



AI
REVOLUTION

DATA CENTERS
FUELED BY AI

THE NEXT ERA
HAS BEGUN



2026년 7월 자산배분의 창(窓)

시는 결국 돈의 게임이다



Contents

| | |
|---------------------|----|
| 자산배분 초록 | 2 |
| 자산배분 전략/Review 모아보기 | 4 |
| 투자 Insight. | 6 |
| 자산별 Comment | 26 |
| 자산별 Point | 30 |
| 글로벌 경제 전규연 | 30 |
| 국내/선진국 주식 이재만 | 31 |
| 신흥국 주식 김경환 | 33 |
| 채권 박준우, 허성우 | 34 |
| 국내 크레딧 김상만 | 36 |
| 해외 크레딧 이영주, 하형민 | 37 |
| 원자재 전규연 | 39 |
| 캘린더 임승미 | 40 |

AI는 결국 돈의 게임이다

I. AI 생태계의 핵심은 '수익화 (Monetization)'로 이동

- AI 경쟁은 더 뛰어난 모델을 개발하는 단계에서 애플리케이션 기업들이 실제 서비스를 얼마나 안정적으로 운영하고 수익화할 수 있는가를 고민하는 단계로 이동하고 있다.
- AI 에이전트가 확산되면서 토큰 사용량은 급격히 증가할 것으로 전망되는 만큼 토큰 사용 비용은 애플리케이션 기업의 부담을 가속화시킬 수 있다.
- AI 생태계가 지속되려면 결국 애플리케이션 기업들이 AI 서비스를 통해 지속적 이익을 창출해야만 AI 모델과 인프라 투자도 함께 확대되는 선순환 구조가 형성될 수 있다.

II. AI 산업은 테크를 넘어 자본시장의 산업으로 진화

- 지금 AI 산업은 반복적인 대규모 설비투자가 필요한 자본집약 산업으로 변모하고 있는 가운데, 자금 조달을 위해 채권, 주식, 프로젝트파이낸싱 (PF) 등 다양한 방식을 활용하고 있다.
- 상당한 규모의 원활한 자금 조달을 위해 테크·금융·사모신용 (Private Credit) 은 AI 투자 트라이앵글을 구성하고 있다.
- 따라서 테크 산업의 경쟁력은 기술력 외에도 얼마나 안정적으로 자본을 공급받고 이를 투자로 연결할 수 있는지가 포함된다.

III. 자본비용은 유럽이 먼저 보여주고 있다

- AI 산업이 자본집약적으로 변할수록 핵심 변수는 정책금리보다도 실질 자본비용이 될 것이다.
- 미 연준은 당분간 중립적 스탠스를 유지할 가능성이 높다. 반면 유럽은 에너지 가격 상승으로 성장 둔화 속에서도 이미 건축 비용을 먼저 지불하고 있다.
- 향후 유럽은 높은 자본비용이 경제에 미치는 영향을 가장 먼저 보여주는 Proxy가 될 가능성이 크다.
만약 향후 유럽 물가가 정책 기반 아래 안정된다면 다른 국가 중앙은행에도 하나의 선행 경로를 제시할 수 있을 것이다. 만약 물가 부담 속 저성장 부담이 가속화된다면 미국은 물론 주요국 모두에게 건축 정책의 결과가 가져오는 부정적 효과를 우려하게 만들 수 있다.

IV. 정책보다 시장의 긴축이 먼저 진행되고 있다

- 정책금리 변화와 별개로 미국과 유럽의 실질금리는 상승하고 있으며, 이는 시장이 요구하는 할인율과 자본비용이 이미 높아지고 있음을 시사한다.
- 회사채와 프로젝트파이낸싱 (PF), 인프라 금융, 부동산, LBO 등 자본 의존도가 높은 영역에서는 정책보다 시장이 먼저 금융 여건을 조이고 있는 모습이다.
- 이러한 펀더멘털 아래 AI 기업의 경쟁력은 우수한 기술력 보다도 높은 조달비용 아래 안정적으로 투자를 지속할 수 있는지가 기업의 경쟁력이 될 것이다.

V. 높아진 자본비용은 K자 구조를 더욱 심화시킬 가능성

- 시장 긴축은 모든 경제주체에 동일한 영향을 주지 않는다. 자산과 현금흐름이 충분한 기업은 투자를 지속할 수 있지만, 차입 의존도가 높은 기업과 가계는 부담이 빠르게 확대될 수 있다.
- 이러한 차별화는 미국 경제의 K자 구조에서도 확인된다. 소득 기준으로는 중산층 상당수가 상위 소득 계층으로 이동했으나, 자산은 여전히 일부 계층에 집중되어 있다. 결국 K구조는 단순한 소득 격차보다 자산 보유 여부와 자금조달 능력의 차이에 의해 더욱 확대될 가능성이 있다.

VI. 향후 자산배분의 핵심 Key

- 하반기 금융시장은 여전히 AI가 중심이 될 가능성이 높다. 다만 이제 시장이 평가하는 대상은 AI 기술 자체보다 이를 지속할 수 있는 자본의 흐름이다.
- AI 생태계는 애플리케이션의 수익화와 이를 뒷받침하는 금융·사모신용 시장 위에서 성장하고 있으며, 그 기반에는 자본비용이 자리하고 있다.
- 따라서 하반기 자산배분에서는 AI 플랫폼과 반도체, 데이터센터, 전력 및 네트워크 등 구조적 성장 산업을 중심으로 유지하되, 높은 자본비용에서도 안정적인 현금흐름과 자금조달 능력을 갖춘 기업을 우선적으로 선별할 필요가 있다.
- 동시에 유럽의 정책 변화와 실질금리의 흐름을 중요한 선행지표로 점검하면서, 높아진 자본비용이 경제 주체별로 다르게 작용하는 환경까지 함께 고려하는 접근이 유효해 보인다.

자산배분 전략: 비중 및 자산 내 상대가치

| 자산구분 | | 투자선호도 | | 자산배분비중 | 자산 내 상대가치 |
|------|------|-------|--------|--------|--------------------------|
| 자산그룹 | 자산군 | 장기 | 단기(분기) | | |
| 주식 | 국내 | ★★★★☆ | ★★★★☆ | 11.1% | 반도체, IT하드웨어, 방산 |
| | 선진국 | ★★★★☆ | ★★★★☆ | 30.3% | 미국 > 일본 > 유럽 |
| | 신흥국 | ★★★★☆ | ★★★★☆ | 10.6% | 중국 > 인도 > 대만 > 브라질 > 베트남 |
| 국채 | 국내 | ★★★☆☆ | ★★★☆☆ | 2.2% | 단기물 선호 |
| | 선진국 | ★★★☆☆ | ★★★☆☆ | 5.6% | 중단기물 |
| | 신흥국 | ★★★☆☆ | ★★★☆☆ | 5.5% | 단기물 |
| 크레딧 | 국내 | ★★★☆☆ | ★★★☆☆ | 1.5% | 공사채, 은행채 |
| | 투자등급 | ★★★☆☆ | ★★★☆☆ | 3.5% | 대형은행 회사채, BBB 등급 |
| | 하이일드 | ★★★☆☆ | ★★★☆☆ | 3.0% | 우량 BB 등급 |
| 대체투자 | 원유 | ★★★★☆ | ★★★★☆ | 5.4% | |
| | 금 | ★★★★☆ | ★★★★☆ | 13.4% | |
| 유동성 | | ★★★★☆ | ★★★★☆ | 8.0% | |

자산별 성과 비교

| No. | 주식 성과 % | | | 채권 성과 % | | | 원자재/환율 성과 % | | | |
|-----|---------|------|------|----------|-----|------|-------------|-------|-------|------|
| | | 1M | YTD | | 1M | YTD | | 1M | YTD | |
| 1 | 유럽 | 3.7 | 8.7 | 미국 HY | 0.9 | 2.1 | 리츠 | 3.7 | 11.6 | |
| 2 | 영국 | 2.8 | 7.1 | 유럽 HY | 0.8 | 2.1 | 천연가스 | 1.1 | -12.1 | |
| 3 | 일본 | 2.5 | 30.4 | 신흥국 USD | 0.7 | 1.2 | 달러 | 0.9 | 2.7 | |
| 4 | 캐나다 | 2.5 | 10.6 | 글로벌 HY | 0.6 | 1.8 | 금 | -4.2 | -4.3 | |
| 5 | 호주 | 2.1 | 1.0 | 신흥국 USD | 0.5 | 1.7 | 원자재 | -8.6 | 23.6 | |
| 6 | 선진국 | 1.8 | 8.9 | 미국 레버리지론 | 0.4 | 1.7 | WTI 유가 | -25.1 | 20.4 | |
| 7 | 미국 | 1.6 | 9.2 | 미 국채 | 0.3 | -0.2 | 달러 대비 절상 | 헤알 | 0.2 | 6.3 |
| 8 | 중국 | -0.5 | 3.4 | 신흥국 IG | 0.3 | 0.4 | | 위안 | -0.1 | 2.8 |
| 9 | 신흥국 | -1.8 | 18.4 | 미국 IG | 0.2 | 0.3 | | 유로 | -1.0 | -2.9 |
| 10 | 한국 | -6.4 | 59.7 | 글로벌 IG | 0.0 | -0.2 | | 엔 | -1.1 | -3.4 |

Strategy

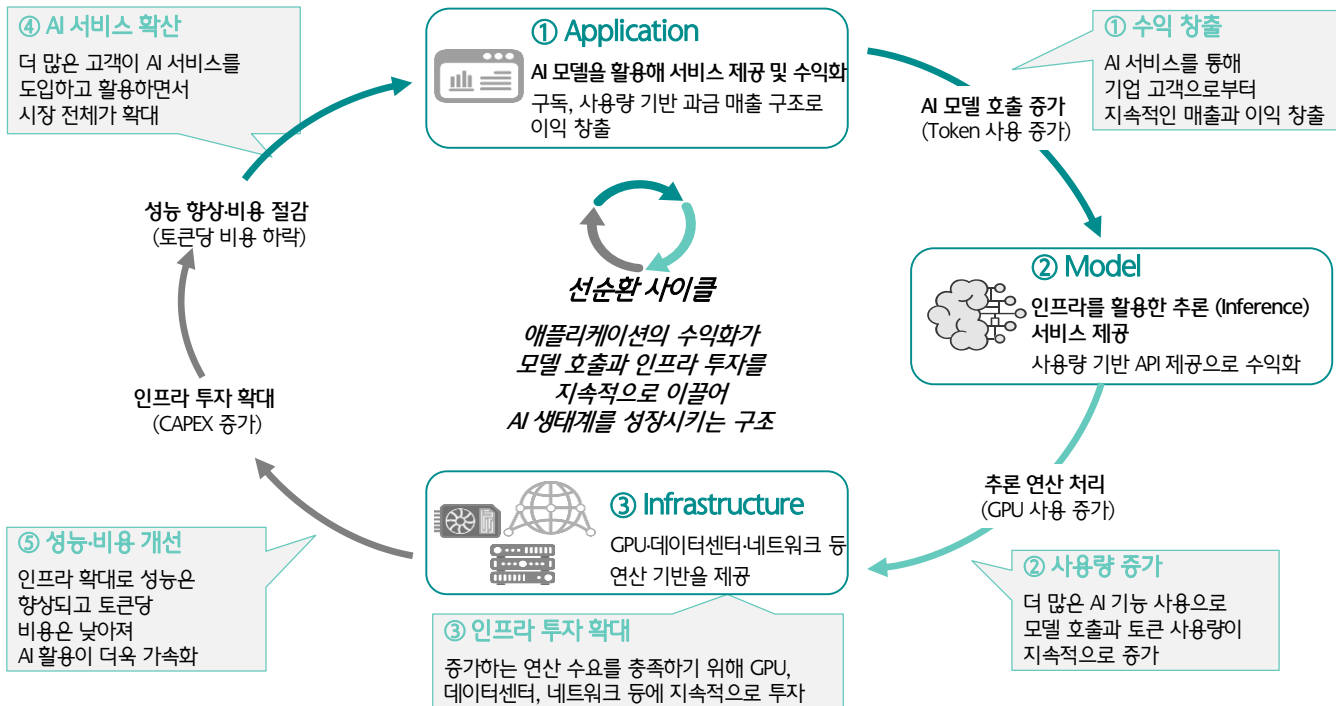
- 주식 +4.73%p (국내/선진국 단기 선호도 +1: 국내 +1.63%p, 선진국 +5.16%p, 신흥국 -2.06%p)
- 국채 -0.44%p (국내 단기 선호도 -1: -0.78%p, 신흥국 장기 선호도 -1) / 크레딧 -1.60%p (국내 장단기 선호도 -1, -0.78%p)
- 원유 단기 선호도 -1: -1.06%p / 금 장단기 선호도 -1: -1.63%p

*선진국: MSCI DM *신흥국: MSCI EM *원자재: S&P GSCI *리츠: FTSE EPRA/NAREIT *레버리지론: Morningstar LTSA US Leveraged Loan
 기간: 2026년 6월 8일 ~ 2026년 7월 7일

AI 생태계의 핵심은 결국 애플리케이션의 수익화

- AI 경쟁은 모델 성능 중심에서 서비스 수익화 여부로 변화할 것
- AI 서비스 이용 증가는 모델 호출(Token 사용 증가)과 인프라 투자(CAPEX)를 동시에 확대시킴
- 즉, 애플리케이션 기업의 수익화가 선순환 구조를 만들 때 AI 투자 사이클도 지속 가능해질 것

AI 생태계의 선순환 구조 (Application → Model → Infrastructure)



◆ AI 생태계는 크게 세 계층 구성:
- 인프라·AI모델·애플리케이션

- 1) AI 에이전트가 확산되면서 토큰 사용량이 큰 폭 증가
- 2) 이것이 AI 모델 호출 증가로 이어지고, 여기서 토큰 사용이 증가
- 3) 성능 개선을 위한 인프라 투자로 이어지는 선순환 구조 형성

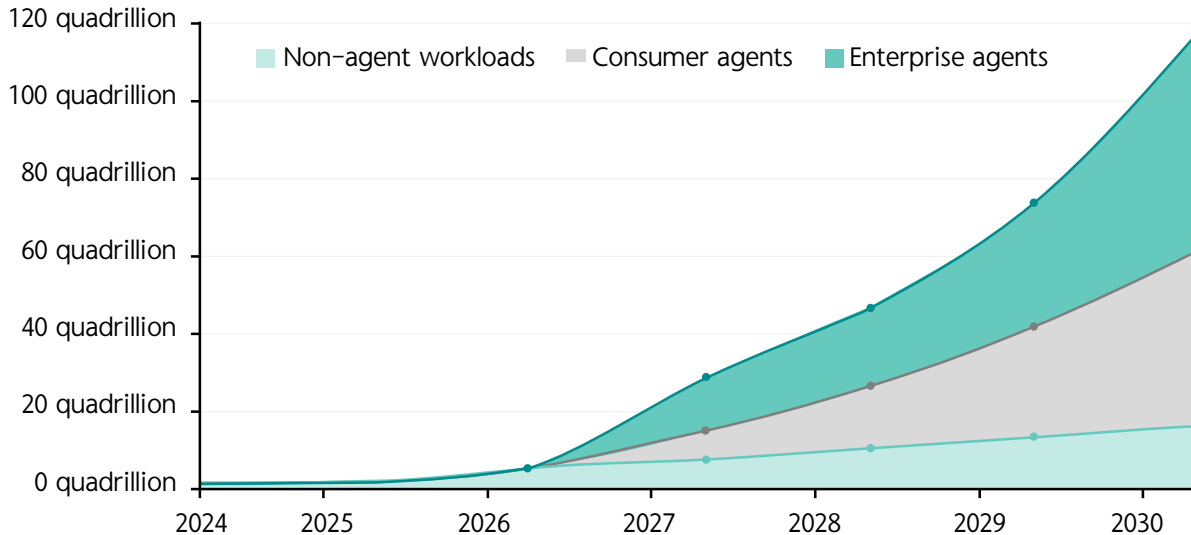
토큰 경제가 만드는 새로운 비용 구조

- 토큰 (Token)은 AI 모델 사용량을 측정하는 단위이자 비용 결정 단위
- 골드만 삭스는 AI 에이전트 확산으로 2030년 월간 토큰 사용량이 현재보다 약 24배 증가할 것으로 전망
- 물론 토큰당 비용은 계속 하락하고 있으나 사용량 증가 속도가 훨씬 빨라 AI 연산 규모는 계속 늘어날 것
- 향후 AI 산업은 토큰을 중심으로 움직이는 새로운 경제구조 (Tokenomics)가 형성될 것

