

리서치센터 투자전략팀

2026
연간전망

| 2025년 10월 1일 |





목차

05	I. 경제 - 대세불변
31	II. 채권 - 위로 열린 박스
57	III. 투자전략 - 자본의 전략
81	IV. 퀀트 - 디바이스의 시대
107	V. 시황 - 추론의 시대
131	VI. 이벤트 - 2026년 이벤트와 리스크

Summary

경제: 대세불변

- ❖ 미국 우위 지속되는 가운데, 非미국도 무난한 흐름 전망. 첨단 제조업 강세에 전통 제조업의 완만한 반등이 더해지는 그림
- ❖ 제조업과 투자의 성장기여도가 높아지는 국면은 한국에 유리. 수출은 반도체에 산업재가 더해지는 흐름 예상
- ❖ 원/달러 환율 1,300원대 등락 전망. 관세 협상 지연과 재정 우려가 부담이지만, 글로벌 제조업 회복, 수출 개선 등 원화 강세 요인 우세

채권: 위로 열린 박스

- ❖ 한국: 조기에 종료될 기준금리 인하, 늘어난 국고채 공급 물량, 하반기 잠재 수준에 근접할 성장률 등 시장 강세 요인 부재
- ❖ 미국: 관세 충격 소화하면서 점차 변동성 완화될 전망. 상반기는 통화정책 조정에 영향받을 단기금리 위주 하락. 이후 반등 예상
- ❖ 2026년 국고 및 미 국채금리 Range: 국고 10년: 2.60~2.90% / 미국 10년: 3.70~4.20%

투자전략: 자본의 전략

- ❖ 세계경제 회복의 모습은 'K'자. 미국, IT, 반도체 수출이 2026년 주식시장의 한 축
- ❖ 정부 2년차를 맞아 정책 모멘텀 가속 전망. 재정지출 증가로 유동성 여건 양호할 것
- ❖ 기업들, 코로나 때 쌓은 과잉자본 해소에 나설 전망. 자본의 구성과 성과가 주가 결정

Summary

퀀트: 디바이스의 시대

- ❖ AI 산업에 대한 주목도는 AI 반도체에서 AI 모델을 거쳐 결국 디바이스로 갈 것. 핸드셋, 소부장 등 H/W의 반등 기대
- ❖ 글로벌 반도체 주식들의 매출액 성장을 고려하면 삼성전자 여전히 매력적. 상반기에는 제약/바이오, 소부장 주도 KOSDAQ 강세 기대
- ❖ 2026년 KOSPI 예상 밴드는 3,200~4,000p로 제시. 정유/화학/차전지의 실적 부진을 반도체 등 IT 실적 향상이 메울 수 있을 것

시황: 추론의 시대

- ❖ 각 정권 2년차는 주도업종이 드러나는 시기. 이번엔 AI가 주도업종이 될 가능성
- ❖ 미국의 가속상각은 테크 기업들의 AI 투자 확대로 이어지고 있음. 2025~28년 Capex는 2021~24년의 2.5배 이상
- ❖ 한국, 인프라와 소버린AI에 적극적 투자. AI가 훈련에서 추론으로 넘어가면서 이를 잘 활용하는 기업들이 두각

이벤트: 2026년 이벤트와 리스크

- ❖ 2026년 주식 공급은 자사주 소각 규모 늘어나며 감소할 것으로 예상
- ❖ AI 관련주는 빅테크 기업들의 현금 창출력을 바탕으로 주가 상승 모멘텀 지속될 것
- ❖ 3,500억달러 대미 투자 압박에 따른 환율 변동성 확대도 우려 요인이나, 통화 스와프 등으로 안정화 가능



2026
연간전망



임혜윤 | hylim@hanwha.com | 3772-7728
최규호 | choi.gh@hanwha.com | 3772-7720

I

경제
대세불변



[Global] 못난이는 없다

- ❖ 미국 우위 지속되지만, 非미국도 무난한 흐름 예상. IT 강세 이어지는 가운데, Non-IT도 저점 통과
- ❖ 미국: 관세를 집중적으로 반영하는 구간 지나면서 제조업 반등. 감세 정책도 성장에 우호적으로 작용
- ❖ 한국: 상반기에는 내수, 하반기에는 수출이 반등 주도
- ❖ 중국: 구조조정과 제한적인 단기 부양책 감안하면 성장률 하락. 다만, 내실을 강화하는 국면으로 세계경제에 미치는 부담은 제한

주요국 경제성장률 및 환율 전망

구분	국가	26.1Q	26.2Q	26.3Q	26.4Q	2025년	2026년
경제성장률 (% yoy)	한국	2.1	2.0	1.8	1.6	1.0	1.9
	미국	2.1	1.7	1.8	1.9	1.8	1.9
	중국	4.2	4.4	4.3	4.1	4.7	4.3
	유로존	0.6	0.9	1.1	1.2	1.3	1.0
환율 (기간평균)	원/달러	1,370	1,350	1,340	1,335	1,405	1,350
	달러/유로	1.17	1.17	1.17	1.16	1.14	1.17
	위안/달러	7.12	7.10	7.09	7.10	7.20	7.10
	엔/달러	146	145	142	140	148	143

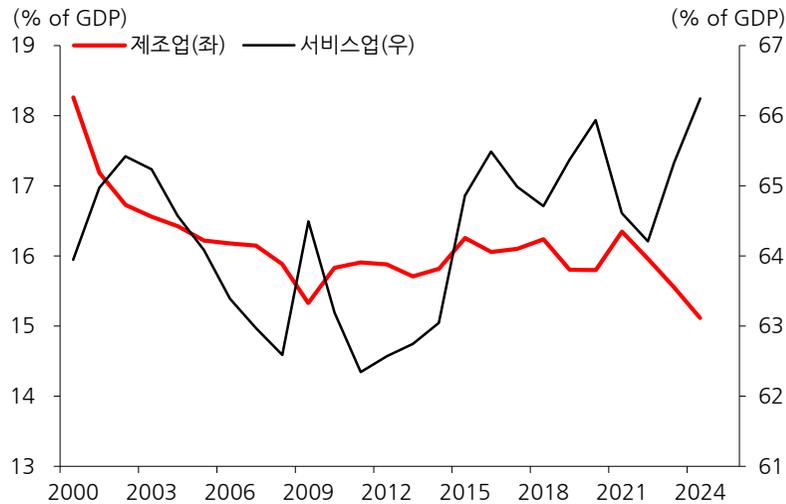
자료: 한화투자증권 리서치센터



[Global] 제조업과 투자의 시간

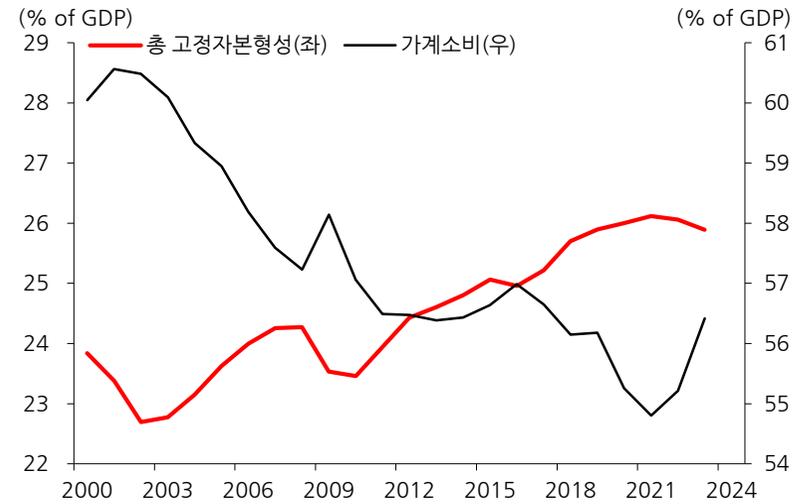
- ❖ 제조업과 투자의 성장기여도 반등 전망
- ❖ 첨단 제조업이 양호한 가운데, 전통 제조업도 점차 올라오는 흐름 기대
- ❖ 미래 산업에 대한 투자가 유지되는 가운데, 미국 관세 리스크와 중국 공급 부담이 완화되는 시나리오

제조업이 반등하면서 성장을 주도할 전망



주: 부가가치 기준
 자료: World Bank, 한화투자증권 리서치센터

투자의 성장기여도 상대적으로 높아질 것



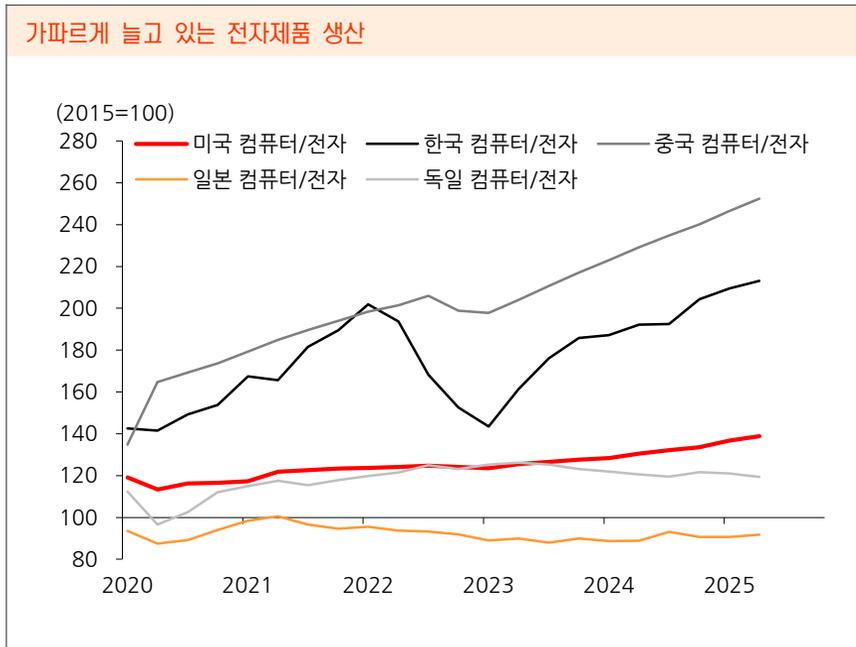
자료: World Bank, 한화투자증권 리서치센터



[Global] 여전한 첨단 제조업

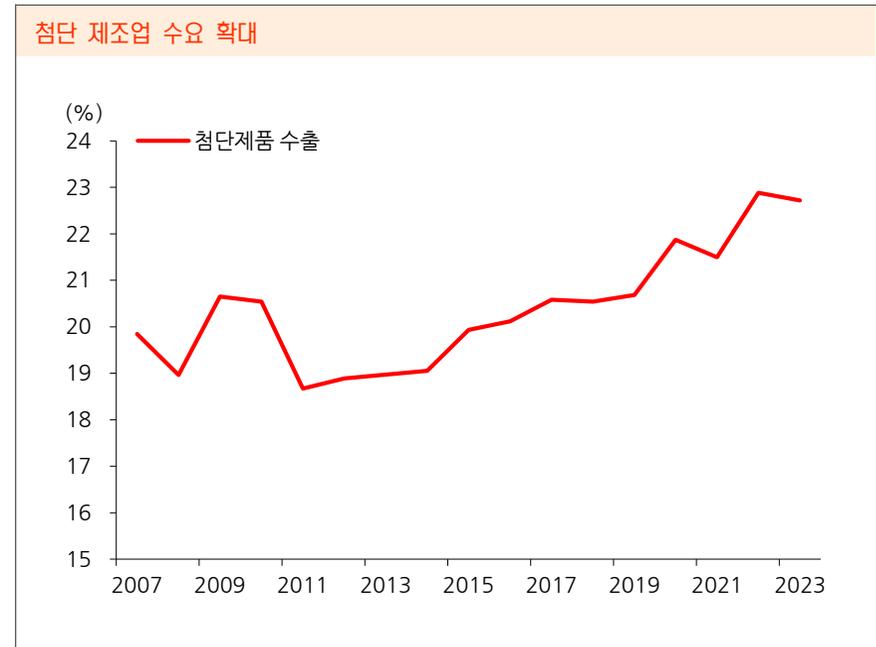
- ❖ 첨단 제조업 생산은 전체 제조업 생산 대비 가파르게 증가. 첨단제품 수출 비중도 상승
- ❖ 보호무역주의가 강해진 상황에서 주요국들은 각자 미래 산업 육성 기조 강화
- ❖ AI, 반도체 등에 대한 적극적인 투자는 이어질 전망

가파르게 늘고 있는 전자제품 생산



자료: United Nations Industrial Development Organization, 한화투자증권 리서치센터

첨단 제조업 수요 확대



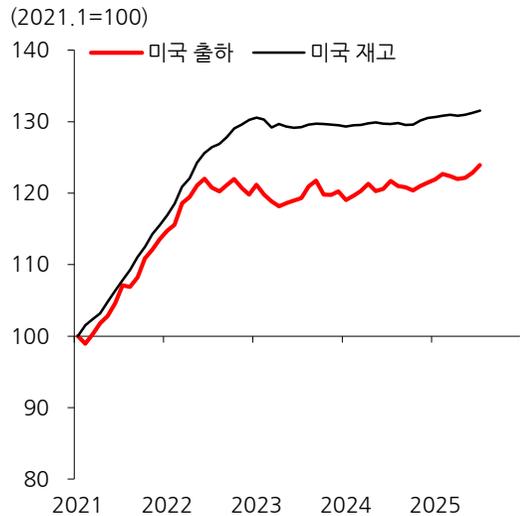
주: % of manufactured exports
 자료: World Bank, 한화투자증권 리서치센터



[Global] 저점 통과한 전통 제조업

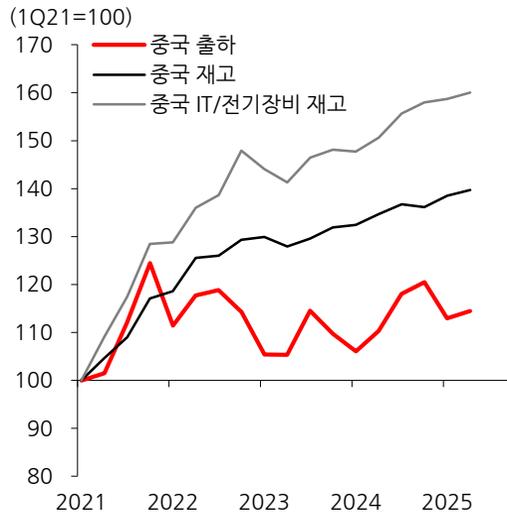
- ❖ 여타 제조업도 저점을 지나고 있음
- ❖ 미국은 출하와 재고 동반 확대. 중국과 한국도 재고 부담 적음
- ❖ 미국과 IT가 주도하는 흐름이 뒤바뀔 가능성 낮지만, 非미국과 Non-IT도 더 위축되지는 않을 전망

미국 출하와 재고 동반 확대



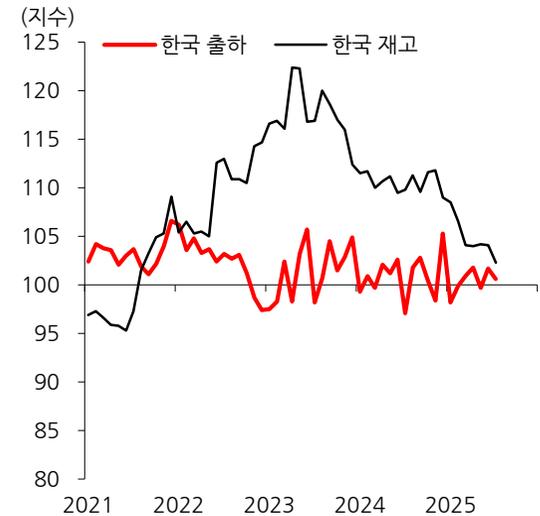
자료: U.S. Census Bureau, 한화투자증권 리서치센터

중국 재고는 첨단 제조업 중심으로 증가



주: 출하는 수출용, 재고는 완성품 기준
자료: National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터

한국 재고 부담 완화



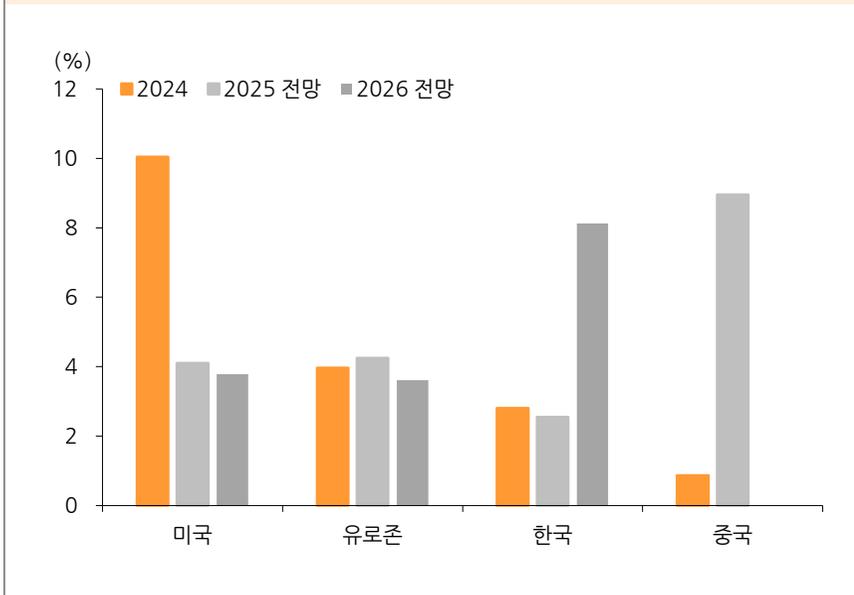
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터



[Global] 든든한 정책

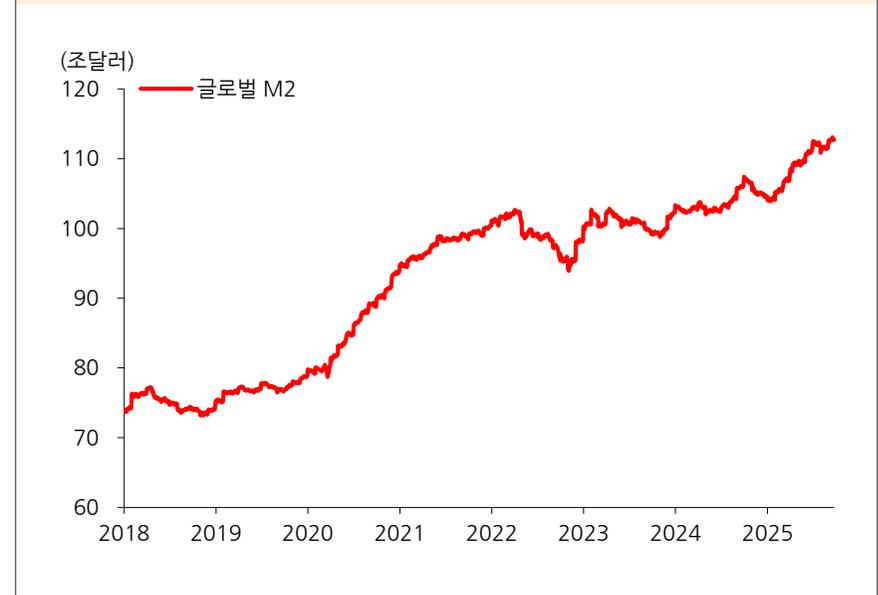
- ❖ 확장재정과 통화완화도 경기 하방을 지지하는 요인. 유동성 증가하는 흐름 지속
- ❖ 주요국 재정정책 강도는 올해 대비 크게 약해지지 않을 전망
- ❖ 미국의 감세, 한국의 적극적인 재정운용, 유로존의 국방/인프라 예산 확대 등이 경기 둔화 폭을 제한할 수 있음

변함없는 확장재정 기조



주1: 재정지출 증가율
 주2: 한국은 본예산 기준, 중국은 기금재정 포함
 자료: 각 국 정부, 한화투자증권 리서치센터

유동성 증가 흐름 지속



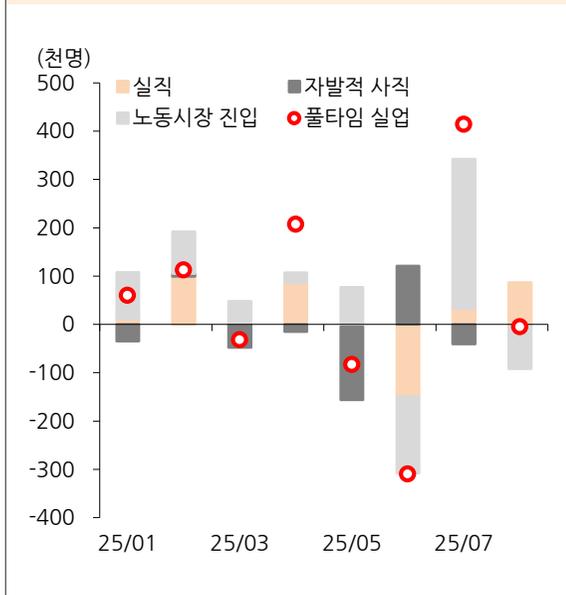
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



[미국] No Stagflation

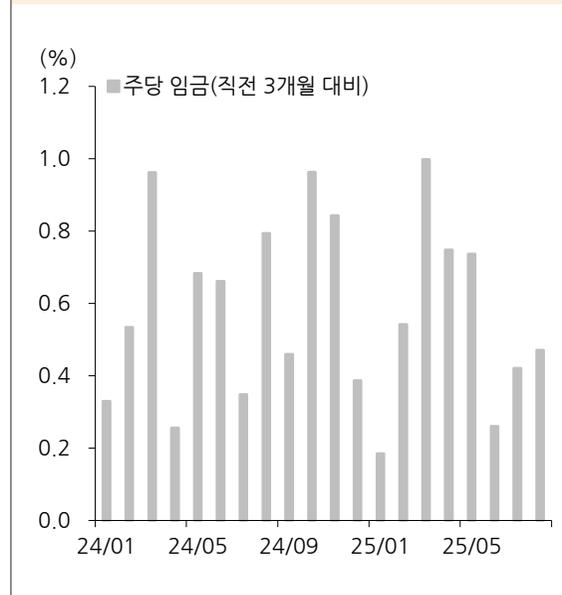
- ❖ 고용 둔화와 경기 침체 조짐 구분할 필요
- ❖ 구인수요와 노동공급 모두 감소. 신규고용 5만 명 내외, 4% 중반 실업률은 고용 둔화를 반영한 결과
- ❖ 해고 및 구직단념자 급증, 주당 임금 상승세 둔화는 침체 시그널로 볼 수 있는데, 고용지표 약화에도 이러한 조짐은 미약

기업들이 인력을 줄이고 있진 않음



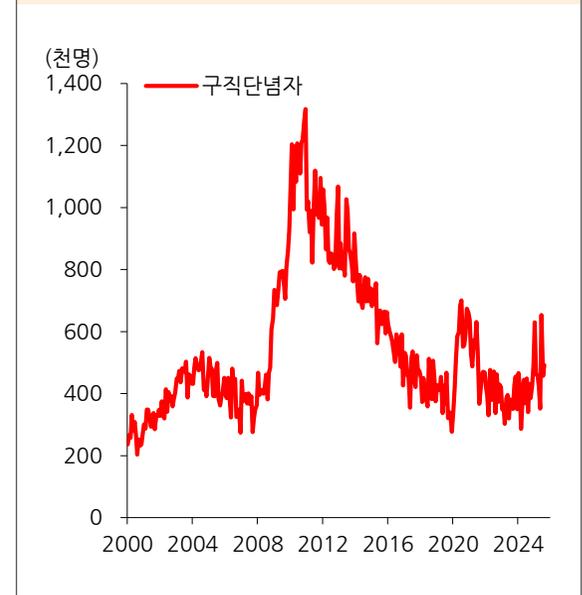
주: 전월대비 변동. 노동시장 진입은 신규진입과 재진입 합계
 자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 한화투자증권 리서치센터

임금과 근로시간 모두 양호



자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 한화투자증권 리서치센터

구직단념자 급증도 나타나지 않고 있음



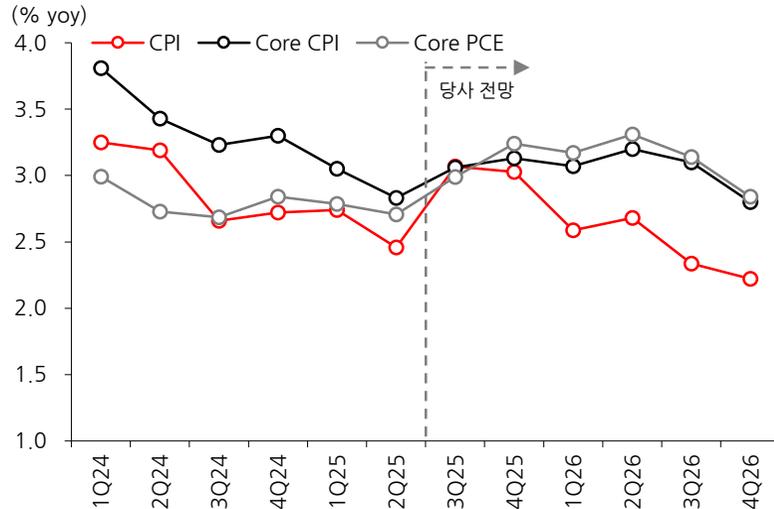
자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 한화투자증권 리서치센터



[미국] Mild Inflation

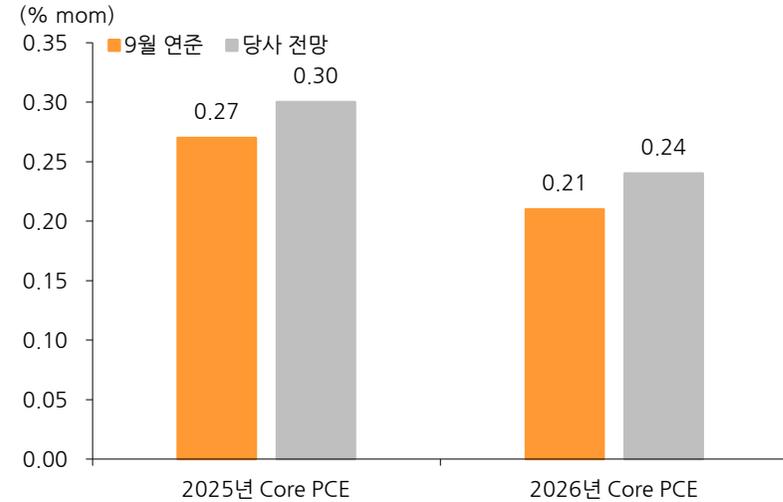
- ❖ 관세가 물가와 통화정책 경로를 바꿀 정도는 아닐 것. 관세는 물가 상승 요인이지만, 에너지와 주거 물가 부담은 완화
- ❖ Headline CPI는 9~10월이 정점. 기저효과 더해지면서 3%를 상회할 수 있음
- ❖ Core 물가는 내년 상반기까지 3%대. 상단은 3% 초반으로 제한되고, 하반기 2%대로 내려오는 흐름 예상

Headline은 이번 분기 정점. Core는 내년 상반기까지 3% 초반



자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, Bureau of Economic Analysis, 한화투자증권 리서치센터

연준은 올해와 내년 Core PCE 물가 각각 전월대비 0.3%, 0.2% 상승 예상



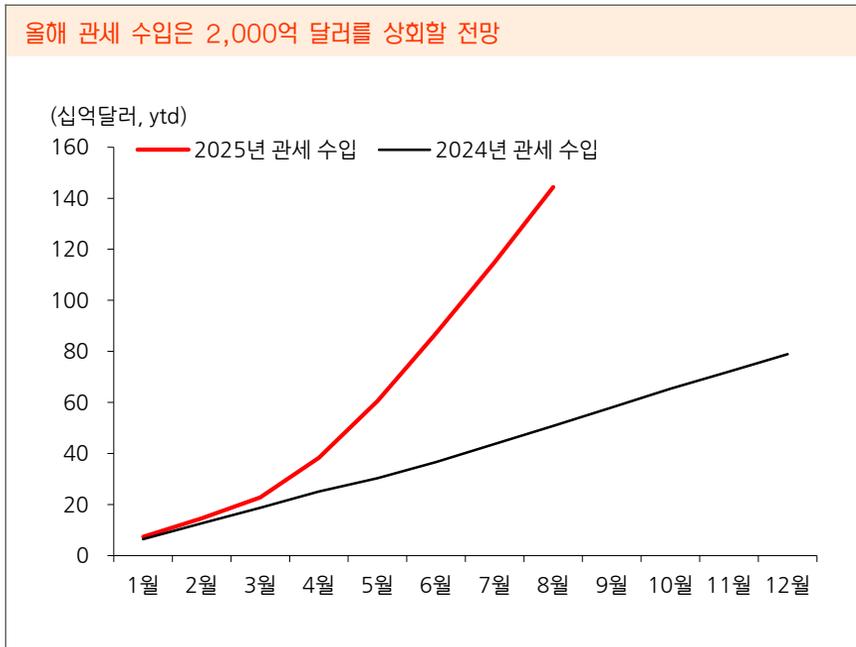
자료: the Fed, Bureau of Economic Analysis, 한화투자증권 리서치센터



[미국] 관세로 감세

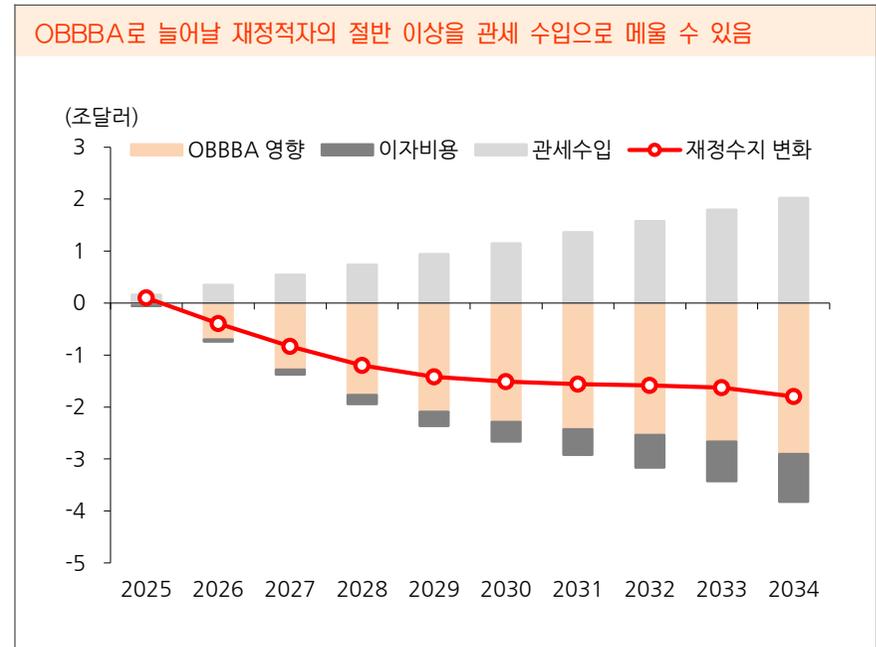
- ❖ 감세 정책(One Big Beautiful Bill Act; OBBBA)도 성장에 우호적으로 작용할 전망
- ❖ OBBBA에는 보너스 감가상각 포함. 과거 사례를 보면, 해당 제도 도입 후 4~6개 분기 정도 투자가 늘어났음
- ❖ 감세로 재정 부담이 가중될 수 있다는 우려가 있지만, OBBBA로 늘어날 재정적자의 절반 정도는 관세로 메울 수 있음
- ❖ 올해 상반기 관세 수입(870억 달러)이 지난해 연간 관세 수입(790억 달러) 상회

올해 관세 수입은 2,000억 달러를 상회할 전망



자료: Bureau of the Fiscal Service, 한화투자증권 리서치센터

OBBBA로 늘어날 재정적자의 절반 이상을 관세 수입으로 메울 수 있음



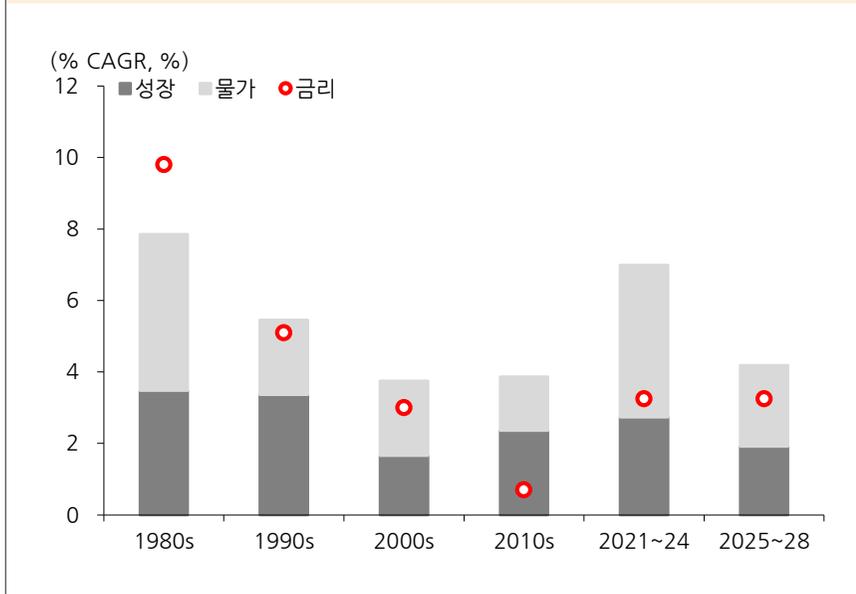
자료: Tax Foundation, 한화투자증권 리서치센터



[미국] 침체를 피하는 방법

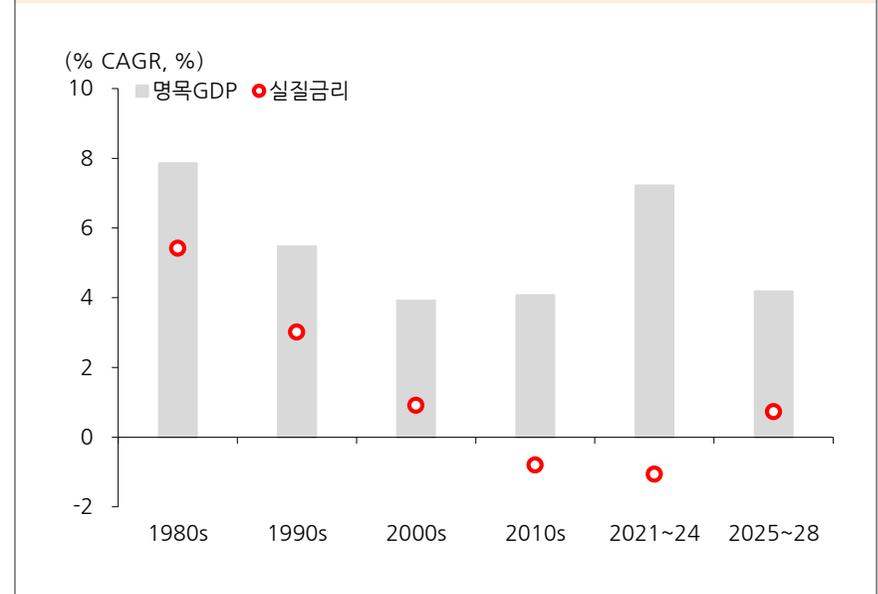
- ❖ 트럼프 행정부는 확장재정의 가장 큰 걸림돌인 정부부채 부담을 부채 실질 가치를 줄이는 방식으로 덜어낼 전망
- ❖ 명목성장률이 부채 증가율보다 높으면, 실질적인 부채 부담은 완화(=GDP 대비 정부부채 비율 하락)
- ❖ 코로나 이후 명목성장률은 1980년대 수준에 근접했는데, 금리는 훨씬 낮음
- ❖ 성장과 물가 대비 상대적으로 낮은 금리를 유지하면, 부채와 경기 위축에 대한 부담을 줄일 수 있음

코로나 이전보다 높은 명목성장률



주: 성장은 실질GDP, 물가는 PCE 물가, 금리는 기준금리. 2025~28년은 연준과 CBO 전망
 자료: Bureau of Economic Analysis, the Fed, Congressional Budget Office, 한화투자증권 리서치센터

성장과 물가 대비 상대적으로 낮은 금리를 원하는 트럼프 행정부



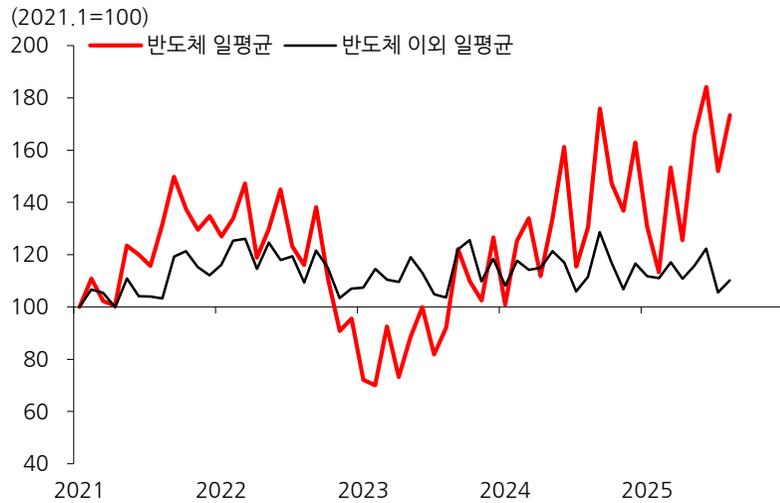
주: 실질금리는 기준금리-PCE 물가. 2025~28년은 연준과 CBO 전망
 자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터



[한국] 진격의 반도체

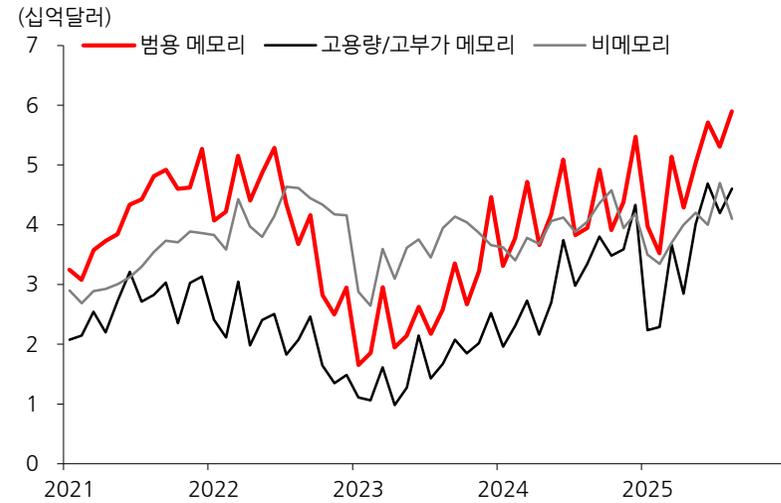
- ❖ 반도체 수출 강세 지속 전망. 고부가가치 메모리 수출 호조에 범용 메모리 수출 반등이 더해지고 있음
- ❖ 범용 메모리 수출단가 및 물량 동반 개선은 반도체 수출 하방을 제한
- ❖ 반도체 수출에서 낮아지는 중국 비중이 경쟁력 약화를 의미하는 것은 아님. 대만 비중 확대는 HBM 호조 영향
- ❖ 올해 대중국 반도체 장비 수출은 2021년 수준에 근접했고, 삼성전자와 SK하이닉스의 중국 법인 실적도 양호

꾸준히 늘고 있는 반도체 수출



자료: 관세청, 산업통상자원부, 한화투자증권 리서치센터

고부가가치 메모리에 범용 메모리가 더해지는 흐름



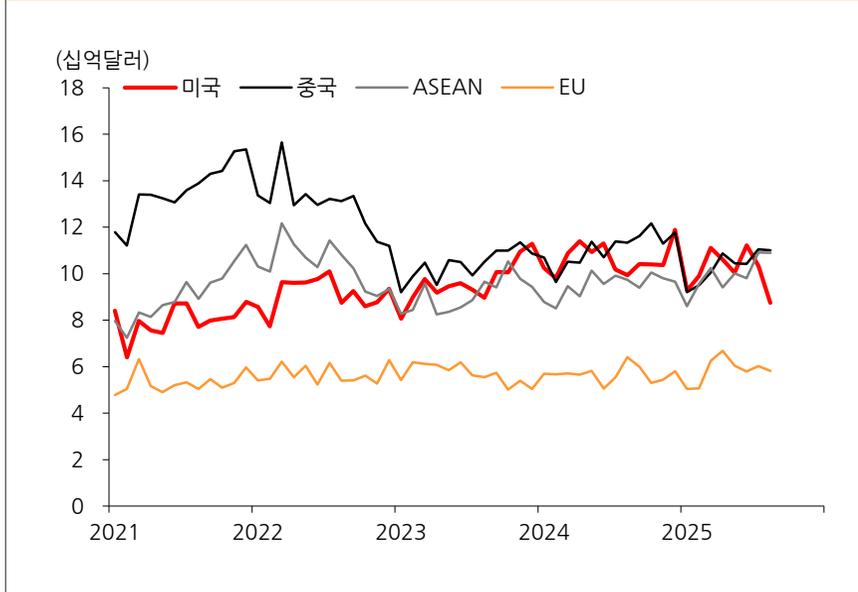
주: 고용량/고부가 메모리는 HBM, DDR5 등을 포함하는 MCP(Multi Chip Package)
 자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터



[한국] 반도체 다음은 산업재

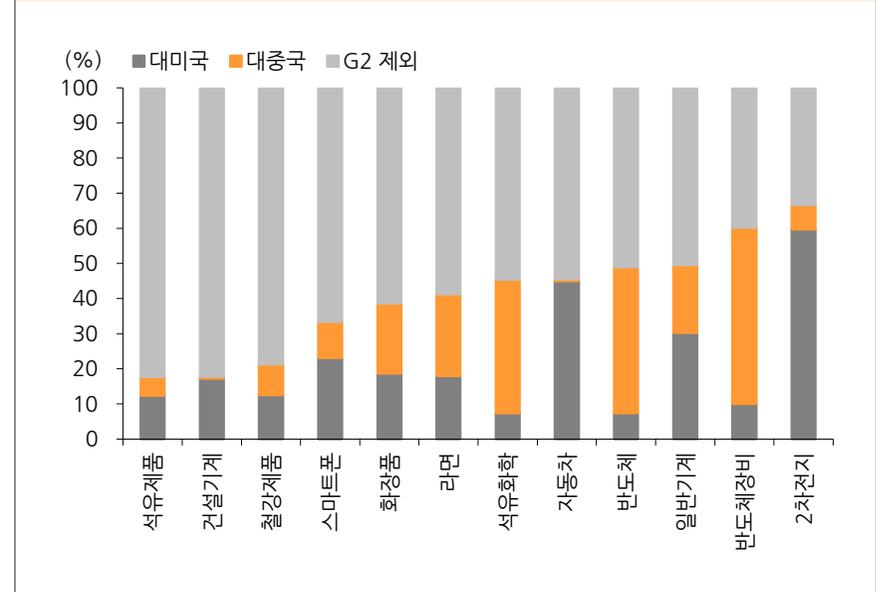
- ❖ 건설기계, 변압기를 비롯한 산업재 수출이 두드러질 전망
- ❖ 관세 부담 완화와 글로벌 제조업 반등이 산업재 수출 회복의 근거
- ❖ 대미국 수출은 관세 영향으로 당분간 약할 것. 관세 여파 덜한 반도체와 의약품 유리, 미국 의존도 높은 자동차와 2차전지 불리
- ❖ 소비재(화장품과 라면)는 국가별 수출 비중이 고르기 때문에 특정국가 수요 부진에 대한 부담 덜함

관세 영향이 반영되기 시작한 대미국 수출



자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터

자동차/2차전지는 미국, 반도체/화학은 중국 비중 높음



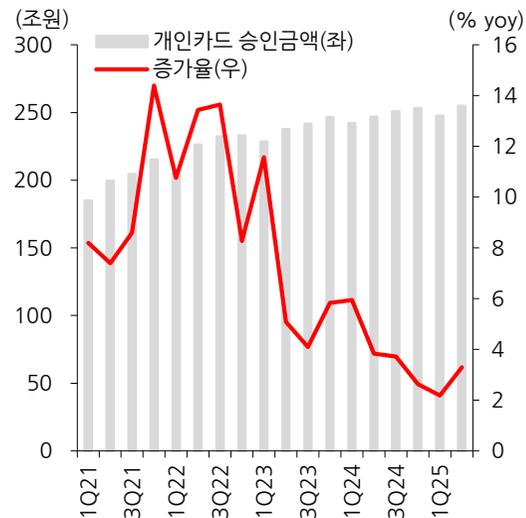
주: 대중국 반도체 수출은 홍콩 포함
 자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터



[한국] 내수는 상고하자

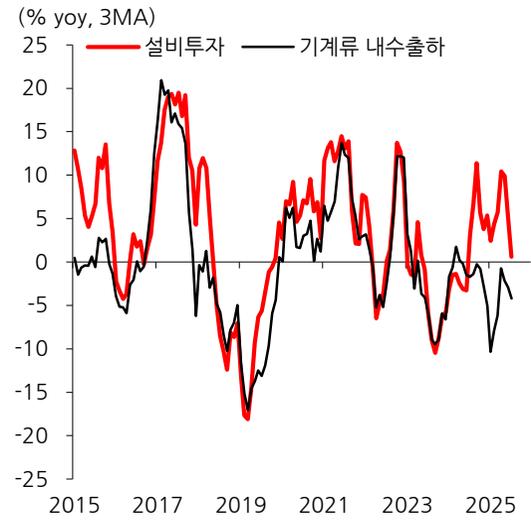
- ❖ 소비와 투자는 대체로 올해보다 증가세가 강해질 전망. 성장기여도 측면에서 보면, 내년 상반기 기여도가 더 높을 것
- ❖ 소비는 추경 효과로 회복세 강해지고 있음. 전기대비 증가율은 이번 분기를 정점으로 낮아지겠지만, 양호한 흐름은 이어질 전망
- ❖ 설비투자는 수출 반등과 더불어 3% 내외 증가, 건설투자는 지난해 늘어난 주택 분양 및 건축수주 반영되면서 4% 내외 증가 예상

소비, 추경에 심리 개선 더해지면서 회복세 강화



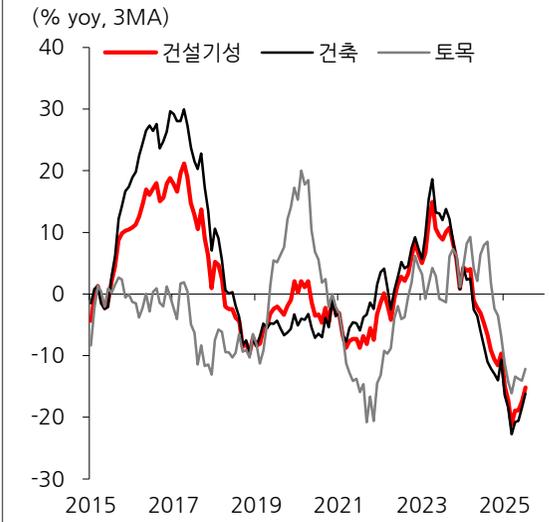
자료: 여신금융협회, 한화투자증권 리서치센터

설비투자, Non-IT 수요 회복 기대



자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

건설투자 감소 폭 축소 중. 내년에는 증가 전환 전망



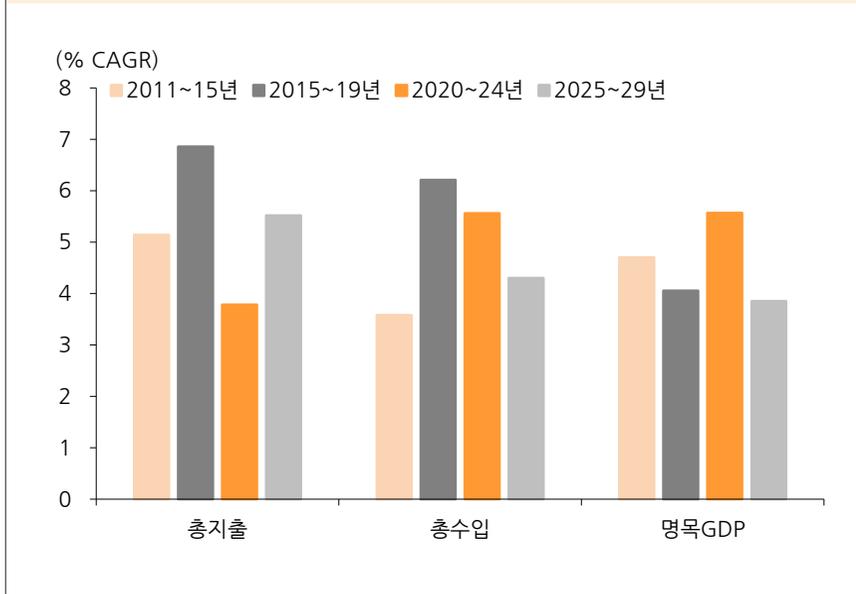
주: 불변가격 기준
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터



[한국] 확장재정의 득실

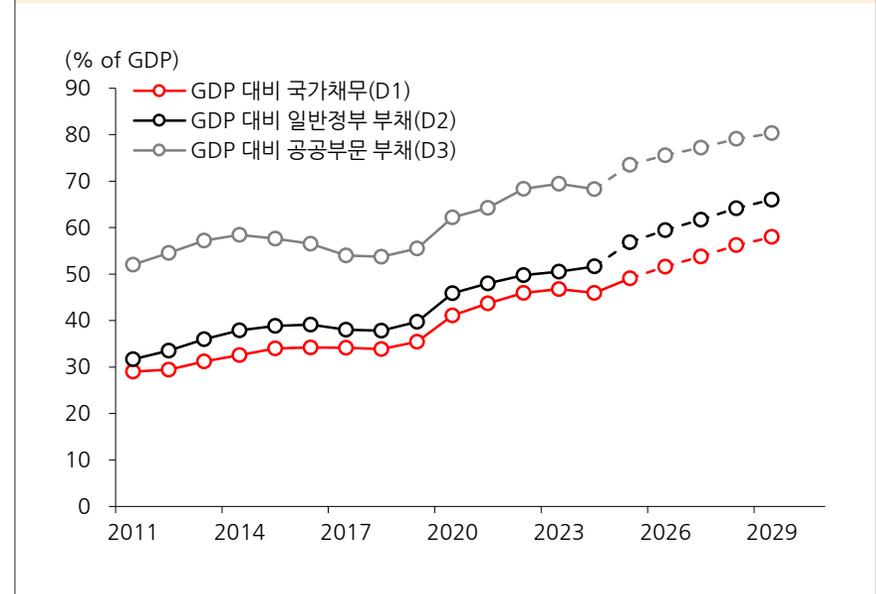
- ❖ 확장재정 기준을 강화하는 정부. 재정지출 확대는 전세계적인 흐름. 정치 이슈와 대외 불확실성 감안하면, 확장재정의 근거는 충분
- ❖ 다만, 늘어난 지출 대비 성장이 나오지 않으면 득보다 실이 커질 것
- ❖ 2025~29 국가재정운용계획에서는 연평균 3.9%의 명목 성장 가정. 이는 매년 2% 정도 실질 성장을 의미
- ❖ 성장이 2% 밀들면 부채 부담 가중. 2029년 국가채무와 공공부문 부채 비율이 각각 60%, 80%를 상회할 수도 있음

재정지출 증가율 상승, 재정수입 증가율 하락



주: 2025~29년은 기획재정부 전망
 자료: 국회예산정책처, 기획재정부, 한화투자증권 리서치센터

성장 둔화되면 실질적인 부채 부담이 더 커질 수 있음



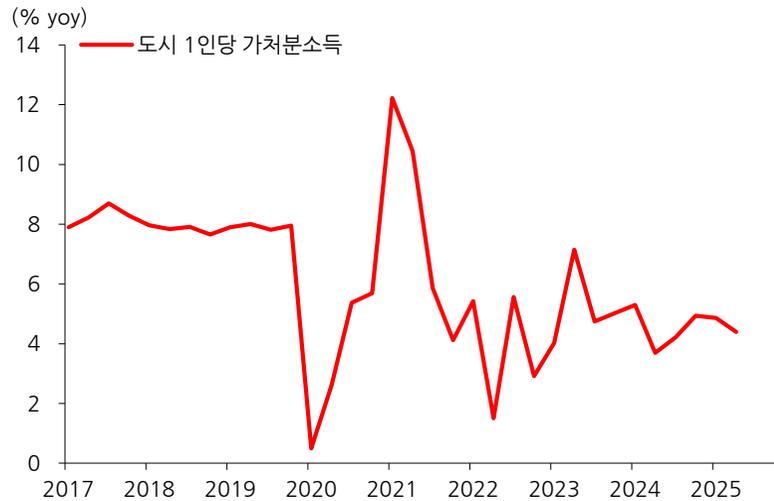
주1: 2025~29년 국가채무(D1)는 기획재정부 전망
 주2: D2는 D1+비영리공공기관 부채, D3는 D2+비금융공기업 부채
 주3: D2와 D3 전망은 D1 증가율을 반영
 자료: 국회예산정책처, 기획재정부, 한화투자증권 리서치센터



[중국] 소비는 장기전

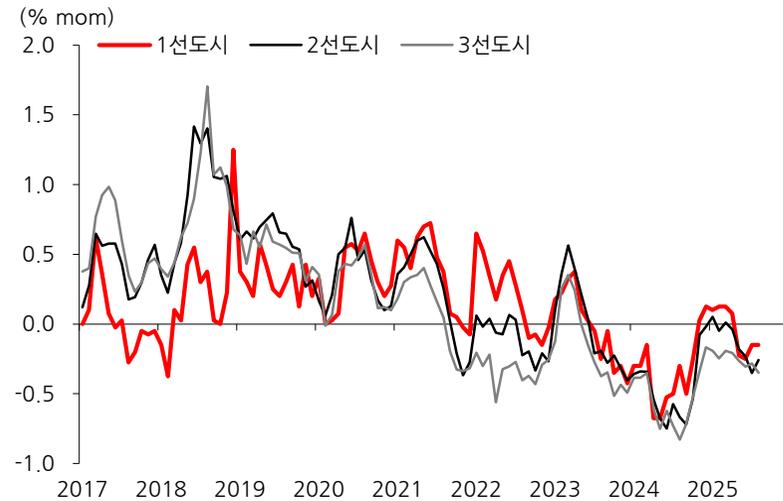
- ❖ 중국 정부의 내수 강화 기조는 지속. 다만, 단기에 구매력을 끌어올릴 만한 수단은 제한
- ❖ 올해 상반기 도시 가처분소득 증가율은 4.7%로 경제성장률(5.3%)보다 낮음
- ❖ 경제 전반에서 부동산이 차지하는 비중은 줄었지만, 가계자산에서 주택 비중은 여전히 높음
- ❖ 주택시장 부양이 어려운 상황에서 소득 개선은 시간이 필요할 것

가처분소득 증가 더딤



자료: National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터

주택가격 하락세 약해지고 있지만, 소비를 주도하기는 어려움



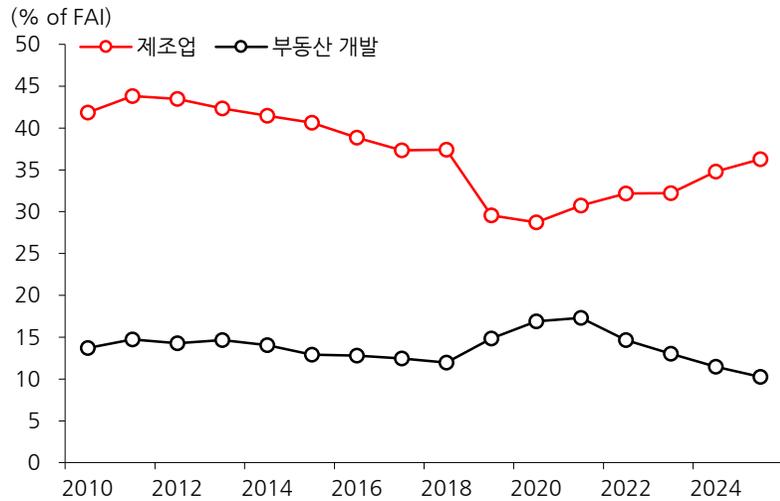
주: 신규주택 가격
자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터



[중국] 제조업은 체질 개선

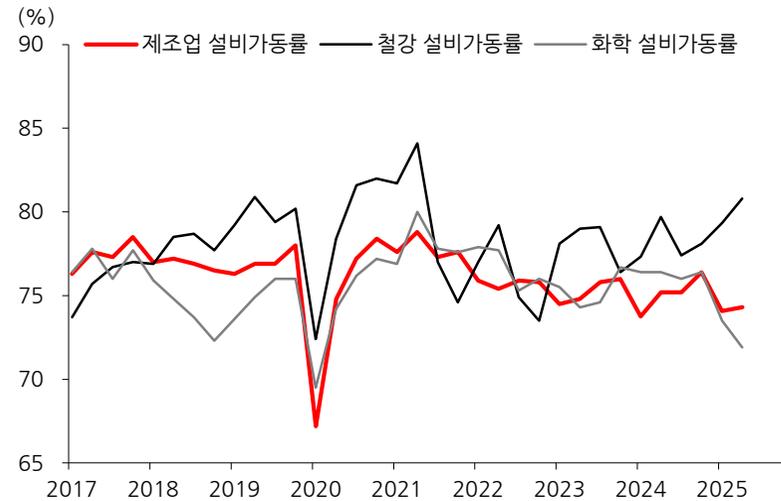
- ❖ 고정자산투자에서 부동산 비중 축소, 제조업 비중 확대. 첨단 제조업 강화 기조 이어질 전망
- ❖ 철강, 화학 등 공급과잉 산업 구조조정 강화. 생산성을 높여 지속 가능한 성장을 유도하려는 것
- ❖ 구조조정은 내년 성장을 하락 요인일 수 있지만, 중장기적으로는 우호적인 변화일 가능성

코로나 이후 투자 부문은 제조업이 주도



자료: National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터

공급과잉 산업 구조조정도 병행



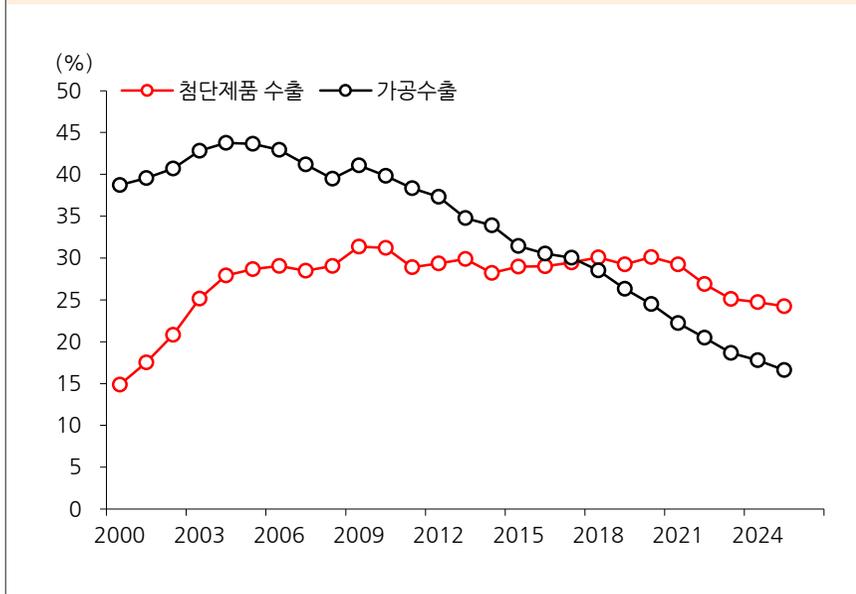
자료: National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터



[중국] 정책이 집중될 분야가 유리

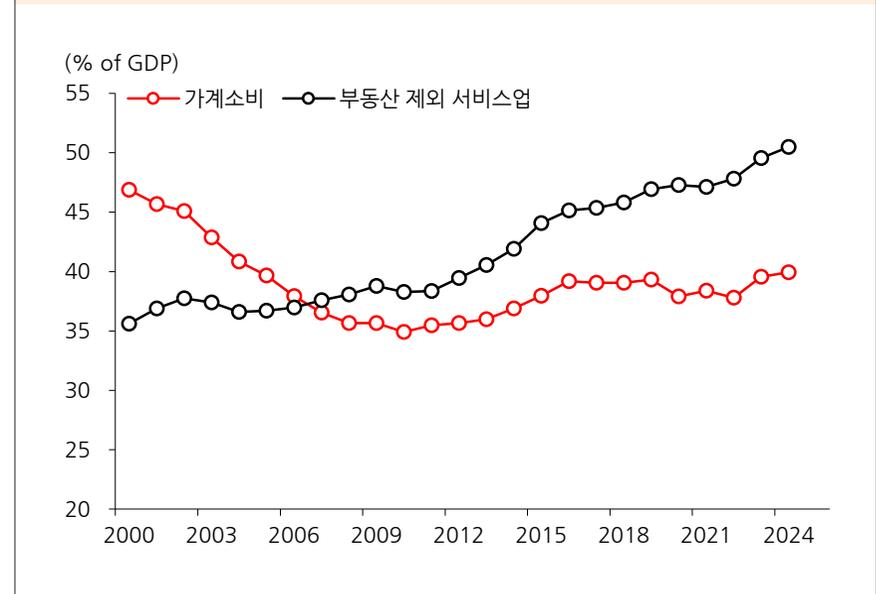
- ❖ 소비와 투자 모두 당장 가파른 반등을 기대하기는 어려운 상황
- ❖ 정책여력이 집중될 IT와 서비스 부문 회복이 상대적으로 강할 전망
- ❖ 반도체, AI, 자율주행 등은 제조업 고도화, 헬스케어, 플랫폼 등은 서비스업 강화 기조에 부합

첨단 제조업 강화는 수출 경쟁력과의 연관



자료: General Administration of Customs, 한화투자증권 리서치센터

서비스업 강화는 내수의 질적인 성장과 연관



자료: National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터



[유로존] 무난한 경기

- ❖ 유로존은 제조업과 소비가 반등하면서 따른 완만한 성장 예상
- ❖ 무역 불확실성에도 제조업이 반등하고 있고, 실질소비와 심리지표도 양호
- ❖ 다만, 경제 규모가 가장 큰 독일 경기 회복이 더뎠던 반등 폭은 제한될 전망

유로존 제조업 경기 반등



자료: S&P Global, 한화투자증권 리서치센터

소비와 심리지표 점차 개선 중



자료: Eurostat, Leibniz Centre for EER, 한화투자증권 리서치센터

독일 경기 회복은 더딘 편



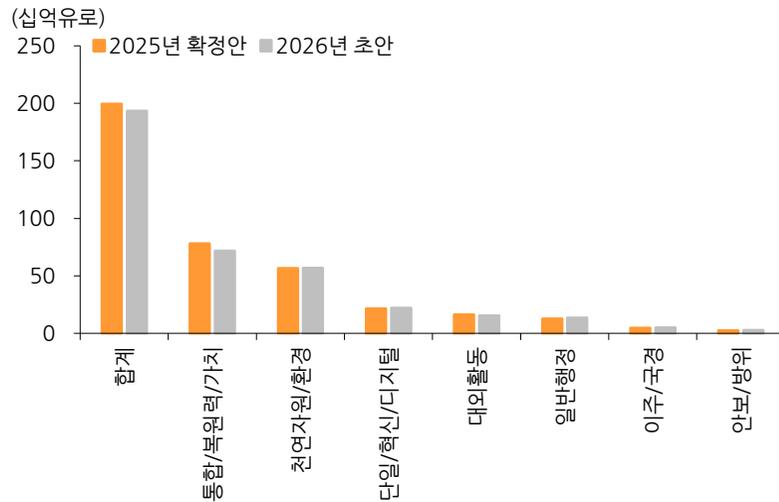
자료: Statistisches Bundesamt, 한화투자증권 리서치센터



