YUANTA



10 April, **2026 Yuanta Research**

US Strategy & Portfolio

트럼프가 쓰는 드라마

민병규 Global Strategist 02 3770 3635 I byungkyu.min@yuantakorea.com

황병준 US Market 02 3770 3523 I byeongjun.hwang@yuantakorea.com

유안타증권 Yuanta Securities (Korea)

US Strategy & Portfolio

트럼프가 쓰는 드라마





민병규

Global Strategist

02 3770 3635

byungkyu.min@yuantakorea.com



황병준

US Market

02 3770 3523

byeongjun.hwang@yuantakorea.com

SUMMARY

[US Strategy] 트럼프가 쓰는 드라마 2Q band 6,400~7,100pt, 연말 목표치 7,500pt

Part 1. US Exceptionalism의 균열

미국 증시는 지수가 EPS의 상승세를 장기간 압도. 누적된 피로감은 대체 자산에 대한 수요를 자극. 대외적으로는 한국, 대만 증시와 같은 매력적인 대안이 출현. 내부적으로는 Magnificent7의 부진이 미국 증시의 헤게모니를 약화. 그동안 막대한 잉여현금을 자사주 매입과 배당으로 환원했던 Big tech들은 AI 주도권 확보를 위해 이를 CAPEX로 전환. 성장성과 주주환원을 동시에 충족했던 매력이 반감. Big tech의 빈자리는 AI 인프라 구축 수혜주가 대체.

Part 2. 중동으로 확산된 패권 전쟁

미국은 2026년 11월 중간선거가 예정. 그럼에도 이란 공습을 감수한 것은 1) 중국의 Global South 공략 및 자원 블록화 저지, 2) 지지율 반전. 베네수엘라 정권 교체는 대중국 원유 수출을 차단하는 것 이상의 의미를 보유. 베네수엘라의 원유 매장량은 세계 1위. 그러나 매장량의 86.4%가 초중질유 등급. 미국은 PADD III에 고도화된 정제 시설을 보유. 중간선거는 집권당의 패배 경험이 압도적. 이란 전쟁은 '위기 조장→극적 해소'를 통해 유능함을 강조할 수 있는 기회. 곧 드라이빙 시즌이 도래. 6월 북중미 월드컵도 예정되어 있어 원유 수급 불균형이 극대화될 가능성. 2분기 중 '압도적인 승리든, 극적인 평화든' 결과를 낼 것.

Valero Energy(VLO). Marathon Petroleum(MPC), Phillips 66(PSX)

Part 3. OBBBA와 World Cup의 조화

미국은 기존 세제 개편안인 TCJA를 영구화 및 확대하는 OBBBA 법안을 발효. 소득 계층 전반의 소비 여력을 제고하는 감세 및 환급 조치들이 포함. 코로나19 당시 지급된 막대한 지원금은 상품 소비를 촉진, 그러나 최근에는 상품 소유보다는 경험에 지출하려는 성향이 높아지는 추세. 6/11일 개막 예정인 북중미 월드컵과 연계한 파급력이 예상. 월드컵 기간 미국에 방문하는 해외 관광객은 124만명(YoY +135.0%)으로 추정. 공급 탄력성 낮은 항공과 호텔, 운송/배달 플랫폼 산업에 호재.

Delta Air Lines(DAL), Marriot International(MAR), Uber(UBER)

Part 4. Magnificent한 매수 기회

AI 경쟁에서의 우위 확보는 선택이 아닌 생존의 문제. 향후 CAPEX 비중이 꾸준히 확대될 영역은 AI 추론(Inference). ASIC/IP/On-device AI chipset의 중장기 성장성이 담보되는 영역. S&P500 내 Magnificent7의 이익 비중은 확대 기조 지속 전망. 그러나 시가총액 비중은 수익성 둔화 우려를 반영해 축소. '시가총액 비중-이익 비중 spread'는 경험적인 매수 영역에 진입. 업종별로는 반도체/장비 업종의 이익 기여도가 대폭 증가(S&P500 내 비중 2025년말 9.0%→2026년말 13.3%)할 전망.



SUMMARY

[US Issue – 유동성] Narrative, 물가에서 성장으로

최근 미국 실질 경기는 고금리, QT 등 제약적 금융 환경과 관세 정책, 지정학적 불확실성 등 비우호적 요소의 누적이 장기화됨에 따라 25년 하반기 SOFR 금등이 반영하는 유동성 고갈, 사모 대출 위기와 같은 체계적 위험 확대 우려로 가시화 중. 현재 고금리-고물가 우려로 점철된 현 증시 Narrative는 12월 연준의 QT 종료와 RMP 개시, 26년 상반기 내 금융 규제 완화 조치에 따른 점진적인 유동성 공급 확대에 따라 저평가 Quality주에 주목할 수 있는 Narrative로 전환될 것으로 전망.

차기 연준 의장 지명자 Kevin Warsh 등판, Michelle Bowman 주도의 금융 규제 완화 등 유동성 우려 완화, 25년 연간 재정 적자 완화에 따른 재정 확대 Room을 고려 시 경기 침체 및 유동성 확대 국면간 Market Outperform을 기대할 수 있는 반도체와 금융을 최선호 업종, IT 하드웨어 & 장비를 차선호 업종으로 제시.

최선호 업종 1. 반도체 – 소외된 주도주의 시간

IT 업종(GICS II; 1) S/W, 2) H/W, 3) 반도체 3개 업종) 내에서도 과거 연준 자산 매입 확대 본격화 국면 시장 대비 아웃퍼폼을 시현한 업종은 반도체 & 반도체장비. 23년 이후 AI 사이클간 최하단에 근접한 밸류에이션, 하반기 본격화하는 차세대 아키텍처 출하 고려시 2분기 비중 확대 유효.

NVIDIA Corporation(NVDA), Broadcom(AVGO), Advanced Micro Devices(AMD)

최선호 업종 2. 금융 – 명백한 정책 지원 사격

25.2Q 분기간 진행될 Michelle Bowman 연준 감독 부의장 주도 금융 규제 완화로 CET1 요구 자본 감소 외 LCR, SLR 비율에 대해 민간 주도 유동성 공급 확대를 통해 경기 성장을 뒷받침할 수 있도록 전향적 조정이 있을 전망. 지난 3월 하순 연준이 제시한 $2,000억 규모 G-SIB 대상 유동성 지원 계획(자사주 매입, 대출 확대, 거래 활성화를 위한)은 정책적 지원과 연관된 연준의 선제적 조치라는 판단.

Goldman Sachs(GS), Morgan Stanley(MS), JPMorgan Chase(JPM)

차선호 업종. IT 하드웨어, 스토리지 & 주변기기 – 스토리지, 서버 인프라 가세

Agent-AI가 견인하는 총 사용량 증가 기반의 가시성, 현재 자산회전율과 밸류에이션 레벨 고려시 스토리지는 지속된 상승세에도 추가 상승 여력을 보유. 여기에 DELL, HPE, SMCI 3사의 서버 인프라 업체와 애플이 26년 본격적인 이익 업사이클 진입해 투자 매력이 높아진 국면.

Western Digital Corporation(WDC), Sandisk Corporation(SNDK), Dell Technologies(DELL)



CONTENTS



[US Strategy] 트럼프가 쓰는 드라마

PART 1	US Exceptionalism의 균열	10
PART 2	중동으로 확산된 패권 전쟁	18
PART 3	OBBBA와 World Cup의 조화	30
PART 4	Magnificent한 매수 기회	40

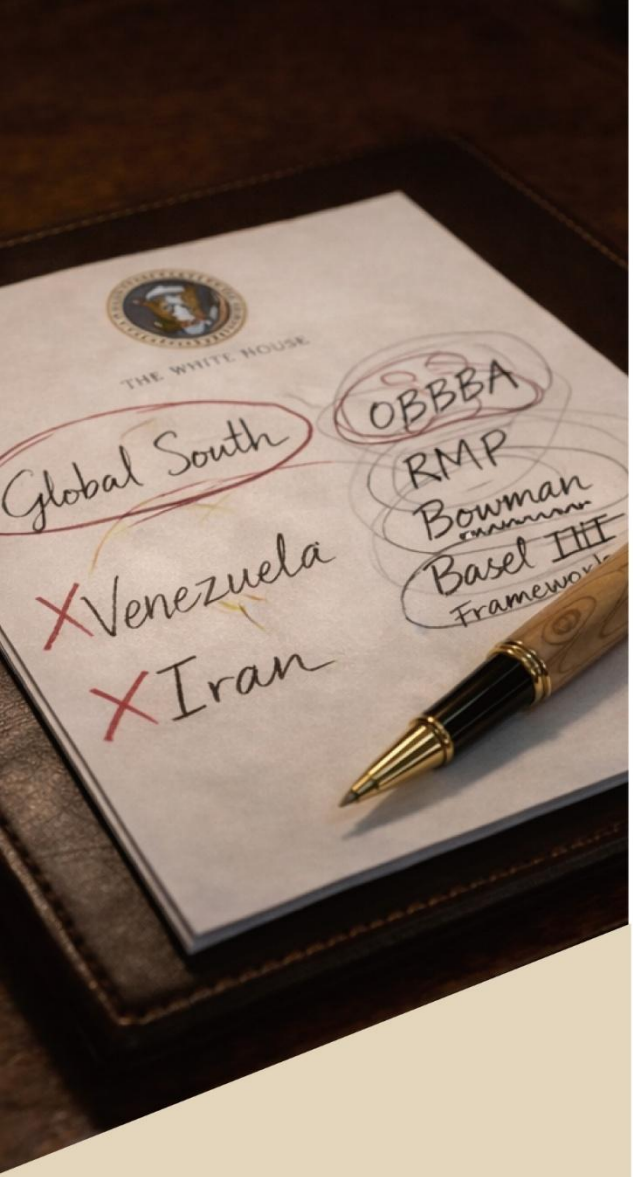
[US Issue – 유동성] Narrative, 물가에서 성장으로

PART 1	유동성 확대 환경 조성	48
PART 2	반도체 – 소외된 주도주의 시간	62
PART 3	금융 – 명백한 정책 지원 사격	72



[US Strategy]

트럼프가 쓰는 드라마

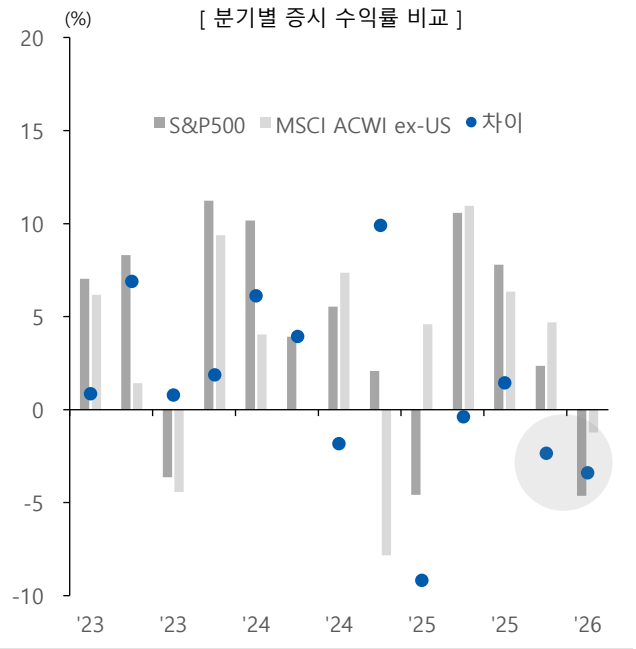


[Part 1. US Exceptionalism의 균열]

Valuation도 Exceptional 했던 미국 증시

- 1분기 미국 증시는 절대적/상대적 성과 모두 부진(1Q 수익률 S&P500 -4.6% vs ACWI ex-US -1.2%). 수년간 지속됐던 Exceptionalism에 균열이 발생.
- 미국 증시는 지수가 EPS의 상승세를 장기간 압도. 이외 CAPE, 시총/GDP 등 다양한 척도에서도 부담 신호가 발신. 연말 연초 S&P500의 12MF PER은 2020년 전고점 수준에 복귀, CAPE는 2000년 9월 이후 최고치로 상승, 시총/GDP는 2003년 집계 후 최고치 기록.

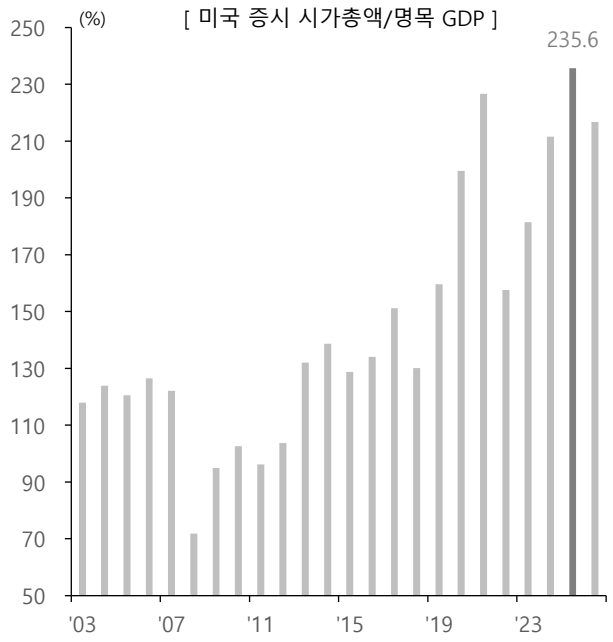
미국 증시는 절대적/상대적 성과 모두 부진



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

PER, CAPE, 시총/GDP 등 다양한 척도에서 모두 부담 신호 발생



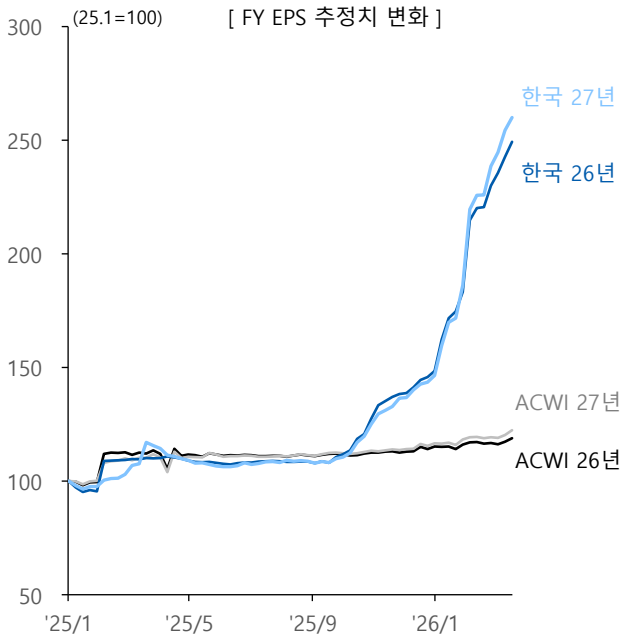


주: 시가총액은 ETF, ADR 제외
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

AI 밸류체인 내 매력적인 대안도 출현. Ex-US 테마에 이례적인 관심

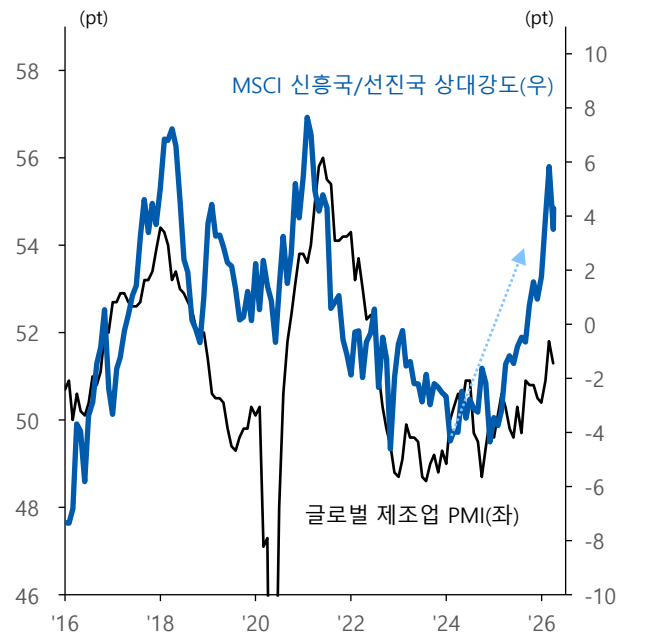
- 누적된 피로감은 대체 자산에 대한 수요를 자극. 대외적으로는 한국, 대만 증시와 같은 매력적인 대안이 출현. Hyperscalers의 CAPEX와 연동된 한국과 대만 증시의 2026년 EPS는 각각 연초대비 +72.5%, +9.6% 상향, 2027년 수치는 +82.1%, +13.6% 상향.
- 연초 급반전된 글로벌 제조업 경기(25년 12월 57.9pt→26년 1월 52.6pt)도 신흥국 증시에 우호적으로 작용.
- 수급 측면에서는 MSCI ACWI ex-US를 추종하는 전략(ACWX ETF)에 이례적인 관심이 조명. 다만 미국 증시에서 대규모 매도세가 출회된데 따른 결과는 아닌 것으로 조사(재무부 TIC data, VOO/IVV/SPY ETF flow 고려).

이익 추정치 상향은 한국이 exceptional



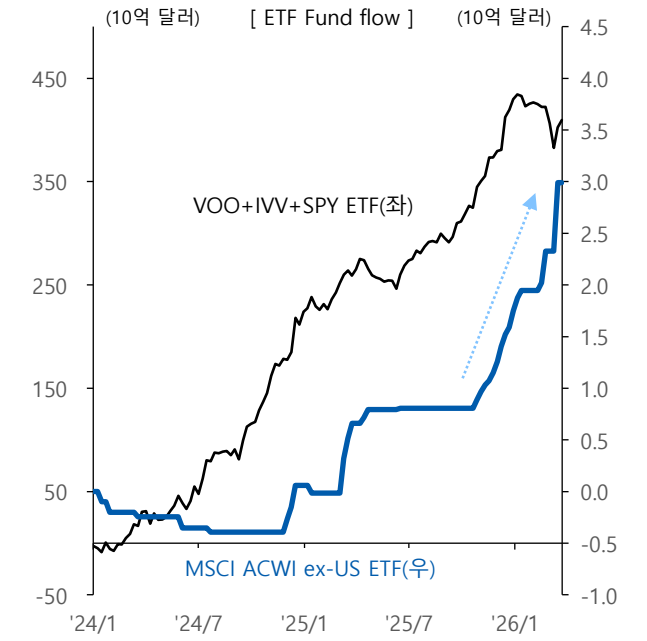
자료: IBES, 유안타증권 리서치센터

글로벌 제조업 경기 회복은 신흥국 증시에 우호적



주: MSCI 신흥국/선진국 상대강도는 기울기 제거 값
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

Ex-US 투자 테마에도 이례적인 관심이 조명

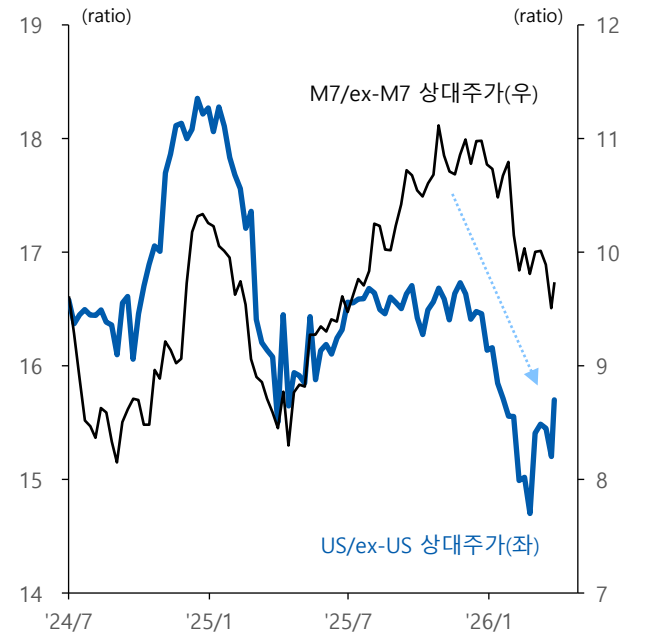


주: VOO, IVV, SPY는 대표 미국 증시 투자 ETF
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

내부의 적은 Magnificent7의 헤게모니 약화 주주환원 축소, 사모대출 우려

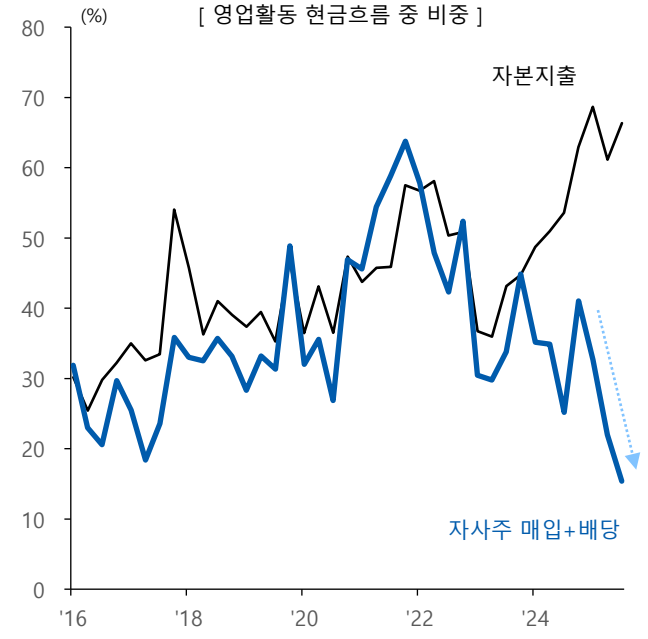
- 내부적으로는 Magnificent7과 기술주의 부진이 미국 증시의 헤게모니를 약화. 'M7과 ex-M7' 주가의 상대강도는 '미국과 ex-미국'의 상대강도와 일치.
- 그동안 막대한 잉여현금을 자사주 매입과 배당으로 환원했던 Big tech들은 AI 주도권을 확보하기 위해 이를 CAPEX로 전환. 그동안 성장성과 주주환원을 동시에 충족했던 매력이 반감.
- Claude cowork 출시로 촉발된 Saas-pocalypse와, 사모대출 시장으로의 충격 확산도 Big tech 주식에 대한 선호도를 약화.

M7의 위상은 미국 증시의 성과와 직결



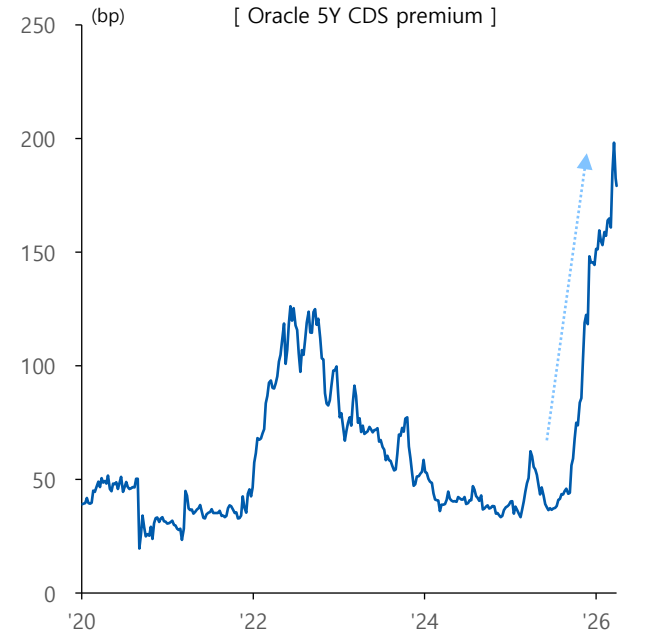
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

Hyperscalers는 잉여현금을 CAPEX로 전환



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

Saas-pocalypse와 사모대출 시장 우려도 Big tech 선호도를 약화

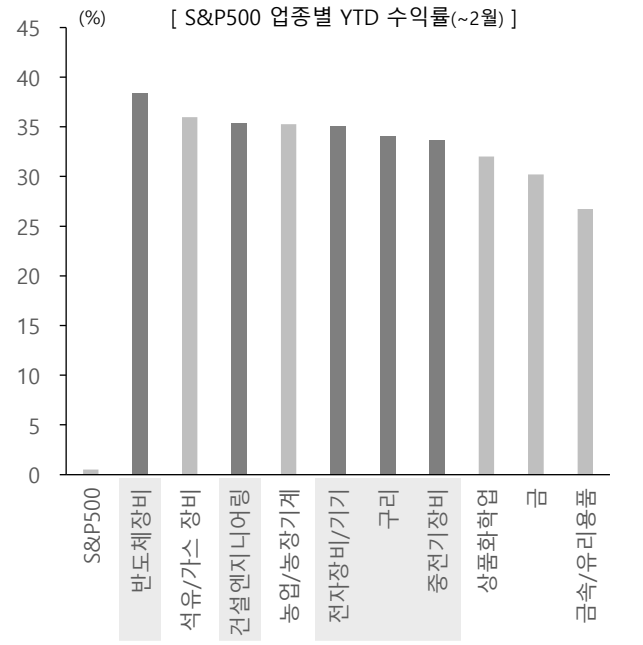


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

OBBBA가 촉진하는 AI CAPEX → AI 인프라 수혜주 부상

- Big tech의 빈자리는 AI 인프라 구축 수혜주(반도체장비 +38.4%, 건설엔지니어링 +35.4%, 전자장비/기기 +35%, 구리 +34.0% 등. 2월 YTD GICS 기준)가 대체. OBBBA가 AI CAPEX를 가속화 할 것이라는 기대감이 반영.
- 2025년 7월 발효된 OBBBA 법안은 '미국 내 생산시설 100% 상각, 반도체 투자세액공제 확대(25%→35%), R&D 비용 전액 공제' 등 기업들의 대규모 자본지출을 촉진하도록 설계.

Big tech의 빈자리는 AI 인프라 구축 수혜주가 대체



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

OBBBA는 기업들의 대규모 자본지출을 촉진하도록 설계

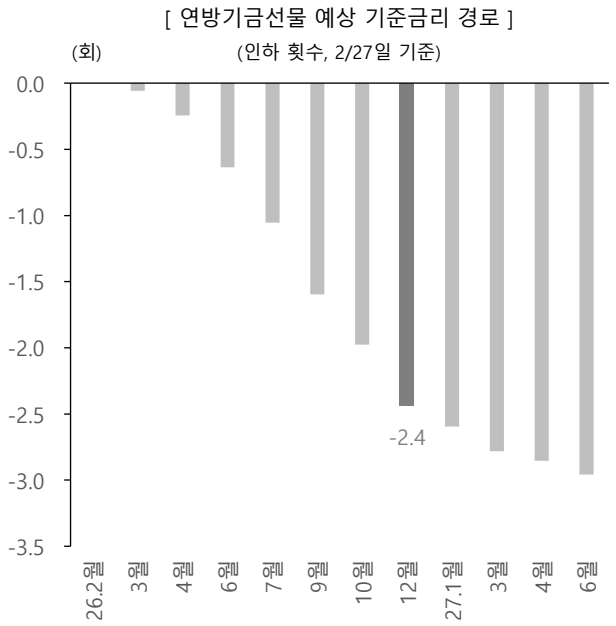
조항		내용	기한
[감가상각 & 자산 투자]			
보너스 감가상각	100% 즉시 전액 공제 Bonus Depreciation	- 2025년 1월 20일 이후 취득 또는 사용 개시된 적격 유형자산(기계/장비/차량 등)을 취득 연도에 100% 비용으로 즉시 공제 - TCJA에서 매년 20%씩 단계 축소 중이던 것을 완전 복원	영구
제조 시설	생산 시설 100% 즉시 공제 Qualified Production Property §168(n)	- 미국 내 제조/생산에 활용되는 비주거용 부동산(공장 등)의 취득 원가 100% 즉시 공제 - 통상 39년 감가상각 대상이던 구조물에 적용 - 착공: 2025년 1/19일~2028년 12/31일, 사용 개시: 2030년 12/31일 이전	한시
[R&D & 이자 비용]			
R&D 비용	국내 연구개발비 즉시 전액 비용처리 §174A	- 2024년 이후 발생 국내 R&D 비용 즉시 전액 공제 복원(TCJA의 5년 분할 상각 폐지) - 2022~2024년 분할 상각분도 소급 일괄 공제 선택 가능(소기업은 2021년까지 소급)	영구
이자 비용 제한	사업 이자비용 공제 한도 완화 §163(j)	- EBIT 기준 30% 상한 → EBITDA 기준으로 전환 - 부채 조달 투자 시 세 부담 완화 효과	영구
[반도체 & 제조업 세액공제]			
반도체	반도체 제조시설 투자세액공제 확대 Advanced Manufacturing ITC	- 반도체/반도체 제조장비 생산 시설 투자에 대한 세액공제율을 25%→35%로 상향 - 2026년 1/1일 이후 사용 개시 자산부터 적용 - 미국 내 첨단 제조 투자 유치 촉진	영구

자료: 유안타증권 리서치센터

연준의 보호 아래에서는 모두 사소했던 문제

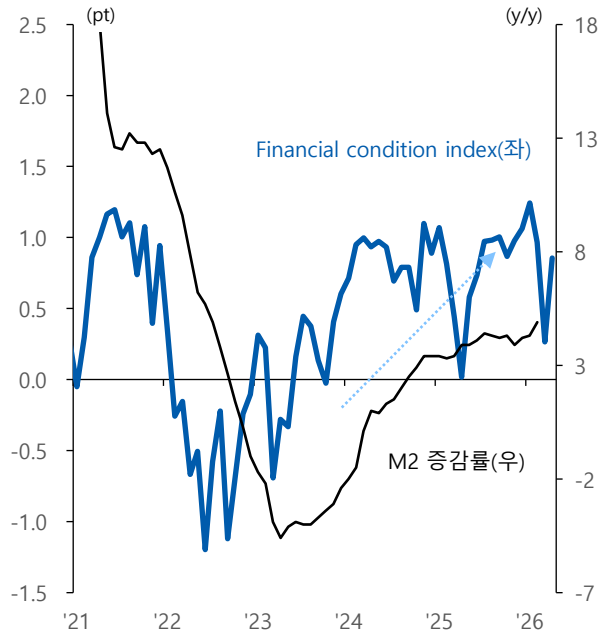
- 기존 미국의 2026년 유동성 환경은 완화적인 수준이 예상. 연초 연방기금선물은 2026년 2회 이상(-57bp)의 기준금리 인하 가능성을 반영.
- 연준은 2025년 12월 RMP 프로그램을 가동, 월 400억 달러 규모의 유동성(단기국채 매입)을 공급 중. M2 증감률과 Financial condition index도 상승 기조 유지. 이는 Big tech의 부진과 사모대출 부실 우려에도 불구하고 S&P500 목표치가 상향됐던 근거.

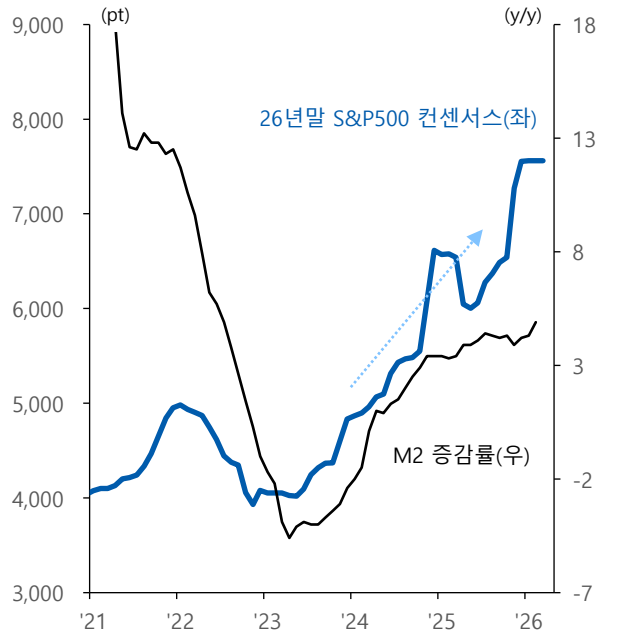
연초에는 최소 2회 기준금리 인하가 예상



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

완화적인 유동성 환경은 낙관적인 증시 컨센서스가 형성됐던 기반



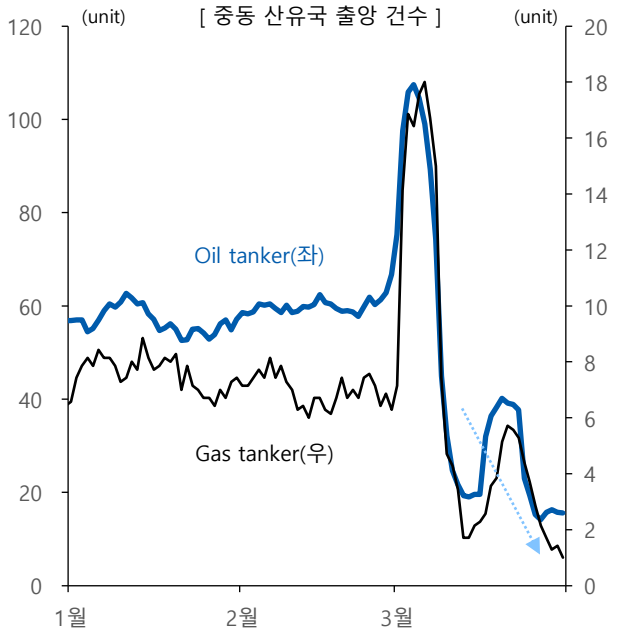


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

익숙했던 중동 문제. 호르무즈 해협 봉쇄로 격변

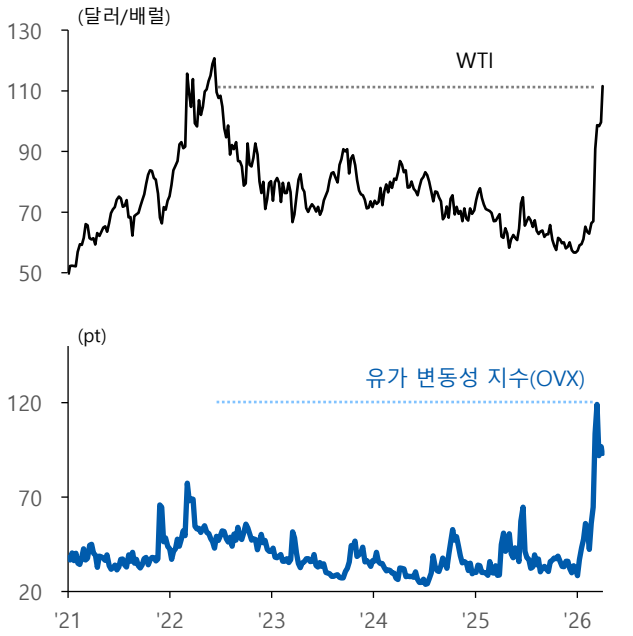
- 그러나 상황은 미국이 이란 수뇌부 제거에 가담하면서 급변. 2025년 6월의 '12일 전쟁(이란 핵시설 공습)', 2026년 1월의 '확고한 결의(마두로 대통령 체포)' 당시와 달리, 이번 작전은 이란의 호르무즈 해협 봉쇄로 격화되면서 높은 유가 변동성을 초래 중.
- 중동 6개 산유국의 Oil tank 출항 건수는 2월 평균 60건→3월 말 16건, Gas tank는 7건→1건으로 급감. 유가 변동성 지수(OVX)는 2022년 러시아의 우크라이나 침공 당시 수준을 대폭 상회 중.
- 원유 선물 시장에서는 고유가 장기화 가능성을 반영, '2026년 8월까지 80달러 이상의 WTI 유가'를 상정한 거래가 진행 중.

