현대차증권

2026.05.26

2026년 하반기 투자전략 전망: 기호지세(騎虎之勢)

Ride With Us or Collide with Us

Contents

1. 매크로 ---------- 03

2. 크레딧 ---------- 29

3. 국내주식 ---------- 61

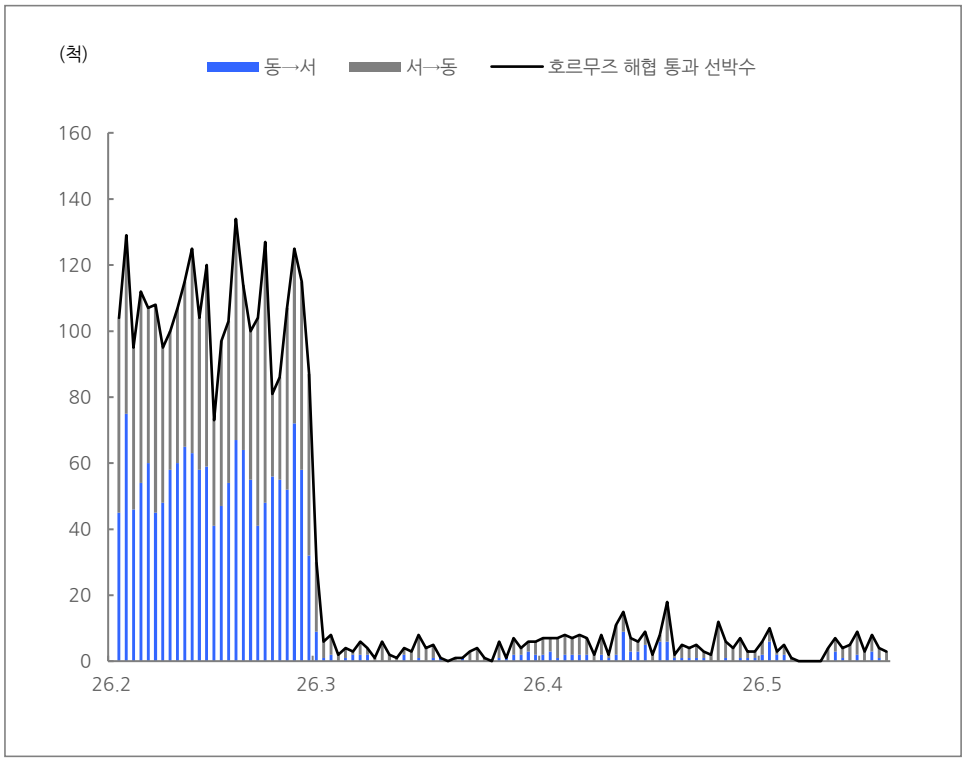
4. 퀀트 ---------- 72

1. 매크로

호르무즈에 갇힌 트럼프

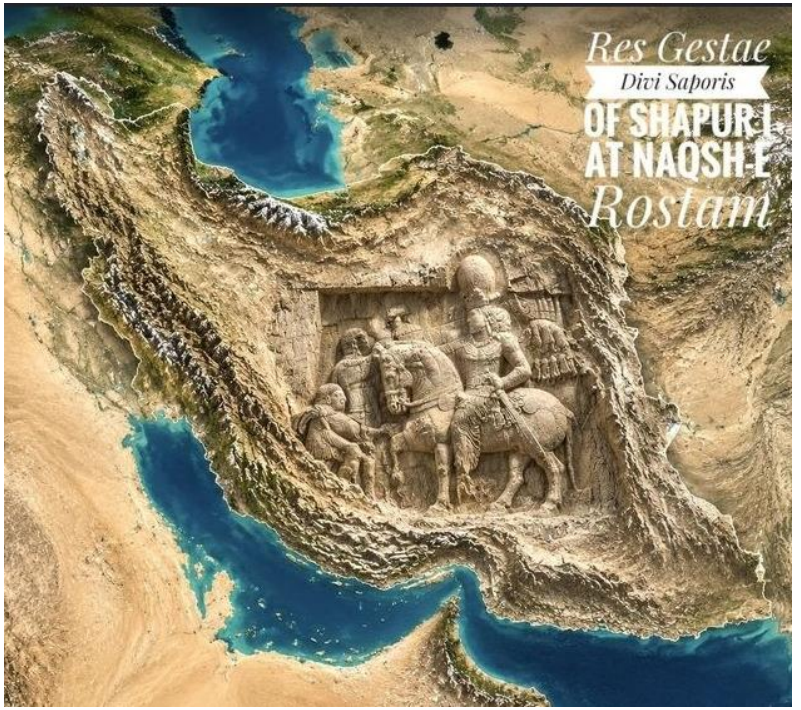
- 호르무즈 해협을 안과 밖에서 막고 있는 이란과 미국으로 인해 해협은 여전히 개방되고 있지 않은 상황
- 파키스탄과 주변 걸프국 중재 속 미국과 이란 합의 이어지고 있음, 핵 우라늄 관련 합의 진전 부재로 합의 성사 여부는 여전히 불투명
- 다만, 미국과 이란 모두 전쟁 지속에 따른 정치적 · 경제적 부담 커지고 있으므로 부분적인 양보 통한 합의 성사 가능성도 상존
- 트럼프와 이란 정부가 소셜 미디어를 통해 '승리' 프레임을 만들고 있는 점도 향후 협상 진전을 기대하게 만드는 요인

호르무즈 해협 통행 선박수 여전히 바닥



자료: Bloomberg, 현대차증권

이란 측에서도 '승리' 프레임 강화하기 위한 선전에 나서고 있음



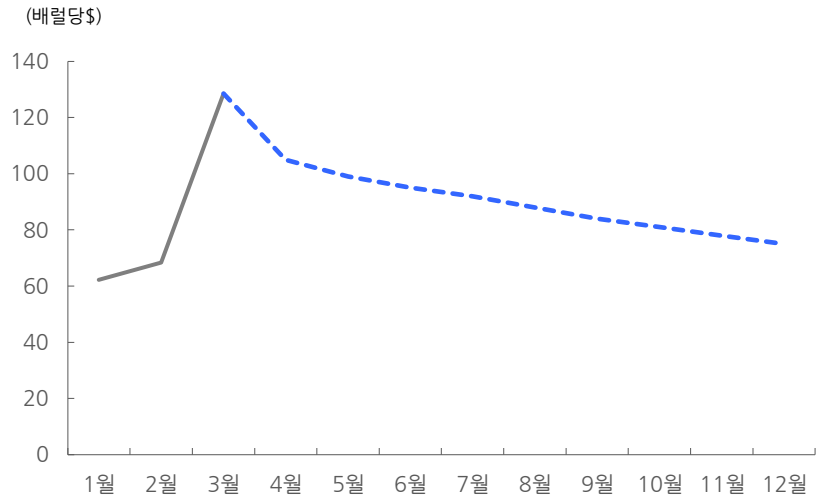
자료: 이란 외무부 대변인 X 소셜미디어에 게재한 그림, 연합뉴스

좁은 험로, 탈출해도… 유가 높은 수준 유지 불가피

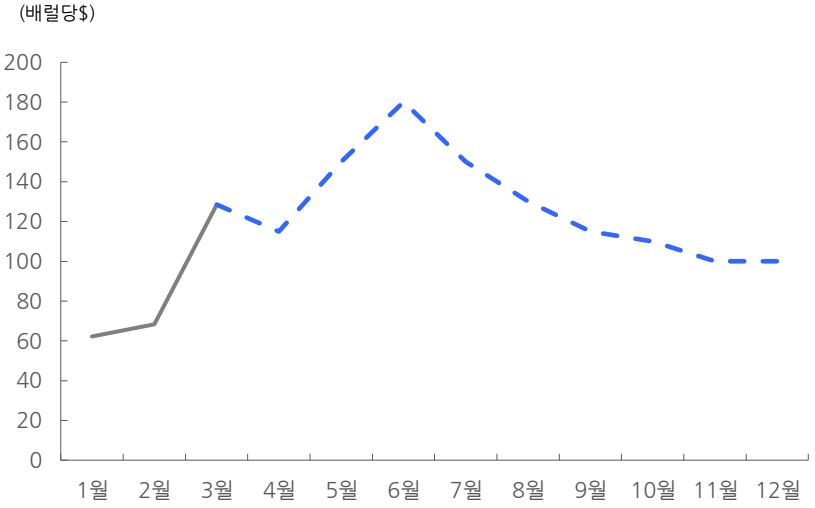
- 당사 기본 시나리오하에서는 6월 중순 이전까지 합의에 진전이 확인되고, 해협 봉쇄가 점차 완화되면서 26년 평균 유가는 약 $85~92로 가정

Base	5월~6월 중순 합의	협상국면 부분 합의	합의 진전, 휴전 지속	해협 봉쇄 완화	26년 유가 평균 $85~$92
Risk	합의 실패	협상 X	합의, 휴전 X	해협 봉쇄 지속 에너지시설 추가 파괴	26년 유가 평균 $100 상회

두바이 유가 경로(Base 시나리오)



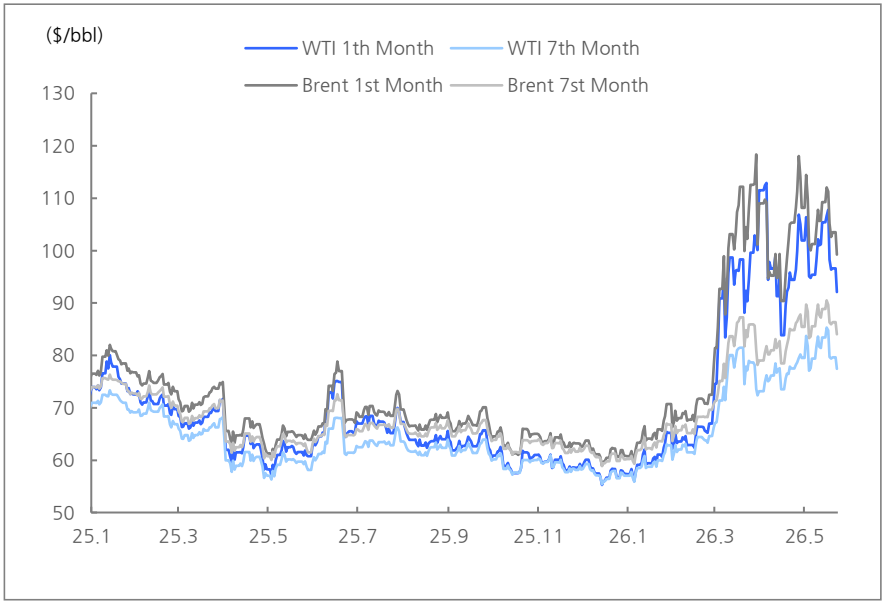
두바이 유가 경로(Risk 시나리오)



선물시장은 유가 연말 $80 수준 안착 기대

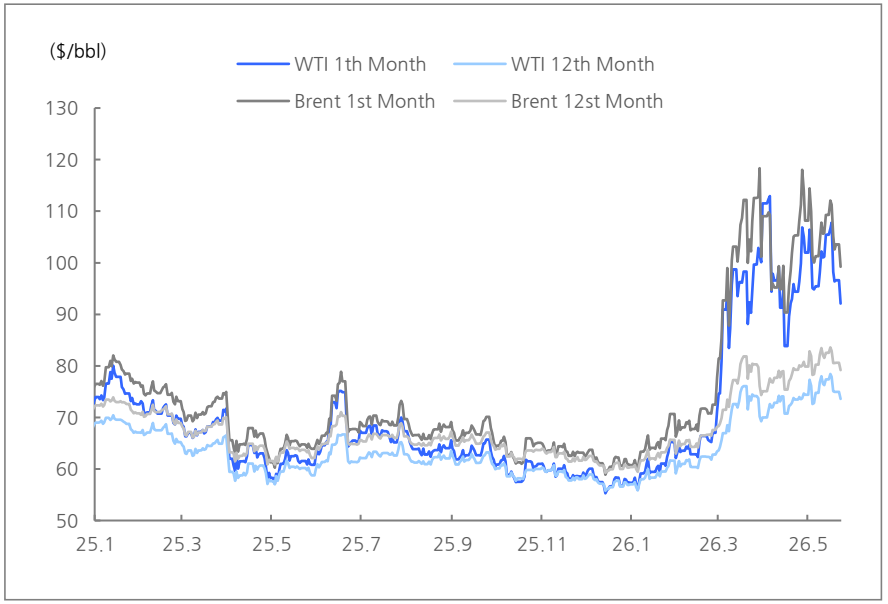
- 선물 시장에 반영된 유가 경로와 당사의 Base 시나리오 유가 경로 대체로 유사하나 실제 유가 흐름은 협상 진전 여부와 호르무즈 해협 개방 속도에 크게 좌우되므로 여전히 높은 불확실성 내포

선물시장, 올해말까지 유가는 $70~$80 중반 수준 안착 기대



자료: Bloomberg, 현대차증권

1년 뒤 선물시장은 WTI $70 선까지 하락 반영

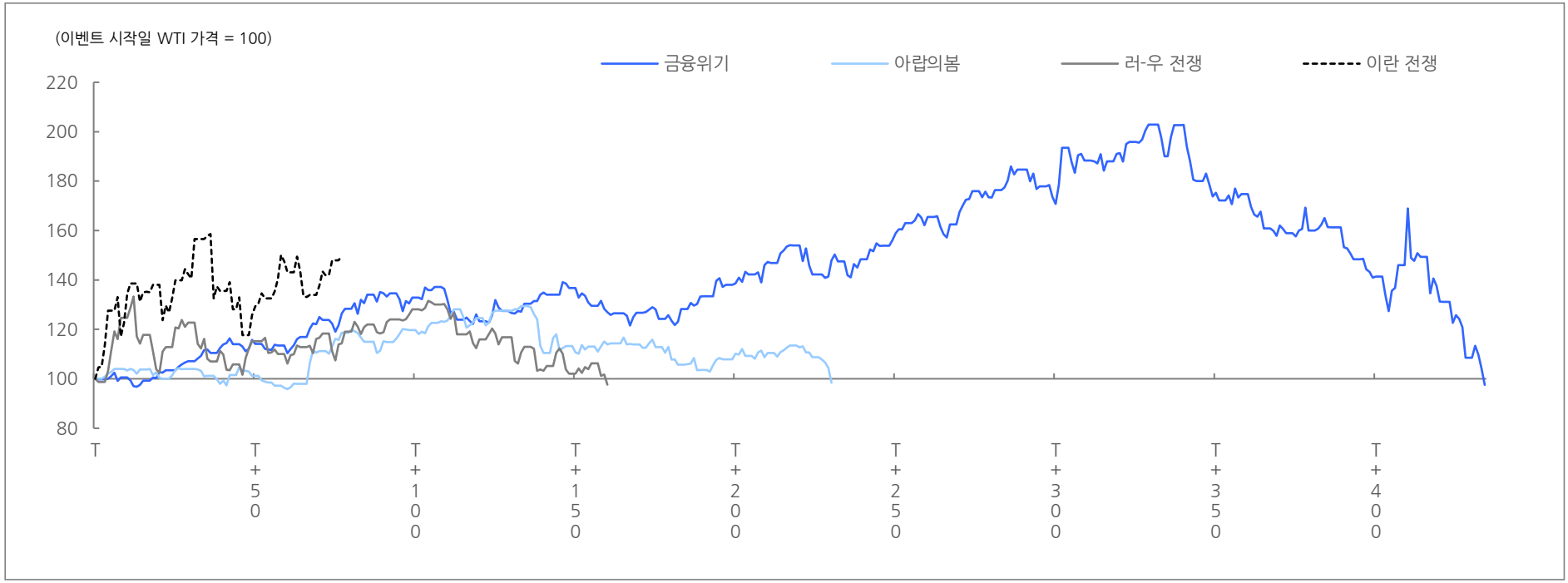


자료: Bloomberg, 현대차증권

과거 유가 급등기, 정상화에는 상당 시간 소요

- 유가가 급등 했던 과거 에피소드에 비추어 볼 때 유가가 사건 발생 이전으로 회귀하는 데는 상당한 시일이 소요

과거 유가 급등 시기의 유가 움직임(이벤트 발생 전 수준으로 되돌아오기까지 소요 기간 포함)



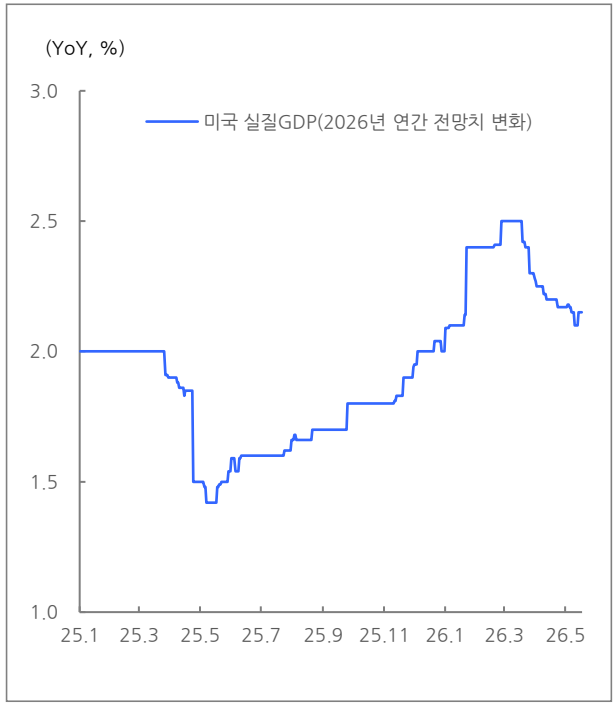
주: 이벤트 시작일은 1) 금융위기(2007년 8월 9일), 2) 아랍의 봄(2010년 12월 17일), 3) 러-우 전쟁(2022년 2월 24일), 4) 이란 전쟁(2026년 2월 28일)
자료: Bloomberg, 현대차증권

I. 미국 경제

경기: 전쟁 충격에도 견조한 흐름 이어가는 중

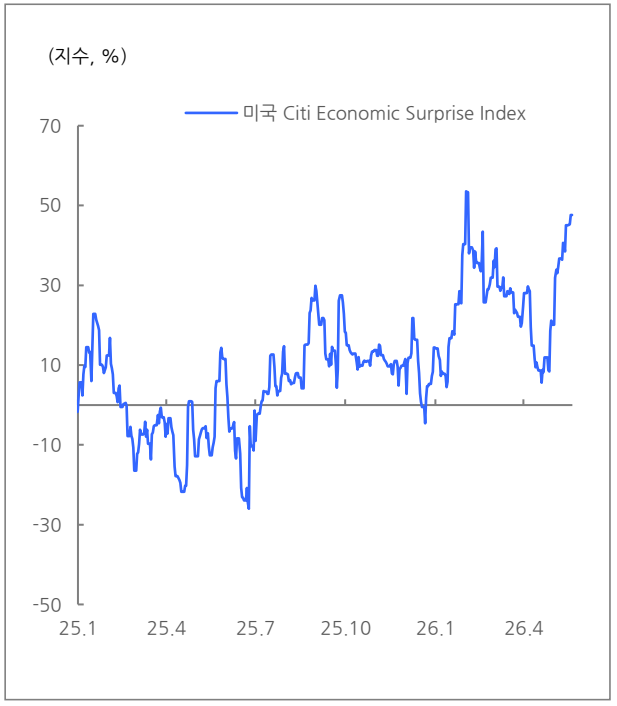
- 호르무즈 해협 개방이 상반기 내에 이루어질 경우(Base) 미국 경기는 고유가의 직격탄에도 양호한 금융여건과 고용시장에 기반한 견조한 소비, AI 관련 투자 증가 지속, 막대한 정부지출(재정적자 기반) 영향으로 비교적 견조한 성장세 나타낼 전망(26년 경제성장률 2.3%)
- 미국 성장률 전망 컨센서스는 전쟁 이후 하향 조정됐으나 4월초부터 현재까지 발표되고 있는 미국 경제지표는 시장 예상보다 양호한 흐름

미국 성장률 전망 컨센서스는 하향



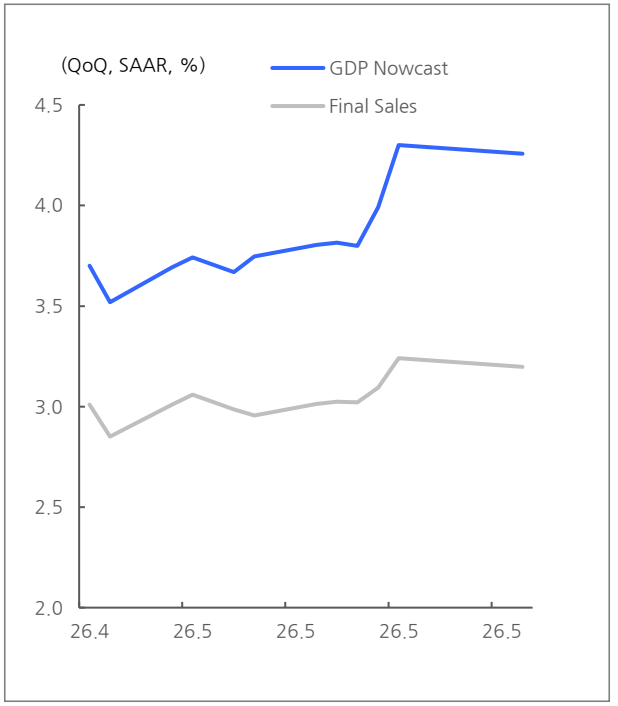
자료: IMF, 현대차증권

실제 경제지표는 예상치 지속적으로 상회



주: Citi 경제서프라이즈 지수는 실제 발표치와 컨센서스 전망치의 차이로 정의. 0 보다 크면 경제지표가 예상 보다 좋다는 뜻으로 해석
자료: Bloomberg, 현대차증권

GDP 나우캐스팅은 견조한 성장세를 예고 중

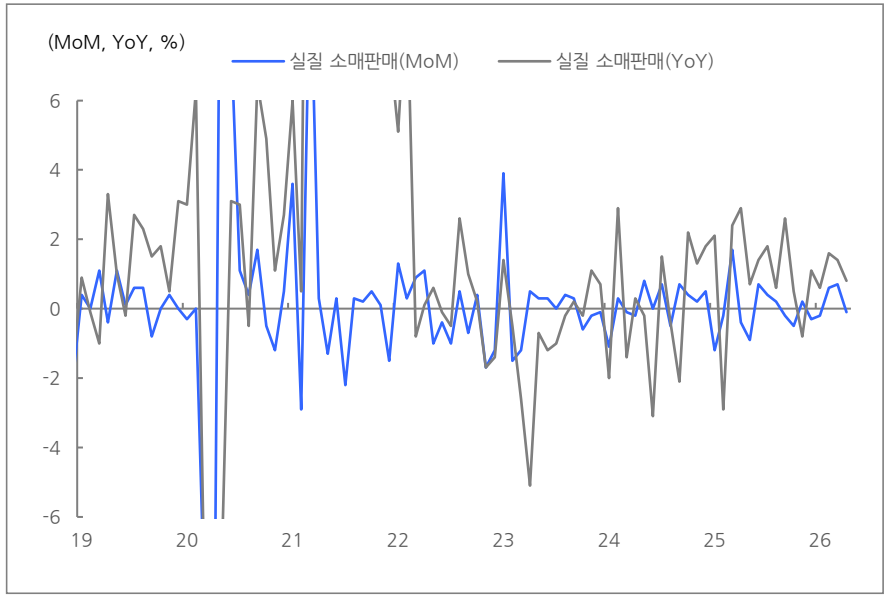


자료: 애틀랜타 Fed GDP Now, 현대차증권

경기: 고물가 · 고금리 부담은 점차 확대 예상

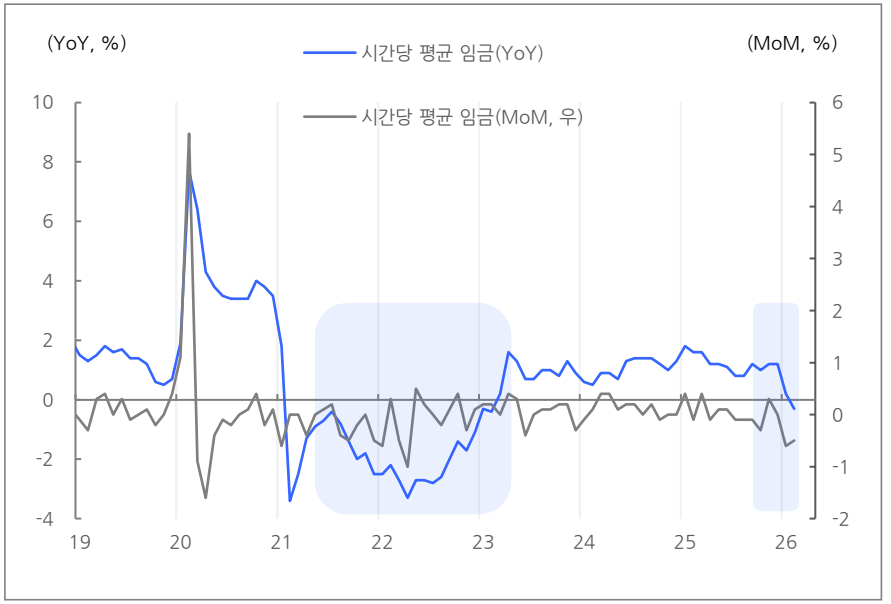
- 유가 급등과 인플레이션 압력 확대, 금리 급등에 따른 부담 가중, 불확실성 증대에 따른 경제활동 위축이 경기에 부정적으로 작용
- 상반기 OBBBA 감세에 따른 세금 환급 효과가 사라지고 실질소득 증가율이 마이너스로 전환되는 하반기에 미국 가계의 소비 모멘텀 위축 예상

실질 소매판매 추이



주: 실질 소매판매 = 소매판매 - CPI
자료: Bloomberg, 현대차증권

실질 시간당 평균 임금(Average Hourly Wages)

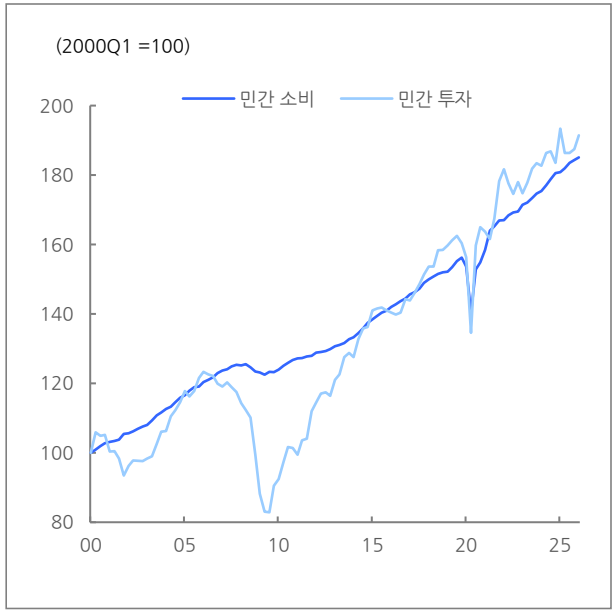


자료: Bloomberg, 현대차증권

경기: AI 투자, 양호한 금융여건, 견조한 고용이 경제 뒷받침

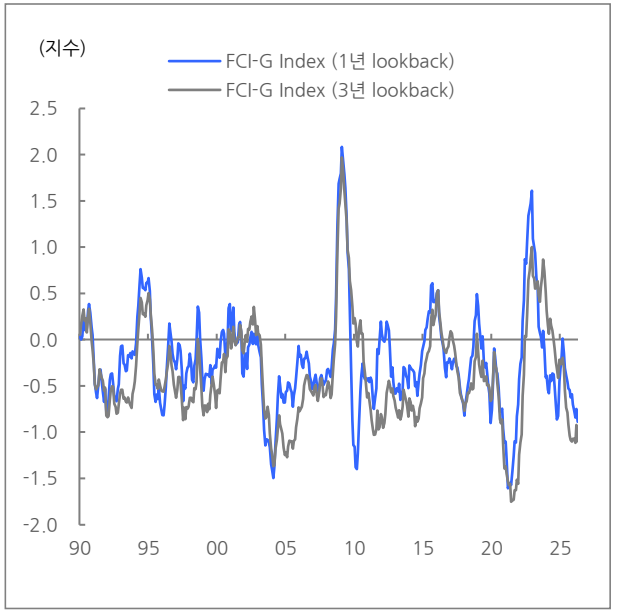
- AI 산업 확산과 투자 증가세 지속에 따른 제조업 경기 개선, GDP 대비 7%에 육박하는 재정적자, 금리 상승에 따른 금융여건 악화를 상쇄하는 주식시장 호조, 생산가능인구 증가세 둔화 등(이민자 감소, 고령화)으로 망가지지 않는 고용시장이 경기 버팀목으로 작용
- 인플레이션 압력 대응을 위해 연준이 통화 긴축을 강화하더라도 전쟁이 하반기까지 이어지지 않는다면 경기 둔화 폭은 제한적으로 나타날 전망

고금리 환경에서도 민간 투자 확대



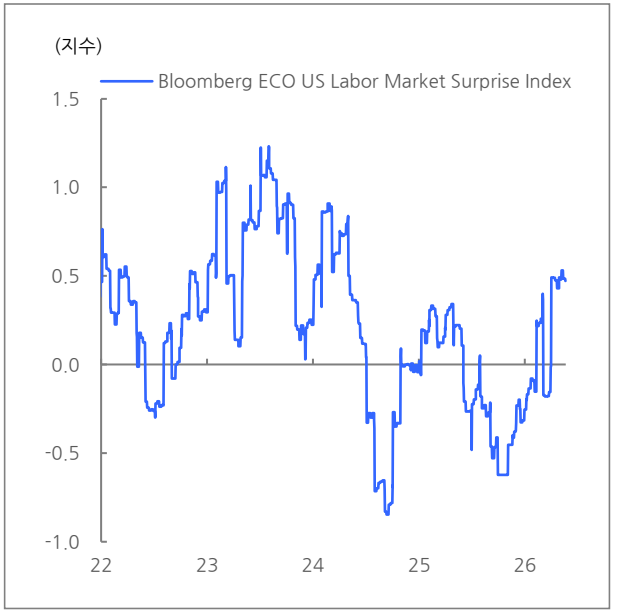
자료: Bloomberg, 현대차증권

전쟁에도 불구하고 금융여건은 여전히 양호



주: FCI-G 양수는 금융여건 악화, 음수는 금융여건 개선을 뜻함
자료: Fed, 현대차증권

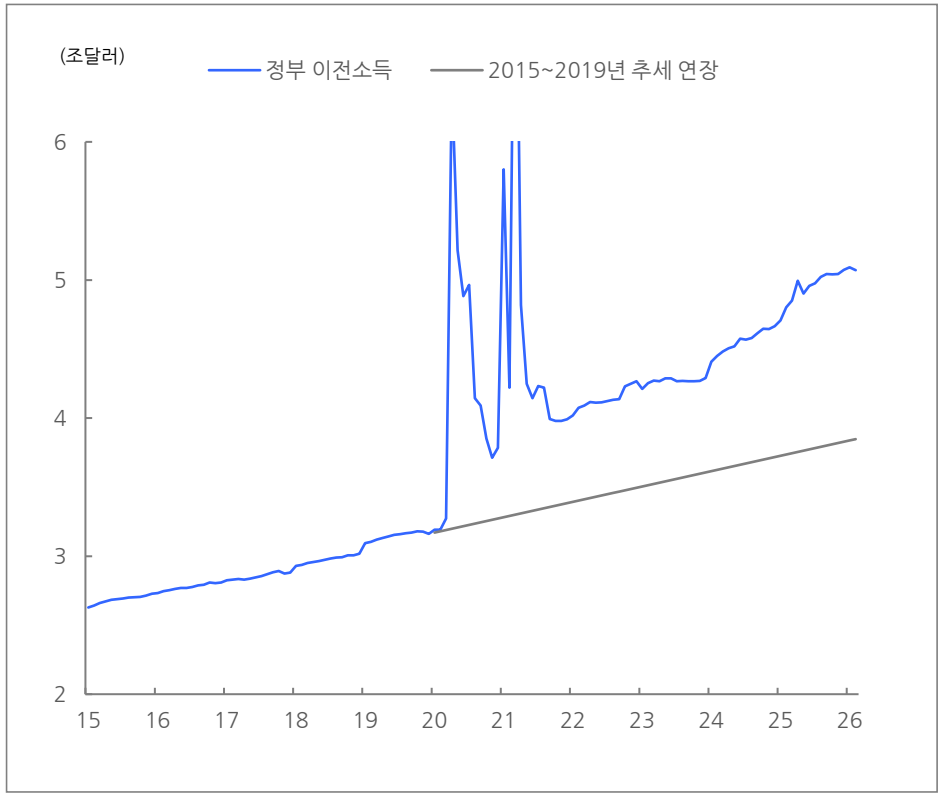
예상보다 견조한 모습 보이는 미국 고용시장



주: 블룸버그 노동시장 서프라이즈 지수 고용시장 지표에 대한 시장 컨센서스와 실적치 차이로 정의. 양수는 실제 고용지표가 예상보다 좋다는 것을 의미하고, 음수는 고용지표가 예상보다 나쁘다는 것을 의미
자료: Bloomberg, 현대차증권

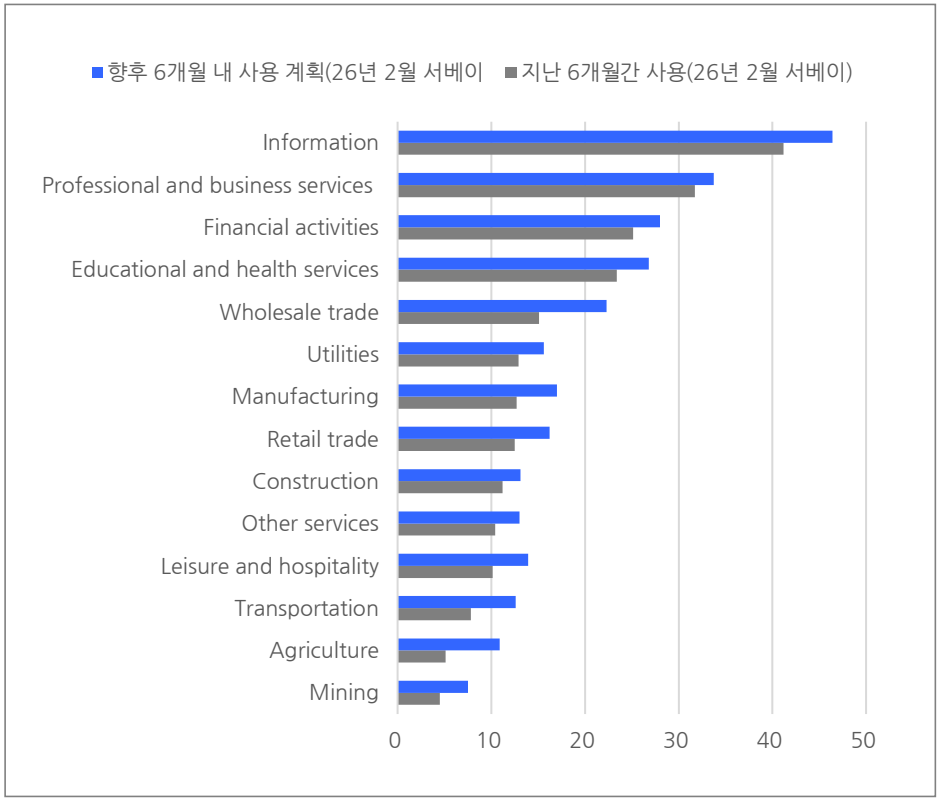
재정지출 확대와 AI 관련 투자 확대 기조 이어질 전망

막대한 규모의 정부 이전지출에 더해질 전쟁비용



자료: FRED,BEA, 현대차증권

AI 사용 지속적으로 증가할 것으로 기대

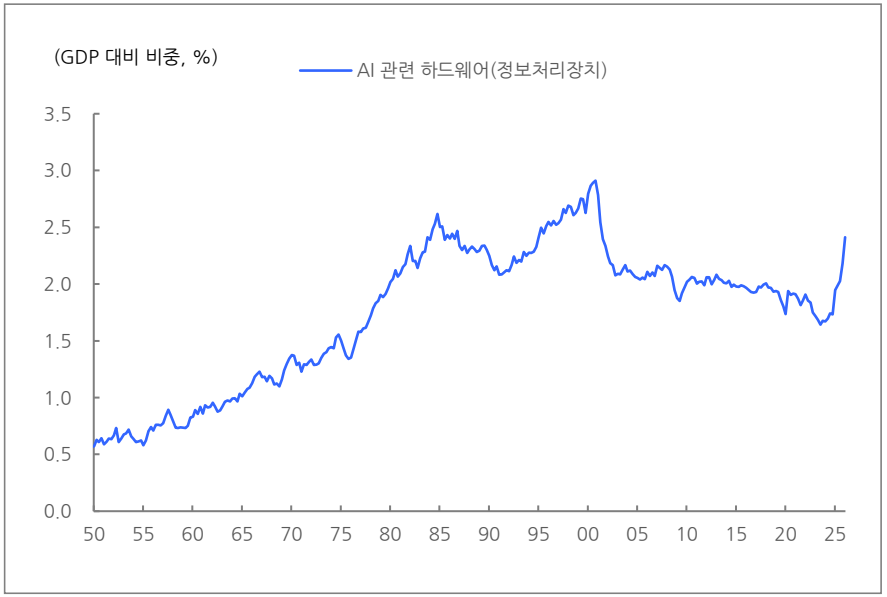


자료: IMF WEO, US CENSUS BUREAU, 현대차증권

참조. AI 관련 투자의 GDP 비중 빠르게 확대

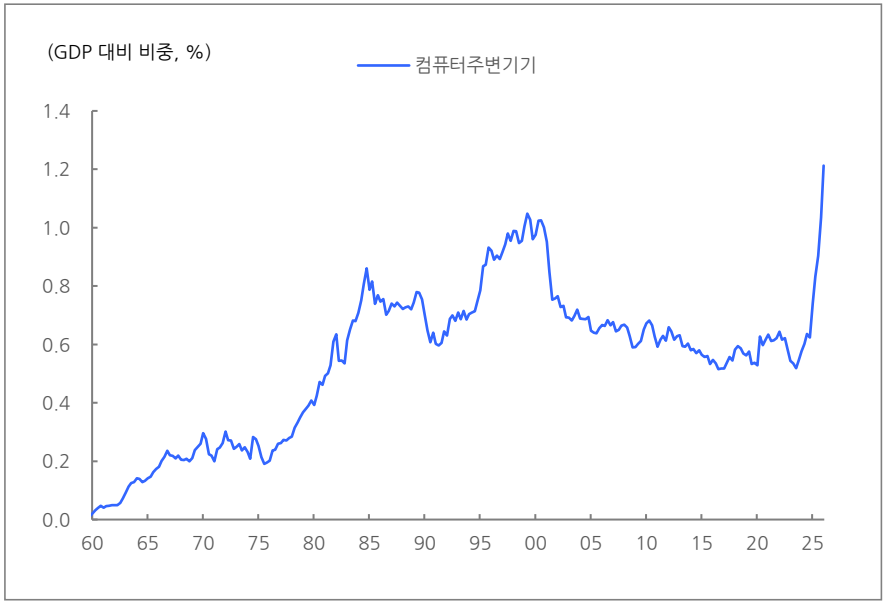
- 미국 GDP 내 AI 관련 하드웨어(정보처리장치)와 컴퓨터 주변기기 투자 비중이 빠르게 증가 중
- 미국 하이퍼스케일러의 Capex 투자 규모 상향 조정 발표 등 감안할 때 비중 확대 지속될 공산이 큰 것으로 판단

