



2027년 주식시장 전망

레버넌트

 신한투자증권
투자전략부

노동길 연구위원
✉ dk.noh@shinhan.com

신승웅 수석연구원
✉ aidenshin@shinhan.com

김기백 연구원
✉ kibaekkm@shinhan.com

김성환 연구위원
✉ shwan.kim@shinhan.com

강진혁 선임연구원
✉ kjinhyeok@shinhan.com

송준호 연구원
✉ junho.s@shinhan.com



신한 리서치
투자정보



Contents

Summary	3
---------	---

Part I

1. 거대해진 정부가 만드는 파열음	6
2. 미·중 기술 패권경쟁 속 글로벌 AI 이익의 귀속	11
3. AI와 생산성 판단, '성장의 가격'	18
4. 2026 중간선거: 미국 성장모델의 시험대	39
5. 국가별 선호 전략	61

Part II

1. 2027년 미국 주식시장 전략: 이카로스의 날개	65
2. 2027년 중국 주식시장 전략: 실버 라이닝	96
3. 2027년 한국 주식시장 전략: 초과이익의 유효 기간	132

Summary

이익은 늘었는데 가격은 내렸다, 시장이 의심하는 것은 AI 이익의 크기가 아니라 지속 기간과 비용

2026년 하반기 시장은 질문으로 가득했다. AI 투자는 언제까지 이어질 수 있을까, 그 성과는 투자한 기업 밖으로 확산될 수 있을까, 투자에 필요한 자금은 누가 댈 수 있을까와 같은 것들이었다. 10월 중순까지 MSCI ACWI 12개월 선행 EPS는 33.9% 늘었지만 PER은 16.6% 낮아졌다. 미국 5사의 2027년 Capex 전망은 2025년 8월 이후 158% 높아졌지만 영업현금흐름 전망은 30% 증가하는 데 그쳤다. 투자가 현금을 넘어서면서 조달이 문제가 되고, 재정적자를 줄이지 않는 정부까지 자본을 두고 경쟁하고 있다. 시장이 할인한 것은 이익이 아니라 그 이익이 이어질 기간과 비용이다.

그래도 2027년에는 현금보다 주식을 선호한다. 투자는 매출이 되기 시작했다. 2분기 클라우드 4사 매출 증가율이 모두 높아졌고 하반기부터 토큰 가격이 내려가 AI 사용의 단위비용도 낮아진다. AI를 업무에 도입한 기업은 20%를 막 넘었고, 침투율 20~40%는 과거 B2C로 확장되며 수익화가 일어난 구간이다. 성과는 기업 이익에 먼저 나타나고 고용·소득으로 번지는 데는 시간이 걸린다. 연준의 긴축 전망을 고려하면 당장 멀티플 회복은 난망하지만 세계 주식시장 EPS가 15%만 늘어도 PER 14.1배까지는 주식 수익률이 현금을 앞설 수 있다. 주식의 수익은 멀티플이 아니라 기업이익에서 나온다. 계약이 이익을 지키는 공급자, 투자 뒤 현금을 회수하는 플랫폼, AI 도입으로 마진을 키우는 기업을 선별하고 신규 계약·인도·조달 약화를 경고 신호로 본다.

정부가 높은 할인율과 정책 잡음 속, 이익이 예상대로 실현되는 미국 중심에 대만·한국을 Core로

이익 호황에도 재정적자가 줄지 않아 금리 상승은 요구수익률 상승으로 성격이 바뀌었다. 부담은 비미국에 더 무겁다. 11월 중간선거는 하원 민주당 탈환 가능성이 높고 상원은 경합이지만 거부권과 행정 권한을 감안하면 정책 전면 전환보다 예산·감독·세제 지원 부분 조정이 핵심이다. 데이터센터 전력·인허가 비용은 AI 자본 제약을 키운다. 강세장 5년차에는 이익의 크기보다 실현 여부가 수익을 가른다. 미국은 이익 하향 폭과 하락장 낙폭이 작아 구조적 보유 중심이다. Earnings Engine 1위 대만은 우선 확대, 2028년 이익 신뢰도가 낮은 한국은 상반기에 나눠서 비중을 늘린다. 일본·유로존은 차선호, 중국·인도는 관찰군이다. 원/달러는 2026년 말 1,300원, 2027년 말 1,390원으로 예상해 올해 말까지 해외 비중을 늘리고 2027년에는 환노출을 유지한다.

S&P 500 7,400~9,200p·CSI300 3,500~5,000p·KOSPI 5,000~8,000p, 미국·한국은 상반기 기회

미국은 AI Capex가 여전히 시장을 이끌지만 자본 제약·금리 상승 등 후반부 징후가 쌓였다. 12MF EPS는 410p에서 480p로 늘고 밴드는 PER 17.5~20.0배다. 밴드를 위아래로 벗어나면 비중 축소 신호이고, 크레딧 스프레드가 강세장 중단 트리거다. 중국은 수출·첨단 제조업이 이끄는 K자형으로 A주 이익 증가율이 17.4%로 둔화되지만 조정이 멀티플에서 나와 매력이 커졌다. 기술자립 하드웨어, AI 수익화 CSP, 배당주로 답는다.

한국은 반도체 초과이익의 유효 기간이 관건이다. 주가가 인정하는 기간은 6월 고점의 10년 가까이에서 1.9년으로 줄었다. 2027년 말 기본 평가값 7,000p의 원천은 멀티플이 아니라 장부가 축적이다. 상반기 지수·반도체 비중을 늘리고 하반기에는 이익 추정이 오르는 업종으로 넓힌다. 상법 개정 후 첫째 주주환원수익률 4%대와 외국인 매도 축소가 지수 바닥을 받친다. 밴드 하단이라는 이유로 매수 단가를 낮추지는 않는다.



Part I

1. 거대해진 정부가 만드는 파열음
2. 미·중 기술 패권경쟁 속 글로벌 AI 이익의 귀속
3. AI와 생산성 판단, '성장의 가격'
4. 2026 중간선거: 미국 성장모델의 시험대
5. 국가별 선호 전략

주요 전제 판단과 국가별 선호 전략



Strategist

노동길

☎ (02) 3772-4455

✉ dk.noh@shinhan.com

Global Equity Strategist

김성환

☎ (02) 3772-2637

✉ shwan.kim@shinhan.com

EM Equity Strategist

신승웅

☎ (02) 3772-3175

✉ aidenshin@shinhan.com

Market Analyst

강진혁

☎ (02) 3772-2329

✉ kjinhyeok@shinhan.com

AI와 생산성 판단: 거시적 변화까지 시차, 도입 기업에 따른 옥석 가리기

2027년에도 주식을 현금보다 선호한다. 5사 Capex 37% 증가와 클라우드 매출 가속으로 AI 투자와 유료 사용이 이익을 지지한다. 생산성 성과는 기업 이익에 먼저 나타나고 고용·소득으로 확산은 지연된다. 연준 긴축으로 멀티플 회복은 제한되지만 글로벌 기업 EPS가 15% 늘면 PER 14.1배까지는 현금 수익률 초과한다. 계약이 이익을 지키는 공급자, 투자 뒤 현금을 회수하는 플랫폼, AI 도입으로 마진을 키우는 기업을 선별하고 신규 계약·인도·조달 약화를 위험 신호로 본다.

거대해진 정부가 만드는 불편한 잡음

거대해진 세계 각국의 정부들은 주식시장이 AI 모멘텀을 온전히 향유할 수 없게 만드는 제약 요인으로 작용한다. 기업이익 호황에도 불구하고 재정적자가 통제되지 않으면서 민간-정부의 자본을 향한 경쟁이 발생하는 중이며, 지정학적 갈등과 물가 상승까지도 조장하면서 자본제약 상황을 악화시킨다. 큰 정부 사이클은 이제 중반부다. 할인을 부담과 공급망 압박은 2027년에도 이어질 것 같다. 이는 비미국에 좀 더 불편한 요소이며, 미국의 상대적 우위를 형성한다.

미·중 기술 패권경쟁 속 글로벌 AI 이익의 귀속 변화 점검

미·중 AI 패권경쟁은 기술 우위와 경쟁 방식에서 차이를 보인다. 미국은 압도적인 컴퓨팅 인프라와 자본력을 바탕으로 프론티어 AI를 주도한다. 중국은 첨단반도체 조달의 제약으로 모델 효율화로 경쟁력을 높이고 있다. 글로벌 AI 밸류체인 의 이익 성장 무게중심은 점진적으로 프로세서와 하이퍼스케일러로 이동할 전망이다. 미국 AI 프로세서·CSP와 대만 파운드리스는 이익 듀레이션에 강점이 있다. 한국은 메모리 마진 방어, 중국은 저비용 AI 확산의 수익화 여부가 관건이다.

2026 중간선거: 의회 구성 변화에 따른 미국 성장모델의 시험대

중간선거 결과 의회 구성이 변해도 대통령 행정 권한 등 고려 시 정책의 전면적 전환보다 예산·감독·세제의 부분 조정이 현실적이다. 정책 변화는 세 가지 긴장을 통해 구체화된다. ① AI Capex는 인프라 수요를 뒷받침하나 전력·자본 제약과 비용 분담 논의를 동반한다. ② 관세는 공급망 안보와 기업·소비자 부담이 충돌한다. ③ 전략산업 지원은 의회 우선순위에 따라 규모·방식이 갈린다. 결국 정책 제약이 커지면서 수반되는 비용을 수익성으로 흡수할 기업 선별이 중요해진다.

I-(1). 거대해진 정부가 만드는 파열음

정부가 만드는 파열음: 1) 비대해진 재정

정부, 2027년 주식시장과
불편한 연결고리 형성

2027년 세계 주식시장을 결정할 가장 중요한 화두는 AI일 것이다. 그러나 주가가 AI만으로 결정되지는 않을 것이다. 다른 외부 요소들도 직간접적으로 영향을 미친다. 이번 사이클에서 가장 방대한 영향력은 '정부'로부터 나오고 있다. 그런데 이번 강세장에서의 정부 정책들은 대체로 부정적인 판도를 형성하고 있다.

금리, 유동성을 매개체로
불편함을 형성

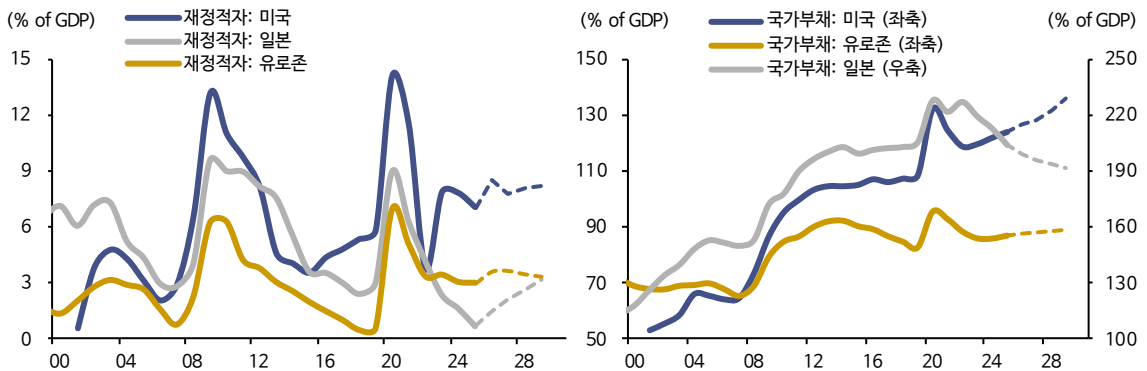
AI 사이클이 후반부로 진입하는 과정에서 부각된 정부 정책과 주식시장의 가장 불편한 연결고리는 금리와 유동성에서 나온다. 금융위기 이후 사라진듯 보였던 민간 중심 Capex, Credit 사이클이 AI를 통해 20년만에 부활했다는 점에서 먼저 출발해보자. 2026년 상반기까지 빅테크들의 현금흐름은 (+) 영역을 지켰지만 하반기들어 소진되거나 (-)로 전환했다. 이 과정에서 투자 속도를 유지하기 위한 막대한 자본조달 수요가 발생해 주식, 회사채 발행을 통한 조달이 급증하고 있다.

빅테크들이 현금흐름을 소진하고 회사채를 발행한 반대급부로, 세계 주식시장의 기업이익은 유례없는 대호황을 누리고 있다. 세계 주식시장의 12MF EPS는 지난 12개월간 41% 증가했는데 이는 해당 지표가 집계되기 시작한 이후 사상 최고치다. 역사상 평균이 9%에 불과한 세계 주식시장의 순이익률은 이제 14.6%에 도달했다. 이 정도의 기업이익 호황과 세입 증가가 동반된다면 보통 정부는 재정적자를 줄인다. 1990년대 후반 미국의 흑자재정은 그렇게 달성됐다.

기업이익 호황 불구
지속되는 재정적자는
자본을 향한 경쟁을 야기
→ 돈 구하는 것 자체를
어렵게 만드는 국면

그런데 각국 정부들은 기업이익 대호황에도 불구하고 좀처럼 늘어난 재정적자를 통제하지 못하고 있다. 이로 인해 정부의 부채 확장이 억제되지 못하고 있다. 지난 20년간 정부는 적극적으로 부채를 늘려왔는데 이는 민간의 성장동력이 상실되자 경제를 방어하기 위한 것이었다. 이제 세계 경제는 2010년대의 저성장-저물가 국면에 더 이상 위치해있지 않지만 과거 부채와 지출을 늘렸던 관성은 여전히 남아있다. 이로 인해 정부와 기업 간 '자본을 향한 경쟁'이 발생하고 있다. 이는 금리 상승을 유도할 뿐만 아니라 돈 구하는 것 자체를 어렵게 만들고 있다.

제어되지 못하는 재정적자, 다시 쌓이기 시작하는 국가 부채



자료: LSEG, 신한투자증권

정부가 만드는 파열음: 2) 공급망 스트레스 가중

분절화와 지정학적 갈등
역시 불편한 연결고리

지난 30년간 세계는
공급 스트레스를 겪지
않고 살아왔으나

미국-이란 전쟁,
공급이 안전하지 않다는
믿음을 가속화시키는 중

공급 스트레스, 결국
미국 정부가 선택한 것.
주식시장이 가장 싫어하는
조합

AI 사이클이 후반부로 진입하는 과정에서 부각된 정부 정책이 주식시장에 야기하는 또다른 불편함은 국가간 분절화와 지정학적 갈등에서 나온다.

소련이 붕괴한 1991년부터 금융위기 구간에 이르기까지, 세계는 역사적으로 보기 드물게 전쟁이 적은 평화의 시기를 보냈다. 블루 팀과 레드 팀은 세계화 물결을 타고 협력적인 글로벌 공급망을 완성했다. 이후 30년간 세계는 가끔 발생하는 중동 지역의 분쟁들을 제외하면 공급 스트레스라는 것을 겪지 않고 보내왔다.

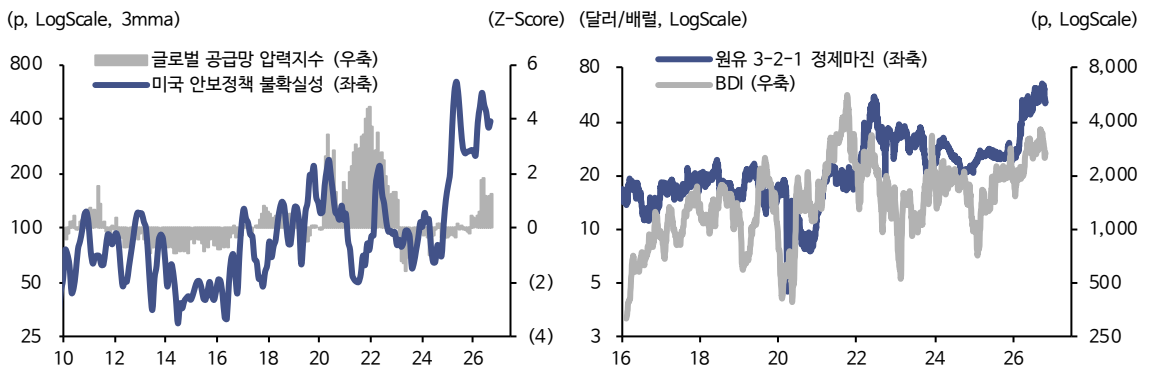
‘세계화와 공급 스트레스가 없는 경제’라는 기조는 금융위기 이후부터 느리지만 서서히 선회하기 시작했다. 2010년대 초반 중국이 패권에 대한 욕심을 드러내고 미국이 대규모 무역적자를 문제삼기 시작하면서다. 이후 팬데믹과 러시아-우크라이나 전쟁을 거치면서 각국은 과거 세계화 시대에 구축해뒀던 글로벌 공급망이 가격은 저렴할지 몰라도 경제적 안보를 보장하지 않는다는 사실을 깨달았다. 이에 역대 공급망을 확충하는 작업(리쇼어링, 니어쇼어링)이 진행 중에 있었다.

세계 각국이 서로를 믿지 못하는 상황에서 명확한 명분없이 불안간 발생한 미국-이란 전쟁은 ‘공급이 더 이상 안전하지 않다는 믿음’을 가속화시키고 있다. 글로벌 공급망 스트레스 지수는 미국-이란 전쟁으로 인해 3년만에 다시 급등 중이며 유가는 100달러선을 넘나들고 있다.

공급 스트레스가 팬데믹 같은 자연재해가 아니라 미국 정부의 선택에 의해 유발됐다는 점에 주목해야 한다. 세계 경제는 더 이상 과거처럼 평화의 시대에 있지 않다. 미-중 패권전쟁이 지속되는 가운데 국가간 이해관계의 교차에 의해 지정학적 갈등은 얼마든지 증폭될 수 있다.

그리고 이는 주식시장이 가장 싫어하는 조합일 것이다. 비용 부담을 키워 실적에 악영향을 미칠 뿐만 아니라 물가 상승을 경유해 금리 상승 압력도 만들어내기 때문이다. 또한 에너지를 제외한 다른 업종들을 억압하기도 한다. 2026년 하반기 세계 주식시장의 명실상부한 주도 업종은 에너지였다.

미국 정부가 자초한 공급망 스트레스



자료: LSEG, 신한투자증권

정부, 2027년에도 주식시장에 계속 (-) 요소일 것

파열음, 2027년에도 지속

문제는 정부가 낳는 파열음이 2027년에도 저지되기 어려워보인다는 점이다.

1) 정책 사이클은 40년 주기. 2027년은 큰 정부 사이클 대세상승 국면

1) 정부 정책 사이클은 40년을 주기로 반복된다. 작은 정부 40년, 큰 정부 40년 사이클이 반복되고 있다. 이번의 큰 정부 사이클과 탈세계화는 신자유주의가 금융위기로 인해 침몰한 이후인 2010년대에 시작됐다. 40년 주기 사이클에서 보면 2027년은 한창 큰 정부 사이클의 상승이 진행 중인 국면이다.

2) 큰 정부 사이클이 뒤집힐 트리거가 부재

2) 큰 정부 정책 사이클이 뒤집힐만한 트리거가 작동하지 않았다. 자유주의와 작은 정부 기조는 시장의 욕망이 통제되지 못하면서 발생한 과도한 레버리징이 터지고 공황을 겪으면 임계점을 넘으면서 중단됐다. 대공황과 금융위기가 자유주의와 작은 정부 기조를 중단시킨 사건들이다.

큰 정부는 다르다. 정부가 과도한 지출/부채/수요를 통제하지 못하면서 감당할 수 없는 수준까지 인플레이션이 상승한다. 1970년대 후반의 스태그플레이션이 큰 정부를 중단시킨 트리거다. 현재 선진국 유권자들은 인플레이션에 대한 불만이 있지만 고통지수(물가+실업률) 급등이 동반됐던 1970년대와는 레벨이 다르다.

인플레이션, 아직 큰 정부의 거대한 방향을 돌려놓을 레벨은 아니다



자료: LSEG, 신한투자증권

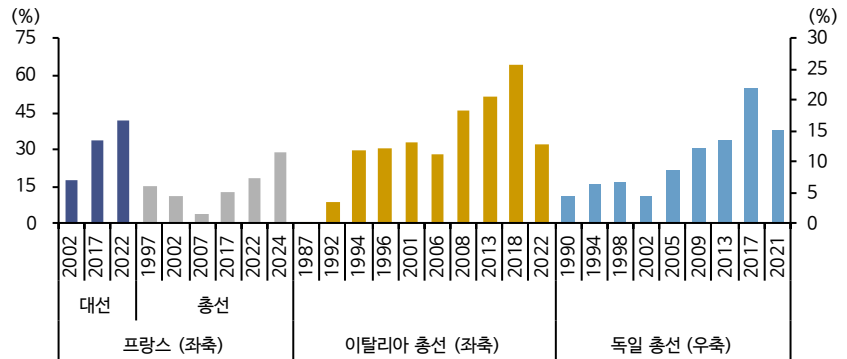
3) 유권자들의 포퓰리즘 선호 기조 강화

3) 세계적으로 유권자들의 포퓰리즘 선호 기조가 강해지고 있다. 유럽 국가들의 포퓰리즘 정당 득표율은 지속적으로 상승되는 추세다. 이런 환경에서의 정부지출 삭감과 긴축재정 정책은 인기가 없는 정책이다. 10월 프랑스에서 발생한 시위는 한번 늘렸던 재정지출을 다시 되돌리는 것이 얼마나 복잡하고 어려운 일인지를 잘 보여준다. 유권자들은 아직 전방위적인 재정지출 삭감에 동의하지 않는다.

4) 트럼프 임기, 아직 2년 남았음

4) 결정적으로 최근 정부가 발생시키는 혼란을 대변하는 트럼프의 임기가 아직 2년 남아있다. 중간선거에서 블루 웨이브가 현실화된다고 하더라도 그간의 정책 기조를 저지하는 정도에 그치지 정책 기조를 완전히 전환시키지는 못한다. 트럼프 행정부 하에서 진행되는 감세, 제어되지 못하는 국가부채, 미국-이란 간 관계 재정립 시도와 에너지 가격 변동성은 내년에도 상수라고 봐야한다.

유럽 포퓰리즘 정당 득표율 변화



자료: Harvard Global Populism Database, 신한투자증권

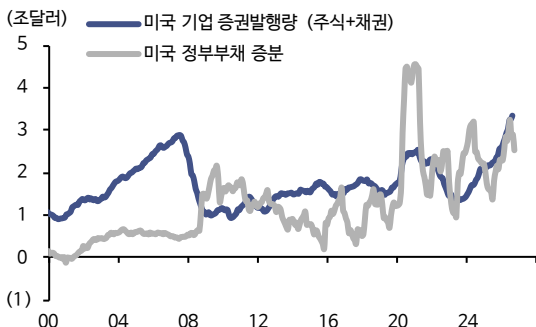
정부 사이클이 2027년 주식시장에 미칠 영향: 1) 할인을 압박

큰 정부 사이클, 2027년
요구수익률 상승 경로로
주식시장 지속 압박할 것

2026년 상반기까지 시장은 인플레이션과 유가로 금리를 재단하려했다. 그러나 하반기로 접어들면서 민간-정부의 자본조달 레이싱이 전개됨에 따라, 정부의 재정지출 지속 가능성에 대해 본격적인 회의를 하기 시작하고 있다. 이로 인해 금리 상승 동인은 기대인플레이션이 아닌 대부분 실질금리에서 나오고 있다. 이는 금리 상승의 성격이 단순히 물가를 반영하는데 그치지 않고 자본수급도 같이 반영하는 '요구수익률 상승'으로 변모하기 시작했다는 점을 의미한다. 이는 진정한 의미에서의 채권자경단이 등장했다는 것을 알린다.

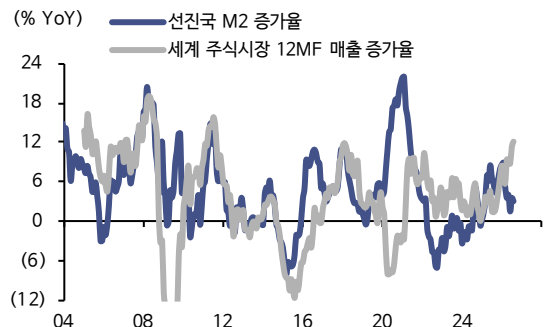
미국 국채 10년 금리는 다른 자산들과의 수익률을 비교하는 준거지표다. 만약 정부가 최근 시장의 요구수익률 재조정을 도외시하고 기존 정책 기조를 이어나간다면, 이로 인해 발생하는 국채 10년물의 실질금리 상승은 다른 모든 자산들의 요구수익률도 재고하게 만들 것이다. 이는 자본제약 이슈를 가중시켜 건전한 자산의 요구수익률도 상승시킨다. 내년 실물경제와 주식시장은 통화정책과는 별개의 차원에서 유동성이 팽팽한 상황을 이어나갈 공산이 크다.

정부와 기업, 한정된 자원을 두고 경쟁



자료: LSEG, 신한투자증권

유동성 환경, 계속 팽팽할 것



자료: 각 사, 신한투자증권

정부 사이클이 2027년 주식시장에 미칠 영향: 2) 미국 우위

국가 구도에도 영향

정부 영역에서 금융시장에 투사시킨 스트레스들은 세 가지 관점에서 국가별 유불리 구도에도 영향력을 행사할 것이다.

1) 비미국으로부터의 자금 회수 가능성 시사 → 미국 우위

1) 2025년 하반기 이후 국가 구도는 비미국의 미국 대비 우위였는데, 그 근간에는 비미국의 압도적인 EPS 개선세가 있었을 뿐만 아니라 2025년부터 진행됐던 달러 약세와 비미국 자산으로의 수급 이동도 기여했다. 2026년 하반기들어 뻥뻥해진 유동성 여건과 유럽의 정치적 혼란은 이런 움직임을 저지/반전시키는 요소다. 미국 주식시장에 상대적으로 유리한 요소로 해석된다.

2) 위험 프리미엄 확대, 하이퀄리티 국가에 유리 → 미국 우위

2) 시장이 위험을 부담하는데 요구하는 추가수익률인 리스크 프리미엄은 2026년 상당히 낮았다. 회사채 스프레드와 EMBI 스프레드가 역사적으로 낮았던 것이 이를 대변한다. 이에 반해 2027년의 리스크 프리미엄은 높게 유지될 공산이 크다. 이는 하이퀄리티-로우베타 국가들의 위험조정성과에 우호적이다. 주가와 이익 변동성이 낮고 ROE가 높은 국가군들이 해당될텐데, 대표적으로 미국이다. 비미국 중에서도 퀄리티-베타가 열위인 국가들의 투자는 상당히 험난할 전망이다.

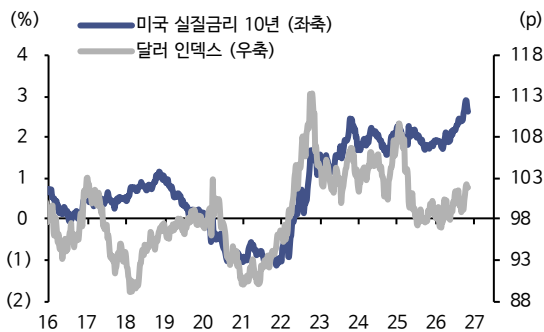
3) 유가 변동성, 에너지 의존도 낮은 국가 유리 → 미국 우위

3) 유가 변동성에 따른 내구성도 같이 고려해야한다. 2026년 주식시장에서 가장 일관적인 주가-실적 우상향을 보였던 섹터는 에너지다. 2026년 하반기들어 시장 변동성이 극대화되는 과정에서 에너지 섹터가 낮았던 국가들은 지수 변동성이 제어되지 못했다. 현재 예측시장은 미국-이란 전쟁의 2027년내 종전 가능성을 1/3도 반영하지 않고 있는데다 중동에서 발생하는 지연전은 대규모 상륙이 불가능하다는 점 때문에 과거 빈번히 장기전 양상을 보여왔다.

4) 선거 이벤트, 국가 전략 알파가 될 것

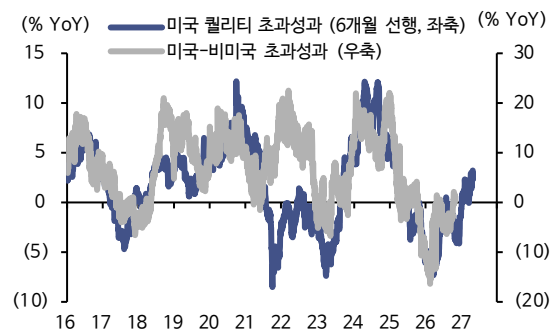
4) 시장이 재정을 예의주시함에 따라 선거 이벤트는 국가전략의 알파가 될 수 있다. 브라질 대선에서 보우소나루 강세가 시장 랠리를 촉발한 것이 일례다. 포폴리즘 부상 속 유럽 불안의 중심으로 선 프랑스 대선(5월) 결과는 유럽 증시 방향성을, 재정과 관련해 극단적 스탠스가 대립중인 아르헨티나 대선(10월)은 중남미 시장의 방향성에 영향을 줄 수 있다. 이탈리아 총선(12월)은 재정 건전화 정책을 썼다가 극우당에게 지지율을 빼앗긴 멜로니의 재정지출확대를 자극할 수 있다.

실질금리 상승, 달러 유동성 회수 시사



자료: LSEG, 신한투자증권

퀄리티 선호에 후행해 미국 초과성과 개선



자료: 각 사, 신한투자증권

I-(2). 마·중 기술 패권경쟁 속 글로벌 AI 이익 귀속

마·중 전략적 상호의존 속 AI 경쟁, 기술 우위와 수익화의 차별화

AI 프론티어 모델과 컴퓨팅 자원에서 독보적 경쟁력을 갖춘 미국

경제적 상호의존과
선택적 디커플링 병존
AI 기술 패권경쟁 지속

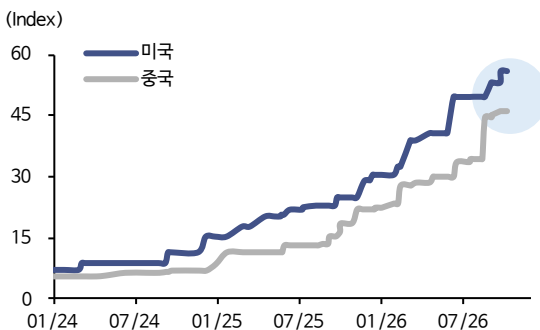
2027년 글로벌 주식시장에서 AI 투자 확대의 지속성만큼 중요한 것은 그 성과가 어느 국가와 산업의 이익으로 귀속되는가다. AI 인프라 투자 확대는 반도체와 서버, 네트워크, 전력설비 등 하드웨어의 이익 성장을 뒷받침하고 있다. AI 도입 확산은 클라우드와 소프트웨어에 새로운 수익화 기회를 제공한다. 산업의 성장과 주식시장의 수혜는 구분해야 한다. 막대한 Capex에 따른 현금흐름 부담과 높아진 실적 기대는 주가 변동성을 키우는 요인이다. 2027년에는 투자 지속성과 수익화 성과에 따라 국가·산업별 주가 차별화가 심화될 전망이다.

이러한 이익 귀속 구조를 가를 핵심 변수 중 하나가 마·중 기술 패권경쟁이다. 기술통제와 공급망 재편은 기업의 시장 접근성과 생산능력, 이익 경쟁력을 바꾸고 글로벌 주식시장의 위험선호에도 영향을 미친다. 올해 양국 관계는 극단적인 관세 충돌에서 벗어나 정상외교와 실무 협상을 통한 갈등 관리로 전환했다. 지난 9월 24일 워싱턴 정상회담에서도 관세 우대 방안과 AI 관련 대화 채널 구축에 합의했다. 다만 외교적 갈등 완화가 전략경쟁의 종식을 의미하지는 않는다. 미국 중간선거 이후에도 대중국 기술통제 기조가 크게 달라질 가능성은 낮다. 경제적 상호의존과 선택적 디커플링이 병존하는 구도가 이어질 전망이다.

미국은 모델 성능의 한계
확장, 중국은 제한된 컴퓨팅
자원에서 효율 극대화

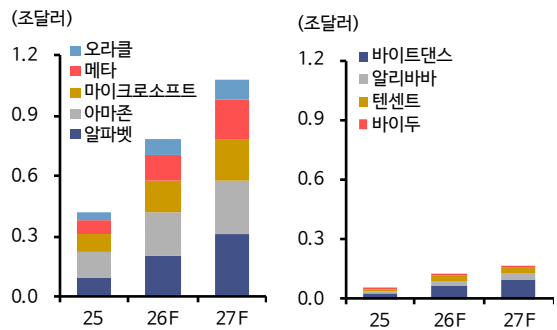
마·중 전략경쟁의 정점에는 AI가 있다. AI는 제조업과 소프트웨어의 생산성뿐 아니라 과학기술, 국방, 사이버안보까지 영향을 미치는 범용기술(General-purpose technology)이다. AI 주도권은 국가의 장기 생산성과 경제안보를 결정하는 핵심 변수다. 양국 모두 AI를 전략적으로 육성하고 있지만 경쟁 방식은 다르다. 미국이 막대한 자본을 투입해 모델의 성능 한계를 확장한다면, 중국은 제한된 컴퓨팅 자원에서 비용 효율성을 극대화하는 방향으로 대응하고 있다.

AI 프론티어 경쟁에서 우위를 점하는 미국



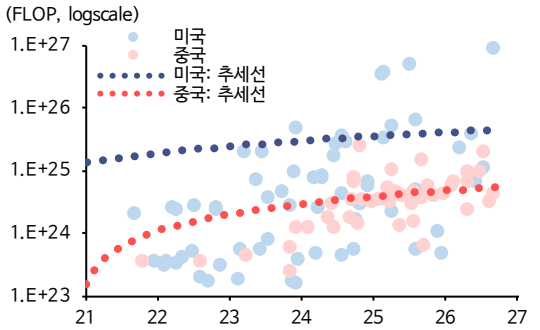
자료: Artificial Analysis, 신한투자증권

마·중 하이퍼스케일러 AI Capex 격차



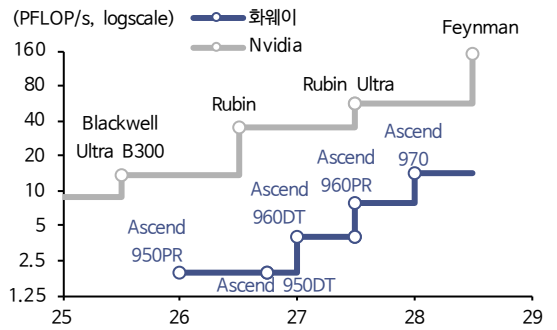
자료: LSEG, Bloomberg, 신한투자증권

미·중 AI 학습 연산량



자료: Epoch AI, 신한투자증권

미·중 AI 반도체 성능 격차



자료: Epoch AI, 신한투자증권

중국, 프론티어 영역에서
미국과의 격차 되레 확대

미국의 우위는 압도적인 자본 동원 능력과 컴퓨팅 자원에서 출발한다. 프론티어 모델의 성능은 알고리즘 혁신과 더불어 학습·추론에 투입되는 컴퓨팅 자원의 규모에 크게 좌우된다. 미국 주요 하이퍼스케일러 5사의 Capex는 2025년 4,158억 달러에서 2026년 7,792억 달러(+87.4% YoY), 2027년 1조780억 달러(+38.4% YoY)로 확대될 전망이다. AI 모델 성능에서도 미국의 강력한 우위가 확인된다. Artificial Analysis 평가에서 Anthropic의 Claude Opus 5.5는 Intelligence Index 58점으로 최상위권에 위치한다. Qwen, DeepSeek, Z.ai 등 중국 모델도 빠르게 발전하고 있지만 프론티어 AI 영역에서 미국과의 격차를 좁히지 못하고 있다.

AI Capex 급증으로
현금흐름 부담 확대
투자 회수와 ROIC 개선이
핵심 과제

대규모 투자는 재무적 부담도 수반한다. 미국 하이퍼스케일러의 Capex 급증으로 잉여현금흐름이 압박받고 있으며, 일부 기업은 외부 자금조달 부담도 커지고 있다. AI 투자 경쟁의 부담이 컴퓨팅 자원 확보에서 금융 병목과 투자 회수 문제로 확대되는 모습이다. 앞으로는 AI 모델 성능뿐 아니라 막대한 투자금이 실제 매출과 현금흐름으로 얼마나 회수되는지가 중요해질 전망이다.

중국은 정부·국유부문
중심의 소버린 AI 투자

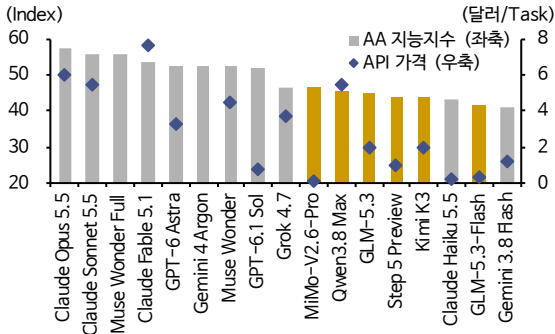
컴퓨팅 자원의 한계를 모델 효율화와 저비용 AI 확산으로 극복하려는 중국

중국의 AI 투자 구조는 미국과 다르다. 미국이 민간 하이퍼스케일러 중심이라면 중국은 정부 주도의 국가 데이터센터 허브와 국유 통신사·국유기업이 인프라 투자의 핵심 주체다. 이른바 소버린 AI 중심의 투자 구조다. 중국 국가데이터국에 따르면 중국 AI 컴퓨팅 자원의 80% 이상이 국가 데이터센터 허브에 집중됐다. 중국 주요 민간 빅테크 4사의 2026년 Capex는 1,229억 달러로 미국 5사의 15.8% 수준이지만, 정부·국유부문을 포함하면 실제 투자 격차는 이보다 작을 수 있다.

AI Capex 규모 미국 대비
20~30% 수준첨단 반도체 공급 제약이
중국 AI의 구조적 병목

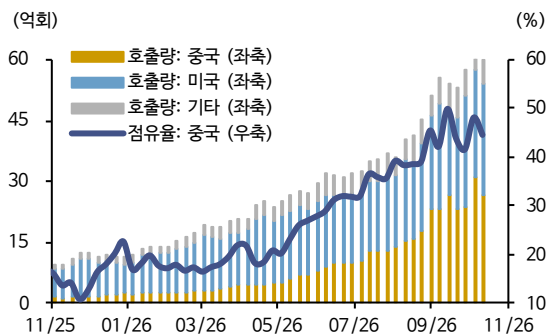
중국의 핵심 제약은 첨단반도체 조달 능력에 있다. 미국의 수출통제로 최첨단 GPU 확보가 제한되는 가운데 자국 반도체 공급망도 아직 충분한 Capa를 갖추지 못했다. 화웨이와 캄브리콘 등이 AI 가속기 개발을 주도하고 있지만 SMIC의 첨단공정 Capa(약 10%)와 수율이 병목이다. HBM의 안정적인 공급도 과제다. 중국의 강한 투자 의지에도 미국과 동일한 방식으로 Capex를 확대하기 어려운 이유다. 중국은 이러한 제약에 대응해 모델 효율화를 강화하고 있다. 모델 경량화, 지식 증류, MoE(Mixture of Experts), 오픈웨이트 모델 확산 등이 대표적이다.

세계 주요 AI 모델 성능과 비용



자료: Artificial Analysis, 신한투자증권

글로벌 AI 모델 호출량: 중국 모델 과반 차지



자료: OpenRouter, 신한투자증권

모델 경량화와 오픈웨이트 전략으로 비용 경쟁력 확보

중국 AI 모델의 글로벌 영향력 확대

추론비용 하락의 최대 수혜는 모델 기업보다 AI 로 생산성을 높이는 기업

저비용 AI 모델은 사용량 확대로 이어지고 있다. 다양한 AI 모델을 하나의 API로 연결하는 플랫폼인 OpenRouter에서 중국 모델의 토큰 호출량 비중은 2025년 10월 16.8%에서 2026년 10월 초 44.4%로 상승했다. 글로벌 AI 시장 전체를 대표하지는 않지만 중국 모델의 영향력 확대를 상징적으로 보여준다. 주목할 부분은 이러한 비용 하락이 가져올 경제적 효과다. 추론 비용이 낮아질수록 기업들의 AI 도입 부담은 줄어든다. 반면 모델 개발기업은 가격 경쟁에 따른 수익성 압박에 직면할 수 있다. AI 토큰 가격 하락의 최대 수혜자가 모델 공급기업보다 AI를 활용해 생산성을 높이는 기업일 가능성에도 주목해야 한다.

2027년 미·중 AI 경쟁의 평가 기준은 투자 규모와 모델 성능을 넘어 투자 효율과 수익화로 확대될 전망이다. 미국의 기술적 우위가 높은 투자자본수익률을 보장하지는 않는다. 중국 역시 낮은 추론 비용만으로 높은 수익성을 확보하기 어렵다. 미국은 프론티어 모델의 성능 한계를 확장하고, 중국은 저비용 모델을 통해 AI의 대중화를 촉진하는 경쟁적 공존 구조가 이어질 전망이다. 양국의 경쟁은 글로벌 AI 산업의 성장 동력이지만, 이익의 귀속은 국가와 산업별로 다르게 나타날 수 있다. 기술 패권경쟁의 승자와 주식시장의 수혜자가 반드시 일치하지 않는 이유다. 2027년 AI 투자전략은 기술적 우위 자체보다 투자 성과가 실제 기업이익으로 연결되는 국가와 산업에 초점을 맞출 필요가 있다.

글로벌 AI 밸류체인 이익 귀속의 변화와 국가별 투자전략

글로벌 AI 지출 확대 속 H/W는 마진 방어, S/W는 수익화 성과가 관건

미중 AI 경쟁은 투자 규모와 기술개발 방식에서 차이를 보이지만, 글로벌 AI 산업의 성장을 촉진한다는 점에서 공통 분모를 지닌다. 미국의 막대한 AI 투자는 글로벌 하드웨어 수요를 견인하고, 중국의 저비용 모델 확산은 AI 도입 문턱을 낮추고 있다. 다만 기술적 우위와 주식시장의 수혜는 반드시 일치하지 않는다. 미국이 주도하는 AI 투자에서도 대만의 파운드리, 한국의 메모리, 중국의 광통신 등 글로벌 공급망 전반에 수혜가 분산된다. 앞으로는 AI 투자 확대의 수혜가 어느 산업과 국가에 집중되고, 이익 성장이 얼마나 지속될 수 있는지가 중요하다.

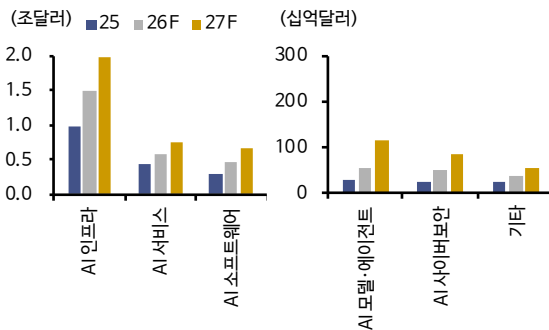
글로벌 AI 지출 2027년 3.64조달러(+36.2%)

AI 인프라 지출이 전체의 54.4% 차지

주식시장의 변동성과 별개로 글로벌 AI 산업은 중기적으로 높은 성장세를 유지할 전망이다. Gartner에 따르면 전 세계 AI 지출은 2025년 1.79조달러에서 2026년 2.67조달러, 2027년 3.64조달러로 증가할 것으로 예상된다. 증가율은 2026년 49.5%에서 2027년 36.2%로 둔화되지만 연간 지출 증가액은 0.88조달러에서 0.97조달러로 확대된다. 성장률 둔화를 AI 투자 사이클의 종료로 해석하기 어려운 이유다. 중요한 것은 신규 지출이 어느 분야에 집중되는지다.

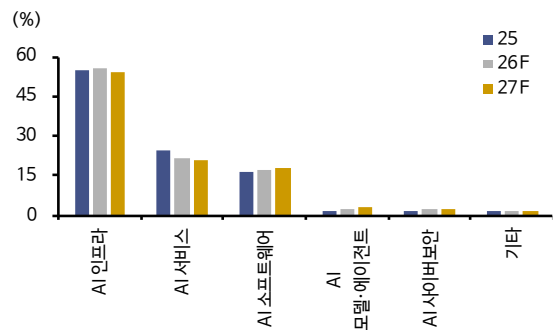
인프라 투자는 여전히 AI 산업 성장을 주도한다. 2027년 AI 인프라 지출은 전년 대비 33.2% 증가한 1.98조달러로 전체의 54.4%를 차지할 전망이다. 지출 증가액만 약 4,933억달러로 전체 증가분의 51.0%에 달한다. 하이퍼스케일러와 프론티어 랩의 대규모 AI 인프라 투자가 지속되면서 서버와 반도체, 네트워크 수요를 뒷받침할 것으로 예상된다. 적어도 2027년까지 하드웨어 투자 사이클의 종료를 기본 시나리오로 보기 어렵다. 다만 산업의 성장과 관련 기업의 주가 상승은 별개다. 높아진 실적 기대와 멀티플, 공급 확대에 따른 마진 부담도 고려해야 한다.

AI 산업별 지출 규모 전망



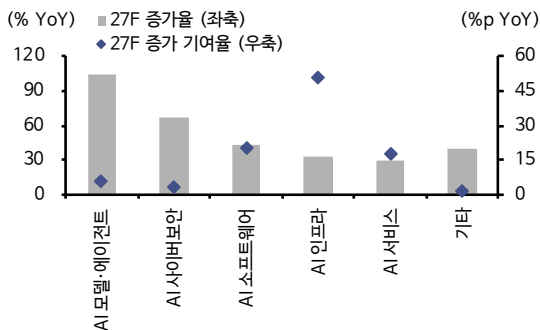
자료: Gartner, 신한투자증권

AI 산업별 지출 점유율: 27년에도 인프라가 핵심



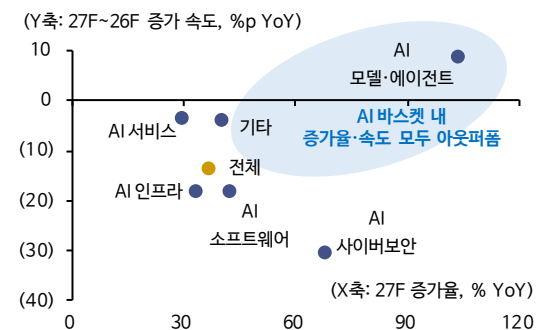
자료: Gartner, 신한투자증권

AI 산업별 지출 증가율과 기여도 분해



자료: Gartner, 신한투자증권

AI 모델과 에이전트, 이익 성장 가속도 우위



자료: Gartner, 신한투자증권

기존 S/W에 AI 기능을
내재화하는 방식 확산
고객 기반 강한 기업들에
유리

수익화 방식에도 변화가 나타나고 있다. 기업의 AI 도입은 기존 시스템의 전면 교체보다 업무 자동화와 운영 효율 개선에 집중되는 양상이다. 기존 소프트웨어 기업들도 자사 제품에 AI 에이전트 기능을 빠르게 통합하고 있다. 독립형 AI 애플리케이션뿐 아니라 기업용 소프트웨어의 AI 기능 내재화가 초기 수익화의 주요 경로가 될 가능성이 높다. 고객 기반과 유통채널을 확보한 기존 소프트웨어 기업에 유리한 환경이다. 반면 AI 모델 개발사는 이용량 증가에도 가격 경쟁과 개발비 부담으로 수익성 개선이 제한될 수 있다는 판단이다.

2027년 AI 투자전략도 하드웨어의 성장 지속 여부를 넘어 실제 수익화 성과를 확인할 필요가 있다. Capex 확대가 모델 성능 향상과 추론비용 하락으로 이어지고, 늘어난 AI 사용량이 기업의 매출과 현금흐름 개선으로 연결되는지가 중요하다. 수익화가 기대에 미치지 못할 경우 대규모 Capex를 집행한 기업들의 ROIC 부담도 커질 수 있다. 결국 하드웨어는 이익 성장의 지속성과 마진 방어력, 소프트웨어는 추가 과금과 이익 개선 여부에 따라 주가 차별화가 심화될 전망이다.

글로벌 AI 밸류체인 이익 컨센서스 분석: 이익 성장 무게중심의 이동

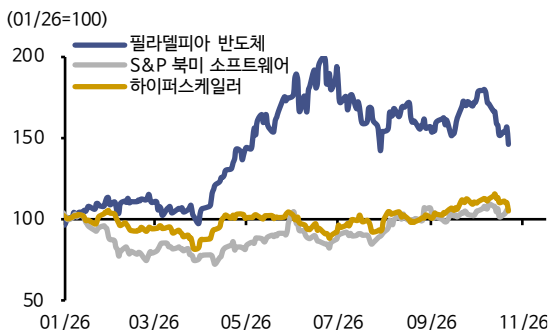
글로벌 AI 밸류체인
영업이익 증가율 2027년
42.3%에서 2028년
21.1%로 둔화

글로벌 AI 밸류체인 대표기업 50개를 9개 섹터로 구분해 이익 컨센서스를 분석했다. 합산 영업이익의 증가율은 2027년 42.3%에서 2028년 21.1%로 둔화될 전망이다. 주목할 부분은 이익 성장 기여율의 변화다. 2027년에는 메모리가 40.6%로 이익 성장을 주도하지만 2028년에는 AI 프로세서와 CSP(하이퍼스케일러)의 기여율이 각각 41.2%, 31.7%로 확대된다. 반면 메모리는 11.7%로 낮아진다. 2028년부터는 AI 프로세서와 CSP가 전체 영업이익 증분의 과반을 차지할 전망이다.

2028년 영업이익의 성장
기여율, 메모리 11.7%로
축소, AI 프로세서+CSP는
72.9%로 확대

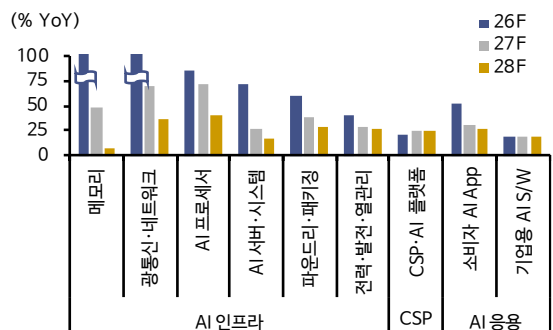
메모리는 2028년부터 이익 성장과 수익성이 동반 둔화될 것으로 예상된다. 영업이익의 증가율은 2027년 47.6%에서 2028년 6.6%로 낮아지고 영업이익률(OPM)도 69.2%에서 66.8%로 소폭 하락할 전망이다. 절대 이익은 높은 수준을 유지하지만 공급 확대와 가격 상승세 둔화에 따른 수익성 부담이 예상된다. 최근 메모리 업체들의 주가 조정도 당장의 실적 악화보다 2028년 이후 공급 증가와 마진 둔화 가능성을 선반영한 결과로 해석한다. 다만 공급과잉의 현실화 여부는 불확실하다. 향후 증설 계획과 2028년 이익 리비전 방향성이 중요하다.

AI 수혜 섹터 상대주가



자료: LSEG, 신한투자증권

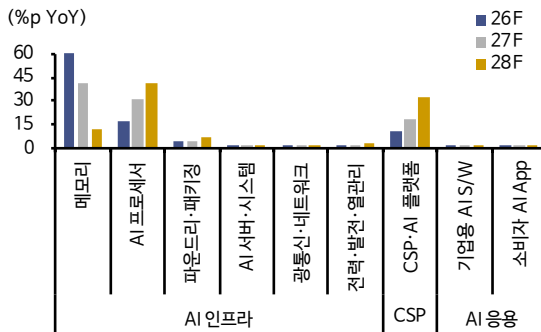
글로벌 AI 밸류체인 영업이익의 변화



자료: LSEG, 신한투자증권

주: 미국·한국·대만·중국의 주요 AI 밸류체인 기업 50개 기준

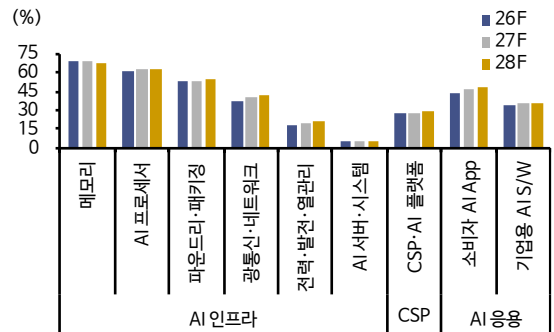
글로벌 AI 밸류체인 이익 성장 기여율



자료: LSEG, 신한투자증권

주: 미국·한국·대만·중국의 주요 AI 밸류체인 기업 50개 기준

글로벌 AI 밸류체인 OPM



자료: LSEG, 신한투자증권

주: 미국·한국·대만·중국의 주요 AI 밸류체인 기업 50개 기준

AI 프로세서·파운드리
2028년에도 높은 이익
성장과 OPM 개선 지속
전망

AI 프로세서와 첨단 파운드리에는 견고한 이익 성장세를 유지할 전망이다. AI 프로세서의 2028년 영업이익은 전년대비 39.8% 증가하고 OPM도 61.9%에서 62.5%로 개선될 것으로 예상된다. 파운드리·패키징 역시 영업이익이 28.5% 증가하는 가운데 OPM은 53.4%에서 54.3%로 상승한다. 엔비디아·브로드컴 중심의 프로세서 설계와 TSMC 중심의 첨단 제조업체는 메모리보다 이익 성장의 지속성이 높을 것으로 평가된다. 광통신·네트워크도 메모리와 구분할 필요가 있다.

영업이익 증가율은 2027년 69.4%에서 2028년 36.2%로 둔화되지만 OPM은 40.5%에서 41.9%로 오히려 상승할 전망이다. 현재 컨센서스는 이익 성장률 둔화를 예상하지만 마진 하락까지 반영하지는 않고 있다. 다만 차세대 광통신 기술 전환과 공급망 재편에 따른 경쟁 심화 가능성은 부담이다. 향후 수주 지속성과 2028년 OPM 전망의 유지 여부가 주가의 2차 상승을 결정할 변수다.

CSP는 안정적 이익 성장
지속. 기업용 S/W는 AI
매출 확대와 수익성 개선
검증 필요

CSP는 이익 성장의 안정성이 부각된다. 영업이익 증가율은 2027년 23.9%, 2028년 24.0%로 큰 변화가 없지만 전체 영업이익 성장 기여율은 18.1%에서 31.7%로 확대된다. 메모리 등 하드웨어의 성장 둔화에도 CSP는 꾸준한 이익 증가가 예상된다. 특히 미국 CSP는 AI 인프라의 주요 투자자인 동시에 클라우드와 광고, S/W 등 기존 사업을 통한 수익화 주체다. 다만 연결 영업이익의 성장이 AI 투자 수익률 개선을 의미하지는 않는다. 대규모 Capex에 따른 감가상각과 현금유출을 고려하면 향후 AI 관련 매출 증가와 잉여현금흐름 개선 여부가 중요하다.

소프트웨어는 아직 본격적인 이익 성장 단계에 진입하지 못했다. 기업용 AI 소프트웨어의 영업이익 증가율은 2027년 18.4%, 2028년 18.3%로 예상된다. OPM은 34.9%에서 35.9%로 개선되지만 2028년 영업이익 성장 기여율은 2.0%에 그친다. 소비자 AI 애플리케이션도 기여율은 0.5%에 미달한다. AI 소프트웨어 지출의 빠른 증가가 아직 상장기업 전반의 이익 성장으로 이어지지는 못한 모습이다. 다만 기존 고객에 AI 기능을 추가 판매하거나 사용량 기반 과금을 확대하는 기업에서는 수익성 개선 여지가 있다. 소프트웨어 전반의 동반 강세보다 실제 AI 매출과 이익 개선이 확인되는 기업에 주목할 필요가 있다.

미국·대만은 이익 지속성에 강점, 한국은 메모리 마진 방어에 관건

국가별 투자전략에서는 하드웨어와 소프트웨어의 이분법적 접근을 경계해야 한다. 같은 하드웨어에서도 메모리와 AI 프로세서, 첨단 파운드리 이익 사이클은 다르다. 소프트웨어 역시 CSP와 애플리케이션의 수익화 수준에 차이가 있다. 각국이 경쟁력을 확보한 밸류체인과 이익 성장의 지속성을 고려해야 하는 이유다.

AI 프로세서·CSP의 28년
이익 성장 기여율 71%
미국, AI 이익 성장 주도

미국은 AI 프로세서와 CSP를 중심으로 이익 성장의 주도권을 유지할 전망이다. AI 프로세서 5개사와 미국 CSP 5개사의 2028년 영업이익 성장 기여율은 합산 약 71%에 달한다. AI 반도체 설계부터 클라우드와 소프트웨어를 통한 수익화까지 폭넓은 경쟁력을 확보하고 있다. 대규모 투자에 따른 현금흐름 부담은 고려해야 하지만 Capex 확대의 주요 수혜 영역을 널리 보유하고 있다는 점이 강점이다.

첨단 파운드리 특성상 긴
이익 듀레이션이 강점

대만은 NVIDIA 공급망의 핵심 생산기지이자 이익 듀레이션이 긴 시장이라는 점에서 매력적이다. 올해 GTC Taipei에서 공개된 차세대 Vera Rubin 생산에는 대만 기업 150개가 참여한다. TSMC를 중심으로 첨단 반도체 제조와 패키징, 기판, 서버 시스템까지 주요 공급망이 대만에 집중돼 있다. 특히 선단 파운드리 높은 진입장벽과 고객사의 중장기 제품 로드맵을 기반으로 메모리보다 이익 가시성이 높다. TSMC의 2028년 OPM은 59.1%로 추가 개선이 예상된다. 첨단 파운드리 중심의 산업구조는 대만 주식시장의 긴 이익 듀레이션과 상대적으로 낮은 주가 변동성을 설명하는 주요 요인으로 판단한다.

28년 메모리 공급 확대와
마진 방어 여부가 관건

한국은 메모리 중심의 산업구조로 AI Capex에 따른 이익 민감도가 가장 높다. 2028년부터는 공급 증가와 마진 악화 위험을 경계해야 한다. 높은 이익 레벨보다 향후 마진 전망의 안정 여부가 주가 방향을 결정할 가능성이 있다. 중국은 하드웨어와 CSP를 중심으로 수혜가 예상된다. 저비용 모델의 확산은 AI 사용량 증가에 유리하지만 실제 EPS로 이어지는지는 추가적인 검증이 필요하다.

단순한 H/W·S/W
로테이션보다 이익 성장
지속성과 마진 방어력에
따른 선별 투자 필요

2027년 글로벌 AI 투자전략은 하드웨어에서 소프트웨어로의 단순한 교체보다 이익 성장의 지속성과 마진 방어력에 초점을 맞출 필요가 있다. 미국 AI 프로세서·CSP와 대만 첨단 파운드리 중기 이익 가시성이 높은 영역이다. 한국 메모리는 2028년 마진 전망의 안정 여부가 중요하며, 소프트웨어·응용단에서는 실제 수익화가 확인되는 기업 중심으로 투자 기회가 확대될 전망이다.

주요국 AI 밸류체인 익스포저와 중기 이익 전망 및 투자전략

국가	AI 익스포저	중기 이익 전망 및 투자전략
미국	AI 프로세서, CSP, S/W	28년 AI 프로세서 고성장, CSP의 안정적 이익 증가 지속 AI 투자수익률과 FCF 개선 여부가 주가의 핵심 변수
대만	파운드리·패키징, AI 서버	2028년 파운드리 EBIT +28.5%. 긴 이익 듀레이션 확보 NVIDIA 핵심 공급망. 높은 이익 가시성과 낮은 변동성
한국	HBM·DRAM 등 메모리	28년 메모리 이익 성장 둔화. 공급 확대와 마진 악화 부담 메모리 증설 계획과 2028년 이익 컨센서스 변화에 주목
중국	광통신, AI 가속기, AI 모델	광통신 고성장 지속. 모델·응용단은 수익성 검증 필요 H/W 수주 지속성과 저비용 AI 확산의 수익화 여부가 관건

자료: 신한투자증권

I-(3). AI와 생산성 판단, '성장의 가격'

이익 성장과 투자 회수에 근거한 2027년 주식 선호

클라우드 매출 가속과 투자 확대, 다음 과제로 떠오른 현금 회수

27년 글로벌 주식 선호:
AI 투자와 유료 사용의
동반 확대가 이익 지지

클라우드 매출 가속,
투자 전망 상향 속도는
영업현금흐름 지속 추월:
투자 확대가 만든 이익
지속성과 투자 후 현금
창출력이 주가 방향 결정

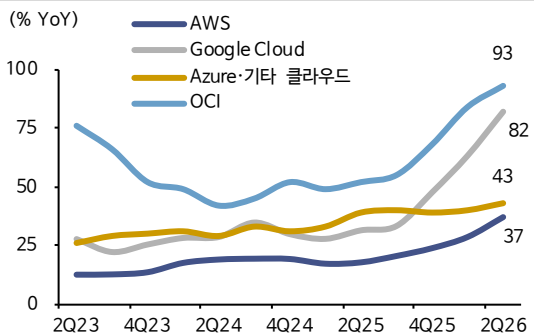
2027년에도 현금보다 글로벌 주식을 선호한다. 근거는 두 가지다. AI 인프라 투자가 이어지고 유료 사용이 그 투자를 매출로 전환하기 시작했다. 높은 금리는 멀티플을 누르지만 늘어나는 이익과 배당이 그 부담을 상회한다. 핵심 축은 AI 인프라 공급자와 플랫폼이다. 투자가 매출과 현금으로 회수되는 기업을 선별한다.

클라우드 매출은 다시 가속하고 있다. 2026년 2분기 AWS 매출은 전년 대비 37% 증가해 1분기 28%보다 높아졌다. Google Cloud는 TPU 시스템 판매를 포함해 63%에서 82%로, Azure는 40%에서 43%로, Oracle OCI(3~5월 분기)는 84%에서 93%로 상승했다. 장비를 구매한 기업에서 사용 매출이 실제로 발생하고 있다는 의미다. 다만 일반 클라우드와 장비 판매가 섞인 증가율로 AI 최종수요를 분리하기는 어렵고, 공급자의 투자나 구매 지원에 기댄 고객 지출은 외부 조달이 끊기면 함께 줄어든다. 고객 자금의 출처도 확인해야 한다.

투자과 현금 전망의 차이는 더 벌어졌다. 2025년 8월 이후 5사(Microsoft·Amazon·Alphabet·Meta·Oracle)의 2027년 Capex 컨센서스는 158% 상향된 반면 영업현금흐름은 30% 상향에 그쳤다. 그 결과 2027년 Capex/영업현금흐름은 53%에서 105%로 상승했다. 2026년 전망도 Capex 92%, 현금흐름 18% 상향으로 같은 방향이다.

자금 제약이 있어도 2027년 하드웨어와 소프트웨어는 동반 성장할 수 있다. 5사 Capex가 영업현금흐름을 웃도는 금액은 약 500억달러(배당·자사주 매입 전)다. 상위 사업자는 보유 현금과 투자등급 채권 시장 접근으로 부족분을 보완할 수 있다. 자금 제약은 당장은 성장 여부보다 성장 속도와 수익 배분에 먼저 영향을 준다. 하드웨어 공급자는 발주 증가로 이익이 늘고, 소프트웨어·플랫폼은 매출이 늘어도 투자 뒤 현금이 감소해 밸류에이션 부담을 진다.

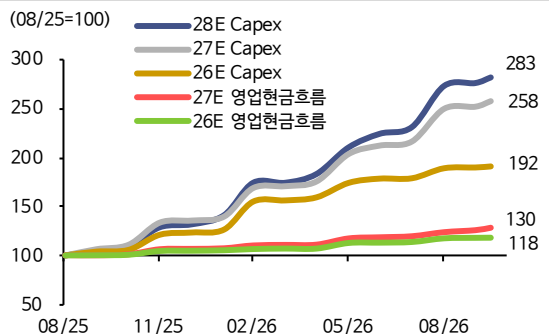
4사 클라우드 매출 증가율



자료: 각 사, 신한투자증권

주: Azure·OCI는 공시 증가율, Google Cloud 2Q26 TPU 포함

같은 연도 Capex·현금흐름 전망 수정



자료: LSEG, 각 사, 신한투자증권

주: 5사 합계, 달러연도 환산

디레이팅 이후 주가를 가른 변수는 이익 지속과 정책 전환 여부

이익 증가·디레이팅 다음해
수익률 평균 4.0%,
중앙값 13.4%

2026년은 이익이 크게 늘고 멀티플이 낮아진 해였다. 10월 15일까지 MSCI ACWI 12개월 선행 EPS는 33.9% 증가했고 PER은 16.6% 하락했다. 주가 상승은 11.7%에 그쳐 이익 상향분의 3분의 2 가까이를 디레이팅이 상쇄했다. 1990년 이후 이익 증가와 PER 하락이 겹친 해는 11번이다. 다음 해 ACWI는 일곱 번 오르고 네 번 내렸으며 평균 4.0%, 중앙값 13.4%다. 결과가 -43.5%(2008년)부터 +31.6%(2003년)까지 넓어 상승 확률로 쓰기는 어렵다.

다음 해 멀티플 방향은
정책 전환 기대와 위기
강도에 좌우

: 2027년은 4.25%

동결 경로, 두 자릿수
이익이 디레이팅 흡수.

① AI 투자 축소의 이익
하향 전이 ② 추가 긴축이
이익 압도할 경우 판단
재검토

다음 해 멀티플의 방향에는 정책 전환 기대와 위기 강도가 크게 작용했다. 인하 추가 완화가 시작되거나 인상이 멈춘 1995·2001·2003·2006·2012·2019·2023년에는 PER이 상승했다. 긴축이 이어진 2005·2022년과 유럽 재정위기 속 ECB가 금리를 올린 2011년에는 PER이 더 낮아졌다. 2008년은 금리 인하에도 금융위기의 충격이 더 커 PER이 하락했다. 수익의 부호는 이익이 결정했다. 2005년은 긴축 속에서도 이익이 17.6% 늘어 7.5%의 디레이팅을 흡수하고 8.8% 상승했지만, 2022년은 이익 증가가 1.5%에 그쳐 19.8% 하락했다.

2027년은 긴축이 이어진 2005년과 완화로 전환한 해 사이에 놓인다. 당사는 연준이 2026년 4분기 4.25%(목표 상단)로 한 차례 인상한 뒤 2027년에는 동결할 것으로 예상해, 인상이 해를 넘겨 이어지는 2022년형 경로를 기본으로 보지 않는다. 이익이 두 자릿수로 늘면 동결 속에서도 2005년처럼 디레이팅을 흡수하고, 물가 안정으로 인하 기대가 앞당겨지면 멀티플 회복이 더해진다. 따라서 주식 비중을 현금보다 높게 유지한다. 판단을 재검토하는 조건은 둘이다. 1) 고객 투자 축소가 반도체 등 AI 인프라 공급자 이익 하향으로 번질 때, 2) 물가 재상승에 따른 추가 긴축으로 할인율 상승이 이익 증가를 압도할 때다.

디레이팅 다음 해의 이익·평가 조합(적격 11개 전체)

출발 → 다음 해	해당 연도 EPS (%)	해당 연도 PER (%)	다음 해 가격 (%)	다음 해 EPS (%)	다음 해 PER (%)	다음 해 이익·멀티플 조합
1994 → 1995	22.4	(15.9)	16.9	14.0	2.6	이익↑·멀티플↑
2000 → 2001	5.1	(19.2)	(17.3)	(19.4)	2.6	이익↓·멀티플↑
2002 → 2003	8.9	(27.0)	31.6	19.4	10.2	이익↑·멀티플↑
2004 → 2005	24.0	(8.6)	8.8	17.6	(7.5)	이익↑·멀티플↓
2005 → 2006	17.6	(7.5)	18.8	16.7	1.8	이익↑·멀티플↑
2007 → 2008	15.3	(4.9)	(43.5)	(24.8)	(24.9)	이익↓·멀티플↓
2010 → 2011	23.7	(10.8)	(9.4)	5.4	(14.1)	이익↑·멀티플↓
2011 → 2012	5.4	(14.1)	13.4	(0.0)	13.5	이익 정체·멀티플↑
2018 → 2019	8.3	(18.0)	24.0	1.2	22.6	이익↑·멀티플↑
2021 → 2022	27.2	(8.2)	(19.8)	1.5	(21.0)	이익↑·멀티플↓
2022 → 2023	1.5	(21.0)	20.1	4.4	15.1	이익↑·멀티플↑
전체 11개			평균 4.0	중앙 13.4	상승 7/11	범위 (43.5)~31.6
참고: 91~25 전체			평균 8.0	중앙 13.3	상승 26/35	조건 없음
2026(~10/15)	33.9	(16.6)	-	-	-	부분 연도

자료: LSEG, 신한투자증권 / 주: 1990~2025 중 12MF EPS 상승·PER 하락 연도 전체. 각 연도 마지막 거래일, ACWI USD 가격(배당 제외) 다음 해 하락 4건 중 2000 → 01·2007 → 08은 다음 해 이익 감소, 2010 → 11·2021 → 22는 이익 증가에도 밸류 하락

AI 생산성 개선과 기업이익·경제성장의 서로 다른 경로

기술 확산에도 급감한 장비 투자, 주가 조정 뒤에도 지속된 생산성 개선

2027년은 투자 확대와
사용 확산이 겹치는 해

1990년대 후반
통신 서비스 사용·생산성
개선 이어져도 장비 투자
감소. 기술 확산과 공급자
수혜는 서로 다른 경로
가능
: 효율 개선이 수요 증가
앞서면 장비 지출 감소.
공급자 성장 관건은
신규 수요가 이끄는
추가 발주 지속성

생산성 개선과 경제성장, 기업이익은 반드시 동행하지 않는다. 기술이 널리 쓰여도 장비 공급자의 이익이 계속 늘어난다는 보장은 없다. 판단 기준은 세 가지다. 기술의 확산 속도, 확산에 필요한 추가 설비의 규모, 경쟁 속에서 이익이 귀속되는 주체다. 1990년대 통신 투자가 그 사례다.

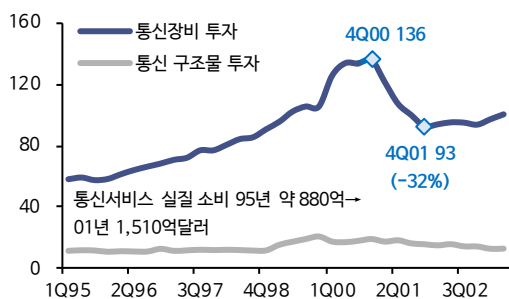
1990년대 후반 미국 통신기업은 인터넷 사용 급증에 맞춰 설비를 늘렸다. 통신 장비 실질투자는 2000년 4분기 연율 1,359억달러에서 정점을 기록한 뒤 2001년 4분기 929억달러로 32% 감소했다. 한편 통신서비스 실질 소비는 1995년 880억달러에서 2001년 1,510억달러로 증가했다. 먼저 구축한 설비가 늘어난 사용량을 흡수하면서 추가 투자의 필요가 줄었다.

생산성은 주가와 다른 경로를 보였다. 미국 비농업기업 노동생산성 증가율 5년 이동평균은 2002년 4분기 2.7%였고, 당시 연구는 1994년 이후 평균 증가율이 1973~1994년보다 약 1%p 높다고 추정했다. 같은 기간 Nasdaq은 2000년 3월 정점에서 2002년 10월까지 78% 하락했다. 기술은 경제에 남았지만 투자수익은 장비 공급자에게 남지 않았다.

갈림길은 효율 개선과 신규 수요 중 어느 쪽이 빠른가에 있다. 장비 지출은 연산 수요에 연산 단가를 곱한 값이다. 효율이 오르면 같은 연산을 더 적은 장비로 처리해 단가가 내려가고, 단가가 내려가면 새 고객과 업무가 유입돼 수요가 늘어난다. AI 칩의 성능당 비용은 2020년 이후 연평균 16% 하락했다. 통신은 수요 증가가 효율 개선을 따라가지 못한 사례다. 따라서 공급자 주식은 사용량보다 신규 발주로 판단한다. 신규 계약의 가격·물량 약화와 인도 연기는 선행 경고, 고객의 다음 해 Capex 하향과 공급자 EPS 하향은 확인 신호다. 사용량이 늘어도 경고가 쌓이면 공급자 비중을 줄인다.

통신장비 투자의 정점과 급감

(십억달러, 연율)

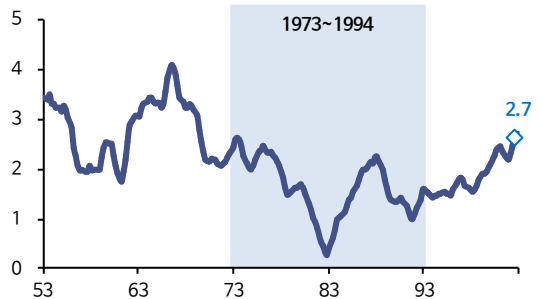


자료: Richmond Fed(2003), 신한투자증권

주: 원문 그림에서 벡터로 추출한 값(BEA 관측 원자료 아님). 소비는 본문 수치

미국 노동생산성 추세

(%, 분기 연율 증가율의 5년 이동평균)



자료: Dallas Fed(2003), BLS, 신한투자증권

주: 원문 그림에서 벡터로 추출한 값(BLS 관측 원자료 아님), 비농업기업 시간당 산출

2027년 AI 투자·매출
동반 성장. 미국 성장
기여와 글로벌 공급망
이익은 구분 필요

1Q25~1Q26 AI 투자
성장 기여의 36%는 수입
으로 상쇄

: 수입은 대만·한국 등
해외 공급자 매출로
연결. 미국 성장 기여
둔화와 AI 공급망 이익
증가 공존 가능

현재는 투자와 매출의 동반 확대, 미국 성장 기여와 공급망 이익의 차별화

현재 AI는 투자와 매출이 함께 증가하는 구간이다. 5사 Capex는 달력연도 기준 2026년 7,791억달러에서 2027년 1조681억달러로 37% 증가할 전망이다. 클라우드 매출 증가율도 2분기에 네 회사 모두 높아졌다. 사용량이 늘고 투자가 꺾이던 2001년 통신과는 다르다. 다만 이 지출이 미국 성장률에 남기는 몫과 해외 공급망 이익에 남기는 몫은 구분해야 한다.

