HYUNDAI
MOTOR GROUP

2025.11.14

2026년 국내주식 전망

新 국가 자본주의 시대, 돈의 흐름을 읽어라

Strategist 김재승
02-3787-2613
jaeseung.kim@hmsec.com

내일의 차이
현대차증권

Contents

1. 2026년 국내주식 전망: 변하지 않는 강세장의 근거 4

2. 2026년 국내주식 투자 전략 26

3. 新 국가 자본주의 시대, 돈의 흐름을 읽어라 32

Executive Summary

(1) 2026년 국내주식 전망: 변하지 않는 강세장의 근거

- 강세장 동력 (1) 유동성: 전세계적인 통화 확장. 연준의 중심으로 중앙은행 기준금리 인하 사이클 진행 중
- 또한, 전 세계적인 재정 확장도 동시에 진행. 이는 글로벌 유동성 확대. 유동성 증가는 수출 중심의 한국 경제와 증시에 우호적
- 강세장 동력 (2) AI 투자: AI CAPEX 2027년까지 확대. 과거 인터넷 혁명 사이클 대비 AI 투자는 초기 수준
- 국내 반도체 업종 이익은 경기에 민감한 시클리컬적인 특성을 갖고 있었음. 하지만 AI 반도체 전환은 이익 변동성 줄여 추가 밸류에이션 제공
- 강세장 동력 (3) 증시 활성화 정책: 코스피 강세에도 불구하고 코리아 디스카운트 여전. 밸류에이션 부담 크지 않음. 주주환원율 제고 필요
- 일본 거버넌스 개혁과 토픽스 밸류에이션 리레이팅을 따라가면 추가적인 밸류에이션 확대 여력 존재

(2) 2026년 국내주식 투자 전략

- 2026년말 기준 타깃 5,000pt, 코스피 예상 지수대 3,900~5,500pt
- 코스피는 2025년 강세 요인 3가지 모두 2026년에도 유효, 주도주 지속 전망: 반도체, 기계 중심으로 자본시장 활성화에 증권 업종 우호적
- 전략1: 외국인 순매수 여력 존재: 대형주/반도체 유망
- 전략2: 주도주는 강세장에서 꺾이지 않음: 반도체/기계 유망
- 전략3: 개인 투자자 머니 무브: 하반기 소형주/코스닥 관심

(3) 新 국가 자본주의 시대, 돈의 흐름을 읽어라

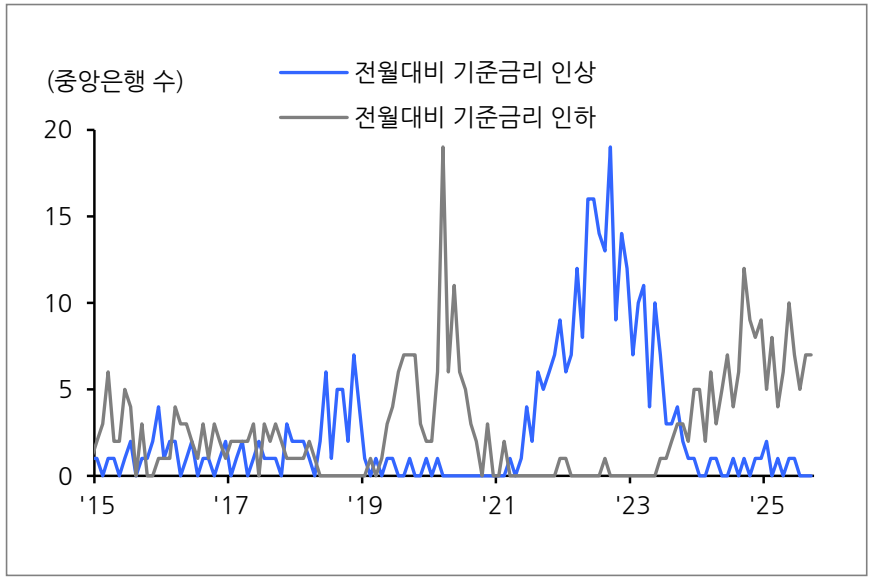
- 미국의 新 국가 자본주의 시대 개막. 한국의 대미 투자 확대는 환율에 부담. 주식 자금흐름 국내 유입보다 해외 유출이 많음
- 연기금의 국내주식 확대를 위한 매력도 높여야 함. 연기금 국내 증시 진입 시 (1) 큰 흐름을 가지고 변동성 낮게 순매수, (2) 큰 조정 시 매수 패턴
- 국내 투자 증가를 위해서는 한국 경제의 생산성 제고 필요. 국민성장펀드 이 일환. 생산성 향상 위해 자본시장 활성화 필수적

I. 2026년 코스피 전망:
변하지 않는 강세장의 근거

강세장 동력 (1) 유동성: 전세계적인 통화 확장

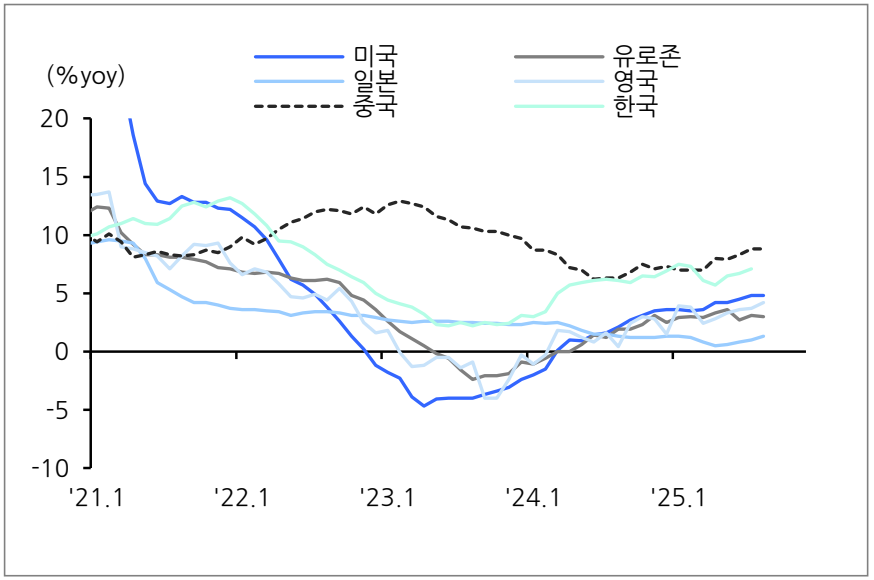
- 글로벌 기준금리 인하 사이클 시작. 글로벌 선진국 및 신흥국 중앙은행들은 2025년 6월 이후 기준금리 인상 사이클을 완전히 종료
- 이제 인하 사이클에 들어간 중앙은행 숫자 증가 중
- 글로벌 기준금리 인하 사이클 진입은 시중 유동성 확대. 주요국 M2 전년대비 증가율은 2023년 중순 바닥을 찍고 상승 흐름
- 특히 연준의 유동성 확대는 글로벌 달러 유동성을 개선시키며, 신흥국 증시로 자금 흐름 야기

글로벌 중앙은행 인상 사이클 종료, 인하 확대



주: 주요 26개 선진국 및 신흥국 중앙은행 기준 전월대비 기준금리 변화한 중앙은행 수
자료: 블룸버그, 현대차증권

주요국 M2 통화량 확대 기조

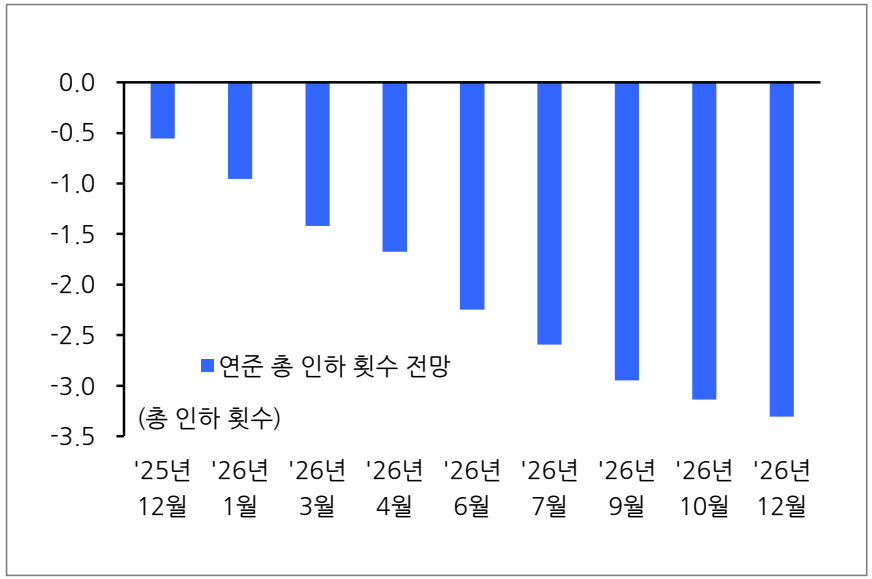


주: 영국은 M3 통화량 기준, 이외 국가는 M2 통화량 기준
자료: 블룸버그, 현대차증권

강세장 동력 (1) 유동성: 연준의 인하 사이클

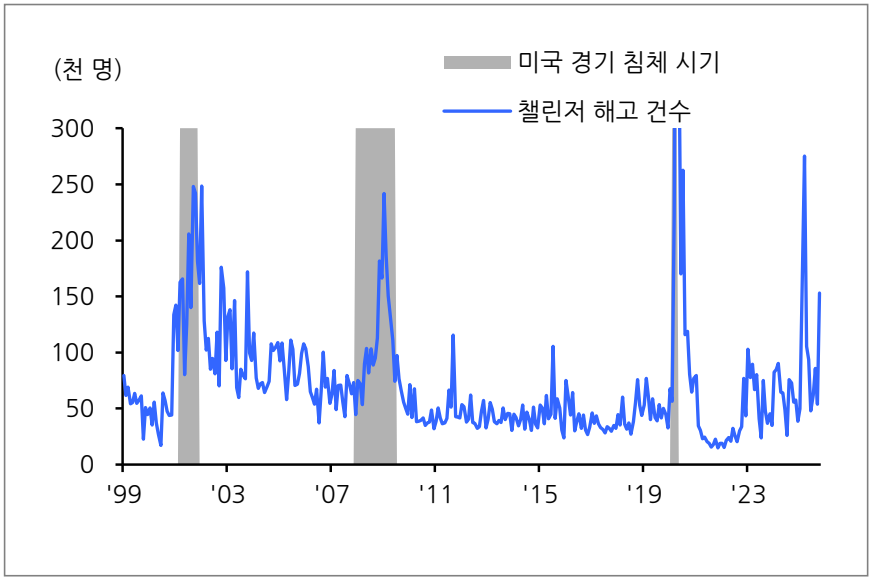
- 글로벌 통화 완화 정책을 이끄는 중심은 미국 연준
- 연준은 10월 FOMC에서 기준금리를 25bp 추가 인하하고, 양적긴축(QT)을 오는 12월 1일부터 중단하겠다고 밝힘
- 다만 파월 의장, 12월 인하는 기정사실 아니라고 발언하며 연속적 인하 신중론. 이에 12월 기준금리 인하에 대한 불확실성 확대
- 연준의 12월 기준금리 인하 여부와 상관 없이 연준의 기준금리 인하 사이클은 내년까지 꾸준히 지속
- 시장에서는 연준이 2026년말까지 기준금리를 3~4회 추가 인하할 것으로 전망
- 미국의 나빠진 고용 시장을 고려하면 연준의 기준금리 인하 사이클은 아직 절반도 오지 않은 상황

내년까지 연준의 기준금리 인하 사이클 지속



주: 2025년 11월 13일 기준
자료: 블룸버그, 현대차증권

악화된 미국의 고용시장

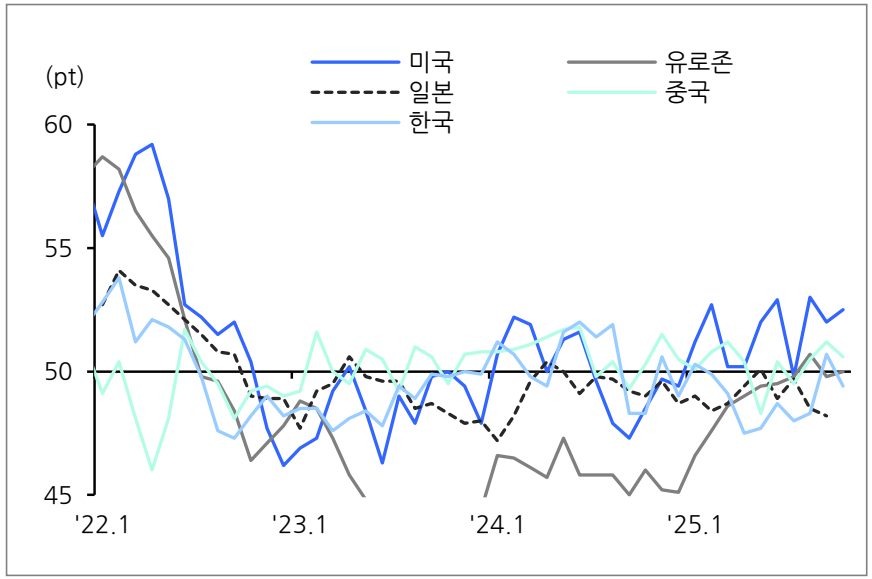


자료: 블룸버그, 현대차증권

강세장 동력 (1) 유동성: 미국 침체 가능성은 높지 않음

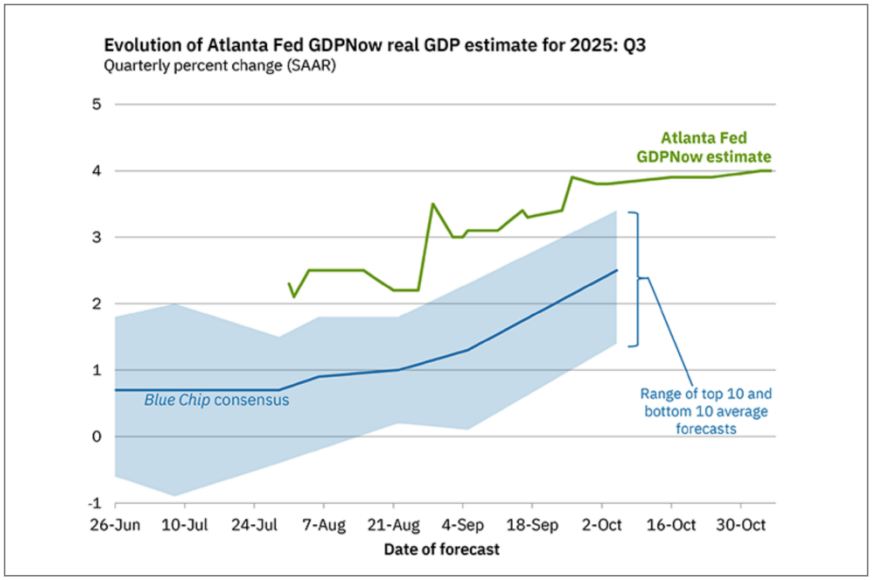
- 그렇다면 미국의 경기침체? No
- Markit 제조업 PMI를 통해 본 미국 경제 상황은 글로벌 주요국 중 가장 견조
- Citi 서프라이즈 지수도 0을 상회하며 미국 경제가 시장 예상치를 상회하는 경제 지표를 나타내고 있다는 것을 확인
- 미국 S&P500 기업들의 2026년 이익 전망치 상향 수정 비율인 이익 수정 Breadth도 주요국 중 가장 높음
- GDP Now에 따르면 미국 3분기 GDP는 4% 가까운 성장 전망. 침체 우려 크지 않음
- 경기 둔화와 물가 상승 압력 완화에 연준의 기준금리 인하 진행되겠지만, 미국의 경기 침체 확률은 높지 않다고 판단

주요국 제조업 PMI, 미국 가장 양호



주: Markit 제조업 PMI 기준
자료: 블룸버그, 현대차증권

올해 3분기 미국 GDP 전망, 4%대에 육박

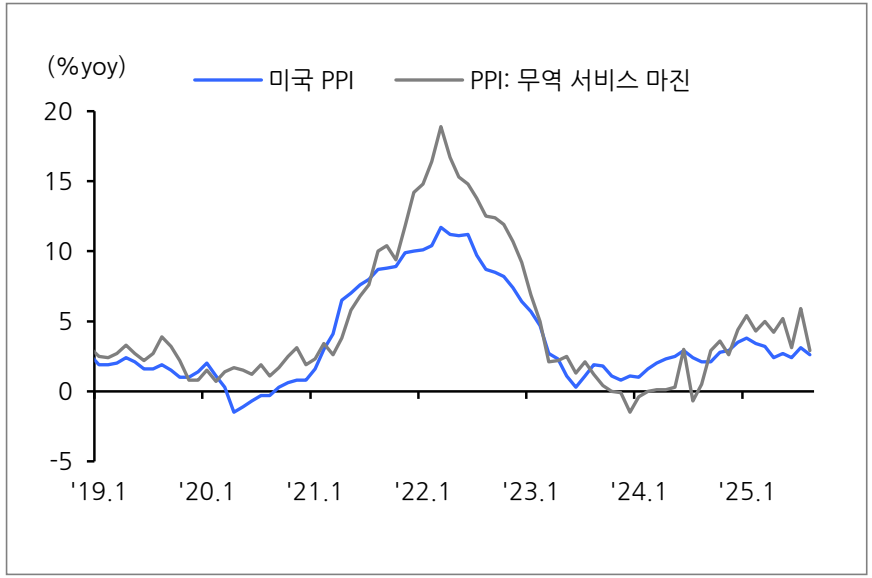


자료: Atlanta Fed, 현대차증권

강세장 동력 (1) 유동성: 미국 강한 인플레 가능성도 낮음

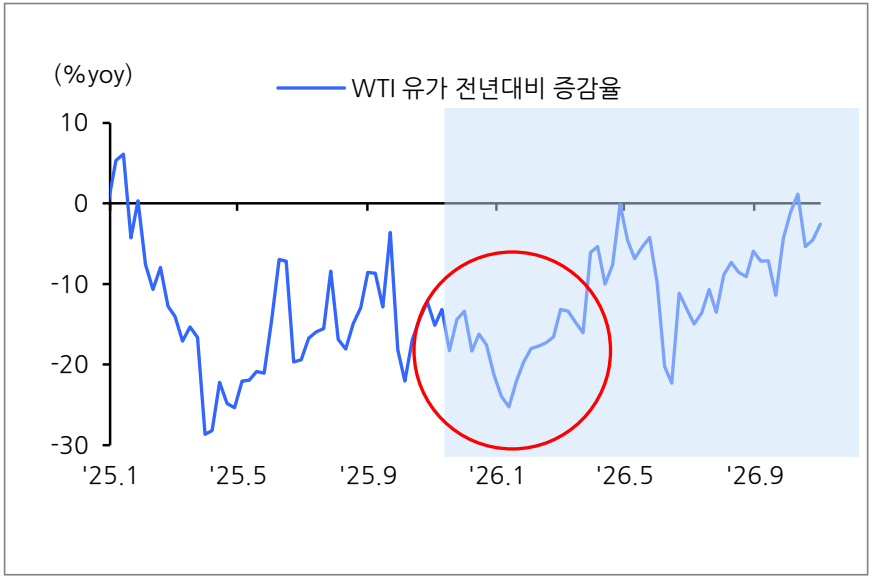
- 유동성 확대가 물가 상승 압력을 높이진 않을까? 2026년에도 연준의 기준금리 인하 사이클 지속될 수 있는 배경은 2가지
- 첫째, 관세가 물가 상승에 미치는 영향 일회적. 또한, 높아진 관세의 일부는 기업들이 마진 축소를 통해 일부 소화할 것으로 전망
- 미국 8월 생산자물가(PPI)의 전월대비 하락은 기업들이 관세 영향을 마진 축소로 대응하고 있다는 점 보여줌. PPI의 무역 서비스 마진 축소
- 둘째, 올해 1분기 대비 현재 낮은 유가. 높은 기저 수준을 반영하면 2026년 1분기에는 낮아진 유가가 물가 압력 완화 전망
- 트럼프 대통령이 유가 안정화에 노력한 이유
- 2026년 초 미국의 물가 압력이 크지 않다는 점에서 경우 연준의 기준금리 인하 사이클은 지속될 수 있을 것

기업들 마진 축소로 관세발 가격 인상 압력 일부 흡수



자료: 블룸버그, 현대차증권

현재 유가 유지되면 내년초 유가발 물가 안정화 가능

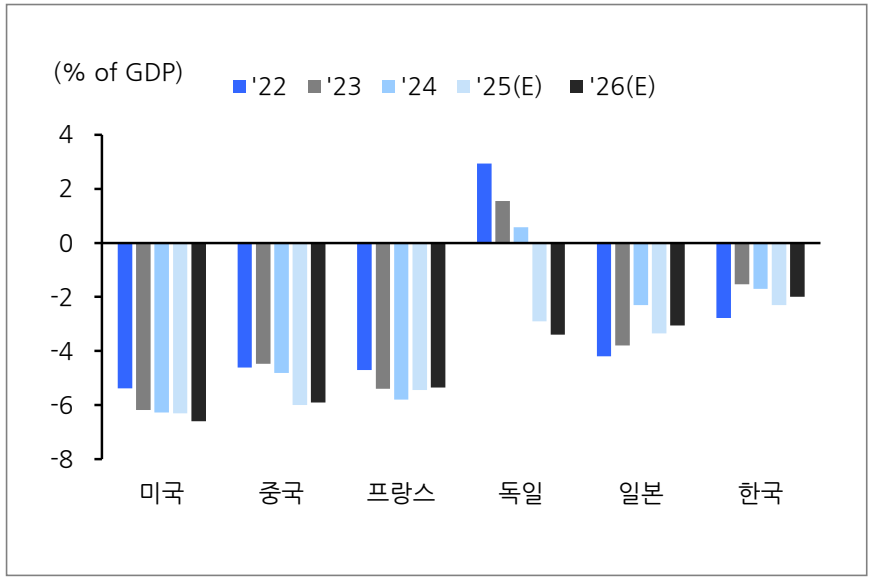


주1: WTI 유가가 현재 58.21달러/배럴로 유지된다고 가정('25.11.12 기준)
주2: 음영부분은 현재 유가 유지될 경우 WTI 유가의 전년대비 증감율 추정
자료: 블룸버그, 현대차증권

