Shinhan

2026년 10월

# 참신한 자산전략

## 긴축이 걷어낸 불확실성

신한투자증권

# Contents

Summary 4

자산배분 로드맵
자산별 투자 의견
신한 포트폴리오

자산시장 전망

| | | |
|---|---|---|
| **자산배분** | 긴축이 걷어낸 불확실성 | 10 |
| **해외주식** | 상방으로 기울어진 비대칭적 보상 구조 | 14 |
| **국내주식** | 2027년 이익 가시성을 묻다 | 16 |
| **해외채권** | 고점 확인 구간 | 18 |
| **국내채권** | 잔존할 경계 심리 | 20 |
| **국내크레딧** | 높아진 금리와 불편한 수급 | 22 |
| **디지털 자산** | CLARITY Act 지연에도 숏스퀴즈에 따른 급반등 | 24 |
| **원자재** | 공급 충격 장기화와 실질금리 | 26 |
| **외환** | 원/달러 하락 흐름 재개 예상 | 28 |

참신한 자산전략

# 긴축이 걷어낸 불확실성



## Global Investment Stance

| 주식 | 채권 | 대체자산 | 현금 |
|---|---|---|---|
| **비중 확대** (상향) | **비중 축소** (유지) | **중립** (하향) | **중립** (유지) |
| "할인율 불확실성 완화 기대" | "단기, 중기 캐리 중심" | "인플레 헤지 수요 축소" | "국면 전환 대비" |

## Key Theme: 선제 긴축이 낮춘 인플레 리스크, 투자 중심 성장 지속

### 1. Macro

- AI 투자 데이터센터 건설 등 확산되며 성장 지지. 가계 구매력 부진에 수요 물가 압력 제한
- 에너지 가격 상승에도 2차 파급 가능성 제한. 투자 우위 속 소비 둔화의 성장 조합 지속

### 2. Liquidity

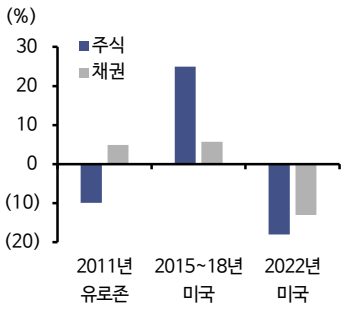
- 주요국 선제 긴축에 기대 인플레 안정. 당국 가이던스 앞서간 금융시장에 추가 충격 미미
- 인플레 프리미엄 축소로 금리 상방 제한 기대. 재정·국채 발행 부담에 장기금리 하방 제한

### 3. Strategy

- 주식 비중 확대, 대체 중립 전환. 정책금리 경로 불확실성 완화 시 수혜 기대 가능한 전략
- AI 인프라 연관 업종, IT 하드웨어 수출국 선호. 채권 단기 및 중기, 대체 금/비철금속 우위

## Chart of the Month

금리 인상 국면 주식과 채권 수익률




자료: LSEG, 신한투자증권

## 자산별 세부 전략

| 주식 "높아진 이익, 더딘 주가 반영" | |
|---|---|
| 전략 | • AI 투자 둔화 조짐 제한적<br>• 2027년 이익 지속성이 관건<br>• 하드웨어 수출국 선호 |
| 섹터 | • 반도체 코어 전략 유지<br>• 원화 강세 부담 업종 경계<br>• 이익·주가 괴리 업종 선별 |
| Key Event | • 소비자물가, 장기금리 등<br>• 3분기 반도체 실적 발표<br>• 한국 수출, 대만 월별 매출 |

| 채권 "듀레이션 중립 이하" | |
|---|---|
| 전략 | • (한국) 듀레이션 중립 이하<br>• (미국) 듀레이션 중립 |
| 한국 | • 최종금리 불확실성 11월 금통위 확인해야 완화 가능<br>• WGBI 종료 등 수급 약화 |
| 미국 | • 긴축 경계 정점 통과 기대<br>• 보험성 인상 확인 시 단기물 투자 기회 유효 |

| 대체/외환 "달러 하방, 원자재 선별" | |
|---|---|
| 원자재 | • 금·비철금속 상대 우위<br>• 인플레 프리미엄 완화에도 에너지 박스권 |
| 디지털자산 | • 현물 수요와 숏스퀴즈가 동시에 발생하며 급반등<br>• 국내외 제도화는 지속 중 |
| FX | • 미국 경기 눈높이 조정 속 달러 하방 우위<br>• 수급 견조, 원/달러 하방 |

# 자산배분 로드맵

## 구간별 KEY FACTOR

| | 2H25 | 1H26 | 2H26 |
|---|---|---|---|
| 정책 불안 | 정책 불안 반복 | 정책 불안 심화 | 정책 불안 유지 |
| 실물경기 | 경기 둔화 제한 | 경기 회복 후 정체 | K자형 성장 지속 |
| 기업이익 | 실적 추정 상향 | 실적 추정 상향 | 실적 추정 안정 |
| 인플레이션 | 물가 불안 제어 | 물가 상승 확대 | 물가 2차 파급 제한 |
| 통화정책 | 확장 기조 기대 | 긴축 경계 부상 | 긴축 기조 지속 |
| 위험 선호 | 위험 선호 확대 | 위험 선호 위축 | 위험 선호 확대 |

## 자산배분 전략

**경기: 투자 중심 성장 지속**
인프라 확산, 가계 구매력은 부진

**통화정책: 선제 긴축에 금리 고점**
추가 인상 제한, 금리 변동성 완화

**인플레이션: 2차 파급 제한**
핵심물가 안정, 수요 측 압력 미약

**위험요인: 에너지 공급 충격 경계**
겨울철 유가, 가스 재상승 위험 잔존

**주식(62%)**
금리 고점·이익 유지에 위험선호 개선

**채권(27%)**
장기금리 하방 제한, 단·중기 캐리 우위

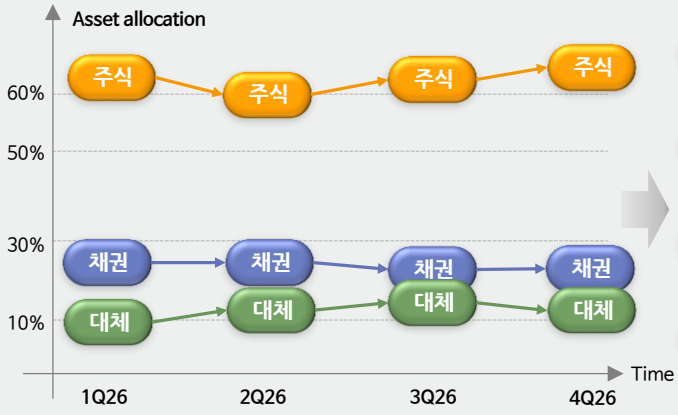
**대체(11%)**
인플레 헤지 수요 완화, 리스크 별 접근 유효

**주식**
할인율 불확실성 완화.
인프라·IT 하드웨어 수출국 선호

**채권**
장기물 부담 잔존
단·중기 국채·우량 크레딧 캐리 중심

**대체**
금·비철금속 상대 우위
에너지 박스권, 공급 충격 헤지 유지

## 구간별 대응




**1Q 26**
CapEx State 강화로 주식 비중 확대

**2Q 26**
나쁜 물가 리스크 재부각. 대체 비중 확대

**3Q 26**
통화가치 위험 부각. 대체 비중 확대

**4Q 26**
금리 불확실성 완화, 주식 비중 확대

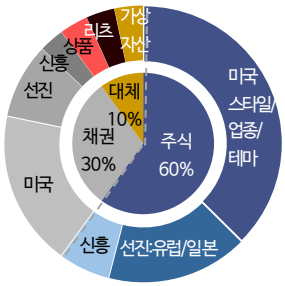
## 자산별 투자 의견

| 자산분류 | | 투자의견 3M (3) | (2) | (1) | 0 | 1 | 2 | 3 | 6M | 투자전략 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **주식** | | | | | | | | | | |
| 국가 | 미국 | | | | | ■ | | | 1 | 매크로 불확실성 크나 강한 실적 반영되지 않은 가격. 중기적 투자 매력 |
| | 중국 | | | | | ■ | | | 1 | 홍콩 대비 본토 우위 국면, 하드 테크 이익 상향 속 수급 재유입 흐름 |
| | 한국 | | | | | ■ | | | 1 | AI 수요 우려 정점 통과, 강한 주주환원으로 지수 하방 경직적 예상 |
| 권역 | 선진 | | | | ■ | | | | 0 | 실적 약하고 인플레 압력에 더 취약, 상대 열위. 유럽보다 일본 선호 |
| | 신흥 | | | | ■ | | | | 1 | 대만 등 동아시아 상대 우위 지속, 인도와 중남미 이익 개선 확인 필요 |
| **채권** | | | | | | | | | | |
| 국채 | 한국 | | | ■ | | | | | 0 | 대외 → 대내로 시선 반응 변수 이동하며 하방 경직적일 금리 |
| | 미국 | | | ■ | ■ | | | | 0 | 선반영된 긴축 경계 완화 vs. 잔존한 불확실성 감안 캐리 중심 투자 |
| | 유럽 | | | ■ | | | | | 0 | 내년도 예산안 경계 소화 필요. 겨울 에너지 공급 차질 우려 상존 |
| | 신흥 | | | ■ | | | | | 0 | 환위험 상승. 브라질 대선 변동성 제한되나 환율 염두 장기투자 필요 |
| 크레딧 | 한국 | | | | ■ | | | | 0 | 연말 금리 변동성으로 완만한 약세. 내년 연초 효과는 기대 가능 |
| | 글로벌IG | | | | ■ | | | | 0 | 금리 급등에 따른 하이퍼스케일러 투심 위축과 조달 환경 악화 |
| | 글로벌HY | | | | ■ | | | | (1) | 고금리 매력 부각되나 건전성 저하 및 연체율 상승에는 유의 필요 |
| **대체** | | | | | | | | | | |
| 디지털 자산 | | | | | ■ | | | | 1 | 제도권 편입 확대 흐름. CLARITY Act 지연과 ETF 수급은 단기 변수 |
| 원자재 | 귀금속 | | | | | ■ | | | 1 | 주요국 긴축에도 실질금리 하락과 장기채 대안 수요 유입에 우상향 |
| | 에너지 | | | | ■ | | | | (1) | 중동 생산 차질 반영 시 100달러 선 등락. 수요 둔화로 상단 제한 |
| | 농산물 | | | | | ■ | | | 1 | 비료로 에너지 가격의 비용 전가. 재고 여력 축소로 상방 위험 부각 |
| | 산업금속 | | | | | ■ | | | 1 | 하이퍼스케일러 투자 확대에 수요 양호. 인허가 지연이 실수요 이연 |
| 상장 | 리츠 | | | | ■ | | | | 1 | 신규 자산 확대 제한 속 배당 스프레드 축소. 섹터별 차별화 심화 예상 |

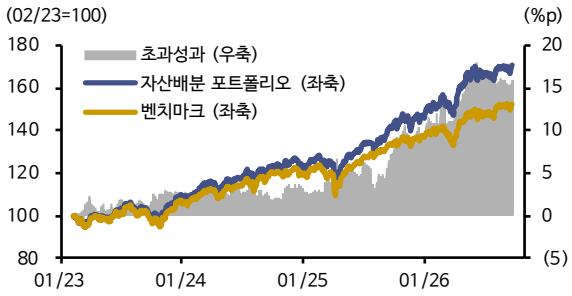
자료: 신한투자증권 / 주: 선진, 신흥은 미국, 중국 제외 권역

# 신한 포트폴리오

## ◆ 포트폴리오: ① 글로벌 자산배분 포트폴리오 분해




## ◆ 자산배분 포트폴리오 성과 추이



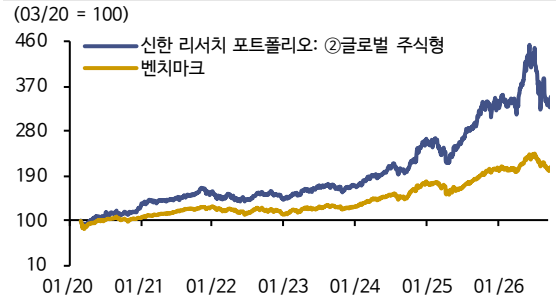

| 종목명 | 비중 | | | 티커 | 수익률 (%) | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 조정비 | SAA | TAA | | 1M | 3M | 편입후 |
| 주식 | 60.0 | 60.0 | 0.0 | | 1.2 | 0.8 | 37.5 |
| 선진 | 50.0 | 54.0 | (4.0) | | | | |
| 미국 | 36.5 | 36.0 | 0.5 | | | | |
| S&P500 ETF | 26.5 | 26.0 | 0.5 | SPY.US | 1.0 | 3.9 | 87.2 |
| 스타일&업종 | 10.0 | 0.0 | 10.0 | | | | |
| 반도체지수 ETF | 3.0 | 0.0 | 3.0 | SOXX.US | 10.1 | (12.6) | 204.8 |
| 메모리 ETF | 3.0 | 0.0 | 3.0 | DRAM.US | 10.3 | (21.2) | 0.9 |
| 정유주 ETF | 2.0 | 0.0 | 2.0 | CRAK.US | 5.0 | 40.1 | (2.5) |
| 사이버보안 ETF | 2.0 | 0.0 | 2.0 | CIBR.US | 8.1 | 22.7 | 12.8 |
| 기타 선진 | 13.5 | 18.0 | (4.5) | | | | |
| 유럽 ETF | 9.0 | 10.9 | (1.9) | FEZ.US | (3.8) | 0.7 | 59.1 |
| 일본 ETF | 4.5 | 3.6 | 0.9 | EWJ.US | 3.8 | 1.9 | 7.1 |
| 기타 선진 | 0.0 | 3.5 | (3.5) | | | | |
| 신흥 | 10.0 | 6.0 | 4.0 | | | | |
| 중국 | 4.0 | 1.9 | 2.1 | | | | |
| ChiNext ETF | 1.0 | 0.0 | 1.0 | 159915.SZ | (3.9) | (21.9) | (10.1) |
| A50 ETF | 2.0 | 1.9 | 0.1 | 2823.HK | (1.5) | (7.0) | 33.0 |
| Star50 ETF | 1.0 | 0.0 | 1.0 | 588000.SS | 0.7 | (14.5) | 1.8 |
| 기타 신흥국 | 6.0 | 4.1 | 1.9 | | | | |
| 한국 ETF | 0.7 | 0.7 | 0.0 | EWY.US | 8.0 | (12.1) | 203.7 |
| 신흥국 ETF | 2.3 | 2.3 | 0.0 | EEM.US | 2.9 | (3.0) | 60.5 |
| 대만 ETF | 1.0 | 0.0 | 1.0 | EWT.US | 10.4 | 3.2 | 21.4 |
| 비중국EM ETF | 1.0 | 0.0 | 1.0 | EMXC.US | 4.8 | (3.7) | 4.6 |
| 라틴 ETF | 1.0 | 0.0 | 1.0 | ILF.US | 3.3 | 5.4 | (1.7) |
| 인도 ETF | 0.0 | 1.1 | (1.1) | INDA.US | (2.7) | (3.3) | 0.0 |

