

투 자 전 략

2026년 경제 및 금융시장 대전망

Entering the Quasi-Goldilocks



Yuanta Analyst



투자전략팀장 Strategist

김용구

yg.kim@yuantakorea.com



Fixed Income Strategist

이재형

jaehyung.lee@yuantakorea.com



Global Strategist

민병규

byungkyu.min@yuantakorea.com



Passive/ETF Analyst

고경범

gyeongbeom.ko@yuantakorea.com



Economist/ESG

김호정

hojung.kim@yuantakorea.com



US Market Analyst

황병준

byeongjun.hwang@yuantakorea.com



Quant Analyst

신현용

hyunyong.shin@yuantakorea.com



Research Assistant

임지윤

jiyoon.lim@yuantakorea.com



Research Assistant

김혜원

hyewon.kim@yuantakorea.com



Research Assistant

김세빈

sebin2.kim@yuantakorea.com

투 자 전 략

2026년 경제 및 금융시장 대전망

Entering the Quasi-Goldilocks



CONTENTS



[Part 1] 경제 2026년 경제전망: 미묘한 신호, 거대한 전환	5
미국 경제/FX: '준-골디락스'로 향할 미국	8
한국 경제/FX: 정상 경로 복귀를 시도하는 한국	18
[Part 2] 채권 2026년 채권전망: 정책금리 인하보다는 QE	23
단기 자금 영향력 확대	25
[Part 3] 한국 주식 2026년 한국 주식시장 전망과 전략: 국화 옆에서	42
2026년 한국 주식시장 전망: KOSPI 3,800 ~ 4,600Pt	44
포트폴리오/주도주 전략	53
Quant 전략: 코리아 프리미엄 사이클	60
[Part 4] 미국 주식 2026년 미국 주식시장 전망과 전략: 8	68
2026년 미국 주식시장 전망: S&P500 6,550 ~ 8,000Pt	70
포트폴리오/주도주 전략: 4C4E	83
[Part 5] 아시아 주식 2026년 아시아 주식시장 전망과 전략: 금낭묘계(錦囊妙計)	92
중국 투자전략: 정책이 가리키는 향로	95
대만 투자전략: Silicon shield의 진화	105
베트남 투자전략: China+1 & α	110
일본 투자전략: 사나에노믹스, 아베노믹스의 완성	115
[Part 6] ETF 2026년 ETF 전략: 과열된 칩의 미래	121
엔비디아 Rubin이 주도하는 Architecture와 공급망의 변화	123





[Part 1] 경제

2026년 경제전망: 미묘한 신호, 거대한 전환



김호정 Economist/ESG
hojung.kim@yuantakorea.com

SUMMARY

김호정 Economist

[미국 경제/FX] '준-골디락스'로 향할 미국

2026년 미국은 시나리오 ① '준-골디락스(Quasi-Goldilocks)' 경로로 이어질 것으로 전망. 2025년 말 현재 노동시장 임계치(θ) 1.03은 균형에 근접해 있으며, 자발적 퇴직자 수 감소와 구인공고 안정세는 과열 완화를 시사. 물가 측면에서는 상품 물가가 관세 영향으로 소폭 상승했으나 근원 서비스 물가 상승을 주도하던 주거비가 둔화하는 등 기대 인플레이션은 안정화되는 양상. 정치적 불확실성은 존재하지만 경기 경착륙 또는 인플레이션 재점화로의 이동 가능성은 제한적. 이러한 시나리오 하에서 2026년 미국 경제는 잠재성장률을 초과하는 2.1% 성장할 것으로 예상. VAR 모형 기반 달러지수 예측에서는 시나리오 ① 기준으로 1분기 99pt 도달 후 완만히 하락하는 궤적이 산출되었고, 연평균 97.6pt 수준으로 제시. 결국 달러의 추가 하락보다 상승 가능성이 남아 있음을 의미.

[한국 경제/FX] 정상 경로 복귀를 시도하는 한국

2026년은 글로벌 AI 투자 사이클에서 한국의 기회를 찾을 수 있을 것이고, 이러한 기회 속에서 한국경제에 미칠 긍정적 파급효과도 선명해질 수 있을 것으로 기대. 2026년 한국 경제는 ① 글로벌 AI 생산성 효과 현실화 → ② 미국 중심 경제 준-골디락스 진입 → ③ 후방연계에 따라 한국 수출 증가 + 생산성 향상이라는 경로를 통해 경기 회복에 탄력을 받을 것으로 기대. 이러한 경로에서 2026년 한국은 1.9% 성장할 것으로 예상.

반도체 업황 호조와 글로벌 제조업 반등에 따른 수출 회복이 성장에 기여도를 높일 것으로 보이며, 내수는 소비보다는 공백이 있었던 설비투자의 성장 기여도 확보 등이 성장세를 만들 것으로 예상. 다만 소비에 있어서는 정책 효과로 인해 소비지출의 하방은 견조하나 임금상승률 둔화 및 가계금융 환경 및 예비적 저축에 대한 니즈 등이 반영되어 소비지출의 성장세가 확인되기에는 다소 어려워 보임. 반면 수출은 6.9% 증가하여 올해(4.1% 전망)보다 증가율이 높아질 전망.

원달러환율은 1,470원을 터치하며 경계심이 높아진 상황. 한국은 소규모 개방 경제국가로 원화는 특히 글로벌 교역 및 금융 환경에 민감한 만큼, 미국에 대규모 투자에 따른 자본 유출 압력을 2026년에도 받을 전망. 이로 인해 과거보다 높은 수준의 원달러환율을 경험하게 될 것. 다만 현재의 매크로 변수를 통한 디버닝 예측 결과, 원달러환율 레인지의 상단에 근접한 만큼 향후 원달러환율의 추가 상승 폭과 속도는 제한될 것으로 예상.

2026년 한국은행 기준금리는 정부의 부동산규제 효과를 확인하며 2.00%에서 마무리될 전망. Fed의 금리는 올해 4분기부터 내년 말까지 총 4회(100bp) 인하를 통해 3.25%에 도달할 것. 결국 한-미 금리차 축소와 이로 인한 FX-Swap rate 상승을 통해 원달러환율의 추가 상승 압력은 약해질 가능성도 존재.

원달러환율은 금리구조를 충실히 반영하는 만큼 금리차 축소에 따른 수급 Proxy 개선, 리스크 지표 둔화와 더불어 매크로 지표 개선을 반영한 시나리오 데이터 셋을 구성. 해당 데이터 셋을 바탕으로 디버닝 방법론 중 LSTM(Long-Short term Memory)을 활용한 결과, 현재(11/17일 기준 1,462원)보다는 안정되지만 연평균 1,385원 대를 상회하는 높은 수준이 지속될 것으로 예측치가 산출됨. 당사는 모형의 예측치를 바탕으로 2026년 원달러환율은(분기말) 1Q: 1,420원 / 2Q: 1,395원 / 3Q: 1,390원 / 4Q: 1,380원 수준으로 제시.



경제전망 TABLE

	경제지표		단위	2025년	2026년				
				연간	1Q	2Q	3Q	4Q	연간
국가	한국	실질GDP성장률(YoY)	%	1.0	2.3	2.1	1.7	1.6	1.9
		소비자물가상승률(YoY)	%	2.0	1.9	1.8	1.8	1.7	1.8
		수출액 증감률(통관기준, YoY)	%	4.1	4.5	6.1	6.9	9.6	6.9
	미국	GDP성장률(QoQ, 연율)	%	1.8	1.9	2.0	2.1	2.0	2.1
		소비자물가상승률(YoY)	%	2.9	3.0	2.9	2.7	2.5	2.7
	일본	GDP성장률(QoQ, 연율)	%	0.9	0.9	1.0	1.0	0.9	1.0
		소비자물가상승률(YoY)	%	2.9	2.1	1.9	1.8	1.7	1.8
	유로존	GDP성장률(QoQ)	%	1.3	1.2	1.4	1.5	1.4	1.5
		소비자물가상승률(YoY)	%	2.1	2.0	1.9	1.8	1.7	1.9
	중국	GDP성장률(YoY)	%	4.8	4.3	4.5	4.6	4.5	4.6
		소비자물가상승률(YoY)	%	0.4	0.9	1.1	1.2	1.1	1.0
환율	한국	원/달러	원	1,430	1,420	1,395	1,390	1,380	1,395
	미국	달러지수	pt	98.4	98.7	98.2	97.5	96.3	97.6
	일본	엔/달러	엔	147.0	144.5	142.0	141.0	139.5	141.5
	유로존	달러/유로	USD	1.16	1.17	1.18	1.19	1.19	1.18
	중국	위안/달러	위안	7.13	7.11	7.08	7.06	7.01	6.98

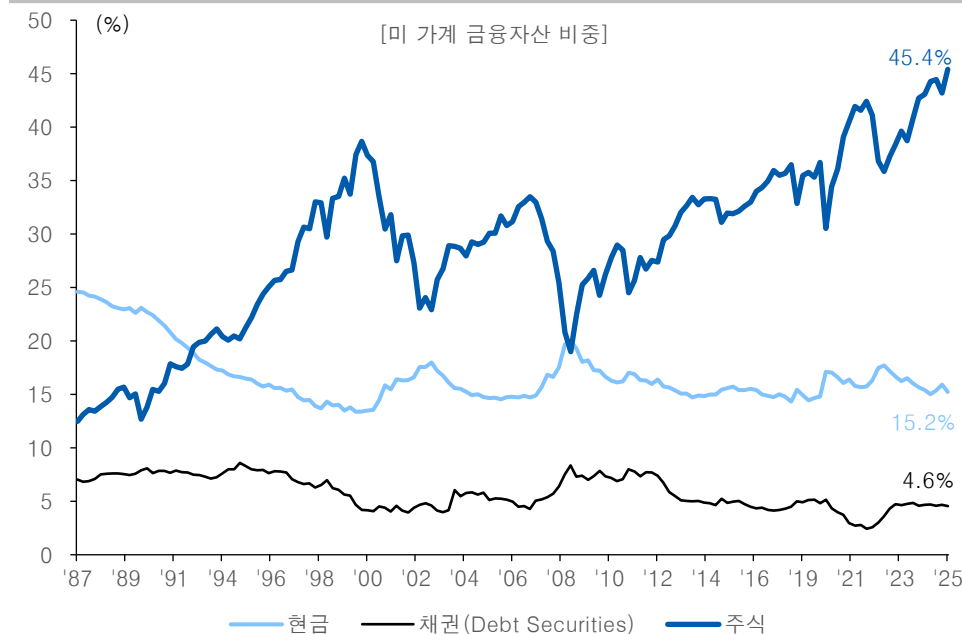




주식시장 버블 논쟁, 실물 경제 측면에서 우려를 촉발

- 현재 S&P 500의 예상 P/E 비율은 23배로, 닷컴버블 이후 최고 수준을 경신하며 주가 상승이 실적 개선을 크게 앞서고 있어 밸류에이션 과열 신호가 감지되고 있음.
- 또한, 미국 가계의 금융자산 중 주식 비중이 45%로 사상 최고치에 달하고, 'Magnificent 7'로 불리는 미국 대형 기술주가 S&P 500의 약 40%를 차지하면서 자금이 소수 대형주로 집중되는 구조가 강화되고 있음. 반면 현금 비중은 15%, 채권(Debt Securities)은 4.6%에 불과해, 자산 배분의 극심한 쏠림 현상이 나타나고 있음.
- 이 과정에서 미국 근로자들의 퇴직연금 납입금 중 약 2,358 달러(전체의 28%)가 이들 종목으로 유입되는 등 수동적 매수세가 밸류에이션을 추가로 끌어올리고 있음.
- 다만 IMF는 AI에 대한 과도한 낙관론이 실적 부진으로 이어질 경우, 기술주 전반의 재평가와 시장 조정 가능성을 경고하며 2000년 닷컴버블에 준하는 리스크를 지적. 특히 생산성 혁신이 기대에 미치지 못할 경우, 가계 자산 축소와 소비 위축으로 이어져 실물경제 회복세까지 제약될 수 있다는 점을 우려하고 있는 상황.

자산 배분의 쏠림 현상: '25년 2분기 기준 미국 가계 금융자산 중 주식 비중은 약 45%



자료: Fred, 자체 가공, 유안타증권 리서치센터

2025년 10월 IMF World Economic Outlook 일부 발췌

Repricing of new technologies. Excessively optimistic growth expectations about AI could be revised in light of incoming data from early adopters and could trigger a market correction. Elevated valuations in tech and AI-linked sectors have been fueled by expectations of transformative productivity gains. If these gains fail to materialize, the resulting earnings disappointment could lead to a reassessment of the sustainability of AI-driven valuations and a drop in tech stock prices, with systemic implications. A potential bust of the AI boom could rival the dot-com crash of 2000–01 in severity, especially considering the dominance of a few tech firms in market indices and involvement of less-regulated private credit loans funding much of the industry's expansion. Such a correction could erode household wealth and dampen consumption. To the extent that the AI hype has led to excessive capital flows into a narrow set of firms and sectors, any unwinding of these positions could then entail a slow economic recovery hampered by capital misallocation. These vulnerabilities are compounded by constrained fiscal space, which may limit the effectiveness of policy responses.

“이러한 혁신이 실현되지 못할 경우, 그에 따른 실적 부진은 인공지능 주도 밸류에이션의 지속 가능성에 대한 재평가와 기술주 가격 하락으로 이어져 시스템적 파장을 일으킬 수 있다.

AI 붐의 잠재적 붕괴는 2000~2001년 닷컴버블 붕괴에 버금가는 심각성을 보일 수 있다.

특히 시장 지수를 지배하는 소수 기술 기업들의 영향력과 업계 확장의 상당 부분을 지원하는 규제 미비 민간 신용 대출의 관여를 고려할 땐 더욱 그러하다.”

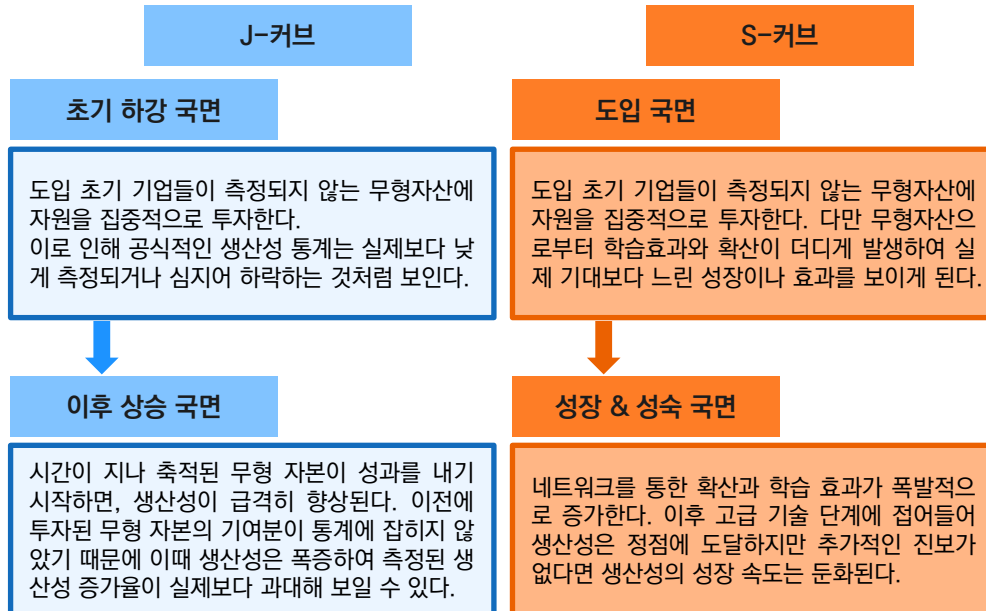
자료: IMF, 유안타증권 리서치센터



주식시장 버블 논쟁과 실물경기 우려는 생산성 역설에서 발생

- Brynjolfsson, Rock, Syverson (2021)은 American Economic Review에 등재한 연구 "The Productivity J-Curve" 에서 AI의 생산성 역설을 설명하는 이론적 틀을 제시. 해당 연구의 핵심 내용은 범용 기술의 도입에 막대한 보완적 무형자산(complementary intangible assets)에 대한 투자를 필요로 한다는 것. 이러한 무형자산에는 새로운 비즈니스 프로세스 재설계, 인력 재교육, 조직 문화 변화, 그리고 새로운 소프트웨어 개발 등이 포함됨.
- 문제는 이러한 무형자산 투자가 GDP 통계에서 제대로 측정되지 않는다는 점. 기업이 AI 시스템을 도입에 막대한 비용을 지출할 때, 이는 현재의 비용으로 처리되어 측정된 산출량(GDP)을 감소시킴. 하지만 실제로는 미래 생산성을 높일 '무형 자본' 을 축적하고 있는 것. 이에 대한 생산성 곡선이 J-커브가 될지 S-커브가 될지 아직은 알 수 없지만 공통적으로 초기에는 생산성 둔화를 경험한다는 것. 이로 인해 버블 또는 경기에 대한 우려가 표출되고 있으나 오히려 경제 전반에서 AI의 잠재력을 실현하기 위한 광범위한 무형자산 투자가 이루어지고 있다는 신호일 가능성.

AI의 생산성 커브 예상 모델: J-커브, S-커브 모두 공통적으로 초기 단계에서는 생산성 둔화를 경험



자료: 유안타증권 리서치센터

무형자산 투자의 '총 요소 생산성(TFP)' 성장은 J-커브 형태를 보임에 따라 초기 실제 생산성이 과소평가됨

Figure 10: Hardware-Related Annual TFP Growth Mismeasurement

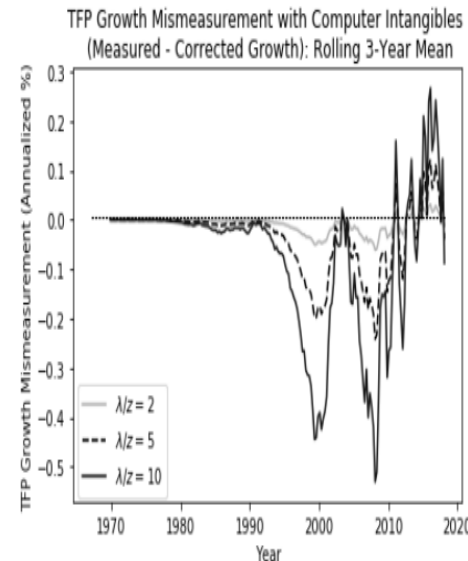
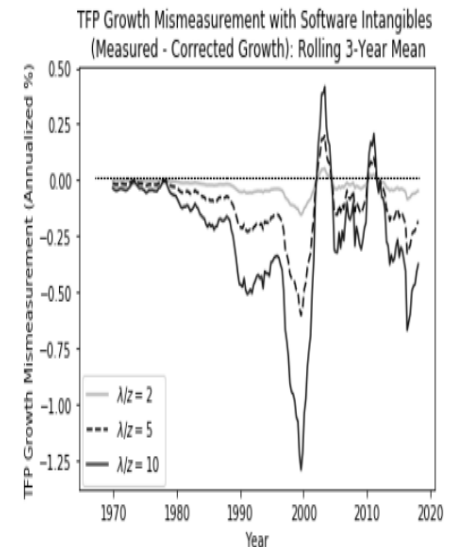


Figure 15: Computer Software-Related TFP Growth Mismeasurement



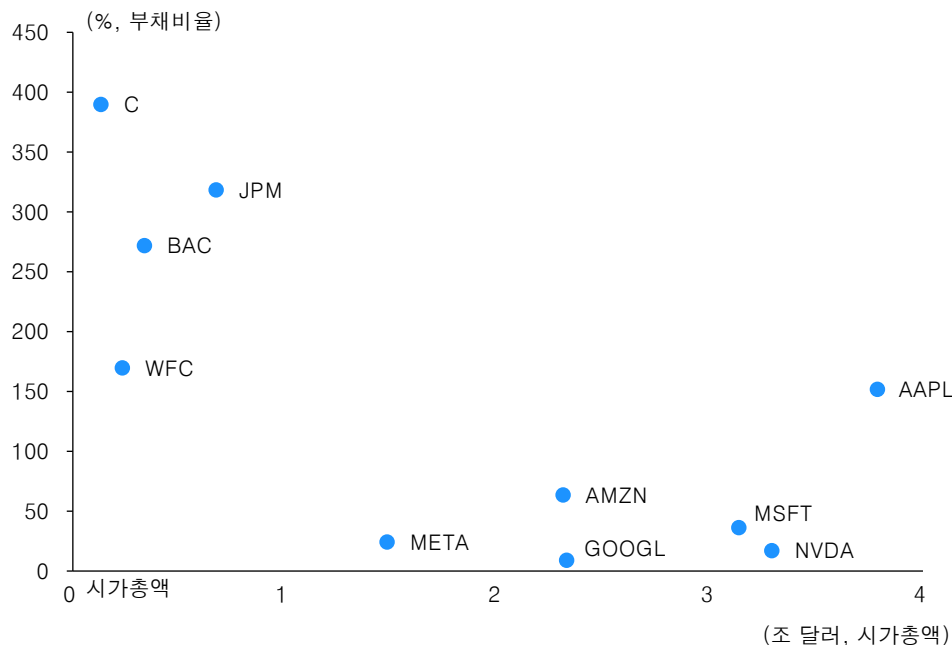
자료: Brynjolfsson, Rock, Syverson (2021), "The Productivity J-Curve: How Intangibles Complement General Purpose Technologies"



AI 중심 강세장은 과열이 아닌 균형 성장 국면

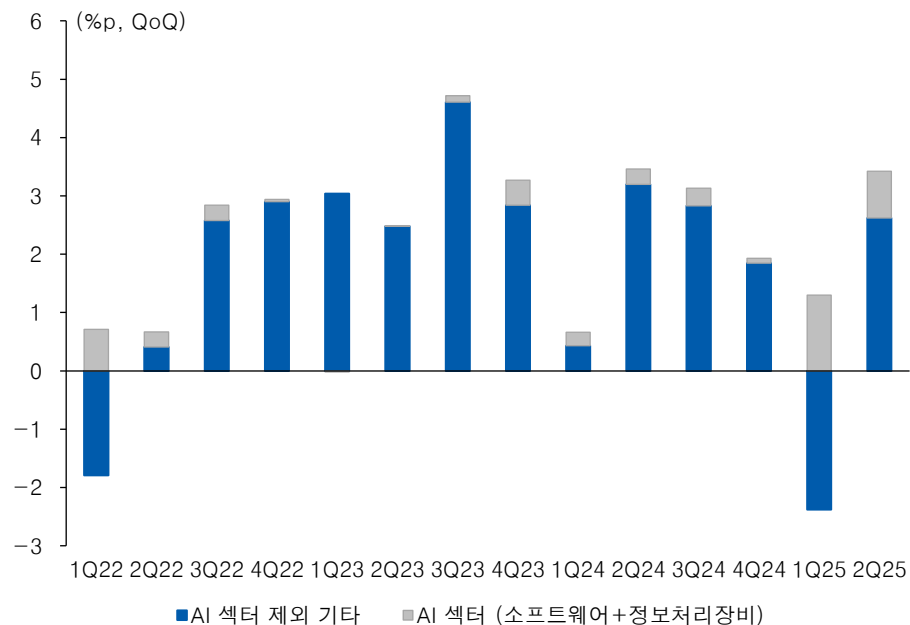
- 2022년 10월 저점을 기점으로 한 이번 강세장에서 S&P500의 상승률은 약 89%로, 과거 11차례의 강세장 평균 상승률(191%)에 비하면 절반 수준에 그침. 즉, 현재 시장의 상승세가 두드러지지만, 통계적으로는 아직 '버블'로 평가할 단계는 아닌 상태.
- 또한, 주요 AI 기업들의 재무 건전성은 오히려 양호한 편. 미국 시가총액 상위 6개사(MSFT, AAPL, GOOGL, NVDA, META, AMZN)의 총부채는 TTM 기준 약 4,250억 달러, 평균 부채비율은 0.50배에 불과. 반면 미국 4대 은행의 평균 부채비율은 약 2.8배 수준으로, 이와 비교하면 오히려 하이퍼스케일러들의 레버리지 부담은 낮고 자본 효율성은 높다고 볼 수 있음.
- 경제 성장 기여도 역시 AI에만 국한되지 않음. 최근 IT 장비와 소프트웨어 투자가 GDP 성장률을 견인하고 있으나, 사실상 GDP 확장세의 대부분은 비(非)AI 산업에서 비롯된 것으로 분석. 즉, AI 투자는 경기 둔화 국면에서도 경기의 하방을 완충하는 안정 요인으로 기능하고 있음.

미국 시총 상위 6사 및 은행 4사의 시가총액vs부채비율 비교



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

GDP 성장 기여도: 경제를 지탱하는 것은 AI만이 아님



자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터



우려와 불확실성 속에서도 소비가 버티는 이유

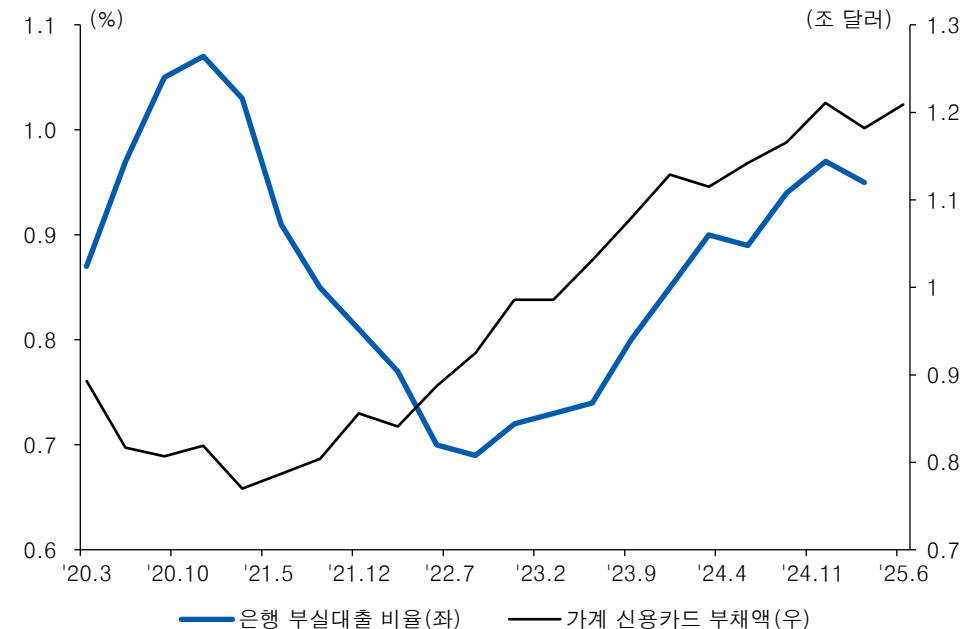
- 불확실성이 커지면 통상 가계는 소비를 줄이고 저축을 늘리지만, 현재는 경기 불확실성 속에서도 지출이 일정 부분 유지되고 있는 상황. 한계소비성향(MPC)이란, 추가로 얻은 소득 중 얼마를 소비로 전환하는지를 보여주는 지표로, 가계의 소득 불안정성과 밀접하게 연관됨. 미래 소득이 불안정할수록 가계는 추가 소득(정부지원금 등)이 생길 경우 오히려 소비로 연결되는 비율이 높아지는 경향을 보임. 다만 불확실성이 일정 수준을 넘어서면, 그 반응은 완만해지는 비선형적 형태를 띠.
- 이러한 특성 덕분에 최근 미국 소비는 예상보다 견조한 상태. 현재의 불확실성은 ‘과도한 공포’ 국면이 아닌 ‘경계적 안정’ 수준에 머물러 있어, 저소득·중산층의 소비가 크게 위축되지 않고 있음. 신용카드 부채와 BNPL(후불결제) 이용이 늘어난 점은 이들이 소득의 불안정성 속에서도 소비를 유지하려는 시도를 보임.
- 다만, 불확실성이 지금보다 더 확대될 경우 MPC 상승 효과는 둔화될 가능성. 즉, 현재의 소비 유지 국면은 불확실성이 ‘중간 단계’에 머물러 있을 때 가능한 균형 상태. 이 수준을 넘어 ‘높음 단계’로 이동할 경우, 저축 선호가 강화되며 소비가 급격히 둔화될 위험도 상존. 그러나 연준의 완화적 정책 기조와 정부의 재정 지원이 확대되면, 불확실성이 높은 계층의 소비는 빠르게 회복될 수 있으며, 소비 둔화를 완충하는 역할을 할 것.

10월 베이지 북 일부 발췌

expiration of a federal tax credit at the end of September. Demand for leisure and hospitality services by international travelers fell further over the reporting period, while demand by domestic consumers was largely unchanged. Nevertheless, spending by higher-income individuals on luxury travel and accommodation was reportedly strong. Several reports highlighted that lower- and middle-income households continued to seek discounts and promotions in the face of rising prices and elevated economic uncertainty. Manufacturing activity varied by District, and most reports

"여러 보고서에 따르면, 저소득 및 중산층 가구는 물가 상승과 높은 경제 불확실성 속에서도 계속해서 할인과 프로모션을 찾고 있는 것으로 나타났다."

미국 은행 부실대출 비율 및 가계 신용카드 부채액 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

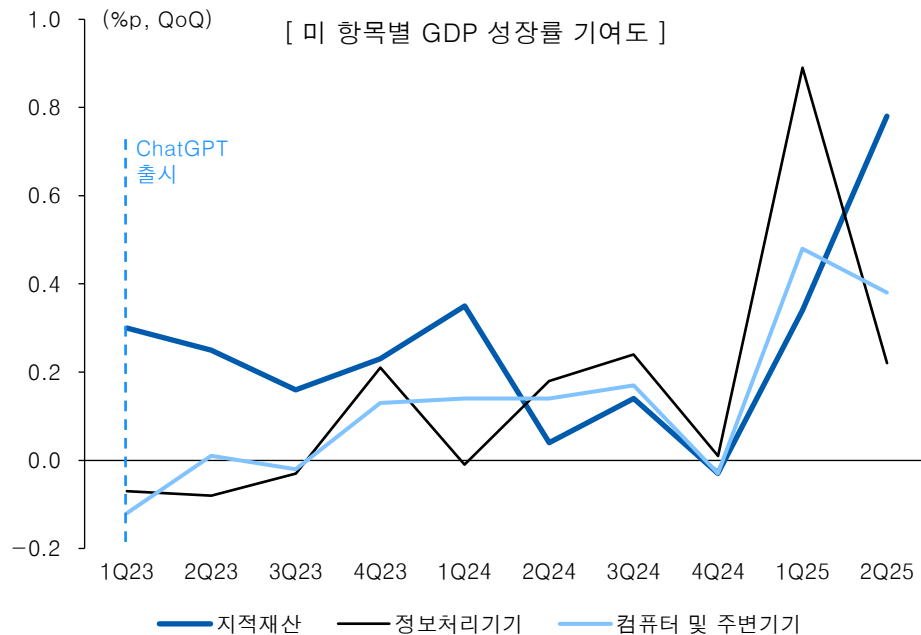
자료: Beige Book, 유안타증권 리서치센터



제조업 둔화 속에서도 지식재산(IPP) 투자는 새로운 성장의 축으로 부상

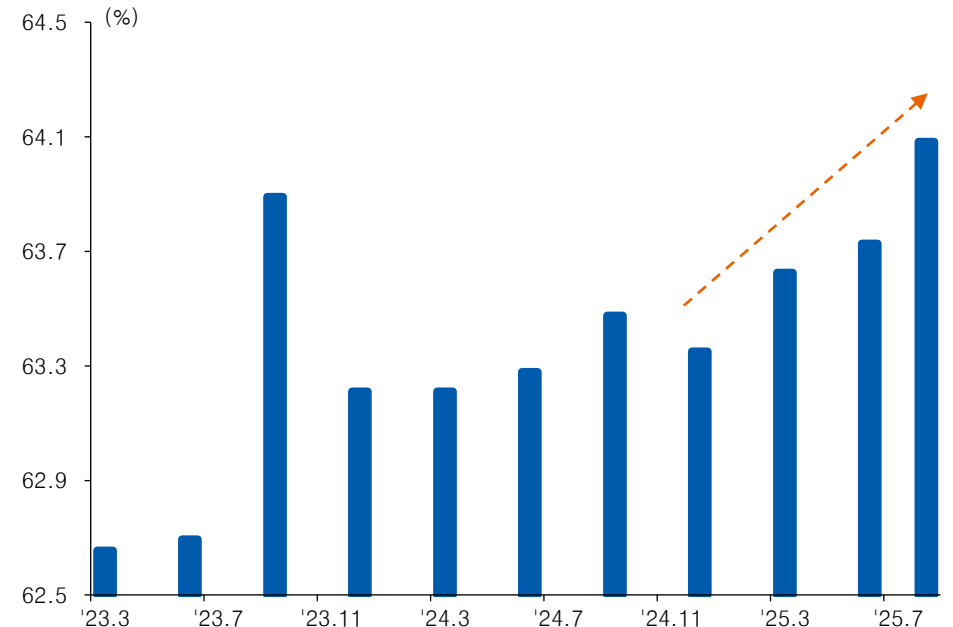
- 제조업 활동이 둔화되는 가운데, '설비(Equipment)' 투자뿐만 아니라 '지식재산(Intellectual Property Products)' 투자가 새로운 성장의 축으로 부상. 최근 기업들의 무형자산 투자에서 소프트웨어·R&D·SaaS 부문이 차지하는 비중이 급격히 확대되며, 이른바 '보이지 않는 제조업'의 시대가 도래. 실제로 2023년 이후 미국 실질 GDP 성장률에서 기술투자의 기여도가 꾸준히 확대되고 있는 상황. 특히 데이터센터 건설은 비주거 투자 부문 중 가장 빠른 성장세를 보이며, AI 인프라를 중심으로 산업 전반의 효율성과 생산 구조가 재편되고 있음.
- 이러한 변화는 단기 경기순환이 아닌 구조적 전환의 신호. 데이터센터와 AI 인프라는 반도체·전력·네트워크·부동산까지 연계된 산업 생태계를 자극하며, 전통 제조업의 공백을 메우고 있음. 결국 미국 경제는 '제조업 둔화'와 '기술투자 확장'이 공존하는 국면에 있으며, 이는 단순한 경기 대응이 아닌, 산업의 잠재성장률을 높이는 구조적 변화로 이어지고 있음.

소프트웨어·R&D 등 무형자산 투자 비중의 꾸준한 확대



자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

미국 제조업 재고 대비 출하 비율 추이



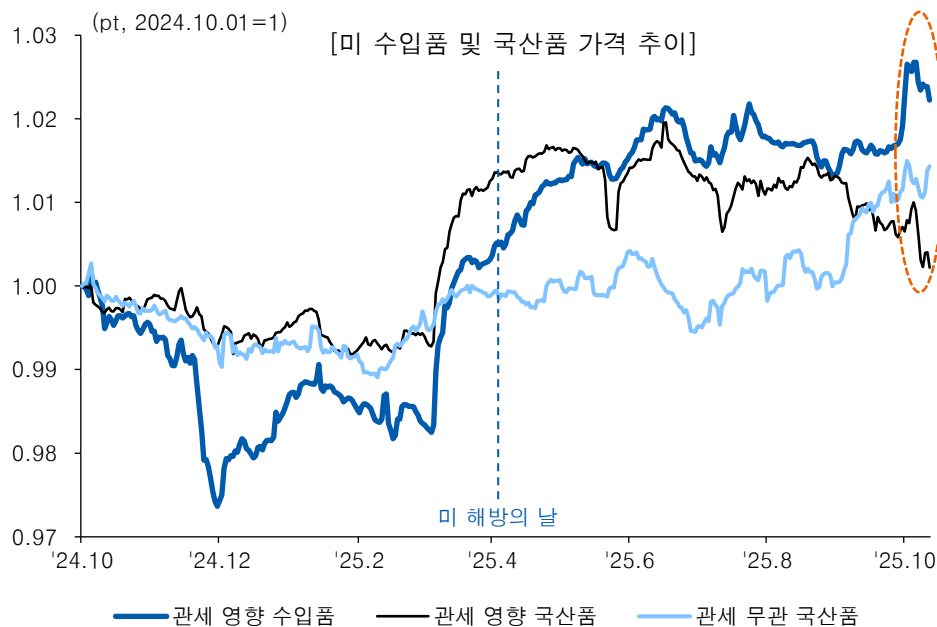
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



남은 압력, 낮아진 위험: 인플레이션의 균형점

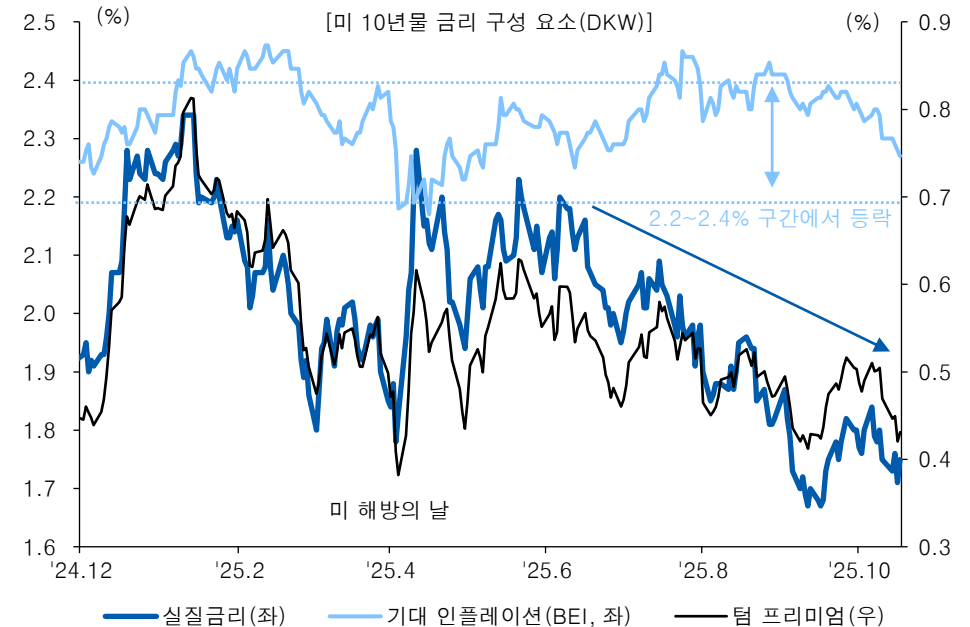
- 2025년 들어 수입품 중심으로 물가 압력이 재차 확대되며 관세 효과가 점진적으로 반영되고 있는 상황. 특히 4월 미국 해방의 날 이후 수입·국내 영향 품목 가격이 급등하며 인플레이션 기대를 자극. 그러나 최근 들어서는 인플레이션이 피크아웃하는 흐름. 이는 미중 무역갈등 완화에 따른 공급망 안정, 그리고 연준의 완화적 기조가 복합적으로 작용한 결과. 물론 여전히 관세 영향 품목의 가격 수준은 높은 편이지만, 상승 속도는 둔화 국면에 진입한 상태.
- DKW 모델을 통해 시장의 인플레이션 기대 구조를 살펴보면, 1월 이후 텀 프리미엄은 완만히 하락하며 정책 불확실성과 경기 리스크가 점차 완화되고 있음을 시사. 반면 10년 BEI는 2.2~2.4% 구간에서 안정적으로 유지되고 있어, 장기 기대 인플레이션이 견고하게 앵커링되어 있음을 보임. 주목할 점은 '순수 인플레이 기대 (10년 BEI - 텀 프리미엄)'가 4월 이후 완만한 상승세를 보이고 있다는 점. 이는 불확실성은 완화되었지만 인플레이 기대 자체는 여전히 남아있음을 의미. 동시에 실질금리가 하락세를 보이며 연준의 완화적 기조와 경기 둔화 기대가 반영됨. 결론적으로 시장은 수요 과열보다는 공급·정책 요인(관세, AI 투자)에 따른 중기적 인플레이 탄력성을 전제하고 있으나, 2차 인플레이션으로 재점화될 가능성이 제한적인 것으로 판단.

미국 관세 영향 수입품 및 국산품의 가격, 피크아웃 통과 후 안정세



자료: HBS Pricing Lab, 유안타증권 리서치센터

기대 인플레이션은 안정적인 흐름이며 불확실성은 완화된 상태



자료: Fred, 유안타증권 리서치센터



2026년 미국 경제: '준-골디락스(Quasi-Goldilocks)' 전망

구분	시나리오 ① 준-골디락스	시나리오 ② 수요 하강	시나리오 ③ 인플레이션 재점화	시나리오 ④ 스태그플레이션
노동시장 임계치 경로(θ)	0.95~1.00 (완만한 하락)	0.75~0.90 (급락)	1.20~1.50 (재상승)	0.90~1.05 (고착화 정체)
노동시장 특징	노동시장 과열 진정 (구인감소 및 자발적 이직률 하락, 해고율은 1% 내외 안정적 흐름)	정리해고 급증, 자발적 이직률 급감	자발적 이직 상승, 임금 경쟁 재점화	신규고용 정체, 활력 상실
실업률	4.3% (정체)	$\geq 5.0\%$ (급등)	3%대 (노동시장 과열)	4.5~5.0% (황보)
헤드라인 CPI	2.0~2.5% (안정 물가)	1.0~1.8% (수요 위축형 디스인플레이)	3.0~3.8% (임금·에너지발 압력)	3.5~5.0% (고착화 인플레이)
연방기금 금리(상단) 예상 밴드	3.00~3.25%	2.50~2.75%	3.50%~4.00%	3.75%~4.25%
핵심 리스크	서비스 물가 점착성, 생산성 둔화	신용경색, 글로벌 경기 침체	조기 완화, 재정 부양, 임금 압력 재점화	관세 지속, 공급망 마찰, 구조적 생산성 저하

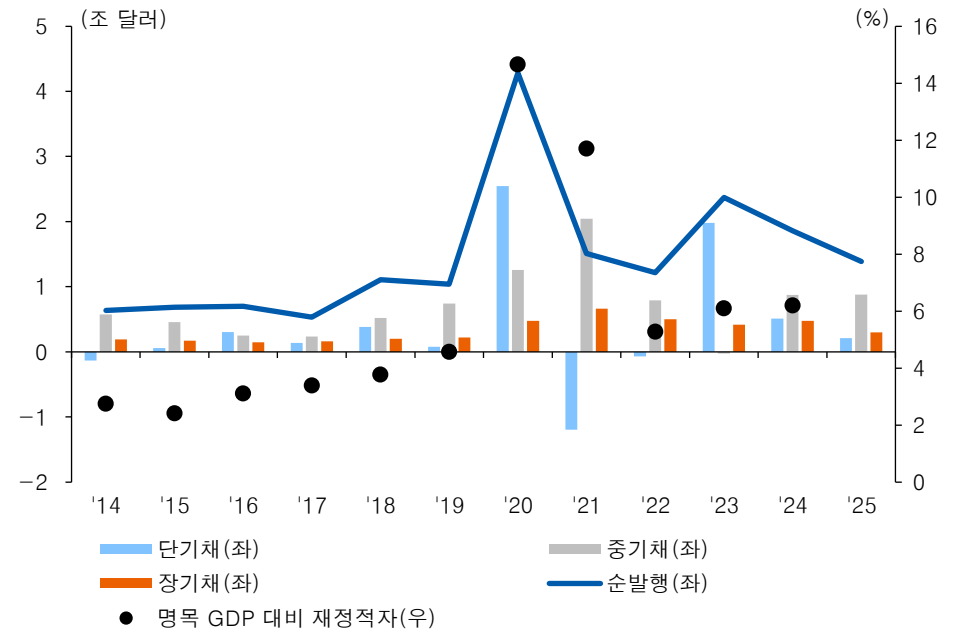
2026년의 경기 흐름은 어떨까. 당사는 상기 4가지 시나리오 중 ① '준-골디락스(Quasi-Goldilocks)', 즉 이상적 연착륙에 가까운 경로를 전망.

- **준-골디락스 환경에서는 노동시장 임계치(θ =구인 공고율(v)÷실업률(u))가 1을 완만히 하회하며 0.95~1.00 구간에 안착할 것으로 예상.** 이때 고용은 과열 국면에서 점진적으로 식어가며, 구인공고가 완만히 감소하고 실업률은 4.3% 이상으로 소폭 상승할 것. 다만, 기업들이 대규모 감원에 나서지는 않으며, 자발적 이직률도 팬데믹 이전 평균 수준으로 되돌아갈 것. 이는 경기 후퇴가 아니라 노동시장 과열의 해소 과정, 즉 '적당히 따뜻한 노동시장'으로 풀이됨.
- 물가 측면에서도 노동시장 안정화가 인플레이션 압력을 완충할 것. 관세나 에너지 가격 등 외생적 공급 충격이 발생하더라도, 임금-물가의 상호 자극 경로가 차단되면서 안정적 흐름을 보일 전망. 실제로 2025년 하반기 PPI 지표에서도 유통·도매 부문이 마진을 조정하며 원가 상승분을 흡수하는 패턴이 나타남. 이는 기업이 가격 전가 대신 내부 마진 흡수를 통해 충격을 완화하는 구조가 강화되고 있음을 시사.
- 이 시나리오가 실현되기 위해서는 2가지 조건이 충족되어야 할 필요. 첫째, 중장기 기대 인플레이션이 2.0~2.5% 범위에서 안정적으로 앵커링되어야 함. 둘째, 연준의 통화 완화 속도와 정부의 재정 확장 속도가 모두 과도하지 않아야 함.
- 이 경로를 가리키는 신호는 명확함. 임계치가 안정적으로 하락해야 하며 ($\theta < 1.0$), 자발적 퇴직자 수(3개월 이동평균)가 지속 감소해야 함. 주거비와 서비스 물가의 잔존 압력은 남아 있지만, 전반적인 물가 흐름은 점차 완화될 가능성이 높음.

‘준-골디락스(Quasi-Goldilocks)’를 향한 변수들

- **한편 기대 인플레이션은 대체로 안정적.** 10년물 BEI는 2.2~2.4% 수준, 5년 기대 인플레는 2.3% 안팎에서 움직이며, 시장이 연준의 2% 목표 달성에 대한 신뢰를 유지하고 있음을 보임. 이러한 기대 앵커링은 시나리오 ② (경착륙)나 ③ (재점화)로 급격히 이동할 가능성을 낮춤.
- **정치적 변수도 고려해야 할 필요.** 현 행정부는 관세 정책을 유지하며, 동시에 연준에 대한 정치적 압박을 지속하고 있는 상황. 최근 리사 쿡 이사 해임 시도 및 법원의 복직 명령은 연준 독립성을 둘러싼 긴장을 단적으로 드러낸 사례. 향후 대규모 감세나 인프라 투자 확대가 추진될 경우 재정 부양 효과로 인플레이션 압력이 재차 부상해 시나리오 ③ (2차 인플레이션)으로 기울 가능성 존재. 반대로 재정 긴축 또는 무역 갈등 심화는 수요 위축을 통해 시나리오 ②(경착륙)로 이어질 가능성. 현재로서는 정책 불확실성이 상존하지만, 양 극단으로의 급변 가능성은 제한적.
- **재정 여건 역시 중기 경기 경로에 중요한 영향을 미치는 요인.**
2025 회계연도 미 연방 재정적자 전망치는 약 1.8조 달러로 GDP의 약 6%대 적자 지속을 전망하지만, 절대 규모만 놓고 위기를 단정하기는 어려운 수치. 2020년(약 15%)을 정점으로 명목 GDP 대비 재정적자 비율은 점진적으로 하락하고 있으며, 팬데믹 직후와 비교하면 관리 가능한 범위로 수렴 중.
- **주목할 점은 행정부의 부채 관리 전략 변화.**
행정부는 장기채 발행을 줄이고 단기물 중심으로 차환 구조를 조정해 장기금리의 상방 압력을 완화하고 있음. 이는 과거처럼 재정이 직접 수요를 떠받치는 구조가 아니라, 시장 메커니즘을 통한 자금 순환형 구조로의 전환으로 볼 수 있음.
- 이와 함께 AI 투자에 따른 생산성 향상과 민간소득 회복이 병행될 경우, 재정적자 확대가 곧바로 경기 침체나 인플레이션 재점화로 이어질 가능성은 낮음.
- 이러한 요소들을 종합하면, 2026년은 시나리오 ① ‘준-골디락스’ 경로를 따를 가능성이 높음. 이에 있어서 핵심 변수는 연준의 완화 속도 조절과 고용 둔화의 충격 크기. 즉, 고용 조정이 소비 붕괴로 이어지지 않는다면, 연준은 점진적 금리 인하를 통해 완만한 연착륙을 유도할 여지가 있음.

미국 2025년 3분기 기준 채권 발행량 및 재정적자 비율



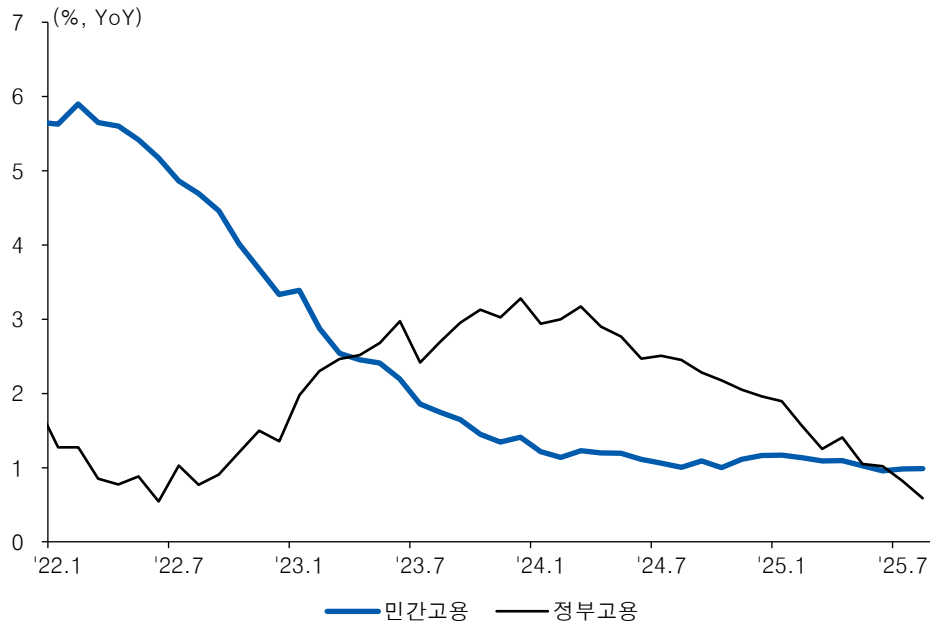
자료: SIFMA Research, CEIC, 유안타증권 리서치센터



고용 둔화가 경기침체로 이어지진 않을 것

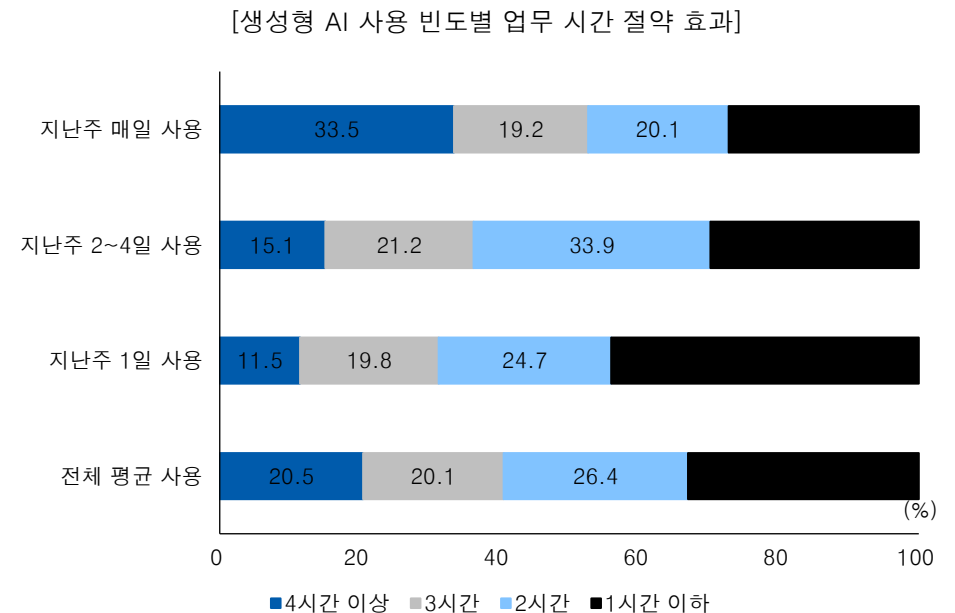
- 고용 지표는 혼재된 신호를 보내는 중. 최근 분기별 고용조사(QCEW) 수정 결과, 2024년 4월~2025년 3월 기간 민간 고용이 기존 추정보다 약 88만 명 적은 것으로 나타남. 이는 고용시장의 기초 체력이 예상보다 약했음을 의미하며, 향후 고용 둔화 가능성을 높임. 다만 실업률은 여전히 4%대 초반에 머물고, 신규 실업급여 신청 건수 역시 안정적인 상태. 즉, 고용이 둔화는 되고 있으나 붕괴 조짐은 아닌 것으로 분석.
- 동시에 현재의 고용 둔화가 경기침체로 이어질 가능성은 제한적. 미 연방정부의 일자리는 행정부의 구조조정과 섣달의 영향으로 다소 감소했지만, 이는 팬데믹 기간 급증했던 공공부문 고용이 적정 수준으로 복귀하는 조정기라고 볼 수 있음. 오히려 정부가 아닌 민간 주도 경제로의 재전환임을 시사.
- 기업들이 AI와 자동화를 통해 인력 의존도를 낮추면서 적은 고용으로 생산을 유지하는 효율화 단계에 진입한 상황. 베센트 재무장관은 2026년 상반기부터 AI 투자가 본격적으로 생산성 개선으로 이어질 것으로 전망함. 결과적으로 일자리 창출 둔화되더라도, 민간 중심 소비, 설비투자로 경제 전반의 활력은 유지될 전망.

팬데믹 기간 급증했던 공공부문 고용의 정상화



자료: Fred, 유안타증권 리서치센터

AI 생산성 효과



자료: Federal Reserve Bank of St. Louis, 유안타증권 리서치센터



‘준-골디락스(Quasi-Goldilocks)’에서 달러의 향방

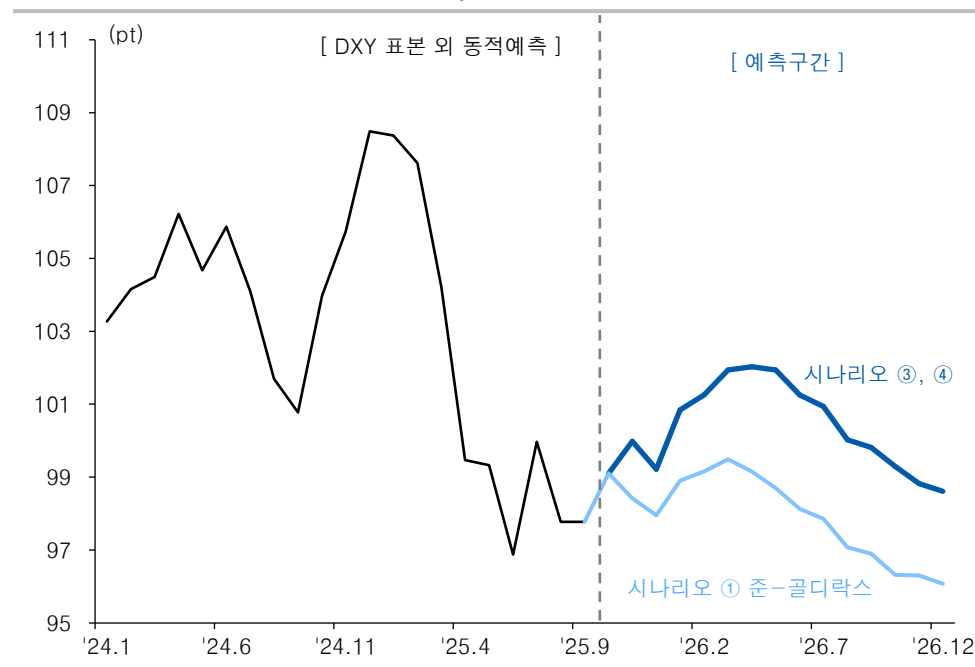
- 2026년은 경기 시나리오 ① ‘준-골디락스(Quasi-Goldilocks)’로 진행될 가능성이 크다는 판단 하에, 노동시장의 극히 제한적 충격 및 완만한 하강, 물가안정을 베이스로 하고, 이에 따른 기준금리 밴드와 국채 금리 하락 등 변수들의 수치를 조정한 뒤 **VAR모형을 통해 달러지수의 표본 외 동적예측을 진행**.
- 동적예측 결과 **달러지수는 1분기까지 99pt 도달 이후 점차 완만하게 하락하는 약보합 궤적이 산출**됨. 한편 시나리오 ③ ‘인플레이션 재점화’, ④ ‘스태그플레이션’에서는 1분기까지 102pt 도달 이후 2분기까지 강보합 기조를 보이다 99pt까지 하락하는 궤적이 형성됨.
- 장기로 갈수록 예측 시작 시점의 레벨 평균에 수렴한다는 모형의 한계를 고려했을 때, 해당 예측이 주는 시사점은 결국 현재 시점에서 어떠한 경기 상황이 되더라도 달러지수의 추가 하락보다는 상승 가능성이 존재한다는 것. **2026년은 경기 시나리오를 ① ‘준-골디락스(Quasi-Goldilocks)’로 상정할 때 달러지수는 연평균 97.6pt로 제시**.

모형에 활용된 잠재변수들의 표본내 값과 표본 외 시나리오 값

	CPI	실업률	UST 10Y	미시간대 소비자심리
시나리오 ① ‘준-골디락스’	2.3	4.2	3.1	67.0
시나리오 ② ‘수요 하강’	1.8	5.0	2.6	42.0
시나리오 ③ ‘인플레이션 재점화’	3.8	4.1	3.7	65.0
시나리오 ④ ‘스태그플레이션’	4.0	4.7	4.1	55.0
현재값	3.0 (25년 9월 기준)	4.3 (25년 8월 기준)	4.12 (25년 11월 기준)	50.3 (25년 11월 기준)

자료: 필자 직접 분석, 유안타증권 리서치센터

표본 외 동적예측 결과 달러지수는 1분기까지 99pt 도달 이후 점차 완만하게 하락하는 약보합 궤적이 산출



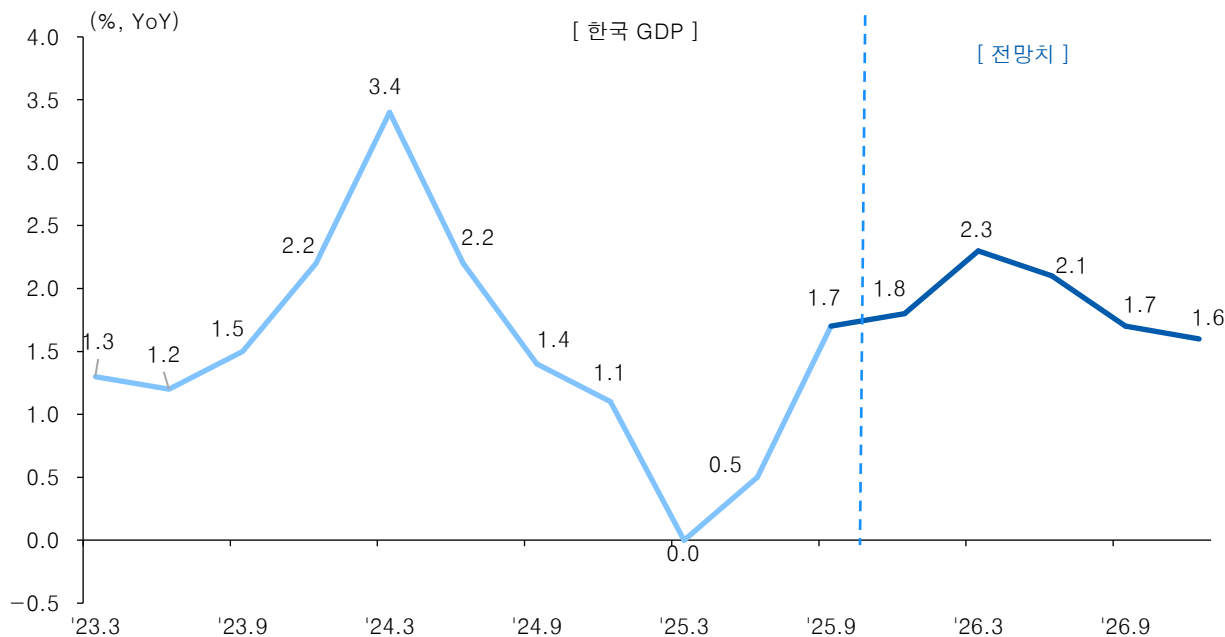
자료: 필자 직접 분석, 유안타증권 리서치센터



정상 경로로 회복할 성장률

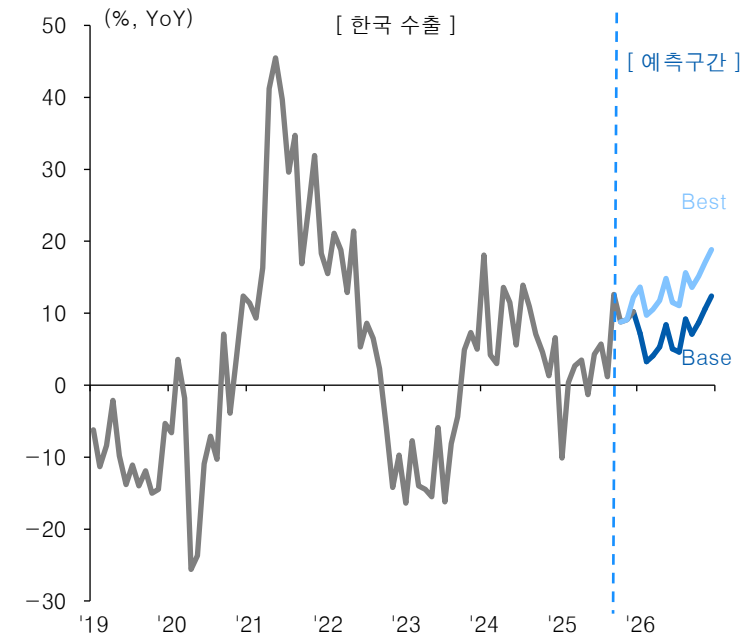
- 2026년 한국 GDP는 1.9% 성장할 것으로 예상. 올해 성장률 하락에 따른 기저효과도 있지만, 반도체 업황 호조와 글로벌 제조업 반등에 따른 수출 회복이 성장에 기여도를 높일 것으로 보이며, 내수는 소비보다는 공백이 있었던 설비투자의 성장 기여도 확보 등이 성장세를 만들 것으로 예상.
- 특히 수출은 6.9% 증가하여 올해(4.1% 전망)보다 증가율이 높아질 전망. 1~3분기 초까지는 기저효과와 대외환경 불확실성 피크아웃에 따라 점진적인 회복 흐름을 보이겠지만 모멘텀의 확신이 아직 부족한 시점. 3분기 중반부터는 수출 모멘텀을 확인할 것으로 전망.
- 다만 소비에 있어서는 정책 효과로 인해 소비지출의 하방은 견조하나 임금상승률 둔화 및 가계금융 환경 및 예비적 저축에 대한 니즈 등이 반영되어 소비지출의 성장세가 확인되기에는 다소 어려워 보임.

경기 부양 의지 및 정책효과, AI 투자로 인한 대외수요의 점진적 회복에 따라 2026년 1.9% 성장을 달성할 것으로 전망



자료: 필자 직접 분석, 유안타증권 리서치센터

대외수요 회복, 글로벌 CAPEX 증가 시나리오에서 VAR 모형을 통한 수출 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

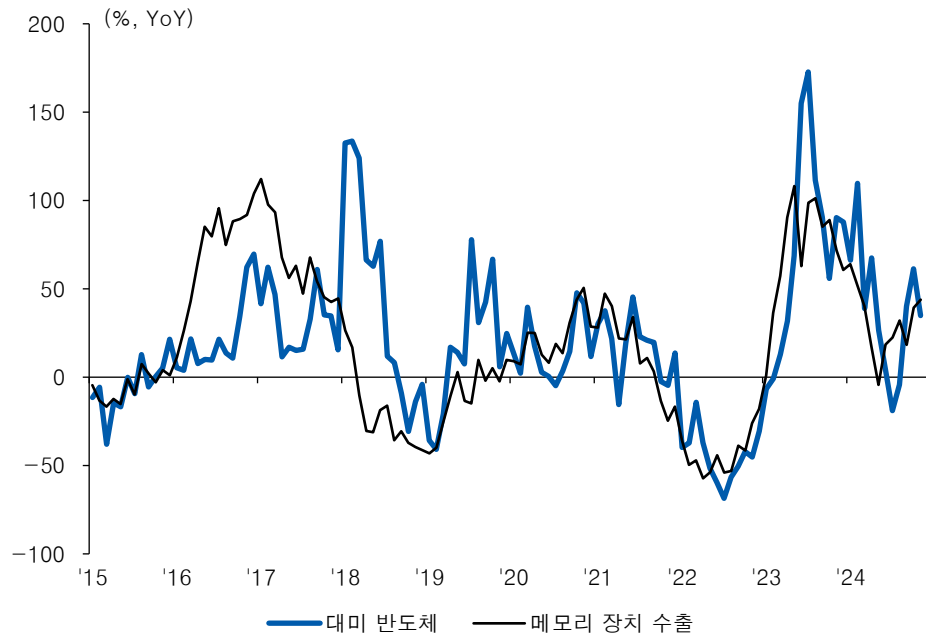
주: 다변량 VAR 모형 활용, 대외 수요 확대, 글로벌 CAPEX 증가 시나리오 구성한 표본 외 동적예측



완만한 반등이 기대되는 수출 경기

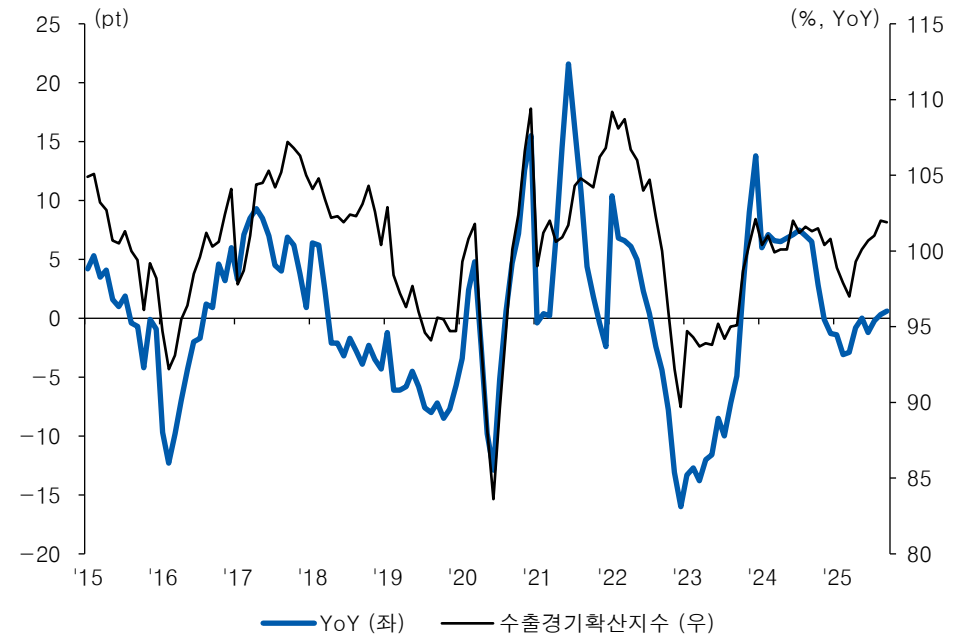
- 글로벌 물동량 위축과 무역정책 불확실성에도 AI 투자 사이클에 영향으로 고부가가치 메모리 수출 호조에 범용 메모리 수출 반등이 더해지고 있고, 범용 메모리 수출단가 및 물량 개선은 글로벌 무역환경 불확실성에도 수출 경기의 하방을 제한하는 요인.
- AI 투자 사이클 영향으로 인한 후방연쇄 작용에 따라 글로벌 제조업이 반등하면, 산업재 수출도 호조를 기록할 것으로 판단. 특히 건설기계, 변압기는 AI 투자 사이클 영향에 따라 후방연쇄 효과에 따라 올해도 수출 호조를 기록했지만, 향후에는 수요가 더 확대될 수 있을 것. 올해 미국 수출이 부진하지만 미국 이외 수출이 버텨주었고, 내년에도 아세안, EU 등 미국 이외 수출이 버티는 가운데, G2 수출도 회복된다면 수출 포트폴리오의 비교적 고른 실적을 기대할 수 있을 것.
- 관세 충격으로 인한 대미 수출의 차질에 대해서 수출 다변화 등을 통해 기민하게 대응하고 있고, 관세 불확실성이 점차 낮아지는 방향으로 전개되는 가운데 원화 약세 기조에서 환율 변동성이 올해보다는 낮아지는 환경이 마련된다면 한국의 수출 경기의 완만한 반등도 기대해 볼만한 부분.

AI 투자 사이클의 영향으로 고부가가치 메모리 수출 호조에 따라 범용 메모리 수출도 동반 호조



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

금액 기준 수출경기확산지수는 회복세, 내년에는 올해보다 개선된 수출경기를 기대



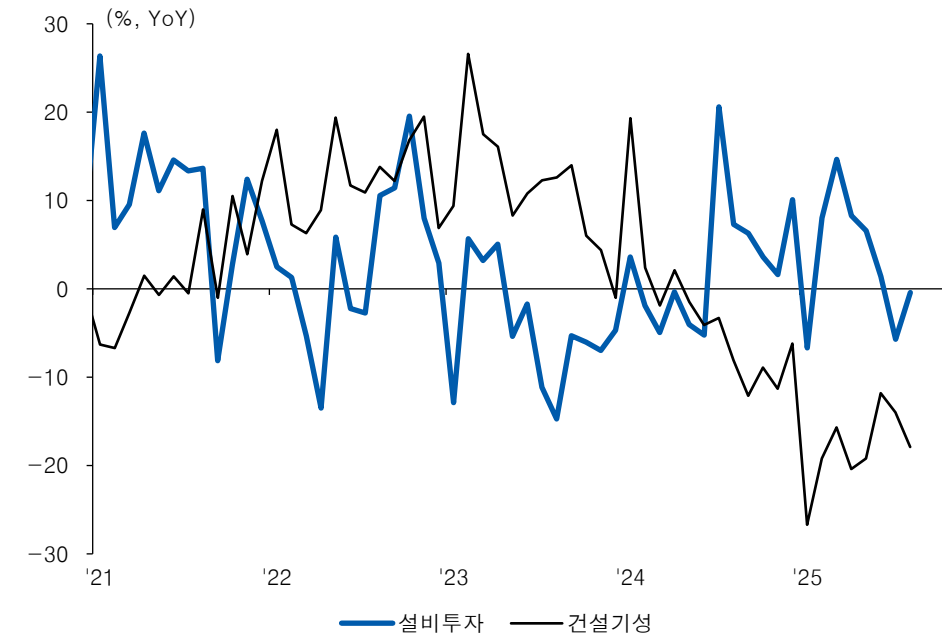
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



추가 하락보다는 개선될 투자

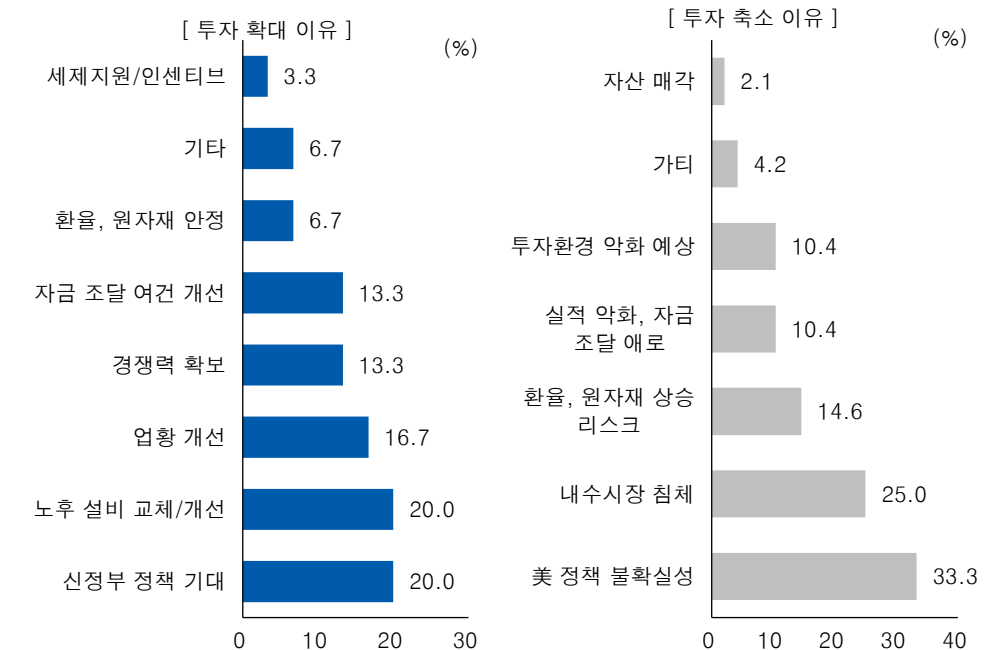
- 올해 성장률 부진의 원인으로 작용했던 투자는 개선될 것으로 예상. 우선 설비투자 부분에서 반도체 이외 수출품목의 반등이 확인된다면 그간 공백이 있던 설비투자가 탄력적으로 집행될 가능성이 높음. 특히 지난 3분기 자본재 수입에서 기계류 비중이 감소한 부분은 장비 투자에서 이제 시설물 투자로 이동할 수 있음을 시사.
- 2026년 **설비투자**는 3% 내외 증가를 예상. 낮은 기저를 바탕으로 상승 반전에 성공할 것으로 기대하지만 내수 부진으로 인한 비제조업 설비투자 위축과 상수가 된 대외불확실성의 영향으로 인해 사이클로 접어들기는 조금 더 시간이 필요한 상황.
- 다음으로 **건설투자**는 부동산 PF 부실 및 건설업체 재무건전성 악화, 비주거용 건축(오피스, 상업시설) 공실률 상승으로 2026년에도 극적인 개선은 어려울 것으로 추정. 다만 건설수주의 시차와 정부의 투자 등이 반영되고, 기저효과도 존재하는 만큼 올해보다는 개선될 것으로 기대.

건설기성은 여전히 부진하지만, 설비투자는 상승 반전을 기대



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

기업들의 투자 애로사항으로 미국의 정책 불확실성이 꼽히는 동시에 정책 기대 및 업황 개선 의견도 확인



자료: FKI, 유안타증권 리서치센터



내수 회복에 대한 기대감은 유효하나 우려 또한 상존

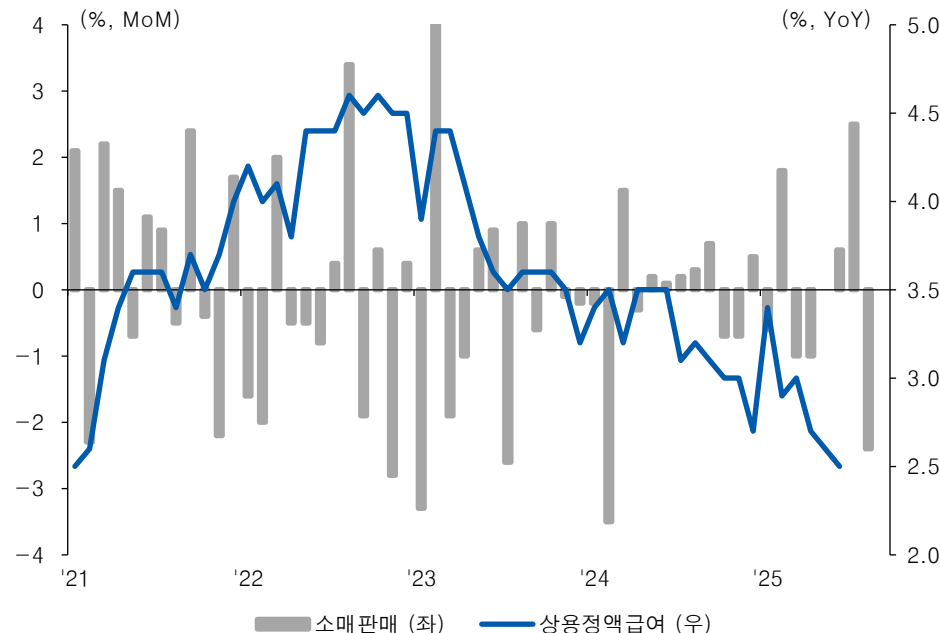
- 신정부의 소비쿠폰 지급 등 적극적인 경기 부양 정책에 힘입어 지난 5월 이후 소비자심리가 빠르게 개선되는 가운데, 소비자들의 지출 계획도 꾸준히 개선된 상태. 다만 8월 소비자심리에서부터 이 기세는 약해지고 있으며, 8월 산업활동동향에서의 내수 경기는 기대보다는 실망적인 모습을 보임.
- 8월 소매판매는 4개월 만에 전월 대비 마이너스를 기록. 또한 특징적으로 전년대비로도 -0.5% 감소했다는 점을 주목할 필요. 결국 본질적으로 소비 쿠폰으로 상징되는 직접적인 소비 부양 정책으로 가려져 있지만 구조적인 소비여력이 개선되지 못하고 있는 상황.
- 민간소비 부진 장기화의 원인은 임금상승률 둔화에서 기인. 지난 6월까지 근로자의 상용정액급여는 전년대비 2.9% 증가했지만 추세로 보면 지난해부터 둔화되고 있음. 또한 상용 근로자의 증가폭은 22년 9월 정점을 기록한 후 하락하기 시작해 24년 9월까지 하락세를 지속. 지난해 4분기부터 추세가 반전했음에도 불구하고 증가폭 자체는 낮은 수준에 머물러 있는 상태. 즉, 소비에 근본적인 개선이 나타나기 어려운 상황이 나타나고 있는 상황.

