한화투자증권

리서치센터 투자전략팀

2026 하반기전망

| 2026년 5월 18일 |

확산





목 차

05 Ⅰ. 경제 - Q와 P의 동행

29 Ⅱ. 채권 - Steep & Volatile

47 Ⅲ. 크레딧 - 초우량물, 은행채 선호

63 Ⅳ. 주식 - 비반도체, 비IT

Summary

경제: Q와 P의 동행

- P(물가)뿐만 아니라 Q(성장)도 개선. 전쟁 충격이 경기 회복 추세를 꺾지는 못할 전망
- 성장, 정책, 유동성 측면에서 한국과 미국 우위. 양호한 성장이 재정 부담을 덜어주는 국면
- 원/달러 환율 1,400원 초중반 등락 전망. 국내 경기 반등, 한-미 금리 역전 폭 축소 등이 원화 강세를 뒷받침

채권: Steep & Volatile

- 국고 3년: 3.40~3.85% / 국고 10년: 3.80~4.30% / 미국 10년: 4.10 ~ 4.60%
- 한국: 기준금리 인상은 확실. 성장과 물가는 상당기간 높은 수준에 머물 전망. 장기금리가 구조적으로 하락하기 어려운 국면
- 미국: 경제, 통화정책 환경에는 특이사항 부재. 무난한 흐름 예상되나 수급이 관건. 뚜렷한 방향성보다는 변동성 장세 전망

크레딧: 초우량물, 은행채 선호

- 2026년 하반기 크레딧 스프레드는 통화정책 불확실성 완화, 국고 3년 하향 안정화로 4분기 중심 완만한 축소 전망
- 공사채는 LH 중심의 정책성 신규 조달, 하반기 차환 부담, 주금공 일반채 공급 가능성 등으로 공급 우위 지속 예상
- 은행채는 안정적 수신, 가계대출 둔화, 생산적 금융 조기 집행으로 조달 압력 제한. 단기구간 중심 강세 보일 것

주식: 비반도체, 비IT

- 반도체는 2016년 사이클을 이제 넘어선 듯. 실적 기반으로 탄탄한 상승이지만 유일하게 우려되는 점은 쏠림 극대화
- 하반기에는 반도체가 더 싸지고 비반도체는 더 비싸질 것. 반도체가 가진 3가지 키워드라면 1) 구조적 성장, 2) 펀더멘털, 3) 수급
- 조선/방산이 구조적 성장, 은행이 펀더멘털, 로봇/바이오/2차전지/중국소비주가 수급 측면에서 순환할 것
- 2026년 하반기 KOSPI 밴드는 6,600~9,100p로 제시

Memo.

본 페이지는 편집상 공백 페이지입니다

2026
하반기전망

확산



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

I 경제

Q와 P의 동행



[Overview] 전쟁도 꺾지 못할 성장

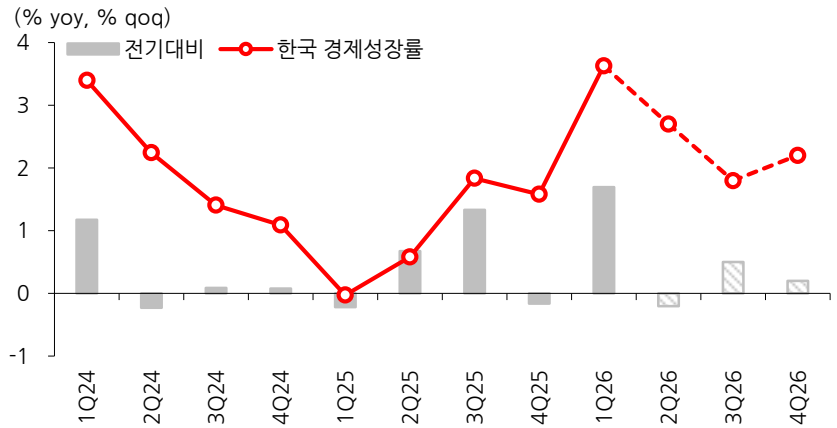
- 전쟁 때문에 세계경제가 꺾이진 않을 것. 주요국 정책대응, AI 투자 수요, 제조업 반등이 경기 회복을 주도할 전망
- 한국: 메모리반도체 수출 호조에 내수 저점 통과가 더해지는 구간. 올해와 내년 성장률 모두 잠재성장률을 상회할 것
- 미국: 소비 둔화를 투자 회복이 메워주는 흐름. 분기 성장률은 1Q 정점, 연간 경제성장률은 6년 연속 2% 넘어설 전망
- 중국: 수출이 경기 하방 압력을 제한. 정책은 내수 강화와 같은 중장기 목표에 집중

주요국 경제성장률 및 환율 전망

구분	국가	26.1Q	26.2Q	26.3Q	26.4Q	2026년	2027년
경제성장률 (% yoy)	한국	3.6	2.7	1.8	2.2	2.6	2.3
	미국	2.7	2.2	1.6	1.9	2.1	1.8
	중국	5.0	4.5	4.5	4.2	4.6	4.4
	유로존	0.8	0.8	0.8	0.9	0.8	1.1
환율 (기간평균)	원/달러	1,466	1,475	1,450	1,430	1,455	1,390
	달러/유로	1.17	1.17	1.18	1.19	1.18	1.21
	위안/달러	6.92	6.80	6.76	6.72	6.80	6.68
	엔/달러	157	158	155	153	156	150

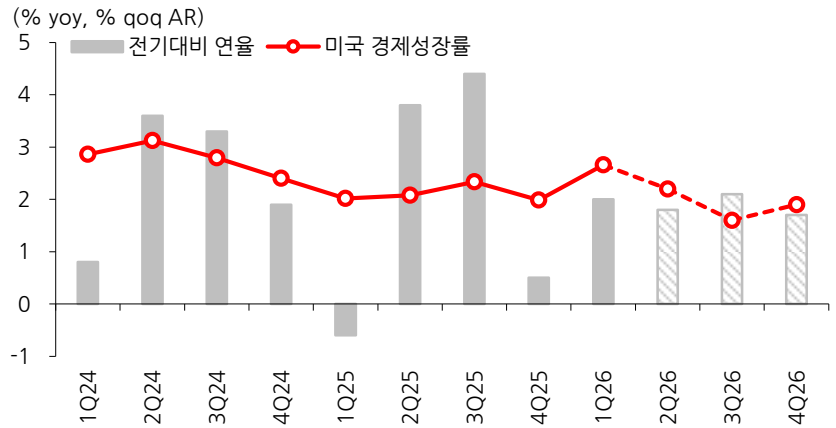
자료: 한화투자증권 리서치센터

한국: 잠재성장률을 크게 상회하는 성장



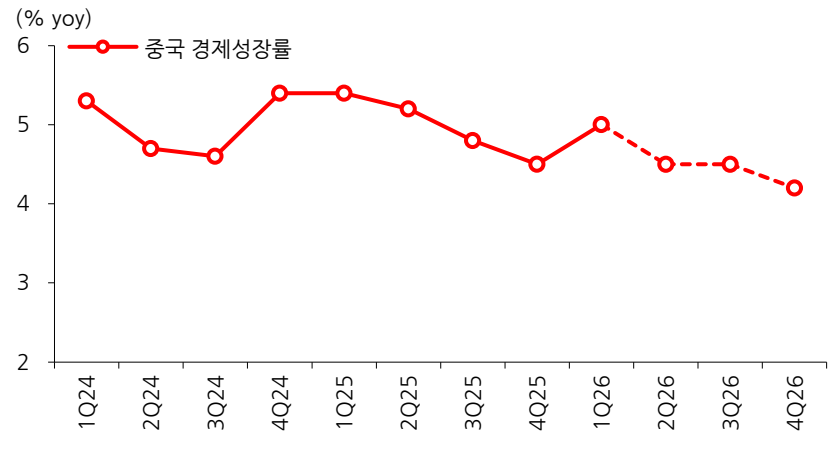
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

미국: 투자 반등 및 제한적인 소비 둔화. 2% 상회하는 성장 전망



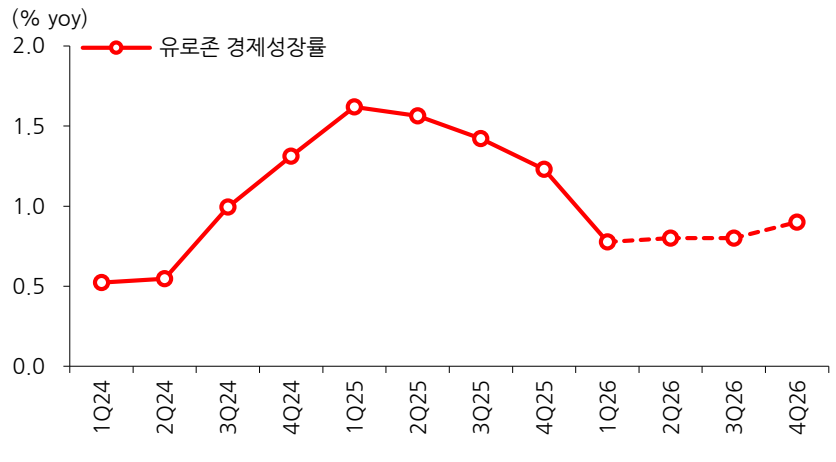
자료: Bureau of Economic Analysis, 한화투자증권 리서치센터

중국: 양호한 수출과 정책대응. 4% 중반 성장 예상



자료: National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터

유로존: 전쟁 충격 반영되면서 성장률 1% 하회 전망



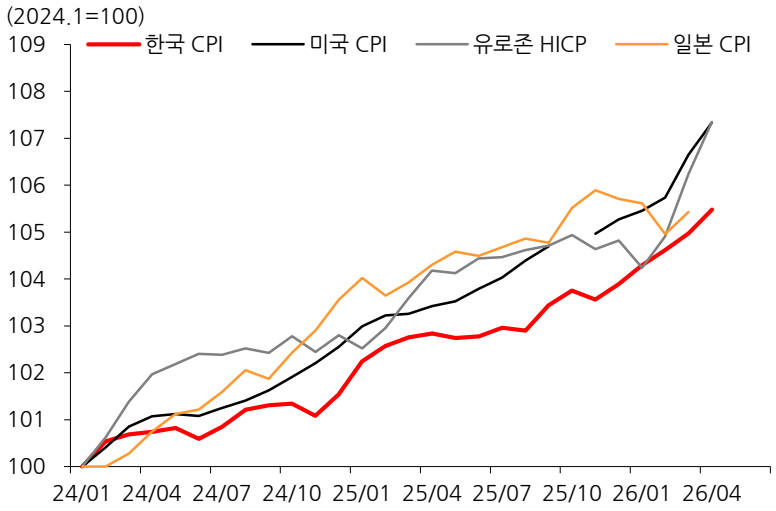
자료: Eurostat, 한화투자증권 리서치센터



[Overview] 같은 유가, 다른 충격

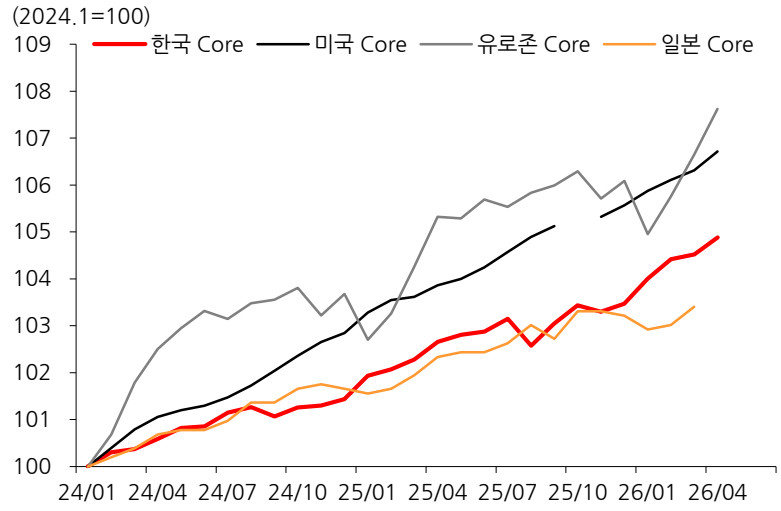
- ❖ 연료 수입 의존도가 높을수록 고유가에 취약. 산업용 에너지 비중이 높으면 실적 악화, 운송용 에너지 소비 비중이 높으면 물가 상승 부담
- ❖ 전쟁 이후 제조업 비중 높은 한국, 일본, 대만은 실적 둔화 우려, 유럽 주요국은 물가 상승 부담을 반영해 자산가격 변동 폭 확대
- ❖ 전쟁 충격 장기화될수록 에너지 순수출국인 미국과 대체재 확보가 상대적으로 수월한 중국이 유리
- ❖ 한국, 일본, 유로존은 금리 인상 카드를 활용해 에너지 공급 차질에 대응할 것

전쟁 이후 미국과 유로존 CPI 상승 폭 확대



자료: 각 국 통계청, 한화투자증권 리서치센터

Core CPI 상승세 또한 두드러지는 유로존



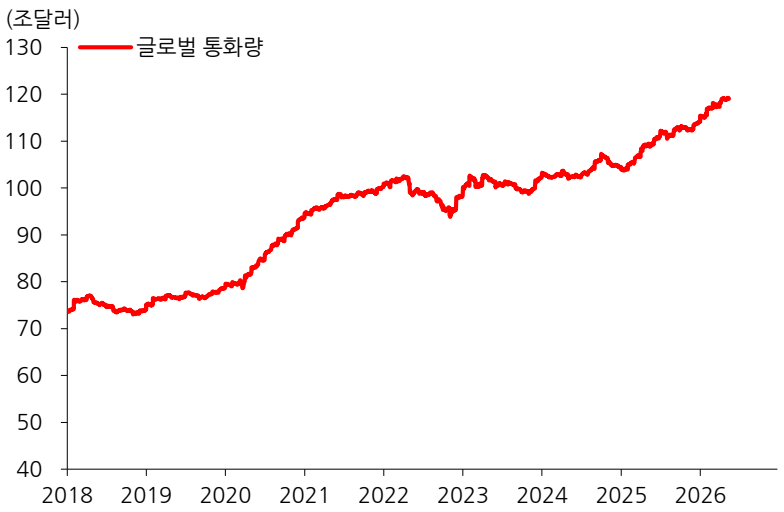
자료: 각 국 통계청, 한화투자증권 리서치센터



[Overview] 든든한 정책

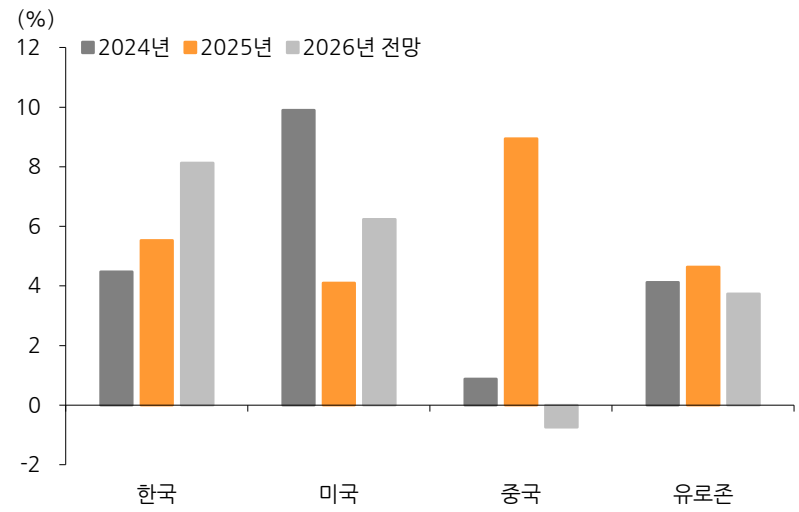
- 정책대응은 전쟁 충격을 완화하는 요인
- 한국과 미국 재정지출 증가율 상승, 중국은 정책여력 재분배, 유로존은 독일 주도 확장재정 기조 강화
- 한국과 일본 금리 인상 유력하지만, 단순 공급 충격이 아닌 성장 강화를 반영한 결정일 것
- 국제유가가 연말까지 100달러를 상회하는 시나리오 아니라면, 충격 상당부분 완화 가능할 전망

글로벌 유동성 증가 흐름 지속



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

한국과 미국 재정정책 강도 강화



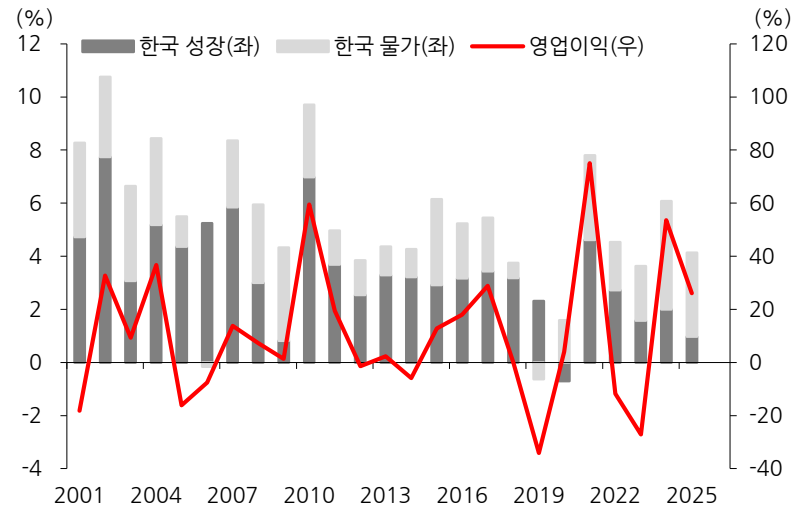
주: 중국은 기금지출 포함
자료: 각 국 정부, 한화투자증권 리서치센터



[Overview] 바람직한 명목성장

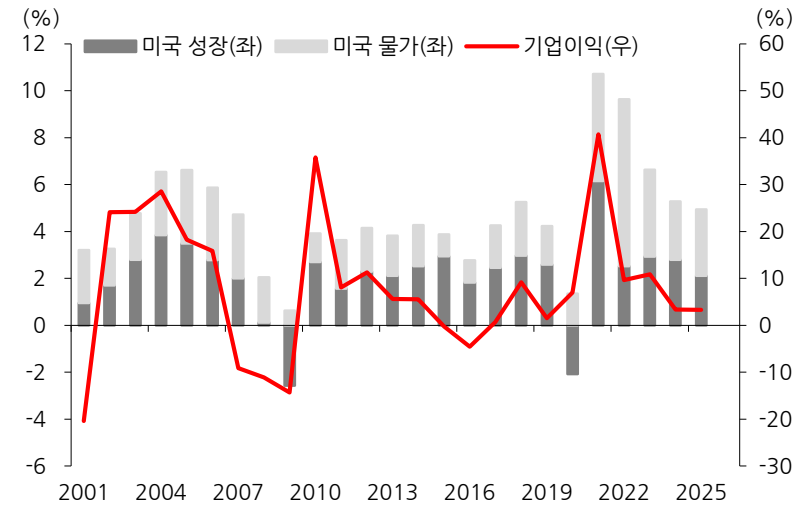
- 실질 성장이 동반된 명목 GDP(=실질성장률+물가상승률) 개선은 기업이익과 위험자산에 우호적인 요인
- 성장과 물가 동반 개선 측면에서 보면, 한국이 가장 앞서 있고 미국과 일본도 양호
- 실질 성장이 부재한 명목 GDP 증가는 경기 및 자산시장에 부담. 비용 증가 부담이 매출 확대 효과를 상쇄할 수 있음
- 한국, 미국, 일본은 긍정적인 명목성장률 상승, 유로존은 부담스러운 명목 GDP 증가에 가까운 흐름

한국, 성장과 물가 반등은 실적과 자산시장에 우호적인 변화



주: 성장은 실질 GDP, 물가는 GDP 디플레이터, 영업이익은 제조업 기준
자료: 한국은행, WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

미국도 명목성장률 하락보다는 반등 가능성 높음



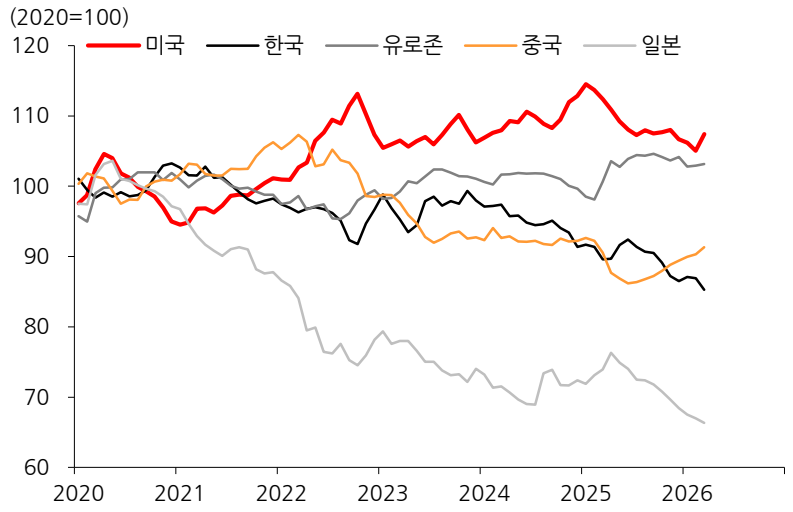
주: 성장은 실질 GDP, 물가는 GDP 디플레이터, 기업이익은 비금융기업 기준
자료: Bureau of Economic Analysis, 한화투자증권 리서치센터



[Overview] 동아시아 통화 강세 구간

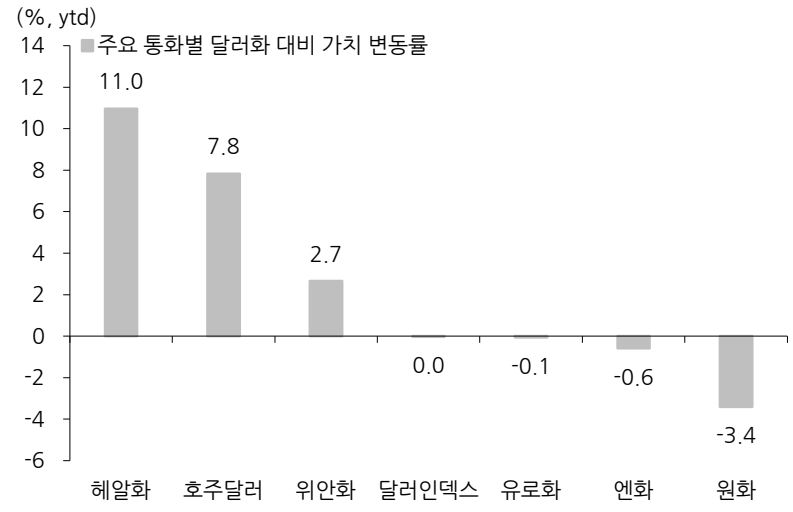
- 하반기 대외 불확실성이 완화되고 각국 대내 통화 환경이 개선되며 동아시아 3국 통화 강세 예상
- 2020년 이후 동아시아 3국 통화는 대체로 약세. 최근에도 중동 전쟁 여파로 원화와 엔화 약세 압력
- 유로화도 ECB의 정책금리 인상 전망을 반영해 완만한 강세 예상
- 달러화는 트럼프 정책 불확실성, 미국 재정 우려, 주요 선진국과의 금리 격차 축소 등에 따른 약세 전망

2020년 이후: 달러화와 유로화 강세 vs. 동아시아 3국 통화 약세



주: 실질실효환율 기준
자료: Bank for International Settlements, 한화투자증권 리서치센터

연초 대비: 헤알화와 호주달러 강세 vs. 원화와 엔화 약세



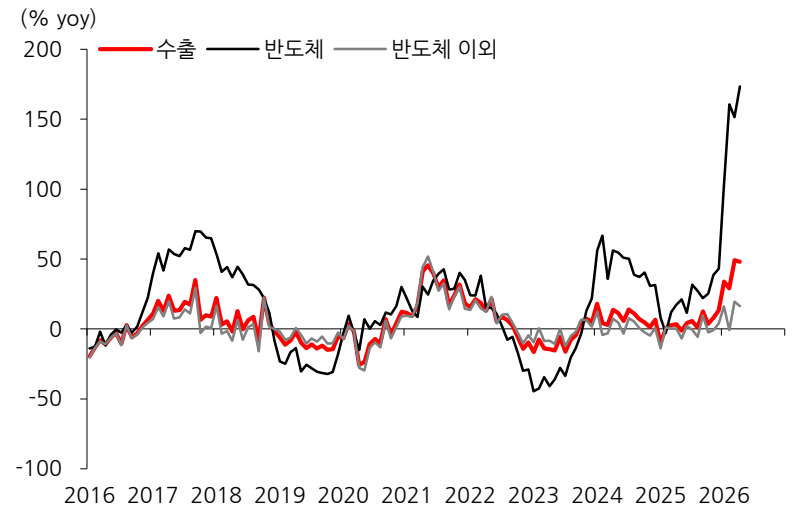
주: 5/12일 기준
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



[한국] 반도체 롱사이클(Long-cycle)

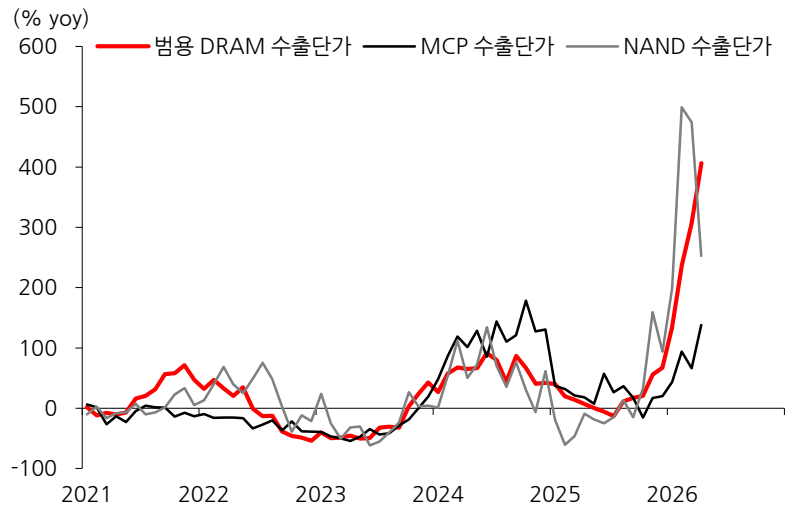
- ❖ 올해 반도체 수출은 전년대비 110% 내외, 전체 수출은 25% 내외 증가 전망
- ❖ 범용 DRAM, NAND, MCP(고부가가치 메모리) 수출단가 상승세 지속. 이는 견조한 AI 투자 수요를 반영
- ❖ 이번 메모리반도체 초과수요는 2017~18년과 달리 공급이 안정적인 상황에서 수요가 늘어 발생. 사이클이 상당기간 유지될 가능성 높음
- ❖ 반도체에 대한 시장 기대가 높아졌다는 점을 감안하면, 수출단가 상승세 둔화(전월대비 하락 전환)가 단기 조정의 빌미가 될 수는 있음
- ❖ IT 이외 품목 중에서는 소비재(라면, 화장품)와 산업재(전력기기 등 기계) 수출 양호

올해 수출 30% 내외 증가 전망



자료: 관세청, 산업통상부, 한화투자증권 리서치센터

메모리반도체 수출단가 상승세 지속



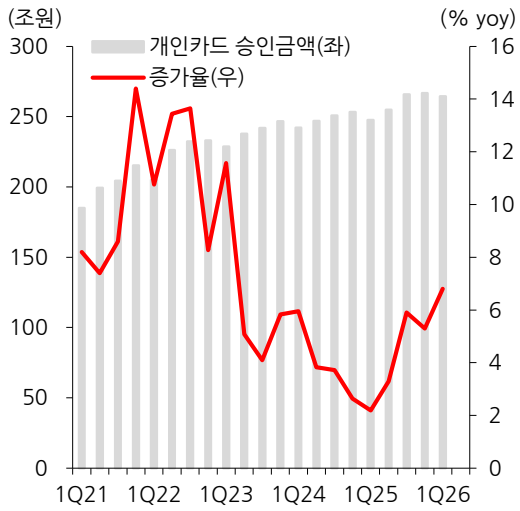
주: MCP(Multi Chip Package)는 HBM, DDR5 등을 포함한 고용량/고부가 메모리
자료: 관세청, 한화투자증권 리서치센터



[한국] 내수는 '+α'

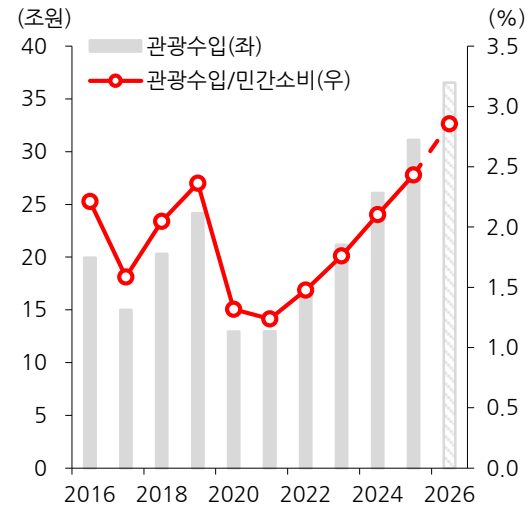
- 소비와 투자도 개선되는 국면. 민간소비 증가율은 2023년 이후 처음으로 2%대 반등 전망
- 카드 승인금액 증가율 상승과 관광수입 증가가 소비 회복 전망을 뒷받침
- 관광객 증가와 환율 상승 감안한 올해 관광수입은 36.5조원으로 전년대비 17.4% 증가 추정. 이는 명목소비를 0.4%p 끌어올리는 효과
- 설비투자는 반도체 업황 호조, 건설투자는 수주 개선을 반영

소비 회복세 강화 조짐



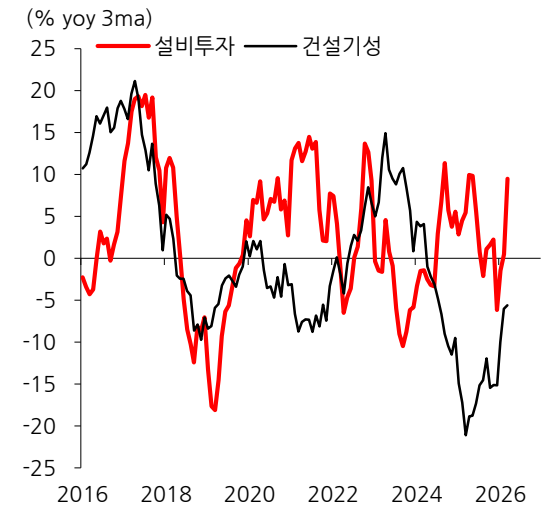
자료: 여신금융협회, 한화투자증권 리서치센터

관광수입이 국내 소비의 3% 수준까지 늘어날 전망



자료: 한국관광공사, 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

투자 사이클도 저점 통과



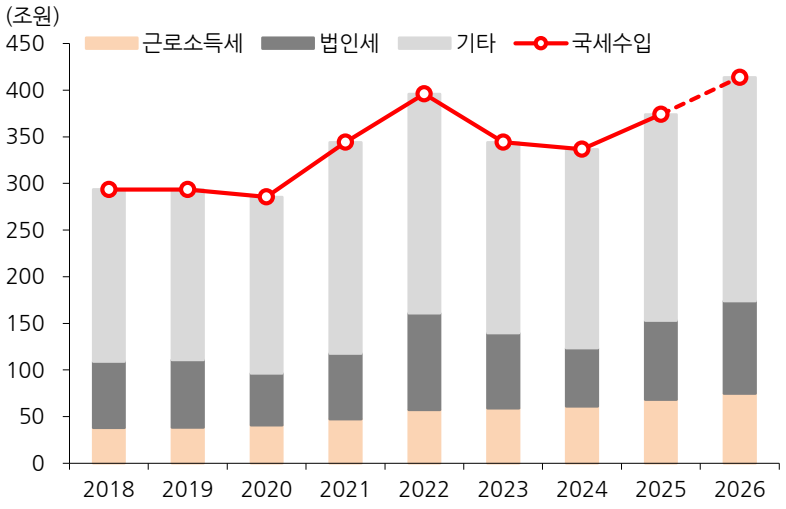
자료: 국가데이터처, 한화투자증권 리서치센터



[한국] 채워질 정부 곳간

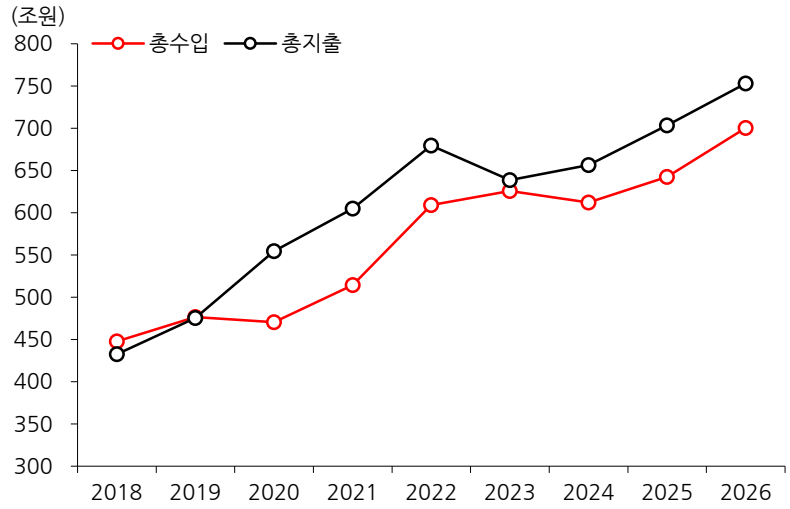
- 국세수입이 법인세 중심으로 늘어나면서 재정여건 개선 전망
- 정부와 국회예산정책처는 올해 법인세가 지난해보다 약 15조원 늘어날 것으로 예상
- 최근 이익 전망치가 가파르게 상향 조정되고 있어 당국 예상보다 법인세 증가 폭이 커질 가능성 높음
- 실적 전망을 토대로 보면, 삼성전자와 SK하이닉스의 올해 이익 기준 법인세 100조원을 넘어설 가능성(올해 8월과 27.3월 납부)
- 올해와 내년 상장사 순이익 전망이 실현된다고 가정하면, 법인세는 향후 2년 동안 200조원 이상 순증 가능

법인세 중심으로 세수 확대 전망



주: 2026년은 국회예산정책처 전망
자료: 재정경제부, 국회예산정책처, 한화투자증권 리서치센터

세수가 늘면 총지출과 총수입 격차 축소되면서 재정수지 개선 가능



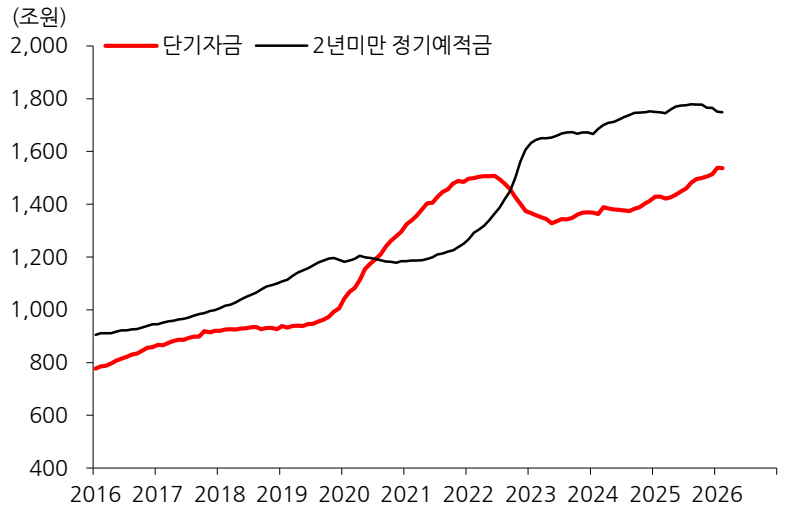
주: 2026년은 정부 전망
자료: 재정경제부, 국회예산정책처, 한화투자증권 리서치센터



[한국] 두둑한 지갑

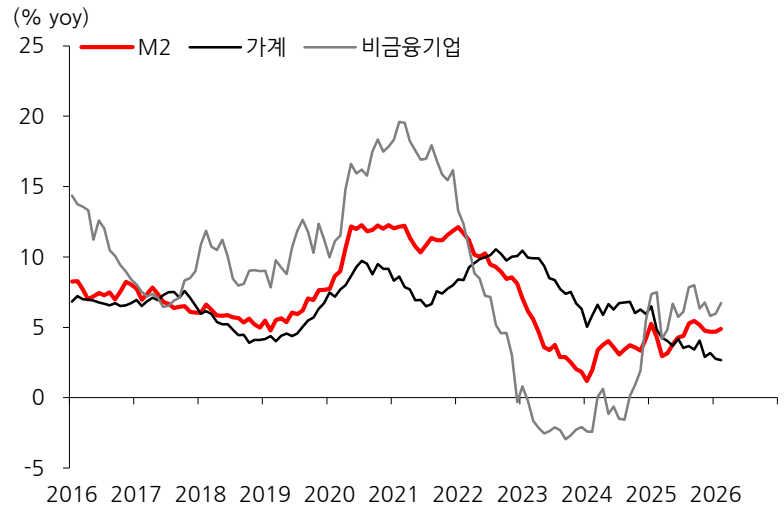
- M2 내 단기자금 비중 확대는 양호한 유동성 환경을 반영
- M2(광의통화)를 금융상품별로 보면, 정기예적금은 줄고 수시입출식 예금과 요구불예금 등 단기성 자금이 증가
- 단기 유동성은 금융시장 변동성 확대 요인일 수 있지만, 시장에 유입될 가능성이 높은 성격의 자금
- 주체별로 보면 기업 보유자금 증가세 강화. 충격을 감내할 수 있는 여력이 있음을 시사

양호한 유동성 1) 요구불 및 수시입출식 예금 증가



주: 단기자금은 M1(현금통화, 요구불예금, 수시입출식 저축성예금)과 MMF
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

