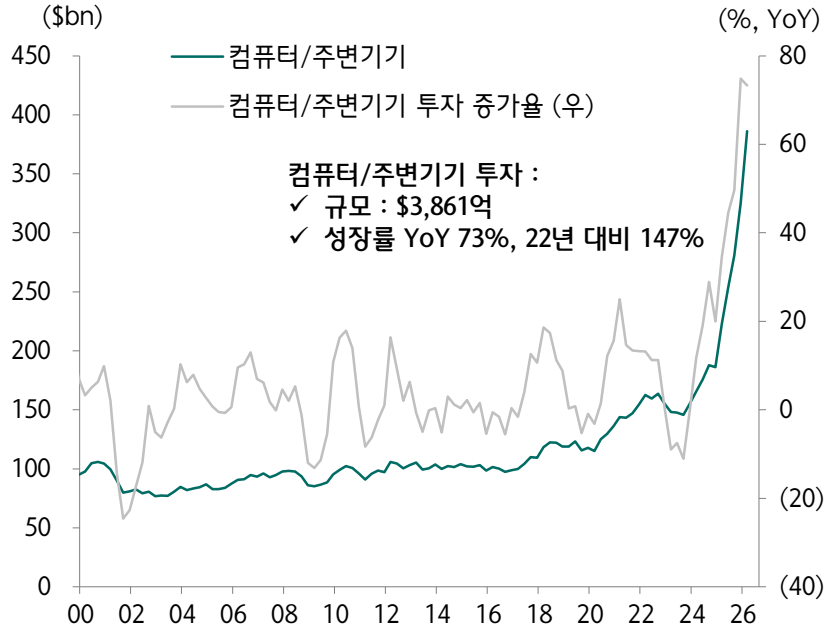
- 올해 미국 경제는 소비·주택·고용 전반의 확장보다 AI 인프라 투자 중심의 성장 구조로 재편되는 모습
- 26.1Q GDP 반등 역시 데이터센터·반도체·네트워크 장비 중심의 비주거 민간투자 확대가 핵심 기여 요인이 됨
- 주요 빅테크 기업들의 CAPEX 확대와 컴퓨터/주변기기 투자 급증은 AI 투자 사이클 지속 가능성을 시사
- 결국 현재 美 경제는 광범위한 경기 회복보다 특정 산업과 자산 중심의 좁아진 성장 구조로 이동 중

(26.1Q) 미국 GDP 성장률



자료: Bloomberg, 하나증권

(26.1Q) 컴퓨터/주변기기 투자 및 증가율



자료: Bloomberg, 하나증권

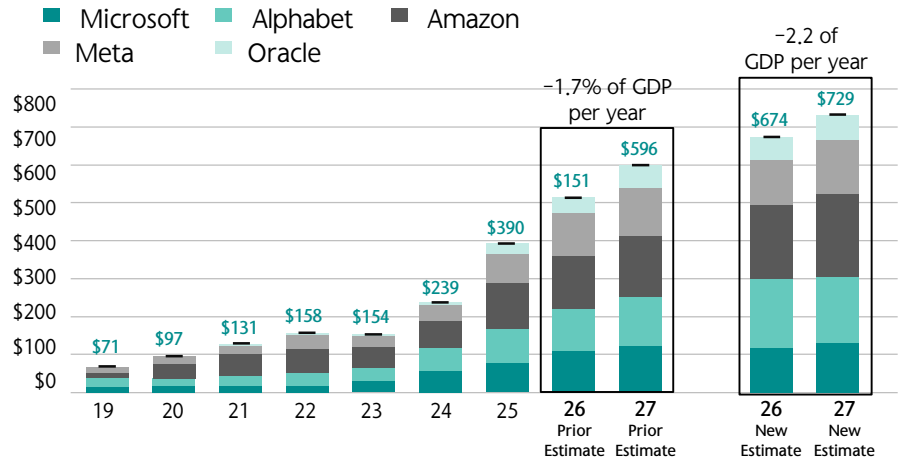
[AI 중심으로 재편되는 미국 경제]

‘특정 부분 투자’가 시장을 움직이는, 좁아진 성장 구조

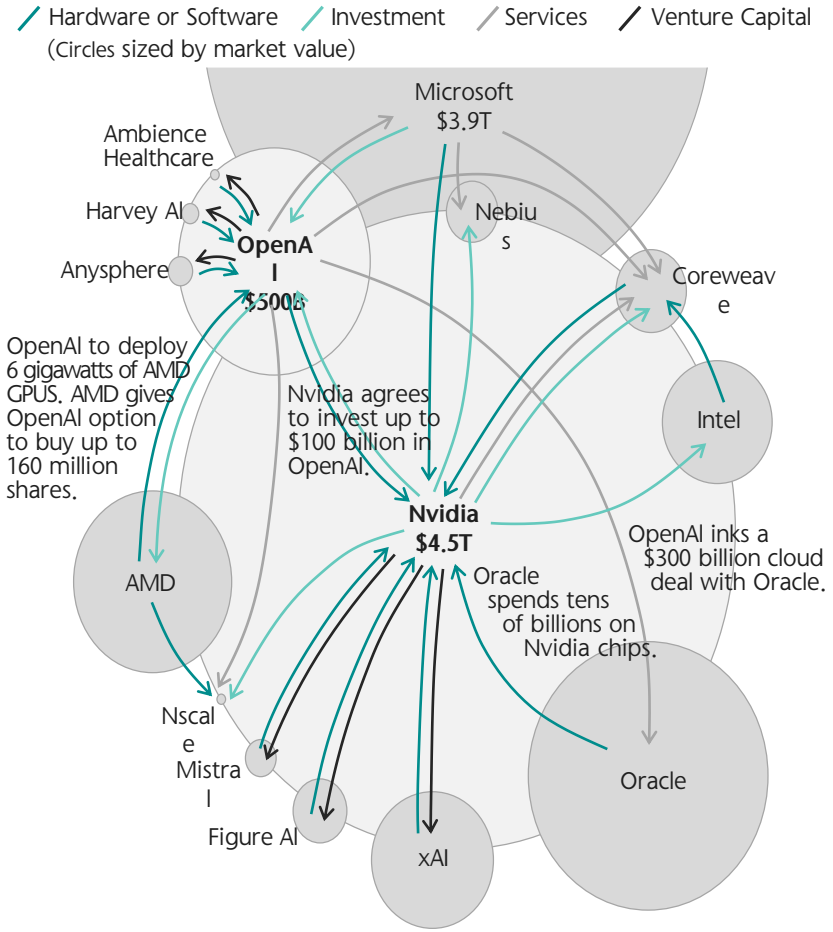
- 자산시장은 전통 소비 회복보다 AI 투자 집행 속도에 더 민감하게 반응하는 모습
- 빅테크의 데이터센터 증설과 GPU·CPU 확보 경쟁은 반도체·전력·클라우드·네트워크 산업 전반의 매출 증가로 연결
- 투자 자체가 추가 투자와 수요를 유발하는 순환구조를 형성
- 결국 美 증시는 최종 소비보다 AI 생태계 내부의 자금 흐름과 투자 지속 여부에 의해 움직이는 시장으로 변화

▷ 이러한 성장 구조는 경제 기반이 점차 좁게 집중됨을 시사

Big Tech Capital Expenditures ($Bn)



주요 빅테크들은 하나의 거대한 투자 생태계로 연결 (단순 경쟁이 아님)



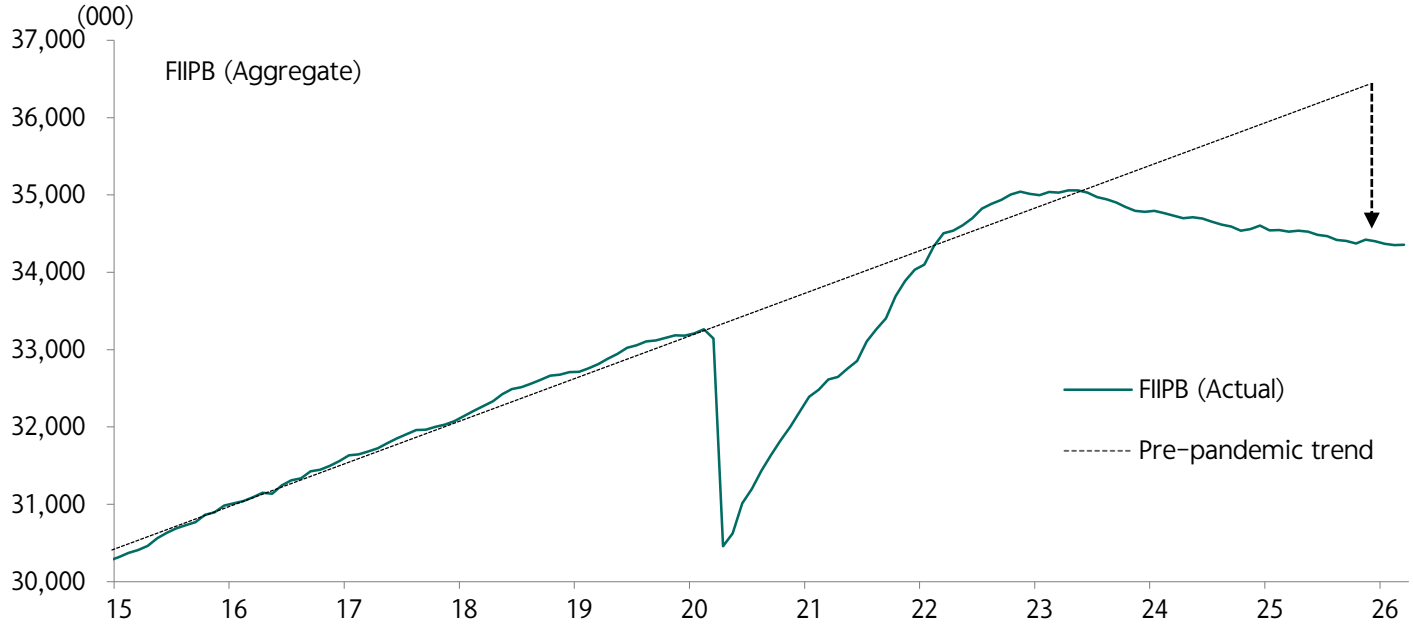
자료: Statista 인용, 하나증권

[AI 중심으로 재편되는 미국 경제]

미국 노동시장은 안정적으로 보여도 변화하고 있다

- 미국 노동 지표는 전반적 안정된 흐름. 그러나 최근 고용 둔화는 대규모 해고보다 신규 채용 감소 중심으로 나타나고 있음에 주목
- 특히, 화이트컬러 산업 (기술·금융·전문 컨설팅 등)의 신규 일자리 창출은 팬데믹 이전 추세를 크게 하회 (-7.2%)
- 이는 기업들이 성장 전략을 인력 확대보다 AI 기반 생산성 향상 중심으로 전환하고 있음을 시사

화이트컬러 산업의 신규 채용 감소 추세



** FIIPB: 금융/보험/정보/전문 서비스 등 화이트컬러 산업을 지칭

** 화이트컬러 산업의 고용 합계를 팬데믹 이전 고용 성장률 추세와 비교해보면

➢ 26.3월 수치는 추세선 대비 약 -7.2% 이탈 (약 266만개 일자리 미창출 진행)

Cf. 15~19Y: + 연 1.92% 성장

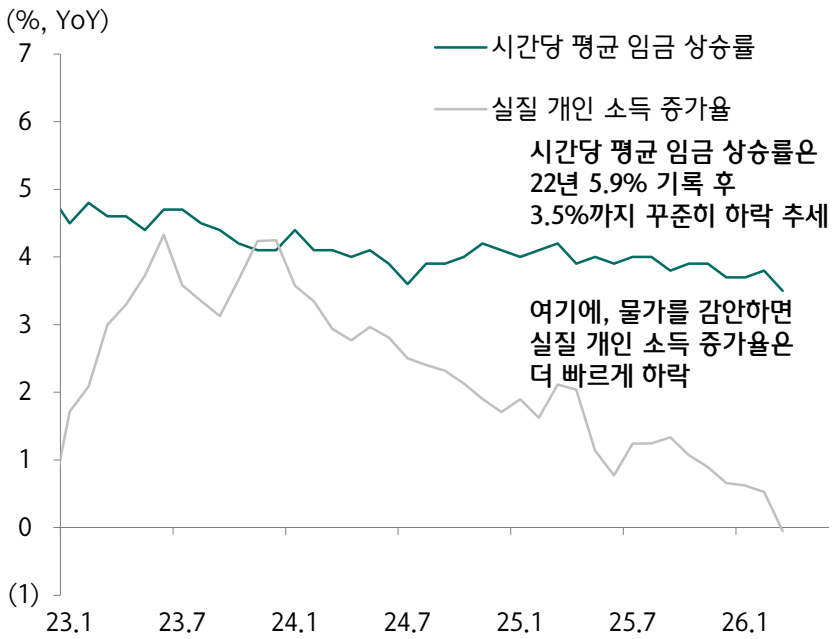
자료: Bloomberg, 하나증권

[AI 중심으로 재편되는 미국 경제]

생산성 중심 전략은 노동 수요와 소득 기반에 영향을 미친다

- 특히, 엔트리·중간 직무 중심의 고용 수요 둔화를 예상하며, 이들의 신규 소득 창출 또는 소득 성장 경로 자체가 약화될 가능성
- AI 확산에 따른 기업의 성장 전략 변화는 노동 수요와 중간 계층의 소득 기반까지 함께 재편할 가능성
- 26. 4월 미국 사회는 직업 박람회를 통해 블루칼러 (건설/제조) 노동력 확대를 전망하였으나 해당 산업군의 임금 및 자산 축적 속도는 기존 화이트컬러의 성장 구조 대비 상대적으로 제한될 것

시간당 평균 임금 성장률과 실질 소득 증가율



자료: Bloomberg, 하나증권

업종별 명목 임금 및 성장률 추이 (26년 4월 기준)

업종	명목 시간당 평균 임금 (달러)	전년 대비 성장률
금융	48.99	3.8%
정보	54.83	5.4%
전문/사업	45.47	3.9%
유틸리티	55.08	6.2%
레저/접객	23.56	3.8%
교육/의료	36.23	2.6%
도매	39.84	3.6%
운송/창고	32.38	3.3%
소매	26.11	3.3%

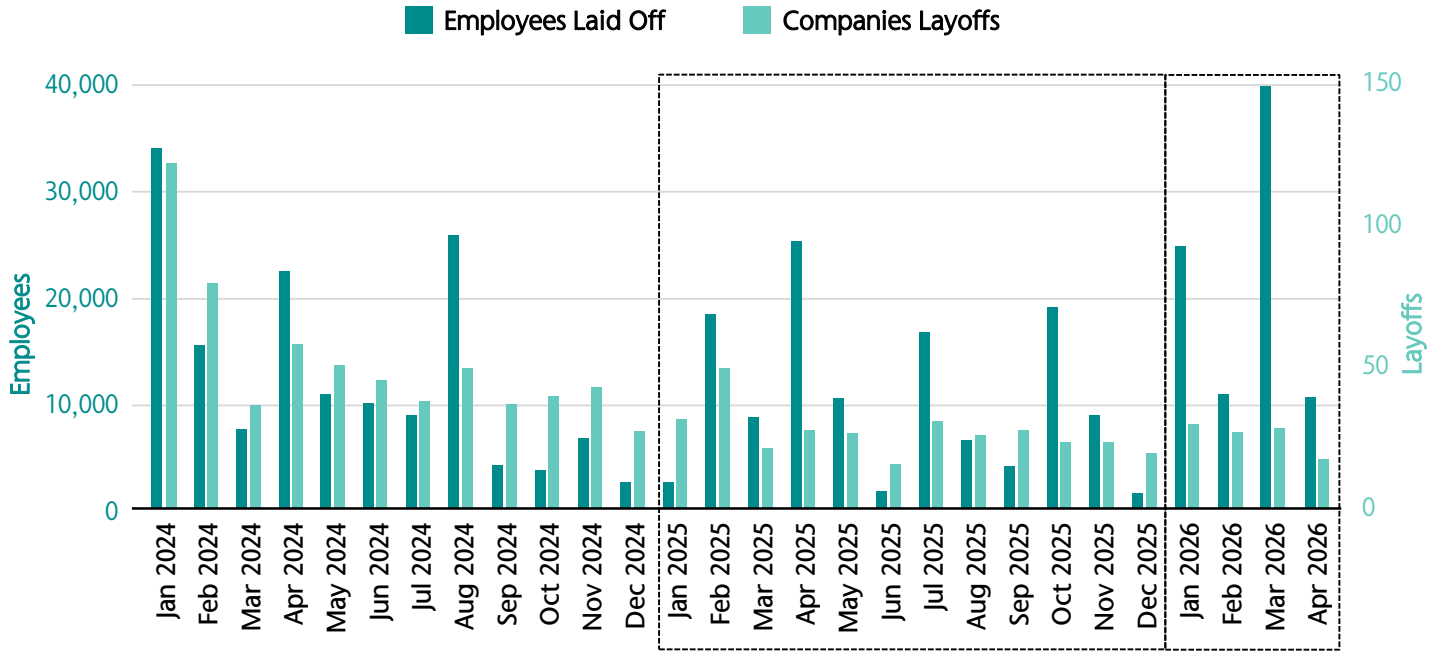
자료: Bloomberg, 하나증권

[AI 중심으로 재편되는 미국 경제]

AI 확산은 기업의 인건비 절감을 넘어 '매출 구조 자체'를 변화

- AI 확산은 단순 인건비 절감을 넘어 기업의 매출 구조 자체를 변화시키고 있음
- 과거에는 시간과 인력 투입 기반 과금 구조가 일반적이었다면, 이제는 결과 중심 가격 체계가 확대될 것
- 동일한 업무를 더 적은 인력과 시간으로 수행할 수 있게 되면서 기존 수익 모델 유지가 어려워질 수 있음
- 특히 소프트웨어·컨설팅·법률·디자인 등 고부가가치 산업에서 변화 가능성이 확대되는 모습

