NH투자증권

NH FICC Morning Meeting Brief

주식전략/경제

전략 인사이드 컬래버/투자전략	3차 벤처붐 도래와 코스닥의 비상(飛上)	이상준/강창엽

채권전략

채권(전략)/Weekly	9월 FOMC Preview: 핵심은 향후 인하의 속도	강승원
채권/Collaboration	재정 지배 시대와 중앙은행 독립성의 미래	강승원/전병하/엄서진
해외채권/Monetary Policy Comment	9월 ECB: 올빼미가 된 라가르드	전병하

크레딧전략

크레딧/Weekly	무디스, 한화토탈에너지스 신용등급 하향	최성종/김준수

원자재/외환전략

4분기 원자재 전망	똑같은 내러티브(에너지보다 금속)	황병진
원자재/Weekly	곡물 수요를 둘러싼 과도한 낙관론을 경계	황병진
원자재(에너지)/Note	9월 STEO: 러우 전쟁 장기화에도 '공급우위' 부담 심화	황병진
외환/FX Strategy	같은 보험, 다른 영향	권아민

대체투자

디지털자산/Weekly	RWA/토큰화 관련주 Figure(FIGR) 상장	홍성욱
대체투자/Weekly	클라우드+AI 성장이 견인하는 데이터센터 수요	정연우/홍지환
기후금융/Spot Comment	4차 배출권거래제 할당계획(안) 공개, 유상할당 단계적 확대	정연우

주간 FICC 마켓 변화 (Sep 12)

		Close	Net change	% change
국내외 금리	미국 10년	4.06	-0.01	-0.24
	독일 10년	2.72	+0.05	+1.99
	한국 10년	2.82	-0.05	-1.81
FX & Commodity	USD/KRW	1393.66	+7.30	+0.53
	EUR/USD	1.17	+0.00	+0.15
	USD/JPY	147.68	+0.25	+0.17
	WTI(Spot)	62.69	+0.82	+1.33
	Glod(Spot)	3643.14	+56.45	+1.57
Credit Spread	Global Agg Credit	0.72	-0.03	-4.27
	EMBI	264.06	-6.45	-2.38
	한국 Corp AA-	0.45	-0.01	-2.17

NH FICC Morning Meeting Brief는 당사 Research 자료의 요약본입니다. 자세한 내용은 당사 홈페이지(www.nhqv.com)에서 조회하실 수 있습니다.

- 동 자료상 투자의견이 제시된 기업 중 별도의 언급이 없는 한, NH투자증권은 해당기업의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

주식전략/경제

전략 인사이드 컬래버/투자전략

이상준/강창엽 (02-768-7019)

3차 벤처붐 도래와 코스닥의 비상(飛上)

원문보기

정부는 2030년까지 연간 40조원 벤처투자 달성을 목표. 정부의 강한 정책 의지(BDC, IMA 등 추진)는 신산업의 등장, 유동성 확대 등과 맞물려 3차 벤처붐의 배경이 될 전망. 코스닥과 소프트웨어, 제약/바이오의 수혜를 예상

- **이재명 정부, 연간 40조원 규모 벤처투자 달성 목표**
  - 저성장 문제를 해결하고, AI와 같은 신산업에 빠르게 대응하기 위해서는 벤처기업의 역할이 중요. 이에 한국 정부는 김영삼 정부 이래 적극적인 지원 정책을 바탕으로 한국 벤처 생태계 성장에 기여해옴. 특히 현 정부는 이전보다 강하게 정책 드라이브를 걸 전망. 이재명 정부는 2030년까지 연간 40조원 규모 벤처투자 달성을 목표로 제시. 기업가치 1조원 이상의 비상장 기업인 유니콘 기업도 50개사를 육성한다는 계획

- **3차 벤처붐 도래: 정부의 강한 의지, 신산업, 유동성, BDC, IMA**
  - 1, 2차 벤처붐의 공통점으로 ① 정부의 강한 벤처 활성화 의지, ② 신산업의 등장, ③ 유동성 확대를 꼽을 수 있음. 현재는 AI라는 메가 트렌드가 등장했으며(②), 연준과 한국은행의 기준금리 인하가 예상되는 시점(③). 무엇보다 정부의 강한 벤처 정책 드라이브가 예상. 정부는 '26년 예산안에서 모태펀드 예산을 두 배로 확대했으며, 퇴직연금 벤처투자 허용, BDC, IMA 등을 추진 중. 3차 벤처붐을 기대할 수 있는 환경

- **벤처 활성화와 코스닥의 비상(飛上)**
  - 주식시장 관점에서 벤처투자 활성화 시 중소·벤처기업의 비중이 높은 코스닥이 상승할 가능성 높음. 1, 2차 벤처붐 당시 코스닥 지수가 코스피를 아웃퍼폼하며 높은 상승률을 기록. 이 기간 정부 차원의 코스닥 활성화 노력도 있었음. 업종 관점에서는 벤처투자가 많이 이뤄지는 소프트웨어와 제약/바이오의 수혜를 예상. 두 업종은 정부의 집중 육성 대상인 전략 산업에도 해당

- **벤처붐의 장기 지속 요건: 신규 VC 투자 → Exit → 자금 회수 → 재투자**
  - 신규 VC 투자 → Exit → 자금 회수 → 재투자로 이어지는 벤처기업 투자 선순환이 이뤄진다면 한국 벤처투자는 장기적인 성과를 낼 것으로 판단. 이를 위한 세 가지 요건으로 1) 벤처기업들의 IPO 의존도 축소와 Exit 전략 다각화, 2) VC 투자 회수 기간 단축, 3) VC 외의 대안적인 벤처 사업 자금 조달 확대를 들 수 있음

채권전략

채권(전략)/Weekly

강승원 (02-2229-6421)

9월 FOMC Preview: 핵심은 향후 인하의 속도

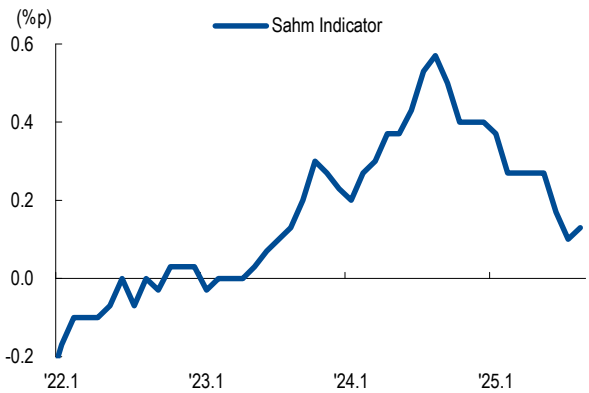
원문보기

9월 FOMC 25bp 금리 인하 전망. 점도표에서는 '26년 세 차례 인하를 제시할 전망. 정책 결정은 비둘기파적이겠지만 앞서간 시장 기대를 충족시키지는 못할 것. FOMC 이후 시장의 기대가 일부 되돌려질 전망이며 이는 커브 플래트닝 재료