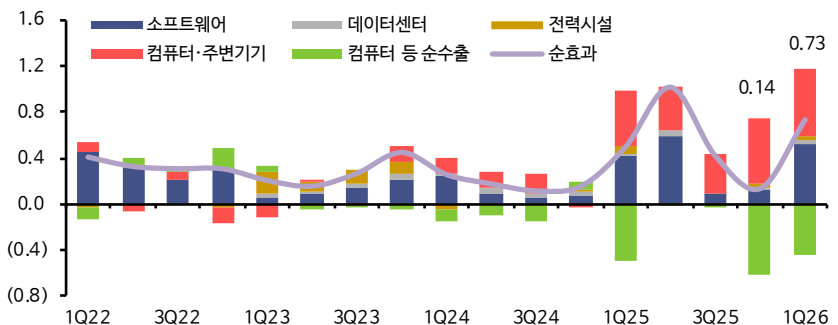
연준 연구(FEDS Notes, 2026년 7월)는 소프트웨어·데이터센터·전력시설·컴퓨터 투자에 컴퓨터·부품 순수출을 더해 AI 관련 지출의 GDP 성장 기여를 추정했다. 막대는 항목별 기여, 회색 선은 수입을 차감한 순효과다.

2025년 1분기부터 2026년 1분기까지 다섯 분기 동안 AI 관련 투자의 성장 기여(연율)는 분기 평균 0.87%p, 컴퓨터·부품 순수출은 -0.31%p였다. 이 근사 계열 기준으로 투자 기여의 약 36%가 수입으로 상쇄됐다. 수입 의존도가 높은 컴퓨터·주변기기만 보면 평균 0.47%p 기여의 3분의 2가 상쇄됐다. 2025년 4분기에는 순수출이 -0.61%p로 확대되며 순효과가 0.14%p까지 낮아졌다.

미국 GDP에서 수입으로 차감되는 금액은 해외 반도체·서버 기업의 매출이 된다. AI 투자의 상당 부분이 미국 성장률보다 수입 공급자의 매출로 연결된다는 의미다. IMF는 AI 컴퓨팅 하드웨어 순교역의 62%를 대만과 한국이 공급한다고 추정했다. 2027년 미국 성장 기여가 둔화해도 인프라 공급자 매출은 증가할 수 있다. 공급자 실적을 설명하는 변수는 미국 성장률이 아니라 장비 집행·출하·가동이며, 그 수혜는 하드웨어 수출국에 집중된다.

AI 관련 투자의 GDP 성장 기여

(%p, 전분기 연율 GDP 성장 기여)



자료: Fed, BEA, 신한투자증권 / 주: 원문의 근사 정의(투자 4개 항목+컴퓨터·부품 순수출)

2027년 공급자·플랫폼 동반 성장, 이후 주도권 가를 추가 발주와 현금 회수

AI 칩 성능당 비용 연평균
16% 하락. 효율 개선
넘어선 사용 확대가
추가 투자 뒷받침

2027년에는 사용 확대가 추가 투자를 지지한다. 연산 비용이 내려가면 같은 예산으로 처리하는 업무가 늘고 비용 때문에 도입을 미룬 고객이 유입된다. 효율 개선이 장비 구매를 줄이는 힘과 새 수요를 만드는 힘이 동시에 작동하지만 현재는 후자가 앞서 있다.

메모리 대역폭 비용 하락은 연 6%로 연산(16%)보다 느림

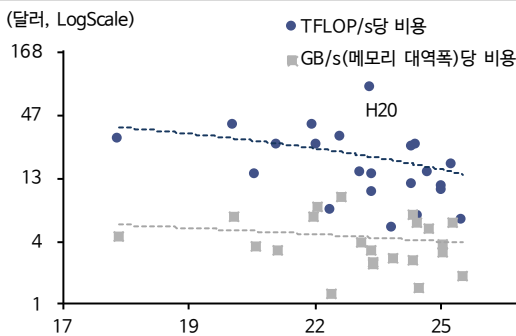
: 고성능 메모리 병목의 보조 근거. AI 도입은 대기업 중심, 유료화도 기업 고객에서 먼저 발생

AI 칩을 출시일 순서로 놓으면 단위 비용 하락이 뚜렷하다. TFLOP/s(초당 1조 회 연산)당 비용은 2020년 11월 A100 38.5달러에서 2025년 2월 B200 14.8달러, 11월 Google TPU v7 5.6달러로 낮아졌다. 추세로는 연평균 16% 하락이다. 메모리 대역폭(GB/s)당 비용은 연 6% 하락에 그쳤고 B300처럼 다시 오른 칩도 있다.

기업 AI 사용 비중은 모든 규모에서 상승했다. 250명 이상 기업은 2025년 12월 말 30.3%에서 2026년 6월 중순 38.5%로, 1~4명 기업은 17.3%에서 19.8%로 높아졌다. 반년 만에 대기업은 8%p, 소기업은 2.5%p 증가해 격차가 커졌다. 최근 2주 내 사용 여부를 묻는 지표로 생산성 개선을 증명하지는 않는다. 도입이 이익이 되려면 업무 재설계와 시스템 통합을 거쳐 매출, 비용에 반영돼야 한다.

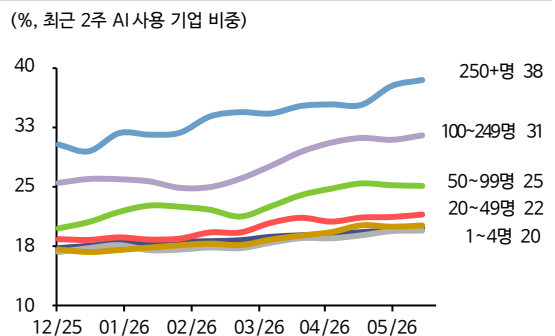
시사점은 세 가지다. 첫째, 연산 단가 하락이 사용을 넓히고 있어 효율 개선이 아직 장비 수요를 잠식하지 않는다. 클라우드 매출 가속이 이를 뒷받침한다. 둘째, 연산보다 느린 메모리 대역폭 비용 하락은 HBM 등 고성능 메모리가 병목이라는 보조 근거다. 칩 가격 기준이라 HBM 마진을 직접 재지는 않으며, 메모리의 가격 결정력은 장기계약과 공급 제약이 뒷받침한다. 셋째, 도입은 대기업이 앞서 있어 유료화도 기업 고객에서 나타난다. 2027년 수혜 앞자리는 병목을 공급하는 기업, 고객 기반이 넓은 플랫폼이다.

연산-메모리 대역폭 단위비용



자료: Federal Reserve, Epoch AI, 신한투자증권
주: 칩 출시일 기준, 점선은 로그 선형 적합(자체)

기업 규모별 AI 사용 비중



자료: Federal Reserve, Census, 신한투자증권
주: 고용 규모별, 4기 이동평균. 회색은 5~19명

AI Capex, 공급자에게는 매출이고 고객에게는 현금 부담

2027년에도 늘어나는 투자, 영업현금흐름 넘어선 지출 부담

내년 5사 Capex 37% 증가. 2028년 증가율 11%로 둔화해도 투자 총액은 확대

2027년 AI 투자 확대는 공급자 이익을 지지한다. 증가율은 낮아지지만 장비와 인프라 지출 규모는 커진다. 공급자에게 늘어나는 발주는 매출이고, 투자 기업에게는 서비스 매출을 키우는 동안 부담해야 할 현금이다. 판단 근거는 투자 규모와 함께 구매자가 그 규모를 감당할 수 있는 기간이다.

5사 Capex/영업현금흐름
105%로 증가 전망.
부족분은 보유 현금과
외부 조달로 보완

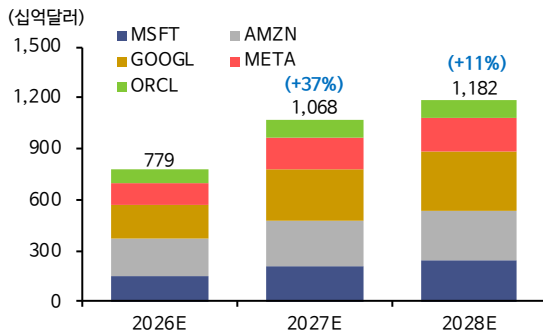
2028년 비율 92%는
투자 증가세 둔화와
현금흐름 개선을 전제

Microsoft·Amazon·Alphabet·Meta·Oracle 5사 Capex는 2026년 7,791억달러, 2027년 1조681억달러, 2028년 1조1,822억달러로 증가할 전망이다. 증가율은 37%에서 11%로 낮아져도 금액은 계속 커진다. 2027년 회사별로는 Alphabet이 3,056억달러로 가장 크고 Amazon 2,680억, Microsoft 2,101억, Meta 1,869억, Oracle 976억달러 순이다. 증가율 둔화가 공급자 매출 감소를 의미하지는 않는다.

투자는 영업현금흐름보다 빠르게 증가한다. 5사 Capex/영업현금흐름은 2026년 98%에서 2027년 105%로 상승한다. 7월 중순 94%였던 2027년 비율은 석 달 사이 Capex 전망이 21% 오르는 동안 현금흐름 전망이 9% 오르는 데 그치며 높아졌다. 회사별로는 Microsoft 86%, Amazon 105%, Alphabet 109%, Meta 109%, Oracle 152%다. 100%를 넘으면 영업현금만으로 설비투자를 감당하지 못하고, 배당과 자사주 매입을 더하면 부족분은 확대된다.

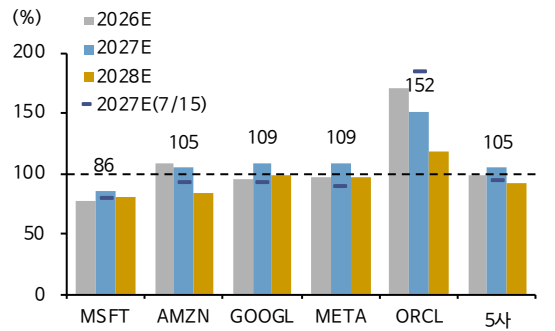
비율만으로 투자 축소를 예상하기는 어렵다. 보유 현금과 채권 발행, 리스가 부족분을 보완하고 컨센서스상 2028년 합산 비율은 92%로 내려온다. 그 숫자는 투자 증가세 둔화와 현금흐름 회복을 전제로 한다. 2027년 공급자 이익을 지지할 발주는 충분하다. 주가는 다음 해 주문을 이어갈 고객 현금까지 반영한다.

5사 Capex 컨센서스



자료: LSEG, 각 사, 신한투자증권
주: 달러연도 환산

5사 Capex/영업현금흐름



자료: LSEG, 각 사, 신한투자증권
주: 5사 회사 전체, 달러연도 환산

플랫폼 선별 기준은 매출
성장과 투자·주주환원 후
남는 현금의 동반 증가

늘어난 영업현금, 투자·주주환원 이후 얹어진 잔여 현금

플랫폼은 매출 성장과 투자 뒤 현금을 함께 증명해야 한다. 클라우드 사용이 늘면 영업현금흐름도 증가하지만 그보다 큰 설비투자가 이어지면 주주 몫은 감소한다. 반대로 구축한 설비에서 매출이 늘고 추가 투자가 완만해지면 현금은 빠르게 회복된다. Microsoft의 2026회계연도 현금 사용 순서가 그 출발점이다.

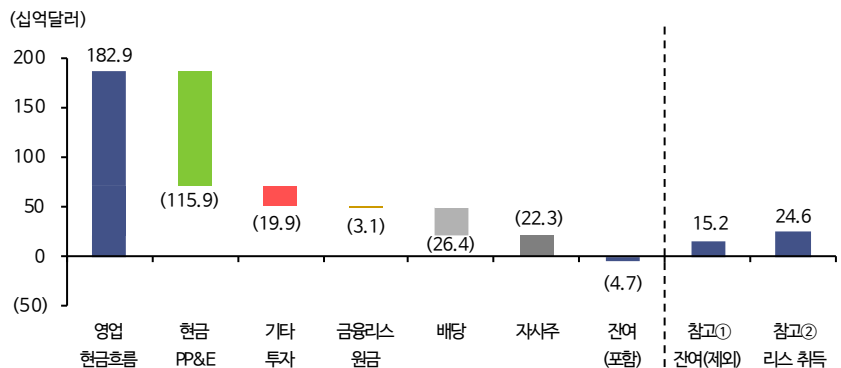
Microsoft는 2026회계연도(2025년 7월~2026년 6월)에 영업현금흐름 1,829억달러를 기록했다. 현금 유형자산 취득 1,159억달러, 금융리스 원금 상환 31억달러, 배당 264억달러, 자사주 매입 223억달러를 차감하면 152억달러가 남는다. 부품 선구매 등 기타 투자 199억달러까지 차감하면 -47억달러다. 본업 현금이 설비투자과 주주환원을 거치며 소진되는 구조다.

Microsoft, 영업현금
증가에도 투자·리스·
주주환원 후 잔여 현금
152억달러
: 기타 투자까지 반영하면
영업현금으로 충당 불가.
향후 리스 지급도
추가 부담

현금 사용 순서는 손익계산서가 보여주지 않는 부담을 드러낸다. 설비투자는 현금이 먼저 나가고 비용은 감가상각으로 여러 해에 나눠 인식된다. 비현금 금융리스 취득 246억달러는 향후 상환할 부채이고 개시 전 리스 약정 잔액은 3,291억 달러다. 2025~2026년 투자분의 감가상각이 2027년부터 본격 반영되면 매출이 늘어도 EPS 증가율은 둔화될 수 있다. 감가상각은 비현금 비용이고 현금 부담은 장비 수명에서 온다. 성능 개선으로 경제적 수명이 짧아지면 교체 투자가 반복되고, 장비를 담보로 한 차입은 잔존가치가 떨어지면 차환 조건이 나빠진다.

2027년 플랫폼의 주가 차이는 투자 뒤 현금의 회수 속도에서 발생한다. 기존 고객에게 AI 기능을 추가 판매하고 가동률을 높이는 기업은 추가 투자 없이 매출을 늘린다. 가격 경쟁과 잦은 장비 교체가 겹치는 기업은 늘어난 매출을 다시 투자에 투입해야 하고, 현금이 부족하면 주주환원을 축소하거나 외부 조달에 의존한다. 플랫폼 선별 기준은 매출 증가율이 아니라 투자와 환원 뒤 남는 현금이 증가하는 방향인이다.

Microsoft FY26 현금 사용 순서



자료: Microsoft 10-K(2026/7/29), 신한투자증권 / 주: 참고①은 기타 투자(주로 부품 구매 촉진)를 빼지 않은 잔여, 참고②는 비현금 금융리스 취득(차감 안 함). 연결 잔여 현금이며 AI 사업 ROI 아님

장기계약과 공급 제약이
2027년 메모리 이익
지속성 뒷받침

장기계약과 공급 제약이 지지하는 메모리 이익, 이후 차별화 변수는 경쟁

메모리는 장기계약과 공급 제약으로 2027년 이익 가시성이 높은 업종이다. 물량과 가격 조건을 계약으로 확보했고, Micron 일정상 신규 설비의 의미 있는 공급은 2028년 이후다. 투자 증가율이 낮아져도 약정 물량이 출하되면 매출은 증가한다. 판단 변수는 계약 조건과 증설 시점, 그리고 그 이후의 경쟁이다.

가격 상·하한을 둔 계약은
하락기 충격 줄이는 대신
상승기 수혜 제한
: 내년 신규 설비 공급
기여는 제한적. 증설
누적 이후 차별화는 제품
경쟁력과 추가 발주 결정

Micron은 2027년 HBM 공급 대부분에 계약을 마쳤다. 다년 구매 의무를 담은 SCA(장기 공급계약)는 26건이고, 회사는 관련 매출이 2030년까지 전체의 35%를 넘을 것으로 추정한다. 이 가운데 약 4분의 3에 가격 체계가 있고 다수는 상·하한 밴드다. 하락기 충격을 줄이는 대신 상승기 이익에도 상한이 생긴다. 계약은 매출의 일부를 보호할 뿐이며 고객 신용과 재협상, 사양 전환 위험은 남는다.

회사 일정상 공급은 2027년에 수요를 따라잡기 어렵다. 싱가포르 HBM 패키징 초기 산출(2027년 초), 아이다호 ID1 가동과 대만 Tongluo 출하(2027년 중반)가 예정돼 있지만 초기 생산이 의미 있는 공급이 되기까지 수 분기가 걸린다. ID2와 일본 신규 설비는 2028년 말, 싱가포르 NAND는 2028년 하반기다.

증설이 누적되는 2028년에는 계약 갱신 가격과 추가 발주의 중요성이 커진다. 따라서 메모리는 2027년 상반기 AI 공급자 가운데 우선 보유 대상이다. 확인할 지표는 2028년분 계약의 가격 조건과 신규 증설 발표 속도다. 증설 경쟁이 가격 하락으로 이어지면 이익의 지속 기간은 짧아진다. 경쟁이 치열한 산업일수록 과잉 투자가 현금흐름 악화로 이어졌다(Hoberg - Phillips, 2006). 진입이 쉬운 범용 연산 임대보다 기술 격차가 큰 메모리·반도체의 이익이 오래 유지된다.

장기계약·생산능력과 2027년 이익 합의

구분	회사 계획·관측(원문 요지)	2027년 이익 합의	잔존한 위험
수급 전망 (Micron, 9/30)	2027·28년 수급이 2026년보다 훨씬 타이트, DRAM·NAND 모두 공급 제약, 균형 시점 미확인	가격·물량 강세의 회사 측 근거	회사 전망이며 업계 확정 아님
HBM 계약	2027년 HBM 공급 대부분 계약 완료, 전년 대비 큰 폭 가격 인상	27년 HBM 매출 가시성	고객 집중·사양 전환
SCA (장기 계약)	26건 다년 take-or-pay, 2030년까지 매출 35% 초과 추정. 그중 3/4 가격 체계(다수 상·하한 밴드), 1/4 시장가	하방 완충 (계약 매출의 일부)	전체 매출 보호 아님. 상한·고객 신용·재협상
고객 자금	약정 320억달러(대부분 현금 예치), 4Q 말 예치금 127억달러, RPO 약 1,500억달러(최저가 기준)	현금·수요 가시성	예치금은 재무활동, 계약 후반 반환
생산능력 일정	◇ 싱가포르 HBM 패키징 27년 초 ● 아이다호 ID1 27년 중반 ▲ 대만 Tongluo 의미 있는 출하 27년 중반 ● ID2·일본 28년 말 ● 싱가포르 NAND 28년 하반기 ● 뉴욕 2030년	27년 신규 공급은 제한적	의미 있는 기여는 초기 생산 후 수 분기 소요
업계 예상	서버 DRAM 다년 LTA 체결, 상당 물량에 가격 밴드. 나머지는 분기 가격. 계약가 상승폭 둔화 관측	가격 상방 일부를 변동성 축소와 교환	단기 둔화를 27년 상반기 전체로 일반화 금지

자료: Micron, TrendForce, 신한투자증권 / 주: ● 웨이퍼 생산 개시, ◇ 초기 산출, ▲ 의미 있는 출하. 회사 계획이며 비공개 가격·물량 추정 없음

생산성 성과는 기업에서 먼저 발생, 고용·소득으로의 확산은 후행

일부 산업에서 앞선 생산성 개선, 경제 전반으로 확산되기까지 시차 존재

AI 고노출 산업에서 앞선
생산성 개선. 경제 전반
으로 확산은 제한적

2027년 생산성 개선은 기업이익에 먼저, 고용과 가계소득에는 늦게 반영된다. 기업은 같은 인력으로 더 많은 일을 처리하거나 채용을 줄여 비용을 절감할 수 있다. 그 성과가 임금과 고용으로 이어지려면 늘어난 생산물을 흡수할 수요가 필요하다. AI 수혜 기업의 실적이 개선되는 동안 소비 회복은 지연될 수 있고, 주도주가 넓어지는 속도도 여기에서 결정된다.

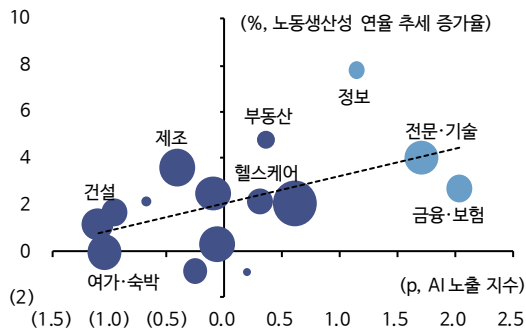
산업별 차이는 이미 나타났다. AI 노출도가 높은 정보·전문기술·금융 3개 산업 노동생산성은 2024년 1분기~2025년 3분기 연율 3.7% 증가해 나머지 1.7%를 앞섰다. 정보업만 보면 7.8%다. 노출도는 산업 내 직무가 생성형 AI로 수행되거나 보조될 수 있는 정도를 뜻한다. 문서·분석·코딩 등 디지털 업무가 많은 산업에서 성과가 먼저 나타났다. 설비투자과 업황, 인력 구성도 생산성에 영향을 준다.

고노출군은 과거에도
노동생산성 증가를 우위.
최근 개선을 모두 AI
효과로 해석하기는 어려움
: 주도주 확산 관건은
가격 결정력과 고객 기반
비용 절감을 이익으로
남길 수 있는 기업 선별

연준은 산업을 AI 노출도에 따라 세 그룹으로 나눴다(고노출: 정보·금융·전문 및 사업서비스, 저노출: 유틸리티·건설·여가·운송). 고노출군 생산성 증가율은 2007년 이후 대체로 저노출군보다 높았다. 2026년 1분기 격차(1.49% 대 0.17%, 전기비 증가율의 4분기 평균)는 확대됐지만 과거 범위 안이다. 연준도 개별 기업의 개선이 아직 경제 전체로 확산되지 않는다고 해석했다. 고노출 산업은 전체 노동시간의 16%에 그친다.

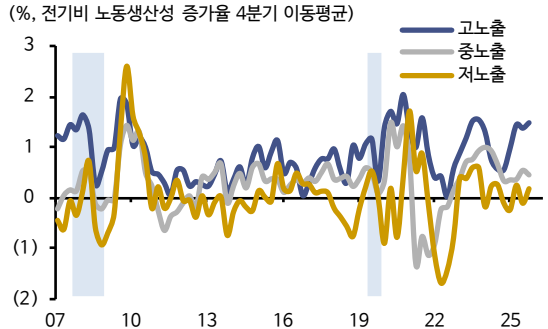
주식시장은 거시 통계보다 기업 실적을 먼저 반영한다. AI로 처리량을 늘리고 인건비를 줄이는 기업은 성장률이 오르기 전에 이익 전망이 상향될 수 있다. 그러나 경쟁사가 같은 기술로 가격을 내리면 절감분은 고객에게 이전된다. 2027년 주도주 확산의 기준은 AI 도입 여부가 아니라 절감분을 이익으로 유지할 가격 결정력과 고객 기반이다.

AI 노출과 산업별 생산성



자료: Dallas Fed, BLS, BEA, 신한투자증권
주: 24/1Q~25/3Q, 원 크기=노동시간 비중

노출군별 노동생산성



자료: Federal Reserve, BLS, BEA, 신한투자증권
주: 음영은 경기침체, 2026/1Q까지

AI로 인한 노동시장 부담은
신규 채용과 졸업자의
첫해 소득에서 선행

AI 노출도 10%p 높은
직종의 구인공고는
2Q26 상대적으로 7.1%
감소

: 기업의 효율 개선이
신규 진입자의 취업·
소득에는 부담. 기업
이익 증가를 소비
전반으로 연결하기는
어려다

신규 채용과 첫해 소득에 먼저 나타난 부담, 구매력 회복은 물가가 결정

노동시장 변화는 신규 진입자에게 먼저 나타나고 있다. 기업은 기존 인력을 유지한 채 채용을 줄이고 숙련자가 AI로 초급 업무까지 담당하도록 업무를 재편했다. 전체 고용 지표가 양호한 동안 부담은 청년과 경력 초기 근로자에게 집중된다.

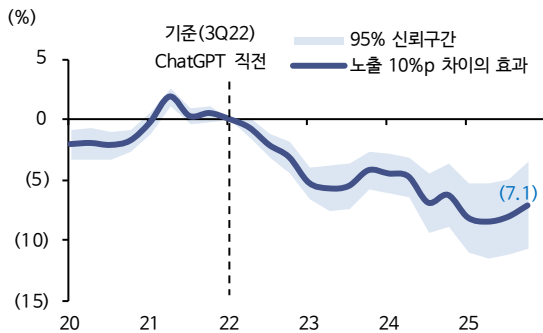
Dallas Fed의 텍사스 구인공고 분석에서 이를 확인할 수 있다. ChatGPT 등장 직전인 2022년 3분기 대비 AI 노출도가 10%p 높은 직종의 구인공고는 2023년 4분기 5.7%, 2025년 4분기 8.4% 더 감소했다. 2026년 2분기에도 상대 감소폭은 7.1%이고 95% 신뢰구간도 0을 벗어난다. AI가 대체할 업무가 많은 직종에서 신규 채용 수요가 더 약했다는 의미다.

신규 대졸자 첫해 소득도 같은 방향이다. AI 노출도가 높은 전공을 마치고 텍사스에서 취업한 2024년 졸업자의 상대 소득은 2021년 졸업자보다 약 5% 낮았다(로그 계수 -5.4). 텍사스 표본이라 미국 전체로 일반화하기는 어렵지만 신규 진입자는 취업과 보상 단계 모두에서 불리해졌다.

가계 구매력 회복은 생산성보다 물가가 먼저 결정한다. 2026년 2분기 미국 노동 생산성은 전년 대비 2.24% 상승했지만 실질 시간당 보수는 0.13% 하락했다.

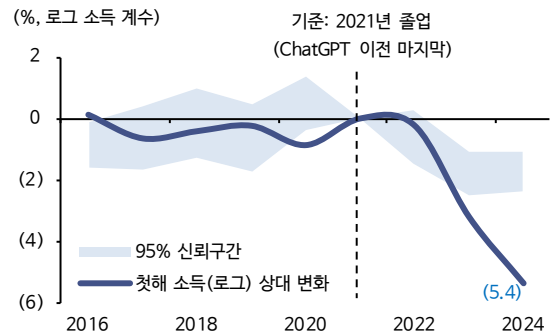
물가가 안정되기 전까지 AI 수혜 기업의 이익 증가를 소비 업종 전반의 수혜로 연결하기는 이른다. AI의 이익은 공급자와 플랫폼에, 비용은 신규 근로자와 기존 소프트웨어 기업에 시차를 두고 배분된다.

AI 노출 직종의 구인공고



자료: Dallas Fed, Lightcast, 신한투자증권
주: 텍사스, 22/3Q=0, 음영은 95% 신뢰구간

신규 대졸자의 첫해 소득



자료: Dallas Fed, UH ERC, 신한투자증권
주: 텍사스 내 취업 신규 대졸자, 2021년=0

전력·조달·신용, 투자 지속과 발주 속도 가르는 병목

높은 전력 확보 비용과 긴 접속 대기, 투자금 회수까지 늘어나는 시간

높은 전력 확보 비용과
긴 계통 접속 대기가
투자 회수 시점 지연

2027년 AI 투자는 이어지되 집행 속도는 전력과 자금 여건에 따라 달라진다. 수요가 있어도 설비를 제때 가동하지 못하면 매출과 현금화가 지연되고 장비 대금과 이자는 그 사이에도 지출된다. 같은 고객 계약을 확보했어도 전력 연결이 끝난 사업자와 신규 부지를 개발하는 사업자의 부담은 다르다.

미국 PJM 용량 가격은
3년 연속 제도상 상한
도달. 발전·저장 설비
접속 기간도 2005년
18개월에서 2025년
61개월로 장기화

: 전력·부지 확보해 실제
가동으로 옮길 수 있는
사업자가 유리

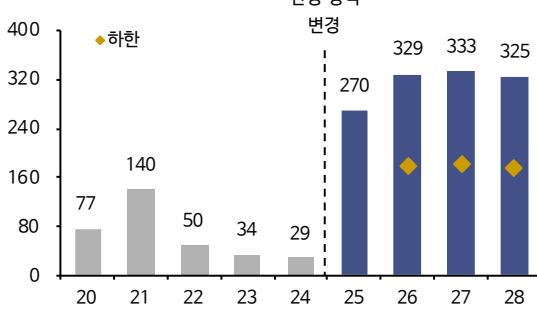
미국 PJM(동부 13개 주 전력시장) 용량가격은 공급 여유가 사라졌음을 보여준다. 용량가격은 필요할 때 전력을 공급할 수 있도록 발전설비를 확보하는 대가로, 인도연도보다 앞서 경매로 결정된다. 하루 MW당 청산가는 2024/25년 28.9달러에서 2025/26년 269.9달러로 상승했고 2026/27년 329.17달러, 2027/28년 333.4달러, 2028/29년 325달러로 세 해 연속 제도상 상한에 도달했다. 2026년 7월 실시된 2028/29년분 경매에서 확보한 용량은 신뢰 기준보다 6,831MW 부족했다.

발전·저장 설비를 계통에 연결하는 시간도 길어졌다. 접속 신청에서 상업운전까지 중앙값은 2005년 준공분 18개월에서 2025년 61개월로 늘었고 상위 25%는 86개월을 넘었다. 데이터센터 접속 통계는 아니지만 전력 수요가 늘 때 새 공급이 빠르게 늘기 어렵다는 점은 분명하다.

전력 병목은 투자 규모보다 가동 시점을 늦춰 투자 회수 기간을 늘린다. 반대로 전력량과 가동 부지를 확보한 사업자는 회소성을 누린다. 2027년에는 발표된 투자 규모보다 전력 확보와 가동 일정이 검증된 사업자를 선호한다. 전력기기와 발전설비 공급자는 이 병목의 직접 수혜 업종이다.

PJM 용량가격

(달러/MW·일, UCAP)

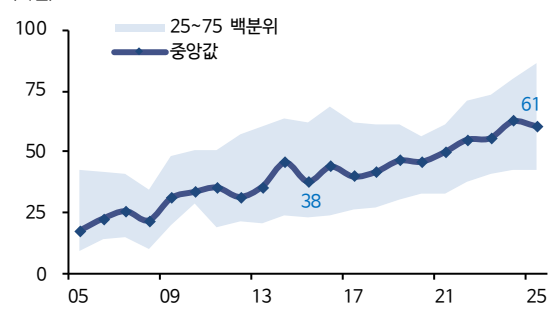


자료: PJM, 신한투자증권

주: 공급연도 시작년(6월~익년 5월) RTO 청산가

발전·저장 설비 접속 소요기간

(개월)



자료: LBNL Queued Up 2026, 신한투자증권

주: 발전·저장 설비의 접속 신청→상업운전, 준공 연도별

자금 조달 여력은 내년
또 다른 변수. CoreWeave는
2H26~2027년 약 106억달러
원금 상환 도래

현금 55억달러와 조건부
한도 100억달러는 구분:
투자 여력은 고객 계약
이행과 인출 조건에 연동.
취약 기업 발주를 다른
고객이 대체할지가 관건

2027년 도래하는 원금 상환, 기존 부채와 신규 투자를 함께 감당할 조달

AI 인프라 투자에서 외부 조달은 기존 부채 상황과 신규 장비 구매의 재원이다. 2027년 위험은 부채 규모보다 자금이 필요한 시점에 조달이 이어지는가에 있다. CoreWeave는 조달이 장비 발주로 이어지는 구조를 보여주는 사례다.

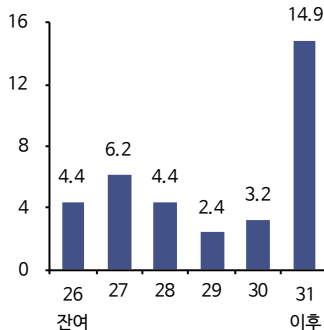
CoreWeave의 2026년 6월 말 원금 부채는 355.5억달러이고 2026년 하반기 44.1억달러, 2027년 61.8억달러, 2028년 44.2억달러의 만기가 도래한다. 향후 두 해 동안 106억달러를 상환하거나 차환해야 한다. 같은 시점 현금·현금성자산은 55.2억달러이고 기존 약정의 미인출 가용액 100.1억달러는 인출 조건을 충족해야 재원이 된다. DDTL(분할 인출 기한부 대출) 4.0에는 DSCR(원리금 상환액 대비 상환 재원) 1.15배 등 고객 계약과 장비 원가에 연동된 조건이 붙는다.

6월 말 이후에도 조달은 이어졌다. 8월 DDTL 5.5 약정 26억달러(금리 SOFR +5.5%p)와 9월 전환사채 42억달러가 공시돼 자금시장은 열려 있었다. 다만 대출에는 인출 조건과 기한이 붙고 전환사채는 기존 주주 지분을 희석한다. 인출 중단이나 약정 위반은 확인되지 않았지만 후속 조달은 시간을 확보한 것이지 발주 여력을 증명한 것은 아니다.

CoreWeave의 2027년 투자 여력은 현금 잔액보다 고객 계약의 이행 여부에 달려 있다. 프로젝트가 지연되면 매출 회수와 추가 인출이 함께 막히고 발주는 늦어진다. 공급자 입장에서 중요한 것은 개별 사업자의 도산 여부가 아니라 취약 사업자의 발주를 자금력 있는 고객이 대체하는지다.

CoreWeave 원금 만기 일정

(십억달러)



2026/6/30 이후 후속 자금조달 내역

조달 방식	규모	주요 조건
자연인출 기간대출 (DDTL)	약정 26억달러 중 12억달러 인출	8월 인출, 2031년 9월 만기 금리 SOFR+5.5%
회전신용한도 (RCF)	12억달러 인출	8월 인출
전환사채 (CB)	42억달러 발행	9월 22일 발행, 2033년 만기 순조달액 41.4억달러, 캡드콜 비용 5.7억달러

자료: CoreWeave 10-Q(2Q26)-8-K(26/8/10, 26/9/22), 신한투자증권

주: 2026/6/30 원금 상환 일정(합계 355.5억달러, 장부 순액·한도·리스 제외).

후속 조달은 6/30 이후라 막대에 더하지 않음

신용 불안 이후에도
주가와 투자 확대
이어질 수 있음

개별 기업 신용 불안이
곧바로 전체 사이클의
전환을 의미하지는 않음
: 계약·인도·조달 약화는
경고, 고객 Capex·
공급자 EPS 하향 확인
신호

신용 불안 속에서도 이어진 주가 상승, 전환점은 발행·투자·주문의 동반 약화

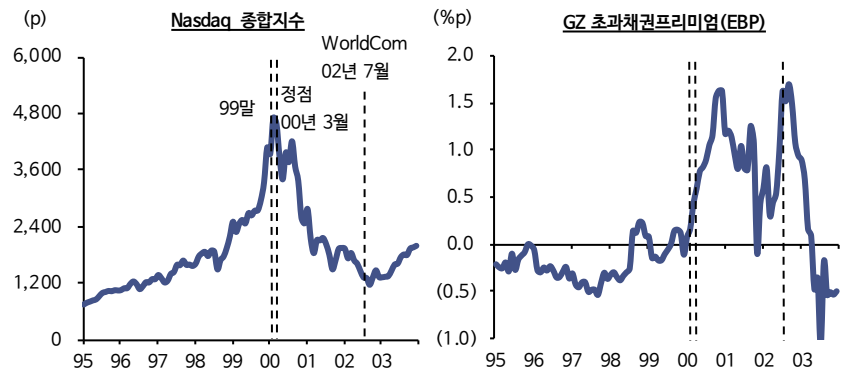
일부 기업의 신용 악화만으로 AI 투자 사이클의 종료를 판단하지 않는다. 수익성 낮은 사업자가 정리되는 동안 자금력 있는 기업은 투자를 늘린다. 반대로 공급자 실적이 좋아도 신규 조달과 주문이 함께 약해지면 주가는 먼저 하락한다. 판단 기준은 개별 위험이 산업 전체의 투자와 발주로 확산되는가이며 1990년대 후반 이 그 사례다.

초과채권프리미엄(EBP, 회사채 스프레드 가운데 기대 부도율로 설명되지 않는 위험 보상)은 1998년 1월 -0.33%p에서 10월 +0.23%p로 상승했다. 그러나 Nasdaq은 1999년 한 해 86%, S&P500은 20% 상승했다. 당시 연준은 신용등급 하향과 투기등급 부도 증가를 지적하고 있었다. 2000년 3월 말 EBP는 +0.43%p였고 Nasdaq은 같은 달 정점을 기록했다. 신용 경고 이후 주식 정점까지 1년 반이 걸렸다.

이후 투자와 조달이 함께 꺾였다. 2000년 말 기업 실질투자가 감소로 전환했고 2001~2002년 발행 위축과 차환 부담이 확대됐다. EBP는 2002년 9월 +1.69%p로 정점을 기록했고 Nasdaq 월말 저점도 같은 달이었다. 신용 지표의 최악이나 대형 부도를 기다렸다면 대응은 늦었다.

2014~2016년 에너지처럼 부문 조정이 시장 전체로 번지지 않은 사례도 있다 (S&P500 2015년 -0.7%, 2016년 +9.5%). 다만 AI는 지수와 이익에서 차지하는 비중이 당시 에너지보다 커 파급 범위를 넓게 봐야 한다. 투자 판단은 신용 지표 하나가 아니라 경고와 확인을 나눠 한다. 신규 계약의 가격·물량 약화, 인도 연기·취소, 조달 조건 악화가 주요 고객까지 번지면 선행 경고로 보고 공급자 비중을 먼저 낮춘다. 주요 고객의 다음 해 Capex 가이드선 하향과 공급자 EPS 하향은 확인 신호로 보고 AI 전반의 비중을 축소한다. 현재는 취약 사업자의 조달 비용만 오른 단계다.

Nasdaq과 초과채권프리미엄(1995~2003)



자료: FRED, Fed, 신한투자증권

주: EBP는 신용스프레드 중 기대부도로 설명되지 않는 신용위험 보상(부도율 아님, 사후 갹신 시계열). 사건선은 해당 일자, 주가는 월말

국채금리 하락과 기업 조달 여건 개선 사이의 간극

국채금리 내려도 신용
스프레드 확대되면 기업
조달 부담은 지속

정책금리와 국채금리가 내려가면 AI 투자 부담도 줄어든다. 다만 기업 차입금리는 국채금리에 신용위험 보상을 더한 값이다. 경기와 현금흐름 전망이 나빠져 스프레드가 확대되면 국채금리 하락 효과는 상쇄되고, 자금 사정이 약한 기업일수록 금리 방향과 실제 차환 조건이 괴리된다.

국채·Baa 금리 격차는
과거 위기 수준 밑돌지만
CoreWeave 회사채 유
통수익률 14%대 부담.
취약 사업자 부담은 별개
: 취약 사업자의

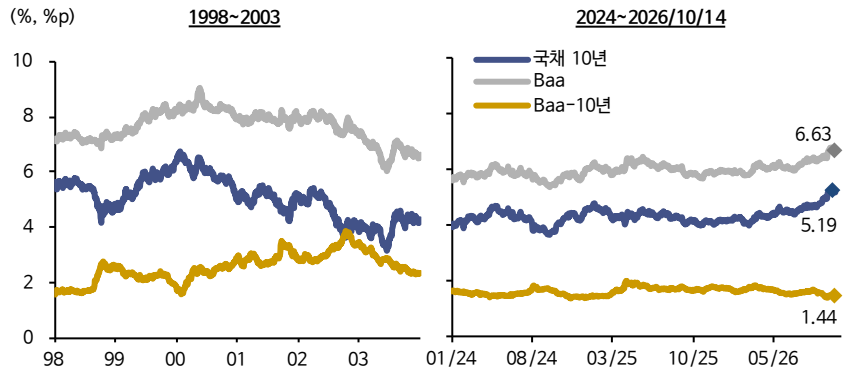
투자 감속은 회사채에는
긍정, 공급자 주가에는
부정

2000년 3월 10일부터 2002년 10월 9일까지 미국 국채 10년 금리는 6.39%에서 3.61%로 2.78%p 하락했지만 Baa 회사채 금리는 8.48%에서 7.51%로 0.97%p 하락에 그쳤다. 단순 격차가 2.09%p에서 3.90%p로 확대됐기 때문이다. 연준의 인하에도 기업 차입비용은 국채금리 하락폭의 3분의 1만 반영했다.

현재 격차는 그때보다 작다. 2026년 10월 14일 국채 10년 5.19%, Baa 6.63%로 1.44%p이며 Nasdaq 정점이던 2000년 3월(2.09%p)보다 낮다. 투자등급 평균으로 보면 신용시장 전체가 당시 같은 압박에 있다고 보기 어렵다. 그러나 취약 AI 사업자의 차입금리는 다르다. CoreWeave 일반 회사채 유통수익률은 10월 중순 14.1~14.8%였다.

주식과 채권 투자자의 이해는 엇갈릴 수 있다. 취약 사업자가 투자 속도를 늦추면 상환 여력이 개선돼 회사채 금리는 하락할 수 있지만, 그만큼 장비 발주가 줄어 반도체·인프라 공급자 주가에는 부정적이다. 신용 개선이 투자 축소에서 오는지 매출 회수에서 오는지 구분해야 한다. 2027년 공급자 주식의 상방은 금리 인하 자체보다 자금력 있는 고객의 조달 비용이 함께 낮아져 발주가 유지될 때 나타난다.

Baa-국채 10년과 단순 격차



자료: FRED, 신한투자증권

주: 일간, 격차는 %p(만기·구성 불일치 단순 격차, OAS 아님). 점은 99/12/31·00/3/10·02/10/9.
투자등급 평균 금리로 취약 차주 조달비용 아님

조달과 이익 상향이 지지하는 투자 지속, 주가 전환 신호는 신규 발주

투자 전망과 공급자 EPS
동반 상향은 현재의
확장을 지지

2027년 기본 경로는 자금력 있는 플랫폼과 차별화된 공급자가 투자를 이어가고 취약 사업자는 재편되는 것이다. 7월 15일부터 10월 15일까지 NVIDIA와 Micron의 EPS 컨센서스는 같은 회계연도 기준 각각 25%, 51% 상향됐고 5사 2027년 Capex 전망도 21% 올랐다. CoreWeave도 후속 자금을 확보했다. 일부 기업의 자금 부담이 커졌지만 투자와 공급자 이익이 함께 꺾이는 상태는 아니다.

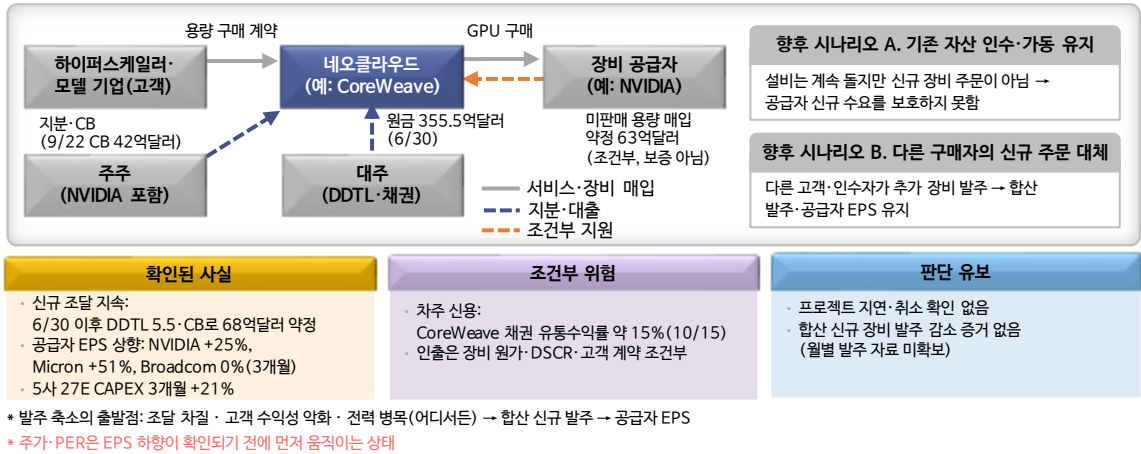
다만 가동 지연과 자금
부담은 추가 발주 제약할
가능성. 주가는 이익
하향에 앞서, 다음
발주의 리스크를 반영
: 계약·인도·조달 약화 시
공급자 비중 축소,
Capex 가이드런스·EPS
하향은 확인 신호

다만 투자 계획과 신규 발주는 다른 단계다. 전력 연결과 장비 인도가 늦어지면 매출 인식과 현금 유입이 지연되고, 공급자 이익 상향은 기존 주문과 가격 강세를 반영한 것이라 다음 발주까지 설명하지 못한다. 수집한 공시 범위에서 프로젝트 지연·취소는 확인되지 않았고, 합산 신규 발주 통계는 확보하지 못했다.

위험의 전이 순서는 하나가 아니다. 조달 약화가 투자 축소와 주문 감소로 이어질 수도 있고 구매자 지출 조정이나 효율 개선으로 발주가 먼저 줄고 차주 신용이 뒤따라 악화될 수도 있다. 공급자의 지분 투자와 미판매 용량 매입 약정은 고객의 조달을 돕지만, 고객이 흔들리면 투자손실과 매입 부담, 매출 감소가 한꺼번에 공급자에게 돌아온다. IMF는 공개된 14건의 순환 거래에서 지분 약 3,000억달러와 부채 6,500억달러가 1.4조달러의 매출 약정과 연결돼 있다고 집계했다(성격이 달라 합산하지 않음). 대형사의 재무 건전성은 도산 위험을 낮출 뿐 이동반 손실까지 막지는 않는다. 기존 소프트웨어 기업에 대출한 BDC(중소기업 대출 전문 상장펀드)도 노출돼 있다.

투자 판단은 다음 발주로 한다. 주가와 PER은 EPS 하향이 확인되기 전에 움직이기 때문이다. 신규 계약 조건과 인도 일정, 주요 고객의 조달 여건이 유지되는 동안 공급자 비중을 유지한다. 이 가운데 경고가 나타나면 공급자 비중을 먼저 낮추고, 다음 해 Capex 가이드런스 하향과 공급자 EPS 하향이 확인되면 AI 전반의 비중을 축소한다.

투자·매입·조달 관계와 현재 확인 상태



자료: BIS Bulletin 137, CoreWeave 8-K·10-Q, LSEG, 신한투자증권

주: 자체 재구성. 금액은 공시 기준(6/30 잔액과 이후 조달은 합산하지 않음). EPS 수정은 7월 중순 → 10월 중순 같은 회계연도 컨센서스

높은 금리는 밸류에이션 부담, 주식의 방어선은 이익 성장

금융시장의 긴축 전망은 실제보다 매파적일 수 있다

시장은 2027년 추가 긴축, 당사는 연말 인상 후 동결 전망. 긴축 우려 완화 시 할인율 부담 감소

다만 높은 자본비용은 PER 회복 폭을 제한. 동결 길어져도 이익 성장이 주가를 지지

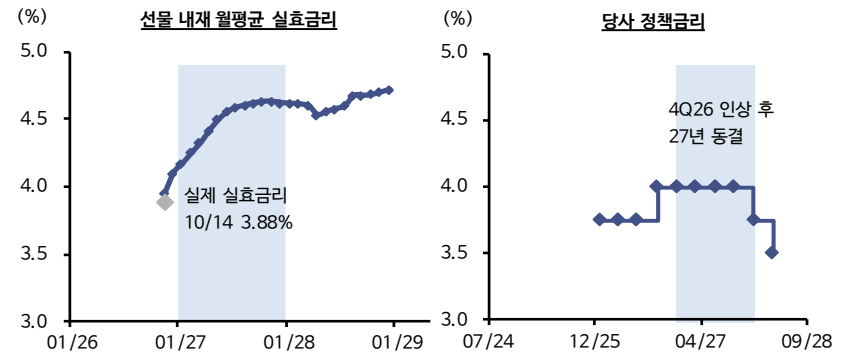
금리는 2027년에도 높은 수준을 유지할 전망이다. 미국 물가와 에너지 부담이 완화되면 추가 긴축 우려는 줄겠지만 AI 투자와 기업 자금 수요가 장기금리를 지지한다. 2028년 정책금리 인하가 시작돼도 장기금리와 실제 차입비용이 같은 폭으로 하락하기 어렵다. PER 회복에 기댈 뭇은 그만큼 작다.

시장은 높은 정책금리 경로를 반영하고 있다. 10월 15일 연방기금금리 선물의 내재 금리는 2026년 11월물 3.95%에서 2027년 10월물 4.64%까지 상승한다. 당사는 목표금리 상단 기준 2026년 4분기 4.25%로 인상한 뒤 2027년 동결, 2028년 1분기 인하를 예상한다. 정의가 달라 인상 횟수로 환산하지는 않지만 시장은 2027년 추가 인상을, 당사는 연말 긴축 종료를 본다.

이 간극이 주식의 상방이다. 물가가 내리고 고용이 완만히 둔화되면 추가 인상 기대는 되돌려지고, 이익이 유지되는 가운데 할인율 부담이 줄어든다. 인하가 2028년에 와도 시장은 그 전에 경로를 수정한다. 반대로 서비스 물가와 투자 수요가 강하게 남으면 인상이 2027년까지 이어지고 PER 부담은 커진다. 같은 금리 하락도 물가 안정에서 오는지 이익 악화에서 오는지에 따라 주식에 대한 의미가 다르다.

당사 경로에는 2027년 인하가 없다. AI 투자와 기업이익이 성장을 지지해 연준은 4.25%에서 물가 둔화를 확인한 뒤 2028년에 움직인다. 긴축 우려 완화는 2027년 주식의 상방 요인이지만 전제가 아니다. 인하 기대가 살아나도 이익이 꺾이면 PER은 회복되지 않고, 동결이 이어져도 이익이 늘면 주가는 지지될 수 있다.

선물 내재 금리와 당사 정책금리 전망



자료: CME, FRED, 신한투자증권 / 주: 왼쪽은 결제월 선물 100-가격(월평균 실효금리, 위험 보상 포함 가능), 오른쪽은 당사 전망 분기말 목표 상단. 정의가 달라 bp 차이 미산출. 음영 2027년

생산성 기대의 선행
수요와 AI 장기채 발행이
금리 하락 제약

생산성 기대와 장기채 공급이 지지하는 금리, 기업 저축이 제공하는 완충

AI는 두 경로로 금리를 지지한다. 첫째는 수요다. 생산성 개선 기대는 공급능력이 늘기 전에 투자와 소비를 먼저 자극한다. Chicago Fed 모형에서 미래 생산성 상승을 미리 알면 정책금리는 약 50bp 상승하고, 예고 없이 오르면 약 75bp 하락한다. 2026년 2분기 미국 단위노동비용 상승률은 1.40%로 인건비 압력은 크지 않지만 PJM 용량가격은 상한에 머물러 있다. 이런 병목은 공급자 이익을 늘리는 동시에 고객 수익성과 물가를 압박하며, IMF도 아시아 기술 수출품 가격 상승이 미국 물가-금리 부담을 키우는 시나리오를 제시했다. 둘째는 장기 자금 수요다. 기업이 장기채를 발행하면 투자자는 금리 변동 위험을 추가로 부담해 더 높은 수익률을 요구한다.

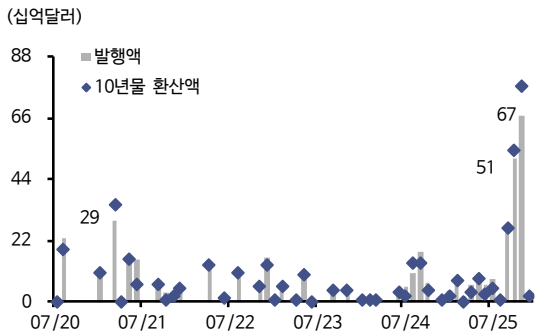
과거보다 두터운 기업
저축은 급격한 투자 위축
완충. 다만 기업별 자금
여력 차별적
: 내부 재원과
외부 조달이 투자 지속
뒷받침하되 높은 자본
비용 부담 잔존

달러화 AI 관련 채권 발행은 2024년 481억달러에서 2025년 1,898억달러로 증가했고 그중 1,450억달러가 9~11월에 집중됐다. 만기와 금리 민감도를 10년물 기준으로 환산하면 석 달치가 1,580억달러로 발행액을 상회한다. 장기물 비중이 그만큼 높았다는 의미다. 이 채권을 인수한 투자자는 다른 채권보다 높은 보상을 요구했다.

비금융법인 총저축/GDP는 조달 부담에 대한 완충을 보여준다. 미국 비금융법인 총저축은 2026년 1분기(4분기 평균) GDP의 10.9%로 닷컴 조정기 저점인 2001년 1분기 8.8%보다 2%p 높다. 부문 전체로는 내부 재원이 당시보다 두터워 투자 급감을 완충할 여력이 있다. 다만 총저축은 현금 잔액이 아니고, 부문 합계가 두터워도 특정 AI 기업은 자금이 부족할 수 있다.

두 차트는 투자와 금리에 다르게 작동한다. 기업 저축은 투자 급감을 막는 완충이고 장기채 공급은 그 투자를 유지하는 자본비용을 높인다. AI 투자는 지속되지만 장기금리가 높게 유지되며 주식 밸류에이션의 상단을 제약한다. 2027년 주식 수익은 멀티플 확대보다 이익 성장에서 나온다.

달러화 AI 관련 채권 발행



자료: Dallas Fed, Bloomberg, 신한투자증권
 주: 달러화 AI 관련 채권. 두 값은 합산하지 않음

비금융법인 총저축/GDP



자료: Fed, BEA, NY Fed, 신한투자증권
 주: 비금융법인 총저축/명목 GDP(4분기 평균=NY Fed 처리).
 시스템 완충 여력

주식 선행 이익수익률과
 국채금리 차 0.89%p.
 이익 기대 흔들릴 때
 가격의 완충 여력 제한

S&P500 종목 집중도는
 과거 분포의 95백분위
 상회. 집중도 높아 공통
 위험 노출 살필 필요

얕아진 이익수익률 격차와 소수 기업에 집중된 지수 수익

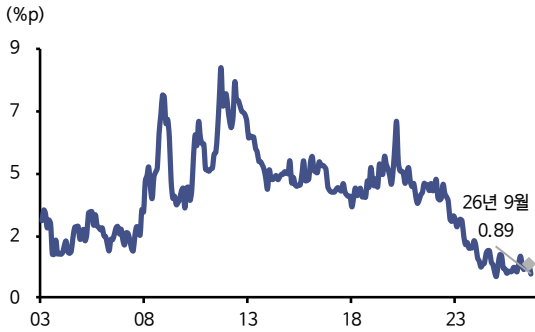
현재 가격에는 이익 성장에 대한 큰 기대가 반영돼 있다. 2026년 9월 말 ACWI 12개월 선행 이익수익률(PER의 역수)은 6.18%, 미국 국채 10년 금리는 5.29%로 격차는 0.89%p였다. 2003년 이후 월말 관측치 285개 가운데 두 번째로 좁고 중앙값은 3.91%p다. PER은 16.2배로 낮아졌지만 2003년 이후 중앙값 14.9배보다 여전히 높고 금리는 더 올랐다. 주식 선호의 근거는 현재 이익수익률이 아니라 앞으로 늘어날 이익이다.

이 격차를 주식 위험프리미엄으로 해석해서는 안 된다. 이익은 변동하고 재투자로 커지지만 국채 이자는 고정돼 있다. 다만 같은 지표의 시계열 비교로 현재 이익에 지불하는 가격 수준은 확인된다. 격차가 좁은 환경에서는 이익이 예상에 못 미치거나 금리가 다시 오를 때 충격을 흡수할 여유가 작다.

집중도는 이익 기대가 어디에 몰려 있는지 보여준다. 2026년 8월 말 S&P500 조정 HHI(상위 종목 쏠림을 재는 허핀달 지수)는 1990년 이후 분포의 95백분위를 상회했고 IT 섹터는 75백분위 부근이다. 소수 기업의 실적이 지수를 끌어올리지만 투자 회수와 조달에 대한 공통 우려가 생기면 여러 대형주의 밸류에이션이 동시에 하락한다.

지수 보유만으로 개별 기업 위험이 분산된다고 보기 어려워졌다. 사업이 달라도 AI 투자와 장기금리라는 같은 변수에 연동돼 있고, 투자자 레버리지가 이 연동을 키운다. IMF에 따르면 선진국 헤지펀드의 주식 총포지션과 신용융자는 GDP의 10%에서 약 15%로, 레버리지 ETF 중 단일종목 비중은 16%에서 28%로 높아졌다. 발주가 유지돼도 가격 하락이 강제 매도를 부르면 공급자와 플랫폼이 함께 하락한다. 증기 주식 선호와 별도로 AI·금리에 대한 실질 노출과 레버리지를 조절한다.

ACWI 이익수익률-국채 10년

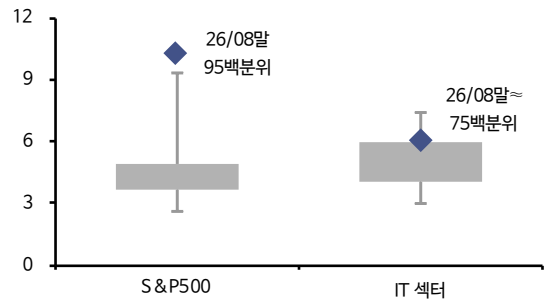


자료: LSEG(MSCI), FRED, 신한투자증권

주: ACWI 12MF E/P-미 국채 10년, 월말 285개

S&P500-IT 섹터 집중도

(조정 HHI, 1990년 이후 분포)



자료: ECB Economic Bulletin 6/2026, 신한투자증권

주: 상자 25~75%, 수염 5~95%. IT 최신값과 75백분위 차이는 오차 이내

EPS 15% 증가 가정 시
현금 수익률과 같아지는
PER는 14.1배

: 현 수준에서 11% PER
하락 흡수 가능.
이를 밀다면 현금 대비
주식 수익률 우위 낮아져

: 이익 정체 속
PER 14배면 총수익
약 -10%. 높은 할인율
견딜 이익 지속성과
밸류에이션 함께 고려한
선별 필요

EPS 15% 증가 시 현금 수익률을 지키는 PER 14.1배

이익 성장과 밸류에이션 부담을 수익률로 연결하면 주식 선호가 성립하는 범위가 나온다. ACWI 현재 PER 15.9배(10월 15일)에서 출발해 향후 1년 EPS 증가율과 종료 PER을 바꾸고 배당수익률 2%를 가산했다. 비교 대상인 현금 수익률은 4.16%로 뒀다. 목표 PER이나 지수 전망이 아니라 이익이 늘어나는 동안 밸류에이션이 얼마나 낮아져도 현금을 상회하는지 보는 민감도 분석이다.

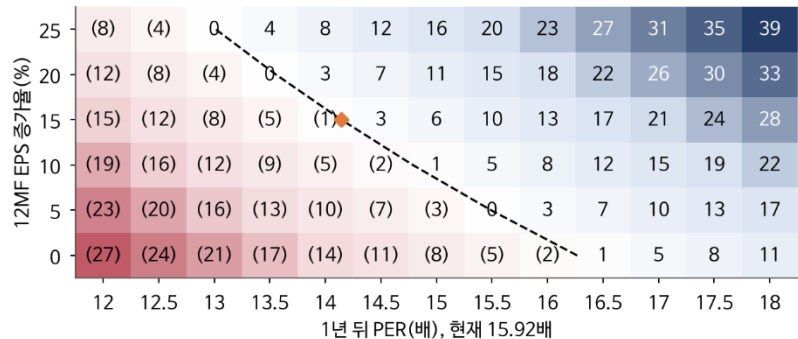
EPS가 15% 늘면 PER이 14.1배까지 낮아져도 배당을 포함한 주식 수익률은 현금과 같다. 현재보다 11.2%의 디레이팅을 견딜 수 있다. 같은 이익 증가율에서 종료 PER이 15배면 총수익률은 10.4%, 16배면 17.6%이고 14배면 3.1%로 현금을 밀돈다.

현금과 같아지는 경계선은 이익 증가율이 높을수록 낮은 PER로 내려간다. EPS 증가율이 10%면 약 14.8배, 20%면 약 13.6배다. 다만 두 변수는 독립적이지 않다. 성장 기대가 꺾이면 EPS와 PER이 함께 하락하고, 생산성 기대로 이익 전망이 올라도 금리가 따라 오르면 PER은 낮아진다.

반대쪽 크기도 같은 표에 있다. 이익이 늘지 않은 채 PER이 14배로 내려오면 배당을 더해도 총수익률은 약 -10%다. 두 자릿수 이익 증가가 주식 선호의 전제다. 이익 지속성이 약한 기업에까지 같은 가격을 지불할 이유는 없다. 계약과 가동이 뒷받침하는 공급자, 투자 뒤 현금이 회수되는 플랫폼을 선별한다.

1년 뒤 PER·EPS 증가율별 초과수익(MSCI Ac World)

(현금 대비 초과수익, %p)



자료: LSEG, 신한투자증권

주: 주식 수익률=(1+g)×(PER1/PER0)-1+배당 2%p, 현금 4.16%. 점선은 손익분기, ◆는 g 15%의 손익분기 14.1배. 가정의 민감도이며 예측 아님

2027년 투자와 사용의 동반 성장, 이익이 남는 기업으로 압축

공급자·플랫폼을 중심으로 계약·가동·현금으로 선별

공급자·플랫폼을
투자 중심에 두되 계약·
가동·현금으로 투자 대상
압축

공급자는 추가 구매의
지속성, 플랫폼은 추가
매출의 현금 전환
: 주도주 확산은 비용
절감을 이익으로 남기는
AI 도입 기업부터.
소비로의 확산은 후행

현금보다 글로벌 주식을 선호하는 근거는 이익이다. ACWI 연도 고정 이익 컨센서스는 2027년 16.9%, 2028년 14.0% 증가로 두 해 연속 두 자릿수다. AI 인프라 구축과 유료 사용 확대가 공급자와 플랫폼 이익을 함께 지지한다. 0.89%p의 얇은 이익수익률 격차를 감안해 시장 전체의 멀티플 상승보다 실적에서 수익을 찾는다.

공급자는 고객이 장비를 계속 구매할 이유가 분명한 기업을 선별한다. 연산 효율과 제품 성능, 고객 기반에 계약 물량과 가격 조건이 더해져야 한다. 장기계약은 실적 변동을 줄이고 밸류에이션 할인을 축소한다. 고객이 약정을 이행할 자금과 가동 여건을 갖췄는지, 자체 설계 칩과 구매처 전환이 점유율을 낮추지 않는지도 확인한다. 수주가 출하와 수금으로 이어지는 기업이 우선이다.

플랫폼은 사용 증가가 순증 매출과 투자 뒤 현금으로 남는지를 본다. 기존 서비스 매출을 잠식하거나 가격 경쟁과 운영비가 증가분을 상쇄하면 주주 몫은 감소한다. Microsoft처럼 영업현금 1,829억달러를 벌고도 투자와 환원 뒤 152억달러(기타 투자 제외)가 남는 구조에서는 잔여 현금의 증가 여부가 밸류에이션을 결정한다. 공급자는 계약이 보호하는 이익을, 플랫폼은 투자 뒤 회수될 현금을 기준으로 평가한다.

AI 밖으로 확장할 때도 기준은 기업 실적이다. 제조·유통·서비스 기업은 공정과 설계, 재고·상당 업무 개선으로 이익률을 높일 수 있고 절감분을 가격 인하로 모두 이전하지 않는 기업에 손해가 남는다. 소비기업은 고용과 실질구매력 회복이 더해져야 매출이 개선된다. 주도주 확산은 AI 도입 기업이 먼저, 가계소득에 의존하는 기업이 나중이다.

기업군별 이익 조건과 투자자 질문

기업군	이익을 남기는 조건	경계 조건	가격에 남을 수 있는 질문 (반응하는 투자자)
AI 공급자	계약 물량·가격 조건·제품·고객이 이익 지속성을 높임	고객 효율·자체 설계·구매 전환으로 외부 발주·점유율 악화	계약이 평가 할인을 줄이는가 (가치·현금 투자자, 대주)
플랫폼·업무 서비스	이용이 순증 매출과 투자 후 현금으로 전환	기존 매출 잠식·운영비·투자가 이용 확대 이익을 흡수	순증 매출과 잔여 현금 (성장·현금 투자자)
구경제·도입 기업	독립 수요와 공정·설계·재고·상담의 경제성 개선	절감이 가격 인하로 이전되거나 업황 부진이 효율을 압도	절감이 마진으로 남는가 (가치 투자자)
소비기업	고용·실질구매력·에너지 비용과 개별 수요 개선	노동소득 악화·금융 부담이 원가 절감을 압도	가계 낙수의 시차 (패시브·레버리지: 집중·담보 제약)

자료: 신한투자증권 / 주: 투자자 반응은 가설이며 실제 매매 동기 식별한 것 아님

투자 증가율 둔화 속 이어지는 확장, 2028년 전후 사용과 발주의 분화

2028년 투자 증가는 둔화해도 총액은 확대. 공급자 이익의 일률적 정점 판단은 유보

2027년은 AI 투자 붐이 끝나는 해가 아니라 투자와 사용 확대에서 동시에 이익이 발생하는 구간이다. 5사 Capex 증가율은 2024년 56%, 2025년 75%, 2026년 84%에서 2027년 37%, 2028년 11%로 낮아지지만 금액은 7,791억달러에서 1조 681억달러, 1조1,822억달러로 증가한다. 2027년 공급자 실적은 집행 규모와 계약 물량이, 플랫폼 실적은 늘어난 설비로 창출하는 유료 매출이 지지한다.

주가는 실적에 앞서 다음 해 발주와 현금 회수를 반영. 미국 물가 안정은 할인을 부담 완화 : 발주 감소나 이익 둔화 속 금리 부담 지속 시 주식 선호 재검토. 반대로 현금 회수나 조달 여건 개선되면 성장 지속 가능성 확대

2028년 전후에는 사용 증가와 신규 장비 발주가 갈릴 수 있다. 기존 설비 가동률과 연산 효율이 오르면 사용이 늘어도 추가 장비 구매는 완만해진다. 컨센서스도 투자 감소가 아니라 증가세 둔화를 전제하며 Capex/영업현금흐름은 2027년 105%에서 2028년 92%로 내려온다. 2028년을 공급자 이익의 일률적 정점으로 단정하거나 주도권이 플랫폼으로 이동한다고 가정하지 않는다.

주가는 이 변화를 실적보다 먼저 반영한다. 상반기에는 계약 가격과 출하가 공급자 이익을 지지하더라도 연중에는 다음 해 발주와 플랫폼 현금 회수에 대한 평가가 커진다.

기본 판단을 바꾸는 조건은 셋이다. 첫째, 조달 차질이나 고객 수익성 악화, 전력 병목이 대체되지 않는 합산 신규 발주 감소로 이어질 때다. 둘째, 이익 모멘텀이 둔화되는 동안 정책금리와 장기금리·신용비용 부담이 함께 남을 때다. 이때는 이익과 PER이 동시에 하락해 현금 대비 주식의 우위를 재검토해야 한다. 셋째, 실적과 무관하게 레버리지 포지션이 청산될 때다. 이 경우 중기 선호는 유지하되 단기 노출을 낮춘다.

반대로 유료 매출 회수가 예상보다 빠르거나 물가 안정과 조달 여건 개선이 동시에 나타나면 투자와 이익 증가는 현재 전망보다 길어진다. 효율 개선이 교체 부담을 줄이면 하드웨어 지출이 둔화해도 플랫폼 현금은 개선되고, 우량 사업자가 취약 사업자의 설비와 고객을 싸게 인수하면 투자수익률이 높아진다. 그러면 AI 비중을 줄이기보다 공급자에서 플랫폼으로 옮긴다. 2027년 포트폴리오 그 상방에 참여하되 추가 자금 투입에 의존하는 기업보다 계약·가동·현금으로 성장 근거를 쌓는 기업에 비중을 둔다. 수익의 근거는 AI라는 이름이 아니라 지속되는 이익과 매수 가격이다.

2023~2030년 주식시장 중기 경로 판단

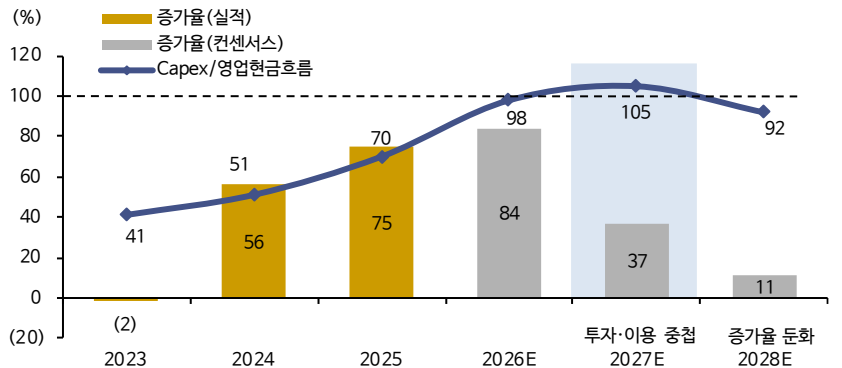
경로	2023~2026	2027	2028 전후	2029~2030
투자·이용	인프라 투자 급증, 이용 확산 (5사 Capex 26E 7,791억달러)	인프라 투자와 유료 이용 중첩. 클라우드 매출 가속	기존 설비 이용·효율이 신규 외부 발주를 일부 대체	업무 재설계·노동 이동에 따른 성장 차이 확대
이익 귀속	공급자 이익 급증, 이익 상향 평가하락 상쇄	투자 수혜와 유료화 중첩. 공급자·플랫폼 동행	효율·자체 설계·계약에 따라 외부 발주와 이익 분화	경쟁·가격·고객 기반에 따른 이익 귀속 재편
신용·자산 재편	외부 조달 확대, 취약 차주 신용 가산금리 상승	취약 차주 재편과 핵심 투자 지속 공존(조달·수금 검증)	차환·담보·회수 실패가 신규 발주를 줄이는지	자산·고객 이전 이후 생존과 신규 투자의 분리
금리·평가	높은 자본비용, PER 하락 (26년 ACWI PER -16.6%)	미국 4.25% 동결, 추가 긴축 우려 완화. 기업별 밸류 차이	정책 경로와 장기자금 수요 계속 분리	생산성 성과와 자본수요 조합이 평가 결정

자료: 신한투자증권

주: 반증 ① 조달 차질·고객 수익성·전력 병목 어디서든 대체되지 않는 합산 신규 발주 감소

② 이익 모멘텀 둔화 속 정책·장기·신용 비용 부담 지속 반기 지수 우열·분기 저점·재상승 경로를 제시하지 않음

5사 Capex 증가율과 Capex/영업현금흐름



자료: LSEG, 각 사, 신한투자증권

주: 5사(MSFT·AMZN·GOOGL·META·ORCL) 회사 전체, 달력연도 환산(MSFT 6월·ORCL 5월 결산).
2023~2025년 실적(SEC 공시), 2026~2028년 10/15 컨센서스

I-(4). 2026 중간선거: 미국 성장모델의 시험대

I. 무엇이 결정되고 권력구조는 어떻게 바뀌는가

중간선거는 Trump 2기 정책의 속도를 결정

중간선거는 대통령 국정 운영에 대한 평가 역할:
이번 선거 관심은 생활비
물가, 경제 운영 중심

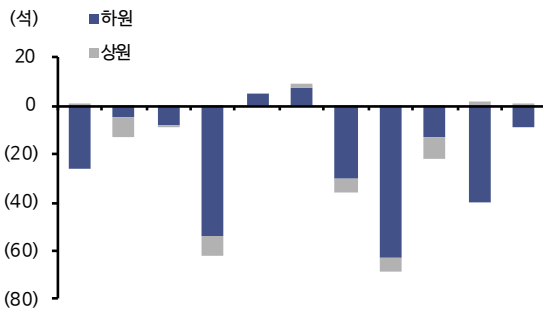
미국 중간선거의 핵심은 '의회 권력 재편'이다. 다수당은 입법과 예산 통제력을 가지며 대통령의 정책 추진 범위에도 영향을 미친다. 11월 3일 선거에서 하원 435석 전체와 상원 35석의 향방이 중요한 이유다. 선거 결과는 Trump 행정부의 남은 임기 동안 관세·재정·규제 정책이 어떤 경로로 전개될지를 가늠하는 변수다.