[유로존] 우호적인 정책

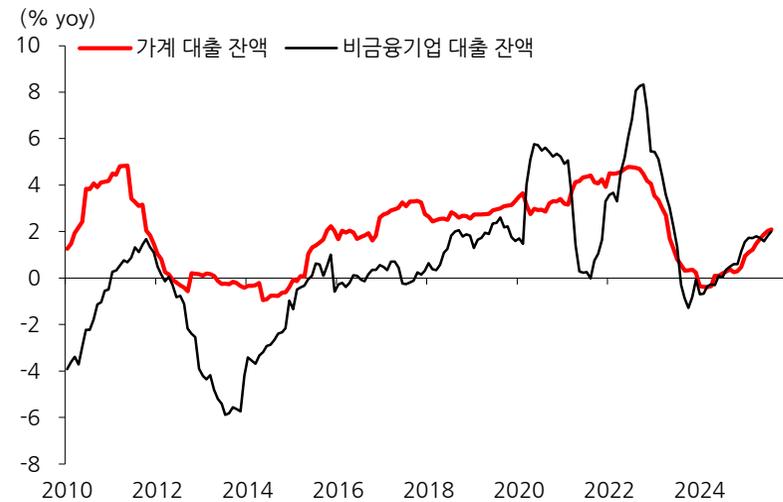
- ❖ 정책 기조도 성장에 우호적
- ❖ 2026년 EU 예산안은 1,933억 유로로 전년대비 61.8억 유로 감액(통합, 복원력, 가치 부문 62.5억 유로 감소)
- ❖ 우선순위를 재편한 결과로 긴축재정으로 보기는 어려움. R&D 예산은 증액, 별도의 경제회복기금 지출도 지속
- ❖ ECB 금리 인하 효과도 나타나기 시작. 민간 대출 수요가 반등하고 있음

2026년 예산안: 우선순위 재편



주: 차세대 EU(NGEU) 기금 1,053억 유로는 미포함
 자료: European Commission, 한화투자증권 리서치센터

민간 대출 수요 회복



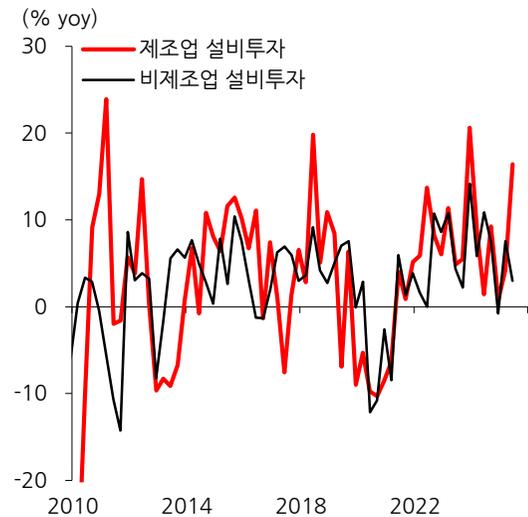
자료: European Central Bank, 한화투자증권 리서치센터



[일본] 상저하고

- ❖ 일본 경기는 제조업 업황과 내수 개선으로 완만하게 회복될 전망. 상저하고 흐름 예상
- ❖ 2/4분기 제조업 설비투자는 전년동기대비 16.4% 증가. 중소기업들의 투자 계획도 최근 3년 수준보다 높았음
- ❖ 근래 제조업 업황은 일부 대기업 중심으로만 양호했으나, 내년에는 중소기업 성장이 더해질 것으로 기대

일본 제조업 설비투자 확대



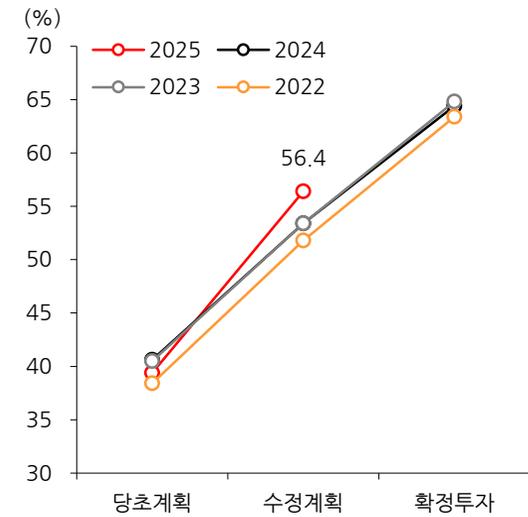
자료: Ministry of Finance, 한화투자증권 리서치센터

중소기업 업황도 점차 개선 중



자료: SME Support Japan, 한화투자증권 리서치센터

예년보다 늘어난 중소기업 투자 계획



주: 설비투자를 계획하고 있다고 답변한 비율
 자료: Shoko Chukin Bank, 한화투자증권 리서치센터



[일본] 선순환의 시작

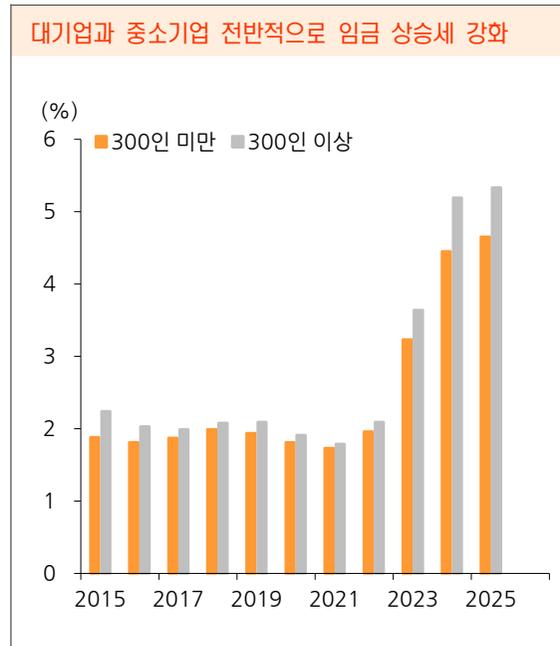
- ❖ 가계 가처분소득이 늘고 있고, 춘투(전국단위 노사협상)에 따른 임금 상승세도 지속
- ❖ 이에 물가도 공급보다 수요 측면 상승 압력이 강해지고 있음
- ❖ 내수 선순환에 우호적인 환경 조성되고 있다는 판단
- ❖ 실질소득 반등은 비교적 더디지만, Headline 물가 상승률 하락과 임금 상승세 강화를 고려하면 점차 개선될 전망

가계 구매력이 양호하고



자료: Economic and Social Research Institute, 한화투자증권 리서치센터

대기업과 중소기업 전반적으로 임금 상승세 강화



자료: Japanese Trade Union Confederation, 한화투자증권 리서치센터

물가: Headline < Core



자료: Statistical Bureau, 한화투자증권 리서치센터



[FX] 달러인덱스 93~98

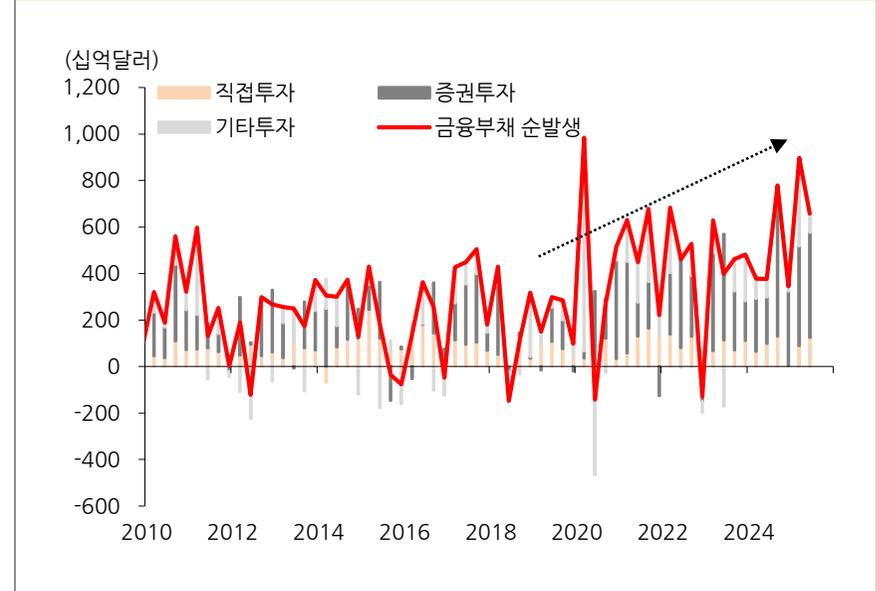
- ❖ 달러인덱스는 93~98 사이 등락 예상
- ❖ 연준 금리 인하 기조가 유지되면서 달러 약세 압력 이어질 전망
- ❖ 달러화 자산 수요가 꾸준히 늘고 있어 급격한 약달러 가능성은 높지 않음
- ❖ 달러인덱스 하락 폭은 5% 이내로 제한될 것

연준의 금리 인하 기조 유지



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

달러화 자산에 대한 수요는 견조



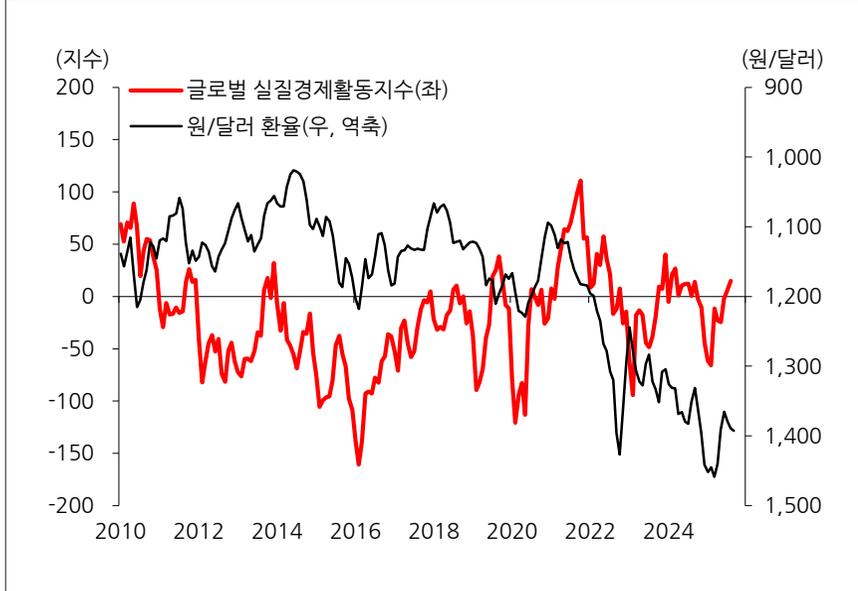
자료: U.S. Bureau of Economic Analysis, 한화투자증권 리서치센터



[FX] 원/달러 환율 1,320~1,400원

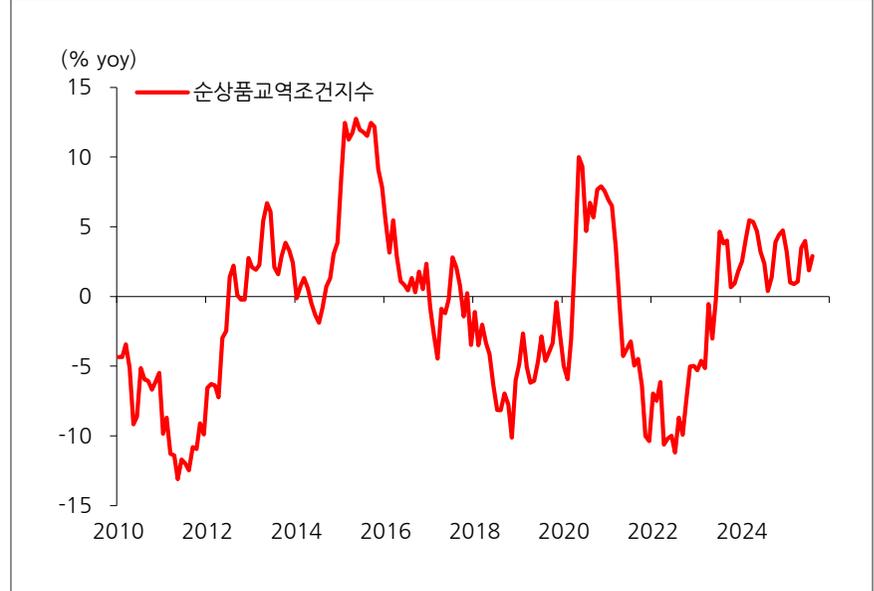
- ❖ 원/달러 환율 1,300원대 등락 전망
- ❖ 달러인덱스 올해 들어 9.5% 하락(9/26일 기준). 해당 기간 원화 강세 폭은 4.1%로 엔화(5.0%), 위안화(2.3%)와 크게 다르지 않음
- ❖ 달러화 약세 기조 하에서 원화만 부진하다고 보기는 어려움
- ❖ 한-미 관세 협상 지연, 재정 부담 가중과 같은 리스크 남아있지만, 글로벌 제조업 반등, 양호한 수출 등 환율 하락 요인 우세

글로벌 제조업 회복은 원화 강세 재료



자료: Dallas Fed, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

국내 교역조건도 양호한 수준 유지



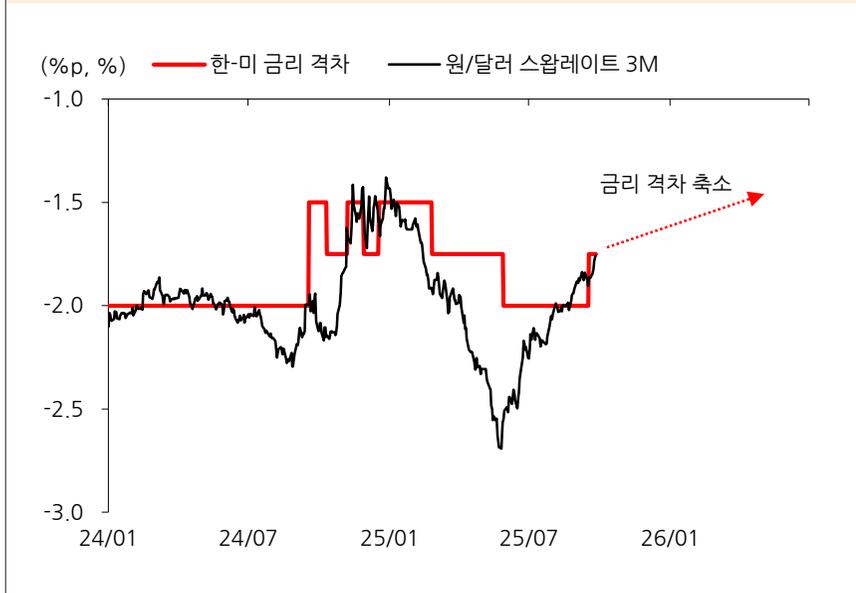
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터



[FX] 원화 강세 압력 우세

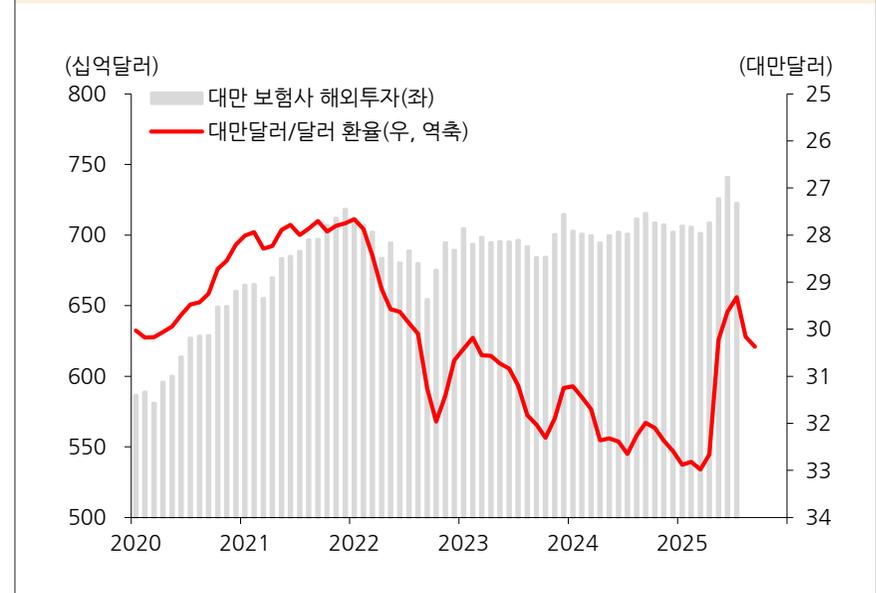
- ❖ 한-미 금리 격차(연말 -1.00%p 전망) 축소 또한 환율 하락 요인
- ❖ 국내 자산 기대수익률 개선, 스왑레이트 반등에 따른 헤지 부담 완화 등이 원화 가치를 높여줄 것
- ❖ 대만 보험사가 해외투자를 늘리고 있어 연중 보험사 헤지 확대에 따른 단기적인 원화 강세도 염두에 둘 필요

한-미 금리 격차 축소에 따른 환율 하락 압력 예상



자료: Bloomberg, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

대만 보험사 해외투자 및 헤지 확대도 염두에 둘 필요



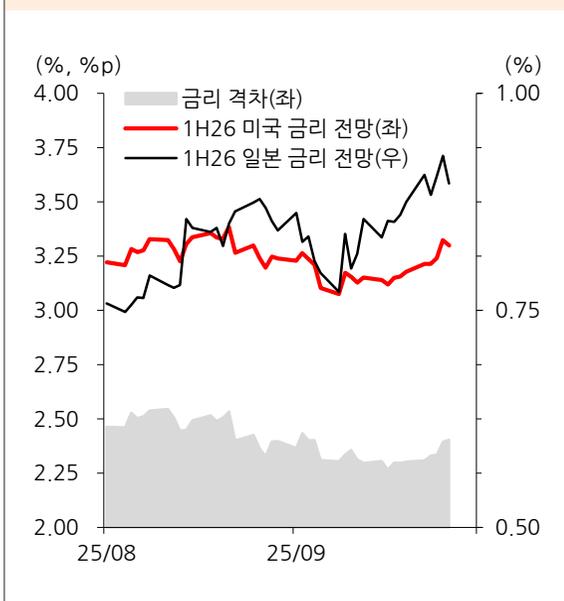
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



[FX] 엔/달러 환율 138~148엔

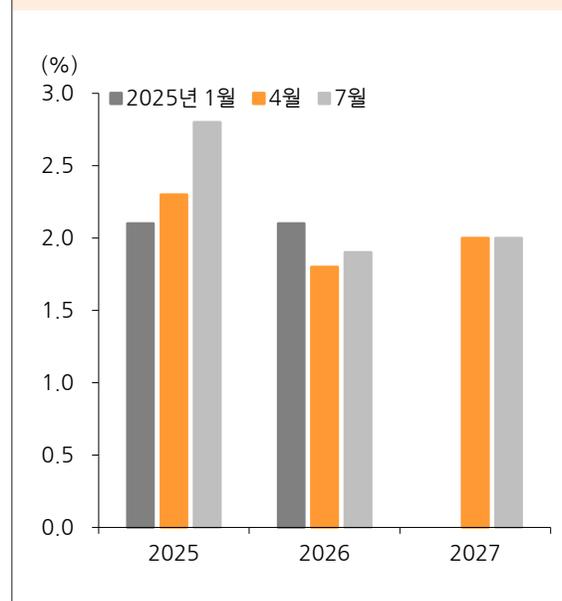
- ❖ 엔/달러 환율은 140엔 초반 수준으로 하락 전망
- ❖ 일본 경기 회복과 근원 물가 상승 압력, 정치적 불확실성 완화 등을 고려하면, 일본은행은 기준금리 1~2회 인상 가능
- ❖ 미-일 금리 격차 축소와 통화정책 정상화 기대가 엔화 강세를 주도할 것
- ❖ 경기와 통화정책 모두 통화 강세를 지지. 여타 통화 대비 엔화 강세 폭이 클 가능성

일본은행 기준금리 인상 기대 확대



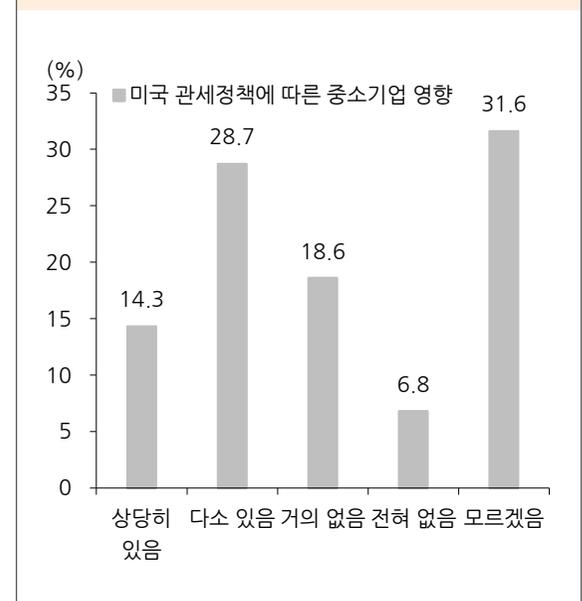
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

근원 물가 상승률 전망치 상향 조정



자료: Bank of Japan, 한화투자증권 리서치센터

미국 관세정책 영향은 계속 지켜볼 것



자료: SME Support Japan, 한화투자증권 리서치센터

2026
연간전망



김성수 | sungsoo.kim@hanwha.com | 3772-7616

II

채권

위로 열린 박스



[채권시장 전망] 위로 열린 박스

❖ 2026년 국고 및 미 국채금리 Range. 국고 10년 2.90%, 미국 10년 4.20% 위에서는 매수 권고. 그 밑은 수익 실현 구간

- 국고 3년: 2.30~2.60% / 국고 10년: 2.60~2.90%

- 미국 2년: 3.10~3.90% / 미국 10년: 3.70~4.20%

❖ **대내외 경기에는 특이사항 부재. 통화정책은 완화 사이클 종료 전망. 금리는 하반기 갈수록 상승 압력 강해질 것**

- 한국: 조기에 종료될 기준금리 인하, 늘어난 국고채 공급 물량, 하반기 잠재 수준에 근접할 성장률 등 시장 강세 요인 부재

- 미국: 관세 충격 소화하면서 점차 변동성 완화될 전망. 상반기 통화정책 조정에 연동, 단기금리 위주 하락하겠으나 이후 반등 예상

주요 금리 및 스프레드 전망치

구분(% , bp)	2025년 연간(E)	26.1Q(F)	26.2Q(F)	26.3Q(F)	26.4Q(F)	2026년 연간
한국 기준금리	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25
국고 3년	2.50	2.40	2.50	2.55	2.57	2.50
국고 10년	2.82	2.80	2.85	2.87	2.87	2.85
10-3년 Spread	32.0	43.0	35.0	33.0	30.0	35.0
미국 기준금리	4.00	3.75	3.50	3.25	3.25	3.25
미국 2년	3.90	3.50	3.40	3.55	3.65	3.53
미국 10년	4.33	4.00	3.80	3.85	3.95	3.90
10-2년 Spread	45.0	50.0	40.0	30.0	30.0	37.0

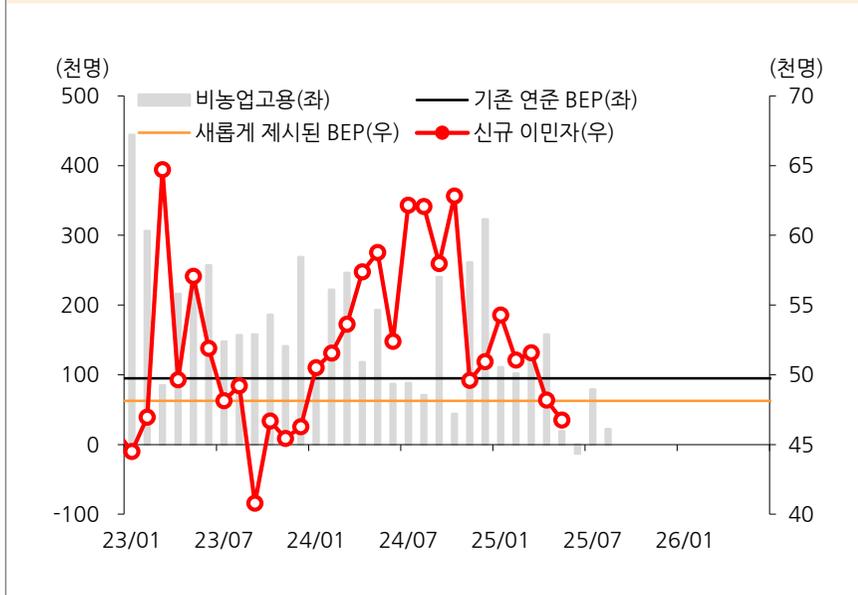
주: 기준금리는 기말, 스프레드와 국채 금리는 평균값
 자료: 한화투자증권 리서치센터



[미국] 펀더멘탈: 위태위태하게 관망을 고용

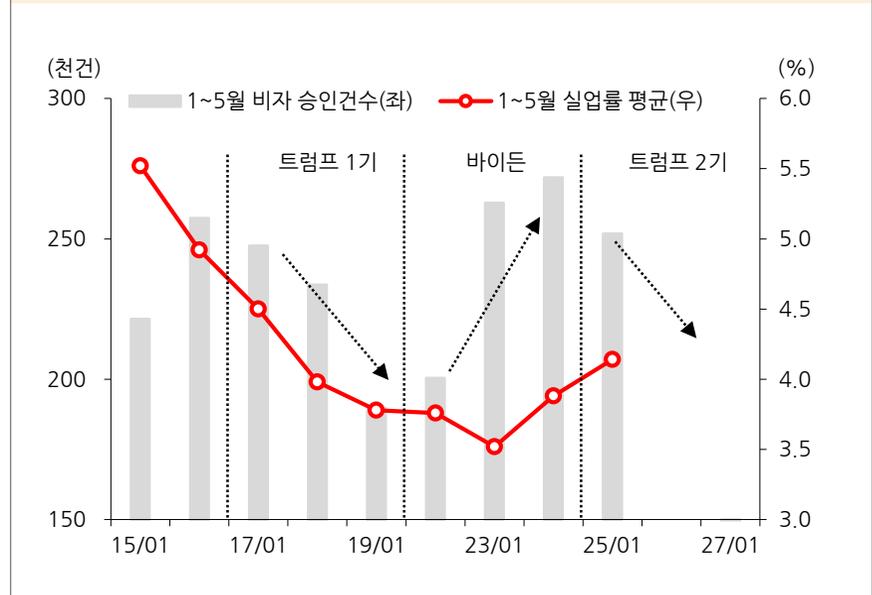
- ❖ 노동력 공급과 수요 동반 약화. 기업은 해고가 아닌 추가 채용 중단. 이민자는 유입 감소
 - 1~5월 비자 승인건수는 251,864건. 전년 대비 -7.4%. 추가 감소 예상
- ❖ 고용과 실업지표가 상반된 방향성을 제시하는 상황. 기존 고용 BEP의 한계가 노출되면서 연준 일각에서는 대안 BEP 제시
 - 2024년 이후 기존 BEP 하회한 달은 8개월. 대안 BEP 하회한 달은 4개월
- ❖ **현재 미국 고용은 채용할 만큼 채용했고, 일하고 싶은 사람들은 대부분 일하고 있는 상태. 좋지도 나쁘지도 않은 국면 장기화 예상**

낮아진 눈높이로 보면 고용은 크게 나쁘지 않은 수준



주1: 기존 BEP는 70,000~120,000명의 중간값. 신규 BEP는 지역 연은 총재 3명 BEP의 중간값
 주2: 이민자 수는 월별 비자발급 승인건수 기준
 자료: U.S. Bureau of Labour Statistics, U.S. Department of State, 한화투자증권 리서치센터

노동력 수요와 함께 공급도 줄어드는 중



주: 코로나 시기였던 2020, 2021년은 제외
 자료: U.S. Bureau of Labour Statistics, U.S. Department of State, 한화투자증권 리서치센터



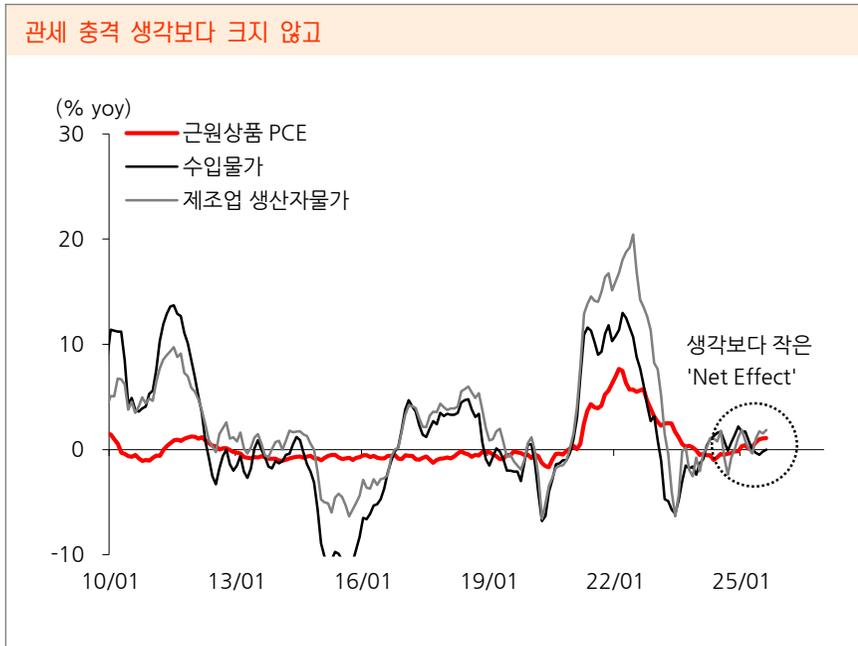
[미국] 펀더멘털: 물가, 불확실성 감소

❖ 물가에 대한 우려 세 가지는 감소

- 관세정책의 Net Effect: 수입 및 생산자물가 상승 제한
- 장기 기대인플레이션 고정: 7월~9월 FOMC, "대부분 장기 기대인플레이션은 물가 목표에 상당부분 부합"
- 상품물가 상승압력 확산: 관세에 직접적인 영향 받는 근원상품물가 제외한 대부분 기존 둔화 흐름 유지 중(또는 반등 제한)

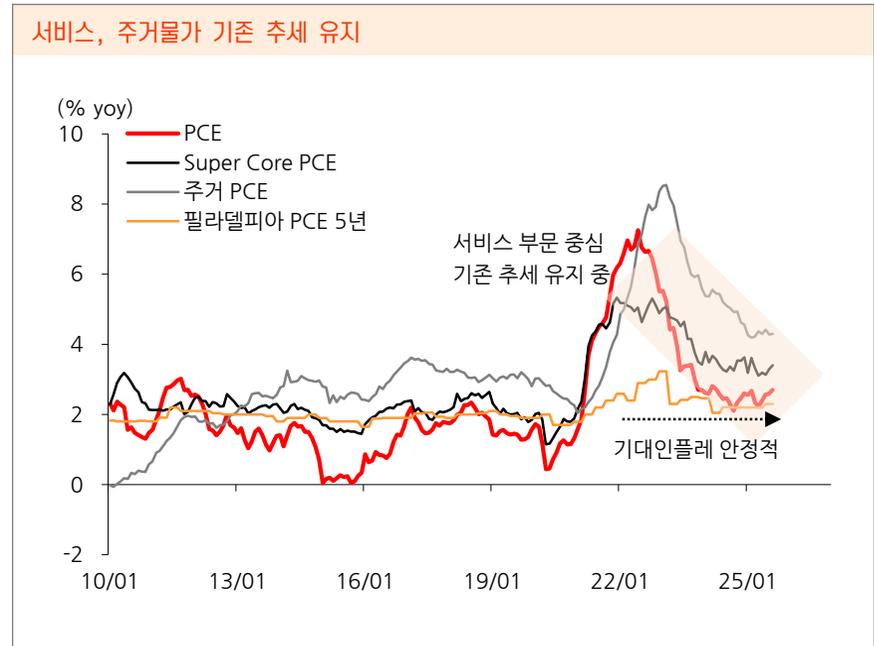
❖ 관세 영향이 온전히 반영되지 않은 점을 고려, 상반기까지 근원 물가 3% 초반 수준에서 머물겠으나, 추세적으로 상승세 이어지지는 않을 것

관세 충격 생각보다 크지 않고



자료: U.S. Bureau of Labour Statistics, 한화투자증권 리서치센터

서비스, 주거물가 기존 추세 유지



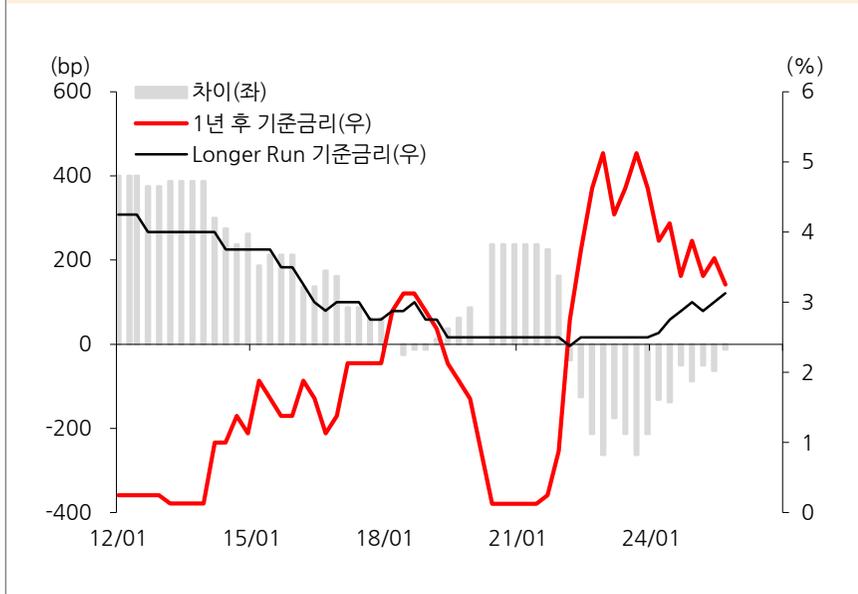
자료: U.S. Bureau of Labour Statistics, Philadelphia Fed, 한화투자증권 리서치센터



[미국] 통화정책: 빠르고 짧게, 높은 곳에서 종료

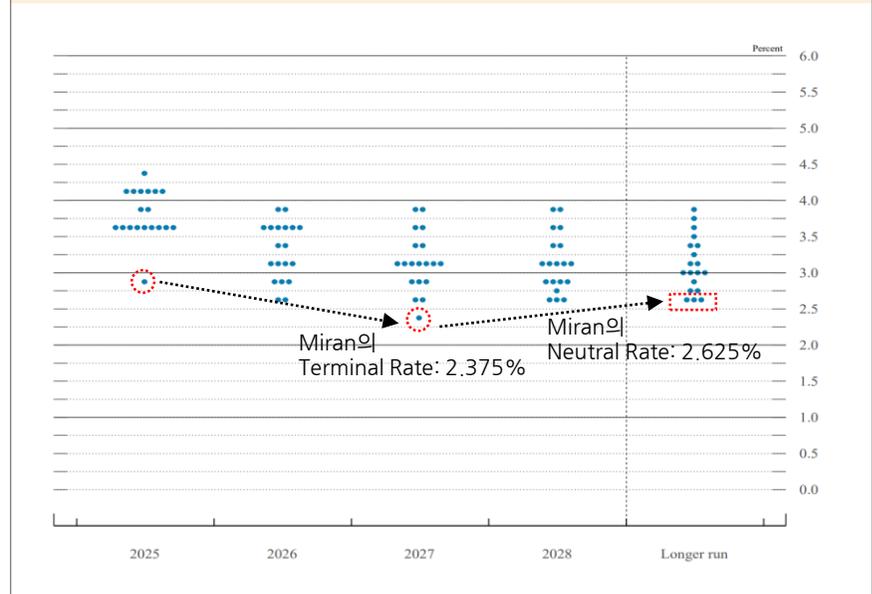
- ❖ 2026년 말 미국 기준금리 3.25%, 인하 시점 1~3분기 각 1회 전망
- ❖ 고용 위축 우려에 통화정책 조정이 재개되었으나, 2026년 실업률 전망치는 하향 조정. 지금은 보험성이 아닌 위험관리성 인하 사이클
 - 보험성 인하: 경기 침체 또는 부진을 사실상 가정한 사전적 대응
 - 위험관리성 인하: 양호한 경기를 가정하되 혹시 모를 상황에 대비한 통화정책 조정
- ❖ 장, 단기 기준금리 전망치는 역대 두 번째 수준으로 축소. 조정 속도는 빠르고 기간은 짧으며, 높은 곳에서 기준금리 인하는 마무리될 것
- ❖ 2회 인하도 적절한 선택. 그러나 2026년 연준 구도 변화, 정부 외압 증가 등 정성적 요인 고려 시 3회가 현실적

좁혀진 장, 단기 기준금리 전망치. 빠른 정책완화 사이클 종료 시사



자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

Miran조차 2027년 이후에는 인상이 필요하다는 입장

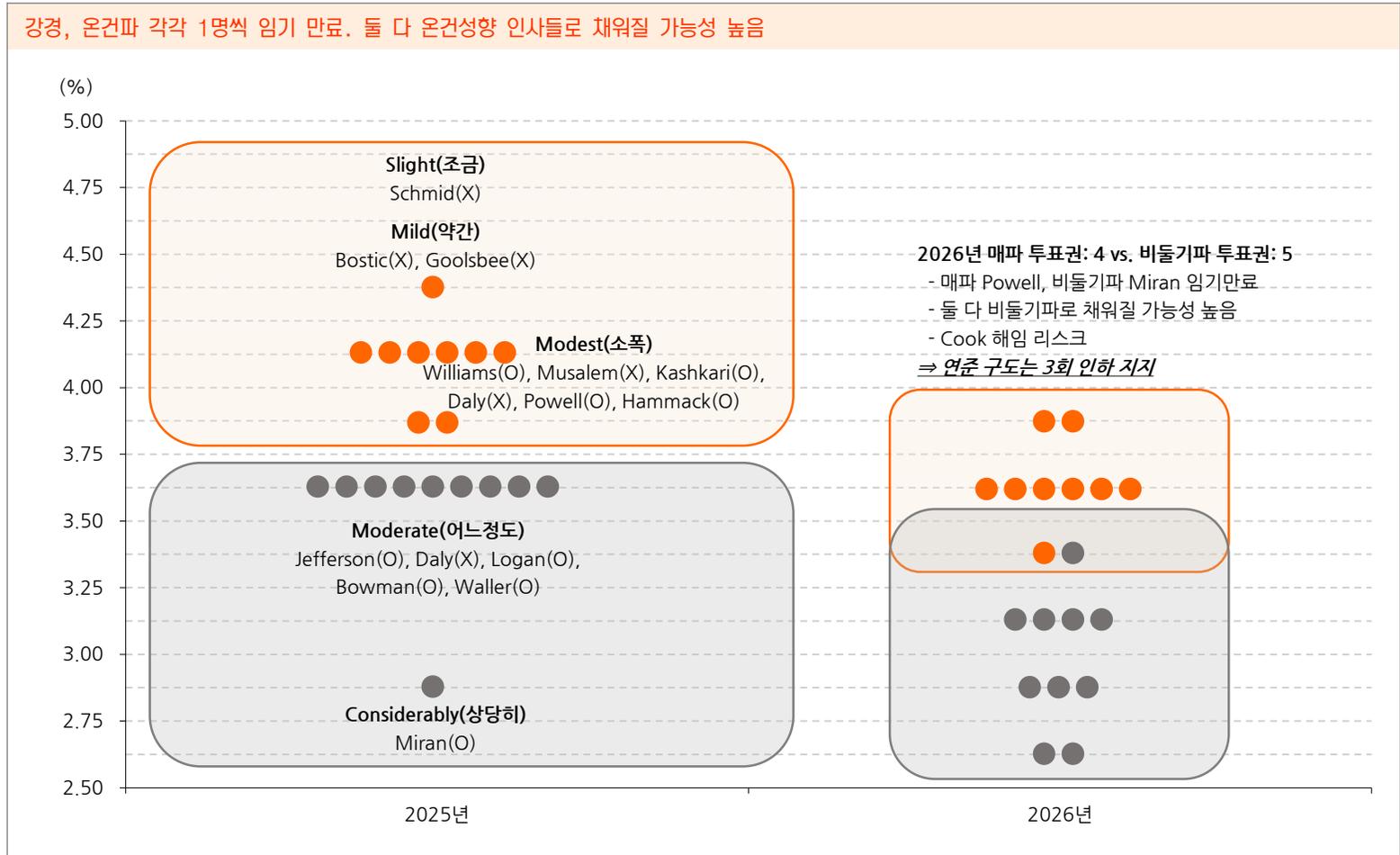


자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터



[미국] 통화정책: 비둘기 우위 구도

강경, 온건파 각각 1명씩 임기 만료. 둘 다 온건성향 인사들로 채워질 가능성 높음



2026년 매파 투표권: 4 vs. 비둘기파 투표권: 5
 - 매파 Powell, 비둘기파 Miran 임기만료
 - 둘 다 비둘기파로 채워질 가능성 높음
 - Cook 해임 리스크
 ⇒ 연준 구도는 3회 이하 지지

주: 투표권은 2026년 기준
 자료: 한화투자증권 리서치센터



[미국] 통화정책: 초저금리 시대는 없다

- ❖ 2025년 정책 프레임워크 리뷰에서는 크게 네 가지를 조정 및 개선
 - ① ELB 중요도 축소: 제로금리 도래 가능성 일축 + ‘Higher for Longer’ 재강조
 - ② 물가목표제도 변경: 물가 환경 변화 인정 + 점진적이되 일관적인 대응
 - ③ 완전고용 정의 정립: 완전고용 상황에서도 정책 조정이 가능한 근거 마련
 - ④ Balanced Approach 재등장: 양대 책무 한 쪽에 치우치지 않는 통화정책 운영
- ❖ 초저금리 시대가 재현되지 않을 것임을 분명히 함과 동시에 극단적 통화정책 대응 대신 정책 기조 전환에 신중할 것임을 예고

연준의 정책 프레임워크 변화			
구분	2012년	2020년	2025년
ELB 중요도	언급 없음	ELB는 경제 구조의 핵심 요소	문구 삭제
물가	목표물가는 2%	목표물가는 2% FAIT(Flexible Average Inflation Target) 도입(일시적 목표 상회 용인)	목표물가는 2% FIT(Flexible Inflation Target) 도입(일시적 목표 상회 용인 X)
고용	수치제시 불가 (비통화적 요인, 시간에 따른 변화 등으로 측정 불가) Deviation(편차 중시)	수치제시 불가 (비통화적 요인, 시간에 따른 변화 등으로 측정 불가) Shortfall(위축 중시)	수치제시 불가 (비통화적 요인, 시간에 따른 변화 등으로 측정 불가) Shortfall 삭제(견해는 유지) 완전고용: 물가안정에 변화를 주지 않는 선에서 지속 가능한 방식으로 달성할 수 있는 최대 수준 고용
정책	Balanced Approach 물가와 고용 균형, 장기적 목표 제시 Forward Looking, 시차 고려	Balanced Approach 삭제 ELB에 따른 제약, makeup 도입 Forward Looking, 시차 고려	Balanced Approach ELB 개념 삭제 Forward Looking, 시차 고려
리뷰 주기	언급 없음	약 5년마다 검토	5년마다 검토

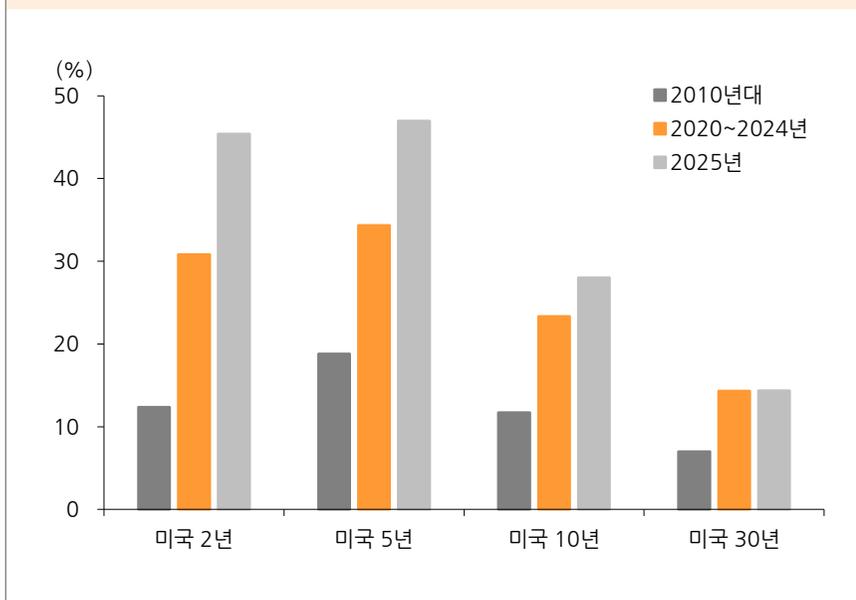
자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터



[미국] 수급: 외국인 수요보다 발행량이 훨씬 많음

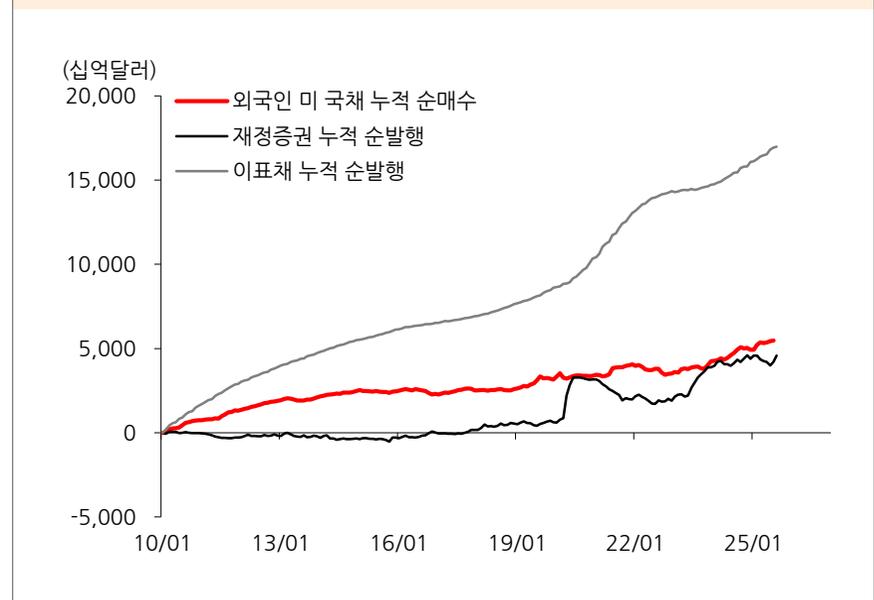
- ❖ 외국인 미 국채 수요에는 큰 변화 없을 것. 미 국채를 대체할 자산은 세상에 없음
 - 2025년 7월까지 외국인 미 국채 보유량 연초 대비 5,392억달러 증가. 2000년 이후 연간 평균 증가량: 2,686억달러
 - 발행시장 내 외국인(간접 낙찰자) 비중도 초장기 구간 제외하면 증가세 지속
- ❖ 문제는 외국인의 미 국채 보유량 증가 속도보다 국채 발행 속도가 훨씬 빠르다는 것
 - 2010년 이후 미 국채 누적 순발행량: 21.5조달러 vs. 외국인 미 국채 누적 순매수 수량: 5.5조달러
- ❖ 국채시장 가장 큰 손인 외국인 수요는 증가세가 금리 하락에 유의미한 재료로 작용하지는 못할 전망

불확실성 증가에도 외국인의 미 국채 수요는 증가세



주: 기간별 국채 입찰에서의 Indirect 낙찰자 비중 평균
 자료: U.S. Department of the Treasury, 한화투자증권 리서치센터

외국인 수요보다 국채 공급량이 훨씬 빠르게 늘어남



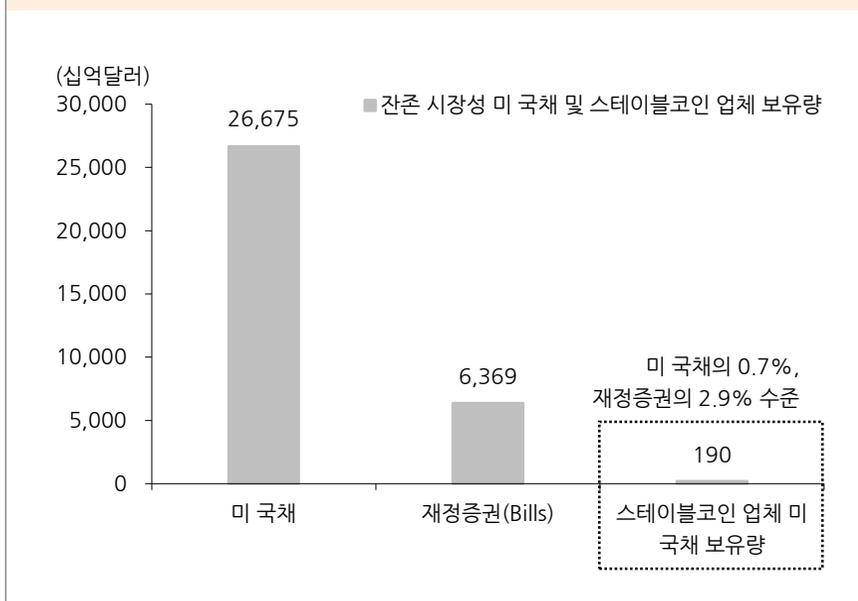
자료: U.S. Department of the Treasury, SIFMA, 한화투자증권 리서치센터



[미국] 수급: 스테이블코인 효과는 먼 미래 이야기

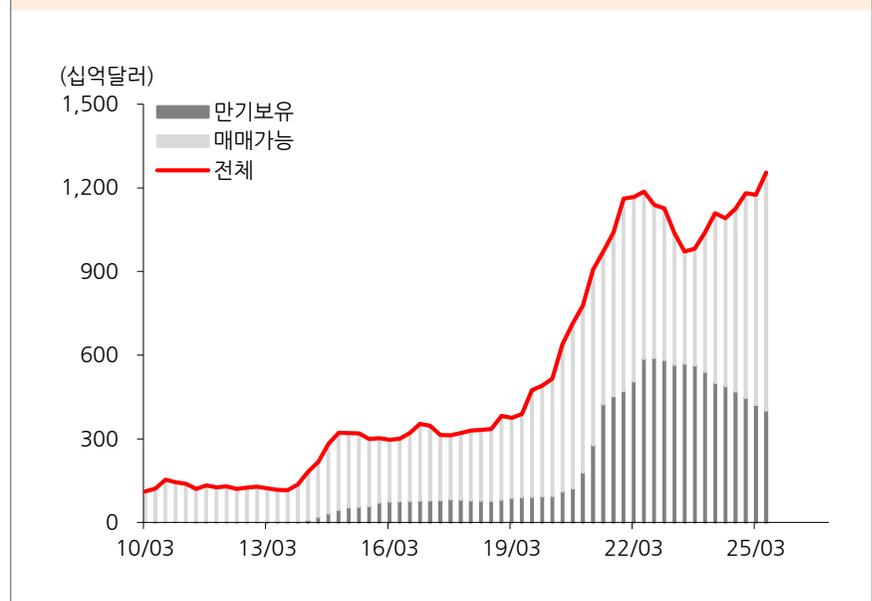
- ❖ 미국 정부의 국채금리 하향 안정화를 위한 노력은 두 가지. 단기금리는 스테이블코인 제도화, 장기금리는 SLR 규제 완화
- ❖ 단기: 현재 스테이블코인 업체들의 미 국채 보유량은 약 1,900억달러. 잔존 재정증권의 2.9%, 전체 국채의 0.7% 수준
 - 2030년 스테이블코인 시장규모 2조달러(재무부 전망), 잔존 국채 39.7조달러(CBO 전망) 가정해도 동 산업 국채시장 비중은 4.2%
- ❖ 장기: G-SIBs SLR은 5.98%. 최소요건을 이미 충족 중. 규제 완화로 인한 국채 매입 유인이 크지 않은 상황
 - 2분기 만기보유 국채 비중: 32.0%. 8개 분기 연속 감소. 금리 변동 리스크를 회피하고 싶은 것
- ❖ 스테이블코인, 대형은행 수요가 당장 유의미하게 확대될 가능성은 제한적

가까운 미래에 스테이블코인이 단기금리를 누를 수는 없다



주: 미 국채에 TIPS, FRN 등은 제외
 자료: U.S. Department of the Treasury, USDT, USDC, 한화투자증권 리서치센터

SLR 규제 완화에 따른 장기금리 하락 효과 역시 제한적일 것



주: 2025년 2분기 기준
 자료: Federal Financial Institutions Examination Council, 한화투자증권 리서치센터



[유동성] 상반기 중 QT 종료 예상

❖ 양적긴축 정책은 상반기 중 종료 예상. 이는 국제 한정 QT를 의미하며 MBS는 장기적으로 보유량 축소 지속해 나갈 것

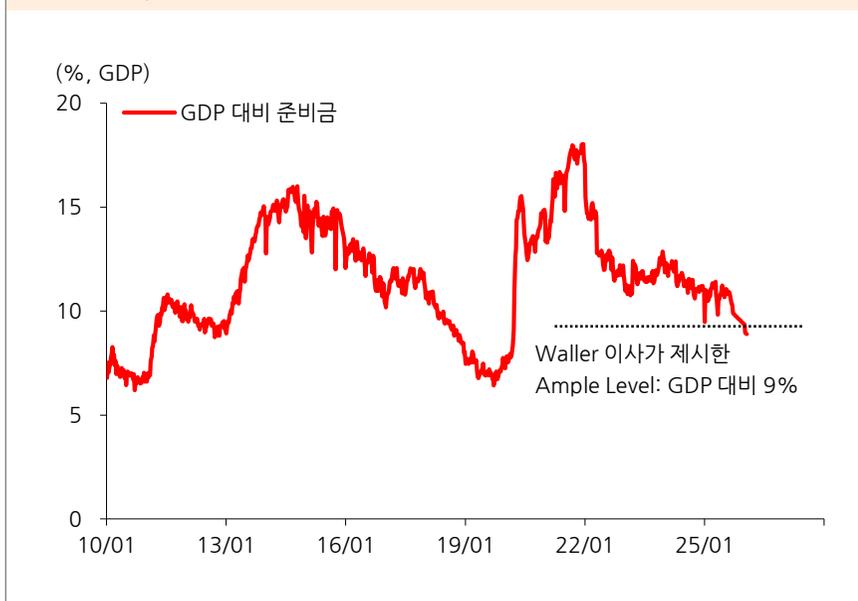
- Waller 이사가 제시한 새로운 Ample Level은 GDP 대비 9%. 2025년 7월 말까지 RRP 평균 감소 속도는 주당 111억달러
- 동 속도를 준비금에 대입하면 Ample Level 도달 시점은 2026년 1월 말

❖ 다만, 준비금에 대한 연준의 견해(9%대에 진입했음에도 여전히 Abundant 견해 유지 + 종료 시그널 부재)와

❖ 준비금과 RRP 감소 속도에 차이(RRP는 비은행금융기관 자금, 상대적으로 자금 유출입 용이)가 있을 수 있는 점을 감안,

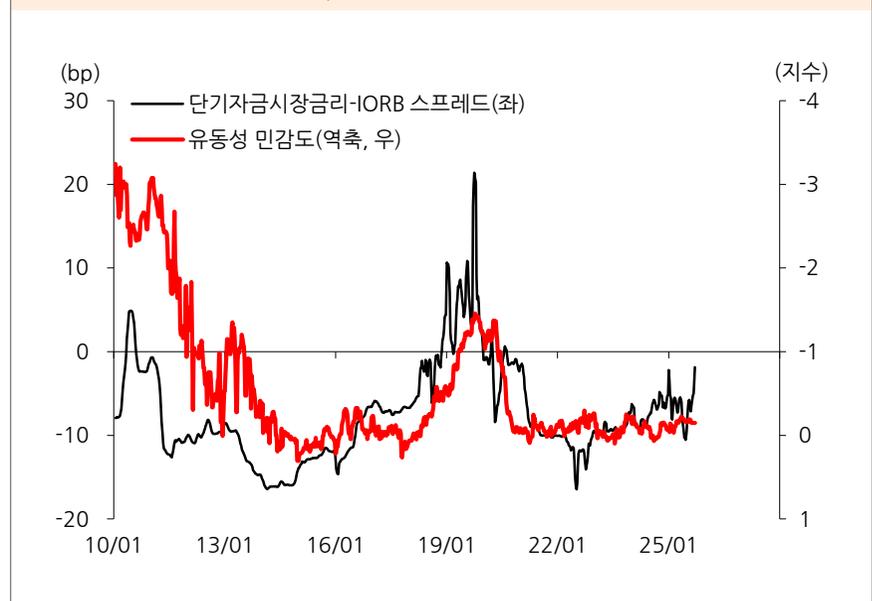
❖ 연초보다는 1분기 말 ~ 2분기 중 종료될 가능성

준비금 Ample Level 도달 예상 시점은 2026년 1월 말



주: 2020~2024년 GDP는 IMF 데이터, 2025~2026년은 동 기관 전망치 기준
자료: IMF, the Fed, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

RRP의 완충역할 사실상 종료, 유동성 경색에 유의해야 할 때



주1: 2010~2018년 4월까지 단기자금시장금리 LIBOR O/N, 그 이후는 SOFR O/N 금리 사용
주2: 유동성 민감도는 숫자가 작을수록 유동성 환경이 경색되었음을 의미
자료: New York Fed, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



[유동성] QT 다음은 포트폴리오 조정

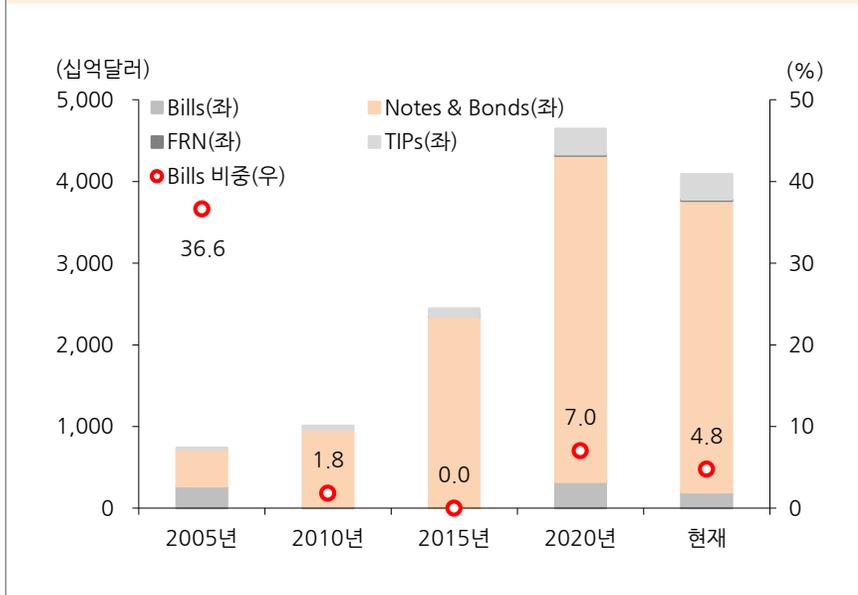
❖ QT 종료 뒤 대차대조표 정책의 핵심은 자산 포트폴리오 조정. 단기국채 위주 자산 구성이 필요

- 금리변동 위험 회피: 자산에서 장기국채 비중 2005년 10.7%에서 현재 54.0%까지 증가. 보유 국채 평균 만기는 3.7년 → 9.5년
- 부채 성격 대응: 대부분 부채 항목(유통 통화 및 TGA: 단기, 준비금: 중단기)은 단기 채권으로 대응하는 것이 적절

❖ 단기 국채 위주 포트폴리오 구성 시 이점

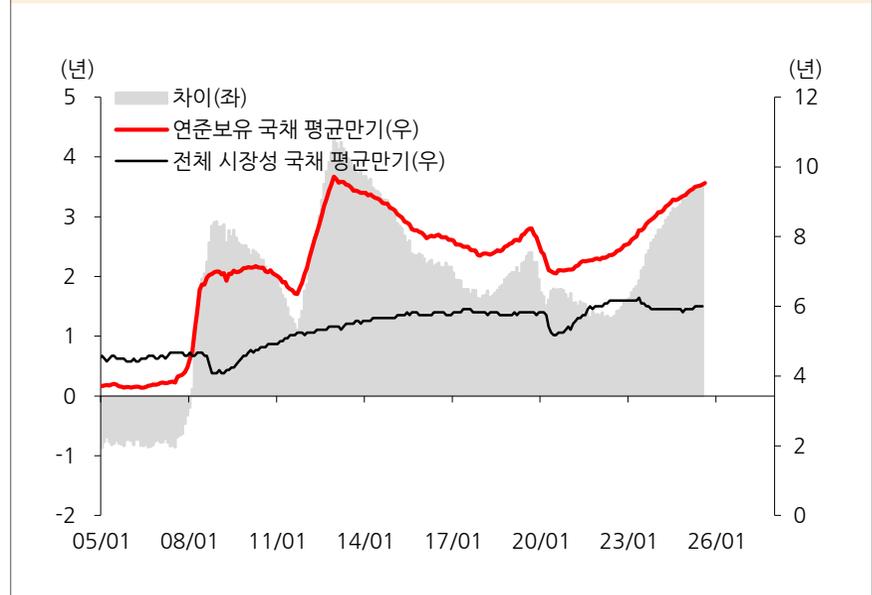
- 정책 여력: Non-QE(단기국채 매각(단기금리는 통화정책으로 제어) → 장기국채 매입(장기금리 하락)) 가능
- 시장 영향 최소화: 연준 보유 - 시장성 국채 평균만기 약 3.5년. 연준의 존재 자체가 인위적인 금리 하락 요인으로 작용 중