- **9월 FOMC Preview: 핵심은 향후 인하의 속도**
  - 9월 FOMC 25bp 금리 인하 전망. 잭슨 홀을 기점으로 연준의 리스크 무게 중심은 물가의 상방 리스크에서 고용의 하방 리스크로 이동. 7월, 8월 고용 지표가 연속으로 쇼크를 기록한 데 더해 QCEW 조정을 감안하면 사실상 5월부터 비농업 고용은 역성장 국면으로 진입했다는 판단. 연준은 금리 인하와 함께 추가 인하를 시사할 것. 문제는 향후 인하의 속도
  - 보험용 금리 인하의 속도가 가팔랐던 '24년 9월과 현재 상황을 비교해 볼 필요. 당시는 '24년 8월 엔 케리 청산 논란으로 자산 시장 쇼크에 더해 삼룰(Sahm rule)을 근거로 경기 침체 논란이 부각됐던 시기였음. 특히, '24년 9월 연준은 '7월 고용지표 쇼크를 알았더라면 7월에 인하했을 것'이라고 언급하며 9월 인하에 일부 후행적 성격이 있음을 인정. 즉, '후행적 인하일 가능성'에 대한 두려움이 50bp 인하와 함께 연속 인하를 시사하게 만든 것
  - 현재는 자산 시장 강세가 이어지는 가운데 연준, 시장 모두 경기 침체와 거리를 두고 있는 상황. 선제적 인하라면 인하 속도가 '당장' 빨라야 할 이유는 없음. 관세發 물가 상승 압력의 '잔불'을 확인하기 위해 25bp 인하와 함께 연내 두 차례 인하 가능성에 무게
  - '26년은 어떨까? 보험용의 완만한 금리 인하 사이클이라면 물가 상승률이 하락하는 속도에 맞춰 중립금리로의 여정이 이어질 것. SEP에 따르면 현재 연준은 '26년 물가상승률(Core PCE)이 '25년 대비 약 70bp 낮아질 것으로 전망. 이를 감안하면 9월 점도표에서는 '26년 세 차례 인하를 제시할 가능성에 무게
  - 통화정책 결정은 비둘기파적이겠으나 문제는 시장 기대와의 괴리. 현재 시장의 베이스 시나리오는 '25년 세 차례, '26년 중립금리 이하로의 금리 인하를 기대 중. 9월 FOMC 이후 시장의 인하 기대가 일부 되돌려질 것으로 보이며 이는 커브 플래트닝 재료로 기능할 것

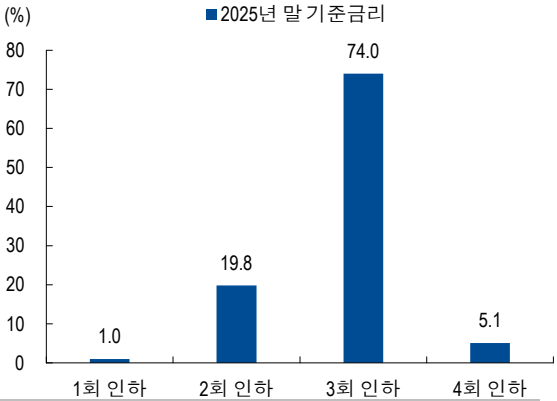
- **한국은행은 연준으로부터 독립적이지 않다**
  - 연준의 9월 금리 인하 및 추가 인하 신호는 한국의 10월 금리 인하 가능성을 높이는 재료. 11월 금통위는 10월 FOMC와 한 달간의 시차 존재. 연준의 연속 인하 가능성을 배제할 수 없는 상황에서 10월 동결 시 이에 대한 대응이 사실상 불가. 총재의 지적처럼 한국은행은 연준으로부터 독립적이지 않음. 정책 환경 역시 한국은행의 10월 금리인하를 지지

'24년 9월 당시 Sahm rule을 근거로 침체 논란 확대



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

CME Fed watch에 반영된 연말 기준금리 확률 분포



자료: CME Fed watch, NH투자증권 리서치본부

채권/Collaboration

강승원/전병하/엄서진 (02-2229-6421)

재정 지배 시대와 중앙은행 독립성의 미래

원문보기

국가의 생존은 통화정책 독립성에 우선한다. 역사적으로 국가 부채가 국가의 생존을 위협할 때 정부는 중앙은행 지배를 통해 문제를 해결해왔다. 현재 진행 중인 트럼프의 노골적인 연준 장악 시도는 '특별할 것' 없는 역사의 연장선이며 재정의 통화 지배는 정부 부채 문제가 해결될 때까지 이어질 것이다. 옳고 그름을 판단하는 것은 시장의 몫이 아니다. 재정의 통화 지배가 필연이라면 이러한 제약하에 통화정책의 미래를 조망하고 이를 활용한 투자 아이디어를 모색할 필요가 있다. 지금부터 '26년까지 통화정책의 핵심 키워드는 정부 부채 문제 해결을 위한 정책 공조다.

- **I. 재정은 통화정책을 지배하게 될까?**
  - 미국 부채 문제는 이미 국가의 생존 문제와 직결. 이에 미국 정부는 재정의 통화 지배를 통해 부채 문제를 해결하고자 함
  - 지금보다 부채 문제가 심각했던 2차 세계대전 직후와 현재 재정, 통화정책의 조합은 매우 유사. 역사의 교훈은 부채 문제 해결의 핵심이 금융 억압이라는 것
  - '26년 통화정책은 금융 억압 속 비둘기 편향적인 기조 전망. 부채 문제 해결 뒤 중앙은행의 독립성이 회복될 것이며 정책 리스크 확대 시점은 '27년 예상

- **II. 부채 트랩: 중앙은행 통화정책 운용 딜레마**
  - Covid19로 급증한 부채 문제를 해결하지 못한 채 러-우 전쟁과 이어진 공급망 위기, 관세 전쟁 등 연속된 충격으로 고부채 시대 지속
  - 특히, 1기 트럼프 행정부 이후 본격화된 '부가가치 경쟁'은 정부의 확장 재정을 유도. 중앙은행은 정책 공조 요구와 독립성 확보라는 딜레마 상황에 직면
  - 금융위기 이후 문제의 해결사 역할을 자처했던 '적극적 중앙은행'에서 '소극적 중앙은행'으로 역할이 변화할 것으로 예상