| 종목명 | 비중 | | | 티커 | 수익률 (%) | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 조정비 | SAA | TAA | | 1M | 3M | 편입후 |
| 채권 | 28.8 | 30.0 | (1.2) | | (0.9) | (1.6) | (2.2) |
| 미국 국채 | 14.4 | 12.0 | 2.4 | | | | |
| 국채 단기 | 0.9 | 3.0 | (2.1) | SCHO.US | (0.8) | (0.8) | (1.1) |
| 국채 중기 | 10.4 | 5.7 | 4.7 | VGIT.US | (1.7) | (2.3) | (3.1) |
| 국채 장기 | 1.7 | 1.8 | (0.1) | VGLT.US | (0.6) | (4.6) | (19.0) |
| 물가채 | 1.4 | 1.5 | (0.1) | TIP.US | (1.5) | (3.1) | (2.5) |
| 미국 크레딧 | 5.8 | 6.0 | (0.2) | | | | |
| MBS | 2.9 | 3.0 | (0.1) | MBB.US | (1.8) | (3.0) | (3.7) |
| IG 단기 | 0.2 | 0.2 | (0.0) | VCSH.US | (1.0) | (1.3) | 2.3 |
| IG 중기 | 1.4 | 1.4 | (0.1) | VCIT.US | (1.4) | (2.8) | 0.1 |
| IG 장기 | 0.7 | 0.7 | (0.0) | VCLT.US | (0.1) | (4.6) | (10.5) |
| HY 단기 | 0.1 | 0.2 | (0.0) | SJNK.US | (0.9) | (1.6) | (1.2) |
| HY 중기 | 0.4 | 0.5 | (0.0) | HYG.US | (1.2) | (1.6) | 3.4 |
| 비미국 | 8.6 | 12.0 | (3.4) | | | | |
| 전체 | 1.2 | 1.2 | (0.0) | IAGG.US | (0.3) | (1.7) | 2.2 |
| 선진 | 5.8 | 9.0 | (3.2) | BNDX.US | (0.8) | (2.1) | (2.5) |
| 신흥 | 1.7 | 1.8 | (0.1) | EMLC.US | (2.0) | (0.9) | 1.6 |
| 대체 | 11.2 | 10.0 | 1.2 | | 0.3 | 3.0 | 20.6 |
| 상품 | 5.2 | 4.0 | 1.2 | | | | |
| 금 | 1.5 | 1.0 | 0.5 | GLD.US | (5.5) | 4.0 | 128.7 |
| 원유 | 2.0 | 2.0 | 0.0 | USO.US | 7.0 | 27.9 | 110.6 |
| 산업금속 | 0.8 | 0.5 | 0.3 | DBB.US | 2.4 | 3.7 | 26.0 |
| 농산물 | 0.9 | 0.5 | 0.4 | DBA.US | 0.8 | 7.1 | 42.5 |
| 리츠 | 4.0 | 4.0 | 0.0 | | | | |
| 물류/산업 | 1.0 | 1.0 | 0.0 | INDS.US | (6.8) | (3.5) | (7.5) |
| 미국 부동산 | 1.0 | 1.0 | 0.0 | VNQ.US | (5.0) | (3.1) | 3.3 |
| 미국 부동산액티브 | 2.0 | 2.0 | 0.0 | DFAR.US | (5.9) | (4.6) | (3.4) |
| 디지털 자산 | 2.0 | 2.0 | 0.0 | | | | |
| 비트코인 | 2.0 | 2.0 | 0.0 | BITO.US | 11.2 | 32.2 | (0.2) |

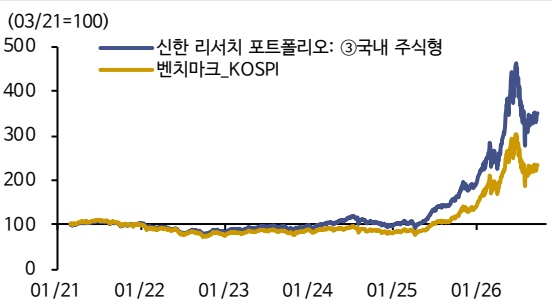
자료: LSEG, 신한투자증권

# 신한 포트폴리오

## 포트폴리오: ② 글로벌 주식




## 포트폴리오: ③ 국내 주식




| 종목명 | 수익률 (%) | | | 편입일 |
|---|---|---|---|---|
| | 1M | 3M | 편입 후 | |
| **미국/선진** | | | | |
| 엔비디아 | 6.6 | 14.4 | 885.4 | 2023-02-24 |
| 일라이 릴리 | (6.8) | 5.7 | 90.6 | 2024-01-04 |
| TSMC | 7.9 | 3.6 | 99.8 | 2025-01-23 |
| 랜리서치 | (1.0) | (16.3) | 134.8 | 2025-09-30 |
| 블룸에너지 | 37.3 | (14.1) | 128.3 | 2026-01-07 |
| 델 | 24.2 | 28.3 | 213.4 | 2026-03-27 |
| 샌디스크 | 18.2 | (3.9) | 104.9 | 2026-04-16 |
| 인텔 | 37.5 | (6.4) | (1.0) | 2026-06-15 |
| GE 베르노바 | (0.7) | (8.2) | (7.1) | 2026-07-23 |
| 마이크로소프트 | 3.1 | 33.2 | 0.3 | 2026-08-04 |
| 팔란티어 | 2.8 | 58.5 | 14.2 | 2026-08-04 |
| 레볼루션메디슨 | (7.9) | 13.8 | (4.0) | 2026-08-06 |
| 센추리 알루미늄 | (10.3) | (16.8) | (17.7) | 2026-08-07 |
| 아라마크 | (5.3) | 5.3 | (8.3) | 2026-08-13 |
| 로빈후드 | 14.9 | 20.3 | 13.2 | 2026-08-27 |
| 루멘텀 | 9.1 | 14.2 | 9.8 | 2026-09-03 |
| 마벨 테크놀로지 | 10.7 | (6.0) | 24.0 | 2026-09-03 |
| 미쓰비시 파이낸셜 | 4.8 | 14.5 | (3.9) | 2026-09-03 |
| 스페이스X | 13.0 | (0.9) | 4.1 | 2026-09-04 |
| 애플 | 9.8 | 15.4 | 3.8 | 2026-09-11 |
| 크라우드스트라이크 | 30.3 | 46.9 | 0.7 | 2026-09-22 |
| **중국/신흥** | | | | |
| 자금광업 | (9.6) | 13.2 | (5.7) | 2026-09-03 |
| 중국평안보험 | 2.1 | 8.1 | (6.5) | 2026-09-04 |
| **ETF** | | | | |
| 단기채 (CNY) | 0.1 | 0.3 | 1.4 | 2025-09-18 |
| 단기채 (USD) | (0.1) | (0.0) | (0.3) | 2021-02-18 |
| 과창판 AI 반도체 ETF | 1.5 | (14.5) | (0.6) | 2026-05-21 |
| 메모리 ETF | 10.3 | (8.1) | (15.4) | 2026-06-18 |

| 종목명 | 수익률 (%) | | | 편입일 |
|---|---|---|---|---|
| | 1M | 3M | 편입 후 | |
| 삼성전자 | (1.8) | (21.8) | 235.2 | 2021-02-26 |
| SK하이닉스 | 6.4 | (37.0) | 2,077.5 | 2022-11-04 |
| HD현대일렉트릭 | (0.6) | (30.9) | 130.0 | 2024-10-18 |
| HD현대중공업 | 0.6 | (28.4) | (33.5) | 2026-04-30 |
| LG에너지솔루션 | 2.0 | (9.1) | (20.9) | 2026-05-12 |
| S-Oil | 9.4 | 44.2 | 38.5 | 2026-06-12 |
| SK스퀘어 | 0.9 | (42.5) | 96.0 | 2026-04-08 |
| 삼성전기 | 12.9 | (33.3) | 651.6 | 2025-09-19 |
| GS건설 | 12.6 | 37.9 | 17.6 | 2026-07-10 |
| 한화에어로스페이스 | (2.6) | (6.0) | (2.2) | 2026-09-11 |
| 현대차 | (13.1) | (38.0) | (29.3) | 2026-01-23 |
| 기아 | (9.5) | (21.7) | (31.0) | 2026-02-20 |
| 코스맥스 | (0.4) | 73.1 | (0.4) | 2026-08-21 |
| 하나금융지주 | 5.6 | 13.6 | (1.3) | 2026-09-11 |
| LG이노텍 | (1.5) | (52.0) | 37.6 | 2026-04-17 |
| KT | 1.3 | 1.5 | 2.1 | 2026-06-25 |
| LG화학 | 0.6 | (21.4) | (40.9) | 2026-05-08 |
| 신한지주 | 8.7 | 16.1 | 41.1 | 2025-12-05 |
| 메리츠금융지주 | 11.7 | 22.0 | 2.1 | 2026-08-07 |
| 삼성생명 | (11.4) | (35.4) | 14.8 | 2026-04-17 |
| NC | (0.7) | (14.4) | (0.7) | 2026-08-21 |
| 두산에너빌리티 | 18.0 | (8.2) | 378.4 | 2024-12-06 |
| DB손해보험 | 4.6 | 31.6 | (5.0) | 2026-09-04 |
| 현대모비스 | (24.9) | (34.5) | (23.7) | 2026-07-10 |
| KT&G | 2.9 | 1.4 | (0.6) | 2026-04-30 |
| POSCO홀딩스 | 2.4 | (8.4) | (8.1) | 2026-04-07 |
| 하이브 | (6.9) | (26.6) | (15.5) | 2026-08-07 |
| 롯데쇼핑 | 14.5 | (37.5) | (2.4) | 2026-09-18 |
| 삼양식품 | (8.4) | 17.0 | (4.1) | 2026-08-07 |
| 알테오젠 | (22.0) | (7.5) | (1.6) | 2026-09-18 |

자료: LSEG, 에프앤가이드, 신한투자증권 / 주: 데이터는 9월 22일 종가 기준


참신한 자산전략
자산별 투자전략

2026년 9월 28일

# 긴축이 걷어낸 불확실성



[Economist] 하건형 연구위원

## 공급 충격에 대응한 긴축, 보험적 인상

에너지 발 2차 파급에 선행한 보험적 인상

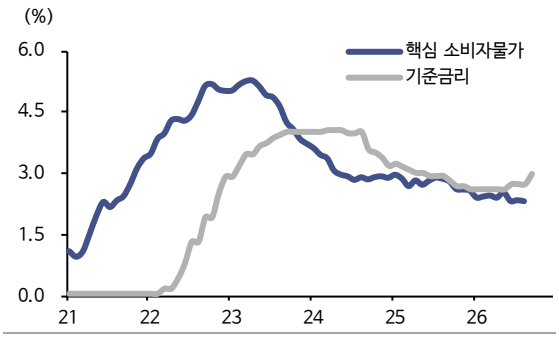
지정학 충격이 다시 격화되며 국제유가가 100달러 내외에서 등락 중이다. 주요국 중앙은행은 잇따라 인상으로 대응했다. ECB가 9월 10일, 연준이 16일, BOJ가 18일 금리를 올렸고 BOE는 동결했으나 3인이 인상을 주장했다. 시장이 금리에 반영해 온 우려는 두 가지였다. 에너지 가격이 물가를 직접 밀어 올리는 효과, 그리고 그것이 임금과 여타 제품 및 서비스 가격으로 번지는 2차, 3차 파급이다.

금리 인상 의미는 파급이 시작됐는지에 따라 달라진다. 양호한 수요 속에 2차 파급이 진행되는 국면이라면 인상은 긴축 사이클의 초입으로 읽힌다. 지금은 사정이 다르다. 주요국 핵심 소비자물가가 전년대비 2%대에서 머무는 등 수요 측 인플레이션이 미약한 상태에서 인상이 시작됐다. 파급에 후행한 인상이 아니라 파급을 막아선 인상이며 선제적이고 보험성에 가깝다. 시장이 이번 인상을 금리 상승 부담으로만 읽지 않고 2차 파급을 억제하는 장치로 받아들인 배경이다.