강세장 동력 (1) 유동성: 전세계적인 재정 확장

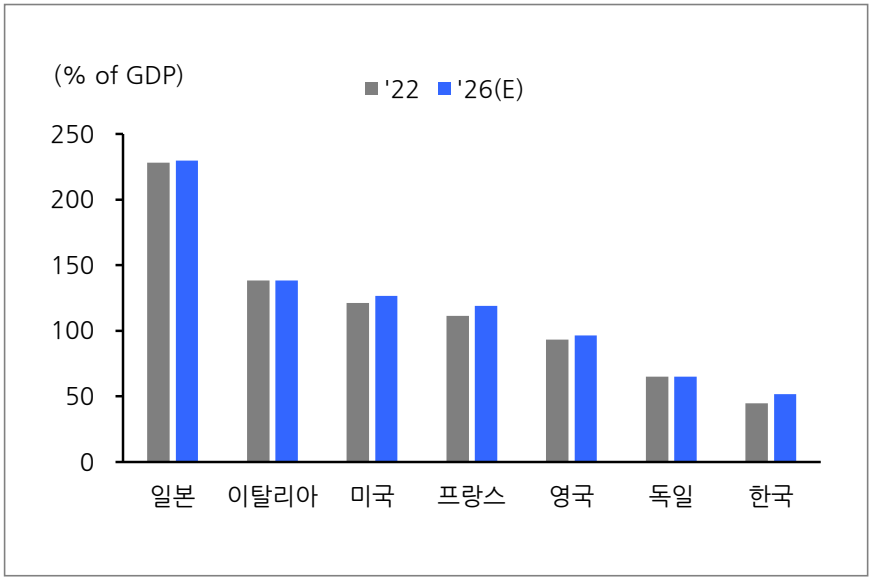
- 2026년 한국과 유럽, 일본은 완화적 통화정책 가능성은 높지 않지만, 이들 지역에서는 확장적 재정 정책이 유동성 공급
- 2026년 미국과 중국,유럽, 일본, 한국 등 주요국은 확장적 재정 정책에 GDP 대비 재정 적자 지속 또는 확대 전망
- 이는 정부 부채 확대. 미국과 프랑스, 이탈리아의 정부 부채는 GDP 대비 100%를 상회. 일본은 200%를 상회
- 더 많은 재정 집행은 정부 지출 중심으로 경기 부양 및 시중 유동성 공급

주요국 재정 적자 확대



주: 2025년과 2026년은 글로벌 IB 전망치 중위값(Median) 기준
자료: FACTSET, 현대차증권

재정 적자 확대는 정부 부채 증대

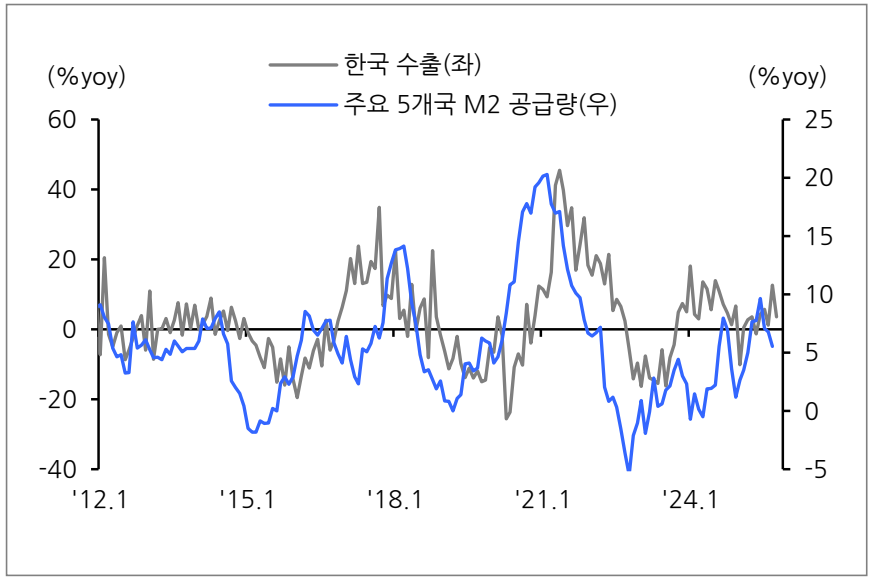


주: 2026년은 글로벌 IB 전망치 중위값(Median) 기준
자료: FACTSET, 현대차증권

강세장 동력 (1) 유동성: 유동성은 한국 경제/증시의 친구

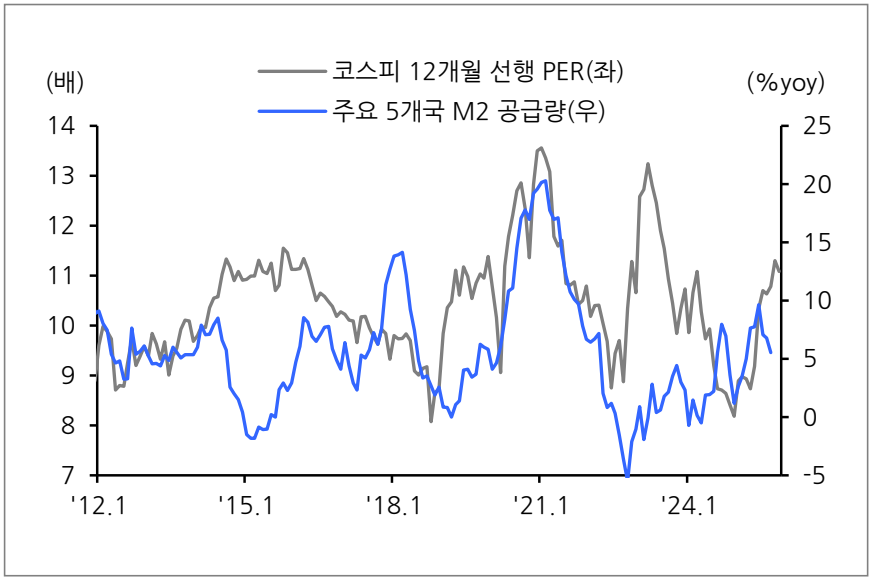
- 글로벌 완화적 통화정책은 글로벌 경기를 개선시키고, 화폐로 표시된 자산의 가치를 높임
- 코스피의 펀더멘털 측면에서 완화적 통화정책은 글로벌 경기를 개선시켜 수출주 중심 코스피 실적에 우호적
- -> 글로벌 유동성 확대는 한국 수출 증가에 선행. 이는 코스피 기업 실적 개선 전망
- 코스피의 밸류에이션 측면에서도 화폐 가치 하락에 따른 밸류에이션 리레이팅 발생
- -> 글로벌 유동성 확장 시기 코스피 12개월 선행 PER 확대하는 경향

글로벌 유동성 증가는 한국 수출에 긍정적



주: 미국, 유럽, 영국, 일본, 중국의 달러화 기준 M2 공급량의 합의 전년대비 증감율
자료: 블룸버그, 현대차증권

글로벌 유동성 증가는 코스피 밸류에이션에 긍정적

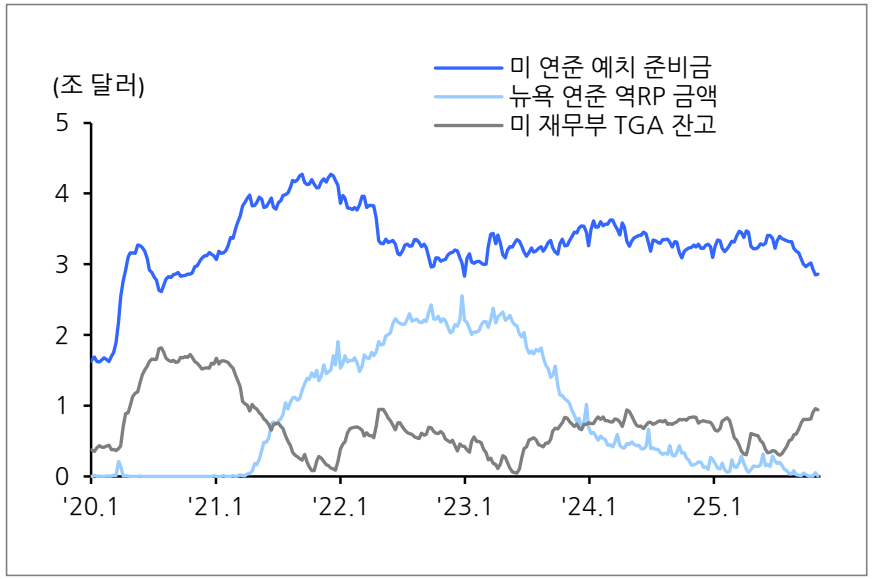


주: 미국, 유럽, 영국, 일본, 중국의 달러화 기준 M2 공급량의 합의 전년대비 증감율
자료: 블룸버그, 현대차증권

강세장 동력 (1) 유동성: 미국 셧다운 종료는 단기 유동성 우호적

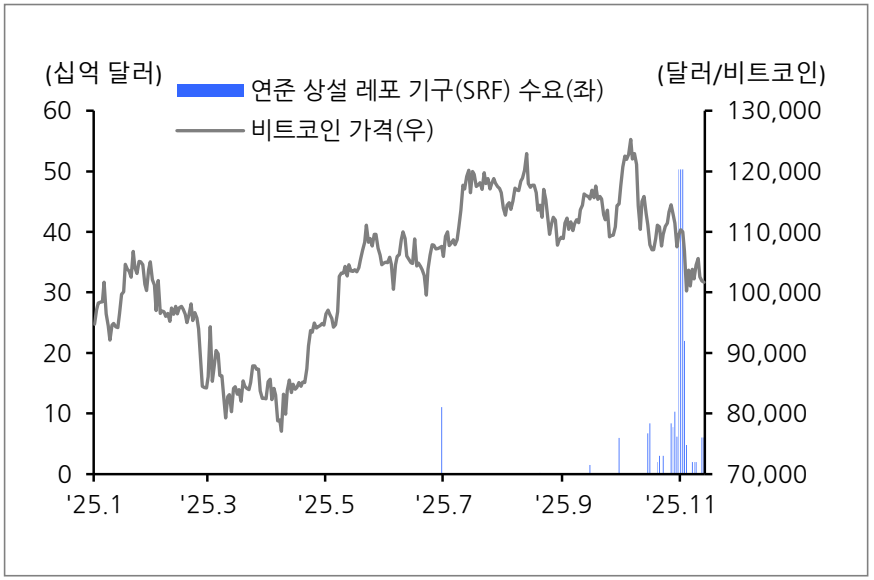
- 유동성 관점에서 미국의 단기자금 시장 유동성 경색이 글로벌 증시에 악영향을 줄 것이란 우려 존재
- 미국 금융시스템의 초과 유동성 지표로 여겨지는 연준의 역레포 잔액은 2023년 2조 달러 수준에서 현재 50억 달러 수준으로 감소
- 은행 등 수신기관이 연준에 보유하는 예금 잔금인 연준 예치 준비금도 최근 감소 중
- 반면 미국 연방정부 셧다운에 미국 재무부 지출이 중단되어 재무부 TGA 잔고 증가, 유동성 흡수
- 연준의 단기 유동성 공급 장치인 스탠딩 레포(Standing Repo Facility, SRF) 수요는 증가. 금융시스템 내 단기 유동성 부족하다는 신호
- 미국 셧다운 종료에 유동성 경색 우려 완화될 전망. 미국 재무부 TGA 계좌의 지출이 시작되고, 12월 1일 연준의 양적긴축(QT) 종료와 연준의 기준금리 인하 사이클 지속은 2026년 유동성에 대한 시장 우려 완화시킬 전망. 이는 주식 시장에 긍정적

줄어든 연준 역레포와 예치 준비금, 늘어난 재무부 TGA 계좌



자료: 블룸버그, 현대차증권

10월 이후 초단기 유동성 수요 급증과 비트코인 가격 하락

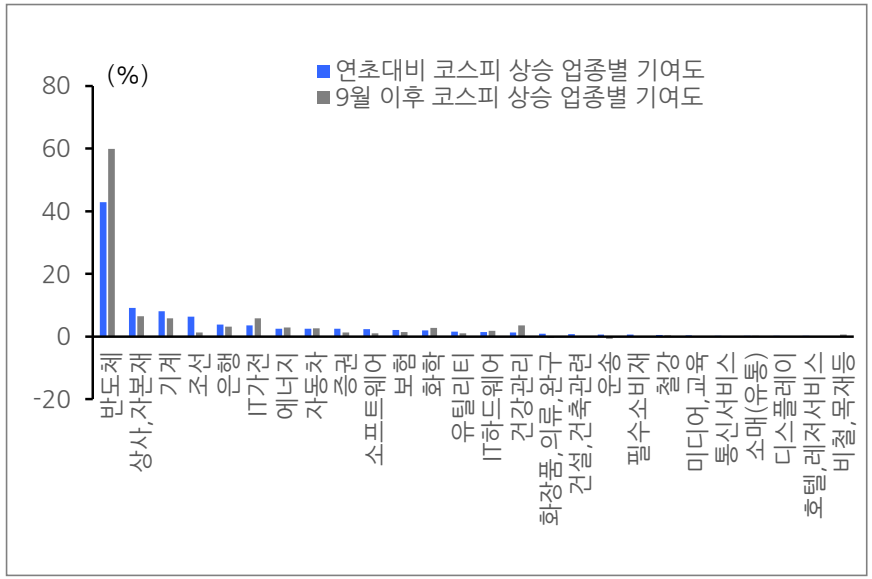


자료: 블룸버그, 현대차증권

강세장 동력 (2) AI 투자: 코스피 반도체 업종 급등

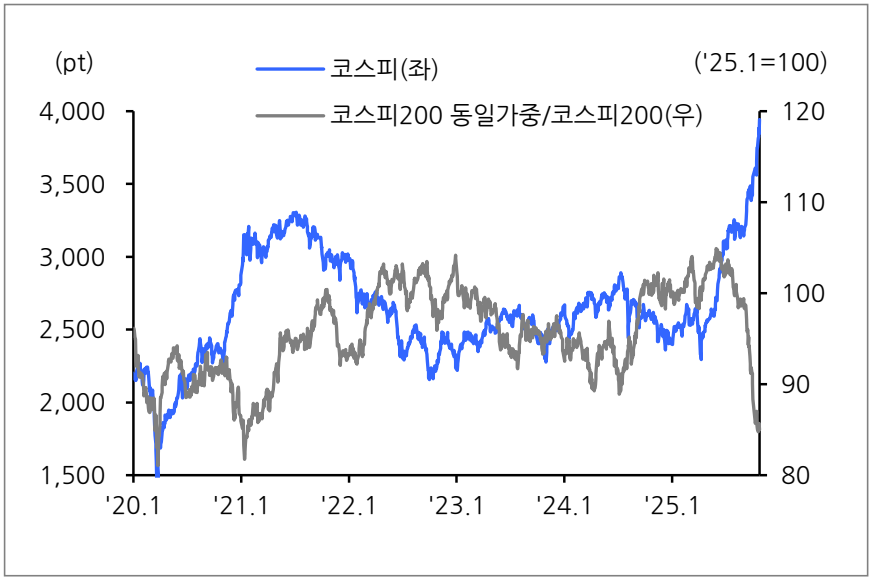
- 올해 코스피 강세 배경에는 전세계적인 AI 투자 붐에 따른 반도체 업종 급등이 있음
- 특히 코스피가 9월 이후 3,150pt에서 4,150pt까지 상승한 2차 강세장에서는 반도체의 강세 기여도가 더욱 확대
- 대형 반도체주 중심의 강세는 코스피에서 대형주 쏠림 현상을 심화
- 7월 이후 코스피200 동일가중 지수는 코스피200 시가총액 지수 대비 언더퍼폼. 초대형주 강세장을 의미

코스피 업종별 기여도, 반도체 업종의 기여 눈에 띔



주1: 코스피 WICS 26 업종 기준 시가총액 상승분 기여도
주2: 2025년 11월 12일 기준
자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

코스피 2차 강세장은 대형 반도체주 중심 진행

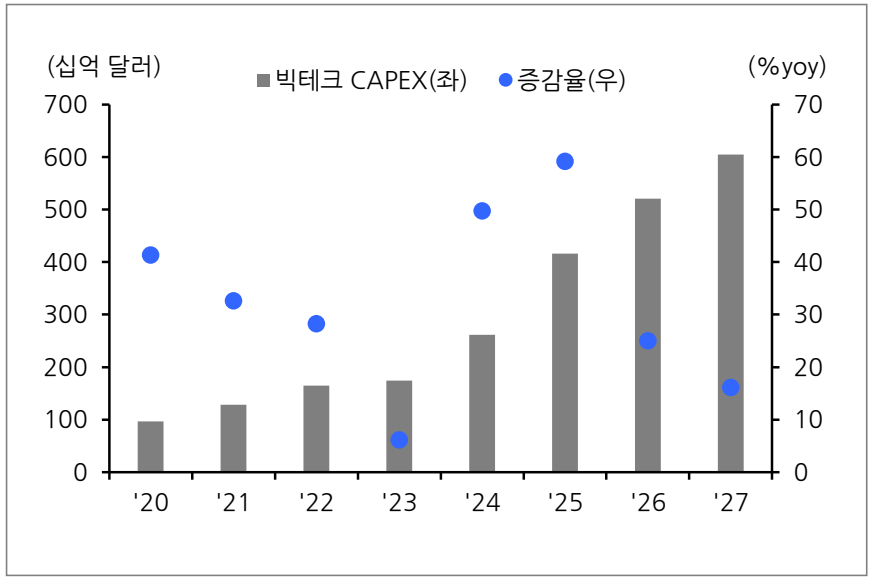


자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

강세장 동력 (2) AI 투자: AI CAPEX 2027년까지 확대

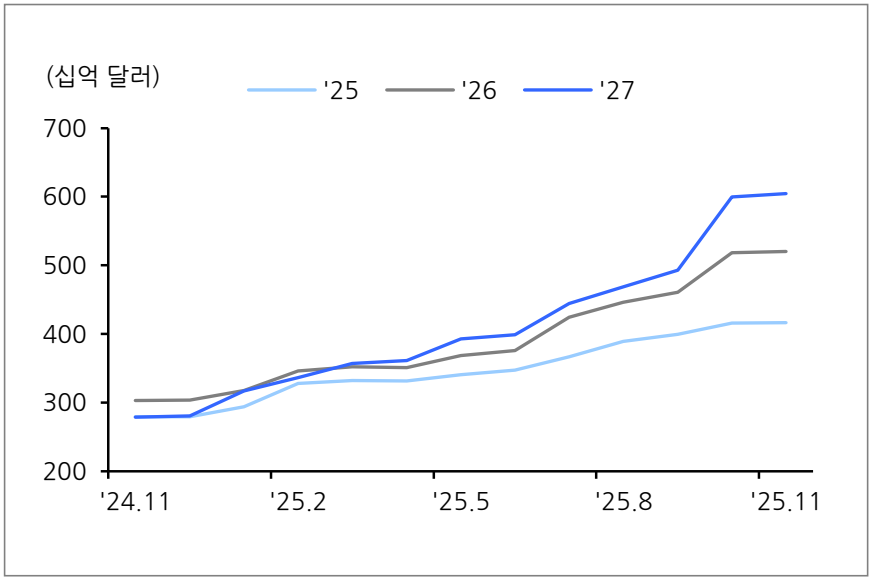
- 미국의 AI CAPEX 증가에 국내 반도체 업종이 수혜를 누리는 점은 현재 코스피 강세장이 단기 이벤트가 아닌 장기 트렌드인 이유
- 미국 하이퍼스케일러의 AI에 대한 CAPEX는 2027년까지 두자릿수 증가율로 확대될 것으로 전망
- 빅테크 기업의 CAPEX 투자 전망치는 11월 들어서도 상향 조정 중
- 미국은 중국과 AI 패권을 두고 경쟁한다는 점에서 당분간 AI 인프라에 대한 투자는 이어질 것으로 판단
- 글로벌 증시의 주도주로서 AI 테마는 2026년에도 이어질 것
- 다만 2027년엔 빅테크들의 CAPEX 증가율 10%대로 감소. 이때부터 AI를 통한 기업의 수익성 확보 여부 주목할 필요
- AI 인프라에서 AI 소프트웨어 종목으로 관심 확장 가능

빅테크 기업들의 CAPEX는 2027년까지 증가할 전망



주: 구글, 아마존, 마이크로소프트, 메타, 오라클 등 5개 기업 연간 CAPEX 전망치 합
자료: FACTSET, 현대차증권

빅테크 기업들의 CAPEX 전망치 상향 조정 중

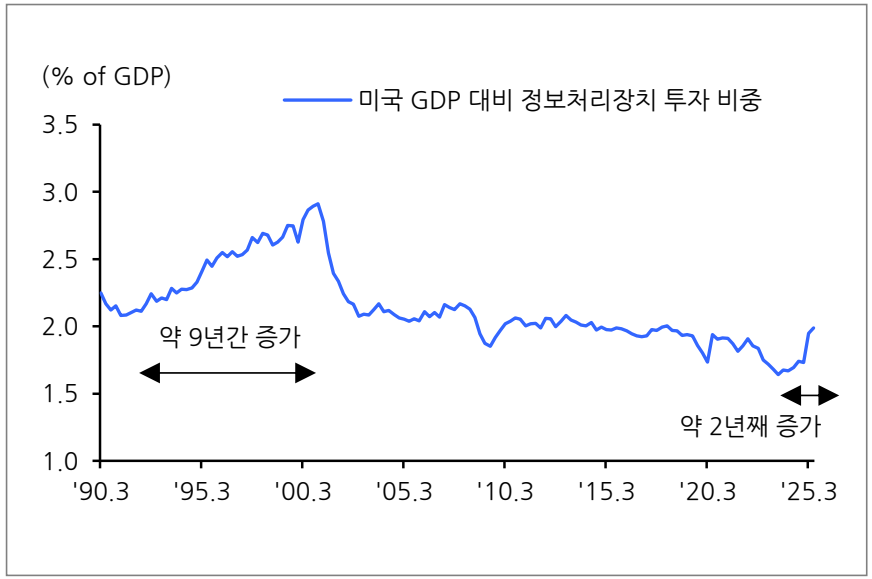


주: 구글, 아마존, 마이크로소프트, 메타, 오라클 등 5개 기업 연간 CAPEX 전망치 합
자료: FACTSET, 현대차증권

강세장 동력 (2) AI 투자: AI 투자는 초기 수준

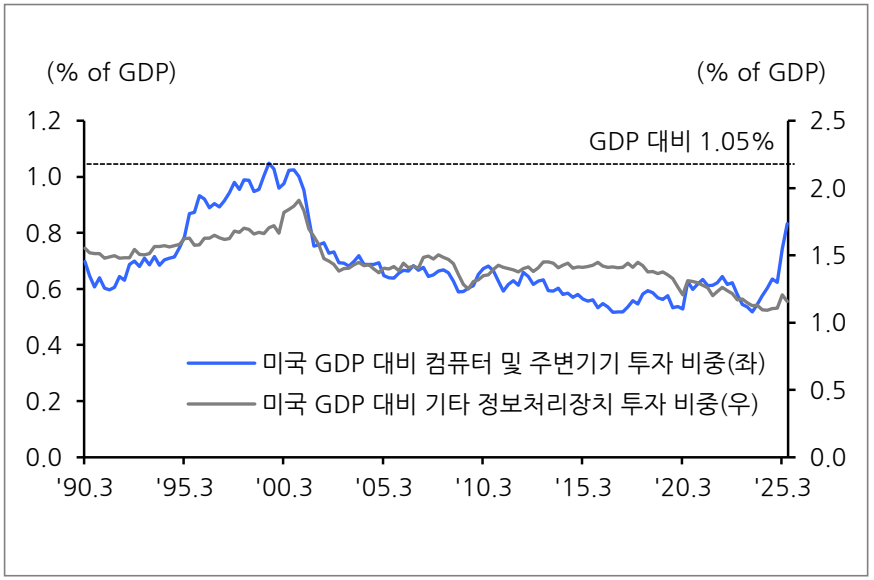
- 닷컴 버블과 비교하면 최근 AI를 위한 IT 인프라 투자는 이제 초기 수준
- 2000년 3월까지 이어진 닷컴 버블 시기에 IT 인프라(컴퓨터와 서버, 네트워크 장비 및 통신 장비 등 정보처리장비(Information Processing Equipment)) 투자 급증. 닷컴 버블 시대 IT 인프라 투자와 현재 IT 인프라 투자는 2가지 차이
- 첫째, 기간 측면에서 닷컴 버블 시기엔 명목 GDP 대비 정보처리장비에 대한 투자 비율 9년간 상승. 반면 현재는 2023년부터 아직 2년차
- 둘째, 1990~1992년 명목 GDP에서 2% 초반에 불과했던 정보처리장비에 대한 투자가 2000년 4분기에는 2.9%까지 약 0.9%p 상승. 반면 현재는 1.6%에서 2.0%까지 0.4%p 상승. GDP 대비 강도 측면에서 약 절반 수준
- AI 데이터센터 투자는 주로 '컴퓨터 및 주변기기'로 잡힘. 닷컴 버블 당시 컴퓨팅 파워 투자와 비교해도 추가 여력 존재