AI 관련 하드웨어(정보처리장치) 투자 GDP 대비 비중 추이



자료: FRED, 현대차증권

컴퓨터 주변기기 투자 GDP 대비 비중 추이

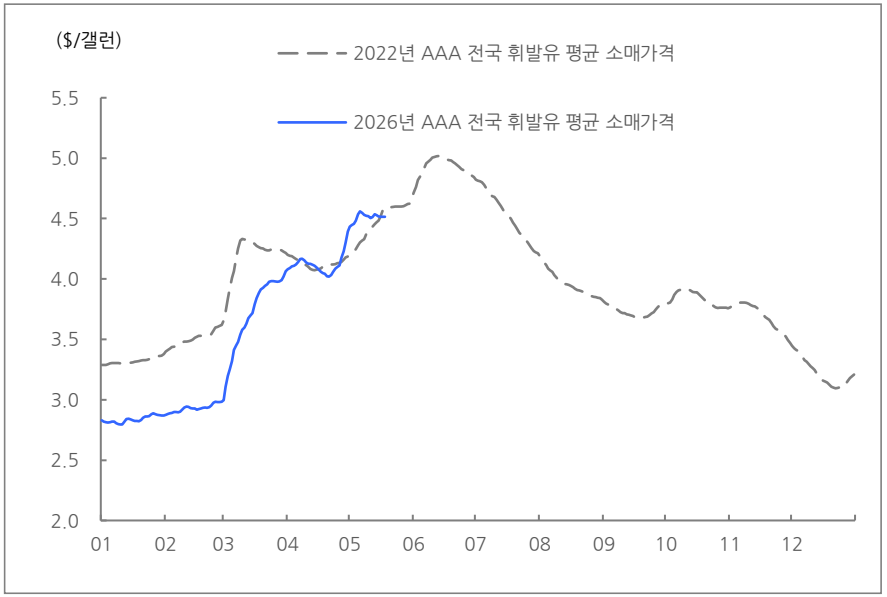


자료: FRED, 현대차증권

물가: 가솔린 가격 급등에 따른 인플레이션 압력 누적되는 중

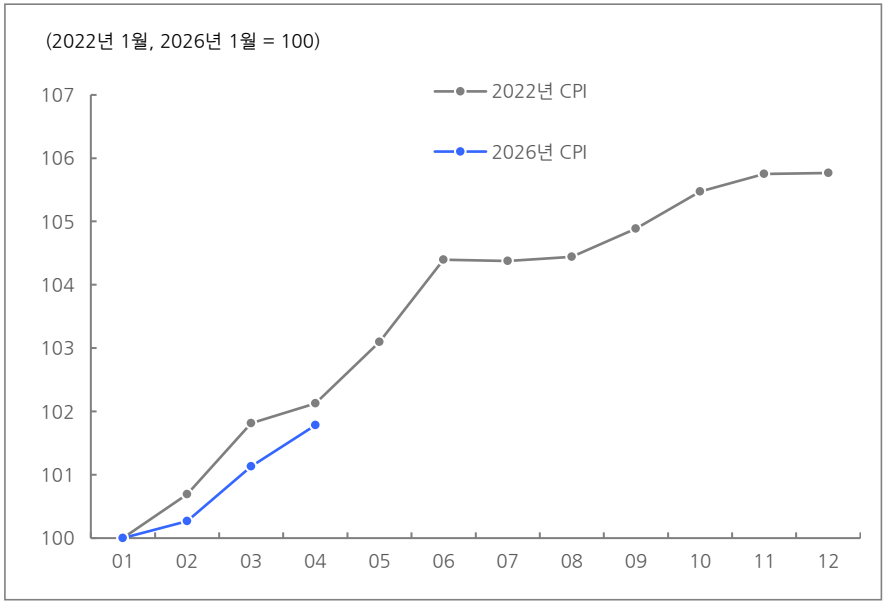
- 2026년 소비자물가 상승률(헤드라인 CPI 기준)은 약 3.4%에 달할 전망
- 미국 기준 유가 10% 상승 시 헤드라인 소비자물가는 0.15~0.2%p 상승할 것으로 추정
- 5월부터는 헤드라인 CPI 상승률은 4% 상회, 근원물가 상승률은 3%에 근접 하는 등 높은 수준의 인플레이션 압력이 이어질 전망

미국 가솔린 가격 급등에 따른 헤드라인 물가 상승 불가피



자료: Bloomberg, 현대차증권

2022년 러-우 전쟁 대비 물가 상승세는 더디나, 상승 여력 잔존

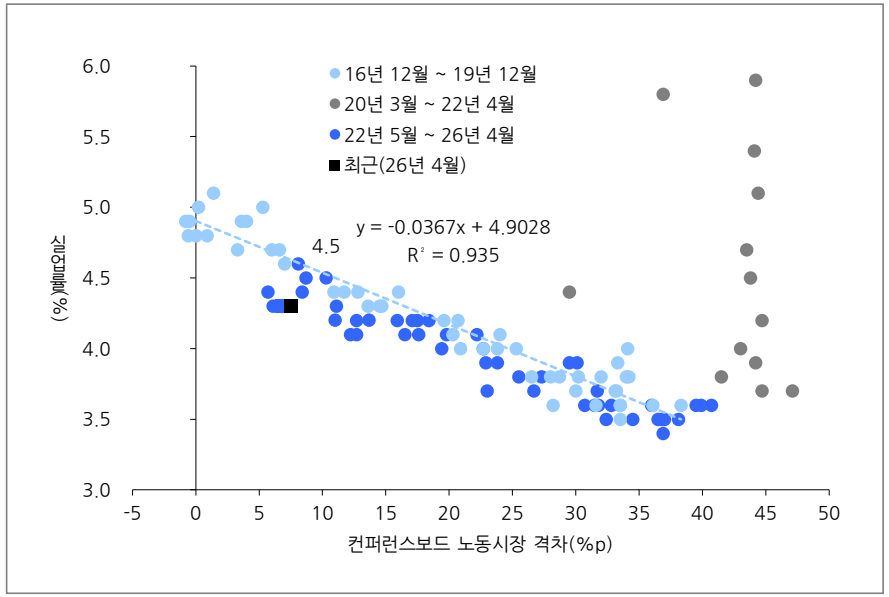


자료: Bloomberg, 현대차증권

고용: 심리는 부정적이나 임박한 고용 악화 시그널은 부재

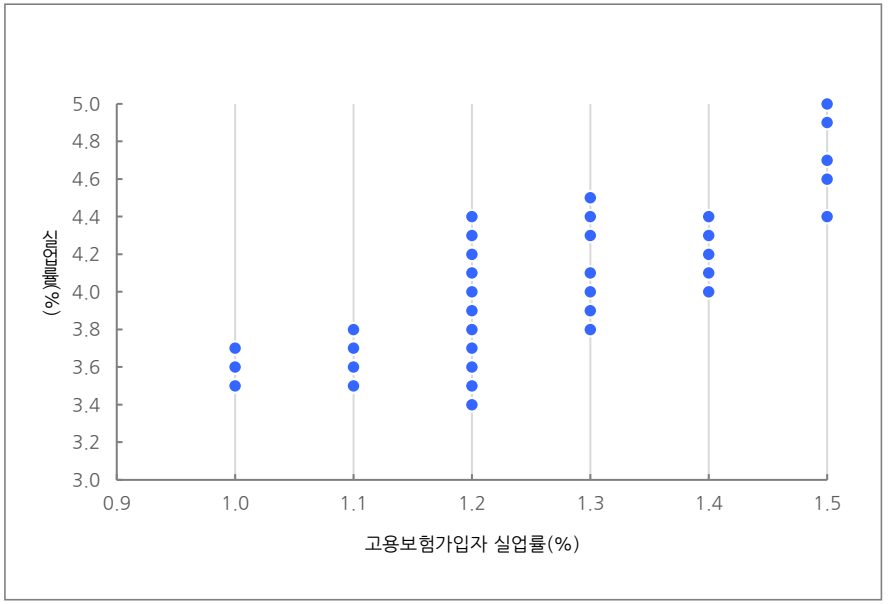
- 노동시장 심리는 여전히 부정적이나 고빈도 고용 데이터로 추정 해볼 때 실업률 상승 등 고용 악화가 빠르게 진행될 가능성은 다소 제한적

노동심리 약화는 실업률 상승 가능성을 예고



자료: Bloomberg, 현대차증권

다만, 고빈도 고용데이터는 실업률 상승폭 제한적일 가능성 시사

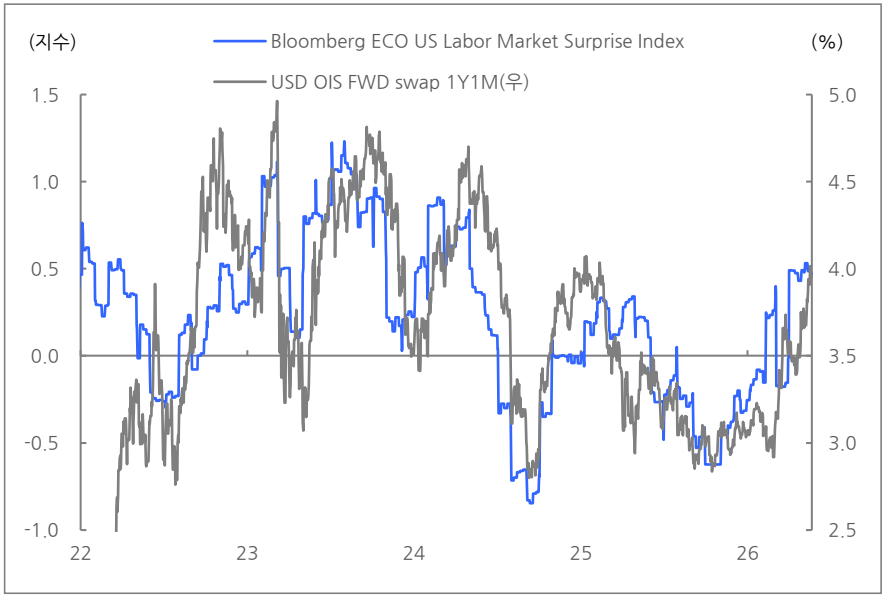


자료: Bloomberg, 현대차증권

통화정책: 연준 긴축 편향 강화는 불가피

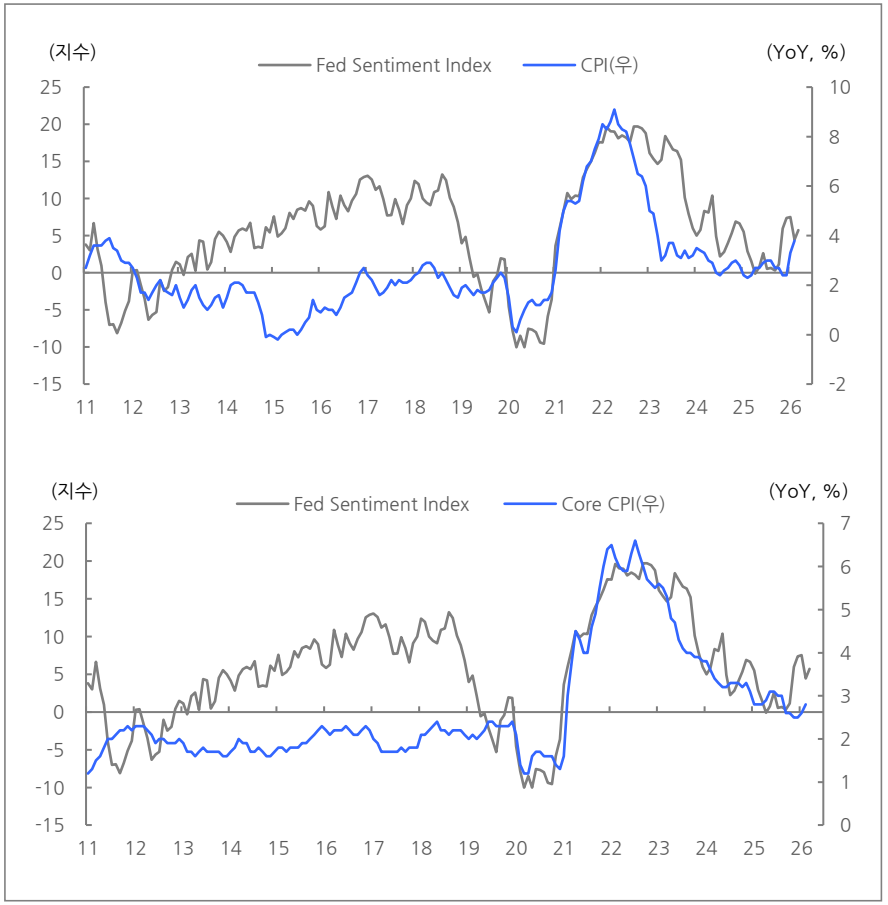
- 전쟁으로 인한 물가 상승과 더불어 당초 예상보다 견조한 미국 경기와 고용시장 감안할 때 연준의 긴축 편향 강화는 불가피
- 연준은 기대인플레이션 관리 하기 위해 완화 편향(easing bias) 제거 이후 동결 기조하에서 금리 인상 필요성 검토해 나갈 전망

노동시장 서프라이즈 인덱스와 1년 후 만기 1개월 스왑금리



자료: Bloomberg, 현대차증권

연준 위원들의 심리지수와 헤드라인 CPI 및 근원 CPI 상승률 추이



주: Central Bank Sentiment Index는 매파 > 0 > 비둘기파
자료: Bloomberg, 현대차증권

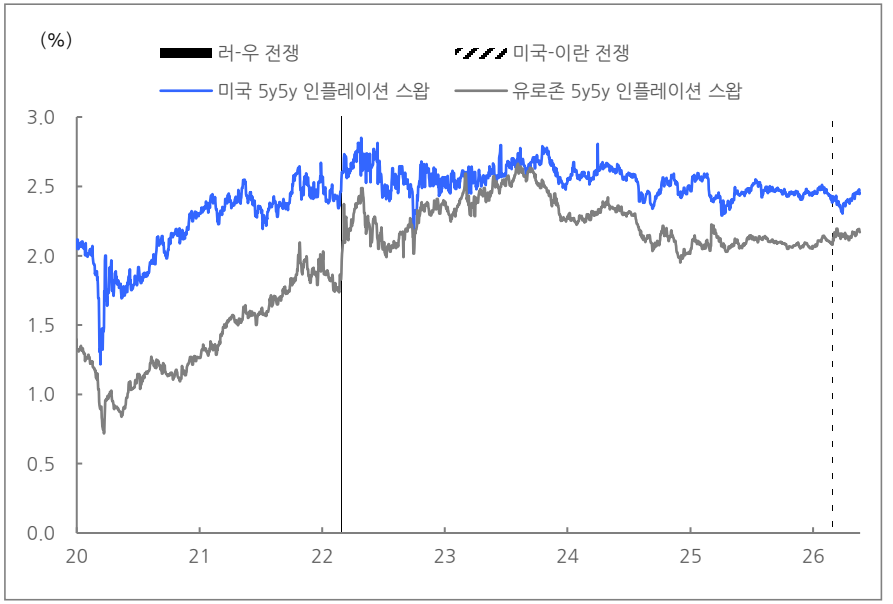
통화정책: 중장기 기대인플레이션 안정적

- 단기 기대인플레이션은 상승했으나 중장기 기대 인플레이션은 안정적
- 현재 미국 기준금리 수준이 3.5~3.75%로 비교적 높은 수준(명목 중립금리 추정치 상회)에 위치해 있고, 경기가 견조함에도 러-우 전쟁 때처럼 수요측 물가 상승 압력이 높은 상황이 아니므로 호르무즈 해협 봉쇄가 기본(base)시나리오 보다 길어지지 않는다면 연내 매파적 동결 예상

미국, 유로존 단기 기대인플레이션

주: 단기 기대인플레이션의 대리변수로 인플레이션 스왑 1년물을 사용
자료: Bloomberg, 현대차증권

미국, 유로존 장기 기대인플레이션

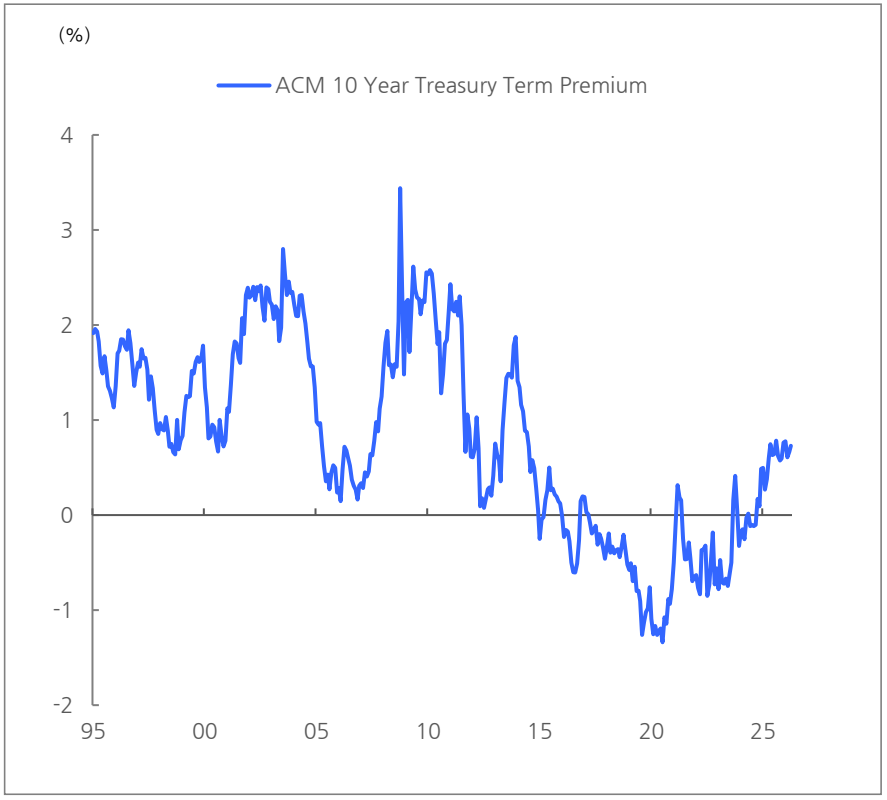


주: 단기 기대인플레이션의 대리변수로 5y5y 인플레이션 스왑을 사용
자료: Bloomberg, 현대차증권

금리: 실질 중립금리 상향 가능성과 재정 부담이 금리 상승 주범

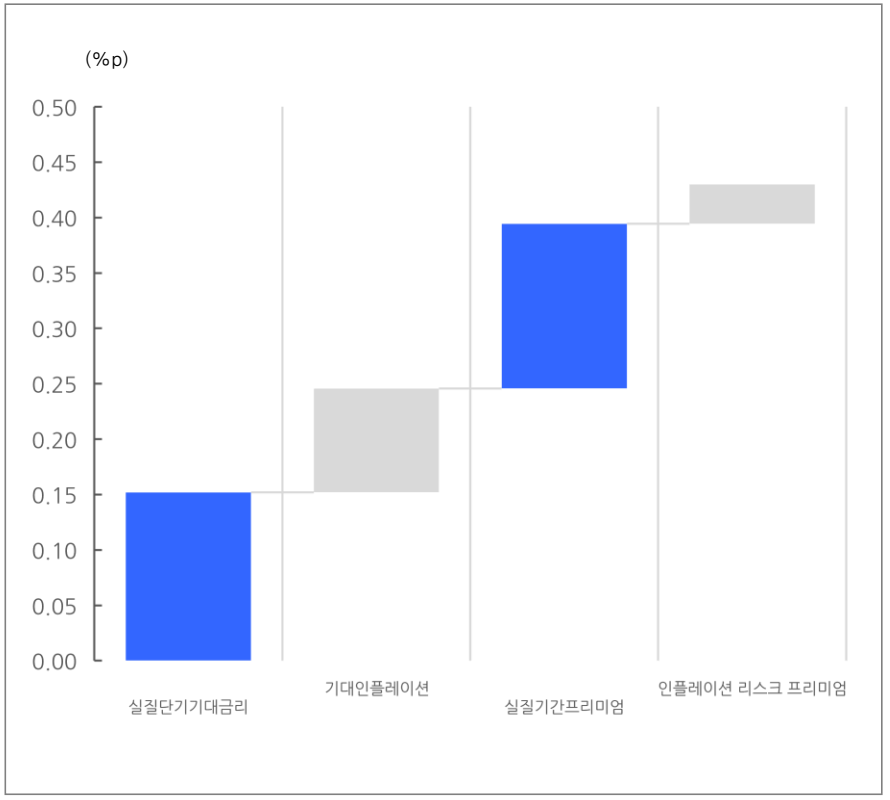
- 최근 미국채 금리 급등은 실질단기기대금리와 기대인플레이션, 기간프리미엄이 모두 영향을 미치고 있으나 실질단기기대금리와 실질 기간 프리미엄 상승이 더 크게 영향을 미치고 있는 것으로 나타남
- 고금리 민감도 낮아진 가계와 기업, 저축률 하락, AI 반도체 투자 사이클이 실물 capex 투자 견인, 재정적자 확대로 정부 자금수요도 증가하면서 Saving = Investment 균형에서 투자(I)와 정부의 dis-saving을 높여 금리 상방압력 확대된 것으로 평가

미국채 10년물 금리 기간 프리미엄 추이(ACM)



자료:CEIC, 현대차증권

전쟁 발생 이후 미국채 10년물 변화분(+42bp) 분해

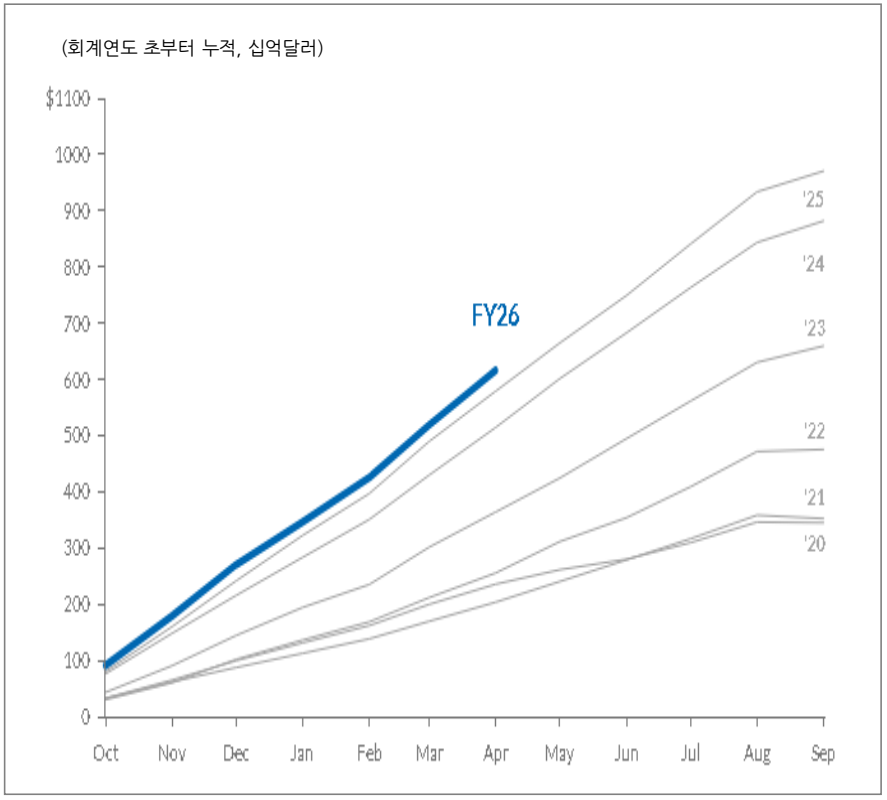


주: 전쟁 발생 이전(2월말)과 4월말 미국채 10년물
자료:Fed DKW 모델 추정, 현대차증권

금리: 재정 악화, 이자부담 증대에 따른 상방압력 노출

- 미국 정부의 이자비용 지출은 실시간으로 최고 기록 경신 중
- 막대한 규모의 재정적자(GDP 대비, %)에서도 이자부담이 차지하는 비중 점차 높아지면서 재정적자 절반 이상을 이자로 지출

팬데믹 이후 미국 정부 이자지출 지속적으로 증가



자료: Peter G. Peterson Foundation, 현대차증권

재정수지와 기초재정수지 차이로 본 이자부담(GDP 대비 %)

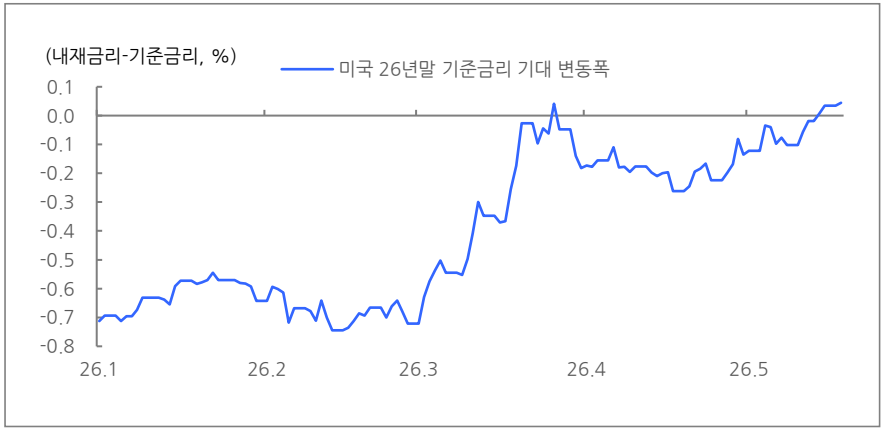
국가 / 연도	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
미국	-3.5	-3.7	-3.8	-3.9	-3.9	-4.1	-4.2
일본	-0.1	-0.2	-0.3	-0.7	-1.0	-1.3	-1.5
독일	-0.8	-0.9	-0.9	-1.1	-1.2	-1.3	-1.5
영국	-2.0	-2.6	-2.7	-2.7	-2.9	-3.0	-3.0
프랑스	-1.8	-2.0	-2.2	-2.5	-2.7	-2.8	-3.0
이탈리아	-3.6	-3.6	-3.6	-3.8	-4.0	-4.1	-4.1
캐나다	0.0	0.3	-0.2	-0.5	-0.6	-0.7	-0.7
중국	-1.0	-1.0	-1.1	-1.2	-1.3	-1.4	-1.5
인도	-4.9	-5.4	-5.5	-5.5	-5.4	-5.2	-5.2
인도네시아	-2.2	-2.2	-2.3	-2.3	-2.3	-2.3	-2.3
브라질	-6.0	-7.7	-7.3	-6.4	-6.3	-6.5	-6.6
멕시코	-5.9	-6.1	-6.0	-5.6	-5.4	-5.2	-5.1
아르헨티나	-1.7	-1.3	-1.4	-1.9	-2.0	-2.3	-2.2
호주	-0.9	-1.1	-1.1	-1.0	-0.9	-0.9	-0.9
러시아	-0.1	-0.8	-1.2	-1.0	-1.3	-1.5	-1.6
사우디아라비아	-0.1	-0.2	-0.5	-0.6	-0.7	-0.8	-1.0
남아프리카공화국	-5.2	-5.4	-5.5	-5.4	-5.4	-5.3	-5.3
한국	-0.1	0.1	0.0	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2
튀르키예	-2.0	-2.6	-3.0	-3.4	-3.2	-2.6	-2.5

자료: IMF WEO Data Portal(26.4월), 현대차증권

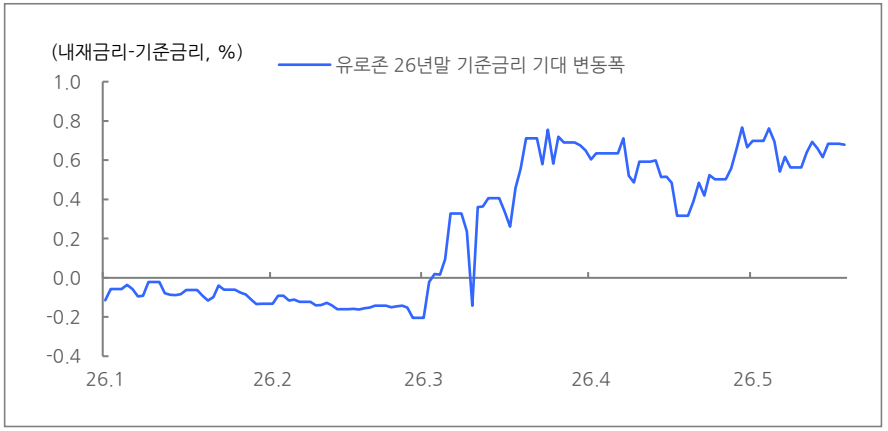
달러화: 통화정책 측면에서는 약해 보이지만…

- 시장이 연내 연준의 금리 인상을 일부 반영하기 시작했으나 여전히 ECB나 BOE, BOJ 금리 인상 가능성 더 높게 보고 있음
- 통화정책 차이는 미국과 주요국간의 금리차 좁혀 달러화 강세 압력 완화로 이어질 소지
- 다만, 미국에 비해 유로존, 영국의 금리 인상 기대가 더 강한 만큼 인상 속도와 폭이 예상에 못 미칠 경우 달러화 강세 압력 재현될 가능성 상존

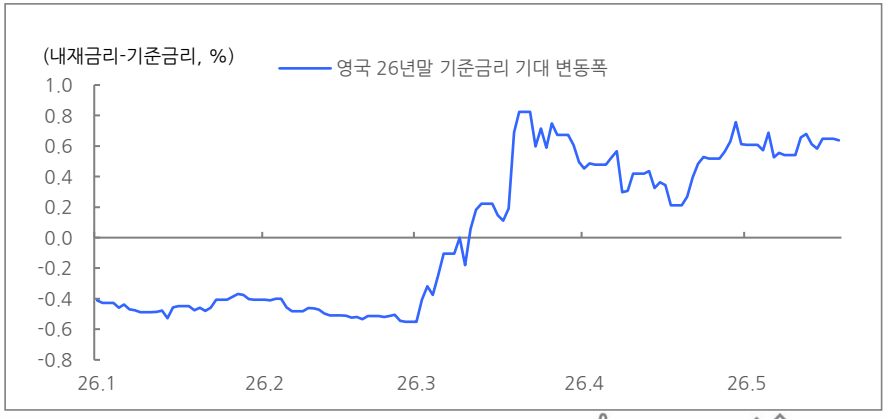
26년말 미국 기준금리 기대 변화(선물시장내재금리- 기준금리)



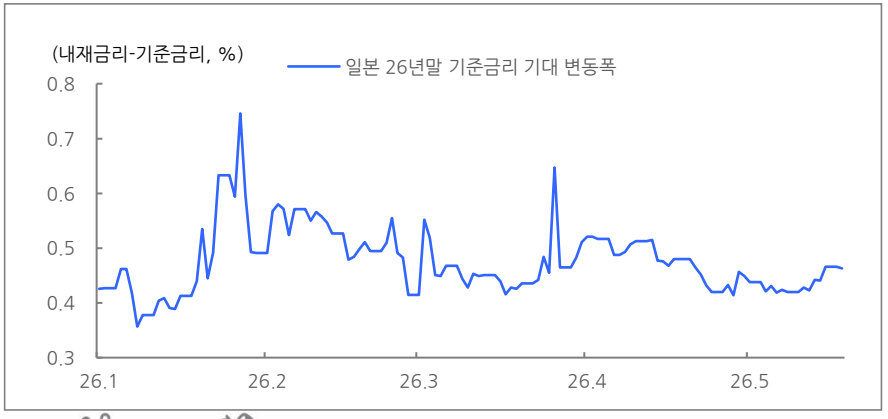
26년말 유로존 기준금리 기대 변화(선물시장 내재금리-기준금리)



26년말 영국 기준금리 기대 변화(선물시장 내재금리-기준금리)



26년말 일본 기준금리 기대 변화(선물시장 내재금리-기준금리)

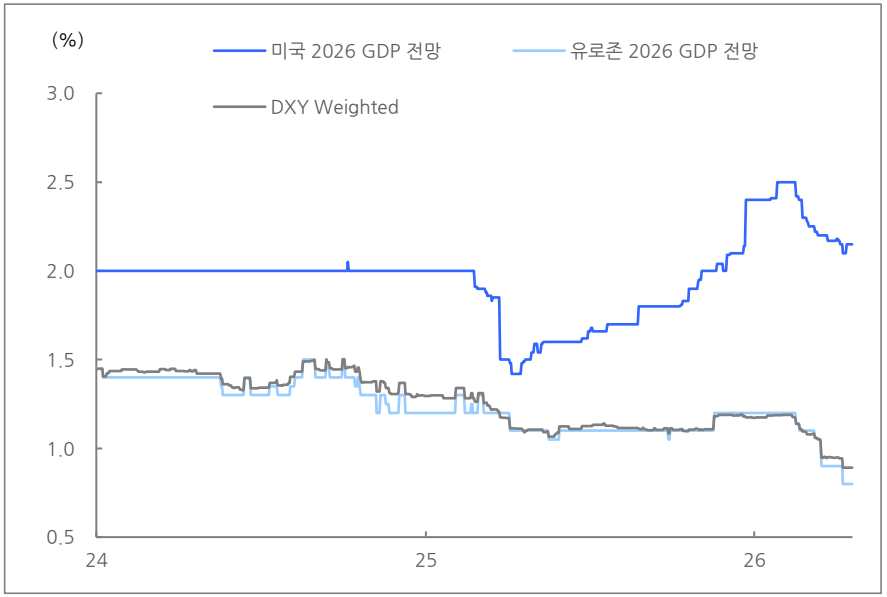


자료:Bloomberg, 현대차증권

달러화: 경기 측면에서는 달러가 우위

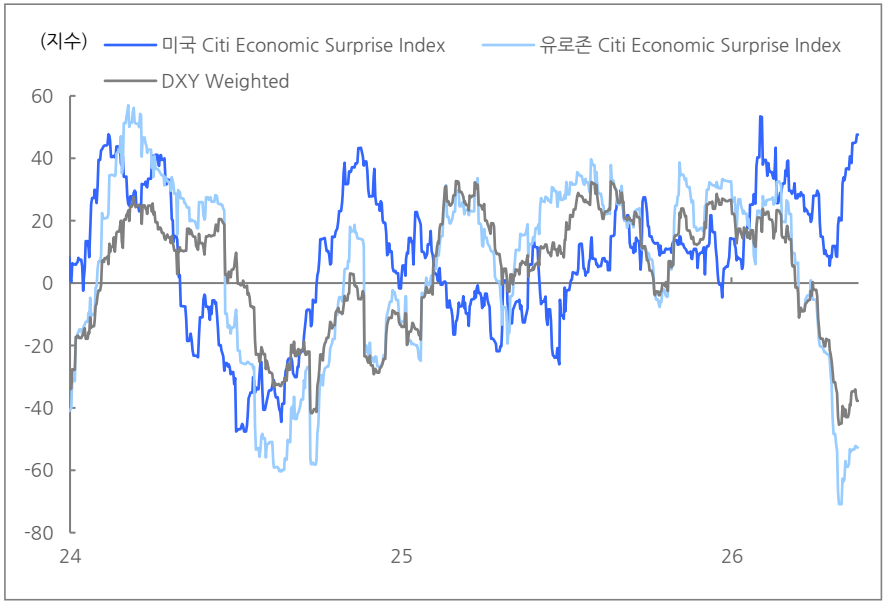
- 더욱이 경기 측면에서는 미국이 DXY 포함 6개국 대비 우위에 있으므로 달러화가 중동 전쟁 완화에 따른 위험선호 심리 강화로 약세를 보인다고 해도 약세 폭과 속도는 다소 제한적으로 나타날 전망

미국, 유로존, DXY 가중치 GDP 전망



주: 유로존(57.6%), 일본(13.6%), 영국(11.9%), 캐나다(9.1%), 스웨덴(4.2%), 스위스(3.6%)
자료: Bloomberg, 현대차증권

미국, 유로존, DXY 가중치 Economic Surprise Index



주: 유로존(57.6%), 일본(13.6%), 영국(11.9%), 캐나다(9.1%), 스웨덴(4.2%), 스위스(3.6%)
자료: Bloomberg, 현대차증권

II. 한국 경제

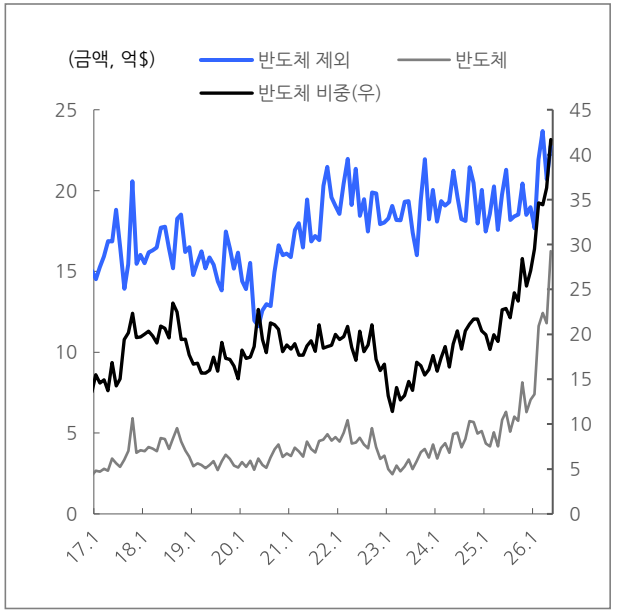
경기: 반도체가 이끌고, 재정이 받치는 성장

- 2026년 우리나라 경제성장률은 2.7% 기록할 전망. 상반기와 하반기에 각각 3.2%, 2.2% 성장 예상
- 고유가 충격에도 정부의 부양책이 고유가 피해를 완충하고 반도체 슈퍼사이클 지속에 따른 수출 금액 증가와 물량 성장이 지속 될 전망
- 경상수지는 2,700억달러에 달해 역대 최대치를 달성할 것으로 예상되고 유가 급등에도 불구하고 교역조건은 개선 예상