AI 에이전트 확산에 따른 토큰 사용량 증가 전망

Token use by AI agents is expected to multiply 24 times by 2030

Estimated monthly token count for agentic AI applications



- 월간 Token Volume 전망:
 - 2030년 120 Quadrillion Tokens
 - 현재 대비 약 24배 증가

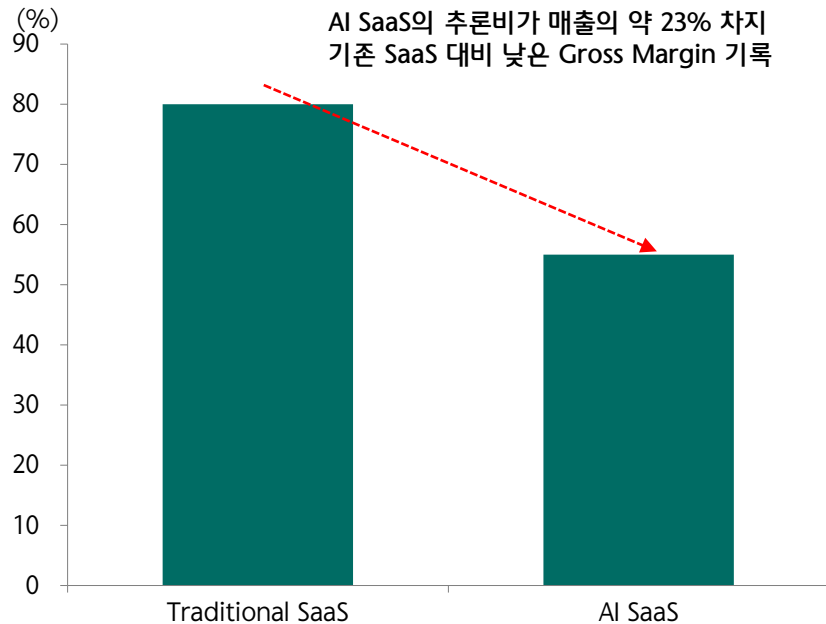
- Token Cost
 - 추론 비용 연간 60~70% 하락

비용 하락에도 불구하고
Agentic AI 확산에 따른 토큰 수요는 급증할
것으로 전망

토큰 경제의 변화가 가장 먼저 나타나는 곳, 소프트웨어 기업

- 기존 SaaS는 Seat 기반 구독 모델로 사용자가 늘어날수록 높은 마진 (70~90%)을 만들 수 있는 구조였음
- 하지만 AI 서비스는 사용량이 늘어날수록 추론이 반복되고 토큰 비용이 증가 ▷ 즉, 고객 증가가 비용 증가로 이어지는 구조로 변화
- 실제 AI Native SaaS의 마진은 50~60%로 기존 SaaS 보다 낮아질 것으로 추정 (추론비는 매출의 약 23% 차지하는 사례)
- 약 71% 이상의 기업들이 이미 AI 도입 비용이 예산을 초과했다고 응답

기존 SaaS 와 AI SaaS의 수익성 비교



자료: ICONIQ, 하나증권

AI가 바꾸는 소프트웨어 매출 구조

| 구분 | Traditional SaaS | AI SaaS |
|---------|------------------|----------------------|
| 과금 기준 | Seat 기반 | Usage 기반 |
| 과금 방식 | Subscription | Consumption / Credit |
| 비용 구조 | 고정비 중심 | 추론비 증가 |
| 운영 레버리지 | 사용자 증가 → 마진 확대 | 사용량 증가 → 비용 증가 |

* AI Native SaaS 기업의 AI 기능 확대는 서비스 경쟁력을 높이지만 동시에 추론비를 새로운 변동비로 발생시키고 있음

* 결국, AI 소프트웨어 기업의 경쟁력은 증가하는 토큰 비용을 얼마나 효율적으로 회수하고 수익으로 연결할 수 있는지에 달려 있을 것.

자료: ICONIQ, 하나증권

Token Tax (AI 사용량 증가에 따른 비용)가 과금 구조를 바꾸고 있다

- 최근에는 소프트웨어 기업들의 과금 방식도 빠르게 바뀌는 추세
- 기존 구독료만으로 증가하는 AI 비용 회수가 어려움 ▷ Consumption·Credit 기반 과금 구조 전환
 - Salesforce, Adobe, Microsoft, GitHub, ServiceNow 모두 AI 기능에 대해 별도의 사용량 기반 과금 체계 모색
- 결국, AI 경쟁은 기능 경쟁에서 비용 회수 경쟁으로 이동

주요 AI 소프트웨어 기업의 과금 구조 변화

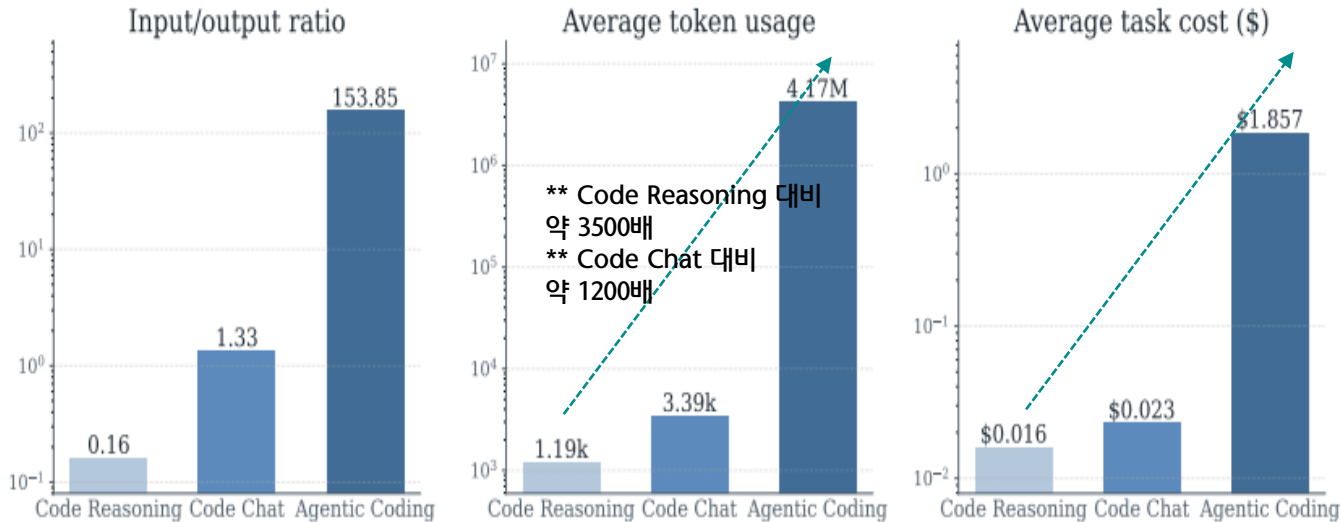
| 기업 | 기존 구조 | AI 과금 변화 | 의미 |
|------------|---------------------|--|---------------------------------------|
| Salesforce | Seat / Subscription | Agentforce를 Flex Credits·Conversations·Per-user 방식으로 제공 | AI 에이전트 사용량에 따라 과금할 수 있는 하이브리드 구조 |
| Adobe | Creative Cloud 구독 | Firefly에 Generative Credits 도입. - Standard \$9.99/월 2,000 credits, - Pro \$19.99/월 4,000 credits, - Premium \$199.99/월 50,000 credits | 생성형 AI 사용량을 크레딧으로 관리 |
| Microsoft | Microsoft 365 구독 | Copilot Studio는 Pay-as-you-go 및 Copilot Credits 기반. 일부 M365 Copilot Agent 사용은 메시지당 과금 | AI Agent 사용량을 별도 미터로 관리 |
| GitHub | Copilot 월 구독 | Copilot에 AI Credits / usage-based billing 도입. Credits 소진 시 추가 구매 가능 | 고급 모델·Agent 사용 증가에 따른 비용을 사용량 기반으로 반영 |
| ServiceNow | 모듈·Seat 기반 구독 | AI 기능을 포함한 신규 티어로 재편. 보도 기준 AI Agent 사용량은 Assists 단위로 측정·과금 | AI 기능을 기본 제품군에 통합하되 사용량 관리 강화 |

자료: 하나증권

AI 생태계의 지속성은 결국 “수익화 (Monetization)에 달려 있어

- 현재는 GPU·데이터센터·인프라가 AI 산업을 이끌고 있으나, 이 구조를 만드는 출발점은 애플리케이션 영역
- 애플리케이션의 수익화가 되어야 모델 사용이 늘고, 더 나아가 인프라 투자도 계속 이어질 수 있기 때문
- 결국 AI 투자 사이클의 지속성을 결정하는 핵심 변수는 애플리케이션 기업들의 수익화 능력에 달려 있을 것

AI 에이전트는 왜 더 많은 토큰을 사용하는가



** AI 에이전트는 단순 질문을 넘어 계획 수립, 자료검색, 코드 수정, 결과 검증을 반복 수행

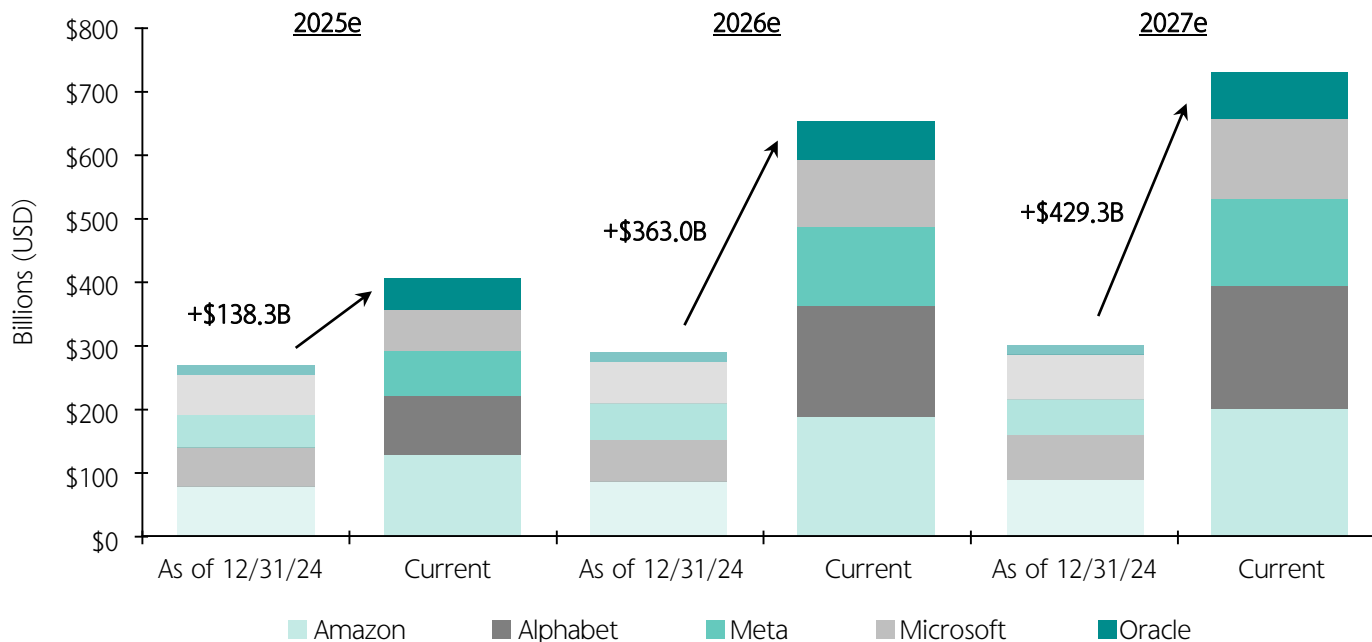
* 이 과정에서 이전 작업 내용을 계속 불러와야 하므로 토큰 사용량이 기존 AI 활용방식보다 폭발적으로 증가
- 비용증가 대부분은 답변을 생성하는 출력 (Output) 보다 누적된 작업 반복 처리하는 입력 (Input) 토큰에서 발생

주) Code Reasoning: AI가 한 번의 추론으로 문제를 해결, Code Chat: AI가 대화를 주고받으며 문제를 해결, Agentic Coding: AI가 스스로 계획을 세우고 여러작업을 수행
자료: Bloomberg, 하나증권

AI 시대의 진정한 경쟁은 기술보다도 자금 조달 능력

- AI 산업은 대표적 자본집약 산업으로 변화하는 중
- AI 데이터센터는 건설 후에도 지속된 GPU 교체 및 서버 업그레이드, 전력과 네트워크 확충이 계속 필요
- 과거에는 빅테크 자체 현금이 투자를 결정하였으나, 이제는 채권·인프라 금융·PF 등 다양한 자금조달 방식을 동원해야 함
- 따라서 향후 AI 기업의 경쟁력은 기술뿐 아니라 얼마나 안정적으로 투자 자금을 조달할 수 있는가가 중요해질 것

AI 투자 규모는 계속 상향 조정되는 추세



자료: Factset, 하나증권

AI 투자가 지속되려면? 자본시장과의 긴밀한 연결이 중요

- 올해 Alphabet은 센추리본드, 유로화채권, 사무라이 본드 그리고 유상증자까지 다양한 방식으로 자금을 조달해 음
- 풍부한 FCF를 감안하면 ‘돈이 부족해서’가 아닌, AI 투자 규모 자체가 과거와 비교할 수 없을 정도로 커졌음을 시사
- 따라서 AI 산업은 성장을 위해 자본시장과 긴밀한 연결이 중요해지고 있음

Alphabet의 AI 투자 자금조달 전략

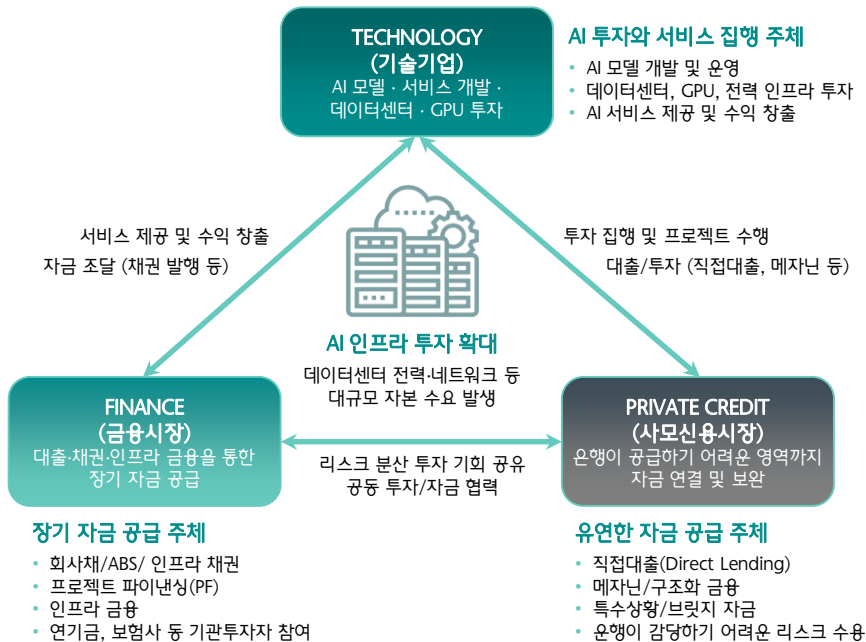
| 시기 | 자금조달 방식 | 규모 | 주요 내용 | 조달 목적 |
|-------|--------------|------------------------|--|-------------------------------|
| 26.02 | 글로벌 채권 발행 | 약 315억 달러 | 달러채 200억 달러, 파운드채 55억 파운드 (이중 약 10억 파운드는 Century Bond 포함) 스위스프랑채 30.55억 CHF 발행. | AI 투자 확대 대응. 글로벌 투자자 기반 활용 |
| - | Century Bond | 10억 파운드 | 만기 2126년, 쿠폰 6.125%, (약 95억 파운드 수요 쏠림 기록) | - |
| 26.05 | 유로화 채권 발행 | 약 90억 유로 | 6개 트랜치 구조의 유로채 발행 | 유럽 투자자 기반 확대 및 조달 통화 다변화 |
| 26.05 | 사무라이본드 발행 | 5,765억 엔 (약 36억 달러) | Alphabet 최초 엔화채 발행 | 일본 저금리 자금 활용 및 글로벌 조달 채널 확대 |
| 26.06 | 유상증자 | 약 847.5억 달러 | Class A-Class C 주식, 우선주 등 활용 | AI 인프라 확대를 위한 대규모 자기자본 확충 |

