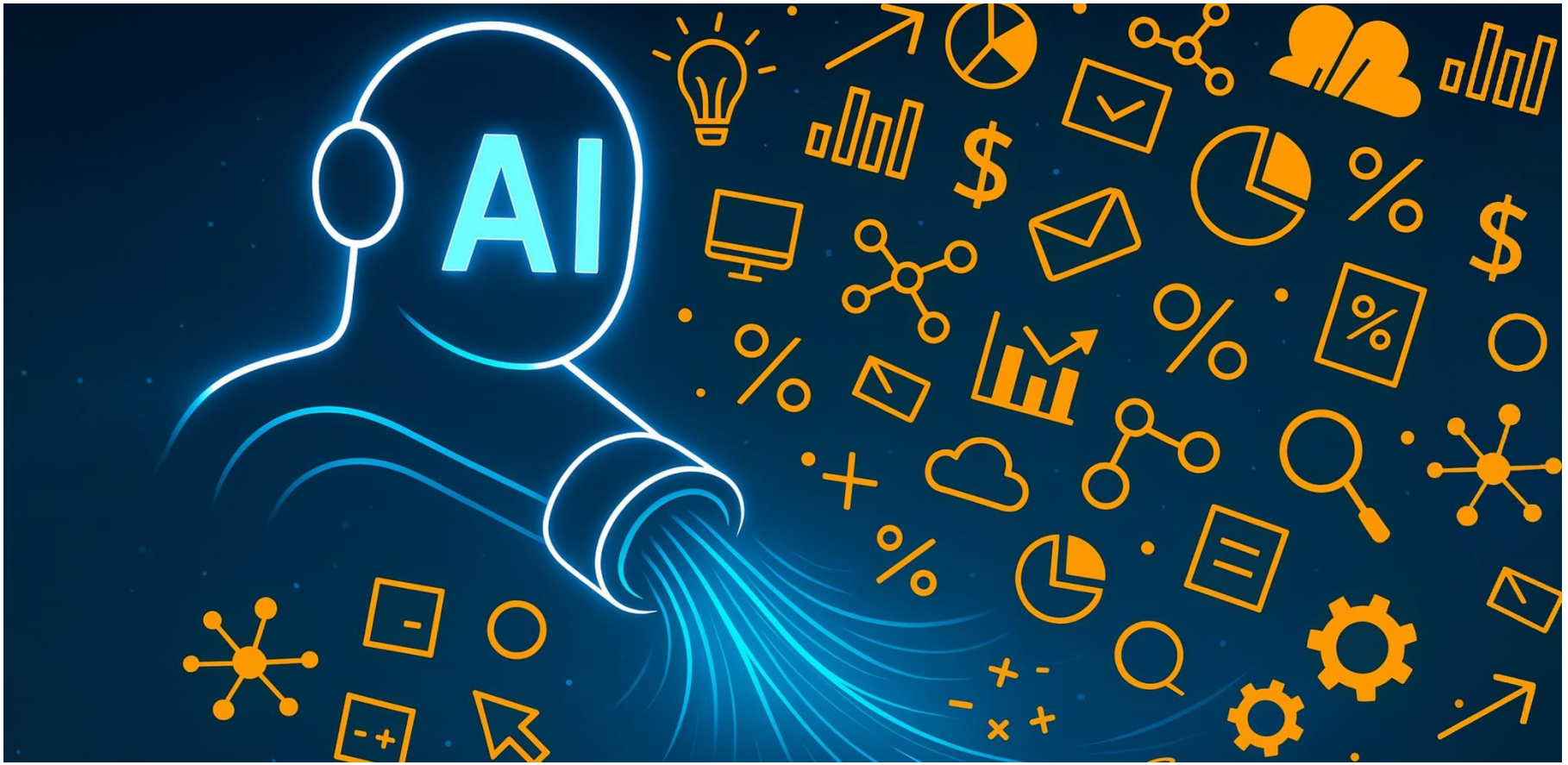
유진투자증권

Dec. 2025

글로벌 전략

블랙홀



글로벌매크로팀 허재환 02)368-6176_ jaehwan.huh@eugenefn.com

CONTENTS

01/ 흔들리는 'Everything Rally' 05

02/ 참을 수 없는 AI의 가벼움 17

03/ 외국인 투자가들은 환율 방탄이 아니다 25

04/ Re-Rating으로 가는 길 31

블랙홀

Executive Summary

by 허재환

'Everything Rally(유동성에 의한 모든 자산 가격 상승)'이 흔들리고 있다. 미국 연방정부 셧다운 해제 이후에도 이어지는 단기 자금 부족과 빅테크 기업들의 자금 조달 부담이 겹쳤기 때문이다. AI 버블 논란이 뜨겁지만, 구글 vs. 챗GPT 등 산업 내 혁신 경쟁이 치열해진 것이지, 붕괴 우려로 보기는 이르다. 미국 연준의 QT 중단(12/1일)과 이후 추가 금리인하가 주식시장 재반등의 촉매제가 될 것으로 예상된다.

그렇다고 유동성이 주식시장 상승을 위한 만능 열쇠는 아니다. AI 산업 특성 상 고용이나 투자 유발 효과가 제한적이다. 국내에서는 내수 부진이 장기화되는 가운데 AI 산업이 등장하자 청년층 고용이 어렵다. 정부 부동산 정책으로 인한 높아진 월세 부담은 중산층 이하 계층의 구매력을 저해할 가능성이 높다. 아시아 증시가 올랐지만, 반도체와 AI 에 의존적이라 다소 불편하게 느껴졌던 이유다.

2025년 국내 증시가 70% 가까이 올랐지만, 원화 채권 가격과 원화 가치는 약하다. AI와 관련된 수출에 비해 소비와 투자가 약하다는 반증이다. 연간 경상흑자가 1천억 달러가 넘어도, 직접투자와 증권투자로 유출되는 자금 규모가 더 큰 데는 그만한 이유가 있는 것이다. 하지만 국내와 미국과의 금리 정책 차이가 축소되고 있다. 엔화와 원화 약세 국면이 더 심해지지는 않을 것으로 예상된다.

KOSPI는 11월 고점 이후 8~9% 하락했다. 추가 하락 폭이 크지 않을 것으로 보이나, 주가 변동성에 익숙해질 필요가 있다. 2025년 코스피 영업이익 기준으로 10월까지 KOSPI 상승세는 다소 과도했고, 속도 조절 가능성은 남아 있다. 배당분리 과세 또는 자사주 소각 등 정책은 긍정적이나, 여기서 국내 증시가 한 단계 더 높아지려면, 투자 확대가 필요하다. 다행히 2026년을 앞두고 투자 확대 기대가 살아 있다. 투자와 관련 높은 반도체/소부장/소재/건강관리 등에 대한 관심이 유망해 보인다.