2024년 대선 결과 공화당은 백악관+상·하원을 모두 장악해 통합정부를 구성했다. 이는 Trump 행정부가 관세와 감세, 이민·산업정책 등을 빠르게 추진할 수 있는 정치적 기반이 됐다. 그렇지만 중간선거에서는 대통령 소속 정당이 하원 의석을 잃는 경향이 뚜렷하다. 1934~2022년 실시된 중간선거 23회 중 20회에서 대통령 소속 정당의 하원 의석이 감소했고(1934·1998·2002년 예외), 평균 감소 폭은 약 32석이었다. 이는 중간선거가 대통령의 국정 운영에 대한 중간평가로 작용한다는 점을 보여준다. 한편 상원에서는 23회 중 15번 의석을 잃었다(평균 6.5석).

이번 선거에서 유권자의 주요 관심은 생활비와 물가, 에너지 비용, 경제 운영에 대한 평가다. 2026년 10월 5일 발표된 Reuters/Ipsos 조사에서는 응답자 52%가 생활비를 가장 중요한 변수로 뽑았다. 물가에 대한 불만은 전체 응답자의 67%에 달했고 공화당 지지자 37%가 물가 대응에 불만을 나타냈다(민주당 93%). 이는 경제정책에 대한 불만이 민주당 지지층에만 국한되지 않음을 보여준다.

다만 체감경기 악화가 곧바로 민주당의 의회 장악을 의미하지는 않는다. 하원은 전국적 민심 변화가 의석으로 비교적 빠르게 반영되는 반면(2년마다 전체 435석 교체) 상원은 주별로 선거 대상 의석이 제한되어 있다(2년마다 1/3씩 교체). 즉, 특정 정당에 유리한 전국 여론이 형성되더라도 상원에서 교체 대상이 아닌 2/3 의석은 그대로 유지된다. 따라서 하원과 상원의 결과는 별도로 전망해야 한다.

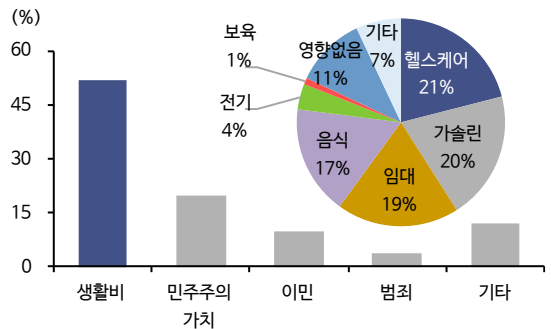
중간선거에서 불리한 집권당 → 정권 심판 성격



자료: 신한투자증권

주: 여당 정당의 상하원 순증감 차이

중간선거에서 유권자의 주요 관심은 생활비



자료: Reuter/Ipsos, 신한투자증권

주: 2026년 10월 5일 기준

하원 민주당 탈환은 예산·감독 권한 통한 견제 ↑.
다만 법률 개정은 대통령 거부권 등 제약이 존재

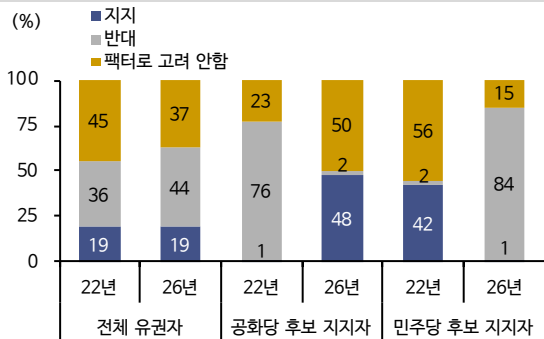
선거 판세: 하원은 민주당 우세, 상원은 불확실성 지속

전체 유권자 중 대통령 지지율을 투표 판단의 팩터로 고려하지 않는다는 응답은 2022년 45%에서 2026년 37%로 낮아졌다. 즉, 대통령 평가가 선거 판단과 연결되는 정도가 커지고 있다. 이러한 상황에서 이란전 장기화, 물가 부담 등에 따라 집권 2년차인 Trump 2기 지지율은 1기 대비해서도 부진한 흐름을 보이고 있다.

① 하원은 민주당이 다수당 탈환을 위해서 순증 4석을 확보해야 하는 상황이다. 공화당 218석, 민주당 214석, 무소속 1석, 공석 2석 구도에서는 소수 지역구의 결과만으로도 다수당이 바뀔 수 있다. ② 상원은 공화당이 현재 53석을 보유하고 있고 민주당 진영은 무소속 의원을 포함해 47석으로 과반을 위해서 최소 4석의 순증이 필요하다. 상원은 주별 성향이나 후보 개인 지지율이 결과에 큰 영향을 미치는만큼 전국적 지지율과 무관하게 다수당 지위는 바뀌지 않을 수 있다.

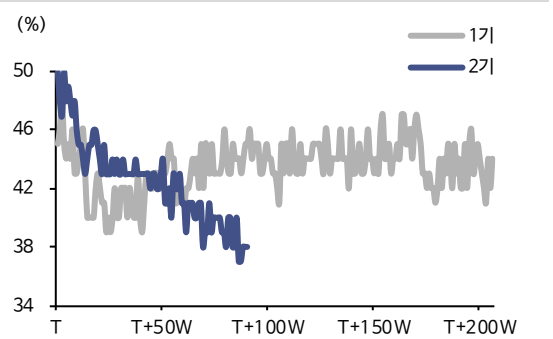
주식시장은 '의회 구도 변화'와 '정책 변화 가능성'을 구분해야 한다. ① 민주당이 하원만 장악하면 행정부 견제는 강화되나, 상원·대통령의 동의가 필요한 입법은 제약이 따른다. ② 상·하원을 모두 장악해도 대통령 거부권을 무력화하려면 양원 각각 2/3의 찬성이 필요하다. 결국 중간선거 결과가 정책 기조의 전면적 전환을 의미하지는 않는다. 그렇다면 과거 주식시장은 이러한 정치적 불확실성에 어떻게 반응했는지 역대 선거 이후의 주가 흐름을 통해 살펴볼 필요가 있다.

지난 중간선거 대비 대통령 지지율 팩터 중요도 ↑



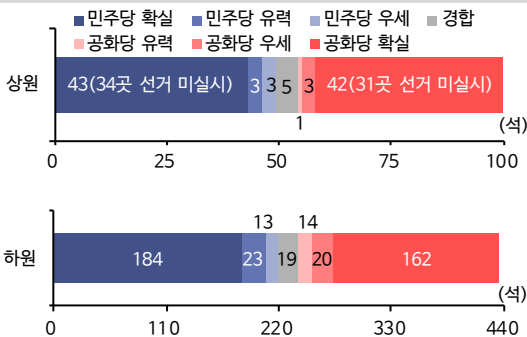
자료: Pew Research Center, 신한투자증권

이란전 장기화+물가 부담에 Trump 지지율 부진



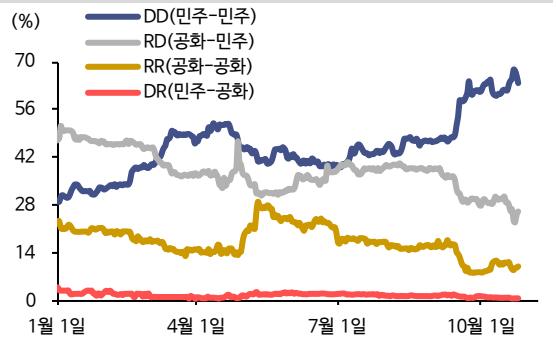
자료: YouGov, 신한투자증권

현재까지 흐름은 하원 민주당 우세, 상원 경합



자료: 270twin, 신한투자증권

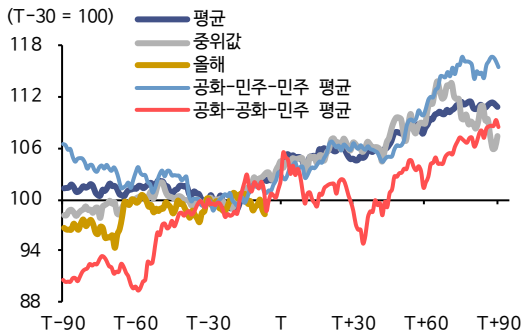
시장 민주당 하원 장악 92%, 상원 장악 62% 예측



자료: Kalshi, 신한투자증권 / 주: 상원-하원 순

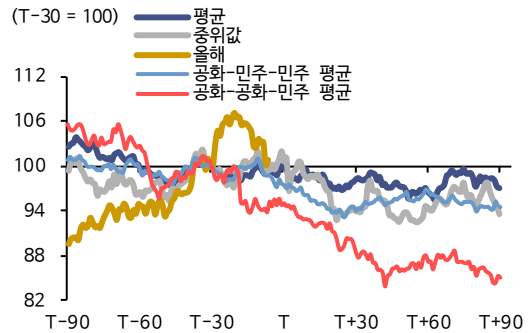
과거 중간선거 이후 주식시장은 대체로 회복세를 보였다. 1970년 이후 14차례 S&P500 평균 상승률은 선거 후 3개월 6.3%, 6개월 13.1%였다. KOSPI도 각각 4.7%, 10.8% 올랐다. 특히 선거 전후 불확실성이 완화되면서 주가가 반등하는 경향이 나타났다. 다만 정당 구성에 따른 차이는 크지 않았던 점에서 선거 결과 보다 매크로·기업이익 등 시장 여건이 선거 이후 방향을 결정하는 핵심 변수였다.

중간선거 전후 S&P500은 안도 랠리에 회복 추이



자료: LSEG, 신한투자증권

중간선거 이후 美 10년물 금리는 진정 추이



자료: LSEG, 신한투자증권

1970년대 이후 美 중간선거 결과와 주식시장 성과

선거일	대통령	정당구성			주가 상승률(S&P500, %)			주가 상승률(KOSPI, %)		
		대통령	상원	하원	1M	3M	6M	1M	3M	6M
1970-11-03	Nixon	공화	민주	민주	5.6	15.1	22.6			
1974-11-05	Ford	공화	민주	민주	(12.0)	5.1	19.9			
1978-11-07	Carter	민주	민주	민주	3.4	3.4	5.5			
1982-11-02	Reagan	공화	공화	민주	1.0	4.2	17.9			
1986-11-04	Reagan	공화	민주	민주	2.8	13.6	17.5			
1990-11-06	G.H.W. Bush	공화	민주	민주	5.6	14.9	22.0	2.1	(9.6)	(8.9)
1994-11-08	Clinton	민주	공화	공화	(4.3)	3.3	12.5	(7.4)	(15.8)	(20.1)
1998-11-03	Clinton	민주	공화	공화	3.5	14.5	21.9	9.9	35.7	85.6
2002-11-05	G.W. Bush	공화	공화	공화	(1.0)	(7.8)	1.2	8.7	(9.7)	(10.1)
2006-11-07	G.W. Bush	공화	민주	민주	1.8	4.9	9.0	1.6	2.8	14.2
2010-11-02	Obama	민주	민주	공화	2.3	9.3	14.0	1.7	8.0	16.2
2014-11-04	Obama	민주	공화	공화	3.0	1.5	5.1	2.7	1.4	10.2
2018-11-06	Trump	공화	공화	민주	(2.2)	(0.9)	6.4	(1.0)	5.4	5.1
2022-11-08	Biden	민주	민주	공화	3.5	7.6	8.1	(1.2)	3.5	4.8
평균(전체)					0.9	6.3	13.1	1.9	4.7	10.8
중위값(전체)					2.6	5.0	13.3	1.7	3.2	5.1
평균(Blue Wave:공화-민주-민주)					0.8	10.7	18.2	1.9	(3.4)	2.7
평균(분리 정부:공화-공화-민주)					(0.6)	1.7	12.2	(1.0)	5.4	5.1

자료: LSEG, 에프앤가이드, 신한투자증권

Trump 1기도 공화당 단점
정부에서 중간선거 이후에
분점 정부화 → 입법 제약이
확대되면서 관세·행정명령
등 행정부 재량권 활용도
높아지며 정책 불확실성 ↑

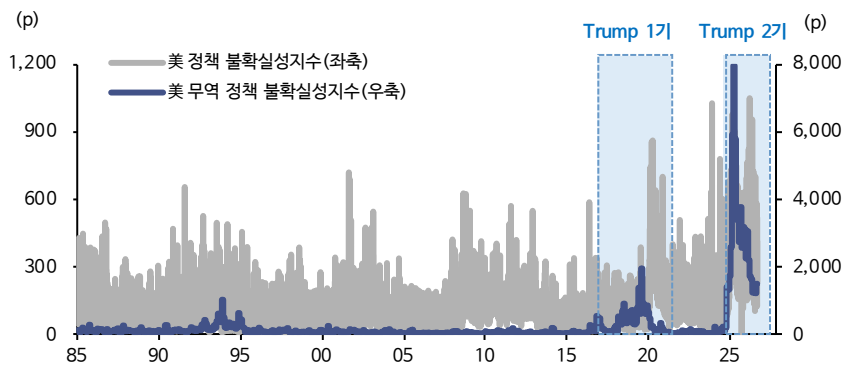
[참고] 2018년 Trump 1기 중간선거 전후 정책환경 비교

지난 Trump 1기(2017~2021)에 치러진 2018 중간선거 결과도 참고할 수 있다. 당시 중간선거 이전은 이번 2기와 동일하게 공화당 단점 정부(공화-공화-공화)였다. 다만 중간선거 후 분점 정부(공화-공화-민주)화하며 정책 환경이 변화했다.

우선 당시 상하원 분리에 따라 입법 제약이 커졌고, 감세·이민·예산 등 주요 정책에서 의회 협상 필요성이 부각됐다. 그럼에도 불구하고 Trump의 관세·수출통제·국가비상사태 등 기존 법률에 근거한 행정권의 재량 조치는 지속됐다. Huawei 제재 등 미중 기술 갈등이 진행되면서 한국의 수출 환경에도 부담 요소였다.

예산안과 관련해서는 2018년 말 국경 장벽 예산 갈등으로 35일 간 부분 섀다운 및 국가 비상사태가 선포됐다. 장기 섀다운의 정치·경제적 부담이 누적되며 예산 협상 필요성이 확대됐고, 2020년 대선을 앞두고 부담감이 커지자 2019년 초당적 예산 합의가 이뤄졌다.

Trump 1·2기 모두 단점 → 분점 정부화 입법 제약 & 행정부 재량 → 불확실성↑



자료: Bloomberg, 신한투자증권

Trump 1기 중간선거 전후(공화-공화 → 공화-민주)

항목	정책	중간선거 이전(공화-공화)	중간선거 이후(공화-민주)
정치 환경	입법, 행정권	TCJA 등 대규모 입법 추진	행정부와 대립, 19년 말 탄핵조사 개시
재정 예산	감세안	17년 말 TCJA(10년간 1.5조\$ 감세) 통과	대규모 신규감세 입법 제약
	섀다운, 부채한도	18년 2월 부채한도 적용 유예	18년 말 35일 간 부분 섀다운 발생
산업 통상	행정부 독자 정책	주요 재정 및 세제정책의 입법 지원	19년 2월 국가비상사태 선포
	대중국 관세	18년 7월 중국산 수입품에 301조 부과	19년 5월 관세율 조정, 9월 추가 관세 발효
국내 영향	기술 안보	18년 8월 외국인 투자심사법 통과	19년 5월 화웨이 제재 등 통제 강화
	반도체	미중 관세 갈등 및 중국 수요 둔화 우려	화웨이 제재와 기술 갈등으로 공급망 교란
	철강, 자동차	18년 철강 쿼터 적용, 자동차 관세 우려	철강 쿼터 지속, 자동차 관세 232조 우려
	공급망	미국 무역제재 및 외국인 투자심사 강화	19년 일본 수출규제 증폭되며 불확실성 ↑

자료: 신한투자증권

정책 변화 가능성은
누가 어떤 권한을 가지고
있는가로 출발 →
어느 정당이 무엇을
선호하는가가 다음

II. 정책 권한: 선거가 바꾸는 것과 바꾸지 못하는 것

의회 권력은 정책의 방향보다 실행 가능성을 바꾼다

정당 공약과 실제 정책 변화는 구분해야 한다. 법 개정이 필요한지, 예산 승인이 필요한지, 행정부 재량으로 집행할 수 있는지에 따라 중간선거 영향은 달라진다.

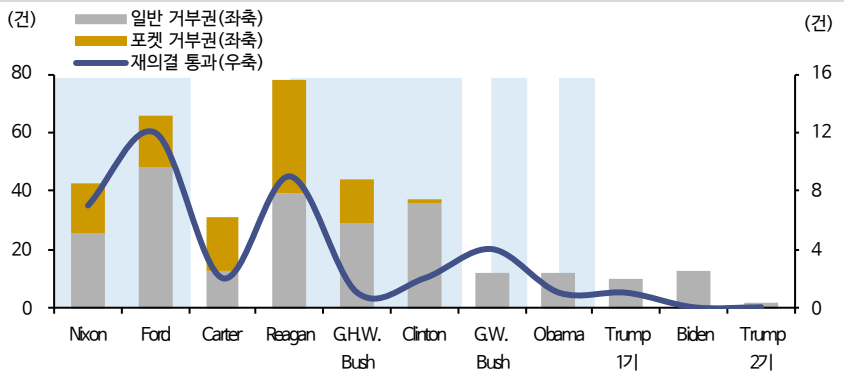
① 하원은 세입 법안의 발의와 정부 지출 관련 법안의 출발점이라는 점에서 예산·재정의 협상력이 크다. 민주당이 하원을 장악 시 Trump 정부의 지출 우선순위와 감세 연장, 부채한도 협상에서 영향력을 확대할 수 있다. 그 외에도 위원회 조사, 청문회 등을 통해 행정부의 정책 집행에 대한 감독을 강화할 수 있다.

② 상원은 고위 공직자 인준, 조약 동의 등에서 중요한 역할을 한다. 또한 예산 조정 절차 등 일부 예외가 존재하지만 주요 정책은 여전히 양당 간 합의가 필요할 수 있다. 일반 법안은 원칙적으로 토론 종결에 60표가 필요하기 때문에 단순 과반만 확보했다고 해서 모든 법안을 통과시킬 수 있는 것은 아니다. 민주당이 상·하원을 모두 장악해도 Trump 정책을 전면적으로 되돌리기 어려운 이유다.

③ 대통령의 거부권 역시 중요한 제약이다. 대통령이 법안에 거부권을 행사하면 이를 무력화하기 위해 양원 각각 2/3 이상 찬성이 필요하다. 현재 의석 구도에서 민주당이 단독으로 이 문턱을 넘기는 것은 현실적으로 쉽지 않다. 따라서 민주당 의회가 행사할 수 있는 영향력은 기존 정책을 일괄적으로 철회하는 것보다 예산·감독·인허가·집행 방식에 대한 견제와 일부 정책 수정에 집중될 가능성이 높다.

정책별로 보면 ① 관세는 행정부 권한이 상대적으로 강한 영역이다. 의회가 관련 법률을 수정하거나 행정부의 집행을 견제할 수 있지만, 민주당이 의회를 장악한다고 기존 관세가 자동으로 철회되는 것은 아니다. 반면 ② 세액공제·재정 지출은 법률과 예산에 연결되므로 의회 구도 변화에 상대적으로 민감하다. ③ 규제는 법 개정 없이도 집행 우선순위나 감독 강도에 변화가 나타날 수 있다. 따라서 정책 변화의 가능성은 ‘정당이 무엇을 선호하는가’보다 ‘누가 어떤 권한을 가지고 있는가’에서 출발해야 한다. 중간선거에 따른 상하원 구도가 중요한 이유다.

1970년대 이후 美 대통령 거부권 행사 및 의회 재의결 통과 추이



자료: US Senate, 신한투자증권 / 주: 음영은 대통령과 상하원 모두 반대

① 대통령 행정권한 중심: 행정명령, 규제 집행 등 행정부 재량으로 정책 추진 여력↑ → 공화당 정책 어젠다에 집중

어젠다	초당적	공화당	민주당	선거 민감도
관세·무역 정책	중국의 불공정 무역 관행 견제, 전략 산업 보호, 공급망 회복력 확보	광범위한 관세와 상호관세를 협상 수단으로 활용하고 국내 생산을 유도	동맹국 공조·전략품목 중심 보호무역, 中 전기차·배터리·반도체 등에 강경 대응	중간~높음
에너지·석유·가스	저렴하고 안정적인 에너지, 에너지 안보, 전력 수요 대응과 발전원 확충	석유·천연가스 생산 확대, 시추·파이프 라인 인허가 완화, LNG 수출 확대	재생에너지·배터리·전기차 투자 확대, 에너지 안정성을 위해 천연가스·원전 활용	높음
환경·기후 정책	환경재해 대응, 오염 저감 기술 개발, 에너지 비용과 환경 편익의 균형	배출 규제·연비 기준 완화, 기업의 규제 비용 축소, 화석연료 개발 우선	온실가스 감축, 청정에너지 세액공제, 발전·차량 배출 규제 강화	높음
외교·동맹	중국 견제, 미국의 국제적 영향력과 기술·경제적 우위 유지	미국 우선주의, 동맹국 방위비 분담 압박, 양자협상과 경제적 압박 활용	NATO 등 동맹과 다자협력을 통한 영향력 유지, 동맹 기반 대중국 견제	중간~높음
이민 정책	국경 관리, 이민제도의 실효성, 노동시장에 필요한 인력 공급	불법 이민 단속·추방 강화, 국경장벽 확대, 망명 심사 강화	합법적 이민 경로와 인도적 보호 확대, 일부 체류자의 합법화 경로 및 이민자 권리 보호	매우 높음
금융·은행 규제	금융 안정, 예금자 보호, 신용 공급과 자본시장 경쟁력 유지	은행의 자본·유동성·준법 규제 부담 완화, 대출·투자와 핀테크 혁신 촉진	대형 금융기관 감독, 소비자 보호, 불공정 대출과 시스템 리스크 관리 강화	중간~높음
노동·임금	숙련인력 확보, 생산성 향상, 제조업 일자리 확대와 산업경쟁력 강화	고용 유연성, 인건비 부담 완화, 노조 영향력 제한. 민간 주도 인력 양성	노조 조직권·단체교섭권, 최저임금 인상, 산업안전과 노동자 보호 강화	높음
사회·문화 정책	법적 권리와 제도적 안정성 유지. 다만 핵심 쟁점의 실질적 초당적 합의 제한적	낙태 규제, 총기 소유권, 종교의 자유, 보수적 교육정책	낙태권 보장, 총기 규제, 성소수자 권리와 차별 방지	높음

② 의회 입법·예산 중심: 법률 개정, 세제 변경 등 의회 입법·예산 권한이 중요 → 민주당 정책 어젠다에 집중

어젠다	초당적	공화당	민주당	선거 민감도
재정·정부 지출	국가부채·이자비용 관리, 국방·전략산업 투자, 재난 대응과 국가 핵심 기능 유지	비국방 재량지출과 연방정부 조직 축소, 국방·국경 지출 우선. 민간투자·규제 완화 통한 성장	인프라·교육·의료·기후 투자↑, 사회안전망 강화. 공공투자 통한 생산성·고용 개선	높음
조세 정책	기업 투자·고용 촉진, 중산층 부담 완화, 국제 조세경쟁력 유지	법인세·개인소득세 인하, 감세 연장, 투자 세제 혜택 확대. 사례: 2017년 TCJA의 법인세율 35% → 21% 인하	고소득층 대기업 증세, 중산층·저소득층 세액공제, 공공투자 재원 확보	매우 높음
헬스케어·의료보험	의료비 부담 완화, 의료 접근성 개선, 메디케어·메디케이드의 장기 재정 안정성	민간보험 경쟁, 소비자 선택권, 가격 투명성 중시. 정부의 직접 가격 통제와 보장 확대에는 상대적으로 회의적	ACA 기반 보험 보장, 공공지원, 처방약 가격 협상과 본인부담 경감. 사례: IRA의 메디케어 처방약 가격 협상 제도	높음
교육·학생부채	STEM 인재, 직업교육, 산업 현장과 교육의 연계 강화	학부도 선택권, 주·지방정부 권한, 직업교육 중시. 연방 개입과 광범위한 학자금 탕감 회의적	공교육 재정, 저소득층 접근성, 학자금 상환 부담 경감과 일부 채무 탕감 추진	중간~높음
주택·생활비	주택 공급 확대, 주거비·전력비·의료비 등 생활비 부담 완화	건축·인허가 규제 완화, 민간 주택 공급 확대, 에너지 비용 절감	저소득층 주택지원, 임대료 보조, 공공지원과 주거비 부담 완화	중간
사회보장·고령화	사회보장과 메디케어의 지속가능성, 고령층 생활 안정과 의료 접근성 확보	지출 구조 개혁과 재정 효율성을 강조하면서도 사회보장·메디케어 수급자 보호를 중시	급여와 보장 수준 강화, 재원 확충 위해 고소득층의 부담을 높이는 방안 선호	중간

③ 권한 결합형: 대통령은 정책 방향을, 예산·법률은 실제 규모나 속도를 결정 → 초당적 정책 어젠다에 집중

어젠다	초당적	공화당	민주당	선거 민감도
AI·빅테크	미국의 AI 기술 패권, 컴퓨팅 인프라 확충, 생산성 향상과 국가안보 위험 관리	AI 사전 규제 축소, 민간 혁신과 상용화 속도, 글로벌 기술경쟁력 우선	AI 안전성·개인정보·알고리즘 차별·노동자 보호를 위한 감독 체계 강조	높음
국방·안보	군사적 억지력, 첨단 무기체계 현대화, 사이버 안보와 방산 생산능력 강화	국방력 증강, 미사일 방어, 군수산업 생산능력 확대, 국경 통제 강화	동맹 기반 억지력, 첨단 무기 투자, 정보 공유와 외교·안보 협력	중간
반도체·산업정책	반도체·첨단기술의 해외 의존 축소, 미국 내 제조와 연구개발 기반 확보	미국 내 생산, 중국 견제에 적극적. 감세·규제 완화·무역조치를 상대적으로 선호	보조금·세액공제·R&D 지원을 통한 전략 산업 육성. 사례: CHIPS and Science Act	중간
전력망·데이터센터	AI·첨단 제조업을 위한 전력·송전망 확충과 안정적인 데이터센터 운영	발전·송전·데이터센터 인허가 간소화, 전력 공급 확대, 민간투자 촉진	청정전력과 전력망 투자, 환경 영향과 지역사회 부담 관리	높음
핵심 광물·배터리	리튬·흑연·희토류 등 핵심 광물의 중국 의존도 축소와 공급망 다변화	국내 채굴·정제, 인허가 완화, 중국산 제품에 대한 무역 조치로 공급망 강화	배터리·전기차·청정기술 투자와 원산지·공급망 요건 통한 국내·우방국 생산 확대	중간~높음
원전·차세대 에너지	안정적인 저탄소 전력과 에너지 안보, 기존 원전 수명 연장 및 차세대 기술 개발	원전 건설·인허가 간소화, 기존 원전 유지, SMR과 차세대 원자로 개발	원전을 청정전력의 일부로 활용하면서 안전 규제와 청정에너지 정책을 결합	낮음~중간

자료: 신한투자증권

선거 결과가 주식시장에
전달되는 세 가지 경로인
① 관세 ② 재정 ③ 규제가
상호 충돌하며
미국 성장모델 재편

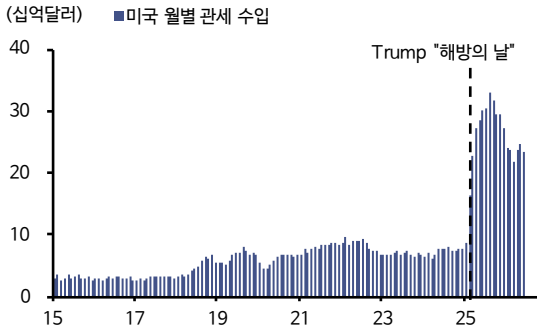
선거 결과가 주식시장에 전달되는 세 가지 경로: ① 관세·전쟁 ② 재정 ③ 규제

앞서 세 경로는 서로 독립적이지 않다. 관세는 물가와 기업 원가에 영향을 주며 물가 부담은 재정정책의 우선순위를 바꿀 수 있다. 예산 협상은 세제 지원·규제 집행 속도에 영향을 미치며 규제는 AI 투자, 전력망 확충의 속도를 바꾼다. 이번 중간선거의 중요성은 개별 정책 하나보다 이들 정책이 맞물리는 과정에 있다.

① 관세·전쟁: 관세는 의회 동의가 필요 없고 행정부 재량 여지가 큰 만큼 선거 결과가 불리할수록 활용도는 높아질 수 있다. 재량적 정책의 확대는 예측가능성 저하와 불확실성 확대를 가져올 수 있다. 기존 관세의 전면 철회보다 추가 관세 도입 제약, 적용 범위와 예외, 통관 규정의 집행 강도 변화에 주목한다. 1) 기업의 가격 전가 가능성, 2) 미국 내 생산 전환 가능성에 따라 실적 영향은 달라진다.

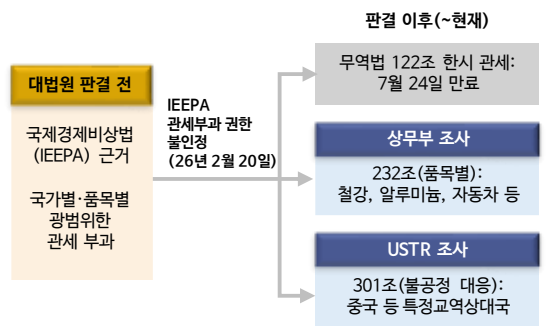
외교·안보 정책도 의회 구도 변화의 영향을 받는다. 대통령의 외교·군사적 권한과 초당적 제재 지지를 고려하면 중간선거만으로 대외 정책이 일괄로 전환된다고 보기는 어렵다. 다만 우크라이나 군사 지원과 대러 제재, 중동 군사 작전 등은 의회 예산 승인·감독, 제재 입법, 청문회와 조사권 등으로 견제받을 수 있다. 지정학적 충돌의 강도·빈도가 떨어지면 공급망 교란 압력의 경감을 기대할 수 있다.

25년 Trump 관세 정책 이후 美 관세 수입 증대



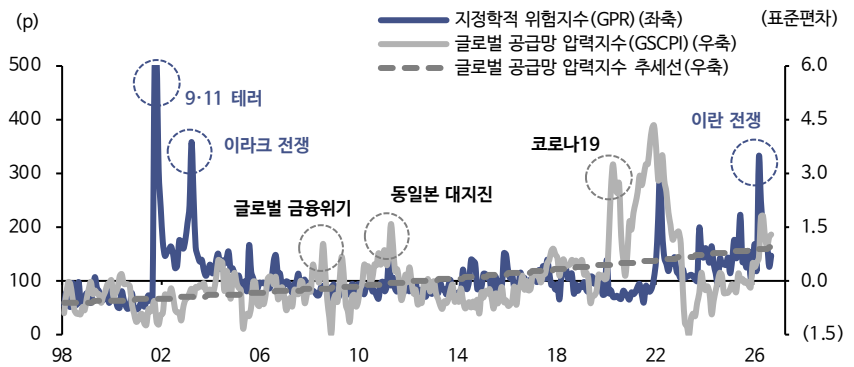
자료: 미국 재무부, 신한투자증권

IEEPA 위법 판결 이후 관세 정책 구조 복잡화



자료: 신한투자증권

선거 이후 지정학 이벤트 모멘텀↓ → 충돌 강도·빈도↓ → 공급망 압력↓ 기대



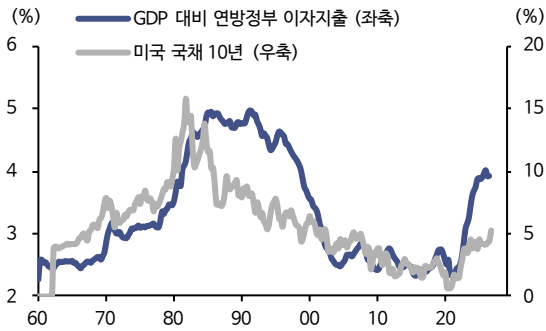
자료: Caldara and Iacoviello, Bloomberg, 신한투자증권

중간선거 이후 재정정책 변화는 기존 정책의 전면적인 폐기보다 신규 지출확대 여부, 세제 지원 연장·수정, 예산 집행 속도 등

② **재정과 예산**: 정부 수요와 기업 투자에 영향을 미치는 경로다. 미국 GDP 대비 연방정부 이자지출 비중은 팬데믹 이후 빠르게 상승했고, 연방정부 부채도 한도 상향에도 불구하고 빠르게 소진되는 상황이 반복되고 있다. 부채와 이자 비용이 늘어날수록 정부가 경기 부양과 산업 지원에 활용할 수 있는 재정 여력은 제약받을 수 있다. 이에 따라 AI·반도체·에너지 인프라 등 전략산업의 지원 필요성이 유지되더라도, 지원 규모와 재원 조달 방식, 세제 혜택의 적용 조건 등을 둘러싼 정치적 협상은 더욱 중요해질 수 있다.

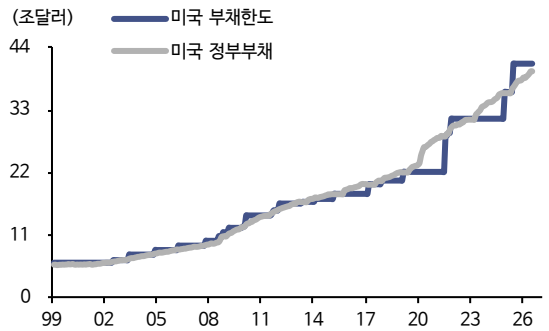
신규 지출과 세제 혜택은 의회의 입법·예산 협상에 따라 달라질 수 있지만, 이미 법률에 반영된 사업은 별도 개정이 없는 한 지속될 수 있다. 따라서 중간선거 후 재정정책 변화는 기존 정책의 전면적인 폐기보다 신규 지출의 확대 여부와 세제 지원의 연장·수정, 예산 집행 속도에서 나타날 가능성이 높다. 특히 분할정부가 형성되면 양당 간 우선순위 차이로 예산 합의가 지연되고 정부 셋다운이나 부채 한도 협상을 둘러싼 불확실성이 커질 수 있다.

2020년대 들어 이자지출 부담이 빠르게 증가



자료: Bloomberg, 신한투자증권

연방 정부부채 곧 한도에 도달 → 셋다운 리스크↑



자료: LSEG, 신한투자증권

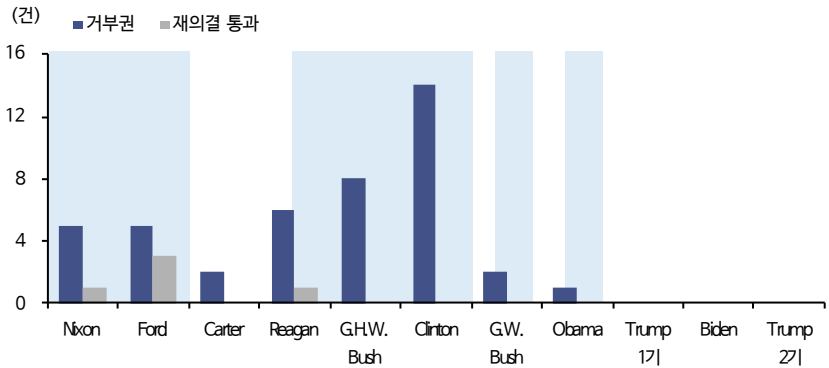
분할정부가 형성 시 양당 간 우선순위 차이로 예산 합의가 지연되고, 정부 셋다운, 부채한도 협상을 둘러싼 불확실성 확대

→ 다만, 곧바로 주식시장 하락 신호라기보다 협상 결과에 따른 우선 순위의 변동을 지켜볼 필요

다만 셋다운이 발생하더라도 이를 곧바로 경기침체나 주식시장 하락의 신호로 해석해서는 안 된다. 과거 사례를 보면 셋다운의 지속 기간과 당시의 경제·시장 환경에 따라 주가 반응이 달랐으며, 셋다운 발생 사실만으로 일관된 시장 방향을 도출하기는 어려웠다. 예산 협상 지연이 단기에 그치고 핵심 정부 기능과 민간 경제활동에 미치는 영향이 제한적이라면 충격도 제한될 수 있다. 반면 셋다운이 장기화되거나 부채한도 협상과 맞물려 정부 지급 능력에 대한 우려로 확대되면 정책 불확실성과 위험 프리미엄을 높이는 요인이 될 수 있다.

따라서 시장은 셋다운의 발생 여부보다는 지속 기간과 경제활동에 미치는 영향, 투자자들의 사전 예상 수준을 함께 살펴야 한다. 중간선거 이후 재정정책의 핵심 변수 역시 단순한 정부 지출 확대·축소가 아니라, 늘어나는 이자 부담에서 전략 산업 지원과 재정 건전성 간의 우선순위가 어떻게 조정되는가에 있다. 이는 정부 수요에 대한 의존도가 높은 기업뿐 아니라, 세액공제와 보조금에 따라 경제성이 달라지는 반도체·에너지·배터리 관련 기업에 영향을 미칠 수 있다.

1970년대 이후 美 세출 법안 거부권 행사 사례



자료: US Senate, 신한투자증권 / 주: 음영은 대통령과 상하원 모두 반대

1970년대 이후 美 섀다운 발생 사례 및 주식시장 성과 추이

날짜	대통령	의회 구도		지속 기간 (일)	주가 상승률(S&P500, %)				주가 상승률(KOSPI, %)			
		상원	하원		섀다운 中	1M	3M	6M	섀다운 中	1M	3M	6M
1981-11-20	Reagan	공화	민주	2	(0.1)	1.3	(7.0)	(5.6)				
1990-10-06	G.H.W. Bush	민주	민주	3	(2.1)	0.0	3.0	20.5	(0.4)	14.0	13.3	5.6
1995-11-14	Clinton	공화	공화	5	1.8	4.7	11.2	12.9	(0.2)	(4.2)	(8.3)	1.7
1995-12-16	Clinton	공화	공화	21	0.1	(1.3)	4.1	8.0	(2.9)	(1.8)	(3.1)	(2.8)
2013-10-01	Obama	민주	공화	16	2.3	3.9	9.0	11.2	2.1	2.0	0.6	(0.3)
2018-01-20	Trump	공화	공화	2	0.8	(3.3)	(5.0)	(0.3)	(0.7)	(4.2)	(1.7)	(9.2)
2018-12-22	Trump	공화	공화	34	10.3	8.9	15.9	22.1	5.6	2.7	6.1	3.1
2025-10-01	Trump	공화	공화	42	2.1	1.9	2.0	(2.0)	20.1	18.9	21.9	58.5
2026-01-31	Trump	공화	공화	(부분)3	(0.3)	(0.9)	3.9	7.9	1.2	19.5	26.3	26.2
2026-02-14	Trump	공화	공화	(부분)75	5.5	(3.0)	9.7	13.9	19.8	(0.4)	44.9	26.7
평균				20.3	2.0	1.2	4.7	8.9	5.0	5.2	11.1	12.2
중위값				10.5	1.3	0.7	4.0	9.6	1.2	2.0	6.1	3.1

자료: 신한투자증권 / 주: 지속 기간 2일 미만은 제외

규제 이슈에서 가장 시장
관심도 높은 데이터센터.
의회 결과보다는 주지사
선거 결과 등 지역 문제

③ **규제:** 규제는 산업별로 다른 효과를 낸다. 데이터센터에 대한 인허가 규제가 강화되면 신규 공급의 속도와 비용이 달라질 수 있고, 빅테크 시장지배력에 대한 규제는 플랫폼의 가격 결정력과 수익화 등 영향을 줄 수 있다. 다만 신규 공급이 제한된다고 해서 기존 사업자의 이익이 증가하는 것은 아니다. 전력·부지 확보 여부, 설비 가동률, 전력비 부담, 고객 수요가 함께 작용하기 때문이다.

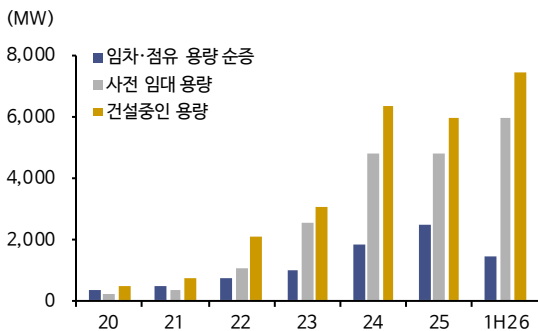
2026년 미국 중간선거에서는 연방 의회뿐 아니라 주지사 선거도 함께 실시되는 만큼, 데이터센터 관련 규제 변화에 주목할 필요가 있다. AI 투자 확대로 데이터센터 건설이 급증하며 전력망 부담, 환경 문제, 지역 주민의 반대가 새로운 정책 어젠다로 부상하고 있기 때문이다.

실제 북미 데이터센터의 건설 중인 용량은 2020년 약 0.5GW에서 2026년 상반기 약 7.5GW로 15배 확대됐다. 반면 신규 임차·점유 용량 순증은 2025년 약 2.5GW에서 2026년 상반기 약 1.5GW로 둔화됐다. 이 상황에서 사업에 차질이 발생한 데이터센터 프로젝트 수는 2025년 약 20건에서 2026년 40건 이상으로 증가했으며, 2026년 1분기에는 규모로 약 1,300억달러에 달했다.

이러한 투자 확대는 규제 강화와 연결되어 있다. New York은 신규 대규모 데이터센터의 환경 인허가를 유예하는 조치를 추진했고, Texas는 전력망 부담 점검을 위한 허가 제한에 나섰다. Pennsylvania주 역시 전력요금 부담과 환경보호 관련 인허가 요건을 강화했다.

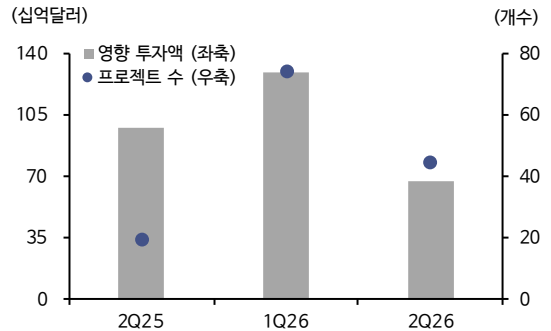
중간선거 후 주정부의 정책 방향에 따라 데이터센터 인허가 속도와 투자 비용이 달라질 수 있다. 특히 규제 강화는 AI 수요 훼손보다 데이터센터 착공 및 가동 지연을 거치며, 발표된 투자 계획과 실제 Capex 집행 간 시차를 확대하는 요인으로 작용할 수 있다. 즉, 규제 건수의 증가가 곧바로 대규모 투자 취소를 의미하지는 않지만, 주정부의 광역 규제가 확대될 경우 투자 집행의 불확실성이 커질 수 있음을 시사한다.

북미 데이터센터 증설 추이



자료: CBRE, 신한투자증권
주: '임차·점유 용량 순증'은 'Net absorption'

미국 내 데이터센터 사업 차질 현황



자료: Data Center Watch, 신한투자증권
주: 분기별 관측 프로젝트 투자액 추이, 중단과 지연을 합친 값

주정부 차원의 주요 규제·인허가 차질 사례

주(州)	조치	규제 유형	실질적 영향
New York	7/14 행정명령 62호 발동	주 전체 인허가 유예	신규 대규모 DC 환경 인허가를 최대 1년간 유예 → 일정 지연
Texas	9/21 주지사 지시 발표	주정부 허가 중단	전력망 영향 점검 위한 조사 완료 전 신규 DC 허가 발급 중단
Pennsylvania	8/18 행정명령 5호	인허가 요건 강화	개발사 GRID 요건 약속+지방정부 승인 → 주정부 인허가 심사
Illinois	7/1 세제 인센티브 처리 중단	투자 유인 축소	주정부의 DC 세제 지원 프로그램 신규 신청 처리 중단
Maine	4월 법안 통과 주지사 거부권	법안 무산	20MW 이상 DC 신규 인허가 제한(~27년 11월) 법안 무산

자료: 신한투자증권

데이터센터 개수 상위 지역의 주지사 지지 추이

주(州)	DC 개수 (개)	현재 주지사	전망
Virginia	674	민주	선거 미 실시
Texas	537	공화	공화
California	296	민주	민주
Georgia	276	공화	민주
Illinois	242	민주	민주
Ohio	240	공화	민주
Pennsylvania	174	민주	민주
Arizona	160	민주	민주

자료: Kalshi, Data Center Map, 신한투자증권

III. 정책 충돌: 정책 간 긴장 미국 성장모델 제약

① AI Capex: AI 패권 경쟁 vs 전력·인프라 비용의 충돌

AI 경쟁력 확보는 미국의
초당적 목표. 반면 DC가
초래하는 비용이 소비자에
전가되지 않아야 한다는
점은 속도 조절 요소 작용

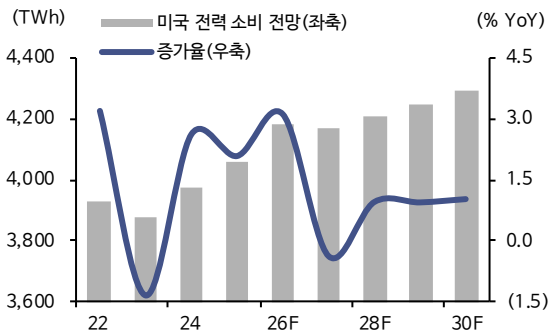
미국의 AI 경쟁력 확보가 국가적 목표로 자리 잡은 만큼 중간선거 결과만으로 AI Capex 사이클 자체가 단축될 가능성은 높지 않다. 그러나 AI 투자는 새로운 정치적 비용을 만든다. 데이터센터는 전력과 용수, 부지, 송전망을 필요로 한다. 대규모 전력 수요가 특정 지역에 집중되면 전력망 확충 비용과 전기요금 부담을 누가 부담할 것인지가 문제가 된다. 주민들은 데이터센터가 가져오는 고용이나 세수를 넘어 생활비 상승과 환경 부담이라는 청구서를 고려하기 시작했다.

이러한 긴장은 이미 정치적 쟁점으로 나타나고 있다. 2026년 9월 미국 하원에서 데이터센터 인프라 비용 부담을 사업자에게 지우는 법안이 417:3으로 통과됐다. 이는 데이터센터 확대의 필요성과 별개로 데이터센터의 확장을 둘러싼 우려가 특정 정당에만 국한되지 않는다는 점을 보여준다. Trump는 AI 기업들이 자율적으로 대책을 마련하라고 촉구해왔지만 업계 자율 방침에 법적 강제성이 부과될 가능성이 높아졌다는 점에서 정책의 방향 전환으로 평가될 수 있다.

중간선거 결과에 따라 이러한 갈등 조정 방식은 달라질 수 있다. AI 경쟁력 확보라는 목표만큼이나 데이터센터가 초래하는 비용이 소비자에게 전가되지 않아야 한다는 문제의식은 초당적이다. 따라서 의회 구도 변화는 AI 수요를 꺾기보다는 데이터센터 인허가와 비용 부담, 에너지 관련 지원의 우선순위에 영향을 줄 수 있다. 신규 데이터센터의 인허가가 지연되고 전력 확보 비용이 증가하면, 이미 전력과 부지, GPU를 확보한 사업자의 상대적 가치가 높아질 수 있다.

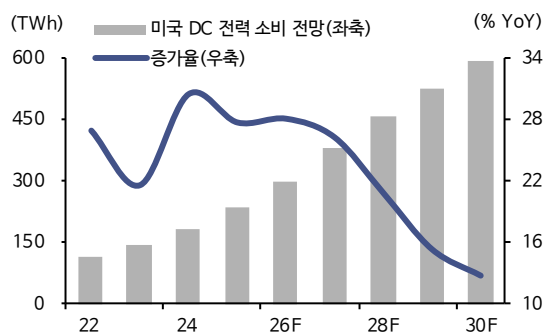
AI Capex는 반도체-전력 인프라에 공통 수요 동력으로 작용하나, 실적에 전달되는 경로·시점은 다를 수 있다. 데이터센터 투자가 지연되면 반도체 주문·출하뿐 아니라 신규 전력 설비 수요도 영향을 받는다. 다만 전력기기는 송전망 증설과 노후 설비 교체, 원전은 안정적인 전력 공급 등 데이터센터 건설 외 수요 요인도 보유한다. 반면 AI 반도체는 고객사의 투자 계획과 연산 수요, 재고·가격 변화에 따라 실적 전망이 달라진다. 따라서 1)AI Capex라는 공통 동력 관련 노출도와 2) 데이터센터 외 수요 기반, 실적 반영 시점 등 차이를 함께 평가할 필요가 있다.

2026년 이후 전력 소비 증가 속도는 둔화



자료: EIA, 신한투자증권

美 데이터센터 전력 소비 증가를 피크 통과 전망



자료: EPRI, 신한투자증권

② 관세·대중 규제: 미국 제조업 보호 vs 기업 비용·소비자 물가의 충돌

관세·규제 통한 산업 보호
편익-비용 주체별로 상이
→ 실질적 영향은 명목상
대상이 아닌 '생산구조'와
'가격 전가력'에 의존

관세는 Trump 행정부의 핵심 정책 수단이지만 그 목적은 단순한 수입 억제에 그치지 않는다. 관세를 통한 현지 생산 유인은 제조업 기반을 강화하고 전략산업의 공급망을 미국 중심으로 재편하려는 정책 수단이다. 의회 구도가 달라져도 미국 제조업 기반 강화+전략산업의 공급망 안보라는 목표는 유지될 가능성이 높다.

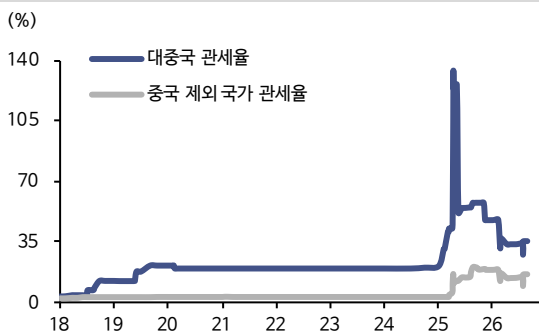
그러나 수입품에 대한 관세는 기업의 원가를 높이고, 현지 생산 확대 역시 설비 투자와 인건비, 공급망 재편 비용을 수반한다. 미국 내 생산을 확대한다는 정책 목표가 반드시 단기적인 비용 절감이나 기업 이익 증가로 연결되는 것은 아니다.

이러한 상충관계는 중간선거 이후에도 유지될 가능성이 높다. 의회 구도에 따라 관세의 적용 범위와 예외, 집행 방식에 대한 견제는 달라질 수 있지만, 미국 내 생산 확대와 전략적 공급망 확보라는 목표가 전면적으로 사라진다고 보기는 어렵다. 특히 반도체와 첨단기술 분야에서는 중국에 대한 의존도를 낮추고 공급망 안보를 확보하려는 이해관계가 정당 간 공통분모로 작용할 수 있다.

문제는 관세·규제를 통한 산업 보호의 편익-비용이 주체별로 다르게 나타난다는 점이다. ① 미국 내 현지 생산 기반을 갖춘 기업은 관세 부담을 줄이거나 경쟁사 대비 유리한 위치를 확보할 수 있다. 반면 수입 부품 의존도가 높거나 생산지를 단기간에 이전하기 어려운 기업은 원가 상승에 노출될 수 있다. ② 기업이 관세 비용을 판매가격에 전가하면 소비자 부담이 커질 수 있고, 가격 인상이 어려우면 기업의 마진이 축소될 수 있다. 결국 관세의 실질적 영향은 정책의 명목 대상이 아니라 기업의 '생산구조'와 '가격 전가력'에 따라 달라진다.

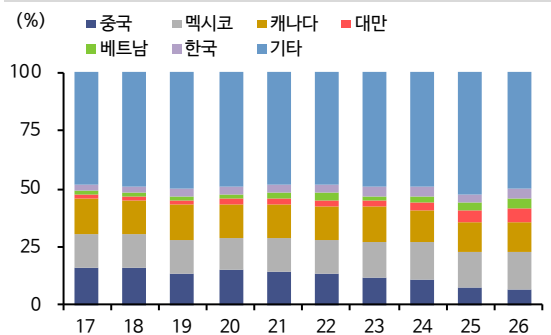
미국 산업 보호 정책은 한국에 일률적인 호재나 악재라기보다, '현지화에 필요한 자금 규모' vs '투자 수익' 간 격차를 통해 경쟁력이 차별화된다. 미국 현지 생산은 관세 부담을 낮추지만, 신규 공장 건설과 공급망 구축에는 상당한 자본·시간이 필요하다. 선제적으로 생산 기반을 확보한 기업은 접근성과 공급 안정성 측면에서 유리한 반면, 불확실한 수요 상황에서 현지화를 추진하는 기업은 고정비·감가상각비 부담이 수익성을 압박할 수 있다. 따라서 관세를 변화뿐 아니라 미국 투자계획, 현지 가동률, 투자에 따른 자본수익률을 함께 살펴볼 필요가 있다.

정권 교체 시기에도 유지된 대중국 고관세율



자료: PIIE, 신한투자증권

미국의 대중국 교역 비중은 크게 축소



자료: US Census Bureau, 신한투자증권 / 주: 26년은 8월까지

미국은 AI·반도체·에너지 등 전략 산업을 지원해야 하는 동시에 정부 부채에 대한 부담도 관리

→ 중간선거로 구성되는 의회 우선순위 따라 지원 규모·조건·속도 등 결정

③ 재정 우선순위: 전략산업 지원 vs 재정 여력의 충돌

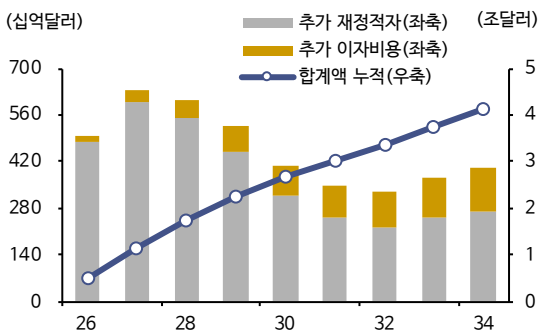
미국은 AI와 반도체, 에너지 인프라 등 전략산업에 대한 투자를 뒷받침해야 하는 동시에 정부 부채와 이자 비용에 대한 부담도 관리해야 한다. 전략산업 지원은 장기적인 경쟁력 확보에 기여할 수 있지만 세제 혜택·보조금과 정부 지출은 재정 여력을 필요로 한다. 따라서 정책적 필요성이 유지되더라도 지원 규모·조건·속도 등은 중간선거 결과 구성되는 의회의 우선순위에 따라 달라질 수 있다.

특히 중간선거 이후 분할정부가 형성되면 재정정책의 우선순위를 둘러싼 협상이 복잡해질 수 있다. 전략산업 지원을 확대하려는 요구와 재정 부담을 억제하려는 요구가 충돌할 경우, 정책의 전면적인 폐기보다 신규 지원의 제한이나 세제 혜택 조건 조정, 예산 집행 지연 등 형태로 변화가 나타날 수 있다. 다만 기존 법률에 근거해 시행 중인 지원이 의회 구도 변화만으로 자동 종료되는 것은 아니다.

이러한 제약은 기업의 투자 의사결정에도 영향을 미친다. 세액공제와 보조금이 사업 경제성의 중요한 전제인 경우에는 지원의 적용 조건과 지속 가능성이 투자 회수 기간을 좌우할 수 있다(재생에너지·배터리·ESS 등). 반면 정책 지원에 대한 의존도가 상대적으로 낮고 구조적 수요와 자체적 수익성을 확보한 기업은 정책 변화에 대한 민감도가 낮을 수 있다. 같은 산업에 속하더라도 재정 지원의 필요성과 현금흐름 구조에 따라 정책 변화의 영향이 달라지는 것이다.

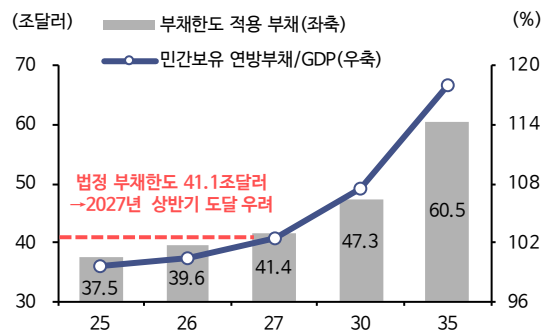
재정의 제약이 심화될 경우 주목할 변수는 지원의 총량뿐 아니라 산업 간 재원 배분의 우선순위다. 정부가 전략산업 전반에 대한 지원을 유지하더라도, ① 안보, 공급망 자립에 직결되는 분야와 ② 민간 투자만으로도 사업성이 확보되는 분야 사이에서 지원 방식과 강도는 달라질 수 있다. 이는 동일한 재정 여건에서 어떤 산업이 상대적으로 우선 정부 지원을 받고, 어떤 산업이 민간 자본 조달과 자체 수익성에 더 의존하게 되는지가 중요해진다는 의미다. 중간선거 이후 의회 예산 우선순위와 세제 정책 변화를 살펴야 하는 이유도 여기에 있다.

OBBBA 법안 통과로 추가된 미국 재정적자 규모



자료: CBO, Bloomberg, 신한투자증권

2027년에는 법정 부채한도 증액 협상 필요



자료: CBO, 신한투자증권 / 주: 매년 9월말 예상 수치

IV. 주식시장: 정책의 변화와 이익의 차별화

정책 변화는 어떻게 기업 실적과 주가를 가르는가

주식시장 입장에서 정책 변화가 이익&멀티플에 미치는 영향 구분 필요

→ ① 정책 수혜와 주가 성과가 반드시 일치하지 않을 가능성,

② 기업 간 경쟁 구도와 자본 배분의 변화에 따라 산업 전체의 수혜 여부보다 기업 간 차별화로 나타날 가능성

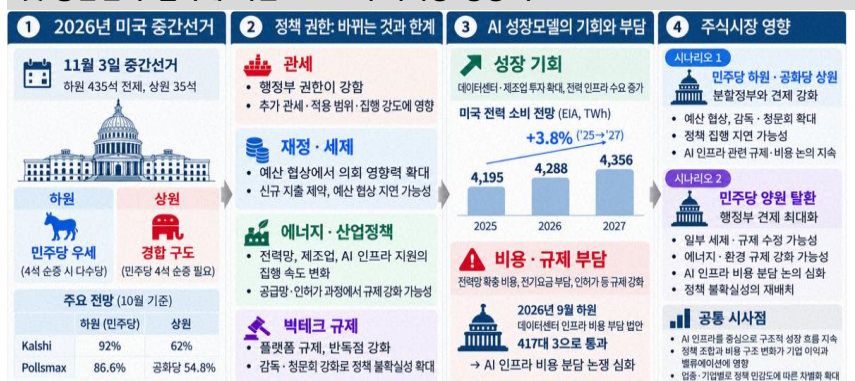
앞서 살펴본 세 가지 정책적 긴장은 공통적으로 미국 성장전략이 유지되더라도 이를 실행하는 비용과 제약은 달라질 수 있음을 보여준다. ① AI Capex 확대는 전력·인프라 비용 분담과 수익성 문제를 동반하고, ② 관세·규제 등 통한 제조업 보호는 공급망 안보와 기업 원가 사이의 상충관계를 만든다. ③ 전략산업에 대한 지원 역시 재정 여력과 의회 우선순위에 따라 집행 방식이 달라질 수 있다. 중간 선거는 이러한 구조적 목표를 뒤집기보다 정책의 집행 속도와 비용 부담, 지원의 우선순위를 조정하는 계기가 될 가능성이 있다.

주식시장에서는 정책 변화가 기업의 이익 추정치와 밸류에이션에 미치는 영향을 구분해야 한다. ① 이익 경로에서는 정책이 매출·원가·Capex·ROIC을 변화시키며 실적 전망에 영향을 준다. ② 밸류에이션 경로에서는 정책 불확실성, 성장 기대와 위험 프리미엄 변화가 투자자가 지불하려는 멀티플에 영향을 미친다. 두 경로는 같은 방향으로 움직일 수도 있지만 반드시 일치하지는 않는다. 예를 들어 AI Capex 확대가 지속되더라도 전력 확보 비용과 자금조달 부담이 커져 기대수익률이 낮아진다면, 관련 기업의 매출 성장이 주가 상승으로 온전히 연결되지 않을 수 있다. 정책 수혜 여부와 주가 성과가 반드시 일치하지 않는 이유다.

따라서 2027년 주식시장에서는 정책 발표 자체보다 ① 정책 변화가 실제 투자와 비용에 반영되는지, ② 그 변화가 이익 추정치의 상·하향으로 이어지는지, ③ 현재 주가가 이미 어느 정도의 성장을 반영하고 있는지를 함께 확인해야 한다. 결국 중간선거 결과는 결론이 아니라 이익과 밸류에이션을 변화시키는 경로다.

정책 변화가 주가에 미치는 영향은 기업별로 다르다. 현지 생산 기반, 전력 확보 능력, 정책 지원 의존도에 따라 동일한 비용 충격에도 이익 훼손 정도가 달라질 수 있다. 따라서 업종 전체의 정책 수혜 여부보다는 기업별 이익 추정치 변화가 실제로 차별화되는지를 확인해야 하며 실적 시즌을 거치며 검증될 영역이다.

美 중간선거 결과에 따른 2027 주식시장 영향 구조도



자료: 신한투자증권

칩 제약, 자본 제약 외에
주민 반발과 같은 '수용성
제약'은 밸류에이션 경로
통해 AI 종목들의 추가적
조정 빌미로 작용 여지

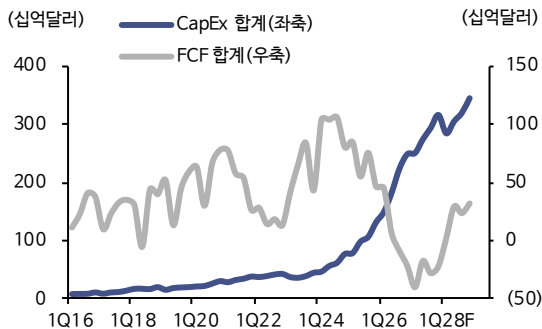
중간선거 이후, AI Capex 확대에서 수익성 검증으로

중간선거 결과가 주목받는 가장 큰 이유 하나는 AI Capex다. 의회 구도 변화가 정책 집행의 속도와 비용 부담을 바꾸면, 이미 진행 중인 AI 사이클의 수익성과 자금조달 여건에도 영향을 미칠 수 있다. 특히 현재 시장에서는 AI 수요의 지속 여부뿐 아니라 막대한 Capex를 정당화할 수 있는 수익성과 이를 뒷받침할 자금조달이 중요해지고 있다. 선거는 이런 의구심을 해소하거나 증폭시킬 수 있다.

최근 미국 장기 금리의 하락에도 일부 AI 인프라 기업의 신용 위험이 부각되는 모습이 나타났다. 안전자산에 대한 선호 심리가 반영됐다는 점에서 주식시장의 입장에서는 악재였다. 즉, 금리 하락이 반드시 위험자산에 우호적인 것은 아니며, 하락의 배경이 AI Capex 둔화나 투자 회수에 대한 우려라면 기업의 자금조달 여건이 악화될 수 있음을 보여준다.

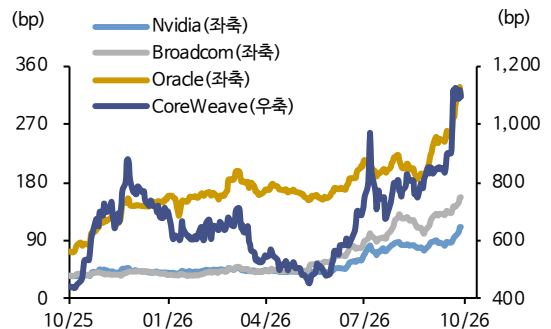
중간선거 이후 데이터센터 인허가, 전력 비용 부담 등 주민 반발이 이어질 경우 일부 프로젝트 착공·가동이 지연될 가능성도 있다. AI 수요가 유지되더라도 투자 일정의 늦어지면서 반도체·네트워크·전력 설비의 수요 실현이 뒤로 밀리게 되고, 차입 의존도가 높은 사업자는 금융비용과 현금흐름 부담이 커질 수 있다. '수용성 제약'이 자본 제약을 심화시켜 AI주 조정의 빌미로 작용할 수 있음을 의미한다.

빅테크, Capex를 정당화하는 수익성 증명이 요구



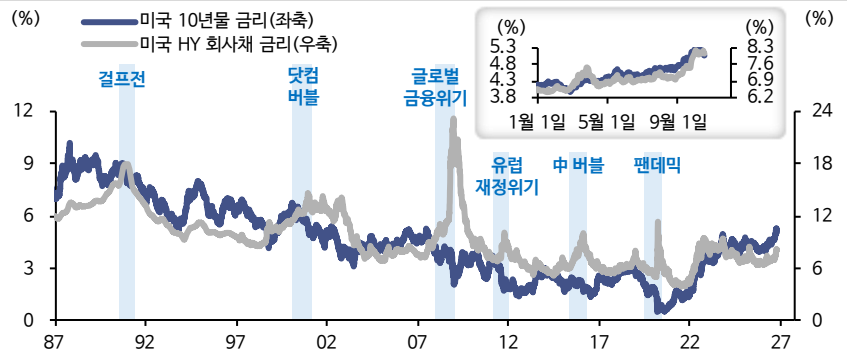
자료: Bloomberg, 신한투자증권 / 주: MSFT-AMZN-GOOG-META-ORCL

약한 고리인 네오클라우드 등 자본 제약 관찰 필요



자료: Bloomberg, 신한투자증권 / 주: 기업별 5Y CDS Spread

신용 우려 등 안전자산 선호 시 국채 금리 하락&HY 금리 상승 동반



자료: LSEG, Macrotrends, 신한투자증권

HW→SW보다는 Capex→수익성&현금창출력

AI 사이클 상에서 Capex
확대 영향 중목 →
수익성 및 현금창출력
보유 중목으로 관심이
점차 이동

이러한 환경에서는 AI 밸류체인 내에서도 시장의 평가 기준이 달라질 수 있다. 그동안 AI 사이클 상에서 GPU·메모리·네트워크 장비와 전력 인프라 등 Capex 확대의 직접적인 수혜 영역이 주목받았다면, 앞으로는 투자 확대가 실제 매출과 현금흐름으로 연결되는지에 대한 검증이 중요해질 수 있다.

클라우드·AI 플랫폼은 기업 고객 도입이 유료 사용량과 매출 증가로 이어지는지, 매출 증가가 추론 비용, 모델 개발비를 웃도는지를 입증해야 한다. 애플리케이션 기업 역시 AI 기능이 고객의 지불 의사와 사용 빈도를 높이고, 기존 사업의 생산성과 마진을 개선하는지가 관건이다. 단순한 매출 성장보다 비용을 차감한 뒤에도 수익성이 개선되는지가 중요해지는 것이다.

이는 시장의 관심이 HW에서 SW로 일방적으로 이동한다는 의미는 아니다. 플랫폼의 수익화가 확인되면 AI Capex 지속 가능성에 대한 우려가 완화되고, 반도체와 인프라 수요에도 긍정적으로 작용할 수 있다. 반대로 수익화가 기대에 미치지 못해 Capex 속도 조절이 나오면 그 영향은 공급망 전반으로 확산될 수 있다.

따라서 중간선거 이후에는 정책의 방향뿐 아니라 정책 변화가 투자 일정·비용에 미치는 영향, AI 투자의 매출·현금흐름 전환 여부, 그리고 이러한 기대가 주가에 얼마나 반영되어 있는지를 함께 확인해야 한다. 선거 결과가 정책 실행의 조건을 바꾼다면 시장의 다음 시험대는 그 조건 아래에서도 AI 투자가 충분한 수익을 창출할 수 있는지 여부다. 실적 시즌에서 검증해야 할 변수가 늘어나는 것이다.

2027년 AI 수익화(플랫폼·AI 어플리케이션) 주목 가운데 정책 민감도 따른 미국 중목 분포

	전력·그리드	반도체·컴퓨터	데이터센터·인프라	AI 플랫폼·모델	애플리케이션·수익화
Blue Wave 영향 가능성	· NextEra Energy (재생에너지/ ESS 자원)				· Veeva (디지털 생명과학 지원) · Tempus AI (정밀의료 접근성)
초당적·구조적 영향 전망 (정책 영향!)	· GE Vernova (전력망 현대화) · Eaton (전력 안정성 투자) · Quanta Services (송배전 인프라 확충)	· Nvidia (AI 주도권 경쟁) · Broadcom (AI 인프라 육성) · Micron (메모리 공급망 자원) · TSMC+ASML (반도체 생산 시설 투자)	· Vertiv (냉각·설비 등 인프라) · Equinix (AI 서버 설치 확대) · Digital Realty (데이터센터 전력 수요) · Arista Networks (고속 네트워크 투자)	· Microsoft (공공·기업 AI 도입) · Alphabet (AI 전반 수요 확대) · Amazon (AWS 클라우드 수요) · Snowflake (AI 데이터 활용)	· ServiceNow+ Salesforce (기업 업무 효율화) · Oracle (클라우드 수요 확대) · Meta (AI 생태계 확대)
공화당 정책 영향 가능성	· Constellation Energy (원자력 발전 확대)			· Palantir (국방·경보 AI 수요)	· Tesla+SpaceX (자율주행 규제 완화 +우주안보 투자 기대)

AI 밸류체인 단계(좌 → 우: AI 연산 기반에서 최종 서비스·활용으로)

자료: 신한투자증권

V. 한국 주식시장: 정책 수혜를 넘어 이익의 지속성으로

미국 정책 변화는 한국 기업의 실적에 어떻게 전달되는가

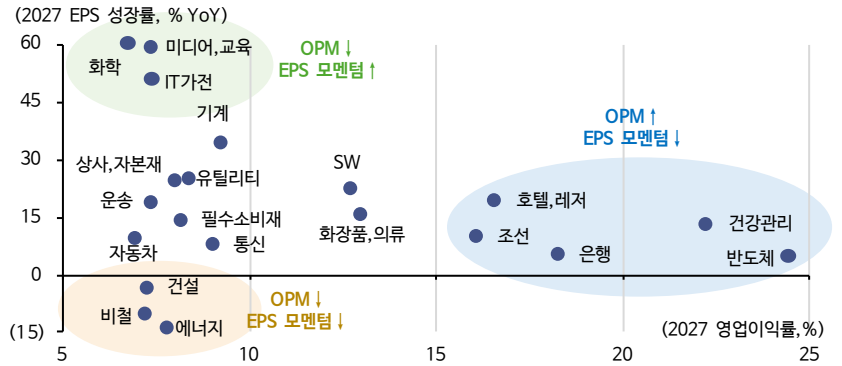
AI 인프라 관련주는 미국 데이터센터 건설 속도에 연동. 관세·규제 여파는
① 비용 흡수 여력 ② 재무 구조 등 통한 선별 필요

→ 반도체·조선·헬스케어 중심 高마진·低부채비율. 배터리 이익 성장세 부각

미국 중간선거 영향은 정책 수혜 여부보다 정책 변화가 국내 기업 이익과 투자 효율성에 미칠 영향에서 구체화될 전망이다. ① AI Capex와 데이터센터 건설은 반도체·전력 인프라의 수요를 뒷받침하나 투자 집행 시점과 제품별 투자 배분에 따라 실적 반영 시차는 다를 수 있다. ② 관세·현지화 정책은 미국 매출 기회와 함께 생산비용·고정비 부담을 변화시키며 ③ 전략산업 지원은 기업 투자 경제성과 자금조달 여건에 영향을 미친다.

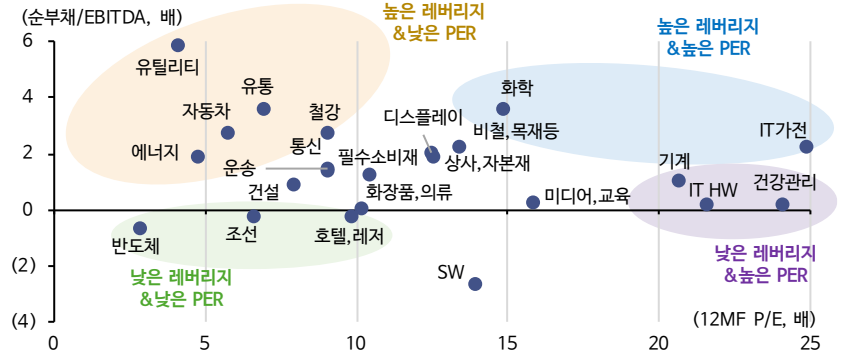
따라서 2027년 한국 업종 전략에서는 정책 노출도뿐 아니라 이익 추정치의 상향 여력, 비용 충격을 흡수할 수 있는 재무구조, 추가 투자에 대한 수익성(ROIC), 현재 밸류에이션에 반영된 기대 수준을 함께 비교할 필요가 있다. 정책 수혜가 예상되더라도 이익에 반영이 지연되면 멀티플이 할인될 수 있고, 높은 기대치가 주가에 선반영된 업종은 상대수익률이 부진할 수 있기 때문이다.