소비쿠폰 지급 등 적극적인 경기 부양 정책에 힘입어 개선되는 모습을 보여온 소비자심리는 하락 전환



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

민간소비 부진 장기화의 원인은 임금상승률 둔화에서 찾을 수 있음



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



KRW: 약세 압력을 줄이겠지만, 가치 회복 체감은 어려울 전망

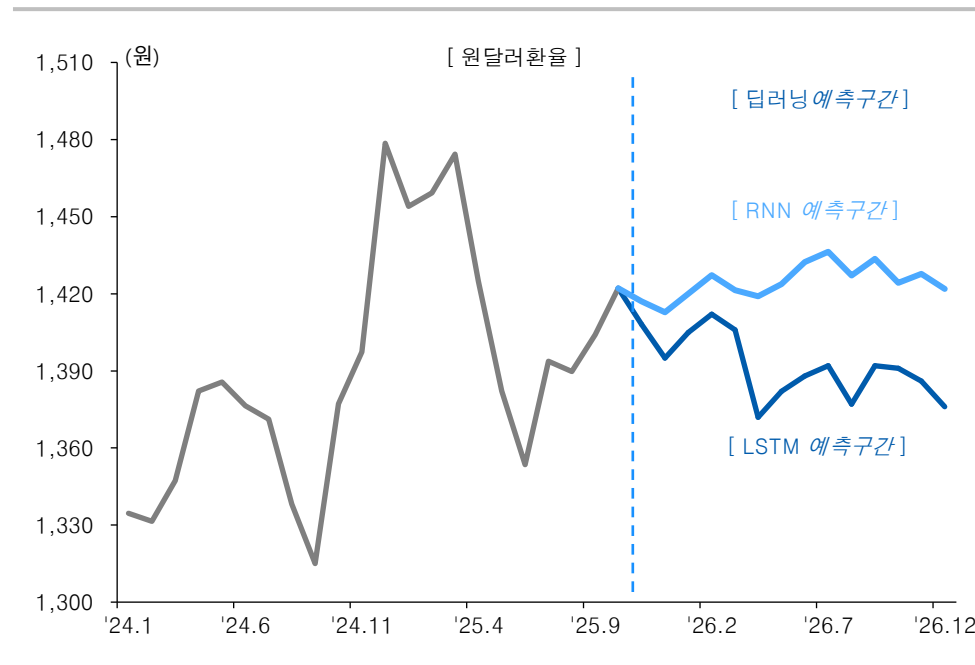
- 한국은 소규모 개방 경제국가로 원화는 특히 글로벌 교역 및 금융 환경에 민감한 만큼, 미국에 대규모 투자에 따른 자본 유출 압력을 받을 것. 이로 인해 과거보다 높은 수준의 원달러환율을 경험하게 될 것. 또한 이번 한미협상에서 한국의 달러화 수급의 현실적인 한계와 어려움을 대내외적으로 다시금 확인하게 되어 달러화에 대한 조달 비용 상승과 가수요가 발생할 수 있는 상황이 조성됨. 이로 인해 경기 회복과 펀더멘털과는 별개로 원달러 환율은 상승 압력에 노출될 것으로 예상.
- 한편 2026년 한국은행 기준금리는 정부의 부동산규제 효과를 확인하며 2.00%에서 마무리될 전망. Fed의 금리는 올해 4분기부터 내년 말까지 총 4회(100bp) 인하를 전망. 결국 한-미 금리차 축소와 이로 인한 FX-Swap rate 상승을 통해 원달러환율의 추가 상승 압력은 약해질 가능성도 존재. 원달러환율은 금리구조를 충실히 반영하는 만큼 내외 금리차 축소에 따른 기술적인 수급 Proxy 개선, 리스크 지표 둔화와 더불어 매크로 지표 개선을 반영한 시나리오 데이터 셋을 구성. 해당 데이터 셋을 바탕으로 딥러닝 방법론 중 LSTM을 활용한 결과, 현재보다는 안정되지만 1,380원 대를 상회하는 높은 수준이 지속될 것으로 결과를 산출. 모형의 예측치를 바탕으로 2026년 원달러환율은(분기말) 1Q: 1,420원 / 2Q: 1,395원 / 3Q: 1,390원 / 4Q: 1,380원 수준으로 제시.

모형별 원달러환율과 달러지수의 전망치

모형		1분기 말	2분기 말	3분기 말	4분기 말	연간 (평균)
LSTM	원달러환율	1,412원	1,388원	1,392원	1,376원	1,393원
	달러지수	98.5pt	97.8pt	96.9pt	95.1pt	97.2pt
RNN	원달러환율	1,424원	1,428원	1,434원	1,421원	1,426원
	달러지수	100.2pt	98.9pt	99.8pt	97.4pt	99.2pt

자료: 필자 직접 분석, 유안타증권 리서치센터

모형별 예측에 따르면 원달러환율은 25년 말까지는 안정되지만, 높은 수준의 레벨에서 움직일 것으로 예상



자료: 필자 직접 분석, 유안타증권 리서치센터



[Part 2] 채권

2026년 채권전망: 정책금리 인하보다는 QE



이재형 Fixed Income Strategist
jaehyung.lee@yuantakorea.com

SUMMARY

이재형 Fixed Income Strategist

2026년 채권전망: 정책금리 인하보다는 QE

시중 유동성은 어떻게 공급되나? 금융시장에서 유통되는 돈은 중앙은행이 아닌 상업은행 등 금융시스템을 통해서 공급되는 원리.

금융 시스템의 신용팽창 강도에 따라, 시중 유동성의 양(量)은 변함. 통화정책은 금융기관이 신용을 공급하는 여건을 변화시켜서, 시중 유동성 팽창 강도를 조절하게 됨. 중앙은행의 자산 증감과 정책금리 결정에 따라, 금융기관과 자금시장의 여건이 변하면서, 시중 유동성이 증감하는 것. 정책금리가 높은 수준이지만 금융시장의 신용 공급이 확장되면, '완화적' 유동성 환경이 됨. 반대로 금리인하에도 민간신용이 위축되면, '긴축'되는 것.

2020년 이후, Fed자산이 크게 확대되면서 나타난 변화는 미국 상업은행의 '현금' 자산이 크게 증가하였다는 점과, 단기자금시장 확대와 이를 통한 레버리지 투자가 크게 늘어났다는 점. 전통적인 경제이론에서는, 상업은행의 현금 보유가 미미한 편이라, 중앙은행 정책금리는 시중은행들의 '자금조달비용'에 영향을 주게 됨. 반면 상업은행들이 현금 자산 비중이 높아지게 되면서, 정책금리는 상업은행의 비용보다는 이자수익에 영향을 미치게 됨.

지난 몇 년 간, 은행시스템보다는 단기자금시장을 통한 유동성 공급이 크게 확대된 점을 주목할 필요. MMF를 통한 Repo자금 공급은 2020년 이전보다 2배 이상 확대되었는데, 최근에는 MMF의 현금 여력이 크게 축소된 상황. 단기자금 공급 여건의 변화는 장기금리 변동성 확대 요인으로도 작용하게 됨. 통화정책 측면에서 은행 시스템 뿐만 아니라 단기자금 시장 안정도 중요한 정책적 고려 사안이 됨.

단기자금시장을 통한 자금조달을 고려하면, 정책금리가 빠르게 인하되는 것보다는 완만한 변화가 오히려 채권투자 포지션에는 안정적으로 작용. 단기자금에 의존한 익스포저가 확대되면서, 단기구간의 커브 변동에 따라 포지션을 조정해야 할 필요성이 높아졌기 때문. 단기자금시장을 안정시키기 위해서는 정책금리보다는 제도와 양적인 통화정책이 보다 더 효과적.

국내도 단기자금을 통한 채권 익스포저가 크게 확대된 상황. 원화 Repo 시장이 크게 확대되었고, 한국은행의 RP자금 공급도 ₩10조 이상으로 확대되면서, 단기자금시장을 안정시키고 있음. 국내 채권시장에서 특징적인 흐름 중의 하나는, 초장기금리가 낮은 수준을 유지하고 있다는 점. 외국인과 장기투자기관들의 장기채권 투자 확대로 장기금리는 상대적으로 낮은 수준. 외국인의 초장기채권 보유 확대로 대내외 단기자금 여건에 따라, 장기금리 변동성이 확대될 가능성이 높아짐. 신용 스프레드도 안정적으로 축소되고 있는데, Repo 펀드 등 단기자금 조달을 통한 신용채권 투자가 확대됨.

4분기 들어 원화 장기금리가 급등하고, 외국인의 국채선물 매매가 확대되는 것은, 대내외 단기자금 여건이 변하고 있는 점이 반영된 것. 정책금리 인하 강도보다는 단기자금 수급 불확실성이 해소될 수 있을지가 장기금리 변동성에 중요한 변수로 작용할 전망.

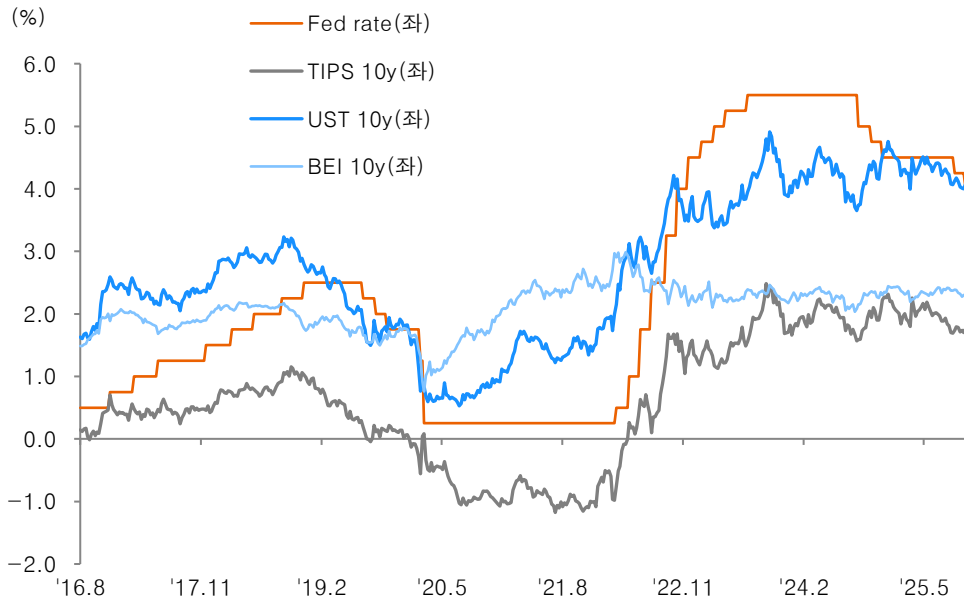




금리와 주가의 관계, 그리고 유동성과 단기금리

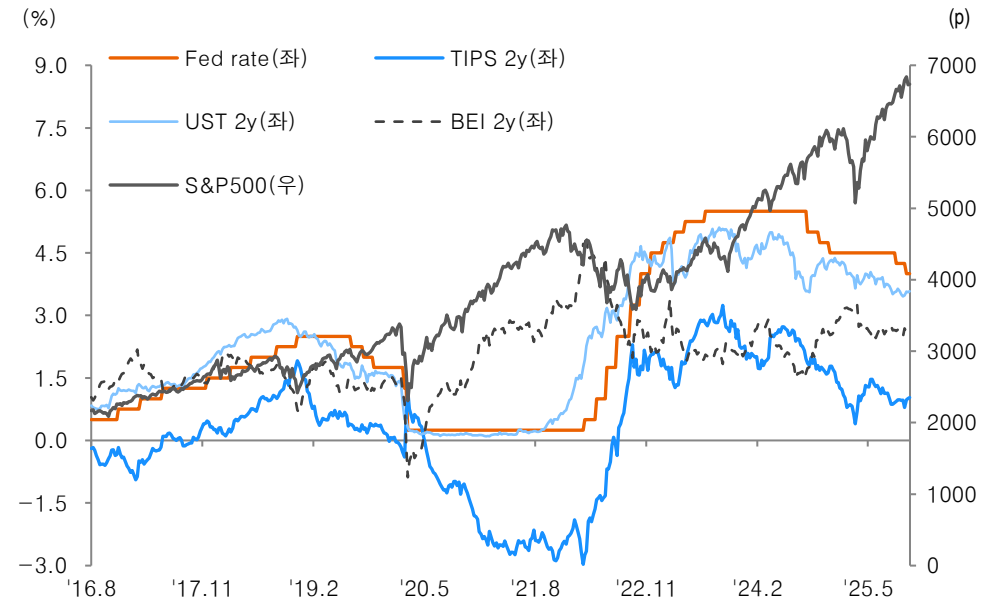
- 금리는 자금 조달 여건과 유동성 상황을 반영하며, 또한 국채수익률은 위험선호도에 따라서도 등락함. 2023년 미국 주가지수 상승기에 장기금리는 추세적 변동이 미미했던 편. 상대적으로 단기금리 하락세와 주가지수 강세가 동반해서 나타나는 양상이 뚜렷하게 나타났었음. 단기 실질금리가 낮아지면서, 주가 조정 후 주가 회복력도 빠른 편으로, 유동성은 장기보다는 단기금리에 보다 더 관련성이 높아진 것으로 판단.
- 명목금리에 기대물가 상승 우려에 비해, 실질금리가 낮은 수준을 유지한다면, 시중 유동성 여건은 완화적인 것으로 평가할 수 있음. 또한 장기보다 단기금리 영향력이 주가지수 추세에 미치는 영향이 커졌다는 것은 그만큼 장기보다는 단기 구간의 자금 조달 여건이 중요한 변수로 작용하고 있다는 것.

Fed금리와 미국채 10년물 금리, 실질금리와 기대인플레이션



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

S&P지수와 미국채 2년물 금리, 실질금리와 기대인플레이션



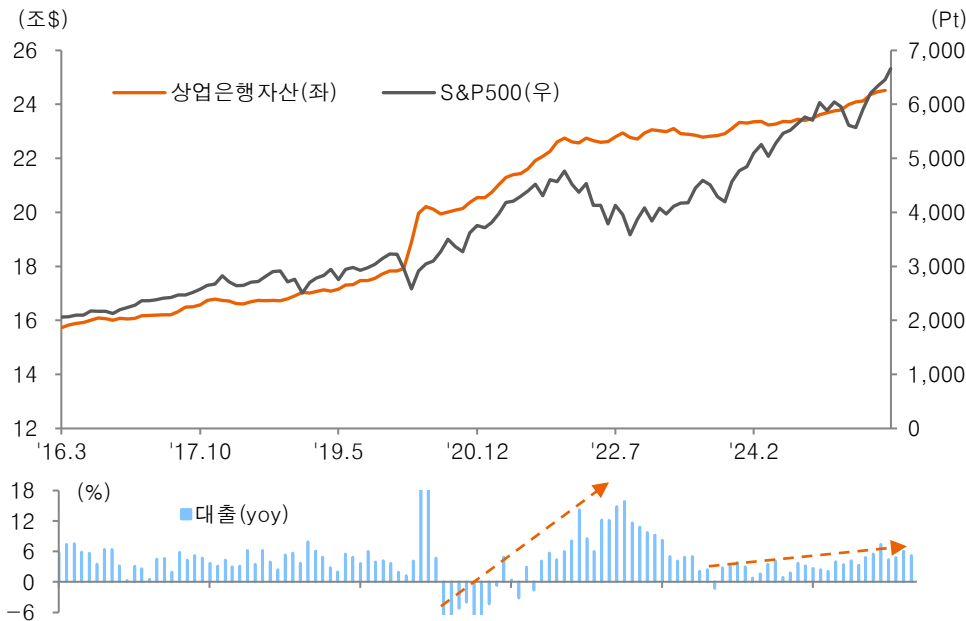
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



상업은행을 통한 유동성 공급, Loan

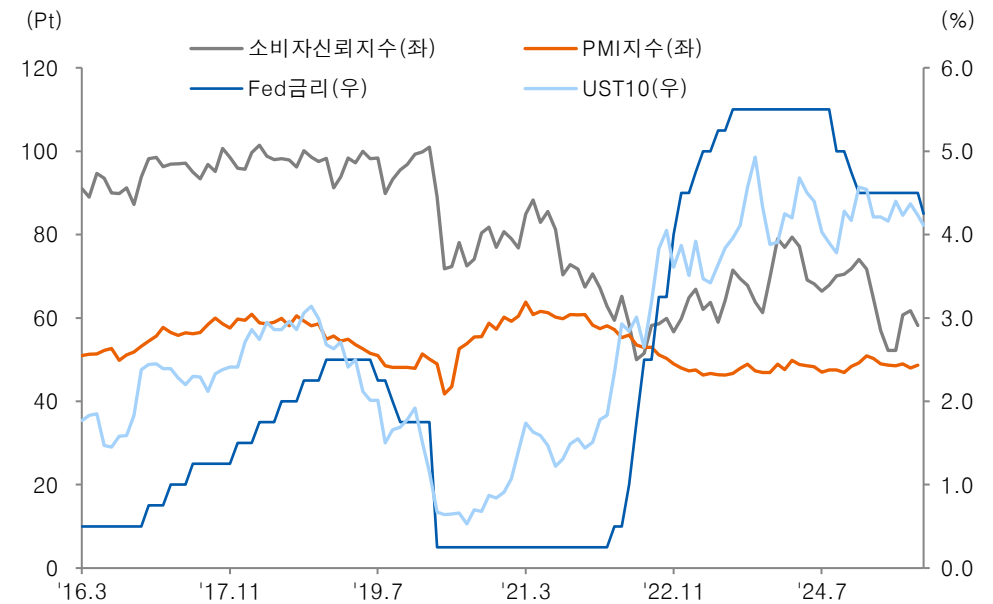
- 금융시장의 유동성 공급 과정에서, 상업은행 시스템을 통한 자금 공급은 '대출'로 이루어짐. 2020년 코로나 충격 이후 주가지수 회복 과정에서, 미국 상업은행의 대출 증가율이 확대됨. 2024년부터 증시 강세 시기에는 대출은 완만한 증가하였으며, 상업은행의 총자산 증가세도 정체됨. 상업은행 시스템을 통한 유동성 공급 강도에 비해서는 주가의 강세 폭이 큰 편. 상업은행 이외의 시중 유동성 공급 경로에 대한 부분도 점검할 필요.
- 주가지수 흐름에 비해 경기기대지수는 상대적으로 낮은 수준을 보이고 있으며, 경기심리 약화로 완화적 통화정책에 대한 기대도 높은 편. 금융시장의 유동성 확대 양상과 경기지표와의 괴리에 따라, 유동성 팽창이 금융시장에서 선순환되는 구조로 이어질 수 있을지에 대해서도 고민이 필요한 시점.

미국 주가지수와 상업은행 자산, 대출 증가율. 은행대출 증가 둔화에도 주가지수 상승폭 확대



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

경기기대지수와 금리동향, 기대 약화는 낮은 금리를 기대하는 요인



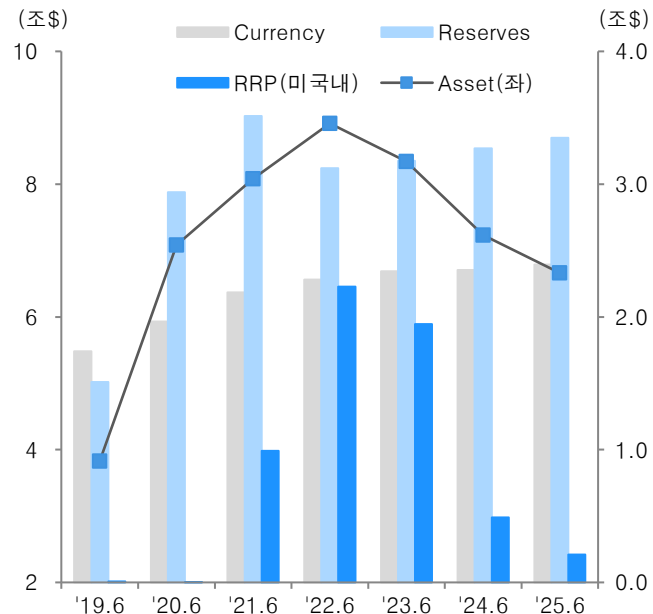
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



Fed 부채 = 상업은행, MMF의 Cash

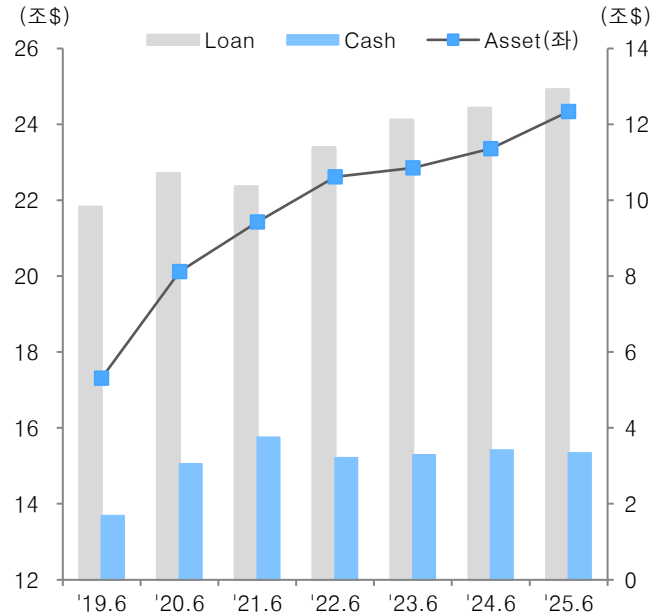
- Fed 자산매입을 통해 직접적으로 시중에 달러화가 공급되지는 않음. 대신에 금융기관의 자산 구조에 영향을 미쳐서 시중 유동성에 영향을 미치게 됨. 2022년 연준 자산은 \$9조로 확대된 후에, 올해 들어 \$2조 넘게 축소 중. 이 기간 동안 Fed 부채 계정에서 RRP(Reverse Repo) 잔고는 \$2조 이상 급감함.
- Fed 자산 축소기('22년 6월 이후), 상업은행 자산은 \$1.7조 증가하였는데, 이중 대출은 \$1.5조 증가하였고, 현금 자산은 변화 미미하였음. / MMF 자산은 \$2.5조 정도 증가하였는데, 투자자산은 미국채가 \$1조 정도 증가한 가운데, Fed와의 Repo거래는 \$1.6조 축소, Repo시장으로 자금 공급은 \$2조 넘게 증가함.
- Fed와 은행, MMF 계정의 변화를 볼 때, 최근 몇년간 시중 유동성은 단기자금시장을 통해서 공급이 확대된 것으로 분석.

Fed 자산과 주요 부채 계정, 자금금 유지 / RRP 급감



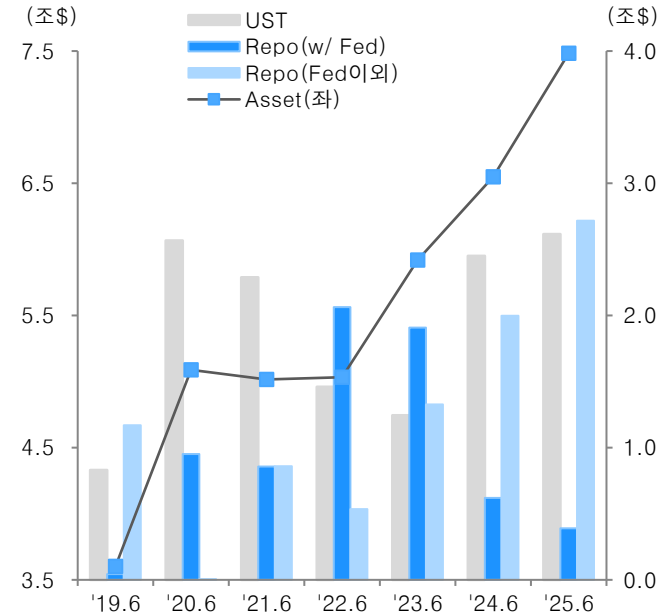
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

미국 상업은행 자산, 대출 점진적 증가세



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

MMF 자산, Repo자금 공급 확대



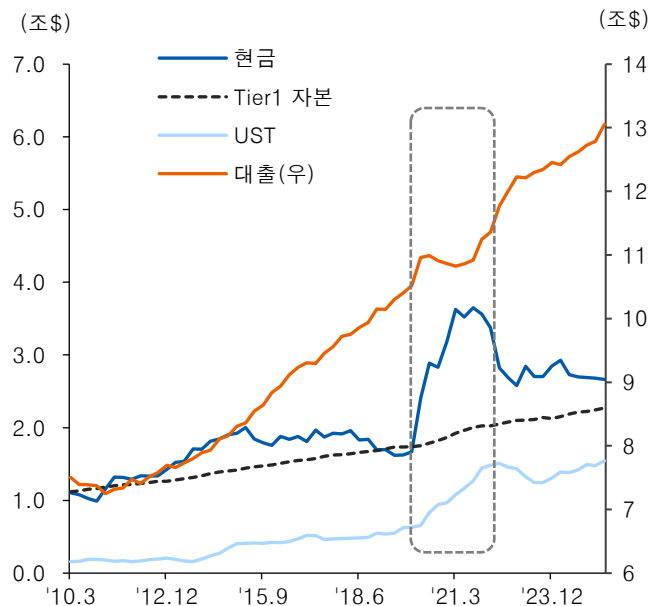
자료: Bloomberg, OFR, Fed, 유안타증권 리서치센터



정책금리 역할 변화, 고금리일수록 대형은행 이자소득 ↑

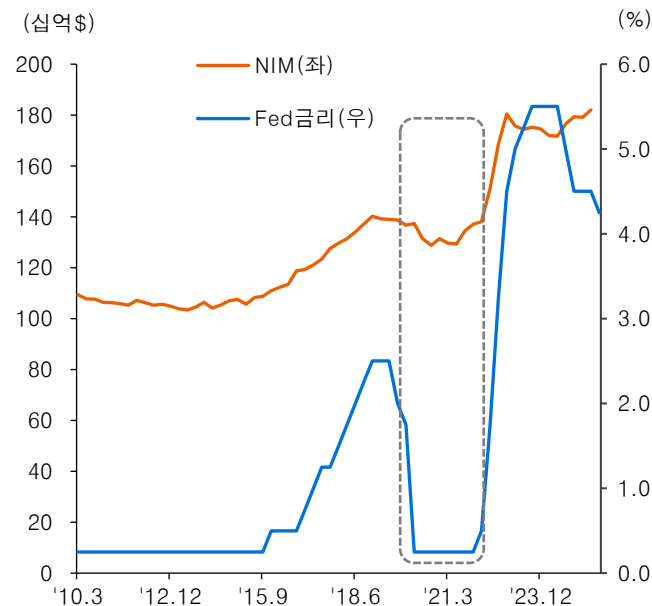
- Fed 자산 확대로 상업은행과 MMF 등 금융섹터의 현금성 자산이 증가함. 연준에 예치된 금융섹터의 현금자산은 Fed금리 수준에 따라 이자수익이 생기게 됨. (IORB, ON RRP rate). 전통적 경제이론에서 정책금리 인하는 자금조달 비용 하락 요인이지만, 최근에는 상업은행의 이자소득 악화 요인으로 작용하고 있는 상황. 즉 정책금리가 금융기관에 미치는 효과가 달라진 것.
- 정책금리가 높은 수준에서, 상업은행은 이자수익이 개선되어, 오히려 시중에 신용공급을 확대할 가능성이 높아짐. 이에 따라 Fed금리가 높은 수준에서도 유동성 장세가 지속되었던 것. Fed 자산이 축소되는 시기에도 상업은행의 보유현금이 감소하는 반면에 대출 증가하면서, 시중 유동성 공급이 확대되는 양상.

미국 상업은행 자산과 자본, 2020년 현금 증가/대출 정체



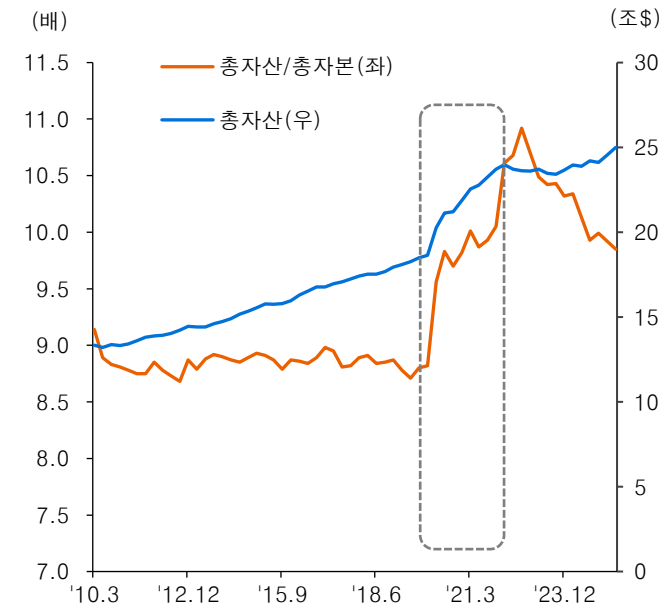
자료: Bloomberg, FDIC, 유안타증권 리서치센터

상업은행 NIM과 Fed금리, 정책금리 높은 수준에서 이자수익 증가



자료: Bloomberg, FDIC, 유안타증권 리서치센터

상업은행 레버리지와 총자산, 수익 개선으로 자본여력 개선



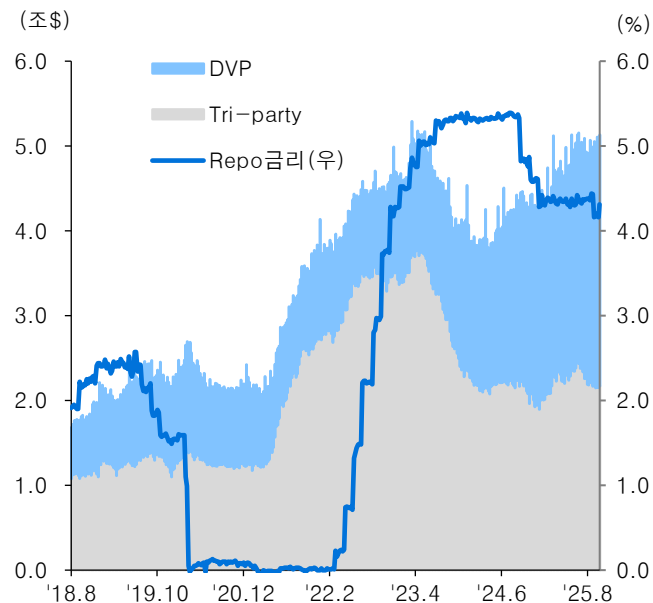
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



단기자금 활성화와 레버리지 포지션 확대

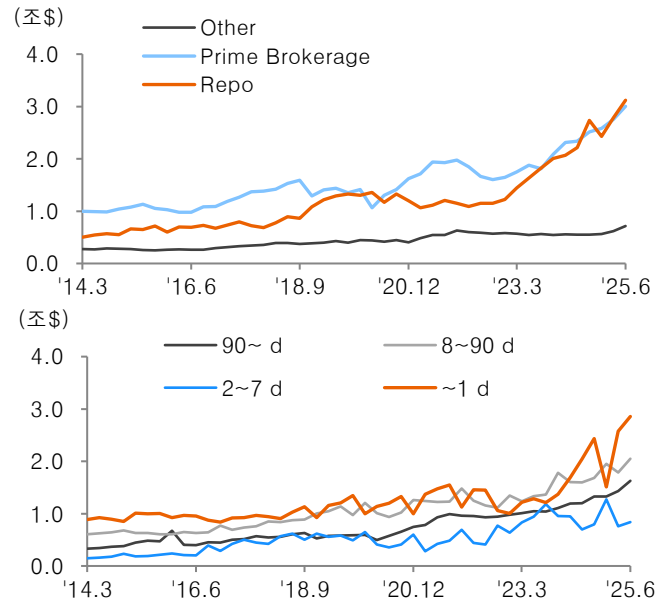
- 2023년부터 상업은행 대출 증가세가 정체되었지만, Repo 시장의 거래량은 급증함. Repo 거래 유형에서 Tri-party(연준과의 레포거래 포함)는 2022년 전후 거래가 급증함. Delivery Versus Payment (DVP) 형태의 레포거래는 주로 헤지펀드가 참여하는데, 2023년부터 거래량이 증가함. 미국 헤지펀드 자금조달에서 Repo 편당은 \$1조에서 최근 3년간 \$3조 대로 급증하였는데, 주로 1일물 단기자금을 조달해서, 자산을 확대시킨 것.
- 미국 국채선물 시장에서 투자자 유형 중에서 'Leveraged Fund'는 선물 순매도 포지션을 크게 확대하고 있음. '국채매수/선물매도' 형태의 Basis 트레이딩의 레버리지 투자가 확대된 것. 미국 국채시장 수급에서 헤지펀드의 단기자금 조달을 통한 국채 매수세 확대된 점이 있음. 단기자금 조달 여건 변화에 따라서 헤지펀드의 포지션이 조정될 것이며, 장기금리 변동성 확대 요인으로 작용함.

달러 레포금리, Repo 유형별 거래량: DVP 거래비중 증가



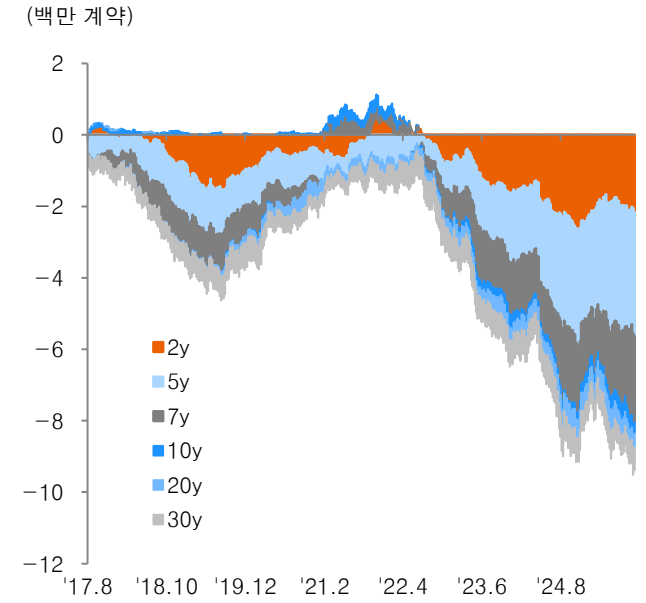
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

헤지펀드 자금 조달 경로와 만기: 1일물 레포 조달 급증



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

Leveraged Fund의 국채선물 순매수



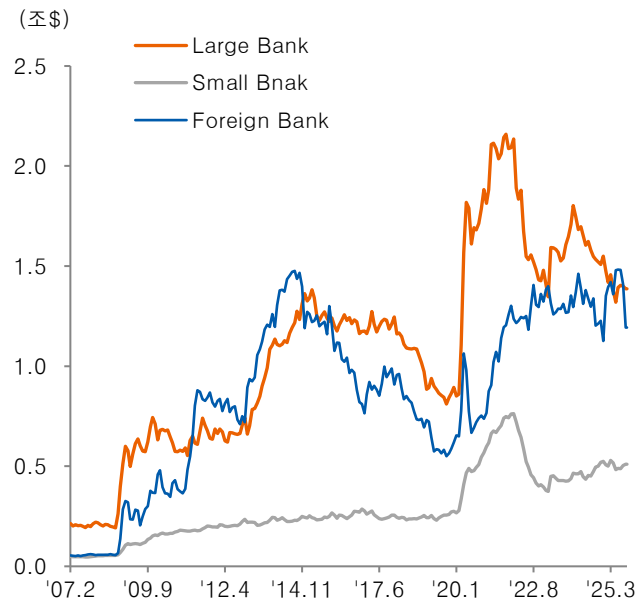
자료: Bloomberg, OFR, Fed, 유안타증권 리서치센터



달라진 현금 환경, MMF의 현금여력 약화

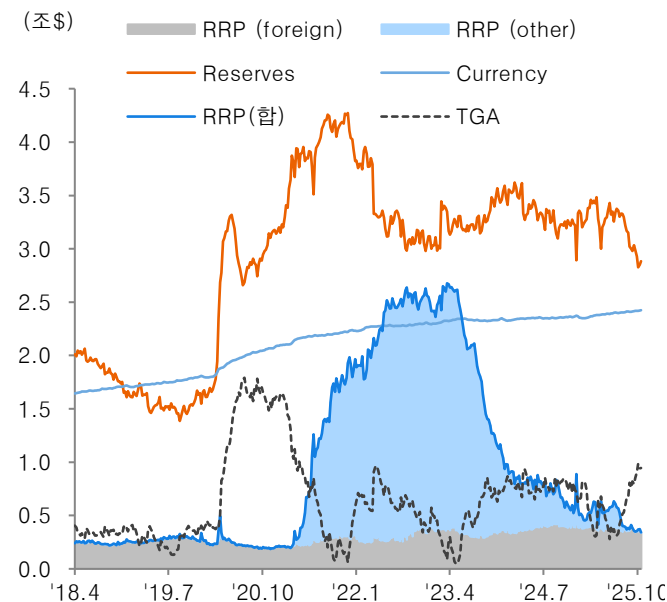
- 미국 상업은행 현금 자산 \$3조 대로 높은 수준이지만, 총자산에 비해 현금 비중은 낮아지고 있음. 자본 대비해 레버리지 제약도 있어 상업은행을 통한 유동성 공급력에 한계 요인으로 작용함. MMF와 연준과의 Repo 거래 잔고, RRP도 거의 소진되면서, 단기자금 공급 여력은 이전에 비해 약화된 것으로 평가할 수 있음. 경제활동 활성화를 통한 신용 팽창이 정체될 때, 즉 MMF 수신 증가세가 약화될 때, Repo자금 공급 강도는 둔화될 가능성.
- 아직 상업은행의 현금 여력이 높은 가운데, 특히 해외은행의 현금이 많은 수준. 해외 현금의 유통 과정이 글로벌 달러자금 환경에도 영향을 미칠 수 있음. 해외은행의 현금자산 여력과 단기자금시장 안정, 국채시장 안정 등이 Fed의 통화정책 수단에서 중요한 변수로 고려될 것.

미국 은행별 현금 자산



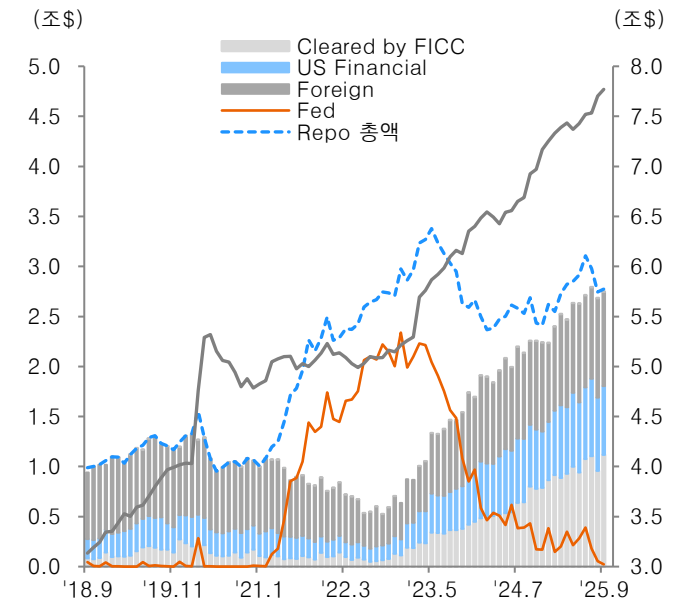
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

Fed 부채 계정, RRP 계정 국내보다 해외가 많은 수준



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

MMF의 Repo 거래 상대방, Fed에 예치된 자금 거의 소진



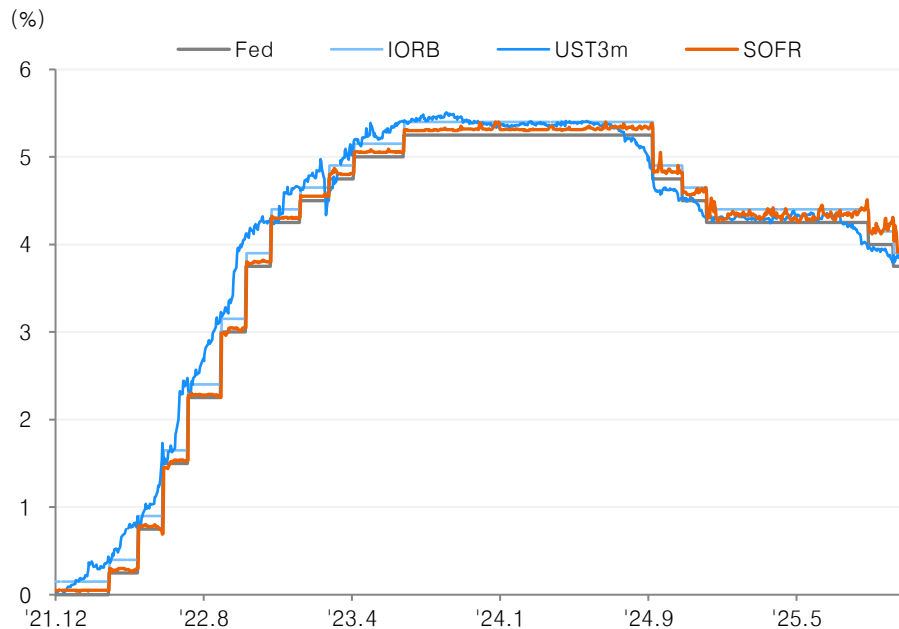
자료: OFR, 유안타증권 리서치센터



Fed금리 인하할 때, 단기자금 불안 요인 부각

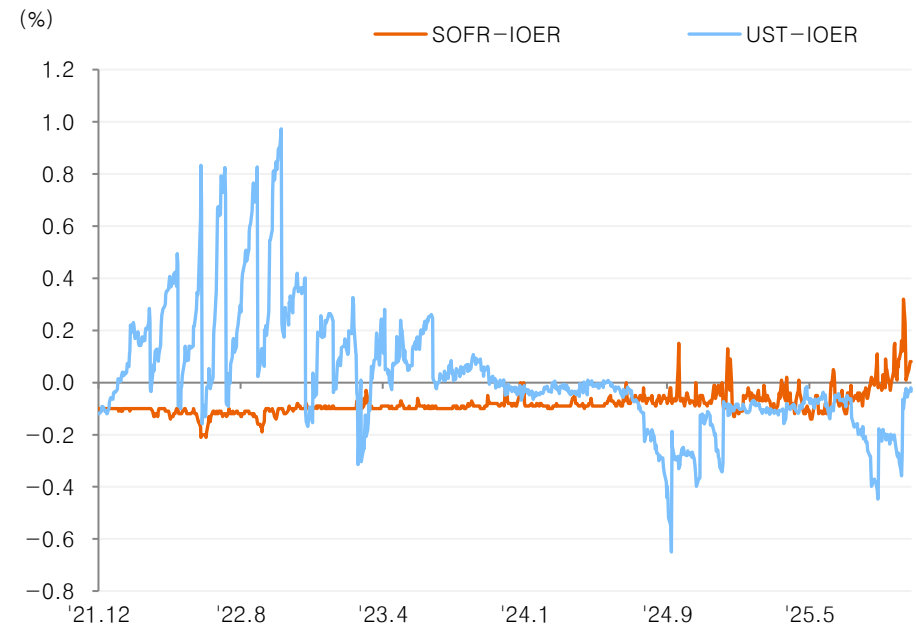
- Fed금리 상하한 내에서, 기준금리(IORB)와 Repo금리(ON RRP) 설정하여, 통화정책을 수행함. 이때 단기시장금리는 자금 여건과 금리 흐름을 반영해 정책금리와 차이를 보이게 됨. 안전자산 선호와 자금력이 약해질 때는 단기 국채금리가 상대적으로 낮고, Repo금리는 높아지게 됨. 반대로 자금시장이 안정적일 때에는 Repo금리가 낮은 수준을 보이게 됨.
- 작년부터 Fed금리가 인하되기 시작하면서, Repo금리는 상대적으로 높은 수준으로, 단기 국채금리는 상대적으로 낮은 수준을 보이는 경향 존재. Fed금리 인하로 단기자금 수급력에 불확실성이 오히려 높아지는 패턴을 보이고 있는 상황. Fed금리가 안정적일 때, 오히려 시중자금 여건이 안정적으로 유지되는 패턴이 당분간 반복될 전망.

Fed금리와 주요 단기금리 동향



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

정책금리와 Repo, 3개월 국채금리 스프레드. 자금 여건에 따라 SOFR 변동

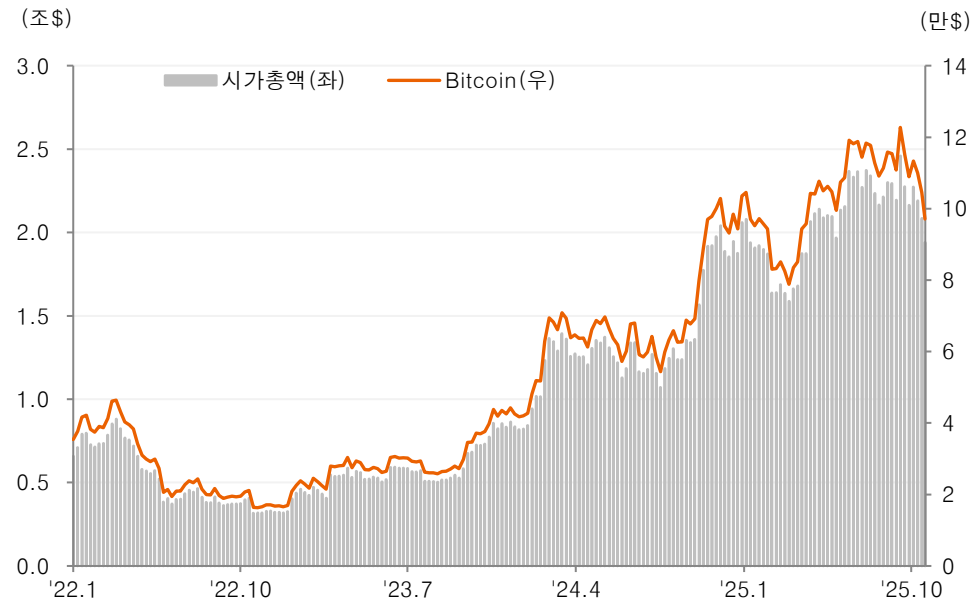


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

Stable Coin, 해외 유동성의 활용 가능성

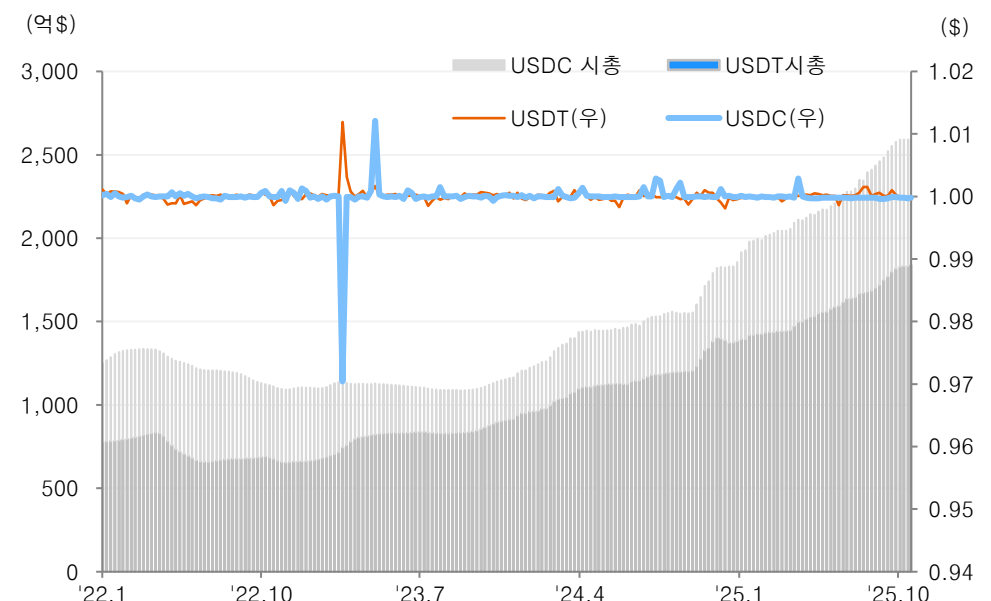
- 미국 GENIUS(Guiding and Establishing National Innovation for US Stable coins of 2025 Act)법을 통해, 스테이블 코인의 법제화와 활성화를 유도하고 있음. 법정화폐를 담보로 하는 스테이블 코인은 단기국채, Repo 투자를 하기 때문에, MMF의 단기자금 공급 효과를 보완하는 효과 존재. 하지만 이는 신규 유동성을 창출하는 수단이기보다는 MMF의 대체재 성격을 가지게 됨. (디지털화된 MMF)
- 스테이블 코인은 국제거래 등에서 낮은 거래비용 등을 통해 활성화될 수 있는 여지. 이를 통해 해외은행들의 달러자금이 단기국채와 Repo시장으로 유입될 가능성. 이때 국제 금융거래의 활성화와 기존 자금거래에 비해 저비용과 편리성이 부각되어야 할 것. 해외은행의 현금 자산 변화 등을 통해, 스테이블 코인이 유동성 확대에 실질적인 효과가 나타날 수 있을지는 좀 더 지켜봐야 할 필요.

Bitcoin, 가격과 시가총액



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

Stable 코인 시가총액, 가치는 안정, 발행액 증가



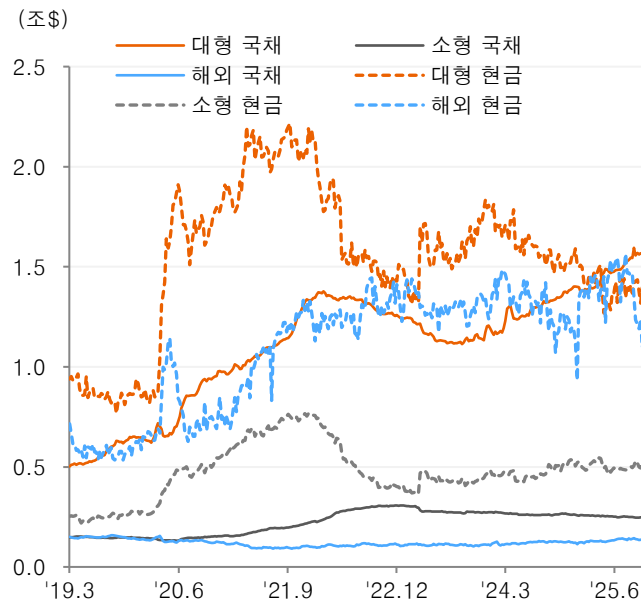
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



대형은행 규제완화, Fed자산 매입 재개에 따른 충격완화를 염두한 듯

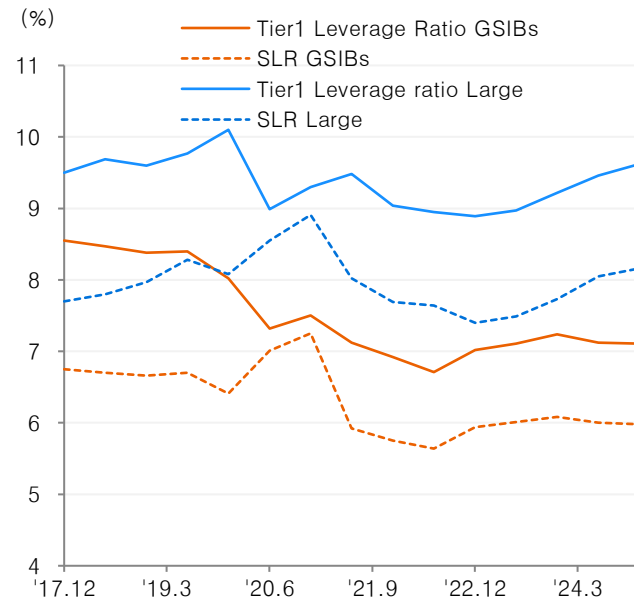
- 미국 초대형은행은 강화된 레버리지 규제를 받는데, SLR(Supplementary Leverage Ratio)에서 초대형은행은 총자산 대비해 자본 비율이 5%에서 3%로 완화됨. 대형은행들은 현금과 국채 보유액이 각각 \$1.5조 내외로 상대적으로 높은 수준. 다만 2020년 SLR 규제 완화와 달리 국채와 현금을 레버리지 산정에서 제외하는 조치가 아니라 기준선을 완화하는 것임. 이를 통해 대형은행들이 국채 매입을 확대할 가능성은 높지 않으며, 총자산을 확대할 수 있는 여력이 생긴 것.
- 2020년 연준의 자산 확대가 재개될 때, 상업은행은 현금 자산 급증에 따라, 대출자산을 축소하는 충격이 있었음. 대형은행들의 자산 증가 여력이 늘어나면, 상업은행의 신용축소에 대한 우려가 완화되는 효과 존재. 즉 SLR 규제 완화는 대형은행의 국채 매입 확대보다는, 연준의 자산 매입이 다시 시작될 때, 은행시스템 불안 요인을 진정시키는 데에 의의를 둘 수 있음.

미국 은행별 현금과 국채 보유, 대형은행 현금/국채 보유



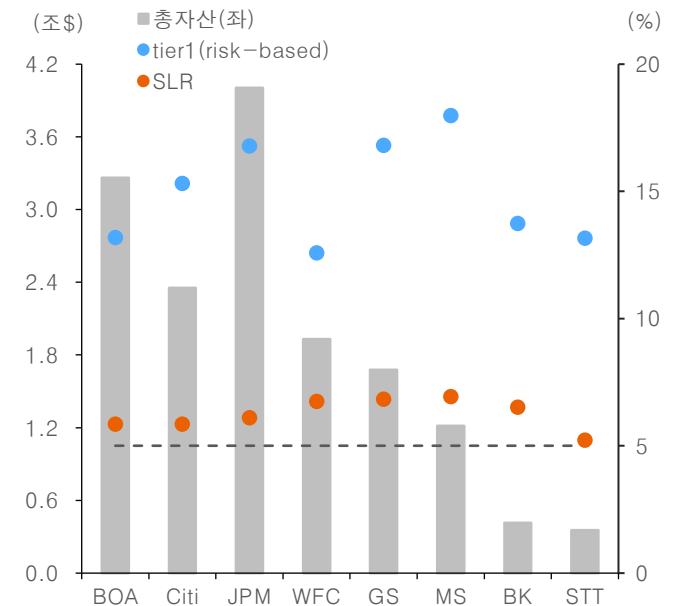
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

미국 대형은행과 GSIB의 SLR, 대형은행 낮은 수준



자료: FRB of Kansas City, 유안타증권 리서치센터

미국 GSIB의 SRL, 5% → 3% 완화로 자산 확대 여력



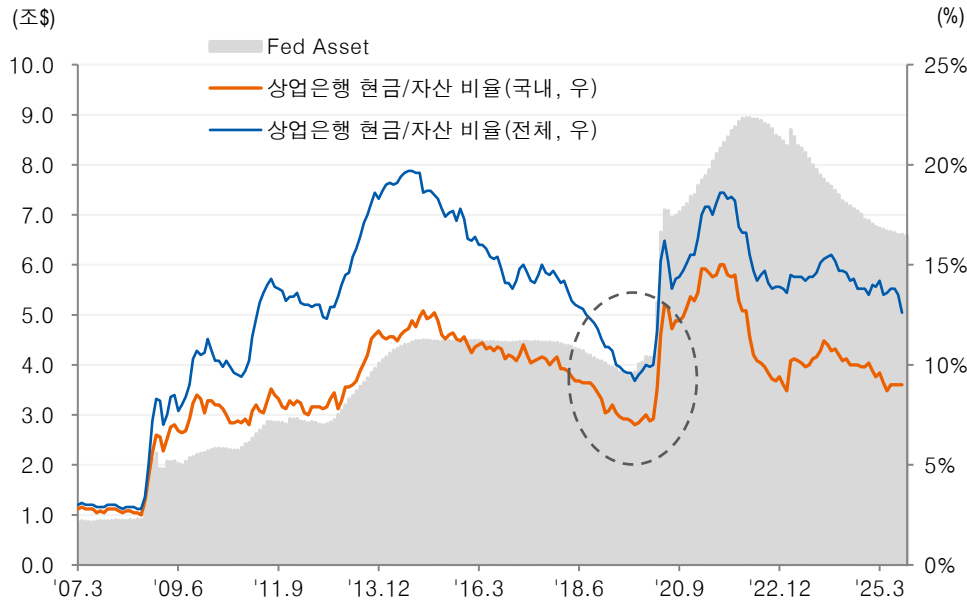
자료: FRB of Kansas City, 유안타증권 리서치센터



연준 금리인하보다는 자산 매입

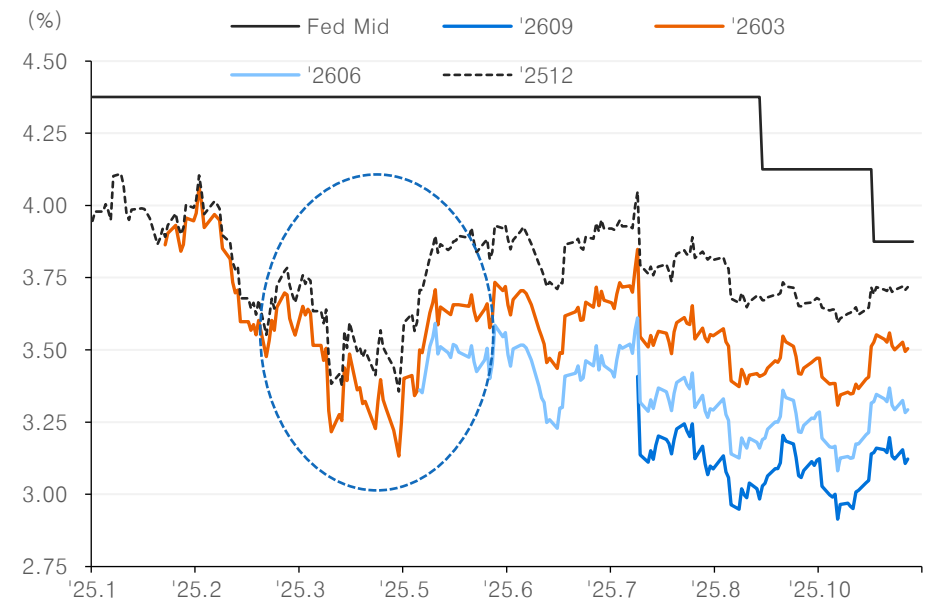
- Fed금리 선물시장에 반영된 정책금리는 인하 기대가 높은 편. 올해 2Q에 연내에 100bps 인하 기대도 반영되었던 적도 있는데, 선물시장의 금리 기대치는 단기금리 커브 구조를 반영함. 단기금리 커브는 자금 수급 여건에도 영향을 미치게 되는데, Fed금리 인하는 단기금리 커브 변화와 함께 편딩 여건 변화에 따라 장기채권 포지션 변동으로 이어지게 됨.
- 시중에 단기 유동성 풍부하기 때문에, 중앙은행을 통한 추가적인 자금 공급의 필요성은 낮아졌으나, 금융 섹터의 현금을 보완해야 할 시점은 점차 다가오고 있음. 이때 정책금리보다는, 연준의 자산 매입 재개 시점이 오히려 중요한 변수가 됨. 2019년 미국 국내은행의 현금자산 비율이 7%대로 떨어지면서, 자금시장 불안해진 점이 있었음. 올해 들어 이 비율은 10%선을 하회하였으며, Fed는 수개월내에 QT를 종료할 예정.

미국 상업은행별 현금 비율과 Fed자산 규모, 국내 상업은행 현금자산 비율 10% 하회



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

Fed금리와 선물시장에 반영된 기대치



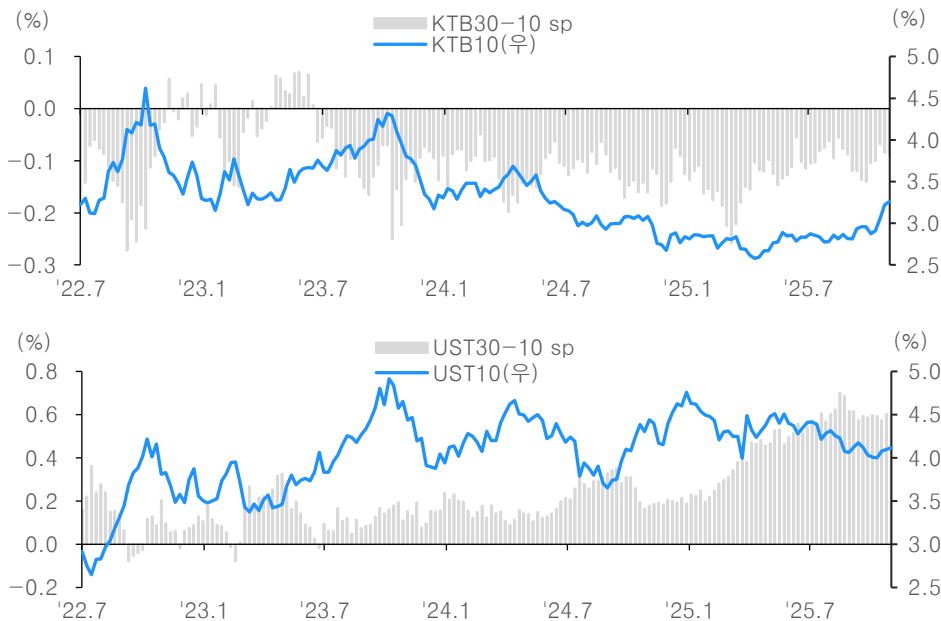
자료: CME Fedwatch, 유안타증권 리서치센터



원화금리, 초장기 구간 금리커브 역전

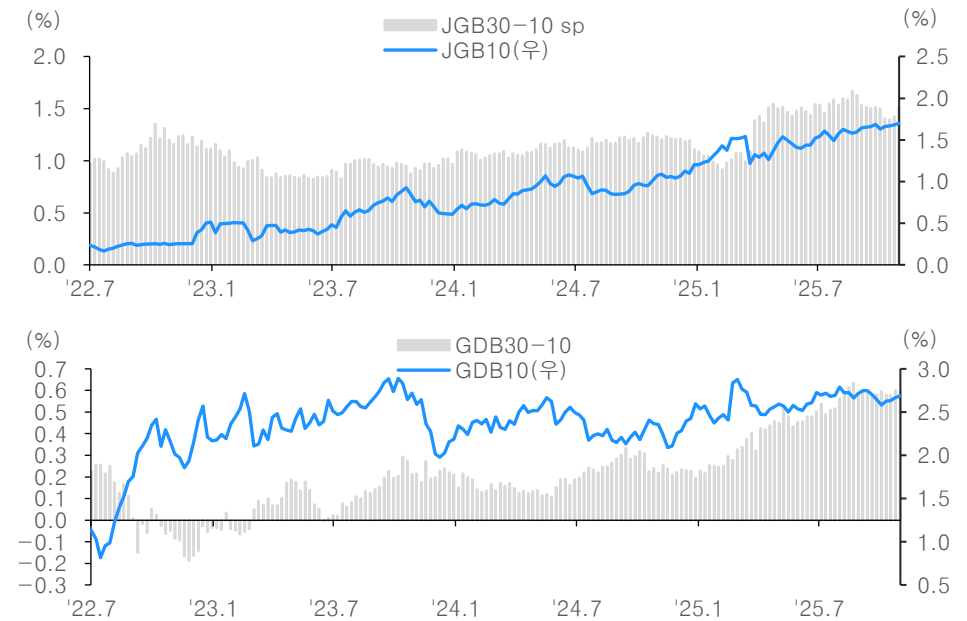
- 올해 들어 글로벌 장기금리는 커브 스티프닝과 초장기 30년물 금리는 상승함. 30년 국채금리가 10년물보다 상승폭이 확대되는 양상이었으나, 국내는 30-10년 금리 스프레드 역전 현상이 지속되고 있는 상황. 원화금리는 초장기 국채 매수세와 장기금리 커브가 눌려 있는데, 이는 원화 장기채권 수요가 확대되어 글로벌 장기금리에 비해 원화금리가 낮은 수준을 유지하고 있음.
- 장기국채 공급 증가에도 불구하고, 보험사 초장기채권 수요와 외국인의 투자 확대 등으로 30년 금리가 안정됨. 장기국채 수요는 규제 변화와 대내외 단기자금 수급 환경에 따라 변할 가능성. 커브 구조와 단기자금 여건에 따라서, 주요 장기채권 투자자들의 포지션 변화와 장기금리 변동성 확대 요인으로 작용할 전망.

한국, 미국의 10년물 금리와 30-10년 스프레드



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

일본, 독일의 10년물 금리와 30-10년 스프레드



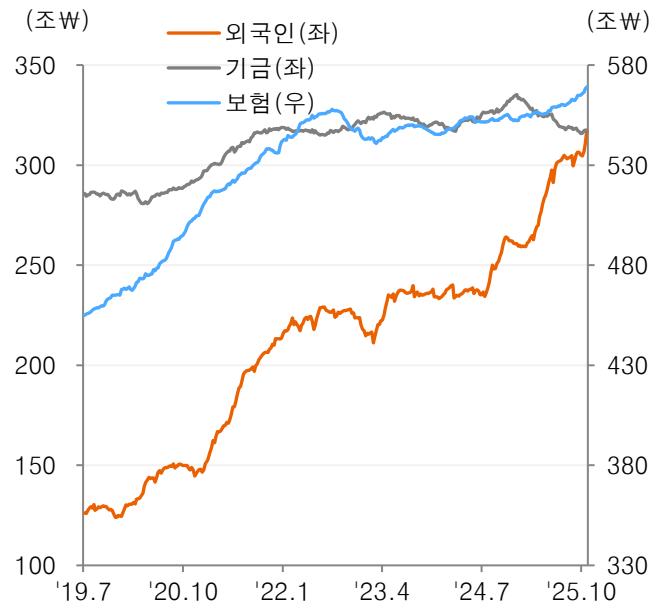
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



장기투자기관, 초장기국채 매수세와 외국인

- 보험사 KICS 규제에 따라 장기투자기관들의 자산 듀레이션 확대 수요가 증가하였으며, 장기 국고채 뿐만 아니라, 본드 포워드 등 파생상품을 통해 듀레이션을 확대함. 주요 장기채권 투자자 중 외국인의 잔고는 빠르게 증가하여 ₩300조를 상회하고 있으며, 2023년부터 잔고의 듀레이션이 확대됨. 이전에는 국고채 30년 종목은 주로 보험/기금 등 국내 장기투자기관이 대부분 보유하였으나, 최근 몇년간 외국인의 30년 국고채 투자가 크게 증가함.
- 외국인의 초장기 원화 국고채 투자 잔고 확대는, 보험사의 본드포워드 거래에서 Back to back 거래 구조를 반영한 것. 이로 인해 외국인의 장기채권 투자는 선도 만기일까지, 유동성과 커브 리스크에 노출되는 형태가 됨.

주요 장기채 투자자의 잔고 동향, 외국인 채권잔고 큰 폭 확대



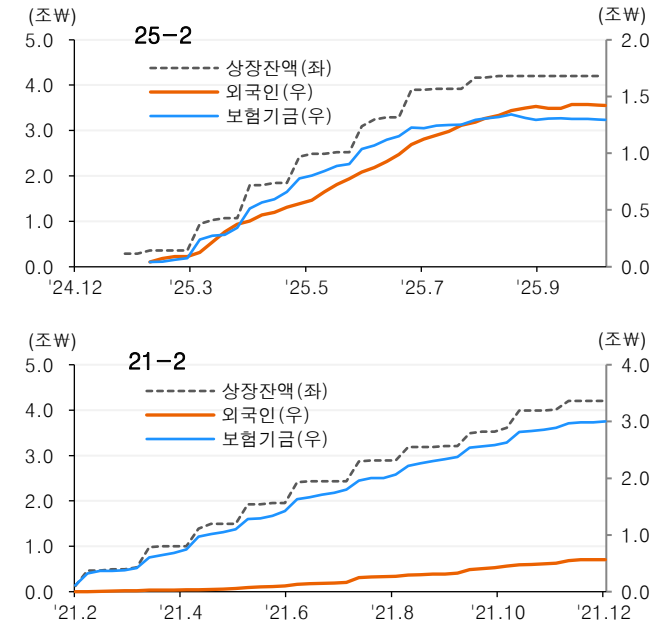
자료: Infomax, 유안타증권 리서치센터

주요 장기채 투자자의 듀레이션 확대



자료: Infomax, 유안타증권 리서치센터

국고채 30년 종목의 투자잔고, 최근에 외국인 종목 점유율 ↑



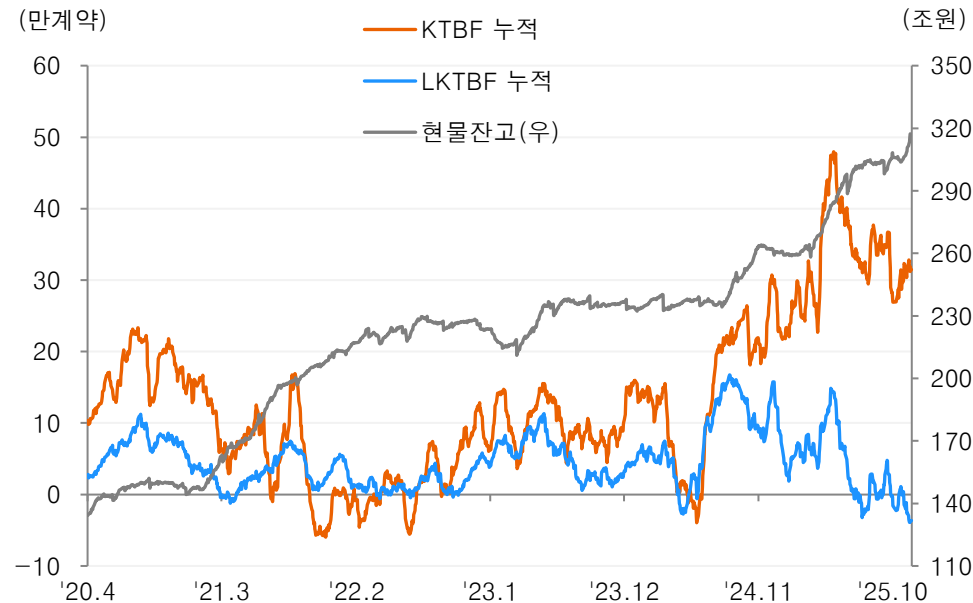
자료: Infomax, 유안타증권 리서치센터



외국인의 금리 익스포저, 국채선물 매매 활발해져

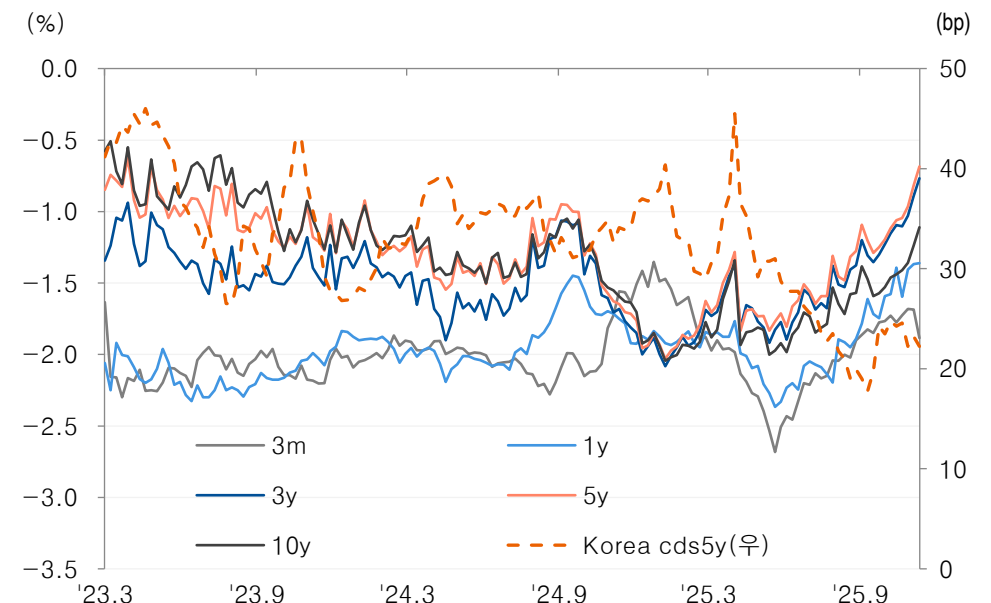
- 본드 포워드 거래 구조에서, 외국인의 장기채권은 선도만기일에 보험사로 이전될 물량으로 초장기물에 대한 금리 변동 리스크는 크지 않은 편. 하지만 선도 만기일까지 30년 국채를 보유하기 위해, 원화자금을 조달해야 함. 장기채권 보유 확대로, 원화자금 조달액과 이와 연관된 리스크도 확대되었으며, 선도만기가 주로 2~5년 내외로, 외국인은 3년 국채선물로 리스크 관리에 나서게 됨.
- 역외의 원화자금조달 리스크는 달러화로 환산된 금리에 영향을 받게 됨. 이에 따라 만기별 FX swap rate와 한국 CDS프리미엄, 글로벌 달러자금 여건 등에 따라 국내에서 국채선물 매매 확대 요인으로 작용할 가능성이 높아짐. 올해 들어 외국인의 3년 국채선물 매매 변동이 커진 점은 이와 같은 포지션 관리 움직임을 반영한 것.

외국인과 현물채권 잔고와 국채선물 누적 순매수, 작년말부터 3년 선물 포지션 변동 확대



자료: Infomax, 유안타증권 리서치센터

원달러 FX swap과 CDS 프리미엄, 변동폭 확대는 외국인의 원화 익스포저 조정 원인



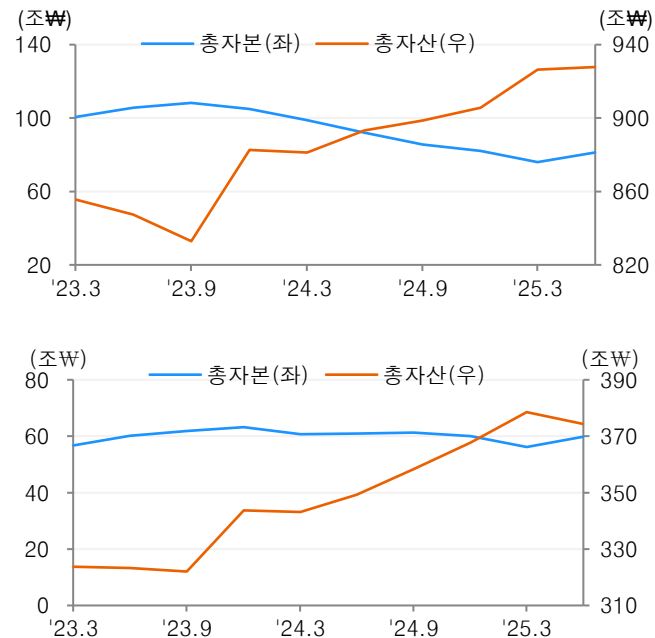
자료: Infomax, 유안타증권 리서치센터



보험사, 장기국채 확대에도 재무 개선 미약

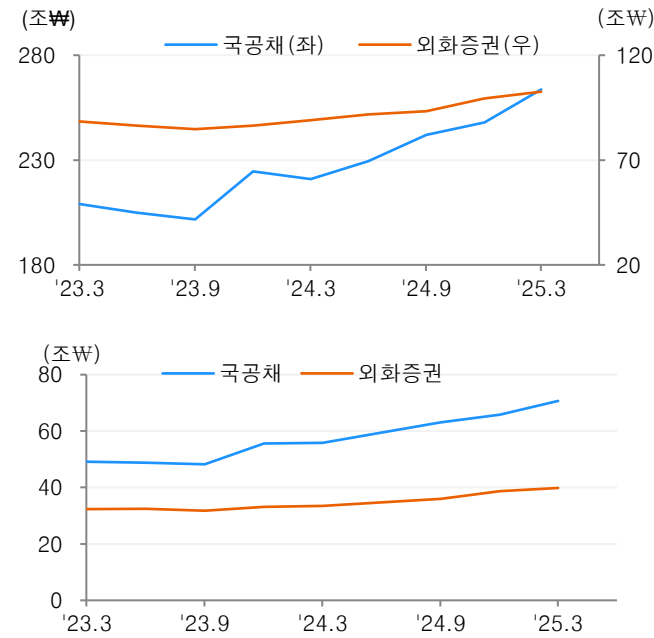
- 보험사는 건전성 규제 강화에 따라, 장기국채 중심으로 자산 듀레이션 확대를 시도. 지난 3년간 생보사 자산 ₩100조, 손보사 ₩60조 정도 증가하였지만, 상대적으로 자본 개선 효과는 크지 않은 편. 보유자산의 듀레이션 확대에도 불구하고, 원화 장기금리가 낮은 수준으로 하락하면서, 자산/부채 듀레이션 관리가 어려워지게 됨. 여기에 원화 장기금리 절대레벨이 낮은 수준을 보임에 따라, 수익성 관리도 어려워진 점이 있음.
- 원화금리가 낮은 수준을 유지할 수록, 보험사는 장기 원화국채 이외에 수익률이 높고, 듀레이션이 긴 상품에 대한 투자 관심이 높아지게 됨. 이는 장기투자기관들의 원화 장기채권 수요 약화로 이어질 가능성.

