

이카로스의 날개



Global Equity Strategist

김성환

(02) 3772-2637

shwan.kim@shinhan.com

사이클 관점에서 바라본 2027년 미국 주식시장의 위치, 강세장 후반부

2027년 미국 주식시장은 여전히 AI Capex 사이클의 지배 하에 있을 것이다. AI 산업은 주요 플레이어들의 선점경쟁 속 2027년까지 시장을 견인할 잠재력이 있다. 다만 자본제약과 금리 상승, 투기 여파로 인한 주가 변동성 확대 등 강세장 사이클 후반부 징후들이 누적되고 있기 때문에 2028년 이후 사이클 지속 가능성을 확신할 수 있는지 여부가 2027년 주식시장에 매우 중요할 것이다. 한 가지 돌파구는 기술혁신이 B2C로 확장되는 것이다. 기술 침투율이 20~40%를 넘어가는 구간에서 B2C 영역으로의 확장과 수익화가 이뤄졌던 경험이 재현될 수 있다.

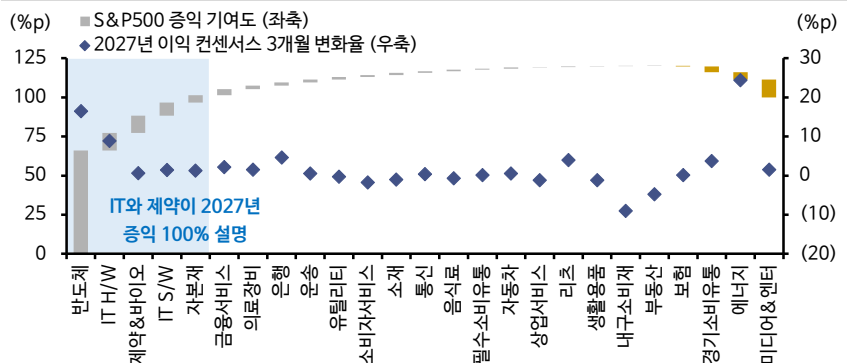
Base 시나리오: 위험도 있지만, 그에 상응하는 기회도 분명히 존재한다

기업이익 개선 경로를 꺾어놓을만한 트리거(AI Capex 사이클 붕괴 및 하강 전환, 외생변수로 인한 구경제 침체) 등은 발생하지 않는다는 것을 base 시나리오로 상정한다. 방향성은 위를 바라보며, 위험도 있지만 그에 상응하는 기회도 분명히 존재한다. 다만 안정적이지 않은 수급 상황과 변동성 소화불량 속에서 주가 경로는 들쭉날쭉할 것 같다. 주가 과열과 크레딧 스프레드를 강세장 중반 트리거로 주시한다. 업종과 스타일은 절대우위가 존재하지 않는다. 금리를 매개체로 기술주-비기술주 디커플링은 계속될 공산이 크다. 기술주는 나선형 흐름을 예상한다.

2027년 미국 주식시장 전망: 이카로스의 날개

S&P500의 target range는 7,400 ~ 9,200p이다. PER 17.5~20.0배에 해당하는 수치다. Target range 혹은 장기 상승 채널 안에서는 편안함을 느낀다. 그러나 만약 주가가 장기 상승 채널 상향/하향돌파한다면 모두 매도 신호로 인식한다. 업종/스타일 전략은 빅테크 → 하드웨어 → 쉘리티라는 로테이션 순서가 중요하다.

2027년 업종별 증익 기여도와 직전 3개월간 컨센서스 변화율



자료: LSEG, 신한투자증권

미국 주식시장 전략: 이카로스의 날개

사이클 관점에서 바라본 2027년 미국 증시의 위치, 강세장 후반부

1) AI가 주도하는 Capex + Credit 사이클이 여전히 주식시장을 지배

이번 강세장, Capex
사이클로 정의 가능

2023년부터 시작된 미국 주식시장의 강세장은 명백하게 AI Capex 사이클의 속성을 가지고 있다. 경제 성장이 AI Capex에 의해 추동되며, AI Capex가 경제 내 잉여와 기업이익 성장을 독식하는 구도가 4년 내내 이어지고 있다.

2027년에도 AI Capex가
주식시장을 지배할 것

2026년 하반기 금융시장에서 급격하게 제기되는 AI Capex 버블 붕괴 우려에도 불구하고, 2027년에도 실물경기과 기업이익 차원에서 이 구도는 여전히 이어질 가능성이 높다. Capex 붐을 만든 경제주체들 사이에서의 역학관계가 여전히 유지되고 있기 때문이다. AI 업황의 성장성은 여전히 높고, 높은 성장성에 이끌린 AI 기업들 간의 경쟁 구도 자체는 2027년에도 이어질 것이기 때문이다. 경쟁 구도가 지속될 수밖에 없는 여러가지 이유들이 아직 유효하다.

1) 테크 산업의 승자독식
경쟁 여전히 지속될 것

1) 기본적으로 테크 산업의 경쟁이 승자독식으로 끝나는 경우가 많았다. 현재 빅테크들은 모두 독과점적인 비즈니스를 영위한다. 마이크로소프트는 B2B 영역에서, 알파벳은 검색엔진과 스트리밍 영역에서, 메타는 SNS 영역에서, 아마존은 전자상거래 영역에서 독과점적 지위를 확보하고 있다. 다른 기업들과의 치열한 경쟁에서 승리한 결과물로 이들이 누리는 순이익률은 일반적인 구경제 기업들의 2배를 상회하는 수준이다. 그러나 패자들은 역사 속으로 사라졌다. 경쟁 성패에 따른 성과가 극단적으로 갈린다는 것을 테크 기업들은 경험적으로 알고 있다.

2) AI 모델, 아직까지
사용자들의 강한 락인을
유도하지 못했음

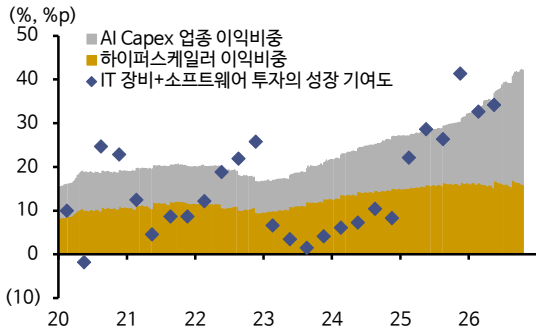
2) AI 모델들은 아직까지 사용자들의 강한 락인(lock-in)을 유도하지 못하고 있다. 2025년 하반기 이후 AI 산업의 판도를 보면 ChatGPT와 Claude, Gemini 등 성능 우위에 따라 시장의 주목을 받는 모델들이 지속적으로 교체되는 모습을 보인다. 특정 모델이 지속적인 우위를 점하고 있지 못하며, 이는 현재 AI 서비스들이 근본적으로 서비스 이동이 쉬운 채팅 기반 폼 팩터를 가지고 있기 때문이다. 이로 인해 AI 기업들은 계속 성능 우위를 점해야하는 압박에 처할 수밖에 없다. 자연스럽게 Capex 경쟁으로 이어지는 환경이다.

3) 신규 player들의
등장은 AI 선점경쟁을
계속 자극

3) 강한 성장성과 막대한 잠재력에 이끌려 신규 player들이 점점 많이 등장하고 있다. 특히 중국계 LLM들의 부상이 눈에 띄며, 절대 성능은 기존의 미국 AI 기업들이 우위를 점하고 있지만 가성비 우위는 낮은 전력가격을 기반으로 한 중국계 AI 기업들에 있다. 성장하는 산업에서 경쟁자들의 진입은 너무나도 자연스러운 현상이다. 기존 player들 입장에서는 점유율 상실 위협으로 다가온다.

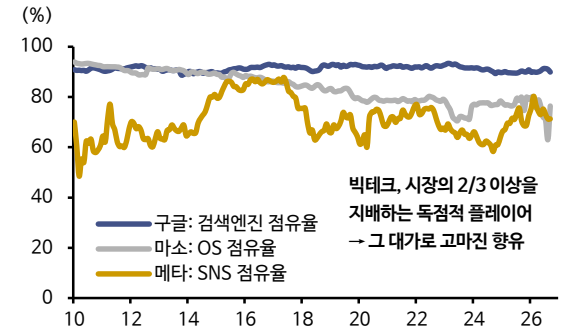
기업이 비용 효율화를 생각하기 이전에 가장 중요한 문제는 '생존'이다. 이런 구도 속에서 AI 기업들이 비용과 재무적 부담을 고려해 Capex를 늦추는 것은 영구적으로 비즈니스 기회가 상실될 수 있다는 위협을 내재한다. 기실 역사적으로 성장하는 산업에서 이런 경쟁 심화 구도는 자주 발견되던 구도였다. 닷컴 사이클에서도, 중국 사이클에서도, 클라우드/플랫폼 사이클에서도 목격됐던 바다.

경제와 이익 성장, AI가 결정



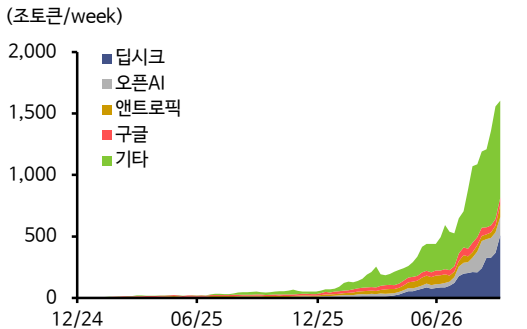
자료: LSEG, 신한투자증권

빅테크들의 본업 점유율



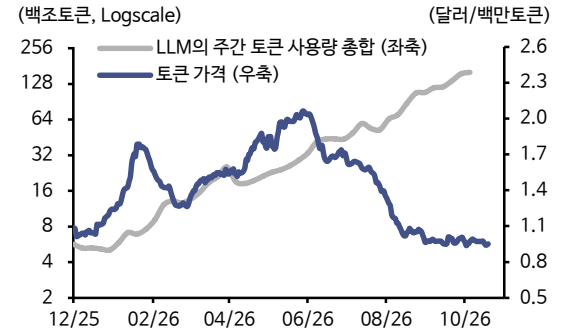
자료: 각 사, 신한투자증권

AI 모델별 주간 토큰 처리량



자료: OpenRouter, 신한투자증권

토큰 처리량과 토큰 가격 지수 추이



자료: SiliconData, OpenRouter, 신한투자증권

역사적으로도 주도 산업의 운명이 강세장을 결정

역사적으로 미국 주식시장 강세장의 운명은 해당 시점의 Capex 사이클을 주도하는 산업의 흥망성쇠와 강하게 결부되어왔다. 이번 강세장의 운명도 좋은 실든 AI에 달려있다. AI Capex 사이클은 2027년 미국 주식시장 강세장 연장 여부와 높이를 가장 강력하게 결정하는 변수로 여전히 남아있을 전망이다.

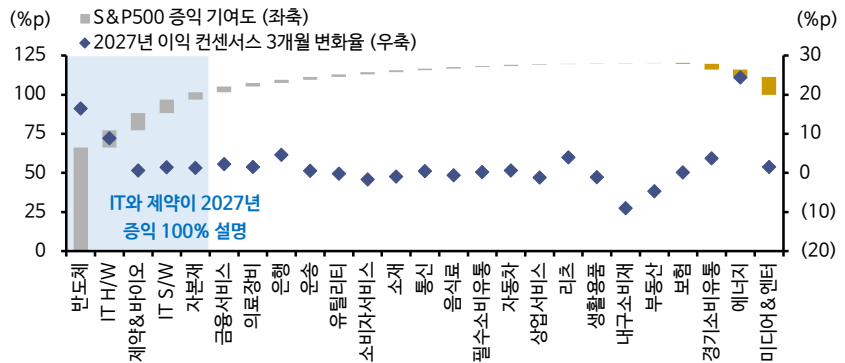
내년 기업이익, 대부분 AI Capex 업종에서 창출

이는 기업이익 전망에 고스란히 녹아있다. 현재 시장이 예상하는 base 시나리오는 수급 불균형이 내년에도 유지되면서 AI Capex 관련 업종(반도체+하드웨어+전기장비)의 기업이익이 2027년 60% 증가할 것이라는 것이다. 이는 내년 S&P500의 기업이익이 전년대비 15% 증가할 것이라는 전망의 75%에 기여한다. 하이퍼스케일러들은 8.5% 역성장해 전체 시장 증익에 -10%를 기여할 것이다. 나머지 업종은 8.4% 성장해 시장 증익에 35% 기여할 것으로 예상된다.

내년 실적 강력. 다만 Capex 사이클 후반 징후 노출로 '실적'만으로는 강세 구현 어려울 것

미국 주식시장의 내년 기업이익 증가율은 역사적으로도 높은 수준이 예상되는데다, 2026년 4분기 현재 AI Capex 업종 주도 하 실적 컨센서스 향상이 이어지고 있기 때문에 여느때 같았으면 2027년의 전망은 굉장히 우호적이었을 것이다. 그러나 마냥 실적 증가율의 높이만으로 시장이 강세를 피기는 이전보다 어려워질 것이다. 어쨌든 2027년 실적 성장률이 2026년을 넘어서기 쉽지 않은데다, Capex 사이클이 이제 후반부로 진입하고 있다는 징후를 다수 드러내고 있기 때문이다.

2027년 업종별 증익 기여도와 직전 3개월간 컨센서스 변화율



자료: LSEG, 신한투자증권

2) 점점 노출되는 Capex 사이클 후반부 징후와 위험 요소들의 등장

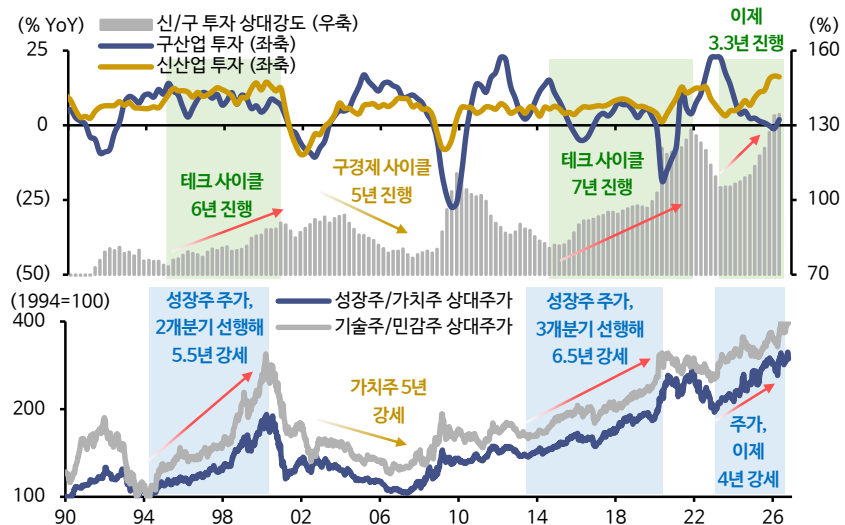
AI Capex 사이클, 여전히 유효하나 이제는 후반부

AI Capex 사이클은 이제 후반부로 진입했다. 과거처럼 사이클의 잠재 기간이 2년 이상 길게 남았다고 막연하게 가정하기 어렵다는 점이 내년 전략 관점에서 가장 큰 핸디캡으로 다가온다. 따라서 시장 참여자들은 얼마나 업황 확장이 이어질 수 있을 것인지에 대한 촉각을 2027년 내내 곤두세우고 있을 공산이 크다.

1) Capex 사이클 통상
5~6년 확장. 2027년은
완전한 후반부

1) Capex 사이클은 8~11년의 주기를 가지며, 미국 경제에 나타났던 Capex 사이클 상승 국면은 통상 5~6년 이어지는 경향이 있다. 실물에서 이번 AI 사이클은 2023년 하반기 시작됐는데, 과거의 경험칙을 적용하면 2028년 상반기까지의 확장을 예상할 수 있다. 따라서 2027년은 사이클 후반부의 정후를 드러낼 것이다. 주가는 실물에 3~4개분기 선행한다는 점을 고려해보자. 투자자들에게 Capex 사이클이 연장될 것이란 확신이 없다면 내년 시장의 변동성은 높아질 공산이 크다.