단기국채 위주로 자산 구성 필요



자료: New York Fed, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

연준의 국채 보유 존재만으로도 시장금리를 억누르는 효과



주: 연준 보유 국채는 만기별 가중평균값

자료: the Fed, U.S. Department of the Treasury, 한화투자증권 리서치센터



[한국] 펀더멘털: 점진적 개선세 지속 전망

❖ 국내 성장은 점진적 개선세가 지속될 전망

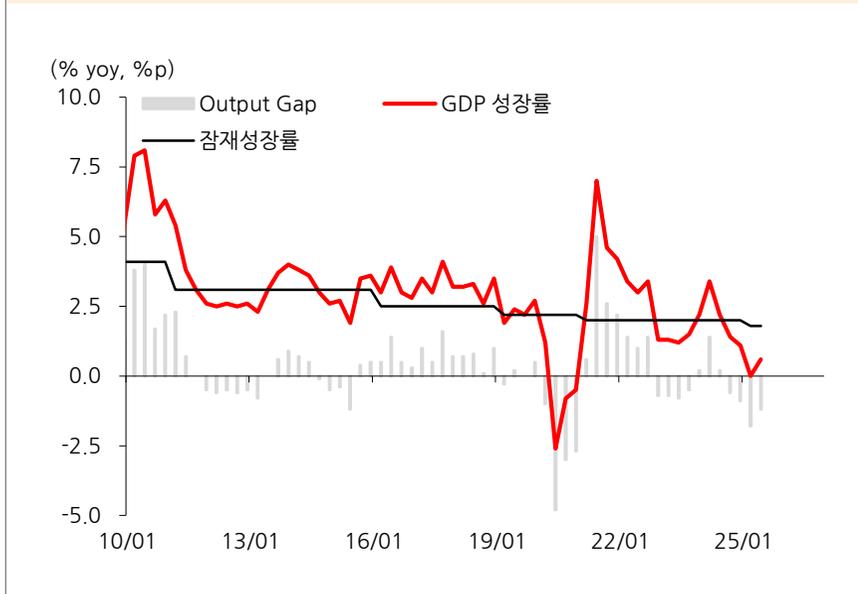
- 2026년 성장률 전망치: 1.8~2.0%. Output Gap (-) 해소도 가능

❖ 핵심은 펀더멘털의 개선이 아닌 낮아진 눈높이와 2025년 기저효과. 잠재성장률은 역대 최초로 2% 하회

- 과거 2% 성장은 당연. 현재 2% 성장은 준수한 수치

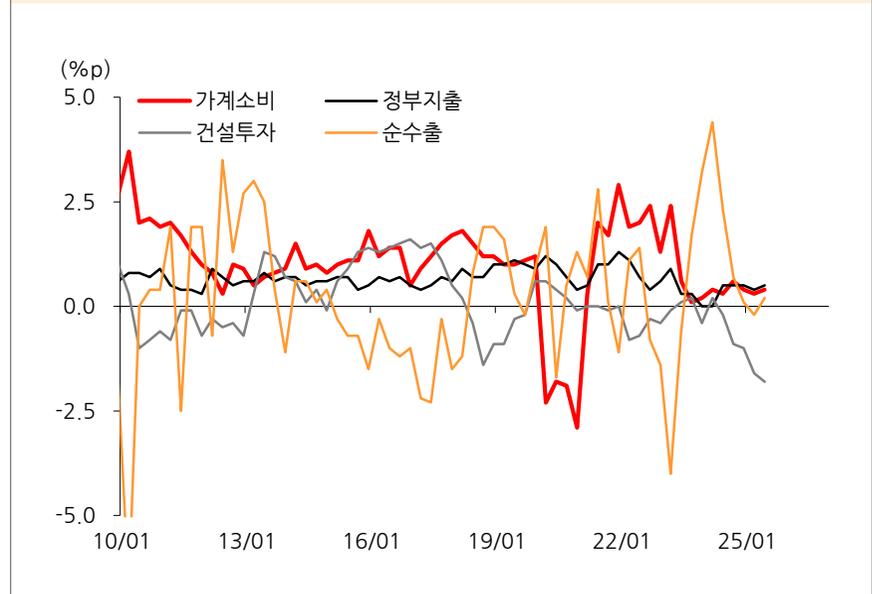
❖ 상반기는 정부·소비지출이, 하반기는 수출이 주요 성장 동력으로 작용할 것

Output Gap 역전 폭 축소 전망, 연중 (-) 해소도 가능



주: 2025~2026년 잠재성장률은 1.8%가정
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

건설은 계속해서 안 좋을 것



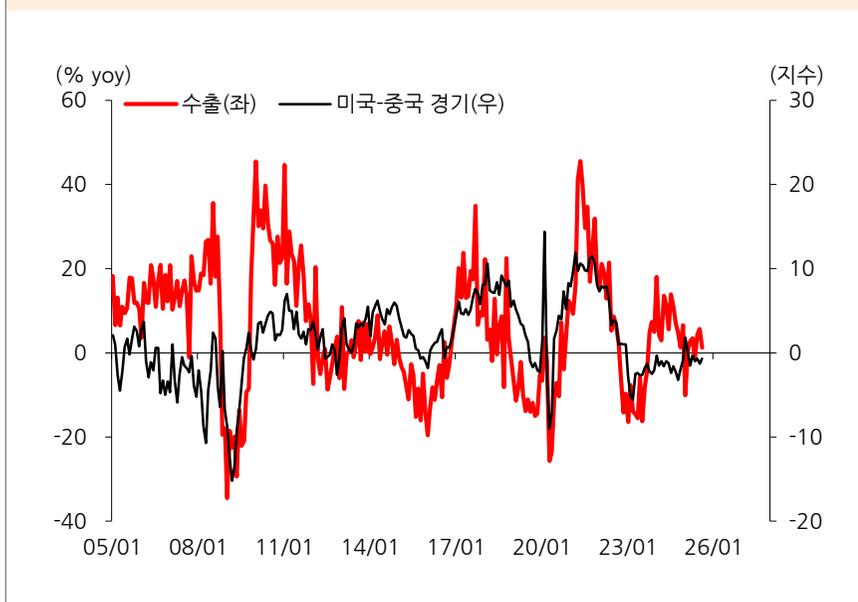
주: GDP 성장률(yoy) 기여도
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터



[한국] 펀더멘털: 미국 제조업 돌아서면 우리 수출도 개선

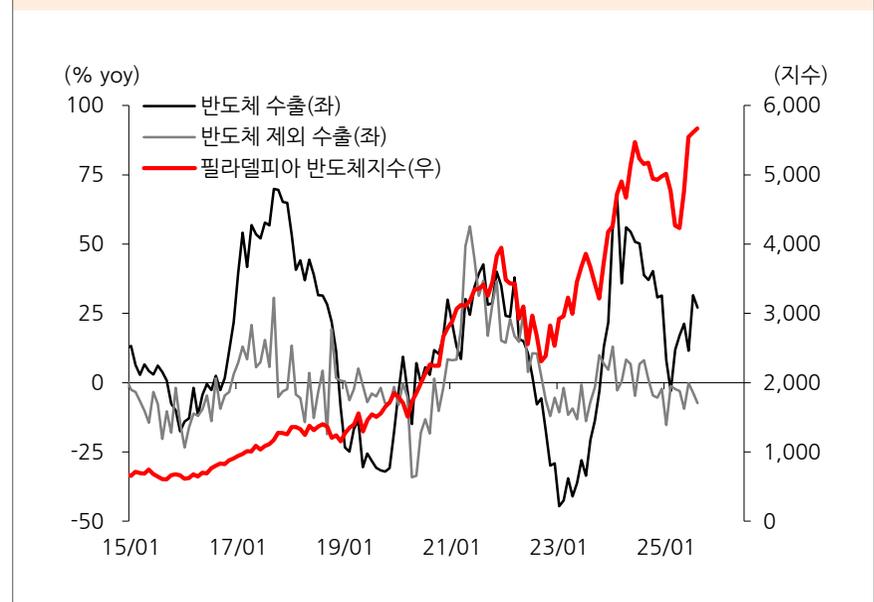
- ❖ 전통적으로 미국 제조업 경기가 좋을 때 한국 수출은 호조를 보이는 편
- ❖ 상반기 미국 제조업 경기 개선, 관세 관련 불확실성 감소 맞물리면서 하반기 수출환경 개선 예상
- ❖ 다만, 수출 개선 강도는 이전 대비 약할 가능성
 - 2023년 11월 對美 수출비중 19.6%로 2003년 이후 처음으로 중국 비중 웃돌았으나 현재 15.0%로 하락. 중국은 18.9%
 - 미국은 관세 뿐만 아니라 자국에서 직접 생산할 것을 강력하게 요구 중. 이는 수출 둔화 압력

우리 수출은 미국이 좋을 때 좋음



주1: 미국-중국 경기는 미국 제조업 ISM 제조업지수에서 중국 제조업 PMI를 차감한 값
 주2: 미국-중국 경기 숫자가 클 수록 중국 대비 미국 경기가 양호함을 의미
 자료: 관세청, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

미국 제조업 경기 반등하면 반도체 제외 품목 수출 업황도 개선 예상



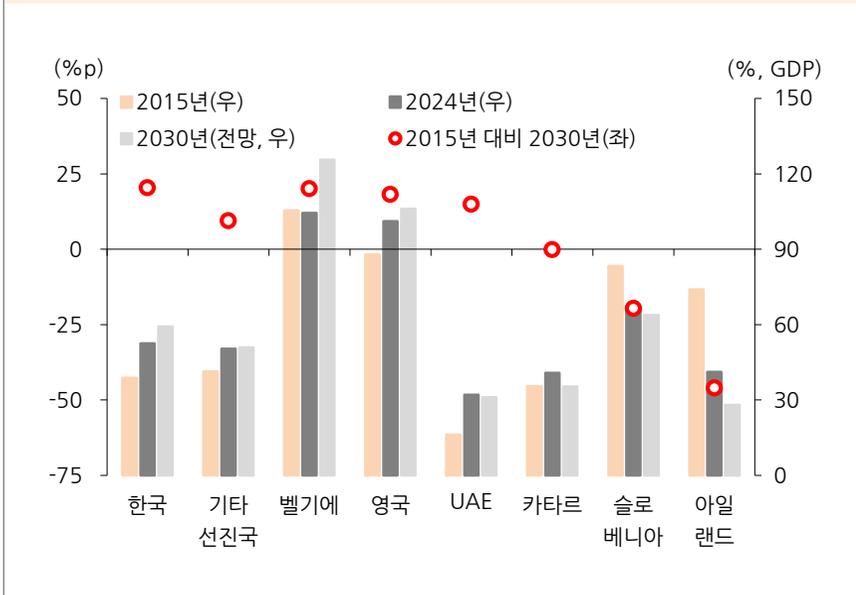
자료: 관세청, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터



[한국] 펀더멘탈: 한 번은 OK, 두 번은 Not OK

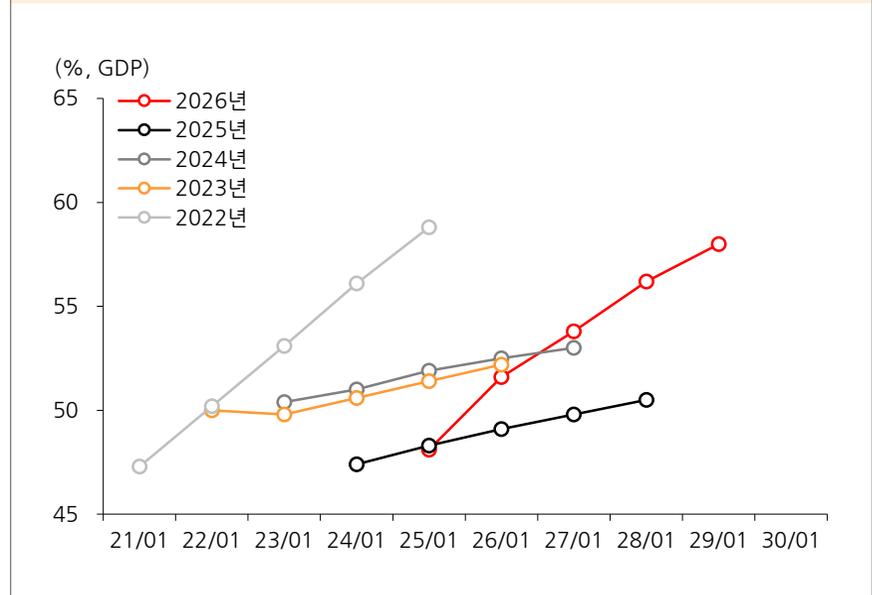
- ❖ 2026년 예산안 증가율은 8.1%. GDP 대비 정부부채는 역대 최초로 50%대 진입
 - 이명박 정부(금융위기) 연평균 총지출 증가율: 6.9%, 문재인 정부(코로나): 7.7%
- ❖ 금번 지출 증가는 대내외 충격 회복이라는 당위성 보유. 그러나 확장 재정정책 지속은 재정 건전성 문제 야기 가능
 - AA 등급 국가 중 한국보다 정부부채가 많은 국가들은 모두 유로존 또는 영국. 기축통화국
 - 2015~2030년 부채 전망(GDP 대비 증가폭): 한국(+20.4%p) > 선진국(+9.5%p) > AA 평균(+1.1%p)
- ❖ **선진국 대비 재정이 건전하다는 Premium은 크게 약화 중. 재정은 금리의 하락을 제한하는 요인**

우리나라는 부채 비율이 낮아도 증가 속도는 가장 빠름



주: 국가들은 S&P 기준 신용등급 AA 국가들. 기타 선진국은 G7 유로존 제외 선진 17개국
 자료: IMF, 한화투자증권 리서치센터

코로나 시절에 준하는 속도로 증가가 예상되는 부채



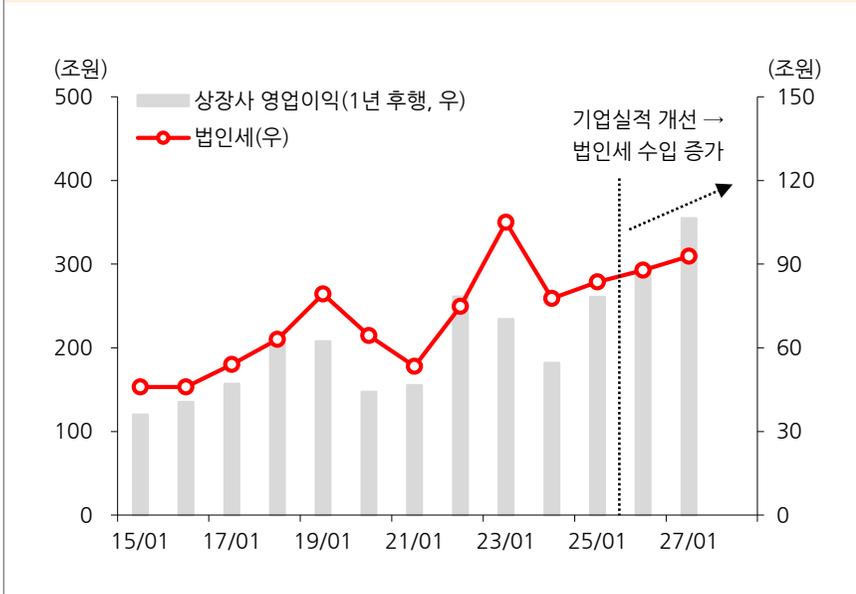
주: 국가재정운용계획, 본예산 기준
 자료: 기획재정부, 한화투자증권 리서치센터



[한국] 펀더멘탈: 부채 급증은 일시적일수도

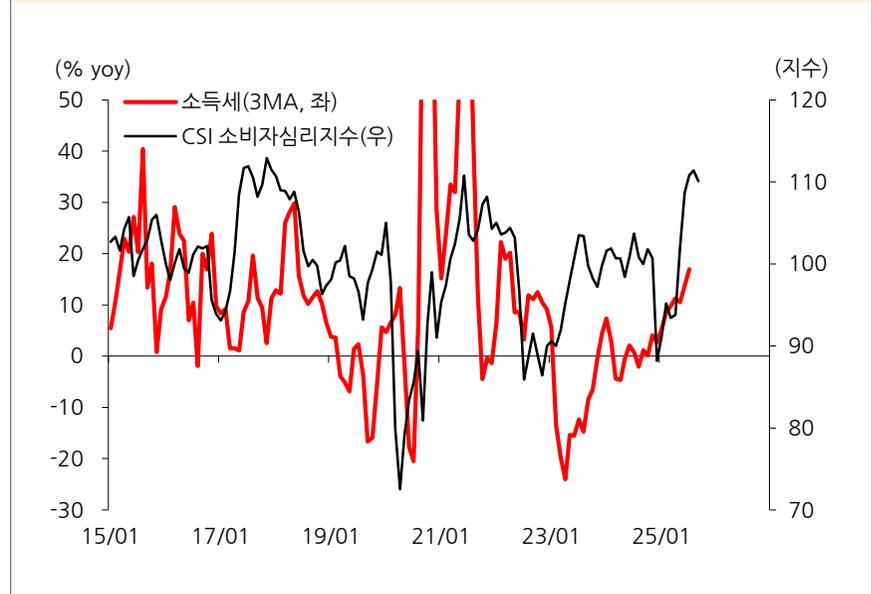
- ❖ 레버리지를 활용한 정부지출 확대는 일시적일 가능성. 세입 실적이 개선될 전망
 - 정부 국세수입에서 법인세, 소득세가 차지하는 비중은 각각 22.5%, 29.6%
- ❖ 상장사 영업이익은 법인세 수입에 1년 후행(2025년 실적, 2026년에 반영). 기업실적은 2023년 이후 꾸준히 증가세
 - 2025년 상장사 영업이익 컨센서스 297.1조원(+14.0%, yoy)
- ❖ 소득세 수입에 선행하는 소비자심리지수는 연초 충격 소화 후 반등
- ❖ 2027년 정부지출 증가율에 비례해서 부채가 늘어나지 않을 수 있음. 재정에 대한 우려를 낮출 수 있는 요인

기업실적이 개선되면 법인세 수입도 증가



주1: 법인세는 추경포함 예산 기준. 2026~2027년은 2014~2024년 국세수입에서 차지하는 비중 평균으로 추정
 주2: 2025~2027년 영업이익은 컨센서스
 자료: 기획재정부, WISefn, 한화투자증권 리서치센터

소비심리 감안하면 소득세 수입 감소할 가능성 제한적



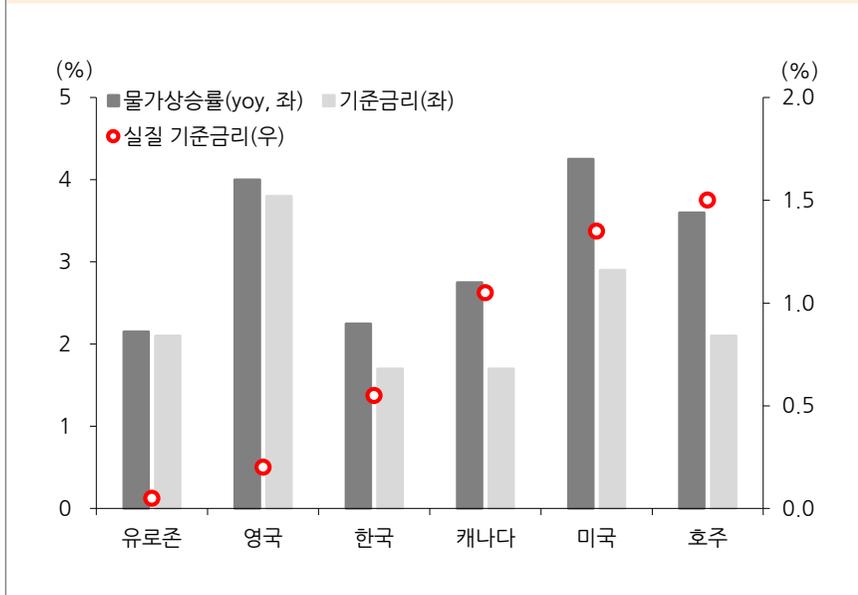
자료: 한국은행, 기획재정부, 한화투자증권 리서치센터



[한국] 통화정책: 연내 동결 전망

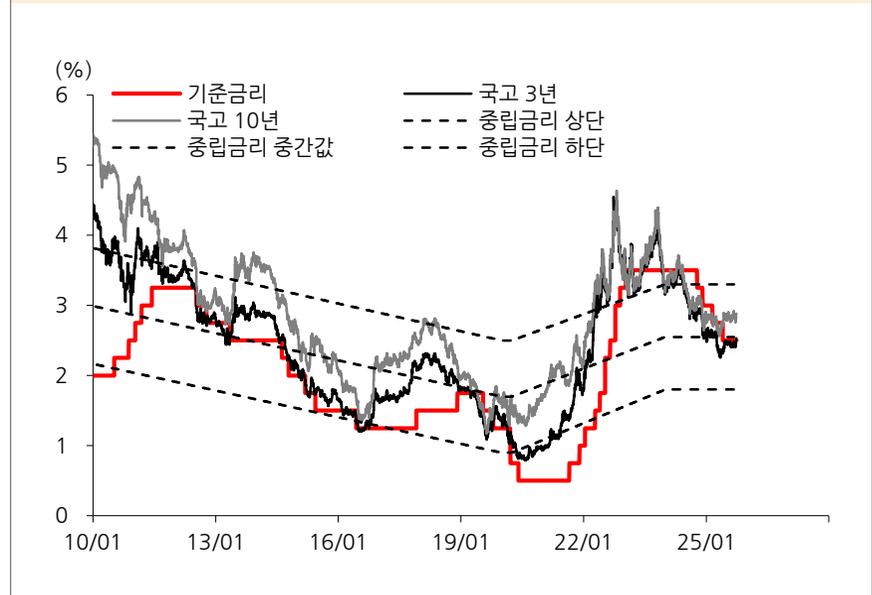
- ❖ **한국은행 최종 기준금리는 2.25%, 2025년 통화정책 완화 사이클 종료. 연내 동결 전망**
- ❖ **중립금리 하락 가정해도 2.25%는 중간값을 소폭 밑도는 수준. 경기 대응 시급성도 감소**
 - 이창용 한국은행 총재: " 기준금리 인하를 한두 달 미뤄도 경기에 대응하는 데는 큰 문제가 없음 "
 - " 중립금리를 고려할 때 금융안정을 전체적으로 함께 고려해야 함. 한국이 다른 나라보다 약간 더 높은 금리를 유지하는 것이 필요 "
- ❖ **Output Gap (-) 해소를 장담할 수 없는 경제, 안정적인 흐름 이어갈 물가는 추가 1회(2.25% → 2.00%) 인하 재료**
- ❖ **그러나 한미 금리차, 금융안정(환율, 부동산, 가계부채) 노력 지속 필요성 등은 동결 요인이며, 더 강력한 명분**

상대적으로 낮은 한국 실질 기준금리



주: 한국 기준금리는 2.25% 가정
 자료: 각국 중앙은행 및 통계청, 한화투자증권 리서치센터

기준금리는 이미 중립금리 중간값을 하회 중



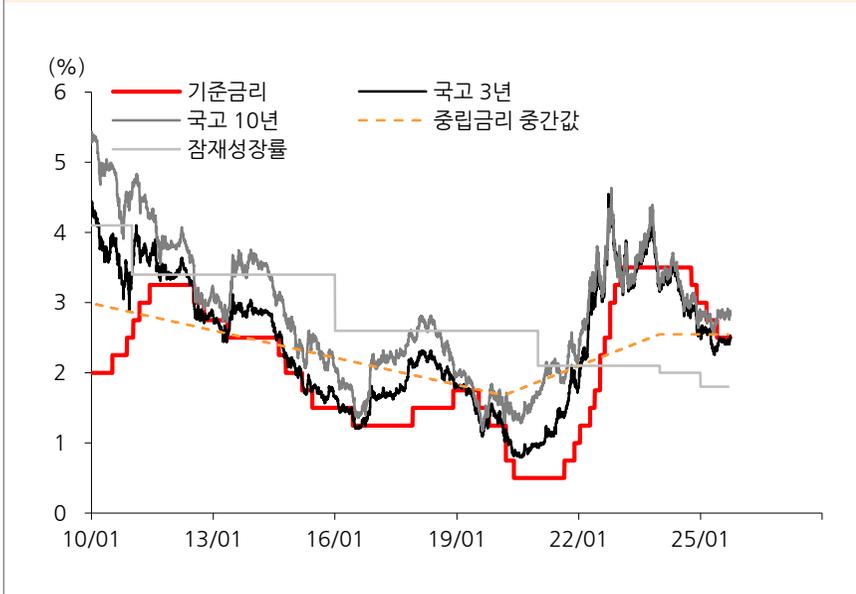
자료: 한국은행, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터



[한국] 통화정책: 잠재성장률 하락 영향 제한적

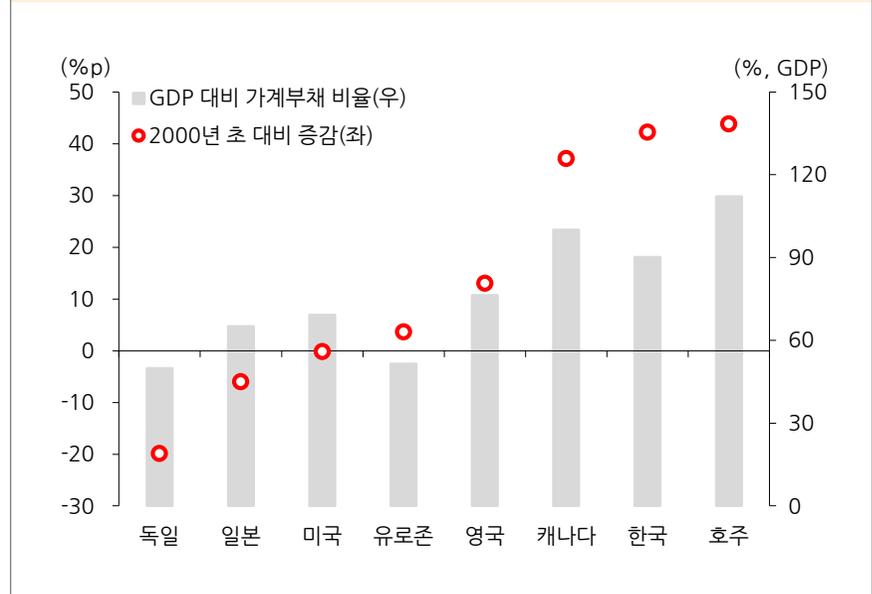
- ❖ 낮아지는 잠재성장률은 중립금리 하락 요인
 - 2025년 잠재성장률은 역대 최초로 2% 하회, 2029년까지 1.8% 전망. 2030년대에는 최대 1.1%까지 낮아질 가능성
- ❖ 중립금리 추정의 새로운 고려 요소인 금융안정 상황은 상승 재료
 - 2000년 이후 가계부채 GDP 대비 약 42.2%p 증가. 주요 선진국 평균 10.2%p
- ❖ **잠재성장률 하락은 금융안정이 상쇄. 중립금리 하락 폭은 크지 않을 전망. 더 이상 잠재성장률은 장기금리 상단으로 적용하지 않을 것**

잠재성장률이 낮아졌지만



주: 잠재성장률은 2025년부터 1.8% 가정
 자료: 한국은행, 연립인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

금융안정 중요도는 커졌다



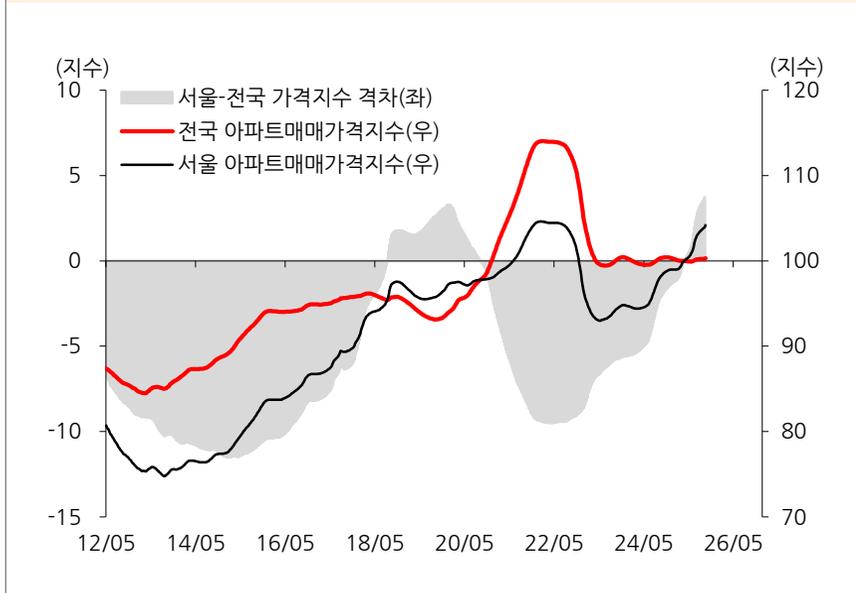
주: 2024년 4분기 기준
 자료: BIS, 한화투자증권 리서치센터



[한국] 통화정책: 부동산 안정 > 건설경기 안정

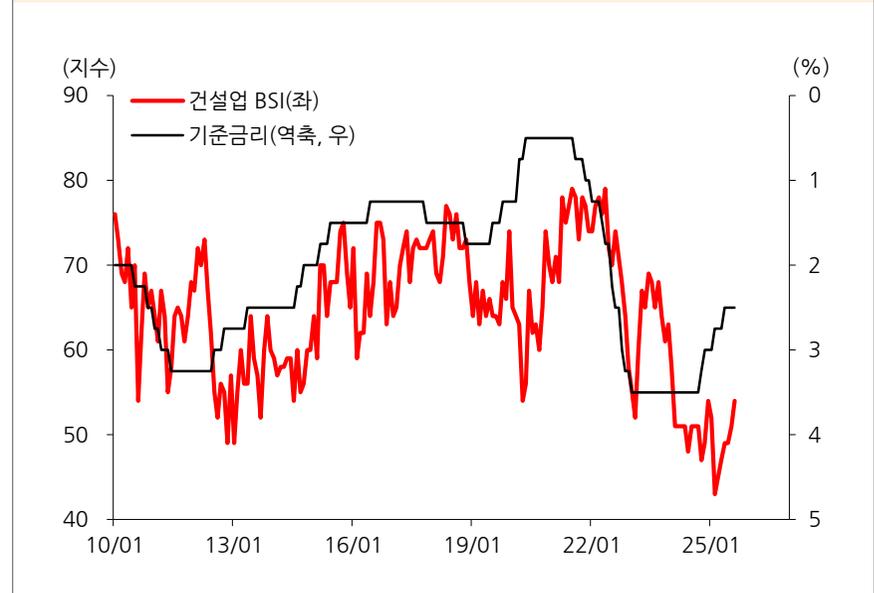
- ❖ 서울 부동산 가격 안정은 가계부채 안정으로 이어지고, 인위적인 건설경기 부양은 지양하겠다는 것이 한국은행의 일관된 입장
 - 2018년 서울-전국 아파트가격지수 (+) 전환, 2020년 전고점에서 안정까지 각각 105주, 36주 소요
 - 건설경기 부진 → 저금리 환경 조성 → 건설 및 부동산 시장 과열로 이어지는 악순환을 끊겠다는 것에는 정부, 한국은행 모두 동의
- ❖ 더딘 서울 아파트 가격 안정세는 신중한 통화정책 조정을, 건설업에 맞춘 통화정책 운영 가능성 차단은 2.25% Terminal Rate 지지

쉽게 좁혀지지 않는 서울과 지방 아파트 가격 격차



자료: 한국부동산원, 한화투자증권 리서치센터

인위적인 건설경기 부양 가능성은 제한적



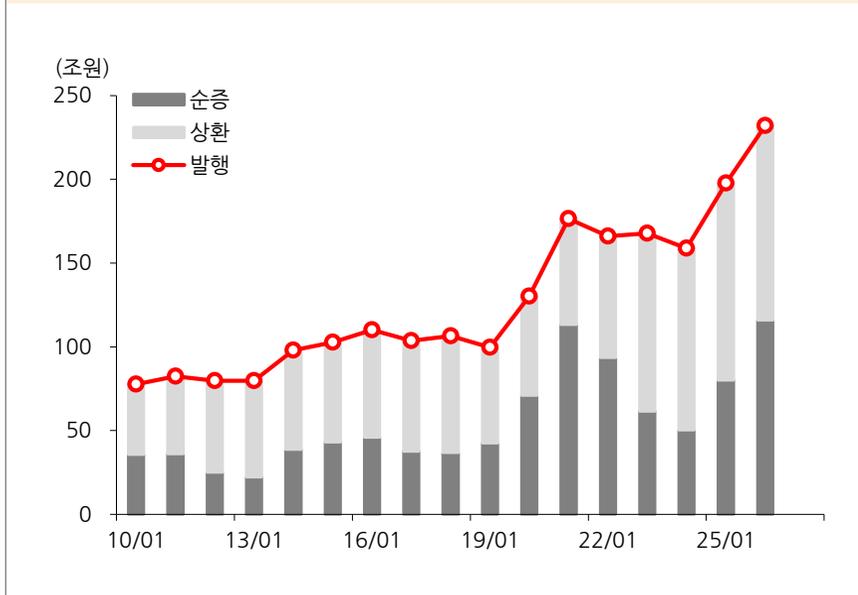
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터



[한국] 수급: 이 많은 국채는 누가 소화하나

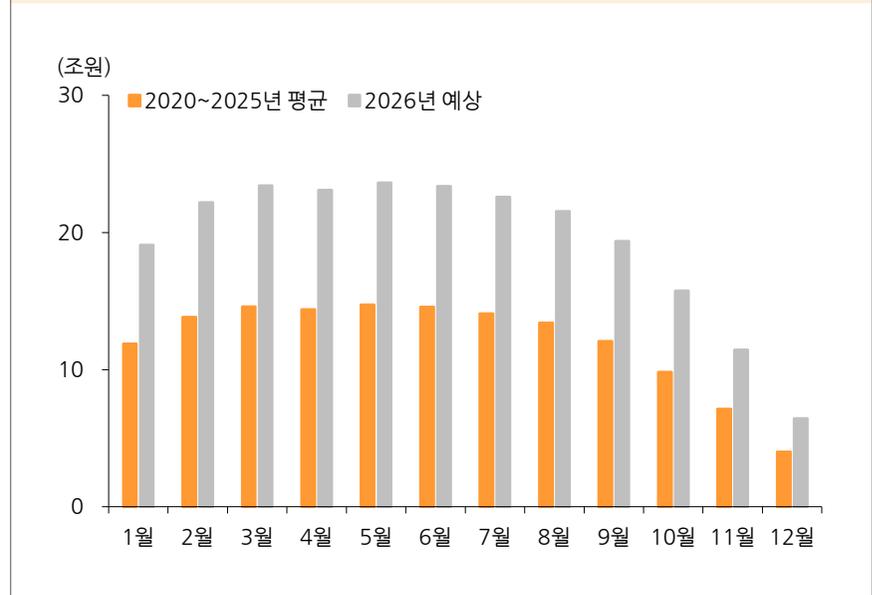
- ❖ 2026년 국고채 발행계획은 232조원. 순증 발행 규모는 115.7조원. 모두 역대 최대 규모
- ❖ 매월 과거 평균 대비 약 7.2조원 많은 국고채가 공급될 예정
- ❖ 수급 측면에서 2026년 기대해볼 수 있는 것은 크게 두 가지
 - WGBI 편입에 따른 외국인 자금 유입 증가
 - 기준금리 인하 사이클 관련 금리 하락 효과

국고채 발행, 순증 규모 모두 역대 최대



주: 본예산 기준
 자료: 기획재정부, 한화투자증권 리서치센터

연중 꾸준히 존재할 공급 부담



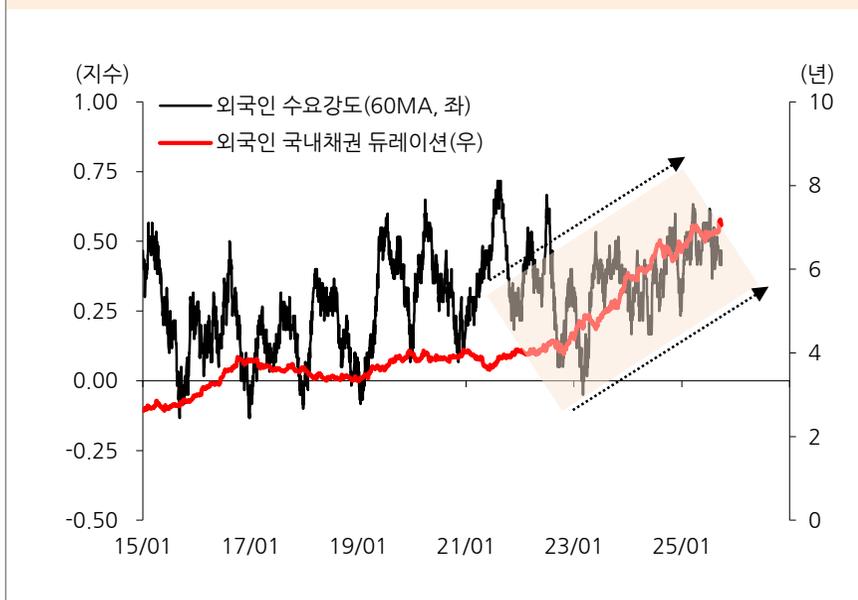
주1: 2020~2025년(2025년은 10월까지) 발행계획 기준
 주2: 2026년은 발행계획을 2020~2025년 평균 월별 비중으로 나눔
 자료: 기획재정부, 한화투자증권 리서치센터



[한국] 수급: 수요 이벤트 효과 크지 않을 가능성

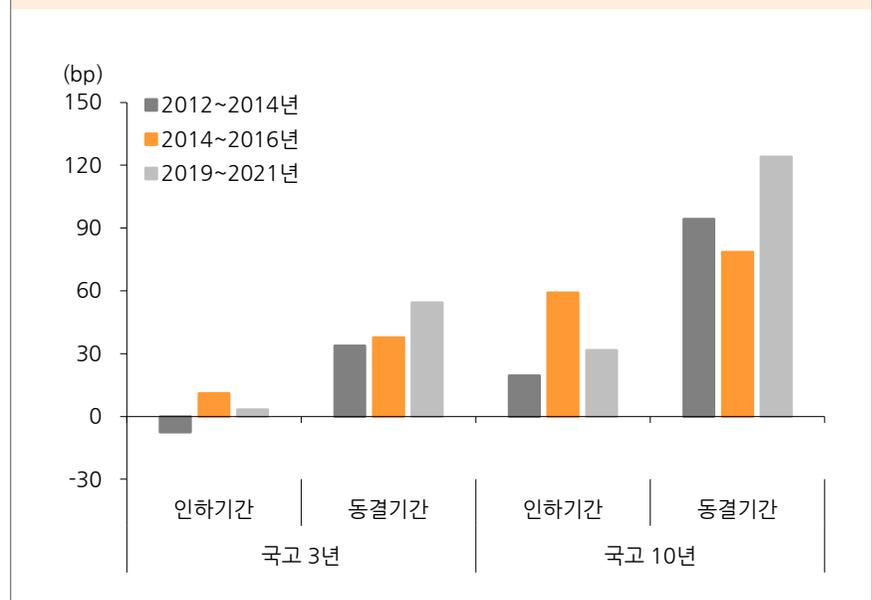
- ❖ WGBI 편입에 따른 외국인 자금 유입 규모는 60~76조원으로 추산
 - 상당수 자금은 이미 시장에 유입되어 있을 가능성. 과거 편입 국가 사례: 편입 시점 기준 $\pm 12 \sim 18$ 개월간 꾸준히 유입
 - 국고채 발행 순증분 115.7조원 중 WGBI 자금이 소화해줄 수 있는 물량은 대략 30~40조원
- ❖ 기준금리 인하 효과는 정책 완화 사이클 막바지에 가까워질 수록 제한적
 - 과거 세 차례 기준금리 인하 및 동결기간 국고 3년-기준금리 스프레드: 2.3bp vs. 42.0bp / 10년: 36.7bp vs. 98.9bp
- ❖ 늘어난 공급물량은 연중 꾸준히, 그리고 강력하게 금리 하락을 제한하는 요인으로 작용할 전망

WGBI 자금은 이미 상당부분 유입되었을 가능성



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

기준금리 인하 효과는 사이클 마무리에 가까워질 수록 제한적

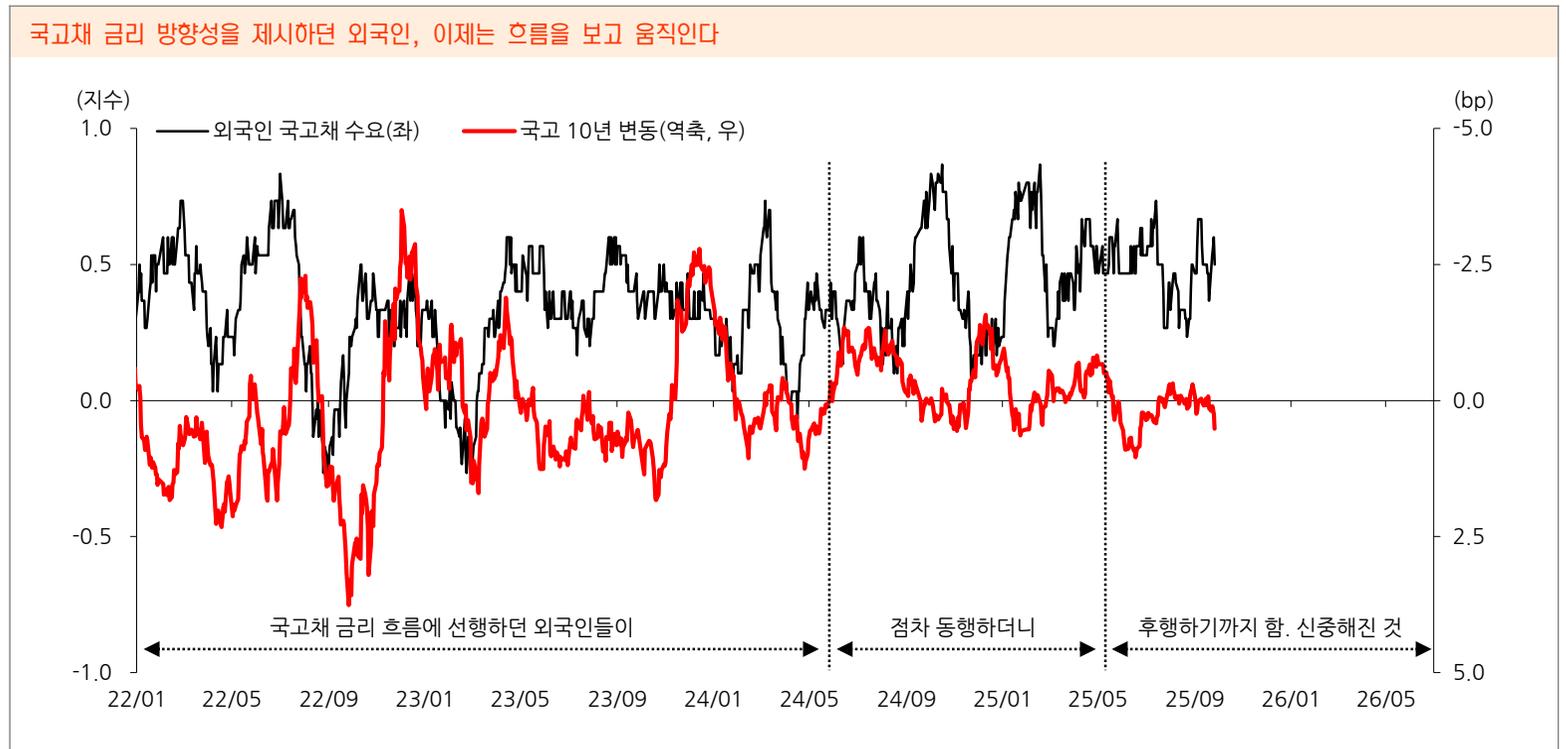


주: 과거 기준금리 인하 및 동결기간 중 국고 3, 10년-기준금리 스프레드 평균
 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터



[한국] 수급: 신중해진 외국인

- ❖ 시장 변동성은 2024년을 기점으로 감소. 이는 외국인 태도 변화에 일부 기인
- ❖ 통상 금리 흐름에 선행하던 외국인 수요(금리 하락 전 수요 강화 + 상승 전 수요 약화)가 신중해졌음
 - 2024년 초까지 금리에 선행 → 2024년 중반 동행 → 2025년 점차 후행
- ❖ 금리 방향성을 제시하던 외국인들조차 흐름을 확인하고 움직이기 시작. 박스권 장세 지지 요인 중 하나



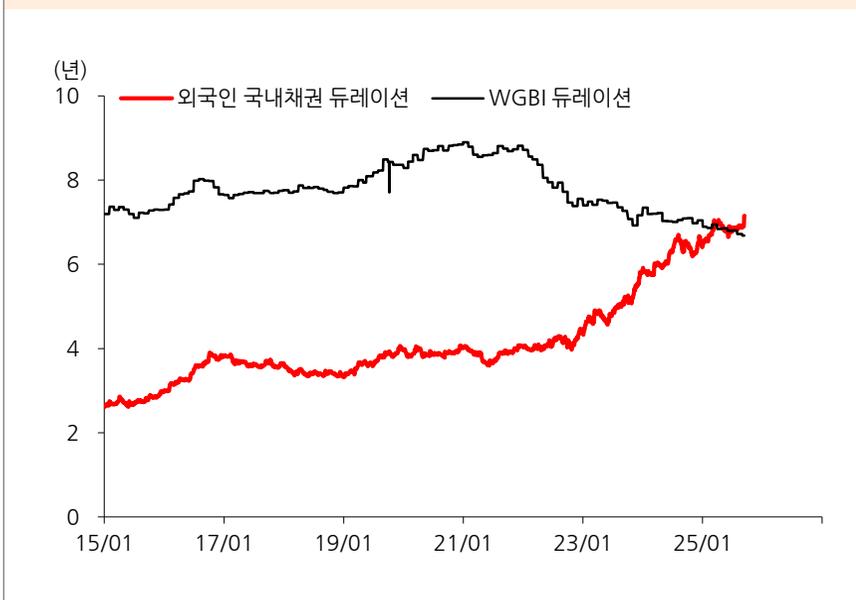
주1: 외국인 국고채 수요는 '국고채 잔고 증가 + 국채선물 순매수 = 2, 국고채 잔고 감소 또는 동일 + 국채선물 순매수 = 1, 국고채 잔고 증가 + 국채선물 순매도 = -1, 국고채 잔고 감소 + 국채선물 순매도 = -2' 로 추정
주2: 외국인 수요, 국고 10년 금리 변동 모두 30MA
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터



[한국] 수급: 중단기물 위주 수요 증가 예상

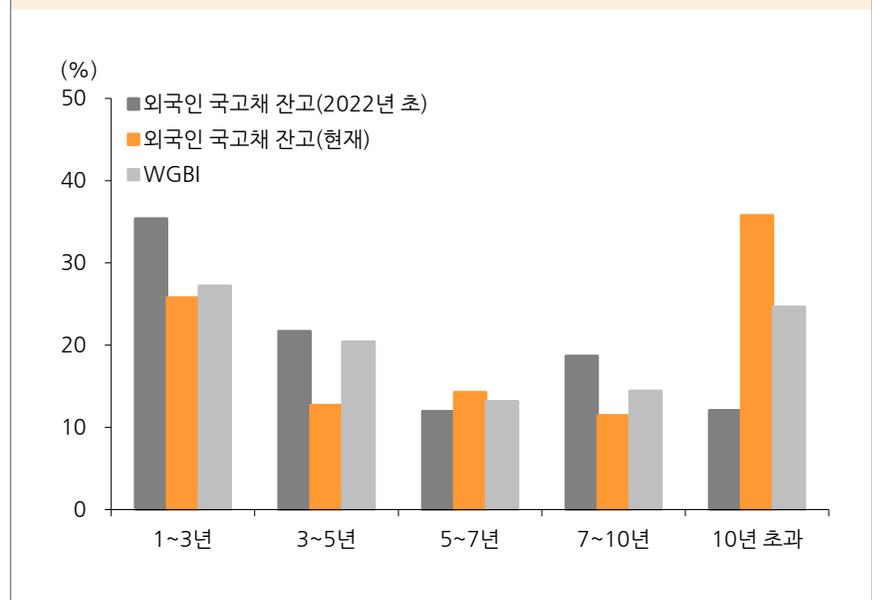
- ❖ WGBI 편입 가정 시, 외국인 국고채 수요는 중단기(3~5년) 구간에 집중될 전망. 초장기 국고채 수요는 약화 예상
- ❖ 현재 외국인 국내채권 듀레이션은 7.2년. WGBI 듀레이션은 6.7년
 - 3~5년 만기 채권 비중: 외국인 12.7% vs. WGBI 20.4% / 10년 초과 비중: 외국인 35.8% vs. WGBI 24.7%
 - Bond Forward 등 감안해도 지수 편입 수혜는 예상 대비 중단기 구간은 확대, 초장기는 제한될 가능성
- ❖ **WGBI 이슈, 외국인 수요는 중단기 금리 안정, 초장기 스프레드 역전 완화 재료**

외국인 국내채권 듀레이션, 듀레이션 추이



자료: FTSE Russell, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

2022년 초 대비 만기별 외국인 국고채 보유량 변동



주: 외국인 국고채 잔고는 순매도 종목 제외 잔고. 비중은 1년 이하 잔고 제외하고 계산
 자료: FTSE Russell, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터



[크레딧] 은행채에서 찾는 투자 기회

- ❖ 크레딧 스프레드는 전반적으로 확대 압력이 우세하겠으나, 일부 크레딧물은 축소 가능성 존재
 - 국고채 금리는 연간 상저하고 흐름 예상되며, 과거 금리 상승 국면에서 대부분 크레딧 스프레드는 확대
- ❖ **선호 크레딧물은 은행 > 공사 > 비우량등급 회사 > 우량등급 회사 > 여전채 순**
 - 수급 측면에서는 은행(발행 감소 + 수요 증가), 스프레드 레벨 차원에서는 비우량등급 회사채 선호
 - 공사채는 한전 등 영업실적 개선 영향에 발행 감소 예상하며, 우량등급 회사채는 부진한 기업 투자 지속으로 발행 유인 크지 않아 보임

주요 금리 및 스프레드 전망치

구분(% , bp)	2025년 연간(E)	26.1Q(F)	26.2Q(F)	26.3Q(F)	26.4Q(F)	2026년 연간
국고 3년	2.43	2.40	2.45	2.50	2.53	2.47
공사채						
AAA 3년	23.0	25.0	23.0	23.0	20.0	23.0
AAA 5년	20.0	23.0	20.0	20.0	18.0	20.0
은행채						
AAA 1년	23.0	20.0	18.0	15.0	13.0	17.0
AAA 3년	27.0	25.0	23.0	20.0	18.0	22.0
여전채						
AA- 3년	55.0	60.0	63.0	65.0	65.0	63.0
회사채						
AA- 3년	55.0	55.0	57.0	60.0	60.0	58.0
A+ 3년	90.0	87.0	85.0	85.0	83.0	85.0

주: 금리, 스프레드 모두 평균값
 자료: 한화투자증권 리서치센터



[크레딧] 금리 상승 국면에서는 스프레드 확대

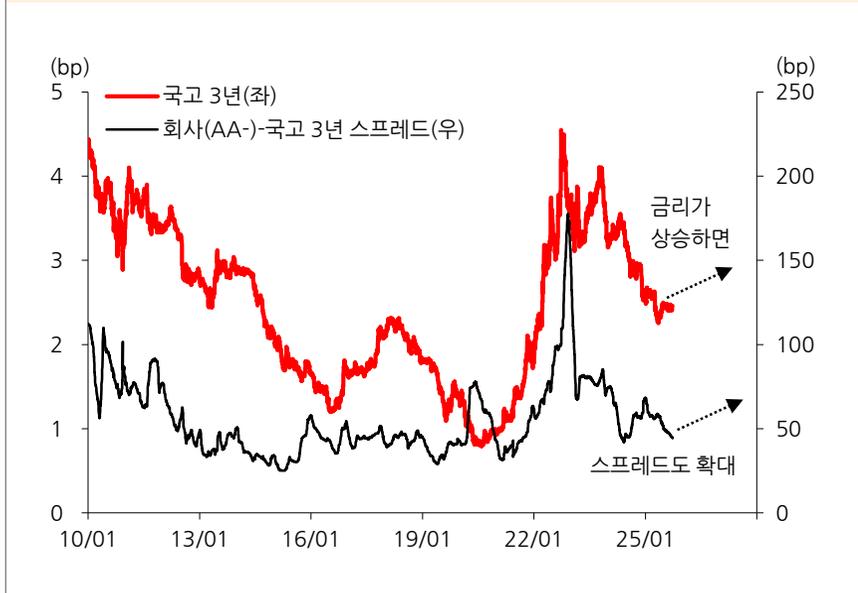
❖ 국고채 금리 상승 국면에서 대부분 크레딧 스프레드는 확대되는 경향

- 2010년 이후 금리 상승장은 2013년, 2016년, 2017년, 2021년, 2022년 총 5번
- 이 중 공사, 은행채 스프레드는 모두 확대. 나머지는 1번만 축소(여전, 우량 회사채: 2016년 / 비우량 회사채: 2017년)

❖ 현재 대부분 스프레드는 역사적 평균을 하회 중. 여전, 우량등급 회사채 중심 확대 예상

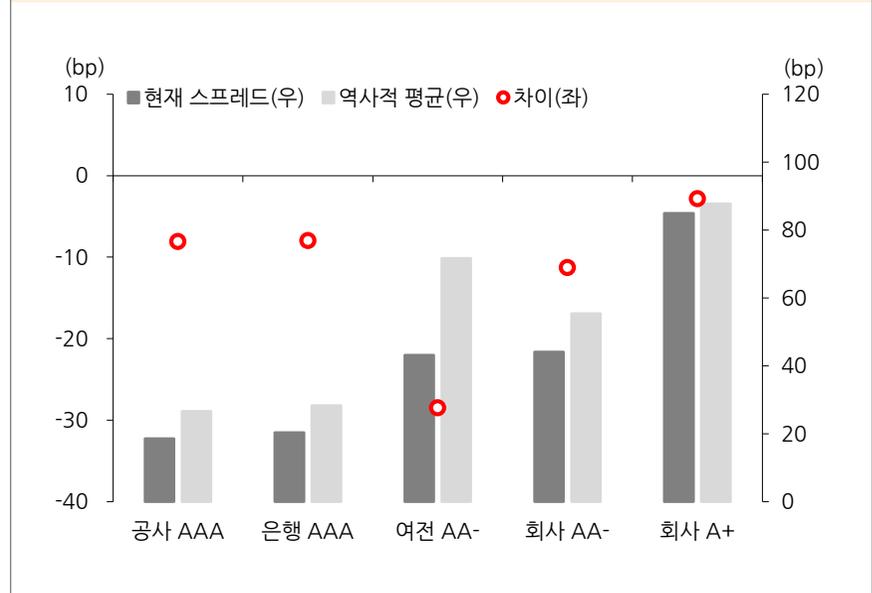
- 공사, 은행채는 업황 감안했을 때, 스프레드 확대 여력 제한될 전망

국고 금리 상승하면 대체로 스프레드도 확대됨



주: 민평 3사 평균, 스프레드는 국고 3년 대비. 회사채는 공모, 무보증 사채 기준
 자료: 연합뉴스포맥스, 한화투자증권 리서치센터

대부분 스프레드 역사적 평균 하회 중



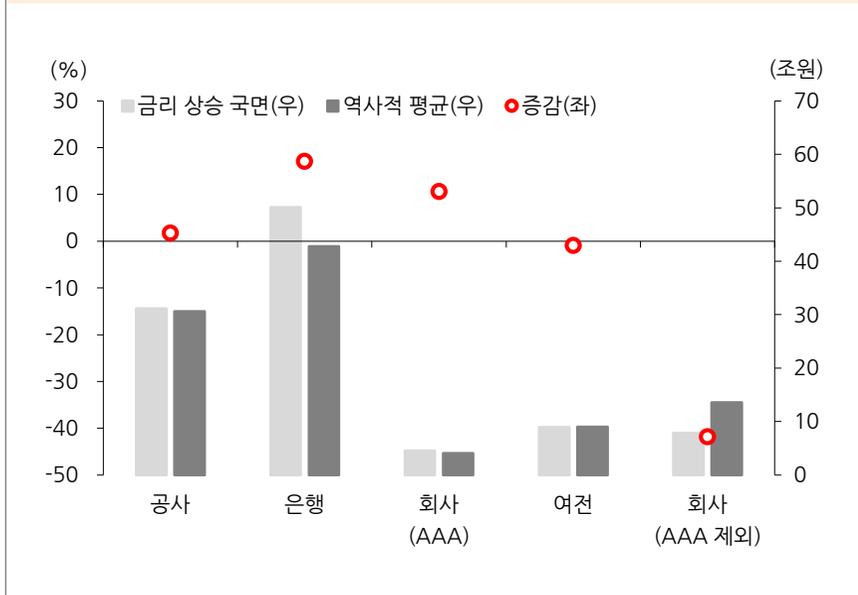
주1: 역사적 평균은 2010~2024년 평균
 주2: 민평 3사 평균, 스프레드는 국고 3년 대비. 회사채는 공모, 무보증 사채
 자료: 연합뉴스포맥스, 한화투자증권 리서치센터



[크레딧] 발행: 공사, 은행채 위주 감소 가능성

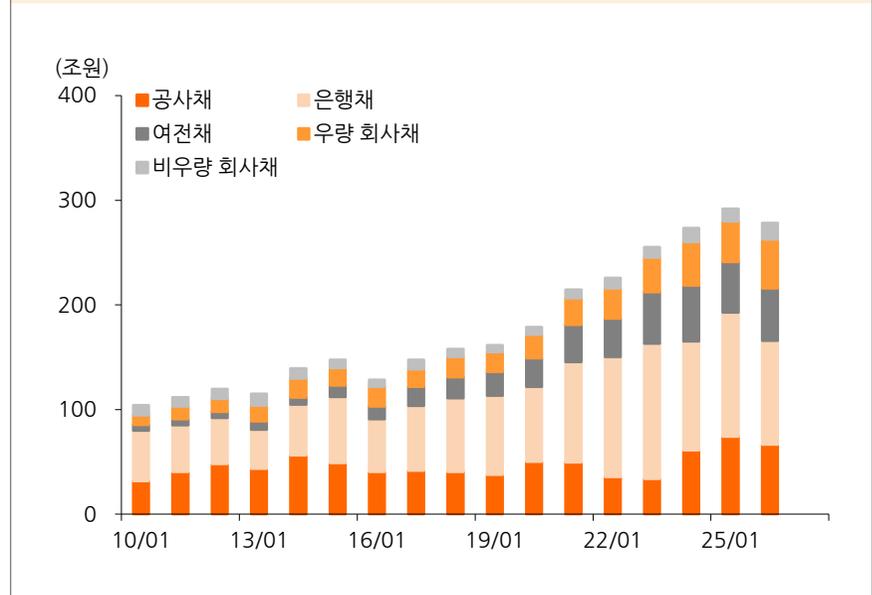
- ❖ 과거 국고채 금리 상승 국면에서는 초우량등급 위주 발행량이 증가
 - 역사적 평균 대비 금리 상승기 공사, 은행, 회사(AAA)채 발행량 각각 +1.7%, +17.0%, +10.6%
 - 여전, 회사(AAA 제외)채 발행량은 각각 -0.9%, -41.8%
- ❖ 공기업, 은행 업황 및 만기도래 물량 감안했을 때 금번 초우량등급 발행량은 감소 예상
 - 한전 등 일부 공기업 영업실적 개선은 공사채 발행 유인 감소, 정부 대출규제 강화(대출 수요 감소)는 은행채 발행 감소 요인
 - 2026년 공사 및 은행채 만기도래 물량 2025년 대비 감소. 여전 및 회사채는 증가

금리 상승 국면 발행시장, 초우량등급 위주 발행 증가



주1: 발행시장은 공모, 상장채권 기준. 역사적 평균은 2010~2024년 평균
 주2: 회사채는 공모, 무보증 사채
 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

만기도래 물량, 공사·은행채 감소하고 여전·회사채 증가



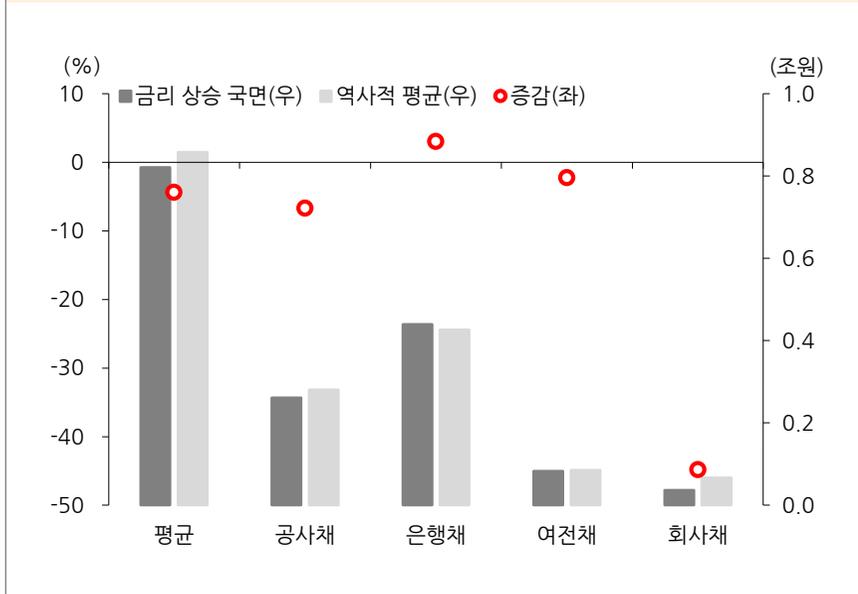
주: 회사채는 공모, 무보증 사채. 비우량 회사채는(BBB- ~ A+)
 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터



[크레딧] 유통: 은행채 제외 대부분 수요 약화

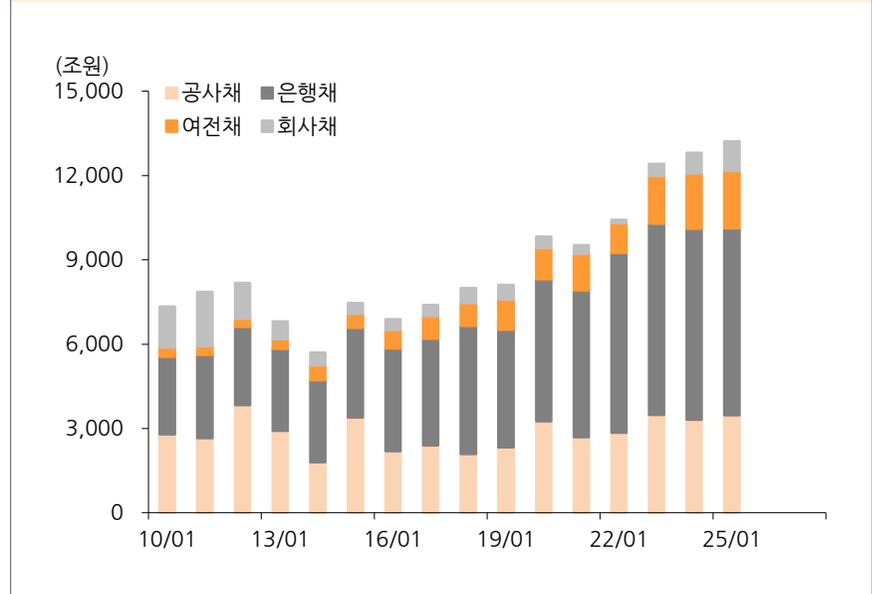
- ❖ 채권 약세장에서는 사실상 은행채만 수요 증가
 - 역사적 평균 대비 금리 상승기 은행채 일 평균 순매수 거래량: +3.0%
 - 공사, 여전, 회사채 거래량은 각각 -6.7%, -2.3%, -44.8%
- ❖ 2026년 발행 감소(또는 증가 제한), 수요 증가 예상에 모두 해당되는 크레딧물은 은행채