양호한 유동성 2) 기업 보유자금 증가세 강화

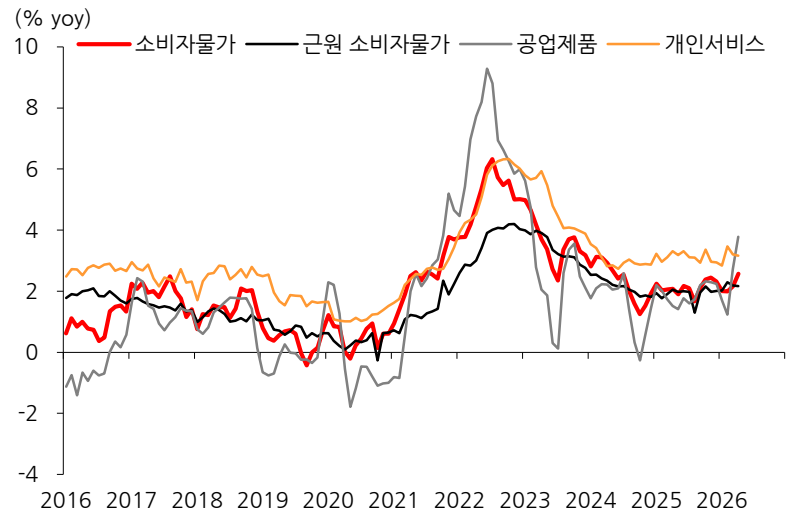


자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[한국] 유가 상승의 간접효과

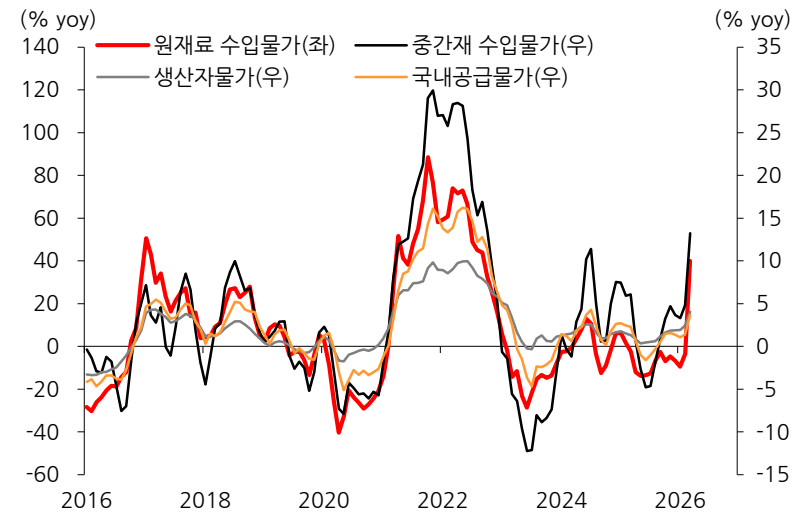
- 중간재와 원재료 가격 상승이 물가 압력을 높일 가능성
- 석유류 물가는 석유 최고가격제를 도입으로 상승 폭 제한(=국제유가 상승의 직접효과 약화)
- 반면, 수입물가와 생산자물가는 강해지고 있음. 원유 이외 원자재 가격과 원/달러 환율 상승은 수입 및 생산비용 증가 요인
- 수입물가와 생산자물가 상승이 석유류 이외 물가에 영향을 준다면, 인플레이션에 대한 대응이 강해질 수 있음

석유 최고가격제 영향으로 소비자물가 상승 제한



자료: 국가데이터처, 한화투자증권 리서치센터

수입물가와 생산자물가 상승세 강화



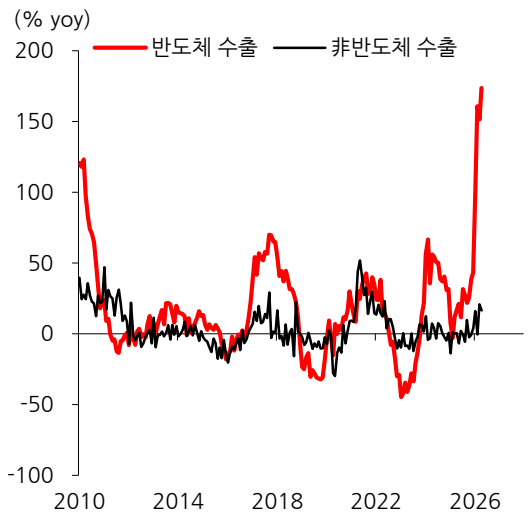
주: 국내공급물가지수는 국내에 공급되는 상품 및 서비스 가격을 측정. 생산자물가지수에 수입물가지수를 결합
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터



[한국] 원/달러 환율 1,400~1,500원

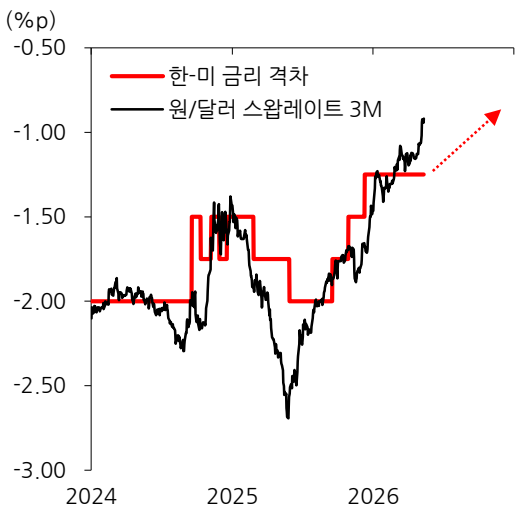
- 원/달러 환율 1,400~1,500원 등락 전망
- 미국-이란 전쟁에 따른 불확실성이 완화되고 대내 환경도 전반적으로 양호할 것
- 반도체 중심으로 수출 강세가 이어지고, 한국은행 기준금리 인상으로 한-미 금리 격차가 축소되면서 원화 강세 압력 더해질 전망
- 다만, 하반기 원화 국제화 정책에 따라 현물환 거래량이 늘어나면 변동성 확대 가능성 있음

반도체 중심의 수출 강세 지속



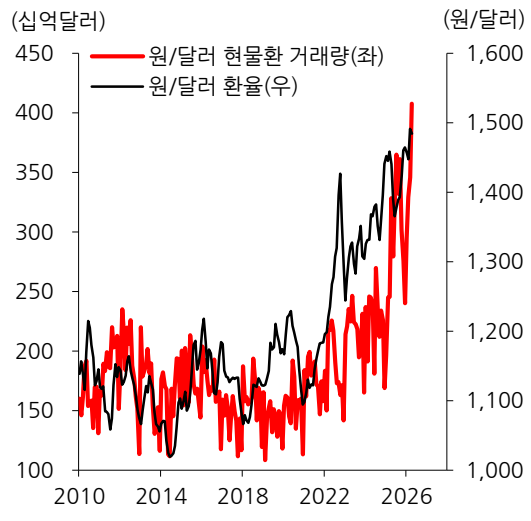
자료: 관세청, 산업통상부, 한화투자증권 리서치센터

한-미 금리 격차 축소 전망 (연말 -0.75%p)



자료: Bloomberg, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

하반기 현물환 거래량 재차 확대 가능성



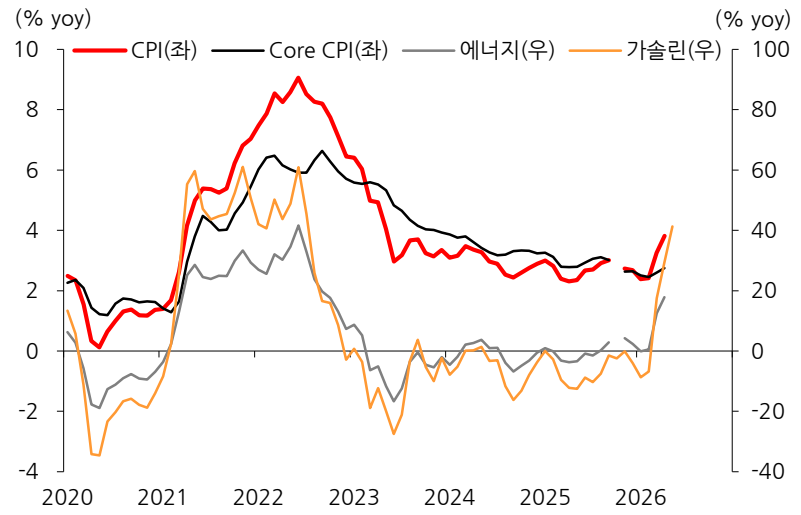
자료: Bloomberg, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터



[미국] 핵심은 기대인플레이션

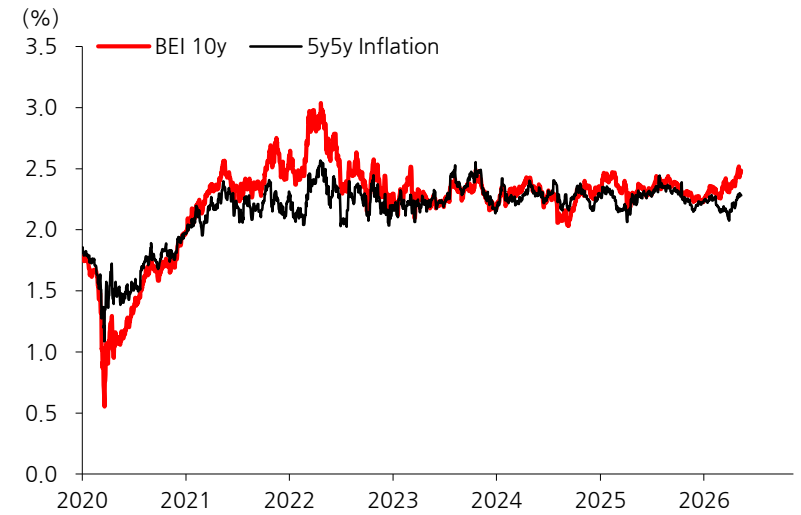
- ❖ 헤드라인 물가와 달리 근원(Core) 및 기대인플레이션 상승 제한
- ❖ 기대인플레이션이 안정적이라면, 연준은 상당기간 기준금리를 동결할 것으로 예상
- ❖ 실질금리가 상대적으로 높아 인상이 급하지 않고, 경기(고용)가 둔화되고 있기 때문
- ❖ 관세 인상에 따른 가격 전가도 진행 중이지만, 관련 물가 상승세가 가파르진 않음

Headline CPI는 에너지 가격 상승을 반영해 4% 근접



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

기대인플레이션은 안정



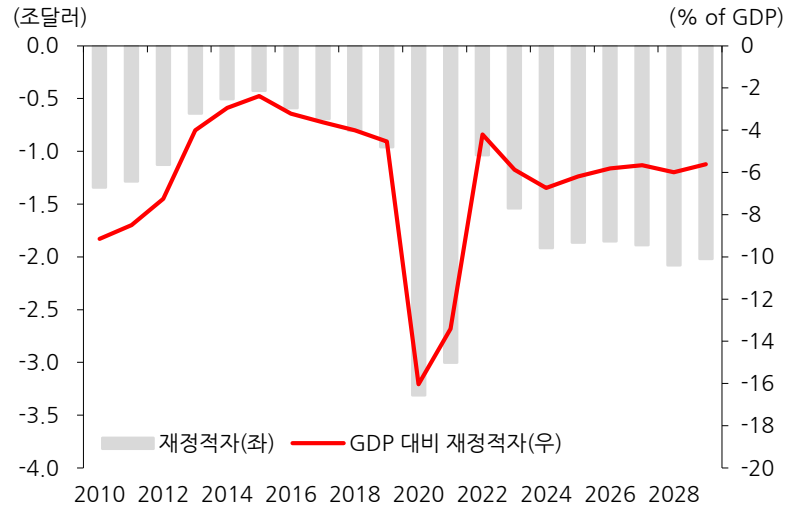
주: 5y5y Inflation은 5년 이후부터 5년 간의 기대인플레이션(Inflation Swap Forward 5Y5Y)
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



[미국] 지출은 늘고, 세수는 줄고

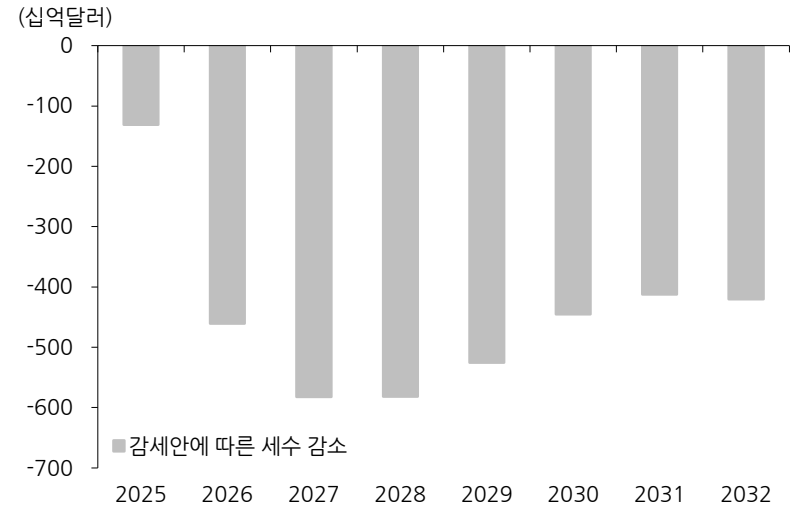
- 미국 의회예산처(CBO), FY2026 미국 재정적자 1조 8,527억 달러(GDP 대비 5.8%) 전망
- 이번 회계연도 트럼프 행정부 감세안(OBBBA)에 따른 세입 감소분도 약 4,600억 달러에 달할 것
- 트럼프 대통령 임기 종료 시기에는 재정적자 규모가 2조 달러를 넘어설 가능성

재정적자 확대 기조 지속



주: 회계연도 기준. 올해 2월 CBO 전망
자료: Congressional Budget Office, 한화투자증권 리서치센터

올해 감세로 세수 약 4,600억 달러 감소 전망



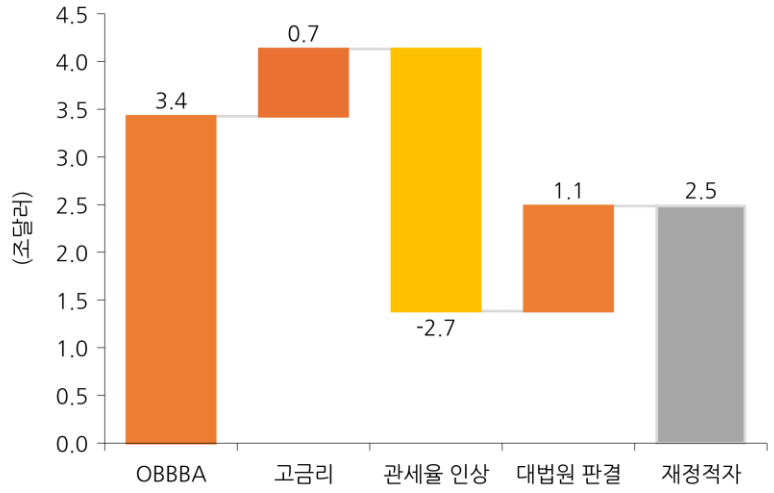
주: 회계연도 기준. 올해 2월 CBO 전망
자료: Congressional Budget Office, 한화투자증권 리서치센터



[미국] 계획에 없던 재정적자 1,800억 달러

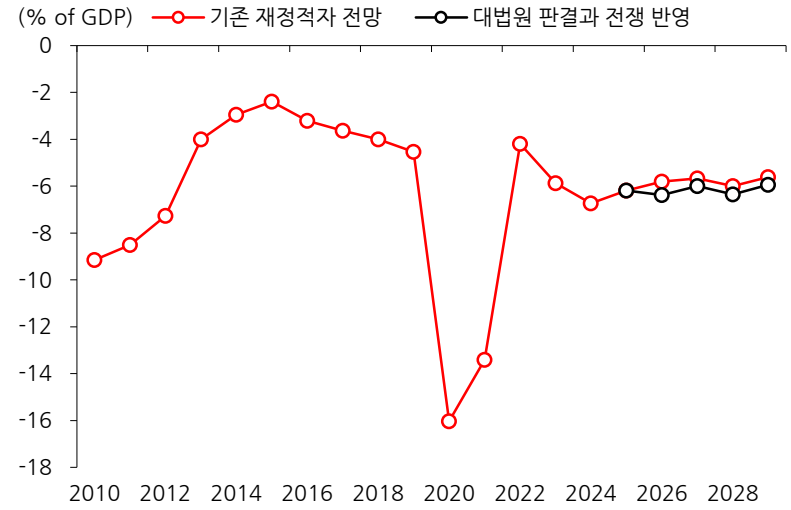
- 필립 스와겔 CBO 국장에 따르면, 연방대법원 상호관세 위법 판결로 관세 수입이 10년 간 1.1조 달러 줄어들 수 있음
- 국방부는 이란 전쟁 비용을 250억 달러로 추산했지만, 여러 싱크탱크들은 최소 720억 달러로 추산
- 연간 관세 수입 감소분과 전쟁 비용(총 1,820억 달러) 감안하면, FY2026 재정적자 약 10% 추가 증가
- GDP 대비 재정적자로 환산하면 FY2026에는 0.6%p, FY2027 이후부터는 연평균 0.4%p 적자 비율 상승

미국 연방대법원의 상호관세 위법 판결로 1.1조 달러 재정 부담 추정



주: 향후 10년 간 전망
자료: Congressional Budget Office, 한화투자증권 리서치센터

전쟁 비용까지 고려하면 GDP 대비 재정적자 비율 약 0.5%p 상승

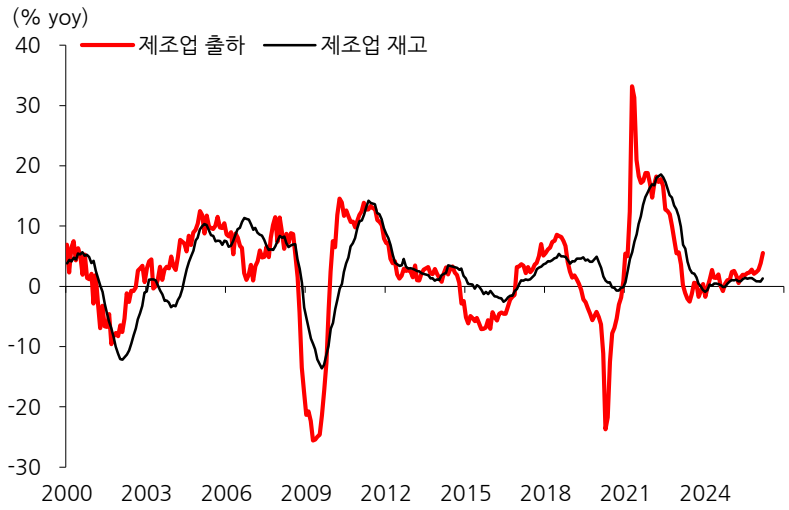


주: 회계연도 기준
자료: Congressional Budget Office, Popular Information, 한화투자증권 리서치센터

[미국] 소비보다 투자

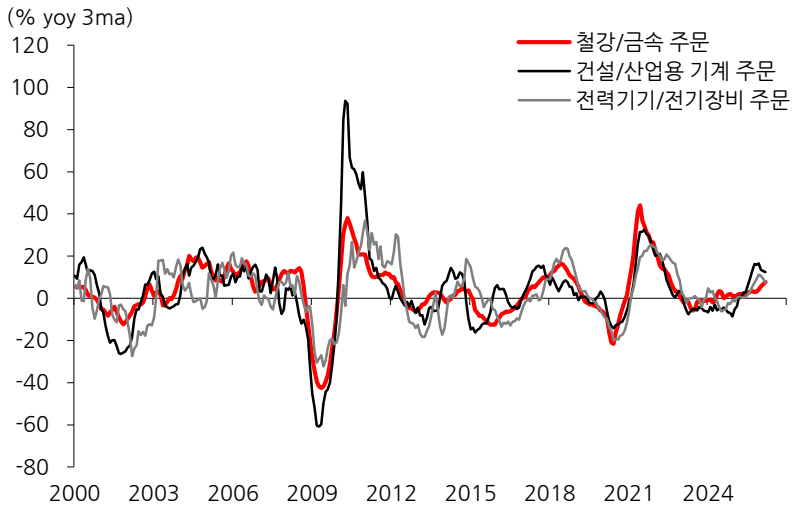
- 소비보다는 투자, 서비스업보다는 제조업 회복이 두드러질 전망
- 소재와 IT 이외 산업재 주문 증가세 강화는 양호한 투자 수요를 반영
- 재고 증가율을 상회하는 출하 증가율은 재고 부담이 크지 않음을 시사
- 전쟁 불확실성 완화되면, 기업들은 보다 더 적극적으로 생산 및 투자에 나설 전망

출하 증가율이 재고 증가율을 상회



자료: U.S. Census Bureau, 한화투자증권 리서치센터

IT 이외 품목 수요도 확대



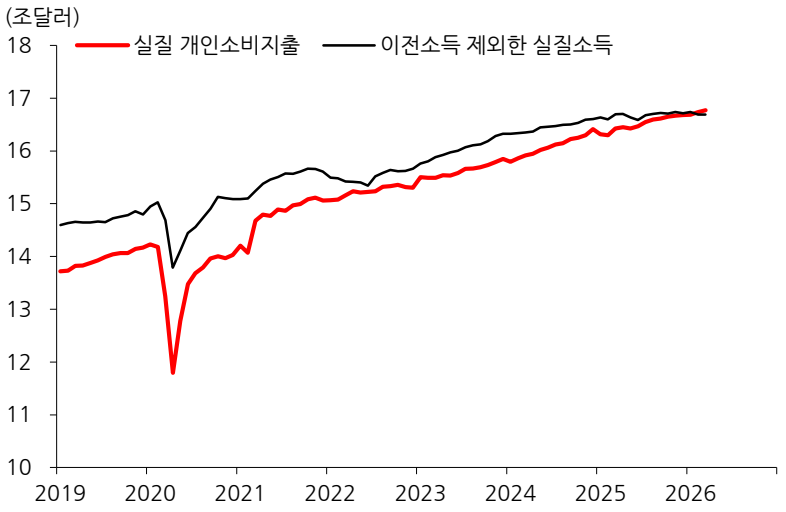
자료: U.S. Census Bureau, 한화투자증권 리서치센터



[미국] 무난한 소비

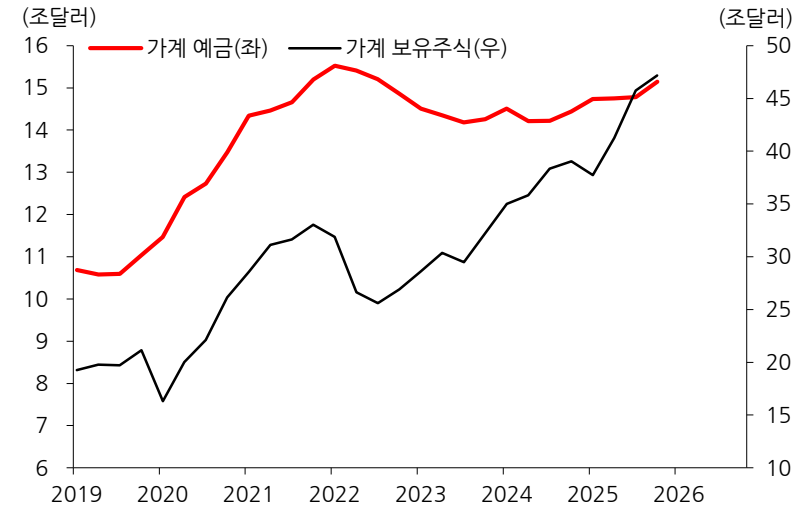
- ❖ 고용 둔화와 소득 정체 영향으로 소비 회복은 제한될 전망
- ❖ 이전소득 제외한 실질소득 2개월 연속 전월대비 감소. 개인소비지출은 2개 분기 연속 증가세 둔화
- ❖ 소비의 성장기여도 하락 예상. 다만, 가계 자산이 늘고 있어 소비 위축 가능성은 낮음

소비 완만하게 늘고 있으나 실질 소득 정체



자료: Bureau of Economic Analysis, 한화투자증권 리서치센터

가계 자금 상황이 악화됐다고 보기는 어려움



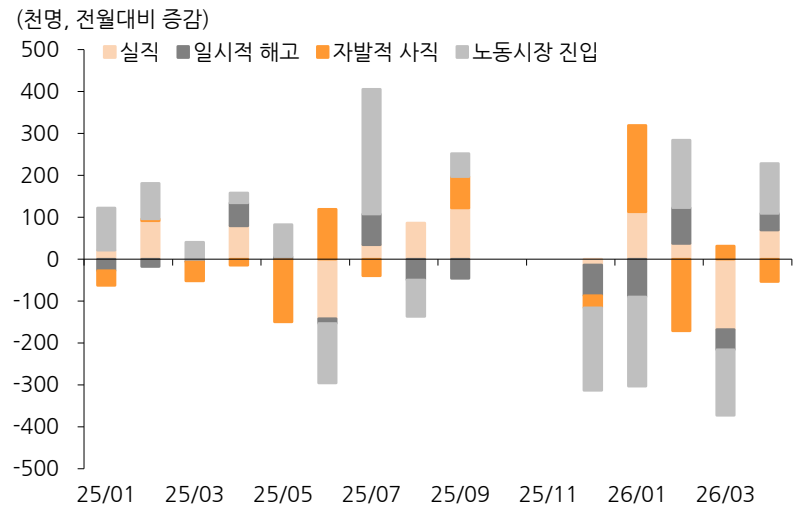
주: 예금은 요구불예금+저축성예금
자료: Federal Reserve Board, 한화투자증권 리서치센터



[미국] 둔화는 맞고 침체는 틀리다

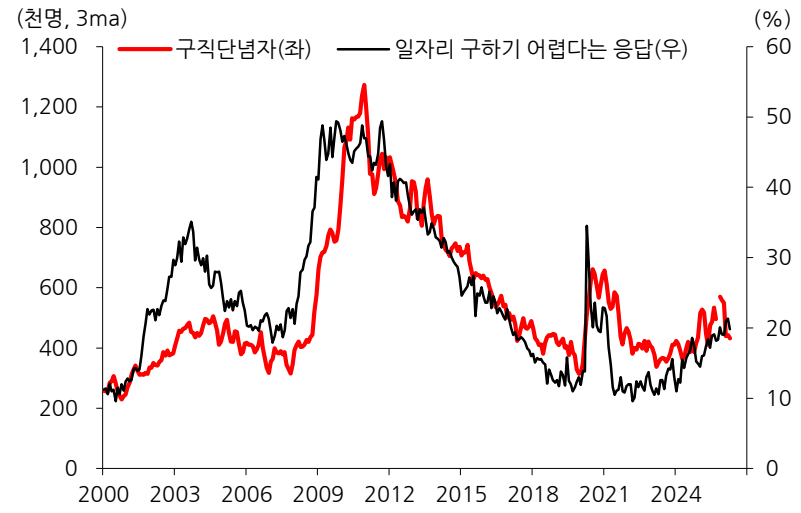
- ❖ 노동시장 초과수요 해소 국면에서의 고용 둔화는 자연스러운 현상. 이를 침체 조짐으로 보기는 어려움
- ❖ 최근 6개월 고용은 월평균 5.5만 명 증가. 연준이 추정한 breakeven(실업률이 유지되는 고용 수준)을 벗어나지 않음
- ❖ 따라서 고용 증가 폭보다는 해고, 계약만료와 같은 비자발적인 실업이나 구직단념자 급증 여부가 중요

비자발적인 실업이 급증하지 않고 있음



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

노동수요가 급격하게 위축되고 있다는 조짐을 찾기 어려움

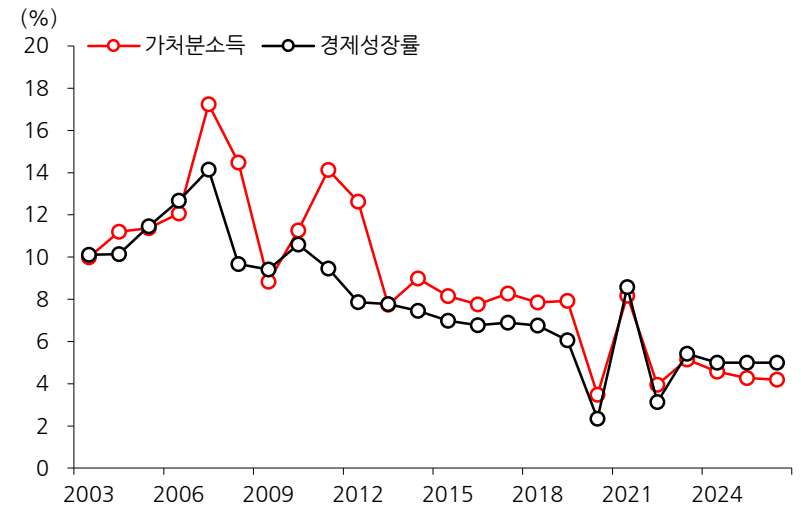


자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, The Conference Board, 한화투자증권 리서치센터

[중국] 구매력 강화는 장기전

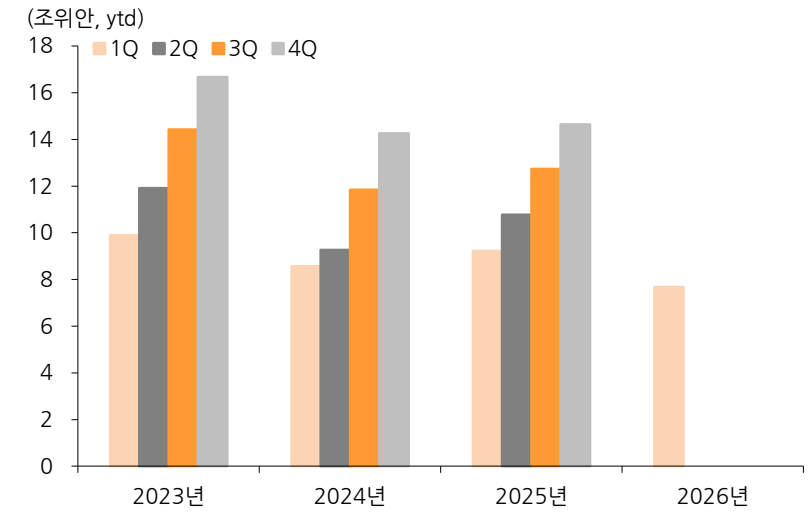
- 부동산 경기 위축, 소득 증가율 하락, 신규 저축 감소 등은 내수 강화가 녹록지 않음을 시사
- 2023년 이후 가처분소득 증가율은 성장률을 하회, 가계저축 증가 폭도 축소
- 한국, 미국과 비교했을 때 자금 상황이 상대적으로 타이트하다는 의미

2023년 이후 가처분소득 증가율이 경제성장률을 하회



자료: National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터

가계저축 또한 줄어들고 있음



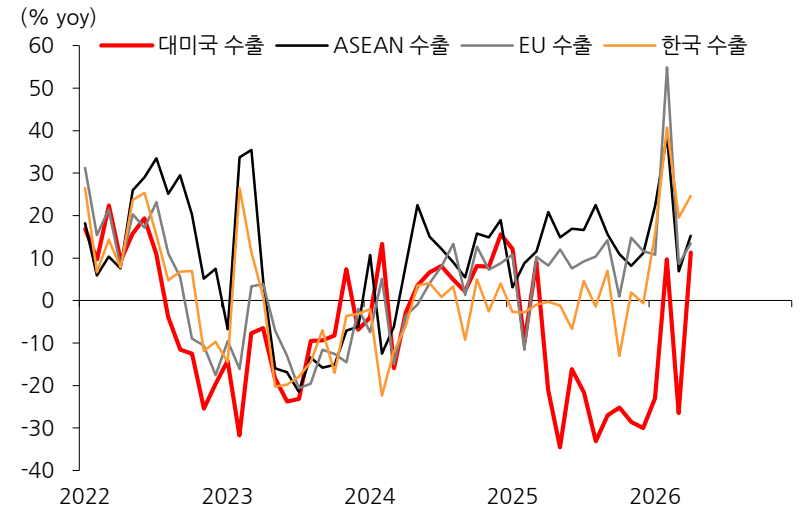
주: 가계저축 증감
자료: The People's Bank of China, 한화투자증권 리서치센터



[중국] 수출이 받쳐주니

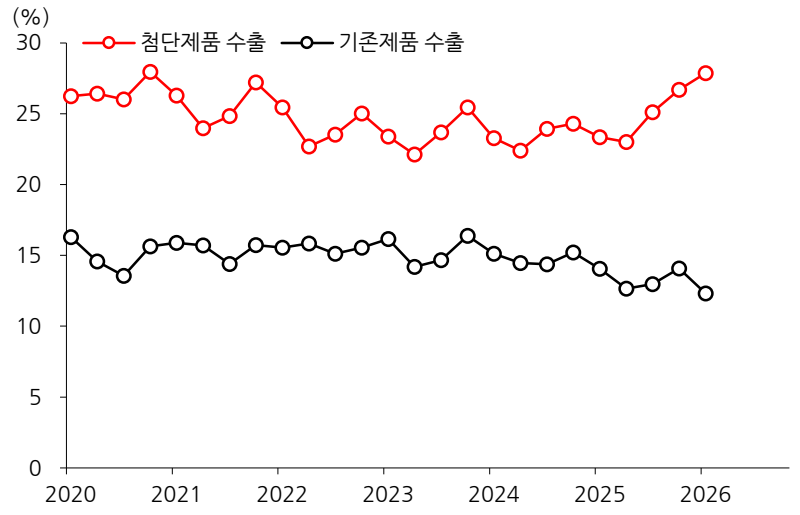
- ❖ 수출이 양호한 흐름을 이어가면서 정책을 내수 강화에 집중할 수 있는 여건 조성
- ❖ 지난해 수출은 전년대비 5.5%, 미국 제외 수출은 9.8% 증가. 올해 들어 미국 제외 수출은 18.1% 늘면서 증가세 강화
- ❖ 전통 제조업 관련 수출 비중 줄고, 첨단제품 수출 비중 확대. 단순히 낮은 가격을 내세운 수출실적이 아니라는 의미
- ❖ 순수출 성장기여율 상승의 리스크는 대외환경 변화에 취약하다는 것. 다만, 가공수출 중심이 아니기 때문에 대외수요 변동 폭 적을 전망

미국 이외 지역의 수요가 수출 호조를 주도



자료: General Administration of Customs, 한화투자증권 리서치센터

Hi-tech 수출 비중 확대



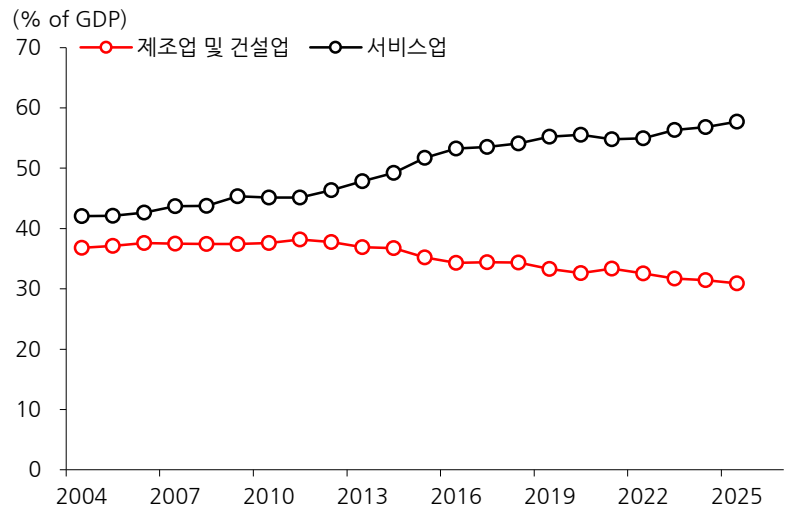
주: 첨단제품은 반도체, 컴퓨터, 전기차, 2차전지, 기존제품은 석유제품, 화학/플라스틱, 철강, 가전 등
자료: General Administration of Customs, 한화투자증권 리서치센터



[중국] 정책은 중장기 목표에 집중

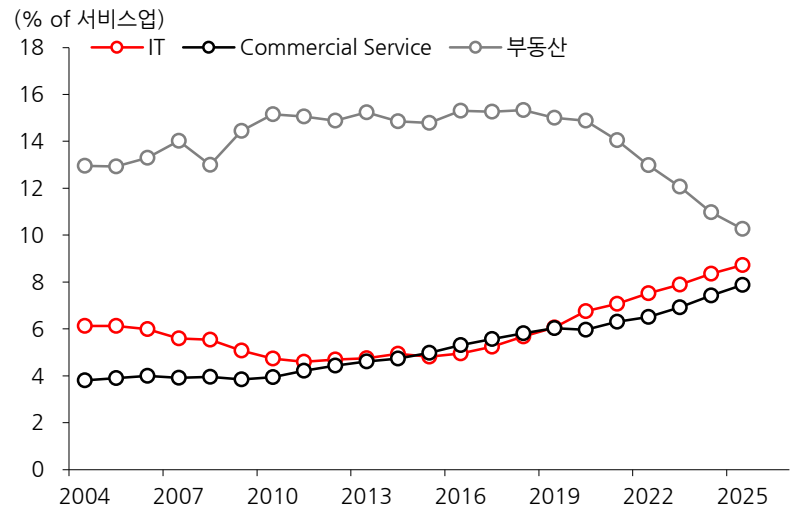
- 당국은 정책여력을 첨단 제조업, 고부가가치 서비스업과 같은 중장기 성장동력 확보에 집중할 전망
- 내수 강화나 질적 개선은 단기 성장을 끌어올리는 것보다 난이도가 높아 달성 여부를 확신하기 어려움
- 양호한 수출과 재정여력을 감안하면 당분간 당국 스탠스는 유지될 것
- 전반적인 경기 회복보다는 반도체, AI, 헬스케어, 금융 등 정책이 집중되는 분야 중심으로 강해지는 흐름 예상

전통 제조업 축소, 첨단 제조업과 서비스업 강화 기조



자료: National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터

고부가가치 서비스업 기반 확대 유도



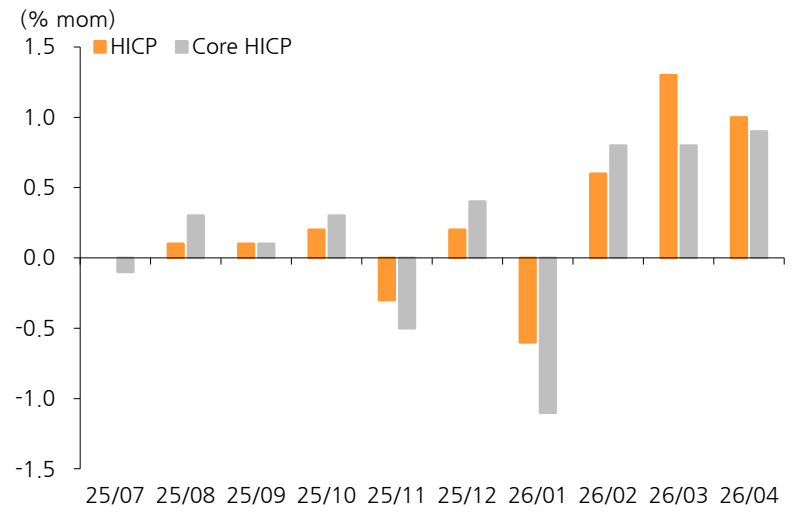
자료: National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터