- **III. 재정 지배 시대 속, 신흥국 투자**
  - 신흥국에서도 재정의 통화 지배 시도가 이어지고 있음. 그러나 선진국에서는 불가피한 정책 공조지만 신흥국에서는 이를 통화의 '종속'으로 해석됨
  - 특히, 신흥국은 코로나19 이후 정부의 신용 악화가 은행 시스템 리스크로 전이될 수 있는 가능성 확대. 신흥국의 재정 지배 시도는 시장 불안을 증폭시킬 것
  - 신흥국 내에서는 통화정책의 독립성이 유지될수록 시장의 긍정적 평가를 받을 가능성. 인도네시아는 신중한 투자 권고, 인도에 대해서는 긍정적 의견

해외채권/Monetary Policy Comment

전병하 (02-768-7850)

9월 ECB: 올빼미가 된 라가르드

원문보기

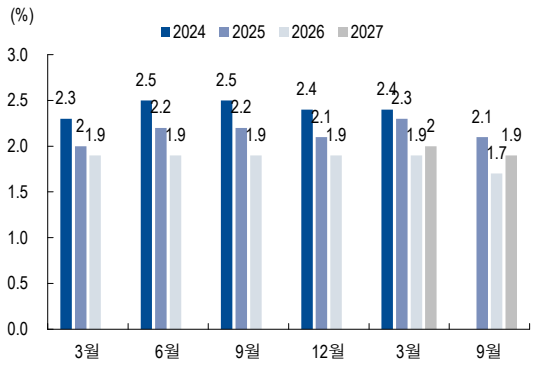
ECB는 7월에 이어 9월에도 기준금리를 동결했음. 높은 불확실성이 존재함에도 경기 전망 상향, 인플레이션 전망 완화와 올빼미를 자처한 라가르드 총재의 발언을 고려했을 때 금리 동결 흐름은 지속될 것으로 판단됨

- **기준금리 동결. 동결 기조 지속 전망**
  - ECB는 9월 통화정책회의에서 기준금리를 2%로 유지함. 이번 금리 동결 결정은 만장일치였음. 여전히 시장 일각에서는 금리 인하 가능성이 연내 있을 것으로 전망하고 있지만 높은 불확실성에도 불구하고 당사는 ECB가 동결 기조를 지속할 것으로 전망함

- **성장률 상향, '더 균형이 잡혔다'면 금리 인하 기대는 섣불러**
  - ECB는 2025년 경제성장률 전망을 기존 0.9%에서 1.2%로 상향했음. ECB의 경제전망에서 무역정책과 관련한 불확실성이 완화되었다는 점이 재확인된 바 ECB가 현 시점에서 금리 인하를 고려해야 할 이유는 크지 않음. 향후 관세와 불확실성의 영향이 중기적인 성장세를 낮추는 만큼 경우에 따라서는 내년도에는 금리 인하가 1회 정도 가능할 수 있다고 판단됨
  - 인플레이션 전망은 여전히 불확실성이 높다는 스탠스를 유지하고 있지만 중기적으로 안정화 가능성을 높게 평가하고 있음. 따라서 물가 수준이 중앙은행의 의사결정에 영향을 미치지 않을 것으로 예상됨

- **올빼미가 된 라가르드, 신중한 ECB 스탠스를 시사**
  - 기자회견에서 프랑스 정치 및 재정이슈, TPI 가능 여부 등에 대한 여러 질문이 있었음. 라가르드는 재정 거버넌스 규칙을 준수해야 한다는 점을 강조. TPI 적용을 위해서는 재정규율이 확립되어야 한다는 의미로 해석할 수 있으며 프랑스 정부의 재정 적자 확대가 크지 않아야 한다는 것을 우회적으로 표현한 것이라고 판단됨
  - 또한 라가르드 총재는 정책위원들이 '과도하게 복잡하게 분석하지 말자'라고 언급했다고 했으며 스스로 매도 비둘기도 아닌 올빼미라고 발언했음. 이는 앞으로 미래를 너무 복잡하게 생각하지 않고(선제적이지 않고) 주어진 데이터를 바탕으로 신중하게 행동할 것임을 강조한 것이라고 판단함. 이는 곧 ECB는 상당기간 신중한 스탠스를 지속할 것이며 현저한 충격이 발생하기 이전까지는 적극적으로 행동에 나서지 않을 것임을 의미한다고 판단함

낮아진 인플레이션 기대



자료: ECB, NH투자증권 리서치본부

금리 커브의 정상화 지속

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

크레딧전략

크레딧/Weekly

최성종/김준수 (02-768-7217)

무디스, 한화토탈에너지스 신용등급 하향

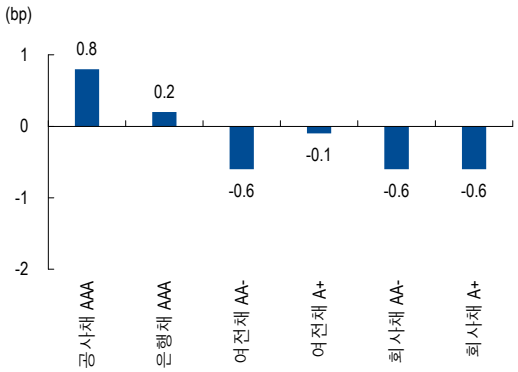
원문보기

국내외 크레딧 신용 스프레드 축소 속 국채 금리 움직임에 성과 결정. 국내외 신평사들의 석유화학 기업에 대한 등급 하향 기조 지속. 업황 부진 속 연말까지 예정된 사업재편계획과 실제 이행 여부가 국내 신용 스프레드 방향에 중요

- **국내외 신용 스프레드 축소, 국채 금리 움직임에 연동되는 흐름**
  - 국내 크레딧 신용 스프레드는 공사채/은행채를 제외하고 축소세 지속. 순발행 규모 확대된 가운데 섹터별 신용 스프레드 수준에 따라 상반된 모습이나, 국채 금리 하락으로 크레딧 금리 하락 마감. 발행시장 강세를 토대로 회사채 신용 스프레드 추가 축소 시도 예상
  - 회사채 발행시장에서의 안정적인 자금 모집 지속될 것. 지난주 6개 기업 모두 최초모집예정금액을 상회하는 자금 모집에 성공했으며, 이번주도 우호적인 수요예측 결과가 예상됨. 기준금리 인하 및 시장금리 하락 기대 속 캐리 확보 투자 수요 이어질 전망
  - 미국 크레딧은 양호한 물가 지표, 연준 금리 인하 기대감으로 안정적 흐름. 유럽은 그동안 확대되었던 하이일드 채권 신용 스프레드 축소 폭이 컸음. ECB 기준금리 동결 속 프랑스 국가 신용등급 하락으로 국채 금리 상승하면서 IG와 HY 투자성과 차별화