중간선거 후 정책 제약 확대에도 이익 성장 및 마진(비용 흡수 여력) 우수 업종



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

의회 구도 변화에 따른 비용 충격을 견딜 수 있는 재무구조와 밸류에이션



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

① AI 인프라: 수요의 지속과 실현 시점의 차이

AI 인프라는 산업의 장기 성장성뿐 아니라 투자가 실제 발주·이익으로 전환되는 속도가 주가 차별화 핵심 변수

→ 칩·자본·수용성 제약 등에 대한 검증이 필요

AI 인프라 분야에서는 미국 AI Capex가 지속되는지뿐 아니라 투자 구성과 집행 일정이 중요하다. 데이터센터 건설과 전력 확보가 계획대로 진행된다면 반도체·메모리·네트워크 장비와 전력기기 등 인프라 공급 기업의 수요 기반은 유지될 수 있다. 반면 전력 비용과 인허가, 지역사회의 반발 등으로 프로젝트가 지연되면 AI 수요 자체가 유지되더라도 관련 장비의 발주와 매출 인식 시점은 뒤로 밀릴 수 있다. 최근 AI 자본 제약과 수익성에 대한 의구심이 시장의 조정을 유발했듯, 취약한 시장 심리 하에서 '수용성 제약'도 비슷한 충격을 유발할 수 있다.

한국 반도체 기업의 경우 미국 빅테크의 투자 규모뿐 아니라 투자 자금이 GPU·메모리·네트워크 등 어떤 분야에 배분되는지, 실제 AI 서비스의 수익화가 투자 지속성을 뒷받침하는지가 중요하다. 최근 반도체 양사의 12MF PER이 3배 내외 수준으로 낮은 데는 이익 지속성에 대한 의구심이 반영돼 있을 가능성이 있다. AI 수요 확대에 따른 EPS 개선에도 불구하고, 시장은 1)현재의 마진이 유지될 수 있는지와 2)메모리 공급 확대에도 수익성이 지속될지를 검증하고 있다.

관건은 빅테크의 AI Capex 가이드선 확대 자체보다 수익이 확인되는지에 있다. 클라우드·AI 서비스 매출 성장과 수익화가 Capex를 정당화하고, 현금흐름·자금 조달 여력이 지속 가능한 수준인지 검증을 거쳐야 하는 것이다. SpaceX·Meta의 실적 발표 후 시장 반응 역시 Capex 규모뿐 아니라 자본 제약과 수익성에 대한 평가가 중요해졌음을 보여주는 사례다. 이런 검증을 거쳐 Capex 지속성 우려가 완화되고 메모리 수급·이익 전망이 뒷받침되면 주가 재평가 기회가 열릴 수 있다.

2027년 AI 수익화(플랫폼·AI 어플리케이션) 주목 가운데 정책 민감도 따른 한국 종목 분포

	전력·그리드	반도체·컴퓨터	데이터센터·인프라	AI 플랫폼·모델	애플리케이션·수익화
Blue Wave 영향 가능성	· SK이터닉스 · HD현대에너지솔루션 · 씨에스원드 (신재생에너지 자원)				· 씨어스+로켓헬스케어 · 쓰리밀리언+셀바스AI (의료AI 자원 확대)
초당적·구조적 영향 전망 (정책 영향!)	· HD현대일렉트릭 · LS ELECTRIC · 효성중공업 (전력망 교체 +데이터센터 수요)	· 삼성전자+SK하이닉스 (메모리 수요 증가) · DB이텍 (반도체 생산/반 육성) · 한미반도체+리노공업 · 와이IPS · 주성엔지니어링 (반도체 설비투자 자원)	· 삼성SDS+LG CNS (공공/정부 AX) · SK텔레콤+NAVER (데이터센터 투자) · SFA (물류 자동화 솔루션)	· NAVER+카카오 (AI 서비스 전반) · KT+SK텔레콤 (AI 플랫폼/통신) · 솔트룩스 (기업/공공 부문 AI 활용 자원)	· 더존비즈온 (기업 AX+생산성 자원) · 알체라 (사이버 보안 등 분야 비전 AI 적용) · 코난테크놀로지 (공공 AI 솔루션 제공)
공화당 정책 영향 가능성	· 두산에너지빌리티 · 현대건설+한전KPS (원전 등 발전설비)				· 한화에어로스페이스 · 현대로템 (방산 수요 증가)

AI 밸류체인 단계 (좌 → 우: AI 연산 기반에서 최종 서비스·활용으로)

자료: 신한투자증권

AI·변압기 등 초당적인
여젠다도 속도 조절 가능

조선·방산은 민주당 주도
의회 下 집행조건 변경 ↑

자동차·산업기계·로봇 등
관세·현지화 불확실성 ↑

② 제조업 보호와 ③ 전략산업 지원: 비용 및 수익성의 차이

미국의 제조업 보호 정책은 한국 기업에 일률적인 호재나 악재로 작용하기보다 현지 생산 구조와 추가 투자 부담에 따라 영향을 달리할 수 있다. ① 미국 현지 생산은 관세 부담을 줄이고 시장 접근성을 높일 수 있지만, ② 공장 건설과 현지 공급망 구축에 따른 고정비가 이를 상쇄할 가능성도 있다. 따라서 자동차·배터리 등 미국 생산·공급망 정책에 민감한 산업에서는 현지 생산 비중과 공장 가동률, 세제 혜택·보조금의 적용 조건을 함께 점검할 필요가 있다.

전략산업 지원도 정책 수혜 여부와 기업의 투자 매력도를 구분할 필요가 있다. 정부의 지원 우선순위가 달라지면 산업별 투자 환경과 자금 조달 여건이 변화할 수 있지만, 지원을 받는다는 사실만으로 높은 투자수익률이 보장되지는 않는다. 기업별로 지원 의존도와 추가 투자 부담, 자체 현금창출 능력을 비교해야 한다.

실현 가능성이 높은 Blue Wave 시나리오에서는 업종별 정책 경로의 차이에 주목해야 한다. 자동차·부품은 관세 인상과 현지 생산 요구에 따른 마진 압박이, 철강·알루미늄은 관세 인상에 따른 미국 현지 생산기업의 상대적 경쟁력 변화가 핵심이다. 반도체는 보조금·세제지원 조정과 대중국 수출통제 강화, 배터리·소재는 중국산 공급망 규제와 원산지 요건 변화가 투자 및 조달 비용에 미치는 영향을 살펴야 한다. 전력기기는 인허가와 주민 반발에 따른 프로젝트 지연, 조선·방산은 의회 구도 변화에 따른 계약·예산 집행 조건의 변화가 주요 변수다.

미국 중간선거 Blue Wave 가정 시 한국 주요 산업별 리스크와 영향

산업	주요 통상 환경	분점 정부 시 리스크	국내 산업 영향
자동차, 부품	232조 관세 현지 생산 확대 요구	기존 관세 부담 지속 현지 투자조건 변화 우려	한국에서 생산하는 수출 기업은 관세와 원산지 부담에 이중 노출
철강, 알루미늄	232조 관세 미국산 조달 확대 요구	관세 완화 가능성 제한 추가 품목 규제 우려	美 현지 생산시설 확보 기업에 이점
반도체	첨단반도체 수출 통제 CHIPS Act 지원	보조금·세제지원조건 조정 대중국 수출통제 강화 가능성	AI 메모리 수요가 굳건하더라도 미국 정책지원 불확실성 노출
배터리, 소재	중국산 공급망 규제	기존 세액공제, 지원조건 변경 중국산 원료 규제 강화 부담	소재기업들의 공급망 재편비용 확대
전력기기	AI 데이터센터 확장 전력설비 수요 확대	송전망 인허가 비용 부담 전력망 투자 지연 가능성	변압기 등 수요 견조하겠으나 프로젝트 발주 및 집행일정 변동 우려
에너지, 원전	에너지 안보 및 美 생산 확대	에너지 믹스 변화 가능성 인허가 및 예산 협상 지연	원전, LNG 등 수주 기회가 확대되나 보조금 수위 및 지원금 불확실성
조선, 방산	美 국방력 강화 연계	美 조선 협력 기회가 지속되나 사업별 집행조건 변경	美 조선업 협력 기회 확대 vs. 사업승인 및 계약조건 변동 우려
산업기계, 로봇	232조 추가 적용 대상	품목관세 조정 우려	관세 및 현지화 비용 불확실성 고조

자료: 신한투자증권

미 중간선거 결과 자체는
증시 방향 결정 요소 X

정책 제약 확대 상황에서
수요가 유지되는 기업과
비용 부담을 수익성으로
흡수 가능한 기업을 선별

VI. 결론: 선거 결과보다는 정책 실행 가능성&이익 지속성

2026년 미국 중간선거는 Trump 2기 행정부의 정책 추진 환경을 바꾸는 중요한 이벤트다. 그러나 선거 결과만으로 2027년 주식시장의 방향을 결정할 수는 없다. 민주당의 의회 탈환은 행정부 견제와 일부 정책 수정 가능성을 높일 수 있지만 대통령의 권한과 기존 법률, 초당적 정책 목표가 유지되는 영역들도 존재한다. 공화당과 민주당의 분점이 나오더라도 전기요금 부담과 지역사회의 반발, 재정과 예산 문제는 정책의 집행 방식을 바꿀 것이다.

① AI Capex 사이클은 이 같은 정책 변화가 교차하는 중심축이다. 데이터센터에 대한 투자는 반도체+전력 인프라 수요를 확대하지만, 동시에 전력망과 지역사회 비용 부담, 인허가와 규제 문제를 만든다. ② 관세와 산업 정책은 미국 내 생산, 공급망 안보를 강화하려는 목표를 공유하지만, 기업의 수익성과 소비자 가격에 부담을 줄 수 있다. ③ 전략산업에 대한 지원 역시 패권 유지라는 초당적인 목표에도 불구하고 재정 여력과 의회 구도에 따른 예산 우선순위에 따라 집행 규모·방식이 달라질 수 있다.

따라서 2027년 투자전략 핵심은 어느 정당이 승리하는지를 맞히는 데 있지 않다. 중간선거는 기존 성장모델을 둘러싼 정책 제약과 우선순위를 재배열하는 계기다. 2027년 주식시장의 핵심은 선거 결과 자체가 아니라, 달라진 정책 환경에서도 AI 기업이 Capex를 지속하고 이를 실제 이익과 현금흐름으로 전환할 수 있는지, 그리고 그 성과가 현재 주가에 얼마나 반영되어 있는지에 있다.

한국 주식시장에서도 이러한 관점이 중요하다. ① 미국 AI Capex가 지속되더라도 투자 구성과 데이터센터 건설 일정에 따라 반도체와 전력 인프라 기업의 수혜 시점과 강도는 달라질 수 있다. ② 제조업 보호 정책 역시 미국 현지 생산 기반과 추가 투자 부담에 따라 기업별 경쟁력에 상이한 영향을 미친다. 전력기기는 수주잔고 매출 전환과 수익성, 자동차-배터리는 현지 생산 비용과 정책 지원 조건을 핵심 판단 변수로 볼 수 있다. 결국 핵심은 정책 제약이 커지는 상황에서 수요가 유지되는 기업, 비용을 수익성으로 흡수할 수 있는 기업을 선별하는 데 있다.

업종별 美 중간선거 Blue Wave 영향 Comment				
업종명	Blue Wave 기상도	영향 강도	영향 시점	주요 내용
반도체		보통	중기	· 민주당 영향력 강화 시 Trump 행정부 투자/관세 정책 견제로 현지 생산 또는 관세 변수 확대 가능성 · 민주당이 데이터센터 전력망 확충 비용을 수요자에 부담시킬 경우 데이터센터 경제성 악화 우려 존재 · 공화당 강경파 영향력 강화 시 국내 메모리 2사의 中 반도체 Fab 장비 통제 강화로 공정 전환 차질 가능 · CHIPS Act는 초당적 목표로 미국 내 반도체 생산시설 투자 유치 관련 정책은 큰 변화 없을 것으로 예상
조선		보통	중기	· Blue Wave 시 해군 함정 해외 건조 금지 기조 강화, MASGA 신조 기대 약화 · 조선업 재건은 초당적 어젠다, 301조 中 선박 입항료·MASGA 투자는 행정부 권한으로 유지 · 특수선 직접 수주 기대 후퇴, 기회는 MRO·블록 공급·현지 조선소로 압축
방산/기계		보통	단기	· 국방예산 1.5조달러 중 예산조정 3,500억\$ 차단→골든돔 등 Trump 신규사업 지연 리스크 · 탄약, 미사일 보충, AI 데이터센터 전력망 투자는 초당적, 232조 관세는 행정부 권한으로 유지 · 국내 방산 美 예산 직접 노출 1% 미만이나 피어 멀티플 하락 부담. 전력기기 중립·공정, 건설장비 중립
건설		보통	중기	· 美 신규원전 건설 및 대미투자 사업은 큰 틀에서 유지 · Blue Wave 시 정부 금융지원 규모 및 조건 등에 대한 감축 강화 가능성 존재 · 사업 가시화 시점 지연 영향 가능하나, 원전/대미투자 기대감 미만영 업종 추가 다운사이드 제한적
운송		보통	중기	· 운송 업종 영향은 美-이란 전쟁 지속 가능 여부(유가) 및 관세 정책 방향성(물동량)이 판가름 · Blue Wave 시 광범위한 관세 인상에 대한 견제 강화로 미주 노선 물동량 수요는 개선 전망 · 해운업 넷제로 반대 기조는 행정부 주도로 유지. 장기적 저탄소 연료+노후 선대 교체 압박 재개 가능성 · 중동 리스크 해소는 해상 공급 차질 완화 영향 해운 업종 톤마일 감소에 따른 유훼 공급 증가 가능성
신재생		높음	장기	· Blue Wave 달성 시에도 대통령 거부권 감안 시 재생에너지 세액공제 전면 부활 가능성 제한적 · 인허가 여건 개선과 장기간 정권 교체 기대 고려 시 파이프라인 가시성 및 기자재 수주 여건 개선 기대 · 전력 수요 확대에 대응한 전력망 확보 및 인허가 개혁은 초당적 어젠다이나 발전원별 선호도 차이 존재 · Blue Wave 시 신재생 업종 유리하나, 태양광은 결과와 상관없이 중국 공급망 배제 기조 유지 예상 · 풍력은 인허가 개선, 태양광은 중국 공급망 의존도 축소에 따른 국내 밸류체인 수혜 기대.
철강		높음	장기	· 초당적 보호무역 기조로 철강 관세 50% 유지 가능성 높음 · 미국산 구매 확대와 저탄소 철강 지원은 긍정적이나 국내 수출 부담 지속 · 현지화 가능한 기업들 수혜 예상
비철금속		보통	장기	· 탈중국 핵심공물 공급망 구축과 전력망/친환경 투자 확대는 초당적 어젠다로 지속 전망 · 대규모 투자비 부담은 리스크
자동차		높음	중기	· 민주당 승리 시 EV 지원·환경규제 강화 기대는 긍정적 · 자동차 관세 15%와 연비규제 완화는 유지될 가능성 높음 · HEV 경쟁력 및 미국 현지 생산능력이 핵심
유틸리티		높음	단기	· 민주당 하원 확보 시 신재생 지원의 추가 축소 견제 가능. 양원 확보 시 정책 보완 협상력 확대 기대 · 의회 구도와 무관하게 행정부의 신재생 인허가·세제 집행 강화는 부담으로 남을 수 있으며, 원전에는 에너지 안보에 기반한 초당적 지원과 인허가 개선 기조가 지속될 전망 · 민주당의 신재생 지원 유지·보완은 사업성 개선→발전→실적 경로로 태양광·풍력·ESS 업체에는 긍정 · 원전·연료전지는 신규 발전과 데이터센터 전력 확보 수요의 수주·이익 전환이 중기 추가 상승의 관련
정유/화학		낮음	중기	· Blue Wave 시 화석연료 중심 정책 견제 강화 예상. 다만 기존 정책의 전면적 수정 가능성 제한적 · 정유는 친환경 정책 강화에 따른 투심 위축 우려에도 정제마진, 조달비용 및 운임 등 업황 변수가 중요 · 화학은 친환경 소재 수요 확대가 긍정적, 범용 석유화학은 中 공급과잉 및 글로벌 수급 개선 여부가 핵심
2차전지		보통	중기	· Blue Wave 시 친환경 정책 후퇴를 견제하며 EV·ESS 산업의 정책 불확실성 완화에 긍정적 · IRA 생산세액공제 및 ESS 투자세액공제 정책 지속성 기대 강화. EV 구매 보조금 복원 가능성은 제한적 · 북미 생산기반 보유 업체 수혜. 소재는 ESS 수주 확대에 따른 가동률 개선이 관련
전기전자		낮음	중기	· AI 인프라 투자 관련 정책에 따른 수혜 강도 변화 · 관세 정책에 따른 B2C 수요 변화도 주목할 포인트
디스플레이		보통	중기	· 중국산 패널 규제 지속 전망. BOE의 애플 공급망 내 입지 약화 시 국내 패널사 M/S 확대 전망 · 단기간 내 국내 패널사의 모바일 OLED 중실 계획 없는 만큼, OLED 패널 수급 균형 개선 가능성 · 재생에너지 지원 확대 기조+초당적 대중국 공급망 견제→폴리실리콘 대안 비실리콘 박막 태양전지 부상

자료: 신한투자증권

업종별 美 중간선거 Blue Wave 영향 Comment				
업종명	Blue Wave 기상도	영향 강도	영향 시점	주요 내용
제약/바이오		보통	단기	<ul style="list-style-type: none"> Blue Wave 시 Medicare 협상 확대와 MFN 법제화 등 약가 입법 재부상, 가능성은 낮지만 초당적 협력 통해 약가 인하 법안 통과 시 빅파마 할인을 상승 232조 관세·MFN/TrumpRx는 행정 조치로 지속, BIOSECURE 통한 중국 견제는 지속 전망 세출권 확보로 NIH·FDA 예산 복원, Medicaid 삭감 일부 철회 → 바이오텍 및 CMO 수혜
유통		낮음	중기	<ul style="list-style-type: none"> 업종 영향은 제한적, 美 소비심리 변화가 국내 수출·고용·자산시장, 환율 및 수입물가로 이어지는 간접 파급효과가 핵심 변수 환율 상승 시 인바운드 수혜 업체 주목, 백화점 등 외국인 인바운드 노출도가 높은 업체에 우호적
음식료		낮음	중기	<ul style="list-style-type: none"> 통상정책의 급격한 전환 가능성은 낮음, 관세/농업 지원/식품 관련 예산 등 정책 강도에는 변화가 있을 수 있으나, 미국 우선주의와 자국 내 생산 확대 기조는 의회 구도와 무관하게 유지될 전망 관세 불확실성 노출도와 현지 생산 대응 전략에 따라 기업별 실적 및 주가 차별화 이어질 것
통신		낮음	중기	<ul style="list-style-type: none"> 의회 구도 변화에 따른 실적/주가 영향 제한적 데이터센터 사업 관점에서의 AI Capex 집행 속도, 배당주 상대 매력도 관점에서의 금리 중요
인터넷		낮음	단기	<ul style="list-style-type: none"> 국내 플랫폼은 내수 중심으로 미국 의회 구도 변화에 따른 영향은 제한적 다만 Blue Wave 시 AIDC 건설 및 운영 규제 강화된다면 AIDC 프로젝트 지연 우려 AI 인프라 투자 위축 시 일부 기업 간접적인 투심 영향 예상
게임		보통	단기	<ul style="list-style-type: none"> 미국 의회 구도 변화에 따른 직접적인 영향은 제한적 Blue Wave 시 빅테크 반독점 규제 논의 강화된다면 앱마켓 수수료 인하 압력 확대 가능성 존재 Apple 인앱결제 수수료 인하 및 외부결제 허용 확대 시 韓 게임사 수수료 부담 완화로 수익성 개선 가능
화장품		낮음	중기	<ul style="list-style-type: none"> 중장기적인 보호무역 정책 지속 여부 변화는 가능하나, 중간선거에 따른 단기 정책 변화 가능성 제한적 기존 관세 정책 수혜는 현지 생산 가능 ODM사, 피해는 수요 둔화 우려 혹은 비용 흡수가 필요한 브랜드
엔터		낮음	단기	<ul style="list-style-type: none"> 비자 심사 강화는 초당적으로 강화 중이나, 대형 기획사 IP보다는 중소형 아티스트/스태프 비자에 영향 산업과 주가, 실적에 미치는 영향은 제한적
미디어		낮음	단기	<ul style="list-style-type: none"> 하원 구도 변화 시 미디어 산업 집중 관련 의회 감독 강화 여부 주의 필요 외국 영화 100% 관세는 반복 언급에도 법적 근거 불명확으로 미시행 전망 국내 미디어 직접적 영향은 제한적
레저		낮음	장기	<ul style="list-style-type: none"> 고유가 → 유틸리티 → 장거리 수요 위축은 여행사 부담 요인이었으나 종전 시 최대 수혜 예상 카지노 3사는 중국/일본 등 단거리 인바운드 고객 중심이기에 직접적 영향 미미
보험		보통	중기	<ul style="list-style-type: none"> Blue Wave 시 Trump 추가 감세, 돈 풀기가 막혀 美 장기 금리 안정화 및 국고채 금리 동반 하향 예상 금리 하락 시 K-ICS 비율 부담 축소 예상되나, 영업환경 자체의 부담은 존재 금리 하락 시 생보가 손보보다 더 타격, 반대로 공화당 승리 시(돈 풀기 지속 → 금리 상승) 보험은 수혜
증권		보통	단기	<ul style="list-style-type: none"> 민주당 하원이 관세 확전을 견제하고 돈 풀기를 막는다면 악달러가 전개되며 KOSPI 외국인 수급 회복 가능성에 따라 지수에 가장 민감한 증권주가 먼저 반응 선거 후 불확실성 완화로 美 증시 상승할 경우 해외주식 거래가 늘고, 해외 수수료 비중 큰 증권사 수혜
은행		낮음	중기	<ul style="list-style-type: none"> 은행은 美 의회와 직접 연결고리가 없고, 달러 약세로 원화가 강해지면 외화자산 비중이 줄어 자본비용(CET1)이 소폭 개선되며 외국인 배당주 매수 확대 기대 은행 주가는 美 정치보다 국내 요인이 결정하므로, 중간선거는 외국인 수급 변수 정도로만 작용할 전망

자료: 신한투자증권

I-(5). 국가별 선호 전략

2027년 국가 선호: 미국 중심, 이익 안정성과 환율로 선별

기술혁신 강세장 5년차, 선진국 우위와 미국 중심 전략 유지

AI 생산성·국가자본주의
강화는 신흥보다 선진에
우호적:

미국 중심, 대만 이익,
한국 주주환원으로 역할
분담

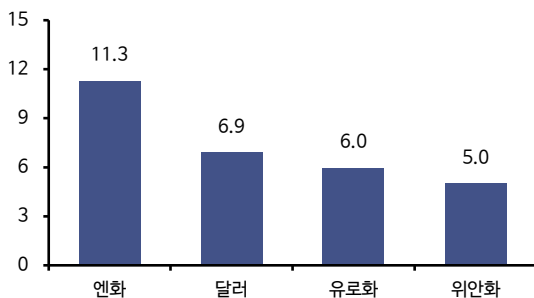
2027년 국가 전략의 기본 방침은 미국 중심이다. AI 생산성과 국가자본주의 강화는 기술과 자본, 정책 지원이 집중된 선진국에 우호적인 변수다. 2023년 시작된 기술혁신 강세장은 2027년 5년차에 들어선다. 강세장 후반에는 이익 성장의 크기보다 이익이 예상대로 실현되는지가 수익을 가른다. 미국은 이익 추정치의 하향 폭과 하락장 낙폭이 작고, 반도체 밖에서도 이익을 내는 업종이 넓어 이 조건에 가장 부합한다.

방향성이 AI와 국가자본주의 기조에 의해 결정된다면, 강도에 영향을 미칠 변수는 달러의 방향이다. 당사는 연준이 2026년 4분기 4.25%로 인상한 뒤 2027년 동결하고, BOJ는 1.25%에서 1.75%로 인상, ECB는 2.90%를 유지할 것으로 예상한다. 미국과의 금리차는 일본이 3.00%p에서 2.50%p로 줄고 유로존은 1.35%p로 같다. 엔/달러는 2026년 말 153엔에서 2027년 말 147엔으로 하락(엔화 강세)하고 달러/유로는 1.13에서 1.12달러로 보합이다. 원화와 위안화는 달러 대비 약 세다. 엔화에는 약하고 아시아 신흥 통화에는 강한 달러다. 원화는 연말까지 강세 후 2027년 완만한 약세를 예상한다. 원/달러는 현재 약 1,344원에서 2026년 말 1,300원, 2027년 말 1,390원이다. 2026년 말부터 2027년 말까지 원화 대비 통화 가치는 엔화 11.3%, 달러 6.9%, 유로화 6.0%, 위안화 5.0% 상승한다.

원화 약세는 한국 수출기업의 이익을 다시 자극할 수 있다. 올해 4분기 조정으로 낮아진 수출주 밸류에이션은 원화 약세가 이익 전망을 높이는 국면에서 매수 기회가 된다. IMF 시나리오는 반대 위험도 보여준다. AI 투자 성과가 예상보다 크면 아시아 기술 수출국 통화가 강세를 보이고, AI 조정이 오면 미국 주가 하락과 함께 달러가 약 6% 약세를 보여 원화 투자자의 손실이 커진다는 예상이다. 당사 경로를 기본으로 두되 미국 자산 환노출은 AI 투자 경로에 맞춰 조정한다.

원화 대비 통화 가치 변화(2026년 말 → 2027년 말)

(%, 원화 대비 가치 변화)

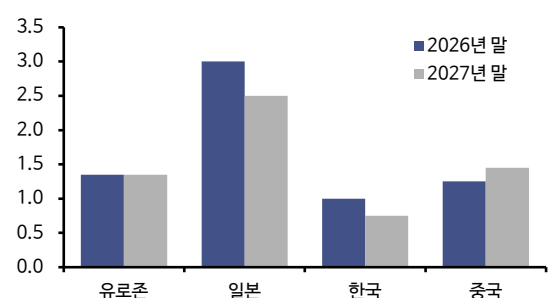


자료: 신한투자증권

주: 당사 연말 환율 전망 원화 교차환율 기준

미국과의 정책금리 차

(%p, 미국 정책금리 - 각국 정책금리)



자료: 신한투자증권

주: 정책금리 전망(연말), 미국은 목표 상단

2027년 이익은 대만·한국·미국, 2028년까지 보면 미국이 한국 앞서

Earnings Engine 대만
98·한국 79·미국 78:4
분기와 같은 Core 3개국

2028년 포함 통합 점수
대만 99·미국 83·일본
68·한국 64: 한국은 이
익수정비율 -13.0%,
2028년 증익 4.9% 둔화

Earnings Engine은 13개국 2027년 EPS 성장률(30%), 2027년 EPS 3개월 변화(25%), 12개월 선행 EPS 3개월 변화(20%), 이익수정비율(15%), ROE(10%)를 국가 간 백분위로 바꿔 가중 합산했다. 주가가 다음 해 이익을 먼저 반영하는 만큼 13개국 MSCI 지수의 2028년 EPS 성장률과 3개월 변화를 더해 통합 점수를 산출했다.

대만은 다섯 지표 가운데 네 개에서 1위다. 이익수정비율이 52.8%로 상향 종목이 압도적이고 2028년 EPS도 27.6% 증가가 예상된다. 반도체 비중이 높아 12개월 선행 EPS 변동성은 미국의 3배지만 연초 이익 추정이 연말까지 하향되지 않았다(2010~25년 평균 0.0%). 한국은 2027년 EPS 성장률이 33.1%로 가장 높지만 이익수정비율이 -13.0%로 돌아섰고 2028년 EPS 증가율은 4.9%로 13개국 중 호주 다음으로 낮다. 12개월 선행 EPS가 전년보다 줄어든 달이 2010년 이후 39%로 미국(11%)의 3배를 넘는다. 성장은 높지만 신뢰도는 낮다.

미국은 2027년 이익 점수가 78로 한국과 비슷하지만 2028년까지 반영한 통합 점수는 83으로 한국(64)을 앞선다. 2028년에도 EPS가 17.2% 늘고 추정치는 3개월간 7.7% 상향됐다. 연초 이익 추정의 연말 변화가 평균 -0.7%로 작고 하락장 낙폭은 ACWI의 90% 수준이다. 반도체 수익률이 낮아져도 플랫폼·소프트웨어·금융 등 이익을 내는 대안이 많다. 미국의 강점은 이익의 크기보다 지속성과 방어력이다.

일본은 65로 4위다. 이익수정비율(18.1%)은 양호하지만 ROE가 10.9%로 낮고, 2028년을 더한 통합 점수는 68로 한국(64)과 비슷해진다. 유로존과 인도는 이익 추정이 약해지며 4분기 66, 58에서 49, 48로 하락했고 중국은 34에 그쳤다. 이 점수에는 밸류에이션과 환율, 주주환원이 빠져 있다. 한국은 PER이 5년 평균보다 3.2표준편차 낮고 원화 약세와 주주환원이 가격을 지지한다. 이익 점수는 우선순위를, 가격과 환율은 비중 조절 시점을 정한다.

Earnings Engine: 2027년 이익과 2028년 확장

지표	대만	한국	미국	일본	유로존	이스라엘	인도	영국	브라질	중국	호주	사우디	인니
FY27 EPS 성장률 30%	32.2	33.1	17.5	10.7	12.4	20.4	14.0	5.7	0.6	11.0	5.6	9.2	6.9
FY27 EPS 3M 변화 25%	13.7	4.5	4.6	4.8	1.7	(2.8)	(0.4)	3.2	3.4	0.3	4.0	(1.7)	(5.2)
12MF EPS 3M 변화 20%	20.5	12.3	8.3	8.4	4.7	2.1	3.1	5.6	4.7	2.8	0.7	0.4	(3.0)
이익수정비율 15%	52.8	(13.0)	12.8	18.1	(4.0)	23.1	10.2	3.2	11.9	(9.9)	(9.3)	(21.4)	(33.3)
ROE 10%	26.2	25.4	24.5	10.9	16.1	14.4	14.5	17.4	20.2	10.2	14.2	14.3	16.9
Earnings Engine 점수	98.0	79.0	78.0	65.0	49.0	49.0	48.0	45.0	44.0	34.0	29.0	20.0	13.0
FY28 EPS 성장률 20%	27.6	4.9	17.2	10.8	9.9	11.2	14.6	6.6	7.8	13.1	3.9	7.0	9.6
FY28 EPS 3M 변화 20%	16.5	4.7	7.7	7.5	1.0	(0.8)	(0.1)	1.3	(0.1)	(0.7)	2.0	(3.6)	(6.0)
2027·28 통합 점수	99.0	64.0	83.0	68.0	50.0	46.0	54.0	42.0	40.0	40.0	31.0	18.0	16.0

자료: LSEG, 신한투자증권

주: 숫자=원값(%), 색=국가 간 백분위. 2028년은 MSCI 13개 지수. 통합=Earnings Engine 60%+2028년 두 지표 각 20%

미국 중심에 두고 대만은 이익, 한국은 주주환원으로 하단 확인

Core 미국·대만·한국,
2선호 일본·유로존,
관찰군 중국·인도:
원화 기준 환노출
수익률로 판단

한국 배당 컨센서스
2025년 47.2조 →
2027년 117.2조원:
기보유 자사주 소각 기한
2027년 9월.
은행·지주와 메모리
환원이 변동성 하단 억제

2027년 국가 선호는 미국·대만·한국을 Core로 유지하되 미국을 구조적 보유 중심에 둔다. 대만은 Earnings Engine 1위로 Core 안에서 우선 확대한다. 한국은 2027년 이익 점수는 2위지만 2028년을 더하면 4위로 낮아지고 이익 신뢰도도 낮아 2027년 상반기 분할 진입으로 접근한다. 일본과 유로존은 2선호, 중국과 인도는 이익 수정이 돌아설 때까지 관찰군이다.

2027년 한국에서 가장 두드러질 변화는 주주환원이다. 상장사 배당 컨센서스는 2025년 47.2조원에서 2027년 117.2조원, 2028년 126.5조원으로 늘어나고 두 반도체 기업을 빼도 35.3조원에서 48.4조원으로 증가한다. 상법 부칙에 따라 기존 보유 자사주는 2027년 9월 5일까지 소각하거나 주총 승인을 받아야 한다는 변화를 앞두고 있다. 시가총액 상위 은행과 지주가 직접 수혜를 받고 메모리 기업의 대규모 환원은 추가 하락 폭을 제한할 전망이다. 다만 두 반도체 기업 배당은 현금흐름에 연동돼 사이클 하강기에 줄어들 수 있다는 점은 변수다.

일본은 원화 기준 통화 효과가 가장 클 것으로 보인다. 엔화 강세가 수출기업 이익을 낮추는 만큼 내수·금융처럼 이익 전망이 유지되는 업종을 우선적으로 선별한다. 유로존은 이익수정비율이 -4.0%로 돌아서 2선호 안에서도 상대적으로 선호하지 않는다. 인도는 이익 변동이 작고 PER이 5년 평균보다 1.9표준편차 낮아 AI 하드웨어 집종을 낮추는 분산 후보다. 2028년 증익률(14.6%)이 높아 통합 점수는 54로 유로존(50)을 웃돌지만 이익 수정이 아직 마이너스여서 상향 전환을 확인한 뒤 비중을 늘린다.

전술적인 실행은 환율 경로를 염두에 둔다. 현재 진행중인 원화 강세는 미국과 대만 등 해외자산 비중확대를 용이하게 만들어준다. AI 사이클의 후반부 통과를 따져보게 될 2027년에는 환 노출을 유지하는 것이 운신의 폭을 넓혀준다. 한국은 분할 진입 뒤 원화 약세가 수출주 이익 전망을 높이는지 확인해 비중을 늘린다. 신규 발주가 줄거나 이익이 둔화하는 동안 금리·신용비용이 높게 유지되면 Core 세 시장 합산 비중을 축소하고 위험을 관리한다.

2027년 주식전략 국가 선호와 비중 조절 조건

국가(국가군)	등급·역할	판단 근거	비중 변경 조건
미국(Core)	확대·구조적 중심	EE 78·통합 83, 이익 지속성·방어력	현금 회수 개선 시 강화, 증익 둔화 시 축소
대만(Core)	확대·이익 우선	EE 98·통합 99, 5개 지표 중 4개 1위	2028 EPS 하향·주문 약화 시 축소
한국(Core)	확대·상반기 분할	EE 79·통합 64, 수정비율 -13.0%	메모리 가격·2028 감익·3월 주총 환원
일본(2선호)	중립 상단	EE 65·통합 68, 엔화 +11.3%(원화 기준)	엔화 강세 속 이익 상향 유지 시 확대
유로존(2선호)	중립	EE 49·통합 50, 수정비율 -4.0%	수정비율 (+) 전환 시 확대
중국·인도(관찰군)	조건부 중립	EE 34·48, 통합 40·54	연도 고정 EPS 상향 전환 시 확대
영국·사우디(헤지) 등	축소	EE 13~49, 이익 점수 하위	-

자료: 에프앤가이드, LSEG, 신한투자증권

주: 등급은 글로벌 주식 배분의 상대 선호, 원화 투자자의 환노출 수익률 기준. EE=Earnings Engine(2027년), 통합=2028년 포함. 배당 컨센서스는 컨센서스 보유 상장사 합계. 국가군은 4분기 전망 분류 유지



Part II

1. 2027년 미국 주식시장 전략: 이카로스의 날개
2. 2027년 중국 주식시장 전략: 실버 라이닝
3. 2027년 한국 주식시장 전략: 초과이익의 유효 기간

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.

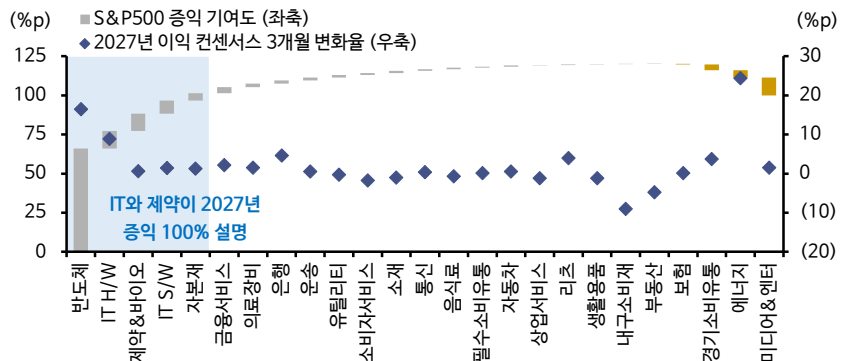
Base 시나리오: 위험도 있지만, 그에 상응하는 기회도 분명히 존재한다

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



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 실물경기와 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

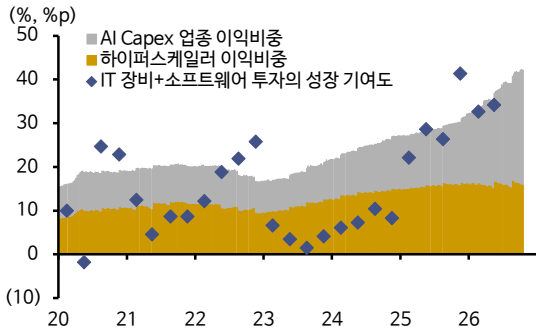
2) AI 모델들은 아직까지 사용자들의 강한 락인(lock-in)을 유도하지 못하고 있다. 2025년 하반기 이후 AI 산업의 판도를 보면 ChatGPT와 Claude, Gemini 등 성능 우위에 따라 시장의 주목을 받는 모델들이 지속적으로 교체되는 모습을 보인다. 특정 모델이 지속적인 우위를 점하고 있지 못하며, 이는 현재 AI 서비스들이 근본적으로 서비스 이동이 쉬운 채팅 기반 폼 팩터를 가지고 있기 때문이다. 이로 인해 AI 기업들은 계속 성능 우위를 점해야하는 압박에 처할 수밖에 없다. 자연스럽게 Capex 경쟁으로 이어지는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

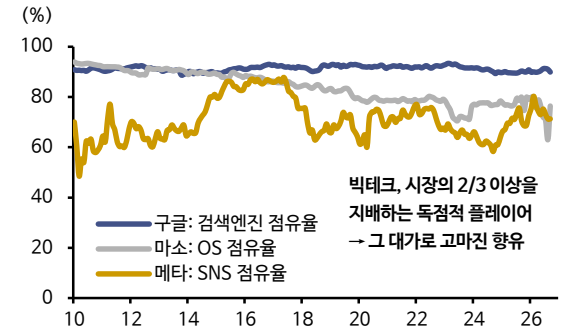
기업이 비용 효율화를 생각하기 이전에 가장 중요한 문제는 '생존'이다. 이런 구도 속에서 AI 기업들이 비용과 재무적 부담을 고려해 Capex를 늦추는 것은 영구적으로 비즈니스 기회가 상실될 수 있다는 위협을 내재한다. 기실 역사적으로 성장하는 산업에서 이런 경쟁 심화 구도는 자주 발견되던 구도였다. 닷컴 사이클에서도, 중국 사이클에서도, 클라우드/플랫폼 사이클에서도 목격됐던 바다.

경제와 이익 성장, AI가 결정



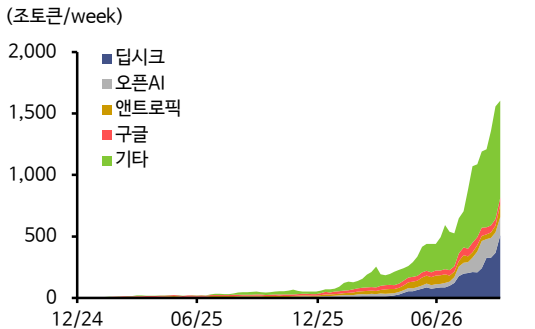
자료: LSEG, 신한투자증권

빅테크들의 본업 점유율



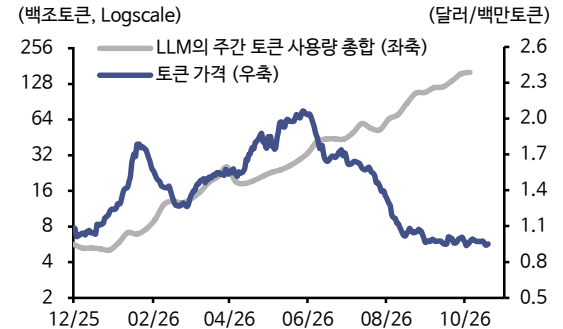
자료: 각 사, 신한투자증권

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 싫든 AI에 달려있다. AI Capex 사이클은 2027년 미국 주식시장 강세장 연장 여부와 높이를 가장 강력하게 결정하는 변수로 여전히 남아있을 전망이다.

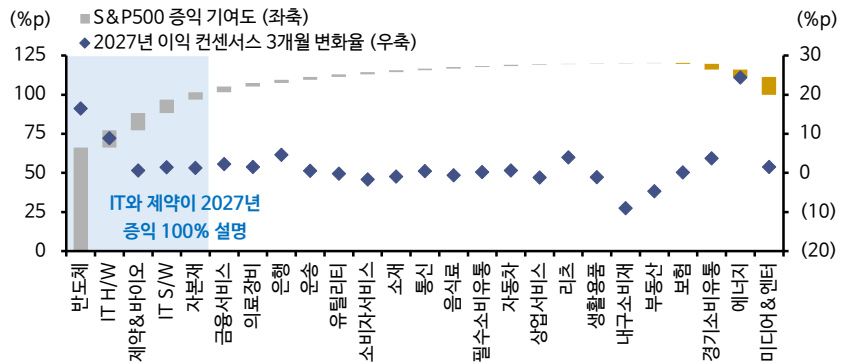
내년 기업이익, 대부분 AI Capex 업종에서 창출

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 상황이 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

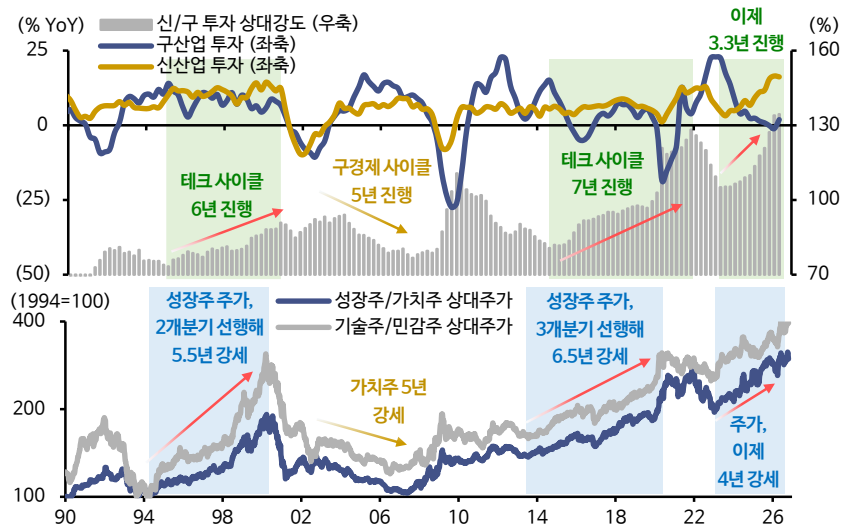
AI Capex 사이클, 여전히
유효하나 이제는 후반부

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

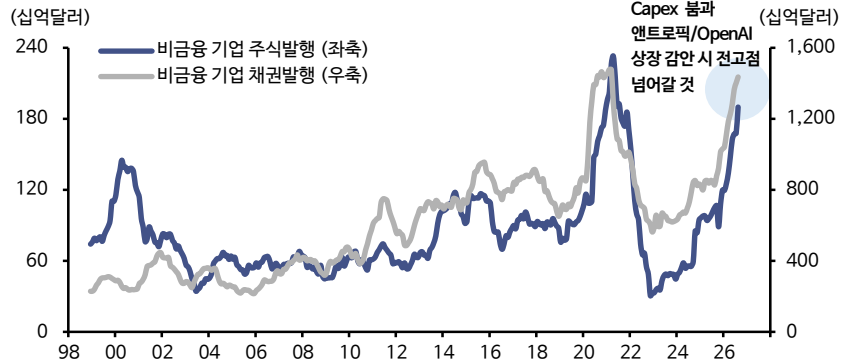


자료: LSEG, 신한투자증권

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

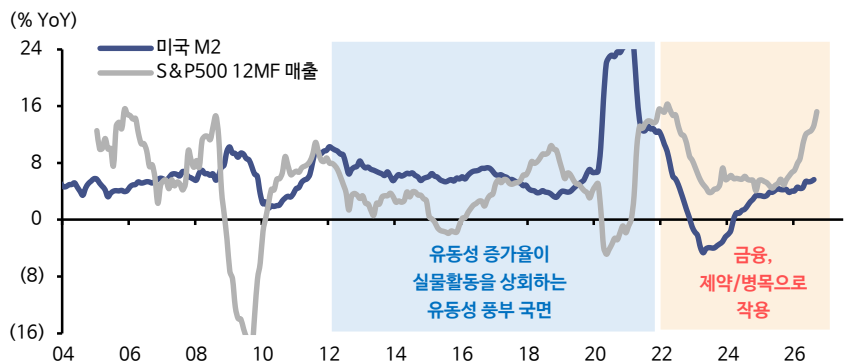
이로 인해 물가-금리
상승 압력 중첩. 경기
사이클 후반부의 징후

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



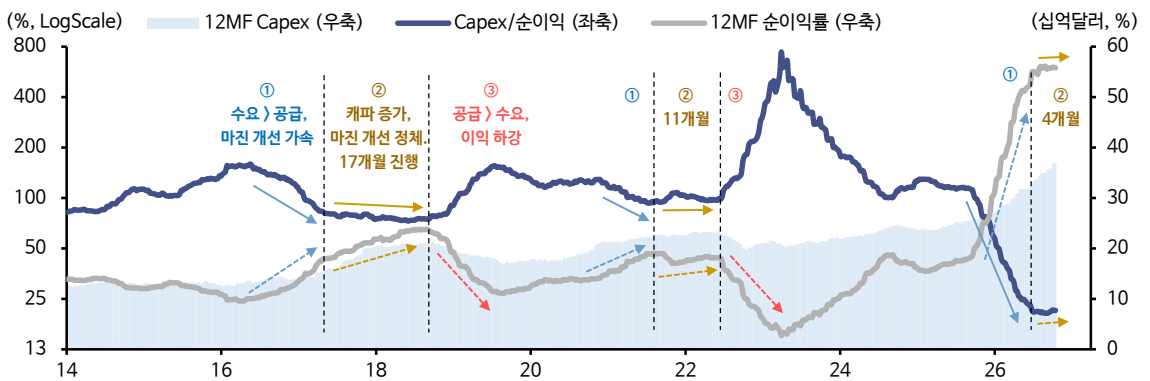
자료: LSEG, 신한투자증권

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

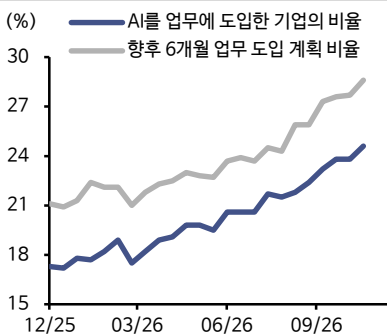
자본제약 상황을 타개할
가장 좋은 돌파구는
AI의 수익화 성공

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

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.

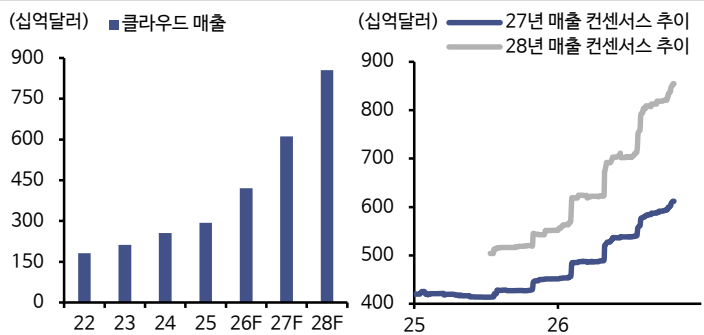
기업은 AI 최종수요의 중요한 한 축을 담당한다. 기업들은 대체로 AI를 활용해 생산성 개선과 의사결정과정 개선 및 비용절감을 도모하려 하는데, 그들이 속한 구경제의 성장성이 제약되고 있기 때문이다. 업무에 AI를 적극적으로 도입했다고 대답한 기업들의 비율은 20%를 갓 넘어간 상황이며, 20~40% 구간은 침투율의 관점에서 모멘텀이 가장 강한 구간이다. 이를 수행할만한 재원도 있다. IT를 제외해도 기업들의 순이익률은 사상 최고 수준으로 AI 전환에 사용될 재원의 문제는 없다. 요약하면 기업들은 AI를 사용할 유인도 있고, 비용을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

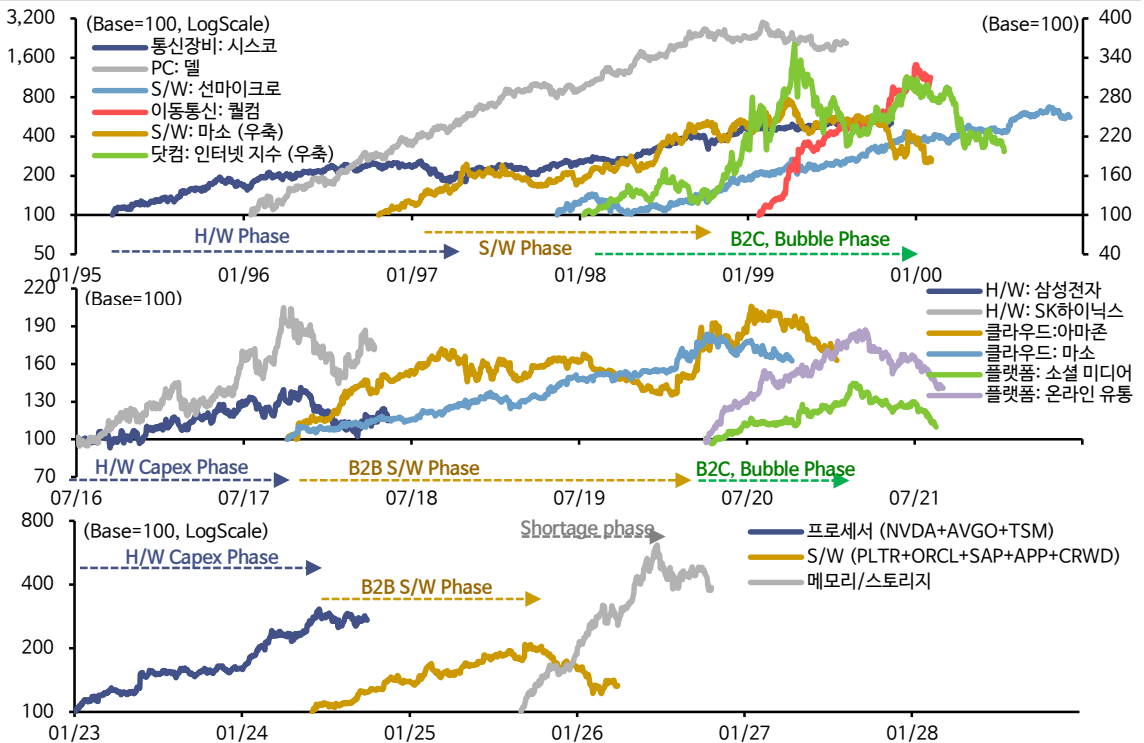
1) 내년은 기술주 사이클
5년차, 통상 B2C가
부상했던 구간

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.

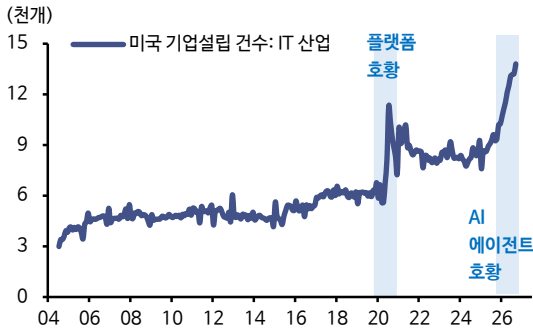
4) AI 침투율, 20~40% 영역 통과하는 중

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

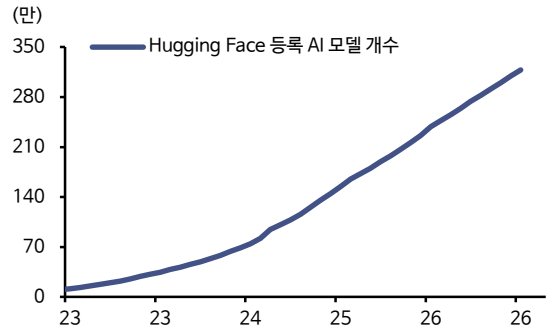
5) 소비자/일상 영역을 겨냥한 AI 서비스가 출시되기 시작했다. 이전까지 AI 에이전트들은 자료조사, 코딩, 문서 작성 등 B2B 영역을 겨냥했고 모델의 경쟁력은 '얼마나 복잡한 일을 처리할 수 있느냐'였다. 9월 출시된 메타의 뮤즈는 B2C 영역으로 시장의 관심을 옮겨왔다. 개인비서에 가깝게 설계된데다 AI를 잘 쓰기 위해 프롬프트를 갖고 닻을 필요도 없어 '얼마나 쉽게 일상적인 일을 맡길 수 있느냐'로 관심을 전환시켰다. 뮤즈의 초기 다운로드 속도는 ChatGPT를 뛰어넘었다.

IT 기업 설립건수, 2025년부터 급증



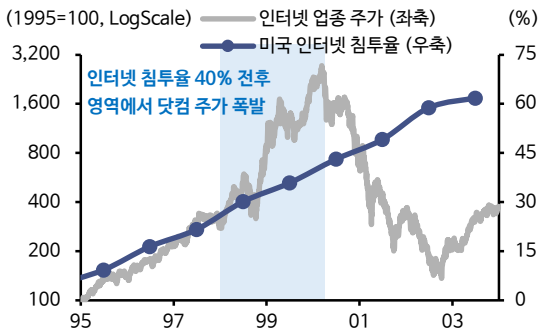
자료: LSEG, 신한투자증권

Hugging Face AI 모델 개수



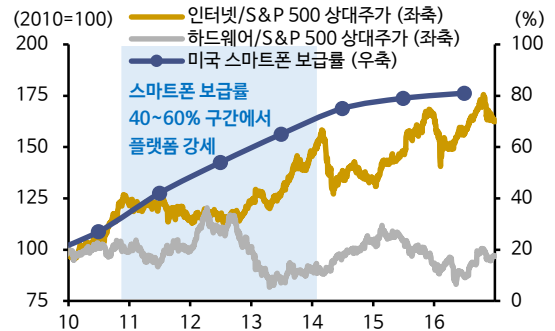
자료: Hugging Face, 신한투자증권

인터넷 침투율 40% 전후 구간서 닷컴 주가 폭발



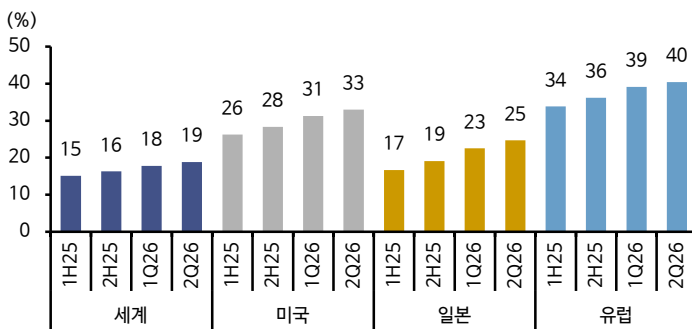
자료: LSEG, FRED, 신한투자증권

스마트폰 침투율 40% 전후 구간서 플랫폼 부상



자료: LSEG, Comscore Mobilens, 신한투자증권

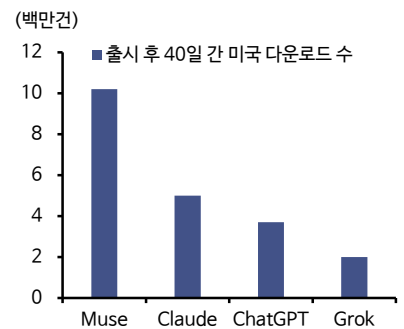
권역별 AI 침투율: 20~40% 구간을 통과하는 중



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.

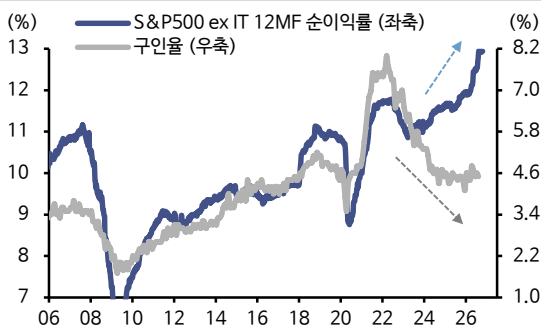
AI 업황이 양극화를
조장하고 있기 때문

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 쓰기
보다 AI에 쓰는 구도

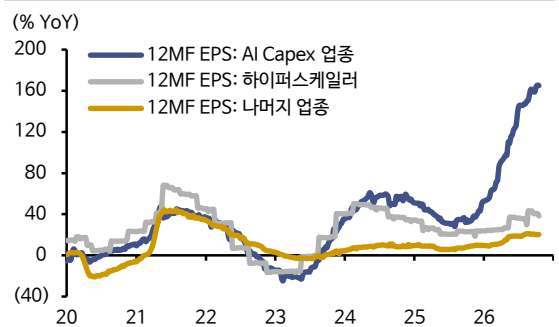
그러나 ChatGPT가 등장한 2023년 이후 이런 고리는 끊어졌다. 일반 기업들은 신규고용을 멈췄고, 이 재원을 AI에 투입해 생산성 개선에 쓰려한다. 아직까지는 일부 업종에 한해 직업 파괴가 이뤄지고 있지만 추후 퍼지컬 AI가 확산된다면 광범위한 업종군에 직업과 고용 파괴가 이뤄질 가능성이 제기되고 있다.

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

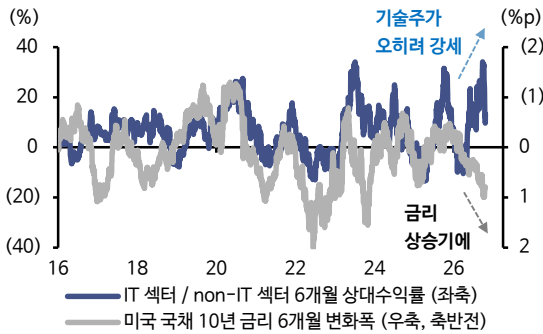
금리가 기술주-비기술주
디커플링을 매개하는
요소로 작동 중

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 상관계수는 70~80% 이상이지만, 2026년들어 기술주와 비기술주 간 상관계수는 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.

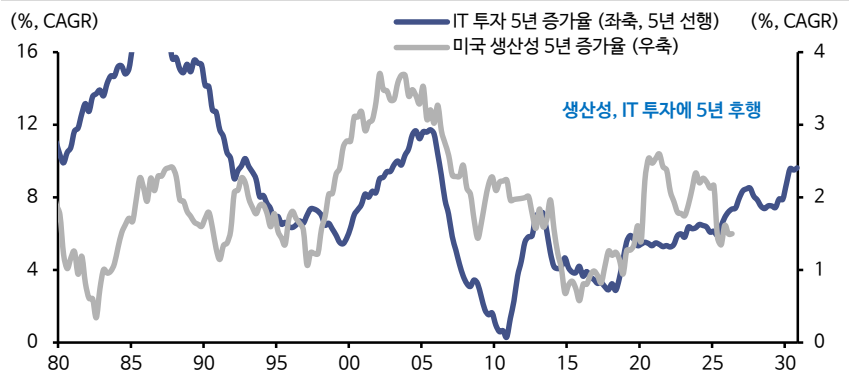
생산성 개선, 기술투자에
5~10년 후행하는 경향

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

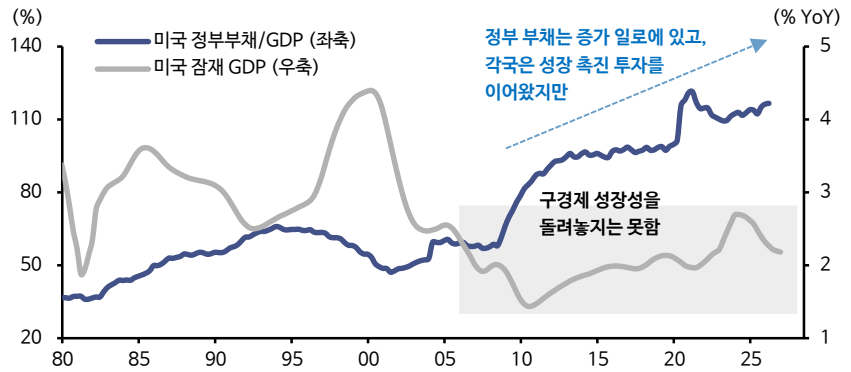
	자유주의 (시장만능주의)	케인즈주의	신자유주의	국가자본주의
시기	1900~1920	1930~1970	1980~2000	2008~현재
부상 배경	중상주의·보호무역에 대한 비판, 2차 산업혁명 촉발	자유방임의 시장실패(대공황) 유효수요 창출 필요성	스태그플레이션 비판, '작은 정부'로의 전환 요구	선진국 민간경제 성장성 상실
정책 기조	정부 개입 최소화, 자유방임, 시장가격 신뢰	정부의 적극적 경기조절 역할 강조	정부 역할 축소, 규제완화, 자유무역·세계화 확산	통화·재정정책 공조 경기 주도 전략산업 육성
전환 계기	1929년 대공황으로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

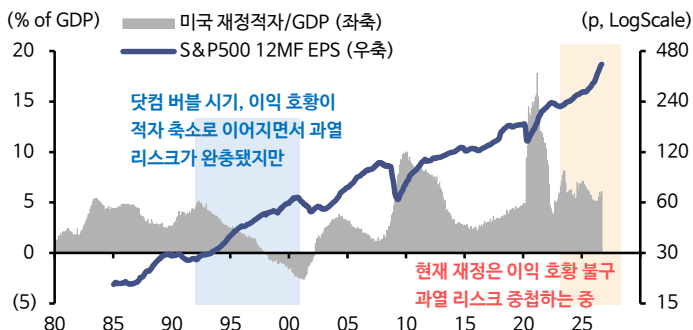
2) 경기-물가 과열 리스크가 중첩된다. 경기 확장 국면에서도 정부가 적자재정을 지속하고 있기 때문이다. 1990년대 후반 닷컴 버블의 경우, 기업이익 호황 속에 미국 정부는 지출을 줄이지 않고도 세입 증가에 의해 흑자재정을 달성했다. 이는 경기 과열 리스크를 완충하는 역할을 수행했다. 현재는 역사적인 기업이익 대호황에도 불구하고 감세안과 줄어들지 않는 지출 기조 속에서 적자재정이 유지되고 있다. 이는 구조적인 물가 상승 리스크가 상존함을 의미한다.

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

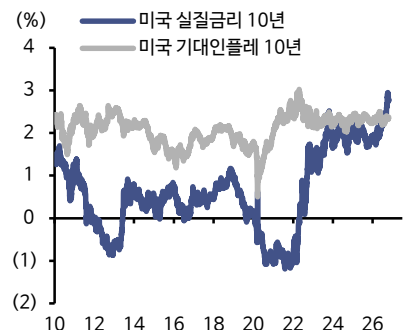
3) 금리 상승을 야기한다. 정확하게는 투자자들의 ‘자본에 대한 요구수익률’이 급격하게 상승한다. 20년 만에 처음으로 민간 기업 중심의 자본조달이 활성화되고 있는데, 정부도 재정적자를 감축하지 않으면서 자본을 향한 경쟁 구도가 형성되고 있다. 자본수요 증가에 따라 자연스럽게 요구수익률(required return)은 상승한다. 이는 명목금리에서 기대인플레이션을 차감한 실질금리의 상승으로 연결된다.

정부, 물가 과열 리스크를 중첩하는 중



자료: LSEG, 신한투자증권

요구수익률을 재조정하기 시작한 시장



자료: LSEG, 신한투자증권

비대한 부채로 인해
시장은 재정 지속가능성
추궁하기 시작

이는 실질금리 위주의
금리 상승이 이뤄지는
이유

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

보통 큰 정부 사이클은
물가 상승으로 마무리

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

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.

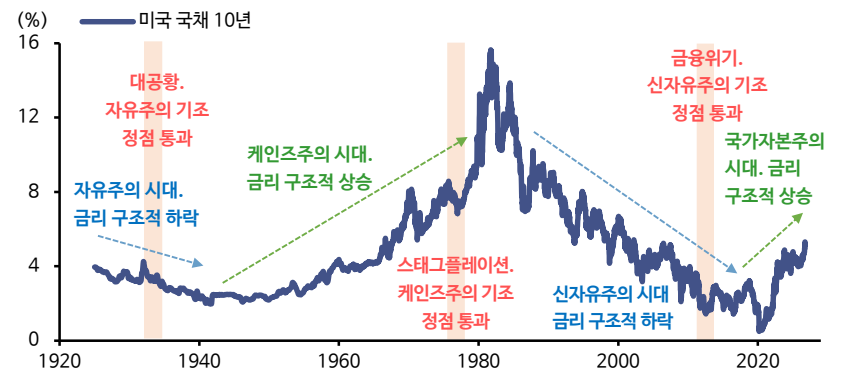
확장적 재정정책과 큰 정부의 긍정적인 효과가 퇴색된 가운데 안그래도 상방 압력을 받던 금리-물가에 상승 리스크를 더하는 요소로 자리매김하면서 AI 영향권에 있는 미국뿐만 아니라 일본, 유럽 등 선진국 전반에 걸쳐 금리 상승세가 확산됐다. 세계적으로 진행되는 실질금리의 상승은 2026년 금리 상승의 동인이 '기대 인플레이션 상승'보다 자본의 요구수익률 재조정에서 있었다는 것을 시사한다.

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.

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.

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



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

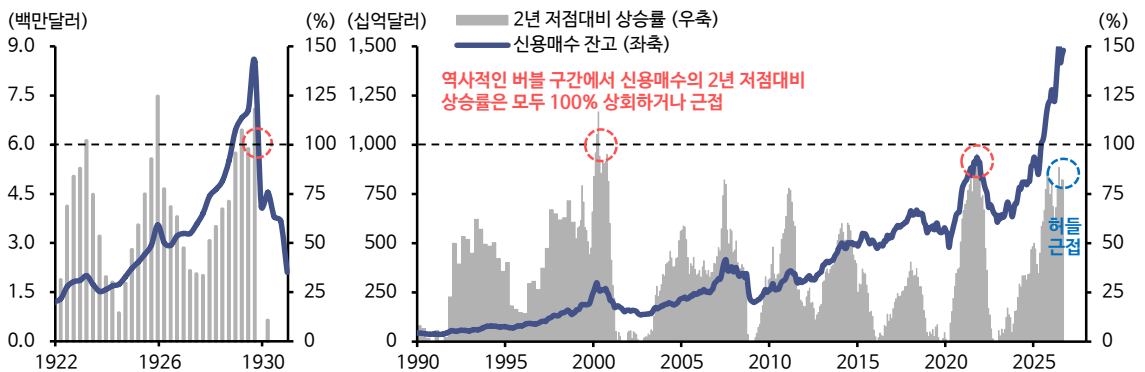
투기 사이클, 내년 시장을 지배할 또 하나의 사이클

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 돌아해보면, 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 사이클 정점 통과 징후

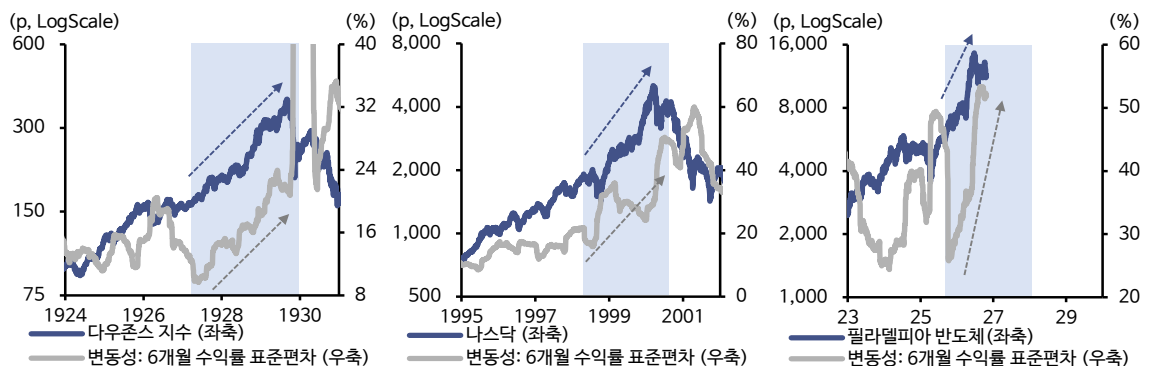


자료: LSEG, 신한투자증권

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 스쿼드. 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

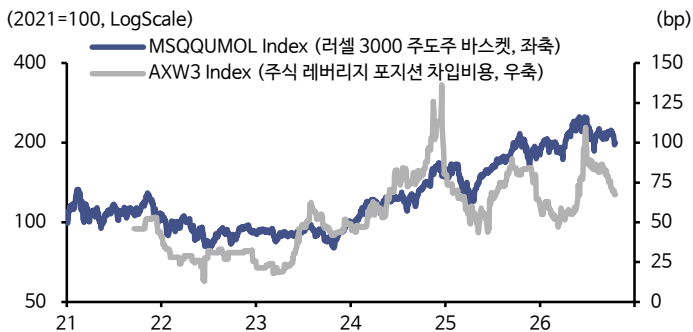
전체 시장보다는 주도주에 국한한 투기 발생

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

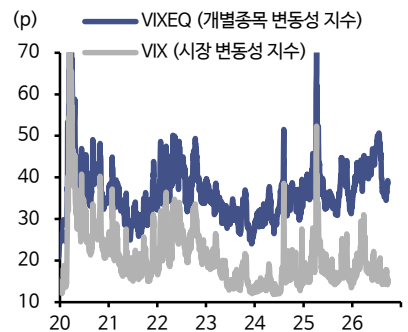
주식 차입(레버리지) 포지션이 과도해진 결과, AI 기업들의 펀더멘탈은 금리 상승 과정에서 면역을 보이고 있지만 주식시장 투자자들은 할인을 상승과 자금 회수 압박에 크게 노출됐다. 이로 인해 2026년 하반기 이후 금리 상승 국면에서 주식 시장이 펀더멘탈 상 취약한 경기민감주가 아니라 투기가 발생했었던 주도주를 중심으로 크게 덜컥거리는 구도가 형성됐다는 해석을 내릴 수 있다.

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

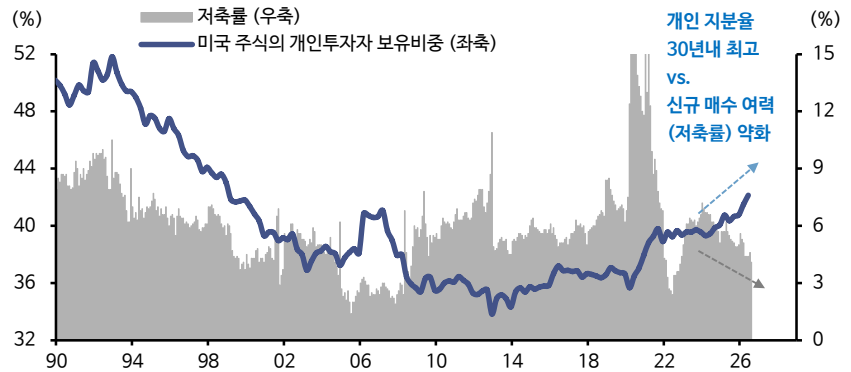
2027년 미국 주식시장은 투기 사이클이 정점을 통과한 이후 수급 혼란이 지속되는 국면에 있다. 지난 3년간 주식시장과 주도주를 견인했던 투기적 포지션은 청산/회수되기 시작했고, 높아진 금리는 투기자들의 리레버리지를 막는다. 다른 어떤 요소들보다도 수급이 주식시장에 가장 불리한 판도를 형성할 것이다. 투기 사이클의 정점 통과로 인해 내년 주식시장 플레이북은 펀더멘탈-밸류에이션 이상으로 기술적 분석과 수급 빈집/꼬임 같은 요소에 크게 의존해야 할 것 같다.

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.

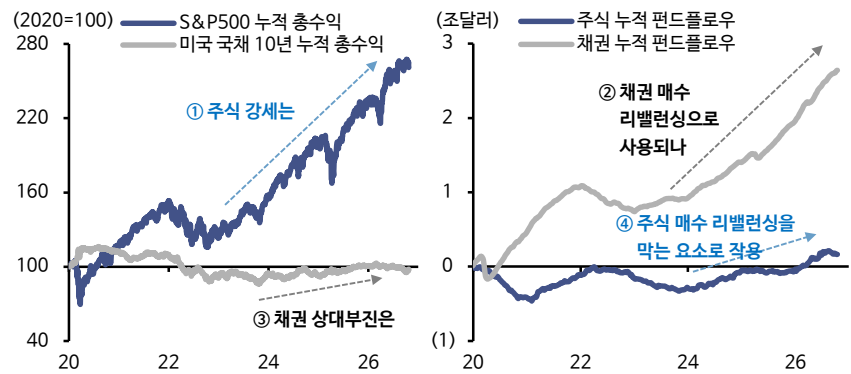
기관투자자들의 적극성도 기대하기 어렵다. 이들은 통상 주식-채권 자산배분 비중 상하한을 설정하고 포트폴리오를 운용하며 상대강세였던 자산을 매도하는 리밸런싱을 구사한다. 2026년 하반기 주가가 흔들렸지만 장기 관점에서는 아직도 주식의 상대성과가 큰데다, 2026년 상반기 중 주식을 늘려와 비중확대 여력이 적다. 내년, 주가가 하락하면 하단을 지지할 수는 있지만 견인하는 역할은 기대하기 어렵다. 유일하게 기댈 수 있는 수급은 실적의 후행함수인 자사주 매입이다.