반도체 수출 증가율 고공행진 지속

주: 최신 데이터 활용을 위해 1~20일 수출 데이터 사용
자료: 관세청, 현대차증권

5월 반도체 수출 비중 40% 초과



주: 최신 데이터 활용을 위해 1~20일 수출 데이터 사용
자료: 관세청, 현대차증권

추경이 고유가 피해 완충

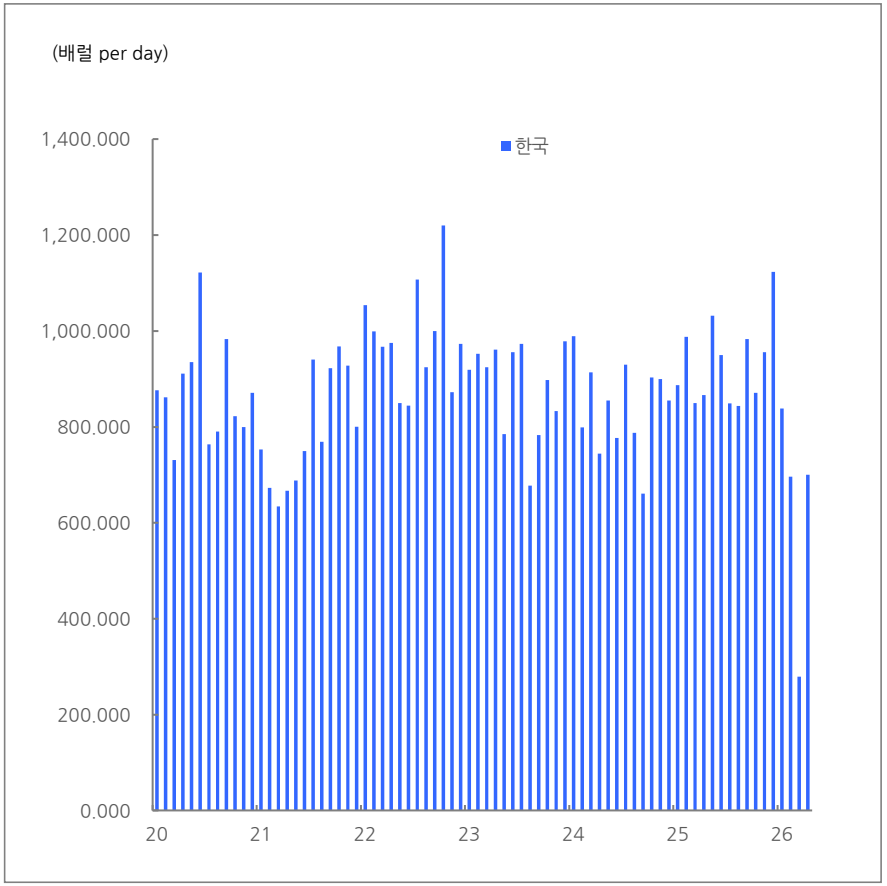
집행 시나리오	2Q 집행	3Q 집행	4Q 집행	성장률 제고 효과
신속집행	50%	30%	20%	+0.29%p
균등집행	33.3%	33.3%	33.3%	+0.24%p
후반집행	20%	40%	40%	+0.21%p

자료: 국회예산처, 현대차증권

경기: 한국, 원유 수입량 비교적 선방

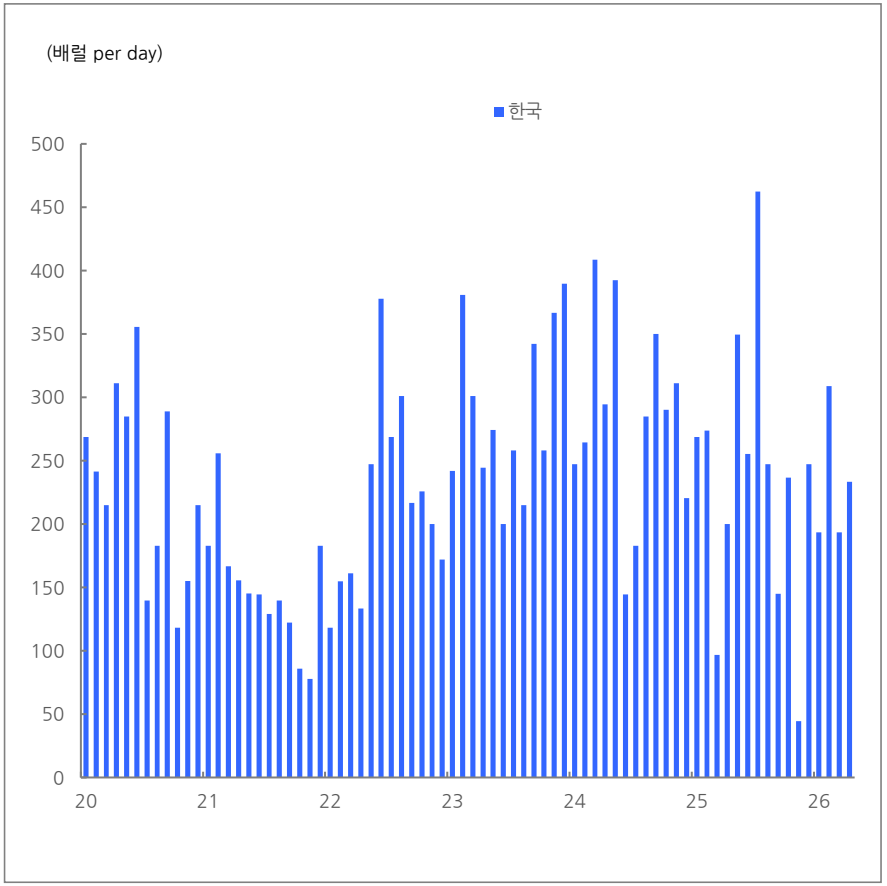
- 호르무즈 해협 봉쇄는 장기화되고 있으나 사우디, UAE한국향 수출 물량은 비교적 빠르게 회복(3월 급감 이후 4월 반등)
- 사우디발 한국향 수출물량은 4월 70만배럴/일 수준까지 증가해 전쟁 발생 전 5년 평균 월 수입량 89만배럴의 약 78% 수준

사우디, 한국향 원유 수출 물량 상당 폭 회복



자료: Bloomberg, 현대차증권

UAE도 한국향 수출 물량 감소폭 비교적 제한적

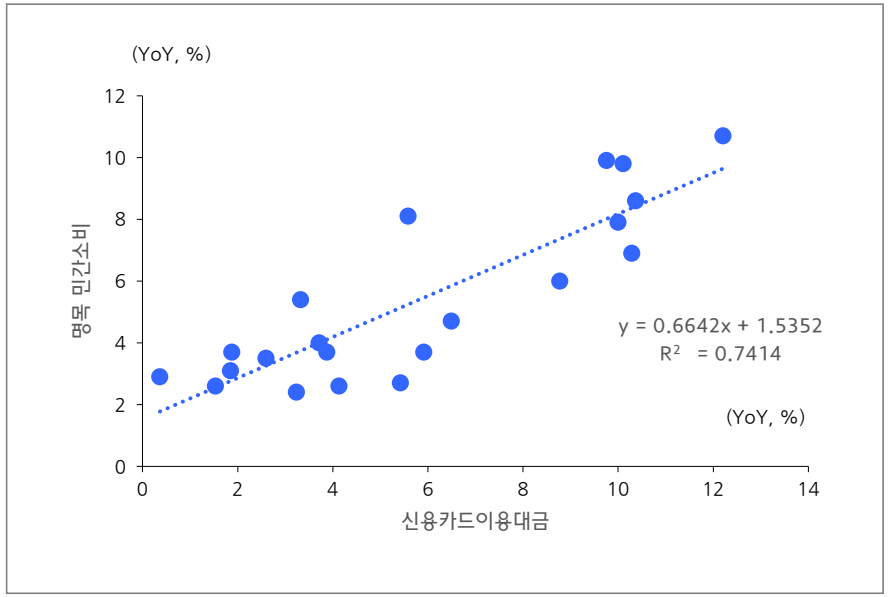


자료: Bloomberg, 현대차증권

경기: 민간소비는 2분기까지 개선세 강해진 후 하반기 약화 예상

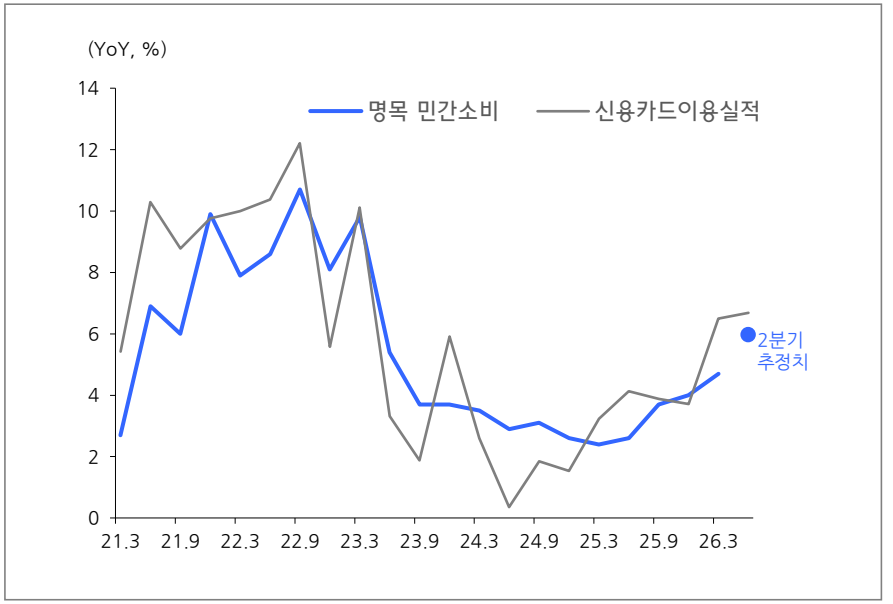
- 최근 민간소비가 견조한 흐름 보이는 가운데 정부 고유가 피해 지원금 지급 등의 영향으로 2분기에도 견조한 증가세 나타날 전망
- 명목 민간소비 증가율 추정치는 약 6%로 2분기 물가상승률 약 3%를 감안해도 실질 민간소비는 2%대후반에서 3% 증가할 것으로 추정
- 다만, 하반기에는 부양책 효과 소멸, 금리인상에 따른 가계 부담 증대, 취약계층 소비 여력 위축으로 민간소비 성장세가 다소 둔화될 전망

신용카드이용대금과 명목 민간소비 높은 상관관계



자료: 국가데이터처, 한국은행 ECOS, 현대차증권

26년 2분기 민간소비는 명목 기준 6.0% 증가 예상, 실질은 약 3.0%

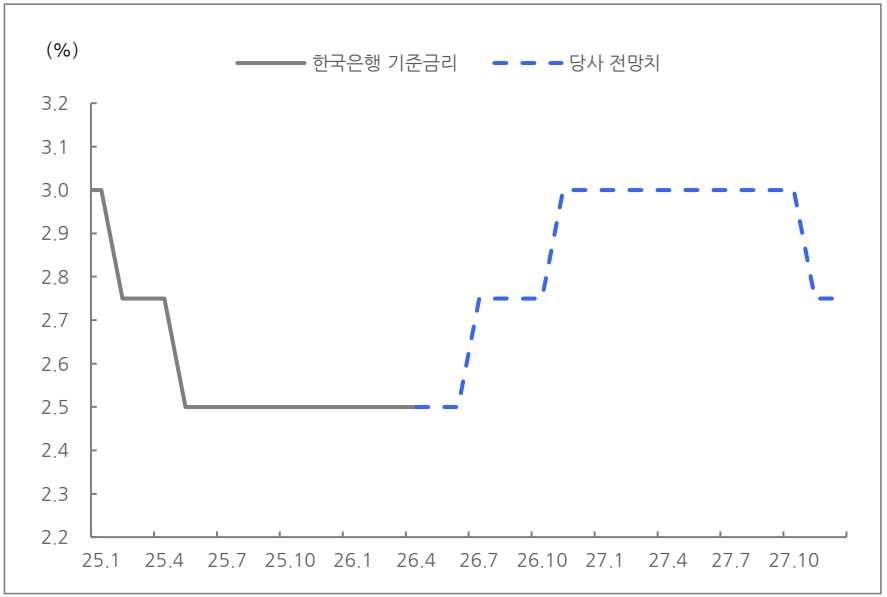


자료: 국가데이터처, 한국은행 ECOS, 현대차증권

통화정책: 한국은행 기준금리 인상 불가피

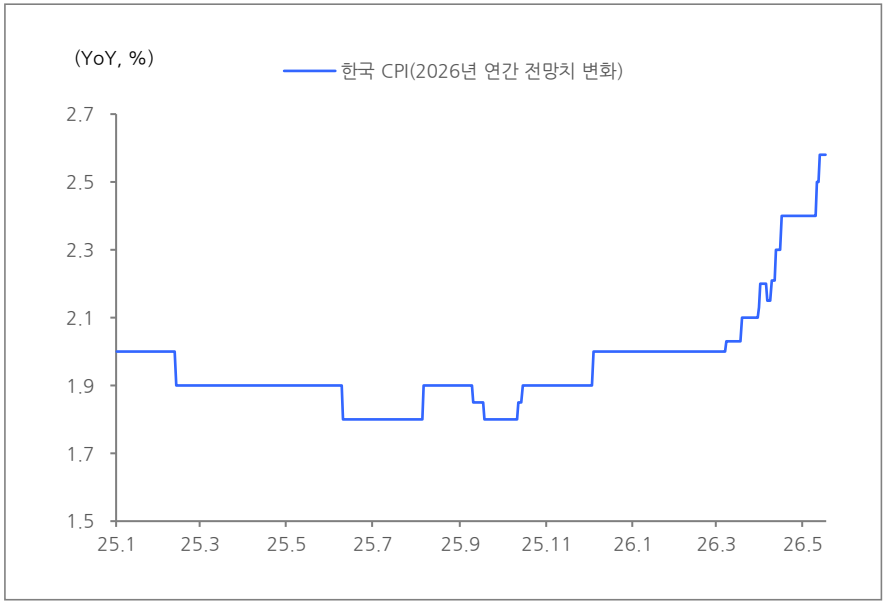
- 중동 사태로 인한 인플레이션 상승으로 인플레이션 갭(소비자물가상승률-한국은행 물가 목표 2%)이 확대되고, 반도체 수출과 정부 부양책 효과로 산출갭(output gap) 역시 플러스로 전환됨에 따라 한국은행 금통위 긴축 기조 강화 불가피
- 당사는 한은이 하반기 기준금리 2회 인상에 나설 것으로 전망(1회는 거의 확정적이고, 2회 인상은 60~70% 확률로 평가)
- 올해 소비자물가 상승률은 2.7% 기록할 전망(블룸버그 컨센서스는 2.6%)

당사 기준금리 전망치 추이, 26년 2회 인상, 27년 1회 인하



자료: 한국은행, 현대차증권

한국 소비자물가 상승률 컨센서스 상향 조정

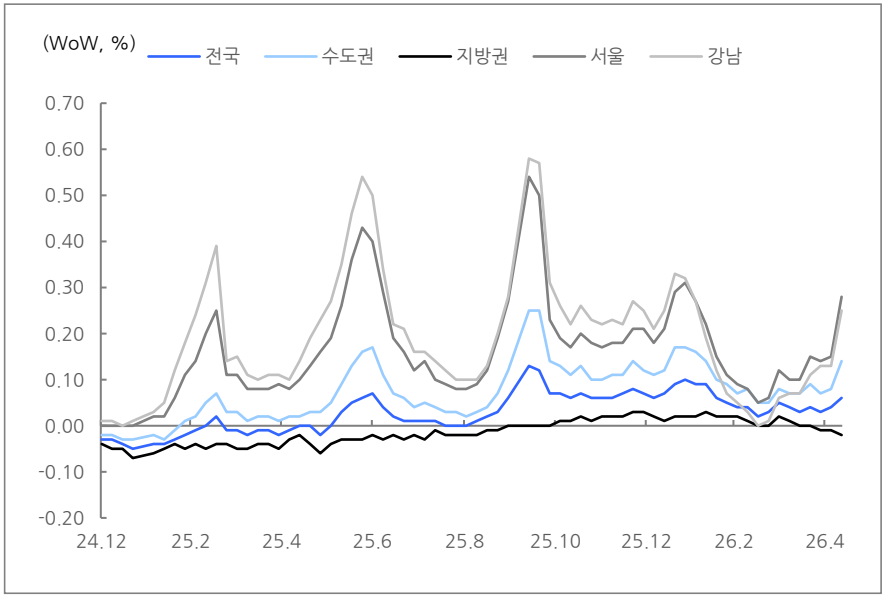


자료: Bloomberg, 현대차증권

시중금리와 환율: 상방 압력 약해지면서 점차 하락 예상

- 서울과 수도권 주택 가격이 재차 상승, 환율도 고변동성 이어지는 가운데 상방 압력 높게 유지됨에 따라 금융안정 측면에서도 금리 인상 압력이 우위에 있는 것으로 평가. 다만, 반도체와 재정 부양 효과를 제외하면 내수 회복 지속성 약해 지속적이거나 과도한 금리 인상은 부담
- 시중금리는 3회 이상의 기준금리 인상을 선반영하고 있으므로 중동 전쟁 리스크 완화 시 하반기 국고채 금리 하락 여력 존재
- 더욱이 반도체와 주식 거래세로 세수가 크게 늘어날 공산이 큰 만큼 경기 부양 기조에도 불구하고 재정건전성 개선될 소지가 있음
- 환율은 고변동성 장세 이어가다가 하반기에 점차 하락 할 것으로 예상. 한국 경제의 높은 에너지 의존도, 달러화 강세 압력, 외국인 투자자 국내 채권과 증시 참여 확대, 거주자의 해외 투자 트렌드가 원화 약세 요인으로 작용하고 있으나 기록적인 경상수지와 중동 리스크 완화, 자금유출입 안정화 가능성(당국 외환시장 안정 정책, 연기금 환헤지, RIA 계좌 등) 고려할 때 약세 압력 점차 완화될 전망

지방 제외 집값 재차 상승 추세



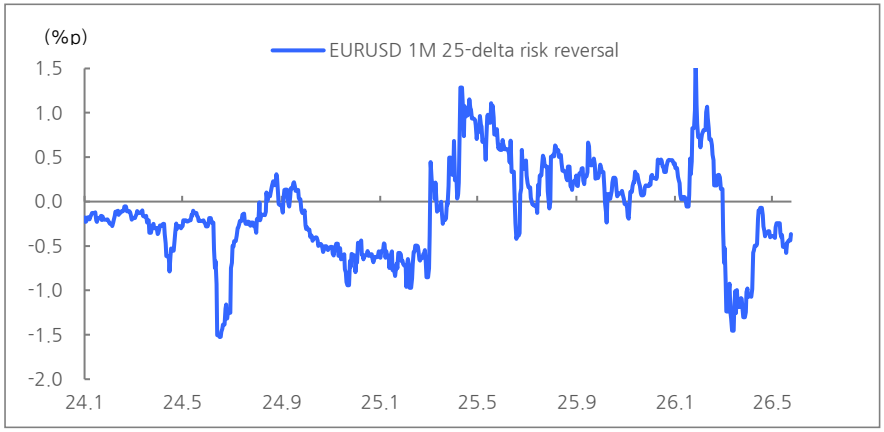
자료: 한국부동산원, 현대차증권

달러화 강세 대비 더 두드러지는 원화 약세(원/달러 환율 상승)

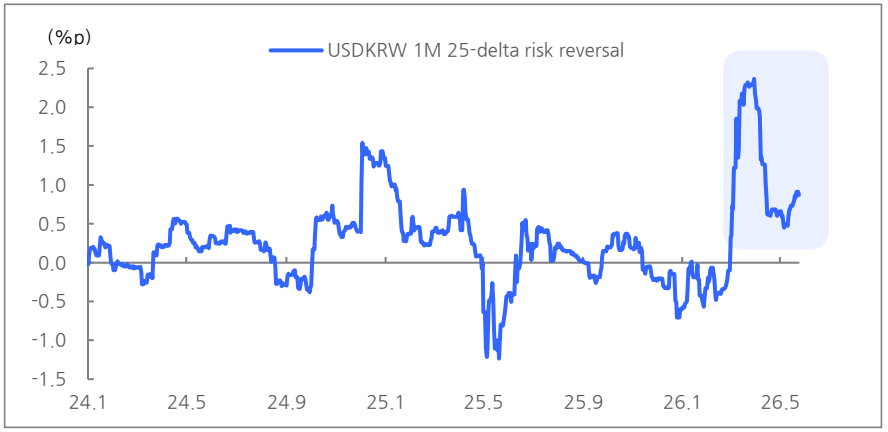
자료: 통계청, 현대차증권

환율: 옵션 시장은 원화 약세 베팅 재차 확대

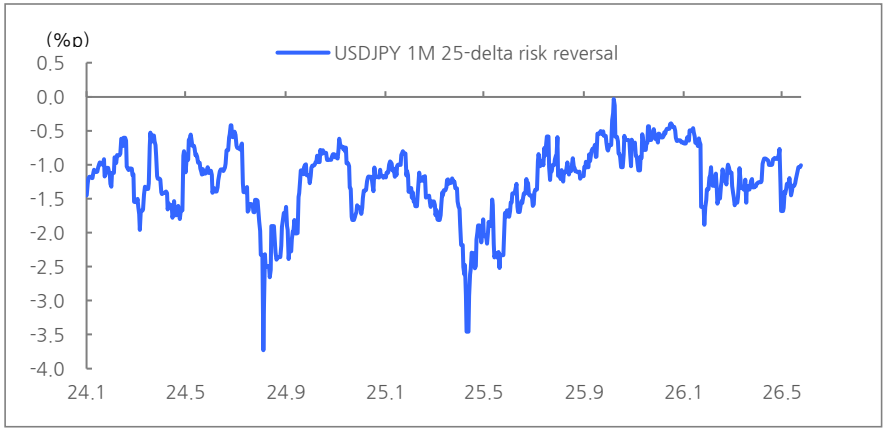
유로-달러 환율 리스크 리버설



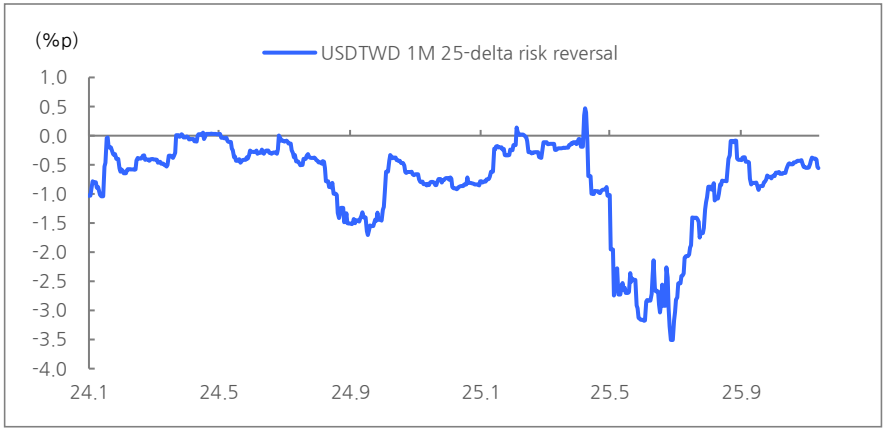
달러-원 환율 리스크 리버설



달러-엔 환율 리스크 리버설



달러-대만달러 환율 리스크 리버설



주1: 외환시장 리스크 리버설은 같은 만기·같은 델타의 콜옵션과 풋옵션 내재변동성 차이로, 시장이 특정 환율 방향의 tail risk를 얼마나 더 비싸게 가격화하는지를 보여주는 변동성 Skew 지표
주2: 달러/원 환율 기준으로 보면 양수는 달러/원 상승(원화 약세)에 대한 베팅이 더 강한 것으로, 음수는 달러/원 하락(원화 강세)에 대한 베팅이 더 강한 것으로 해석 가능
자료:Bloomberg, 현대차증권

2. 크레딧

[요약] 2026 크레딧 채권시장

Ⅰ. 관세 부과와 달러 수요 & AI발 반도체 호황과 경기 개선➔ 환율 급등 & 통화정책 경로 불확실성 확대 ➔ 미국-이란 전쟁 Inflation 환율과 금리 상승 ➔기준금리 인상

- Liberation Day 관세 부과 이후 달러 수요 증가 등으로 원/달러 환율이 상승. 부동산 · 환율 변수가 금리 인하를 제약하는 가운데, AI 데이터센터 투자 확대,반도체 수요 증가, AI 기반 생산성 향상 기대 등 AI발 경기 개선 모멘텀이 미국과 한국의 성장 전망을 동시에 끌어올림. 새 정부 출범 후 부동산 가격 안정화 및 주식시장 활성화 정책에 대한 기대감이 주식시장 8천 피 시대로 이끌고 있음. 주식시장으로 자금이 쏠리는 '머니무브' 현상 속에서, 채권시장은 작년 연말부터 이어진 경기 개선 기대와 전쟁 리스크로 금리가 동반 상승하고 크레딧 스프레드는 확대됨. 이란 전쟁으로 인한 유가 급등이 글로벌 채권 금리와 원-달러 환율 상승을 추가로 자극함. 전쟁이 연말까지 장기화될 경우 금리 추가 상승 가능성을 배제할 수 없음. 미국은 동결, 한국은 2회 인상이 기본 시나리오임
- 재정적자 심화 및 고유가에 따른 인플레이션 압력으로 금리상승과 신용 경계감이 고조되는 가운데, AI 투자 확대에 따른 유동성 공급과 반도체 수요 호조가 기업 실적과 경기 개선으로 이어지면서 충격을 완충할 것으로 보임. 다만, 수혜가 반도체 특정 업종에 집중된 K자형 양극화로 취약 차주 · 취약 업종에 대한 리스크는 상존함

II. 채권 시장에 비우호적인 매크로 환경 속에서 크레딧 스프레드 확대 압력 상승했지만 금리 매리트 부각

- 크레딧 시장은 작년 11월 시장 예상을 벗어난 통화 정책 방향 시그널에 투자 심리가 위축되며 금리상승 및 스프레드가 확대됨. 반도체 호황과 일부 기업 실적 개선이 나타나고 있으나, 하반기 업종 · 기업별 양극화가 심화될 것으로 보이며, 석유화학 · 철강 · 건설 업종의 펀더멘털 약화와 업황 부진이 지속됨. 석유화학의 경우 전쟁 발발에 따른 가격 급등으로 실적 서프라이즈를 보였지만, 구조조정 이후에 대한 모니터링이 여전히 필요함. 지방 건설 경기 부진으로 부동산 신탁, 감정평가 이슈로 CRE 관련 상장리츠 부도 등 신용 경계감이 확대되고 있으나, 약한 고리였던 PF 연착륙은 속도가 더디지만 진행되고 있음
- 인플레이션 우려와 금리 상승으로 크레딧 스프레드 확대 압력 상승이 예상되나, 기업별 양극화 특성상 전체적인 확대 폭은 크지 않을 것으로 전망됨. 반도체 · 방산 · 에너지 · 조선 등 개선 업종과 화학 · 철강 · 건설 등 취약 업종 간 차별화가 뚜렷해 질 것으로 전망함
- 경기 회복, 기업 실적 개선, 모험자본 투자 확대 등은 하반기 크레딧 투자 심리에 긍정적일 것으로 예상함. 다만, 전쟁 장기화와 금리 불확실성으로 시장 변동성이 재차 확대 될 수 있기 때문에 금리 인상에 대비해 안정감 있고 우량 등급 중장기물과 하이일드 단기물 투자를 추천함
- 하반기에는 인플레이션과 통화 긴축 우려로 금리 상승 압력이 이어지겠으나, 연준 · 중앙은행의 정책 대응으로 급격한 충격 가능성은 낮다고 판단함. 크레딧 채권은 경기 개선 흐름 속에서 신용도가 전반적으로 유지되고, 일부 크레딧 이벤트 발생시에도 전체 시장 파급효과는 제한적일 것으로 전망함. 수급 측면에서는 WGBI · IMA 편입, 발행어음 등 우호적 요인이 존재하나, 기준금리 인상 또는 유동성 축소 시마다 일시적인 변동성 확대 가능성이 있음
- 하반기 화학업 구조조정 결과, 유가 · 환율 상승에 따른 수익성 훼손, 자사주 소각 의무화 등 상법개정에 따른 재무 융통성 변화, 비정형 자금조달(PRS · TRS · 신종자본증권) · 사모신용 리스크 등이 크레딧 시장에 영향을 줄 수 있음. 다만, 정부 · 금융당국 · 기업의 신속한 대응 능력과 전체 시장으로의 파급 효과를 고려할 때 시장 충격은 제한적일 것으로 판단하며, 수급 측면에서 국고채 · 공사채 발행 부담 확대 가능성은 있으나 정부 초과 세수, 시장안정 의지를 고려 할 때 감내 가능한 수준일 것으로 예상함

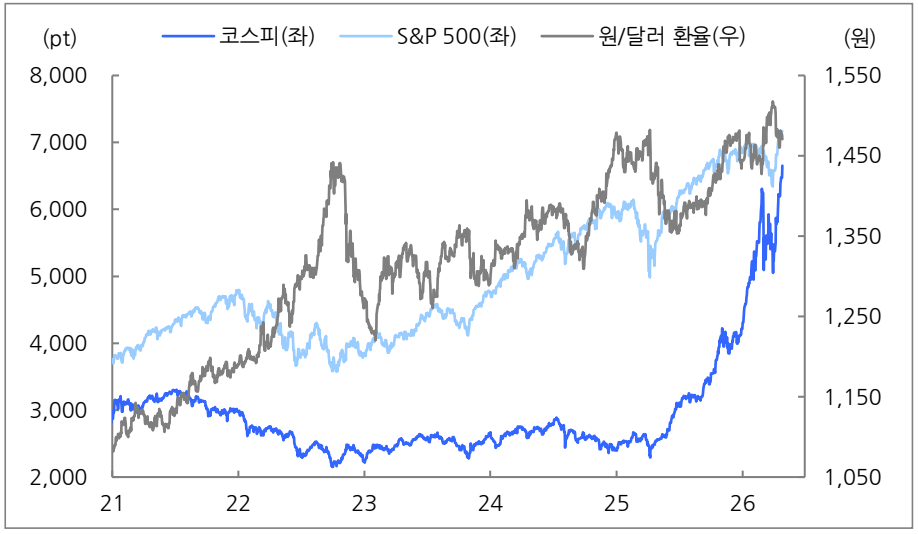
I. 금리 상승의 위기

AI 반도체 호황과 금리 상승
미국-이란 전쟁 인플레이션

I. 금리 상승의 위기 (1) AI 반도체 호황과 금리 상승

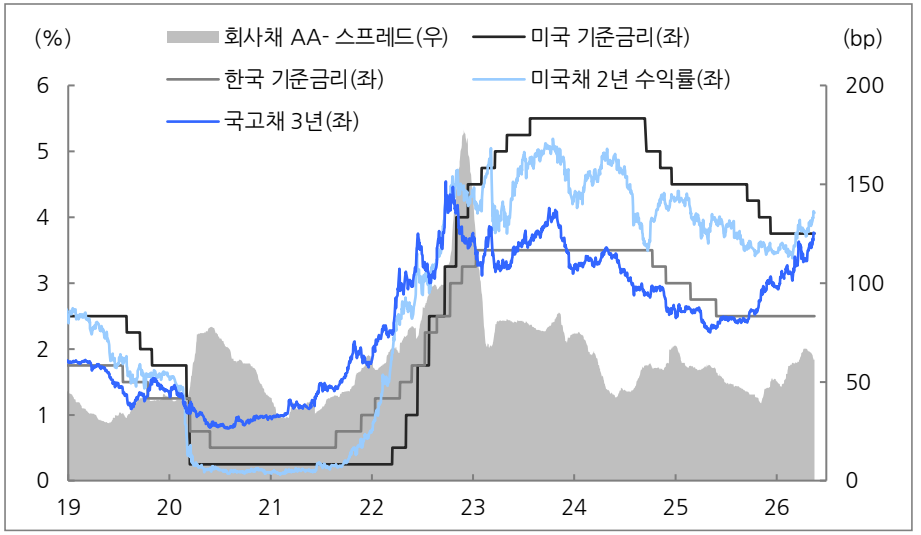
- 1분기 GDP 성장률 전분기 대비 1.7% 성장으로 경기회복세 확인. AI 중심 반도체 수요 호황으로 연간 경제성장률 전망 상향 (KDI 2.5%)
- 자본시장 활성화 정책 기대감 및 국내 증시 자금 유입으로 코스피 8,000pt 시대 임박
- 美 관세 전쟁 격화로 연간 200억 달러 규모 투자 확대 ➔ 달러수요 증가 압력. 미 · 이란 전쟁으로 유가 급등, 원/달러 환율 1,500원대 재 상승

주식시장 & 환율 추이



자료: Bloomberg, 현대차증권

기준금리 & 국고 금리



자료: Infomax, 현대차증권

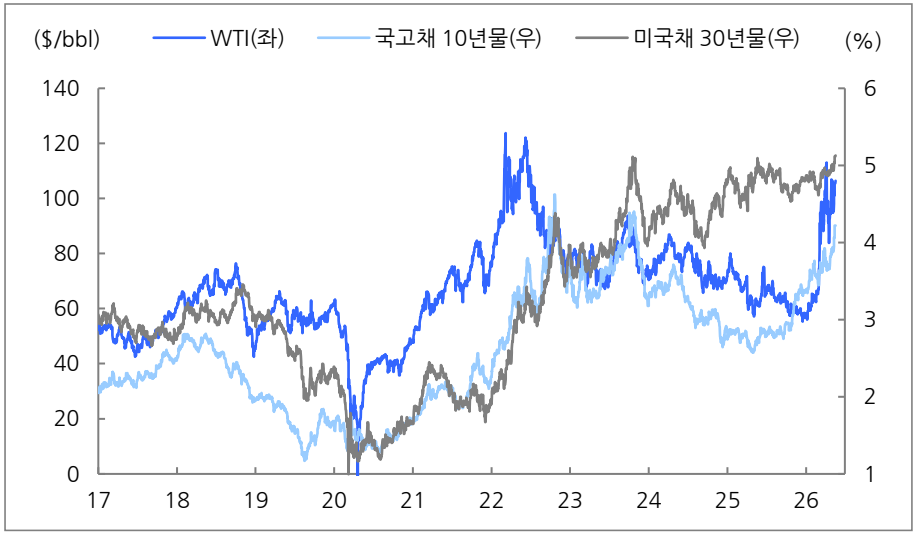
I. 금리 상승의 위기 (2) 미 · 이란 전쟁 인플레이션

- 4월 11일 1차 협상 결렬 이후 휴전 · 협상 병행 모드로 전환. 이후 별다른 협상 진전 없이 미국의 호르무즈 역 봉쇄 대응 국면 지속
- 유가급등 · 전쟁 장기화에 따른 공급발 인플레이션 압력에 더해, AI 주도 경기호조로 금리 인하 명분 약화 ➔ 美 30Y 금리 5.18% 돌파
- 美 연준은 물가 안정 및 고용 둔화로 올해 1번, 내년 2~3회 인하 기조 ➔ 전쟁으로 인한 인플레이션 압력 확대로 연내 동결
- 韓 한국은행 금통위는 환율 · 부동산 관련 부담 · 유가상승 · 인플레이션 우려로 연내 2회 인상 가능성. 통화정책 경로의 불확실성 확대

WTI · 두바이 유가 & 환율

자료: Bloomberg, 현대차증권

WTI & 국고채 10년물 & 미국채 30년물



자료: Bloomberg, 현대차증권

I. 금리 상승의 위기 (3) 전쟁 장기화 시나리오

- 전쟁 장기화될 경우 에너지 가격 상승과 공급 충격이 지속되며 기대 인플레이션 및 금리 변동성이 확대
- 러시아-우크라이나 전쟁 전쟁 발발 이후 약 12개월 동안 금리는 최대 232bp 상승
- 다만, 러-우 전쟁 기간에는 기준금리 인상이 총 7차례 진행되며 긴축 사이클이 본격화되었고, 팬데믹 이후 경기 회복 국면이었던 점을 고려할 때 비슷한 수준의 금리 상승이 재현될 가능성은 매우 제한적

역대 위기 사건 당시 국고채 및 WTI 추이

자료: Bloomberg, 현대차증권

I. 금리 상승의 위기 (4) 금리의 역설, 크레딧의 기회

- 각국 AI 투자확대와 재정적자, 채권에서 주식으로 머니 무브, 미-이란 전쟁(인플레이션, 유가 급등), AI 반도체 호황과 경기 개선 ➔ 금리 상승
  ➔ 금리 레벨 급등으로 크레딧 투자 위축 But 금리 상승에 따른 금리 매리트 증가 ➔ 2회 인상 유지될 경우, 크레딧 매수 수요 회복 기대

크레딧 스프레드 확대/축소 요인

구분	크레딧 스프레드 확대 요인	크레딧 스프레드 축소 요인
국채금리	• 전쟁 장기화와 금리 추가 상승 • 고유가 고환율 지속 • 반도체 호조로 GDP 성장률 개선세	• 기준 금리 인상에 대한 선반영 • 전쟁 6월 종료. 인플레이션 우려 완화 • 금리 변동성 축소 ➔ 고금리 매리트 부각
수급	• 각국 AI 투자 확대. 재정적자와 국채발행. 2차추경 • 선거 이후 기금채, 공사채, 특수은행채 발행 본격화 • 주식시장 상승세 지속. 은행 및 기관, 리테일 채권 자금 이동	• 반도체 수출 증가로 초과 세수. 적자 국채 발행 불필요 • 삼성전자, 하이닉스의 채권 매수 • 생산적 금융 대전환과 자본시장 활성화. 모험자본 비우량등급투자 • 공기업 부채 관리. 공사채 은행채 발행 제한
펀더멘탈	• 부정적: 화학, 철강, 건설, 부동산 신탁	• 긍정적: 반도체, 조선, 전력기기, 전선, 방위산업, 증권, 캐피탈 • 경제성장률 전망 상향. 기업 실적 개선