- **한화토탈에너지스 폴른엔젤 가능성↑, 석유화학 기업 등급 하향 압력 지속**
  - 무디스가 한화토탈에너지스 신용등급을 하향(Baa2 → Baa3)하면서 신용등급 전망 '부정적' 유지. S&P도 8월 말 신용등급 전망 '부정적' 부여. 투자등급에서 하이일드 등급으로 하향되는 폴른엔젤 가능성 확대. KP물 신용 스프레드 추가 확대 경계감 높아질 것
  - 국내 신용평가사들도 상반기 신용등급 전망 '부정적' 부여. 석유화학 업황 부진 장기화로 5개 분기 연속 영업적자를 기록하는 등 수익성 저하에 따른 신용등급 하향 트리거 충족을 반영. 부채비율 상승했으나, 사채관리계약 재무비율 유지 기준과는 격차 존재
  - 상반기 석유화학기업들의 신용등급 하향 조정이 발생. 추가 신용등급 하향 가능성 높으나, 연말까지 계획된 사업재편계획에 따라 신용 스프레드의 추가 확대가 결정될 것. 석유화학기업들의 민평금리는 펀더멘털 저하를 반영하고 있는 가운데, 강도 높은 자구노력이 확인된다면 추가 확대는 방어할 수 있을 전망

국내 크레딧 신용스프레드 변화



자료: 인포맥스, NH투자증권 리서치본부

한화토탈에너지스 KP물 신용스프레드 및 YTM 추이

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

원자재/외환전략

4분기 원자재 전망

황병진 (02-768-7146)

똑같은 내러티브(에너지보다 금속)

원문보기

미 연준의 통화정책 '완화(기준금리 인하)' 기조하 달러(DXY) 약세에 편승한 자산 시장의 'Everything Rally'가 연장되는 양상이다. 에너지 섹터의 약세에도 올해 원자재 시장은 대표 위험자산과 안전자산인 산업금속과 귀금속 섹터가 각각 8.05%, 36.55%(9월 5일 기준) 상승했다. 동 기간 종합 원자재 지수(S&P GSCI 기준)도 에너지와 농산물 섹터의 약세를 만회, 연초 대비 +4.26% 상승률을 지켜내고 있다.

4분기에도 똑같은 내러티브(Narrative)가 원자재 시장의 방향성을 좌우할 전망이다. 명목금리에 역행하는 귀금속 섹터를 원자재 Top-Pick으로 '비중 확대(Overweight)'하되 연내 약세가 예상되는 에너지와 농산물 섹터의 비중(지수 구성의 약 80%)을 감안, 종합 원자재 투자 의견은 '중립(Neutral)'을 유지한다. 보험성 금리 인하 속 미 달러지수 약세는 상대적으로 펀더멘털이 타이트한 산업금속 섹터에서 여전한 수혜로 인식될 것으로 예상된다.

한편, 파월 의장의 임기까지는 연준의 '금리 인하 속도를 둘러싼 불확실성'이 상존해 4분기 원자재 시장의 변동성을 확대할 수 있다. 트럼프 관세 여파와 연준 독립성 이슈 등에 주목, 금리 인하 속도가 조정되는 동안 '위험자산과 안전자산, 즉 금과 은, 동(구리) 사이에서 밸런스 잡기' 전략이 유효할 전망이다.

I. 원자재 시장 동향 이슈 그리고 전망

II. 에너지: 석유(OIL)보다는 가스(GAS)

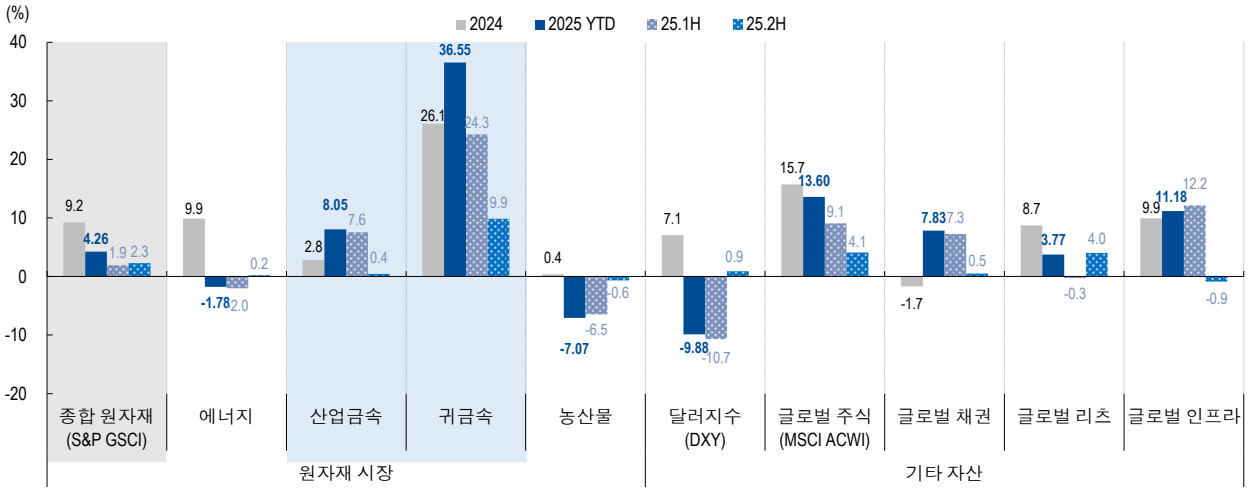
- 원유[중립]: 전 세계 공급우위 전망을 뒤집을 '변화'가 부재
- 천연가스[T.BUY]: Bottoming Out을 위한 퍼즐 맞추기

III. 금속: 무적의 삼총사 '금, 은, 동(구리)'

- 귀금속[비중확대]: 여전한 강세 사이클(Bull Cycle)
- 산업금속[비중확대]: 다시 펀더멘털(Back to the Fundamentals)

IV. 농산물[중립]: 수확(收穫)의 계절

원자재 시장(종합 원자재, 에너지, 산업금속, 귀금속, 농산물)과 기타 자산 시장의 성과 비교



주1: 원자재 시장은 S&P GSCI와 하위 섹터 지수 기준. 주식은 MSCI ACWI, 채권은 Bloomberg 글로벌 채권 지수, 리츠는 FTSE Nareits Global TR, 인프라는 DJB Global Infrastructure Index
주2: 2025년 하반기(25.2H) 성과는 9월 5일 기준. 자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

2025년 원자재 전망상 '금, 은, 동(구리)으로 밸런스 잡기' 전략은 4분기에도 유효. '귀금속' 섹터를 원자재 투자 Top-Pick으로 유지