중동의 항만은 호르무즈 해협 봉쇄 후 기능 상실



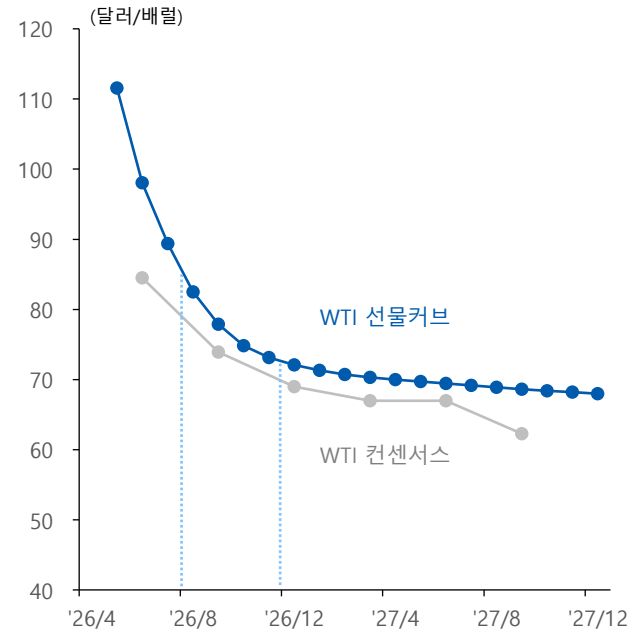
주: Saudi Arabia, UAE, Qatar, Kuwait, Iraq, Bahrain
자료: Lloyd's List Intelligence, 유안타증권 리서치센터

유가 변동성 지수는 러시아-우크라이나 전쟁 초기를 상회



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

원유 선물 시장은 고유가 장기화 가능성을 반영 중

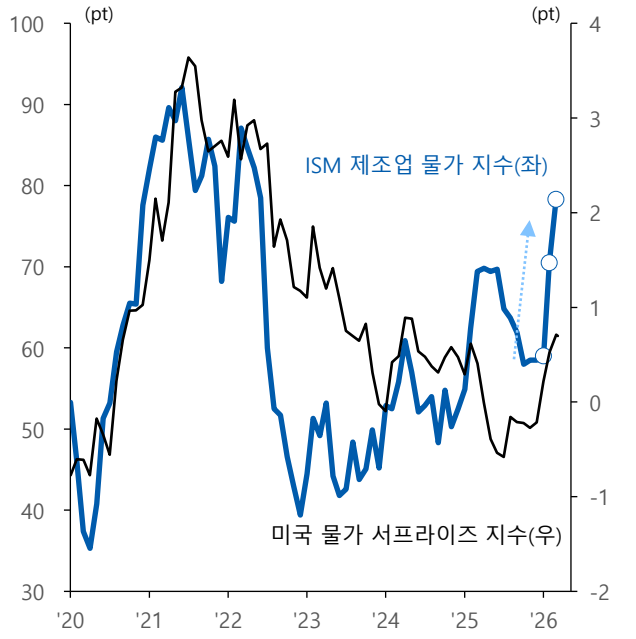


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

관세 효과에 더해진 에너지 가격 급등. 중앙은행들의 스탠스도 빠르게 변화

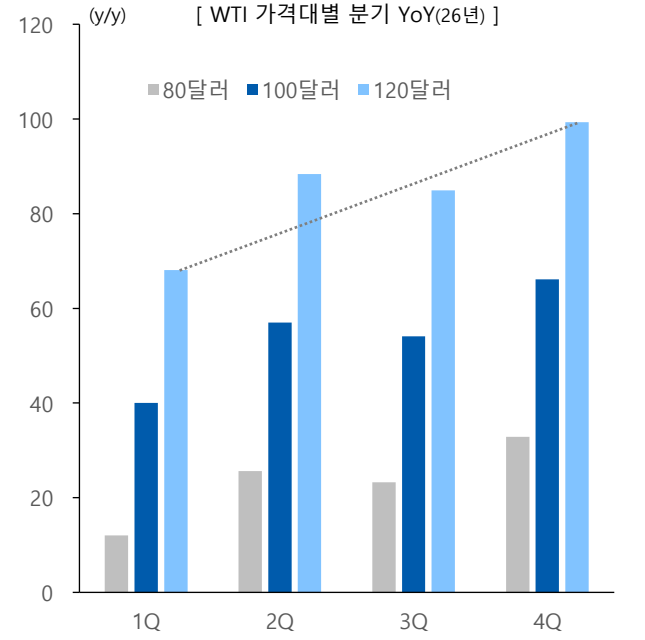
- 미국은 관세 인상분도 물가에 전가되기 시작. ISM 제조업 물가 지수는 1월 59.0pt→2월 70.5pt(3월 78.3pt), CPI에 선행하는 PPI는 1월 2.9%→2월 3.4%로 상승. 2025년 국제유가가 상고하저 패턴(WTI 분기 평균: 1Q $71.4, 2Q $63.7, 3Q $64.9, 4Q $60.2)을 보였다는 점을 고려하면, 하반기 인플레이션 압력은 더욱 높아질 것.
- 금융시장은 글로벌 중앙은행들의 스탠스 변화 가능성을 반영하기 시작. Fed는 2026년 2회 기준금리 인하가 예상되었으나, 현재는 동결로 전환. ECB는 +70bp, BOE는 +50bp 인상 가능성이 반영 중(OIS 내재금리). RBA(호주)는 이미 2월 기준금리를 인상.

후행적으로 물가에 반영되기 시작한 관세 여파



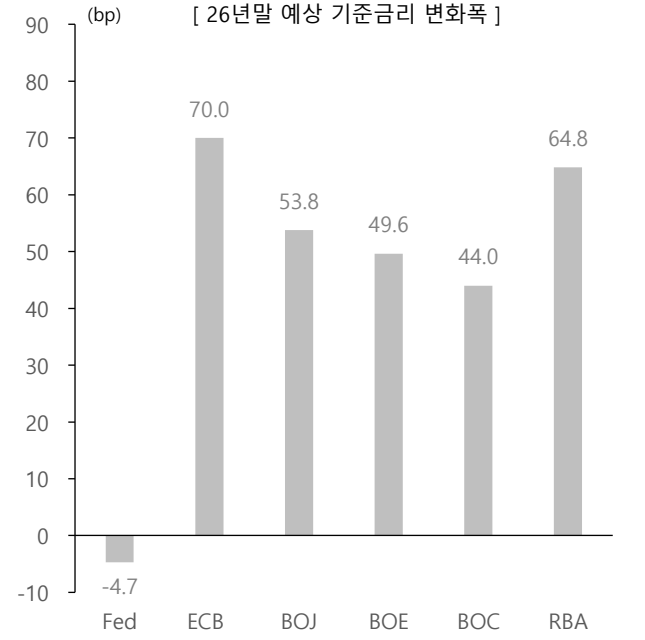
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

인플레이션 압력은 하반기에 더욱 높아지는 구조

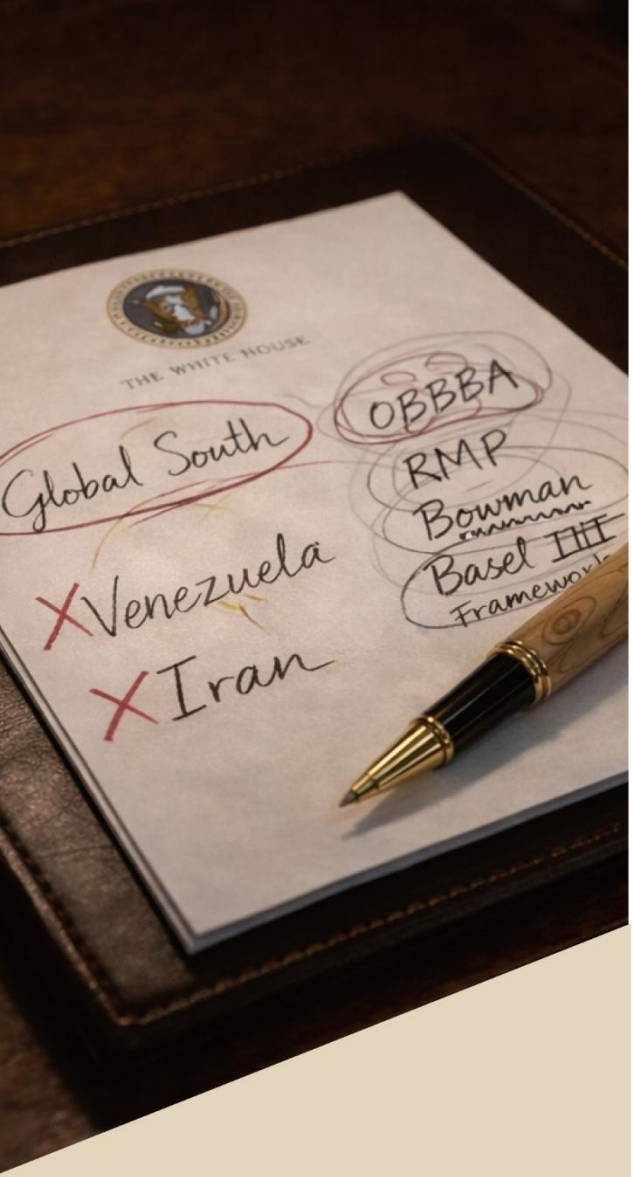


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

주요국의 26년말 기준금리 전망치는 대폭 상향



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

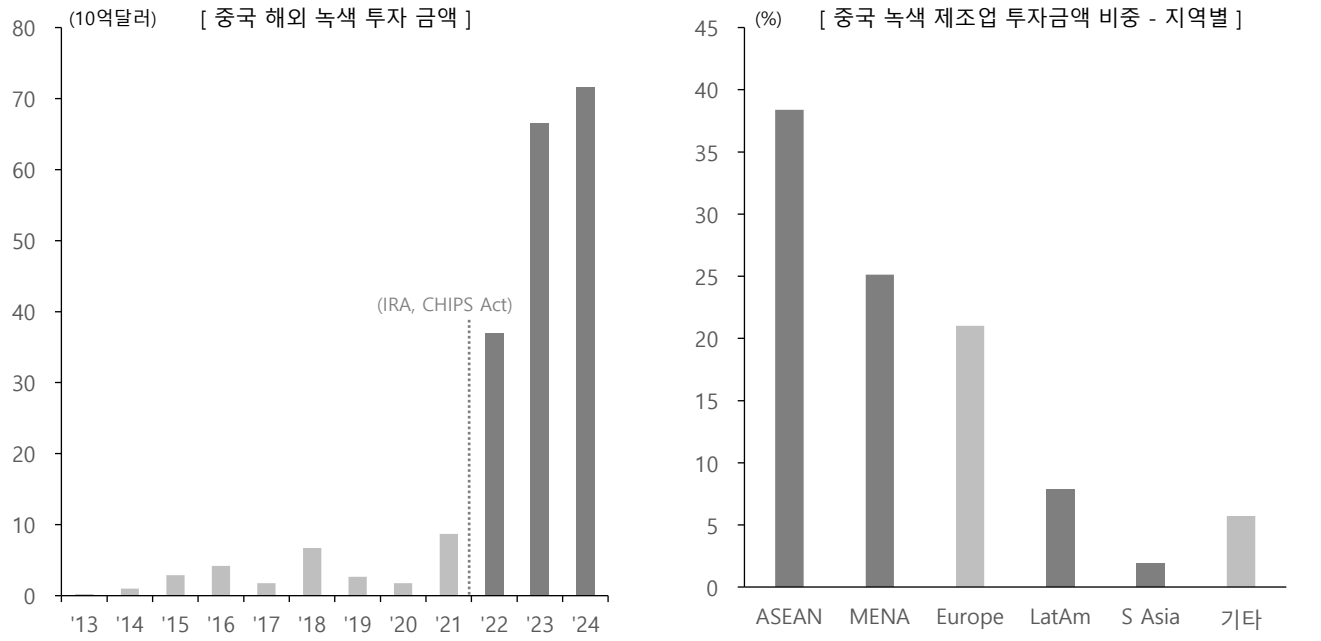


[Part 2. 중동으로 확산된 패권 전쟁]

Global South로 뻗어 나가는 중국 vs 저지에 나선 미국

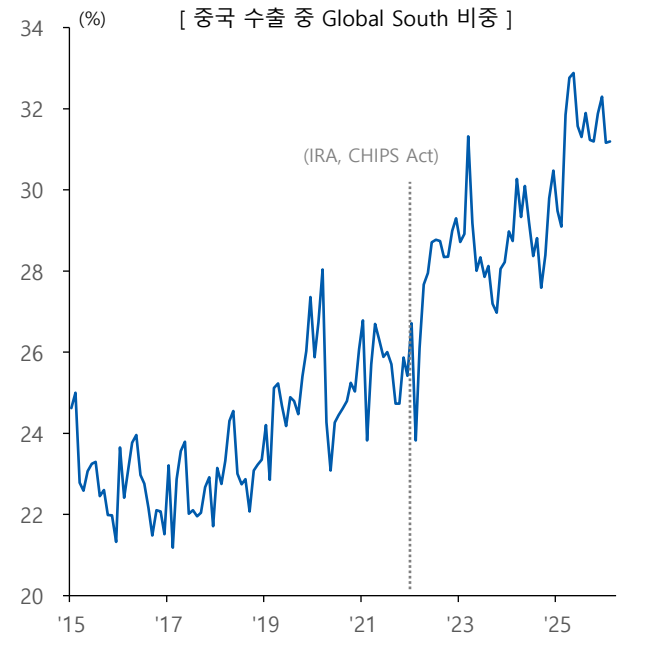
- 미국은 2026년 11월 중간선거가 예정. 그럼에도 트럼프 대통령이 이란 공습을 감수한 것은 1) 중국의 Global South 공략 및 자원 블록화 저지, 2) 2기 집권 후 최저치로 하락한 지지율 반전을 위한 것으로 판단.
- 중국은 IRA와 CHIPS act가 발효된 2022년 이후 녹색 기술을 활용한 Global South 공략을 가속화. 전체 누적 투자액의 86.9%(1,981.7억 달러), 프로젝트 건수 중 82.4%(380건)가 2022년 이후 집행. 미국의 경제 블록화에 대항하는 지정학적 생존 전략.

중국은 IRA와 CHIPS Act 발동 이후 Global South 공략에 박차



자료: netzeropolicylab, 유안타증권 리서치센터

Global South와의 교역 비중도 급격하게 증가



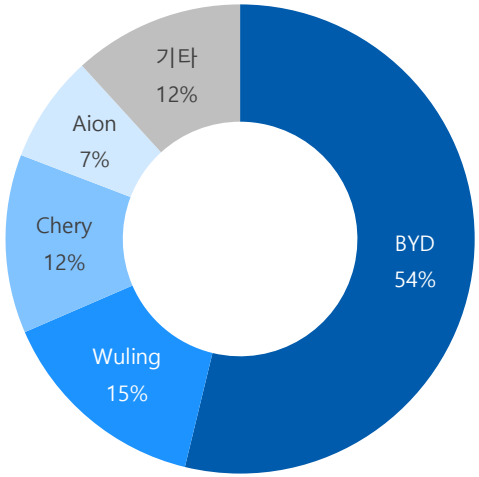
자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

중국의 Global South 전략 → 시장 선점과 자원 동맹

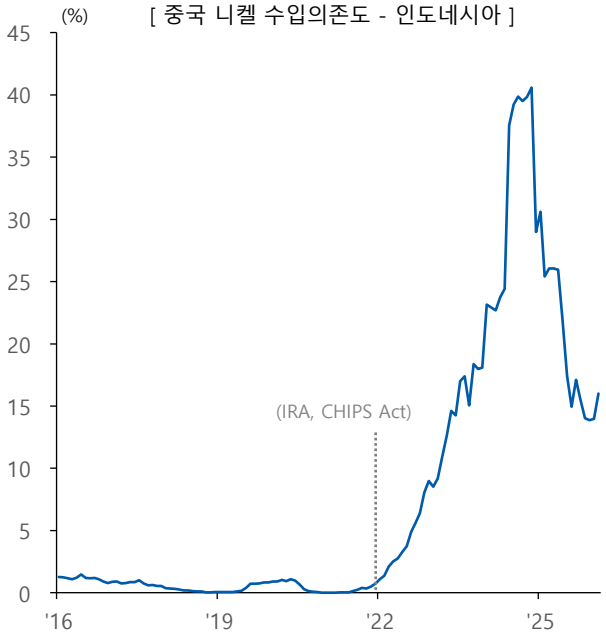
- 중국은 Global South 공략을 통해 1) 시장 선점 효과(Smart grid, EV 충전소 등 자국의 기술 표준 이식 → 장기적인 의존 관계 구축), 2) 자국의 공급과잉 해소(전기차, 배터리, 태양광 패널 등 신규 수출 시장 개척), 3) 자원 동맹(인도네시아산 니켈, 이란산 원유 수입 등)을 도모. 인도네시아 전기차 판매량 중 중국산 비중 88.2%(25년 1~7월), 중국의 인도네시아산 니켈 수입 급증이 성공적인 사례.
- 그동안 미국의 제재를 받았던 이란과 베네수엘라는 중국의 원유 공급 동맹국으로 발돋움. 미국이 이 지형에 변화를 꾀한 것.

중국의 인도네시아 전기차 시장 점유율은 88.2%, 니켈 수입의존도는 한때 40%를 상회

[인도네시아 순수 전기차 판매 점유율(25년 7월 YTD)]



[중국 니켈 수입의존도 - 인도네시아]



자료: GAIKINDO, CEIC, 유안타증권 리서치센터

25년 이란 원유 수출의 89.5%는 중국향

[이란 원유 수출]

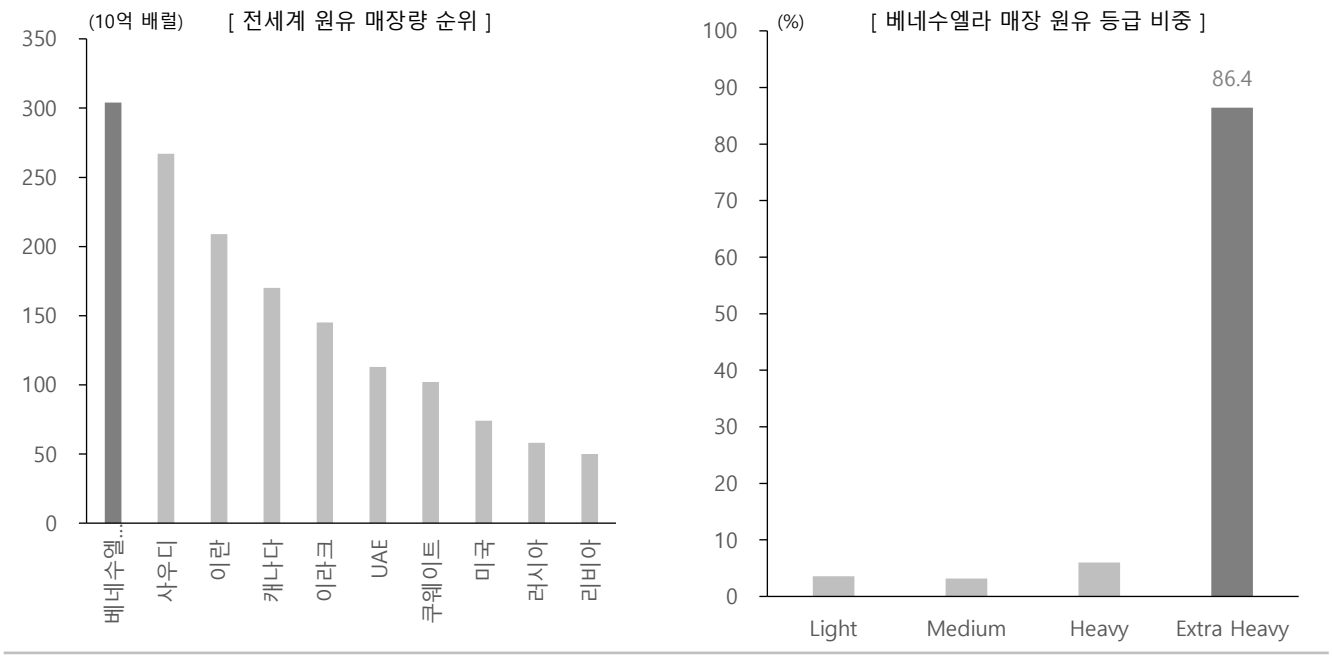


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

베네수엘라를 두고 볼 수 없었던 이유 → 세계 최대 원유 매장량

- 베네수엘라 정권 교체는 중국으로의 원유 수출을 차단하는 것 이상의 의미를 보유.
- 베네수엘라의 원유 매장량은 3,040억 배럴로 전세계 1위. 그러나 매장량의 86.4%가 원유 밀도(API)가 낮고, 황 함량이 높은 초중질유(Extra Heavy) 등급으로 구성. 대표 유종인 'Merey16' 역시 API 16도, 황 함유량 2.4~3.4% 내외의 중질유. 결국 고도화된 정제 설비가 필수적.

베네수엘라의 원유 매장량은 세계 1위. 그러나 고도화된 정제 설비가 필요한 초중질유로 구성



자료: EIA, CEIC, 유안타증권 리서치센터

대표 유종인 Merey16의 API는 WTI의 절반에도 못 미치는 수준

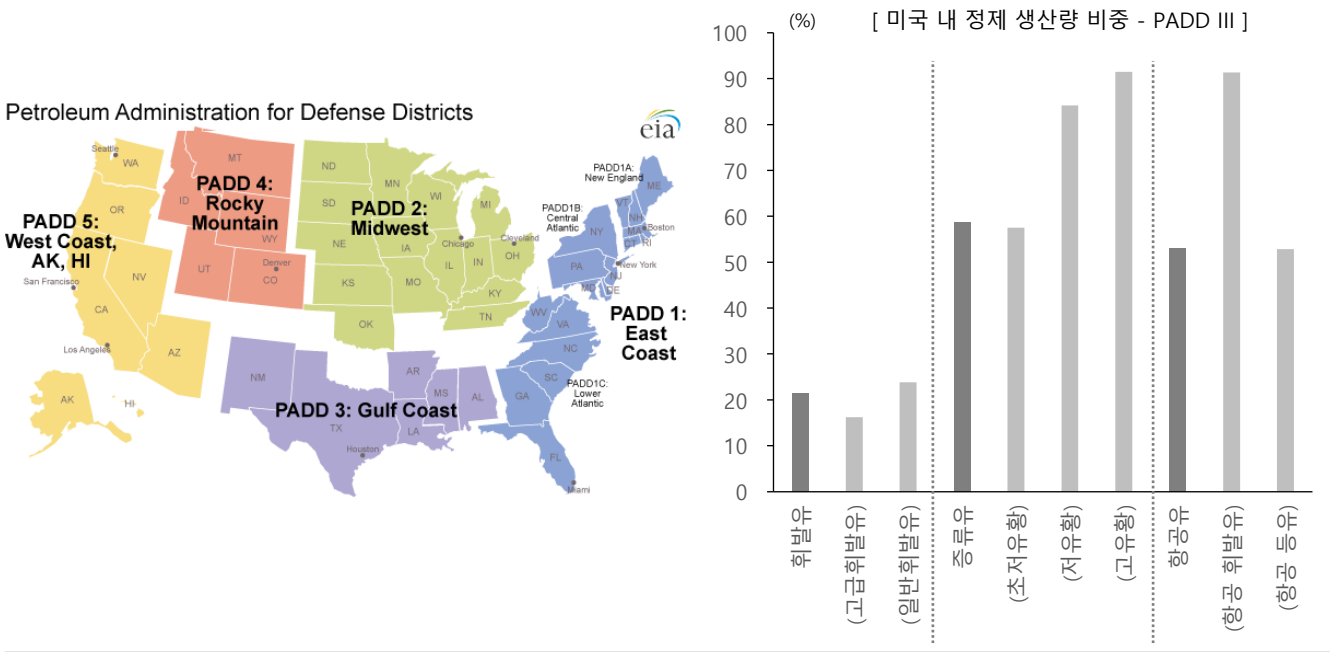
Grade	API	Sulfur (wt%)	Vanadium (ppm)	Viscosity (cSt)
Venezuelan Grades				
Merey 16	**16.0**	**2.4-3.4**	**262-400**	**513**
Boscan	10.1	5.4	1,000-1,200	11,233
Bachaquero-13	12.2	2.8	442	48.6
Mesa 30	30.5	0.85	38	7.29
Furrial	28.5	1.1	68	11.9
Santa Barbara	36.0	1.0	-	-
Sweet Benchmarks				
WTI	39.6	0.24	Low	Low
Brent	38.0	0.37-0.40	Low	Low
OPEC Basket	~32-34	~0.90-1.20	Moderate	Moderate

자료: S&P Global Platts, 유안타증권 리서치센터

고도화된 정제 시설을 갖춘 미국 Gulf coast(PADD III). 지리적으로도 근접

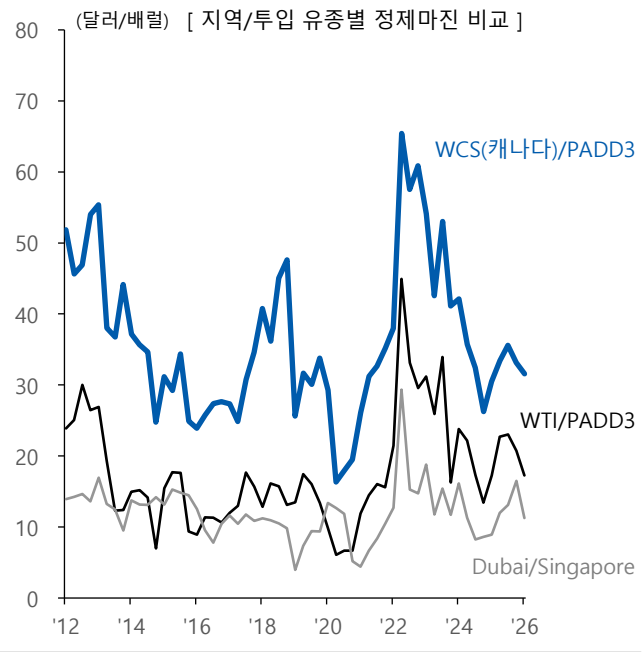
- 미국은 Gulf coast(PADD III)에 중질유 처리에 특화된 고도화된 정제 시설(Coking, Hydrocracking)을 보유. 과거 멕시코, 캐나다, 베네수엘라산 저품위 중질유를 가공하기 위해 증설. 미국 전체 고유황 증류유의 91.5%, 항공 휘발유의 91.4%가 이곳에서 처리.
- 베네수엘라산 초중질유는 Brent 대비 약 15달러/배럴 할인 거래. 지리적으로 인접한 PADD III 지역으로의 해상 운송비(약 3달러/배럴)를 차감해도, Brent 대비 약 9달러/배럴 저렴한 가격에 원료 확보 가능. PADD III의 정제마진이 국내외 타 지역 대비 높은 이유.

미국은 남부 지역에 중질유 처리에 특화된 정제 시설을 보유. 미국 고유황 증류유의 91.5%를 담당



자료: EIA, 유안타증권 리서치센터

저렴한 중질유 처리는 높은 정제마진으로 연결



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

재무부는 베네수엘라 정권 교체 직후 원유 관련 제재를 해제

- 미국 재무부 해외자산통제국(OFAC)는 니콜라스 마두로 대통령 축출 직후 General License 46A를 발급, 베네수엘라산 원유 수입과 거래를 허용. 3월에는 미국 기업들의 에너지 인프라 재건 참여와 기자재 수출을 승인. 기존 제재 대상이었던 PdVSA(국영석유기업)의 채권 매입도 허용.
- 반면 '행정명령 14373호(Safeguarding Venezuelan Oil Revenue)'로 미국의 적대국과 중국 자본은 완화 조치에서 배제되었으며, 베네수엘라의 모든 석유 판매 대금은 미국에 예치하도록 통제. 결국 미국의 기업들에게 독점적인 사업 기회를 제공하겠다는 것.

미국 재무부는 마두로 대통령 축출 후 원유 수출입 및 투자 제한을 즉시 해제

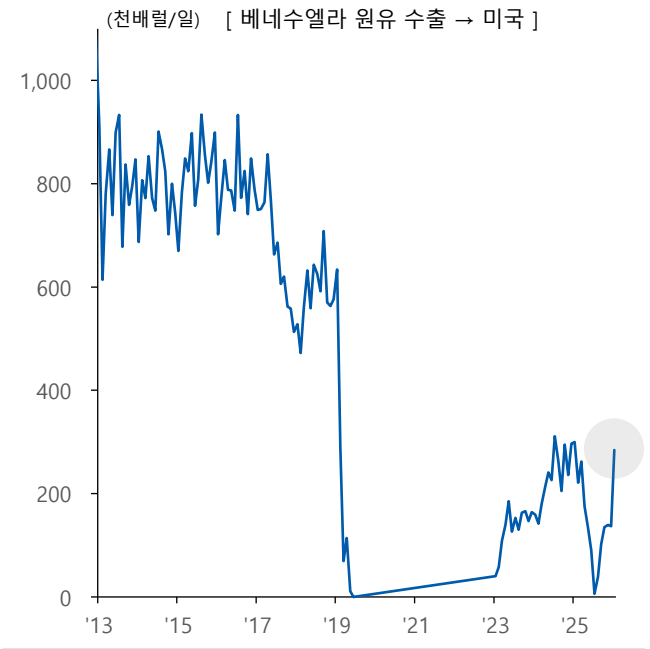
구분		내용	License	시행일
에너지	원유 수출입 허용	미국 기업의 베네수엘라산 원유 리프팅, 판매, 운송 허용	GL 46A	2/10일
	투자 허용	PDVSA와의 합작 투자(JV) 형성, 유전 탐사 및 신규 채굴 사업 허용	GL 52	3/18일
	석유화학/비료 거래 허용	원유 외 석유화학 제품 및 비료의 수출과 관련 거래 허용	GL 46B	3/13일
	희석제 반입 허용	베네수엘라 중질유 가공에 필수적인 미국산 희석제(Diluent)의 베네수엘라 반입 허용	GL 47	2/3일
	기술/장비 공급	시추 장비, 유지보수 부품, 미국산 석유 공학 소프트웨어 공급 허용	GL 48	2/10일
	사전 협상 승인	투자를 위한 조건부 계약 체결 및 공식 협상 권한 부여	GL 49A	3/13일
인프라	물류 정상화	베네수엘라 내 모든 항만, 공항 이용 및 운영과 관련된 금융 거래 허용	GL 30B	2/10일
		에너지 인프라 재건을 위한 미 기업의 참여 및 기자재 수출 승인		3/13일
금융/기타	채권 거래 허용	PDVSA 2020 8.5% 채권 등 특정 국채의 매매 및 담보권 행사 허용	GL 5V	3/19일
		NGO 및 국제기구의 베네수엘라 내 활동 관련 모든 금융 제재 면제		
*통제 장치	에스크로 계좌 강제	판매 대금은 반드시 미국 내 '외국 정부 예치 기금'에 예치		
	미국법 준거	모든 계약의 효력과 분쟁 해결은 베네수엘라법이 아닌 미국법 적용		
	적대국 및 중국 자본 차단	중국, 러시아, 이란, 쿠바, 북한 배제		

자료: 유안타증권 리서치센터

저렴하고 안정적인 수급처가 확보된 Valero Energy와 Marathon Petroleum

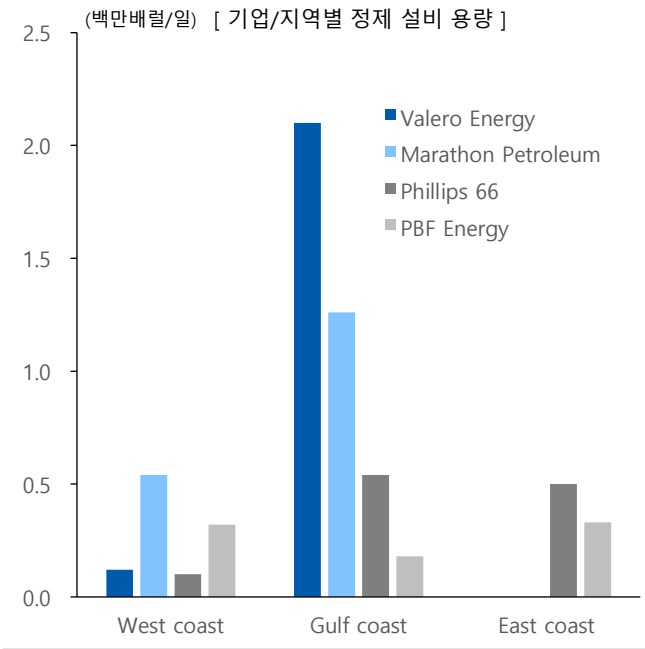
- 미국의 1월 베네수엘라산 원유 수입량은 전월 13.7만 배럴/일→28.4만 배럴/일로 급증하며 기민하게 반응. 1990년대 전성기 수입량은 200만 배럴/일, 2019년 경제 제재 이전은 80만 배럴/일 내외. 베네수엘라의 에너지 산업 복원에는 시간이 소요되겠으나, 미국 정부가 의도하는 경로.
- Gulf coast에 대규모 정제 설비를 보유한 Valero Energy(VLO)와 Marathon Petroleum(MPC)가 대표 수혜 기업. Valero Energy의 2026년 예상 EPS는 연초대비 +52.4%(2027년 +38.2%), Marathon Petroleum는 +40.7%(+34.5%) 상향.