생보/손보사 총자산, 총자본: 자본 여력 개선 미흡



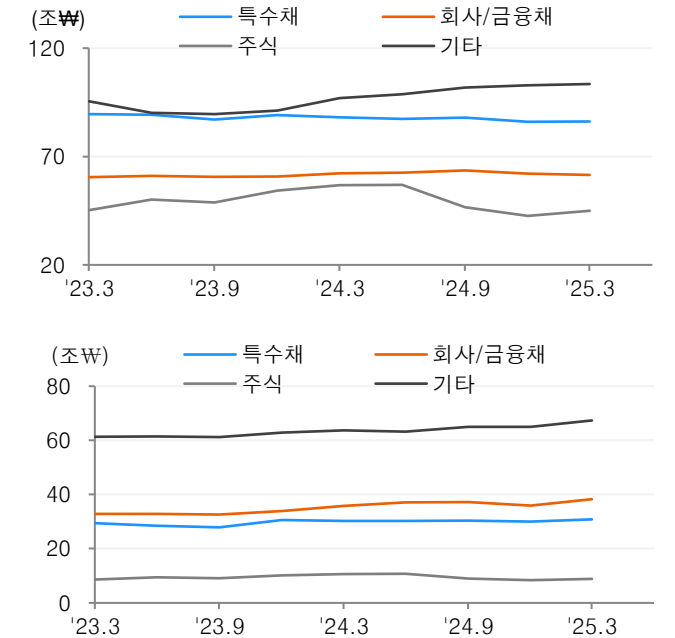
자료: Fisis, 유안타증권 리서치센터

생보/손보사 국공채, 외화증권: 국채투자확대



자료: BOK Ecos, 유안타증권 리서치센터

생보/손보사 기타 유가증권: 잔고 정체



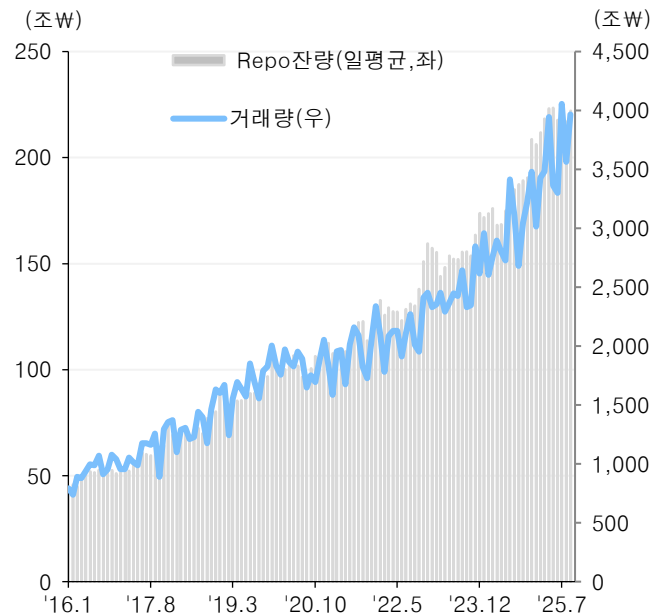
자료: Infomax, 유안타증권 리서치센터



국내도 Repo, 단기자금시장 큰 폭 성장

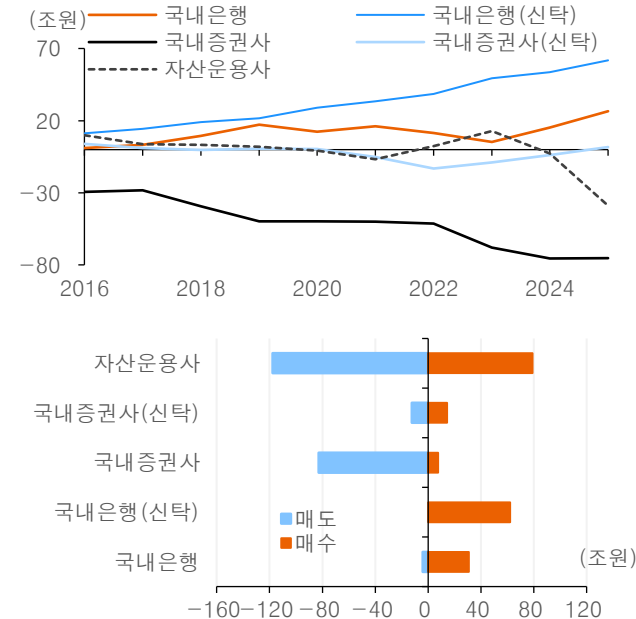
- 국내 채권시장에서도 단기자금 영향력이 확대되어, 원화 Repo 거래액은 2020년 이후 2배 이상으로 증가. 레포시장 주요 참여기관들의 포지션이 확대되는 가운데, 레포 순매입 동향상 증권사 자금수요 / 은행의 자금공급이 확대되고 있음. 올해 들어 자산운용사 RP매도는 ₩100조 이상으로 확대되고 있는 상황. 자산운용사는 단기자금 펀드에서 RP자금 공급, 헤지펀드의 자금 수요가 동반해서 확대되는 것으로 볼 수 있음.
- 단기금리 ETF 상품은 2023년 전후 ₩20조 대로 크게 확대된 후, 작년 하반기부터 둔화되고 있는 상황. 유입된 자금은 주로 대형 증권사 단기자금 익스포저로 작동되기 때문에, 단기금리 ETF 자금 유입 둔화는 증권사 단기자금 수요를 확대시키는 요인으로 작용.

원화 Repo 월별 거래량, 일평균 잔량, 5년 사이 2배 확대



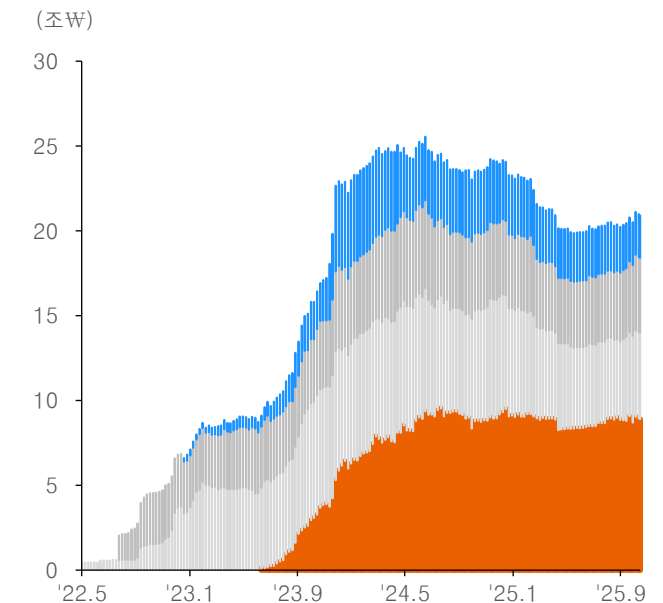
자료: KSD, 유안타증권 리서치센터

주요 기관별 RP 순매입, 매수매도 (2025년9월 기준)



자료: KSD, 유안타증권 리서치센터

주요 단기금리 ETF 시가총액, 큰 폭으로 증가 후 둔화되는 양상



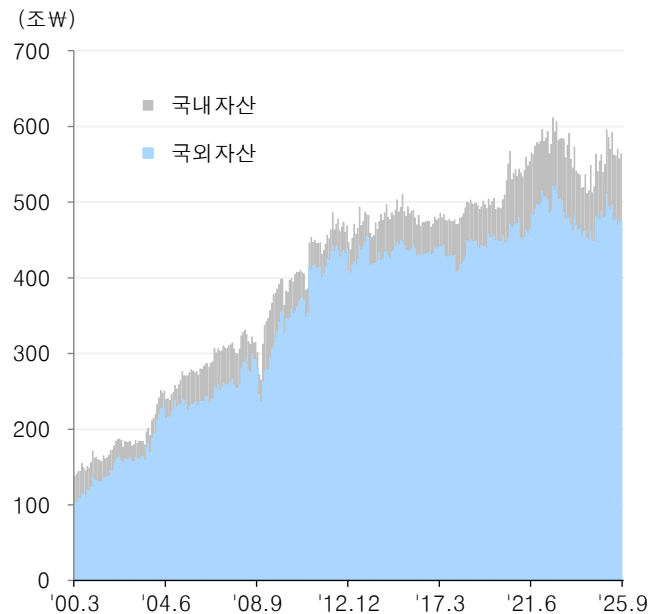
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



한국은행의 원화 공급구조와 단기자금 지원 여력

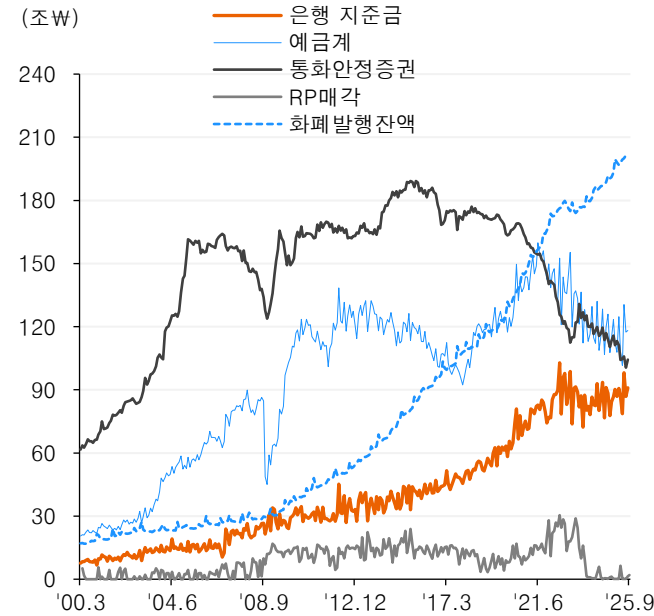
- 한국은행 자산은 글로벌 금융위기 이후, ₩300조에서 ₩500조 대로 확대되었고, 코로나 충격 이후 ₩600조로 증가한 후 증가세가 정체됨. BOK 자산 80% 이상은 국외자산, 즉 외환보유고임. 국내로 외화가 유입되면, 환전 과정에서 한국은행 자산이 되고, 이에 상응하는 원화 통화가 공급됨. 한국은행은 통안채발행/RP매각 등을 통해 통화 공급강도 조절하게 됨. 한국은행은 RP매각 규모를 조절하여 단기 유동성을 관리하였으나, 올해 들어서는 RP매입 기조로 전환됨.
- BOK 기준금리는 단기자금 시장에서의 공개시장조작금리가 됨. 기준금리가 인하되면, 시중 Repo금리 하락을 유도하기 위해, 한국은행은 RP매입을 통해 자금공급을 증가시켜야 함. 통화정책 수행 구조에서 기준금리 인하를 통해 실효적인 유동성 공급 효과가 나타날 수 있을지는 의문.

한국은행 자산, 해외 유동성 유입 강도에 영향



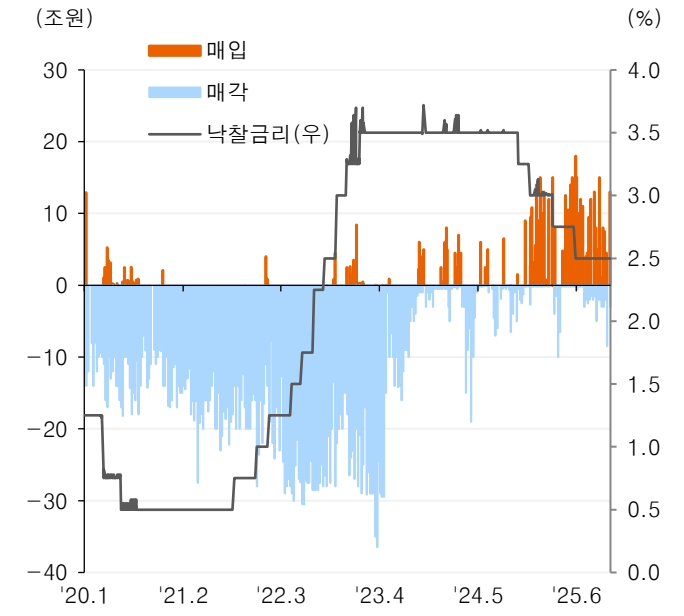
자료: BOK Ecos, 유안타증권 리서치센터

한국은행 부채, 통안채와 RP매매로 원화통화 관리



자료: BOK Ecos, 유안타증권 리서치센터

한국은행 RP매각/매입, 매입확대 → 유동성 공급



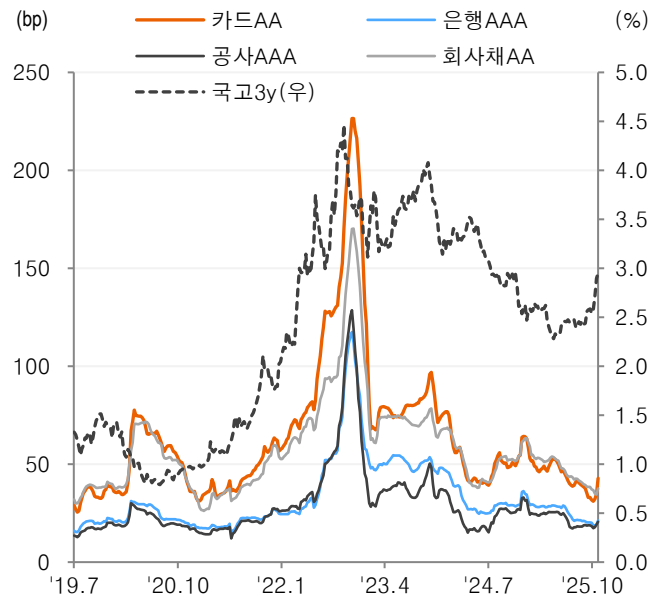
자료: Infomax, 유안타증권 리서치센터



장기금리 하락, Fed자산 확대 시기가 변곡점

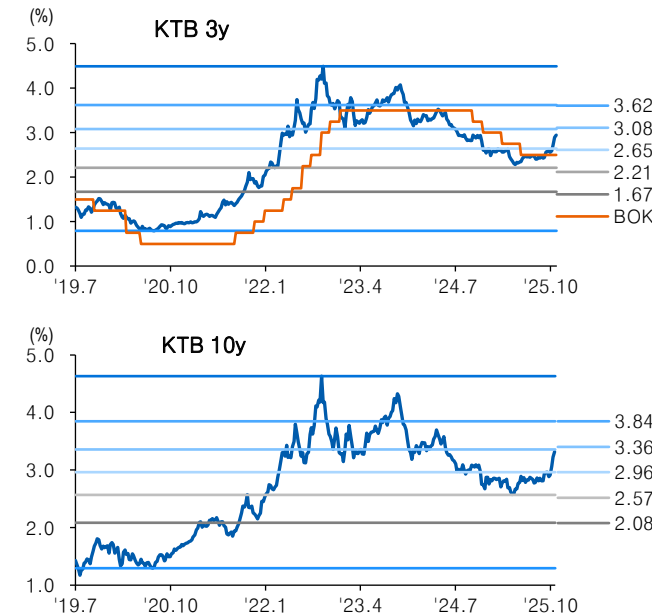
- 국내 채권시장은 단기자금 공급과 레버리지 투자 확대로 신용 스프레드 축소되고 있으며, 금리 레벨 부담에도 금융채 수요 증가로 크레딧물 강세 현상이 지속되고 있음. 시중 유동성 여건의 변화 조짐은 신용 스프레드 조절을 통해 시장에 반영될 것. 원화 장기 국고채 금리는 장기물 수요 둔화로 하락세 둔화되었는데, 국고3년 금리가 기준금리와 역전되는 현상은 완화됨. 부동산과 환율 동향상 한은 기준금리 인하 기대 강도에 대한 기대는 약화되고 있음.
- 미국채 2년 금리는 Fed 금리를 하회하면서, 정책금리 인하 기조가 지속될 것으로 전망. 미국채 10년 금리는 기술적 레인지에서 등락하는 패턴. Fed금리 인하는 커브 스티프닝에 따라 장기금리 하락세 둔화 요인이 될 것. 장기금리가 기술적 하단을 하향하는 것은 연준의 양적완화 재개하는 시점과 맞물리게 될 전망.

국고3년 금리, 신용스프레드 축소



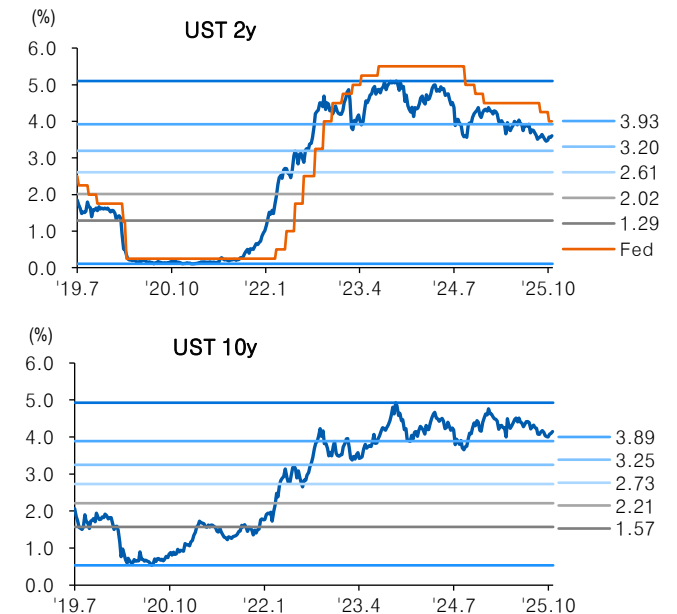
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

BOK금리, 3년 10년 국고채 주요 기술적 되돌림



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

Fed금리, 1년물 FX swap 감안한 금리, 유럽국채 금리 부각



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



[Part 3] 한국 주식

2026년 한국 주식시장 전망과 전략: 국화 옆에서



김용구 Strategist
yg.kim@yuantakorea.com



신현용 Quant
hyunyong.shin@yuantakorea.com

SUMMARY

김용구 Strategist / 신현용 Quant Analyst

2026년 한국 주식시장 전망과 전략: 국화 옆에서

2026년 KOSPI 시장은 지수 3,800~4,600Pt 밴드 내 중립 이상의 주가흐름 전개를 예상. 분기별로는 '25 4Q 3,900~4,300Pt, '26년 1Q 3,800~4,200Pt, 2Q 4,000~4,400Pt, 3Q 4,100~4,500Pt, 4Q 4,200~4,600Pt의 점진적 상승 경로를 상정. 1) '26년 Quasi-Goldilocks(준골디락스) 글로벌/미국 매크로 환경, 2) 연준의 선제적 Slow Easing Cycle의 가세, 3) 공세적 재정부양, 증시 체질개선 릴레이, MSCI 선진지수 승격 로드맵 본격 가동 등 이재명 정부 정책대응 총력전, 4) 글로벌 AI/반도체 슈퍼 사이클에 편승한 한국 수출 모멘텀 정상화 및 영업이익 400조원 시대 개막 등이 KOSPI 시장의 전인미답 5천P 도전기를 견인할 전망

중상주의 재정정책, 선제적 통화완화, AI Capex 슈퍼 사이클에 기인한 Quasi-Goldilocks 도래 기대가 '26년 국내외 경기/증시 낙관론의 핵심 논거. 연준의 선제적 Slow Easing Cycle 본격화는 주요국 통화완화 릴레이와 시장금리 하향 안정화를 동반 자극하며 글로벌 Restocking 기류 부활 및 제조업/투자 경기 회복의 마중물로 기능할 개연성이 높음. Quasi-Goldilocks 환경을 이끄는 핵심 견인차는 AI Capex 슈퍼 사이클. 현재 미국/글로벌 AI Capex 슈퍼 사이클은 닛켄버블 당시와 달리 Equity/Debt Financing 없이 자생적 현금흐름으로 전개된 바 자금조달 제약은 전무. '26년 국내외 매크로 및 금융시장 최대 복병은 관세/물가/금리 불확실성 재점화 우려. 단, '26년 11월 중간선거 승리가 절실한 트럼프가 현 수준 이상으로 굽어 부스럼 만들 가능성은 제한적. '26년 한국 수출은 전년 대비 +5~7%대 성장을 전망. 대미 수출은 '26년 미국 실물경기 추가 도약과 통상 리스크 완화 및 AI/반도체 슈퍼 사이클 진입에 힘입어 바닥반등을 모색할 소지. 중국 정책 모멘텀 강화와 Restocking 부활은 대중국 수출 모멘텀 개선을 견인. 글로벌 반도체 업황 호조와 낮은 재고간 결합은 공급자 우위로의 시장 주도권 변화, 공급능력에 비례하는 가격 전가력, 이익 레버리지 비약적 확대 가능성 등을 시사

2026년 포트폴리오/주도주 전략 초점은, 1) 글로벌 매크로 Goldilocks 및 시장금리 Bull-Steepening 국면 Winner 투자대안, 2) 실질 스타일 분류 기준 실적 모멘텀 보유 진짜 성장주, 3) 순수 가치주군 내 배당성향 및 실적 모멘텀 개선이 가세하는 통계적 낙폭과대주 옥석 가리기에 집중될 전망. 주도 업종대안은, 반도체, 중공업/산업재 밸류체인(조선, 기계, 상사/자본재(방산)), 바이오, SW, 미디어/엔터, 지주, 음식료. Top Picks로는 삼성전자, SK하이닉스, 한화에너지, NAVER, HD한국조선해양, KT&G, SK, 효성중공업, 하이브, 삼양식품, 파마리서치, 보로노이, LG이노텍, 하나머티리얼즈, 코스메카코리아를 제시

지난 9/10일 KOSPI 지수는 3,314.5pt를 기록하며 약 50개월만에 최고치 경신. '05년 이후 신고가 랠리가 지속된 사례는 총 5번이며 가장 짧은 기간을 기록한 '11년 제외 시 평균적으로 약 242일간 강세장이 지속되며 신고가 경신은 단기 이벤트가 아닌 장기적 상승 요인으로 작용하는 경향이 확인. 신고가 랠리가 지속된 사례 모두 이익 사이클(12MF 순이익 YoY 증감률)이 우호적인 환경에서 발생. 올해 신고가 경신 또한 반도체 업황 개선이 견인한 이익 사이클 상승 반전 시점과 맞닿아 있는 모습. 또한 강세장의 주기와 이익 사이클 상승 주기와 동행하며 이번 신고가 랠리의 주기 역시 사이클 상승 기간이 결정할 것으로 판단. 이번 사이클의 경우 KOSPI와 반도체 제외 KOSPI 이익 사이클 사이의 괴리 확인. 해당 국면을 이익 사이클 괴리국면으로 정의한 뒤 스타일별 성과를 분석. 결합 스타일 성과 분석 결과 가치+성장, 모멘텀+성장, 리비전+기저 스타일이 단일 팩터 대비 초과수익률 혹은 Hit Ratio가 개선되는 결과를 확인. 최종적으로, Hit Ratio가 60%를 상회하는 스타일 중 KOSPI 대비 초과수익률 상위에 위치한 가치+성장, 성장, 리비전+기저 스타일을 '26년 전개될 사이클 괴리국면 대응 전략으로 제시





1) 2026년 KOSPI 전망: 3,800~4,600Pt

- 2026년 KOSPI 시장은 지수 3,800~4,600Pt 밴드 내 중립 이상의 추가흐름 전개를 예상
- 지수 상단은 '26년 KOSPI 예상 순이익 300조원과 Target P/E 13.4배(+3 σ , 10월 현재 11.7배), 하단은 예상 순이익 270조원과 P/E 11.7배(+1 σ)를 고려해 산출
- 분기별로는 '25 4Q 3,900~4,300Pt, '26년 1Q 3,800~4,200Pt, 2Q 4,000~4,400Pt, 3Q 4,100~4,500Pt, 4Q 4,200~4,600Pt의 점진적 상승 경로를 상정
- 1) '26년 Quasi-Goldilocks(준골디락스) 글로벌/미국 매크로 환경, 2) 연준의 선제적 Slow Easing Cycle의 가세, 3) 공세적 재정부양, 증시 체질개선 릴레이, MSCI 선진지수 승격 로드맵 본격 가동 등 이재명 정부 정책대응 총력전, 4) 글로벌 AI/반도체 슈퍼 사이클에 편승한 한국 수출 모멘텀 정상화 및 순이익 300조원, 영업이익 400조원 시대 개막 등이 KOSPI 시장의 전인미답 5천P 도전기를 견인할 전망

'26년 순이익 및 P/E 시나리오별 KOSPI Target 추정

구분	'26년 예상 순이익 (컨센서스 보유 기업, 조원)	Target P/E (배)	Target 시가총액 (컨센서스 보유 기업, 조원)	Target KOSPI (상단 기준, 지수)
Best Case	329.8 (현 컨센서스 대비 +10% 상향조정)	14.2 (+4 σ)	4,690	5,200
Base Case	299.9 ('25년 10월 말 현 컨센서스)	13.4 (+3 σ)	4,010	4,600
Worst Case	269.9 (현 컨센서스 대비 -10% 하향조정)	11.7 (+1 σ)	3,150	3,800

자료: Dataguide, 유안타증권 리서치센터



'25년 Good Disinflation 기류 변화가 '26년 Quasi-Goldilocks 환경으로 확산

- Disinflation은 대순환 주기상 중간 경유지 또는 과도기 국면에 해당. 장래 Good/Bad Disinflation 전개 방향에 따라 국내외 매크로 및 금융 환경은 천양지차로 변화
- 1990년 이후 글로벌/미국 Disinflation 사례 분석 결과, 1) 주변국이 아닌 중심국 경기침체, 2) 크레딧/뱅크/소버린 금융 리스크로의 위기 전염/확산, 3) 사후약방문격 연준 정책대응('연준의 실수'), 4) 미국 CPI% < PPI% 또는 한국 수출물가% < 수입물가%의 가격 전가력 약화 및 마진율 훼손이 Bad Disinflation의 필요/충분 조건
- 단, 2026년 국내외 매크로 환경은, 1) AI 슈퍼 사이클로 중무장한 미국이 추세 이상의 성장으로 이끌고 중국이 15차 5개년 계획 정책 모멘텀으로 그 뒤를 받치며, 2) 주요국 재정부양 총력전과 연준의 선제적 금리인하 사이클간 결합이 경기/수요 및 금융/통화 동반 확장을 견인하고, 3) 이는 중립 이상의 가격 전가력 및 기업 실적 펀더멘탈로 구체화될 개연성이 높음
- '25년 재개된 Good Disinflation으로의 점진적 기류 변화가 '26년 Quasi-Goldilocks 매크로 환경으로 확산될 것이라 확신하는 이유

Good/Bad Disinflation Dashboard: '25년 Good Disinflation 기류 변화가 '26년 Quasi-Goldilocks 매크로 환경으로 확산될 전망

구분	Good Disinflation → Reflation/Goldilocks	Bad Disinflation → Recession/Deflation
물가/금리 환경	물가 하락이 점진적 연준 통화완화와 시장금리 하향 안정화로 반영	물가 하락이 공세적 연준 통화완화와 시장금리 속락 흐름으로 반영
매크로 방향성	Reflation/Goldilocks 경기 회복의 마중물로 기능	Deflation/Recession 경기 침체의 전초전 성격
시스템 리스크	크레딧, 뱅킹, 소버린 리스크 등 파국 가능성은 미미	크레딧, 뱅킹, 소버린 리스크 등 파국 가능성이 잠복
수요/공급 환경	중립 이상의 수요환경에 공급 개선 효과가 가세	수요 둔화/침체 압력이 공급 개선 영향을 압도
기업 실적	점진적 CPI% > PPI%로 기업 가격 전가력 회복	CPI% < PPI% 구도 고착화로 기업 Margin Squeeze 심화
주식시장	국내외 증시 동반 상승(Risk-on)	국내외 증시 동반 침체(Risk-off)
F/X	미 달러화 약세 & EM 통화 강세	미 달러화 강세 & EM 통화 약세
외국인 수급	달러화(또는 EM) Carry-trade 재개, 국내증시 외국인 러브콜 확대	글로벌(또는 달러화) 유동성의 미국 환류, 국내증시 외국인 투매공세 강화

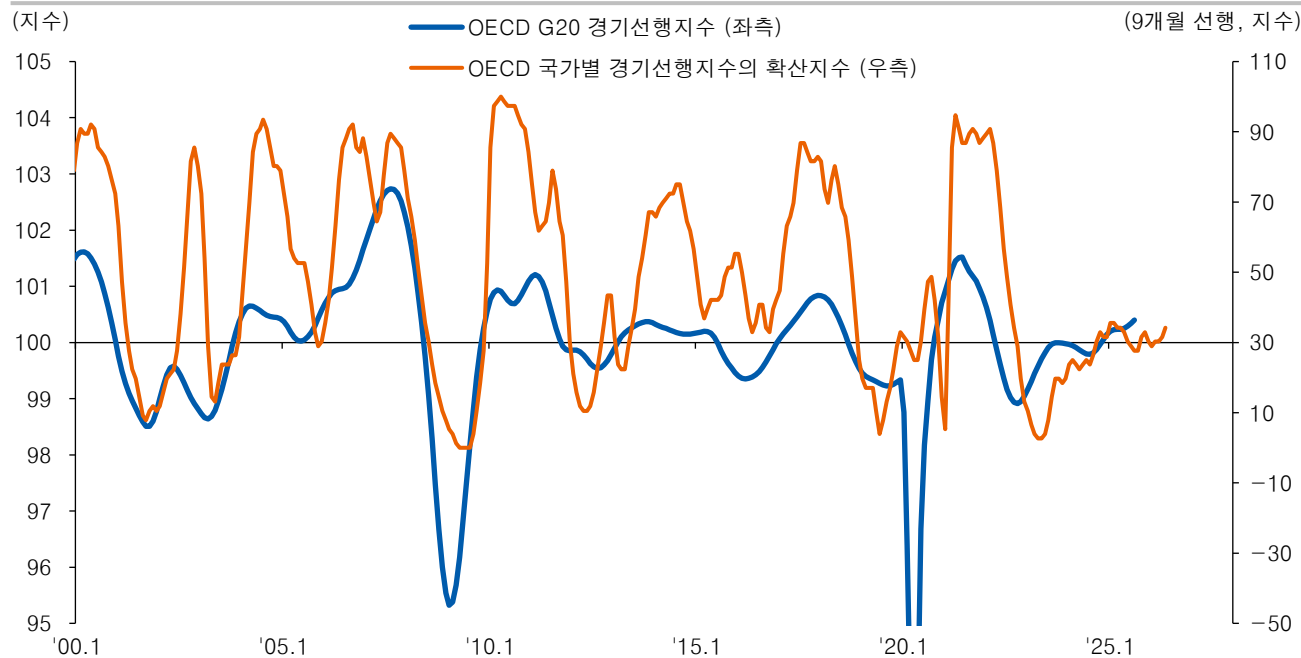
자료: 유안타증권 리서치센터



중상주의 재정부양 + 선제적 통화완화 + AI 슈퍼 사이클 = Quasi-Goldilocks

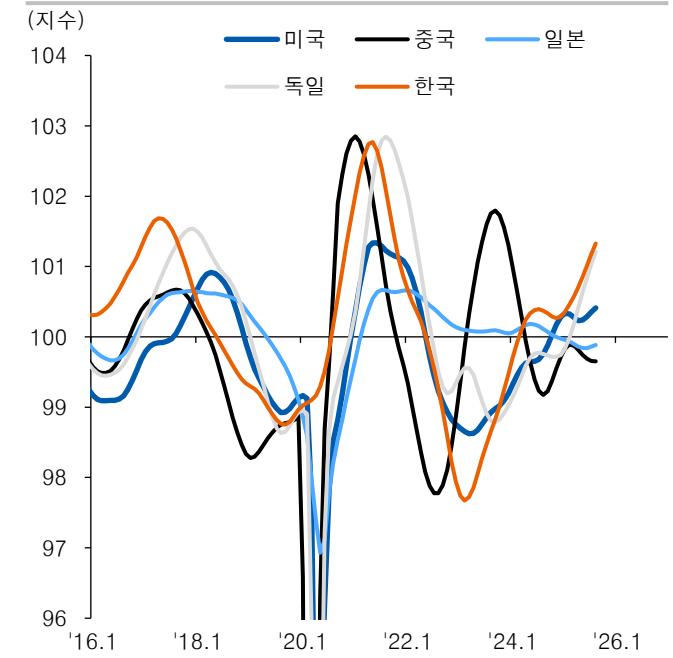
- '26년 글로벌 경제는 잠재성장률(2.9% 내외) 이상의 성장세가 지속되는 가운데, 물가 하향 안정화와 잠복 경기 다운 사이드 리스크 통제 필요성 등이 연준을 위시한 주요국 중앙은행의 점진적 통화완화를 자극하며 AI/반도체 슈퍼 사이클 진입과 함께 Quasi-Goldilocks 매크로 환경에 한걸음 더 다가설 개연성이 높음
- OECD 글로벌(G20) 또는 주요국 경기선행지수에 3분기 가량 선행하는 확산지수는 단기 부침에도 불구하고 중립 이상의 상승 추세 지속
- '26년 11월 중간선거 승리를 겨냥한 트럼프의 노림수는 재정/통화 쌍끌이 부양을 통한 Goldilocks 매크로 및 금융시장 버블 환경 조성
- 중국도 내권화(Involution) 타개를 위한 구조조정 2.0과 15차 5개년('26~'30년) 계획으로 글로벌 매크로 Quasi-Goldilocks 행보에 힘을 보탬 공산이 큼
- 중상주의 재정정책, 선제적 통화완화, AI Capex 슈퍼 사이클의 삼중주에 기인한 Quasi-Goldilocks 도래 기대가 '26년 국내외 경기/증시 낙관론의 핵심 논거

OECD 글로벌(G20) 경기선행지수와 확산지수(9개월 선행 Proxy)



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

국가별 OECD 경기선행지수



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

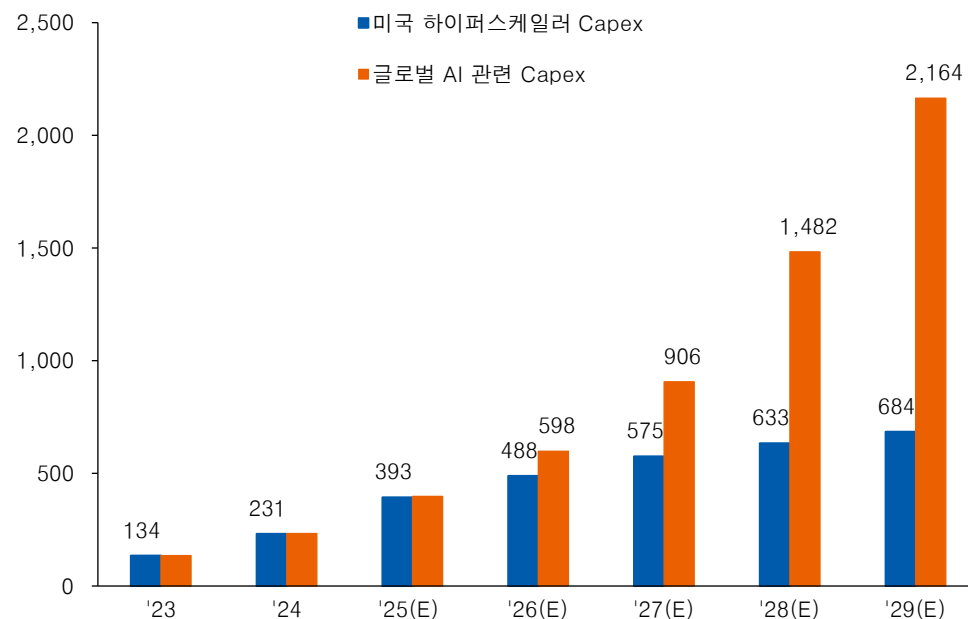


AI Capex 및 반도체 슈퍼 사이클이 '26년 한국 수출/실적 추가 도약을 견인

- '26년 글로벌 매크로 Quasi-Goldilocks 환경을 이끄는 핵심 견인차로서 AI Capex 슈퍼 사이클 추가 도약 가능성을 주목
- '25년 2분기 미국 AI/Tech 하드웨어, 소프트웨어 인프라 관련 투자의 실질 GDP 성장 기여도가 사상 최초로 1%Pt를 돌파. AI/데이터센터 Capex 슈퍼 사이클이 아니었다면 미국은 이미 경기침체에 내몰렸을지도 모른다는 의미
- 현재 미국/글로벌 AI Capex 슈퍼 사이클은 닷컴버블 당시와 달리 IPO와 증자를 통한 Equity Financing과 Debt Financing 없이 자생적 현금흐름으로 전개된 바, 자금조달 제약은 전무한 상황이며 향후 내외부 자금조달이 본격화될 경우 현 AI 생태계 Capex 슈퍼 사이클은 추세 연장과 추가 도약이 가능
- 파죽지세의 글로벌 AI/반도체 슈퍼 사이클은 '25년 한국 수출/실적 선방에 일조한데 이어 '26년 추가 도약을 견인할 개연성이 높음

미국 하이퍼스케일러 및 글로벌 AI 관련 Capex 추이 및 전망

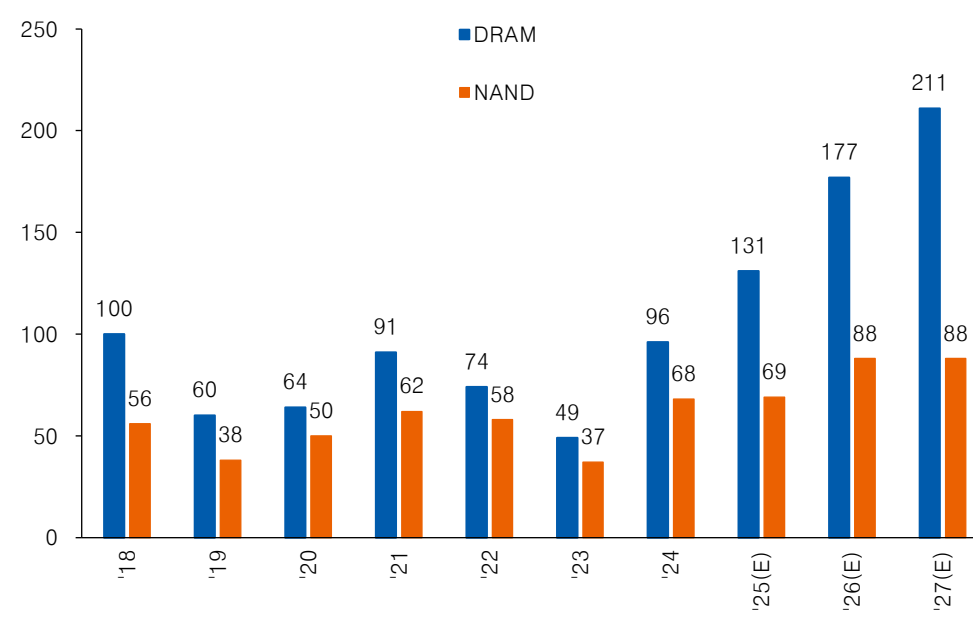
(십억 달러)



자료: Citi Research, 유안타증권 리서치센터

글로벌 반도체 시장 전망

(십억 달러)



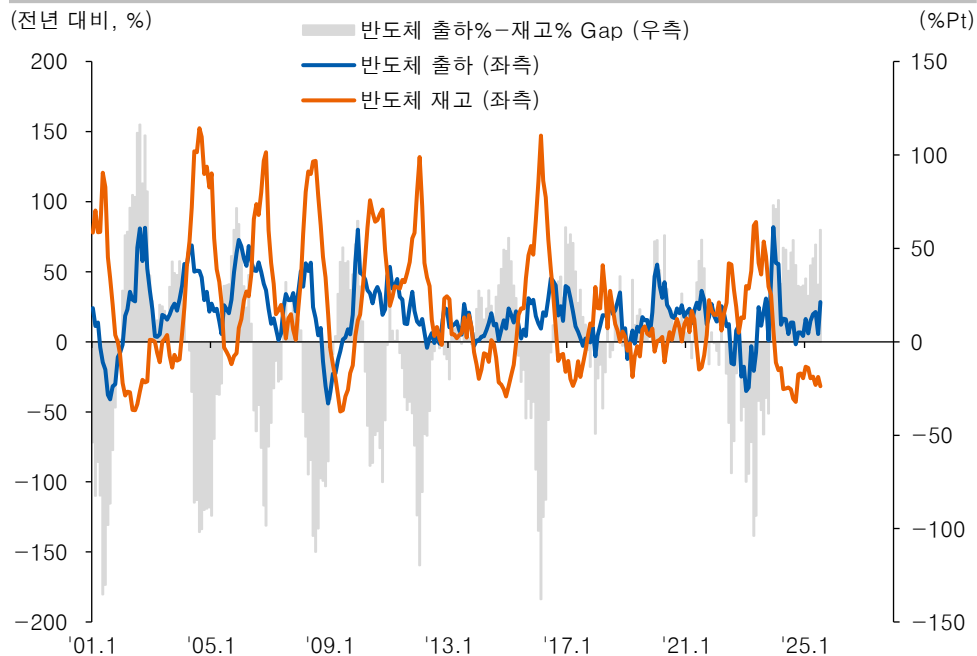
자료: WSTS, 유안타증권 리서치센터



현 출하/재고 환경은 '26년 사상 최고 수준의 반도체 슈퍼 사이클 도래를 암시

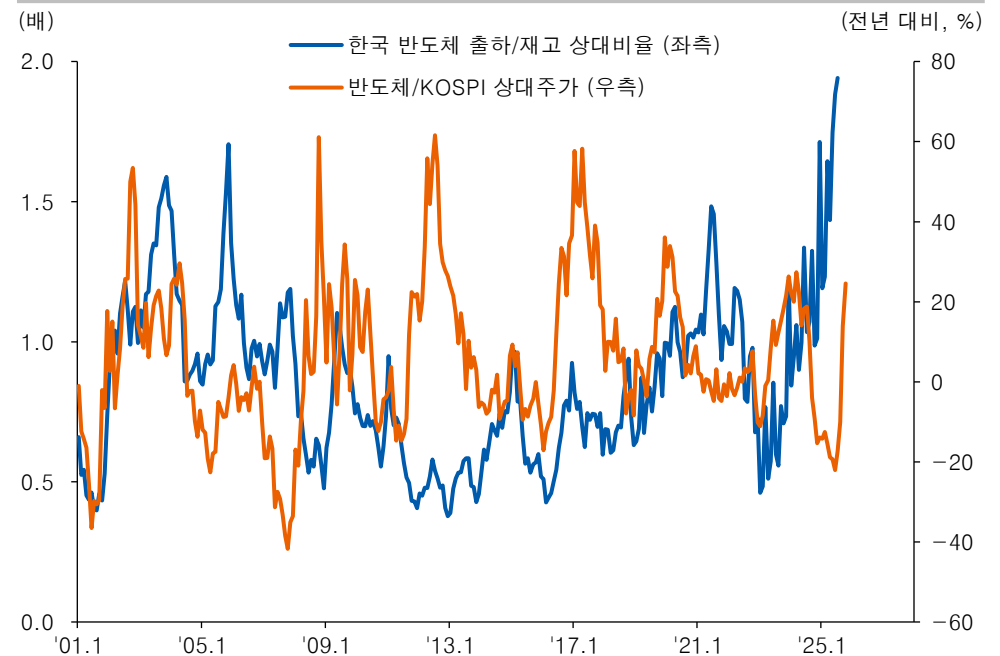
- 한국 반도체 출하는 그 상승세가 지속되고 있는 반면, 재고는 업황 개선/호조 영향에도 하락세가 지속. 이에 반도체 출하-재고 증가율 Gap은 단시간 내에 과거 호황 사이클 당시 평균 수준까지 상승
- 이는 선택과 집중의 결과. '23년 하반기 이래로 삼성전자/SK하이닉스 모두 HBM 고부가 제품에 대해선 투자/출하를 늘렸으나 저부가 범용군은 적극적 감산/통제 주력
- '26년 업황 호조와 낮은 재고간 결합은, 1) 공급자 우위로의 글로벌 반도체 시장 주도권 변화, 2) 공급능력에 비례하는 가격 주도권 및 협상력 확보, 3) 반도체 핵심 메이커측 이익 레버리지의 비약적 확대 가능성을 복합적으로 시사
- 반도체 출하/재고 상대비율은 사상 최고 수준인 2.0배 부근까지 상승하며, '26년 한국 반도체 수출/실적 역사상 최고 수준의 슈퍼 사이클 도래 가능성을 예고

한국 반도체 출하 및 재고 증감률



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

한국 반도체 출하/재고 상대비율과 반도체/KOSPI 상대주가



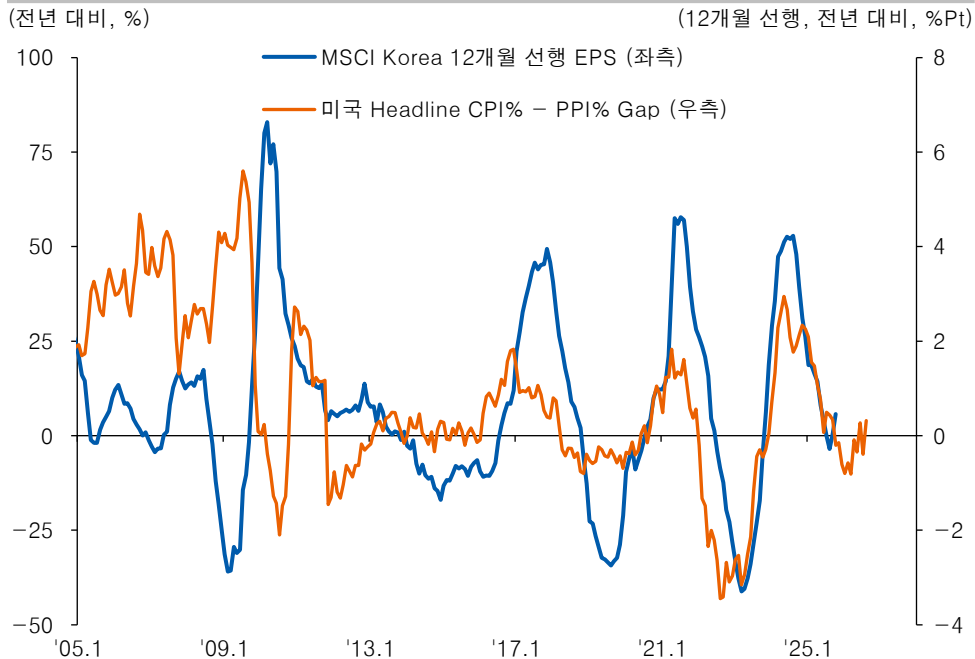
자료: LSEG Workspace, Quantwise, 유안타증권 리서치센터



Base 시나리오下 '26년 KOSPI 영업이익 400조원, 순이익 300조원 예상

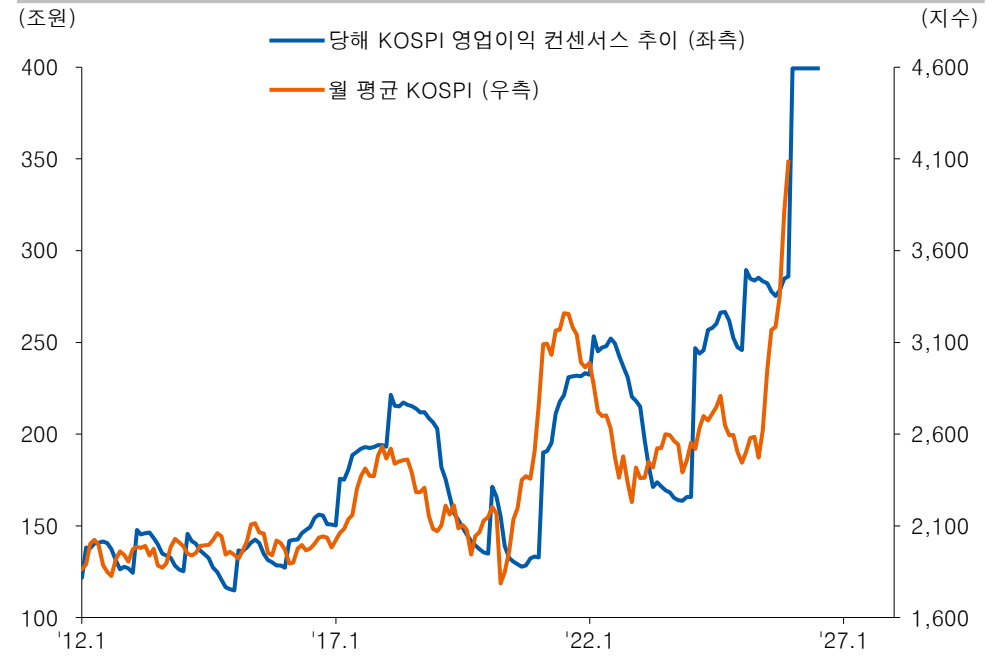
- '26년 한국 수출은 전년 대비 +7~10%대 성장을 전망. 1) 그간 주춤했던 한국의 대미 수출은 '26년 미국 실물경기 추가 도약과 통상 리스크 완화 및 AI/반도체 슈퍼 사이클 진입에 힘입어 바닥반등을 모색할 소지가 다분. 2) 중국 정책 모멘텀 강화와 Restocking 기류 부활은 대중국 수출 모멘텀 개선을 추가 견인할 것으로 평가
- 한국 반도체 출하는 상승세가 지속되고 있는 반면, 재고는 업황 개선/호조 영향에도 하락세가 지속. '26년 업황 호조와 낮은 재고간 결합은, 1) 공급자 우위로의 글로벌 반도체 시장 주도권 변화, 2) 공급능력에 비례하는 가격 전가력 및 협상력 확보, 3) 반도체 핵심 메이커측 이익 레버리지의 비약적 확대 가능성을 복합적으로 시사
- 반도체 수출단가 개선이 한국 수출물가 상승을 자극하고, 국제 원자재가 및 달러-원 환율 안정화가 수입물가 하락으로 반영되는 경우라면, '26년 국내증시 마진 환경은 가격 전가력 회복에 근거해 현 실적 눈높이 수준의 추가 도약이 가능할 전망. '26년 Base 시나리오下 KOSPI 영업이익 400조원, 순이익 300조원 달성 가능성에 초점

미국 Headline CPI - PPI 전년 대비 증감률 Gap(가격 전가력 Proxy)과 한국 12개월 선행 EPS



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

당해 KOSPI 영업이익의 컨센서스 월간 변화 추이와 월 평균 KOSPI 지수대



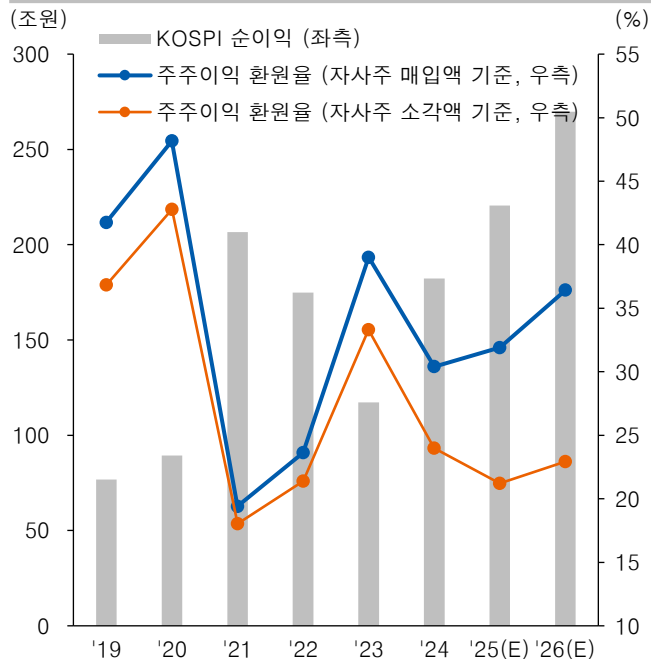
자료: Dataguide, 유안타증권 리서치센터



거버넌스 개선과 주주 친화적 정책 변화가 KOSPI P/B 1.4배 리레이팅의 핵심 촉매

- '26년 국내증시 구조개혁 및 활성화 관련 정책 초점은, 1) 1~3차 상법 개정안 시행 및 안착, 2) 상법/공정거래법/자본시장법/세법 등 추가 입법 논의, 3) '25년 연내 MSCI 선진지수 승격 로드맵 확보 및 '26년 MSCI측 권고사항 및 선진시장 수준의 제도/거래 환경 변화 총력전에 집중될 전망
- 글로벌 투자자들은 이재명 정부 KOSPI 5천P 체질개선 정책 릴레이에 주목하며 '22~'23년 일본 밸류업 프로그램 당시 주가/밸류 리레이팅 추억을 현 한국증시에 투사
- 관건은 자사주 소각 의무화 관련 3차 상법 개정안 시장 안착과 배당소득 분리과세 최고세율 27.5%로의 하향조정 여부
- 현재 요식행위에 머물러 있는 자사주 매입/소각 관행이 실제 시장/주주 친화적 관점에서 재구성되고, 배당 소득세와 상속/증여세의 유기적 변화가 대주주/오너측 배당 정책에 대한 시각선회를 자극하는 경우라면, '26년 KOSPI P/B는 1.4배선에 안착하며 그간의 코리아 디스카운트라는 그림자를 완전히 지워갈 개연성이 높음

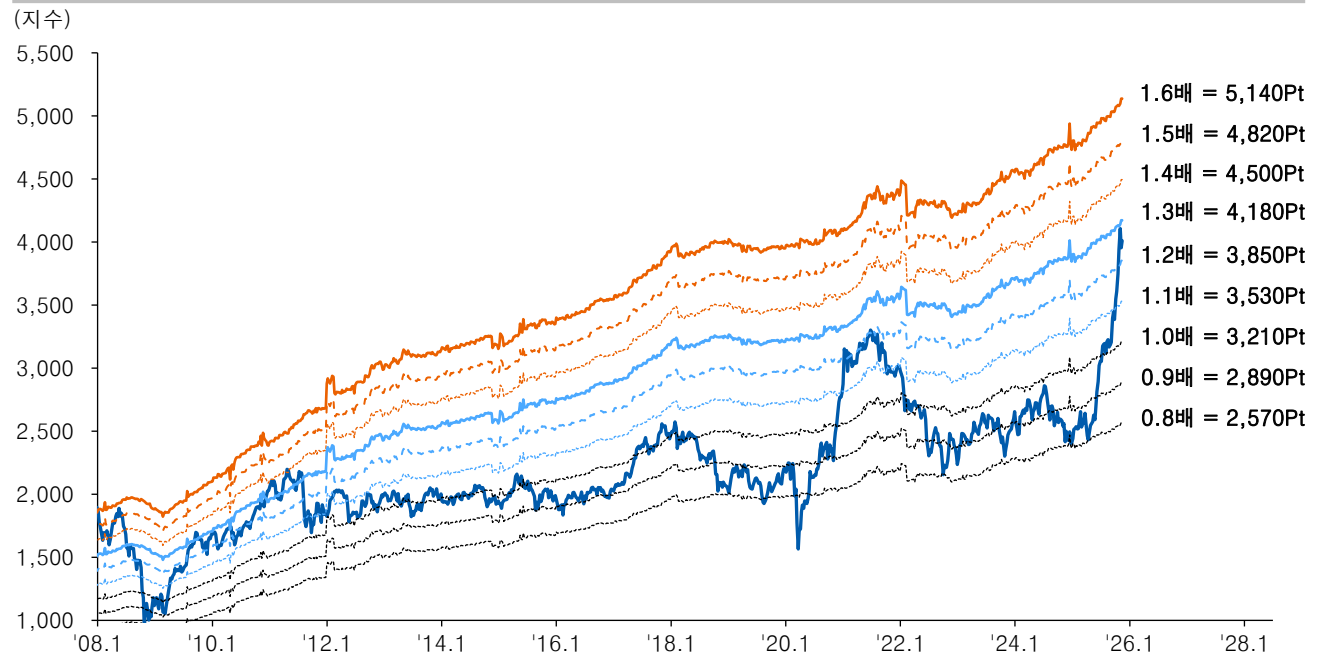
KOSPI 순이익과 주주이익 환원율 변화 추이



참고: '25~'26년 자사주 매입액은 10/2일까지의 추세 지속을 가정해 추정, '26년 자사주 소각액 예상치는 현 자사주 보유비중 10% 초과기업의 강제소각을 반영한 12.5조원으로 추정

자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

I/B/E/S 집계 KOSPI 12개월 선행 P/B 레벨별 환산 지수대: '26년 P/B 멀티플은 1.4배선 안착 테스트에 나설 전망



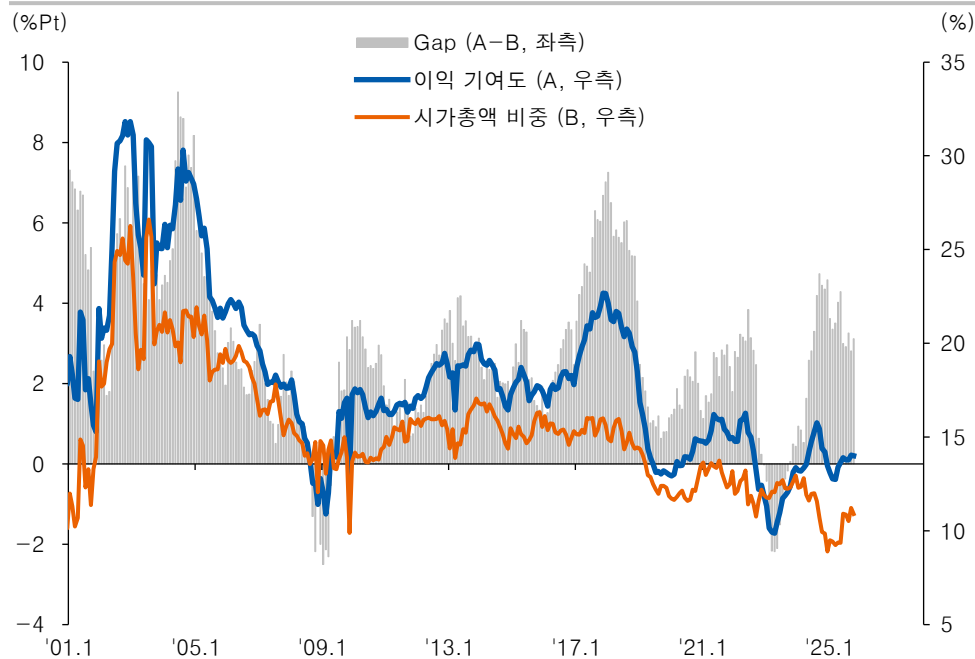
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



'26년 외국인 현선물 수급 환경은 '25년에 연이어 순매수 기류가 크게 앞설 전망

- 1) 글로벌 Quasi-Goldilocks 매크로 환경, 2) 연준 Slow Easing Cycle 가세, 3) 내수경기 총력 부양, 증시 체질개선 릴레이, MSCI 선진지수 승격 작업 본격화 등의 이재명 정책 Transformation(Put), 4) AI Capex 및 반도체 슈퍼 사이클에 힘입은 KOSPI 순이익 300조원 시대 개막은 글로벌 투자가측 EM 내 Overweight 차별화 안전지대로서 '26년 한국증시 꺾목상대 행렬로 구체화될 전망
- 10월 현재 MSCI EM 내 한국 이익 기여도(14.0%) - 시가총액 비중(10.9%)간 Gap은 +3.1%Pt로, 중국 +0.4%Pt(31.7%, 31.3%), 인도 -5.5%Pt(9.7%, 15.2%), 대만 -4.3%Pt(15.0%, 19.3%) 대비 현격한 저평가 구도가 지속. EPS 기여도는 대만과 유사하지만, MSCI Korea 편입비는 대만의 절반 수준에 지나지 않는 상황
- 통상, MSCI EM 내 이익 기여도 - 시가총액 비중간 Gap은 한국/EM 상대주가 경로에 12개월 가량 선행. '26년에도 국내증시 외국인 현선물 수급 환경은 '25년에 연이어 중립 이상의 순매수 기류가 크게 앞설 것이라 판단하는 이유

MSCI EM 내 MSCI Korea 이익 기여도와 시가총액 비중



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

한국의 이익 기여도 - 시가총액 비중간 Gap 상승은 EM 내 한국증시

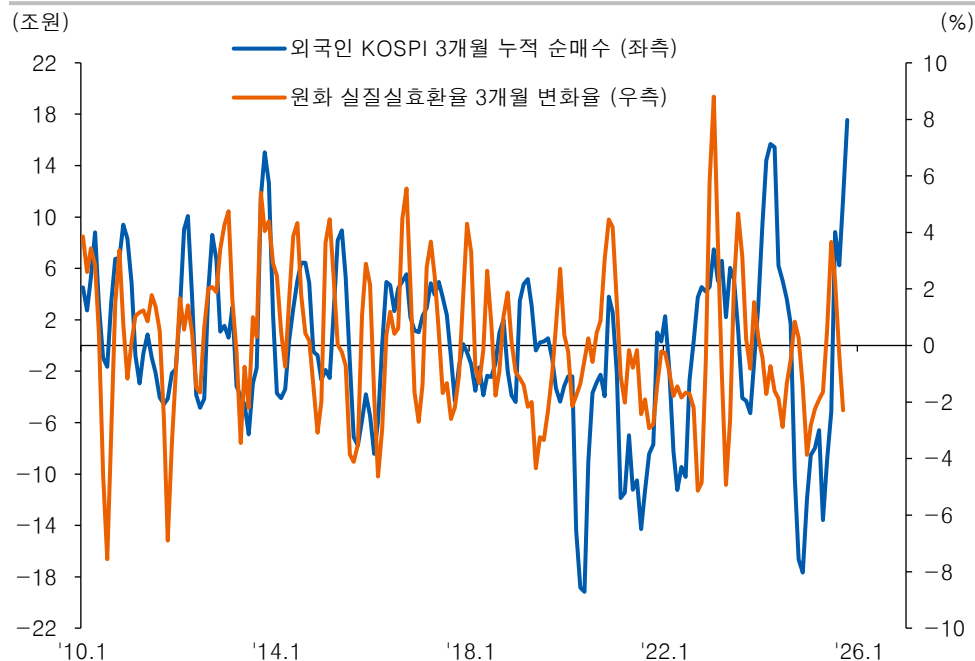


자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

개인 투자가 '컴백홈'이 '26년 KOSPI 5천P 도전기의 성패를 좌우할 전망

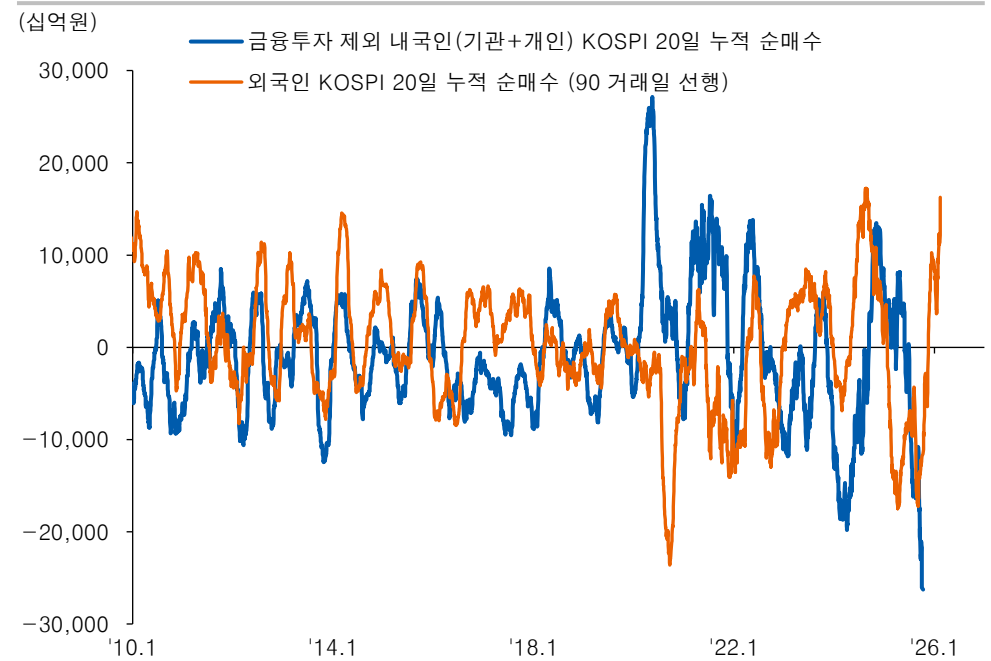
- 원화 실질실효환율 3개월 변화율과 외국인 KOSPI 3개월 누적 순매수 경로는 동행. 최근 달러-원 환율 상승에도 외국인 국내증시 러브콜이 커지는 이례적 현상이 심화
- 이는 최근 원화 약세가 중장기 추세화보단 일시적 F/X 수급 노이즈로 국한될 공산이 크고, 원화 약세(또는 환율 변동성 확대)로도 '26년 한국 경제/증시 낙관론을 가릴 수 없다는 글로벌 투자가측 인식 및 투자전략의 발로에 해당. 단기 오버슈팅에 나섰던 달러-원 환율은 '26년 말 1,300원대 중반까지의 하향 안정화가 가능할 전망
- 외국인 투자가 수급 대응이 맞고 최근 환시 과민반응이 틀렸다면, '25년 국내증시 누적 -17.2조원(10/13일 기준 KOSPI -23.2조원, KOSDAQ +6.0조원) 순매도 중인 개인 투자가측 대응 전략 역시 틀렸을 개연성이 높음. '26년 개인/가계 수급원의 순매수 전환을 기대하는 이유
- 경기선행지수 상승으로 환기되는 경제주체 매크로 자신감 회복과 재정/통화 부양 총력전은 시중 유동성 증가를 경유해 개인 투자자 국내증시 참여 확대를 자극할 전망

원화 실질실효환율 3개월 변화와 외국인 KOSPI 3개월 누적 순매수 추이



자료: LSEG Workspace, KRX, 유안타증권 리서치센터

금융투자 제외 내국인(기관+개인) 및 외국인(90 거래일 선행) KOSPI 20일 누적 순매수 추이



자료: KRX, 유안타증권 리서치센터



2) 포트폴리오/주도주 전략: ① Goldilocks & Bull-Steepening 국면 Winner

- 2026년 포트폴리오/주도주 전략 아이디어는, 1) 글로벌 매크로 Goldilocks 및 시장금리 Bull-Steepening 국면 Winner 투자대안, 2) 실질 스타일 분류 기준 '26년 실적 모멘텀 보유 순수 성장주(Pure Growth), 3) 낙폭과대 주가/밸류 위에 배당성향 개선과 실적 모멘텀이 가세하는 순수 가치주(Pure Value) 옥석 가리기 세가지
- 우선, 1) 2005년 이후 글로벌 매크로 Goldilocks(+CESI & -CISI의 2분면) 및 미국 일드커브 Bull-Steepening 국면 내 KOSPI 대비 초과성과 확보가 가능했으며, 2) '25년 3~4Q 및 '26년 실적 모멘텀을 보유했고, 3) SPS% < EPS% or CPS%의 가격 전가력을 겸비한 삼중 교집합적 업종은 반도체, SW, 화학, 중공업 밸류체인

2005년 이후 글로벌 매크로 Goldilocks 및 미국 시장금리 Bull-Steepening 국면 Winner 업종대안 판단

구분	Goldilocks 국면 전체 평균 (%)		Bull-Steepening 국면 전체 평균 (%)		'25년 3Q 영업이익 (%)		'25년 4Q 영업이익 (%)		'26년 연간 영업이익 (%)		가격 전가력 (전년 대비, %)		
	상대 수익률	Hit ratio	상대 수익률	Hit ratio	전년 대비	1개월 변화율	전년 대비	1개월 변화율	전년 대비	1개월 변화율	SPS	EPS	CPS
조선	2.0	53.2	1.0	46.8	145.5	-0.3	101.4	0.6	33.2	1.1	14.5	105.0	35.7
기계	1.7	44.2	1.2	55.3	64.9	0.5	35.9	2.0	28.0	2.3	19.9	81.7	48.6
상사, 자본재	1.7	45.5	0.5	57.4	51.8	-1.8	32.6	0.4	16.7	0.9	24.1	37.1	51.9
화학	1.1	46.8	0.6	46.8	1,079.4	-1.9	흑전	-6.3	109.3	-2.2	20.3	흑전	38.8
자동차	0.6	46.8	-1.4	40.4	-26.4	-4.1	-11.9	-3.2	2.5	-0.8	23.9	19.9	156.3
반도체	0.6	64.9	0.2	51.1	13.2	9.4	50.4	16.7	42.3	22.6	27.4	43.6	43.6
증권	0.6	46.8	-0.2	46.8	-13.4	-0.7	20.2	-0.2	1.6	-0.4	-2.1	94.5	-
소프트웨어	0.4	42.9	1.6	63.8	19.5	-0.1	38.2	-0.8	22.8	0.0	223.7	333.6	310.5
은행	0.4	50.6	-1.5	31.9	-1.5	0.2	21.2	-1.9	5.6	0.3	-64.6	16.7	흑전
비철, 목재등	0.2	40.3	-0.5	42.6	-18.7	-0.2	36.5	-1.1	7.0	0.1	85.6	354.5	207.9
보험	0.2	49.4	0.1	46.8	-5.0	-0.1	170.7	-0.9	7.5	-5.3	398.9	19.8	-
IT하드웨어	0.0	48.1	-1.1	46.8	56.1	0.4	383.1	3.2	68.8	-0.1	84.3	391.1	206.2
운송	0.0	39.0	0.2	42.6	-42.8	-8.9	-20.3	-0.7	8.3	-2.8	-13.3	-39.6	-21.9
에너지	-0.2	35.1	-0.5	40.4	1,074.9	-1.7	128.3	1.3	60.2	-1.9	3.9	흑전	6.7
디스플레이	-0.2	45.5	-0.6	48.9	1,360.7	37.9	336.4	9.0	49.0	19.0	-1.8	흑전	117.6
건설, 건축관련	-0.3	45.5	-0.2	48.9	19.7	11.3	흑전	12.0	26.2	4.4	2.9	97.7	85.2
IT가전	-0.5	49.4	1.0	51.1	27.1	-2.0	흑전	-5.8	139.2	-2.4	25.6	흑전	70.2
건강관리	-0.5	41.6	1.9	59.6	51.3	0.7	229.7	0.8	36.3	-0.8	115.5	1,241.6	480.1
호텔, 레저서비스	-0.6	42.9	-0.3	46.8	24.1	0.0	115.6	1.4	18.1	0.2	1.4	43.2	81.8
철강	-0.7	48.1	-1.1	36.2	-6.5	-4.7	996.8	-0.8	46.2	0.2	18.8	53.4	15.6
화장품, 의류, 완구	-0.7	40.3	-0.1	40.4	-19.7	-4.6	-12.6	-5.8	20.7	-4.4	248.8	363.4	401.7
소매(유통)	-1.0	42.9	-0.5	40.4	25.7	-4.0	109.8	1.1	17.9	-0.3	53.6	흑전	55.7
필수소비재	-1.0	40.3	0.4	51.1	-36.2	-4.0	-22.0	-3.3	9.3	-3.4	26.8	77.8	46.1
미디어, 교육	-1.1	42.9	-0.2	42.6	60.0	-3.9	37.7	-2.1	33.5	0.5	76.0	흑전	117.5
유틸리티	-1.3	37.7	-0.8	38.3	41.6	0.7	5.6	-3.6	13.6	1.0	0.3	87.3	44.3
통신서비스	-1.5	33.8	-0.2	40.4	-33.4	-4.4	흑전	-0.4	7.2	-0.1	10.8	60.9	7.3

참고: 10/13일 종가 기준 현재

자료: LSEG Workspace, Quantwise, 유안타증권 리서치센터



매크로 Goldilocks 및 시장금리 Bull-Steepening 국면 Winner 종목대안 판단

- 1) 2005년 이후 글로벌 매크로 Goldilocks(+CESI & -CISI의 2분면) 및 미국 일드커브 Bull-Steepening 국면 내 KOSPI 대비 초과성과 확보가 가능했고, 2) '25년 3~4Q 및 '26년 연간 실적 모멘텀을 보유했으며, 3) SPS% < EPS% or CPS%의 가격 전가력을 최종 견비한 삼중 교집합적 종목대안을 도출

2005년 이후 글로벌 매크로 Goldilocks 및 미국 시장금리 Bull-Steepening 국면 Winner 종목대안 판단

구분	Goldilocks 국면 전체 평균 (%)		Bull-Steepening 국면 전체 평균 (%)		'25년 3Q 영업이익 (%)		'25년 4Q 영업이익 (%)		'26년 연간 영업이익 (%)		가격 전가력 (전년 대비, %)		
	상대 수익률	Hit ratio	상대 수익률	Hit ratio	전년 대비	1개월 변화율	전년 대비	1개월 변화율	전년 대비	1개월 변화율	SPS	EPS	CPS
삼성전자	0.5	52.8	0.1	46.8	11.0	14.3	62.1	23.3	59.2	28.3	7.2	-4.8	27.0
HD현대중공업	1.9	42.9	4.1	38.5	134.2	2.7	105.0	1.1	32.0	3.7	11.2	108.6	-31.7
삼성물산	1.4	53.5	2.1	56.0	7.6	0.0	23.2	-0.2	15.2	1.0	1.5	7.6	39.0
HD한국조선해양	2.5	51.7	1.7	48.9	134.2	-1.6	118.3	0.0	31.0	0.7	14.1	81.9	1.6
HD현대일렉트릭	6.5	57.1	1.0	45.8	43.2	-1.9	58.7	5.5	22.2	1.6	22.3	36.0	-9.6
현대로템	3.4	54.3	4.0	57.7	92.3	2.6	83.8	2.7	26.9	1.5	30.9	99.1	685.0
삼성전기	0.7	55.1	0.9	55.3	6.2	1.7	56.6	3.8	26.3	4.3	7.9	-8.2	25.7
효성중공업	13.5	75.9	4.3	41.7	39.1	0.6	43.5	1.9	28.5	2.0	16.9	84.8	57.4
현대글로벌비스	1.2	48.2	1.5	55.3	14.7	0.5	16.7	0.1	7.0	0.2	5.7	56.8	25.2
삼양식품	4.6	48.3	0.9	42.6	55.9	-0.4	73.4	0.8	30.4	0.1	36.0	52.0	73.9
한화시스템	3.0	58.6	3.7	61.9	3.9	-2.4	29.3	1.0	66.9	0.1	26.1	-56.8	268.8
두산	3.4	52.8	0.6	44.7	251.0	0.2	145.2	-0.6	33.6	0.3	9.6	116.8	446.9
에이피알	11.4	71.4	11.6	88.9	214.8	4.6	145.9	2.4	39.0	2.3	92.5	145.7	395.4
SK바이오팜	0.1	50.0	0.8	53.3	128.6	0.5	8.3	-1.3	77.3	1.0	28.0	-36.0	168.6
파마리서치	4.2	59.5	6.7	62.5	79.9	2.3	98.8	2.1	33.3	2.3	48.5	92.5	78.2
이수페타시스	1.8	43.8	1.3	42.6	79.4	0.3	100.2	0.2	31.2	0.1	14.6	88.3	155.1
넷마블	1.2	48.6	1.6	50.0	26.1	-0.3	208.9	-1.2	15.5	2.6	6.1	10,718.9	65.2
LG이노텍	0.1	44.0	0.8	51.4	29.1	2.5	15.1	2.0	27.0	0.6	-1.5	-14.0	43.8
한화엔진	1.0	43.6	1.7	43.3	91.9	5.3	98.0	4.7	57.9	6.2	14.5	21.3	79.8
풍산	3.4	56.0	2.0	48.6	8.0	-0.8	180.4	-3.3	18.1	0.6	11.0	-1.2	849.2
이오테크닉스	3.1	59.6	0.2	53.2	105.9	-3.3	121.1	-2.9	40.4	6.9	20.3	43.6	85.4
에스엠	4.6	53.9	0.7	53.2	274.0	1.3	30.0	-2.1	20.6	1.6	22.3	40,934.3	55.2
금호석유화학	2.9	52.8	0.6	40.4	31.2	-4.4	757.6	0.4	25.4	3.1	4.8	15.2	156.9
원익IPS	1.0	47.5	2.1	58.3	95.4	-6.7	32.9	0.6	35.8	0.5	22.3	238.5	79.4
한솔케미칼	1.5	49.4	1.6	51.1	22.5	1.0	26.6	-0.2	24.3	0.8	11.5	19.5	50.5
티씨케이	3.4	48.3	3.6	46.8	1.2	0.6	20.7	1.8	25.2	2.8	14.0	5.7	50.0

참고: 10/13일 종가 기준 현재. 계량적 분석을 통해 선정된 종목들로 당사 대표 투자 의견과 상이할 수 있음

자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터



② '26년 실적 모멘텀 보유 실질 성장주(Pure Growth) 스타일 투자대안 판단

- 실질 스타일 분류 기준 '26년 실적 모멘텀 보유 순수 성장주(Pure Growth) 압축대응으로 '26년 국내증시 포트폴리오 알파대안을 도출
- '25년 3~4Q 및 '26년 연간 실적 모멘텀 보유 실질 성장주 스타일 업종대안은 조선/기계/상사, 자본재(방산+지주) 등 중공업 밸류체인, 바이오, 미디어/엔터

'26년 실적 모멘텀 보유 실질 순수 성장주 스타일 업종대안 판단

구분	업종	YTD 상대 수익률 (%)	'25년 3Q 영업이익 (%)		'25년 4Q 영업이익 (%)		'26년 연간 영업이익 (%)		12개월 선행 P/E		12개월 선행 P/B	
			전년 대비	1개월 변화율	전년 대비	1개월 변화율	전년 대비	1개월 변화율	현재 (배)	Z-Score	현재 (배)	Z-Score
순수 성장	건강관리	-35.1	51.3	0.7	229.7	0.8	36.3	-0.8	34.1	-0.2	3.5	-0.6
	상사, 자본재	56.6	51.8	-1.8	32.6	0.4	16.7	0.9	12.0	0.0	1.3	1.7
	기계	93.1	64.9	0.5	35.9	2.0	28.0	2.3	29.3	5.4	3.6	4.9
	조선	49.0	145.5	-0.3	101.4	0.6	33.2	1.1	19.0	-0.0	3.9	3.9
	IT가전	-52.6	27.1	-2.0	흑전	-5.8	139.2	-2.4	43.7	2.8	1.8	0.1
	미디어, 교육	-21.1	60.0	-3.9	37.7	-2.1	33.5	0.5	19.1	0.2	1.8	0.0
	비철, 목재등	-26.5	-18.7	-0.2	36.5	-1.1	7.0	0.1	23.0	3.2	2.1	4.4
성장	반도체	42.0	13.2	9.4	50.4	16.7	42.3	22.6	11.0	0.2	1.5	1.8
	소프트웨어	-23.5	19.5	-0.1	38.2	-0.8	22.8	0.0	18.9	-0.9	1.6	-1.1
	IT하드웨어	-17.4	56.1	0.4	383.1	3.2	68.8	-0.1	17.6	3.0	1.6	0.4
가치&성장	화학	-37.8	1,079.4	-1.9	흑전	-6.3	109.3	-2.2	22.0	2.3	0.7	-1.4
가치	화장품, 의류, 완구	-23.6	-19.7	-4.6	-12.6	-5.8	20.7	-4.4	11.0	-1.0	1.3	-1.0
	유틸리티	5.0	41.6	0.7	5.6	-3.6	13.6	1.0	3.2	-0.0	0.5	1.2
	소매(유통)	-27.4	25.7	-4.0	109.8	1.1	17.9	-0.3	9.1	-1.2	0.4	-1.3
	호텔, 레저서비스	-17.9	24.1	-0.0	115.6	1.4	18.1	0.2	13.4	-0.5	1.1	-1.4
순수 가치	은행	-8.3	-1.5	0.2	21.2	-1.9	5.6	0.3	6.6	0.3	0.6	1.4
	자동차	-43.4	-26.4	-4.1	-11.9	-3.2	2.5	-0.8	4.8	-1.2	0.5	-1.2
	보험	-10.6	-5.0	-0.1	170.7	-0.9	7.5	-5.3	7.9	-0.5	0.8	1.2
	에너지	-16.1	1,074.9	-1.7	128.3	1.3	60.2	-1.9	16.2	0.6	0.7	-0.5
	증권	9.3	-13.4	-0.7	20.2	-0.2	1.6	-0.4	7.4	-0.2	0.9	2.0
	운송	-37.7	-42.8	-8.9	-20.3	-0.7	8.3	-2.8	8.9	-0.2	0.7	-0.9
	필수소비재	-24.6	-36.2	-4.0	-22.0	-3.3	9.3	-3.4	11.5	-0.5	1.2	-0.0
	통신서비스	-37.5	-33.4	-4.4	흑전	-0.4	7.2	-0.1	9.1	-0.2	0.8	0.2
	철강	-38.5	-6.5	-4.7	996.8	-0.8	46.2	0.2	11.0	0.8	0.3	-1.2
	건설, 건축관련	-16.2	19.7	11.3	흑전	12.0	26.2	4.4	7.2	-0.7	0.6	-1.0
	디스플레이	-22.5	1,360.7	37.9	336.4	9.0	49.0	19.0	9.9	0.1	1.0	0.6