설비투자 사이클의 패턴은 2027년이 사이클 후반부임을 시사

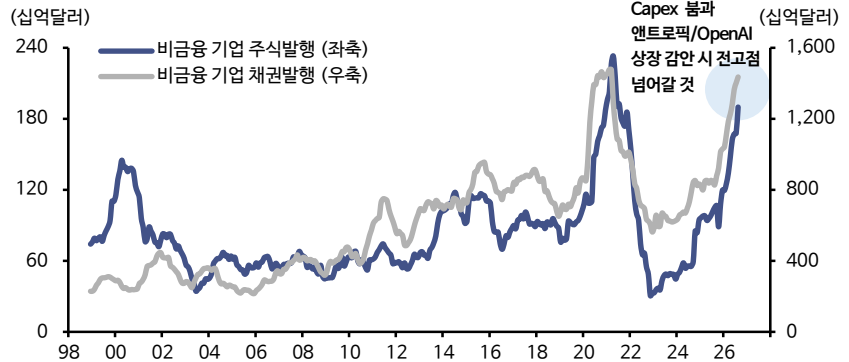


자료: LSEG, 신한투자증권

2) Credit 사이클 상승의 후행적인 동반 목적

2) Credit 사이클 상승이 후행적으로 동반되고 있다. Capex는 막대한 자본을 필요로 하며, 초기에는 자기자본으로 충당할 수 있지만 사이클 후반부 수요가 강해지고 경쟁이 치열해지면 타인자본을 필요로 한다. 따라서 Capex 사이클 후반부에는 기업들의 자본조달이 활발해진다. 이번에는 2026년부터 자본조달 활동이 강화됐다. 이는 2027년 Capex 사이클이 후반부일 것이라는 또다른 정황이다.

급증하는 자본조달, Capex + Credit 사이클의 후반부 시사



자료: LSEG, 신한투자증권 / 주: 12개월 누적

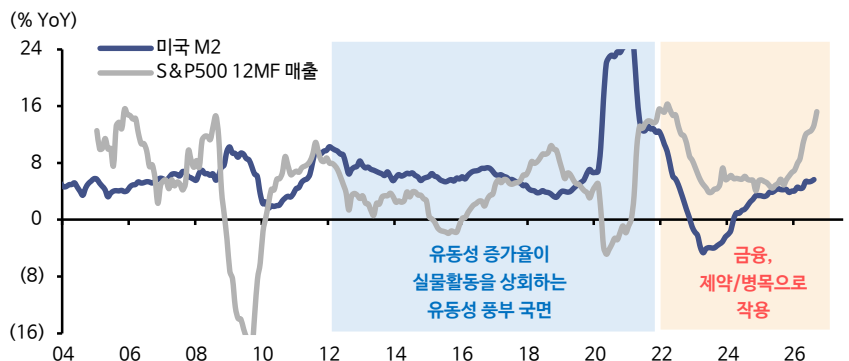
이로 인해 물가-금리 상승 압력 중첩. 경기 사이클 후반부의 징후

이로 인해 두 가지 문제가 파생된다. 우선 물가-금리 동반 상승 압력이 중첩된다는 것이다. 자기자본 뿐만 아니라 타인자본까지 Capex 수요로 동원하면 물가는 상승 압력을 받을 수밖에 없으며, 자본수요 확대는 금리 상승을 야기한다. 모두 경기 사이클 후반부에 일반적으로 발생하는 일들이다.

금리 레벨보다 더 중요한 문제는 '금융'이 병목으로 작용하게 됐다는 것

금리 레벨보다 정말 중요한 문제는 '금융'이 AI Capex에 강력한 제약으로 작용하게 됐다는 것이다. AI 인프라 수요는 지속적으로 증가하지만, 투자에 사용될 자본의 양은 지속적으로 증가할 수 없다. 결국 돈을 구할 수 없다면 2028년 이후 업황 성장을 장담할 수 없다는 질문이 도출된다. 이로 인해 금융시장은 '자기실현적 예언'을 달성할 수 있는 지위를 획득했다. 시장이 자본을 투자하면 AI 산업은 전진하겠지만, 그렇지 않다면 사이클은 잠재력 대비 빨리 중단될 위험도 있다.

수요는 강력하나, 이를 뒷받침할 유동성이 20년 만에 처음으로 모자란 국면



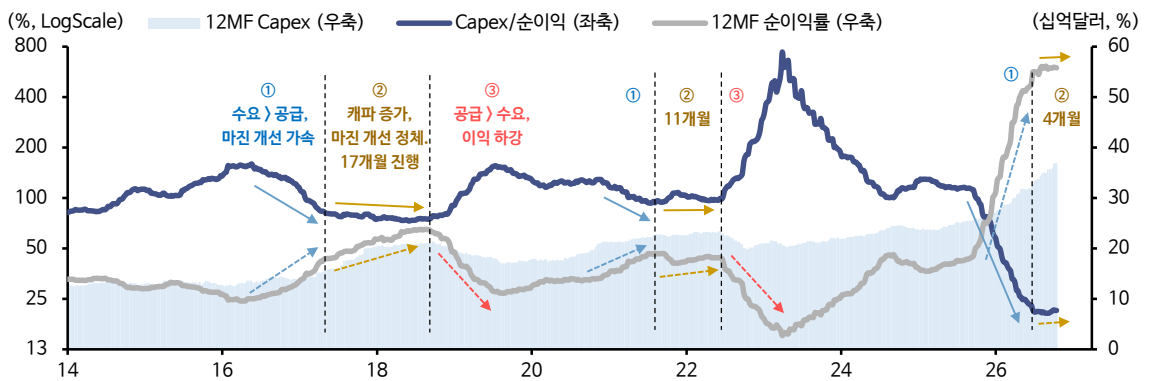
자료: LSEG, 신한투자증권

3) 경쟁심화 및 공급 과잉 리스크 제기

3) 경쟁심화 및 공급 과잉 리스크의 제기다. 지금까지는 빅테크와 LLM이 치킨 게임을 벌이는 과정에서 밸류체인간 유불리가 결정된다는 것이 시장을 지배하는 구조였다. 이 과정에서 극심한 쇼티지를 누리는 업종들이 발생했는데, 해당 업종들은 2026년 상반기까지 전망수요의 폭발적인 증가 대비 Capex를 적극적으로 늘리지 않으면서 역사적인 순이익률 상승을 누렸다.

그러나 순이익률의 급등은 경쟁자들의 유입과 공급 확대 압력을 낳는다. 2026년 하반기들어 AI Capex 업종들의 Capex 컨센서스가 상향되기 시작하는 가운데, 중국 메모리 기업들을 중심으로 점유율 경쟁 우려가 고조된다. 경쟁강도의 강화는 Capex 사이클 후반부 나타나는 일반적 현상이다. 지금까지는 메모리 등 특정 산업에 우려가 국한되고 있지만 다른 산업으로 확장될 가능성을 배제할 수 없다.

메모리 3사로 본 case study: 순이익률과 Capex 간 변화 관계



자료: LSEG, 신한투자증권

과거 매크로적 우려들은 쉽게 반박 가능했으나, 빅테크 현금흐름 소진으로 반박이 어려워진 국면

앞선 요소들은 AI Capex 사이클이 후반부로 진입한 가운데, 이번 강세장을 주도 해왔던 기본적인 구조들의 동력이 이제 소진됐거나 게임의 룰이 달라지고 있지 않는다는 질문을 제기하고 있다. 빅테크의 현금흐름이 (+)였던 상반기까지는 매크로 진영에서 제기되는 질문들과 약세론이 쉽게 반박될 수 있었지만, 이들의 현금흐름 적자 폭이 확대되는 내년에는 간단히 반박하고 넘어가기 어려워졌다.

- 1) 유동성 증가
- 2) AI 수익화 성공
- 3) 조달 이벤트 성료
- 4) 공급증가 신호 차단이 추세 회복에 필요

이런 의구심을 해소하고 이번 사이클이 2028년 이후까지 연장된다는 증거를 확보하려면 1) 시장 유동성이 증가하는 징후를 포착하거나, 2) AI 기업들이 수익화와 현금흐름 반등에 성공함으로써 타인자본에 대한 의존도를 제거하거나, 3) 엔트로픽과 OpenAI IPO 등 대규모 자본조달 이벤트가 원활하게 마무리되거나, 4) 반도체를 비롯한 AI Capex 밸류체인의 치킨게임 징후가 차단되어야 할 것이다.

2028년의 실적 가시성이 관건. 우려의 실마리가 약간만 풀려도 실적 전망 빠르게 상향될 것

만약 위 요소들이 대부분 해결되지 못한다면 결국 2028년 이후의 실적 가시성은 확보될 수 없으며, 시장은 2027년의 기업이익 개선과 낮은 밸류에이션에 딱히 긍정적으로 반응하지 않을 것 같다. 그러나 몇 가지 요소라도 해결의 실마리가 보인다면 2028년 이후의 실적 전망은 꽤 빠른 속도로 상향조정될 공산이 크다. 주가 차원에서는 이 대목이 가장 중요한 핵심 쟁점으로 작용할 전망이다.

3) 기술혁신 기반 강세장 5년차, B2C 사이클 전환기

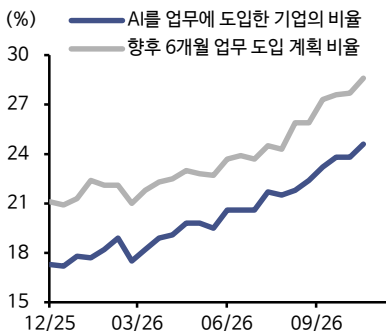
자본제약 상황을 타개할
가장 좋은 돌파구는
AI의 수익화 성공

결국 시장이 묻고 있는 것은 단지 내년 얼마나 AI Capex가 강하게 일어날 것이며 수급 불일치가 얼마나 심할 것인가가 아니다. 최종 전망수요는 얼마나 안정적인지, 이익이 영구적으로 지속가능한지를 묻고 있는 것이다. 이는 보통의 경제주체들이 얼마나 일상적으로 AI를 이용하고 기꺼이 돈을 지불함으로써 AI 인프라 구축에 수반된 비용을 공유해줄 것인가라는 문제로 귀결된다.

기업은 AI를 사용할
이유도 재정적 여력도 커.
핵심 AI 최종수요로 간주

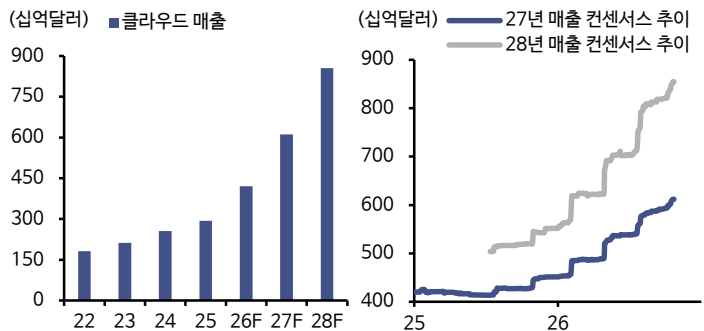
기업은 AI 최종수요의 중요한 한 축을 담당한다. 기업들은 대체로 AI를 활용해 생산성 개선과 의사결정과정 개선 및 비용절감을 도모하려 하는데, 그들이 속한 구경제의 성장성이 제약되고 있기 때문이다. 업무에 AI를 적극적으로 도입했다고 대답한 기업들의 비율은 20%를 갓 넘어간 상황이며, 20~40% 구간은 침투율의 관점에서 모멘텀이 가장 강한 구간이다. 이를 수행할만한 재원도 있다. IT를 제외해도 기업들의 순이익률은 사상 최고 수준으로 AI 전환에 사용될 재원의 문제는 없다. 요약하면 기업들은 AI를 사용할 유인도 있고, 비용을 감당할 능력도 있다.

미국 기업 AI 활용도 추이



자료: Bureau of Census, 신한투자증권

클라우드 매출 전망과 컨센서스 추이



자료: LSEG, 신한투자증권 / 주: AWS + Google Cloud + MS Intelligent Cloud 합산

2027년 주목할 것은
B2B가 아닌 B2C 영역.
B2C 부상 가능성에 주목

다만 AI 수익화 관점에서 내년 정말 흥미로운 모멘텀은 B2B가 아닌 B2C에서 발생할 가능성이 있다. 사이클 관점에서 B2C가 강조될만한 시점인데다, 여타 정황들도 2027년 B2C가 새로운 모멘텀으로 자리잡을 가능성이 있음을 시사한다.

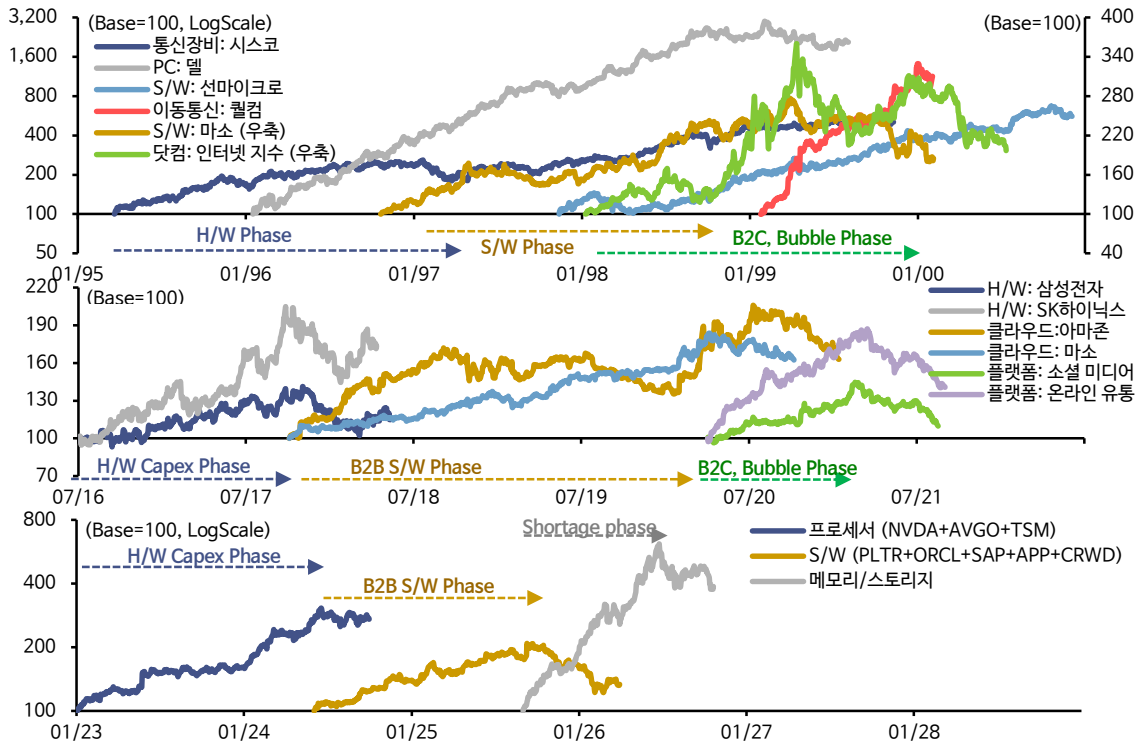
1) 내년은 기술주 사이클
5년차, 통상 B2C가
부상했던 구간

1) 과거 기술주 사이클에서 시장은 하드웨어/반도체 → B2B 소프트웨어 → B2C 서비스 순으로 확장해나갔다. 2027년은 기술주 강세장 5년차에 해당하는데, 이 시점이 통상 그간 구축한 인프라들 위에 수많은 서비스들이 얹혀 소비자에게 전달되는 B2C 사이클 구간이었다. 닷컴 버블의 경우 강세장 5년차인 1999년 수많은 닷컴 기업들의 부상과 인터넷 트래픽의 증가가 보였다. 플랫폼/클라우드 사이클 역시 강세장 5년차인 2020년들어 플랫폼 업황의 급격한 확장이 나타났다.

2) 단위비용(토큰) 하락,
기술수요 확산을
촉진하는 필요충분조건

2) 단위비용의 하락이다. 기술혁신은 단위비용의 하락을 야기하며, 단위비용의 하락은 기술수요를 촉진하는 필요충분조건이다. 닷컴 버블 구간에서 인터넷 서비스 가격은 지속적으로 하락했고, 스마트폰 사이클에서도 하드웨어 가격은 지속적으로 하락하면서 수요 확산을 촉발했다. AI 사용자의 관점에서 단위비용은 토큰 가격이다. 토큰 가격은 2026년 하반기를 기점으로 하락하기 시작했다.