투자가 경제 성장 지지, 가계 구매력 부진 속 물가 안정

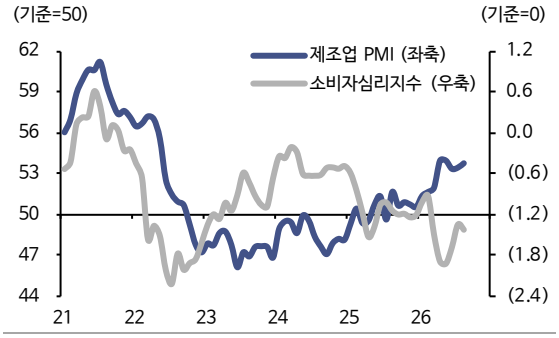
성장은 여전히 유효하다. AI 투자가 장비 도입에 그치지 않고 데이터센터 건설을 통해 철강과 기계 등 구경제 부문으로 번지며 경기 하단을 받치고 있다. 급랭 신호는 보이지 않는다. 문제는 가계다. 고물가와 고금리가 겹치며 선진국 가계의 구매력이 성장 속도를 따라가지 못한다. 소비자물가를 주도하는 가계 수요가 약한 만큼 수요 측 물가 압력도 높지 않다. 투자가 성장을 이끌고 소비가 물가를 누르는 조합이 보험성 인상의 토대다.

**주요 선진국 핵심 소비자물가와 기준금리**




자료: LSEG, 신한투자증권
주: 주요국은 미국, 유로존, 일본

**주요 선진국 제조업 PMI, 소비자심리지수**




자료: LSEG,신한투자증권
주: 소비자심리지수 2000년 이후 표준화

## 주요 선진국 인상 국면 후반부. 금리 상승 여력 제한 예상

수요 측 물가 압력 약화로 추가 인상 여력 제한 예상

금번 인상은 단발성에 그칠 가능성이 높다. 선진국 가계의 구매력이 성장에 비해 약한 구간이기에 긴축이 더해지면 수요 측 물가 상승 압력이 약화된다. 추가 인상의 명분이 빠르게 약해진다. 정책 경로에 대한 기대도 유사하다. 연준 점도표는 연내 추가 1회를 끝으로 금리 동결을 시사한다. 선물금리에 따르면 ECB와 BOJ도 내년까지 추가 인상이 두 차례 안팎에 그칠 것이라는 전망이 우세하다. 인상이 대부분 마무리됐다는 인식에 통화정책 발 금리 상승 여력은 크지 않다.

정책 당국 내부 논리도 보험성 대응의 해석을 뒷받침한다. BOE는 가격과 임금 부문에서 2차 파급의 뚜렷한 증거가 없다는 이유로 기준금리를 동결했다. ECB는 가장 매파적이었다. 라가르드 총재는 에너지 충격이 임금과 여타 가격으로 예상보다 크게 번질 수 있다고 경고했다. 다만 8월 핵심물가는 둔화됐고 정책금리가 중립금리 추정치 상단인 2.5%에 이르러 추가 인상은 긴축 영역 진입을 뜻한다. 미국 핵심물가는 2021년 3월 이후 상승폭이 낮으며 BOJ에서 인상에 반대한 두 위원은 일시적 비용 물가와 지속적 수요 물가를 구분해야 한다고 주장했다.

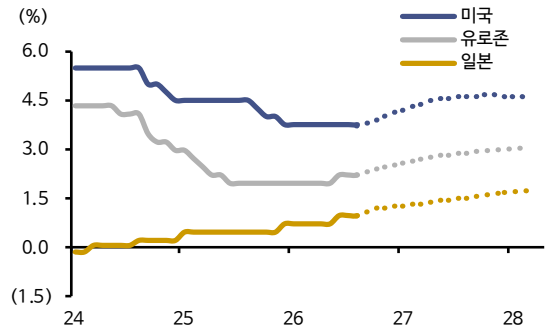
통화정책, 기대 인플레 관리
재정정책, 가계 부담 흡수

재정은 가계 구매력의 하단을 받치는 역할을 맡고 있다. 일본과 한국 등은 에너지 보조금으로 가계 실질소득 훼손을 덜어준다. 통화정책이 기대 인플레를 관리하고 재정이 가계 부담을 흡수하는 역할 분담이다. 보조금이 헤드라인 물가를 낮추는 효과까지 더해지며 수요 측 물가 상승 압력이 확대될 경로는 제한적이다. 겨울철 보조금 연장 여부가 변수다. 지원이 축소되면 헤드라인 물가는 일시적으로 오르나 가계 부담이 커지며 소비가 식을 수 있다.

추가 인상 제한 속
인플레 프리미엄 안정
→ 금리 상승 여력 제한

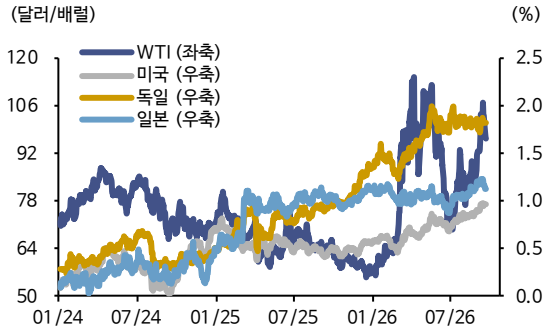
그 동안 시장금리 상승을 견인한 정책금리 경로 상향 조정은 마무리될 전망이다. 인상이 대부분 시장금리에 반영됐고 추가 인상 폭도 제한적이다. 남은 위험은 인플레 불확실성이다. 장기금리에 쌓인 인플레 리스크 프리미엄이 정책 경로가 아닌 파급 우려에서 비롯됐다면 긴축이 해당 우려를 약화시키는 순간 프리미엄도 빠질 수 있다. 통화 긴축이 금리 상승 요인에서 금리 고점을 만드는 요인으로 바뀌는 지점이다.

**주요국 선물금리에 내포된 기준금리 경로**




자료: LSEG, 신한투자증권

**WTI 가격과 주요국 국채 10년 기간 프리미엄**




자료: LSEG, 신한투자증권

## 금리는 변동성, 이익이 방향 결정

과거 금리 인상기, 금리보다 이익이 주가 결정

과거 금리 인상 국면에서 주식시장 성과를 가른 것은 금리가 아닌 이익이었다. 금리는 할인율 관점에서 자산의 밸류에이션을 결정했다. 밸류에이션 평가가 하향되도 이익이 견조하면 주가는 오른다. 반대로 밸류에이션이 안정적이어도 이익이 훼손되면 주가는 내렸다. 인상 자체가 주가의 방향을 결정하지는 않았다.

2010년대 이후 금리 인상 세 국면이 대표적이다. 2011년 ECB는 에너지 발 물가에 대응하기 위해 두 차례 금리 인상을 했다가 같은 해 인하로 전환했다. 금리는 제자리로 돌아왔으나 유로스톡스50은 10% 하락했다. 부채 위기로 이익이 꺾였기 때문이다. 반면 독일 국채 금리는 속락했다. 2015년 말부터 2018년까지 연준은 아홉 차례 금리를 올렸다. 이익이 훼손됐던 2016년 조정에도 S&P500은 꾸준히 올라 25% 상승했다. 동 기간 미국 종합채권지수 수익률은 5%대에 그쳤다.

2022년은 과거 인상기와 달랐다. 물가가 주도한 인상에서 S&P500은 18%, 미국 종합채권지수는 13% 하락했다. 이익보다 할인율 충격이 컸다. 인플레가 충격의 원인일 때는 주식과 채권 모두 피난처가 되지 못했다.

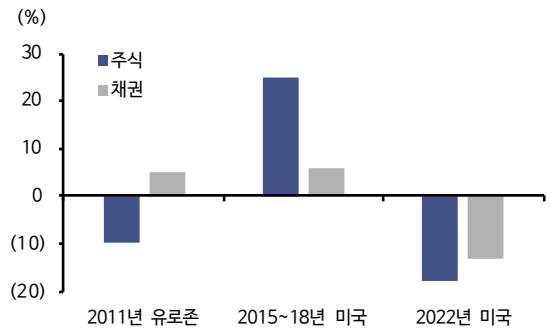
이익 둔화 시 채권, 유지 시 주식 우위. 인플레 충격엔 주식/채권 동반 약세

세 가지 인상 사례를 종합해보면 다음과 같다. 이익이 꺾이면 채권이 방어하고 이익이 유지되면 주식이 앞선다. 인플레가 충격의 원인이면 주식과 채권의 동반 약세다. 지금은 이익이 유지되는 쪽에 가깝다. AI 투자가 데이터센터 건설과 전력망 증설을 거쳐 반도체와 전기장비, 기계로 확산되며 관련 기업의 이익 가시성을 높이고 있다. 긴축 충격은 가계 수요에 집중되나 기업이익의 근간이 투자에 있는 만큼 이익 훼손은 제한적이다.

금리는 레벨보다 변동성이 중요하다. 금리가 어디까지 오를 지 가늠할 수 없으면 할인율을 정할 수 없어 밸류에이션 자체가 흔들린다. 2022년이 대표적이다. 인플레 불확실성이 억제돼 금리 고점이 형성되면 변동성이 잦아든다.

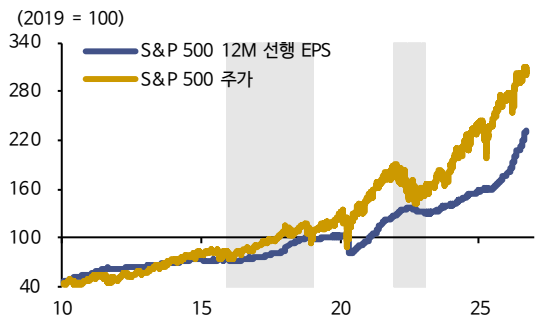
유가가 내려오지 않았는데도 인플레 불확실성 축소로 인한 금리 하락 여지가 생겼다. 장기금리에 유가 꼬리 위험에 대한 보상이 반영돼 있어 매파적 대응은 금리를 끌어올리기보다 오히려 해당 보상을 줄인다.

**과거 금리 인상 국면별 주식과 채권 수익률**




자료: LSEG, 신한투자증권

**S&P500 12개월 선행 EPS, 주가**




자료: LSEG, CEIC, 신한투자증권

## 10월 포트폴리오 전략: 주식 비중 확대, 대체 중립 전환

주식: 비중 확대 (↑)
채권: 비중 축소 (-)
대체: 중립 (↓)

자산배분 비중을 조정한다. 주식은 중립에서 비중 확대로 올리고 대체는 비중 확대에서 중립으로 낮춘다. 채권은 비중 축소를 유지한다. 지정학 불확실성에 유가 하락은 제한되나 유가 발 2차, 3차 파급에 따른 금리 상방 위험이 약화됐다고 판단했기 때문이다. 계기는 유가 하락보다 주요국의 선제적 긴축이었다.

주식:
할인율 불확실성 완화.
AI 인프라 연관 업종,
IT 하드웨어 수출국 유리

주식을 비중 확대로 올린다. 금리 정점 국면에서 수혜가 가장 큰 자산이다. AI 투자로 성장이 유효한 상태에서 할인율 불확실성이 걷히는 조합이다. 그간 방향성 베팅을 미룬 근거는 인플레와 금리 경로의 불확실성이었다. 그 불확실성이 약해지는 만큼 비중을 늘릴 명분이 생겼다. 실적 가시성이 높은 AI 인프라 연관 업종을 중심에 둔다. 국가별로는 IT 하드웨어 수출국이 상대 우위에 있다. AI 수요에 따른 단가 상승이 소득으로 이어지며 내수까지 방어하는 구조다. 3분기 실적 발표에서 내년 이익 경로가 확인되면 추가 탄력도 기대할 수 있다.

채권:
국채 발행 부담 잔존
침체 전까지 장기 하방 경직
단·중기 캐리 권고

채권은 비중 축소를 유지한다. 인플레 불확실성이 걷히며 포트폴리오 분산 기능은 회복되고 있다. 금리 정점 통과는 채권에도 우호적이다. 다만 장기물은 다르다. 재정 확대가 이어지는 한 국채 발행 부담은 구조적으로 남는다. 경기 침체가 확인되기 전까지 장기금리의 하방 경직성이 이어질 가능성이 높다. 운용은 단기와 중기 중심으로 캐리 중심의 투자 유지를 권고한다.

대체:
인플레 불확실성 완화,
헤지 수요 감소

대체는 비중 확대에서 중립으로 낮춘다. 인플레 불확실성이 억제되며 헤지 수요가 줄었기 때문이다. 선호 순서는 금과 비철금속, 곡물, 에너지 순이다. 금은 장기채 대체 기능이 남아 있고 비철금속은 AI 투자와 전력망 증설이 수요 기반을 지탱한다. 곡물과 에너지는 지정학 위험 장기화를 반영한 가격 흐름으로 상승 모멘텀이 약해졌으나 겨울철 공급 부족 위험 헤지가 필요하다.

에너지 공급 충격이 심화되면 전략 수정이 필요하다. 이번 판단은 인플레 불확실성이 억제된다는 전제가 깔려 있다. 국제유가는 100달러 내외에서 등락 중이고 유럽 가스 저장률은 예년 평균을 크게 밑돈다. 겨울 난방 시즌이 시험대다.

**선제 긴축에 따른 불확실성 완화 국면에서 포트폴리오 전략**




자료: 신한투자증권

2026년 9월 28일

# 상방으로 기울어진 비대칭적 보상 구조

[ Global Equity Strategist ] 김성환 연구위원 / 신승웅 수석연구원



## 시장 방향성: 비대칭적인 보상 구조, 하방 리스크는 대부분 반영됐고 강력한 실적은 upside를 제공

3분기보다 4분기 환경이 긍정적이다. 각종 악재에도 불구하고 역사상 가장 강한 실적 모멘텀이 시장을 긍정적으로 바라보게 하는 근본적인 이유다. 3분기 중 시장은 AI 피크아웃 우려와 유가-금리 동반 상승 우려를 제기했는데, 이런 우려들이 실질적인 이익 모멘텀 둔화로 이어지고 있지 못하다. 시장이 매크로 이슈로 박스권에 묶인 사이 PER은 고점 대비 20% 하락했다. 이는 역사적으로 실적 개선 구간에서 겪을 수 있는 디레이팅의 한계치이다. 고금리에 대한 걱정이 지속적으로 제기되나, 현재 세계 주식시장은 capex+credit 사이클을 타고 있으며, 이런 국면에서는 주가-금리 동반 상승하는 경향이 있다. 유가 상승만 제어된다면 높아진 금리는 견딜 만하며, PER 디레이팅을 통해 우려들은 대부분 반영됐다고 봐야한다. 우상향 기조는 이어질 전망이다.