[유로존] 불리한 여건

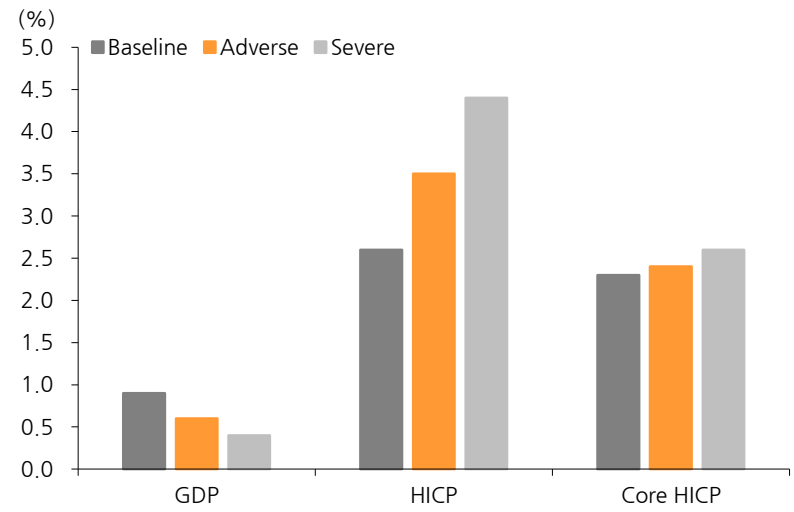
- 유로존은 운송용 에너지 소비 비중이 높아 연료 가격 상승의 직접효과(=소비자물가 상승)도 확대
- 4월 Headline과 Core HICP 물가는 각각 전월대비 1.0%, 0.9% 상승. 여타 주요국 대비 물가 상승 압력 강했음
- 전쟁 기간 장기금리와 기대인플레이션 상승 폭 또한 독일, 프랑스, 이탈리아 등 유럽 국가들이 최상위
- ECB는 경기 둔화 부담에도 금리를 인상해야 하는 상황에 직면. 하반기 2회 인상 가능성 높음
- 당초 예상과 달리 올해 경제성장률 1% 하회 전망

미국-이란 충돌 이후 유로존 물가 상승세 강화



자료: Eurostat, 한화투자증권 리서치센터

ECB, 올해 성장 전망은 하향, 물가 전망은 상향 조정



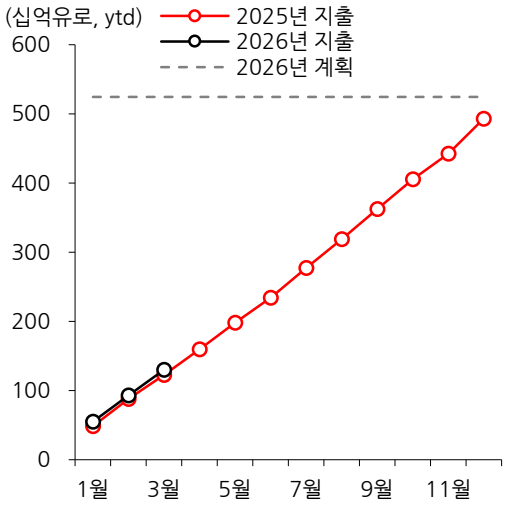
주: 각각 에너지 공급 차질이 1) 2Q(유가 $90), 2) 3Q(유가 $119), 3) 4Q(유가 $145)까지 지속되는 시나리오
자료: European Central Bank, 한화투자증권 리서치센터



[유로존] 독일에 거는 기대

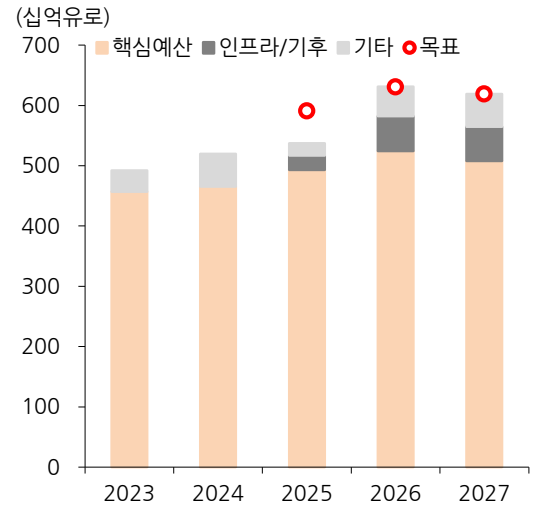
- 지난해 부진했던 독일 경기 회복 수준이 전반적인 유로존 경기 흐름에 영향을 미칠 것
- 독일 반등 전망의 핵심은 재정지출 확대. 1/4분기 핵심예산 집행률은 25%로 양호하지만, 지난해 지출도 목표를 하회한 바 있음
- 신속한 예산 집행을 위한 법안 정비와 확장재정 의지는 긍정적, 연료 가격 상승 부담과 더딘 실물경기 회복은 불확실성 요인
- 지출 확대가 순조롭게 진행된다면, 전쟁 충격 일정부분 완화 가능

1/4분기 독일 핵심예산 집행률 25%로 양호



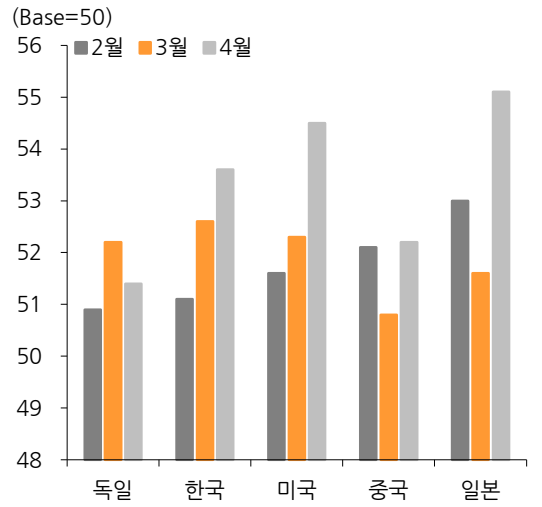
주: 핵심예산 기준
자료: Federal Ministry of Finance, 한화투자증권 리서치센터

지난해 실제 지출은 목표 대비 91%



주: 2026~27년은 예상
자료: Federal Ministry of Finance, 한화투자증권 리서치센터

제조업 회복이 상대적으로 더딘 독일



주: S&P Global 제조업 PMI
자료: S&P Global, 한화투자증권 리서치센터

2026
하반기전망

확산



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

II 채권

Steep & Volatile



[채권시장 전망] Steep & Volatile

❖ 2026년 하반기 국고 및 미 국채금리 Range. 국내는 Steepening 압력, 미국은 변동성 확대 예상

- 국고 3년: 3.40~3.85% / 국고 10년: 3.80~4.30%, 미국 2년: 3.70~4.20% / 미국 10년: 4.10~4.60%

❖ **기준금리 인상은 확실. 성장과 물가는 상당기간 높은 수준에 머물 전망. 장기금리가 구조적으로 하락하기 어려운 국면**

- 짧은 기준금리 인상 사이클 윤곽 드러나면 통화정책 관련 되돌림 장세 보이면서 국고 3년은 최대 3.40%까지 하락 가능
- 국고 10년은 세수 호조로 재정 건전성 개선 시 하락 가능하겠으나, 확장적 재정정책 기조 재확인될 경우 공히 4% 상회할 것

❖ **미국 경제, 통화정책 환경에는 특이사항 부재. 무난한 흐름 예상되나 수급이 관건. 뚜렷한 방향성보다는 변동성 장세 전망**

주요 금리 및 스프레드 전망치

구분(%, bp)	2025년 연간	26.1Q	26.2Q(E)	26.3Q(F)	26.4Q(F)	2026년 연간
한국 기준금리	2.50	2.50	2.50	2.75	3.00	3.00
국고 3년	2.56	3.19	3.60	3.68	3.60	3.53
국고 10년	2.89	3.60	3.90	4.05	4.00	3.90
10-3년 Spread	32.7	41.1	30.0	38.0	40.0	38.0
미국 기준금리	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75
미국 2년	3.82	3.58	3.90	3.93	3.88	3.82
미국 10년	4.29	4.19	4.35	4.30	4.25	4.27
10-2년 Spread	46.9	61.0	55.0	63.0	57.0	59.0

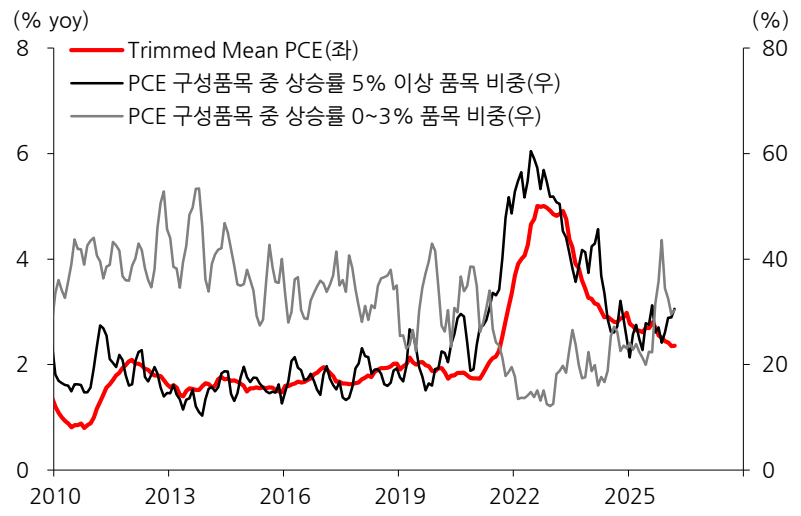
주: 기준금리는 기말, 스프레드와 국채 금리는 평균값
자료: 한화투자증권 리서치센터



[미국] 펀더멘털: 새로운 물가 Framework

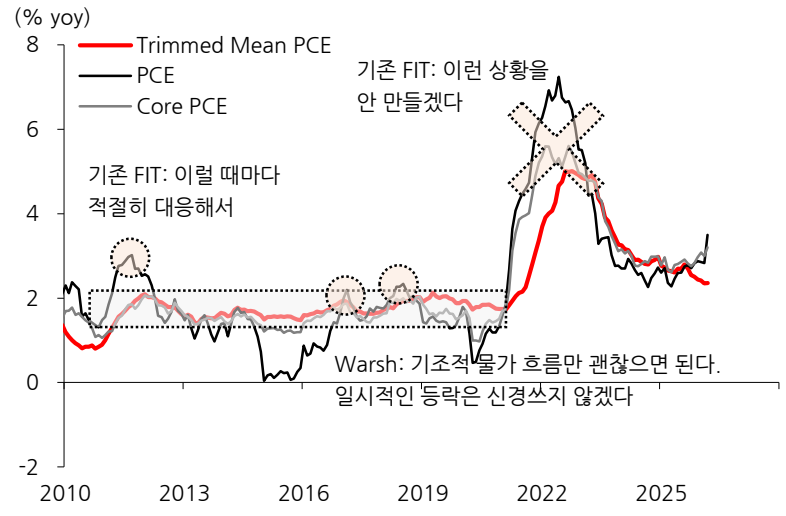
- Warsh 지명자의 물가 Framework는 기조적 흐름으로 물가 상황을 판단하겠다는 것. 즉, 일시적 상승 요인에는 반응할 필요가 없음
  - 1) 2% 물가 목표를 엄격하게 준수하되
  - 2) 목표 달성 판단 지표는 Headline, Core가 아닌 Trimmed Mean 또는 Median
- 새로운 물가 Framework를 적용해도 현재 인플레이션은 우려스러운 수준
  - PCE 구성품목 중 가격상승률이 5% 이상인 품목 비중: 33.5%, 0~3% 비중: 22.3%
- **Trimmed Mean, Median PCE는 각각 59개월, 60개월 연속 2%를 상회 중. 물가는 여전히 금리 하락 제한 요인**

새로운 Framework 적용해도 물가 목표 달성하려면 많은 시간 필요



자료: Dallas Fed, 한화투자증권 리서치센터

Warsh가 이야기하는 새로운 물가 Framework



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



[미국] 펀더멘털: 새로운 잣대, 무난한 고용

❖ <u>고용은 안정적인 흐름이 지속될 전망. Low Hire & Low Fire은 일시적 현상이 아닌 New Normal</u>

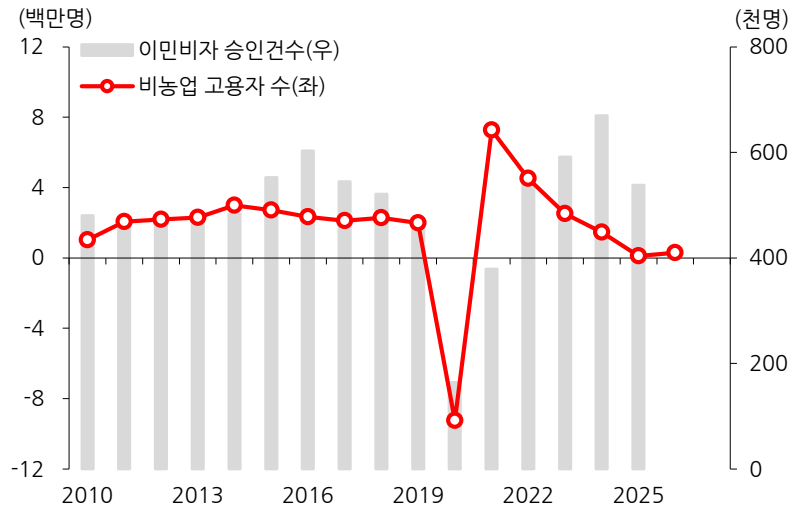
❖ 노동력 수요도 강하지 않지만 공급도 약화

- 2025년 이민자 수 승인건수는 전년대비 약 19.6% 감소 전망. 2020년 제외하면 최대 감소 폭
- 핵심지표인 실업률은 자연실업률을 6개월 연속 하회 중

❖ 새로운 환경에서는 새로운 잣대로 평가해야 한다는 것이 연준 다수의 입장

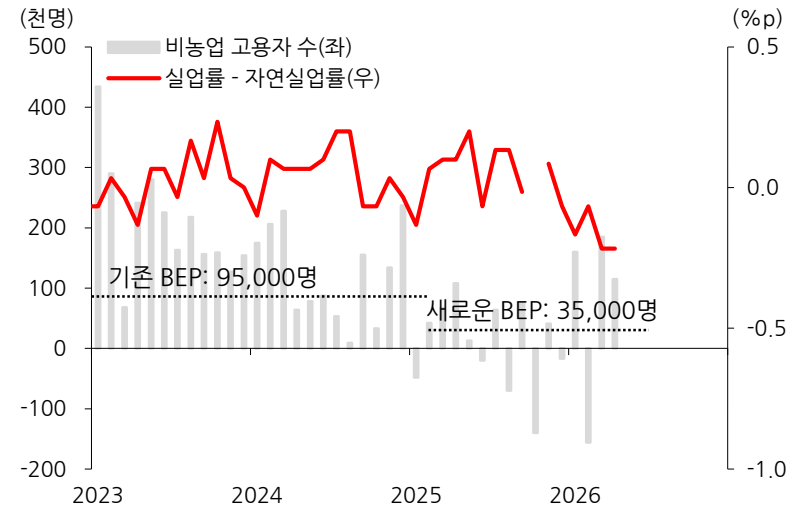
- 기존 비농업 고용자 수 BEP(95,000명) 기준 2023년 이후 부합 21개월, 신규 BEP(35,000명) 31개월

낮아진 눈높이로 보면 고용은 크게 나쁘지 않은 수준



주1: 이민자 수는 월별 비자발급 승인건수 기준. 2025년 10~12월은 추정치
주2: 2026년은 4월 기준
자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, U.S. Department of State, 한화투자증권 리서치센터

노동력 수요와 함께 공급도 줄어드는 중



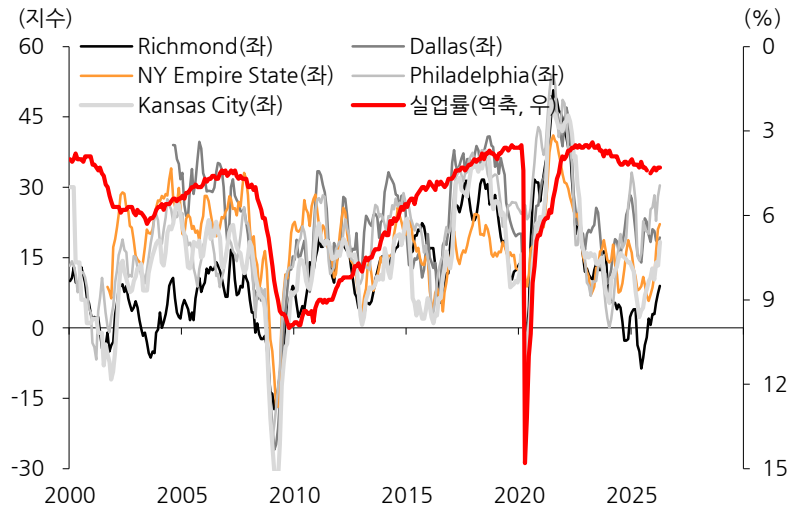
주: 기존 BEP는 70,000~120,000명의 중간값. 신규 BEP는 연준 인사들이 제시한 수치 중간값
자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 한화투자증권 리서치센터



[미국] 펀더멘털: 제조업 개선 + 양호한 서비스업

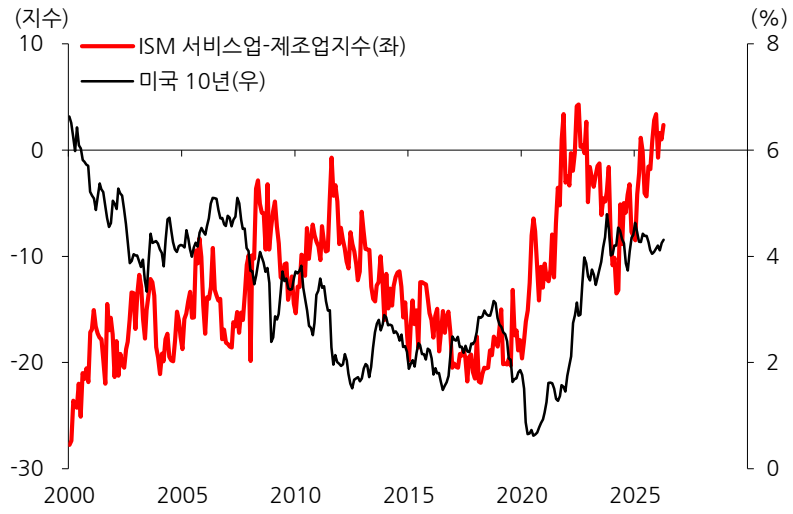
- 미국 제조업 개선 사이클은 유효. 중동 전쟁 충격은 주요국 대비 상대적으로 적은 편
- 제조업 업황 전망지수는 실업률에 선행. 지수 반등은 안정적인 실업률 흐름을 지지
- 서비스 업황은 제조업 대비 둔화 예상하나, 이는 서비스업의 부진이 아닌 정상화로 보는 것이 적절
  - 2020년대 이후 미국 금리는 서비스 업황에 연동. 서비스업이 GDP에서 차지하는 비중은 약 80%, 제조업은 10% 미만
  - 제조업이 경제 전반을 설명하기에는 절대적 규모가 너무 작아진 것
- **제조업 개선세(실업률 안정)는 금리 하단을, 완만한 서비스업 둔화는 금리 상단을 제한**

제조업 개선세 유효, 실업률 안정에 긍정적



주: 제조업 전망지수는 3개월 MA
자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 각 지역 연은, 한화투자증권 리서치센터

양호한 서비스 업황은 금리 상, 하단을 좁히는 재료



주: 미국 10년 금리는 월 평균값
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터



[미국] 통화정책: Well Positioned & Guidance 대립

❖ **연준 기준금리(3.75%)는 최소 연말까지 동결 전망**

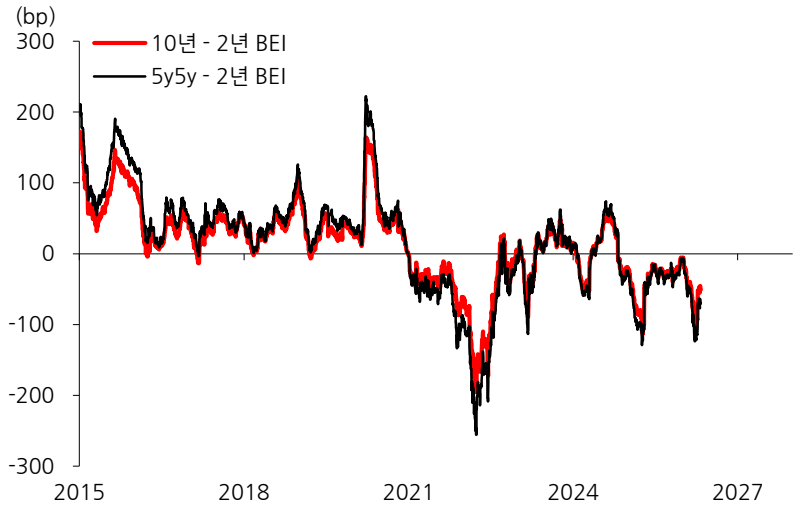
- 성향을 막론하고 대부분 연준 인사들은 "통화정책은 양대책무에 대응하기 적절한 수준(well positioned)에 위치"하고 있음을 강조

❖ 물가 해석방식, 가이던스에 대한 대립 심화는 기민한 기준금리 정책 조정을 어렵게 만드는 요인. 역설적으로 동결 기간 장기화로 이어질 것

- "일시적 물가 상승 요인에는 대응 불필요, 기조적 물가흐름이 중요" vs. "기대인플레이션과 물가 압력 확산 우려"
- Powell, "기준금리 조정 이전에 Guidance 있을 것" vs. Warsh, "연준은 지나치게 많은 정보를 공유, Guidance 손볼 것"

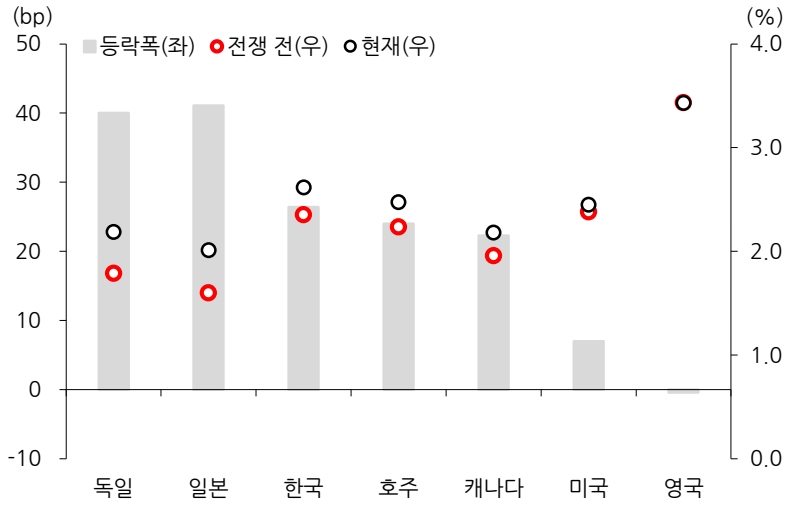
❖ 상대적으로 안정적인 장기 기대인플레이션, 연준 내부 이견 차 확대, 높은 실질 기준금리 등으로 연준의 인상 필요성은 크지 않음

물가 충격 현실화되고 있음에도 장단기 기대인플레이션 스프레드 (-)



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

주요국 대비 미국 장기 기대인플레이션은 안정적



주: 국가별 10년 BEI
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[미국] 통화정책: 장기 구간 영향력 축소, 단기 구간 극대화

❖ 단기국채 위주의 포트폴리오를 원하는 이유는 여러 가지가 있지만 시장 메커니즘 왜곡 방지와 Non-QE

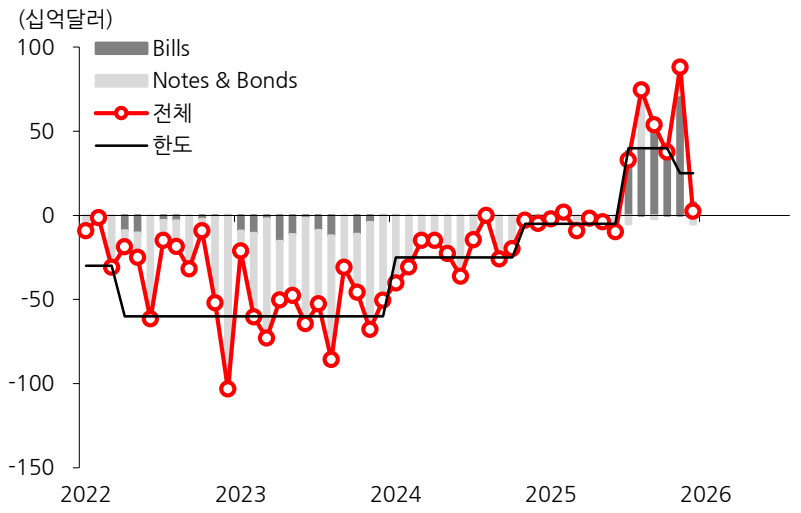
- 캔자스시티 연은, "연준 채권 보유로 미 국채금리는 지금도 100bp가량 하락 효과"
- 평상시 단기국채를 충분히 보유하다가 위기 시 이를 매도, 장기국채로 교체. 즉, 자산 변화 없는 오퍼레이션 트위스트

❖ 기존 연준 인사들, 신임 의장 모두 연준의 과도한 시장 영향력 축소에는 동의. 동 프로젝트는 상당 기간 지속될 전망

- 현재 SOMA 내 재정증권 비중: 약 7%(전체 국채 중 10%). 금융위기 전 재정증권 비중: 30% 중후반대

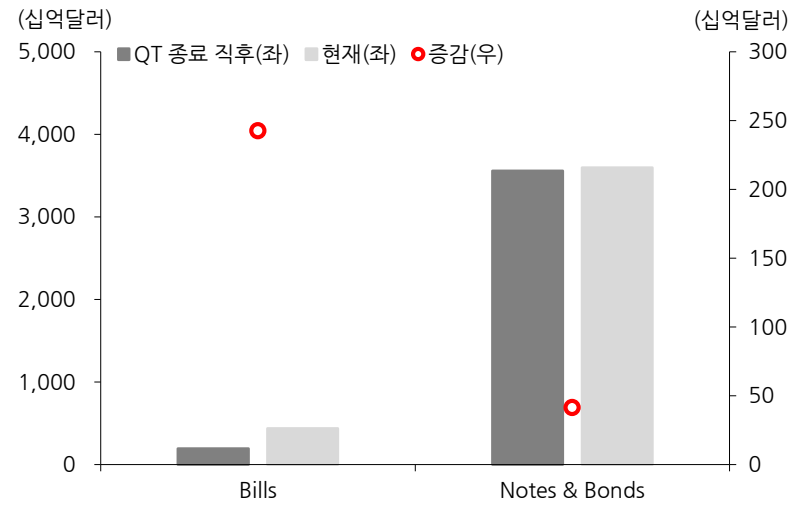
❖ **<u>연준의 자산 포트폴리오 조정은 구조적인 장기 금리 상승 요인</u>**

QT 종료 후 재정증권 매입 시작



주: 2025년 12월 이후 한도는 RMP 기준
자료: New York Fed, 한화투자증권 리서치센터

QT 종료 전후 재정증권 및 이표채 보유량 변화 비교

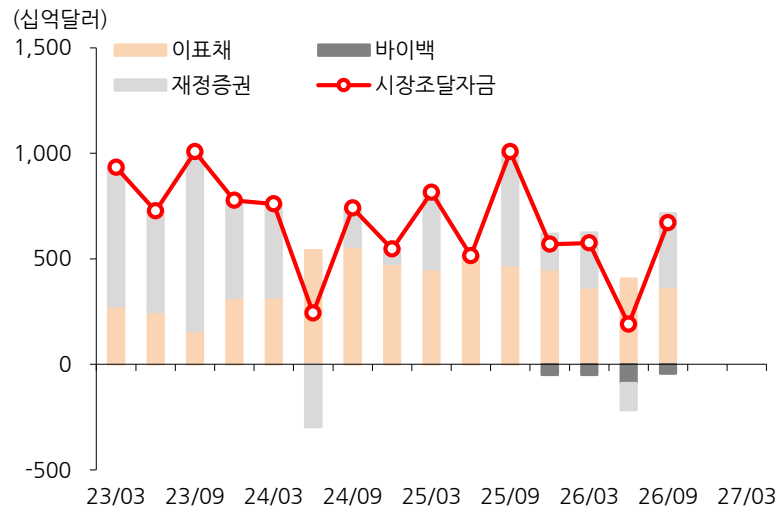


자료: New York Fed, 한화투자증권 리서치센터

[미국] 수급: 선거 앞두고 대규모 자금 확보

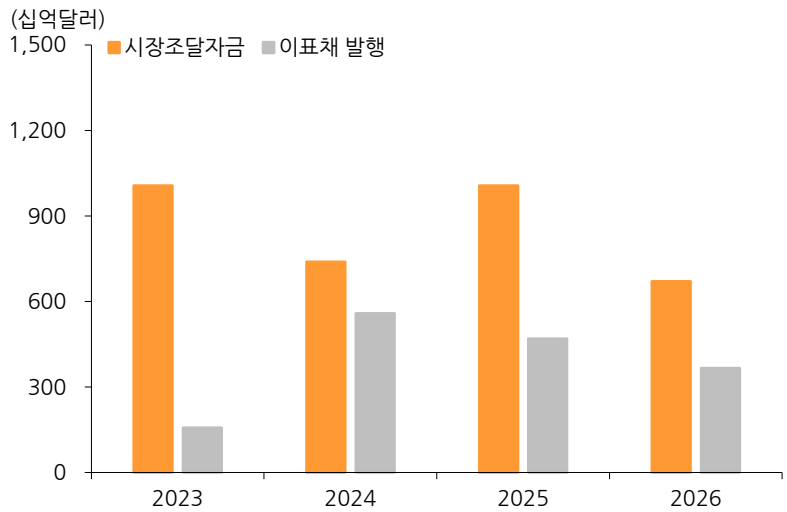
- 재무부의 3분기 차입규모 추정치는 6,710억 달러(직전 3년 동기 평균: 9,180억 달러)
  - 이표채 발행 3,670억 달러 + 재정증권 발행 3,480억 달러 – 바이백 440억 달러
  - TBAC는 당분간 발행규모는 유지하되, 2027회계연도부터는 이표채 발행 증액 권고
- 분기말 목표 TGA는 9,500억 달러. 2010년 이후 최대규모. 바이백 규모 감소 + 재정증권 순발행 = 적극적인 현금 확보
- **<u>예년 3분기 대비 이표채 발행은 적은 편. 하반기 시장 부담은 크지 않을 전망</u>**

분기별 국채발행계획



주: 2026년 3분기는 1차 예상치, 나머지는 2차 예상치
자료: U.S. Treasury, 한화투자증권 리서치센터

과거와 비교했을 때 3분기 공급 부담은 크지 않음



주: 연도별 3분기 자금조달 및 이표채 발행계획(2026년은 1차, 나머지는 2차 예상치)
자료: U.S. Treasury, 한화투자증권 리서치센터



[미국] 수급: 재정증권 수요 양호

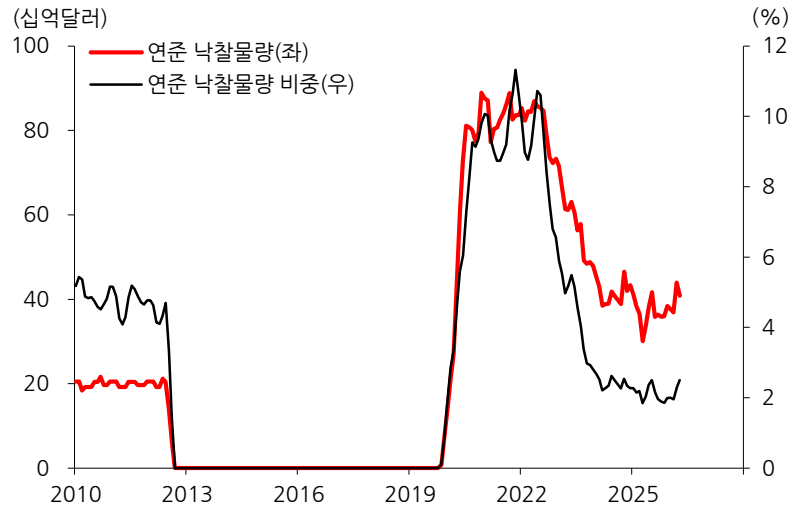
❖ 재정증권 시장 내 연준 영향력은 커지는 반면, 스테이블코인 업체 비중 증가세는 둔화

- 연준은 포트폴리오 조정 위해 단순 매입뿐만 아니라 발행시장에도 참여
- 스테이블코인 업체들은 성장세 둔화, 준비금 다양화(MMF, 금) 등으로 매수 유인 감소

❖ **단기 국채시장 수요는 단기적으로 양방향 압력 존재하지만 수요 강세 모멘텀은 유효**

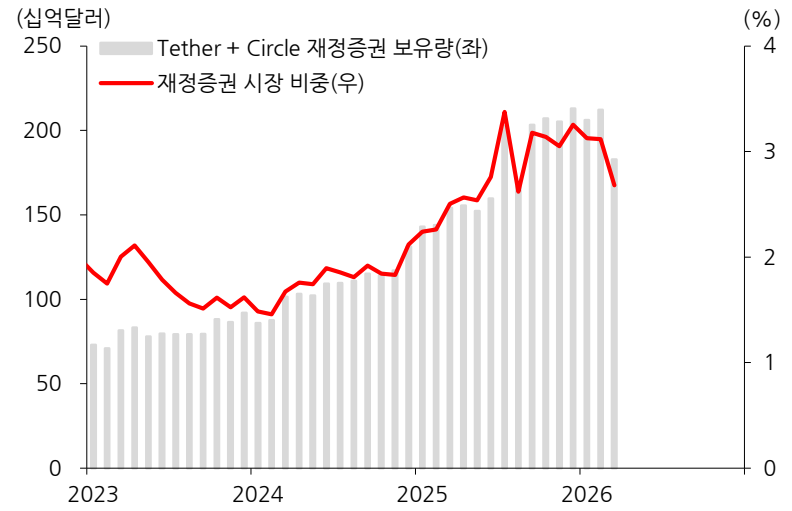
- 포트폴리오 조정은 장기간 프로젝트, 스테이블코인 시장 성장세 지속 등

연준 발행시장에서도 비중 확대



주: 월별 재정증권 낙찰실적. 차트는 3개월 MA. 연준 낙찰 물량은 SOMA 기준
자료: U.S. Treasury, New York Fed, 한화투자증권 리서치센터

스테이블코인 업체들의 재정증권 보유량, 익스포저 포함해도 증가세 확연히 둔화



주1: U.S. Treasury Repurchase Agreement 포함
주2: Tether 자산 내역은 분기당 1회 공개
자료: U.S. Treasury, Tether, Circle, 한화투자증권 리서치센터



[미국] 수급: 미 국채는 대체 불가능

❖ 여러 불확실한 상황에서도 외국인의 미 국채 수요는 견조

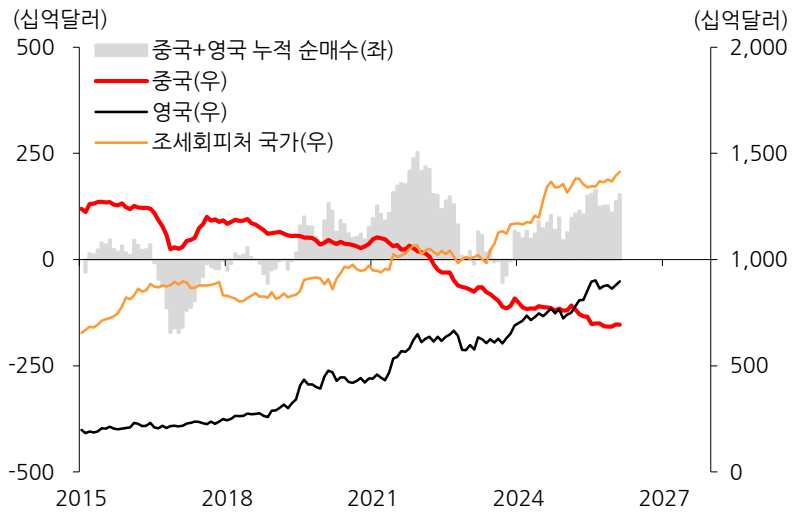
- 트럼프 대통령 취임 이후 외국인 미 국채 보유량 8,963억 달러 증가(8조 6,178억 달러 → 9조 4,871억 달러)
- 중국의 미 국채 보유량 축소 < 영국의 미 국채 보유량 확대. 조세회피처(중국계 자금 다수) 국가 發 수요도 견조

❖ 발행시장 내 외국인 낙찰비중도 2025년 3~4월 9%대에서 2026년 3월 16.1%까지 증가

❖ **미 국채에 대한 신뢰도가 약해진 것은 사실. 그러나 대체 가능한 채권은 없음. 채권시장이 없어지지 않는 한, 미 국채 수요는 꾸준할 것**

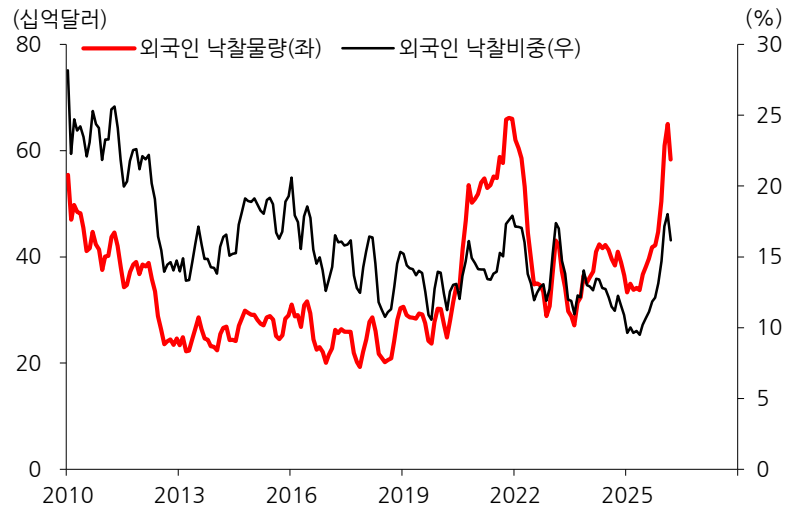
- 미 국채시장: 약 30.8조 달러, 미국 제외 G7 6개국 국채시장: 약 17.4조 달러