기술혁신 강세장에서 주도주들의 나스닥 대비 상대주가: 통상 기술주 강세장 5년차는 B2C가 강세



자료: LSEG, 신한투자증권 / 주: 나스닥 대비 상대주가

3) 기업설립 가속화. B2C 확산은 다수 기업에 의해 주도되는 경향

3) 기업설립 증가다. IT 인프라 구축 가속화와 단위비용 하락은 기술을 활용한 비즈니스 기회가 무르익었다는 것을 시사한다. 인프라 구축은 소수 기업들이 주도하나, B2C는 다수의 스타트업들이 사이클을 주도하는 것이 일반적이다. 1999년 수많은 닷컴 기업들, 2020년 수많은 플랫폼 기업들이 등장했던 것이 그런 사례들이다. 이번 사이클 들어서도 비슷한 징후가 보인다. 2026년 이후 기업설립이 급증 중이며, 코딩 생산성 증가로 어플리케이션 출시 속도도 빨라지고 있다.

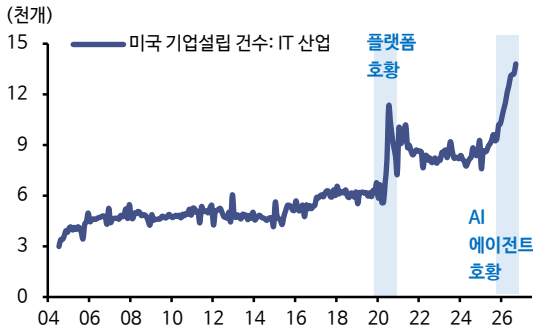
4) AI 침투율, 20~40% 영역 통과하는 중

4) 세계 AI 침투율이 20~40% 영역을 통과 중이다. 침투율이 20~40% 영역을 통과하는 지점에서 B2C 국면으로 이동하는 사례들이 많았다. 닷컴 버블의 경우 닷컴 기업들이 다수 출현하던 1998~1999년의 인터넷 보급률은 30~40%였다. IT 기업들은 스마트폰 보급률이 20~40%를 통과한 2010년대 초반을 거치면서 '빅테크'가 되었다. 마이크로소프트는 현재 전세계 생성형 AI 사용률을 19%로 추산한다. 대중적인 확산이 업종의 다음 동력이 되어줄 것이라고 예상할 수 있다.

5) B2C를 겨냥한 AI 서비스를 출시되기 시작

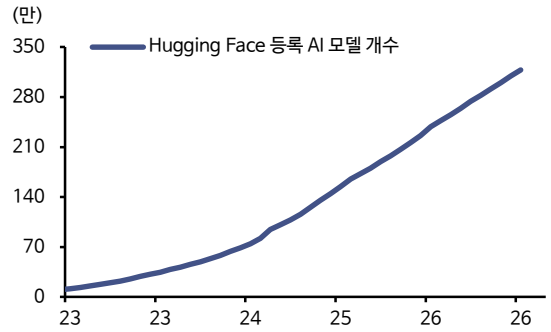
5) 소비자/일상 영역을 겨냥한 AI 서비스가 출시되기 시작했다. 이전까지 AI 에이전트들은 자료조사, 코딩, 문서 작성 등 B2B 영역을 겨냥했고 모델의 경쟁력은 '얼마나 복잡한 일을 처리할 수 있느냐'였다. 9월 출시된 메타의 뮤즈는 B2C 영역으로 시장의 관심을 옮겨왔다. 개인비서에 가깝게 설계된데다 AI를 잘 쓰기 위해 프롬프트를 갖고 닻을 필요도 없어 '얼마나 쉽게 일상적인 일을 맡길 수 있느냐'로 관심을 전환시켰다. 뮤즈의 초기 다운로드 속도는 ChatGPT를 뛰어넘었다.

IT 기업 설립건수, 2025년부터 급증



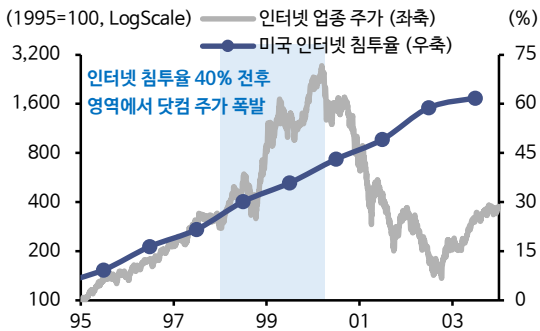
자료: LSEG, 신한투자증권

Hugging Face AI 모델 개수



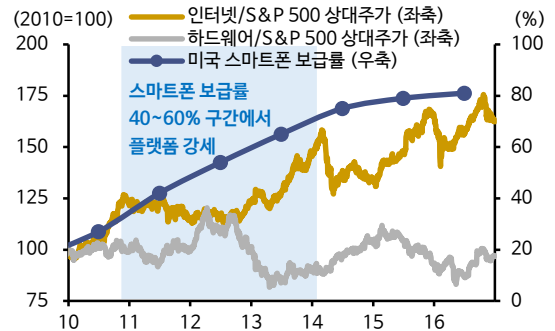
자료: Hugging Face, 신한투자증권

인터넷 침투율 40% 전후 구간서 닷컴 주가 폭발



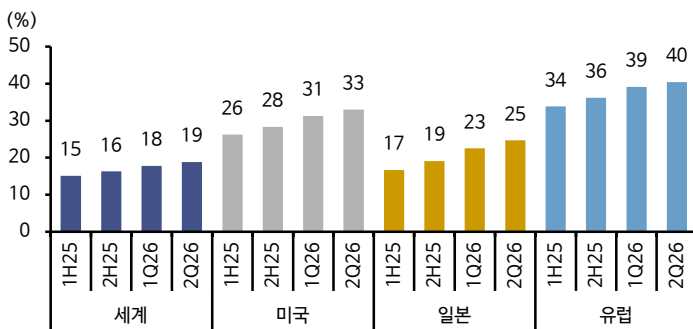
자료: LSEG, FRED, 신한투자증권

스마트폰 침투율 40% 전후 구간서 플랫폼 부상



자료: LSEG, Comscore Mobilens, 신한투자증권

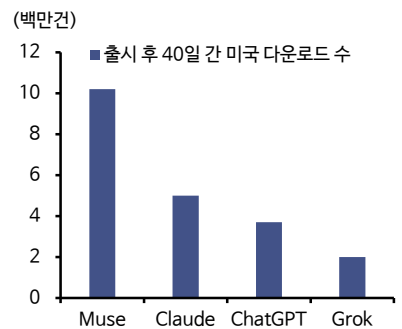
권역별 AI 침투율: 20~40% 구간을 통과하는 중



자료: Microsoft, 신한투자증권

주: 유럽 = 독일, 영국, 이탈리아, 프랑스, 스페인 평균

초기 반응 긍정적인 뮤즈



자료: Sensor Tower, 신한투자증권

4) AI 업황과 구경제 간의 업황-주가 단절은 지속

AI 강세 지속이 시장의 운명을 결정할 것인가

2027년 미국 주식시장의 성공과 실패는 앞서 논의했던 AI 사이클이 얼마나 성공적으로 이어질 수 있는지의 여부가 결정할 것이다. 워낙 경제성장과 기업이익, 시가총액에 미치는 기여도가 크기 때문이다.

구경제는 AI와 철저한 디커플링 이어갈 것

반면 구경제는 AI 업황과 철저한 디커플링 국면을 이어갈 공산이 크다. 만약 AI 업황이 계속 강세를 보인다면 주식시장의 강세가 이어지는 과정에서도 구경제는 억압될 공산이 크다. 반대로 AI 업황이 부진하다면, 전체 주식시장은 전반적으로 높은 변동성에 직면하겠지만 구경제는 오히려 숨통이 트일 수 있다는 판단이다.

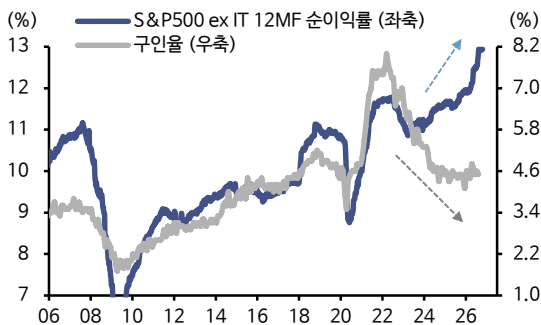
AI 업황이 양극화를 조장하고 있기 때문

현재 AI 업황은 K자형 경제와 양극화를 조장하는 형태로 전개되고 있다. 앞서 언급한대로 AI 기업들이 B2B 영역에서 먼저 매출 성장을 만들어내기 시작했다는 점을 주목해보자. AI의 고객인 일반 기업들은 구경제의 성장 부진에도 불구하고 사상 최고 수준의 순이익률을 누리고 있다. 보통의 경기 상황이었다면 이는 고용수요 확대 → 소비 회복으로 이어질 수 있는 경기 구도를 암시한다.

기업들, 돈을 고용에 쓰기보다 AI에 쓰는 구도

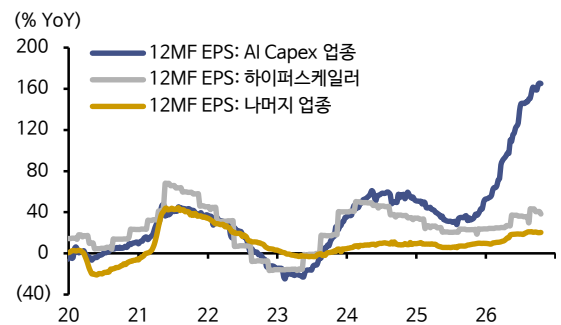
그러나 ChatGPT가 등장한 2023년 이후 이런 고리는 끊어졌다. 일반 기업들은 신규고용을 멈췄고, 이 재원을 AI에 투입해 생산성 개선에 쓰려한다. 아직까지는 일부 업종에 한해 직업 파괴가 이뤄지고 있지만 추후 퍼지컬 AI가 확산된다면 광범위한 업종군에 직업과 고용 파괴가 이뤄질 가능성이 제기되고 있다.

기업 순이익률, 고용으로 이어지지 못하고 있다



자료: LSEG, 신한투자증권

기술주 - 비기술주 업황 단절



자료: LSEG, 신한투자증권

주: AI Capex 업종 = 반도체 + IT H/W ex 애플 + 전기장비

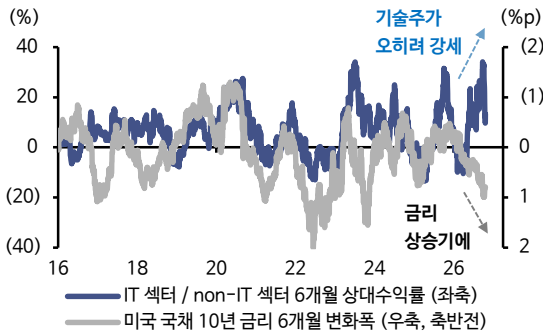
금리가 기술주-비기술주 디커플링을 매개하는 요소로 작동 중

여기에 금리라는 연결고리가 추가된다. 기술주의 강한 업황은 생산성 개선이 본격적으로 나타나기 전까지 구경제와 비기술주로 확산되기 어려워보이는데, AI 업황 고공행진과 Credit 사이클의 결과물로 금리 상승 압력이 부상한다. AI 업황 강세는 금리 상승을 유도할 것이며, 이는 성장성이 제한된 구경제와 비기술주를 더 압박하는 요소다. 반대로 AI 업황이 하강할 경우 금리는 하락할 공산이 크고, 이는 구경제와 비기술주에 걸렸던 압박을 완화하는 요소가 될 것이다.

기술주-비기술주, 극심한 주가 상승세 단절 확인되는 중

이로 인해 2026년 이후 주식시장에서는 기술주와 비기술주 간 극심한 주가 상승세의 단절화가 목격됐다. 보통의 주식 간 수익률 상관관계수는 70~80% 이상이지만, 2026년들어 기술주와 비기술주 간 상관관계수는 추락해 0에 수렴하고 있다.

금리 상승기 기술주가 약하다는 문법, 깨졌다



자료: LSEG, 신한투자증권

동행관계가 철저히 붕괴된 기술주 - 비기술주



자료: LSEG, 신한투자증권

생산성, 기술주-비기술주
동행을 유도할 수 있지만
내년 현실화 어려움

기술주와 비기술주가 동행하기 위한 전제조건은 AI가 경제 전반에 빠른 속도로 생산성을 불러일으키는 것이다. 그러나 이것이 단기간 내 이뤄질 가능성은 낮다. 경제사는 철도, 전기화와 2차 산업혁명, IT 버블 등의 기술혁신/산업혁명이 실제 생산성 개선으로 돌아오는데 10년 이상의 시간이 걸렸다고 지적한다.

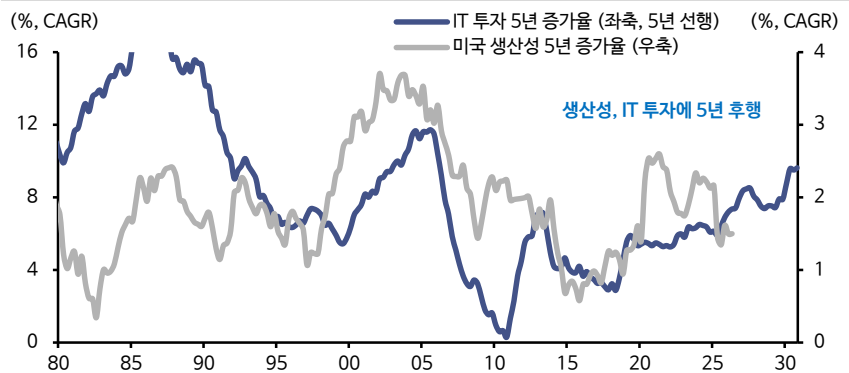
생산성 개선, 기술투자에
5~10년 후행하는 경향

기술혁신이 경제 전반에 생산성 개선으로 이어지려면 기업과 조직의 구조가 새로운 기술에 맞게 재편되고, 생산 방식(workflow)이 재설계되는 과정과 함께 규모의 경제(네트워크 효과)가 반드시 필요하다는 게 공히 지적된다. 일례로 철도는 네트워크 효과가 완성된 이후에, 전기화 혁명의 경우 공장이 완전히 재설계된 이후에 본격적인 생산성을 부여하기 시작했고, 닷컴 버블 당시의 IT 인프라 투자 역시 ERP와 SCM이 확산된 이후에 경제 전반에 생산성을 부여하기 시작했다.

양극화, Capex 사이클
하강 국면까지 지속될 것

‘소비 사이클’은 ‘투자 사이클’의 안티 테제다. AI Capex 업황의 추가적인 강세는 중간재, 원자재와 금리 상방 압력을 만들어 소비 심리를 저해할 공산이 크다. 현재 부진한 소비는 물가가 하락하거나, 2% 부근에서 안정화되어야 다른 부문 대비 강세를 보일 수 있다. 역사적으로 투자가 강할 때 소비가 같이 강했던 사례는 흔치 않았다. 소비가 좋아지려면 투자는 부러져야한다. 경제 내 양극화는 비단 내년뿐만이 아니라 AI Capex 사이클의 하강 국면까지도 이어질 공산이 크다.

생산성 개선, 기술투자에 5년 이상 후행



자료: LSEG, 신한투자증권

5) 큰 정부 사이클의 후반부: 정부의 통제력 상실, 할인율과 공급망 위험 증첩

정부 정책 사이클, 내년
시장에 불편한 변수

2023년부터 시작된 이번 주식시장 강세 사이클을 둘러싼 가장 중요한 핵심 요소는 역시나 AI와 기술혁신 사이클일 것이다. 그만큼의 파급력은 아니지만 지속적으로 영향을 주는 변수가 있다. ‘정부 정책’ 사이클이다.

정책 사이클, 30~40년
주기로 등락하는 경향

정책적 사조는 30~40년을 주기로 등락하는 경향을 보인다. 1900년 이후 네 차례의 정책적 사조 변화가 있었다. 1900년대 초반의 경제성장은 자유주의와 작은 정부가 주도했지만 대공황으로 침몰했고, 이에 대한 비판으로 1930년대 케인즈주의와 큰 정부가 대두됐지만 스태그플레이션으로 역시 무너졌다. 이에 대한 비판으로 1980년대 신자유주의와 작은 정부 기조가 등장했고 이후 세계화 시대를 주도했지만 금융위기를 겪으면서 신자유주의 역시 약화됐다.