미국 IT 인프라 투자 증가 아직 초기 단계



주: 정보처리장치는 컴퓨터와 서버 등 '컴퓨터 및 주변기기'와 통신 장비와 기타 전자 장비 등 '기타 정보처리장비'로 구성
자료: FACTSET, 현대차증권

컴퓨팅 파워(컴퓨터 및 주변기기) 투자, 추가 여력 존재

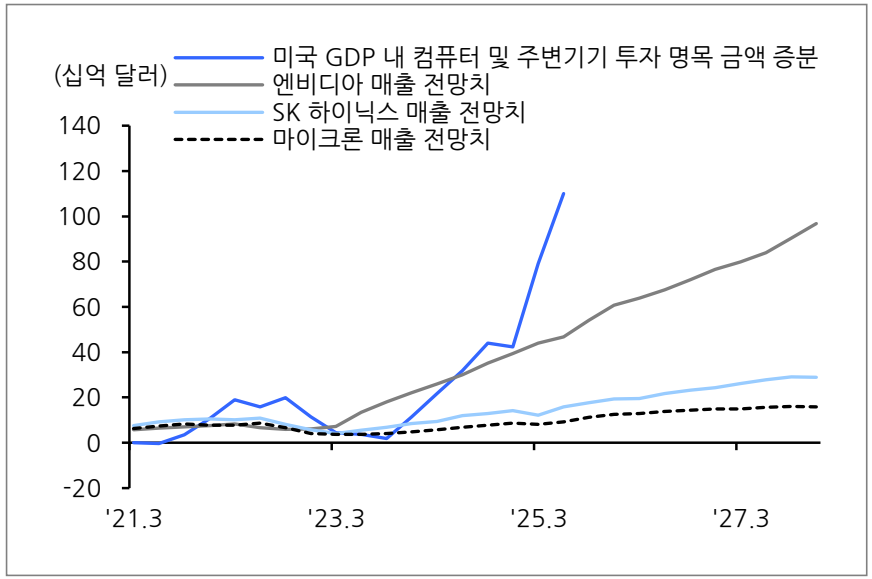


주: 정보처리장치는 컴퓨터와 서버 등 '컴퓨터 및 주변기기'와 통신 장비와 기타 전자 장비 등 '기타 정보처리장비'로 구성
자료: FACTSET, 현대차증권

강세장 동력 (2) AI 투자: 투자 따라 실적 추가 개선 여력

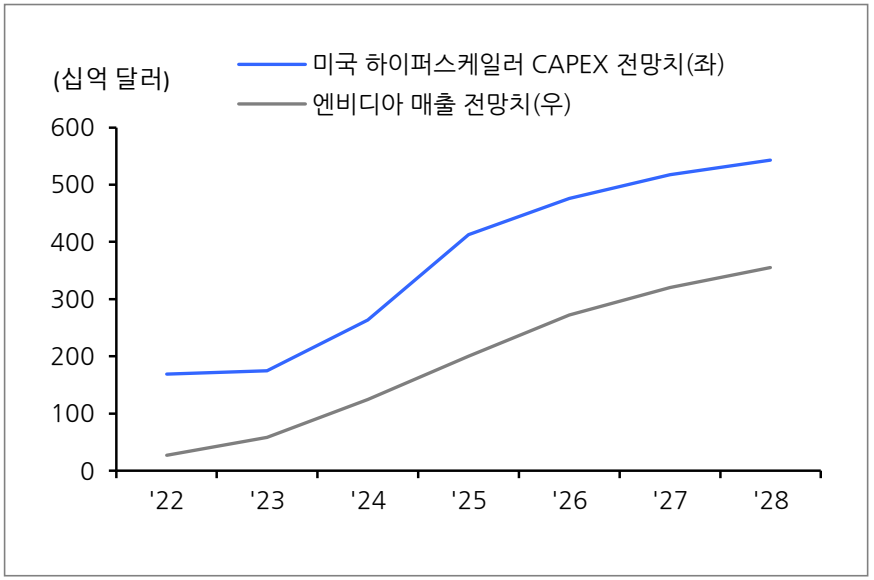
- 닷컴 버블 시기와 비교했을 때 미국의 컴퓨팅 파워(컴퓨터 및 주변기기)에 대한 투자가 규모 측면에서도 크지 않고,
- 현재 GDP 내 컴퓨팅 파워 투자에 대해 GPU 기업인 엔비디아, SK하이닉스, 마이크론 매출 전망치는 모두 반영하지 않고 있음. 캐파 한계로 인해 매출 증가가 제한적이기 때문
- 또한, 엔비디아 매출 전망치는 미국 하이퍼스케일러의 CAPEX 전망치에 연동되고 있음
- 하지만 하이퍼스케일러 CAPEX 전망치는 각국의 소버린 AI 등 하이퍼스케일러 이외 경제 전체 AI 인프라 투자를 미반영
- 닷컴 버블과 같이 IT 인프라에 대한 투자가 경제 전반으로 확대된다면, 현재 반도체 기업들의 실적 전망치도 추가 상승 여력 존재할 것

GDP 내 IT 인프라 투자 늘어나면 주요 기업 전망치 높아질 것



주1: AI 시대를 맞이해 추가된 IT 인프라 투자를 측정하기 위해 2021년 1분기 명목 컴퓨터 및 주변기기 투자 규모 대비 분기별 증분 비교
주2: 엔비디아 '25년 3분기 이후 전망치, SK하이닉스/마이크론 '25년 4분기 이후 전망치
자료: FACTSET, 현대차증권

엔비디아 매출 하이퍼스케일러의 CAPEX 전망치 연동

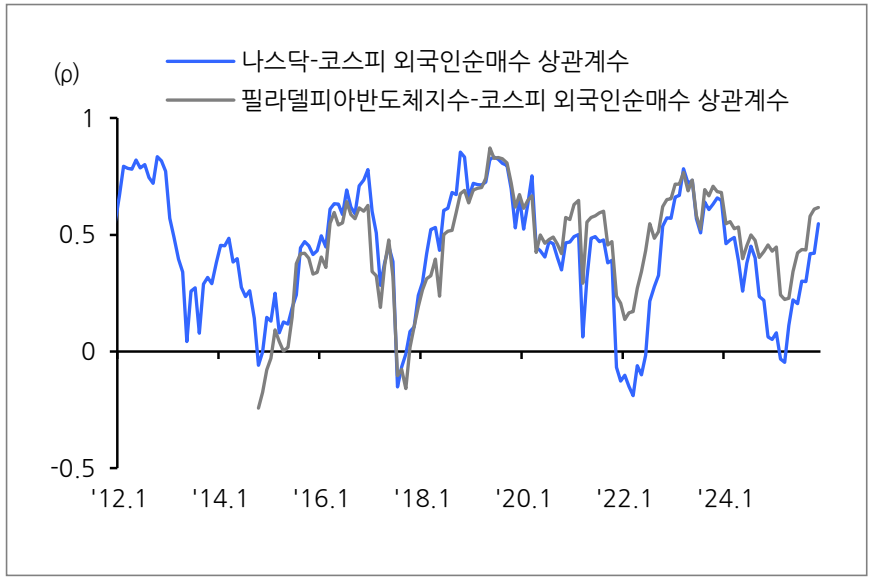


주1: 2025년 이후는 시장 추정치
주2: 구글, 아마존, 메타, 마이크로소프트, 오라클의 연간 CAPEX 전망치 합
자료: FACTSET, 현대차증권

강세장 동력 (2) AI 투자: 코스피 글로벌 AI 테마와 연동

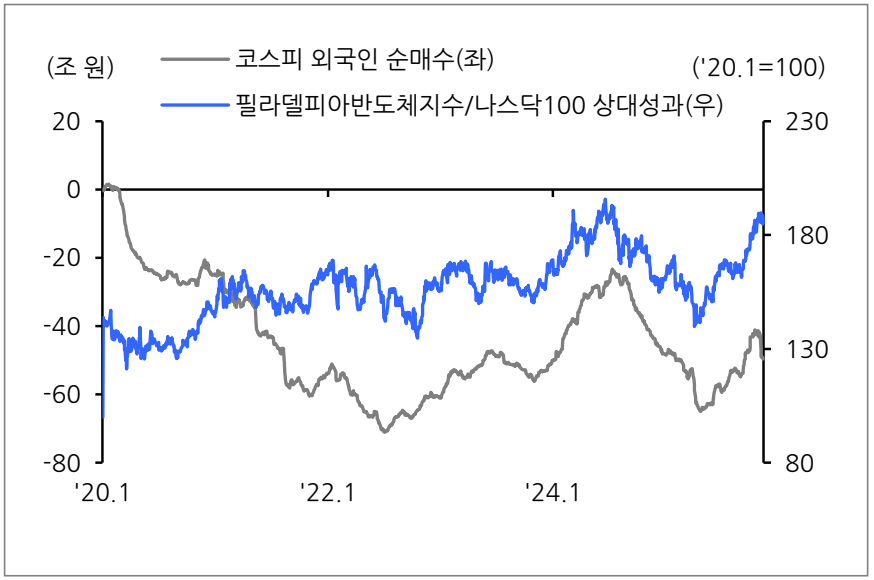
- 2026년 코스피는 미국 증시의 AI 강세장에 연동되며 반도체 업종을 중심으로 강세를 이어갈 것으로 전망
- 코스피의 월간 외국인 주식 순매수와 미국 나스닥 및 필라델피아 반도체지수의 월간 수익률의 상관관계는 올해 4월 이후 빠르게 회복
- 삼성전자와 SK하이닉스 등 한국의 반도체가 AI 인프라 투자 밸류체인에서 핵심적인 역할을 수행한다는 점에서 코스피는 글로벌 AI 강세장에 연동되는 시장으로 재부각
- 또한, 필라델피아 반도체지수가 나스닥100 대비 상대적인 강세를 보일 때 외국인은 코스피를 순매수하는 경향
- 필라델피아 반도체지수가 AI 인프라 공급 업체를 대표하고, 나스닥100 지수가 AI 인프라를 수요하는 테크 기업들을 의미한다고 가정할 경우 나스닥100 대비 필라델피아 반도체지수의 아웃퍼폼은 AI 인프라 공급 기업 우위 상황. 이는 한국 반도체 업종에 유리한 환경

코스피 외국인 순매수, 미국 AI 강세장에 연동



주: 나스닥 및 필라델피아 반도체 지수의 월간 수익률과 코스피 월간 외국인 주식 순매수/순매도 규모의 12개월 Rolling Correlation
자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

반도체 공급 기업 우위, 코스피 외국인 순매수 야기

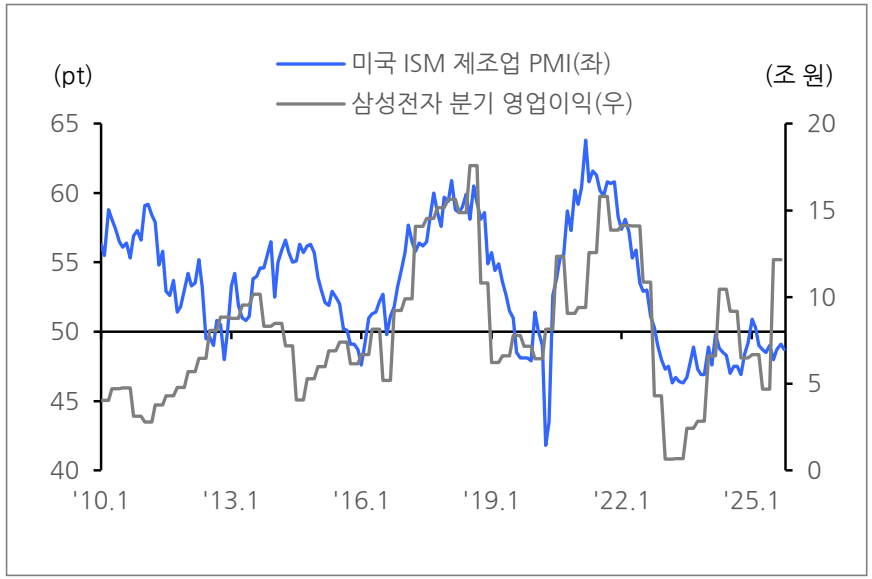


자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

강세장 동력 (2) AI 투자: 국내 반도체 시클리컬 특성

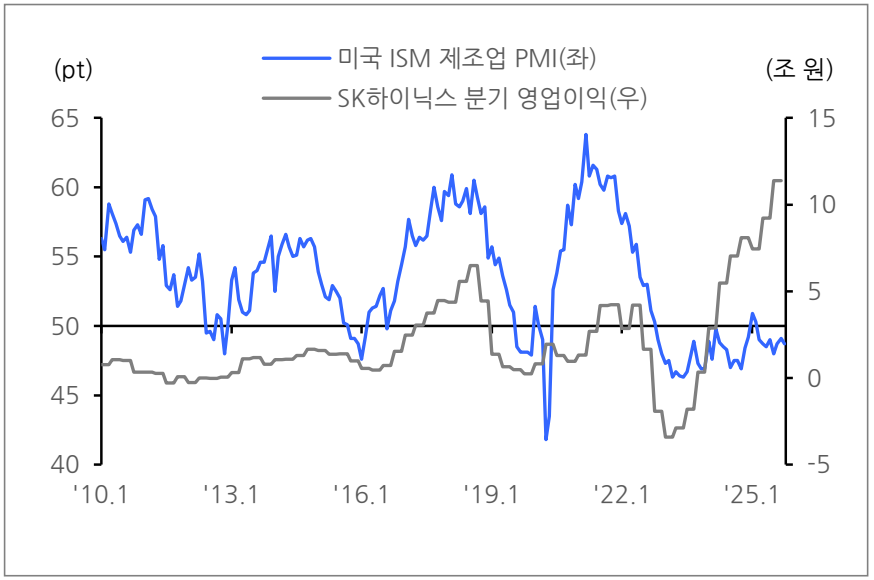
- AI 시대에 국내 반도체 업종이 주목받는 이유는 선 수주 이후 투자와 생산을 진행해 이익 변동성이 완화될 수 있기 때문
- 과거 국내 반도체 상품은 표준화된 커머디티 제품 특성으로 글로벌 경기에 따라 반도체 이익 사이클이 결정
- 반도체 생산 기업은 미래 경기와 수요를 예측하고, 거기에 맞는 투자와 증설을 통해 공급 확대. 예측과 맞지 않으면 큰 손실 기록
- 국내 대표적인 반도체 기업인 삼성전자와 SK하이닉스의 영업이익은 2023년 이전까지 최종 수요국인 미국 경기와 매우 밀접
- 이러한 시클리컬 특성은 밸류에이션에도 악영향. 이익 성장 구간에서 PER 감소. 불확실한 이익 전망으로 밸류(주가)를 덜 주기 때문
- 그런데 국내 반도체 업종도 2023년 이후 AI 반도체 이익이 늘어나면서 이익 변동성 완화. 이익 가시성 확대는 추가적인 밸류에이션 요인

삼성전자 분기별 영업이익과 미국 ISM 제조업 PMI



자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

SK하이닉스 분기별 영업이익과 미국 ISM 제조업 PMI

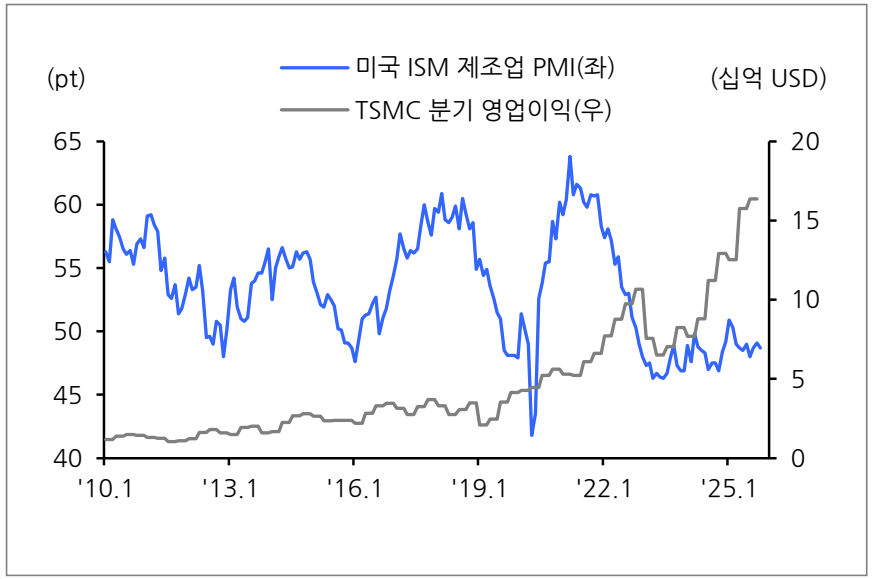


자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

강세장 동력 (2) AI 투자: 이익 변동성 완화는 추가 밸류에이션

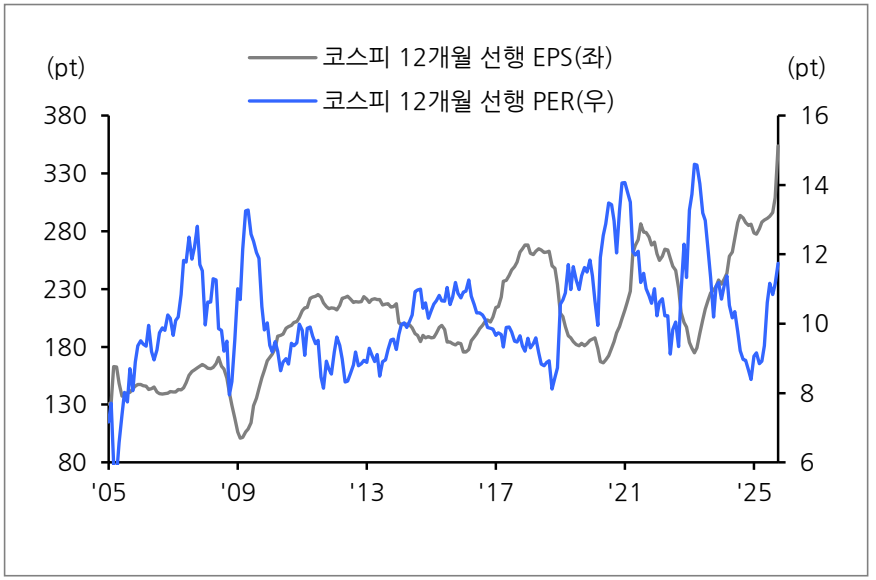
- AI 반도체는 스페셜티 제품 특성을 지녀 먼저 수주 후 미래 생산량이 결정되고, 이후 투자와 증설이 진행
- 반도체 수요 기업의 니즈에 맞춰 투자와 증설에 나서기 때문에 미래 경기에 따른 이익 변동성이 낮음
- 수주 중심의 파운드리 업체인 TSMC의 영업이익은 미국 경기와 상관 없이 꾸준히 우상향하는 특성
- 국내 반도체 업종이 수주 중심의 AI 반도체로 진화하면서 이익 변동성이 완화된다는 점은 코스피의 이익 변동성을 낮추는 요인
- 코스피의 EPS와 PER은 역의 관계를 보여왔는데, 2025년부터는 동행성 나타남
- 시장이 이익 증가에 추가적인 밸류에이션을 준다는 점으로, 이익 변동성 감소에 향후 이익에 대한 신뢰도 높아졌기 때문