불확실성 증가에도 외국인의 미 국채 수요는 증가세



주: 조세회피처 국가는 버뮤다, 케이먼 제도, 아일랜드, 룩셈부르크, 네덜란드
자료: U.S. Treasury, 한화투자증권 리서치센터

발행시장 외국인 수요도 견조



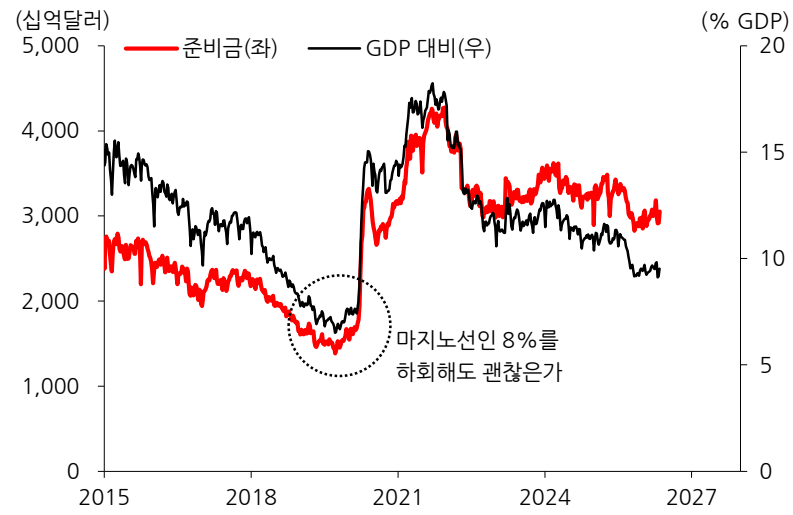
주: 월별 이표채 낙찰실적. 차트는 3개월 MA
자료: U.S. Treasury, 한화투자증권 리서치센터



[유동성] 준비금 축소를 향한 길

- 포트폴리오 조정과 함께 향후 대차대조표 정책의 핵심은 자산(준비금) 규모의 축소
  - 대차대조표 정책: ① QE → ② 테이퍼링 → ③ QT → ④ 준비금의 Ample Level 재설정 → ⑤ 포트폴리오 조정 + 자산 규모 축소
  - 현 상황: 준비금 규모의 실질적 유지. 경제가 성장하는데 준비금이 유지되면 이는 실질적인 양적 긴축 효과
- 준비금 축소가 성공하려면 은행들 스스로 준비금 외에 대체 방안이 있음을 인지하는 것이 필수(필요하면 빌릴 수 있다)
- 가파른 준비금 감소에 따른 경험(2019년 레포시장 발작)이 있는 만큼, 대차대조표 축소는 단시일 내 진행되지 않을 전망
- **다만, 자산 규모 축소는 필연적으로 시장 내 변동성을 키우는 요인**

준비금이 실질적 유지를 넘어 문제없이 축소되는 것이 앞으로의 과제



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

준비금 축소 방안

방안	주요내용
대출창구 및 최종 대부자 역할 강화	- 재할인창구 이용의 정례, 의무화(낙인효과 제거) - SRF 활성화(영업 시간 확대)
유동성 규제 재정비 (LCR, HQLA 등)	- 감독 관행 수정(준비금 외 다른 자산도 HQLA로 취급되나 은행들은 준비금 충당을 선호) - 준비금 외 유동성 수단도 실제 위기 대응력으로 인정
레포시장, 연방기금시장 기능 개선	- 준비금의 규모가 아닌 준비금의 이동성을 높이기 - 레포시장: 중앙청산 시스템 확대 - 연방기금시장: 준비금 예치은행들의 여유자금 배분 효율화

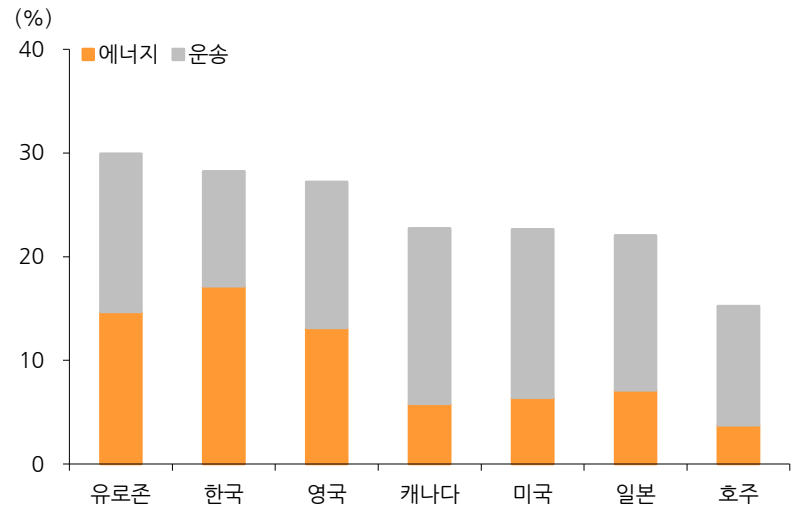
자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터



[한국] 펀더멘털: 누구보다 큰 물가 충격

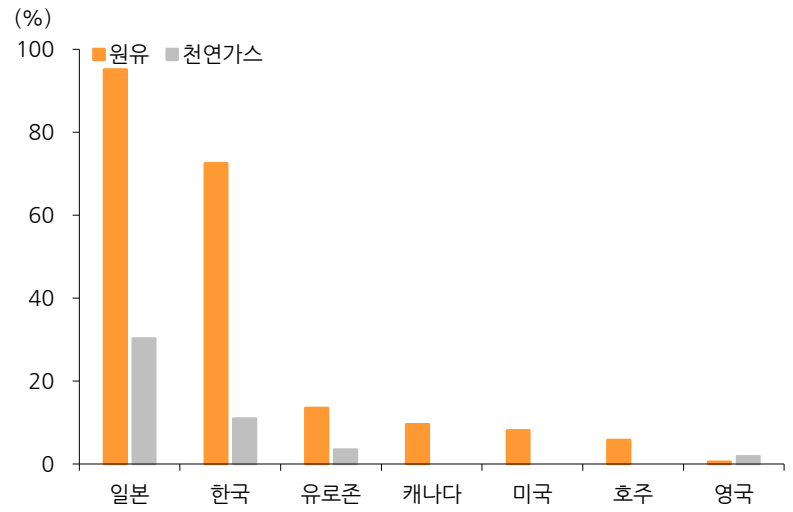
- 연간 헤드라인, 근원물가 상승률 모두 2.5~2.6% 전망. 한국은행의 '안정적 흐름 상단(2.1%)' 을 공히 상회
- **한국은 주요국 대비 중동 사태에 따른 충격이 클 수밖에 없음**
  - CPI에서 운송과 에너지물가가 차지하는 비중은 28.2%(주요국 평균: 24.0%), 유로존에 이은 두 번째
  - 중동산 원유 및 천연가스 수입 비중은 각각 72.5%, 11.0%(주요국 평균: 원유 29.3% / 천연가스 6.7%)
- 공급 측면 물가 충격이라지만 고유가는 기대인플레이션의 강력한 상승 요인임을 감안할 필요

국가별 CPI에서 에너지와 운송 부문이 차지하는 비중



자료: 각 국 통계청, 한화투자증권 리서치센터

국가별 중동산 원유 및 천연가스 수입 비중



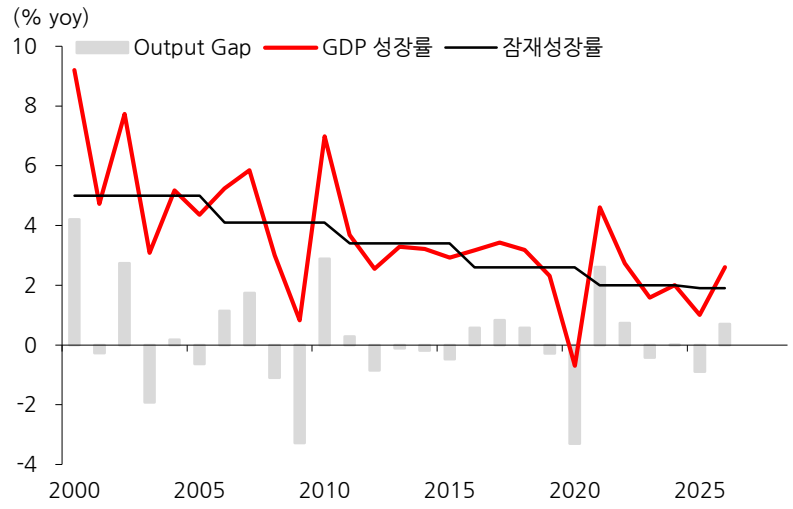
자료: World Bank(WITS), 한화투자증권 리서치센터



[한국] 펀더멘털: 정당성이 부여된 높은 금리

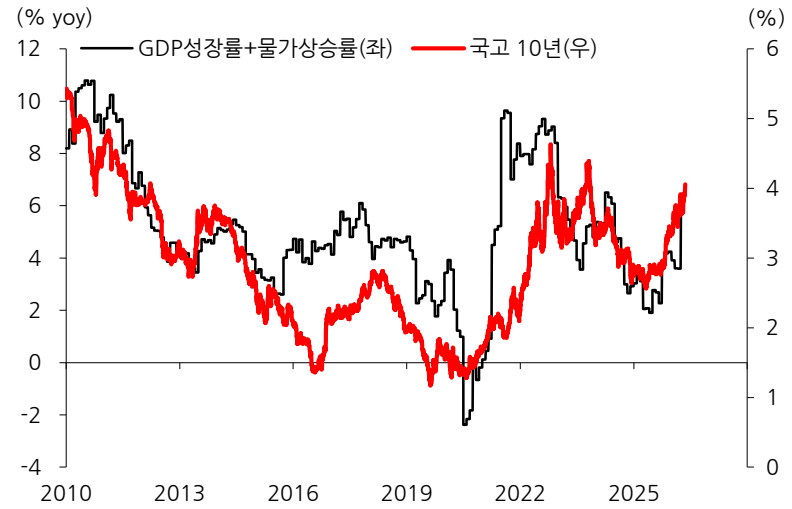
- 연간 국내 성장률 2.6%, 2027년은 2.3% 전망. (+) Output Gap은 확실
  - 반도체 사이클 호조 지속, 정부의 재정정책 등으로 2027년에도 성장세는 견조할 것. (+) Output Gap 지속 예상
- **강력한 성장과 높은 물가는 현재 금리 레벨에 정당성을 부여.** 장기금리는 물가와 성장 전망치를 반영하기 때문
- 2~4분기 성장과 물가 둔화 가정해도 이전 대비 높은 수준에서 머무를 것. 장기금리의 가장 강력한 하단 지지 요인

Output Gap (+) 전환은 확실



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

성장과 물가는 현 수준 금리를 지지



자료: 한국은행, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터



[한국] 펀더멘털: 반도체, 수급에는 독, 재정에는 약

❖ 2026~2027년 세입은 기존 예상을 크게 상회할 전망

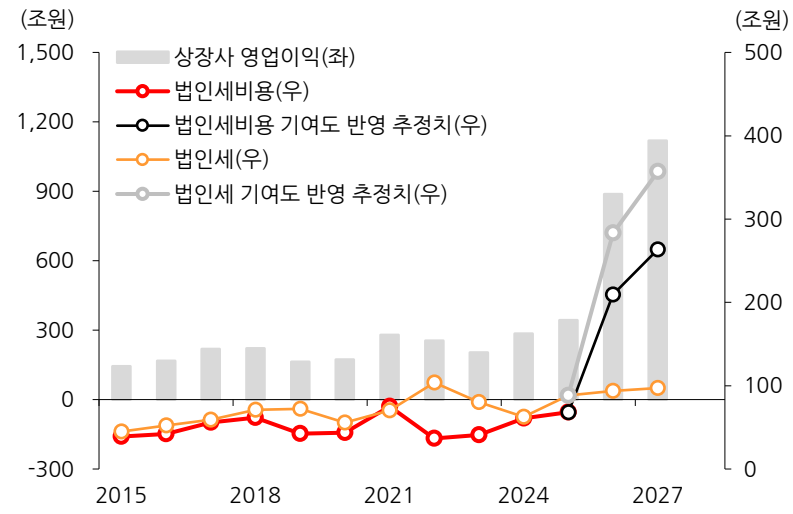
- 2025년 말 기준 국회예산정책처 전망치: 93.9조원, 97.3조원
- 법인세비용 기여도 반영 추정치: 209.1조원, 263.5조원 / 실제 법인세 기여도 반영 추정치: 283.4조원, 356.9조원

❖ 세수 호조는 재정지출 여력 확대 + 국고채 발행 확대 유인을 약화. 분명히 긍정적

- 2021년 코로나 국면 제외하면 법인세 실적 개선 시 국고채 순증 물량은 감소하는 경향

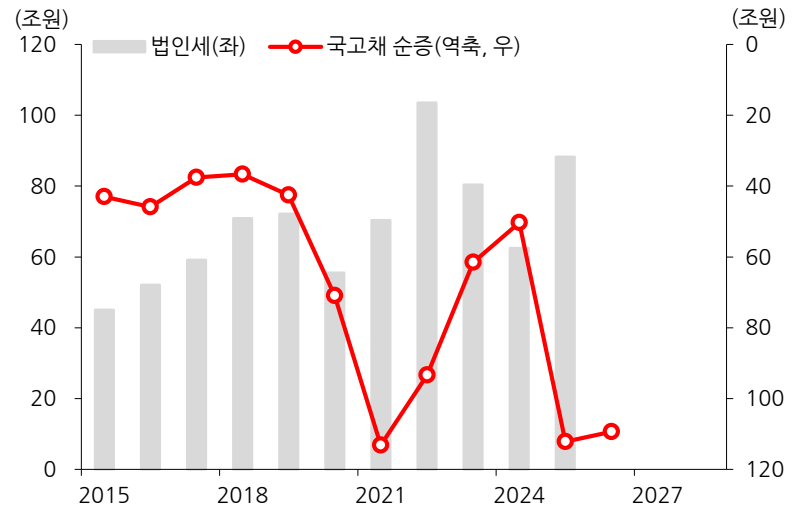
❖ **반도체 업황 호조는 수급 측면에서 악재. 그러나 재정 측면에서는 반도체 사이클이 채권시장에 우호적**

상장사 영업이익 증가로 세수 호조 예상



주: 2026~2027년 법인세는 국회예산정책처 전망치 기준. 추정치는 각각의 장기평균(2015~2025)값 적용
자료: 국회예산정책처, 재정경제부, WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

세수 호조는 국고채 발행 확대를 제한



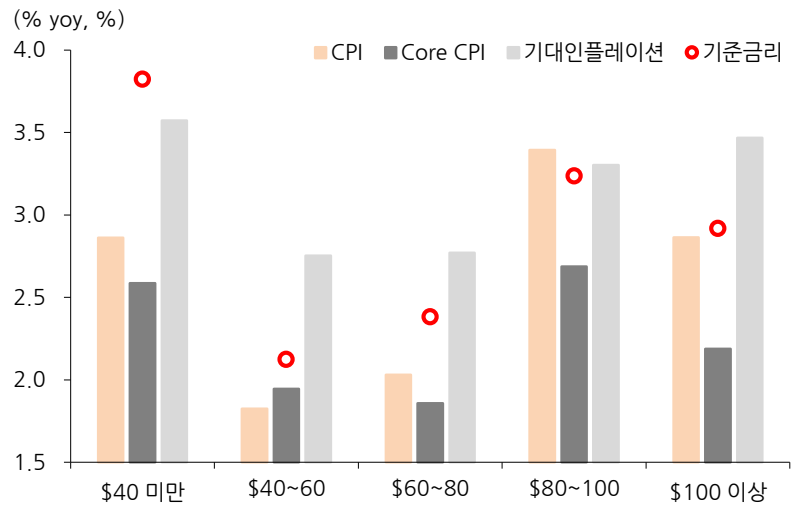
자료: 재정경제부, 한화투자증권 리서치센터



[한국] 통화정책: 연내 2회 인상, Terminal Rate 3.00%

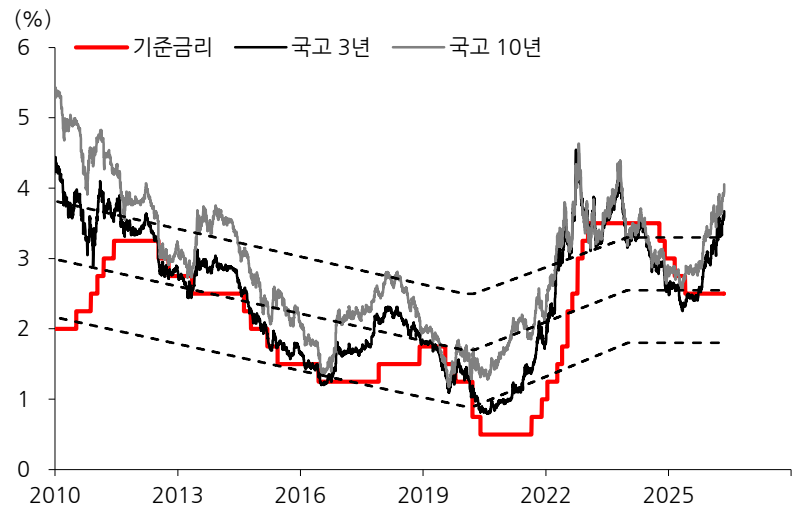
- **한국은행 최종 기준금리는 3.00%, 7월 및 4분기 각 1회 인상 전망**
- 2회 인상해도 기준금리는 중립범위(1.8~3.3%) 내에 위치. 과도한 긴축으로 보기 힘들다는 판단
- 성장에 대한 금통위원 견해도 긍정적으로 바뀌었을 가능성 + 공급측면 충격도 장기화되면 통화정책 대응이 필요
  - 4월 의사록 금통위원 5인, "성장에는 반도체 사이클 호조와 정부 재정정책 등 완충지대 존재". 금통위 이후 1분기 GDP 발표
  - 신현송 한국은행 총재, "상황이 장기간 지속, 기대인플레이션과 근원물가에 영향을 미치면 통화정책의 역할도 있을 것"
- 5월 인상 소수의견(점도표 상 최소 9개 인상 전망) 있는 동결 → 7월과 4분기 동결 소수의견 있는 기준금리 인상 예상

유가 국면별 주요 물가지표 및 기준금리 평균값



주1: 유가는 두바이유 기준
주2: 2000년 이후 월별 유가에 따른 물가상승률, 기대인플레이션, 기준금리 평균값
자료: 한국은행, 국가데이터처, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

기준금리 3%까지 올려도 중립 범위 내에 위치



주: 2026년 5월 이후 기준금리 경로는 우리의 전망
자료: 한국은행, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터



[한국] 통화정책: 물가만 잡으면 그만

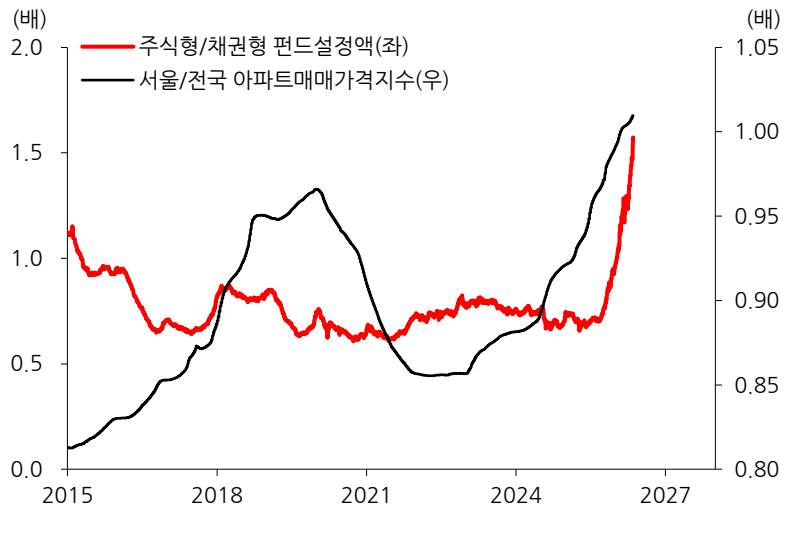
- ❖ 물가에 집중하는 통화정책 운영에 있어 성장 부진은 고려 요인이 아니고, 금융환경은 오히려 기준금리 인상을 지지
- ❖ 외환시장 변동성은 이전 대비 확대. 원화 가치도 펀더멘털 대비 과도하게 절하되어 있다는 것이 한국은행 입장
- ❖ 위험자산 선호심리, 자산시장 강세는 모멘텀을 유지 중
  - 위험자산 선호심리: 저축성 예금 대비 신용융자 잔고 비율 1.97배로 2000년 이후 최고 수준
  - 정부가 띄우고 싶어하는 주식시장은 역대급 강세, 누르고 싶어하는 부동산 시장도 위축되지 않은 상황
- ❖ **현 시점에서 한국은행은 물가안정 외 그 어떤 것도 신경 쓸 필요가 없음. 지금은 인하 재개 시점보다 2027년 추가 인상을 가늠해 볼 때**

유가 국면별 주요 물가지표 및 기준금리 평균값



자료: 한국은행, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

기준금리 3%까지 올려도 중립 범위 내에 위치



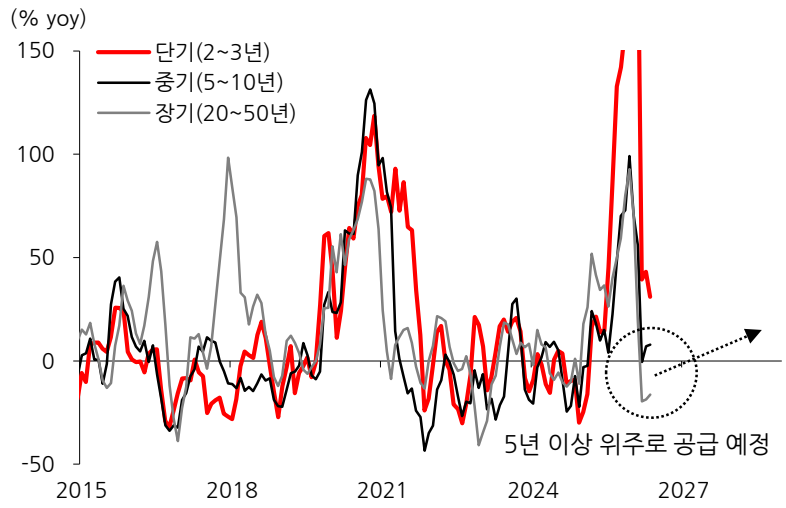
자료: 한국부동산원, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터



[한국] 수급: 공급부담 감소, 중장기 위주 발행

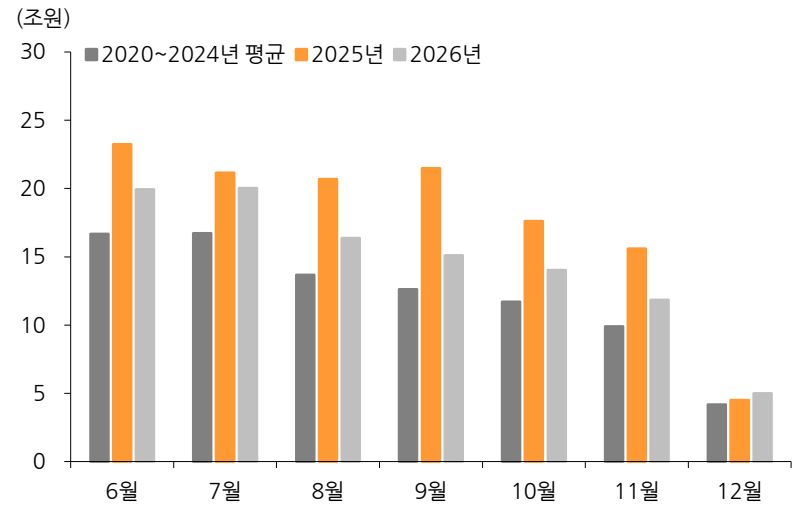
- 하반기 국고채는 단기 구간 채권시장 수급환경 고려, 5년 이상 중장기물 위주 공급 예상
  - 4월 채권 발행기관 협의체, "국고채 5년 이상 중장기물 발행 확대, 단기 구간 수급 부담 낮출 예정"
  - 3년 이하 단기 구간은 연초 공공기관 채권(국고, 특은, 공사) 발행 집중되면서 공급부담 심화
- 예상 발행 물량은 82.3조원. 예년 평균(2020~2024년) 대비 매달 약 2조원가량 추가 공급(2025년 대비 매달 -3조원)
- **2025년 대비 전반적인 공급 부담은 감소. 중장기 구간 수급환경은 WGBI가 관건**

하반기 국고채는 중장기 구간 위주로 공급



주1: 3개월 이동평균
주2: 만기별 국고채 월별 발행 실적 증가율. 2026년 5월은 계획 기준
자료: 재정경제부, 한화투자증권 리서치센터

하반기 공급부담 감소. 장기 구간은 WGBI가 관건



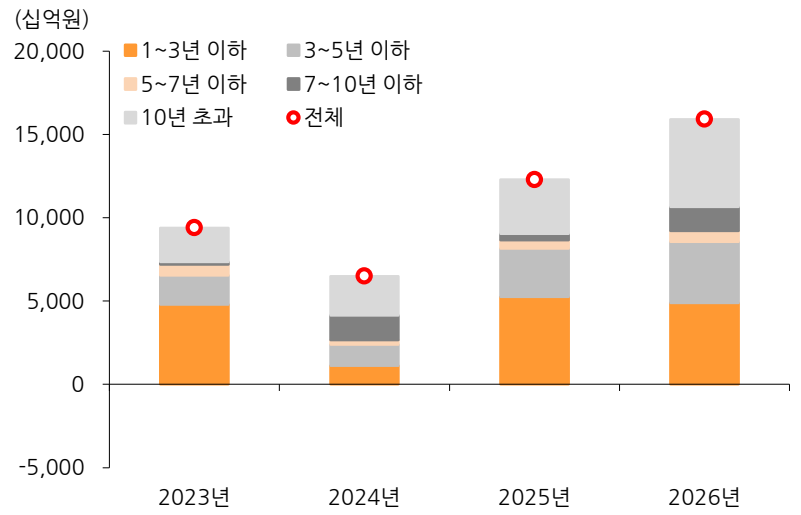
주1: 2026년은 발행계획을 2020~2024년 평균 월별 비중으로 나눈 값
자료: 재정경제부, 한화투자증권 리서치센터



[한국] 수급: WGBI 수혜는 장기 구간으로 이동

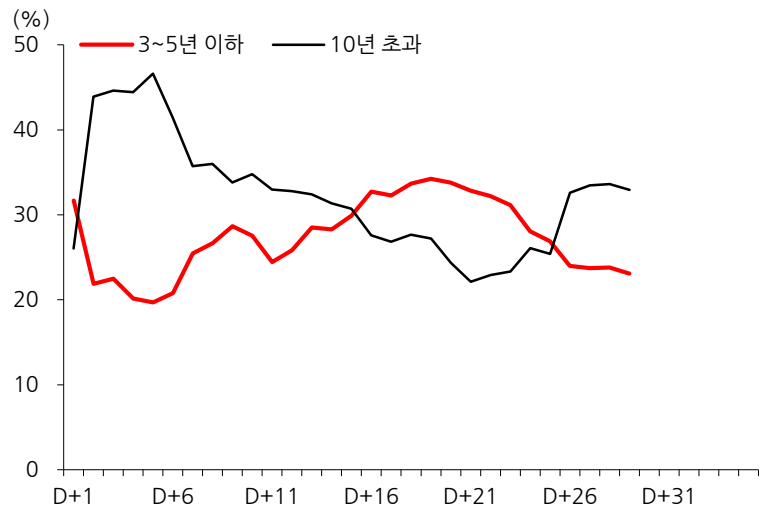
- WGBI 편입 초기 수혜 집중 구간은 3~5년. 동 구간 외국인 국고채 보유 비중이 지수 대비 가장 낮았음
  - 3월 말 외국인 국고채 잔고 중 3~5년 비중: 13.8% vs. WGBI 3~5년 국채 비중: 20.3%
  - 편입 이후 3~5년 누적 순매수 비중 34.2%까지 증가한 뒤 20%대 초반까지 감소. 동시에 장기 비중 증가(최저 22.1% → 34.0%)
- 지수 관련 수혜는 중단기에서 장기 구간으로 이동 중
- 다만, 선제 유입자금 + 4월 매수강도 감안 시 편입 완료시점인 11월까지 예상(최대 70조원) 대비 실제 유입 금액은 분명히 작을 것
- **외국인 신규자금 유입 강도는 만기별로 차별화(장기 구간 우호적) + 연말 갈수록 약화 예상**

WGBI 편입으로 추가 자금 유입되는 것은 사실



주: 매년 3월 마지막 두 번째 거래일 ~ 5월 다섯 번째 거래일까지 외국인 국고채 순매수
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

장기 구간으로 옮겨가는 WGBI 수혜



주: 3/30 이후 일별 외국인 국고채 누적 순매수량 중 만기 3~5년 이하, 10년 초과 비중
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

2026
하반기전망

확산



한시화 | shhan1229@hanwha.com | 3772-7737

III 크레딧

초우량물, 은행채 선호



공사보다 은행, 특수보다 시중은행

❖ 2026년 하반기 크레딧 스프레드는 완만한 축소 흐름 전망

- 기준금리 인상 이후 통화정책 불확실성 해소되며 국고 3년 금리 점진적 하락 예상. 이에 스프레드 또한 4분기 중심 점진적 축소 전망

❖ 초우량물 중 공사채 대비 은행채 선호. 시중은행채 중심 강세 흐름 지속될 것

- 공사채는 LH 중심의 정책성 신규 조달과 하반기 차환 부담으로 공급 우위 구간이 이어질 전망
- 시중은행은 여신 성장 둔화와 안정적 수신 여건으로 시장성 조달 필요성이 낮고, 생산적 금융 자금도 상당 부분 집행

주요 크레딧 스프레드 전망치

구분(%, bp)	2025년 연간	26.1Q	26.2Q(E)	26.3Q(F)	26.4Q(F)	2026년 연간
한국 기준금리	2.50	2.50	2.50	2.75	3.00	3.00
국고 3년	2.56	3.19	3.60	3.68	3.60	3.53
공사채	22.2	29.3	31.0	32.0	30.5	30.7
한국토지주택공사	18.8	28.5	31.0	33.0	31.5	31.0
한국전력공사	25.8	31.9	33.5	33.0	31.0	32.3
은행채	25.3	29.7	31.0	29.5	27.5	29.4
특은채	14.8	20.9	22.0	22.5	21.0	21.6

주: 국고 및 기준금리는 당사 하우스뷰. 기준금리는 기말, 금리 및 스프레드는 평균값
자료: 한화투자증권 리서치센터



[공사채] 정책성 발행 수요 확대

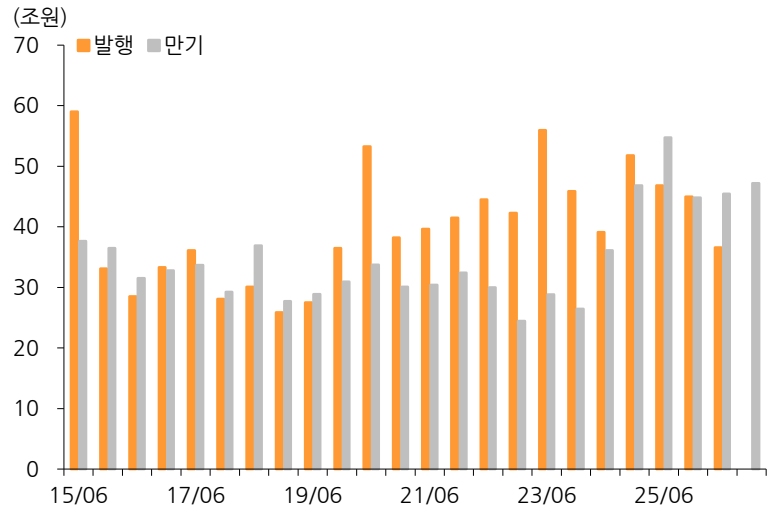
❖ 2026년 하반기는 차환 부담과 더불어 정책성 신규 자금조달 수요가 발행 확대 압력으로 작용할 전망

❖ 정부의 공공주택 공급 확대 기조 속 한국토지주택공사 등 부동산 관련 공기업의 발행 확대될 것

- 2025~2029년 중장기재무관리계획 상 2026년 주요 공기업 부채 증가분 28조원의 80%가 LH에 집중
- LH는 기존 중장기재무관리계획 대비 발행 부담 빠르게 확대. 올해 신규 채권 발행 계획 20조원 수준으로 상향

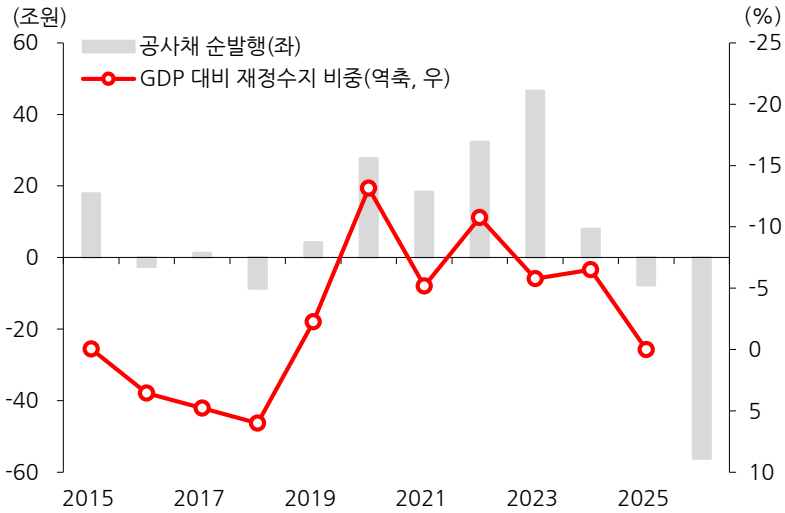
❖ 확장재정 기조 하 정부 지출 증가는 공공부문 사업 집행 확대로 이어지며 공사채 순발행 압력으로 작용할 전망

반기별 공사채 발행 및 만기 추이



주: 2026년은 5/14 누적 기준
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

재정수지 및 공사채 순발행 추이



주: 2026년은 5/14 누적 기준
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터



[공사채] 차환 부담 속 제한적 순발행 전망

- 2026년 하반기 공사채 만기도래액은 47.2조원으로 상반기 45.4조원과 유사한 수준. 3분기 대비 4분기 차환 부담이 소폭 더 큼
- MBS 11.7조원, 한국전력공사 9.5조원, 한국주택금융공사(MBS 제외) 3.9조원을 중심으로 차환 수요 존재
  - MBS는 순상환 기조 지속되겠으나 보금자리론 판매 확대에 따른 발행 증가 여부는 모니터링 필요
  - 한전채는 하반기 9.5조원 규모 만기 도래하지만, 실적 개선과 부채 증가 폭 제한 감안 시 신규 순발행 압력 제한적
- 2026년 하반기는 LH 등 정책성 신규 조달 압력 확대되는 가운데, MBS와 한전채 순상환 기조 이어지며 제한적 순발행 전망

2026년 주요 공사채 만기도래액

(단위: 십억원)	26년 하반기	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월
전체	47,201	7,566	7,662	7,986	7,161	7,195	7,828	7,846	7,447	7,711	7,950	8,682	7,565
중앙공기업	40,752	6,199	6,968	6,832	6,708	6,005	6,506	6,938	6,010	6,853	7,165	7,422	6,363
한국주택금융공사(MBS)	11,701	1,785	1,569	2,488	2,627	1,976	1,848	1,791	2,059	1,821	1,758	1,605	2,667
한국전력공사	9,540	2,220	1,940	1,210	1,020	680	1,450	1,440	2,090	1,890	1,700	1,250	1,170
한국주택금융공사	3,850	550	660	530	530	520	580	580	360	540	810	710	850
한국토지주택공사	2,401	544	848	464	721	779	147	347	11	142	507	1,017	376
중소벤처기업진흥공단	2,470	0	370	550	620	160	510	810	290	670	400	300	0
한국도로공사	1,500	300	120	290	310	120	260	370	90	90	440	410	100
한국가스공사	1,390	0	210	320	90	600	170	340	120	390	60	380	100
지방공기업	2,589	617	544	614	353	940	462	388	647	188	154	550	662
경기주택도시공사	554	336	79	380	8	168	17	176	182	2	3	9	181
인천도시공사	390	0	0	0	0	210	100	0	0	0	0	510	0

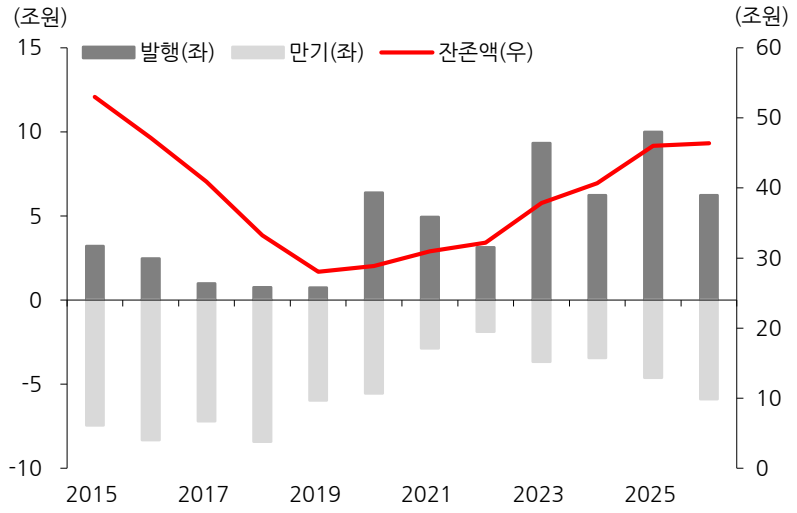
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터