자료: 현대차증권

II. 크레딧 리스크

기업 신용등급

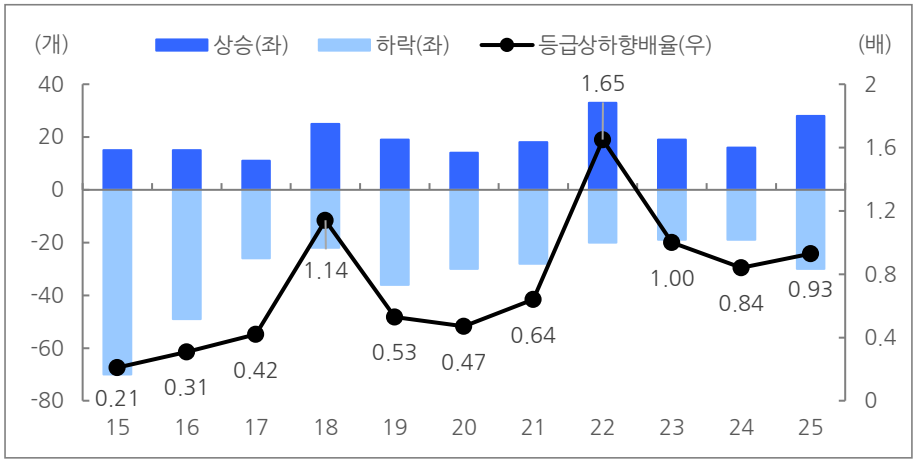
기업 수익성 & 여전사 건전성

PF & Private Credit

II. 크레딧 리스크 (1) 등급 상향/하향 배율

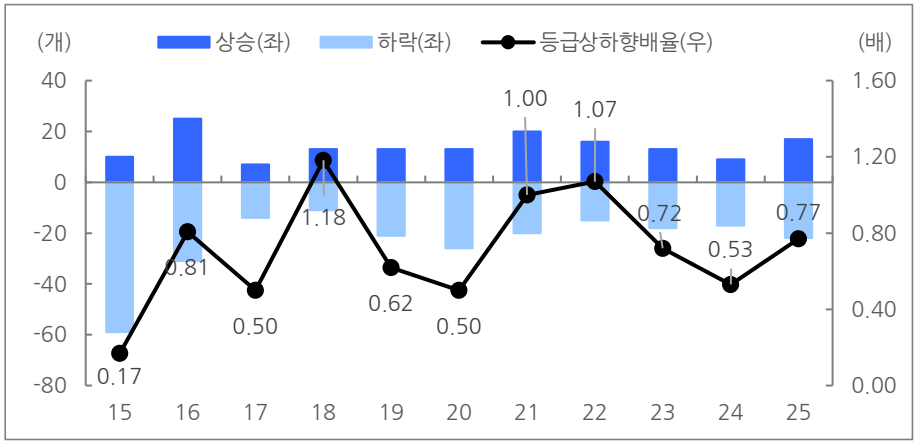
- Up/Down Ratio 는 삼사 모두 '24년 대비 개선
- 투자등급(IG)와 투기등급(HG) 등급 차별화가 뚜렷해짐
- KR Up/Down Ratio 1.42(IG 1.67/HG 0.67)
- NICE Up/Down Ratio 0.93(IG2.0/HG 0.25)
- KIS Up/Down Ratio 등급 및 전망포함으로 IG1.06/HG 0.20
- 석유화학, 건설, 저축은행, 부동산 신탁 신용도 하락
- 방산, 전력,조선, 반도체,대형증권사 신용도 개선세

NICE 상향/하향



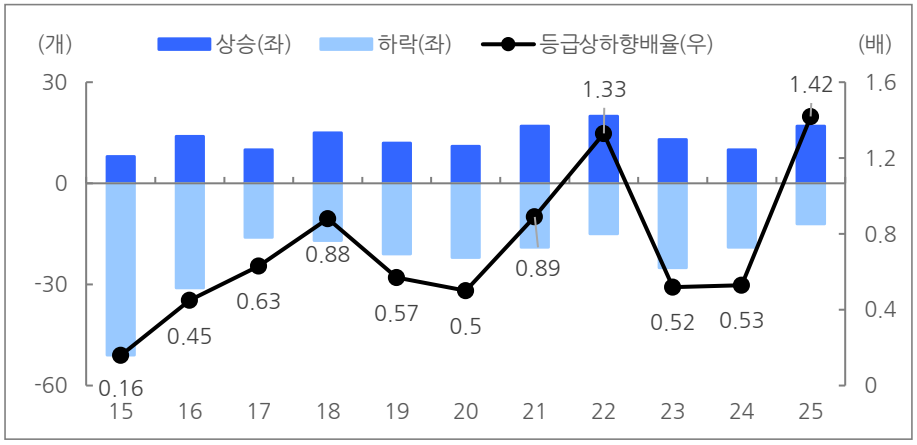
주: 장기신용등급(회사채, 기업신용평가, 보험금지급능력) 및 단기신용등급 기준이며, 장/단기 신용등급이 모두 변동된 경우 1건으로 반영함
자료: NICE신용평가 신용등급 변동현황분석 자료, 현대차증권

KIS 상향/하향



주: 금융/기업 장기등급(Bond, Issuer, IFSR)의 등급변동 기준. 등급조정 후 등급소멸 건이나 기중 신규평가 건 제외 (단, 기중에 장기등급 만료 후 재부여 건은 포함)
자료: KIS신용평가 신용등급 변동현황분석 자료, 현대차증권

KR 상향/하향



자료: KR신용평가 신용등급 변동현황분석 자료, 현대차증권

II. 크레딧 리스크 (2) 등급Outlook 긍정적

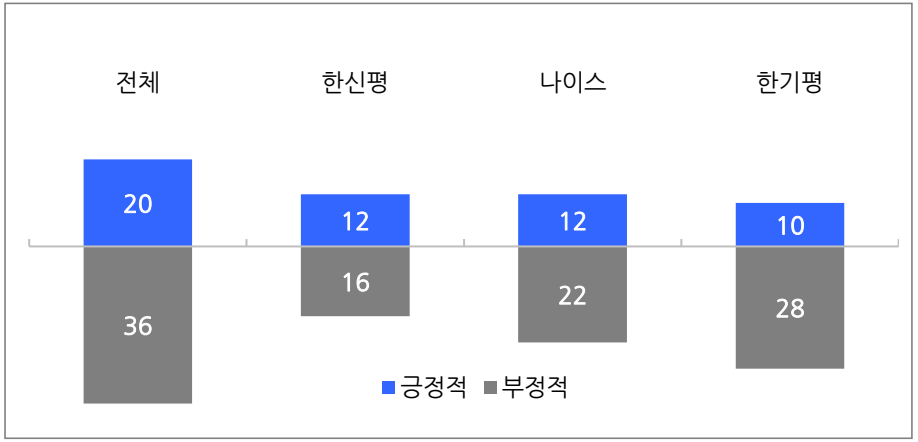
등급 Outlook 긍정적

기업명	유효등급 (채권)	한신평	outlook	나이스	outlook	한기평	outlook
LG전자	AA0	AA0	긍정적	AA0	안정적	AA0	안정적
롯데케미칼	AA-	AA-	안정적	AA-	안정적	AA0	↑
엘에스일렉트릭	AA-	AA-	긍정적	AA-	긍정적	AA-	긍정적
포스코인터내셔널	AA-	AA-	긍정적	AA-	긍정적	AA-	긍정적
풍산	AA-	AA-	안정적	AA-	안정적	A+	긍정적
한국항공우주	AA-	AA-	긍정적	AA-	긍정적		
금호석유화학	A+	A+	안정적	A+	긍정적	A+	안정적
롱영에코파워	A+	A+	안정적	A+	안정적	A+	긍정적
DL에너지	A0	A0	긍정적	A0	긍정적		
금호타이어	A0	A+	안정적	A0	긍정적	A0	안정적
한일현대시멘트	A0	A0	↑	A0	↑		
현대코퍼레이션	A0	A0	긍정적	A0	긍정적	A0	긍정적
효성중공업	A0	A+	안정적	A0	긍정적		
CJ CGV	A-	A-	긍정적	A-	긍정적	A-	긍정적
현대코퍼레이션 홀딩스	A-	A-	긍정적			A-	긍정적
두산에너빌리티	BBB+			BBB+	긍정적	A-	안정적
코스맥스	BBB+	BBB+	긍정적				
한진	BBB+	BBB+	긍정적	BBB+	긍정적	BBB+	긍정적
가나안	BBB0	BBB0	긍정적				
아시아나항공 (하이브리드)	BBB0					BBB0	↑

자료: KIS자산평가, 현대차증권

- 반도체, 조선, 방산, 전력기기, 증권 등급 상향 후 안정적 아웃룩

신평사별 긍정적/부정적 기업수



주: 2026.05.18일자 기준 KIS 자산평가 집계 삼사 신용등급표. BBB-등급 이상 기업 474개 대상 issuer 중복 제외한 숫자. 전체 개수는 삼사 중 한곳이라도 긍정적/부정적인 경우의 수임
자료: KIS자산평가, 현대차증권

II. 크레딧 리스크 (3) 등급Outlook 부정적

등급 Outlook 부정적

기업명	유효등급 (채권)	한신평	outlook	나이스	outlook	한기평	outlook
LG화학	AA+	AA+	부정적	AA+	부정적	AA+	부정적
현대해상화재보험(후)	AA0	AA+	부정적	AA0	안정적		
SK지오센트릭	AA-	AA-	부정적	AA-	부정적	AA-	부정적
한화솔루션	AA-			AA-	부정적	AA-	부정적
한화토탈에너지스	AA-			AA-	부정적	AA-	부정적
호텔신라	AA-	AA-	안정적	AA-	부정적	AA-	부정적
SK실트론	A+	A+	↓	A+	안정적	A+	↓
동아에스티	A+	A+	안정적	A+	부정적	A+	부정적
포스코이앤씨	A+	A+	부정적	A+	부정적	A+	부정적
SK아이이테크놀로지	A0			A0	부정적	A0	부정적
대우건설	A0			A0	안정적	A0	부정적
현대엘리베이터	A0			A0	안정적	A+	부정적
현대케미칼	A0	A0	부정적	A0	부정적	A0	부정적
SK쉴더스	A-	A-	안정적			A0	부정적
무림페이퍼	A-	A-	부정적			A-	부정적
신한자산신탁	A-			A-	부정적	A-	부정적
에코프로비엠	A-			A0	부정적	A-	안정적
여천NCC	A-	A-	부정적			A-	부정적
푸본현대생명보험(후)	A-			A0	부정적	A-	안정적
한국자산신탁	A-			A0	부정적	A-	안정적
대동	BBB+			BBB+	부정적	BBB+	부정적
비에스한양	BBB+	BBB+	부정적			BBB+	부정적
에스케이어드밴스드	BBB+	BBB+	부정적	BBB+	부정적		
풀무원식품	BBB+			A-	부정적	BBB+	안정적
SK디앤디	BBB0	BBB0	↓			BBB0	↓
깨끗한나라	BBB0					BBB0	부정적
롯데손해보험 (하이브리드)	BBB0	BBB0	↓			BBB0	↓
메가박스	BBB0					BBB0	부정적
에스엘엘중앙	BBB0	BBB0	부정적	BBB0	부정적	BBB0	부정적
이랜드월드	BBB0	BBB0	부정적	BBB0	안정적	BBB0	안정적

자료: KIS자산평가, 현대차증권

등급 Outlook 부정적

기업명	유효등급 (채권)	한신평	outlook	나이스	outlook	한기평	outlook
제이티비씨	BBB0			BBB0	부정적	BBB0	부정적
중앙일보	BBB0	BBB0	부정적	BBB0	부정적	BBB0	부정적
풀무원(하이브리드)	BBB0	BBB0	안정적	BBB+	부정적		
한솔홈데코	BBB0	BBB0	부정적				
효성화학	BBB0	BBB0	안정적	BBB0	부정적		
신원	BBB-			BBB-	부정적	BBB-	안정적

주: 2026.05.18일자 기준. KIS 자산평가 집계 삼사 신용등급표. BBB-등급 이상 기업 474개 대상. issuer 중복 제외한 숫자
전체 개수는 삼사 중 한곳이라도 긍정적/부정적인 경우의 수. PRS(Price Return Swap 주가수익스와프)임
자료: KIS자산평가, 현대차증권

- 화학업 미-이란 전쟁으로 가격 급등에 따른 1분기 실적 개선됐으나, 구조조정 결과 모니터링
- PRS, 하이브리드증권 계열 보증 형태 발행, 부동산신탁사, CRE(상업용부동산), Private Credit(사모신용) 등 리스크 모니터링

II. 크레딧 리스크 (4) 미국-이란 전쟁 장기화에 따른 산업별 영향

- 전쟁 장기화 시에는 정유 수급악화로 부정적, 해상운송은 비용 증가와 물동량 감소로 부정적 전망 (NICE)
- 방위산업 · 에너지(발전) · 2차전지는 긍정적. 그 외 석유화학, 항공운송, 철강, 가전, 자동차는 부정적으로 전망
- 석유화학 · 철강은 원가 부담이 매출 증가를 초과해서 상대적으로 부담 큰 편
- 반도체 · 자동차 · 기계는 환율 상승 시, 매출증가율이 원가 증가율을 상회해 수익 방어력이 양호
- 전쟁 장기화시에는 수요 위축 및 공급망 차질로 인한 리스크가 더 큰 변수로 작용할 것

전쟁 장기화에 따른 업종별 장단기 영향

업종	단기 영향	장기 영향
정유	긍정적	부정적
방위산업	긍정적	긍정적
민자발전	긍정적	중립적
석유화학	부정적	부정적
항공운송	부정적	부정적
철강	부정적	부정적
자동차	부정적	부정적
가전	부정적	부정적
해상운송	중립적	부정적
조선	중립적	중립적
반도체	중립적	중립적
2차전지	중립적	긍정적

자료: NICE신용평가 재인용, 현대차증권

제조업 유가 환율 민감도

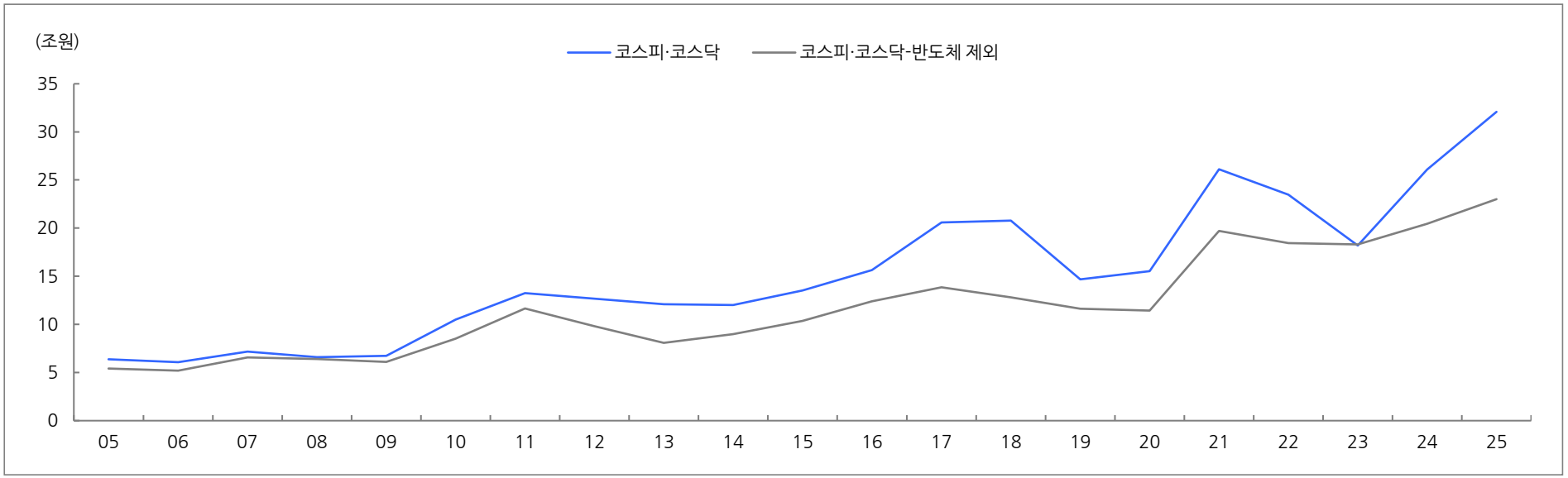
구분	유가 10% 상승 시	환율 10% 상승 시	
	원가증가율	매출증가율	원가증가율
제조업 전체	0.71%	3.4%	2.1%
음식료	0.15%	0.7%	1.4%
석유제품	6.3%	4.1%	6.5%
화학제품	1.59%	3.6%	2.2%
철강	0.08%	3.1%	4.9%
반도체	0.05%	4.7%	2.1%
자동차	0.12%	3.2%	0.8%
일반기계	0.14%	5.1%	1.7%

자료: 산업연구원, 한국무역협회, NICE신용평가 재인용, 현대차증권

II. 크레딧 리스크 (5) 기업 실적 개선

- 미-이란전쟁 장기화, 관세 리스크 등 대외 불확실성이 지속되는 가운데서도 AI 투자확대와 반도체 수요 증가로 기업의 영업이익은 크게 개선
- 반도체 중심의 K형 성장, 고유가로 인한 원가 압박이 업종별 기업별 차별화되고 있으나, 반도체를 제외한 영업이익도 완만한 개선세를 보이고 있어 크레딧 측면에서도 긍정적으로 작용할 전망

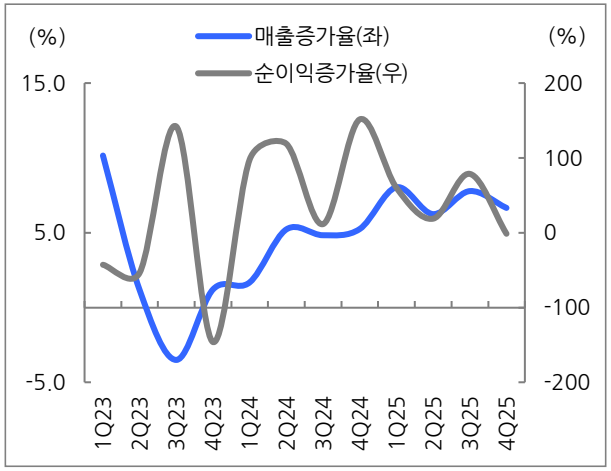
코스피 · 코스닥 영업이익 실적 vs 삼성전자 · SK하이닉스 제외한 영업이익 실적



자료: FnGuide Quantiwise , 현대차증권

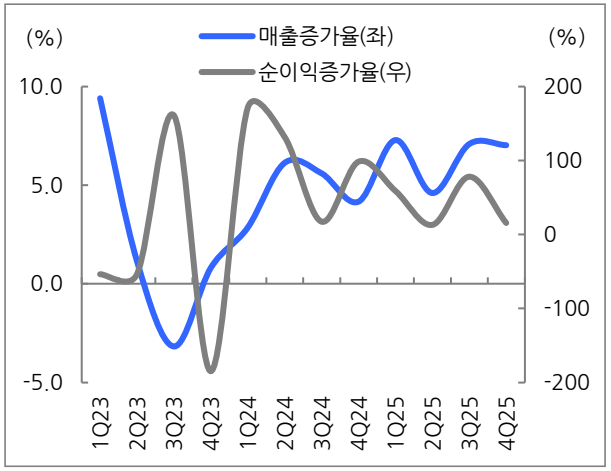
II. 크레딧 리스크 (6) 채권 발행 기업 실적

채권 발행 전체 매출액증가율 및 순이익증가율



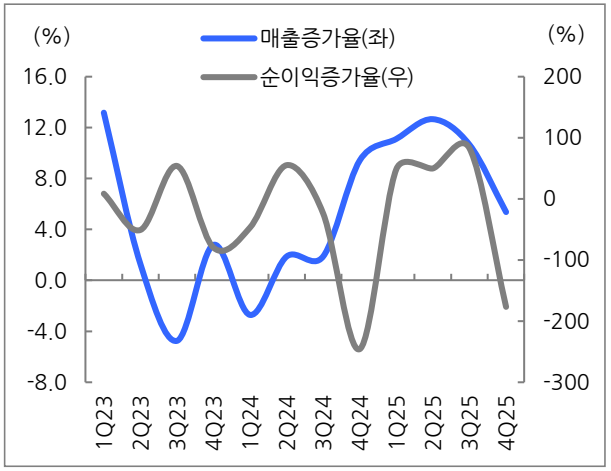
자료: FnGuide Quantiwise, 현대차증권

우량등급(AA- 이상) 매출액증가율 및 순이익증가율



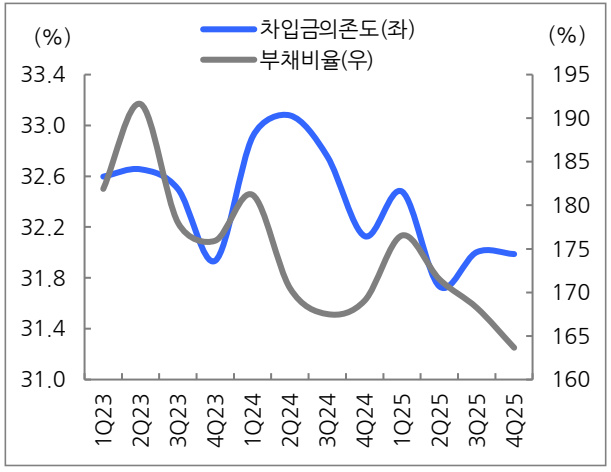
자료: FnGuide Quantiwise, 현대차증권

비우량등급(A+~BBB-) 매출액증가율 및 순이익증가율



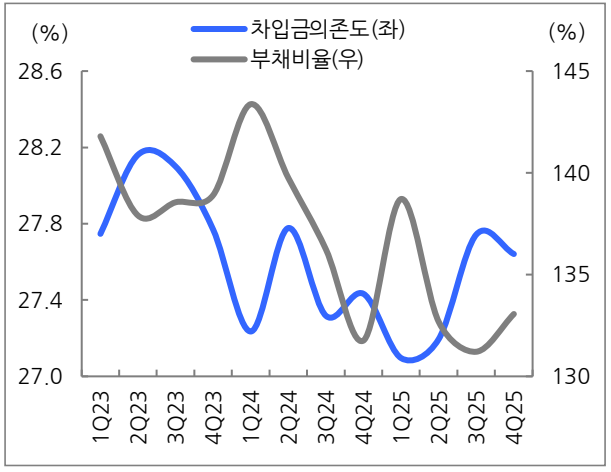
자료: FnGuide Quantiwise, 현대차증권

채권 발행 전체 차입금의존도 및 부채비율



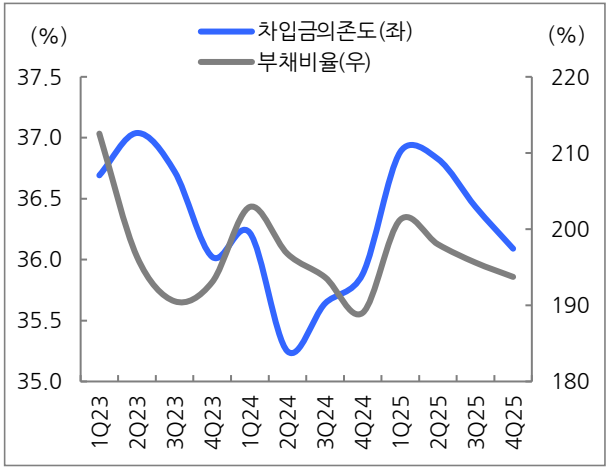
주: KIS 자산평가 적용등급내역에 포함된 기업대상
자료: FnGuide Quantiwise, 현대차증권

우량등급(AA- 이상) 차입금의존도 및 부채비율



자료: FnGuide Quantiwise, 현대차증권

비우량등급(A+~BBB-) 차입금의존도 및 부채비율

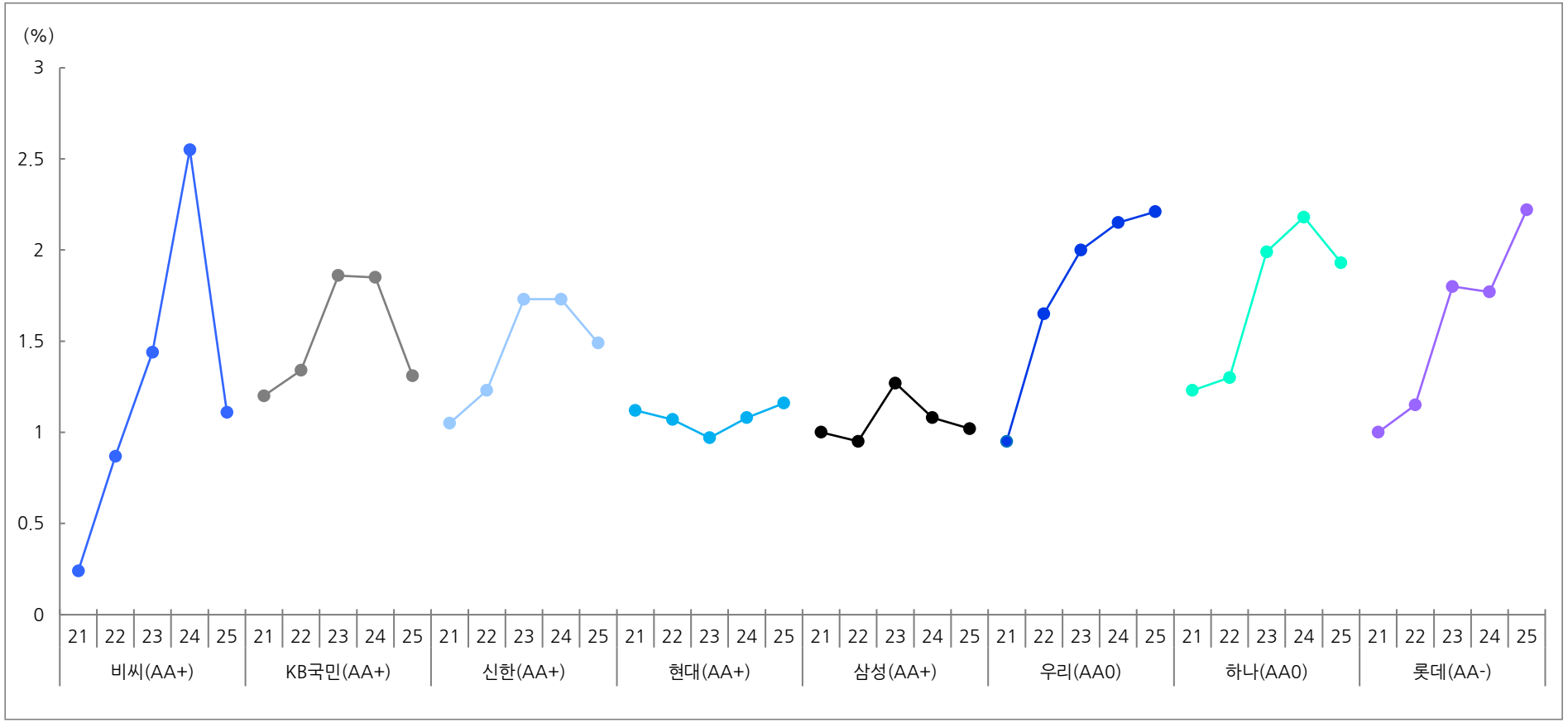


자료: FnGuide Quantiwise, 현대차증권

II. 크레딧 리스크 (7) 카드사 건전성

- 전반적으로 코로나 이후로 연체율 증가세가 이어졌으나, '25년 다수 개선. 전체적인 레벨은 양호
- 금감원 집계 1개월 이상 연체율 '24년 1.65% ➔ '25년 1.52%, 고정이하비율 1.16% ➔ 1.15% 으로 개선

카드사별 연체채권비율(1개월 이상, 대환대출 포함)

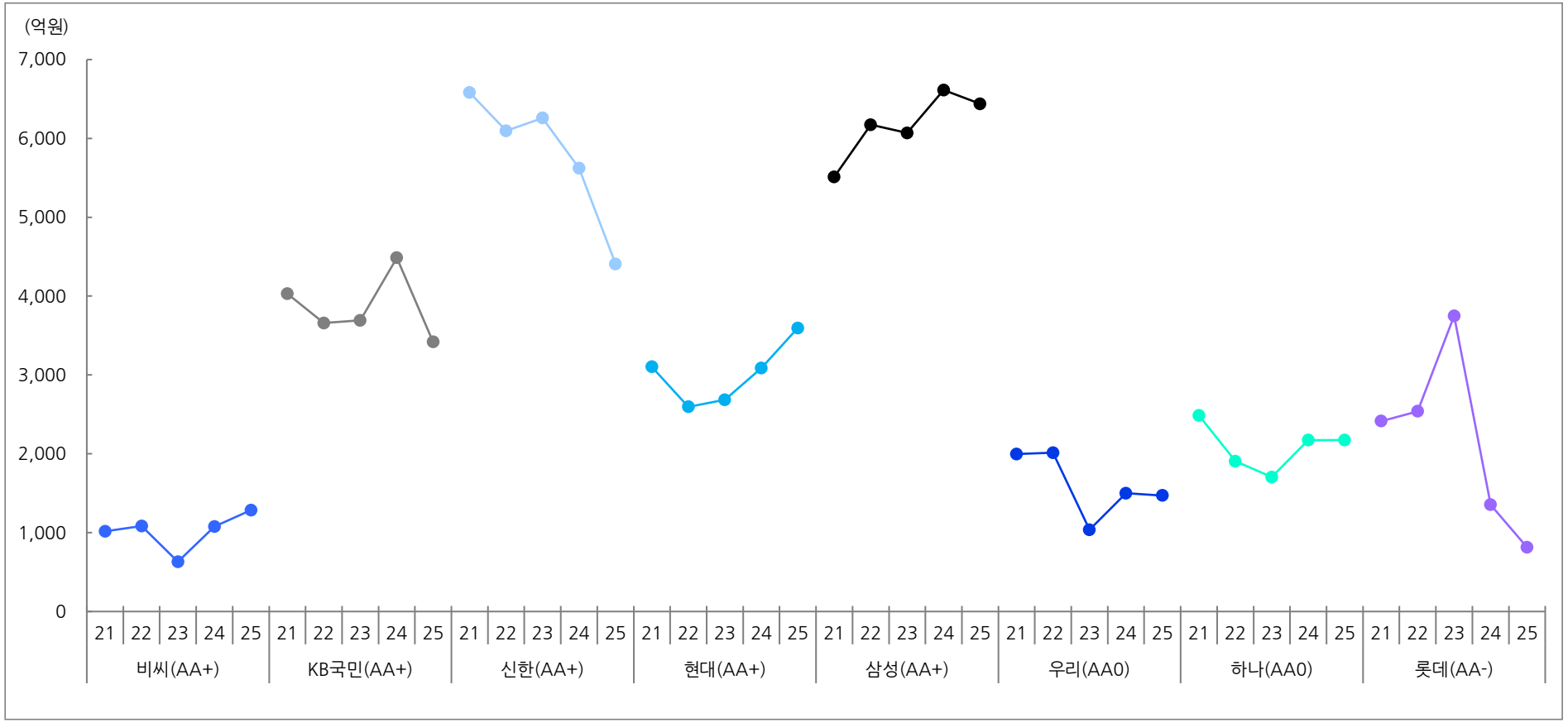


주: 신용등급 순으로 정렬, 연단위 값은 12월 말 기준
자료: 금융통계정보시스템, 현대차증권

II. 크레딧 리스크 (8) 카드사 순이익

- 현대카드, 비씨카드를 제외하고 전반적으로 당기 순이익 전년동기 대비 감소
- 금감원 발표 전업카드사 수익 전년대비 -8.9%감소 2.36조원. 가맹점 수수료 인하, 이자비용과 대손비용 2,558억원 증가

카드사별 당기순이익

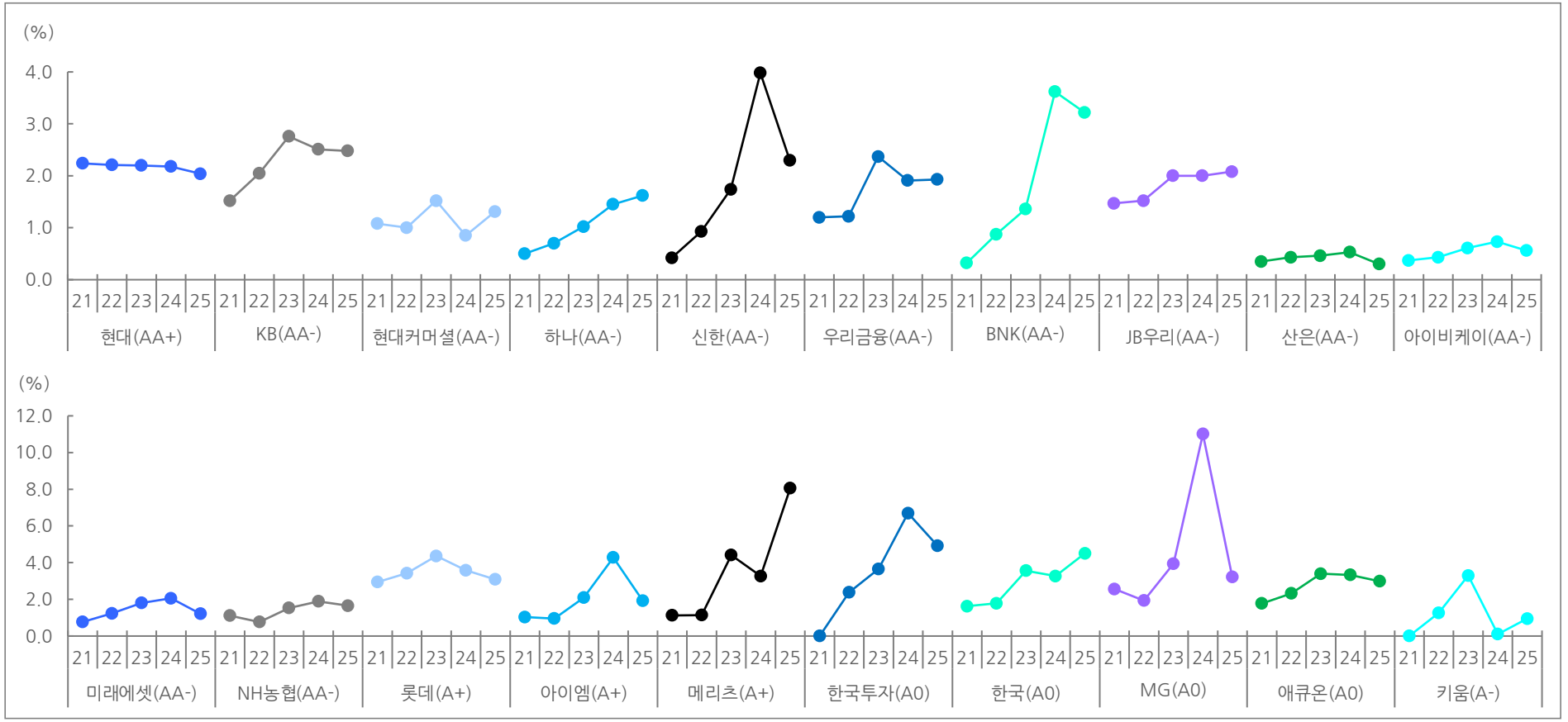


주: 신용등급 순으로 정렬, 연단위 값은 12월 말 기준, 개별/별도 기준
자료: 한기평, 현대차증권

II. 크레딧 리스크 (9) 캐피탈사 건전성

- 연체율은 '24년 2.10% ➔'25년 2.11% 상승. 고정이하여신비율은 2.86% ➔ 2.66%으로 개선. 대손충당금 적립률도 134.5%로 1%p 상승

캐피탈사 고정이하여신비율

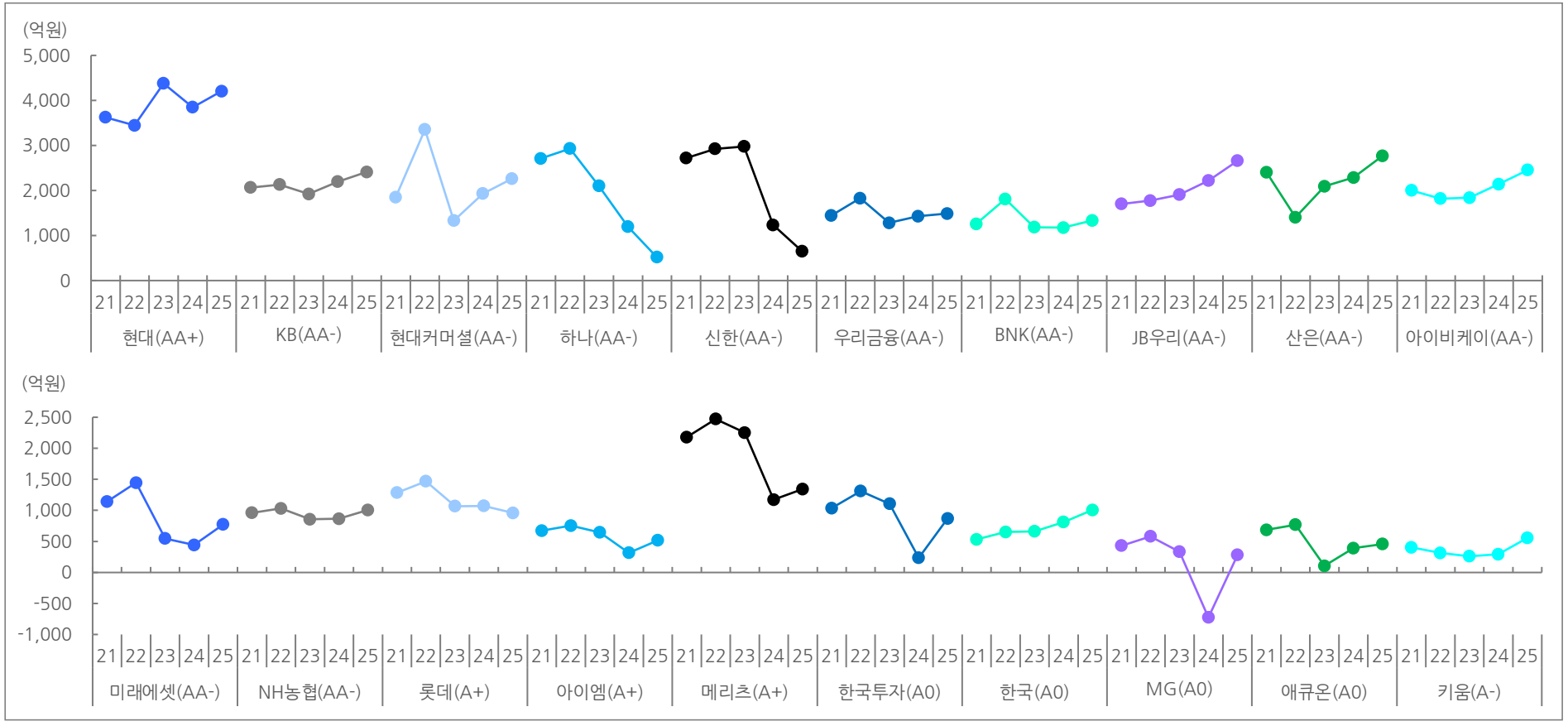


주: 신용등급 순으로 정렬, 연단위 값은 12월 말 기준
자료: 금융통계정보시스템, 현대차증권

II. 크레딧 리스크 (10) 캐피탈사 순이익

- 캐피탈사 당기순이익 전년대비 43% 증가한 3.5조원. 리스 · 렌탈 · 할부 수익(9,900억원) 및 유가증권수익(5,400억원) 증가
- 메리츠, 한국투자, 한국, 애큐온, 키움 전년동기 대비 2분기 순이익 개선