01

흔들리는 ‘Everything Rally’

미국 금리인하 싸이클은 끝나지 않음. 그러나 셧다운 해제에도 단기 자금시장 불안 여진 존재

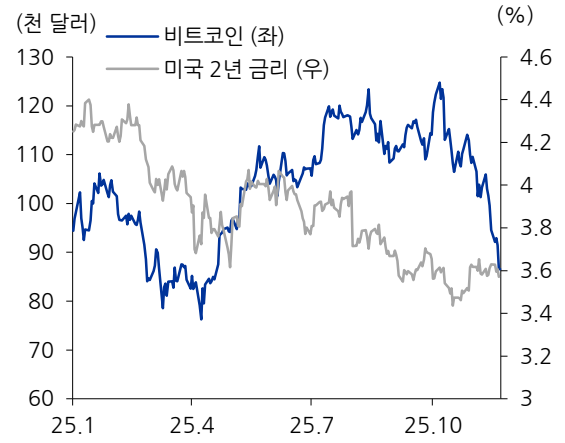
빅테크 기업들의 차입 증가에도 본질은 빅테크 경쟁 격화와 새로운 혁신의 필요성

Everything Rally 후퇴

올해 강세를 보였던 자산 가격의 조정 국면, '4월 해방의날' 이후 최대

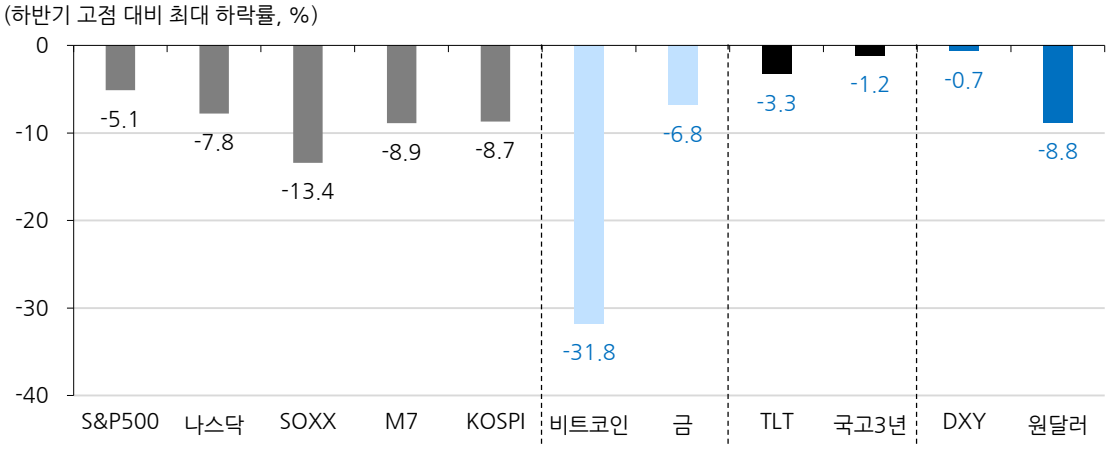
- 비트코인 가격은 10/6일 이후 -30% 이상 하락하며, 올해 상승 분을 모두 반납함.
- 금 가격도 10/20일 이후 -6.8% 하락함.
- 미국 M7 주가는 10/29일 이후 -8.9% 하락함. 필라델피아 반도체 지수도 -13.4% 하락함.
- 투기적 성격이 강한 미국 밈주식 가격은 고점 대비 -48% 하락함.

미국 단기금리 상승과 함께 비트코인 급락



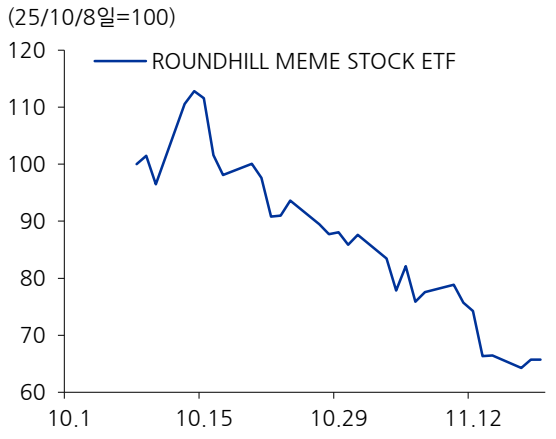
자료: Refinitiv, 유진투자증권

비트코인, 반도체, M7 등 주가뿐 아니라 비트코인은 30% 이상 하락



자료: Refinitiv, 유진투자증권

10월 중순 이후 밈주식 가격은 42% 하락



자료: Refinitiv, 유진투자증권

미국 금리인하는 끝나지 않았다

고용 둔화와 소비심리 악화 압력

- 미국 정부 폐쇄 기간 동안 공개된 ADP 민간 일자리 수(9월 -2.9만명, 10월 +4.2만명)를 감안하면, 미국 고용시장은 계속 부진했을 가능성이 높음.
- 주가 또는 고용보다 물가에 더 민감한 미시건대 소비심리지수를 보면, 저소득층(소득 하위 1/3)의 소비심리는 코로나19 때만큼 악화됨.
- 트럼프 대통령은 11/14일 일부 농산품(커피, 차, 주스, 코코아, 쇠고기 등) 관세를 면제 또는 철회함.
- 또한 트럼프 대통령은 2026년 중반까지 수입 관세를 재원으로 1인당 최소 2,000달러 지급을 계획 중임(가족 소득 10만 달러 이하). → 중산층 이하 계층의 물가 부담이 크다는 반증임.