[공사채] 한국토지주택공사: 발행 부담 본격화

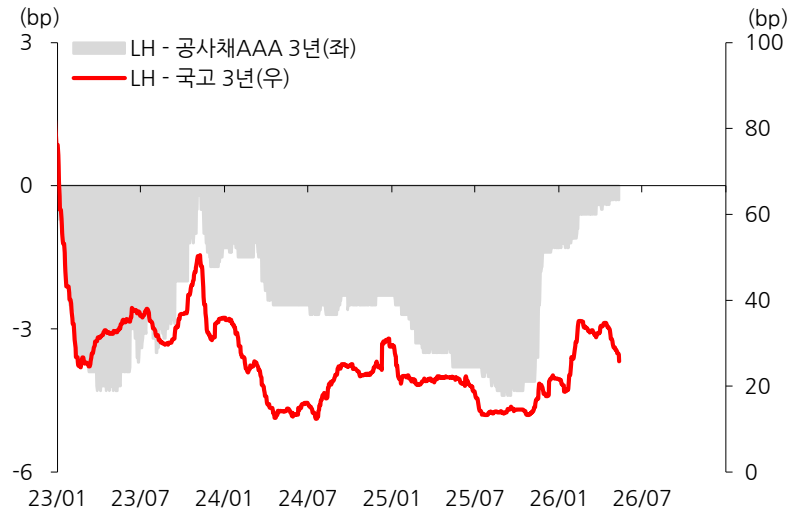
- ❖ 토지 및 주택을 공급하는 토지주택개발공사와 복지 및 자산관리를 담당하는 토지주택은행으로 이원화하는 분할 계획 추진 중
  - 공공임대 관련 부채를 토지주택은행으로 이전해 개발 부문의 자금조달 여력을 확보할 목적. 동시에 신규 주택공급 가속화 추진
- ❖ 2025년 부채 174조원 중 임대보증금 27조원. 임대보증금 전액 토지주택은행으로 이관 가정 시 부채비율 231%에서 196%로 개선
- ❖ 올해 신규 예정 발행 규모 20조원 계획 중. 5월 현재 누적 발행규모 6.2조원으로 올해 만기도래액 5.9조원을 이미 상회
- ❖ 수급 부담이 반영되며 LH 3년 스프레드의 공사채 지표물 대비 갭은 확대 추세가 유지되는 중

LH 공사채 발행만기 추이 – 2026년 현재 6.2조원 발행



주: 2026년은 5/14 누적 발행 기준
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

공사채 지표물 대비 LH 스프레드 확대 추세 유지



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터



[공사채] 한국주택금융공사: 일반채 발행 일시적 확대

❖ 보금자리론, 디딤돌대출 등 정책모기지 공급 확대 기조에 2026년 MBS 발행 목표액 20조원으로 상향

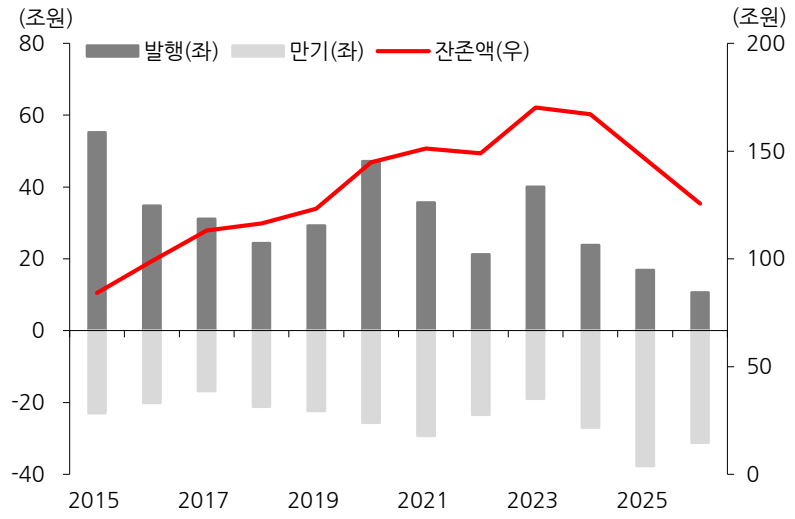
❖ 2026년 만기도래액은 24.0조원으로 예상 발행 규모를 웃돌아 순상환 흐름은 지속될 전망

- 특례보금자리론 종료되면서 2024년 6.4조원 순상환 전환 → 2025년 21.2조원 → 2026년 4.0조원으로 순상환 규모 감소할 것

❖ MBS 외 고유계정 공사채도 2026년 일시적으로 증가할 전망. 2026년 5월 현재 1.8조원 순발행

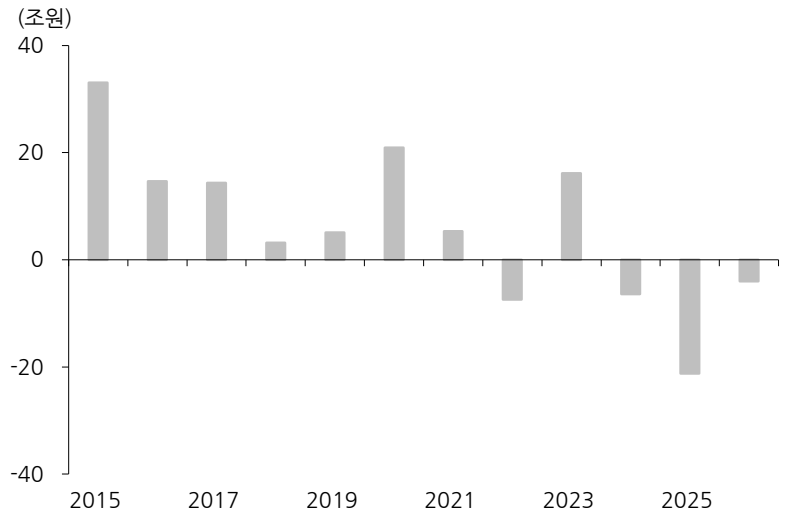
- 2022~24년 고금리 시기 발행된 MBS 조기상환이 예상보다 부진. 신탁계정의 만기 자금 부족분 재원 마련을 위한 공사채 발행 확대
- 2026년 하반기 만기도래액 3.9조원 + 신탁유동성지원 잔액 증분 4.5조원으로 하반기 약 6~7조원 추가 공급 가능성

주금공(MBS 포함) 발행만기 추이 – 2026년 현재 10.6조원 발행



주: 2026년은 5/14 누적 발행 기준
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

MBS 연도별 순발행 추이



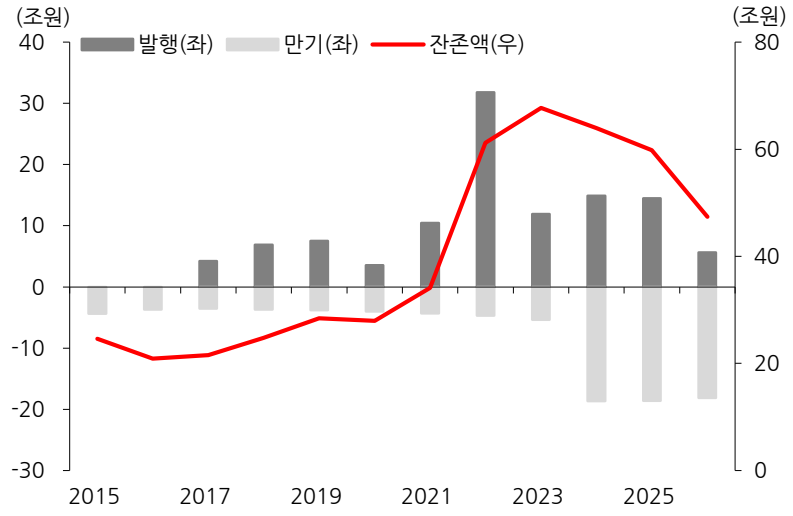
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터



[공사채] 한국전력공사: 순상환 기조는 유지

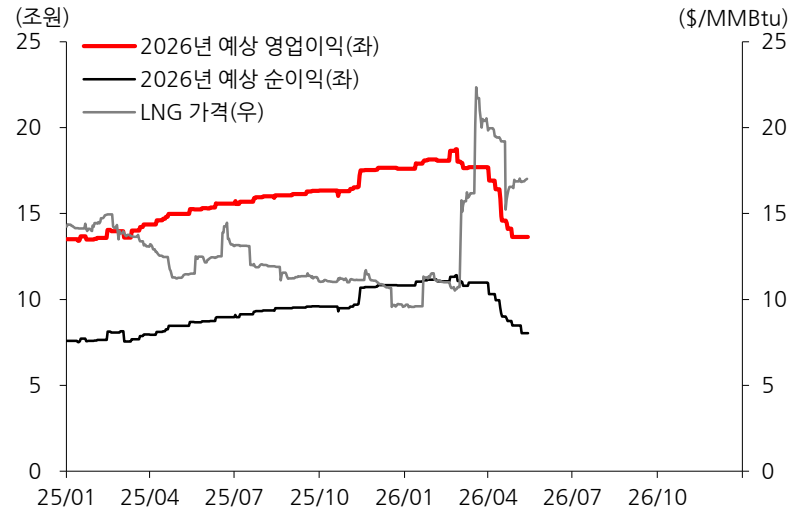
- 실적 개선에 따른 순상환 기조는 유지되겠으나, 에너지 가격 상승 영향으로 하반기 순상환 폭은 상반기 대비 축소될 전망
- 2026년 1분기 별도 영업이익 2.1조원으로 흑자 기조 지속. 연간으로도 부채비율 하락이 예상되는 등 펀더멘털 개선세는 유지
- 다만 LNG 가격이 2월 말 대비 58% 상승. 유가 상승분의 실적 반영은 2분기부터 본격화되면서 하반기 수급 방향성 결정할 것으로 예상
- 2026년 영업이익 컨센서스도 전쟁 전 대비 24% 하락해 실적 개선 속도 둔화 가능성 부각

한국전력 발행만기 추이 - 2026년 현재 5.6조원 발행



주: 2026년은 5/14 누적 발행 기준
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

LNG 가격 상승 속 2026년 실적 컨센서스 둔화



주: 영업이익, 순이익은 연결 기준
자료: 연합인포맥스, WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



[공사채] 수급 조율 속 발행 만기 장기화

❖ 올해 채권 시장의 핵심 흐름은 조달 방식 다변화. 금리 변동성 확대에 따른 발행 부담을 대체 조달 수단으로 대응

❖ 공사채 시장은 발행 시점 및 만기 조정 등의 수급 안정 조치가 병행되면서 공급부담은 부분적으로 감소할 것

- 4월 제2차 채권 발행기관 협의체 회의에서 국고채 중장기물 발행 확대와 공적 채권 단기구간 수급 부담 완화 방안 논의

❖ 수급 조율 흐름과 맞물려 공사채 발행 만기도 장기화되는 추세. 일부 기관은 KP 발행을 통해 조달 창구 다변화

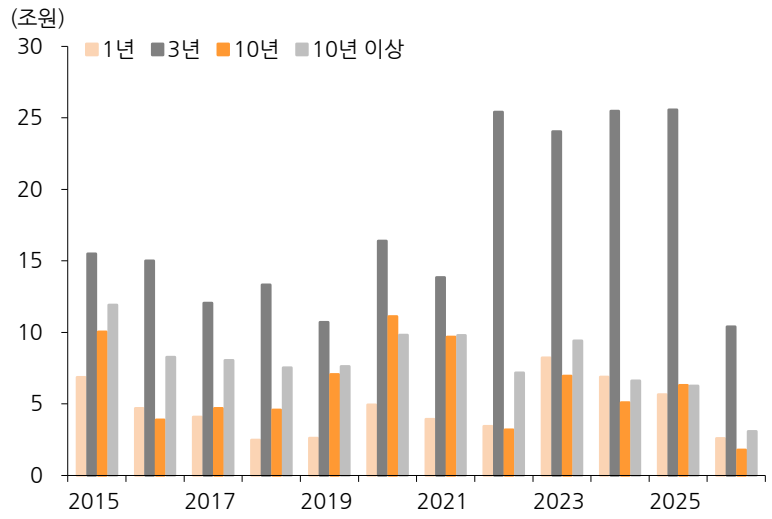
- LH와 한국도로공사는 각각 2,600억원, 400억원 규모의 50년물 발행
- LH는 올해 스위스프랑화 채권을 발행했으며, 주금공은 영국 파운드화 MBB, 호주달러 해외 공사채 등을 발행할 계획

채권 발행기관 협의체 2차 회의 내용

구분	내용	
참석기관	KDB산업은행, 한국수출입은행, IBK기업은행, 한국전력공사, 주택금융공사, 한국토지주택공사, 한국장학재단 등 7개 기관	
주제	1분기 발행 실적 점검 및 2분기 시장여건, 발행 계획 논의	
주요 내용	1분기 실적 점검	- 국고채 1분기 발행 목표 최소수준인 27.5%, 총 61.5조원 발행 - 국고채를 제외한 공적 채권은 당초 계획 대비 7조원 내외 축소 발행
	시장 상황 평가	- 발행량 조정, 긴급 바이백 등 정부 차원 노력으로 4월 이후 국고 금리 하향 안정화 - WGBI 편입 이후 외국인 자금 유입
	2분기 발행 계획	- 개선된 시장 여건 감안해 주요 공적 채권 발행 정상화 예정 - 국고채 제외 주요 공적 채권의 2분기 발행 당초 계획 대비 6조원 내외 증가 예상
	시장 부담 완화 방안	- 2분기 발행 비중 조정: 4월 34.6%, 5월 33.3%, 6월 32.1% - 국고채 발행 시 만기 5년 이상 중장기물 비중 확대

자료: 재정경제부, 한화투자증권 리서치센터

공사채 발행 만기 장기화



주: 2026년은 5/14 누적 기준
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[은행채] 특수은행: 특은채 주도 발행시장

❖ 올해 상반기 은행채 발행시장은 특수은행이 주도. 연초 이후 발행된 은행채 88.3조원의 81%인 71.2조원이 특수은행 물량

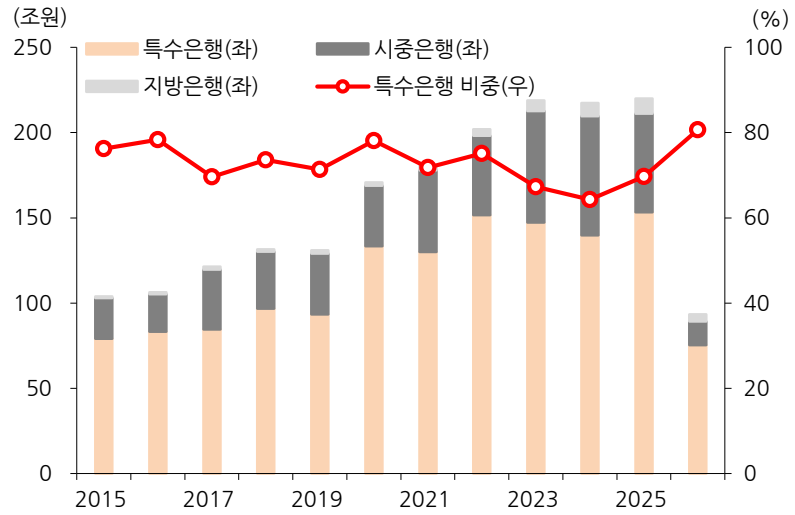
❖ 중금채를 중심으로 발행 규모가 빠르게 늘어나면서 특은채 비중 확대. 올해 31.9조원 발행돼 지난해 연간 발행액 53.9조원의 59% 수준

- 2026년 1분기 중금채 만기도래액 대비 발행액 비중 209%. 산금채 135%, 수출입은행 158% 고려하면 발행 속도 공격적

❖ 특은채 발행 확대는 정부의 생산적 금융 기조 강화에 기인. 산업은행과 기업은행은 2030년까지 총 550조원을 공급할 예정

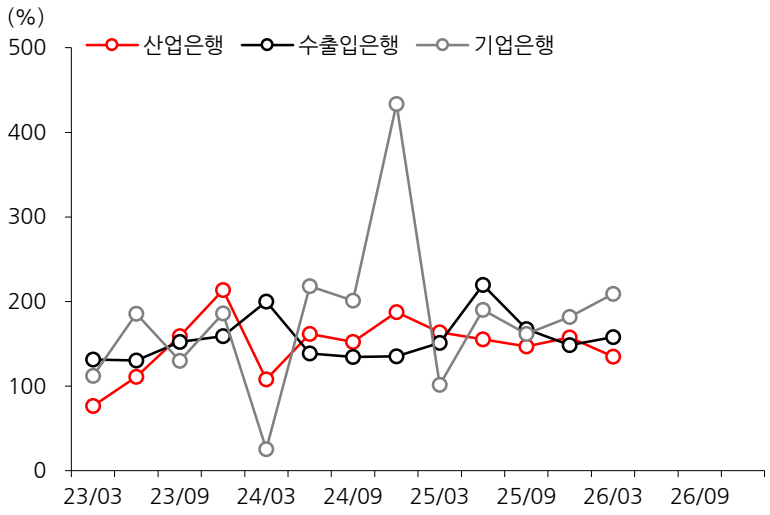
- 산업은행 250조원, 기업은행은 중소기업,소상공인 및 벤처기업 중심 300조원 이상 자금 집행 예정. 특은채 발행 확대 기조 지속 예상

상반기 은행채 발행시장 특수은행이 주도



주: 2026년은 5/14 누적 기준
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

특수은행 만기도래액 대비 발행액 비중



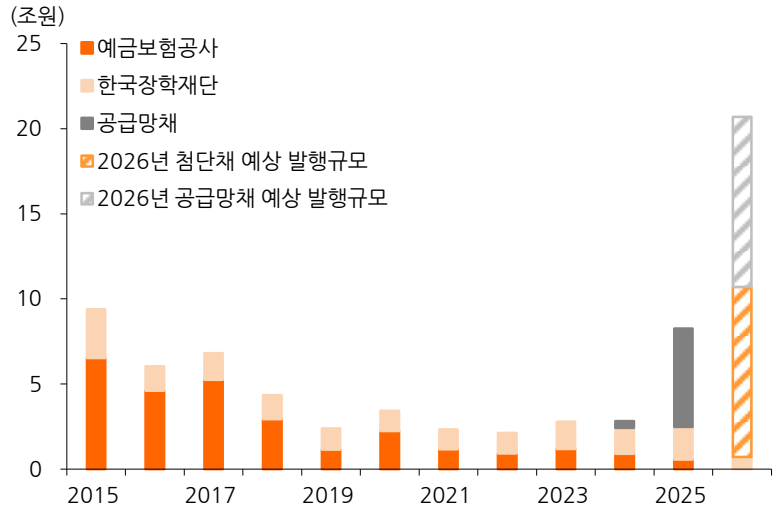
자료:연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터



[은행채] 특수은행: 정책성 공급 확대

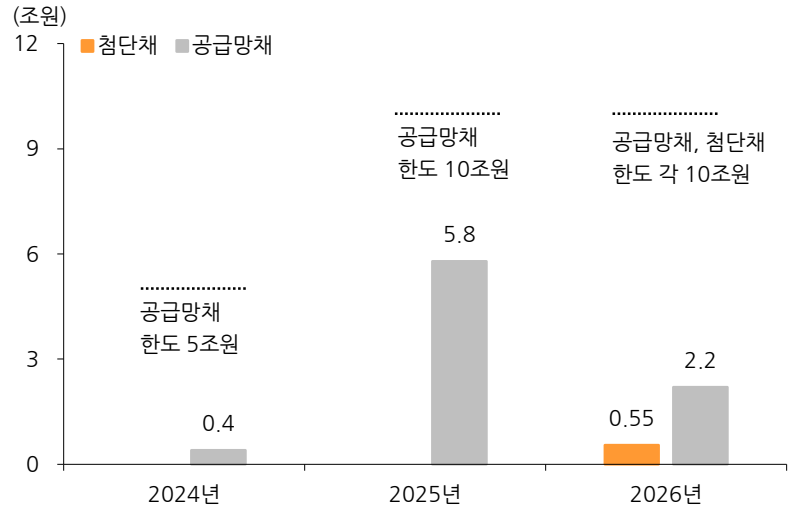
- 하반기 특은채 시장은 산업은행과 수출입은행 중심으로 정부보증채 발행 확대되면서 공급 부담 지속될 전망
- 기존 정부보증채는 연평균 4.1조원 발행됐으나, 2026년부터 첨단채와 공급망채가 각각 10조원씩 공급돼 시장 규모 확대될 전망
- 올해 3월 산업은행 내 50조원 규모의 첨단전략산업기금 신설. 국민성장펀드 조성과 연계된 정책금융 재원 확충의 일환
- 기금의 재원은 산업은행의 첨단채 발행. 연간 발행 목표는 10조원 수준이나, 현재 누적 발행액은 5,500억원에 그침
  - 프로젝트 승인 및 집행 지연, 시장 부담을 고려한 의도적 분산 발행 등의 요인이 작용돼 발행 속도 느린 것으로 추정

정부보증채 시장 규모 확대



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

특수은행 정부보증채 누적 발행액



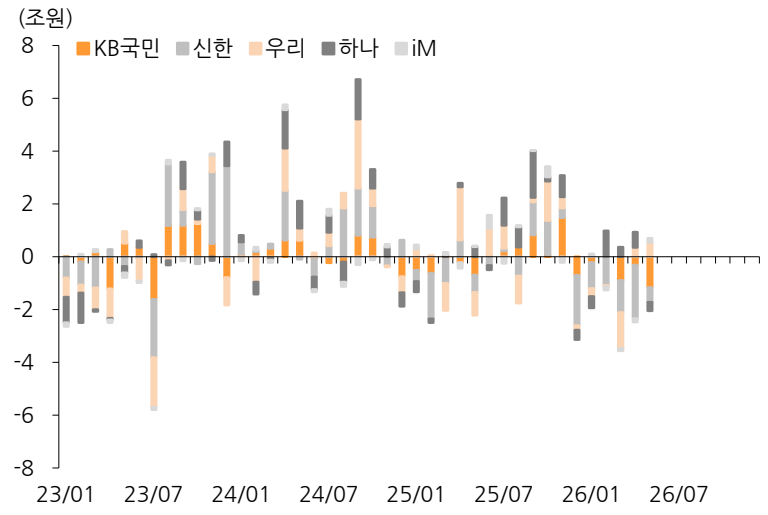
주: 첨단전략산업기금 규모 기존 계획 75조원에서 50조원으로 축소
자료:연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터



[은행채] 시중은행: 단기구간 중심 강세 전망

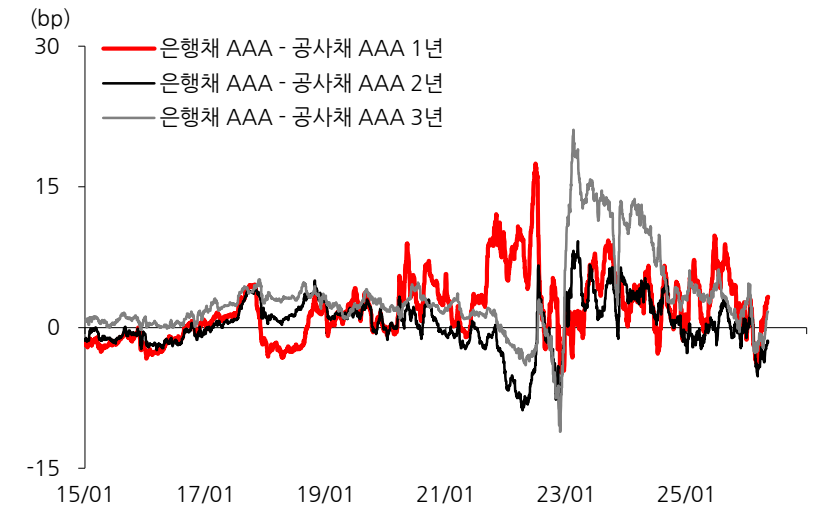
- ❖ 시중은행채는 제한적 발행 및 순상환 기조를 바탕으로 단기구간 중심 강세 지속될 것으로 예상
  - 5월 현재 5대 시중은행 누적 발행액 13.1조원으로 특수은행의 18.5% 수준. 5개월 연속 순상환 기록해 발행 부담 낮은 상황
- ❖ 제한적 공급은 공사채 대비 은행채 상대적 강세를 뒷받침. 2026년 2월 이후 은행채-공사채 스프레드 역전 흐름 유지
- ❖ 하반기에도 순발행 확대 압력은 크지 않을 전망. 수신 안정과 여신 성장 둔화가 이어질 경우 시장성 조달 필요성은 제한적

시중은행채 5개월 연속 순상환



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

공사채 대비 은행채 스프레드 강세



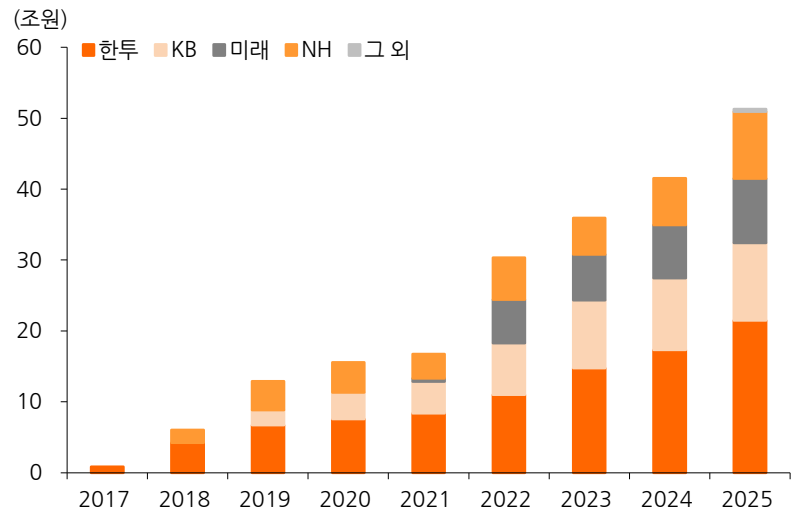
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터



[은행채] 시중은행: 증권사 머니무브 영향 있지만

- ❖ 주식시장 강세와 증권사 조달 채널 확대로 머니무브 압력 가중. 증권 고객예탁금 120조원을 상회하며 주식시장 대기자금 유입 증가
- ❖ 발행어음 사업자 확대와 IMA 출시로 증권사 수신 경쟁력은 추가 강화될 전망
  - 2025년 증권사 발행어음 잔액은 51.3조원으로 2017년 발행어음 사업 시행된 이래 연평균 성장률 76.9% 기록 중
  - 키움증권, 신한투자증권, 하나증권이 발행어음 사업자 추가 인가를 받아 발행어음 시장 성장세 지속
- ❖ 다만 IMA 규모는 은행 총수신 대비 아직 제한적. IMA 누적 모집액 3.1조원으로 구조적 수신 이탈로 보기에는 이른 국면

증권사 발행어음 잔액 가파르게 증가



자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

2025년 12월부터 IMA 사업 시작

출시일	상품명	모집금액 (십억원)	만기	기준수익률 (%)	성과보수 (%)
2025-12-18	한국투자 IMA S1	1,059	2년	4.0	40
2025-12-22	미래에셋 IMA 1호	100	3년	4.0	30
2026-01-16	한국투자 IMA S2	738	2년 3개월	4.0	40
2026-02-12	한국투자 IMA S3	355	2년	4.0	40
2026-03-16	한국투자 IMA S4	300	2년	4.0	40
2026-03-24	미래에셋 IMA 2호	100	2년	4.0	30
2026-03-31	N2 IMA1 중기형 1호	400	2년 6개월	4.0	-

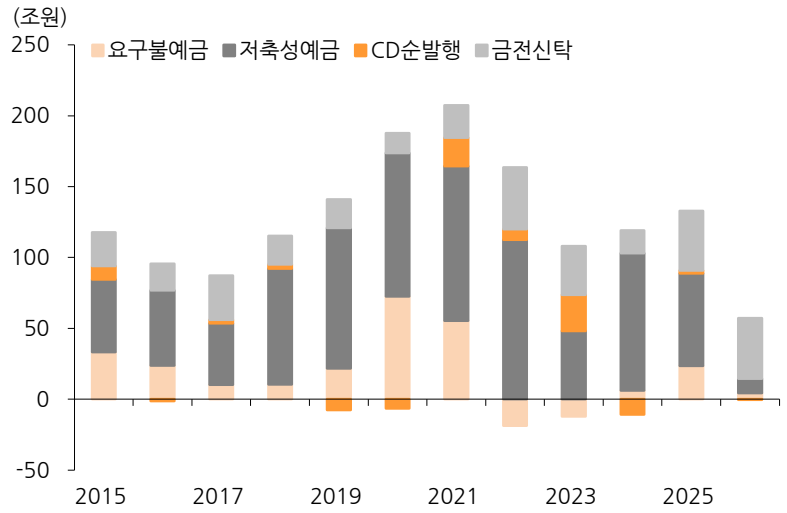
자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터



[은행채] 시중은행: 수신, 금전신탁 중심으로 견조

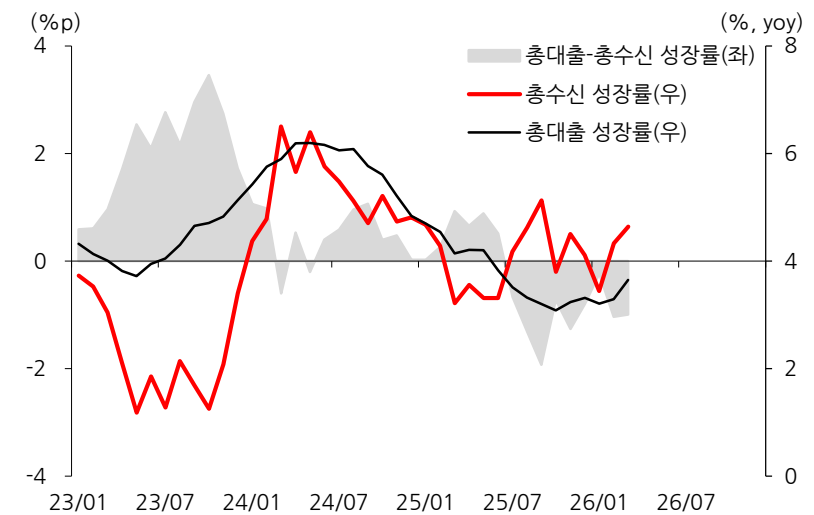
- 증권사 머니무브에도 은행 총수신은 평균 수준의 증가세 유지. 4월 현재 은행 총수신 잔고는 2,676.6조원으로 전년대비 7.1% 증가
- 요구불예금, 저축성예금은 유입 규모 감소에도, 금전신탁이 수신 변동성을 보완
- 반도체 업황 개선에 따른 법인 여유자금이 특정금전신탁 등 단기 운용처로 유입된 것으로 추정
- 수신 여건이 안정적으로 유지되면서 은행 총수신 성장률이 여신 성장률을 9개월 연속 상회

은행 수신 연간 순증액



주: 2026년은 4월 누적 기준
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

은행 총수신 성장률 > 총대출 성장률



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[은행채] 시중은행: 여신, 가계대출 성장 제한

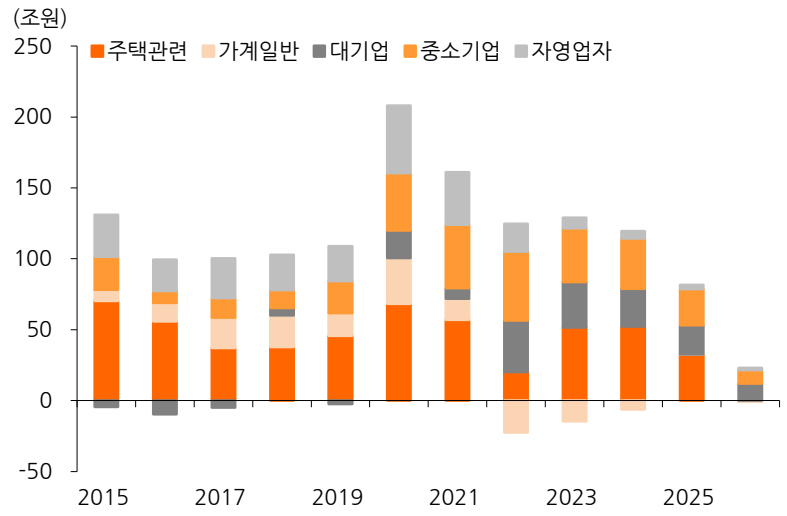
❖ 가계대출 규제 이후 주택관련 대출 중심으로 은행 여신 성장세 둔화

- 2025년 12월 주택대출 잔액 전월대비 0.5조원 감소 전환. 지난 10년간 주택대출이 전월대비 감소한 것은 이번이 두 번째

❖ 2026년 가계부채 관리방안으로 가계대출 총량 관리 강화

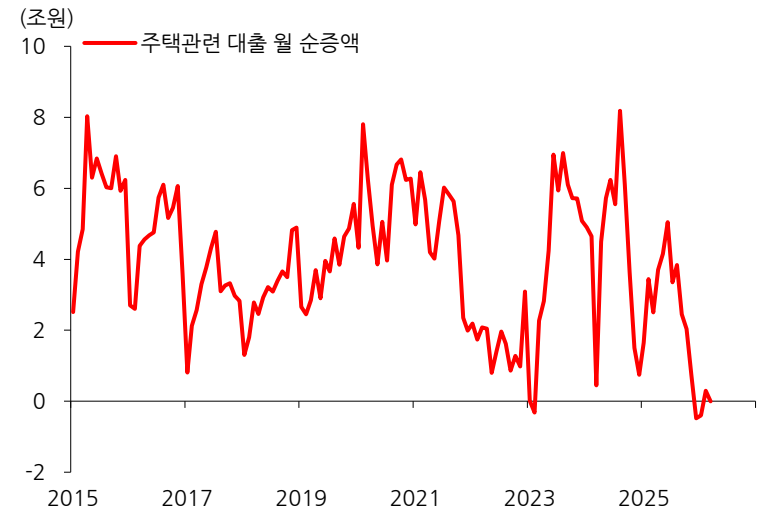
- 관리대상 가계대출 증가율 목표를 2025년 1.7%에서 2026년 1.5%로 하향
- 다주택자 주담대 만기연장 제한과 사업자대출 점검 강화로 주택관련 대출 회복 여지 축소

은행 여신 연간 순증액



주: 2026년은 3월 누적 기준
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

주택대출 월 순증액 감소 전환



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터



[은행채] 시중은행: 생산적 금융, 기업대출 확대 요인

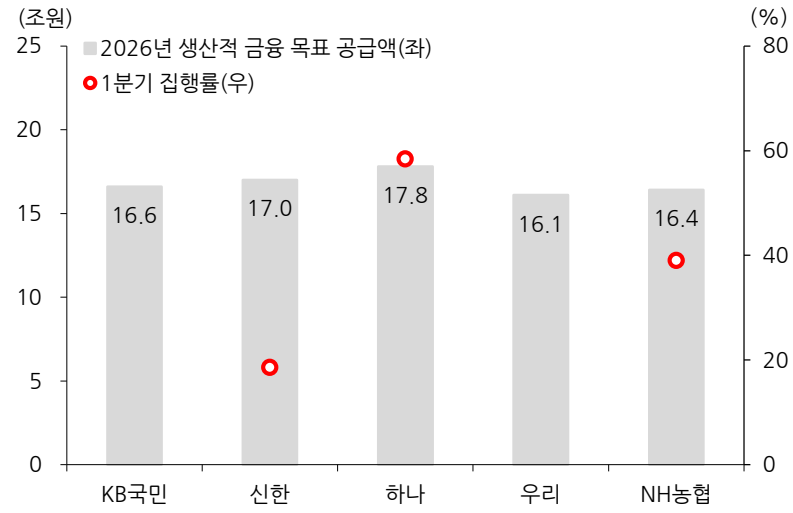
❖ 수신 여건이 안정적이고 가계대출 성장이 제한된 가운데 은행채 발행을 자극할 수 있는 요인은 생산적 금융 집행에 따른 기업대출 확대

- 1분기 5대 은행의 전체 대출 잔액은 지난해 말 대비 13.4조원 증가했는데, 같은 기간 기업대출은 15.0조원 늘어나 전체 증가분을 상회

❖ 다만, 생산적 금융 집행 속도가 빨라 하반기 발행 압력은 제한적. 빠르면 상반기, 늦으면 3분기 내로 자금 공급 완료될 것

❖ 2026년 5대 금융지주들의 생산적 금융은 총 목표 공급액은 83.9조원. 이미 1분기에 목표 공급액의 40~55%가 집행된 것으로 파악

2026년 5대 금융지주 생산적 금융 목표 공급액



주: KB국민, 우리은행은 1분기 집행률 미공개. 신한은행은 2월 말 기준
자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

5대 금융지주 생산적 금융 연간 계획 및 집행 현황

금융지주	내용	
KB국민	2026년 계획	기업대출 12조원, 그룹 자체투자 3조원, 국민성장펀드 2조원 투입할 예정
	집행 현황	집행 현황 관련 보도된 바 없음
신한	2026년 계획	여신지원 13조원, 그룹자체투자 2조원, 국민성장펀드 2조원 계획 중
	집행 현황	올해 2월 말 기준 3.2조원 투입해 연간 목표액 17조원의 18.6% 달성
하나	2026년 계획	경기민감업종, AI, 반도체, 에너지, 등 첨단산업에 투융자나 대출을 적극 공급할 계획
	집행 현황	올해 10.4조원 가량 집행해 연간 목표액 17.8조원 중 58.4% 집행 완료 5대 금융지주 중 자금 집행 속도가 가장 빠름
우리	2026년 계획	우리은행이 생산적금융 여신 분야에 12.7조원 공급할 예정. 첨단전략산업분야에 4.6조원, 혁신 벤처기업에 3조원, 지역 소재 전략산업에 3조원 등 이외에도 국민성장펀드 2조원, 그룹 자체투자 1.4조원 계획 중
	집행 현황	집행 현황 관련 보도된 바 없음
NH농협	2026년 계획	모험자본 공급, 신재생에너지 밸류체인 지원, 국민성장펀드 지방투자 활성화, 마을기업 협약 대출 등 지역 밀착형 금융 모델 기반으로 자금 공급할 예정 연내 1조원 규모 'NH대한민국상생성장펀드'를 조성해 첨단전략산업 인프라 투융자·직접투자·간접투자에 활용할 계획
	집행 현황	1분기 총 7.5조원 공급. 생산적, 포용 금융 합산 연간 목표액 19.3조원의 39% 달성