금리 상승 국면 유통시장, 은행채 거래량만 증가



주1: 역사적 평균은 2010~2024년 평균
 주2: 일평균 순매수 거래량
 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

연도별 크레딧 일평균 순매수 거래량



주: 연도별 일평균 순매수 거래량
 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

2026
연간전망



박승영 | park.seungyoung@hanwha.com | 3772-7679

III

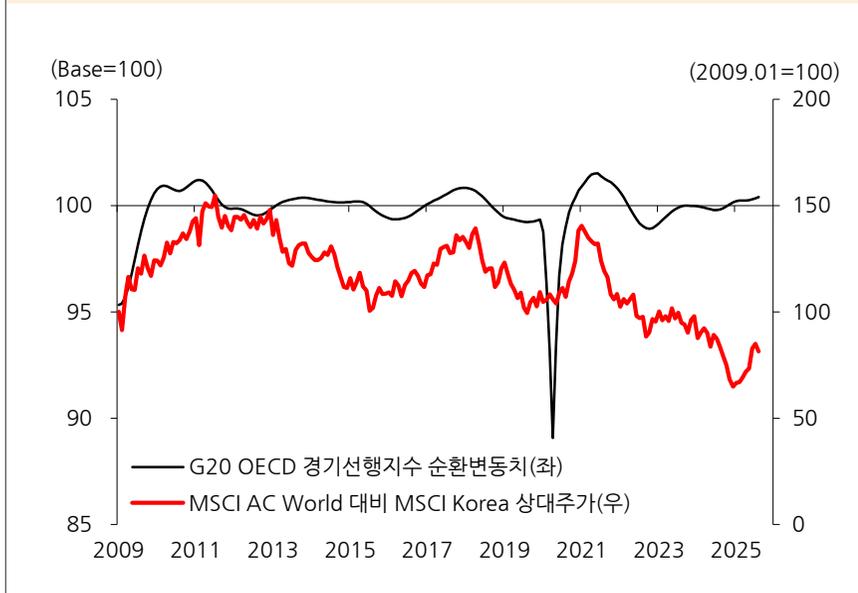
투자전략
자본의 전략



밋밋한 회복에도 반등

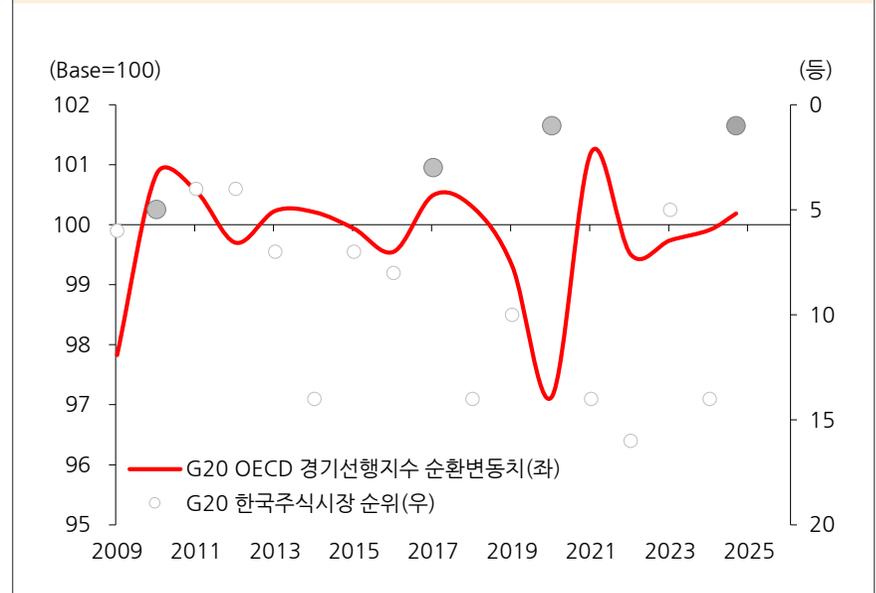
- ❖ 한국 주식시장, 글로벌 경기가 V자로 회복되는 구간에서 글로벌 주식시장을 아웃퍼폼하는 경향을 보여 왔음
- ❖ 중간재 마진이 원자재 가격이 급락한 뒤 급등할 때 확장되고, 경기 회복 초 가성비가 중요한 시기에 한국산 제품들이 선호되기 때문
- ❖ 2025년 한국 주식시장의 아웃퍼폼은 글로벌 경기가 밋밋한 회복세를 보이는 가운데 나타난 것이어서 기존과 다른 모양새

한국 주식시장, 글로벌 경기 V자 반등 구간에서 성과 양호



자료: OECD, MSCI, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

2020년 이후 글로벌 시장 언더퍼폼, 2025년 급반등



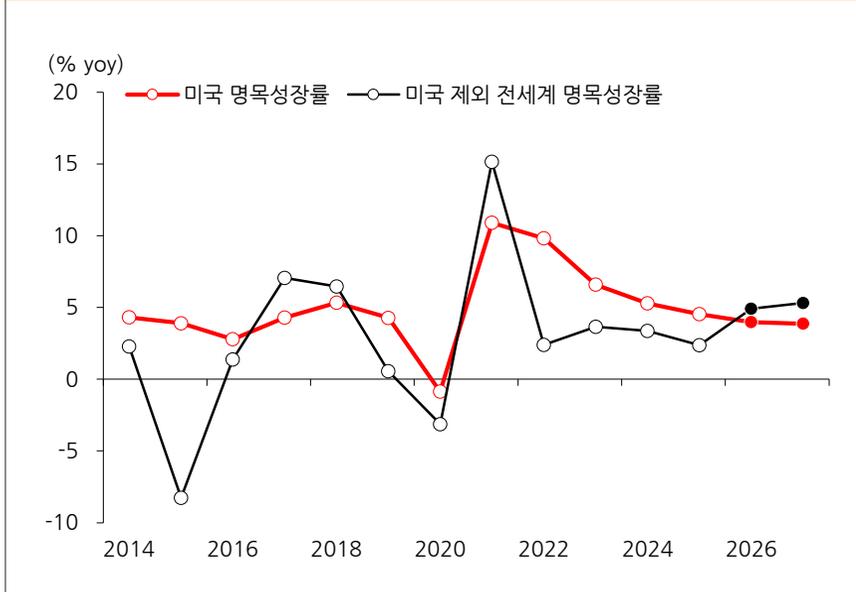
자료: OECD, MSCI, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



성장의 모습, 'K'

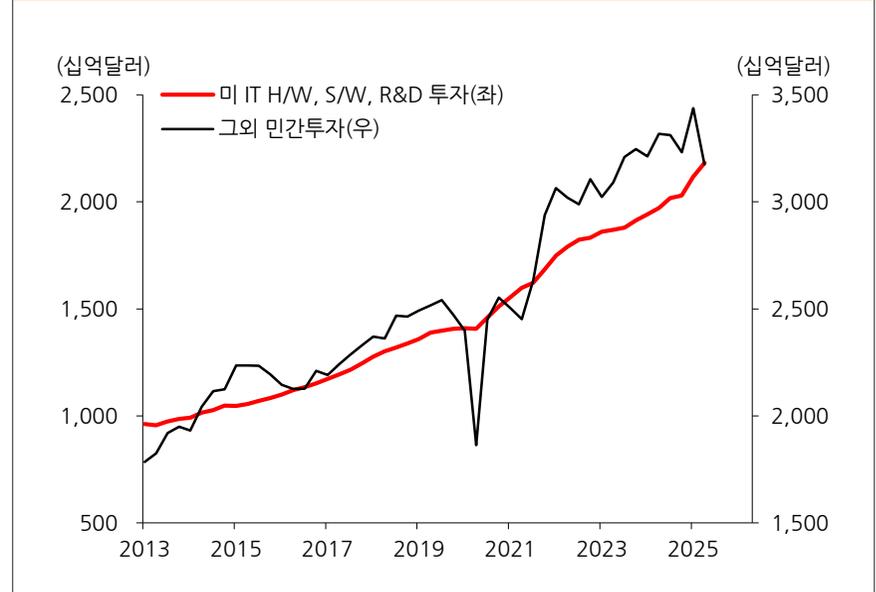
- ❖ 2020년 코로나 위기 이후 전세계 경제는 불균등하게 성장
- ❖ 2022년부터 2025년까지 미국의 명목 성장률은 미국을 제외한 전세계 명목 성장률을 상회
- ❖ 미국 내에선 IT 투자는 AI 호황에 힘입어 경기와 무관하게 투자가 증가하는 반면 그외 투자는 경기에 따라 등락

미국 명목 성장률, 미국 제외 전세계 성장률을 상회



자료: IMF, 한화투자증권 리서치센터

미국 투자, IT 관련 투자만 호조



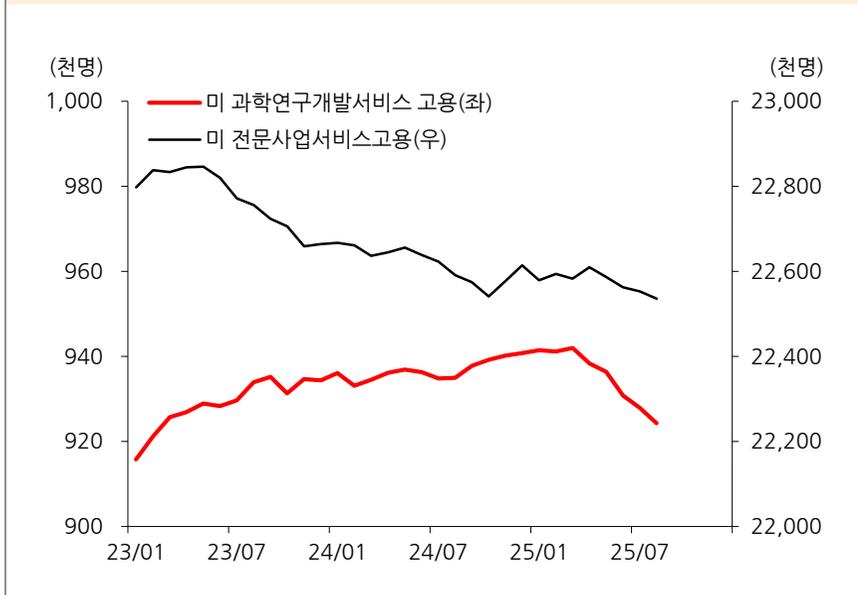
자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터



고용이 필요하지 않은 성장

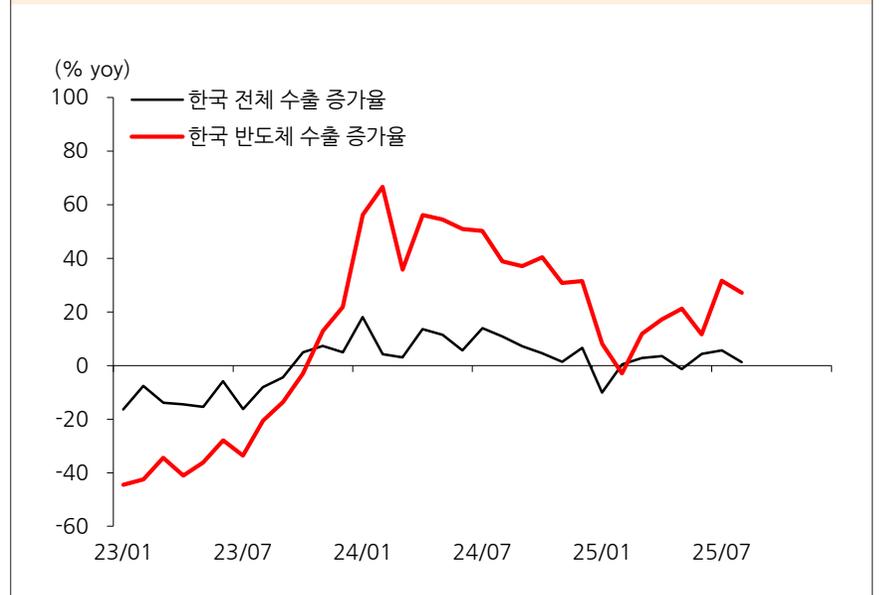
- ❖ 미국 경제, AI 호황에 힘입어 S/W, R&D, IT Capex 중심 성장
- ❖ 미국의 R&D 투자가 올해 상반기 2.3% 증가하는 동안 R&D 고용은 1.1% 감소
- ❖ 한국 경제, 수출 중심 성장. 그 중에도 AI 호황에 힘입은 반도체 수출이 이끄는 모습

미국 민간 고용, AI 도입에 영향



자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

한국 수출도 반도체만 호조



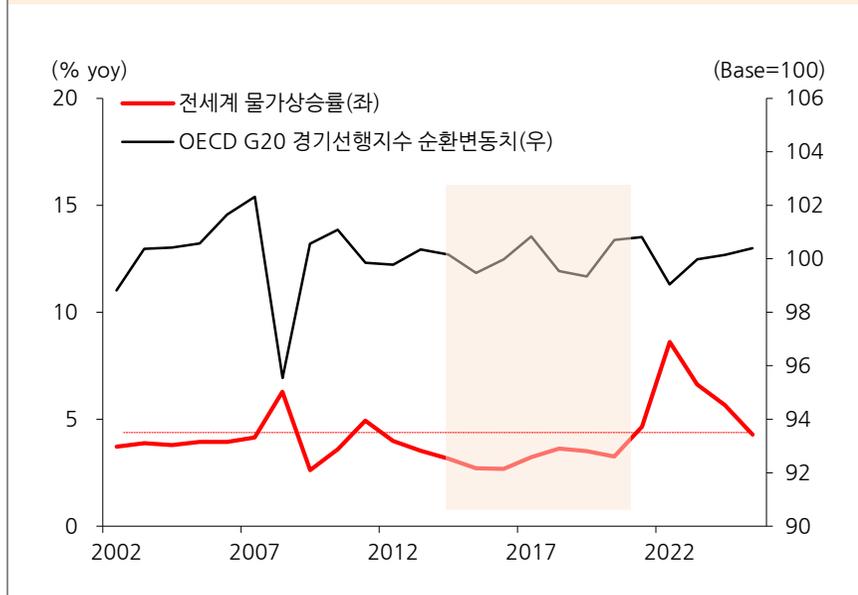
자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터



K자 성장은 인플레이션 때문

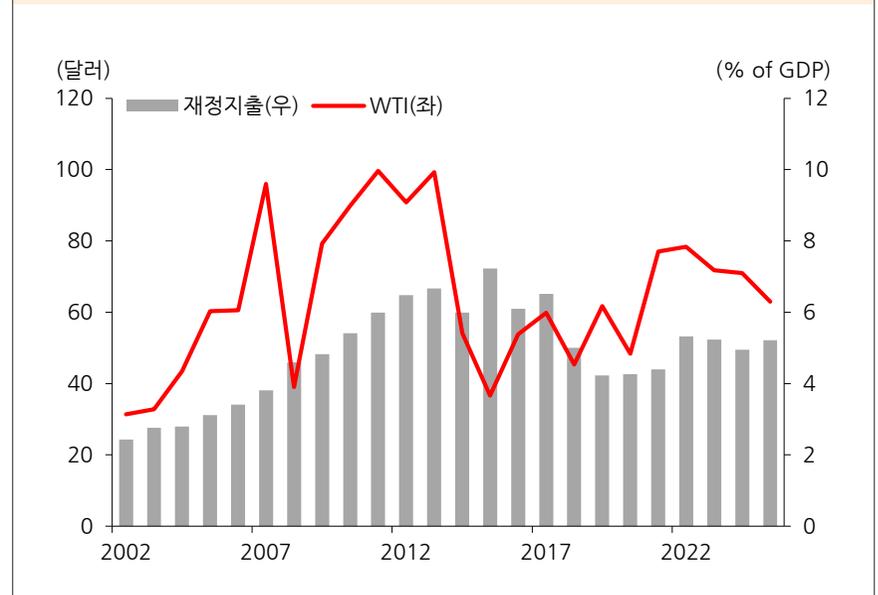
- ❖ 코로나 이후 인플레이션이 높아지면서 경기 사이클 축소. 높은 인플레이션 환경에서 확장적 통화정책을 적극적으로 쓰기 어려워짐
- ❖ 인플레이션 배경은 주요국 재정지출. G20 국가들의 재정지출 증가율은 2019~21년 3% 대였으나 2025년엔 5%대로 상승
- ❖ 원가 상승과 고금리 환경에서도 투자를 계속할 수 있는 산업과 그렇지 않은 산업 간의 괴리 확대

글로벌 경기, 물가가 낮을 때 바닥



자료: IMF, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

유가가 높고 재정지출이 많기 때문



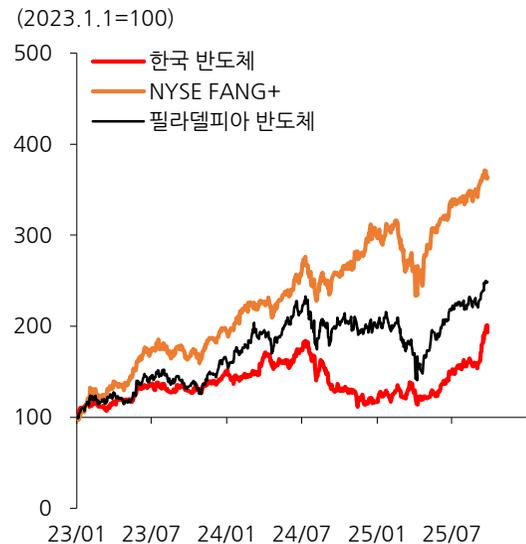
주 : G20 국가들의 재정지출을 달러로 환산해 합산
자료: IMF, 한화투자증권 리서치센터



K 위쪽 반도체, 아래쪽 바이오

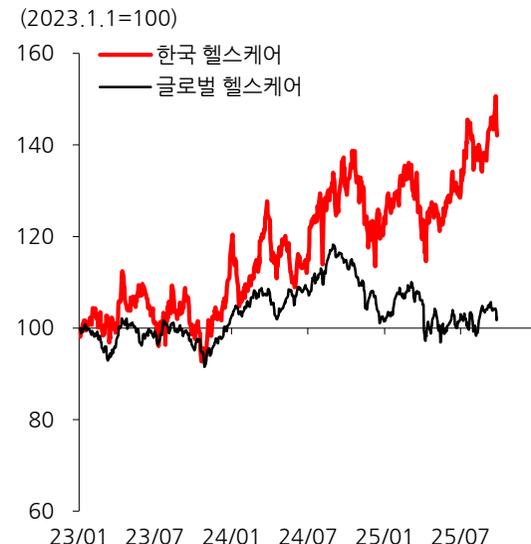
- ❖ 한국 시장, 양극화 환경에서 AI 수혜가 기대되는 반도체는 견조할 전망
- ❖ 가성비를 앞세운 바이오는 빅파마들에 기술이전 성과에 기반해 성장 예상
- ❖ 시가총액의 25.6%인 반도체, 9.9%인 헬스케어의 합산 시총 사상최대 경신 중
- ❖ 2011년 5월 자동차, 화학, 정유의 시총 비중은 24.8%. 지수를 끌어올리기엔 부족했음

국내 반도체, 글로벌 데이터센터 밸류체인 추격



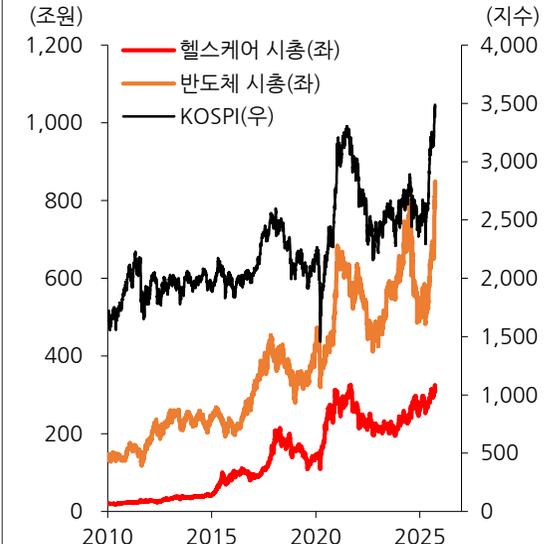
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

국내 헬스케어, 글로벌 헬스케어 부진 불구 강세



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

반도체 헬스케어 시총 합 전체의 36%

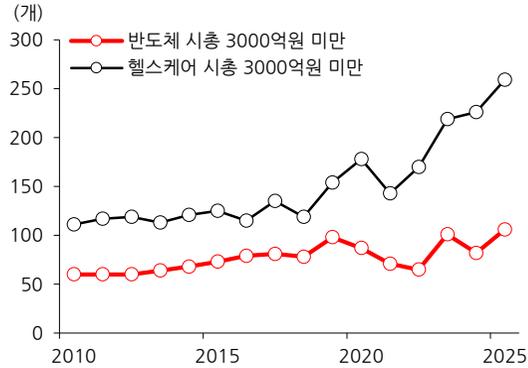


자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

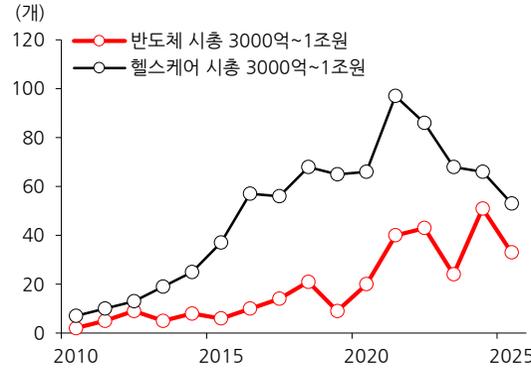


헬스케어, 지수영향 높아질 전망

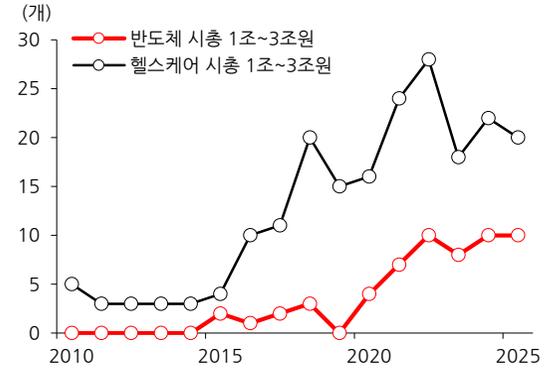
시총 3,000억원 미만



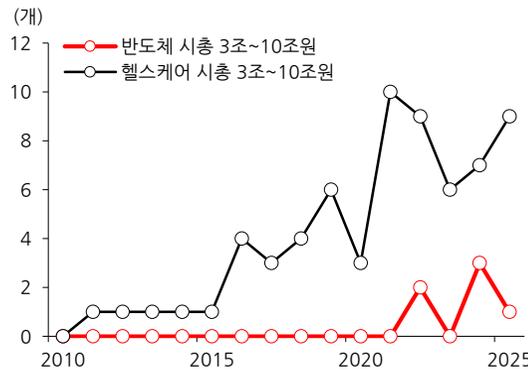
3,000억~1조원



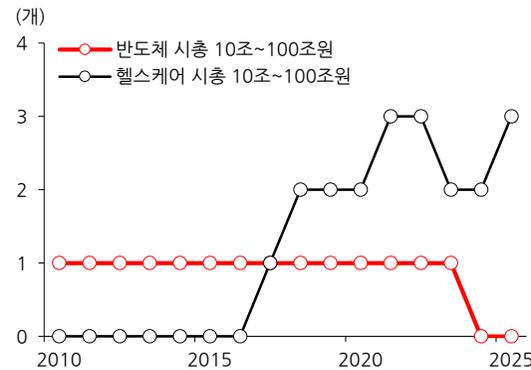
1조~3조원



3조~10조원



10조~100조원



100조원 이상



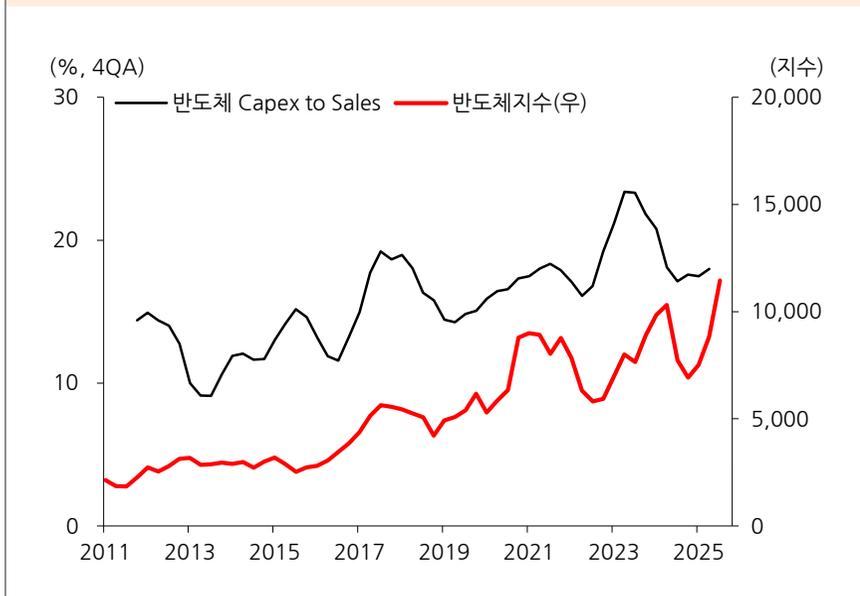
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



반도체가 언제까지 끌어줄까

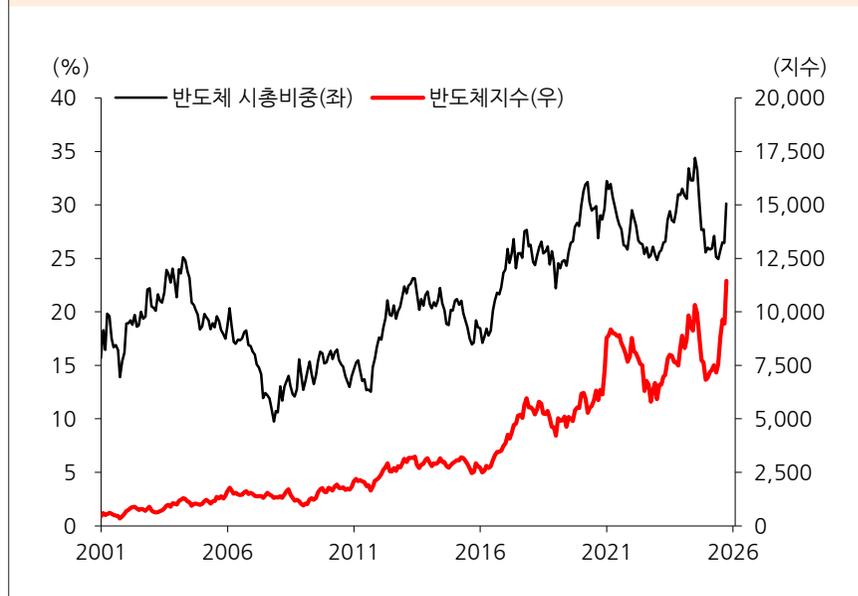
- ❖ 2015년, 중국 스마트폰 점유율 55% 도달한 뒤 침투율 둔화되며 사이클 종료
- ❖ 2018년, 서버 투자 사이클은 미중 무역분쟁으로 매크로 불확실성 커지며 종료
- ❖ 2022년, 언택 사이클 코로나 종식되며 종료
- ❖ 2025년 AI 사이클, AI 침투율이 둔화될 때 종료 예상. 학습, 추론 시장 둔화 시점 멀어

반도체, 수요에 대응하는 투자가 기대될 때 상승



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

시총비중 35%는 지난 저항선



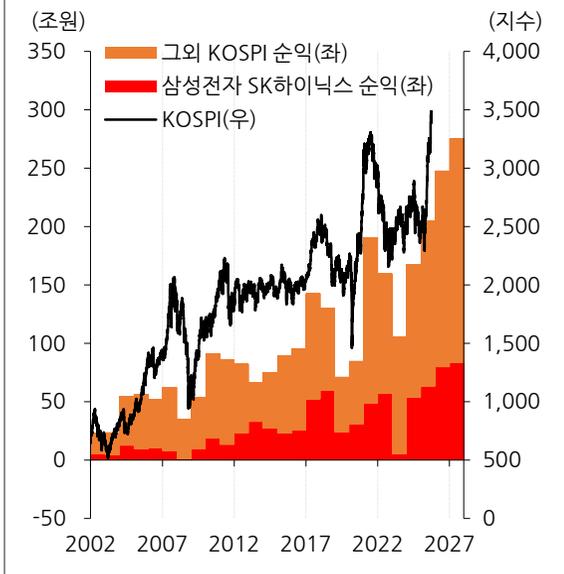
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



주가 = [유동성, 실적, 밸류에이션]

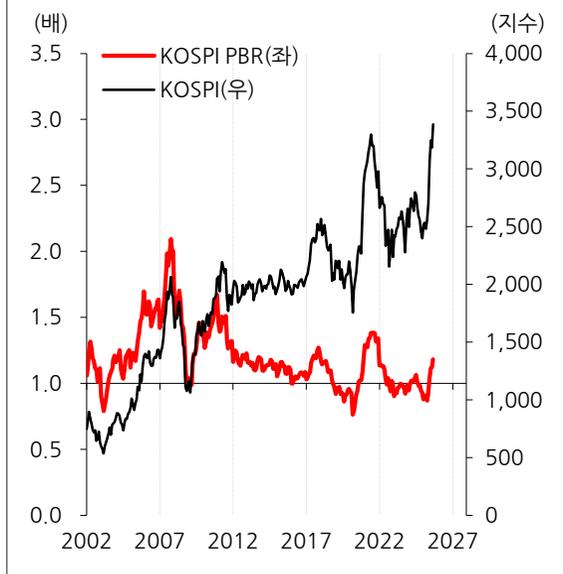
- ❖ 2026년 주식시장, 이익 밸류에이션 유동성 상승 드라이버 모두 존재
- ❖ 이익은 반도체, 유동성은 재정, 밸류에이션은 밸류업이 견인할 전망
- ❖ 2026년 KOSPI 당기순익 컨센서스는 240조원. AI와 관련이 높을수록 이익 증가

이익 견인, 03 04 17 21년



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

밸류에이션 상승, 05 06년



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

유동성 증가, 07 20년

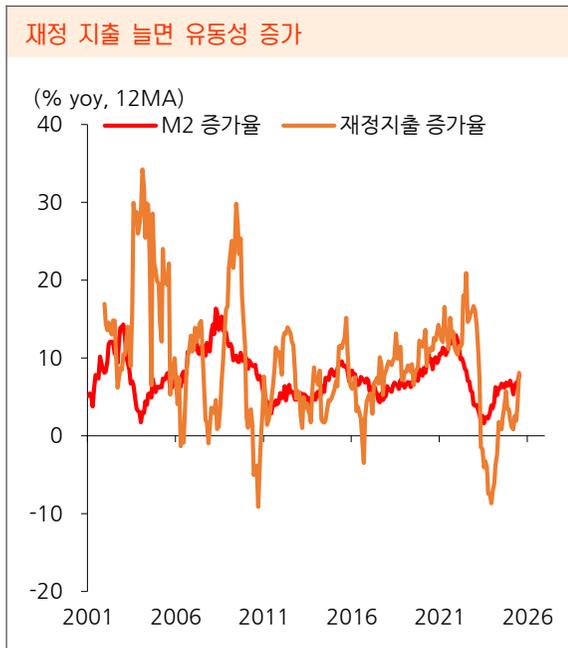


자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

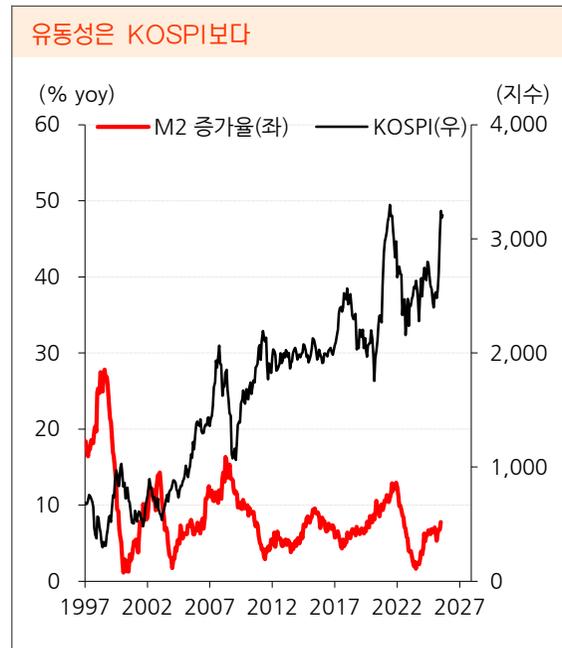


확장재정으로 증가하는 유동성

- ❖ 한국, 확장재정으로 선회. M2 증가율은 재정지출 증가율과 유사한 방향성을 보여왔음
- ❖ 유동성은 KOSPI보다 KOSDAQ지수와 높은 상관관계를 나타냄. KOSDAQ 주가는 실적보다 성장성에 좌우
- ❖ 2003년, 2008년, 2015년, 2021년 M2 증가율 10% 상회. 재정지출 증가율 2026년 피크



자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터



자료: 한국은행, WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



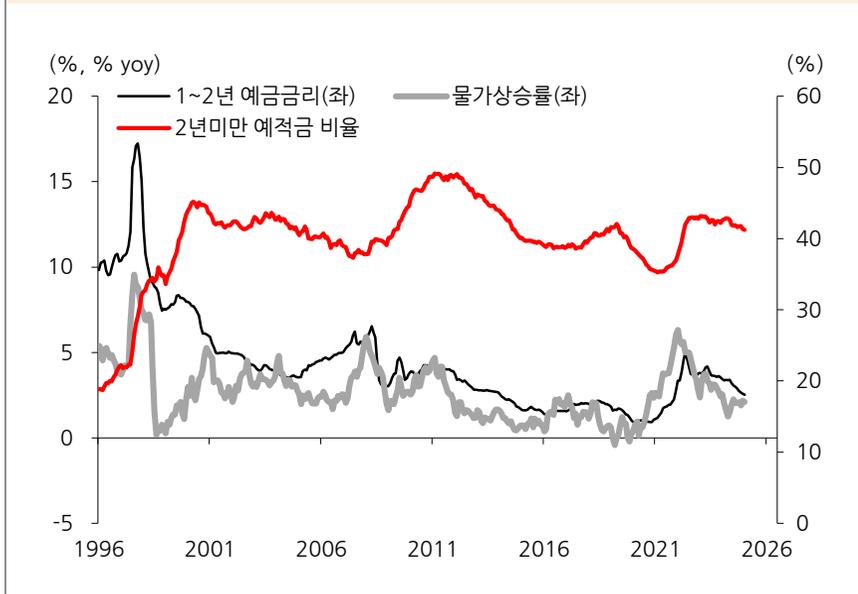
자료: 한국은행, WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



투자자금 증가 중

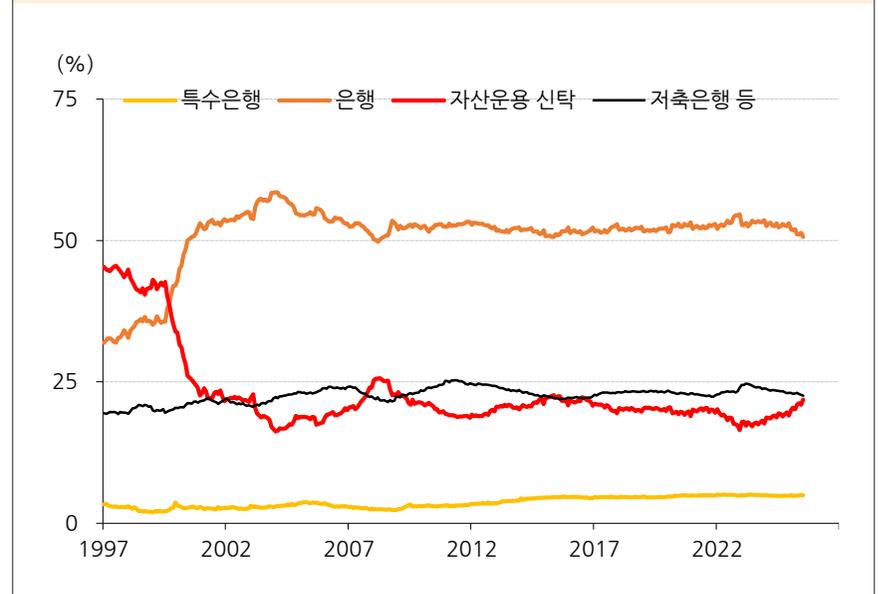
- ❖ 2026년 시중 예금금리는 2% 초반까지 하락 전망. 물가 상승률도 원자재 가격 안정 등으로 2% 전후에서 안정
- ❖ 2024년 10월 2.1%였던 한국의 실질금리는 2025년 10월 0.4%까지 하락. M2 기관구성도 은행비중 50.6%까지 내려
- ❖ 2007년 수준에 근접한 것. 자산운용 신탁 종금의 비중은 21.8%까지 상승. 2008년 4월 25.7%가 고점

예금금리, 물가상승률 2% 부근에서 수렴



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

M2 기관구성 내역, 은행비중 50%까지 하락

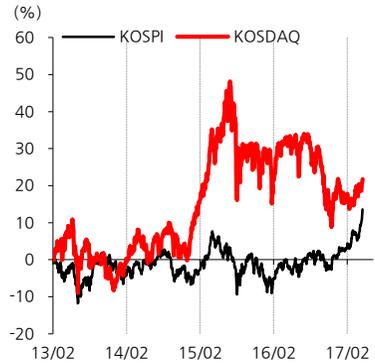


자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

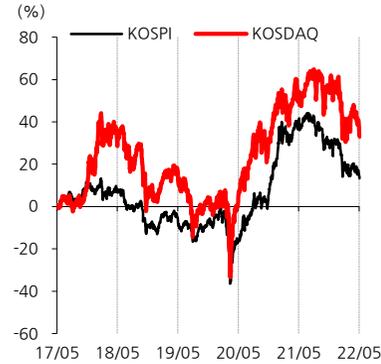


확장재정기에 증가했던 유동성

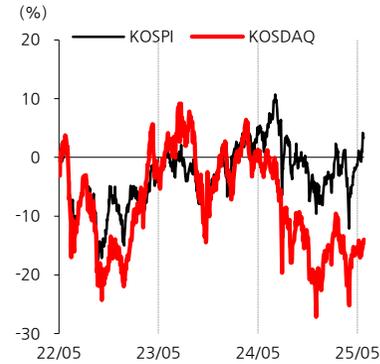
박근혜 정부, 2015년부터 확장 재정



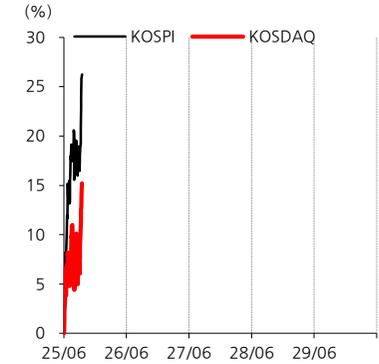
문재인 정부, 코로나 기점 확장 재정



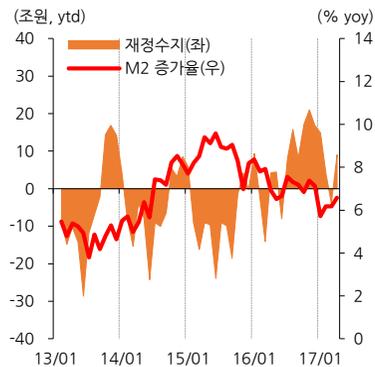
윤석열 정부, 건전재정 강조



이재명 정부, 확장재정 기초



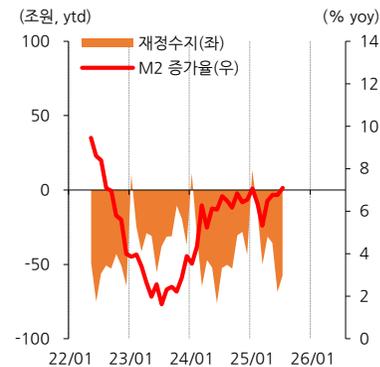
재정 적자전환 유동성 증가반전



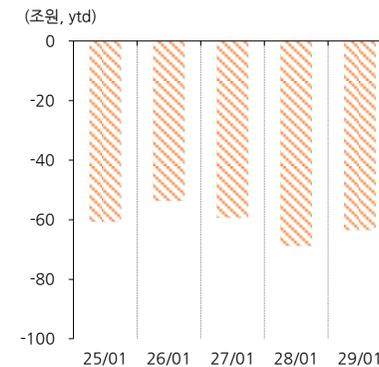
큰 폭 재정적자 유동성 급증



유동성 증가 억제 노력



재정적자 연 60조원 안팎



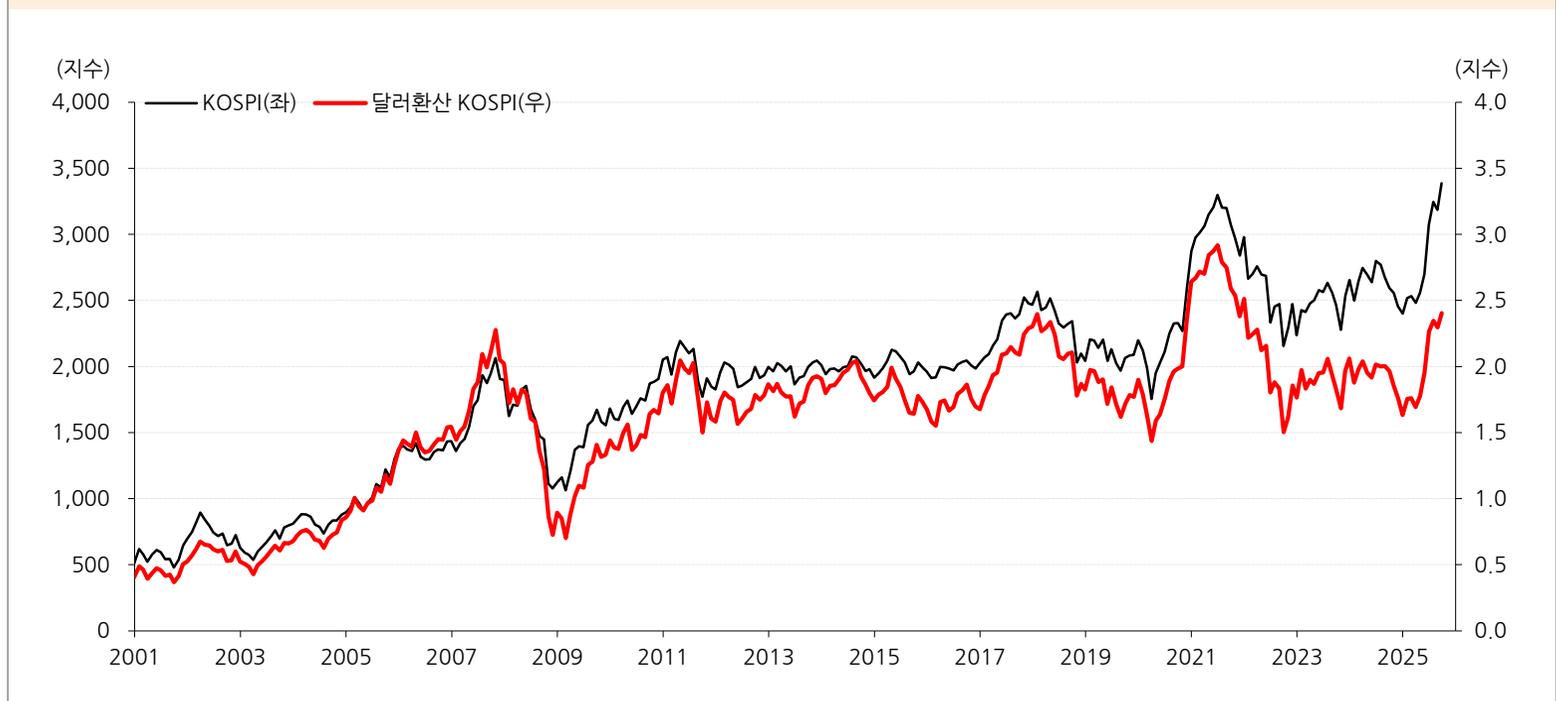
자료: 한국은행, WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



원화 약세, 숨은 KOSPI 상승원인

- ❖ 원화가 약세를 띠면 원화 환산 수출이 증가하고, 기업실적 또한 늘어나면서 KOSPI 상승의 동력이 됨
- ❖ 3,386p KOSPI를 원/달러 환율 1,409원으로 나누면 2.4p
- ❖ 2021년 6월 KOSPI 3,297p, 원/달러 환율 1,130원보다 17.6% 낮음
- ❖ 수출이 아닌 또 다른 주가 상승동력이 있어야 달러 환산 KOSPI가 전고점을 돌파할 수 있을 것

달러 환산 KOSPI, 2007년 고점은 돌파 2021년 고점엔 못 미쳐



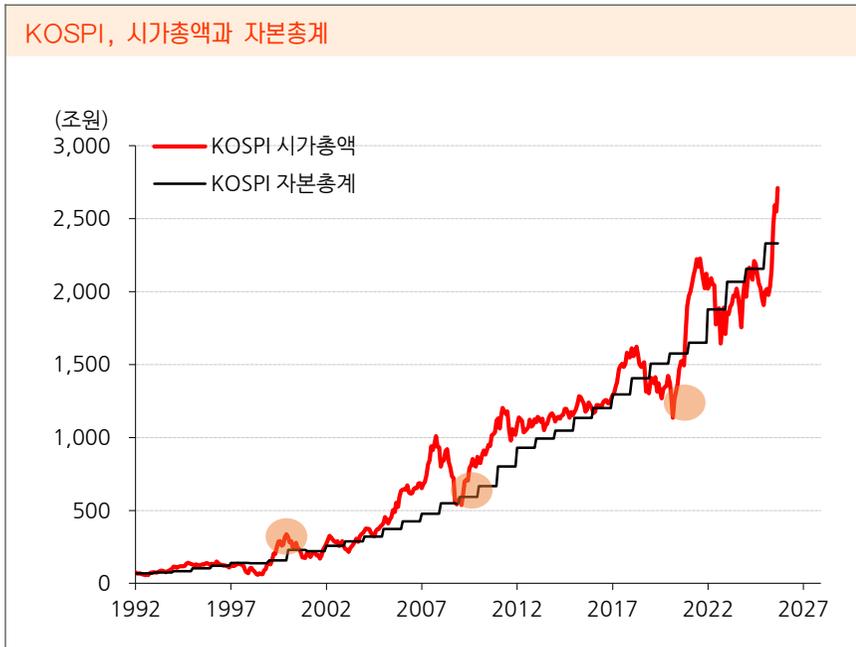
자료: WISEfn, CEIC, 한화투자증권 리서치센터



위기를 겪으면 버퍼를 쌓는다

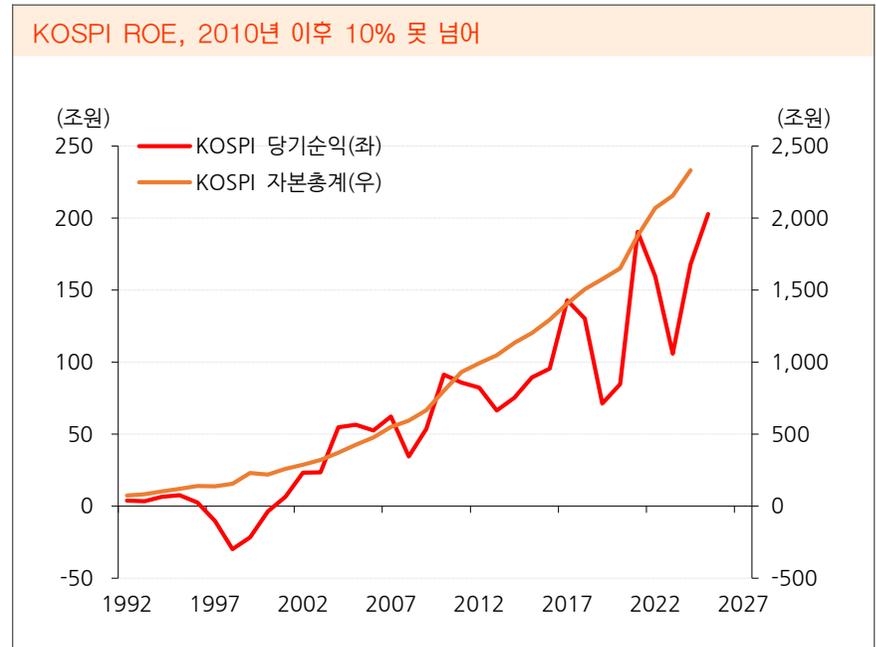
- ❖ 외환위기를 겪은 뒤 대우그룹 해체, 기아차 법정관리, 부실 은행과 증권사 퇴출 등으로 기업들은 자산과 부채를 동시에 축소
- ❖ 금융위기 이후엔 즉각 구조조정에 나서지 않았음. 조선업, 해운업 등 특정산업이 장기불황에 빠지자 2014년부터 구조조정
- ❖ 코로나를 겪고 나서는 오히려 자산을 확대. 디지털 전환에 나선 기업들이 관련 투자를 늘리거나 기업을 M&A

KOSPI, 시가총액과 자본총계



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

KOSPI ROE, 2010년 이후 10% 못 넘어



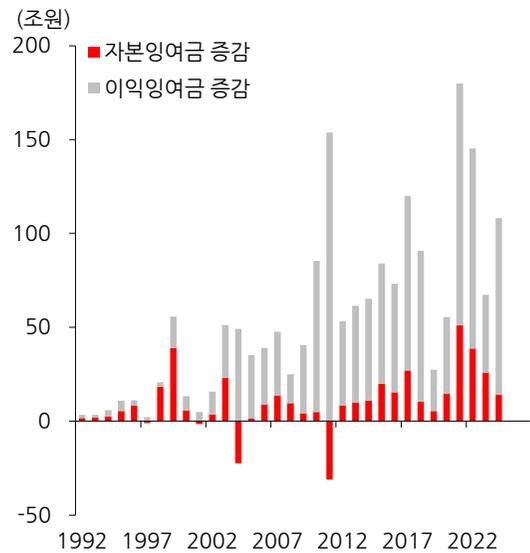
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



자본을 쌓고 부실자산 정리를 미룸

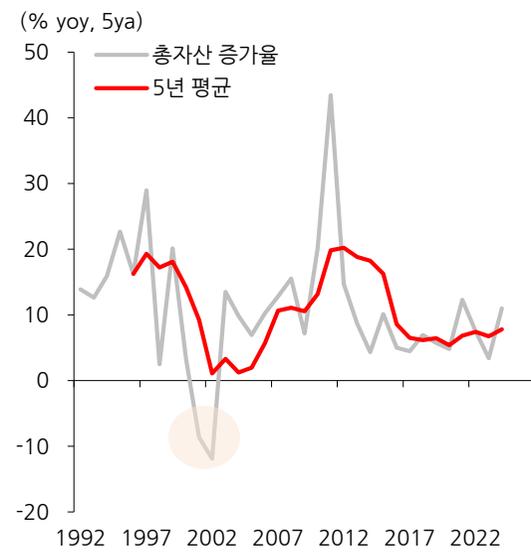
- ❖ 위기 대응 방식이 변화함. 부실 자산을 정리하지 않고 자산을 늘려 사업 전환에 나섬
- ❖ 이는 제조업 재무제표의 자본잉여금 확대로 나타남. 우선 현금을 쌓아두고 유동성을 확보
- ❖ 자본잉여금이 감소했던 사례는 2004년 SK하이닉스 감자와 2011년 한국전력 감자 때 뿐

KOSPI, 외환위기와 코로나 직후 자본 쌓아



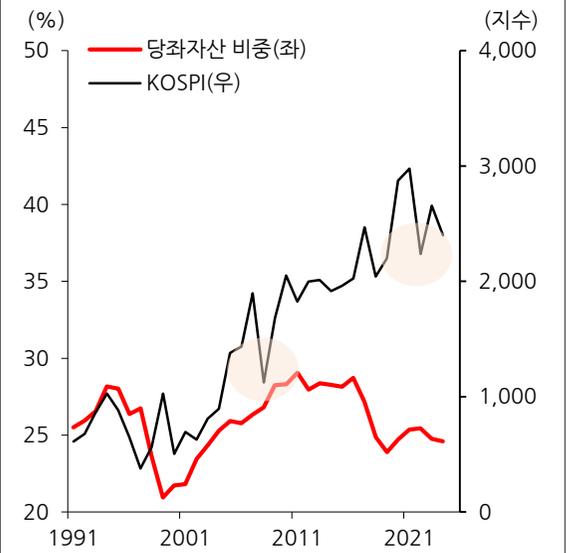
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

외환위기 때엔 자산 축소



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

위기 이후 안전자산 비중 늘리는 경향



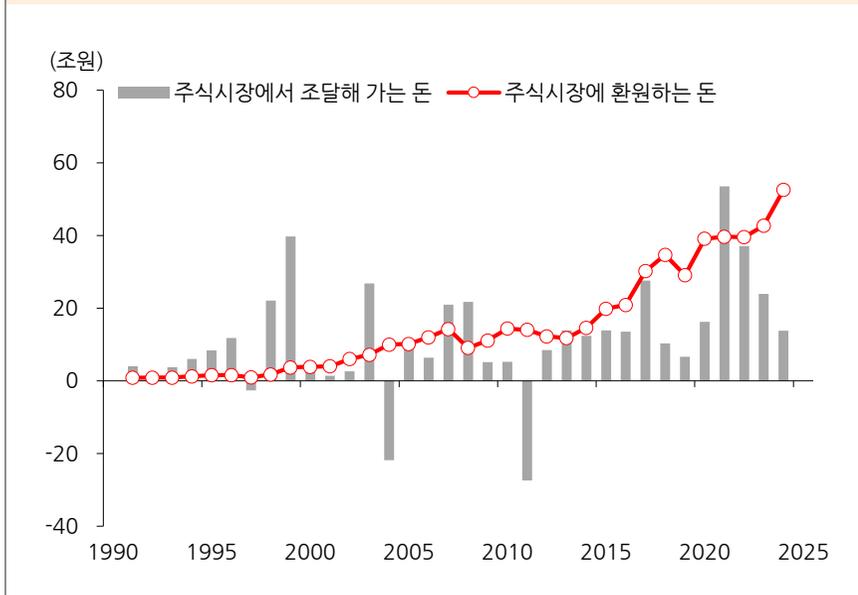
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



그러다 위기가 잊혀지면

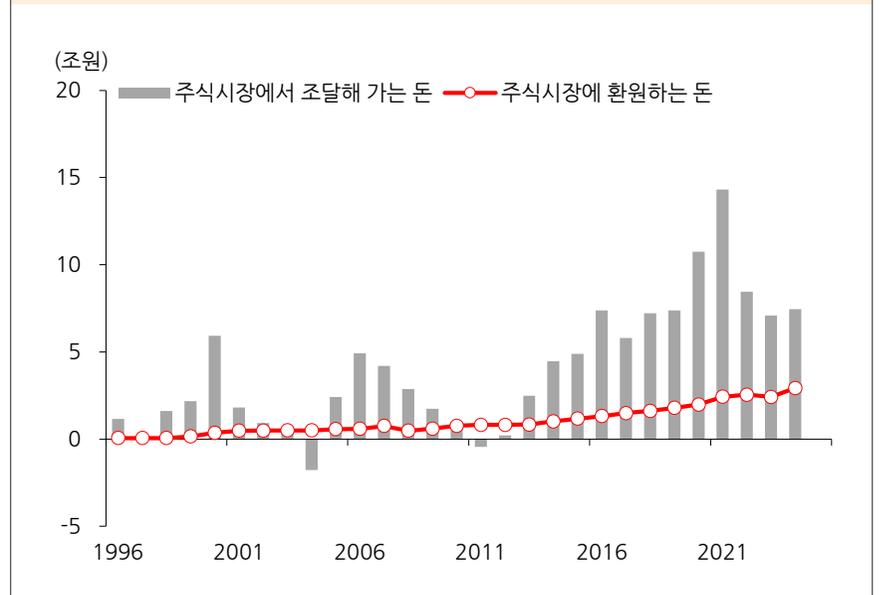
- ❖ KOSPI에서 기업들은 2021년 53조원, 2022년 37조원을 조달해 감. 2023년 23조원, 2024년 13조원으로 감소
- ❖ 반대로 주식시장에 배당과 자사주 소각으로 환원한 금액은 2021년 39조원에서 2024년 52조원으로 확대
- ❖ 이는 위기에서 벗어나 기업들의 자본배분이 달라진 결과. 2026년엔 규제환경 변화와 맞물려 환원이 더 증가할 전망

KOSPI, 자금을 조달하는 시장에서 배분하는 시장으로



주1 : 조달해 가는 돈은 자본잉여금 증감액
 주2 : 환원하는 돈은 자사주소각액과 보통주배당금을 합한 금액
 자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

KOSDAQ, 아직은 자금을 조달하는 시장



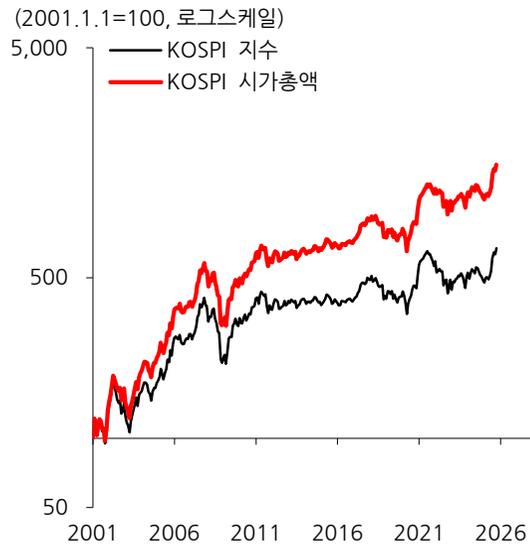
주1 : 조달해 가는 돈은 자본잉여금 증감액
 주2 : 환원하는 돈은 자사주소각액과 보통주배당금을 합한 금액
 자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



주주 몫이 늘어남

- ❖ KOSPI는 주주들에게 환원하는 시장, KOSDAQ은 자금을 조달하는 시장으로 구분되는 중
- ❖ 업종별로는 반도체, 은행은 다른 업종들 대비 환원금액이 조달금액보다 큼
- ❖ 헬스케어, 방산 등은 조달금액이 환원금보다 큰 업종

KOSPI, 지수상승률 대비 시총증가율 2.3배



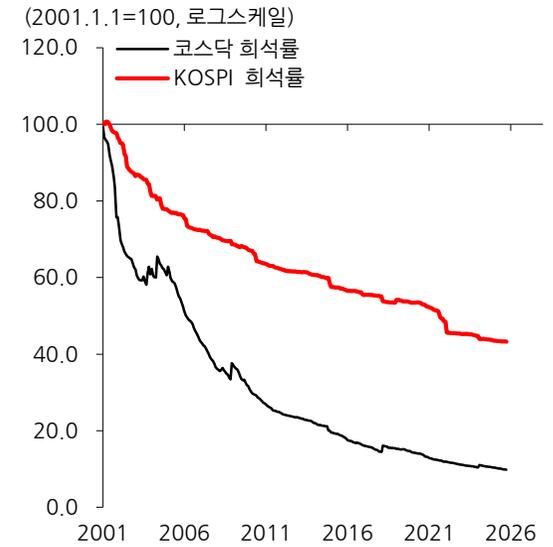
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