트럼프, 커피·열대과일등 일부 농산물에 국가별관세 면제지시

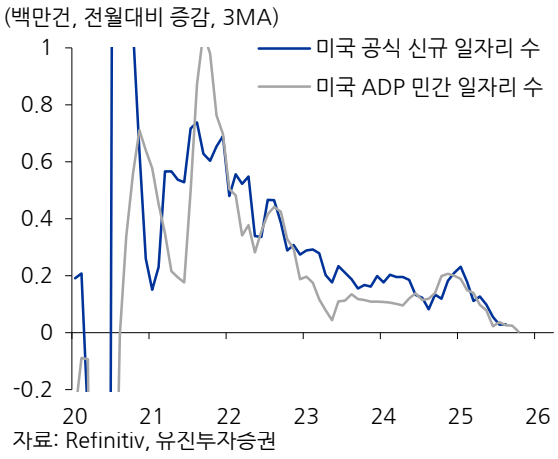
송고 2025-11-15 07:03

김동현 기자

+구독

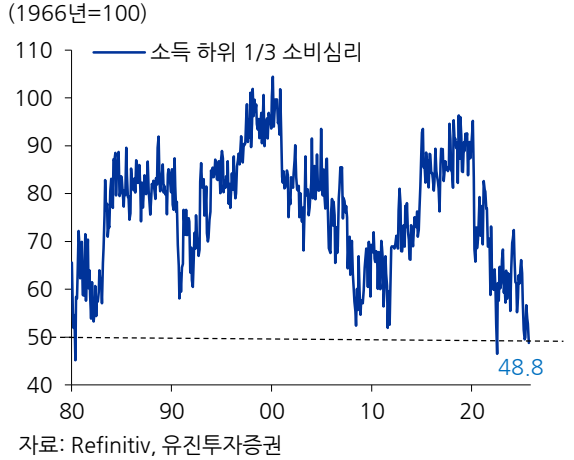
'장바구니 물가' 우려에 행정명령 서명…전날 수입분부터 적용

미국 고용은 둔화



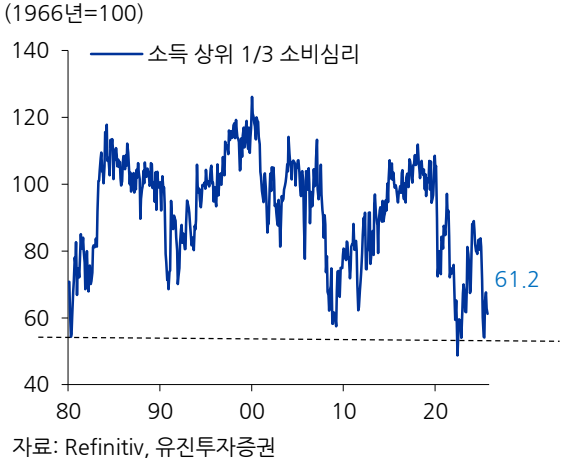
자료: Refinitiv, 유진투자증권

물가 상승으로 소득 하위 소비심리 악화



자료: Refinitiv, 유진투자증권

물가 부담에도 소득 상위계층 피해는 덜해



자료: Refinitiv, 유진투자증권

급박한 미국 금리인하의 필요성도 낮아

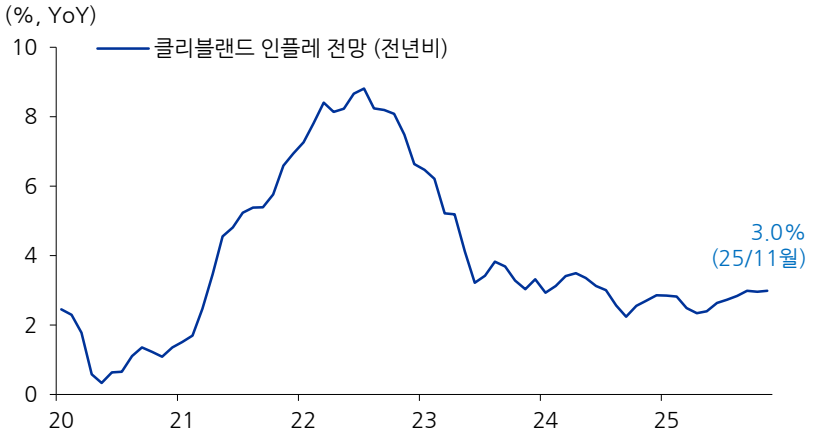
10~11월 셧다운에도 불구, 경기 침체 위험은 낮아

- 미국 정부 일시 폐쇄 기간 동안 물가 전망은 완만하게나마 상향이 되고 있음. 클리블랜드 인플레 전망은 빠른 속도는 아니지만, 10~11월 동안 3%대로 상향됨(전월 대비 0.2~0.3% 수준).
- 지난 3분기와 4분기 성장률 전망도 3%대를 유지 중임. 애틀랜타 GDP Now(3Q)는 연율 기준 4.1%(11/17일 기준)을 기록 중.
- 침체 위험이 낮고, 이미 연속으로 두 차례 금리를 인하한 미국 연준 입장에서는 경제 지표가 확인되지 않은 상황에서 금리를 연속적으로 인하하는데 부담을 느낄 수밖에 없음.

12월 미국 연준 금리 동결 확률 급격히 상승

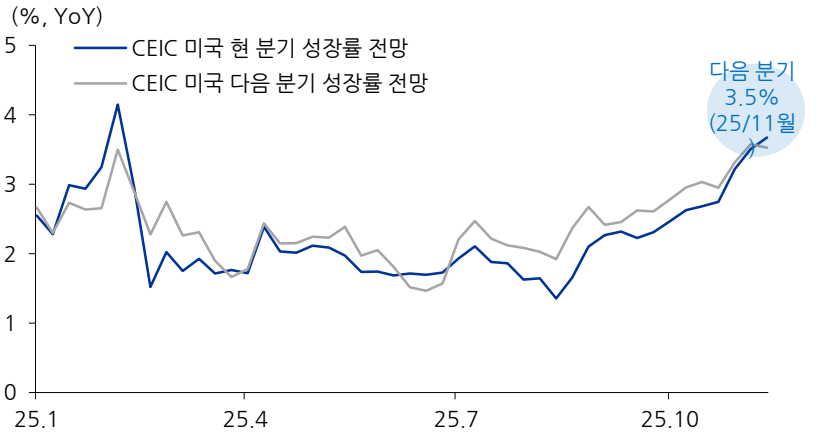
자료: CME Fed Watch, 유진투자증권

물가 전망, 빠르지 않지만 상향 위험 존재



자료: Refinitiv, 유진투자증권

성장률 전망도 계속 상향



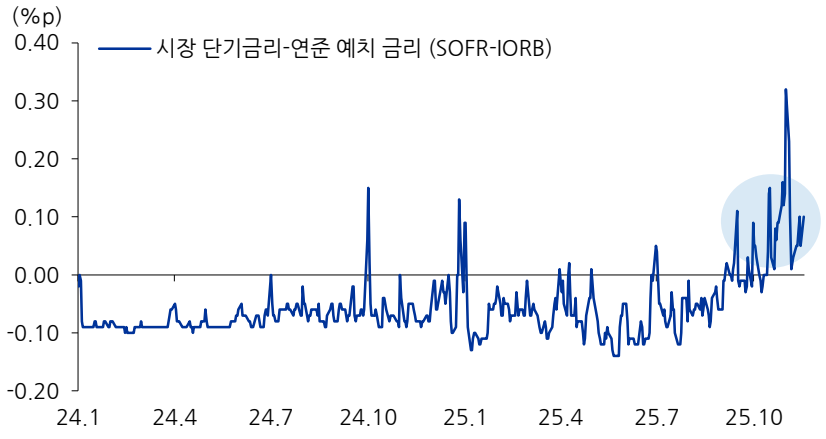
자료: CEIC, 유진투자증권

미국 정부 폐쇄 해제 후에도 지속되는 단기 자금 압박

단기 국채 발행 증가 부담

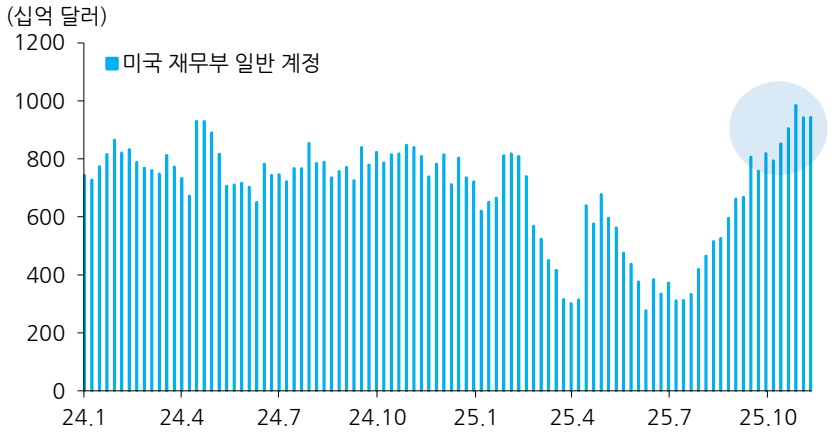
- 미국 정부 일시 폐쇄가 해제되었음(25/10/1~11/12일). 그러나 단기 자금시장에서 유동성 부족 현상은 이어짐.
- 아직 연준 예치금리(Interest on Reserve Balances 3.9%)보다 시장 단기 금리(Secured Overnight Financing Rate, 4%)가 높음.
- 트럼프 정부 들어 단기 국채 발행 규모가 크게 늘면서, 미국 재무부 일반 계정 잔고도 9,431억 달러 수준을 유지 중임(보통 8천 달러 수준).