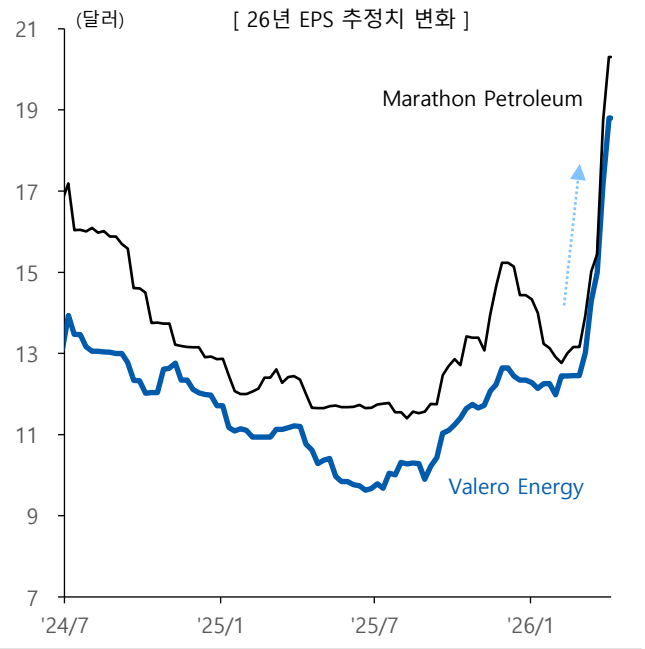
미국의 베네수엘라산 원유 수입은 단기간에 급증



자료: EIA, 유안타증권 리서치센터

VLO와 MPC는 Gulf coast에 대규모 정제 설비를 보유



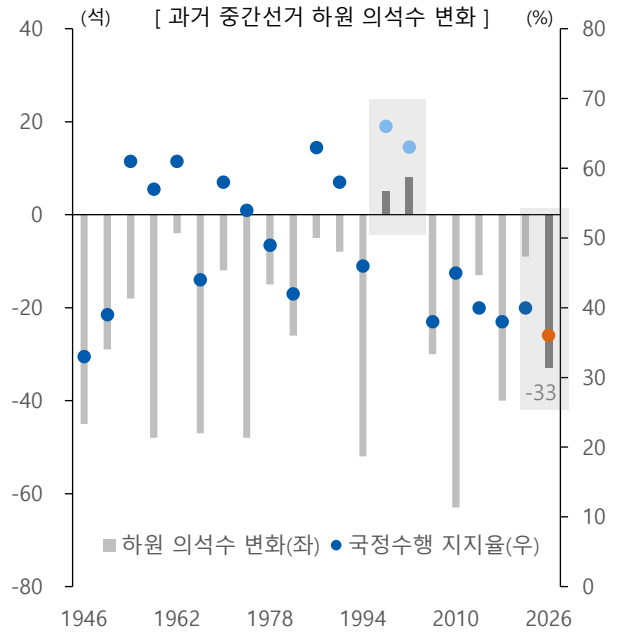


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

이대로는 과반 지위 상실이 확정적. 레임덕을 막기 위한 반전 카드가 필요

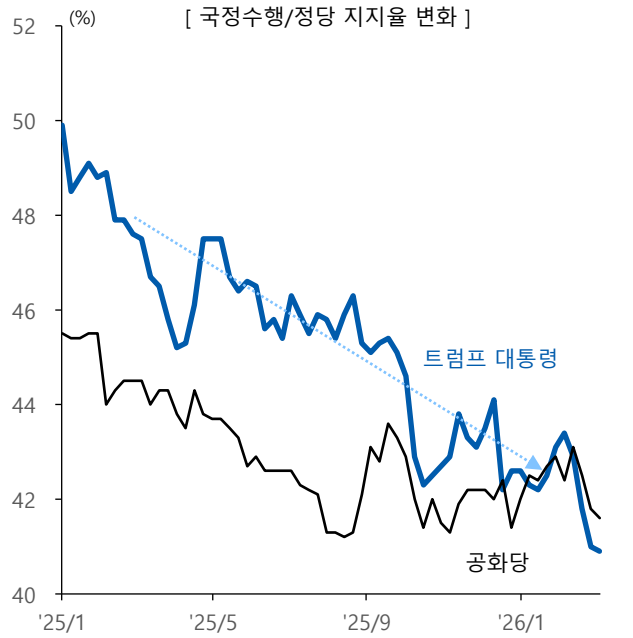
- 미국의 중간선거는 집권당의 패배 경험이 압도적. 1946년 이후 치러진 20번의 중간선거 중 집권당의 의석수는 18번 감소. 2번의 승리 사례는 1998년 클린턴과 2002년 조지 부지 행정부. 공통점은 지지율이 65% 이상이었다는 점.
- 현재 공화당의 지지율은 41.6%(vs 민주당 47.6%), 트럼프 대통령의 국정수행 지지율은 40.9%로 임기 중 최저치. '현재 지지율과 기존 의석수'를 고려할 때, 2026년 중간선거에서 공화당의 상원 의석수는 53석→43석(/100석), 하원 의석수는 218석→185석(/435석)으로 감소할 것으로 추정. 결국 상원과 하원에서 모두 과반의 지위를 상실하면서 레임덕으로 전락할 소지.

지난 20번의 중간선거 중 18번은 집권당이 패배



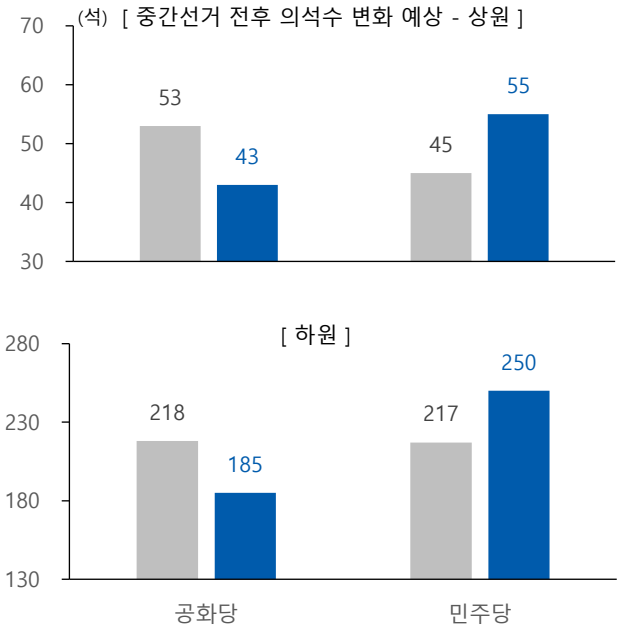
자료: The American Presidency Project(UCSB), 유안타증권 리서치센터

트럼프 대통령의 지지율은 임기 중 최저치



자료: Real Clear Politics, 유안타증권 리서치센터

상원과 하원 모두 과반 지위 상실 예상

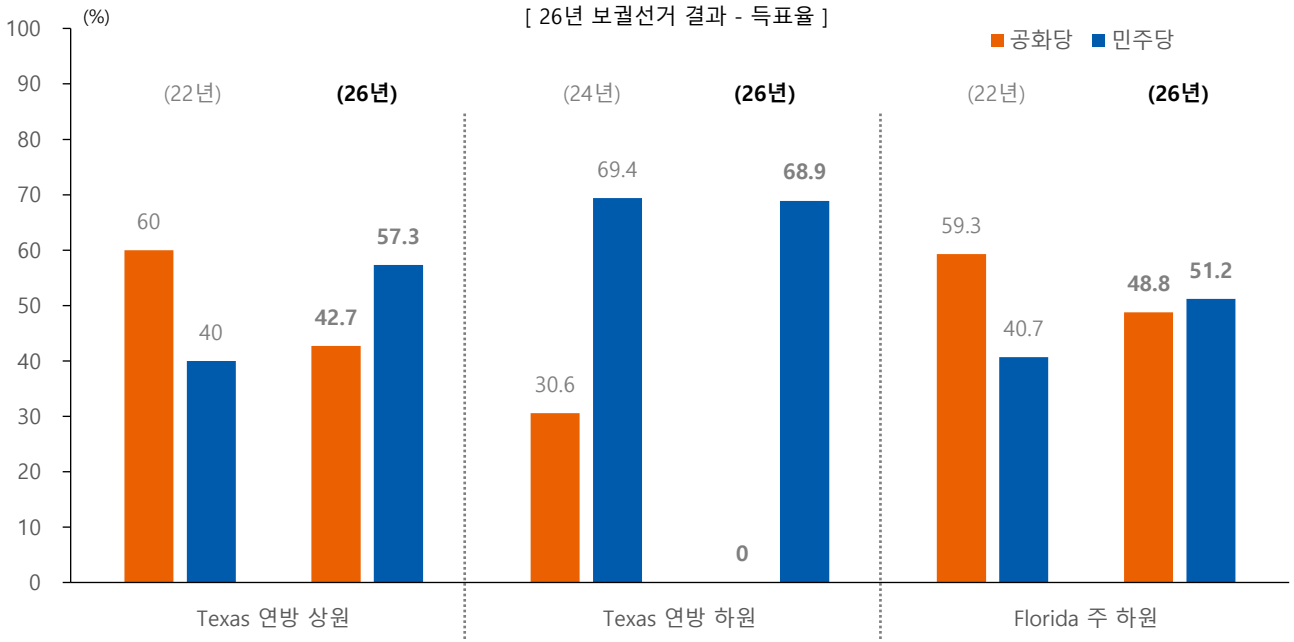


주: 하원은 435석 모두 투표 대상. 지지율과 기존 의석수 고려
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

냉담한 민심이 확인된 보궐선거. 물가 안정이 가장 중요한 과제

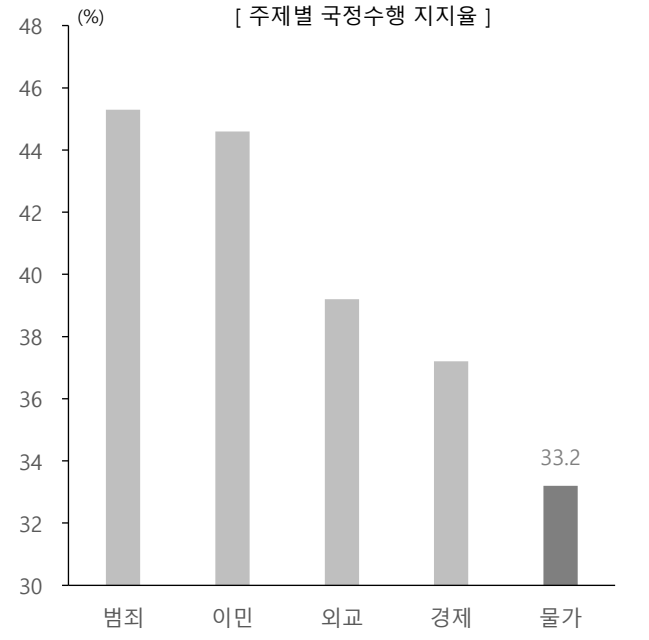
- 냉담한 민심은 연초 보궐선거에서 재차 확인. Texas 연방 상원과 Florida 주 하원에서는 민주당이 의석을 탈환, Texas 연방 하원에서는 공화당 후보가 결선 진출에도 실패하면서 민주당이 의석을 유지.
- 주제별로 보면 물가에 대한 불만이 가장 큰 것으로 조사. 이는 2024년 대선에서 트럼프 대통령이 해리스 후보에 승리한 배경.

공화당은 연초 Texas 연방 상하원, Florida 주 하원 보궐선거에서 모두 패배



주: Texas 연방 하원 보궐선거는 공화당 후보 결선 진출 실패
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

물가에 대한 불만은 트럼프 대통령이 승리했던 배경



자료: Real Clear Politics, 유안타증권 리서치센터

위기 조장(기저) → 극적 해소 → 유능한 대통령

- 트럼프 대통령은 최대 압박 후 거래를 풀어나가는 방식을 선호. 이란 전쟁은 '일시적인 위기 조장(기저 마련) → 극적인 해소' 과정을 통해 본인의 유능함을 강조할 수 있는 기회. *이란 핵 위협 해소, 이란의 선거 개입 차단, 호르무즈 해협 통제권 확보, 전쟁 승리/중재자*
- 연계하기 적합한 성과도 존재. 트럼프 대통령은 취임 당일 '국가 에너지 비상사태(National Energy Emergency)'를 선포. 연방 토지/해역 시추 규제 완화, 셰일가스/오일 생산 확대, 환경 규제 축소 등 에너지 생산을 확대할 수단을 마련.

취임 당일 선포한 '국가 에너지 비상사태'와 후속 조치에는 에너지 생산을 확대할 다양한 수단이 포함

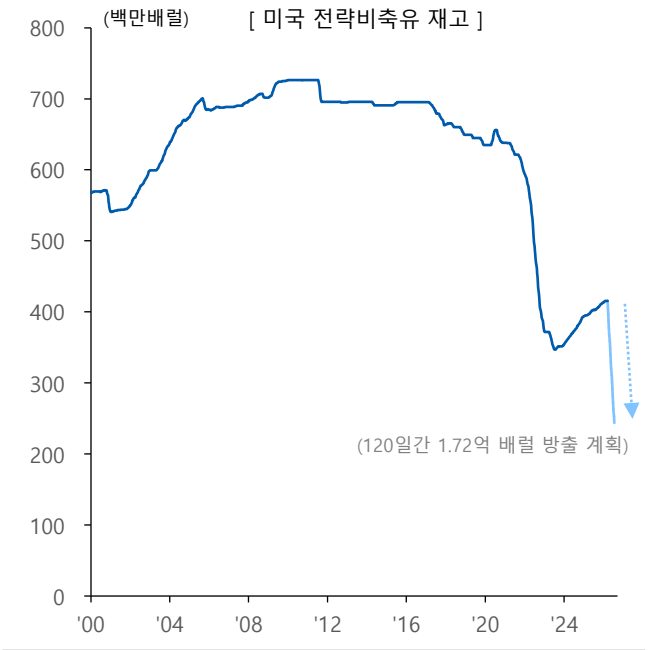
구분	내용	시행일
행정/규제 혁신		
국가 에너지 비상사태 선포	- 행정명령 14156 국가 에너지 비상사태 선포. 에너지 생산·수송을 가로막는 규제 철폐를 위한 비상 권한 발동	25년 1/20일
NEPA 규제 간소화	- 1977년 환경보호 관련 행정명령 11991 즉시 폐지. 30일 내 CEQ(환경품질위원회)에 NEPA 가이드라인 제출 지시	25년 1/20일
허가 절차 단축(28일)	- 환경영향평가(EIS) 검토 기간을 기존 수년에서 최대 28일로 단축 계획(내무부)	25년 4/23일
LNG 수출 재개	- 바이든 행정부가 2024년 1월 중단했던 비-FTA 국가 대상 LNG 수출 터미널 승인 절차 전면 재개	25년 1/20일
IRA·인프라법 자금 검토	- 인플레이션 감축법(IRA)과 인프라투자법의 기후 관련 지출 즉시 동결 후 90일간 검토 지시 - 2025년 9월, 바이든 행정부의 '그린 뉴딜 어젠다' 관련 미집행 예산 130억 달러 이상 취소	25년 1/20일
규제 대규모 철폐	- 에너지부(DOE), 역대 최대 규모의 규제 철폐 계획 발표 - 소비자 비용을 높이는 47개 규정 삭제 제안, 예상 절감액 110억 달러	25년 5월
소비자가전 규제 철폐	- 전기모터, 선풍기, 제습기, 외부 전원장치 등 4개 부문 에너지 효율 기준 철폐	25년 3월
시추 지역 확대		
알래스카 ANWR 개방	- 환경 보호를 이유로 폐쇄되었던 알래스카 국립 야생보호구역(ANWR) 시추권 재개방 지시	25년 1/20일
알래스카 NPR-A 개방	- 알래스카 국가석유보전지역(NPR-A)에서의 시추 활동 재개	25년 1/20일
해상 시추 구역 확대	- 캘리포니아/플로리다 연안 포함 약 12.7억 에이커 규모 해상 부지를 시추 후보지로 발표 - 캘리포니아 연안은 1984년 이후 최대, 플로리다 동부 걸프는 1995년 이후 최대 규모	단계적 시행
연방 토지 시추 허가 급증	- 2025년 6,106건의 시추 허가(APD) 승인	25년

자료: 유안타증권 리서치센터

압도적인 승리든, 극적인 평화든 2분기 중에는 국면 전환이 필요

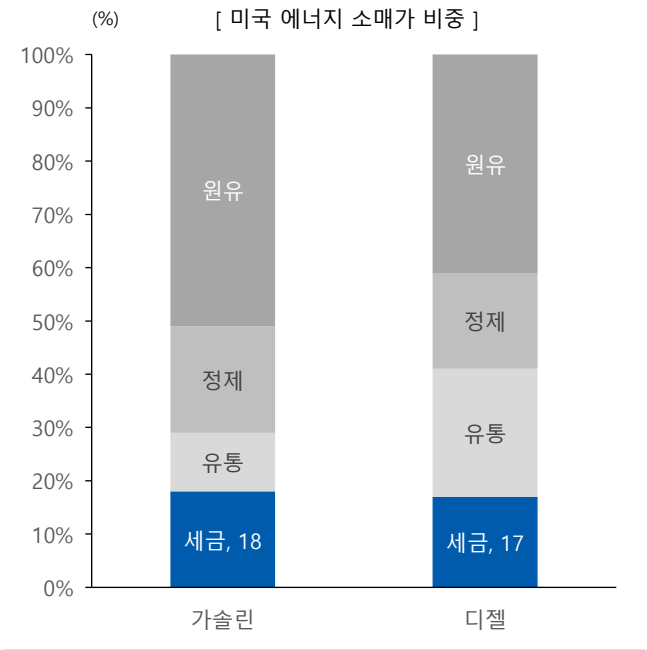
- 이란 전쟁 이후 미국의 평균 휘발유 가격은 +38.0%, 디젤 가격은 +49.4% 급등(2/28일 대비). 이는 소비자에게 직접 체감되는 변화. 트럼프 행정부는 '전략비축유 방출, 러시아/이란 제재 유예(30일), 베네수엘라 원유 수출 허용, Jones Act 면제(60일)' 등 다각적인 공급 확대 조치를 시행. 연방 유류세 인하/면제도 검토.
- 그러나 이동 수요가 최고조에 달하는 드라이빙 시즌(5월~9월, Memorial day~Labor day)이 임박. 6월에는 북중미 월드컵(6/11일~7/19일)도 예정되어 있어 심각한 수급 불균형이 발생할 가능성. 회복 불가능한 영역에 들어서지 않기 위해서는 '압도적인 승리든, 극적인 평화든' 2분기 중 각인되는 결과를 낼 것.

미국 정부는 다각적인 공급 확대 조치를 시행 중



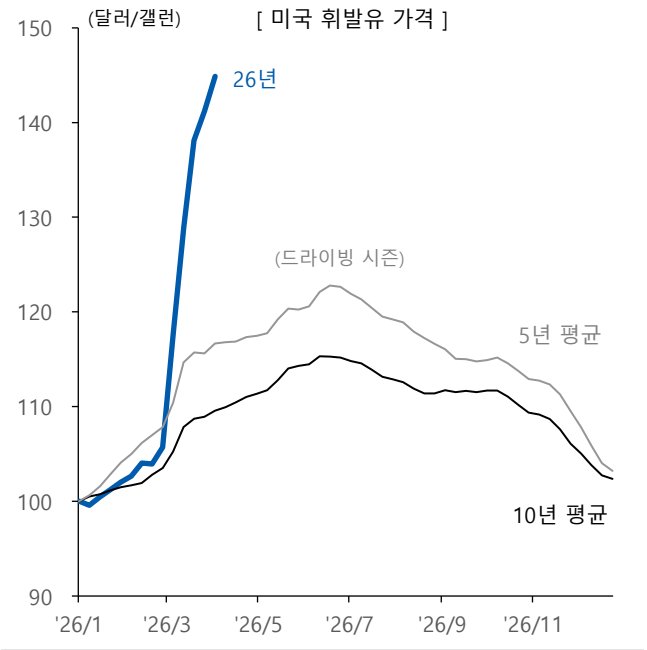
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

연방 유류세 인하/면제도 검토

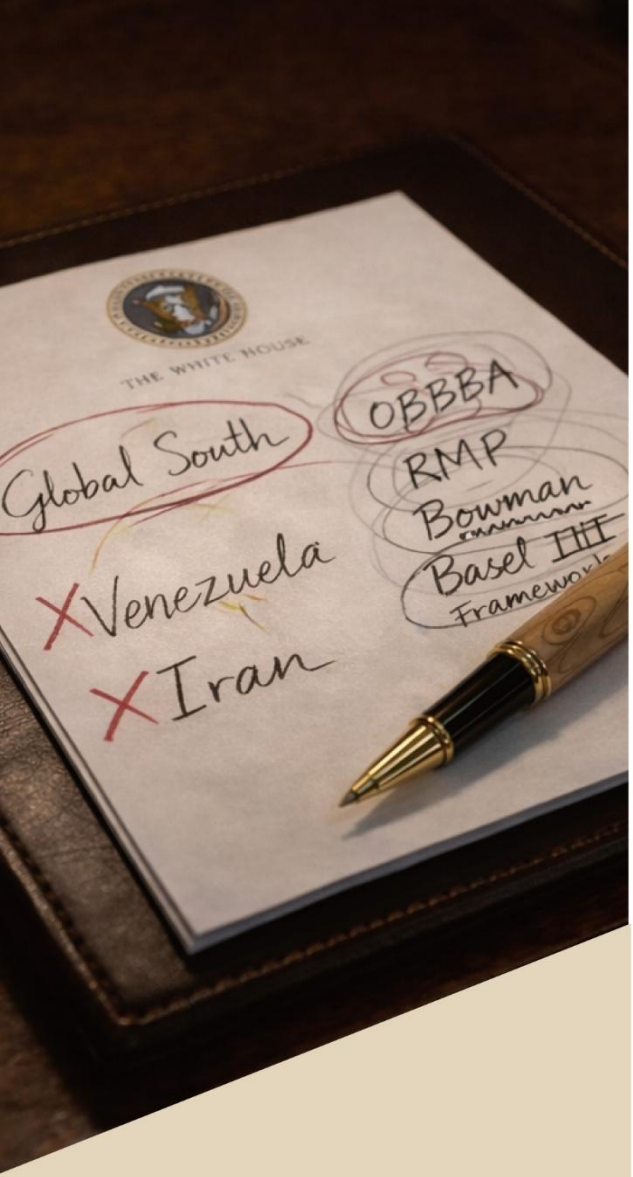


주: 2026년 1월 기준
자료: EIA, 유안타증권 리서치센터

올해 드라이빙 시즌에는 월드컵도 예정



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

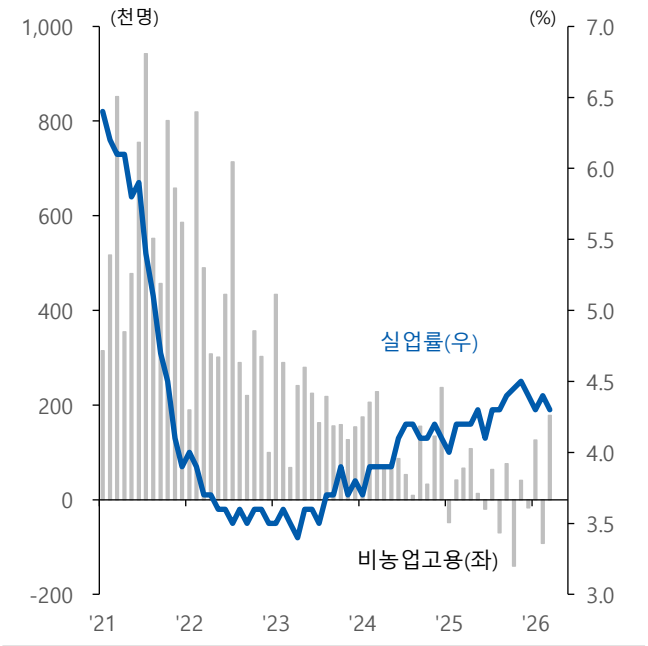


[Part 3. OBBBA와 World Cup의 조화]

취약하지만 균형 있는 고용시장. 소비 경기에 대한 눈높이는 상향

- 미국의 고용시장은 주기적인 침체설이 대두(Sahm rule 등). 실업률의 완만한 상승, 비농업 고용의 추세적 하락과 같은 점진적인 변화가 진행 중. 연준은 실업률 안정이 '낮은 채용과 낮은 해고(Low hire, Low fire)'가 동반된 결과로, 고용시장이 '취약한 균형'을 이루고 있다는 평가.
- 그러나 최근 미국의 고용지표는 예상치를 상회하는 결과를 보여왔고, 2026년 GDP 소비지출 컨센서스도 우상향 기조.

Bumpy한 고용시장. 추세는 둔화



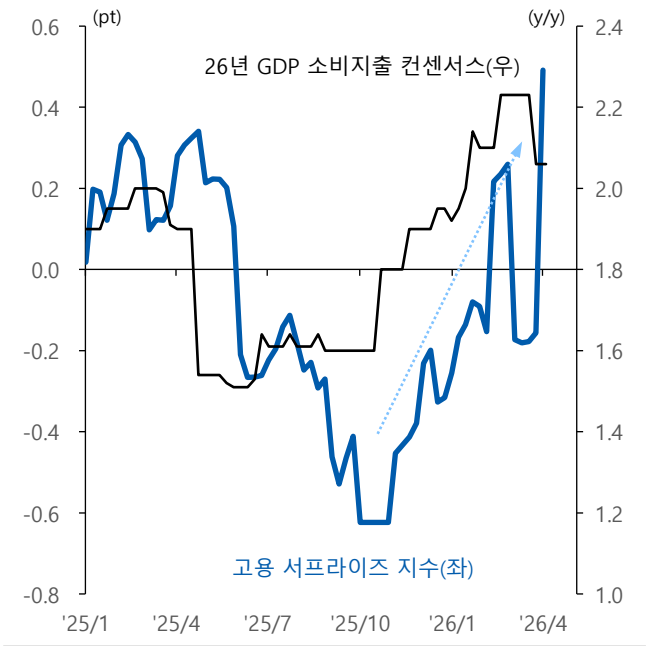
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

낮은 고용율은 충격에 취약한 상태임을 시사



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

그래도 예상보다 양호한 고용과 소비 경기

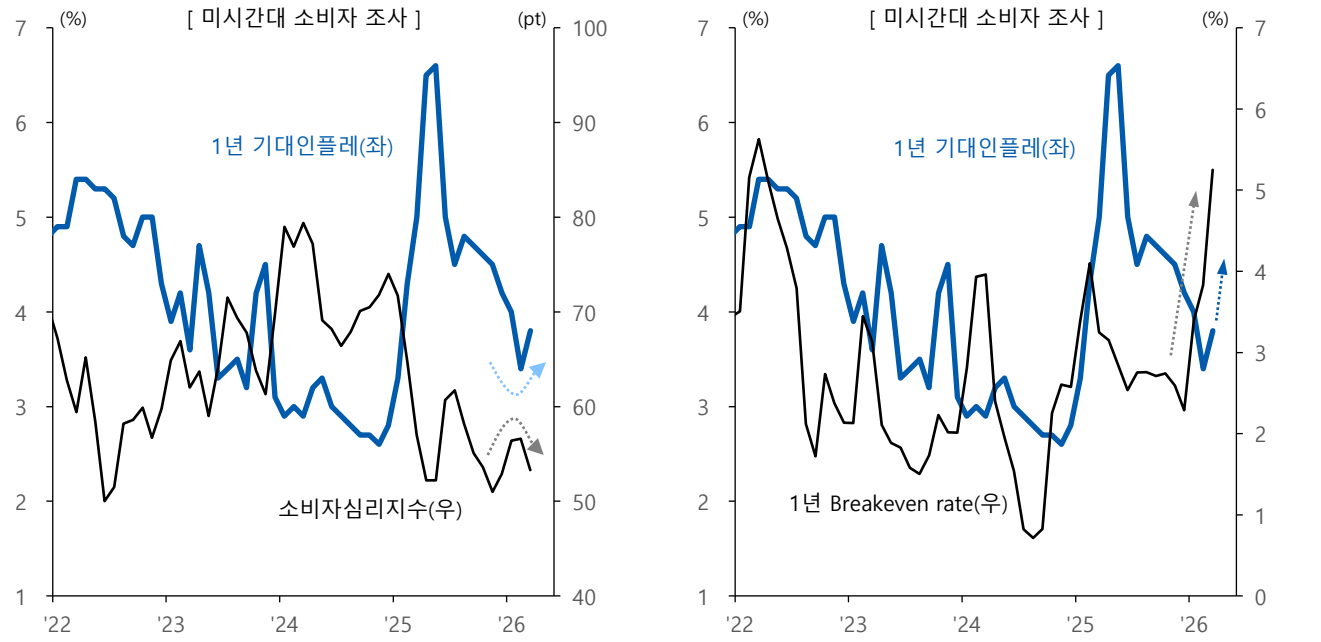


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

유가 급등은 소비심리와 실질임금에 분명한 악영향

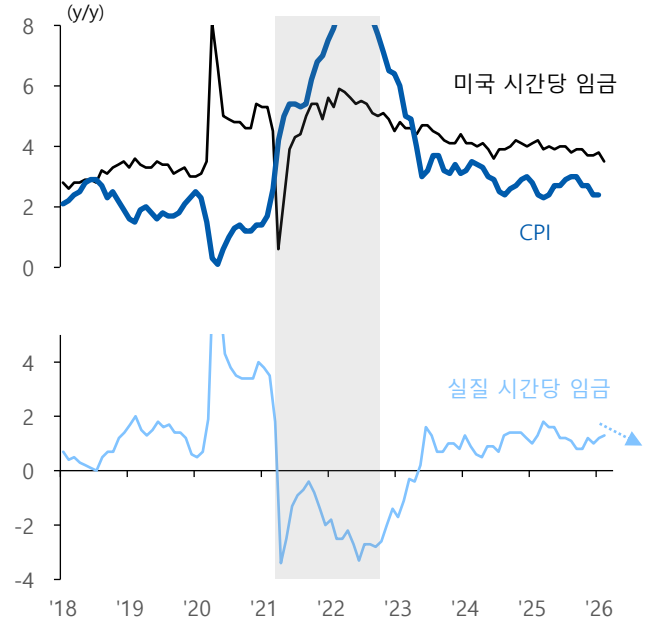
- 이란 전쟁은 '취약한 균형' 상태에 있던 미국의 고용 및 소비 시장에 파장. 3월 미시간대 소비자심리지수는 전월 56.6pt→53.3pt로 하락, 1년 기대인플레이션은 3.4%→3.8%로 상승. Daily 지표인 1년 Breakeven rate는 2월말 3.8%→현재 5.2%로 급등.
- 러시아-우크라이나 전쟁 당시의 물가 급등은 실질임금 하락과 소비 위축으로 연결됐던 경험.

3월 미시간대 기대인플레 상승, 소비심리 하락. Breakeven rate는 기대인플레 추가 상승 시사



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

22년 유가 급등 당시 실질임금은 급락



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

OBBBA에는 다양한 감세 조치가 포함. 26년부터 전 항목 활성화

- 미국은 기존 세제 개편안인 TCJA(Tax Cuts and Jobs Act)를 영구화 및 확대하는 OBBBA 법안을 발효(2025년 7월). 소득 계층 전반의 소비 여력을 제고하는 감세 및 환급 조치들이 포함.
- OBBBA는 2025년 1,290억 달러에 달하는 감세 효과를 창출한 것으로 집계. 올해 규모는 1,346억 달러로 확대될 것으로 예상.

OBBBA의 감세 효과는 25년 1,290억 달러→ 26년 1,346억 달러로 확대 예상

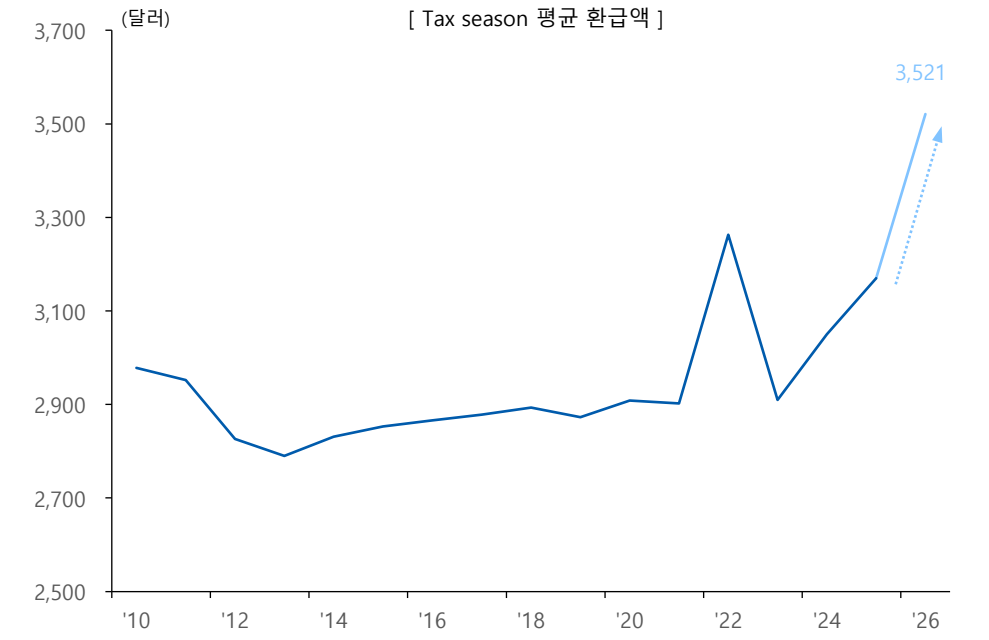
구분	변경 내용	소득 기준선(달러)	수혜층	감세 추정액(억달러)		기한
				25년	26년	
주 및 지방세(SALT) 공제 한도 상향	공제 한도를 $10,000→$40,000로 상향(매년 공제 한도 및 소득 기준선 1% 인상)	500,000	고소득층, 주택 보유자	322	342	29년
초과근무 수당 비과세	정규 시급 초과분에 대해 $12,500 한도 내 소득공제 신설	150,000	중위층	387	328	28년
고령자 추가 공제 신설	65세 이상 고령자를 대상으로 '표준 공제+$6,000 추가 공제' 도입	75,000	중위층	168	231	28년
표준 공제액 인상	TCJA의 표준공제 인상 영구화 & 공제한도 $750 인상	-	중상위층	183	190	영구
팁 소득 비과세 신설	서비스직 종사자의 팁 소득을 최대 $25,000 공제	150,000	중위층	70	101	28년
자녀 세액 공제 확대	자녀 당 한도를 $2,000→$2,200로 인상	200,000	중하위층	89	100	영구
신차 대출이자 공제 신설	미국 내 조립 신차 구매 시, 대출이자를 최대 $10,000 공제	100,000	중위층	68	54	28년

자료: 국제금융센터, 유안타증권 리서치센터

1분기 Tax season에 확인된 세금 환급액 → 25년 대비 +165억 달러

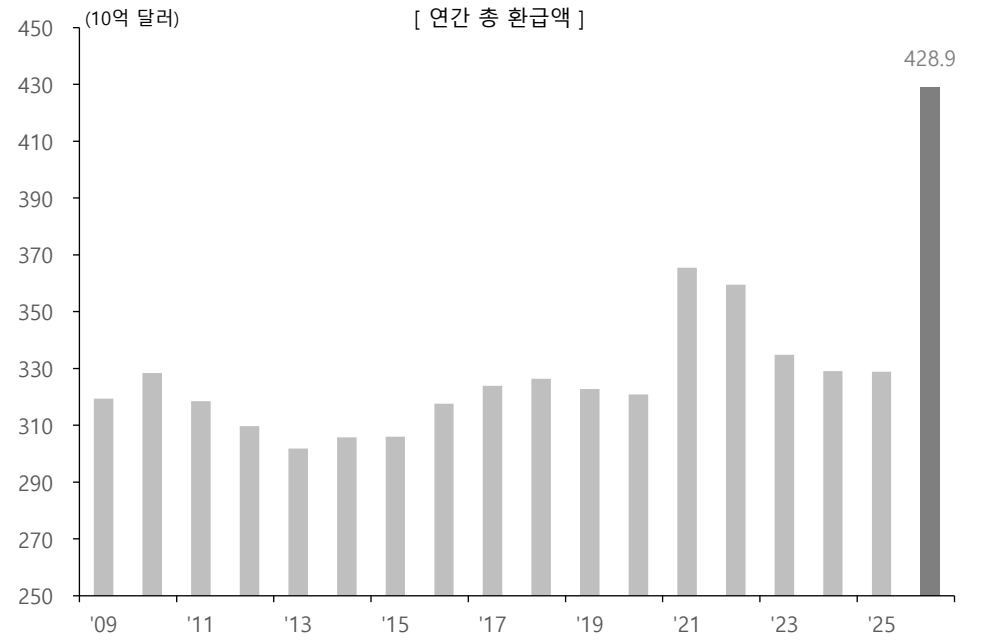
- 2026년초 Tax season에는 일부 소급 적용된 정책의 효과가 확인. 3/27일 기준 평균 환급액은 3,521달러로 역대 최고치, 총 환급액은 2,217억 달러로 전년대비 +165.1억 달러(+13.6%) 증가.
- 2026년에는 '저소득/중산층의 세율 구간 조정, 자녀 세액공제 확대, 기부금 공제 기준 확대, 개인 모기지 보험 공제, 증여 및 상속세 면제액 상향' 등이 신규 적용되며 환급액이 증가할 것으로 예상. Tax Foundation의 연간 환급액 추정치는 2025년 3,289억 달러→2026년 4,289억 달러.