KOSDAQ, 지수상승률 대비 시총증가율 10.2배



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

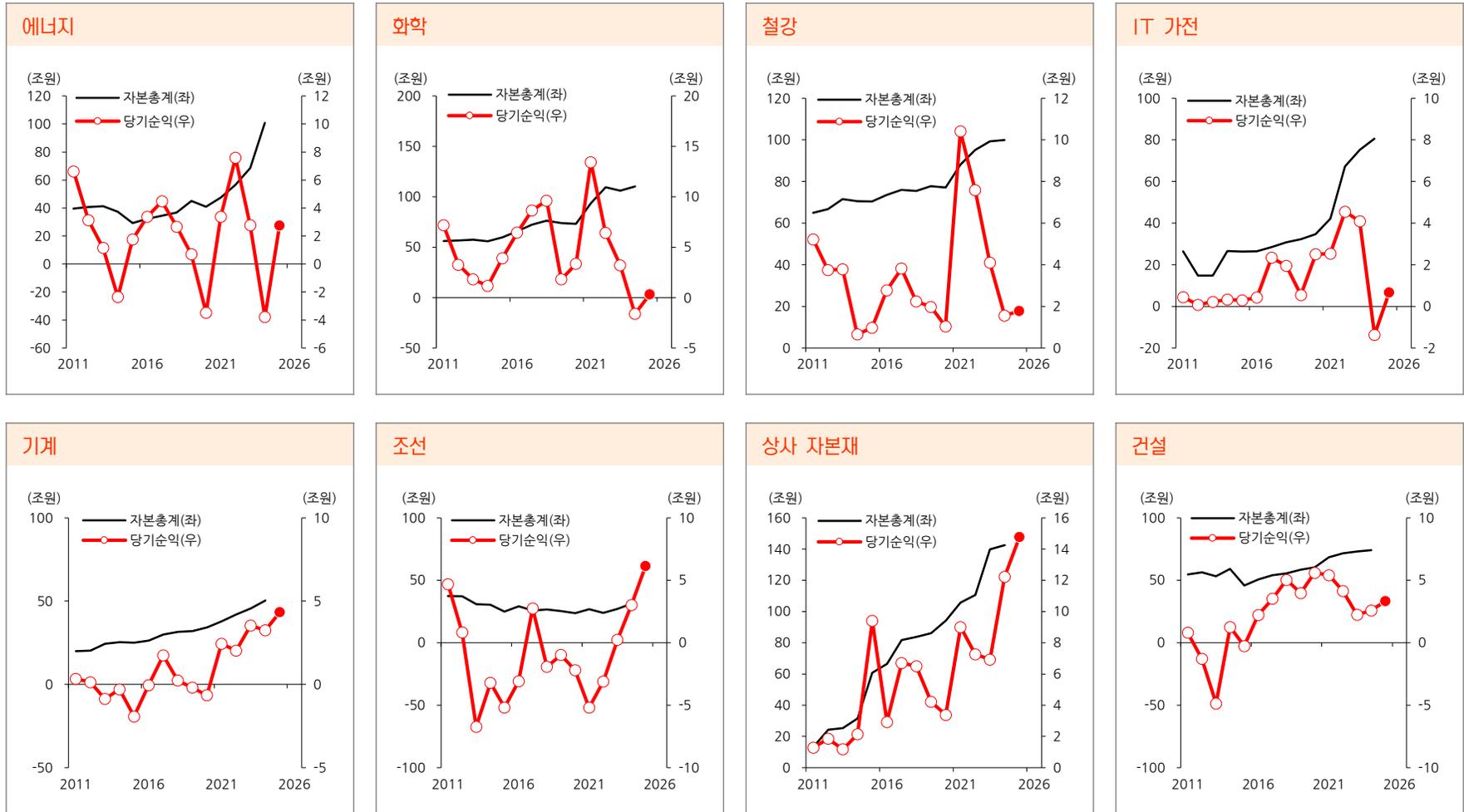
KOSPI, KOSDAQ 대비 희석 덜 돼



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



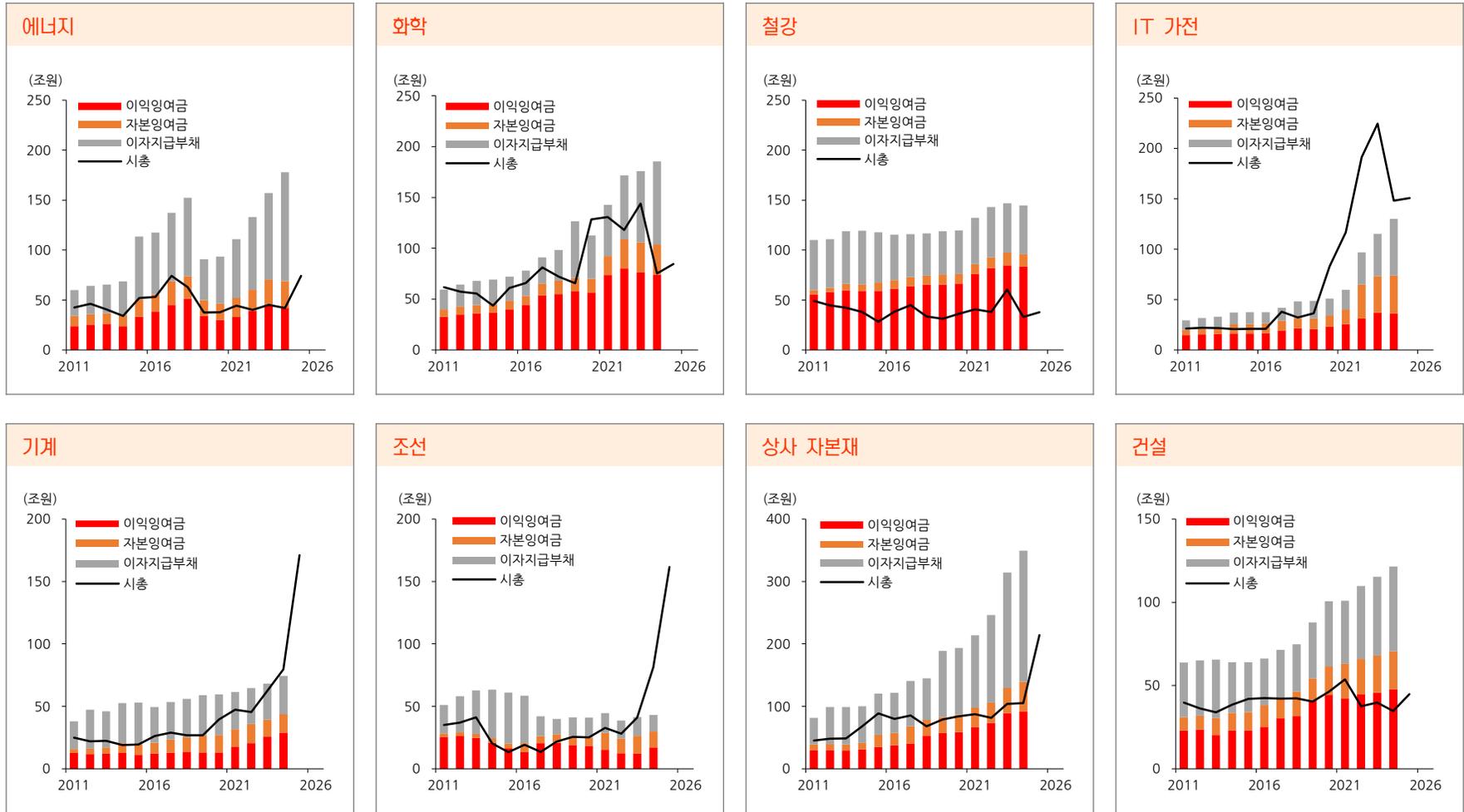
자본조달 이후 성과가 있었나



자료: 한국은행, WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



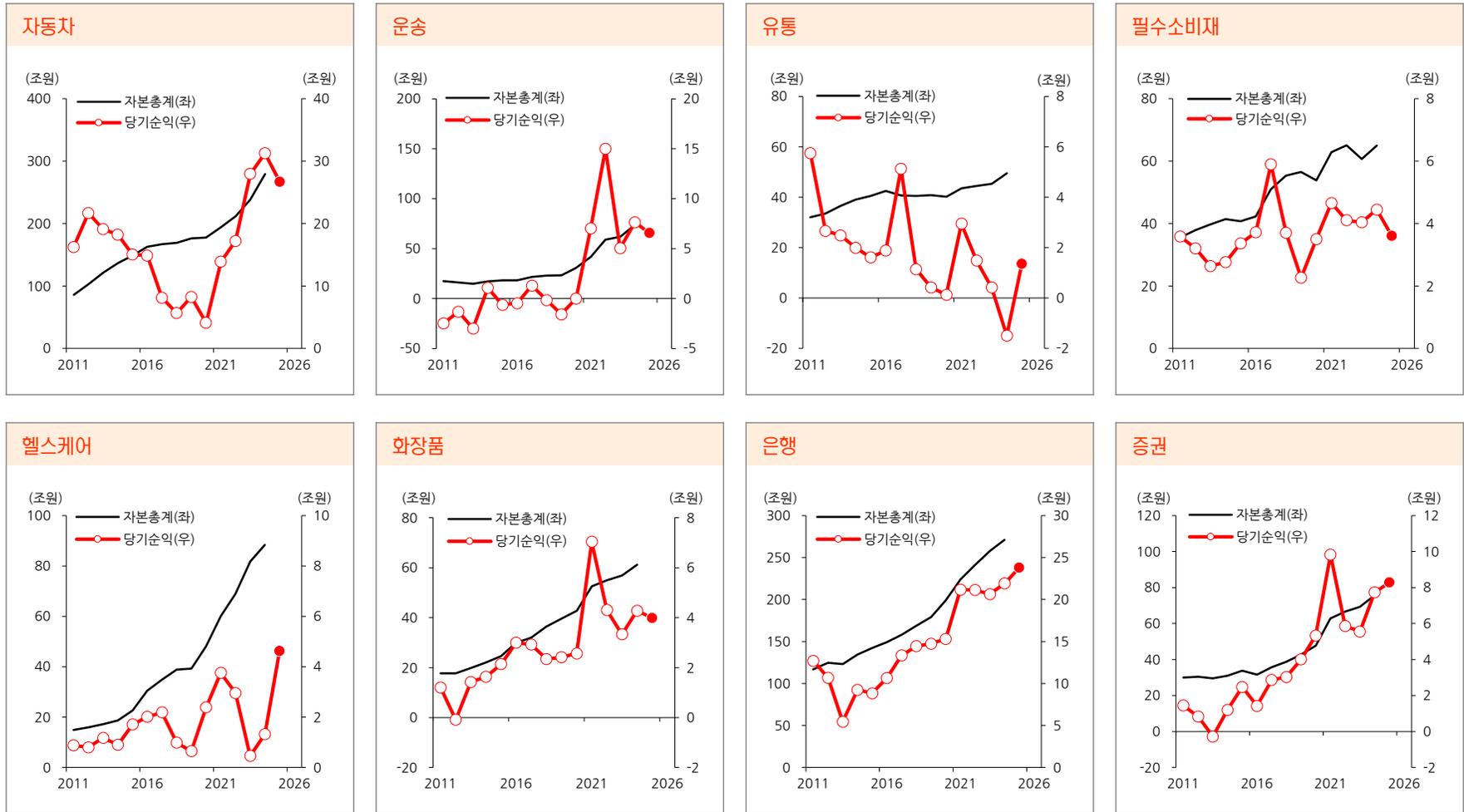
자본조달 이후 성과가 있었나



자료: 한국은행, WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



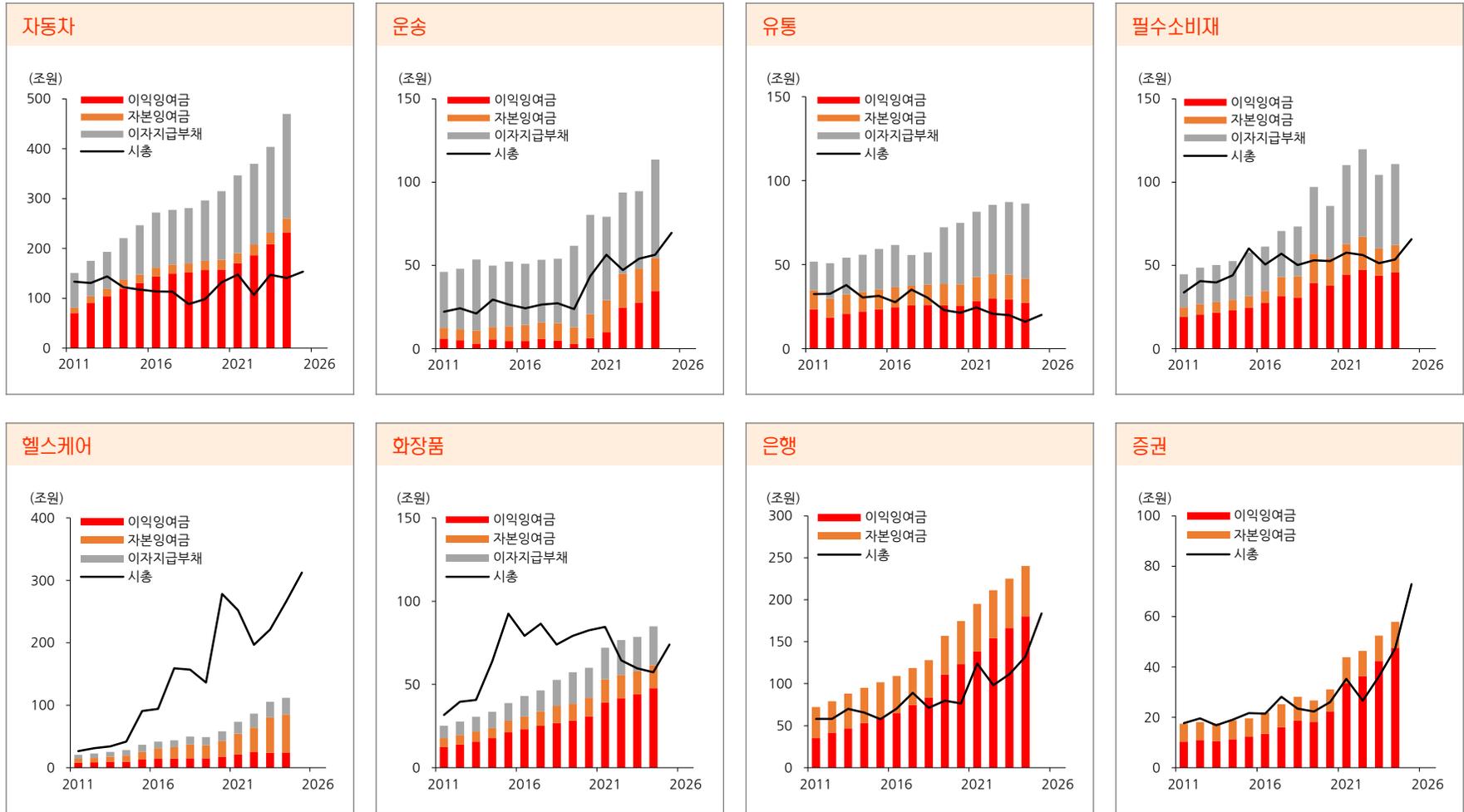
산업특성이 자본조달을 정당화 하는가



자료: 한국은행, WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



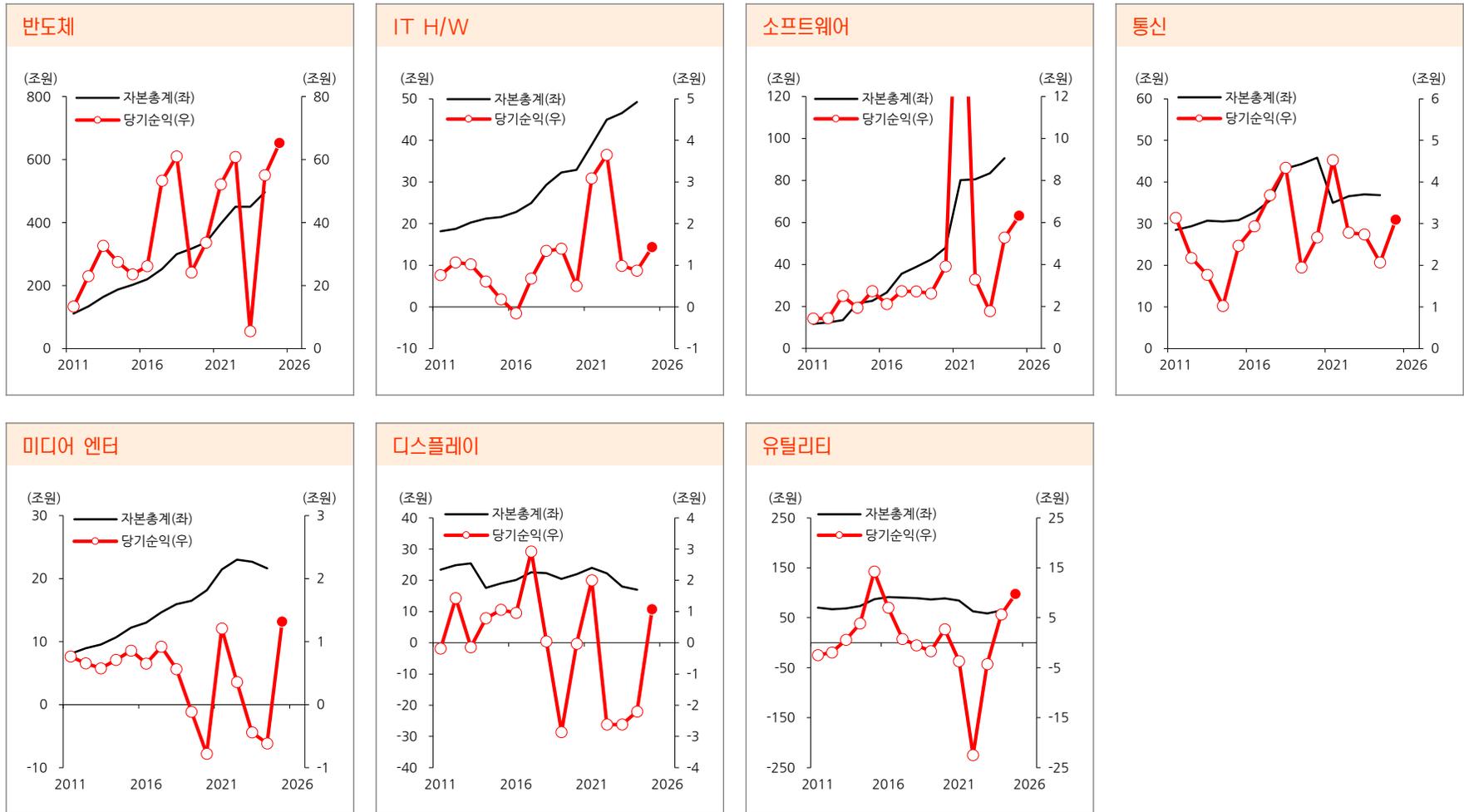
산업특성이 자본조달을 정당화 하는가



자료: 한국은행, WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



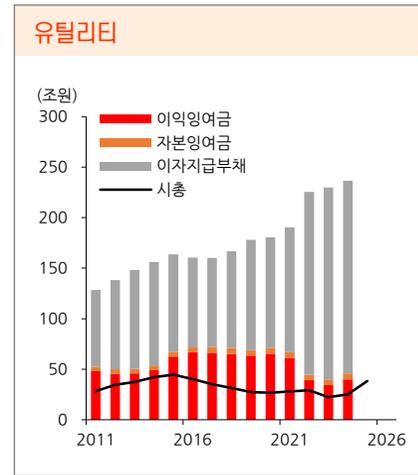
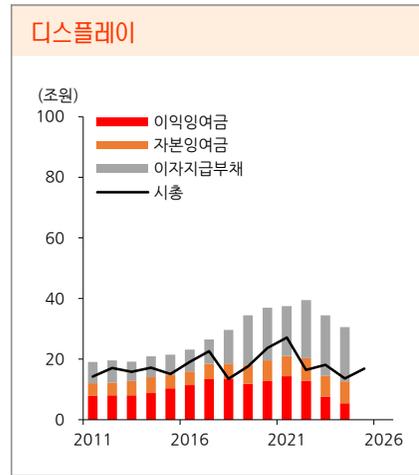
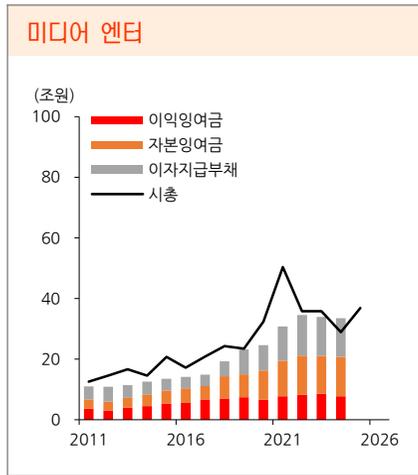
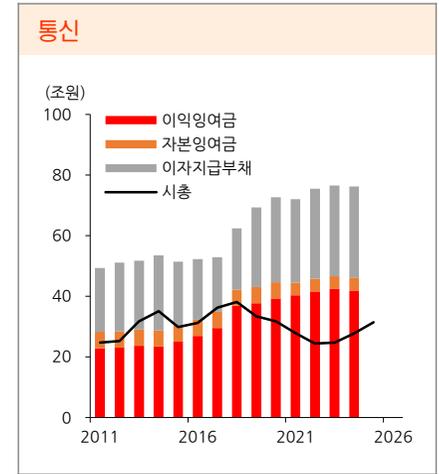
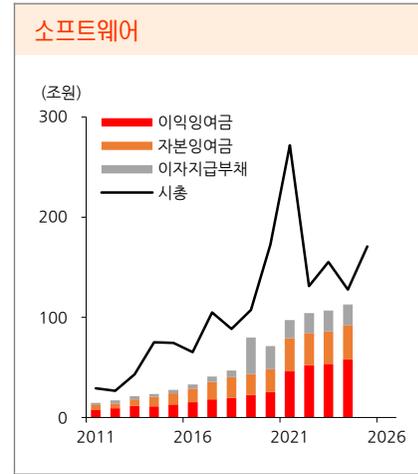
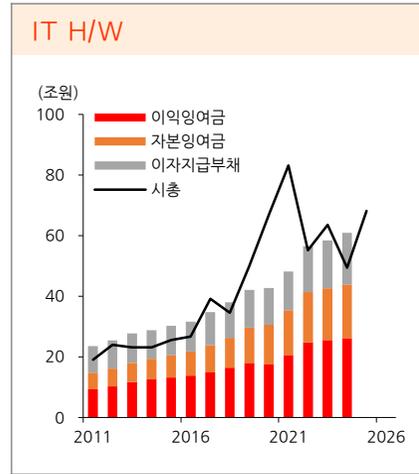
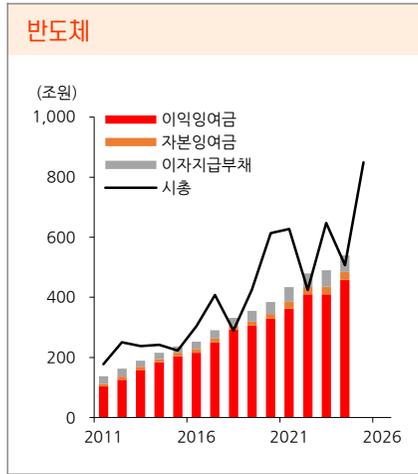
자본구성이 최적화 돼 있는가



자료: 한국은행, WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



자본구성이 최적화 돼 있는가



자료: 한국은행, WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

2026
연간전망



안현국 | hg.ahn@hanwha.com | 3772-7646

IV

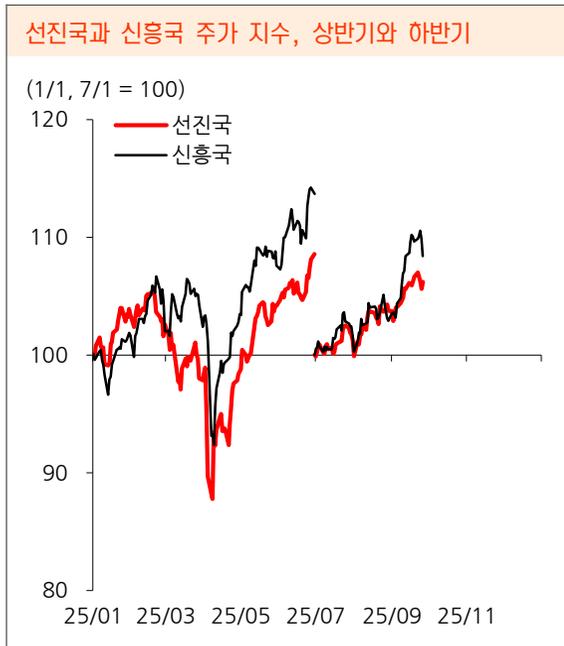
퀀트

디바이스의 시대

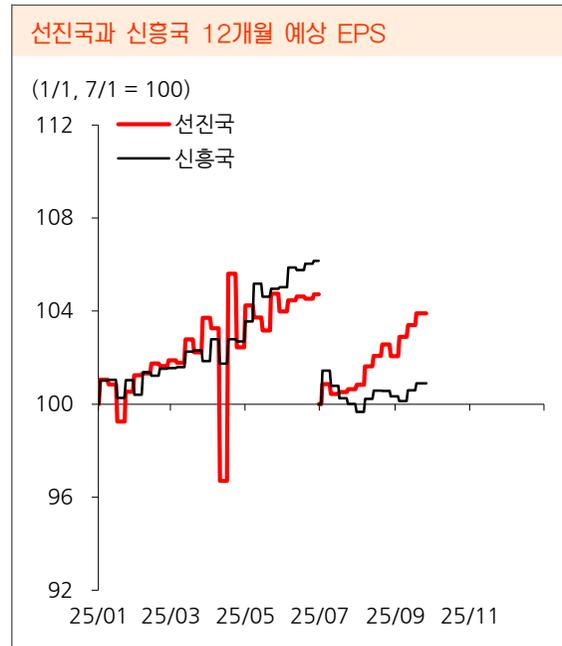


2026년, 선진국이 좋을 수밖에 없는 이유

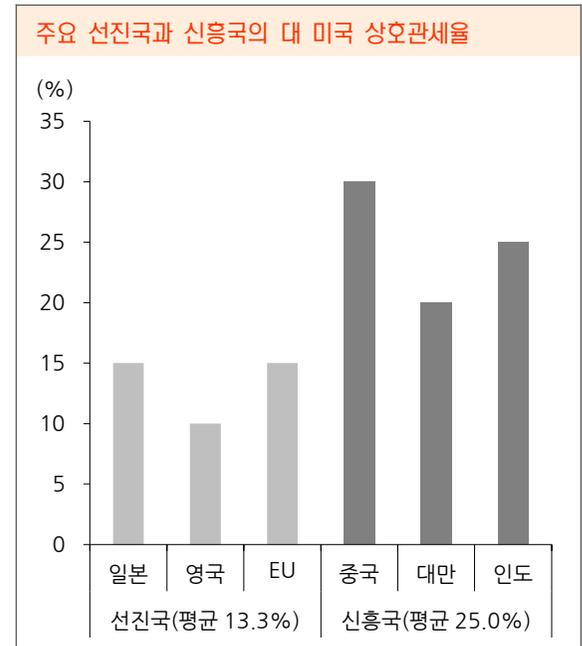
- ❖ 2025년 상반기 동안 신흥국 증시는 13.7% 올랐고 선진국은 8.6% 상승. EPS 역시 각각 +6.2%, +4.7% 상향으로 신흥국 우세
- ❖ 그러나 하반기는 증시 수익률 차이가 -2.2%p로 대폭 축소. 반면 EPS는 선진국 +3.9%, 신흥국은 +0.9%로 크게 역전
- ❖ 주요 국가들의 대 미국 관세율을 감안하면 신흥국이 확실히 불리. 선진국과 신흥국 EPS 갭이 점차 확대되며 2026년 선진국 강세 가능성



자료: Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터



자료: Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터



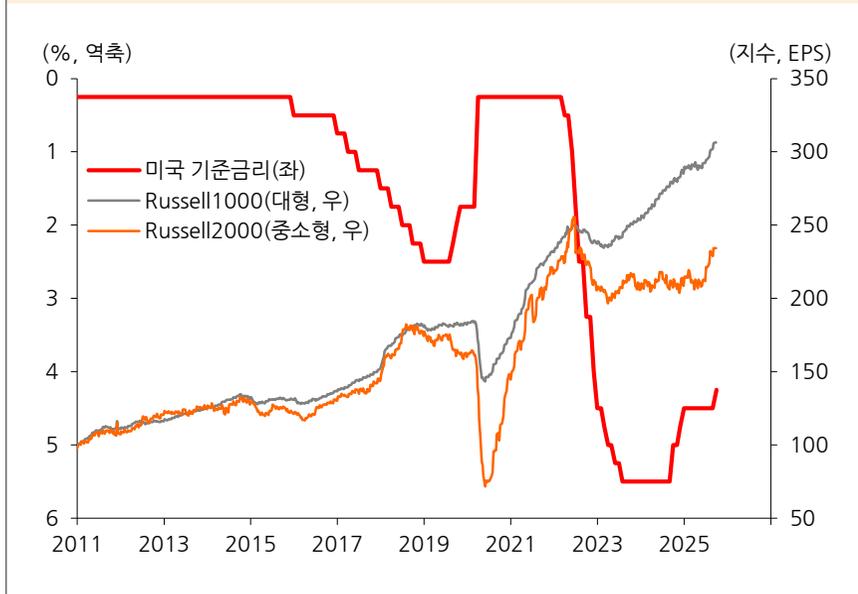
자료: 한화투자증권 리서치센터



금리 인하와 물가 상승 국면에선 IT와 헬스케어가 유리

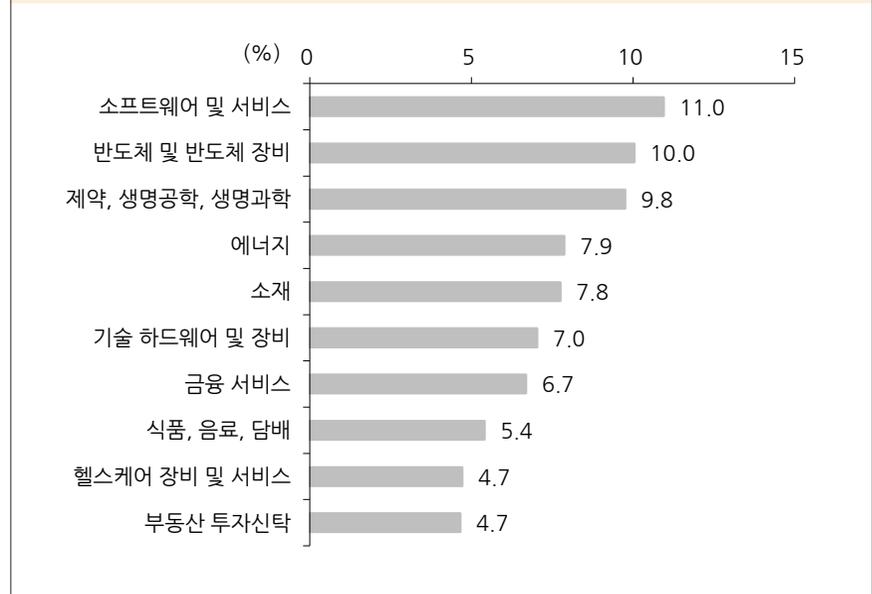
- ❖ 향후 가능성이 높은 매크로 현상은 미국 금리 인하와 관세 영향에 따른 미국 물가 상승
- ❖ 반가운 사실은 미국 기준금리 100bp 인하 이후 약 반년 만에 Russell2000에 포함된 중소형주 실적이 직전 고점 돌파 성공
- ❖ 인플레이션 헤지 전략을 담은 ETF(FCPI) 구성 업종을 참고하면 S/W, 반도체, 제약/바이오가 약 1/3 차지
: 비중 상위 10개 종목은 NVIDIA, Apple, Microsoft, Newmont, CF Industries, Antero Midstream, CNX Resources, Cheniere Energy, Simon Property Group, Broadcom

미국 기준금리와 대형주/중소형주 12개월 예상 EPS 추이



자료: Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터

인플레이션 헤지 전략을 담은 ETF(FCPI) 구성 업종 비중

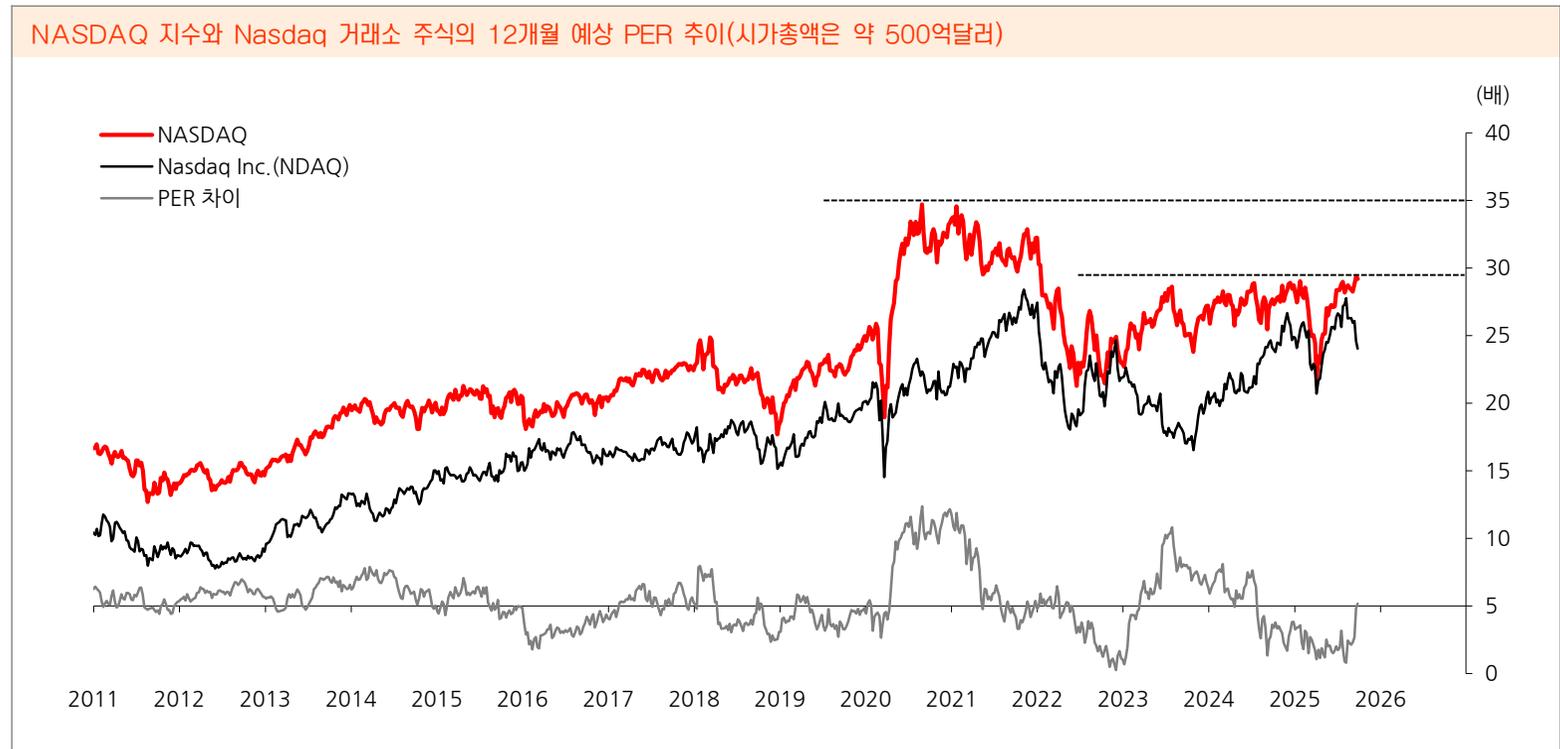


주1: FCPI는 피델리티에서 2019년 11월에 출시한 ETF(FIDELITY STOCKS FOR INFLATION ETF)
 주2: 과거 인플레이션 기간 동안 시장 수익률을 아웃퍼폼했던 종목으로 구성. 인플레이션 헤지를 위한 업종 전략 가능
 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



NASDAQ PER도 30배 뚫을 때가 됐다

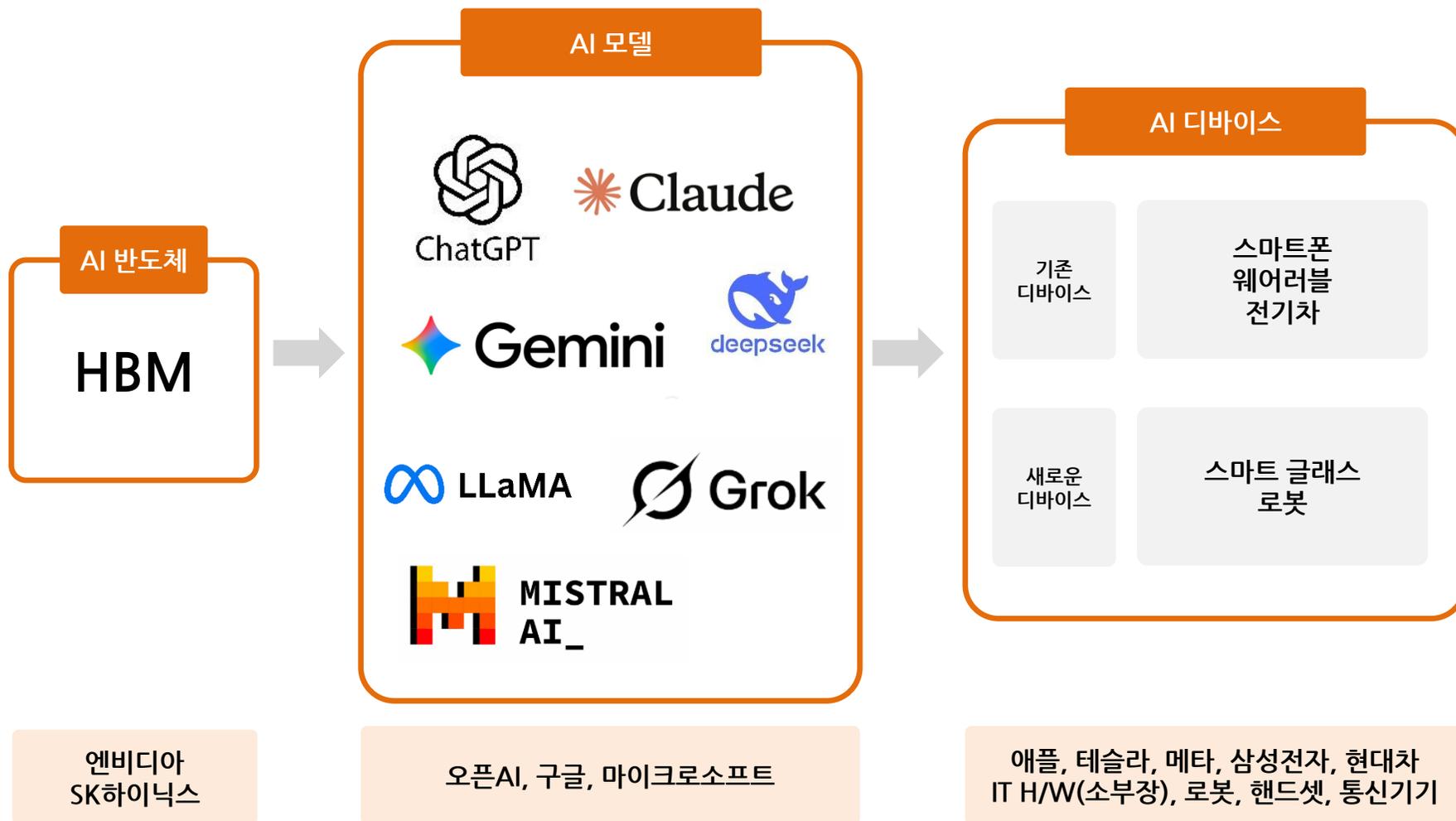
- ❖ 나스닥 거래소(Nasdaq Inc.)는 미국에 NDAQ 티커로 상장. 매출의 60% 이상이 데이터/상장/지수서비스/수수료 등으로 구성
- ❖ NASDAQ 지수와 거래소 종목의 12개월 예상 PER 갭은 평균적으로 5.4만큼 지수가 더 높게 부여
- ❖ 거래소의 기초자산이 NASDAQ 구성종목이라 생각하면, 기초자산의 성장성에 더 높은 PER 부여가 맞다고 판단. 30배 돌파 기대



자료: Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터



디바이스의 시대가 30배를 열어줄 것

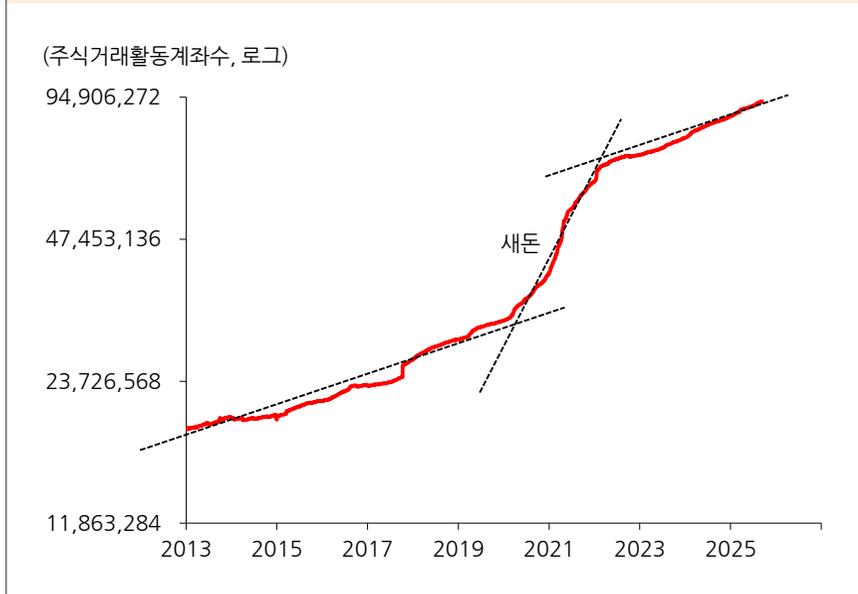




미국 주식으로 돈이 쏠린다

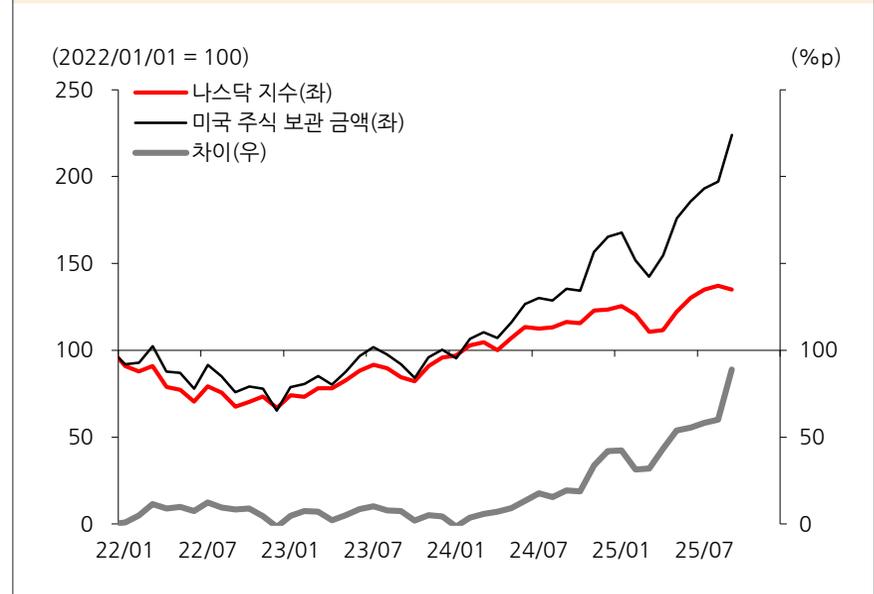
- ❖ 2021년 전후로 국내 주식거래활동 계좌 수는 폭증. 시간이 지나면서 꾸준히 늘어나는 수준이 아니라 기울기가 가팔라지면서 증가
- ❖ 신규 계좌로 자금이 유입되면서 주식시장에 없었던 새로운 돈이 유입됐던 시기. 2022년 이후는 다시 최초의 기울기로 회귀
- ❖ 한국인의 미국 주식 보관 금액은 2024년부터 나스닥 움직임을 상회하면서 급격히 증가
→ 미국 주식 vs. 한국 주식 구도의 수급에 영향. 그리고 달러 수요에도 영향 주면서 원화 약세 요인으로 작용

국내 주식거래활동 계좌 수(최근 6개월간 한 번 이상 거래가 이뤄진 계좌)



자료: 금융투자협회, 한화투자증권 리서치센터

나스닥 지수와 미국 주식 보관 금액 추이



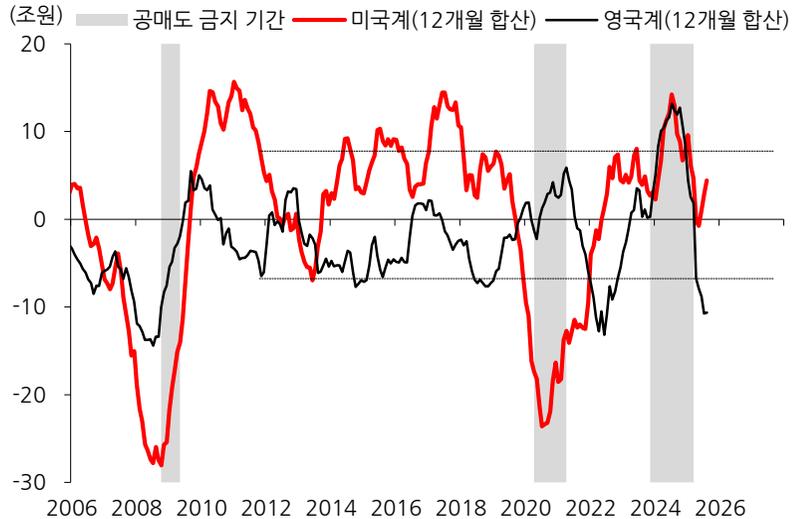
자료: 예탁결제원, Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터



반대로 한국 주식을 사는 힘은 약해지는 중

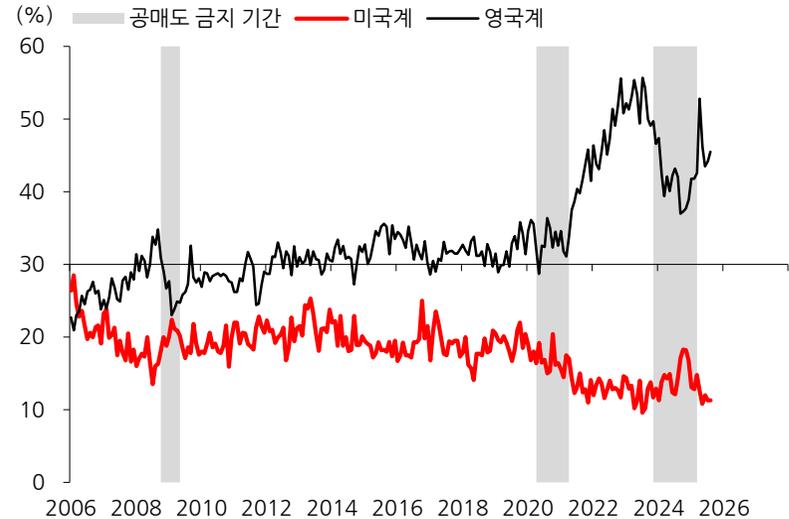
- ❖ 8월 미국계 자금은 1.2조원 순매수, 영국계 자금은 1,8조원 순매도
- ❖ 미국계 자금은 4개월 연속 순유입. 영국계 자금은 5개월 연속 순매도
- ❖ 미국계는 순매수 금액이 점점 줄어들고(+3.2 > +2.3 > +1.2), 영국계 순매도 금액은 점점 커지는 중(-0.2 > -0.9 > -1.8)

유가증권 시장의 미국계 자금 및 영국계 자금 순매수 추이



자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

전체 외국인 매매 중 미국계 자금 및 영국계 자금 거래 비중

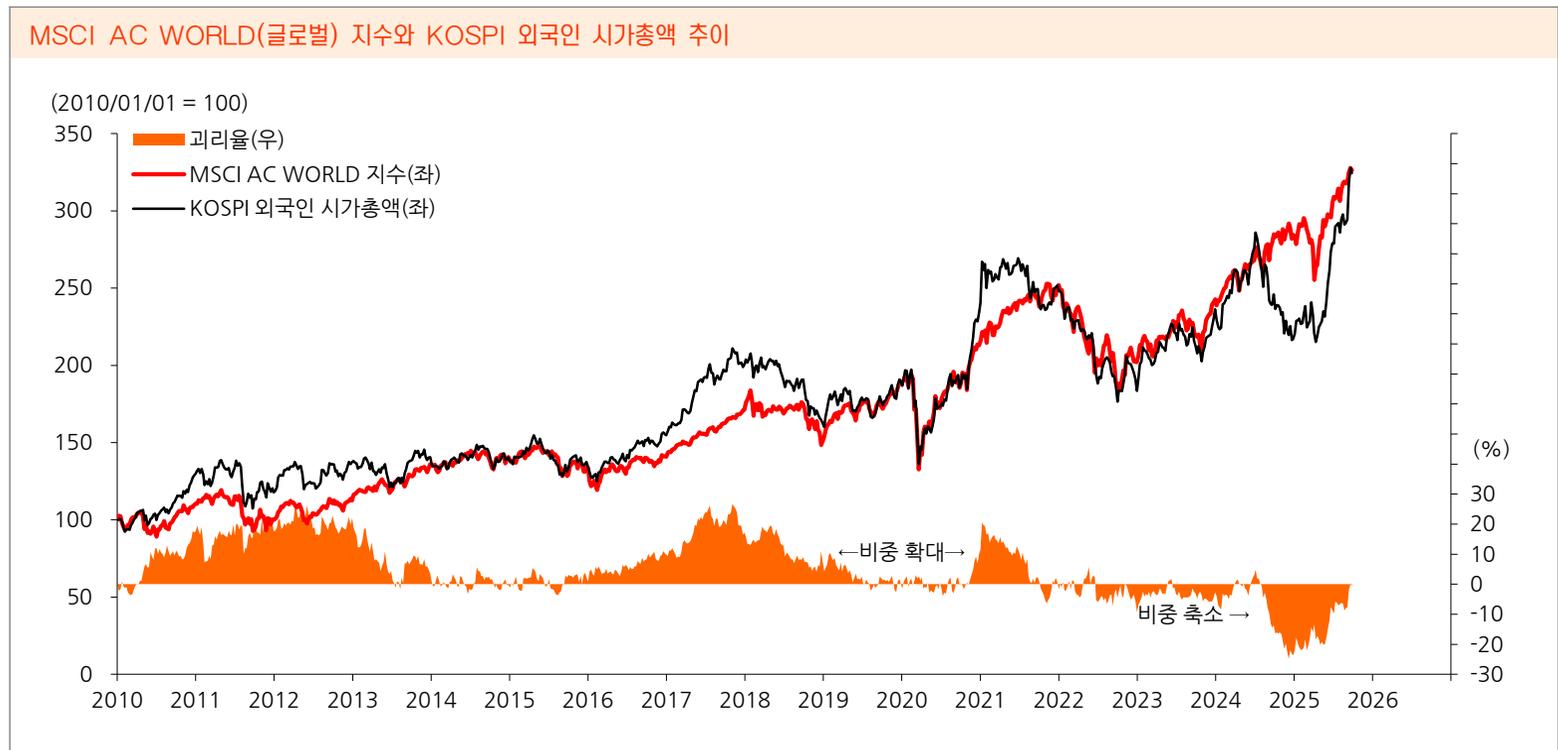


자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터



외국인은 한국 주식을 채울 만큼 채웠기 때문

- ❖ 외국인이 보유한 한국 주식의 시가총액 추이와 글로벌 주가 지수인 MSCI AC WORLD 지수는 2010년 이후 매우 유사한 흐름
- ❖ 간혹 외국인 시가총액이 더 높으면 결국 비중을 줄여 글로벌 지수 수준으로 맞춰지는 모습 반복. 한국 주식도 결국 글로벌 주식 중 하나
- ❖ 작년 25% 가량 격차가 벌어졌다가 지금은 갭 제로(0). 중립까지 회복. 한국 주식 조강세 국면은 일단락. 이제는 글로벌 주식에 연동

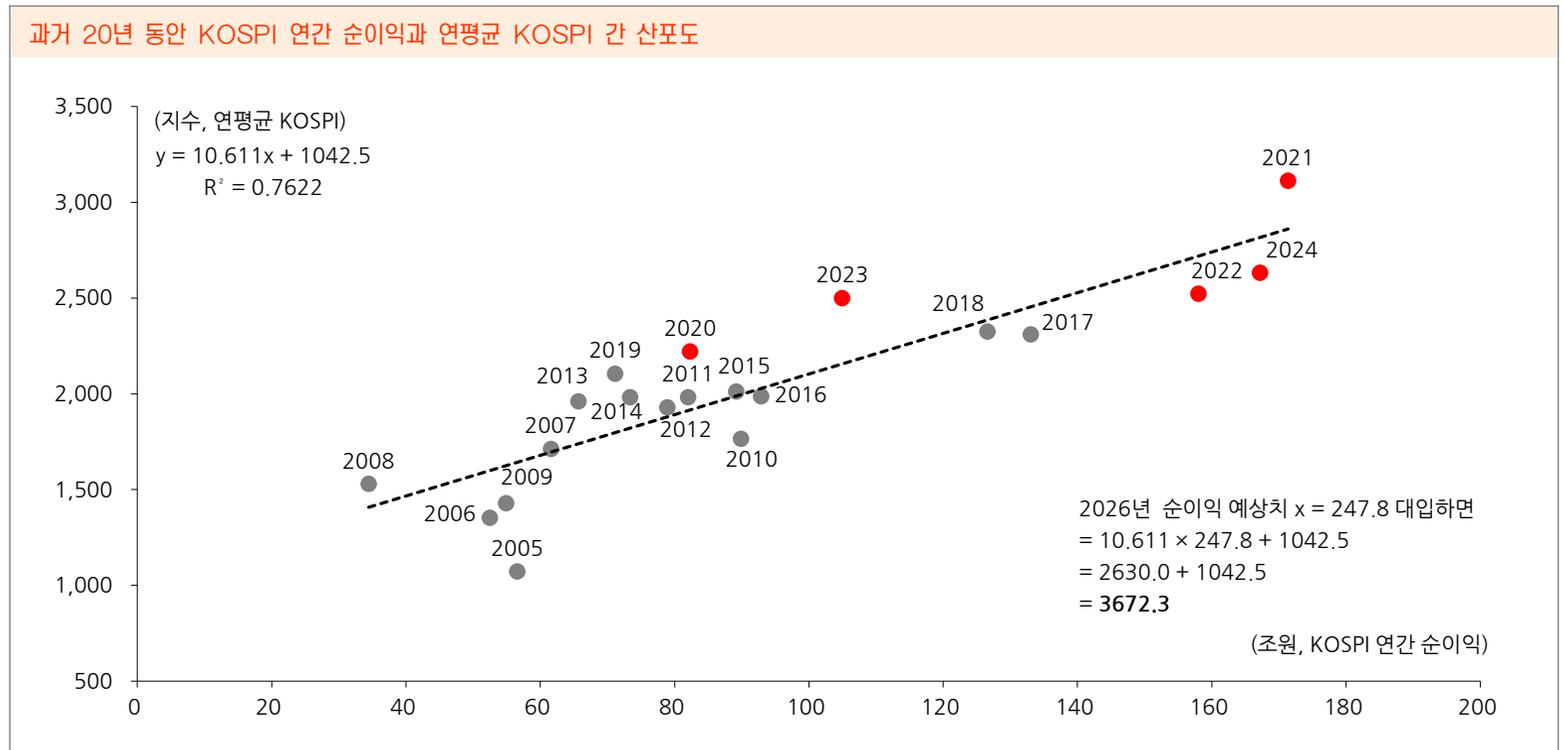


자료: WISEfn, Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터



2026년 실적에 적절한 연평균 KOSPI는 3672p

- ❖ 2005년부터 2024년까지 20년 동안 KOSPI 연간 순이익과 연평균 KOSPI 간 상관관계 분석. 상관계수는 0.87로 매우 밀접
- ❖ 2026년 KOSPI 순이익 예상치 247.8조원 대입 시 연평균 KOSPI는 3672p

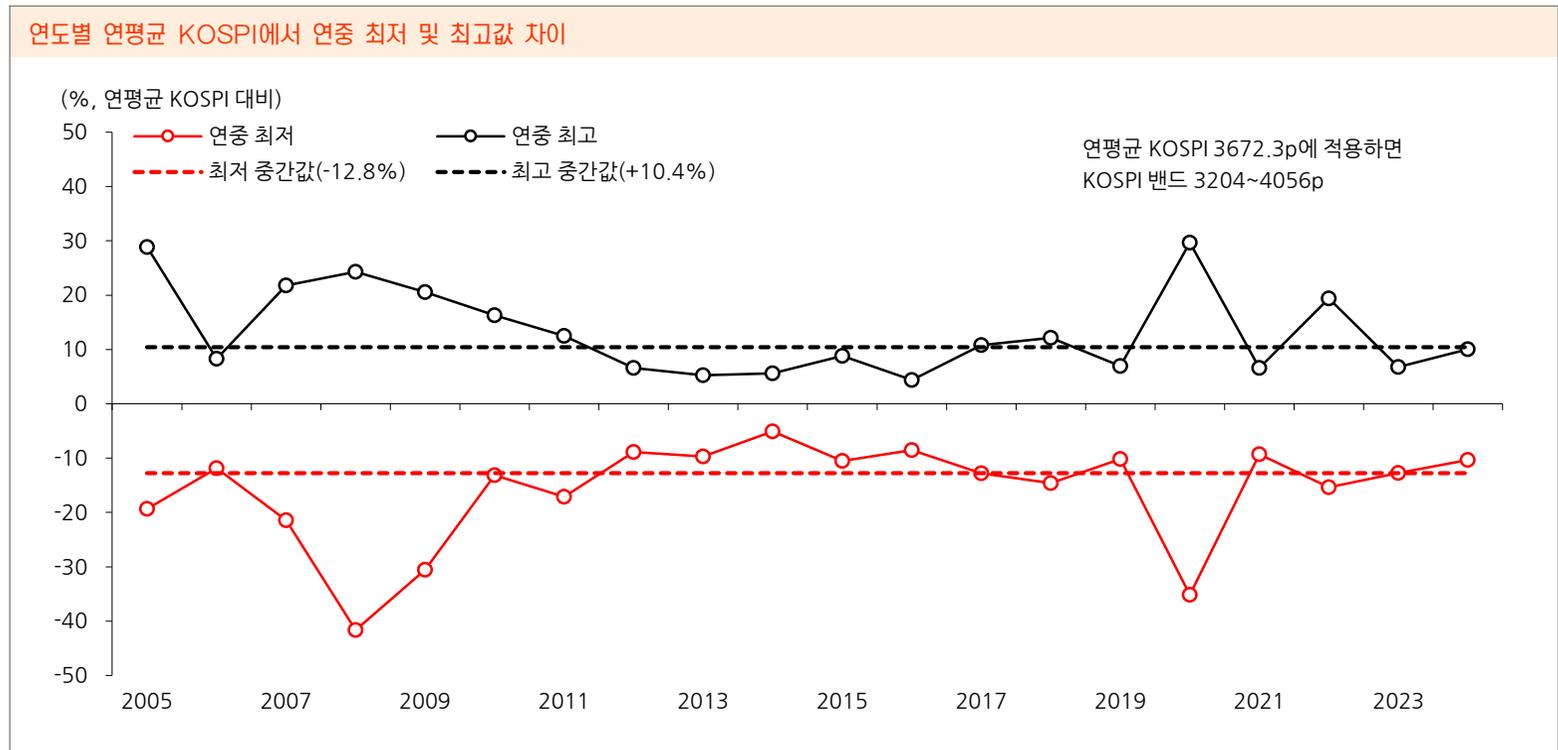


주: KOSPI 연간 순이익은 중단사업손익을 차감한 값 / 자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



2026년 KOSPI 예상 밴드 3200~4000p

- ❖ 연평균 KOSPI와 그 해 최저지, 최고지 간 차이를 %로 나타내면, 위로는 11%가 열리고 아래로는 -13%(연도별 중간값 기준)
- ❖ 과거 연중 최저, 최고 움직임을 적용하면, 2026년 KOSPI 예상 밴드는 3200~4000p. 상고하저 예상
- ❖ 2026년 순이익 예상치가 "하향이 없다고 가정"하면, 상단 4000p 돌파 가능



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



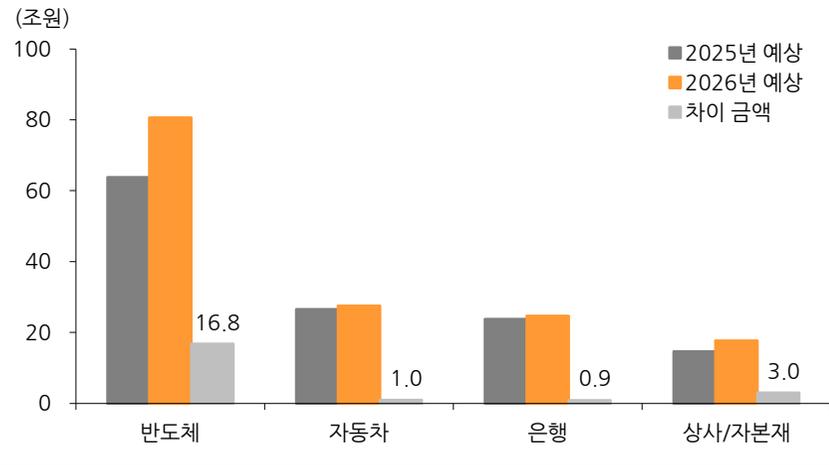
실적 하향이 없다고 가정할 수 있나

- ❖ KOSPI 실적 방향성을 알려주는 가장 확실한 시그널은 원/달러 환율의 방향성
- ❖ 역사적으로 실적 증가 사이클 이전에는 항상 원/달러 **환율의 추세적인 약세 기간이 선행**
- ❖ ① 원화 약세 덕분에 ② 실적 향상이 뒤따름. ③~⑧도 마찬가지. 현재는 ⑨ 덕분에 ⑩이 뒤따르는 중. 2026년 실적 하향 가능성 낮음

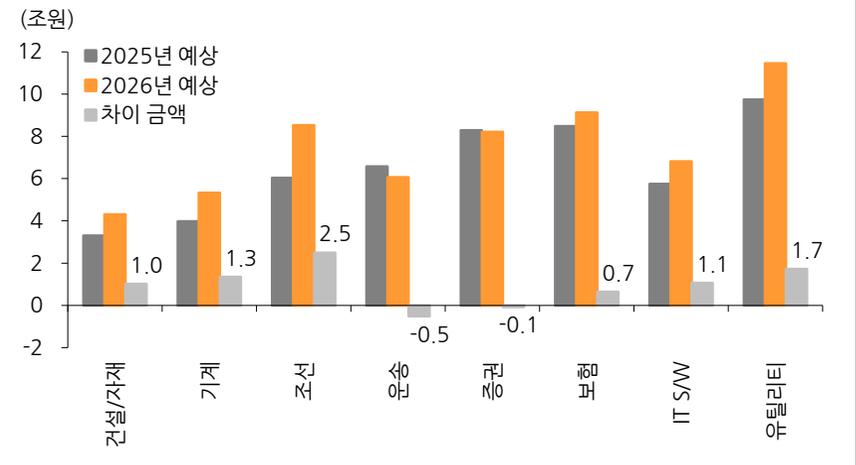


자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

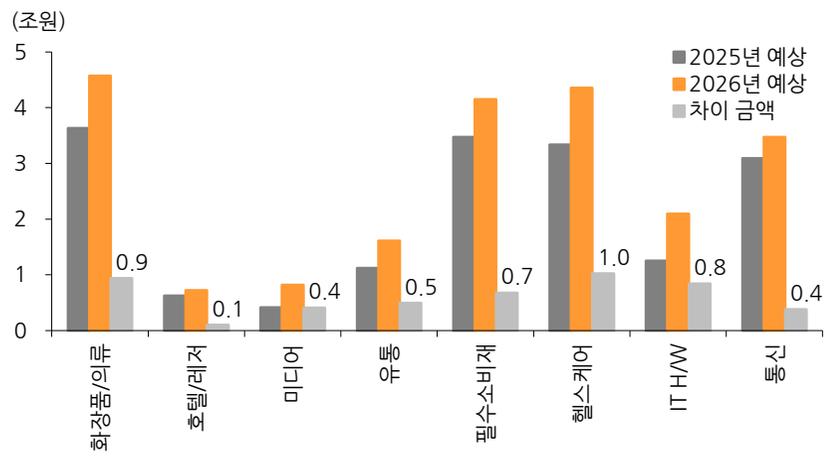
업종별 연간 순이익 예상치 - 4개 업종 22조원 증익(KOSPI 42.7조원 증익)



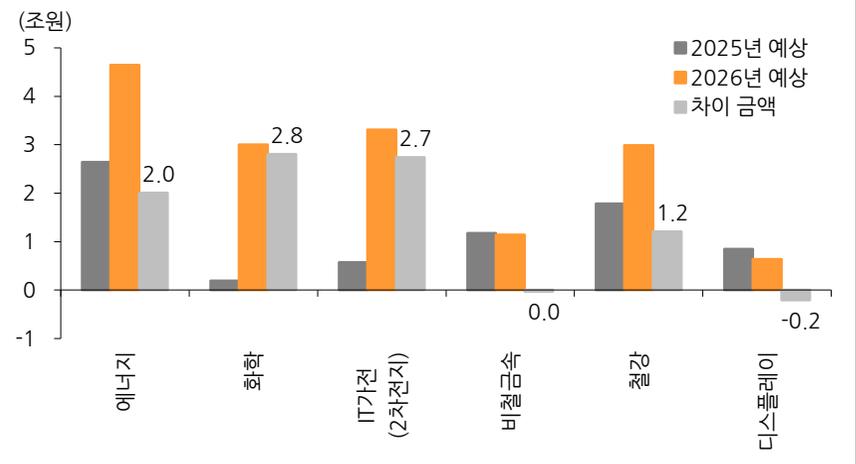
업종별 연간 순이익 예상치 - 8개 업종 7.7조원 증익



업종별 연간 순이익 예상치 - 8개 업종 4.9조원 증익



업종별 연간 순이익 예상치 - 6개 업종 8.5조원 증익, 가능할까?