단기 자금시장 유동성 부족



자료: Refinitiv, 유진투자증권

미국 정부 셧다운 해제 이후에도 재무부의 유동성 흡수 지속



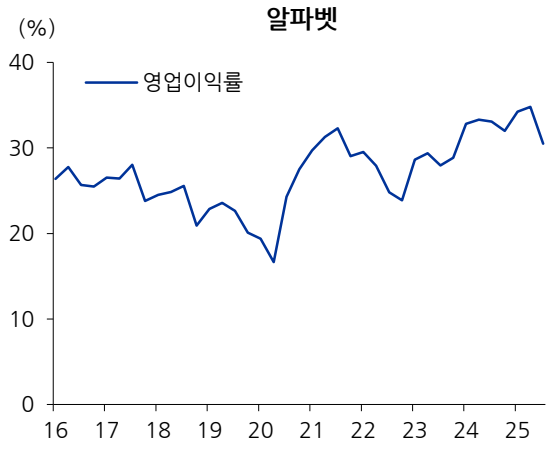
자료: Refinitiv, 유진투자증권

현금 부자 빅테크도 돈을 빌리기 시작

잇따른 빅테크기업들의 채권 발행

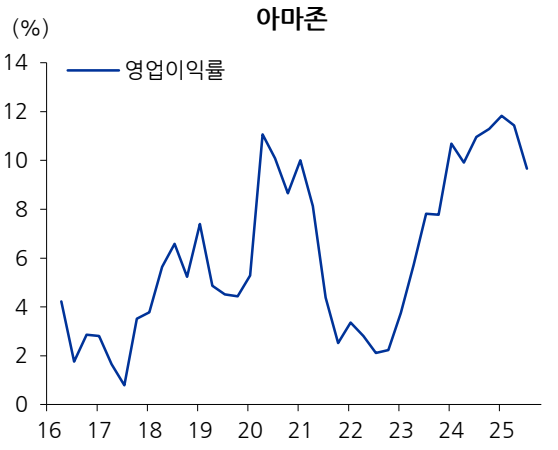
- 25/9월 오라클(180억 달러)에 이어, 25/10월 메타는 3Q 실적 발표 후 270억 달러 규모의 채권 발행 계획을 공개함.
- 지난 11/3일 알파벳도 150억 달러, 65억 유로 규모의 채권 발행 계획을 공개함.
- 11/17일 아마존도 150억 달러 규모의 회사채 발행을 예정함.
- AI 투자 경쟁이 치열해졌다는 의미와 함께 미국 빅테크 기업들의 이익률 향상 속도가 아직 투자 비용을 능가하지 못했다는 반증임.

알파벳 영업이익률 소폭 둔화



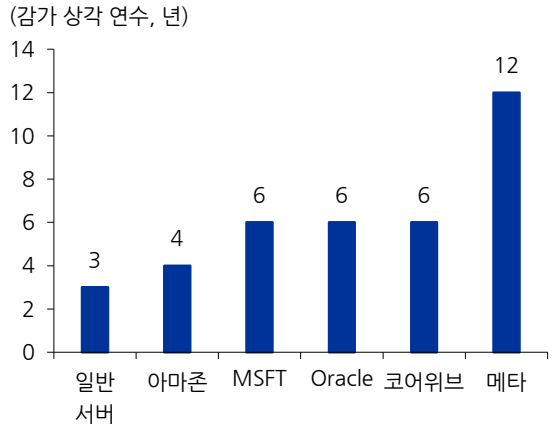
자료: Refinitiv, 유진투자증권

아마존 영업이익률 9%대로 둔화



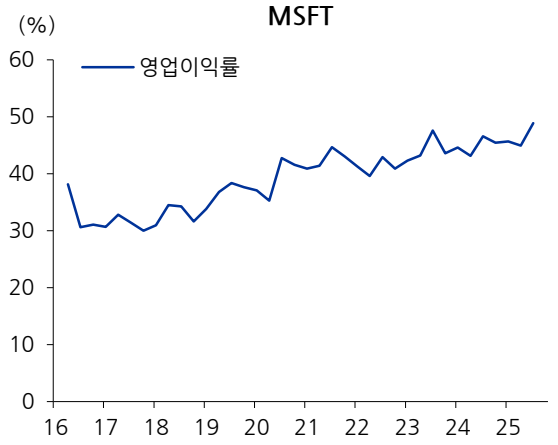
자료: Refinitiv, 유진투자증권

마이클 버리가 시작한 GPU 감가상각 연수 논란



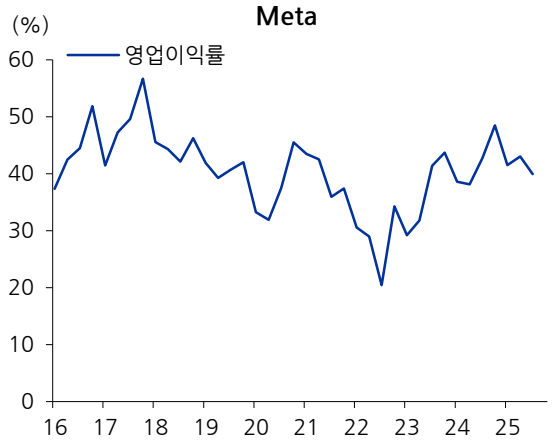
자료: 언론보도 취합

마이크로소프트 영업이익률 계속 상승



자료: Refinitiv, 유진투자증권

메타 영업이익률 둔화



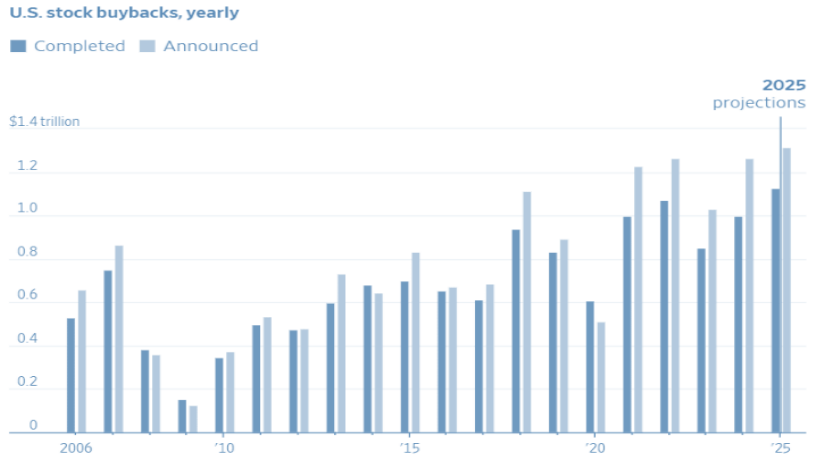
자료: Refinitiv, 유진투자증권

이대로면 2~3년 뒤에는 돈이 많이 부족해진다

반도체, 전력 뿐 아니라 자금도 공급 부족

- 아직은 아마존, 알파벳, MSFT, 메타 등 주요 빅테크 기업들의 영업현금 흐름이 투자 규모를 상회함. 충분히 감내 가능함.
- 그러나 지금 속도(23년 이후 연 평균 영업현금흐름 +30%, 투자 +60%)가 이어질 경우, 2027~28년경 투자 규모가 영업현금흐름을 상회하게 됨. 단순 계산 상 2030년 1.4조 달러 이상 부족하게됨.
- 현재 연간 미국 국채 발행 규모가 2조 달러임. 자금조달 수요가 향후 2~3년 뒤 크게 늘어날 위험이 있음.
- 또한 외부 차입이 늘어날수록 자사주 매입 여력도 부족해 질 수 있음.