현재 정책 사이클은
큰 정부 사이클이
20년 가량 이어지는 중

현재 세계적으로 정책적 기조는 금융위기 이후 자리잡은 큰 정부 사이클이 20년 가까이 상승하고 있는 상황이다. 금융위기/팬데믹 이후 망가진 경제를 구원하기 위해, 혹은 자국의 경제성장을 독려하기 위해, 혹은 세계적인 포퓰리즘 기조에 따라 각국 정부들은 재정지출 확대와 감세 기조를 지속해나가고 있다.

정부의 확장적 기조,
과거에는 긍정적이었지만
현재는 역효과가 더 부각

금융위기 이후부터 팬데믹 구간까지의 재정지출은 좀처럼 성장성을 회복하지 못하는 민간 경제를 디플레이션에 빠지지 않게 하는 마지막 보루로 작동하거나, 때로는 성장을 위한 마중물로 여겨졌다. 그러나 지금은 다르다. 2027년은 큰 정부 개입의 긍정적 의미는 퇴색된 반면 역효과들이 오히려 많이 부각되는 국면이다.

경제정책 트렌드의 변화

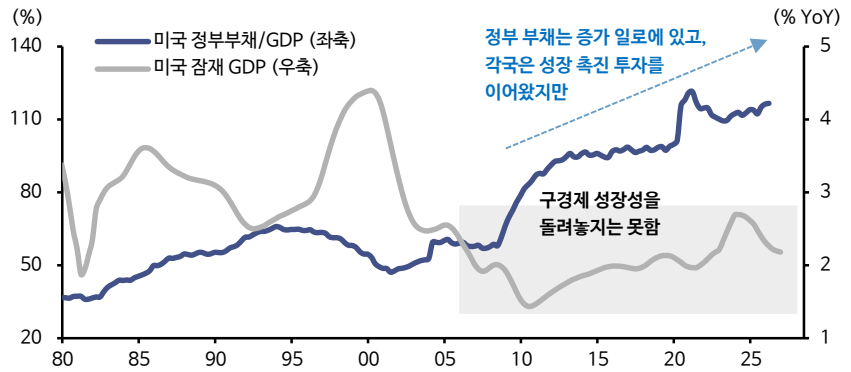
	자유주의 (시장만능주의)	케인즈주의	신자유주의	국가자본주의
시기	1900~1920	1930~1970	1980~2000	2008~현재
부상 배경	중상주의·보호무역에 대한 비판, 2차 산업혁명 촉발	자유방임의 시장실패(대공황) 유효수요 창출 필요성	스태그플레이션 비판, '작은 정부'로의 전환 요구	선진국 민간경제 성장성 상실
정책 기조	정부 개입 최소화, 자유방임, 시장가격 신뢰	정부의 적극적 경기조절 역할 강조	정부 역할 축소, 규제완화, 자유무역·세계화 확산	통화·재정정책 공조 경기 주도 전략산업 육성
전환 계기	1929년 대공황으로 시장실패 노출	만성적 재정적자 누적, 스태그플레이션	과도한 레버리지 확장으로 2008년 글로벌 금융위기 촉발	현재진행형

자료: 신한투자증권

1) 재정정책의 경기
부양 실효성 약화

1) 재정정책의 경기 부양 실효성이 약화되고 있다. 부진한 구경제 사이클의 방향성이 재정정책에 의해 둘러지지 않았다. 과거 선진국 재정정책은 추락하는 경제를 막기 위한 소비 부양 패키지 성격을 띠었다면, 팬데믹 이후에는 경제성장을 자극하는 방향으로 성격이 바뀌면서 리쇼어링을 비롯한 정부 주도의 재정투입과 공급망 재편 등 투자 계획이 다수 주목을 받았다. 그러나 이로 인한 건설투자는 2022~2023년 반짝 호황 국면을 통과한 이후 위축 국면을 이어가고 있고, 소비와 고용의 선순환 사이클을 유발하지도 못했다. 최근 미국 경제는 재정으로 좋아지지 않았다. 현재 미국 경제의 성장동력은 민간의 AI 투자 붐이다.

재정적자와 부채확대, 구경제의 성장성을 돌려놓지 못했음



자료: LSEG, 신한투자증권

2) 경기-물가 과열
리스크 중첩

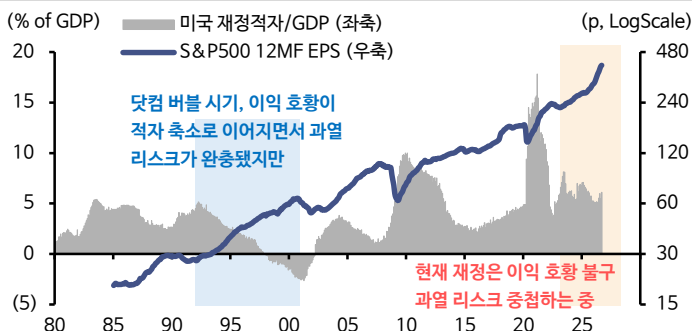
2) 경기-물가 과열 리스크가 중첩된다. 경기 확장 국면에서도 정부가 적자재정을 지속하고 있기 때문이다. 1990년대 후반 닷컴 버블의 경우, 기업이익 호황 속에 미국 정부는 지출을 줄이지 않고도 세입 증가에 의해 흑자재정을 달성했다. 이는 경기 과열 리스크를 완충하는 역할을 수행했다. 현재는 역사적인 기업이익 대호황에도 불구하고 감세안과 줄어들지 않는 지출 기조 속에서 적자재정이 유지되고 있다. 이는 구조적인 물가 상승 리스크가 상존함을 의미한다.

게다가 이번 사이클의 특이점은 재정지출을 강조하는 ‘전통적 큰 정부’ 기조뿐만 아니라 대외관계에서도 적극적인 형태로 불균형과 갈등을 조정하고자 한다는 것이다. 이로 인해 경제 권역의 분절화와 지정학적 갈등의 빈발, 이로 인한 원자재 가격 상승까지 수반되고 있다. 모두 물가 상승 리스크다.

3) 제약된 자본을 두고
민간과 조달경쟁을
벌여 요구수익률
상승을 야기

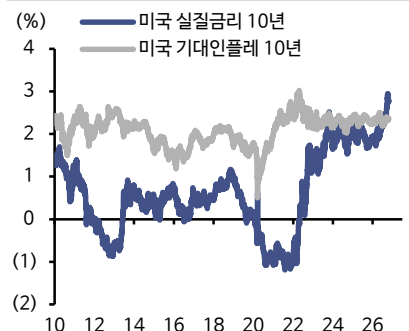
3) 금리 상승을 야기한다. 정확하게는 투자자들의 ‘자본에 대한 요구수익률’이 급격하게 상승한다. 20년 만에 처음으로 민간 기업 중심의 자본조달이 활성화되고 있는데, 정부도 재정적자를 감축하지 않으면서 자본을 향한 경쟁 구도가 형성되고 있다. 자본수요 증가에 따라 자연스럽게 요구수익률(required return)은 상승한다. 이는 명목금리에서 기대인플레이션을 차감한 실질금리의 상승으로 연결된다.

정부, 물가 과열 리스크를 중첩하는 중



자료: LSEG, 신한투자증권

요구수익률을 재조정하기 시작한 시장



자료: LSEG, 신한투자증권

비대한 부채로 인해
시장은 재정 지속가능성
추궁하기 시작

재정을 둘러싼 환경들이 점점 불편하게 다가오는 이유는 국가부채 규모가 비대한데, 시장이 재정의 지속가능성을 추궁하기 시작했기 때문이다. 정부 부문은 금융위기 이후 민간이 디레버리징 구간에 진입하면서 발생한 공백을 메우는 과정에서 구조적으로 부채 규모가 비대해졌다.

이는 실질금리 위주의
금리 상승이 이뤄지는
이유

확장적 재정정책과 큰 정부의 긍정적인 효과가 퇴색된 가운데 안그래도 상방 압력을 받던 금리-물가에 상승 리스크를 더하는 요소로 자리매김하면서 AI 영향권에 있는 미국뿐만 아니라 일본, 유럽 등 선진국 전반에 걸쳐 금리 상승세가 확산됐다. 세계적으로 진행되는 실질금리의 상승은 2026년 금리 상승의 동인이 '기대 인플레이션 상승'보다 자본의 요구수익률 재조정에서 있었다는 것을 시사한다.

40년주기 사이클을
감안하면 큰 정부 기조는
2027년에도 변수없이
지속될 전망

실질금리 상승은 시장이 큰 정부 기조에 대해 거는 제동이지만, 큰 정부 기조가 아직 변곡점을 통과했다고 볼 순 없으며 2027년에도 지속될 공산이 크다. 우선 정부 정책 성향이 30~40년의 사이클을 주기로 임계점에 도달한 이후 변화한다는 점에 주목하자. 이번의 큰 정부 사이클은 2008년 금융위기가 시발점이었다. 부작용이 노출되기는 해도 아직 20년이 지나지 않은데다 작은 정부 기조로 전환될 만한 심각한 문제(ex 대공황, 스태그플레이션, 금융위기)도 발생하지 않았다.

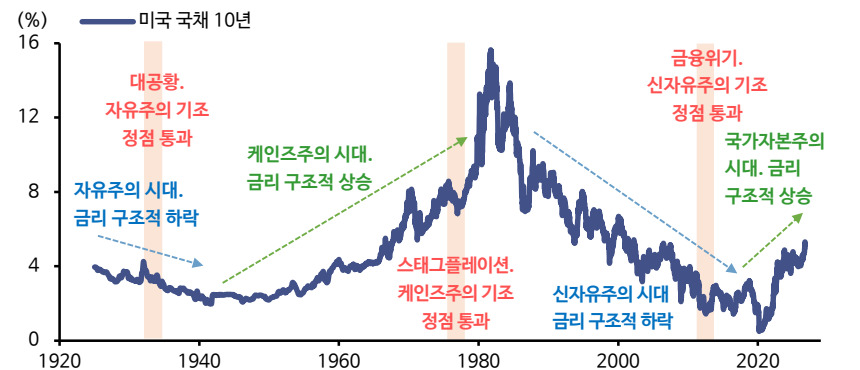
보통 큰 정부 사이클은
물가 상승으로 마무리

주목할 부분은 역사적으로 큰 정부 기조가 정점을 통과했던 트리거가 대체로 감당하기 어려운 인플레이션이 찾아오고 소비자/유권자들의 불만이 오랜기간 누적된 이후였다는 것이다. 1930~1970년대 유행했던 큰 정부 기조는 스태그플레이션을 겪은 이후, 미국에서 작은 정부를 외친 레이건과 공화당이 집권하면서 끝났다.

결국 인플레이션이
감당 불가능한 수준으로
상승해야 확장적 기조가
마무리될 것
→ 물가, 금리 압박 지속

정책 기조 사이클은 큰 사이클이다. 금융위기 이후 포퓰리즘 기조가 강해졌으며 물가는 상승하나 세계적으로 국민들이 긴축재정, 증세, 작은 정부를 강력하게 원하고 있진 않다. 현재 세계 각국의 정부들은 큰 정부를 표방하고 대체로 집권했기 때문에 재정을 삭감하는 자기모순에 빠질 수 없다. 그렇다면 이런저런 잡음에도 불구하고 현재의 큰 정부 기조 사이클은 임계점(=물가 상승, 부채위기)에 이를 때까지 구조적으로 지속될 공산이 크다고 봐야한다. 이는 시장의 '요구수익률 상승' 기조가 2027년 내내 남아있을 가능성을 시사한다. 불편한 사이클적 요소다.

정부 정책 사이클은 금리의 구조적 상승 압력이 남아있을 것을 암시



자료: FRED, LSEG, 신한투자증권

6) 투기 사이클은 정점 통과: 요구수익률의 재조정 속 소진된 투기 에너지

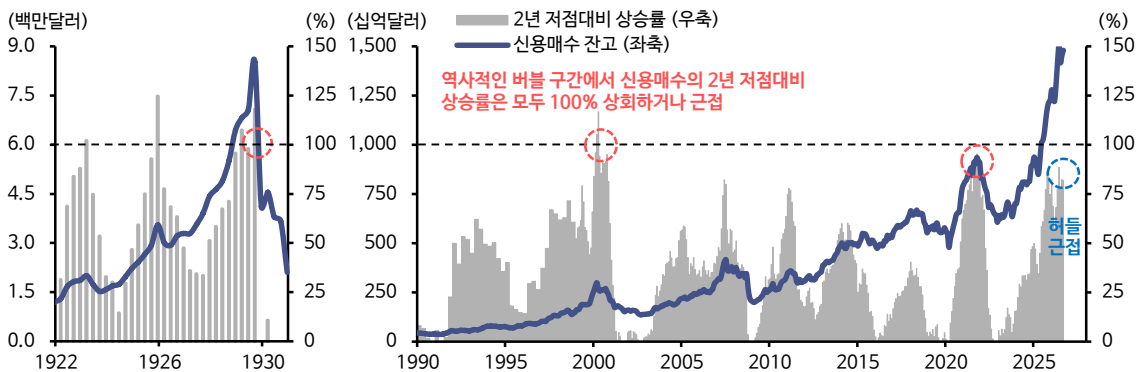
투기 사이클, 내년 시장을 지배할 또 하나의 사이클

이번 강세장, 투기 사이클이 펀더멘탈보다 너무 빠르게 정점 통과

2027년 미국 주식시장의 판도에 영향을 미칠 또 하나의 중요 사이클적 요소를 지목해야 한다면, 투기 사이클을 반드시 고려해야 한다는 생각이다.

과거의 기술혁신 강세장과 비견했을 때 2026년을 돌이켜보면, 미국 주식시장을 둘러싼 펀더멘탈적 환경은 시장이 고점을 쳤다는 징후를 보여주지 않았다. 단 하나 노출된 고점 시그널은 투기적 매수세를 대변하는 신용매수 잔고가 지난 2년 동안 100% 가까이 증가했다는 것이다. 역사적으로 신용매수 잔고의 2년 증가는 극심한 투기 국면(1929년, 1999년)을 제외하면 100%를 넘어서지 못했다. 요컨대, 투기 사이클은 펀더멘탈 사이클 대비 너무 빠르게 정점을 통과했다.

신용매수, 2년전 대비 90% 증가. 경험적인 투기 사이클을 정점 통과 징후

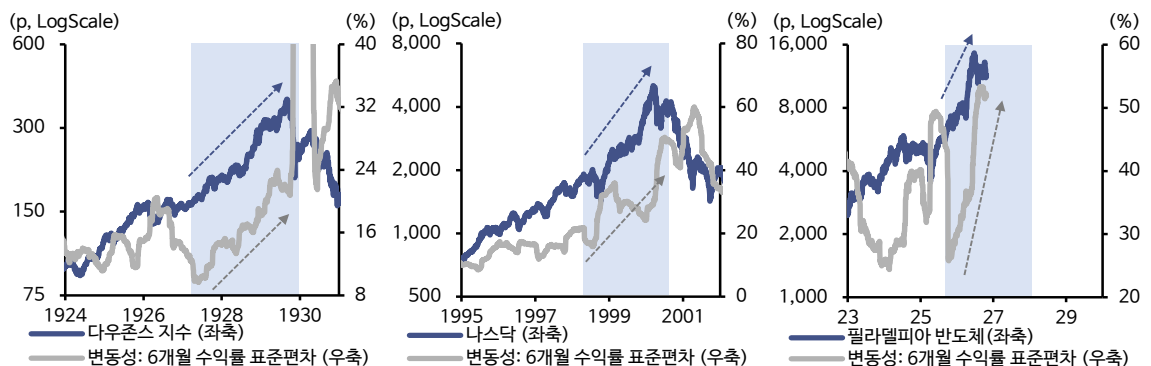


자료: LSEG, 신한투자증권

2026년 상반기 중
주가-변동성 동반 폭발도
투기 사이클 정점 통과
징후

또다른 투기 사이클의 정점 통과 징후는 변동성이다. 통상 변동성은 주가와 역의 관계를 보이지만, 2026년 상반기에는 주가-변동성의 동반 급등세가 목격됐다. 일부 주도주들의 변동성은 연율 100%를 상회했다. 원인은 콜 옵션 투기에 따른 내재 변동성 상승 및 콜 옵션/레버리지 ETF로 인해 발생한 감마 스쿼드다. 주가-변동성의 동반 폭발은 주가 상승 각도가 가팔라졌음을 의미하는데, 과거 주식 시장이 고점(1929년, 1999년)을 형성하기 직전 보여주는 패턴이었다.