참고: 10/13일 종가 기준 현재

자료: Quantwise, MSCI, 유안타증권 리서치센터



'26년 실적 모멘텀 보유 실질 성장주(Pure Growth) 스타일 종목대안 판단

- 상기 방법론을 확장해 실질 순수 성장주 스타일 해당 종목군 내 '25년 3~4Q 및 '26년 연간 실적 모멘텀 보유 종목대안을 추가 도출
- SK하이닉스, 한화오션, 효성중공업, 에이피알, 이수페타시스 등 주가 탄력 추가 강화와 HD현대중공업, 카카오, HD현대일렉트릭 등의 주도주 귀환 가능성에 초점

'26년 실적 모멘텀 보유 실질 순수 성장주 스타일 종목대안 판단

종목명	YTD 상대 수익률 (%)	'25년 3Q 영업이익 (%)		'25년 4Q 영업이익 (%)		'26년 연간 영업이익 (%)		12개월 선행 Valuation (배)	
		전년 대비	1개월 변화율	전년 대비	1개월 변화율	전년 대비	1개월 변화율	P/E	P/B
SK하이닉스	89.3	55.6	5.9	44.6	12.4	28.6	18.7	7.9	2.1
HD현대중공업	30.4	134.2	2.7	105.0	1.1	32.0	3.7	24.5	6.8
한화오션	143.5	1,269.2	-1.7	141.9	1.0	24.9	0.4	26.6	4.8
카카오	7.2	26.7	1.2	153.1	0.3	27.8	1.2	44.0	2.3
HD현대일렉트릭	25.0	43.2	-1.9	58.7	5.5	22.2	1.6	29.1	9.6
현대로템	273.1	92.3	2.6	83.8	2.7	26.9	1.5	22.6	6.2
삼성중공업	47.5	79.5	0.0	52.1	1.2	57.4	1.8	20.5	3.5
효성중공업	218.6	39.1	0.6	43.5	1.9	28.5	2.0	25.4	4.9
삼양식품	37.4	55.9	-0.4	73.4	0.8	30.4	0.1	20.4	6.6
에이피알	368.6	214.8	4.6	145.9	2.4	39.0	2.3	28.3	12.6
유한양행	-50.3	-34.5	-15.5	흑전	43.8	69.1	4.4	49.7	3.7
파마리서치	63.6	79.9	2.3	98.8	2.1	33.3	2.3	26.5	7.1
이수페타시스	126.6	79.4	0.3	100.2	0.2	31.2	0.1	27.3	6.9
한화엔진	106.6	91.9	5.3	98.0	4.7	57.9	6.2	28.3	6.4
HD현대마린엔진	212.6	90.0	0.4	120.8	4.9	71.9	3.5	35.7	6.7
원익IPS	106.1	95.4	-6.7	32.9	0.6	35.8	0.5	29.0	2.7
와이지엔터테인먼트	81.0	흑전	5.0	4,357.2	2.9	13.2	0.4	27.5	3.2
아시아나항공	-62.4	-57.0	-20.8	169.5	22.0	82.2	5.7	18.1	2.5
파라다이스	51.2	41.9	-0.6	75.8	5.5	18.1	3.6	16.9	1.0
심텍	317.5	4,177.3	2.3	흑전	7.5	231.1	15.4	27.8	3.4
대덕전자	69.3	51.9	8.3	흑전	2.6	224.0	2.6	25.0	1.9

참고: 10/13일 종가 기준 현재. 계량적 분석을 통해 선정된 종목들로 당사 대표 투자 의견과 상이할 수 있음

자료: Quantwise, MSCI, 유안타증권 리서치센터



③ 배당성향 및 실적 모멘텀 개선 예상 통계적 낙폭과대 순수 가치주 옥석 가리기

- '26년 배당성향 및 실적 모멘텀 개선이 예상되는 통계적 낙폭과대 순수 가치주 옥석 가리기로 시장 추가 도약 및 투자대안별 키 높이 맞추기적 순환매 가능성에 대비
- 1) 실질 스타일 분류상 순수 가치주(Pure Value) 해당 업종 내, 2) 통계적 낙폭과대(업종/KOSPI 상대주가의 200일 MA 대비 현 위치) 주가 환경에, 3) 배당성향 또는 자사주 매입 성향의 점진적 개선과, 4) '25년 3~4Q 및 '26년 연간 실적 모멘텀이 가세하는 업종대안은 필수소비재(음식료), 통신서비스, 철강

'26년 배당성향 및 실적 개선 예상 통계적 낙폭과대 실적 순수 가치주 스타일 업종대안 판단

구분	업종	업종/KOSPI 상대주가의 200일 MA 대비 현 위치 (Z-Score)	자사주 비중 (%)	배당성향 (%)				'25년 3Q 영업이익 (%)		'25년 4Q 영업이익 (%)		'26년 연간 영업이익 (%)	
				'24	'25(E)	'26(E)	'27(E)	전년 대비	1개월 변화율	전년 대비	1개월 변화율	전년 대비	1개월 변화율
순수 가치	운송	-2.1	2.2	17.7	28.8	31.4	29.4	-42.8	-8.9	-20.3	-0.7	8.3	-2.8
	자동차	-2.0	2.0	23.0	22.8	22.8	21.8	-26.4	-4.1	-11.9	-3.2	2.5	-0.8
	철강	-2.0	5.1	74.4	63.0	36.6	29.6	-6.5	-4.7	996.8	-0.8	46.2	0.2
	필수소비재	-1.7	2.0	33.8	32.5	29.2	27.1	-36.2	-4.0	-22.0	-3.3	9.3	-3.4
	통신서비스	-1.7	1.4	73.9	51.7	47.2	45.2	-33.4	-4.4	흑전	-0.4	7.2	-0.1
	건설, 건축관련	-1.5	3.7	38.1	16.5	14.0	13.4	19.7	11.3	흑전	12.0	26.2	4.4
	은행	-0.8	1.3	27.8	26.8	28.0	29.0	-1.5	0.2	21.2	-1.9	5.6	0.3
	에너지	-0.7	2.3	-36.7	23.0	17.6	14.8	1,074.9	-1.7	128.3	1.3	60.2	-1.9
	보험	-0.5	9.8	23.8	31.3	34.1	37.2	-5.0	-0.1	170.7	-0.9	7.5	-5.3
	증권	-0.3	8.6	23.9	21.5	24.3	25.1	-13.4	-0.7	20.2	-0.2	1.6	-0.4
가치	디스플레이	-0.2	2.1	-4.6	4.1	4.4	5.6	1,360.7	37.9	336.4	9.0	49.0	19.0
	소매(유통)	-2.0	1.7	-27.7	28.1	20.8	19.1	25.7	-4.0	109.8	1.1	17.9	-0.3
	호텔, 레저서비스	-1.4	4.7	62.1	40.4	37.4	33.8	24.1	-0.0	115.6	1.4	18.1	0.2
	화장품, 의류, 완구	-1.4	3.0	26.2	22.5	18.6	18.3	-19.7	-4.6	-12.6	-5.8	20.7	-4.4
	유틸리티	-0.5	1.4	11.0	13.9	14.4	15.4	41.6	0.7	5.6	-3.6	13.6	1.0
가치&성장	화학	-1.5	1.5	-52.3	65.2	15.5	11.3	1,079.4	-1.9	흑전	-6.3	109.3	-2.2
성장	소프트웨어	-0.9	2.0	16.3	14.7	12.7	12.0	19.5	-0.1	38.2	-0.8	22.8	0.0
	IT하드웨어	-0.2	2.3	60.0	22.8	11.5	10.0	56.1	0.4	383.1	3.2	68.8	-0.1
	반도체	2.6	2.0	21.5	16.0	12.4	11.2	13.2	9.4	50.4	16.7	42.3	22.6
순수 성장	IT가전	-1.5	1.1	-23.7	13.5	5.6	3.7	27.1	-2.0	흑전	-5.8	139.2	-2.4
	미디어, 교육	-1.4	2.5	-59.5	27.4	23.8	23.8	60.0	-3.9	37.7	-2.1	33.5	0.5
	건강관리	-1.3	1.9	60.5	11.1	7.6	6.1	51.3	0.7	229.7	0.8	36.3	-0.8
	비철, 목재등	-0.2	2.5	58.6	35.1	37.3	34.4	-18.7	-0.2	36.5	-1.1	7.0	0.1
	조선	0.6	1.8	25.0	19.4	19.1	18.4	145.5	-0.3	101.4	0.6	33.2	1.1
	상사, 자본재	0.8	3.3	18.8	12.9	11.7	10.8	51.8	-1.8	32.6	0.4	16.7	0.9
	기계	2.1	1.4	30.7	16.1	13.4	11.4	64.9	0.5	35.9	2.0	28.0	2.3

참고: 10/13일 종가 기준 현재

자료: Quantwise, MSCI, 유안타증권 리서치센터



배당성향 및 실적 모멘텀 개선 예상 낙폭과대 순수 가치주 종목대안 골목상대

- 상기 방법론을 확장해 실질 순수 가치주 스타일 해당 종목군 내 배당성향 및 '25년 3~4Q 및 '26년 연간 실적 모멘텀 개선 예상 통계적 낙폭과대 종목대안을 도출
- SK이노베이션, BGF리테일, JB금융지주, KT&G, 하나금융지주, LG이노텍, LG유플러스 등이 '26년 잠복 불확실성에 맞서는 포트폴리오 전략 안전지대에 해당

'26년 배당성향 및 실적 개선 예상 통계적 낙폭과대 실질 순수 가치주 스타일 종목대안 판단

종목명	종목/KOSPI 상대주가의 200일 MA 대비 현 위치 (Z-Score)	자사주 비중 (%)	배당성향 (%)				'25년 3Q 영업이익 (%)		'25년 4Q 영업이익 (%)		'26년 연간 영업이익 (%)	
			'24	'25(E)	'26(E)	'27(E)	전년 대비	1개월 변화율	전년 대비	1개월 변화율	전년 대비	1개월 변화율
SK이노베이션	-1.9	2.0	-13.2	-20.9	-573.4	51.9	흑전	10.1	114.8	7.4	39,333.9	3.6
BGF리테일	-1.5	0.1	36.3	39.3	37.0	34.6	6.5	0.3	14.1	0.2	7.9	0.1
JB금융지주	-1.2	2.0	28.0	27.7	28.4	29.5	3.4	-0.3	8.8	3.2	6.3	0.5
금호석유화학	-1.2	14.8	16.4	18.2	17.0	16.8	31.2	-4.4	757.6	0.4	25.4	3.1
KT&G	-1.0	12.6	50.5	70.4	62.3	60.2	3.7	-0.5	24.6	-0.7	8.3	0.1
현대해상	-0.9	12.3	0.0	0.0	7.4	13.5	4.1	-3.7	흑전	-3.4	16.8	0.4
NH투자증권	-0.7	0.2	48.0	45.1	45.5	46.4	54.6	0.2	44.4	5.4	4.1	0.6
BNK금융지주	-0.7	0.9	28.5	25.8	27.0	28.5	22.3	4.4	286.1	-6.5	17.8	0.2
하나금융지주	-0.5	2.4	27.2	25.4	26.2	26.6	4.5	0.7	53.2	-0.1	3.7	0.4
LG이노텍	-0.4	0.0	11.0	13.3	10.5	9.1	29.1	2.5	15.1	2.0	27.0	0.6
LG유플러스	-0.3	0.4	74.6	41.4	38.0	36.5	2.0	-3.6	56.8	0.8	11.8	0.6
iM금융지주	-0.3	0.9	38.7	22.2	23.6	25.6	47.4	1.3	흑전	-22.8	8.0	1.7
우리금융지주	-0.1	0.0	28.9	29.1	29.5	30.9	3.9	-0.5	16.2	-2.1	7.4	0.1
한화	0.3	7.4	9.3	2.9	2.4	2.1	103.5	-9.7	25.8	1.2	15.4	2.6
삼성물산	1.3	4.6	19.1	16.0	14.8	13.8	7.6	0.0	23.2	-0.2	15.2	1.0

참고: 10/13일 종가 기준 현재. 계량적 분석을 통해 선정된 종목들로 당사 대표 투자의견과 상이할 수 있음

자료: Quantwise, MSCI, 유안타증권 리서치센터



2026년 Top Picks

종목명	시가총액 및 주가			Valuation (배, %)				
	시가총액 (조원)	현재가 (원)	목표주가 (원)	P/E	P/B	EPS 증가율	ROE	배당수익률
삼성전자	595.5	100,600	128,000	10.7	1.4	12.3	13.3	1.5
SK하이닉스	415.7	571,000	680,000	7.3	2.4	120.8	33.2	0.3
한화에어로스페이스	47.2	916,000	1,280,000	19.2	4.3	169.0	22.6	0.4
NAVER	40.3	257,000	360,000	17.8	1.3	21.2	7.2	0.5
HD한국조선해양	30.7	433,500	555,000	9.3	2.0	152.6	21.5	2.0
SK	19.1	263,500	330,000	11.1	0.5	82.9	4.8	2.7
효성중공업	18.8	2,020,000	2,800,000	27.2	6.4	163.4	23.6	0.3
KT&G	16.7	141,800	200,000	14.5	1.5	4.5	10.4	4.2
하이브	12.6	296,000	395,000	36.2	3.5	-62.2	9.7	0.1
삼양식품	10.6	1,401,000	2,000,000	19.6	6.3	56.4	32.3	0.3
LG이노텍	5.7	240,500	280,000	10.0	0.9	-18.7	9.2	0.9
파마리서치	5.0	477,000	890,000	22.9	6.0	67.8	26.1	0.3
보로노이	4.4	239,000	320,000	-	-	적지	-	0.0
하나머티리얼즈	0.8	41,200	65,000	15.3	1.8	14.1	11.9	0.6
코스메카코리아	0.8	72,300	96,000	12.6	2.4	17.6	19.0	0.1

참고: 11/20일 종가 기준

자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터



3) Quant 전략: 최고치 경신은 단기 이벤트가 아닌 장기 모멘텀

- 지난 9/10일 KOSPI 지수는 3,314.5pt를 기록하며 약 50개월만에 최고치 경신(전고점 21년 7월 3,305.2pt). 9월 반도체 이익 개선 기대감이 가파르게 반영되며 KOSPI 지수의 최고치 경신과 신고가 랠리를 견인. 삼성전자와 SK하이닉스의 합산 시가총액은 최고치 경신 이후 약 +51.0% 확대(동기간 KOSPI 지수 +21.0%)
- '05년 이후 KOSPI 지수가 최고치를 경신한 사례는 올해 포함 총 6번으로 확인. 최고치 경신 직후 약 4개월만에 유럽재정위기 및 글로벌 경기 둔화 우려가 확산된 '11년도 케이스를 제외하면 평균적으로 약 242일간 강세장이 지속
- 또한, 전체 기간 평균 수익률('11년도 제외)은 약 +31.2%로 최고치 경신을 주도한 상승 요인은 증시 전반의 투자 심리 개선으로 연결되며 단기 이벤트가 아닌 장기적인 상승 요인으로 작용하는 경향이 확인

반도체 이익 개선 기대감이 가파르게 반영되며 지수를 견인



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

'05년 이후 총 6번의 최고치 경신 사례 확인



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

최고치 경신 이벤트의 모멘텀은 KOSPI 지수의 장기 강세로 연결

전체 기간	지속기간(일)	KOSPI 지수 (pt)		전체 기간 수익률(%)
1) '05년	308	1,026.8	1,464.7	42.6
2) '07년	251	1,465.4	2,064.9	40.9
3) '11년	119	2,070.1	2,229.0	7.7
4) '17년	183	2,241.2	2,558.0	14.1
5) '20년	225	2,602.6	3,305.2	27.0
6) '25년		3,314.5		
전체 기간 평균	217			26.5
'11년도 제외 평균	242			31.2

자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터



강세장 주기는 이익 사이클이 결정

- 올해 신고가 경신은 반도체 업황이 견인한 증시 이익 사이클(12MF EPS YoY 증감률) 반전에 기인한 것으로 판단. 일반적으로 이익 사이클은 주가와 동행하는 흐름을 시현. 같은 이익의 확대/축소 과정을 거치더라도 기저에 따라 주가가 차별화되기 때문이며 과거 신고가 경신 사례들 또한 우호적인 이익 사이클 환경에서 발생
- '05년과 '07년의 경우 KOSPI 이익 사이클 저점 이후 상승 전환되는 과정에서 최고치를 경신. '17년도는 상승 사이클 정점에서, '20년도는 YoY 증감률 마이너스(-)에서 플러스(+)로 전환되는 시기 최고치를 경신. '11년 사례의 경우 장기 하락 사이클 속 일시적인 상승 반전 시기에 신고가를 경신하였지만 사이클 주기가 짧게 형성되며 신고가 랠리 또한 단기간에 종료
- 올해 역시 이익 사이클의 상승 전환과 신고가 경신 시점이 맞닿아 있는 모습. 결국 이번 신고가 랠리의 주기 역시 이익 사이클 상승기간이 결정할 것으로 판단

KOSPI 이익 사이클이 우호적인 환경에서 최고치 경신이 발생. 올해 주가와 이익 사이클 사이의 괴리가 좁혀지며 신고가 랠리가 이어지는 상황



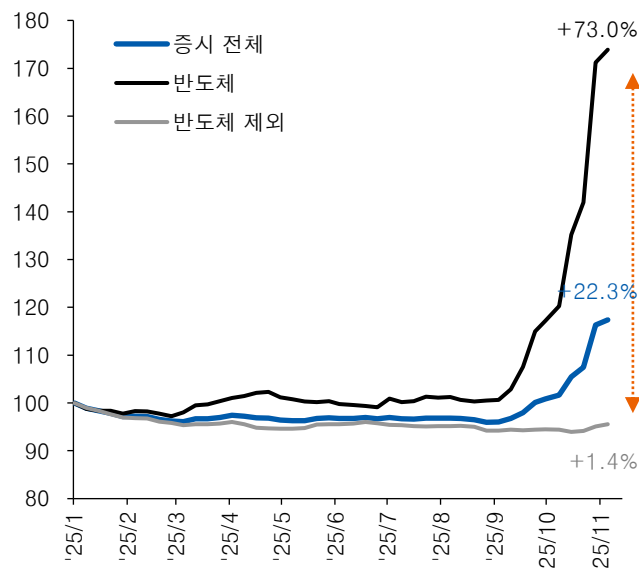


반도체가 불러온 왜곡과 괴리

- 올해 반도체 업종 중심의 이익 추정치 개선이 나타나며 KOSPI와 반도체 제외 KOSPI의 이익 사이클간 괴리가 확인
- 현재 삼성전자와 SK하이닉스 두 기업의 KOSPI 내 이익(12MF 순이익 기준) 비중은 31.3%, 시가총액 비중은 30.1%를 차지하고 있으며 사실상 KOSPI 지수 전반의 이익 사이클을 견인하고 있는 상황
- 과거 반도체 업종의 독주로 인한 이익 사이클 괴리가 다수 확인. 예컨대, 반도체 슈퍼 사이클이 진행된 '17년 KOSPI의 이익 사이클은 상승세가 나타나지만 반도체 제외 KOSPI의 이익 사이클은 하락 사이클이 진행. 코로나 유동성 장세 이후 금리 인상 사이클 진입에 따라 빅테크의 부진이 이어진 '22년~'23년은 KOSPI 이익 사이클이 더욱 가파르게 하락하는 사례 또한 확인

9월 이후 KOSPI와 반도체 제외 KOSPI의 이익 전망치 괴리 확대

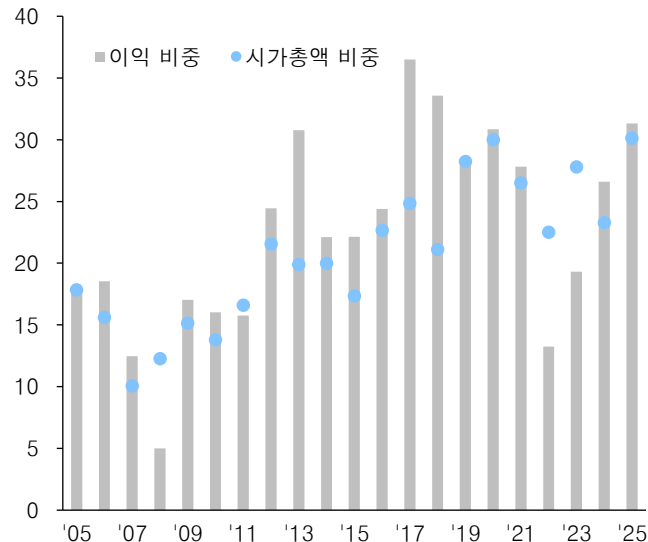
(25.01.01=100pt) ['26년 순이익 전망치 추이]



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터
주: W126 업종 기준

KOSPI 내 반도체 업종의 이익 비중은 현재 약 31.3%를 차지

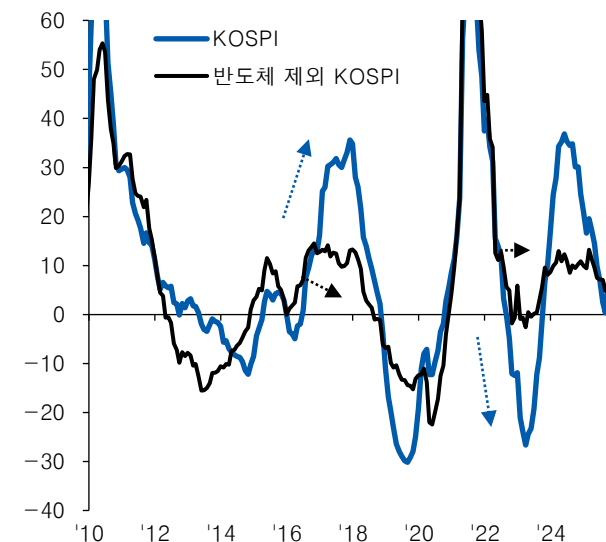
(%) [KOSPI 대비 반도체 이익/시가총액 비중]



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

반도체 업종이 KOSPI 전반의 이익을 견인하며 사이클 괴리 다수 발생

(%) [12MF EPS YoY 증감률 추이]



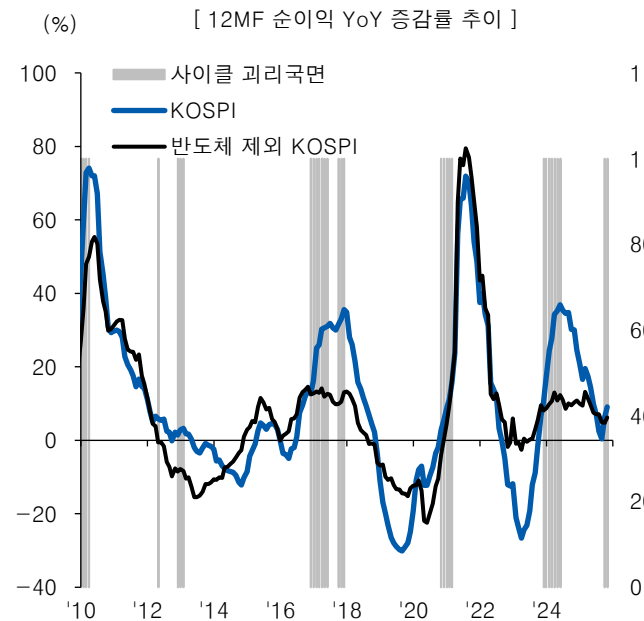
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터



상승 모멘텀 지속과 밸류 부담이 상존하는 국면

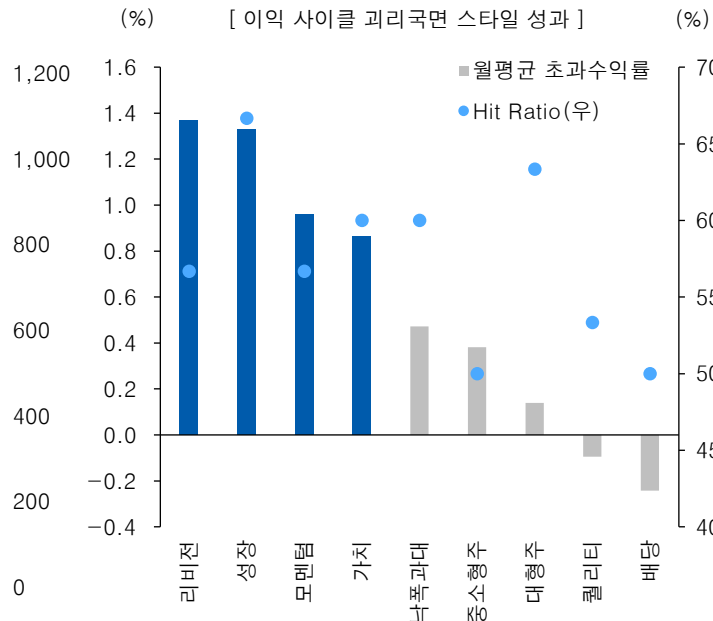
- 반도체 업종의 이익 개선에 따라 증시 전반의 상승 사이클이 진행되지만 반도체를 제외한 업종의 경우 상대적으로 부진한 상승세가 나타나는 국면을 사이클 괴리국면으로 정의
- '10년 이후 이익 사이클 괴리국면 스타일 성과 분석 결과 리비전, 성장, 모멘텀, 가치 스타일이 KOSPI 대비 월평균 초과수익률 상위에 스크리닝. 성장 스타일과 가치 스타일 모두 높은 초과수익률과 Hit Ratio를 기록한 것이 특징적. 이익 사이클 상승국면을 가정하더라도 가치 스타일의 견조한 성과가 확인
- 성장 스타일 중심의 강세장이 지속되며 가격에 대한 부담이 누적, 저밸류 종목으로 시선이 분산되며 가치 스타일의 강세가 동시에 진행되는 것으로 해석

'10년 이후 사이클 괴리국면



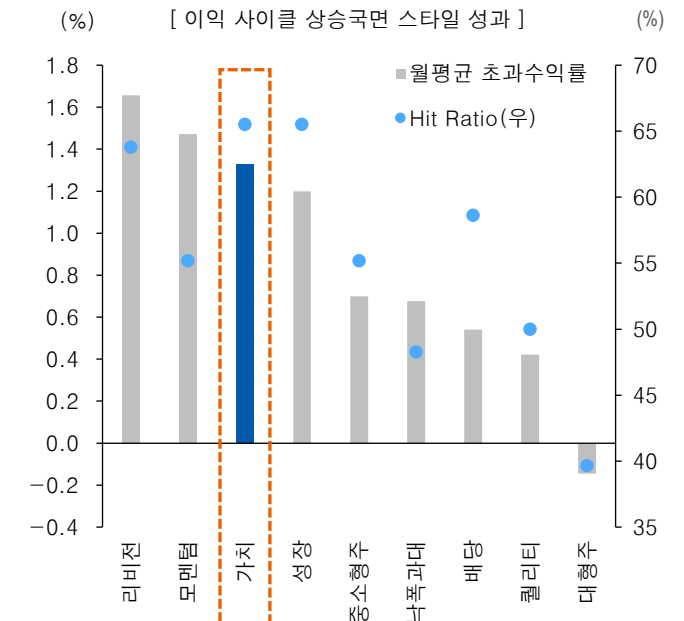
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터
주: W126 업종 기준

해당 국면 리비전, 성장, 모멘텀, 가치 스타일의 아웃퍼폼 확인



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터
주: 유니버스 200종목 기준

상승국면 가치 스타일은 성장 스타일의 성과를 상회



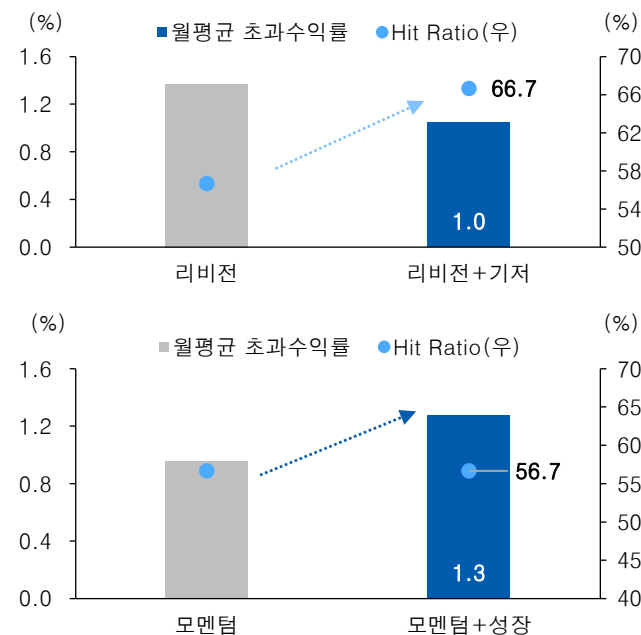
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터
주: 유니버스 200종목 기준



사이클 괴리국면 결합 스타일 전략

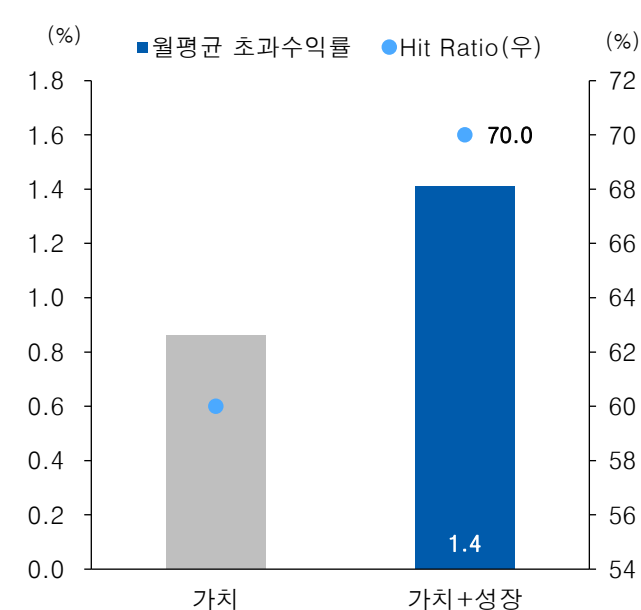
- 성장과 가치 스타일이 동시에 견조한 수익률을 기록하는 등 결합 스타일을 통한 추가 수익 창출 기회가 확대될 것으로 판단. 결합 스타일 성과 분석 결과 초과수익률 혹은 Hit Ratio가 개선된 스타일은 리비전+기저, 모멘텀+성장, 가치+성장 등
 - 리비전+기저: 리비전 스코어 + 향후 3개월 YoY 기저 하락 종목 가산점 부여 → Hit Ratio 개선
 - 모멘텀+성장: 모멘텀 스코어 + 성장 스코어 상위 30% 종목 가산점 부여 → 초과수익률 개선
 - 가치+성장: 가치 스코어 + 성장 스코어 상위 30% 종목 가산점 부여 → Hit Ratio 및 초과수익률 개선
- 최종적으로 Hit Ratio가 60%를 상회하는 스타일 중 초과수익률 상위 3개 1) 가치+성장, 2) 성장, 3) 리비전+기저 스타일을 사이클 괴리국면 대응 전략으로 제시

단일 스타일 대비 결합 스타일 전략 성과



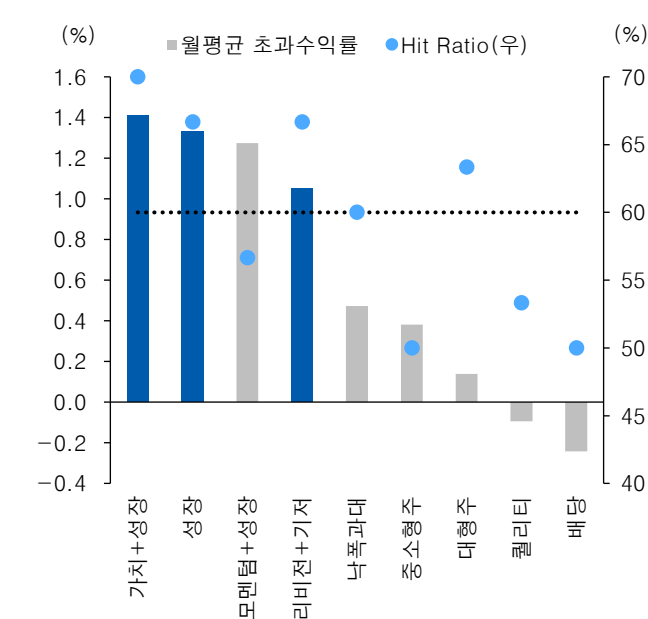
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터
주: 유니버스 200종목 기준, 각 스타일별 스코어 상위 30종목 동일가중수익률

가치_성장 스타일의 경우 Hit Ratio 및 초과수익률 모두 개선



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터
주: 유니버스 200종목 기준, 각 스타일별 스코어 상위 30종목 동일가중수익률

사이클 괴리국면 가치+성장, 성장, 리비전+기저 스타일이 아웃퍼폼



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터
주: 유니버스 200종목 기준, 각 스타일별 스코어 상위 30종목 동일가중수익률



① 사이클 괴리국면 스타일 전략 – 가치+성장 스타일

- 이익 사이클 괴리국면 가치 스타일은 성장 스타일과의 결합을 통해 초과수익률과 Hit Ratio 모두 개선되며 전체 스타일 중 가장 높은 성과와 안정성을 기록
- 가치 스타일 종목 중 성장 스코어 상위 30%에 포함되는 종목에 가산점을 부여, 최종 스코어 상위 10개 종목 스크리닝
- 한화, 한국타이어앤테크놀로지, 삼성증권이 가치 스코어 상위 종목 중 성장 스코어 가산점이 부여됨

가치+성장 스타일 스코어 상위 10개 종목 스크리닝. 성장 스코어 가산점이 부여된 종목 음영 처리

종목코드	종목명	시가총액 (억원)	P/E(12MF)	P/B(12MF)	3년 연간 평균 대비 '25E 영업이익(%)	TTM 대비 12MF 영업이익 (%)
A000880	한화	66,638	10.37	0.67	86.8	36.2
A161390	한국타이어앤테크놀로지	73,706	5.79	0.57	39.1	19.8
A000370	한화손해보험	6,631	2.41	0.25	52.1	25.5
A088350	한화생명	27,185	4.49	0.18	-47.7	-14.5
A036460	한국가스공사	38,125	4.31	0.3	0.7	-18.9
A016360	삼성증권	71,797	6.66	0.83	57.5	23.3
A001450	현대해상	25,926	2.89	0.4	-13.7	40.1
A139130	iM금융지주	23,384	4.84	0.35	29.3	40.6
A004020	현대제철	42,903	10.36	0.22	-61.9	773.8
A375500	DL이앤씨	15,845	5	0.32	8.8	24.5

자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

주: 유니버스 200종목 기준



② 사이클 괴리국면 스타일 전략 – 성장 스타일

- 성장 스타일은 이익 사이클 괴리 국면 단일 스타일 중 유일하게 60%를 상회하는 Hit Ratio와 높은 수준의 KOSPI 대비 초과수익률을 기록. 주도 업종 모멘텀 둔화가 발생하는 구간은 성장 스코어 중심의 스크리닝으로 업종과 종목 로테이션에 유연하게 대응하는 전략이 높은 성과를 기록할 것으로 전망
- 효성중공업, 현대로템, HD현대일렉트릭 등이 가장 높은 성장 스코어를 기록

성장 스코어 상위 10개 종목 스크리닝

종목코드	종목명	시가총액 (억원)	3년 연간 평균 영업이익(억원)	'25E 영업이익 추정치(억원)	3년 연간 평균 대비 '25E 영업이익(%)	TTM 영업이익 (억원)	12MF 영업이익 (억원)	TTM 대비 12MF 영업이익(%)
A298040	효성중공업	198,147	2,545	6,692	162.9	5,103	9,501	86.2
A064350	현대로템	214,683	2,714	10,659	292.8	7,596	13,397	76.4
A267260	HD현대일렉트릭	297,028	3,724	9,506	155.3	7,575	11,994	58.3
A207940	삼성바이오로직스	869,035	11,391	21,614	89.7	16,265	24,814	52.6
A278470	에이피알	82,160	887	3,432	286.8	2,060	4,696	127.9
A012510	더존비즈온	27,831	687	1,192	73.7	963	1,349	40.0
A005930	삼성전자	5,753,888	275,565	376,809	36.7	270,374	729,942	170.0
A267250	HD현대	169,835	28,006	56,497	101.7	37,350	70,629	89.1
A010120	LS ELECTRIC	135,900	3,007	4,207	39.9	3,823	5,636	47.4
A068270	셀트리온	452,914	5,969	10,966	83.7	7,960	15,349	92.8

자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

주: 유니버스 200종목 기준



③ 사이클 괴리국면 스타일 전략 – 리비전+기저 스타일

- 기저에 따라 이익 확대/축소에 대한 주가 반응은 상이하게 나타나는 경향. 이익 확대 기대감 뿐만 아니라 기저 효과로 인한 이익 트렌드 전반의 개선이 기대되는 리비전+기저 스타일이 사이클 괴리국면 리비전 스타일 대비 높은 안정성을 확보
- 기존 리비전 스타일 스코어와 향후 3개월간 12MF 순이익 YoY 기저가 낮아지는 종목에 가산점을 부여, 최종적으로 리비전+기저 스코어 상위 종목 스크리닝
- SK하이닉스, LG이노텍, 넥센타이어, LG가 리비전 스코어 상위 종목 중 기저 스코어 가산점이 부여됨

리비전+기저 스타일 스코어 상위 10개 종목 스크리닝. 기저 효과 가산점이 부여된 종목 음영 처리

종목코드	종목명	시가총액 (억원)	3Q25 영업이익 추정치(억원)			'25E 영업이익 추정치(억원)			'25E 영업이익 추정치(억원)		
			9/12 기준	10/10 기준	조정률(%)	9/12 기준	10/10 기준	조정률(%)	3M 평균	1M 평균	1M/3M(%)
A353200	대덕전자	23,325	140	169	20.5	274	466	70.0	466	489	4.9
A010620	HD현대미포	92,067	950	1,044	9.8	3,690	4,655	26.1	4,655	4,723	1.5
A000660	SK하이닉스	4,076,813	111,488	114,142	2.4	398,631	420,528	5.5	420,528	421,177	0.2
A039490	키움증권	76,249	3,461	3,496	1.0	13,472	14,742	9.4	14,742	14,742	0.0
A011070	LG이노텍	57,393	1,718	1,792	4.3	5,941	6,606	11.2	6,606	6,606	0.0
A009150	삼성전기	159,098	2,467	2,485	0.7	8,410	8,877	5.5	8,877	8,877	0.0
A015760	한국전력	304,291	50,235	51,061	1.6	139,243	148,432	6.6	148,432	148,432	0.0
A002350	넥센타이어	7,638	400	426	6.5	1,667	1,727	3.6	1,727	1,738	0.6
A003550	LG	127,850	4,308	4,615	7.1	15,215	15,293	0.5	15,293	15,667	2.4
A329180	HD현대중공업	520,210	4,823	4,827	0.1	19,557	20,656	5.6	20,656	20,691	0.2

자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

주: 10/10일 유니버스 200종목 기준



[Part 4] 미국 주식

2026년 미국 주식시장 전망과 전략: 8



김용구 Strategist
yg.kim@yuantakorea.com



황병준 US Market
byeongjun.hwang@yuantakorea.com

SUMMARY

김용구 Strategist / 황병준 US Market Analyst

2026년 미국 주식시장 전망과 전략: 8

2026년 S&P500 시장은 Best 시나리오 下 지수 6,550~8,000Pt 밴드 내 중립 이상의 추가흐름 전개를 예상. '26년 Quasi-Goldilocks(준골디락스) 매크로 환경과 연준의 선제적 Slow Easing Cycle간 결합이 AI Capex 슈퍼 사이클을 경유해 S&P500 시장의 전인미답 8천P 도전기를 견인할 전망. '26년 중상주의 재정정책, 연준의 선제적 통화완화, AI Capex 슈퍼 사이클 가속화에 근거한 미국 경기/증시 Quasi-Goldilocks 도래 전망(Best 시나리오)에 따를 경우, '26년 S&P500 EPS는 현 실적 눈높이(298.1\$) 대비 +10% 추가 상향조정된 328.0\$ 달성이 가능할 전망. '26년 글로벌 매크로 및 금융시장 최대 복병은 관세/물가/금리 불확실성 재점화 우려. 단, '26년 11월 중간선거 승리가 절실한 트럼프가 현 수준 이상으로 굵어 부스럼 만들 가능성은 제한적인 것으로 평가

중상주의 재정정책, 선제적 통화완화, AI Capex 슈퍼 사이클의 삼중주에 기인한 Quasi-Goldilocks 도래 기대가 '26년 미국 경기/증시 낙관론의 핵심 논거. '26년 글로벌 경제는 잠재성장률 이상의 성장세가 지속되는 가운데, 물가 하향 안정화가 중앙은행의 점진적 통화완화를 자극하며 Quasi-Goldilocks 매크로 환경에 한걸음 더 다가설 전망. 현 시장 컨센서스는 '26년 미국의 추세 수준의 경제 성장을 전망하고 있으나, 대체불가 미국 AI/Tech 기술 리더십, OBBBA 재정부양, 연준의 선제적 통화완화 사이클을 고려할 경우 실제 미국은 No-landing 매크로 및 예외주의 증시 순항을 지속할 개연성이 높음. 연준의 선제적/보험적 Slow Easing Cycle 본격화('25년 12월 ~ '26년 말 총 3회 이하의 금리인하 + QT 종료)는 시장금리 하향 안정화와 시중 달러 유동성 공급 증가를 동반 자극하며 미국 제조업/투자 경기 회복 및 경기/증시/실적 추가 도약의 정촉매로 기능할 전망. 이는 시중 달러 유동성 보강을 통해 '26년 Quasi-Goldilocks 행렬에 일조할 소지. 연준 Slow Easing Cycle 본격화로 일드커브 Bull-Steepening은 추가 심화. 미국 경기/증시 예외주의 리더십 지속 가능성을 암시하는 명징한 긍정요인

AI 밸류체인 대표주 주가 폭등 영향으로 미국 및 글로벌 증시 공히 주가/밸류 버블 논쟁이 격화. S&P500 지수를 Headline CPI로 할인한 실질 지수로 보면, 현 미국/글로벌 증시 환경은 장기 시계열 추세선과 1차 상방 저항선(+1SD) 사이 구간에 자리. 2000년 닷컴 버블 붕괴가 현실화됐던 2차 상방 저항선(+2SD)과는 여전히 절대적 격차를 유지. 10월 현재 S&P500 12개월 Trailing P/E는 26.1배로 닷컴 버블 당시 고점인 28.0배 수준에 근접. 단, 당시와는 확연히 더 높은 수익성과 더 빠른 이익 성장세가 닷컴 버블 수준의 밸류에이션을 정당화. 닷컴 버블 당시 S&P500 기업의 12개월 Trailing 순이익률은 +5~6% 남짓에 불과했으나, 2Q 말 순이익률은 +13.1%. 현 시장 주도주 IT 섹터 12개월 Trailing P/E는 36.1배로 닷컴 버블 당시 고점인 61.3배 대비 절반 수준에 불과하나, 순이익률은 +22.4%로 당시 -31.2% 대비 상전벽해격으로 변화

2026년 미국 포트폴리오/주도주 전략 선호 업종으로는 네트워크(Connectivity), 클라우드(Cloud), 구리(Copper/Cable), 가상자산(Cryptocurrency), 전력반도체(Electronic Engineering), 태양광(Solar Energy), 이커머스(E-Commerce), 금융(Exchange/Brokerage) 총 8개 업종을 제시. 1) Scale-Up에서 Out으로 이어지는 AI CapEx 업사이클 본격화로 Intra/Inter-Rack 물리적 상호 연결성 확보(구리/광케이블)와 AI 인프라의 와트당 성능 개선에 따른 투자 확대 본격화(네트워크, 클라우드, 구리), 2) 미국 내 전력 수요 급증에 따른 단기 대응과 고전압 전력 시스템 도입 확대(전력반도체, 태양광), 관세 불확실성 완화와 AI 역량 기반 광고 효율성 개선 지속(이커머스), De-Fi 생태계 성숙과 Clarity 법안 통과 기대감(가상자산), M&A/브로커리지/발행 업무 확대(금융) 수혜가 가시화될 전망

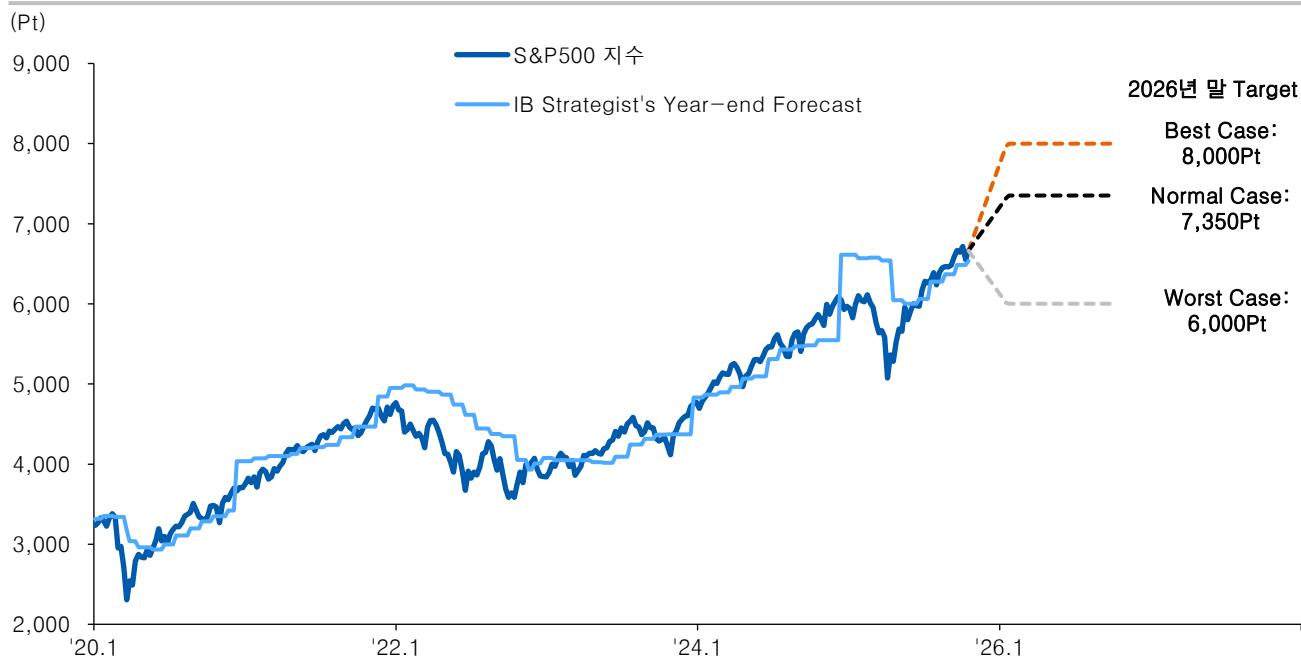




1) 2026년 S&P500 지수 전망: 6,550~8,000Pt(Best 시나리오)

- 2026년 S&P500 시장은 Best 시나리오 下 지수 6,550~8,000Pt 밴드 내 중립 이상의 주가흐름 전개를 예상
- '26년 말 S&P500 지수 상단은, 1) Best 시나리오(확률 60%): 8,000Pt(Target P/E 24.4배(+3 σ), Target EPS 328.0\$(현 컨센서스 298.1\$ 대비 +10% 상향 조정)), 2) Normal 시나리오(확률 30%): 7,350Pt(Target P/E 23.5배(+2 σ), Target EPS 313.1\$(현 컨센서스 대비 +5.0% 상향 조정)), 3) Worst 시나리오(확률 10%): 6,000Pt(Target P/E 21.7배(52주 이동평균), Target EPS 275.8\$(현 컨센서스 대비 -7.5% 하향 조정))
- '26년 Quasi-Goldilocks(준골디락스, 중상주의 재정정책 + AI Capex 슈퍼 사이클+ 연준 통화완화) 매크로 환경과 연준의 선제적 Slow Easing Cycle(2회 이하 금리인하 + 상반기 QT 종료)간 결합이 미국 증시 예외주의(Exceptionalism) 리더십 지속과 함께 S&P500 시장의 전인미답 8천P 도전기를 견인할 전망

'26년 S&P500 지수 전망: Best 시나리오 下 6,550~8,000Pt 예상



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

주요 IB Strategist의 각 연도 말 S&P500 EPS 전망

IB	Strategist	'25년 EPS(\$)	'26년 EPS(\$)
Deutsche Bank	Binky Chadha	277	315
Citigroup	Scott Chronert	272	308
Fundstrat	Tom Lee	275	300
Bank of America	Savita Subramanian	271	298
RBC CM	Lori Calvasina	269	297
Barclays	Venu Krishna	268	295
Evercore ISI	Julian Emanuel	264	287
Morgan Stanley	Mike Wilson	259	283
Goldman Sachs	David Kostin	262	280
Scotiabank	Hugo Ste-Marie	252	277

자료: Bloomberg(10/18일 현재), 유안타증권 리서치센터



중상주의 재정부양 + 선제적 통화완화 + AI 슈퍼 사이클 = Quasi-Goldilocks

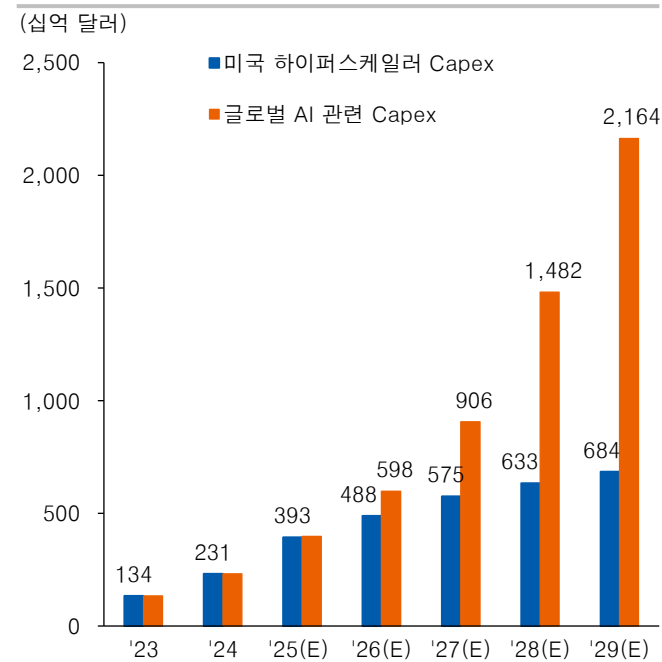
- 중상주의 재정정책, 선제적 통화완화, AI Capex 슈퍼 사이클의 삼중주에 기인한 Quasi-Goldilocks 도래 기대가 '26년 미국 경기/증시 낙관론의 핵심 논거
- '26년 글로벌 경제는 잠재성장률(2.9% 내외) 이상의 성장세가 지속되는 가운데, 물가 하향 안정화가 중앙은행의 점진적 통화완화를 자극하며 Quasi-Goldilocks 매크로 환경에 한걸음 더 다가설 전망
- 현 시장 컨센서스는 '26년 미국의 추세(연준 Longer run 성장률 전망치 1.8%) 수준의 경제 성장을 전망하고 있으나, 대체불가 미국 AI/Tech 기술 리더십, OBBBA 재정부양, 연준의 선제적 통화완화 사이클을 고려할 경우 실제 미국은 No-landing 매크로 및 예외주의(Exceptionalism) 증시 순향을 지속할 개연성이 높음
- 특히, '26년 11월 중간선거 승리를 겨냥한 트럼프의 노림수는 재정/통화 쌍끌이 부양을 통한 Goldilocks 매크로 및 금융시장 버블 조성이 될 소지가 다분

'25~'26년 글로벌 및 주요국 경제/물가 전망

구분	경제 성장률 (% , IMF 10월 전망치 / Bloomberg 컨센서스)		인플레이션 (% , IMF 10월 전망치 / Bloomberg 컨센서스)	
	2025년	2026년	2025년	2026년
글로벌	3.2 / 2.9	3.1 / 2.9	4.2 / 3.6	3.7 / 3.3
선진국	1.6 / 1.6	1.6 / 1.6	2.5 / 3.3	2.2 / 2.9
신흥국	4.2 / 4.0	4.0 / 4.0	5.3 / 3.1	4.7 / 2.7
미국	2.0 / 1.8	2.1 / 1.8	2.7 / 2.8	2.4 / 2.9
유로존	1.2 / 1.3	1.1 / 1.1	2.1 / 2.1	1.9 / 1.8
일본	1.1 / 1.1	0.6 / 0.7	3.3 / 3.0	2.1 / 1.8
중국	4.8 / 4.8	4.2 / 4.2	0.0 / 0.0	0.7 / 0.8
한국	0.9 / 1.0	1.8 / 1.8	2.0 / 2.0	1.8 / 1.9

자료: IMF, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

미국 하이퍼스케일러 및 글로벌 AI 관련 Capex 추이 및 전망



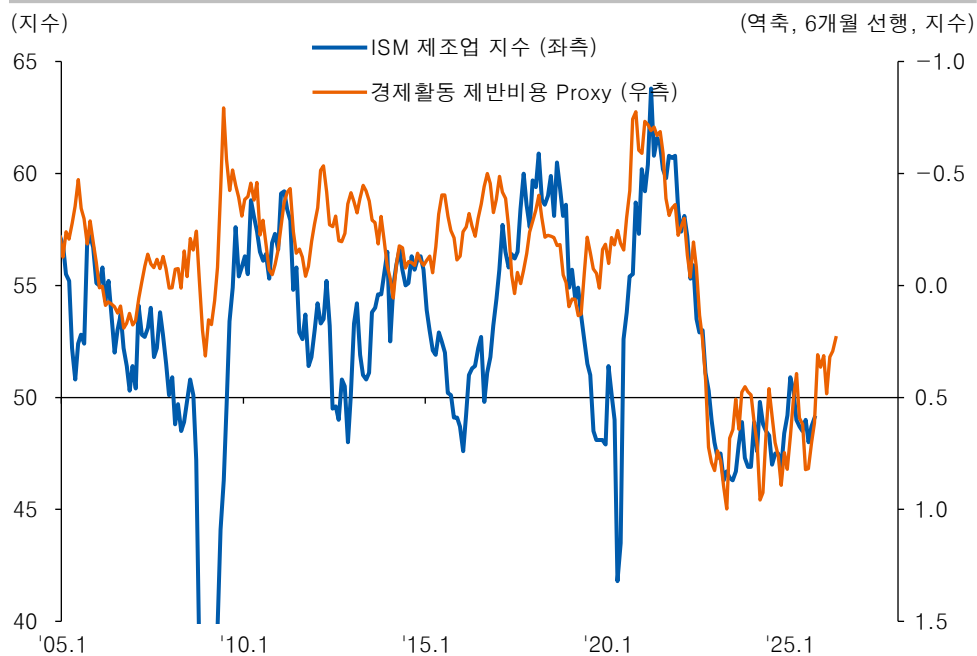
자료: Citi Research, 유안타증권 리서치센터



연준 Slow Easing Cycle 가세로 '26년 미국 경기/증시 낙관론은 추가 강화

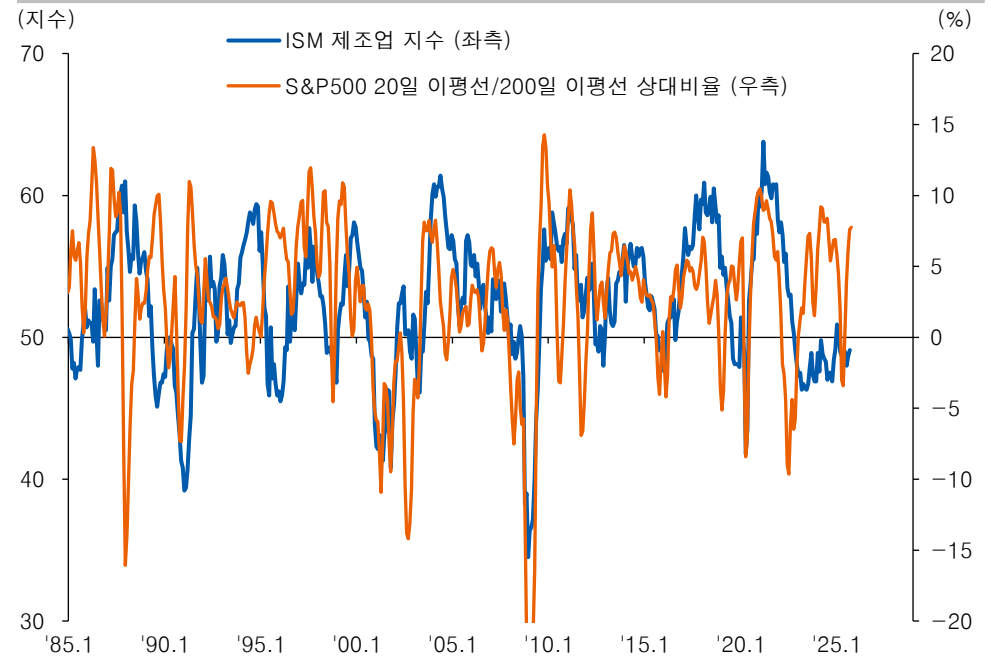
- 연준의 선제적/보험적 Slow Easing Cycle 본격화('25년 12월 ~ '26년 말 총 3회 이하의 금리인하 + QT 종료)는 시장금리 하향 안정화와 시중 달러 유동성 공급 증가를 동반 자극하며 미국 제조업/투자 경기 회복 및 경기/증시/실적 추가 도약의 정축매로 기능할 개연성이 높음
- 9월 연준 금리인하는 실질 정책금리(연준 정책금리 - Headline CPI, 정책금리 4.5% - 클리블랜드 연준 Inflation Nowcasting 9월 CPI 예상 2.95%) 임계선 3%를 크게 밑도는 1.55%에서 단행. 이는 '26년 미국 경기/증시 동반 확장과 AI 밸류체인 Capex 슈퍼 사이클 가속화를 지지하는 선제적 통화정책 변화에 해당
- '25년 12월 QT 종료와 금리인하 횟수 관련 아쉬움을 상쇄할 전망. 이는 시중 달러 유동성 보강을 통해 '26년 Quasi-Goldilocks 행렬에 일조할 소지
- 연준 Slow Easing Cycle 본격화로 일드커브 Bull-Steepening은 추가 심화. 미국 경기/증시 예외주의 리더십 지속 가능성을 암시하는 명징한 긍정요인에 해당

경제활동 제반비용 Proxy와 ISM 제조업 지수



참고: 경제활동 제반비용 Proxy는 무역가중 달러화, 국제유가, 미 10년 국채금리 등을 표준화해 산출
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

ISM 제조업 지수와 S&P500 20일 이평선/200일 이평선 상대비율



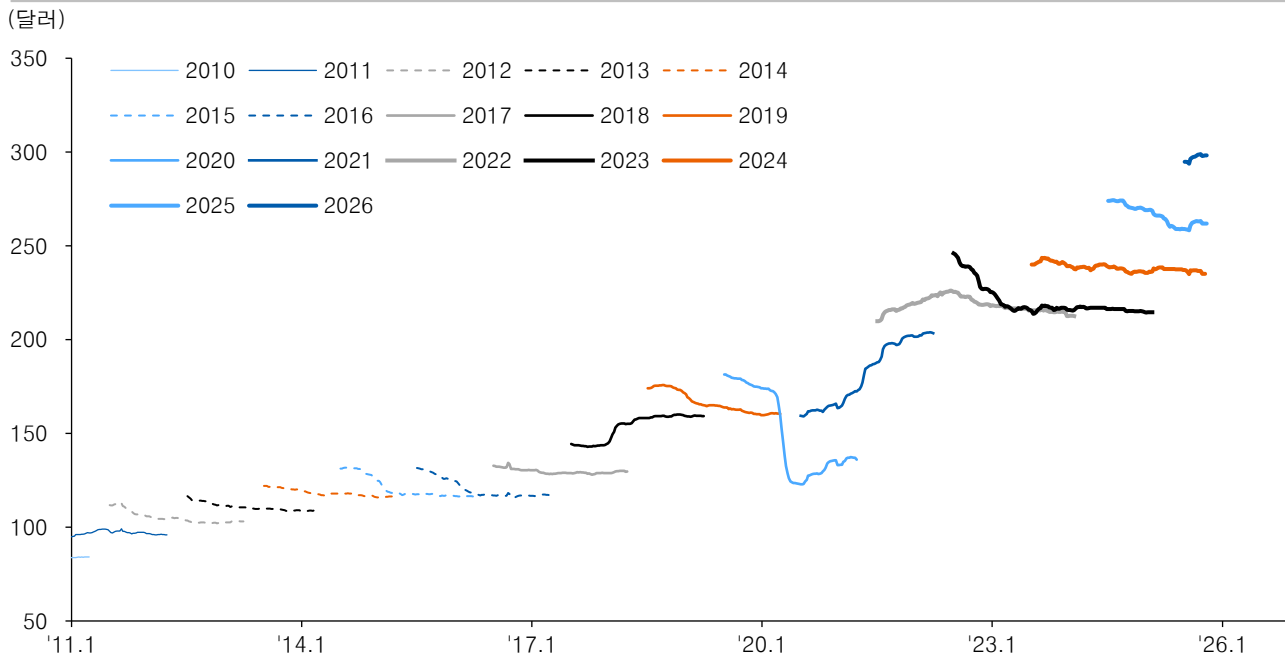
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



'26년 S&P500 EPS 328\$(Best 시나리오) 예상

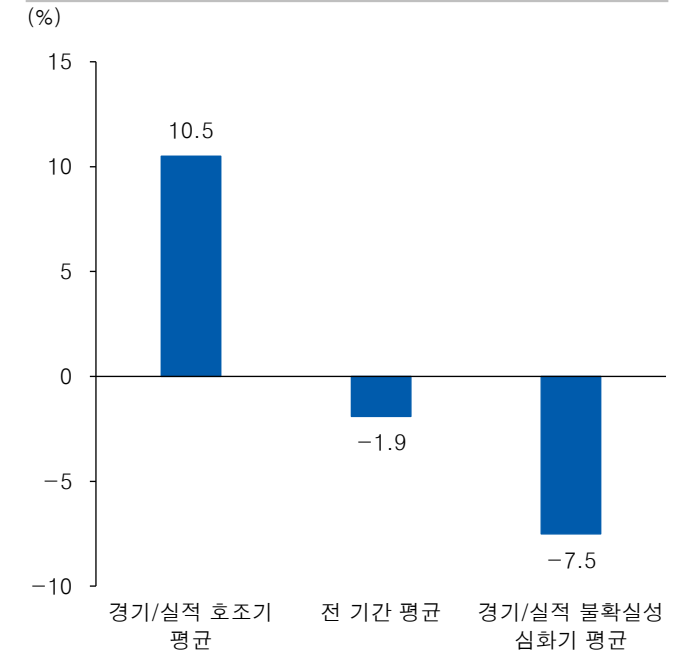
- 10월 현재 I/B/E/S 집계 '26년 S&P500 EPS 컨센서스는 298.1\$로, 시장은 '25년(현 컨센서스 261.8\$) 대비 +13.9% 증익 가능성을 상정
- 전년도 9월 말 S&P500 EPS 컨센서스 대비 이듬해 4월 말 확정치까지의 변동률로 미국 증시의 잠복 실적 불확실성을 측정
- 1) 2010년 이후 S&P500 지수/기업의 실적 불확실성 전 기간 평균은 -1.9%로 글로벌 여타 증시 대비 실적 전망의 가시성과 신뢰도가 지극히 높은 수준을 형성.
2) 미국/글로벌 매크로 호조기엔 +10.5% 추가 실적 상향조정이 뒤따랐고, 3) 경기침체 및 시스템 리스크 현실화 당시에도 실적 불확실성은 -7.5% 수준으로 제한
- '26년 중상주의 재정정책, 연준의 선제적 통화완화, AI Capex 슈퍼 사이클 가속화에 근거한 미국 경기/증시 Quasi-Goldilocks 도래 전망(Best 시나리오)에 따른 경우, '26년 S&P500 EPS는 현 실적 눈높이 대비 +10% 추가 상향조정된 328.0\$ 달성이 가능할 전망

연도별 S&P500 EPS 컨센서스 변화 추이



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

S&P500 실적 불확실성(전년 9월 말 추정치 VS 이듬해 4월 말 확정치)



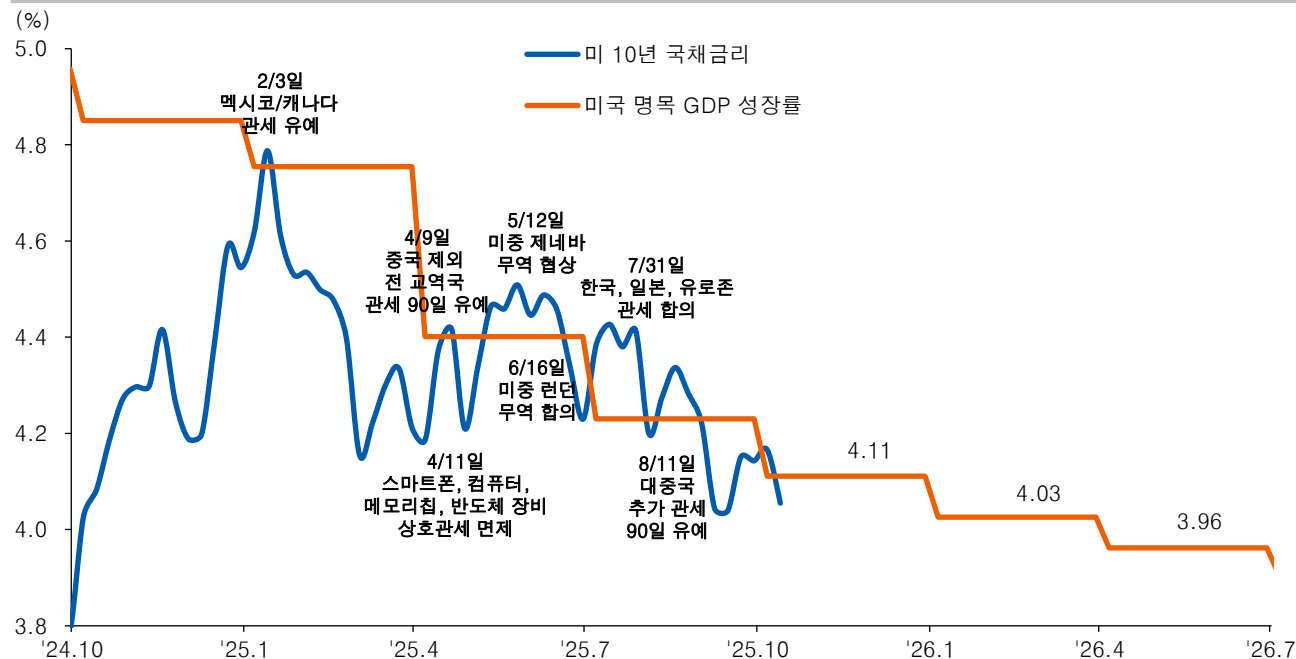
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



'26년 미국 경기/증시 최대 복병은 관세/물가/금리 불확실성

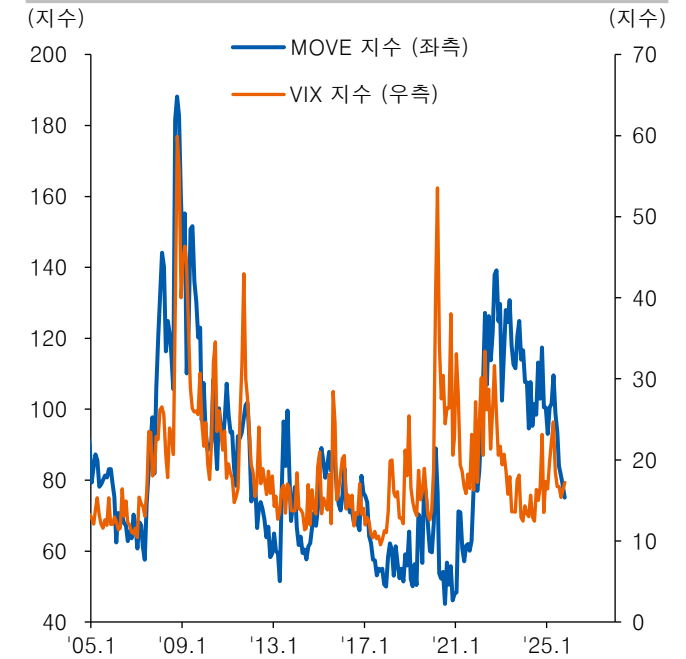
- '26년 글로벌 매크로 및 금융시장 최대 복병(리스크)은 관세/물가/금리 불확실성 재점화 우려. 그간 관세/통상 리스크 심화는 미국 물가 상승, 주요 교역국 통화 약세, 시장금리 상승 및 변동성 확대(연준 금리인하 기대감 약화, 중국 등 주요국 환율 방어를 위한 미 국채 매도), 미국/글로벌 증시 변동성 추가 확대로 연쇄 반응
- 트럼프 2기 경제 정책 중추 중 하나는 GDP 대비 기초재정수지(Primary Balance, 정부/공공 세입과 세출 차이) 0%까지의 재정긴축(IMF '25년 -3.7% 적자 예상)
- 정부 차입비용에 해당하는 10년 국채금리를 명목 GDP 성장률 이하로 관리하는 것이 중요하나 과거 정반대 상황에선 경기침체/금융위기가 현실화
- 흥미로운 대목은 실제 미 10년 국채금리가 명목 GDP 성장률을 넘어설 때 마다 경기/금리/정치 삼중고를 이유로 트럼프 2기 관세/통상 압박이 숨 고르기 또는 유화적 제스처로 급선회했다는 사실. '26년 11월 중간선거 승리가 절실한 트럼프가 현 수준 이상으로 굽어 부스럼 만들 가능성은 제한적인 것으로 평가

TACO Trade: 트럼프 관세/통상 리스크는 미 10년 국채금리가 명목 GDP 성장률을 넘어서는 시점에선 유화적 제스처로 급선회



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

금리/증시 변동성: 관세 → 물가 → 금리 → 증시 불확실성의 악순환



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



미국 증시 및 AI/하이퍼스케일러/빅테크 대표주 버블 논쟁 톺아보기

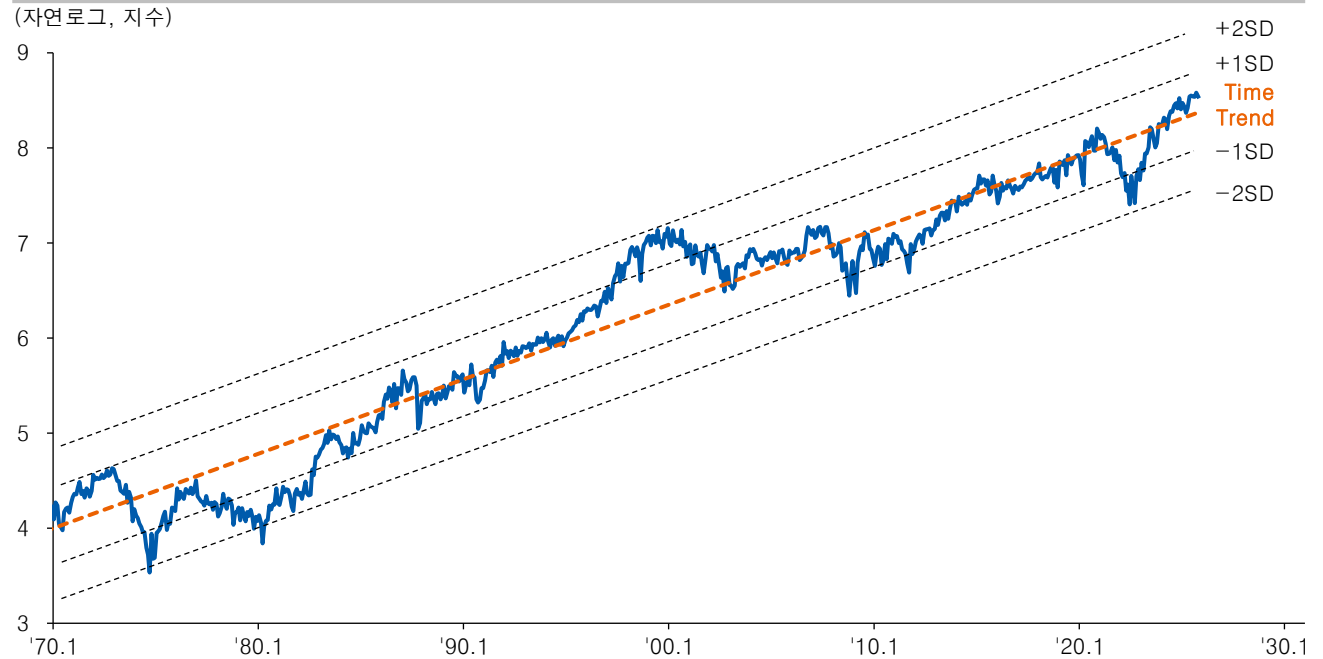
- AI 밸류체인 대표주 주가 폭등 영향으로 미국 및 글로벌 증시 공히 주가/밸류 버블 논쟁이 격화
- 10월 현재 S&P500 12개월 선행 P/E는 23.0배로 1990년 이후 통계/역사적 밸류에이션 고점(+2SD, 23.2배) 및 2000년 닷컴 버블 당시 정점(24.5배) 수준에 근접
- 단, S&P500 지수를 Headline CPI 디플레이터로 할인한 실질 지수로 보면, 현 미국/글로벌 증시 환경은 장기 시계열 추세선(Time Trend)과 1차 상방 저항선(+1SD) 사이 구간에 자리. 2000년 닷컴 버블 붕괴가 현실화됐던 2차 상방 저항선(+2SD)과는 여전히 절대적 격차를 유지 중인 상황
- 명목 이익/주가/밸류에이션으로 보면 버블화 임계 국면에 다다른 것처럼 보이나, 실질 이익/주가/밸류에이션으로 보면 버블 붕괴 가능성은 여전히 시기상조 또는 기우 성격으로 제한되고 있다는 의미

S&P500 12개월 선행 P/E



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

S&P500 장기 실질 지수



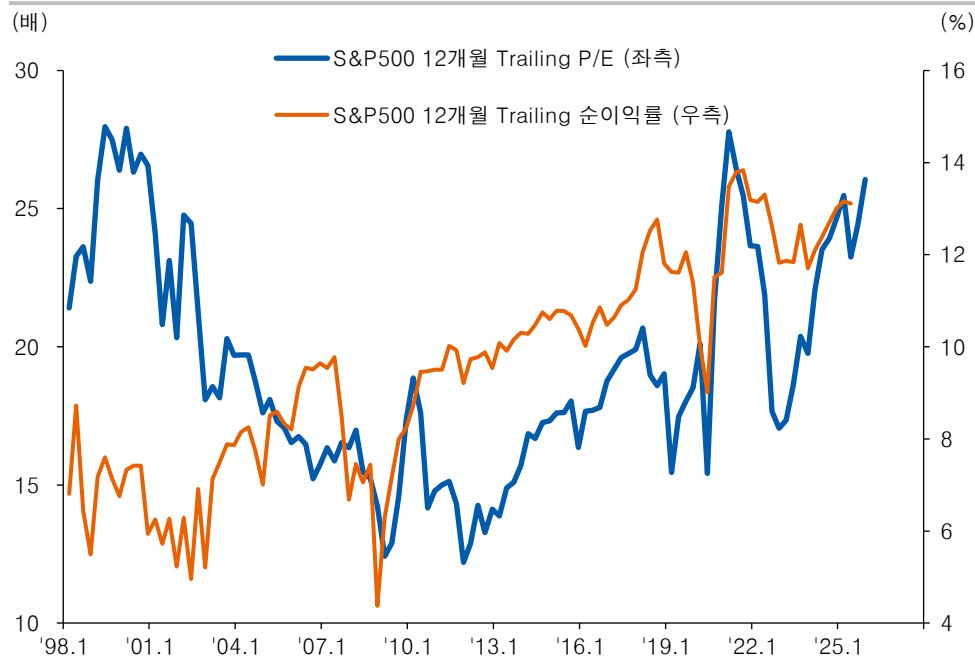
참고: 장기 실질 지수는 Headline CPI로 할인해 산출. 9~10월 CPI는 클리블랜드 연준 추정치를 반영
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