캐피탈사 당기순이익



주: 신용등급 순으로 정렬, 연단위 값은 12월 말 기준, 개별/별도 기준
자료: 한기평, 현대차증권

II. 크레딧 리스크 (11) 국내 PF 구조조정

- '23년 금리 인상기 CRE(Commercial Real Estate) 리스크 확대는 팬데믹으로 인한 공실률 증가와 저금리로 조달했던 자금의 리파이낸싱 과정에서 금리 상승에 기인. 미-이란 전쟁으로 유가가 급등하고 인플레이션 우려로 금리가 상승하면 다시 약한고리에 대한 리스크가 확대될 수 있음
- 4월 금융위 발표에 따르면, 전체 PF 익스포져는 174.3조원(전분기비 -3.6조원), 유의부실우려는 25년말 11조원(전분기 -2.3조원), PF 대출 연체율 3.88%(전분기비 -0.36%p)로 개선 추세를 보이고 있어 PF 연착륙은 지방 미분양 정리 속도가 더디지만 진행되고 있는 모습임

금융권 PF 대출 연체율 개선

구분 (단위: %)	'23.12 월말	'24.3 월말	'24.6 월말	'24.9 월말	'24.12 월말	'25.3 월말	'25.6 월말	'25.9 월말	'25.12 월말	전분기말 대비 변동
PF대출	2.70	3.55	3.56	3.51	3.42	4.49	4.39	**4.24**	**3.88**	(0.36)
토담대	7.15	12.96	14.42	18.57	21.71	28.05	29.97	**32.43**	**29.68**	(2.75)

자료: 금융위, 현대차증권

사업성 평가 결과

구분	전체 (a)	新기준 평가대상	유의(C)	부실우려(D)	C·D소계 (b)	비중 (b/a*100)
'23년말	231.1				9.3[1)]	4.0
'24. 6월말(1차 평가)	216.5	33.7	7.4	13.5	21.0[2)]	9.7
'24. 9월말(2차 평가)	210.4	210.4	8.2	14.7	22.9	10.9
'24. 12월말(3차 평가)	202.3	202.3	5.9	13.3	19.2	9.5
'25. 3월말(4차 평가)	190.8	190.8	6.6	15.4	21.9	11.5
'25. 6월말(5차 평가)	186.6	186.6	6.2	14.6	20.8	11.1
'25. 9월말(6차 평가)	177.9	177.9	4.9	13.3	18.2	10.2
'25. 12월말(7차 평가)	174.3	174.3	3.7	11.0	14.7	8.4

주1: 구 기준의 PF대출 '악화우려'에 해당하는 여신잔액+토담대 고정이하여신액+채무보증 고정이하여신액
주2: 평가대상 外(182.8조원) 사업장에 대한 구 기준 적용 유의·부실우려 여신(2.3조원) 합산 시 23.3조원
자료: 금융위, 현대차증권

정리·재구조화 실적표

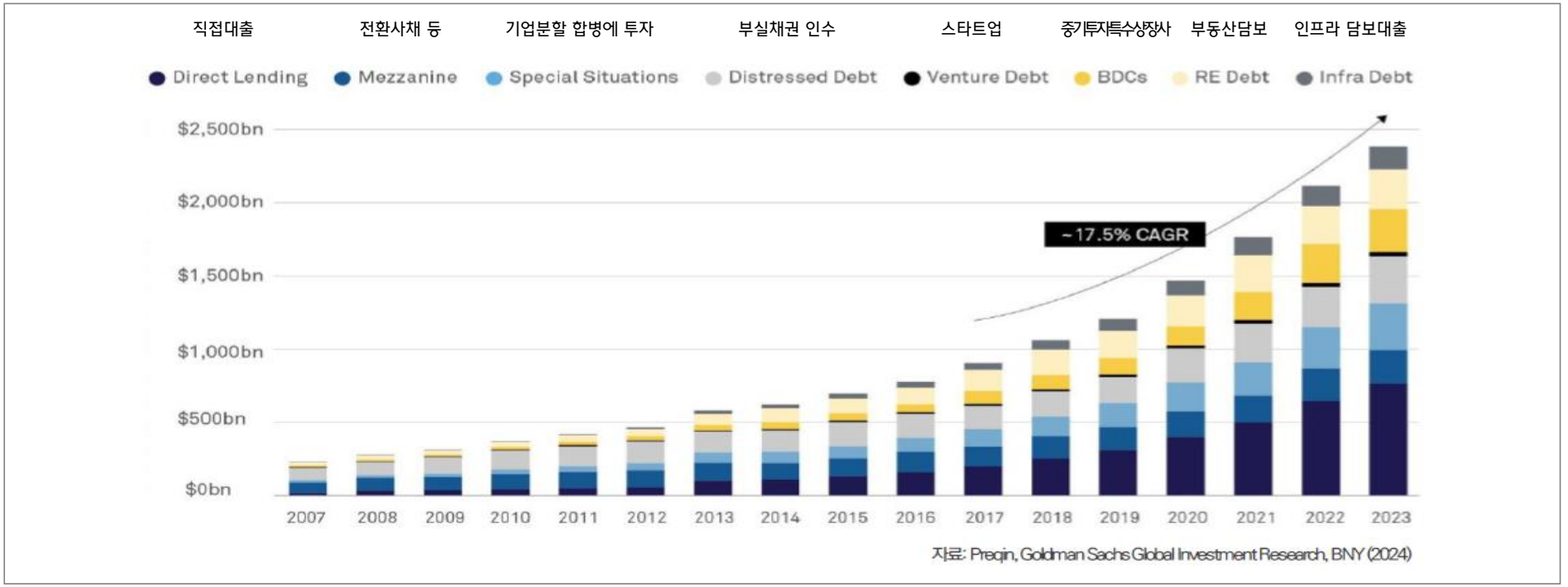
(단위: 조원)	누적				당기 증가분		
	정리	재구조화	합계		정리	재구조화	합계
'24. 12월말(a)	4.4	2.1	6.5		+2.9	+0.5	+3.4
'25. 3월말	6.5	2.6	9.1		+2.1	+0.5	+2.6
'25. 6월말	8.7	4.0	12.7		+2.2	+1.4	+3.6
'25. 9월말	11.8	4.7	16.5		+3.1	+0.7	+3.8
'25. 12월말(b)	13.3	5.2	18.5		+1.5	+0.5	+2.0
연중(b-a)	+8.9	+3.1	+12.0		-	-	-

자료: 금융위, 현대차증권

II. 크레딧 리스크 (12) Private Credit

- 은행대출 어려워진 중소 기업들, 신속하고 공시 절차 간소한 조달을 선호 대기업 사모신용 활용하면서 시장이 급성장
- 아폴로(Athene), KKR(Global Atlantic), 블랙스톤(Everlake), 브룩필드 등 글로벌 운용사에서 각각 보험사 인수
- 아폴로는 금융위기 이후 아테네(1등 리테일 연금보험사) 설립했고 장기 자본, 사모신용 운용 발굴, 투자자 장기적 파트너쉽을 통해 성장을 견인
- 브룩필드도 브룩필드 재보험이라는 상장법인 설립. American National 인수(100년 넘는 종합보험사), American Equity (연금보험사) 인수
- 운용사들은 보험사를 통해 안정적인 장기 자금을 확보. 누적된 구조적 문제로 유동성 압력. 자체적 파급력 작지만 잠재적 위험요소 전이가능성 모니터링

글로벌 사모신용 AUM 추이



자료: 한신평 재인용

II. 크레딧 리스크 (13) Private Credit 주요 사건 타임라인

2025.09.10
- Tricolor Holdings(서브프라임 자동차 대출 및 중고차딜러) 파산
- 중고차 할부 대출 부실 및 이중소유권 논란 발생. 사기혐의 (25.12월)

2025.09.28
- First Brands(부품 제조사) 파산 신청
- 60억 달러 규모 부채 상환에 실패. 사모신용 자산 건전성에 대한 시장의 첫번째 의구심 증폭

2025.11.19
- 대형 사모신용 운용사 Blue Owl 합병 계획 철회
- 투자자들의 반대로 OBDC II -BDC(Business Development Company)펀드와 상장 BDC인 OBDC의 합병 무산
- 유동성 경색의 전조 현상 및 사모대출 시장 우려 확대

2026.01~02
- 영국 Century Capital 파산.Century Capital의 후순위 대출 투자자인 Blue Owl이 내부 재무 부정 포착 후 상환요청
- 미국의 디레버리징 여파가 영국의 가장 약한 고리인 브릿지론 시장을 타격

2026.02.19
- Blue Owl 환매 '영구 중단' 선언. OBDC II -BDC(Business Development Company)펀드 운용.
- 사모신용 시장 전체에 '자금 회수 불능' 공포 확산

2026.02.27
- 영국 MFS(Market Financial Solutions) 법정 관리 신청
- 영국 Century Capital 파산 이후 연쇄적인 자금 인출 사태 및 부동산 담보 가치 하락으로 대형 대출 기관 추가 붕괴
- MFS에 돈을 빌려준 바클레이즈(6억£), 아틀라스 SP(4억£), 제퍼리즈(1억£) 등 대형 IB 및 사모신용사 직격탄

2026.03.03
- 블랙스톤(BCRED) 대규모 환매 요청
- 사모대출펀드 'BCRED'에서 1분기 환매 요청이 38억 달러 (전체 중 7.9%)에 달하며 내부 기준(5%) 초과
- 이에 대응하기 위해 임직원 펀드를 동원. 고위 리더 25명 1억 5천만달러를 투입, 회사 자본 2억 5천만 달러를 추가

2026.03.05
- 블랙록(BlackRock) TCP 캐피털이 아마존 쇼핑몰 셀러 Infinite Commerce Holdings, e-커머스 대출(2,500만 달러)을 회수 불가하다고 판단 전액 상각. 아마존 입점 브랜드 가치 하락 및 담보력 상실. 선제적 손실 처리
- 전 분기 '정상' 분류 자산의 갑작스러운 상각으로 장부가치 신뢰 붕괴

2026.03.12
- 클리프워터(Cliffwater) 환매 제한 조치
- 펀드 자산의 14%에 달하는 기록적 환매 요청 접수. 규정에 따라 7%만 지급하며 패닉 셀 심화
- 개인 및 기관 투자자들의 사모신용 시장 이탈 가속화

2026.03.23
- 아폴로 부채 솔루션스(ADS) 환매 요청
- 순자산(151억 달러)의 11.2%에 달하는 대규모 환매 요청이 급증했으나, 분기 환매 한도인 5% 규정을 적용. 요청액 45% 지급

자료 : 언론 취합, 현대차증권

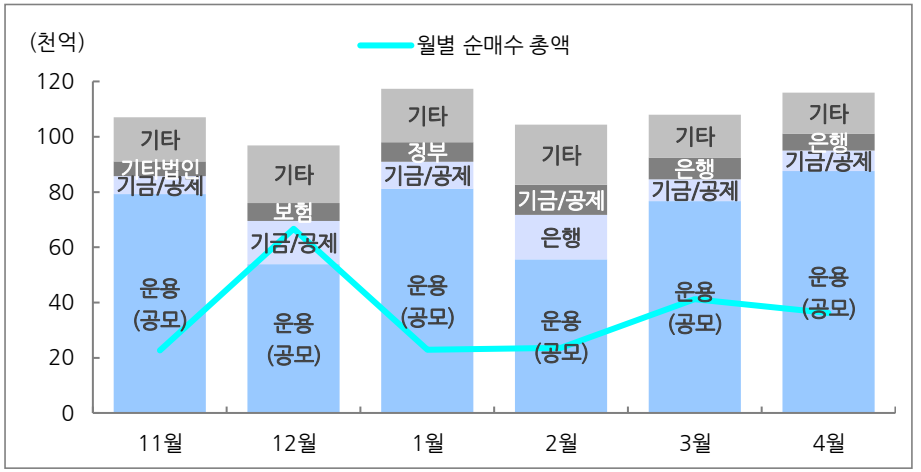
III. 크레딧의 시간

섹터별 수급 요인
크레딧 스프레드 전망

III. 크레딧의 시간 (1) 여전채 순매도

- 2월말 대비 4월 7일 휴전 협상 전까지 국고금리 40bp 상승했고, 스프레드는 여전채, 회사채 3년 AA- 기준 4~5bp 상승. 만기별로 10bp 이상 상승했고, 개별 거래는 보다 약세
- 변동성 확대되면서 발행과 유통 시장, 민평과 개별종목 거래간 차이 발생
- 여전채 1월부터 펀드 환매대응, 리스크 관리 차원 등으로 매도세 증가하면서 약세

여전채 투자자별 매도 현황 및 월별 순매수 총액(25년 11월~26년 4월)



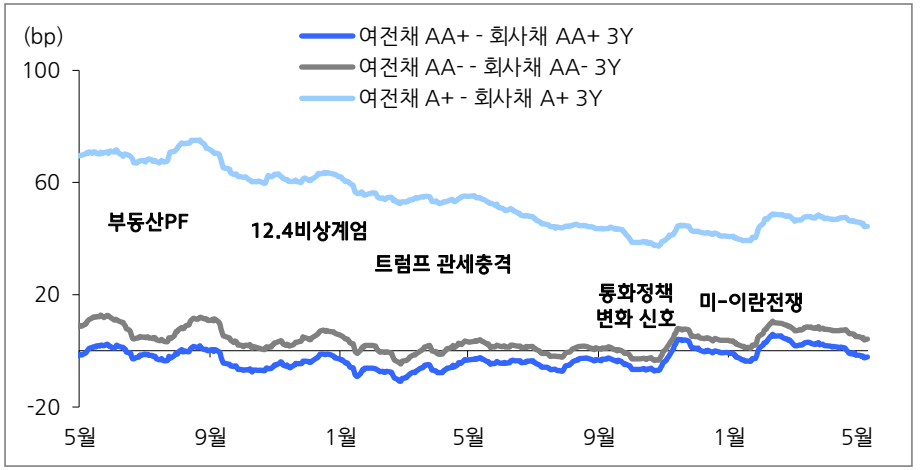
주: 기타 = 전체(외국인+은행+보험+기금/공제+정부+운용(공사모)+종금/상호+기타법인+개인+선물)에서 1~3위 합산을 뺀 값
자료: Infomax, 현대차증권

여전채 투자자별 월별 순매수 추이

일자	은행	보험	기금/공제	정부	운용(공모)	운용(사모)	종금/상호	기타법인	개인	선물	전체
25.12	2,747	3,420	7,610	3,852	44,537	1,371	-3,200	1,627	4,593	183	66,741
26.1	3,486	10,620	11,784	-4,170	-3,410	686	-1,285	1,429	3,585	155	22,885
26.2	-6,992	4,706	5,755	500	19,787	-1,197	-5,186	1,762	4,307	156	23,602
26.3	4,383	2,704	11,190	1,050	8,838	1,664	-875	3,975	8,137	85	41,153
26.4	9,389	3,971	5,698	970	-820	1,371	6,921	5,227	3,341	131	36,204
26.5	4,786	1,670	2,035	1,910	7,762	1,322	2,818	1,080	694	9	24,088

주: 단위= 억원, 외인은 제외, 26년 5월은 19일 종가까지 합산
자료: Infomax, 현대차증권

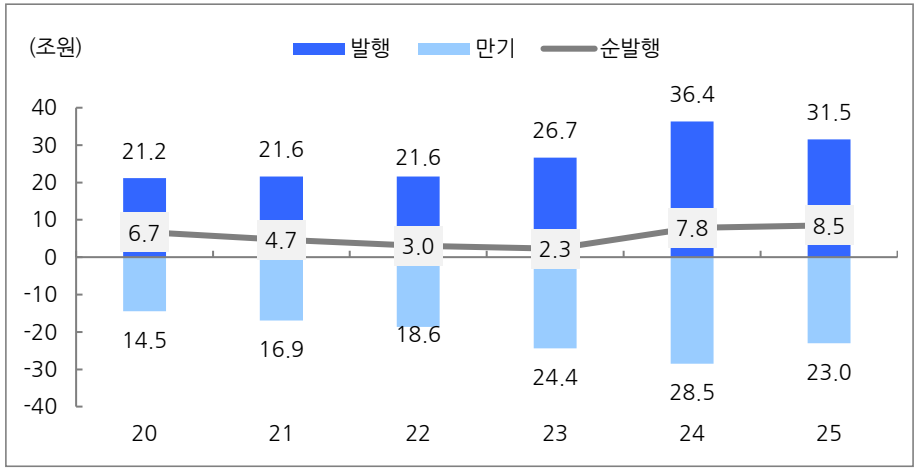
여전채 vs 회사채 등급별 스프레드 차이



주: 3년물, 민평 3사 기준, 24년 5월~26년 5월까지의 기간
자료: Infomax, 현대차증권

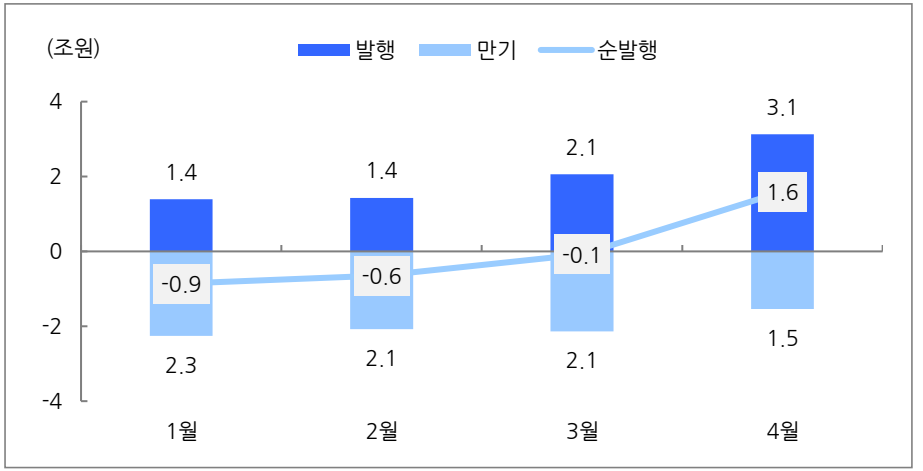
III. 크레딧의 시간 (2) 여전채 발행

2020년-2025년 연간 카드채 발행, 만기, 순발행



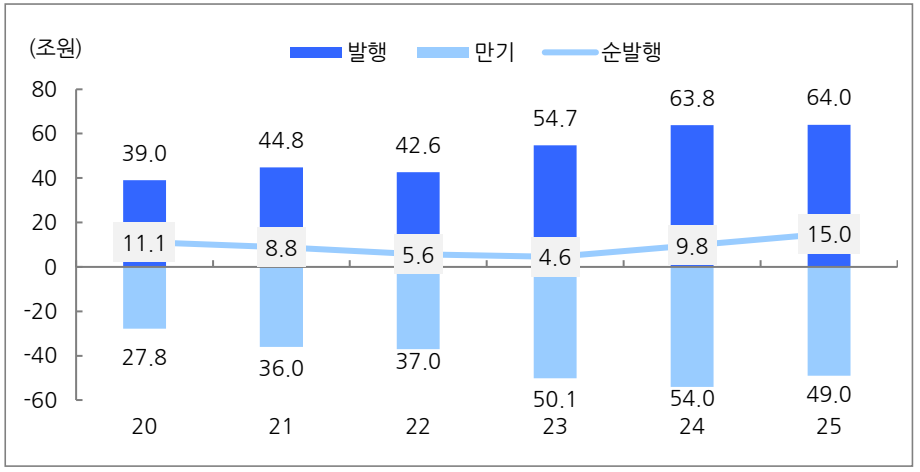
자료: Infomax, 현대차증권

2026년 1월~4월 월간 카드채 발행, 만기, 순발행



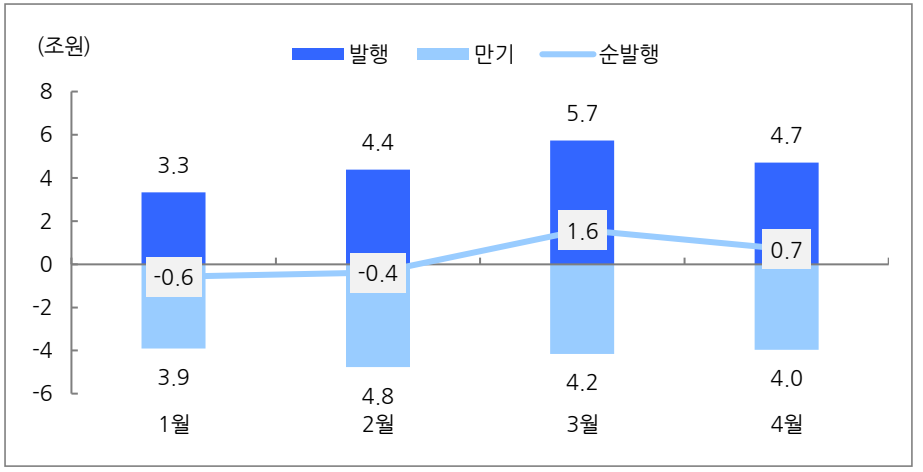
자료: Infomax, 현대차증권

2020년-2025년 연간 캐피탈채 발행, 만기, 순발행



자료: Infomax, 현대차증권

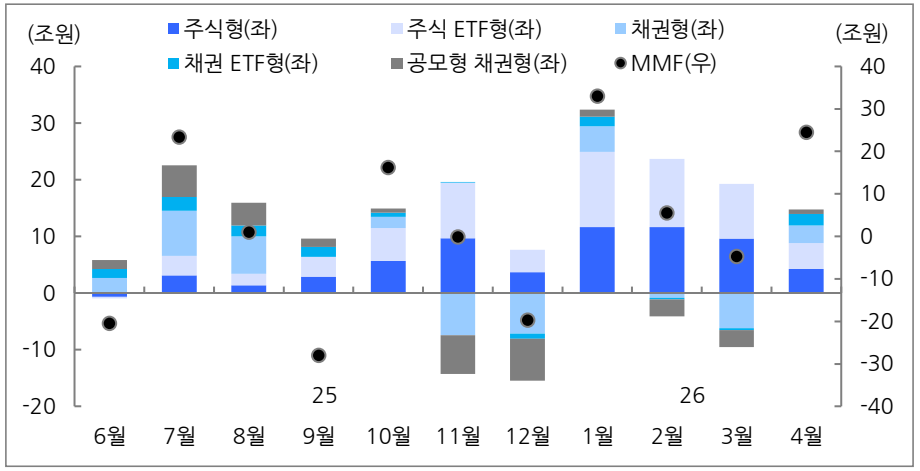
2026년 1월~4월 월간 캐피탈채 발행, 만기, 순발행



자료: Infomax, 현대차증권

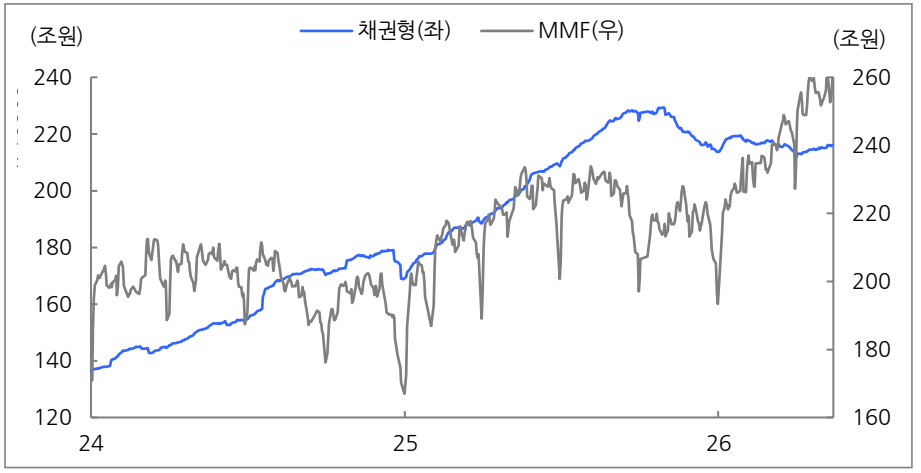
III. 크레딧의 시간 (3) 크레딧 채권 자금 이동

상품별 펀드 자산 증감(설정-해지) 추이



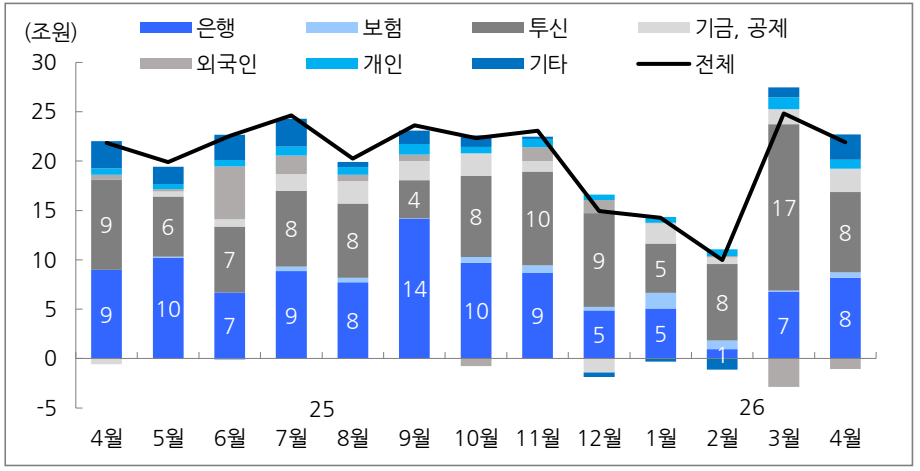
자료: 금융투자협회, 현대차증권

채권형 자금 추이



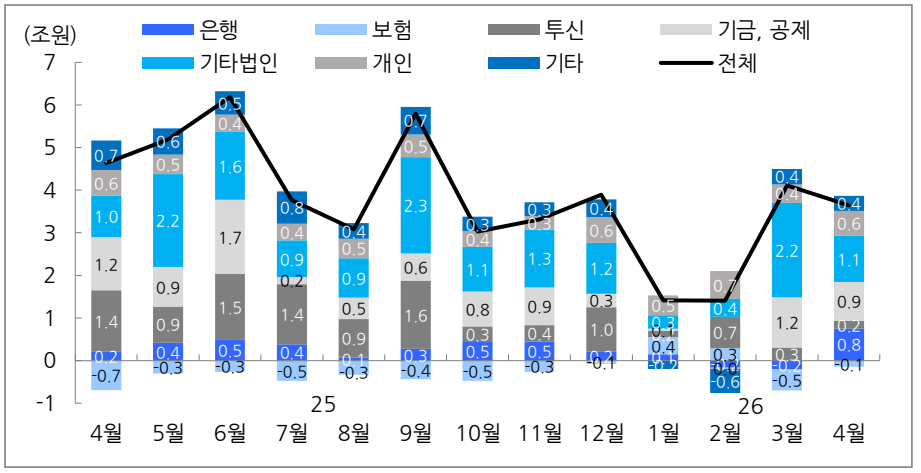
자료: Infomax, 현대차증권

금융채 기관별 순매수



주: 주요기관의 순매수 현황으로 전체 규모와 차이, '기타'는 종금, 금고, 기타법인, 정부 값 합산
자료: Infomax, 현대차증권

회사채 기관별 순매수

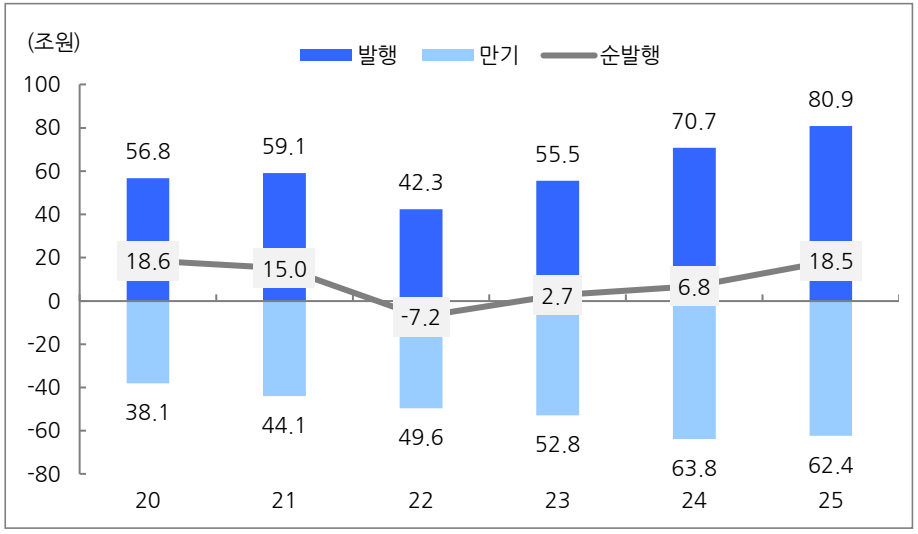


주: 주요기관의 순매수 현황으로 전체 규모와 차이, '기타'는 종금, 금고, 기타법인, 정부 값 합산
자료: Infomax, 현대차증권

III. 크레딧의 시간 (4) 회사채 발행 감소

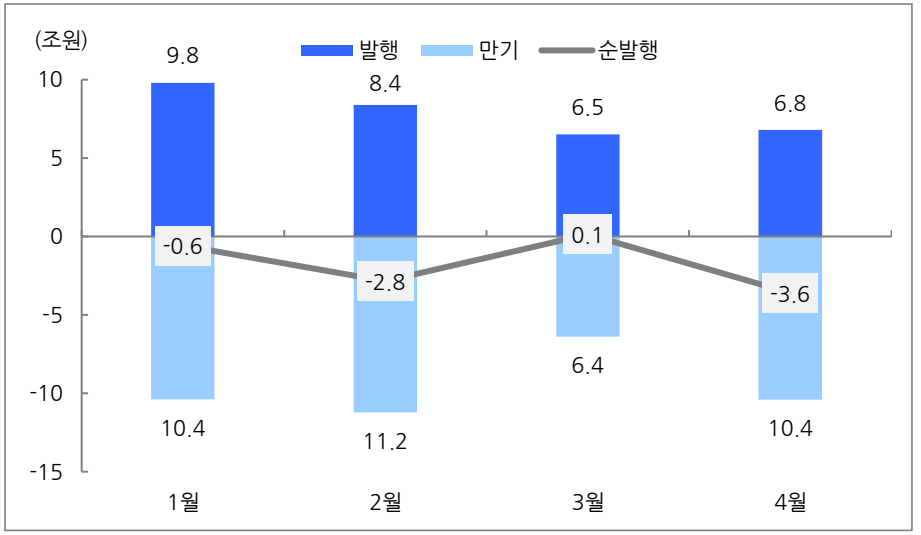
- '25년 1~4월 합산 발행액은 43.4조원, 만기액은 30.94조원, 순발행 12.4조원
- '26년 1~4월 합산 발행액은 31.46조원, 만기액은 38.38조원, 순상환 -6.9조원
- 올해 1~4월 합산 발행액은 작년대비 -11.9조원, 만기액은 +7.44조원.
- '25년 10월 금리 인하 기대감이 약화되고, 금리가 급등하면서 공모 회사채 발행 감소. 기업 조달 다각화

2020년-2025년 연간 회사채(일반) 발행, 만기, 순발행



자료: Infomax, 현대차증권

2026년 1월~4월 월간 회사채(일반) 발행, 만기, 순발행

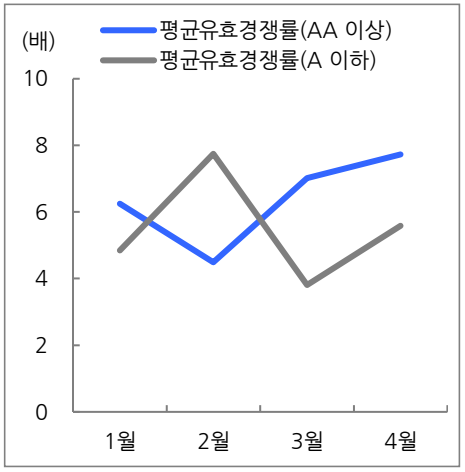


자료: Infomax, 현대차증권

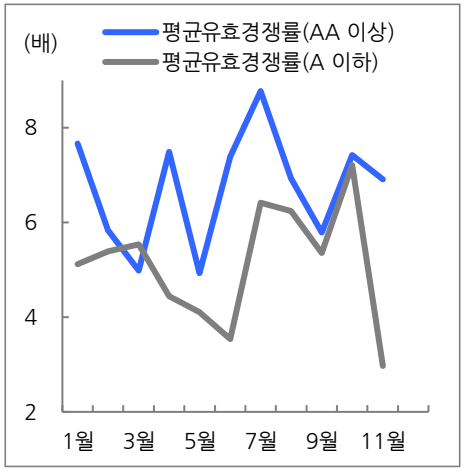
III. 크레딧의 시간 (5) 수요예측

- ’25년 고금리 크레딧 수요에 힘입어 일부 우려 업종도 대부분 수요가 모집 되었고, A등급 헤드라인 리스크가 없는 기업들은 수요예측 초강세
- ’26년 통화정책 변화 우려로 금리가 급등하면서 연초효과가 사라지고, 미-이란 전쟁으로 금리가 재차 급등하면서 발행 취소와 연기
- 평균 유효경쟁률과 낙찰스프레드도 전년 대비 낮아져 회사채 시장 위축. A등급 이하 비우량 채권은 상대적 강세

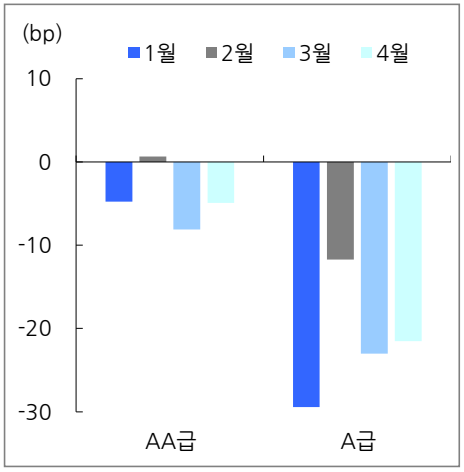
유효경쟁률 2026



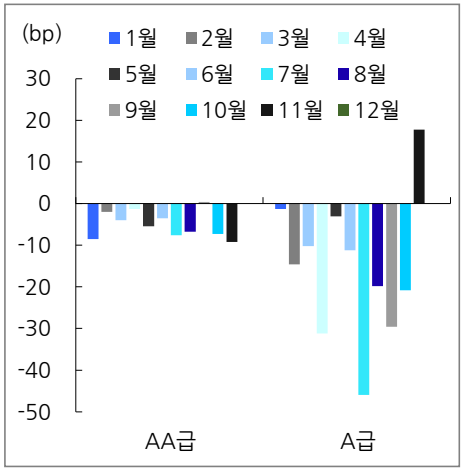
유효경쟁률 2025



낙찰스프레드 2026



낙찰스프레드 2025

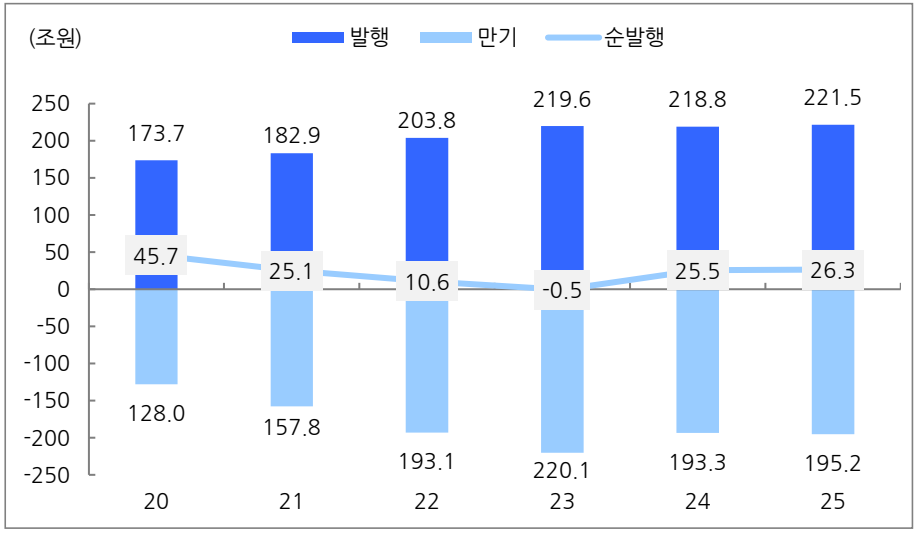


주: 절대금리 제외, AA이상은 AAA~AA-, A이하는 A+~BBB-
자료: Dart, 현대차증권

III. 크레딧의 시간 (6) 은행채 공급 부담

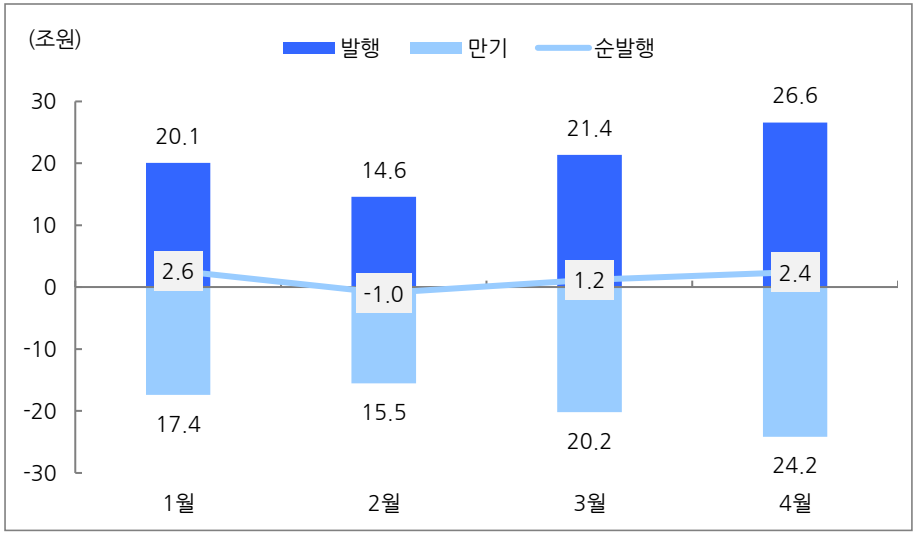
- 국민성장 펀드, 국책 사업 관련 기금채, 특수 은행채 발행 증가 예상되고 각국 글로벌 AI 투자확대 기조가 이어지면서 재정적자와 추경에 대한 부담이 상존하나, 반도체 수출 호조로 정부 세수 여건이 개선되면서 공급 부담 일부 상쇄할 것으로 예상