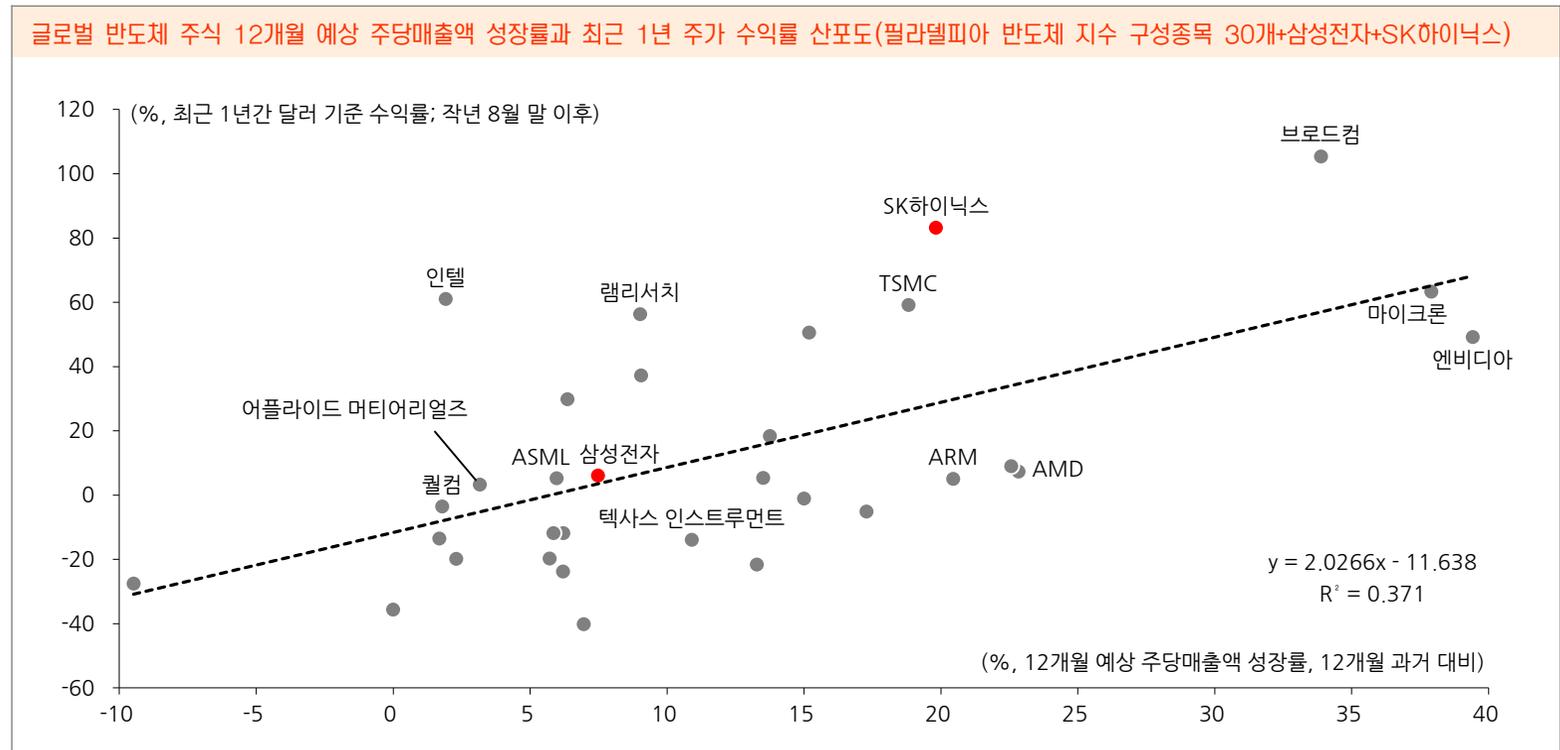


자료: Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터



글로벌 반도체 중에서 삼성전자와 SK하이닉스의 위치

- ❖ 필라델피아 반도체 지수 구성 종목 30개에 삼성전자, SK하이닉스를 더해서 산포도 분석
- ❖ 글로벌 반도체 주식들의 최근 1년 주가를 설명하는데 가장 상관도가 높았던 변수는 매출액 성장률(12개월 예상 주당매출액 성장률)
- ❖ 해당 변수만을 놓고 보면, 삼성전자가 매력적



주: 시각적 편의를 위해 인텔보다 시가총액이 작은 미국 반도체 기업은 기업명 삭제 / 자료: Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터



삼성전자 상승 사이클은 과거 패턴대로 순항

- ❖ 삼성전자의 실적 사이클에 백분위를 활용. 과거 1년 동안의 이익 예상치 중에서 현재 예상치가 어느 수준에 있는지를 표현
- ❖ 100에 가까우면 현재 12개월 예상 영업이익이 과거 1년래 최고 수준이라는 의미. 0은 바닥. 주가 바닥/고점에 유용
- ❖ 삼성전자는 2월 초 백분위 0%에서 현재 78.4%까지 상승. 100% 도달 이후에도 1개 분기 정도 상승



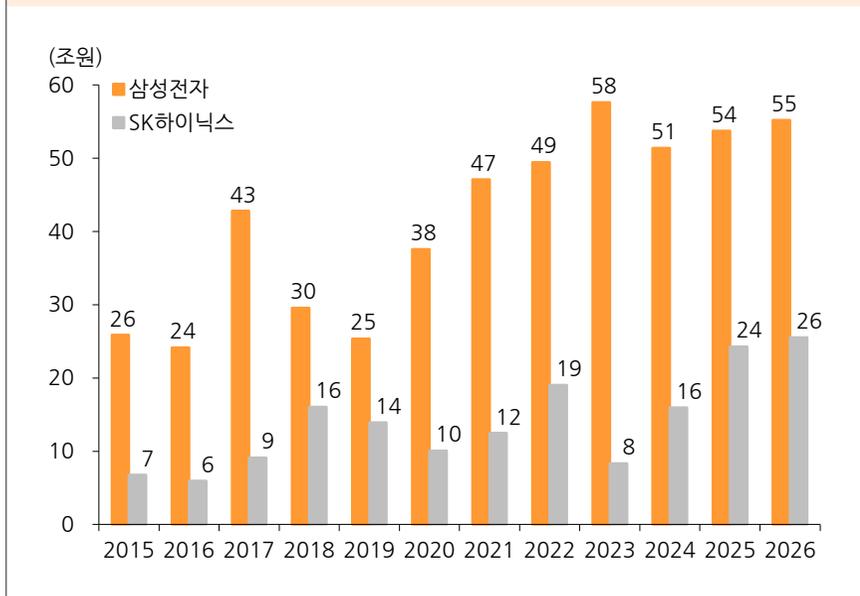
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



후공정 따라잡으러 가는 전공정

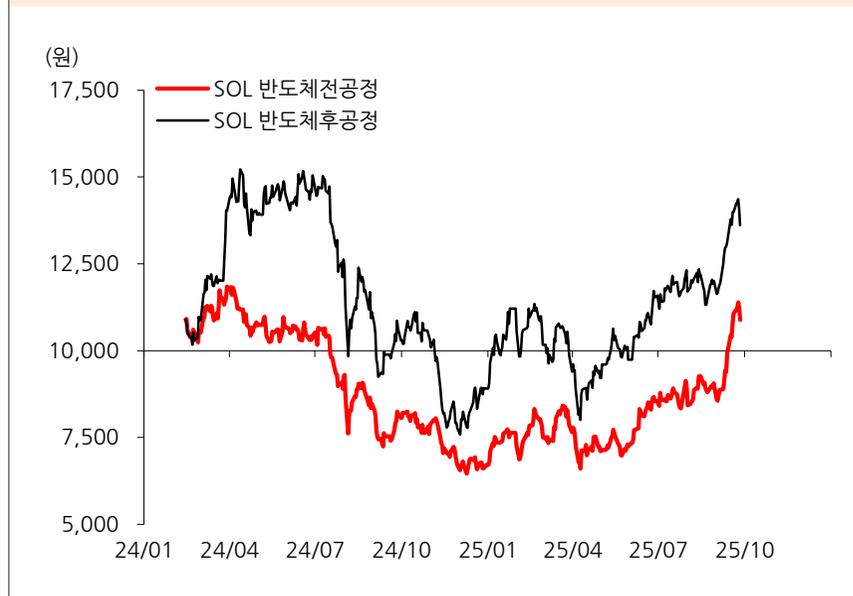
- ❖ 삼성전자의 2024년 투자(Capex) 금액은 51조원. 직전 연도 대비 10.8% 감소했으나 2025년과 2026년 증가로 확실한 턴어라운드
- ❖ SK하이닉스의 투자는 2024년에 91.5% 성장, 2025년 52.3% 성장, 그러나 2026년은 5.0%로 대폭 축소
- ❖ 상대적으로 덜 오른 전공정 관련주의 회복 기대

삼성전자와 SK하이닉스의 연도별 Capex 추이(올해와 내년은 예상치)



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

SOL 반도체 전공정(475300)/후공정(475310) ETF 추가 추이



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



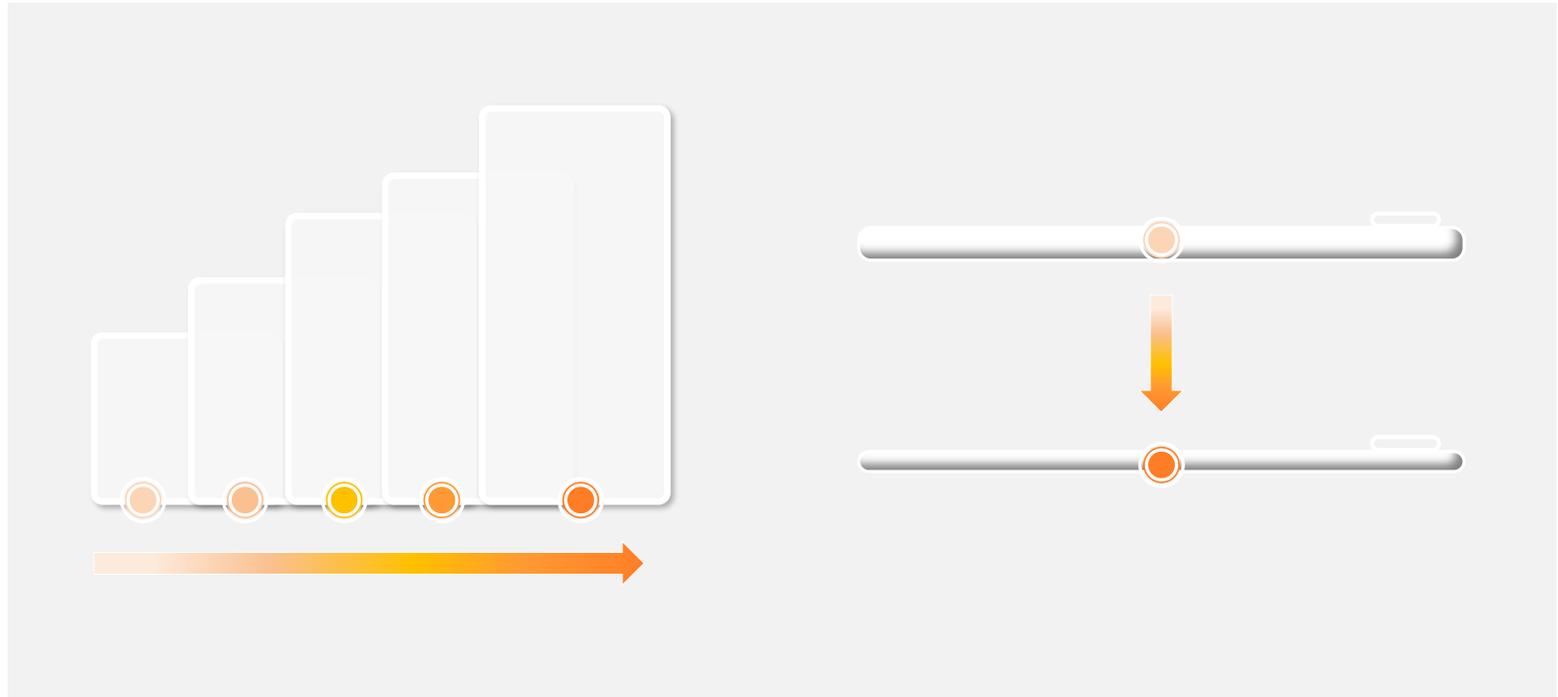
SOL반도체 전공정/후공정 ETF 구성종목

ETF 구분	코드	종목명	시가총액 (십억원)	연초 대비 수익률 (%)	2026년 예상 영업이익 (십억원)	2025년 대비 성장률 (%)	6월 말 이후 변화율 (%)	12개월 예상 ROE (%)	12개월 예상 PER (배)	ETF 구성 비중 (%)
전공정	A014680	한솔케미칼	2,324	111.3	203	24.3	16.4	15.2	13.6	16.9
	A403870	HPSP	2,839	30.5	116	22.5	-4.4	27.7	30.5	15.0
	A240810	원익PS	2,174	98.2	125	35.8	17.0	9.6	23.1	13.1
	A357780	솔브레인	2,229	73.2	209	27.4	1.2	13.7	13.8	11.1
	A140860	파크시스템스	1,791	21.0	67	27.0	-5.0	23.6	30.4	10.8
	A036930	주성엔지니어링	1,451	4.2	115	84.1	-18.6	14.7	15.2	9.7
	A084370	유진테크	1,529	113.1	102	40.3	10.3	16.9	18.5	8.5
	A064760	티씨케이	1,832	121.3	113	25.2	-2.5	15.4	20.2	8.5
	A095610	테스	830	171.0	79	19.7	31.2	17.3	12.3	4.6
	A112290	와이씨캠	204	54.7	17	795.8	-10.0	22.1	15.7	1.2
후공정	A007660	이수페타시스	5,322	172.6	246	31.2	10.1	28.7	27.5	22.7
	A042700	한미반도체	8,559	8.9	557	44.3	-5.9	46.1	20.2	16.7
	A058470	리노공업	3,894	33.4	187	15.1	6.8	20.5	25.5	14.1
	A039030	이오테크닉스	2,846	66.0	112	36.2	29.1	12.1	34.5	10.9
	A489790	한화비전	2,676	67.7	282	37.4	-15.5	14.7	21.1	10.2
	A089030	테크윙	2,223	54.8	-	-	-	-	-	10.0
	A353200	대덕전자	1,314	71.6	87	231.0	22.2	7.1	21.2	5.3
	A095340	ISC	1,632	6.8	71	31.0	3.0	11.2	25.5	4.4
	A161580	필옵틱스	814	90.7	-	-	-	-	-	3.4
	A031980	피에스케이홀딩스	970	18.3	74	14.6	-17.8	17.4	10.8	1.9

자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



씬에어(Thin air), 이제는 얇고 가볍게



- 2000년 전후 크고 무거운 피쳐폰의 시대 → 2004년 모토로라가 혁신적으로 얇은 레이저폰 출시 후 1억대 이상 판매하며 대성공
- 2010년대, 더 크고 광활하게 : 갤럭시 노트 출시(2011), 아이폰6 PLUS 모델 출시(2014). 아이폰 프로 MAX 모델 출시(2019)
2020년대, 얇게, 가볍게 : 갤럭시 폴드 출시(2019), 갤럭시 플립 출시(2020), 아이폰 air 모델 출시(2025)
- 디바이스의 패러다임이 얇고 가벼운 것으로 바뀌는 것. 스마트 글라스 역시 부품은 얇고 가벼워야 함. 시대를 반영하는 H/W에 주목



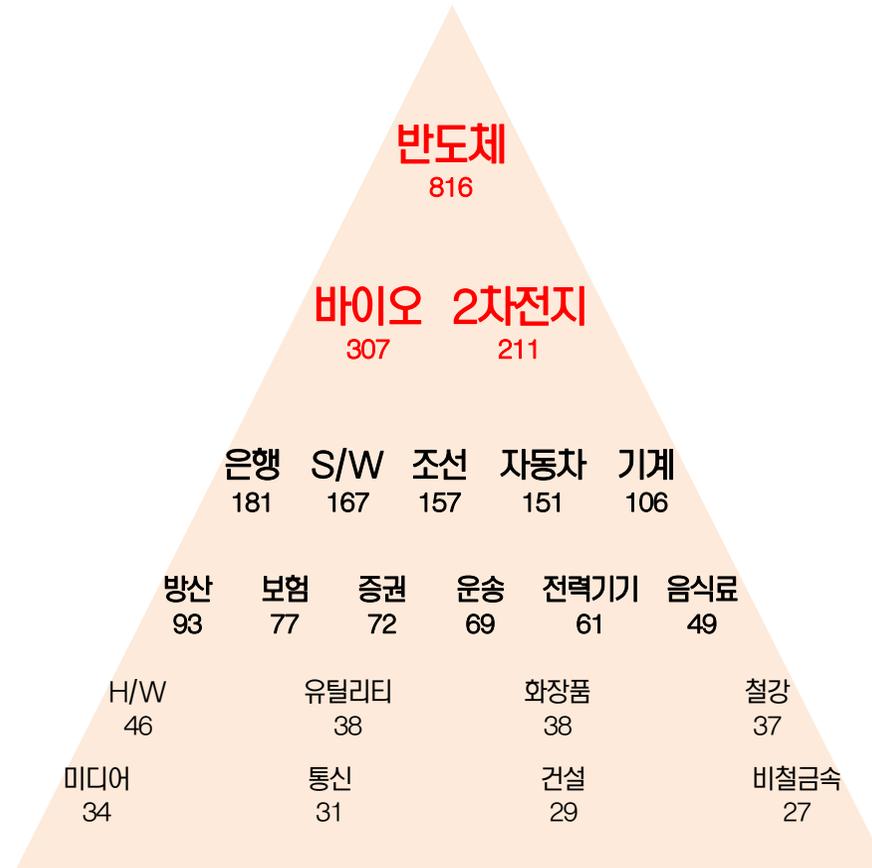
한국 IT H/W 업종 구성종목 중 시가총액 상위 30위

#	코드	종목명	세부 업종명	시가총액 (십억원)	연초 대비 수익률(%)	2026년 예상 영업이익 (십억원)	2025년 대비 성장률(%)	6월 말 이후 변화율(%)	12개월 예상 ROE(%)	12개월 예상 PER(배)
1	A009150	삼성전기	전자장비와기기	14,319	54.9	1,027	23.1	2.5	8.0	19.7
2	A007660	이수페타시스	전자장비와기기	5,322	172.6	246	31.2	10.1	28.7	27.5
3	A011070	LG이노텍	전자장비와기기	4,480	16.9	747	28.2	-4.0	8.4	9.2
4	A489790	한화비전	통신장비	2,676	67.7	282	37.4	-15.5	14.7	21.1
5	A140860	파크시스템스	전자장비와기기	1,791	21.0	67	27.0	-5.0	23.6	30.4
6	A222800	심택	전자장비와기기	1,341	268.1	94	205.3	12.2	10.5	26.5
7	A353200	대덕전자	전자장비와기기	1,314	71.6	87	231.0	22.2	7.1	21.2
8	A204270	제이앤티씨	핸드셋	1,299	19.0	158	503.3	-21.4	29.3	14.8
9	A020150	롯데에너지머티리얼즈	전자장비와기기	1,210	-2.1	0	99.8	-100.6	-2.1	-42.3
10	A078600	대주전자재료	전자장비와기기	1,034	-10.7	44	57.4	-21.0	12.4	30.6
11	A098460	고영	전자장비와기기	1,011	81.6	31	72.4	7.5	9.1	33.6
12	A248070	솔루엠	전자장비와기기	830	-9.6	89	61.7	-27.0	11.6	15.8
13	A161580	필옵틱스	전자장비와기기	814	90.7	-	-	-	-	-
14	A323280	태성	전자장비와기기	811	15.4	-	-	-	-	-
15	A000670	영풍	핸드셋	807	9.9	-	-	-	-	-
16	A218410	RFHIC	통신장비	777	123.7	34	35.7	8.8	8.6	27.3
17	A025320	시노팩스	핸드셋	610	17.2	27	23.2	-	11.8	26.9
18	A090460	비에이지	전자장비와기기	605	1.1	109	94.9	5.8	9.9	7.8
19	A336370	솔루스첨단소재	전자장비와기기	545	-5.4	9	114.8	-62.2	-1.6	-58.0
20	A097520	엠씨넥스	핸드셋	503	46.0	79	15.2	8.9	15.0	7.7
21	A189300	인텔리안테크	통신장비	503	24.9	32	272.5	-19.4	8.4	21.2
22	A052020	에스티큐브	전자장비와기기	485	-16.4	-	-	-	-	-
23	A032500	케이엠더블유	통신장비	473	32.4	35	368.0	-68.1	15.9	21.2
24	A179900	유티아이	핸드셋	456	-10.7	55	283.3	485.1	36.4	21.7
25	A033240	자화전자	통신장비	437	70.5	65	39.7	31.3	9.9	9.9
26	A168360	팜트론	전자장비와기기	435	291.0	-	-100.0	-	-	-
27	A192650	드림택	핸드셋	421	-16.0	67	39.6	9.2	-	25.9
28	A029530	신도리코	사무용전자제품	420	11.1	-	-	-	-	-
29	A441270	파인애플	핸드셋	399	101.0	46	777.2	26.9	16.2	16.0
30	A007810	큐리아씨키트	전자장비와기기	391	81.6	77	143.2	-7.3	10.2	10.5

자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



가치의 삼각형(숫자는 시가총액)



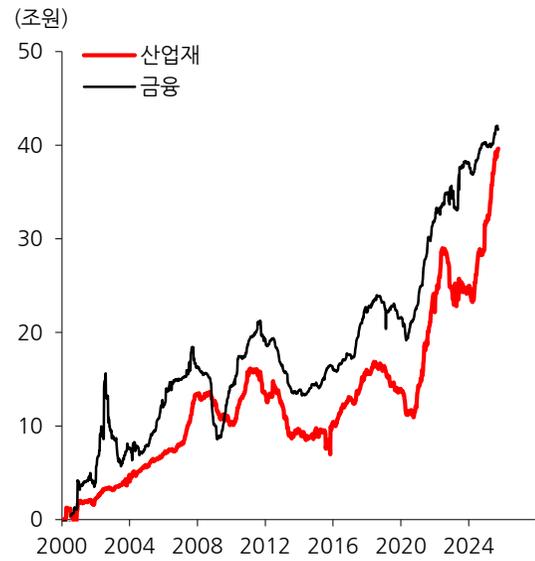
주: 시가총액이 비슷한 업종끼리 같은 라인에 배치, 업종명 아래 숫자는 시가총액, 등수가 오른 업종은 빨간색 글씨로 표시
 자료: 한화투자증권 리서치센터



IT와 산업재는 상극

- ❖ KOSPI 섹터 중 산업재와 실적 상관도가 가장 높은 섹터는 금융. 과거 산업재 기업의 빅배스, 대출 부실화 등이 금융기관 우려로 연결
- ❖ 산업재 기업의 실적 성장이 뚜렷해지면서 외국인 지분율은 2010년대 박스권 고점을 강하게 돌파. 함께 움직이는 금융이 올라갈 차례
- ❖ IT가 다음 주도주로 부상할 경우, IT와 산업재 주가는 역사적으로 동행보다는 역행에 가까웠다는 점 염두

산업재와 금융 섹터의 12개월 예상 순이익 추이



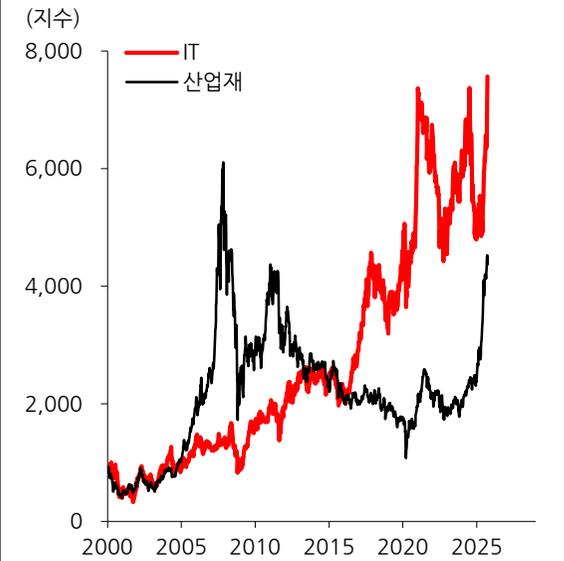
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

산업재과 금융 섹터의 외국인 지분율 추이



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

IT와 산업재 주가



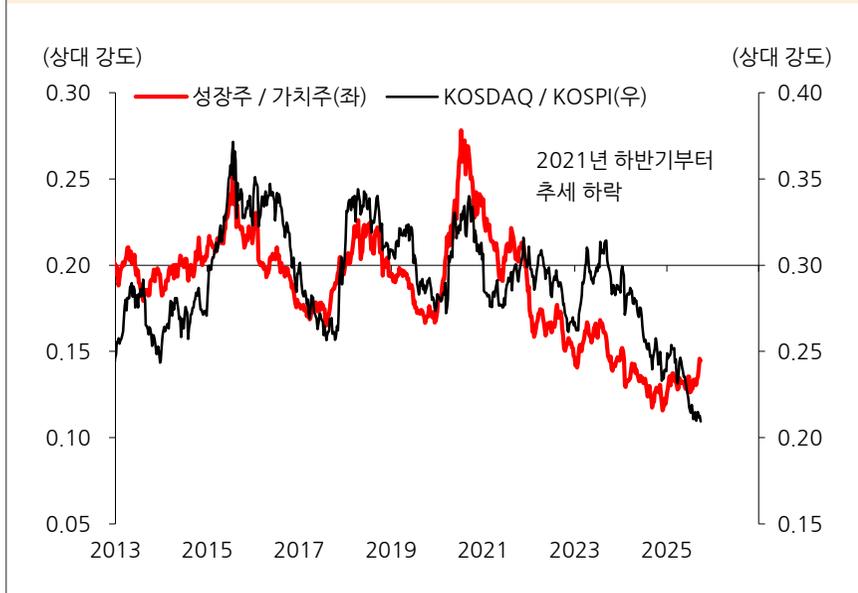
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



성장주, KOSDAQ 올라갈 차례

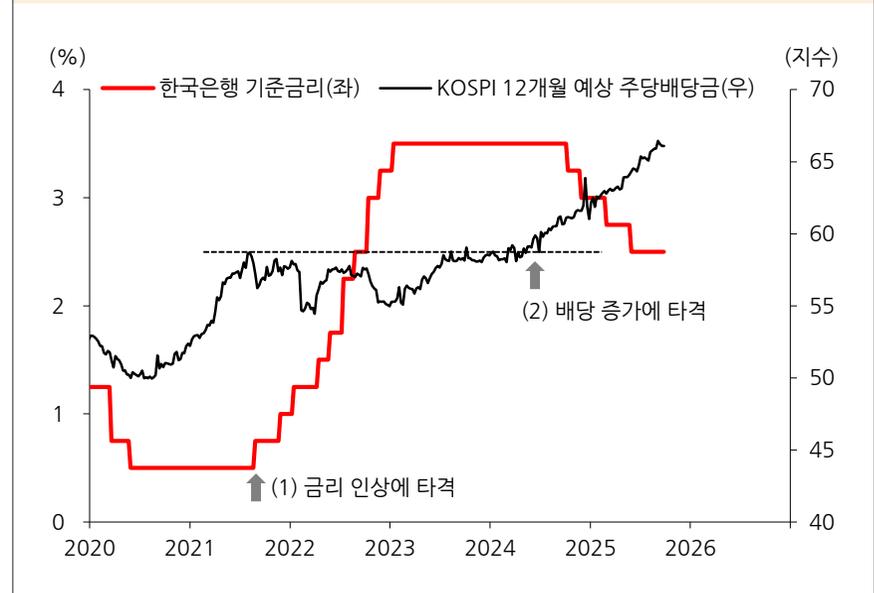
- ❖ 성장주와 가치주, KOSDAQ과 KOSPI는 그동안 서로 강했다가 약했다가를 반복. 상대 강도가 오르락 내리락
- ❖ 그러나 2021년 하반기부터 성장주와 KOSDAQ의 상대 강도는 추세적으로 하락. 금리 인상 타격 후 배당 증가로 인한 연이은 타격 때문
- ❖ 2026년에 금리는 하락하고 배당금 기울기는 더 가팔라지기 힘들 것. 연초 성장주 및 KOSDAQ 강세 기대

성장주의 가치주 대비 상대 강도, KOSDAQ의 KOSPI 대비 상대 강도



주: 4개 지수는 모두 총수의 지수, 성장주/가치주는 WMI500 기준 / 자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

한국은행 기준금리와 KOSPI 12개월 예상 주당배당금(DPS)

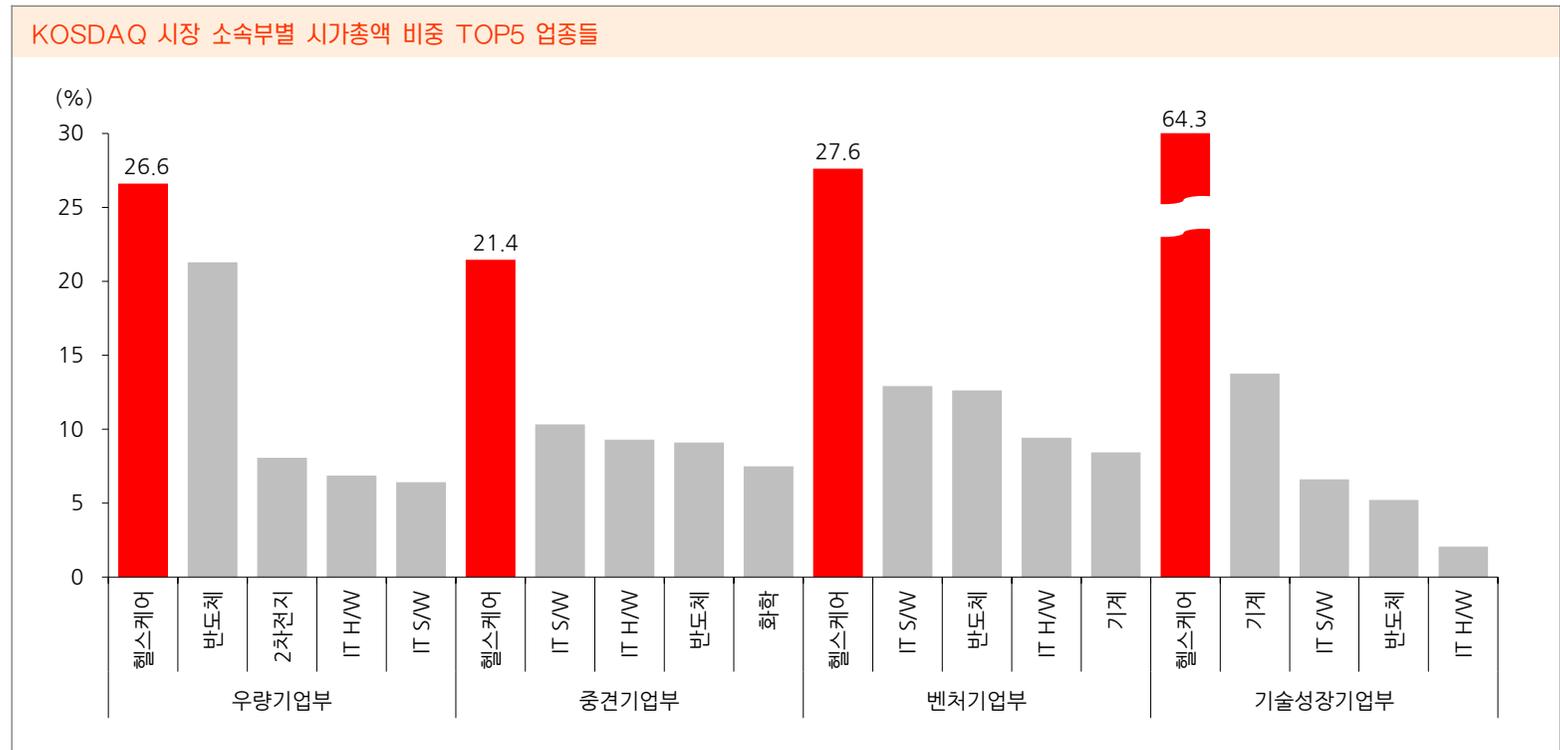


자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



정책적 지원 고려하면 제약/바이오

- ❖ 중소기업벤처부는 2025년 5월 제약바이오벤처TF 신설. 지난 9월 5일 글로벌 5개 강국 도약을 위한 바이오 혁신 토론회 개최
- ❖ 중소기업의 메인은 제약/바이오. 실제로 KOSDAQ 시장의 소속부별 시가총액 비중을 살펴보면 압도적으로 헬스케어가 1위
- ❖ 정책적 지원이 뒷받침된다면 제약/바이오가 우선순위일 것. 2차전지보다 제약/바이오 선호 이유



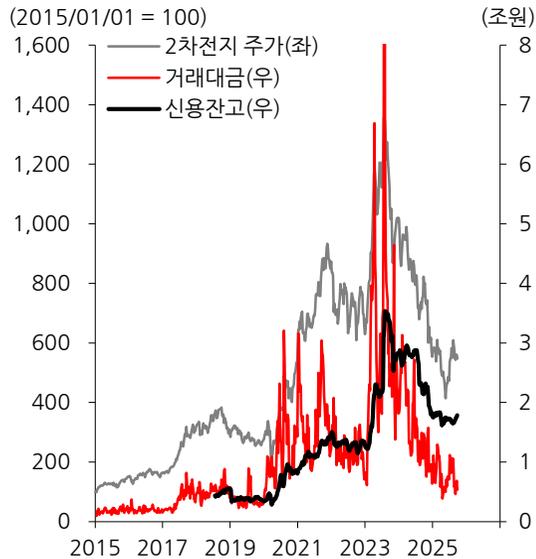
주: 우량기업부는 규모, 재무상태, 성과 등 고려 / 기술성장기업부는 상장특례적용기업들 등 / 벤처기업부는 녹색, 이노비즈 인증 또는 R&D 투자비율 5% 이상 등 / 중견기업부는 나머지 기업
 자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



2차전지는 아직

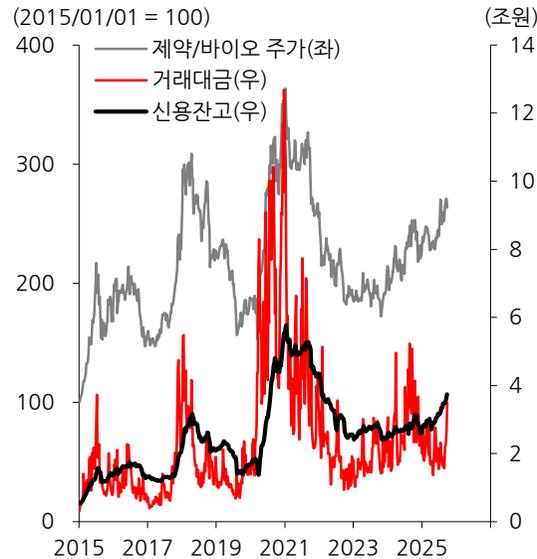
- ❖ 우리나라 BIG3 업종은 반도체, 제약/바이오, 2차전지. 이들 업종의 주가 강세는 신용잔고와 거래대금 증가를 동반
- ❖ 특히 신용잔고를 넘어서는 거래대금이 지속될 경우 주가 급등. 빌려 투자한 돈 전체 금액보다 하루 거래대금이 더 많다는 것
- ❖ 2차전지 신용잔고는 정체. 신용잔고는 갈수록 감소. 개인들은 2차전지보다 제약/바이오와 반도체에 투자

2차전지 업종의 거래대금과 신용잔고



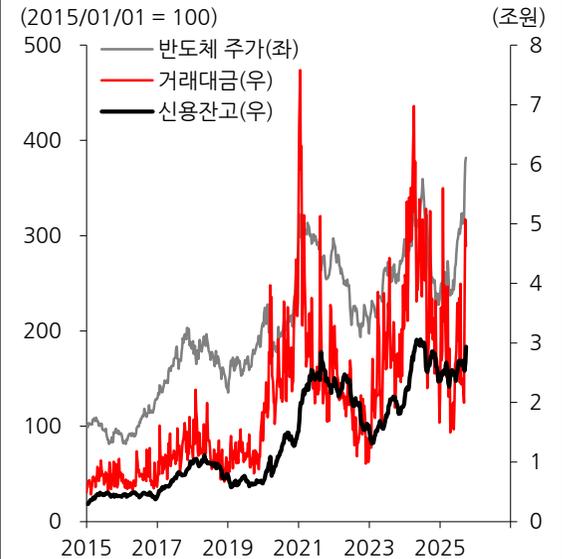
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

제약/바이오 업종의 거래대금과 신용잔고



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

반도체 업종의 거래대금과 신용잔고

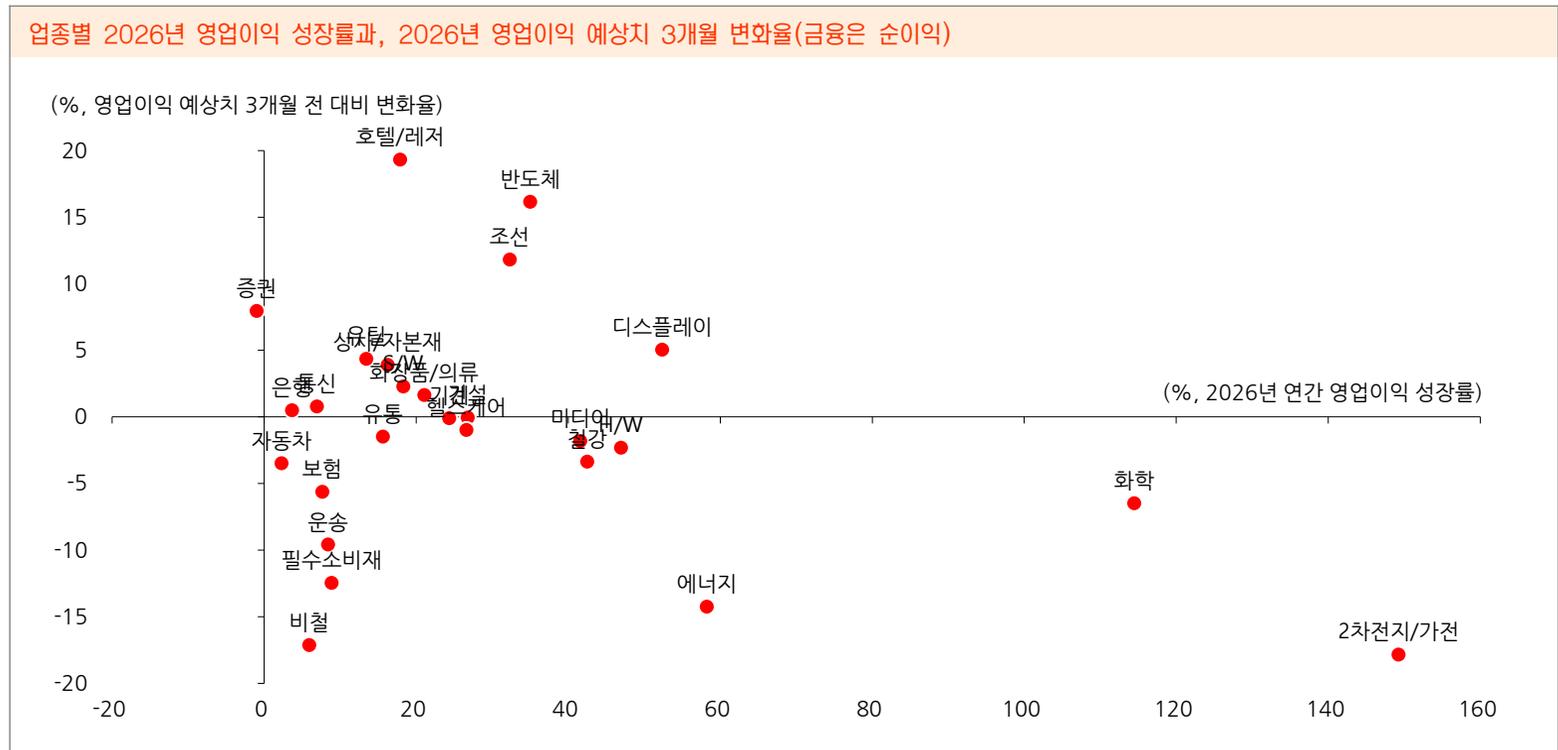


자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



2026년 전망이 밝아지는 업종들(1/2)

- ❖ 원점(0)을 중심으로 오른쪽에 있으면 2026년 영업이익이 2025년보다 성장하는 업종들
- ❖ 원점(0)을 중심으로 위쪽에 있으면 최근 3개월 동안 2026년 영업이익 예상치가 상향된 업종
 - : 호텔/레저, 반도체, 조선, 디스플레이 상향
 - : 2차전지/가전, 비철, 화학, 에너지 하향



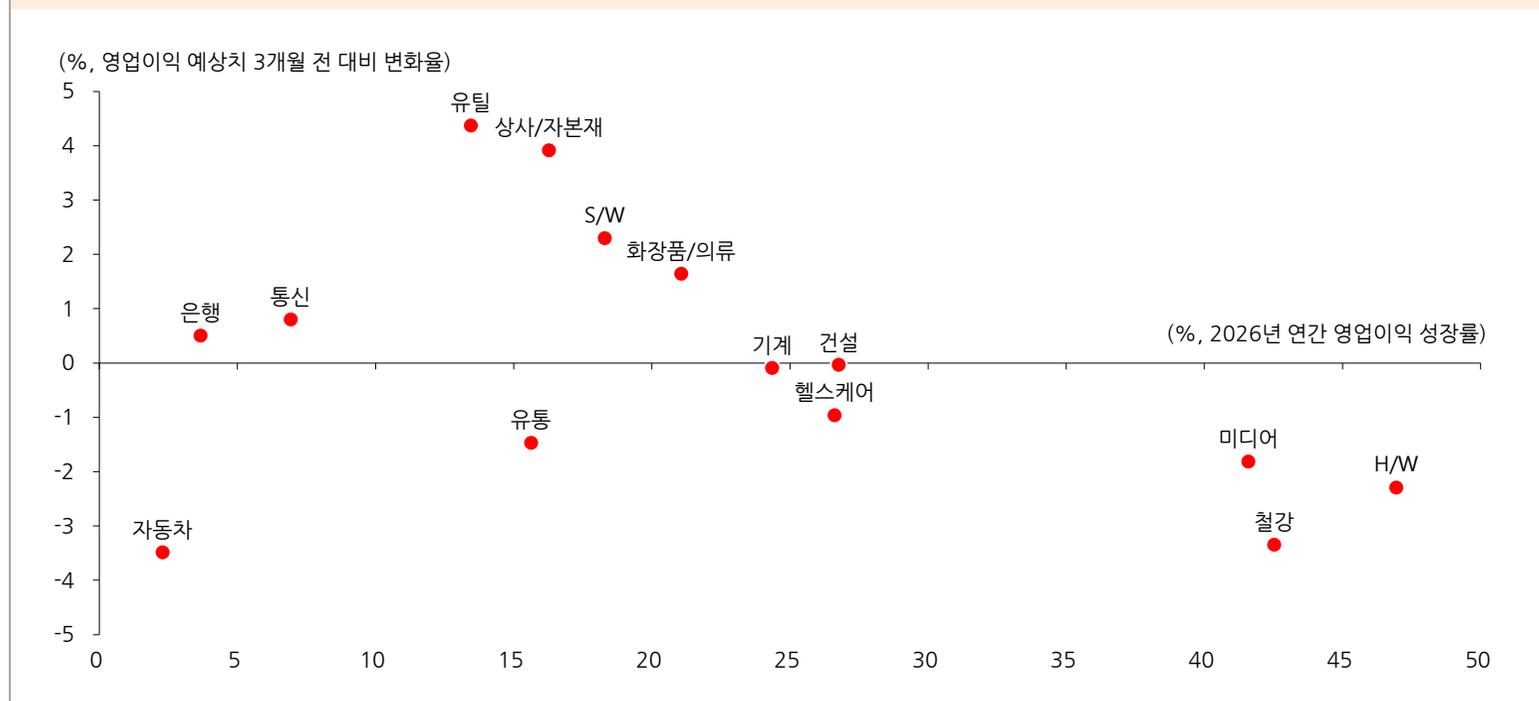
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



2026년 전망이 밝아지는 업종들(2/2)

- ❖ 세부적으로 보면,
 - : 유틸, 상사/자본재, S/W, 화장품/의류 상향
 - : 자동차, 철강, H/W, 미디어 하향

업종별 2026년 영업이익 성장률과, 2026년 영업이익 예상치 3개월 변화율(금융은 순이익) - 직전 페이지에서 확대한 차트



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



2026년 진짜 모멘텀 종목

#	코드	종목명	업종명	시가총액 (십억원)	2025년 예상 순이익 개별 추정치 중 최고값 (십억원)	2026년 예상 순이익 개별 추정치 중 최저값 (십억원)	2025년 최고값 대비 2026년 최저값 증가율 (%)	2025년 대비 2026년 연간 순이익 증가율 (%)
1	A008770	호텔신라	소매(유통)	2,088	23	62	169.6	515.3
2	A036570	엔씨소프트	소프트웨어	4,729	103	198	93.4	159.6
3	A006360	GS건설	건설, 건축관련	1,563	181	293	61.9	246.2
4	A007660	이수페타시스	IT하드웨어	5,322	152	193	27.0	33.6
5	A068270	셀트리온	건강관리	41,107	944	1,198	26.9	52.4
6	A010120	LS ELECTRIC	기계	8,190	319	381	19.4	32.3
7	A192820	코스맥스	화장품, 의류, 완구	2,571	117	135	15.0	58.5
8	A003230	삼양식품	필수소비재	11,043	431	486	12.8	33.6
9	A000720	현대건설	건설, 건축관련	6,102	540	602	11.5	50.0
10	A278470	에이피알	화장품, 의류, 완구	8,422	290	323	11.4	38.0
11	A028260	삼성물산	상사, 자본재	31,939	2,127	2,367	11.3	16.4
12	A001440	대한전선	기계	2,827	90	95	5.6	63.9
13	A271560	오리온	필수소비재	4,100	426	446	4.8	11.9
14	A047810	한국항공우주	상사, 자본재	10,440	277	285	3.0	51.7
15	A011070	LG이노텍	IT하드웨어	4,480	417	426	2.2	35.0
16	A086280	현대글로비스	운송	12,638	1,722	1,750	1.7	5.7
17	A023530	롯데쇼핑	소매(유통)	1,989	188	191	1.6	57.2
18	A064960	SNT모티브	자동차	889	105	105	0.5	19.5

주1: '진짜모멘텀'은 컨센서스의 비교가 아닌, 내년에 가장 비판적으로 바라보는 개별 예상치 값이 올해 가장 낙관적으로 전망하는 개별 예상치보다 높은 종목. 모멘텀을 가장 보수적으로 볼 수 있는 방법

주2: 매년 10월 말 기준 진짜모멘텀 상위 10개 종목의 6개월 보유 수익률(다음해 4월 말까지)는 2012년 이후 한 해(2021년)를 제외하고 모두 시장 수익률 상회

주3: KOSPI 시가총액 3,000억원 이상, 적자가 예상되거나 금융 섹터 종목에 속할 경우 제외, 1개월 동안 발표된 개별 추정치가 4개 이상인 종목 기준

자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

2026
연간전망



김수연 | sooyeon.k@hanwha.com | 3772-7628

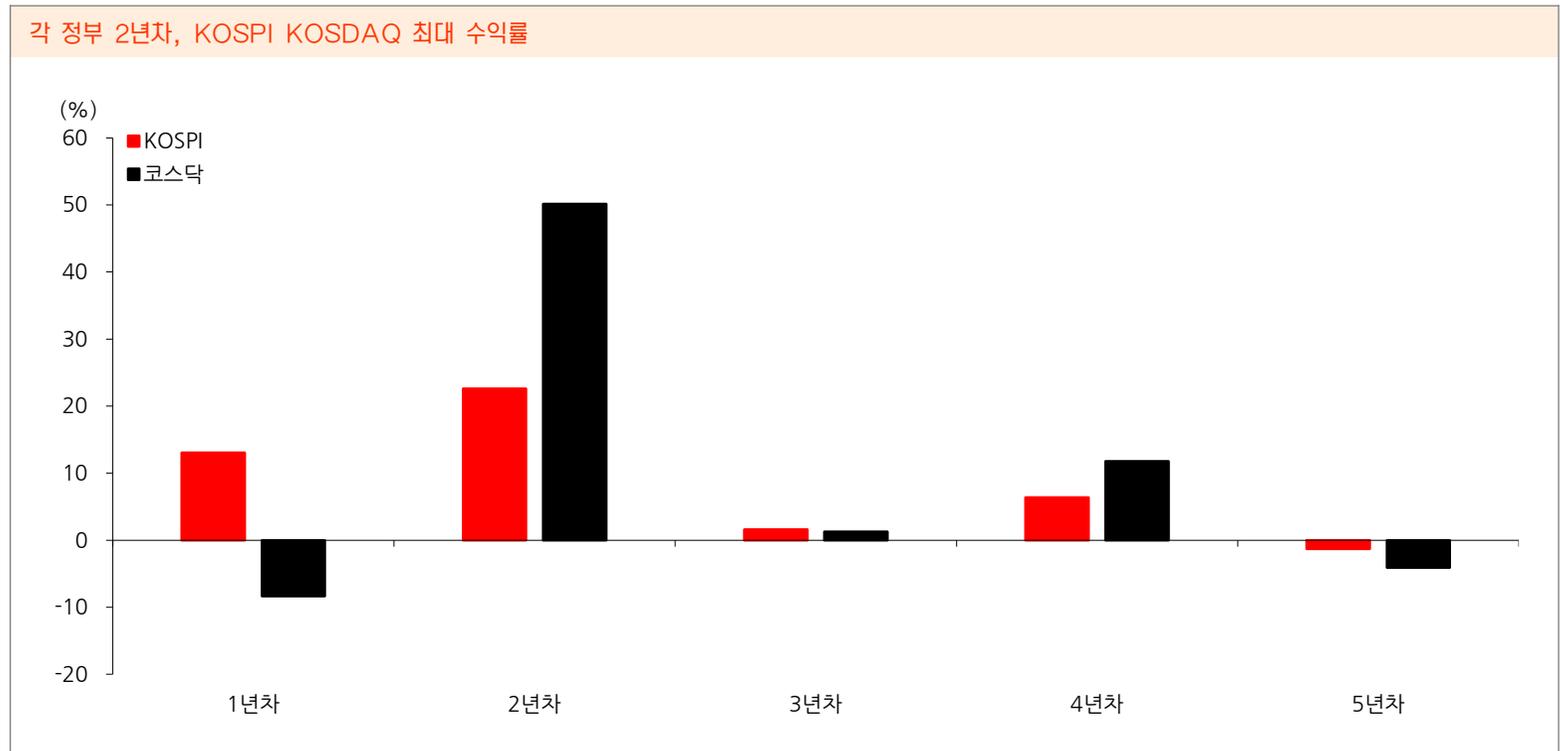
V

시황
추론의 시대



2년차의 수익률

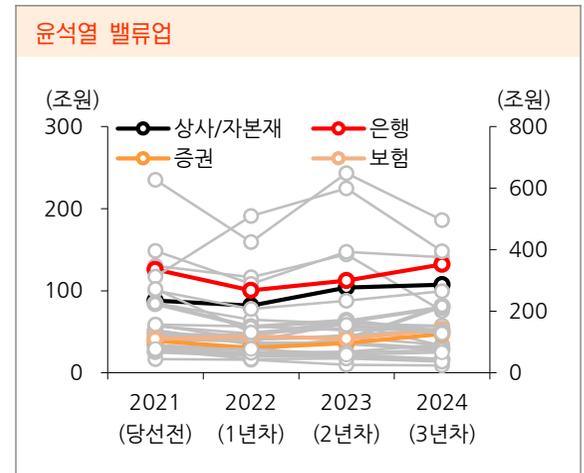
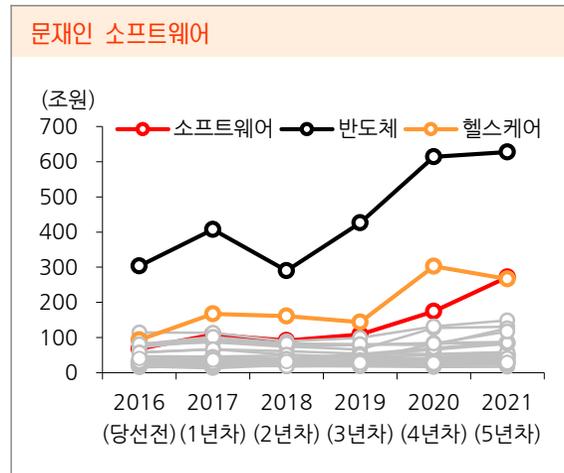
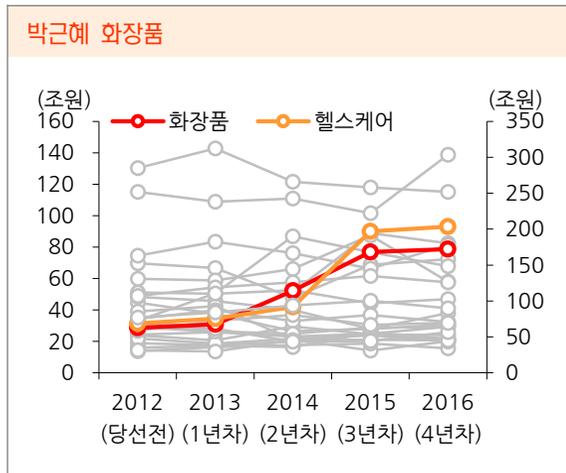
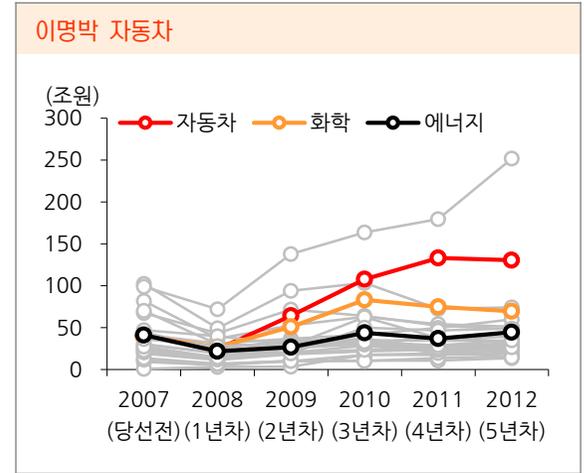
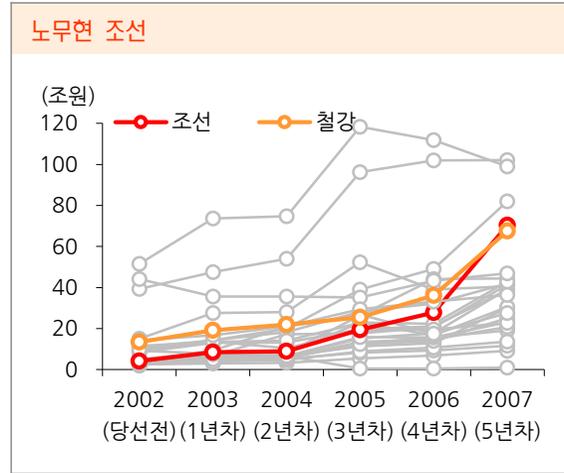
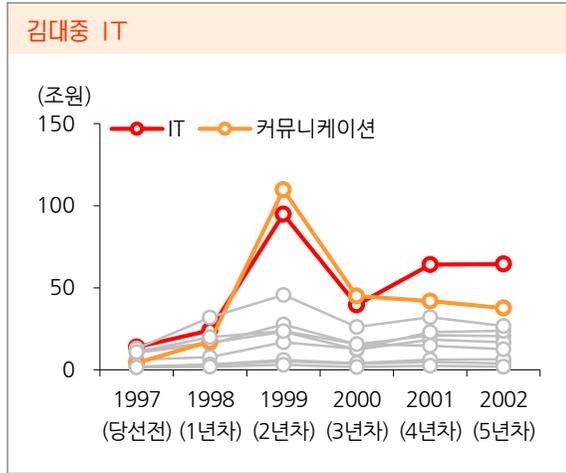
- ❖ 정권 2년차, 주식시장 성과 가장 좋고 주도업종이 드러나는 시기
- ❖ 1년차에 정책 방향을 정하고 2년차에 드라이브를 걸기 때문. 3년차엔 확실한 주도업종이 됨
- ❖ 김대중 IT, 노무현 조선 철강, 이명박 자동차, 박근혜 화장품 헬스케어, 문재인 소프트웨어, 윤석열 밸류업 등



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



주도업종은 2년차에 부각

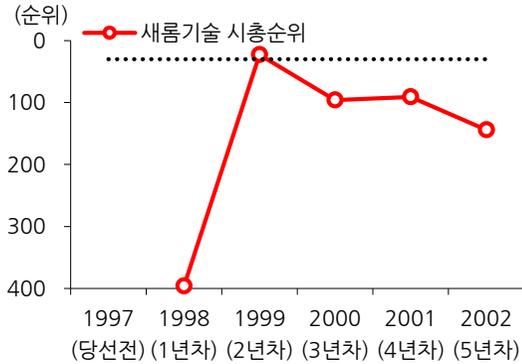


자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

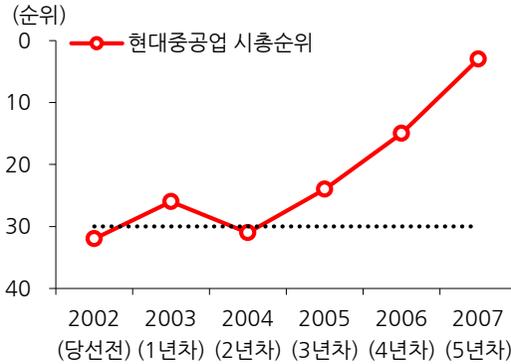


2년차, 주도주 시총 30위 안으로

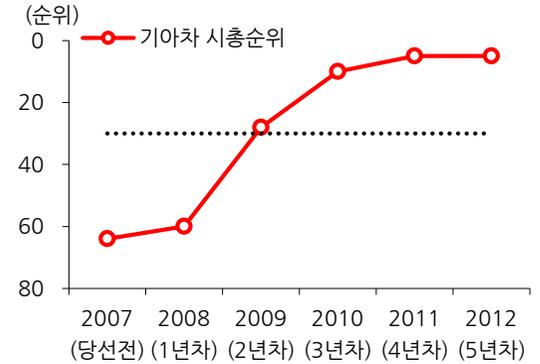
김대중 새롬기술



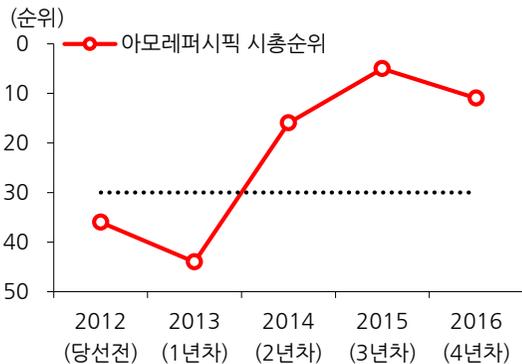
노무현 현대중공업



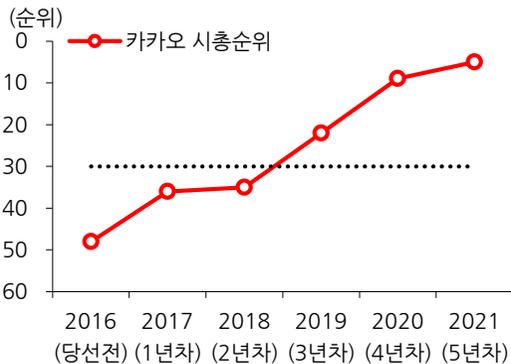
이명박 기아차



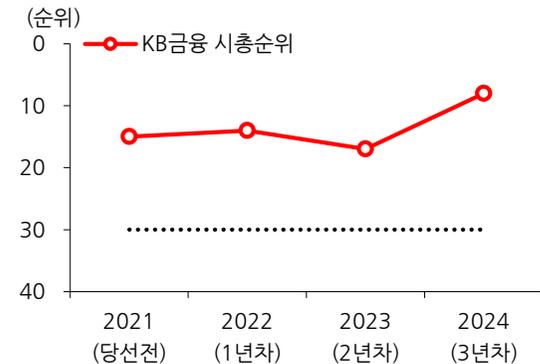
박근혜 아모레퍼시픽



문재인 카카오



윤석열 KB금융

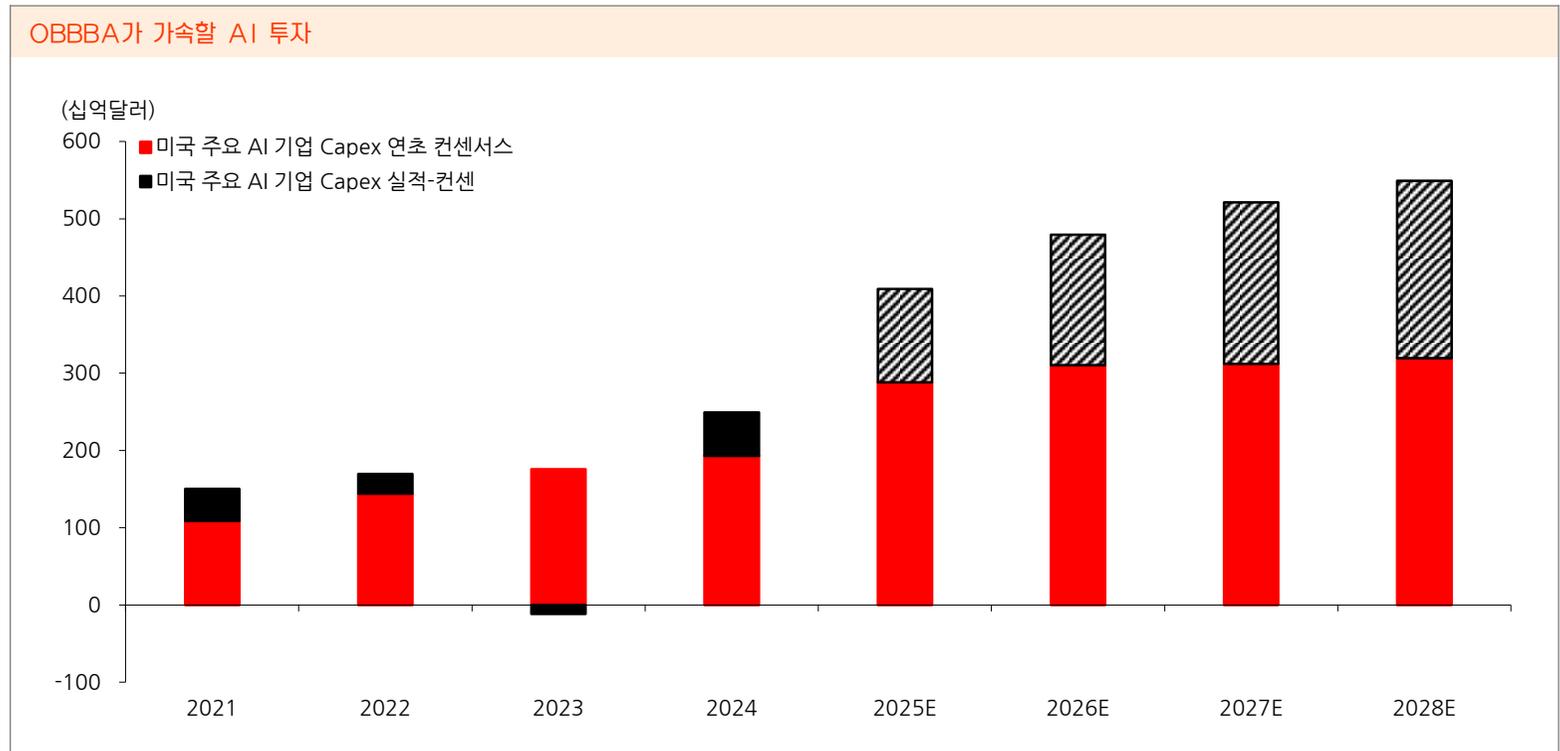


자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



AI 투자 가속 구간

- ❖ 7월 초 OBBBA 통과. 보통 5년에 걸쳐 상각하는 R&D, Capex 비용을 전액 당기 비용처리 가능하도록 허용
- ❖ 기업들의 세금 부담 줄이고 투자 장려. 이후 알파벳, 메타, 애플 등 테크 기업들 투자 확대 발표
- ❖ 미 주요 AI 투자 6개사, 2021~2024년 Capex 8,000억달러 vs. 2025~2028년 Capex 예상치 2조달러



주: 마이크로소프트, 애플, 알파벳, 아마존, 메타, 오라클 등 6개사. 2025~2028년은 9월말 컨센서스 - 연초 컨센서스
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



2018년의 감세, 2025년의 감세

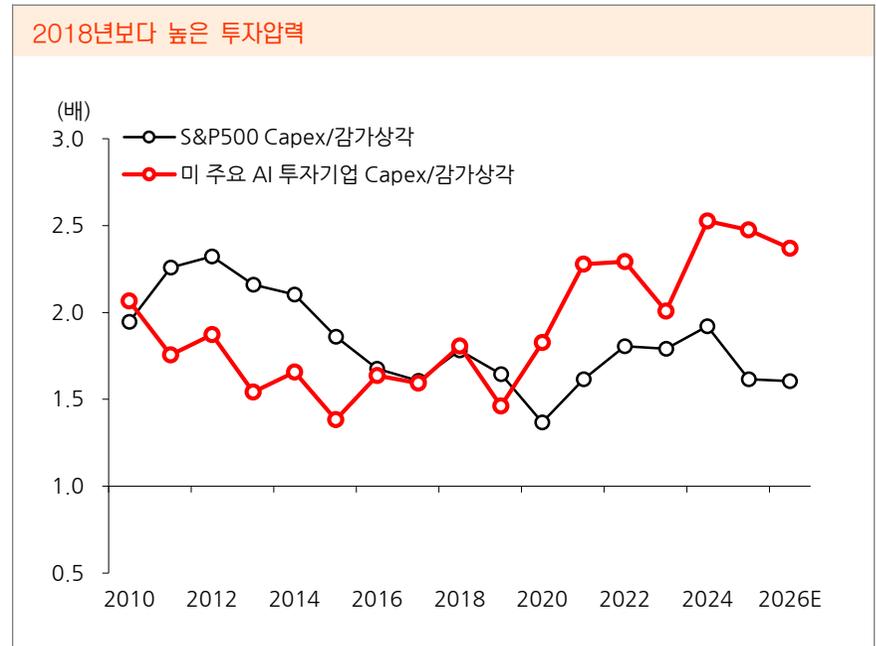
- ❖ 2017년 세금 감면 및 일자리 법(TCJA), 2018~2022년 감가상각 당해 100% 허용
- ❖ S&P500 2018년 Capex 전년비 19% 늘었고 2019년까지 투자 증가
- ❖ 2025년 OBBBA로 주요 AI 기업들 투자 가속 기대
- ❖ S&P500 기업들의 Capex/감가상각 비율은 1.7배 내외로 유지
vs. 주요 AI 기업들의 Capex/감가상각 비율은 2010년대 1.7배 → 2020년대 2.2배 → 2025~26년 2.4배

2018년 가속상각으로 Capex 19% 증가



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

2018년보다 높은 투자압력



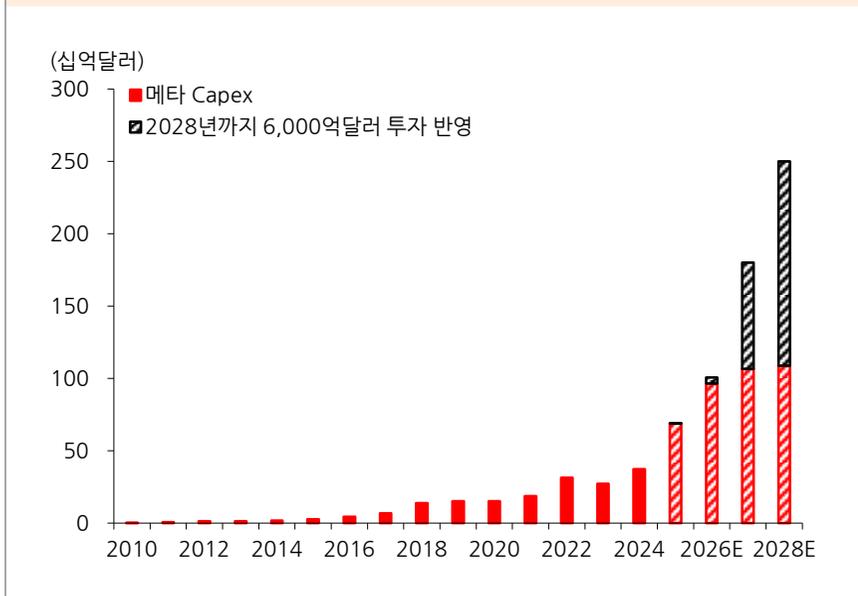
주: 마이크로소프트, 애플, 알파벳, 아마존, 메타, 오라클 등 6개사
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



메타, “2028년까지 AI에 최소 6,000억달러 투자”

- ❖ 알파벳, 2025년 Capex 가이드런스 750억달러 → 850억달러 상향
- ❖ 메타, 2028년까지 AI에 최소 6,000억달러 투자
- ❖ 애플, 향후 4년간 미국에 6,000억달러 투자
- ❖ 빅테크들의 AI 투자계획은 아직 컨센서스에 녹아들지 않고 있음

마크 주커버그: “6,000억달러면 될까요?”