더 높은 수익성과 더 빠른 이익 성장이 닷컴 버블 수준의 밸류에이션을 정당화

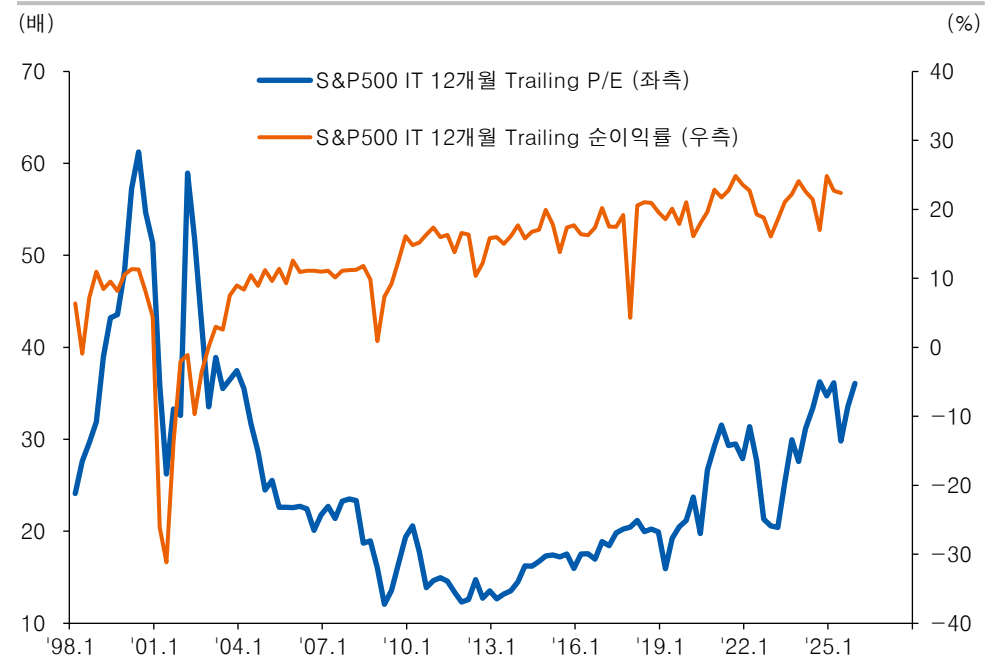
- 10월 현재 S&P500 12개월 Trailing P/E는 26.1배로 닷컴 버블 당시 고점인 28.0배 수준에 근접
- 단, 당시와는 확연히 더 높은 수익성과 더 빠른 이익 성장세가 닷컴 버블 수준의 밸류에이션을 정당화. 현 미국/글로벌 증시 주가 및 멀티플 환경이 New Normal에 해당하는 것은 사실이나, 실적 펀더멘탈 측면에선 여전히 정상 범위를 크게 벗어나지 않았다는 의미
- 2000년 닷컴 버블 당시 S&P500 기업의 12개월 Trailing 순이익률(Net Profit Margin)은 +5~6% 남짓에 불과했으나, 2Q 말 기준 순이익률은 +13.1%로 쿼터점프
- 현 시장 주도주에 해당하는 S&P500 IT 섹터의 12개월 Trailing P/E는 36.1배로 닷컴 버블 당시 고점인 61.3배 대비 절반 수준에 불과하나, 순이익률은 +22.4%로 당시 -31.2% 대비 상전벽해격으로 실적 펀더멘탈이 변화

S&P500 12개월 Trailing P/E와 순이익률(Net Profit Margin)



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

S&P500 IT 섹터 12개월 Trailing P/E와 순이익률(Net Profit Margin)



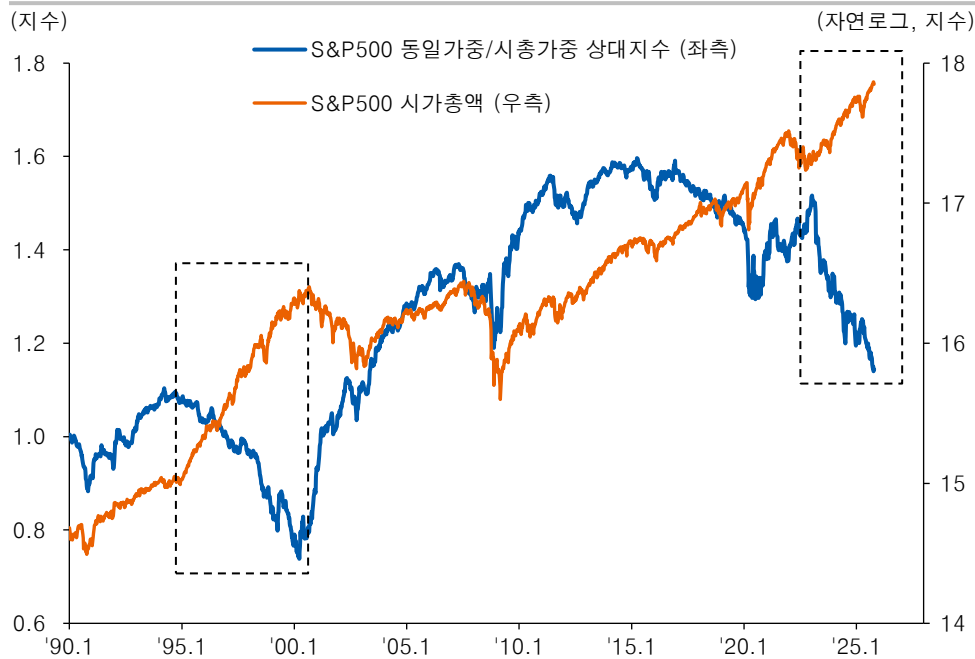
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



충분한 자격을 갖춘 초대형 주도주로의 쓸림만으로 증시 버블을 말하긴 무리

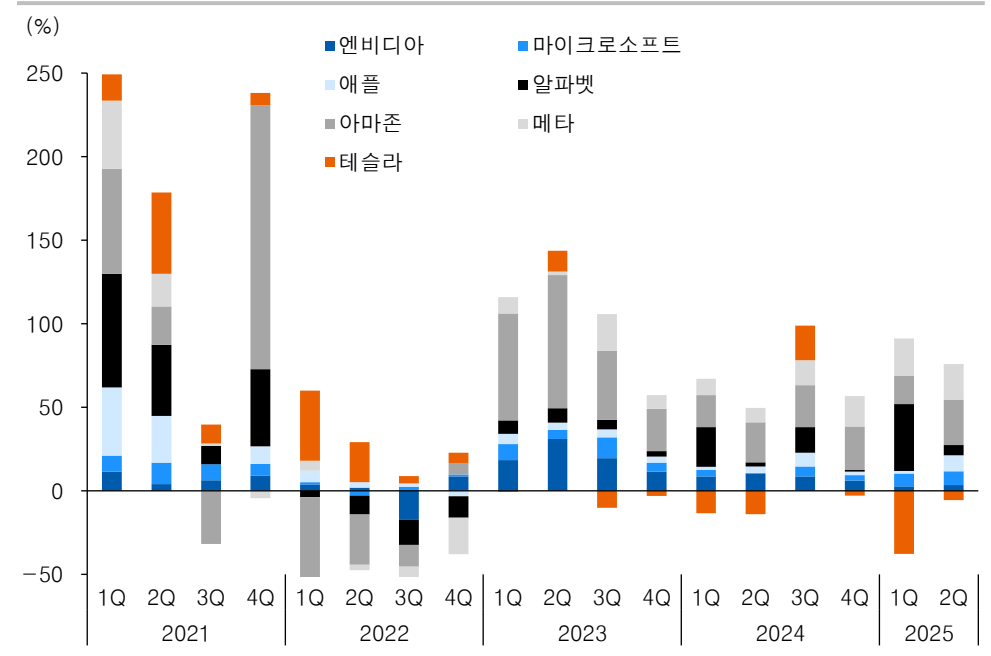
- 최근 S&P500 지수의 역사적 신고가 돌파 랠리는 M7을 위시한 시가총액 최상위의 고밸류 AI/빅테크/하이퍼스케일러 소수 주도주가 견인
- 현 장세의 특수성은 S&P500 동일가중(주가 키 높이 맞추기격 적극적 순환매) 지수 대비 시총가중(초대형 극소주 주도주로의 쓸림) 지수의 절대/상대 우위로 반영
- 주목할 점은 주도주와 장세 사이클은 그 수명 주기가 동일하는 사실. 주도주가 죽어야 강세장 사이클이 마무리되고, 약세장 사이클로의 추세 전환 이후에 주도주로의 쓸림 현상 또한 일단락된다는 의미. 초대형 소수 주도주로의 극단적 쓸림이 시장 버블 붕괴의 전조/단초일 수 있다는 주장은 원인과 결과를 혼동한 논리비약에 해당
- 특히, AI/빅테크/하이퍼스케일 대표주들은 시장의 눈높이를 압도하는 실적 성장을 통해 주도주의 자격을 끊임없이 증명. 현 시장 주도주의 실적 성장이 지속되는 한 증시 버블 붕괴 우려는 실제 기우로 제한될 개연성이 높음

S&P500 동일가중/시총가중 상대지수와 시가총액 변화 추이



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

M7 기업 분기별 실적 서프라이즈 비율(확정실적/컨센서스)



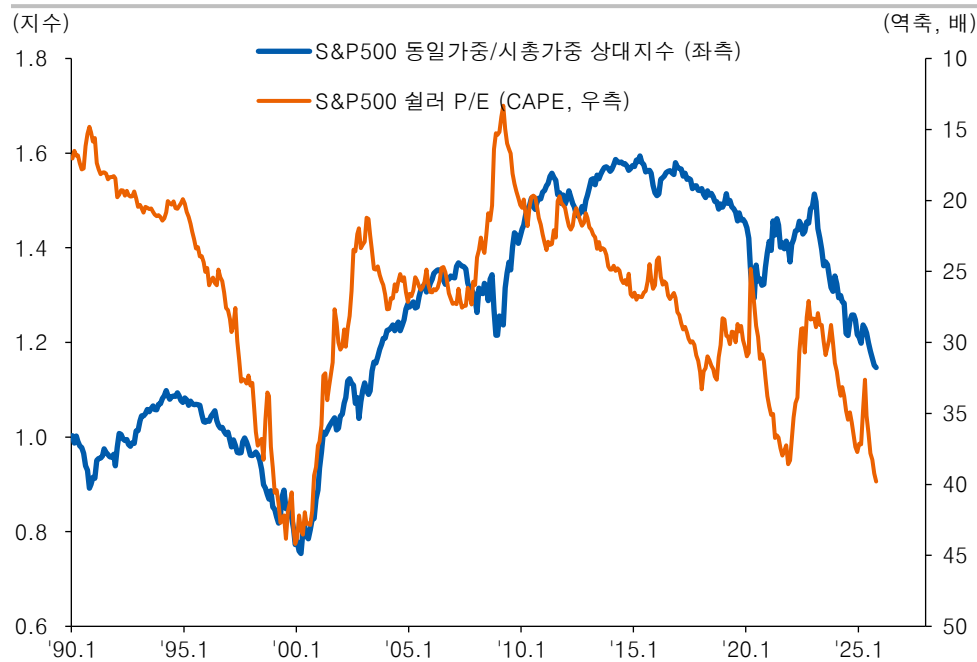
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



AI 대표주 이익 성장과 실질금리 하락간 결합은 주도주 멀티플 부담 완화로 반영

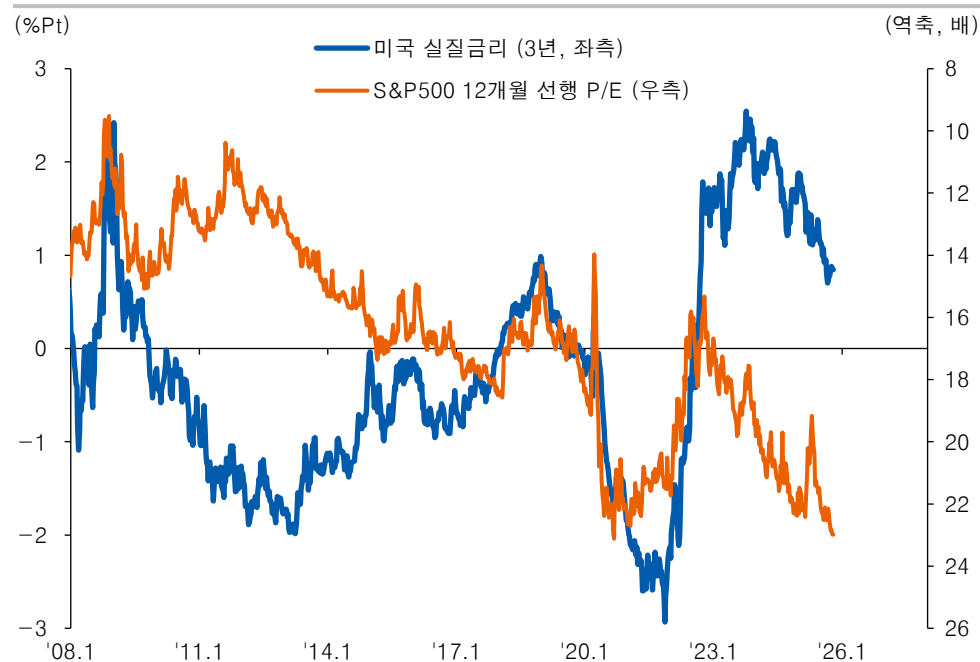
- 연준 Slow Easing Cycle 본격화('25년 12월 ~ '26년 말 총 3회 이하의 금리인하 + 상반기 QT 종료)는 '26년 말 미 10년 국채금리 3.8% 내외로의 점진적 하향 안정화를 자극할 개연성이 높음
- 관세 후폭풍으로 단기 물가 부담이 커진 것은 사실이나, 그 범위는 상품물가 일부로 제한되고 시한 역시 '25년 연내로 한정될 공산이 큼. 중간선거가 임박했다는 사실 역시 관세 리스크 해빙전환에 일조할 공산이 큼. 2% 물가 목표를 넘어서는 레벨 부담에도 불구하고, '26년 Disinflation 추세화 기대가 유효하다 판단하는 이유
- AI/빅테크 대표주의 폭발적 실적 성장과 실질금리 하향 안정화간 결합은 미국/글로벌 증시 및 주도주 멀티플 부담의 희석/완화로 반영될 공산이 큼
- AI 혁명의 중장기적 가치와 파급력이 '95~'00년 닷컴 버블 당시의 인터넷 혁명에 준하거나 또 그 이상일 수 있다는 점을 고려할 경우, 미국 증시 추가 도약 및 주도주 멀티플 리레이팅 행렬은 당분간 흔들림없이 지속될 가능성이 높음

S&P500 동일가중/시총가중 상대지수와 쉐러 P/E(CAPE)



자료: LSEG Workspace, <https://shillerdata.com>, 유안타증권 리서치센터

미국 실질금리와 S&P500 12개월 선행 P/E



참고: 실질금리는 3년 국채금리에서 물가연동 3년 스왑금리를 차감해 산출
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

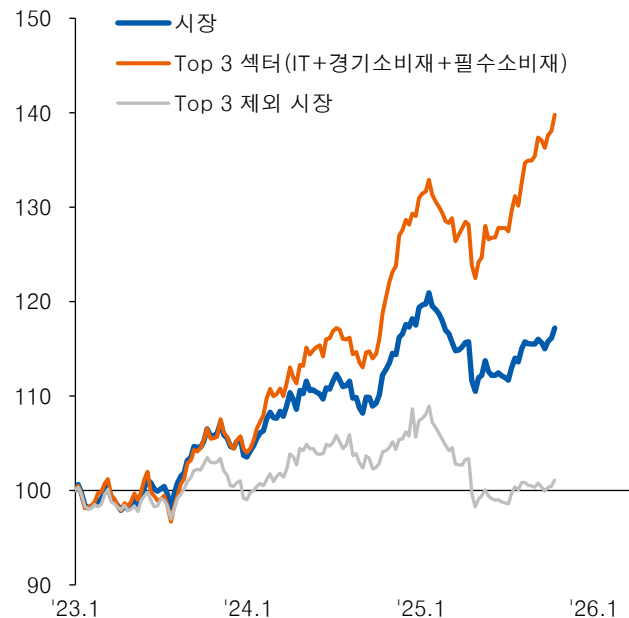


'26년 미국 예외주의(Exceptionalism) 리더십 지속 가능성에 초점

- Non-US 주요국 대비 미국 경기/증시의 절대/상대 우위 구도는 불변. '26년 미국 예외주의(Exceptionalism) 리더십 추세화 및 추가 강화 가능성에 초점
- MSCI 미국/미국 제외 글로벌 상대 EPS로 보면 미국 증시의 압도적 우위가 확연. 특히, 현 시장 주도주군에 해당하는 미국 IT/경기소비재/필수소비재 Top 3 섹터는 Non-US 주요국 대비 비교불가 수준으로 실적 펀더멘탈 괴리가 확대
- 미국/미국 제외 글로벌 상대주가에 동선행하는 미국 - 미국 제외 글로벌 실적 모멘텀 Gap은 미국 증시의 전방위적 우위가 지속. 미국 AI/빅테크 대표주의 독보적 실적 성장성, 압도적 기술 지배력, 절대적 가격 전가력 등이 여전한 이상 '26년에도 글로벌 자산배분 측면 미국 증시/대표주의 주도권은 지속될 개연성이 높음
- 현재 S&P500 시장의 20%를 점유 중인 해외 투자자들의 영향력 추가 확대 가능성과 GenZ 세대의 신규 진입 역시 미국 예외주의 리더십의 추가 강화 가능성을 역설

MSCI 미국/미국 제외 글로벌 상대실적(EPS)

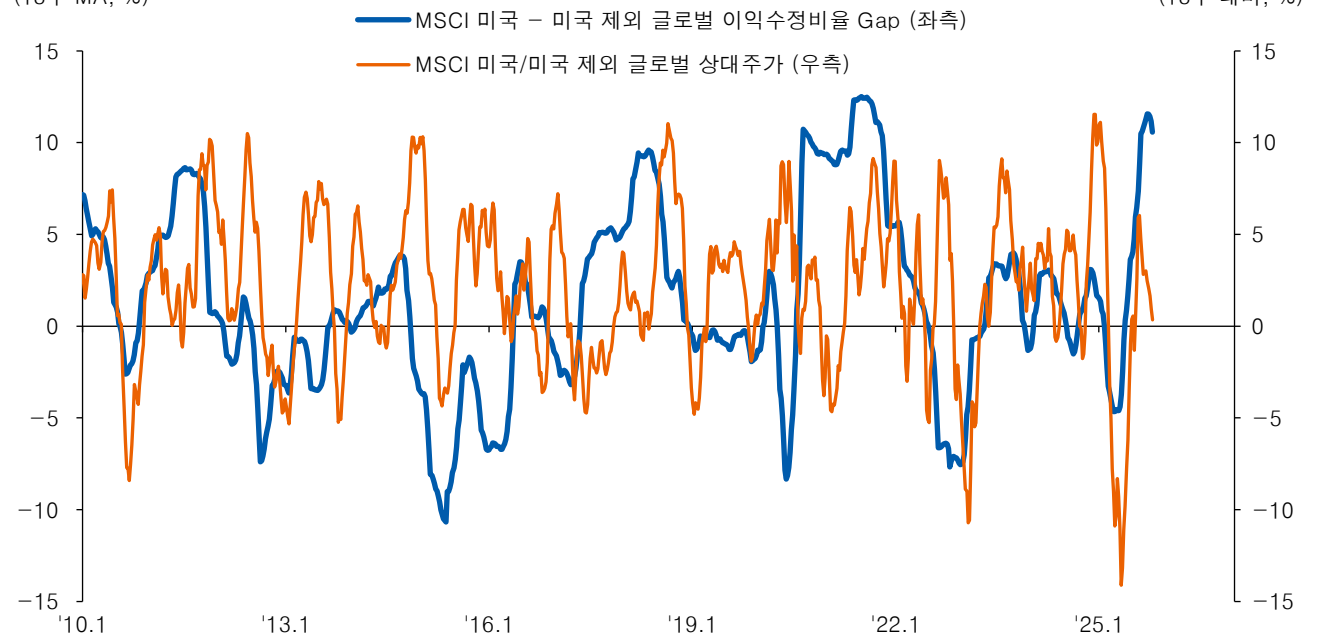
('23.1 = 100, 지수화)



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

MSCI 미국/미국 제외 글로벌 상대주가와 이익수정비율 Gap

(13주 MA, %)



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



매크로 Goldilocks 및 시장금리 Bull-Steepening 국면 Winner 업종대안 판단

- 1) 2005년 이후 미국 매크로 Goldilocks(+CESI & -CISI의 2분면) 및 미국 일드커브 Bull-Steepening 국면 내 시장(S&P500) 대비 초과성과 확보가 가능했고, 2) '25년에 연이어 '26년 실적 성장이 기대되는 업종대안을 선별
- 미디어/엔터, Tech(반도체, IT하드웨어, SW), 소매(유통), 운송 등이 관련 맥락에 부합하는 '26년 미국 포트폴리오/주도주 전략 액티브 알파에 해당

2005년 이후 미국 매크로 Goldilocks 및 시장금리 Bull-Steepening 국면 Winner 업종대안 판단

구분	Goldilocks 국면 전체 평균 (%)		Bull-Steepening 국면 전체 평균 (%)		'25년 연간 영업이익 (%)		'26년 연간 영업이익 (%)	
	상대 수익률	Hit ratio	상대 수익률	Hit ratio	전년 대비	1개월 변화율	전년 대비	1개월 변화율
미디어/엔터	1.9	50.0	1.3	58.3	27.9	-0.3	8.0	-0.0
건설	1.6	57.1	0.4	52.2	-21.5	-0.9	5.6	-1.8
반도체	1.6	61.0	1.0	56.5	42.1	-0.1	38.6	2.0
자동차	1.5	46.8	-0.1	43.5	-21.7	0.9	16.7	1.6
다각화 금융	0.9	54.5	-1.3	34.8	8.9	0.5	11.4	0.8
IT하드웨어	0.8	51.9	1.2	58.7	11.4	-0.5	9.8	-0.2
소매	0.7	54.5	0.6	50.0	12.6	1.6	11.9	1.8
은행	0.7	54.5	-1.6	37.0	8.2	0.3	11.6	0.4
기계	0.6	50.6	-0.0	60.9	-11.8	-0.7	13.4	-0.7
소프트웨어	0.5	58.4	0.8	65.2	14.3	1.3	13.7	1.8
운송	0.2	54.5	0.2	45.7	4.5	-0.8	16.9	-1.3
항공/방산/조선	-0.0	49.4	-0.6	47.8	80.4	-4.1	33.9	-0.7
상업서비스	-0.2	46.8	-0.6	43.5	9.0	0.3	10.1	0.3
보험	-0.3	45.5	-1.9	37.0	11.4	1.6	8.8	-0.5
패션	-0.3	49.4	-0.4	52.2	-7.8	-1.2	20.0	-0.5
화학	-0.5	42.9	-0.2	50.0	-5.0	-0.3	13.6	-1.0
호텔/레저	-0.6	33.8	0.1	56.5	10.8	0.4	14.7	-0.4
건강관리	-0.7	46.8	-0.2	54.3	12.6	-0.1	9.7	-0.0
철강/금속	-0.7	39.0	-0.0	54.3	19.9	-6.1	23.5	-3.7
유틸리티	-1.1	36.4	-0.4	37.0	4.4	-0.3	9.1	-0.1
에너지	-1.2	36.4	-1.7	34.8	-11.9	-0.1	14.0	-1.8
필수소비재	-1.2	35.1	0.3	45.7	0.7	-0.2	7.3	-0.2
부동산	-1.2	35.3	-1.0	37.5	-1.7	0.7	12.0	0.6
통신서비스	-1.9	33.8	-0.8	43.5	-1.7	-0.6	7.0	-0.9

참고: 10/19일 종가 기준 현재

자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



매크로 Goldilocks 및 시장금리 Bull-Steepening 국면 Winner 종목대안 판단

- 1) 2005년 이후 미국 매크로 Goldilocks(+CESI & -CISI의 2분면) 및 미국 일드커브 Bull-Steepening 국면 내 시장(S&P500) 대비 초과성과 확보가 가능했고,
- 2) '25년에 연이어 '26년 실적 성장이 기대되는 종목대안으로 관련 아이디어를 추가 확장

2005년 이후 미국 매크로 Goldilocks 및 시장금리 Bull-Steepening 국면 Winner 종목대안 판단

구분	시가총액 (십억 달러)	Goldilocks 국면 전체 평균 (%)		Bull-Steepening 국면 전체 평균 (%)		'25년 연간 영업이익 (%)		'26년 연간 영업이익 (%)	
		상대 수익률	Hit ratio	상대 수익률	Hit ratio	전년 대비	1개월 변화율	전년 대비	1개월 변화율
NVIDIA	4,452.2	3.7	61.0	2.8	54.3	51.9	0.2	43.8	1.7
AMAZON.COM	2,272.1	1.1	54.5	3.4	69.6	22.3	0.4	13.5	0.5
BROADCOM	1,649.7	2.6	59.1	4.7	62.5	446.3	1.1	38.8	2.0
META PLATFORMS A	1,555.0	3.8	61.1	3.3	67.9	16.7	0.5	6.1	0.8
NETFLIX	509.6	4.1	58.4	5.0	67.4	31.8	0.3	23.0	0.2
MICRON TECHNOLOGY	227.2	3.6	61.0	0.1	54.3	119.9	107.2	11.6	42.5
BLACKROCK	180.1	0.9	61.0	0.8	54.3	14.0	0.7	13.4	3.6
LAM RESEARCH	178.4	1.6	57.1	1.1	52.2	7.5	1.3	17.4	4.3
BOOKING HOLDINGS	164.3	1.2	58.4	2.8	58.7	26.0	0.0	15.8	0.2
AMPHENOL 'A'	153.4	0.9	59.7	0.9	58.7	60.9	0.3	15.4	2.0
S&P GLOBAL	144.5	0.2	54.5	0.2	54.3	39.6	0.9	11.7	0.8
PALO ALTO NETWORKS	140.7	1.3	55.6	2.5	57.1	145.6	1.2	13.1	1.4
DOORDASH A	105.8	4.3	60.0	5.9	76.9	781.0	0.8	61.9	2.0
MCKESSON	97.8	1.1	55.8	0.2	52.2	47.2	1.9	13.0	2.8
MOODY'S	84.5	0.4	54.5	0.5	54.3	23.3	1.4	12.0	1.3
CORNING	72.4	1.1	53.2	0.7	56.5	352.3	0.4	16.5	1.0
NORFOLK SOUTHERN	70.9	0.5	57.1	0.6	52.2	15.7	7.4	10.9	6.8
PNC FINL.SVS.GP.	70.3	0.3	51.9	0.2	52.2	13.9	1.2	11.5	0.7
QUANTA SERVICES	64.6	1.0	57.1	1.3	60.9	77.3	0.2	17.0	0.6
IDEXX LABORATORIES	50.8	1.4	55.8	1.9	58.7	15.5	0.1	12.2	0.1
NASDAQ	50.8	0.7	54.5	1.9	60.9	74.3	0.6	11.3	0.3
DELL TECHNOLOGIES C	50.7	1.7	61.8	1.3	58.3	41.7	0.6	17.4	2.2
TAKE TWO INTACT.SFTW.	48.2	1.7	62.3	2.6	54.3	흑전	0.4	216.8	0.8
COPART	42.9	0.0	51.9	0.5	54.3	7.4	0.1	11.2	0.1
MSCI	41.3	0.6	54.9	1.5	60.0	19.9	0.1	12.6	0.3
EXPEDIA GROUP	25.4	0.6	50.7	1.0	54.3	49.1	0.3	20.4	0.4
JACOBS SOLUTIONS	18.6	0.3	53.2	0.2	54.3	13.8	0.3	16.0	0.1
APTIV	18.0	0.9	62.1	1.9	64.3	0.4	1.2	9.4	0.7
INCYTE	17.1	2.9	54.5	2.8	65.2	4,089.7	0.2	16.9	0.4

참고: 10/19일 종가 기준 현재. 계량적 분석을 통해 선정된 종목들로 당사 대표 투자 의견과 상이할 수 있음

자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



Appendix: S&P500 섹터/업종 Dashboard

구분	YTD 추가 등락률 (%)			2024년		2025년 (E)		2026년 (E)		12개월 선행 P/E		12개월 선행 P/B	
	2023	2024	2025	EPS (달러)	전년 대비 (%)	EPS (달러)	전년 대비 (%)	EPS (달러)	전년 대비 (%)	현재 (배)	Z-Score	현재 (배)	Z-Score
S&P500	26.4	26.3	11.8	214.5	0.9	261.9	22.1	298.1	13.8	23.0	1.9	4.8	2.6
에너지	-1.5	-0.6	5.1	56.8	-27.2	40.2	-29.3	45.8	14.0	15.2	-0.1	1.9	0.1
소재	11.5	-0.9	6.2	27.0	-22.2	25.2	-6.9	29.7	18.0	19.7	1.2	2.7	0.3
화학	10.0	-1.1	-0.7	41.5	-19.6	34.7	-16.5	39.4	13.6	22.5	2.1	3.1	0.1
철강/금속	12.4	-15.0	49.2	14.9	-34.4	16.4	10.3	20.3	23.5	15.7	0.1	2.3	1.2
산업재	17.2	17.6	15.8	44.0	24.0	47.1	7.0	55.4	17.6	24.3	2.3	6.2	2.4
항공/방산/조선	6.1	14.6	37.8	44.5	12.2	57.6	29.2	77.1	33.9	32.2	3.8	7.8	2.5
기계	19.0	16.0	10.3	118.2	28.6	105.6	-10.6	119.8	13.4	21.5	1.8	5.3	2.1
상업서비스	19.7	19.1	-0.2	19.3	9.9	23.5	21.9	25.9	10.1	26.7	1.4	8.0	2.1
운송	11.4	-1.0	7.7	50.2	44.7	54.2	8.0	63.3	16.9	17.4	0.1	4.2	0.6
경기소비재	45.8	34.5	-1.2	49.6	40.3	59.6	20.1	67.3	12.9	28.9	1.7	7.6	1.3
자동차	96.5	67.3	-3.1	4.6	-12.0	3.4	-25.1	4.0	16.7	59.4	3.3	6.6	0.5
건설	57.9	7.7	9.0	54.9	-13.1	48.0	-12.5	50.7	5.6	15.2	0.2	2.2	1.1
패션	-2.3	-15.1	-17.9	30.7	10.6	22.8	-25.6	27.4	20.0	23.3	1.0	6.7	0.8
호텔/레저	29.4	16.5	0.5	66.9	202.8	74.3	11.0	85.2	14.7	22.8	0.1	43.6	0.0
소매	44.0	36.3	0.1	117.0	61.0	179.1	53.1	200.5	11.9	27.1	0.8	7.1	0.3
필수소비재	-2.4	14.0	-0.7	37.6	2.5	38.7	2.9	41.5	7.3	20.9	1.3	6.0	1.3
건강관리	0.7	2.5	3.6	76.4	-19.6	90.2	18.1	99.0	9.7	17.3	0.2	4.1	1.0
금융	11.1	30.4	9.0	39.4	9.2	49.5	25.5	55.0	11.0	16.4	2.0	2.2	2.5
은행	8.5	35.6	16.8	35.3	14.7	40.6	15.0	45.4	11.6	12.5	0.1	1.5	0.6
다각화 금융	15.7	29.2	7.1	51.3	2.9	67.3	31.1	75.0	11.4	20.4	2.1	3.0	2.6
보험	6.9	26.8	4.1	43.0	23.7	60.3	40.2	65.6	8.8	12.9	0.4	2.1	1.9
IT	60.6	40.4	20.4	107.3	2.8	156.5	45.9	190.6	21.8	30.5	1.2	10.7	2.4
소프트웨어	52.3	19.4	14.2	118.8	9.5	154.4	29.9	175.5	13.7	32.3	1.2	8.2	1.6
IT하드웨어	45.7	30.9	6.2	128.4	-3.0	156.6	22.0	172.0	9.8	28.6	1.0	19.1	2.4
반도체	104.6	81.6	38.3	103.6	0.7	206.8	99.7	286.5	38.6	30.2	1.3	10.7	3.2
통신서비스	-2.5	25.0	7.2	13.5	-0.9	13.2	-2.2	14.1	7.0	11.3	-0.7	1.8	-0.4
미디어/엔터	71.5	44.8	19.7	42.8	36.5	72.1	68.4	77.9	8.0	22.8	0.3	5.1	1.6
유틸리티	-11.0	21.6	18.5	18.1	2.6	22.1	21.8	24.1	9.1	19.4	1.5	2.3	1.8
부동산	10.2	1.6	0.8	6.6	-14.4	6.6	0.2	7.4	12.0	35.7	-0.8	3.1	-0.4

참고: 10/19일 종가 기준

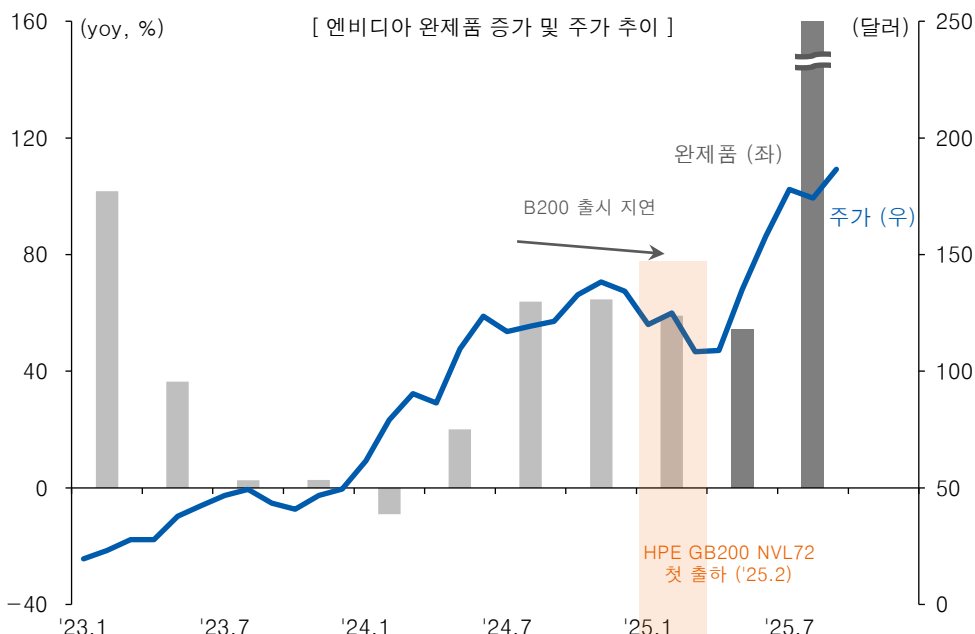
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



2) 포트폴리오 전략: ① [네트워킹] 25년, AI 인프라의 Interconnect 이슈 대두

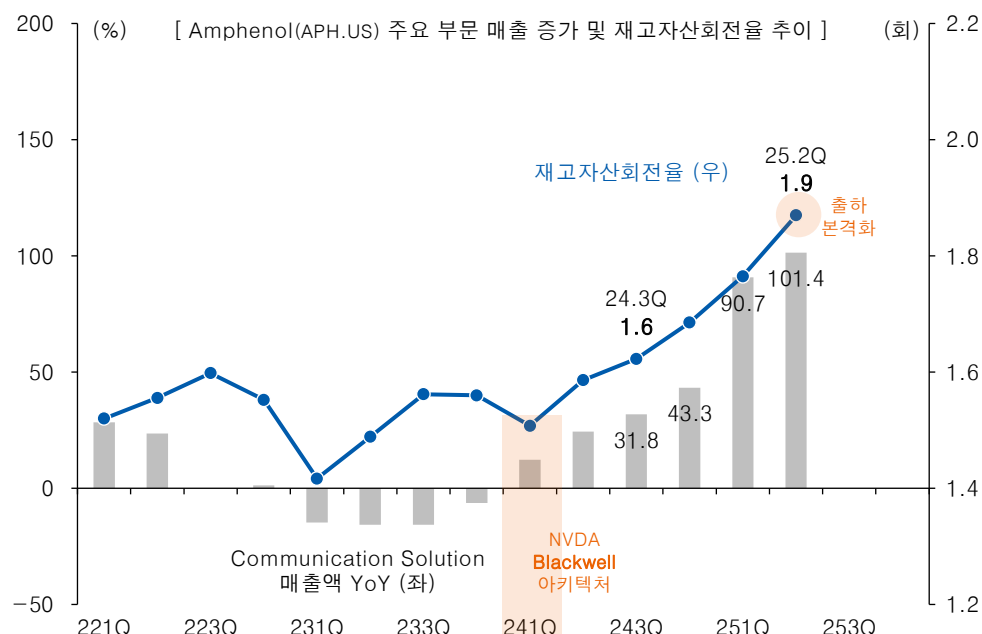
- 25.2~3Q 엔비디아 주가 약진은 GPU 모듈간 연결성을 극대화한 최초 Rack 단위 서버 인프라 제품 출하 본격화에 기인. 엔비디아의 차기 주력 서버 솔루션은 기존 36개 Module이 결합(GB200 NVL72)된 단일 Rack에서 2개 이상의 Rack을 연결해 72개 이상의 모듈간 연결성을 확보한 제품이 될 전망
- 모듈과 랙간 물리적 연결성 확보를 위한 케이블 수요 역시 기하급수적으로 증가 중. 엔비디아 GB200 NVL72 제품에 케이블, 커넥터 등 네트워킹 부품 및 장비를 제공하는 Amphenol의 경우 해당 제품 출하가 본격화한 25년 상반기부터 네트워킹 장비 부문 매출 및 재고 Turnover 확대 가속화

Rack단위 서버 제품 GB200 NVL72 출하 본격화와 함께 업종 모멘텀 가시화



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

모듈과 랙간 물리적 연결성 확보를 위한 케이블 수요 역시 기하급수적으로 증가 중

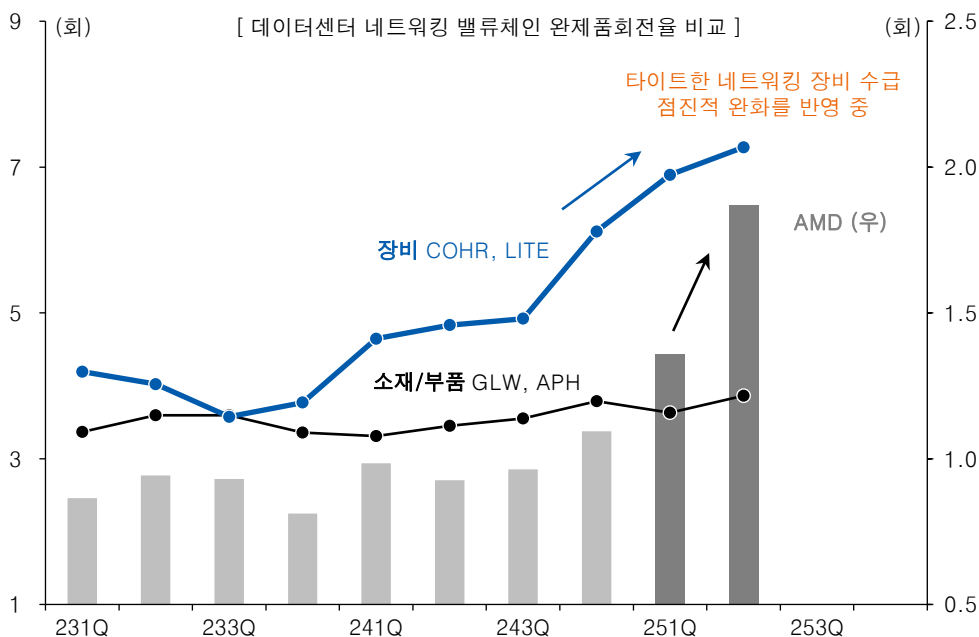


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[네트워킹] 광학 솔루션 도입 확대도 네트워킹 시장 파이 확대를 가속

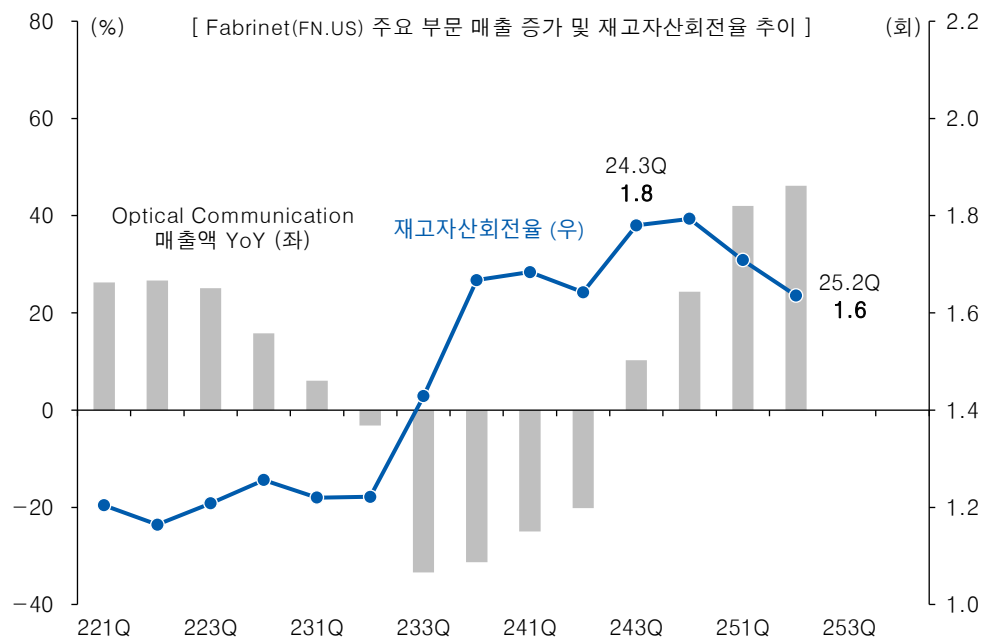
- AI 인프라의 Scale-Out 사이클 진입과 함께 AMD 주가 Outperform 역시 가시화. 주력 AI 인프라 솔루션 Instinct MI350의 네트워킹은 독점 기술이 아닌 개방형 표준 프로토콜 Ethernet에 기반. 수 천~십만 개 단위의 연산칩 및 데이터센터간 연결성(DCI) 확보에 적합한 네트워킹 솔루션
- 26년부터는 데이터 전송 속도 1.6Tb 이상 네트워킹 성능, DCI에 적합한 광학 케이블 수요 확대 본격화 전망. 1) AMD, 올해 5월 공동 패키징 광학(CPO) 기술 스타트업 Enosemi 인수, 2) 엔비디아, 광학 인터커넥트 기반 네트워킹 기술 전환 가속화를 위해 Lumentum Holdings 파트너십을 체결. VR 아키텍처에 적용 예정

AI 인프라의 Scale-Out 사이클 진입과 함께 AMD 주가 Outperform 역시 가시화



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

1.6Tb 이상 네트워킹 성능, DCI에 적합한 광학 케이블 수요 확대 본격화 전망



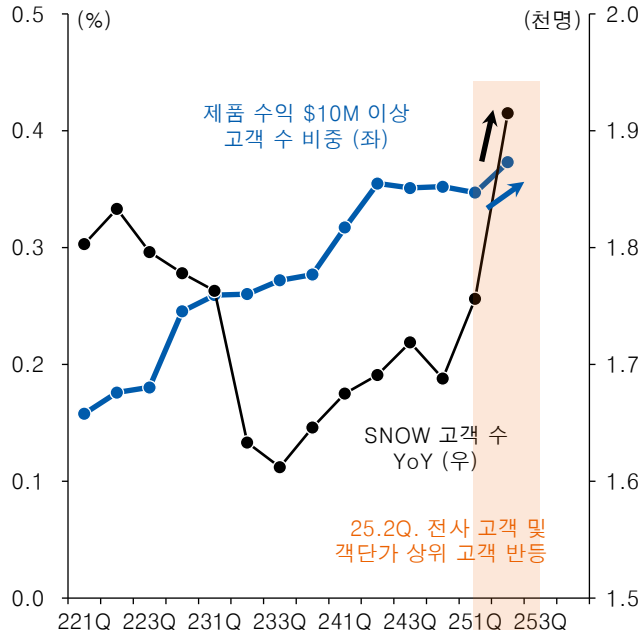
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



② [클라우드] AI-Agent, IaaS 리소스 사용 확대 선순환 창출

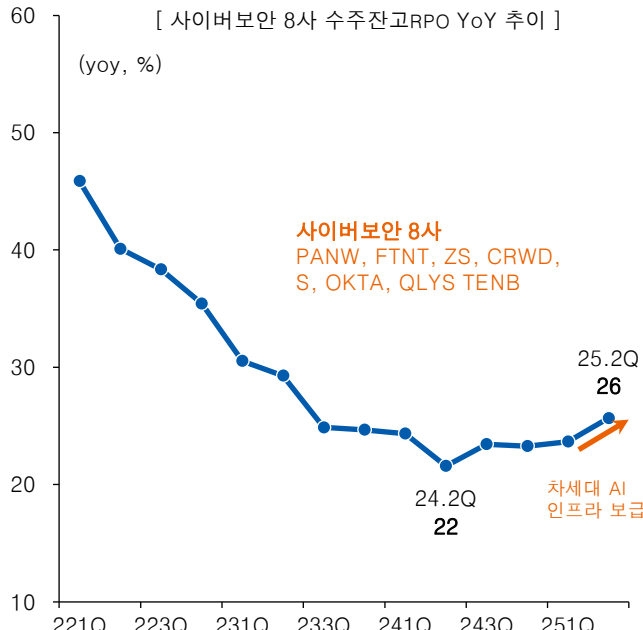
- AI 도입 기업들은 고유 문서와 데이터베이스를 LLMs와 통합한 후 모델 미세 조정이나 추론 등에 수반되는 토큰 소비 관리에 사이버 보안이나 리소스 모니터링 업체에 관련 서비스를 대부분 위탁. 차세대 AI 인프라 도입과 함께 LLMs 통합 작업 가속화. 데이터관리, 사이버보안 업체 고객 수와 RPO가 25년 상반기 이후로 강하게 반등
- 업계 LLMs 통합 작업, 애플리케이션 개발 및 테스트 작업 생산성을 개선하는 AI (코딩) 에이전트 도입 확대가 IaaS 리소스 사용을 확대하는 선순환 창출. Agent Copilot 종량제 매출을 인식하는 마이크로소프트 생산성 부문, 영업레버리지 효과 가시화

25.1H SNOW, 기업 DB 마이그레이션 및 LLMs 통합 작업 확대



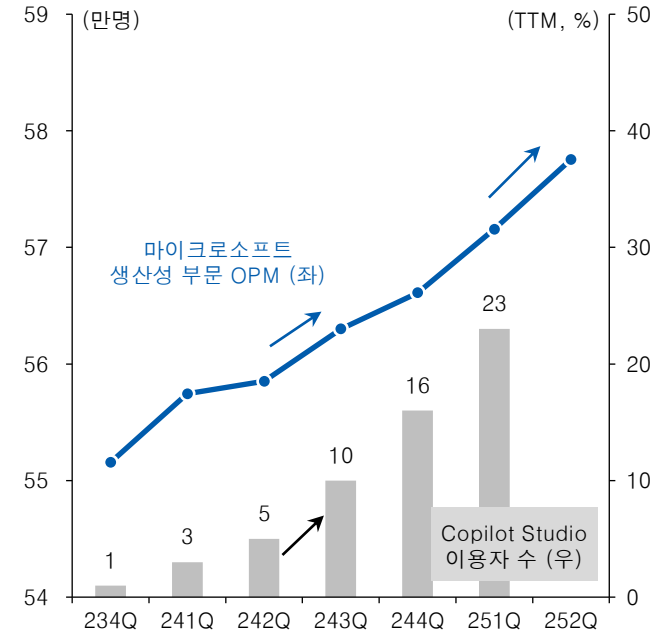
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

25.2Q 사이버보안 RPO 증가. 토큰 및 리소스 소비 급증을 반영



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

App 개발 생산성 제고하는 AI Agent, 리소스 사용 증가 선순환 창출



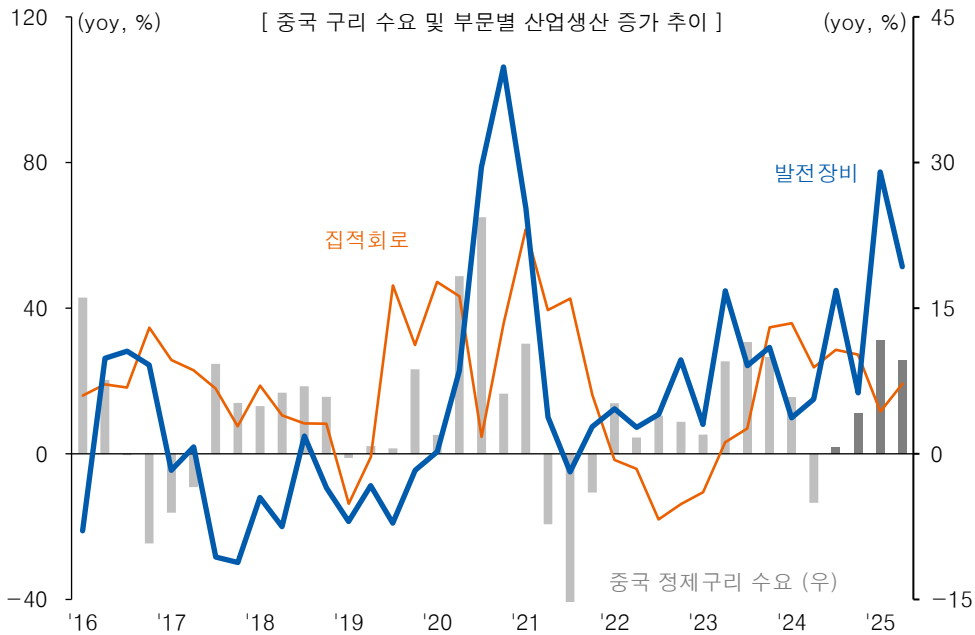
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



③ [구리] 글로벌 AI 및 발전 수요 확대 지속, 26년도 구조적 성장

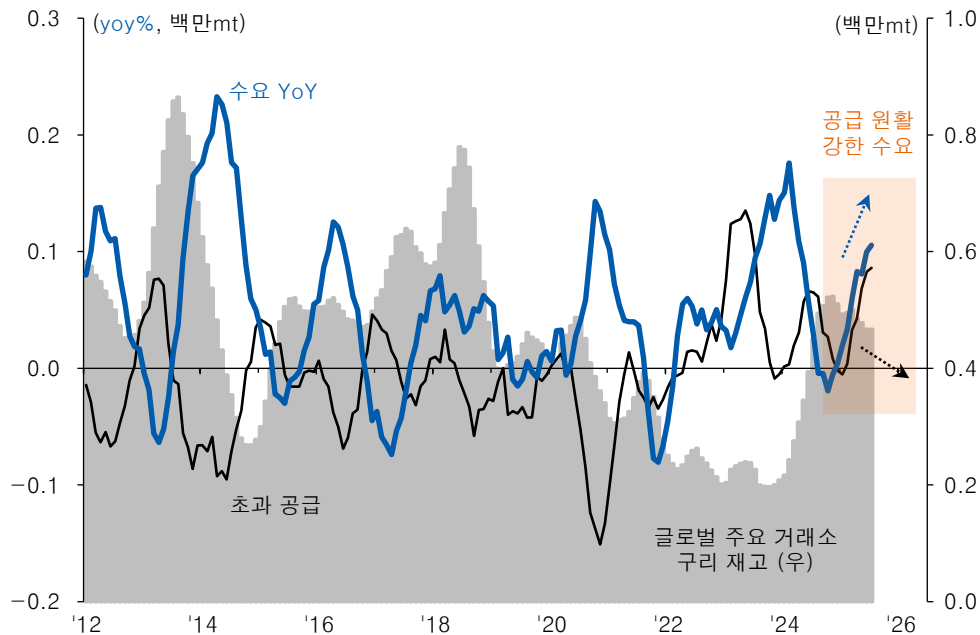
- AI 인프라 투자 확대와 이로 말미암은 전력 수요 증가로 1) 반도체, 2) 발전 장비, 3) 케이블 향 구조적 수요 확대가 지속. 특히 중국의 경우 지속되는 발전 장비 수요 확대에 더해 내년 연간 차량용, 컨슈머 반도체 시장 회복이 가세할 가능성을 고려시 구리의 견조한 수요 지속될 것
- 선제적 통화 완화가 가세하는 Quasi-Goldilocks 매크로 환경 지속을 전망하면서 26년 원자재 현물 가격 상승세는 견조할 전망
- 원활한 공급망 상황이 지속되는 한편, 정제 구리에 대한 강한 수요가 지속되며 작년 하반기부터 거래소 구리 재고 보유량 감소 지속

중국 - 지속되는 발전 장비 수요 확대, 차량용, 컨슈머 반도체 시장 회복 가세할 가능성



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

원활한 공급 상황에도 구리 재고 감소 지속 - 강한 수요로 가격 상승 견조할 것



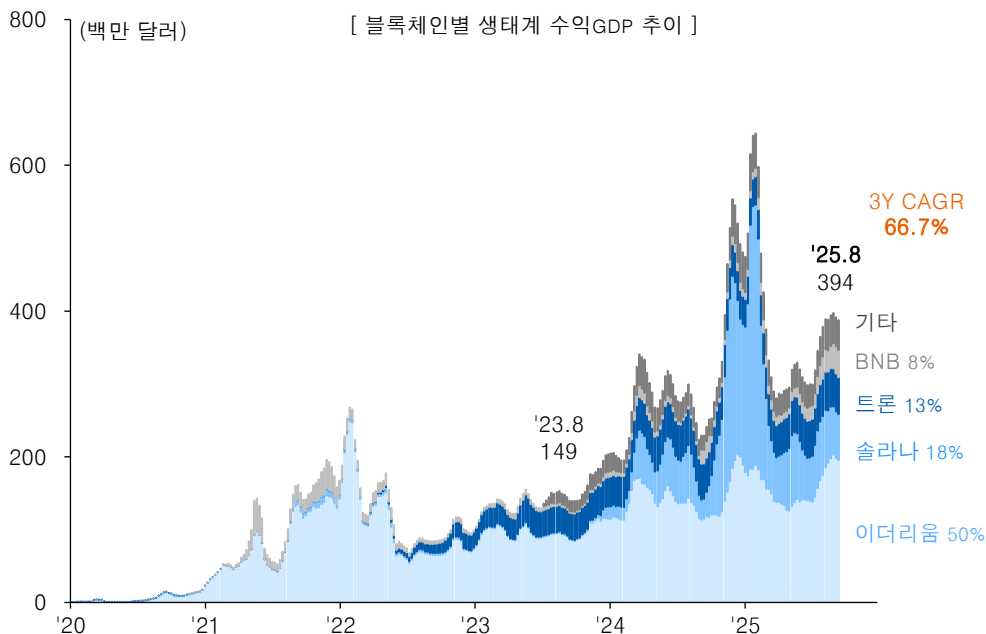
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



④ [가상자산] dApp 활동 증가에 따른 Tokenomics 발동 가시화

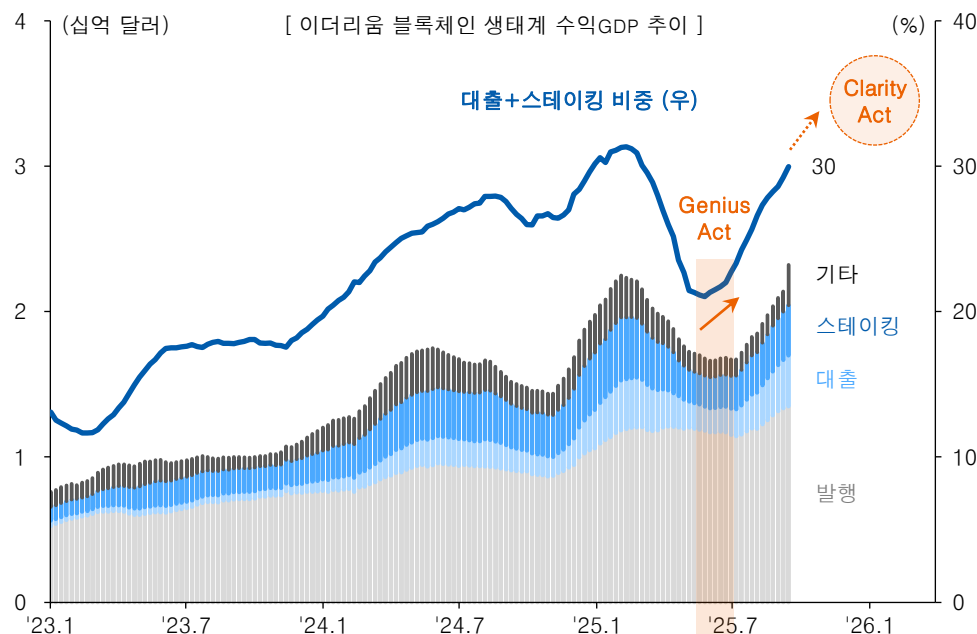
- 대부분의 금융 비즈니스 영역에 블록체인 기술을 적용할 수 있는 이더리움 블록체인 생태계 내 De-Fi 활동 확대가 '25년 본격화. 25년 중반 Genius Act 통과 이후 스테이블코인 발행 뿐만 아니라 발행 외 시장의 De-Fi 활동 확대 역시 가시화
- 네트워크 내 트랜잭션 증가가 토큰 소각 메커니즘으로 이어지는 ETH(이더리움 네이티브 토큰)의 Tokenomics 발동에 대한 가시성이 높아진 국면. 미 의회 상원 통과를 앞두고 있는 “CLARITY Act” 는 디지털 자산 시장내 상품 등록 및 감독 체계를 규정하는 법안으로 발행 외 시장 개화를 본격화하는 핵심 모멘텀 요소로 작용할 것

Genius Act 통과 이후 스테이블코인 발행 외 시장에서도 De-Fi 활동 확대가 가시화



자료: token terminal, 유안타증권 리서치센터

상원 통과를 앞둔 “CLARITY Act” - 발행 외 시장 개화를 본격화하는 핵심 모멘텀 요소로 작용할 것



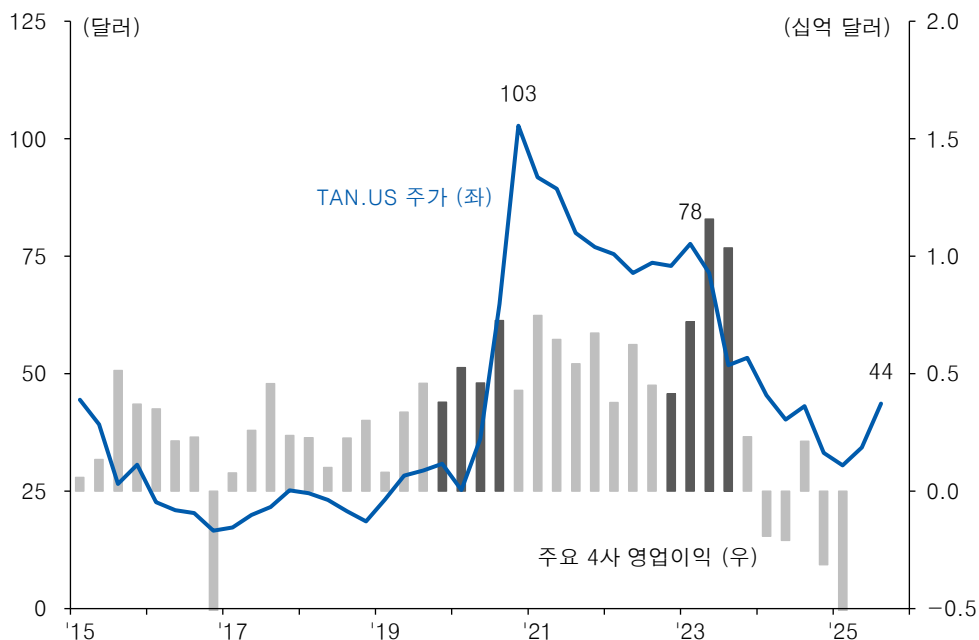
자료: token terminal, 유안타증권 리서치센터



⑤ [태양광] AI-Put 기대감을 반영하는 주가 회복

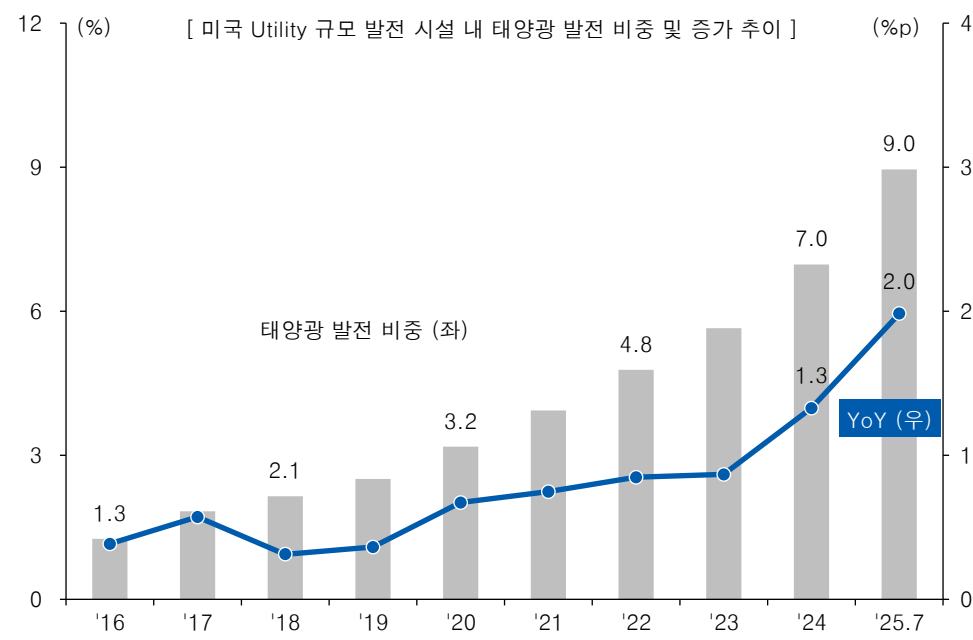
- 업종 주가(TAN.US; Invesco Solar ETF)는 올해 4월 해방의 날 이후 회복세 지속하며 YTD 40% 상승. 1) 금리 인하 사이클 진입, 2) 견조한 유틸리티 규모 태양광 발전량 증가, 3) 보조금 지원, 관세 정책 악재 기반영을 반영한 결과로 판단
- AI 투자 사이클이 본격적인 업사이클 구간에 들어가면서 폭증하는 단기 전력 수요 대응이 가능한 태양광 발전의 침투율이 급상승. 특히 '25년은 GPU 클러스터링이 강화된 AI 인프라 투자 확대가 지속되면서 CSPs 리소스 사용량이 급증. 전년 대비 태양광 발전 비중 확대 속도 가속('25.7)

고금리 지속, 비우호적인 정책 영향에도 업종 주가는 올해 초 반등 후 회복 지속 - 수요 증가 전망 반영



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

25년, GPU 클러스터링이 강화된 IaaS 리소스 사용량 급증 - 단기 대응이 가능한 태양광 발전 비중 급증



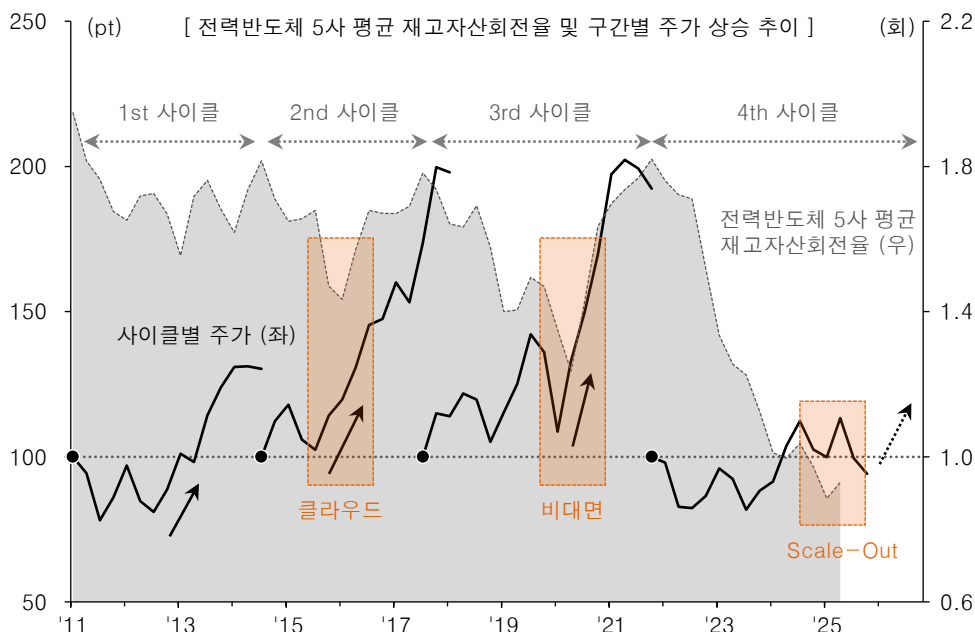
자료: eia.org, 유안타증권 리서치센터



⑥ [전력반도체] 800VDC 전력시스템 IC 공급 확대, 업황 턴어라운드 견인

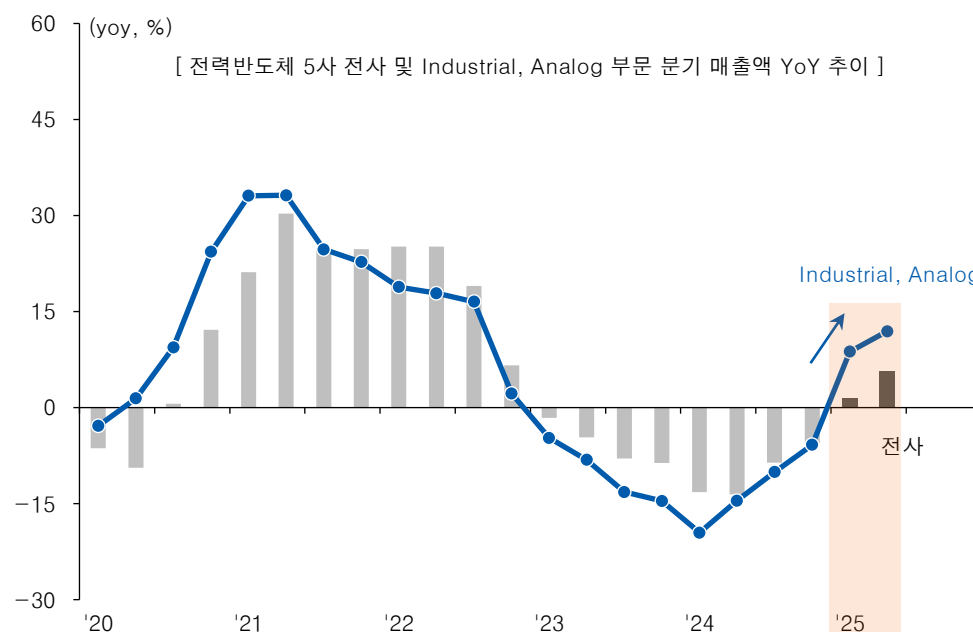
- AI 워크로드 급증에 따른 데이터센터 내 전력 수요 증가로 기존 KW급 Rack 시스템에 적용되는 54VDC 규모의 전력 분배 시스템은 다량의 전력 선반(power shelves) 설치와 이에 따른 Rack 공간을 소비. 27년까지 GW급 AI 팩토리 구현을 위해 최대 576개의 Rubin Ultra GPU 연결이 요구되는 NVIDIA Kyber Rack 서버 플랫폼 구축에는 800VDC 규모의 전력 분배 시스템이 요구될 전망. 동일한 양의 구리 케이블로 415VAC 대비 157% 이상의 전력 전달, 수백만 달러 규모의 자재 비용을 절감
- 800VDC 전력 시스템 내 IC 공급 업체로 대표 전력 반도체 업체 Analog Advice, Infineon, Navitas, On Semi, ROHM, Texas Instrument가 파트너사로 참여

AI 서버의 Scale Out 확대에 따른 IC 수요 증가로 전력반도체 업체 재고 Turnover, 주가 바닥에 근접



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

서버인프라향 산업/아날로그 부문 회복이 업황 턴어라운드 견인, 컨슈머(전기차/가전) 부문 점진적 회복 가세

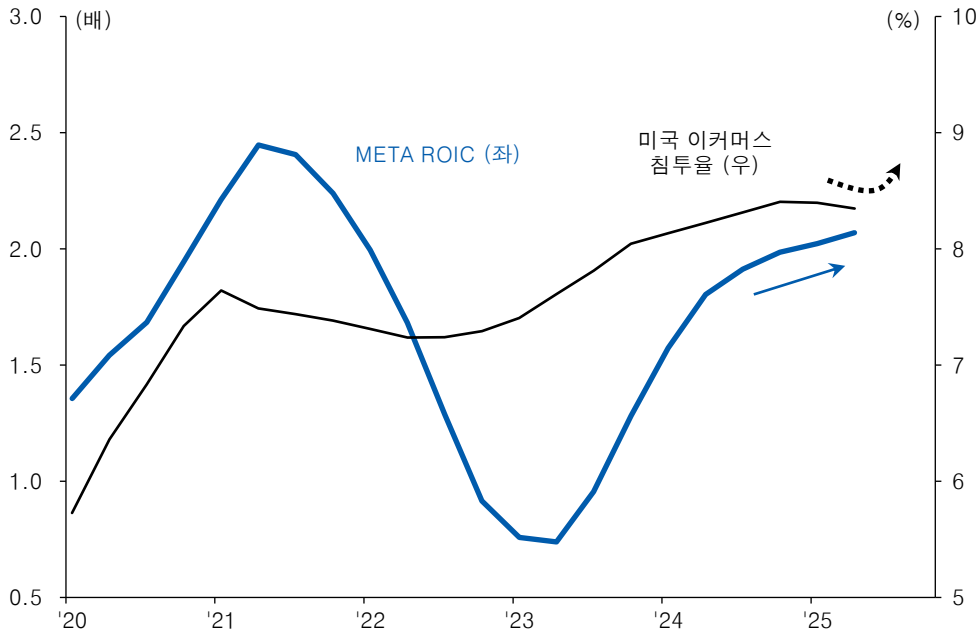


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

⑦ [이커머스] CapEx 사이클 이후 본업 생산성 개선, 이익 사이클 Bottom-Out

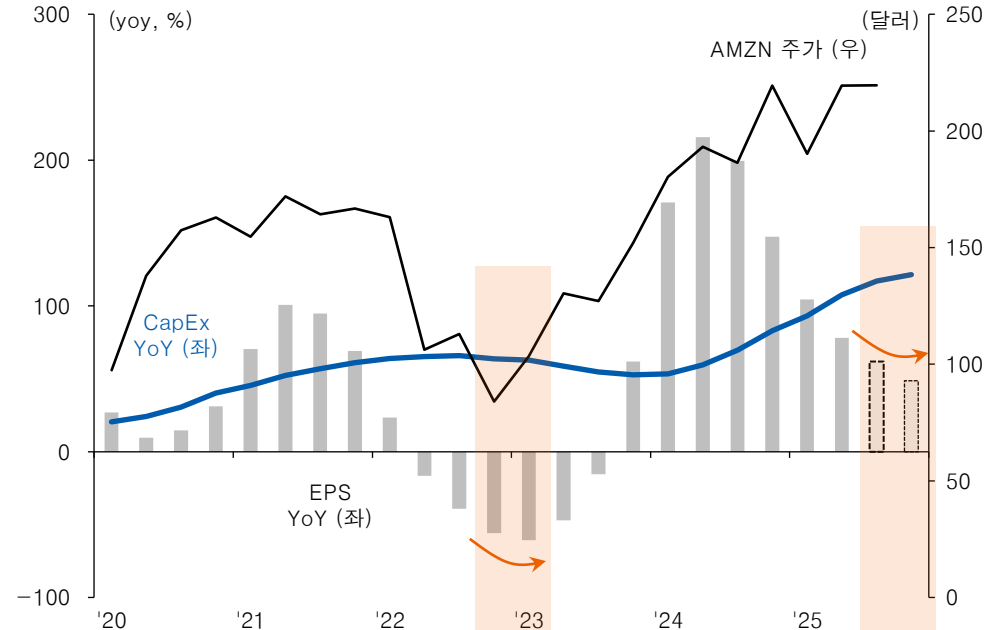
- 이커머스 트래픽 시장 양강 업체인 Meta Platforms(META)와 Amazon(AMZN)의 주가 모멘텀은 AI CapEx 투자 확대 이후 고도화된 추론 능력에 기반한 추천 알고리즘이 마켓 플레이스 내 광고 생산성을 제고하며 이커머스 사업 부문 주도 전사 수익성을 개선하는 흐름과 함께 가시화
- 엔비디아 GB시리즈 아키텍처 기반 서버 인프라 운용 본격화, OBBBA 법안 통과 및 금리 인하, 매크로 악재 선반영과 함께 25년 4분기 실적 공시 이후 이익 사이클 Bottom Out을 가시화하며 26년, 22년 말과 같은 주가 상승세를 연출할 것으로 전망

META, 고도화된 추론 능력에 기반한 추천 알고리즘이 마켓 플레이스 내 광고 생산성을 제고



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

AMZN, 25년 4분기 실적 공시 이후 이익 사이클 Bottom Out 가시화를 전망



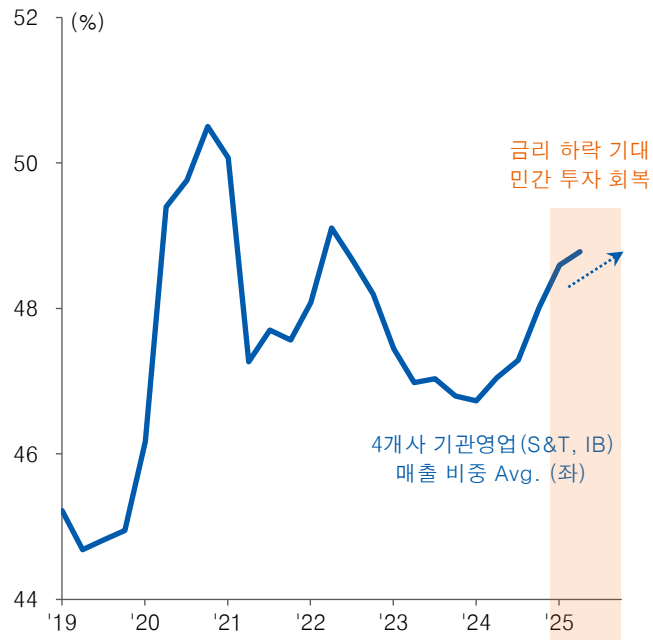
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



⑧ [금융] AI 투자 + M&A 확대에 우호적인 매크로 환경

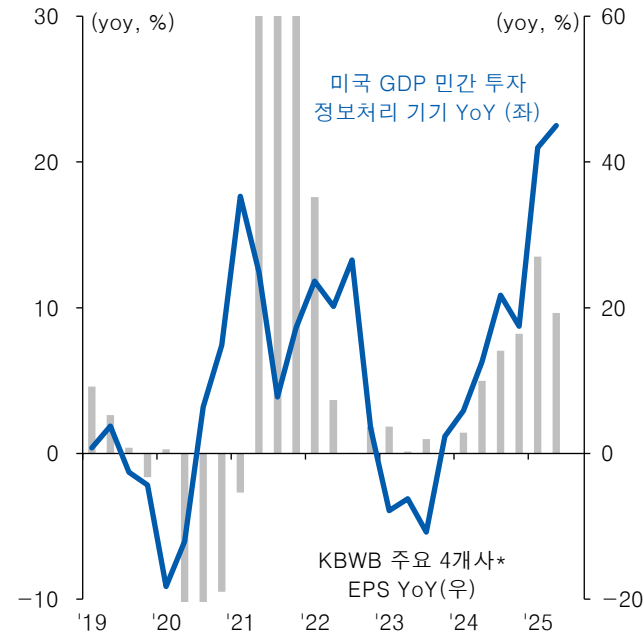
- 24년 Goldman Sachs(GS), JPMorgan Chase(JPM), Wells Fargo(WFC), Morgan Stanley(MS) 등 투자은행 업무와 브로커리지 서비스 사업을 영위하는 주요 업체들의 24년 주가 약진은 M&A, 증권 발행의 IB 업무와 주식 거래 증가에 따른 브로커리지 사업 호조가 견인
- 1) 이는 H/W, S/W를 아우르는 빅테크 주도 AI 인프라 투자 확대에 따른 증시 호조에 기인하는 한편 2) 고금리 사이클 장기화에 취약한 SMB 기업 가치의 불안정성이 M&A, 발행 등 IB 업무 확대에 이어진 것이 반영된 결과 (i.e., RTY < SPX Underperform)

투자은행 업무와 브로커리지 서비스 사업 호조가 업종 주가 견인



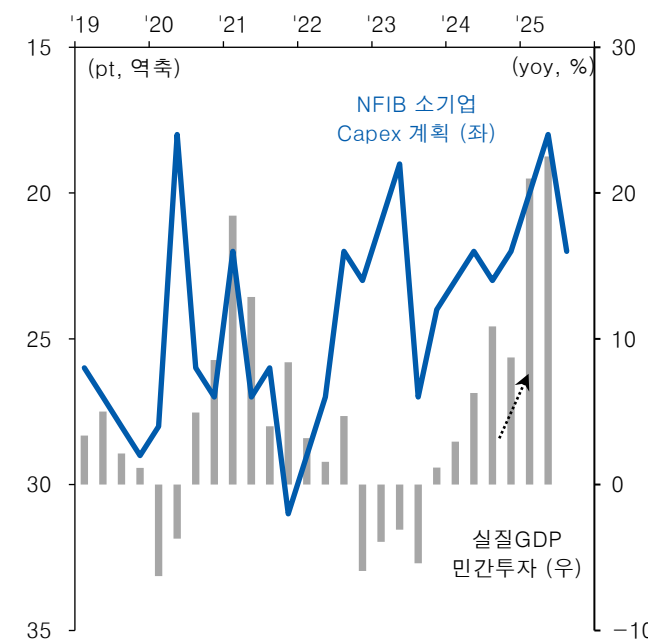
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

H/W, S/W를 아우르는 빅테크 주도 AI 인프라 투자 확대 온기 효과



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

고금리 장기화에 따른 SMB 기업가치 불안정성 확대, IB 업무 증가



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



[Part 5] 아시아 주식

2026년 아시아 주식시장 전망과 전략: 금낭묘계(錦囊妙計)



민병규 Global Strategist
byungkyu.min@yuantakorea.com

SUMMARY

민병규 Global Strategist

2026년 아시아 주식시장 전망과 전략: 금낭묘계(錦囊妙計)

1. 2026년 중국 투자전략 - 정책이 가리키는 향로

중국 경제는 구경제와 신경제 산업의 분화로 인한 이중적인 면모가 확인. 전체 고정자산투자는 약세를 보이고 있으나, 정부의 관심과 민간의 역량이 집중되고 있는 첨단 산업에 대한 투자는 높은 성장세 지속. 서비스 소비 역시 성장세가 확대 중. 결국 중국 증시에 대한 투자 우선순위는 정부의 정책 방향성과 일치시킬 필요. 2026년은 15차 5개년 계획의 원년으로, '신품질생산력'과 관련한 정책 모멘텀이 극대화될 전망. 2026년말 상해종합지수 목표치는 4,500pt(3,600~4,500pt).
- Top-picks: SMIC(981), Naura Technology(002371), CATL(300750), BYD(1211), Shenzhen Mindray(300760), Trip.com(9961).