3월 Tax season 평균 환급액은 3,521달러로 역대 최고치



주: 매년 3/27일 기준
자료: IRS, 유안타증권 리서치센터

연간 환급액 추정치는 2025년 3,289억 달러→2026년 4,289억 달러

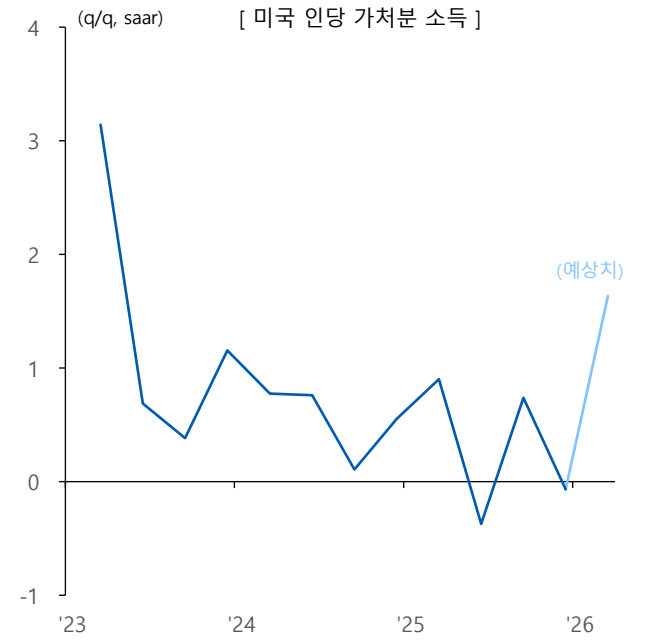


주: Tax Foundation 추정치
자료: IRS, 유안타증권 리서치센터

감세 혜택은 구매력 높은 고소득층에 집중 → 소비로 전환 가능

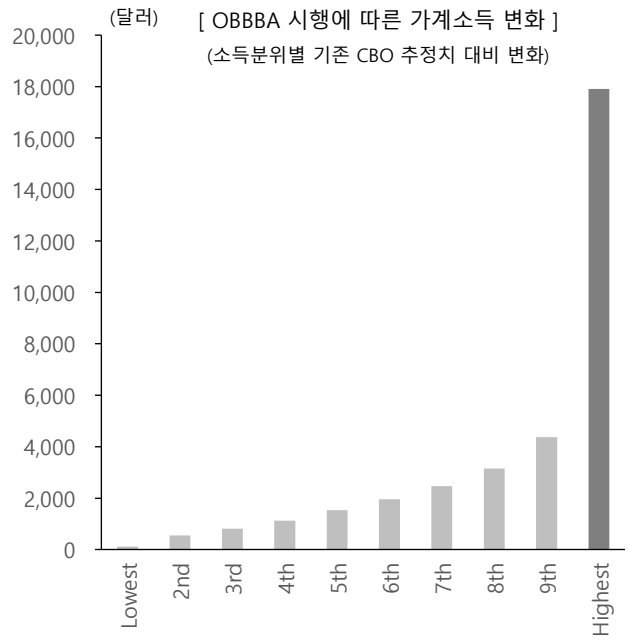
- OBBBA는 1분기 실질 가처분 소득을 +1.4%p(QoQ saar) 상승시킬 것으로 예상. 이러한 혜택은 구매력 높은 고소득층에 집중. CBO는 OBBBA 시행 후 2026년 10분위 소득층의 가계소득 추정치를 기존대비 +3.6%(+17,905달러) 상향.
- 경제 전체로 보면 2026년 GDP가 0.5%p~0.8%p 상승하는 효과가 있을 것으로 추정.

OBBBA는 가처분 소득 상승 견인



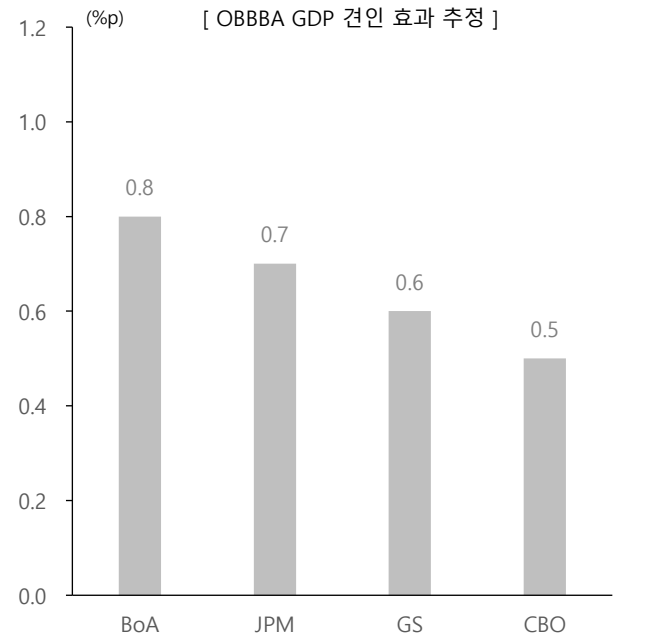
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

혜택은 구매력 높은 고소득층에 집중



주: 2026년 전망치 기준
자료: CBO, 유안타증권 리서치센터

26년 경제 기여도는 0.5~0.8%p로 추정

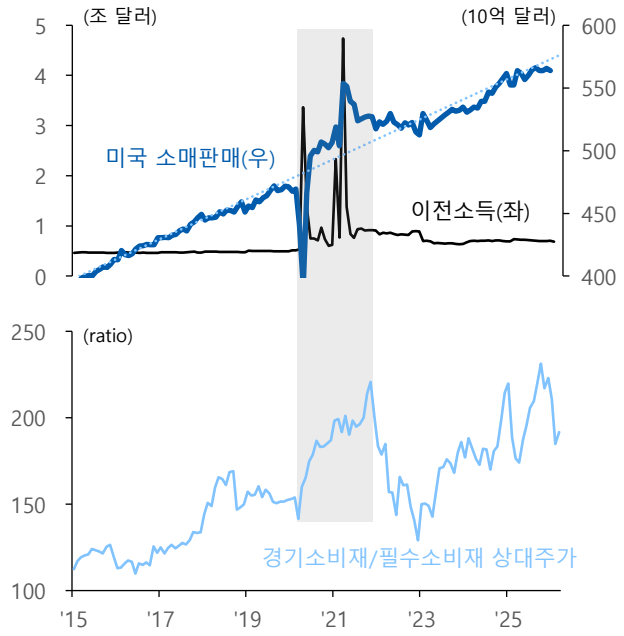


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

미국은 소유보다는 경험을 중시하는 소비 문화가 확산 중

- 코로나19 당시 지급된 막대한 지원금은 상품 소비를 촉진, 경기소비재의 상대적 주가 강세로 연결. 그러나 최근에는 상품 소유보다는 경험에 지출하려는 성향이 높아지는 추세. 미국의 1월 소비자 지출 중 서비스 지출 비중은 69.5%로 역대 최고치 기록.
- 코로나19 이후 미국의 서비스 소비 지출에서 비중이 확대된 항목은 '운송, 해외여행, 스포츠센터/극장, 음식료, 숙박' 순. 6/11일 개막 예정인 북중미 월드컵과 연계한 파급력이 예상.

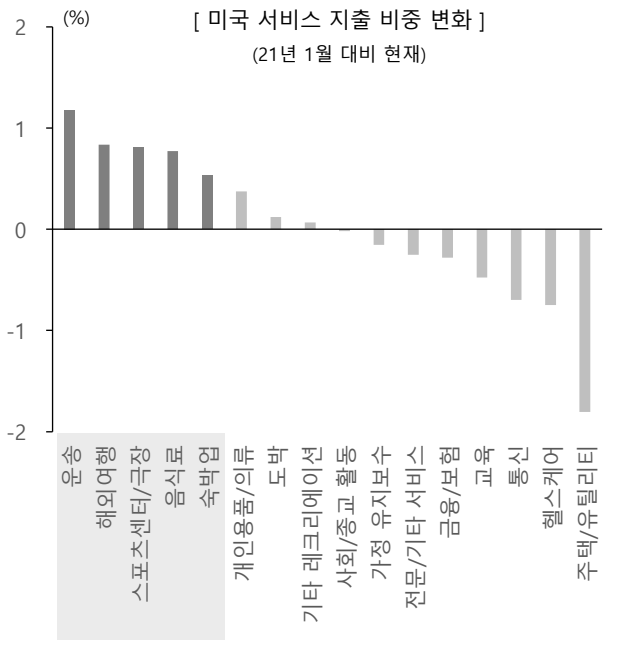
코로나19 지원금은 보복 소비로 연결



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

소유보다는 경험에 지출하려는 성향이 높아지는 추세 → 해외여행, 스포츠센터/극장, 음식료, 숙박



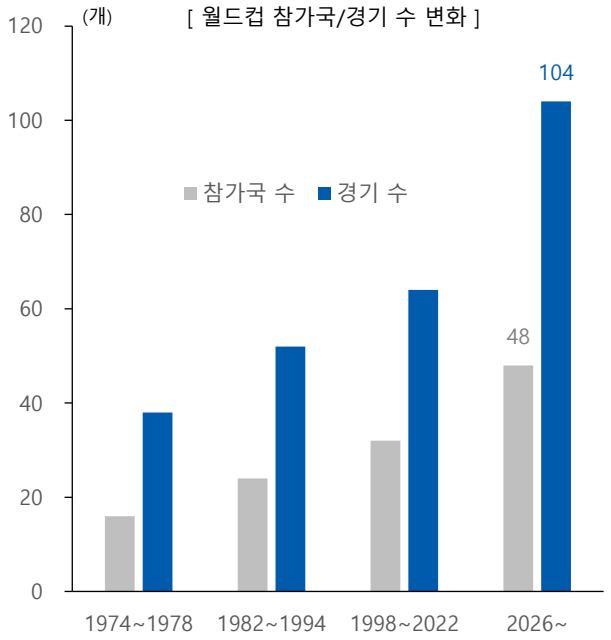


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

역대 최장 기간인 26년 월드컵. 경제 효과는 GDP 172억 달러, 고용 18.5만명

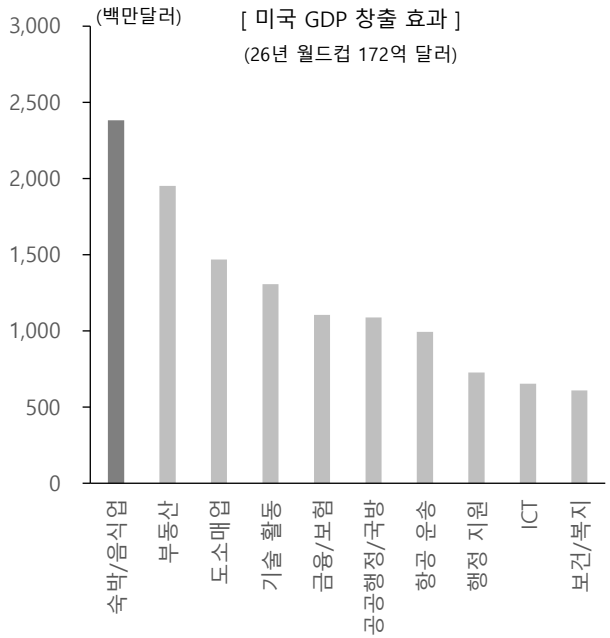
- FIFA는 2026년 북중미 월드컵(미국, 캐나다, 멕시코. 6/11일~7/19일)부터 참가국을 32개국→48개국으로 확대 개편. 이에 따라 대회 기간은 평균 31일→39일, 경기 수는 64개→104개로 대폭 증가(32강 신설).
- FIFA/WTO는 2026년 북중미 월드컵의 전세계 GDP 창출 효과를 409억 달러로 추산. 미국에서는 부가가치 172억 달러, 일자리 18.5만개를 창출할 것으로 추정. 경제적 효과가 가장 클 것으로 예상되는 숙박/음식업의 호황은 저소득층의 소득을 보존할 것.

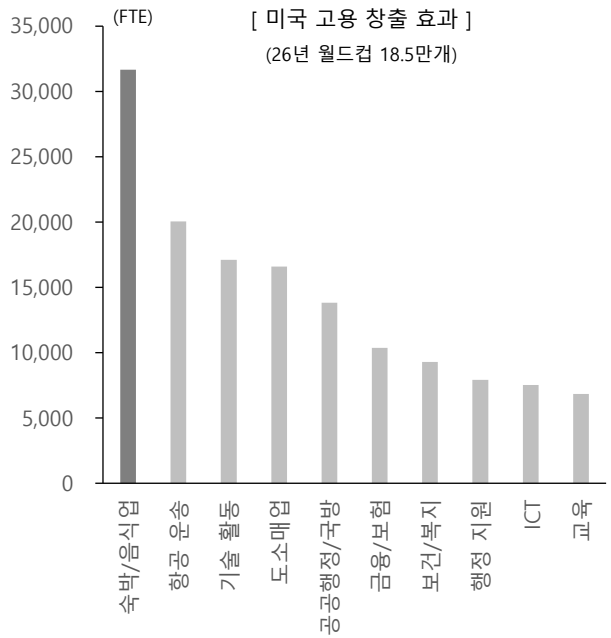
FIFA는 26년부터 월드컵 참가국과 경기 수를 확대 개편



자료: FIFA, 유안타증권 리서치센터

26년 월드컵의 경제적 효과는 GDP +172억 달러, 고용 +18.5만명 추정. 산업별로는 숙박/음식업이 최대 수혜





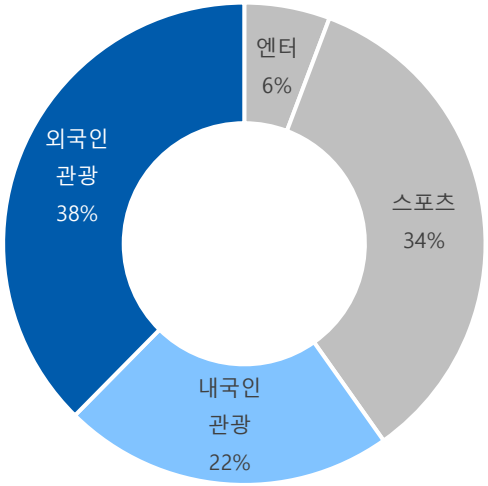
자료: FIFA, WTO, 유안타증권 리서치센터

해외 관광객만 74.2만명 순증 → 공급 탄력성 낮은 항공과 호텔이 수혜

- 관광 부문의 경제적 편익은 41.1억 달러에 달할 것으로 예상. 이 중 25.9억 달러(62.9%)는 외국인 관광객이 기여할 전망.
- Tourism Economics는 월드컵 기간 중 미국에 방문하는 해외 관광객을 124만명(YoY +135.0%), 이중 74.2만명(59.8%)은 월드컵 개최에 따른 순증분으로 추정. 공급 탄력성이 낮은 항공(Delta Air Lines/DAL)과 호텔(Marriot/MAR), 매출 증대를 온전히 수취 가능한 운송/배달 플랫폼(Uber/UBER) 산업에 호재로 작용할 것.

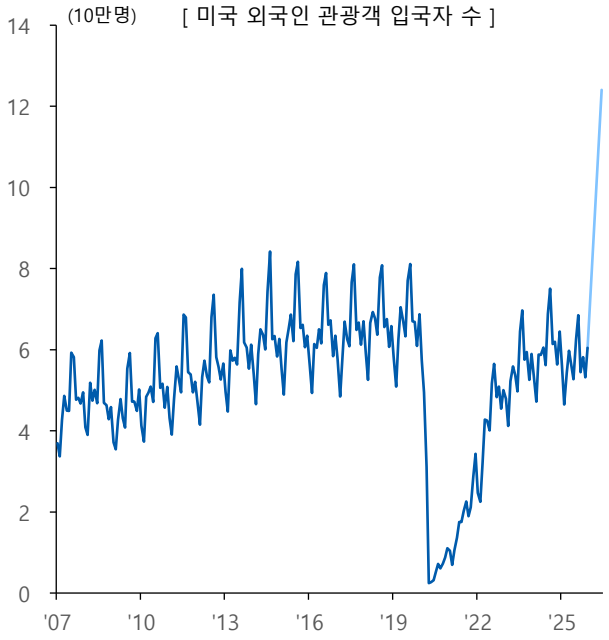
관광 부문 편익의 62.9%는 외국인이 기여할 전망

[26년 월드컵의 경제 편익 - 미국]



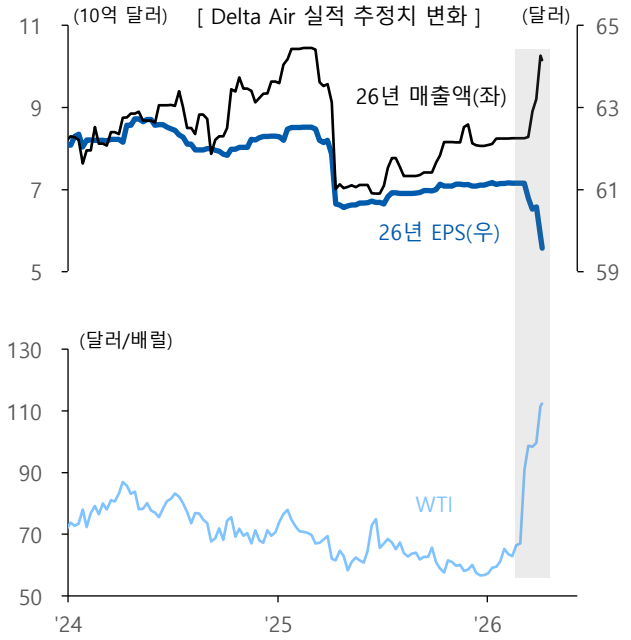
자료: FIFA, WTO, 유안타증권 리서치센터

월드컵 기간 해외 관광객만 74.2만명 순증 예상

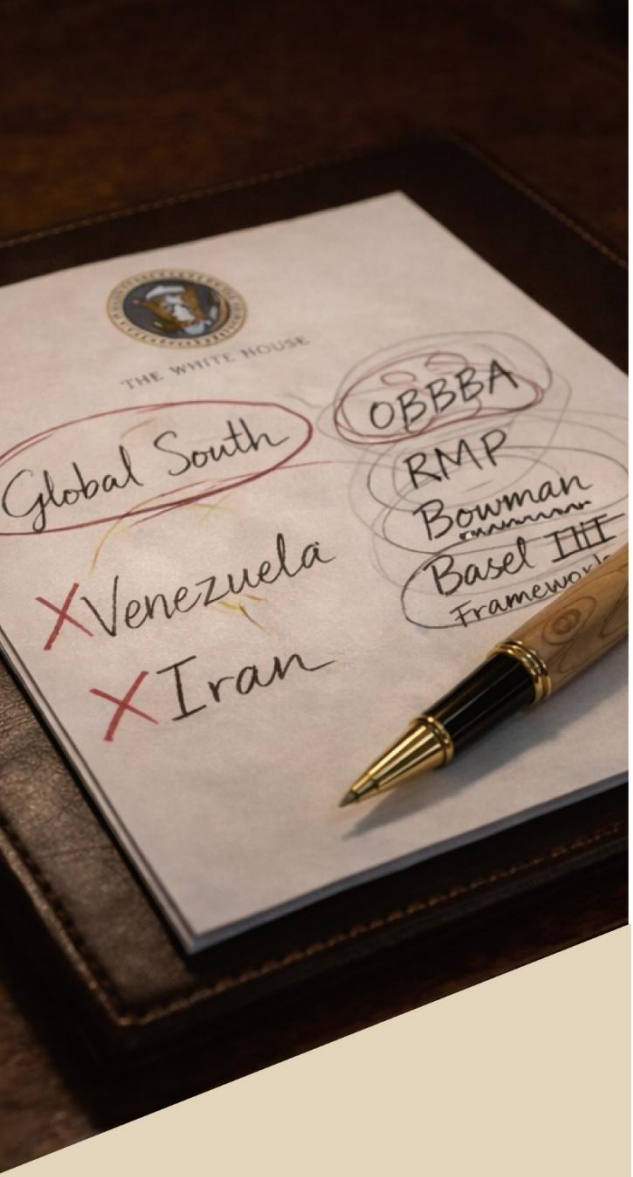


자료: Tourism Economics, 유안타증권 리서치센터

항공주 주가는 유가 안정 시 V자 반등 가능한 구조



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

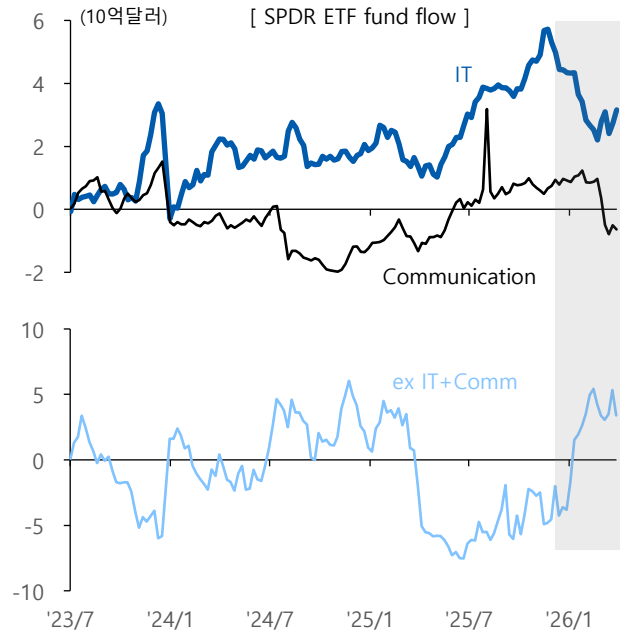


[Part 4. Magnificent한 매수 기회]

AI CAPEX는 선택이 아닌 생존의 문제

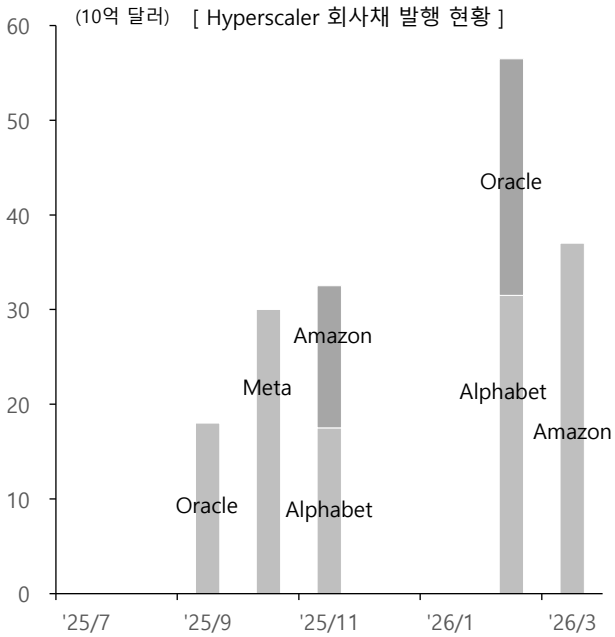
- 이란 전쟁 후 Big tech와 해당 밸류체인에 속한 기업들의 상대적인 주가 부진은 심화. 유가와 금리 급등으로 인한 AI CAPEX 축소 가능성을 반영. 그동안 미국의 Big tech들은 OBBBA가 제공하는 '이자비용/생산시설 공제, 보너스 감가 상각(100%)' 등의 세제 혜택을 적용 받기 위해 회사채 발행을 통한 자금 조달을 가속화.
- 그러나 AI 경쟁에서의 우위 확보는 선택이 아닌 생존의 문제. 3월 Amazon은 370억 달러 규모의 회사채를 예정대로 발행, Hyperscaler 5개사(Amazon, Alphabet, Microsoft, Meta, Oracle)의 2026년, 2027년 CAPEX 전망치는 상승 추세 유지. Hyperscaler 5개사의 채권 발행액은 2025년 1,210억 달러→2026년 4,000억 달러를 상회하는 규모로 증가할 전망.

국채금리 급등은 AI CAPEX 축소 우려로 연결



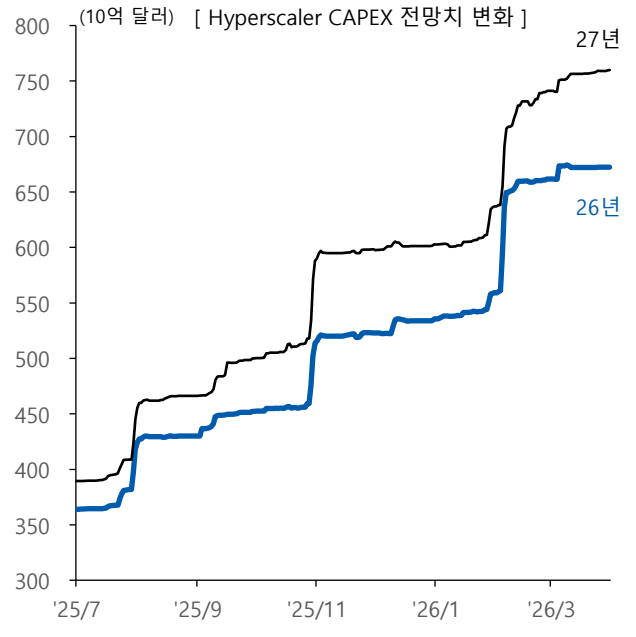
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

3월 Amazon은 예정대로 회사채를 발행



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

Hyperscaler 5개사의 CAPEX 컨센서스는 우상향 기조 유지

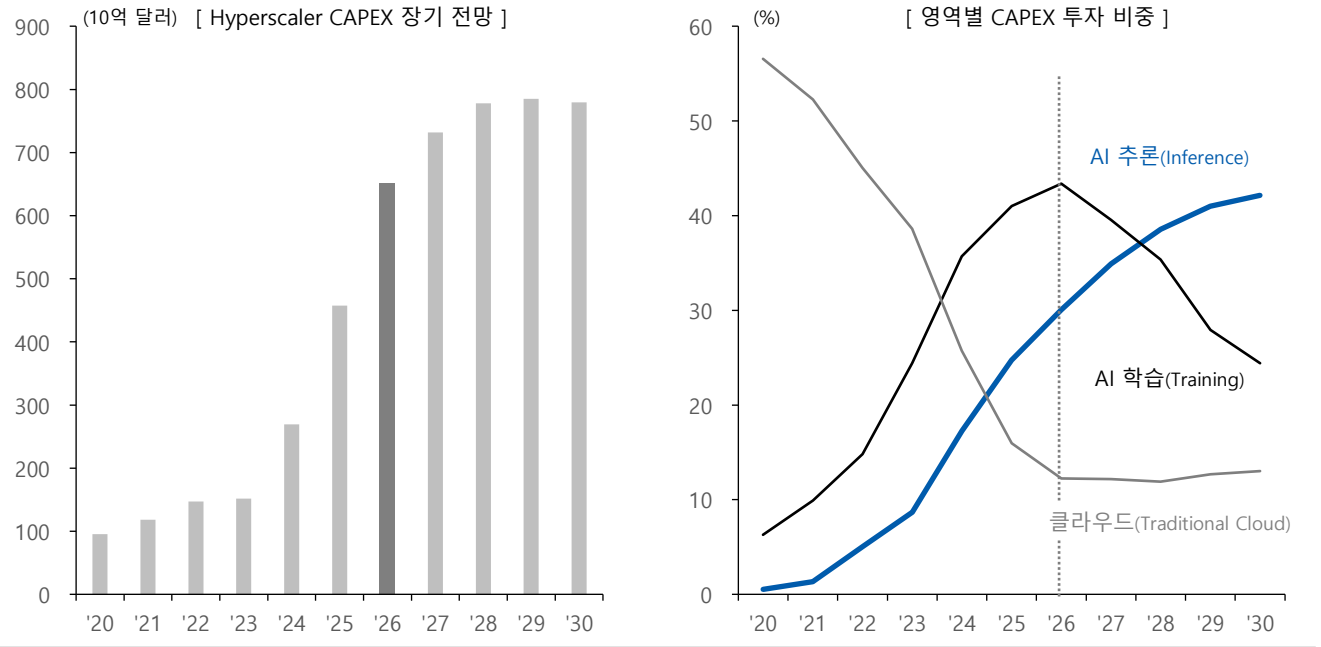


주: Amazon, Alphabet, Microsoft, Meta, Oracle 합계
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

Hyperscaler 예상 CAPEX → 25년 대비 +42.2%. 집중 영역은 'AI 추론'

- Hyperscaler 5개사의 CAPEX는 2025년 4,574억 달러→2026년 6,507억 달러(YoY +42.2%)로 증가 예상. CAPEX 비중이 꾸준히 확대될 것으로 예상되는 영역은 AI 추론(Inference).
- AI 추론은 '지연 시간 최소화(Latency)'와 '연산/전력 비용 절감'이 핵심. ASIC(Broadcom/AVGO, Marvell Technology/MRVL), IP(Arm/ARM), On-device AI chipset(Qualcomm/QCOM) 관련주의 중장기 성장성이 담보되는 영역.

Hyperscaler의 CAPEX는 향후 추론 영역에 집중될 전망



주: Amazon, Alphabet, Microsoft, Meta, Oracle 합계
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

AI 추론은 '지연 시간 최소화(Latency)'와 '연산/전력 비용 절감'이 중요

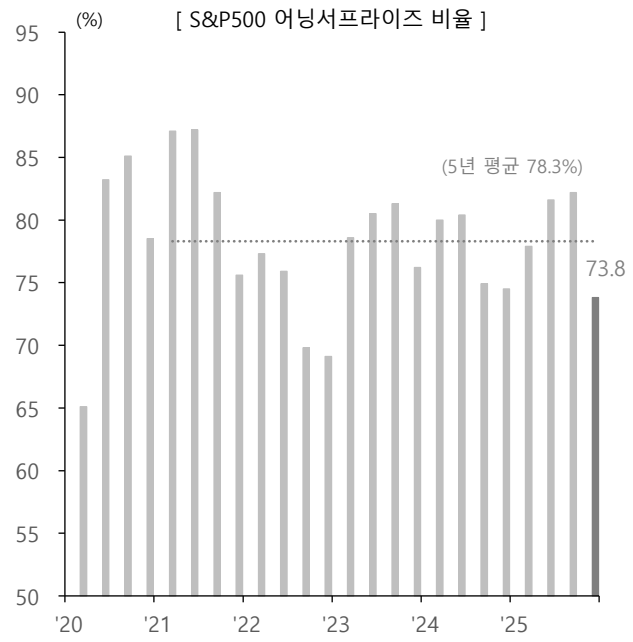
AI 추론 밸류체인	관련 기업
맞춤형 주문형 반도체(ASIC) 및 IP (CSP 자체 개발 칩 최적화, 저전력 아키텍처)	Broadcom, Marvell Technology(ASIC) Arm(IP)
차세대 고용량/저전력 메모리 및 스토리지 (QLC eSSD, LPDDR, LPCAMM, CXL)	SK하이닉스, 삼성전자
엣지 컴퓨팅 및 온디바이스 AI 칩셋 (모바일, PC, 기기 탑재형 NPU)	Qualcomm, Apple, MediaTek
AI 서버 위탁 생산(ODM) (맞춤형 칩 기반 데이터센터 랙 단위 대량 조립)	Foxconn, Quanta Computer, Wiwynn

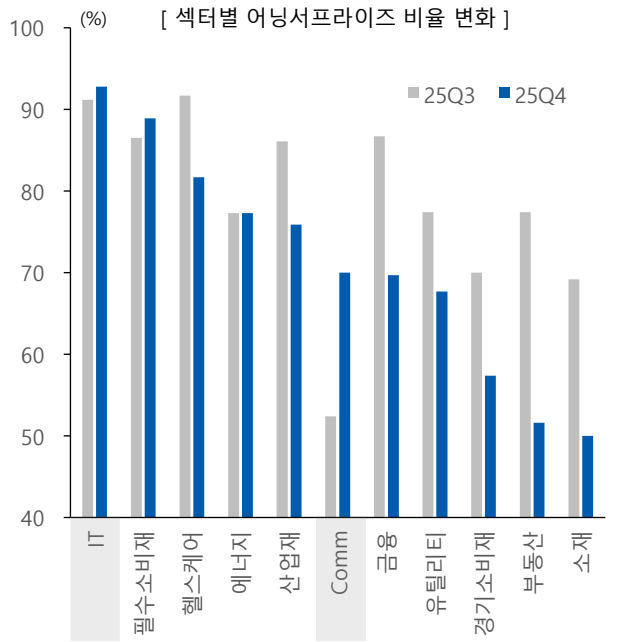
자료: 유안타증권 리서치센터

변함없는 이익 체력이 확인된 IT 섹터. 25Q4 어닝서프라이즈 비율 92.8%

- 대표 기술주의 변함없는 이익 체력은 25Q4 어닝시즌에 재차 확인. S&P500의 25Q4 어닝서프라이즈 비율은 73.6%로 22Q4 이후 최저치로 하락했으나, IT 섹터는 91.2%→92.8%로 상승. 긍정적인 26Q1 가이던스를 제시한 기업의 수도 과거 평균을 크게 상회(33개 기업 vs 5년 평균 22.5개 기업).
- Magnificent7 역시 대부분 예상치를 상회하는 실적을 발표.

S&P500의 25Q4 어닝서프라이즈 비율은 73.6%로 하락 vs IT 섹터는 92.8%로 상승





자료: Factset, 유안타증권 리서치센터

M7 역시 대부분 예상치를 상회하는 실적 발표

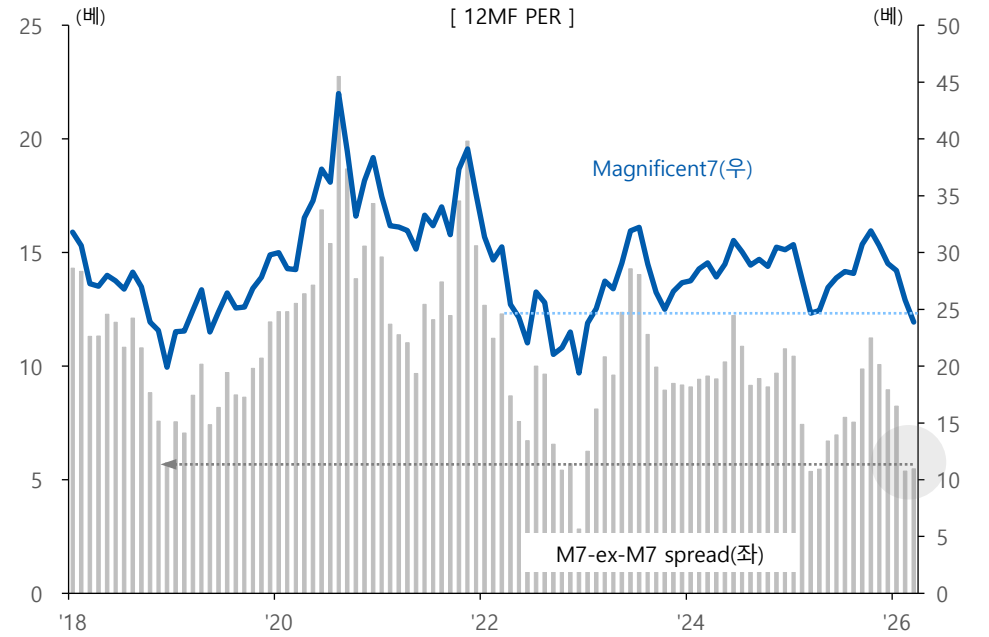
구분	매출액(10억달러)			EPS(달러)		
	실질	예상	서프	실질	예상	서프
NVIDIA	68.1	65.9	3.4%	1.6	1.5	5.8%
Apple	143.8	138.4	3.9%	2.8	2.7	6.0%
MS	81.3	80.3	1.2%	4.1	3.9	5.6%
Alphabet	97.2	95.2	2.2%	3.4	2.8	20.0%
Meta	59.9	58.4	2.5%	11.2	10.4	7.7%
Amazon	213.4	211.5	0.9%	2.4	2.4	-1.8%
Tesla	24.9	25.1	-0.8%	0.5	0.4	11.9%

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

12MF PER '필수소비재 > IT, Communication'. 밸류에이션 할인율 1위 'IT'

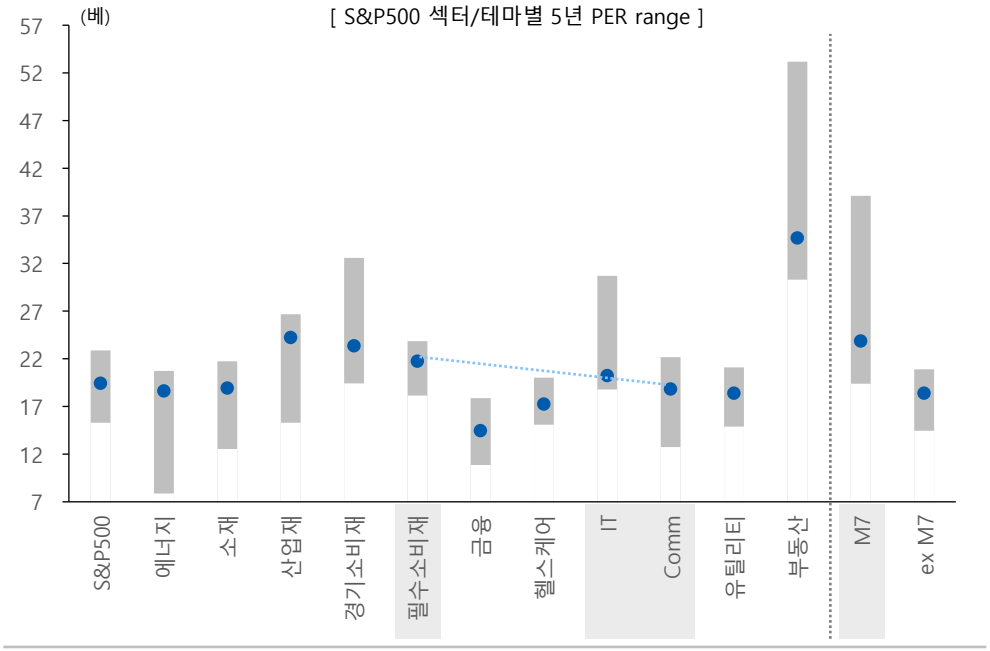
- 밸류에이션에서 확인되는 미국 기술주의 위상은 크게 약화.
  1) Magnificent7과 ex-M7의 밸류에이션 갭은 경험적인 저점에 도달,
  2) IT, Communication 섹터의 밸류에이션은 필수소비재 섹터를 하회하는 수준으로 하락(필수소비재 21.8배 > IT 20.2배 > Communication 18.9배),
  3) IT 섹터는 GICS 11개 섹터 중 가장 할인 거래 중(5년 평균 PER 대비 할인율 -21.8%).