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

테크 CEO들: “투자 늘릴게”

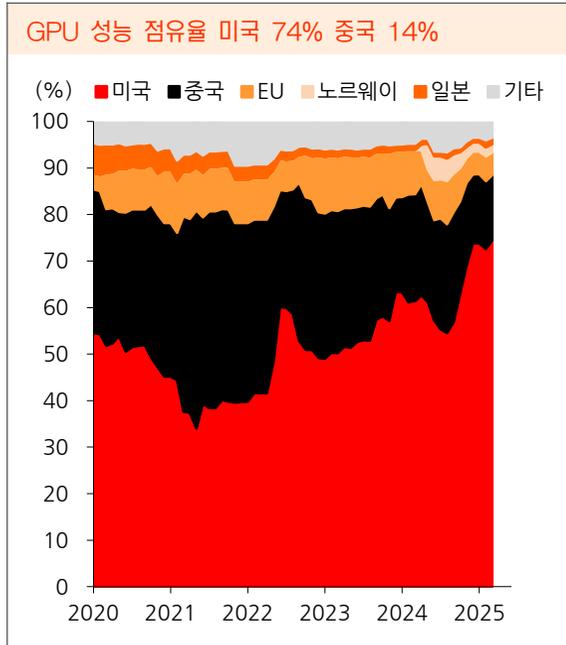


자료: 미 백악관

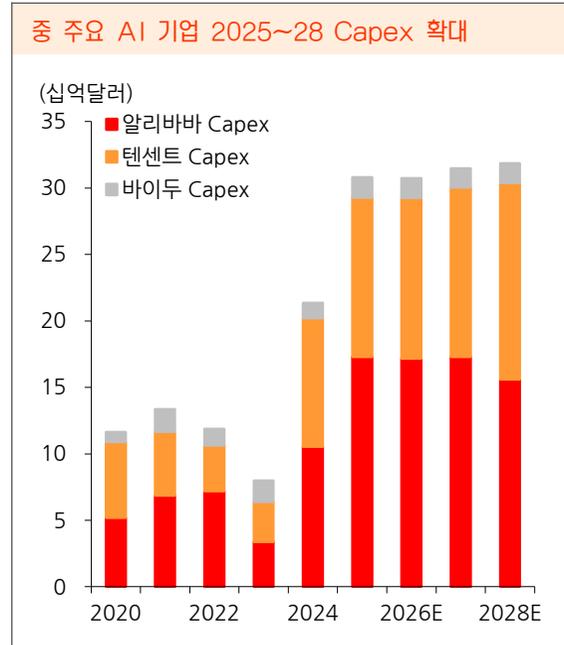


중국, AI 치킨게임 돌입

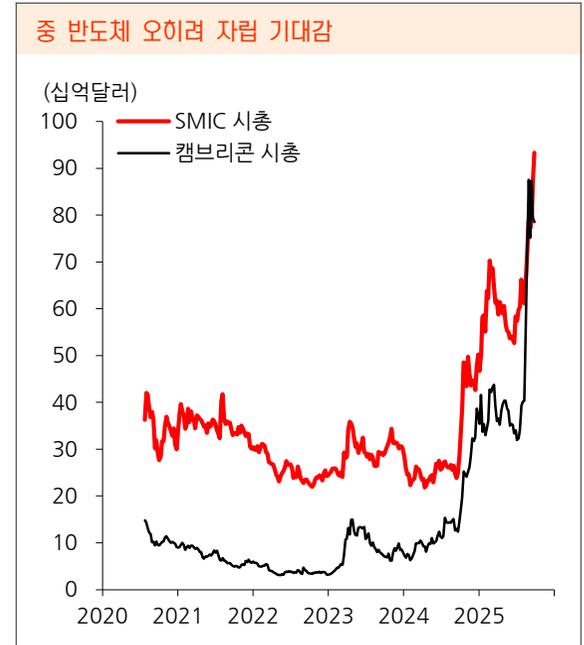
- ❖ 중국, 지방정부 보조금으로 AI 투자 확대. 선전(2025.01 6억달러), 상하이(2025.02 1.4억달러) 등 AI 보조금 패키지 발표
- ❖ 알리바바, 향후 3년동안 AI에 3,800억위안(532억달러)보다 더 투자
- ❖ 텐센트, 올해 매출의 10%를 AI 인프라에 투자
- ❖ 미국의 엔비디아 GPU 수출 규제로 자체 반도체 시장 성장 기대



자료: EpochAI, 한화투자증권 리서치센터



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

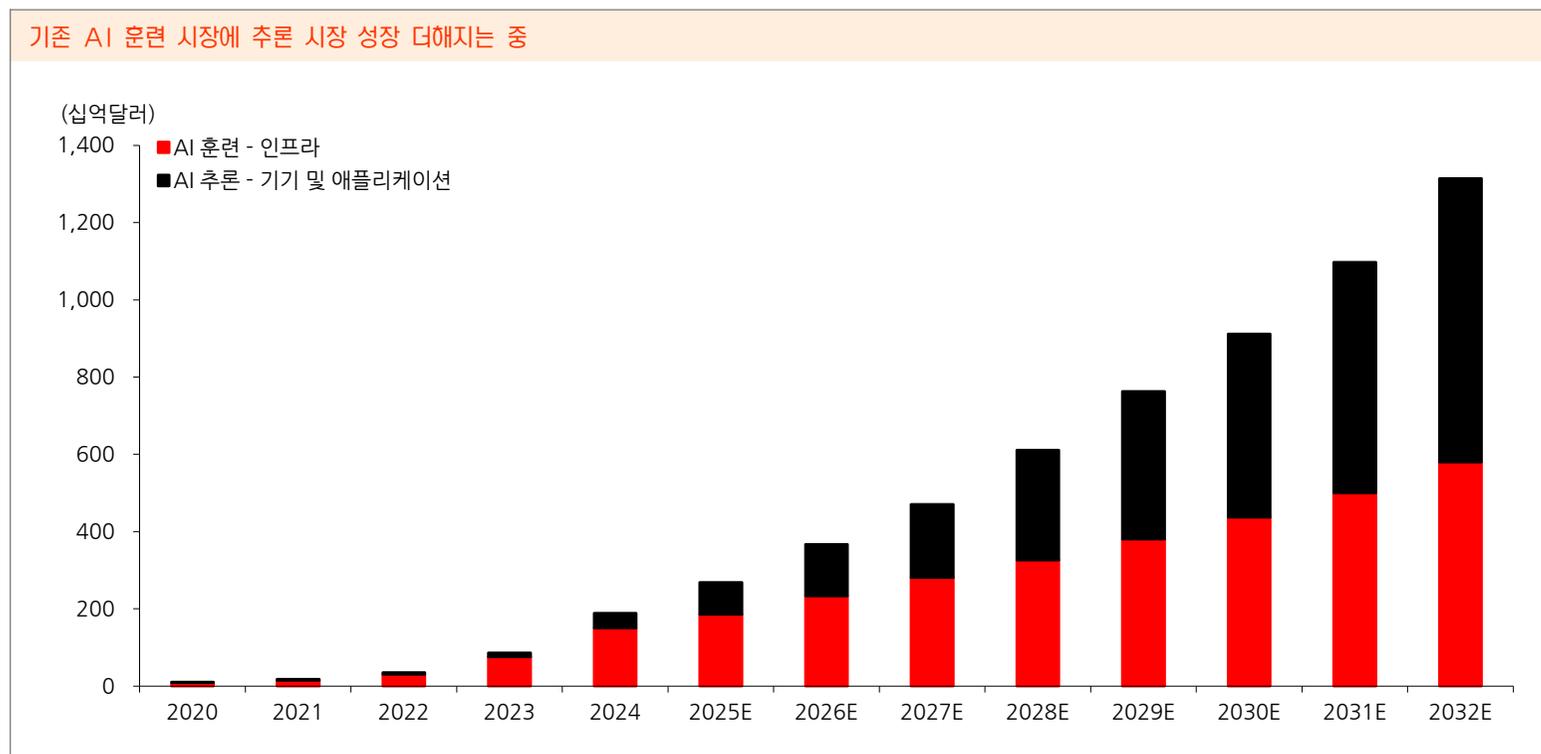


자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



훈련에서 추론으로

- ❖ AI는 훈련에서 추론, GPU에서 NPU, 복잡한 모델에서 가벼운 모델로 변화할 것
- ❖ AI 훈련시장, 2024년 1,500억달러에서 2028년 3,260억달러, 추론시장 같은 기간 390억달러에서 2,850억달러 성장 전망
- ❖ 추론시장, 2024년 AI 훈련시장의 26%. 2029년엔 두 시장 규모 비슷해질 것으로 기대

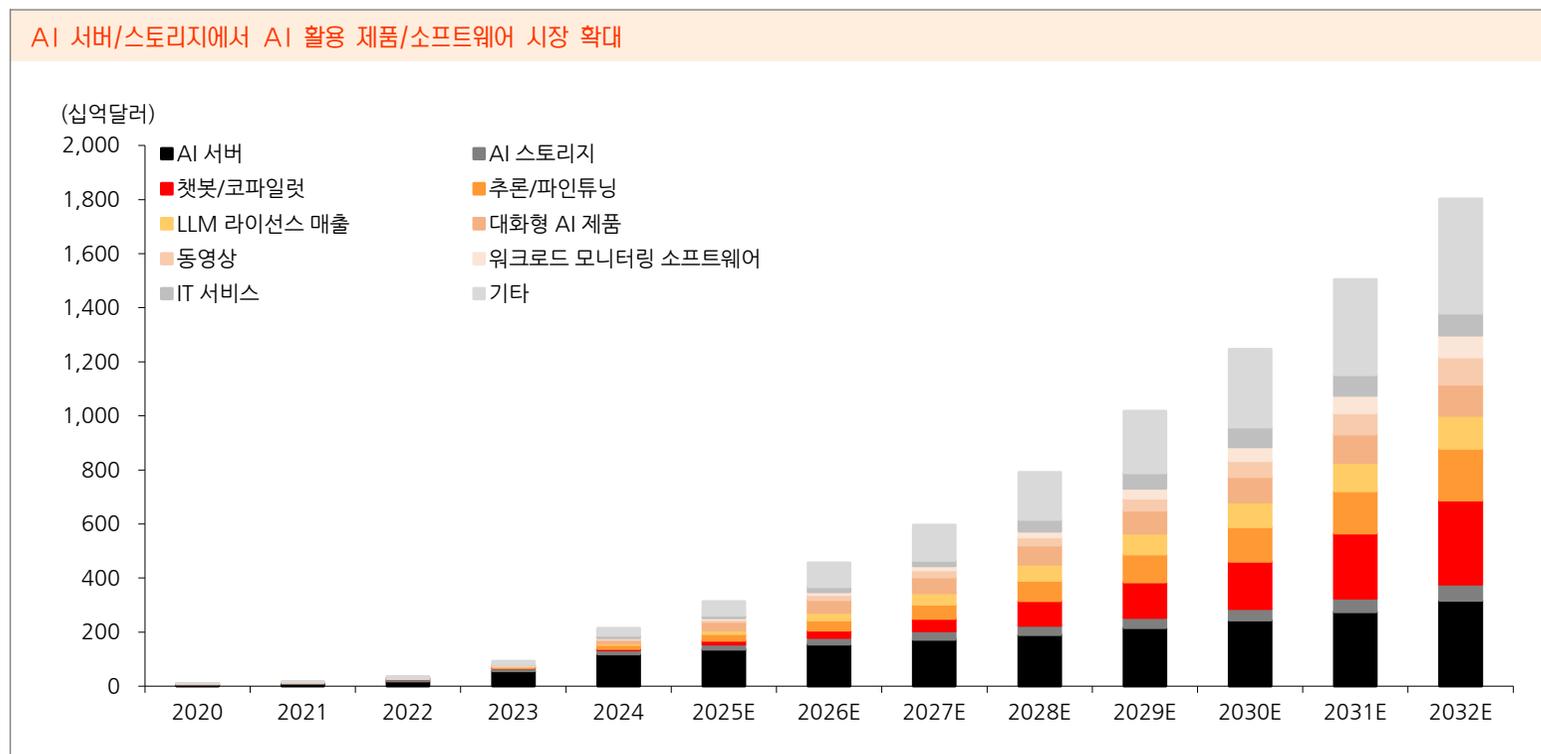


자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



AI 서버/스토리지에서 에이전트로

- ❖ 학습에서 추론으로 시장이 전환되면 AI 에이전트의 비중이 높아지게 됨
- ❖ 서버, 스토리지 시장이 2024~28년 연평균 14% 성장하는 동안
- ❖ 챗봇/코파일럿 107%, 추론/파인튜닝 50%, LLM 라이선스 매출 85%, 대화형 AI 제품 53% 성장 전망

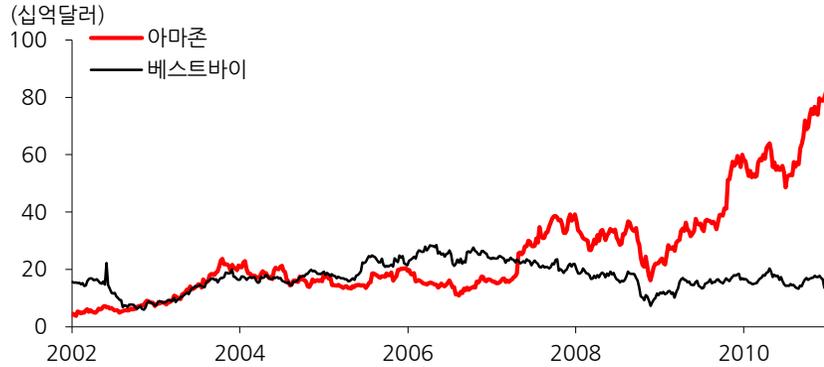


자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



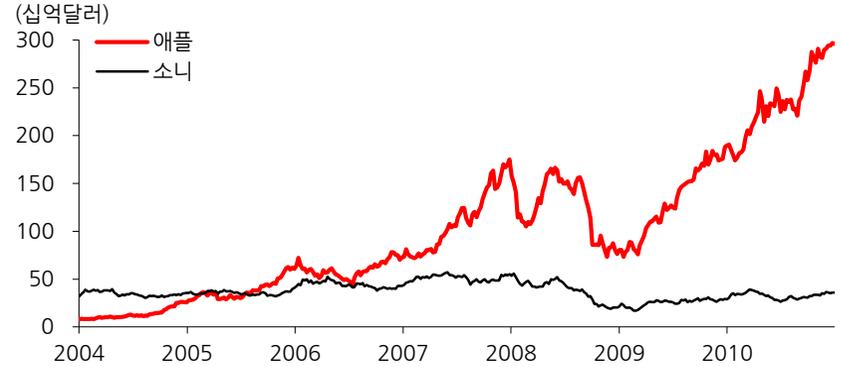
기술이 기존 산업을 잠식하면 성공

전자상거래 등장에 오프라인 상점 잠식



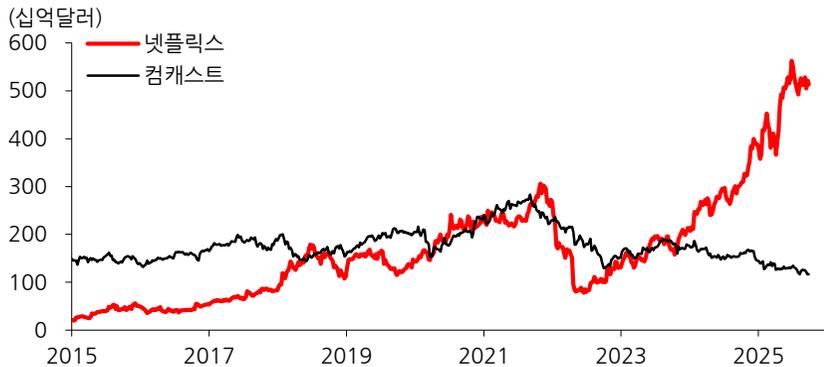
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

스마트폰 등장에 MP3 카메라 잠식



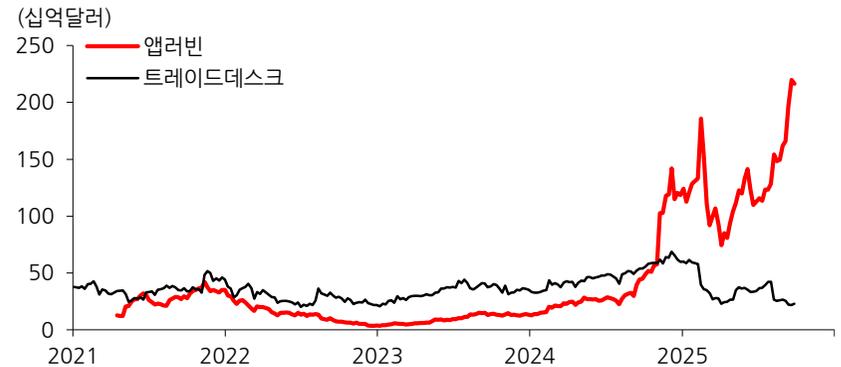
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

스트리밍 등장에 케이블 TV 잠식



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

AI 광고 등장에 기존 광고 잠식

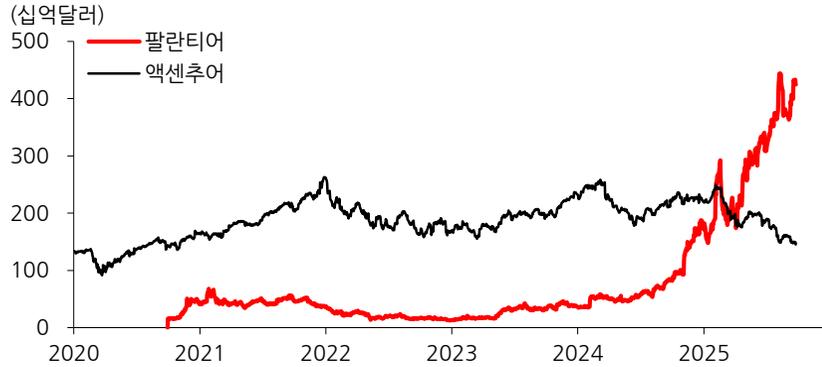


자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



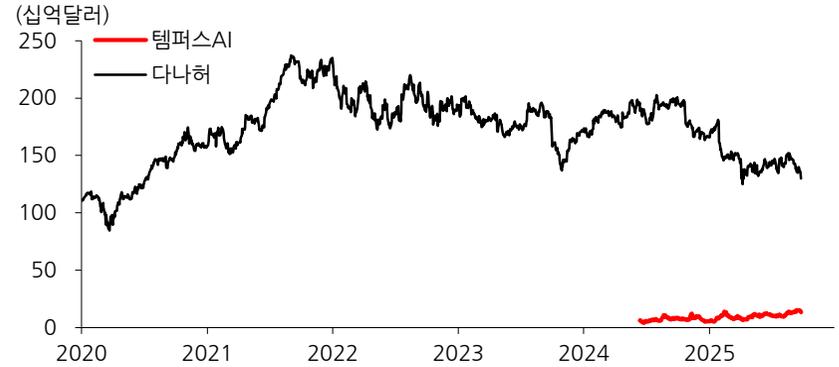
AI, 모든 산업에 침투 중

AI가 전문 컨설팅을 잠식



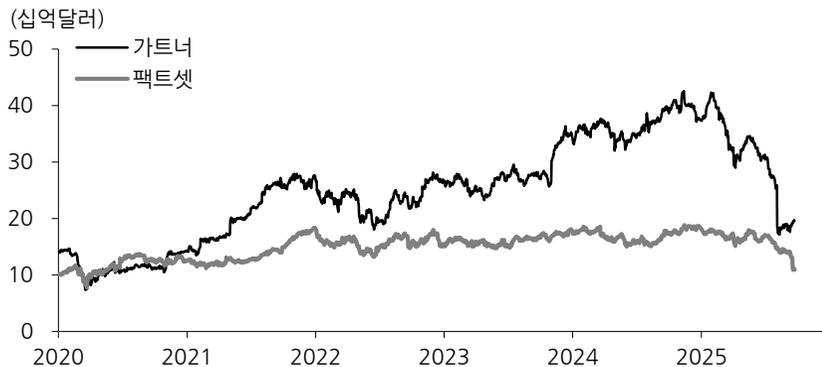
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

AI 진단이 전문 진단을 잠식



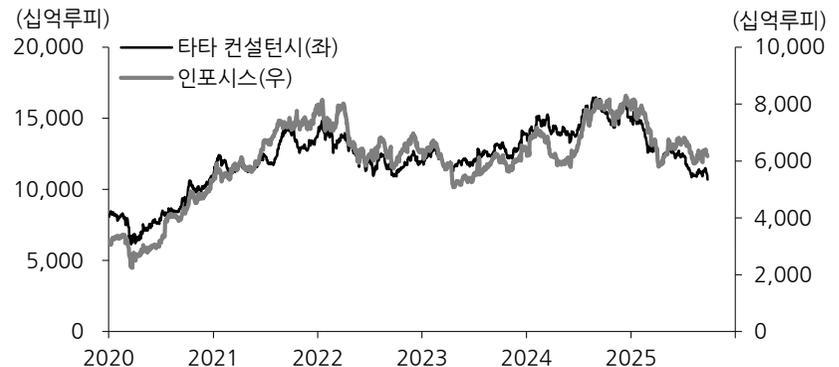
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

AI가 전문 인력을 대체하고



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

전문 지식에 대한 허들을 낮춰주기 때문



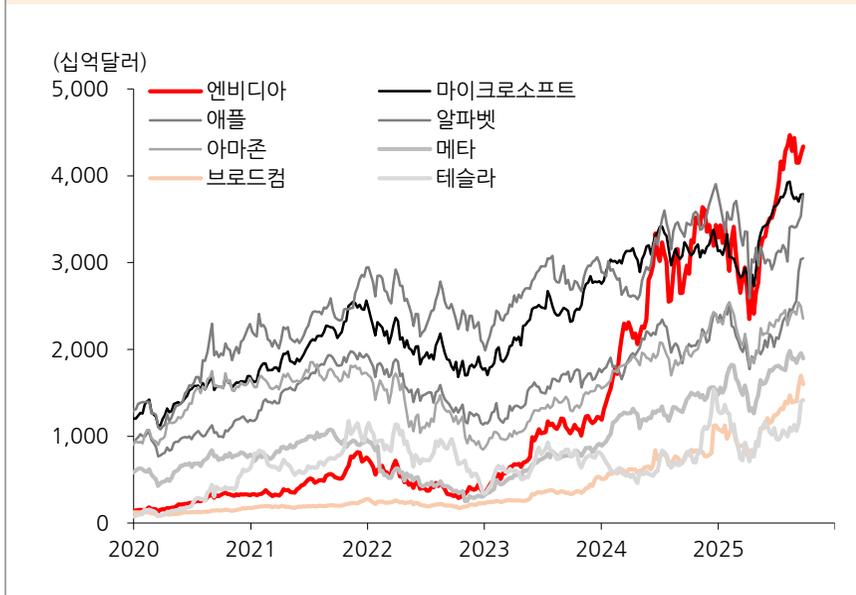
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



추론을 잘 하는 회사

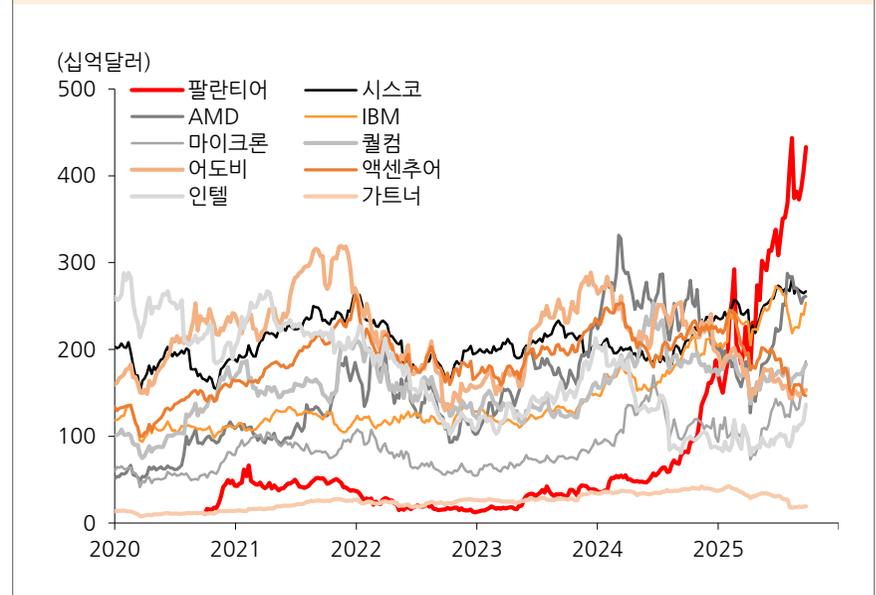
- ❖ 엔비디아, AI 훈련에 특화. 올해 시총 4조달러 넘긴 후 상승세 주춤
- ❖ 브로드컴, AI 추론에 유리
- ❖ 브로드컴 2025, 2026년 예상 매출성장률 각각 22%, 38%로 가속 vs. 같은 기간 엔비디아 58%, 33%로 반락
- ❖ 팔란티어, AI 추론을 잘 할 수 있게 하는 애플리케이션. 팔란티어 신고가 vs. 액센추어, 가트너 52주 신저가

엔비디아, AI 학습으로 글로벌 시총 1위 등극하고



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

팔란티어, AI 추론으로 다른 IT 기업들 추월 중

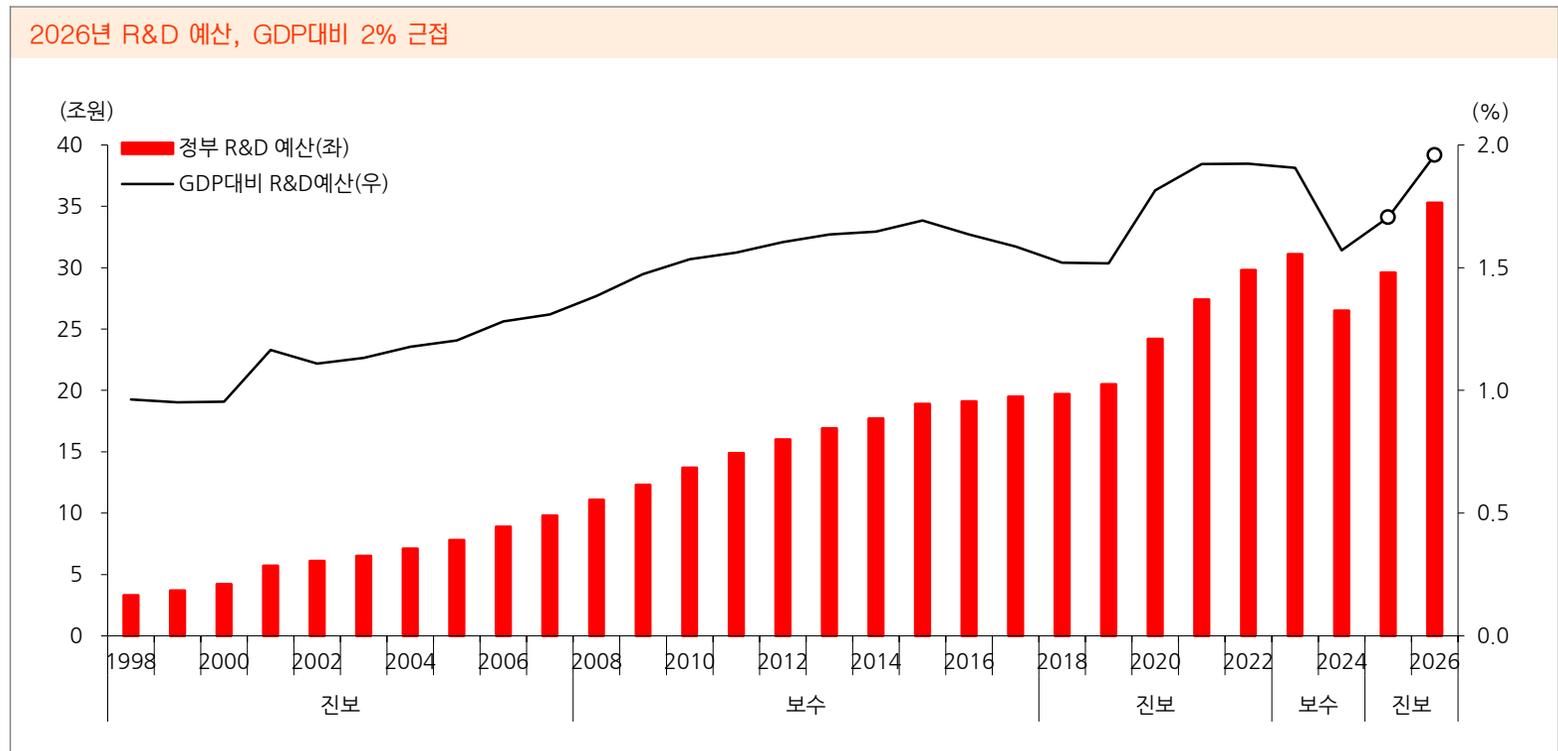


자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



R&D 예산 늘려서

- ❖ 2026년 예산, 이번 정부의 첫번째 재정 계획. R&D 예산 35.3조원, 전년비 +20%
- ❖ 예상 GDP의 1.96%로 역대 최대
- ❖ 핵심은 AI 대전환. 2026년 AI 편성액 2.3조원으로 2025년 1.1조원의 배증
- ❖ 범용인공지능(AGI), 피지컬AI, AI 반도체 지원이 골자



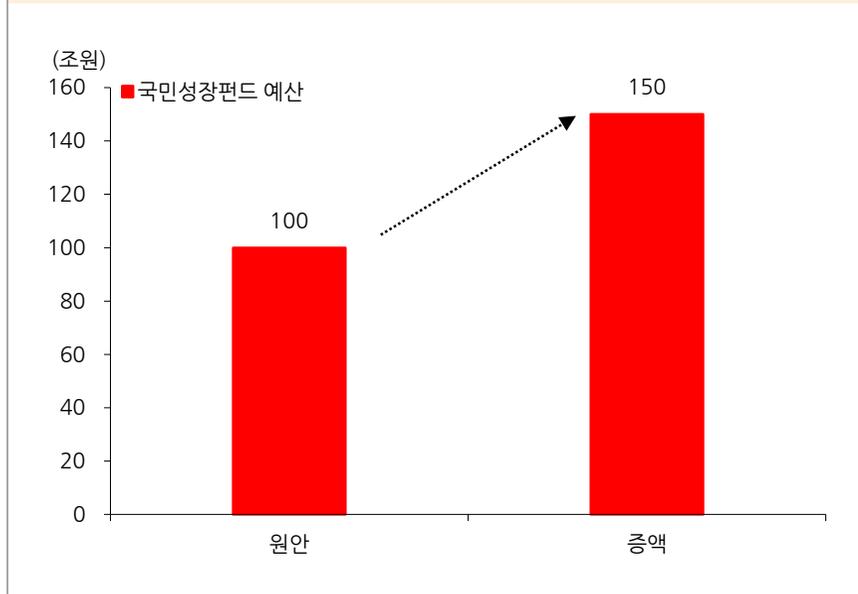
자료: 과학기술정보통신부, IMF, 한화투자증권 리서치센터



시·에 투자

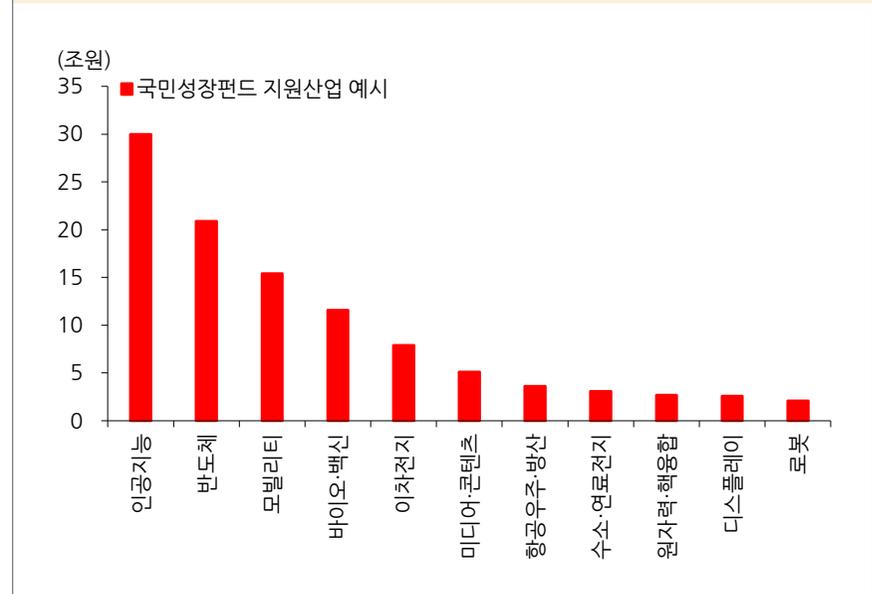
- ❖ 국민성장펀드 기존 100조원에서 150조원으로 확대
- ❖ 직간접투자 50조원(직접 지분투자 15조원 + 간접투자 35조원), 인프라 투·융자 50조원, 초저리대출 50조원
- ❖ 투자 규모는 AI 반도체 모빌리티 바이오 순
- ❖ AI는 GPU 10만장 이상의 AI 데이터센터 및 관련 전력망 구축 목표

100조원 -> 150조원



자료: 금융위원회, 한화투자증권 리서치센터

인공지능 반도체 모빌리티 바이오 순



자료: 금융위원회, 한화투자증권 리서치센터





AI 2.0 밸류체인

국가 차원 인프라 확보 후 모든 산업 AI 전환



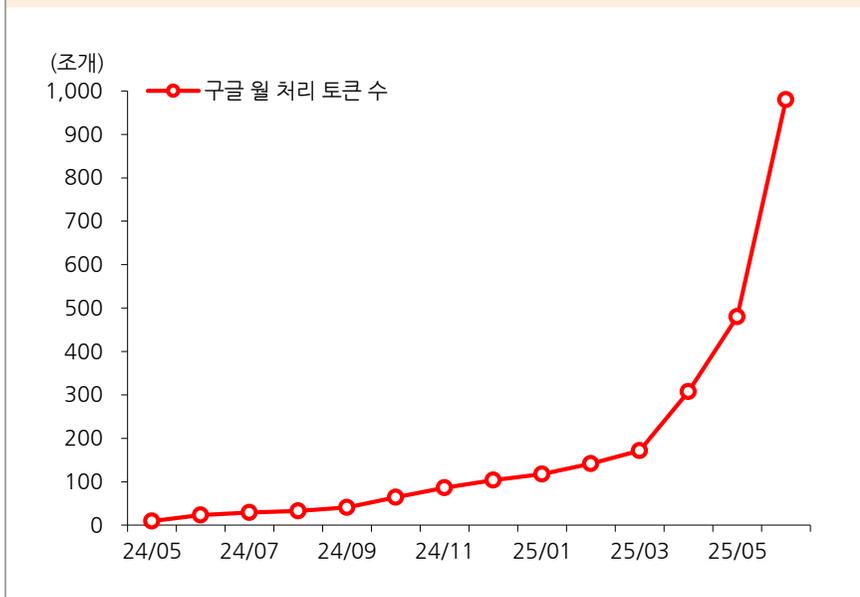
자료: AI 전쟁 2.0 인용, 한화투자증권 리서치센터



합리적 추론

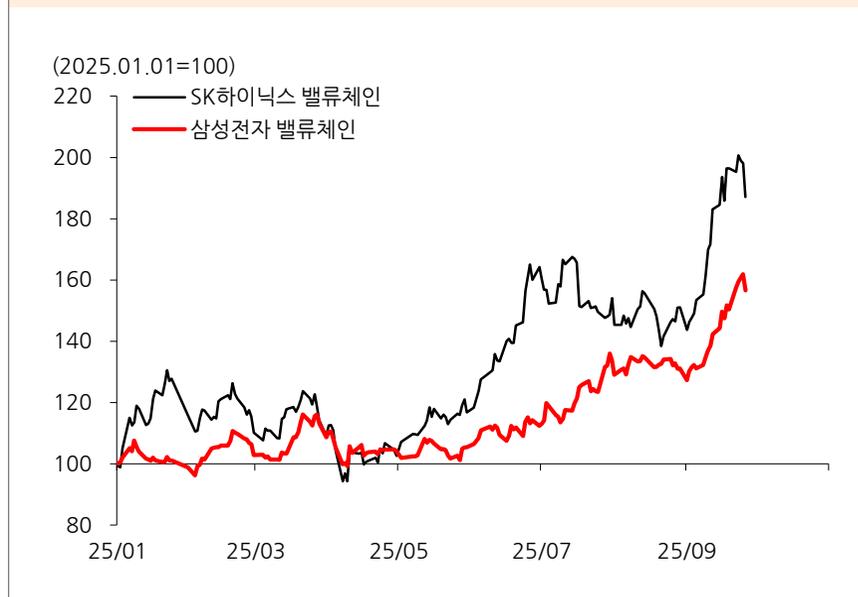
- ❖ AI LLM 훈련 모델에선 컴퓨팅 파워가 중요. 수많은 변수를 정하고 그에 대한 적정 가중치도 구하려면 계산을 많이 해야 함
- ❖ SK하이닉스의 HBM 같은 고사양 메모리 필수적
- ❖ 추론 영역으로 넘어가면 이미 모델의 변수와 가중치가 정해져 있음. 컴퓨팅 파워가 훈련형보다 작아지고 레거시 반도체로 처리 가능
- ❖ 삼성전자 밸류체인, SK하이닉스 밸류체인을 뒤따라 오르기 시작

구글 처리 데이터 규모, 추론 모델로 급증



자료: Google, 한화투자증권 리서치센터

삼성전자 밸류체인, SK하이닉스 밸류체인과 격차 축소



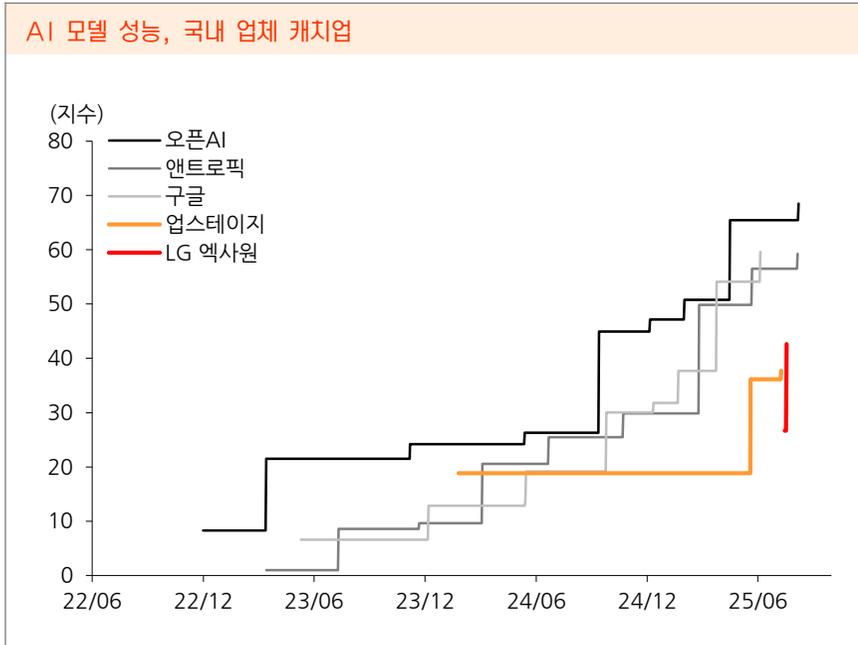
자료: Bloomberg, WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



소버린시가 완성되면

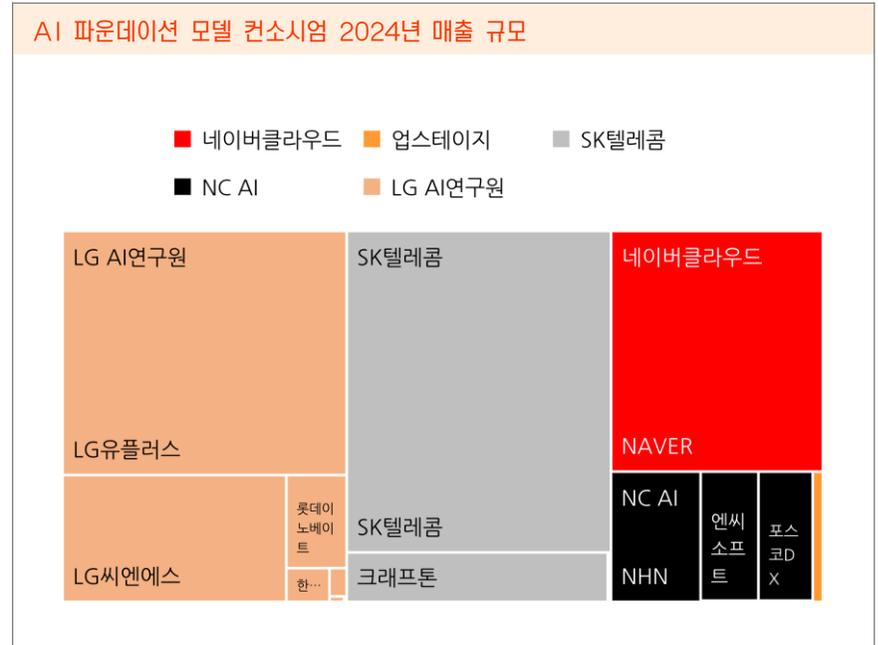
- ❖ 한국형 소버린AI 프로젝트, AI 파운데이션 모델 컨소시엄 구성
- ❖ NAVER는 에이전트 플랫폼, 업스테이지와 LG AI연구원은 프런티어 모델, SK텔레콤은 초거대 AI, NC AI는 산업특화 AI 개발 목표
- ❖ LG AI연구원, 업스테이지 등의 AI 모델이 글로벌 LLM 모델 따라 성능 향상 중. 가격은 오픈AI GPT-5의 15~20% 수준

AI 모델 성능, 국내 업체 캐치업



자료: Artificial Analysis, 한화투자증권 리서치센터

AI 파운데이션 모델 컨소시엄 2024년 매출 규모



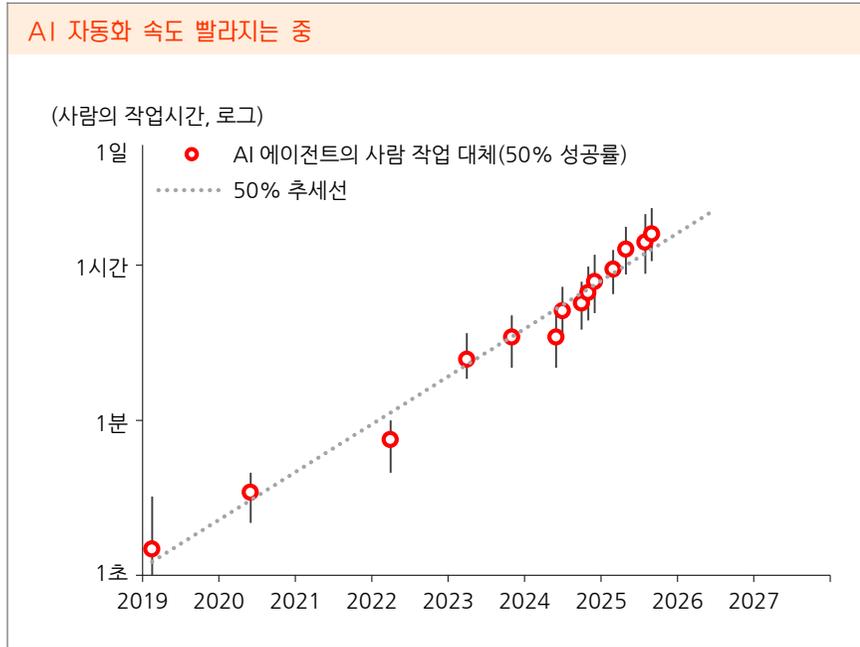
자료: 과학기술정보통신부, WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



마지막은 자동화

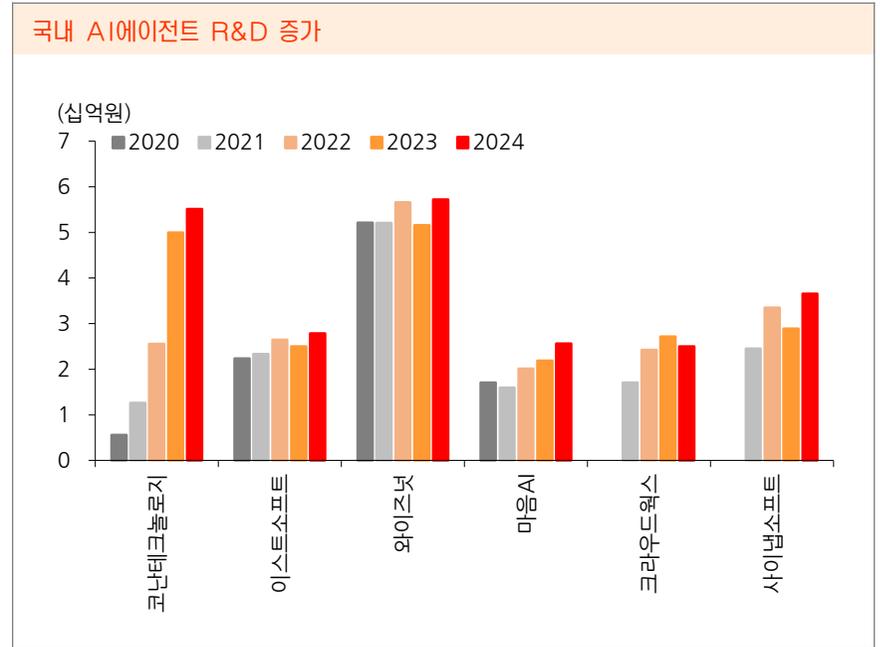
- ❖ AI가 인간 업무능력을 대체하는 속도가 빨라지는 중
- ❖ xAI의 Grok4나 오픈AI의 GPT-5 모델, 인간이 수행했을 때 2시간 정도 걸리는 작업을 시키면 50%의 성공률로 자동화 가능
- ❖ AI의 인간 작업 대체율은 7개월에 두 배씩 향상. 이 추세대로면 인간의 한 달 작업량을 50% 확률로 자동화할 수 있는 시기는 5년 후
- ❖ AI에이전트가 생성형AI에서 물리적AI로 넘어가는 브릿지 역할을 할 것으로 기대

AI 자동화 속도 빨라지는 중



자료: METR, 한화투자증권 리서치센터

국내 AI에이전트 R&D 증가



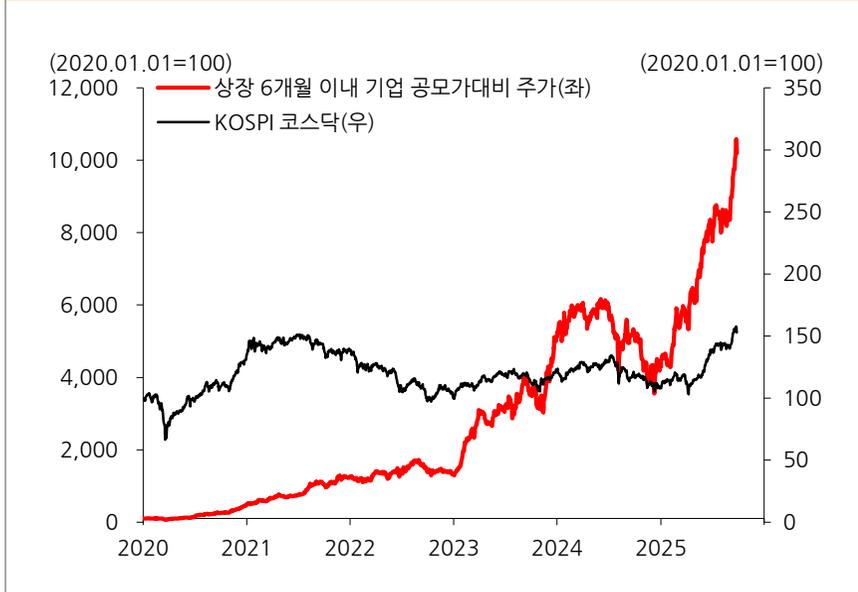
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



2026년 고점은

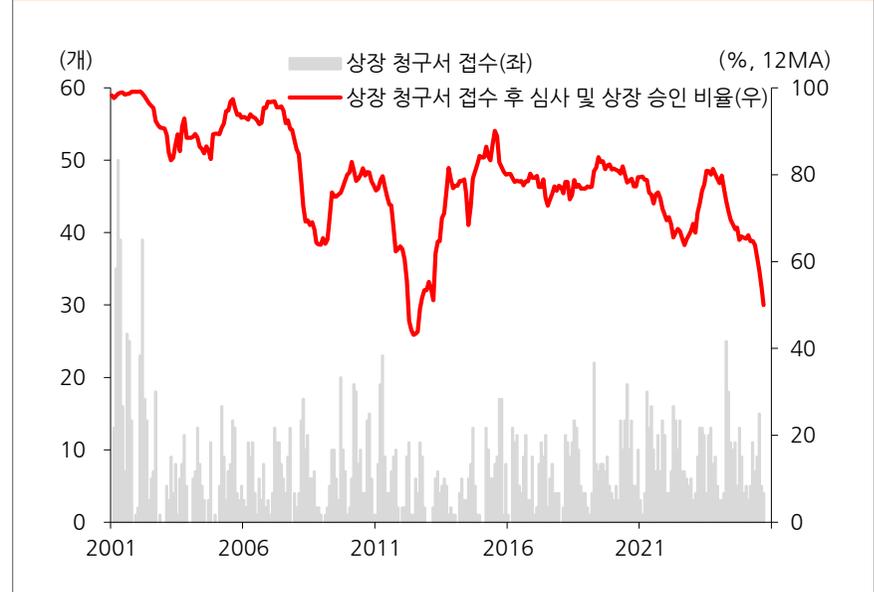
- ❖ 2025년 공모주 연초대비 137% 상승(9/26 기준). KOSPI 상승률 41%의 세 배
- ❖ AI, 바이오, 조선, 소비재가 수익률 견인
- ❖ 상장 승인비율은 저점으로 떨어짐. 예비심사청구 후 45영업일 지난 기업 기준 심사승인 비율 50%. 2001년 이후 평균인 80% 하회
- ❖ 2025년 7월부터 공모주 의무보유기간 확대되면서 심사승인이 난 기업도 증권신고서 제출 미루는 중

포스트IPO 주가 좋은데



자료: KRX, WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

상장은 밀려있음



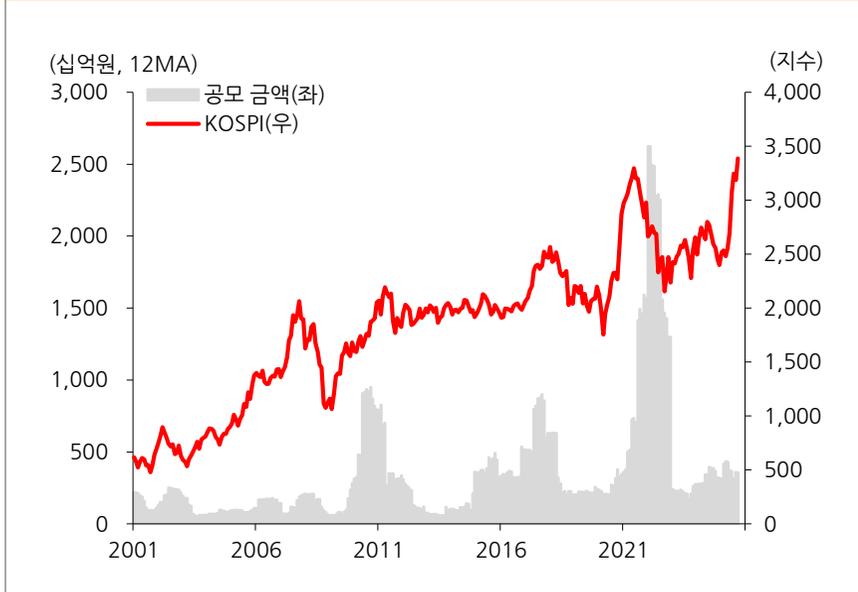
주: 2025년은 예비심사청구 후 45영업일 지난 기업 기준
 자료: KIND, 한화투자증권 리서치센터



IPO가 만든다

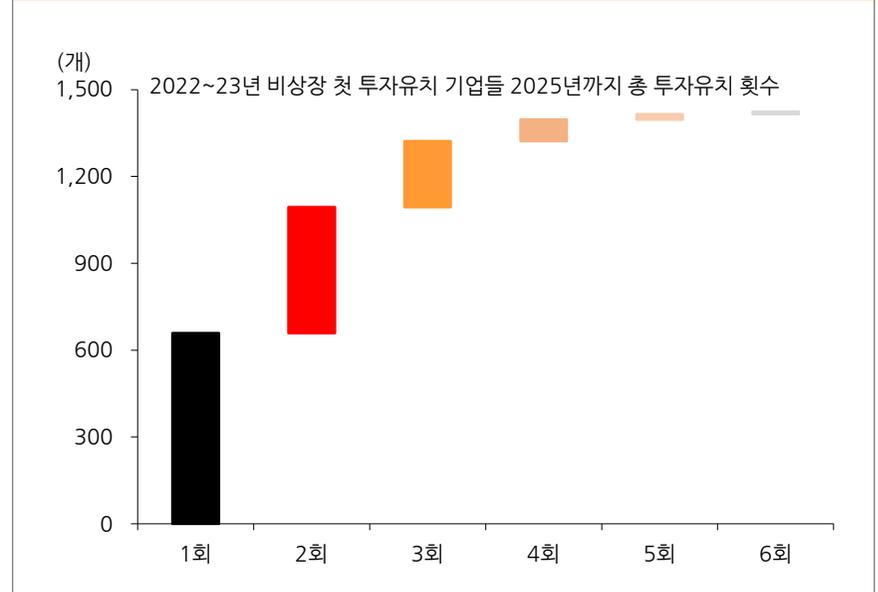
- ❖ 2026년엔 쌓여있는 IPO 물량이 풀릴 가능성
- ❖ 네이버파이낸셜-두나무(15조원), 무신사(3.5조원), 리벨리온(1.9조원) 등이 KOSPI 상장 대기
- ❖ KOSPI 2021~22년 크래프톤, 카카오뱅크, 카카오페이, LG에너지솔루션 등 대형 공모주 시장 진입으로 고점 형성
- ❖ VC 시장 회복되기 시작. 2022~23년 첫 투자유치한 비상장 벤처기업들 2025년 팔로우온 투자 증가