2. 2026년 대만 투자전략 - Silicon shield의 진화

글로벌 AI 서버 시장의 약 90%를 점유한 대만 기업들의 이익은 하이퍼스케일러의 Capex와 동조화, 2026년에도 높은 성장세를 유지할 전망. 견조한 실적은 강한 국가 경제로도 연결(2Q GDP YoY +8.0%). 증시 밸류에이션은 할증 구간에 있으나, AI 2차 투자 사이클 진입을 반영한 새로운 표준이라 해석. 기술력이 곧 국방력이 되는 Silicon Shield 테마는 지정학적 리스크를 오히려 기회로 활용 가능. 2026년말 TWSE지수 목표치는 30,500pt(25,000~32,000pt).
- Top-picks: Delta Electronics(2308), Wiwynn(6669), AIDC(2634), Lungteh Shipbuilding(6753), Bora Pharmaceuticals(6472), Formosa Laboratories(4746).

3. 2026년 베트남 투자전략 - China+1 & α

베트남 증시는 Vingroup이 주도하는 대형 부동산/인프라 프로젝트, 'China+1' 전략의 최대 수혜국으로 부상하며 유입된 FDI가 선순환을 창출. 해외자본과 기술력의 유입은 베트남의 산업 구조를 고도화. 이는 더 높은 기술력을 요구하는 양질의 일자리를 창출하며, 보다 높은 임금과 가계 소득 증대로 연결. 2026년에는 FTSE 2차 신흥시장 편입 확정에 따른 패시브 자금 유입이 본격화되면서 구조적인 re-rating이 가속화될 전망. 2026년말 VN지수 목표치는 1,850pt(1,500~1,950pt).
- Top picks: Kinh Bac City Development(KBC), FPT(FPT), Mobile World(MWG), Vietcombank(VCB), GELEX Group(GEX), Power Engineering Consulting 2(TV2).

4. 2026년 일본 투자전략 - 사나에노믹스, 아베노믹스의 완성

2025년 일본 증시는 10월 다카이치 총재 선출로 사나에노믹스 기대감이 확산되며 역사적 신고가를 경신. 밸류업 프로그램은 3분기 Nikkei225 구성 기업들이 역대 최대 규모 주주환원에 나서며 성과가 강화, 디플레이션에서 탈출한 경제는 내수 소비 시장의 부활을 예고. 2026년 미국과의 금리차 축소로 예상되는 엔화 강세는 수출주에 부담이나, 수입물가 안정을 통한 내수 소비 회복과 외국인 자금 유입이 이를 상쇄할 것. 2026년말 Nikkei225지수 목표치는 54,000pt(44,000~56,000pt).
- Top-picks: Mitsubishi(8058), Hitachi(6501), Isetan Mitsukoshi(3099), Kyushu Railway(9142), Tokyo Electron(8035), Shin-Etsu Chemical(4063).

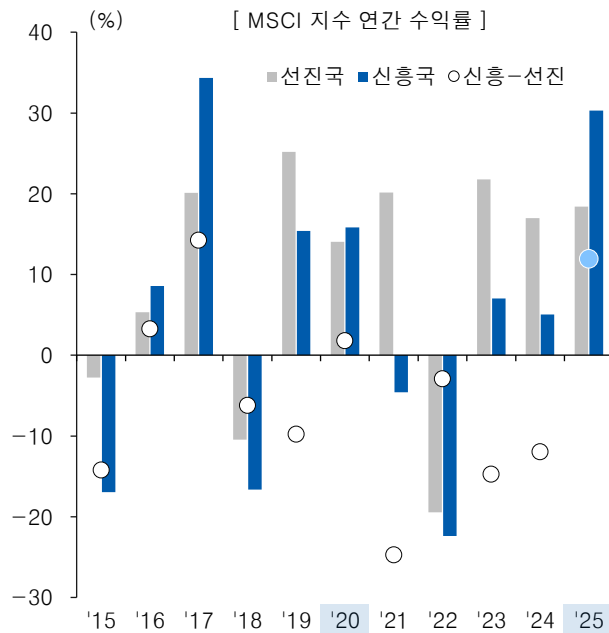




Commodity to AI value chain

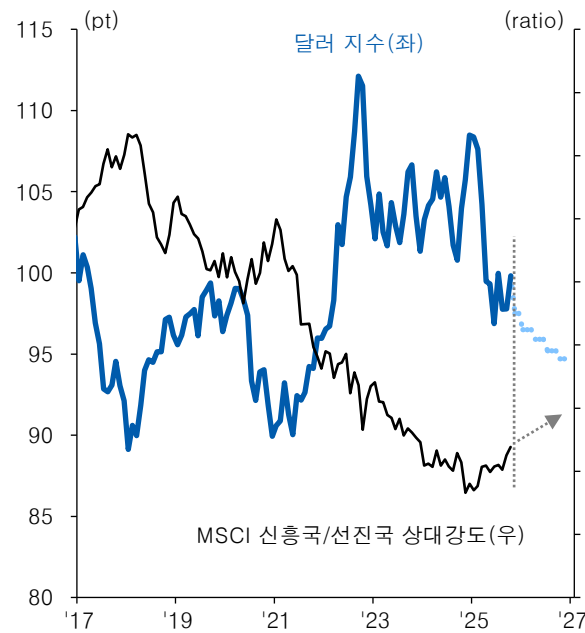
- 2025년 MSCI ACWI 지수는 미국의 보호무역주의 강화, 재정건전성 악화 우려가 고조되었음에도 불구하고 역대 최고치 경신. 경제권역별로는 신흥국이 상대적인 강세. 미국 우선주의가 지속될 것이라는 예측이 지배적이었으나, 신흥국이 2020년 이후 처음으로 선진국 증시를 아웃퍼폼. 신흥국에서는 AI 밸류체인 내 기술력을 가진 대만과 한국, 기술자립을 위한 지원을 강화하고 있는 중국, China+1과 FTSE 신흥국 편입 이슈를 업은 베트남이 두각. 한국 증시는 전세계 47개국 중 수익률 1위, 대만은 대형 반도체 중심의 랠리 지속. 오랜 기간 부진했던 중국은 2015년 이후 최고치를 기록했으며, 베트남 증시는 역사적 신고가 경신.
- 2026년은 반도체 공급이 정상화되면서 AI 산업의 성장세가 재개될 것으로 예상. 전력, 냉각, 저장장치, 메모리, 네트워킹 등 AI 생태계 전반의 인프라를 구축하는 2차 투자 사이클에 진입할 것. 이는 아시아 국가들이 구축한 공급망에 지속적인 수요를 창출할 동력. 이외 연준을 위시한 글로벌 중앙은행들의 금리인하 기조와 달러 약세, 주요 산유국의 증산 기조에 기반한 유가 안정도 원유 수입 비중이 높은 아시아 증시에 우호적인 환경.

신흥국 증시는 20년 이후 처음으로 선진국을 아웃퍼폼



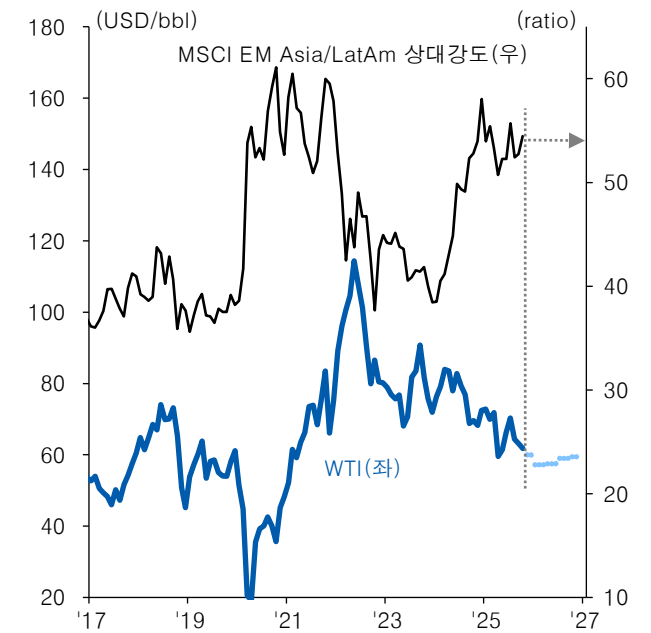
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

26년 예상되는 달러 약세는 신흥국 증시에 우호적인 변화



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

안정적인 유가는 LatAm 대비 EM Asia의 상대적 강세 조건



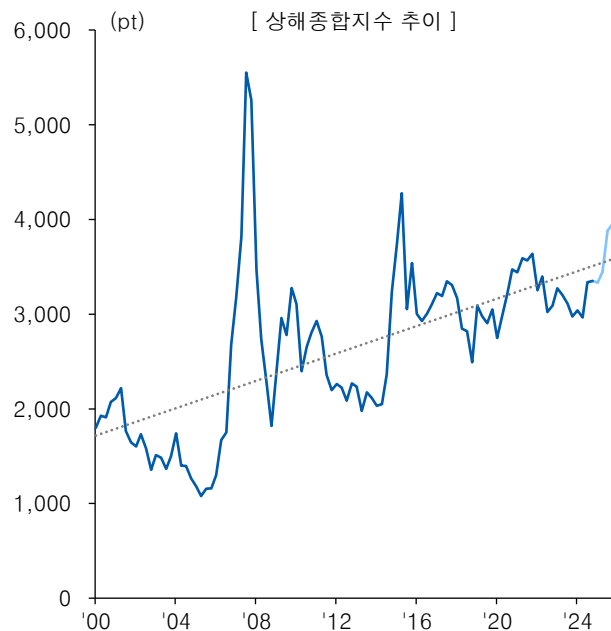
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



1. 중국 투자전략 - 정책이 가리키는 향로

- 코로나19 팬데믹 이후 장기간 소외됐던 중국 증시는 2015년 이후 최고치를 경신. 수출 규제와 고율 관세 압박 등 미국의 집중 견제에도 이루어 낸 성과.
- 연초에는 Big fund 3기(집적회로산업투자기금)의 자금 집행과 DeepSeek의 출현, 하반기에는 정부의 과당경쟁 해소 주문과 AI+ 구체화(AI+ 행동 심화) 실시에 관한 의견 소식이 증시 상승을 견인. 이외 기술자립 테마에 속한 제약 업종 수익률 상위권에 위치.
- 구산업에 속한 삼일중공업의 강세도 특징적. 부동산 경기 저점 확인 기대감과 녹색 성장 추진 과정에서 재개된 인프라 투자 사이클을 반영한 결과. 시가총액 상위 100개 기업 중 본토 상해 증시 수익률 1위는 Foxconn Industrial Internet, 홍콩은 China Hongqiao.

25년 새로운 이정표(4,000pt 돌파)를 세운 중국 증시



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

수익률 상위 기업에는 기술자립(AI, 제약) 테마주가 포진. 구산업에 속한 삼일중공업의 강세도 특징적

상해종합지수 수익률 상위 기업				HSI지수 수익률 상위 기업			
기업명	티커	YTD %	사업분야	기업명	티커	YTD %	사업분야
1. Foxconn Internet	601138	254.8%	전자제조	China Hongqiao	1378	178.9%	알루미늄
2. CMOC	603993	153.7%	금속/채광	Pop Mart	9992	154.2%	전문소매
3. Cambricon	688256	104.7%	반도체	Zijin Mining	2899	129.7%	금
4. Zijin Mining	601899	102.8%	금	SMIC	981	129.6%	반도체
5. Wuxi Apptec	603259	79.5%	생명과학/서비스	JD Health	6618	120.6%	약품소매
6. Beone Medicines	688235	75.4%	생명공학	Hansoh Pharm.	3692	109.6%	제약
7. Agricultural Bank	601288	56.5%	은행	Alibaba	9988	101.1%	대형소매
8. Hygon Info Tech	688041	51.2%	반도체	Wuxi Apptec	2359	88.5%	생명과학/서비스
9. Jiansu Hengrui Phar.	600276	38.6%	제약	Kuaishou Tech.	1024	79.1%	미디어
10. Sany Heavy	600031	37.2%	건설장비/운송	China Life	2628	74.1%	생명건강 보험

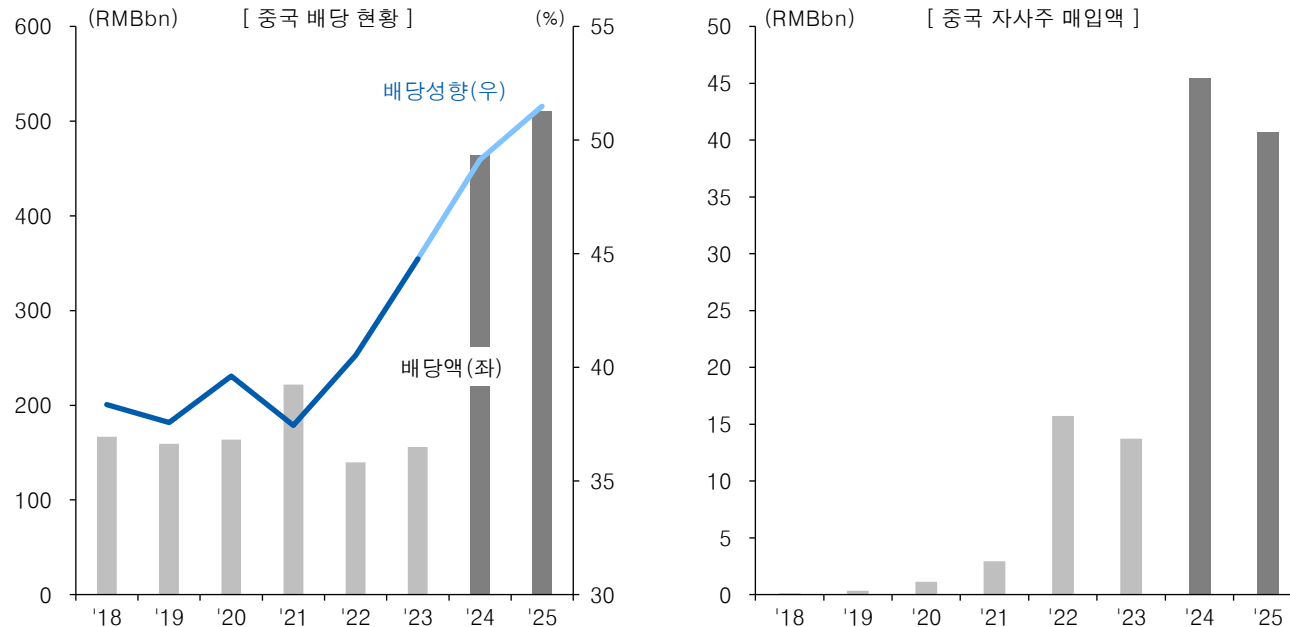
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



'국유자본 → 개인투자자 → 외국인'으로 연결되는 유동성 순환고리

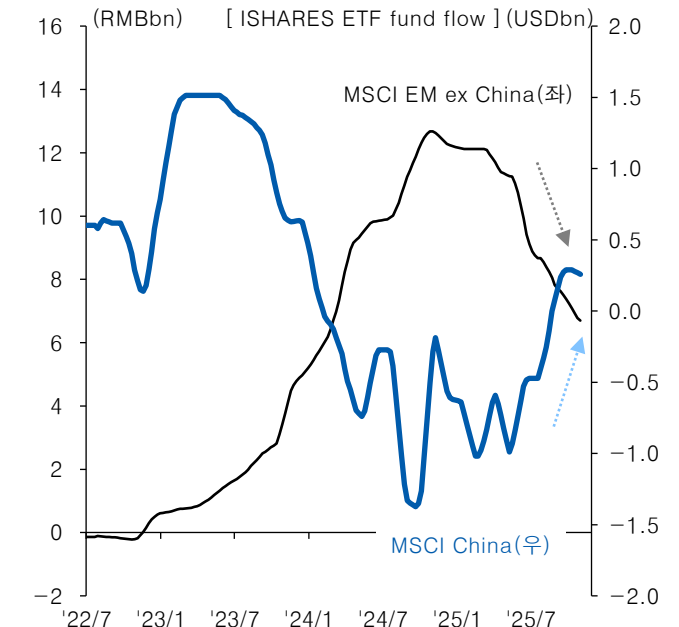
- 중국 증시의 강세는 강한 수급이 뒷받침. 국유자본의 대규모 매수세가 증시에 하방경직성을 제공 → 안정적인 수급은 개인투자자의 레버리지 사용을 촉진 → 내부 수급에 기반한 증시 랠리가 외국계 자본을 유인하는 유동성 순환고리가 형성 중.
- 중국 정부는 부동산 경기 침체에서 비롯된 내수 부진에 대응하기 위해 다각적인 증시 부양책을 사용 중. 2024년 공개된 '신국9조'와 인민은행의 '자사주 매입 전용 대출'은 당해 중국 기업들의 자사주 매입 규모와 배당액이 약 3배 급증하는 성과로 연결. 중국 증시의 안정적인 수급 기반으로 활약 중.
- 외국인투자자의 China exodus 기조도 뚜렷하게 반전. 하반기 ISHARES MSCI China ETF의 fund flow는 7.1억달러 순유입, 반면 MSCI EM ex China는 -20.1억달러 순유출. 작년 9월 급등 이후 시작된 반전 기조가 강화되는 양상. 수급 반전은 중국 내 주식과 채권 간에도 발생(주식 매수 & 채권 매도).

막대한 성과를 올리고 있는 '신국9조'와 '자사주 매입 전용 대출'



주: 상해종합지수 구성기업 기준, 매년 상반기 기준
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

올해 글로벌 ETF는 buy China 기조를 유지 중



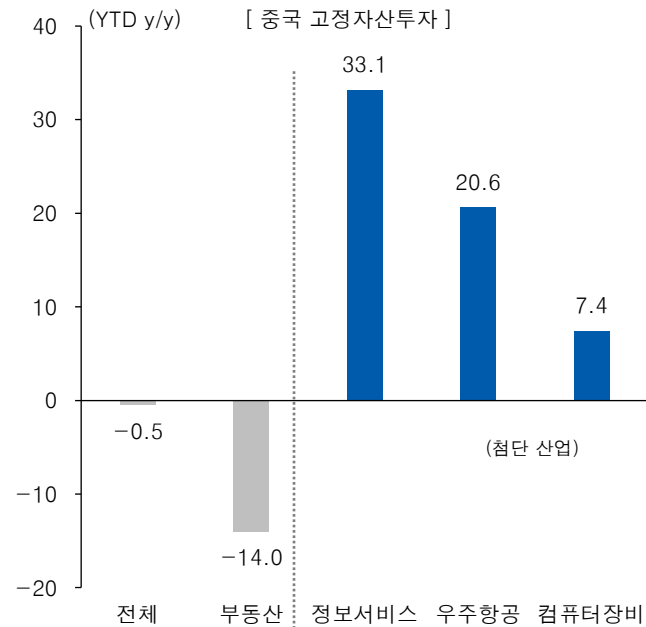
주: 5주 이동평균
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



중국 경제의 이중성이 확인되는 첨단산업 투자와 서비스 소비

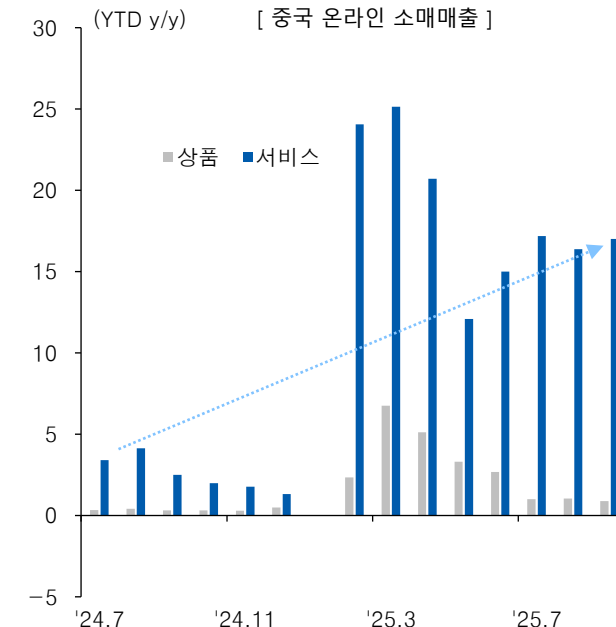
- 중국의 주요 실물지표는 양호한 증시 흐름과는 차이. 구경제와 신경제 산업의 분화로 인한 현상. 중국의 전체 고정자산투자는 부동산 경기 부진을 반영해 약세를 보이고 있으나, 정부의 관심과 민간의 역량이 집중되고 있는 첨단 산업(정보서비스, 우주항공 등)에 대한 투자는 높은 성장세 지속. 소비는 상품 소비의 증가세는 이구환신 정책의 역기저효과가 나타나면서 둔화. 그러나 정부의 정책 관심이 이전된 서비스 소비의 경우 성장세가 확대. 결국 중국 증시에 대한 투자 우선순위는 정부의 정책 방향성과 일치시킬 필요. 15차 5개년 계획에서는 '신품질생산력'을 핵심 개념으로 하는 세 가지 키워드, '기술 자립, 녹색 전환, 질적 내수 성장' 등이 제시.
- 중국 증시는 아직 고평가 부담을 논하기는 이른 상황. MSCI 상해A의 PER은 신흥국 대비 +0.6% 할증, 장기간 하락 기조를 보인 홍콩은 여전히 선진국 대비 -23.2% 할인된 상태. PBR 기준으로는 각각 -29.7%, -68.2% 할인. 글로벌 주요국과 비교해도 적절한 밸류에이션 수준.

첨단산업에 대한 투자는 높은 성장세 지속



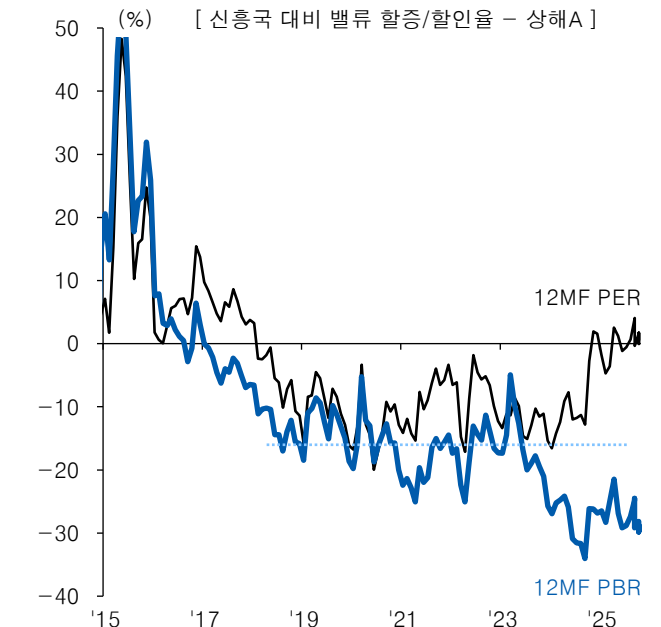
자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

정부의 관심이 이전된 서비스 소비는 성장세 확대



자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

밸류에이션은 이전보다 높아졌으나 고평가와는 거리가 있는 수준



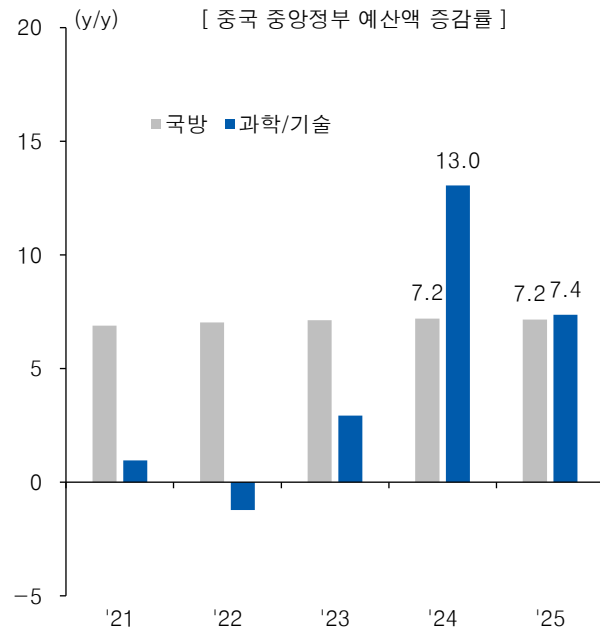
자료: LSEG, 유안타증권 리서치센터



전략 1) 기술 자립 - 독점적인 사업 기회

- DeepSeek로 이목을 끈 중국의 기업들은 다양한 분야에서 기술력을 과시. 기술 발전의 연속성은 정책이 담보. 과거 철강, 화학 등 구산업의 공급과잉을 초래했던 막강한 지원책은 최근 High-tech로 이전, 과학/기술 산업에 대한 중앙정부의 예산 배정액 증감률은 최근 2년 연속 국방 분야보다 높게 책정.
- 2024년 중국은 3,440억 위안 규모 'Big fund 3기(집적회로산업투자기금)'를 출범. 1기(1,387억 위안)와 2기(2,040억 위안)의 합산액을 상회하는 규모. 1기 펀드가 제조업 전반에 광범위한 투자를 집행한 반면, 3기는 자금률이 낮은 품목(제조장비, 첨단소재, HBM, EDA, 소프트웨어)에 집중하는 전략으로 전환.
- 3기 펀드는 첨단패키징(3D 통합 장비)에 주력하는 피오테크 젠커(Piotech Jianke)에 4.5억 위안 규모의 첫 투자를 진행. 첨단패키징 투자는 단기간에 기술 격차를 극복하기 어렵다는 점을 인정하고, 칩을 더 효율적으로 연결하는 More than Moore 접근법을 통해 대응하겠다는 현실적인 전략.

중국의 과학/기술 분야 예산은 국방 분야보다 빠르게 증가



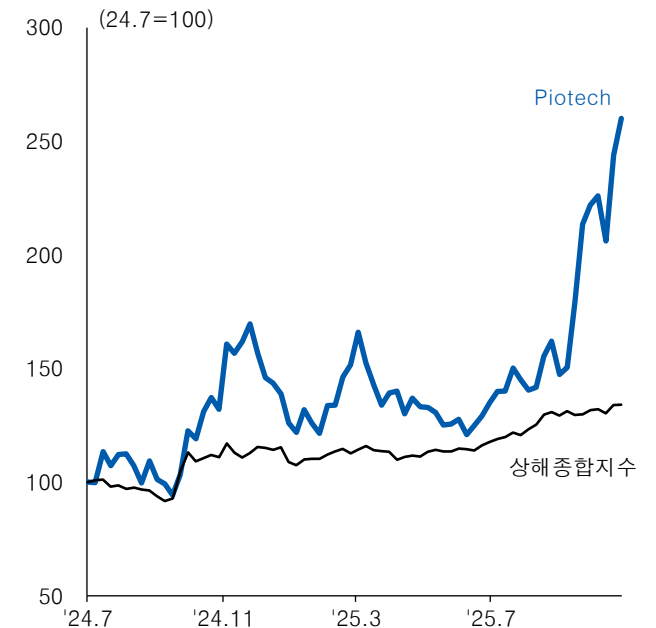
자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

중국의 Big fund는 보다 효율적이고 집약적인 방식으로 진화

	Big fund 1기 (2014년)	Big fund 2기 (2019년)	Big fund 3기 (2024년)
1. 펀드 규모	1,387억 위안	2,040억 위안	3,440억 위안
2. 주요 투자자	재정부, 국가개발은행	재정부, 국유기업	재정부, 국가개발은행, 국유 상업은행
3. 핵심 전략	반도체 산업 전반 육성	제조업 역량 강화 및 스케일업	기술 자립 및 공급망 병목 현상 해소
4. 투자 접근법	광범위한 '산탄식' 투자	제조업 중심의 집중 투자	'선택과 집중'을 통한 정밀 투자
5. 주요 투자분야	파운드리, 팹리스 등 전반	SMIC 등 대규모 파운드리	장비, 소재, HBM, 첨단 패키징 등

자료: 유안타증권 리서치센터

Big fund 3기의 첫 투자대상인 Piotech의 주가는 금등



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



향후 5개년에도 지원이 집중될 테마

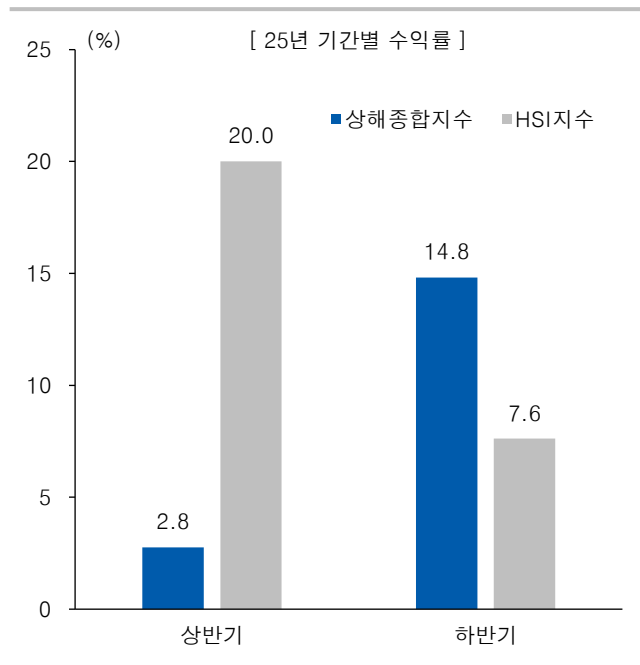
- '신품질생산력'을 핵심 개념으로 하는 '기술 자립, 녹색 전환, 질적 내수 성장' 중 기술 자립은 8월 국무원이 공개한 'AI+ 행동 심화 실시에 관한 의견'에서 구체화. 본토 증시의 상대적 강세 동력으로 작용 중. 상반기 중국 증시는 DeepSeek 테마를 업은 홍콩이 강세를 보였으나, 하반기에는 본토 증시가 홍콩의 수익률을 대폭 상회. 2월 DeepSeek 출현 이후 빅테크와 소프트웨어를 중심으로 형성됐던 테마가 하드웨어로 확장된 결과.
- 중국의 기술자립 테마는 이들 기업이 글로벌 리더의 기술을 추월할 것이라는 기대감이 아닌, 미국의 지속된 제재가 중국 정부가 내수 시장을 보호하게 만든다는 사실에 기반. Huawei와 같은 기업들은 TSMC의 최상위 제품이 아니라, SMIC나 Naura Technology의 '충분히 좋은 제품'을 이용하도록 정책적으로 유도될 것. 결국 중국의 기술자립 테마는 중국의 거대 내수 시장에 독점적으로 제품을 공급하며 구조적인 성장세를 보일 것.

기술 자립은 'AI+ 행동 심화 실시에 관한 의견'에서 구체화

AI+ 행동 심화 실시에 관한 의견	
공식 목표	1. 신품질생산력 발전 가속화 AI 기술과 실물 경제의 깊은 융합을 통해 새로운 산업, 새로운 모델, 새로운 동력을 창출
	2. 성과 목표 2027년까지 AI 기술과 경제 사회 발전의 융합 수준을 현저히 높이고, 핵심 산업 분야에서 AI 융합의 가시적인 성과 도출
실행 분야	1. 과학기술: 기초과학 및 첨단기술 R&D 역량 강화 2. 산업: 제조업, 농업 등 전통 산업의 스마트화 및 고도화 3. 소비: 스마트 제품, 자율주행 등 새로운 소비 시장 창출 4. 민생: 의료, 교육, 양로 등 공공 서비스의 질적 향상 5. 거버넌스: 도시관리, 사회안보 등 국가 통치 능력의 현대화 6. 국제협력: 글로벌 AI 거버넌스 및 표준 제정에 적극 참여

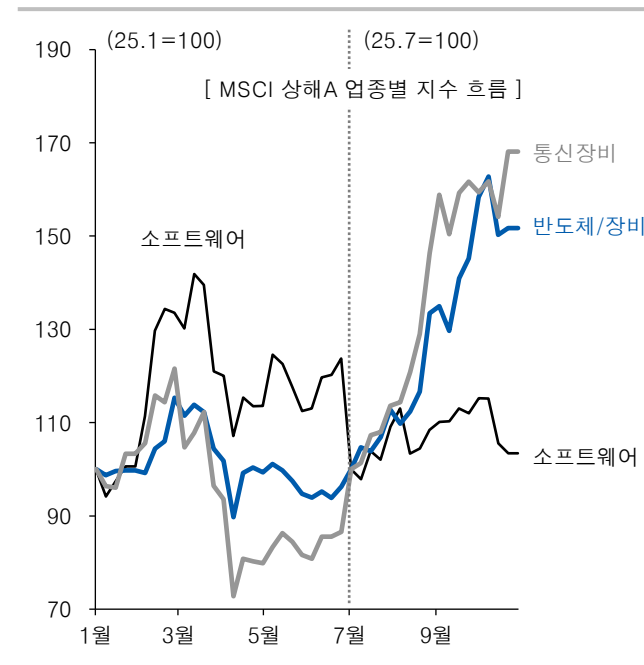
자료: 유안타증권 리서치센터

하반기 수익률은 본토 증시가 홍콩을 압도



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

소프트웨어에서 시작된 모멘텀은 하드웨어로 확장



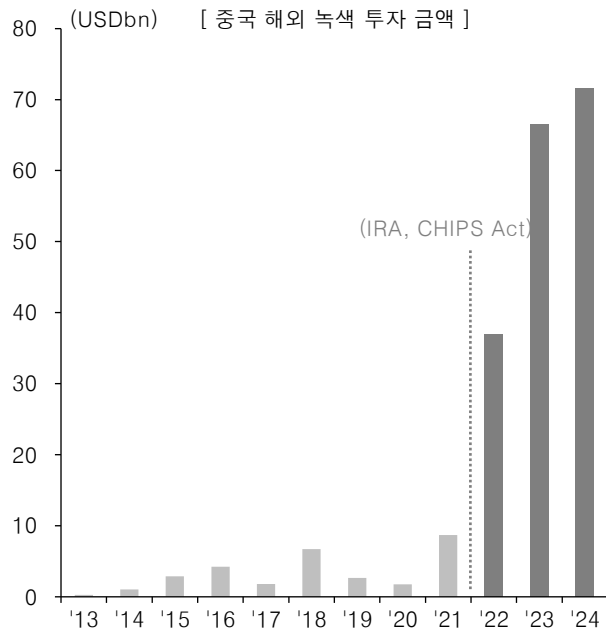
자료: LSEG, 유안타증권 리서치센터



전략 2) 녹색 실�크로드 - 지정학적 생존 & 과잉생산 해결 수단

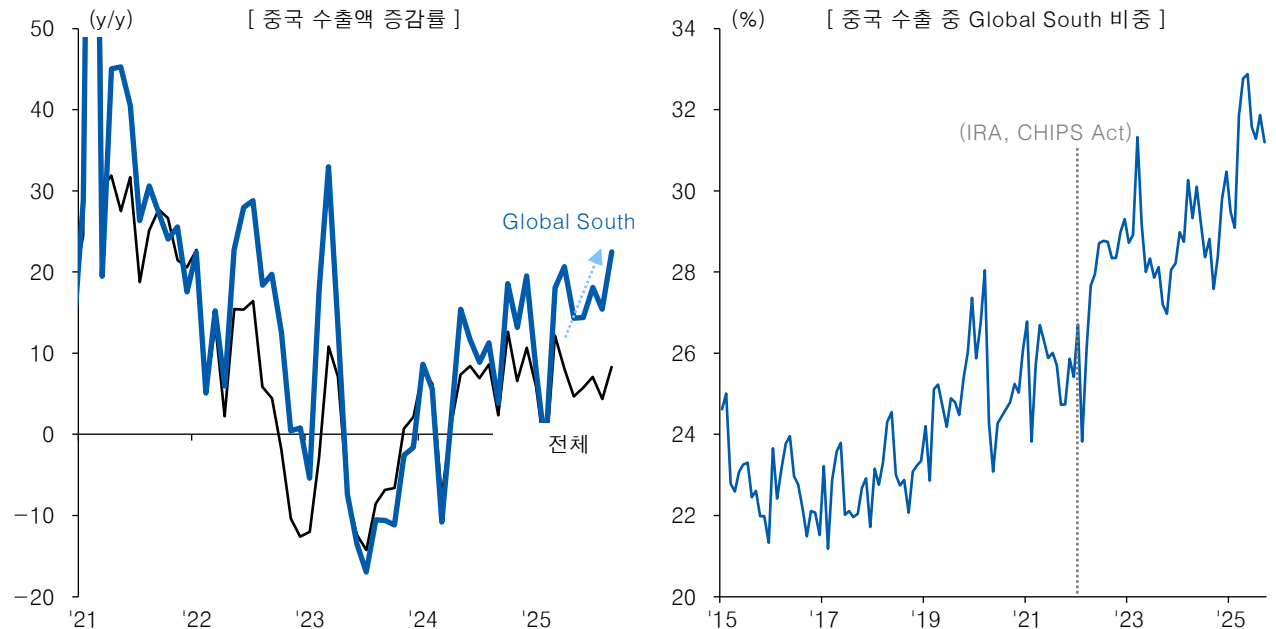
- 반도체 분야와 달리 중국은 녹색 기술(태양광, 풍력, 전기차 배터리) 분야에서 압도적인 점유율과 가격 결정권을 보유. 이를 무기로 신규 수출 시장인 Global South를 장악하기 위한 사업을 가속화. 저렴한 녹색 기술과 금융을 제공함으로써 자국의 기술 표준(스마트그리드, EV 충전)을 해당 국가의 인프라에 이식하고 있으며, 장기적인 의존 관계를 구축하려 시도.
- 중국의 해외 녹색 투자는 2022년 이후 급증하기 시작. 전체 누적 투자액의 86.9%(1981.7억 달러), 프로젝트 건수 중 82.4%(380건)가 2022년 이후 집행. 당시는 미국의 IRA와 CHIPS Act가 제정된 시기로, 미국의 기술 봉쇄에 맞서 독자적인 경제 블록을 구축하려는 중국의 '지정학적 생존 전략'이 가동된 것.
- Global South 공략은 국내 과잉생산 문제를 해결하는 수단으로도 활용. 중국 수출 중 Global South(ASEAN, LatAm, Africa 기준)의 비중은 투자가 급증하기 이전인 2021년 12월 25.4%에서 2025년 9월 현재 31.2%로 급증. 일대일로 참여국 기준으로는 50.2%에 육박.

Global South 공략은 IRA와 CHIPS Act가 발동된 22년 이후 급증



자료: netzeropolcylab, 유안타증권 리서치센터

국내 과잉생산 문제를 해결하는 수단으로도 활용



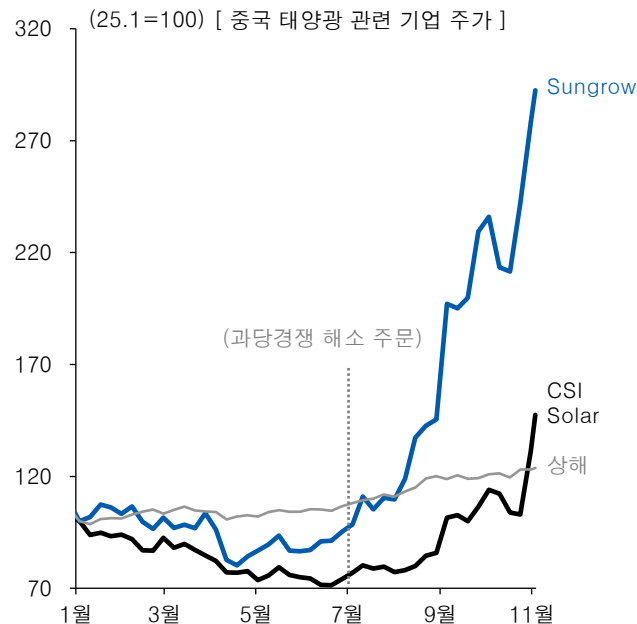
주: ASEAN, Africa, LatAm 비중
자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터



과당경쟁 해소 주문을 통해 내실도 확보

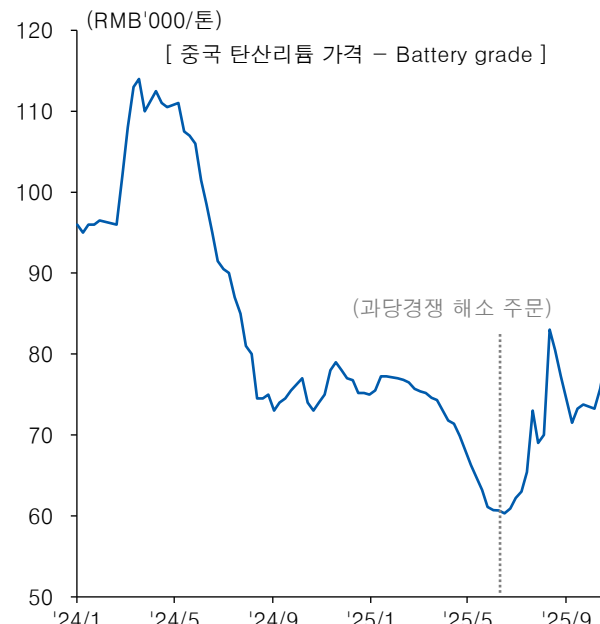
- 철강, 화학 등 구산업의 공급과잉 폐해를 경험한 중국 정부는 기술자립의 첫 성과인 전기차, 배터리, 태양광 패널 산업 등의 내실을 다지기 위한 절차에 착수. 중국 정부가 7월 과당경쟁 해소를 주문하면서 하반기 수익률 상위 기업 리스트에는 태양광 관련 기업들이 포진(Sungrow Power Supply, CSI Solar 등). 중국 정부가 생산통제에 나선 탄소리튬 가격은 톤당 8만 위안을 재차 돌파.
- 정책 효과는 지표로 확인되기 시작. 장기간 하락했던 중국 공업기업들의 이익은 9월 전년대비 +21.6% 증가, YTD 순이익은 8월 +0.9%에서 +3.2%로 상승.
- Global South 진출은 미국의 IRA/CHIPS Act에 대한 지정학적 대응이자, 내부 과잉생산을 해결하는 수단. 중국 정부는 공급과잉 산업에 대한 내권 해소 주문을 통해 내실 확보에도 나선 상태. CATL, LONGi 등 선도 기업의 수혜가 예상.

과당경쟁 해소 기대감이 적극 반영되고 있는 태양광 주가



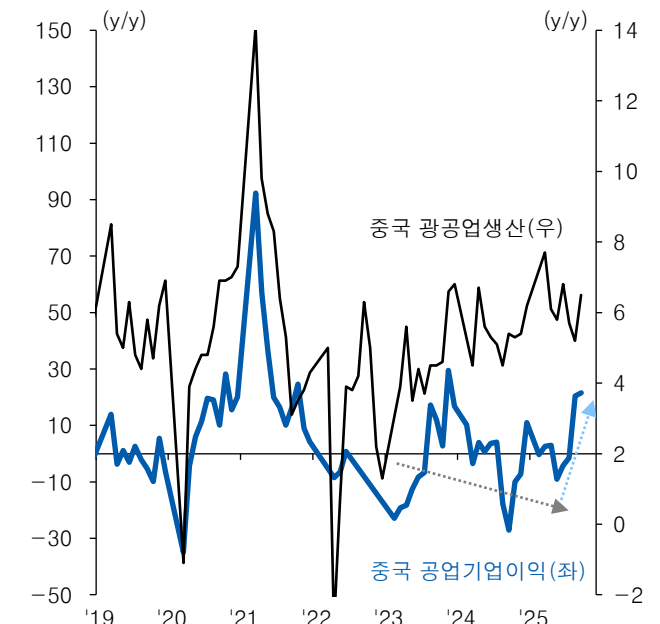
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

탄소리튬 가격은 톤당 8만 위안을 재차 돌파



자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

공업기업 전반의 수익성 개선도 가시화



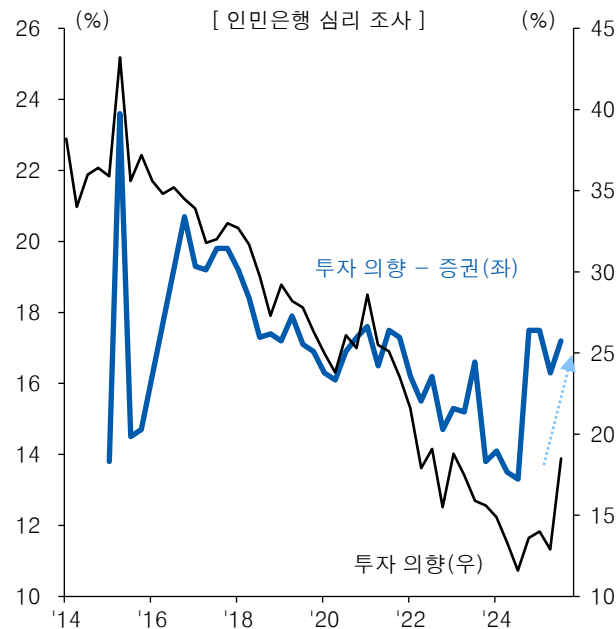
자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터



전략 3) 질적 내수 성장 - 서비스 소비

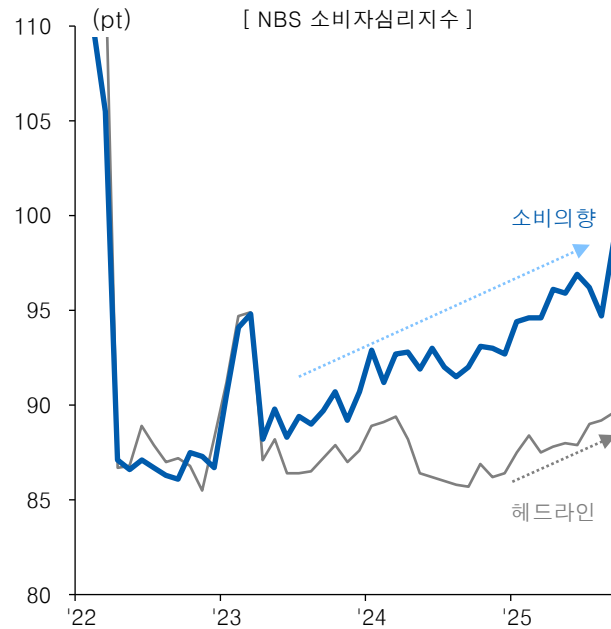
- 중국 정부의 사회보장 지출 증액은 이전소득, 부동산 경기 회복은 자산소득 증대로 연결 중. 주식시장 강세로 인한 부의 효과도 가세. 중국의 소비자심리지수는 청년층의 고용 침체로 인해 부진한 흐름을 보이고 있으나, 소비의향과 소득여건은 완만한 회복세가 진행 중. 이구환신이 높은 성과를 보이고 있는 배경.
- 다만 이구환신과 소비쿠폰 지급을 통한 소비 부양은 한계가 존재. 교체 주기가 긴 내구재 품목에 혜택이 적용되어 수요 공백이 불가피하기 때문. 이에 중국 정부의 소비 부양 타겟은 기존 상품 부문에서 서비스 소비 영역으로 확장. 최근 서비스 소매판매의 성장세가 가팔라진 배경.
- 인민은행의 소비 의향 조사에서는 관광, 문화/엔터 영역에 대한 지출 의향이 크게 상승한 것으로 집계. 심리 변화는 실제로 관련 산업의 활황으로 연결 중. 올해 중국의 대표 관광지인 하이난의 내국인 관광객 수는 역대 최고치 경신(8월 YTD), 최대 온라인 여행사인 Trip.com은 예상을 상회하는 3Q 실적을 발표.

부의 효과는 증시 투자 의향에서 확인



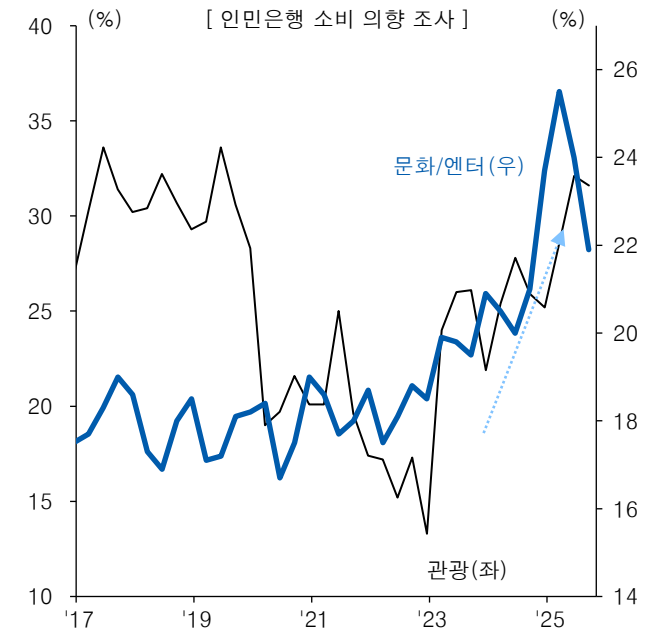
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

인민들의 소비 의향은 점차 회복되는 추세



자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

소비 의향은 관광, 문화/엔터 영역에서 크게 상승



자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터



전략 3) 질적 내수 성장 - 헬스케어, 제약/바이오

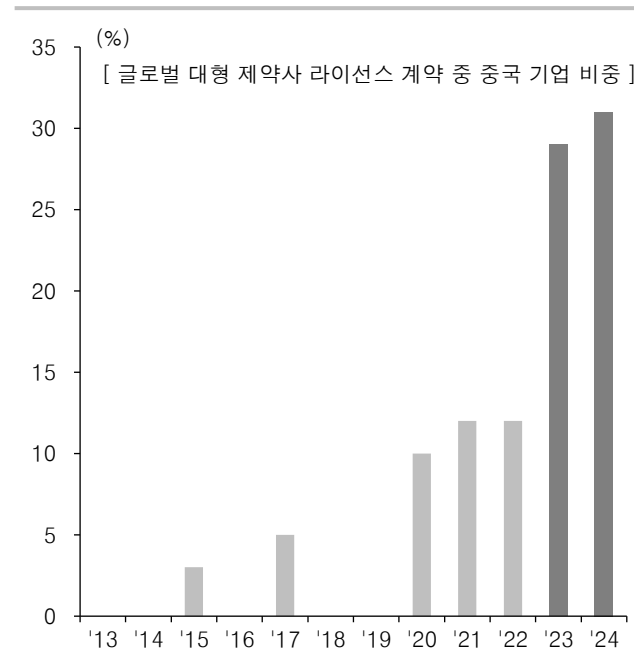
- 중국의 제약 산업은 인구 고령화와 같은 구조적인 변화에 기반한 모멘텀을 보유. 또한 반도체와 더불어 중국 정부가 기술자립에 박차를 가하고 있는 산업에 해당. 중국 정부는 '건강중국 2030'과 같은 장기 계획을 통해 제약과 첨단 의료기기 분야의 국산화를 촉진하고 있으며, 이를 위해 신약 개발 세금 감면, 정부 빅데이터 활용 등 전방위적 지원에 나선 상황.
- 중국 기업들은 기술력도 인정받고 있는 상태. Stifel은 2024년 글로벌 대형 제약사의 라이선스 계약 중 중국 기업의 비중이 31%에 달한 것으로 집계. 시대의 변화, 정책 지원, 실력을 동시에 갖춘 제약 업종의 12MF EPS는 DeepSeek 테마를 업은 IT보다 빠르게 상승 중.

중국 정부는 제약 산업의 경쟁력을 높이기 위한 작업에 착수

주요 제약 산업 지원 정책	
1. 건강중국 2030	제약 산업을 국가 핵심 전략 산업으로 지정
2. 중국제조 2025	바이오 의약 및 첨단 의료기기 국산화 촉진
3. 14차 5개년 계획	중장기적이고 일관된 정책 지원 보장
4. 세금 감면/보조금	기업의 혁신 신약 개발 비용 부담 완화
5. 정부 빅데이터 지원	신약 개발의 효율성 및 성공 가능성 증대
6. 해외 우수 인재 유치	글로벌 R&D 역량 확보
7. 우선 심사 제도	혁신 신약의 시장 출시 기간 대폭 단축
8. 국제 임상 표준 가입	해외 신약의 중국 진출, 중국의 해외 진출 촉진
9. MAH 제도	R&D 전문 기업의 신약 개발 생태계 활성화
10. 의료보험 의약 목록	혁신 신약의 시장 접근성 및 판매 안정성 확보
11. 물량 기반 조달	자국산 제네릭 점유율 확대. 의약품 가격 인하

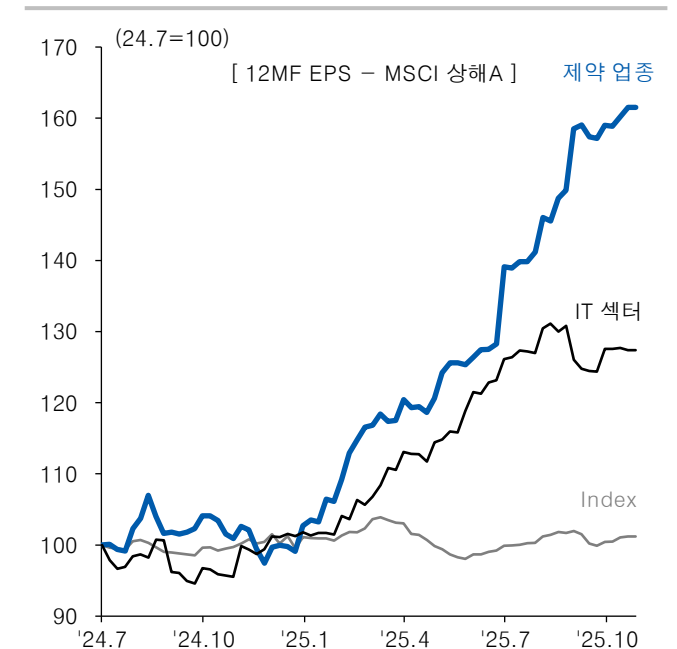
자료: 유안타증권 리서치센터

제약은 중국 기업들의 기술력이 확인되는 또 다른 사례



자료: Stifel, 유안타증권 리서치센터

IT보다 빠르게 상향되고 있는 제약 업종의 EPS



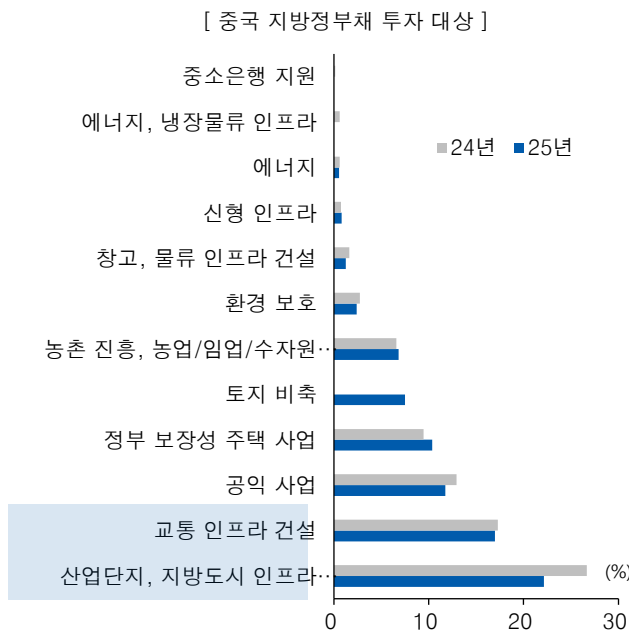
자료: LSEG, 유안타증권 리서치센터



전략 3) 질적 내수 성장 - 로봇, 산업자동화

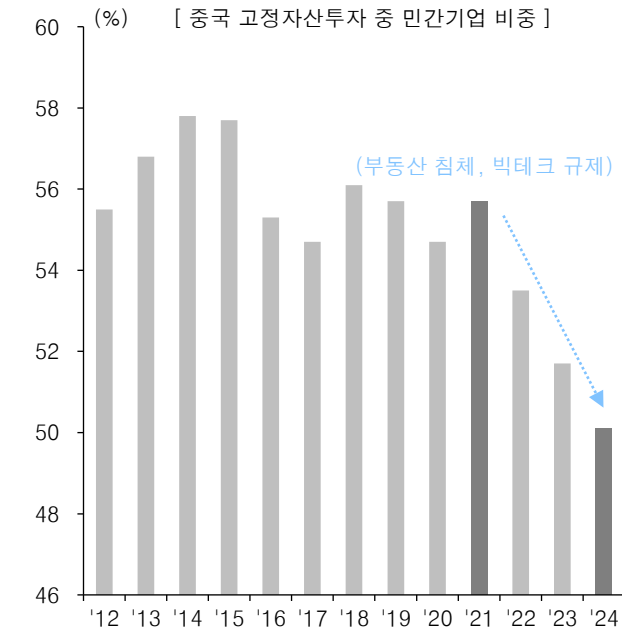
- 과거 부채 주도형 성장 엔진이 되었던 인프라 투자는 이제 질적 성장을 달성하기 위한 수단으로 변화. 기술 자립(데이터 센터, 통신 기지국, 산업 인터넷망 등)과 녹색 전환(스마트 그리드, 초고압 송전망, 전기차 충전 네트워크 등)은 대규모 인프라 투자를 전제.
- 중국 지방정부의 특별채 발행률은 강한 봉쇄 정책이 단행됐던 2022년을 제외하면 통계 작성 이후 최대치. 고정자산투자 승인도 빠른 증가세. 2024~2025년 가장 많은 금액이 배정된 사업분야는 산업단지/지방도시 인프라 건설. 이러한 변화는 산업 현장의 자동화 수요를 증대 시킬 것.
- 중국 정부는 민간 투자 활성화를 위한 조치를 추가 실행. 2월 민간기업 좌담회에서 전향적인 태도를 보인 중국 정부는 최근 '민간과 국유의 평등대우 원칙'을 천명하고 민영경제 촉진법을 제정(5월)하는 등 제도를 정비. 민간 기업이 경쟁에 나설 유인을 제공. 로봇과 자동화 설비 기업이 성장할 수 있는 기회.

지방정부채로 조달한 자금은 산업단지 조성과 인프라 건설에 배정



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

민간의 투자 기여도는 추세적인 하락세



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

중국 정부는 민간 투자 활성화를 위해 제도 개선을 단행

민영경제 촉진법 주요 내용	
1. 법 목적 및 기본 원칙	· 민영경제를 '사회주의 시장경제의 중요 구성' 명시 · 민영기업의 지위와 권익을 국유기업과 동등하게 보호
2. 시장 진입 및 경쟁보호	· 전국 통일 네거티브 리스트 기반 시장 진입 허용 · 정부·공공기관·국유기업이 민간기업 차별 금지
3. 금융 및 자본 지원	· 민간기업 대상 정책금융·은행대출 확대 의무화 · 상장, 채권발행, VC/PE 투자, 보증 등 금융 개방
4. 기술혁신, 지식재산 보호	· 특허·상표의 우선심사 절차 도입(3개월 내 우선처리) · 정부조달 예산 중 일정 비율을 혁신기업에 우선 할당
5. 세무 행정 간소화	· 자의적 단속, 반복 조사, 과도한 벌금 부과 금지 · 등록·변경·폐업 절차의 표준화·디지털화 규정
6. 권익 보호 및 법적구제	· 공공기관에 의한 권익 침해 시 행정책임 청구 가능 · 불법 압류, 단속, 허가 반려 등에 대한 불복절차 강화
7. 정부와 검찰의 책무	· 각급 정부는 민영경제 발전 상황을 정기 보고해야 함 · 중앙/지방기관은 민영경제 발전을 위한 환경조성

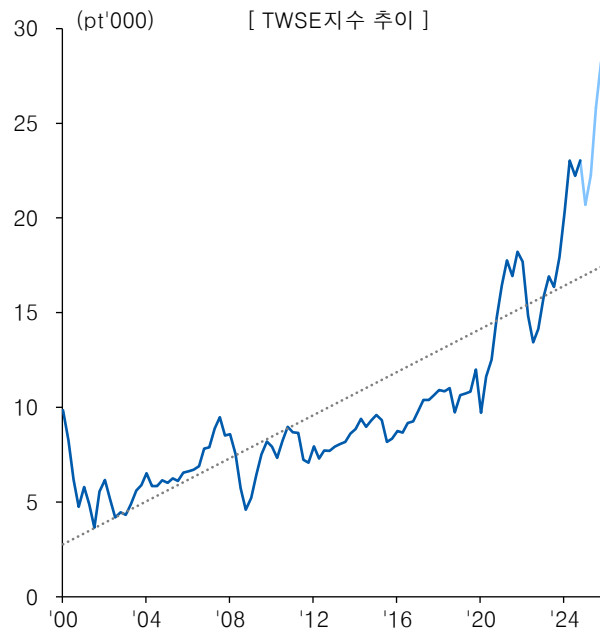
자료: 유안타증권 리서치센터



2. 대만 투자전략 - Silicon shield의 진화 기술력이 곧 국방력

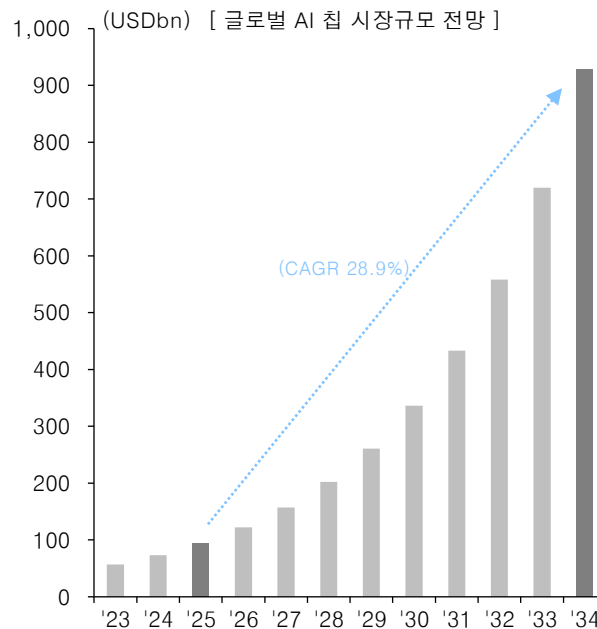
- 2025년 대만 증시는 TSMC를 위시한 반도체 대형주의 상승세가 지속, 역대 최고치를 경신. AI 밸류체인 수요와 하이퍼스케일러들의 막대한 설비투자가 대만 기업들의 실적을 견인. YTD 수익률 1위 기업은 글로벌 4위 반도체 기업인 Nanya Technology.
- 대만 기업들은 Foxconn, Quanta Computer 등을 포함해 글로벌 AI 서버 시장의 약 90% 이상을 점유하고 있는 것으로 추정(Taiwan Market Intelligence & Consulting). 해당 시장 규모는 2034년까지 연평균 +28.9% 수준의 성장세가 지속될 것으로 예상.
- 대만 기업들의 시장 지배력은 TSMC의 실적으로 증명. TSMC의 25Q3 EPS는 전년대비 +39.1% 증가, 서프라이즈율은 11.2%로 2021년 이후 최고치 기록. 영업이익률은 50.6%에 육박했으며, 최근 차세대 2nm 웨이퍼 가격을 기존 3nm 대비 50% 인상(2만달러→3만달러)하는 등 가격 결정력을 과시.

Asia의 Nasdaq으로 부상한 대만 증시



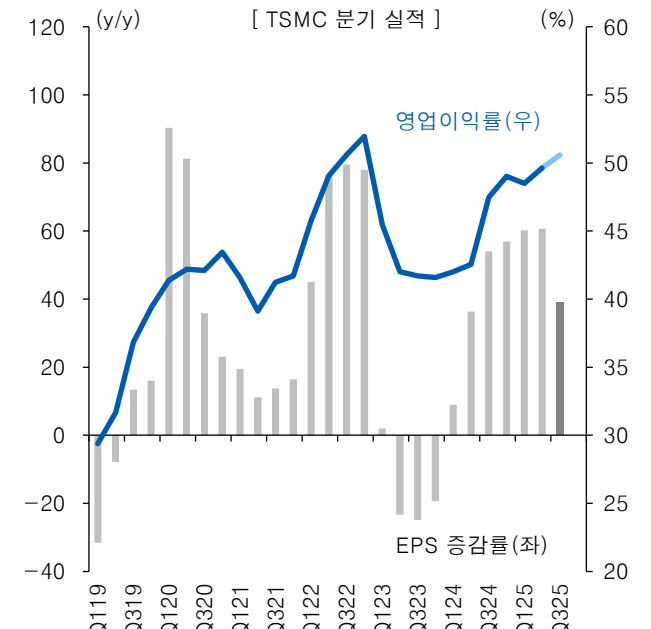
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

글로벌 AI칩 시장은 연평균 +28.9%의 성장세가 예상



자료: Precedent Research, 유안타증권 리서치센터

TSMC는 견고한 25Q3 실적을 발표



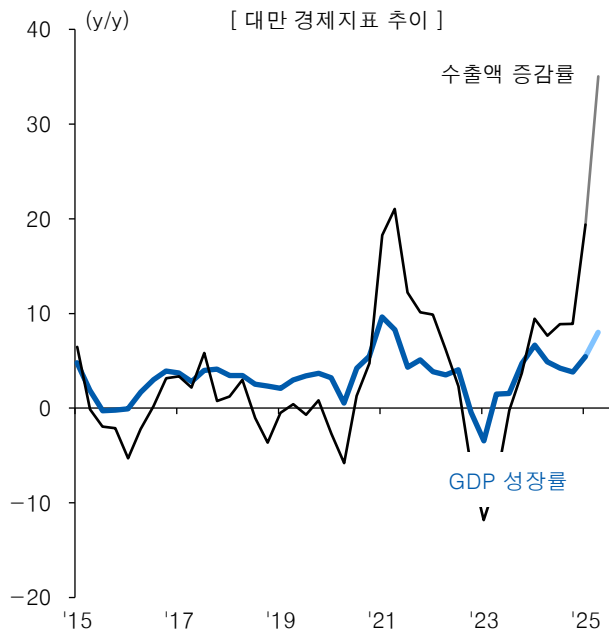
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



견조한 기업 실적과 강한 국가 경제

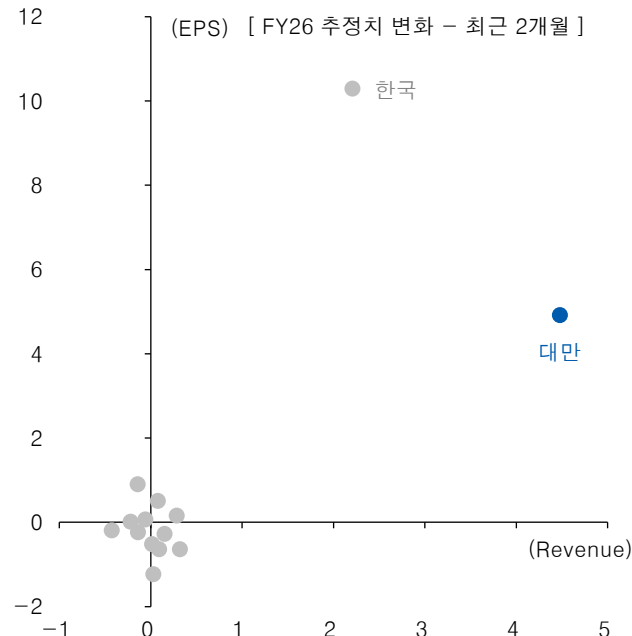
- 주력 산업의 활황으로 대만 경제도 호황. 대만의 2분기 GDP 성장률은 +8.0%로 2021년 2분기 이후 최고치, 수출액 증감률은 +35.0%로 2010년 2분기 이후 최고치 기록. 2025년 GDP 성장률 컨센서스는 7월말 +3.0%에서 현재 +5.0%로 대폭 상향.
- 대만 증시의 밸류에이션은 신흥국 대비로도, 과거 평균대비로도 할증된 상태(12MF PER 기준 신흥국 대비 +31.9%, 5년 평균 대비 +20.3%). 그러나 AI 투자 사이클을 반영한 새로운 표준 구간이라 보는 것이 적절. 지수의 2026년 매출과 이익전망치가 가장 빠르게 상향되고 있는 국가 중 하나라는 점도 밸류에이션 부담을 낮추는 요인. 2026년 대만 증시의 EPS는 하이퍼스케일러의 자본지출 확대 기조를 반영해 전년대비 +21.3% 증가할 것으로 예상.
- 대만은 올해 주요 신흥국 중 가장 많은 외국계 자금이 유입된 국가(+60.5억 달러). 그러나 2024년 순매도 금액의 31%에 불과해 추가 매수 여력을 보유.

주력 산업의 활황으로 대만 경제도 호황



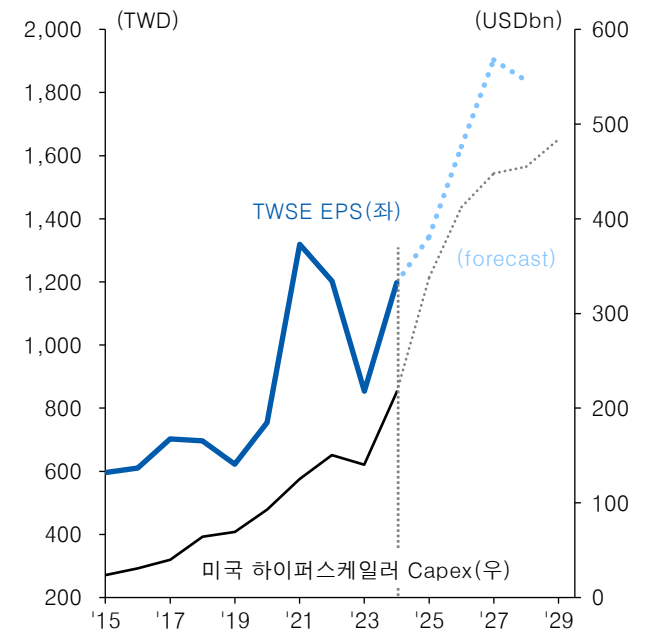
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

대만은 이익과 매출 전망치 상향이 가장 빠른 국가 중 하나



주: MSCI 기준. 선진국 7개국, 신흥국 7개국
자료: LSEG, 유안타증권 리서치센터

대만 기업들의 이익은 하이퍼스케일러의 Capex와 연동



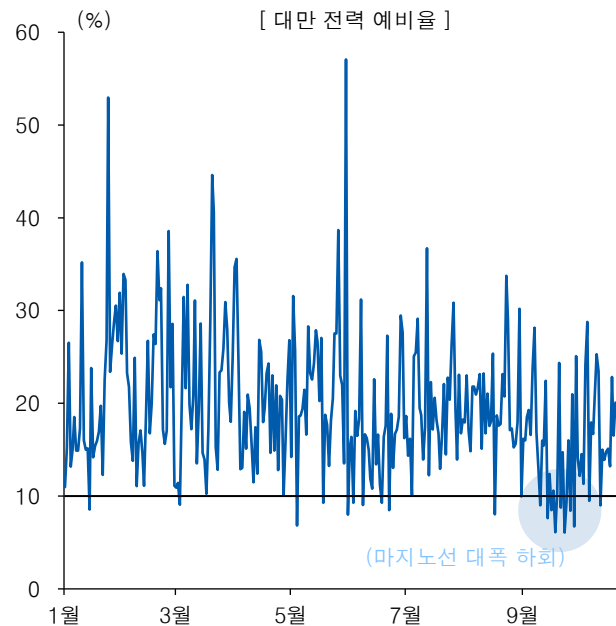
주: Alphabet, Microsoft, Meta, Amazon 기준
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



전략 1) AI H/W Full-stack - 성장의 아킬레스건

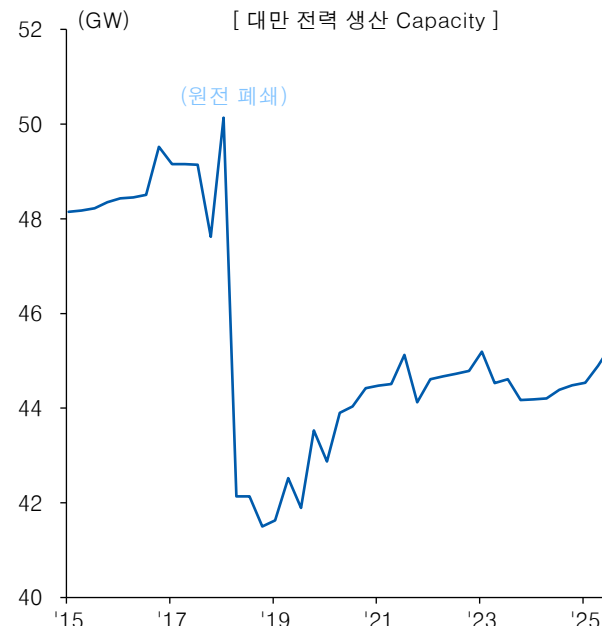
- 주요 대만 기업들의 매출처는 Apple, NVIDIA, Microsoft, Amazon 등 AI 산업을 선도하는 미국 기업들로 구성. TSMC의 미국 매출 비중은 68.8%, Hon Hai Precision은 35.0%, Delta Electronics는 25.1%로 비중이 상당. 대만은 반도체 뿐만 아니라 서버/스토리지, 전력 공급/관리 시스템 등 AI 생태계 전반에 기술력을 가진 기업들을 보유. 이들 기업의 제품에 대한 수요는 하이퍼스케일러의 최후 승자가 누구든 지속될 것.
- 이러한 성장의 이면에는 한계도 존재. 대만의 전력 인프라는 데이터센터와 첨단 반도체 공장의 막대한 전력 소비량을 감당하기 부족. 2018년 이후 단계적인 원전 폐쇄에 나선 대만의 전력 예비율은 지난 9월 6.1%로 급락해, 안정 마지노선인 10%를 하회. 2024년 TSMC는 대만 전체 전력 소비량의 9.0%, 산업용 소비량의 16.3%를 사용한 것으로 집계. 2030년에는 이 비중이 최대 23.7%에 달할 수 있다는 전망(S&P Global). Delta Electronics와 같은 전력 효율화 기업의 중요성이 부각되는 지점.

대만의 전력 예비율은 지난 9월 마지노선을 대폭 하회



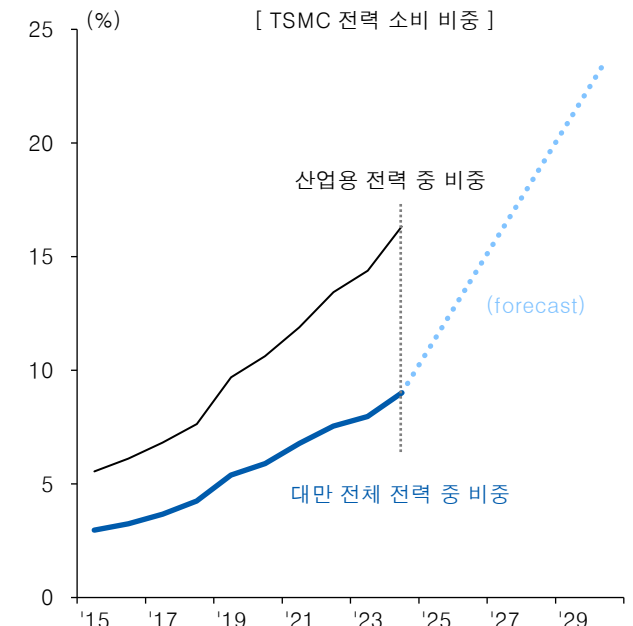
자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

대만 정부는 18년 이후 단계적인 원전 폐쇄에 나선 상태



자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

TSMC의 성장은 전력 인프라의 뒷받침이 전제되어야 가능



자료: S&P Global, CEIC, 유안타증권 리서치센터



전략 2) 고슴도치 전략 - 평화를 위한 투자

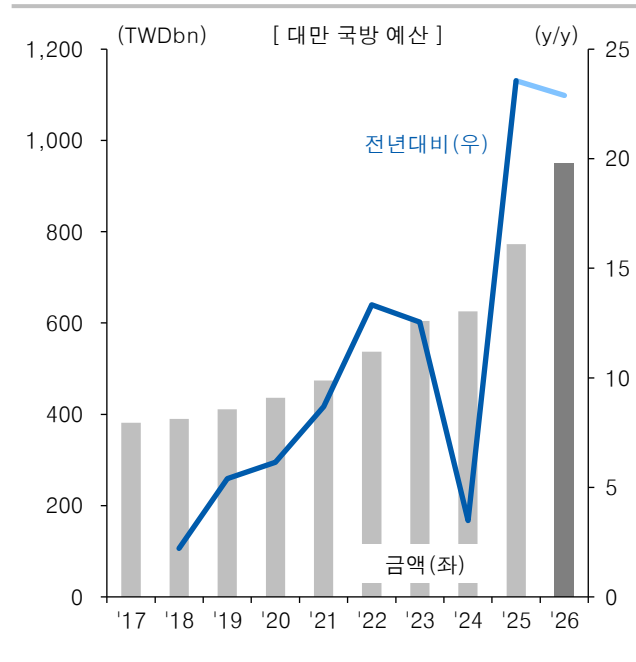
- 중국은 대만 정부의 주요 국가 행사(총통 취임, 대만 국경일 등) 전후 사전 예고 없이 대규모 무력시위를 단행 중. 항공모함, 전투기 등 첨단 전력을 동원해 대만 주변 해역 및 방공식별구역을 빈번하게 침범. 양안 긴장 고조는 대만의 방위비 증강을 강제.
- 대만 행정원은 2026년 국방예산을 전년대비 +20.1% 증액한 9,495억 대만달러로 책정. 이는 GDP의 3.32%에 달하는 규모. 대만은 중국과의 정면 대결보다는 드론, 대함 미사일, 고속 미사일정 등 비대칭 전력을 통한 방어에 초점. 국내 방위 산업의 역할이 증대.
- 중국에게 대만은 영토를 넘어 미래기술(AI)에서 미국을 추월하기 위한 전략적 목표물로 변화. 그동안 대만은 Silicon Shield(대만의 반도체 기술력이 중국의 침공을 억제)의 보호 아래 있었으나, 미국의 CHIPS Act 시행과 TSMC의 해외 생산 거점 확대는 대만의 방위력 증강 및 자립 필요성을 가속화. 대만이 구축하고 있는 통합 Kill-chain의 구조적인 성장이 예상되는 대목.