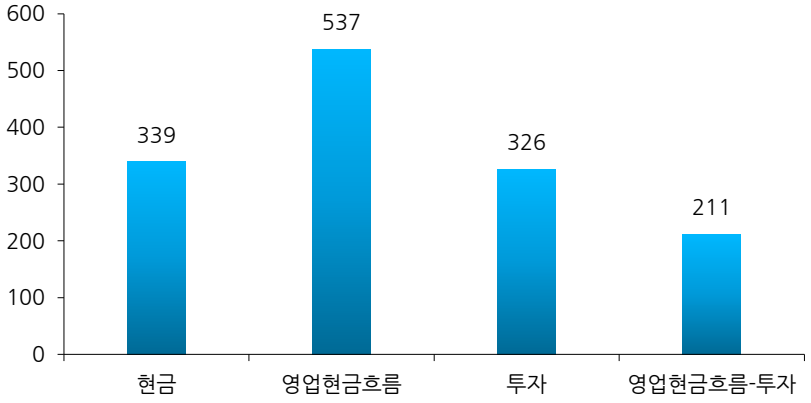
2025년 1조 달러를 넘어선 미국 기업 자사주 매입



자료: WSJ

아직은 영업현금흐름으로 투자를 충분히 감내

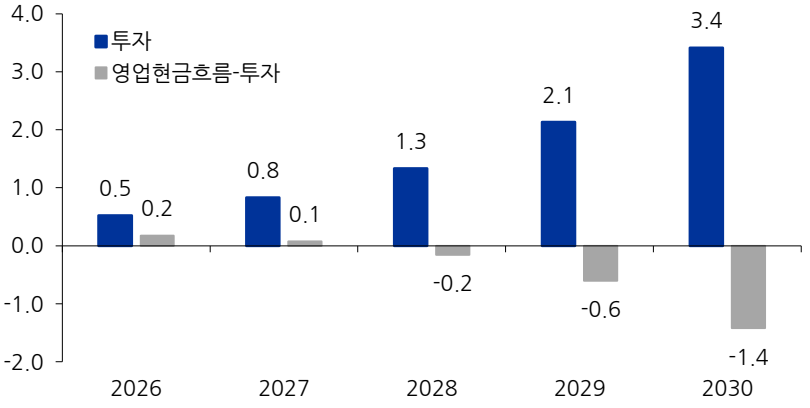
(십억달러, 25년 3Q, 4분기 누적) **아마존/알파벳/MSFT/메타**



자료: Refinitiv, 유진투자증권

2028년 부터 현금 부족, 5년 뒤 1조 달러 이상 외부 자금 조달 필요

(조 달러, 아마존/알파벳/MSFT/메타)



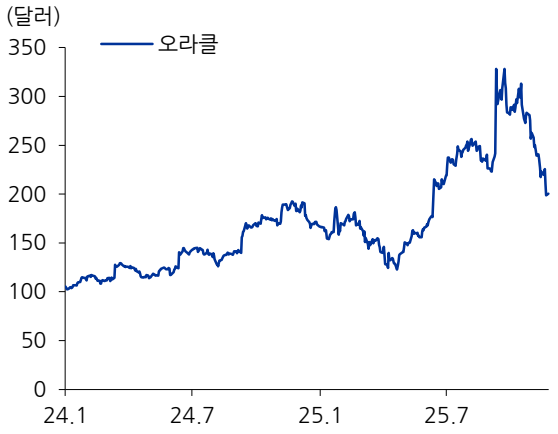
자료: Refinitiv, 유진투자증권

Chat GPT vs. Gemini

버블보다는 치열한 경쟁 논란

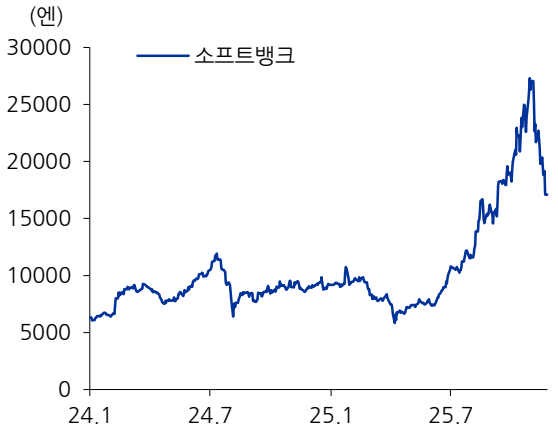
- 최근 출시된 제미나이 3.0을 계기로 Open AI 협력체와 그외 업체들간 경쟁이 더욱 치열해짐.
- 오라클, 소프트뱅크, 마이크로소프트 등 Open AI 협력 업체들의 주가는 10~11월 이후 약세를 보임. 오라클은 고점 이후 -39.5% 하락, 소프트뱅크 주가도 -37% 하락함.
- 반면 알파벳 주가는 올해 68% 상승하며, M7 가운데 가장 뚜렷한 성과를 보임. 알파벳 시가총액이 마이크로소프트사를 상회함.
- 구글 제미나이 운영에 필요한 TPU를 만드는 브로드컴 주가도 강세를 보임.
- 참고로 TPU는 구글 운영체제를 위해 직접 설계한 반도체로, 기존 GPU에 비해 효율적이고, 전력 대비 성능이 우수함.
- 구글은 TPU/네트워크/프런티어 모델을 수직 계열화함. 즉 엔비디아/마이크로소프트/OpenAI의 기능이 합친 시스템으로 발전시킴.

오라클 주가 올해 상승 폭 상당히 반납



자료: Refinitiv, 유진투자증권

소프트뱅크 주가, 9월 이전으로 회귀



자료: Refinitiv, 유진투자증권

M7 가운데 올해 가장 빛나는 알파벳

자료: Refinitiv, 유진투자증권

알파벳의 파트너 브로드컴 주가 상승

자료: Refinitiv, 유진투자증권

기존 LLM 모델의 한계에 대한 우려

[AI 4대 석학 중 한 명인 얀 르쿤(65세) 교수]

	현재 LLM	르쿤의 미래 AI
학습 방식	언어 기반	비언어, 시각
핵심 능력	패턴 인식, 빠른 답변	추론, 계획, 장기 시뮬레이션
구조	단일 거대 모델	모듈형 (vision, planning, memory 등)
필요 자원	GPU + 데이터	상대적으로 효율적 자원
목표	대형 언어 모델 성능 향상	인간과 비슷한 지능 (AGI)
생태계	빅테크	오픈 소스 생태계

- 컴퓨터학계 노벨상으로 불리는 튜링상 수상, 미국 뉴욕대 교수
- 2013년부터 있었던 메타 최고 과학자에서 물러나, 스타트업 설립 계획 (2025/11월)
- 르쿤, “현재 언어 모델은 유용할 뿐, 인간처럼 추론/계획하지 못해”
- 기존 chatGPT 등 LLM 모델은 언어 이해, 생성에 주력하는 트랜스포머 구조
  그러나 결국 세상을 이해하고, 예측하고, 추론하는 월드 모델 구조로 전환 예상