개인투자자들, 주식 공격적으로 사려면 레버리지를 써야할 듯



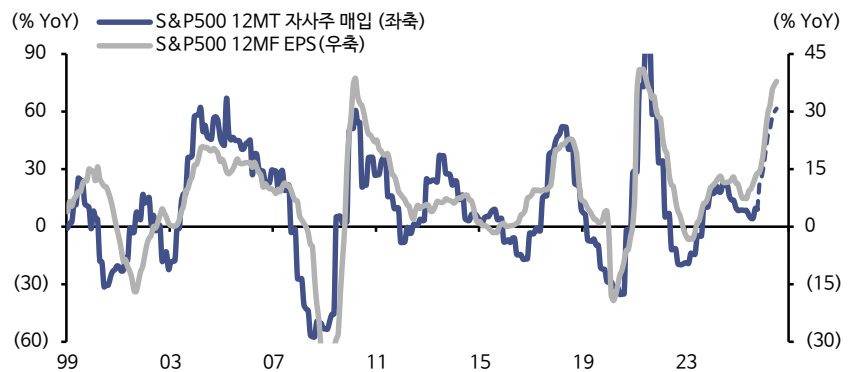
자료: LSEG, 신한투자증권

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 유호

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

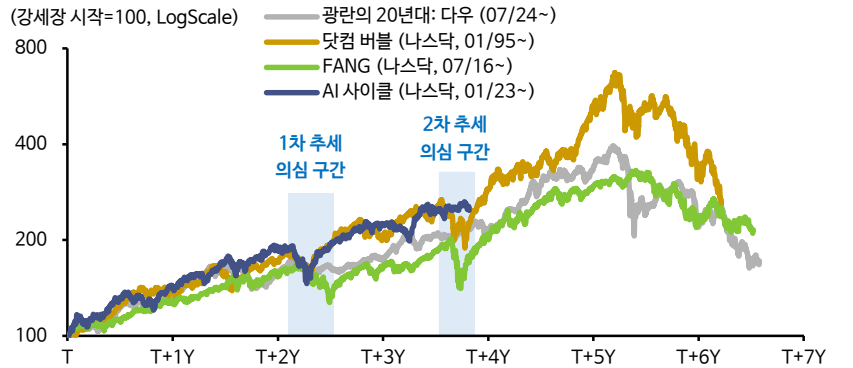
통화정책의 긴축 전환은 시장을 꺾어놓을 수 있는 잠재적인 위험 요인으로 인식되지만, 아무리 빨리 잡아도 내년 하반기 이후에나 위험이 될 가능성이 높다. 연준의 긴축이 시장을 무너뜨리려면 마지막 금리 인하로부터 18개월이 경과한 이후 6차례 이상의 금리 인상이 단행되어야 했다. 이번 사이클에 대입하면 2027년 하반기 이후 기준금리가 5%까지 도달해야 이 트리거가 달성된다.

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

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.

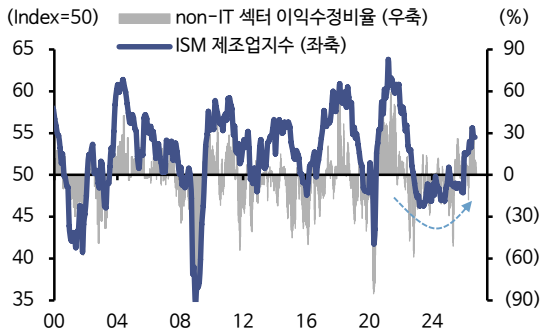
기업이익 우상향 국면에서 시장이 하락 추세로 직행한 사례는 드물다. 이번 사이클은 닷컴 버블 및 클라우드/플랫폼 강세장과 비견되는데, 모두 5년 이상 강세장이 이어졌던 경험이 있다. 왜 5년 이상인가가 중요한데, IT Capex 사이클이 보통 5~6년 이상 지속되면서 기업이익을 견인하기 때문이다. 역사적으로 강한 기업이익 모멘텀 속에서 앞선 사이클들과의 유사성까지 고려한다면, 기술혁신 강세장 5년차 상승 시나리오가 2027년 재현될 가능성은 여전히 농후해보인다.

과거 기술혁신 강세장과의 궤적 비교



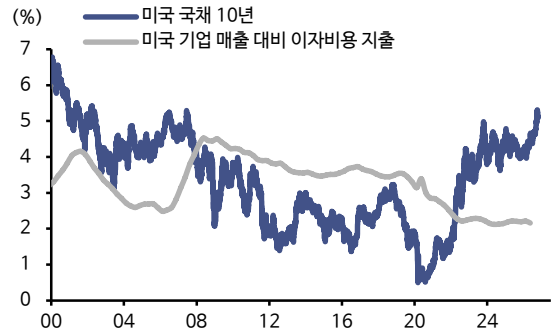
자료: LSEG, 신한투자증권

PMI와 non-IT 섹터 이익수정비율



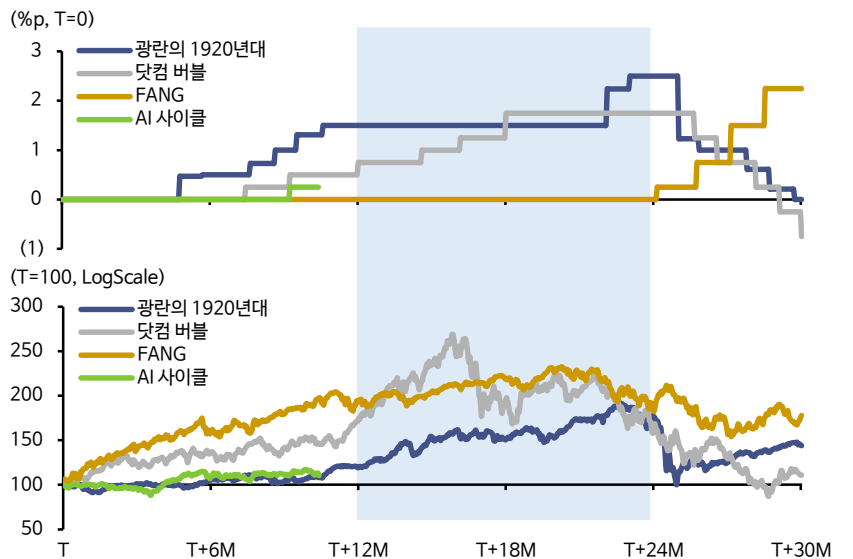
자료: LSEG, 신한투자증권

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 유희 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.

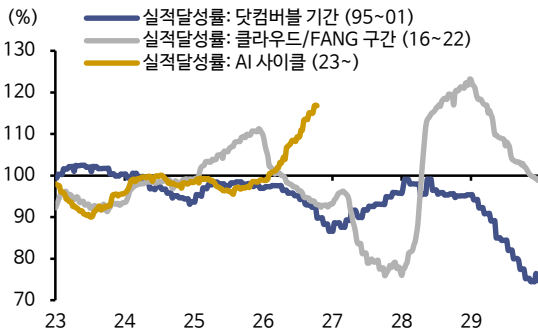
3) 2026년 하반기 이후 반도체/메모리를 비롯한 일부 업종들의 PER이 극단적으로 낮게 책정되고 있다. 비록 2028년까지는 수급 불균형이 이어진다고 하더라도 가격이 많이 상승한데 따른 반대급부(산발적인 가격 저항과 증설 유인)가 발생할 가능성이 커졌으며, 영구적/장기적으로 이 수준의 순이익률을 유지할 수 있을지에 대한 시장의 의구심이 내재됐다고 봐야한다. 역시 너무 뜨거워서 생긴 문제다.

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 견고하다고 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.

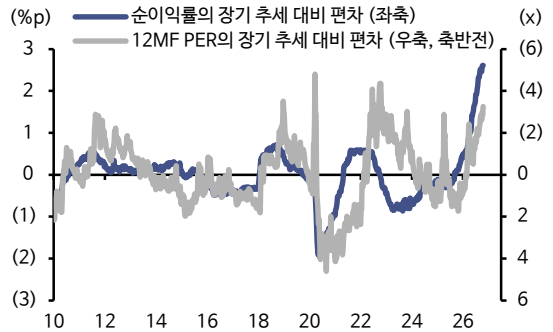
적정 영역과 과열 영역을 구분할 수 있는 기술적 도구가 여러가지 있을 것이나, 그 중에서도 장기 상승 채널에 주목해볼 필요가 있다. 닷컴 버블 당시 나스닥은 장기 상승 채널을 상향돌파한 이후 또다시 상승 각도를 올라가면서 과열 국면에서 나타나는 ‘최후의 정점’ 징후를 보였다. 이런 경험칙까지 고려하면, 2027년 기술주 주가가 장기 상승 채널에서 크게 벗어나지 않은 국면에서는 buy&hold를 이어나갈 수 있지만, 또 한번의 가속화가 이뤄진다면 차익실현을 고려해야한다.

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

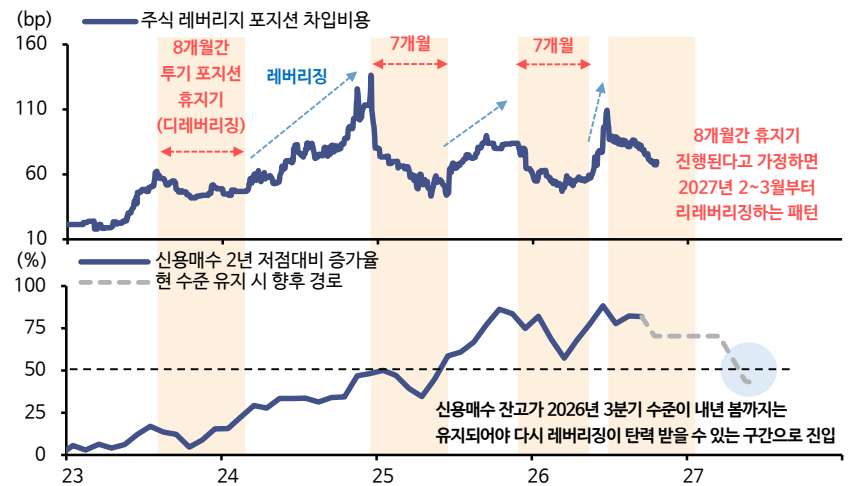
투기적 포지션의 복귀
시점, 내년 2~3월쯤

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



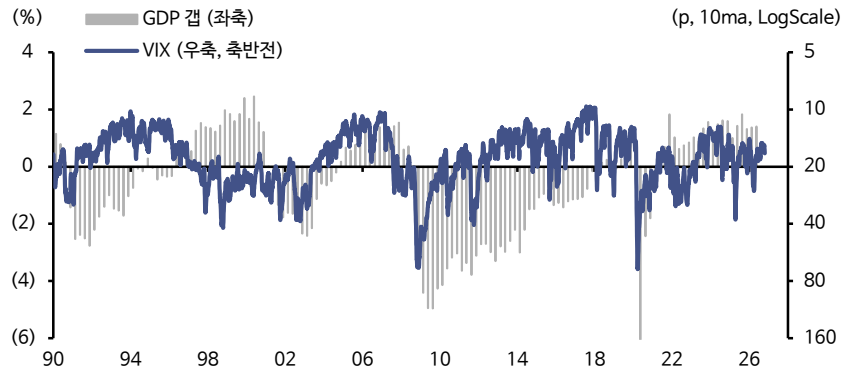
자료: Bloomberg, FINRA, 신한투자증권

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 안정적인 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

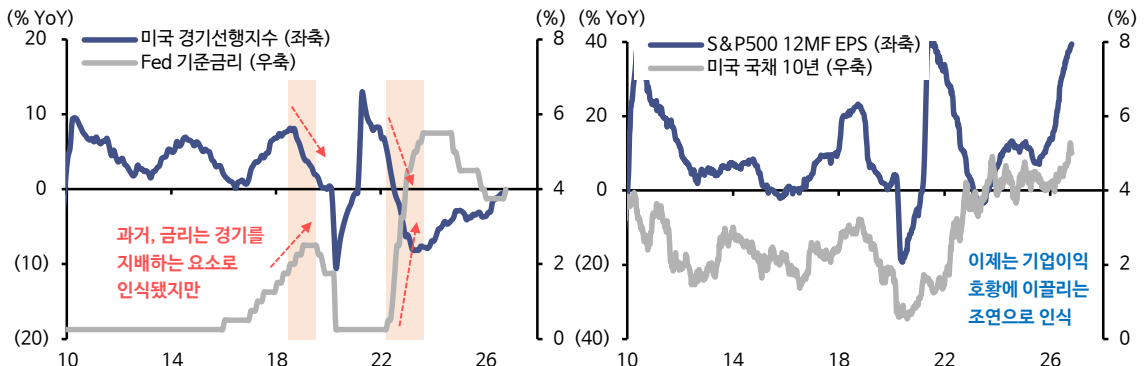
연준의 긴축 기조 전환과 높은 시장금리가 주식시장에 핵심적인 위협으로 인식되지만, 2027년 주식시장은 고금리 상황 자체는 잘 견딜 것으로 예상된다.

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 과잉투자와 공급과잉, 디레버리징과 디플레이션 압력을 대변하며 주가-금리가 동반 하락하는 수순을 밟는다. 따라서 지금부터의 금리 급락은 할인을 차원에서 긍정적인 뉴스로 해석되는 것이 아니라 AI 업황의 붕괴를 대변할 공산이 크다. 닷컴 버블과 금융위기 당시 금리의 급락을 할인을 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

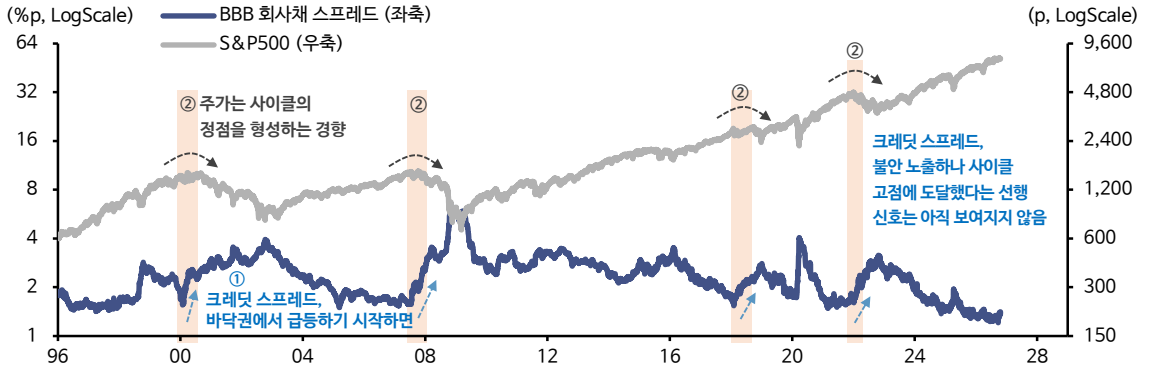
통상 Capex 사이클 고점은 국채금리 급등이 아니라, 주가가 고점에서 횡보하고 있을 때 크레딧 스프레드가 급등하기 시작하면서 빼먹거리기 시작했다. 닷컴 버블, 금융위기, 팬데믹 랠리는 모두 이런 과정을 거쳐서 마무리됐다. 따라서 향후 강세장 종단을 가늠할 가장 중요한 트리거는 크레딧 스프레드로 상정한다. 투자등급 스프레드가 저점대비 40~50bp 이상 상승하면 위험신호로 인지해야 한다.

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

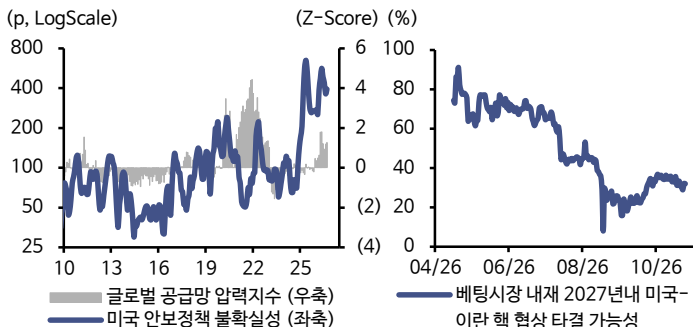
미국-이란 종전 현실화,
가장 강력한 upside
리스크일 것

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

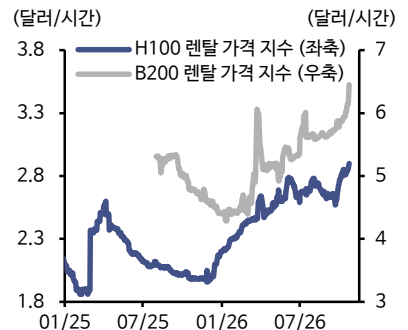
역시 base 시나리오로 상정하는 것은 무리가 있지만 개연성 있는 시나리오는 한 가지 더 있다. 우려에 직면한 네오클라우드 업체들이, 엔비디아/메모리/빅테크로부터 투자를 유치하거나 피인수되는 것이다. 현재 AI 산업이 겪는 우려는 top-line은 견고하나 현금흐름에는 불균형이 있다는 것이다. 현금흐름을 독식하는 반도체 기업들이 자본제약으로 인한 전방수요의 붕괴를 원치 않는다면 지분투자나 인수를 통해 위험을 부담하면 된다. 빅테크들의 경우 네오클라우드 기업가치 급락을 부족한 컴퓨팅 파워를 싸게 인수하는 기회로 이용할 수 있다.

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.

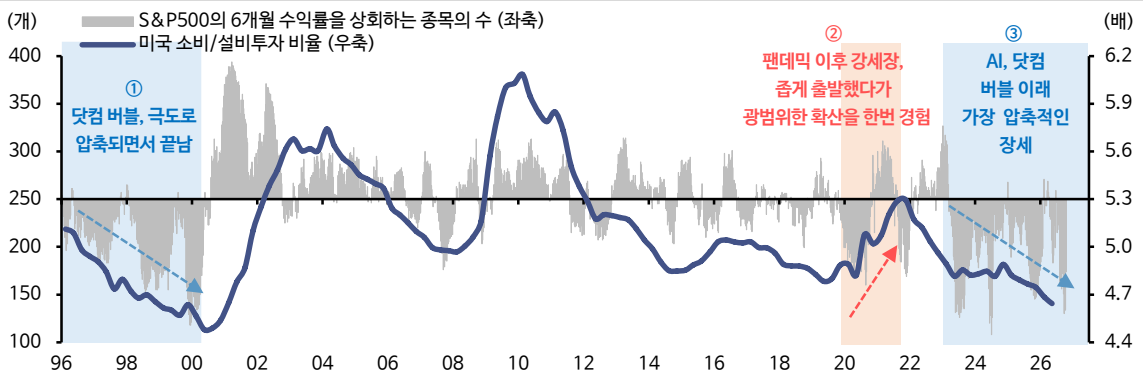
기본적으로 Capex 사이클 자체가 주식시장을 양극화시키는 경향이 강하다는 점을 고려해야 한다. Capex는 대규모 물적투자를 수반하기 때문에 중간재/원자재 중심 인플레이션 압력을 유발하는데 이는 소비를 억압하는 경향이 강하며, 자본 흐름을 빨아들이면서 다른 업종들이 사용할 돈의 값(금리)도 올려놓는다.

앞서도 언급했듯 ‘투자 사이클’의 안티 테제는 ‘소비 사이클’이다. 만약 시장의 상승세가 다양한 업종으로 확산되려면 소비가 강해지는 시나리오를 검토해보면 된다. 전통적으로 소비는 디스인플레이, 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.

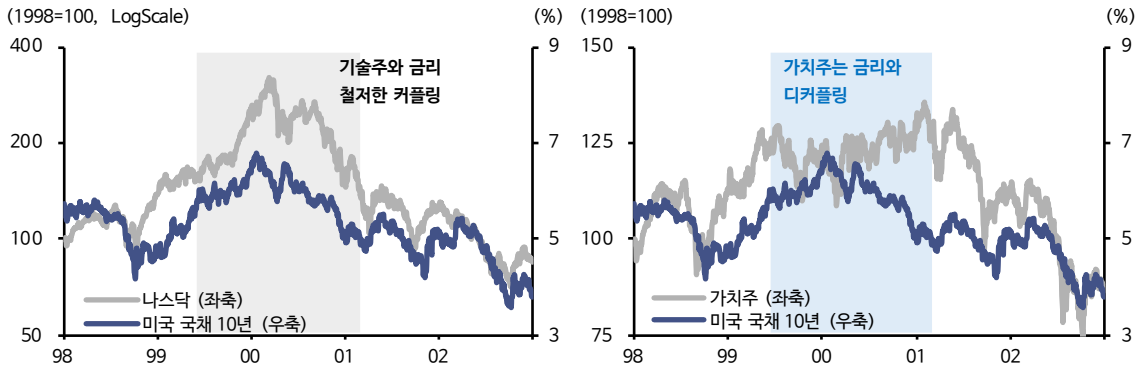
이번 사이클에서 AI와 나머지 영역 간 실적 격차는 역사적인 수준이다. AI 업황의 강세는 다른 업종들에게 피해로 인식될 것이고, AI 업황의 약세는 다른 업종들에게 수혜로 인식될 것이다. 이 과정에서 분절화 속 순환매 구도는 끊임없이 이어질 공산이 크다. 순환매를 투자전략에 녹일 매개체로 금리를 주목해야 한다. 금리 상승은 기술주 강세를, 하락은 비기술주 강세를 의미할 것이다. 닷컴 버블 후반부에도 금리 상승이 기술주와 동조화됐다가, 하락 반전하자 기술주 주가가 peak-out하고 비기술주가 상승세를 연장했었던 경험이 있다.

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 나선형 순환 구도 예상. 빅테크 반등 이후 반도체 회복

기술주, 나선형 구도 예상

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

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

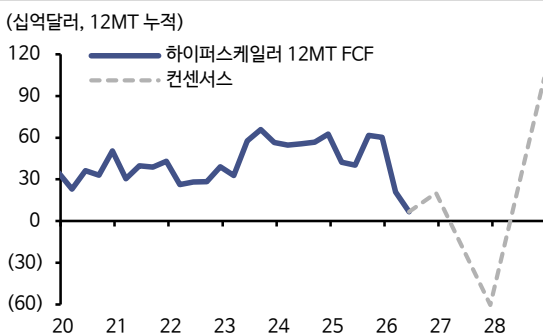
기술주 안에서는 나선형 순환 구도를 예상한다.

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.

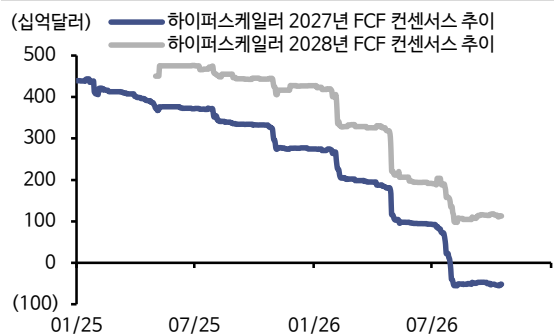
AI 기업/빅테크들 간 선점경쟁이 지속되는 상황에서 현금흐름이 (-)에 머무르지 않으려면, 지금까지 구축한 AI 인프라의 수익화가 반드시 필요한 연결고리다.

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

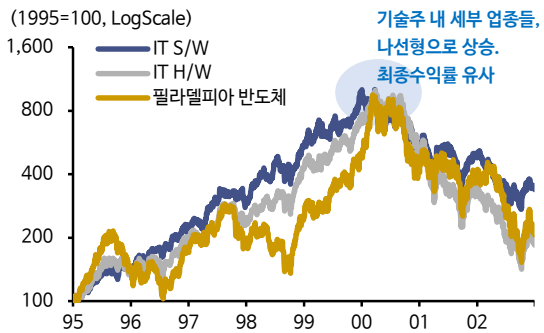
빅테크 선제적 반등 이후
하드웨어의 반등이
후행적으로 강하게
나타날 수 있어

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

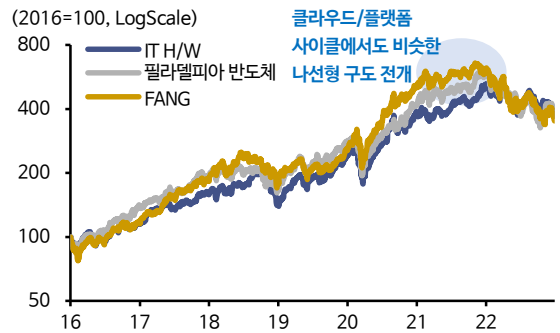
따라서 당초 Capex 지출자와 Capex 수혜자의 역학관계에 집중했었던 투자전략 시나리오에서 선회한다. 기술주 내 세부 업종간 주가 흐름은 나선형 흐름을 보일 것으로 예상된다. 기실 닷컴 버블과 팬데믹 버블 당시에도 하드웨어, 소프트웨어, 반도체 업종들의 주가 상승세가 나선형 흐름을 보였던 점에 주목할 필요가 있다.

닷컴 버블 당시 기술주 내 나선형 업종 구도



자료: LSEG, 신한투자증권

2016~2021년 구간 기술주 내 나선형 업종 구도

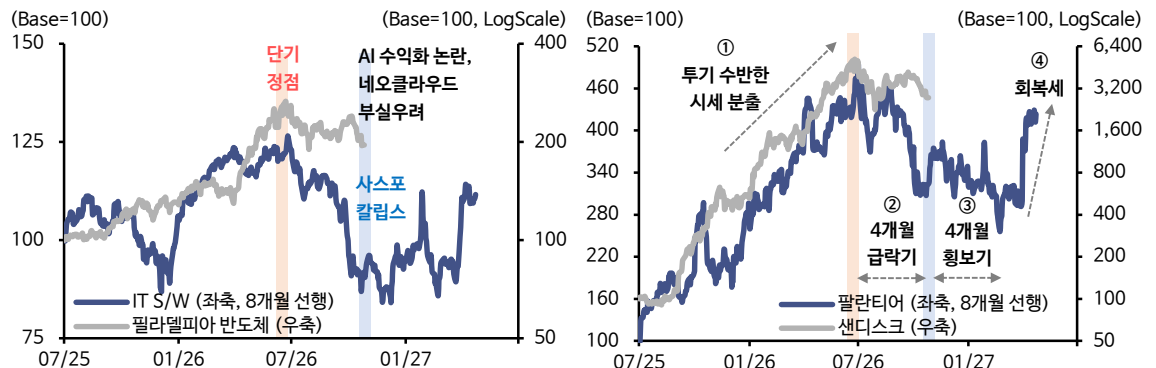


자료: LSEG, 신한투자증권

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.

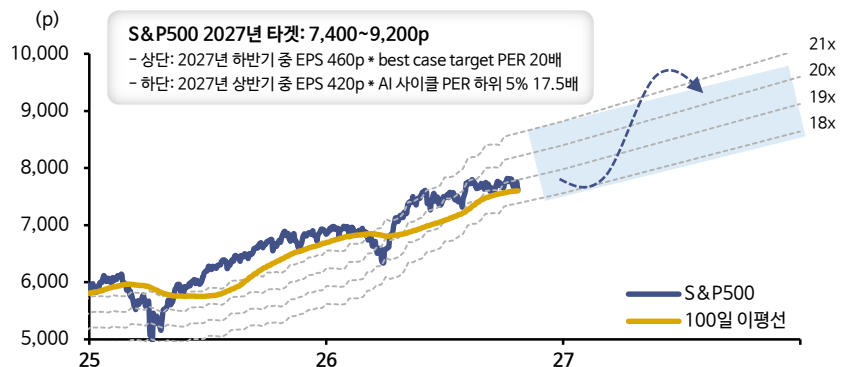
하단 7,400p는 상반기 평균 EPS 420p에 PER 17.5배를 적용한 수치다. 수익화와 자본제약, 궁극적으로 AI 버블에 대한 시장의 의구심 자체가 완벽하게 배제될 수는 없을 것이다. 그러나 업황의 붕괴는 나타나지 않는다고 가정한다. 업황의 붕괴가 나타나지 않는다면 PER은 2023년 이후 시작된 이번 강세장 저점인 17배를 깨지 않을 것이다. 해당 구간 하위 5%인 17.5배의 지지는 가능하다는 생각이다.

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

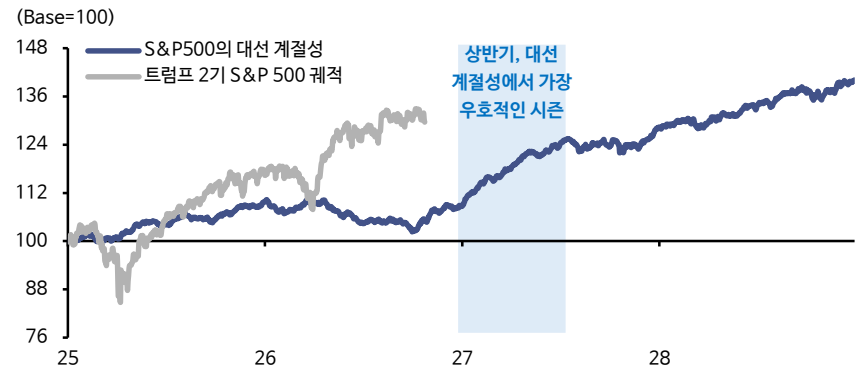
상반기 매수 기회, 하반기 차익실현 기회 탐색

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/업종의 절대우위 부재. 2027년은 '순서'가 더 중요

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

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

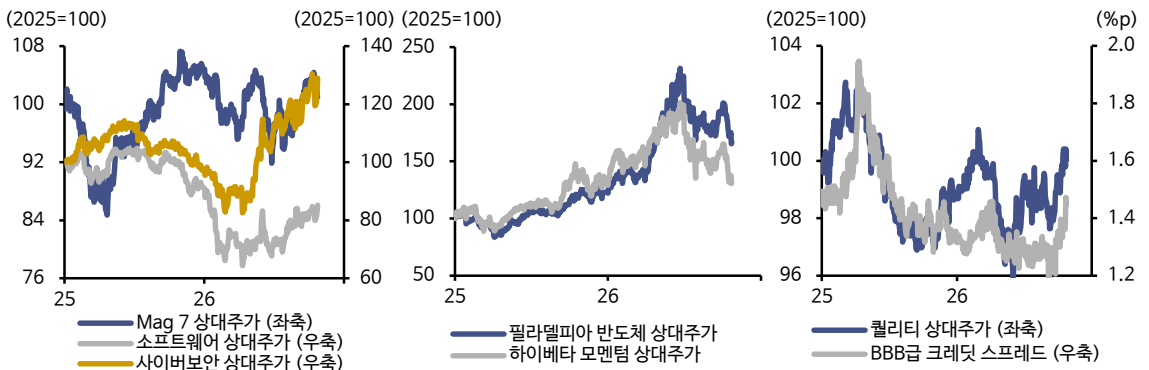
2) 수익화에 대한 실마리가 보이거나 자본제약 이슈가 완화되는 과정에서는 빅테크와 소프트웨어가 상대강세를 보일 것이다. 그러나 우려가 해소되고 이들의 상승이 충분히 진행되면 2028년 이후의 AI 수요 우려가 완화되면서 그 다음 수순으로써 AI Capex 관련 종목군들의 반등세가 매우 빠르게 진행될 수 있다. 해당 종목군들이 누리는 쇼티지 환경은 내년 근본적으로 변하지 않는데, 시장이 미리 2028년 이후를 걱정한 것이었기 때문에 그 간극을 메우는 과정에서 반등 속도가 매우 빠를 수 있다. 한편 반도체와 AI Capex 종목군들이 하이베타 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

실버 라이닝



EM Equity Strategist

신승웅, CFA

☎ (02) 3772-3175

✉ aidenshin@shinhan.com

송준호

☎ (02) 3772-2641

✉ jh.song@shinhan.com

중국 K자형 경기 고착화, 대외 수요 둔화 시 재정 부양책 강화가 반전의 변수

2027년 중국 경제는 수출과 첨단 제조업이 성장을 지탱하는 K자형 구도가 지속될 전망이다. 디플레이션 압력은 완화되고 있지만 부동산 침체와 민간 신용수요 부진, 제조업 공급과잉이 내수 회복을 제약한다. 경기 하방을 방어할 핵심 수단은 재정정책이다. 완전한 재정확대가 기본 시나리오지만 수출 모멘텀이 예상보다 빠르게 둔화될 경우 부양 강도가 높아질 수 있다. A주 기업이익은 개선세를 이어가겠지만 기저 효과로 증가율은 둔화될 전망이다. 이익 개선의 저변이 좁은 만큼 높아진 실적 기대를 충족할 수 있는 업종에 초과수익의 기회가 집중될 수 있다.

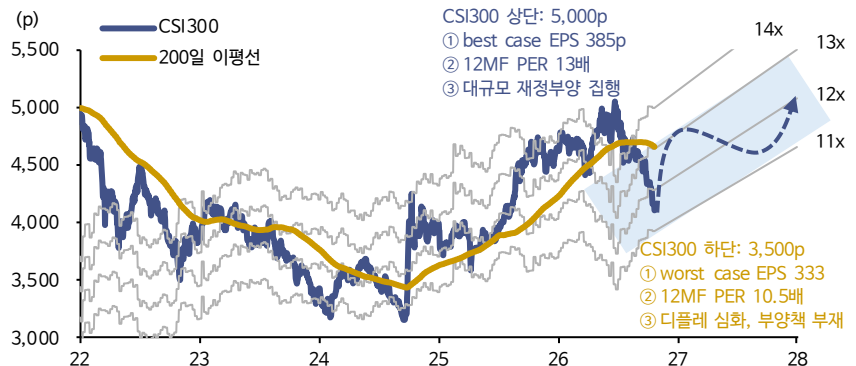
구조적 저금리와 가격 조정으로 높아진 주식 투자매력. 멀티플 정상화 기대

주식시장은 급격한 가격 조정으로 위험 대비 손익비가 돋보인다. CSI300은 이익 전망치 상향에도 PER 디레이팅으로 큰 폭의 조정을 소화했다. 펀더멘털이 아닌 위험회피 심리와 디레버리징이 주가 하락을 주도한 결과다. 구조적 저금리와 투자처 부족을 의미하는 ‘자산황(資産荒)’ 환경에서 주식자산의 상대 매력력이 부각된다. 정부의 강한 증시 안정 의지와 보험사 등 중장기 자금의 유입 확대도 긍정적이다. 멀티플 리레이팅을 위해서는 기대 이상의 재정부양이 뒷받침돼야 한다.

CSI300 3,500~5,000p. 기술자립 테마, AI 수익화 수혜주, 배당주 중심 구성

CSI300 예상 밴드는 3,500~5,000p(PER 10.5~13.0배)다. 업종-스타일 전략의 핵심은 ① 기술자립, ② AI 수익화, ③ 고배당주다. AI 하드웨어는 실적 기대를 충족하고 2028년 마진 전망이 유지되면 2차 상승을 기대할 수 있다. AI 수익화에서는 오픈웨이트 확산과 추론 수요 증가의 수혜가 집중되는 하이퍼스케일러에 주목한다. 고배당주는 기술주 중심 포트폴리오의 변동성을 낮추는 보완재로 활용한다.

2027년 CSI300 밴드 3,500~5,000p(10.5~13배)



자료: LSEG, 신한투자증권

중국 주식시장 전략: 실버 라이닝

2027년에는 K자형 경기 구도에서 벗어날 수 있을까?

수출·첨단 제조업 중심의
K자형 성장 지속. 올해
공업기업 이익 증가분의
74.4% IT 제조업에 집중

산업 간 양극화 심화.
내수와 전통산업으로의
성장 확산 여전히 제한적

2027년 경기 회복의
핵심은 성장률보다 이익
개선의 저변 확대 여부

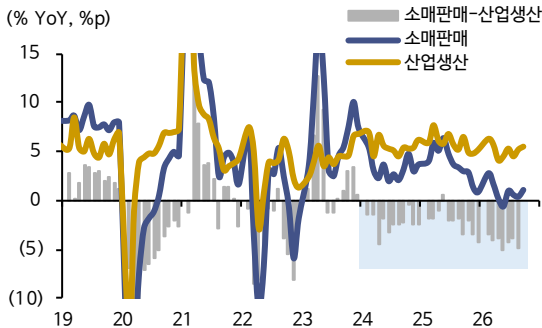
중국 경제를 관통하는 핵심 키워드는 K자형 양극화다. 내수와 수출, 전통산업과 신경제 간 온도차가 좀처럼 좁혀지지 않고 있다. 소매판매 증가율은 0%대로 둔화됐고 고정자산투자도 수개월 역성장을 지속하고 있다. 반면 산업생산은 5% 안팎의 증가세를 유지 중이다. 생산과 내수의 괴리가 확대되는 가운데 수출이 내수 부진을 보완하는 구조가 고착화되고 있다. 지난해 사상 처음 1조달러를 넘어선 상품무역 흑자는 올해 또다시 최고치를 경신할 전망이다.

긍정적인 변화도 있다. 기업이익과 수익성 개선이다. 올해 1~9월 공업기업 이익은 전년동기대비 15.5% 증가했고, 이익률도 완만한 회복세를 보이고 있다. 산업생산 확대와 생산자물가 상승, 출혈 경쟁 완화 등이 복합적으로 작용한 결과다. 이를 경기 전반의 회복으로 평가하기는 어렵다. 이익 개선이 소수 산업에 집중됐기 때문이다. 특히 신경제 수혜가 집중된 IT 제조업이 이익 회복을 주도했다.

실제로 컴퓨터·통신·전자 제조업 이익은 1~9월 전년동기대비 103.8% 급증했다. 전체 공업기업 이익 증가분의 74.4%를 해당 업종이 차지했다. 글로벌 AI Capex 확대가 반도체와 전자부품 수요로 연결된 결과다. 원자재·유가 상승도 에너지·화학과 비철금속 업종의 이익 개선에 기여했다. 반면 일반 제조업의 수익성 회복은 여전히 더디다. 수출과 첨단산업의 성장에도 그 성과가 가계소득과 소비, 민간투자 전반으로 확산되는 흐름은 보이지 않는다. 이익 회복의 저변은 여전히 좁다.

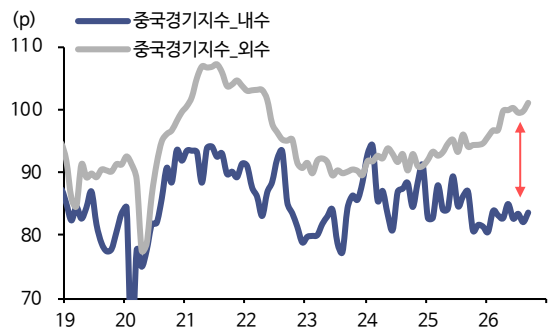
결국 2027년 중국 경기와 주식시장의 핵심 변수는 K자형 양극화의 완화 여부다. 수출과 첨단 제조업에 집중된 성장동력이 내수와 전통산업으로 확산돼야 경기 회복의 지속성을 확보할 수 있다. 특히 대외수요 의존도가 높아진 상황에서 글로벌 경기 둔화로 수출 증가세마저 약화된다면 내수 회복의 중요성은 더욱 커진다. 관건은 정책 지원이 민간 소비와 투자 회복으로 이어질 수 있는가에 있다. 이를 위해 생산과 내수의 불균형에서 비롯된 공급과잉 문제부터 짚어볼 필요가 있다.

K자형 양극화 1) 소비와 생산의 괴리



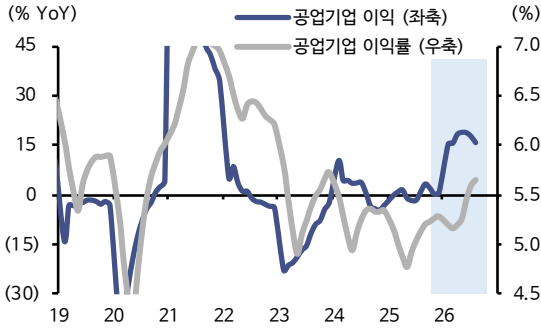
자료: WIND, 신한투자증권

K자형 양극화 2) 대내 수요와 대외 수요의 괴리



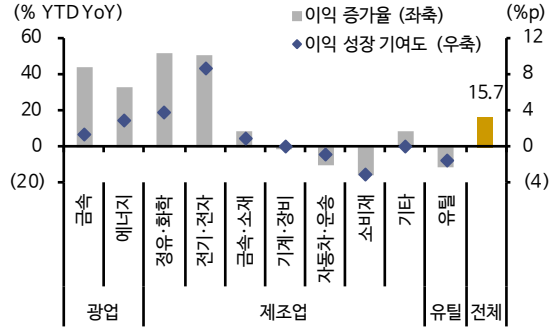
자료: WIND, 신한투자증권

공기업 이익 회복세



자료: WIND, 신한투자증권

산업별 이익 편차 극심



자료: WIND, 신한투자증권

반내권 정책에도 제조업
가동률은 73.3%로
18년 이후 저점권

수출가격 반등은 AI 호황과
에너지 충격 영향이 상당
부분 반영된 결과

태양광은 가격 개선 일부
확인되나 자동차는 물량
확대에 의존하는 구조

수요 회복 없는 공급
조정만으로 제조업
수익성 개선은 제한적

정책 강화에도 공급과잉 압력 여전, 수요 회복 없는 구조조정의 한계

정부의 과당경쟁 방지 정책에도 공급과잉 압력은 여전하다. 감산과 Capa 조정, 출혈경쟁 단속 등을 추진하고 있지만 수요 회복이 더디기 때문이다. 2015년 공급 측 구조개혁과 방향은 유사하다. 다만 당시에는 강력한 수요 진작책인 부동산 부양이 병행됐다. 공급 축소와 수요 확대가 병행되면서 제조업 체질 개선을 뒷받침했다. 이번에는 부동산 침체가 장기화되면서 공급 조정의 효과가 제한되고 있다.

설비가동률에서도 공급과잉 부담이 확인된다. 올해 3분기 제조업 가동률은 73.3%로 전년동기대비 1.5%p 하락했다. 팬데믹 충격기를 제외하면 2018년 이후 최저 수준이다. Z-score는 -1.2로 장기 평균을 크게 밑돈다. 업종별로는 비철(-2.6), 제약(-2.5), 화학(-2.2), 자동차(-1.6), 철강(-1.4) 등의 가동률이 과거 평균을 크게 하회한다. 반면 IT(+0.8), 일반기계(+0.4), 화섬(+0.6)은 상대적으로 양호하다. 제조업 전반의 가동률이 낮은 가운데 업종별 양극화도 뚜렷하다.

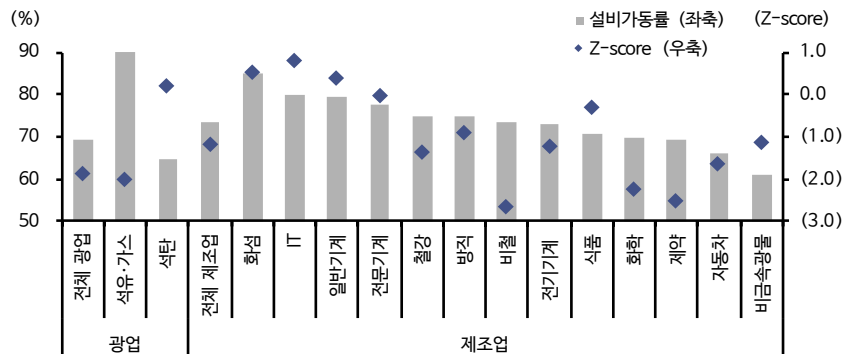
긍정적인 변화는 수출가격에서 나타나고 있다. 수출가격지수는 올해 4월부터 상승세로 전환해 9월에는 전년동기대비 14.7% 상승했다. 지난해 9월 -2.7%에서 크게 개선된 것이다. 또한 수출물량 증가율도 같은 기간 11.4%에서 13.0%로 가속됐다. 그간 수출가격 하락을 물량 확대로 상쇄하던 구조에 변화가 나타나고 있다. 이를 저가 수출 경쟁의 종료로 해석하기는 어렵다. 글로벌 AI 수요 확대에 따른 반도체·IT 제품 가격 상승이 전체 수출가격 반등에 영향을 미쳤기 때문이다.

주요 공급과잉 품목의 수출을 가격(P)과 물량(Q)으로 분해하면 업종별 차이가 뚜렷하다. 태양광은 정책 효과가 일부 나타나고 있다. 정부는 2024년 12월 태양광 수출 증치세 환급률을 인하한 데 이어 올해 4월 전면 폐지했다. 이후 수출단가가 반등한 반면 물량은 감소했다. 9월 태양광 셀 수출액 증가율은 -2.7%로 가격 기여도(+22.3%p)가 상승한 반면 물량 기여도(-25.0%p)는 감소했다. 저가 수출 억제에는 일부 진전이 있지만 수급 정상화로 평가하기는 이르다.

석유화학은 상황이 다르다. PP와 PE의 수출단가와 수출물량이 동반 증가했지만 중동 지역의 공급 차질에 따른 대체 수요 확대가 주요 배경으로 판단된다. 구조적인 수급 개선으로 보기 어려운 이유다. 가장 우려되는 업종은 자동차다. 수출액은 55.0% 증가했지만 물량 기여도가 51.0%p로 대부분을 차지했다. 해외 판매 확대에도 수출가격 개선은 미미하다. 내수에서 소화하지 못한 생산물량을 해외 판매로 보완하는 구조가 이어지고 있다.

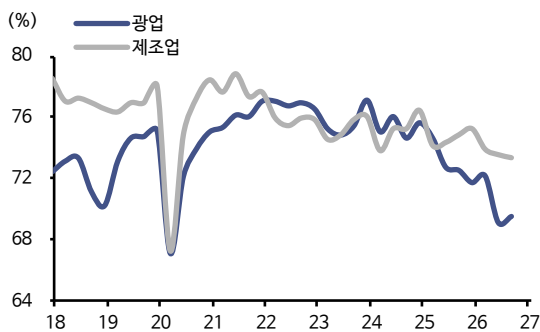
결국 수출가격 반등을 제조업 전반의 공급과잉 해소로 평가하기는 어렵다. 가격 상승에는 정부의 가격 규율 강화뿐 아니라 AI 산업의 호황과 외부 공급 충격이 복합적으로 작용했다. 무엇보다 공급과잉 업종의 마진 개선과 가동률 반등이 확인되지 않고 있다. 2027년에도 부동산과 민간 내수 회복이 제한된다면 공급 조정만으로 제조업 전반의 수익성을 개선하기는 어려울 전망이다.

산업별 설비가동률: IT, 화섬, 기계, 석탄 제외 대체로 부진



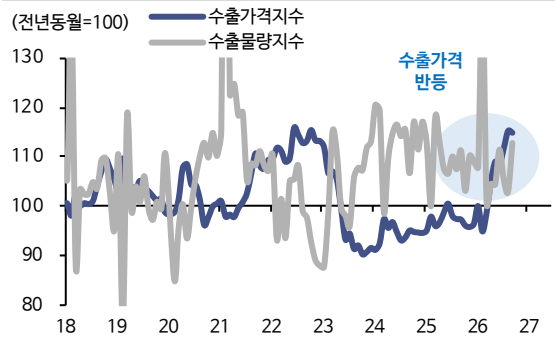
자료: 15차 5개년 계획, WIND, 신한투자증권

광업과 제조업 설비가동률



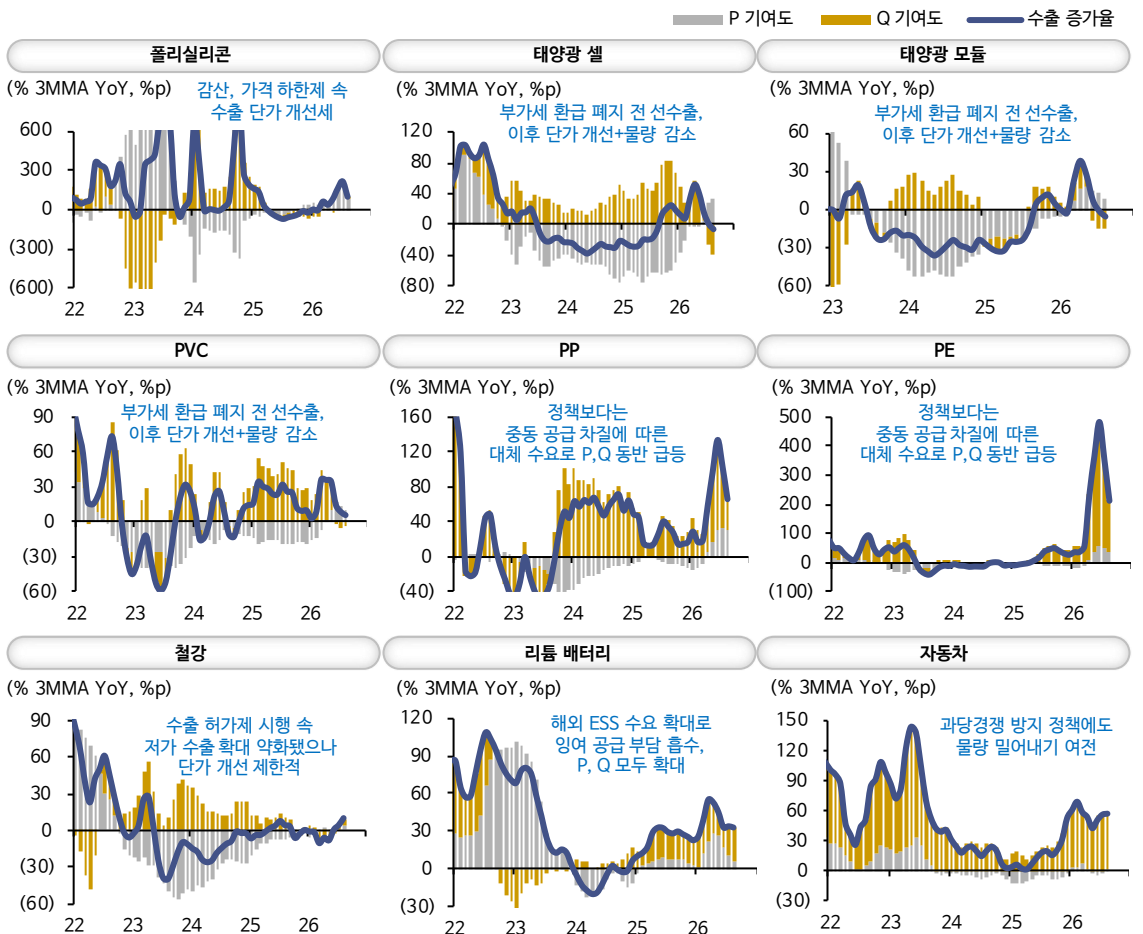
자료: WIND, 신한투자증권

수출가격지수 3년 만 반등



자료: WIND, 신한투자증권

공급과잉 품목 수출 증가율과 P, Q 기여도



자료: WIND, 신한투자증권

디플레이션 압력 완화 중이나 2027년 본격적인 리플레이션 전환은 제한적

GDP 디플레이터 (+)
전환과 PPI 반등, 디플레
압력 완화 신호

물가 상승은 수요 회복
보다 에너지·원자재 가격
상승이 주도

공급과잉 압력이 여전하지만 물가지표에서는 의미 있는 변화가 나타나고 있다. GDP 디플레이터 상승률은 2023년 2분기부터 12개 분기 연속 (-)에 머물렀으나, 올해 2분기 1.5%로 (+) 전환한 데 이어 3분기에도 1.4%를 유지했다. PPI 역시 지난 3월 41개월 만에 (+)로 돌아선 이후 9월에는 전년동기대비 5.0%까지 상승했다. 장기간 지속된 디플레이션 압력이 완화되고 있다는 점은 긍정적이다.

다만 이를 내수 회복의 결과로만 보기는 어렵다. CPI 상승률은 여전히 1%를 밑도는 반면 PPI는 9월 5.0%까지 상승했다. 미국·이란 전쟁에 따른 에너지·원자재 가격 상승이 반등을 주도했다는 판단이다. 생산단계의 가격 상승이 최종 소비로 확산되지 못하고 있다는 의미다. 2027년에는 디플레이션 압력이 점진적으로 완화 되겠지만 물가 회복 속도는 제한적일 전망이다. 내수부양 정책과 반내권 정책에 따른 공급 조정은 물가 하방 압력을 낮추는 요인이다.

27년 CPI 완만한 회복,
PPI는 상승률 둔화 예상

리플레이션과 이익 개선
저변 확대 위해
최종 수요 회복 필요

단, 부동산 침체와 경제주체의 위축된 기대심리를 고려하면 수요 회복은 제한될 공산이 크다. 올해 PPI 반등을 견인한 에너지 가격의 기저효과도 약화될 전망이다. 블룸버그 컨센서스에 따르면 PPI 상승률은 올해 말 3.1%에서 2027년 말 0.8%로 둔화되는 반면 CPI는 내년 말 1.1%까지 상승할 것으로 예상된다. 공급측 물가 상승 압력은 낮아지고 소비자물가는 완만하게 회복되는 경로다. 다만 CPI 상승률이 1% 안팎에 머무는 만큼 전면적인 리플레이션을 기대하기는 어렵다.

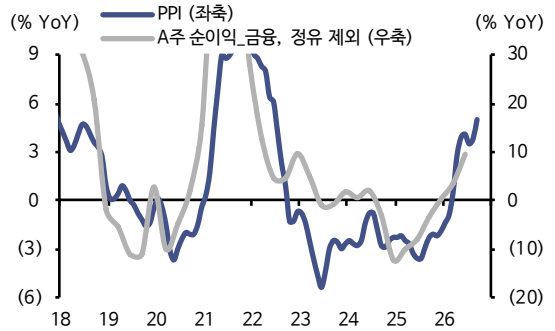
물가 정상화의 속도와 성격은 기업이익에도 중요한 변수다. 역사적으로 PPI와 A주 순이익의 증가율은 높은 동행성을 보여왔다. PPI 상승은 기업의 판매단가와 명목 매출 확대에 우호적이다. 그러나 이번처럼 원가 상승이 주도하는 물가 반등은 업종별 수익성에 미치는 영향이 상이하다. 실제 9월 공업기업의 원재료 구입가격 상승률은 6.9%로 출고가격 상승률(5.0%)을 웃돌았다. 에너지·소재 업종에는 긍정적이지만 가격 전가력이 낮은 제조업에는 부담으로 작용할 수 있다. 결국 2027년 이익 개선의 Breadth가 확산되려면 최종 수요 회복이 뒷받침돼야 한다.

GDP 디플레이터 증가율 2Q26 (+) 전환



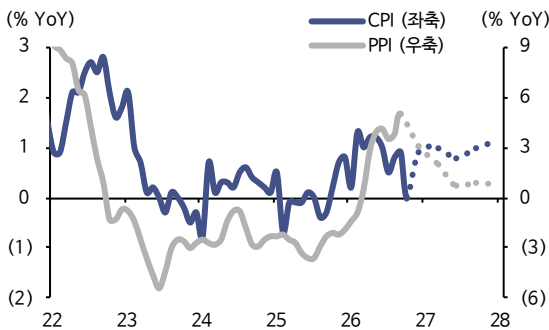
자료: WIND, 신한투자증권

생산자물가와 동행하는 A주 기업이익



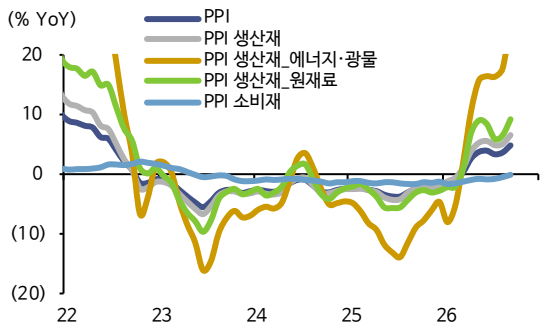
자료: WIND, 신한투자증권

2027년 CPI 반등, PPI 상승세 둔화 전망



자료: Bloomberg, 신한투자증권

PPI 반등은 에너지·원자재 가격 상승이 주도



자료: WIND, 신한투자증권

K자형 경기의 그늘, 작동하지 않는 민간 신용 사이클

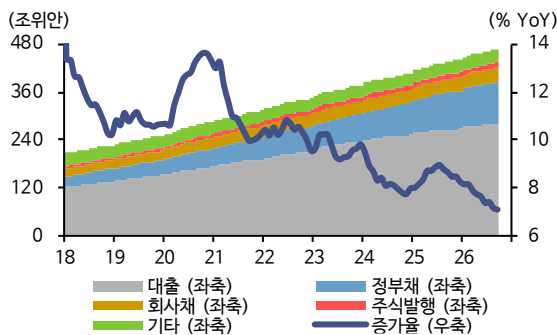
거시 유동성 지표
사회용자총액(TSF)
증가율 지속 둔화

정부채 발행 확대에도
대출 증가율 급감 영향

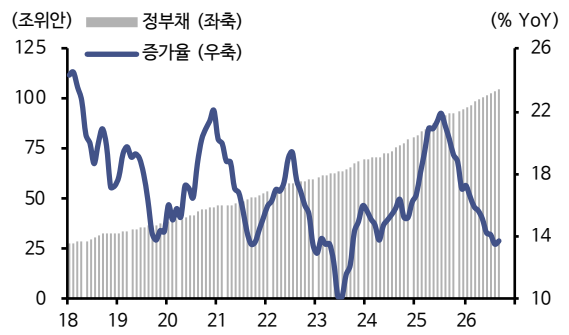
중국 경제의 또 다른 구조적 문제는 민간 신용 사이클의 약화다. 사회용자총액(Total Social Financing)은 대출과 채권, 주식발행 등을 통해 실물경제에 공급된 자금의 규모를 보여준다. 중국의 신용 사이클과 경제주체들의 자금수요를 판단하는 핵심 지표다. 사회용자총액 증가율은 2020년 이후 추세적으로 하락해 2026년 9월 7.1%까지 낮아졌다. 특히 위안화 대출 증가율은 4.8%에 그쳤다. 통화완화에도 신용 확대가 제한되는 것은 경제주체들의 차입 수요가 약하기 때문이다.

주목할 점은 신용공급의 무게중심이 은행대출에서 정부채권으로 이동하고 있다는 사실이다. 올해 9월 사회용자총액 잔액에서 위안화 대출과 정부채권 비중은 각각 59.8%, 22.5%다. 그러나 최근 1년간 사회용자총액 증가 기여율은 각각 41.4%, 40.8%로 비슷하다. 정부채권의 잔액 비중은 대출의 절반에도 못 미치지만 신용 증가에 대한 기여도는 대등한 수준까지 높아진 것이다. 민간 차입보다 정부의 재정 확대가 신용 사이클을 지탱하는 구조로 변하고 있다.

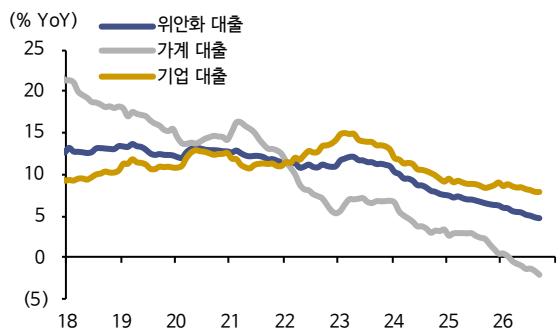
사회용자총액(TSF) 증가율 둔화



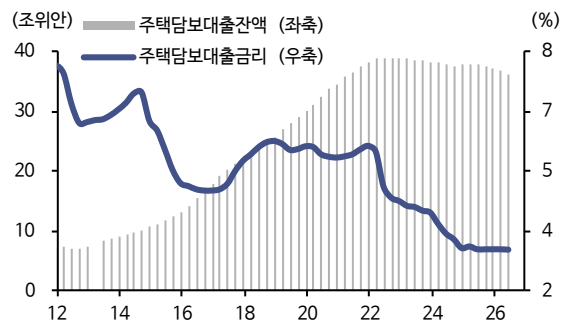
정부채권 발행 확대가 신용 사이클 지탱



위안화 대출 증가율 둔화, 가계 대출은 역성장



금리 인하에도 가계 레버리징 요연



주택담보대출 금리가 3% 수준까지 하락했지만
가계 대출 잔액은 감소세

미래 소득과 고용에 대한
기대 악화가 민간 신용수
요 위축의 근본 원인

민간 신용수요 부진의 근본 원인은 경제주체의 기대심리 악화

민간 신용수요가 회복되지 못하는 근본적인 원인은 경제주체들의 기대심리 악화다. 특히 가계의 디레버리징이 두드러진다. 주택담보대출 금리가 3% 수준까지 낮아졌지만 대출 잔액은 2022년 고점인 38.9조위안에서 올해 6월 36.3조위안으로 감소했다. 주택가격과 미래 소득에 대한 불안이 차입 비용 하락의 효과를 상쇄하고 있다. 8월 소비자신뢰지수도 89.5에 머물렀다. 기업 역시 내수 부진과 수익성 개선에 대한 불확실성으로 신규 투자에 소극적이다.

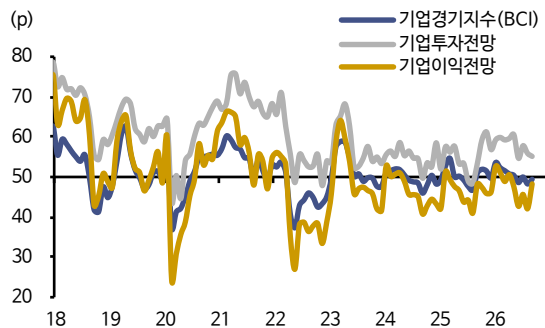
결국 중국 경제의 문제는 유동성 공급 부족보다 민간의 차입 유인 악화에 있다. 미래 소득과 투자수익에 대한 기대가 개선되지 않는다면 금리 인하와 유동성 공급만으로 소비와 투자를 되살리기 어렵다. 2027년에는 재정 확대의 규모뿐 아니라 지출의 방향이 중요해질 전망이다. 인프라 투자 중심의 재정 운용은 경기 하방을 방어할 수 있지만, 민간 수요 회복에는 한계가 있다. 가계의 소득 기대와 부동산 시장 안정, 기업의 현금흐름 개선으로 정책 효과가 확산되어야 한다. 정부의 재정 확대가 민간의 소비와 투자 확대로 이어지는 선순환 구조의 복원이 필요하다. 이는 내수 회복뿐 아니라 주식시장 밸류 개선을 위한 핵심 조건이다.

가계의 고용과 소득 기대 공히 부진



자료: WIND, 신한투자증권

대내외 불확실성 속 기업경기 전망 정체



자료: WIND, 신한투자증권

구매규제 완화와 금융지원
확대로 1선 도시 중심의
주택가격 안정 기대

재고소진주기 22.5개월,
개발업체 자금난 등
구조적 제약은 여전

2027년 부동산개발투자
역성장 불가피

부동산: 대도시 중심 수요 회복 가능성. 신규 투자 역성장 지속 전망

중국 부동산시장은 장기 침체에서 벗어나지 못하고 있다. 올해 1~9월 신규주택 판매면적은 전년동기대비 13.8% 감소한 반면, 기존주택 거래면적은 10.7% 증가했다. 가격 조정으로 기존주택 거래가 확대되고 있지만 신규주택 수요 회복으로 이어지지 못하고 있다. 2027년에는 정부의 부양 강화와 주택 판매제도 개편이 시장의 하방 압력을 완화할 전망이다. 올해 베이징·상하이·선전 등 1선 도시는 주택 구매규제를 완화하고 공적 주택기금 대출 지원을 확대했다. 또 기존주택 매도 후 신규주택 구매 시 보조금을 지급해 주택 교체 수요를 지원하고 있다.

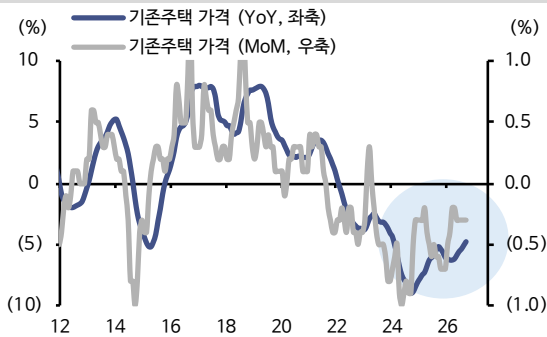
중앙정부도 지난 8월 선분양 요건을 강화하고 후분양 중심의 전환을 추진했다. 9월에는 생애 첫 주택 구매자를 대상으로 주담대 이차지원 정책을 발표했다. 구매 문턱과 주택 인도 위험을 낮춰 실수요 회복을 유도하려는 조치다. 정책 효과가 누적되면서 2027년 주택 거래와 가격의 하락 압력은 점차 완화될 전망이다.

특히 수요 기반이 견조하고 공급 조정이 진행된 1선 도시에서는 주택가격 반등도 기대할 수 있다. 다만 지방도시의 과잉 공급과 수요 기반 약화를 고려하면 전국적인 회복은 제한적일 것으로 본다.

주택가격과 거래가 안정되더라도 부동산개발투자 회복은 지연될 전망이다. 올해 1~9월 부동산개발투자와 주택 신규착공 면적은 각각 전년동기대비 20.6%, 25.4% 감소했다. 주택 신규착공과 판매면적의 누적 차이를 최근 12개월 평균 월간 판매 면적으로 나눠 추정한 재고소진주기는 9월 말 기준 22.5개월이다. 2024년 9월 (26.6개월)보다 단축됐지만 2019년 9월(19.7개월)을 여전히 웃돈다. 재고소진주기 단축 역시 수요 회복보다 신규착공 급감의 영향이 크다.

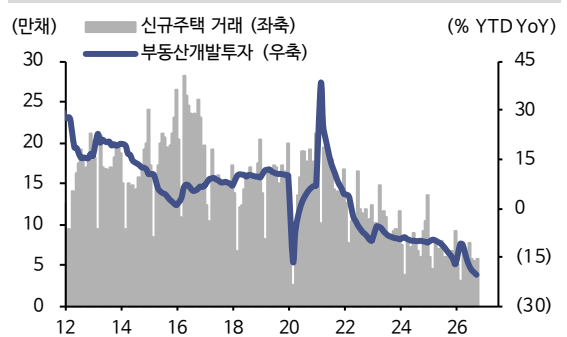
개발업체의 조달자금이 전년대비 21.6% 감소한 가운데 후분양 확대는 자금회수 기간을 늘려 신규 투자에 부담으로 작용할 수 있다. 높은 재고 부담과 자금조달 여건을 고려하면 2027년에도 개발투자의 역성장이 이어질 전망이다. 결국 주택 가격 안정과 개발투자 회복이 분리되는 흐름이 지속될 가능성이 높다. 주택가격 하락세 진정은 가계 소비심리 개선과 주식시장 위험 프리미엄 완화에 긍정적이다. 반면 건설·철강 등 전통 경기민감 업종의 이익 회복은 제한될 전망이다.

주택 가격 지역별 분화: 1선 도시 반등 예상



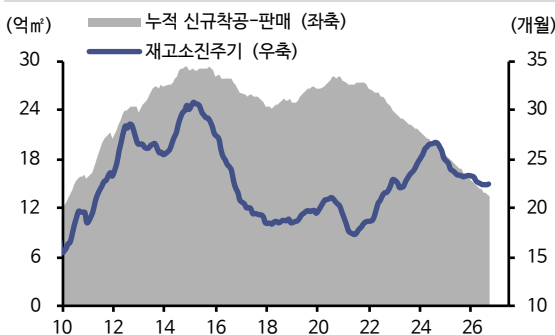
자료: WIND, 신한투자증권

부동산개발투자 2027년에도 역성장 불가피



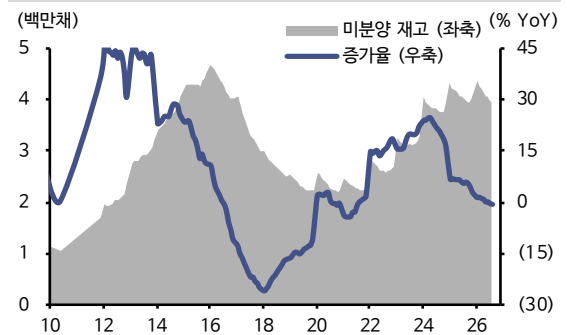
자료: WIND, 신한투자증권

재고소진주기 단축되고 있으나



자료: LSEG, 신한투자증권

미분양 재고 수준은 여전히 높음



자료: LSEG, 신한투자증권

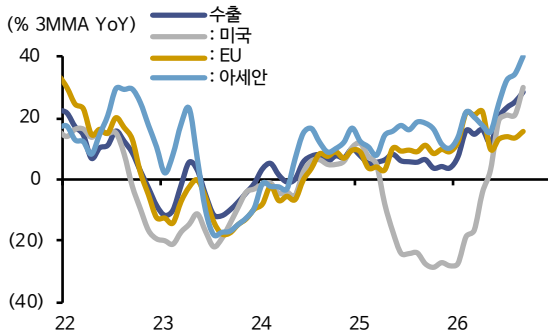
수출 호황이 지탱하는 중국 경제, 구조적 기회와 순환적 위험

올해 1~9월 수출 21.3% 증가, AI 관련 22개 품목은 81.8% 급증. 글로벌 AI Capex와 제조업 경쟁력이 수출 호황의 핵심 동력

K자형 경기 양극화가 이어지는 가운데 중국 경제를 지탱하는 핵심 동력은 수출이다. 올해 1~9월 수출은 전년동기대비 21.3% 증가하며 내수 부진과 투자 위축을 보완했다. 지난해 중국의 상품무역 흑자는 사상 처음 1조달러를 돌파했다. 올해도 1~9월 누적 흑자가 9,381억달러에 달해 또다시 최고치를 경신할 전망이다. 아세안과 EU 등 주요 시장에서 호조가 이어졌고, 미국향 수출도 반등했다. 수출 시장 다변화와 첨단 제조업의 경쟁력 강화가 구조적인 수출 호조를 뒷받침하고 있다. 막대한 무역흑자는 위안화 강세를 지지하는 요인으로도 작용하고 있다.

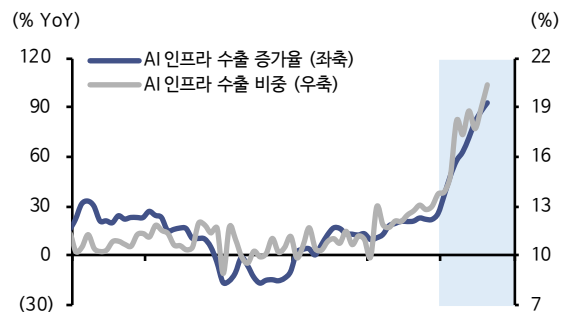
특히 글로벌 AI Capex 확대가 수출 호황의 새로운 동력으로 부상했다. HS코드 6단위 기준 반도체, 서버·컴퓨팅, 광통신 등 22개 품목을 선정해 분석한 결과, 올해 1~9월 관련 수출은 전년동기대비 81.8% 증가했다. 전체 상품 수출에서 차지하는 비중도 20.6%에 달했다. 반도체(+109.7%)와 서버·컴퓨팅(+141.4%)이 증가세를 주도한 가운데 광통신과 전자부품 등으로 수요가 확산되고 있다. 글로벌 AI 투자 확대가 중국의 첨단 제조업 공급망 전반에 수혜로 이어지는 모습이다.

중국 주요 권역별 수출



자료: WIND, 신한투자증권

AI 하드웨어가 전체 수출 견인



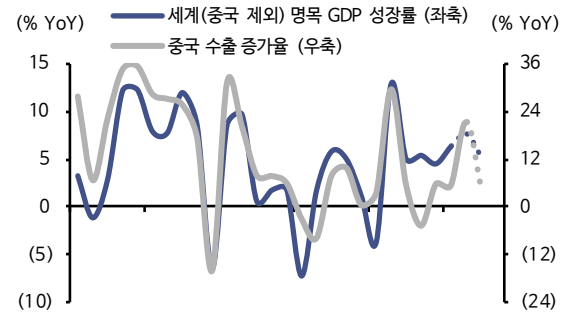
자료: WIND, 신한투자증권

중국 무역수지 흑자 사상 최고치 재차 경신



자료: WIND, 신한투자증권

세계 명목 GDP 성장률과 중국 수출 증가율



자료: WIND, IMF, 신한투자증권

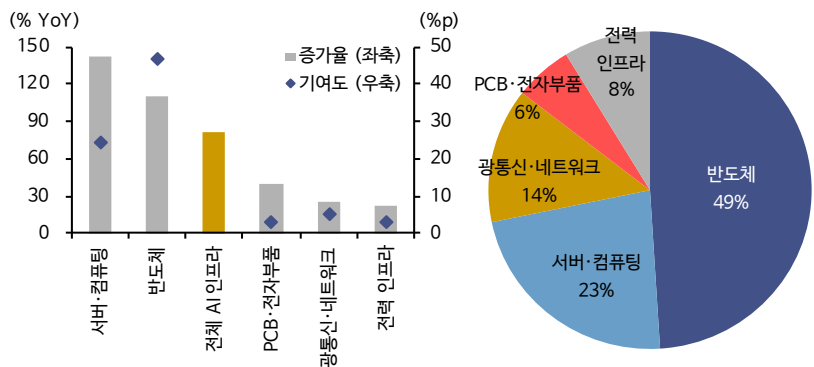
2027년에도 수출 경쟁력
유효하지만 높은 기저로
증가율 둔화 불가피

대외수요 의존도 상승과
취약한 내수 기반은
글로벌 경기 및 AI 투자
둔화 시 성장률 하방
위험을 확대하는 요인

2027년에도 중국 수출은 양호한 흐름을 이어갈 전망이다. 수출시장 다변화와 첨단 제조업의 경쟁력 강화가 구조적 성장 기반이다. 글로벌 AI Capex도 견조한 수준을 유지할 것으로 예상된다. 다만 올해 수출 급증에 따른 높은 기저로 증가율 둔화는 불가피하다. 예상보다 큰 글로벌 경기 둔화나 AI 투자 위축이 현실화될 경우 수출 증가세가 빠르게 약화될 가능성도 경계해야 한다. 문제는 높아진 대외수요 의존도에 비해 이를 보완할 내수 성장동력이 부족하다는 점이다.