중국은 대만의 주요 행사 전후 대규모 무력시위를 단행

양안 긴장 현황	
24.5월	라이칭더 총통 취임 직후 중국군 렌허리젠-2024A 시행. 군함, 전투기, 미사일 등 동원해 대만에 대한 전방위 포위 훈련 시행
24.10월	쌍십절 직후 중국군 렌허리젠-2024B 실시. 항공모함 랴오닝 함, 전투기 153대, 함정 25척 등을 동원한 역대급 포위훈련. 반복적 육해공 무력시위, 프라타스섬 주변 중국 순찰함 활동 빈번. 인접 해역 진입 횟수 증가
24.12월	대만 주변 완전 봉쇄 예행 연습. 해상사격 및 상륙훈련 다수
25.2월	대만 근해에서 예고 없는 해상 실탄훈련 실시
25.4월	렌허리젠-2025A 군사훈련 개시. 전면 포위 형태의 훈련 반복
25.6~7월	대만 한광훈련(대만 훈련) 실시. 예비군 등 민방위와 연계해 역대 최대 규모로 시행
25.7~8월	프라타스섬 인근 순찰 선박 및 중국 해군 활동 증가. 대만 해역 내 근접 사태 다수 반복
25.10월	전투기와 군함 활동 등 저장도 시위 지속

자료: 유안타증권 리서치센터

대만 정부는 26년 국방예산을 대폭 증액



자료: 대만 국방부, 유안타증권 리서치센터

비대칭 전력 사업에서 역할이 증대되고 있는 대만 기업

대만의 주요 무기 체계		
구분	역할	국내 계약사
1. Tuo Chiang급 초계함	해상 거부 (항모 고속 타격)	Lungteh Shipbuilding
2. IDS 방어형 잠수함	해상 교통로 차단	CSBC Corp.
3. Hsiung Feng II/III 미사일	대함 타격, 해안 방어	국가중산과학연구원
4. Chien Hsiang 드론	적 방공망 제압	Thunder Tiger
5. Teng Yun2 드론	정찰 및 정밀 타격	AIDC
6. T-400 헬리콥터 드론	정찰, 군수 지원	Thunder Tiger, AIDC

자료: 유안타증권 리서치센터



전략 3) Bio CDMO - 대만의 차세대 파운드리

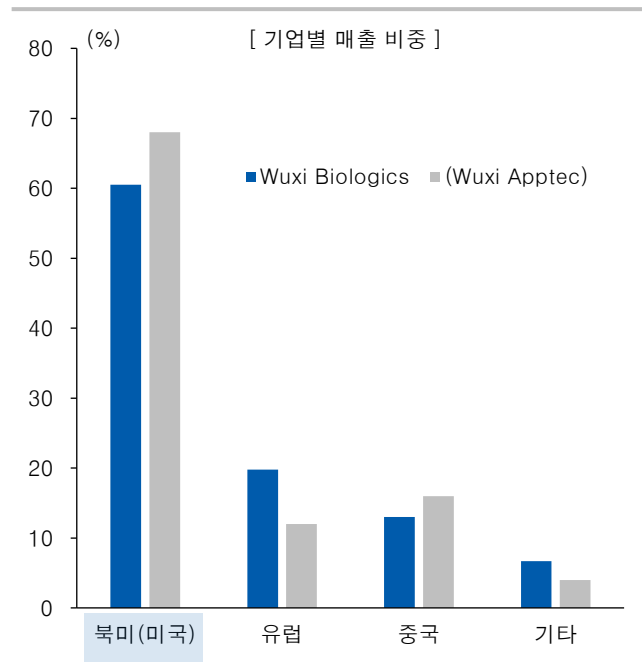
- 미국의 '생물보안법(BioSecure Act)'은 미국과 중국 CDMO 기업(Wuxi Biologics 등)과의 거래를 제한할 가능성이 높은 상태. 해당 법안은 2024년 3월 상원 상임위원회, 5월 하원 상임위원회를 압도적으로 통과. 지난 10월에는 상원에서 국방수권법(NDAA) 개정안의 일부로 통과되며 입법이 가시화.
- 미국 바이오협회(Biotech Innovation Org.) 설문에서는 조사 기업의 79%가 중국 CDMO/CMO 기업과 계약을 체결하고 있는 것으로 집계. 생물보안법은 기존 계약에 대해 2032년 1월 1일까지 유예 기간을 부여하는데, 대만은 이를 새로운 국가 전략 산업을 육성할 기회로 활용 계획. 대만 정부는 미국 CDMO 기업인 National Resilience와 합작 회사인 TBMC(Taiwan Bio-manufacturing Corp, 비상장)를 설립. TSMC의 성공 사례를 본뜬 바이오 파운드리를 구축하겠다는 계획. Bora Pharmaceuticals와 같은 기존 CDMO 기업들도 중국 이탈 물량을 흡수할 준비에 나선 상태.

생명과학 분야로 확장된 미국의 견제

미국 생물보안법(BioSecure Act)	
1. 적용 대상	연방기관, 연방자금 수령자, 연방재정 보조기업
2. 주요 금지 조치	적대국 기업의 바이오 장비, 서비스, 데이터 이용 금지
3. 우려기업 지정 방식	중국 등 적대국 정부 영향 기업 직접 명시(BGI, MGI, Complete Genomics, Wuxi Aptec Wuxi Bio 등)
4. 금지 분야	바이오 장비 및 서비스 구매, 계약, 재정지원 및 용자, 데이터 제공 등
5. 예외 및 유예 조항	기존 계약은 2032년 1월 1일까지 유예
6. 적대국 범위	중국, 러시아, 북한, 이란, 쿠바
7. 주요 데이터 제한	유전자 및 바이오 정보 적대국 제공 금지
8. 관리 주체	백악관 예산관리처, 국방부, 국가정보장 등

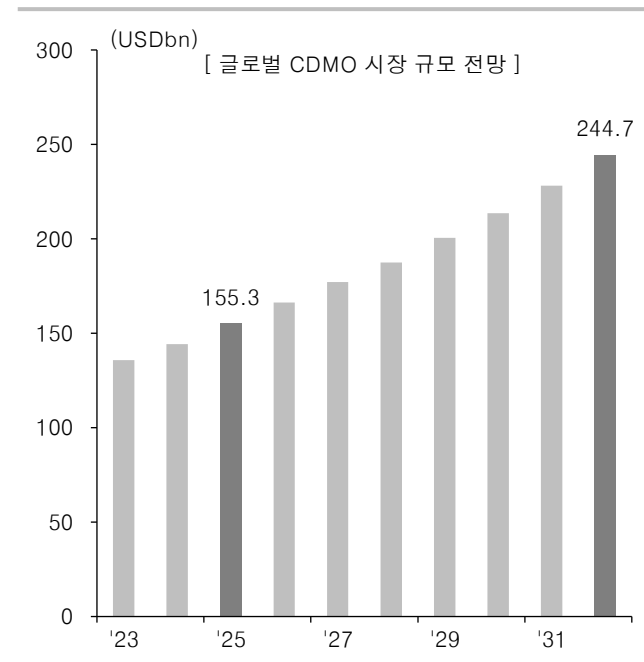
주: 구체적인 시행 지침은 미확정
자료: 유안타증권 리서치센터

Wuxi Bio와 Aptec의 미국 매출 비중은 60% 내외



주: Wuxi Biologics는 2025년 2분기, Wuxi Aptec은 2025년 3분기 기준
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

글로벌 CDMO 시장은 꾸준한 성장세가 예측



주: 주요 기관 전망치 평균
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



3. 베트남 투자전략 - China+1 & α

- 베트남 VNIndex지수는 대형주 중심의 강한 상승세를 보이며 역사적 신고가를 경신. 대형 부동산 프로젝트 체결 소식과 실적 호조(Vingroup, Vinhomes), 제8차 국가전력개발계획(Gelex Electric Equipment, Gelex Group) 등의 호재를 반영. 이외 FTSE 신흥국 편입 기대감(10월 편입 확정), 높은 경제 성장세도 증시 상승에 기여.
- China+1 전략의 최대 수혜지로 부상한 베트남의 경제는 선순환이 발생 중. FDI는 양질의 고용을 창출하고 중산층 확대되는 결과로 연결, 이는 다시 내수 성장의 기반으로 작용.
- 하반기 베트남 경제의 성장세는 확대되는 양상. 9월 산업생산은 전년대비 +13.6%, 소매판매는 +11.3% 증가. 수출액 증감률은 +24.7%로 대외 경기 역시 호조. 3분기 경제성장률은 8.2%로 2022년 3분기 이후 최고치를 기록했으며, 최근 베트남 정부는 2026년 성장률 목표치를 10%로 제시.

대형 부동산 프로젝트가 체결되며 Vingroup의 주가 급등

VNIndex 지수 수익률 상위 기업			
기업명	티커	YTD %	사업분야
1. Gelex Electric	GEE	534.1%	중전기 장비
2. VinGroup	VIC	389.5%	다각화 부동산
3. Vix Securities	VIX	179.8%	투자은행/중개
4. VinHomes	VHM	148.0%	부동산 개발
5. Gelex Group	GEX	145.9%	전기부품/장비
6. Saigon-Hanoi Bank	SHB	103.9%	은행
7. Vietjet	VJC	88.5%	항공여객
8. Vincom Retail	VRE	88.3%	부동산 운영
9. Fortune Viet. Bank	LPB	76.7%	은행
10. VNDirect Securities	VND	59.4%	투자은행/중개

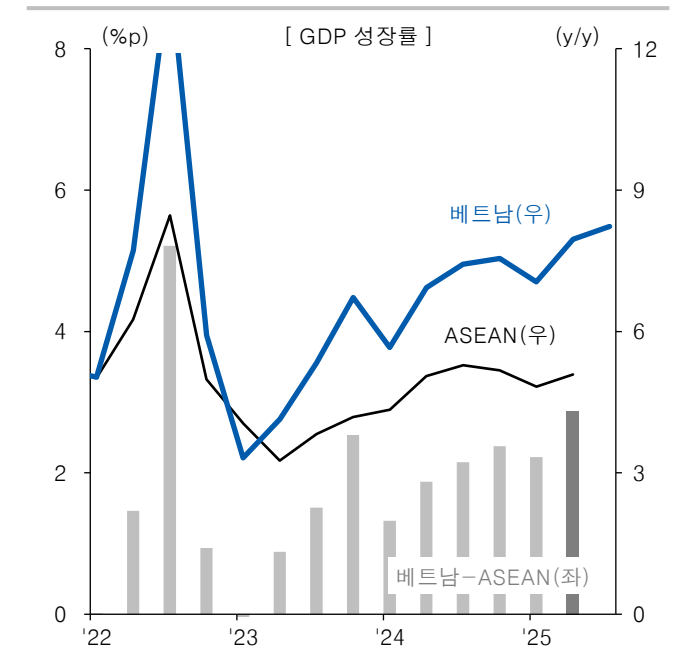
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

신도시 건설과 대규모 인프라 개발에 나선 베트남 정부

베트남 신도시/인프라 개발 사업 개요	
신도시 개발	1. 빈훙 그린 파라다이스(Vinhomes Green Paradise) 해상 매립 방식 초대형 스마트 도시. 호치민시 건너편. 총 투자비 90억 달러 이상. 부지 2,870헥타르
	2. 푸억빈타이 신도시(Phuoc Vinh Tay New City) 약 15,244세대의 주택 및 의료, 교육, 공원을 갖춘 친환경 스마트 신도시. 띠이닌성. 총 투자비 31억 달러. 부지 1,100헥타르
인프라 개발	1. 남도선 항만-물류 허브(Nam Do Son Port) 대규모 물류 인프라 및 산업부지 확충. 하이퐁. 총 143억 달러 규모(3단계로 나누어 투자)
	2. 고속철도 인프라 사업 도시 개발 프로젝트와 연계한 핵심 교통망 투자. 푸미흥-간저 고속철도(빈훙 그린 파라다이스 연계) & 하노이-꽝닌 고속철도(빈훙 하롱 싼 등 연계)
특수 목적 개발	1. 사회주택 프로젝트(Happy Home Bridge) 저소득층 및 산업 노동자 대상 주택 공급. 베트남 정부의 '100만 채 사회주택 건설' 목표의 약 50% 담당. 하노이, 하이퐁, 호치민시 등 7개 지역에서 6만 채 이상 건설 추진

자료: 유안타증권 리서치센터

베트남 경제는 ASEAN peer 대비로도 성장세가 강화



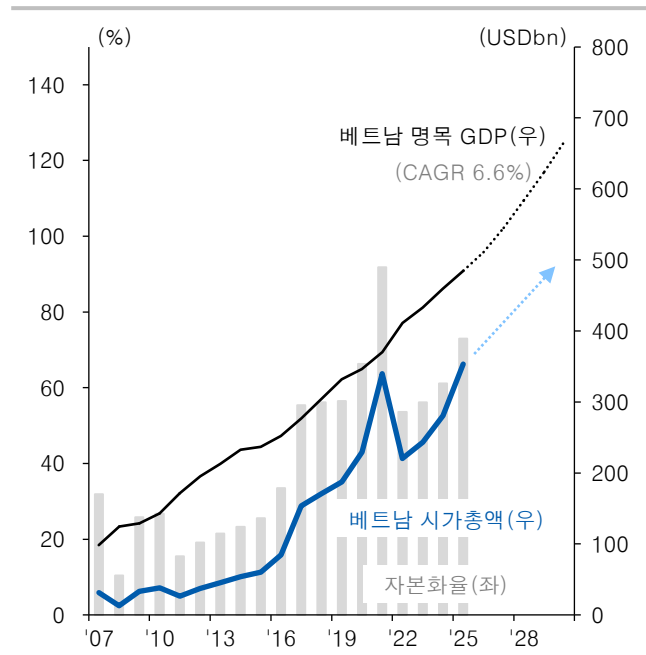
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



FTSE 2차 신흥시장 편입 결정. 외국인 투자자의 반응도 뚜렷

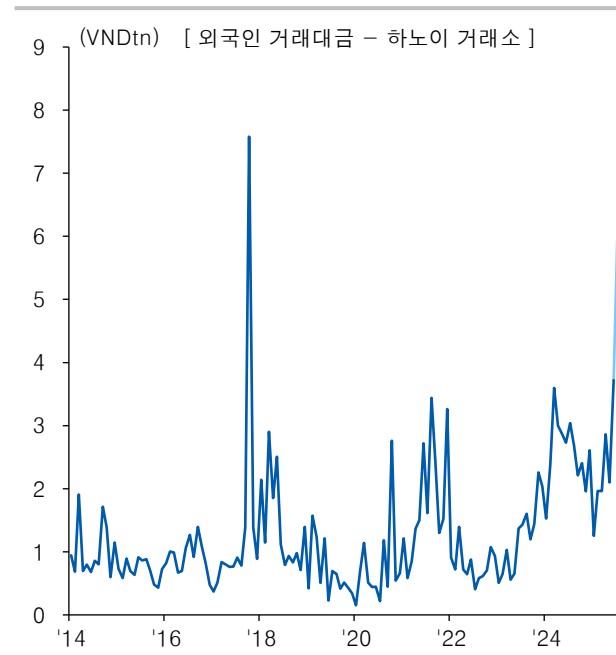
- 2026년 베트남 증시를 추가 견인할 촉매제는 FTSE 신흥시장 편입. 지난 10월 FTSE Russell은 베트남을 '2차 신흥시장(Secondary Emerging Market)'으로 승격하기로 결정. 편입일은 2026년 9월 21일로 예정. 주요 기관들은 50억 달러 내외의 자금 유입 효과가 있을 것으로 추정(FTSE Russell 60억달러, VinaCapital 60억달러, World Bank 단기 50억달러~2030년 250억달러 등). FTSE 승격이 가시화되며 3분기 외국인 투자자의 베트남 증시 참여는 이미 급증.
- FTSE 승격 이벤트는 베트남 정부의 자본시장 개혁을 가속화 할 것으로 예상. 신흥지수 편입은 2026년 3월 중간 검토를 통과해야 확정. 베트남 정부는 FTSE가 문제 삼았던 외국인 투자자의 '사전 증거금 예치 의무(100% 현금 예치 필요)' 폐지를 골자로 하는 'Circular 68' 개정을 이미 단행. 외국인 지분 한도(Foreign Ownership Limit) 상향 조정과 중앙청산소 시스템(Central Counterparty, 2027년 도입 목표) 구축도 논의 중. 후속조치도 잘 이루어질 것으로 예상. 베트남 정부는 2030년까지 MSCI 승격 기준 역시 충족시키겠다는 의지를 표명. 베트남 자본시장의 구조적 재평가 스토리는 장기간 이어질 것.

FTSE 승격은 베트남의 자본화를 속도 높일 수 있는 변화



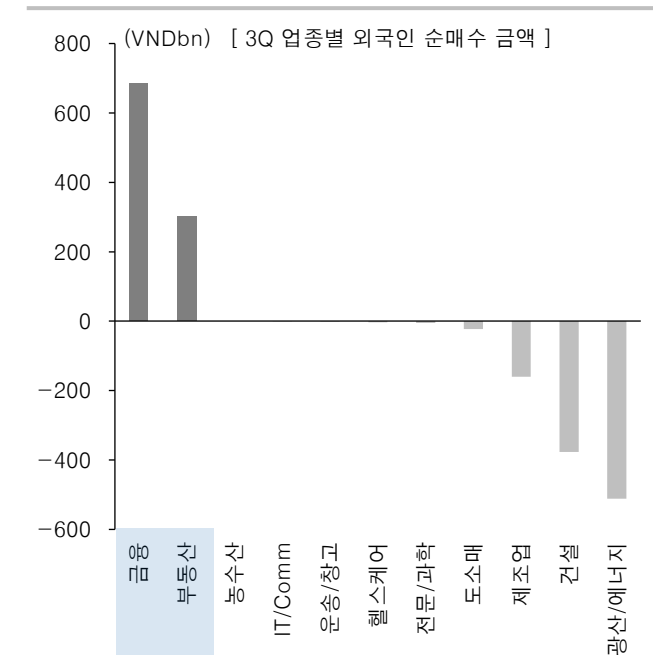
자료: IMF, CEIC, 유안타증권 리서치센터

FTSE 신흥지수 편입 기대감에 외국인 투자자 유입세 급증



자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

외국인 순매수는 금융과 부동산 섹터에 집중



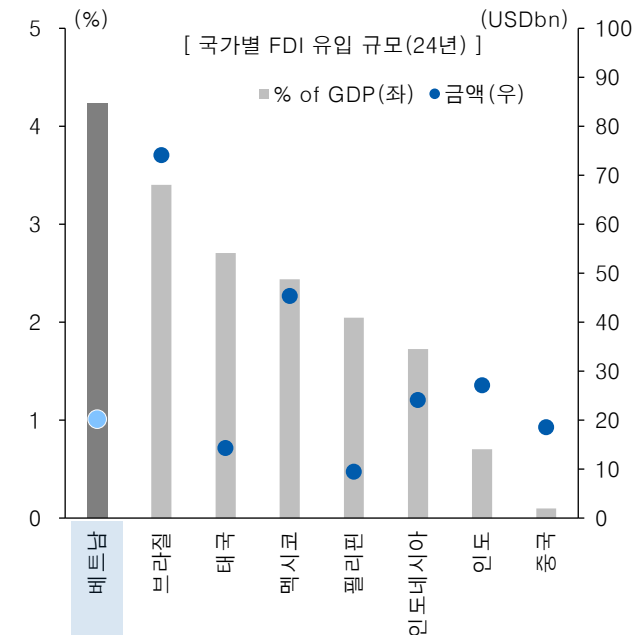
자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터



전략 1) China+1 - 숫자가 증명하는 매력

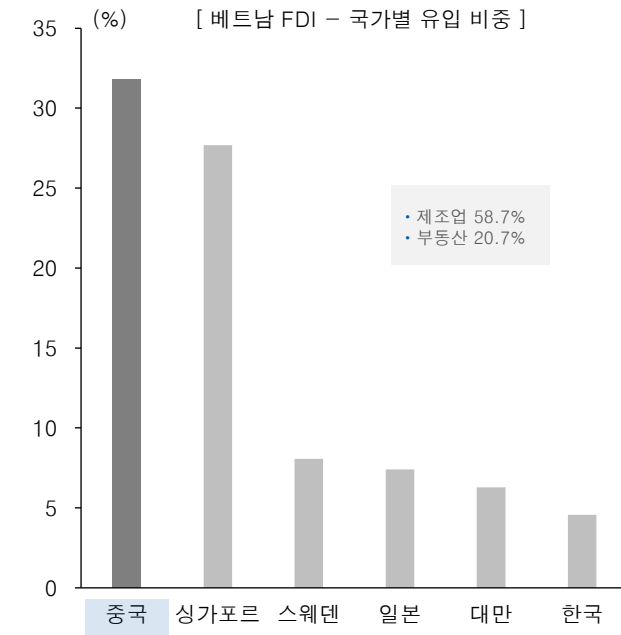
- 베트남은 미국과 중국의 무역분쟁 이후 본격화 된 China+1 전략의 최대 수혜국으로서의 입지가 확고. 2024년 FDI 유입 규모는 201.7억달러, GDP 대비는 4.2%로 아시아 주변국 및 주요 생산기지의 유입 비중을 대폭 상회. 양호한 자본흐름은 올해도 지속. 올해 베트남의 FDI 등록자본은 전년대비 +15.2% 상승, 집행액은 +8.5% 증가(9월 YTD 기준). 모두 통계작성 이후 최대 금액.
- 국가와 산업별 FDI 유입 동향에서는 China+1의 구체적인 증거가 확인. 올해 중국(홍콩 포함)으로부터 유입된 신규등록자본은 39.4억달러로 전체 약정액의 31.8%를 차지. 산업별로는 신규금액의 79.4%가 제조업(58.7%)과 부동산(20.7%)에 집중. 글로벌 공급망이 중국을 벗어나 베트남으로 재편되고 있고, 그에 따른 인프라 투자가 이루어지고 있음을 시사.
- 정부 역시 확장적인 재정정책을 통해 성장을 견인 중. 올해 베트남의 공공투자는 전년대비 +40.7% 증가, 집행률은 57.0%로 2015년 이후 최고 수준(9월 YTD 기준).

베트남의 FDI 유입 규모(of GDP)는 주요 경쟁 상대국을 상회



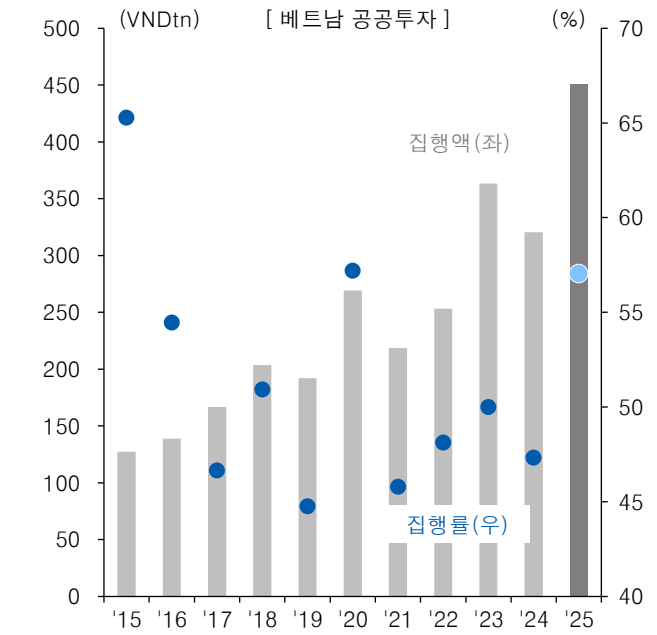
자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

국가별로는 중국, 산업별로는 제조업에 FDI 자금이 가장 크게 유입



주: 매년 9월 YTD 기준
자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

베트남 정부는 확장적인 공공예산을 편성. 평년보다 빠르게 집행 중



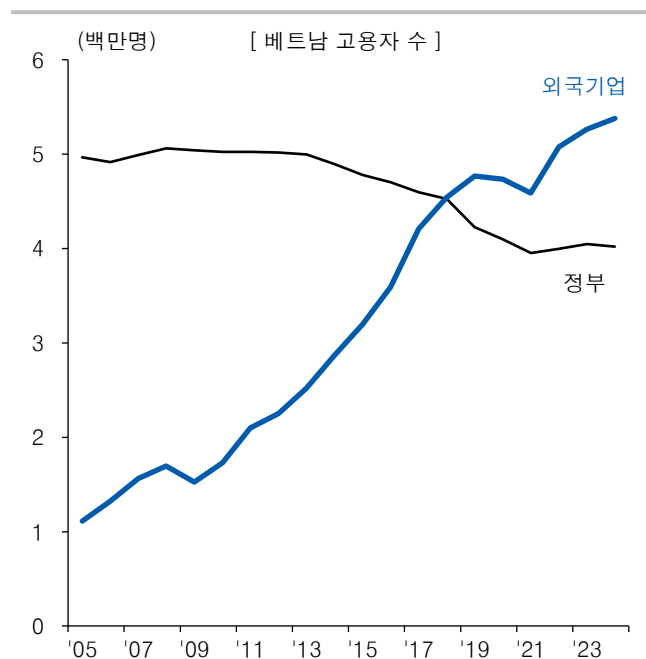
주: 매년 9월 YTD 기준
자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터



전략 2) 중산층 확대 - FDI가 놓은 사다리

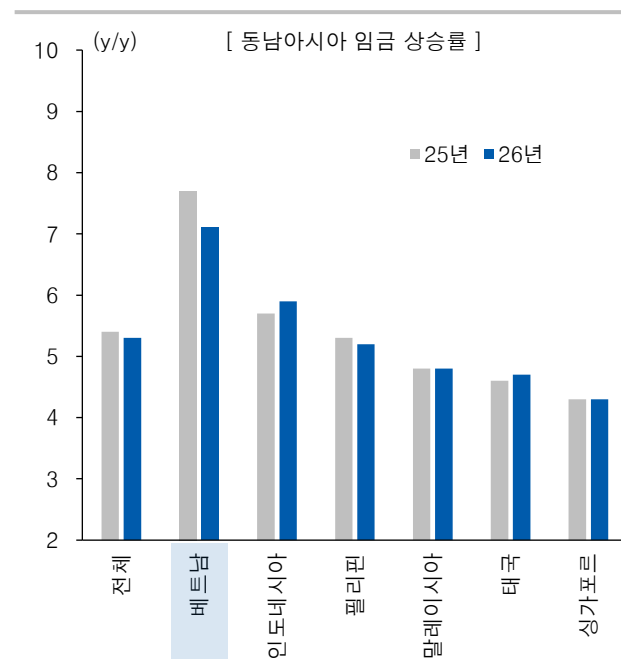
- 해외자본과 기술력의 유입은 베트남의 산업 구조를 고도화. 이는 더 높은 기술력을 요구하는 양질의 일자리를 창출하며, 보다 높은 임금과 가계 소득 증대로 연결. 최근 베트남의 고용은 해외자본으로 설립된 기업에서 빠르게 증가. 상대적으로 임금 수준이 높은 2차, 3차 산업의 고용 지분이 높아지고 있는 것으로 집계. 베트남의 2026년 예상 임금 상승률은 7.1%로 주변국을 상회할 것으로 전망되고 있으며, 이직률은 15.0%로 상대적인 안정성을 보유.
- 최저임금 역시 대폭 상승세. 2023년에는 전년대비 +20.8%, 2024년은 +30% 급증. 그러나 명목금액은 여전히 경쟁국 대비 낮아, 비용 측면에서의 경쟁력은 유지 중.
- FDI 유입과 공공투자는 중산층 확대로 연결. EIU는 베트남의 소득구간별 가구 비중이 저소득층(연 5,000달러 이하)은 2024년 20%에서 2027년 12%로 감소, 중산층(15,000~35,000달러)은 15%에서 24%로 증가할 것으로 예상. 베트남의 소매판매액 증감률이 10% 내외 고성장을 지속하고 있는 배경.

해외자본 유입은 고용 증대로 연결



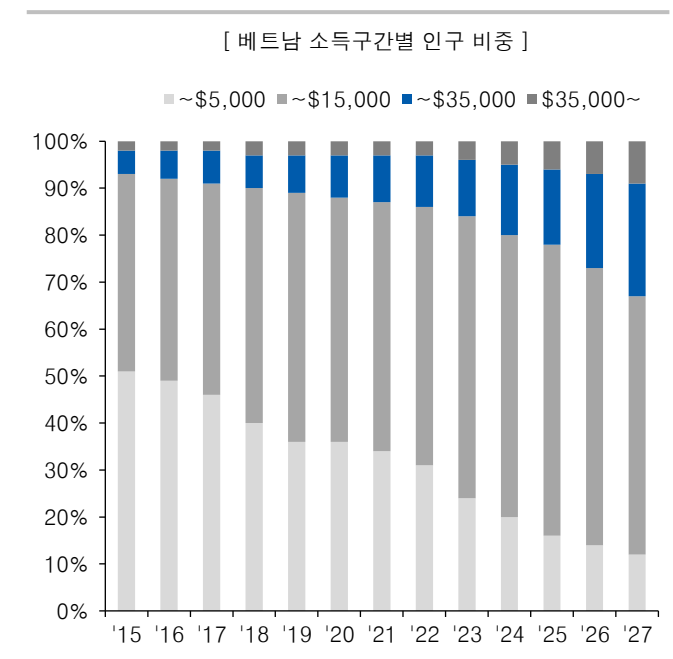
자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

베트남의 임금은 ASEAN 구성국 대비 빠르게 상승



자료: Aon, 유안타증권 리서치센터

저소득층의 중산층 진입 속도는 빨라지는 추세



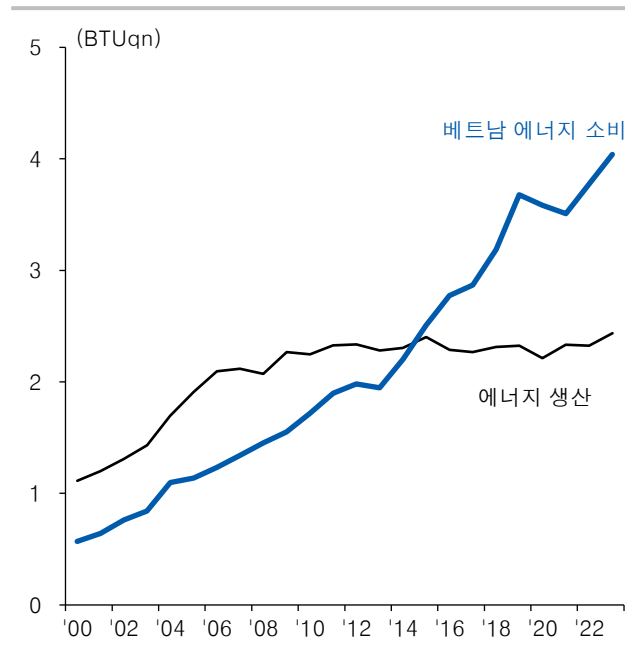
자료: EIU, OOSGA, 유안타증권 리서치센터



전략 3) 전력 인프라 - China+1을 위한 필수 경쟁력

- 베트남의 인프라는 China+1이 촉발한 제조업과 내수 시장의 성장세를 뒷받침하기 부족. 특히 만성적인 전력난은 베트남 경제의 지속 가능성을 위협. 이에 베트남 정부는 지난 4월 제8차 국가전력개발계획(PDP8)을 수정 제시. 2026년~2030년 발전/송전 부문에 약 1,347억달러 규모의 투자를 단행하겠다는 계획. 이중 재생 에너지 비율은 2030년 30.9~39.2%로 확대할 예정. 특히 태양광과 에너지 저장장치의 설치 목표가 대폭 상향됐으며, 장기적으로는 원자력 발전도 재도입하기로 결의.
- PDP8은 글로벌 공급망 경쟁에서 베트남의 위상을 유지하고 강화하기 위한 수단에도 해당. 글로벌 기업들은 자체적인 ESG 및 RE100 달성 목표를 보유. 친환경 에너지 공급 역량을 확보하지 못할 경우, 베트남은 첨단기술 FDI 유치 경쟁에서 도태될 수 밖에 없는 상황. 베트남에서 소비되는 전력 중 53.6%는 석탄 화력에서 공급되고 있으며, 재생에너지의 비중은 13.2%에 불과. 베트남의 에너지 전환 계획에 필수적인 상품을 제공하는 전력엔지니어링 컨설팅, 송전케이블, 변압기, 건설과 같은 기업들의 구조적인 성장이 예상되는 대목.

경제와 함께 성장하지 못한 베트남의 에너지 산업



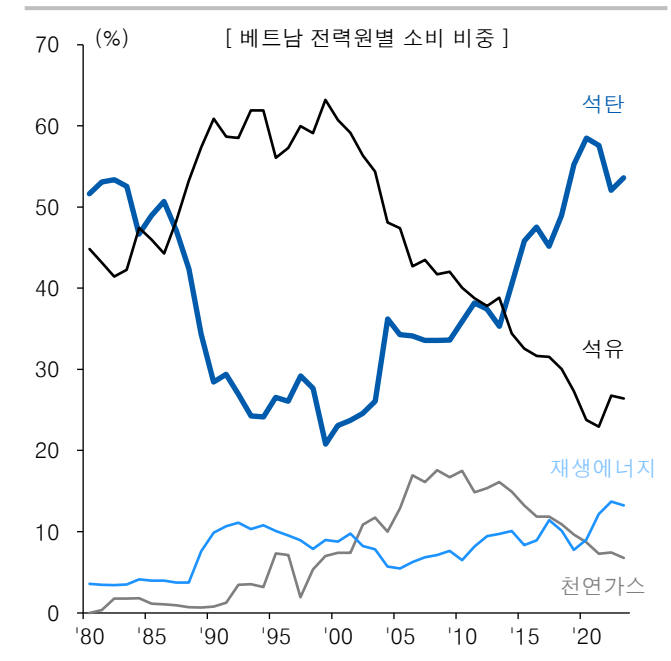
자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

베트남 정부는 전력 개발 목표를 대폭 상향 조정

베트남 전력 개발 계획(Power Development Plan 8)		
	PDP8 원안	PDP8 개정안
1. 총 용량	150,489	183,291~236,363
2. 육상/근해 풍력	21,880	26,066~38,029
3. 해상 풍력	6,000	6,000~17,032
4. 지상형/육상 태양광	12,836	46,459~73,416
5. 기타 신에너지	2,270	3,009~4,881
6. 수력	29,346	33,294~34,667
7. 양수 수력	2,400	2,400~6,000
8. 저장배터리	300	10,000~16,300
9. 열병합 발전, 폐열 등	2,700	-
10. 석탄 화력	30,127	31,055
11. 가스 화력	14,930	10,861~14,930
12. LNG 화력	22,400	22,524
13. 유연 전원	300	2,000~3,000
14. 수입 전력	5,000~8,000	9,360~12,100
15. 원자력	-	4,000~6,400

자료: 유안타증권 리서치센터

베트남 전력 소비 중 53.6%는 여전히 석탄에서 공급



주: 2023년 기준

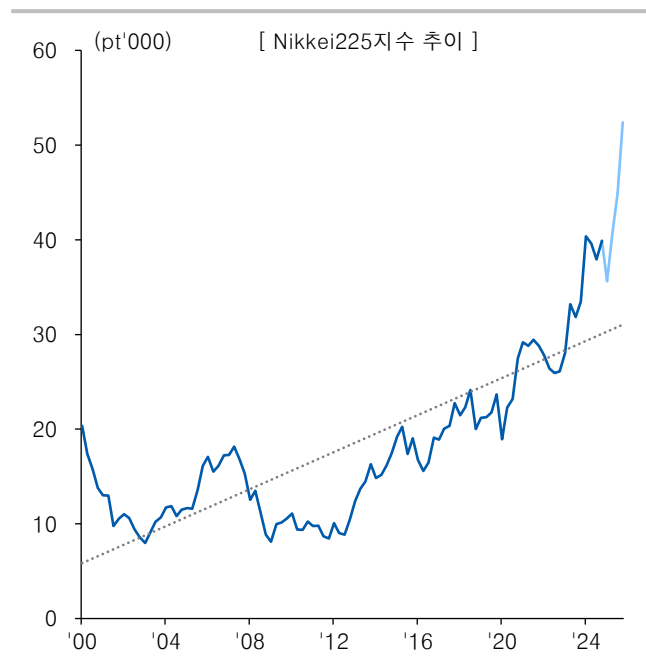
자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터



4. 일본 투자전략 - 사나에노믹스, 아베노믹스의 완성

- 일본 증시는 10월 다카이치 총재 선출 이후 차기 정부의 아베노믹스 계승 기대감을 반영해 추가 급등, 역사적 신고가를 경신. AI 하드웨어를 담당하는 Fujikura, 소프트웨어와 자본력을 가진 Softbank가 동반 강세. 도쿄거래소(JPX)가 주도하는 '밸류업 프로그램' 관련주도 자사주 매입과 배당을 대폭 확대하며 주도주로 자리.
- 연초 일본은행의 big step 여파를 경계했던 외국인투자자 자금은 2분기부터 순매수 전환. 10월 순매수 금액은 430.8억달러로 2001년 4월 통계작성 이후 최고치 기록. 연간 순매수 금액은 2023년 290.9억달러 → 2024년 16.2억달러 → 2025년 387.2억달러로 강화.

일본 증시는 사나에노믹스 기대감을 반영해 추가 급등



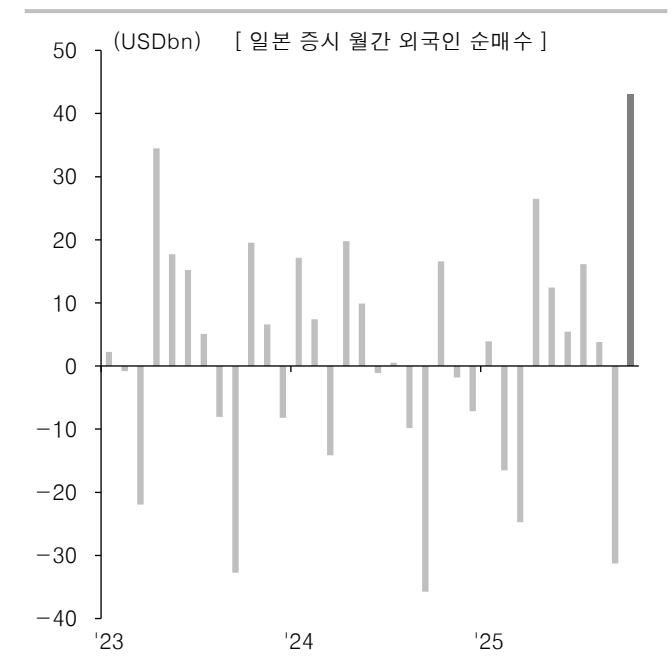
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

AI HW & SW 선도 기업이 수익률 1~2위 기록

Nikkei225 지수 수익률 상위 기업			
기업명	티커	YTD %	사업분야
1. Fujikura	5803	228.8%	전기부품/장비
2. Softbank	9984	195.8%	무선전기통신
3. Advantest	6857	152.7%	반도체재료/장비
4. Mitsubishi Heavy	7011	110.9%	산업용기계
5. NEC	6701	106.3%	IT컨설팅
6. Aeon	8267	99.9%	필수소비재
7. Toyota Tsusho	8015	72.7%	종합상사
8. Marubeni	8002	64.3%	종합상사
9. Mitsubishi Elec.	6503	63.4%	중전기장비
10. Mitsubishi	8058	47.4%	종합상사

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

10월 외국인 순매수 금액은 통계작성 후 최고치 기록



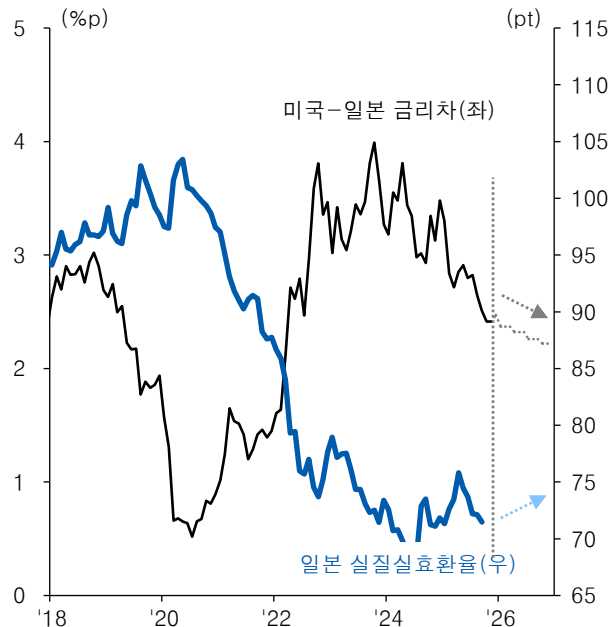
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



주요 선진국과 일본의 통화정책 역차별화 → 엔화 강세는 예정된 경로

- 2026년 일본 증시는 미국과의 금리차 축소에 기반엔 엔화 강세 압력에 대비할 필요가 있다는 판단.
- 2012년 12월 디플레이션 탈출을 목표로 아베노믹스를 선포했을 당시 엔화는 실질실효환율 기준 가장 고평가 되었던 통화 중 하나. 이후 일본은행의 기준금리 인하와 금리 제어(YCC), 국채와 ETF 매입 등 전방위적 완화 정책이 더해지면서 엔화 가치 하락으로 연결. 그러나 현재 엔화는 가장 저평가 된 통화 중 하나이며, 일본은행은 통화정책 정상화 경로에 진입.
- 2026년 1월에는 추가 금리인상에 나설 것이라는 컨센서스가 형성. 이러한 전망은 다카이치 총재 당선 이후에도 큰 변화없이 유지 중.

26년 미국과 일본의 금리차는 점진적으로 축소될 전망



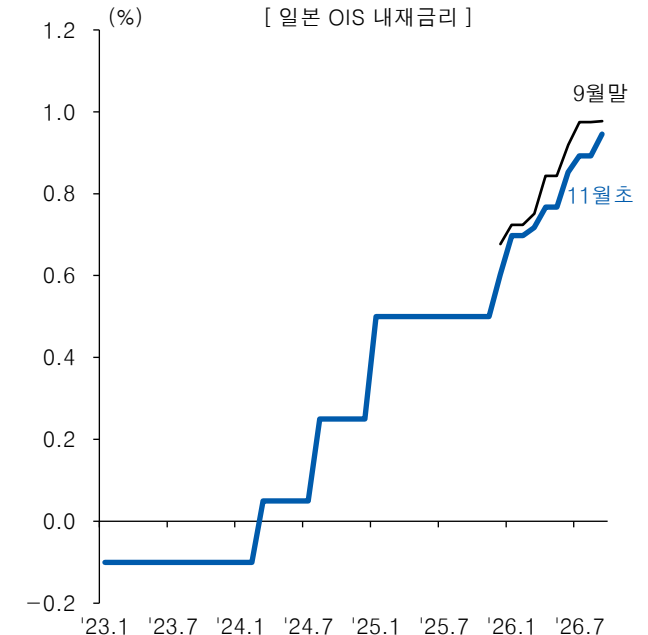
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

일본은행의 통화정책 기조는 아베노믹스 선포 당시와 상당한 차이



주: 자산매입 속도는 12M MA
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

내재금리는 다카이치 총리 당선 이후에도 큰 변화 없는 수준 유지



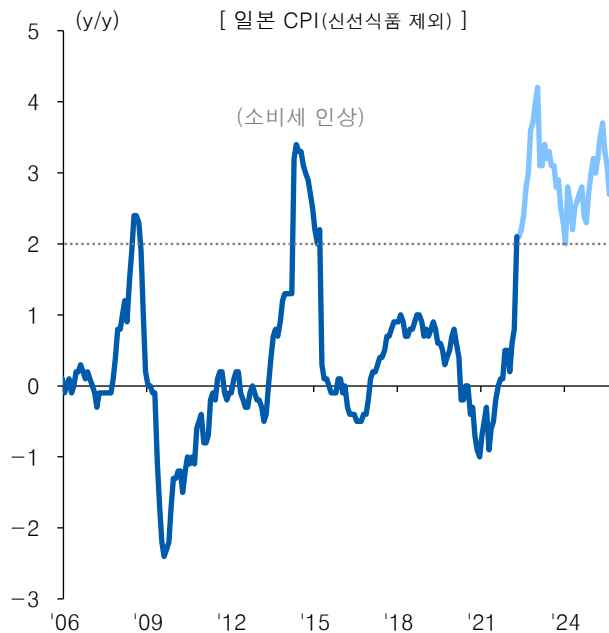
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



물가는 3년 이상 목표치를 상회, 부동산 가격은 기존 추세를 이탈

- 일본의 CPI(신선식품 제외)는 42개월 정부 목표치인 2%를 상회 중. 최근 금융정책위원회에서는 물가 상승 위험이 증가하고 있다는 의견도 출현. 물가 판단의 주요 척도인 CPI, GDP 디플레이터, GDP 겹, 단위 노동비용은 1990년대 버블 붕괴 이후 처음으로 동반 상승세를 보이고 있으며, 활력을 되찾은 부동산 시장 역시 금융정책 위원들이 주시하고 있는 변화.
- 일본의 초기 물가 상승은 코로나19, 러시아-우크라이나 전쟁 등 외부요인에 기반. 최근에는 높은 수준의 임금상승세가 지속되면서 수요에 기반한 물가 상승이 가시화. 2025년 춘투 임금 상승률은 5.25%로 1991년 이후 최고치를 기록. Rengo(일본노동조합총연합회)는 2026년에도 5% 이상의 임금 상승을 요구할 방침. 구직자 우위 시장인 가진 일본은 근로자의 정당한 임금 인상 요구(물가 상승 대응)를 외면하기 어려운 구조. 이는 일본은행의 통화정책 정상화 명분을 제공.

일본의 근원 CPI는 42개월 연속 목표치를 상회 중



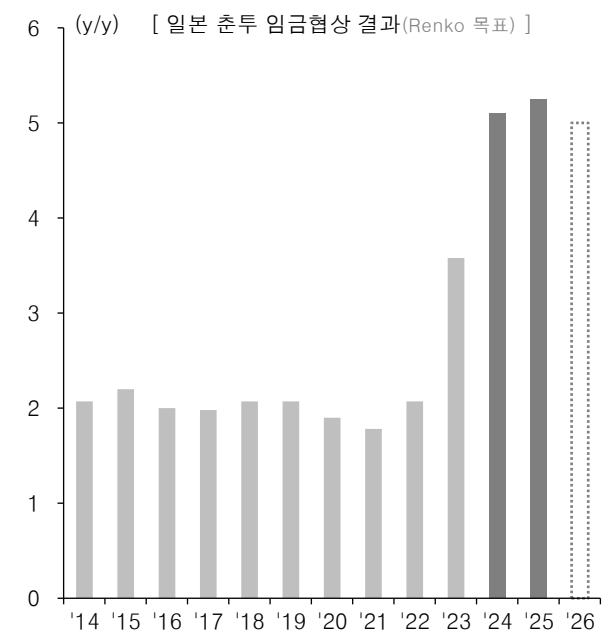
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

부동산 가격은 장기 추세를 크게 벗어나는 상승세



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

Rengo는 26년에도 5% 임금 인상을 요구할 방침



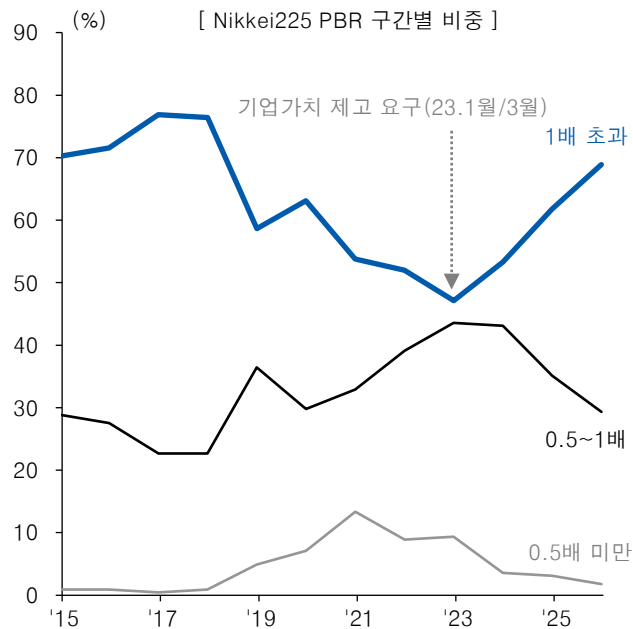
자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터



전략 1) Governance revolution - 구호에 그치지 않은 성과

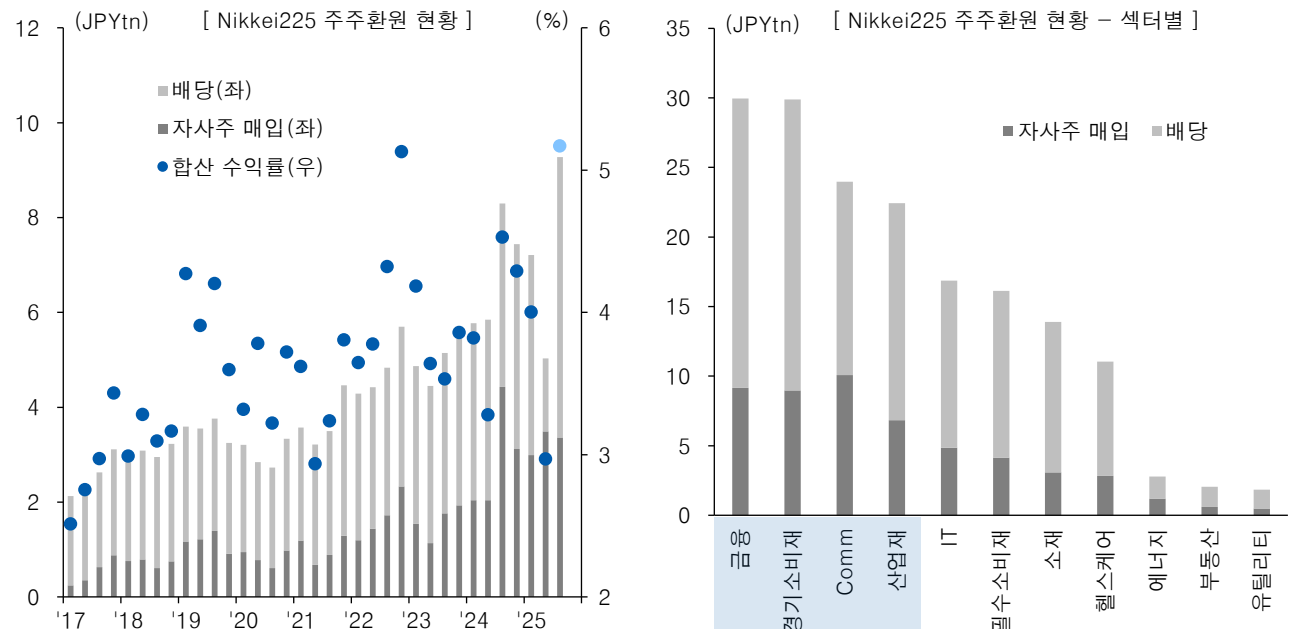
- 도쿄증권거래소의 밸류업 프로그램은 일본 증시의 체질을 바꾸는 계기로 작용. 일본 증시 내 PBR 1배 이하 기업의 비중은 2022년 12월 53%에서 2025년 10월 31%로 감소(Nikkei225 구성종목 기준).
- 올해 일본 기업들의 주주환원 실적은 추가 강화. 3분기 일본 기업들의 자사주 매입 및 배당 총액은 9.3조엔(자사주 3.4조엔, 배당 5.9조엔)으로 역대 최고치 기록. 합산 수익률은 5.17%. 섹터별로는 금융, 경기소비재, Communication, 산업재 섹터 내 기업들이 주주환원에 적극적.
- 이러한 변화는 해외자본 뿐만 아니라 국내 투자자들의 활발한 증시 참여도 유도. 2024년 일본 정부가 개인 투자 활성화를 위해 혜택을 대폭 강화(투자한도 160만엔→360만엔, 비과세 한도 1,400만엔→1,800만엔 등)한 NISA(Nippon Individual Savings Account. 한국 ISA와 유사) 제도를 도입함에 따라, 9월 일본 개인 투자자들의 거래대금 비중은 아베노믹스 초기와 유사한 23.9%로 증가.

밸류업 프로그램의 성과는 현재 진행형



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

3Q 자사주 매입 및 배당 총액은 역대 최고치 기록. 합산 수익률은 5.17%에 육박



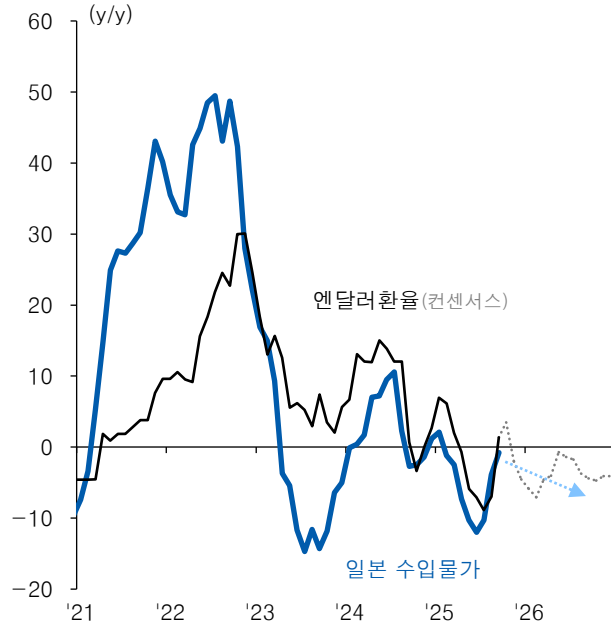
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



전략 2) 내수 소비 회복 - 관광 수요와 달랐던 내국인 수요

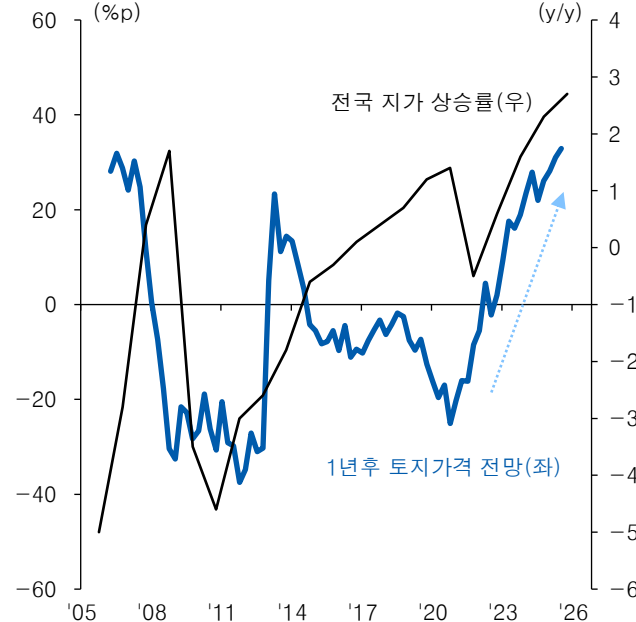
- 코로나19 이후 급증한 인바운드 관광은 일본의 내수 시장에 활력을 제공. 지난 4월 일본에 방문한 관광객은 390.9만명으로 역대 최고치 경신. 여행 및 관련 서비스 수지는 146.8억엔에 육박. 그러나 자국민의 소비 부진이 이를 상쇄. 일본은 기록적인 임금 인상에도 불구하고 높은 수준을 유지하고 있는 물가로 인해 실질임금 상승률이 9개월 연속 마이너스권을 유지 중. 쌀 가격 폭등과 같은 돌발변수도 소비심리 회복을 저해.
- 2026년 예상되는 엔화 강세는 수입물가 하락과 구매력 회복에 도움이 될 것으로 예상. 이례적으로 급등했던 쌀 가격도 안정세.
- 역대 최고치를 경신하고 있는 주식시장과 부동산 경기 회복에 따른 부의 효과는 강화될 전망. 최근 일본은행이 발표한 설문에서는 향후 지가 상승을 예상하는 낙관심리가 2006년 통계작성 후 최고치를 기록한 것으로 집계. 장기간 역성장 했던 실질지출이 회복세를 보이기 시작했다는 점도 긍정적인 변화. Isetan Mitsukoshi, Kyushu Railway 등 프리미엄 내수주에 주목하는 배경.

26년 수입물가는 마이너스권을 유지할 전망



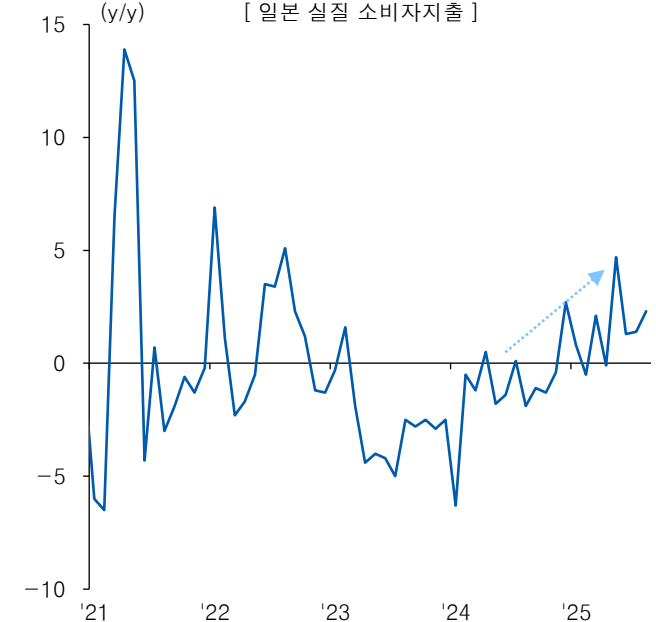
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

보유 자산에 대한 낙관론은 부의 효과를 창출



주: 일본은행 소비자심리지수
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

장기간 역성장 했던 실질지출은 완만한 회복세



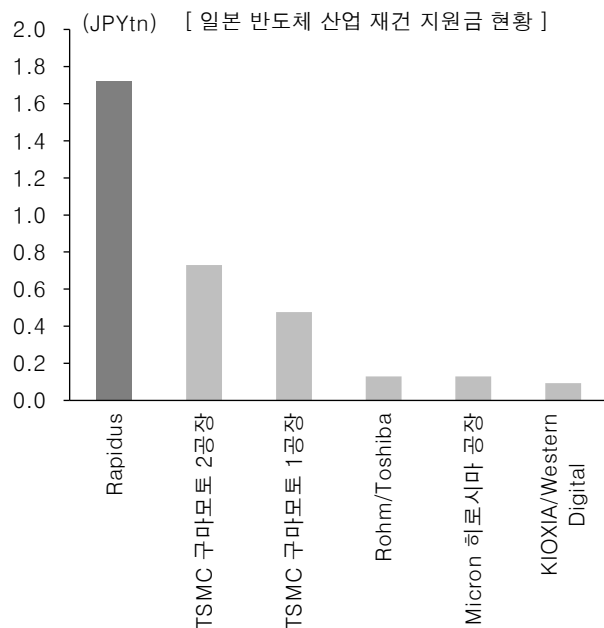
주: 2인 이상 가구 기준
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



전략 3) Rapidus Renaissance - 일본 반도체 산업의 부활

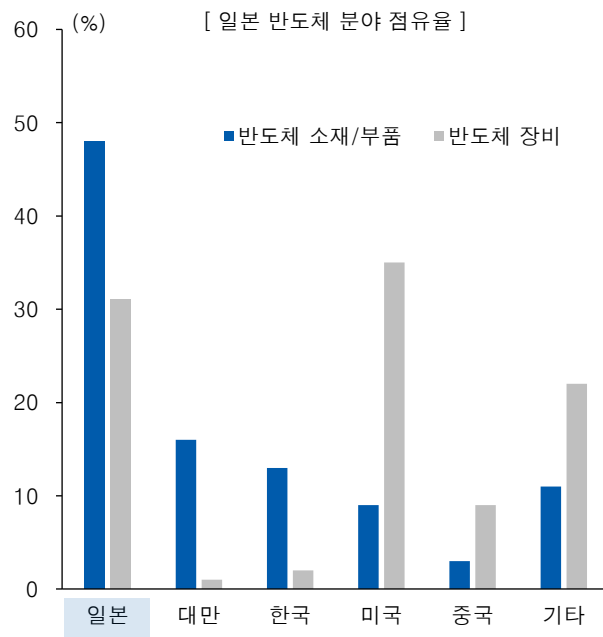
- 일본 정부는 반도체 산업 부활을 위한 장기 프로젝트를 체계적으로 가동 중. 2022년 제정된 경제안전보장추진법(ESPA)에서 반도체를 특정중요물자(이외 배터리, 항공부품, 영구자석 등 11개 품목) 중 하나로 지정해 법적 지원 근거를 갖추었으며, 2023년에는 반도체/디지털 산업 전략을 개정해 생성형 AI를 육성 목표에 추가.
- 일본 반도체 육성 정책의 중심에는 2nm 파운드리를 목표로 하는 국책기업 Rapidus(비상장)가 위치. Rapidus는 Toyota, Sony 등 8개의 주요 기업이 초기 투자에 참여. IBM으로부터 2nm GAA(Gate-All-Around) 공정 기술을 이전 받고 있으며, ASML로부터는 EUV 노광 장비를 공급받는 중. 지난 7월에는 2nm 시제품 생산에 성공하며 가시적인 성과를 창출.
- 일본은 반도체 소재/부품(일본의 글로벌 점유율 48%), 장비(31%) 분야에서 글로벌 경쟁력을 보유. Rapidus 프로젝트는 이들 기업에게 새로운 내수 시장과 테스트베드를 제공할 것. 일본 정부의 강력한 의지와 막대한 자본이 투입되고 있는 국책 사업의 생태계에 exposure가 필요한 시점.

1번 육성 목표는 2nm 파운드리를 목표로 하는 Rapidus



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

일본은 반도체 소재/부품, 장비 분야에서 높은 점유율을 보유



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

Rapidus 프로젝트는 일본 기업에게 새로운 내수 시장을 의미

		공정	대표기업
1. 반도체 소재/부품	설계	포토마스크	Toppan Printing(7911), Dai Nippon Printing(7912)
	전가공	실리콘웨이퍼, 포토레지스트, 불화수소, 세정제	Shin-Etsu Chem(4063), SUMCO(3436), Resonac(4004), Nippon Sanso(4091)
	후가공	조립, 패키징	Sumitomo Bakelite(4203)
2. 반도체 장비	설계	포토마스크	JEOL(6951), Lasertec(6920)
	전가공	실리콘웨이퍼, 포토레지스트, 노광, 현상, 에칭, 세정	SCREEN(7735), Tokyo Electron(8035), Nikon(7731), Ebara(6361)
	후가공	다이싱, 검사	DISCO(6146), Advantest(6857)
3. 반도체		메모리, MCU, CMOS 이미지센서, 파워반도체	Kioxia(285A), Renesas(6723), Sony(6758), Mitsubishi Elec.(6503), Fuji Elec.(6504)

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



[Part 6] ETF

2026년 ETF 전략: 과열된 칩의 미래



고경범 Passive/ETF
gyeongbeom.ko@yuantakorea.com

SUMMARY

고경범 Passive/ETF Analyst

2026년 ETF 전략: 과열된 칩의 미래

올해 금 가격과 가상화폐, 증시의 동행은 탈 달러화 과정에서의 유동성 흐름으로 해석. 최근 동반 조정은 유동성 흐름이 약화되고 있음을 시사. 감가상각비 이슈, AI 투자 실효성 논란으로 Oracle의 CDS 스프레드가 상승했지만, S&P 500 종목에서도 다수 발견. First Brands, Tricolor 파산 등 자동차 서브프라임 대출 리스크에서 비롯된 단기 신용 경색 이슈로 평가. SLR 시스템 RP 가격 제출이 5년 5개월만에 월중 진행된 점도 미국 금융기관의 단기 유동성이 부족한 점을 시사. 셋 다운 해제로 유동성 이슈가 지속되지는 않을 것. 위험자산 선호 심리 약화에서 본다면 단기적으로는 커버드 콜(Covered Call) 전략도 유효. 변동성 확대 국면에서 콜 옵션 매도의 프리미엄을 감안하면, JP Morgan Nasdaq Equity Premium Income ETF (JEPQ)의 기대 수익률이 높음.

엔비디아의 블랙웰 플랫폼 GB200 NVL72 서버가 출하되었지만, 북미 OBM 브랜드의 서버 향 부문 매출 증가는 제한적. Quanta Computer, Wistron, Foxconn 등의 대만 OEM 서버 서버 업체와 냉각 업체의 25.2Q 이후 서버 향 매출 급증과는 대조되는 부분. 플랫폼 공정 복잡도가 증가하면서 수율 문제가 서버 공급 시장에 영향. 25.3Q 후속 GB300 NVL 서버 출하 등 고도의 냉각 역량이 요구되는 동향을 보면, 대만 Supply 체인의 수주잔고와 ASP는 크게 증가할 것.

26년 출시가 예정된 엔비디아 차세대 플랫폼 Rubin은 단순한 GPU 패키지 업그레이드가 아닌 시스템 아키텍처의 변화에서 의미를 가질 것. Cableless 디자인, 100% 액체 냉각 방식 전환, Rubin CPX 및 ConnectX-9 네트워킹 IC의 모듈형 확장 슬롯 적용으로 폼 팩터 디자인에서 엔비디아의 거버넌스가 높아질 것. 데이터센터용 고급 Rack 서버에서는 HBM 메모리 비용이 상당 부분을 차지. 기존 범용 GPU 가속기는 Prefill, Decode 프로세스를 병행 처리하는 과정에서 Prefill 처리 지연과 메모리 비효율성 문제가 야기되어 있는 상황. Prefill 프로세스 처리에 특화되어 있는 Rubin의 CPX 가속기 추가로 Rubin 플랫폼의 NVL144 Rack 서버 구매 수요는 크게 증가할 것. 범용 GPU 가속기 VR200의 HBM4 적용, CPX 가속기의 GDDR7 메모리 채택으로 메모리 서플라이 체인에서 HBD3E→HBM4의 양산 전환과 Legacy DRAM Capa 부족 이슈가 야기될 것. VanEck Semiconductor ETF (SMH)와 iShares Asia 50 (AIA) ETF를 관심 ETF로 제시. 27년 출시 목표인 Rubin Ultra GPU 가속기가 집적된 엔비디아 Kyber Rack 서버 도입을 위한 800V DC 전력 인프라 전환으로 기존 데이터센터의 전력 수요도 크게 증가할 것. Virtus Reaves Utilities ETF (UTES)를 관심 ETF로 제시.

다카이치 사나에 총리의 아베 정부의 정책 계승, '책임 있는 적극 재정'의 시사, 공명당을 대신해 각외 협력하기로 한 일본 유신회의 정책 수용 등의 재정지출 확대에 엔화는 약세를 유지. 식품 등 물가 상승률의 반영으로 일본의 시장 금리가 급등하면서 전통적인 엔-캐리 트레이드에서 효용성은 급감. 24.8월 엔-캐리 사태 이후, 스위스 프랑-브라질 헤알 캐리 트레이드로 이전되는 모습. 작년 멕시코 페소 캐리 트레이드를 감안해, iShares Latin America 40 ETF(ILF)에 대한 관심이 유효.

미-일 장기채 스프레드와 높은 상관 관계와 금리 상승을 보면 엔화는 중장기적으로 절상으로 전환될 가능성이 높음. 원화 약세 시기, 환차익을 기대할 수 있는 일본 상장 ETF에 대한 관심이 유효해 보임. 반도체 소재/재료 경쟁력에서 Global X Japan Semiconductor ETF(2644 JP)를 관심 ETF로 제시. 일본의 테마 ETF 라인업이 과소한 것은 사실이지만, 기대 수익률이 높은 미국 증시를 기초자산으로 역외 Hedge형 ETF 투자도 대안이 될 수 있음.