자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터



[은행채] 시중은행: 회사채 차환도 기업대출 확대 유인

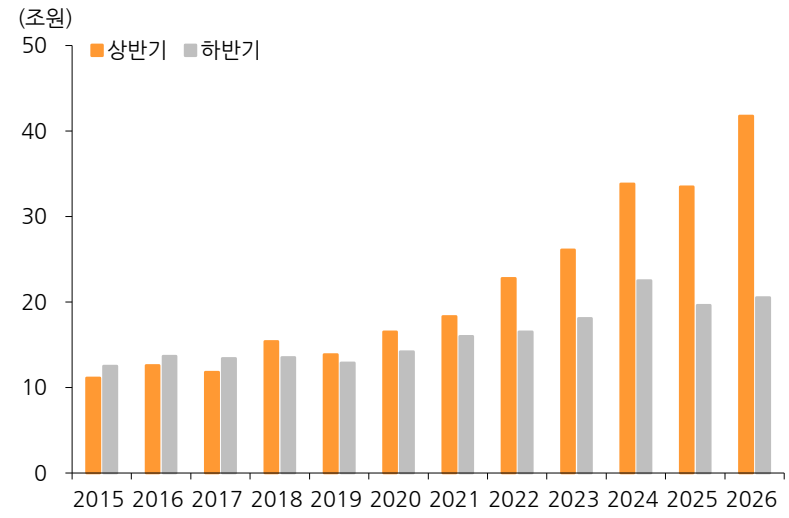
- 시장 금리 상승으로 직접금융 대비 은행대출의 비용 우위 확대
  - 대기업 중심으로 대출이 늘어나며 기업대출 성장률은 증가 추세로 전환. 반면, 직접금융은 8개월 연속 역성장 국면 지속
  - AA-, A- 회사채 3년 대비 예금은행 대기업 대출금리 스프레드는 각각 -11.8bp, -123.5bp로 장기 평균 대비 큰 폭 축소
- 2026년 회사채 만기도래액은 상반기에 집중. 신용등급 BBB+ 이상 회사채 만기도래액 상반기 41.7조원 > 하반기 20.5조원
- 회사채 차환 수요가 상반기에 집중된 만큼 기업대출 확대 압력도 상반기 중심으로 나타날 전망

회사채 대비 기업대출금리 스프레드



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

2026년 회사채 만기도래액 상반기에 집중



주: 신용등급 BBB+ 이상 회사채 대상
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

2026
하반기전망

확산



안현국 | hg.ahn@hanwha.com | 3772-7646

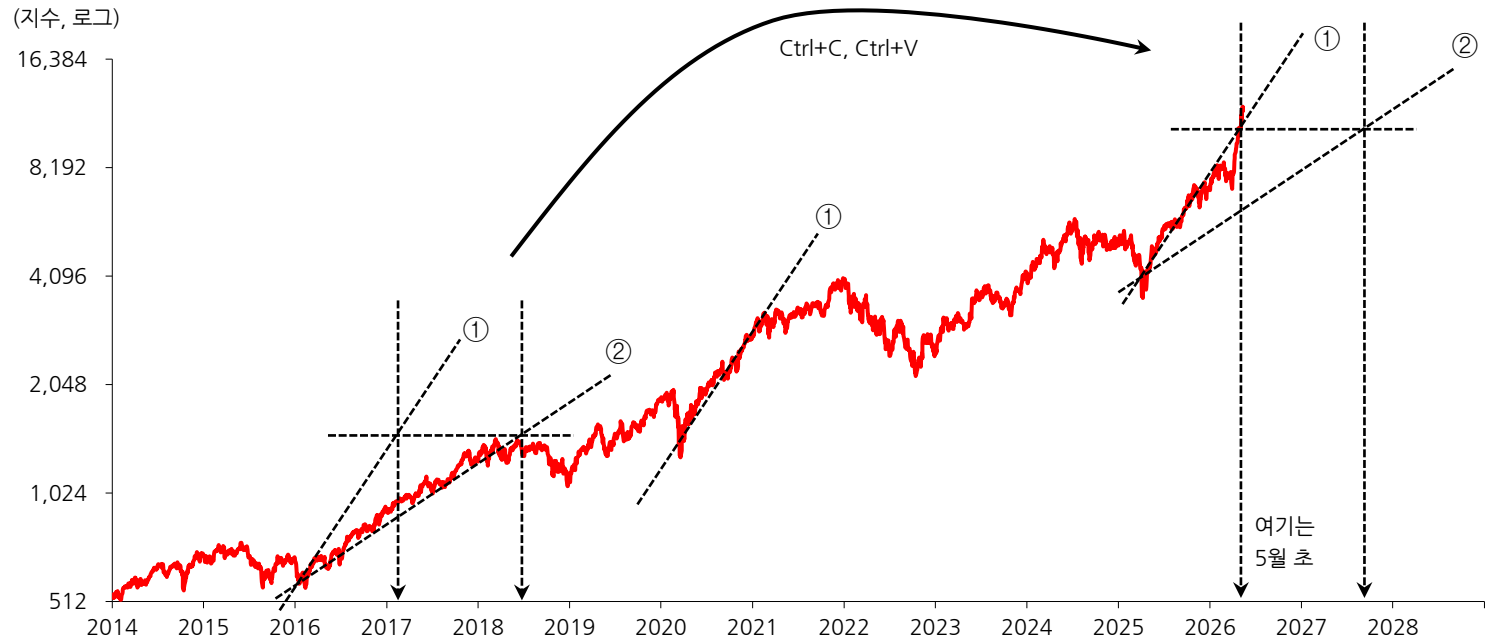
IV 주식
비반도체, 비IT



반도체, 2016년 사이클은 넘어섰다

- 이번 반도체 사이클은 AI 반도체와 레거시 반도체 사이클이 동시에 진행되며 역대급 사이클 진행 중
- 2016년 사이클은 4차산업 혁명이 등장하면서 서버 사이클로 약 2년간 지속. 지금 사이클은 2016년보다 속도가 두 배 이상 빠름
- 5월 초까지 필라델피아 반도체 지수가 상승하면서 2016년 사이클을 넘어선 것으로 판단. 앞으로 사이클에 대한 기대와 우려 동시에 반영

미국 필라델피아 반도체 지수 추이



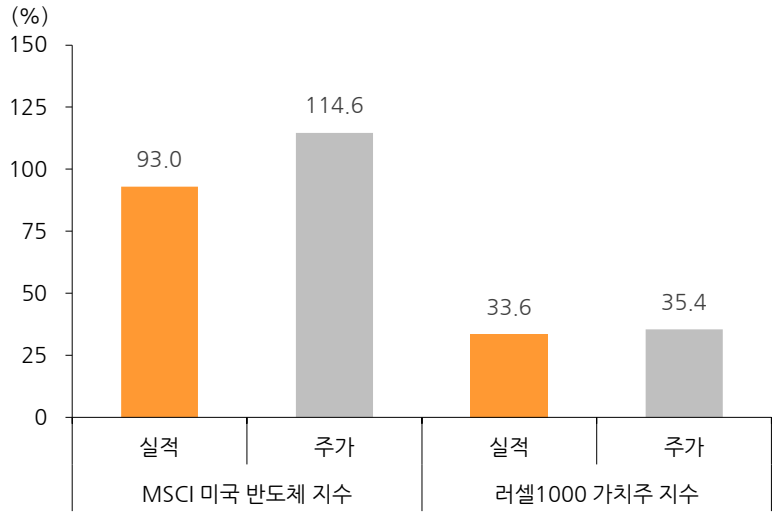
자료: Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터



그 때나 지금이나 실적 기반 상승

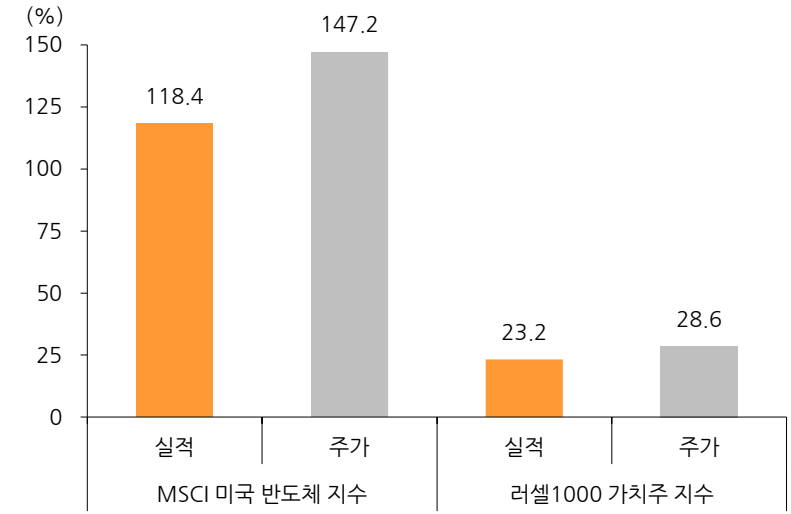
- 2016년 사이클과 현재 사이클은 매우 유사하게, 실적이 오른 만큼 주가가 올랐던 것으로 보임
- 반도체는 실적 대비 주가가 과도하게 올랐다고 말하기 어려운 상황

2016~2018년 사이클에서 반도체와 가치주 실적 증가율과 주가 상승률



주: 2016년 2월 말 ~ 2018년 3월 12일(필라델피아 반도체지수 고점)
자료: Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터

2025~2026년 사이클에서 반도체와 가치주 실적 증가율과 주가 상승률



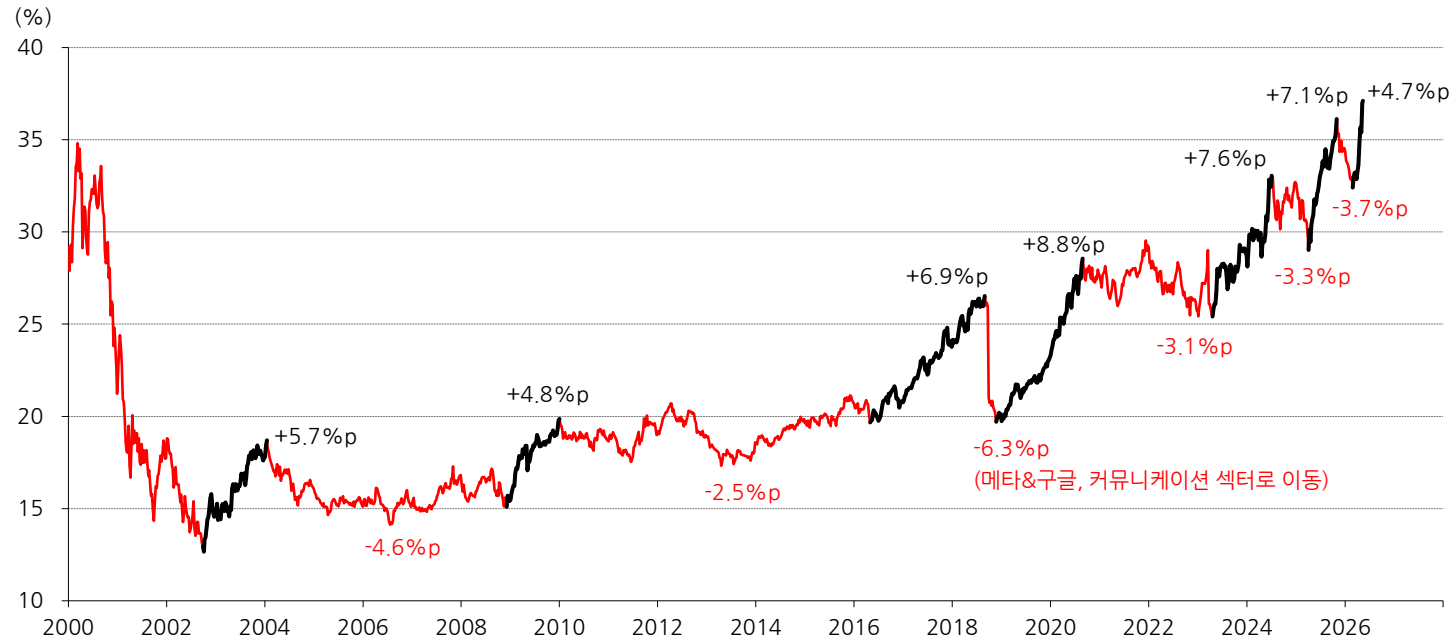
주: 2025년 4월 말 ~ 현재
자료: Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터



가장 우려되는 점은 쏠림의 극대화

- 미국 S&P500 전체 시가총액 중 IT 섹터 비중은 작년 10월 36.1%까지 상승한 후 약 5개월 간의 기간 조정을 거침
- 문제는 작년 4월부터 10월까지 속도보다 올해 3월 이후 반등 속도가 훨씬 더 빨랐다는 것. 현재 37.1%로 사상 최고치
- 2018년처럼 새로운 섹터가 등장하며 IT 비중이 낮아지는 경우가 없다면, 과도한 쏠림은 IT가 오를 때마다 부담으로 여겨질 것

미국 S&P500 전체 시가총액 중에서 IT 섹터 시가총액 비중



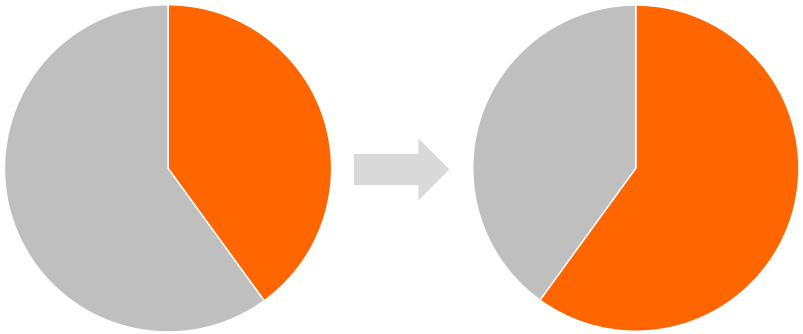
자료: Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터



넘치는 위험을 파는 자 vs. 싼 주식을 사는 자

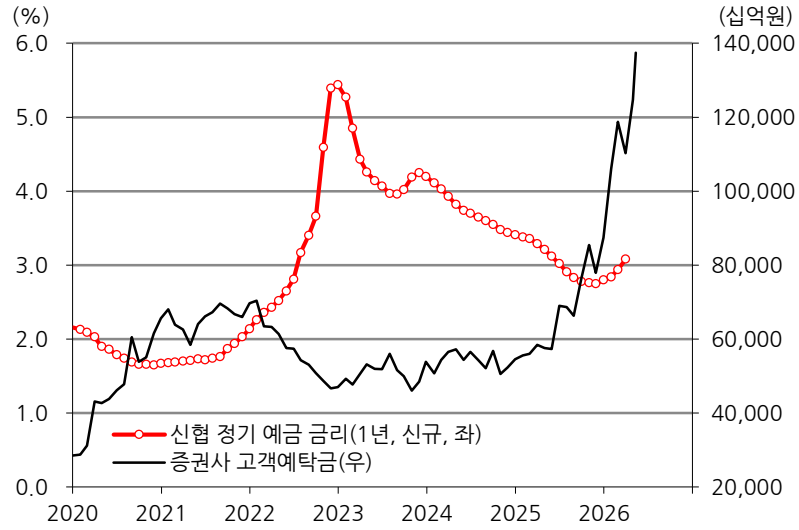
- 큰 돈을 운용하는 투자자들은 포트폴리오의 위험을 관리하기 위해 분산 투자 효과를 유지하려고 노력
- 특정 섹터/업종으로의 쏠림은 변동성이 높아질 때 전체 포트폴리오와 상관계수가 높아지며 분산 투자 효과 무력화. 기계적 조정 필요
- 외국인과 연기금의 반도체 매도가 지속되는 이유도 이와 무관하지 않다고 판단. 개인들은 펀더멘털에 기반한 싼 주식으로 반도체 매수
  - 예금 금리가 서서히 올라가는 환경이기 때문에 하반기에는 상반기만큼 자금 유입이 강하지 않을 것이라 예상

예시) 비중(Weight) vs. 위험 기여도(Component VaR)의 괴리



자료: 한화투자증권 리서치센터

신협 정기 예금 금리와 증권사 고객예탁금



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



반도체 안 사는 외국인과 연기금

- 주식 시장의 자금 흐름에 대해 주목. 수많은 투자 주체가 있지만 매수의 연속성이 나타나는 수급은 드물어
- 연속성이 나타나는 수급으로 연기금과 외국인이 대표적. 아래 표는 최근 2개월 연속으로 순매수한 경우 **"2점"**, 1개월만 매수는 **"1점"**
- 최근 1년 가량 점수로 표기하면 각 업종에 대한 수급의 연속성 확인 가능

연기금의 연속성

	04월	05월	06월	07월	08월	09월	10월	11월	12월	01월	02월	03월	04월	05월
반도체	2	2	2	0	0	1	2	2	0	0	0	0	0	0
제약/바이오	1	0	0	1	0	0	0	1	0	0	0	1	0	0
2차전지	2	0	0	1	2	0	1	0	0	0	1	2	2	0
자동차	2	0	0	1	2	0	1	0	1	0	1	0	0	1
조선	2	0	0	1	2	2	0	0	1	0	0	1	2	0
은행	1	0	0	1	0	0	0	1	0	0	0	1	0	0
전력기기	1	2	0	0	0	1	2	0	0	1	0	0	0	0
S/W	2	0	1	0	1	2	0	0	0	0	0	0	0	0
방산	1	2	0	0	1	2	0	0	1	2	0	0	0	0
기계	2	0	0	0	1	2	2	0	1	0	0	0	1	2
H/W	0	1	0	0	1	2	0	0	0	0	0	1	2	0
증권	2	2	2	0	1	2	2	0	1	2	0	0	1	2
보험	1	2	2	2	0	0	0	1	0	0	1	0	0	1
운송	1	2	0	1	0	0	0	0	1	0	1	0	0	1
건설	2	2	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1	2	0
철강	2	0	1	2	0	0	0	1	0	1	2	2	2	2
음식료	2	0	0	0	0	0	0	1	2	0	1	2	2	2
유틸리티	2	2	2	2	2	0	1	2	0	0	0	0	0	0
통신서비스	0	0	0	0	0	0	0	0	1	2	2	2	2	0
화장품	1	2	2	0	0	0	0	0	1	2	2	2	2	0
비철금속	2	2	0	0	1	2	2	2	0	1	2	0	1	0
미디어	1	2	2	0	1	0	0	0	1	0	0	0	0	0
친환경	1	2	0	1	0	0	0	0	1	0	1	2	2	0
백화점	2	2	0	0	0	0	0	1	2	2	2	2	2	2
디스플레이	0	1	0	1	2	2	0	0	0	0	0	1	2	0
호텔/레저	1	2	2	0	1	2	0	1	2	0	1	2	0	0
화학(롯케)	0	0	0	1	0	1	2	2	0	0	1	0	1	2

외국인의 연속성

	04월	05월	06월	07월	08월	09월	10월	11월	12월	01월	02월	03월	04월	05월
반도체	0	1	2	2	0	1	2	0	1	0	0	0	1	0
제약/바이오	0	0	0	1	0	0	1	2	0	1	2	2	0	0
2차전지	0	0	0	0	0	0	1	0	1	2	2	0	1	2
자동차	0	0	1	2	2	0	0	1	2	0	0	0	0	0
조선	1	2	2	2	0	0	0	0	0	1	2	2	0	0
은행	0	1	2	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0
전력기기	0	1	2	2	2	2	2	0	1	2	2	2	0	0
S/W	1	2	0	0	0	0	0	0	1	2	0	0	0	0
방산	0	1	2	2	0	1	0	0	1	2	0	0	1	0
기계	0	1	0	0	0	1	2	0	0	1	2	2	2	2
H/W	0	0	0	1	2	2	2	2	0	1	2	0	1	0
증권	0	0	0	1	2	0	0	0	1	2	0	0	0	0
보험	1	0	1	0	1	2	2	0	0	1	0	1	2	2
운송	0	0	0	1	0	0	0	0	1	0	1	0	0	0
건설	0	1	2	2	2	2	0	1	0	1	2	0	0	1
철강	0	0	1	2	2	2	0	1	0	1	2	0	1	2
음식료	2	2	2	2	0	0	0	1	0	0	1	0	1	0
유틸리티	2	2	0	1	2	2	2	2	0	1	0	0	0	0
통신서비스	1	0	1	0	0	0	0	1	2	2	0	1	0	1
화장품	0	1	2	2	0	0	1	2	2	2	2	2	2	2
비철금속	0	0	1	0	1	0	0	0	0	0	1	0	0	0
미디어	0	1	2	0	0	0	1	0	0	1	2	0	0	0
친환경	1	2	0	0	1	0	1	0	1	2	2	0	1	0
백화점	0	0	1	2	0	1	2	2	0	1	2	2	2	2
디스플레이	0	1	2	2	2	2	2	0	1	2	2	0	1	2
호텔/레저	1	2	2	2	0	0	1	2	0	1	2	0	0	0
화학(롯케)	0	0	1	2	2	2	2	2	0	1	0	0	0	0

자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



연기금과 외국인을 합치면 0~4점

- 연속성을 나타내는 주체인 연기금과 외국인의 점수를 합하면 최소 0에서 최대 4점 산출
- 4점은 두 주체 모두 2개월 연속 순매수
  3점은 1개월&2개월 연속 순매수 조합
  0점은 모두 2개월 연속 순매도
- 4가 될 만한 2, 3을 찾기

	시가총액	연초 대비 수익률(%)	04월	05월	06월	07월	08월	09월	10월	11월	12월	01월	02월	03월	04월	05월
반도체	3,256	159.7	2	3	4	2	0	2	4	2	1	0	0	0	1	0
제약/바이오	345	-7.6	1	0	0	2	0	0	1	3	0	1	2	3	0	0
2차전지	336	48.1	2	0	0	1	2	0	2	0	1	2	3	2	3	2
자동차	330	78.2	2	0	1	3	4	0	1	1	3	0	1	0	0	1
조선	230	27.1	3	2	2	3	2	2	0	0	1	1	2	3	2	0
은행	227	19.0	1	1	2	1	0	0	0	1	0	1	0	1	0	0
전력기기	196	127.0	1	3	2	2	2	3	4	0	1	3	2	2	0	0
S/W	168	-4.4	3	2	1	0	1	2	0	0	1	2	0	0	0	0
방산	160	47.0	1	3	2	2	1	3	0	0	2	4	0	0	1	0
기계	156	50.9	2	1	0	0	1	3	4	0	1	1	2	2	3	4
H/W	149	155.2	0	1	0	1	3	4	2	2	0	1	2	1	3	0
증권	124	65.8	2	2	2	1	3	2	2	0	2	4	0	0	1	2
보험	111	36.2	2	2	3	2	1	2	2	1	0	1	1	1	2	3
운송	79	11.7	1	2	0	2	0	0	0	0	2	0	2	0	0	1
건설	62	106.1	2	3	2	2	2	2	0	1	1	1	2	1	2	1
철강	56	50.0	2	0	2	4	2	2	0	2	0	2	4	2	3	4
음식료	47	0.6	4	2	2	2	0	0	0	2	2	0	2	2	3	2
유틸리티	45	-1.8	4	4	2	3	4	2	3	4	0	1	0	0	0	0
통신서비스	45	44.0	1	0	1	0	0	0	0	1	3	4	2	3	2	1
화장품	44	32.2	1	3	4	2	0	0	1	2	3	4	4	4	4	2
비철금속	41	14.6	2	2	1	0	2	2	2	2	0	1	3	0	1	0
미디어	27	-25.4	1	3	4	0	1	0	1	0	1	1	2	0	0	0
친환경	23	58.1	2	4	0	1	1	0	1	0	2	2	3	2	3	0
백화점	23	52.7	2	2	1	2	0	1	2	3	2	3	4	4	4	4
디스플레이	21	35.8	0	2	2	3	4	4	2	0	1	2	2	1	3	2
호텔/레저	12	-13.4	2	4	4	2	1	2	1	3	2	1	3	2	0	0
화학(롯케)	4	22.8	0	0	1	3	2	3	4	4	0	1	1	0	1	2

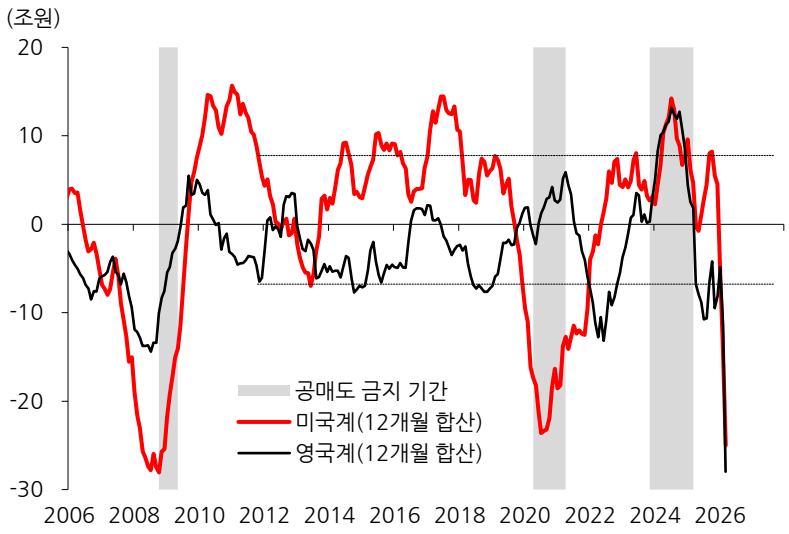
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



3월에도 미국계와 영국계 동반 순매도

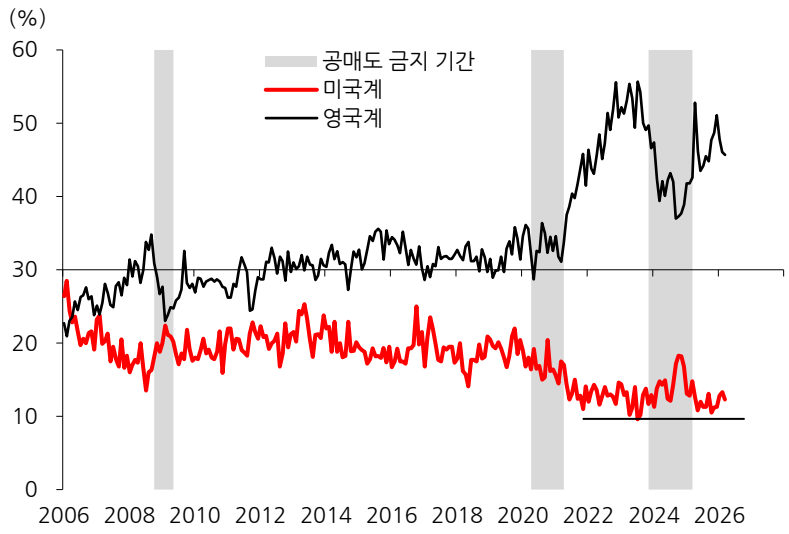
- (확정치, KOSPI) 3월 미국계 자금은 10.5조원 **순매도**, 영국계 자금도 15.9조원 **순매도.** 4월 잠정치는 14일 현재 미발표
- 미국계 자금은 최근 6개월간(10월~3월) 32.8조원 순매도. 12개월 합산으로 보면 미국계는 코로나 때보다 악화, 영국계는 최악
- 5월 들어 외국인은 18조원 순매도 중

유가증권 시장의 미국계 자금 및 영국계 자금 순매수 추이(과거 12개월 합산)



자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

전체 외국인 매매 중 미국계 자금 및 영국계 자금 거래 비중



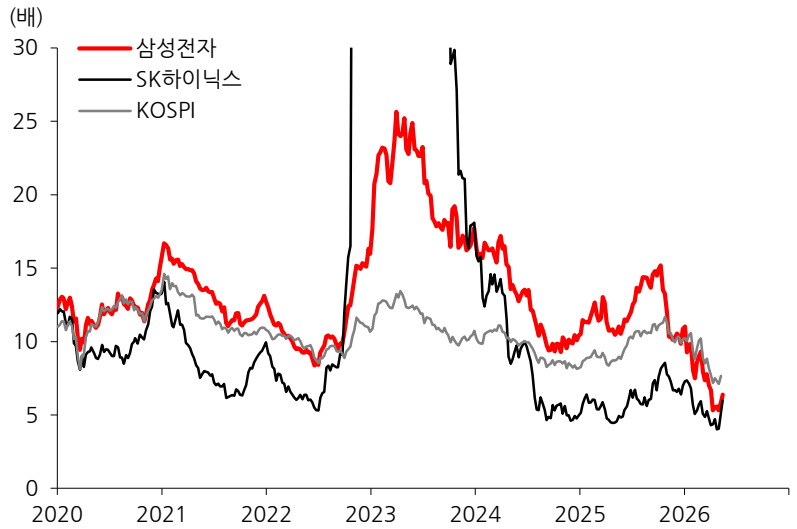
자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터



반도체는 점점 싸지고 비반도체는 점점 비싸질 듯

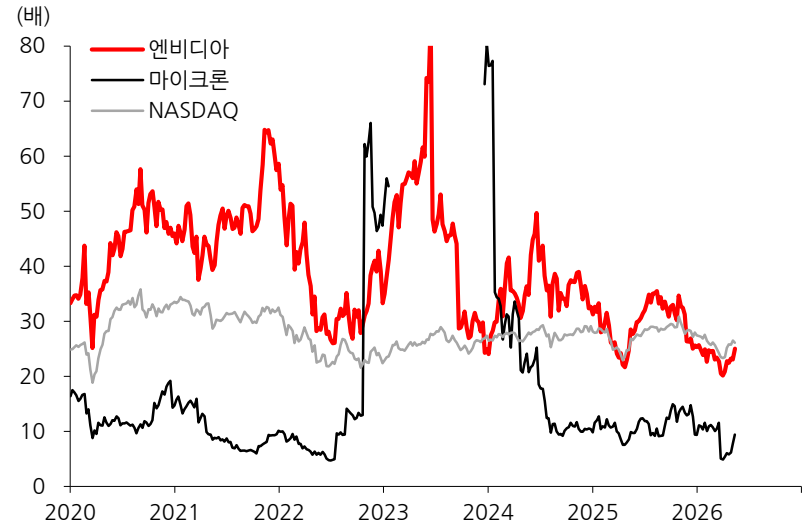
- 반도체/IT 비중을 줄이기 싫다면, 비반도체/비IT 비중을 늘려야 할 것
- 반도체가 더 오르려면 반도체는 더 싸져야 하고 비반도체는 더 비싸져야 하는 역설적인 상황을 예상

삼성전자, SK하이닉스 12개월 예상 PER



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

엔비디아, 마이크론 12개월 예상 PER



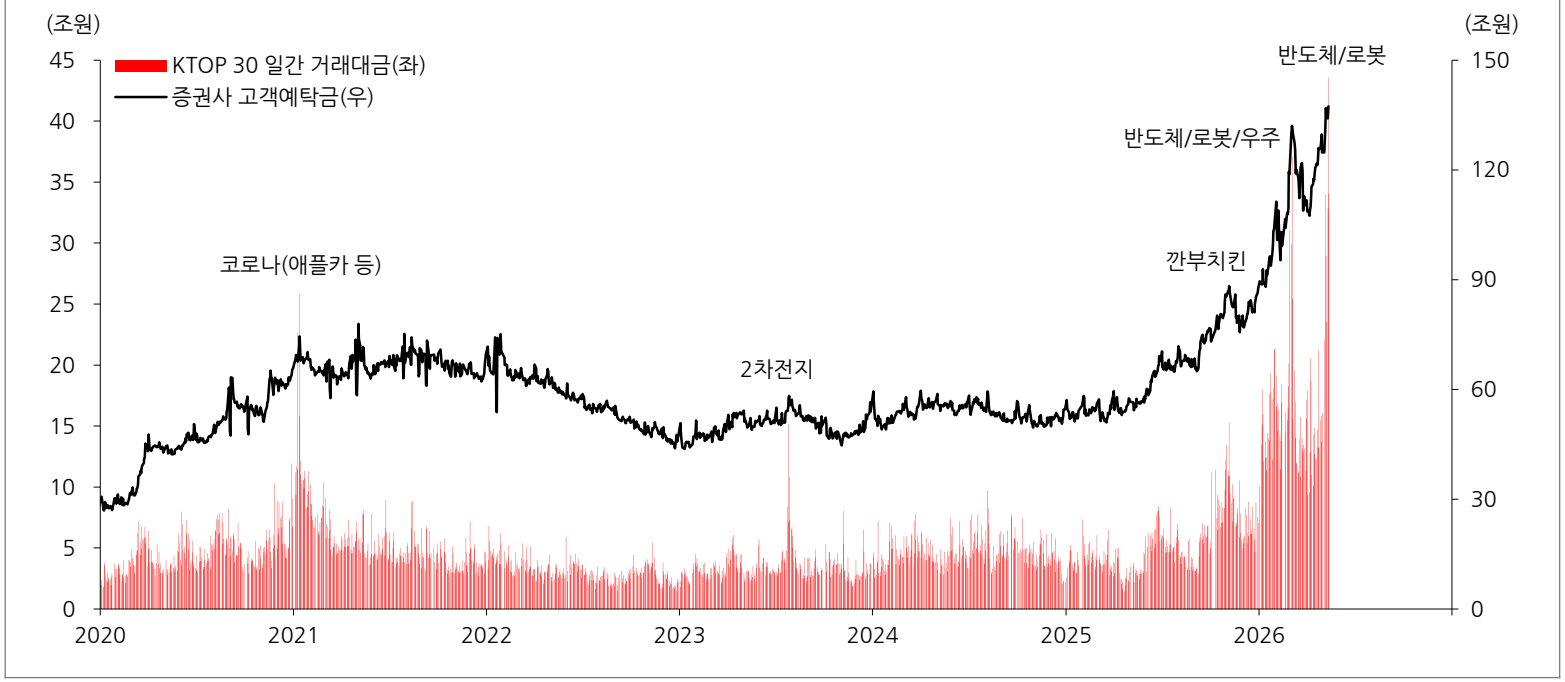
자료: Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터



거래대금 폭증하면 1~2개월 수급 공백

- KTOP30(한국판 다우지수) 지수 구성종목의 일간 거래대금이 43조원까지 상승
- 과거 거래대금 폭증 후 공통적으로 나타났던 현상은 1~2개월 동안 증권사 고객예탁금이 감소하며 일시적 수급 공백 발생
- 초대형주 수급 공백 나타날 수 있는 시기

KTOP30 지수 구성종목의 일간 거래대금과 증권사 고객예탁금 추이

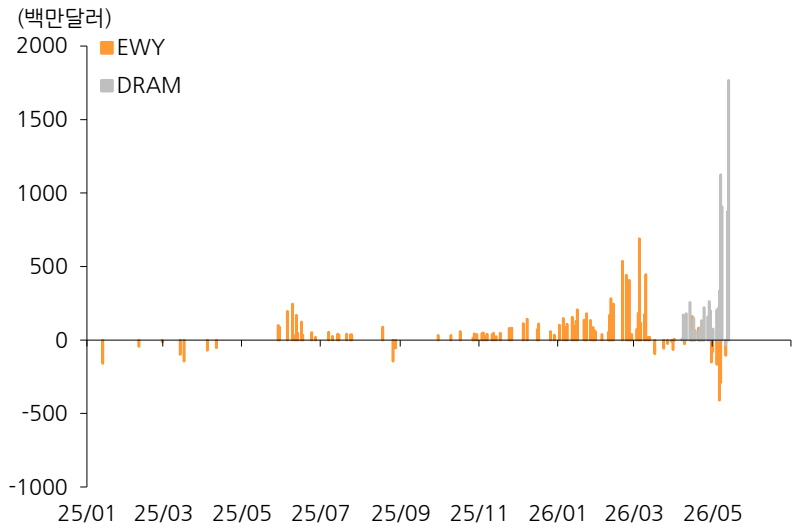


자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

DRAM이 바꾸는 수급 구조, 비반도체의 수급 독립

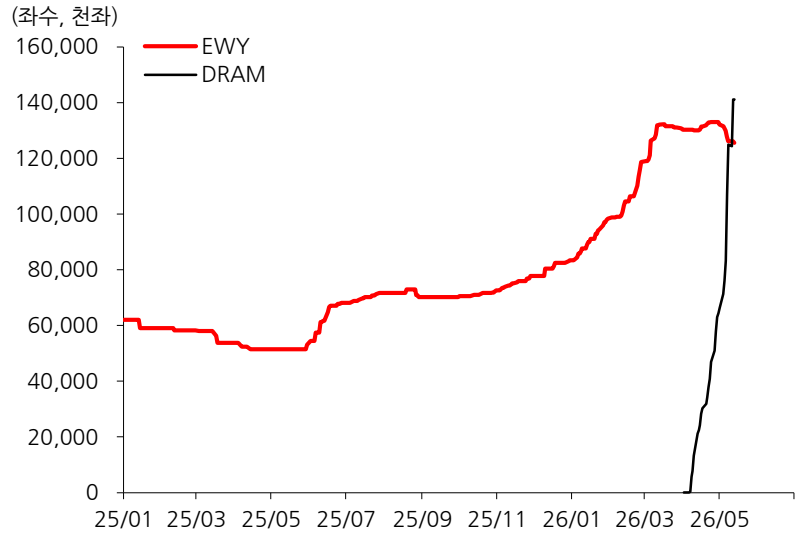
- 미국 상장 한국 ETF인 EWY는 3월 미-이란 전쟁이 터지기 전만 하더라도 강한 자금 유입을 보여왔으나 최근 들어 자금 유입 둔화
- 흥미로운 점은 4월 초 삼성전자와 SK하이닉스가 절반가량 편입된 DRAM ETF가 출시되면서 EWY의 자금이 유출되기 시작
- DRAM 출시 전, 한국 반도체를 사려면 한국 시장을 사야 했으나, 지금은 한국 반도체를 사려면 그냥 반도체를 사면 되는 것으로 바뀐 것
  - 역으로 생각해보면 한국 반도체를 판다는 것은 한국 시장을 파는 것이 아니라 그냥 반도체를 파는 것. 투자 수단의 분리로 수급이 분리

EWY, DRAM ETF 일간 자금 유출입



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

EWY, DRAM ETF 설정좌수 추이



자료: Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터



그래서 주목해야 하는 덜 오른 업종들 (3월 말 이후 주가 상승률)

시가총액 500조원 이상			200조원 이상			100조원 이상			음식료보다 큰			음식료보다 작은		
	시가총액	상승률												
반도체	3,256	94.4												
KOSDAQ	656	11.8												
			제약/바이오	345	-7.7									
			2차전지	336	26.3									
			자동차	330	45.0									
			지주	298	102.5									
			조선	230	28.7									
			은행	227	5.4									
						전력기기	196	80.6						
						S/W	168	5.7						
						방산	160	8.5						
						기계/로봇	156	32.4						
						H/W	149	103.1						
						증권	124	14.8						
						보험	111	21.3						
									운송	79	10.9			
									건설	62	27.8			
									철강	56	37.9			
									음식료	47	0.6			
												유틸리티	45	-0.5
												통신서비스	45	16.5
												화장품	44	9.5
												비철금속	41	8.4
												미디어	27	-12.0
												친환경	23	1.3
												백화점	23	32.1
												디스플레이	21	30.1
												호텔,레저	12	-1.6
												화학(롯케)	4	7.1