M7과 ex-M7의 밸류에이션 갭은 경험적인 저점에 도달



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

IT, Communication의 밸류에이션은 필수소비재를 하회

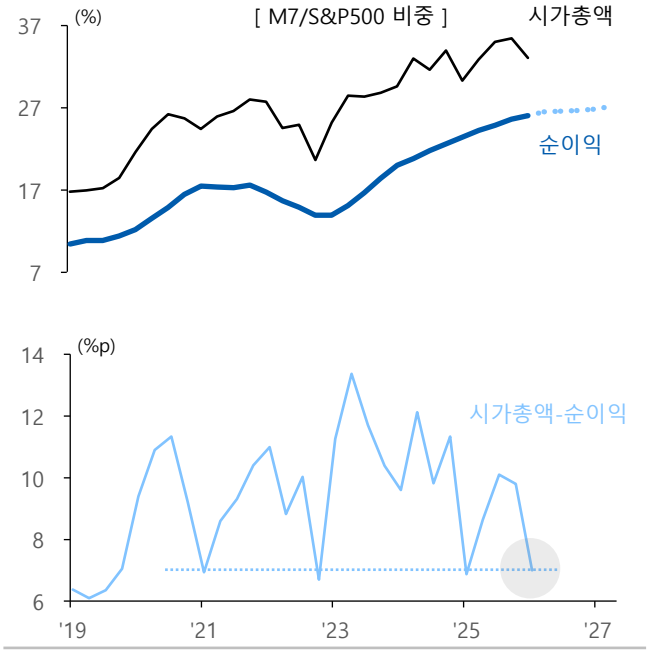


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

26년 이익 비중 상승은 'IT-반도체/장비'가 독식. Magnificent한 매수 기회

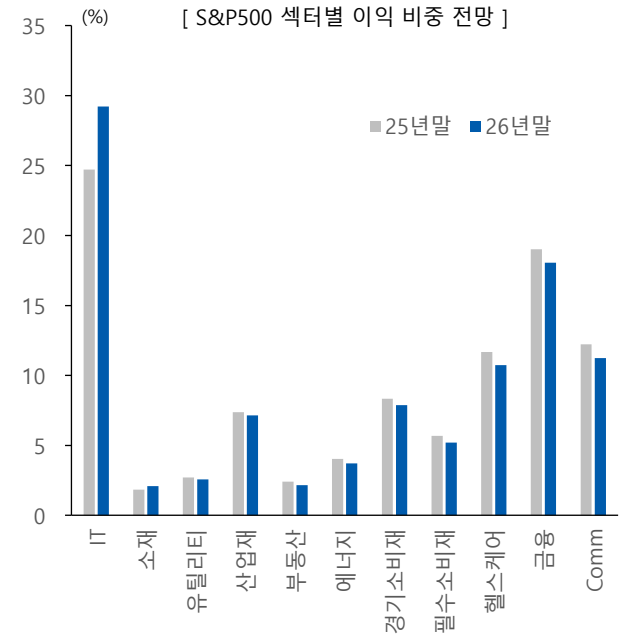
- S&P500 내 Magnificent7의 이익 비중은 2024년말 22.6%→2025년말 25.6%→2026년말 26.7%로 확대 기조가 지속될 전망. 그러나 이와 연동됐던 시가총액 비중은 수익성 둔화 우려 등을 반영해 축소. 현재 S&P500 내 M7의 '시가총액 비중-이익 비중 spread'는 경험적인 매수 영역에 진입.
- 섹터별로 보면, 향후 이익 비중이 가장 크게 증가할 것으로 예상되는 것은 IT. IT 섹터 내에서는 반도체/장비 업종(Nvidia, Broadcom, Qualcomm 포함)의 이익 기여도가 대폭 증가(2025년말 9.0%→2026년말 13.3%)할 전망.

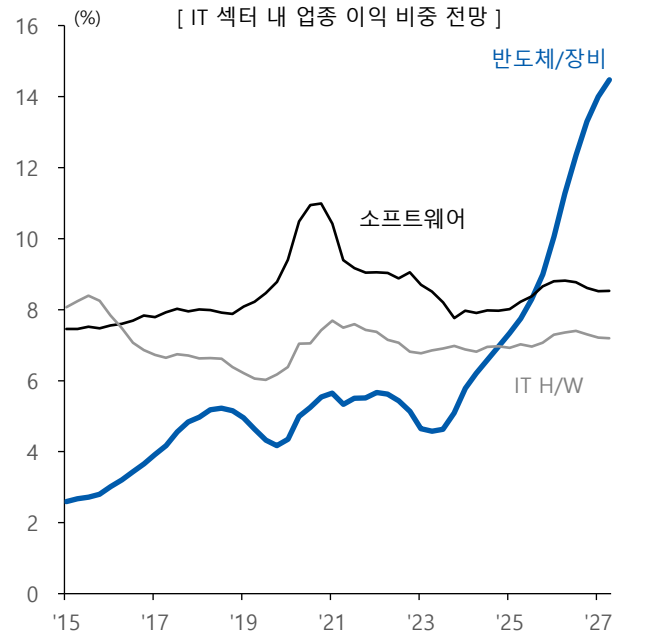
M7의 주가는 과거 매수 기회가 됐던 영역에 진입



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

26년 IT 섹터의 이익 비중 +4.5%p 상승 전망. IT 섹터에서는 반도체/장비 업종의 비중 상승이 독보적



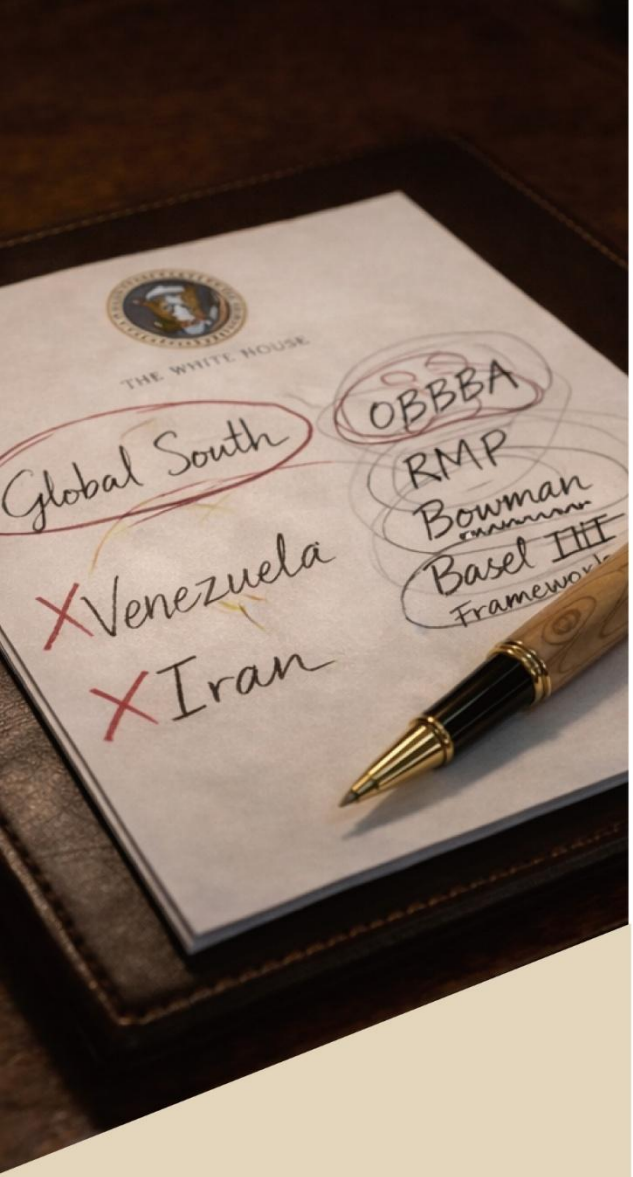


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



[Market Issue – 유동성]

Narrative, 물가에서 성장으로

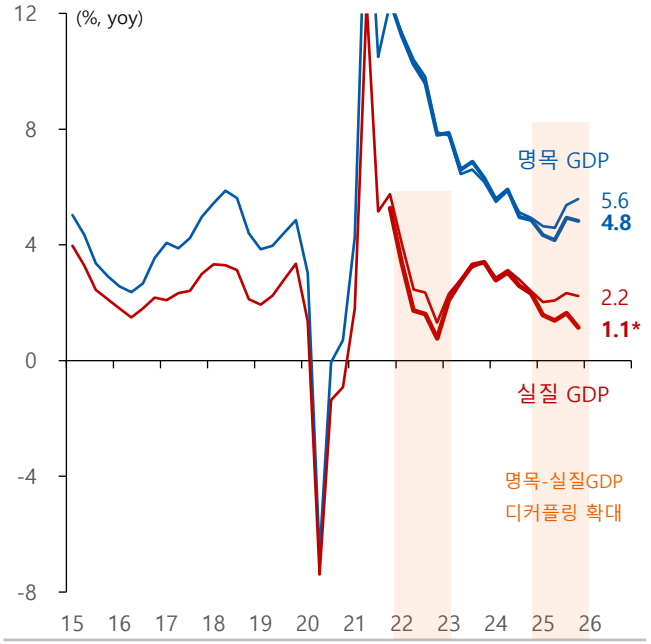


[Part 1. 유동성 확대 환경 조성]

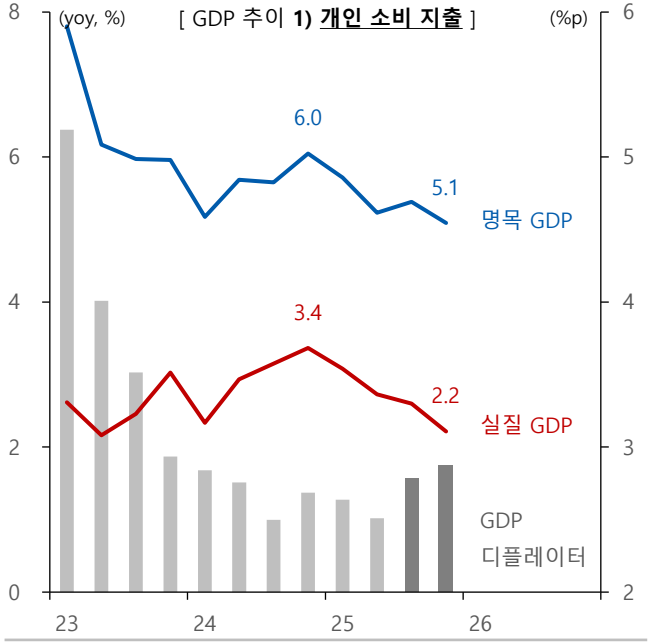
실질 경기 둔화 지속, 유동성 확대 환경 조성

- 유동성 공급 확대 환경 조성 중. **유동성 확대는 19년 Repo 사태, 23년 SVB 사태 등 과거 사례와 같이 경기 둔화와 고금리 장기화, QT 등 제약적 금융 환경이 경기 펀더멘털의 약한 고리를 끊어냄으로써 발생하는 체계적 위험이 촉발.** 25년 역시 고금리 장기화, 관세 및 지정학적 불확실성 요인 등 요인 누적으로 실질 경기 둔화가 지속. **25.4Q 실질 GDP는 이미 IT 투자 확대를 제외시 팬데믹 구간 제외 지난 10년간 최하단 수준을 시현.**
- 특히, GDP 2/3를 차지하는 개인 소비 및 정부 지출의 GDP 둔화가 지속 중. 개인 소비의 경우 관세 정책 영향을 반영 신규 자동차 중심의 내구재 소비 하락이 주도하며 서비스도 점진적이지만 명확한 하향 추세를 지속 중. 정부 소비의 경우 연초 발족한 정부 효율부 등 제반 지출 삭감에 기인.

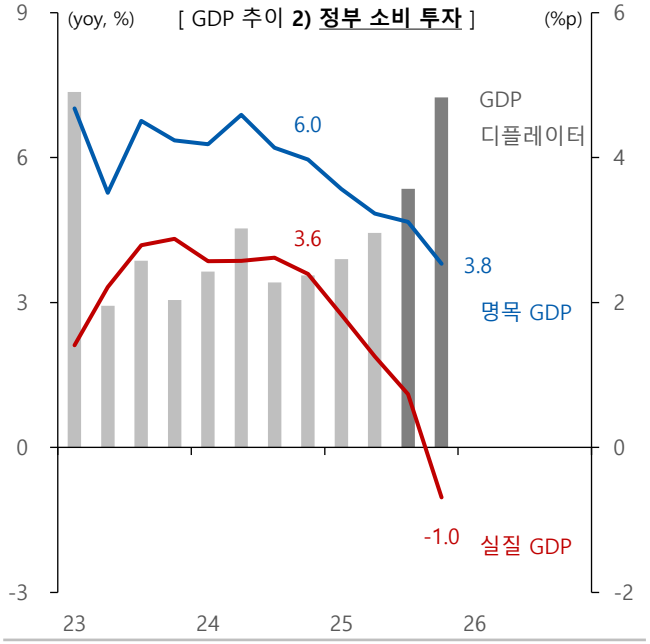
25년, 명목/실질 GDP간 디커플링 확대 – 실질 경기 둔화 가속



1) 개인 소비 – 관세 영향 반영하며 내구재 중심 둔화, 서비스도 점진 둔화



2) 정부 소비 – 제반 지출 삭감을 통해 실질적인 GDP 둔화 주도



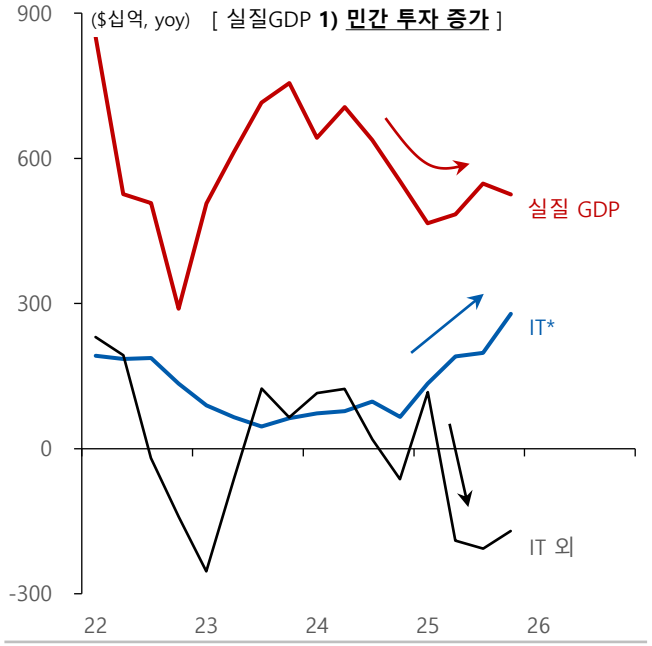
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

*주1) **굵게 표시한 GDP 추이**는 **민간투자_IT(정보처리기기, 소프트웨어) 항목을 제외**하고 산출한 GDP

제약적 환경 속 자본은 생산성을 따라 이동. AI 패권 확보를 위한 성장은 쾌조

- 25년 연간 전체 실질 GDP 둔화 방어에 기여하는 부문은 민간 투자 내 IT. 즉, 데이터센터, 소프트웨어 투자 확대와 연관. 같은 시기, 미국 전체 수입에서 컴퓨터, 즉 서버 완제품 수입이 차지하는 비중(25.4Q)은 전년 동분기 대비 5.2%p 증가. AI 패권 강화 기반 경기 성장은 지속 중.
- 실질 GDP 수입의 경우에도 지난 3개 분기 급속히 감소. 관세 정책 발효 이후 자동차를 중심으로 한 소비재, 화학 및 철강 제품과 같은 산업재 수입 감소 주도로 25년 하반기 감소 전환. 이는 개인 소비, IT 부문 외 민간 투자 부진으로 연결. **관세 정책을 통한 의도적인 경기 둔화 유도로 금리 인하 혹은 유동성 확대에 우호적인 환경을 조성하는 한편, AI 진흥을 통한 증시 및 경기 부양으로 생산성이 강한 부문으로의 자본 이동 유도.**

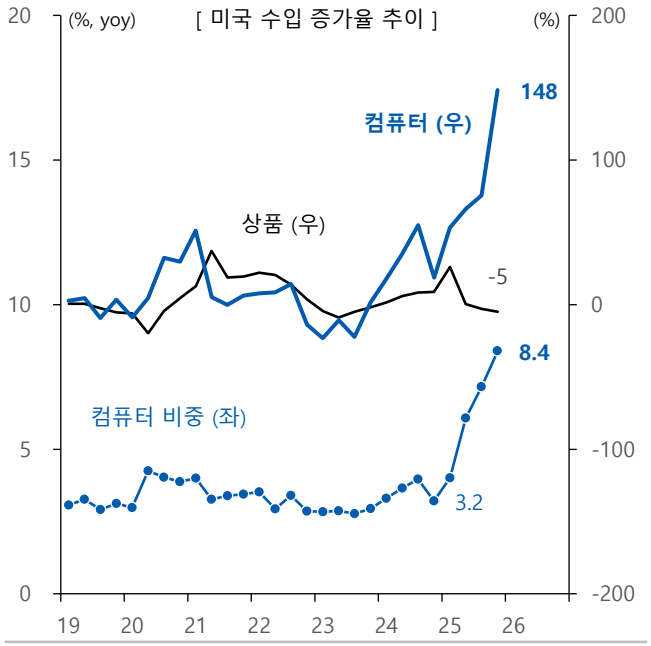
관세 정책 발효 이후 3개 분기 연속 민간 투자 부진: 10년 평균 3.4% YoY 하회



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

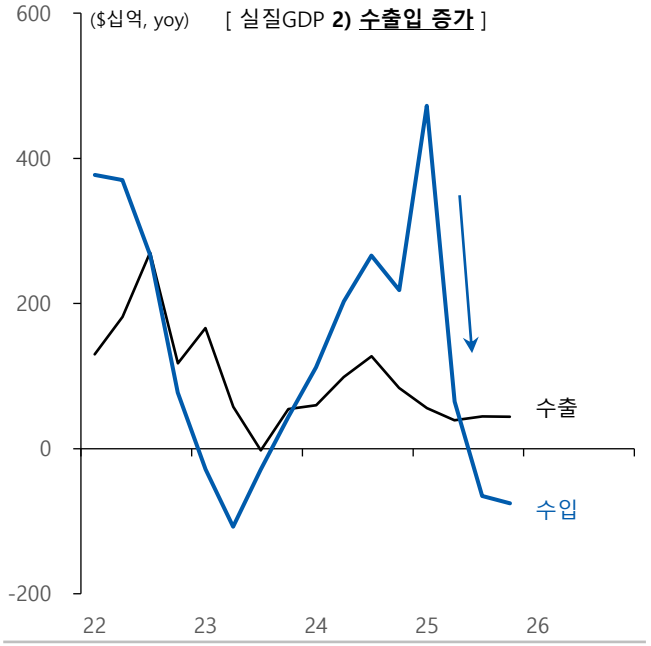
*주1) 민간 투자_IT GDP는 **장비_정보 처리 기기와 지적 재산권** GDP 합계로 산출

민간 투자 IT 비중 52.5%, +5%p(25.4Q) / 서버 완제품 수입 급증 반영



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

관세 발효 이후 소비재(자동차), 산업재(화학, 철강) 수입 증가 대폭 둔화

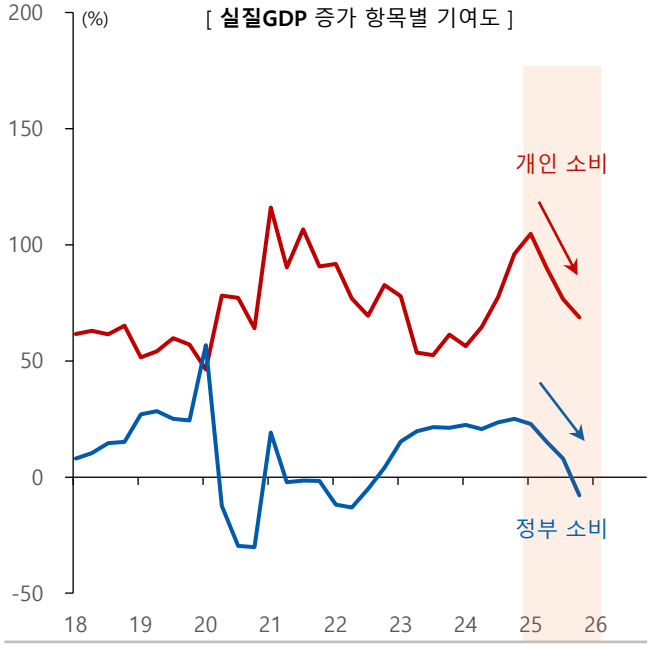


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

“고금리-고물가”가 주도하는 증시 Narrative, 상반기를 넘기지 않을 것

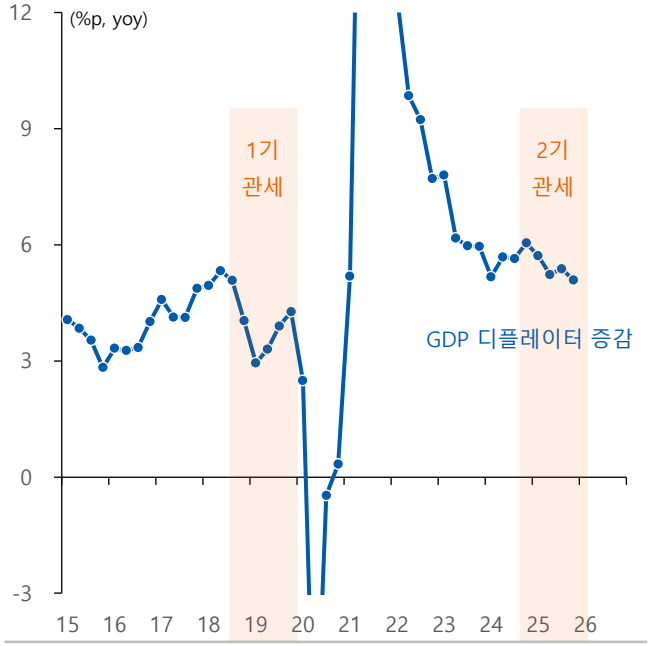
- 올해 실질 PCE가 2010년대 평균 수준인 2% 초반대 수준까지 하락했음에도 불구하고 PCE 디플레이터는 3%대 수준을 유지. 이는 팬데믹 및 권역별 경제 블록화에 따른 글로벌 공급망 차질이라는 구조적 요인에 기인. AI 기반 성장 지속과 실물 경기 둔화 지속이 상충하는 가운데, 제약적 금융 환경 지속으로 지난 연말 사모펀드 환매런과 같은 유동성 충격 기반 체계적 위험 확대 우려 가시화. 작년 12월, 연준은 QT 종료와 RMP 조치를 단행.
- **전통적 연준 통화 정책 기반 인플레이션 관리가 구조적 한계에 직면. 연준 일변도 시스템 비판, AI 생산성 주도 물가 하락을 주장한 Kevin Warsh, 은행 자본 규제 완화 논의를 본격화 중인 Michelle Bowman, 연준 Regime 하 최근에 불거진 고금리-고물가 우려 Narrative를 전환하는 핵심이 될 것.**

25년 연간 실질 GDP 둔화에 대한 개인 소비, 정부 소비 기여도 확대 지속



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

관세 및 고금리 정책 지속과 경기 둔화와 GDP 디플레이터 둔화 지속



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

공급망 교란, 권역별 경제 블록화 – 인플레이션 관리 구조적 한계 직면



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

연준 입지 약화 - 정책 프레임워크 조정

- **차기 연준 의장 지명자 Kevin Warsh**는 비대해진 연준 개혁을 촉구하는 입장으로 1) 연준의 자산 매입/매각에 대한 재무 장관 승인 등을 통한 연준-재무부간 공조 강화, 2) 소비자 지출 증가가 인플레이션을 주도한다는 가정의 기존 연준 경제 이론에 대한 재고를 주장. 기존 금리 목표제가 아닌 정부 지출 주도의 통화주의적 접근 방식을 취할 것으로 판단. **금리에 대한 유동적 접근, 과도한 정부 지출 확대를 지양하는 현 정부 기조와 동조**.
- **연준 감독 부의장 Michelle Bowman**은 은행 규제에 적용되는 자산 기준을 명목 GDP에 연동하는 방식으로 재검토, 규제 프레임워크간 중복으로 발생하는 모델 신뢰성과 일관성 부족 해소를 위한 **표준화 접근법을 마련해 과도한 자본 요구 사항을 완화하고 효율적인 신용 공급 확대를 보장.**

1) 연준과 재무부간 공조 강화, 2) 기존 연준 경제 이론 재고 – 연준 비중 축소, 정부 지출 주도 통화 정책 채택

금리 인하

- 금리는 경기 상황에 맞춰 조정할 수 있는 도구.
  금리 인하와 연준 자산 축소를 동시에 추구.

연준 시스템 개혁

- 51년 '재무부-연준 합의'의 현대적 개정:
  자산 매입 및 매각 관련 규모, 시기 결정시 재무장관 승인 등
  연준과 재무부간 공조 강화
- 기존 금리 목표제가 아닌 정부 지출 주도 통화주의적 접근 방식
- **은행 규제와 감독 업무를 정부 기관으로 이관**

대차대조표 축소

- 통화량 관리 강화와 연준 보유 자산의 과감한 매각을 통해 시장 간섭 축소

경제 모델 재검토

- 연준 경제 모델, 인플레이션 핵심 이론에 대한 재고 필요.
  인플레이션 유발하지 않는 생산성 향상, AI발 혁신 견인 주장
  인플레이션은 소비자 임금 상승, 과대 소비가 아닌 과도한 정부 지출, 화폐 발행이 유발

자료: 유안타증권 리서치센터

자산 기준치를 명목 GDP에 연동하면 자산 기준치 크게 상승할 전망 – e.g., 4등급 은행 $1,000억 → $1,400억

은행 규제 완화

1) 은행 규제에 적용하는 은행 자산 기준 재검토
   경제 성장과 인플레이션을 모두 포함하는 명목 GDP를 기준으로 자산 기준치, 추가 자본 요건 조정을 제안

2) 2분기 내 Basel-III 최종 단계 시행을 위한 규칙 제안:
   "위험도가 낮은 금융 활동에 대해 지나치게 엄격한 기준을 적용하면 신용 공급을 제한하고, 규제가 덜한 비은행 부문으로 활동이 이동, 건전성을 위협하고 복잡성과 비용만 증가"

3) 대형 은행에 적용되는 규제 자본 체계 4가지 핵심 요소
   [1]**스트레스 테스트,** [2]**추가 레버리지 비율,** [3]**Basel-III Framework,** [4]**G-SIB Surcharge(할증 자본)** 수정 방안을 마련

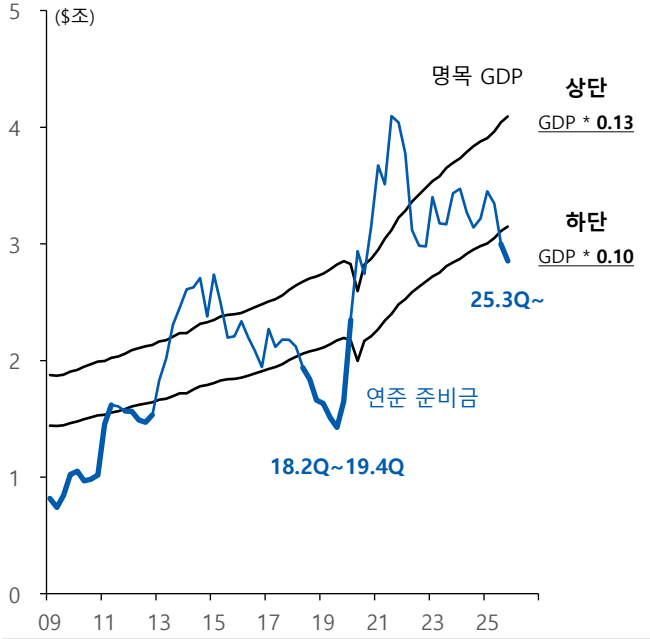
4) 스트레스 테스트, Basel-III 프레임워크 간 중복으로 인해 발생하는 과도한 자본 요구를 신중하게 검토, 모델 신뢰성 시나리오 일관성 제고를 통해 자본 요구 사항을 완화
   표준화 접근법 제시로 자산 위험도를 효과적으로 조정해 가계 및 기업에 대한 효율적인 신용 공급 보장.

자료: 유안타증권 리서치센터

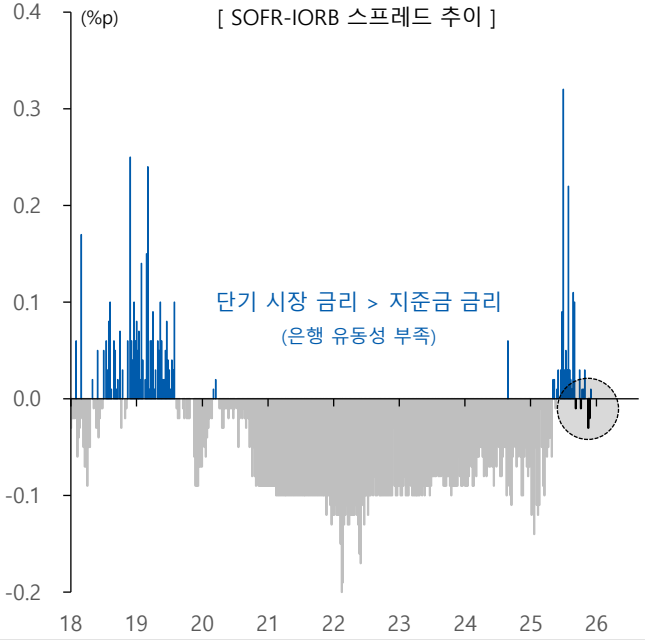
유동성 고갈, "적절한ample 준비금 유지 필요"

- 뉴욕 연방은행과 클리블랜드 연은 연구 및 분석에 따르면, 원활한 미국 금융 시스템 작동을 위해 요구되는 적절한ample 준비금 규모는 명목 GDP의 10~13% 수준으로 추산. **연준 준비금, 25년 3분기부터 밴드 하단 명목 GDP 10%대 하회를 지속**.
- 실제, 은행 유동성 지표인 SOFR-IORB 스프레드는 25년 하반기부터 확대 시작. **25년 4분기 스프레드(+7.5bp)는 Repo 시장 위기가 가시화되었던 19년 3분기 당시 수준(+6.1bp)을 상회.** 25년 12월 중순, 적절한 준비금 유지를 위한 자산 매입(RMP)을 개시. G-SIB의 비예탁 금융 기관향 대출 급증 영향을 반영. 이는 AI 기반 경기 성장을 뒷받침하기 위한 통화 수요(연준 부채) 대응과 관련.

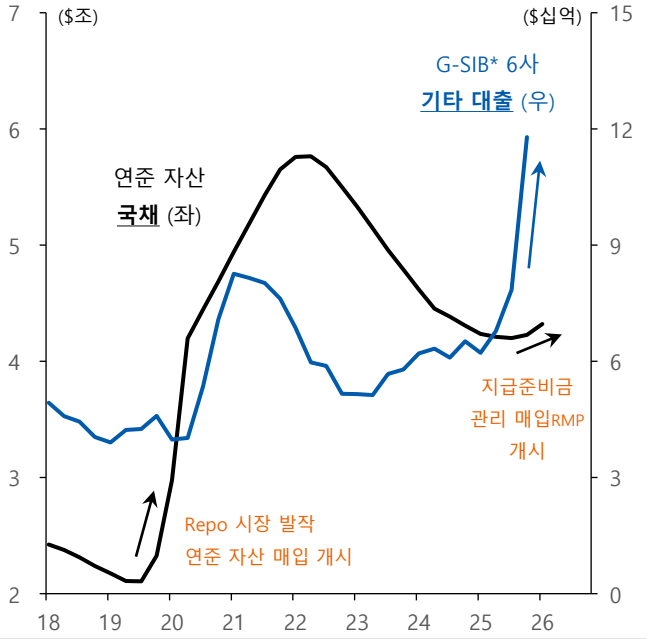
적절한 준비금 규모, 명목 GDP의 10~13% 수준 – 하단 하회 (25.3Q~)



은행 유동성 부족 지표, 25년 9월부터 확대 – cf) 19.9 Repo 시장 위기



적절한 준비금 유지를 위한 RMP 개시 – 사모 펀드 대출 급증과 연관



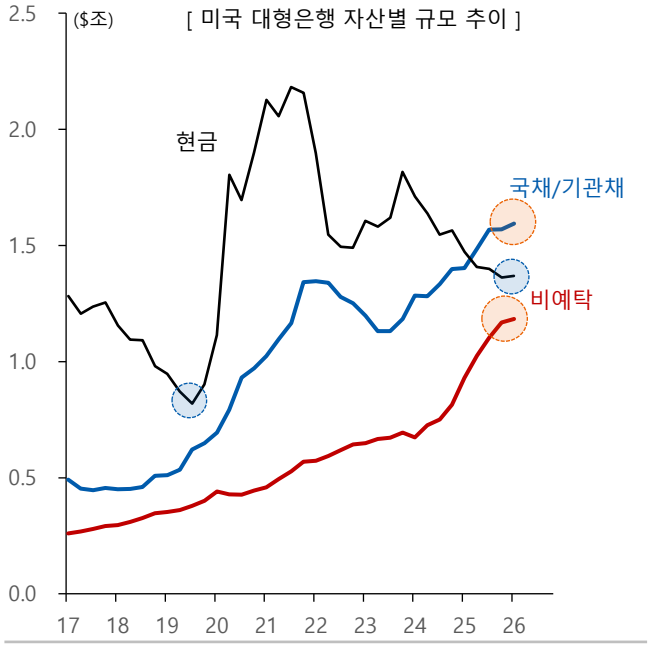
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

*주: G-SIB, Global Systemically Important Bank: 글로벌 금융 시스템에 큰 영향을 끼칠 수 있는 초대형 은행, 일반 은행 대비 추가 자본 및 유동성 규제, Stress Test 등 강한 규제가 적용.
미국 G-SIB는 총 8곳. **뱅크오브아메리카**BAC, **시티그룹**C, **골드만삭스**GS, **JP모건체이스**JPM, **모건 스탠리**MS, **웰스파고**WFC, 뱅크오브뉴욕멜론, 스테이트 스트리트, **G-SIB 6사**는 굵게 처리.