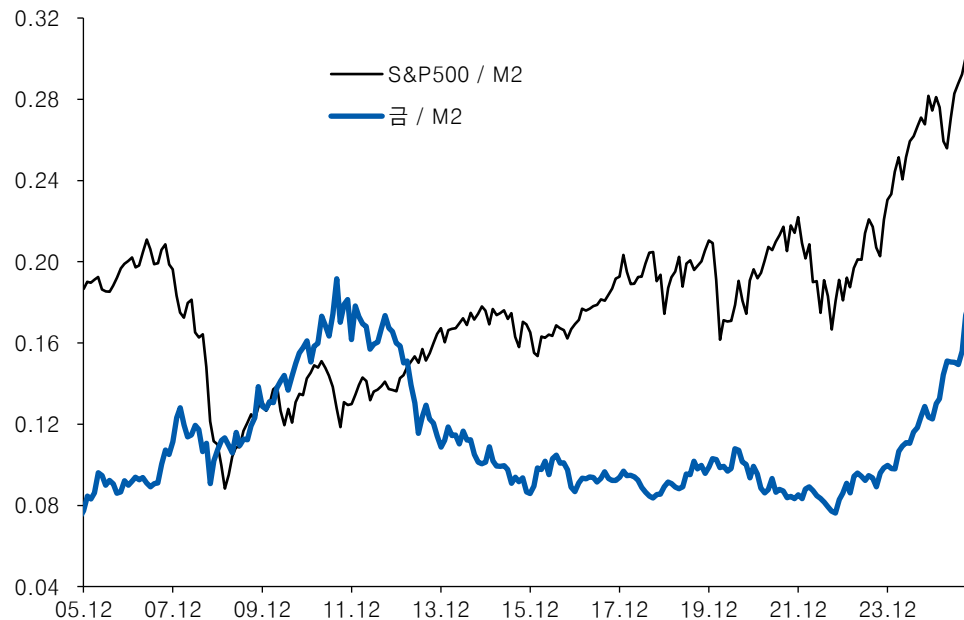




De-Dollarization, 주가와 동행하는 금은 유동성 지표

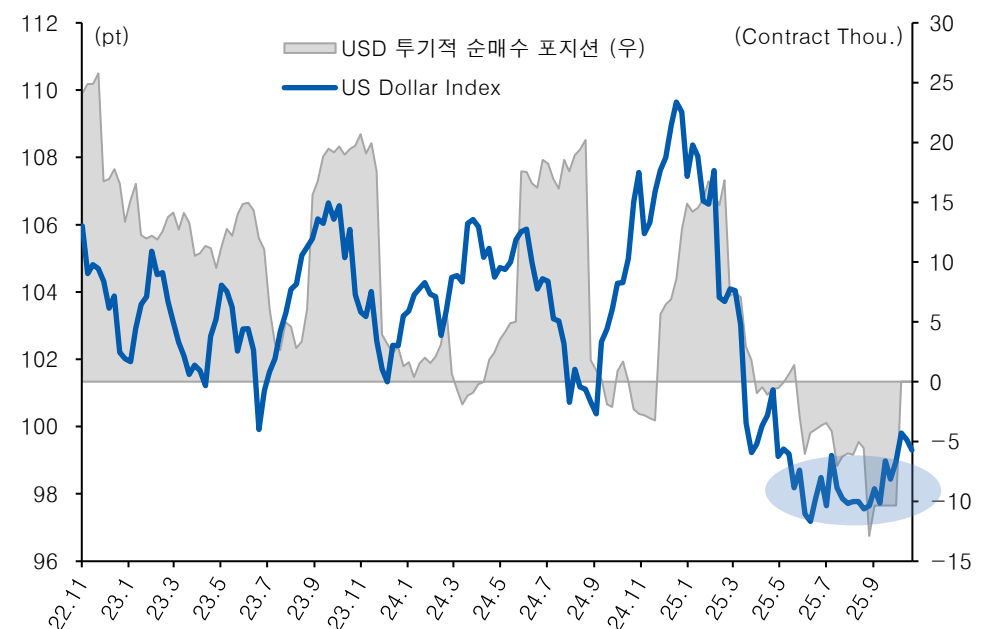
- 10월말 S&P 500 기준, AI 모멘텀 중심의 신고가 경신 과정에서 가상화폐, 금, 주식 시장이 동반 팽리하는 이례적인 모습이 관찰됨. 특히, 인플레 헤지 관점이나 달러 인덱스와 역의 상관관계를 형성하는 금 가격 강세는 과거와는 대비되는 모습
- 트럼프 상호관세 이슈의 정점이었던 4월 'Liberation Day' 이후 달러 인덱스 약세는 지속. 달러화의 투기적 순매도 포지션 증가 측면에서 보면, 금과 가상화폐는 한정된 유동량의 관점에서 시중 유동성으로서 의미가 있음. 금 가격과 증시의 동행은 탈 달러화 과정에서의 유동성의 흐름으로 해석
- 비트코인(10/6), 금(10/17), S&P 500(10/29)의 고점 확인 후 조정은 25년 증시를 견인했던 유동성 흐름이 악화되고 있음을 시사하는 것으로 평가

역의 상관관계를 보이는 금과 주가의 동반 강세는 올해 특징적인 부분



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

금과 가상화폐의 한정된 유동량 관점에서 보면, 시중 유동성으로서의 의미로 해석



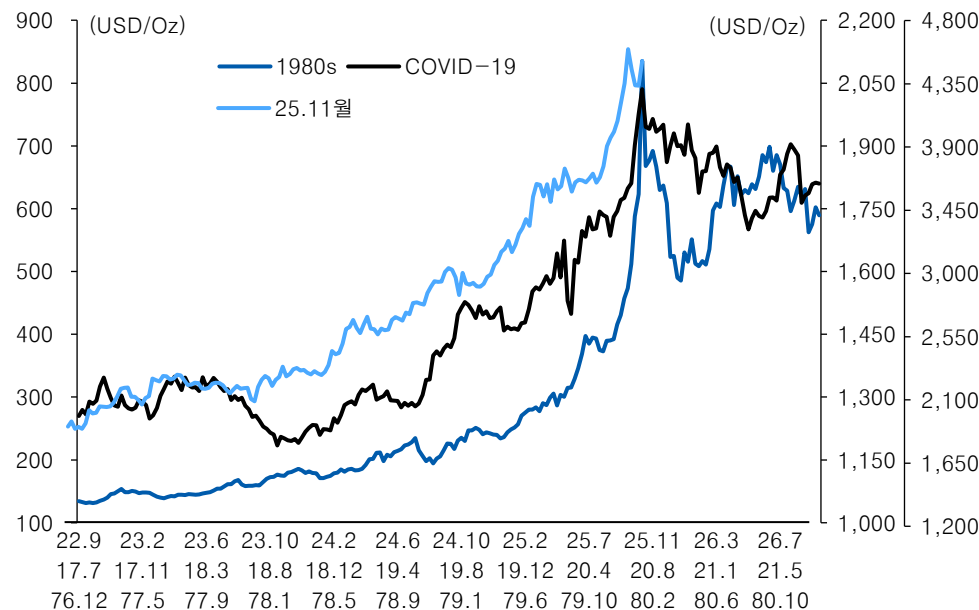
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



Again 1980s의 재현 가능성은 낮을 것

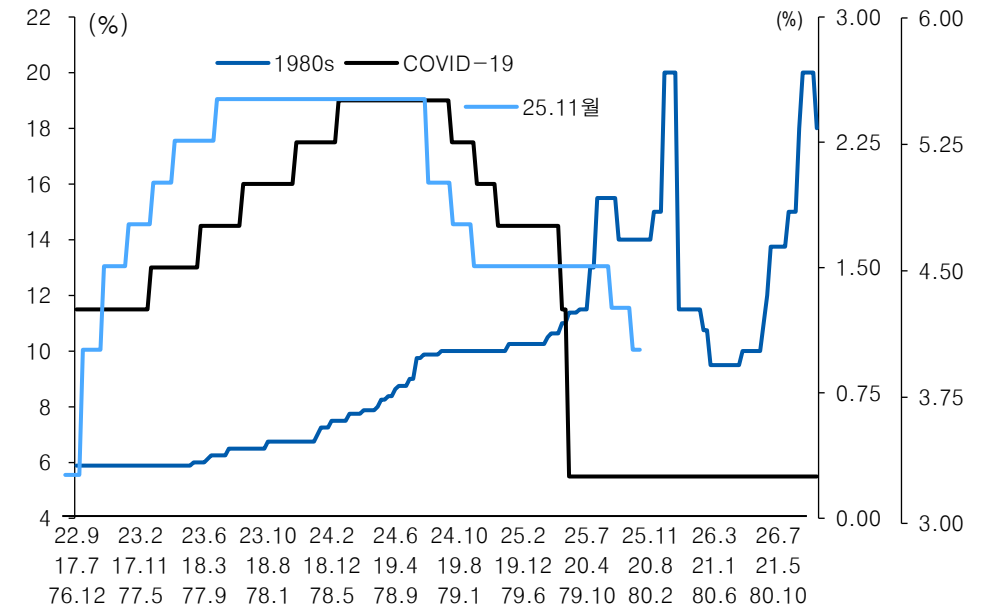
- 이례적인 금 가격의 가파른 상승 이후 조정에서, 유사한 상승 흐름을 보였던 1980년 1Q의 금과 S&P 500 지수의 동반 급락이 재현될 우려도 시사되는 상황
- 1979년은 이란 혁명, 유가 급등, 소련의 아프가니스탄 침공 등의 이슈로 금 가격이 급등. 이후 폴 볼커 의장 재임 시기의 연준이 인플레이션을 강력히 억제하기 위한 금리 인상을 급격한 수준으로 진행한 결과. 현재의 금리 인하, 동결의 스탠스에서는 유사한 흐름이 진행될 가능성은 낮게 판단됨
- 시중 금리 변화 경로, 정책 금리의 방향성에 대한 컨센서스에서 본다면, COVID-19 당시 금 가격 조정 국면과 유사한 국면으로 진행될 것으로 판단. 금 가격의 완만한 조정, 횡보가 진행되었던 흐름을 보면, 증시 조정의 영향은 제한적일 것으로 평가

금의 급격한 급등 후 조정에서, 1980년 1Q와 유사한 금과 S&P500의 급락 우려도 제기



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

80년대 인플레이션 조정 당시의 급격한 금리 인상은 현재의 금리 기조에서는 제한적



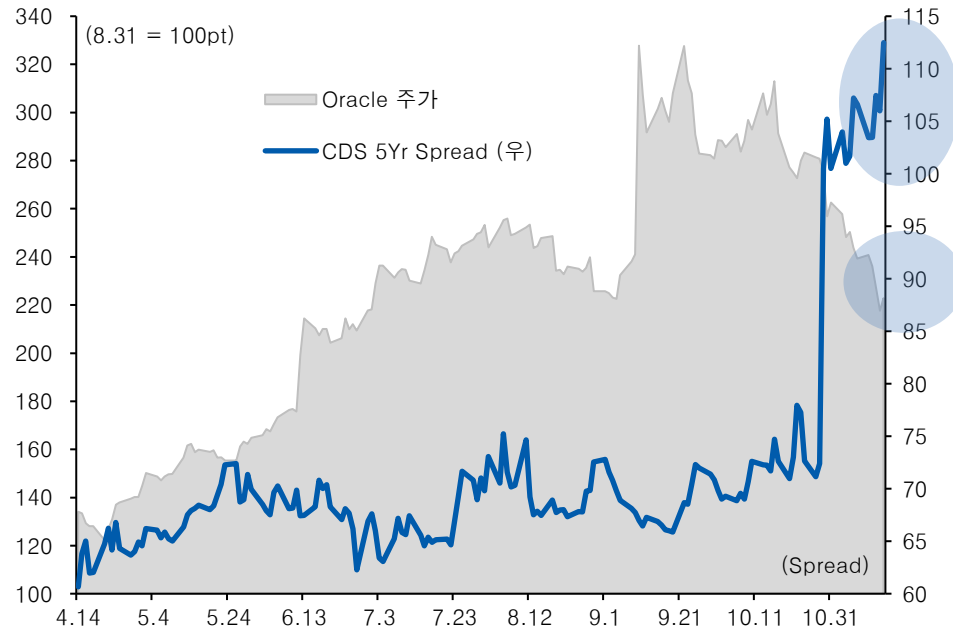
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



AI/Tech만의 문제가 아닌 CDS 스프레드 상승

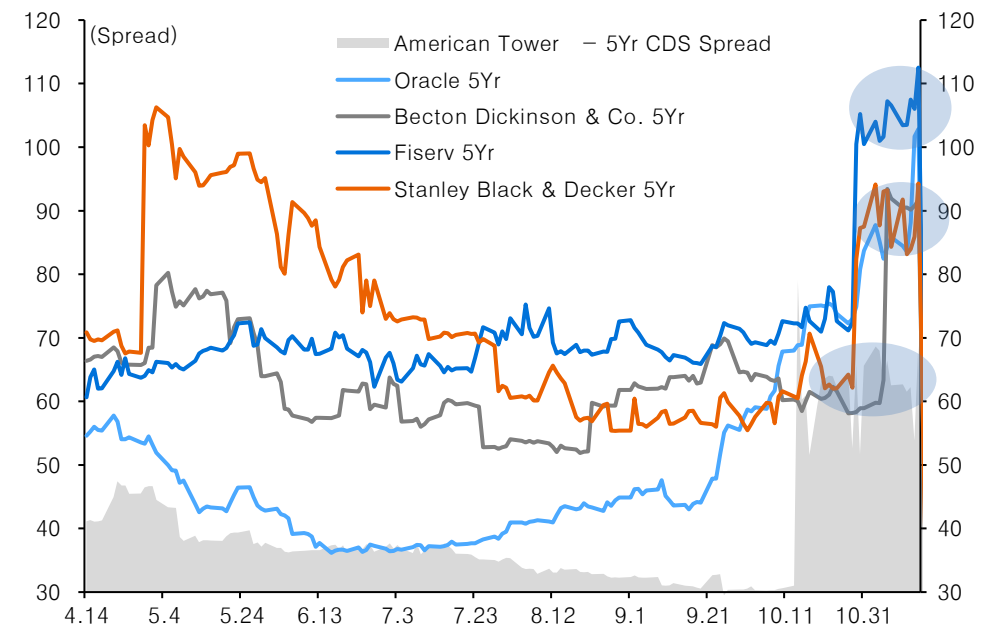
- 감가상각비 이슈, AI 투자 실효성 논란이 제기되면서 AI 하이퍼 스케일러에 대한 투자 리스크가 부각되는 상황. 특히 부채비율 수준이 높은 Oracle은 AI 테마/Tech Peer 대비 높은 급락 수준을 보임
- Oracle의 5년 회사채 CDS 스프레드는 102.8pt까지 급등. 9월말 대비 45.8%pt까지 상승한 수준. AI Capex 투자 관련 글로벌 IB의 신용등급 하향 조정 가능성이 제기되었지만, AI 인프라/데이터센터 구축을 위한 Capex 증액(\$380억) 가이던스 제시는 9/10일 실적발표 이후 주가 급등의 주요 배경이었음
- 하이퍼 스케일러인 아마존과, 다수의 S&P 500 종목에서도 CDS 스프레드 급등이 발견되는 점에 주목할 필요. Becton Dickinson & Co., American Tower, Stanley Black & Decker 등의 CDS 스프레드가 10월 이후 급등한 부분은 개별 종목보다 금융시장 환경에 기인한 요인임을 유추할 수 있는 근거

Oracle의 CDS 스프레드 급등 - Capex 증액 리스크가 대두되지만, 9월 주가급등의 소재



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

S&P 500 종목의 CDS 스프레드 상승을 보면, AI/Tech 투자 실효성의 단독 이슈는 아님



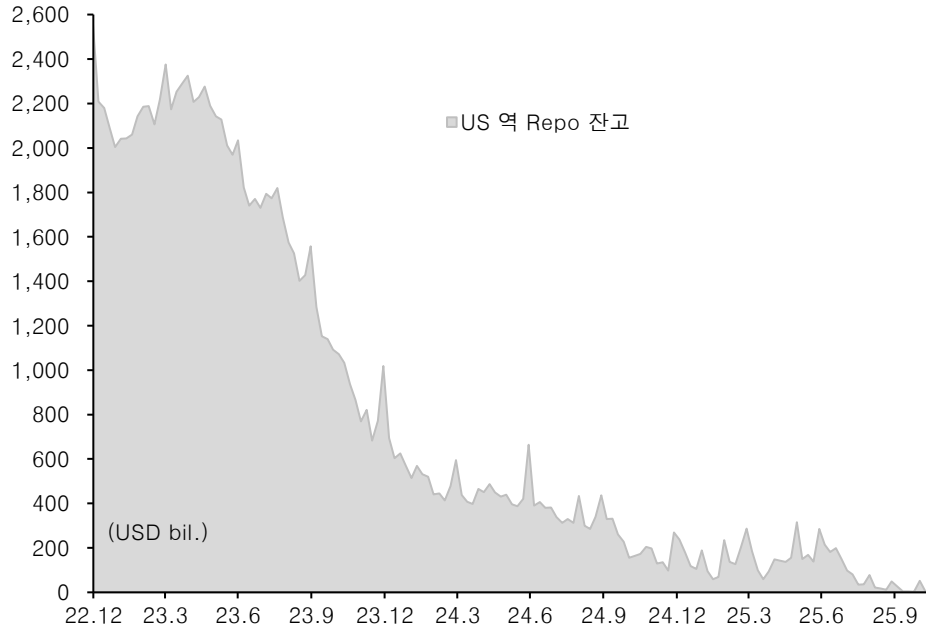
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



단기 신용 경색 - Shut Down 해제로 완화될 것

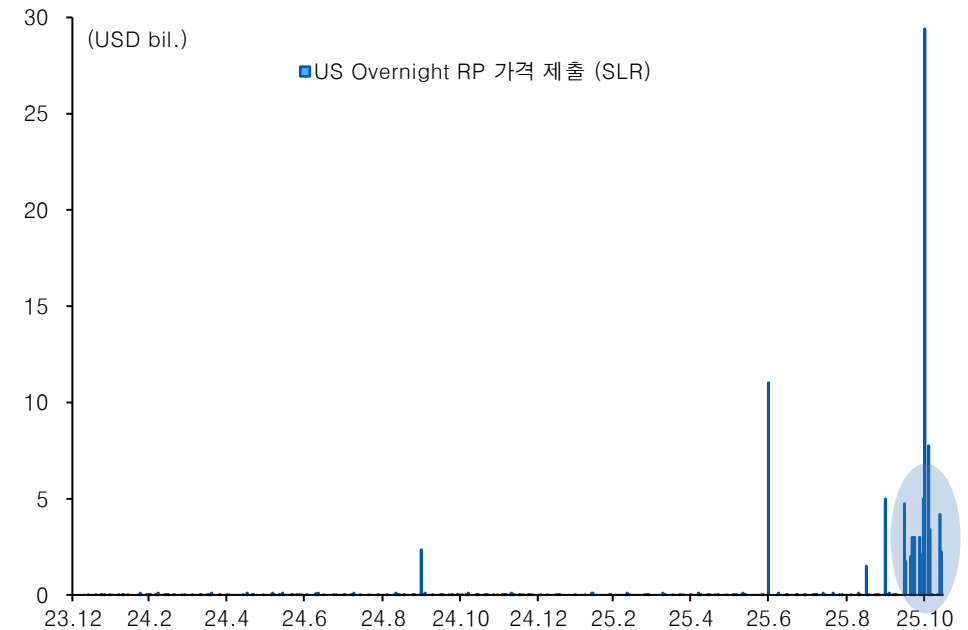
- 역 Repo 잔고 고갈 이슈는 하반기부터 시사된 소재. 최근 증시의 변동성 수준이 크게 증가한 배경은 단기 금융시장 경색이 기여하고 있는 것으로 판단. SLR 시스템에서 은행 등 민간 금융기관이 FED에 제출한 Overnight RP 가격 잔고는 10/15일 47.5억\$ 수준이 제출. RP 가격 제출이 일반적으로 분기말 증가하는 경향에서 보면, 월중 제출은 이례적인 현상.
- 이후 RP 가격 제출 누적 잔고금액은 \$716.0억까지 급등. 10월말 \$294.0억 수준은 금융기관의 월말 수요로 차치하더라도 20.6월 제출 이후, 사실상 5년 5개월만에 가격 제출이 급등한 점은 단기 금융시장 변동성을 시사하는 부분.
- First Brands, Tricolor 등의 파산 등으로 자동차 서브프라임 대출 리스크가 부각되고 Risk Management 강화되는 단기 신용시장 경색 상황에서, 연방정부 섯 다운 관련 공공/민간 자금 유동성이 급감한 흐름이 중첩된 것으로 판단. 섯 다운 해제 등으로 유동성 이슈가 지속되지는 않을 것으로 예상.

역 Repo 잔고 고갈 이슈는 하반기부터 예상된 소재



자료: FRB or New York, 유안타증권 리서치센터

5년 만의 SLR 이용 - 금융기관의 단기 신용경색 리스크는 Shut Down 해제로 완화



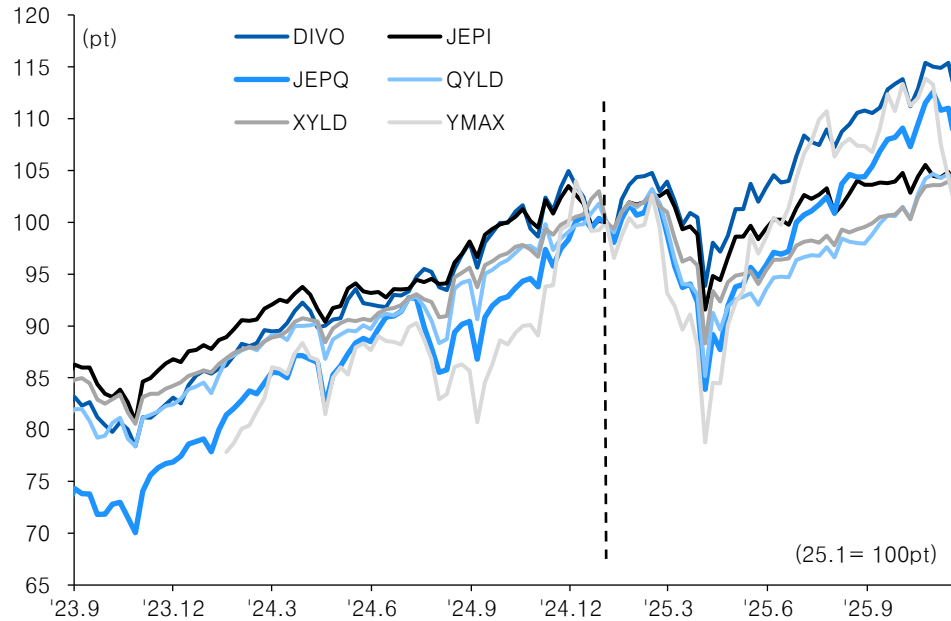
자료: FRB or New York, 유안타증권 리서치센터



단기적으로 커버드 콜 전략도 유효한 국면

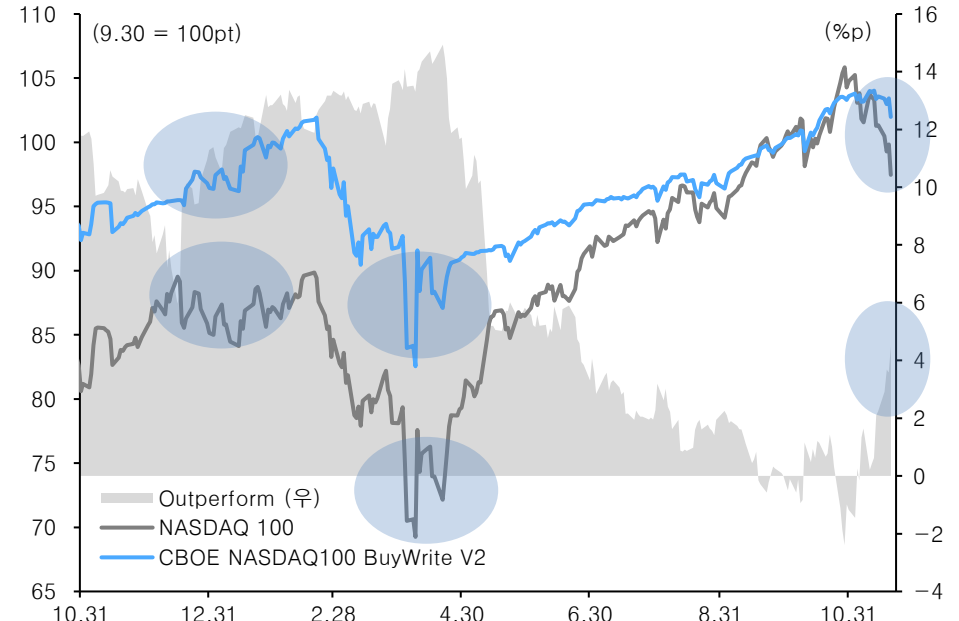
- 반등 가능성을 높게 보지만, 최근의 위험자산 선호 심리 약화에서 비롯된 조정 가능성을 본다면 단기적으로는 커버드 콜(Covered Call) 전략도 유효한 국면으로 판단.
- 현물 지수/주식을 보유하는 동시에, 해당 지수/주식의 콜 옵션을 매도하여 옵션 프리미엄을 수취하는 전략으로, 지수 횡보 국면에서 분배금 수취의 기대수익률이 높은 편.
- 상승장에서는 손실 폭이 확대될 수 있는 점은 유의 필요. 콜 옵션 매도는 기초자산을 행사 가격에 매도해야 하는 의무가 발생하기 때문에 기초자산 가격이 높아질수록 불리. 횡보 국면에서 유리한 전략으로, 조정장에서는 분배금 수취로 하락을 방어. 24.12월 기준 횡보/조정 국면에서 커버드콜 전략의 아웃퍼폼이 확인됨.

커버드 콜 ETF 성과



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

횡보장에서 우수한 성과와 조정장의 방어적 측면. 지수 상승 시 손실은 확대



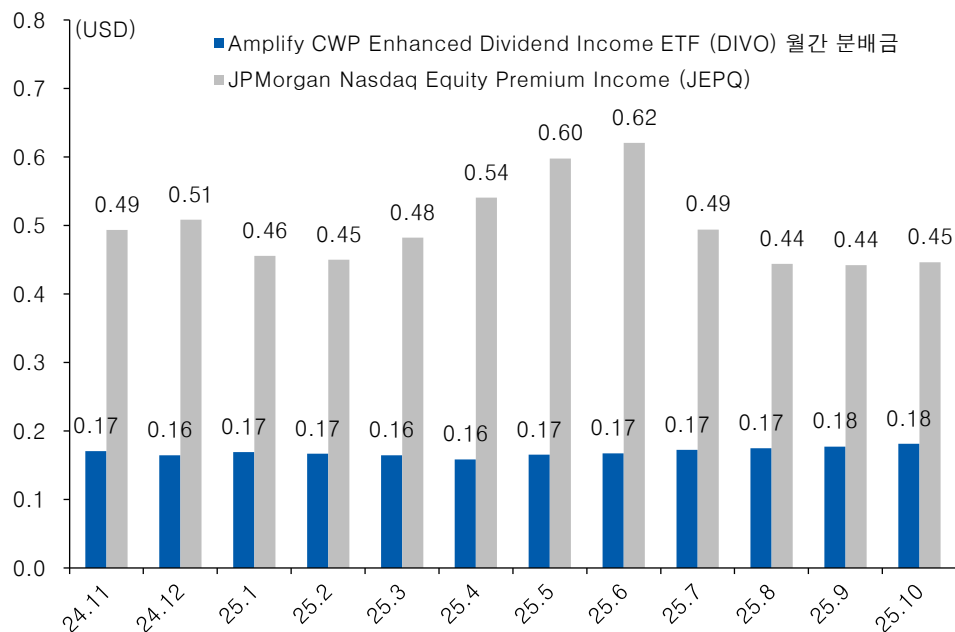
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



변동성 증가는 콜옵션 매도 성과와 분배금으로 연결

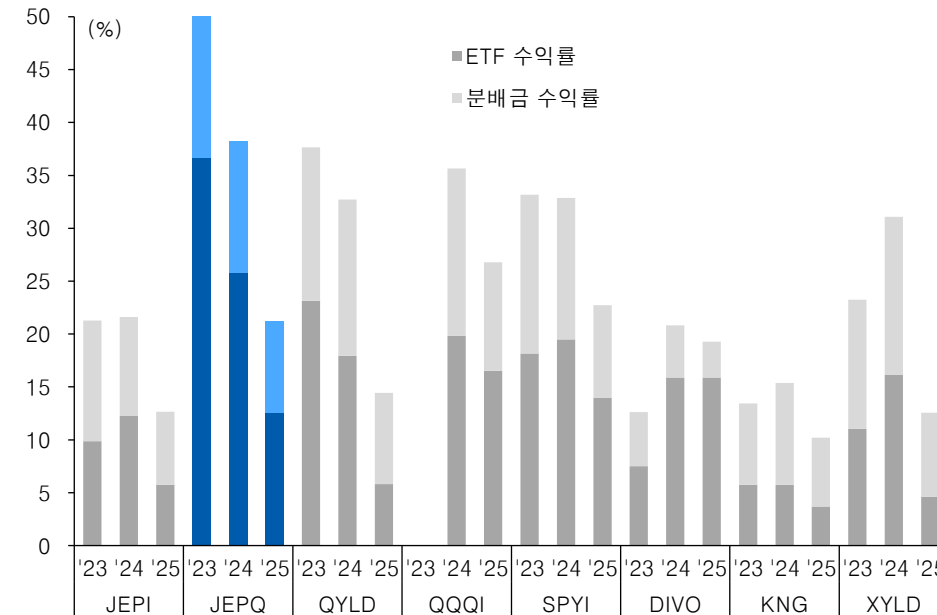
- 커버드 콜 ETF 라인업이 크게 증가하고 있지만, 개별 ETF 성과는 상이. 커버드 콜 성과는 기초자산 가격과 변동성에 따라 차이가 존재하기 때문. 현물 벤치마크와 콜 옵션의 종류, 행사 방법에 따라 성과가 좌우됨.
- 25년 4월 상호관세 이슈와 최근 AI 테마 조정 국면에서, 개별 ETF 수익률에서는 Amplify CWP Enhanced Dividend Income ETF (DIVO)가 양호한 성과를 기록.
- 최근 증시 변동성 확대 국면에서 콜 옵션 매도의 프리미엄도 크게 증가. 특히 NASDAQ 100 콜 옵션의 프리미엄은 크게 상승. 옵션 프리미엄이 ETF 분배금으로 연결되는 Total Return 측면에서는 JP Morgan Nasdaq Equity Premium Income ETF (JEPQ)의 기대 수익률이 우수.

콜 옵션 매도 프리미엄을 월 분배금으로 수취하는 커버드 콜 ETF



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

옵션 프리미엄의 분배금을 감안한 Total Return 측면에서는 JEPQ ETF가 우수



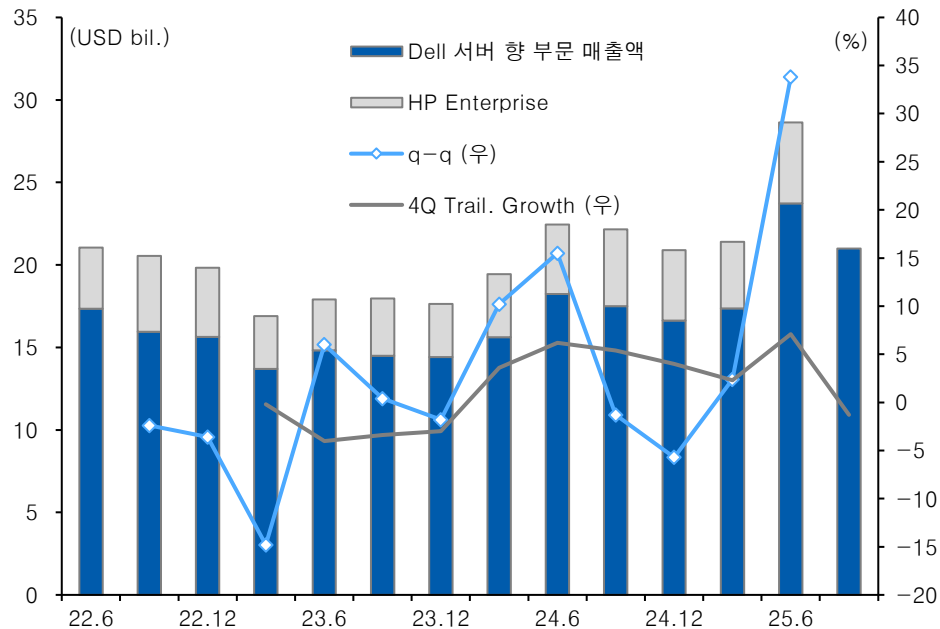
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



견조한 AI H/W 수요 대비 북미 OBM 서버 매출의 부진

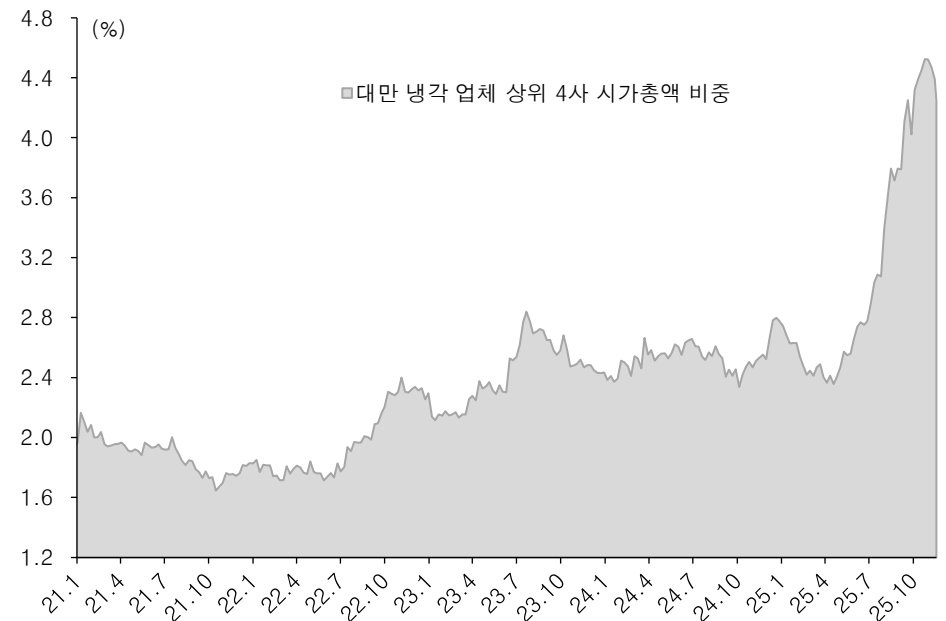
- 25.2월부터 HP Enterprise는 엔비디아의 블랙웰 플랫폼 GB200 NVL72 출하를 발표. 기존 미국 엔터프라이즈 서버 시장의 M/S 비중이 높았던 Dell, HPE, Lenovo 등의 OBM 브랜드의 서버 향 부문 매출 증가세가 돋보이지는 않은 모습
- GB200 Rack 서버가 24.4Q 양산이 본격화될 예정이었지만 출시가 지연되었던 배경은 GPU 등 IC 집적과 NV Link 방식 등 고대역폭 연결 인터페이스 기술이 고도화되고 있지만, 이를 구현하는 H/W 레벨에서의 과열, 결함 문제가 지속적으로 발생되었기 때문
- 신규 인터페이스와 GPU 등 IC 집적 등에서 발생하는 발열 문제와, In-Housing AI 시스템을 구현하려는 하이퍼 스케일러의 수요 대비 전통적인 OBM 브랜드의 서버 제작 경쟁력은 약화되는 모습. 최근 대만 냉각 업체 주가 급등은 엔비디아의 블랙웰 플랫폼에서 Customizing된 제작 능력이 요구됨을 시사

블랙웰 플랫폼 서버 출하 후에도, 전통적인 OBM 서버 업체 실적 개선은 부진



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

대만 냉각 업체의 주가 급등 - GPU 가속기의 수율 이슈에서 제조능력이 요구됨



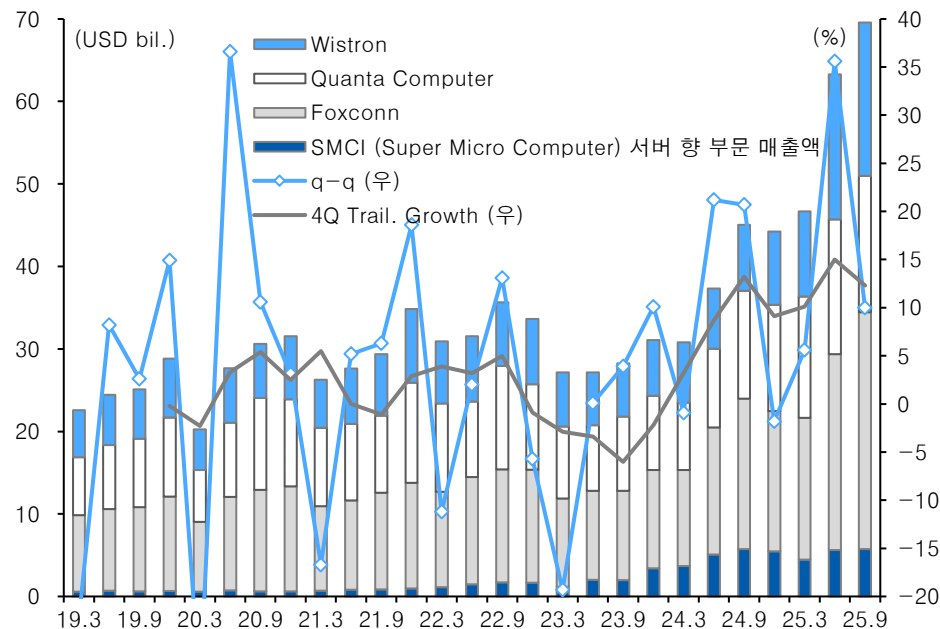
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



대만 ODM 서버 Supplier의 부상

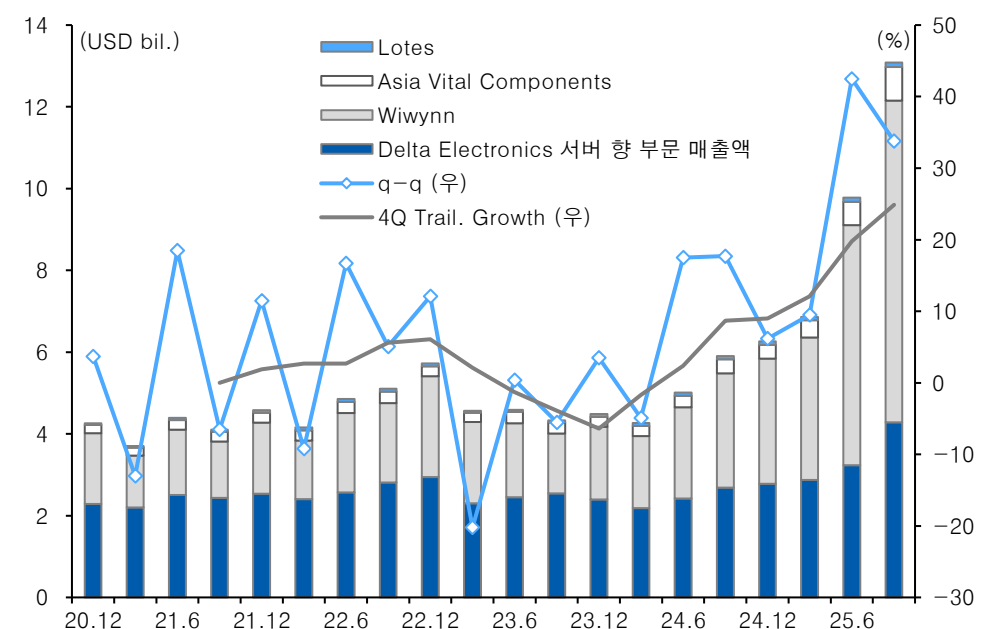
- 플랫폼의 공정 복잡도가 증가하면서 수율 문제는 서버 공급 시장에 영향. OBM 서버 업체 대비 주문 제작 형태의 ODM 서버 업체의 실적 개선이 차별화되는 흐름. Quanta Computer, Wistron, Foxconn 등의 대만 OEM 서버 업체의 25.2Q 이후 서버 향 매출 급증이 확인됨.
- 블랙웰 플랫폼의 과열 문제에서 냉각 솔루션 업체의 실적 개선도 돋보임. 하이퍼 스케일러의 요구에 Customizing된 수냉식 냉각 서버를 제공하는 Wiyynn은 아마존 향 출하량이 급증하며 2Q부터 서버 부문 매출이 급증.
- 25.3Q 후속 GB300 NVL 서버 출하와 26년 NVL36 → NVL72 스펙의 전환으로 고도의 냉각 역량이 요구될 것. 글로벌 Peer 대비 대만 Supply 체인의 수주잔고와 ASP는 크게 증가할 것으로 예상됨.

Customizing된 서버를 제공하는 ODM 업체 – 대만 업체의 하스웰 서버 출하 본격화



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

플랫폼 과열 문제로 냉각 솔루션 업체의 수주잔고, ASP는 증가할 것



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

엔비디아 Rubin 플랫폼 – 차세대 GPU 가속기가 주도하는 Architecture의 변화

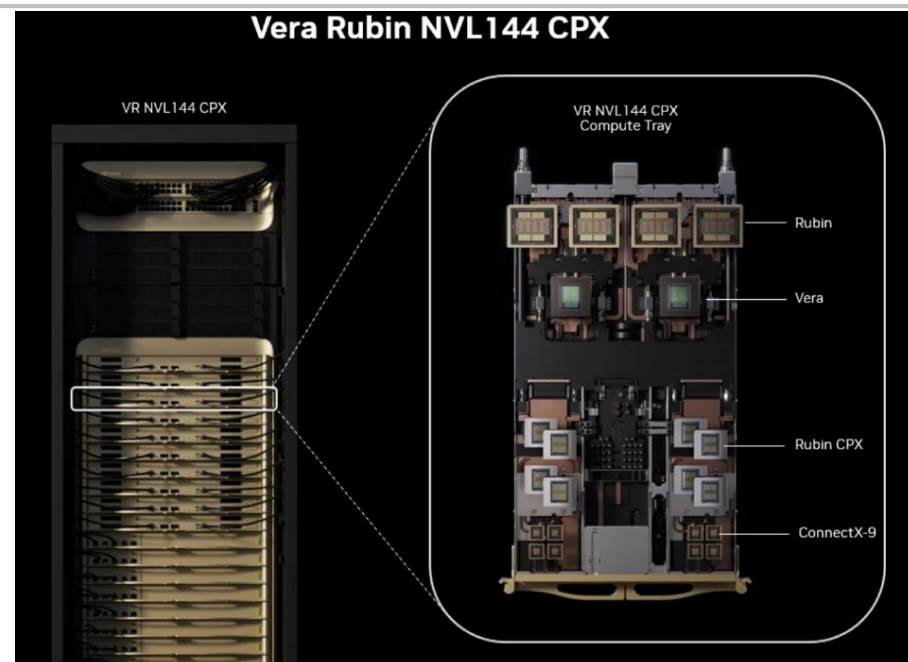
- 26년 출시 예정된 엔비디아 Blackwell의 차세대 플랫폼 Rubin은 단순한 GPU 등의 칩 패키지 업그레이드가 아닌 시스템 아키텍처의 변화에서 의미를 가질 것으로 판단.
- Rubin 플랫폼에서는 케이블 연결이 제거되고, 고속 미드플레인 PCB를 인터페이스로 채택. Cableless 디자인은 고대역폭 전송, 조립과 업그레이드와 유지보수에 유리한 구조. 냉각 방식도 기존 공랭식 혼용에서 100% 액체 냉각 방식으로 전환. 냉각판 개수도 2개에서 5개 증가.
- 컴퓨트 트레이(compute tray)에 Prefill 추론용 Rubin CPX와 ConnectX-9 네트워킹(800GB/s 속도)을 위한 모듈형 확장 슬롯을 제공하는 것도 특징적인 부분. 이는 NIC를 자사 제품으로, 최소한 NIC 규격을 엔비디아가 규정하는 표준으로 정의할 수 있는 점에서 향후 이중 플랫폼 디자인에서도 엔비디아의 거버넌스가 높아질 것으로 판단.

26년 출시될 엔비디아의 Rubin 플랫폼 – Cableless PCB, 100% 액체 냉각방식 채택

랙 스케일 서버	GB200 NVL 72	GB300 NVL 72	VR200 NVL 144	VR200 NVL 144 CPX	VR CPX Only
Scale-out NIC per Compute Tray	4	4	8	8	8
Compute Tray Connectivity	Cable+PCB	Cable+PCB	PCB	PCB	PCB
Cooling	Liquid(85%)+ Air(15%)	Liquid(85%)+ Air(15%)	Liquid(100%)	Liquid(100%)	Liquid(100%)

자료: Nvidia, 유안타증권 리서치센터

엔비디아 Vera Rubin NVL144 구조 – CPX, NIC의 모듈형 슬롯 적용

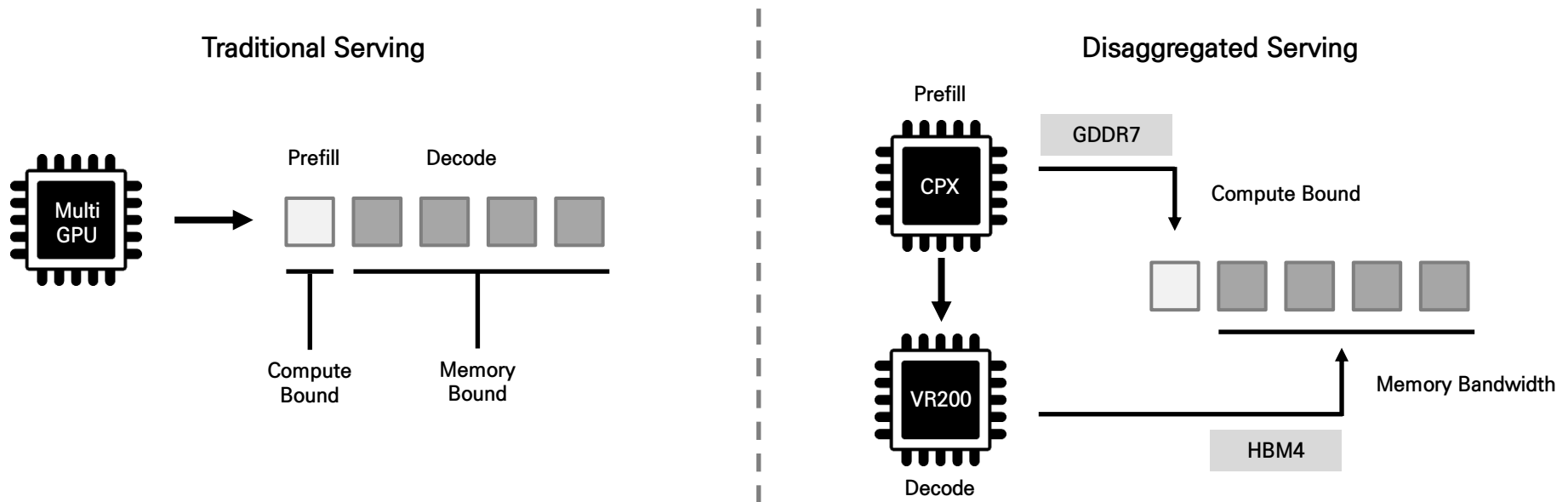


자료: Nvidia, 유안타증권 리서치센터

Rubin의 CPX 가속기 – Prefill 프로세스 처리, 메모리 효율성 제고

- LLM 추론은 사용자의 Prompt에 대해 1) Tokenization → 2) Prefill (Context) → 3) Decode (Generation) → 4) Detokenization를 거쳐 Response를 도출하는 과정. 이 중 Prefill은 분할된 Token을 KV(Key-Value) Cash에 입력하여 구조화하는 단계. Decode는 KV Cash의 구조화된 데이터를 Load하여 개별 단어로 분해하는 과정.
- 이 중 Prefill은 단일 Sequence 처리 과정으로 메모리 사용량이 적기 때문에 메모리 대비 컴퓨팅 퍼포먼스가 중요. 차세대 Rubin 플랫폼의 CPX 가속기는 Prefill 프로세스 처리에 특화되어 있는 모듈.
- 데이터센터용 고급 Rack 서버에서는 HBM 메모리 비용이 상당 부분을 차지, 리스 효율성이 중요. 기존 범용 GPU 가속기는 Prefill, Decode 프로세스를 병행 처리하는 과정에서 Prefill 처리 지연과 메모리 비효율성 문제가 야기되어 있는 상황. Rubin의 CPX 가속기는 효과적인 솔루션이 될 것.

엔비디아의 Serving 방식 변화 – Prefill 프로세스는 CPX 가속기가, Decode 프로세스는 범용 VR200 가속기가 담당

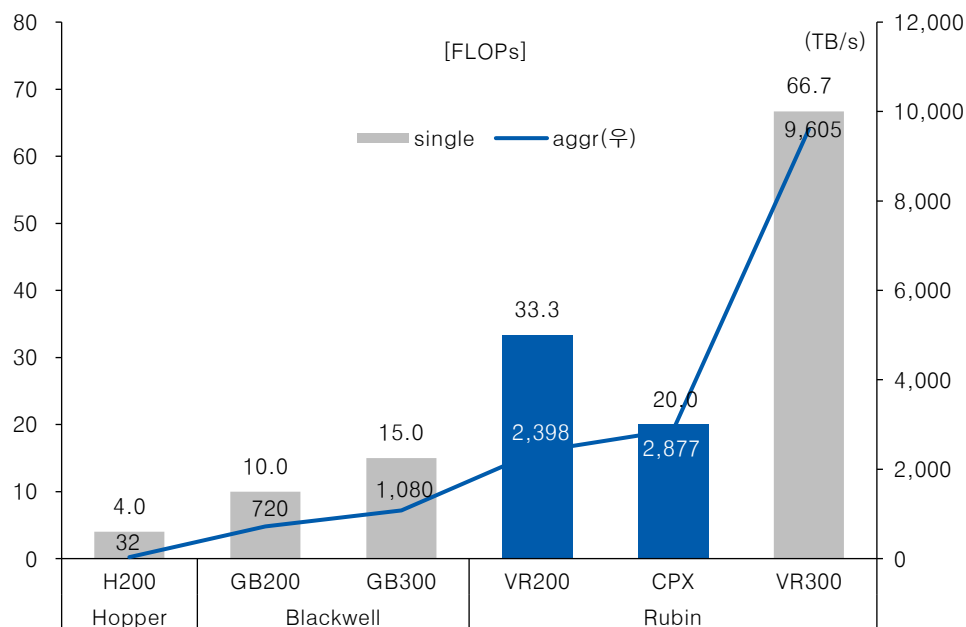




Prefill 전담 GPU 가속기 - 신규 서버 구매 유인을 높일 것

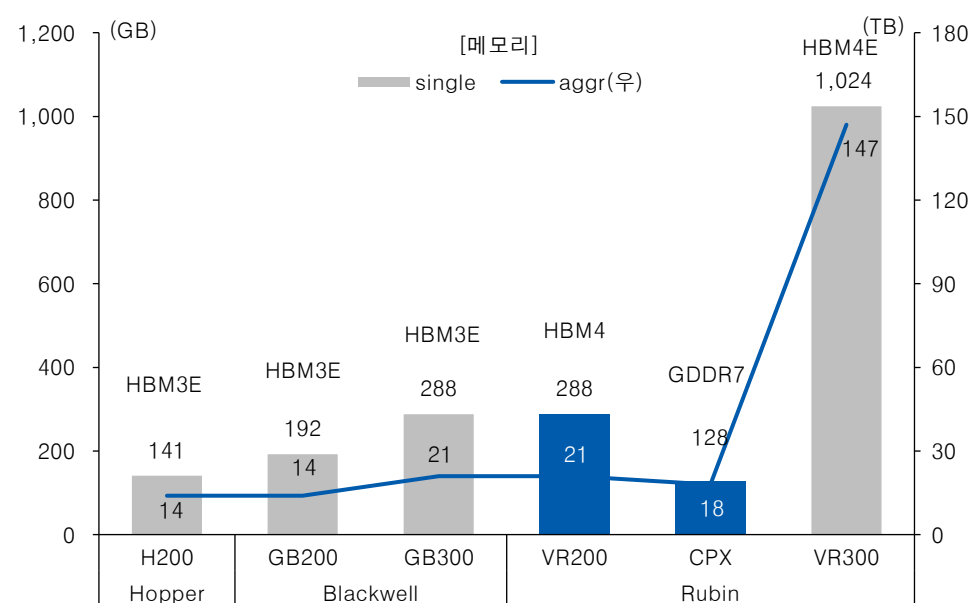
- Rubin의 범용 GPU 가속기 VR200은 Decode 프로세스를, CPX 가속기는 Prefill 프로세스를 처리(20PFLOPS, Single 가속기 기준)하는 아키텍처는 하이퍼 스케일러에게 매력적인 유인이 될 것으로 예상
- 특히, 기존 엔비디아 Rack 서버에 NV Link/NV Switch로 연결될 수 있는 채널 편의성에서 Rubin 플랫폼의 NVL144 Rack 서버 구매 수요는 크게 증가할 것으로 사료됨
- 이전 세대 하스웰 플랫폼을 넘어서는 범용 GPU 가속기의 고도화도 지속. 범용 GPU 가속기 VR200은 메모리 대역폭 확대를 위해 HBM4 288GB 메모리를 채택. CPX 가속기는 Prefill 처리 수요 상 메모리 요구 조건이 HBM 대비 낮아, GDDR7 128GB 메모리를 채택.(각 Single 가속기 기준)

Prefill 프로세스 전담 Rubin CPX 가속기 도입을 위한 서버 구매 유인은 증가할 것



자료: Nvidia, 유안타증권 리서치센터

범용 GPU 가속기는 HBM4 메모리, CPX 가속기는 GDDR7 메모리를 사용



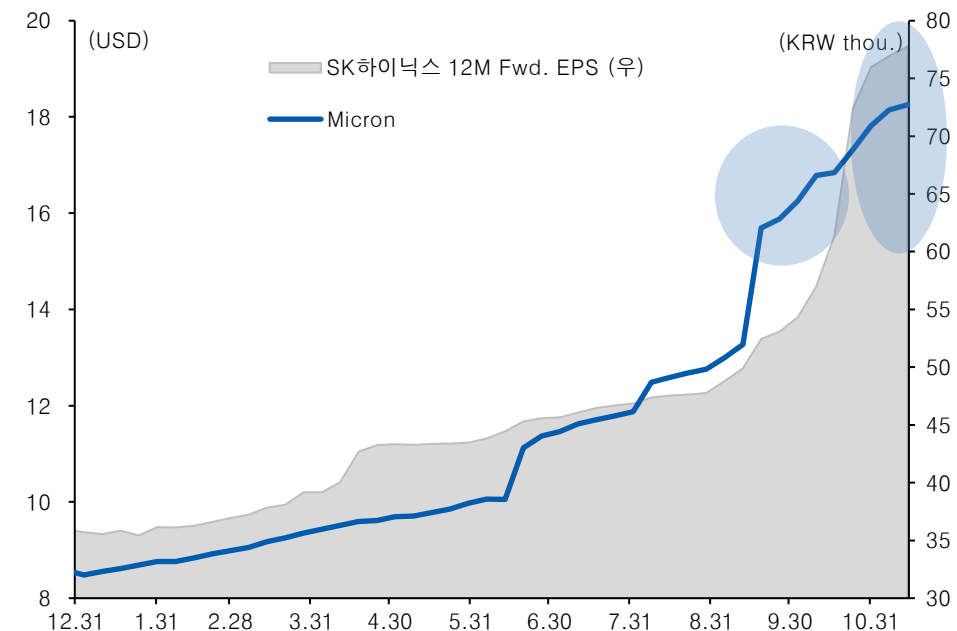
자료: Nvidia, 유안타증권 리서치센터



HBM 차세대, Legacy DRAM 수요 증가 – 메모리 Capa 부족이 야기될 것

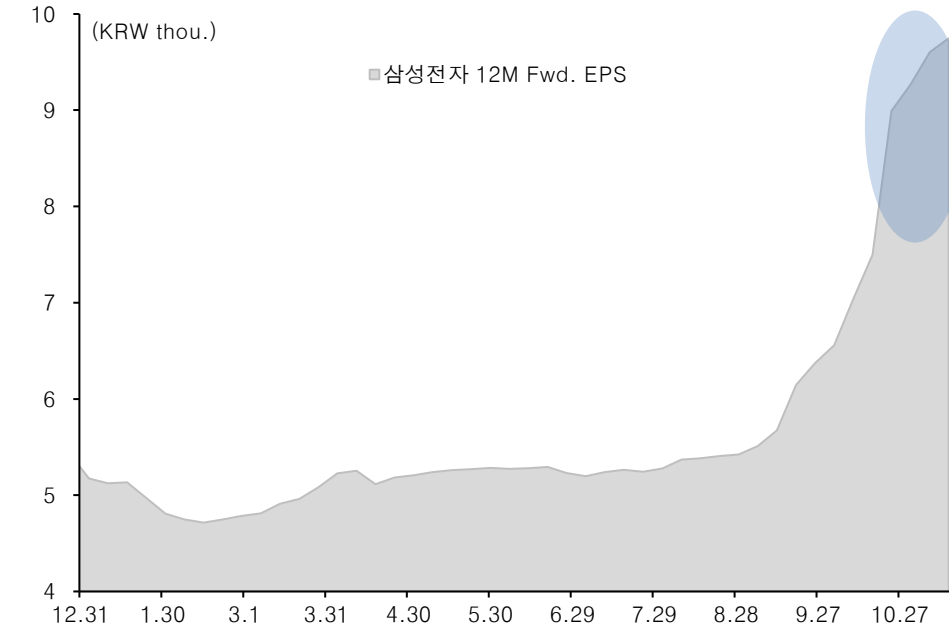
- 9월 Micron부터 시작된 반도체 3사의 가파른 이익 컨센서스 상향 조정은 H200→H300으로 GPU 가속기 라인이 전환되는 수요로 서버 발주가 증가해, Capa 부족에 따른 Legacy DRAM 제조 수요까지 영향을 미친 것으로 추정.
- 하스웰 플랫폼은 HBM3E 메모리를 채택 중. 26년 출시되는 Rubin 플랫폼은 메모리 대역폭 개선을 위해 HBM4를 채택. Rubin 플랫폼 Rack 서버 출하 수요가 반영될 경우, 메모리 서플라이 체인은 HBD3E→HBM4의 메모리 양산 전환을 진행해야 할 것.
- Rubin 플랫폼 CPX 가속기의 GDDR7 메모리 채택도 공급 이슈에 영향을 미칠 것으로 예상. ASP 상 메모리 서플라이 체인의 생산이 HBM 세대 전환에 집중되는 가운데, GDDR7 메모리 생산도 병행될 경우 Legacy DRAM의 Capa 부족 이슈가 야기될 것으로 예상. 엔비디아, TSMC 익스포저가 높은 VanEck Semiconductor ETF (SMH)와 아시아 Supply 체인 비중이 높은 iShares Asia 50 (AIA) ETF를 관심 ETF로 제시.

H300 출하 후 DRAM 컨센 상향 – Rubin 플랫폼은 HBM3E→HBM4로 양산 전환 필요



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

CPX 가속기가 채택하는 GDDR7 생산은 Legacy DRAM 공급 부족 이슈를 야기할 것



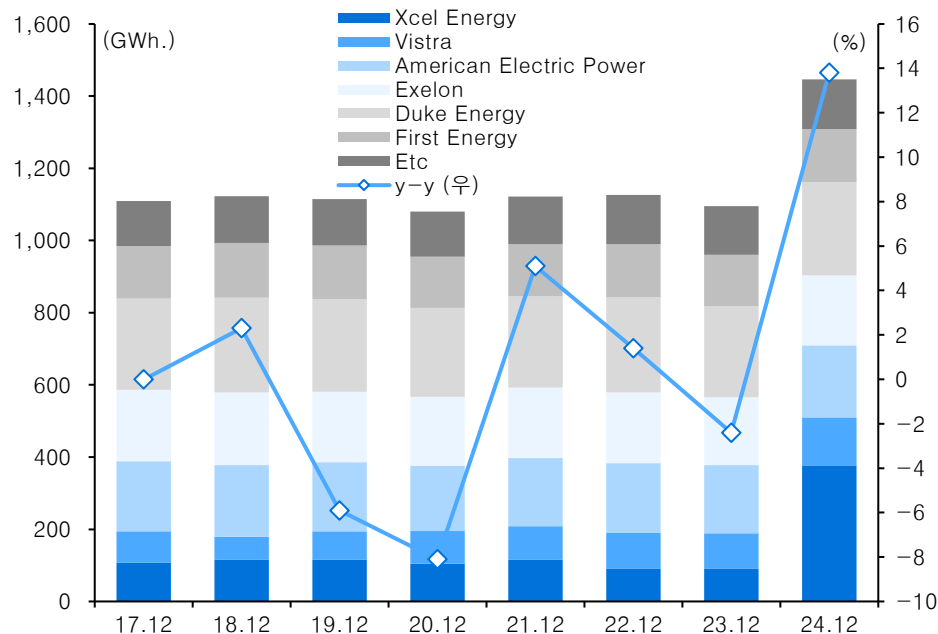
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



차세대 GPU 가속기는 전력 인프라 개선을 요구

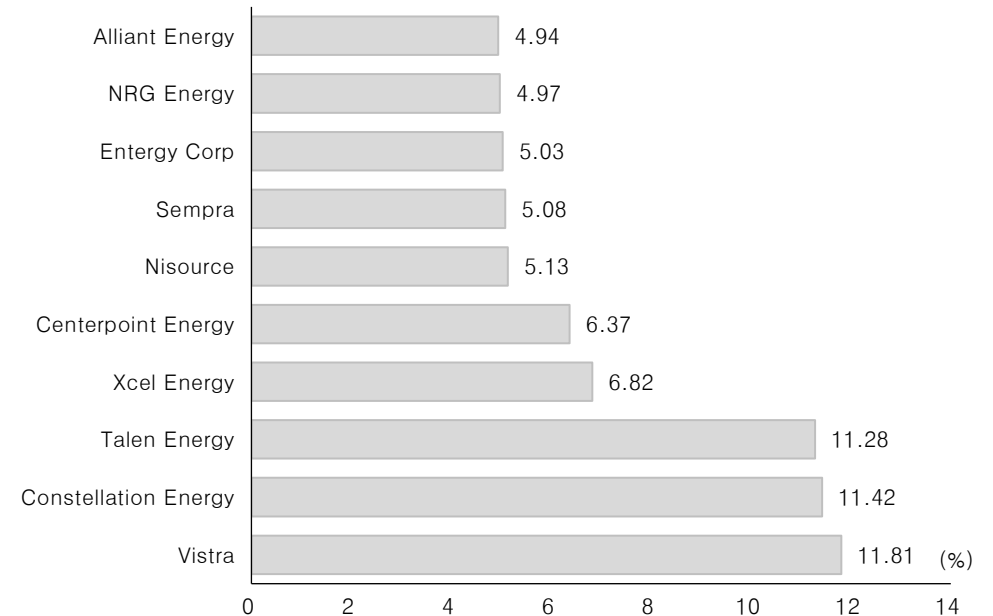
- 데이터센터의 전력 인프라 구조 개선도 요구되는 동향에도 주목 필요. 기존 415V 또는 480V AC 3상 시스템의 전력 환경에서는 High-end급 서버의 고전력 분배 문제로 Rack 하나에 약 200kg의 구리 Busbar가 설치되고 있는 상황
- 고전력 분배의 복잡성을 해결하는 대안으로 800V DC 인프라로 전환하면, 동일한 구리 케이블로 150% 이상의 전력을 전달할 수 있어 에너지 효율이 크게 향상되고, 전력 처리 용량도 높일 수 있음. 자재 사용과 관리 부담을 줄여 데이터센터의 운영 효율성이 개선될 수 있음
- 27년 출시 목표인 Rubin Ultra GPU 가속기를 576개까지 고밀도로 집적할 것으로 예상되는 엔비디아 Kyber Rack 서버의 경우 800V DC 인프라 전환을 권장하고 있는 상황. 기존 데이터센터의 전력 수요는 크게 증가할 것. Virtus Reaves Utilities ETF (UTES)를 관심 ETF로 제시

차세대 데이터센터 전력 인프라는 800V DC로 전환될 필요. 전력 수요는 대폭 증가할 것



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

Virtus Reaves Utilities ETF (UTES) 상위 종목



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



사나에노믹스의 재정지출 확대 지향과 금리의 Mis-match

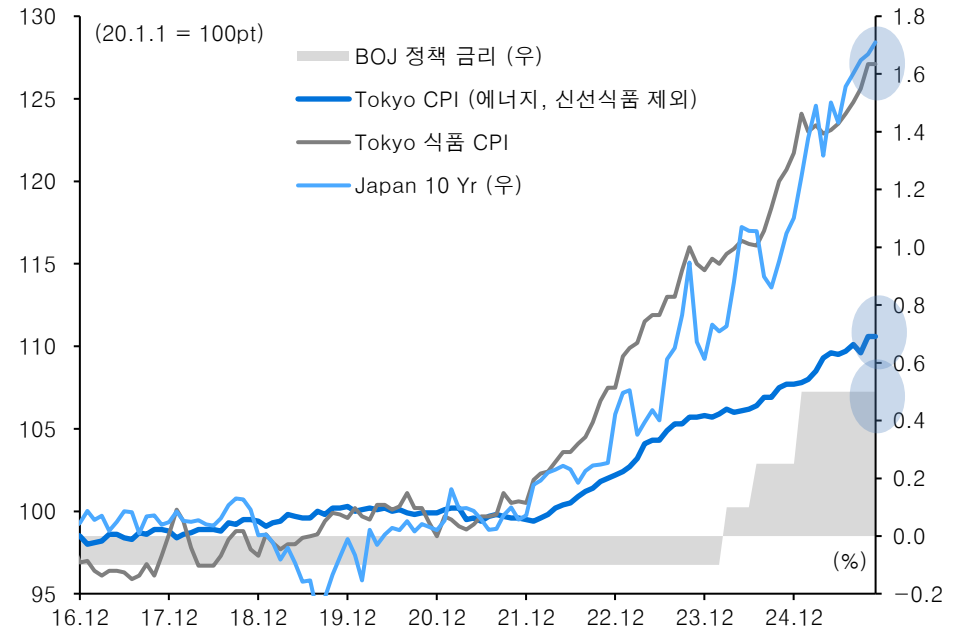
- 다카이치 사나에 총리의 자민당 총재 선출 발표(10/4) 이후 니케이 지수는 +4.8% 급등하고 엔화는 약세로 전환. 아베 정부의 정책 계승 시사와, 강한 경제 구축, 책임 있는 적극 재정을 강조한 점에서 재정지출 확대가 예상되었기 때문.
- 연립 정당이었던 공명당을 대신해 각외 협력하기로 한 일본 유신회의 정책도 수용해야 하는 입장. 오사카 등 간사이 지방이 주요 지지층인 일본 유신회의 지역 발전, 지방자치 강화 요구안 협의로 지역 균형 발전에 대한 재정지출도 확대도 예상되는 상황. 휘발유, 경유에 부과되는 잠정세를 폐지, 고등학교 교육 무상화 등의 합의도 추가적인 재정 지출이 요구되는 부분.
- 일본의 장기채 금리는 식품 등 물가 상승률을 반영하면서 상승 중. BOJ 우에다 총재도 근로자 임금 상승 등을 주시하고 있음을 시사하면서, 정책 금리 결정에 인플레이션이 반영될 것으로 예상되고 있음.

다카이치 사나에 총리 주요 정책 - 재정지출 확대가 예상

구분	내용
고물가 대응	• 임시국회 시간 고물가 대책을 담은 추가경정예산을 국회에 제출하겠다고 언급 • 야당이 추진해 온 휘발유와 경유에 부과되는 잠정세를 폐지 법안 발의하고, 소득세 부과 기준 103만엔 → 연말 160만엔까지 상향 • 연립 정당 일본유신회가 주장한 고등학교 무상화 및 무상급식도 내년 4월부터 실시
강한 경제	• '강한 경제'라는 표현 6번 사용하며 적극적인 재정 투입 계획 발표. 소득 늘리고 소비심리 개선해 세율 늘리지 않고도 세수 증가 목표 • 인공지능(AI), 반도체, 조선 등 경제 안보 관련 전략 분야에 집중
방위력 강화	• 미국 방위비 증액 압박 등을 이유로 GDP 대비 방위비 2% 달성 시점 '27년 → '25년으로 변경 • 내년 중으로 3대 안보 문서 개정을 위한 검토 개시 예정

자료: 언론 보도, 유안타증권 리서치센터

식품 중심 인플레이가 지속되면서 장기채 금리는 상승



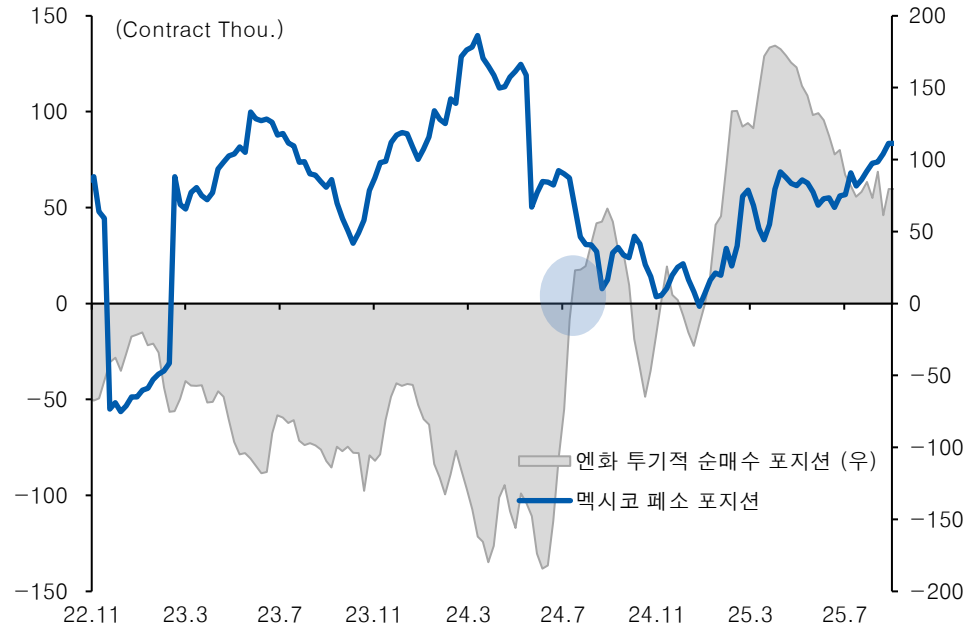
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



전통적인 엔-캐리 트레이드의 변화

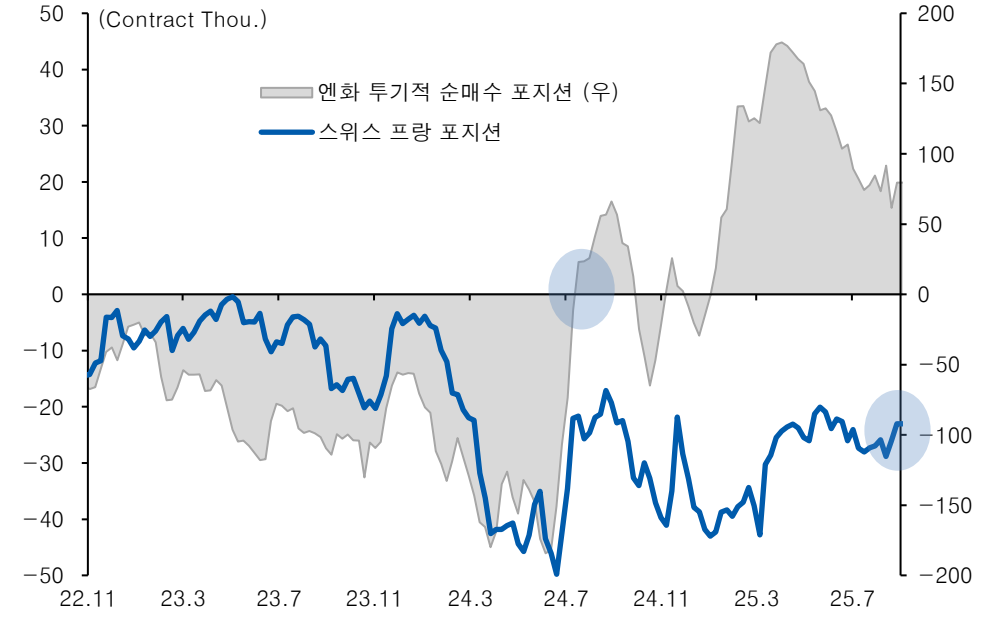
- 일본의 시장 금리 급등은 전통적인 엔-캐리 트레이드에 대해서도 구조적인 변화를 야기. 캐리 트레이드의 베이스 통화 관점에서는 통화 약세와 자금 조달을 위한 금리가 낮게, 안정적으로 유지될 필요. 30년 만의 일본 금리 상승은 캐리 트레이드의 효용성을 급감시키는 유인
- 통화 약세와 안정적인 금리 흐름의 관점에서 본다면, 스위스 프랑이 엔화의 대체 통화로 합리적으로 보임. 24.8월 엔-캐리 트레이드 급락 사태와 시장 금리 상승 이후 투기적 순매도가 감소한 엔화의 투기적 순매도는 스위스 프랑으로 포지션이 이전되는 모습이 관찰됨
- 25.3월 금리 인하 사이클 종료를 시사했던 스위스 국립은행(SNB)은 6월 기준금리를 0%로 25bp로 인하. 통화 강세에 따른 경기 하강 리스크를 방어하기 위한 조치. 9월 동결로 유지된 안정적인 금리 베이스에서 캐리 트레이드의 베이스 통화로서의 매력도는 엔화 대비 부각될 것

24.8월 이전 엔-캐리 트레이드는 멕시코 페소화 매수와 증시 강세로 연결



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

24.8월 엔-캐리 트레이드 사태, 일본의 금리 인상으로 스위스 프랑 캐리 트레이드로 전환



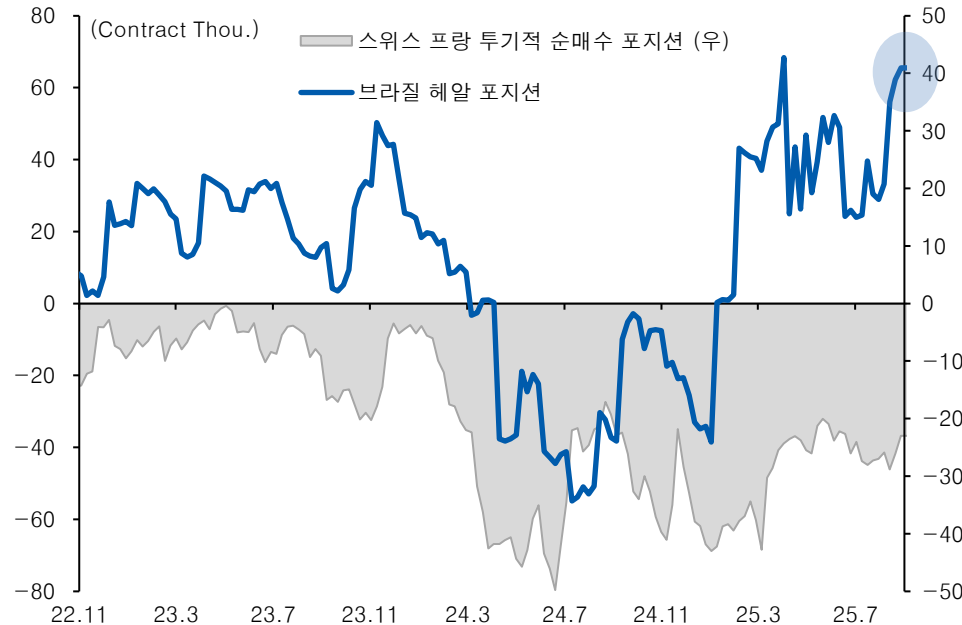
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



스위스 프랑-헤알 캐리 트레이드, LATAM의 강세

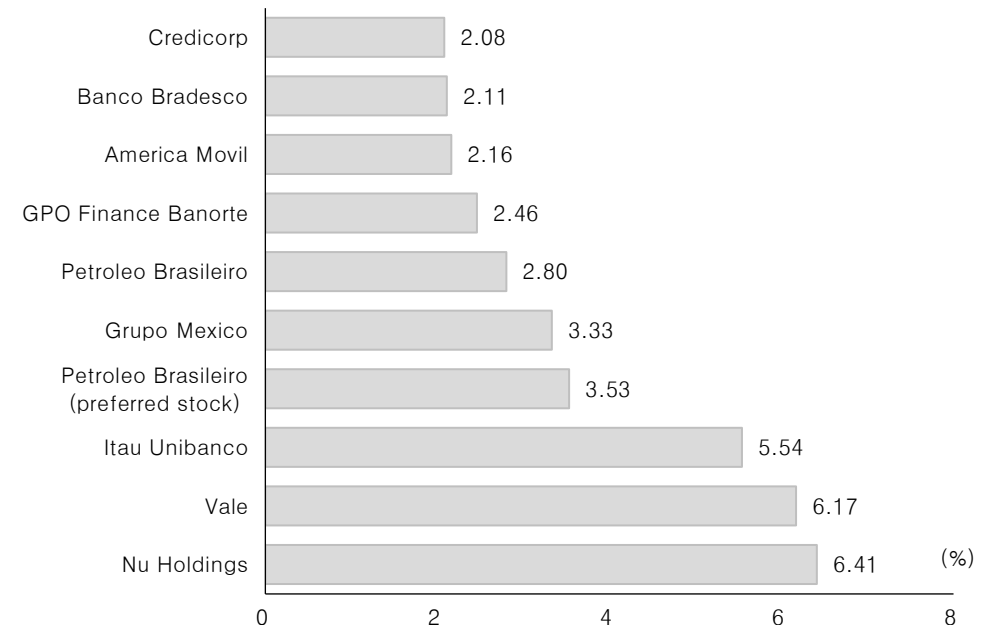
- 작년 8월 엔-캐리 트레이드 사태를 보면, 금락 사태 이전 멕시코 국채에 대한 캐리 트레이드와 통화, 증시의 동반 강세가 관찰되는 모습. 당시 멕시코의 높은 금리로 캐리 트레이드의 Total Return 수익률이 높았던 것이 배경으로 판단. 관련 흐름은 통화 선물 계약의 투기적 순매수 포지션에도 확인
- 최근 브라질 헤알화 강세와 증시의 상대적 강세는 작년 상반기 멕시코의 상황과 유사한 흐름. 트럼프 행정부와 무역협상 마찰로 고율 관세가 부과되면서 높은 인플레이션을 억제하기 위한 기준 금리는 15% 수준을 유지. 반면, 멕시코는 관세 협상 장기화에 대한 경기 둔화 위협에 선제적으로 대응해 기준 금리를 7.25%로 인하하면서 브라질 대비 기대 수익률은 상대적으로 낮아진 수준
- 브라질 금리 인하 종료 사이클 시사 등을 감안하면 LATAM 중 2개국의 캐리 트레이드 포지션은 이동될 요소는 존재. iShares Latin America 40 ETF(ILF)에 대한 관심이 유효해 보임

스위스 프랑-브라질 헤알화 캐리 트레이드, 브라질 증시의 강세로 연결



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

iShares Latin America 40 ETF(ILF) 상위 종목



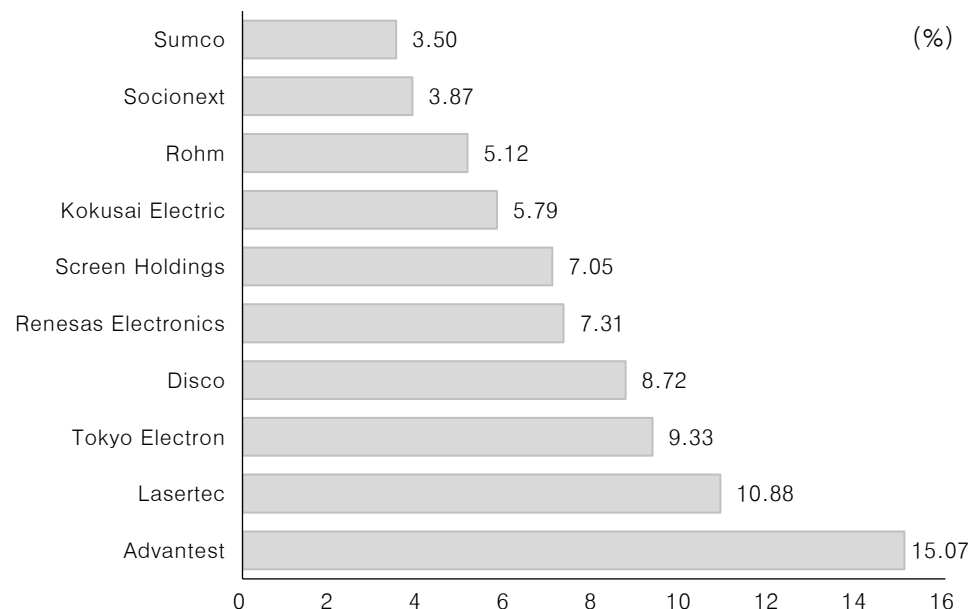
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



엔화 절상의 방향성 - 일본 상장 주식형 ETF에 주목

- 미-일 장기채 스프레드에 높은 상관관계를 보인 엔달러 환율이 최근 괴리를 보이는 배경은 사나에노믹스에 대한 재정지출 부담에 대한 부분이 반영된 결과. 인플레이를 감안한 금리 상승을 보면 중장기 경로는 엔화 절상으로 전환될 가능성이 높음.
- 통화 약세 국가의 투자자는 장기 환율 강세가 예상되는 국가의 ETF를 투자하는 것이 환차익을 기대할 수 있는 대안에 대해서도 주목 필요. 엔화 절상에 대한 흐름에서 보면 일본 상장 ETF에 대한 관심이 유효해 보임.
- 일본의 반도체 소재/재료 업종의 경쟁력에서, Global X Japan Semiconductor ETF(2644 JP) 등도 반도체 서플라이 체인의 아웃퍼폼을 향유할 수 있는 대안. 일본의 테마 ETF 라인업이 과소한 것은 사실이지만, 기대수익률이 높은 미국 증시를 기초자산으로 역외 Hedge형 ETF 투자도 대안이 될 수 있음.

Global X Japan Semiconductor ETF (2644 JP) 상위 종목



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

일본 역외 Hedge형 주식형 ETF List

구분	Ticker	ETF명	AUM	수수료
S&P500	2563 JP	iShares S&P 500 JPY Hedged	561	0.07%
	2630 JP	MAXIS S&P500 US Equity - JPY Hedged	358	0.08%
	2521 JP	LST IDXF US Equity S&P500 Currency Hedge	272	0.24%
	2634 JP	NEXT FUNDS S&P 500 Yen-Hedged	258	0.14%
	2248 JP	iFreeETF S&P500 JPY HEDGED	191	0.07%
	2086 JP	NZAM S&P500 JPY Hedged	94	0.07%
NASDAQ 100	2569 JP	LST IDXF US Equity NASDAQ100 Crncy Hedge	170	0.38%
	2841 JP	iFreeETF NASDAQ100 JPY HEDGED	133	0.38%
	2087 JP	NZAM ETF NASDAQ100 JPY Hedged	103	0.20%
	2845 JP	NEXT FUNDS NASDAQ-100 Yen-Hedged	90	0.32%
DOW	2562 JP	LST IDXF US Equity Dow Crncy Hedge	190	0.39%

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



ETF Top picks (1/2)

ETF	Ticker	개요	AUM	1M 수익률	1M 순유입
iShares A.I. Innovation and Tech Active	BAI	AI	7,289	-1.0	656
		• 글로벌 AI 기업에 Bottom-up 방식으로 투자해, 견조한 AI 수요에 따른 성장 모멘텀 유효			
Invesco S&P 500 Top 50	XLG	대형주	11,373	2.6	104
		• S&P500 지수 내 시가총액 상위 50개 대형주에 투자하는 ETF			
NYLI Winslow Large Cap Growth	IWLG	대형주 성장	598	1.2	117
		• Russell 1000 성장 지수를 벤치마크로 하는 액티브 ETF로, 장기적인 자본 성장을 추구			
VanEck Semiconductor ETF	SMH	반도체	35,772	-5.0	2,122
		• 미국 상장 반도체 생산/장비 회사를 추종하는 ETF. iShares SOXX ETF 대비 엔비디아, TSMC 익스포저가 높음			
iShares Asia 50	AIA	아시아	1,555	3.6	224
		• 아시아 주요 기술주 비중이 높아 미국 AI 랠리 수혜 가능. 변동성이 낮고 신흥국 통화 강세에 따른 이익 기대			
Virtus Reaves Utilites	UTES	유틸리티	1,401	-5.9	218
		• AI 데이터센터 전력 수요 급증 → 전력 인프라 구축하는 유틸리티 섹터 주목			
iShares Latin America 40	ILF	라틴아메리카	2,282	10.5	230
		• 라틴아메리카 대형주 40종목에 투자하는 ETF로, 해알화 강세 및 고금리에 따른 브라질 중심의 자금 유입 기대			
Invesco KBW Bank	KBWB	미국 은행	5,656	0.8	-237
		• 미국 은행업에 투자하며 1) 기준금리 인하 2) SLR 규제 완화 3) M&A 및 자본조달 확대에 따른 수혜 기대			

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



ETF Top picks (2/2)

ETF	Ticker	개요	AUM	1M 수익률	1M 순유입
VanEck Retail	RTH	소매	253	0.8	-7
Global X Defense Tech		미국 소매업체에 투자하며 경기 둔화에도 불구하고 회원제 기반 수익 구조 및 가격 경쟁력으로 견조한 실적 유지			
	SHLD	방산	4,995	-5.1	58
Invesco Building & Construction		트럼프의 방위비 GDP 대비 5% 요구, 지정학적 리스크 등 글로벌 국방비 지출 확대에 따른 방산기업 이익 확대			
	PKB	건설	284	-3.4	-4
Global X Japan Semiconductor		미국 정부의 온쇼어링에 따른 팩토리 건설 및 주택 수요 증가에 따른 수혜 기대			
	2644 JP	일본 반도체	245	3.8	-19
NZAM ETF NASDAQ100 JPY Hedged		일본 반도체 기업에 투자하는 ETF로, 정부 보조금 정책 + 엔화 약세로 인한 수출 경쟁력 확보로 인한 수혜 기대			
	2087 JP	NASDAQ 엔화 헷지	105	0.4	0
Global X China Semiconductor		미국 기술주 랠리로 인한 NASDAQ100 지수 상승 + BOJ 금리 인상 시 엔화 강세로 인한 수익 기대			
	3191 HK	중국 반도체	180	-4.1	48
Global X Hang Seng TECH		자국 반도체 자립화를 위한 중국 정부의 정책적/재정적 지원에 따른 중국 반도체 기업 수혜 기대			
	2837 HK	항생테크	222	-1.5	17
JPMorgan Nasdaq Equity Premium Income		항생테크 지수를 추종하며, 자체 AI 칩 개발한 알리바바 중심으로 중국의 AI 모멘텀 부각			
	JEPQ	NASDAQ 커버드콜	31,725	2.2	192
		NASDAQ100 지수 벤치마크 + NASDAQ100 지수 콜옵션 매도 → 월배당을 받을 수 있는 액티브 커버드콜 ETF			

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 투자전략팀)
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.



투 자 전 략

2026년 경제 및 금융시장 대전망

Entering the Quasi-Goldilocks