	2025년 4분기 투자의견	1	2	3	4	5	종합 원자재 지수/섹터별 투자 포인트
종합 원자재 (S&P GSCI)	중립 (Neutral)			■			● 4분기에도 연준의 통화정책 '완화' 기조하 달러 약세 전망, 즉 똑같은 내러티브가 원자재 시장의 방향성을 좌우할 전망 ● 에너지와 농산물 섹터 중심의 종합 원자재 투자는 '중립', **명목금리에 역행하는 귀금속 투자를 '비중 확대'하는 전략을 유지**
에너지	중립 (Neutral)			■			● OPEC+ 증산 기조하에서는 전 세계 석유 시장 수급상 '공급우위' 전망을 뒤집을 '변화'가 부재. OECD 상업원유재고 확대, 원유 선물 시장의 '콘탱고' 전환 시도 등이 국제유가의 하방 압력으로 잔존, **원유(석유) 투자에 대한 '중립' 의견을 유지** ● 향후 **12개월 국제유가(WTI 기준) 예상 범위를 배럴당 45~75달러로 유지**, OPEC+, 미국 등의 정책 전환 전까지는 당분간 국제유가의 약세 환경이 불가피할 전망 ● 한편 천연가스(HH) 시장에서는 미국 생산량 증가세 둔화, 타이트한 유럽 재고 비축 흐름 속 미국 LNG 수출 모멘텀에 주목
귀금속	비중 확대 (Overweight)				■		● 연준의 통화정책 '완화' 기조는 귀금속 섹터의 강세 사이클을 지지하는 원동력. **향후 12개월 금 가격 목표를 온스당 4,000달러로 유지, 연내 3,800달러를 목표로 한 단기 금 투자 '비중 확대' 전략도 유효**. 또한 Gold/Silver Ratio(실질금리에 동행)상 **금보다 저평가된 은 투자 매력도 유효, 12개월 은 가격 목표는 50달러**(사상 최고치)로 제시 ● ETF 중심의 투자와 중앙은행들의 '외환보유고 다변화'向 금 매입세도 유효. 지정학적 위험 프리미엄과 미국 재정부채 불확실성, 연준 독립성 이슈 등에 4분기 귀금속 섹터의 관심이 집중될 것으로 예상
산업금속	비중 확대 (Overweight)				■		● **구리 가격의 예상 범위를 톤당 9,000~11,000달러**로 유지하고 **4분기 산업금속 섹터 투자에 대한 '비중 확대'** 의견을 제시 ● 미국의 품목관세(철강과 알루미늄, 구리 50%)에서 동 정광·스크랩 등의 원료들은 제외. 미국의 강한 내제화 의지까지 더해진 동 정광 제련수수료 하락세는 AI, 데이터센터 등 기술 성장세가 이끄는 장기 수요 낙관론에 미치지 못하는 공급 여력을 강조. 타이트한 중국 재고의 비축 기대까지 4분기 구리 가격의 하단을 지지, 1만달러선 돌파 가능성을 높일 전망
농산물	중립 (Neutral)			■			● 곡물 중심의 **농산물 공급 차질을 초래 가능한 기후 변수가 2026년 상반기까지는 부재**. 글로벌 기상 이변 중립 전망하 **농산물 투자에 대해서는 '중립(Neutral)'적인 접근**이 불가피 ● 미국 옥수수와 대두 작황은 예년 수준을 상회, 9월 이후 수확기 동안 생산 전망치에서의 상향 조정 가능성을 예고 ● 달러 약세가 미국산 곡물 수출 경쟁력을 높이나 고질적인 공급우위 부담을 압도하기는 어려울 것으로 판단

자료: NH투자증권 리서치본부

원자재/Weekly

황병진 (02-768-7146)

곡물 수요를 둘러싼 과도한 낙관론을 경계

원문보기

고용지표 부진 속 9월 이후 금리 인하 기대가 원자재 시장 전반에서도 긍정적인 투자 심리를 형성. 다만 9월 WASDE상 미국산 곡물 수요(수출·역내 소비) 낙관론은 다소 과도. 농산물(곡물 중심) 투자에 대한 '중립(Neutral)' 의견을 유지

- **9월 FOMC 앞둔 금리 인하 기대가 강화. S&P GSCI 주간 +1.42%**
  - **지난주 원자재 시장(S&P GSCI 기준) 수익률은 +1.42%.** 다소 엇갈린 8월 CPI와 PPI 결과에도 부진한 고용지표가 연준의 9월 이후 통화정책 '완화(금리 인하)' 기대를 강화. 동 기간 달러지수(DXY)의 약세는 **에너지**와 **산업금속**, **귀금속**, **농산물** 섹터에 이르는 원자재 시장 전반에서 가격 하방경직성을 지지하고 투자자 매수세를 유입
  - **금** 가격이 한때 온스당 3,700달러까지 돌파, 다시 역대 고점을 경신한 가운데 **은** 가격도 14년래 최고치(43달러). LME **구리(銅)** 가격도 6개월 만에 톤당 1만달러선을 탈환. 한편 **국제유가(WTI 기준)**는 고질적인 '공급우위' 부담에도 러시아산 공급 불확실성(러우 전쟁 장기화 속 대러 제재 가능성↑)이 배럴당 60달러선 하단을 지지

- **9월 WASDE에서 부각된 '미국산 곡물 수요 낙관론'은 다소 과도**
  - 글로벌 기상 이변 중립(ENSO-Neutral) 전망하 미 생산량 전망치 상향 조정에도 9월 WASDE 직후 옥수수 등 곡물 가격이 상승. 미 농무부의 낙관적인 수요(교역, 소비 등) 전망이 고질적인 '공급우위' 부담을 완화한 결과로 판단
  - 연초 이후 국제유가와 중국 돈육 가격의 부진에 주목, 단기적으로 **과도한 미국산 수출 낙관론을 경계해 농산물(곡물 중심) 투자에 대한 '중립(Neutral)' 의견을 유지.** 에너지 가격의 약세는 바이오 연료(에탄올·디젤)向 곡물 수요를 제한. 동시에 양돈 마진 부진 속 중국(최대 수입국)의 사료용 곡물 수요가 당장은 큰 폭 확대되기가 어려울 것으로 판단

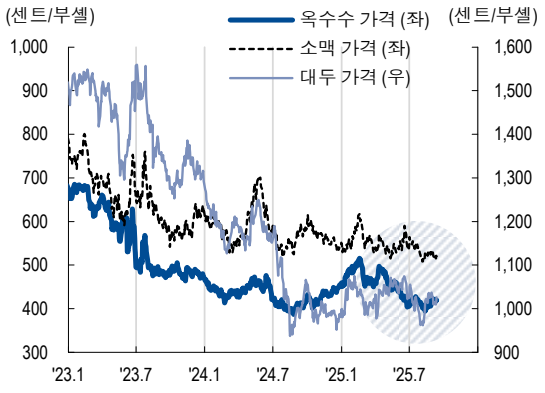
역대 최대 미 옥수수 기말 재고 전망, 시장 예상은 하회

미국/전 세계 곡물 기말 재고(Ending Stocks) 전망

		2025/26년(시장연도)		
		옥수수	대두(콩)	소맥(밀)
미국 (십억부셸)	시장 예상(평균)	2.011	0.288	0.865
	9월 WASDE	2.110	0.300	0.844
	8월 WASDE	2.177	0.290	0.869
	7월 WASDE	1.660	0.310	0.890
전 세계 (백만톤)	시장 예상(평균)	281.63	124.77	261.13
	9월 WASDE	281.40	123.99	264.06
	8월 WASDE	282.54	124.90	260.08
	7월 WASDE	272.1	126.1	261.5