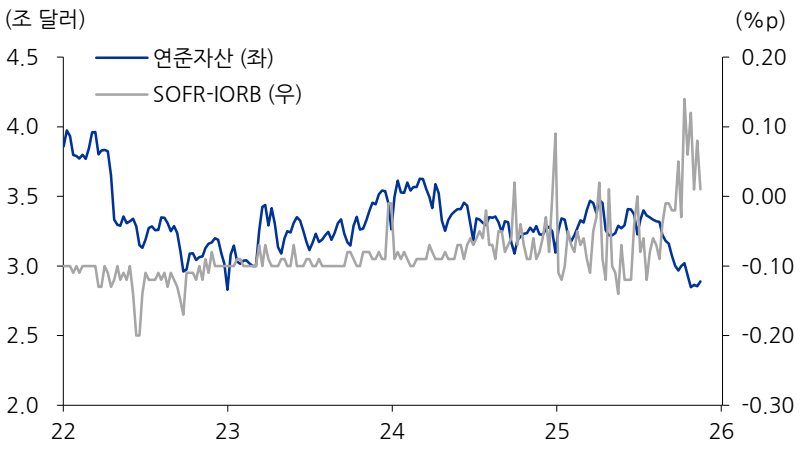
→ 현재 빅테크 및 AI 기업들의 밸류에이션 기대는 너무 LLM 중심, 대규모 설비투자가 필수적이라는 가정

단기 유동성 압박은 오래 가지 않을 듯

12월 QT 중단 또는 12월 FOMC회의가 계기

- 12/1일 미국 연준의 자산매각(QT) 중단 및 12월 FOMC회의(9~10일) 전후로 단기 자금 시장 압박은 완화될 것으로 기대함.
- 미국 연준 자산이 감소하는 과정에서 단기 자금 시장 압박이 확대됨. 즉, QT 종료를 계기로 단기 자금시장은 점차 안정될 수 있음.
- 미국 연준 자산 변화가 미국 주가에 미치는 영향은 일정하지 않지만, 미국 국채 금리가 안정되는 데 기여할 것으로 예상함.

미국 연준이 QT 멈추는 시점을 기대



자료: Refinitiv, 유진투자증권

미국 연준 자산 변화는 미국 국채금리에 영향

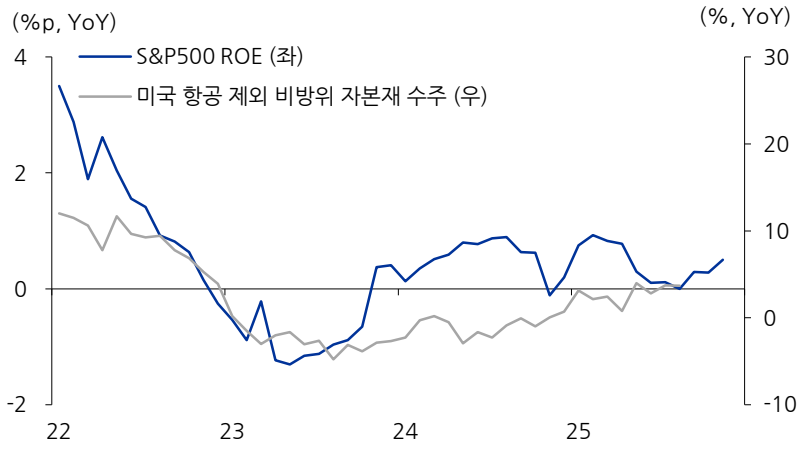
자료: Refinitiv, 유진투자증권

Tech 이외 분산도 필요

2026년을 앞두고 미국 기업 이익 개선 범위 확대 가능성

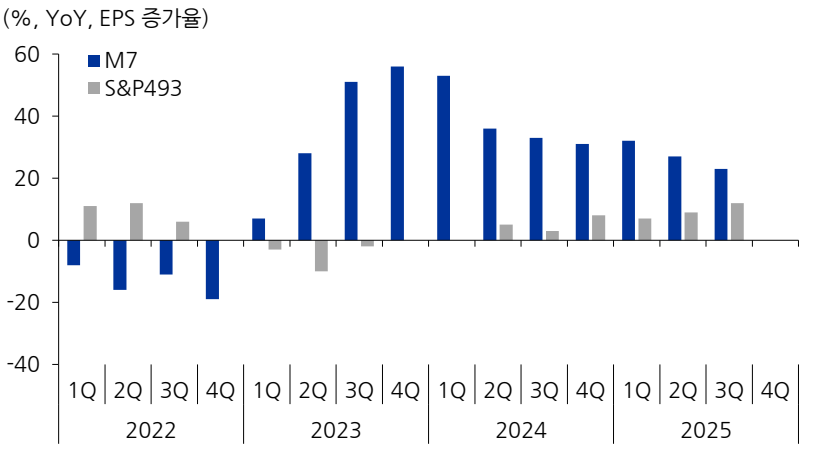
- 미국 기업들의 수익성을 의미하는 ROE는 20% 이상으로 추정되며, 최근 재차 ROE 상승 속도가 높아지고 있음.
- 미국 S&P500의 2025년, 2026년 상승 가능성은 여전히 유효함.
- 그러나 S&P500 기업들 가운데 M7과 그외 기업들간 이익 증가율 격차는 축소됨. Tech 이외 분산도 필요함.

미국 기업들의 수익성 개선



자료: Refinitiv, 유진투자증권

M7과 그외 기업들 이익 증가율 격차 더디지만 축소



자료: Refinitiv, 유진투자증권

편집상의 공백페이지입니다

02

참을 수 없는 AI의 가벼움

미국 AI 붐의 수혜는 대만과 동남아. 그러나 수출에 비해 투자와 소비 회복 속도는 더뎌

AI의 고용 유발 효과는 아직 제한적임. AI가 흔들리면 주가 변동성도 커질 수밖에 없어

2026년 글로벌 교역 및 경제 여건은 우호적

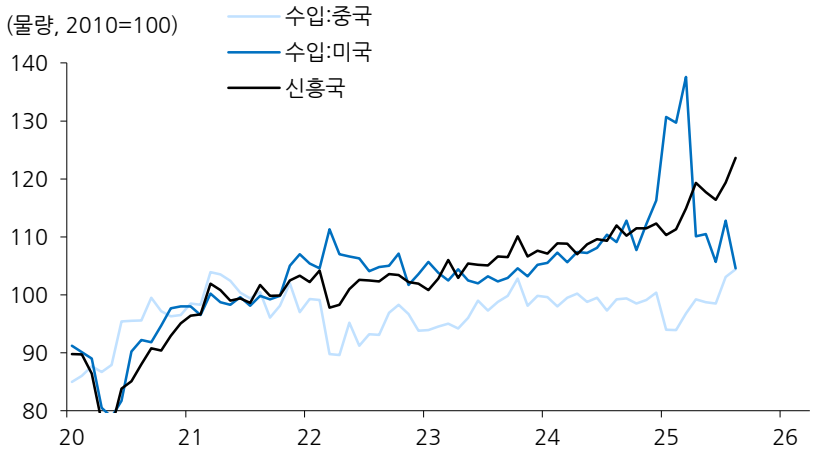
중국/신흥국 수입 수요 개선

- 글로벌 교역 규모가 트럼프 관세 정책에도 심각하게 악화되지는 않았음.
- 2025년 1분기 미국의 선수요에 의한 미국 수입 수요가 크게 늘다가 이후 둔화됨. 대신 중국 수입물량과 신흥국 수입 물량이 늘어남.
- 전세계 수출 물량과 수출 단가도 (+)를 유지 중임.
- 미중간 관세 휴전(2026/11월까지 1년간)으로 이러한 교역 여건은 2026년 하반기까지는 유지될 것으로 예상(2026년 4월 트럼프 대통령의 방중).