TSMC 분기별 영업이익과 미국 ISM 제조업 PMI



자료: FACTSET, 현대차증권

2025년 들어 코스피 EPS 확대와 PER 상승 동시에 나타남

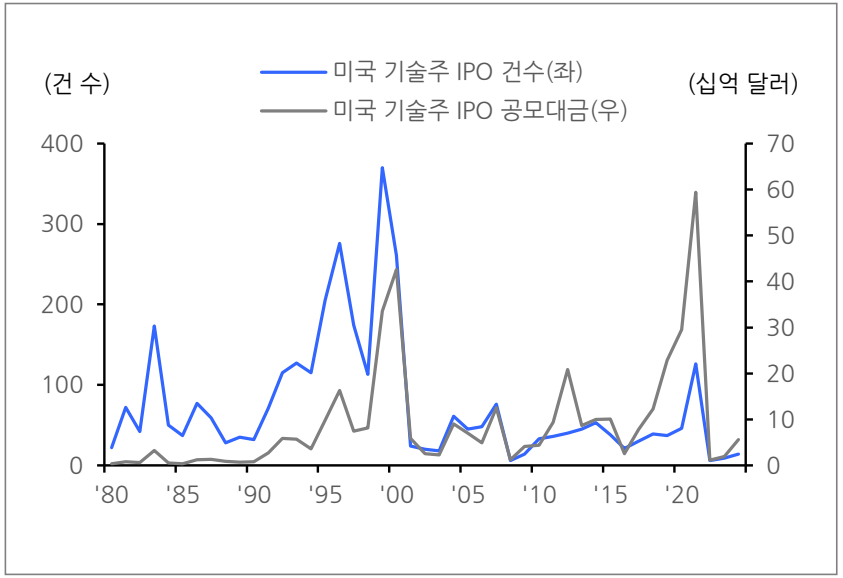


자료: FACTSET, 현대차증권

강세장 동력 (2) AI 투자: 버블 논란? 크지 않아

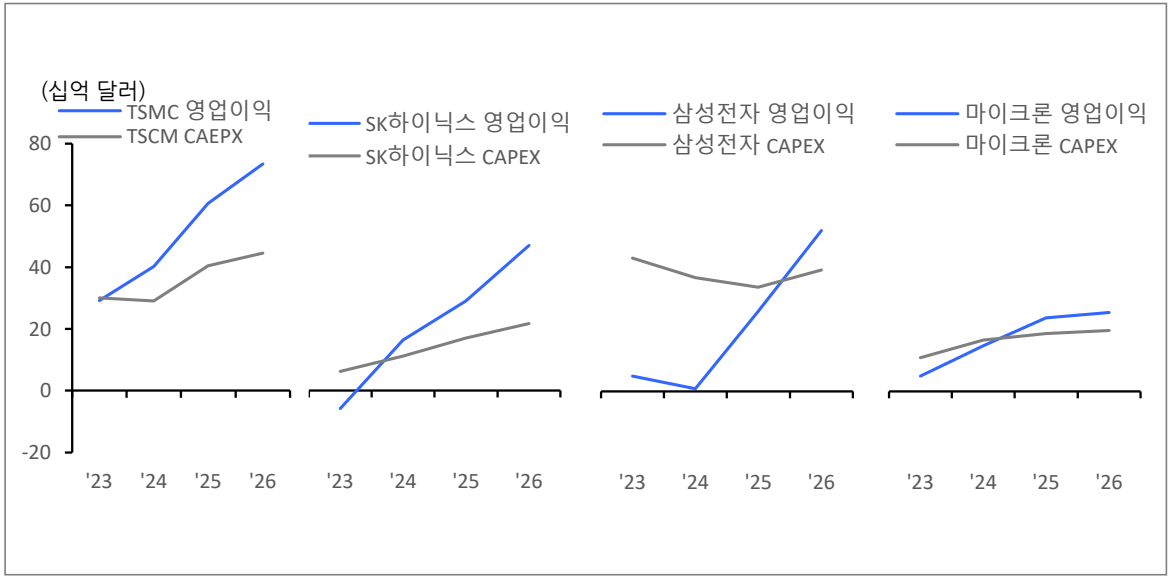
- 미국 증시에서 AI 버블에 대한 논란은 제기되고 있음. 이는 AI 반도체 비중 큰 코스피에 부담
- 다만 지금의 AI 투자는 대부분 수익성과 현금흐름이 뒷받침되는 빅테크 기업들 주도
- 닷컴 버블 때와 같이 수익성과 현금 흐름 불분명한 스타트업 주도 아님
- 현재 미국에서 기술주의 IPO 건수와 공모 대금을 보면 닷컴 버블 때는 물론 2020년 팬더믹 시기 재택근무 관련주 호황 시기 비해서도 적음
- 파운드리 생산은 물론 글로벌 및 국내 메모리 반도체 업종의 투자 경쟁도 과도하지 않을 것으로 전망됨
- TSMC, 삼성전자, SK하이닉스, 마이크론 매출 증가에도 CAPEX 제한적 증가

미국내 기술주 IPO 건수 및 공모대금 추이



자료: Jay R. Ritter "Initial Public Offerings: Updated Statistics", 현대차증권

주요 메모리 반도체 기업 매출 증가 불구 CAPEX 증가 제한적

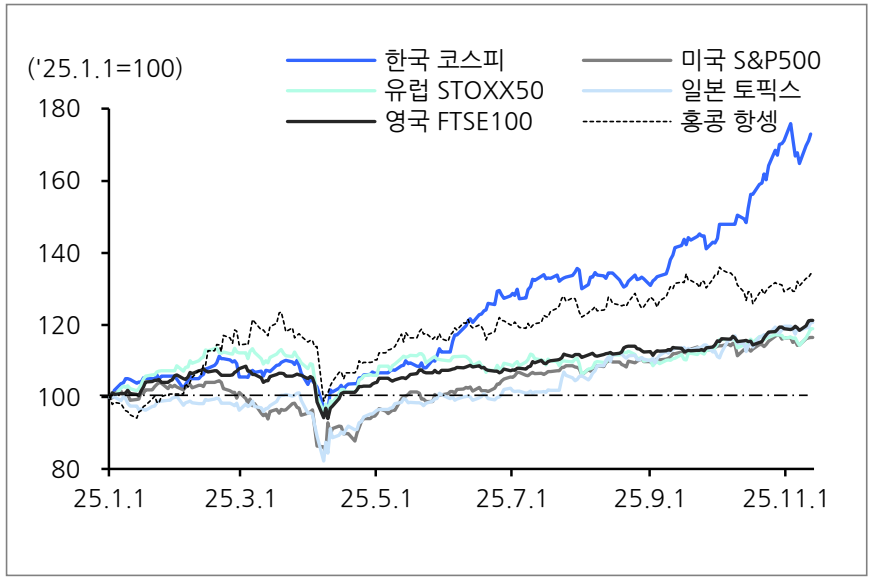


자료: FACTSET, 현대차증권

강세장 동력 (3) 증시 활성화 정책: 코스피 역사적 강세장

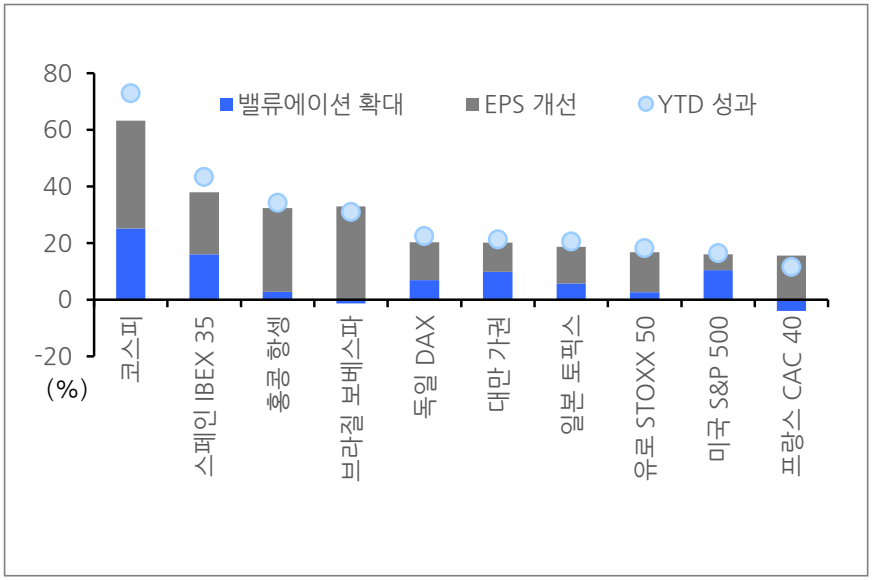
- 코스피 4,000pt을 넘으며 역사적인 강세장을 지속
- 코스피는 올 한해 70% 넘게 상승하며 홍콩 항셍(+34%), 미국 나스닥(+21%), 유럽 STOXX50(+19%) 등 주요국 증시를 제치고 글로벌에서 가장 아웃퍼폼
- 코스피는 반도체를 중심으로한 이익 성장 있었지만, 밸류에이션 측면에서 리레이팅도 진행
- 코스피의 성과를 분해 시 PER 증가를 통해 25% 상승. 주요국 중 가장 큰 폭의 밸류에이션 리레이팅 발생
- 이는 이재명 정부의 자본시장 정상화 의지 영향. 시장은 이재명 정부 정책에 대해 점차 신뢰감을 보이고 있음

코스피, 올해 글로벌 주요 증시 대비 아웃퍼폼



자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

주요국 YTD 성과 분해, 코스피 밸류에이션 확대 눈에 띔

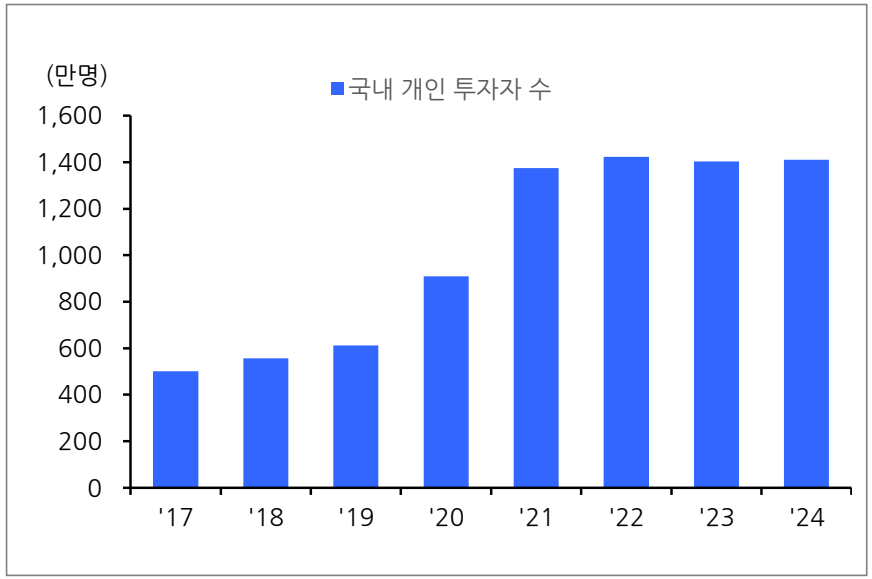


주: 12개월 선행 EPS, PER 기준
자료: FACTSET, 현대차증권

강세장 동력 (3) 증시 활성화 정책: 글로벌 스탠다드에 맞춤

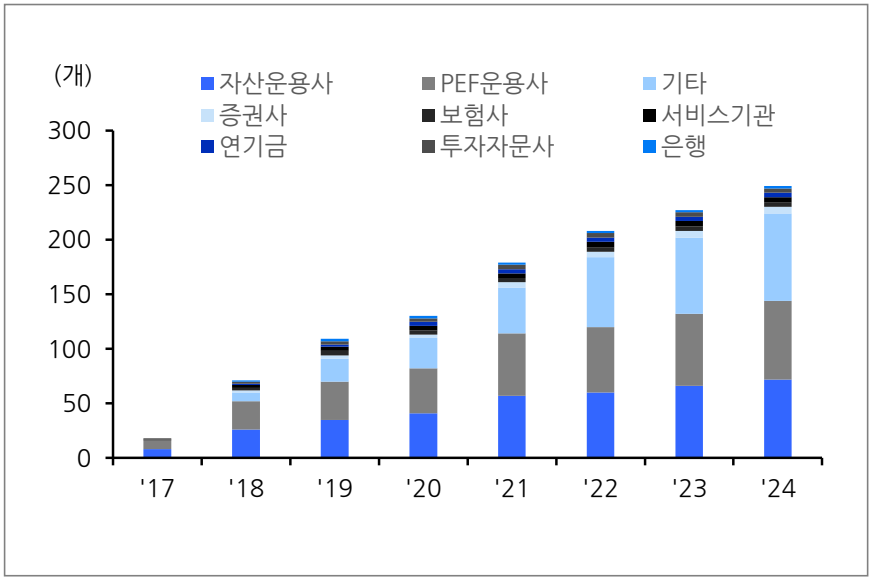
- 2012년 “제 19차 개정 상법” 개정안 시행 이후 2025년 상반기까지 13년 동안 상법 회사편의 의미있는 개정 단 2차례 뿐
- 상법 개정이 어려운 점은 상법이 6대 기본법 중 하나로 국가 법체계의 기본 뼈대를 이루는 법, 경제활동의 원리를 규정
- 개별 정책법 위의 구조적 법체계이기 때문에 국회 내에서 직접 규제를 담는 것에 부정적인 여론이 존재 했었음
- 하지만 시장 환경이 달라지면서 여론이 변화. 상법 개정을 통한 주주 보호 강화와 기업 신뢰를 제고하자는 목소리 확대
- 개인투자자 증가, 인터넷과 플랫폼 발달을 통한 의견 결집 확대, 기관투자자의 스튜어드십 코드 가입 증가 등이 영향
- 2025년 2차례 상법 개정을 통해 주주권 보호와 맞는 투명성과 책임성이라는 글로벌 거버넌스 스탠다드를 경제 질서 기본 원리로 반영

국내 개인투자자수 변화



자료: 한국예탁결제원, 현대차증권

기관투자자 스튜어드십 코드 가입 증가

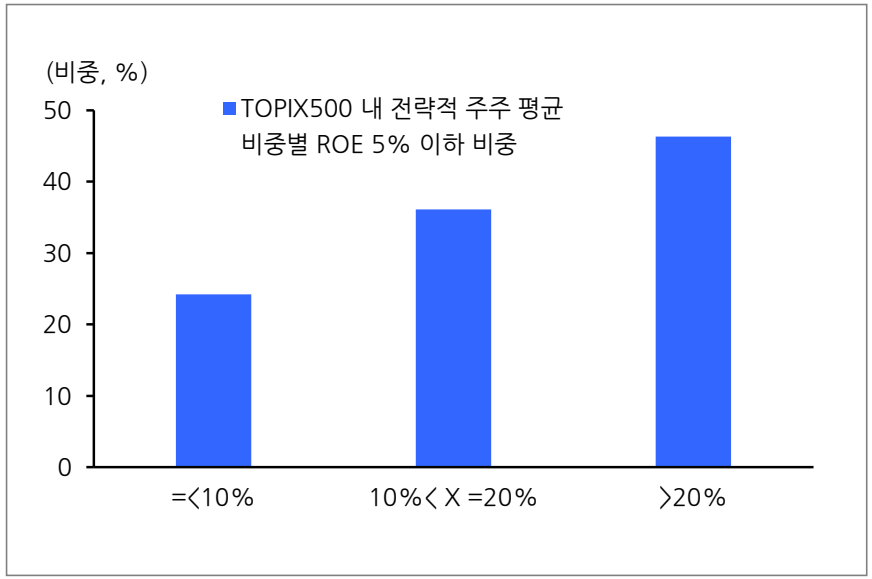


자료: ESG기준원, 현대차증권

강세장 동력 (3) 증시 활성화 정책: 일본 성공적 거버넌스 개혁

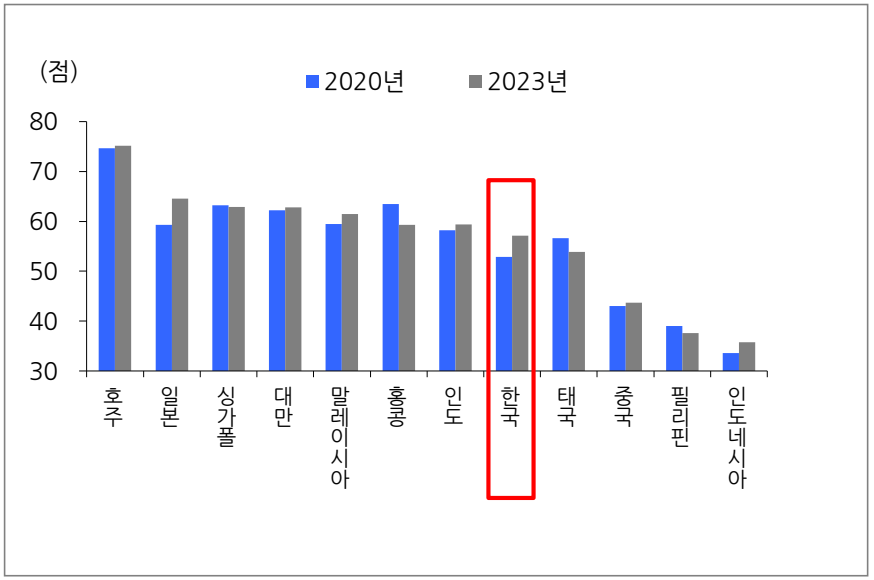
- 이재명 정부는 상법 개정과 세제 개편을 통해 기업 경영 투명성과 지배구조를 개선해 최종적으로 ROE를 상승시키고, 배당성향 향상을 목표
- 자본시장 활성화를 위해 거버넌스 개혁이 요구되는 이유는 기업들이 사업과 무관한 현금, 부동산, 주식 등의 비중 커 ROE 낮기 때문
- 회사의 이사회와 경영진이 자본의 비용과 효율성을 고려한 의사결정을 하지 않고, 주주의 권리와 환원에 대해 생각하지 않는 것
- 토픽스500 기업 중 전략적 주주(상호 출자, 사업적 출자 등 일반적으로 우호 주주로 취급)의 비중 높을수록 ROE 낮은 경향
- 일본의 아베 정부는 2014년부터 지금의 한국과 유사한 이유로 기업 거버넌스 개혁을 추진
- 일본은 거버넌스 개혁 시작 이후 기업 지배구조 개선 확대. 사외이사 비중 증가 등 많은 부분에서 개혁 성공적, 일본 증시 장기 우상향

일본 증시에서 지배주주 유리할 시 ROE 낮은 경향



주: 2023년 9월말 기준
자료: Glass Lewis, ACGA, 현대차증권

아시아 기업지배구조 순위, 일본 2위, 한국 8위

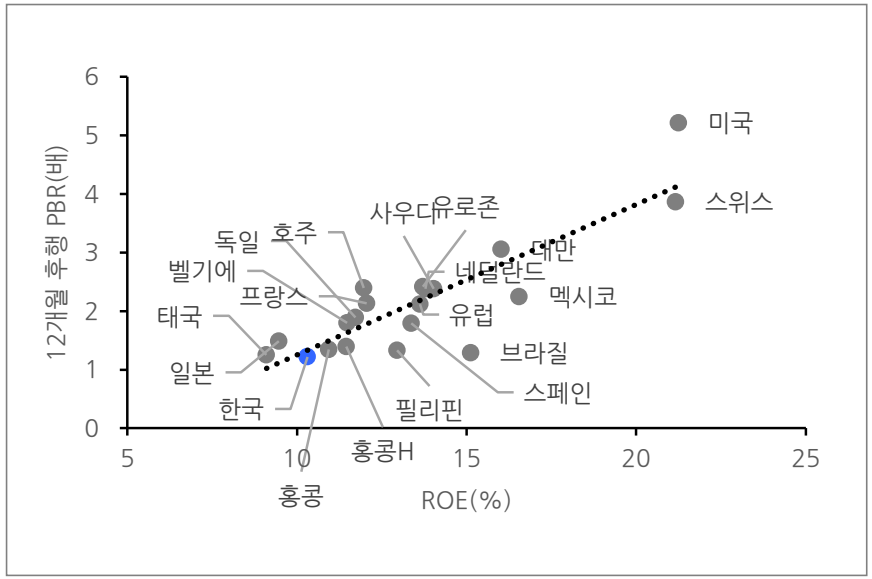


주: ACGA(아시아기업지배구조협회) 'CG Watch' 보고서
자료: ACGA, 현대차증권

강세장 동력 (3) 증시 활성화 정책: 코리아 디스카운트 여전

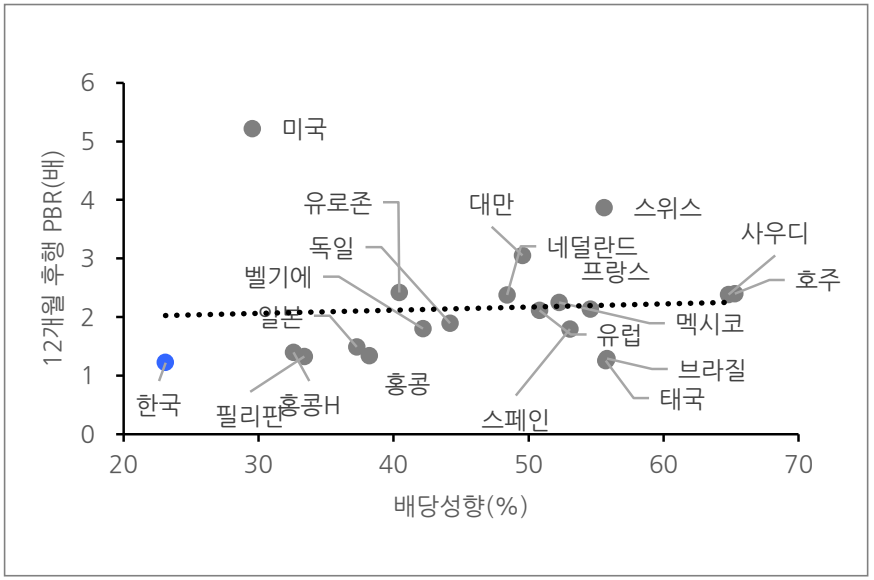
- 최근 강세에도 불구하고 글로벌 주요 증시와 비교하면 코스피 밸류에이션 디스카운트는 여전
- 글로벌 증시 대비했을 때 코스피의 ROE와 배당성향이 낮은 영향
- 코스피 기업들의 주주환원율 재고와 자본 효율화가 진행되어야 코리아 디스카운트 해소 가능

코스피, 낮은 ROE가 낮은 밸류에이션 야기



주: 국가 대표 지수 기준
자료: FACTSET, 현대차증권

코스피, 낮은 배당성향이 낮은 밸류에이션 야기

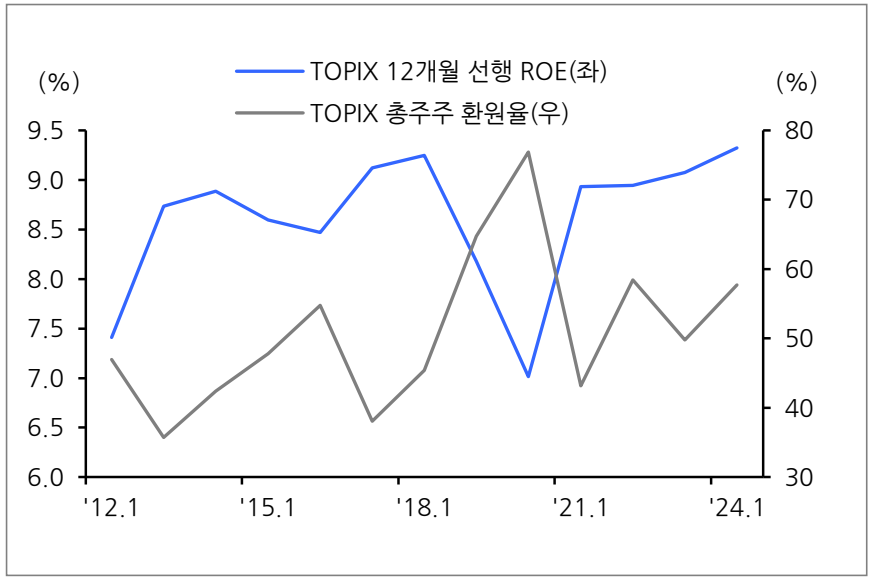


주: 국가 대표 지수 기준
자료: FACTSET, 현대차증권

강세장 동력 (3) 증시 활성화 정책: 일본 따라가면 추가 상승 가능

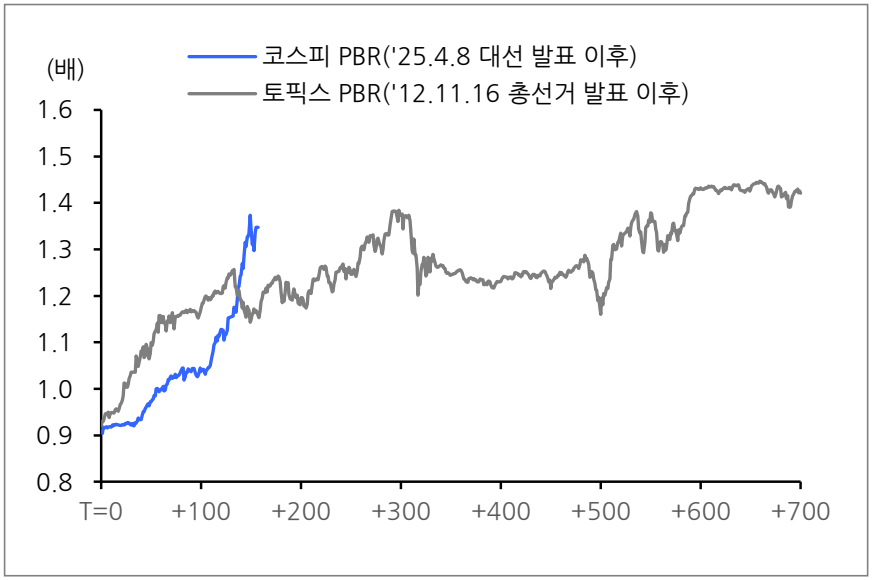
- 주주환원 증가는 주주에게 잉여 이익을 배분하고 자기자본을 줄여 ROE를 높이는 효과
- 일본은 아베 정부 출범 이후 거버넌스 개혁을 통해 기업들의 자본 효율성 제고를 목표
- 일본 기업들의 배당 및 자사주 소각을 통한 주주환원 증가는 일본 TOPIX 지수의 ROE 개선을 야기
- 코스피도 2025년 6월 4일 이재명 정부 출범 이후 자본시장 활성화 정책 기대감에 힘입어 밸류에이션 빠르게 확대
- 코스피의 12개월 후행 PBR은 대선일 발표 당시 0.9배에서 1.35배 수준까지 확대
- 아베 정부가 2년차 이후 PBR이 1.4배 레벨을 상회하고, 현재는 1.5배를 넘는다는 점에서 코스피 밸류에이션 추가 상승 가능