자료: 하나증권

AI 투자를 움직이는 트라이앵글 시스템

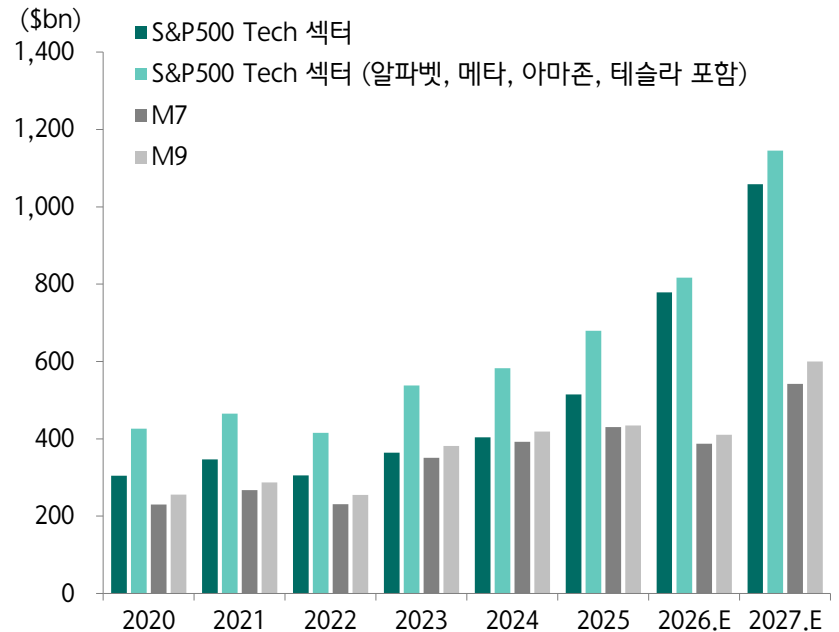
- AI 산업은 기술 기업, 금융시장, 사모신용 시장이 연결된 투자 트라이앵글 구조를 형성하며 성장하고 있음
- 세 축은 자금 조달과 투자 확대를 통해 서로 연결되어 있어 어느 한 축의 자금 공급이 둔화될 경우 투자 시스템 전반으로 영향이 확산될 수 있음
- 최근 시장 변동성은 AI 기술 성장성보다 투자 시스템의 안정성과 자금 조달 지속성에 대한 불확실성이 더 크게 반영된 결과

거대한 투자 생태계의 형성 (트라이앵글 구조)



자료: 하나증권

AI 투자를 뒷받침하는 빅테크의 현금창출력



자료: Bloomberg, 하나증권

순환매는 나타나도, 주도주는 쉽게 바뀌지 않는 구도

- 미국 증시는 AI 주도주의 부담을 소화하는 과정에서 경기 민감주·가치주·중소형주로 순환매가 확인되고 있음
- 다만 이는 상승장에서의 주도주의 교체라기보다 상승의 확산에 가까움
- 실적 상향, CAPEX 확대는 여전히 AI 플랫폼·반도체·전력·네트워크 기업에 집중되고 있는 만큼 여전히 하반기 자산배분 전략에 있어 AI 핵심 자산이 중심축을 유지할 것
- 순환매 영역은 보완적으로 활용하되, 변동성 확대에 대비해 단기채·달러·우량 크레딧을 함께 보유하는 전략이 유효

자산배분을 통한 기회 창출

| 구분 | 투자 영역 | 투자 포인트 |
|--------------------|---------------------------------|---|
| 주도주 유지(Core) | AI 플랫폼 · AI 반도체 · 네트워크 · 전력 인프라 | 실적 (EPS)과 CAPEX가 집중되는 핵심 축 중장기 포트폴리오의 중심축 유지 |
| 순환매 대응 (Satellite) | 산업재 · 경기민감주 · 금융 · 에너지 | 순환매는 활용하되, 주도주 교체보다는 상승 확산 관점에서 접근할 필요 |
| 변동성 관리 (Defense) | 우량 크레딧 · 단기채 · 달러 | 실질금리와 변동성 확대에 대응하는 안정 자산 |

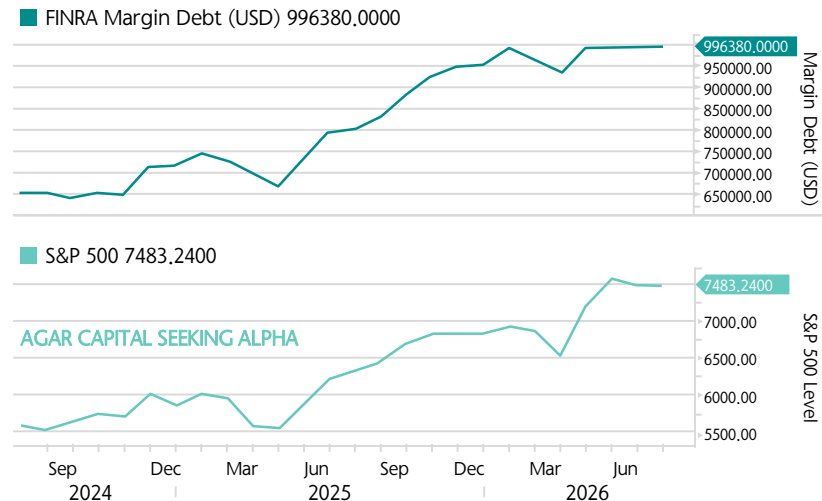
자료: 하나증권

다만, AI를 둘러싼 레버리지가 시장 변동성을 키우는 구조

- 당분간 시장의 위험은 AI 기업보다 AI에 집중된 레버리지와 포지셔닝에서 나타날 가능성
- AI 대형주로 자금이 집중되며 마진부채, 레버리지 ETF, 옵션 포지션도 빠르게 확대
- 상승은 추가 매수가, 하락은 기계적 매도가 강화하는 자기강화 (Self-reinforcing) 구조 형성
- 레버리지 포지션이 퇴감기 (Deleveraging)될 경우 기업 실적과 무관하게 조정 폭이 확대될 가능성

미국 증시 신용거래 잔액 (Margin Debt) 증가

FINRA Margin Debt vs. S&P 500 Index Level (Jul 2024-Jul 2026)



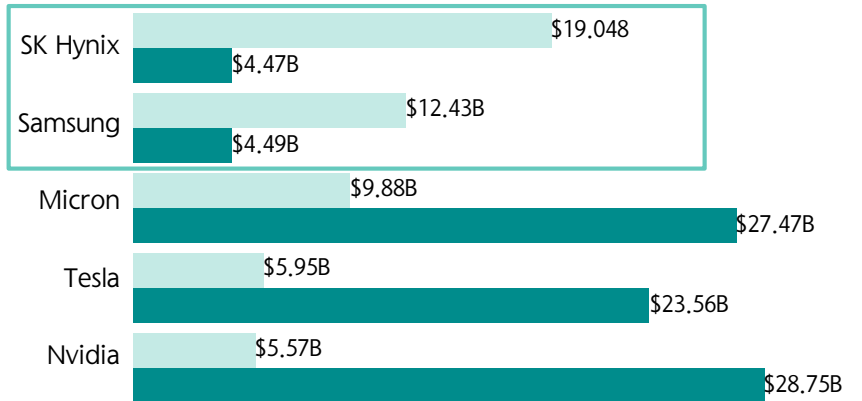
- 2년간 신용거래 잔액은 52% 증가해 2026.7월 약 \$1조까지 상승
- 특히, S&P 500 상위 10개 종목 집중도는 40.2%

자료: FINRA, 하나증권

한국 AI 메모리 종목으로 집중되는 레버리지 자금

Korea's Tech Stars Stand Out for Outsized ETFs Compared to Daily Stock Traded

■ Single Stock L&I Products Total Assets
■ Underlying Stock Average Daily Turnover



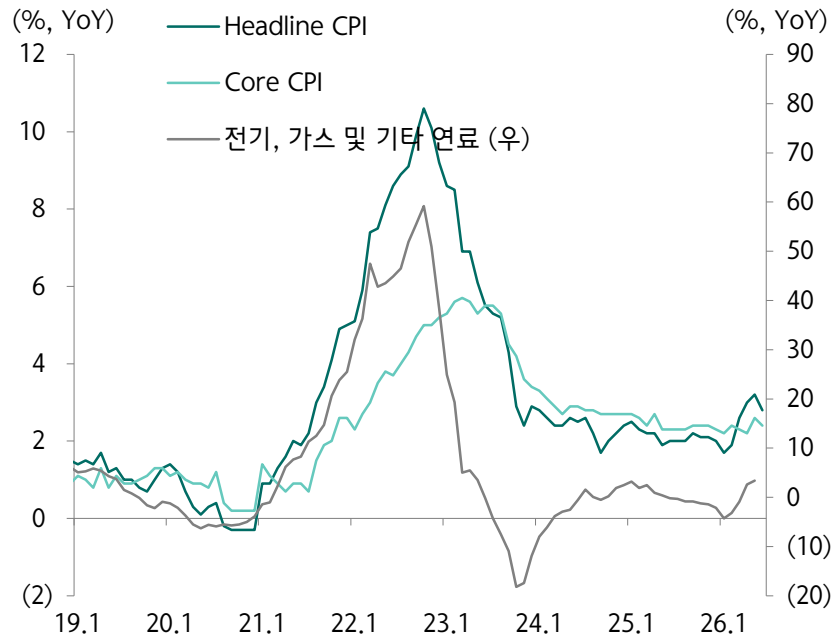
자료: Bloomberg, 하나증권

자본비용은 유럽이 먼저 보여주고 있다

유럽의 긴축, 계획에 없던 선택

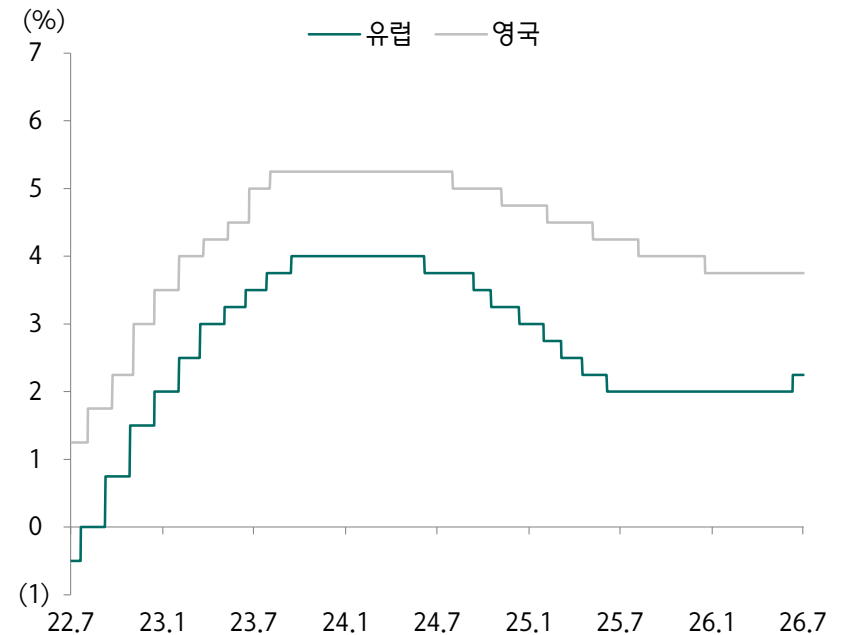
- AI 산업이 거대 자본 집약 산업으로 변화할수록 가장 중요한 변수는 자본의 가격, 즉 금리가 될 것
- 현재 미국은 우선은 중립적 통화 스탠스를 유지하는 가운데, 유럽은 이미 긴축으로 방향 전환
- 유럽은 중동발 에너지 가격 상승으로 물가 부담이 커지면서 6월 금리 인상을 단행. BOE 또한 역시 긴축 카드 고려
- 불과 연초만 해도 시장은 ECB와 BOE의 통화정책을 연내 인하 또는 동결로 예상해 옴

에너지 가격이 다시 끌어올린 유로존 물가



자료: Bloomberg, 하나증권

예상과 달라진 유럽의 통화정책 경로



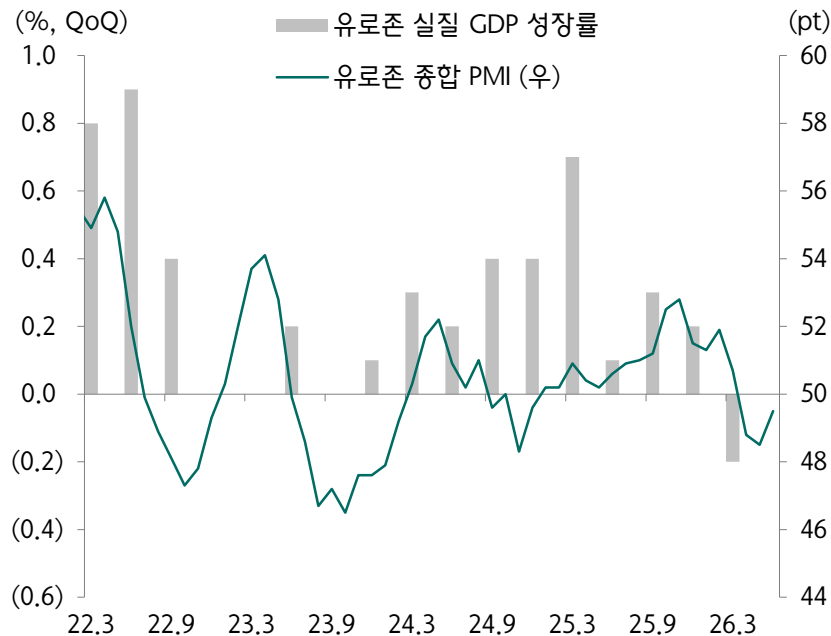
자료: Bloomberg, 하나증권

자본비용은 유럽이 먼저 보여주고 있다

유럽의 고민, 물가나 성장이나

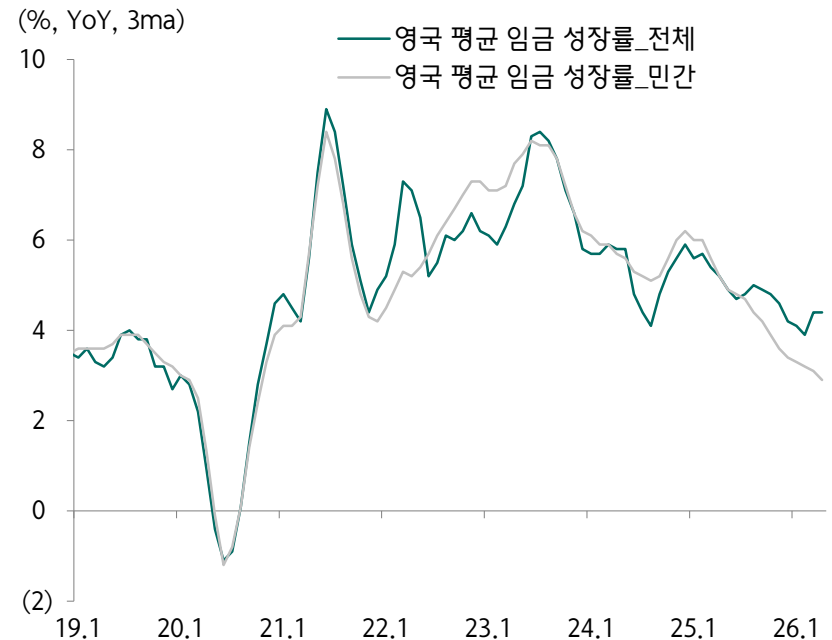
- 문제는 유럽의 긴축이 자발적인 상황에서 나온 것이 아니라는 점
- 유럽 지역은 이미 오랜 기간 저성장과 낮은 생산성 겪어 옴. 2Q 내내 PMI도 위축 국면 상태
- 영국 역시 고용과 임금 상승세가 둔화되고 있어 물가 레벨보다도 물가 상승 압박 지속성이 불확실한 상황
- 물가 재상승에 대한 선제적 대응이긴 했으나 그렇다고 고금리를 견딜만큼 성장 여력이 충분하진 않음

성장 둔화가 이어지는 유로존 경제



자료: Bloomberg, 하나증권

둔화되는 영국의 임금 모멘텀



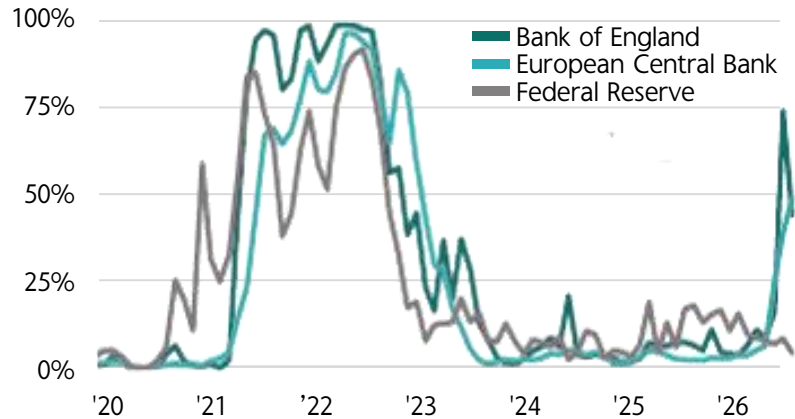
자료: Bloomberg, 하나증권

유럽이 먼저 치르는 정책 비용, 하나의 PROXY가 될 것

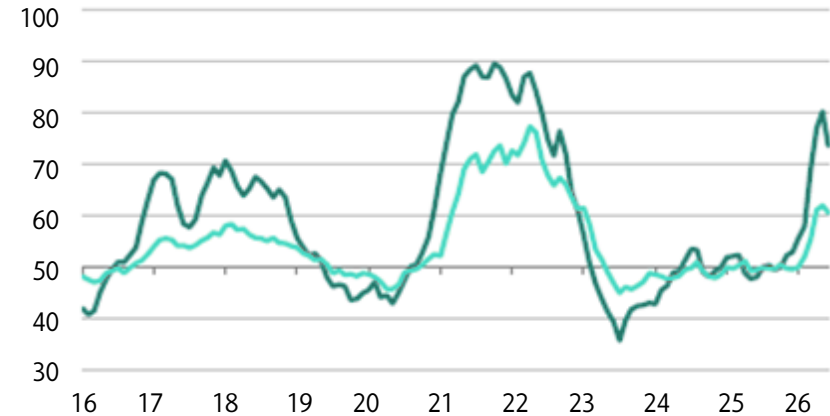
- 유럽은 지금 미국이 쏘아올린 에너지 충격의 비용을 가장 먼저 떠안고 있는 지역
- 만약 유럽 경제가 에너지 가격이 안정되고 물가가 빠르게 진정된다면 이번 긴축은 일시적 보험성 대응으로 끝날 수도 있음
- 그러나 선제적 긴축이 성장 둔화를 심화시킨다면 ECB는 다시 정책 방향을 조정해야 할 수도 있음
- 유럽이 치르는 비용의 댓가는 앞으로 각국 중앙은행들이 어떤 선택을 해야할지 선행 사례가 될 것