## 국가 전략: 9월 이후 세계적으로 전개되는 상반기 주도주 반등은 동아시아의 주도력 회복을 시사

9월 들어 세계적으로 상반기의 주도주들의 반등이 전개되는 중이다. 이는 연말까지 지속될 공산이 크다. 국가 구도도 주도주-소외주 구도를 따라가고 있다는데 주목해야 한다. 상반기의 주도 국가는 동아시아(한국+일본+대만)로, 실적은 우월한 반면 주가는 이를 따라가지 못하면서 PER은 극도로 위축되어있다. 이들의 PER 회복을 방해했던 변동성은 진정됐다. 이들 국가는 3분기 부진했지만 연말까지의 시장 강세를 견인할 공산이 크다.

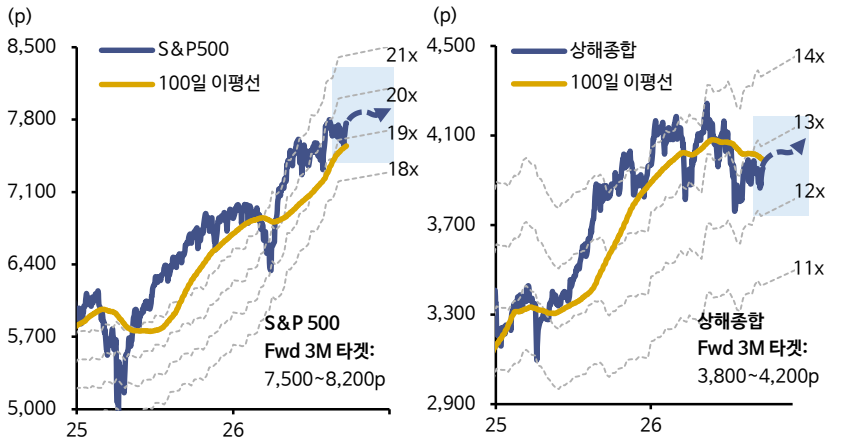
## 투자전략: S&P 500 3개월 7,500~8,200p. 상해종합 3개월 3,800~4,200p.

시장의 우상향 기조는 유효하며, 내년까지의 상승 기조 전망을 고수한다. 낮아진 PER은 하방을 제약하며 실적은 여전히 견고하기에 downside보다는 upside를 염두에 둔 투자전략 구성이 유효하다. 실적이 가장 강력한 AI Capex 업종을 가장 선호하며 보안, 에너지 및 결제/크립토 업종으로 이를 보조하는 업종 전략을 제시한다. S&P 500 7,500~8,200p (PER 18.5~20.5x), 상해종합 3,800~4,200p (PER 12~13x)가 향후 3개월 타겟이다.

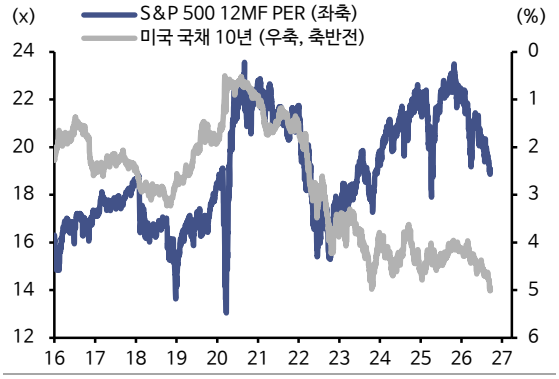
**S&P 500**
**3M 밴드:**
**7,500 ~ 8,200p**

**상해종합**
**3M 밴드:**
**3,800 ~ 4,200p**

자료: 신한투자증권

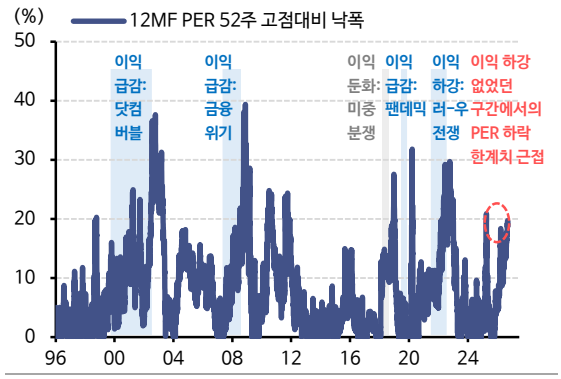


## PER, 매크로 이슈 반영하며 둔화했지만



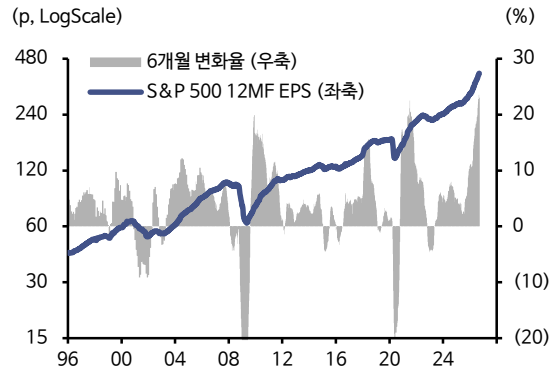

자료: LSEG, 신한투자증권

## 실적이 살아있는 구간에서 디레이팅 한계치 임계



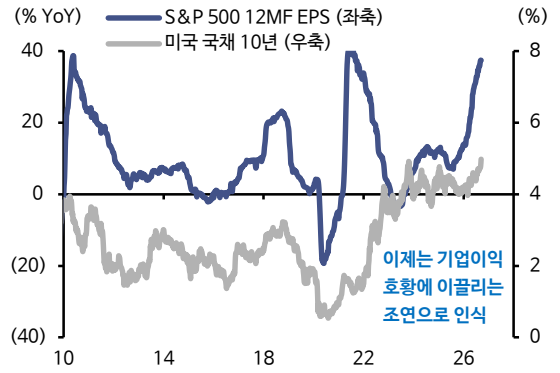

자료: LSEG, 신한투자증권

## 역사상 가장 강한 실적, 비대칭적 보상구조 시사



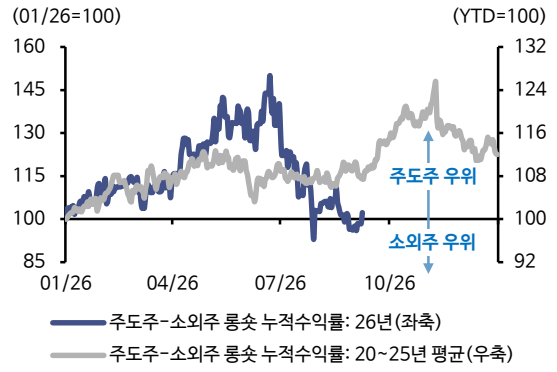

자료: LSEG, 신한투자증권

## 금리 상승, 부담 아닌 강한 실적의 당연한 결과



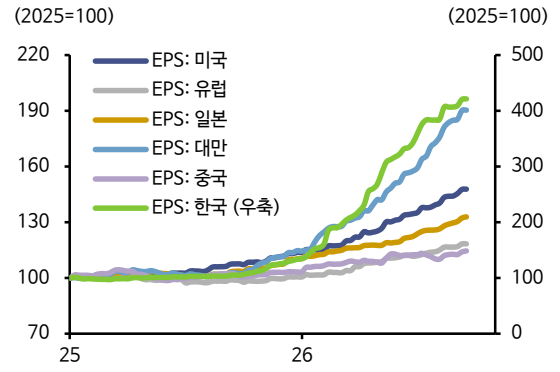

자료: LSEG, 신한투자증권

## 9~10월은 주도주가 유리한 구간




자료: LSEG, 신한투자증권

## 이는 실적 강한 동아시아의 주도력 회복을 시사




자료: LSEG, 신한투자증권

2026년 9월 28일

# 2027년 이익 가시성을 묻다

[ Strategist ] 노동길 연구위원



## 완만하게 회복하고 있지만 디레이팅을 해소하지 못한 주식시장

국내 주식시장은 완만하게 회복하고 있지만 디레이팅을 해소하지 못했다. 반도체 수출과 이익 추정치가 높은 수준을 유지하는 데도 주가 반영은 더디다. 7월 초 이후 삼성전자의 2027년 영업이익 전망은 상향됐지만 주가는 하락했다. SK하이닉스도 이익 전망 변화보다 주가 하락폭이 컸다. 금리와 수급 부담에 더해 반도체 증설이 2027년 가격과 이익을 훼손할 수 있다는 우려가 밸류에이션에 반영된 결과다. 10월의 질문은 3분기 이익이 좋은가에 그치지 않는다. 시장이 내년 이익을 믿고 가격에 반영할 수 있는지가 반등 폭을 결정한다.

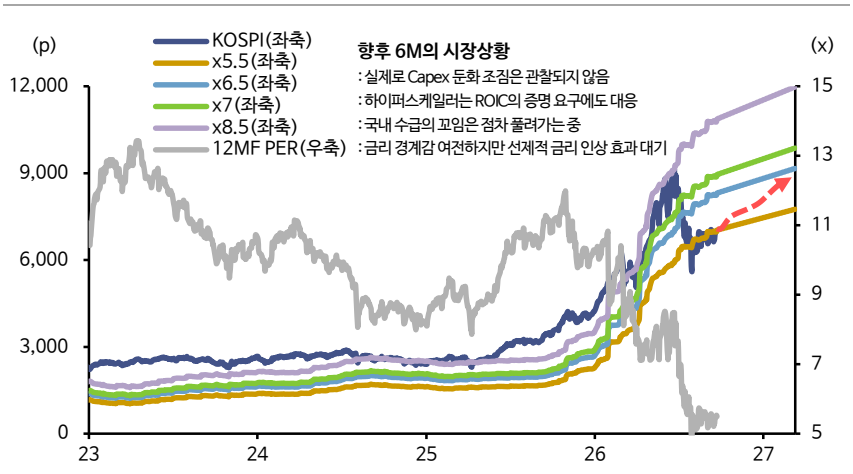
## 10월의 관건 1) 3분기 실적, 2) 2027년 이익의 지속성, 3) 인플레이션

3분기 실적은 반도체 수출 고려 시 양호할 전망이다. 삼성전자와 SK하이닉스의 합산 영업이익은 전분기 대비 26.3% 증가를 예상하고 있다. 높아진 컨센서스를 충족하는 것만으로도 현재 업황의 강도는 확인된다. 호실적만으로 2027년 공급 증가와 가격 하락 우려가 사라지지는 않는다. 신규 팹 공급 기여 시점과 기존 라인 생산성 향상, HBM 웨이퍼 점유 확대를 각각 구분해야 한다. 서버 DRAM 계약가격과 주문, HBM 신규 계약 가격 가시성이 유지되면 시장은 이익의 지속성을 다시 평가할 수 있다. 반대로 주문이 둔화하거나 기존 설비의 비트 공급이 예상보다 빨리 늘면 실적 발표 이후에도 P/E는 낮게 머물 수 있다. 미국 장기금리 안정과 외국인 현·선물 매수 복귀는 이 재평가가 지수로 확산되는 조건이다. 자사주 매입은 그 사이 하방을 지지한다.

## 반도체 중심, 수출과 이익에 비해 주가 반영이 부족한 업종 선별, KOSPI 6,500~8,300p

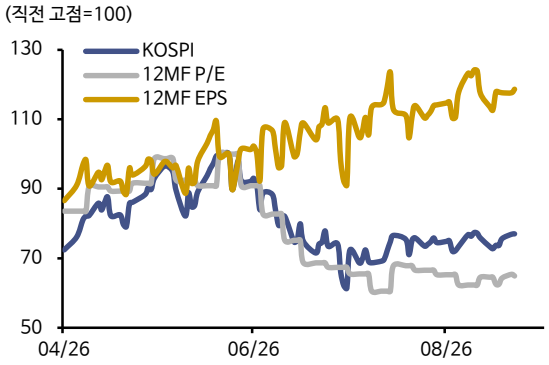
반도체 중심에 수출과 이익 개선이 주가에 반영되지 않은 업종을 찾는다. 화장품·바이오헬스는 수출 증가가 실제 매출과 마진으로 이어지는지 확인해야 한다. IT하드웨어는 주가가 크게 하락해 가격 괴리가 뚜렷하다. 기계·비철금속에서는 수출액 증가와 수주 매출·가공마진을 비교한다. 3개월 KOSPI 밴드는 6,500~8,300p다.