기술 기업 해고 속도는 이미 지난해를 뛰어 넘어



올해 기술 업종 해고는 이미 지난해 해고 속도를 초과
- ➢ 26.4월 (YTD) 9.2만 건
- ➢ 25년 (YTD) 12.4만 건

▶ 최근 소프트웨어 및 전문 서비스 산업의 매출 타격이 우려되면서 관련 사모신용 기업 주가도 크게 급락

주) Employee Laid Off: 해고된 직원 수, Companies with Layoffs: 해고를 진행한 기업 수
자료: Bloomberg, 하나증권

AI 중심 성장은 K-구조를 심화

- AI 투자 확대는 기업 이익 증가와 자산 가격 상승으로 연결되고 있음
- 특히 빅테크 중심의 높은 자본 수익률은 최근 美 증시 강세를 견인하는 핵심 요인으로 작용
- 다만, 이러한 자산 가격 상승 효과는 금융자산 보유 비중이 높은 상위 계층 (10%) 중심으로 집중됨
- 결국 미국 경제의 견조함 역시 광범위한 경기 회복보다 상위 계층 중심의 자산 가격 상승 효과에 의해 설명되는 부분이 큰 모습

미국 Top10%의 자산 보유 현황

✓ 소비심리 전반이 크게 위축되어 있어도, 주식시장 영향이 제한된 이유는 미국 상위 10% 고소득 가구가 전체 주식의 7/8을 보유하고 있기 때문

✓ 즉, 미국 경제 내 '가진 계층 (The Haves)'은 22년 급락 이후 23~26년 동안 이어진 큰 폭의 주가 상승 수혜를 누리며 여전히 매우 양호한 상황을 보내고 있음

미국 소비자의 심리지수

자료: Bloomberg, 하나증권

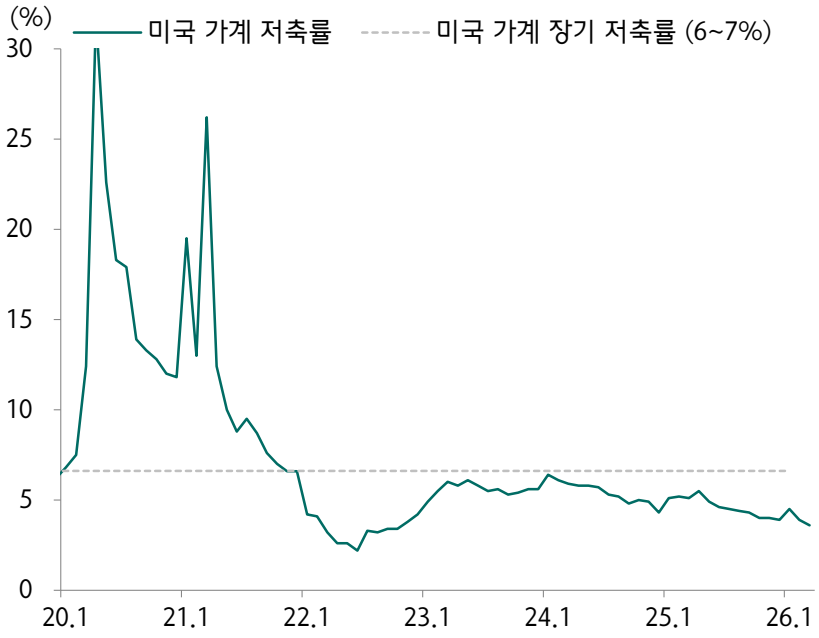
[AI 중심으로 재편되는 미국 경제]

소비는 유지되지만, 그 기반은 점점 좁아져

- 상위 계층은 금융자산 가격 상승을 기반으로 소비를 확대하고 있으나, 하위층은 저축 감소와 신용 의존을 통해 소비를 유지
- 한편, 노동 소득 기반 계층은 고용 둔화와 제한적인 임금 상승 속에 소득 증가세도 약화
- 현재 미국 소비는 유지되고 있으나, 특정 계층 의존도가 높아지는 K자 구조가 심화되는 모습

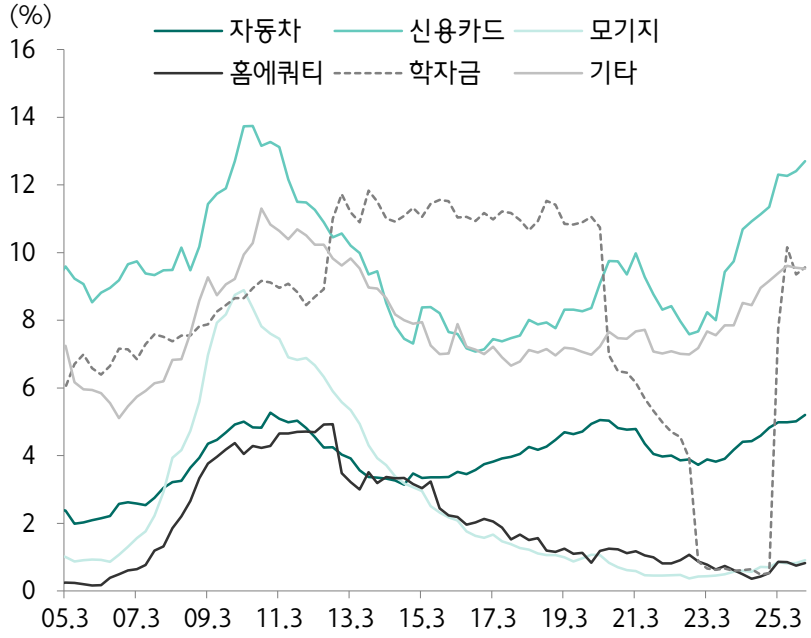
▷ 투자와 자산을 통해 소득을 얻는 계층과 노동을 통해 소득을 얻는 계층 간 (중/하위) 격차가 더욱 커지게 될 것

저축률 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

주요 연체율 (90일 이상) 추이

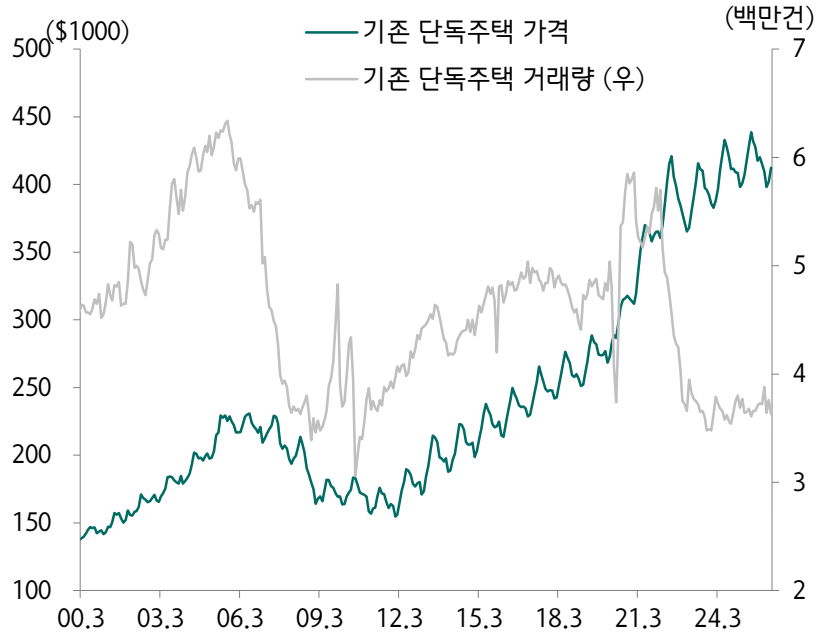


자료: Bloomberg, 하나증권

미국 주택시장은 거래가 먼저 무너지고 있다

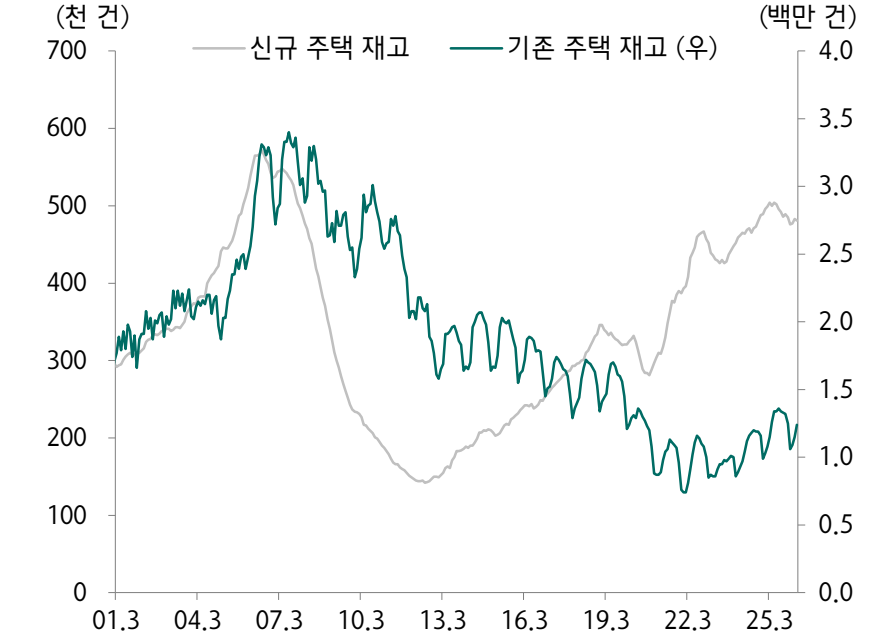
- 높은 주택 가격과 모기지 금리 부담으로 주택 수요가 크게 둔화
- 기존 주택 거래량은 팬데믹 이전 대비 크게 감소해 1995년대 수준에 머물러
- 다만, 기존 저금리 대출 보유자들의 Lock-in 효과로 인해 공급 매물도 제한된 상황
- 거래는 줄었으나, 공급도 묶이며 가격은 쉽게 하락하지 않는 구조가 나타남

기존주택 가격 및 거래량



자료: Bloomberg, 하나증권

주택 재고

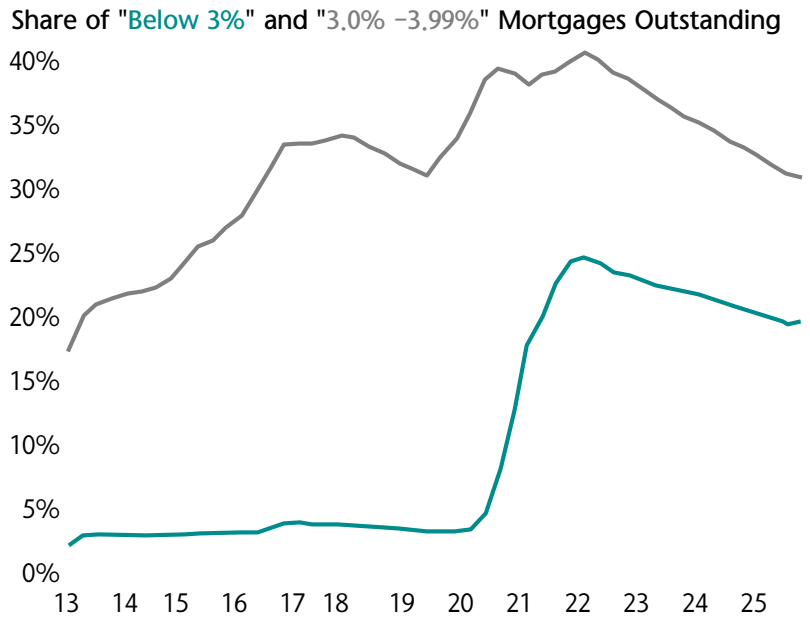


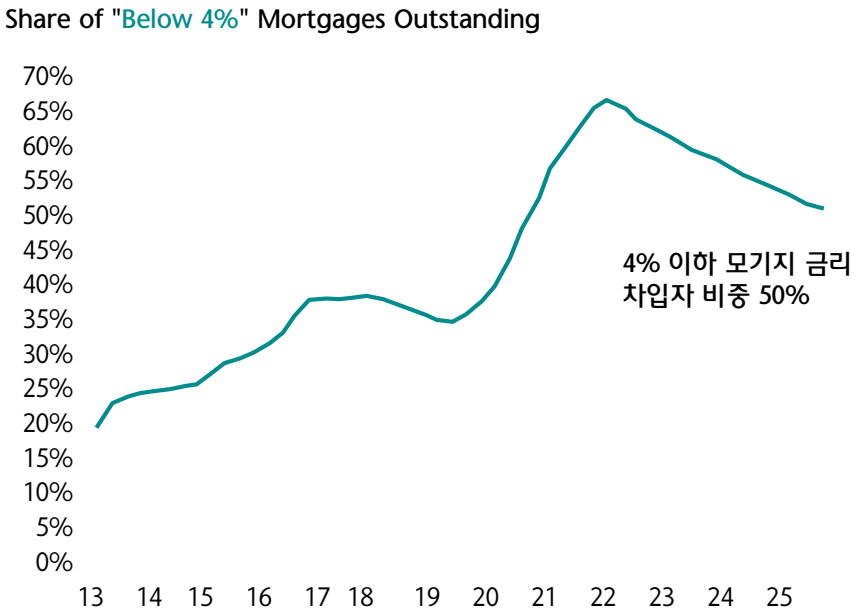
자료: Bloomberg, 하나증권

Negative equity 비중이 높아질 가능성

- 고금리 장기화 및 주택 가격 상단 컨센서스에 기존 주택 보유자들의 매도 유인은 점차 늘어날 것
- 특히 20~21년 고점 구간에서 낮은 다운페이먼트 (3~5%)로 매입한 차입자들은 가격이 소폭만 조정받아도 negative equity 상태
- 고용 둔화까지 겹친다면, 연체/차압 물량이 늘고 전반적 공급 확대로 이어져 주택 가격 조정 가능성으로 이어질 수도

Lock-in 효과 (모기지 금리 차입자 : 3% 이하, 3~4% 사이, 4% 이하)



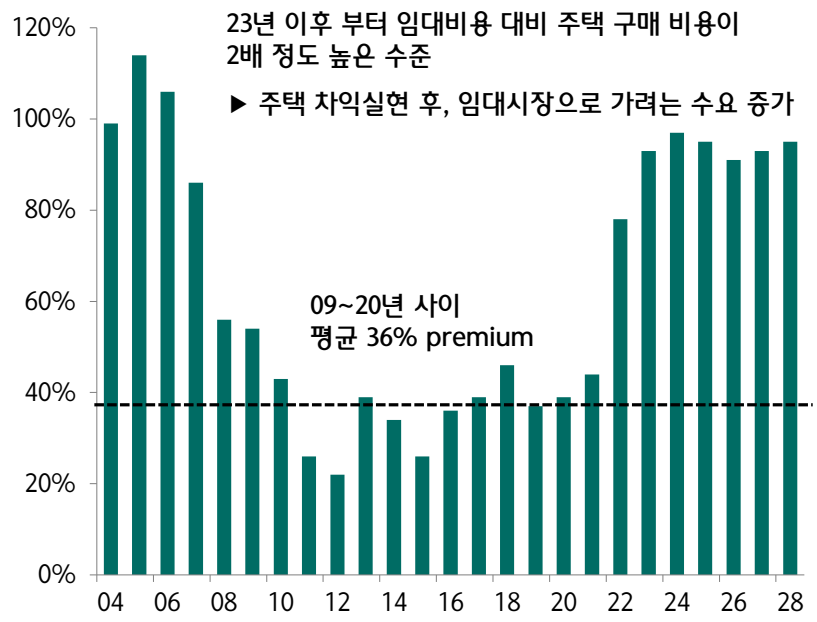


자료: Wolf Research, 하나증권

주택 매수와 임대도 모두 둔화 흐름

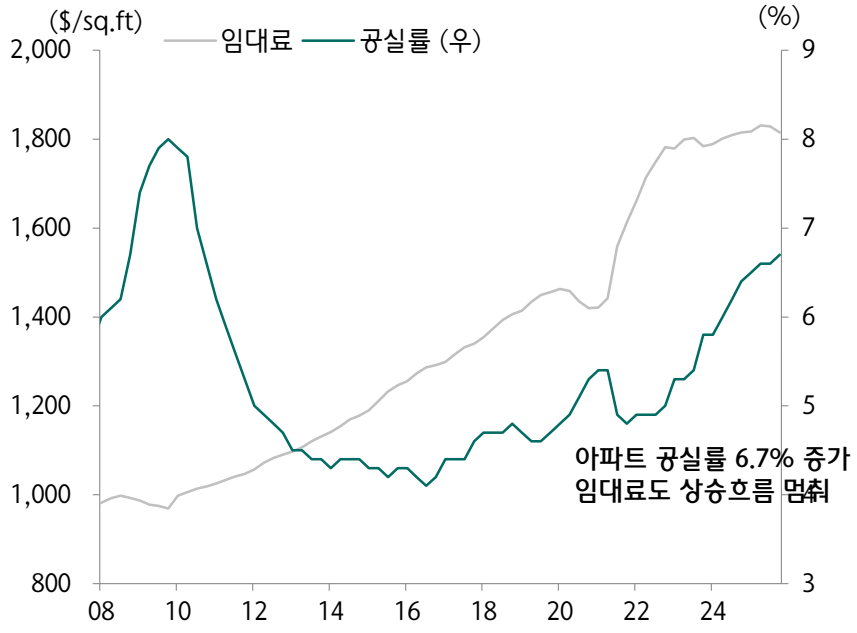
- 현재 미국 주택 구매 비용은 임대 대비 약 92% Premium 상태
- 임대 시장도 23년 주택 공급이 확대된 데다, 25년 이민자 이탈로 공실률은 6.7%까지 반등 (25년 말 기준)
- 현재 미국 주택 시장은 매수와 임대 수요가 모두 둔화되면서 미국 주택시장 전반의 가격 상승 압력 역시 제한되는 모습

美 주택 구매 비용은 임대 비용 대비 높은 프리미엄 상태



자료: Bloomberg, 하나증권

임대주택 (아파트) 공실률 및 임대료



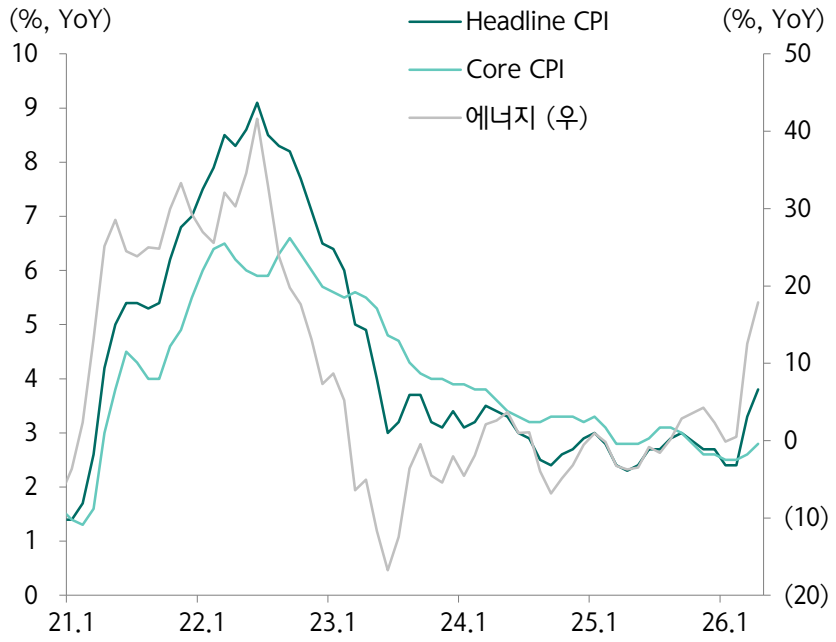
자료: Bloomberg, 하나증권

[쉽게 꺾이지 않는 물가와 달러 자산 재집중]

물가는 단순한 에너지 문제가 아니다.