2026년 중반 목격됐던 주가-변동성 동반 급등 역시 투기 사이클 정점 통과를 의미하는 징후



자료: LSEG, Bloomberg, 신한투자증권

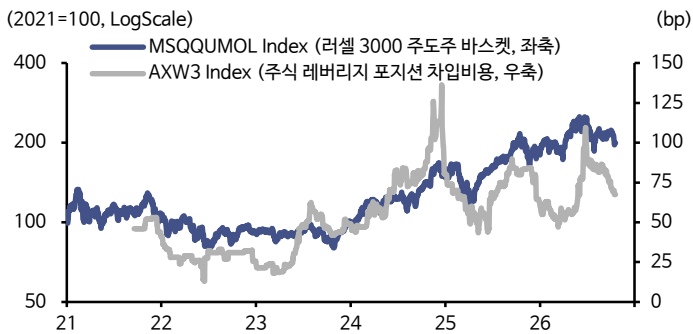
전체 시장보다는 주도주에 국한한 투기 발생

전체 주식시장이 투기의 대상이 된 것은 아니다. S&P500의 변동성을 대변하는 VIX는 2026년 내내 안정적이었다. 투기가 집중된 것은 이번 사이클을 주도했던 AI Capex 종목들이었다. 투기적 투자자들의 레버리지 강도를 의미하는 S&P500 차입비용 스프레드(AXW 선물)과 주도주들의 주가가 2024년 이후 동행하는 모습을 보여줬던데다 이들의 변동성만이 치솟는 모습이 보였다.

과도해진 주식 차입으로 인해 주도주 투자자들이 금리 상승에 취약

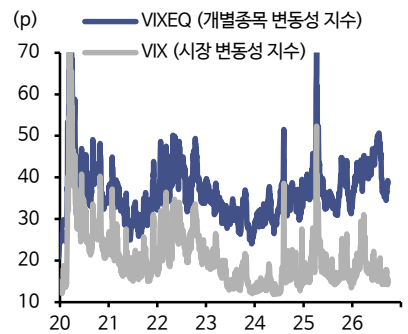
주식 차입(레버리지) 포지션이 과도해진 결과, AI 기업들의 펀더멘탈은 금리 상승 과정에서 면역을 보이고 있지만 주식시장 투자자들은 할인을 상승과 자금 회수 압박에 크게 노출됐다. 이로 인해 2026년 하반기 이후 금리 상승 국면에서 주식 시장이 펀더멘탈 상 취약한 경기민감주가 아니라 투기가 발생했었던 주도주를 중심으로 크게 덜컥거리는 구도가 형성됐다는 해석을 내릴 수 있다.

이번 사이클에서 주도주 주가는 투기적 투자자들이 결정



자료: LSEG, Bloomberg, 신한투자증권

주도주와 비주도주 간 투기 차별화



자료: LSEG, Bloomberg, 신한투자증권

2027년 미국 주식시장, 투기 사이클 정점 통과 후 혼란이 지속되는 국면

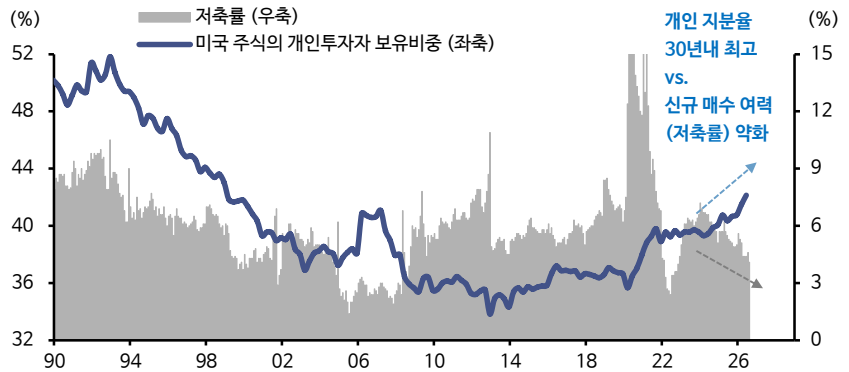
2027년 미국 주식시장은 투기 사이클이 정점을 통과한 이후 수급 혼란이 지속되는 국면에 있다. 지난 3년간 주식시장과 주도주를 견인했던 투기적 포지션은 청산/회수되기 시작했고, 높아진 금리는 투기자들의 리레버리지를 막는다. 다른 어떤 요소들보다도 수급이 주식시장에 가장 불리한 판도를 형성할 것이다. 투기 사이클의 정점 통과로 인해 내년 주식시장 플레이북은 펀더멘탈-밸류에이션 이상으로 기술적 분석과 수급 빈집/꼬임 같은 요소에 크게 의존해야 할 것 같다.

개인/기관투자자 등 대안 수급의 유입 여력이 크지 않다는 것이 고민

만약 다른 대안 수급들이 들어와줄 수 있다면 투기적 수급의 공백이 그렇게까지 표가 나지는 않을 것이나 대안 수급의 유입 여력도 그리 커보이지 않는다. 우선 개인투자자들의 유입 여력이 적다. 미국 주식시장에서 개인투자자들이 차지하는 비중은 역사상 가장 높은 수치다. 개인투자자들의 누적된 저축이 많지도 않다. 개인투자자들이 시장에 유입된다면 레버리지를 활용해야만 한다.

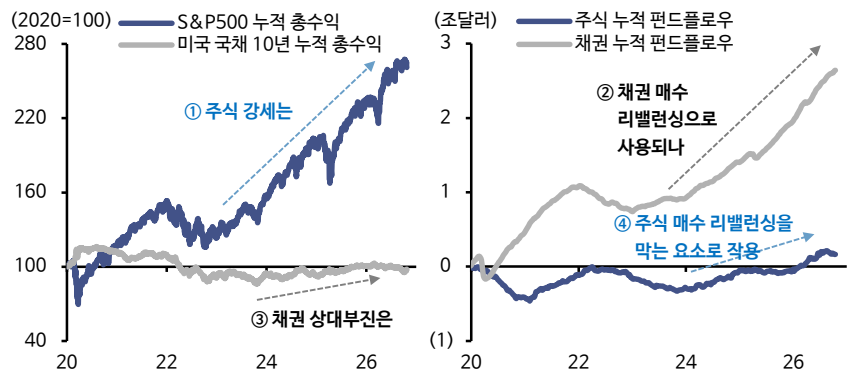
기관투자자들의 적극성도 기대하기 어렵다. 이들은 통상 주식-채권 자산배분 비중 상하한을 설정하고 포트폴리오를 운용하며 상대강세였던 자산을 매도하는 리밸런싱을 구사한다. 2026년 하반기 주가가 흔들렸지만 장기 관점에서는 아직도 주식의 상대성과가 큰데다, 2026년 상반기 중 주식을 늘려와 비중확대 여력이 적다. 내년, 주가가 하락하면 하단을 지지할 수는 있지만 견인하는 역할은 기대하기 어렵다. 유일하게 기댈 수 있는 수급은 실적의 후행함수인 자사주 매입이다.

개인투자자들, 주식 공격적으로 사려면 레버리지를 써야할 듯



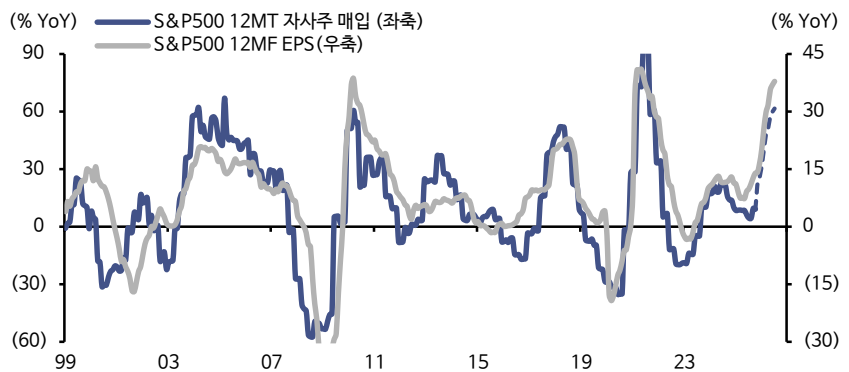
자료: LSEG, 신한투자증권

기관투자자, 주식 - 채권 누적 성과 크게 벌어져있어 주식 늘릴 여력 없음



자료: LSEG, 신한투자증권

수급 차원에서 한 가지 믿을 구석은 자사주 매입



자료: LSEG, Bloomberg, 신한투자증권

사이클 관점에서 도출해본 Base 시나리오

1) Base 시나리오에서 기업이익 전진 지속. 강세장 5년차 시나리오 유효

2027년 주식시장,
이전처럼 기회와 위험의
균형이 우호적이지는
않지만

앞선 판도를 조망해보면 기술혁신 강세장 5년차를 맞은 2027년 미국 주식시장에서 가장 중요한 전략적 요소는 여전히 AI Capex 사이클의 전진 여부일 것이다.

AI 사이클은 이제 완전한 Capex 사이클 후반부에 들어섰다. 앞서 언급한 것처럼 사이클이 후반부로 진입함에 따라 2026년 만큼의 증익 속도를 기대할 수는 없다. 게다가 '자본제약'과 공급과잉/경쟁 심화 우려도 조금씩 대두되는 중이다. 2026년 이전까지는 기회와 위험의 균형이 주식시장에게 우호적으로 기울어졌지만 2027년부터는 더 이상 비대칭적인 보상 구조를 기대할 수는 없다.

당장 내년 AI 사이클이
붕괴하고 약세 반전한다는
예상을 기본 가정으로
삼기 어려움

다만 당장 내년 AI 사이클이 붕괴하고 펀더멘탈이 뚜렷하게 약세로 접어들거라는 예상을 기본 가정으로 삼기는 어렵다. 이 사이클의 최전방 top-line인 AI 칩 투율, 그리고 AI와 클라우드 기업의 매출은 내년에도 보통의 경제를 상회하는 성장을 이어갈 것이다. 뿐만 아니라 지금까지 구축한 인프라의 수익화가 B2B뿐만 아니라 B2C 차원에서도 시도될 수 있는 국면에 있다. 만약 B2C 확산으로 인한 수익화가 가시화된다면 사이클은 명백하게 길어질 수 있다. 2027년 AI Capex 사이클은 위험도 있지만 그에 상응하는 기회도 분명히 존재한다는 판단이다.

구경제의 상대부진, 시장
부러뜨릴 변수는 아닐 것

AI 이외의 영역도 전체 시장을 부러뜨릴 변수가 되지는 않을 것 같다. 구경제의 경우 신경제에 미치지 못할 뿐 이익 성장은 이어지는 중이다. 고용시장은 불황이지만 '고용없는 성장'은 사실 주식시장에 긍정적인 키워드다. 높아진 금리는 부담스러워보이지만 미국 기업들의 이자비용 부담은 매출액의 2%로 역사상 최저 수준이다. 이는 금융위기 이후 이어진 디레버리징의 결과물이다. 미국의 구경제 영역에서 크레딧 리스크와 급격한 침체가 촉발될 가능성은 낮다.

긴축 전환, 빨리 잡아도
내년 하반기 이후 위험

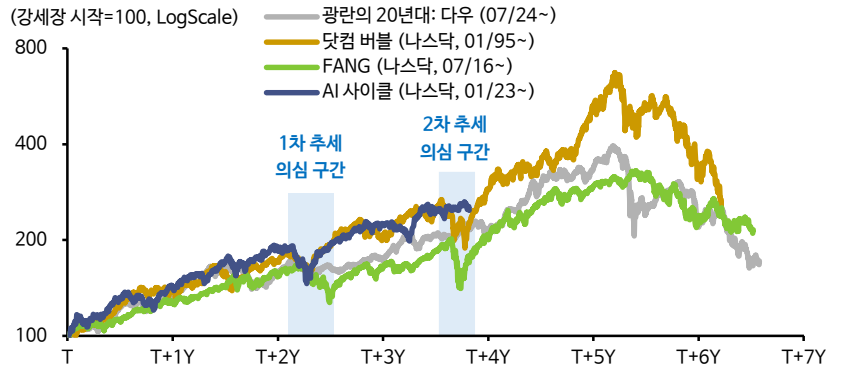
통화정책의 긴축 전환은 시장을 꺾어놓을 수 있는 잠재적인 위험 요인으로 인식되지만, 아무리 빨리 잡아도 내년 하반기 이후에나 위험이 될 가능성이 높다. 연준의 긴축이 시장을 무너뜨리려면 마지막 금리 인하로부터 18개월이 경과한 이후 6차례 이상의 금리 인상이 단행되어야 했다. 이번 사이클에 대입하면 2027년 하반기 이후 기준금리가 5%까지 도달해야 이 트리거가 달성된다.

실적 모멘텀 지속을
base 시나리오로 상정.
기술혁신 강세장 5년차
상승 시나리오 유효

요약하면 2026년 하반기 이후 제기되는 각종 우려에도 불구하고, 기업이익 개선 경로를 꺾어놓을만한 트리거(AI Capex 사이클 붕괴 및 하강 전환, 구경제 영역에서의 크레딧 리스크 발발, 외생변수로 인한 침체 유발) 등은 2027년 발생하지 않으며 기업이익 개선이 지속된다는 것을 base 시나리오로 상정한다.

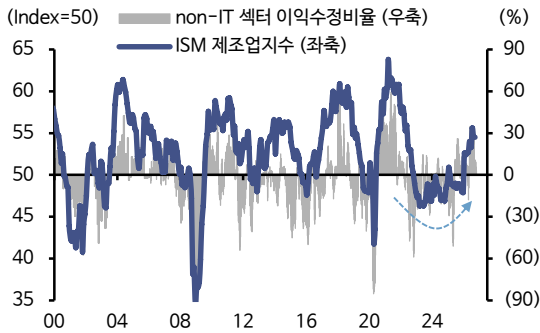
기업이익 우상향 국면에서 시장이 하락 추세로 직행한 사례는 드물다. 이번 사이클은 닷컴 버블 및 클라우드/플랫폼 강세장과 비견되는데, 모두 5년 이상 강세장이 이어졌던 경험이 있다. 왜 5년 이상인가가 중요한데, IT Capex 사이클이 보통 5~6년 이상 지속되면서 기업이익을 견인하기 때문이다. 역사적으로 강한 기업이익 모멘텀 속에서 앞선 사이클들과의 유사성까지 고려한다면, 기술혁신 강세장 5년차 상승 시나리오가 2027년 재현될 가능성은 여전히 농후해보인다.

과거 기술혁신 강세장과의 궤적 비교



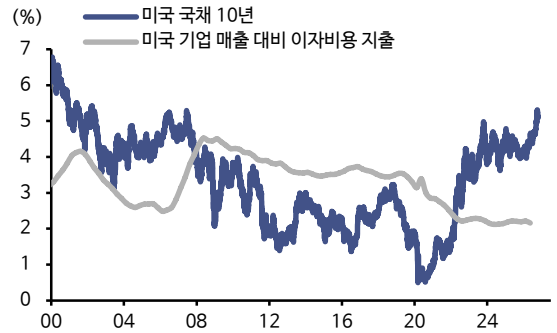
자료: LSEG, 신한투자증권

PMI와 non-IT 섹터 이익수정비율



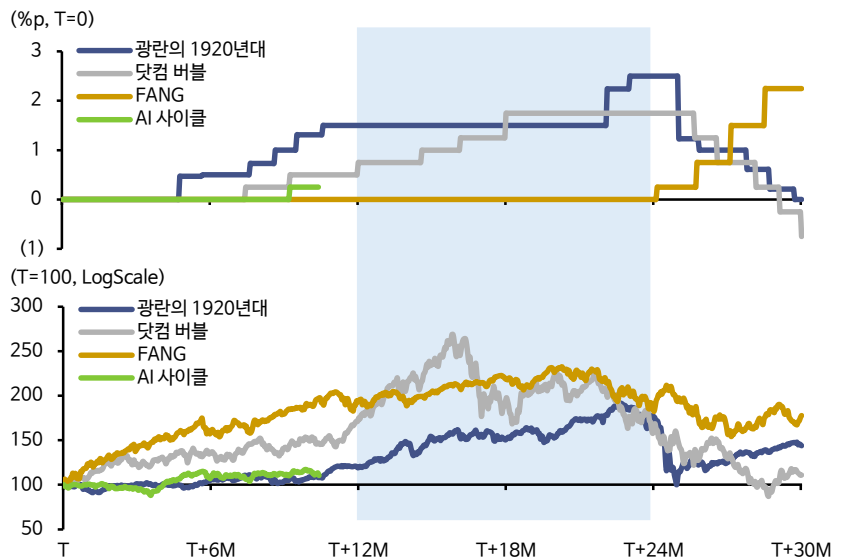
자료: LSEG, 신한투자증권

미국 국채 10년물과 이자비용 지출



자료: LSEG, 신한투자증권

기술혁신 강세장의 마지막 기준금리 인하 이후 주가 궤적



자료: LSEG, 신한투자증권 / 주: T는 마지막 금리 인하 시점. 음영은 2027년의 위치

현재 시장의 문제들

- 1) 투기적 매수 급증
- 2) 자본제약
- 3) PER 디레이팅은 모두 너무 뜨거워서 발생한 것

좋아서 생긴 문제이기 때문에, 현재 겪는 문제는 강세장 종료를 암시한다고 판단하지 않음

다만 한번 더 과열이 발생한다면, 뜨거워서 생기는 문제가 심화될 것
→ 위험신호로 인식

장기 상승 채널에 주목. 상하향 돌파 모두 매도 신호로 인식

2) 이카로스의 날개: 상승 채널 안에서는 편하나, 과열이 재현되면 위험

2026년 하반기 이후 시장이 직면한 문제들은 나빠서 생긴 문제가 아니었다. 대부분 AI 업황과 주식시장이 너무 좋아서, 혹은 너무 뜨거워서 생긴 문제들이었다.