KOSPI, 2021~22년 대형주 IPO로 에너지 소진



자료: KIND, 한화투자증권 리서치센터

2022~23년 첫 투자 받은 비상장 기업들 팔로우온 투자 54%

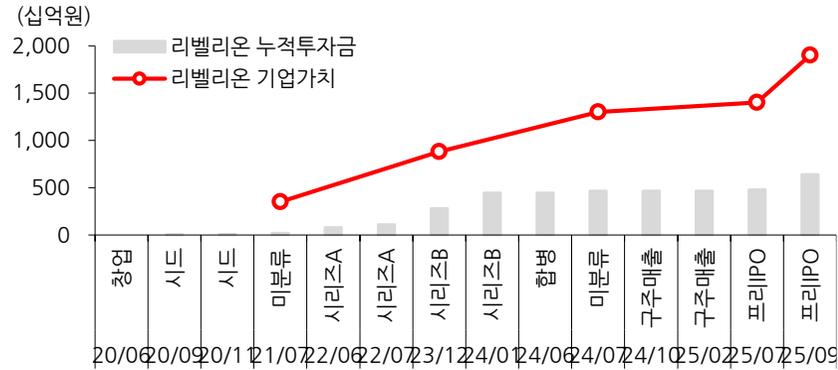


자료: Preqin, 한화투자증권 리서치센터



NPU, SLM 스타트업 상장 대기 중

리벨리온 프리IPO 밸류 1.9조원



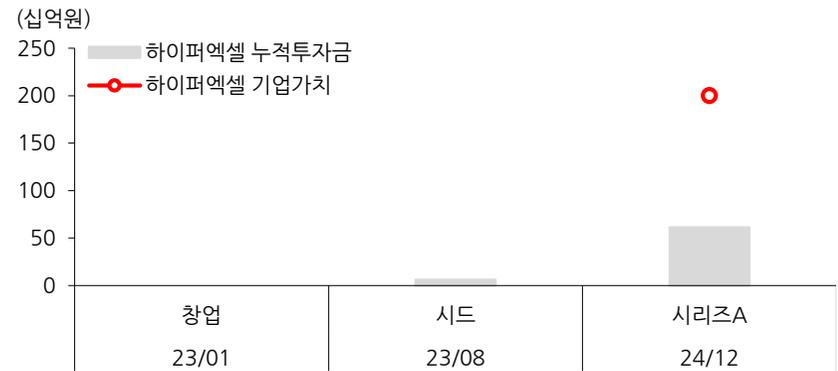
자료: Preqin, 한화투자증권 리서치센터

퓨리오사AI 시리즈C 브릿지 밸류 1조원



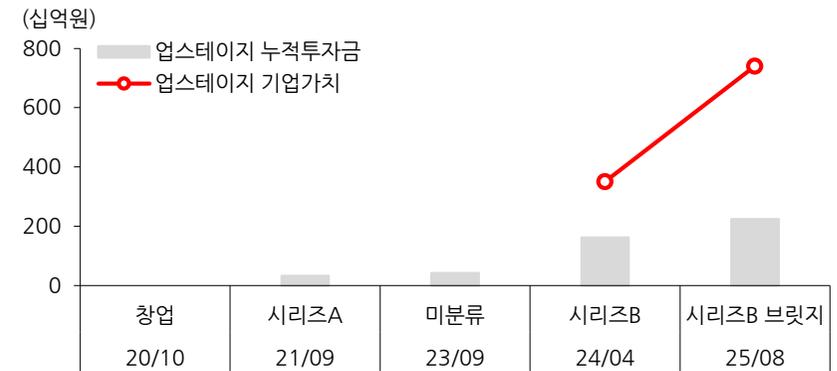
자료: Preqin, 한화투자증권 리서치센터

하이퍼엑셀 시리즈A 밸류 2,000억원



자료: Preqin, 한화투자증권 리서치센터

업스테이지 시리즈B 브릿지 밸류 7,400억원



자료: Preqin, 한화투자증권 리서치센터



추론의 시대

2026년 AI 지도



자료: 한화투자증권 리서치센터

2026
연간전망



한시화 | shan1229@hanwha.com | 3772-7737

VI

이벤트

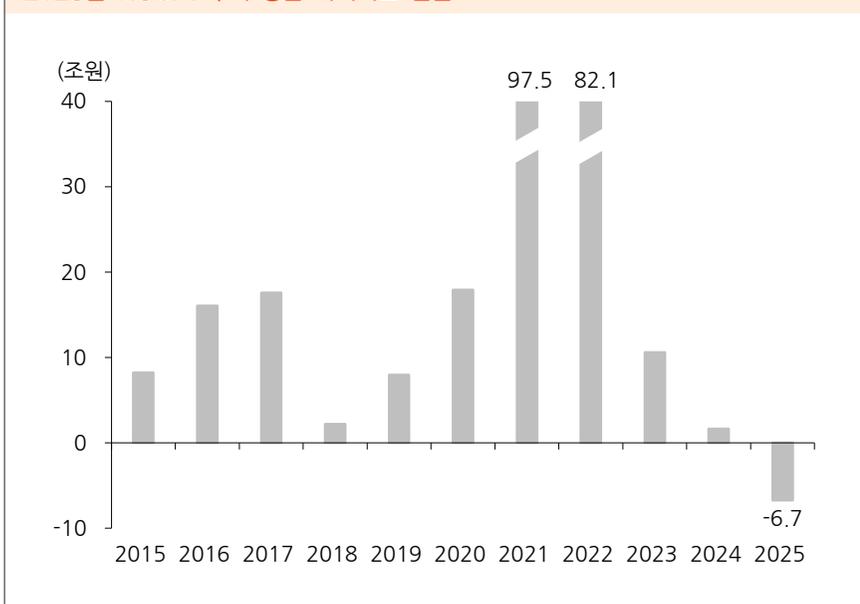
2026년 이벤트와 리스크



주식 공급 감소

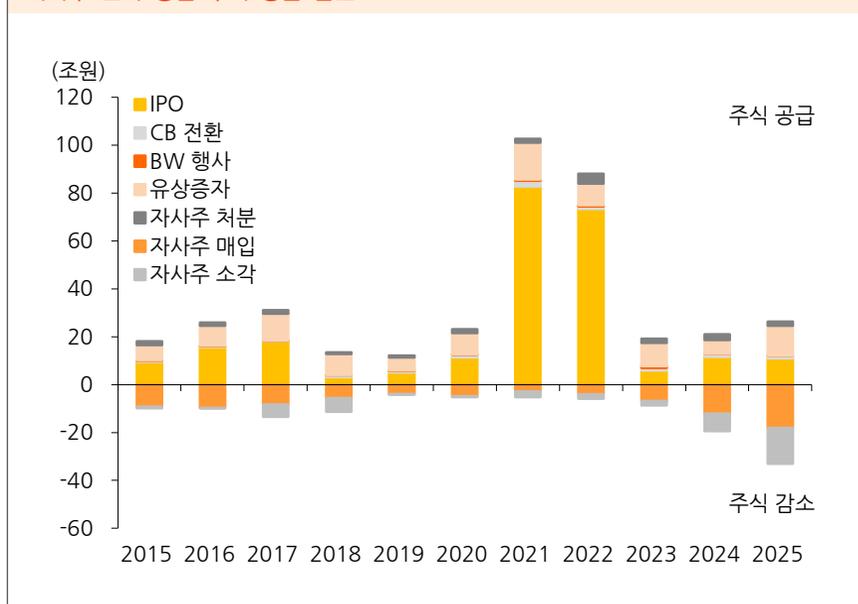
- ❖ 주식 공급을 늘리는 요인은 상장, 유상증자, CB/BW 전환, 자사주 처분. 공급 감소 요인은 자사주 매입과 소각
- ❖ 2024년 기업 밸류업 프로그램 활성화되면서 자사주 매입과 소각이 늘었고, 주식 공급의 증분이 줄어들기 시작
- ❖ 올해 주식 공급은 자사주 소각 늘면서 감소 전환. KOSPI 상장사 소각 금액 2024년 9.3조원, 2025년 19.9조원

2025년 KOSPI 주식 공급 마이너스 전환



자료: Dart, WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

자사주 소각 중심 주식 공급 감소



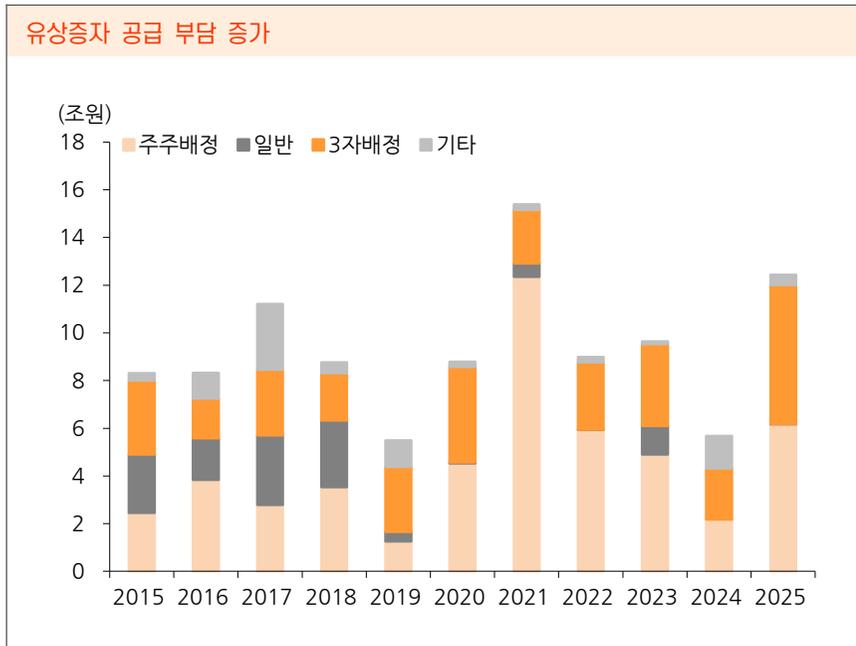
자료: Dart, WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



유상증자 늘었지만

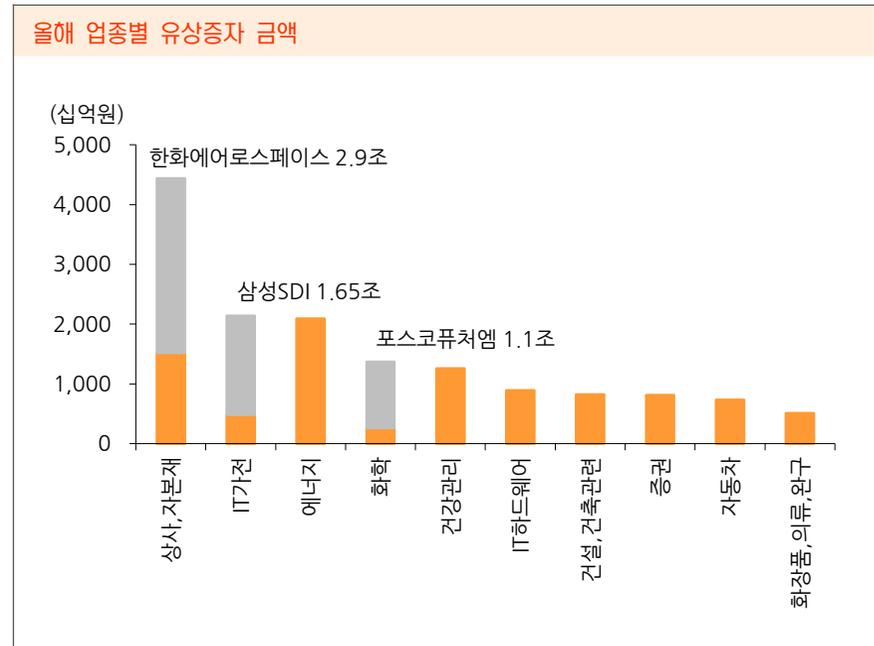
- ❖ 올해 KOSPI 상장사가 유상증자로 조달한 자금은 12.4조원. 2021년 17.3조원 다음으로 많음
- ❖ 1조원 이상의 대규모 주주배정 유상증자 3건. 한화에어로스페이스 2.9조, 삼성SDI 1.7조, 포스코퓨처엠 1.1조
- ❖ 고금리 환경 지속되는 상황에서 주식 시장이 강세를 보이고 있기 때문에 2026년에도 유상증자를 통한 공급 부담은 가중 예상

유상증자 공급 부담 증가



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

올해 업종별 유상증자 금액



자료: Dart, 한화투자증권 리서치센터



주식 전환은 줄고

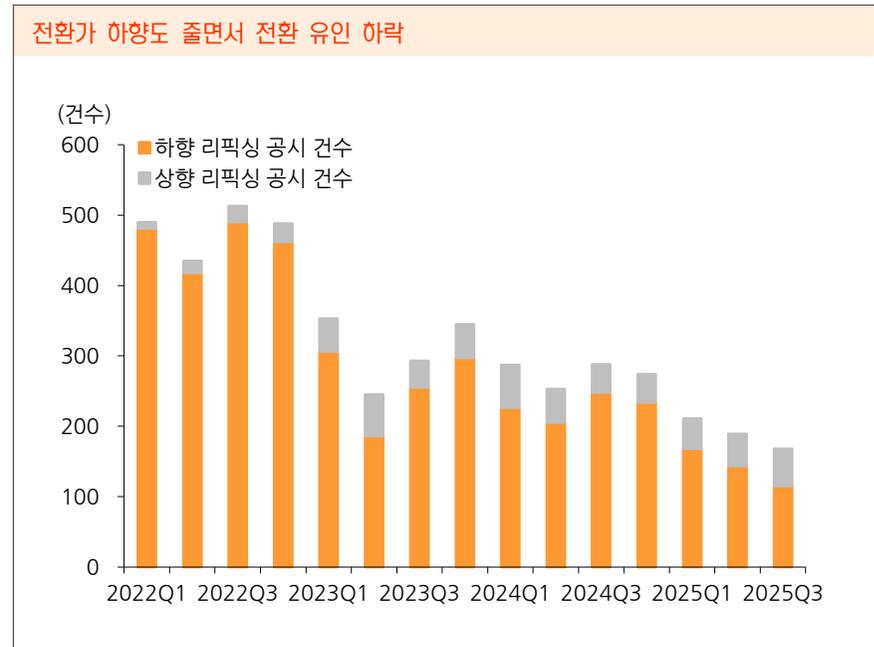
- ❖ 올해 KOSPI 40% 이상 상승했지만 CB/BW 전환 금액은 1.2조원. 증시 고점 부근에서 전환 늘었던 2021년과 대비
- ❖ 증시 상승하며 하향 리픽싱은 줄고 상향 리픽싱은 증가. KOSPI 상장사가 발행한 CB 중 전환이 시작된 종목의 평균 패리티 93%
- ❖ 현재 남아있는 CB/BW 발행잔액은 7.1조원. KOSPI 유동시가총액의 0.43% 수준
- ❖ 전환이 시작되고 패리티가 100% 이상인 CB/BW 발행 잔액은 2.8조원. 주식 전환에 따른 공급 부담은 미미할 것으로 예상

주식 전환 줄고



자료: Dart, WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

전환가 하향도 줄면서 전환 유인 하락



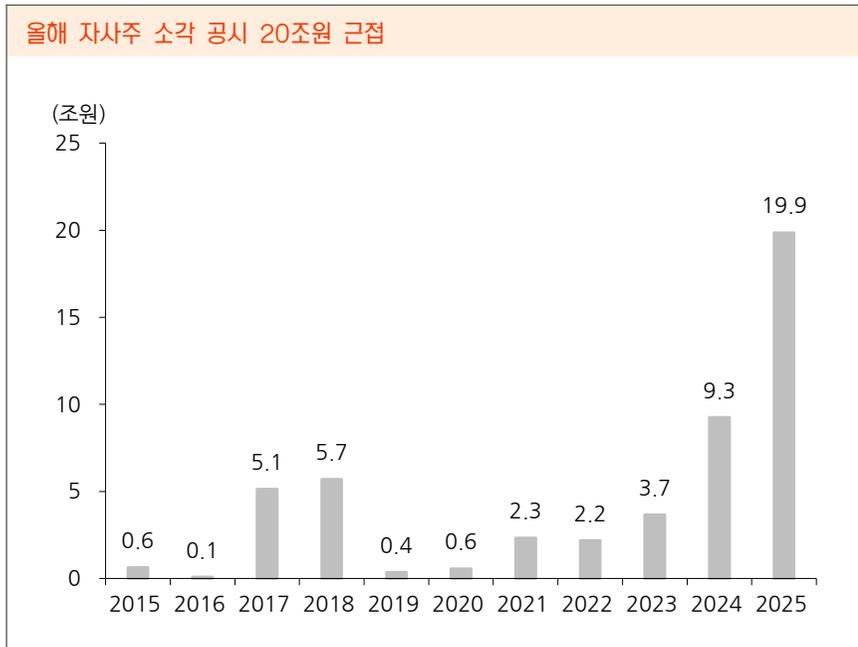
자료: Dart, 한화투자증권 리서치센터



자사주 소각이 늘어남

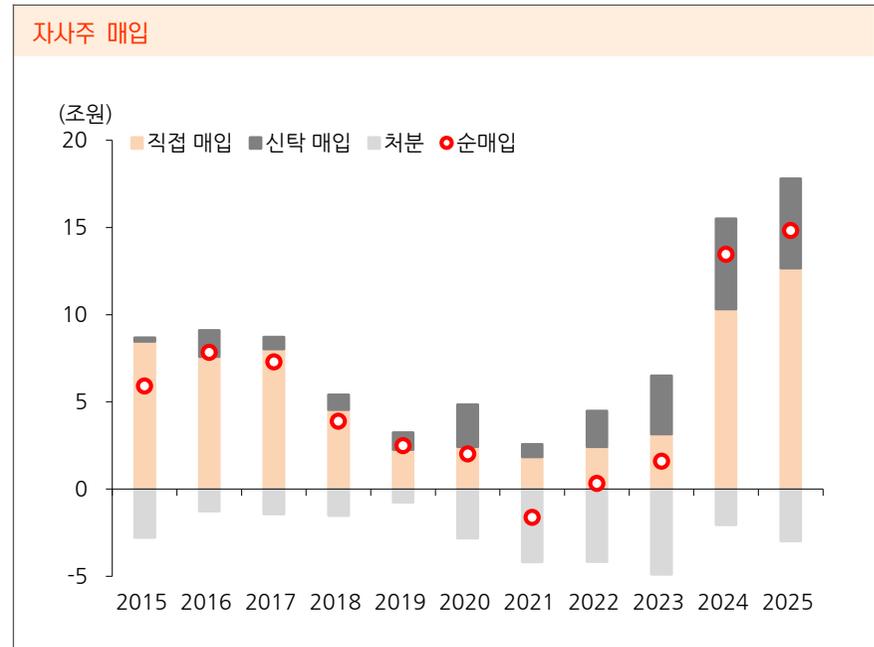
- ❖ 밸류업 프로그램, 상법 개정안 추진에 KOSPI 상장사 자사주 매입 및 소각 활성화. 자사주 소각 공시 금액 19.9조원
- ❖ 올해 자사주 매입 공시 금액 17.8조원. 주주환원 목적의 매입이 늘어나면서 직접 매입 방식 12.7조원으로 신탁 대비 규모 컸음
- ❖ 자사주 처분을 제외한 순매입 금액은 14.8조원으로 2015년 이후 최대

올해 자사주 소각 공시 20조원 근접



자료: Dart, 한화투자증권 리서치센터

자사주 매입



주: 2025년은 9월 누적 기준
자료: Dart, 한화투자증권 리서치센터



2026년 소각 규모 최대 87조

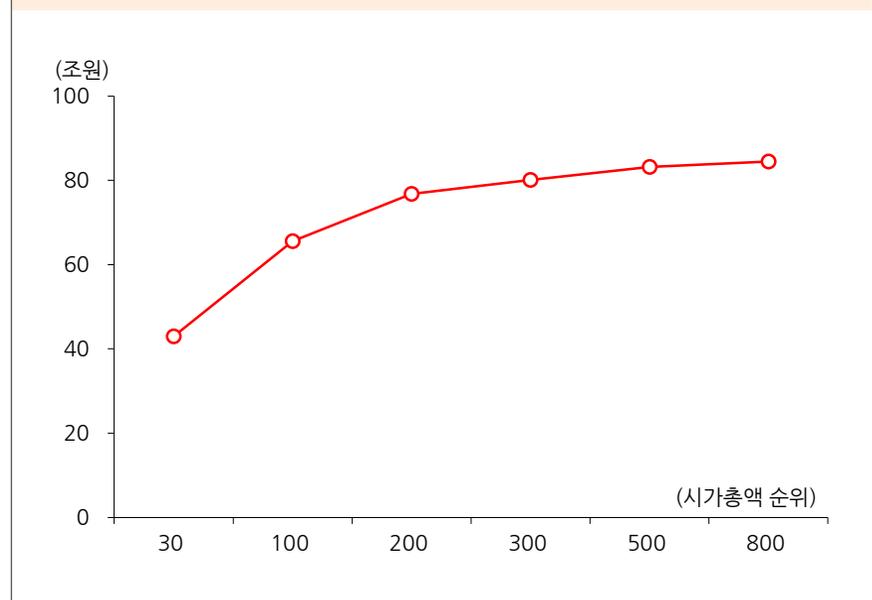
- ❖ 현재 발의된 자사주 소각 상법 개정안은 자사주 신규 취득 후 6개월 혹은 1년 이내 소각을 의무화
- ❖ 개정안 시행 이전 기존에 보유 중이던 자사주도 6개월 혹은 1년 이내 소각
- ❖ KOSPI 상장사 자사주 규모는 보통주 기준 87조원으로 시가총액의 3.1% 수준. 자사주 소각 규모 확대 예상
- ❖ 시가총액 상위 30종목이 전체 자사주의 50%를 보유. 상법개정안 시행으로 자사주 소각 의무화되면 지수 상승 탄력에 도움 예상

상법개정안 주요 발의안

제안일자	발의자	내용
2025-07-09	김남근 의원 등 25인	- 신규로 취득한 자사주는 원칙적으로 1년 이내 소각 - 기보유 중인 자사주 1년 이내 소각
2025-07-14	차규근 의원 등 10인	- 신규 취득한 자사주 원칙적으로 6개월 이내 소각 의무화 - 기보유 중인 자사주 5년 이내 소각 - 안적분할 시 자사주에 대한 신주 배정 금지
2025-07-22	김현정 의원 등 14인	- 신규 취득한 자사주 취득한 즉시 소각 - 기보유 중인 자사주 6개월 이내 소각
2025-07-22	민병덕 의원 등 12인	- 신규 취득 자사주 1년 이내 소각 - 취득 시점 자사주 비율 3% 이하인 경우 2년 이내 소각 - 기보유 중인 자사주 1년 이내 소각

자료: 국민참여입법센터, 한화투자증권 리서치센터

시가총액 상위 30종목에 자사주 50% 집중



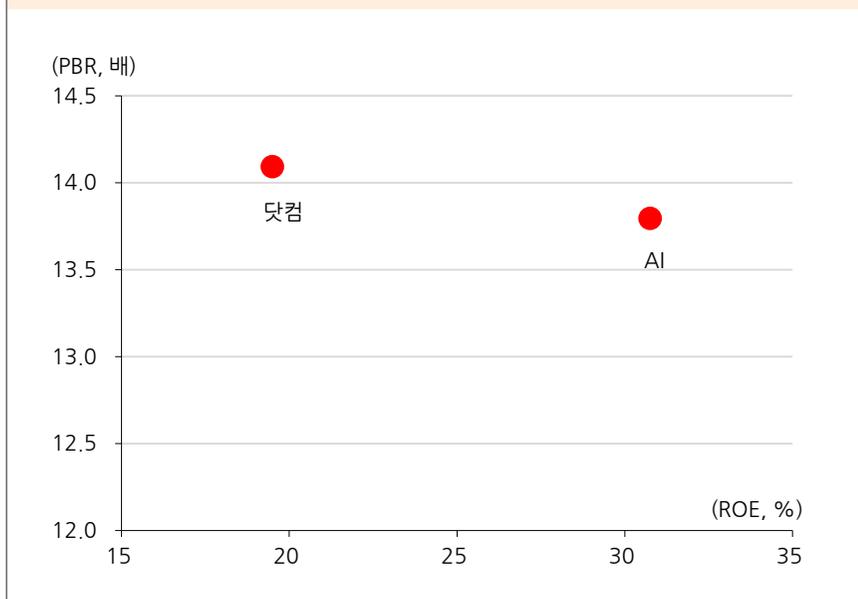
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



AI 투자 과열?

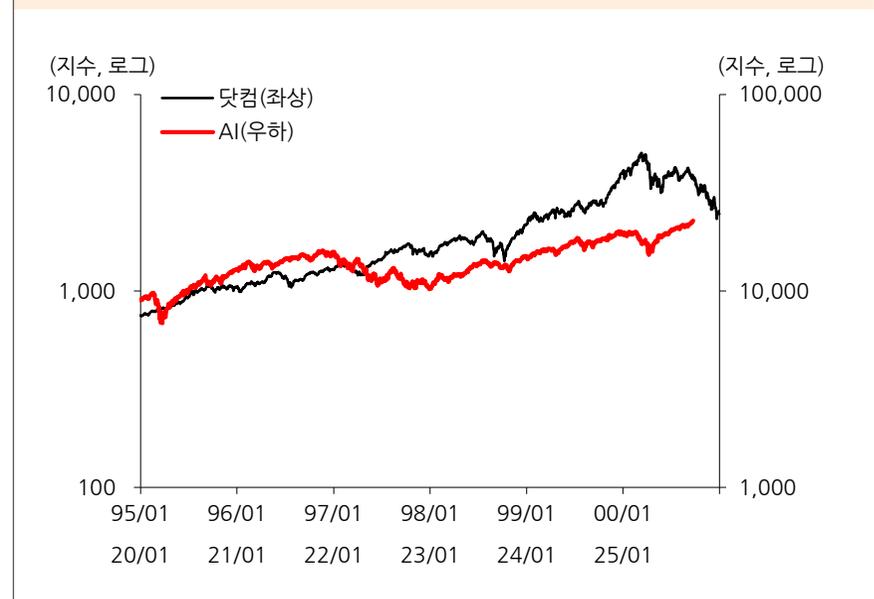
- ❖ 오픈AI CEO 샘 알트만은 1990년대 후반 닷컴과 비교하며 AI 투자 과열 양상을 지적
- ❖ S&P500 IT 기업의 PBR은 13.8배로 닷컴 14.1배에 근접한 수준으로 올라옴
- ❖ 다만, PBR 상승은 수익성 개선에 기인. S&P500 IT 기업의 ROE는 2000년 19%에서 2025년 현재 31%로 상승
- ❖ 현재 나스닥의 상승 속도는 닷컴 때보다 느림. 지수의 기울기가 닷컴 대비 상대적으로 더 완만한 수준

S&P500 IT 기업 PBR은 수익성 개선으로 상승



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

나스닥 지수 상승 속도는 닷컴 대비 느림



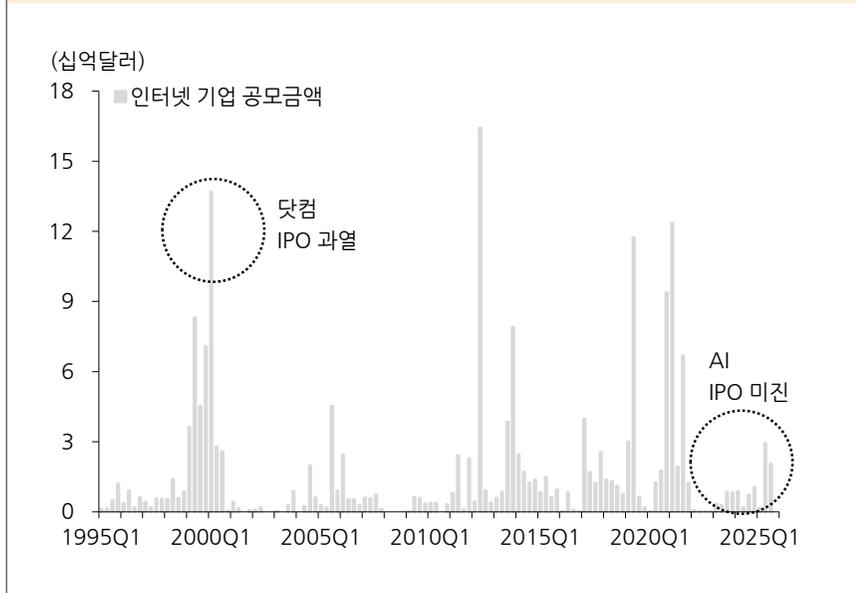
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



닷컴 시기 수익성 둔화

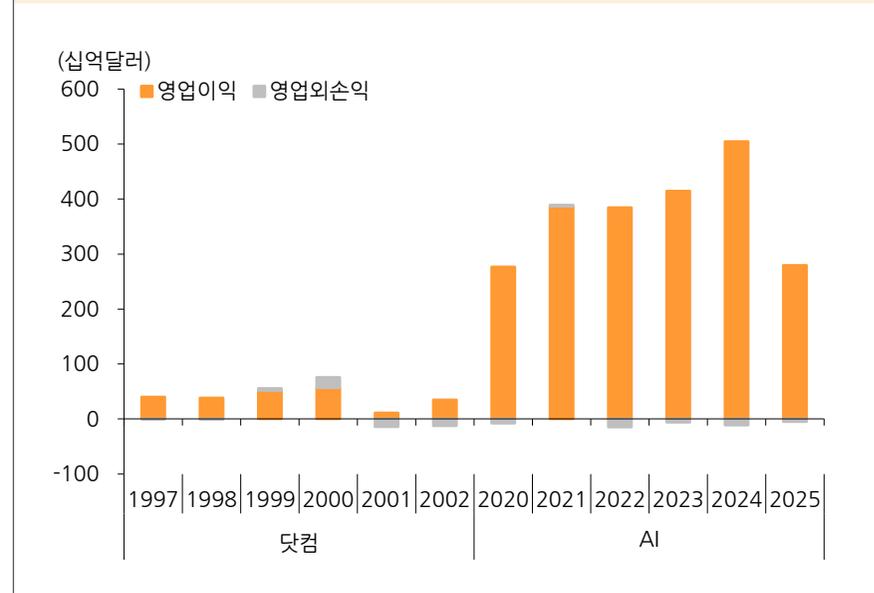
- ❖ 닷컴 시기 인터넷 기업들은 VC와 IPO를 통해 외부에서 자금을 조달
- ❖ 투자가 수익 창출로 이어지지 못했고 IT 기업들의 수익성은 2001년부터 둔화되기 시작
- ❖ 영업외손실 발생하며 2002년 2분기 순이익률은 -11%까지 하락
- ❖ 이익 대비 주가가 과도하게 오르면서 밸류에이션 부담 확대. 1999년 4분기 IT 기업 12개월 예상 PER은 62배까지 상승

인터넷 기업들 외부에서 자금 조달



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

영업외손실 발생하며 수익성 둔화



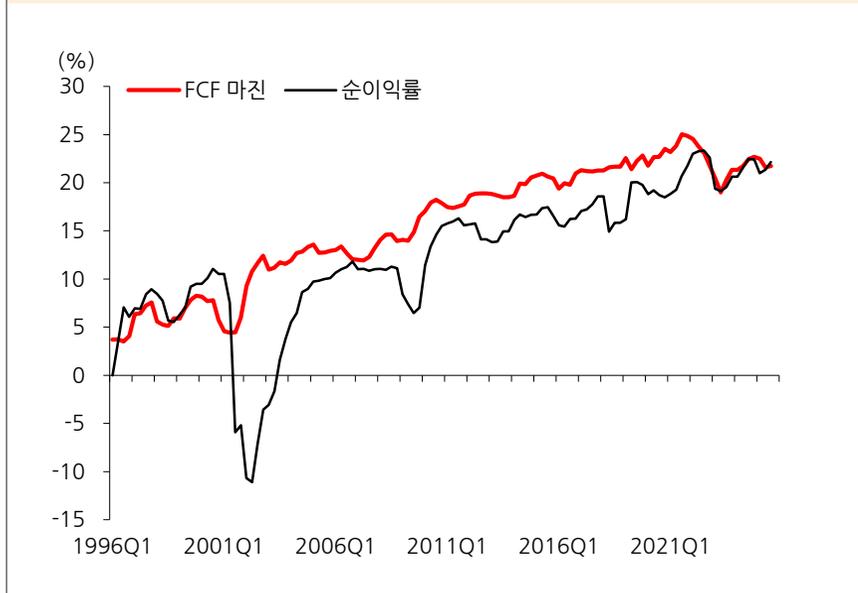
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



현금 창출력 개선 중

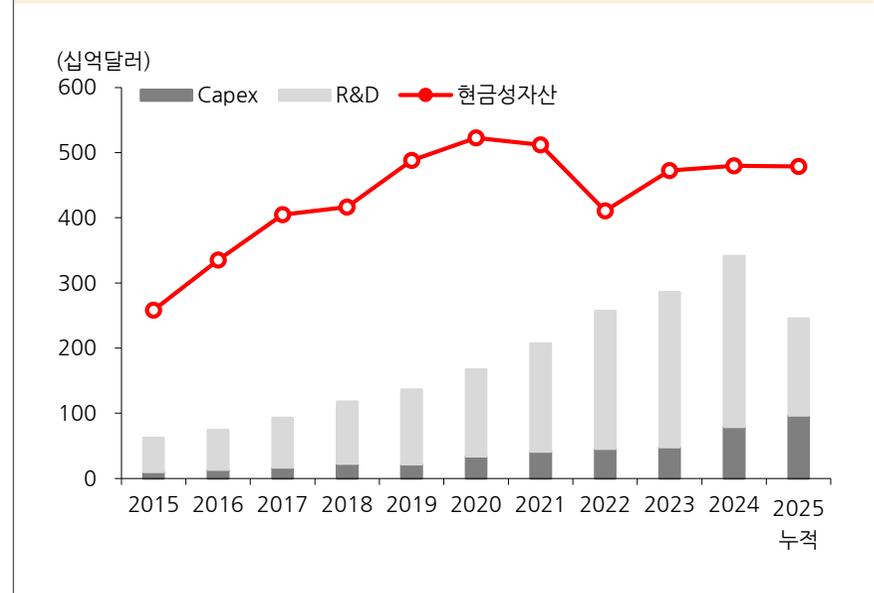
- ❖ 지금은 주요 빅테크 기업들을 중심으로 수익성이 개선되는 흐름. IT 기업 잉여현금흐름(FCF) 마진과 순이익률 꾸준히 상향
- ❖ 투자도 늘고있으나 기업 내부에 보유하고 있는 현금성 자산으로 충당 가능한 수준
- ❖ 빅테크 기업들의 현금 창출력이 AI 모멘텀을 뒷받침해줄 것

IT 기업 잉여현금흐름 마진, 순이익률 모두 개선



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

투자 늘지만 보유한 현금으로 충당 가능한 수준



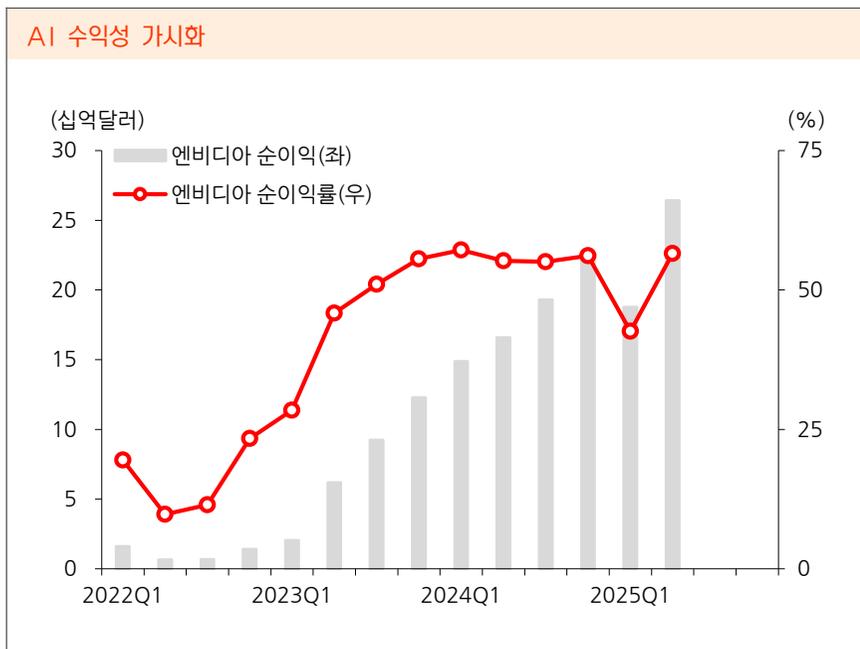
주: M7 기업 현금성자산, Capex, R&D 비용 합산
 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



밸류에이션 부담도 완화

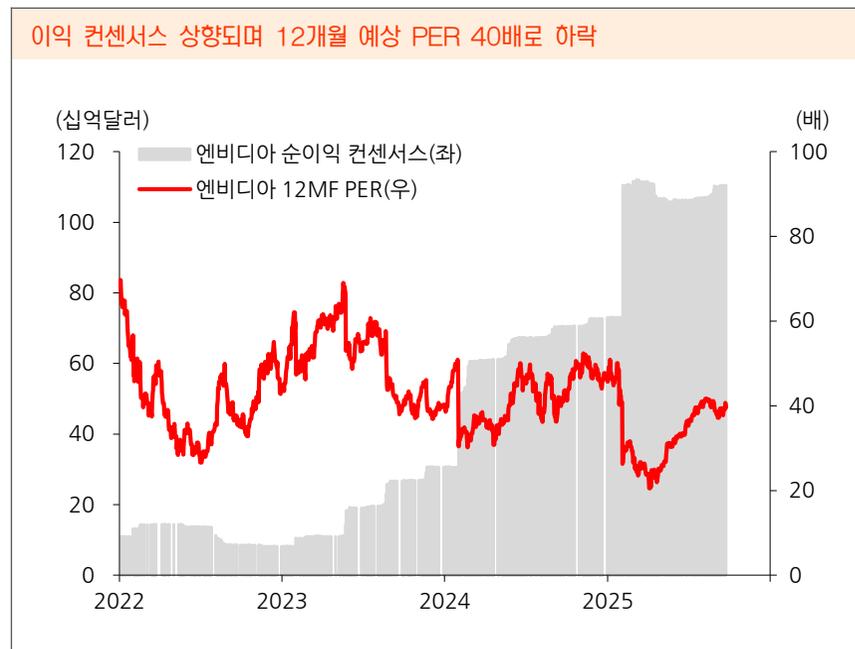
- ❖ 빅테크 기업들의 AI 수익성이 가시화되면서 밸류에이션 부담도 완화
- ❖ 엔비디아 순이익률은 2022년 2분기 10%에서 2025년 2분기 57%로 성장
- ❖ 2023년 69배까지 올랐던 엔비디아 12개월 예상 PER은 이익 컨센서스 상향되면서 40배까지 하락

AI 수익성 가시화



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

이익 컨센서스 상향되며 12개월 예상 PER 40배로 하락



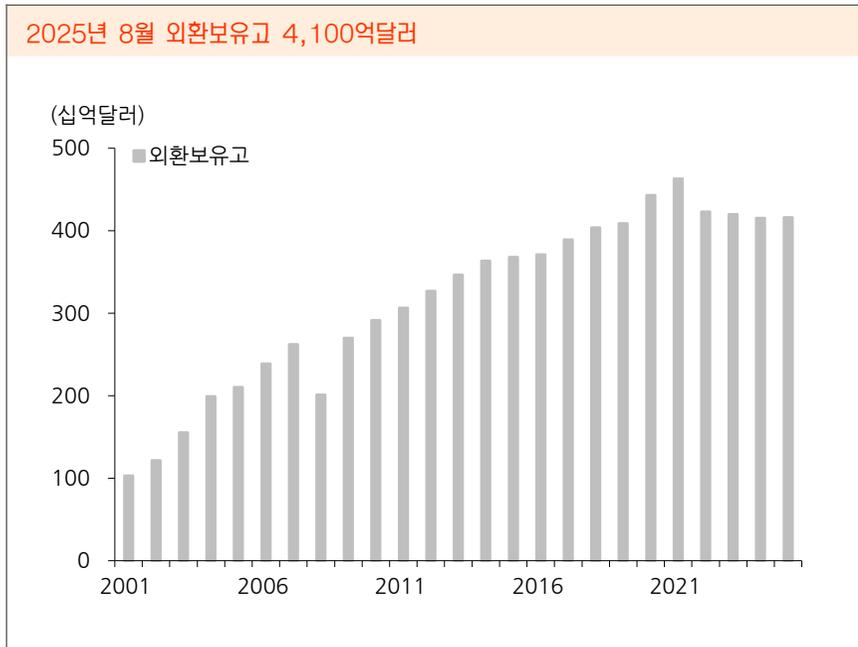
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



외환보유고 부족

- ❖ 한국은 미국과의 관세 협상에서 조선, 반도체, 원전, 2차전지, 바이오 산업에 3,500억달러 규모의 투자를 약속
- ❖ 2025년 8월 기준 한국 외환보유액 4,163억달러의 84% 수준. 지금 보유 중인 달러로 투자 규모를 충당하기에는 여력 부족
- ❖ 올해처럼 환율 변동성이 강한 시기에는 외환보유고가 줄어드는 경향. 관련 리스크 고려할 필요

2025년 8월 외환보유고 4,100억달러



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

원/달러 환율 변동성 확대될 때 외환보유고 감소



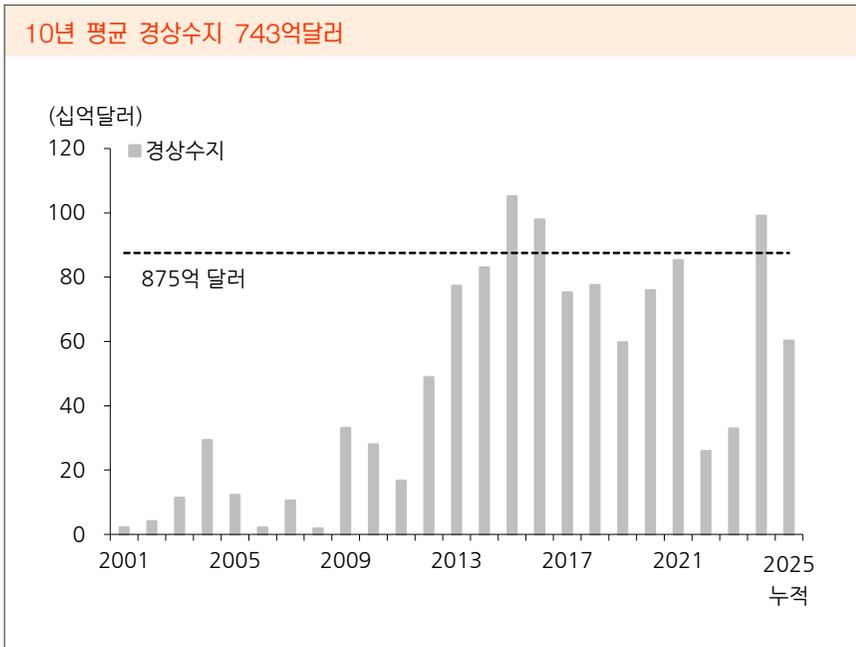
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터



한국 통화 스와프 요청

- ❖ 트럼프 대통령 임기인 2029년까지 분할 투자를 가정하면 연간 875억달러 유출
- ❖ 한국 10년 평균 경상수지는 743억달러로 외환보유액 소진 혹은 외부 차입이 필요한 상황
- ❖ 정부는 외환보유액 유출과 환율 변동성 확대를 방어하기 위해 무제한/상설 통화 스와프 체결을 요구
- ❖ 미 연준이 비기축통화국과 무제한/상설 통화 스와프를 체결한 전례가 없어 한국 정부 요구안이 수용될 가능성은 낮아보임

10년 평균 경상수지 743억달러



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

미 연준 통화 스와프 체결 현황

국가	일본, 유럽, 스위스, 영국, 캐나다
종류	상설 라인(Standing Line)
만기	7일 + 84일 (*2020년 3월 코로나19로 84일물 확대됨)
한도	무제한(Uncapped)
금리	- OIS 금리(Overnight Index Swap rate) + 25bps - 2020년 3월 코로나19로 하향조정
운영 방식	미 연준 → 국가별 중앙은행 → 은행(금융기관)

자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터



2008년 이후 미 연준 통화 스와프 히스토리

시기	체결 국가	종류	체결 규모	금리	기간(만기)	비고
2007년 12월	유럽	임시	최대 200억달러 → 2,400억달러	-	28일 + 35일 (필요시 최대 6개월)	- 최초의 금융위기 대응 달러 스와프 - 2008년 3월 체결 규모 확대
	스위스	임시	최대 40억달러 → 600억달러	-	28일 + 35일 (필요시 최대 6개월)	
2008년 10월	일본	임시	제한 없음	-	7일 + 28일 + 84일	
	유럽	임시	제한 없음	-	7일 + 28일 + 84일	
	스위스	임시	제한 없음	-	7일 + 28일 + 84일	
	영국	임시	제한 없음	-	7일 + 28일 + 84일	
	호주, 브라질, 캐나다, 덴마크, 한국, 멕시코, 뉴질랜드, 노르웨이, 싱가포르, 스웨덴	임시	최대 300억달러	-	7일 + 28일 + 84일	
2010년 5월	일본	임시	제한 없음	OIS + 50bps	7일 (+ 84일)	- 7일물 위주로 운영
	유럽	임시	제한 없음	OIS + 50bps	7일 (+ 84일)	
	스위스	임시	제한 없음	OIS + 50bps	7일 (+ 84일)	
	영국	임시	제한 없음	OIS + 50bps	7일 (+ 84일)	
	캐나다	임시	최대 300억달러	OIS + 50bps	7일 (+ 84일)	
	일본	상설	제한 없음	OIS + 50bps	7일 (+ 28일, 84일)	
유럽	상설	제한 없음	OIS + 50bps	7일 (+ 28일, 84일)		
스위스	상설	제한 없음	OIS + 50bps	7일 (+ 28일, 84일)		
영국	상설	제한 없음	OIS + 50bps	7일 (+ 28일, 84일)		
캐나다	상설	제한 없음	OIS + 50bps	7일 (+ 28일, 84일)		
2020년 3월	일본	상설	제한 없음	OIS + 25bps	7일 + 84일	- 코로나19로 84일물 확대
	유럽	상설	제한 없음	OIS + 25bps	7일 + 84일	
	스위스	상설	제한 없음	OIS + 25bps	7일 + 84일	
	영국	상설	제한 없음	OIS + 25bps	7일 + 84일	
	캐나다	상설	제한 없음	OIS + 25bps	7일 + 84일	
	호주, 브라질, 덴마크, 한국, 멕시코, 뉴질랜드, 노르웨이, 싱가포르, 스웨덴	임시	- 덴마크, 뉴질랜드, 노르웨이: 300억 달러 - 호주, 브라질, 한국, 멕시코, 싱가포르, 스웨덴: 600억달러	OIS + 25bps	2021년~2022년 순차적 종료	

자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

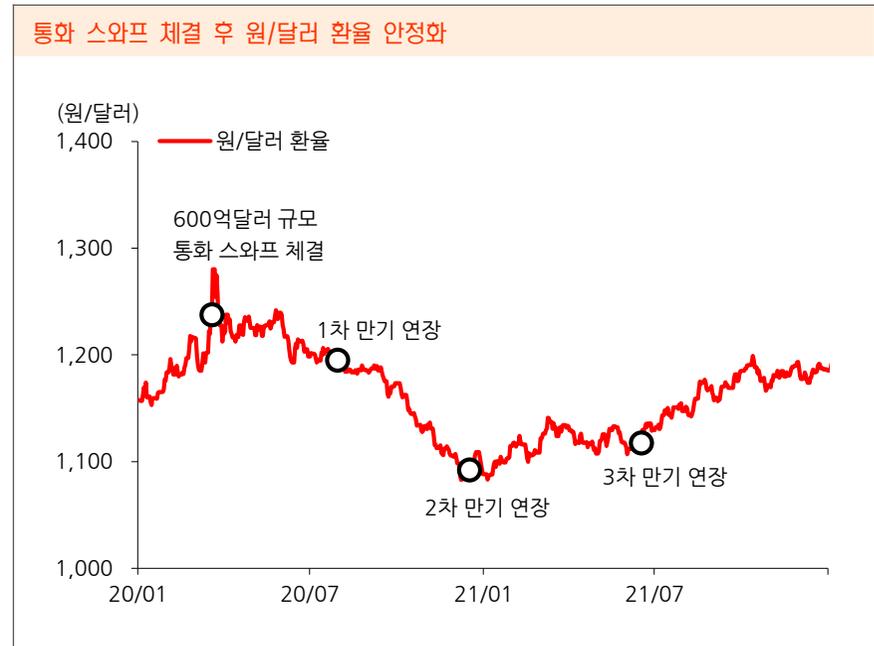


통화 스와프 체결은 환율 안정화 요인

- ❖ 2008년 금융위기와 2020년 코로나19 당시 한국은행은 미 연준과 한도가 설정된 임시 통화 스와프 체결
- ❖ 이번 미국 투자 펀드 조성에도 한도가 있는 임시 통화 스와프 체결 가능성이 높아보임
- ❖ 한도가 있어도 통화 스와프 체결은 환율 안정화에 기여
 - 2020년 600억달러 통화 스와프 체결 시점 원/달러 환율 1,238원에서 계약 종료시점 1,186원으로 하락

한국은행 미 연준 통화 스와프 체결 이력				
체결일자	종류	체결 규모	금리	만기
2008-10-30	임시	300억 달러	OIS + 100bp	2009-04-30(6개월) - 만기 2차례 연장 - 총 체결 기간 15개월
2020-03-19	임시	600억 달러	OIS + 25bp	2020-09-19(6개월) - 만기 3차례 연장 - 총 체결기간 21개월

자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터



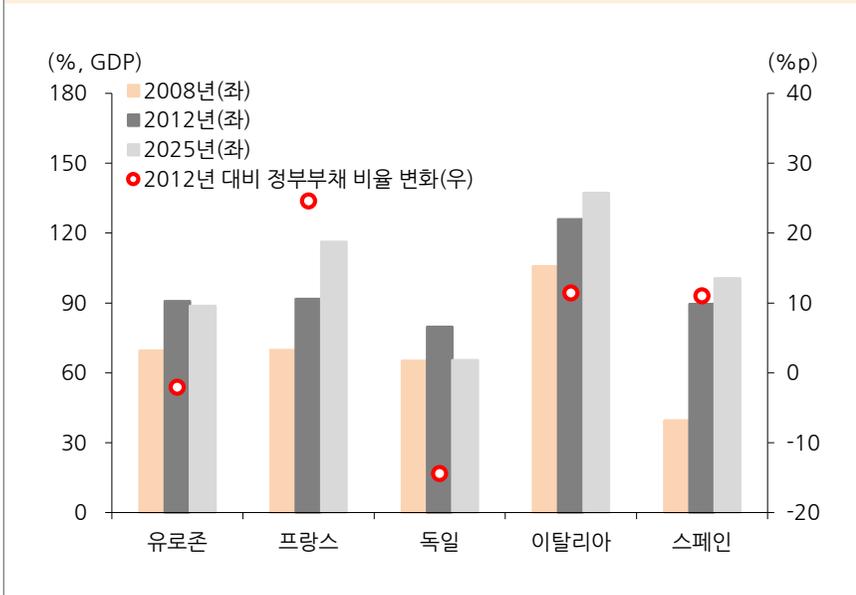
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터



유럽 재정위기 확산태도

- ❖ 지난 9월 신용평가사 Fitch, 프랑스 국가 신용등급 ‘AA-(부정적)’ 에서 ‘A+(안정적)’ 으로 하향 조정
- ❖ 지난해 프랑스 GDP 대비 정부부채 비율은 113%로 유럽 주요국 중 이탈리아(135%) 다음으로 높음
- ❖ 프랑스 10년물 국채 금리는 3.57%로 2010년 재정위기 당시와 비슷한 수준으로 상승
- ❖ 프랑스 정부부채가 증가하고 있는 점은 재정위기 우려 요인이나 유로존 전체로 번질 가능성은 낮다는 판단

GDP 대비 정부부채 비율



주: 2025년은 전망치
 자료: IMF, 한화투자증권 리서치센터

프랑스 10년물 금리 2010년 재정위기 수준



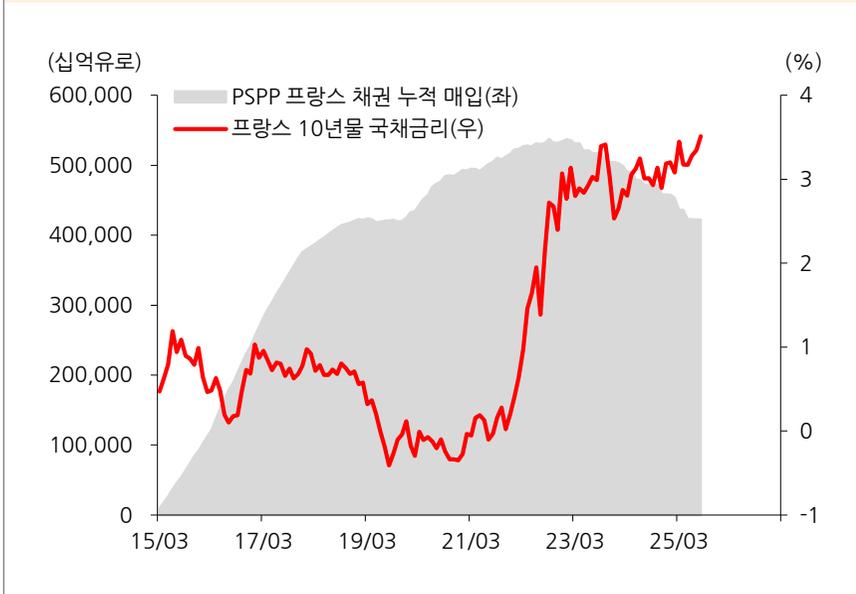
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



ECB 자체 해결 가능

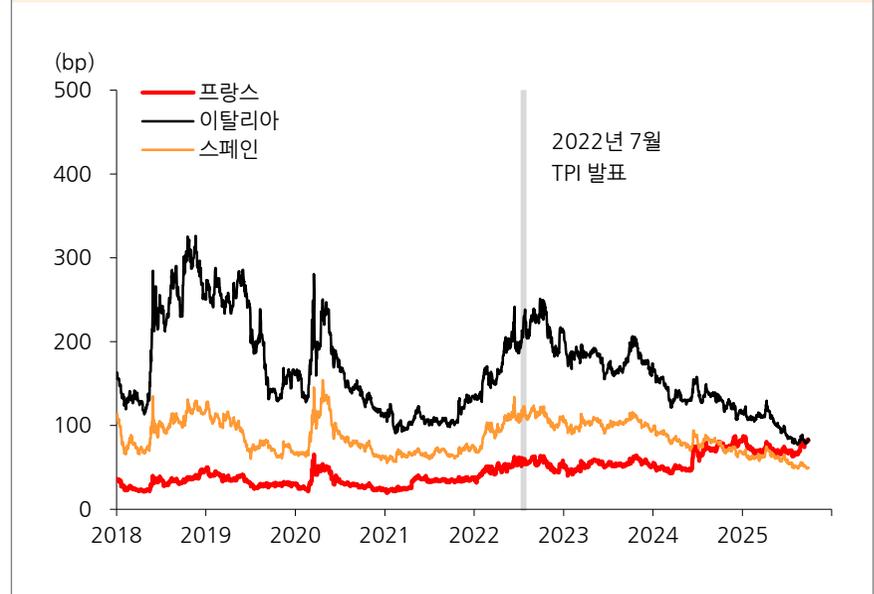
- ❖ ECB는 지난 유로존 붕괴 위기 당시 시장에 개입해 문제를 해결한 경험 및 대응 시스템 보유
- ❖ PSPP(Public Sector Purchase Programme): 물가 안정을 목적으로 국채를 매입하는 ECB 대규모 자산 매입 프로그램
 - ECB는 현재 프랑스 국채 발행 잔액 중 18%(4,834억 유로) 추가 매입 가능(프랑스 국채 중 ECB 보유 비중 15%, 매입 한도 33%)
- ❖ 2022년 TPI(Transmission Protection Instrument) 발표하며 정부부채 비율 높은 국가들의 금리 안정
 - TPI: 유로존 일부 국가의 국채 금리 스프레드 확대를 방지하기 위한 채권 매입 프로그램

ECB 프랑스 국채 추가 매입 여력 18%



자료: ECB, 한화투자증권 리서치센터

TPI 발표 후 금리 안정



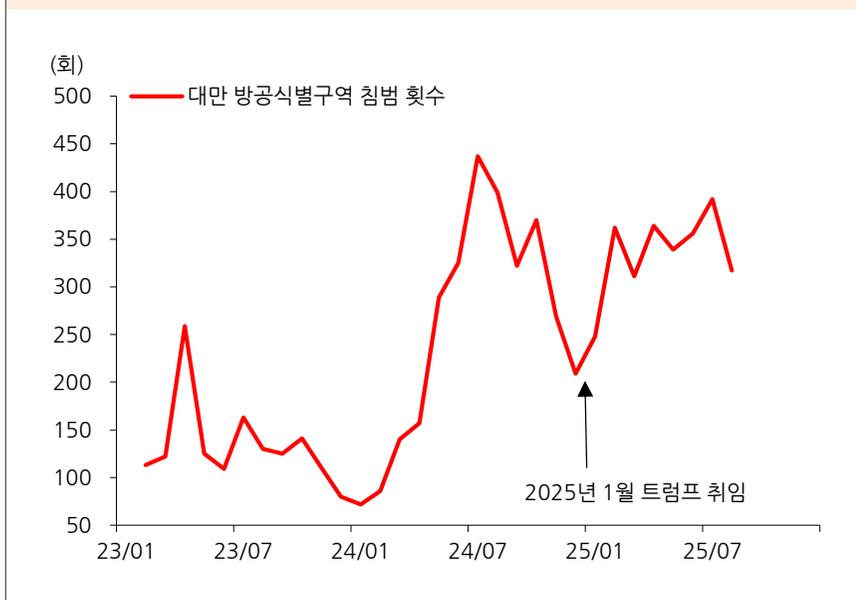
주: 주요국 대비 독일 10년물 국채금리 스프레드
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



지정학적 긴장은 변동성 확대 요인

- ❖ 트럼프 대통령 취임 이후 중국의 대만 침범이 늘었음. 방공식별구역 월 평균 침범 횟수 366회로 증가
- ❖ 법적인 강제성이 없는 미국-대만 군사적 개입과 트럼프 대통령의 미국 우선주의 사고가 중국-대만 충돌 우려 확대
- ❖ 러우 전쟁에 따른 에너지 수급 우려는 이미 시장가격에 반영. 증시 영향은 제한적일 것이나, 종전 협상 부진은 부담
- ❖ 중동지역 분쟁은 미국 개입으로 확정 가능성은 낮으나 단기적으로 투자 심리에 영향을 줄 수 있음

트럼프 취임 이후 중국 대만 침범 횟수 증가



자료: 대만 국방부, 한화투자증권 리서치센터

유럽 에너지 가격에 러우 전쟁이 미치는 영향은 축소



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

Compliance Notices

Compliance Notice

(자료 공표일: 2025년 9월 30일)

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

Ⓞ MSCI

The MSCI sourced information is the exclusive property of MSCI Inc. (MSCI). Without prior written permission of MSCI, this information and any other MSCI intellectual property may not be reproduced, disseminated or used to create any financial products, including any indices. This information is provided on an “as is” basis. The user assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, its affiliates and any third party involved in, or related to, computing or compiling the information hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to any of this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall MSCI, any of its affiliates or any third party involved in, or related to, computing or compiling the information have any liability for any damages of any kind. MSCI and the MSCI indexes are services marks of MSCI and its affiliates.

Ⓞ GICS

The Global Industry Classification Standard (GICS) was developed by and is the exclusive property of MSCI Inc. and Standard & Poor's. GICS is a service mark of MSCI and S&P and has been licensed for use by Hanwha Investment & Securities.

한화투자증권 리.서.치.센.터



리서치센터장

박영운

Energy

02.3772.7614

houn0715@hanwha.com

[투자전략팀]

박승영	팀장	투자전략	3772-7679	park.seungyoung@hanwha.com
안현국	수석연구위원	퀀트	3772-7646	hg.ahn@hanwha.com
김수연	연구위원	시황	3772-7628	sooyeon.k@hanwha.com
임혜운	연구위원	경제	3772-7728	hylim@hanwha.com
김성수	책임연구위원	채권	3772-7616	sungsoo.kim@hanwha.com
최규호	책임연구위원	경제	3772-7720	choi.gh@hanwha.com
한시화	연구위원	차익거래	3772-7737	shhan1229@hanwha.com

[기업분석팀]

김소혜	팀장	인터넷/게임/미디어	3772-7404	sohye.kim@hanwha.com
김성래	수석연구위원	자동차/부품	3772-7751	sr.kim@hanwha.com
송유림	수석연구위원	건설/건자재/유틸리티	3772-7152	yurim.song@hanwha.com
박세연	수석연구위원	ESG	3772-7406	shannon@hanwha.com
김도하	연구위원	은행/보험	3772-7479	doha.kim@hanwha.com
김광진	연구위원	반도체	3772-7583	kwangjin.kim@hanwha.com
한유정	연구위원	음식료/화장품	3772-7693	yujung.han@hanwha.com
이진협	연구위원	유통/의류	3772-7638	jinhyeob.lee@hanwha.com
엄수진	연구위원	ESG	3772-7407	sujineom@hanwha.com
박수영	책임연구위원	엔터/레저/운송	3772-7634	suyoung.park.0202@hanwha.com
이용욱	책임연구위원	에너지/화학/2차전지	3772-7635	yw.lee@hanwha.com
배성조	책임연구위원	방산/우주/기계	3772-7611	seongjo.bae@hanwha.com
권지우	연구위원	철강	3772-7689	jiwoo.kwon@hanwha.com
고예진	연구위원	반도체/에너지/화학/2차전지/음식료/화장품/엔터/레저/운송 RA	3772-7701	yejinko@hanwha.com
김나우	연구위원	인터넷/게임/미디어/유통/의류/방산/우주/기계/은행/보험 RA	3772-7710	now.kim@hanwha.com
김예인	연구위원	ESG/건설/건자재/유틸리티/자동차/부품 RA	3772-8420	yein.kim@hanwha.com

[글로벌 리서치팀]

한상희, CFA	팀장	해외주식	3772-7695	sanghi.han@hanwha.com
강재구	연구위원	미국주식	3772-7581	jaekoo.kang@hanwha.com
김유민	책임연구위원	대체자산	3772-7392	yumin.kim@hanwha.com
임해인	책임연구위원	자산배분	3772-7799	haein.lim@hanwha.com
박유진	연구위원	중국주식	3772-8217	yujin.park@hanwha.com
박제인	연구위원	해외/중국/신흥국/미국주식 RA	3772-7380	jane8314@hanwha.com

2026 연간전망

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

본·지점망

서울

본사	02) 3772-7000	노원지점	02) 931-2711
강남WM센터	02) 6975-2000	목동WM센터	02) 2654-2300
갤러리아WM센터	02) 3445-8700	송파지점	02) 449-3677
금융플라자63지점	02) 308-6363	영업부	02) 3775-0775
금융플라자시청지점	02) 2021-6900	중앙지점	02) 743-7311

대전/충청

공주지점	041) 856-7233	타임월드지점	042) 488-7233
천안지점	041) 563-2001	홍성지점	041) 631-2200
청주지점	043) 224-3300		

대구/경북

대구WM센터	053) 741-3211	영천지점	054) 331-5000
문경지점	054) 550-3500	포항지점	054) 231-4111
영주지점	054) 633-8811		

인천/경기

분당WM센터	031) 707-7114	일산지점	031) 929-1313
송도IFEZ지점	032) 851-7233	평촌지점	031) 381-6004
신갈지점	031) 285-7233	평택지점	031) 652-8668
안성지점	031) 677-0233		

광주/전라

광주지점	062) 713-5700	전주지점	063) 710-1000
순천지점	061) 724-6400		

부산/울산/경남

거창지점	055) 943-3000	언양지점	052) 262-9300
마린시티지점	051) 751-8321	창원지점	055) 285-2211
부산지점	051) 465-7533	거제브랜치	055) 730-0400
울산WM센터	052) 265-0505		

제주

제주지점 064) 800-7500



한화투자증권

본사 02)3772-7000 (대) 서울시 영등포구 여의대로 56(여의도동)
고객지원센터 080-851-8282 주문전용 080-851-8200 ARS 080-852-1234