올해 1~3분기 순수출의 GDP 성장기여도는 1.2%p에 달했다. 수출 호조가 이어진다면 성장률 방어에 기여하겠지만, 대외수요가 예상보다 둔화될 경우 내수만으로 성장 공백을 메우기는 어렵다. 결국 2027년 중국 경제는 수출이 성장을 뒷받침하는 가운데, 대외 충격 발생 시 재정 확대의 필요성이 높아지는 구조다.

2026년(1~9월) 중국 AI 수출 Break-down



자료: WIND, 신한투자증권

2035년 장기 발전
목표를 고려하면 2027년
GDP 성장률 목표는
4.5% 이상 유지 예상

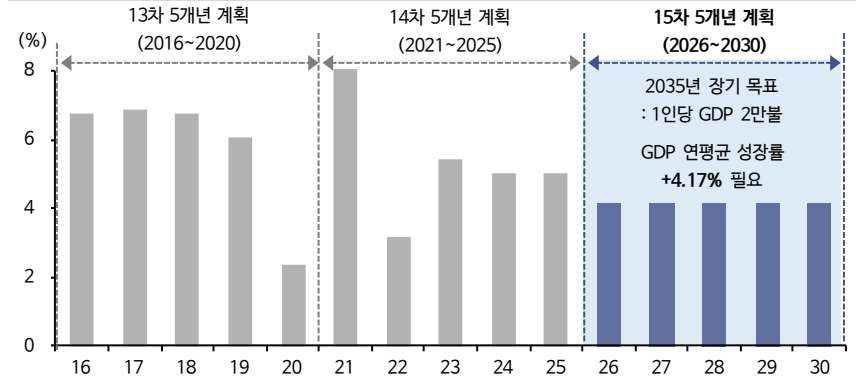
수출과 첨단 제조업이
경기 하방 방어하겠지만
부동산·내수부진으로
성장 반등의 탄력성은
제한적

2027년 GDP 성장률 목표 4.5% 이상 유지 예상

중국 정부는 2027년 GDP 성장률 목표를 4.5% 이상으로 제시할 가능성에 무게를 둔다. 올해 성장률 목표를 4.5~5.0%로 낮췄지만 중장기 성장 경로를 고려하면 추가 하향 여지는 제한적이다. 중국 정부는 15차 5개년 계획(2026~2030년)에서 2035년 1인당 GDP를 2020년 대비 두 배로 확대하겠다는 장기 목표를 재확인했다. 이를 달성하기 위해서는 2026~2035년 실질 GDP가 연평균 약 4.17% 성장해야 한다는 것이 정부 측 추산이다. 잠재성장률이 점진적으로 낮아지는 점을 고려하면 계획 초기부터 성장률 목표를 4% 초반으로 낮추기는 쉽지 않다.

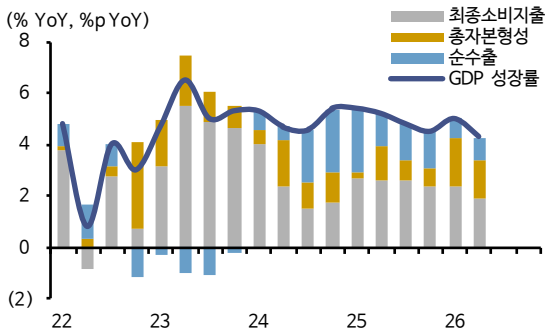
다만 정책 목표와 실제 성장 경로는 구분해야 한다. 부동산 투자와 민간 수요의 회복이 제한적인 가운데 올해 성장을 지탱한 수출의 기여가 낮아질 가능성이 있기 때문이다. 기본적으로 수출과 첨단 제조업이 경기 하방을 방어하겠지만, 내수의 자생적 회복이 더딘 만큼 성장률 반등의 탄력성은 제한될 전망이다. 2027년에도 최소 4% 중반의 성장률을 확보하려는 정책 유인이 크다는 판단이다. 특히 순수출의 성장기여도가 예상보다 크게 낮아질 경우 성장률 목표 달성을 위한 재정 부양 강도도 높아질 가능성이 있다.

중국 GDP 성장률 추이



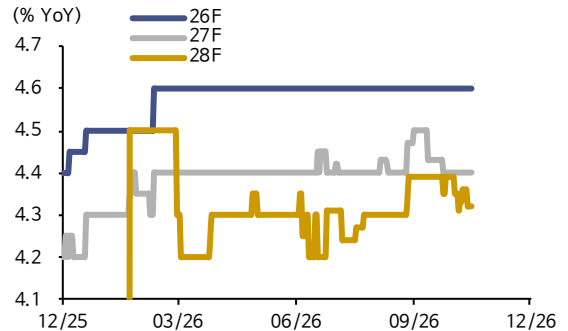
자료: 15차 5개년 계획, WIND, 신한투자증권

GDP 성장률과 기여도



자료: WIND, 신한투자증권

중국 2026~2028년 GDP 컨센서스



자료: Bloomberg, 신한투자증권

2027년 확장재정 기조 유지, 부양 규모는 수출 모멘텀이 결정

부동산 침체로 지방정부 재정여력 약화, 중앙정부 주도 재정 확대 절실

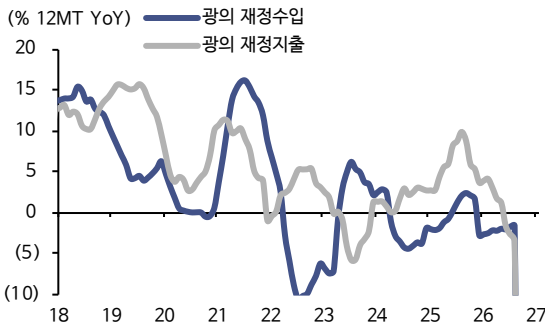
토지매각 수입 급감과
채무상환 부담으로 지방
정부 재정 여력 약화

확장재정 실효성 확보
위해 중앙정부 역할 확대

2027년에도 중국 정부의 확장재정 기조는 이어질 전망이다. 부동산 침체와 민간 수요 부진으로 자생적 경기 회복이 지연되는 가운데 수출 의존도는 높아졌다. 내년 글로벌 경기 둔화로 수출 증가세마저 약화된다면 내수 부진을 상쇄할 동력이 부족해질 수 있다. 통화완화만으로 민간 수요 회복을 유도하기 어려운 만큼 재정 정책의 역할이 중요해질 전망이다. 다만 재정책대의 필요성과 실제 부양 강도는 구분해서 봐야 한다. 적극적인 재정편성에도 올해 실제 지출은 부진했다.

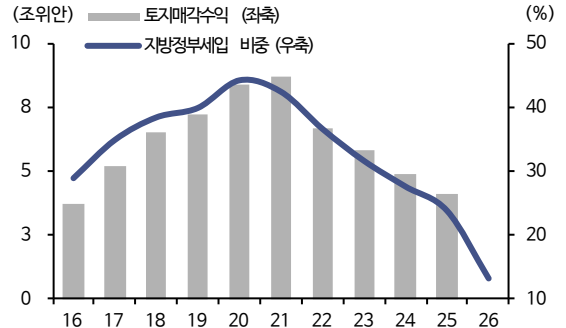
1~8월 일반공공예산 지출은 전년동기대비 1.2% 증가한 반면 정부성기금예산 지출은 17.0% 감소했다. 두 예산의 합산 지출은 약 3.5% 줄었다. 부동산 침체로 인한 지방정부의 재정 여력 약화가 주된 배경이다. 핵심 재원인 토지사용권 양도 수입은 2021년 8.7조위안에서 지난해 4.2조위안으로 절반 이상 감소했다. 적격 투자 프로젝트 부족과 기존 채무상환 부담까지 더해지면서 신규 투자 여력은 더욱 위축됐다. 채권 발행 확대가 실제 재정지출 증가로 이어지지 못하는 이유다.

광의 재정지출 확대 필요



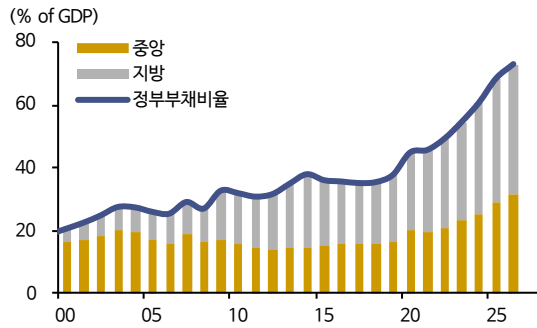
자료: WIND, 신한투자증권

지방정부 재정 약화의 배경: 부동산 침체



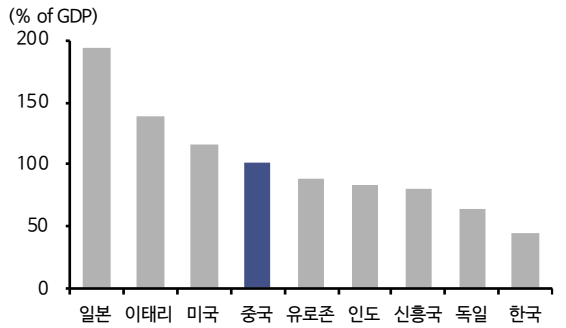
자료: WIND, 신한투자증권

중국 중앙정부 레버리징 확대



자료: WIND, NIFD, 신한투자증권

주요국 정부부채비율



자료: WIND, BIS, 신한투자증권

중립 시나리오의 광의
재정적자 12.3조위안으로
확대되지만 GDP 대비
비율은 7.9%로 하락

수출 둔화 심화될 경우
추가 재정 확대 가능성
부각

중립 시나리오에 완만한 재정책대, 대외수요 약화가 정책 대응의 계기

지방정부의 재정 제약을 보완하려면 중앙정부의 역할 확대가 불가피하다. 재정 여력은 상대적으로 양호하다. 국가금융발전실험실(NIFD)의 정부부채 집계는 GDP 대비 70.9%로 중앙정부 30.5%, 지방정부 40.4%로 구성된다. 반면 BIS 기준 중국 정부부채비율은 2026년 1분기 101.1%에 달한다. 부채 포괄범위와 통계 기준의 차이를 고려해야 하며, 지방정부 융자플랫폼(LGFV) 등 준재정 채무까지 감안하면 실제 재정 부담은 더 클 수 있다. 그럼에도 중앙정부의 상대적으로 낮은 직접채무 부담을 고려하면 지방정부의 재정 공백을 보완할 여지는 남아 있다.

결국 관건은 중앙정부의 추가 재정책대 의지다. 2027년 재정정책은 대규모 경기 부양보다 경기 하방 방위에 초점을 맞출 전망이다. 재정책대의 필요성은 높지만 부양 강도를 시장 기대만큼 높일 유인은 제한적이다. 중앙정부의 재정여력은 상대적으로 충분하나 중장기 재정 수요도 고려해야 한다. 정부는 제15차 5개년 계획 기간 재정정책의 연속성과 지속 가능성을 강조하고 있다. 2027년에 재정여력을 집중하기보다 경기 상황에 따라 단계적으로 대응할 가능성이 높다. 무엇보다 수출이 여전히 성장률을 지탱하고 있어 대규모 부양 카드는 아껴둘 것으로 본다.

이를 반영한 중립 시나리오에서 공식 재정적자율은 올해와 같은 4.0%를 적용했다. 지방정부 특별채는 4.4조위안에서 4.5조위안으로 확대하고, 특별국채는 1.6조위안을 유지하는 가정이다. 광의 재정적자는 올해보다 0.4조위안 증가한 약 12.3조위안이지만 GDP 대비 비율은 8.1%에서 7.9%로 하락한다. 재정조달 증가율이 명목 GDP 증가율을 밑돌기 때문이다. 중립 시나리오는 완만한 재정확대에 해당하지만 경기 회복을 강하게 자극하는 수준은 아니다.

주식시장 관점에서도 중립 시나리오의 밸류에이션 상승 효과는 크지 않을 전망이다. 시장의 기대를 넘어서는 재정확대가 필요하기 때문이다. 정책 강도가 높아지는 계기는 역설적으로 수출 경기의 급격한 악화일 수 있다. 대외수요 둔화로 성장률 하방 압력이 커질 경우 정부의 적극적인 재정 대응 가능성도 높아진다.

광의 재정적자비율이 GDP 대비 8% 중반대로 확대되는 낙관 시나리오가 현실화된다면 정책 기대가 주식시장 전반의 멀티플 확장으로 이어질 수 있다. 2027년 중국 주식시장의 Policy Play의 핵심은 시장 기대를 넘어서는 재정 부양 강도다.

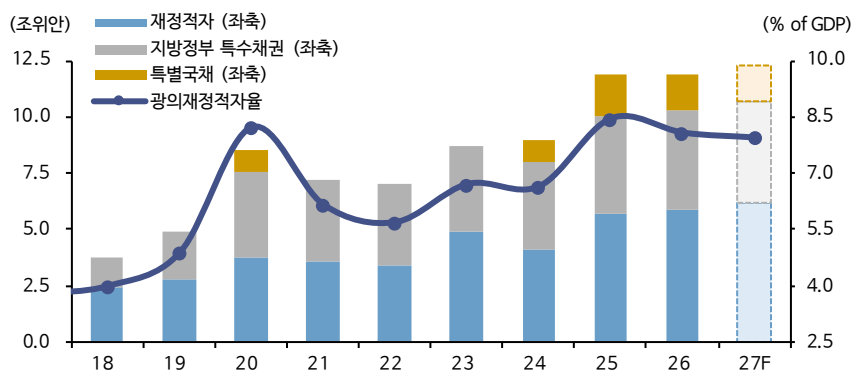
2027년 중국 재정정책 시나리오: 비관·중립·낙관

	2026년	2027년		
		비관	중립	낙관
재정적자비율 (%)	4.0	4.0	4.0	4.3
공식 재정적자 (조위안)	5.9	6.2	6.2	6.6
지방정부 특별채 (조위안)	4.4	4.3	4.5	4.8
특별국채 (조위안)	1.6	1.3	1.6	1.8
광의 재정적자 (조위안)	11.9	11.8	12.3	13.2
전년대비 증감액	0.0	(0.1)	0.4	1.4
GDP 대비 비율	8.1	7.6	7.9	8.6

자료: 재정부, 신한투자증권

주: 27년 명목GDP 154.6조위안 가정. 재정적자·지방정부 신규 특별채 한도·특별국채 발행 예정액 합산

2027년 광의 재정적자 규모 확대에도 GDP 대비 강도는 하락 가능성



자료: WIND, 재정부, 신한투자증권

2027년 A주 이익 전망: 모멘텀은 약화, 이익은 소수 업종에 편중

2026년 강한 이익 턴어라운드, 2027년에는 성장 둔화와 실적 검증이 관건

2027년 A주 순이익
+17.4% 전망. 기저효과
영향으로 증가율 둔화

IT·산업재·소재가 전체
이익 증가분의 63% 차지

매크로 둔화와 함께 2022년부터 이익 사이클 하강을 겪었던 중국 주식시장은 올해 강한 턴어라운드 국면에 진입했다. 2분기 A주 전체 순이익은 전년동기대비 26.3% 증가했다. AI Capex 확대에 따른 IT하드웨어와 반도체의 실적 호조가 이익 회복을 주도했다. WIND 컨센서스 기준 상해·심천 A주 합산 순이익은 올해 27.4% 증가할 전망이다. 다만 2027년에는 높은 기저로 증가율이 17.4%로 둔화될 것으로 예상된다. 이익 회복세는 이어지겠지만 모멘텀은 약화되는 경로다.

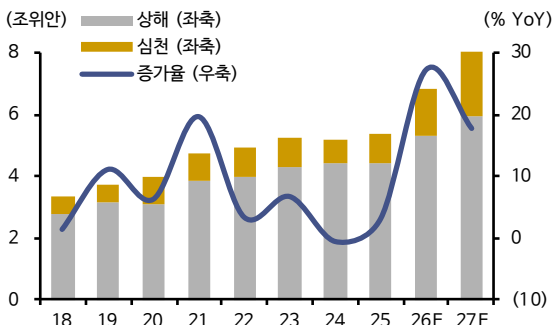
2027년에도 이익 성장의 중심은 IT다. GICS Level1 기준 IT 순이익의 증가율은 57.1%로 예상되며, 전체 A주 이익 증가율에 대한 기여도는 6.2%p로 가장 높다. 세부 업종에서는 IT하드웨어의 이익 우위가 뚜렷하다. SW Level1 기준 IT하드웨어의 순이익의 증가율은 53.1%에 달한다. IT소프트웨어도 70.0%의 높은 성장이 예상되지만 기저효과 영향이 크다. 절대 이익 규모에서도 하드웨어와 격차가 크다. AI와 테크 산업의 이익 중심은 여전히 하드웨어에 있다는 판단이다.

2027년에도 이익 개선이 시장 전반으로 확산되기는 어려울 전망이다. 컨센서스 상 산업재(+32.8%)와 소재(+23.4%)에서도 높은 이익 성장이 예상되지만, IT를 포함한 3개 업종이 전체 이익 증가분의 약 63%를 차지한다. 이익 성장의 업종별 편중이 여전하다는 의미다. 더욱이 철강, 필수소비 등 일부 전통산업의 높은 증가율은 낮은 기저에 따른 영향이 크다. 부동산 침체와 제조업 공급과잉이 이어지는 상황에서 이를 광범위한 수익성 회복으로 해석하기는 어렵다. 이익 개선의 저변이 확대될 것이라는 기대에는 신중할 필요가 있다.

이익 컨센서스 유지와
추가 상향 여부가 섹터
전략에 영향

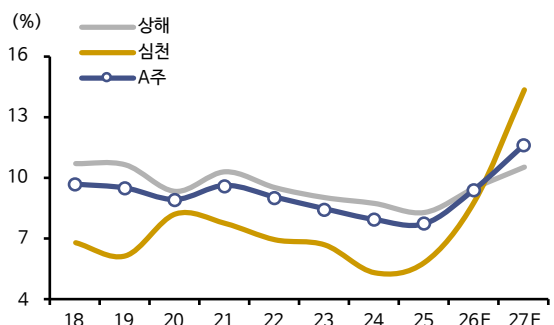
높아진 이익 컨센서스에 내재된 낙관적 기대도 경계해야 한다. WIND 컨센서스 기준 A주 ROE는 2025년 7.7%에서 2026년 9.4%, 2027년 11.7%로 상승할 전망이다. 금융·정유를 제외하면 같은 기간 6.3%, 9.1%, 13.4%로 개선된다. 그러나 앞서 살펴본 매크로 환경을 고려하면 다소 낙관적인 전망이다. 이런 컨센서스에는 대규모 재정부양과 내수 회복에 대한 기대가 과하게 반영됐을 가능성도 있다.

2027년 상해+심천 합산 순이익 +17.4% 예상



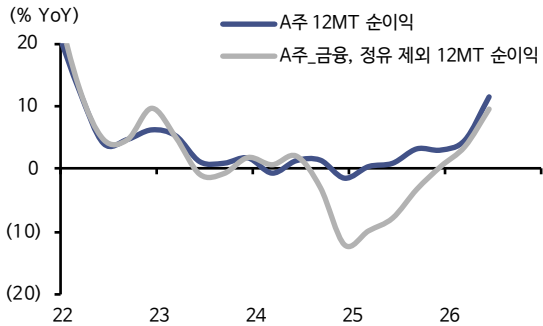
자료: WIND, 신한투자증권

A주(상해+심천) ROE 점진적 상승 전망



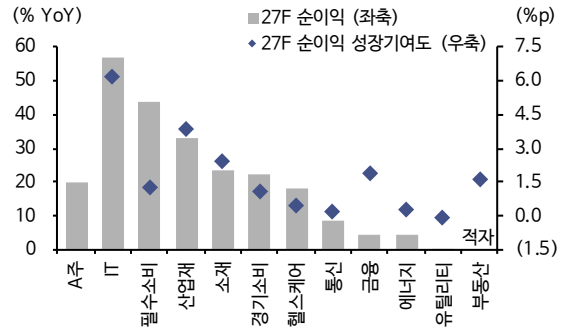
자료: WIND, 신한투자증권

A주 이익 사이클 2026년부터 턴어라운드



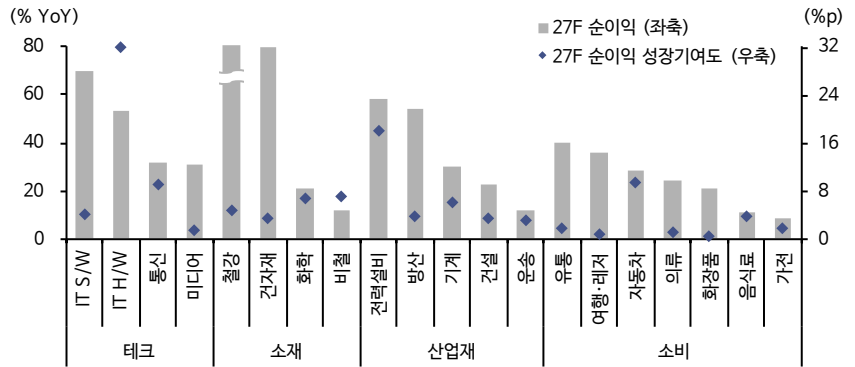
자료: WIND, 신한투자증권

A주 업종별(GICS) 2027년 순이익 성장기여도



자료: WIND, 신한투자증권

A주 섹터별(SW) 2027년 순이익 성장 기여도

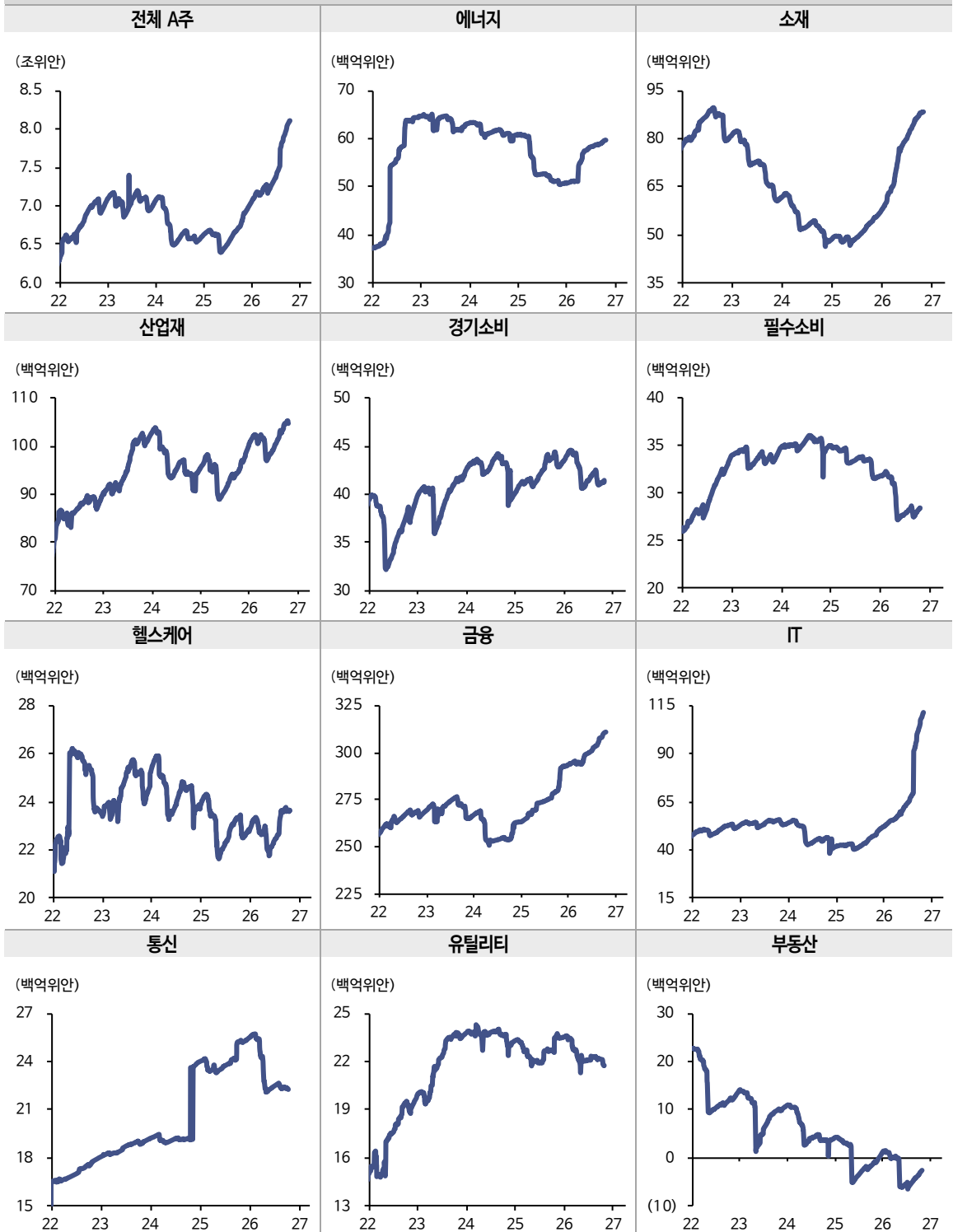


자료: WIND, 신한투자증권

반면 앞서 제시한 기본 시나리오는 경기 하방 방어에 초점을 맞춘 재정정책과 완만한 내수 회복이다. 부동산 침체와 제조업 공급과잉도 단기간에 해소되기 어렵다. 내수 회복이 기대에 미치지 못한다면 이익 추정치의 하향 조정 위험도 커질 수 있다. 결국 2027년에는 이익 성장률 둔화와 높아진 실적 기대가 맞물리면서 업종별 차별화가 심화될 전망이다. 올해 강한 이익 턴어라운드는 실제 실적으로 확인됐지만 내년에도 이러한 성장세가 이어질지는 불확실하다.

특히 내수 회복이 제한되는 만큼 광범위한 이익 개선을 기대하기는 어렵다. 2026년이 이익 턴어라운드에 대한 기대가 주가를 견인한 해였다면, 2027년은 높아진 실적 기대를 충족하는지가 중요해질 전망이다. 현재의 이익 추정치를 유지하거나 추가 상향할 수 있는 업종과 기업에 초과이익 기회가 집중될 것으로 판단한다.

주요 섹터별 12MF 순이익 컨센서스



자료: WIND, 신한투자증권

중국 AI 이익 지형도: 하드웨어 주도 지속, 수익화 확산이 변수

China AI 50 유니버스로 확인하는 중국 AI 밸류체인 이익 귀속 구조 변화

2027년 A주 이익 성장은 여전히 AI와 첨단 제조업에 집중될 전망이다. 다만 AI 밸류체인 내부에서도 이익의 귀속 구조는 다르다. 그간 AI 투자 사이클은 Capex가 주도했다. 반도체, 서버, 광통신 등 하드웨어가 직접적인 수혜를 누렸다. 이제 AI Capex 확대가 클라우드와 응용의 수익화로 얼마나 확산되는지 확인할 시점이다. AI 사이클의 지속 가능성과 주도력 확산 여부를 판단하는 핵심 변수다.

이를 확인하기 위해 본토와 홍콩시장에 상장된 50개 대표기업으로 구성된 China AI 50 유니버스를 구축했다. 산업 대표성과 AI 사업 연관성, 실적 컨센서스 확보 여부 등을 고려했다. 반도체, 광통신, 서버, 열관리, CSP, AI 모델, Application, Physical AI 등 8개 섹터로 구분했다. 이익 성장률뿐 아니라 성장 가속도, 성장 기여율, 마진, 추정치 변화를 통해 이익 성장의 지속성과 확산 여부를 분석했다.

China AI 50 유니버스 이익 컨센서스

		순이익 성장률		성장 가속도	성장 기여율		3M 변화율
		27F (% YoY)	28F (% YoY)	27F-26F (%p)	27F (%)	28F (%)	27F (%)
AI 하드웨어	AI 반도체	70.1	37.6	(9.2)	43.5	38.8	26.2
	광통신	90.4	46.8	(70.1)	17.1	16.5	22.7
	AI 서버·부품	43.6	32.2	(39.9)	12.6	13.0	6.7
	전력·열관리	24.1	20.7	(5.6)	7.1	7.4	(1.6)
AI 모델·CSP	IDC·CSP	17.2	17.6	16.2	18.2	21.4	(5.3)
	LLM·MaaS	-	-	-	0.1	0.8	2.4
AI 응용	Application	11.2	28.4	33.2	0.4	1.1	(40.9)
	피지컬 AI	32.9	28.0	9.2	0.9	1.0	(5.1)
China AI 50		40.0	29.2	(16.5)	100.0	100.0	6.3

자료: WIND, 신한투자증권

하드웨어의 이익 주도력 지속, 성장 둔화보다 수익성(마진) 방어 여부가 중요

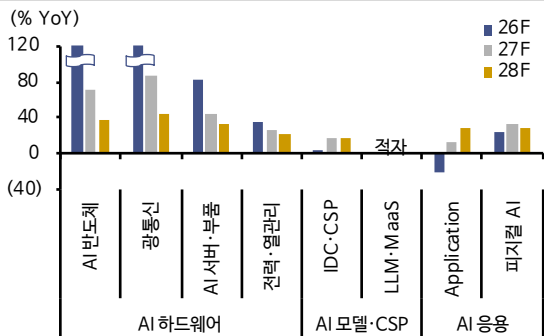
하드웨어의 이익 주도력
지속, 성장 둔화보다 마진
방어가 중요

China AI 50의 합산 순이익의 증가율은 2027년 40.0%, 2028년 29.2%로 예상된다. 이익 성장의 중심은 여전히 하드웨어다. 반도체·광통신·서버·전력 및 열관리의 이익 성장 기여율은 2027년 80.4%, 2028년 75.7%에 달한다. 특히 반도체에서는 CXMT 한 기업이 2027년 전체 이익 증가분의 38.2%를 차지한다. 중국 AI 하드웨어의 이익 성장도 소수 업종과 기업에 집중된 구조다.

다만 하드웨어의 중기 성장률은 둔화될 전망이다. 반도체와 광통신의 순이익 증가율은 2027년 각각 70.1%, 90.4%에서 2028년 37.6%, 46.8%로 낮아진다. 높은 기저와 공급능력 확충을 고려하면 자연스러운 변화다. 성장 둔화가 곧바로 주도력 약화를 의미하지는 않는다. 최근 3개월간 두 업종의 2027년 이익 추정치는 각각 26.2%, 22.7% 상향됐다. 수익성 개선에 대한 기대도 유지되고 있다.

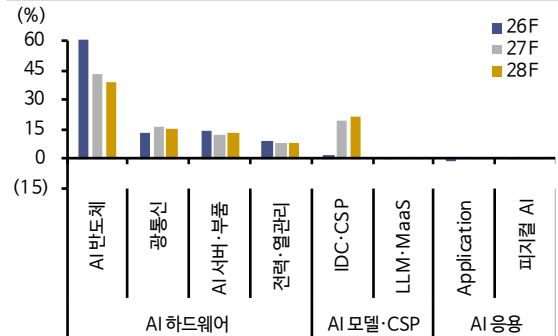
관건은 높아진 실적 기대를 충족할 수 있는지다. AI 인프라 증설이 누적되면 그 간 높은 수익성을 뒷받침했던 공급 병목이 점차 완화될 수 있다. 공급능력 확대가 가격 경쟁으로 이어질 경우 성장률 둔화와 마진 하락이 나타날 가능성도 있다. 반면 수요 확대와 기술 경쟁력에 힘입어 가격 결정력을 유지하는 기업은 추가적인 이익 상향도 기대할 수 있다. 2027년에는 하드웨어 전반에 대한 일괄적인 접근보다 중기 수익성 방어 능력에 따른 선별 대응이 중요해질 전망이다.

순이익 증가율: 하드웨어 둔화, CSP와 응용단 상승



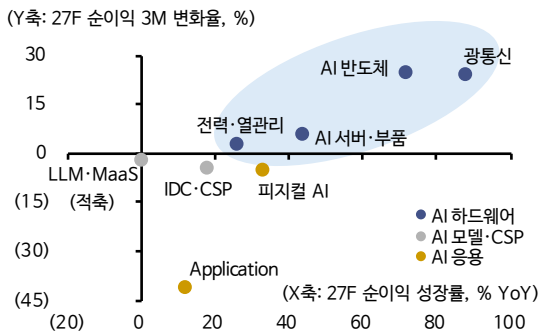
자료: WIND, 신한투자증권

이익 성장 기여율: 하드웨어 주도, CSP 확대



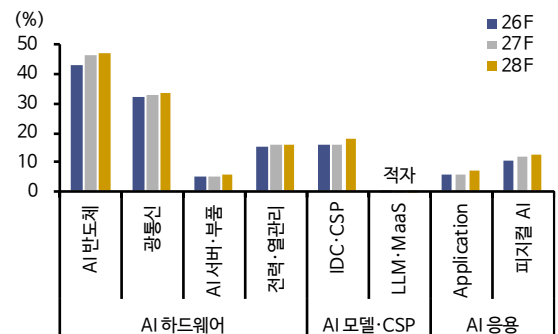
자료: WIND, 신한투자증권

이익 모멘텀: 하드웨어의 우위



자료: WIND, 신한투자증권

순이익률: 하드웨어 마진 방어 여부가 관건



자료: WIND, 신한투자증권

CSP의 이익 성장 가속과 기여율 확대, AI 수익화가 시세 확산의 동력

하이퍼스케일러(CSP)
이익 성장 기여율은
2027년 18.2%에서
2028년 21.4%로 상승

중기적으로는 클라우드·응용 분야의 이익 성장 강화에 주목할 필요가 있다. AI 인프라 구축 단계에서는 반도체와 서버 등 하드웨어가 먼저 수익을 확보한다. 반면 클라우드와 응용은 투자 이후 서비스 이용 확대와 수익화 과정을 거쳐 이익이 발생한다. 밸류체인 내 이익 실현 시점에 차이가 존재하는 이유다. 글로벌 AI 투자 사이클에서도 인프라 투자 확대 이후 클라우드와 소프트웨어의 수익화가 새로운 관심사로 부상하고 있다. 중국에서도 이러한 변화가 나타날 가능성이 높다.

하드웨어 중심 이익 구조
클라우드와 응용으로
확산될 가능성

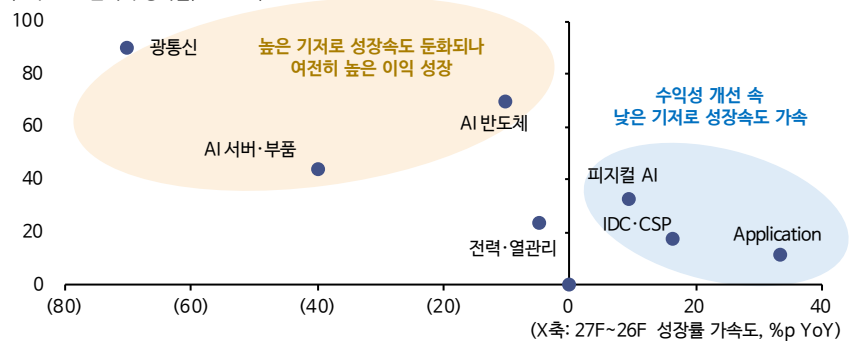
응용 분야의 이익 기여는
아직 미미해 실제 수익화
성과에 대한 검증 필요

특히 IDC·CSP(하이퍼스케일러)의 이익 성장 가속과 기여율 확대가 눈에 띈다. 순이익의 증가율은 2026년 1.0%에서 2027년 17.2%로 높아지고, 2028년에도 17.6%를 유지할 전망이다. 전체 이익 성장 기여율도 2027년 18.2%에서 2028년 21.4%로 상승한다. 단순히 성장률이 회복되는 것을 넘어 AI 밸류체인 전체 이익 증가분에서 차지하는 비중이 커진다는 점이 중요하다. 하드웨어 중심의 이익 성장 구조에 변화가 나타날 수 있음을 시사한다.

AI Application의 성장 가속도도 주목할 부분이다. 순이익의 증가율은 2027년 11.2%에서 2028년 28.4%로 높아질 전망이다. 모델 성능 향상과 추론 비용 하락이 AI 서비스의 상용화와 생산성 개선을 촉진할 가능성이 있다. 기업용 소프트웨어와 AI Agent, 광고·콘텐츠 등 기존 사업에 AI를 접목하는 기업들이 새로운 수혜 대상으로 부상할 수 있다. 다만 전체 이익 성장 기여율은 아직 낮다. 수익화가 본격적인 이익 확대로 이어지는지는 추가적인 검증이 필요하다.

27F 이익 증가율과 이익 성장 가속도

(Y축: 27F 순이익 증가율, % YoY)



자료: WIND, 신한투자증권

결국 2027년 중국 AI 주식시장의 관건은 하드웨어의 중기 이익 전망과 CSP·응용의 수익화 진전이다. 하드웨어는 견조한 실적 성장이 예상되지만 주가의 본격적인 회복은 2028년 이익 전망의 안정성에 달려 있다. 글로벌 AI Capex 확대가 지속되고 공급능력 확충에도 마진 전망이 훼손되지 않는다면 추가 복원을 넘어 2차 상승도 기대할 수 있다. 반면 AI 투자 관련 금융 병목이 심화되거나 공급 증가로 2028년 이익 추정치가 하향될 경우 반등 탄력은 제한될 수 있다. 한편 CSP는 이익 성장 가속과 기여율 확대, AI 응용은 수익화 진전을 바탕으로 새로운 투자 기회로 부상할 전망이다. 하드웨어와 소프트웨어의 이분법적 접근을 경계하며, 하드웨어의 2차 상승과 수익화 관련주의 동반 재평가 가능성에 주목한다.

Shinhan China AI 50 유니버스

세그먼트	No	기업명	종목코드	핵심 사업	시가총액 (조원)	27F 매출성장률 (% YoY)	27F 이익 성장률 (% YoY)
AI 반도체	1	CXMT	688825.SH	중국 DRAM 제조	693.8	64.0	67.6
	2	Cambricon	688256.SH	AI 학습·추론 가속기	124.3	145.3	123.7
	3	Hygon	688041.SH	국산 CPU·DCU	102.3	45.7	49.9
	4	NAURA	002371.SZ	반도체 전공정 장비	86.4	31.9	49.6
	5	AMEC	688012.SH	식각·증착 장비	59.7	43.5	20.2
	6	Montage	688008.SH	메모리 인터페이스	48.8	53.8	50.5
	7	MetaX	688802.SH	데이터센터 GPU	37.2	97.5	596.5
	8	Moore Threads	688795.SH	범용 GPU 및 AI 컴퓨팅	35.5	58.0	흑전
	9	VeriSilicon	688521.SH	AI ASIC·반도체 IP	16.0	57.8	542.5
광통신	10	Zhongji Innolight	300308.SZ	고속 광모듈	183.8	89.3	96.4
	11	Eoptolink	300502.SZ	800G·1.6T 광모듈	103.5	63.8	73.1
	12	TFC	300394.SZ	광엔진·광부품	51.4	37.7	60.7
	13	Yuanjie Semi.	688498.SH	광통신 레이저칩	30.1	80.6	85.3
	14	Accelink	002281.SZ	광모듈·광칩	24.7	64.5	86.9
AI 서버·부품	15	Foxconn II	601138.SH	AI 서버·네트워크 장비	223.0	40.2	34.0
	16	Shengyi Tech.	600183.SH	고속·저손실 CCL	60.4	44.3	53.3
	17	WUS PCB	002463.SZ	고사양 PCB	43.3	48.4	59.6
	18	Victory Giant	300476.SZ	AI 서버 PCB·HDI	38.9	85.3	97.3
	19	Inspur	000977.SZ	AI 서버·컴퓨팅 시스템	19.0	28.3	18.6
	20	Shengyi Elec.	688183.SH	AI 서버 PCB	17.4	40.9	44.1
	21	Fenghua Advanced	000636.SZ	MLCC·수동소자	10.8	28.5	88.1
전력·열관리	22	CATL	300750.SZ	ESS 배터리·시스템	281.5	20.8	23.5
	23	Envicool	002837.SZ	액체냉각	13.0	51.3	74.4
	24	Jinpan Tech	688676.SH	건식변압기·배전	5.5	24.6	48.2
	25	Honor Elec.	300870.SZ	고출력 서버 전원	4.8	31.2	145.3
	26	Zhongheng Elec.	002364.SZ	HVDC	3.5	36.9	56.9
IDC·CSP	27	Tencent	0700.HK	Tencent Cloud	774.1	9.5	5.3
	28	Alibaba	9988.HK	Alibaba Cloud	426.8	12.1	40.8
	29	Baidu	9888.HK	AI Cloud·ERNIE	45.5	6.1	25.4
	30	Range Intelligent	300442.SZ	데이터센터 운영	19.3	31.6	26.1
	31	GDS	9698.HK	데이터센터 운영	9.7	10.5	(93.9)
	32	Kingsoft Cloud	3896.HK	AI 클라우드	4.4	30.6	적축
	33	Shanghai AtHub	603881.SH	데이터센터 임대	3.9	9.7	5.6
LLM·MaaS	34	Z.ai / Zhipu	2513.HK	GLM·MaaS	62.7	173.2	적축
	35	MiniMax	0100.HK	모델 API·생성형 AI 앱	15.0	186.5	적확
Application	36	Kuaishou	1024.HK	생성형 영상·AI 광고	26.0	4.0	8.0
	37	Kingsoft Office	688111.SH	WPS AI	21.3	19.7	(5.1)
	38	iFlytek	002230.SZ	음성·교육 AI	18.0	17.1	86.1
	39	Kingdee	0268.HK	ERP·기업 Agent	5.5	13.8	75.9
	40	4Paradigm	6682.HK	기업용 AI 플랫폼	2.8	36.8	160.8
	41	Wondershare	300624.SZ	AI 콘텐츠 제작	1.9	12.8	흑전
	42	Foxit	688095.SH	문서 AI	1.0	18.1	42.4
	43	Mininglamp	2718.HK	기업용 Agent·마케팅 AI	1.0	33.5	흑전
피지컬 AI	44	Unitree	688836.SH	휴머노이드 완성품	35.0	69.4	74.0
	45	Sanhua	002050.SZ	액추에이터 부품	27.0	14.6	19.2
	46	Tuopu	601689.SH	정밀 구동부품	15.0	15.4	25.8
	47	Leaderdrive	688017.SH	하모닉 감속기	9.7	53.1	52.8
	48	UBTECH	9880.HK	산업용 휴머노이드	7.2	58.5	적축
	49	Orbbec	688322.SH	3D 비전 센서	6.7	63.0	89.6
	50	Zhaowei	003021.SZ	로봇핸드·구동계	3.5	23.8	38.4

자료: WIND, 신한투자증권

중국 AI Monetization(수익화)의 승자는 누구인가?

오픈웨이트 확산으로 모델 개발사의 수익 독점 약화, 반사이익은 CSP에 귀속

중국 AI 개발사의
오픈웨이트 전략은 생태계
확장에 유리하지만 API
가격 결정력에는 부담

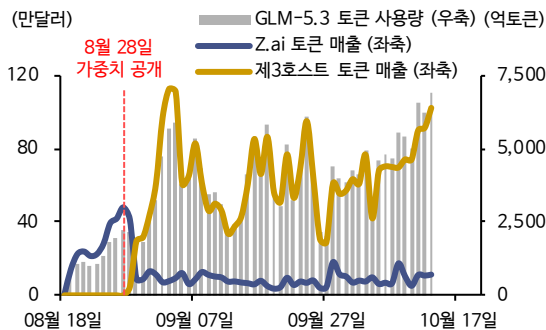
GLM-5.3의 가중치 공개
이후 제3호스트로
토큰 수요가 분산

클라우드 사업자는 자체
모델의 흥행과 관계없이
다양한 모델의 추론
수요를 매출로 연결 가능

2027년에는 AI 머니타이징(수익화)이 주된 화두로 부상할 전망이다. 이제는 누가 더 뛰어난 모델을 개발하는지 못지않게, 누가 AI를 통해 실질적인 이익을 창출하는지가 중요하다. 중국 AI 시장에서는 오픈웨이트 전략이 수익화의 핵심 변수다. 중국 AI 개발사 상당수는 모델 가중치를 공개해 생태계 확장과 이용자 확보에 주력하고 있다. 모델의 접근성과 확장성을 높이는 데 유리하지만 수익화에는 한계가 따른다. 제3호스트도 동일한 모델을 호스팅할 수 있어 개발사의 API 가격 결정력이 약화되기 때문이다. 모델의 흥행이 반드시 개발사의 매출 증가로 이어지지 않는다는 점이 오픈웨이트 전략의 역설이다.

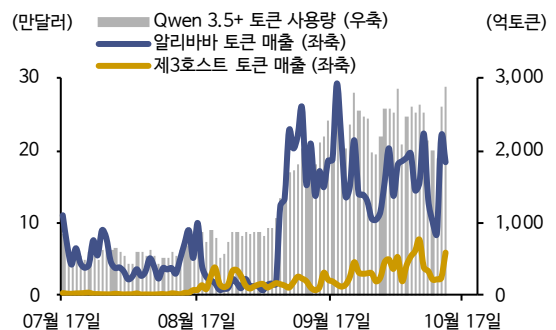
실제로 Z.ai의 GLM-5.3은 지난 8월 28일 가중치 공개 이후 제3호스트로 토큰 수요가 빠르게 분산됐다. OpenRouter 기준 Z.ai의 직접 호스팅 비중은 가중치 공개 전 100%에서 8월 29일 24.2%로 하락했다. 9월 이후에는 평균 10%에도 미치지 못했다. 반면 알리바바의 Qwen3.5+ 모델군은 같은 기간 직접 호스팅 비중이 80%를 상회했다. 모델별 개방 정책과 호스팅 경쟁력이 다르지만, 모델 개발사의 기술 경쟁력과 실제 매출 발생이 반드시 일치하지 않는다는 점을 보여준다.

Z.AI GLM-5.3 호스트별 토큰 매출 점유



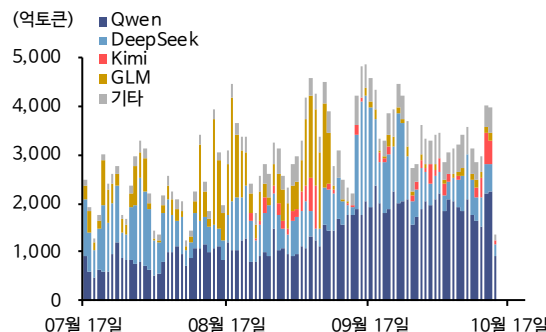
자료: OpenRouter, 신한투자증권

알리바바 Qwen 3.5+ 호스트별 토큰 매출 점유



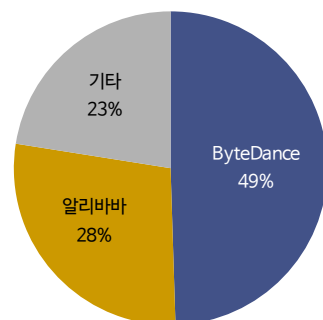
자료: OpenRouter, 신한투자증권

알리 클라우드 호스팅된 AI 모델 토큰 사용량



자료: OpenRouter, 신한투자증권

중국 클라우드의 AI 모델 호스팅 점유율



자료: OpenRouter, 신한투자증권

오픈웨이트 생태계 확산 수혜가 모델 개발사보다 CSP에 귀속될 가능성

주목할 부분은 이러한 경쟁 구도가 오히려 CSP(하이퍼스케일러)에 유리하게 작용할 수 있다는 점이다. 오픈웨이트 모델의 확산은 개발사 간 API 가격 경쟁을 심화시키지만, 동시에 클라우드 사업자에게 새로운 추론 수요를 제공한다. 알리바바 클라우드가 OpenRouter에서 처리한 토큰의 약 절반은 자사 Qwen이 아닌 DeepSeek, GLM, Kimi 등 외부 모델에서 발생했다. 자체 모델의 흥행과 관계없이 다양한 AI 모델의 추론 수요를 매출로 연결할 수 있는 구조다.

하이퍼스케일러 클라우드 매출 가속화

AI 기반 광고 매출 확대 긍정적 흐름

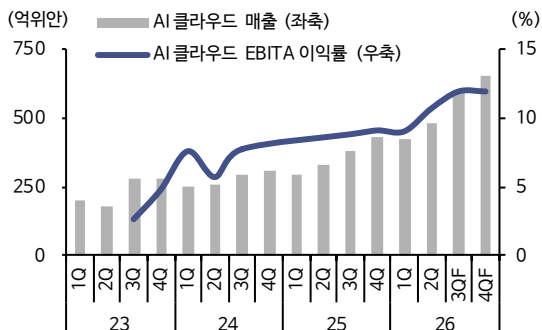
추론 수요 확대로 클라우드 실적 개선 가속화, 하이퍼스케일러 재평가 기대

이러한 수익 구조는 기업 실적에서도 확인되기 시작했다. 알리바바의 2026년 2분기 AI Cloud and Compute Services 매출은 전년동기대비 45% 증가했고, 조정 EBITA는 133% 늘었다. AI 제품 매출은 12개 분기 연속 세 자릿수 성장세를 유지했다. 클라우드 매출 확대가 영업레버리지로 이어지고 있다는 점에서 의미가 크다. 텐센트는 AI 기반 광고 추천 고도화에 힘입어 마케팅 서비스 매출이 22% 늘었다. AI 수익화가 클라우드를 넘어 기존 플랫폼 사업으로 확산되는 모습이다.

2027년에는 이러한 흐름이 더욱 강화될 전망이다. AI Agent와 기업용 AI 서비스 확산, 모델 성능 향상과 토큰 가격 하락은 추론 수요를 늘리는 요인이다. 특히 하이퍼스케일러는 자체 인프라와 기존 기업 고객을 보유하고 있어 증가하는 수요를 반복 매출로 연결하기 유리하다. 인프라 가동률 상승과 토큰당 처리 비용 하락이 병행된다면 영업레버리지도 확대될 수 있다. 다만 매출 성장과 이익 개선은 구분할 필요가 있다. 대규모 AI 투자에 따른 감가상각비와 추론 비용은 여전히 부담이다. 알리바바 역시 클라우드 사업의 이익은 개선되고 있지만 모델-응용 부문에서는 상당한 적자가 발생하고 있다. 결국 CSP의 재평가를 결정할 변수는 토큰 사용량 증가 자체보다 클라우드 수익성 개선과 투자 부담 완화 여부다.

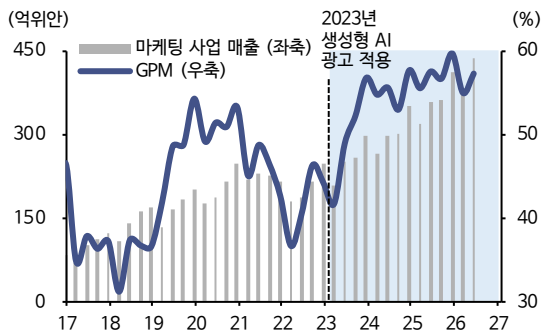
투자전략에서는 알리바바의 AI 클라우드 성장, 텐센트의 AI 기반 광고 수익화에 주목한다. 특히 알리바바는 자체 모델과 클라우드 인프라, 기업용 AI 플랫폼을 모두 보유한 기업이다. 오픈웨이트 생태계 확산에 따른 외부 모델 호스팅 수요까지 가져올 수 있다는 점에서 차별화된다. 이제는 CSP에 주목해야 하는 이유다.

알리바바 AI 클라우드 매출



자료: Bloomberg, 신한투자증권

텐센트 광고 매출



자료: WIND, 신한투자증권

중국 메모리 반도체의 허(虛)와 실(實)?

중국 AI 반도체 자립의 최대 병목은 HBM이다. 메모리 슈퍼사이클은 중국 반도체 산업에도 새로운 기회다. 범용 DRAM 가격 상승은 CXMT 등 중국 메모리 업체의 수익성과 투자 여력을 높이고 있다. 증설과 공정 고도화는 중국 반도체 소부장 밸류체인 성장 기회로 연결된다. 반면 국내 메모리 업계에는 잠재적 위협이다. 특히 CXMT의 차세대 DRAM 개발과 HBM3E 생산 소식에 기술 격차 축소 우려가 부각됐다. 다만 기술적 진전과 상업적 경쟁력은 구분해야 한다. 중국 메모리 산업의 성장 가능성을 인정하되 기술 추월론은 경계할 필요가 있다.

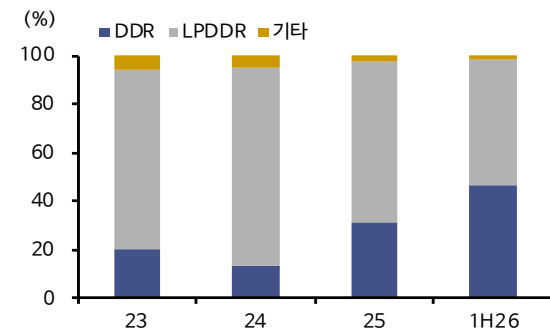
허(虛): 기술 추격은 사실이나 기술 추월론은 과장

DDR5·LPDDR5X 양산과 G5 공정 도입으로 기술 추격 가속화

차세대 4F² 양산 경쟁력 전혀 검증되지 않은 상황

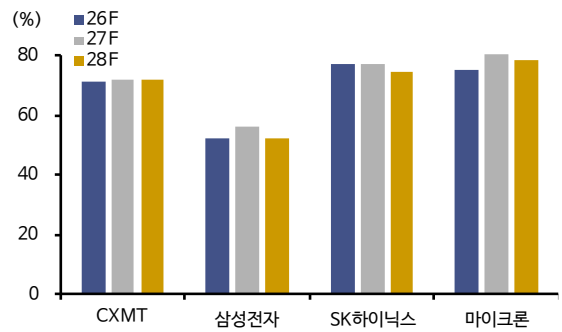
중국 메모리의 기술력을 과소평가하기는 어렵다. CXMT는 DDR5와 LPDDR5X 양산에 성공했고 서버용 DRAM으로 사업 영역을 넓히고 있다. 지난 9월에는 EUV 없이 SAQP 기술을 활용한 5세대(G5) DRAM 양산을 발표했다. 다만 차세대 기술 상용화 수준은 별개다. 연내 출시를 예고한 4F² 기반 DDR5 RDIMM은 구체적인 제품 사양과 양산 일정이 공개되지 않았다. 기존 6F² 대비 셀 면적을 이론적으로 33% 줄일 수 있지만 실제 집적도와 원가 경쟁력은 검증되지 않았다.

CXMT 매출 비중: 서버용 DDR 지속 확대



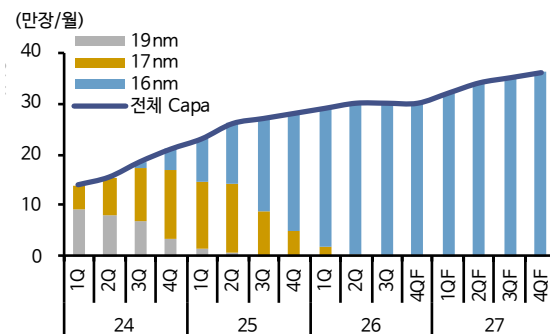
자료: WIND, 신한투자증권

글로벌 DRAM 4사 OPM 전망



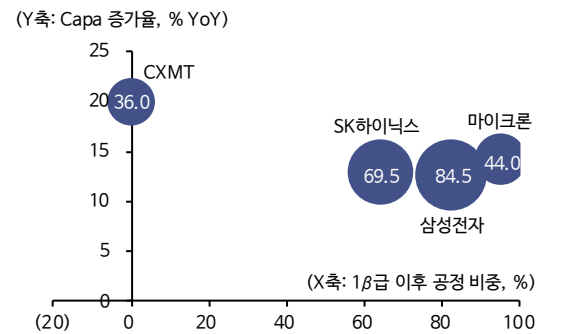
자료: LSEG, 신한투자증권

CXMT 월 Capa 공정 노드별 분해



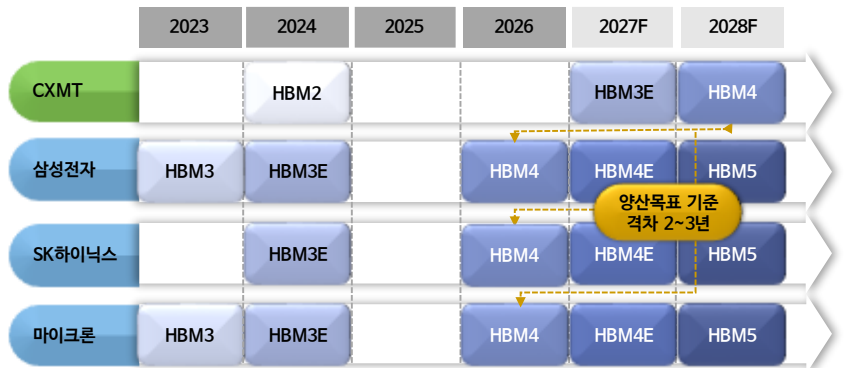
자료: TrendForce, 신한투자증권

27F 기업별 선단공정 비중과 증설 속도



자료: TrendForce, 신한투자증권

글로벌 메모리 4사 HBM 양산 타임라인



자료: 각 사, 신한투자증권

HBM3 종합 수율은 약 25%, DDR5 비트 원가 국내업체보다 30% 이상 높은 것으로 추정

단기간 내 HBM 경쟁력 확보할 가능성 크지 않아

핵심은 수율과 생산원가다. HBM은 DRAM 전공정뿐 아니라 TSV, 다이 적층과 접합 등 후공정의 기술적 난도가 높다. SemiAnalysis는 CXMT의 8단 HBM3 전 공정 수율을 35%, 후공정 수율을 70%로 추정했다. 종합 수율은 약 25%에 불과하다. 범용 DDR5의 비트당 제조원가도 글로벌 3사보다 30% 이상 높은 것으로 추정된다. EUV 없이 미세화를 구현하더라도 복잡한 다중 패터닝에 따른 원가와 생산성 부담은 피하기 어렵다. 결국 기술 추격의 속도보다 경제적 양산 능력이 중요하다. CXMT의 기술 진전은 분명하지만 수율과 원가, 대량 양산에서 격차가 크다. 단기간에 글로벌 HBM 시장의 경쟁 구도를 바꾸기는 어렵다고 판단한다.

실(實): 생산능력 확대와 중국 내수시장 잠식은 현실

CXMT 글로벌 Capa 14%까지 확대할 전망

서버용 DDR5까지 중국 내수시장 수입대체 범위 확대

중국의 생산능력 확대와 시장점유율 잠식은 이미 진행 중이다. TrendForce에 따르면 CXMT의 DRAM 월간 생산능력은 2026년 말 30만 장에서 2027년 말 36만 장으로 증가할 전망이다. 글로벌 생산능력의 약 14%에 해당한다. 다만 기존 사업장들도 동반 증설에 나서면서 글로벌 점유율 상승폭은 제한적이다. 문제는 중국 내수시장의 수입대체다. CXMT가 모바일·PC용 DRAM에 이어 서버용 DDR5 공급까지 확대하면서 한국 업체들의 중국향 판매 기반을 잠식할 가능성이 높아지고 있다. 다만 AI 서버 수요와 HBM 생산능력 배분을 감안하면 2027년 글로벌 DRAM 공급과잉을 촉발할 가능성은 낮다.

YMTC의 NAND 비트 생산 비중은 2027년 19.8%까지 상승 전망

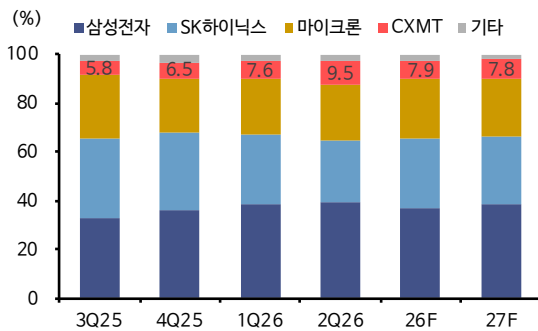
공급 증가율도 글로벌 평균을 크게 상회

NAND는 상황이 다르다. YMTC의 글로벌 NAND 비트 생산 비중은 2026년 16.8%에서 2027년 19.8%로 상승할 전망이다. 2027년 비트 생산 증가율은 52.2%로 글로벌 평균(29.5%)을 크게 웃돈다. 글로벌 공급 증가분의 약 30%를 차지하는 셈이다. 중국 내수시장에서의 수입대체도 가속화되고 있다. Omdia에 따르면 YMTC의 중국 NAND 시장점유율은 2025년 28.0%에서 2026년 2분기 38.5%로 상승했다. 반면 삼성전자(36.0 → 33.5%)와 SK하이닉스(20.0 → 17.0%)는 점유율이 하락했다. 기술 격차가 남아 있어도 중국의 공급 확대가 기존 사업자의 시장 지위를 잠식하고 있음을 보여준다.

글로벌 수급에 미치는 영향도 NAND에서 먼저 가시화될 전망이다. TrendForce는 2027년 NAND 시장이 연간 1.0%의 공급 초과로 전환되고, 4분기에는 공급 초과 폭이 7.1%까지 확대될 것으로 예상한다. DRAM은 공급 부족이 지속되지만 2028년부터는 상황이 달라질 수 있다. 중국 업체와 글로벌 메모리 3사의 증설이 증첩되면서 공급 증가 압력이 높아지기 때문이다. TrendForce는 2028년 DRAM과 NAND의 ASP가 모두 전년대비 하락할 것으로 전망한다. 공급 부족에 따른 가격 상승 국면이 정상화될 가능성을 시사한다.

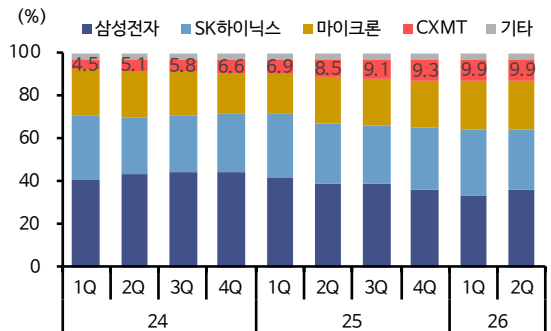
결국 중국 메모리의 위협은 기술 추월보다 시장점유율 잠식과 공급 확대에서 먼저 나타날 전망이다. DRAM은 중국 내수시장의 수입대체, NAND는 글로벌 공급 증가에 따른 가격 압력이 주요 위협이다. 다만 2028년 메모리 업황 둔화 위험을 중국만의 문제로 볼 수는 없다. 글로벌 선두 업체들의 동반 증설이 공급 증가를 주도하는 가운데 중국의 추격이 경쟁을 심화시키는 구조다. 2027년까지 실적 호조가 이어지더라도 주식시장은 2028년 가격 하락과 이익 둔화 가능성을 선반영할 수 있다. 향후 투자 판단에서는 중국의 기술 개발 소식보다 글로벌 비트공급 증가율과 ASP 변화, 2028년 이익 전망의 안정성에 주목할 필요가 있다.

글로벌 DRAM 매출 점유율



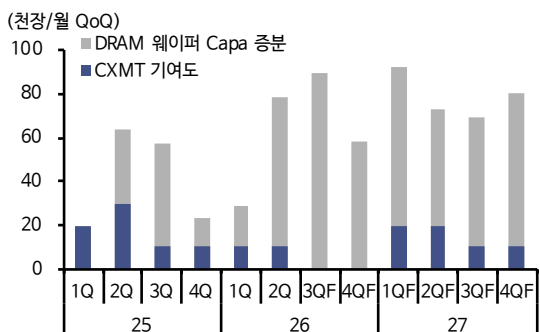
자료: TrendForce, 신한투자증권

글로벌 DRAM 출하량 점유율



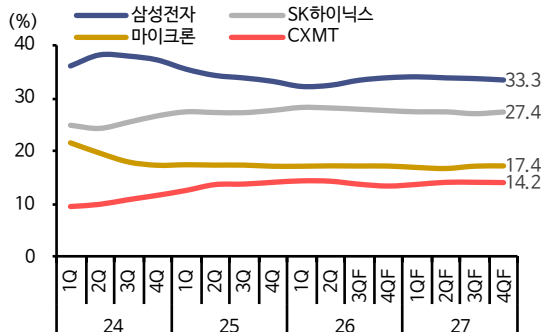
자료: TrendForce, 신한투자증권

글로벌 DRAM Capa 증설 CXMT 기여도



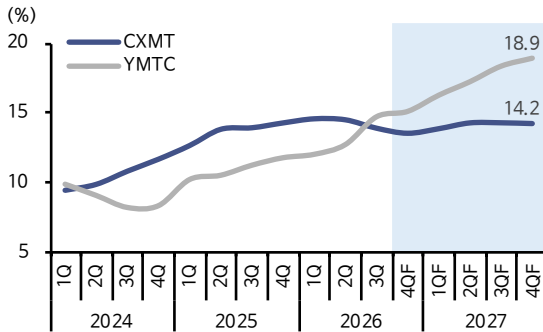
자료: TrendForce, 신한투자증권

글로벌 DRAM 4사 Capa 점유율 추이



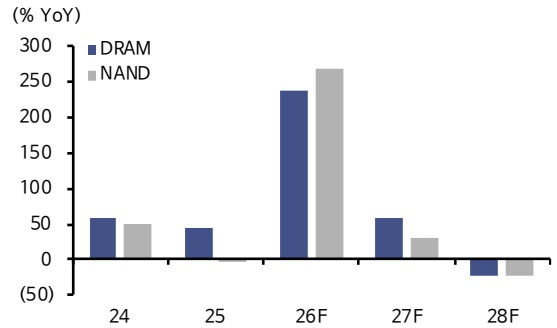
자료: TrendForce, 신한투자증권

중국 메모리 Capa 점유율



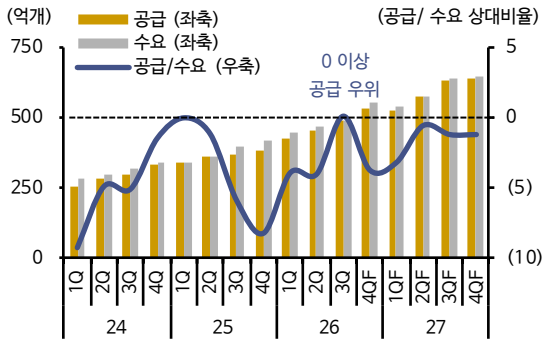
자료: TrendForce, 신한투자증권

DRAM+NAND ASP 28년 역성장 가능성



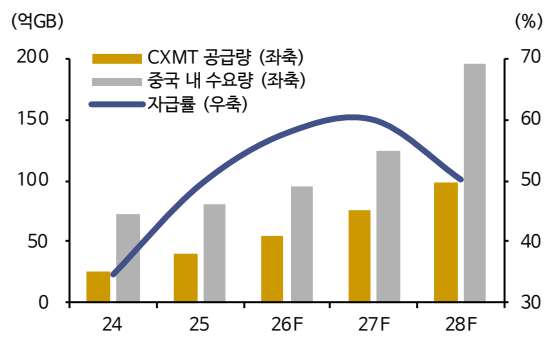
자료: TrendForce, 신한투자증권

DRAM 공급-수요 곡선



자료: TrendForce, 신한투자증권

CXMT DRAM 공급량 vs. 중국 내 DRAM 수요량



자료: Goldman Sachs, 신한투자증권

CXMT 제품별 기술 현황과 국내 메모리 산업에 대한 위협 수준

제품	CXMT 현황	위협 수준	투자 판단
DDR4	글로벌 3사 DDR4 생산 축소 속 내수 고객 확보	높음	범용 DRAM 가격 및 점유율 잠식 경계
DDR5	16/24/32Gb, 최대 8,000Mbps, PC·서버용 모듈 공급	중간~높음	PC용 DDR5 경쟁, 서버용 고부가 제품 차별화 가능
LPDDR4X	대량 양산, 중국 주요 스마트폰 제조사 공급망 진입	높음	이미 직접적인 경쟁 압력 발생
LPDDR5/5X	대량 양산, 26년 9월 G5 기반 24Gb LPDDR5X 양산 발표	높음	중국 스마트폰·모바일 DRAM 시장점유율 잠식 우려
LPDDR6	2026년 제품 공개 및 고객 인증·초기 상용화 진행	중간	차세대 모바일 메모리 추격 속도 주목
서버 DDR5	RDIMM·MRDIMM 제품 확보, 최대 128GB 모듈 라인업	중간	중국 서버 시장 위협, 글로벌 SI 서버는 영향 제한적
HBM3/3E	HBM3E 소량 생산 보도, 2027년 생산 확대 추진	낮음	26~27년 글로벌 HBM 수급에 미치는 영향 제한적
HBM4	개발 진행 중	매우 낮음	단기 우려 불필요

자료: 신한투자증권

구조적 저금리 환경에서 주식자산 투자매력 부각

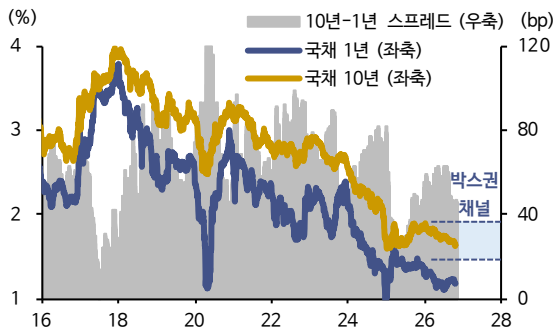
펀더멘털보다 위험회피
심리와 멀티플 하락이 가격
조정 주도, 12MF PER은
11.3배, 주식 위험프리미엄은
7.1%까지 확대

구조적 저금리와 투자처
부족을 의미하는
자산황(資産荒) 환경에서
주식자산 투자 매력 부각

2026년 중국 주식시장은 롤러코스터 장세를 거듭했다. 상반기에는 글로벌 AI 투자 확대에 힘입어 기술주 중심의 강세장을 시현했다. 하반기부터는 과밀 포지션 청산과 디레버리징, AI 투자 지속가능성에 대한 우려가 증첩되며 급격한 가격 조정을 소화했다. 주목할 부분은 이익 전망과 주가의 괴리다. CSI300의 12개월 선행 EPS는 연초대비 6.2% 상향됐지만 지수는 12.8% 하락했다. 펀더멘털 훼손보다 위험회피 심리와 멀티플 축소가 주가 조정을 주도한 셈이다. 불확실성은 잔존하지만 가격 조정이 상당 부분 진행되면서 밸류에이션 매력은 크게 높아졌다.

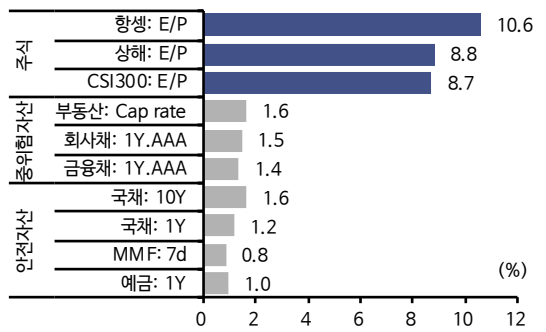
중국 금융시장 전반으로 시야를 넓히면 주식자산의 상대적 투자매력은 더욱 뚜렷하다. 중국 금융시장을 관통하는 핵심 키워드는 '자산황(資産荒)'이다. 유동성은 풍부하지만 적정 수익률을 확보할 투자처가 부족한 환경을 의미한다. 구조적 저금리가 근본적인 배경이다. 장기 성장과 물가 기대가 낮아진 가운데 민간 신용 수요 회복이 더딘 영향이다. 1년물 예금금리는 1% 안팎, 10년물 국채금리는 1.6% 수준에 머물고 있다. 금리의 추세적 상승 가능성은 낮지만 추가 하락을 통한 자본차익 여력도 과거보다 축소됐다. 장기 침체에 빠진 부동산의 Cap rate도 1.6%에 불과하다. 전통적인 투자자산 전반의 수익 매력이 약화된 상황이다.