**KOSPI 추이, 전망**
**: 10월은 실적 발표 시즌. 단순 실적 확인보다 2027년 반도체 이익 가시성에 대한 근거 확인하려는 주식시장**
**: 3M 6,500~8,300p**



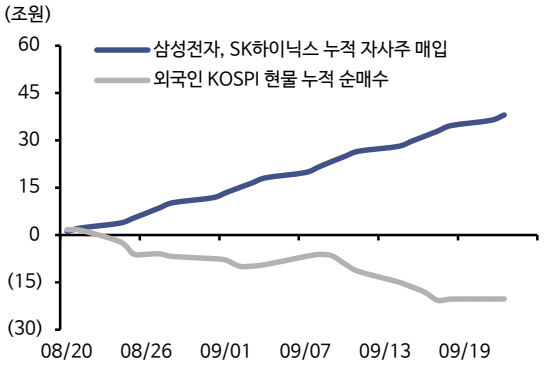

자료: 신한투자증권

## 디레이팅을 해소하지 못한 주식시장



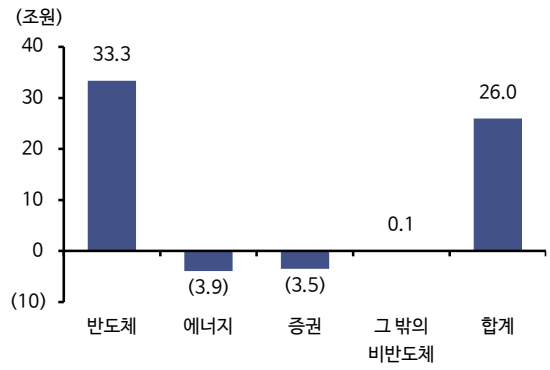

자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

## 반도체 자사주 매입, 외국인 순매도 규모 상쇄



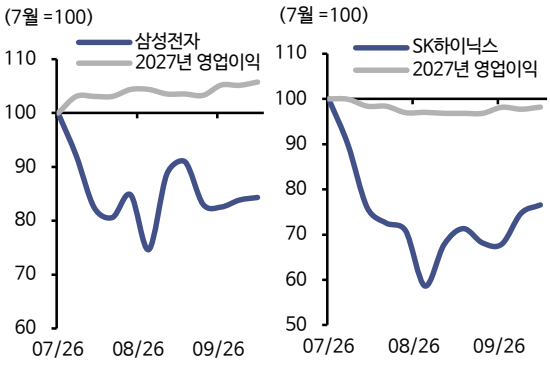

자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

## 3Q 영업이익 증가의 실제 기여 업종 전망



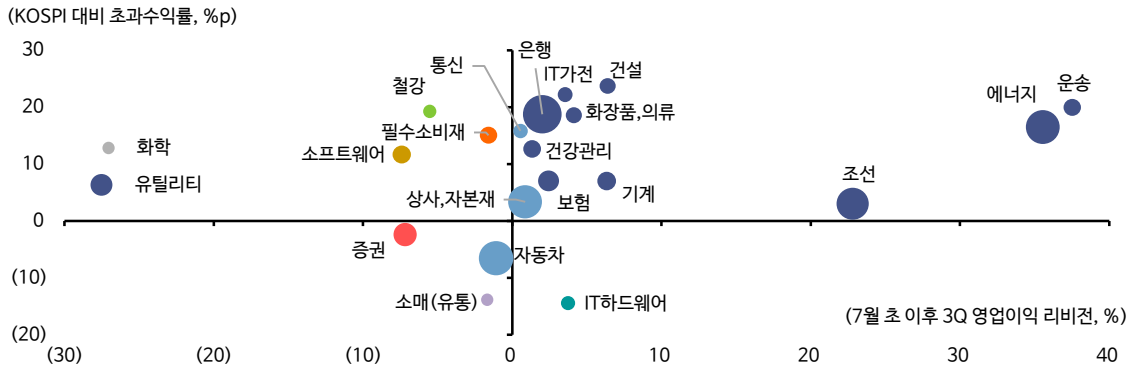

자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

## 반도체 2027년 이익 기대와 주가




자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

## 비반도체: 실적 기대와 주가가 엇갈리는 업종




자료: 에프앤가이드, 신한투자증권 / 주: 버블 크기는 3Q 영업이익 컨센서스

2026년 9월 28일

# 고점 확인 구간



[ Fixed Income Strategist ] 김찬희 수석연구원

## 인상 사이클의 시작 아닌 보험성 금리 인상

9월 FOMC 회의 이후 연준위원 점도표를 통해 보험성 금리 인상 이후 내년 동결 유지라는 통화정책 경로의 윤곽이 드러났음에도 불구하고 베어 플랫이 오히려 심화됐다. 금융시장은 내년까지 3차례 추가 금리 인상을 예상해 사실상 지금을 인상 사이클의 초입으로 판단하고 있다. 당사는 보험성 금리 인상에 무게를 두며 연준과 시장의 인식이 좁혀지는 과정에서 4분기 초 시장금리가 고점을 확인할 것으로 기대한다. 과거 비교할만한 단발성 금리 인상 사례가 많지 않지만 1997년 3월(4월 중순 금리 고점 확인), 2015년 12월(1월 초 고점 확인) 긴축 경계를 선반영한 시장금리는 실제 금리 인상 이후 고점을 확인하는 패턴이 반복됐다. 앞선 사례들은 선제적 금리 인상 이후 수개월 내 대외 충격이 동반하며 시장금리가 추세적으로 하락 전환했던 케이스로 차이가 있다. 다만 통화정책 불확실성 해소 측면에서 금리 고점을 확인할 가능성은 충분하다는 판단이다.

## 기간 프리미엄 상방 압력 잔존

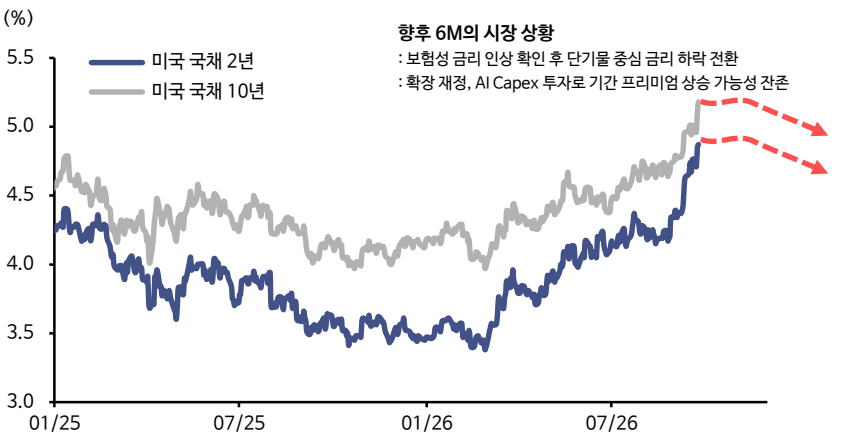
정부의 확장적 재정 기조가 유지되는 가운데 하이퍼스케일러에 이어 일반기업들까지 AI Capex 투자를 늘려나가고 있어 정부와 민간의 자본 조달 경쟁 구도로 인한 금리(=돈의 가격) 상승은 불가피하다. 11월 중간선거를 앞두고 트럼프의 5,000달러 배당금 공약, 이란 전쟁 관련 추가 지출 논의 등이 확장재정 우려를 자극할 수 있어 기간 프리미엄 상승 가능성이 잠재한다.

## 3개월 금리 밴드 및 투자전략

과도하게 반영된 긴축 경계를 감안해 단기적으로 듀레이션 중립을 권고한다. 다만 기간 프리미엄 상방 압력은 잔존해 단기물이 위험 대비 양호한 성과를 보이겠다. 향후 3개월 국채 2년 금리 4.45~4.90%, 10년 금리 4.70~5.20%, 2/10년 스프레드 20~50bp를 전망한다.

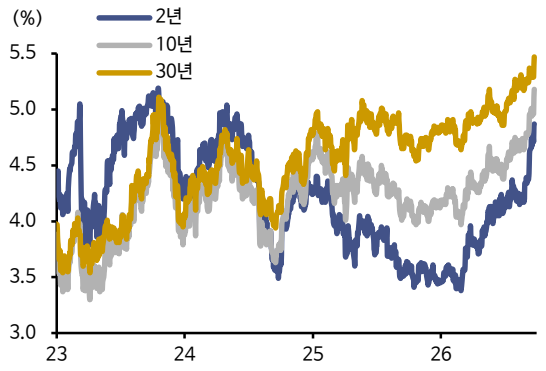
**추이 및 전망**
**: 보험성 금리 인상 확인 vs. 기간 프리미엄 상방 압력 잔존**

**3개월 밴드**
**미국2년 4.45~4.90%**
**미국10년 4.7~5.20%**



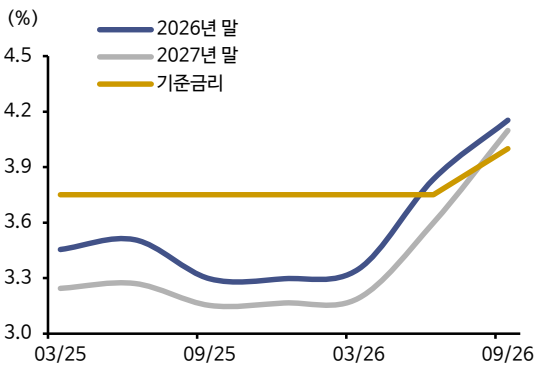

자료: 신한투자증권

## 미국 국채 금리



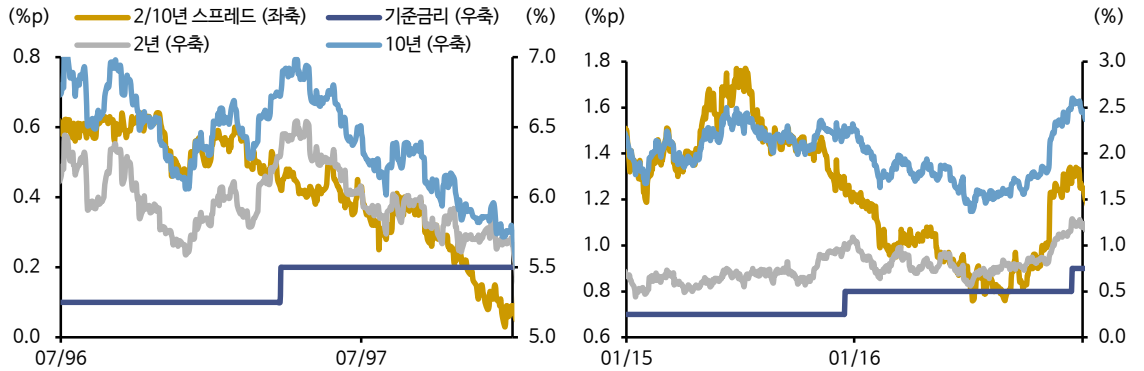

자료: 인포맥스, 신한투자증권

## 연준 점도표 전망과 기준금리



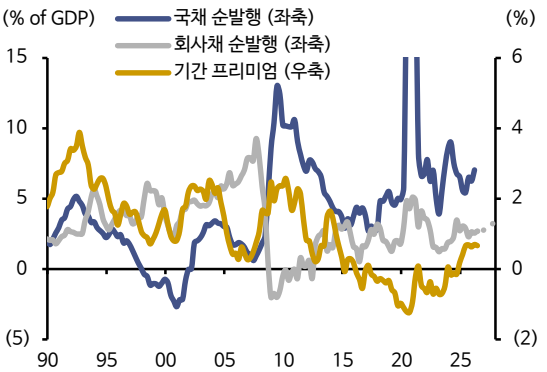

자료: Fed, 신한투자증권

## 단발성 금리 인상 사례 (1997년, 2016년)



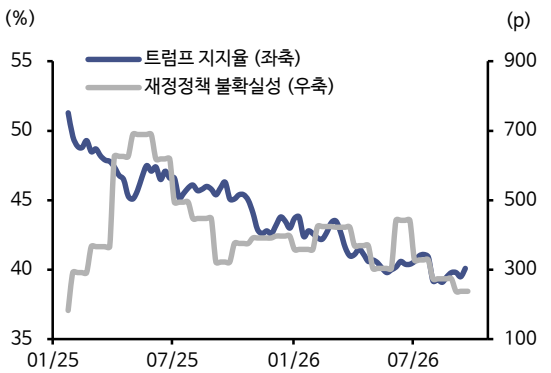

자료: 인포맥스, 신한투자증권

## 미국 국채, 회사채 순발행과 기간 프리미엄




자료: CEIC, 신한투자증권

## 트럼프 지지율과 재정정책 불확실성 지수




자료: Bloomberg, 신한투자증권

2026년 9월 28일

# 잔존할 경계 심리

[ Fixed Income Strategist ] 김찬희 수석연구원



## 4분기 금리 인상 전망. 최종금리 3.25% → 3.50% 상향

한은이 7~8월 연속 인상으로 선제적 대응에 나선 만큼 다음 정책 효과를 확인하면서 다음 금리 인상 시점이 금년 4분기보다 내년 1분기일 가능성이 높다고 판단했다. 그러나 미국-이란 간 지정학적 긴장 장기화, 연준의 보험성 금리 인상이 가시화되면서 금리 전망의 전제 조건이 달라졌다. 금년 4분기, 내년 1분기 각각 25bp 금리 인상을 예상하며 최종금리를 3.25%에서 3.50%로 상향 조정한다.

## 11월 금통위까지 불확실성 해소 쉽지 않을 전망

연준의 향후 통화정책 경로의 윤곽은 드러났으나 여전히 지정학적 위험이 상존하고 8월 금통위 이후 악화된 대외 여건에 대한 한은의 판단을 아직 확인하지 못한 만큼 10월 금통위 전까지 금리 하방경직적 흐름이 불가피하다. 중립금리 상향 논의 역시 적절한 긴축 수준에 대한 불확실성이 해소되기 어려운 배경으로 자리하겠다. 3분기 외국인의 국고채 매수세가 약화되면서 남은 WGBI 편입 기간 이연된 수요 유입 기대가 잔존한다. 다만 3분기의 매수세 둔화는 액티브, 재정거래 자금 이탈 영향으로 추정된다. 오히려 11월 들어서며 그동안 금리 상단을 지탱해줬던 패시브 자금의 공백을 소화해야 할 우려가 잠재한다. 인상 사이클의 마무리를 대부분 내년 상반기 말로 인식하고 있는 점을 고려하면 최종금리 불확실성은 11월 금통위까지 확인해야 어느 정도 완화될 수 있겠다.