자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



2026년 하반기 주요 이벤트

월	일자	테마	월	일자	테마
6월	06월 03일	한국 지방선거	9월	09월 04일(08일)	독일 IFA 2026
	06월 05일(~08일)	미국당뇨병학회(ADA 2026)		09월 09일(~11일)	K-배터리쇼
	06월 08일	스페이스X IPO 로드쇼		09월 15일(~20일)	독일 모터쇼 (IAA Mobility)
	06월 08일(~12일)	애플 WWDC 2026		월중	애플 첫 폴더블 아이폰 공개
	06월 11일	KOSPI200, KOSDAQ150 정기 변경	10월	10월 06일(~10일)	2026 대한민국 국제방위산업 전시회
	06월 18일	대미투자특별법 시행		10월 23일(~27일)	유럽 종양학회(ESMO 2026)
	06월 24일	퀄컴 인베스터 데이 2026		10월 28일(~29일)	GitHub Universe 2026
	월중	알테오젠 KOSPI 이전상장 계획서 신청		월중	엔트로픽 상장
	월중	스페이스X NASDAQ 상장		월중	KOSDAQ 승강제 가동
	월중	MSCI 선진국 지수 관찰대상국 선정	11월	11월 03일	미국 중간선거
7월	07월 01일	동전주 관리종목 지정 및 시가총액 기준 강화		11월 11일	중국 광군제
	07월 01일(~03일)	KOSDAQ 30주년 행사		11월 14일(~17일)	ObesityWeek 2026
	07월 04일	Trump Account 시행		11월 27일	미국 블랙프라이데이 시작
	월말	7월 세법개정안 발표		월중	APEC 정상회의
8월	08월 25일(~27일)	EV 트렌드코리아 2026	12월	12월 04일(~08일)	미국 뇌전증학회(AES 2026)
	월중	누리호 5차 발사		12월 31일	코인 과세 유예기간 종료
	월중	현대차 로봇 메타플랜트 응용 센터(RMAC) 개소		월중	G20 정상회의
	월말	한국 2027년 예산안 발표		월말	배당락일

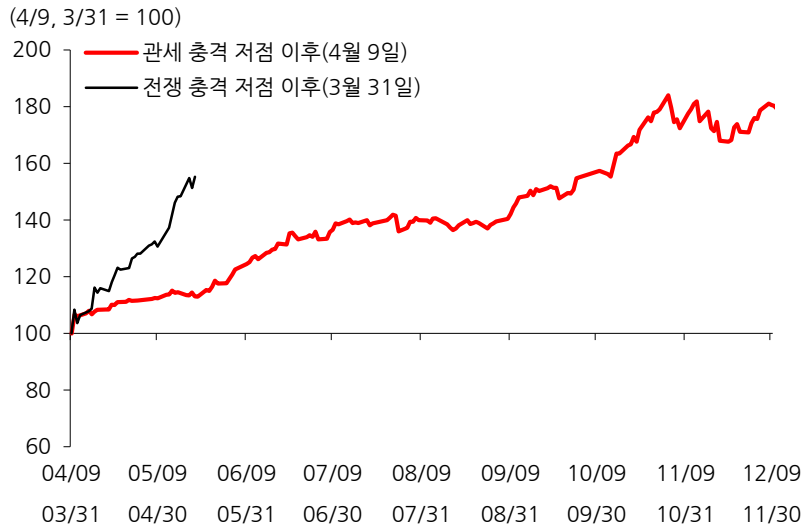
자료: 한화투자증권 리서치센터



하반기 기회는 비반도체, 비IT에 있을 것

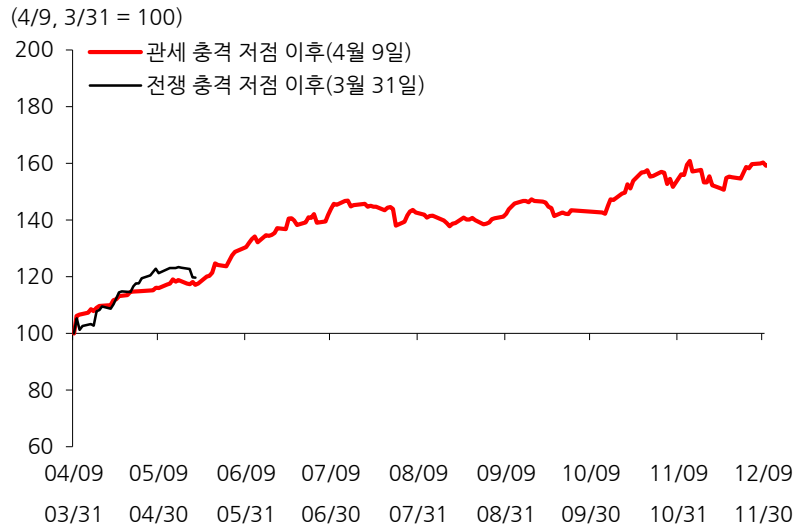
- 반도체가 주도하는 KOSPI200은 작년 관세 충격 이후 회복 속도보다 올해 미-이란 전쟁 저점 이후 회복 속도가 5배 이상 빠른 상태
- 반면 개별주의 흐름을 더 잘 반영하는 KOSPI200 동일가중 지수는 작년 충격 이후 회복 속도와 매우 유사하게 움직이는 중
- 비반도체 개별주의 흐름은 과하지 않다는 것

KOSPI200 지수 관세/전쟁 충격 이후 주가 추이



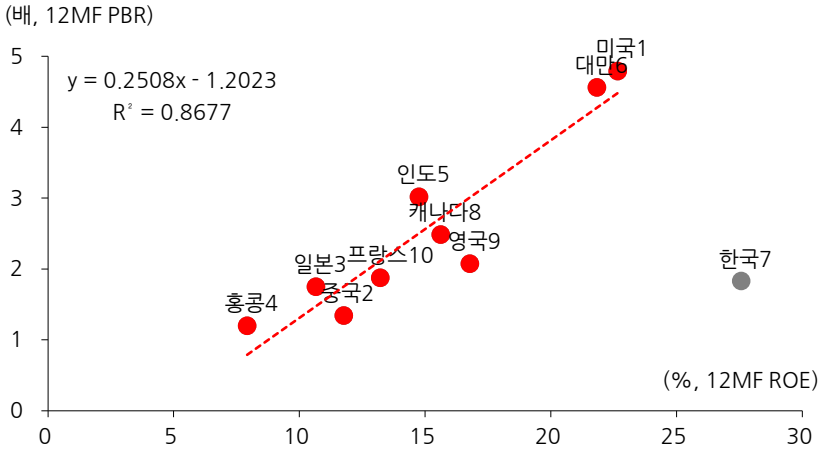
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

KOSPI 동일가중 지수 관세/전쟁 충격 이후 주가 추이

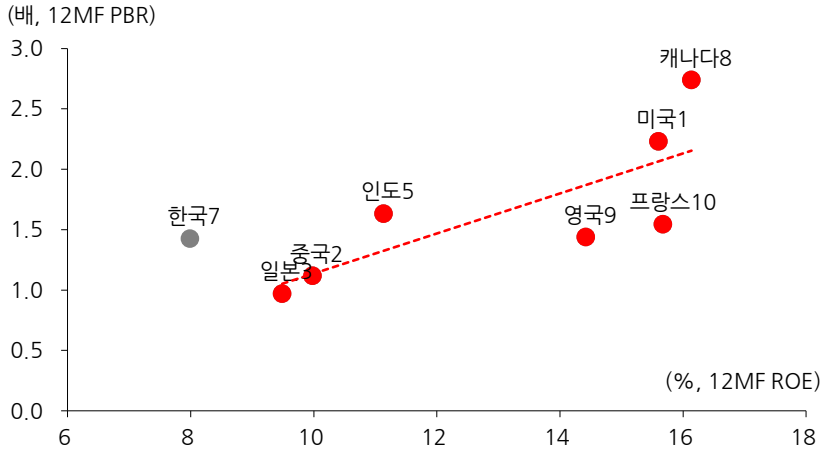


자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

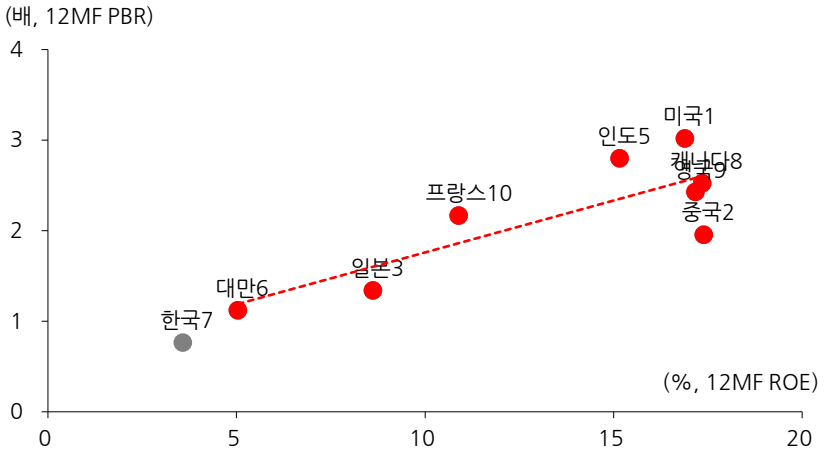
전세계 주식 시가총액 TOP10 국가의 ROE-PBR 산포도(국가 옆 숫자는 순위)



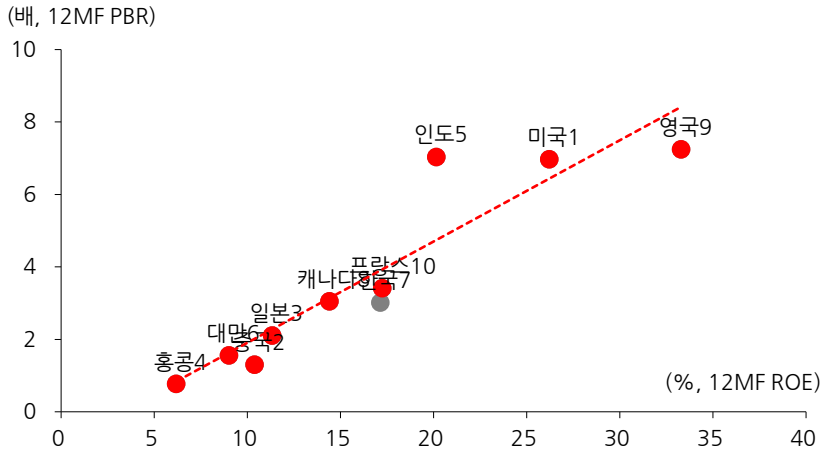
에너지 섹터, 비싸다



소재 섹터, 싸다

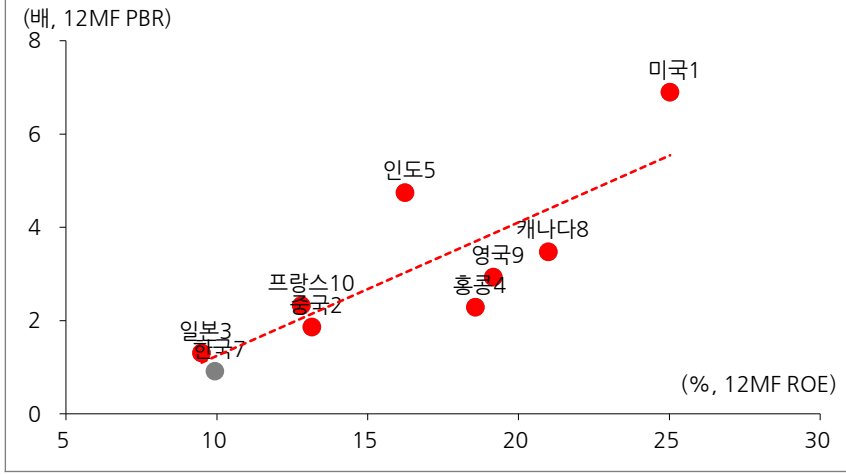


산업재 섹터, 싸다

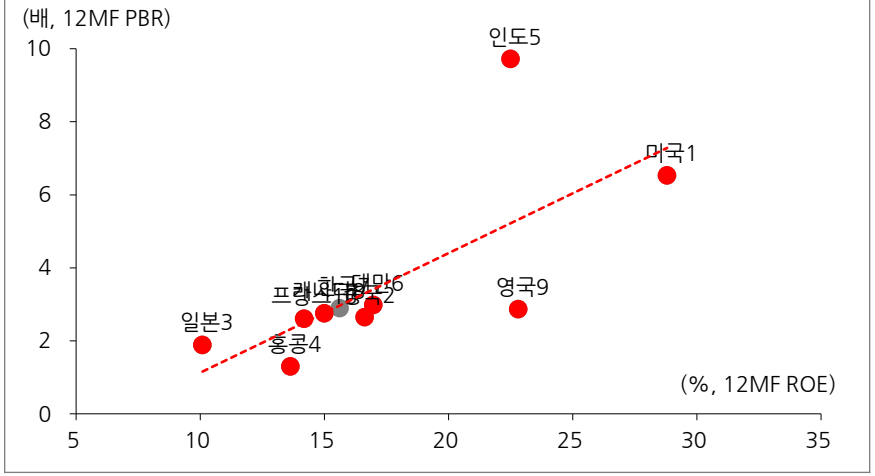


자료: Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터

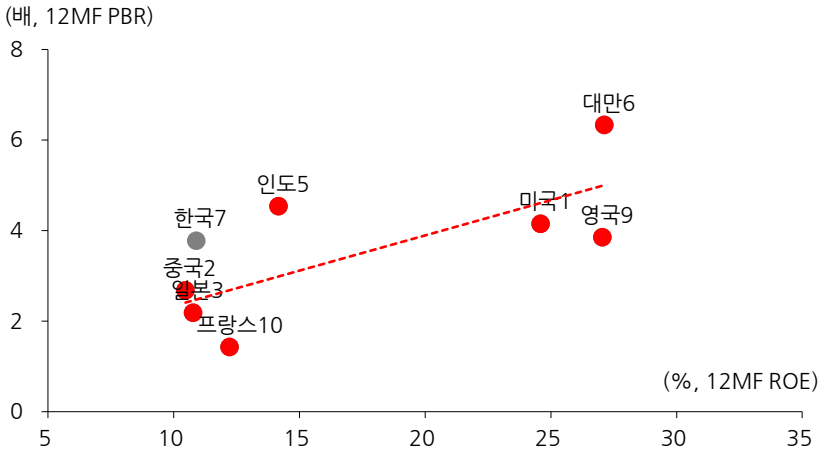
경기소비재 섹터, 싸다



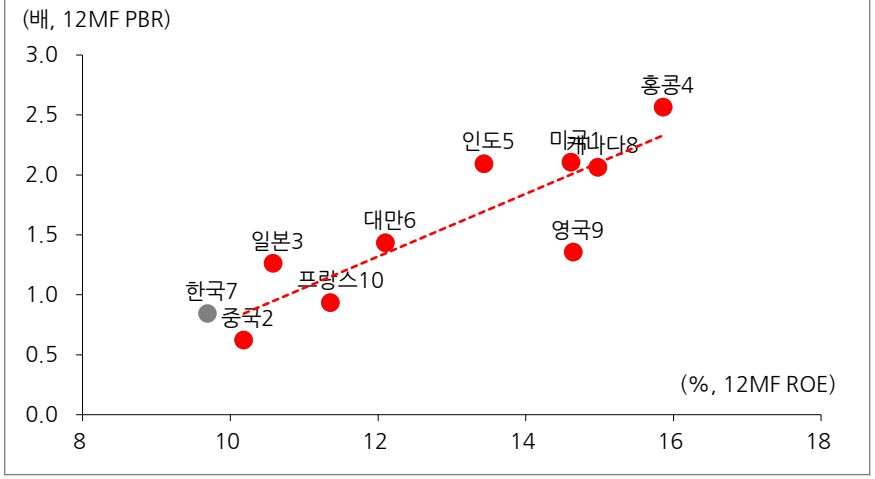
필수소비재 섹터, 적정



헬스케어 섹터, 비싸다

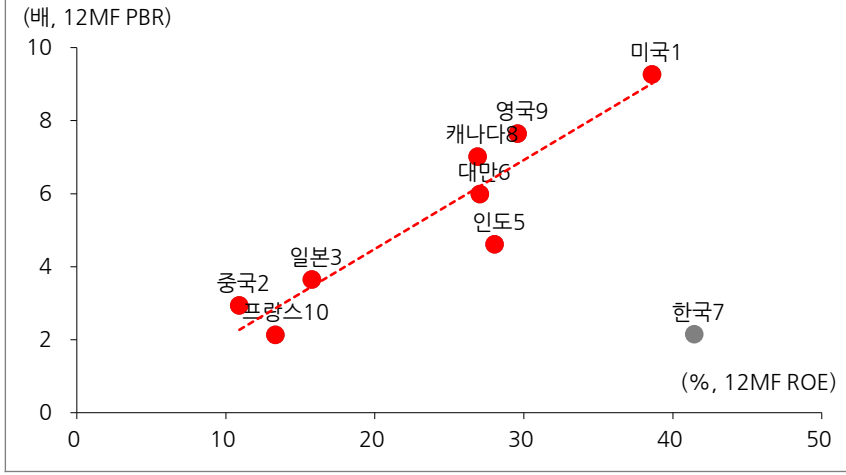


금융 섹터, 적정

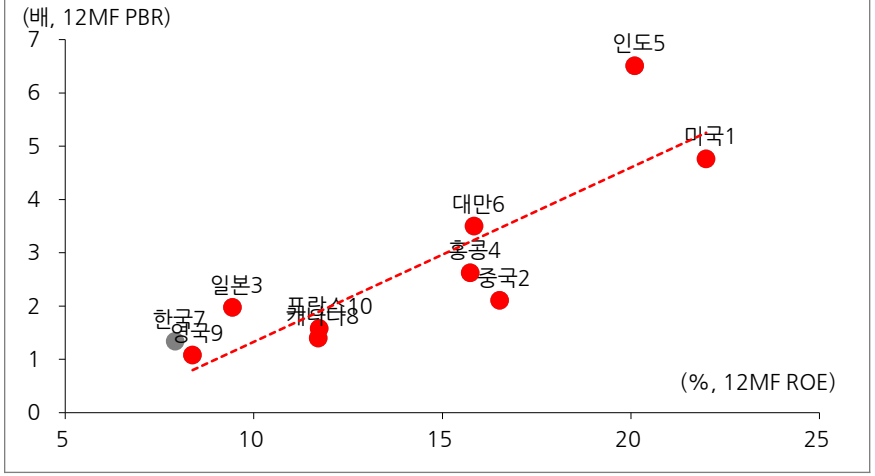


자료: Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터

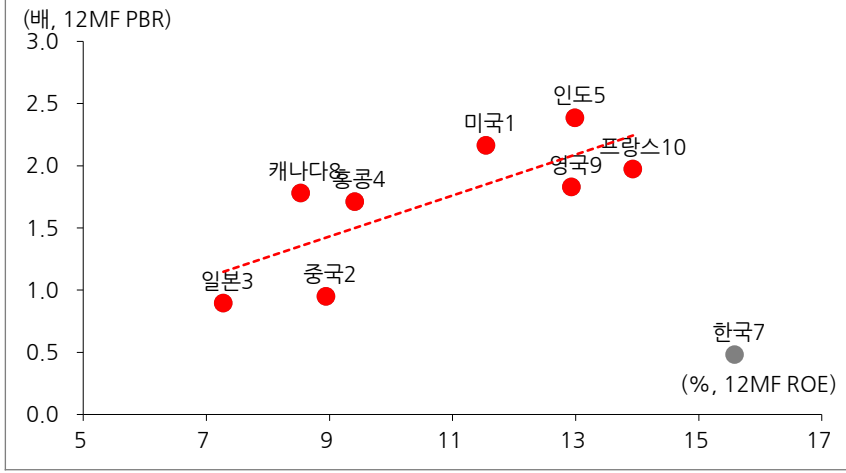
IT 섹터, 너무 싸다



커뮤니케이션 섹터, 비싸다



유틸리티 섹터, 너무 싸다



자료: Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터



에너지 충격은 곧 새로운 산업의 부흥, 산업재로 귀결

- 한국은 신기하게도 반도체, 자동차, 바이오 등 많은 산업이 존재
  1) 자원 부족, 2) 생존 압박, 3) 압축 성장, 4) 수직계열화 등의 이유 때문
- 한 가지 특징은 역사적으로 에너지 쇼크가 온 다음에는 원인을 해결하는 산업이 성장
  : 1차 오일쇼크 이후 철강/자동차/조선/화학, 2차 오일쇼크 이후 원전, 반도체 등
- 미-이란 전쟁 이후 재건주, 신재생의 성장도 기대되지만 결국 원료와 노동의 비용을 축소하려는 노력이 가속화될 것
  : 러-우 전쟁 이후 조선과 방산은 지속 성장 중, 향후 재건주도 산업재 내 건설에 속하고, 자동화 수요인 로봇 역시 기계 업종에 포함
  → 이번 에너지 충격 후 부흥하는 산업은 산업재 섹터가 될 것

1973년 오일쇼크
중화학공업화 가속
포스코1고로 준공
현대조선 울산도크 착공
현대차 포니 개발 착수
석유화학단지 건설

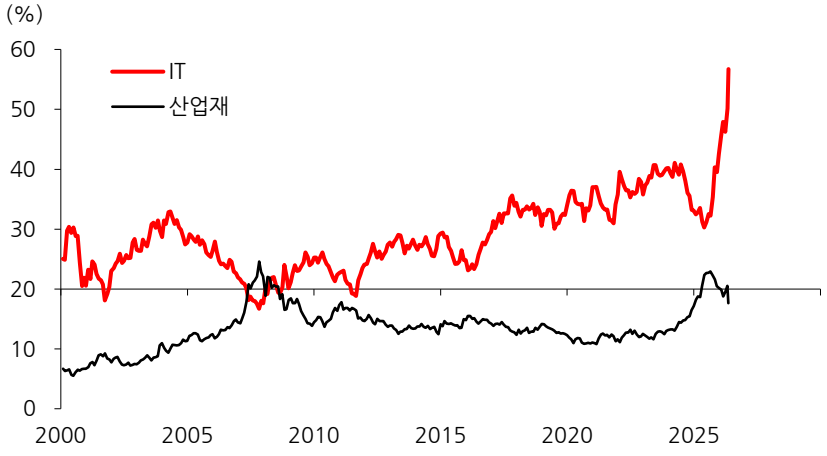
1979년 2차 오일쇼크
원자력 국산화
효율적 수출 제품 모색
↓
반도체 공업 육성 계획

2019년 일본 소부장 수출 제한
소재 공급망 위기
국산화, 다변화
반도체 소재 자립

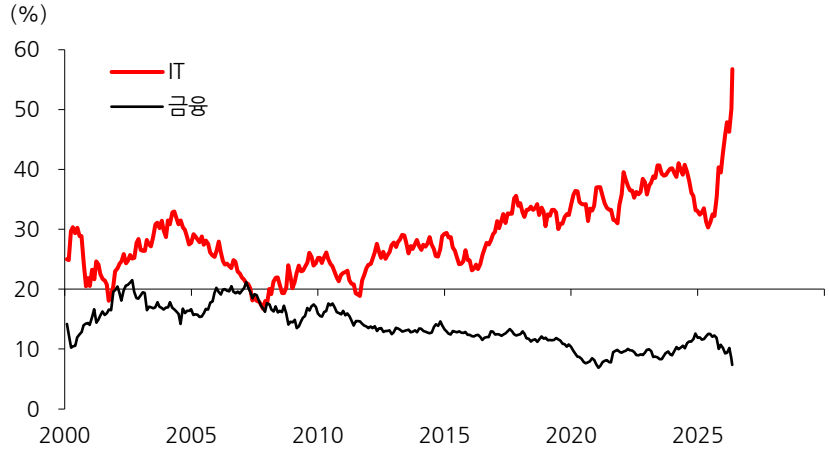
2022년 러-우 전쟁
에너지 안보(LNG)와
국가 안보(방산)의 확산

2026년 미-이란 전쟁
재건, 플랜트 산업
신재생
리쇼어링 확산
비용 축소(원료+노동)
↓
자동화 수요 가속화

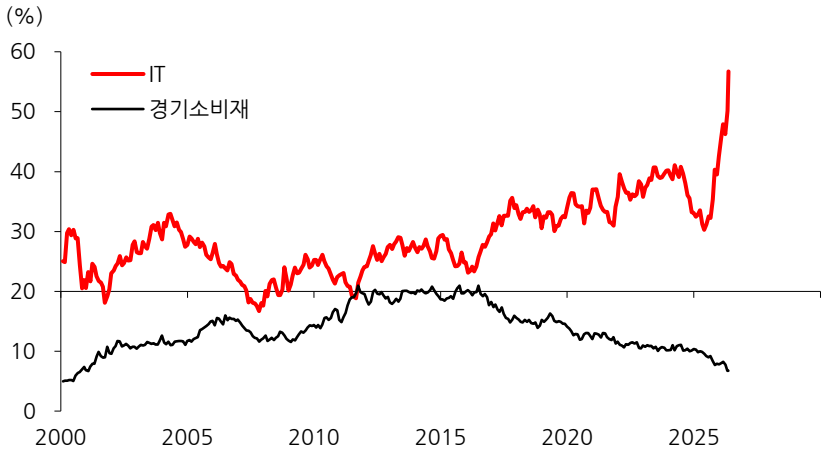
IT와 산업재 시가총액 비중, IT 비중이 30% 넘을 때 유일하게 20% 넘은 섹터



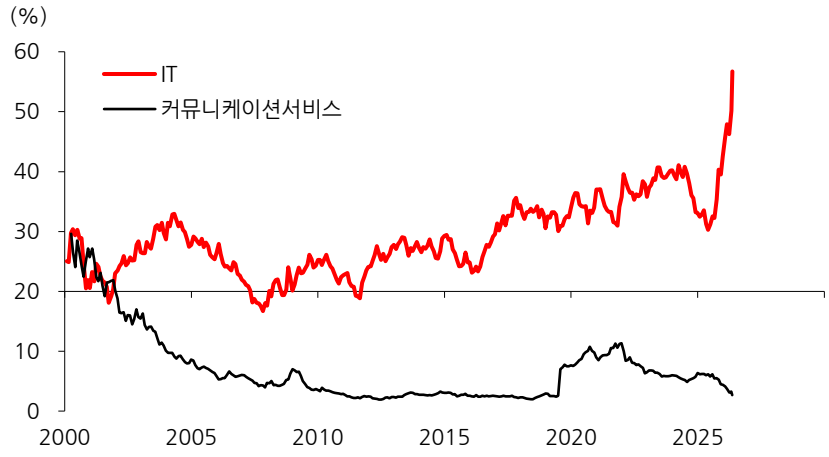
IT와 금융 시가총액 비중, 10% 내외가 한계



IT와 경기소비재 시가총액 비중, 소비재 부진으로 추세적으로 하락



IT와 커뮤니케이션 시가총액 비중, 3% 수준으로 미미



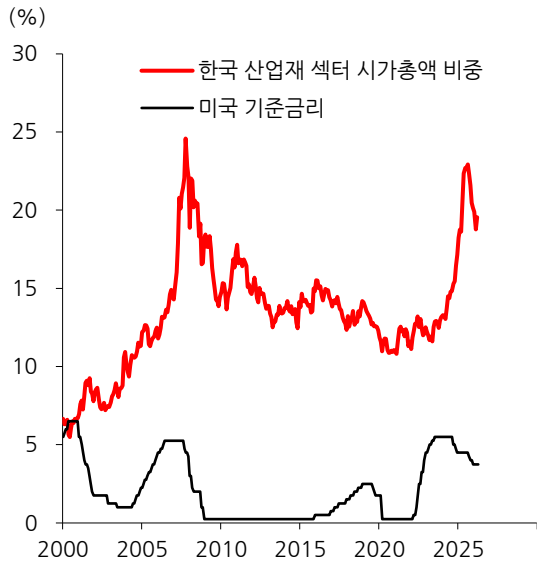
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



중금리 시대에 강한 섹터가 산업재

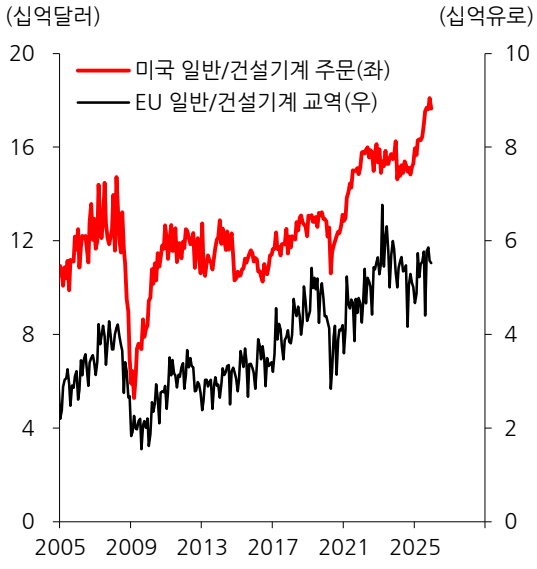
- 결국 한때 IT 섹터를 추월한 경험이 있던 4개 섹터 중, 아직까지 IT에 도전할 수 있는 유일한 섹터는 산업재뿐
- 과거 금리 레벨이 높았던 시기에도 산업재 비중은 상승. 지금도 중금리 시대. 최근 미국과 유럽 유형자산(기계 등)에 대한 수요가 개선
- 중금리 시대는 당분간 지속될 것으로 전망. 장기 시계열에서 금리는 IT 장비 가격 추이와 밀접하게 동행하기 때문. AI가 끌어올리는 중 : 30년간의 IT 디플레이션 시대는 지나고 IT 인플레이션 시대 도래. 결국 이 시대를 견딜 수 있는 섹터는 IT와 산업재

산업재 시가총액 비중과 미국 기준금리



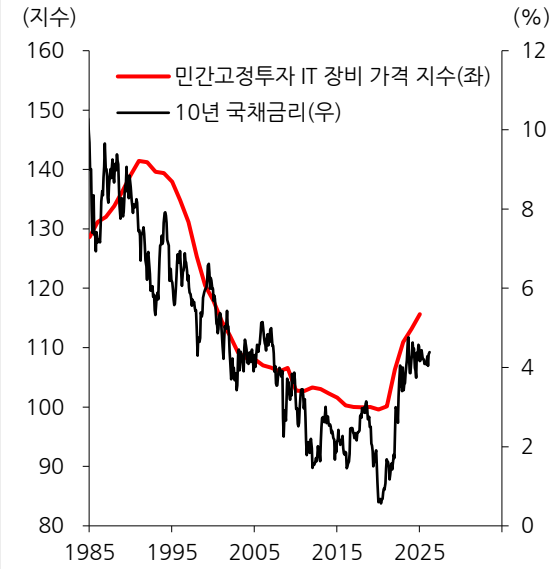
자료: WISEfn, Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터

미국과 유럽 일반기계 수요 추이



자료: U.S. Census Bureau, 한국무역협회, 한화투자증권 리서치센터

미국 IT 장비 가격 지수와 10년 국채금리



자료: FRED, Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터



한국 산업재는 분산 구조, 글로벌 대비로도 매력적

- 한국 16.9%보다 산업재 비중이 높은 나라는 일본 26.4%, 유럽 18.8%
- 일본은 산업재 내 종합상사 비중이 28.9%로 최대. 유럽은 방산이 26.4%로 집중
  : 한국은 조선, 전력기기, 방산, 건설이 분산되어 있는 구조

MSCI 지수 기준 국가별 섹터별 시가총액 비중

섹터 / 국가	한국	미국	유럽	일본	대만	중국	인도
IT	57.6	32.7	7.6	13.7	85.5	8.8	8.4
산업재	**16.9**	9.3	**18.8**	**26.4**	1.7	5.3	10.3
금융	9.2	12.4	23.1	17.7	8.5	19	28.8
경기소비재	6	9.9	6.6	15.7	0.2	26.6	12
헬스케어	3.3	9.6	13.8	6.7	0.4	5	6.4
커뮤니케이션	2.8	10.4	3.8	6.6	1.4	19.6	4.8
소재	1.6	2.1	5.5	3.7	1.6	5.6	8.6
필수소비재	1.3	5.2	9	4.5	0.6	3.3	6
에너지	0.9	4.1	5.8	1.3	—	3.4	9.4
유틸리티	0.4	2.5	5.3	1.2	—	1.9	4.1
부동산	—	1.9	0.7	2.4	—	1.4	1.2
10% 이상 섹터 수	2	3	3	4	1	3	3

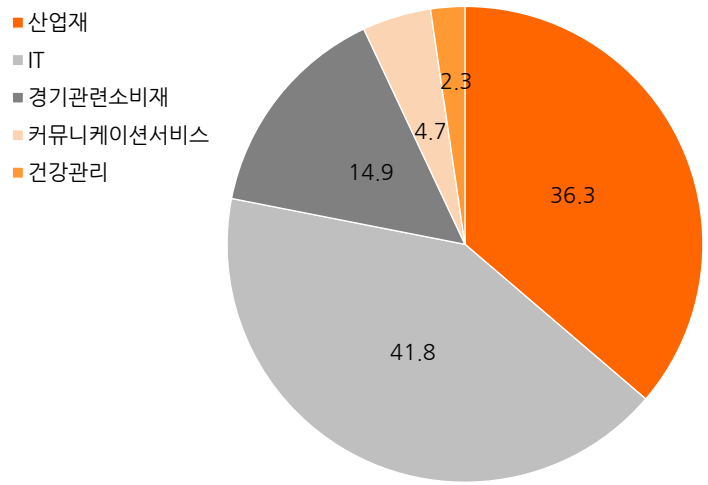
자료: MSCI, 한화투자증권 리서치센터



로봇은 IT와 산업재의 연결고리

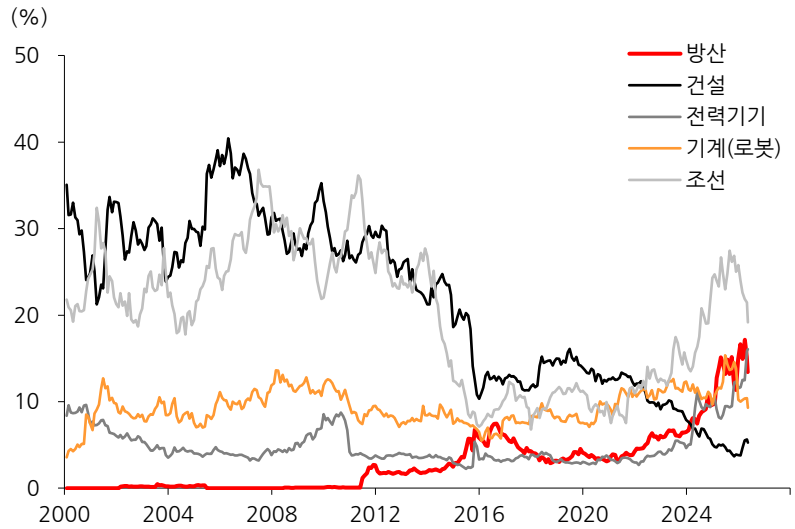
- KODEX 로봇액티브 ETF(445290)는 로봇 ETF 중 유일하게 AUM이 1조원에 근접
- 편입 종목을 섹터로 보면 결국 로봇이 IT와 산업재의 연결고리
- 산업재 내 업종 구성은 조선 19.2%, 전력기기 16.1%, 방산 13.4%, 기계(로봇) 9.3%, 건설 5.3%
  : 결국 조선과 방산이 구조적으로 장기 성장하면서 기계(로봇) 업종이 차근차근 올라오는 모습을 기대

KODEX 로봇액티브 ETF 내 구성종목 비중(ETF 편입 비중 기준)