자료: USDA World Agricultural Outlook Board, NH투자증권 리서치본부

9월 WASDE 공개 직후 옥수수와 대두價 모두 상승



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

원자재(에너지)/Note

황병진 (02-768-7146)

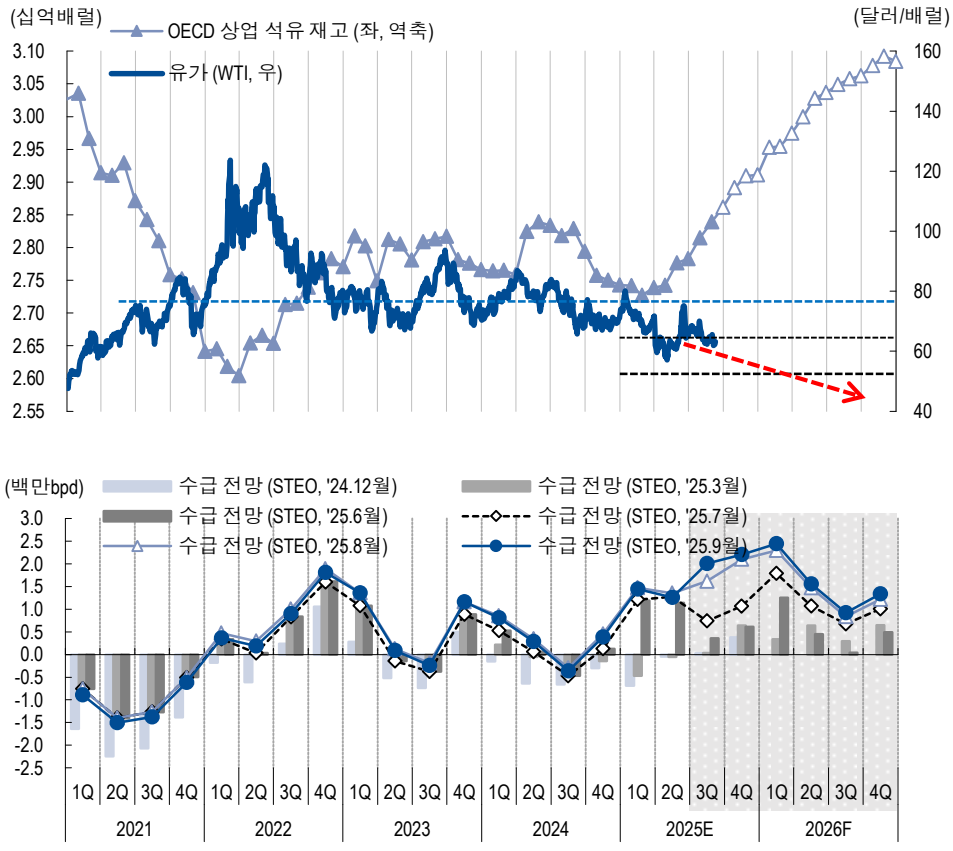
9월 STEO: 러우 전쟁 장기화에도 '공급우위' 부담 심화

원문보기

- **EIA, 올해와 내년 전 세계 석유 시장 수급 전망상 공급우위 규모를 거듭 상향 조정**
  - 9월 STEO(Short-Term Energy Outlook)에서도 미 EIA(Energy Information Administration) '**OPEC+ 동맹국들의 산유량 정상화(증산) 속 전 세계 원유 재고 증가세와 국제유가 약세**' 전망 유지. 러우 전쟁 장기화 속 미국 등 서방의 대러 제재 위협에도 2026년 초까지 배럴당 약 50달러선 브렌트유 가격(WTI는 50달러를 하회 가능)을 예상
  - **2025년과 2026년 전 세계 석유 시장 수급상 공급우위(Surplus) 규모도 일평균 각각 173만배럴(bpd=barrel per day)과 155만bpd로 상향**(8월 STEO상 각각 164만bpd, 144만bpd) 조정. 세부적으로 올해와 내년 전 세계 석유 생산 전망치는 각각 1억 554만bpd와 1억 664만bpd로 연간 각각 235만bpd, 110만bpd 확대 예상. 동 기간 전 세계 석유 수요는 연간 각각 90만bpd와 128만bpd 증가한 1억 381만bpd와 1억 509만bpd로 전망. EIA는 **대규모 원유 재고 증가세(일평균 200만배럴를 상회)가 2025년 3분기부터 2026년 1분기까지 집중될 것**으로 예상

- **주요 산유국들의 정책 '변화'가 없는 한 원유(석유) 투자에 대한 '중립' 의견 유효**
  - 이달까지 2차 자발적 감산(220만bpd)이 완전 철회되는 가운데 OPEC+는 2026년 말 만료 예정이던 1차 자발적 감산(165만pbd)에 대해서도 빠른 정상화를 결정. 게다가 오는 12월 말에는 200만bpd 규모의 공식 감산까지 시한이 도래, **OPEC+를 비롯한 주요 산유국들의 정책 기조상 '변화'가 없는 한 연내 원유(석유) 투자에 대한 '중립' 의견이 유효**
  - 단기적으로 러시아산 원유를 둘러싼 불확실성이 잔존하나 **향후 12개월 국제유가(WTI 기준) 예상 범위는 배럴당 45~75달러를 유지**. 한편 국제유가의 하락세가 초래하는 저(低)유가 환경은 OPEC+와 일부 Non-OPEC 산유국들, 그리고 석유 기업들의 수익성과 존폐를 위협 가능. 2026년 초 배럴당 50달러 하단을 위협하는 국제유가의 하방 압력은 석유 생산량 감축(감산)을 비롯한 산유국들의 점진적인 정책 변화를 유도할 것으로 예상됨

전 세계 석유 시장 수급 전망상 '공급우위' 심화, 동 기간 대규모 원유 재고 증가세 예상



자료: EIA(STEO, 2025년 9월), Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

외환/FX Strategy

권아민 (02-768-7505)

같은 보험, 다른 영향

원문보기

- **I. 달러(DXY)**
  - 9월 금리 인하, QT 종료 및 BoJ 긴축 경계(10월 금리 인상 예상) 등에 따른 약달러 환경이 전개될 것으로 전망한다. 2019년에는 금리 인하 기조하 QT(양적긴축)를 진행했던 만큼 초과 유동성은 감소했지만 현재 초과 유동성은 1분기를 기점으로 플러스(+) 전환했다. ECB 대비 Fed 자산도 상대적 오름세를 보일 경우 유동성 개선에 따른 약달러 구도가 유효하다. 미국의 직접투자수지 모멘텀은 오히려 2023년을 고점으로 둔화됐는데, 이는 유로존 주요국과 중국, 한국 등 주요 대미 투자국의 직접투자 자산 취득 둔화와 궤를 같이 한다.