1) 7월 발생했던 기술주 포지션 연쇄 청산은 근본적으로 레버리지/투기적 포지션이 소수의 주도주들에게만 과도하게 집중됐기 때문에 나온 반작용이었다. 그런데 투기적 포지션이 과도했던 것은 이유가 있었다. AI Capex 주도주들의 실적이 지난 50년을 통틀어 가장 강했던데다 주가가 실적 개선을 따라가지 못하면서 밸류에이션도 저렴했고, 다른 투자대안들 대비 우위에 있는 것처럼 보였기 때문이다.

2) 9월 이후 제기되고 있는 자본제약과 금리 상승 문제 역시 마찬가지다. AI 인프라 수요는 지속적으로 폭발하고 있고, 통신망이 대다수 유휴 상태였던 닷컴 버블과 달리 컴퓨팅 파워 가동률은 100%에 가깝다. 그러나 Capex의 특성상 자본투입 시점과 수익화 시점은 시차가 있을 수밖에 없는데 이 간극을 메워줄 자본의 총량은 폭발하는 인프라 수요만큼 증가할 수 없다는 물리적 한계가 있었다.

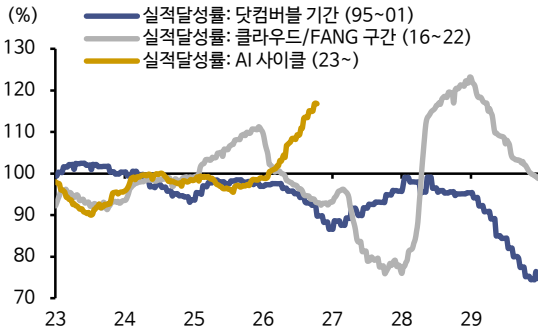
3) 2026년 하반기 이후 반도체/메모리를 비롯한 일부 업종들의 PER이 극단적으로 낮게 책정되고 있다. 비록 2028년까지는 수급 불균형이 이어진다고 하더라도 가격이 많이 상승한데 따른 반대급부(산발적인 가격 저항과 증설 유인)가 발생할 가능성이 커졌으며, 영구적/장기적으로 이 수준의 순이익률을 유지할 수 있을지에 대한 시장의 의구심이 내재됐다고 봐야한다. 역시 너무 뜨거워서 생긴 문제다.

2026년 하반기 발생했던 일대 소란들이 사이클의 끝을 대변한다고 생각하지 않는다. 닷컴 버블과 팬데믹 버블의 후반부는 펀더멘탈이 입증되지 않은 종목들에 투기가 발생하면서 부실화 위험이 잉태됐었다. 그러나 이번 사이클에서 수급 풀림이 발생한 것은 기업이익이 역사적으로 강했기 때문이며, 크레딧 스프레드 상승이 발생한 이유는 부실화 위험에 있지 않다.

다만 AI 사이클 내부적으로는 건고하다고 하더라도, 외부 세계가 이를 100% 따라가 줄 수 없다는 한계는 2026년 중 여실히 드러났다. 투기 에너지와 Capex에 투입될 자본 여력은 이미 한번 단기 고갈을 경험했기 때문에, 2026년의 주가 상승과 순이익률 개선 속도를 뛰어넘는 과열 징후가 출현한다면 ‘이카로스의 날개’를 떠올려야 한다. 시간차를 두고 수급 차원에서는 청산 위험이 또다시 강조되거나, 금리 상승을 임계치까지 밀어붙일 수 있는 위험신호로 인식해야 한다.

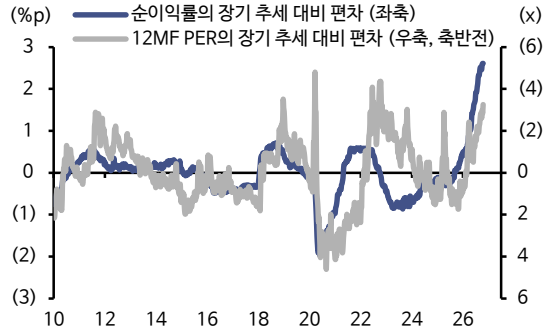
적정 영역과 과열 영역을 구분할 수 있는 기술적 도구가 여러가지 있을 것이나, 그 중에서도 장기 상승 채널에 주목해볼 필요가 있다. 닷컴 버블 당시 나스닥은 장기 상승 채널을 상향돌파한 이후 또다시 상승 각도를 올라가면서 과열 국면에서 나타나는 ‘최후의 정점’ 징후를 보였다. 이런 경험칙까지 고려하면, 2027년 기술주 주가가 장기 상승 채널에서 크게 벗어나지 않은 국면에서는 buy&hold를 이어나갈 수 있지만, 또 한번의 가속화가 이뤄진다면 차익실현을 고려해야한다.

닷컴과는 분명히 다른 펀더멘탈



자료: LSEG, 신한투자증권 / 주: 12개월 전 예상치와 실적치 비교

너무 뜨거우면 시장은 이익 지속성을 믿지 않음



자료: LSEG, 신한투자증권

닷컴 버블 당시 나스닥의 장기 상승 채널 상향 돌파 전후 과정 조망



자료: TradingView, 신한투자증권

이번 사이클의 필라델피아 반도체: 장기 채널 상향 돌파 후 주춤하는 국면



자료: TradingView, 신한투자증권

3) 투기 포지션과 변동성 소화불량, 시장 경로는 도깨비불 같을 것

변동성, 투기 포지션 소화
불량 여파로 시장 경로는
울퉁불퉁할 것

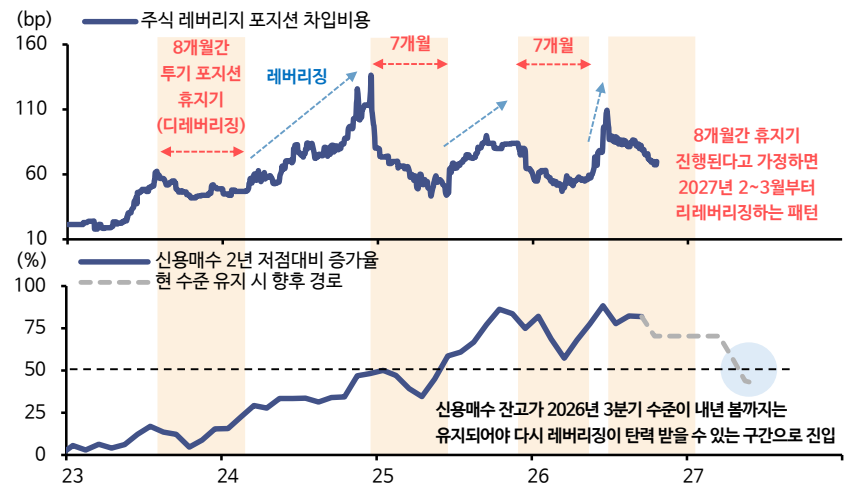
투기적 포지션의 복귀
시점, 내년 2~3월쯤

Base 시나리오에서 미국 주식시장의 강세 연장을 예상하지만, 그 추세는 상당히 들쭉날쭉할 것 같다. 시장의 수급 여건이 탄탄해보이지 않는데다, 변동성과 투기 포지션 정점 통과 징후들이 완전히 소화되는데 시간이 필요해보이기 때문이다.

앞서 중장기적 관점에서 개인투자자와 기관투자자들의 주식 매수 여력이 내년 제한된다는 점을 언급했는데, 이로 인해 내년 주식시장이 상승 탄력을 받으려면 결국 소진됐던 투기적 포지션이 복귀해야한다. 그런데 투기 포지션이 다시 쌓이려면 에너지 축적의 시간이 좀 더 필요하다. 현재 신용매수 잔고가 여전히 2년 저점대비 증가율 80%를 상회하고 있기 때문이다. 경험적으로 해당 수치가 40~50% 수준까지는 떨어져야 다시 리레버리징이 힘을 받을 수 있다. 해당 레벨에 도달하려면 신용매수가 증가하지 않으면서 2027년 봄까지는 가야한다.

헤지펀드 수급을 대변하는 주식 차입비용 역시 비슷한 에너지 축적이 필요함을 시사한다. 이들이 디레버리징을 한번 시작한 이후, 본격적으로 레버리징을 시작하려면 경험적으로 7개월의 시간이 필요했다. 이번 사이클에서 차입비용의 정점은 6월말이었다. 역시 2027년 2월까지는 가야 리레버리징 여지가 생긴다.

투기적 에너지, 내년 2~3월까지 가야 재충전



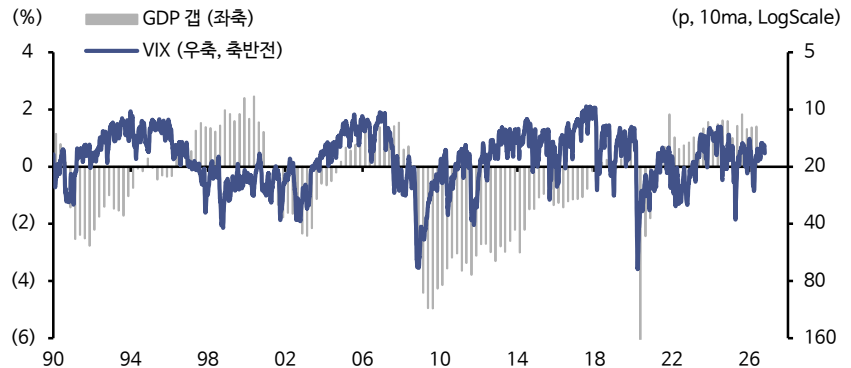
자료: Bloomberg, FINRA, 신한투자증권

높은 주가 변동성 역시
이어질 전망이다. 주가 궤적은
도깨비불같을 것

변동성도 유사한 해석을 낳는다. 경기 사이클 후반부 대체로 리스크 프리미엄(변동성)은 상승하는 경향을 보인다. 게다가 역사적으로 투기발 주가-변동성의 동반 폭발이 발생한 이후 변동성이 정상 수준으로 회귀하려면 약세장으로 진입하고 나서도 2~3년이라는 시간이 걸렸다. 주식이 투자자들의 관심에서 잊혀야 변동성이 진정될 수 있다는 뜻이다. 내년 중 높은 주가 변동성은 지속될 전망이다.

불연속적일 수급 환경 속 변동성의 진정이 어렵다는 것은 강세장 초중반부처럼 주가 상승이 차곡차곡 쌓이는 암전한 시황을 기대하기 어렵다는 뜻이다. 내년 중 주가 강세가 나타난다면 도깨비처럼 갑자기 돌출하는 형태일 가능성이 높다.

경기 사이클 후반부에서 리스크 프리미엄(변동성)은 상승하는 경향



자료: LSEG, Bloomberg, 신한투자증권

4) 위험 요인의 인식: 고금리가 아니라, 크레딧 스프레드에 주목

시장, 고금리 자체는
잘 견딜 것

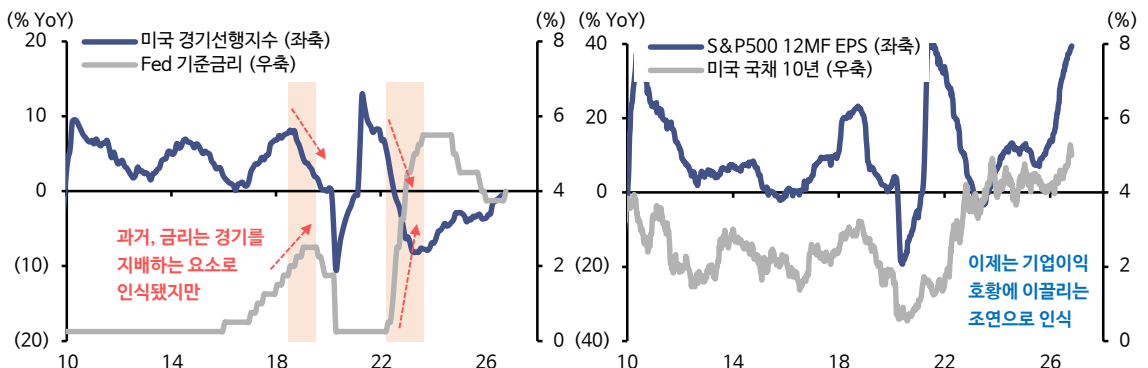
연준의 긴축 기조 전환과 높은 시장금리가 주식시장에 핵심적인 위협으로 인식되지만, 2027년 주식시장은 고금리 상황 자체는 잘 견딜 것으로 예상된다.

통상 금리는 PER을 통해 시장에 영향을 준다고 인식되지만, 장기 시계열을 살펴보면 금리가 주식시장의 강세장과 약세장을 만드는 핵심 메커니즘은 경기와 EPS를 통해 이뤄졌다. 투자자들이 고민해야 할 대목은, 연준이 긴축 기조를 뺏는다고 하더라도 이번 사이클을 추동하는 AI 사이클이 중단될 것인가라는 점이다.

금리는 주가에 의해 결정.
주가-이익-원자재-금리가
동시에 상방 압력을
받는 구도

답은 명확하다. AI 사이클 이전까지는 돈을 풀어서 사이클이 시작됐고 돈을 회수하면 사이클이 끝났다. 그러나 AI 사이클은 연준이 유동성을 풀어서 시작된 사이클이 아니다. 게다가 AI의 잠재 성장성과 명목 GDP 성장률이 금리 수준을 뛰어넘다보니 통화정책과 무관하게 기업 단에서의 Capex+Credit 사이클까지 자생적으로 발생했는데, 이로 인해 주가-기업이익-원자재-금리가 동시에 상방 압력을 받는 국면으로 시장이 이행하고 있다. 그렇다면 금리를 원인변수로 볼 수 없으며 금리가 주가와 기업이익에 의해 결정당하는 변수로 파악해야 한다.

금리-주식 인과관계의 변화: 금리, 과거 경기를 지배하는 주연이었지만, 이제는 기업이익 뒤의 조연



자료: LSEG, 신한투자증권

금리의 급락이 시장에는
오히려 안 좋은 신호로
비쳐질 것

오히려 금리가 급락하는 것이 주식시장에는 더 안 좋은 신호로 비쳐질 수 있다. 전형적인 Capex/Credit 사이클에서의 금리 하락은 과잉투자과 공급과잉, 디레버리징과 디플레이션 압력을 대변하며 주가-금리가 동반 하락하는 수순을 밟는다. 따라서 지금부터의 금리 급락은 할인율 차원에서의 긍정적인 뉴스로 해석되는 것이 아니라 AI 업황의 붕괴를 대변할 공산이 크다. 닷컴 버블과 금융위기 당시 금리의 급락을 할인율 부담 완화로 해석하는 투자자는 없었다.

높은 금리 레벨보다
더 중요한 것은 자본제약

Capex 사이클 후반부에서 '금리가 높다'는 사실보다 더 중요한 것은 자본을 조달할 수 있는가의 문제다. 지금까지는 재무구조가 견고한 빅테크 중심의 자본조달이 이어졌지만, 2027년으로 진입하면 이들보다 재무적 안정성이 낮은 기업들의 대규모 IPO와 채권발행이 확대될 개연성이 크다. 그런데 유동성의 총량은 AI 성장에 필요한만큼 증가하지 못하고 있다. 시장은 이들에게 자본을 투하하는 대가로 점점 더 높은 위험 프리미엄(=스프레드)을 요구할 것이다.