자료: Kodex, 한화투자증권 리서치센터

산업재 섹터 내 비중 높은 TOP5 업종



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



KODEX 로봇액티브 ETF(445290) 구성종목 업데이트

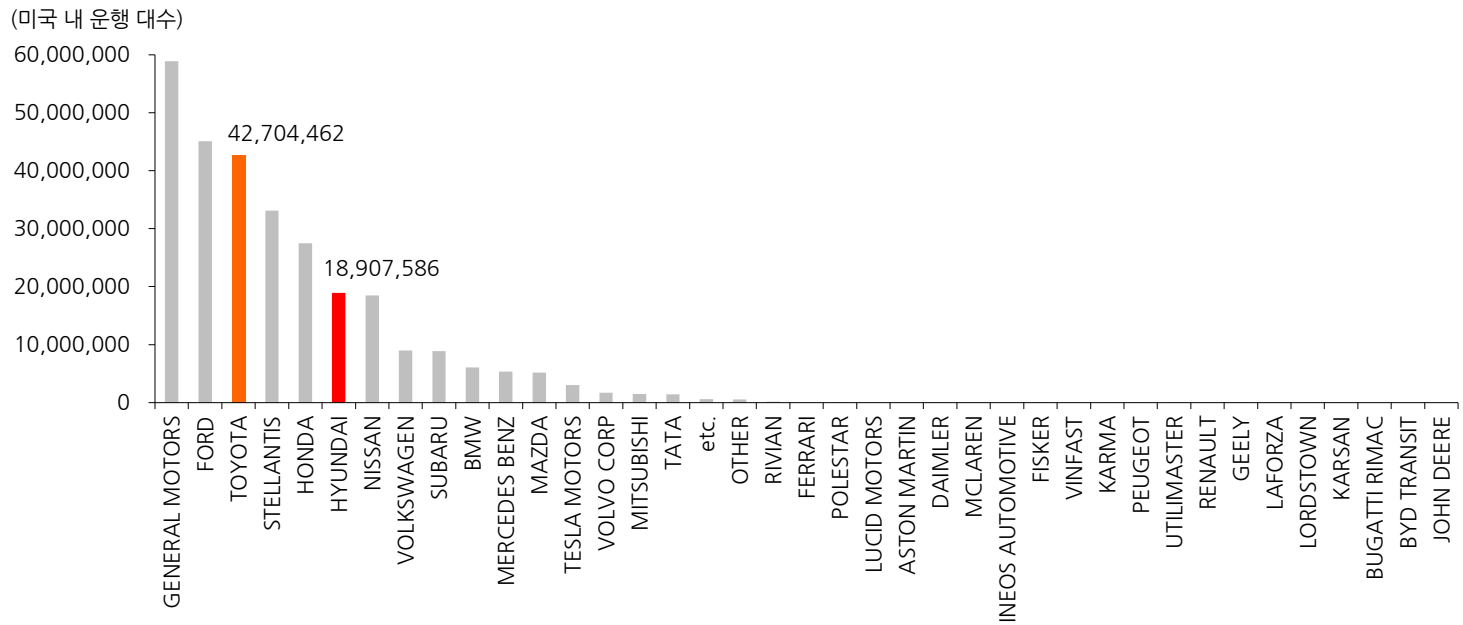
	코드	종목명	세부 업종명	시가총액 (십억원)	연초 대비 수익률(%)	2026년 예상 영업이익 (십억원)	2025년 대비 성장률(%)	연초 이후 변화율(%)	12개월 예상 ROE(%)	12개월 예상 PER(배)	ETF 비중 (%)
1	A005930	삼성전자	반도체	1,660,343	136.9	343,853	688.6	294.4	46.7	6.1	11.7
2	A108490	로보티즈	기계	5,211	36.2	10	186.0	-22.1	4.9	330.6	8.2
3	A307950	현대오토에버	IT서비스	19,169	110.5	277	8.5	-8.5	11.8	80.6	8.0
4	A012330	현대모비스	자동차부품	58,885	74.0	3,719	10.8	-3.3	8.3	13.4	7.2
5	A277810	레인보우로보틱스	기계	17,033	86.6	-	-	-	-	-	6.8
6	A005380	현대차	자동차	145,378	139.5	12,098	5.5	-9.8	8.9	17.2	6.5
7	A000660	SK하이닉스	반도체	1,408,300	203.5	251,656	433.1	226.3	79.6	6.0	6.3
8	A066570	LG전자	전자제품	31,176	108.3	3,839	54.9	13.9	8.2	16.3	5.3
9	A454910	두산로보틱스	기계	6,651	31.5	-	-	-	-	-	4.8
10	A058610	에스피지	전기제품	2,934	62.7	21	17.1	-26.3	6.0	181.9	4.3
11	A348340	뉴로메카	기계	942	131.6	-	-	-	-	-	3.7
12	A267250	HD현대	조선	23,579	58.4	8,422	38.1	14.3	17.2	12.7	2.8
13	A056080	유진로봇	기계	1,007	86.5	-	-	-	-	-	2.5
14	A035420	NAVER	양방향미디어	31,610	-16.9	2,418	9.5	-4.2	7.3	14.7	2.4
15	A018260	삼성에스디에스	IT서비스	13,874	4.6	830	-13.3	-20.5	7.5	17.9	1.7
16	A389500	에스비비테크	기계	708	194.3	-2	65.0	-	-9.6	-577.5	1.7
17	A466100	클로봇	기계	1,180	-26.4	-	-	-	-	-	1.7
18	A388720	유일로보틱스	기계	1,175	19.8	-	-	-	-	-	1.6
19	A011070	LG이노텍	전자장비와기기	17,821	177.9	1,080	62.4	27.8	12.5	22.1	1.6
20	A030200	KT	통신서비스	14,945	12.7	2,095	-15.2	-5.4	8.2	9.9	1.5
21	A030530	원익홀딩스	반도체장비	2,418	-35.7	-	-	-	-	-	1.4
22	A060280	큐렉소	건강관리장비	616	15.3	7	177.5	28.4	-	-	1.3
23	A437730	삼현	자동차부품	1,715	-2.0	-	-	-	-	-	1.2
24	A098460	고영	전자장비와기기	2,914	85.4	42	144.4	22.7	13.7	57.3	1.1
25	A064350	현대로템	우주항공과국방	23,466	14.4	1,156	14.9	-13.4	26.6	22.4	1.0
26	A035720	카카오	양방향미디어	19,032	-28.5	942	28.7	6.5	6.1	26.1	0.7
27	A079550	LIG디펜스앤에어로	우주항공과국방	19,206	107.4	457	43.0	0.1	24.5	45.2	0.7
28	A054950	제이브이엠	건강관리장비	288	-7.7	38	15.3	-7.2	13.9	8.2	0.6
29	A160190	하이젠알앤엠	기계	1,260	-31.4	-	-	-	-	-	0.5
30	A455900	엔젤로보틱스	건강관리장비	442	-5.4	-	-	-	-	-	0.4
31	A459510	나우로보틱스	기계	361	31.1	-	-	-	-	-	0.3
32	A464080	에스오에스랩	전자장비와기기	301	18.0	-	-	-	-	-	0.3
33	A402030	코난테크놀로지	소프트웨어	234	-5.2	-	-	-	-	-	0.1

자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

미국에서 굴러다니는 도요타, 현대차의 2.2배(PER은 2배)

- 미국에서 운행 중인 자동차는 총 2.9억대, 그 중 미국차인 GM과 FORD가 1/3 이상을 차지
- 미국 외 브랜드 중 도요타는 4,270만대로 14.8%, 현기차는 1,890만대로 6.6%. 약 2.2배. 두 회사 PER도 최근 3년간 딱 2배 차이
- 자동차 브랜드로서 현대기아차가 도요타만큼의 PER을 받기 위해서는 미국에 돌아다니는 자동차가 더 많아져야 함

전 세계 자동차 브랜드의 미국 내 운행 대수(2월 기준, VIO, Vehicle in Operation)

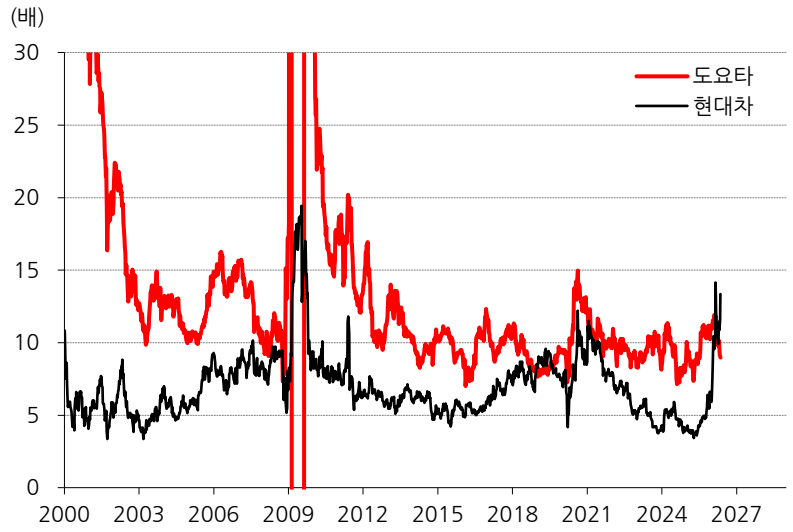


자료: Automotive News, 한화투자증권 리서치센터

연간 미국 내 도요타 자동차 판매 대수, 현대차의 1.38배

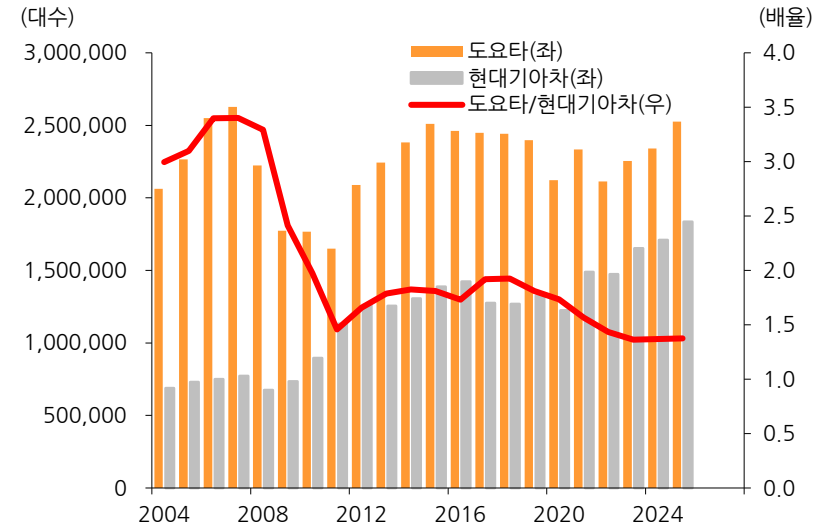
- 도요타의 최근 3년(2023~2025) PER은 9.5배, 현대차는 4.7배로 딱 2배. 최근 로봇 사업이 PER에 반영되면서 역전
- 미국 내 연간 자동차 판매 대수는 2008년 금융위기 전까지만 하더라도 도요타가 2~3배 넘게 판매했으나 현재 1.38배로 축소
- 판매 대수만 놓고 보면 미국 내 운행 대수 격차는 갈수록 좁혀질 것. A/S부품시장, 재구매율 등에 우호적이며 자동차 밸류 상승 요인

도요타와 현대차 12개월 예상 PER 추이



자료: Refinitiv, 한화투자증권 리서치센터

도요타와 현대기아차 미국 내 자동차 연간 판매 대수



자료: Marklines, 한화투자증권 리서치센터



로봇은 자동차 회사가 만들어야지

- 전기차의 시대로 넘어오면서 벤츠와 BMW가 오랫동안 지켜온 브랜드 정체성이 모호해지기 시작. 현대차는 모빌리티 기업으로서 명확
- 로봇 기술이 발전할수록 성능보다 안전에 대한 중요도가 높아질 것. 거의 모든 산업 중에서 안전을 최우선으로 삼는 산업은 자동차
- 안전 자체가 높은 진입장벽. 자동차 회사로서, 로봇 회사로서의 현대차는 단기는 물론 중장기적으로도 주목. 로봇이 반영된 PER은 타당
- 여기에 통신까지 더해지면 디바이스의 주도권은 PC-노트북-스마트폰-자동차로 에너지와 공간이 풍부한 쪽으로 이동할 수 있을 것

자동차로서 현대차의 경쟁력

브랜드	슬로건	전기차 등장 전	등장 후
벤츠	The best or nothing (2010년~, 첫 등장은 1902년)	브랜드 정체성 명확 품질 중시	H/W는 장인 S/W는 역량 부족 정체성 모호
BMW	Sheer Driving Pleasure (1965년~)	브랜드 정체성 명확 드라이빙 중시	전기차의 가속 등 자율 주행과 모순 정체성 모호
현대차	New Thinking. New Possibilities (2011~2019년) Progress for Humanity(2019년~)	2011~2019 품질 보증 확대 제네시스 독립브랜드	2019~ 모빌리티 기업 확장 브랜드 정체성 명확

자료: 한화투자증권 리서치센터

로봇 산업에서 자동차 회사의 경쟁력

#	내용
안전과 신뢰	기술이 발전할수록 휴머노이드와 산업용 로봇 경계가 무너질 것 → 안전과 신뢰도가 중요
산업의 DNA	IT 회사는 빨리 실행하고 실패하면 고치는 방식 자동차 회사는 단 한번의 실패도 용납하지 않아야 함 애초에 까다로운 안전 규제를 통과 해야 하는 산업
뇌와 신체	IT 기업이 로봇의 뇌를 담당할 순 있지만 로봇의 신체는 결국 자동차 회사가 될 것
규모의 경제	규모의 경제를 통한 대량 양산 체제, AS 등

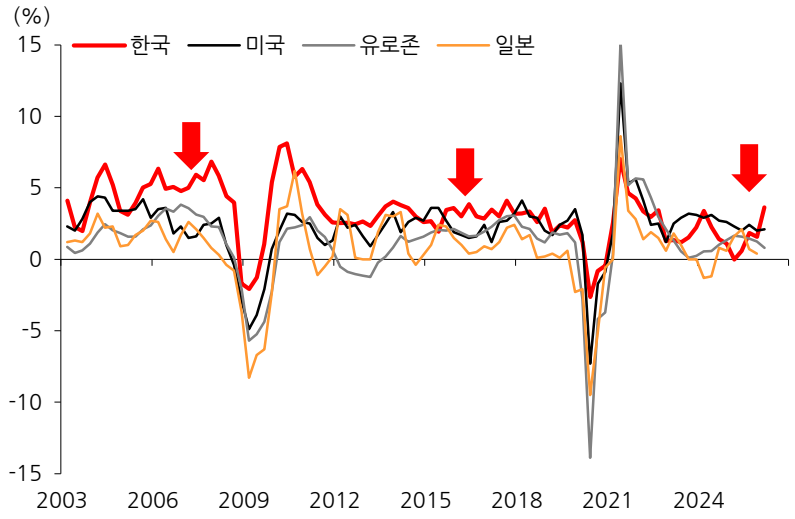
자료: 한화투자증권 리서치센터



한국의 펀더멘털, 한국의 은행

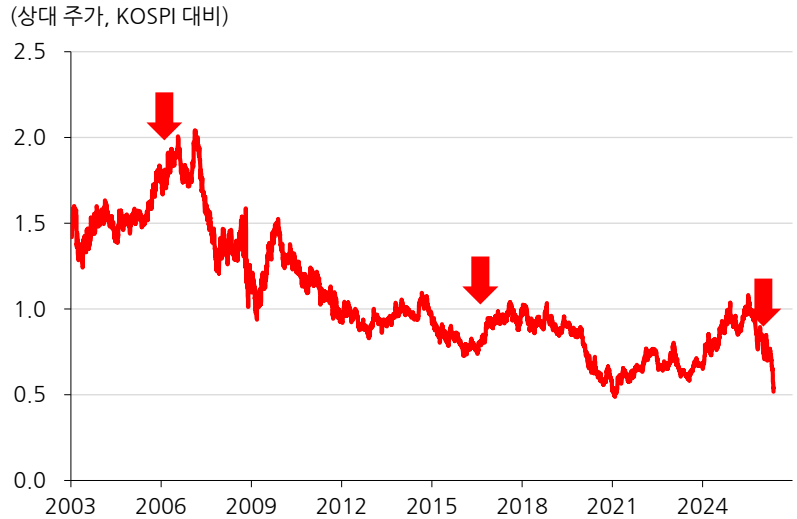
- 한국의 올해 1분기 GDP 성장률은 3.6%로 2021년 이후 최고치 달성. 미국, 유로존, 일본 성장률을 상회
- 최소한 올해까지는 분기 성장률 기준 한국 성장률이 미국, 유로존, 일본보다 위에 있을 가능성 높을 것. 펀더멘탈의 복귀
- 경험적으로 한국의 펀더멘탈이 부각됐던 시기에는 은행주 역시 시장보다 아웃퍼폼했던 기억. 현재 상대 주가가 저점에 있다는 점 고려 시 주목

한국, 미국, 유로존, 일본의 분기별 GDP 성장률(전년동기대비)



자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

은행 업종 지수의 KOSPI 대비 상대 주가



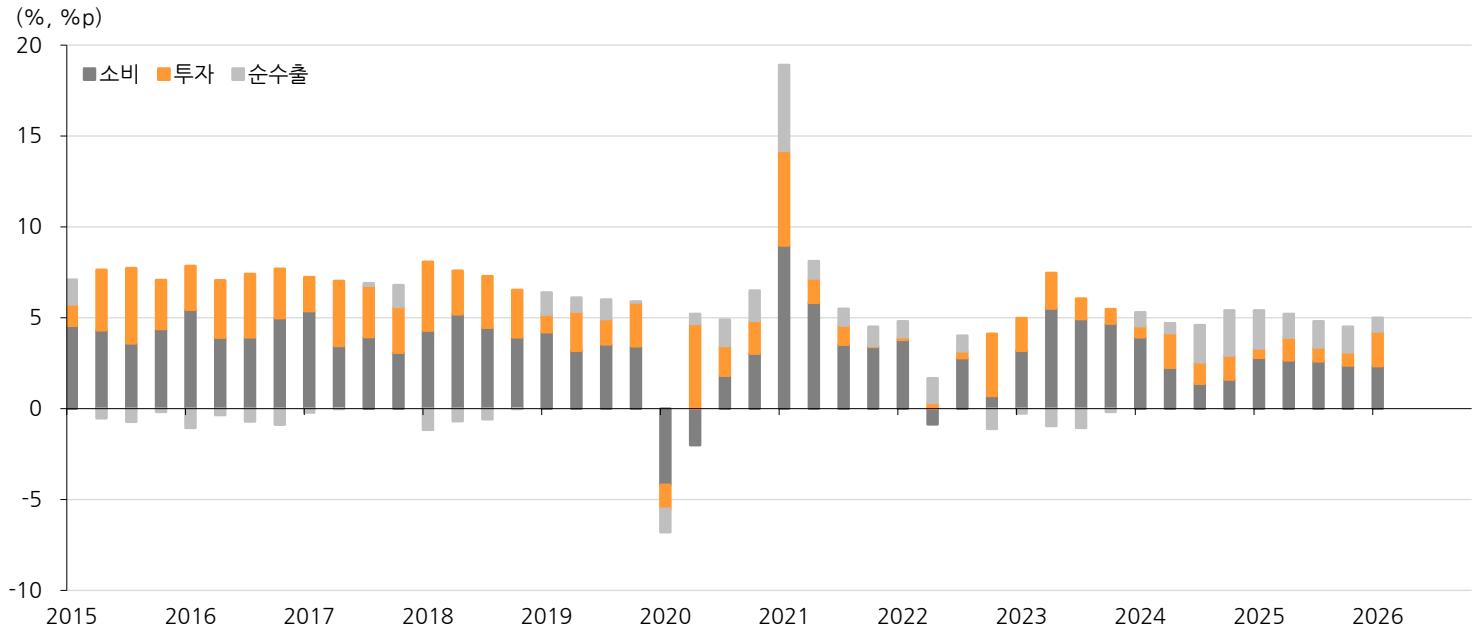
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



중국 소비관련주 볼 때가 됐다

- 중국 경제 성장률은 트럼프 1기였던 2017, 2018년 평균 6% 후반이었으나 올해는 5% 초반으로 하락
- 중국 분기별 GDP 성장률에서 소비의 기여도는 최근 4개 분기 연속으로 하락 중(2.8p → 2.7p → 2.6p → 2.4p → 2.3p)
- 2027년 하반기 21대 당대회에서 시진핑 국가주석의 4연임 여부 결정. 정책 시차 고려하면 향후 1년간 경기 부양에 대한 기대 높아질 것

중국 분기별 GDP 성장률을 소비/투자/순수출로 분해(기여도 %p)



자료: National Bureau of Statistics, 한화투자증권 리서치센터

한한령 해제 퍼즐 맞추기

한한령 해제 기대감, 소외되고 있는 엔터주(하이브), 1세대 화장품(아모레퍼시픽, LG생활건강) 주식 등에 관심 가질 필요



자료: 한화투자증권 리서치센터



<2027년 기준>, 진짜모멘텀 종목

#	코드	종목명	업종명	시가총액 (십억원)	2026년 예상 순이익 개별 추정치 중 최고값 (십억원)	2027년 예상 순이익 개별 추정치 중 최저값 (십억원)	2026년 최고값 대비 2027년 최저값 증가율 (%)	2026년 대비 2027년 연간 순이익 증가율 (%)
1	A352820	하이브	미디어,교육	9,935	247	360	**45.7**	94.2
2	A082740	한화엔진	조선	6,576	211	256	**21.5**	54.4
3	A483650	달바글로벌	화장품,의류,완구	3,112	136	155	**13.9**	34.6
4	A009150	삼성전기	IT하드웨어	76,860	1,360	1,538	**13.1**	46.9
5	A443060	HD현대마린솔루션	조선	10,401	367	407	**10.8**	22.2
6	A003230	삼양식품	필수소비재	9,755	547	591	**8.0**	20.4
7	A071970	HD현대마린엔진	조선	2,948	140	151	**8.0**	17.9
8	A178920	PI첨단소재	화학	844	52	56	**7.7**	12.8
9	A298040	효성중공업	기계	39,135	936	994	**6.2**	46.5
10	A018260	삼성에스디에스	소프트웨어	13,874	765	810	**5.9**	23.2
11	A294870	IPARK현대산업개발	건설,건축관련	1,493	387	407	**5.1**	42.0
12	A267260	HD현대일렉트릭	기계	46,140	1,047	1,094	**4.4**	22.8
13	A047810	한국항공우주	상사,자본재	15,937	412	425	**3.2**	44.8
14	A499790	GS피앤엘	호텔,레저서비스	958	58	59	**1.9**	22.4
15	A278470	에이피알	화장품,의류,완구	15,050	587	597	**1.7**	31.8
16	A241560	두산밥캣	기계	6,739	553	558	**0.9**	24.1
17	A079550	LIG디펜스앤에어로	상사,자본재	19,206	408	410	**0.5**	37.8
18	A271560	오리온	필수소비재	5,448	497	499	**0.4**	8.4
19								
20								
21								
22								
23								
24								
25								
26								
27								
28								
29								
30								

주1: '진짜모멘텀'은 컨센서스의 비교가 아닌, 내년에 가장 비관적으로 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(다음 해 4월 말까지)은 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



전닉차도 못하는 5년 연속 성장(산업재가 17개)

	코드	종목명	섹터	시가총액 (십억원)	연초 대비 수익률(%)	현재가 (원)	역사적 고가 대비 괴리율(%)	2026년 예상 영업이익(십억원)	2027년 예상 영업이익(십억원)	2027년 성장률(%)	12개월 예상 PER(배)
1	A329180	HD현대중공업	산업재	76,937	44.0	733,000	0.0	3,837	4,496	17.2	24.3
2	A028260	삼성물산	산업재	69,489	78.9	428,500	-5.2	3,685	4,177	13.4	25.2
3	A012450	한화에어로스페이스	산업재	66,311	36.7	1,286,000	-16.3	4,236	5,413	27.8	28.3
4	A207940	삼성바이오로직스	헬스케어	65,270	-16.8	1,410,000	-28.2	2,503	2,883	15.2	31.3
5	A012330	현대모비스	경기소비재	58,885	74.0	649,000	0.0	3,719	4,221	13.5	13.4
6	A267260	HD현대일렉트릭	산업재	46,140	65.4	1,280,000	-9.9	1,250	1,546	23.7	43.0
7	A010120	LS ELECTRIC	산업재	42,750	209.8	285,000	-10.5	645	899	39.4	75.4
8	A298040	효성중공업	산업재	39,135	135.7	4,197,000	-8.8	1,094	1,534	40.2	41.6
9	A042660	한화오션	산업재	37,199	6.9	121,400	-57.3	1,810	2,303	27.2	22.3
10	A009540	HD한국조선해양	산업재	32,591	13.1	460,500	-7.3	5,538	6,677	20.6	8.6
11	A035420	NAVER	커뮤니케이션	31,610	-16.9	201,500	-55.6	2,418	2,779	14.9	14.7
12	A010140	삼성중공업	산업재	27,324	28.8	31,050	-22.8	1,522	2,022	32.8	22.0
13	A015760	한국전력	유틸리티	26,160	-13.7	40,750	-40.0	13,638	15,766	15.6	3.0
14	A064350	현대로템	산업재	23,466	14.4	215,000	-20.1	1,156	1,568	35.7	22.4
15	A079550	LIG디펜스앤에어로	산업재	19,206	107.4	873,000	-14.4	457	619	35.5	45.2
16	A307950	현대오토에버	IT	19,169	110.5	699,000	0.0	277	372	34.4	80.6
17	A196170	알테오젠	헬스케어	18,951	-21.3	354,000	-36.7	281	587	108.6	50.8
18	A278470	에이피알	경기소비재	15,050	74.0	402,000	-12.4	686	906	32.2	24.8
19	A001440	대한전선	산업재	12,194	185.6	65,400	-99.1	186	221	18.9	111.5
20	A443060	HD현대마린솔루션	산업재	10,401	19.9	232,000	-17.3	434	548	26.3	26.6
21	A000880	한화	산업재	9,920	72.4	140,700	-1.1	5,445	6,744	23.9	13.7
22	A003230	삼양식품	필수소비재	9,755	5.2	1,295,000	-20.6	691	832	20.5	17.0
23	A062040	산일전기	산업재	9,261	132.5	302,500	-9.3	252	326	29.3	40.1
24	A326030	SK바이오팜	헬스케어	7,769	-20.4	99,200	-54.3	332	449	35.2	20.6
25	A161390	한국타이어앤테크	경기소비재	7,321	1.4	59,100	-22.1	2,146	2,369	10.4	5.2
26	A064400	LG씨엔에스	IT	7,121	19.7	73,500	-24.5	617	705	14.3	13.8
27	A021240	코웨이	경기소비재	6,695	8.9	94,600	-16.4	999	1,141	14.3	9.0
28	A103590	일진전기	산업재	6,671	157.2	139,900	-2.9	207	241	16.6	41.5
29	A082740	한화엔진	산업재	6,576	83.5	78,800	-12.0	231	362	56.6	28.6
30	A271560	오리온	필수소비재	5,448	30.4	137,800	-12.8	649	698	7.4	11.0

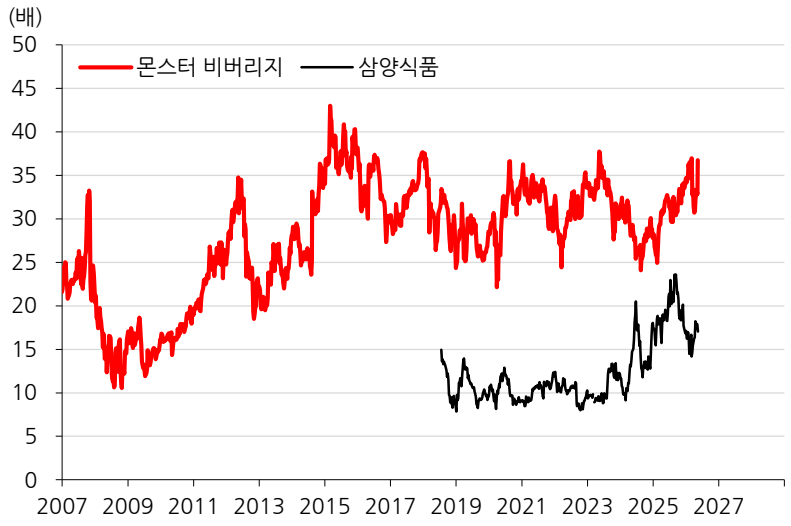
주: 2022년부터 2027년까지 전년대비 영업이익이 성장할 것으로 예상되는 시가총액 상위 30개 종목(금융 섹터 제외)
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



삼양식품도 고점 갱신 기대

- 5년 연속 성장이 예상되는 종목 중 삼양식품에 주목
- 단순히 식품만이 아니라 문화/밈 등을 만든다는 면에서 최근 실적 성장이 두드러지는 몬스터 비버리지와 유사하다고 판단
- 2014년 코카콜라의 유통망을 쓰게 되면서 PER 리레이팅이 발생. 삼양식품 역시 유통 채널이 본격적으로 확장되는 중. 리레이팅 기대

몬스터 비버리지(MNST)와 삼양식품 12개월 예상 PER 추이



자료: Refinitiv, WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

몬스터 비버리지와 삼양식품 비교

비교	몬스터 비버리지	삼양식품
사업 변화	음료 전체 → 에너지드링크 중심 북미 중심 → 글로벌 다변화	라면 → 불닭볶음면 단일 SKU 집중 내수 중심 → 수출 집중
핵심 제품	Monster Energy	불닭볶음면
성장 모멘텀	익스트림 스포츠 마케팅 및 스폰서	K-푸드 열풍 + SNS·유튜브 불닭 챌린지
영업이익률	음료업계 최고 수준 ~29%	국내 식품주 대비 높은 OPM (~22%)
유통망 전환	2014년 코카콜라와 전략적 파트너십 (약 158개국 유통망 확보)	현지 법인 설립 및 유통 채널 확장 중 (미국·유럽·중국·동남아)
브랜드 확장	Monster 중심 Ultra·Java·Juice 등 라인업 확장	불닭 IP 기반 소스·스낵·컵라면 등 카테고리 확장
밸류에이션	단순 음료주 → 프리미엄 성장주로 재평가 (PER 30배+)	국내 식품주(PER 15배 수준) → 성장성 대비 저평가, 리레이팅 기대

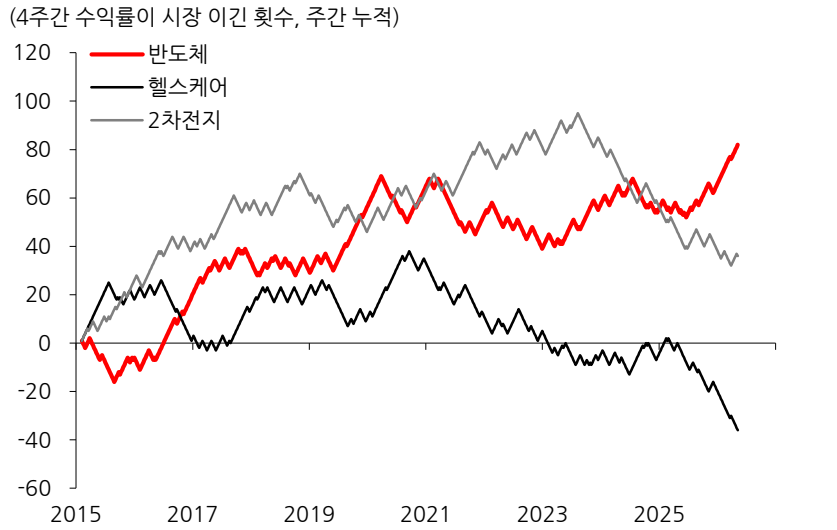
자료: 한화투자증권 리서치센터



반도체와 정반대로 가는 헬스케어

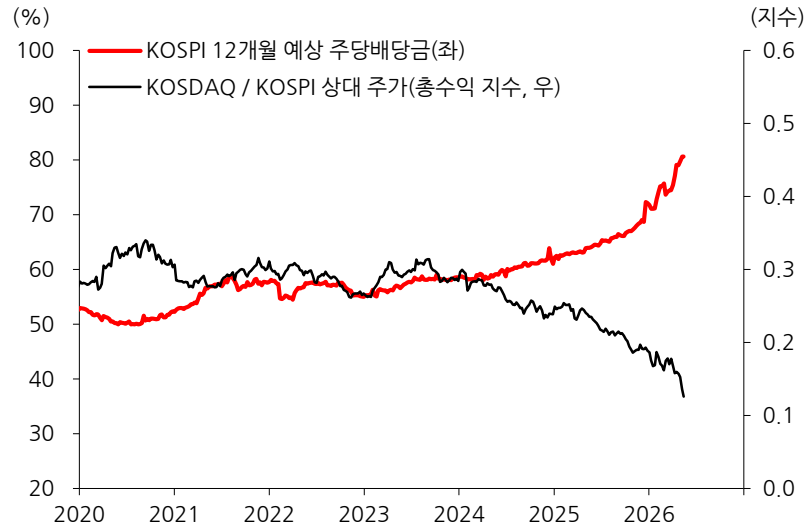
- 반도체 다음 대형 업종인 헬스케어, 2차전지 관심. 반도체가 시장을 이길 때 시장 수익률을 따라가지 못한 대표 업종들
- 다만 KOSDAQ의 추세적 상승에 대해서는 좀 더 지켜볼 필요
  - KOSDAQ 상대 성과를 좌우하는 가장 중요한 요소는 배당이라고 생각. KOSPI의 예상 배당금이 올해 들어 급격히 올라가고 있기 때문

업종별 4주 수익률이 시장을 이긴 횟수 누적



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

KOSPI 12개월 예상 주당배당금과 KOSDAQ 상대 주가



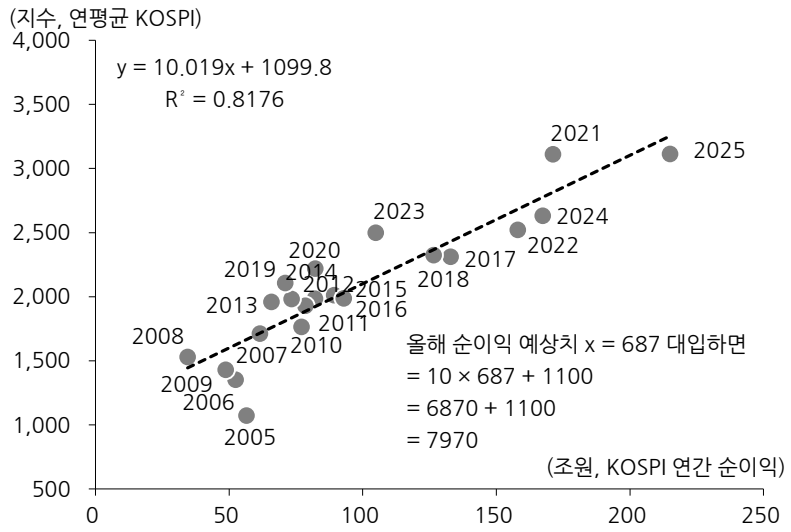
자료: Refinitiv, WISEfn, 한화투자증권 리서치센터



2026년 하반기 KOSPI 밴드, 6,600~9,100p

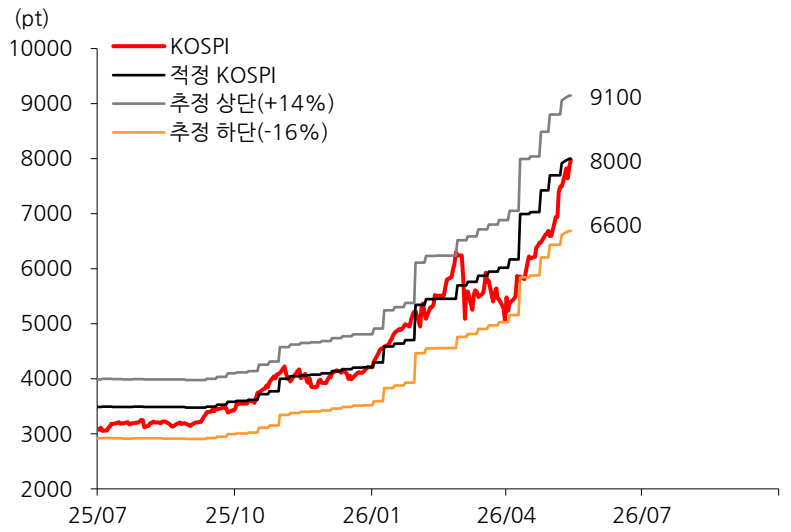
- 2005년부터 2025년까지 21년 동안 KOSPI 연간 순이익과 연평균 KOSPI 간 상관관계 분석
- 올해 순이익 예상치 687조원 대입하면 적정한 연평균 KOSPI는 약 8,000p
- 각 해 연평균 KOSPI와 고점, 저점 간 차이는 평균적으로 위 14%, 아래로 16% 차이. 고려하면 6,600~9,100p

2005년 이후 KOSPI 연간 순이익과 연평균 KOSPI 간 산포도



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

2026년 KOSPI 순이익 예상치 기준, 밴드 상단, 하단 추정



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

Compliance Notice

(자료 공표일: 2026년 5월 15일)

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.

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.(투자전략팀)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

⦿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, redisseminated 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.

Memo.

본 페이지는 편집상 공백 페이지입니다

한화투자증권 리.서.치.센.터

리서치센터장

박영훈

Energy

02.3772.7614

houn0715@hanwha.com

[투자전략팀]

안현국	팀장	퀀트	3772-7646	hg.ahn@hanwha.com
임혜윤	연구위원	경제	3772-7728	hylim@hanwha.com
김성수	연구위원	채권	3772-7616	sungsoo.kim@hanwha.com
최규호	책임연구원	경제	3772-7720	choi.gh@hanwha.com
한시화	책임연구원	크레딧	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/유틸리티	3772-7152	yurim.song@hanwha.com
박세연	수석연구위원	ESG	3772-7406	shannon@hanwha.com
김도하	수석연구위원	은행/보험	3772-7479	doha.kim@hanwha.com
한유정	연구위원	음식료/화장품	3772-7693	yujung.han@hanwha.com
이진협	연구위원	유통/의류/지주	3772-7638	jinhyeob.lee@hanwha.com
엄수진	연구위원	ESG	3772-7407	sujineom@hanwha.com
박수영	책임연구원	엔터/레저/운송	3772-7634	suyoung.park.0202@hanwha.com
이용욱	책임연구원	에너지/화학/2차전지	3772-7635	yw.lee@hanwha.com
배성조	책임연구원	조선/방산/우주/기계	3772-7611	seongjo.bae@hanwha.com
박준영	책임연구원	반도체	3772-7481	jyp94@hanwha.com
권지우	책임연구원	철강	3772-7689	jiwoo.kwon@hanwha.com
고예진	연구원	반도체/에너지/화학/2차전지/음식료/화장품/엔터/레저/운송 RA	3772-7701	yejinko@hanwha.com
김나우	연구원	인터넷/게임/미디어/유통/의류/방산/우주/기계/은행/보험 RA	3772-7710	now.kim@hanwha.com
김예인	연구원	ESG/건설/유틸리티/자동차/부품 RA	3772-8420	yein.kim@hanwha.com

[글로벌리서치팀]

한상희, CFA	팀장	해외주식	3772-7695	sanghi.han@hanwha.com
박유진	책임연구원	중국주식	3772-8217	yujin.park@hanwha.com
박제인	연구원	해외주식 RA	3772-7380	jane8314@hanwha.com
심혜린	연구원	미국주식 RA	3772-7374	hyerin.sihm@hanwha.com
박정현	연구원	중국주식 RA	3772-7417	jeong.hyeon.park@hanwha.com

[디지털자산리서치팀]

최윤영	팀장	디지털자산	3772-7402	yy.choy@hanwha.com
박준영	연구원	디지털자산 RA	3772-8206	junyeong.park@hanwha.com

본 · 지점망

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

서울

본 사	02) 3772-7000	영 업 부	02) 3775-0775
강남WM센터	02) 6975-2000	노 원 지 점	02) 931-2711
갤러리아WM센터	02) 3445-8700	목동WM센터	02) 2654-2300
금융플라자63지점	02) 308-6363	송파WM센터	02) 449-3677
금융플라자시청지점	02) 2021-6900	강북WM센터	02) 743-7311

인천/경기

분당WM센터	031) 707-7114	일 산 지 점	031) 929-1313
송도IFEZ지점	032) 851-7233	평 촌 지 점	031) 381-6004
신 갈 지 점	031) 285-7233	평 택 지 점	031) 652-8668
안 성 지 점	031) 677-0233		

부산/울산/경남

부산WM센터	051) 465-7533	울산WM센터	052) 265-0505
마린시티지점	055) 943-3000	언 양 지 점	052) 262-9300
거제브랜치	055) 730-0400		

대구/경북

대구WM센터	053) 741-3211	영 주 지 점	054) 633-8811
문 경 지 점	054) 550-3500	영 천 지 점	054) 331-5000
거 창 지 점	051) 751-8321		

대전/충청

대전WM센터	042) 488-7233	청 주 지 점	043) 224-3300
천 안 지 점	041) 563-2001	홍 성 지 점	041) 631-2200

광주/전라

광주WM센터	062) 713-5700	전 주 지 점	063) 710-1000

한화투자증권

[Compliance Notice]
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 정보 출처로부터 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.