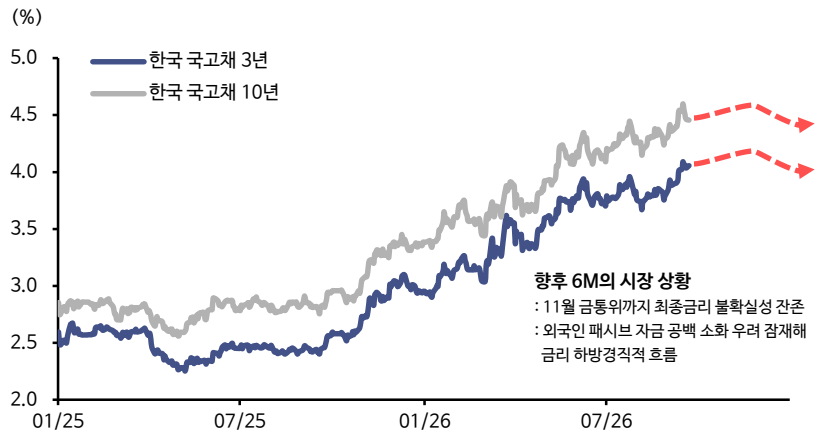
## 3개월 금리 밴드 및 투자전략

한은 추가 긴축 불확실성, 수급 약화 우려 등을 감안하면 듀레이션 중립 이하 권고를 유지한다. 향후 3개월 국고채 3년 금리 3.80~4.20%, 10년 4.30~4.70%를 유지하고, 3/10년 스프레드는 30~50bp를 제시한다.

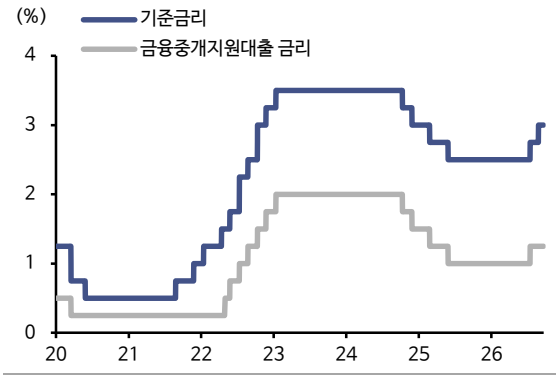
**추이 및 전망**
**: 최종금리 불확실성, 수급 약화 감안 시 금리 하방경직적 흐름**

**3개월 밴드**
**국고 3년 3.8~4.2%**
**국고 10년 4.3~4.7%**

자료: 신한투자증권

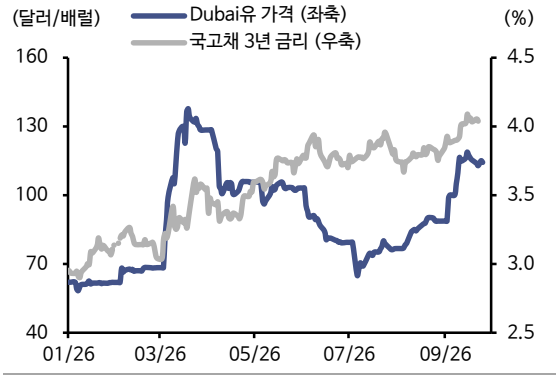


### 기준금리와 금융중개지원대출 금리



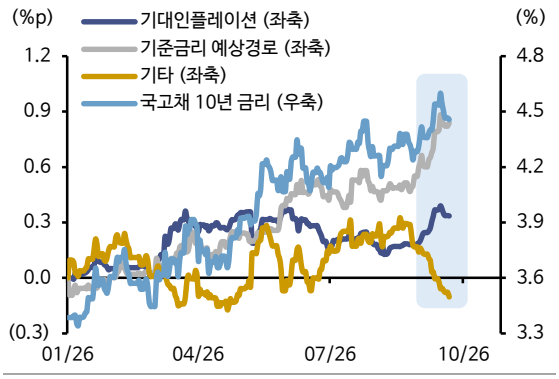

자료: 인포맥스, 신한투자증권

### 두바이유 가격과 국고채 3년 금리



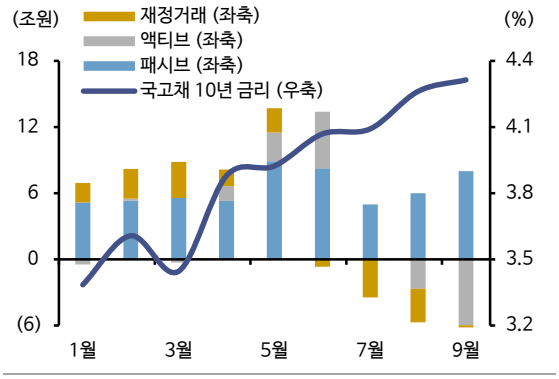

자료: 인포맥스, 신한투자증권

### 국고채 10년 금리 분해



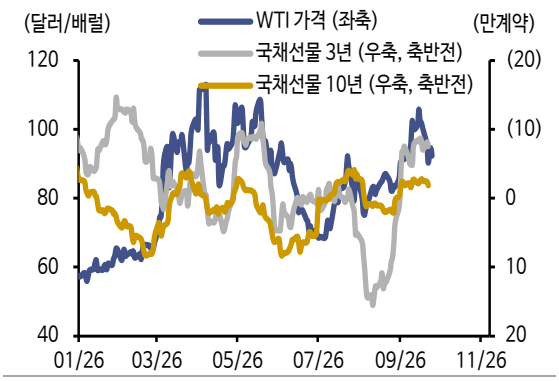

자료: 인포맥스, 신한투자증권

### 자금 성격별 외국인 순매수와 국고채 10년 금리



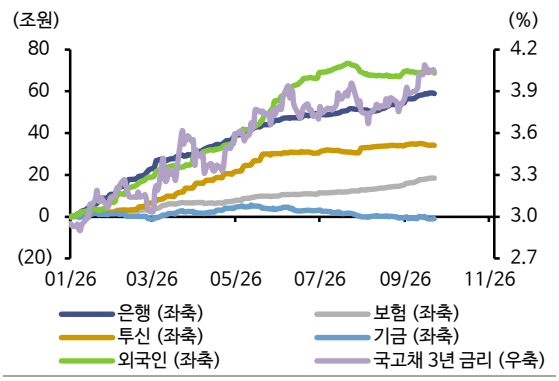

자료: 인포맥스, 신한투자증권

### WTI 가격과 외국인 국채선물 누적 순매수




자료: 인포맥스, 신한투자증권

### 연초 이후 주체별 국고채 순매수와 3년 금리




자료: 인포맥스, 신한투자증권

2026년 9월 28일

# 높아진 금리와 불편한 수급



[Credit Analyst] 김상인 선임연구원

## 9월 동향: 금리 상승과 단기자금 이탈 및 은행채 발행에 따른 수급 부담 가중

9월 재차 고조된 지정학 우려로 국고채 금리가 급등한 가운데 높아진 수급 부담이 단기물과 초우량물 약세로 작용했다. 여기에 추석 연휴와 분기말을 앞두고 단기시장 자금 이탈은 수급상 부정적이었다. 섹터별로는 공사채를 제외하고 발행 부담이 컸다. 반도체 기업의 예금 만기 도래에 따라 은행권 자금 수요가 높아졌다. 이는 시중은행채 대규모 순발행으로 귀결되며 단기물 약세로 작용했다. 여전채는 SK하이닉스가 3조원 규모 운용사 위탁을 검토한다는 소식이 전해진 직후 운용사가 여전채 투자에 나서면서 약세가 제한됐다. 회사채의 경우 7~8월 발행 비수기를 지나며 증권·금융지주채 중심 발행이 증가했다. 회사채는 순상환을 유지하면서 섹터 중 유일하게 신용 스프레드가 축소됐으나 월 중반 이후부터는 약세 흐름에 동참하는 모습이다.

## 10월 전망: 금리와 수급 부담은 덜겠으나 약세 압력 지속. AA급 투자 유리

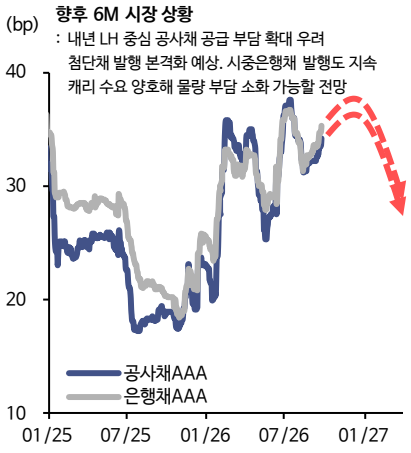
10월 크레딧 시장은 완만한 수준 약세가 예상된다. 국고채 캐리 매력이 제고된 반면 크레딧물은 고금리 피로감과 연말 경계심이 발현될 수 있다. 물론 시중은행채 발행 진정이 예상되고 양호한 캐리 수요가 약세를 방어하겠으나 연말까지 신용 스프레드 확대 압력이 우세할 것으로 본다. 섹터별로는 AA급 여전·회사채를 선호한다. 높아진 금리로 국고~우량물 캐리 수요 쏠림 가능성이 있다. 하위등급은 금리 경계심이 커지면서 수요 위축이 지속될 공산이 크다. SK하이닉스의 투자 재개 소식으로 AA급 상위등급 수혜가 기대된다. 초우량물은 공급 부담에 유의가 필요하며 투자매력과 양호한 신용, 수급 측면에서 상위등급 투자가 유리하다는 판단이다.

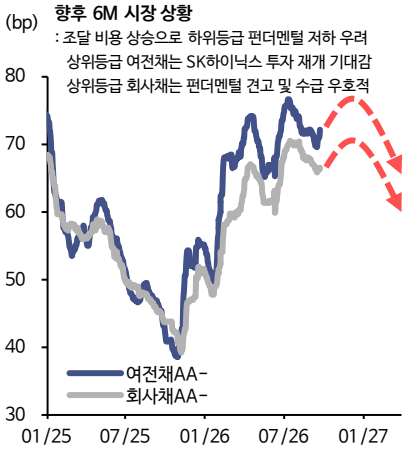
## 3M AA- 회사채(3Y) Sp. 밴드: 60~75bp. 연말까지 완만한 확대 압력 발현 예상

향후 3개월 AA-회사채 신용 스프레드(3Y) 밴드는 60~75bp를 제시한다. 금리 하방경직성을 보이는 가운데 초우량물 공급 부담은 지속될 전망이다. 연말 계절성까지 점차 나타나며 완만한 수준 약세가 예상된다.

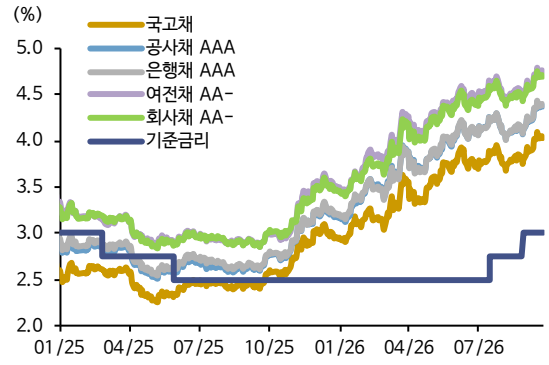
**국내 신용 스프레드 추이 및 전망**
**: 금리 및 수급 부담 낮아질 것으로 보나 연말까지 약세 압력 우세 전망**
**: 3M AA- 회사채(3Y) Sp. 60~75bp**

자료: 신한투자증권



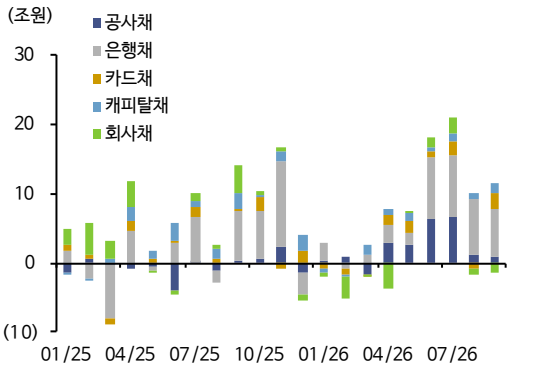



## 금리 급등으로 국고채 3년물 4.0% 상회



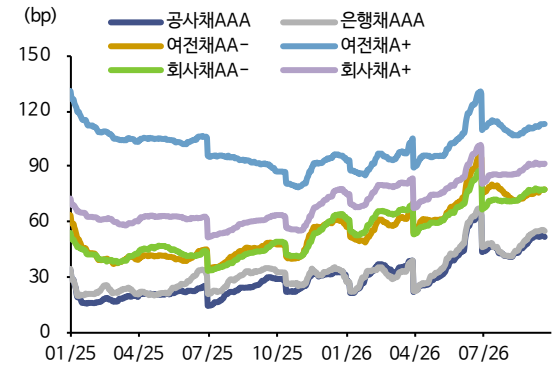

자료: 인포맥스, 신한투자증권 / 주: 3년물 기준

## 섹터별 순발행. 은행·여전채 중심 순발행



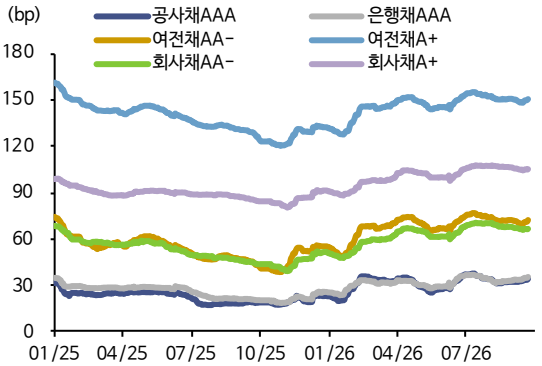

자료: 인포맥스, 신한투자증권 / 주: 9월 22일 기준

## 1년물 신용 스프레드 추이: 단기물 상대 약세



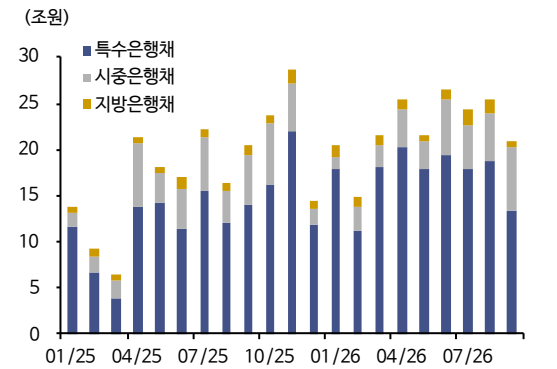

자료: 인포맥스, 신한투자증권

## 3년물 신용 스프레드 추이: 회사채만 강세 유지



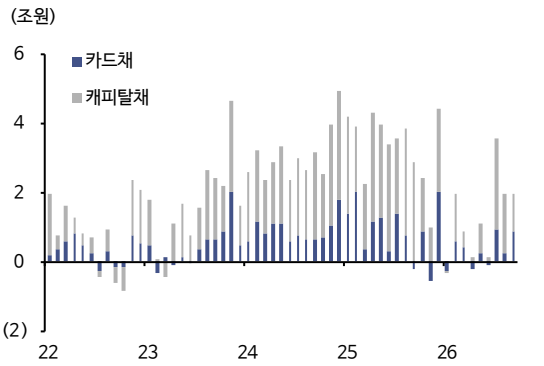

자료: 인포맥스, 신한투자증권

## 은행채 발행액. 9월에는 시중은행채 발행 증가




자료: 인포맥스, 신한투자증권 / 주: 9월 22일 기준

## 운용사 여전채 순매수 지속




자료: 인포맥스, 신한투자증권 / 주: 9월 22일 기준

2026년 9월 28일

# CLARITY Act 지연에도 숏스퀴즈에 따른 급반등

[ Digital Assets Analyst ] 박성제 선임연구원



## 현물 수요와 숏스퀴즈가 만든 급등

비트코인은 9월 중순 7만5천달러 부근까지 조정된 이후 빠르게 반등하며 8만6천달러를 넘어섰다. 미국 현물 ETF 자금 재유입과 현물 매수 회복이 먼저 가격을 끌어올린 가운데 기존 8.3~8.6만달러 저항 구간을 돌파하며 숏 포지션 청산이 발생했다. 미국 장기 금리와 유가 하락으로 위험 자산 선호가 개선된 점도 우호적으로 작용했다. 다만 선물 미결제약정과 펀딩비율도 동반 상승하고 있어 추가 상승을 위해서는 숏스퀴즈 이후 현물과 ETF 수요가 지속되는지 확인할 필요가 있다.