유럽 경제 여건 (먼저 치르는 비용)

PMI-implied probability of a rate increase



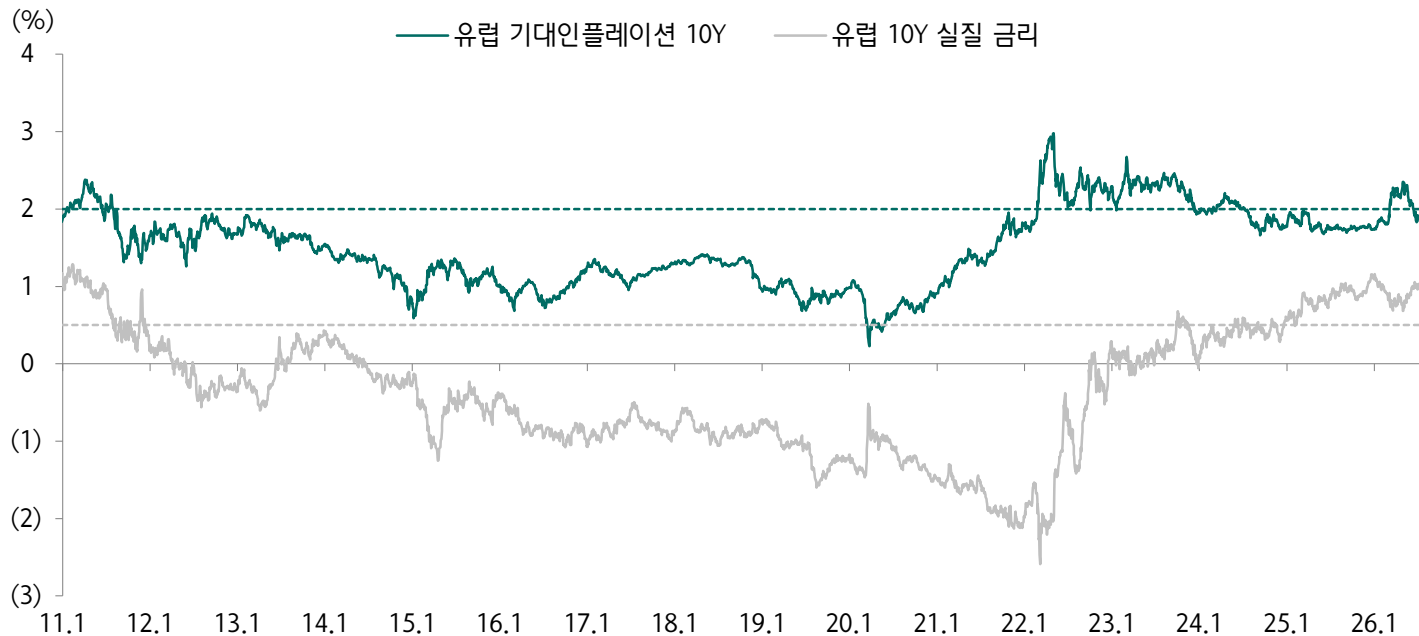
— Eurozone Manufacturing PMI Input Prices
— Eurozone Manufacturing PMI Output Prices
Index, sa, >50 = inflation m/m



다만, 시장은 실질금리를 높이고 있다

- 유럽의 성장이 약하지만 실질금리는 오히려 상승하는 추세
- 정책금리 인하가 유럽 성장에 필요하지만, 미래 물가와 재정 부담을 반영해 시장은 이미 더 높은 자본비용을 요구하고 있음
- 다시 말해, 중앙은행보다 시장이 앞서 금융여건을 긴축하고 있는 상황

실질금리가 보여주는 시장의 긴축 신호

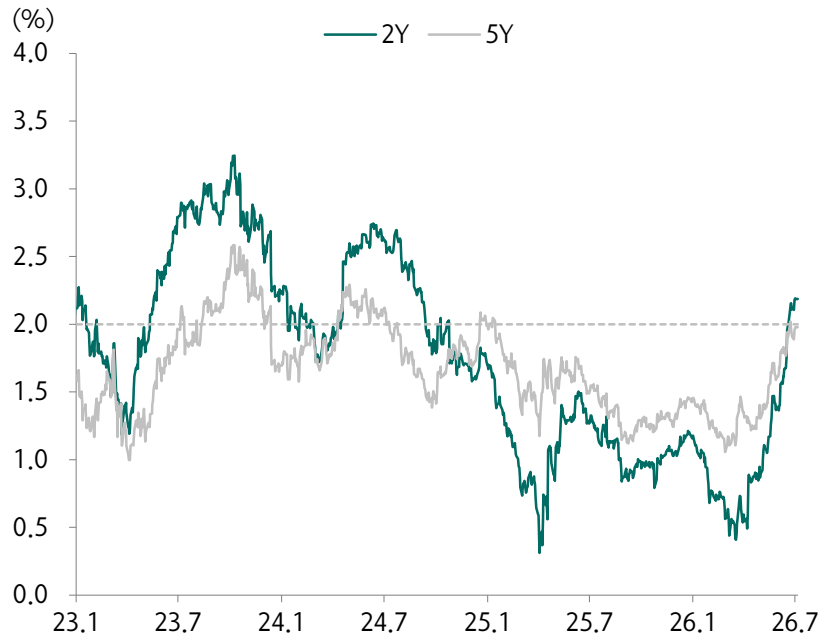


자료: Bloomberg, 하나증권

미국도 실질금리가 상승하는 추세

- 미국도 5년 실질금리가 다시 2% 상회
- 실질금리는 단순히 현재의 물가를 반영하는 것이 아니라 시장이 요구하는 자본의 가격이기도 함
- 투자자들은 역시 미국도 재정 확대, 인플레이, 민간 기업들의 투자 환경을 고려해 더 높은 할인율을 요구하는 모습
- Kevin Warsh가 이야기한 ‘시장 주도의 금리 결정’이 실제 시장에서 나타나고 있는 모습

연준의 실질금리 (2Y, 5Y)



자료: Bloomberg, 하나증권

시장 기능을 강조한 Kevin Warsh

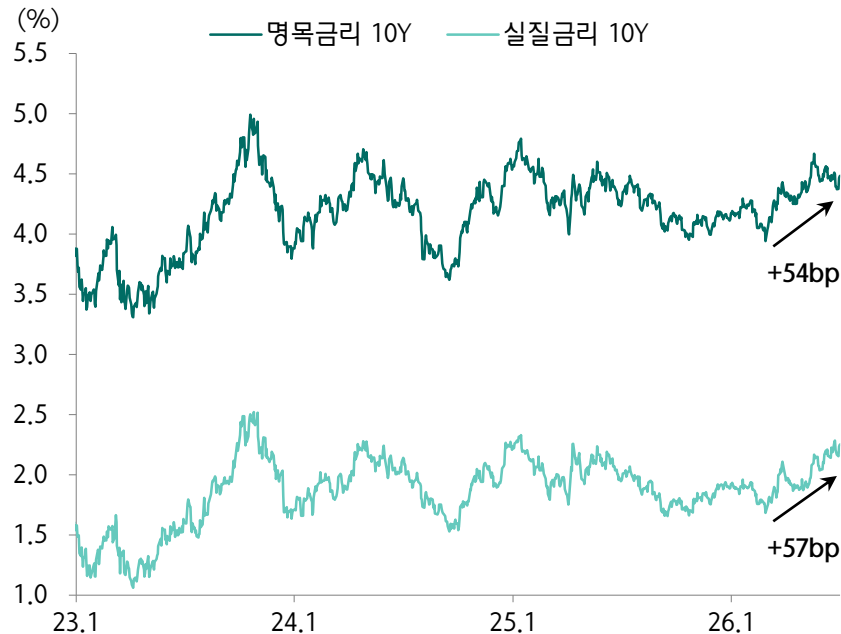
| 구분 | 내용 |
|-------|---|
| 발언 | "Financial market prices are probably the most important source of information to guide central bankers." |
| 해석 | "금융시장 가격은 중앙은행이 정책을 결정할 때 참고해야 하는 가장 중요한 정보원이다." |
| 발언 배경 | 2026.6.17 FOMC 기자회견 (Kevin Warsh 의장 취임 후 첫 기자회견) |
| 질문 | "Forward Guidance를 줄이면 시장 변동성이 커지는 것 아니냐?" |
| 핵심 의미 | 시장이 경제 데이터를 먼저 가격에 반영하고, 중앙은행은 그 시장가격을 정책 판단의 핵심 정보로 활용해야 한다는 철학을 반영 |

자료: Bloomberg, 하나증권

실질금리가 바꾸는 자금조달 비용

- 실질금리 상승은 정부와 기업 모두의 조달비용을 높임
- 회사채, 프로젝트파이낸싱 (PF), 인프라 금융, 부동산, LBO 등 이부 자금 의존도가 높은 영역은 그 영향이 더 크게 나타남
- 특히 투자자들의 요구수익률이 높아지면 신규 투자와 자산평가 기준도 함께 변화하게 됨
- 시장 긴축이 연준보다 빠르게 시작되면서, 워시 의장은 당분간 매파적 발언을 통해 기대 인플레이 불안을 컨트롤해 나갈 가능성

실질금리 상승



자료: Bloomberg, 하나증권

실질금리 상승이 높이는 기업의 조달비용

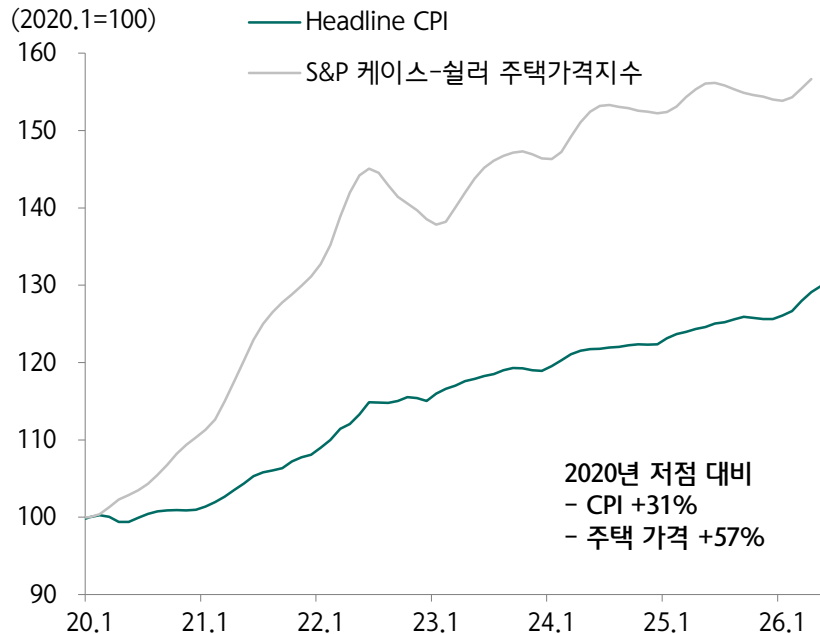


자료: Bloomberg, 하나증권

우리가 잘못 읽고 있던 K자형 경제

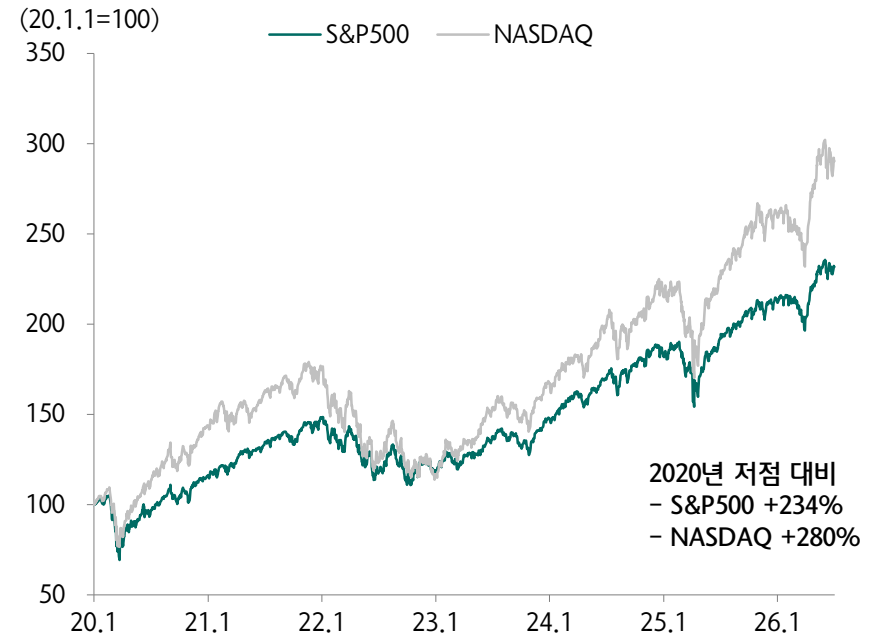
- 일반적으로 K자형 경제는 상위 소득계층과 하위 소득계층의 격차를 의미함
 - 미국 Census Bureau는 가구 연소득을 기준으로 저소득층·중산층·고소득층을 분류 (저소득층 < \$3.5만, 고소득층 ≥ \$10만)
- 특히, 코로나 이후 자산 가격 상승과 인플레이션이 동시에 나타나며 K자형 경제 구조는 더욱 심화되어 옴
- 다만, 최근 데이터는 K자 구조 자체보다 K자를 바라보는 기준의 변화가 필요함을 상기시켜 줌

물가보다 빠르게 오른 주택 가격



자료: Bloomberg, 하나증권

미국 주가지수 상승 (NASDAQ, S&P500)

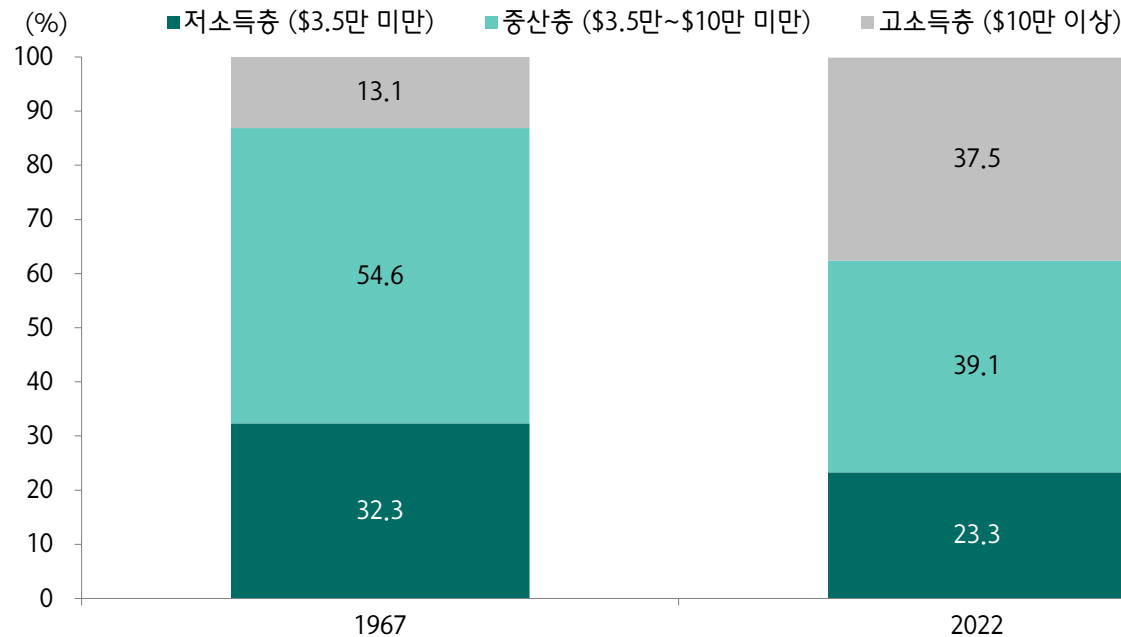


자료: Bloomberg, 하나증권

중산층은 무너지지 않고 이동했다

- 통상 중산층이 축소되었다고 하면 빈곤층으로의 확대를 생각하기 쉬우나 실제 미국 데이터는 다른 결과를 보여줌
- 미국 중산층 비중은 감소했으나, 같은 기간 저소득층 비중도 함께 축소됨. 반면 고소득층 비중은 크게 증가
- 즉, 중산층의 감소는 빈곤층 추락한 것이 아닌 상위 소득 계층으로의 이동한 결과
- 맞벌이 증가와 교육 수준 향상, 여성 경제활동 확대가 중산층의 상향 이동을 뒷받침 ▷ 소득 미국 경제는 견고한 움직임을 보임