일본 주주환원율 증가는 ROE 개선 야기



주: 총주주 환원율은 TOPIX의 연간 순이익 대비 배당금 및 바이백 규모
자료: FACTSET, 현대차증권

이재명 정부 출범 이후 코스피 PBR, 일본 따라가는 중

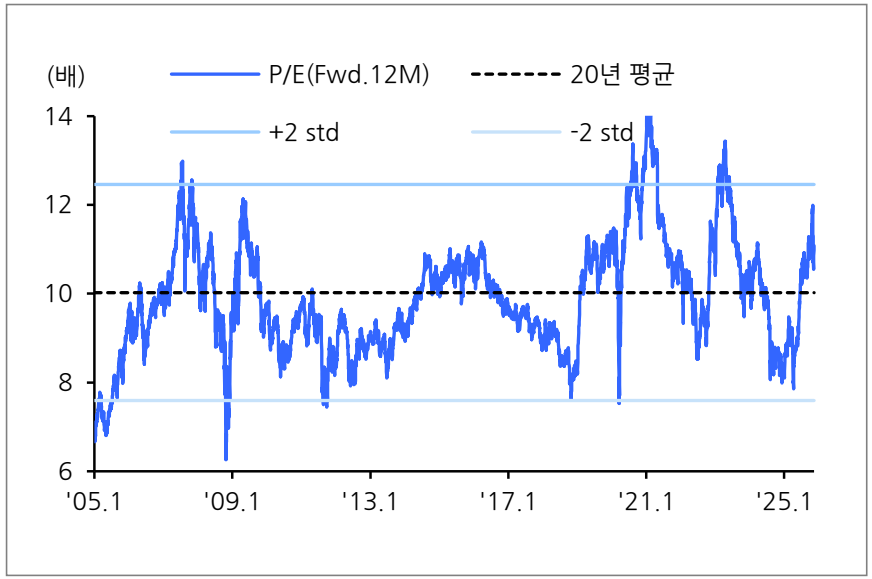


주1: 영업일 기준
주2: 12개월 후행 PBR 기준
자료: 블룸버그, 현대차증권

강세장 동력 (3) 증시 활성화 정책: 밸류에이션 부담 크지 않음

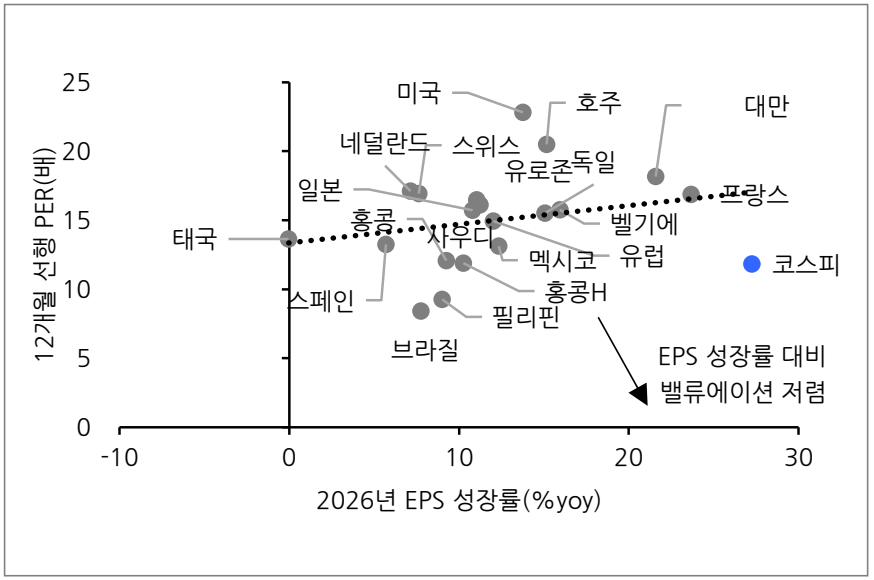
- 내년은 이재명 정부 2년차로 정책 여력 최고조. 12월에 자사주 의무 소각을 담은 3차 상법 개정과 배당소득 분리과세 최고 세율 25%로 조정 등이 나타나면 내년 KOSPI 밸류에이션 리레이팅 이어질 전망
- 코스피가 강세를 보이면서 점차 밸류에이션 높아짐. 코스피의 12개월 선행 PER은 11배로 과거 20년 평균 10배를 상회하지만, 21년 강세장이나 23년과 대비했을 때 여전히 낮은 수준
- 코스피는 글로벌 주요 증시와 비교해도 저렴
- 2026년 EPS 성장률 대비 12개월 선행 PER을 보면 코스피는 높은 성장성에도 불구하고 낮은 밸류에이션을 받는 것을 알 수 있음

코스피 밸류에이션 과거 평균 대비 크게 높지 않음



자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

코스피 내년 EPS 성장률 전망 대비 밸류에이션 저렴

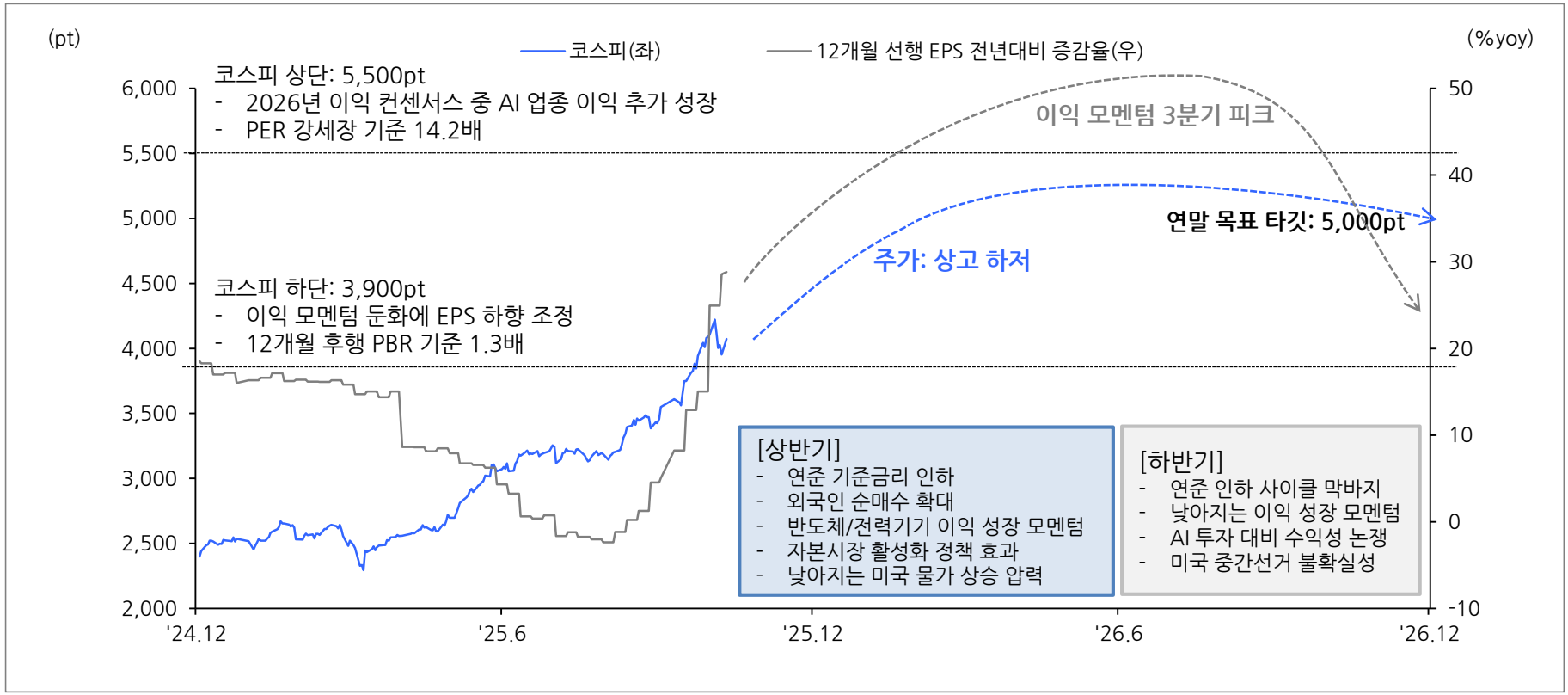


주: 각국 대표 주가지수 기준
자료: FACTSET, 현대차증권

II. 2026년 국내주식 투자 전략

2026년 연간 코스피 경로

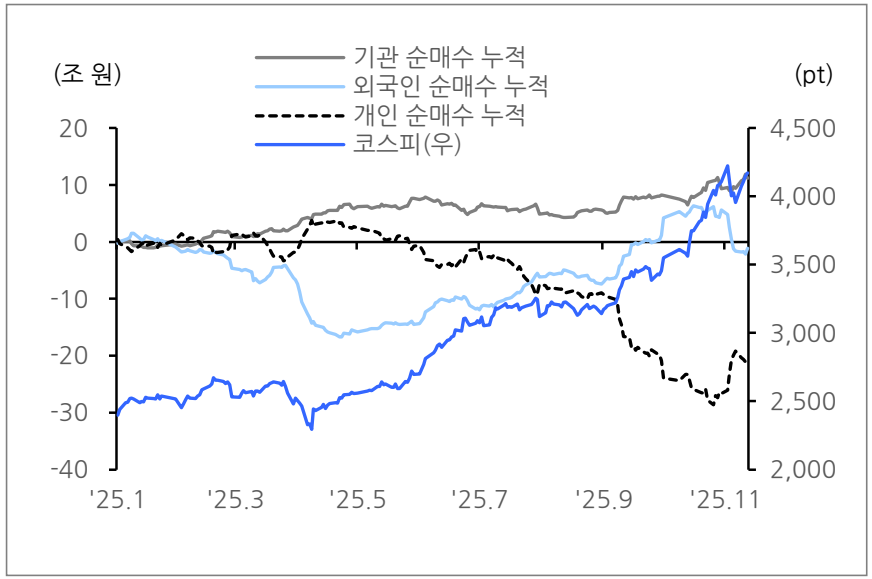
- 코스피 예상 지수대 3,900~5,500pt
- 코스피는 2025년 강세 요인 3가지 모두 2026년에도 유효, 주도주 지속 전망: 반도체, 기계 중심으로 자본시장 활성화에 증권 업종 우호적
- Base 시나리오: 유동성 확대에 따른 밸류에이션 확장과 반도체 업종을 중심으로 한 이익 성장- 2026년말 기준 타깃 5,000pt
- Bull 시나리오: 2026년 이익 전망치에서 글로벌 AI 인프라 연관 업종 이익 추가적으로 10% 상승, PER 강세장 기준 14.2배- 5,500pt
- Bear 시나리오: 이익 성장 모멘텀이 2025년 대비 급격히 둔화, 지수 하단으로 자본시장 활성화 정책에 따른 PBR 1.3배- 3,900pt



[투자전략 1] 외국인 순매수 여력 존재: 대형주/반도체 유효

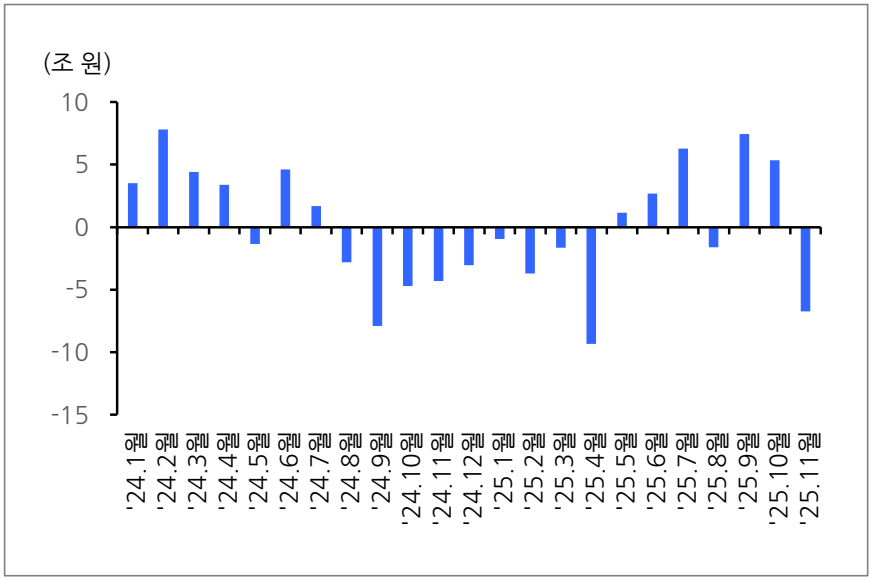
- 코스피 방향성은 외국인 수급이 주로 결정
- 코스피에서 외국인 작년 8월부터 올해 4월까지 -38.4조원의 순매도. 이후 5월부터 10월까지 +21조원 순매수 후 11월엔 -6.7조원 순매도
- 글로벌 유동성 확대와 AI 관련 반도체 이익 개선에도 불구하고 높은 원/달러 환율과 대외 불확실성에 외국인 순매수 크지 않은 상황
- 내년까지 연준의 기준금리 인하가 3회 이상 진행될 것으로 전망되는 가운데, 한국은행은 기준금리 동결 가능성. 한-미 금리차 축소 전망
- 과도한 원/달러 환율 불확실성이 완화되고 글로벌 달러화 강세가 진정될 경우 2026년 외국인 순매수 이어질 전망

코스피 방향성은 외국인이 결정



자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

코스피 외국인 순매수, 작년 순매도 규모에 비해 작은 수준

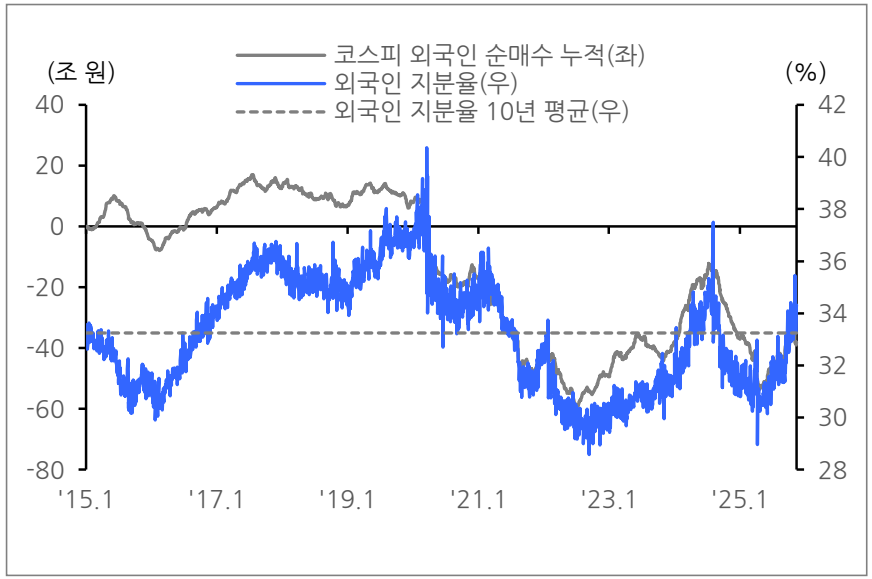


자료: 블룸버그, 현대차증권

[투자전략 1] 외국인 순매수 여력 존재: 대형주/반도체 유효

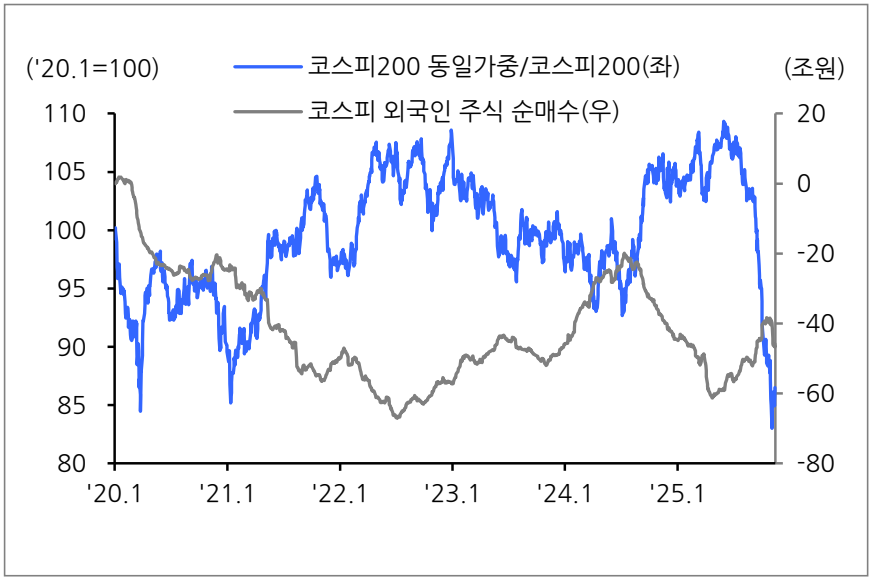
- 코스피의 외국인 지분율은 현재 33.9% 수준으로 과거 10년 평균인 33.3% 수준
- 과거 외국인 수급과 지분율을 보면 반도체 사이클이 발생할 때 외국인 순매수 집중적으로 발생
- 이번 강세장에서는 반도체 업황 호조에도 불구하고 외국인 순매수 과거 대비 크지 않음(2019년, 2023년 대비)
- 외국인 순매수 구간에서는 코스피 대형주가 유리. 외국인들은 패시브 투자 성격으로 대형 반도체 업종에 대해 순매수를 보이는 경향
- 2026년 외국인 순매수 전망되는 상황에서 대형 반도체 업종에 대한 투자 매력도 여전

코스피 외국인 지분율은 10년 평균 수준



자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

외국인 순매수시 대형주 강세



자료: 블룸버그, 현대차증권

[투자전략 2] 주도주는 강세장에서 꺾이지 않음

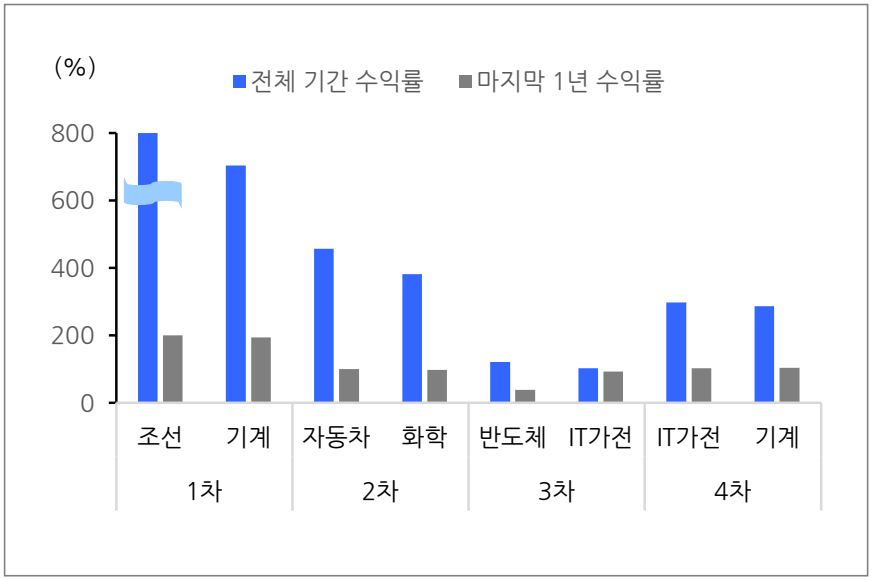
- 2000년대 이후 강세장을 분석하면 -10% 이하의 조정 존재
- 강세장 모멘텀을 잃지 않는다면 조정 이후 41~61일 이내로 전고점 회복. 조정 후 전고점 회복까지 최대 2달이 소요된다는 것
- 과거 코스피의 주도 섹터는 수출과 연관. 2004~2007년에는 조선/기계를 중심으로 강세를 보였고, 2008~2011년에는 자동차와 화학, 2016~2018년에는 반도체와 IT가전, 2020~2021년에는 IT가전과 기계가 강세
- 강세장 전체 기간 동안의 주도 섹터는 강세장 마지막 1년 동안에 항상 26개 업종 중 성과 5위 이내로 들어감
- 주도 섹터의 약세장 진입은 전체 강세장 사이클의 종료를 의미. 그러므로 강세장 끝날 때까지 주도 섹터 가져 가야함
- 이번 강세장의 주도 섹터는 반도체와 기계(전력기기). 글로벌 AI 테마에 연동되는 업종으로 포트폴리오에서 유지할 필요

강세장에서 -10% 이하의 조정은 항상 존재

강세장 기간	총 상승률	조정 시 하락률	회복 기간
'04.8-'07.10	187%	-18.3%	46일
'08.10-'11.5	137%	-19.7%	47일
'16.2-'18.1	42%	-5.4%	61일
'20.3-21.7	127%	-7.8%	41일