유동성 공급 및 규제 완화가 요구되는 시점

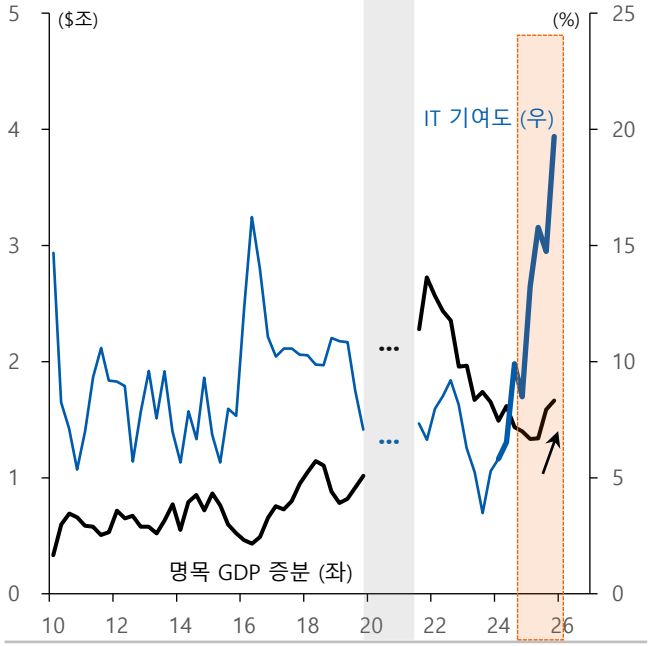
- 미국 역내 통화 유통 핵심 창구인 대형 은행의 23~25년 간 자산 추이에 따르면, QT 구간 신용 창출이 지속됨에 따라 보유 현금은 2년간 지속적으로 감소. 신용 창출의 두 핵심 요인은 1) 국채 매입과 2) 비예탁 금융 기관향 대출 증가에 기인. **25년 하반기부터 가시화한 신용 창출 속도 급감은 1) 시중 유동성 부족과 2) Basel III, SLR, Liquidity Coverage Ratio 등 은행 규제 부담을 반영.**
- 비예탁 금융기관 대상 대출 증가는 사모 펀드發 AI 인프라 투자 확대와 관련. 24.1Q 5.8% 수준에 그쳤던 IT의 GDP 전체 증분에 대한 기여도는 25.4Q 19.7%까지 상승. Rack-Scale 서버 인프라, AI-Agent 도입 확대에 따른 메모리 수급 차질, 가격 급등에 기인.

25.4Q 신용 창출 본격 둔화 – 1) 시중 유동성 부족, 2) 은행 규제 부담 반영



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

비예탁 금융기관 대상 대출, AI 인프라 투자 확대와 GDP 증가 견인



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

S/W 업종 CapEx 증가 가속 – 인프라 Rack-Scale화, 메모리 수급 차질

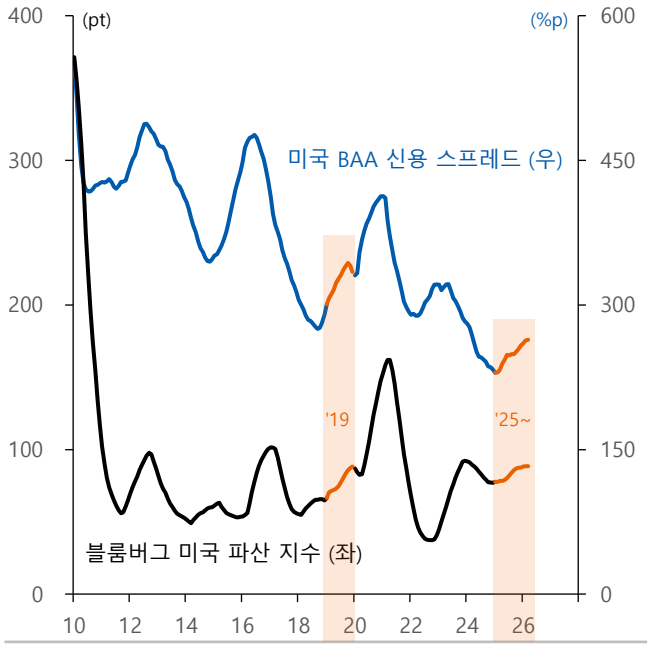


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

사모 대출 리스크, 제약적 금융 환경과도 연관

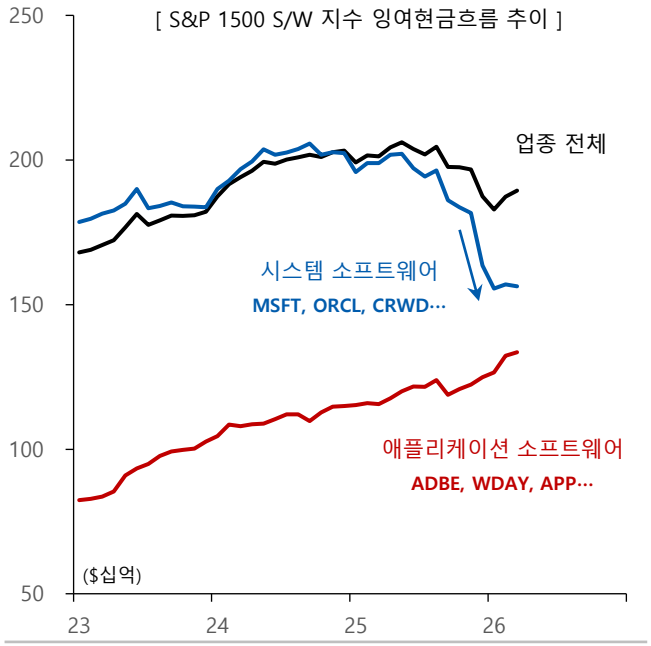
- 사모 대출 리스크, 19.3Q Repo 발작과 23.1Q SVB 사태 이후 미국 증시의 주요 체계적 위험 요소로 부각. 고금리, QT 등 제약적 금융 환경 지속, 관세 및 지정학적 불확실성 요소 가세로 25년 연간 역내 기업 신용도 악화 및 파산 증가로 가시화 중. **스프레드 기준 신용 상황은 19년 연간 사례와 유사한 악화 추세이나 레벨 자체는 역사적으로 양호.**
- 한편, 25.4Q **S/W 업종 주가 급락**, CapEx 투자 급증에 따른 잉여현금흐름 악화(AI 버블론), AI Agent의 비즈니스 애플리케이션 대체(SaaSpocalypse)와 같은 업종 위험과 더불어 산업 성장을 뒷받침하는 **충분한 유동성 공급에 제약적인 금융 환경과 연관.**

BAA 스프레드 악화 추세 – 19년 연간과 유사하나 역사적 양호한 수준



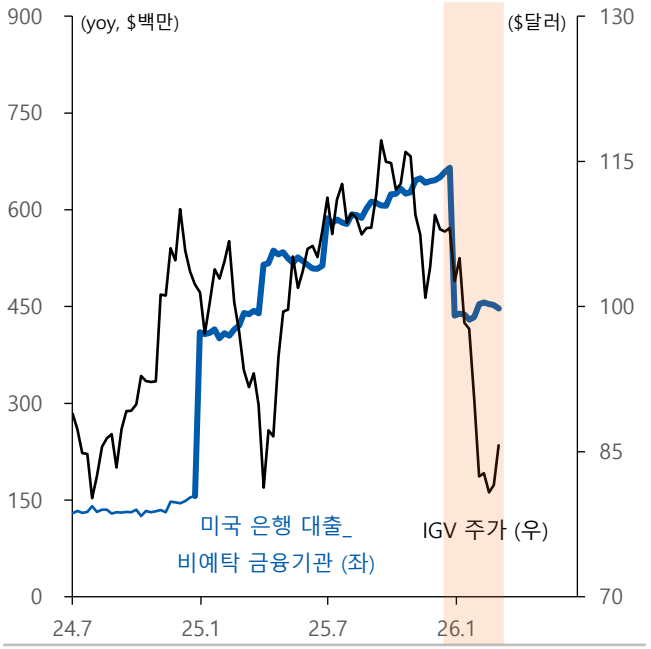
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

SaaSpocalypse 주요 업체 ADBE, WDAY, APP 잉여현금흐름 견조



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

S/W 업종 주가 급락, 유동성 공급에 제약적인 금융 환경과도 연관

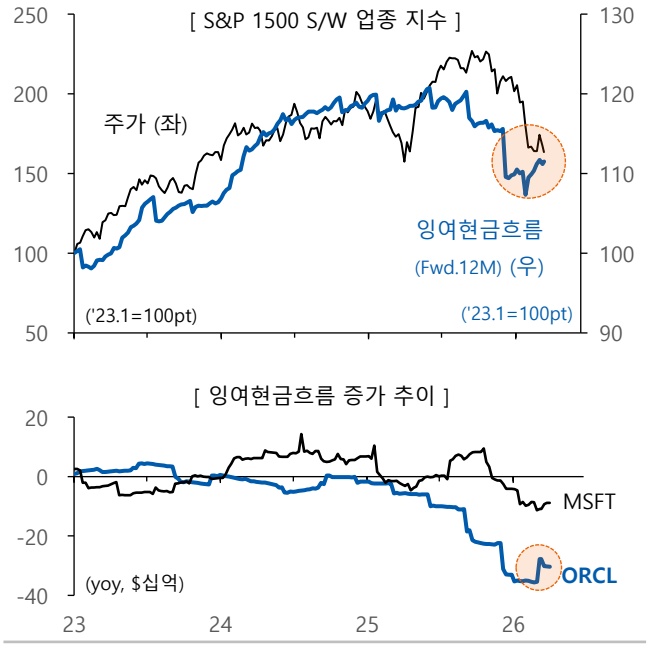


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

공포 vs 파산 vs 체계적 위험, 모두 다른 문제

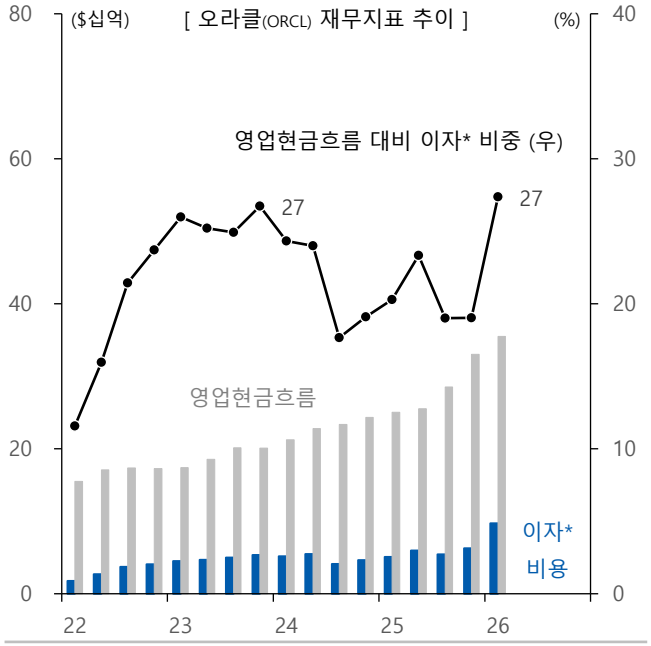
- SaaSpocalypse 확산을 주도한 주요 업체 Adobe, Workday, Applovin 주가의 30~40%대 조정과는 별개로 **1) 해당 업체들의 현금흐름 창출 능력, 2) Anthropic의 기존 엔터프라이즈 S/W와 함께 작동하는 AI-Agent 구축, 3) Jensen Huang CEO의 S/W 워크플로우, 전문 데이터 대체 불가론과 업무 처리량 급증에 따른 P-Q 증가 언급 등 업종 내 패닉셀은 일단락 국면.** 또한, 공포 확산, 업체 파산, 체계적 위험으로의 전이는 모두 다른 문제.
- 업종 하락에 가장 큰 기여를 한 종목은 오라클(ORCL). AI CapEx 메가사이클 국면에도 오라클의 최근 영업현금흐름 대비 이자 비중은 23년 수준. 26년 500억 달러 이상의 추가 채권을 발행하지 않을 계획이며, 자본 지출에 있어서도 고객사 자체 하드웨어 사용(BYOH)과 선불 결제 방식 도입을 언급.

핵심 리스크 시스템 S/W CapEx 급증 – ORCL FCF, 주가 저점 확인



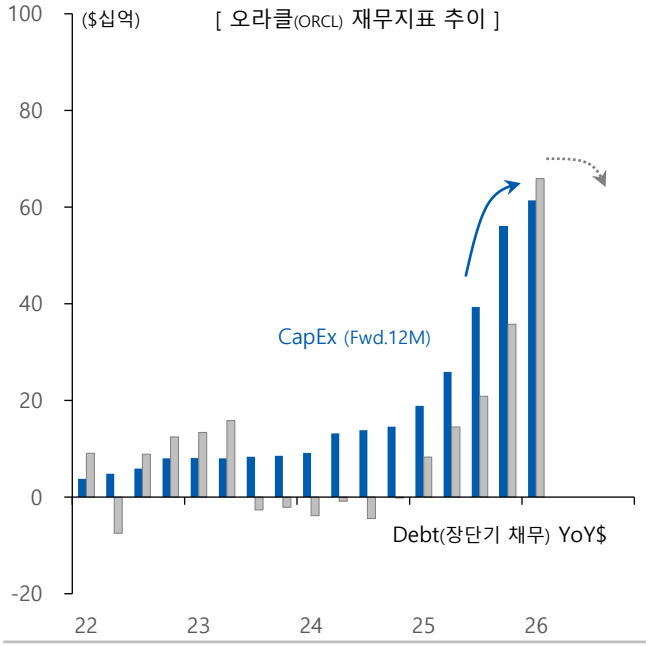
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

장단기 채무 급증에도 최근 영업현금흐름 대비 이자 비중은 23년 수준



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터
주: 이자는 WACC 세후 부채 비용(Rd(1-t))에 장단기 채무 금액을 곱해 산출

1) 26년 $500억 미만 채권 발행, 2) 고객사 BYOH 및 선불 결제 도입

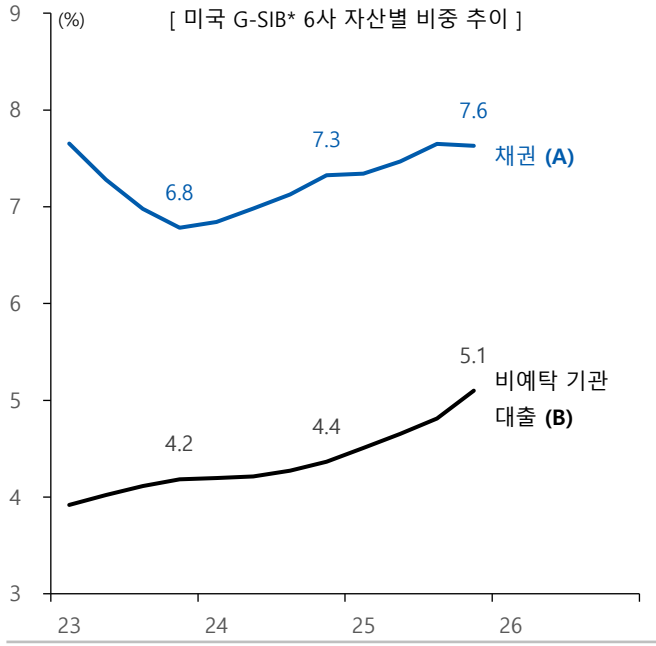


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

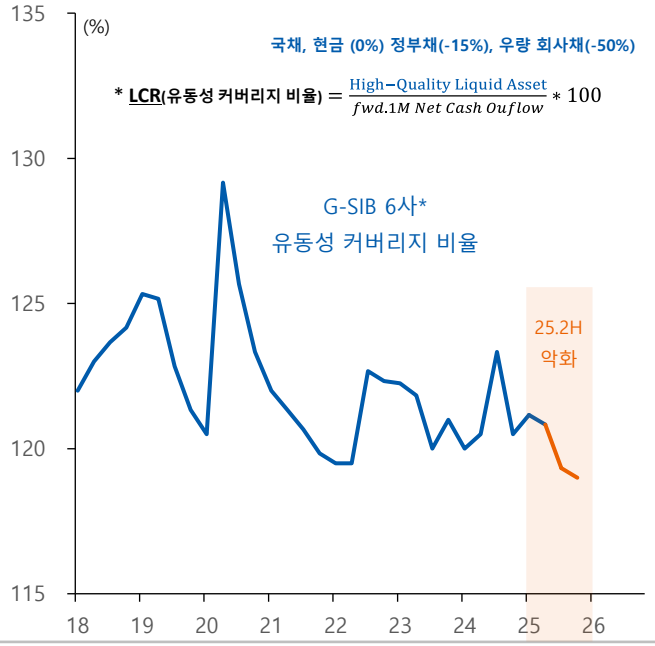
유동성 제약 요인, 금융 규제에 따른 은행 신용 창출 둔화 … ① LCR

- 환매런으로 가시화하는 사모 대출 투자금 회수 급증, Blackrock(BLK) 사모 대출 가치 삭감 등 우려 요인 가시화. 다만, 사모 대출 분기 환매는 전체 펀드 규모 5%로 제한. 해당 사모 대출 업체들에 대출을 제공한 대형 은행 주가는 이들이 현재 보유하고 있는 자산 대비 비중, 폐쇄형 펀드 익스포저, 차주 신용도 및 펀더멘털 등을 고려시 지나친 우려가 반영. 업종 ETF KBWB의 주가는 2월 고점 대비 -15%대 하락.
- 한편, 비예탁 금융 기관향 대출 확대 그리고 지속되는 HQLA(High-Quality Liquid Asset; 현금, 국채, 준비금 등) 비중 하락, 25.2H, 대형 은행 유동성 커버리지 비율 감소 가속 중. **25.2Q, LCR 등 각종 은행 규제 비율에 대해 Michelle Bowman을 위시한 금융 당국의 전향적 논의가 있을 전망.**

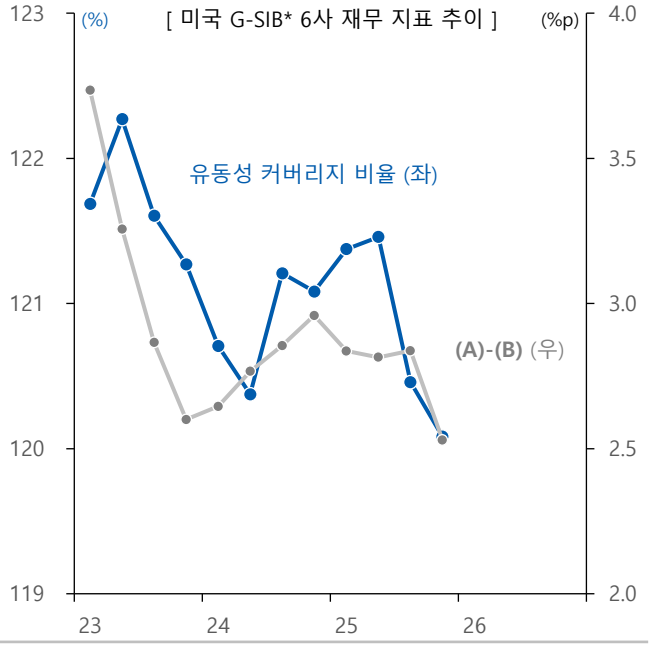
대형 은행 주가, 보유 사모 대출 자산 비중(5%) 대비 지나친 우려 반영



25.2H, G-SIB 유동성 커버리지 비율(LCR) 하락 가속 중



비예탁 금융 기관향 대출 확대와 HQLA 자산 비중 감소, LCR 하락 가속



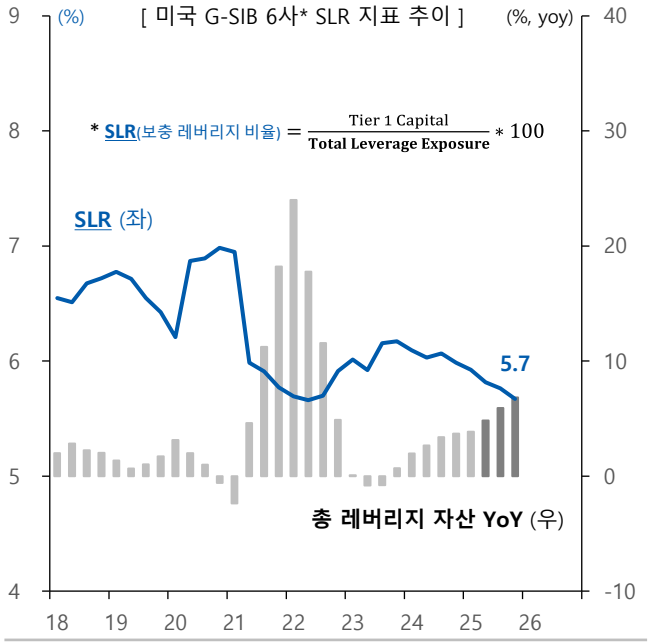
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

*주: G-SIB 6사 – 뱅크오브아메리카BAC, 시티그룹C, 골드만삭스GS, JP모건체이스JPM, 모건 스탠리MS, 웰스파고WFC

금융 규제에 따른 은행 신용 창출 둔화 … ② SLR, Basel III

- 일반 위험 자산 뿐만 아니라 채권, 현금 등도 위험 자산과 똑같은 가중치를 부여하는 SLR의 경우에도 25년 연간 하락을 지속, deadline 5%(5.7%)에 근접. 소매 금융과 일반 상/산업 대출이 제약적인 금융 환경간 보통주와 이익잉여금으로 주로 구성된 Tier 1 자본 증가에는 채권 매입, 비예탁향 대출 확대가 요구.
- 25년 11월 말 개정된 eSLR 역시 은행 지주회사는 5% 수준의 SLR 유지를 명시. 한편, 자회사 은행 규제 완화가 위험 자산을 오히려 지주에서 자회사로 이동시킬 수 있다는 비판 제기. CET1 비율 하락도 RWA 증가를 반영 중. 전 연준 감독 부의장 Michael Barr는 최소 16% 이상의 CET1 증액을 요구.

SLR, 25년 연간 하락 지속하며 deadline 5%(5.7%)에 근접



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

eSLR, 은행 지주 회사 5% 비율 유지 명시. 자회사 위험 확대 논란 상존

기존 eSLR

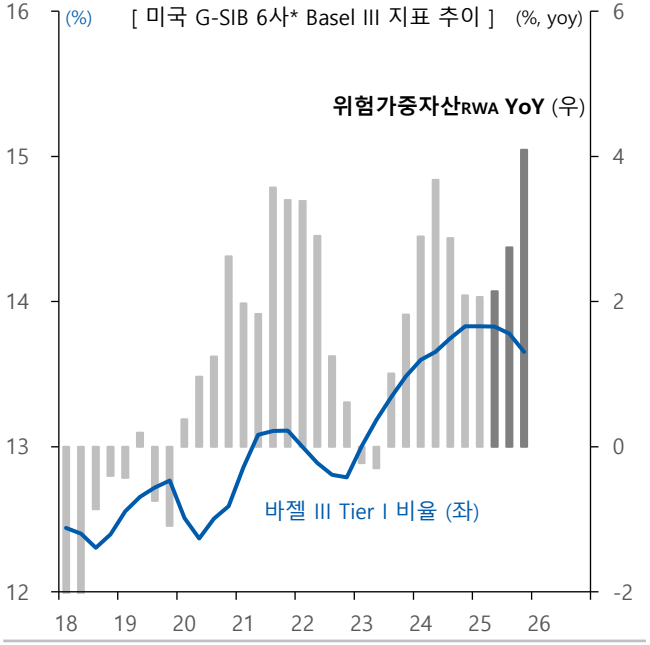
	은행 지주 회사	자회사 은행
기본	3%	3%
버퍼	G-SIB할증률 X 50%	min(G-SIB할증률 X 50%, 1%)
전체	**5%**	**6%**

25년 11월 25일 개정 eSLR

	은행 지주 회사	자회사 은행
기본	3%	3%
버퍼	G-SIB할증률 X 50%	min(G-SIB할증률 X 50%, 1%)
전체	**5% 수준**	**4% 수준**

자료: Economy21, 유안타증권 리서치센터

CET1 비율(Min 10%, +1.6) 하락도 RWA 증가를 반영



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

재무부, 재정 확대 Room 보유

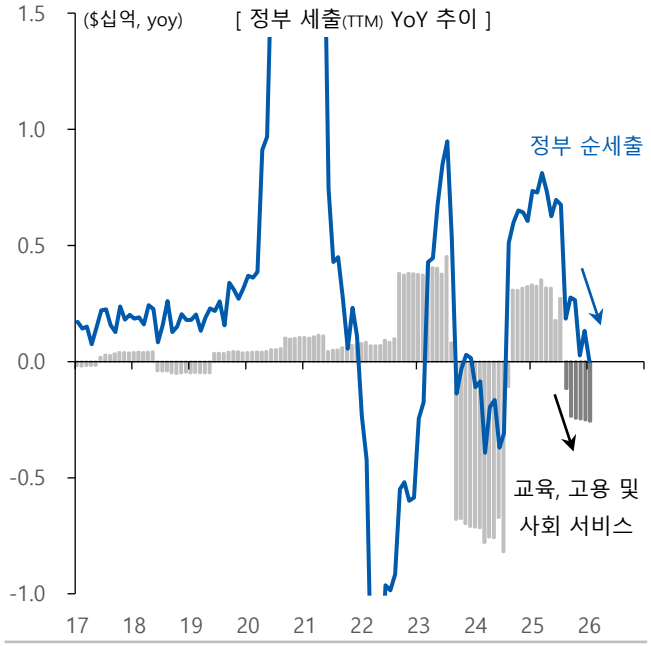
- Scott Bessent는 지난 해 재정 정책 가이드라인으로 28년 내 GDP 대비 재정적자 -3% 비율 달성을 제시. 25년 2월 -7.2% 수준에 달했던 GDP 대비 재정적자는 2월 기준 -5.2% 수준으로 크게 하락. 28년 목표 달성에 권장되는 -5.9% 대비 +0.6% 추가 감축 상태. 중간 선거 전 재정 확대 여지 충분.
- 견조한 명목 GDP 추이와 세출입 관리를 통해 재정 확대 Room 확보. 세출 감소는 교육부 폐지 추진, 사회, 고용, 친환경 보조금 및 국제 사회 지원 축소 등 비효율적인 행정 기능 축소와 보조금 지급 축소에 기인. 세입 증가는 해방의 날 이후 주가 상승에 따른 자본소득세 증가에 기인. 정권의 주가 부양 유인은 세입 확대와 재정 적자 축소와도 구조적으로 연관.

'26.2 재정적자 $3천억 vs. 전쟁 추가예산 $2천억 / 재정여력 +0.6%pt



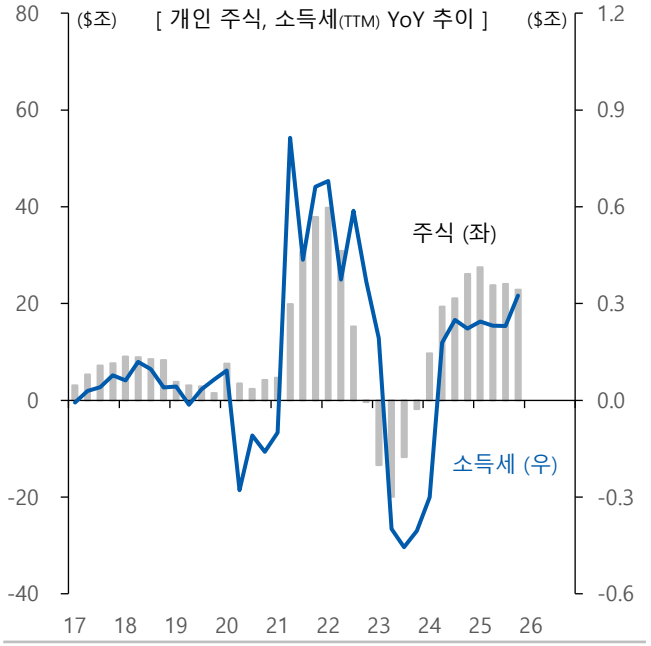
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

비효율적 행정 기능 축소, 각종 보조금 및 지원 축소로 세출 증가 둔화



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

세입 증가, 주가 상승에 따른 자본 소득세 증가에 기인. 주가 부양 유인

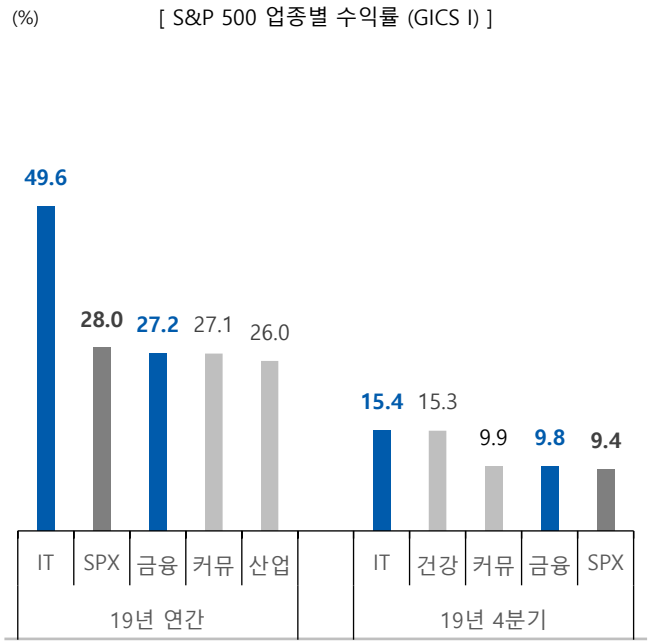


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

25.2Q 최선호 업종 반도체, 금융 경기 둔화, 유동성 공급 국면 대표 수혜 업종

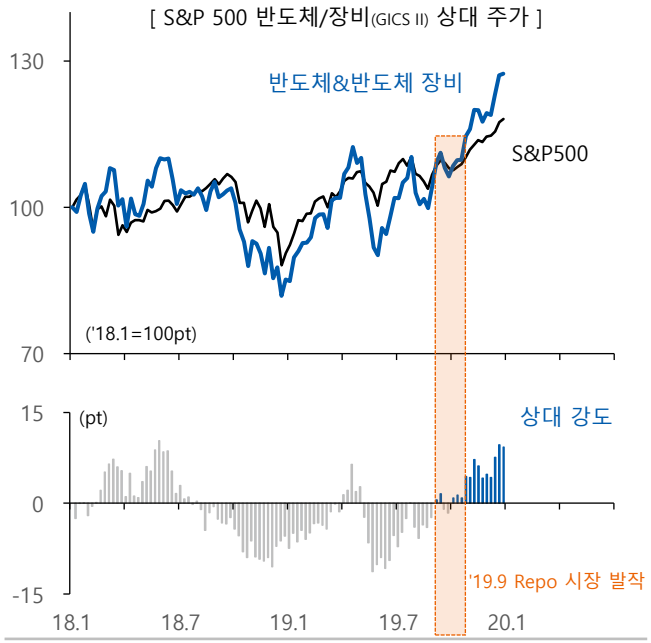
- 경기 둔화가 본격화한 19년 연간, Repo 사태 이후 자산 매입 확대에 돌입한 19년 9월 이후의 주가 흐름을 보면 종합적으로 IT, 금융이 시장 수익률을 상회하는 흐름을 시현. 19년 4분기와 같은 금리 인하를 예단하기 어려운 국면이나 고금리-고물가 주도의 증시 Narrative는 하반기 전까지 점진적으로 약화할 전망.
- 특히, IT 업종(GICS II 기준 1) S/W, 2) H/W, 3) 반도체 3개 업종) 내에서도 9월 연준 자산 매입 확대 본격화 국면 시장 대비 아웃퍼폼을 시현한 업종은 반도체 & 반도체장비 산업 그룹. 23년 이후 AI 사이클간 최하단에 근접한 밸류에이션, 하반기 본격화하는 차세대 아키텍처 출하 고려시 2분기 비중 확대 유효.