트럼프 관세 우려에도, 다행히 글로벌 교역량 크게 위축되지 않아

자료: Refinitiv, 유진투자증권

미국 수입 수요는 둔화, 반면 중국/신흥국 수입 수요 양호



자료: Refinitiv, 유진투자증권

2024년과는 달리 글로벌 교역 물량과 수출 물가 (+)로 전환

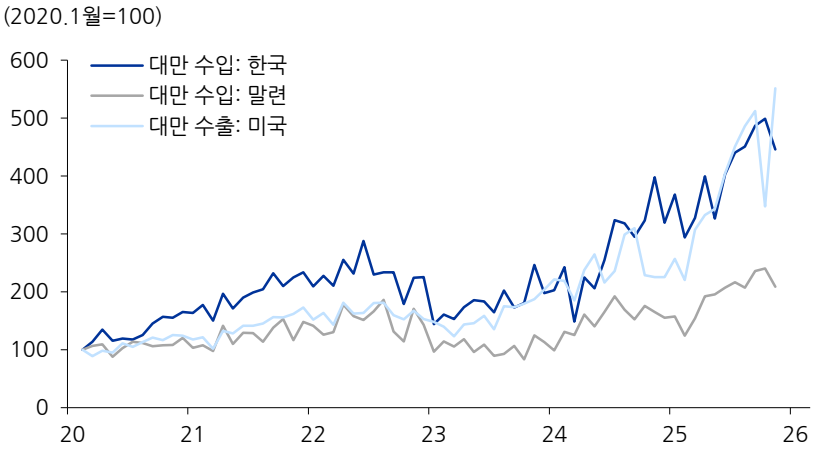
자료: Refinitiv, 유진투자증권

공급망 분리와 AI 투자 수혜로 대만과 아세안 부상

미국 제조업 재건은 아직, 대만과 아세안이 생산기지

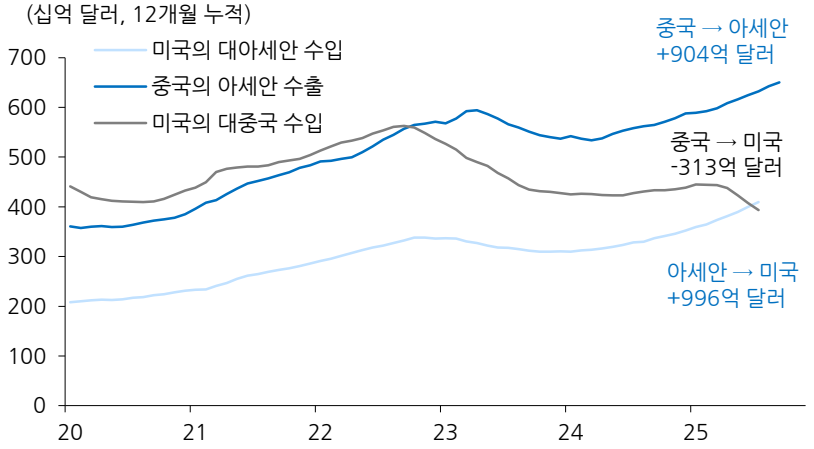
- 미국의 대중국 수입은 2024년 이후 -313억 달러 이상 감소함. 반면, 미국의 아세안 지역 수입은 +996억 달러 증가함.
- 동 기간 동안 중국의 아세안 수출이 +904억 달러 증가함.
- 지난 1년 동안 미국은 캐나다/멕시코/중국/일본/한국 등 수입을 줄였으나, 대만/아세안/칠레 수입 비중을 늘림.

대만의 대미 수출 확대와 함께 대만의 한국 및 말련 수입 증가



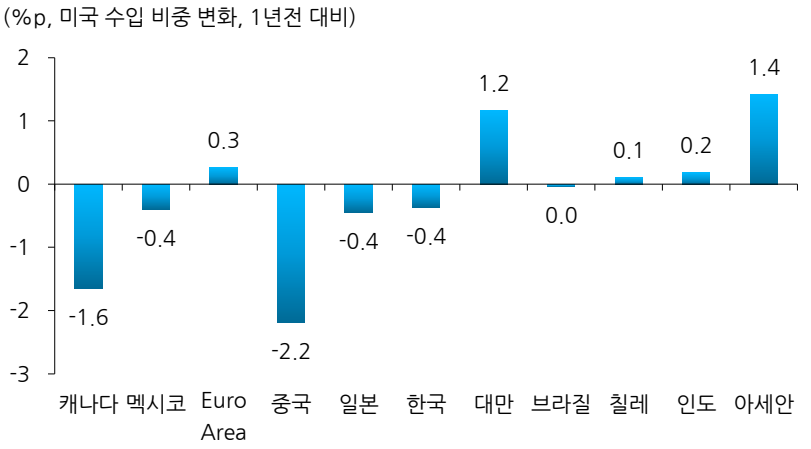
자료: Refinitiv, 유진투자증권

미국의 대중 수입 감소, 대신 아세안이 대안으로 부상



자료: Refinitiv, 유진투자증권

지난 1년 동안 미국은 대만과 아세안 수입 비중 확대



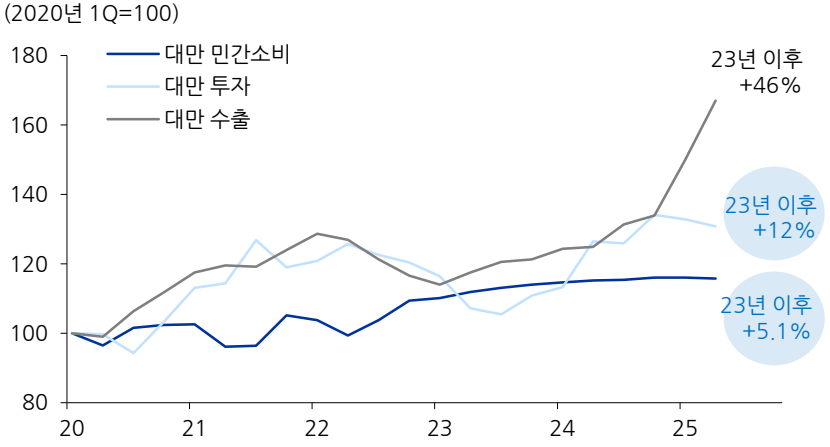
자료: Refinitiv, 유진투자증권

그러나 수출에 비해 아시아 소비/투자 회복 속도는 더뎌

수출은 급증해도, 내수에는 썩 도움이 되지 않아

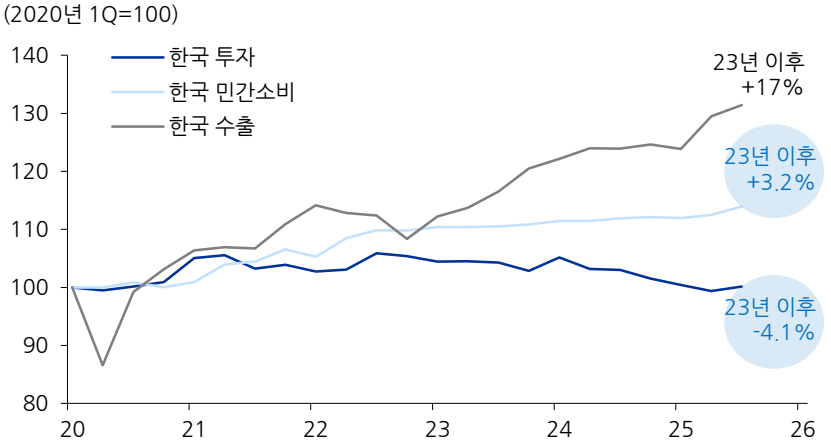
- AI 붐과 함께 대만 수출이 급증함(23년 이후 +46%). 그러나 대만 내 투자와 민간소비는 그만큼 늘어나지 못함(투자 +12%, 소비 +5.1%).
- 국내 경제도 마찬가지임.
- 국내 GDP 상 수출은 2023년 이후 +17% 증가함. 반면 소비는 동기간 중 +3.2% 증가, 투자는 오히려 감소(-4.1%).