2020년-2025년 연간 은행채 발행, 만기, 순발행



자료: Infomax, 현대차증권

2026년 1월~4월 월간 은행채 발행, 만기, 순발행

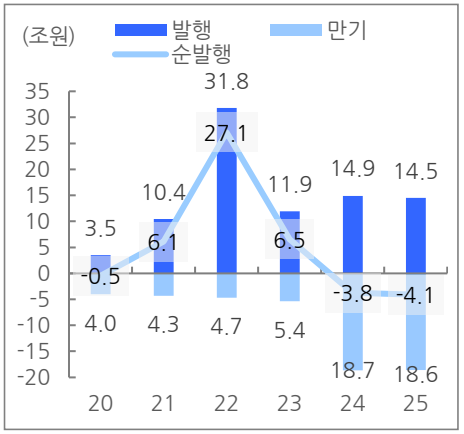


자료: Infomax, 현대차증권

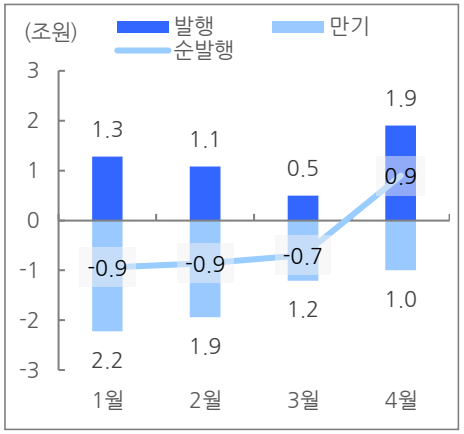
III. 크레딧의 시간 (7) 주요 공사채 발행

- 하반기 상대적으로 토지주택, 주택금융, 한국전력공사 발행 규모 증가 가능성
- 다만, 정부의 공기업 부채관리와 금융시장안정 노력을 감안 시, 공급 충격을 야기할 수준의 발행 집중은 제한적일 것으로 판단

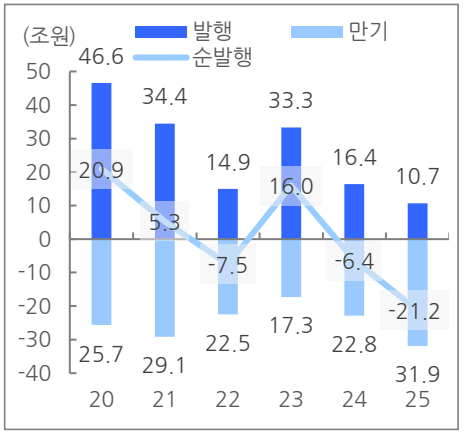
한전채 연간 순발행



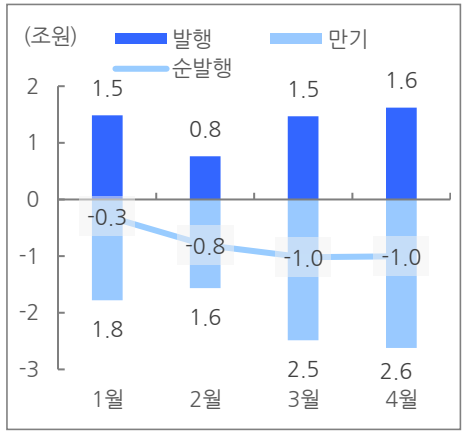
한전채 26년 월간 순발행



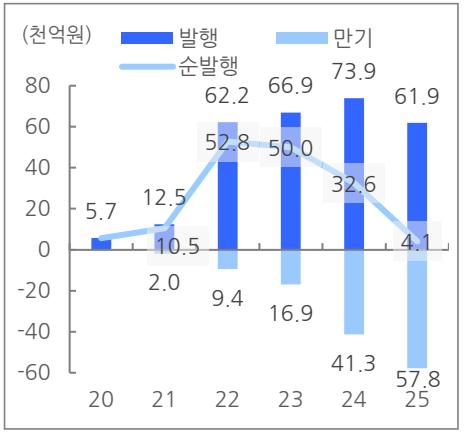
주택금융공사(MBS) 연간 순발행



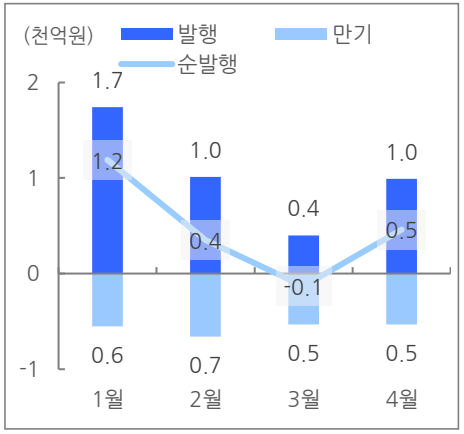
주택금융공사(MBS) 26년 월간 순발행



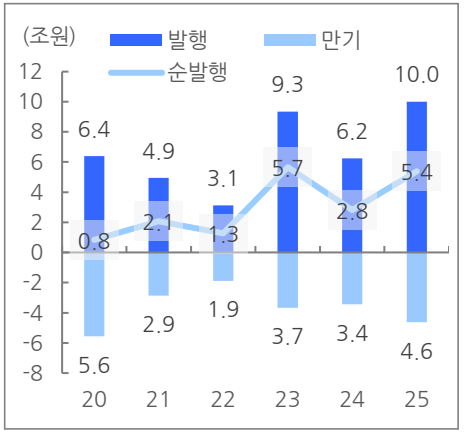
주택금융공사(일반) 연간 순발행



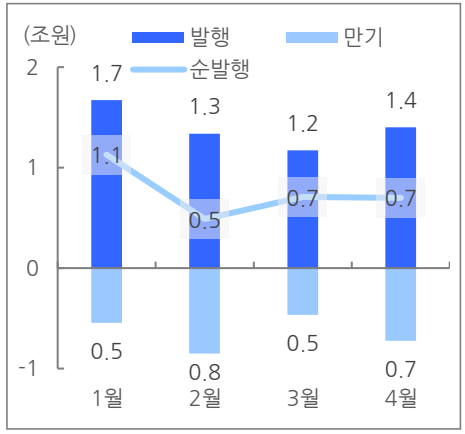
주택금융공사(일반) 26년 월간 순발행



한국토지주택공사 연간 순발행



한국토지주택공사 26년 월간 순발행



자료: Infomax, 현대차증권

III. 크레딧의 시간 (8) 공사채 공급 부담

- 한전은 유가 안정,구조조정, 가격인상으로 '22년 24조 순손실에서 '24년 3.6조원, '25년 8.7조원 순이익으로 전환
- 미-이란 전쟁으로 유가 상승에 따른 수익성 훼손 불가피하지만 단기적으로 대규모 채권 발행을 통한 공급 부담 가능성은 제한적

한국전력공사 재무요약표(단위: 억원,배,%)

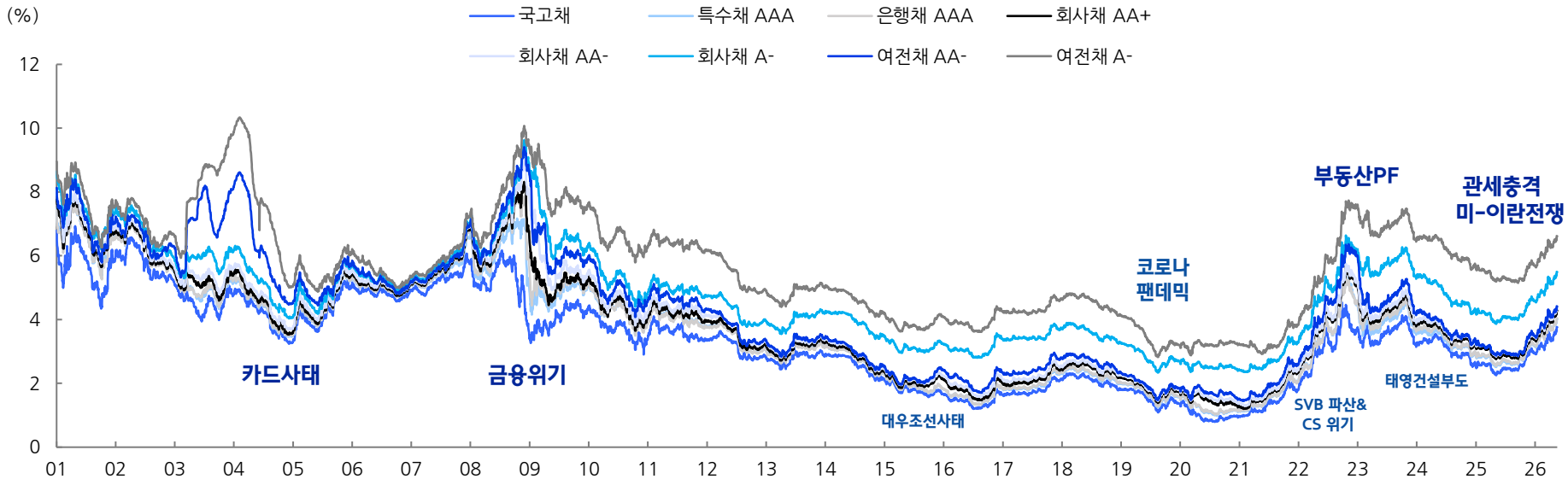
구분	2020(12)	2021(12)	2022(12)	2023(12)	2024(12)	2025(12)
매출액	585,693	605,748	712,579	882,195	933,989	974,293
EBIT	40,863	-58,601	-326,552	-45,416	83,647	134,906
EBITDA	156,343	60,781	-201,937	84,906	223,621	272,793
당기순이익	20,925	-52,292	-244,291	-47,116	36,220	86,667
총자산	2,031,421	2,111,089	2,348,050	2,397,150	2,468,078	2,549,275
총차입금	743,457	849,400	1,247,685	1,374,397	1,362,329	1,329,202
순차입금	696,234	806,505	1,176,684	1,304,353	1,312,451	1,273,827
EBIT마진	7.0	-9.7	-45.8	-5.1	9.0	13.8
EBITDA마진	26.7	10.0	-28.3	9.6	23.9	28.0
EBITDA/금융비용	6.1	2.4	-5.9	1.6	4.0	5.3
순차입금/EBITDA	4.5	13.3	-5.8	15.4	5.9	4.7
부채비율	187.5	223.2	459.1	543.3	496.7	416.9
차입금의존도	36.6	40.2	53.1	57.3	55.2	52.1

주: 연결 기준. 단위= 억원, 배, %
자료: 한국기업평가, 현대차증권

III. 크레딧의 시간 (9) 전쟁 장기화 우려로 변동성 확대

- 3월말 국고채 금리가 3.6% 상승 후 협상모드 전환하면서 3.3% 안정 ➔ 전쟁 장기화 우려로 3.7% 상승
- 미국채 30년 5.1% 금융위기 이후 최고 수준. 금리 레벨 감안할 때, 추가적인 상승 가능성 제한적이나, 전쟁 장기화 시 변동성 확대

크레딧 금리 장기 시계열 추이



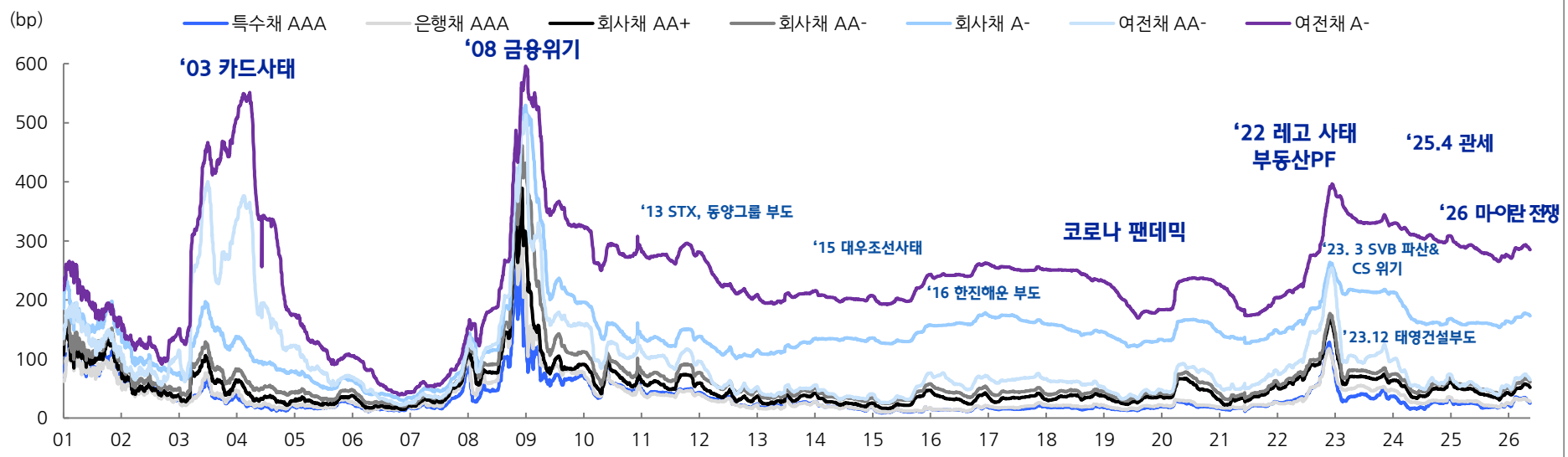
(단위: %)	최대	최소	장기평균	5년 평균	3년 평균	연초	현재수준
국고채	6.93	0.79	3.35	2.93	3.07	2.93	3.76
특수채 AAA	7.71	0.99	3.70	3.25	3.34	3.15	4.02
은행채 AAA	7.98	1.03	3.73	3.30	3.40	3.18	4.04
회사채AA+	8.32	1.20	3.89	3.52	3.58	3.35	4.28
회사채 AA-	9.01	1.30	4.02	3.60	3.67	3.43	4.37
회사채 A-	9.63	2.33	4.79	4.69	4.84	4.56	5.49
여전채 AA-	9.41	1.45	4.32	3.79	3.77	3.46	4.42
여전채 A-	10.34	2.82	5.73	5.77	6.10	5.67	6.62

주: 2001.01.02 ~ 2026.05.20 기준. 현재수준은 2026.05.20
자료: Infomax, 현대차증권

III. 크레딧의 시간 (10) 위기의 끝, 금리 매리트 부각

- 연초효과 소멸 및 구정연휴 이후 스프레드 축소 전환되는 국면에서 전쟁에 따른 금리 급등이 촉발한 손절매물, 주식 머니무브, 리스크관리 수요가 크레딧 스프레드 확대로 이어짐. 이후 협상 국면 진입으로 종전 기대가 형성되었으나, 호르무즈 역봉쇄와 전쟁 장기화 우려가 확대됨 ➔ 전쟁 불확실성 완화 시 금리 매리트 부각되면서 크레딧 수요 회복 기대

크레딧 스프레드 장기 시계열 추이



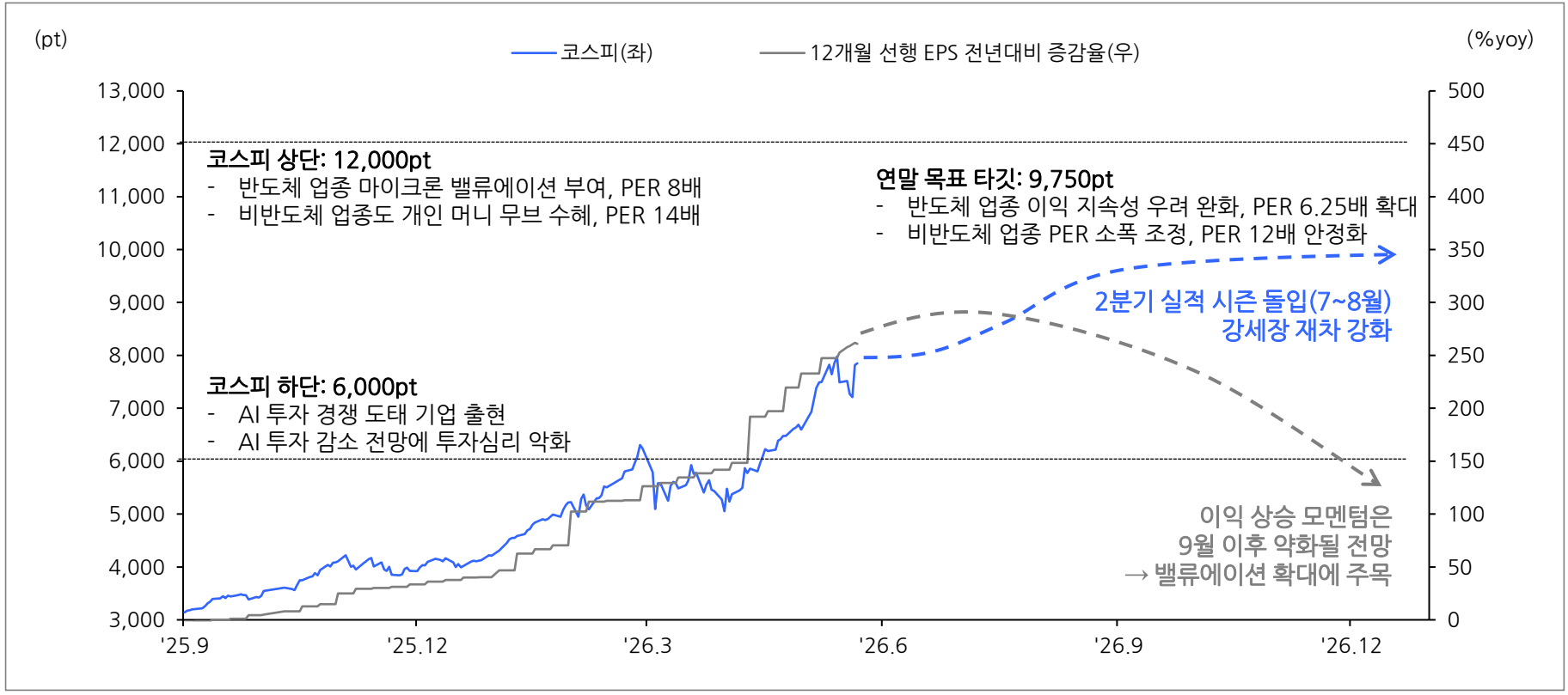
(단위: bp)	최대	최소	장기평균	5년 평균	3년 평균	연초	현재수준
특수채AAA	264.7	8.7	34.6	32.5	27.1	22.7	26.4
은행채AAA	343.3	9.7	38.1	37.0	33.2	25.3	28.6
회사채AA+	389.7	15	53.7	59.0	50.9	41.9	52.1
회사채AA-	461.0	19.7	66.8	67.5	59.8	50.3	61.3
회사채A-	529.7	29.3	143.2	176.1	176.8	163.4	173.2
여전채AA-	513.7	21.9	96.4	86.0	69.6	53.8	65.9
여전채A-	595.7	39.4	237.2	284.6	302.8	274.2	286

주: 2001.01.02 ~ 2026.05.20 기준. 현재수준은 2026.05.20
자료: Infomax, 현대차증권

3. 국내주식

코스피 2026년 타깃 상향 조정, 연말까지 9,750pt 간다

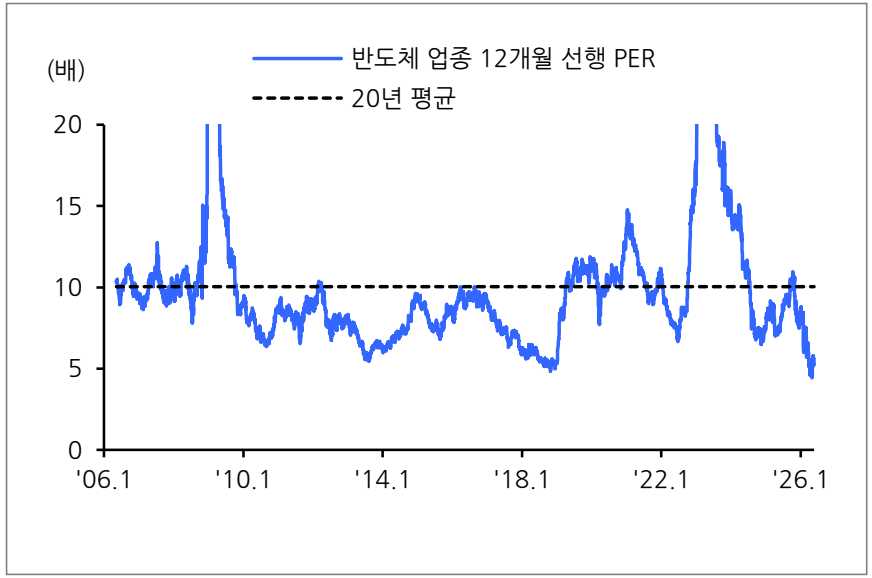
- 코스피 2026년 연말 타깃 9,750pt로 상향 조정
- Base 시나리오: 반도체 이익 지속성 우려 완화에 반도체 업종 밸류에이션 2018년 평균 6.25배 회복, 연말 지수 타깃 9,750pt
- Bull 시나리오: 반도체 업종 마이크론의 12개월 선행 PER 8배까지 상승 가능, 비반도체 업종도 머니 무브에 강세, 12,000pt 상단 전망
- Bear 시나리오: AI 경쟁 심화되면서 AI 기업 경쟁 도태되면서 투자심리 위축, 약세장(-20%) 진입, 6,000pt 하단 전망



Base 시나리오: 코스피 연말 9,750pt 전망

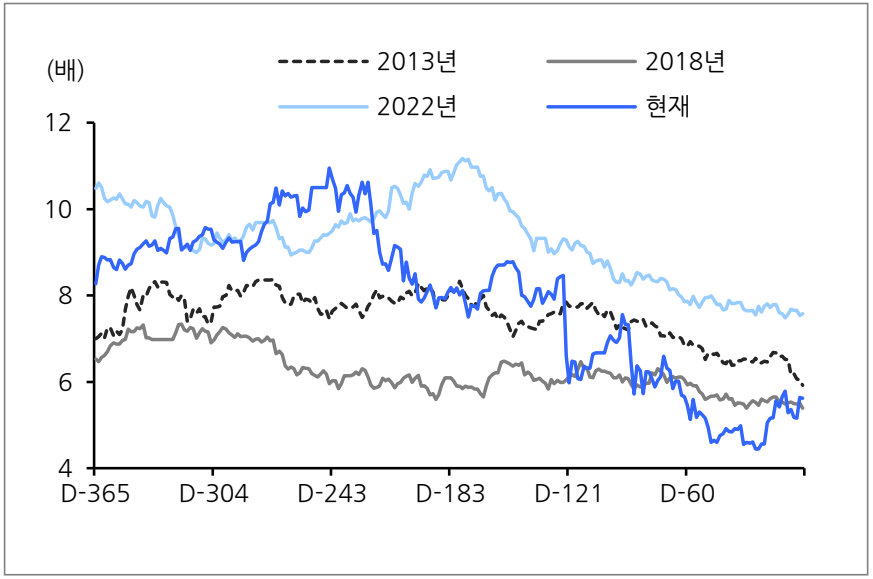
- 국내 반도체 업종의 12개월 선행 PER은 역사적 저점 수준
- 코스피 반도체 업종의 12개월 선행 PER은 현재 5.62배로 최근 20년 평균 10배를 하회
- 반도체 업종의 12개월 선행 당기순이익이 작년말 136.7조원에서 5월 22일 현재 552조원으로 약 304% 상승했지만, 시가총액은 161% 상승에 그쳐 시가총액/순이익의 비율인 PER이 하락한 것
- 반도체 업종의 올해와 내년의 높은 이익 전망에도 불구하고 미래 이익 지속성에 대한 우려에 낮은 밸류에이션을 받고 있는 것
- 과거 반도체 이익 성장 사이클이 나타났던 2013년, 2018년, 2022년의 이익 피크 아웃 직전 1년간 PER 평균인 7.5배, 6.25배, 9.3배 중 최저치였던 6.25배까진 회복될 수 있을 전망. 현재 밸류에이션은 과거 반도체 사이클 이익 피크아웃 직전 수준

반도체 PER, 20년래 최저 수준



자료: 에프앤가이드, 현대차증권

반도체 밸류에이션 과거 반도체 사이클 이익 피크아웃 직전 수준

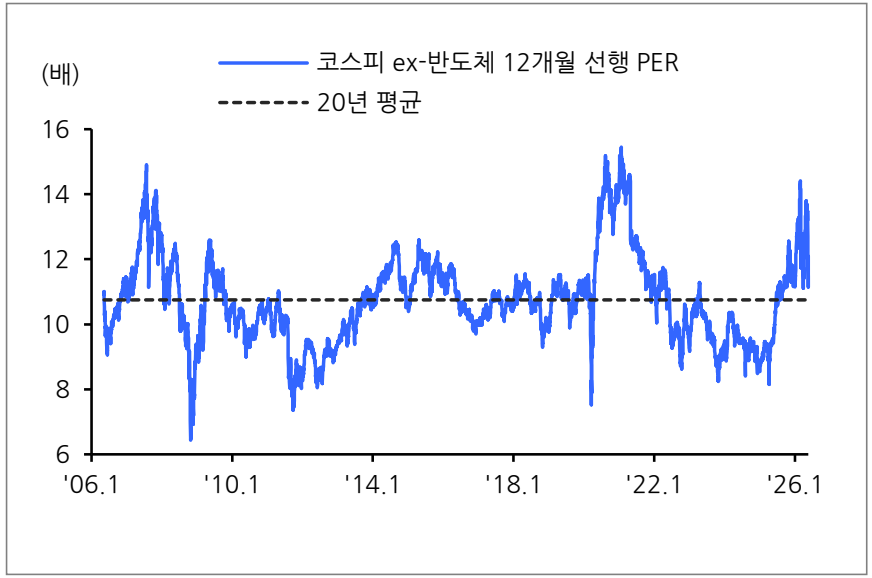


주: 반도체 업종 이익 피크아웃일자를 기점으로 1년전 PER 추이, 현재는 최근 1년간 PER 추이
자료: 에프앤가이드, 현대차증권

Base 시나리오: 코스피 연말 9,750pt 전망

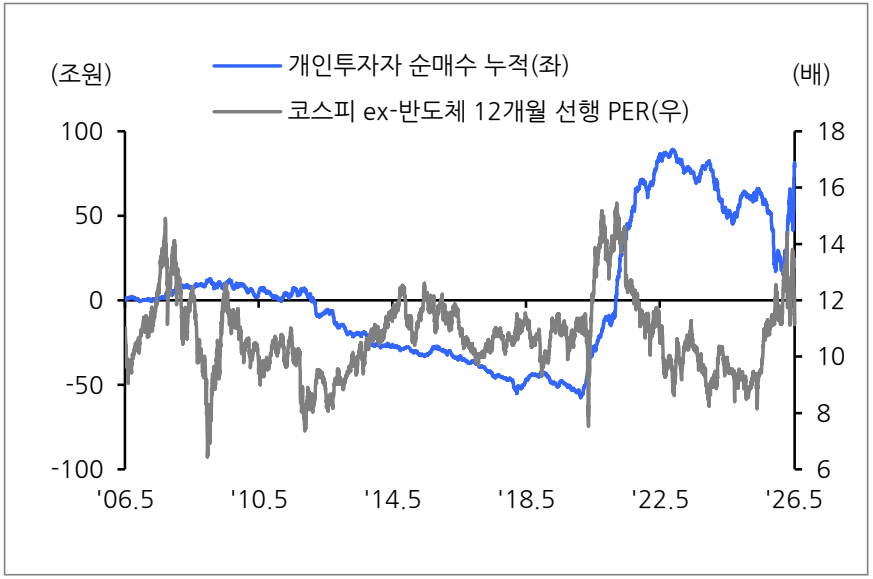
- 국내 반도체 이외 업종의 12개월 선행 PER은 현재 12.1배로 최근 20년 평균 10.8배를 상회
- 반도체 이외 업종의 실적 상향 조정은 크지 않지만, 시가총액이 더 크게 상승한 영향
- 반도체 중심 강세장에 개인투자자를 중심으로 강한 자금 유입이 발생하면서 반도체 이외 업종의 밸류에이션이 함께 확대. 12배 밸류에이션 정당
- 5월 8일 기준, 반도체 업종은 2027년 순이익 전망치 615조원에 12개월 선행 PER 6.25배를 적용, 시가총액은 3,844조원으로 36% 상승 가능. 반도체 이외 업종은 2027년 순이익 전망치 256조원에 12개월 선행 PER 12배를 고려해 시가총액은 3,068조원으로 현재와 유사할 전망
- 전체 시가총액은 6,912조원으로 +30% 늘어날 전망, 지수 기준으로는 9,750pt에 도달할 것으로 전망(7,500pt X 130% = 9,750)

코스피 ex-반도체 PER, 20년 평균 상회



자료: 에프앤가이드, 현대차증권

개인 순매수 확대되는 시기 ex-반도체 업종 PER 동반 상승

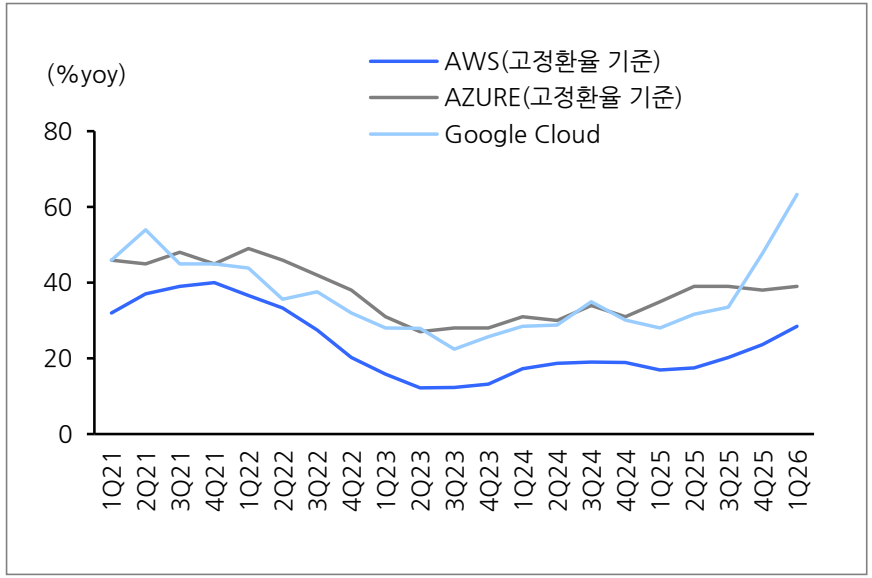


자료: 에프앤가이드, 현대차증권

[하반기 전략] ① 확인된 AI 수요, 반도체 중심 포트폴리오 유효

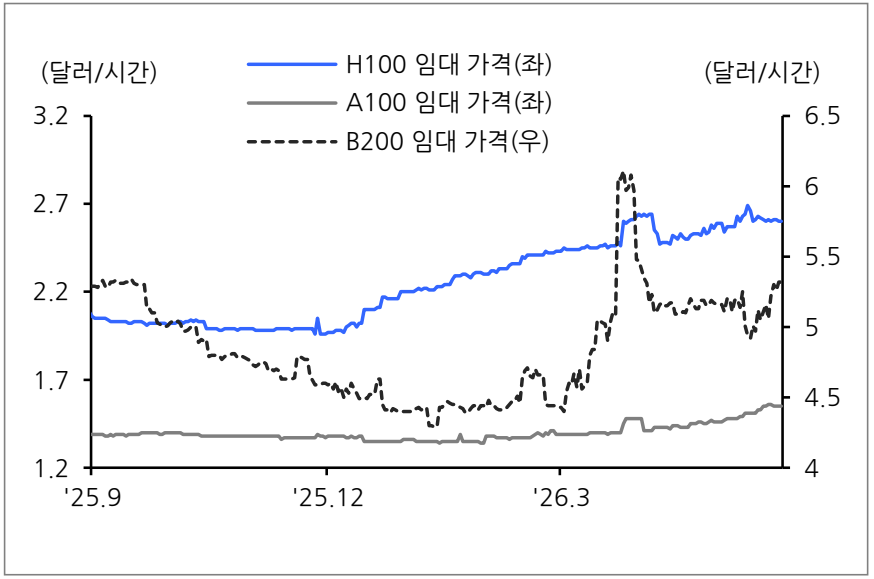
- 미국 하이퍼스케일러의 1분기 실적 시즌에서 강한 AI 수요 확대가 확인
- AI 서비스를 제공하는 클라우드 서비스의 매출 증가 눈에 띔. 특히 구글 클라우드 1분기 매출은 전년대비 63% 증가
- 에이전틱 AI 이용 확대가 강한 AI 수요를 이끎. AI 활용에 있어서 에이전틱 AI는 사용자의 실질적인 효용을 발생
- 추론의 시대로 넘어가면서 AI 서비스의 경쟁은 AI 모델 능력에서 대규모 컴퓨팅 인프라 자원 확보와 안정적인 서비스 공급으로 전환되고 있음
- 컴퓨팅 파워에 대한 수요를 나타내는 GPU 임대 가격 상승도 AI 컴퓨팅 수요 증가가 공급 확충 속도보다 빠르다는 것을 보여줌

주요 하이퍼스케일러 AI 클라우드 서비스 수요 증가



주: 고정환율 기준 성장률이란 전년 동기 환율을 그대로 적용한 성장률로 글로벌 매출에서 환율 효과를 제외해 실제 성장률을 계산하기 위한 방법론
자료: FACTSET, 현대차증권

AI 컴퓨팅 파워 임대 가격 상승세는 강한 AI 수요 나타냄

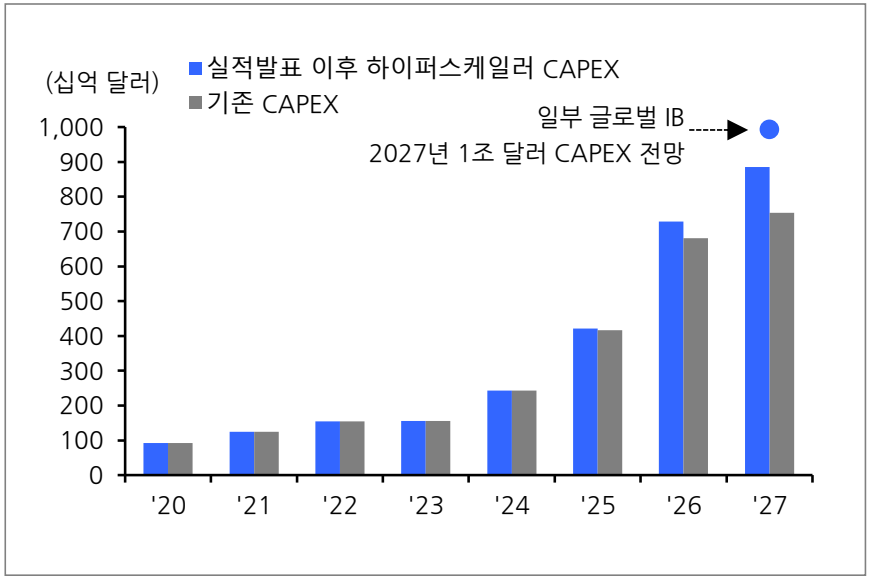


자료: 블룸버그, 현대차증권

[하반기 전략] ① 확인된 AI 수요, 반도체 중심 포트폴리오 유효

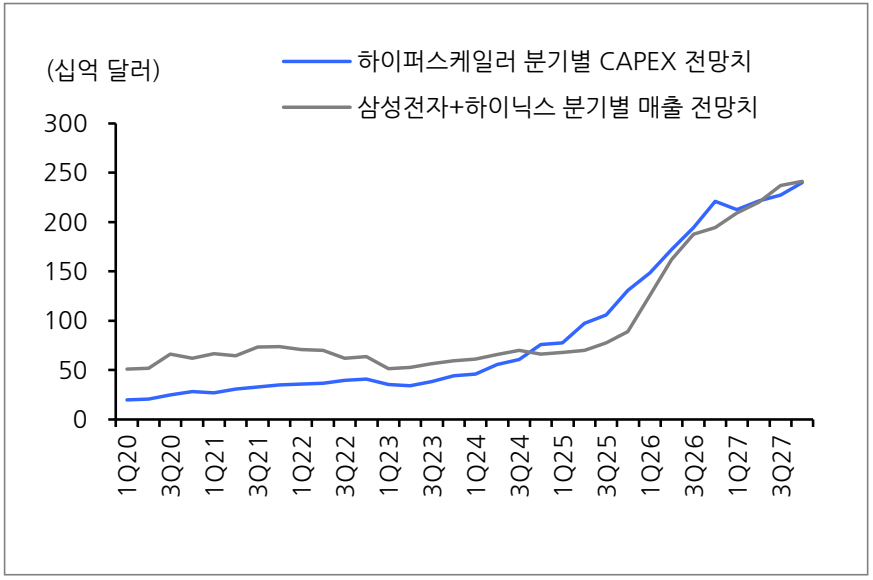
- 강한 AI 수요에 하이퍼스케일러의 올해와 내년 CAPEX 전망치가 상향
- 하이퍼스케일러의 2026년 CAPEX 전망치 컨센서스는 실적 발표 이전 6,807억 달러에서 이후 7,287억 달러로 상향 조정
- 특히 주목할 점은 내년도 CAPEX 전망치 상향 수정. 기존 7,536억 달러에서 8,857억 달러로 1,000억 달러 이상 증가
- 일부 글로벌 IB들은 실적 발표 이후 하이퍼스케일러의 2027년 CAPEX를 1조 달러의 이상으로 전망
- 국내 반도체는 AI 추론 수요 확대에 따른 CAPEX 투자에 가장 직접적인 수혜 업종
- 2027년 CAPEX 성장률 전망치 상향은 국내 반도체 업종의 이익의 지속성에 대한 자신감을 강화할 것