자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

강세장 주도 섹터는 마지막 1년 기간에도 주도 섹터

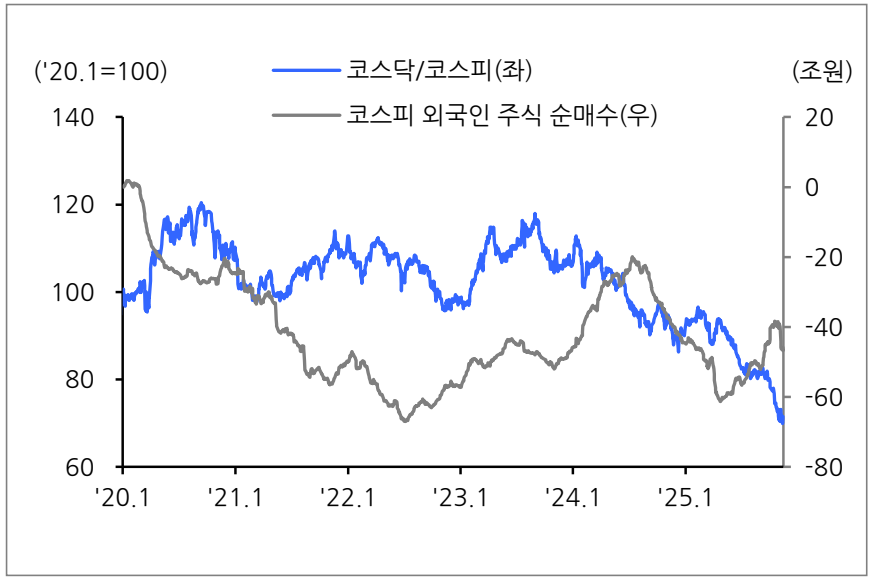


자료: 블룸버그, 현대차증권

[투자전략 3] 개인 투자자 머니 무브: 하반기 소형주/코스닥 관심

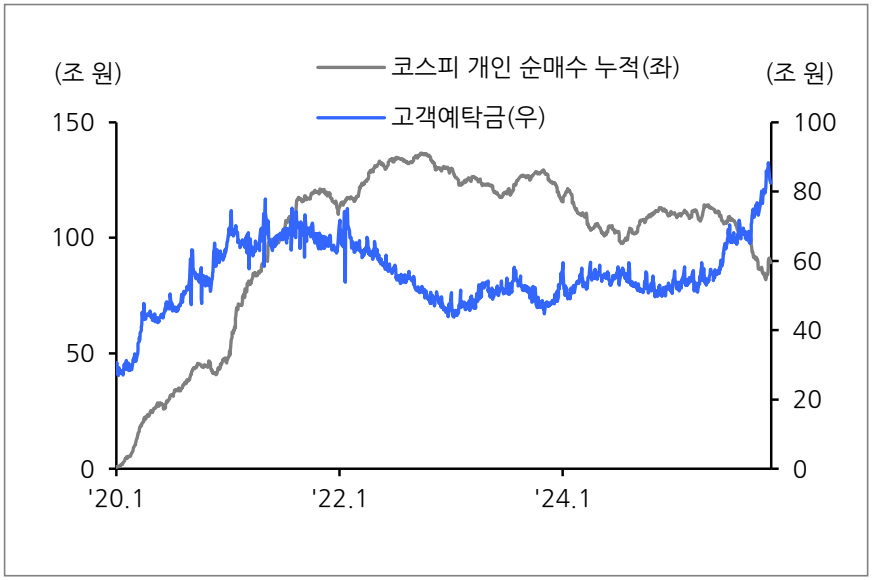
- 2026년 상반기까지는 외국인의 코스피 순매수 영향으로 대형 수출주 중심 강세장 이어질 전망
- 이는 소형주와 코스닥의 상대적 약세 의미. 외국인 순매수 기간 동안엔 코스피 대비 코스닥의 상대적 약세 빈번
- 반대로 외국인 순매수 약해지는 2026년 하반기에는 소형주와 코스닥에 관심 둘 필요
- 이번 강세장에서 개인 투자자들은 순매도가 크게 나타나고 있음. 개인 순매도 만큼 증시 대기자금인 예탁금 축적
- 국내 증시에 대한 믿음 높아진 상황에서 개인은 키 플레이어가 될 수 있음
- 2021년과 같이 개인투자자 순매수 늘어날 경우 소형주 및 코스닥 상대적 강세 경향

외국인 코스피 순매수 기간 동안 코스닥 상대적 약세 경향



자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

개인투자자 순매도가 고객예탁금으로 쌓이고 있음



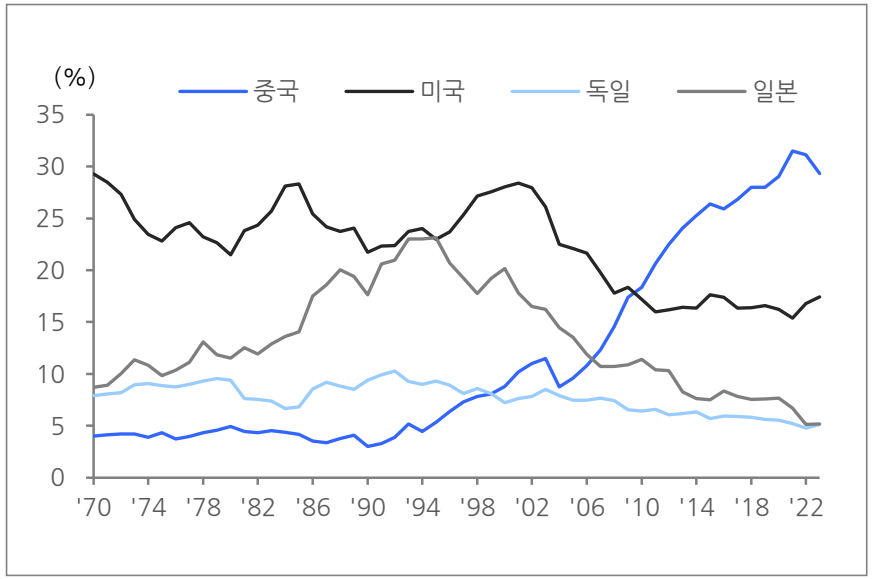
자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

III. 新 국가 자본주의 시대, 돈의 흐름을 읽어라

新 국가 자본주의 시대

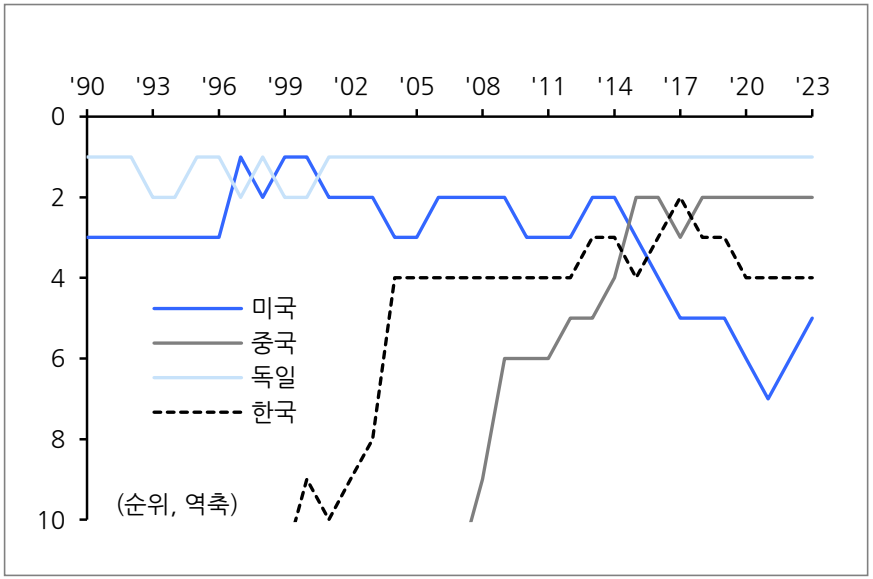
- 트럼프 2기 행정부가 들어서면서 신 국가 자본주의가 화두가 되고 있음
- 국가 자본주의란 정부가 자본의 소유와 배분, 수요 창출에 개입하며 기업과 산업의 방향성을 적극적으로 통제하는 경제 체제
- 자본주의 경제 체제 안에서 정부가 전략적으로 기업과 산업을 육성해 기술 격차를 극복하고, 안보를 도모. 그 과정에서 최종 투자자 역할도 수행
- 중국 정부는 1980년대 이후 대외 개방 정책과 함께 인프라 투자와 정책금융, 산업정책 실시. 이를 통해 제조업 강국으로 도약
- 반면 미국을 중심으로 한 선진국들은 자유 무역을 바탕으로 글로벌 분업화를 진행하면서 제조업 기반 빠르게 악화
- UN에서 집계하는 산업경쟁력지수(Competitive Industrial Performance Index, CIP) 기준으로 중국은 2015년 이후 독일에 이어 2위 기록. 반면 미국은 2000년대 1위의 제조업 강국이였으나, 2021년 7위까지 추락

전세계에서 중국 제조업 비중 급증, 선진국 제조업 침체



주: 2004년 이전 중국 제조업 부가가치는 광공업, 유틸리티를 포함
자료: UN, 현대차증권

중국의 제조업 경쟁력 상승, 미국의 경쟁력 약화

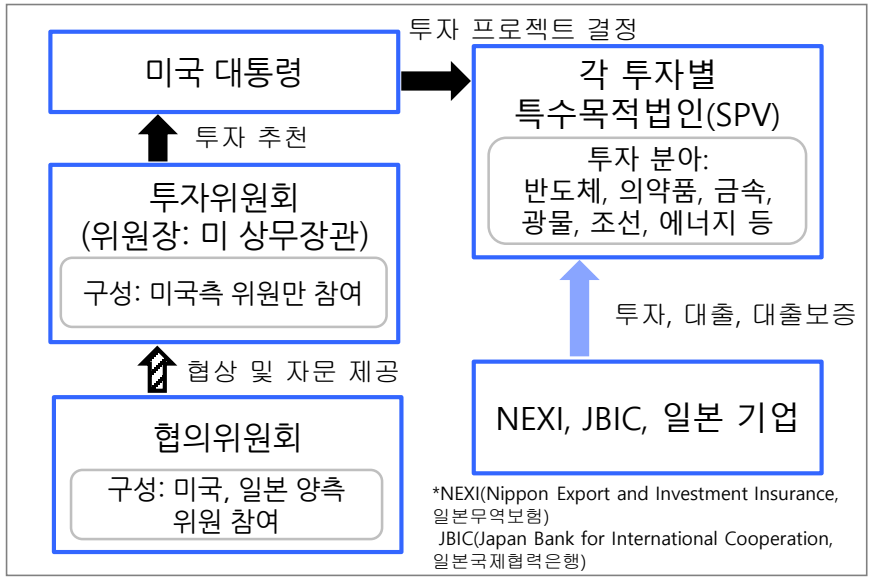


주: CIP 순위는 국가별 제조업 경쟁력을 정량화한 CIP 지수의 순위로 UNIDO(유엔산업개발기구)가 산출
자료: UNIDO, 현대차증권

미국의 新 국가 자본주의 시대 개막

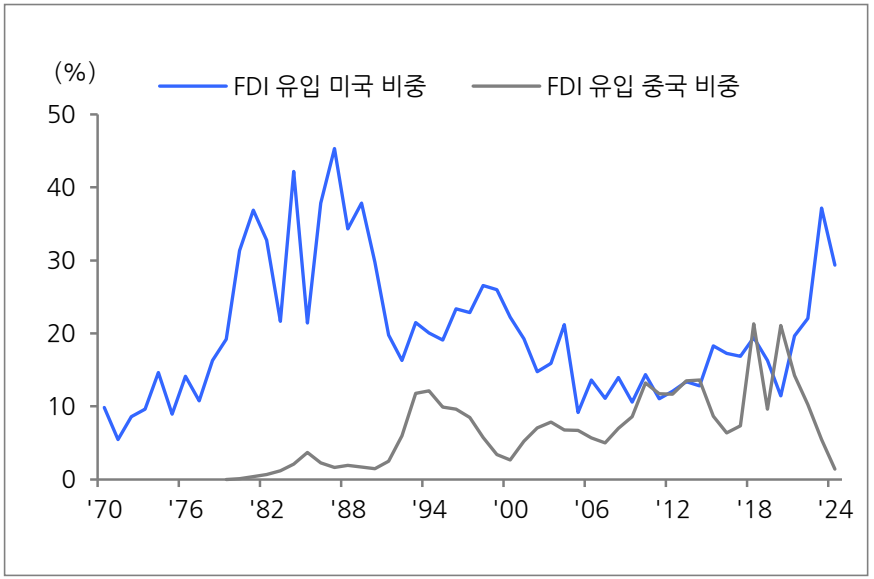
- 트럼프 대통령은 미국 우선주의를 넘어 미국의 국가 자본주의 시대를 열고 있음
- 미국 정부는 보조금 지급 조건으로 인텔의 지분을 취득, 최대 주주로 등극. 반도체 분야에서 첨단 기술 확보 목적
- 일본제철의 US스틸 인수 허가 대가로는 거부권 있는 특별주식 취득, 생산과 고용 관련 경영에 개입
- 미국 국방부는 희토류 생산 업체인 MP 머티리얼즈 우선주 인수 및 워런트 계약 체결, 최대 주주 등극. 공급망 안보 보호 위함
- 또한, 트럼프 대통령은 한국, 일본, EU와 관세 협상을 통해 대미투자 합의. 정부 주도로 자본의 소유와 배분, 수요 창출에 개입
- 제조업 육성, 공급망 안보 유지 등의 목적으로 미국 투자 시대에 들어서면서 글로벌 FDI 자금의 최종 목적지가 다시 미국이 되고 있음

MOU에 규정 된 일본의 대미 투자펀드 구조



주: 법무법인(유) 광장 "미일 전략적 투자에 관한 양해각서: 평가 및 시사점" 재인용
자료: 법무법인(유) 광장, 현대차증권

미국이 글로벌 FDI 자금의 최종 목적지가 되고 있음

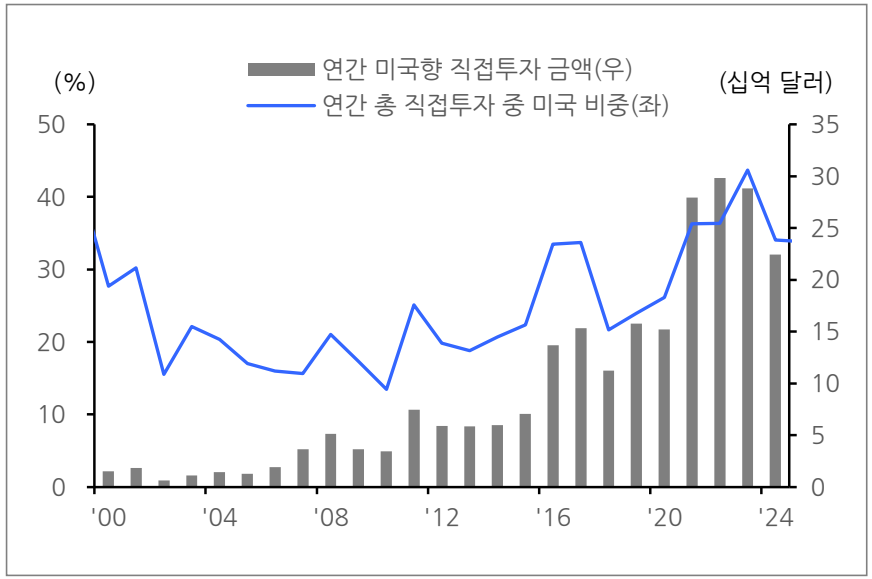


주: 글로벌 전체 FDI Inflow에서 국가별 비중(%)
자료: IMF, 현대차증권

한국의 대미 투자 확대

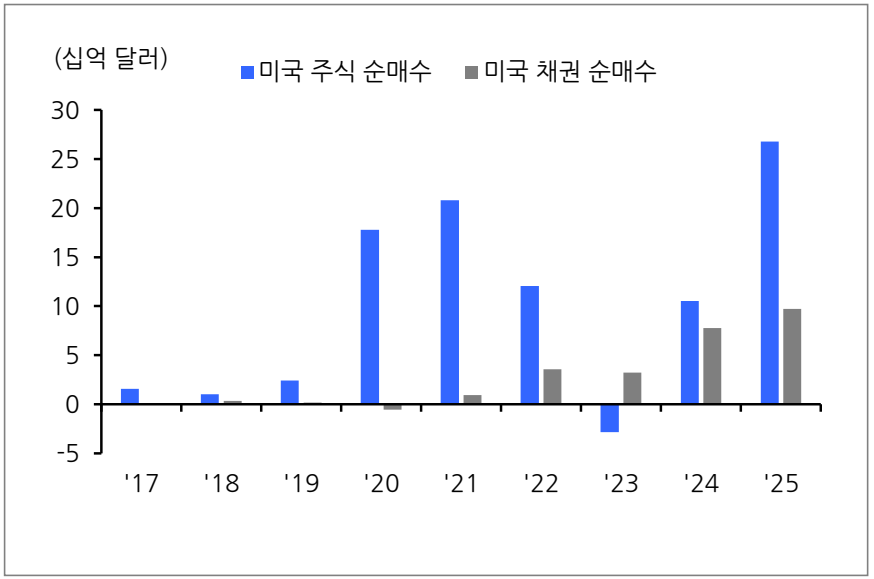
- 트럼프 1기 행정부 이후 한국은 대미 투자의 시대를 맞이. 한국의 미국 투자는 크게 2가지 축으로 진행
- (1) 기업 투자: 산업통상자원부에 따르면 2016년 이후 약 10년간 국내 주요 기업의 대미 투자는 1,600억 달러 상회
- -> 지난 8월 한미 정상회담과 함께 진행된 '한미 비즈니스 라운드 테이블'에서 한국 기업들 1,500억 달러 규모 대미 직접투자 발표
- (2) 증권 투자: 대미 증권투자(주식+채권). 한국예탁결제원 기준 2020년 이후 미국 주식 851억달러, 미국 채권 247억달러 순매수
- (3) 대미 투자펀드: 위 두가지에 추가로 한미 관세협상을 통해 연간 200억달러 상한으로 10년 동안 총 2,000억달러 직접투자 예정
- -> 대미 투자펀드 2,000억 달러는 2024년말 기준 한국의 대미 직접투자 잔액 2,389억 달러와 맞먹음
- -> 1,500억 달러의 조선업 투자 프로젝트(MASGA 프로젝트)는 대미 투자펀드와는 별도로 기업 주도로 진행

한국의 대미 직접투자 증가와 함께 투자 비중도 함께 증가



주: '25년 수치는 6월까지 실적 반영
자료: 한국수출입은행 해외직접투자통계, 현대차증권

2020년 이후 미국 주식/채권 순매수 급속히 증가

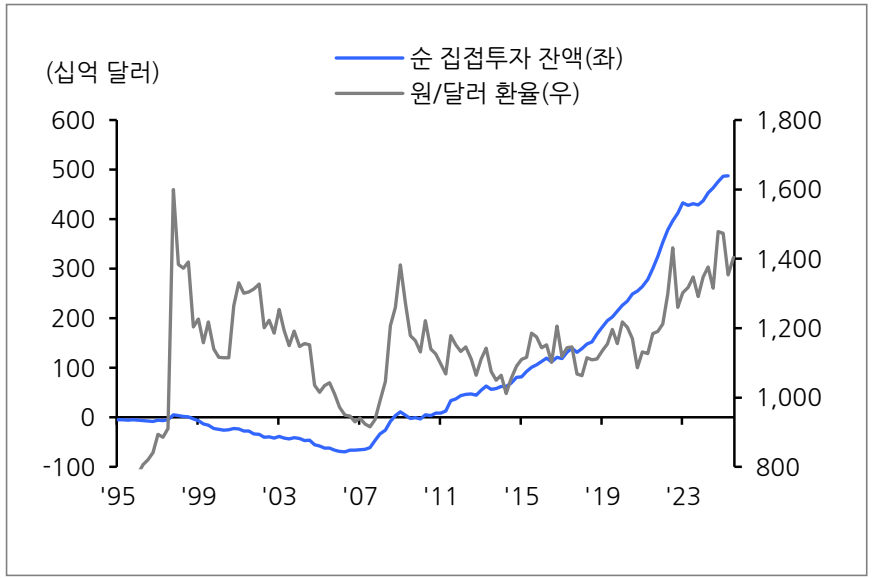


주: 2025년 데이터는 11월 10일 결제일까지 기준
자료: 한국예탁결제원, 현대차증권

대미 투자 확대는 원/달러 환율에 부담

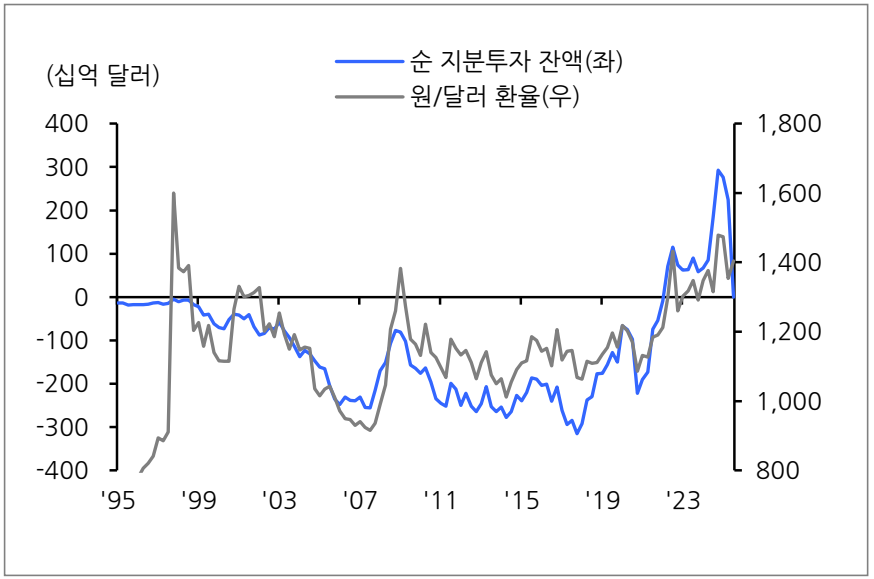
- 문제는 미국을 중심으로 한 해외 투자 확대가 환율에 부담을 주기 시작했다는 점
- 한국은행의 국제투자대조표에서 순 직접투자와 순 지분투자(주식, 펀드, ADR 등) 모두 확대되고 있음
- 이 과정에서 원/달러 환율도 함께 우상향
- 더 많은 자금이 한국에서 빠져 나갈수록, 원화의 약세 강도가 커짐
- 해외 지분투자 증가와 해외 직접투자 증가 두가지 모두 용인할 경우 원/달러 환율은 장기적으로 계속해서 약세를 보일 전망
- 결국 해외에서 대규모 자금이 유입되지 않는 한 한국은 해외 주식투자와 해외 직접투자 둘 중 하나를 선택해야 하는 시점 다가올 것