중산층 감소보다 컸던 고소득층 증가



- 2022년 구매력 기준 (real 2022 dollars)으로 환산한 뒤 동일한 기준선으로 비교
- 인플레이 영향을 제거한 이후에도 상위 소득 계층 비중은 뚜렷하게 증가
- 상위층의 비중이 확대되면서 중/하위층 비중이 축소
▷ 사라진 것은 중산층이 아닌 중간소득 구간

그러면, 소득은 늘었는데 왜 삶은 더 팍팍할까

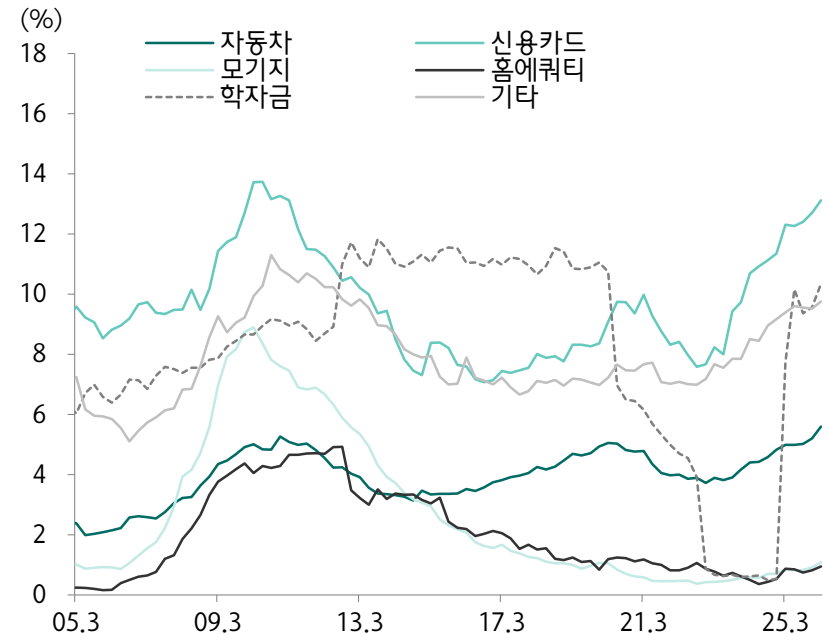
- 다만, 소득 기준으로는 더 많은 가구가 K자의 상단으로 이동했음에도 체감 경기는 오히려 악화되고 있음
- 2024년 4분기 기준 미국 상위 10% 가구는 전체 순자산의 약 67%를 보유, 하위 50% 비중은 2.5%에 불과
- 지난 15년 동안 자산 가격 상승이 지속되면서 자산 보유 계층과 비보유 계층의 격차는 훨씬 빠르게 확대되어 온 상태
- 상대적 박탈감과 포모 (FOMO)는 소득 (월급)보다 보유 자산이 불어나는 속도 차이에서 발생

미국 Top 10%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 가계 연체율 추이

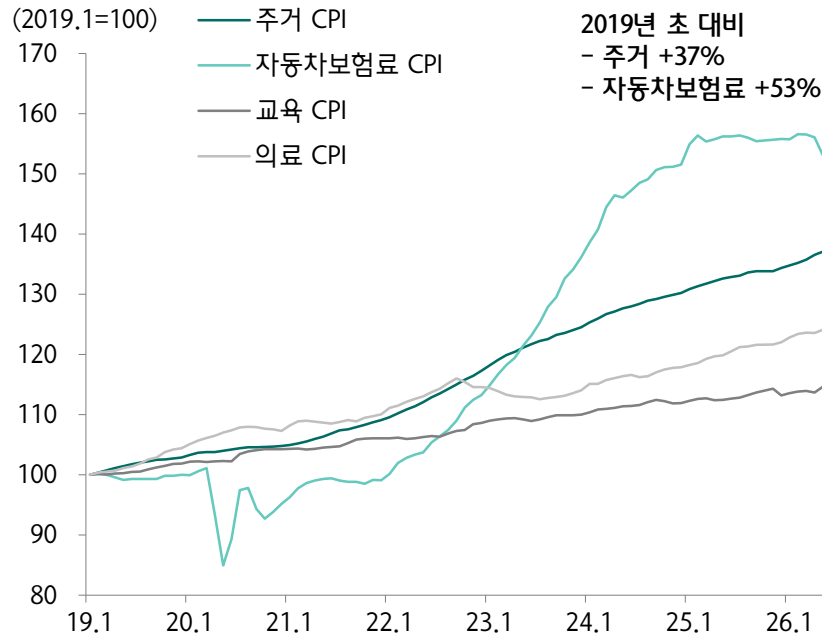


자료: Bloomberg, 하나증권

향후 K자 구조는 다른 관점에서 이해할 필요

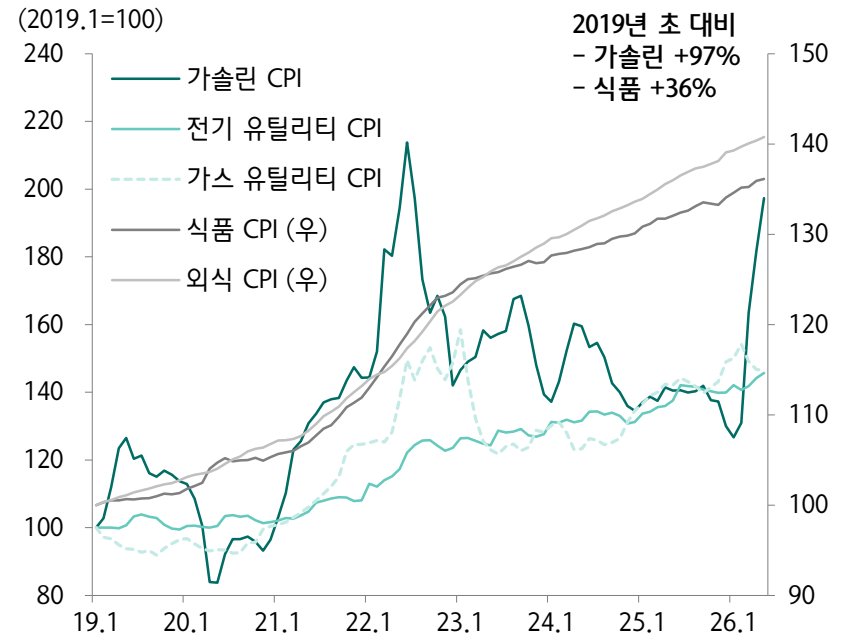
- 과거에는 소득을 기준으로 K자의 상/하위를 구분했다면, 앞으로는 자산 보유 여부에 따라 달라지게 될 것
- 비록 소득이 상향 평준화되더라도 자산 보유 여부에 따라 전혀 다른 경제 현실을 경험할 수 있음
- 특히 AI 시대에는 충분한 자본을 가진 기업과 개인은 AI 투자를 통해 생산성과 자본 축적 효과를 크게 높일 수 있을 것
- 이에 따라 생산성과 자본의 수혜는 자산을 보유한 소수에게 집중될 것 ▷ 경제 구조는 K자에서 I자형으로 변화할 가능성

생활물가는 여전히 높은 수준을 기록



자료: Bloomberg, 하나증권

필수지출 부담 확대 계속



자료: Bloomberg, 하나증권

자산별 리뷰 및 전망 요약

국내 주식

극심한 변동성,
반도체 의존도 지속

- 리뷰 코스피는 지난 6월 들어 VKOSPI가 90p를 상회, 글로벌 금융위기 당시 고점(89p)보다 높은 수준. 극단적으로 높아진 이익 증가율, ETF 수급 주체로의 영향력 확대, 반도체 대형주 이익 및 시가총액 비중 쏠림 현상에 따라 변동성 확대. 6월에도 매수/매도 사이드카 및 서킷 브레이커가 수차례 출현하는 변동성 장세 전개
- 전망 2027년 코스피 순이익 추정치 946조원과 PER 9.9배(2010년 이후 평균) 적용 시 코스피 예상 상단 11,450p로 상향 조정 가능. 그럼에도 삼성전자와 SK하이닉스의 코스피 내 이익 비중 증가 중이며, 이외 기업들의 이익 증가율이 반도체를 넘기 어려운 상황. 이익 기반 순환매 기대가 낮은 가운데 수익성 개선 가시화되는 업종 강세 전망

선진국 주식

이익 기반 순환매
현상에 주목

- 리뷰 미국-이란 종전 협상 타결에도 불구하고 기준금리 인상 및 AI 수요 우려 부각되면서 전반적으로 약세. S&P500의 PER 전망치는 20.2배로 직전 고점인 21.1배 대비 낮은 수준. 유가 안정화와 인플레이션 우려 진정에도 불구하고 여전히 높은 미국 시중금리 수준 지속. 여기에 더해 기술주 중심 차익실현 매도에 비기술주로의 순환매 전개
- 전망 올해 S&P500 M7(YTD -0.0%)보다 Non M7(+13.5%)의 주가 수익률이 높음. M7의 순이익 증가율은 작년 26%에서 올해 44%까지 높아질 전망. 한편, Non M7의 순이익 증가율은 9%에서 39%로 급등하면서 M7과의 격차 거의 없음. 이익을 기반으로 순환매 가능한 상황인 만큼 수익성이 개선되는 비기술주 업종으로의 순환매 기대

신흥국 주식

중국, 성장과 가격
상승 양극화 지속 -
ChiNext(자본재)와
과창50(반도체) 선호

- 리뷰 상반기 중국 주가와 장기금리의 극단적인 괴리는 신 경제의 희망과 구조적인 신용 축소를 동시에 시사. 본격적인 리플레이션 사이클은 전반전에 진입했으나, 수출과 공급망의 구조적인 호황과 내수 침체 연장의 대비가 당초 예상을 상회. 중화권 증시 역시 글로벌 자본재/테크 사이클 연동성이 높은 본토의 양대 테크 지수 중심 상승세 유지
- 전망 중국 3분기 대외 환경과 정책 동기 측면에서 중국 매크로와 부양책 배팅 시기상조, 리플레이션과 테크 쏠림현상에 계속 집중. 3분기 실적 시즌 중화권 증시 상승 전망 우위, 실적과 수급 우위 가진 본토 ChiNext(자본재)와 과창50(반도체) 최선호 유지. 신흥국 국가별 하반기 선호도는 중국 > 인도 > 대만 > 브라질 > 베트남 순 제시

자산별 리뷰 및 전망 요약

국내 채권

유가 급락에도 긴축 사이클 분명. 채권 투자는 보수적 대응 필요

- 리뷰 5월 중순 이후 유가 급락으로 한국 금리도 소폭 안정. 그러나 유가 대비 금리 하락 폭은 제한적. 수출 중심의 성장 모멘텀이 지속되면서 한국은행의 긴축 기조가 이어진 영향. 3년 3.7%, 10년 4.2% 상회. 또한 30년물의 경우 주요 공백 여파 등으로 10년 대비 스프레드가 20bp 수준으로 확대
- 전망 올해 성장률 3%대, 인플레이션 2%대 중후반 예상. 성장과 물가 모두 높아지는 환경에서 긴축 사이클에는 변함이 없을 것이며, 7월 기준금리 25bp 인상 전망. 기준금리 인상 사이클 초반부에는 금리 상승 리스크 상존하므로 보수적인 접근이 필요

국내 크레딧

가 스치는 바람에

- 리뷰 6월 신용스프레드는 확대. 5월 중순 이후 확대 전환된 신용스프레드는 6월 중앙그룹 주요 계열사들의 기업회생 절차 신청에 따라 약세 흐름 지속. 주요 기관투자자들의 관련 익스포져가 제한적이기에 시장 전체적인 경색 가능성은 낮지만 당분간 투자심리 위축은 불가피한 상황
- 전망 7월 신용스프레드는 6월에 비해서는 안정적인 흐름을 보이며 약보합세를 보일 전망. 6월 스프레드 상승으로 어느 정도 부정적 영향을 반영한 상태이고 반기 말 채권 자금 유출이 진정됨에 따라 수급상으로도 여유가 생겼기 때문. 섹터별로는 위험관리 강화 심리에 따라 공사채/은행채 등 초우량물이 상대적으로 우위를 보일 전망

선진국 국채

미 국채 투자 의견 '축소' 유지

- 리뷰 중동 전쟁 이후 주요국 금리는 차별화 장세를 이어가는 중. 한국, 일본, 미국 순으로 금리가 큰 폭 상승한 반면, 이미 인상을 단행한 독일(ECB)과 호주 금리 상승폭은 상대적으로 제한적. 유가와 기대 인플레이션 모두 안정되었다는 공통점이 있지만, 공급 충격으로 성장률 전망치가 하향 조정되고 있다는 점이 금리 차별화 장세를 견인
- 전망 시 인프라 자본지출을 제외한 미국의 경기 체력이 강하다고는 볼 수 없지만, 기업의 투자 심리는 여전히 강해 견조한 성장을 추세가 꺾이기에는 이른 시점이라고 판단. 하반기 미국 금리 하락폭은 제한적일 전망. 연내 4.6% 전망과 함께 미 국채 투자 의견 '축소' 유지

자산별 리뷰 및 전망 요약

선진국 크레딧

거대 투자 클러스터
형성은 AI 생태계의
양날의 검이 될 것

- 리뷰 미 경제와 금융시장을 이끌고 있는 것은 AI 투자. 데이터센터·반도체·전력망 등의 투자가 GDP 내 민간 투자 증가를 주도했고, 기업 실적과 주가를 부양
- 전망 AI 산업이 확대될수록 기술 경쟁력을 넘어 자본 확보 여력이 더욱 중요해지는 국면. 이는 자본시장과 사모 신용시장의 투자 기회 역시 제공. 이에 향후 AI 산업과 금융시장이 동행하는 거대 투자 클러스터의 양산을 전망. 단, 상호 의존도가 커짐에 따라, 펀더멘털 변화 충격이 기업에서 금융시장으로 확산될 가능성 주의

Korean Paper

아직은 공급 우위의
KP 시장

- 리뷰 신용스프레드만 보면 글로벌 IG 대비 견조했던 KP 시장. 단, 벤치마크 금리인 국채 금리 레벨 재조정예 의해 성과 창출은 제한. 특히 발행만기 짧아진 만큼 시장의 연준 기준금리 인상 우려가 반영되면서 단기 금리 급등 영향을 크게 받음. 반대로 낮은 가산금리에도 우호적인 회사채 시장 유동성과 부채스왑 여건이 조달 수요를 자극하는 흐름
- 전망 7월 만기 예정 규모 약 81억 달러, 1월 이후 최대. 산업은행, 한전, KT 등 발행 레코드 보유한 상위 발행자들이 차환성 발행 예정이거나 이미 진행 중. 신용위험 프리미엄 낮음에도 불구하고 캐리 매력도는 유지되며 수요 이어질 것. 아시아 권역 내 일본계 외화채 증가 추세 가운데 상위 KP물 중심의 발행 후 성과에 주목

원자재

원유 재고 소진 속도
주시해야

- 리뷰 국제유가는 월초 미국-이란 간 긴장 고조로 급등했으나, 양국의 협상 진전 이후 지정학적 리스크 프리미엄이 빠르게 축소되고 통항량 증가로 공급 개선 기대감이 반영되며 급락. 금 가격은 매파적인 6월 FOMC 결과가 달러 강세와 금리 상승 압력으로 이어지며 조정 장세 시현
- 전망 향후 유가는 하락 압력 우세. 다만 해상 물류 정상화와 중동산 원유 공급 회복에는 시간이 필요하고, 주요국 석유재고 감소도 가격 하단을 지지할 수 있어 향후 추가 하락 속도는 제한적일 전망. 금 가격은 연준의 긴축 경계와 달러 강세 영향으로 하락세 지속 전망. 안전자산에 대한 수요도 약화