하이퍼스케일러 CAPEX 전망 2027년 중심 상향 조정



주: 아마존, 구글, 마이크로소프트, 메타, 오라클의 연도별 CAPEX 전망치 컨센서스 합
자료: FACTSET, 현대차증권

CAPEX 증가는 국내 반도체 매출 증가로 이어짐

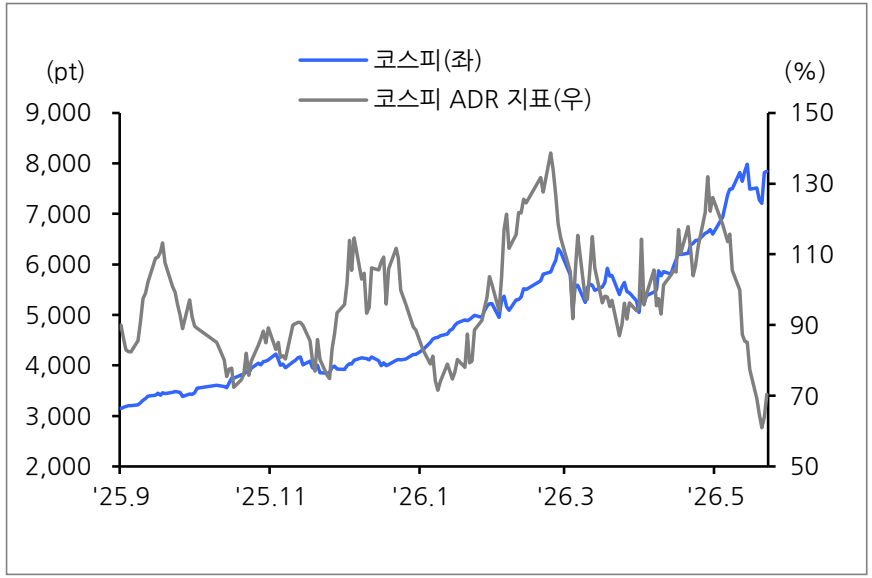


주: 아마존, 구글, 마이크로소프트, 메타, 오라클의 연도별 CAPEX 전망치 컨센서스 합
자료: FACTSET, 현대차증권

[하반기 전략] ① 확인된 AI 수요, 반도체 중심 포트폴리오 유효

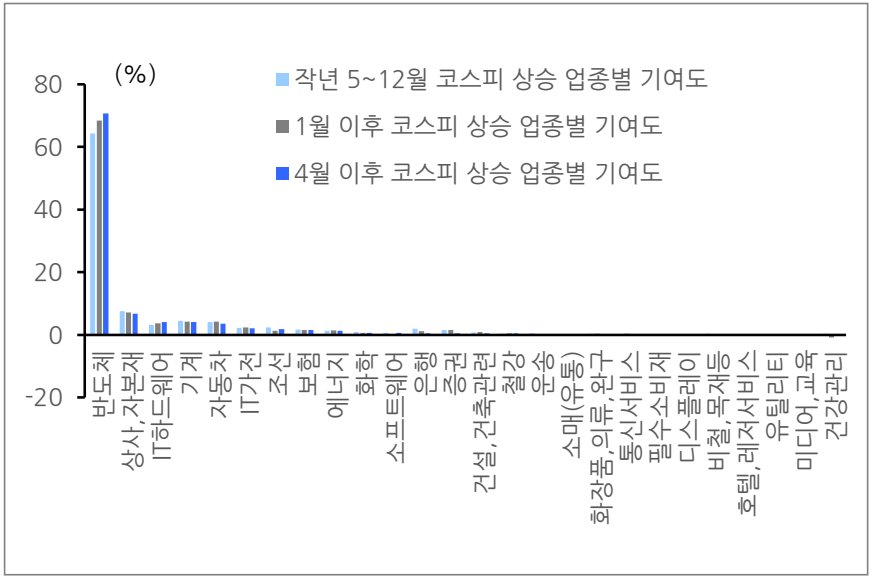
- 코스피는 글로벌 AI 투자 확대 과정에서 국내 반도체 업종의 메모리 반도체 독점적 지위 확인되면서 글로벌 성장주로 재평가
- 반도체주 약세 시 코스피 시장 전체 모멘텀 빠르게 잃을 수 있음. 반도체 약세와 함께 코스피 약세장 돌입 가능성 농후
- 비-반도체 & 비-AI 업종으로 순환매 대신 반도체 중심으로 한 주도주 내 교체매매 전략이 유효
- AI 인프라 확대에 수혜를 받는 반도체, 전력기기, IT하드웨어를 중심으로 포트폴리오 구성할 필요
- 또한, 반도체로 인한 증시 강세장 진입에 따른 증권주, 고소득층 소비 확대로 인한 백화점의 키맞추기 이어질 전망

레벨 부담 높아진 상황에서 주도주 쏠림은 확대될 전망



자료: 에프앤가이드, 현대차증권

반도체 업종 코스피 상승 기여도는 시간이 갈수록 높아지고 있음

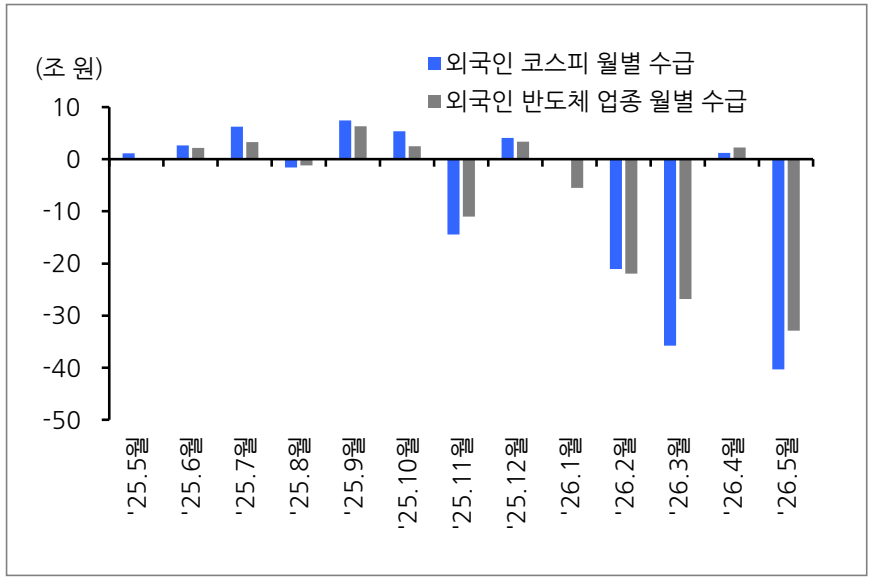


자료: 에프앤가이드, 현대차증권

[하반기 전략] ② ETF 투자 시대, 대형주 중심 강세장 전망

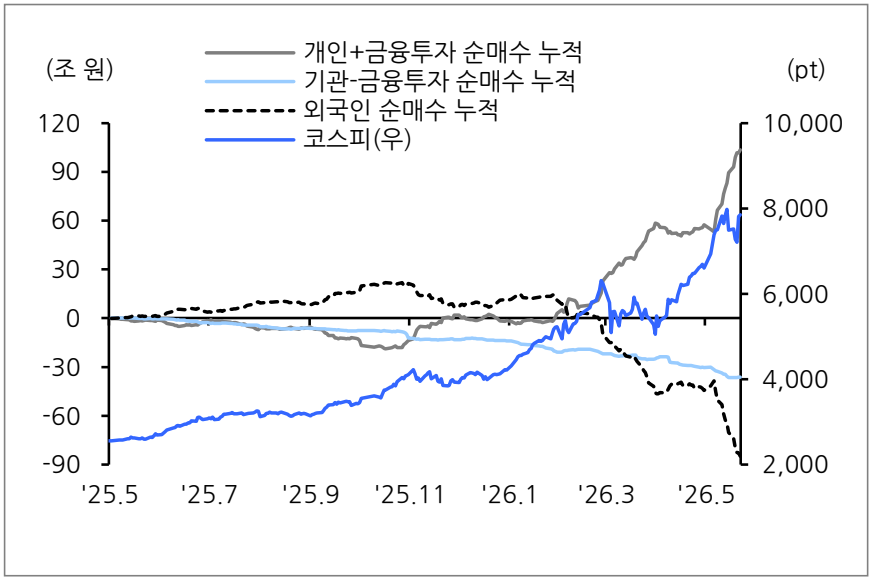
- 과거 코스피 방향성은 외국인 수급이 주로 결정
- 다만 코스피가 작년 5월 이후 강세 보이고 있지만, 외국인은 순매도 움직임. 올해 2월 이후 외국인 순매도는 확대되고 있음
- 올해 외국인 수급과 지수 방향성의 관계는 약화. 반면 개인 투자자의 수급이 시장의 방향성을 결정하고 있음
- 특히 개인들의 ETF 순매수 확대가 눈에 띔. 투자자별 ETF 순매수 대금을 보면 개인 투자자 비중이 가장 높음
- 개인들의 ETF 매수 시 LP · AP를 담당하는 증권사는 수요를 맞추기 위해 기초주식 바스켓을 매수. 이것이 금융투자의 주식 순매수로 나타남
- 개인 투자자들의 개별종목 및 ETF 순매수가 이번 강세장을 이끄는 가장 큰 동력임을 알 수 있음

외국인 올해 2월부터 반도체 중심 순매도 확대



자료: 에프앤가이드, 현대차증권

코스피 투자자별 순매수 동향, 개인이 시장 상승 이끌고 있음



자료: 에프앤가이드, 현대차증권

[하반기 전략] ② ETF 투자 시대, 대형주 중심 강세장 전망

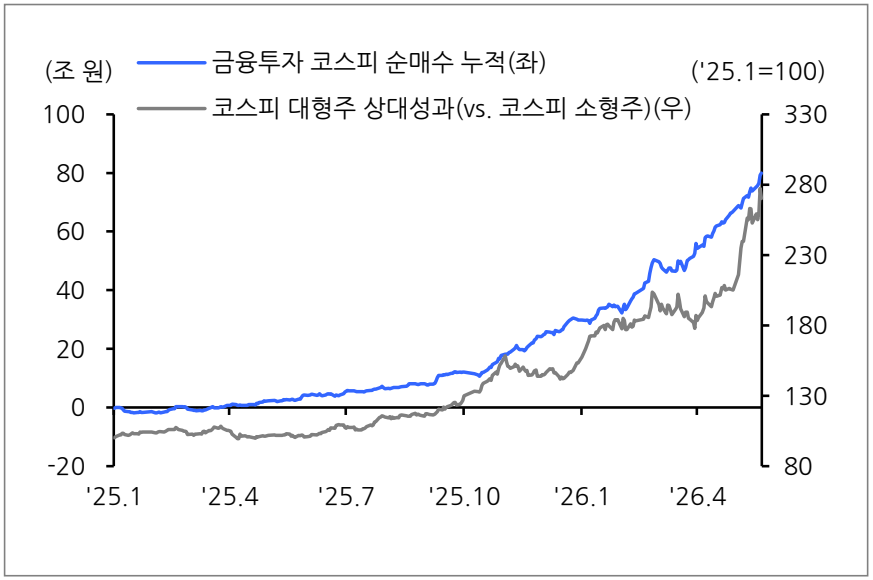
- 패시브 투자 방식인 ETF 투자 확대는 대형주의 상대적인 강세를 야기
- ETF 순매수는 본질적으로 주식 바스켓 매수. 국내 상장 주식형 ETF는 주로 대형주와 반도체 등을 추종
- 주요 ETF가 시가총액 가중 방식으로 구성된다는 점에서 ETF로 자금 유입될수록 시가총액 상위주 기계적 순매수 야기, 대형주 강세 발생
- 개인들의 ETF 순매수 확대는 이어질 전망. 과거 개별종목 투자에서 ETF를 통한 시장 방향성 · 산업/테마 · 레버리지 투자가 각광받기 때문
- 또한 장기 투자 관점에서 ISA, 연금저축, IRP, DC형 퇴직연금 등을 통한 ETF 투자 늘고 있음
- 외국인 순매수 확대 시 시가총액 상위주 중심 순매수에 대형주 강세 나타났던 것처럼, ETF 순매수 확대되는 시기에 대형주 아웃퍼폼 경향
- 개인 투자자들의 ETF 투자 시대가 열렸다는 점에서 하반기에도 대형주 중심 강세장이 이어질 것으로 전망됨

국내 상장 주식형 ETF는 주로 대형주와 반도체를 추종

순위	ETF 명	AUM(백만 원)	국내주식형 ETF 총액 중 비중(%)
1	KODEX 200	26,754,615	11.6
2	TIGER 반도체TOP10	13,996,800	6.1
3	TIGER 200	10,726,936	4.7
4	KODEX 레버리지	9,838,360	4.3
5	KODEX 200TR	8,537,384	3.7
6	KODEX 반도체	7,440,675	3.2
7	TIGER MSCI Korea TR	5,896,315	2.6
8	KODEX 200타겟위클리커버드콜	5,895,183	2.6
9	KODEX 코스닥150	5,351,479	2.3
10	KODEX AI전력핵심설비	4,693,668	2.0
11	RISE 200	4,556,328	2.0
12	KODEX 코스닥150레버리지	4,066,020	1.8
13	KODEX 삼성그룹	3,867,927	1.7
14	HANARO Fn K-반도체	3,661,541	1.6
15	SOL AI반도체TOP2플러스	3,051,945	1.3

자료: 인포맥스, 현대차증권

코스피 금융투자 순매수 확대는 대형주 강세장 이끎

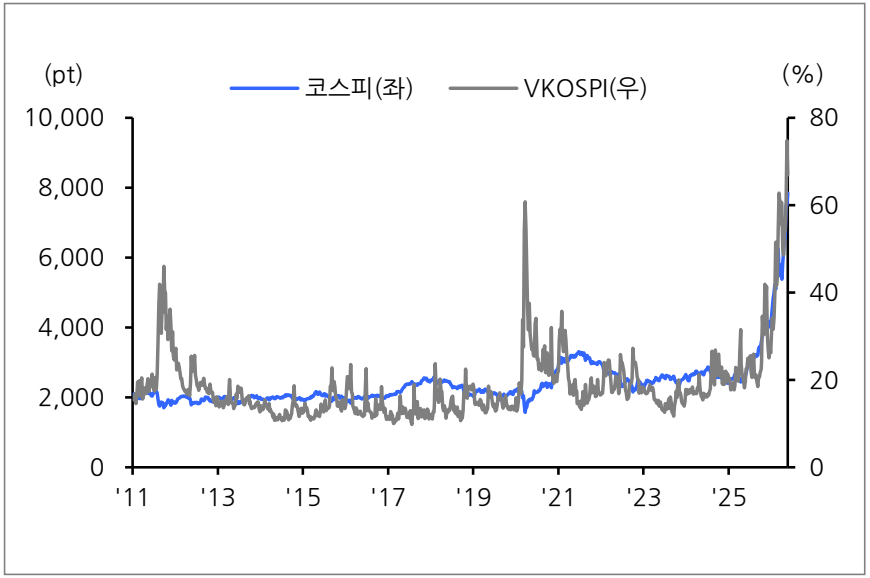


자료: 에프앤가이드, 현대차증권

[하반기 전략] ③ 높아진 변동성, 저가 매수 기회로 삼아야

- 작년 5월 이후 코스피 강세장을 보이고 있지만, 주식시장의 변동성을 나타내는 VKOSPI도 함께 상승하고 있음
- S&P500이 강세장을 보일 때 VIX가 낮아진다는 점에서 현재 코스피에서 강세장과 고변동성이 동시에 나타나는 것은 이례적인 현상
- 코스피에서 반도체 비중이 50%에 육박하면서 개별종목 변동성이 시장에 미치는 영향력이 커졌고, 레버리지 ETF를 통한 투자가 늘어난 영향
- VKOSPI 상승을 시장 하락의 신호로 보면 안됨. 코스피의 상승 속도와 쏠림이 강했다는 현상으로 해석해야 함
- 다만 VKOSPI 확대는 향후 조정의 폭이 과거 대비 커질 수 있다는 점을 내포. 강세장이 유지되어도 코스피 조정의 폭과 속도는 커질 수 있음
- 2000년대 이후 강세장을 분석하면 -10%대 조정 항상 존재. 이번 강세장은 총 상승률 높다는 점에서 최대 하락률도 함께 높아짐
- 강세장의 이유가 훼손되지 않는다면 변동성 확대는 더 빠른 회복을 야기. 높아진 변동성을 저가 매수 기회로 삼아야하는 이유

코스피 강세장과 고변동성이 동시에 나타나고 있음



자료: 블룸버그, 현대차증권

코스피 강세장에서 상승률 높을수록 최대 하락률도 커지는 경향

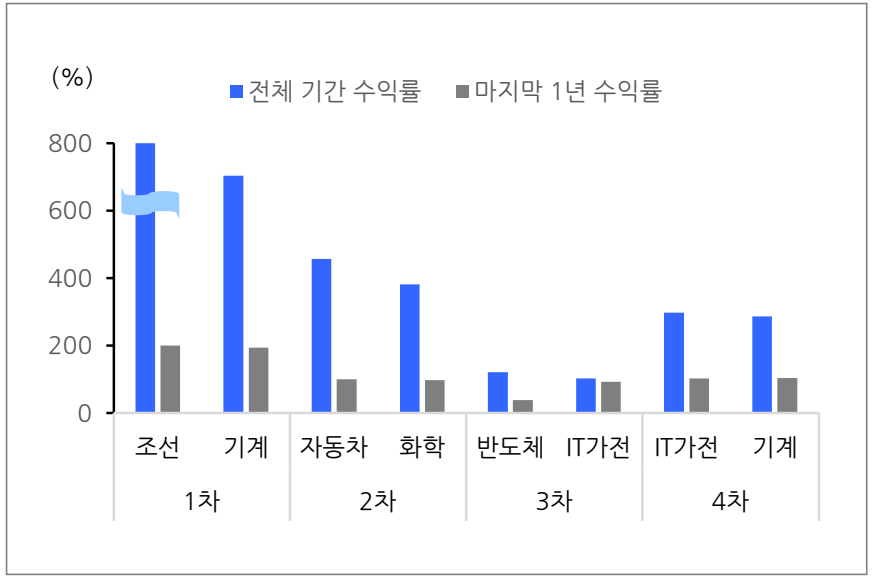
강세장 구분	강세장 기간	총 상승률	최대 하락률	회복 기간
1차	'04.8-'07.10	187%	-18.3%	46일
2차	'08.10-'11.5	137%	-19.7%	47일
3차	'16.2-'18.1	42%	-5.4%	61일
4차	'20.3-'21.7	127%	-7.8%	41일
5차(현재)	'25.4-	242%	-19.9%	21일

자료: 에프앤가이드, 현대차증권

[하반기 전략] ③ 높아진 변동성, 저가 매수 기회로 삼아야

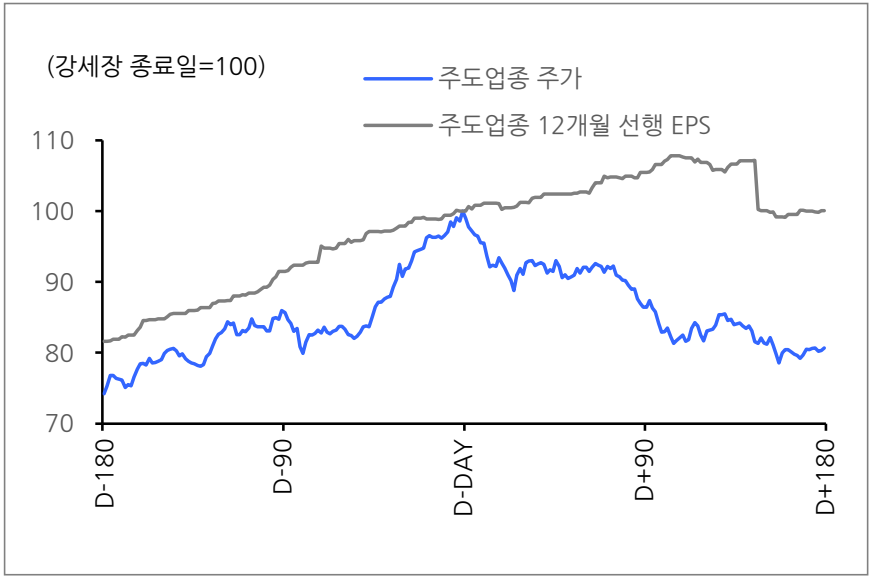
- 코스피의 주도 업종은 수출과 연관. 2004~2007년에는 조선/기계를 중심으로 강세를 보였고, 2008~2011년에는 자동차와 화학, 2016~2018년에는 반도체와 IT가전, 2020~2021년에는 IT가전과 기계가 강세를 주도
- 강세장의 주도 업종은 강세장 마지막 1년 동안에도 성과 양호. 강세장 마지막 1년동안 26개 업종 중 성과 5위 이내로 들어감
- 주도 업종의 약세장 진입은 전체 강세장 사이클의 종료를 의미. 일반적으로 미래 이익 전망 하향 조정 6개월 전부터 주가 피크 아웃
- 그러므로 주도 업종의 이익 전망 피크 아웃 6개월 이전까진 주도 업종 중심으로 가져 가야함
- 이번 강세장의 주도 섹터는 반도체와 기계(전력기기). 조정 나타날 경우 반도체 업종 중심으로 저가 매수 기회로 삼아야 함

강세장 주도 섹터는 마지막 1년 기간에도 주도 섹터



자료: 에프앤가이드, 현대차증권

주도 업종의 미래 이익 전망 하향 조정 이전에 주가 조정 시작



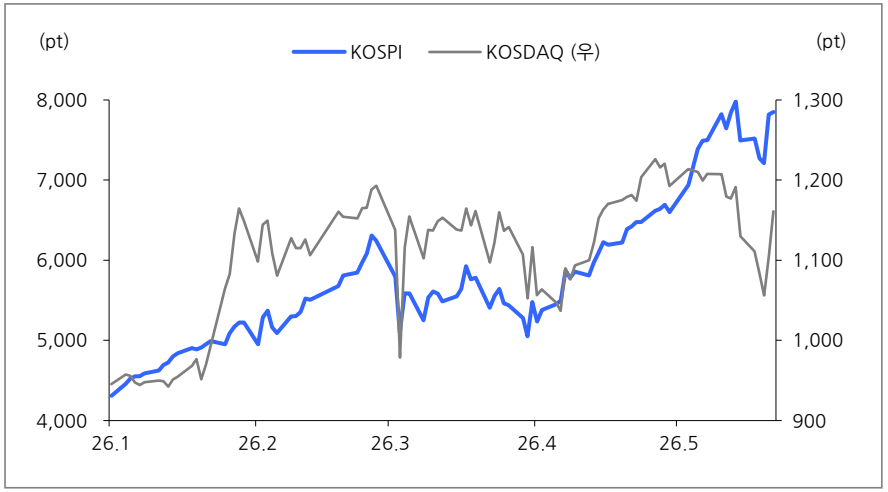
주: 과거 4차례 강세장에서 강세장 종료일(D-DAY) 전후 6개월간 주도 업종 주가 및 12개월 선행 EPS 평균 추이
자료: 에프앤가이드, 현대차증권

4. 퀀트

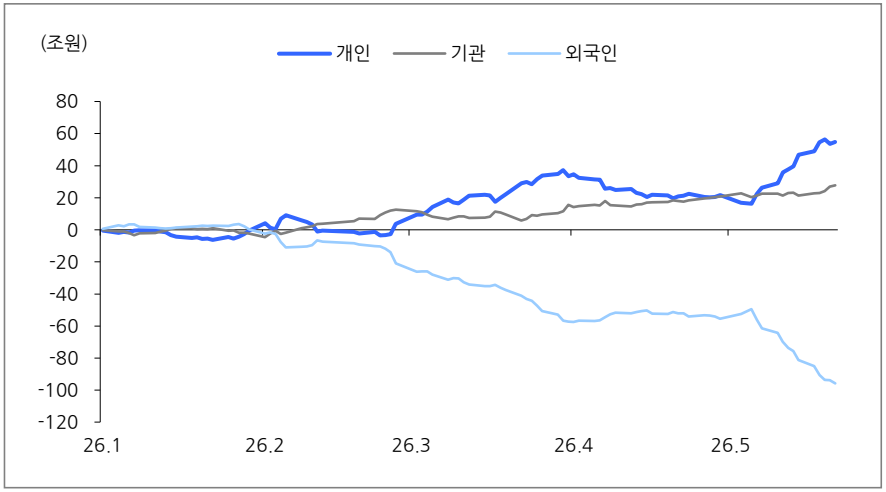
2026년 상반기 회고 – 압도적 성과 but 압축된 동력

- 2026년 상반기 KOSPI는 1/27일 종가 기준 5,000선 첫 돌파 이후 단 4개월 만에 8,000선까지 도달, 2026년 YTD +86% 기록 중
- 수급 주체별 분화 뚜렷 → 개인 · 기관 순매수 vs 외국인 순매도 약 -95.7조원, 외국인 매도 우위 속 지수 신고가 시현이라는 이례적 패턴
- 전례 없는 강세에도 불구하고, 지수 수익률을 상회한 업종은 단 3개에 불과 → 소수 업종에 집중 · 압축된 상승 동력

2026년 KOSPI, KOSDAQ 추이

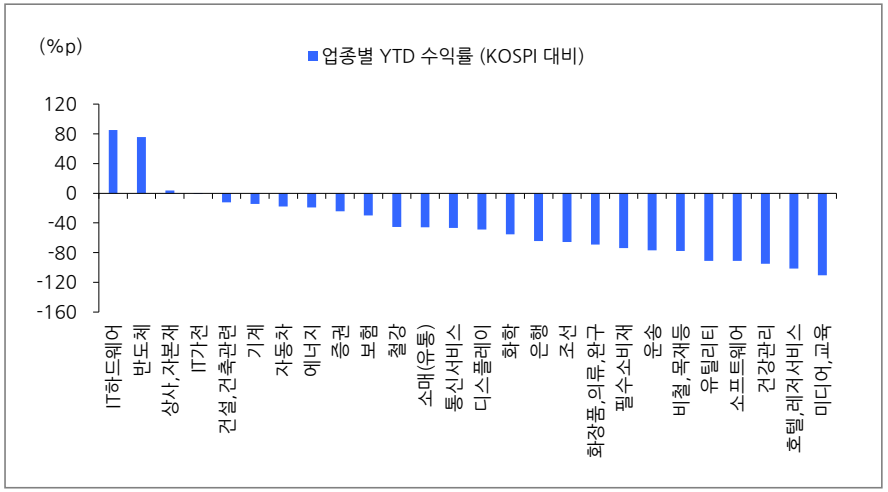


KOSPI 수급 주체별 2026년 누적 순매수



자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

KOSPI를 이긴 업종은 3개에 불과

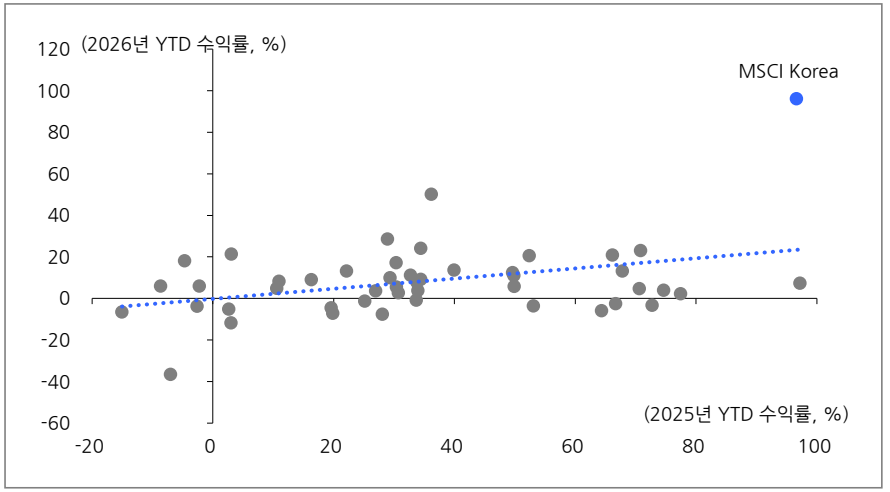


자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

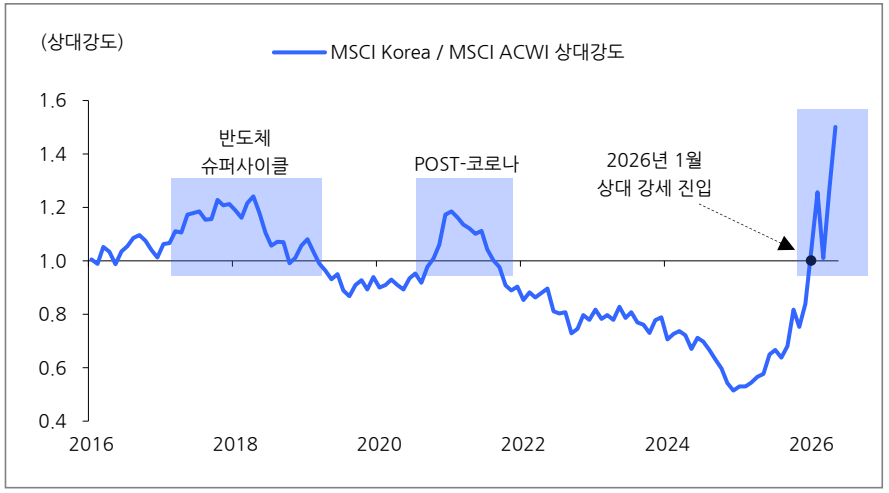
글로벌 대비 한국 증시 - 2년 연속 Outlier

- 25~26년 2년 연속 한국이 글로벌 주요 지수 수익률 상위권에 위치(25년 2위, 26년 1위, MSCI 기준)
- 한국 증시의 전세계 대비 상대강도 역시 급등세 지속되며 2026년 1월 이후로는 상대 강세 국면 진입. 17~18년 반도체 슈퍼사이클 및 20~21년 POST-코로나 시기의 상대강도 고점도 돌파
- 반도체 의존도가 높은 대만(TWSE) 대비로도 KOSPI 상대강도가 2025년 이후 우상향 지속. 동 기간 삼성전자+SK하이닉스의 시가총액은 TSMC의 약 1.2배까지 확장

MSCI 주요국 지수 2025, 2026년 수익률

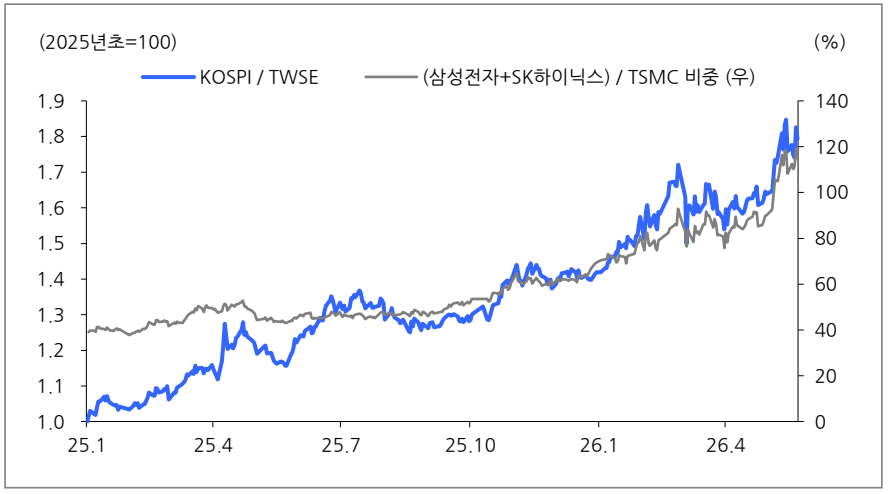


MSCI Korea/MSCI ACWI 상대강도 추이



자료 : Factset, 현대차증권

KOSPI/TWSE 상대강도와 반도체 주요 종목 비중

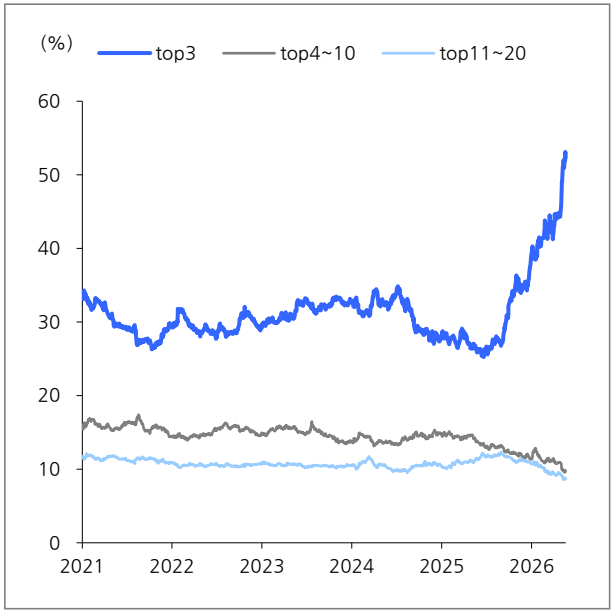


자료 : Factset, 현대차증권

시가총액 집중도 심화

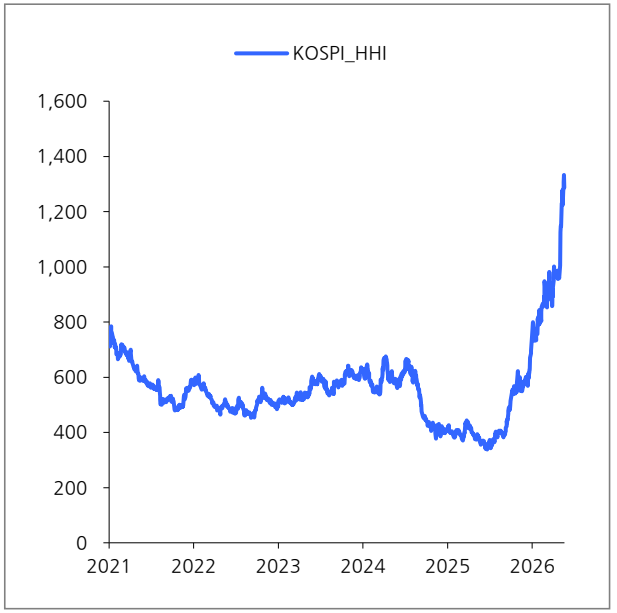
- KOSPI 시가총액 상위 3종목의 비중은 25년 하반기 약 27%에서 현재 약 52%로 급등, 반면 4~10위 및 11~20위 구간 비중은 오히려 비중 축소되고 있어 쏠림이 최상위권에 집중되고 있음
- 시장집중도 지수(HHI) 역시 동기간 약 700에서 1,288으로 1.8배 이상 상승해 최고치 기록 중
- 집중도 기준 유효 종목 수는 약 8개로 축소, 코스피 810개 상장 종목에도 불구하고 지수 등락이 소수 종목의 일간 변동에 종속되는 구조
- 누적 집중 곡선상 현재 곡선이 과거 어느 시점보다 가파르게 상승, 분포 형태 자체가 단기간에 극단적으로 변형 - 강세장의 외형 이면에 구조적 취약성 내재되어 있는 상황

KOSPI 시가총액 상위 구간별 비중 추이



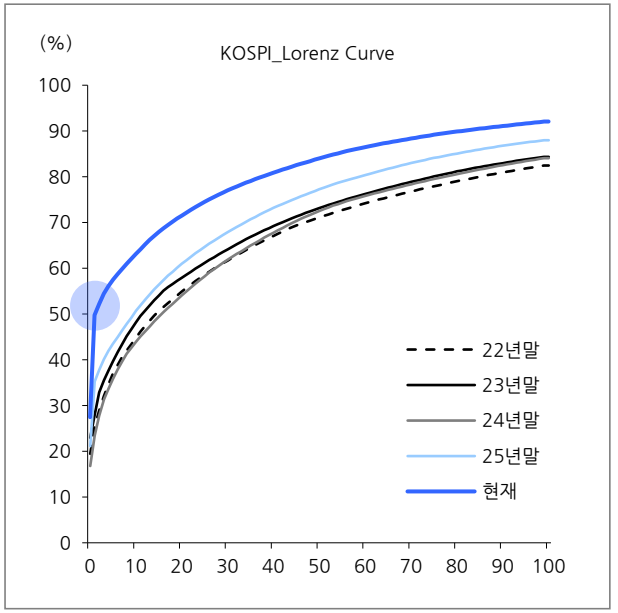
자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

KOSPI 시장 집중도(HHI) 지수



자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권
주: Herfindahl-Hirschman index는 전 종목 시가총액 비중의 제곱합

KOSPI 시가총액 로렌츠 곡선

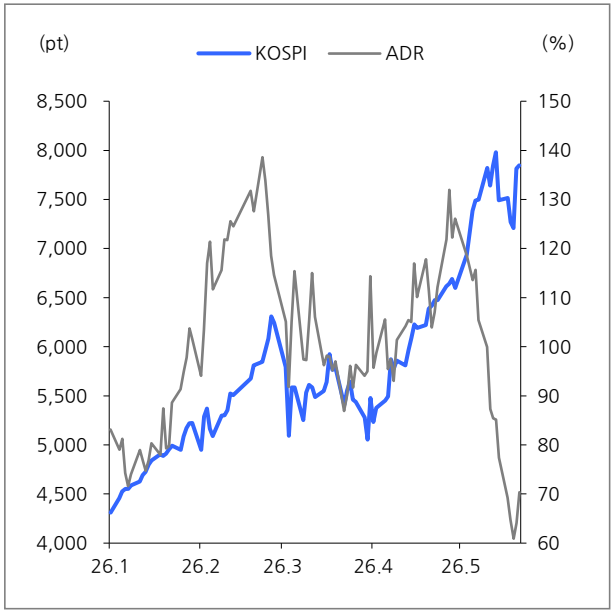


자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권
주: 시가총액 순위 상위 종목부터 누적한 비중 곡선

Breadth 진단 – 좁은 상승, 강해지는 동조화

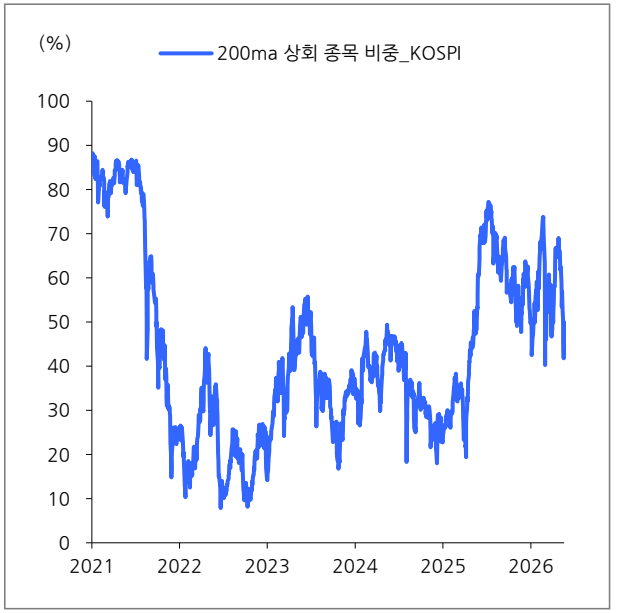
- KOSPI 신고가 경신 구간에서 ADR(상승/하락 종목 비율)이 26년 4월 이후 하락. 26년 5월에는 지수 상승에도 상승 종목 수가 하락 종목 수에 미치지 못하는 국면
- 200일 이동평균을 상회하는 종목 비율은 26년 5월 약 50% 수준, 25년 말 75%대에서 후퇴. 추세적으로 강세를 이어가고 있는 종목군도 줄어드는 중
- 해당 과정에서 종목 간 60일 Rolling 평균 상관계수가 급등(KOSPI200 기준). 통상 약세장에서 상승하고 강세장에서 하락하는 지표가 최근 강세장에도 불구하고 높은 수준을 유지하고 있는 이례적 현상 확인