구조적 저금리 환경 고착



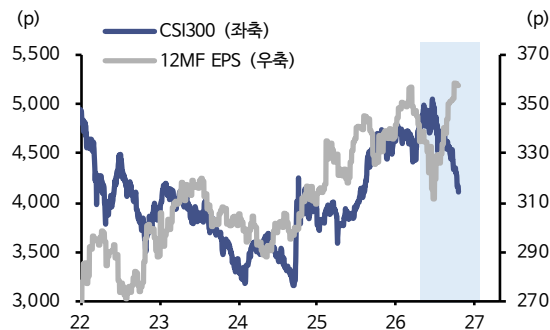
자료: WIND, 신한투자증권

중국 주요 자산 기대수익률



자료: WIND, 신한투자증권

CSI300 주가지수와 12MF EPS의 괴리



자료: WIND, 신한투자증권

CSI300 ERP +2표준편차 도달

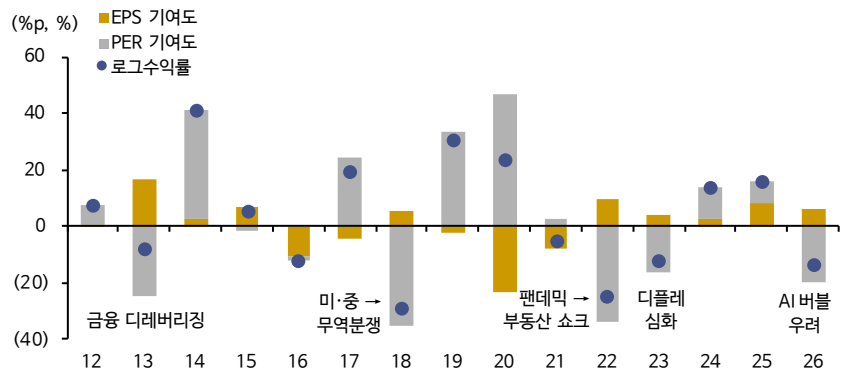


자료: WIND, 신한투자증권

주식은 상당한 위험프리미엄을 제공한다. CSI300의 12MF 이익수익률(E/P)은 8.7%로 10년물 국채금리보다 7.1%p 높다. 주식 위험프리미엄(ERP)은 최근 5년 평균인 5.4%를 크게 웃돌며 +2표준편차에 근접했다. 이익 전망이 상향되는 가운데 주가가 급락하면서 12MF PER도 11.3배까지 하락했다. 최근 5년 평균인 13.2배를 크게 하회하며 -1표준편차 아래로 내려온 수준이다. 주식의 절대수익률을 보장하는 것은 아니지만 다른 자산과 비교한 상대적 저평가 매력은 분명하다.

과거 주가 수익률을 분해해도 멀티플의 중요성이 확인된다. 2012~2026년 CSI300의 연간 수익률을 EPS와 PER 변화로 분해한 결과, 15개 기간 중 11개 기간에서 PER의 절대 기여도가 EPS를 웃돌았다. 올해도 로그수익률 기준 EPS 개선 기여도는 +6.1%p였지만 PER 축소 효과가 -19.8%p에 달했다. 중국 증시가 기업이익뿐 아니라 정책 기대와 위험 선호 변화에 민감하게 반응해왔음을 시사한다. 2027년에는 멀티플의 추가 하락보다 정상화 가능성에 무게를 둔다.

CSI300 성과 EPS·PER 기여도 분해



자료: LSEG, 신한투자증권

수급 환경: 연기금 증시 개입+보험사 주식자산 확대, 개인 레버리징 여력 잔존

A주 신용잔고는 고점대비 19% 감소하며 레버리지 과열 상당 부분 해소

보험사의 주식 보유액은 24년 9월 2.3조위안에서 26년 6월 4.1조위안으로 확대

정부의 시장 안정 의지와 중장기 자금의 주식 편입 확대가 하방 지지 요인

이번 상승 사이클은 2024년 9월 중국 정부의 재정 부양 기조 전환에서 출발했다. 당시 정책 기대에 따른 멀티플 재평가가 주가 상승을 주도했다. 최근 거친 가격 조정에도 상승 사이클의 종료를 단정하기는 어렵다. A주 거래대금은 6월 3.1조위안에서 10월 1.6조위안으로 절반 가까이 감소했다. 신용잔고도 7월 고점인 3.03조위안에서 2.46조위안으로 19% 축소됐고, 신용거래 비중은 10%대에서 8% 내외로 하락했다. 다만 신용잔고는 2024년 9월 말보다 여전히 70% 이상 높은 수준이다. 레버리지 과열은 해소됐지만 투자자금이 완전히 이탈한 상황은 아니다. 위험 선호 회복 시 거래 활성화와 신용거래 확대가 반등 탄력을 높일 수 있다.

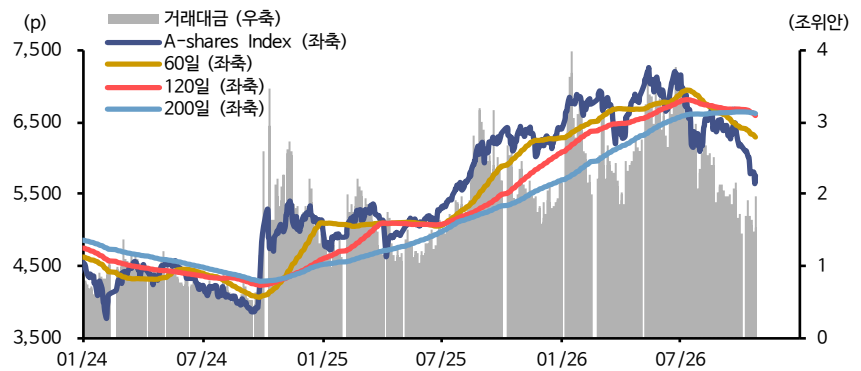
중요한 것은 정부의 시장 기대심리 관리다. 중국 정부는 단기 급등보다 안정적인 상승세를 유도하는 'Slow Bull(완만한 강세장)'을 지향한다. 지난 10월 금융가포럼에서도 증감회는 시장 안정과 중장기 자금 유입, 주주환원 강화를 강조했다. 중앙회금은 과거 급락 국면에서 패시브 ETF 매입을 통해 시장 안정에 나섰다.

올해 10월에도 패시브 ETF로 약 2,630억위안이 순유입됐다. 특히 22~23일 이틀 동안에만 1,057억위안이 유입됐다. 최근 매수 주체를 모두 정부로 단정할 수는 없지만, 조정 국면에서 대규모 저가 매수세가 유입되며 수급을 지지하고 있다.

구조적인 수급 개선은 보험자금에서 확인된다. 저금리 장기화로 보험사의 운용수익률 제고 필요성이 커진 가운데 정부도 주식투자 한도 확대, 위험계수 인하, 장기 성과평가 도입 등을 통해 주식투자를 장려하고 있다. 실제 보험사의 주식 보유액은 2024년 9월 2.33조위안에서 2026년 6월 4.10조위안으로 증가했다. 전체 운용자산에서 주식 비중도 7.3%에서 10.0%로 상승했다. 저금리 환경 속 정책 가이드라인이 구체화되며 보험자금의 주식 편입 확대가 가시화되고 있다.

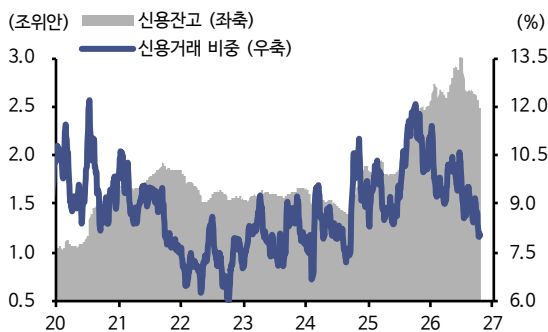
2027년에도 구조적 저금리와 정부의 시장 안정 의지, 장기자금 유입은 주식시장의 하방을 지지할 전망이다. 단기적으로는 위험선호 회복에 따른 신용거래 반등, 중장기적으로는 보험·연기금의 주식 비중 확대가 수급 개선을 이끌 전망이다. 여기에 기대 이상의 재정부양책이 집행된다면 멀티플 리레이팅도 기대할 수 있다. 이번 가격 조정을 상승 사이클의 종료보다 중기 투자 기회로 판단하는 이유다.

A주 거래대금 금변 사이클 저점까지 축소



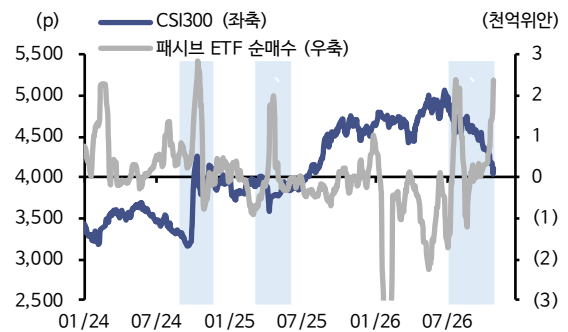
자료: WIND, 신한투자증권

A주 신용잔고와 신용거래 비중



자료: WIND, 신한투자증권

국부펀드 패시브 ETF 통해 주식시장 부양



자료: WIND, 신한투자증권

2027년 CSI300 밴드: 3,500~5,000p(PER 10.5~13.0배)

하단은 역사적 PER 지지선, 상단은 재정 부양 강화와 이익 저변 확대가 관건

하단은 과거 지지선과 저평가 매력, 상단은 내수 회복과 재정부양 강화에 따른 멀티플 정상화 반영

중립적인 정책 환경에서는 업종별 차별화 예상

5,000pt 도달을 위해서는 이익 성장 저변 확대와 시장 기대를 웃도는 재정 정책 대응 필요

2027년 CSI300 예상 밴드는 3,500~5,000pt로 제시한다. 12MF EPS 330~385p와 PER 10.5~13.0배를 적용한 결과다. 기업이익은 경기 회복과 이익 성장의 확산 여부, 밸류에이션은 정부의 정책 대응 강도와 위험선호가 핵심 변수다. 내년에도 기업이익의 완전한 개선은 기대되지만 회복의 저변은 넓지 않을 전망이다. 결국 지수 상승에는 이익 개선과 함께 정책 기대에 따른 밸류에이션 회복이 필요하다.

12MF EPS 예상 범위는 경기 회복 강도와 이익 확산(Breadth) 여부를 고려해 330~385pt로 설정했다. 하단은 디플레이션 심화와 내수 부진 장기화로 기업 수익성이 악화되는 시나리오다. 첨단 제조업과 수출 업종의 실적 호조에도 전통 제조업과 소비 업종의 부진이 지속되면서 이익 개선이 소수 업종에 편중되는 경우다. 반면 상단은 정부의 내수진작책 강화가 소비와 투자 회복으로 이어지는 시나리오다. 내수 개선과 물가 반등이 기업 수익성을 높이고, 이익 성장의 저변이 전통 제조업과 소비 업종으로 확산되는 경우다. 다만 구조적인 공급과잉과 부동산 침체가 지속되는 만큼 회복 강도는 제한적일 전망이다.

PER 하단은 10.5배로 설정했다. 과거 반복적으로 확인된 지지선이라는 점에 주목한다. CSI300 PER은 2024년 2월과 9월 10.6배 수준까지 하락한 이후 반등했다. 경기 불확실성과 위험회피 심리가 확대되는 국면에서도 해당 구간에서는 저평가 매력과 정책 대응 기대가 부각됐다. 이를 고려하여 10.5배 내외가 주식시장 하방을 방어할 주요 지지선으로 판단한다. 다만 예상보다 큰 경기 충격이 발생하거나 정책 대응이 지연될 경우 지지선이 훼손될 가능성은 열어둘 필요가 있다.

PER 상단에는 2024년 9월 이후 상승 사이클의 평균인 13.0배를 적용했다. 당시 중국 정부의 경기부양 정책 전환을 계기로 위험선호가 회복됐고, 이후 밸류에이션의 중심도 이전보다 높은 수준으로 이동했다. 13.0배는 역사적 고평가 영역으로의 진입이 아닌 현 상승 사이클에서 형성된 평균 밸류에이션을 가정한 수치다.

2027년 CSI300 밴드 3,500~5,000p(10.5~13배)



자료: LSEG, 신한투자증권

다만 중립적인 재정확대만으로는 시장 전반의 멀티플 상승을 유도하기 어렵다. 경기 회복에 대한 신뢰와 시장 기대를 웃도는 정책 대응이 뒷받침돼야 한다.

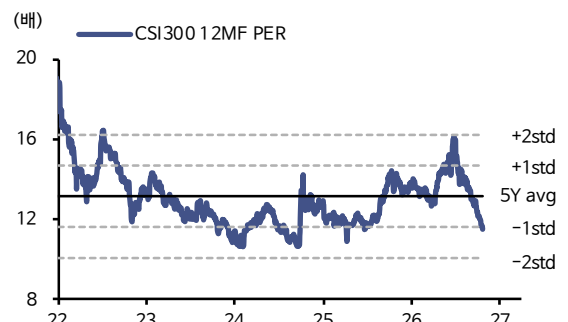
기본 시나리오에서는 완만한 이익 개선과 제한적인 밸류에이션 회복을 예상한다. 내년 재정정책은 경기 하방 방어에 초점을 맞출 전망이다. 기업이익의 급격한 악화를 막는 데 기여하겠지만 시장 전반의 멀티플을 자극하기에는 부족하다. 상단 5,000pt에 도달하기 위해서는 이익 성장의 저변 확대와 정책 기대의 동반 개선이 필요하다. 특히 글로벌 투자 사이클 둔화로 중국 수출이 예상보다 크게 약화될 경우 정부의 대규모 경기부양이 현실화될 가능성도 있다. 역설적으로 경기 하방 위험이 정책 대응 기대를 높이면서 PER 리레이팅의 계기로 작용할 전망이다.

소결하면 2027년 중국 주식시장의 방향은 이익 성장의 확산 여부와 이를 뒷받침할 정책 강도에 결정될 전망이다. 중립적인 정책 환경에서는 지수의 추세적인 상승보다 실적 가시성이 높은 업종 중심의 차별화가 지속될 가능성이 높다.

CSI300 PER·EPS Matrix						
EPS \ PER	330	340	350	360	370	380
10.5	3,465	3,570	3,675	3,780	3,885	3,990
11.0	3,630	3,740	3,850	3,960	4,070	4,180
11.5	3,795	3,910	4,025	4,140	4,255	4,370
12.0	3,960	4,080	4,200	4,320	4,440	4,560
12.5	4,125	4,250	4,375	4,500	4,625	4,750
13.0	4,290	4,420	4,550	4,680	4,810	4,940
13.5	4,455	4,590	4,725	4,860	4,995	5,130

자료: LSEG, 신한투자증권

CSI300 12MF PER 지난 5년 -1표준편차 수준



자료: LSEG, 신한투자증권

업종/스타일전략: ① 국산화(H/W), ② AI 수익화(CSP/응용), ③ 배당주

2027년 IT H/W 순이익 +53.1%, 최근 3개월 이익 추정치 +17.4% 상향

2027년 중국 업종 전략의 핵심은 실적 차별화가 뚜렷한 업종에 대한 선별적 접근이다. 기술자립 테마는 여전히 중기 투자전략의 핵심이다. 국산화 모멘텀 강화 속 AI Capex 수혜가 집중되는 하드웨어를 선호한다. AI 수익화(머니타이징)를 실현할 수 있는 하이퍼스케일러와 소프트웨어에도 긍정적 시각을 제시한다. 배당주는 구조적 저금리 환경에서 포트폴리오의 안정성을 보완할 유효한 대안이다.

급격한 주가 조정으로 밸류에이션 부담도 상당 부분 완화. 2028년 이익 전망과 마진 방어가 확인될 경우 2차 상승 기대

① 국산화/기술자립은 중국 주식시장을 관통하는 중기 투자 테마다. 펀더멘털 측면에서도 반도체와 AI하드웨어의 이익 모멘텀이 가장 강하다. IT하드웨어 업종의 2027년 순이익 증가율은 53.1%로 예상된다. 지난 3개월간 이익 컨센서스도 17.4% 상향됐다. 하반기 주가 급락에도 실적 기대는 오히려 강화됐다. 반면 과밀 포지션과 밸류에이션 부담은 가격 조정과 디레버리징을 거치며 상당 부분 완화됐다. 12MF PER은 22.9배로 과거 분포의 하위 18% 수준까지 하락했다. 이익 전망은 높아졌지만 주가는 오히려 저평가 영역에 진입한 셈이다. 2027년 이익 성장세가 확인되고 2028년 마진 전망이 유지된다면 2차 상승을 기대할 수 있다.

AI 수익화 관련
하이퍼스케일러(CSP)
비중 확대 고려,
클라우드 수익성 개선

② 2027년에는 AI 투자 확대의 성과가 실제 매출과 이익으로 연결되는 기업에 주목해야 한다. 특히 그간 보수적 시각을 유지했던 하이퍼스케일러(CSP)는 비중 확대가 유효한 구간으로 판단한다. 중국의 오픈웨이트 모델 생태계에서는 모델 이용 확산이 반드시 개발사의 수익 증가로 귀결되지 않는다. 반면 토큰 사용량 증가와 추론 수요 확대는 클라우드 인프라 사업자의 매출 성장으로 연결될 수 있다. AI 모델 경쟁의 수혜가 추론 인프라와 클라우드 서비스로 확산되는 구조다.

하이퍼스케일러는 AI Capex 확대에 따른 단기 수익성 부담이 남아 있지만, 클라우드 매출 성장과 운영 효율 개선으로 투자 회수 가능성을 입증하기 시작했다. 주가 조정에 따른 밸류에이션 부담 완화까지 고려하면 위험 대비 기대수익률이 개선됐다고 판단한다. 향후 관건은 AI 매출 증가가 Capex 부담을 상쇄하고 잉여 현금흐름 개선으로 이어지는지 여부다. AI 응용에서는 기존 서비스에 AI를 접목해 유료 전환율과 고객당 매출을 높일 수 있는 소프트웨어 기업을 선호한다. 대량 양산에 진입하는 피지컬 AI(휴머노이드 로봇)도 주목해야 할 테마다.

CSI 배당지수 배당수익률은 4.7%로 국채 10년물 금리 305bp 상회

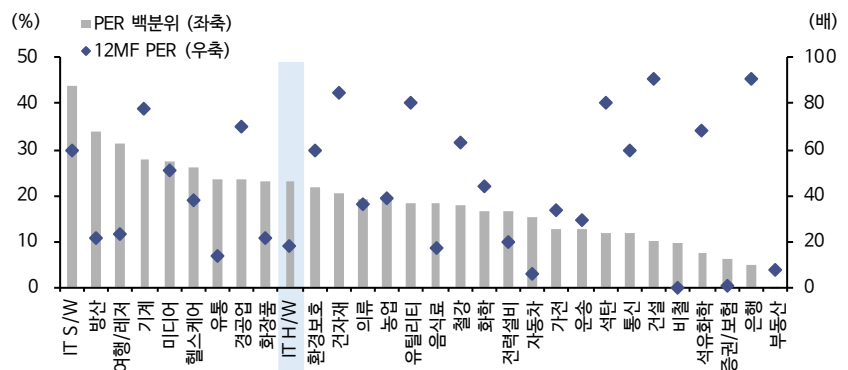
금융·통신·유틸리티
중심의 선별 대응 권고

기술주 중심 포트폴리오
변동성을 낮추는 보완재

③ 배당주는 저금리 환경에서 여전히 매력적인 투자 대안이다. 중국 국채금리가 낮은 수준에 머물면서 안정적인 현금흐름을 창출하는 고배당 기업의 매력이 부각된다. CSI 배당지수의 배당수익률은 4.69%로 중국 국채 10년물 금리 1.64%를 약 305bp 상회한다. 높은 배당수익률은 장기 자금의 주식시장 유입을 뒷받침할 요인이다. 변동성이 확대되는 구간에서는 포트폴리오 안정성을 보완할 수 있다.

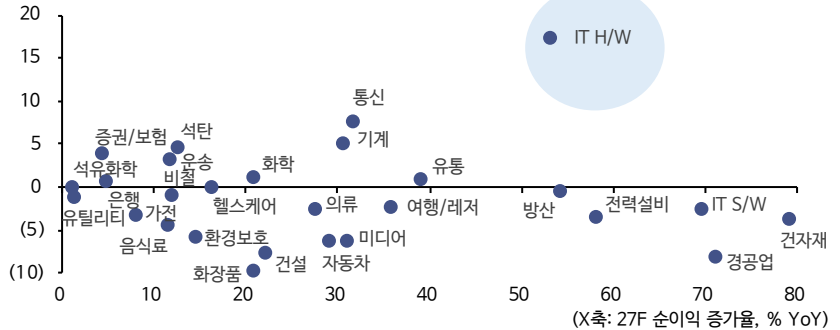
현재 배당지수의 전체 A주 대비 상대 PER은 0.45배로 2010~2025년 평균인 0.47배에 근접했다. 과도한 고평가도 아니지만 뚜렷한 저평가 구간도 아니다. 따라서 단순 고배당보다 배당의 지속성과 성장 가능성을 함께 고려해야 한다. 안정적인 현금흐름과 주주환원 여력을 확보한 금융, 통신, 유틸리티 업종을 중심으로 선별적 접근을 권고한다. 배당주는 적극적인 초과수익 추구보다 AI 기술주 중심 포트폴리오의 변동성을 낮추는 전략적 보완재로 활용할 필요가 있다.

A주 섹터별 12MF PER과 백분위 위치: IT하드웨어 저평가 구간



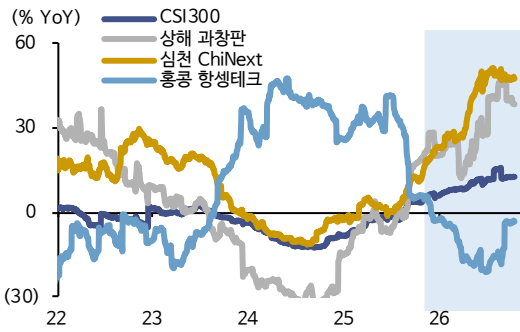
27F 순이익 증가율과 변화율: IT하드웨어 이익 모멘텀 주도

(Y축: 27F 순이익 3M 변화율, %)



자료: WIND, 신한투자증권

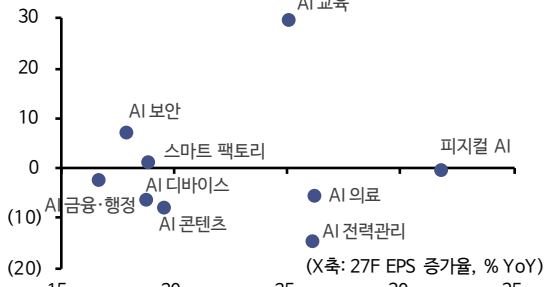
중화권 주요 권역별 12MF EPS 변화율



자료: Bloomberg, 신한투자증권

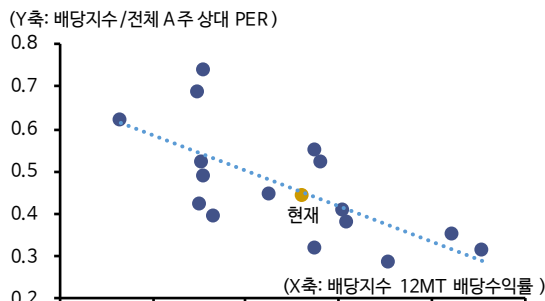
AI 응용 섹터 EPS 증가율과 모멘텀

(Y축: 27F EPS 3M 변화율, %)



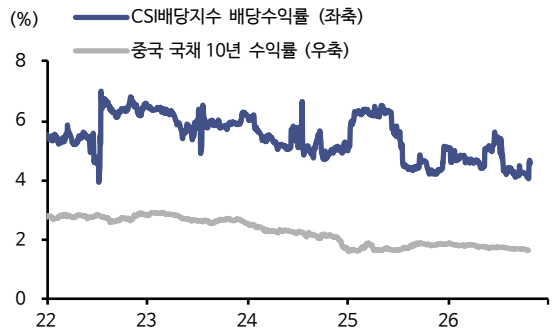
자료: WIND, 신한투자증권

연도별 CSI배당지수 상대 PER과 배당수익률



자료: WIND, 신한투자증권

저금리 국면에서 매력적인 배당수익률



자료: WIND, 신한투자증권

2027년 중국 경제·주식시장 구조도



자료: 신한투자증권

초과이익의 유효 기간



Strategist

노동길

(02) 3772-4455

dk.noh@shinhan.com

반도체: 주가가 인정하는 초과이익은 2년치, 2027년은 그 기간이 연장되는 해

2026년 하반기 반도체 주가는 이익 전망과 반대로 움직였다. 이익 전망과 자본비용 10%로 역산하면 시장이 할인한 것은 초과이익 유지 기간이다. 주가는 장부가 1,100조원에 FY27 전액과 FY28 89%의 초과이익만 얻은 수준으로 6월 고점이 인정했던 10년 가까운 기간이 1.9년으로 줄었다. FY27 고이익 실현, FY28 급감 부재가 기본 경로다. 비중 확대 근거는 장부가 축적과 유효 기간 연장이다.

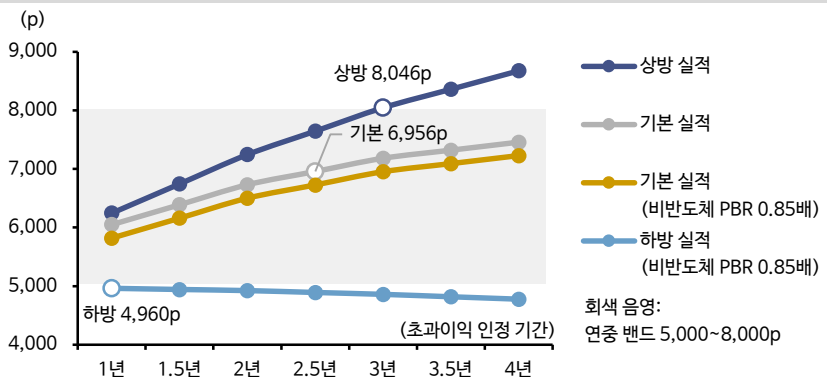
비반도체는 반도체 이익 둔화 때 확산, 주주환원과 수급은 바닥을 받칠 전망

반도체 거래 비중 고점 일곱 번 뒤 1년간 비반도체가 앞선 경우는 세 번이었다. 비반도체 확산의 조건은 반도체 EPS 증가율 둔화였다. 은행은 완충, K-뷰티·바이오 대형·ESS 셀은 이익 상향 종목 선별, 조선·자동차·방산은 계기 확인 뒤 편입이다. 상법 개정 후 첫째 한국 주주환원수익률은 4%대로 일본·미국 수준을 웃돌 전망이다. 외국인 12개월 매도는 2008년에 이어 두 번째로 시가총액의 4%를 넘었다. 과거 큰 매도 뒤 3년 안에 순매수로 돌아왔고, 기본 경로는 매도 축소다.

KOSPI 밴드 5,000~8,000p, 상반기는 지수 비중 확대, 하반기는 업종 선별

2027년 말 기본 평가값은 7,000p, 상승 원천은 멀티플이 아니라 장부가 축적이다. 밴드는 5,000~8,000p로 하단은 하방 실적·비반도체 PBR 0.85배 기준이며 연금 매수 재량이 발생하는 구간이다. 2026년 말까지 확보한 뒤 2027년 1분기 분할 매수, 2분기 200일선 하락으로 추세 회복 문턱이 낮아지는 경로다. 하반기 지수 수준이 더 높아도 공급 논쟁과 매물대로 기대수익률은 상반기가 높다. 상반기 지수·반도체 비중 확대, 하반기 이익 추정 상향 업종 중심 차별화로 대응한다.

2027년 말 KOSPI: 초과이익 유효 기간별 평가값



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권주: 자본비용 10%. 유효 기간은 2027년 말 기준 FY28부터 센 초과이익 인정 연수(2.5년 = FY28·29 전액+FY30 절반). 나머지 KOSPI 장부가 +8.4%

한국 주식시장 전략: 초과이익의 유효 기간

반도체: 시장이 인정하는 초과이익 유효 기간에 따라 수준 결정

주가가 반영한 것은 이익 감소 전망 아닌 초과이익 유효 기간 축소

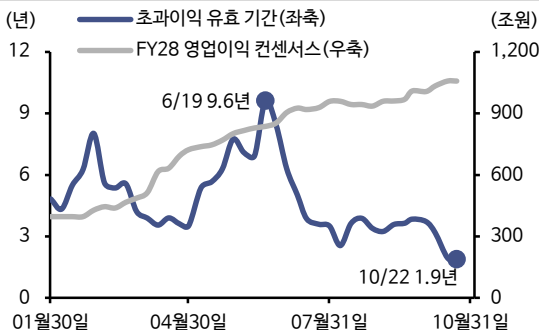
이익 전망 상향 속 가치
47% 하락, 역산하면
할인된 것은 이익
크기보다 초과이익
유효 기간

2026년 하반기 반도체 주가는 이익 전망과 반대로 움직였다. 삼성전자와 SK하이닉스 FY28 영업이익 컨센서스는 6월 주가 고점 이후 837조원에서 1,058조원으로 26% 늘었다. 두 회사 가치(우선주 포함, 자기주식 제외)는 4,194조원에서 2,222조원으로 47% 감소했다. 이는 낮은 이익이나 높은 할인율로도 설명할 수 있지만, 컨센서스 이익 상향 중의 주가 하락이어서 시장이 할인한 것은 이익 크기보다 이어질 기간으로 해석하는 것이 적절하다.

현재 주가가 인정하는 초과이익 유효 기간(시가총액이 장부가 위에 얹은 프리미엄을 연간 초과이익으로 채웠을 때의 헷수)을 역산했다. 두 회사 가치를 FY26말 장부가와 프리미엄으로 나누고 프리미엄을 해마다 벌어들일 초과이익(순이익 - 자본비용 10% × 기초 장부가)의 현재가치로 채워 나갔다. 10월 하순 반도체 기업 가치 2,222조원은 장부가 1,100조원에 FY27 초과이익 전액과 FY28 초과이익의 89%를 더한 값이다. 현재 컨센서스 이익과 자본비용 10%를 적용하면 주가가 인정하는 초과이익은 약 1.9년치다. 이 계산에서 FY29 이후 이익에 붙은 프리미엄은 없다. 같은 방식으로 역산하면 6월 고점 주가는 FY28 수준 초과이익이 10년 가까이 이어지는 가격이었다.

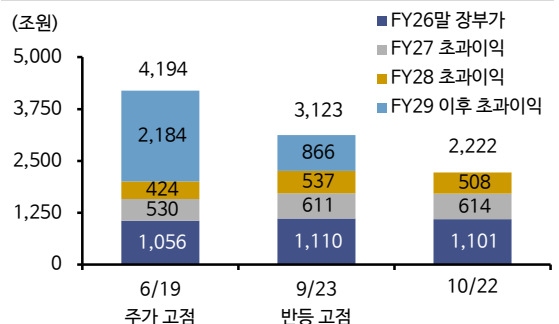
기간 할인은 이익 상향만으로 풀리지 않는다. 애널리스트가 FY28 이익을 더 올려도 시장이 그 이익을 2년치로만 계산하면 주가 반응은 작다. FY28과 이후 기간에도 높은 이익이 유지된다는 증거가 축적되면 시장은 FY29 이후를 다시 계산해야 한다. 역산 기준으로 현재 가격에는 그 재계산이 들어 있지 않다. 전략 관점에서 FY27 고이익 실현과 FY28 급감 부재를 반도체 기본 경로로 본다. 이 경로가 확인되면 2027년 말 시장이 인정하는 초과이익은 FY28·29 전액과 FY30 절반, 2.5년치로 늘어날 수 있다. 2.5년은 2018년 메모리 정점 논쟁기에 시장이 인정한 기간의 중앙값이다. 지금의 1.9년은 2018년 하반기 수준이다.

초과이익 유효 기간(역산)과 FY28 이익 전망



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권 / 주: 두 회사 합산. FY27·28 초과이익을 차례로 인정, FY29 이후 FY28 수준 유지 가정

반도체 두 회사 가치의 구성: 장부가와 초과이익



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권 / 주: 가치 = 반도체 보통주(자기주식 제외)+삼성전자 우선주 시가총액. 초과이익은 현재가치

단가 하락은 예정된 일,
물량 동반 감소 여부가
2019년형과 2023년형의
분기점

2027년 수출 증가율 하락은 정해진 미래, 위험 판단 요인은 물량 동반 감소

9월 반도체 수출 단가는 3개월 평균 기준으로 1년 전보다 179%, 물량은 16% 늘었다. 기록적인 수출과 이익은 가격이 만들었다. 2027년에는 높은 기저 때문에 수출 증가율이 낮아질 수밖에 없다. 증가율 하락 자체는 위험 신호가 아니다. 판단 기준은 단가가 꺾일 때 물량이 함께 줄어드는지 여부다.

과거 두 차례 하락기가 그 차이를 보여 준다. 2019년 하반기와 2023년 상반기 모두 수출 단가가 1년 전보다 30~40% 낮았다. 경로를 결정할 것은 물량이다. 2019년 물량은 10% 안팎 늘었고, 삼성전자 반도체 영업이익은 44.6조원에서 14.0조원으로, SK하이닉스는 20.8조원에서 2.7조원으로 급감했지만 흑자를 지켰다. 2023년 1~4월에는 물량까지 5~10% 줄었고 두 회사는 연간 적자(삼성전자 DS -14.9조원, SK하이닉스 -7.7조원)로 돌아섰다. 가격 하락은 이익을 줄이고 물량 감소는 가동률을 낮춰 고정비가 이익을 잠식하게 만든다.

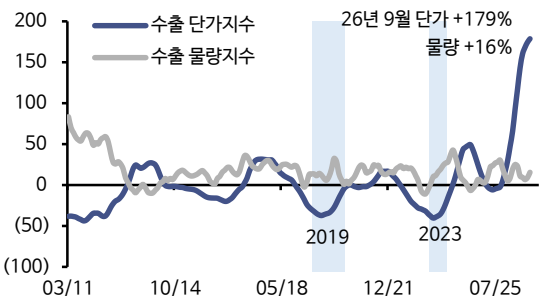
2027년 반도체 물량은 축소보다는 증가할 가능성이 크다. HBM에 웨이퍼를 배정할수록 범용 DRAM 생산능력이 줄고, 신규 팹의 의미 있는 물량 기여는 2028년부터다. TrendForce는 2027년 서버용 DRAM 비트 공급 증가율을 15~20%로 추정해 서버 CPU 출하 증가율보다 낮게 전망하고 있다. 공급이 수요를 따라가지 못하는 해에는 가격 상승률이 둔화해도 출하가 꺾이기 어렵다.

물량이 줄어드는 경로는 고객 쪽에 있다. 고객이 서버 투자를 미루거나 미리 확보한 재고를 소진하기 시작하면 주문이 먼저 감소하고 통관 물량 감소가 뒤따를 수 있다. 네오클라우드 자금 조달 차질이 데이터센터 가동 지연으로 이어지는지가 첫 판단 지점이다. 월간 수출 물량 증가율이 마이너스로 돌아서는 순간이 2019년형 이익 급감 속 흑자 유지와 2023년형 적자 전환을 가르는 1차 신호다.

2027년 반도체 수출 증가율은 한 자릿수까지 하락할 수 있다. 물량 증가는 가격 하락 충격을 완충할 뿐 이익 감소를 막지는 못한다. 2019년에도 흑자는 지켰지만 영업이익은 69~87% 줄었다. 물량 감소가 겹치면 가동률과 고정비 부담까지 악화된다. 2027년은 단가 상승률이 둔화하는 가운데 물량이 늘어나는 경로다.

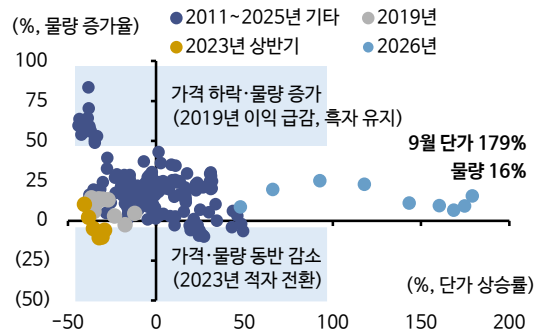
반도체 수출 단가·물량 증가율

(% YoY, 3개월 평균)



자료: 한국은행, 신한투자증권 / 주: 달러 기준 통관 단가·물량지수, 3개월 평균. 음영은 단가 급락 국면(2019년, 2023년 상반기)

반도체 수출 단가와 물량: 국면별 위치



자료: 한국은행, 신한투자증권 / 주: 달러 기준 반도체 수출 단가·물량지수, 3개월 평균의 전년 대비 증가율

추정 분산이 가장 큰
FY28, 비중 판단은 주문·
가격으로 하고 수정률은
확인 지표

가정의 집합체 2028년, 애널리스트 의견 분산은 2027년의 두 배

반도체 주가를 움직일 숫자는 FY27이 아니라 FY28이라고 판단한다. 2027년 물량은 상당 부분 계약으로 정해졌다. 마이크론은 2027년 HBM 물량 대부분의 계약을 마쳤고 한국 두 회사도 2027년 HBM과 서버 DRAM 상당 부분을 장기계약으로 묶었다. 반면 FY28 추정에는 판매가격, 출하량, 원가, 고객 지급 능력에 대한 가정이 모두 들어 있다. 주가가 인정하는 초과이익 유효 기간을 둘러싼 논쟁도 결국 FY28 이익이 얼마나 높게 유지되느냐로 수렴할 전망이다.

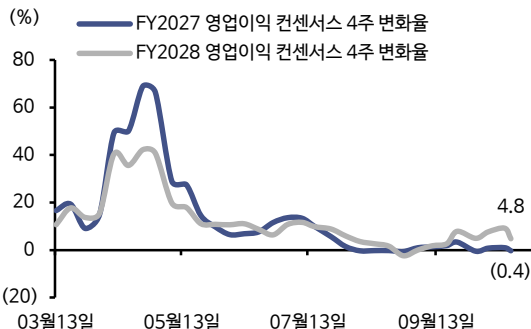
애널리스트 사이 의견도 FY28에서 가장 크게 갈린다. LSEG 개별 추정 기준 영업이익 변동계수(표준편차/평균, 추정치가 평균 중심으로 얼마나 흩어져 있는지)는 FY26 5~6%, FY27 14%, FY28 25%다. FY28 하위 10분위는 평균보다 36~38% 낮고 상위 10분위는 23~29% 높다. 최저 추정은 평균의 절반 수준이고 최고 추정은 평균의 1.6~1.8배다. 같은 회사를 두고 최고 추정과 최저 추정이 3~4배 벌어져 있다. 컨센서스 평균만으로 2028년 반도체 업황을 예단하기 어렵다.

수정 방향은 아직 위쪽이다. 두 회사 FY28 영업이익의 4주 수정률은 10월 중순까지 (+)를 이어 갔고 FY27은 보합 근처에 머물렀다. FY28 상향은 6월 전망에 있던 2028년 감익 가능성을 지우는 과정이었다. 향후 FY28 수정 방향은 주가가 할인한 위험이 실제 이익 전망으로 옮겨 오느기를 판정하는 지표다.

수출은 이 판정에 후행하는 변수다. 통관 수출은 이미 생산해 인도한 물량이어서 다음 주문이 줄어도 한동안 높은 수준을 유지할 수 있다. FY28 추정은 애널리스트가 고객 주문과 계약가격 정보를 반영하는 곳이다. FY28 4주 수정률이 0 아래로 하락해 4주 이상 이어지면 하방 경로 신호로, (+)를 유지하면 유효 기간 연장 근거로 해석한다. 수출보다 애널리스트 추정 변화를 먼저 보는 이유다.

2027년 반도체 주가 판단 무게중심은 FY28에 둔다. 의견 분산이 큰 만큼 FY28 추정이 한 방향으로 수렴하는 과정 자체가 주가 변동 원천이다. 다만 2026년처럼 추정 상향이 주가 상승을 보장하지는 않는다. 후속 주문과 계약가격이 유지되는 동안 반도체 비중 확대를 이어 가고, FY28 수정률은 확인 지표로 쓴다.

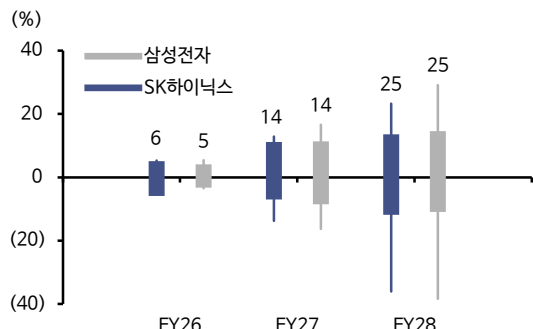
반도체 두 회사 영업이익 컨센서스 4주 수정률



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

주: 두 회사 합산 연결 영업이익 컨센서스의 4주 전 대비 변화율

증권사 영업이익 추정의 분포



자료: LSEG, 신한투자증권

주: 연결 영업이익 개별 추정치. 굵은 막대 25~75분위, 가는 선 10~90분위

장기계약은 '상단 확정·하단 미확인'의 비대칭, 하한 증명은 첫 다운턴 이후

장기계약은 가격 상단 제한 요소, 하단 방어는 미검증

장기공급계약(LTA)은 메모리 반도체 2년 사이클을 끊을 장치로 기대를 모았다. 반도체 주가가 정점을 지난 6월 하순 이후 시장이 확인한 것은 상단 제한이었다. TrendForce는 7월 초 미국 클라우드 고객과 맺은 다년 계약이 공급사 가격 인상을 제한하고 3분기 이후 가격 상승은 계약 밖 고객에게서 나온다고 밝힌 바 있다. 현물가격이 최고치를 경신해도 계약 물량 가격 상승폭은 제한될 수 있다. 반면 하한은 업황 다운턴에서 작동한 적이 아직 없다. 시장은 처음 겪는 장기계약을 '상단은 확정, 하단은 미확인'인 비대칭 조건으로 가격에 반영하고 있다. 초기 기대와 달리 마진을 제한하는 변수로 받아들이는 셈이다.

마이크론 주가가 6월 하순 이후 10월 중순까지 22.5% 하락해 삼성전자(-39.1%)와 SK하이닉스(-54.0%)보다 덜 하락한 데에는 상장 시장 차이도 있지만 계약 조건 공개 수준 차이도 작용했다고 판단한다. 마이크론은 전략적 고객 계약(SCA, Strategic Customer Agreement)의 매출 비중, 하한·상한 밴드, 인수 또는 지급 조건, 최소 가격 기준 잔여 이행의무 1,500억달러를 숫자로 내놓았다. 투자자가 하단을 계산할 수 있는 근거다.

지금 장기계약이 밸류에이션 방어에 힘을 쓰지 못하는 이유는 두 가지다. 첫째, 계약이 보호하는 것은 물량이지 초과이익과 기간이 아니다. 둘째, 네오클라우드 신용위험이 커지면서 '계약은 곧 현금흐름'이라는 등식이 흔들렸다. 한국 업체가 계약 물량과 가격 하한을 공개하거나 미래 업황 다운턴에서 약정 물량 인수와 대금 회수가 확인될 때 장기계약은 상단 제한에서 하단 방어로 바뀔 수 있다. 다만 2027년 안에 확인되기 어려운 변수다.

메모리 3사 장기공급계약 비교: 공개된 것과 공개되지 않은 것

항목	마이크론(SCA)	삼성전자(LTA)	SK하이닉스(LTA)
공개 시점	9/30 회계 4분기 실적 발표	7/30 2분기 실적 발표	7/29 2분기 실적 발표
계약 상대·기간	26건, 일부 2031년까지	대형 데이터센터 사업자 5곳 완료, 5곳 협상 중. 기본 5년, 매년 연장	핵심 고객 포함 10여 곳 완료, 추가 협의 중. 통상 5년(보도)
계약 물량 비중	2030년까지 매출의 35% 이상	생산능력의 60~70% 장기계약으로 공급 계획	공개 없음
가격 구조	약 4분의 3 가격 체계 확정 (대부분 하한·상한 밴드), 4분의 1 시장가 주기 재협상	범용 제품 가격 하한 설정 언급 (회사, 수준 미공개)	고객·제품별 조건 상이(회사). 밴드·하한 수준 미공개
인수 의무	전 계약 인수 또는 지급 (take-or-pay)	예치금 성격 선수금을 계약 조건에 포함, 약정 선수금의 4분의 1 수취	예치금 조건과 장기 구매 약정
선수금·예치금	고객 약정 320억달러, 분기 말 잔액 127억달러, 재무활동 현금으로 처리, 계약 후반 반환	정책 FCF 계산에서 장기계약 선수금 차감	금액 공개 없음
정량화된 하한	잔여 이행의무 약 1,500억달러 (최소 가격·약정 물량 기준)	없음	없음

자료: 각 사 실적 발표 자료·컨퍼런스콜, 언론 보도, LSEG, 에프앤가이드, 신한투자증권

컨센서스 역산 2028년
실효 가격은 한 자릿수
하락, 위험은 가격·물량
하락이 겹칠 때

FY28 컨센서스를 역산한 실효 가격은 한 자릿수 하락

FY28 이익은 가격 하락률 하나로 판단할 수 없다. 가격과 물량, 원가가 함께 움직인다. SK하이닉스 FY28 매출 컨센서스는 FY27보다 12.9% 증가할 전망이다. 매출을 판매가격과 판매 비트의 곱으로 놓으면 반도체 가격이 보합일 때 필요한 비트 증가는 12.9%다. 가격이 10% 하락하면 25.4%, 20% 하락 시 41.1%다.

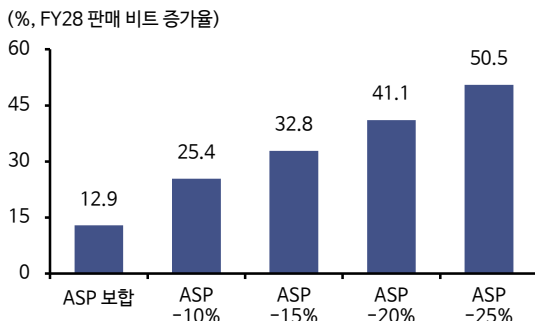
업계 물량 전망을 적용해 컨센서스 매출에서 실효 가격을 역산했다. 마이크론은 2027·2028년 업계 DRAM 비트 출하 증가율을 20%대 초반으로 제시한 바 있다. 비트가 20~23% 늘어난다면 컨센서스 매출은 실효 가격 6~8% 하락과 맞아떨어진다. 이 물량 가정에서 역산한 2028년 실효 가격은 한 자릿수 하락이다. 업계 DRAM 비트 전망을 회사 전체 매출에 적용해 HBM·NAND·제품 믹스를 단순화한 계산이다. 애널리스트가 ASP를 제시하지 않을 수 있고, FY28 매출 추정 간 편차가 커서 내재된 가격 가정도 기관마다 다르다. 가격이 10% 넘게 하락하면 판매 비트가 업계 증가율을 웃돌아야 하므로 매출 컨센서스는 하향될 수 있다.

마진은 가격보다 덜 민감하다. FY27 컨센서스 원가율에서 출발하면 실효 가격이 -6%, 비트당 원가 +10%인 조합이 FY28 영업이익률 컨센서스 75.4%와 거의 같다. 여기서 가격이 10%p 더 하락해도 영업이익률 3%p 낮은 72%다. 높은 출발 마진이 가격 하락을 흡수한다. 다만 같은 비트에서 매출이 11% 줄어 영업이익은 14% 감소한다. 이익 민감도는 마진이 아니라 매출에 있다.

회사 실효 가격은 업계 범용 가격과 같지 않다. HBM 비중이 높아질수록 범용 DRAM 가격이 하락해도 실효 가격 하락폭은 작다. 마이크론은 2027년 HBM 공급분 대부분을 전년보다 크게 높은 가격에 계약했다고 밝혔다. 반대로 신규 팹 감가상각과 초기 수율은 2028년 비트당 원가를 끌어올리는 요인이다.

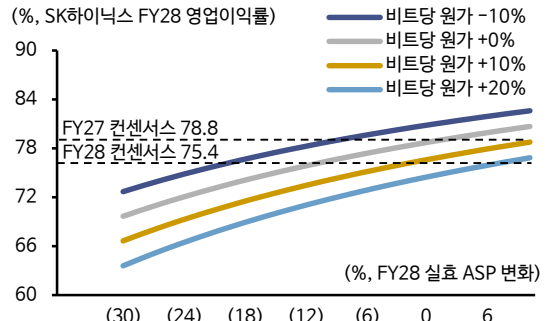
FY28 컨센서스 평균은 '실효 가격 한 자릿수 하락, 비트 20%대 증가, 원가 상승 제한'이라는 조합 위에 서 있다. 이 조합이 지켜지면 FY28 영업이익률은 70%대를 유지할 수 있다. 높은 마진이 유지돼도 매출 감소는 절대이익을 줄인다. 위험은 가격 하락과 판매 비트 부족이 겹칠 때 커지며, 수출 물량을 점점하는 이유다.

SK하이닉스 FY28 매출 달성에 필요한 판매 비트



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권 / 주: 매출 = 실효 ASP × 판매 비트의 단순 항등식. 업계 가격 전망과는 다름

하이닉스 FY28 영업이익률 민감도



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권 / 주: FY27 컨센서스 원가율 기준. 비트 증가율은 매출·원가에서 상쇄

업계는 2028년 이후도 부족, 주가는 FY28까지만 만 인정. 그 뒤 FY29가 2027년의 여지

업계는 2028년 이후도 공급 부족, 주가는 FY28까지만 초과이익 인정

반도체 업황을 보는 간극이 선명하다. TrendForce와 마이크론은 2027년 공급 부족 심화를 전망한다. 애널리스트는 2028년 증익을 예상하지만 의견 분산이 크다. 주가는 FY28 초과이익의 89%까지 인정해 시각차는 FY29 이후에 있다.

국면을 가르는 것은 공급이다. 지금은 신규 DRAM 생산능력의 의미 있는 기여가 2028년부터라는 데 업계와 공급사 판단이 같다. 반도체가 2018년식 이익 급감보다 유효 기간 회복 경로를 밟는다고 판단한다. 2017년과 비슷하다면 2027년 중 주문 축소가 시작돼야 하며 그 신호는 FY28 수정물과 수출 물량에 먼저 나타난다. 수요 상방은 추론 확대로 메모리 탑재량이 공급 증가를 웃도는 경로와 일부 고객의 재무 차질 물량이 다른 고객에게 재배분돼 흡수되는 경로다. 하방은 파산 이전에 차환·지급 조건이 나빠져 주문과 인수가 줄어드는 경로, 고객이 탑재량·가격·투자 일정을 조정해 공급 부족과 공급사 이익이 함께 완화되는 경로다.

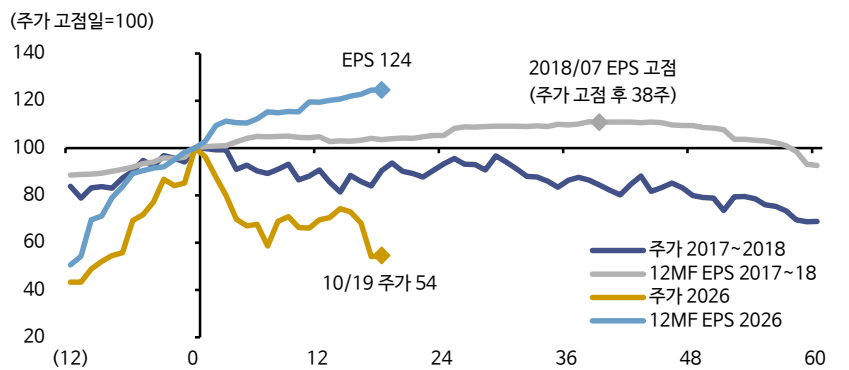
수요 근거는 공급사 전망과 따로 확인한다. TrendForce는 2027년 대형 CSP 투자 증가율을 60%로 높이며 가격 상승과 선급금을 이유로 들었지만, AI 서버 출하도 약 36% 늘어난다고 본다. 마이크로소프트 365 코퍼일릿 유료 좌석은 3,000만 개를 넘었고 OpenAI를 뺀 상업용 계약 잔고는 25% 늘었다. 반면 CoreWeave는 상반기 투자 149억달러의 4분의 1만 영업현금으로 충당했다. 기본 전망은 일부 고객의 투자 조정이 업계 주문 감소로 번지는 경로를 기본으로 두지 않는다.

반도체 업황을 보는 네 가지 시각: 업계·공급사·애널리스트·주가

구분	2027년	2028년	합의
TrendForce (공개 보도)	DRAM 공급 부족, 서버 DRAM 계약가 27년 하반기까지 상승(상승 둔화). NAND 하반기 하락 압력	신규 DRAM 생산능력의 의미 있는 기여는 2028년부터	2027년은 가격, 2028년은 물량이 변수
마이크론 (9/30)	업계 DRAM 비트 출하 20%대 초반, NAND 20%대 중반. 2026년보다 훨씬 빠듯	2027년과 같은 증가율, 공급 제약 지속. 수급 균형 시점은 보이지 않음	공급사는 2028년 이후 균형 시점 미확인
애널리스트 컨센서스	두 회사 영업이익 964조원, 하위 25분위는 평균 대비 -5% 안팎	1,058조원(+10%), 추정 간 변동계수 25%, 하위 10분위는 -36~-38%	2028년 증익을 보되 의견 분산 최대로 갈려

자료: TrendForce 공개 보도자료(7/9, 7/28), 마이크론 회계 4분기 실적 발표 자료, LSEG, 에프앤가이드, 신한투자증권

반도체 주가와 12MF EPS: 2017~2018 vs. 2026



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권 / 주: 가로축은 주가 고점 이후 경과 주

컨센서스 이익이면 장부가
65% 증가, 인정 범위
FY30 절반까지 확대 시
가치 +42%

FY27 컨센서스 이익이면 장부가 1,819조원, 한 해에 65% 축적

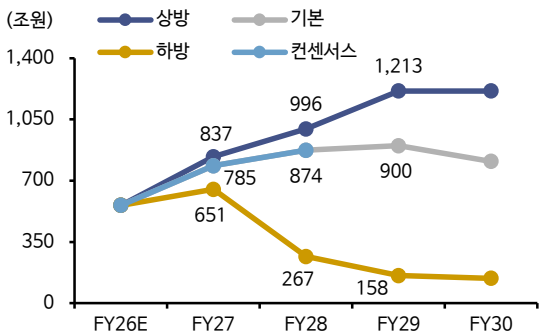
2027년 반도체 가치는 두 경로로 늘어난다. 하나는 높은 이익이 장부가로 쌓이는 경로, 다른 하나는 장부가 위 프리미엄, 즉 유효 기간이 늘어나는 경로다. 첫째 경로는 이익이 실현되지만 하면 현실화된다. 시장이 지금처럼 2년치 초과이익만 인정하더라도 장부가가 늘어난 만큼 가치는 증가한다.

기본 경로는 두 회사 FY27·28 지배순이익 컨센서스(785조원, 874조원)를 그대로 쓴다. 이익을 깎지 않는 대신 판단을 유효 기간 하나에 모은다. FY27을 애널리스트 추정 하위 25분위(평균 대비 -5%)로 낮춰도 평가값은 약 40p 줄어 결론은 같다. FY29는 업계 비트 증가 20%, 신규 생산능력 가동에 따른 실효 가격 -10%, 비트당 원가 보합으로 900조원이고, FY30 이후 순이익은 해마다 10% 줄어든다. 이익이 정점에서 하락해도 인정 범위인 FY30까지 초과이익은 모두 (+)다.

이 경로에서 두 회사 장부가는 FY26말 1,100조원에서 FY27말 1,819조원으로 65% 늘어난다. 배당 등으로 나가는 몫을 빼고 이익의 91%가 자본으로 남는다는 컨센서스 BPS 가정을 따랐다. PBR이 그대로라면 주가도 같은 비율로 상승한다는 뜻이다. 프리미엄이 다소 줄어도 장부가 증가가 가치를 끌어올리는 구조다.

2027년 말 시장이 FY28·29 초과이익 전액과 FY30 절반을 인정하면 두 회사 가치는 3,150조원으로 현재보다 42% 크다. 인정 범위의 끝은 지금의 FY28 89%에서 FY30 절반으로 1년 반가량 늘어나고, 남은 유효 기간은 1.9년에서 2.5년이 된다. FY31 이후 초과이익은 이익 경로에 있어도 가치에는 넣지 않았다. 장기계약 하한과 고객 지급 능력이 첫 다운턴에서 입증되면 그 이후 기간도 가치에 들어온다. 반도체 가치 회복에 이익 추정 상향은 아직 필요 없다. 컨센서스 이익이 실현돼 장부가로 쌓이고, 한 해가 지난 뒤에도 남은 유효 기간이 지금보다 길어지면 된다. 후자는 시장이 FY30까지의 높은 이익을 일부 믿기 시작한다는 뜻이다. 상방은 FY28 이후 주문과 가격이 이익과 기간을 함께 늘릴 때, 하방은 고객 자금 문제가 주문과 가격으로 변질 때 현실화된다.

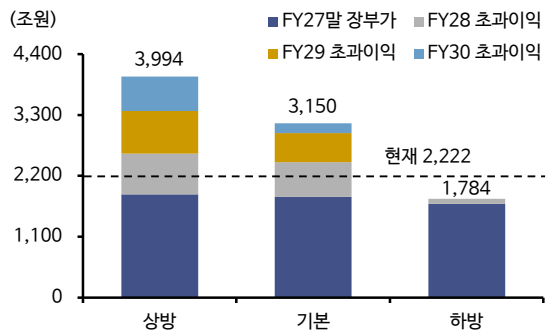
반도체 두 회사 지배순이익 경로(시나리오)



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

주: 기본은 FY27·28 컨센서스, FY29 비트 +20%·가격 -10%, 이후 연 -10%

2027년 말 두 회사 가치의 구성



자료: 신한투자증권

주: 초과이익 = 순이익 - 자본비용 10% × 기초 장부가.
인정분은 현재가치

비반도체: 반도체 이익 증가율 둔화가 여는 기회

거래 쏠림 정점은 비반도체 전환 신호가 아님, 갈림길은 반도체 이익 속도

거래 쏠림 정점은 전환
신호 아님, 비반도체 차
레는 반도체 이익 증가율
둔화가 결정

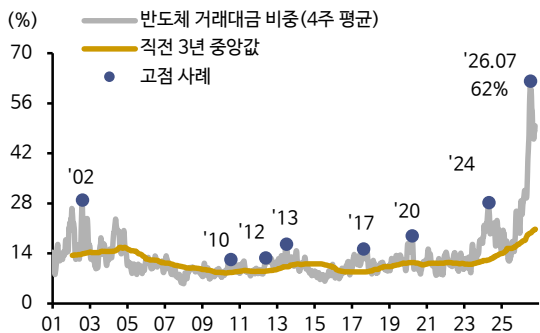
2026년 반도체는 이익뿐 아니라 거래에서도 시장을 지배했다. 반도체 거래대금 비중(4주 평균)은 7월 62%로 2001년 이후 가장 높았다. 직전 최고는 2002년 29%였다. 시가총액 비중도 7월 고점 당시 53%에 이르렀다. 반도체 거래가 줄면 비반도체로 관심과 순환매가 옮겨 간다는 기대의 배경이다.

과거 데이터는 이 기대를 그대로 지지하지 않는다. 2001년 이후 반도체 거래 비중 고점 일곱 번 뒤 1년 동안 비반도체가 반도체를 이긴 것은 세 번, 진 것은 세 번, 한 번은 대등했다(평균 +2.0%p). 2024년 4월 고점 뒤에는 비반도체가 20%p 앞섰지만 2012년 고점 뒤에는 17%p 뒤졌다. 쏠림 정점 자체는 비반도체 장세 전환 신호가 아니었다. 갈림길은 반도체 이익 속도였다. 반도체 12개월 선행 EPS 증가율이 직전 1년보다 높아지는 구간에서 비반도체는 이후 1년 동안 반도체보다 중앙값 20%p 뒤졌다. 반도체 이익 증가율이 낮아지는 구간에서는 대등했고(+1%p), KOSPI를 이긴 비반도체 업종 비율은 38%에서 48%로 늘었다. 거래 쏠림과 반도체 이익 감소가 겹칠 때만 비반도체가 확실히 앞설 수 있었다(+13%p, 승률 63%). 다만 표본이 적어 경험칙으로 일반화하기는 어렵다.

2027년 기본 경로는 '반도체의 높은 이익 레벨, 낮아지는 증가율'이다. FY28 순이익 컨센서스 증가율은 삼성전자 12%, SK하이닉스 10%로 2026년의 폭발적 증가(반도체 12개월 선행 EPS 1년간 +732%)와 거리가 멀다. 과거 같은 국면에서 비반도체 전체는 반도체와 대등했고 이기는 업종 수가 늘었다. 다만 거래 쏠림이 겹친 둔화 초기 6개월은 반도체가 앞선 편이었다(중앙값 -8%p).

결론은 순서다. 2027년 상반기는 반도체를 핵심으로 보유하고 비반도체는 역할별로 선별한다. 반도체 이익 증가율 둔화가 이어지면 이기는 업종이 늘어나는 종목 장세가 오고 반도체 이익 하향이 확인될 때 비반도체 비중을 본격 확대한다.

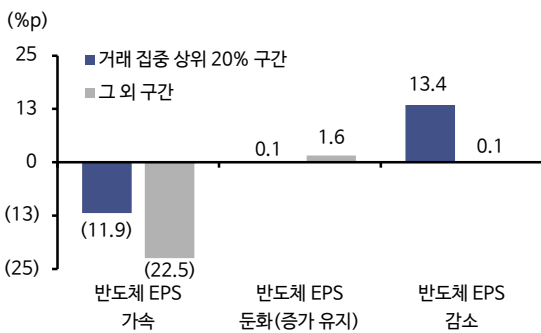
반도체 거래대금 비중과 과거 고점 사례



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

주: 26개 업종(KOSPI+KOSDAQ 포함) 주간 거래대금 합계 대비.
고점 = 직전 3년 최고이면서 3년 중앙값의 1.3배 이상인 구간의 최대값

반도체 이익 경로별 12개월 비반도체 상대수익



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

주: 거래 집중 = 반도체 거래 비중/직전 3년 중앙값, 상위 20% (1.23배 이상). 경로 = 이후 12개월 EPS 증가율과 직전 12개월 비교

반도체와 따로 움직이며
하락을 피한 묶은 시장의
14%, 역할별 판정이 전
락의 출발점

비반도체 314개 종목 점검, 반도체와 따로 움직인 묶은 시장의 14%

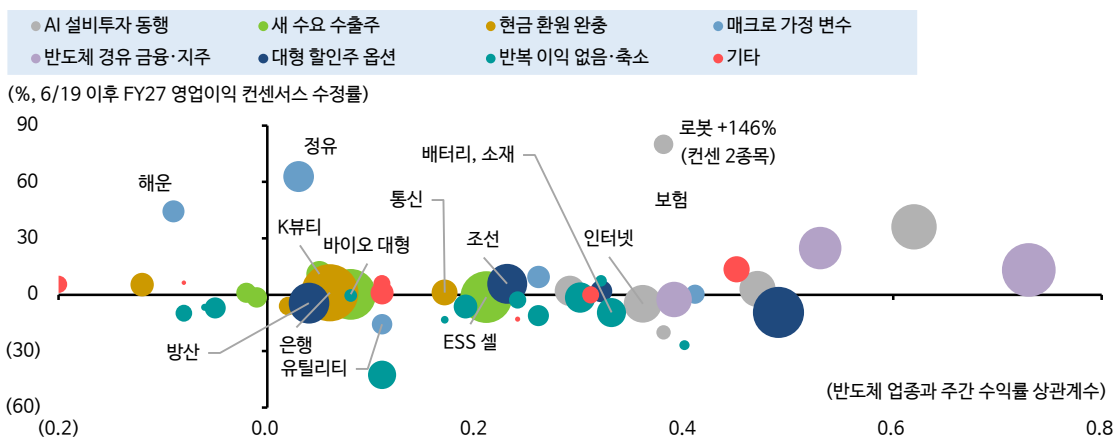
KOSPI200-KOSDAQ150에서 반도체를 뺀 314개 종목을 반도체와의 주가 상관과 FY27 이익 수정 두 축으로 일곱 그룹과 판정 보류(기타 113조원)로 분류했다. 반도체 위험을 얼마나 공유하는지, 반도체와 무관한 이익 동력이 있는지를 함께 보기 위해서다.

반도체와 같이 움직인 그룹이 비반도체의 30%에 이른다. 전력기·기판 같은 AI 설비투자 동행(333조원)과 지주·보험·증권(312조원)은 반도체 상관 0.6~0.7이고 6월 고점 이후 34~40% 하락했다. 전력기·기판은 같은 AI 설비투자 사이클을 거치고, 지주·보험·증권은 일부 대형사의 반도체 지분 보유와 높은 주가 동행으로 같은 위험을 공유한다. 직접 보유와 통계적 동행이 섞여 있다. 조선·자동차·방산(351조원)은 상관 0.36이지만 6월 이후 40% 하락했다.

하락을 피한 그룹은 은행·통신 중심 현금 환원 완충(-3%, 상관 0.06)과 K-뷰티·바이오 대형·ESS 셀 중심 새 수요 수출주(+1%) 둘뿐이다. 둘을 합쳐도 622조원으로 비반도체의 29%, 반도체를 포함한 두 지수 시가총액의 14%다. 은행·K-뷰티·조선·자동차를 따로 보는 이유도 이 지도에서 나온다. 은행은 반도체와 따로 움직인 그룹의 최대 업종(173조원), K-뷰티는 새 수요 그룹에서 이익 상향이 가장 분명한 업종, 조선과 자동차는 할인 그룹의 두 대형 업종이다.

판정은 그룹마다 갈린다. AI 설비투자 동행은 선별 확대하되 반도체와 같은 위험으로 합산한다. 금융·지주는 반도체와 동행하는 위험으로 관리한다. 현금 환원은 코어로 두고 할인주는 계기를 확인한 뒤 진입한다. 새 수요는 종목을 선별한다. 이익 회복 근거가 약한 업종은 비중을 줄인다.

비반도체 전 업종 지도: 반도체 상관 × FY27 이익 수정



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

주: KOSPI200-KOSDAQ150 351종목 중 반도체 제외 전 종목을 업종-테마 47개로 중복 없이 배정(당사 분류). 흰 원 = 가정 변수-기타

반도체 일곱 그룹과 2027년 판정

그룹	대상 업종	시가총액 (조원)	반도체 상관·6월 고점 이후	2027년 판정
AI 설비투자 동행	전력기기, 기판·MLCC, 원전, 로봇, 인터넷	333	0.60 · -40%	선별 확대(반도체와 한산 관리)
반도체 동행 금융·지주	지주, 보험, 증권	312	0.70 · -34%	중립(반도체 동행 위험으로 관리)
현금 환원 완충	은행, 지방금융, 통신, 담배·주류	256	0.06 · -3%	코어 보유, 상승장에서 비중 조절
대형 할인주 옵션	조선, 자동차·부품, 방산	351	0.36 · -40%	중립, 계기 확인 후 진입
새 수요 수출주	K-뷰티, 바이오 대형, ESS 셀, K-푸드	366	0.19 · +1%	종목 선별
이익 회복 근거 약함	배터리 소재, 화학, 철강, 디스플레이, 게임·엔터	269	0.32 · -22%	비중 축소
매크로 가정 변수	해운, 정유, 유틸리티, 항공·여행, 건설	144	0.19 · -6%	가정별 대응

자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

주: KOSPI200-KOSDAQ150 중 반도체 제외 314사(10/20 시가총액). 상관은 반도체 업종과 주간 수익률(2025/1~2026/10), 등락률은 6/19 이후 시총가중. 그룹 배정은 당사 판단

AI 인프라는 이익 증가, 그러나 멀티플이 투자 기간 의심으로 약화

AI 인프라 하락은 이익
아닌 멀티플 문제, 하단
은 하이퍼스케일러 투자
가이던스가 결정

AI 인프라주 하락은 이익 문제가 아니다. 미국 AI 전력 인프라 대표주는 지난 3개월 FY27 이익 추정이 대부분 유지되거나 상향됐다. Quanta는 21%, nVent는 18% 상향됐다. 같은 기간 주가는 8~33% 하락했고 FY27 PER은 Vertiv가 33배에서 21배로, Quanta가 38배에서 28배로 낮아졌다. 한국 전력기기 6사도 이익 추정은 1% 늘었지만 주가는 28% 하락했다.

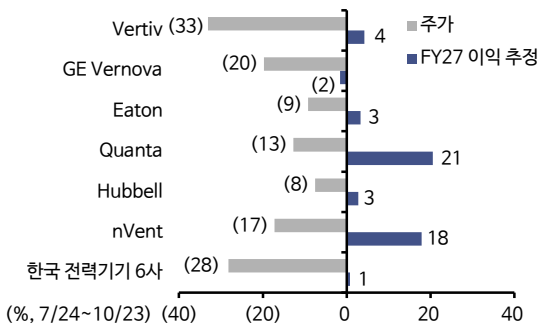
멀티플이 의심한 것은 AI 투자 지속 기간이다. 6월 중순 이후 AI에 투자하는 하이퍼스케일러 주가는 10% 상승했고 수주를 받는 미국 전력 인프라 5사는 24%, 한국 전력기기는 47% 하락했다. 메타가 3분기 잉여현금흐름 적자와 조달 다변화를 언급한 다음 날 GE Vernova는 하루 11% 하락했다. 반도체에 붙은 초과이익 유효 기간 할인과 같은 질문이다. 한국 전력기기는 미국 동종사와 월간 상관이 0.7대로 높아져 미국 AI 인프라에 레버리지를 건 주식으로 가격이 매겨졌다.

실물은 아직 꺾이지 않았다. 미국 데이터센터 건설 지출은 8월 연율 850억달러로 1년 전보다 73% 늘었고 증가세가 가팔라지고 있다. Quanta 수주잔고는 사상 최대다. 병목은 수요가 아니라 전력 연결이다. 2026년 완공 예정 프로젝트의 약 40%가 3개월 이상 늦어질 수 있고, 주요 시장 계통 연결에는 3~4년이 걸린다. 지연은 장비 인도를 미루는 위험이지 주문 취소 증거가 아니다.

전력기기 안에서도 이익이 갈린다. 6월 이후 FY27 영업이익 추정은 LS ELECTRIC 13%, 대한전선 17% 상향돼 배전·전선이 앞섰다. HD현대일렉트릭(-2%)·효성중공업(0%) 등 변압기는 정체했다. 냉각과 데이터센터 건설은 한국 상장사 노출이 아직은 작다.

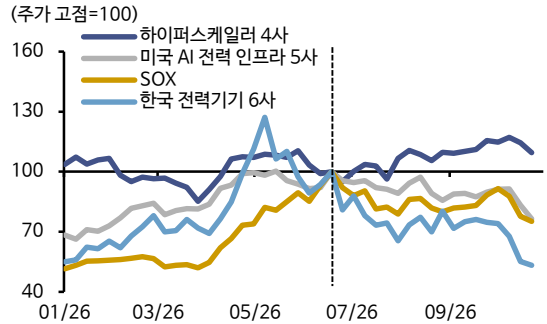
2027년 전력기기는 이익이 유지되고 멀티플이 미국 설비투자 가이던스를 따라가는 업종이다. 하이퍼스케일러가 2027년 투자 증가를 확인하면 멀티플 하단은 지금 수준에서 형성될 가능성이 크다. 이익이 증가하는 배전·전선을 먼저, 이익이 정체된 변압기를 후순위로 보고, 반도체와 같은 위험 예산 안에서 관리한다.

AI 전력 인프라: 이익 추정 변화와 주가



자료: LSEG, 에프앤가이드, 신한투자증권 / 주: 미국은 FY27(+1년) EPS 컨센서스 90일 변화, 한국은 FY27 영업이익 컨센서스 합산

AI 투자를 하는 쪽과 받는 쪽의 주가(6/18=100)



자료: LSEG, 에프앤가이드, 신한투자증권 / 주: 하이퍼스케일러=M SFT·GOOGL·AMZN·META, 미국 5사=VRT·GEV·ETN·PWR·HUBB

깊은 할인에도 계기 부재, 조선은 선가·자동차는 이익 하향 종료·방산은 수출 실계약이 진입 조건

조선·자동차·방산은 할인이 크지만 반등 계기를 기다릴 때

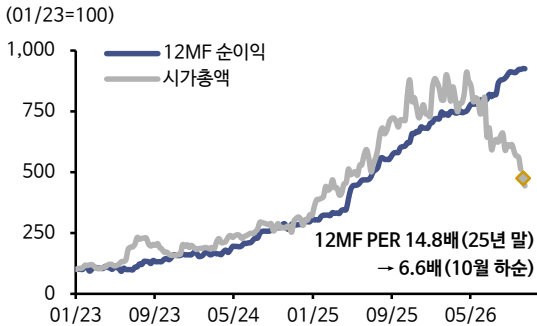
조선은 이익 전망이 늘었음에도 시가총액이 감소했다. 2025년 말 이후 조선 3사 12개월 선행 순이익은 36% 증가했고 시가총액은 40% 감소해 PER이 14.8배에서 6.6배로 낮아졌다. 2023년 이후 가장 낮은 밸류에이션이다.

조선 안에서도 이익 경로는 엇갈린다. 6월 이후 FY27 영업이익 추정은 HD한국 조선해양이 11%, 한화오션이 5% 상향됐고 삼성중공업은 3% 하향됐다. 3사 FY28 영업이익은 FY27보다 15% 많다. 이익은 2028년까지 늘어나는데 시장은 그 이후 선가를 묻고 있다. 반도체가 받는 질문과 같다.