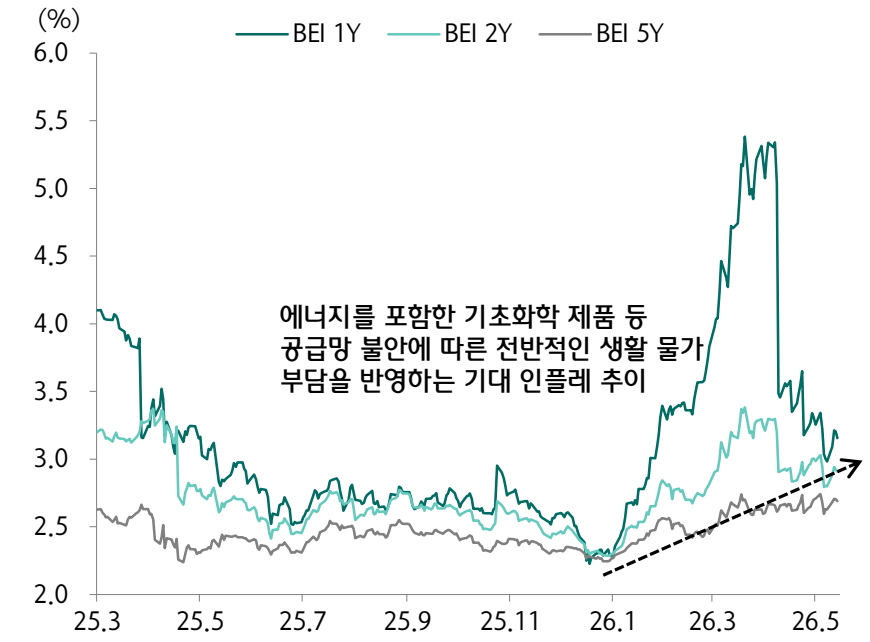
- 최근 유가 상승은 headline inflation을 다시 자극하는 모습
- 그러나 Core inflation 역시 목표치 2%를 상회하며 하방 경직성을 유지
- 이는 현재 인플레이션은 단순 에너지 가격보다 경제 전반의 구조적 압력과 연결되어 있음을 시사
- 여기에 더해 공급망 불안과 지정학 리스크가 반복되는 점도 물가 부담을 압박

Headline CPI, Core CPI, Energy CPI



자료: Bloomberg, 하나증권

시장의 장기 기대인플레이션, 3월 하락 후 반등 흐름



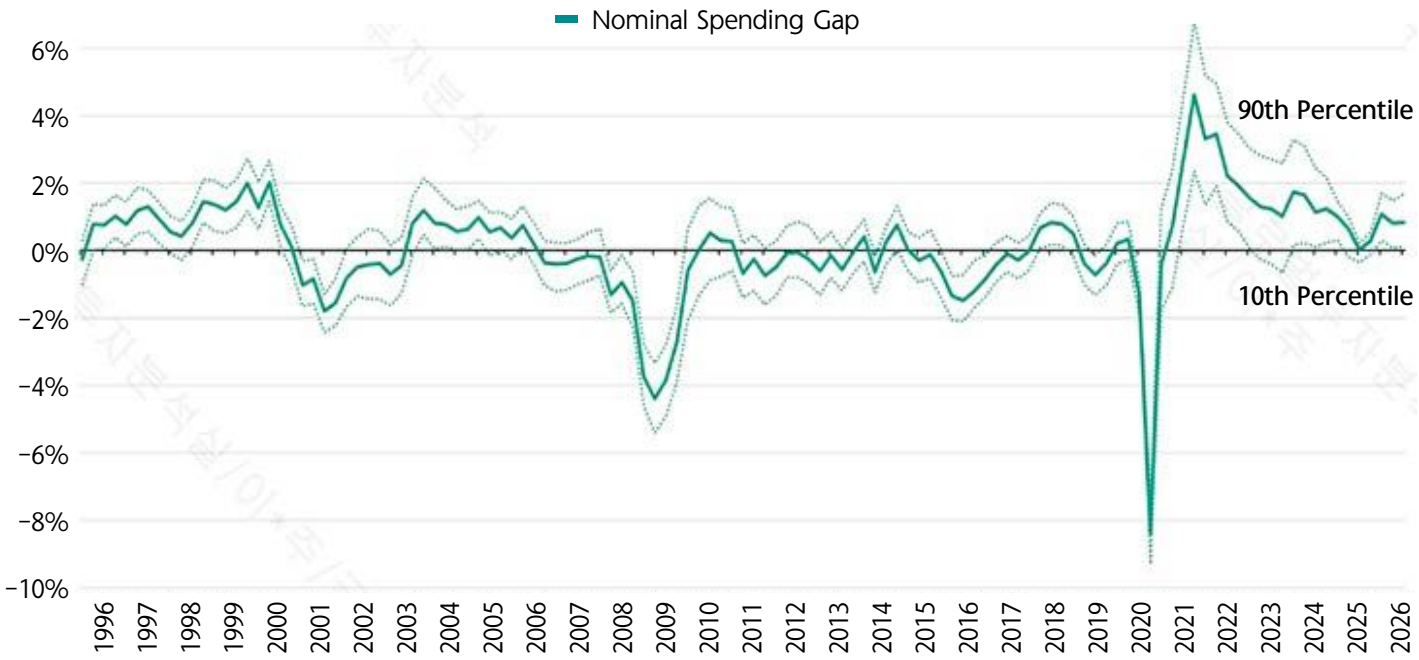
자료: Bloomberg, 하나증권

[쉽게 꺾이지 않는 물가와 달러 자산 재집중]

명목지출 과열은 여전히 이어지고 있다

- 최근 4분기 연속 미국 명목지출 증가율 (5%)은 중립 수준 (4~4.5%)을 상회
- 성장 대비 지출이 높은 상태가 유지되면서 물가 안정 속도도 제한
- 재정 확대와 소비 유지 흐름은 수요 압력을 쉽게 낮추지 못하고 있음
- 결국 인플레 압박이 지속되는 요인은 단순 유가 상승보다도 구조적으로 높은 명목 지출에 있음

미국 명목지출 과열 상태 (명목지출 – 중립지출)



** 美 명목지출 규모 ($31.9조)는
중립 수준 대비 $2,600억 초과(+0.82%)

** 최근 4개 분기에 걸쳐 명목지출
초과분은 재 확대

** 결국, 인플레의 본질은
에너지 가격 이전에 구조적으로
높은 명목지출이란 판단

***주) AIER의 명목지출 정의는
경제 전반에서 돈이 얼마나 빠르게
쓰이고 있는가*

✓ *명목지출 5% =
실질성장 2% + 인플레 3% 내외*
✓ *중립지출 4~4.5% =
실질성장 1.8~2% + 목표 인플레 2%*

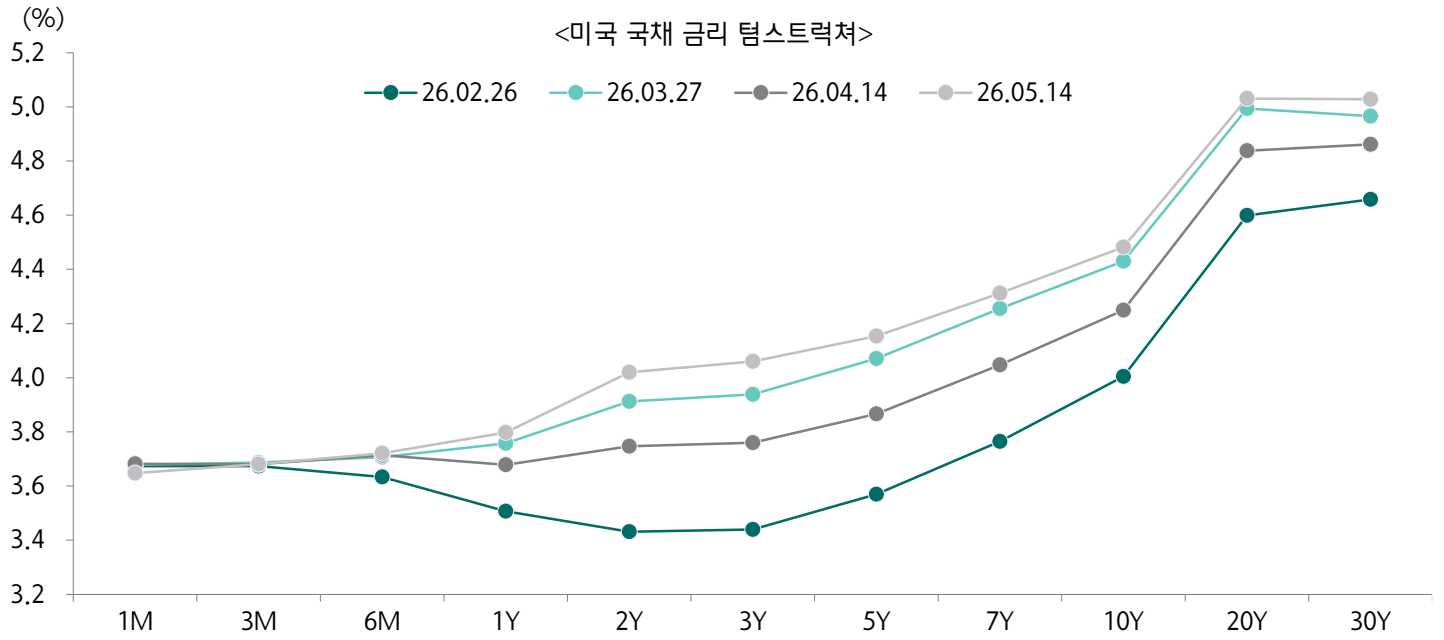
자료: AIER, 하나증권

[쉽게 꺾이지 않는 물가와 달러 자산 재집중]

완화도 긴축도 쉽지 않은 정책 환경

- 명목 지출이 과열된 상태에서의 금리 인하는 수요 재과열 및 자산시장 과열을 자극할 수 있음
- 반대로 고금리 유지 역시 고용 둔화와 성장 부담, K 구조를 확대시키는 요인
- 게다가 유가 상승과 공급망 불안은 물가를 올리는 동시에 성장 둔화를 야기할 가능성
- 결국 현재 미국 통화정책은 어느 방향도 쉽게 선택하기 어려운 제약된 정책 구간에 진입한 모습

금리 텀스트럭쳐 (지정학적 이벤트 발생전, 발생후, 현재)



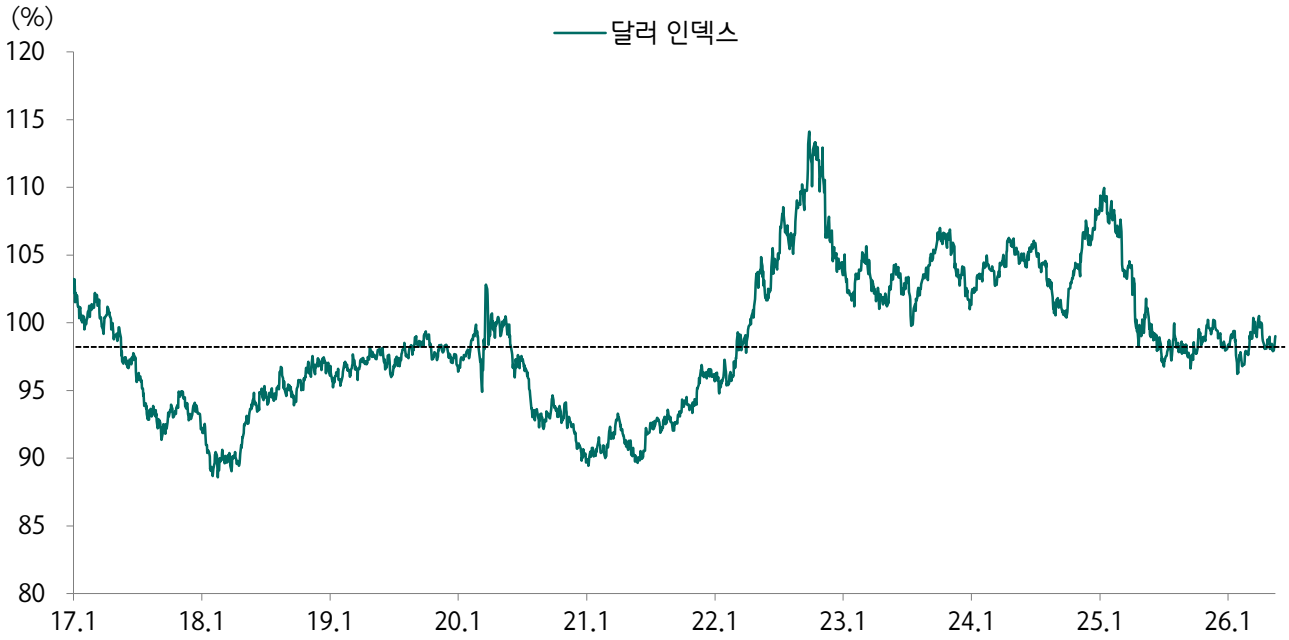
자료: Bloomberg, 하나증권

[쉽게 꺾이지 않는 물가와 달러 자산 재집중]

달러 약세마다 반복되는 '달러 붕괴 가설'

- 달러 약세가 반복될 때마다 "달러 붕괴, 탈달러화" 같은 우려가 제기
- 달러 약세는 글로벌 달러 시스템 붕괴를 의미하지 않음
- 달러 패러다임의 변화는 달러 시스템 (글로벌 결재·유동성·자금조달 구조)의 변화가 동반되어야 함

달러 가치



** 현재는 상대적 달러 약세 구간 (98~99pt).
역사적으로 지금의 달러가치 등락은 반복 발생되어 옴

** 위험 요소가 커지면 글로벌 자금은
다시 달러 자산으로 유입되는 경향도 반복함

➢ 특히 이번 중동발 지정학 이벤트 중, 주요국 국채 가격과 금 가격은 동반 급락하였으나, 달러는 강세 시현

** 최근 달러 약세 흐름 속 탈달러화 주장이 제기

그러나 달러 패러다임에 대한 변화는
단순 환율 움직임으로만 판단할 순 없음

- ✓ 글로벌 결제에서 달러 사용 감소,
- ✓ 무역 결제 통화 변경
- ✓ 외환 보유고 구조 변화
- ✓ 달러 자금 조달 축소,
- ✓ 미국채의 달러자산 시스템 이탈이 나타나야 함

자료: Bloomberg, 하나증권

[쉽게 꺾이지 않는 물가와 달러 자산 재집중]

달러는 여전히 글로벌 시스템의 중심축

- 글로벌 외환 거래에서 달러 사용 비중은 여전히 90%에 가까운 모습
- 달러는 단순 기축 통화를 넘어 글로벌 결재·유동성·자금 조달의 핵심 역할 수행
- 글로벌 자금은 달러를 떠나기보다, 달러 시스템 내부에서 자금을 재배치하는 흐름이 나타나고 있다고 판단됨

국가별 달러 사용 (BRICS, 중국 등)

구분	2022	2025
달러 비중 (FX 거래 기준)	88.40%	89.20%
유로 비중	30.60%	28.90%
위안화 비중	7.00%	8.50%
파운드화	12.90%	10.20%
글로벌 FX 거래 규모	$7.5tn/day	$9.6tn/day

자료: BIS, 하나증권

** BIS 외환거래 비중은 거래 통화쌍 (예: EUR/USD)을 양쪽 통화에 모두 포함해 집계하는 방식. 전체 합산은 구조적으로 200%를 초과 가능

✓전 세계 FX 거래의 89.2%에 달러가 포함되어 있음 (압도적 비중)

✓국가별 외환보유고 내 달러 비중이 감소하더라도, 실제 거래 통화로서의 사용은 지속되고 있음

>> 즉, 달러 보유 비중은 낮아질 수 있어도 '사용과 수요'는 여전히 유지되고 있음

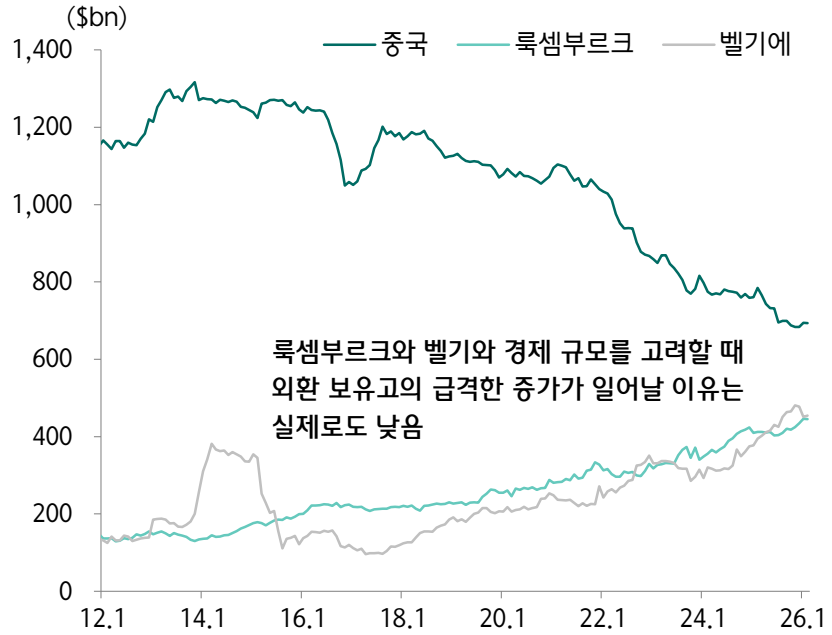
개념	의미
달러 약세	달러 환율 하락
달러 매도	일부 자산 이동
탈달러화	시스템 자체 이탈
시스템 내부 재배치	달러는 유지하되 운용 방식 변경

[쉽게 꺾이지 않는 물가와 달러 자산 재집중]

중국의 미국채 감소는 수탁 구조 변화에서 발생한 통계 착시

- 통상, 시장은 중국의 미국채 보유 감소를 두고 탈달러화의 근거로 해석하는 경향이 있으나
- 실제로는 글로벌 커스터디 (Euroclear·Clearstream) 구조 변화 영향이 반영된 결과이기도 함
- 다시 말해, 중국이 달러 자산 자체를 줄였다기보다, 달러 자산의 보관·결제 ·접근 경로를 다변화하는 흐름이 증가한 것
- 특히, 러시아 외환 보유고 동결 이후 주요국들은 "달러자산" 보다 "달러 접근성"리스크를 함께 고려하는 분위기

중국의 미국채 감소 Vs. 룩셈부르크와 벨기에 미국채 증가 ??