KOSPI ADR 지표



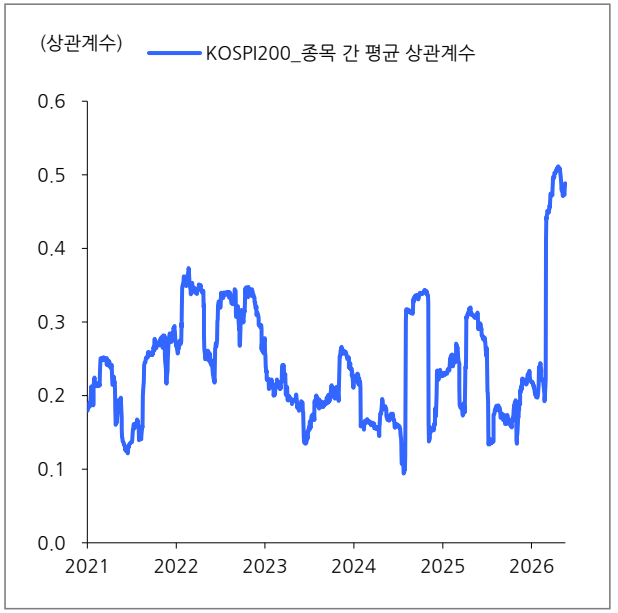
자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

KOSPI 200일 평균 상회 종목 비중



자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

KOSPI200 종목 간 평균 상관계수

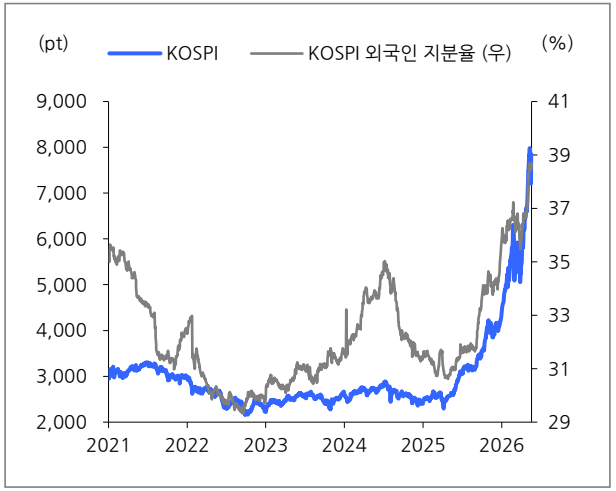


자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권
주: KOSPI200 종목쌍 간 상관계수의 평균

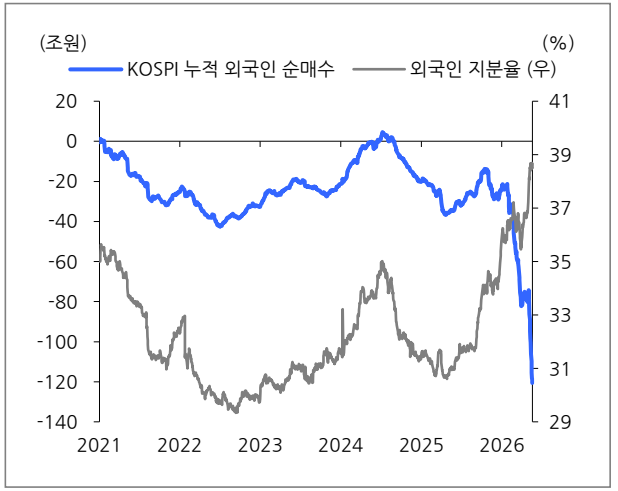
외국인 매매 패턴의 변화

- KOSPI의 강한 상승세에도 불구하고, 외국인은 2026년 95조원 이상의 순매도를 기록. 그러나 같은 기간 외국인 KOSPI 지분율은 지속 상승
- 외국인이 대규모 순매도에도 불구하고 지분율은 올라가는 이례적 디커플링. 외국인 보유 종목이 KOSPI 평균 대비 압도적으로 상승하면서, 매도에도 불구하고 보유 가치가 더 비싸지는 구조라는 해석

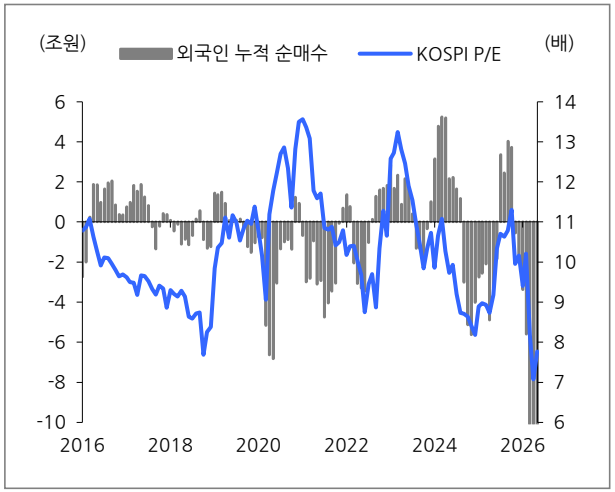
KOSPI와 외국인 지분율 추이



외국인 누적 순매수와 외국인 지분율

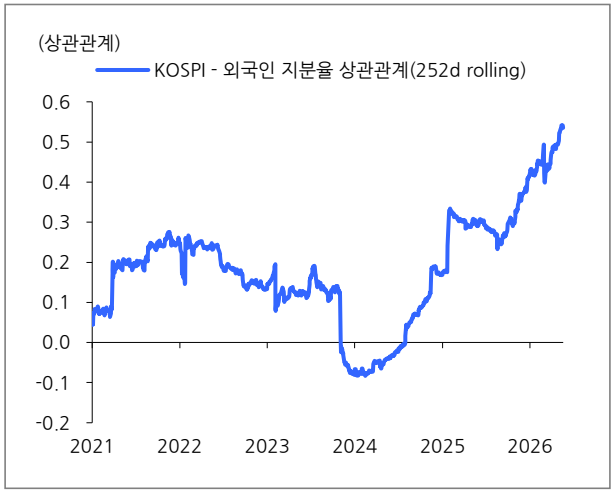


외국인 누적 순매수와 12m fwd. P/E



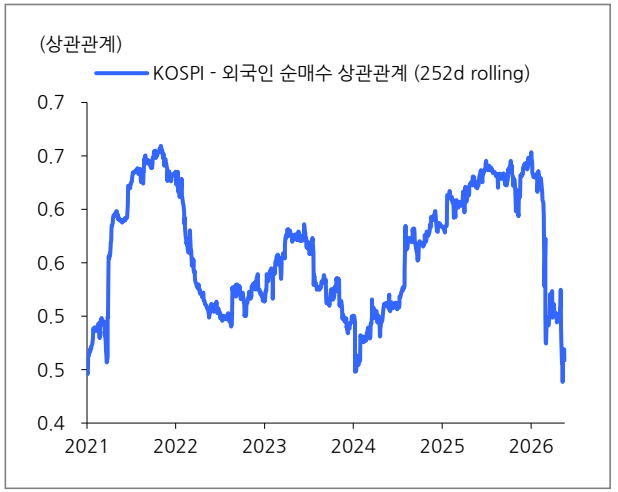
자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

KOSPI - 외국인 지분율 상관계수



자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

KOSPI - 외국인 순매수 상관계수

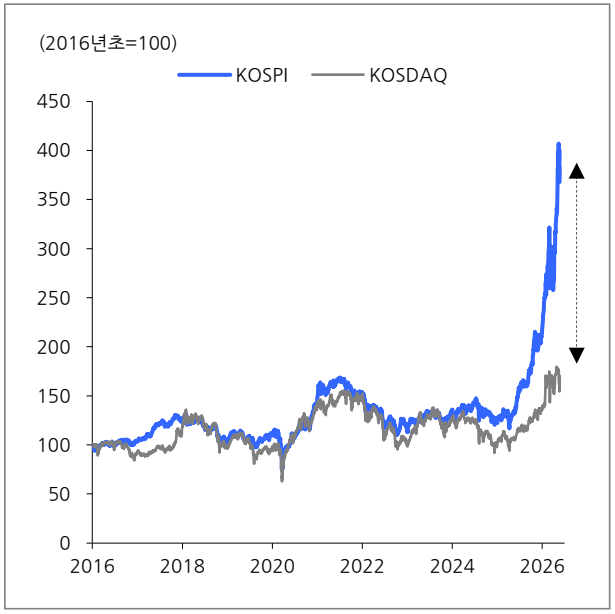


자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

KOSPI - KOSDAQ의 디커플링

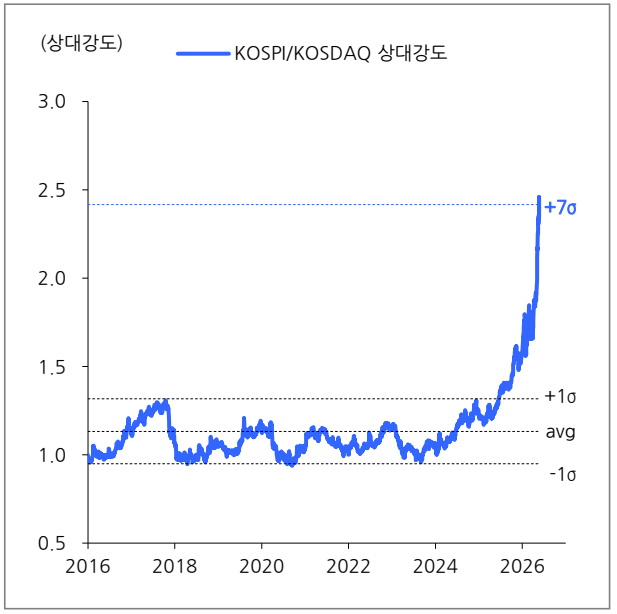
- KOSPI와 KOSDAQ은 2016년 이후 약 10년간 유사한 흐름을 이어왔으나 2024년 이후 디커플링 시작. 2016년 이후 KOSPI가 약 4배 상승하는 동안, KOSDAQ은 약 1.75배 상승하는데 그침
- KOSPI/KOSDAQ 상대강도가 2026년 들어 평균 대비 +7σ 수준까지 급등, 2016년 이후 어떤 시점보다도 통계적으로 이례적인 영역 진입
- 가격 디커플링의 배경에는 펀더멘털 차별화가 동반. KOSPI 대비 KOSDAQ의 영업이익 비중이 2020~22년 약 6~8% 수준에서 2026년 약 1.5%까지 하락, 가격뿐 아니라 이익 창출 체력 자체가 KOSPI에 압도적으로 집중

KOSPI / KOSDAQ 지수 추이



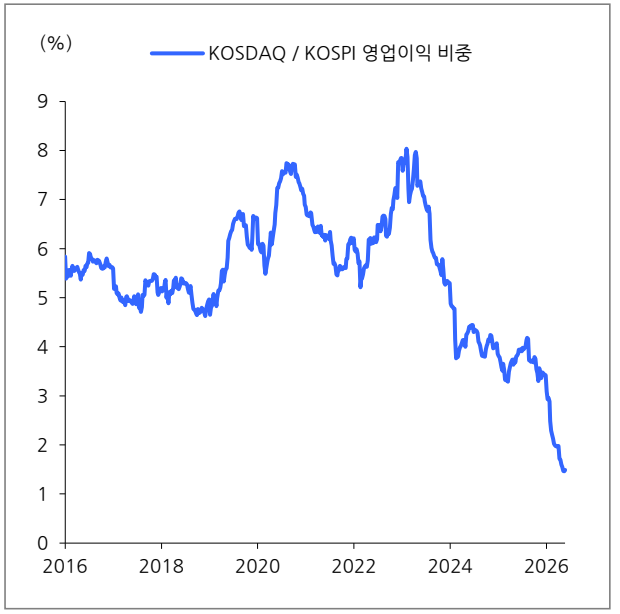
자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

KOSPI / KOSDAQ 상대강도



자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

KOSPI 대비 KOSDAQ 영업이익 비중

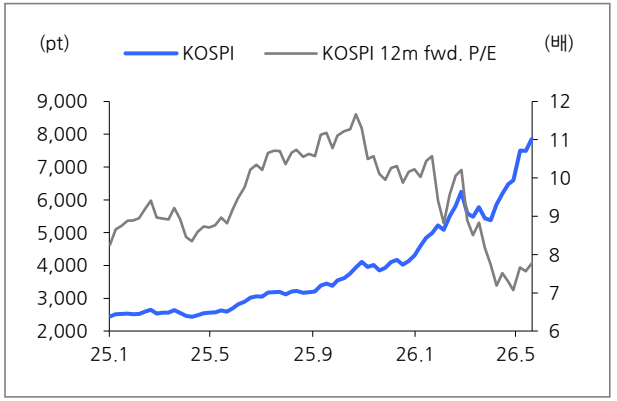


자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

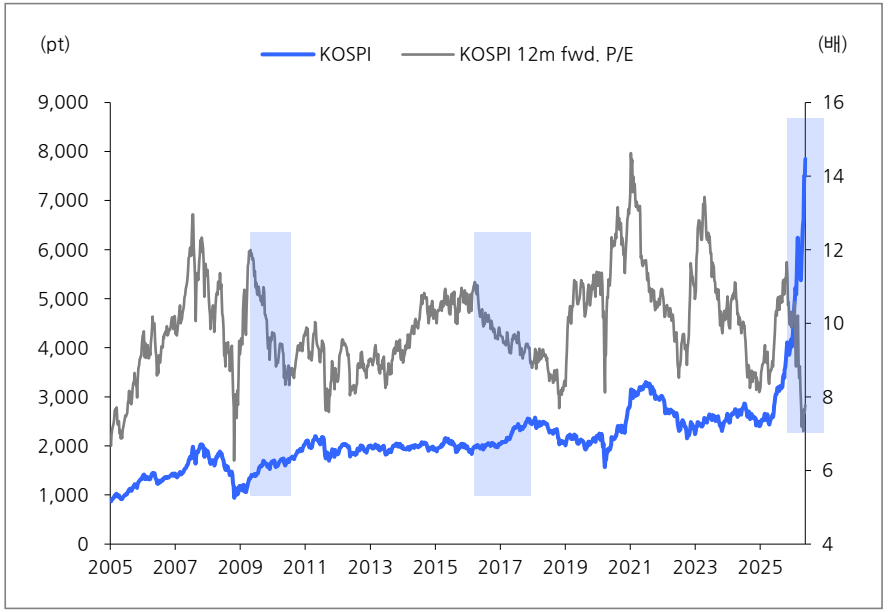
증시 상승에도 밸류에이션 매력은 유지되는 중

- KOSPI의 가파른 상승세에도 불구하고 12m fwd P/E는 오히려 하락. 주가 상승 속도보다 이익 성장 속도가 더 빠른 흐름이 지속되며 밸류에이션 매력 존재하는 구간
- '주가 상승 + P/E 하락'이 의미 있는 강도로 동시 발생한 구간은 3번에 불과. 과거에도 흔하지 않은 패턴이 현 국면에서 다시 관측
- 현재 KOSPI 상승은 이익 성장이 주도. 추가 상승 동력 또한 이익 모멘텀에 의존하고 있는 상황. 펀더멘탈은 당분간 주식시장의 가장 강한 설명 변수가 될 것

주가 상승에도 밸류에이션 부담은 낮음

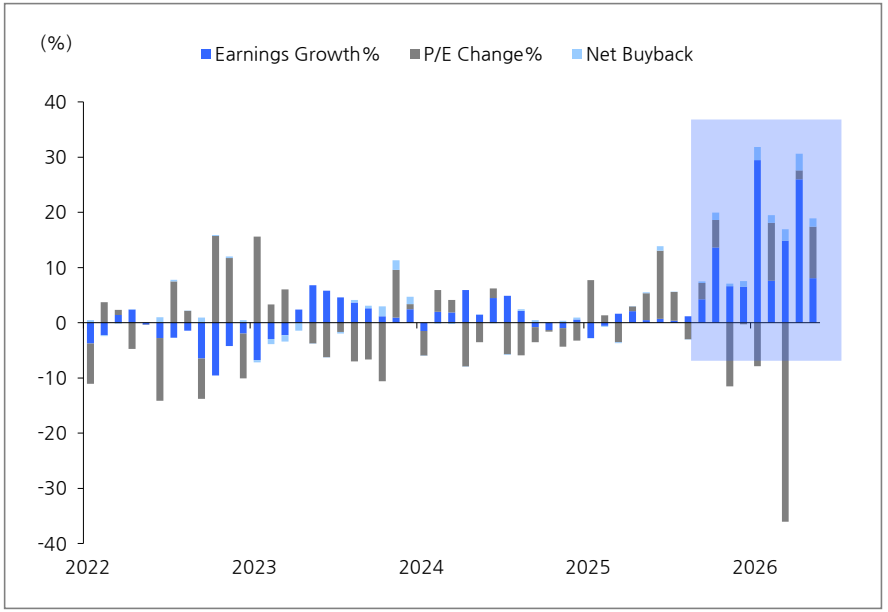


주가 상승 + P/E 하락 → 과거에도 흔하지 않은 현상



자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

KOSPI 수익률 분해: 이익이 견인하는 주가 상승

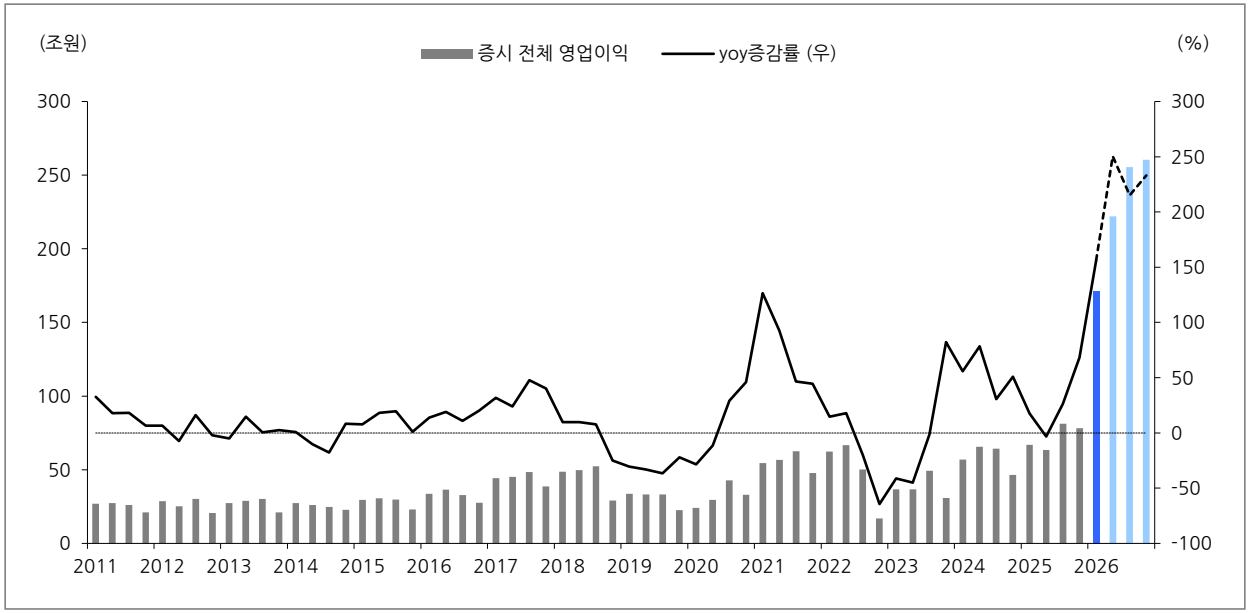


자료 : Factset, 현대차증권

영업이익 1,000조원의 시대

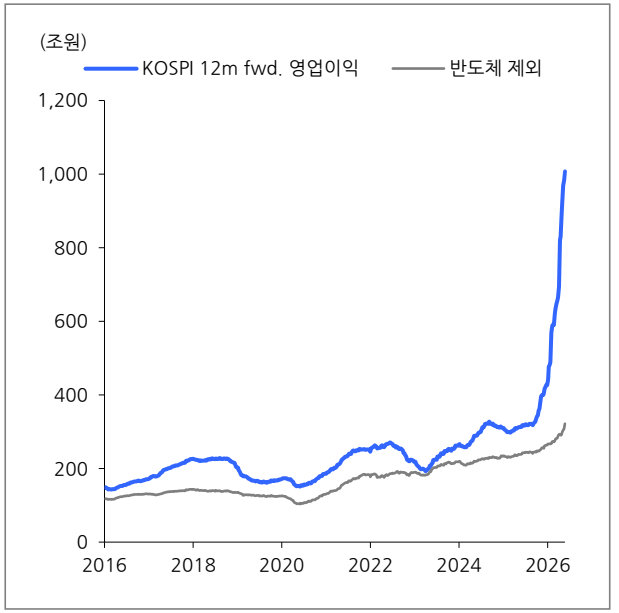
- KOSPI의 12m fwd. 영업이익은 5월 1,000조원을 돌파. 분기 기준으로도 2분기부터 200조원을 넘는 이익을 기록할 것으로 전망되는 상황
- 반도체 업종의 12m fwd. 영업이익은 약 782조원으로, 전체 이익의 77.5%를 차지하고 있음. 단일 섹터 이익 비중으로는 역대 최고 수준
- 반도체 사이클 turnover 시점이 강세장의 수명 결정 요인으로 작용할 것. 아직 펀더멘탈 토대 견고하나 반도체 사이클 지속성 검증 필요

증시 전체 영업이익과 증감률 추이



자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

KOSPI 12m fwd. 영업이익 추이

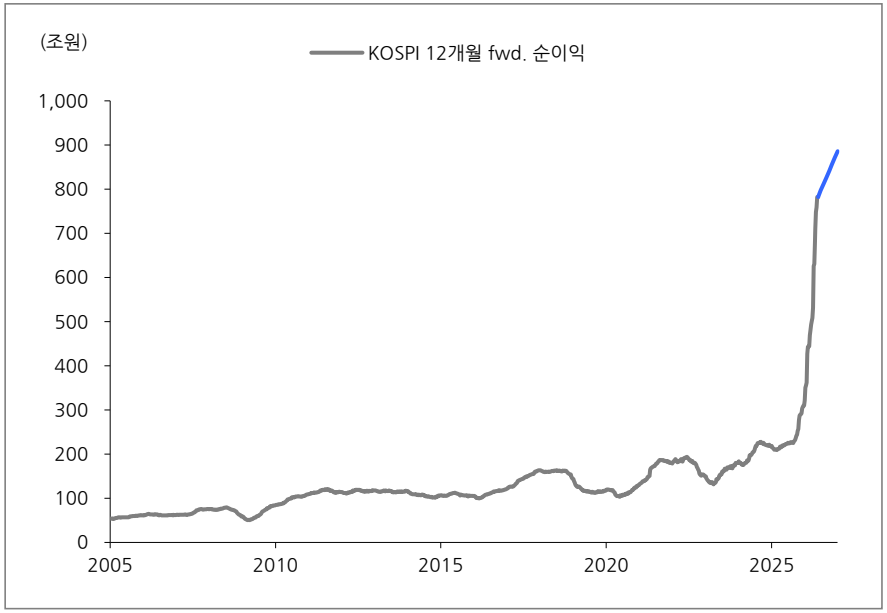


자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

KOSPI, 10,000pt 도전?

- KOSPI 12m fwd PER는 현재 7.77배로, 글로벌 금융위기 이후 가장 낮은 수준의 디스카운트 구간. 장기 평균 (약 10배) 대비로도 -22% 수준의 디스카운트를 적용 중. 추가 상승 여력 측면에서 밸류에이션 자체가 동력이 될 수 있음
- 밸류에이션 평균 회귀만으로 KOSPI 10,000pt 도달 가능 (연말 이익 추정치 기준, PER 10배 가정). 현재의 이익 전망치가 유지되기만 해도, PER 정상화만으로 상승 여력 확인. 이익 추가 성장 + 밸류에이션 정상화 결합 시 이론적으로 12,000pt 수준도 가능
- 하반기 KOSPI의 핵심 변수는 펀더멘탈의 유지(혹은 상향 조정) + 밸류에이션 정상화 여부가 될 것

KOSPI 12m fwd. 순이익 추이



자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

KOSPI 순이익 x P/E band

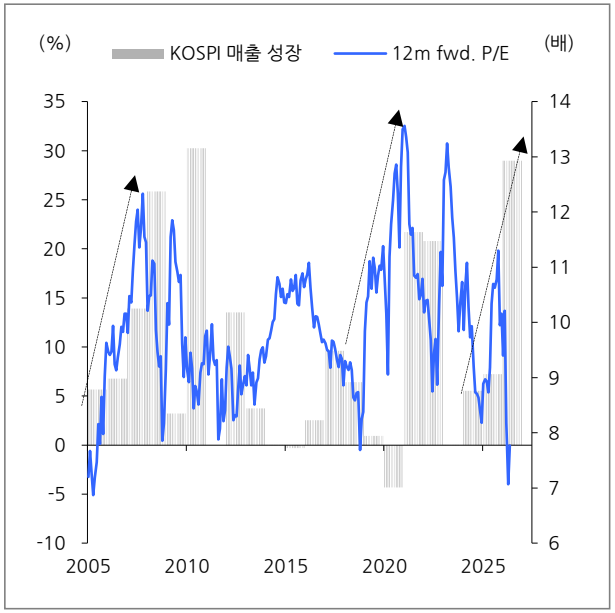
순이익 추정 \ Fwd. P/E		26년 저점		현재			장기평균
		7.19	7.5	7.8	8	9	10
-20%	709	6,349	6,591	6,802	6,982	7,763	8,544
-15%	753	6,700	6,958	7,182	7,373	8,203	9,033
-10%	797	7,051	7,324	7,561	7,763	8,642	9,521
-5%	841	7,402	7,690	7,941	8,154	9,082	10,009
연말 추정치	886	7,754	8,056	8,320	8,544	9,521	10,497
+5%	930	8,105	8,422	8,699	8,935	9,960	10,986
+10%	974	8,456	8,789	9,079	9,326	10,400	11,474
+15%	1,019	8,807	9,155	9,458	9,716	10,839	11,962
+20%	1,063	9,158	9,521	9,837	10,107	11,279	12,450

자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

밸류에이션 Re-rating의 조건

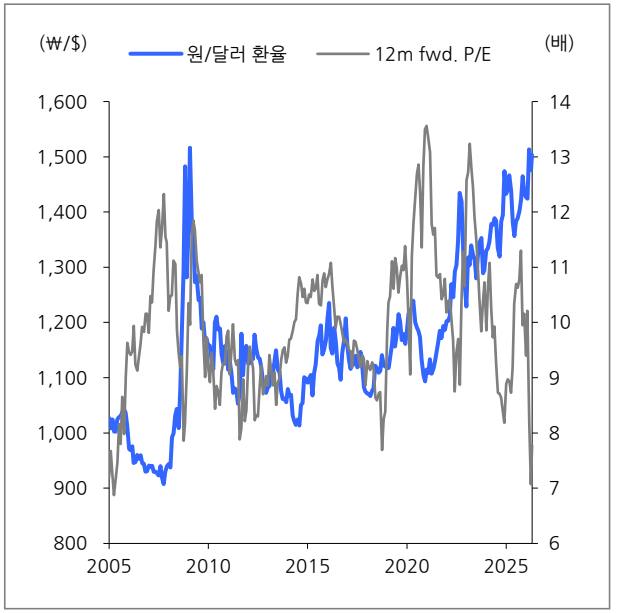
- 밸류에이션 정상화 시나리오가 작동하기 위한 선제 조건은 매출의 안정적인 성장세와 환율의 안정
- 과거 매출 성장 구간에서 KOSPI 밸류에이션이 Re-rating되었던 경험을 참고할 필요. 현 시점에서 2026년 매출 성장에 대한 기대 역시 양호하게 유지 중
- 또 하나의 변수는 환율. 환율과 PER 간 최근 상관관계가 -0.62로, 환율이 높은 국면에서 밸류에이션이 올라오기 힘든 환경. 원/달러 환율의 안정 또는 원화 강세 전환이 Re-rating의 트리거가 될 것으로 전망

매출액 성장 유지될 때 Re-rating 기대



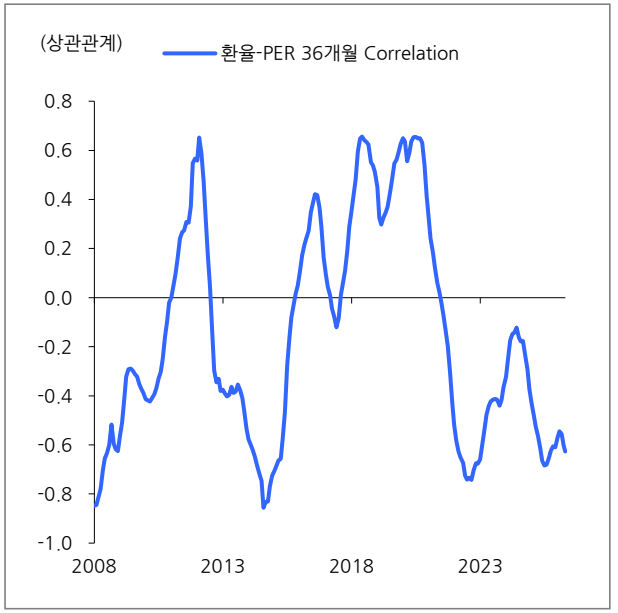
자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

원/달러 환율과 밸류에이션 추이



자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

환율의 안정도 필요할 것

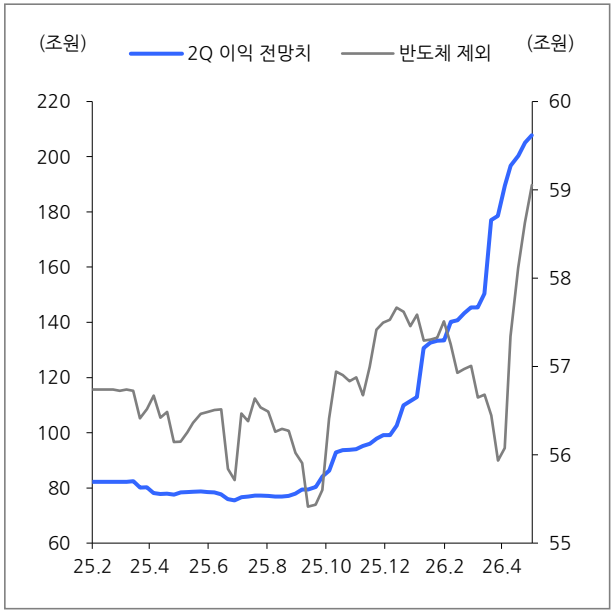


자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

이익전망치도 지속 상향 조정 중

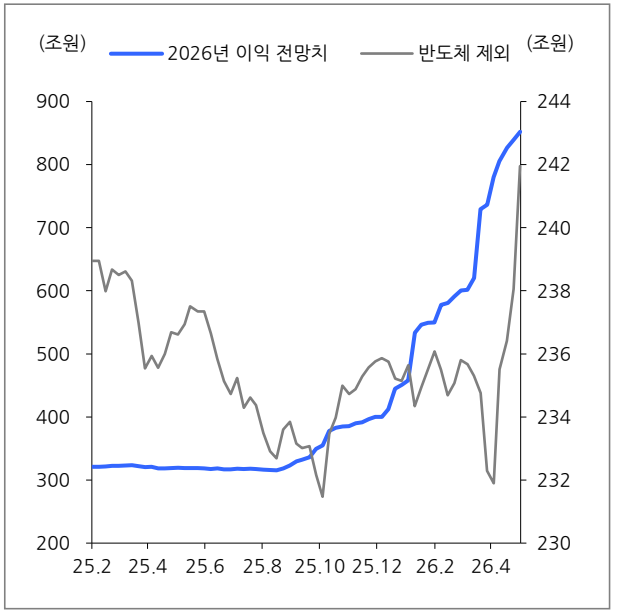
- 이익 전망치는 가파르게 상향조정 중. 2분기 이익 전망치는 연초대비 약 +109.5%, 2026년, 27년 연간 이익 전망치는 연초대비 각각 약 +113%, +142% 상향 조정됨
- 반도체 제외 시 상향 강도는 다소 완화되나 방향성은 유지되고 있음. 양호한 결과로 마무리된 1분기 실적시즌은 향후 이익전망치의 추가 상향조정 기대로 연결

2026년 2분기 이익 전망치



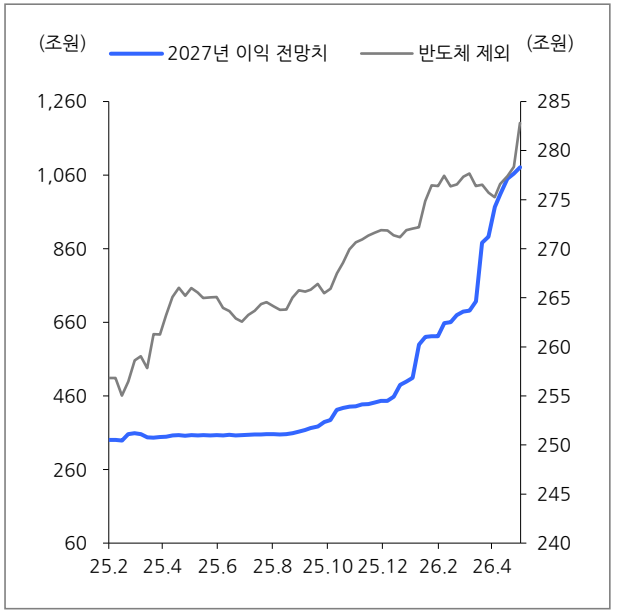
자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

2026년 연간 이익 전망치



자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

2027년 연간 이익 전망치

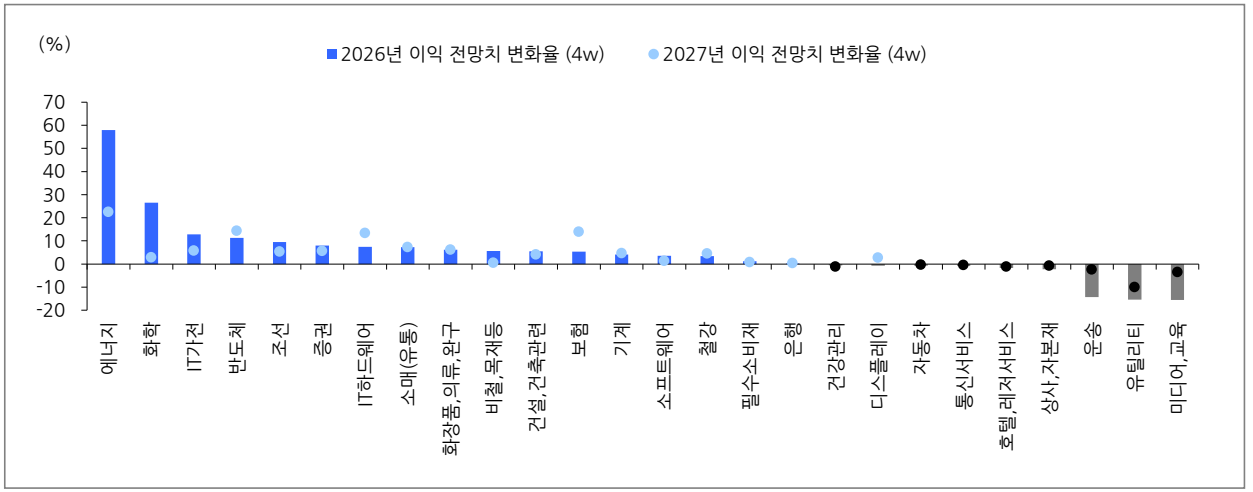


자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권

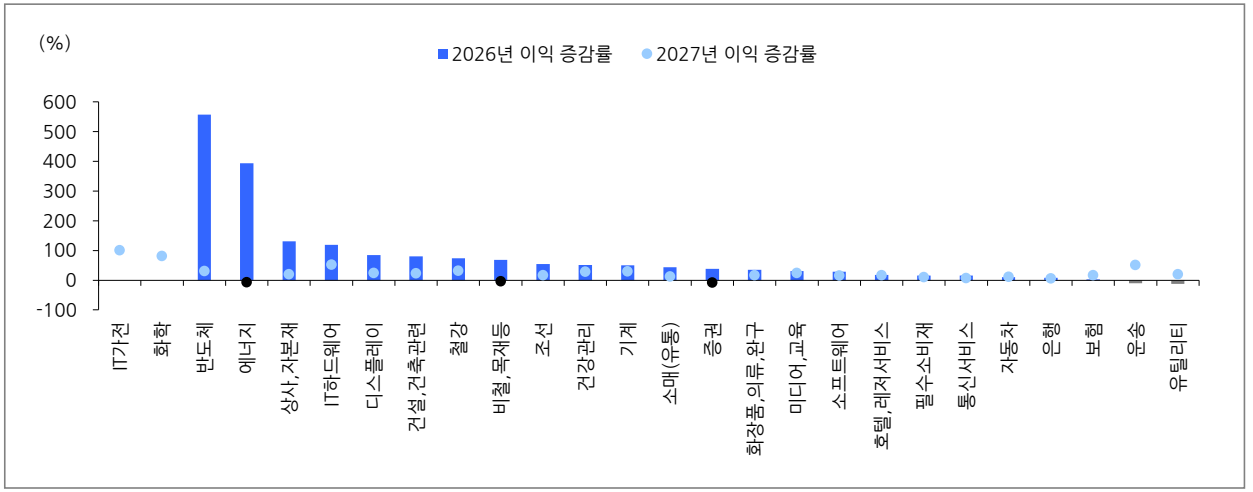
업종별 이익 모멘텀 점검

- 에너지, 화학, IT가전, 반도체 업종은 단기 모멘텀과 연간 베이스 양쪽에서 모두 강한 흐름. 실적 시즌 이후 컨센서스 개선이 특정 업종에 집중되는 양상
- 반대로 운송 · 유틸리티 등은 최근 4주 하향되며 이익 모멘텀 약화 추세
- 이익 모멘텀은 하반기 한국 증시의 가장 강력한 설명 변수로 작동할 것. 최근 이익 전망치의 변화율과 이익 증감률이 양호한 업종에 관심을 가질 필요

2026년 및 2027년 이익 전망치 변화율



2026년 및 2027년 예상 이익 증감률



자료 : FnGuide Quantiwise, 현대차증권
주: IT가전, 화학 업종은 2026년 흑자전환 전망

Compliance Notice

▶ Compliance Notice

- 본 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 이화진, 최제민, 김재승, 조창민의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
- 조사분석 담당자 및 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 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.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.