크레딧 스프레드가 시장에
훨씬 중요한 리스크
트리거를 제공할 것

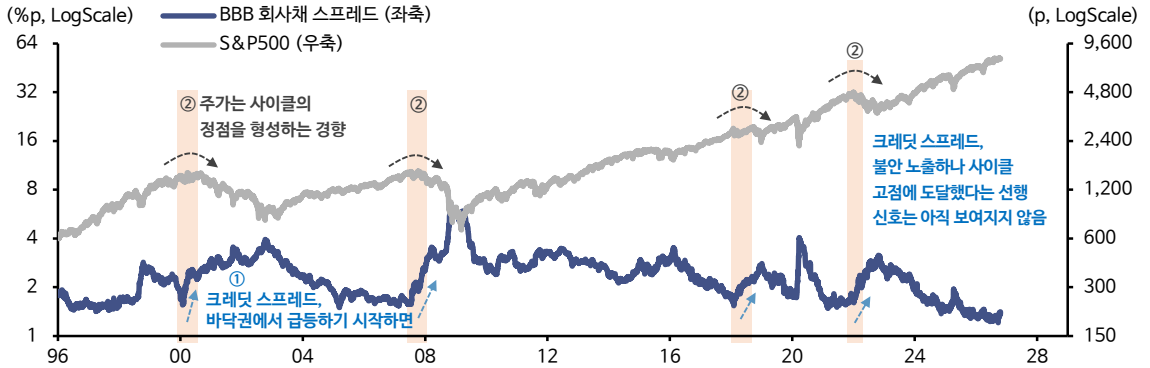
통상 Capex 사이클 고점은 국채금리 급등이 아니라, 주가가 고점에서 횡보하고 있을 때 크레딧 스프레드가 급등하기 시작하면서 빼먹거리기 시작했다. 닷컴 버블, 금융위기, 팬데믹 랠리는 모두 이런 과정을 거쳐서 마무리됐다. 따라서 향후 강세장 종단을 가늠할 가장 중요한 트리거는 크레딧 스프레드로 상정한다. 투자등급 스프레드가 저점대비 40~50bp 이상 상승하면 위험신호로 인지해야 한다.

수요 견인 인플레이션 압력 + Capex/Credit 사이클 속 주가-금리-기업이익 원자재 동반 상승 구도 형성



자료: LSEG, 신한투자증권

국채금리보다 더 눈여겨봐야 할 강세장 중단 트리거는 크레딧 스프레드



자료: LSEG, 신한투자증권 / 주: 회사채 스프레드는 10년물 기준

5) Upside 시나리오를 써본다면, 전쟁 종식 or 자본/현금흐름 불균형 완화

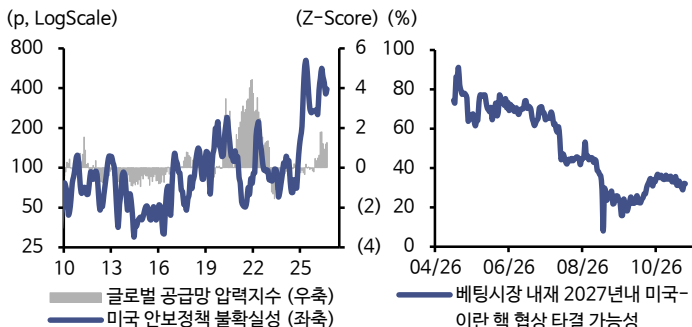
미국-이란 종전 현실화,
가장 강력한 upside
리스크일 것

2027년 upside 시나리오를 써본다면, 전쟁 종식이 가장 강력한 변수일 것이다. 결국 AI 업황은 자본제약이라는 장벽을 넘어야 하는데, 매크로 차원에서 고금리와 자본제약이 풀릴만한 트리거들이 보이지 않는다. 거의 유일한 수단이 미국-이란 전쟁의 극적인 종전과 유가 하락이 될 것이다. 종전은 많은 문제를 해결할 수 있지만 시장 기대는 크지 않다. 칼시에 따르면 2027년 내 협상 타결 가능성은 30%로 계속 하향조정 중이며, 미국은 중동에서 발생한 지연전을 쉽게 타개하지 못해왔다. 따라서 시장은 종전을 base 시나리오로 두지 않을 것이다. 반대로 이야기하면, 종전이 실제로 성사됐을 때 시장은 매우 강하게 반동할 수 있을 것이다.

현금흐름 탄탄한 업체들의
네오클라우드 인수도
upside 리스크 촉발 가능

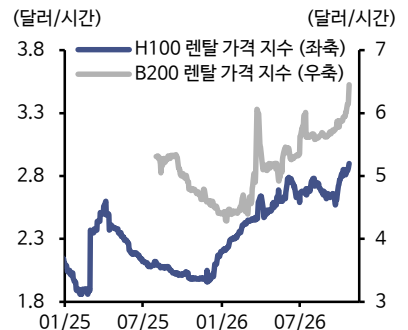
역시 base 시나리오로 상정하는 것은 무리가 있지만 개연성 있는 시나리오는 한 가지 더 있다. 우려에 직면한 네오클라우드 업체들이, 엔비디아/메모리/빅테크로부터 투자를 유치하거나 피인수되는 것이다. 현재 AI 산업이 겪는 우려는 top-line은 견고하나 현금흐름에는 불균형이 있다는 것이다. 현금흐름을 독식하는 반도체 기업들이 자본제약으로 인한 전방수요의 붕괴를 원치 않는다면 지분투자나 인수를 통해 위험을 부담하면 된다. 빅테크들의 경우 네오클라우드 기업가치 급락을 부족한 컴퓨팅 파워를 싸게 인수하는 기회로 이용할 수 있다.

미국-이란 전쟁의 종전, 주식시장에 가장 필요한 수



자료: LSEG, Kalshi, 신한투자증권

GPU 임대가격: 탑라인은 견고하다



자료: LSEG, 신한투자증권

기술주-비기술주 간 분절화는 지속될 것

Capex 사이클, 금리를 매개로 주식시장을 양극화시키는 경향

소비가 상대부진한 국면, 강세 동참하는 기업의 수는 통상 압축되는 경향

금리를 스위치로 사용. 금리 상승 시 기술주, 금리 하락 시 비기술주

6) 금리 등락을 매개체로 한 기술주-비기술주 간의 디커플링은 반복될 것

주식시장 내부 업종 간 구도로 시선을 돌려보면, 2026년부터 주식시장 내부적으로 테마/업종에 따라 극심한 분절화 현상이 목격되고 있다. 특정 테마/업종이 상승하면 이에 대한 반대급부 테마/업종은 하락하는 현상이 1년 내내 반복되고 있는데, 이런 현상은 2027년에도 해소되기 어려울 것 같다.

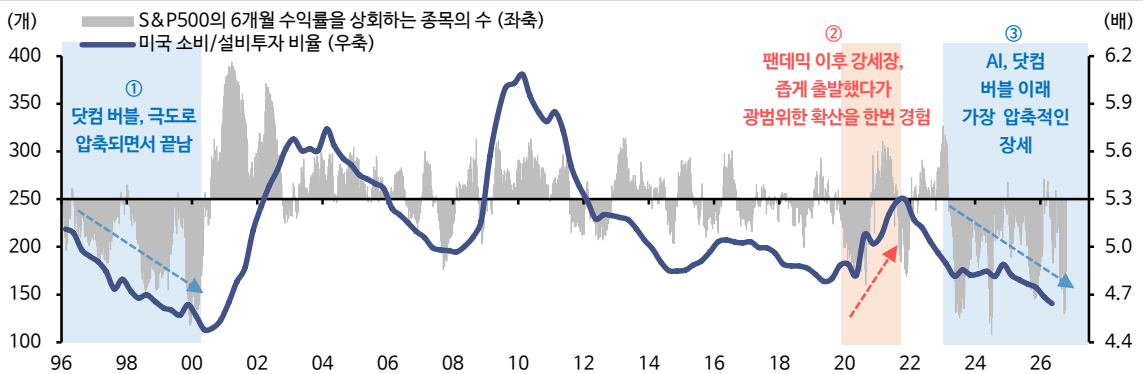
기본적으로 Capex 사이클 자체가 주식시장을 양극화시키는 경향이 강하다는 점을 고려해야 한다. Capex는 대규모 물적투자를 수반하기 때문에 중간재/원자재 중심 인플레이션 압력을 유발하는데 이는 소비를 억압하는 경향이 강하며, 자본 흐름을 빨아들이면서 다른 업종들이 사용할 돈의 값(금리)도 올려놓는다.

앞서도 언급했듯 ‘투자 사이클’의 안티 테제는 ‘소비 사이클’이다. 만약 시장의 상승세가 다양한 업종으로 확산되려면 소비가 강해지는 시나리오를 검토해보면 된다. 전통적으로 소비는 디스인플레, 그러니까 물가가 높았다가 낮아지거나 2% 부근에서 안정화되어야 다른 경제 부문 대비 강세를 띈다.

이런 경향은 과거 데이터를 통해서도 확인 가능하다. 미국 경제에서 Capex가 소비보다 우월한 모멘텀을 누렸던 국면으로 닷컴 버블(1995~2000)과 금융위기 직전 구간(2004~2008)을 꼽을 수 있으며 당시 강세에 참여하는 종목의 수(market breadth)는 강세장이 진행될수록 계속 줄어드는 디커플링 양상이 반복됐다. 대다수 종목들이 상승세에 동참하려면 경제가 소비 중심으로 강해졌어야 했다.

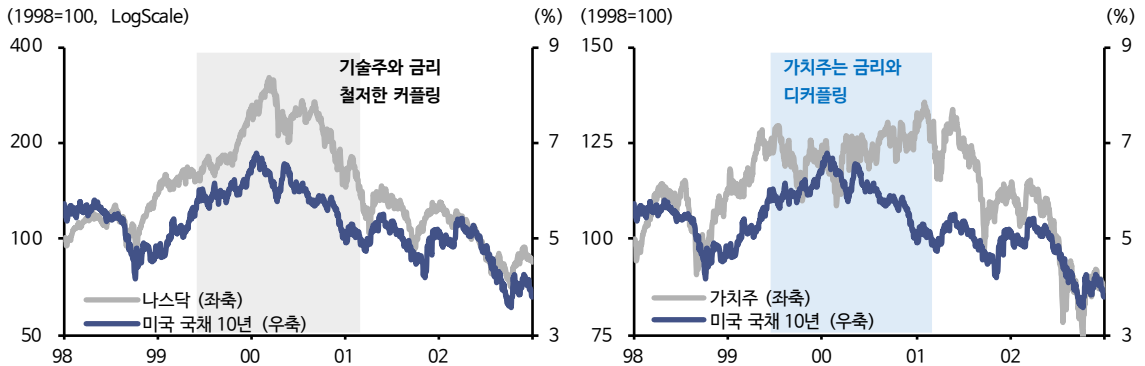
이번 사이클에서 AI와 나머지 영역 간 실적 격차는 역사적인 수준이다. AI 업황의 강세는 다른 업종들에게 피해로 인식될 것이고, AI 업황의 약세는 다른 업종들에게 수혜로 인식될 것이다. 이 과정에서 분절화 속 순환매 구도는 끊임없이 이어질 공산이 크다. 순환매를 투자전략에 녹일 매개체로 금리를 주목해야 한다. 금리 상승은 기술주 강세를, 하락은 비기술주 강세를 의미할 것이다. 닷컴 버블 후반부에도 금리 상승이 기술주와 동조화됐다가, 하락 반전하자 기술주 주가가 peak-out하고 비기술주가 상승세를 연장했었던 경험이 있다.

Market breadth 장기 시계열: 투자 중심의 장세에서 종목 압축은 자연스러운 현상



자료: LSEG, 신한투자증권

금리를 매개체로 한 기술주 - 비기술주 순환매 전략은 닷컴 버블 당시에도 작동했던 메커니즘



자료: LSEG, 신한투자증권

7) 기술주 안에서는 나선행 순환 구도 예상. 빅테크 반등 이후 반도체 회복

기술주, 나선행 구도 예상

과도한 투기 후유증과
자본제약으로 인해
하드웨어 매수 - 빅테크
매도 전략은 깨졌음

자본제약, 빅테크 수익화
성공해야 해결 가능
→ 빅테크의 반등이
먼저 필요한 상황

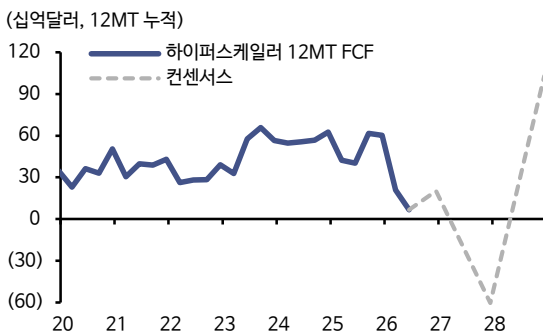
기술주 안에서는 나선행 순환 구도를 예상한다.

당초 2026년 하반기 전망에서 AI Capex 수혜주들의 아웃퍼폼이 이번 사이클 끝까지 이어질 수 있을 것이라고 기대했었는데, 해당 종목들에서 투기가 과도하게 발생한데다 빅테크들이 생각보다 빠르게 현금흐름을 소진하면서 자본제약 이슈까지 불거진 점이 AI Capex 수혜주들의 발목을 잡고 있다. 이들의 내년 실적은 이미 충분히 알려진 뉴스로 인식되며, 시장은 2028년 이후의 수급 불균형이 지속되지 못할 가능성을 우려하면서 실적 가시성을 신뢰하지 않는 분위기다.

결국 AI 산업이 최근 제기되는 자본제약 이슈를 회피할 수 있는 가장 좋은 방법은 이들의 현금흐름이 (+)로 반등할 수 있을 것이라는 기대감이다. 다만 2026년 하반기 기준, 빅테크들의 2027년/2028년 현금흐름 컨센서스는 지속적으로 하락하고 있다. 아직까지는 2028년 현금흐름 컨센서스가 (+) 영역에 머무르고 있지만 (-) 영역으로 진입한다면 자본제약 이슈는 더욱 증폭될 가능성이 높다.

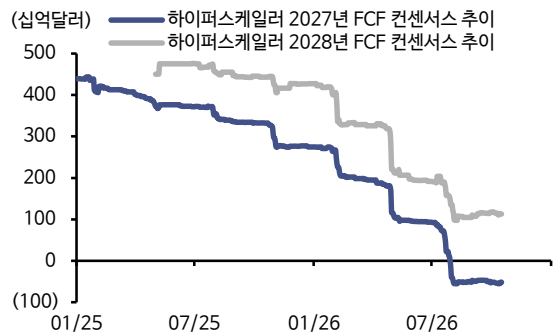
AI 기업/빅테크들 간 선점경쟁이 지속되는 상황에서 현금흐름이 (-)에 머무르지 않으려면, 지금까지 구축한 AI 인프라의 수익화가 반드시 필요한 연결고리다.

빅테크, 2028년 현금흐름 반등 컨센서스지만



자료: LSEG, 신한투자증권 / 주: GOOGL+MSFT+AMZN+META

추정치 자체는 하향조정되는 중



자료: LSEG, 신한투자증권 / 주: GOOGL+MSFT+AMZN+META

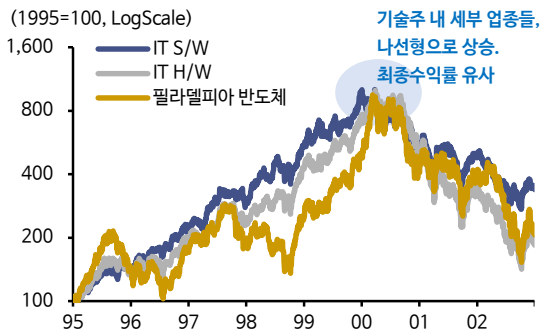
빅테크 선제적 반등 이후
하드웨어의 반등이
후행적으로 강하게
나타날 수 있어

이는 향후 AI 밸류체인 전체의 상승 추세 연장에 앞서 빅테크와 AI 기업들의 선제적 주가 상승이 나타나야 한다는 의미다. 이들의 수익화 성공 조짐과 주가 상승세가 먼저 확인된다면 2026년 하반기 부진했지만 여전히 쇼터지 상황에 있는 AI Capex 업종(반도체, 하드웨어, 보안)들의 반등은 후행적으로 강하게 나타날 수 있다. 순서상 빅테크와 AI 기업들이 먼저다.