자료: Bloomberg, 하나증권

국채 커스터디에 대한 연준 FAQ

"If a Treasury security purchased by a foreign resident is held in a custodial account in a third country, ***the true country of ownership will not be reflected."***

➢ *연준 FAQ: 외국인이 구매한 미국 국채가 제3국 커스터디 (수탁고)에 보관되는 경우, 실제 보유국은 반영되지 않음*

"Policymakers [in Beijing] are mindful of the precedent set in 2022, when the US and its allies froze about $300 billion of Russia's central bank reserves after the invasion of Ukraine. The worry is that if tensions were to escalate, the US could – in an extreme scenario – restrict access to China's state and privately held dollar assets in a similar fashion." (Bloomberg)

➢ *러시아 외환 보유고 동결 사례 이후, 중국은 자산 자체보다 '보관 및 접근 구조'에 대한 리스크를 의식하는 모습*

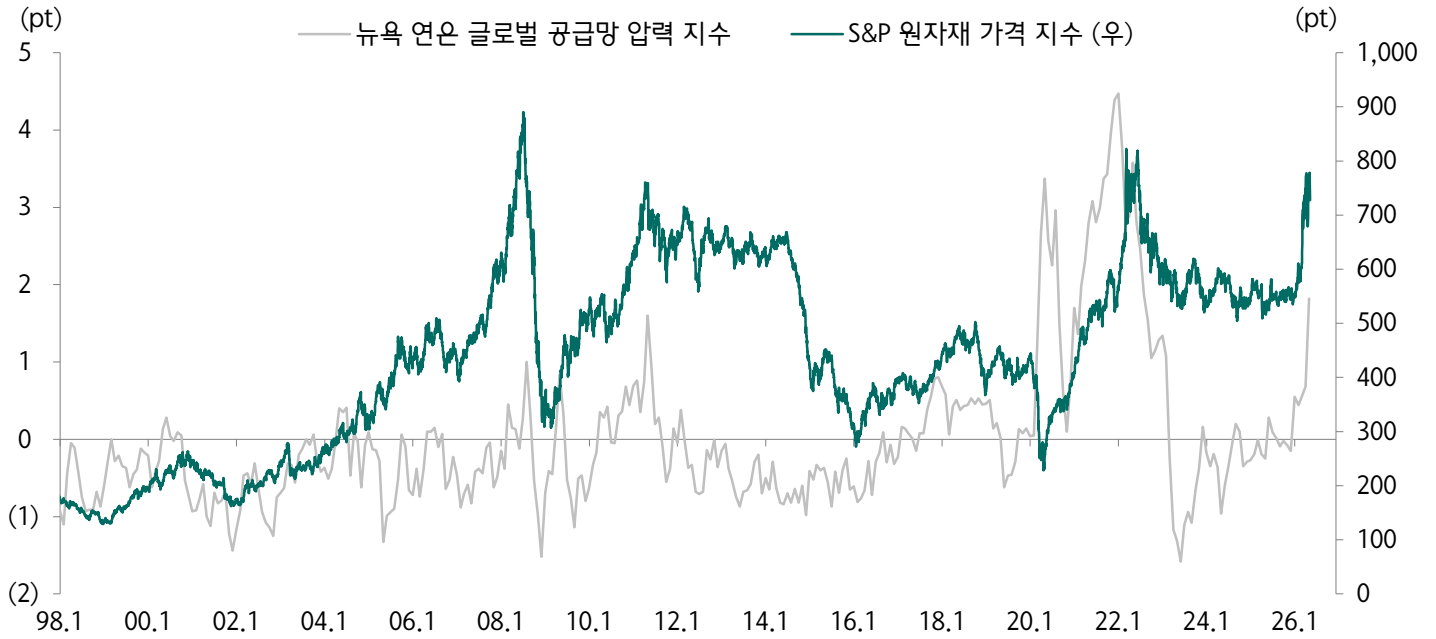
자료: FRB, Bloomberg, 하나증권

[쉽게 꺾이지 않는 물가와 달러 자산 재집중]

‘달러 접근 리스크’를 키우는 지정학적 불안

- 지정학적 긴장이 고조될 때마다 주요국은 에너지·원자재·반도체 등 핵심 자원을 전략화하려는 모습
- 공급망 재편과 자원의 ‘무기화’ 흐름 속에 특정 국가 및 결제 시스템 의존 리스크 부각되고 있음
- 특히 러시아 외환보유고 동결 이후 주요국들은 달러 자체보다 “달러 접근성”과 자산 보관 구조 리스크를 함께 고려
- 정리하면, 세계는 달러 시스템을 이탈하기보다, 시스템 내부에서 자산·결제·보관 구조를 다변화하는 모습을 먼저 보이고 있음

공급망 재편과 자원의 무기화 가능성



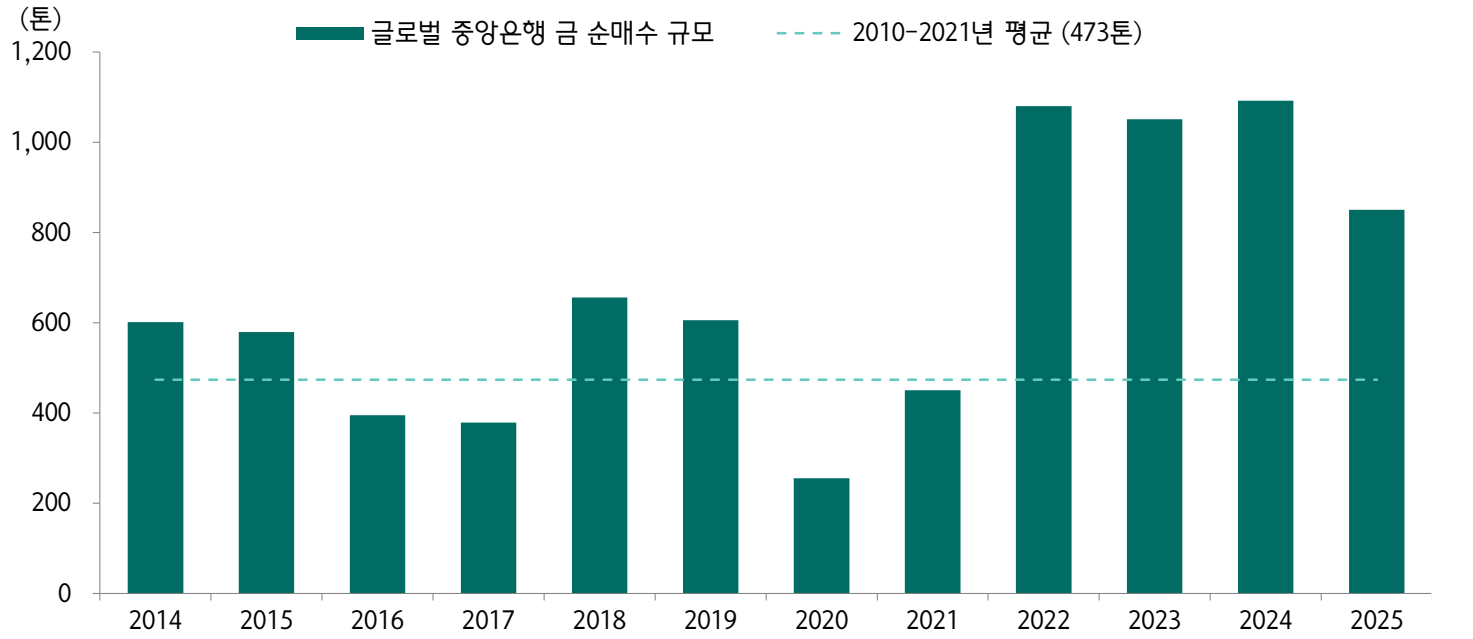
자료: Bloomberg, 하나증권

[쉽게 꺾이지 않는 물가와 달러 자산 재집중]

금은 달러의 대체가 아닌 '지정학 불확실성 대응 자산'

- 금은 단순 인플레 헤지 자산이 아님
- 지정학 리스크, 재정 확대, 금리 변동성이 동시에 커지며 전략 자산으로 역할을 강화하고 있음
- 최근 중앙은행들의 금 매입 확대 역시 달러 자체를 대체하는 움직임이라기보다 리스크 분산 성격이 커 보임
- 결국 금은 달러 시스템 밖의 자산이 아닌 달러 시스템 내부의 불확실성 대응 수단으로 자리 잡는 모습

주요 중앙은행들의 금 매수 현황



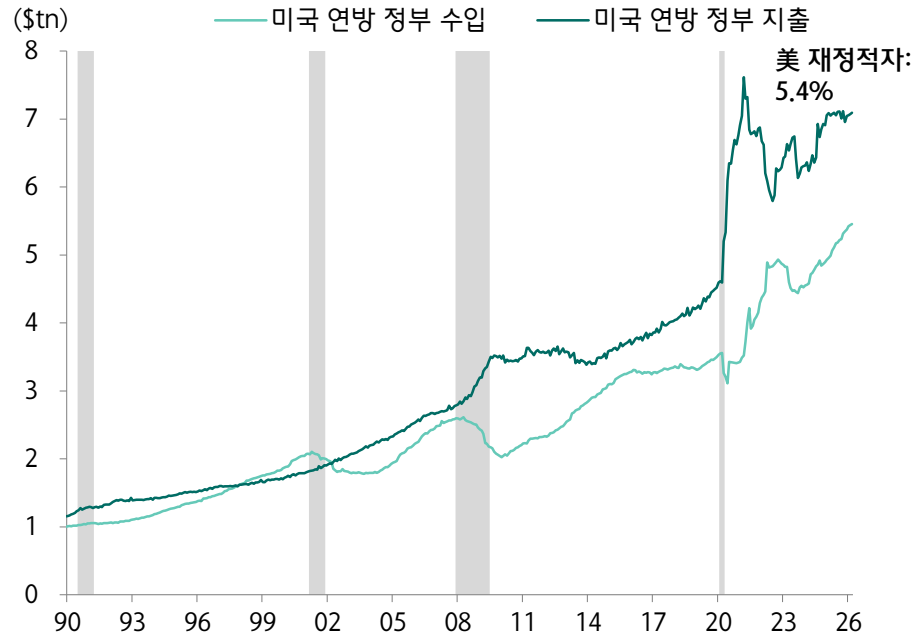
자료: WGC, 하나증권

[쉽게 꺾이지 않는 물가와 달러 자산 재집중]

불안하지만 왜 미국이지?

- 미국 정부 부채 증가는 분명 금리와 채권시장 부담 요인
- 그러나 글로벌 주요국 역시 재정 팽창과 저성장 부담을 동시에 당면
- 반면, 미국은 AI 중심의 실질 투자와 이익 성장 흐름이 유지되는 국가로 평가
- 특히, 재정 확대는 미국 내 K자 구조를 유지시키는 동시에 일부 완충 장치 역할까지 수행

미국 재정적자



자료: Bloomberg, 하나증권

유럽 주요국 재정 적자 수준

	정부부채 (%)	재정적자 (%)
영국	150.7	-5.0
그리스	146.1	1.7
이탈리아	137.1	-3.1
프랑스	116.2	-5.1
벨기에	107.9	-5.2
스페인	100.7	-2.4
포르투갈	89.7	0.7
유로존	87.5	-2.9
독일	63.5	-2.7
네덜란드	44.4	-1.6
아일랜드	32.9	1.8
덴마크	27.9	2.9
미국	122.6	-5.4
일본	199.9	-6.4

자료: Bloomberg, 하나증권

[쉽게 꺾이지 않는 물가와 달러 자산 재집중]

자금은 결국 수익률을 따라 이동

- 미국은 AI 투자 기반의 이익 성장과 자산 수익률 측면에서 상대적 우위를 유지
- 유럽과 일본은 저성장, 신흥국은 지정학 및 금융, 거버넌스 리스크 부담이 존재
- 정치적 서사 (탈달러 가능성, 美 정치불안, 동맹국 신뢰 훼손)에도 글로벌 자금은 결국 “실제 수익률”을 기반으로 이동하고 있음

(TIC 기준) 미국 금융시장으로의 글로벌 자금 유입 흐름

월	월별 TIC Flow	3개월 누적 TIC Flow
2025.09	+174.6	+310.9
2025.10	-22.6	+322.4
2025.11	+191.1	+343.1
2025.12	+117.1	+285.6
2026.01	-38.4	+269.8
2026.02	+184.5	+263.2

** 월별 기준으로는 변동성이 존재하나, 3개월 누적 기준 글로벌 자금의 미국 금융시장 유입은 지속되는 모습

** 달러 약세 논란과 별개로 실제 자금은 미국 자산 및 달러 유동성 구조로 반복적으로 유입이 지속되고 있음

** 특히, 최근 자금 흐름은 AI 중심 성장과 미국 자산의 상대적 수익률 우위를 반영하는 흐름일 가능성

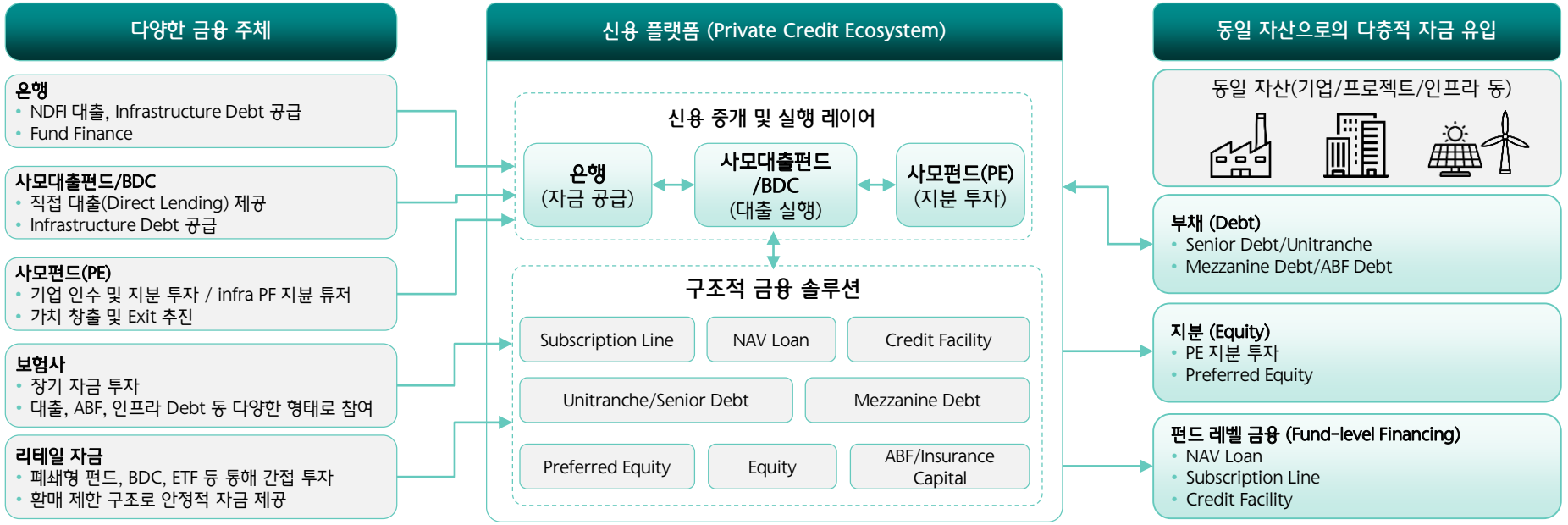
주) U.S. Treasury TIC의 Line30 (Monthly Net Dollar-Denominated Portfolio Inflows) 기준
미국 주식·채권뿐 아니라 단기 달러자산 및 은행 달러 흐름까지 포함. 3개월 누적은 월별 TIC Flow의 rolling cumulative 방식으로 계산

자료: Bloomberg, 하나증권

Private Credit 시장은 '거대한 신용 플랫폼'

- 현재의 Private Credit 시장은 단순 대출 시장을 넘어 하나의 거대한 신용 플랫폼으로 변화
- 은행·사모대출펀드·PE·보험사·리테일 자금이 사모신용 시장을 통해 미들마켓부터 AI 인프라 금융까지 광범위하게 자금을 공급
- 이 과정에서 동일 자산에 대출·지분·펀드 레벨 레버리지가 동시에 적층되는 구조가 형성
- 결국 사모신용 시장은 미국 성장 구조를 지탱하는 핵심 신용 공급 축으로 확대되고 있음