경기 둔화 본격화, Repo 사태 가시화한 19년 – IT, 금융 시장 아웃퍼폼



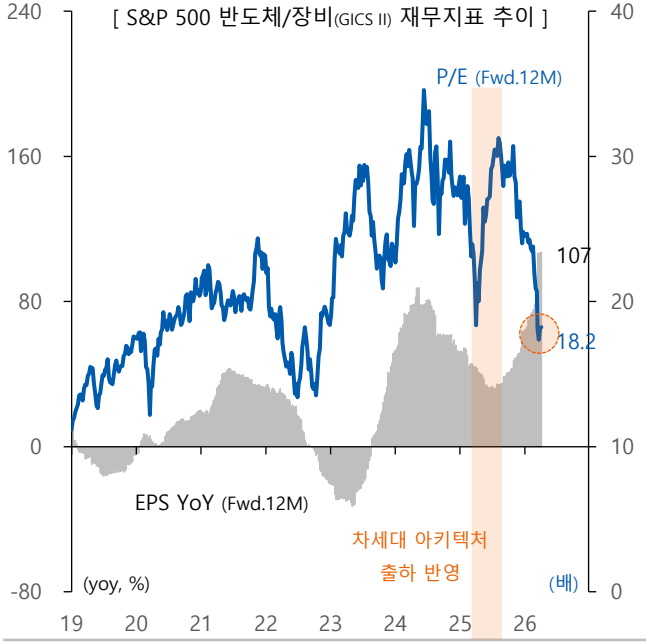
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

자산 매입 확대 본격화 국면 시장 대비 아웃퍼폼 – 반도체 & 반도체 장비

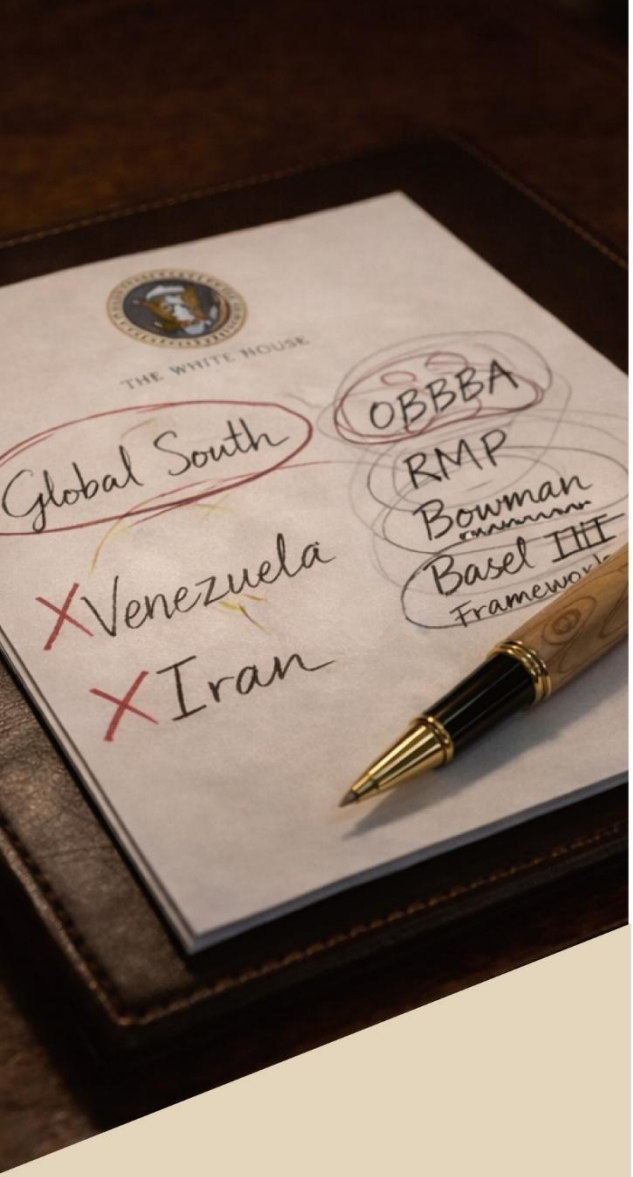


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

최하단에 근접한 밸류에이션, 차세대 아키텍처 출하 – 2Q 비중 확대



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

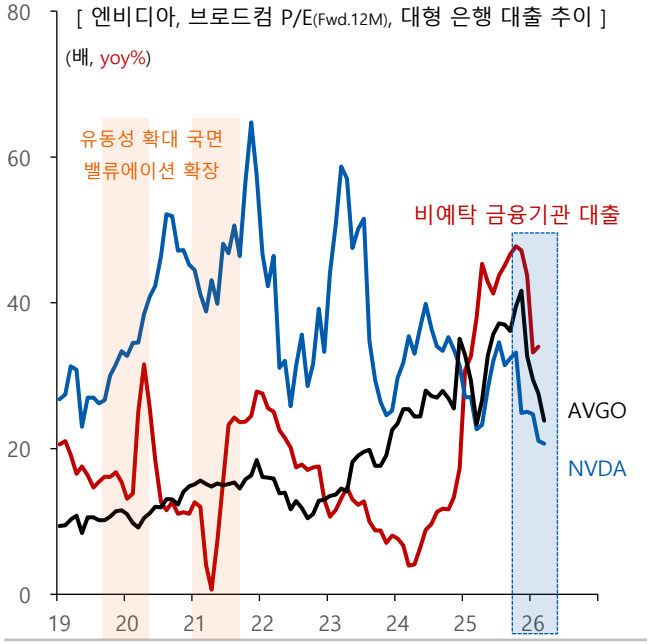


[Part 2. 반도체 – 소외된 주도주의 시간]

[반도체] 주도주의 De-Rating. 1) 재고 회전 비교 열위, 종목/테마 장세 지속

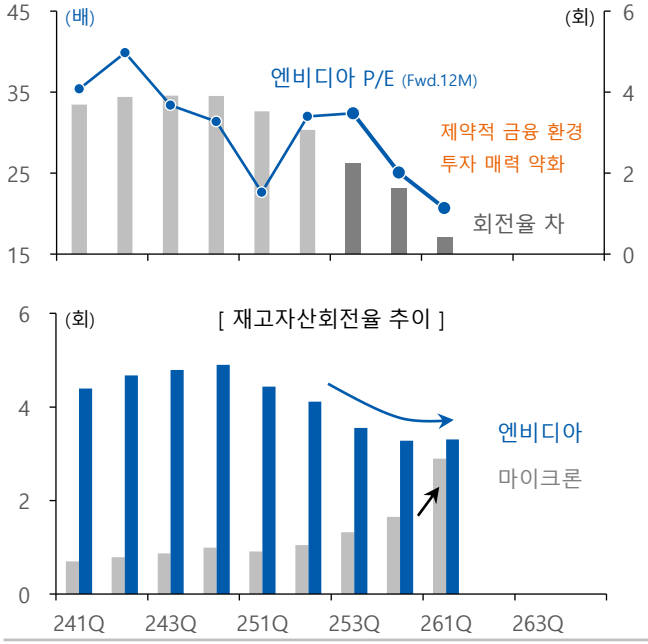
- 엔비디아(NVDA)의 경우 25년 2분기를 바닥으로 EPS 증가세yoy가 가속 전환했음에도 불구하고, 주가는 25년 하반기부터 보합세를 지속하며 최근 밸류에이션은 역사적 최하단을 형성 중. 브로드컴(AVGO) 밸류에이션 역시 4분기 AI 버블론 불거지며 동반 축소.
- **25.4Q 유동성 확대 둔화로 증시가 종목/테마 장세에 진입하면서 메모리, 광학 부품과 같은 Upstream 업체 대비 Scale-Up/Out 본격화에 따른 구조적인 재고 회전 열위가 부각된 것이 기존 반도체 주도주 De-Rating으로 연결.** 제약적 금융 환경 지속에 따라 AI 업종 내 Upstream향 중심으로 진행된 모멘텀 스타일 플레이로 견조한 이익 개선세에도 소외되었던 NVDA, AVGO 등 기존 주도주에 대한 밸류에이션 회복이 가시화할 전망.

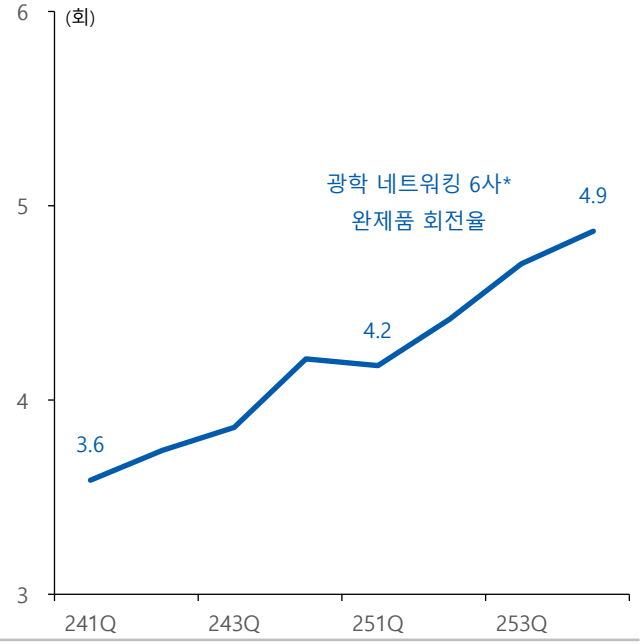
유동성 확대 둔화로 AI 업종 종목 장세 – 회전율 기반 모멘텀 플레이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

메모리, 광학부품 등 AI H/W 밸류체인 내 타 Upstream 업체 대비 재고회전 열위 부각하며 종목 장세간 De-Rating vs. NVDA 재고회전 Bottom-Out



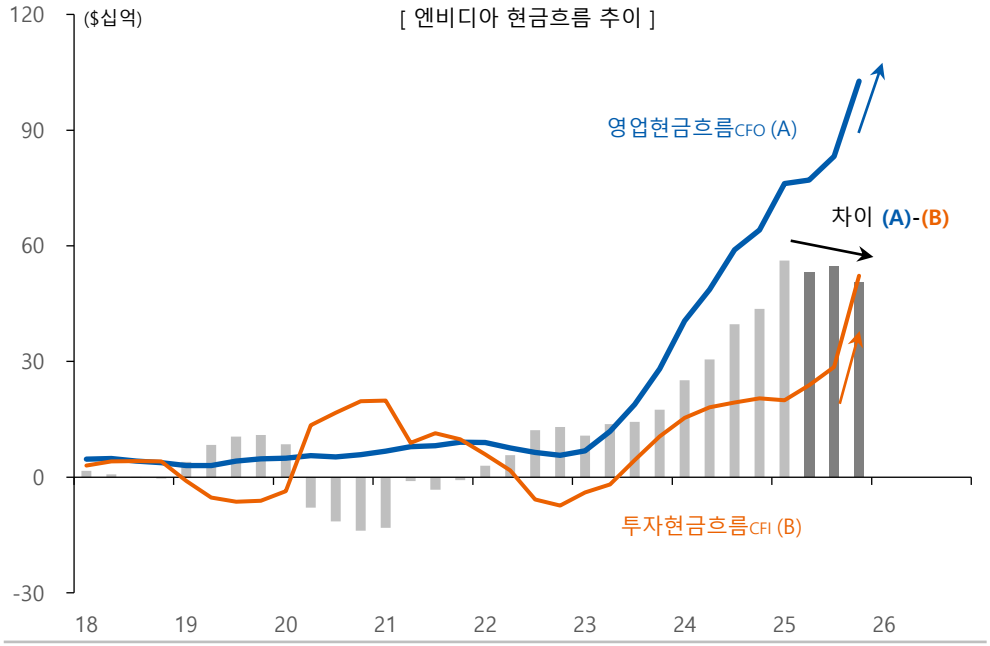


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터
*주: 광학 네트워킹 6사 – Fabrinet(FN), Lumentum Holdings(LITE), Coherent(COHR), Corning(GLW), Ciena(CIEN), Amphenol(APH)

주도주의 De-Rating. 2) 투자 확대에 민감해진 시장

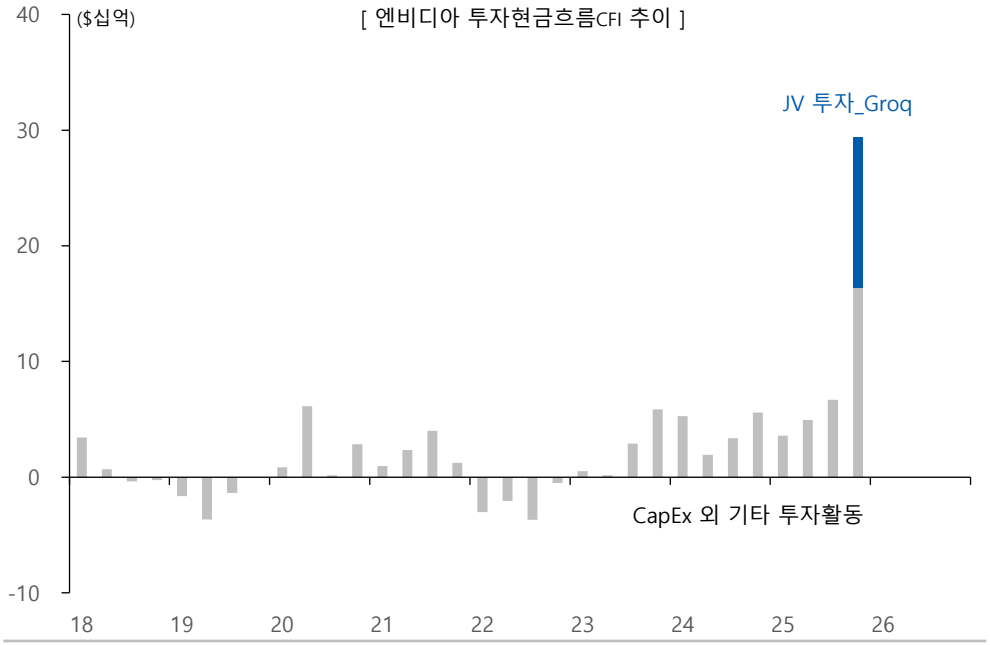
- 엔비디아, 차기 신제품 사이클('26.2H~) 주기가 도래하는 1년간 추가 모멘텀 부재 구간 지속. 투자활동현금 확대 역시 주가 하방 압력으로 작용. 최근 주요 CFI 증가 항목은 LPU Groq JV 투자. Rubin GPU가 Prefill을, Groq LPU가 De-Code를 각각 처리해 LLM의 MW당 처리량을 35배 제고할 예정.
- 토큰 생성에 수반되는 두 절차(Prefill, De-Code)에서 토큰을 순차적으로 생성하는 De-Code 단계에서는 이전 토큰에 대한 접근이 집중됨에 따라 메모리 대역폭이 중요해지고 이에 따른 병목 현상 발생. HBM 대신 SRAM을 채용하는 Groq SRAM 아키텍처 기반의 Groq 3 LPX SRAM 대역폭은 VR NVL72 HBM 1.6PB/s의 25배, 총 스케일업 대역폭은 NVL576의 대역폭 4.6PB/s의 140배 수준으로 알려져 있음.

차기 신제품 사이클 주기가 도래하는 1년간 추가 모멘텀 부재 구간 지속, CFI 확대 역시 주가 하방 압력으로 작용



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

Groq 3 LPX SRAM 대역폭, VR NVL72 HBM의 25배, 총 스케일업 대역폭, NVL576 대역폭의 140배

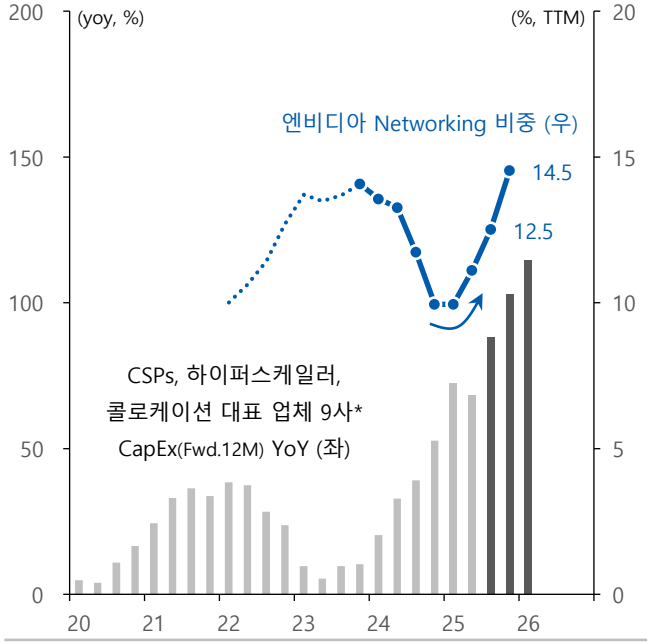


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

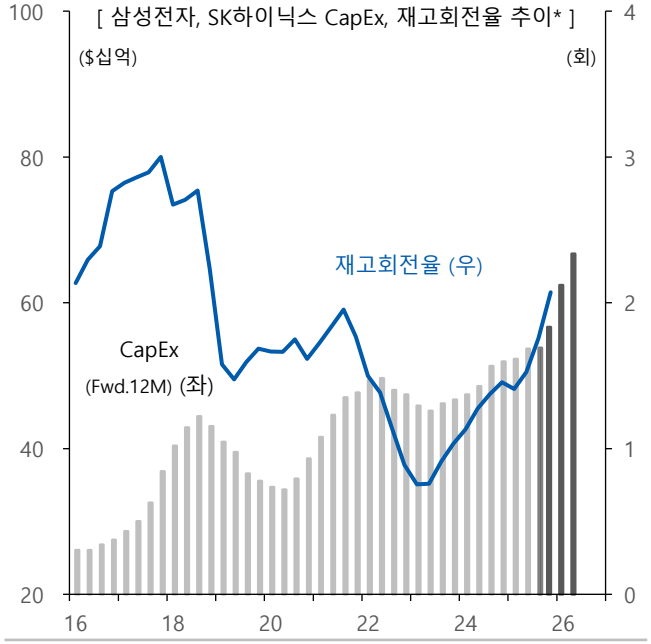
잠재한 상승 재료, Narrative 전환이 촉발

- **점진적 유동성 공급 확대가 증시 Narrative를 전환, 25.3Q 당시 NVDA Re-Rating 국면을 재현할 전망.** 1) Scale-Up/Out에 따른 네트워킹 솔루션과 전문 시각화 부문 등 GPU 외 사업 부문 침투율 증가에 따른 회전율 제고, 2) 25년 하반기 TSMC, SEC/SKH 등 전방 ODM/OEM 및 Upstream 업체의 Capacity 증가에 따른 공급 차질 회복 기대, 3) Vera-Rubin 차세대 아키텍처 출하에 따른 이익 서프라이즈 등 상승 재료가 밸류에이션에 미반영.
- 25년 해방의 날 이후 Grace-Blackwell 아키텍처 출하와 Scale-Up/Out에 따른 토큰 처리량 급증이 Re-Rating을 견인했다면, 금번 Vera-Rubin은 **Groq LPU 기반 플래그십 제품 수요 확대와 와트당 성능 개선에 따른 후방 CSPs 업체 실적 개선 가시성이 확인되는 형태로 발현**할 전망.

1) 네트워킹(Connect/Spectrum X) 및 2) 전문 시각화 부문 침투율 확대 가속, 3) 전방 Capa 확대에 따른 공급 차질 점진적 완화 등 상승 재료 출연 지속

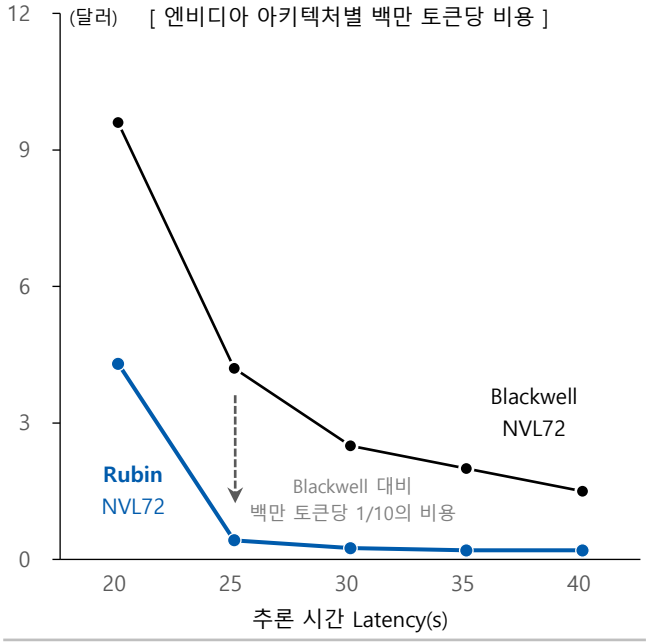


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

GB200 Scale-Up 이후 Rubin 플래그십 제품 토큰 처리 급증이 모멘텀

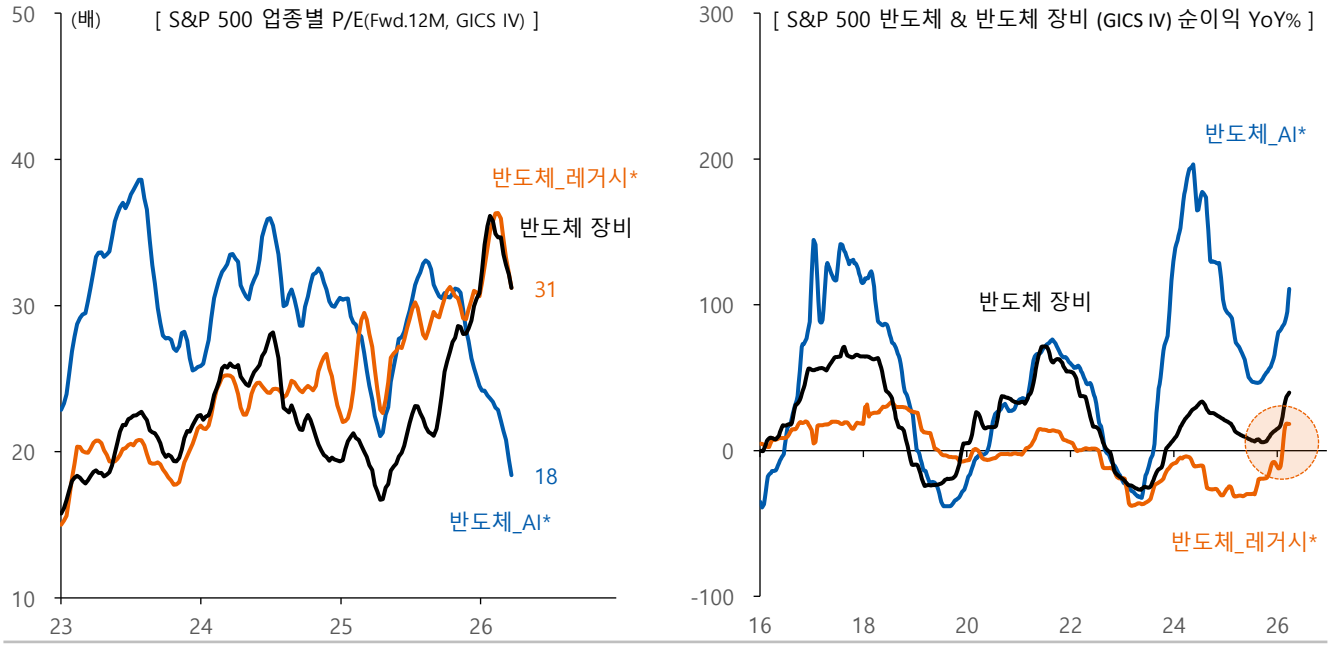


자료: NVIDIA, 유안타증권 리서치센터

반도체 (GICS IV) - 최선호 업종, 소외된 기존 주도주, 매력적인 포지셔닝

- 최선호 업종 반도체(GICS IV) 내에서도 소외된 기존 주도주, 엔비디아(NVDA), 브로드컴(AVGO)에 대한 투자 매력이 높아진 구간. **AI 버블론, SaaSpoclaypse, 모두 제약적 금융 환경 및 유동성 부족 국면 지속으로 사모 펀드 대출 우려와 같은 미국 경기의 약한 고리가 부각된 결과**로, 이는 현 국면의 종목/테마 장세 지속의 주요 원인.
- 연준 QT 중단과 RMP 개시, 3월 중하순 현금흐름이 우량한 GSIB 업체 대상 2천억 달러 유동성 공급 지원 계획 등 유동성 공급 사이클 초입에 진입. 견조한 AI 뿐만 아니라 레거시 역시 올해 초 업사이클 국면 진입, 펀더멘털 대비 과도한 우려로 Underperform 지속. 반도체 업종 투자 매력 부각.

종목/테마 장세 지속으로 기존 반도체 주도주의 과도한 De-Rating 지속 + 레거시 부문 역시 올해 초 이익 업사이클 국면 진입 – 업종 투자 매력 부각



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

*주: 반도체 분류 1) **AI** – NVDA, AVGO, MU, AMD 4 종목 / 2) **레거시** – INTC, TXN, NXPI, MCHP, ON, SWKS 6 종목 / 3) **반도체 장비** – LRCX, AMAT, KLAC, TER 4 종목

S&P 500 반도체, 반도체 장비 (GICS IV) 지수 구성 종목과 시가총액

반도체	기업명	시가총액
NVDA	엔비디아	4.26T
AVGO	브로드컴	1.51T
MU	마이크론 테크놀로지	446.05B
AMD	어드밴스드 마이크로 디바이시스	334.84B
INTC	인텔	221.23B
TXN	텍사스 인스트루먼트	177.20B
ADI	애널로그 디바이시스	157.12B
QCOM	퀄컴	137.29B
MPWR	모놀리식 파워 시스템스	54.11B
NXPI	NXP 세미콘덕터	49.63B
MCHP	마이크로칩 테크놀로지	35.51B
ON	ON 세미콘덕터	24.56B
FSLR	퍼스트 솔라	20.69B

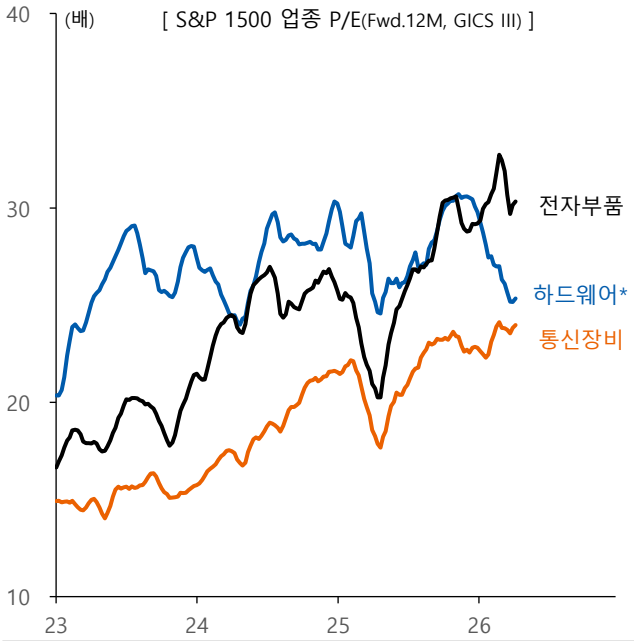
반도체장비	기업명	시가총액
LRCX	램리서치	298.26B
AMAT	어플라이드 머티어리얼즈	296.80B
KLAC	KLA	205.29B
TER	테라다인	50.12B
Q	큐니티 일렉트로닉스	24.81B

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

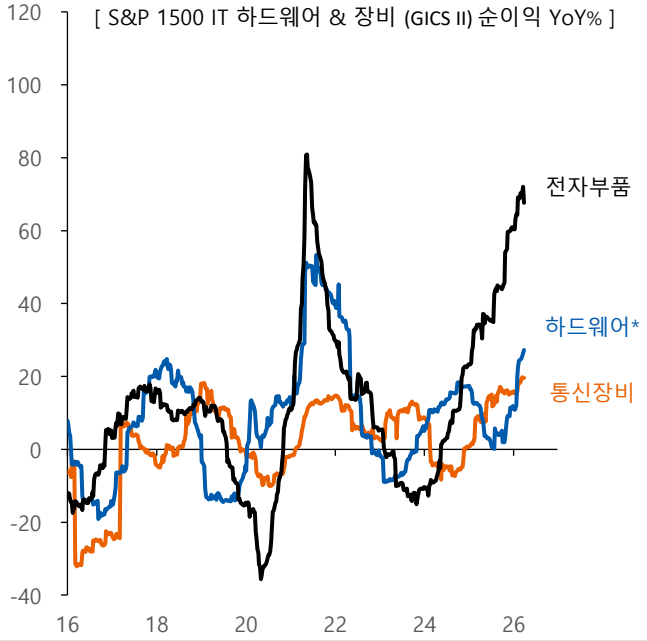
IT 하드웨어, 저장장치 & 주변기기 (GICS IV) - 차선호 업종

- 상위 업종인 IT 하드웨어 & 장비(GICS II) 업종은 경기 둔화가 본격화한 19년 연간 Market Outperform. IT 업종 내에서도 최상위 Outperform 업종. 25.2Q AI 서버 인프라의 본격적인 Scale-Up & Out이 본격화함에 따라 25.4Q~26.1Q 테마 장세를 주도한 네트워킹 솔루션 Upstream**(구리/광학)** 주요 업체인 APH, GLW, COHR, CIEN, LITE가 전자부품, 통신장비(GICS IV) 각 섹터에서 업종 모멘텀 주도.
- **차선호 업종으로 IT 하드웨어, 저장장치 & 주변기기(GICS IV) 제시**. SNDK, WDC 등 저장장치 업체의 약진과 더불어 DELL, HPE 등 서버 인프라 ODM/OEM 업체 실적 개선이 가세. 매력적인 밸류에이션 구간, 26년 초 본격적인 업사이클 진입에 따른 업종 내 매력적인 포지셔닝이 차선호 근거.

IT 하드웨어 & 장비 (GICS II) 업종 내 매력적인 밸류에이션 구간에 위치



26년 본격적인 업사이클 진입 – 서버 인프라 업체 실적 개선이 가세



S&P 1500 IT 하드웨어 & 장비 (GICS II) 지수 주요 종목과 시가총액

전자부품	기업명	시가총액
APH	암페놀	157.29B
GLW	코닝	121.99B
COHR	코히런트	51.06B
LFUS	리틀휴즈	8.87B
BDC	벨덴	4.60B

하드웨어, 저장장치*	기업명	시가총액
DELL	델 테크놀로지스	116.32B
SNDK	샌디스크/델라웨어	107.75B
WDC	웨스턴 디지털	102.07B
STX	씨게이트 테크놀로지 홀딩스	92.67B
HPE	휴렛패커드 엔터프라이즈	31.71B

통신장비	기업명	시가총액
CSCO	시스코 시스템즈	319.39B
ANET	아리스타 네트웍스	164.36B
MSI	모토로라 솔루션스	75.33B
CIEN	시에나	60.71B
LITE	루멘텀 홀딩스	57.26B

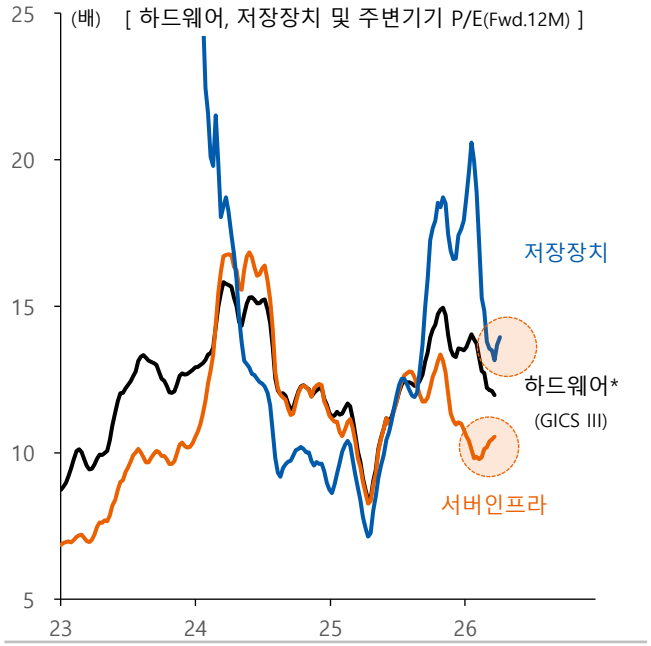
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

*주: IT 하드웨어, 저장장치 & 주변기기 (GICS 4) 업종 구성 종목에서 **애플(AAPL)은 제외**

저장장치 주도 이익 개선세 지속 & 서버 인프라, 애플의 가세

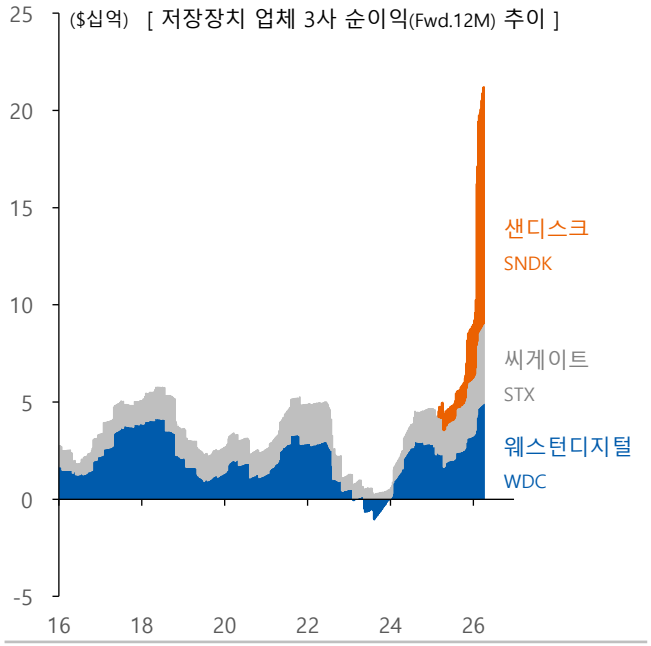
- IT 하드웨어, 저장장치 & 주변기기(GICS IV) 업종 내에서도 핵심 모멘텀 섹터인 저장장치는 터보퀀트(TurboQuant), 메모리 효율화 등 향후 출현 가능한 악재를 고려해도 Agent-AI가 견인하는 필연적인 스토리지 총사용량 증가, 도입 비용 감소에 따른 총수요 증가, 그리고 현재의 밸류에이션 수준을 고려할 때 현재도 투자 매력이 유효한 부문.
- 업종 내 **추가로 주목할 사항은 DELL, HPE, SMCI 3사로 구성된 서버 인프라 업체와 애플의 26년 본격적인 이익 업사이클 진입.** 기타 부문의 경우에도 B2C 익스포저가 큰 HP 실적을 제외하면 이익 성장세는 15년 역사적 평균 수준 (에버퓨어(PSTG), 넷앱(NTAP) 등 스토리지 S/W 업체).

IT 하드웨어, 저장장치 & 주변기기 밸류에이션, 매력적인 구간에 위치



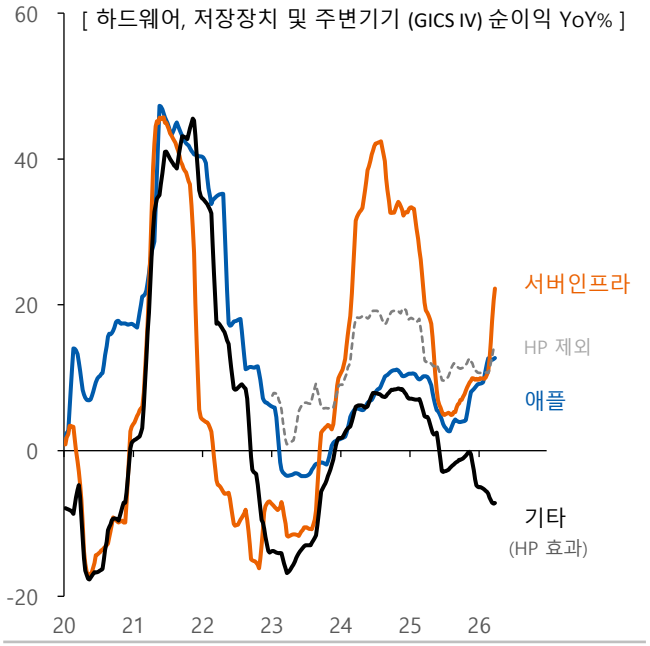
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

스토리지 3사 – 필연적인 총사용량 및 총수요 증가, 현재도 투자 매력 유효



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

서버 인프라 3사, 애플 이익 업사이클 진입 & 스토리지 S/W 이익 견조

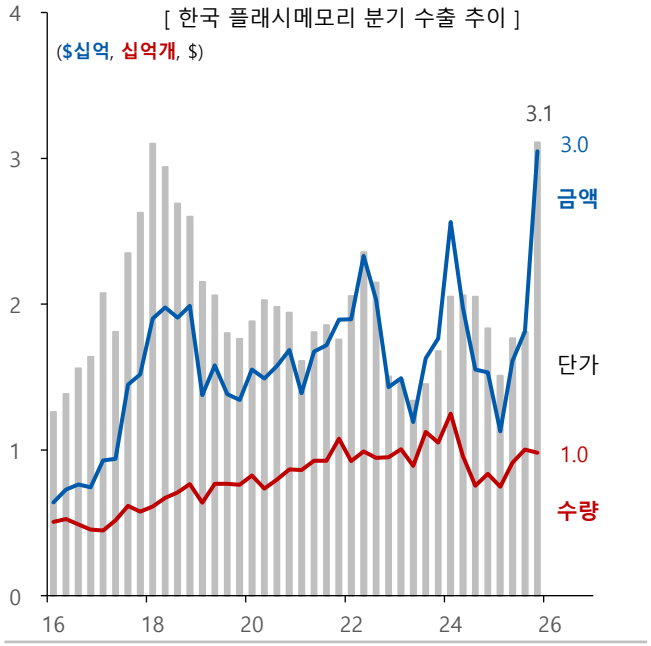


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

저장장치, 추가 상승을 뒷받침하는 펀더멘털

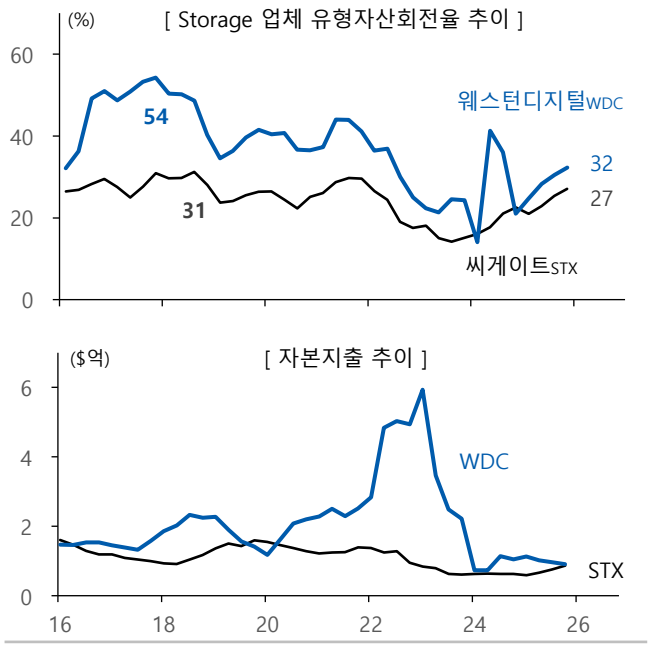
- 저장장치 업체 실적에서 주목할 사항은 플래시메모리 공급량. **낸드 플래시 시장을 주도하는 한국 시장의 플래시메모리 분기 수출 추이에 따르면, 지난 4분기 가격은 역사적 평균의 2배, 수량은 최고점 24.1Q의 79% 수준에 불과.** 단기간 제품 가격 불확실성에 따른 주가 조정은 매수 기회를 형성.
- 또한 최근 주요 저장장치 업체의 유형자산회전율, 25년 연간 STX의 CapEx 확대에 따른 생산 능력 증가 외, HDD 용량 확대 및 SDD 신제품 로드맵과 낮은 부담의 밸류에이션으로 비중 확대 유효.