자산별 리뷰 및 전망 요약

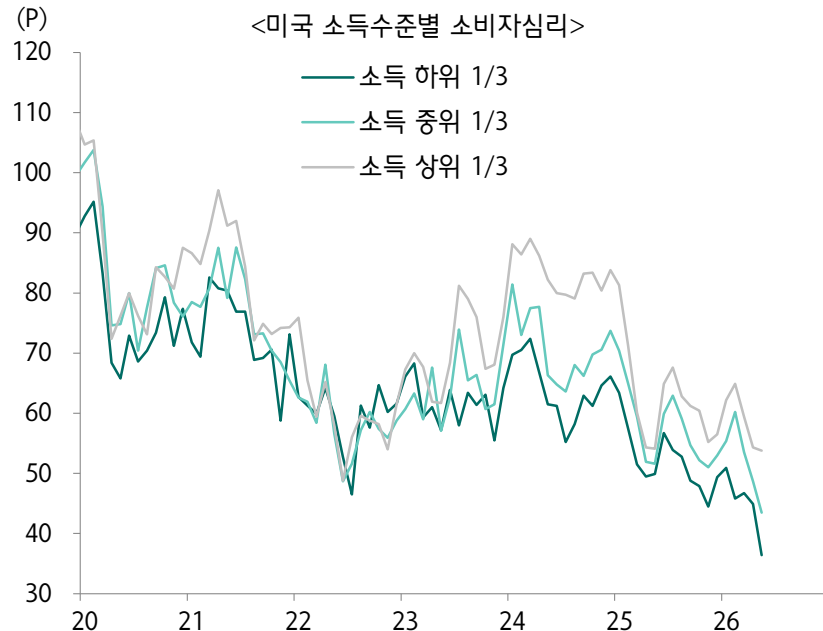
유망 ETF 4선

- **DRAM** 글로벌 최초의 메모리 반도체 특화 ETF. HBM 등 AI 반도체 열풍의 핵심인 삼성전자, SK하이닉스, 마이크론에 집중 투자하여 AI 슈퍼사이클의 수혜를 직접적으로 누리는 상품
- **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 높은 압축 포트폴리오를 통해 양사 중심의 성과가 예상. HBM4 시장 선점 기대감과 AI 슈퍼사이클에 힘입어 국내 반도체 밸류체인 실적 턴어라운드 지속 전망
- **0210E0** 코스피200 기반에 액티브 옵션 매도 전략과 배당회피 전략을 결합한 ETF. 변동성 장세에서 하락 위험을 일부 방어하며, 비과세 효과를 통해 효율적인 월 분배금(현금흐름)을 추구

고소득층 소비와 AI 투자가 미국 경제를 지지

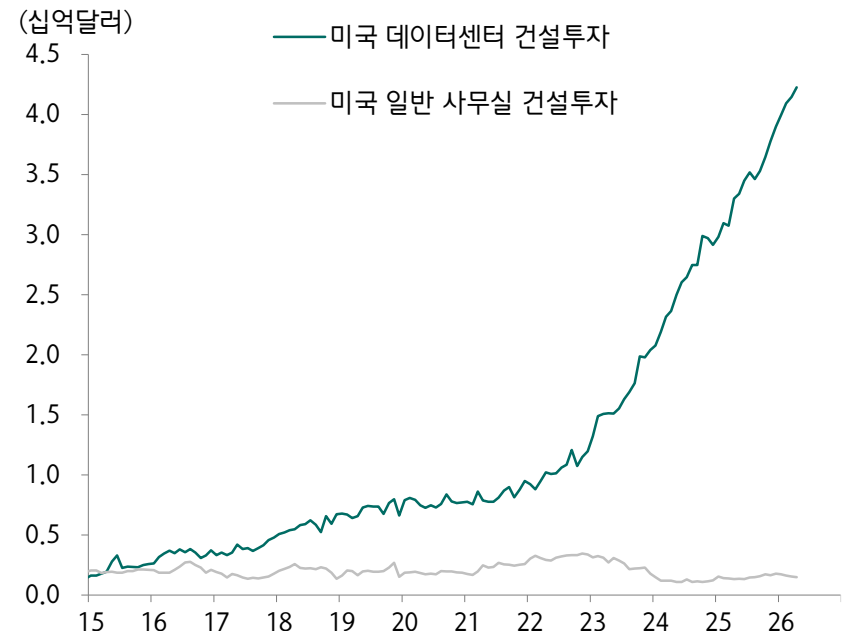
- 미국 경제는 고소득층 중심의 소비 호조와 AI 투자 확대가 성장을 이끌 전망
- 전쟁 이후 저소득층은 유가 상승 여파로 재량적 지출 감소 불가피. 그러나 미국 경제를 이끌고 있는 고소득층은 에너지 비용 타격이 제한적이며 소비심리도 훼손되지 않음. 가계 소비는 견조한 흐름 지속되는 중
- AI 관련 투자 급증과 AI 도입 가속화는 생산성을 끌어올리며 미국의 중기 성장을 예상보다 앞당겨 견인. AI 투자가 미국 성장률 상승에 기여하는 비중 확대

물가 상승에도 고소득층의 소비심리는 견조한 모습



자료: CEIC, 하나증권

미국 데이터센터 건설투자는 가파른 속도로 증가

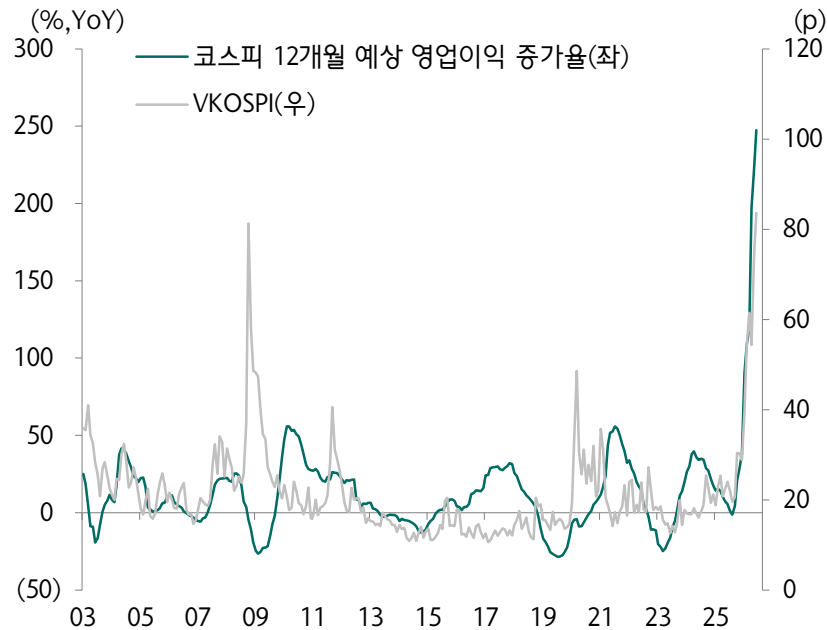


자료: Bloomberg, 하나증권

극단적으로 높아진 변동성, 그럼에도 반도체 쏠림 현상 지속

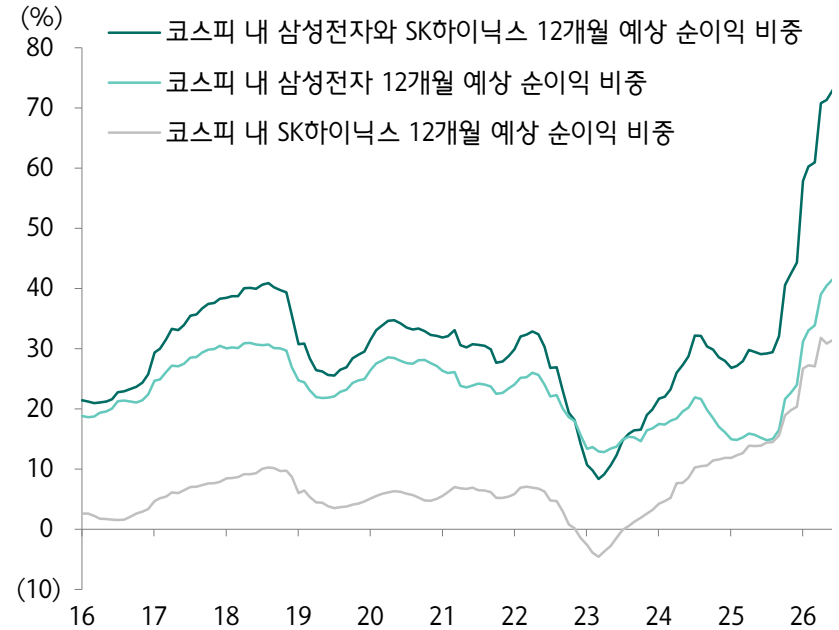
- 극단적인 변동성 확대 요인 중 하나는 코스피 이익 증가율 때문. 코스피 12개월 예상 영업이익 증가율 YoY 247%
- 높은 이익 증가율은 기대감도 만들지만, 실제 발표 이익의 예상치 하회와 증가율 정점 통과 우려도 형성할 수 있음
- 코스피 내 삼성전자와 SK하이닉스 순이익 비중 73%, 삼성전자 42%, SK하이닉스 31%
- 순환매는 이익을 기반으로 나타나는 현상. 반도체 이익 의존도 심화 = 이익 기반 순환매 제한 요인

코스피, 극단적으로 높은 이익 증가율이 만든 변동성 확대 국면



자료: Bloomberg, 에프앤가이드 Quantwise, 하나증권

코스피 내 삼성전자 순이익 비중 42%, SK하이닉스 31%

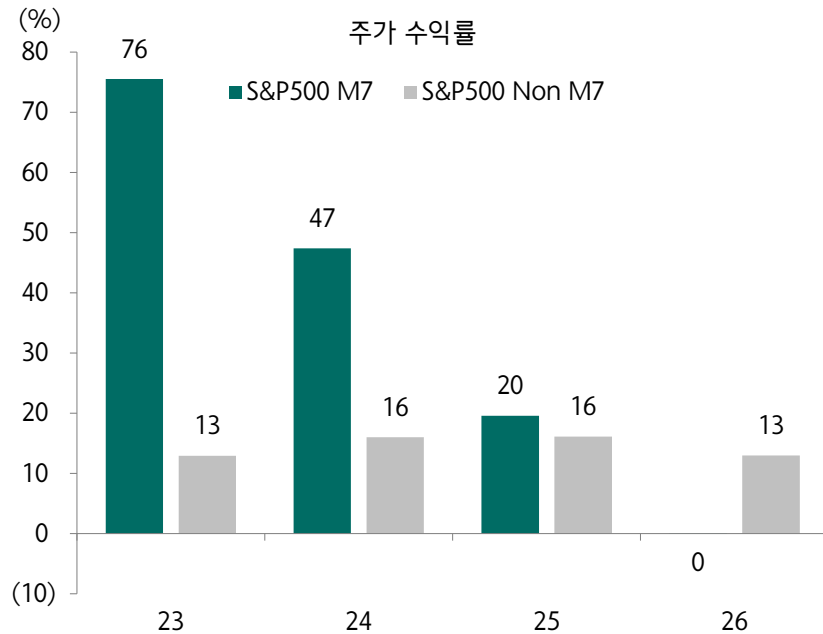


자료: 에프앤가이드 Quantwise, 하나증권

M7과 Non M7 격차 축소 = 이익 기반 순환매 조건 형성

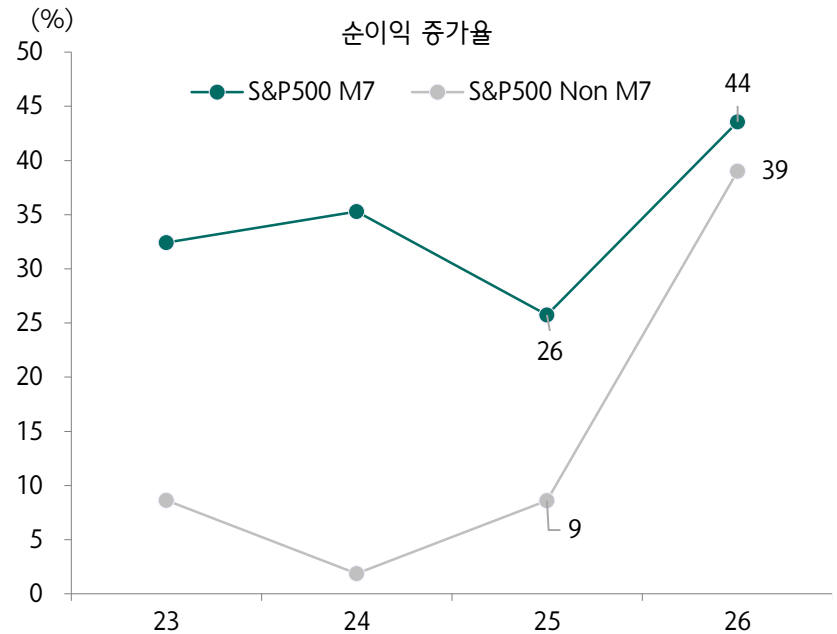
- 2026년 S&P500 M7의 주가 수익률은 -0.0%로 약세. 반면 Non M7의 주가 수익률은 13.5%로 상대적으로 높음
- S&P500 M7의 순이익 증가율은 2025년 26%에서 2026년 44%로 높아질 것으로 예상
- 다만 같은 기간 동안 Non M7의 순이익 증가율은 9%에서 39%로 급등하면서 M7과의 격차가 거의 없는 상황
- 이익 기반 순환매 조건이 형성되면서 국내와 달리 Non M7으로의 순환매 전개

2026년 S&P500 지수는 Non M7 중심으로 상승



자료: Bloomberg, 하나증권

2026년 S&P500 Non M7 이익 증가 속도가 빠름

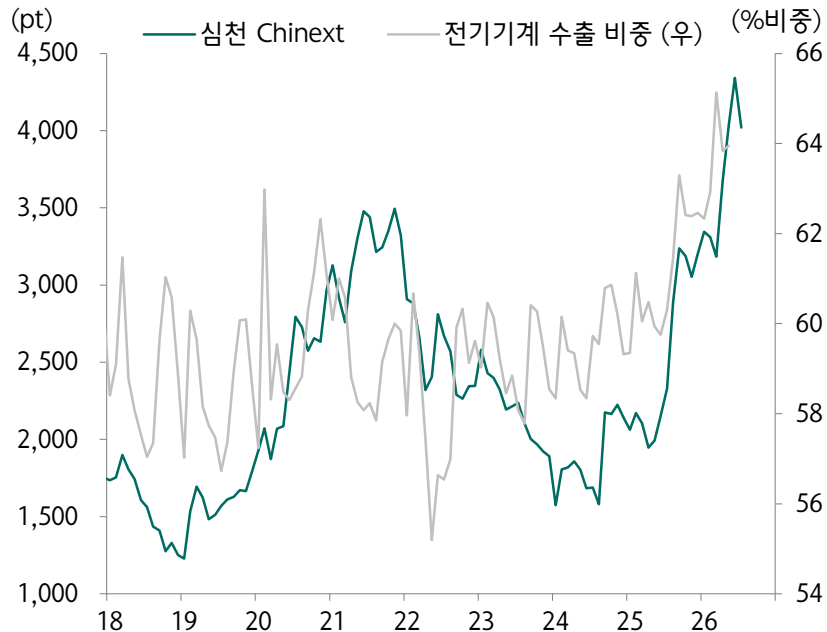


자료: Bloomberg, 하나증권

중국, 성장과 가격 상승 양극화 지속 - ChiNext(자본재)와 과창50(반도체) 비중 확대

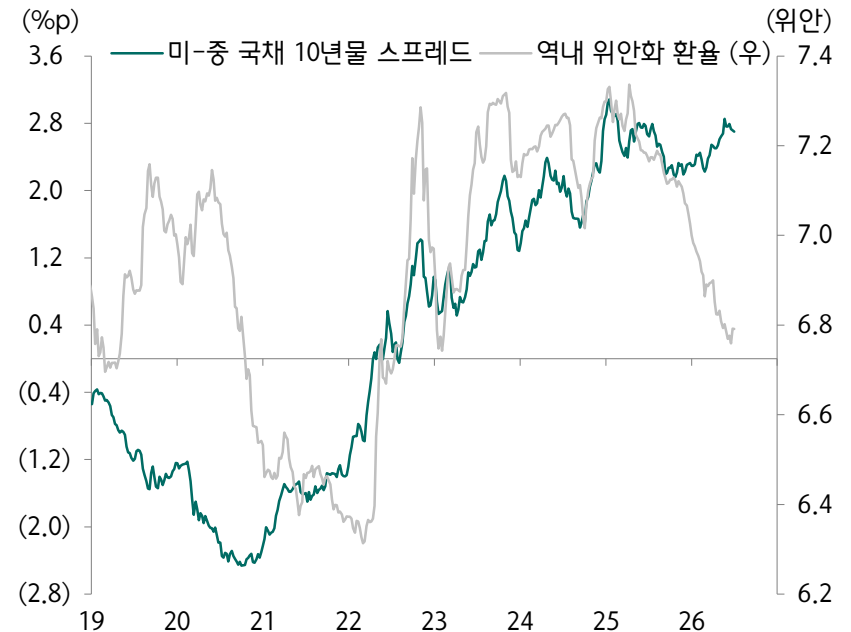
- 상반기 중국 경제와 증시는 성장과 가격 상승 양극화 지속, 수출과 공급망 호황으로 내수 부양은 소극적
- 하반기 중국 주식과 환율 가치 상승 구간은 길고, 채권(장기금리 하락)과 원자재 강세는 짧을 것으로 평가
- 3분기 대외 환경과 정책 동기 측면에서 중국 매크로와 부양책 배팅 시기상조, 리플레이션과 테크 쏠림 현상에 계속 집중
- 3분기 실적 시즌 중화권 증시 상승 전망 우위, 실적과 수급 우위 가진 본토 ChiNext(자본재)와 과창50(반도체) 최선호 유지