Private Credit, 신용이 생성되고 확장되는 플랫폼



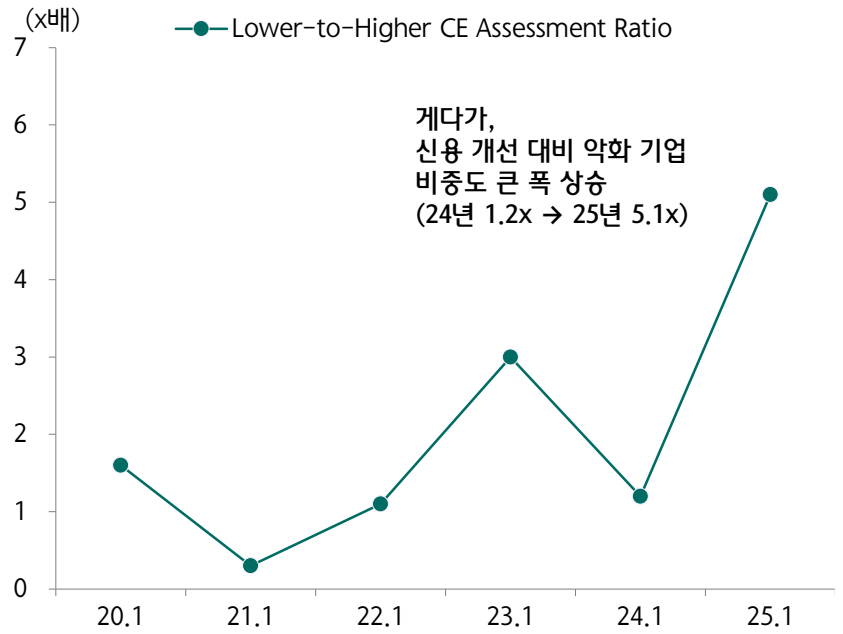
자료: 하나증권

[AI 시대를 떠받치는 Private Credit]

미들마켓 부실은 시간이 늘어나 인식이 지연되는 가운데…

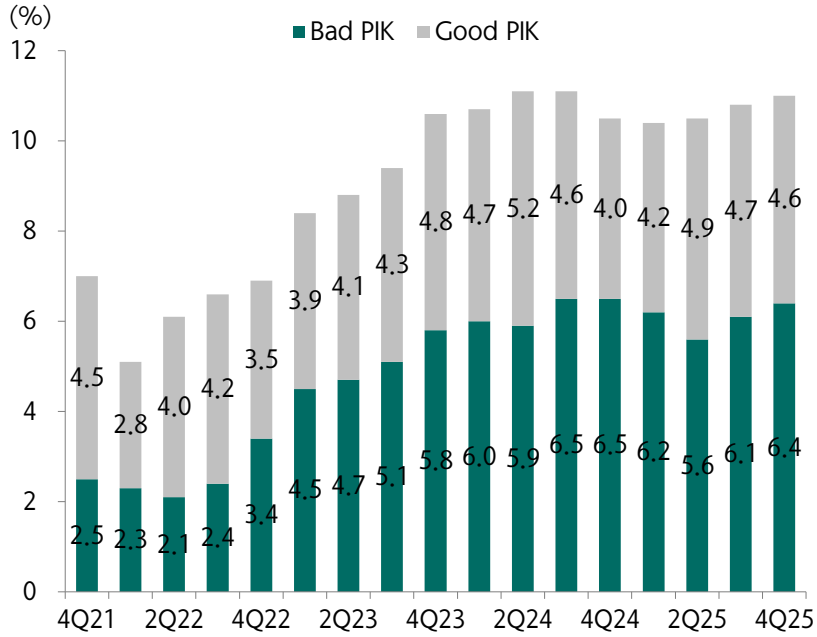
- 상반기 내내 신용 시장은 미들마켓 부실과 이로 인한 BDC 환매를 고려해 옴
- 실제 미들마켓 현금흐름은 약화 상태. 그러나 대출 조건 완화 (PIK 전환, 만기연장, EBITDA 조정)로 현금 부담을 뒤로 지연
- 그러나 사모대출기업의 배당은 지속되고 있음. 차주의 손실 인식이 늦어지고, 투자자에게 BDC 신용 상태 왜곡을 유발
- 높아진 Bad PIK (현금이자에서 PIK로 전환) 증가는 이미 차주의 현금 창출력이 약화되고 있음을 암시

신용하향/신용상향 기업 비율 (CE 대상)



주) CE Assessment: 미들마켓 내 공식 신용등급은 없지만, 등급 기준으로 평가한 경우
자료: Moody's, 하나증권

BDC 대출 포트폴리오 내 PIK 이자지급 비중

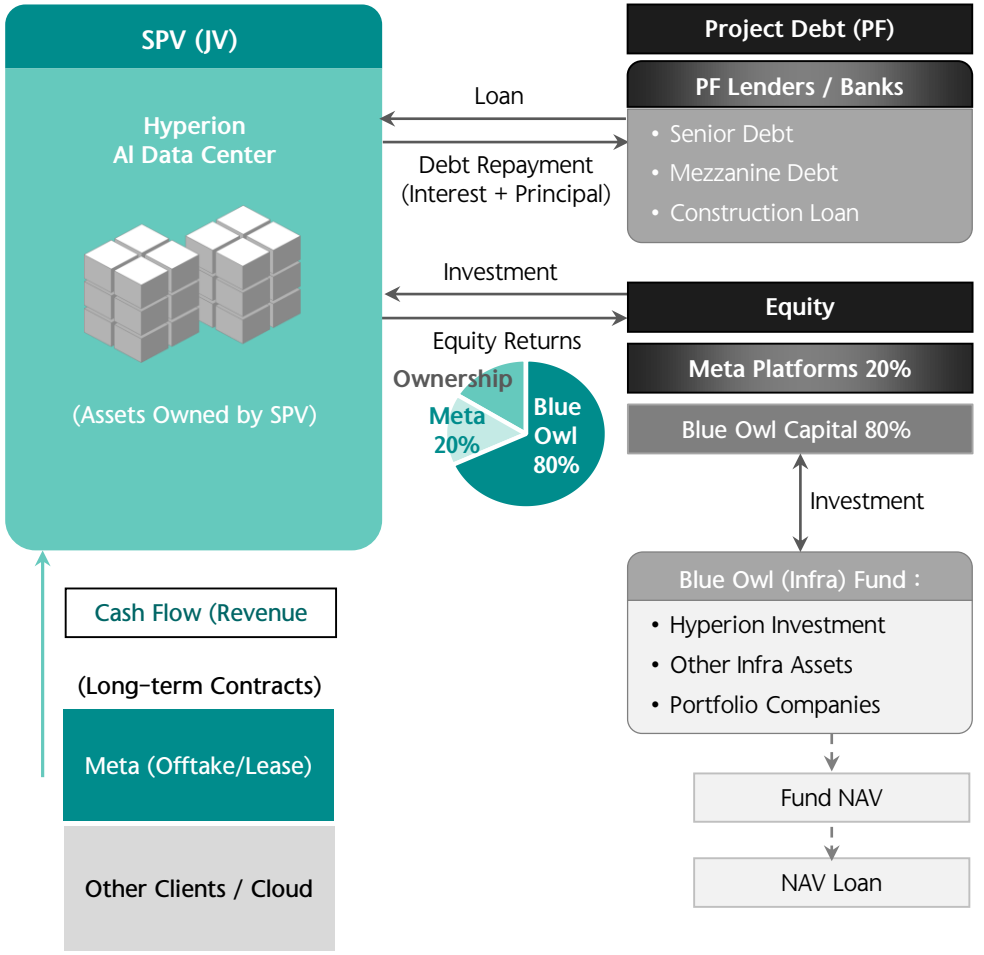


주) Bad PIK: PIK 지급으로 중도 전환된 경우
자료: Lincoln International, 하나증권

사모신용, AI 팽창을 흡수하고 지탱하는 역할로 진화

- 사모신용 시장은 미들마켓 부실을 이연하는 동시에, AI 신용 팽창까지 흡수하고 지탱하는 역할
- 美 성장 구조는 AI 인프라 투자 확대에 크게 의존하며, 실제 빅테크의 AI 인프라 투자는 美 성장과 자산가격 상승을 설명하는 핵심 축이 되고 있음
- 다만 이러한 CAPEX 투자에는 단순 빅테크 자체 자금 외 상당한 자금 조달을 필요로 하며, 사모신용 시장은 이에 깊게 관여
  - 프로젝트 구조 위에 여러 층의 금융을 동시 조달 (Project Debt·Equity, 펀드 차입 (Nav loan))
- 단, 구조적 리스크도 동반 적층되고 있음
  - Off-balance 부담
  - 전통 장기 인프라 대비 AI 인프라는 짧은 감가상각 주기로 인해 지속적인 재투자와 차환 수요가 반복적 발생

데이터 센터 Project 구조 도식화 (Ex. Hyperion Project)

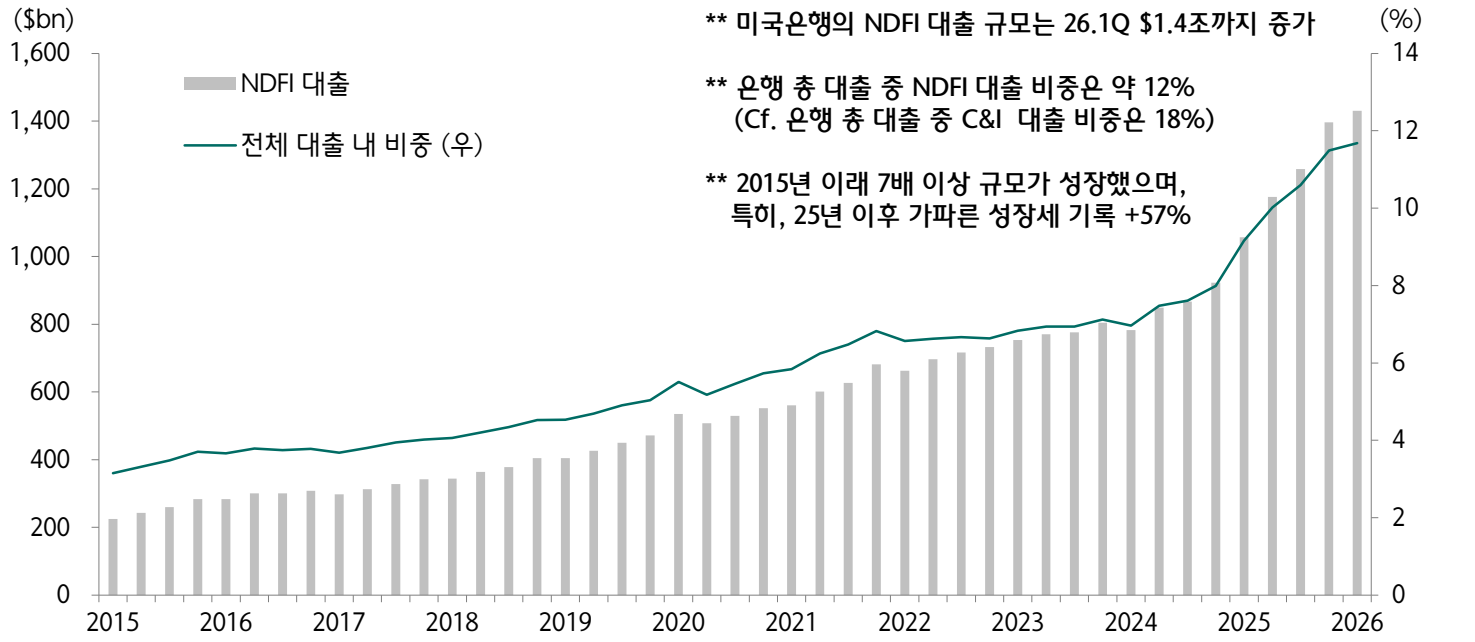


[AI 시대를 떠받치는 Private Credit]

은행과 사모신용시장은 구조적 연결고리 강화

- 하반기 통화정책 방향은 단순한 금리 인하 여부보다 유동성과 차환 환경 유지에 더욱 초점이 맞춰지게 될 것
- 올해 가속화되는 규제 완화 흐름은 은행의 NDFI 대출 확대를 유도하며, 이는 사모신용 전반으로 유동성이 흘러가는 구조를 강화
- 다만, 은행과 사모신용의 연결성 강화를 도모해 금융 시스템 내 상호 의존성을 높임. 이는 중장기적 리스크를 키울 수 있음

은행의 NDFI 대출 규모



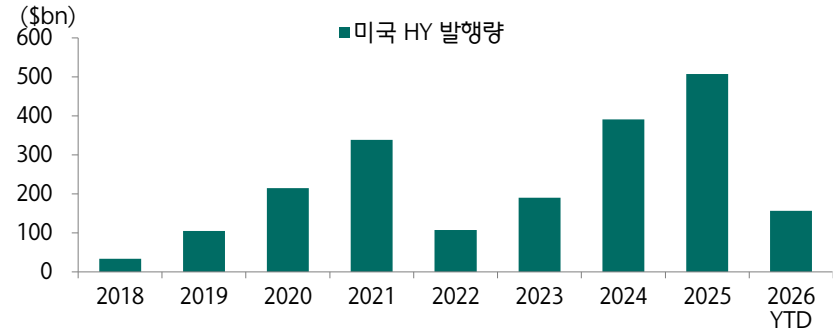
자료: Bloomberg, 하나증권

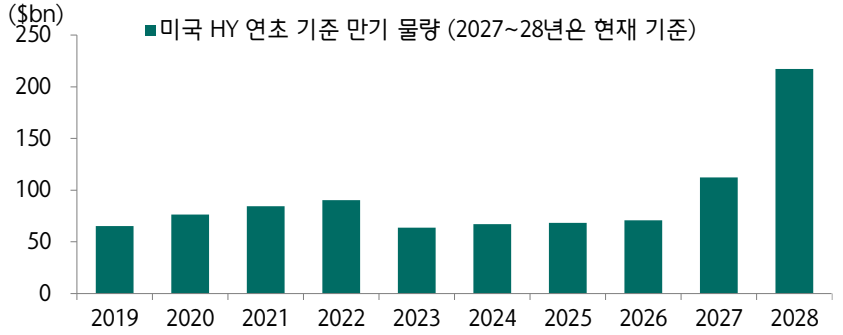
[AI 시대를 떠받치는 Private Credit]

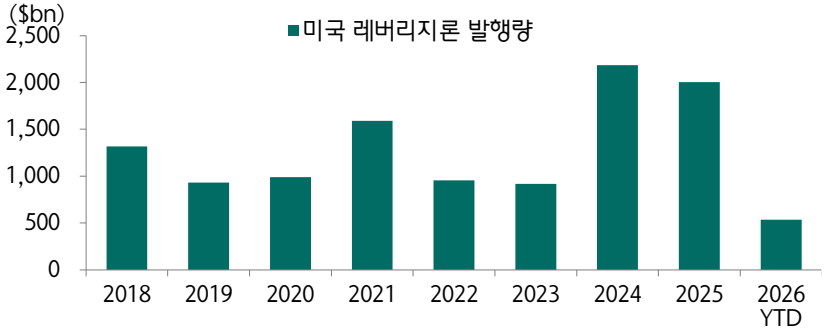
금리 인하 사이클이 종료되고, 누가 이 부채를 다시 받아줄까?

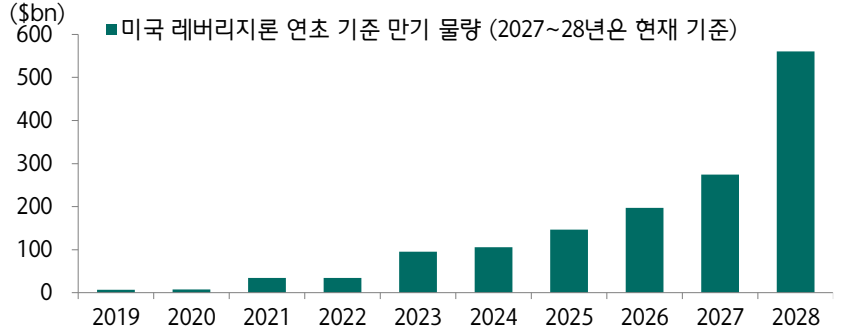
- 26년 하반기, 규제 완화와 AI 인프라 투자 확대 기조 아래 Private Credit 팽창도 지속될 것
- 다만, Private Credit 시장은 미들마켓부터 인프라 금융까지 지속적인 리파이낸싱을 전제하는 구조로 고착화가 진행 중인 만큼 사모신용 시장 내 핵심 변수는 “부실 발생 자체”보다 “누가 다시 자금을 공급할 것인가”에 달려있음
- 미래 사모신용 시장 핵심 변수는 ① 금리 경로 변화와 차환 비용 상승, ② 만기벽 해소, ③ 중소기업 현금흐름 약화, ④ AI CAPEX 둔화, ⑤ 데이터센터 자산가치 재평가 등

만기 벽을 기다리며 (20년 이래 발행 확대)









자료: Bloomberg, 하나증권

[유동성 집중 시대의 자산배분 전략]

좁아진 성장 구조 속 선택적 강세는 이어질 가능성

- 현재 시장은 경제 전반의 동반 회복보다 AI 중심 CAPEX와 유동성이 특정 산업과 자산으로 집중되는 구조 위에서 움직이고 있음
- 특히, 반도체·전력·네트워크·클라우드·AI 소프트웨어 등은 실적과 현금흐름 개선이 동반되며 순환매되는 가운데 시장 강세를 주도
- 올해 가속화되는 은행 규제 완화와 NDFI 신용 공급 확대는 AI 및 인프라 투자 확대를 뒷받침하며 유동성 흐름을 강화해 나갈 전망
- 글로벌 자금 역시 정치적 서사와 달리 미국의 실질 수익률 우위의 AI 투자 사이클을 따라 달러 자산으로 다시 집중되는 모습
- 밸류에이션 부담과 차익실현에 따른 단기 조정 가능성은 존재하나, 현재 유동성 쏠림은 단순 기대감보다 실적과 투자 확대를 기반으로 하고 있어 쉽게 내려오기 어려운 흐름

▶ 결국 하반기 시장은 광범위한 경기 반등보다, 유동성과 실적이 집중되는 일부 영역 중심의 선택적 강세 흐름이 이어질 가능성

자산배분 선호 영역과 그 배경

구분	선호 영역	핵심 배경
AI 플랫폼	M7 중심 초대형 빅테크	AI CAPEX·현금흐름·실적 우위
AI 인프라	반도체·전력·네트워크	데이터센터 투자 확대
산업재	전력망·냉각·설비	AI 인프라 실물 투자 수혜
우량 크레딧	Big Tech 회사채	안정적 현금흐름 기반
유동성	미국 단기채·달러	변동성 대응 및 대기 자금