수주 물량은 답이 아니었다. 2026년 공시 수주는 10월 중순 345억달러로 2025년 연간(327억달러)을 넘었지만 주가는 하락했다. 조선 3사 시가총액은 당월보다 2년 전 신조선가지수와 가깝게 움직였다(상관 0.89 대 0.64). 선가는 2~3년 뒤 매출이 되는데, 지수는 2024년 9월 정점 뒤 2년째 내렸다. 할인을 낮출 계기는 2030년 인도분 신규 선가 유지와 미 해군 실계약 이벤트다. 자동차도 밸류에이션은 낮지만 이익 하향 종료로 선행 조건이다. 기아 주가 저점은 과거 세 번 모두 이익 저점보다 2~7개월 먼저 나타났다. 기아 12개월 선행 영업이익은 10.2조 원으로 2024년 고점보다 23% 낮다. FY27 영업이익 추정은 6월 이후 기아 7%, 현대차 13% 하향됐다. 추정치 하향 종료로 진입 조건이다.

두 업종 모두 6월 고점 이후 반도체만큼 하락했다(조선 -48%, 자동차 -42%). 할인은 깊지만 반도체 위험을 분산해 주지 못했다. 원화 강세와 관세도 자동차 이익에 남은 부담이다. 방산(88조원)도 반도체와 상관성이 낮지만(0.04) 6월 이후 34% 하락했다. FY27 영업이익은 27% 증가 전망이나 추정이 4% 낮아졌고(현대 로템 -30%), 12MF PER은 28배에서 18배로 낮아졌다. 조선과 자동차는 확산 규모를 바꿀 수 있는 대형 업종(조선 4사 85조원, 자동차 3사 138조원)이다. 계기 없이 밸류에이션 할인만으로 비중을 늘릴 실익은 크지 않다. 조선은 신규 선가와 실계약, 자동차는 이익 하향 종료, 방산은 수출 실계약이 확인될 때 비중 확대를 고려하고 그 전까지 중립을 유지한다.

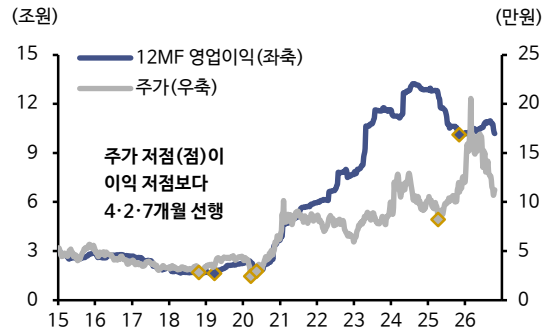
조선 3사: 12MF 순이익과 시가총액



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

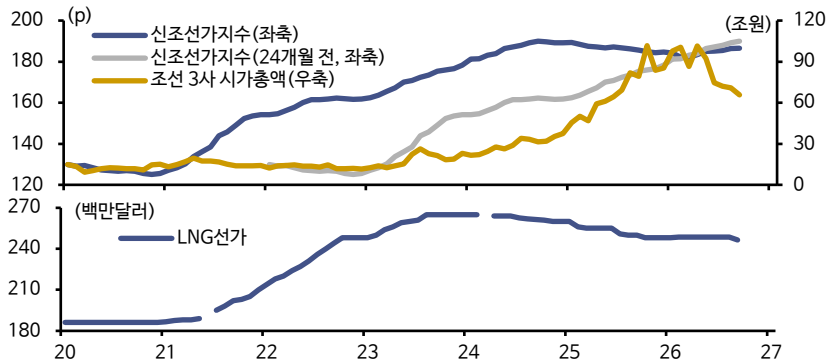
주: HD한국조선해양·한화오션·삼성중공업 합산

기아: 12MF 영업이익과 주가



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권 / 주: 12MF = 남은 개월 가중 NFY1·NFY2 영업이익 컨센서스. 수정주가. 저점은 각 구간 최소값

클락슨 신조선가치수와 조선 3사 시가총액



자료: 클락슨리서치(언론 보도 인용), 에프앤가이드, 신한투자증권

주: 신조선가치수 1988년 1월=100, 월말 기준. 3사 = HD한국조선해양·한화오션·삼성중공업

새 수요 수출주는 업종
아닌 종목 선별, FY27 이
익 수정률과 주가의 순위
상관 0.70

새 수요 수출주는 업종이 아니라 이익 추정치 상향되는 종목 선별

화장품·바이오·ESS·음식료는 반도체와 다른 수요로 이익을 늘리고 있다. 6월 고점 이후 KOSPI가 36% 하락하는 동안 K-뷰티는 5%, 바이오 대형은 3%, ESS 셀은 2% 상승했다. 화장품 수출은 9월 15억달러로 최근 3개월 평균 증가율은 전년 대비 39%다.

이 그룹은 종목 선별이 필요하다. 2026년 종목 간 주간 수익률 상관은 K-뷰티와 바이오 대형 0.46, 바이오 코스닥 0.43으로 은행(0.78)·전력기기(0.74)의 절반 남짓이다. K-뷰티 10종목의 2026년 수익률은 -36%에서 +108%까지 벌어졌다. 같은 업종 안에서도 종목이 따로 움직였다. 바이오도 제품 매출이 이익으로 이어지는 대형 종목과 임상 기대에 기대는 코스닥 종목의 성과가 갈렸다(연초 이후 종목별 수익률 중앙값 -20% 대 -37%).

수익을 가른 것은 이익 수정이다. 화장품·미용의료·바이오 대형·ESS·음식료·의류 32종목에서 FY27 영업이익 수정률과 연초 이후 주가의 순위 상관은 0.70이다.

추정이 10% 이상 상향된 6종목은 평균 49% 상승했고 하향된 12종목은 평균 26% 하락했다. 추정이 크게 상향된 종목은 한국콜마·코스메카코리아·코스맥스·에이피알 등 화장품과 셀트리온, 롯데웰푸드였다. ESS 셀은 삼성SDI처럼 이익 상향(7%)보다 주가(103%)가 훨씬 앞서 기대가 먼저 움직인 예외적 사례다. 규모도 고려해야 한다. K-뷰티 10종목 시가총액 합계는 36조원으로 지수를 움직일 크기가 아니다. 지수 대안이 아니라 반도체 위험과 무관한 초과수익원이다. 원화 강세와 해외 유통 재고는 공통 위험이다. 업종 비중 대신 같은 회계연도 이익 추정이 상향되는 종목만 선별한다.

은행은 하락을 피한 최대 업종, 비반도체 완충

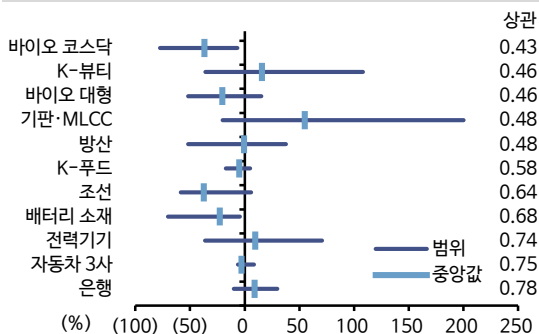
은행은 하락장 완충·
상승장 부담, 2027년
수익원은 PBR 확장보다
배당·소각 증가

6월 고점 이후 KOSPI가 36% 하락하는 동안 은행은 3% 하락하는 데 그쳤다. 시가총액 100조원이 넘는 비반도체 업종 가운데 하락을 피한 것은 은행(상관 0.06, 173조원)과 바이오 대형, ESS 셀이고 은행이 가장 크다. 반복되는 배당과 자사주 소각이 주가를 지킨 것으로 판단한다. 은행 FY27 영업이익의 추정도 6월 이후 1% 늘어 흔들리지 않았다.

은행은 종목 간 주간 수익률 상관이 0.78로 높아 종목보다 업종 비중 판단이 먼저다. 리스크는 상승장이다. 2011년 이후 KOSPI가 5% 넘게 상승한 달 은행은 평균 4.2%p 뒤처졌고 5% 넘게 하락한 달에는 3.6%p 앞섰다. 월간 베타는 0.49다. 연초 강세 통념도 근거가 약하다. 2011~2025년 1분기 시장 대비 초과수익은 평균 -1%p, 승률 40%다. 밸류에이션도 상승했다. 은행 12개월 선행 PBR 0.67배는 2010년 이후 86분위, PER 7.4배는 70분위다. 다만 ROE도 9.0%로 높아져 거품보다는 환원과 수익성 개선을 반영한 재평가로 보인다. 2027년 은행 수익은 PBR 확장보다 배당과 소각 증가에서 나올 전망이다. 매입분 소각과 기보유 자사주 정리가 겹치는 금융지주는 현금 환원과 지배구조 개선이 겹치는 대안이다.

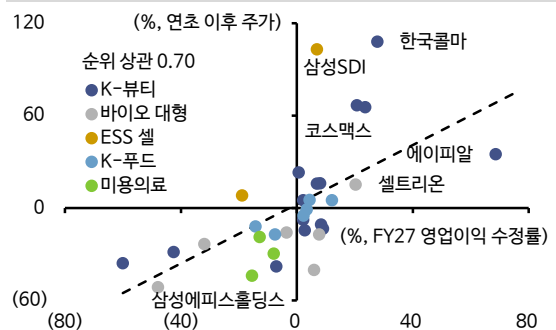
2027년 비반도체 전략은 역할 배치다. 은행은 지수가 밴드 하단에 가깝거나 AI 투자 의심이 커질 때 늘리고 반등장에서 줄이는 완충이다. 반도체 이익 증가율 둔화가 이어질수록 각 역할이 수익을 내는 종목 장세가 넓어질 수 있다.

업종 내 종목 간 상관과 2026년 수익률 분산



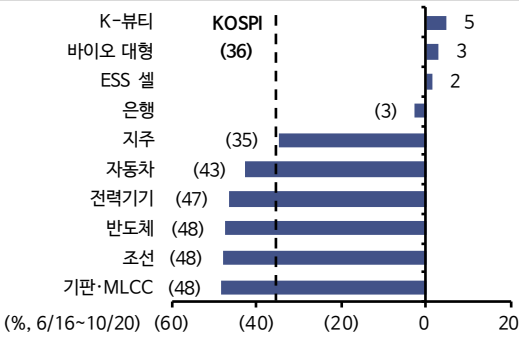
자료: 에프앤가이드, 신한투자증권 / 주: KOSPI200-KOSDAQ150 구성종목, 오른쪽 숫자는 종목 간 주간 수익률 상관계수 평균

수출주: 종목별 FY27 이익 수정과 주가(연초 이후)



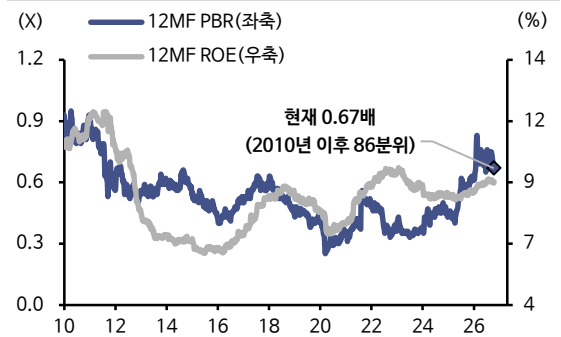
자료: 에프앤가이드, 신한투자증권 / 주: 컨센서스 종목만. 축 범위 밖 값 경계 표시(한국콜마 +108%, 에이피알 수정률 +69%)

6월 KOSPI 고점 이후 업종-테마별 등락률



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

은행 업종 12MF PBR과 ROE



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

주주환원: 2027년은 성과가 주주에게 돌아오는 원년

상법 개정 후 첫째, 한국 주주환원수익률 4%대로 일본·미국 상회 전망

주주환원수익률 4%대로
일본·미국 상회 전망,
핵심은 금액보다 바뀐
규칙

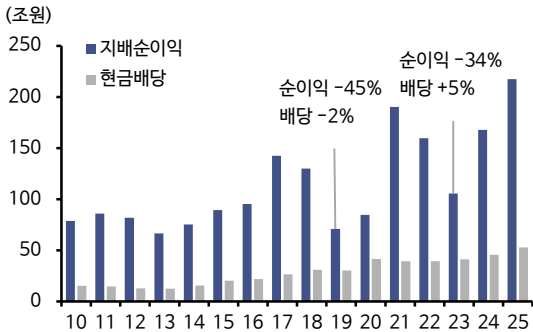
2027년 한국 주식을 다른 시장과 가르는 가장 큰 차이는 주주환원이다. 반도체 이익 사이클은 대만과 미국에도 있지만 주요 시장 가운데 이익을 주주에게 돌려주는 규칙이 1년여 사이 법으로 바뀐 곳은 한국뿐이다. 이사 충실의무가 주주로 넓어졌고 새로 산 자사주는 1년 안에 소각하는 것이 원칙이 됐다. 자산 2조원 이상 기업은 정관으로 집중투표를 배제할 수 없다(1% 이상 주주 청구 시 실시). 2027년 3월 정기주총은 이 규칙들이 함께 적용되는 무대다.

숫자도 달라진다. 2027년 KOSPI 주주환원수익률(배당수익률+순자사주매입률)은 4.1%로 추정한다. 일본(3.2%)·미국(2.4%)의 최근 실적을 웃돈다. 다만 한국 수치는 컨센서스와 당사 가정에 기댄 추정이다. 반도체 두 회사를 빼면 2.1%다. 2022년에는 자사주 순발행으로 주주 몫이 1.55% 희석되던 시장이 2027년에는 순매입으로 1.4%를 더한다. 환원액(배당+매입)의 68%가 두 반도체 기업의 몫이지만, 두 회사를 빼도 배당은 컨센서스 기준 연 19% 늘어난다. 환원은 하방경직적이다. 한국 기업 이익은 사이클에 따라 크게 흔들렸지만 배당은 그렇지 않았다. 지배순이익이 45% 줄어든 2019년 배당은 2% 감소에 그쳤고, 34% 줄어든 2023년에는 오히려 5% 늘었다. 기업은 배당성향을 높여 지급액을 지켰다.

환원이 주가로 전달되는 경로는 셋이다. 배당은 주주가 받는 현금이고, 신규 매입은 유통주식 수를 줄여 같은 이익에서 주당순이익을 높인다(순매입률 1%p당 약 1%). 소각은 재처분에 따른 희석 가능성을 없앤다. 더 긴 경로는 ROE다. 2027년 예상 총환원은 선행 순이익의 20% 안팎에 그쳐 이익 대부분이 자본으로 쌓인다. 자본이 빠르게 늘면 ROE가 하락한다. 환원이 높아야 ROE가 지켜지고 일반주주 몫이 보장된다는 믿음이 같은 ROE에 더 높은 PBR을 부여한다. 일본은 2022년 이후 주당 매입액이 2.9배, 주당배당이 1.6배 늘어나는 동안 PBR이 1.08배에서 1.64배로 상승했다. 2027년 주주환원 핵심은 금액보다 규칙이다.

이익이 흔들려도 환원은 쉽게 줄지 않고 사들인 주식은 주총 승인 예외를 빼면 1년 안에 소각된다. 성과가 주주에게 돌아온다는 믿음이 시장 할인을 줄인다.

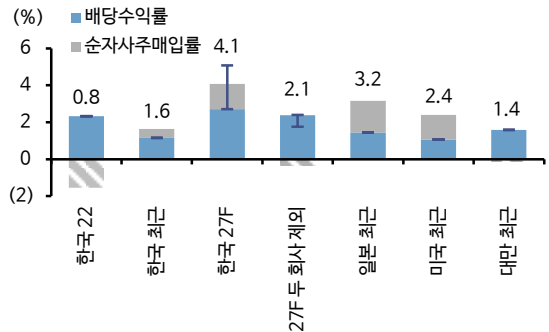
KOSPI 지배순이익과 현금배당(연간)



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

주: KOSPI 지수 구성 기업 합계, 연간 실적

주주환원수익률: 한국 2027년 추정과 일본·미국



자료: Bloomberg, 에프앤가이드, 신한투자증권

주: 2027F 배당=FY27 컨센서스/현재 시총, 순자산주매입=환원 목적 매입-발행

반도체 환원을 정하는 변수는 Capex 아닌 영업현금흐름, 남은 재원은 KOSPI 시총의 5.5~6%

반도체 환원은 FCF에서 발생, FCF는 Capex보다 영업현금흐름에 민감

2027년 환원 증가는 반도체에 쏠려 있다. 반도체 이익이 꺾이면 환원도 끝나는 반론이 나오는 이유다. 두 회사 환원은 잉여현금흐름(FCF)의 일정 비율로 정해져 있다. 따져 볼 것은 FCF를 무엇이 움직이느냐다.

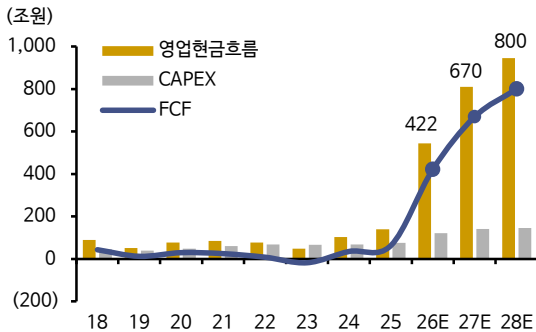
답은 영업현금흐름이다. 두 회사 FCF는 2025년 64조원에서 2027년 컨센서스 670조원으로 606조원 늘어나는데 영업현금 증가(672조원)가 Capex 증가(66조원)를 압도한다. 2016~2025년 FCF 변동의 103%도 영업현금이 설명한다. 2027년 기준으로 Capex가 50% 늘면 FCF는 10.5% 줄지만, 영업현금이 10%만 줄어도 FCF는 12.1% 줄어든다. 증설보다 업황이 환원을 정한다.

삼성전자는 2024~2026년 정책 FCF의 50%를 환원한다. 3분기 배당 약 30조원은 9월 말 기준일이 지나 사실상 정해졌고(10월 말 이사회 결의), 남은 정산 환원은 60~80조원(보통주 시총의 5~6%)이다. 규모와 방식은 2027년 1월 말 이사회에서 정한다. SK하이닉스는 2025~27년 누적 FCF의 50% 이상을 환원한다. 2025년 실적과 2026~27년 컨센서스를 합한 3년 FCF 475조원의 절반에서 40조원 매입·소각과 배당을 빼면 추가 재원은 약 193조원, 시가총액의 20%다. 두 회사 남은 환원은 KOSPI 시가총액의 5.5~6.0%에 이른다.

SK하이닉스는 10월 하순 솔리다임 미국 상장 검토를 중단했다. 자회사 가치가 기존 주주에게 그대로 남는다는 점에서 주주 가치에 긍정적이다. 조달 방안으로 거론됐던(보도 기준) 미국 생산능력 투자비 100~150억달러(약 14~21조원)를 스스로 마련해야 한다. 이를 환원 재원에서 모두 빼도(보수적 가정, 정책 환원을 50%를 적용하면 차감액은 절반) 170조원대, 시가총액의 18~19%다. 2027년 영업현금흐름의 4~6%여서 환원 정책을 바꿀 규모가 아니다.

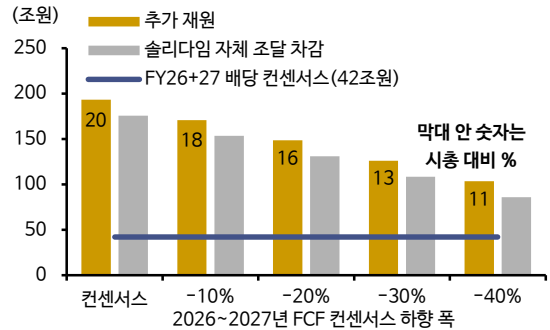
환원을 줄일 변수는 솔리다임보다 메모리 업황이다. 2026~2027년 FCF 컨센서스가 10% 낮아질 때마다 하이닉스 재원은 22.5조원 줄어든다. FCF가 40% 하향되고 솔리다임 투자비까지 빼도 86조원으로, 2026~27년 배당 컨센서스 42조원의 두 배다. 지금 시장의 배당 기대에 담긴 환원은 재원의 5분의 1 수준이다.

두 반도체 기업 영업현금흐름·Capex·FCF



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

SK하이닉스 추가 환원 재원 민감도



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권 / 주: 솔리다임 투자 100~150억달러 중간값(원/달러 1,400원 가정 17.5조원) 전액 차감(보수적 스트레스). 배당 컨센서스에는 고정배당 포함

의무 소각 이후 첫 주총 시즌, 소각 중심이 새 현금으로 이동

2027년 소각 97조원 추정, 무계중심은 기보유분 정리에서 새 현금 매입으로 이동

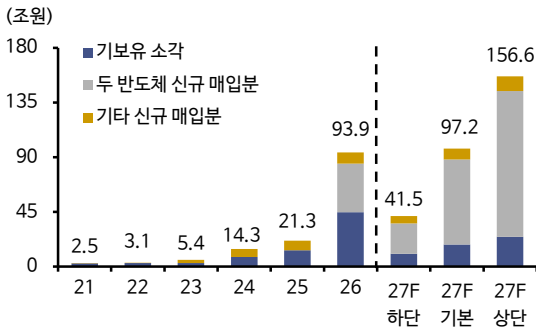
2027년은 자사주 소각 의무화와 집중투표 이후 첫 정기주총 시즌이다. 기업은 보유 자사주를 9월 초까지 소각하거나 주주 승인을 받아야 하고, 새로 산 주식은 1년 안에 소각한다. 자사주가 채처분이나 우호 매각으로 시장에 돌아올 가능성이 제한된다. 2027년 소각 규모는 기본 97조원(41~157조원)으로 추정한다. 2026년(94조원)과 비슷하지만 내용이 바뀐다. 쌓아 둔 자사주 정리는 45조원에서 18조원으로 줄고, 새 현금으로 사서 소각하는 몫이 49조원에서 79조원으로 늘어난다. 이 가정에서 KOSPI 순자사주매입률은 2026년 0% 안팎에서 1.4%로 높아져 미국(1.34%)과 비슷해진다. 비반도체 시장의 순자사주매입은 아직 0 안팎(두 회사 제외 -0.3%)이다. 2027년 비반도체 환원 개선은 배당 증가가 견인한다. 자사주는 지주·금융의 기보유분 정리가 먼저 나타날 변수다.

상법·제도 변화: 2027년 정기주총에서 처음 맞는 것

항목	시행	2027년에 달라지는 점
이사 출석의무 확대(회사 → 회사와 주주)	2025년 7월	합병·분할·자회사 상장 안전에서 주주 전체 이익이 이사의 법적 의무
집중투표 배제 금지(자산 2조원 이상)	2026년 9월	1% 이상 주주 주총 6주 전 청구. 27년 3월 정기주총 이사 선임 무대
감사위원 분리선출 2명·최대주주 합산 3% 제한	2026년 7·9월	2027년 3월 정기주총에서 처음 함께 적용
신규 취득 자사주 1년 내 소각 원칙	2026년 3월	임직원 보상 등 보유 예외는 매년 주총 승인 안전
기존 보유 자사주 처리	2026년 3월	2027년 9월 초까지 소각하거나 주총에서 보유·처분계획 승인
자사주 교환사채·합병 신주배정 금지	2026년 3월	자사주를 지배력·자금 조달 수단으로 쓰던 경로 차단
중복상장 규율 강화(해외 상장 포함)	2026년 8월	물적분할 자회사 상장은 모회사 주주 동의 의무, 그 밖의 자회사는 권고
고배당기업 배당소득 분리과세	2026년 지급분	2027년 2~4월 결산배당이 두 번째 적용, 요건 맞춘 증액 유인

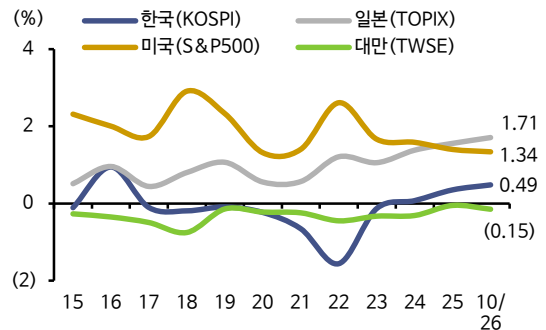
자료: 법제처, 금융위원회, 한국거래소, 신한투자증권 / 주: 시행일은 공표·고시 기준. 자산 기준은 별도 재무제표

자사주 소각 규모: 실적과 2027년 추정



자료: DART, 신한투자증권 / 주: 2027F 기보유분은 자사주 잔고 상위 50사 중 보유 승인 받지 않은 27사 기준(시장 전체보다 작음)

국가별 지수 순자사주매입률



자료: Bloomberg, 신한투자증권 / 주: 순자사주매입률 = -(자본금 감소+증가)/지수. 26은 10/22 기준

기한 남은 자사주 24.6조원, 지주·금융 중심 15종목이 할인 축소 첫 시험대

기한이 남은 자사주 24.6조원, 지주와 금융에 쏠리는 기대

자사주 잔고 상위 50사 가운데 주총에서 보유·처분계획 승인을 받지 않은 27곳에 남은 자사주는 24.6조원, KOSPI 시가총액의 0.54%다. 절반(12.7조원)인 삼성그룹 계열은 금융 계열 지분 규제를 근거로 보유 승인을 택할 수 있다. 15종목을 표로 정리했다. 지주회사와 금융이 중심이고 15종목 자사주 평가액은 10.5조원이다. 소각 확정 종목은 아니며 승인을 받으면 소각하지 않을 수 있다.

은행·금융지주는 초과자본으로 신규 매입·소각을 반복하면서 기보유분까지 정리할 여지가 있어 현금 환원과 지배구조 개선이 겹친다. 지주회사에서 자사주 소각은 재처분과 우호 매각 선택권이 사라진다는 뜻이어서 지주 할인 축소로 바로 이어진다. 보험은 배당가능이익, 증권은 거래대금이 환원 여력을 정한다.

주총·배당 시즌은 일정대로 대응한다. 1월 말 삼성전자 정산 환원의 배당 대 매입 비중을 확인하고, 2월 중순 집중투표 청구 기한을 지나 2월 말~3월 초 소집공고에서 자사주 보유·처분계획 안건 유무를 본다. 안건이 없으면 9월 전 소각 가능성이 있다. 3월 주총에서는 주주 추천 이사 선임 사례가 지주·저PBR 기업 할인 축소의 첫 증거가 될 수 있다.

배당은 수준보다 증가에 무게를 둔다. 2017~2026년 1~4월 KOSPI200·KOSDAQ 150 구성 종목에서 직전 배당수익률 상위 20%는 배당을 더해도 10년 중 8년 평균 종목에 뒤졌다(평균 -4%p). 반면 결산배당을 20% 이상 늘린 기업은 10년 중 8년 배당이 비슷한 기업을 앞섰다(평균 +6%p). 세제도 이 흐름을 키운다. 2026년 지급 배당부터 3년간 배당성향 40% 이상, 또는 25% 이상이면 배당을 10% 넘게 늘린 기업의 배당소득은 최고 45% 종합과세 대신 14~30%로 분리과세된다. 첫 적용 시즌인 올해 배당주는 강세였고, 배당을 20% 이상 늘린 기업은 유지 기업을 4%p 앞섰다. 두 번째 시즌인 2027년 2~4월에도 요건을 맞추려는 증액이 이어져 강세는 요건 충족과 배당 증액이 겹치는 종목에 집중될 전망이다. 주주 추천 이사가 들어가는 이사회는 배당·자사주 요구가 커질 수 있지만, 첫째 3월 주총 결과를 확인 지표로 둔다.

주주환원은 하방경직적이고 2027년부터 사들인 주식은 주총 승인 예외를 빼면 1년 안에 소각된다. 두 반도체가 환원의 규모를, 바뀐 제도가 성질을 맡는다. 이 조합이 성과가 주주에게 흐른다는 믿음을 시장 전체로 넓히고, 반도체 이익이 둔화하는 국면에서 한국 주식 할인을 줄이는 중장기 버팀목이 될 수 있다.

2027년 자사주 소각 가능성이 있는 종목

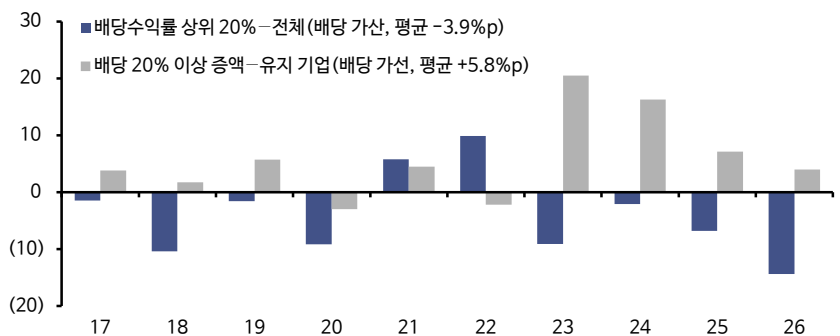
종목	업종	자사주 비율 (%)	자사주 평가액 (조원)	근거·변수
미래에셋증권	증권	19.6	2.65	7월 기보유분 13% 소각 결정 후 잔여 1.07억주. 보유·처분계획 미상정
HD현대	지주(조선)	10.5	1.24	2026년 정기주총 보유·처분계획 미상정, 하반기 변동 없음
POSCO홀딩스	지주(철강)	4.6	1.09	교환사채 상환으로 회수한 자사주 보유. 자사주 교환사채 금지로 활용처 축소
하나금융지주	은행	2.7	0.88	신규 매입분 소각 진행(초과자본 환원). 기보유분은 잔존
LS	지주(전선·기계)	12.4	0.85	지주회사, 비율 12%대. 보유·처분계획 미상정
메리츠금융지주	금융지주	3.9	0.83	이익 50% 이상 환원 원칙. 신규 신탁분도 1년 내 소각 대상
한화생명	보험	13.5	0.54	보험 중 비율 최고. 보유·처분계획 미상정
신한지주	은행	1.1	0.48	신규 매입분 소각 진행. 기보유분은 잔존
고려아연	비철금속	2.3	0.44	8월 임시주총에도 보유·처분계획 없음. 경영권 분쟁 기업 주총 표결 변수
포스코인터내셔널	상사	3.1	0.30	보유·처분계획 미상정, 하반기 변동 없음
한샘	건자재·가구	30.2	0.28	비율 30%로 표본 최고. 자산 2조원 미만(별도)
DN오tom티브	자동차부품	11.5	0.26	비율 11%대. 자산 2조원 미만(별도)이나 2분기 기준 2조원 상회
CJ	지주(소비재)	7.3	0.25	지주회사. 보유·처분계획 미상정
대웅	지주(제약)	27.7	0.25	비율 28%. 자산 2조원 미만(별도) 지주회사
안랩	소프트웨어	19.2	0.19	비율 19%. 자산 2조원 미만, 보유·처분계획 미상정

자료: DART, 한국거래소, 신한투자증권

주: 자사주 상위 50사 중 보유·처분계획 미승인 기업에서 삼성 계열·법정 예외 가능 기업 제외. 소각 확정 아님. 후보로서 참고할 종목.
자사주 평가액 순서 기준

1~4월 배당 스타일 성과: 배당 수준 vs. 배당 증가

(%p, 1~4월 수익률 차이)



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

주: 2017~2026년 각 1~4월, KOSPI200-KOSDAQ150 현재 구성 종목, 동일가중. 배당 수준은 배당 가산 수익률 기준, 증액은 결산배당 전년 대비 20% 이상

수급: 뚜렷한 매수 주체 부재, 외국인 매도 강도는 2008년 수준

레버리지는 축소, 외국인은 연속 매도, 받아 준 것은 자사주 매입

레버리지 축소와 자사주 매입 종료, 반등의 첫 조건은 새 매수자보다 외국인 매도 둔화

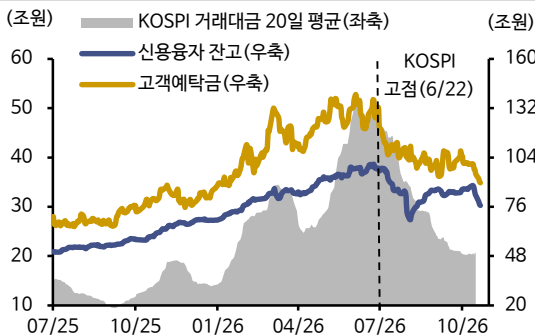
2026년 상반기 한국 주식에는 개인 레버리지 자금이 밀려들었다. KOSPI 일평균 거래대금은 6월 49조원까지 늘었고 신용융자는 39조원, 고객예탁금은 140조원에 이르렀다. 6월 하순 이후 급락 조정이 이 흐름을 되돌렸다. 10월 중순 거래대금은 21조원으로 6월보다 56% 줄었고, 예탁금은 90조원으로 36% 감소해 지난해 말 수준(88조원)으로 돌아왔다. 적극 매수하던 투자자 여력이 크게 줄었다. 2026년 개인 순매수 100조원의 96%가 3~6월에 몰렸고, 두 반도체에서도 개인은 6월 마지막 주 급락에 21조원을 샀지만 7월 이후 추가 매수는 4조원에 그쳤다.

레버리지 정리는 끝나지 않았다. 신용융자는 8월 초 27조원까지 줄었다가 다시 30조원으로 늘었다. 시가총액 대비 0.65%로 장기 평균 0.60%보다 여전히 높다. 반등이 나올 때마다 손실 축소와 신용 상황 매물이 나올 수 있는 구조다.

외국인은 10월 하순까지 KOSPI에서 207조원을 팔았다. 상반기에는 개인(+99조원)과 기관(+35조원)이 그 물량을 받았다. 7월 이후 받아 준 주체는 기업(기타법인 +54조원)뿐이었다. 개인 순매수는 1조원에 못 미쳤고 기관은 5조원에 그쳤다. 기업 매수 대부분은 두 반도체 기업 자사주 매입이었고, 그 매입도 10월 중순 사실상 마무리됐다.

2027년을 앞둔 수급 환경은 뚜렷한 매수세를 찾기 어렵다. 그렇다고 지수 반등에 새 대규모 매수자가 필요하지는 않다. 매도 압력이 줄어드는 것만으로 가격은 버틸 수 있고, 첫 조건은 외국인 반도체 매도 속도 둔화다.

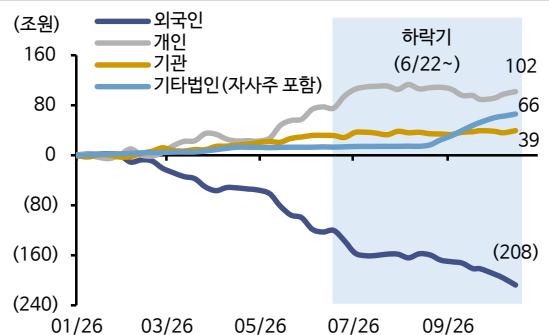
거래대금·예탁금·신용융자: 레버리지 유입 뒤 축소



자료: 에프앤가이드, 금융투자협회, 신한투자증권

주: 거래대금은 KOSPI, 예탁금·신용융자는 KOSPI+KOSDAQ 전체

KOSPI 투자자별 2026년 누적 순매수(주간)



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

주: 회색 음영은 KOSPI 고점(6/22) 이후. 기타법인에는 자사주 외 법인 매매 포함

2008년급 매도 강도,
1% 이상 순매도 해
여섯 번 모두 3년 안에
순매수 복귀

외국인의 2008년급 매도, 과거 큰 매도 뒤 3년 안 순매수 복귀는 6번 중 6번

2026년 외국인 순매도 207조원은 KOSPI 연평균 시가총액의 4.0%로, 금융위기의 2008년(4.5%)과 같은 크기다. 연초 외국인 보유 주식 가치의 18%를 10개월 만에 팔았다. 2008년(12%)보다 빠르고 시가총액 대비로는 팬데믹의 2020년(1.7%)의 두 배를 넘는다. 가격 효과를 뺀 외국인 보유 주식 수도 연초보다 삼성 전자 13%, SK하이닉스 9%, KOSPI 전체 6% 줄었다.

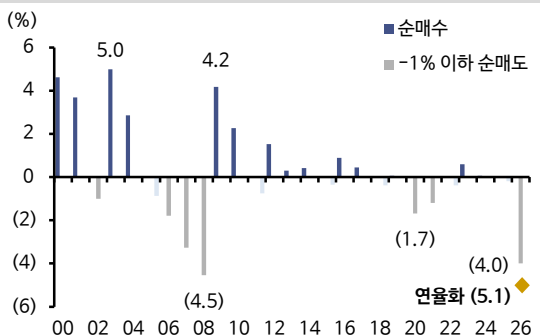
이 강도가 오래 이어진 사례는 드물다. 12개월 누적 매도가 시가총액의 4%를 넘은 해는 2008년과 지금뿐이다. 2008년에는 10월 정점(-5.2%)이 매도의 끝이었다. 이후 1년간 외국인은 25조원, 그다음 1년간 20조원을 다시 샀다. 2009년 한 해 순매수는 연초 외국인 보유액의 19%로, 직전 해 매도 규모(12%)를 넘었다.

경험칙도 같은 방향이다. 시가총액의 1% 이상을 순매도한 여섯 해 가운데 다음 해 바로 순매수로 돌아선 것은 두 번(2003년, 2009년)이다. 2년 안에는 네 번, 3년 안에는 여섯 번 모두 순매수 해가 왔다. 매도가 여러 해 이어진 2005~08년과 2020~22년도 끝난 뒤 첫해는 순매수였다(2009년 +30조원, 2023년 +11조원).

판 만큼 되사지는 않았다. 2004년 9월~2008년 11월 81조원을 판 뒤 2009년 4월~2010년 12월에는 52조원(64%), 2019년 7월~2022년 6월 71조원을 판 뒤 이후 1년 동안에는 22조원(31%)을 샀다. 207조원을 그대로 대기 매수로 볼 수는 없다. 2020년 8월처럼 개인 매수 열풍 속에 매도가 1년 더 이어진 반례도 있다.

2027년 외국인 기본 경로는 매도 축소다. FY28 반도체 이익이 유지된다면 하반기에는 중립 이상으로 돌아설 가능성이 있다. 다만 순매수 전환을 반등 전제로 두지는 않는다. 매도가 줄어드는 것만으로 한계 매물이 사라진다.

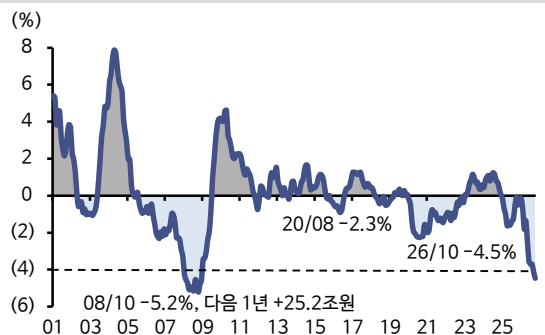
외국인 연간 순매수의 시가총액 대비 비율



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

주: 2026년 연율화는 영업일 비율(248/196) 적용. 흰 점은 연율화 값

외국인 12개월 누적 순매수의 시가총액 대비 비율



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

주: 12개월 누적 순매수 ÷ 같은 12개월 KOSPI 월평균 시가총액의 평균. 점선은 -4%

매도의 87%가 두 종목에 집중, 복귀의 선행 변수는 환율 아닌 PBR 저평가

외국인은 두 종목만 덜어냈다, 돌아올 조건은 환율보다 밸류

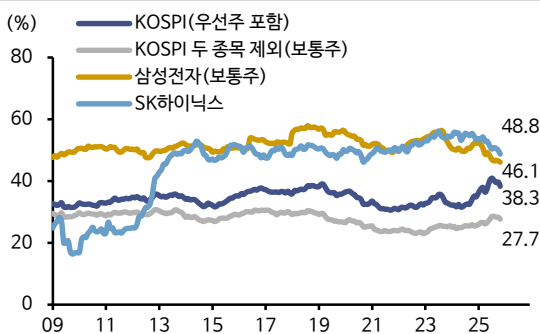
외국인 매도는 두 종목에 집중됐다. 삼성전자 외국인 지분율은 연초 52.3%에서 46.1%로 2009년 말 이후 가장 낮다. SK하이닉스도 53.8%에서 48.8%로 하락했고 반도체 업종 외국인 지분율은 45.2%로 2013년 9월 이후 가장 낮다. 반면 두 종목을 뺀 KOSPI 외국인 지분율은 25.9%에서 27.7%로 오히려 높아졌다.

매도의 87%가 두 종목에 몰렸고 원화가 10% 강해지고 반도체 이익 전망이 45% 상향되는 동안에도 매도가 이어졌다. 상반기 급등으로 두 종목 비중이 커지자 위험 한도에 맞춰 덜어낸 비중 조절 매도 성격이 강했다. 지분율이 바닥권까지 하락한 만큼 같은 이유로 나올 매도 여력은 줄었다.

돌아올 조건을 찾기 위해 2005년 이후 반기 자료로 외국인 순매수와 주요 변수의 상관을 계산했다. 순매수에 앞선 것은 밸류에이션이다. 직전 반기 PBR 저평가와 상관성이 0.52로 가장 높았다. 원화 강세는 같은 반기 상관성이 0.56이지만 직전 반기는 -0.10이었다. 환율은 동행 변수였지 선행 변수가 아니었다. 반도체 이익 상향도 같은 반기(0.38)에 함께 나타났다. 과거 네 차례 복귀는 PBR이 0.8배 안팎에서 1.0배 사이 저점권일 때, KOSPI 저점 4개월 전에서 2개월 뒤 사이에 시작됐다. 복귀 뒤 12개월 순매수는 2009년 36조원, 2022~23년 22조원이었다. 2025년 5월처럼 재개 직후 다시 대규모 매도로 바뀐 반례도 있다.

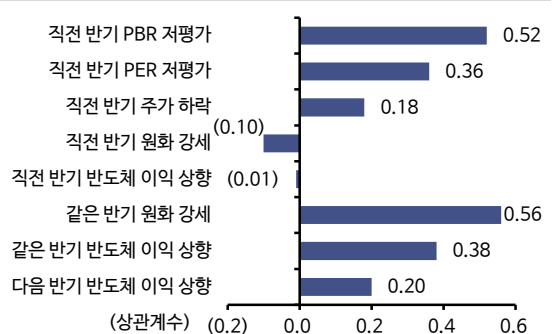
지금 KOSPI 12개월 선행 PER은 역사적 저점이지만 PBR은 평균 부근이다. 외국인이 돌아오려면 FY28 이익이 유지된다는 확인이 장부가 대비 싼 가격으로 이어져야 한다. 반도체 장부가가 빠르게 늘어나는 2027년에는 주가가 제자리여도 PBR이 낮아진다. 외국인 복귀를 위해 환율 반전을 기다릴 필요는 없다.

KOSPI·삼성전자·SK하이닉스 외국인 지분율



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

외국인 순매수는 무엇을 따라왔나: 선행·동행 변수



자료: 에프앤가이드, 미 연준(H.10), 신한투자증권 / 주: 외국인=6개월 순매수÷시총. 저평가=12MF PBR:PER 5년 평균 대비 z값

역머니무브는 유인이 먼저 생겼고, 첫 매물대는 6,600~7,000p

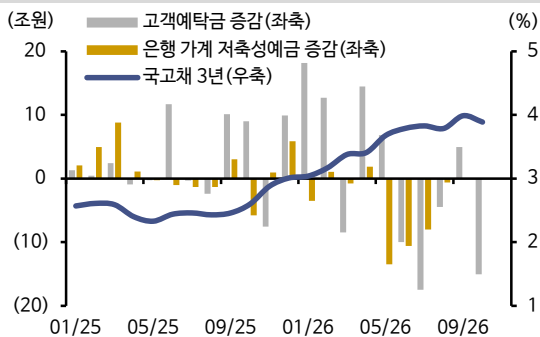
예금 유인은 생겼으나 이동은 초기, 회복의 첫 벽은 6,600~7,000p 매물대

시장금리 상승은 예금 매력을 높였다. 국고채 3년 금리는 1년 전 2.5%에서 9월 4.0%로, 정기예금 금리는 2.6%에서 3.4~3.5%로 상승했다. 그러나 예탁금이 줄기 시작한 6월 이후 8월까지 은행 가계 저축성예금은 오히려 8.6조원 줄었다.

따라서 예탁금 50조원 감소를 예금 이동으로 설명하기는 어렵다. 신용 상환, ETF·해외주식 매수 등으로 흩어졌을 가능성이 크지만 직접 추적한 수치는 아니다. 한국은행은 9월 동향에서 처음 가계자금 예치 증가를 언급했다. 역머니무브는 유인이 먼저 생겼고 이동은 시작 단계다. 2027년 개인 신규 자금의 기회비용은 1년 전보다 1%p 넘게 높다. 2026년 KOSPI 거래가 가격대 폭 대비 가장 두껍게 쌓인 곳은 6,600~7,000p(거래대금 16%, 40거래일)로 현재가 위 첫 매물대다. 그 위 7,000~7,400p는 거래 밀도가 절반 이하이고 머문 날도 13일뿐이다. 삼성전자 25~28만원(거래량 21%), SK하이닉스는 150~190만원(29%)이 첫 매물대이고, 그 위는 밀도가 3분의 1로 얇다.

회복 과정에서 첫 매물대 돌파는 쉽지 않다. 돌파 뒤에는 거래가 적었던 가격대가 이어져 회복 속도가 빨라질 수 있다. 두 번째 벽은 개인 순매수 82조원이 몰린 7,400~8,800p다.

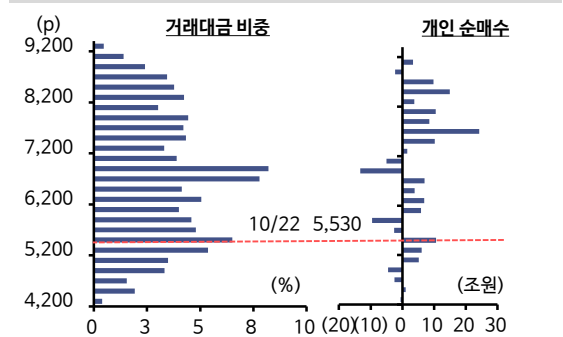
역머니무브 점검: 예탁금·가계 예금·시장금리



자료: 한국은행, 금융투자협회, 신한투자증권

주: 가계 저축성예금은 예금은행 원화예금(예금주별, 말잔)

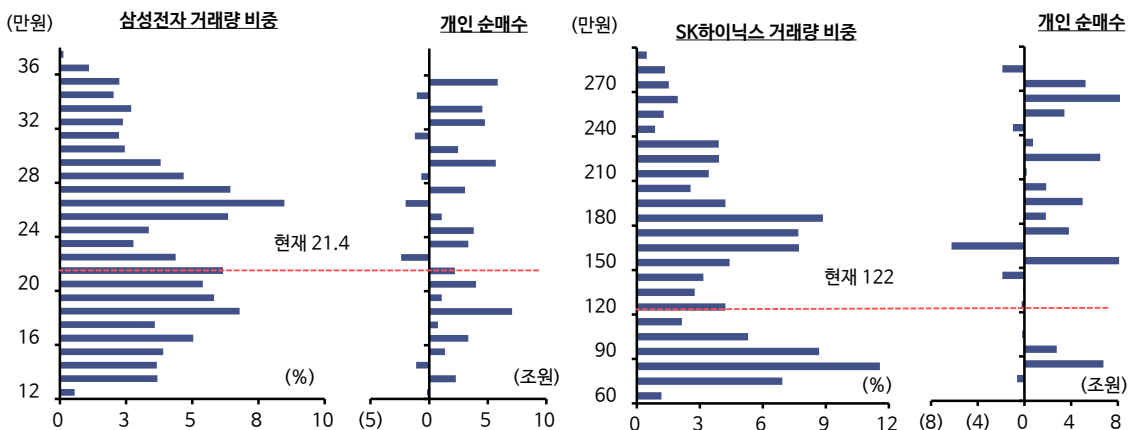
KOSPI 가격대별 거래대금과 개인 순매수(2026년)



자료: 에프앤가이드, 한국거래소, 신한투자증권

주: 일별 거래대금을 고가~저가에 균등 배분해 200p 구간 합산

삼성전자·SK하이닉스 가격대별 거래량과 개인 순매수(2026년)



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

주: 일별 거래량을 고가~저가에 균등 배분. 개인 순매수는 (고+저+중)/3 구간에 배정. 매입 원가가 아님. 점선은 10/22 종가

연기금은 5,000~6,600p
중립, 5,000p 아래에서
매수 여력 확대 가능성

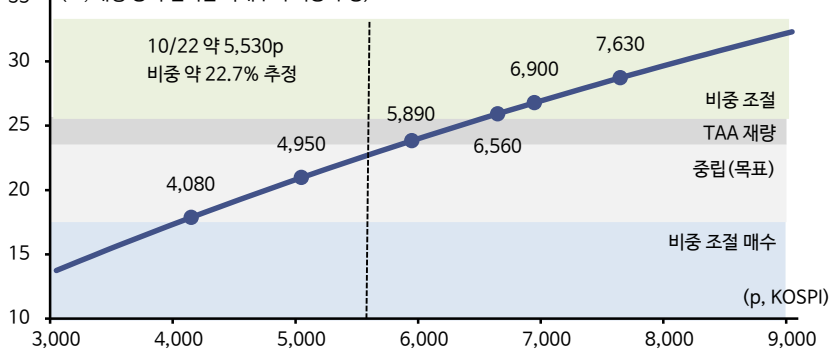
운신의 폭 좁은 연기금, 5,000p 아래서 매수 가능 영역

연기금의 국내주식 비중은 지금 지수대에서 22.7%로 목표 20.8%를 웃돈다. 7월 말 공시 잔고에 이후 자산별 시장 수익률을 반영해 역산하면 목표 비중은 4,950p, 전략적 배분 허용범위 하단(17.8%)은 4,100p다. 기존 허용 상한(25.8%)은 6,550p, 한시 확대가 유지되면 6,900~7,600p 내외다.

5,000~6,600p는 중립 구간이다. 과거 급락기 연기금 순매수는 2008·2011·2020년에 나왔고, 비중이 목표를 웃돌던 2022년과 2026년 하락기에는 뚜렷한 매수세를 관찰하지 못했다. 다만 허용범위 안에서는 중장기 배분 계획을 따르고 지수대만으로 매매를 결정하지 않으므로 지수대는 참고 지표다. 2027년 수급은 매도 압력이 줄어드는 해다. 수급이 지수를 끌어올리기보다 지수 경로의 하단과 벽을 정한다. 5,000p 아래에서는 연기금 매수 여력이 커지고, 위로는 6,600~7,000p 개인 매물대와 6,600p 위 연기금 비중 조절, 7,400p 위 개인 매물이 차례로 있다.

KOSPI 지수대별 연기금 국내주식 비중 추정

(%, 대형 공적 연기금 국내주식 비중 추정)



자료: 기금 월간 공시, 신한투자증권 추정 / 주: 7월 말 잔고에 10/22까지 자산별 수익률 반영(해외자산 원화 환산), 이후 다른 자산 조정. 확대 허용폭 +6%p는 시장 추정

2027년 투자자별 수급 전망

주체	2026년 순매수	2027년 방향	근거	확인 지표
외국인	-207.3조원 (시총 -4.0%, 연초 보유액의 -18%)	매도 축소 → 하반기 중립~순매수 가능	12개월 매도 강도 -4.5%는 2008년(-5.2%) 다음. 큰 매도 뒤 2~3년 안 순매수 복귀. 삼성전자 지분율 46.1%(2009년 말 이후 최저). 밸류 저평가 선행 변수	FY28 반도체 이익 수정, 원화 강세 동행, 11월 MSCI 리뷰
개인	+100.0조원 (96%가 3~6월)	중립. 반등 초기엔 매물 출회	예탁금 고점 대비 -36%. 신용 30조원 잔존. 국고 3년 3.9%로 예금 기회비용 상승. 매물대 KOSPI 6,600~7,000p, 7,400~8,800p 개인 순매수 +82조원	가계 저축성예금 (9월 이후), 신용 잔고, 매물대 거래량
연기금	-9.0조원 (5·6월 월 -2조원대)	5,000~6,600p 중립. 5,000p 아래 매수 여력 확대, 4,100p 아래 비중 조절 매수	현재 비중 약 22.7% > 목표 20.8%. 2027년 국내주식 배분 계획 +8.8조원(월 0.7조원)	12월 허용범위 재검점, 8월말 비중 공시
기업	+67.7조원 (7~10월 +53.6조원)	규모 축소(반복 불가)	두 기업의 55조원 매입이 10월 중순 종료. 새 환원은 신규 소각·배당 결정에 달림	10/28 SK하이닉스 환원 발표, 1월 삼성전자 이사회
ETF·퇴직 연금(금융 투자 경로)	+70.2조원(금융투자), 국내 주식형 순설정 +43.9조원	유입 지속, 국내 묶은 경기순응적	퇴직연금 ETF 잔고 3년 연속 2배, ISA 76.5조원. 해외 주식형도 +33.3조원	국내 전용 ISA 입법, 퇴직연금 위험자산 한도

자료: 에프앤가이드, 신한투자증권 / 주: 2026년 순매수는 KOSPI 월간 합계. 금융투자는 기관의 일부이며 ETF 외 거래 포함

밸류에이션: 2027년 KOSPI 밴드 5,000~8,000p

연말 기본 7,000p = 쌓인 장부가 + 2.5년치 초과이익

7,000p = 쌓인 장부가 +
2.5년치 초과이익, 컨센
서스 밖 추가 배당은
100조원당 약 -100p

2027년 KOSPI는 두 가지 가정으로 계산한다. 반도체 두 회사는 장부가과 그 위 초과이익 가치로 나누고 나머지 기업은 장부가 증가에 현재 PBR을 유지한다.

계산은 표 순서를 따른다. 현재 두 회사 가치 2,222조원은 장부가 1,100조원에 약 1.9년치 초과이익을 더한 값이다. 2027년에는 FY27 순이익 785조원 가운데 배당 등으로 나가는 몫을 뺀 91%가 쌓여 장부가가 1,819조원이 된다. 장부가에서 빠지는 FY27 환원은 컨센서스 BPS에 담긴 67조원이고 대부분 삼성전자 몫이다. SK하이닉스 추가 재원 193조원은 컨센서스 BPS에 거의 반영돼 있지 않다. 추가 환원이 2027년 중 배당으로 지급되면 장부가가 그만큼 줄어 100조원당 KOSPI 계산값이 100p 낮아진다. 적정가치 근처에서 자사주를 매입·소각하면 주당 가치는 거의 변하지 않는다. 2027년 말 시장이 인정할 FY28·29 초과이익 전액과 FY30 절반의 현재가치 1,332조원을 더하면 두 회사 가치는 3,150조원이다.

두 회사를 뺀 나머지 시가총액 2,115조원은 장부가 증가율 8.4%만큼 늘고 PBR 0.924배를 유지해 2,293조원이 된다. 8.4%는 나머지 기업 FY28 순이익 컨센서스에 유보율 70%를 적용해 2027년 장부가로 나눈 값이다. 반도체가 쉬어 가도 나머지 기업의 장부가는 해마다 이만큼 늘어난다는 가정을 깔고 있다.

2027년 말 KOSPI 평가는 7,000p다. 상승분 1,420p 가운데 1,200p가 반도체 두 회사, 220p가 나머지 기업 몫이다. 반도체 몫의 930p는 장부가 축적이고 PBR은 2.0배에서 1.7배로 낮아진다. 지수 상승 원천은 멀티플 확대가 아니라 장부가 축적이다. 유효 기간이 지금의 1.9년에 머물러도 KOSPI는 약 6,660p다. 기본 경로가 유지되면 주가 회복은 업황 재평가가 아니라 시간이 만든다.

2027년 말 기본 평가값 7,000p 계산 순서

단계	산식·가정	값 (조원)
① 현재 두 회사 가치	보통주(자기주식 제외)+삼성전자 우선주	2,222
② FY26말 장부가	컨센서스 BPS × 주식 수	1,100
③ FY27 지배순이익	컨센서스 그대로 반영(하위 25분위 -5%면 평가값 약 -40p)	785
④ FY27말 장부가	컨센서스 BPS × 주식 수(유보율 91%, 가정)	1,819
⑤ FY28·29·30 순이익	FY28 컨센서스, FY29 비트 +20%·실효 가격 -10%·비트당 원가 보합, FY30 이후 연 -10%	874·900·810
⑥ 초과이익	순이익 - 자본비용 10% × 기초 장부가	692·638·466
⑦ 인정분 현재가치	FY28·29 전액 + FY30 절반, 2027년 말로 할인	629+527+175
⑧ 2027년 말 두 회사 가치	④ + ⑦	3,150(+42%)
⑨ 나머지 KOSPI	두 회사 제외 2,115조원 × 장부가 증가 8.4% × PBR 0.924배 유지	2,293(+8.4%)
⑩ KOSPI	5,534p × [2,281조원 × ⑧/① + ⑨] ÷ 4,397조원	6,956p(약 7,000p)
기여 분해	반도체 두 회사 +1,200p, 나머지 +223p	+1,423p

자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

주: KOSPI 시가총액 4,397조원, 두 회사 시가총액(우선주 포함) 2,281조원(10/22). FY27 환원은 컨센서스 BPS 기준(유보율 91%, 약 67조원)만 장부가에 반영. 이를 넘는 추가 배당은 100조원당 약 -100p

하단 5,000p는 FY28 실적, 상단 8,000p 돌파는 장기계약 신뢰가 결정

밴드 5,000~8,000p, 장기계약이 하단을 증명하면 상단도 상승

연중 밴드는 연말 평가값 범위에서 나왔다. 상단 8,000p는 가격이 컨센서스보다 FY27 5%, FY28 10% 높고 FY29 순이익이 1,213조원으로 늘며 시장이 FY30까지 3년치 초과이익을 인정하는 상방(8,046p)이다. 하단 5,000p는 FY28 매출이 가격·물량 동반 하락으로 컨센서스 절반이 되고 영업이익률이 DS 35%, 하이닉스 51%로 떨어지고 비반도체 PBR까지 0.85배로 낮아지는 하방(4,960p)이다. 상방 차이 1,090p 가운데 400p는 유효 기간, 하방 차이는 대부분 실적에서 나온다.

유효 기간이 1년 늘면(기본 2.5년 → 3.5년) 기본 실적에서 KOSPI는 360p, 상방 실적(3년에서 4년)에서는 630p 상승한다. 기간을 늘리는 재료가 장기계약이다. 지금은 장기계약을 가격 상단으로만 계산한다. 첫 가격 조정기에 하한이 작동하고 고객이 약정 물량을 인수하면 FY30 이후 초과이익에도 값이 붙는다. 기본 실적에 4년 인정이면 7,457p, 상방 실적과 결합하면 8,676p로 밴드 상단을 넘는다. 밴드 하단은 FY28 실적이 방어한다. 상단은 장기계약 신뢰가 열 수 있다.

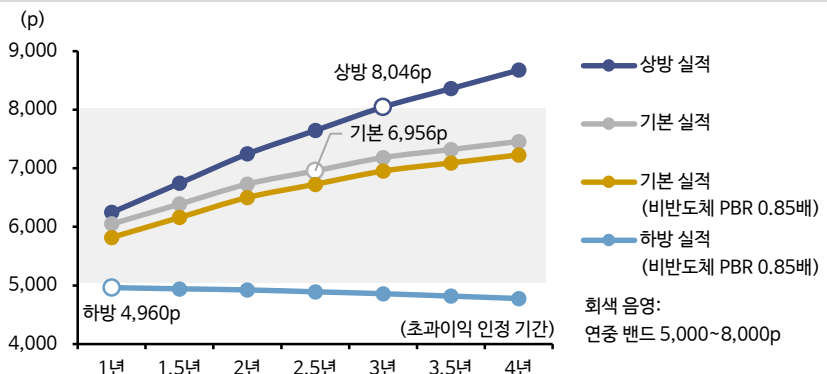
시나리오별 가정과 2027년 말 평가값

구분	상방	기본	하방
FY27 실효 가격(컨센서스 대비)	+5%	0%	-13%
FY27 두 회사 순이익(컨센서스 785조원)	837조원	785조원	651조원
FY28 실효 가격(컨센서스 대비)	+10%	0%	-50%
FY28 영업이익률(삼성 DS·하이닉스)	70%·78%	67%·75%	35%·51%
FY28 두 회사 순이익(컨센서스 874조원)	996조원	874조원	267조원
FY29 비트·실효 가격·비트당 원가	+20%·0%·-5%	+20%·-10%·0%	+10%·-20%·0%
FY29 순이익·FY30 이후 증가율	1,213조원·0%	900조원·-10%	158조원·-10%
초과이익 인정 범위(FY28·29·30)	전액·전액·전액	전액·전액·절반	전액·없음·없음
2027년 말 장부가 → 두 회사 가치	1,866 → 3,994조원	1,819 → 3,150조원	1,696 → 1,784조원
나머지 KOSPI PBR	0.924배	0.924배	0.85배
KOSPI 2027년 말 평가값	8,046p	6,956p	4,960p

자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

주: 실효 가격 편차는 삼성전자 DS·SK하이닉스에 적용(같은 비트·원가, 하방 FY28은 물량 감소 포함). FY29는 전년 대비

2027년 말 KOSPI: 초과이익 유효 기간별 평가값



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권 / 주: 자본비용 10%. 유효 기간은 2027년 말 기준 FY28부터 센 초과이익 인정 연수(2.5년 = FY28·29 전액+FY30 절반). 나머지 KOSPI 장부가 +8.4%

전략: 2026년 말까지 횡보, 2027년 상반기 중 방향성 회복

200일선은 27년 1월 말 고점 후 하락, 2분기에 추세 회복 문턱 낮아져

200일선은 1월 말 고점 후 스스로 하락, 1분기 분할 매수·2분기 추세 회복 문턱 하락

2027년 한국 주식 비중 확대를 제시한다. 반도체 장부가가 쌓이고 시장이 인정하는 초과이익 유효 기간이 늘어나면 연말 KOSPI 기본 평가값은 7,000p로 현재보다 26% 높다. 다만 한 번에 사는 전략은 유보한다. 10월 KOSPI는 200일선과 7월 저점을 하회했다. 중기 추세가 악화됐다.

추세가 꺾인 뒤 경로에는 일정 패턴이 있다. 200일선 아래 10거래일 이상 머문 과거 24개 사례에서 이후 60거래일 수익률 중앙값은 +0.8%였고, 절반은 -2.3~+6.5%에 분포했다. 24건 가운데 15건은 첫 20거래일보다 이후 21~60거래일 구간에서 더 낮은 저점을 만들었다. 120거래일 뒤에는 중앙값 +4.6%, 13건이 200일선을 회복했다. 이탈 뒤 3개월은 저점 재시험 횡보가 많았고 6개월 뒤 200일선 회복은 절반 남짓이었다. 2026년 말까지는 횡보에 가까운 경로를 예상한다.

200일선 자체도 움직인다. 지수가 5,700p에 머물러도 200일선은 1월 말 6,600p 안팎까지 상승한 뒤, 2026년 5~6월 급등 구간이 계산에서 빠지면서 2027년 3월 말 6,200p, 6월 말 5,800p로 빠르게 하락한다. 2026년 말까지 지수가 200일선을 다시 넘기기는 어렵다. 반대로 2027년 2분기에는 200일선이 5,800p대까지 하락해 지수가 소폭 상승해도 회복할 수 있다. 추세 복원 문턱은 1분기 말 6,200p대, 2분기 말 5,800p대다. 다만 하락하는 이동평균을 넘는 것만으로 상승 추세가 확인되지는 않으며 실적과 수급 신호가 함께 필요하다.

순서는 2026년 말까지 횡보와 저점 재시험, 2027년 1분기 분할 매수, 2분기 추세 복원이다. 1분기에는 반도체 실적과 FY28 수저물, 삼성전자 1월 환원 배분, 의무 소각 이후 첫 정기주총이 차례로 나온다. 실적이 버티는 가운데 저점 재시험이 지지되면 1분기에 반도체 비중을 나눠 늘리고, 200일선 회복과 장기계약 확인이 겹치는 2분기에 비중 확대를 마무리한다. 시간은 반도체 편이다. 지수가 제자리 여도 반도체 장부가는 한 해 65% 늘어 PBR이 낮아지고, 200일선은 스스로 하락한다. 2027년 상반기 전략은 가격 추격보다 시간을 사는 구간으로 설정한다.

KOSPI와 200일선: 지수가 멈춰도 움직이는 기준선



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권 / 주: 지수 5,300·5,700·6,200p 고정 시 200일선(지수 전망 아님)

상반기 지수·반도체 확대,
하반기 업종 차별화.
기대수익률은 상반기 우위

반도체는 장부가가 적정가치를 제고, 비반도체는 역할별로 선별

전략 중심은 삼성전자와 SK하이닉스다. 시장이 초과이익을 다시 믿기까지는 시간이 걸린다. FY27 고이익과 FY28 급감 부재의 기본 가정이 무너질 근거는 약하다. 장부가가 쌓여 적정가치가 해마다 상승한다. 삼성전자 환원 60~80조원과 SK하이닉스 추가 재원 약 193조원은 주가를 받칠 수 있는 재원이다.

비반도체는 반도체 대안이 아니라 역할로 담는다. 1분기까지 은행을 완충으로 두고(2분기 축소), 지주·금융은 주춤 시즌 소각 후보로 담는다. AI 전력 인프라는 미국 투자 확인 뒤 이익 상향 배전·전선을 선호한다. 새 수요 수출주는 이익 상향 종목, 조선·자동차·방산은 선가·이익 하향 종료·수출 실계약 확인 뒤 편입한다.

2027년 하반기 지수는 2분기 추세 회복 시 그 위에서 폭을 넓히는 구간으로 판단한다. 다만 주도권이 바뀐다. 신규 메모리 생산능력이 2028년에 본격 가동되므로 하반기에는 실제 가동 시점과 수출을 구체적으로 평가하는 국면으로 옮겨 간다. FY28 이익이 유지돼도 멀티플이 더 늘기 어려워 반도체는 장부가 축적만큼만 상승하는 업종이 된다. 반도체 이익 증가율이 낮아지는 국면은 과거 KOSPI를 이긴 비반도체 업종 수가 늘어난 구간이었다. 하반기 이익 추정이 상향되는 비반도체 종목으로 선별을 넓히되, 반도체 주문과 가격이 유지되면 반도체 보유를 이어 간다. 지수 6,600~7,000p는 개인 매물대에 근접한다. 이 구간을 넘으려면 FY28 이익 확인과 외국인 매도 축소가 함께 필요하다. 5,000p 안팎은 연기금 비중이 목표에 가까워져 매수 재량이 커지는 구간으로 밴드 하단과 겹친다.

하반기 지수 범위 중심은 상반기보다 높지만 기대수익률은 상반기가 높다. 현재 5,500p대에서 2분기 중심 6,500p까지가 상승분의 3분의 2이고, 계약가격 분기 상승·환원 집행·200일선 하락 교차·외국인 매도 축소가 모두 상반기 재료다. 하반기는 지수 수준이 높아도 2028년 공급 논쟁과 매물대, 연기금 매도가 겹쳐 지수 기대수익률은 낮고 분산은 크다. 상반기는 지수, 하반기는 업종 차별화다. 포트폴리오는 상반기 지수·반도체 확대, 하반기 이익 추정 상향 업종 중심의 선별 확대다.

2027년 실행 경로: 시점·지수 범위·확인 신호·세부 전략

	26년 4분기 · 정보	27년 1분기 · 분할 매수	27년 2분기 · 추세 복원	27년 하반기 · 확산 · 종목 장세
지수 범위	5,000~6,300p	5,300~6,800p	5,800~7,300p	6,000~8,000p
확인 신호	· 10/28·29 실적·환원 발표 · 외국인 반도체 매도 둔화 · 200일선 아래 저점 재시험	· FY28 수정률 플러스 유지 · 삼성전자 1월 환원 배분 · 정기주총: 소각·집중투표	· 하락하는 200일선 회복 · 장기계약 공개·이행 확인 · 외국인 매도 → 중립	· FY28 이익 유지, 증가 둔화 · 2028년 신규 설비 수출 평가 · 6,600~7,000p 매물 소화
담을 것	· 반도체 기본 비중 유지 · 은행(완충) 보유	· 반도체 분할 확대 · 소각 후보 지주·금융	· 반도체 비중 확대 완료 · 배전·전선(미국 투자 확인) · 은행 비중 축소	· 이익 상향 수출주 종목 · 조선·자동차(계기 확인 시)

자료: 신한투자증권 / 주: 연말 기본 평가값 약 7,000p. 지수 범위는 당사 판단의 예시이며 목표 경로가 아님

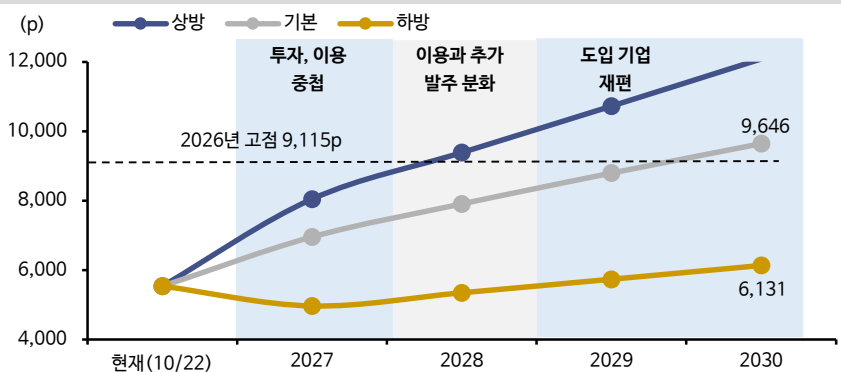
2030년까지 장부가가 그리는 경로, 철회 신호는 실적과 할인율 두 갈래

2030년 기본 경로
9,600p, 철회 신호는
FY28 수정률과 하이일드
스프레드 두 갈래

장부가 축적을 2030년까지 이어 계산하면 기본 경로 KOSPI는 2027년 말 7,000p, 2028년 말 7,900p, 2030년 말 9,600p다. 반도체 이익이 2029년 이후 해마다 줄어도 초과이익이 남는 동안 장부가는 늘고, 나머지 기업 장부가는 연 8.4%씩 쌓인다. 조건부 계산에서 기본 경로는 2030년에 고점 9,115p를 넘고, 상방 경로는 2028년에 넘는다. 2027년 투자·이용 중첩, 2028년 전후 이용과 추가 발주 분화, 2029~30년 도입 기업 재편 경로를 따라 비반도체 뭉치는 커진다.

철회 신호는 두 갈래다. 실적 경로는 FY28 4주 수정률이 4주 이상 마이너스를 이어 가고 수출 물량 증가율이 마이너스로 돌아설 때, 할인율 경로는 미국 하이일드 스프레드가 4%대에 들어서고 비반도체 PBR이 0.85배 아래로 하락할 때다. 상방은 장기계약이 하한을 증명하고 FY28 이후 이익이 컨센서스를 웃도는 경우로, 2028년 말 9,400p에서 고점을 넘는다. 실적·할인율 두 경로 가운데 하나라도 확인되면 지수와 반도체 비중을 축소한다. 각 경로는 표의 기준이 함께 나타날 때 확인된 것으로 본다. 밴드 하단이라는 이유로 매수 단가를 낮추지 않는다.

장부가 축적으로 추정된 KOSPI 중기 경로(조건부)



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

주: 모형을 연장. 반도체는 해마다 다음 초과이익을 같은 규칙(상방 3년, 기본 2.5년, 하방 1년)으로 인정, 나머지 KOSPI는 장부가 연 8.4% 증가·PBR 0.924배 유지(하방 0.85배)

KOSPI의 비중을 바꾸는 신호: 유지·확대·철회 시나리오

판단	확인할 신호	기준	행동
기본 유지	FY27 고이익 실현, FY28 전망 유지, 반도체 집중 매도 둔화	FY28 영업이익 4주 수정률 0 이상, 수출 물량 증가율 (+)	지수 비중 확대 유지, 상반기 분할 매수
추가 확대	장기계약 하한·물량 공개 또는 첫 가격 조정기 계약 이행, 소각 중심 환원, 외인 반도체 순매수	KOSPI 200일선 회복(1분기 말 약 6,200p), 외국인 반도체 4주 순매수	반도체·지수 비중 추가 확대, 조건 충족 업종 편입
철회① 실적	고객 자금난이 주문·가격으로 전이	FY28 4주 수정률 4주 이상 마이너스 + 수출 물량 증가율 마이너스 전환	반도체·지수 축소, 밴드 하단이라는 이유로 매수 단가를 낮추지 않음
철회② 할인율	금리·달러·신용 경계가 한국 주식 PBR을 낮춤	미국 하이일드 스프레드 4%대 진입 (2020년 이후 상위 4분의 1), 비반도체 PBR 0.85배 하회	지수 노출 축소·현금 확대. 은행은 신용비용이 안정적인 때만 상대 비중 유지
놓친 상방	실물 주문 유지 중 외국인·장기자금이 예상보다 빨리 복귀	FY28 상향 지속 + 외국인 순매수 전환이 1분기에 동시 발생	분할 속도를 앞당김

자료: 에프앤가이드, Bloomberg, 신한투자증권 / 주: 각 경로의 기준은 함께 나타날 때 행동. 수치 기준은 당사 점검 규칙

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 노동길, 김성환, 신승웅, 강진혁, 김기백, 송준호).
- ◆ 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 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.
- ◆ 본 자료에 표지이미지는 생성형 AI로 제작 후, 편집 디자인하여 활용되었습니다.