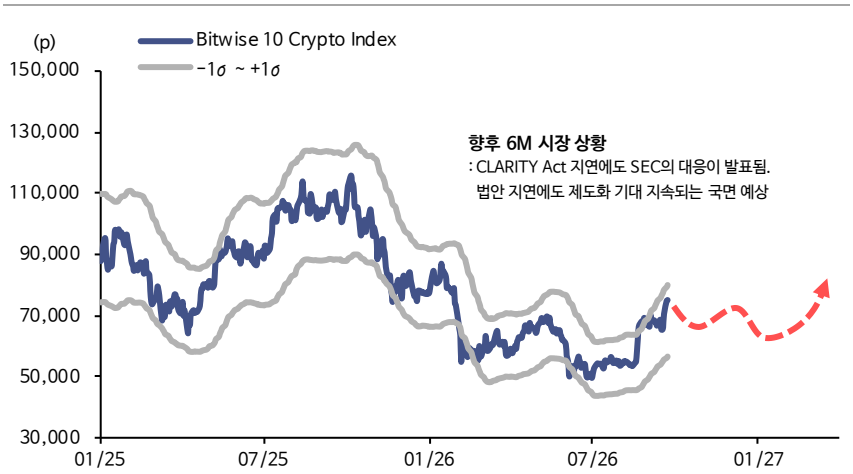
## CLARITY Act 지연에도 국내외 제도화는 지속

미국에서는 9월 15일 CLARITY Act 상원 절차표결이 부결되며 시장이 기대했던 입법 일정이 다시 지연됐다. SEC는 CLARITY Act 부결 이후 조건을 충족한 온체인 거래 플랫폼에서 토큰화된 미국 상장주식을 거래할 수 있도록 한시적 규제 면제를 허용했다. 의회 입법 지연에도 행정부 차원의 디지털자산 제도화가 지속되고 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 국내에서도 금융위원회가 9월 4일 토큰증권 정책방향을 발표하며 기존 조각투자에서 주식·채권·펀드까지 토큰화 대상을 확대했다.

## 10월은 정책 후속조치와 8만달러 지지 여부가 핵심

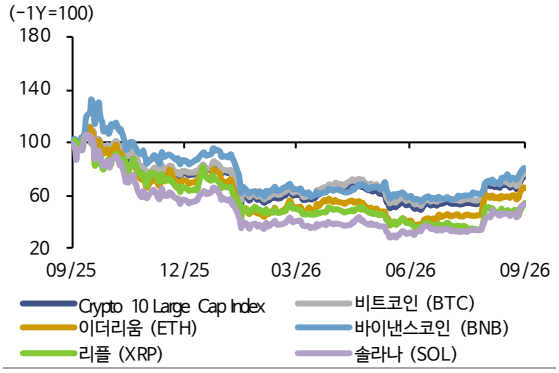
CFTC와 SEC의 후속 규제가 가장 중요한 정책 변수다. 10월 2일 고용보고서와 14일 CPI, 27~28일 FOMC가 예정돼 있어 추가 긴축 기대에 따른 금리와 달러 움직임이 단기적 매크로 가격 변수로 작용할 전망이다. 가격은 최근 기존 저항이었던 8.3~8.6만달러 구간을 돌파한 만큼 8.3만달러를 1차 지지선으로 판단한다. 상단은 최근 고점이 위치한 8.7만달러가 1차 저항이며 이를 넘어설 경우 심리적 저항선인 9만달러까지 상승 여력이 확대될 수 있다. Bitwise 10 크립토지수의 향후 6개월 밴드를 56,800~80,000p로 제시한다.

**Bitwise 10 크립토지수 전망**
**: 법안 지연에도 SEC의 추가 대응이 발표되며 제도화 기대 유효. 디지털 자산 전반에 걸친 투자 심리 회복 국면 예상: 6M 56,800~80,000p**



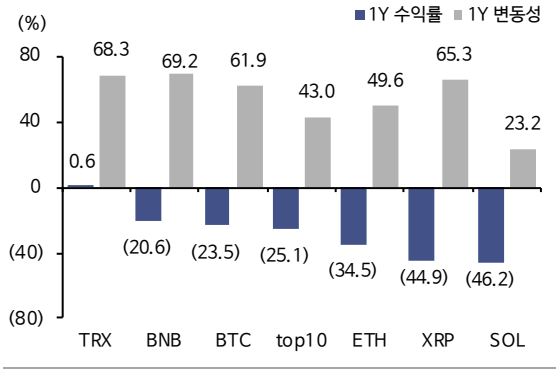

자료: 신한투자증권

## 주요 디지털 자산 가격 추이



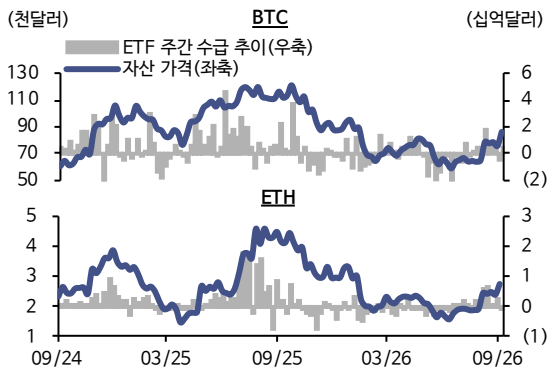

자료: LSEG, 신한투자증권

## 연간 수익률 및 변동성 비교



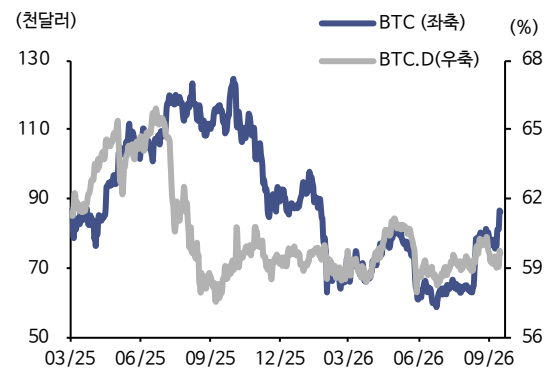

자료: LSEG, 신한투자증권 / 주: 수익률 기준 내림 차순

## 비트코인 & 이더리움 ETF 플로우



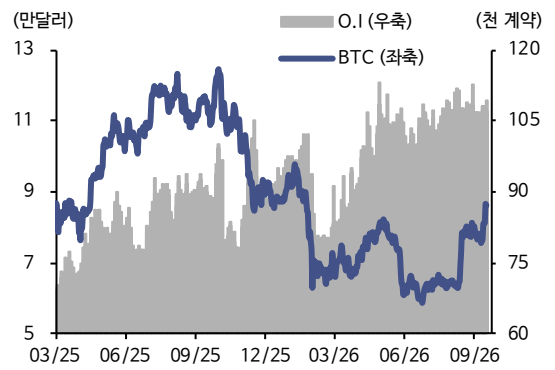

자료: LSEG, 신한투자증권 / 주: 동일 유형 ETF 합산액

## 비트코인 도미넌스(BTC.D)



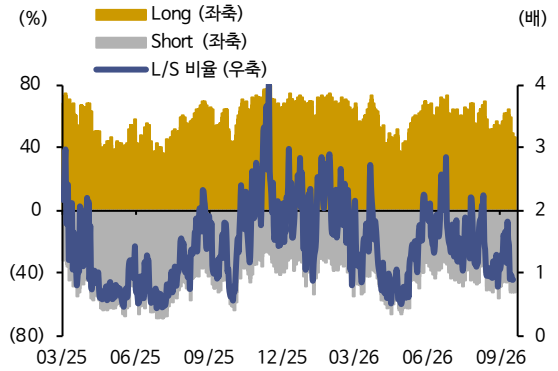

자료: TradingView, Binance, 신한투자증권

## 비트코인 무기한 선물 미결제 약정(O.I) 추이




자료: TradingView, Binance, 신한투자증권

## 비트코인 L/S 비율 추이




자료: TradingView, Binance, 신한투자증권

2026년 9월 28일

# 공급 충격 장기화와 실질금리

[Economist] 하건형 연구위원



## 지정학 프리미엄 완화 이후에도 가격 차별화 지속

미-이란 지정학 충격 장기화 시나리오가 우세해졌다. 다만 향후 명목금리 상승이 물가 상승 폭에 미치지 못할 경우 실질금리 하락 여지가 커질 수 있다. 실물자산은 이 구간에서 주목받을 수 있다. (WTI) 중동 산유국 생산 차질이 세계 원유 공급의 8% 수준으로 추정되며 지정학 불안 지속 시 100달러 내외 등락이 지속될 수 있다. 전략비축유 방출 등 일시적 공급 조절 수단이 소진되고 난방 수요 계절적으로 확대되는 점은 유가 상방 위험으로 작용한다. 다만 IEA가 하반기 수요 전망을 55만배럴/일 하향하는 등 공급 차질이 수요 파괴를 동반하는 구조로 대규모 수급 불안 징후가 확인되기 전까지 유가 상단은 제한될 전망이다.

(산업금속) 하이퍼스케일러 실적 발표 전후로 CapEx 전망 상향으로 투자 불확실성 해소가 기대된다. 전력 병목이 심화될수록 구리 수요 강도가 오히려 증가하는 구조다. 다만 계통 연계와 인허가 문제로 프로젝트가 연기돼 실수요 발생 시점이 이연될 수 있는 위험은 단기 부담이다.

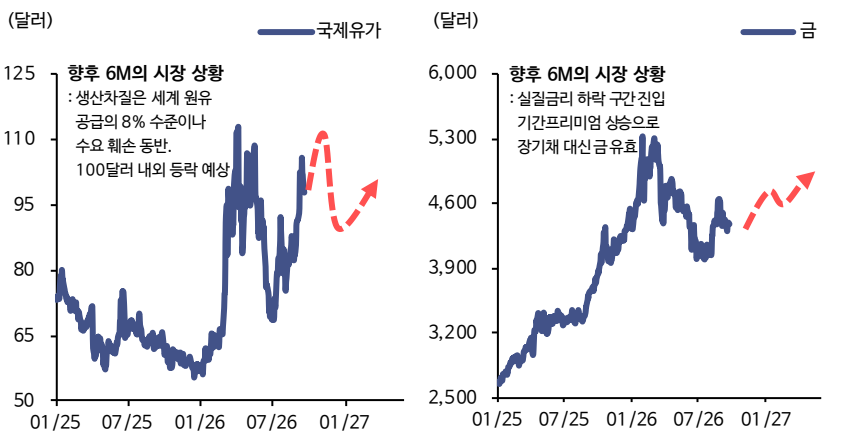
## 금, 산업금속 〉 곡물 〉 에너지 순 선호

(귀금속) 에너지 발 물가 상승이 명목금리 상승을 앞지르며 실질금리가 하락하는 구간으로 진입한다. 선진국 긴축 경계가 잔존하나 수요 견인이 아닌 공급 충격 대응 성격의 인상으로 금리 인상이 일회성 조정에 그쳐 최종 금리 상승은 제한될 것으로 보인다. 특히 기간 프리미엄 상승으로 장기채 대신 금의 대체 수요가 작용하는 점도 금 가격 상방 요인이다. (농산물) 에너지 가격 상승이 다음 파종기 비용에 반영돼 농산물로 가격이 전가되는 구간이다. 옥수수 및 소맥 등 주요 곡물의 재고 여력이 축소되며 가격 상방 위험이 부각되고 있다.

3개월 WTI 가격 85~120달러/배럴, 금 4,200~5,000달러/온스, 구리 12,500~15,000달러/톤을 제시한다.