자료: 하나증권

[유동성 집중 시대의 자산배분 전략]

유동성은 시장을 지지하지만, 구조적 리스크도 함께 누적

- 현재 시장은 AI 투자 확대와 신용 팽창, 그리고 차환 구조를 기반으로 유지. Private Credit 시장은 미들마켓 부실을 이연하는 동시에 AI 인프라 금융까지 흡수하며, 미국 성장 구조를 지탱하는 핵심 신용 공급 축으로 확대
- 다만 성장과 유동성이 특정 산업과 자산에 집중될수록 향후 개별 변수 변화에 대한 시장 민감도 역시 커질 가능성
- 금리 상승, AI 투자 둔화, 데이터센터 자산가치 재평가, 차환 부담 확대 등이 맞물릴 경우 신용 경색과 자산시장 변동성은 빠르게 확대될 수 있음
- 재정 확대와 반복적 유동성 공급은 장기금리 변동성을 높여 미국을 포함한 장기국채의 전통적 안전자산 역할 역시 약화시킴 실제 위험 회피 국면에서도 장기국채보다 달러 유동성·금·초대형 우량 크레딧 등으로 자금이 분산되는 흐름이 확인
- 동시에 AI 인프라 확대와 전력·에너지·구리·산업설비 등 실물 공급 부담 역시 함께 자극. 향후 자산배분은 특정 AI 성장 영역 뿐 아니라 에너지·원자재·산업재·일부 경기민감 자산까지 포지션을 넓혀 구조적 공급 부담과 인플레 리스크에 대응할 필요

자산배분 선호 영역과 그 배경

구분	대응 전략	핵심 배경
장기국채	듀레이션 확대 신중 접근	재정 확대·금리 변동성
단기채·달러	유동성 및 방어력 확보	시장 변동성 대응
우량 회사채	Big Tech 중심 크레딧	현금흐름 안정성
에너지·원자재	공급 부담 대응	AI 인프라·지정학 리스크
산업재·경기민감	실물 투자 수혜	전력·설비·인프라 확대
금	정책·지정학 리스크 헤지	안전자산 대체 수요

자료: 하나증권

자산별 리뷰 및 전망 요약

국내 주식
반도체와 로봇의 성장 기대

- **리뷰** 코스피는 전쟁 기간 미반영된 이익추정치를 한꺼번에 반영하며 8,000 부근에 근접, 글로벌 반도체 병목이 CPU에서도 나타날 조짐과 함께 메모리 역시 수급 집중. 외국인 리테일 수급 유입 소식이 상승을 더 키웠고, 반도체가 주춤한 날에도 현대 그룹 등 순환매가 이어지며 증시 센티먼트 호조 국면
- **전망** 2026~27년 미국 Tech 섹터 투자 증가 기반으로 국내 반도체 순이익 증가세는 계속 유효할 것, 또한 이들의 영업이익률이 사이클의 후반부 시점 결정. 강세장을 만드는 업종들은 다음 고점까지 주도 업종으로 활약할 가능성이 높고, 달러 약세 국면에서 외국인 순매수가 유입될 가능성이 높은 기계, 하드웨어, 조선, 방산, 화학 등에도 관심

선진국 주식
이익 턴어라운드 관심

- **리뷰** Tech 업종이 주도하는 시장 상승세 지속 중, S&P500은 전쟁 중 저점 대비 18.2% 상승. 현재 S&P 500의 Fwd. PER은 21.2배로 직전 고점인 23배 대비 부담이 낮지만, 4.5%에 근접한 미국 10년물 금리가 상방 일부 제한. AI 주도 장세의 전형적 패턴인 성장과 모멘텀 스타일의 강세 시현. 아직 지수 상승의 힘이 Tech 외 업종에는 미확산
- **전망** 전쟁 중에도 꾸준히 상승한 2026~27년 이익추정치와 함께 시중금리 하락으로 인한 멀티플 상승으로 이어질 수 있는 상황. 전쟁으로 인하 물가 상승과 위축된 고용, 주택, 소비심리 등 시간이 지날수록 연준의 금리 인하 기대가 형성될 가능성이 높음. 유동성 역시 확장 국면이 지속되고 있어 주식에 우호적

신흥국 주식
중국, 매크로 균형과 리플레이션, 증시는 실적 견인 강세장

- **리뷰** 2026년과 2027년 중국은 디레버리징과 디플레이션 국면을 탈피, 성장 모델 전환 이후 첫번째 균형 국면이 예상. 2027년까지 평균 5%대 성장률이 유지되고, 수출은 구조적인 호황-내수는 구조적인 침체 탈출을 통해 증시 실적 반등 견인. 세 가지 매크로 신호(PPI/명목GDP/주택시장)와 하반기 '리플레이션-이익-내수'의 선순환 예상
- **전망** 하반기 신흥국 증시에서 중국 비중은 10년 래 저점에서 반등을 시작, 2027년까지 실적-수급-정책 견인 강세장 전망. 중국 매크로의 정상화(물가/ROE/환율) 및 취약성 만회(규제/개방/미중 관계)와 더불어 글로벌 질서 재편에 유리한 산업 구조가 점차 부각될 것. 국가별 하반기 선호도는 중국 > 대만 > 브라질 > 베트남 > 인도 순 제시

자산별 리뷰 및 전망 요약

국내 채권

성장과 물가 전망이
모두 높아지면서
고금리 환경 지속

- **리뷰** 한국 경제는 AI 사이클에 힘입어 반도체 수출이 예상을 상회함에 따라 성장률 전망이 개선. 일반적으로 유가 충격이 성장률 하방, 인플레이션에 상방 리스크로 작용하나, 수출 호조와 전쟁 추경 등이 성장 전망까지 높이는 요인. 한국은행의 기준금리 인상 기대가 높아지며 3년 금리 3.6%, 10년 금리 4.0% 상회
- **전망** 올해 성장률 2%대 중반, 인플레이션 2%대 중후반 예상. 이와 같이 성장과 물가 전망이 동시에 상향 조정되는 환경은 채권시장에 상당히 부정적. 3분기 중 유가 하락 시 일시적인 기회가 있겠으나, 채권 투자에 대해 보수적인 기조가 필요한 시점. 내년까지 기준금리 2회 인상 시 3년 3.80%, 10년 4.20%까지 상승할 전망

국내 크레딧

안정의 대가

- **리뷰** 2026년 상반기 크레딧 채권시장은 시장금리 상승 지속 등에 따라 연초 효과 없이 약세 흐름 시현. 다만, 중동 사태에도 불구하고 신용 스프레드는 4월 초 이후 확대세는 멈춘 상황. 신용채권의 절대금리 메리트는 발생한 상황이나 전반적인 수급 여건, 펀더멘털 측면의 부정적 여건은 아직 강세 전환을 도모하기 어려운 상황
- **전망** 하반기 신용 스프레드는 하락 전환보다는 약세 흐름이 지속될 전망. 공기업/특수은행 등 공적채권의 잠재 발행 수요가 꾸준한 가운데 머니무브 현상 등으로 수요 기반 또한 취약한 상황. 한편, 중동 사태 여파의 부정적 영향이 점차 시간을 두고 원가 부담이 높은 국내 산업계에 영향을 미칠 전망

선진국 국채

장기 금리
하방 경직성 강화

- **리뷰** 2월 말 중동 전쟁 이후 글로벌 채권시장은 동조화되는 흐름. 특히 미 국채 금리 하락 폭이 제한적인 이유는 경제 펀더멘털이 견조하며, 인플레이션 경계감이 높아지고 있기 때문. 이에 4월 FOMC에서는 매파적 동결 기조 확인. 노동시장은 여전히 견조하지만 기업과 가계대상조사 간 괴리를 감안하면 완만한 회복세에 접어들었다고 보기 어려움
- **전망** 유가가 고점을 기록하더라도 물가 고점은 올해 하반기~27년 초 예상. 하반기부터는 물가 뿐만 아니라 성장 둔화도 주목할 필요. 단, 에너지 쇼크가 실물 경제 활동에 미친 장기적인 영향력은 상대적으로 적었고, AI 도입으로 인한 생산성 향상도 감안할 필요. FY27부터 이표채 증액 가능성까지 고려하면 장기 금리 하방 경직성은 강화될 전망

자산별 리뷰 및 전망 요약

선진국 크레딧

시간을 벌며 팽창하는 사모신용 시장, 이번엔 AI 인프라 중심이 되다

- **리뷰** 상반기 미국 사모신용 시장에서는 환매 압력과 미들마켓 부실 우려 지속. 그럼에도 시장 규모 확대되며 시장 AUM 약 $2조로 추정. 다만 이 수치는 대출펀드 기반 자산 중심의 규모에 불과. 자산기반금융(ABF), 인프라 및 부동산 대출, 보험계정 등 상당 부분이 미포함되어 실제 규모 훨씬 클 가능성
- **전망** 하반기 Private Credit 시장은 풍부한 유동성, 금융 규제 완화, AI 인프라 투자 확대를 기반으로 양적 팽창을 기대. 기존 미들마켓 부실과 BDC 환매 이슈가 존재함에도, 시장은 차환 진행을 단행하며 단기 안정세를 전망. AI 데이터센터·전력·네트워크 중심의 CAPEX 확대 기조는 더욱 다층 레버리지 구조를 형성. 향후 신용시장 핵심 변수는 1) 금리 경로 변화와 차환 비용 상승, 2) 만기 벽과 미들마켓 부실, 3) AI Capex 둔화 가능성 등이 될 것

Korean Paper

넓어진 시장, 좁아진 선택지

- **리뷰** 상반기 KP 발행 약 $325억, 연 환산 780억 수준. 하반기 만기 예정 $269억(7월, 10월 집중). 차환 및 신규 조달 결합되며 역대 최대 발행 페이스 지속 전망. 3월 이후 발행 단계 가산금리 축소 폭은 평균 36bp로 강한 시장 흡수력 입증. 유통 스프레드 역시 전쟁 충격 확대 폭의 약 80% 회복. 단, 상대가치 부담 확대되며 매수 제약 환경 형성
- **전망** 연준 추가 인하 기대보다 높은 절대금리 레벨 유지에 따른 캐리 확보가 KP 투자 동인. 연간 순발행 증가 예상되나 아시아 IG 내 대체 우량물 수요, 리얼머니 중심 배정, 외화 유동성 관리성 국내 수요 등이 스프레드 확대 압력 완충 요소가 될 것. 유통 스프레드는 가격 부담과 수요 방어가 균형 이루는 박스권 전망

원자재

중동 전쟁의 상흔, 원자재 시장 교란 시작될 듯

- **리뷰** 원자재 시장은 미국-이란 간 협상 전개 과정을 주시하며 등락을 거듭. 호르무즈 해협 봉쇄가 지속되고 양국 협상이 원활하게 진행되지 않으면서 국제유가는 높은 수준을 유지. 금 가격은 지정학적 리스크에도 불구하고 유가 상승으로 인한 주요국 통화 긴축 우려로 소폭 조정되는 양상
- **전망** 전쟁 기간이 길어질수록 글로벌 원자재 공급 차질 우려는 확대될 듯. 호르무즈 해협은 석유, 천연가스 외에도 황, 비료, 알루미늄 등 원자재 교역의 주요 통로. 전쟁 기간 동안 에너지 위주로 원자재 가격이 상승했다면, 전쟁 완화 이후에는 그동안 미처 보지 못했던 공급 차질에 주목하며 산업금속 가격 상승 가능성

자산별 리뷰 및 전망 요약

유망 ETF 4선

- **SMH** 글로벌 반도체 ETF. 미국 상장 반도체 기업 중 시총 규모와 거래대금이 검증된 상위 25개 종목에 집중 투자. AI 가속기 및 HBM 수요 폭증에 따른 '메모리 가격 급등' 수혜와 함께 글로벌 매출 성장이 가속화될 전망

- **PAVE** 미국 인프라 테마 ETF. 리쇼어링 정책과 산업 현대화(Capex) 수혜주인 산업재·소재 기업 100여 개에 분산 투자. 정책적 지원과 제조 시설 확충 모멘텀이 실물 경기 회복을 이끌며 실적 성장을 견인할 것으로 기대

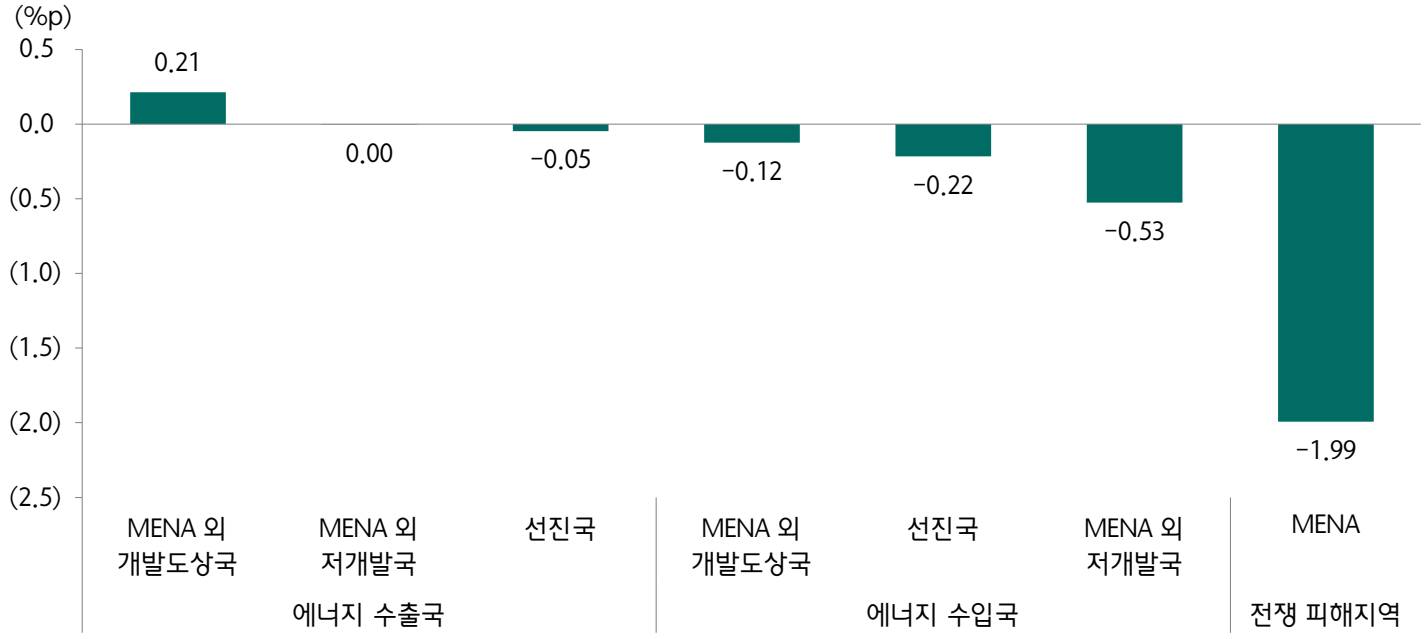
- **395160** 국내 AI 반도체 테마 ETF. 삼성전자와 SK하이닉스 비중을 높인 압축 포트폴리오를 통해 중심의 성과가 예상. HBM4 시장 선점 기대감과 AI 슈퍼사이클에 힘입어 국내 반도체 밸류체인의 실적 턴어라운드가 지속될 전망

- **487240** 국내 전력망 및 설비 핵심 기업 투자 ETF. AI 데이터센터 확장에 따른 전력기기 슈퍼 사이클 진입과 국내 주요 수주 기업들의 실적 퀀텀 점프가 가시화될 전망

전쟁 이후 출발선이 달라진 주요국

- 이란 전쟁으로 인한 원유 공급 차질과 공급망 교란은 한동안 글로벌 경제에 부정적 영향을 미칠 것. 전쟁으로 인한 2026년 세계 경제 하락 효과는 약 -0.3%p 내외로 추정. 다만 전쟁의 영향은 국가별로 고르게 나타나지 않을 소지
- 전쟁 발 타격이 집중된 중동 국가들의 성장률 둔화는 불가피하며, 에너지 수입국과 수출국의 상대적 격차도 심화될 듯
- 다만 전쟁이 장기전으로 이어지지 않고 유가가 점차 안정된다면 주요국 경제는 단기 공급 차질로 인한 하방 압력을 만회할 만한 회복 탄력성을 보유하고 있을 것으로 기대. 특히 G2는 전쟁으로 인한 경기 타격이 제한적이므로 미·중 중심의 성장세 나타날 가능성