과거 기술혁신 강세장이
나선형 주가 흐름을 보인
점도 주목할 대목

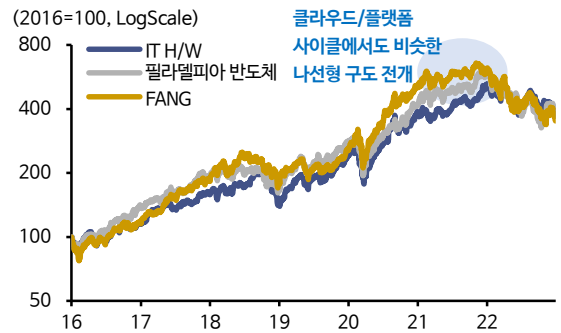
따라서 당초 Capex 지출자와 Capex 수혜자의 역학관계에 집중했었던 투자전략 시나리오에서 선회한다. 기술주 내 세부 업종간 주가 흐름은 나선형 흐름을 보일 것으로 예상된다. 기실 닷컴 버블과 팬데믹 버블 당시에도 하드웨어, 소프트웨어, 반도체 업종들의 주가 상승세가 나선형 흐름을 보였던 점에 주목할 필요가 있다.

닷컴 버블 당시 기술주 내 나선형 업종 구도



자료: LSEG, 신한투자증권

2016~2021년 구간 기술주 내 나선형 업종 구도

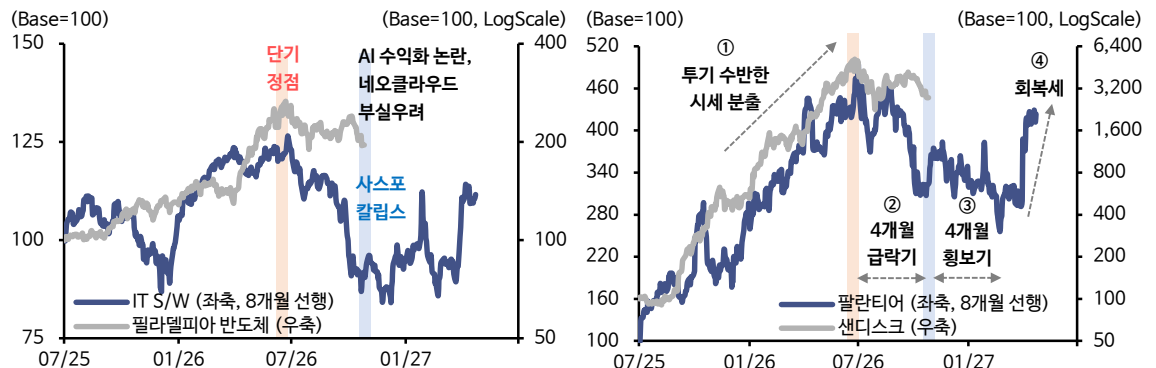


자료: LSEG, 신한투자증권

반도체에겐
연초 4분기 실적 시즌이
중요 변곡점일 것

기술적 관점에서 반도체에겐 연초 4분기 실적 시즌이 중요 변곡점이 될 수 있다. 소프트웨어와 반도체에서 모두 투기적 풀림이 발생했고, 주가 꺾적이 정확히 8개월 정도의 시차를 보인다는데 주목하자. 소프트웨어도 실적 개선에도 불구하고 시장이 부정적인 면만 조명했던 구간을 8개월 가량 겪고 반등을 시작했다. 반도체의 경우 고점으로부터 8개월이 지난 시점이 2월에 있을 4분기 실적 시즌이다. 수익화에 대한 윤곽이 드러날 공산이 크다. 해당 시점이 반격을 시도할 시점이다.

소프트웨어와 하드웨어가 겪었던 투기 형성과 붕괴, 8개월 시차



자료: LSEG, 신한투자증권

2027년 미국 주식시장 투자전략

시장전략: S&P500 target range 7,400 ~ 9,200p.

상반기는 매수 기회를 탐색하며, 하반기는 차익실현 기회를 탐색

S&P500 target range
7,400 ~ 9,200p.
PER 17.5~20.0배 영역

2027년 S&P500의 target range로는 7,400 ~ 9,200p 영역을 상정한다.

2027년 중 실물에서의 AI 사이클 붕괴 가능성은 극히 낮다고 가정하며, 따라서 실적 상향 모멘텀은 이변없이 유지될 것이다. S&P500의 12MF EPS는 2026년 10월말 현재 410p인데, 이는 내년말 480p에 도달할 전망이다. 상단 9,200p는 하반기 평균 EPS인 460p에 PER 20배를 적용한 수치다. PER 20배는 2026년 중 극심한 디레이팅을 겪은 AI Capex 관련주의 PER이 평균화되었을 때의 값이다.

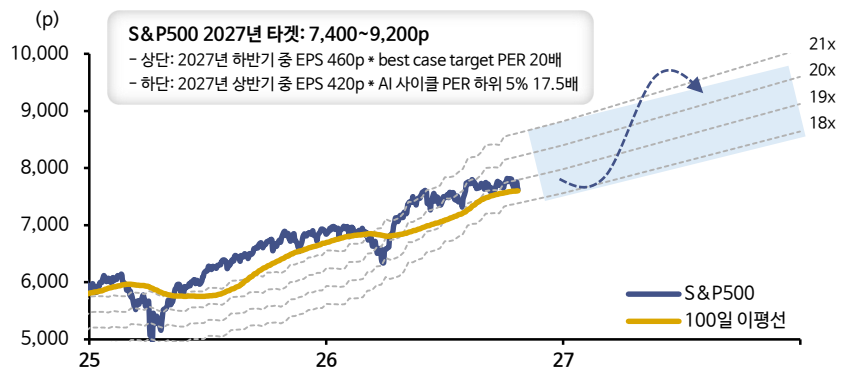
하단 7,400p는 상반기 평균 EPS 420p에 PER 17.5배를 적용한 수치다. 수익화와 자본제약, 궁극적으로 AI 버블에 대한 시장의 의구심 자체가 완벽하게 배제될 수는 없을 것이다. 그러나 업황의 붕괴는 나타나지 않는다고 가정한다. 업황의 붕괴가 나타나지 않는다면 PER은 2023년 이후 시작된 이번 강세장 저점인 17배를 깨지 않을 것이다. 해당 구간 하위 5%인 17.5배의 지지는 가능하다는 생각이다.

Target band 상하향 돌파
모두 비중축소 신호로
인식. band 안에서는
순항 가능 예상

그간 target band에 큰 의미를 부여하지 않았지만, 내년은 밴드가 중요한 투자 도구가 될 것 같다. 변동성이 줄기 어려운 가운데 기관투자자나 개인투자자의 수급 여력도 제약되다보니, 약세장을 겪을 때까지 향후 수급의 키는 레버리지/투기성 수급이 계속 쥔 것이다. 결국 내년의 주가 상승은 이들의 유입을 의미하는 것이며, 따라서 주가 등락은 사이클 초중반부처럼 온건하지 않을 가능성이 매우 높다.

그런데 강세장 막바지인 내년에 발생할 target band의 이탈은 상향 이탈이든, 하향 이탈이든 모두 약세 트리거로 인식될 공산이 크다. 미국 주식시장의 장기 강세장이 마무리되는 모습이 1) 상승 채널을 뚫고 가속도가 붙었다가 부러지거나, 2) 주가가 오랫동안 박스권을 형성하다가 대부분의 이평선과 지지선을 서서히 하향이탈하며 원형천장 패턴을 형성하는 것이었기 때문이다. 따라서 target PER로 제시한 17.5~20.0배를 이탈할 경우 모두 비중축소 트리거로 인식한다.

S&P500 2027년 target band



자료: LSEG, 신한투자증권

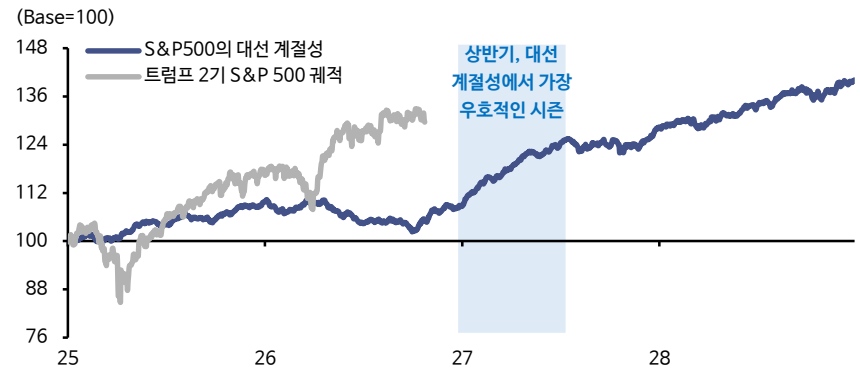
상반기 매수 기회, 하반기 차익실현 기회 탐색

시계열 관점에서는 상반기 매수 기회를, 하반기는 차익실현 기회를 탐색한다.

2027년 상반기 특히 4분기 실적 시즌이 있는 1~2월 구간으로 진입하면 시장 반등의 동력이 형성될 가능성에 주목한다. 해당 시점은 2026년 하반기 내내 청산되던 투기적 포지션이 다시 매수세로 전환될 수 있는 시점인데다 빅테크들이 AI 수익화에 대한 단서를 보여줄 수 있는 시점이다. 게다가 대선 계절성으로 봐도 주가 상승세가 가장 돋보이는 구간이기도 했다. 연초 비중확대 기회를 타진한다.

하반기는 기술혁신 강세장 5년차 마지막 구간이다. 아무리 해당 시점에서의 펀더멘탈 상황이 낙관적이라고 하더라도, 시장은 사이클의 잔존 기간이 얼마 남지 않았다는 데 주목하면서 AI 사이클의 지속 가능성을 끊임없이 되물을 공산이 크다. 마지막 금리 인하 이후 18~24개월 구간에서 시장 정점이 나왔던 경험까지 고려할 때, 내년 하반기를 점진적 차익실현 개시 시점으로 설정하는 것이 합리적이다.

대선 사이클 계절성: 2027년 상반기는 가장 좋은 국면



자료: LSEG, 신한투자증권

스타일 로테이션 순서: 빅테크와 S/W → AI Capex와 하이베타 → 퀄리티

스타일/업종의 절대우위 부재. 2027년은 '순서'가 더 중요

내년 미국 주식시장의 스타일/업종 전략은 무엇이 좋다고 딱 찍어 말하기 어려울 해가 될 것이다. 단순히 어떤 스타일/업종이 내년 좋고 어떤 것은 안좋다는 식의 이분법적 투자전략은 무의미해보인다. '순서'가 더 중요하다는 생각이다.

2023년 강세장이 개막한 이후 듀얼 모멘텀(가격, 실적)을 충족한 업종들은 지금까지 예외없이 시장을 1년 이상 지배하는 주도주로 자리매김했다. 그런데 2025년 중반부터 가격/실적 모멘텀의 우위는 반도체를 비롯한 AI Capex 업종군들이 독식하고 있다. 이 사실을 모르는 투자자는 거의 없다고 봐야한다. 해당 업종들의 성장성은 2026년 상반기 투기 발생 과정에서 이미 충분히 인지된 재료들이다.

또한 거의 대부분의 업종들의 2027년 이익 성장률은 2026년보다 낮아지기 때문에 턴어라운드 메리트를 기준으로 선호 업종을 뽑기도 어렵다. 한편 퀄리티 종목군들은 실적 모멘텀이 강하지 않고 가격이 비싸다는 속성도 갖는다. 업종들 간 절대적인 우위가 잘 성립하지 않는 국면이라는 뜻이다. 따라서 시황 변화에 따른 스타일 전개 수순을 그려보는 것이 더 의미가 있을 것 같다.

연말연초, 빅테크와 소프트웨어 선호

1) 연말연초 구간은 빅테크와 소프트웨어를 선호한다. 만약 강세장이 더 뻗어나 간다고 가정하면 빅테크와 엔트로픽, OpenAI 등이 수익화에 대한 시장의 검증은 먼저 성공적으로 통과해야한다. 빅테크와 LLM들의 주가 상승이 기술주 전반에 대한 강세에 선행할 공산이 높다. 한편 이들이 수익화에 대한 검증에 실패한다고 하더라도 쇼티지에 의존했던 AI Capex 관련주보다는 낙폭이 적을 것이다. 따라서 연말연초까지의 구간은 손익비를 따져봤을 때 빅테크를 중심으로 플레이하는 것이 유효하다는 생각이다. 그런데 2024년 이후 빅테크와 소프트웨어 주가 꺾적이 하나의 바스켓으로 엮여있다는 점까지 감안하면, 소프트웨어도 연말연초까지 손익비가 다른 업종들 대비 우월하다는 추론이 도출된다.

4Q 실적 시즌 이후 AI Capex 종목군 반등 가능성 주목

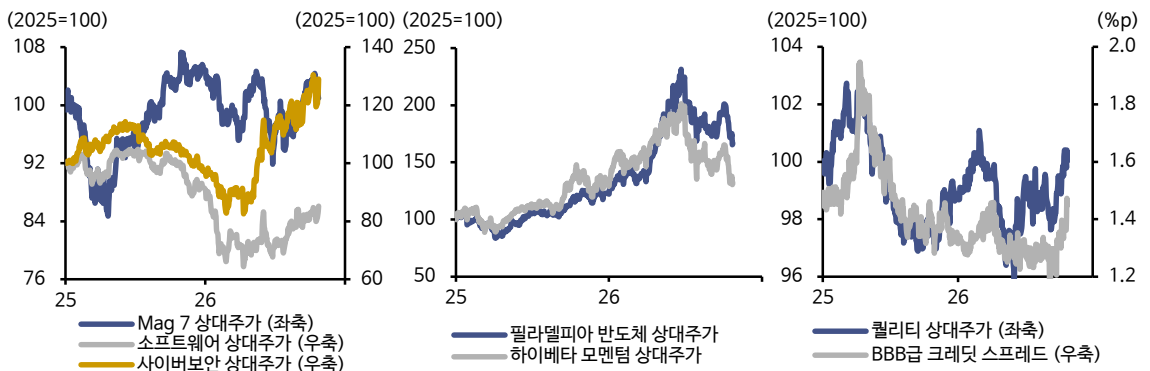
2) 수익화에 대한 실마리가 보이거나 자본제약 이슈가 완화되는 과정에서는 빅테크와 소프트웨어가 상대강세를 보일 것이다. 그러나 우려가 해소되고 이들의 상승이 충분히 진행되면 2028년 이후의 AI 수요 우려가 완화되면서 그 다음 수순으로써 AI Capex 관련 종목군들의 반등세가 매우 빠르게 진행될 수 있다. 해당 종목군들이 누리는 쇼티지 환경은 내년 근본적으로 변하지 않는데, 시장이 미리 2028년 이후를 걱정한 것이었기 때문에 그 간극을 메우는 과정에서 반등 속도가 매우 빠를 수 있다. 한편 반도체와 AI Capex 종목군들이 하이베타 성장주들의 주가 꺾적과 동행하는데다, 수익화 성공이 신용위험 완화를 의미한다는 점을 고려하자. 투기적 성장주 강세 국면이 같이 도래할 수 있다.

하반기로 진입하거나 시장 오버슈팅 발생할 경우, 퀄리티 선호

3) AI Capex 종목군들과 하이베타 종목들의 반등이 나타난다면, 이들의 강력한 실적 개선세와 낮은 밸류에이션이 투기적 수요와 결부되면서 오버슈팅이 출현할 가능성이 매우 높다. 앞서 기술혁신 강세장 5년차인 2027년 과열신호가 발생한다면 시차를 두고 차익실현을 시작해야한다고 서술한 바 있다. 만약 AI Capex 종목군들이 오버슈팅을 주도한다면 시차를 두고 변동성 확대에 뒤이은 리스크 오프가 재현될 가능성이 높다. 퀄리티 종목군들을 늘릴 신호로 인식해야 한다.

요약하면 2027년의 스타일/업종 전략은 절대우위보다는 스타일 로테이션 수순이 더 중요한 국면일 것 같다. 빅테크/소프트웨어 → AI Capex와 하이베타 → 퀄리티 종목군들로 로테이션 해나가는 수순을 염두에 둔다.

업종 간 커플링 구조



자료: LSEG, 신한투자증권 / 주: S&P500 상대주가

Compliance Notice

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