한국 플래시메모리 수출 수량, 최고점 24.1Q의 79% 수준에 불과



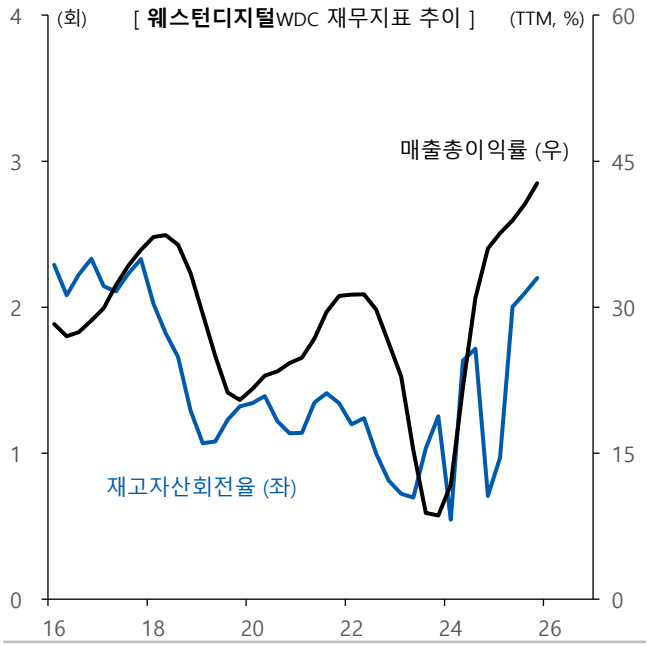
자료: 한국무역협회, 유안타증권 리서치센터

역사적으로 낮은 Asset Turnover 레벨, STX CapEx 확대 지속 고려 필요



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

Inventory Turnover의 견조한 상승 흐름으로 GPM 상방 기대감 유효



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

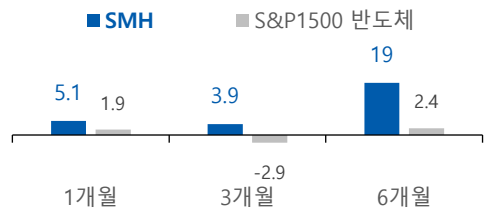
SMH VanEck Semiconductor ETF

IT, 반도체 및 반도체 장비 부문에 걸쳐 사업을 운영하는 미국 상장 주식에 투자. MVIS US Listed Semiconductor 25 Index 성과를 추종하며, 벤치마크는 MSCI AC World.

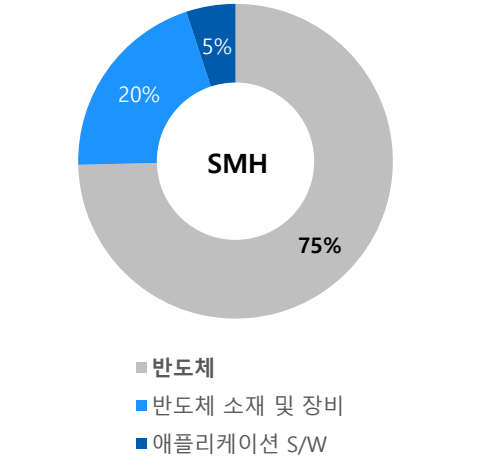
내용 (4/8)

현재가	$422.92
AUM	$43.85B
52주 저/고	$176.05 / $427.94
보수율	0.35%
구성 종목 수	26
90일 평균 거래량 (백만)	7.95

수익률 (4/8)



업종별 비중 (GICS IV)



구성 종목 Top 10 (4/8)

기업명	티커	구성비중	시가총액	PER	PBR	ROE	배당수익률	YTD %
엔비디아	**NVDA**	**19.38**	**$4,425B**	**22.0**	**23.5**	**65.7**	**0.02**	**-2.4**
TSMC	TSM	11.59	$1,898B	25.4	10.4	34.9	1.01	20.7
브로드컴	AVGO	7.67	$1,660B	26.4	20.0	60.7	0.76	1.5
인텔	INTC	4.91	$296B	114.5	2.4	3.4	0.02	59.8
AMD	AMD	4.77	$378B	34.6	5.9	19.3	0.00	8.2
KLA	KLAC	4.83	$219B	39.9	38.0	89.3	0.48	37.8
ASML	ASML	4.80	$552B	40.5	23.2	54.7	0.66	33.0
애널로그 디바이시스	ADI	4.60	$169B	28.8	5.0	16.8	1.25	28.1
램리서치	LRCX	4.68	$308B	39.8	28.8	66.8	0.45	44.2
어플라이드 머티어리얼	AMAT	4.59	$306B	32.2	13.4	40.6	0.49	50.3

주 : 12개월 Forward
자료 : Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

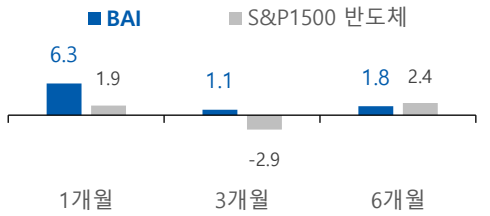
BAI iShares AI Innovation and Tech Active ETF

블랙록에서 출시한 ETF로 글로벌 전체 공모 주식 시장에 투자. AI 및 IT 분야의 기업 주식에 직접 투자하거나 파생상품을 통해 투자.

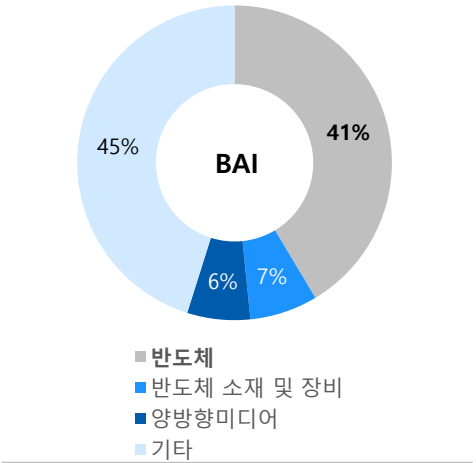
내용 (4/8)

현재가	$37.24
AUM	$10.18B
52주 저/고	$19.11 / $38.04
보수율	0.55%
구성 종목 수	44
90일 평균 거래량 (백만)	1.93

수익률 (4/8)



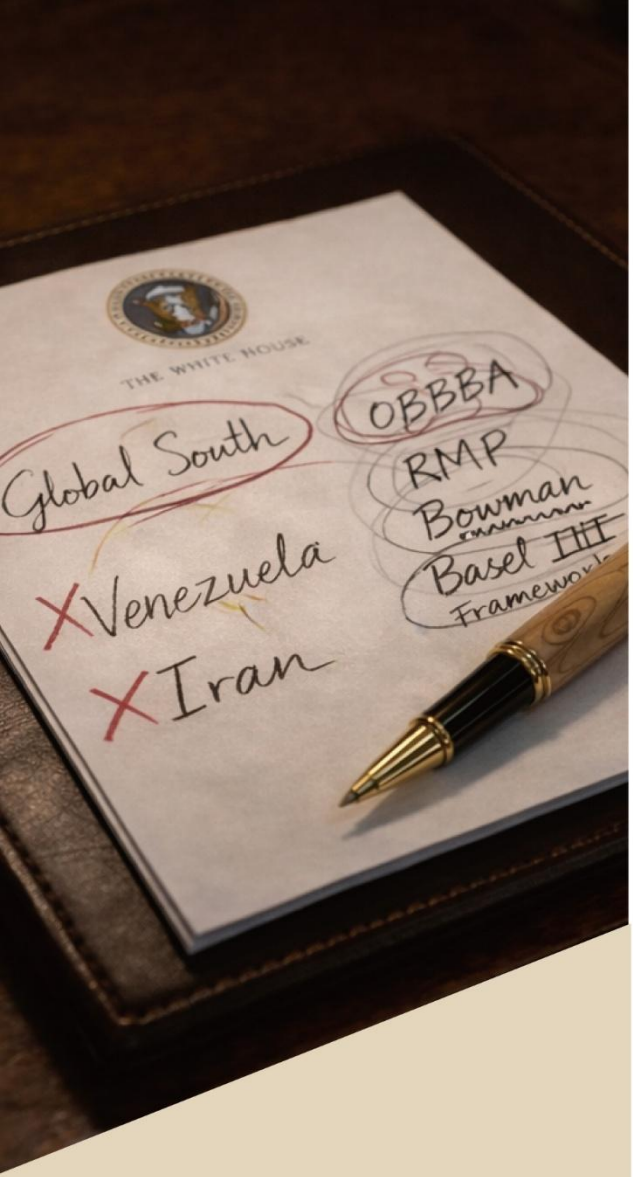
업종별 비중 (GICS IV)



구성 종목 Top 10 (4/8)

기업명	티커	구성비중	시가총액	PER	PBR	ROE	배당수익률	YTD %
엔비디아	**NVDA**	**6.77**	**$4,425B**	**22.0**	**23.5**	**65.7**	**0.02**	**-2.4**
브로드컴	AVGO	6.02	$1,660B	26.4	20.0	60.7	0.76	1.5
타워 세미컨덕터	TSEM	4.80	$23B	68.8	-	-	-	68.5
TSMC	TSM	4.93	$1,898B	25.4	10.4	34.9	1.01	20.7
SK하이닉스	000660	4.29	$487B	5.1	4.9	51.5	1.01	55.5
루멘텀 홀딩스	LITE	4.28	$64B	73.8	78.1	66.0	-	143.1
램리서치	LRCX	4.24	$308B	39.8	28.8	66.8	0.45	44.2
알파벳	GOOGL	4.16	$3,824B	25.7	8.6	31.3	0.29	1.4
패브리넷	FN	3.18	$22B	40.0	9.6	22.5	-	34.0
어드반테스트	6857	2.74	$114B	39.9	24.6	58.9	-	25.9

주 : 12개월 Forward
자료 : Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

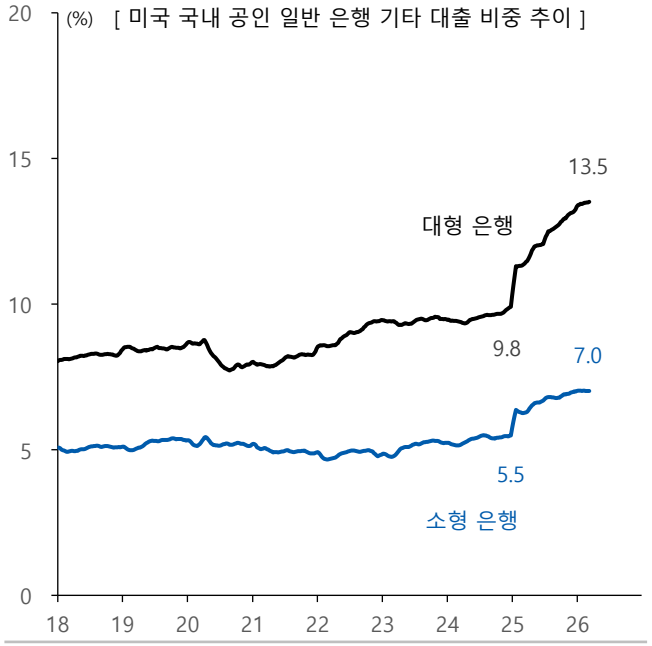


[Part 3. 금융 – 명백한 정책 지원 사격]

[금융] 연준의 G-SIB 타겟 $2,000억 규모 유동성 지원의 함의

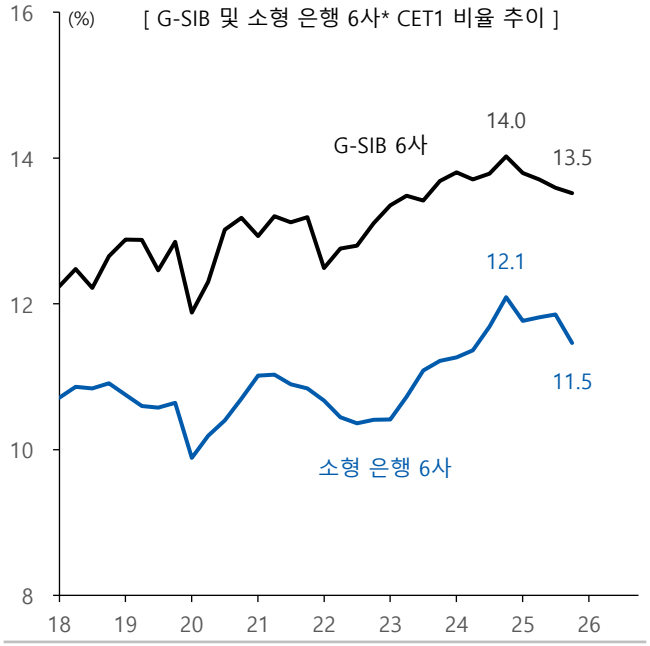
- 25년 AI 서버 인프라 수입 확대, Scale-Up/Out에 따른 인프라 단가 및 메모리 가격 급등으로 해당 인프라 투자에 자금을 공급하는 사모 펀드향 대출 규모가 급증. 미국 대형 은행 전체 자산에서 기타 대출(비예탁 금융 기관 & 기타)이 차지하는 비중은 '24.12 **9.8%** 26년 → '26.3 **13.5%**로 상승.
- 소형 은행은 동기간 +1.5%p 상승에 그쳤는데 CET1 비율 등 규제 부담을 반영한 결과. **금번 Michelle Bowman 연준 감독 부의장이 제안하는 금융 규제 완화로 CET1 요구 자본은 대형 은행(자본금≥$1,000억) -5%, 소형 은행(자본금≤$250억)은 -8~-7%대 감소를 전망**. 이외 지난 3월 하순 연준이 제시한 $2,000억 규모 G-SIB 대상 유동성 지원 계획(자사주 매입, 대출 확대, 거래 활성화를 위한)은 사모 대출 이슈를 염두에 둔 연준의 선제적 조치라는 판단.

비예탁 금융 기관향 대출 급증 – 대형은행 전체 자산 대비 비중 13.5%



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

25년 비예탁향 대출 확대로 CET1 비율 하락 – 규제 완화로 정책 지원



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

*주: 소형 은행 6사 – KeyCorp.(KEY), Pinnacle(PNFP), Webster(WBS), First Horizon National(FHN), South State Corp.(SSB), Popular(BPOP)

CET1 자본 비율 인하 제안 – 대형은행 (-4.8%), 소형은행 (-7.8%)

CET1 자본 요구 사항 변동

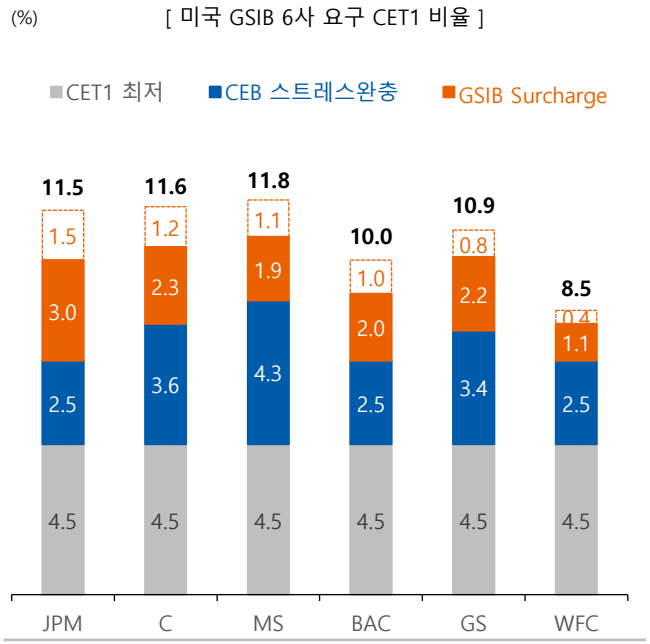
제안 사항	대형은행	중형은행	소형은행
바젤 III	+1.4%		
G-SIB 추가 자본 부과금	**-3.8%**		
개정된 표준화된 접근 방식		-6.1%	**-7.8%**
기타포괄자본누계액 요구		+3.1%	
스트레스 테스트 변경 사항	-2.4%	-2.2%	
전체	**-4.8%**	-5.2%	**-7.8%**

자료: Federal Reserve, 유안타증권 리서치센터

G-SIB 할증 자본 비율 인하 효과만 -1%p

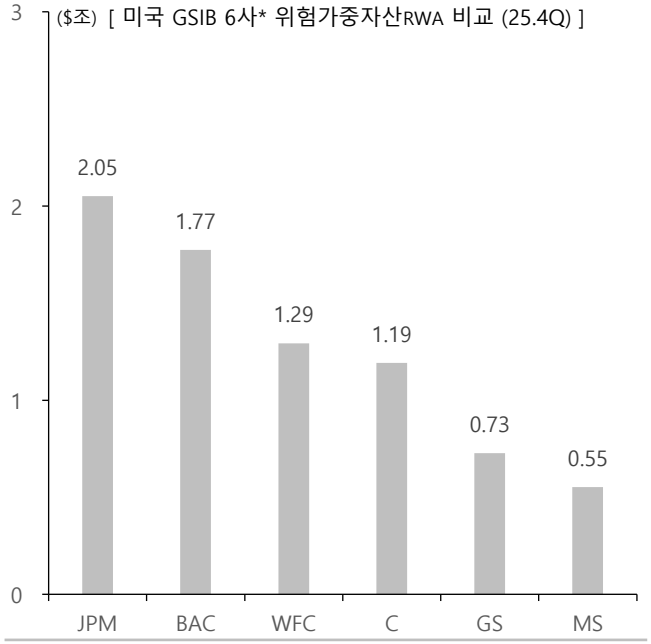
- 연준이 G-SIB에 한해 부여한 할증 요구 자본비율인 G-SIB Surcharge(이하 할증 자본)는 최대 1% 수준. 25.4Q 기준 G-SIB 6사의 할증 자본은 최저 1.5%~최대 4.5%를 형성 중.
- Basel 위원회가 산출하는 G-SIB Score에 금번 규제 완화에 반영되는 조정 요소(e.g., 경제성장상관계수 등)를 고려해 할증 자본을 산출하면 평균 -1%p의 인하가 이루어질 것으로 업계는 추산. **G-SIB 6개사 RWA의 1%는 $798억 수준, 이는 G-SIB 6개사 25.3Q 비예탁 금융 기관향 대출 전체 규모인 $802억과 유사한 수준.**

G-SIB 할증 자본 규제 완화 효과만 약 1%p 하락



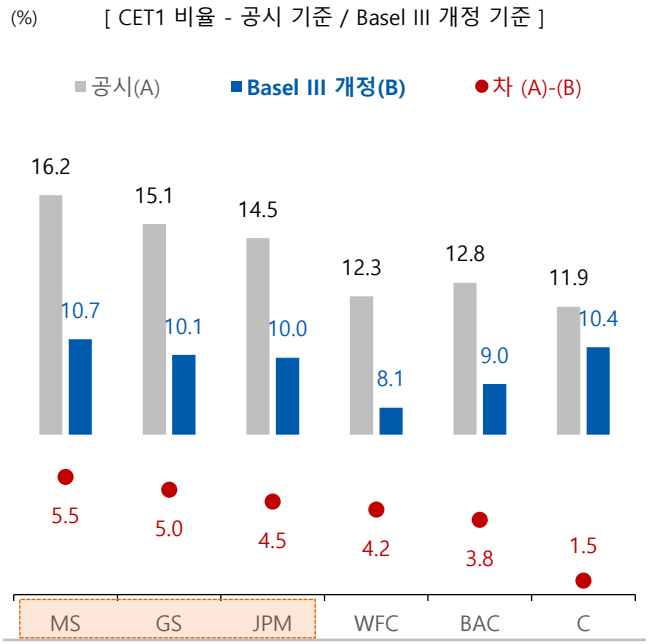
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

G-SIB 6사 RWA 1% $800억 vs. 25.4Q 비예탁 대출 규모 $930억



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

공시 CET1%와 Basel III 규제 완화 이후 CET1%간 차이, +4%p 수준

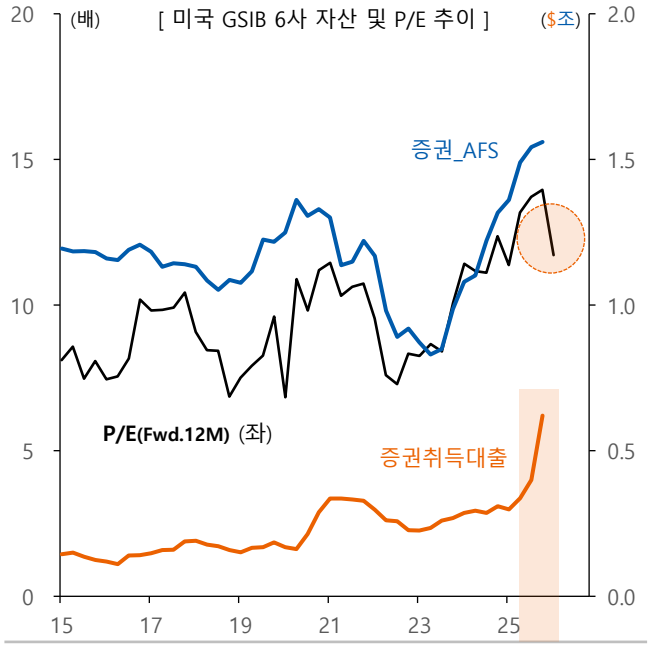


자료: Federal Reserve, 유안타증권 리서치센터

악재만 오롯이 반영 vs. 신용 규모 확대와 정책 지원 호재

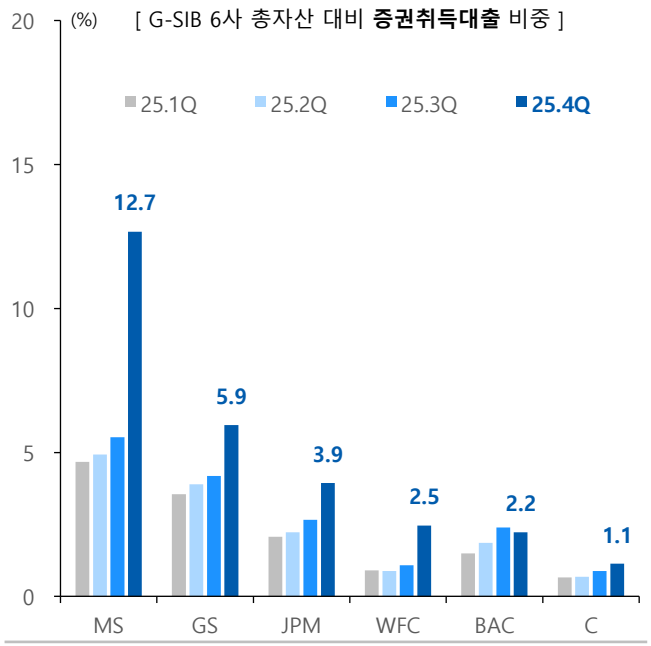
- 업종 주가는 1) 증권 취득 대출 자산 익스포저 확대, 2) 금리 인상 우려 두 가지 부정적인 센티먼트만을 오롯이 반영하는 반면, **해당 자산 비중 확대에 따른 이익 개선 여력 및 재무부와 당국 규제 완화, 연준의 RMB 및 2,000억 달러 유동성 지원 등 호재는 미반영.** 현재 정책적 지원이 뒷받침하는 점진적인 사모 펀드 관련 노이즈의 점진적 완화 고려시 업종 주가는 Rock-Bottom 구간에 진입.
- 특히 Morgan Stanley(MS), Goldman Sachs(GS)와 같은 투자은행 & 중개업 업종 내 주도주와 JPMorgan Chase(JPM)의 경우 **업계 수위의 CET1을 축적 중인 한편, 25년 하반기 확대된 신용 규모 대비 다각화금융(JPM, BAC, WFC 등) 업종 밸류에이션은 역사적 하단.** 저가 매수 기회 형성.

부정적인 센티먼트만을 반영 중인 금융 업종 주가 – 정책 지원 호재 미반영



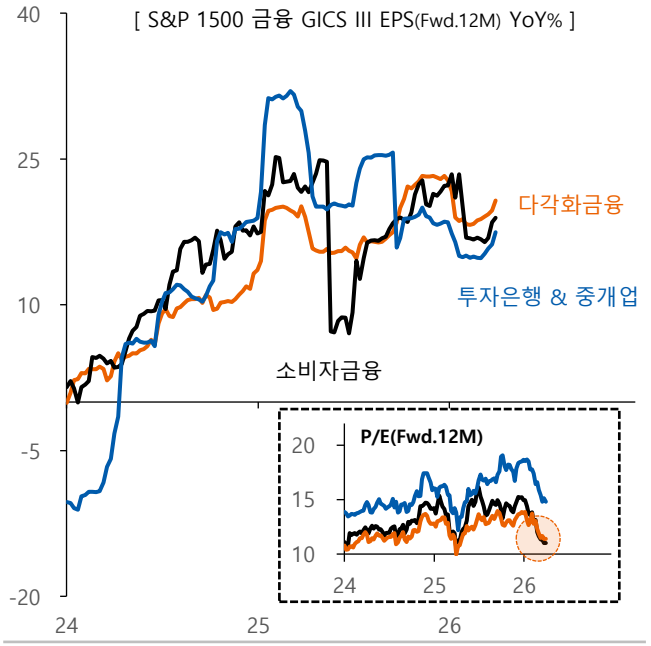
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

MS, GS, GPM 업계 수위의 CET1 비율과 증권 취득 대출 비중



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

25년 하반기 확대된 신용 대비 이익 증가, 밸류는 보수적 – 다각화금융



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

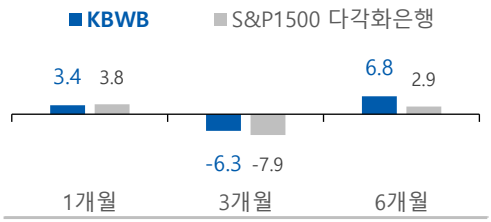
KBWB Invesco KBW Bank ETF

금융 및 은행 부문에 걸쳐 사업을 영위하는 미국 상장 주식에 투자. KBW 나스닥 은행 지수 성과를 추종하며, 벤치마크는 S&P 500 TR.

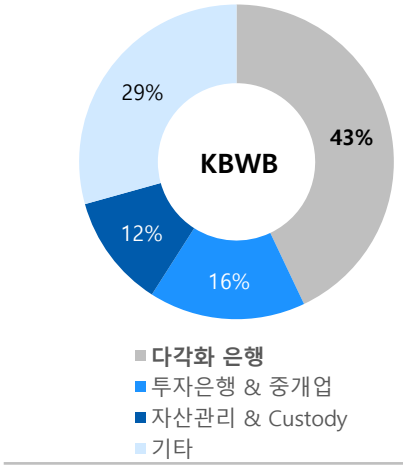
내용 (4/8)

현재가	$84.32
AUM	$4.87B
52주 저/고	$51.83 / $91.44
보수율	0.35%
구성 종목 수	29
90일 평균 거래량 (백만)	2.37

수익률 (4/8)



업종별 비중 (GICS IV)



구성 종목 Top 10 (4/8)

기업명	티커	구성비중	시가총액	PER	PBR	ROE	배당수익률	YTD %
모간스탠리	**MS**	**8.09**	**$278B**	**15.4**	**2.7**	**17.3**	**2.37**	**-0.3**
뱅크오브아메리카	BAC	8.07	$371B	11.9	1.3	12.2	2.28	-5.1
골드만삭스	GS	8.04	$278B	15.5	2.5	17.0	1.99	3.6
웰스파고	WFC	8.03	$261B	12.1	1.6	13.5	2.25	-8.7
JP모간체이스	JPM	7.92	$826B	14.2	2.4	16.6	2.04	-3.5
씨티그룹	C	4.25	$212B	11.9	1.1	10.1	2.03	6.4
뉴욕 멜론 은행	BK	4.18	$88B	15.2	2.2	14.8	1.74	10.7
스테이트 스트리트	STT	4.08	$38B	11.5	1.5	13.5	2.55	6.9
PNC 파이낸셜 서비스	PNC	4.03	$89B	11.8	1.6	13.4	3.15	6.6
U.S. 뱅코프	USB	3.93	$86B	10.9	1.4	13.4	3.82	4.8

주 : 12개월 Forward
자료 : Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

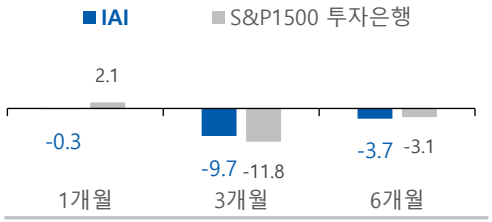
IAI iShares US Broker-Dealers & Securities Exchanges ETF

금융, 자본 시장, 거래소 및 데이터, 투자 은행 및 중개업을 영위하는 미국 상장 주식 시장에 투자. Dow Jones US Select Investment Services Index 성과를 추종하며, 벤치마크는 S&P 500 TR.

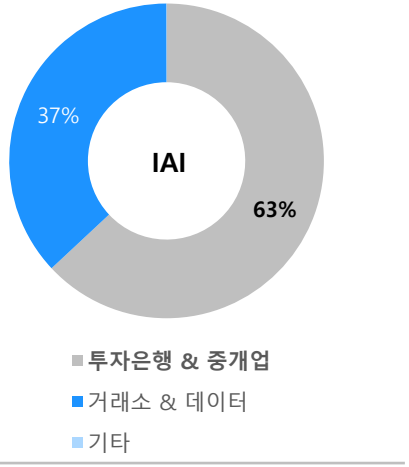
내용 (4/8)

현재가	$172.54
AUM	$1.55B
52주 저/고	$119.60 / $191.62
보수율	0.38%
구성 종목 수	37
90일 평균 거래량 (백만)	0.13

수익률 (4/8)



업종별 비중 (GICS IV)



구성 종목 Top 10 (4/8)

기업명	티커	구성비중	시가총액	PER	PBR	ROE	배당수익률	YTD %
골드만삭스	**GS**	**18.38**	**$278B**	**15.5**	**2.5**	**17.0**	**1.99**	**3.6**
모간스탠리	MS	14.37	$278B	15.4	2.7	17.3	2.37	-0.3
찰스 슈왑	SCHW	11.05	$173B	16.2	3.7	22.8	1.25	-2.9
인터컨티넨탈 익스체인	ICE	4.70	$95B	21.4	3.2	14.4	1.24	3.9
CME 그룹	CME	4.54	$110B	24.7	4.0	15.9	3.91	13.6
S&P 글로벌	SPGI	4.45	$133B	22.3	4.0	18.1	0.91	-16.2
무디스	MCO	4.36	$80B	26.7	19.2	66.7	0.92	-12.2
MSCI	MSCI	4.12	$41B	28.7	-	-68.0	1.46	-2.5
나스닥	NDAQ	3.97	$50B	22.5	4.1	18.1	1.31	-9.0
로빈후드	HOOD	3.93	$65B	32.3	6.6	21.6	-	-36.5

주 : 12개월 Forward
자료 : Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

• 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 민병규, 황병준)

• 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 신뢰할 만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 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.

유안타증권 Yuanta Securities (Korea)

Head of Research Center 최현재
3770-2553 / hyunjae.choi@yuantakorea.com

부센터장 2차전지/신에너지 이안나
3770-5599 / anna.lee@yuantakorea.com

투자전략

팀장 Strategist	김용구	3770-3521	yg.kim@yuantakorea.com
Fixed Income Strategist	이재형	5579	jaehyung.lee@yuantakorea.com
Passive/ETF Analyst	고경범	3625	gyeongbeom.ko@yuantakorea.com
Credit Analyst	이현수	5718	hyunsoo.yi@yuantakorea.com
Global Strategist	민병규	3635	byungkyu.min@yuantakorea.com
Economist/ESG	김호정	3630	hojung.kim@yuantakorea.com
Quant Analyst	신현용	3634	hyunyong.shin@yuantakorea.com
Market Analyst	이재원	5719	jaewon2.lee@yuantakorea.com
Research Assistant	임지윤	3527	jiyoon.lim@yuantakorea.com
Research Assistant	김혜원	3526	hyewon.kim@yuantakorea.com
Research Assistant	김세빈	3646	sebin2.kim@yuantakorea.com

기업분석

팀장 2차전지/신에너지	이안나	3770-5599	anna.lee@yuantakorea.com
인터넷/SW	이창영	5596	changyoung.lee@yuantakorea.com
정유/화학	황규원	5607	kyuwon.hwang@yuantakorea.com
스몰캡	권명준	5587	myoungchun.kwon@yuantakorea.com
화장품/의료기기/유통	이승은	5588	seungeun.lee@yuantakorea.com
제약/바이오	하현수	2688	hyunsoo.ha@yuantakorea.com
통신/지주	이승웅	5597	seungwoong.lee@yuantakorea.com
조선/자동차	김용민	5606	yongmin.kim@yuantakorea.com
미디어/엔터/디지털자산	이환욱	5590	hwanwook.lee@yuantakorea.com
US Market Analyst	황병준	3523	byeongjun.hwang@yuantakorea.com
전력기기/음식료	손현정	5595	hyunjeong.son @yuantakorea.com
반도체	백길현	5635	gilhyun.baik@yuantakorea.com
금융	우도형	5589	dohyeong.woo@yuantakorea.com
전기전자	고선영	3525	sunyoung.kou@yuantakorea.com
방산/AI/로보틱스	백종민	5598	jongmin.baik@yuantakorea.com
운송	최지운	3640	jiyun.choi@yuantakorea.com
Research Assistant	김도엽	5580	doyub.kim@yuantakorea.com
Research Assistant	서석준	5585	seokjun.seo@yuantakorea.com
Research Assistant	한동우	3647	dongwoo.han@yuantakorea.com
Research Assistant	임석민	3648	seokmin.lim@yuantakorea.com
Research Assistant	김고은	3649	koeun2.kim@yuantakorea.com
Research Assistant	배종성	3643	jongsung.bae@yuantakorea.com
Research Assistant	신승우	5594	sungwoo.shin@yuantakorea.com

YUANTA

US Strategy & Portfolio

트럼프가 쓰는 드라마

유안타증권
Yuanta Securities (Korea)