중동 전쟁 이후 IMF의 에너지 수출국/수입국/전쟁 피해지역 성장률 전망치 조정

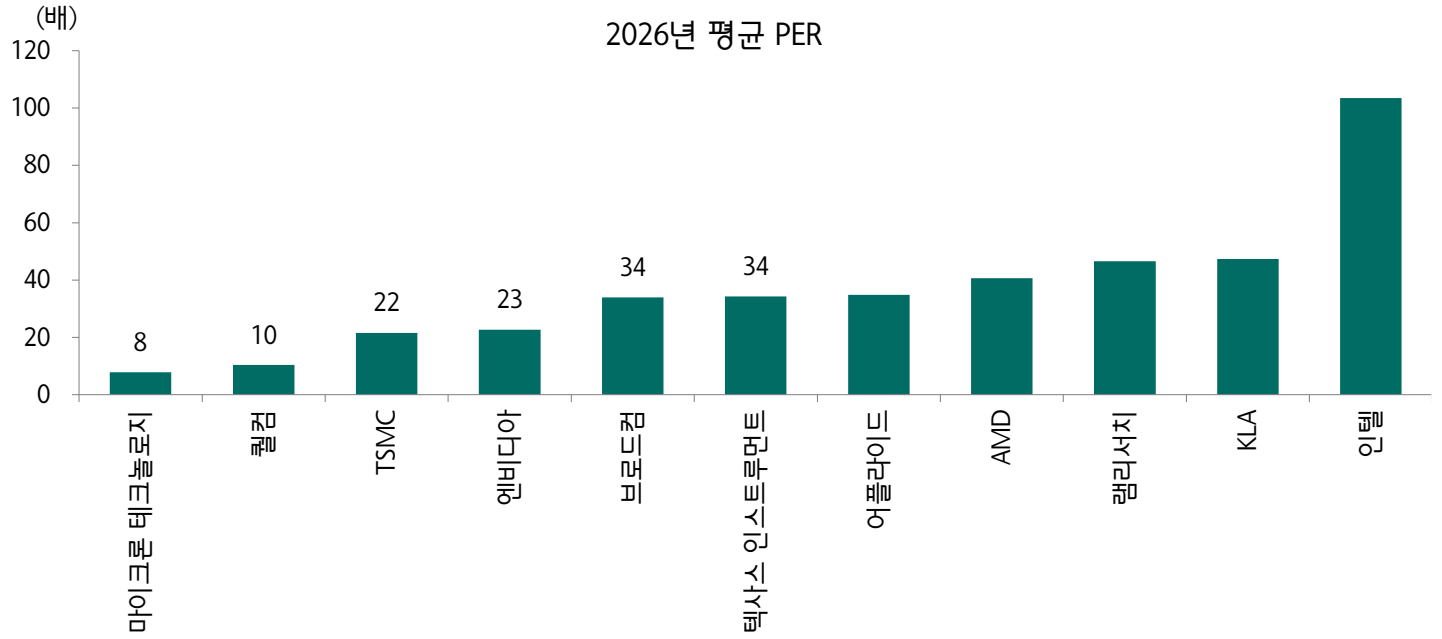


주: 2026년 성장률 전망치 조정폭
자료: IMF, 하나증권

코스피 반도체 중심으로 이제 10,000p 시대로

- 2026~27년 미국 Tech 섹터 투자 증가 기반으로 국내 반도체 순이익 증가세 유효할 것으로 판단
- 영업이익률 편차가 상대적으로 큰 마이크론 테크놀로지와 퀄컴이 target PER
- 코스피 반도체, 1차 PER target 마이크론 테크놀로지 PER 8.0배: 이를 적용 시 코스피 예상 상단 8,470p
- 코스피 반도체, 2차 PER target 퀄컴 PER 10.5배: 이를 적용 시 코스피 예상 상단 10,380p

코스피 반도체, 1차 PER target: 마이크론 테크놀로지 PER 8.0배. 2차 PER target 퀄컴 10.5배



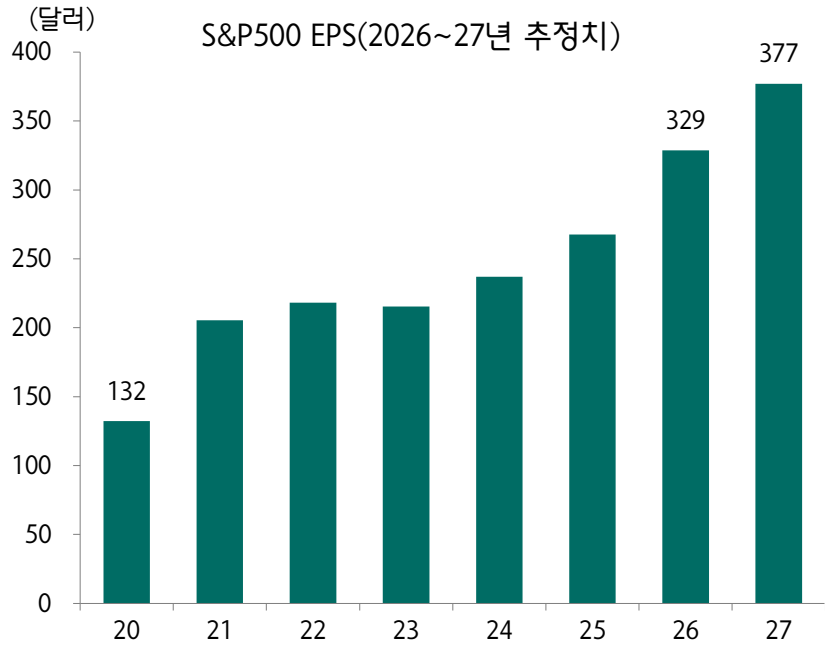
자료: Bloomberg, 하나증권

선진국 주식

S&P500 예상 상단 9,240p

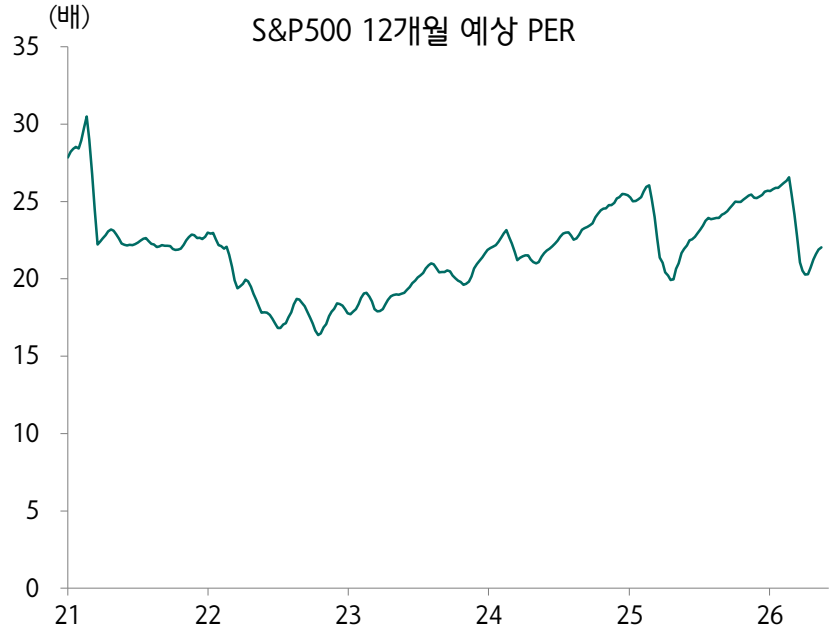
- S&P500 지수 EPS는 2021~27년까지 7년 연속 증가 예상
- 2027년 EPS 선반영 가능성을 감안하고, 2021~26년까지의 PER 상단 평균 24.5배 적용 시 S&P500 지수 예상 상단 9,240p
- S&P500 지수 내 이익은 사상 최고치를 경신하고 있지만, 현재 PER은 연초 대비 크게 낮아진 업종이 지수 상승 주도
- 소프트웨어(현재 PER 20배, 연초 고점 대비 73%), 반도체(19배, 76%), 투자은행(18배, 87%)

S&P500지수 EPS는 2021~27년까지 7년 연속 증가 예상



자료: Bloomberg, 하나증권

2021~26년까지의 S&P500 지수 PER 상단 평균 24.5배

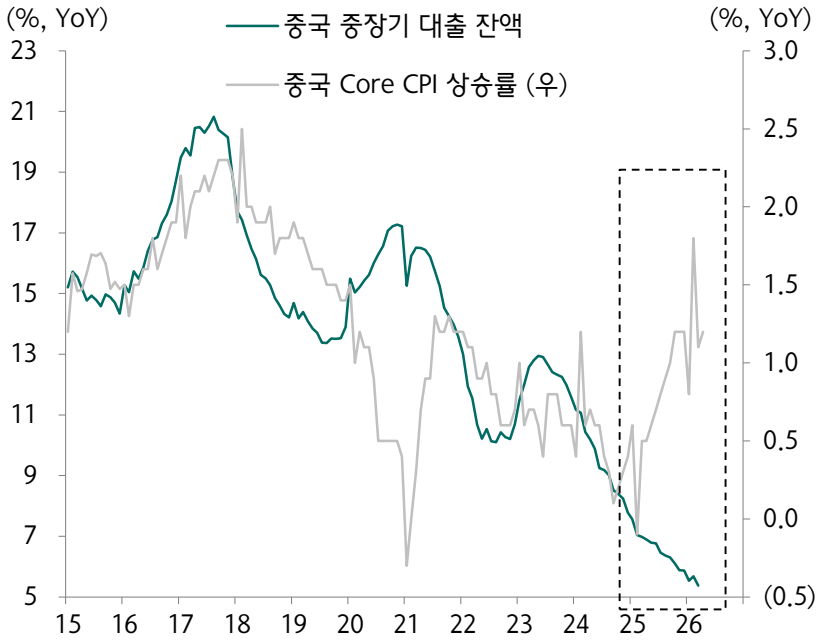


자료: Bloomberg, 하나증권

중국, 매크로 균형과 리플레이션, 증시는 실적 견인 강세장 진입

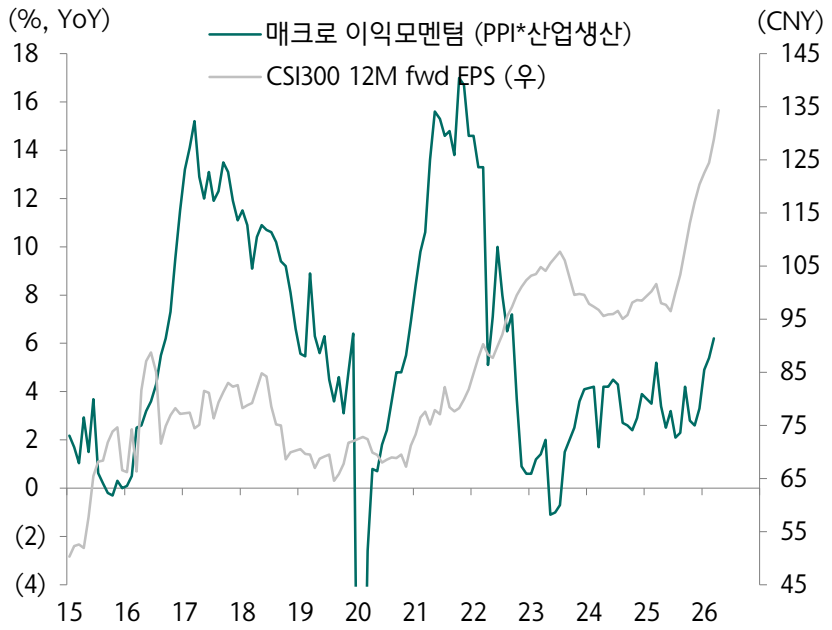
- 2026년과 2027년 중국은 디레버리징과 디플레이션 국면을 탈피, 성장 모델 전환 이후 첫 번째 균형 국면이 예상
- 2027년까지 평균 5%대 성장률이 유지되고, 수출은 구조적인 호황-내수는 구조적인 침체 탈출을 통해 증시 실적 반등 견인
- 세 가지 매크로 신호(PPI/명목GDP/주택시장)와 하반기 '리플레이션-이익-내수'의 선순환, 중동발 충격은 수출에 결국 기회
- 신흥국 증시에서 중국 비중은 10년 저점에서 반등 전망, 2027년까지 실적-수급-정책이 견인하는 탄탄한 강세장 전망

중국 중장기 대출 vs. Core CPI: 디레버리징과 디플레이션 최악을 통과



자료: Bloomberg, 하나증권

매크로 이익 모멘텀 vs. CSI300지수 EPS 증가율: 실적 장세 확산

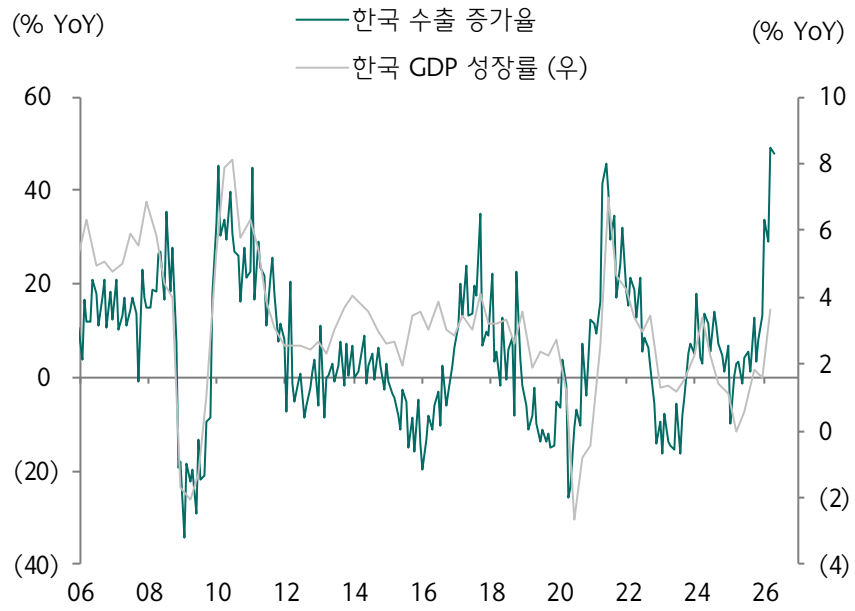


자료: Bloomberg, Wind, 하나증권

물가와 성장 전망의 동반 상향과 기준금리 인상 사이클

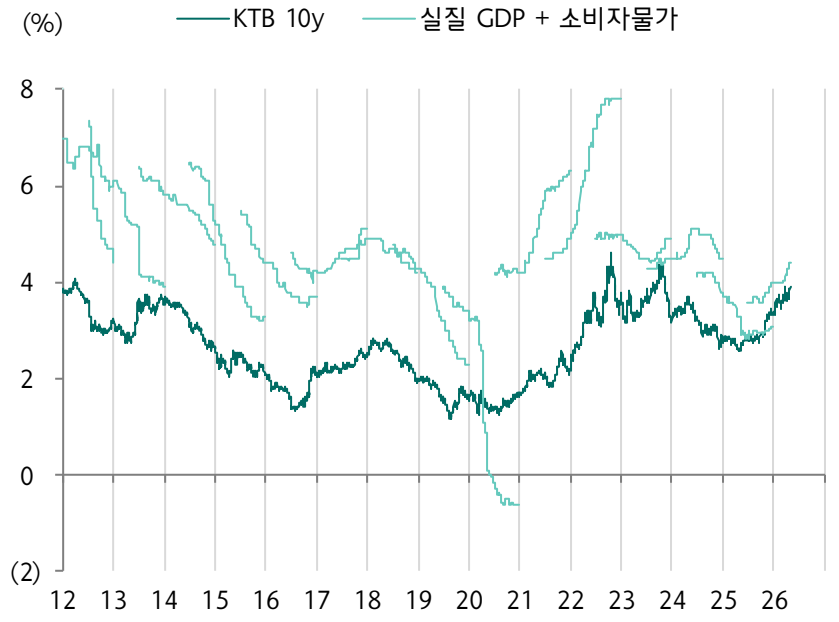
- 한국 경제는 유가 상승으로 인플레이션 압력 확대. 성장률은 유가 상승에 따른 부정적 영향에도 불구하고 반도체 수출 호조로 전망이 개선. 올해 2% 중반의 성장률이 예상. 물가와 성장 전망이 동시에 상향 조정되는 환경은 채권시장에 악재
- 한국은행은 기준금리 인상 사이클을 시작할 전망. 다만 전망의 불확실성이 큰 상황에서 인상 속도는 점진적일 것. 국고채 금리는 3분기 중 유가 하락 시 일시적인 안정이 예상되나, 연말로 갈수록 인상과 함께 고금리 환경 지속될 전망. 내년까지 2회 인상 가정 시 금리 상단은 3년 3.80%, 10년 4.20%

한국, 유가 충격에도 수출 호조로 성장률 오름세 지속



자료: LSEG, 하나증권

성장과 물가 컨센서스 상향 조정과 함께 국채 10년 금리도 상승

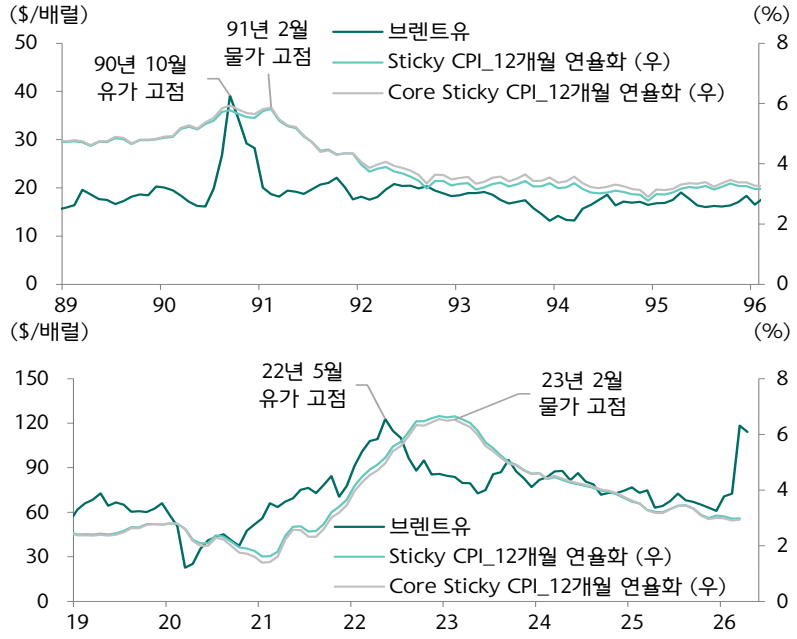


자료: Bloomberg, 하나증권

장기 금리가 하락하기에 쉽지 않은 국면

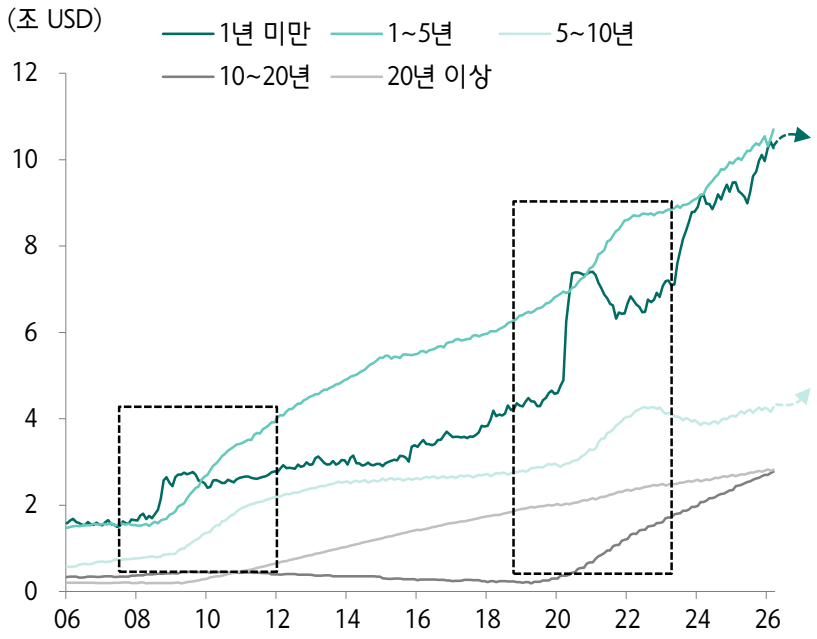
- 유가가 고점을 기록하더라도 물가 고점은 하반기~27년 초 예상. 서비스업 비중이 높아졌고 인건비 영향력이 커졌기에 유가가 하락하더라도 물가 하락 속도는 1990년 걸프전과 2022년 러-우 전쟁보다 느린 끈적한(Sticky) 양상을 보일 것
- 재무부는 정부의 차입 수요를 단기채 조달을 통해 충당하는 중. FY27부터 이표채 증액 리스크도 고려할 필요. 과거 단기채 발행 축소 이후 5~10년(Belly) 구간 발행을 확대했다는 점 감안하면 장기 금리 하방 경직성은 강화될 전망