중국 심천 Chinext 주가 vs. 전기기계 수출 비중



자료: Wind, 하나증권

미중 국채 10년물 스프레드 vs. 역내 위안화 환율

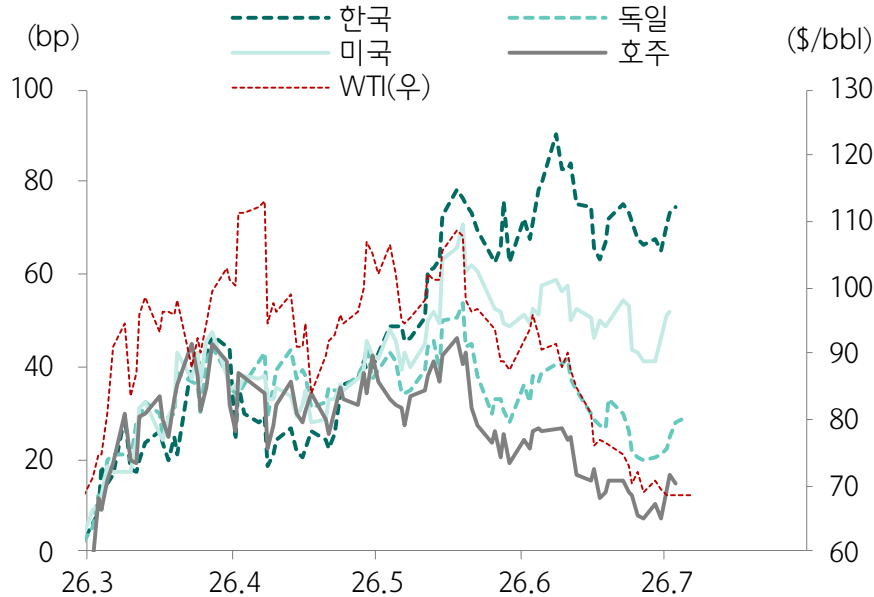


자료: Wind, 하나증권

유가 급락에도 긴축 사이클은 지속된다

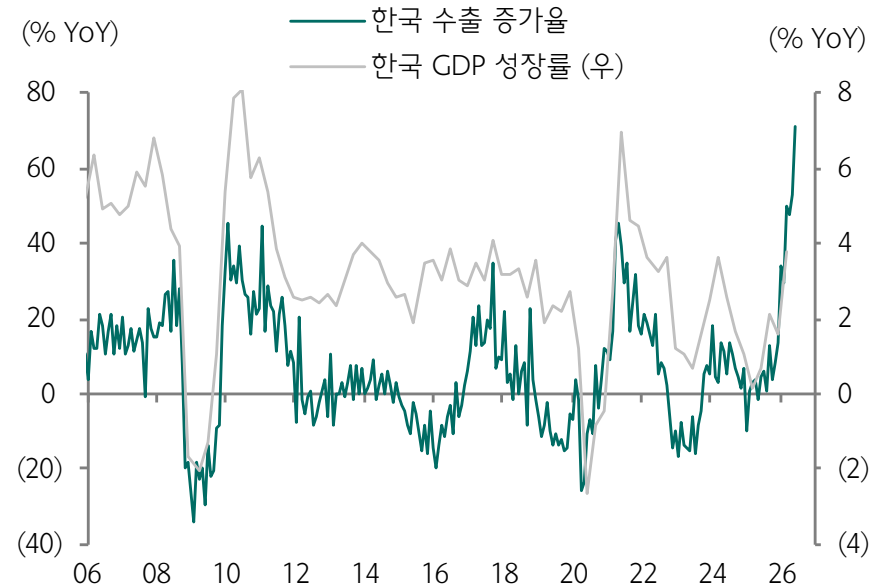
- 국제 유가는 이란 사태 이전 수준으로 하락. 그러나 한국 국고채 금리는 여전히 높은 수준 유지. 채권시장은 유가 이외에도 성장 모멘텀과 통화정책 긴축 리스크를 반영
- 한국은행, 7월 기준금리 2.75%로 25bp 인상 전망. 헤드라인 인플레이션 안정이 기대되나, 수요 측 인플레이션 우려는 지속. 이에 더해 예상보다 강한 성장세, 부동산 가격 상승, 그리고 환율 상승 리스크 등이 금리 상방 요인으로 작용

한국, 유가 충격에도 수출 호조로 성장률 오름세 지속



주: 금리는 26.2.28=0
 자료: LSEG, 하나증권

성장과 물가 컨센서스 상향 조정과 함께 국채 10년 금리도 상승

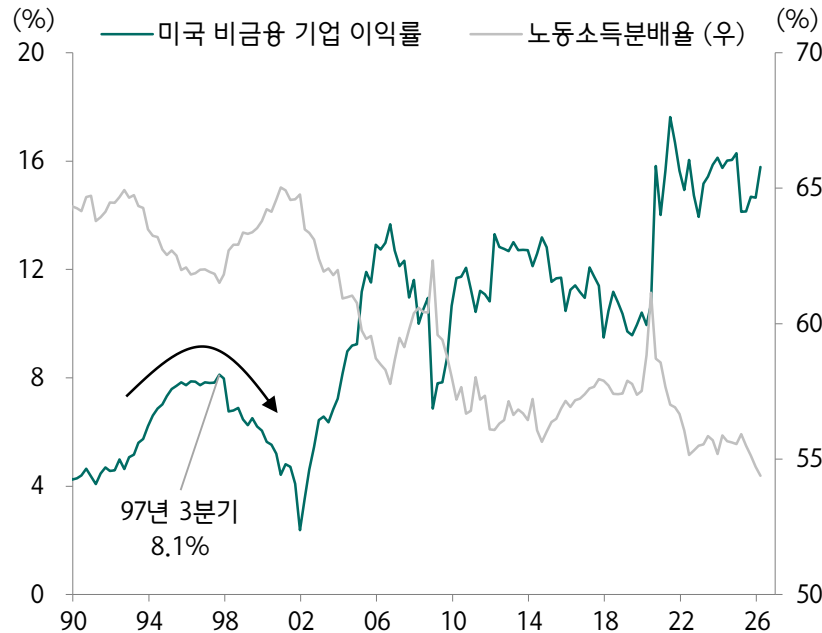


자료: LSEG, 하나증권

견조한 기업 투자 심리

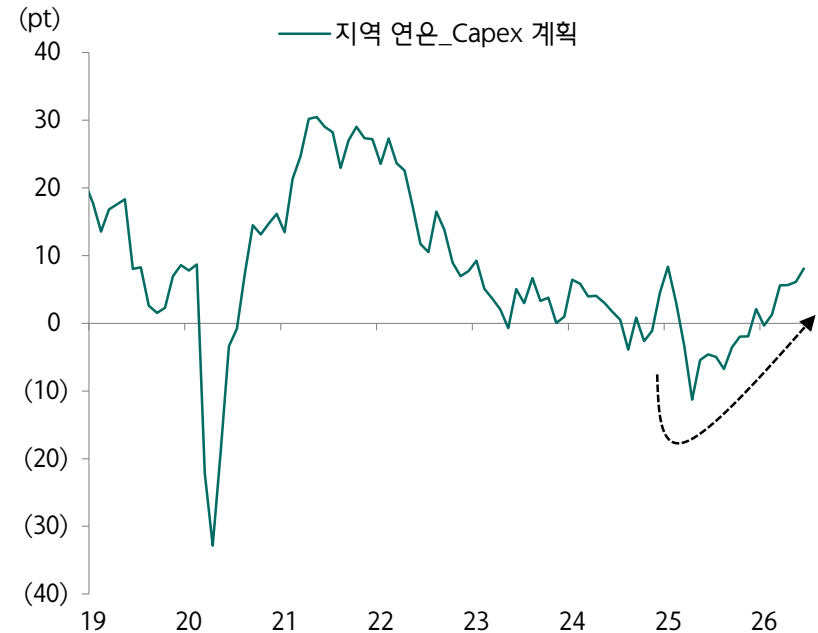
- 노동소득분배율은 꾸준히 하락하고 있지만 미국 기업의 세전 이익은 역사상 고점 부근. 90년대 말 기업 이익 고점을 기록한 것과 달리 현재는 임금 상승률이 제한적이고, 단위노동비용 상승이 억제되고 있어 기업의 비용 부담이 상대적으로 크지 않음
- AI 인프라 자본지출을 제외한 미국 경제가 강하다고 볼 수는 없음. 하지만 기업의 투자 심리는 유가 공급 충격에도 여전히 강함. 즉, 견조한 성장을 추세가 꺾이기에는 이른 시점. 유가 하락을 이미 반영했기에 금리 하락폭은 제한적일 전망

미국 기업 이익은 꾸준히 상승 : 90년대 말과 달리 기업 이익은 견조한 추세 유지



자료: Bloomberg, 하나증권

지역 연은의 자본지출 전망 : 유가 충격에도 기업들의 투자 심리는 여전히 강함

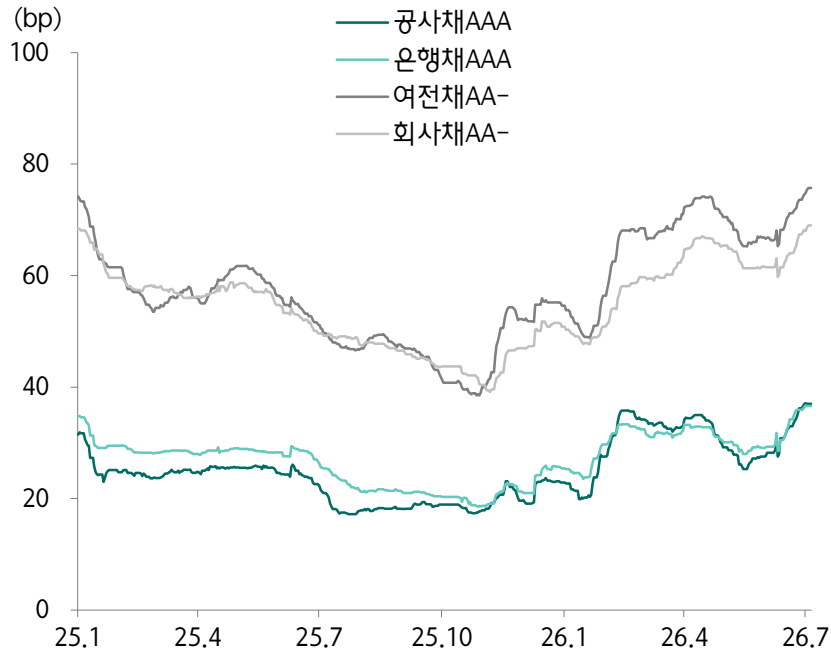


주: 5개 지역 연은의 자본지출(Capex) 예상 평균치 산출
자료: Bloomberg, 하나증권

J가 스치는 바람에

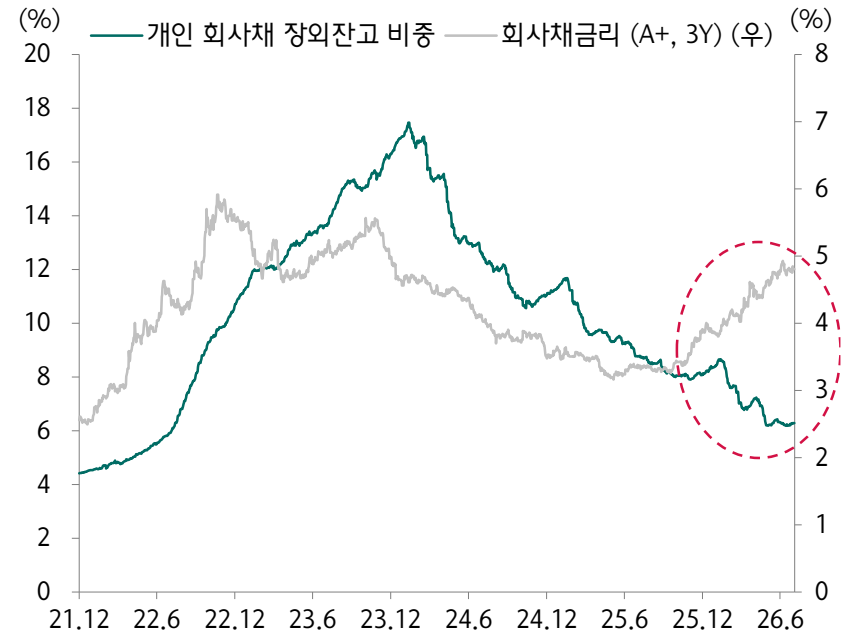
- 4월 말 제이알글로벌리츠 사태 이후 연이어 6월에 중앙일보그룹 기업회생 이슈가 발생함에 따라 신용스프레드 확대 지속
- 머니무브 등에 따라 고금리 회사채 관심 저하도 원인으로 작용. 하위등급 채권 리테일 집중도 높아 부정적 전염효과 관리 필요
- 신용경색 가능성은 낮으나 당분간 하위등급에 대한 투자심리 위축 불가피. 등급별 차별화(三極化) 현상 또한 심화될 전망
- 신용채권 시장이 관련 이슈를 소화해내기에는 어느 정도 시간이 필요. 7월 중에 바로 안정되지는 않고 신용스프레드 약보합 전망

신용스프레드 추이 (2025년 초~현재)



자료: 인포맥스, 하나증권

개인 회사채 장외잔고 비중 vs. 회사채금리(A+) 추이

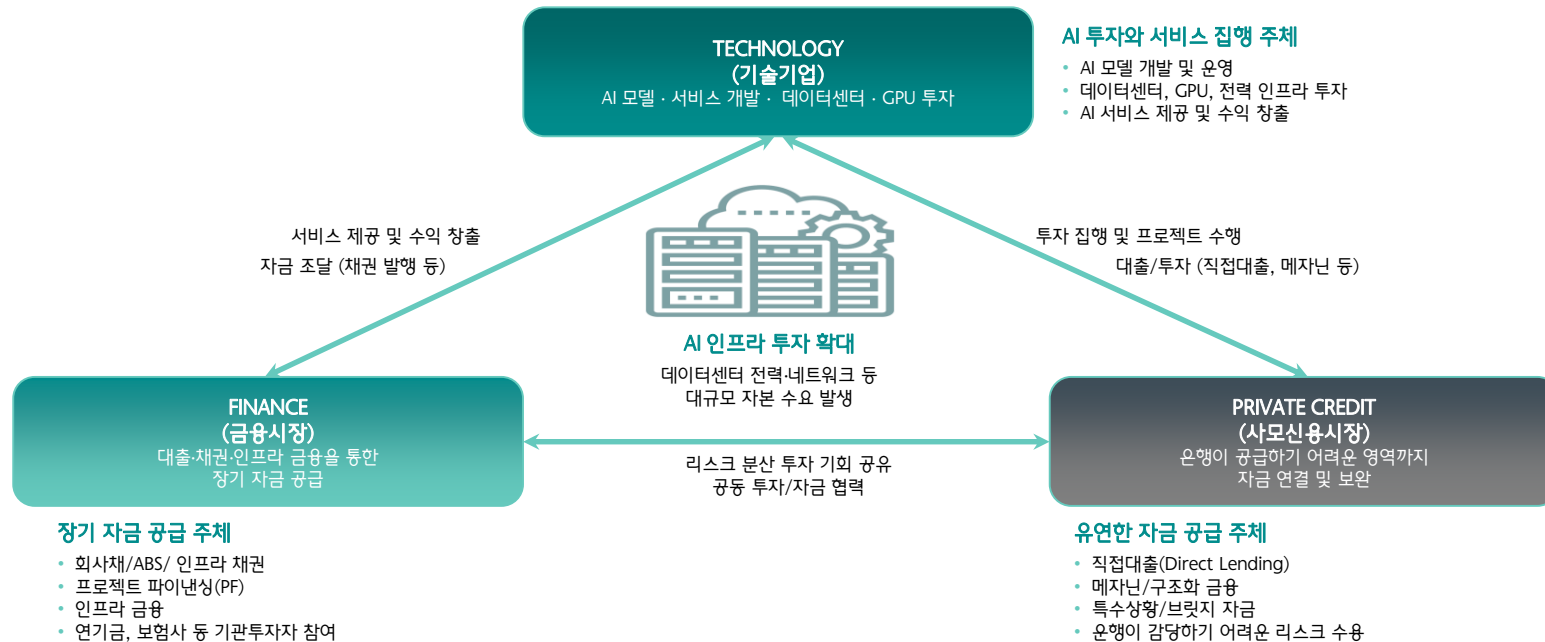


자료: Bloomberg, 하나증권

거대 투자 클러스터 형성은 AI 생태계의 양날의 검이 될 것

- 미 경제와 금융시장을 이끌고 있는 것은 AI 투자. 데이터센터·반도체·전력망 등의 투자가 GDP 내 민간 투자 증가를 주도했고, 기업 실적과 주가를 부양. AI 산업이 확대될수록 기술 경쟁력을 넘어 자본 확보 여력이 더욱 중요해지는 국면
- 이는 자본시장과 사모 신용시장의 투자 기회 역시 제공. 이에 향후 AI 산업과 금융시장이 동행하는 거대 투자 클러스터의 양산을 전망. 단, 상호의존도가 커짐에 따라, 펀더멘털 변화 충격이 기업에서 금융시장으로 확산될 가능성 주의