한국의 대외 순 직접투자 늘어날수록 원/달러 환율 상승



자료: 한국은행 국제투자대조표, 현대차증권

또한, 순 지분투자(주식, 펀드 등) 늘어날수록 원/달러 환율 상승

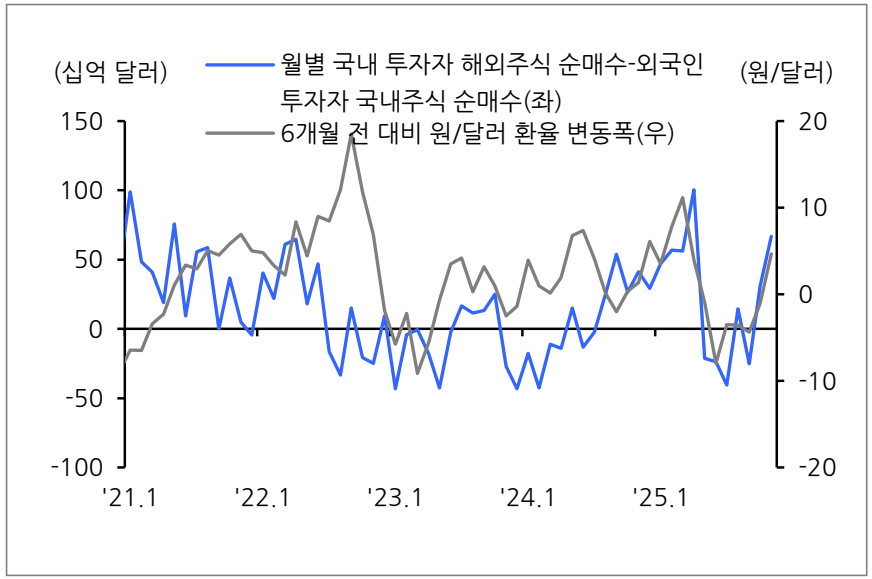


자료: 한국은행 국제투자대조표, 현대차증권

단기적으로 대내외 주식 자금과 환율 방향의 유사성 증가

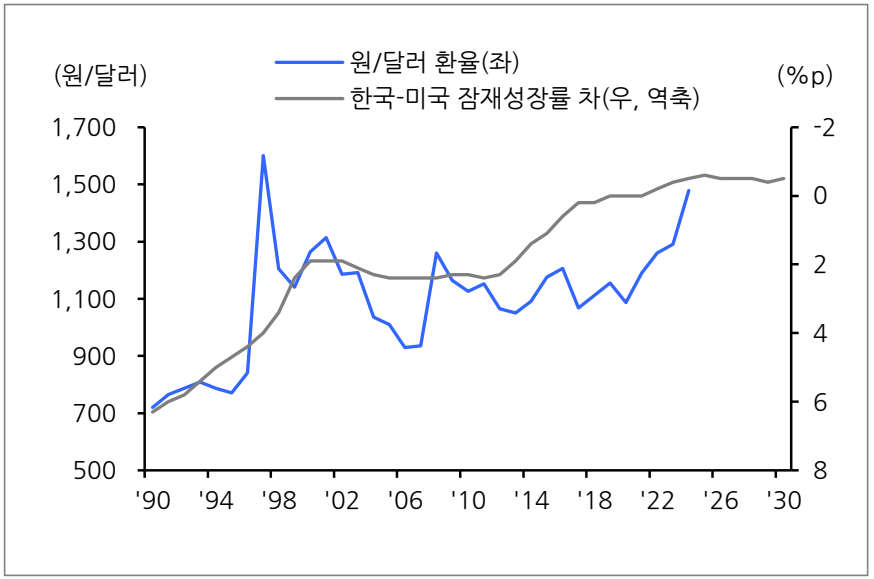
- 특히 2020년 이후 해외주식 투자가 활성화되면서 국내 투자자의 해외주식 순매수가 외국인 투자자의 국내주식 순매수 규모 뛰어 넘는 경우 많아짐(대외 주식 자금 유출). 이에 대내외 주식 자금 흐름과 원/달러 환율 방향성의 유사성이 점차 분명해지고 있음
- 개인투자자들의 해외주식 관심 증가와 연기금의 수익률 제고를 위한 해외주식 투자 증가는 향후 이어질 것으로 전망
- 반면 200억 달러 대미투자 펀드 합의 이후 외환보유고 감소 가능성에 정부의 통화시장 개입 어려워질 것이란 전망 확대
- 장기적으로도 미국과 한국의 성장률 격차 감소로 원화는 약세를 보일 가능성 높음
- 그러므로 정부는 전세계적인 국가 자본주의의 시대를 맞아 대외 자금 흐름과 자본의 배치에 대한 고민 필요한 시점

단기적으로 대내외 주식 자금흐름과 원/달러 환율 관련성 증가



자료: 한국은행 국제투자대조표, 현대차증권

한국과 미국 잠재성장률 차 축소 또한 장기적 원화 약세 요인

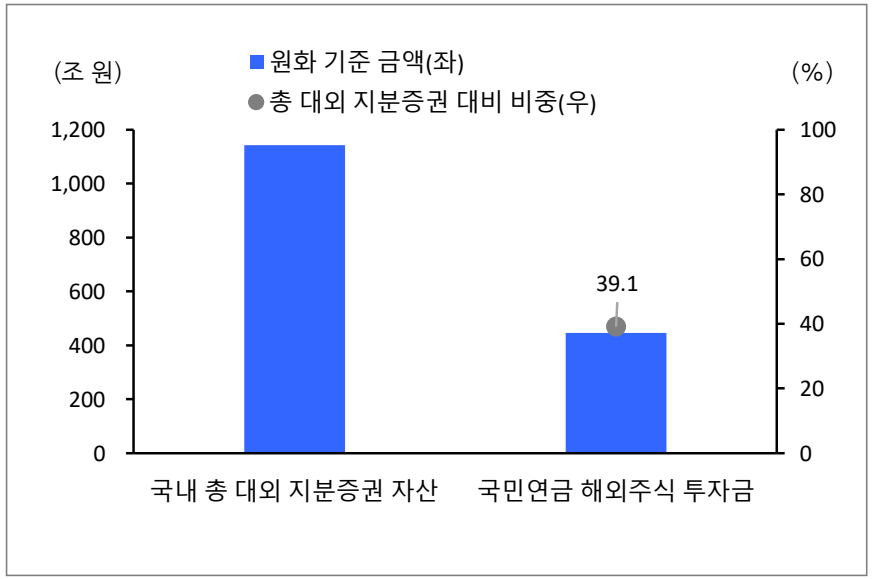


자료: 블룸버그, 현대차증권

(1) 연기금의 국내주식 확대를 위한 매력도 높여야 함

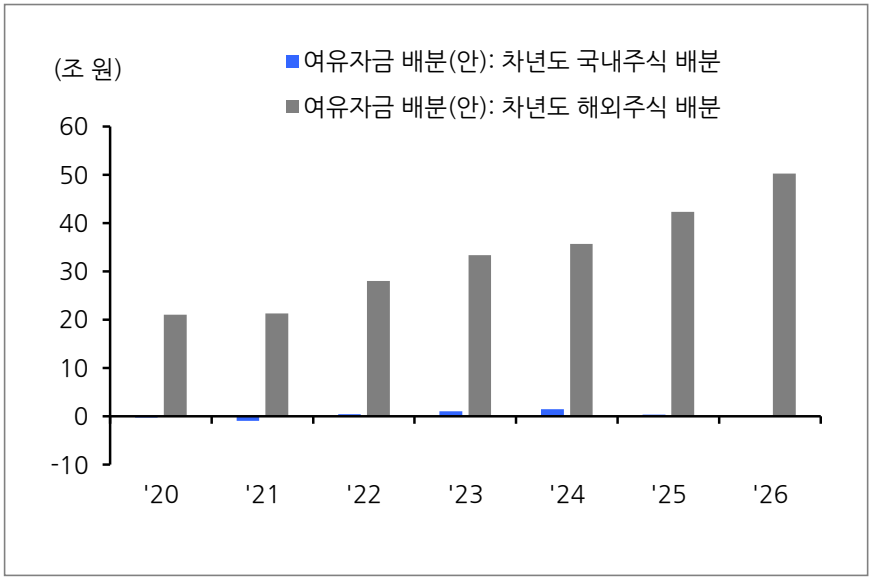
- 연기금이 해외주식이 아닌 국내주식을 매수할 수 있도록 주식시장의 매력도 높여야 함
- 내국인이 투자한 해외주식 중 상당부분은 연기금(국민연금, 공무원연금, 사학연금, 군인공제회 등)이 보유할 것으로 추정
- 국내 총 대외 지분증권자산 대비 국민연금의 해외주식 투자금 규모는 39.1% 수준
- 세계 3대 연기금에 속하는 국민연금은 장기 목표 비중 조정 중. 해외주식 비중 증가, 국내주식 비중 축소 진행
- 국민연금의 2025년 8월말 기준 해외주식 비중은 36.8% 수준이고, 2026년 목표는 38.9%. 목표 달성 위해선 해외주식 자금배분 필요
- 반면 국내주식은 자금배분 축소 중. 2025년 8월말 기준 국내주식 비중은 14.8%이지만, 2026년 목표는 14.4%
- 2026년도 국민연금 기금운용계획(안)의 2026년말 여유자금 배분(안)에 따르면 2026년도 해외주식 자금배분 계획은 50.3조원(약 340억 달러)

총 대외 지분증권(주식) 자산의 연기금 비중 높음



주: 2025년 2분기 기준, 원/달러 환율 1,352.74로 계산
자료: 한국은행 국제투자대조표, 국민연금, 현대차증권

국민연금 여유자금 배분(안), 2020년 이후 해외주식 확대 기조

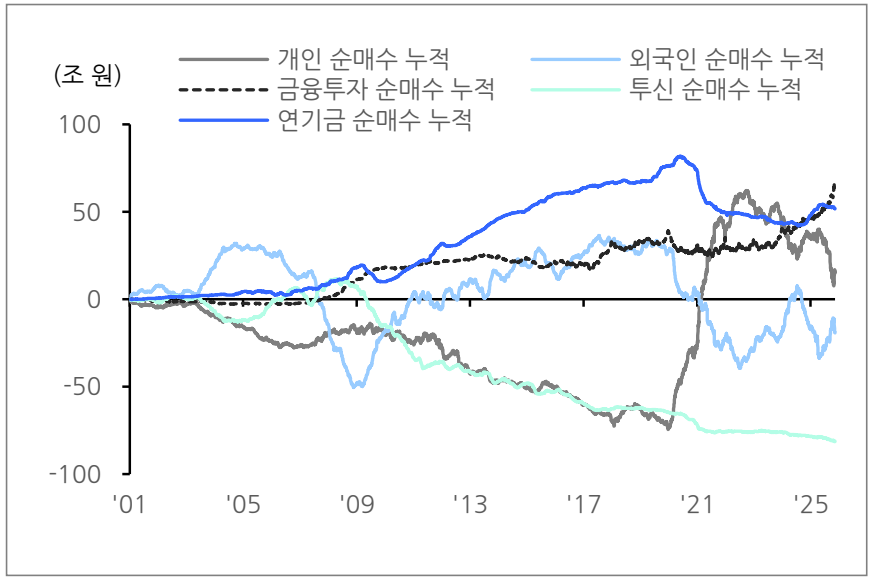


자료: 국민연금 기금운용계획(안), 현대차증권

(1) 연기금의 국내주식 순매수는 변동성 크지 않고 꾸준한 경향

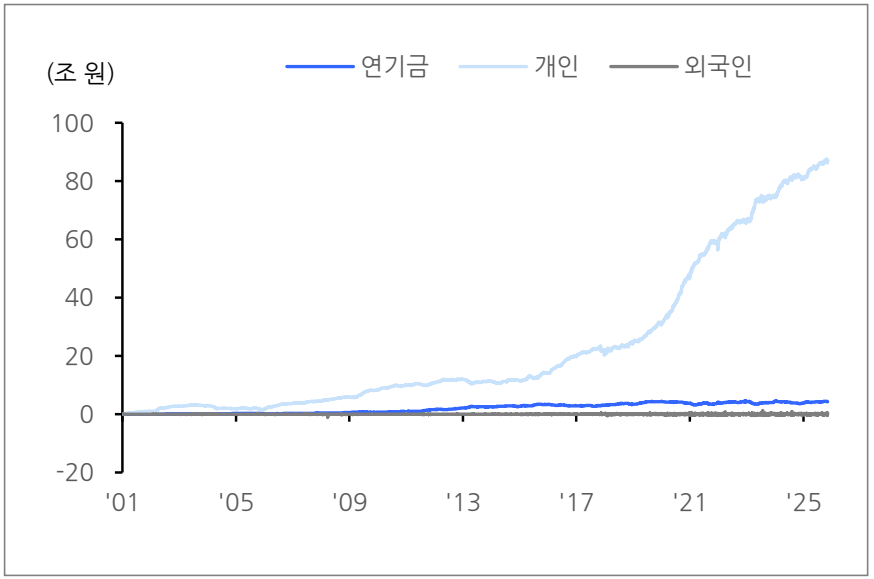
- 국민연금 내 국내주식 비중은 감소하고 있지만 투자 규모는 확대. 올해 코스피가 강세에 국민연금의 국내주식 규모는 200조원 상회
- KRX의 '연기금' 수급은 '18년 12월부터 국민연금, 공무원연금, 사학연금 등 기존 연기금과 우정사업본부인 국가지자체 수급 합산 발표
- 코스피에서 연기금의 순매수는 2000년대 이후 2020년까지 꾸준히 진행. 연기금은 코스피에서 2020년까지 최대 순매수 주체
- 코스피에서 과거 연기금의 순매수 특징은 (1) 큰 흐름을 가지고 변동성 낮게 순매수 진행하면서, (2) 큰 조정 시 매수 후 시장 회복 시 매도 패턴
- 반면 코스닥에서는 최근까지도 연기금 순매수 나타나지만, 개인 순매수 규모 대비했을 때 영향력 크지 않음
- 연기금의 머니 무브 나타나면 시장의 최종 방어자에서 꾸준한 순매수 주체로 변화할 수 있을 전망
- 연기금의 패시브 자금 성격 상 코스피와 대형주 중심으로 자금 유입이 집중될 것으로 판단

코스피 연기금 순매수는 2020년까지 꾸준히 진행 후 감소



자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

코스닥에서는 개인이 대부분의 매수 주체

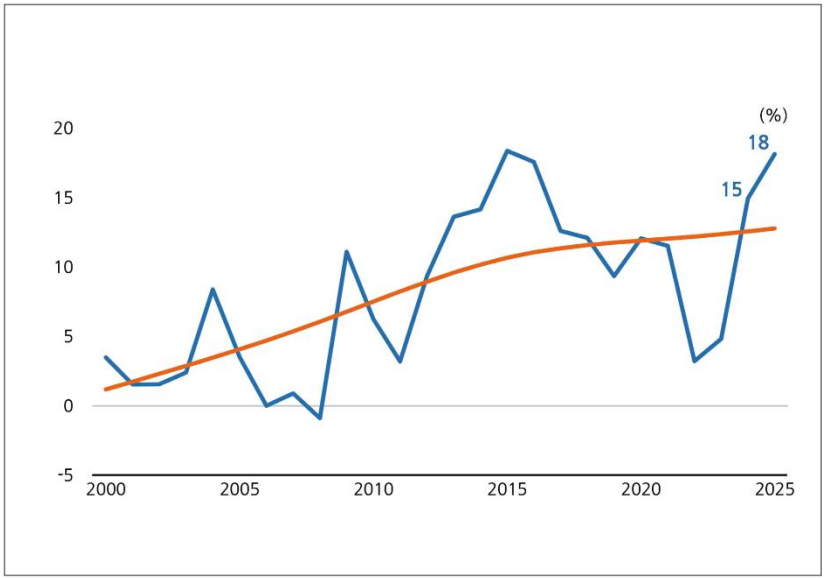


자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

(2) 국내 투자 증가를 위해서는 생산성 제고 필요

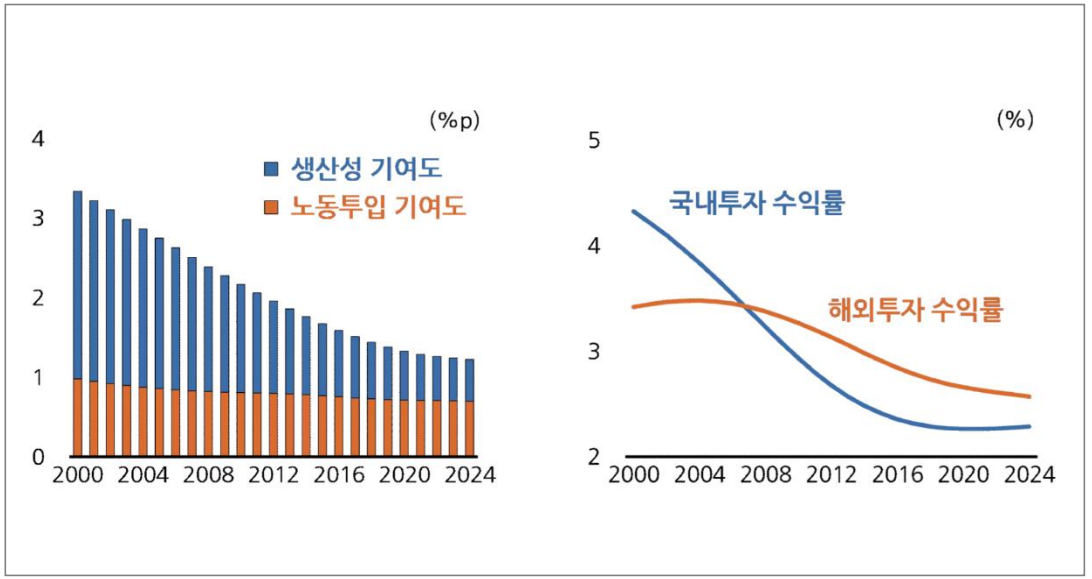
- 국내투자가 부진한 가운데 해외투자가 확대되면서 국내 경제 활력에 대한 우려가 커지고 있음
- KDI의 연구에 따르면 한국 경제의 전체 투자는 안정적인 수준을 유지하고 있으나, 전체 투자 대비 순 해외투자 비중이 늘어나고 있음
- 이는 투자 결정의 핵심 요인인 국내 자본수익성이 총요소생산성 증가세 둔화에 기인해 지속적으로 하락했기 때문
- 생산성 둔화는 직접적으로 GDP를 감소시킬 뿐만 아니라, 국내 자본 스톡 감소를 유발해 GDP에 더 큰 하락을 야기
- 결론적으로 KDI는 한국 경제의 활력을 강화하고 국내 투자를 늘리기 위해 혁신 기업의 시장 진입과 한계 기업 퇴출 등 생산성 개선 유도 촉구

한국 경제 전체 투자 대비 순 해외투자 비중 및 추세



주1: KDI "해외투자 증가의 거시경제적 배경과 함의" 재인용
주2: 2025년은 상반기 수치이며, 추세는 HP필터로 계산
자료: KDI, 현대차증권

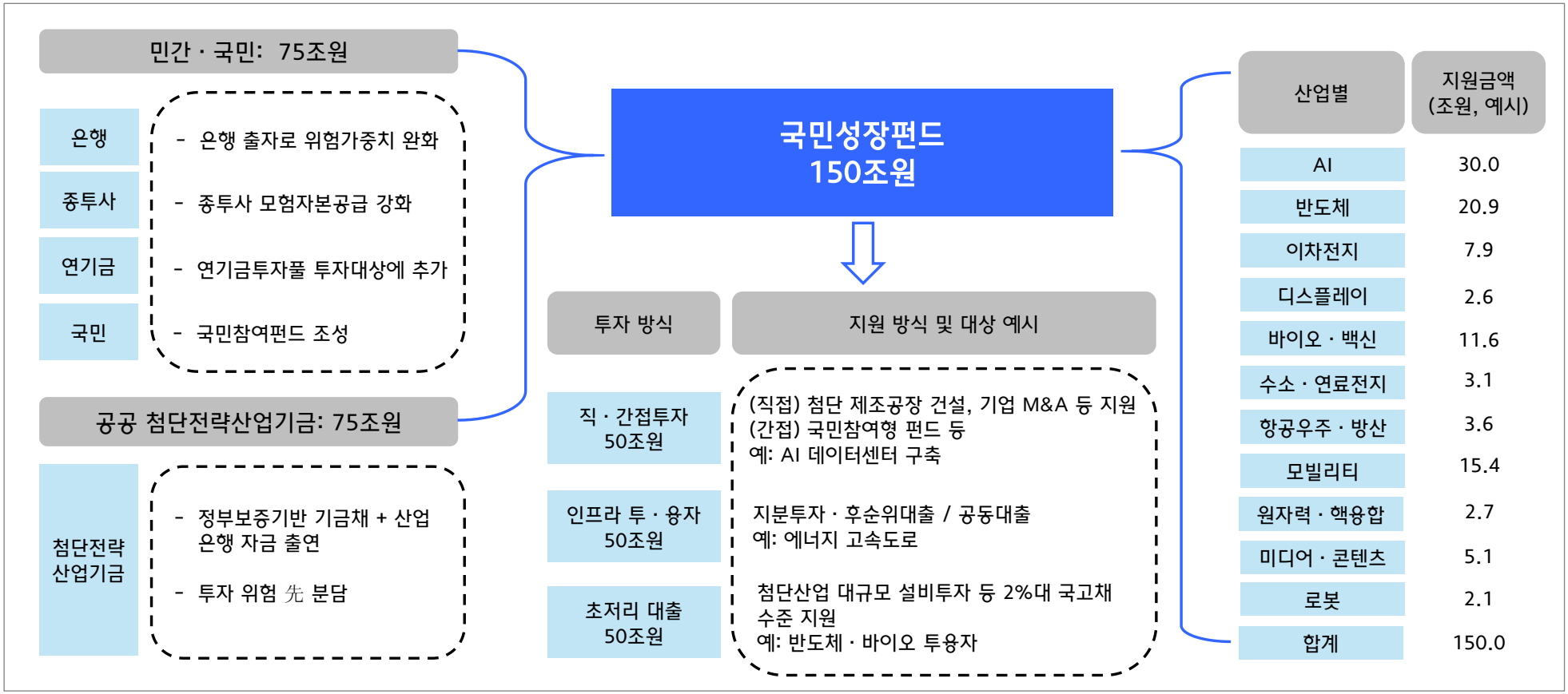
국내 자본수익성의 낮아지는 생산성 기여도와 수익률은 해외투자 증가 요인



주1: KDI "해외투자 증가의 거시경제적 배경과 함의" 재인용
주2: 국내투자 수익률은 외국인 국내자산 스톡 대비 투자소득 비율, 해외투자 수익률은 내국인 대외자산 스톡 대비 투자소득, HP필터로 계산
자료: KDI, 현대차증권