- **II. 원화(KRW)**
  - 무역수지(경상 계정) 레벨은 2020년 코로나19 당시를 상회하는 등 2017년 EM 호조 당시와 유사하다. 금융계정의 경우, 해외투자 모멘텀이 지난 원화 약세 사이클 대비 그 모멘텀이 둔화됐다. 즉, 달러 순공급 규모가 빠르게 개선 중이다. 연초 은행권 선물환 포지션 규제 완화 후 달러 차입이 늘었는데, 전체 달러 공급 규모를 고려해도 현재 현물환율과 괴리가 있다. 순환적으로 원/달러 환율의 하락을 전망한다. 한편 여타국과 비교해 빠른 해외투자 확대 속도는 환율의 하단과 관련이 높다. 올해 환율 하단이 1,300원에 그칠 것으로 보는 이유이다.

- **III. 기타 통화(EUR, JPY, CNY)**
  - **[EUR]** 최근 정치적 불확실성이 있지만, 결국 유로화는 독일과 나머지의 구도로 볼 필요가 있다. 유로/달러 환율도 프랑스와 독일 간 금리 스프레드보다 주요국 평균과 독일 간 비교가 유의미하다. 단기 변동성 확대 가능성에도 길게 보면 유럽 지역의 정치 리스크는 오히려 과거 대비 안정된 상황이며, 미국보다 양호하다. 올해 독일은 미국 대비 재정적자 속도가 더 빠르게 늘어날 것으로 예상됐는데 오히려 유로화도, 심리 지표도 미국보다 강했다. 결국 '재정'에 대한 시각 차이라 판단된다.
  - **[JPY]** 주요 선진국과 비교해 일본의 장기금리 상승 속도가 가팔랐다. 최근 재정을 둘러싼 정치적 불확실성이 더해졌는데, 이는 BoJ의 향후 정책 운용에도 영향을 미칠 수 있다. 결국 통화정책 차별화에 따른 엔화 강세 압력을 다소 희석 중인 것으로 판단한다. 연말까지 Fed와 BoJ간 통화정책 전망 차별화, 미-일 금리 차 축소에 따른 엔화 강세를 전망하나 달러/엔 환율 레벨은 연말 140엔 부근 수준으로 전망한다.
  - **[CNY]** 위안화는 트럼프 당선 이후 최고치를 기록했다. 중국은 CPI 상승률이 전년 대비 마이너스(-)권인 디플레이션 상태임에도 올해 GDP 성장률 컨센서스가 꾸준히 상향 조정 중이다. 배경은 수출인데, 환율 효과가 아닌 만큼 정점을 통과한 관세 불확실성이 힌트다. 우려보다 나은 미중 갈등, 미 예외주의 둔화와 맞물린 중국시장에의 자금 유입이 관찰된다. 연말 7.0 안팎의 안정적인 달러/위안 흐름을 예상한다.

대체투자

디지털자산/Weekly

홍성욱 (02-768-7657)

RWA/토큰화 관련주 Figure(FIGR) 상장

원문보기

9월 FOMC를 앞두고 비트코인을 포함한 디지털자산 시장은 횡보 중. 블록체인 기반 '주택 담보 한도대출' 플랫폼인 Figure Technology Solutions(FIGR)가 미국 증시에 11일 상장했으며, 12일에는 가상자산거래소 Gemini(GEMI)가 상장할 예정

- **RWA 관련주인 Figure Technology Solutions가 나스닥에 상장됨**
  - Figure Technology Solutions(티커 FIGR)는 블록체인 기반 HELOC(home equity line of credit, 주택 담보 한도대출) 플랫폼이며, 비은행 업체 중 1위. 동사는 9월11일 나스닥에 상장했으며 공모가는 25달러, 밸류에이션은 50억달러로 평가받음
  - 동사는 SoFi의 설립자이기도 한 Mike Cagney가 설립했으며 블록체인을 활용해서 HELOC 대출 및 유동화의 효율성 제고. 대표적으로는 대출에 소요되는 시간을 평균 42일에서 평균 10일로 단축하며 빠르게 성장
  - 참고: RWA란? Real world asset의 약자로 기존 실물자산을 블록체인에서 토큰화하는 것을 지칭. Figure AI(비상장), Figma(FIG)와는 다른 종목임에 유의

- **RWA 관련 대표 종목으로 주목받을 수 있음**
  - 동사의 블록체인 기반 대출 잔액은 117억달러이며 규모면에서 RWA 1위에 해당(rwa.xyz 기준). 동사는 'Figure Markets', 'Democratized Prime', 'Figure Connect' 등을 통해 HELOC뿐만 아니라 각종 대출을 위한 플랫폼 제공. 일례로 이미 비트코인 및 이더리움 담보 대출도 제공 중
  - 동사는 YLDS라는 '이자 지급 스테이블코인'도 출시. SOFR보다 50bp 낮은 이자를 제공하는 채권 상품이며, 동사 플랫폼에 있는 여유자금을 YLDS로 운용하거나 YLDS를 전송하는 것도 가능. 발행액은 작지만 향후 동사 생태계 내에서 중요한 역할 가능 (넓은 의미에서 스테이블코인으로 분류 가능하지만 GENIUS Act 상 스테이블코인으로 분류되지 못함)
  - 동사는 HELOC 등 소비자대출에 그치지 않고 주식 등 다양한 자산군으로 영역을 확장해서 RWA/토큰화 선두주자로 성장하겠다는 비전도 내비침

- **순수 디지털자산 기업이 아님에도 블록체인을 비즈니스모델에 접목한 기업 등장 시작**
  - 순수 디지털자산 기업이 아님에도 자체 블록체인을 보유하고 블록체인을 비즈니스모델에 접목한 기업이 증시에 등장하기 시작. Figure의 경우, 블록체인 기술을 접목함으로써 경쟁사 대비 수익성과 성장성을 확보. 블록체인을 통한 비용 절감과 플랫폼 운영 사례를 보여주며 다른 핀테크사에 좋은 선례로 작용할 수 있음
  - RWA/토큰화에 대한 관심이 높은 가운데 블록체인 기반 핀테크사들이 향후 증시에 다수 등장할 것으로 예상. 특히 스테이블코인 발행이 많아질수록 스테이블코인으로 투자 가능한 토큰화 상품에 대한 수요도 높아지며 전통적인 금융상품의 토큰화 사례가 많아질 것