거대한 투자 생태계의 형성 (트라이앵글)

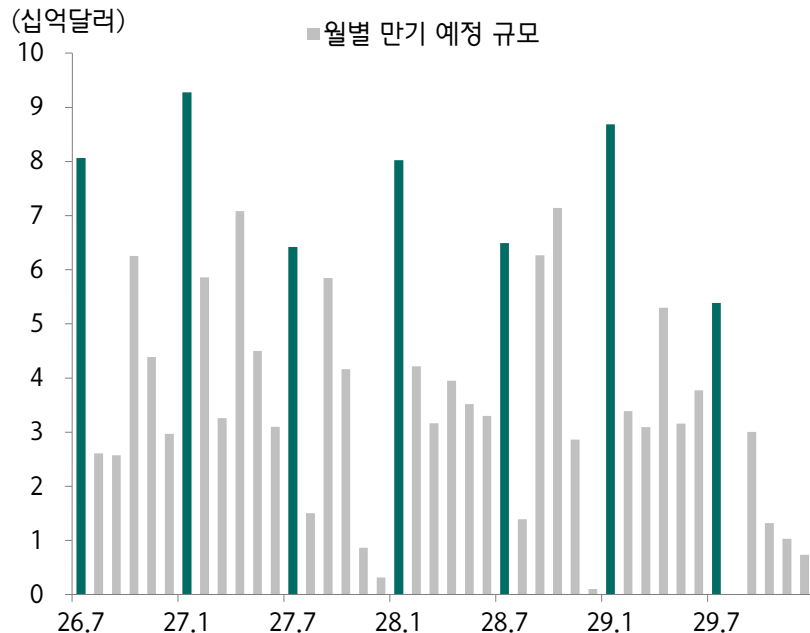


자료: 하나증권

아직은 공급 우위의 KP 시장

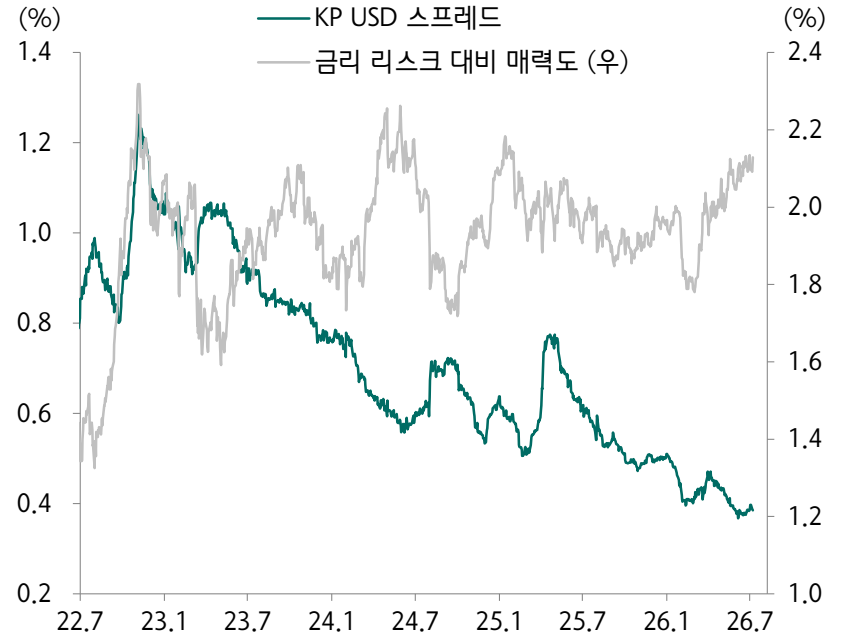
- 신용스프레드만 보면 글로벌 IG 대비 견조했던 KP 시장. 단, 벤치마크 금리인 국채 금리 레벨 재조정예 의해 성과 창출은 제한. 특히 발행만기가 짧아진 만큼, 연준 기준금리 인상 우려 속 단기 금리 급등 영향을 크게 받음
- 7월 만기 예정 규모 약 81억 달러, 1월 이후 최대. 산업은행과 주금공 등 최상위 외에도 한전, KT 등 발행 레코드 보유한 상위 발행자들이 차환성 발행 예정이거나 이미 진행 중. 신용위험 프리미엄 낮음에도 불구하고 캐리 매력도는 유지되며 수요 이어질 것
- 한편, 아시아 권역 내 일본계 외화채 증가 추세. 이 가운데 상위 KP물 중심의 발행 후 성과에 주목

계절적 만기 물량의 차환성 발행과 더불어, 신규 물량 증가 전망



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

낮아진 신용위험 프리미엄에도 캐리 매력도는 양호

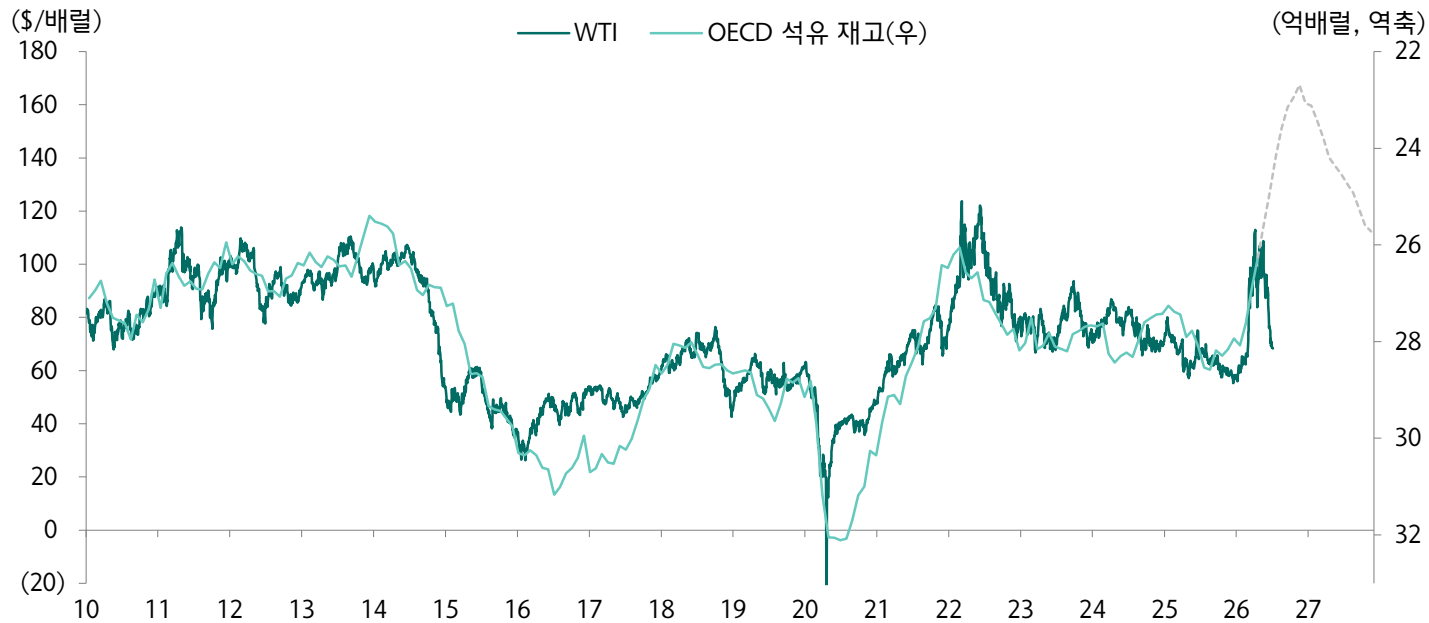


자료: Bloomberg, 하나증권

원유 재고 소진 속도 주시해야

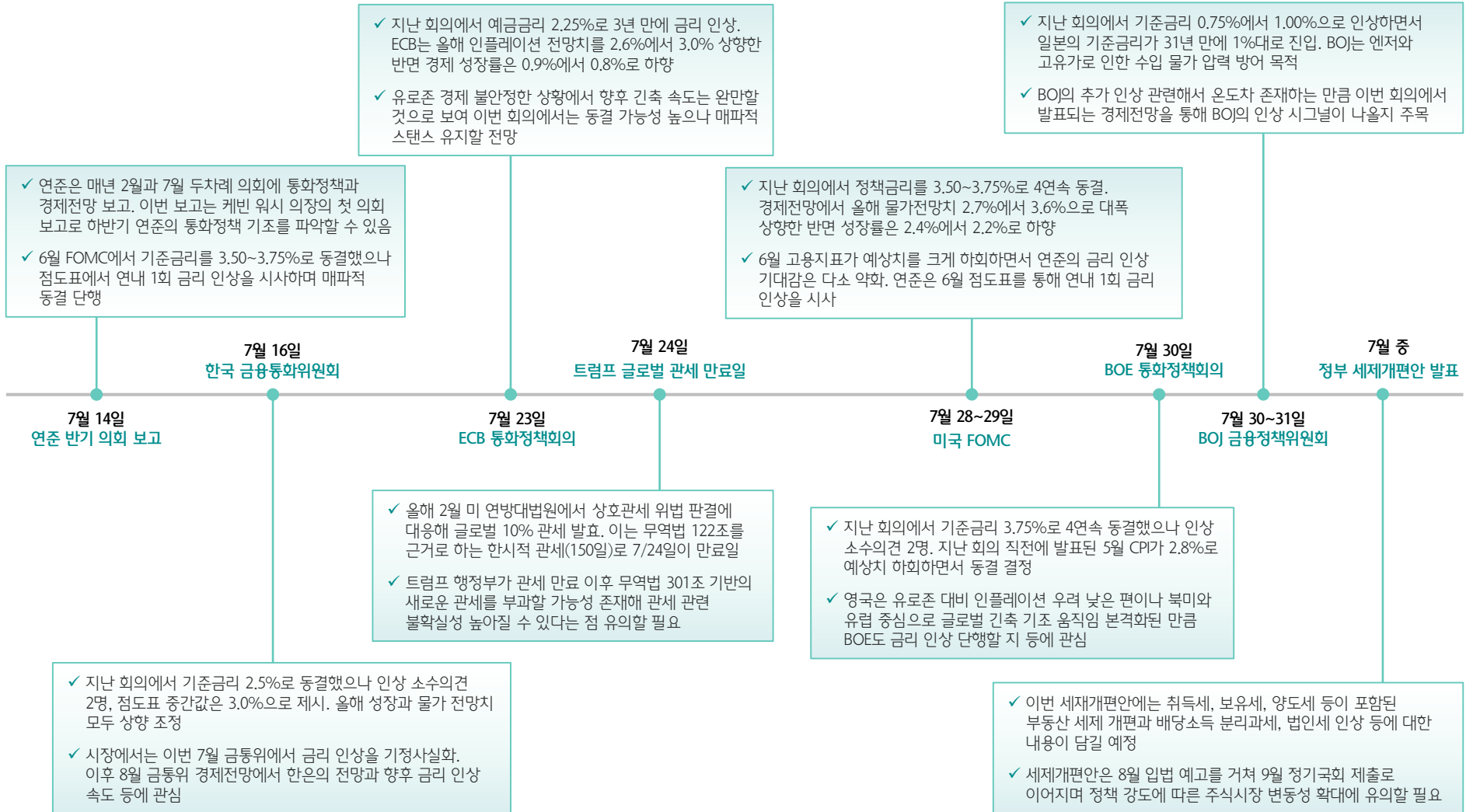
- 호르무즈 해협 개방 이후 유가는 즉각적으로 하락. 다만 후속 협상과 공급 정상화 기간 감안 시 유가의 추가 하락 속도는 더딜 가능성
- 중동에서 아시아까지 항행에만 3주가 걸리고, 항만 혼잡, 물류 병목 등 동반. 중동 산유국들의 생산 재개 속도도 변수. 기존 생산량의 70% 수준으로 복구하는 데 약 3개월 소요될 것으로 판단. 해당 기간 동안 석유 재고 비축분을 함께 사용해야 한다는 점 고려할 필요
- 당분간 이어질 공급부족 국면 감안 시 국제유가는 배럴당 \$70 내외(WTI 기준)에서 하방 경직성을 확보할 것으로 전망

당분간 이어질 각국의 석유 재고 소진 감안 시 유가의 하락 폭은 제한될 듯

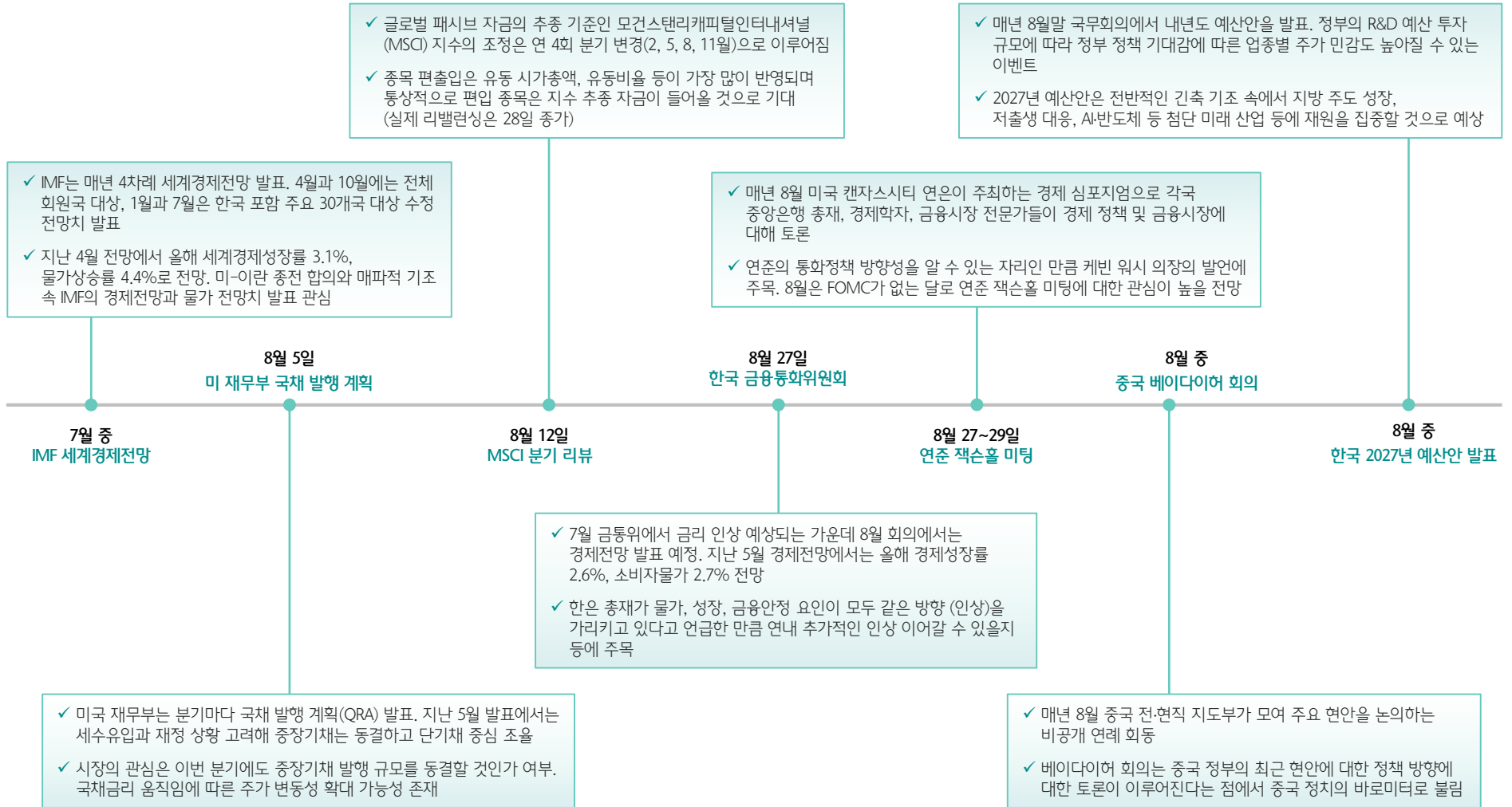


주: 회색 점선은 EIA 전망치 기준
 자료: IMF, 하나증권

7월 주요 예정 이벤트



8월 주요 예정 이벤트



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.