유가 고점 이후 물가 하락 속도는 끈적한(Sticky) 양상을 보일 것



자료: Atlanta Fed, 하나증권

만기별 국채 발행잔액 추이: 과거 단기채 발행 축소 이후 5~10년 구간 발행 대폭 확대한 경험

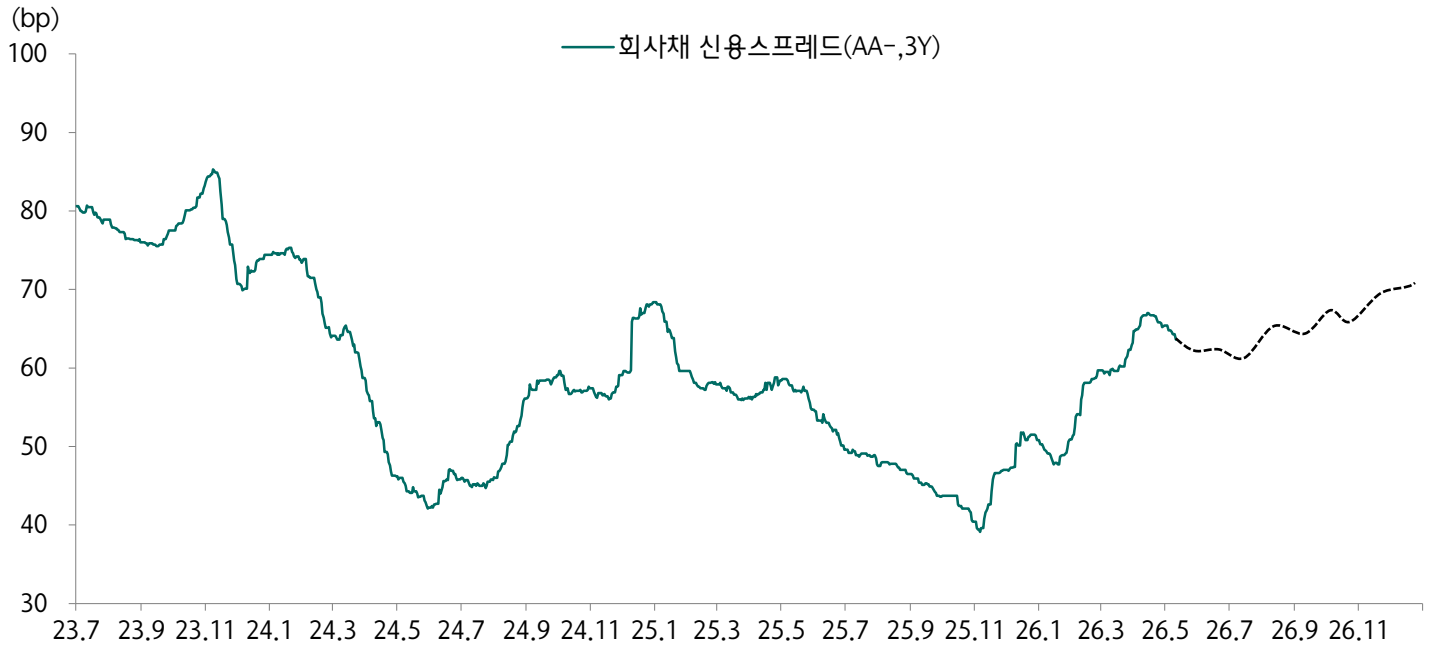


자료: Bloomberg, 하나증권

2026년 하반기 신용 스프레드 전망

- 2026년 신용 스프레드는 등락을 보이는 가운데 점진적으로 확대될 전망
- 정책 지원을 위한 공적채권 발행 증가는 전체 크레딧 시장 안정에는 기여하지만 가격(스프레드) 측면에는 부정적 변수→ 안정의 대가
- 중동사태 발발에 따른 부정적 영향은 점차 시간을 두고 원가 부담이 높은 산업군을 중심으로 부담을 줄 전망

신용 스프레드 전망



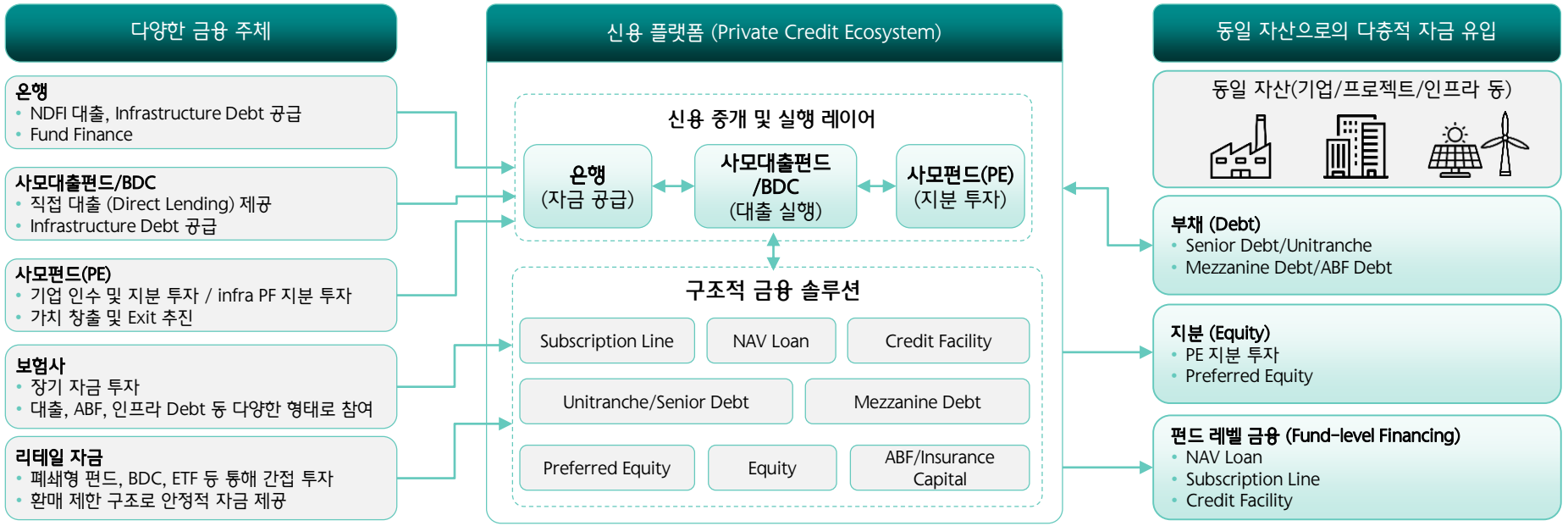
자료: 인포맥스, 하나증권

선진국 크레딧

시간을 벌며 팽창하는 사모신용 시장, 이번엔 AI 인프라 중심이 되다

- 하반기 Private Credit 시장은 풍부한 유동성, 금융 규제 완화, AI 인프라 투자 확대를 기반으로 양적 팽창을 기대
  - 기존 미들마켓 부실과 BDC 환매 이슈가 존재함에도, 시장은 차환 진행을 단행하며 단기 안정세를 전망
  - AI 데이터센터·전력·네트워크 중심의 CAPEX 확대 기조는 더욱 다층 레버리지 구조를 형성
- 단, 기존 부실이 해소되지 않은 상태에서, 정책과 유동성이 시간을 벌어주며 새로운 AI 투자 사이클까지 동시에 떠받치고 있음
- 향후 신용시장 핵심 변수는 1) 금리 경로 변화와 차환 비용 상승, 2) 만기벽과 미들마켓 부실, 3) AI Capex 둔화 가능성 등이 될 것

Private Credit, 신용이 생성되고 확장되는 구조

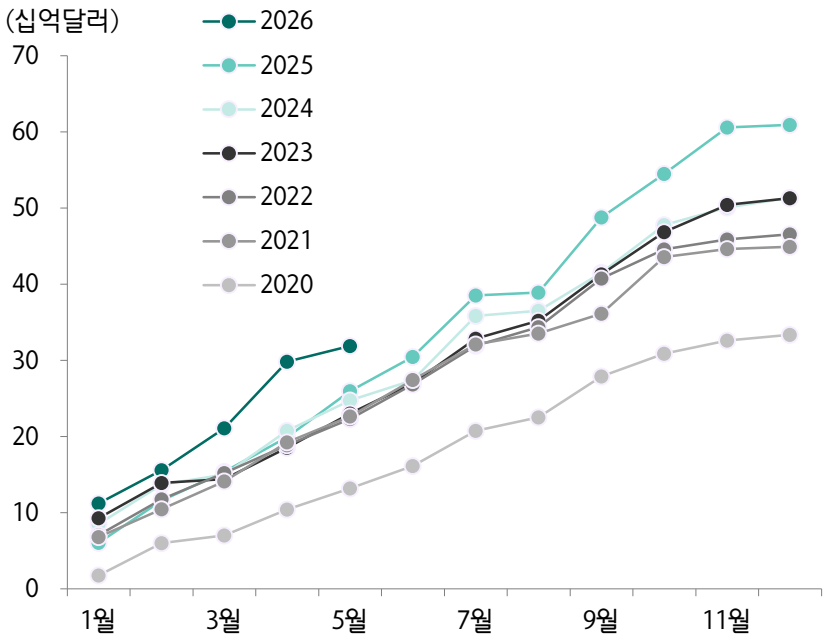


자료: 하나증권

넓어진 시장, 좁아진 선택지

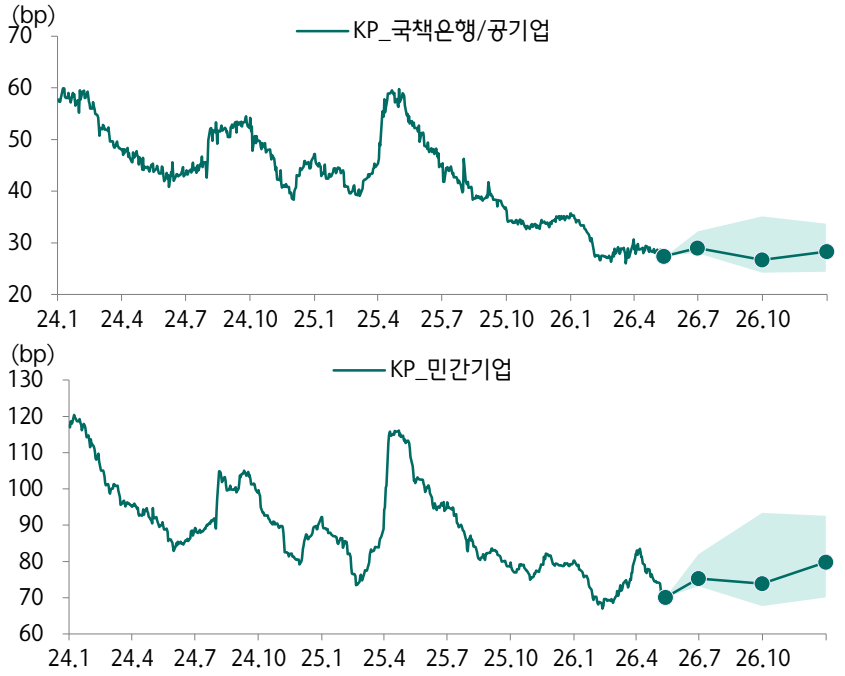
- 상반기 KP 발행 약 $325억, 연 환산 780억 수준. 하반기 만기 예정 $269억 (7월, 10월 집중). 차환 및 신규 조달 결합되며 역대 최대 발행 페이스 지속 전망. 3월 이후 발행 단계 가산금리 축소 폭은 평균 36bp로 강한 시장 흡수력 입증
- 유통 스프레드 역시 전쟁 충격 확대 폭의 약 80% 되돌림. 특히 민간기업 KP는 미국 IG 대비 스프레드 갭이 (-)영역 재진입하며 매수 제약 환경 형성, 상대가치 부담에 대한 회복 필요. 단, 국책은행/공기업의 경우 아시아 IG 내 대체 우량물 수요, 리얼머니 중심 배정, 외화 유동성 관리성 국내 수요 등이 스프레드 확대 압력의 완충 요소 될 것

2026년 역대 최대 발행 페이스, 하반기에도 지속될 전망



주: (1) USD 이외 통화는 발행 당시 환율로 USD 환산. (2) 블룸버그 리그테이블 기준
자료: Bloomberg, 하나증권

하반기 KP 스프레드는 가격 부담과 수요 방어가 균형 이루는 박스권 전망



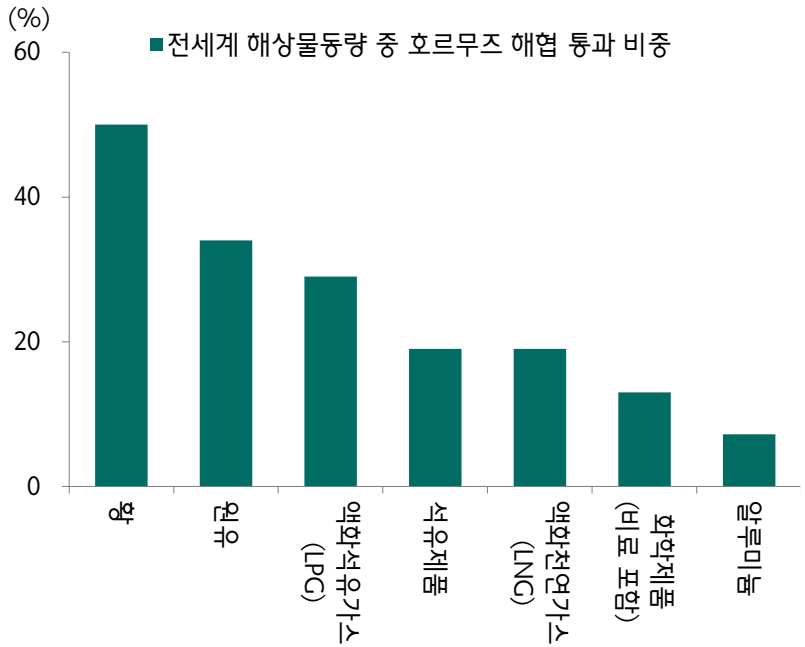
자료: Bloomberg, 하나증권

자산배분/해외크레딧 이영주

중동 전쟁의 상흔, 원자재 시장 교란 시작될 듯

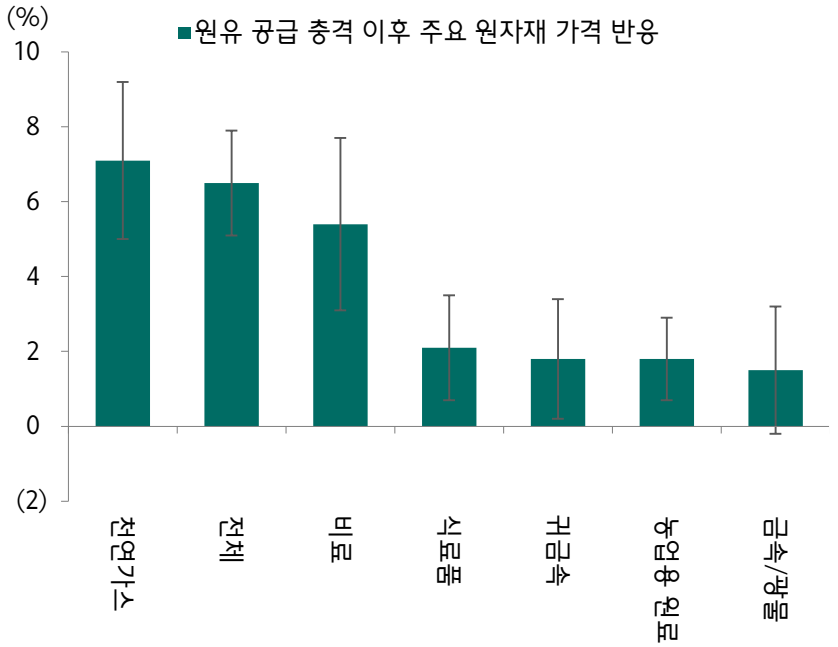
- 호르무즈 해협은 석유, 천연가스 외에도 여러 원자재 교역의 주요 통로. 에너지 원자재 외에 전세계 해상물동량 중 호르무즈 해협을 통과하는 비중이 높은 원자재는 황(50%), 비료 등 화학제품(13%), 알루미늄(7%) 등이 있음
- 전쟁 기간 중 공급 차질이 눈에 보이는 에너지 위주로 가격이 급등했다면, 전쟁 이후 원자재 시장은 그동안 미처 보지 못했던 파급효과에 주목하기 시작할 것. 통상 원유 공급 충격으로 유가가 상승할 경우, 천연가스, 비료, 금속/광물 등이 동반 상승하는 경향을 지님

석유, 천연가스 외에도 주요 원자재들의 호르무즈 해협 통과 비중 높아



자료: World Bank, 하나증권

원유 공급 충격으로 유가 10% 상승 시 여타 원자재 가격도 상승하는 경향



주: 원유 공급 충격으로 유가 10% 상승 시 원자재 별 최대 가격 반응, 수직선은 1s.d. 신뢰구간 의미
자료: World Bank, 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.