대체투자/Weekly

정연우/홍지환 (02-2229-6539)

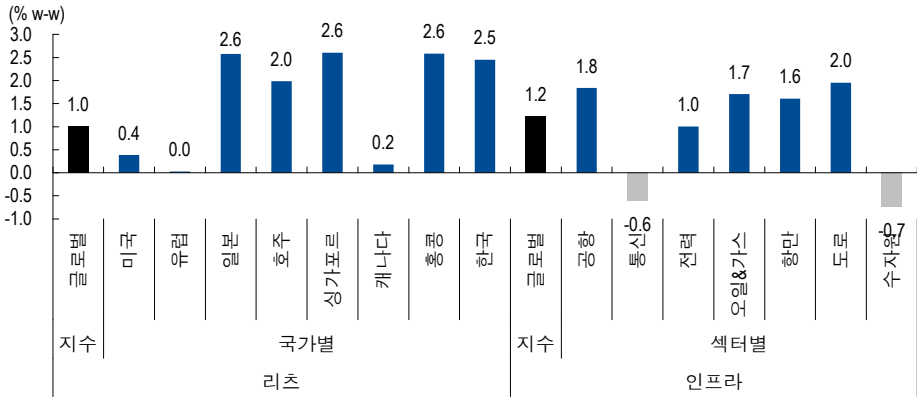
클라우드+AI 성장이 견인하는 데이터센터 수요

원문보기

- **기준금리 인하 기대감 지속, 리츠/인프라 지수 동반 상승**
  - 9월 둘째 주 글로벌 리츠 지수 총 수익률 +1.01%. 8월 미국 CPI(소비자물가지수)가 시장 예상치에 부합하자 기준금리 인하 기대감을 바탕으로 리츠 지수 상승
  - 글로벌 인프라 지수 총 수익률 +1.22%. 기준금리 인하 기대감이 지속되는 가운데, 운송, 오일&가스 미드스트림 섹터가 강세를 기록하며 인프라 지수 호성과 주도

- **클라우드+AI 성장이 견인하는 데이터센터 수요**
  - 클라우드 시장 성장세가 가속화하며 데이터센터 확장 국면 지속. 클라우드 시장 내 상위 사업자인 Amazon, Microsoft, Google은 증가하는 수요에 대응하기 위한 공격적인 투자로 전 세계 데이터센터 시장 성장을 주도
  - 지난주 Oracle이 클라우드 시장 성장 수혜에 대한 강한 자신감을 표현하며 새로운 하이퍼스케일러로 부상. 대형 계약을 통해 확보된 워크로드는 결국 데이터센터 용량 확보로 이어질 전망이며, 가파른 클라우드 시장 성장이 지속적인 투자를 이끌 것으로 예상
  - 확장하는 AI 수요 또한 데이터센터 시장의 구조적인 성장을 주도. 전 세계 데이터센터 운영 용량 중 AI 수요를 처리하는 비중은 11%에 불과하나 최근 AI 데이터센터에 대한 수요가 급증하는 점을 감안하면 해당 비율은 상승할 전망. 다만 복합적인 요인이 데이터센터 공급의 장애물로 작용하는 가운데 발빠른 인프라 구축의 중요성이 지속적으로 부각될 것

대체투자 자산군별 총 수익률 지수(주간 성과, 1W%)



주: 2025년 9월 12일 종가 기준
자료: Nareit, Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

기후금융/Spot Comment

정연우 (02-2229-6539)

4차 배출권거래제 할당계획(안) 공개, 유상할당 단계적 확대

원문보기

- **4차 배출권거래제 할당계획(안) 발표**
  - 정부가 지난 9월 12일 '제4차 계획기간 국가 배출권 할당계획(안)'을 통해 국내 배출권거래제 4차 계획기간(2026~2030년) 중 배출권 할당 관련 주요 변경사항을 공유했다. 배출허용총량 강화, 유상할당 비율 확대 등 현행 3차 계획기간의 한계를 개선할 수 있는 다양한 변경사항이 등장했다.

- **배출허용총량 강화 및 유상할당 단계적 확대, 다만 구체적인 수치는 추후 공개 예정**
  - 지난해 말 공개된 4차 계획기간 기본계획을 통해 그간 배출허용총량 외에 위치하던 정부의 배출권 예비분을 배출허용총량 내로 포함하는 계획이 제시된 바 있다. 4차 계획기간 중 적용될 배출허용총량에 대한 구체적인 수치는 공개되지 않았으나, 할당대상업체들의 배출량 추이와 배출권 잉여량을 고려해 2030 NDC 달성을 유도할 수 있도록 선형적인 감축 경로가 설정될 예정이다.
  - 한편, 현행 국내 배출권 시장의 낮은 유상할당 비율로 인한 저조한 배출권 가격이 공급 과잉을 유발해 기업들의 온실가스 감축 유인을 이끌어내지 못한다는 지적이 지속적으로 제기되어 왔다. 이에 4차 계획기간부터 발전 부문을 중심으로 유상할당 비율이 대폭 상향된다. 현재 10%인 발전 부문의 유상할당 비율은 2030년 50%까지 점진적으로 상향될 예정이다. 발전외 부문에 대해서는 내년부터 15%의 유상할당 비율이 적용되며, 탄소누출 업종에 대해서는 무상할당이 유지된다.
  - 유무상할당 업종을 구분하는 기준 또한 변경된다. 3차 계획기간 중에는 비용발생도와 무역집약도를 곱한 값이 0.002 이상인 업종에 대해 무상할당이 적용되었으나, 배출권 가격 변동에 따라 비용발생도가 좌우된다는 한계가 존재했다. 이에 4차 계획기간부터 탄소집약도(배출량/부가가치 생산액)와 무역집약도를 곱한 값이 0.1 이상인 업종에 무상할당이 적용될 예정이다.

- **배출권 구매 수요 높아지겠으나, 이월물량 부담 잔존**
  - 4차 계획기간 이후 초과 공급이 점차 해소되며 배출권 가격이 반등 흐름이 나타날 것으로 예상한다. 배출허용총량이 감소하고 유상할당이 늘어나며 배출권거래제 참여 기업들의 배출권 구매 수요가 높아지기 때문이다.
  - 다만, 수급 불균형으로 인한 배출권 가격 약세 흐름은 4차 계획기간 초기에 당분간 이어질 전망이다. 3차 계획기간 중 누적된 배출권 이월물량이 여전히 공급 과잉을 유발하고 있기 때문이다. 현재 약 1.4억톤에 달하는 배출권이 3차 계획기간에서 4차 계획기간으로 이월될 전망이다. 이는 2025년 이월물량을 제외한 수치인데, 올해 들어서도 제조업 경기 부진으로 인한 잉여배출권 발생 국면이 이어지고 있음을 감안하면 이월 물량이 더욱 증가할 가능성이 있다.