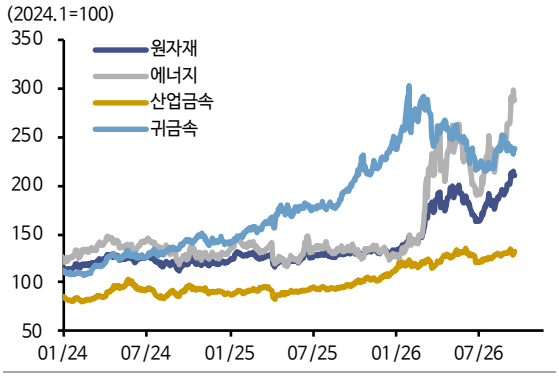
**원유 생산 차질 속 난방 수요 확대, 100달러대 등락 예상**

**금, 산업금속 > 곡물 > > 에너지 순 선호**



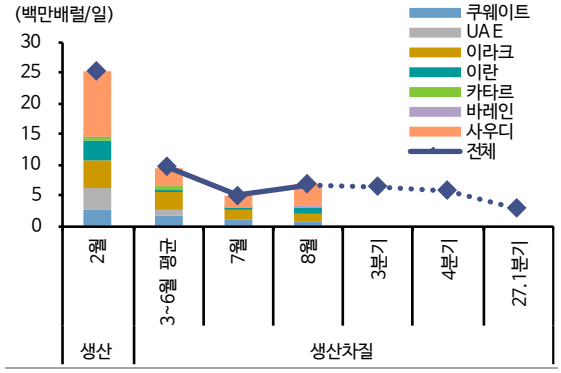

자료: 신한투자증권

## 주요 원자재 가격지수



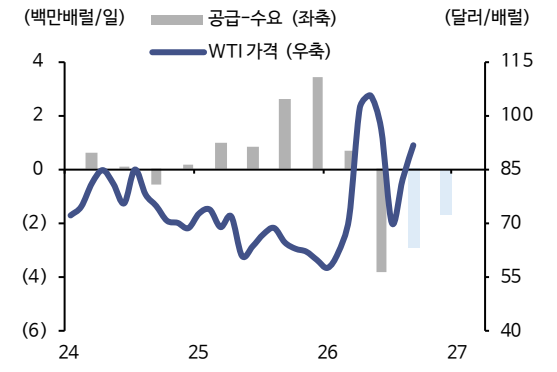

자료: CEIC, 신한투자증권

## 호르무즈 해협 관련 원유 생산 차질 규모 추정



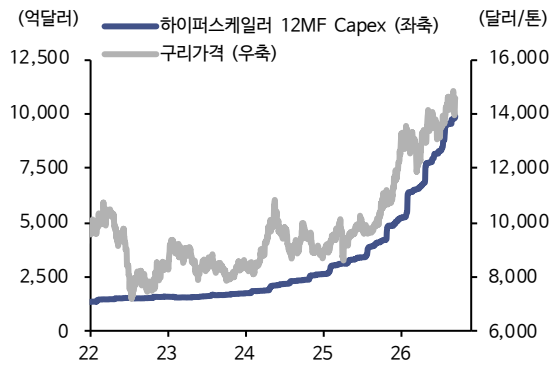

자료: EIA, IEA, Kpler, IFPRI, USGC, 신한투자증권

## 세계 원유 수급 전망과 WTI 가격



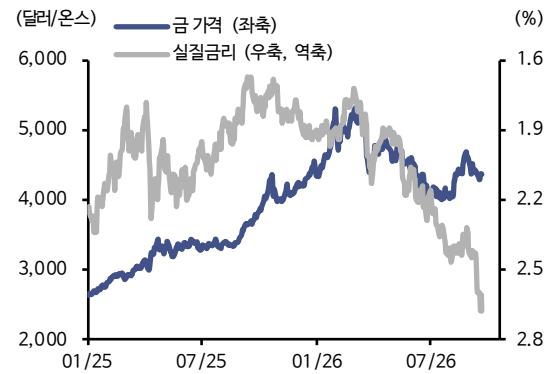

자료: Bloomberg, 신한투자증권

## 미국 하이퍼스케일러 CapEx, 구리 가격



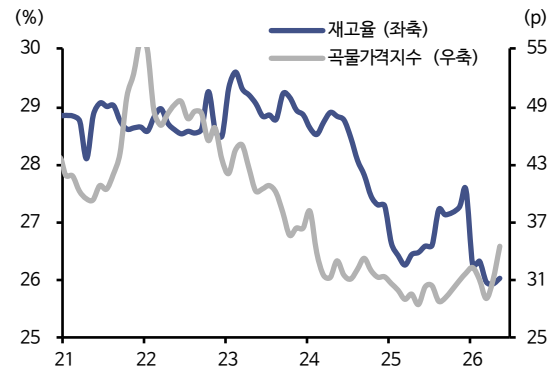

자료: EIA, LSEG, 신한투자증권

## 미국 실질금리와 금 가격




자료: NYU Stern School of Business, 신한투자증권

## 세계 곡물 재고율과 곡물가격지수




자료: USDA, 신한투자증권

외환

2026년 9월 28일

# 원/달러 하락 흐름 재개 예상



[Economist] 하건형 연구위원

## 미국 긴축 충격 소화 및 지표 눈높이 되돌림에 달러화 하방 우위

달러화지수는 하방 우위 박스권 흐름에 무게가 실린다. 9월 FOMC 인상 직후 달러화지수가 7주 만에 100p 선을 넘어섰으나 미국 경기와 물가에 대한 시각 상향은 9월 지표를 거치며 일부 되돌려질 전망이다. 8월 지표 개선에 일회성 요인이 가세했기 때문이다. 가계 저축 소진에 기반을 둔 소비 지출은 9월 소비심리의 추가 악화를 감안 시 지속성이 약하다. 통화정책 사이클 위치도 엇갈린다. ECB와 BOJ는 선제 인상에 따른 성장 둔화 압력을 먼저 반영한 반면 미국은 3년 2개월 만의 인상 충격을 이제 소화해야 한다. 비미국 대비 미국 경기 모멘텀 우위가 약해지며 달러화 강세 압력은 점차 누그러질 전망이다. 금리 전망 점도표에 따른 10월 또는 12월 추가 인상 경계는 달러화 하단을 지지하고 11월 중간선거를 앞둔 정치 불확실성은 상단을 제한한다.

## 대규모 무역흑자 네고 전환에 원/달러 하락 되돌림 예상

원/달러 환율은 긴축 경계로 일시 반등했던 분을 되돌리며 하락 흐름을 재개할 전망이다. FOMC 이후 1,380원대까지 올랐던 원/달러는 추석 연휴를 앞둔 수출 네고 물량에 상승폭이 축소되고 있다. 반도체 중심의 대규모 무역흑자가 네고 물량으로 전환되는 흐름이 확인되고 있다. 8월에 이어 9월에도 월간 300억달러 이상의 흑자 기조가 예상되는 만큼 대기 중인 네고 물량은 10월에도 언제든 시장에 유입될 수 있다. 경기 모멘텀 역시 원화에 우호적이다. 수출 중심의 성장세가 투자 등 내수로 전달되는 구간에 들어섰다. 7월 설비투자는 기계류와 운송장비가 모두 늘며 2개월 연속 7% 내외 증가세를 이어갔다. 성장 저변이 넓어지는 가운데 외국인의 국내 주식 순매수가 원화 강세에 힘을 더해준다. 연말까지 수급 측면에서 원/달러 하방 우위를 예상한다.

3개월 달러화지수 96~102p, 원/달러 1,280~1,400원을 예상한다.

**달러화지수**
**: 경기 시각 되돌림 및 긴축 소화, 하방 우위**

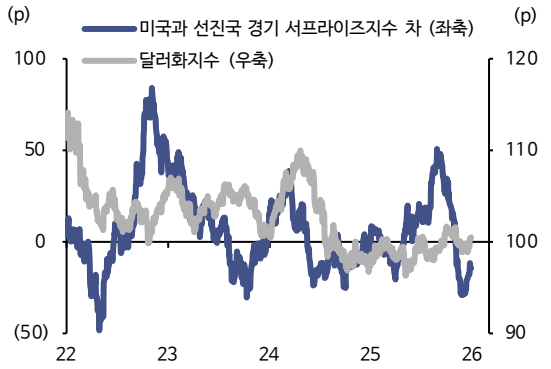
**원/달러**
**: 수급, 경기 모멘텀 개선 속 하락세 재개**

자료: 신한투자증권



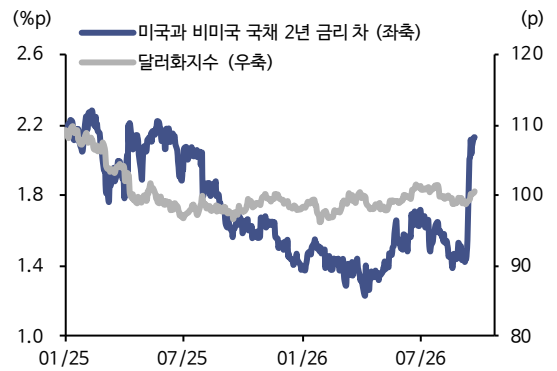



## 미국과 선진국 경기 서프라이즈지수 차, 달러화지수



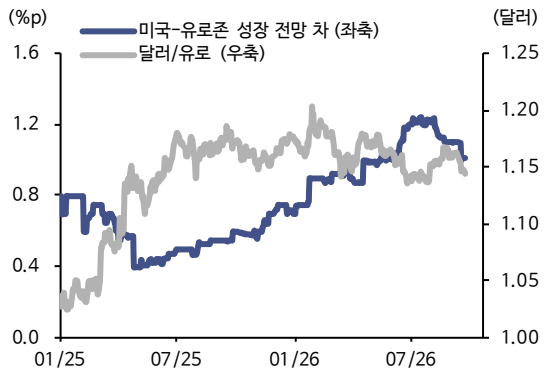

자료: LSEG, 신한투자증권 / 주: 선진국은 G10 기준

## 미국과 비미국 국채 2년 금리 차, 달러화지수



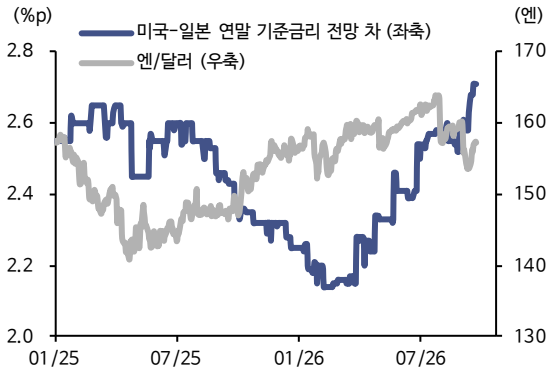

자료: LSEG, 신한투자증권 / 주: 비미국은 유로존, 일본, 영국 기준

## 미국-유로존 성장 전망 차와 달러/유로



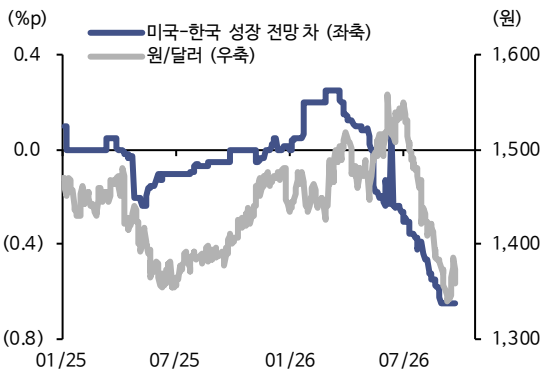

자료: LSEG, 신한투자증권

## 미국-일본 연말 기준금리 전망 차, 엔/달러



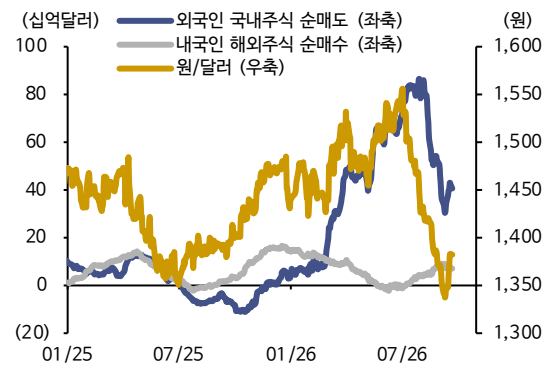

자료: LSEG, Bloomberg, 신한투자증권

## 미국-한국 성장 전망 차와 원/달러




자료: LSEG, 신한투자증권

## 한국 대내외 주식 수급과 원/달러




자료: LSEG, 세이브로, 신한투자증권

## Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 하건형, 김성환, 신승웅, 노동길, 김찬희, 김상인, 박성제).
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.



**노동길** 부서장 투자전략부 총괄 / 국내주식전략

# 투자전략부

## 자산전략팀

### 매크로

**하건형** 자산전략팀장
자산배분, 매크로, 상품



**문서현** 연구원
매크로, 외환(Jr)



**장강민** 연구원
매크로, 외환(Jr)



### 채권전략

**김찬희** 수석연구원
채권전략



**김상인** 선임연구원
크레딧 전략



**차주희** 선임연구원
크레딧 전략



**고다영** 연구원
채권, 크레딧 전략(Jr)



## 주식전략팀

### 주식전략

**김성환** 주식전략팀장
글로벌주식전략(선진)



**신승웅** 수석연구원
글로벌주식전략(신흥)



**강진혁** 선임연구원
주식시황



**김기백** 연구원
주식시황(Jr)



**송준호** 연구원
글로벌주식전략(Jr)



**박재현** 연구원
글로벌주식전략(Jr)



**유혜림** 연구원
국내주식전략(Jr)



## 퀀트·ESG·디지털자산팀

### 퀀트·ESG·디지털자산

**이정빈** 퀀트·ESG·디지털자산팀장
퀀트, ESG



**박우열** 수석연구원
ETF, ESG



**박성제** 선임연구원
디지털자산



**김승하** 연구원
퀀트, ESG(Jr)



고객지원센터: 1588-0365
서울특별시 영등포구 의사당대로 96

2026년 10월

# 참신한 자산전략

신한투자증권

www.shinhansec.com