(2) 국내 투자 증가와 생산성 향상 위한 방안, 국민성장펀드

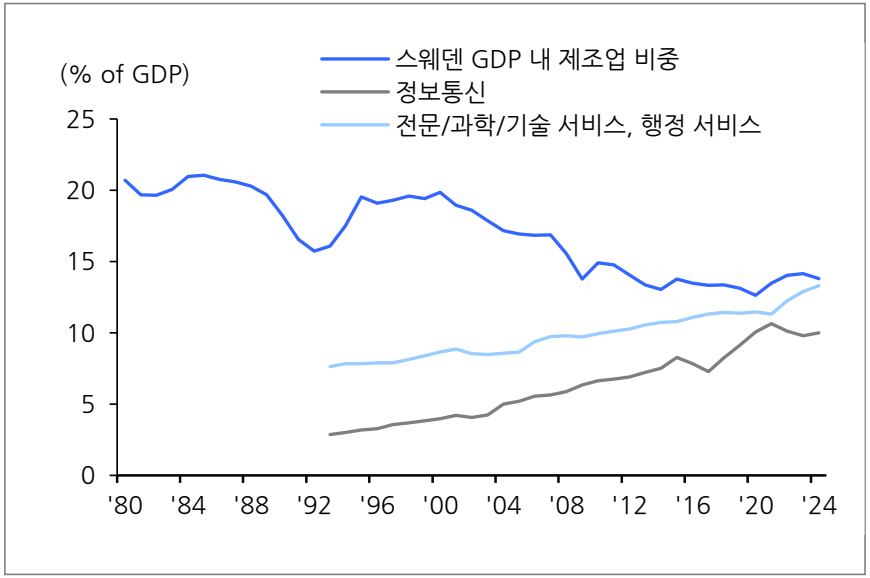
- 이재명 정부는 150조원의 국민성장펀드를 조성해 미래 첨단 산업 · 기업 육성하고, 벤처 · 혁신 활성화하며, 지역성장 및 일자리 확대 목표
- 첨단전략 산업기금이 위험을 먼저 부담해 민간자금 참여의 마중물로 기능
- 부동산과 은행예금에서 생산적 영역으로 금융 대전환 목표. 모험자본의 획기적 확대와 벤처 · 혁신 생태계 변혁 추구



(2) 스웨덴 제조업 몰락했지만 혁신 산업이 이를 대체

- 스웨덴의 사례를 보면 제조업의 몰락과 새로운 산업 육성 과정에서 모험자본과 자본시장의 역할이 크다는 것을 확인할 수 있음
- 스웨덴은 과거 조선업은 물론 볼보, 스카니아, 일렉트로룩스, 사브, 에릭슨 등 다양한 제조업 기업을 보유한 제조업 강국
- 하지만 1990년대 한국을 중심으로 한 아시아 제조업의 급부상에 경쟁력 상실
- 유럽 최대의 조선소였던 말뫼의 코쿰스 조선소의 초대형 크레인이 2002년 한국으로 떠나는 날 많은 시민들이 눈물을 흘렸던 '말뫼의 눈물'은 스웨덴 제조업의 몰락을 나타내는 대명사로 사용
- 몰락한 제조업의 국가였던 스웨덴은 정보통신과 게임 및 소프트웨어, 바이오 산업의 중심으로 변화. 다양한 분야의 스타트업 성장
- StartupBlink의 스타트업 생태계 지수(Global Startup Ecosystem Index) 에 따르면 2025년 기준 스웨덴의 스타트업 생태계는 글로벌 6위

스웨덴 경제 제조업 비중 축소 및 첨단산업 비중 확대



주1: 제조업은 World Bank의 국가별 제조업 비중
주2: 그 외 산업은 유럽통계청의 NACE 산업분류 체계 기준 GDP 산업별 분류 기준
자료: World Bank, 블룸버그, 현대차증권

스웨덴 스타트업 생태계 글로벌 상위권

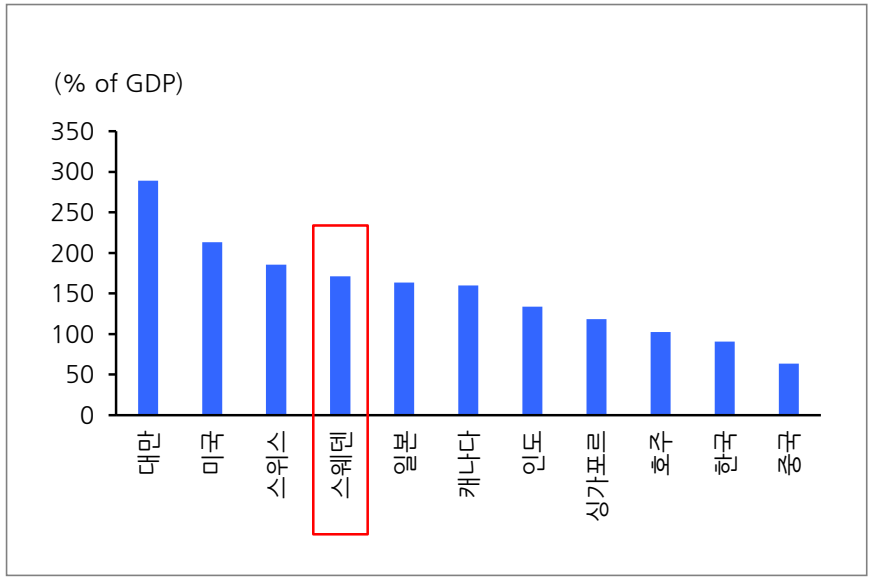
2025년 스타트업 생태계 순위	국가
1	미국
2	영국
3	이스라엘
4	싱가포르
5	캐나다
6	스웨덴
7	독일
8	프랑스
9	스위스
10	네덜란드

주: Global Startup Ecosystem Index 기준
자료: StartupBlink, 현대차증권

(2) 스웨덴 혁신 산업 확대는 자본시장이 큰 역할

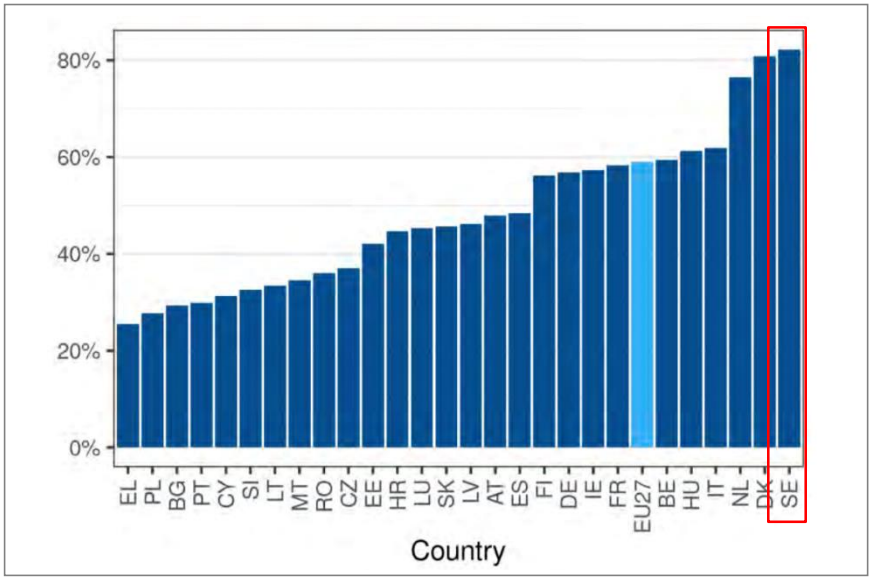
- 스웨덴의 다양한 스타트업 육성에는 모험자본과 자본시장이 큰 역할
- 스웨덴은 경제 규모 대비 큰 주식시장을 가져 시장의 깊이(Market Breadth)가 깊음. GDP 대비 주식시장 시가총액 글로벌 상위권
- 이러한 주식시장의 성장 배경은 스웨덴의 ISK(투자저축계좌)가 발달되었기 때문. ISK는 매매차익, 배당, 이자에 대한 세금이 아닌 계좌 가치에 대한 표준과세를 통해 1년에 1번 과세. 낮은 실효세율(2025년 약 0.888%)과 세금의 예측 가능성 높고, 신고 절차 없음
- 비과세 한도(15만 SEK(약 2,000만원), 2026년 30만 SEK) 제공하고 글로벌 주식, 펀드 대부분에 투자 가능
- 또한 스웨덴 연금 PPM(연금 계좌)에 급여 소득의 일부를 적립하고, 수령 시기에 과세해 장기 복리 투자에 유리
- ISK과 연금 계좌 등의 낮은 세금과 장기 투자에 대한 혜택에 가계의 직간접 증권투자 비중 유럽내 최고

스웨덴은 GDP 대비 큰 규모의 주식시장 가짐



주: 2024년 기준
자료: CEIC, 현대차증권

스웨덴 가계의 직간접 증권투자 비중 유럽내 최고

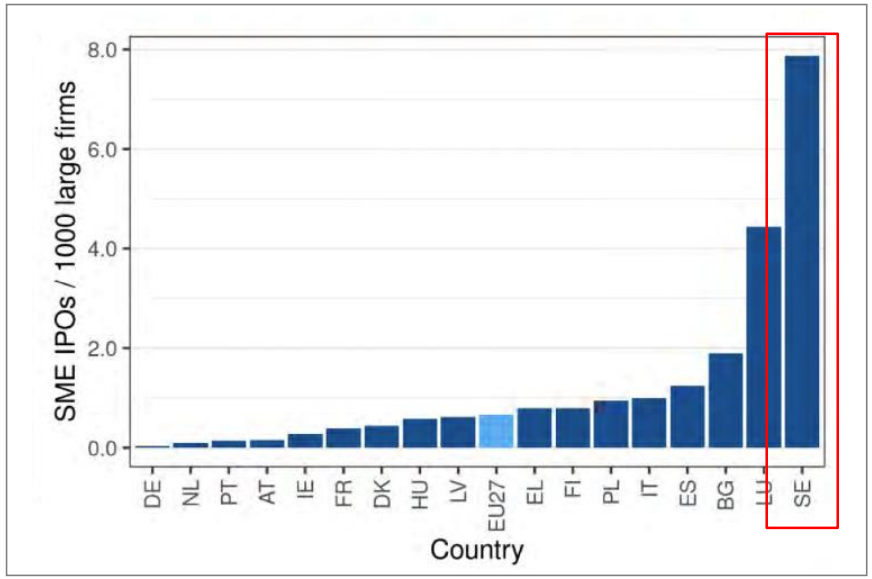


주1: 2024년 기준, SE가 스웨덴
주2: 가계의 주식, 펀드, 보험 및 연금 펀드의 현금성 자산 대비 비율(100%-현금성자산 비율)
자료: European Commission, 현대차증권

(2) 스웨덴 중소기업 IPO와 비상장주식 투자 비중 유럽내 최고

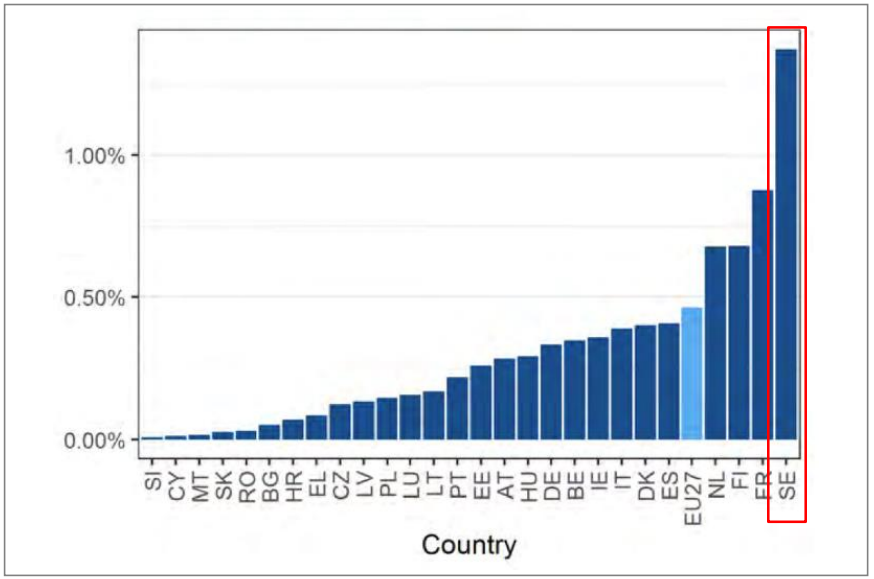
- 스웨덴의 소규모 기업 및 스타트업 투자 확대 정책 중 하나로 Investeraravdrag 공제 제도 존재
- 개인투자자가 소규모 기업 및 스타트업 신주를 취득시 취득 비용의 50%를 자본소득 과세표준에서 공제. 자본소득세율이 30%라는 점에서 투자금의 15% 규모 세액 공제 혜택.1인당 투자액 연 150만 SEK(약 2억원)까지 가능. 5년내 주식 처분시 공제액 전액 회수
- 거래소 측면에서도 메인시장 이외 나스닥 First North 시장과 Spotlight 시장이 있어 소규모 기업/스타트업에 완화적 상장 및 공시 규제 제공
- 이러한 스타트업 투자 활성화 정책에 스웨덴의 대형기업 대비 2억유로 미만 중소형 기업(SMEs)의 IPO 비율은 유럽내 가장 높음
- 스타트업과 중소형 기업에 대한 투자가 활발한 영향으로 스웨덴의 명목 GDP 대비 비상장기업에 대한 투자 비중도 유럽내 가장 높음
- 발달된 거래소, 가계의 높은 증권투자 비중, 스타트업 투자에 대한 혜택이 종합해서 새로운 기업에 대한 투자 높이는 것

스웨덴 중소형 기업의 IPO 비중 유럽내 최상위



주1: 2024년 기준, SE가 스웨덴
주2: 대형 기업 대비 시가총액 2억유로 미만 규모 기업 IPO 비중
자료: European Commission, 현대차증권

스웨덴 GDP 대비 비상장 주식 투자 비중 유럽내 최상위

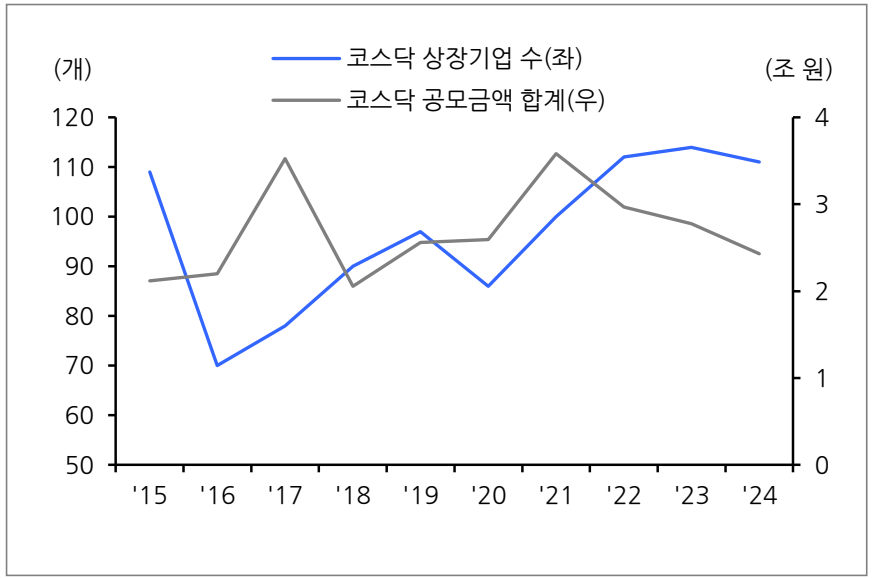


주1: 2024년 기준, SE가 스웨덴
주2: 명목 GDP 대비 Private Equity 투자 비중
자료: European Commission, 현대차증권

(2) 반면 국내 모험자본 회수시장 10년째 제자리

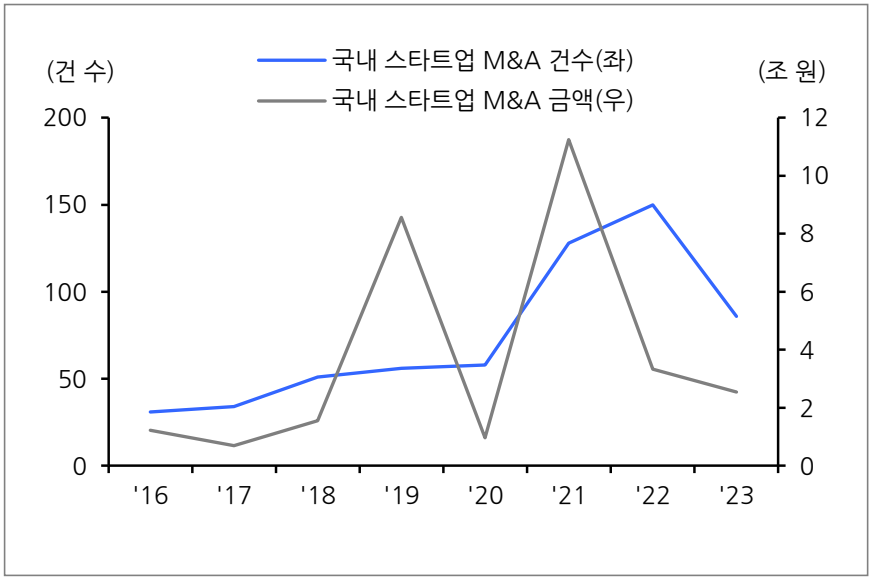
- 모험자본의 발달을 위해서는 회수시장(Exit)의 활성화가 필수적
- 모험자본의 회수는 시기 및 방법을 예측하기 어려워 다양한 방법의 회수시장이 구비되고 활성화 되어야 함
- 자본시장연구원의 연구에 따르면 국내 모험자본의 선순환 체계가 구축되기 위해서는 모험자본 공급 확대와 같은 투자 활성화보다는 회수시장의 활성화가 더 중요하다고 주장
- 국내 스타트업의 대표적인 회수시장이라고 할 수 있는 코스닥에서의 상장기업 수와 공모금액은 최근 10년간 크게 변화하지 않음
- 스타트업 M&A 시장규모도 2021년과 2022년 급성장했지만, 2023년부터 점차 침체. 2024년엔 고금리에 2023년의 절반 수준으로 알려짐
- 국내에서는 모험자본의 주요 회수시장인 IPO와 M&A 모두 어려운 환경인 것

코스닥시장 IPO, 10년간 성장 거의 없었음



자료: 한국거래소, 현대차증권

스타트업 M&A 시장도 급속히 냉각 중

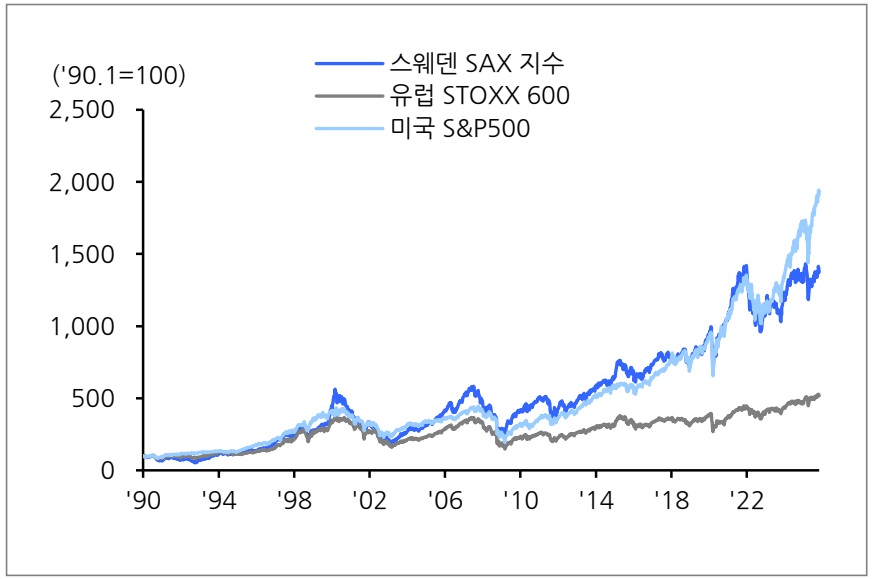


자료: 스타트업얼라이언스, 현대차증권

(2) 이재명 정부 자본시장 활성화 시 국내증시 우호적

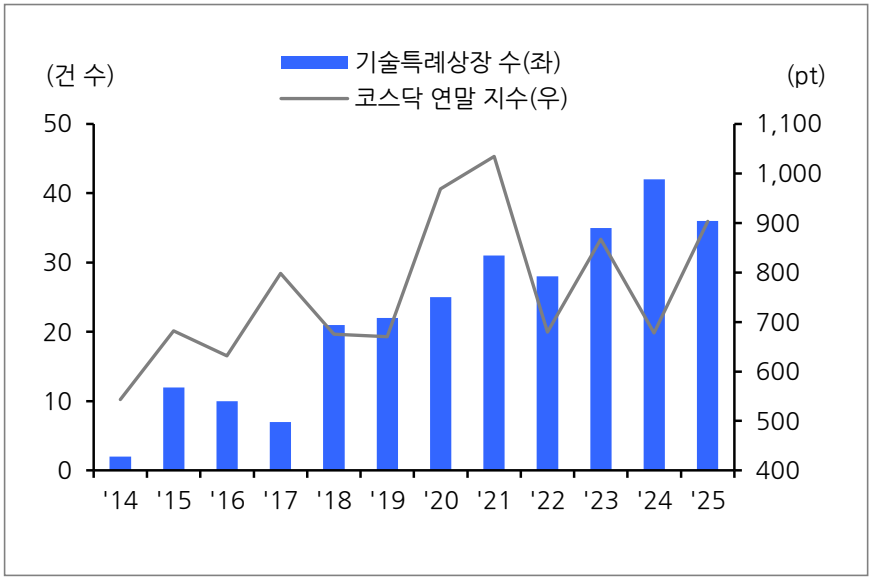
- 스웨덴 경제에서는 수많은 스타트업과 혁신 기업 탄생하고, 스웨덴 증시 상장으로 이어지면서 스웨덴 주식시장의 활력 높아짐
- 첨단 산업과 기업이 늘어나고, 벤처와 혁신이 활성화될수록 증시는 역동성을 띄는 것
- 스웨덴 주식시장의 대표 지수인 SAX는 유럽의 STOXX600 지수 대비해서 오랜 기간 아웃퍼폼
- 스웨덴 SAX 지수는 미국 S&P500과 유사한 흐름. 스웨덴 증시는 혁신성 높은 미국 증시의 퍼포먼스를 따라감
- 코스닥도 지수가 오르며 모험자본이 늘어날수록 국내 벤처 생태계 회복. 2014년 이후 코스닥 지수 상승과 함께 기술특례상장 수 증가
- AI, 바이오, 반도체, 방산 · 항공우주 등 유망 산업의 기업들이 IPO를 통해 대규모 R&D 자금을 지원받고 성장할수록 증시도 상승 가능

스웨덴 주식시장, 유럽 전체 대비 아웃퍼폼



자료: 블룸버그, 현대차증권

모험자본 증가는 첨단 기업 상장 증가와 지수 상승 야기



자료: 스타트업얼라이언스, 현대차증권

Compliance Notice

▶ Compliance Notice

- 본 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료 작성자 김재승의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
- 조사분석 담당자 및 그 배우자는 헤딩 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.