대만 수출 급증, 반면 투자와 소비 증가세는 매우 더뎌



자료: Refinitiv, 유진투자증권

한국 수출도 증가, 그러나 소비는 더디고, 투자는 감소



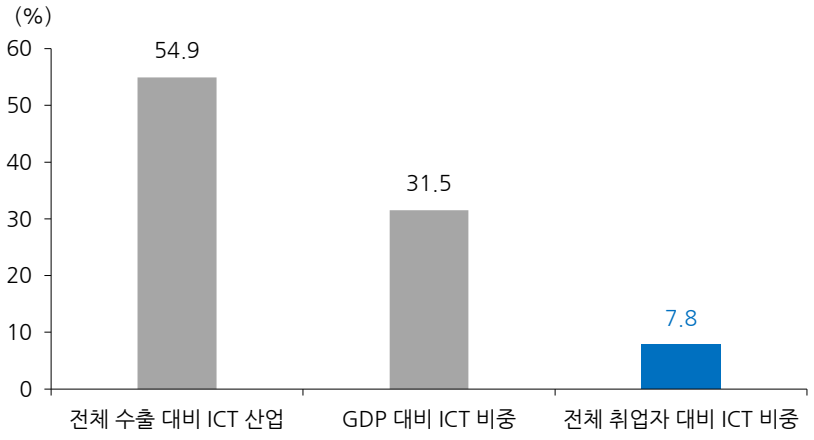
자료: Refinitiv, 유진투자증권

Tech 산업의 고용 유발 효과가 낮기 때문

AI 붐이 주요국 경기 자체 개선에 미치는 영향은 미미

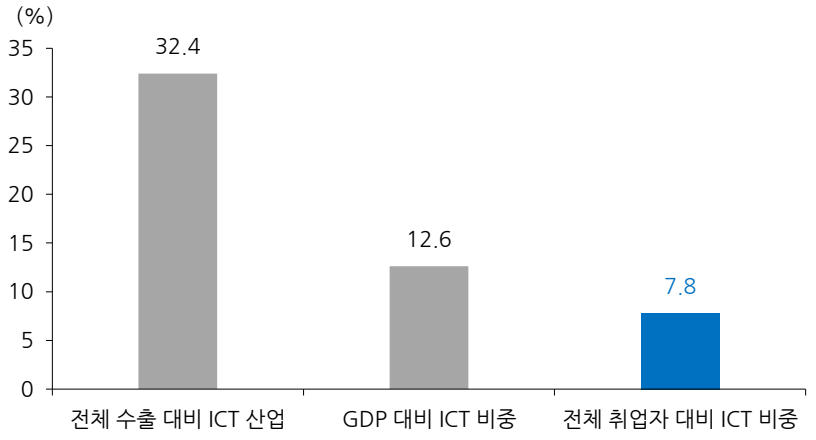
- 대만 Tech 산업 비중은 매우 높음. 수출에서 차지하는 비중은 54.9%, GDP에서 차지하는 비중은 31.5%임.
- 그러나 대만 고용에서 Tech 산업이 차지하는 비중은 7.8%에 불과함.
- 국내 경제도 마찬가지임. 국내 수출에서 Tech 산업 비중은 32.4%, GDP에서 차지하는 비중은 12.6%임.
- 그러나 고용에서 차지하는 비중은 대만과 유사한 7.8%에 불과함.

대만의 Tech 산업 중요도에 비해, Tech 일자리 비중은 낮아



자료: Refinitiv, 유진투자증권

국내 경제도 마찬가지



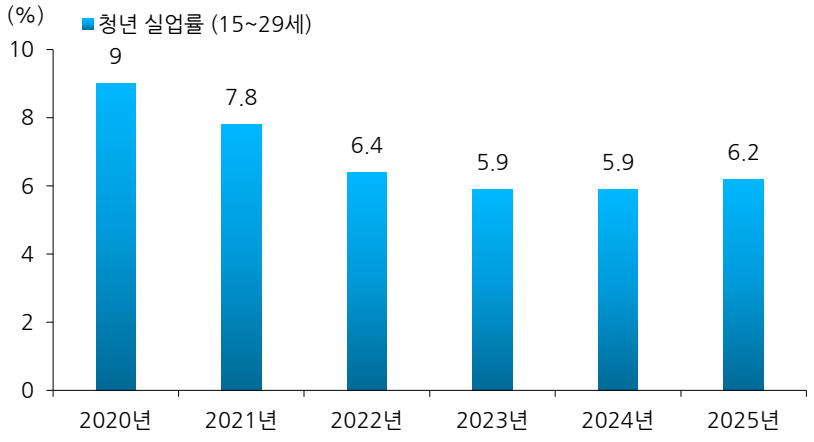
자료: Refinitiv, 유진투자증권

아픈 손가락인 청년층 고용 문제

내수 부진과 AI 확산의 부작용

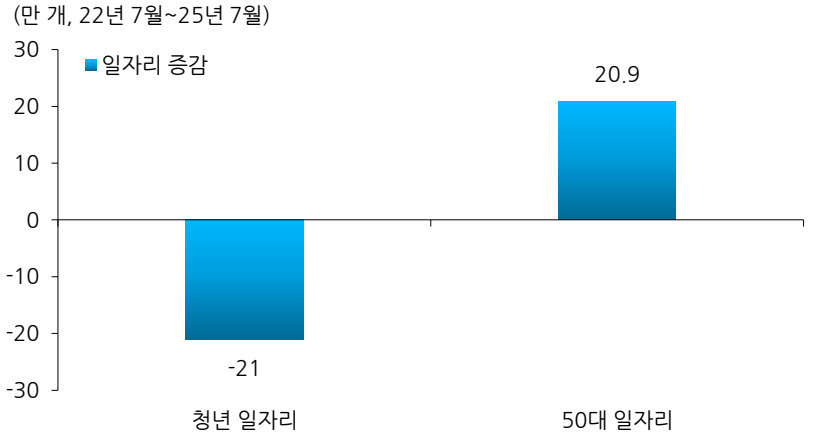
- 국내 15~29세 청년층 실업률은 2024년 이후 서서히 상승 중임(2024년 5.9%, 2025년 6.2%). 최근 4개 분기 연속으로 상승 중이며, 9년 만임.
- 청년 실업률이 상승하는 이유는 경기 부진으로 제조업/숙박음식점/건설 등 20대를 주로 채용하는 업체들의 채용 기회가 감소했기 때문임.
- 여기에 AI 확산으로 청년층 일자리 확보는 더 어려워질 가능성이 높음. 한은 보고서에 따르면 AI 확산 이후 지난 3년간 청년 일자리가 21만건 감소함.

청년 실업률 상승



주: 2025년은 1~3분기 기준, 자료: 국가데이터처, 유진투자증권

AI 확산으로 청년층 일자리 감소



자료: 한국은행 (AI확산과 청년 고용위축, 연공 편향 기술 변화를 중심으로)

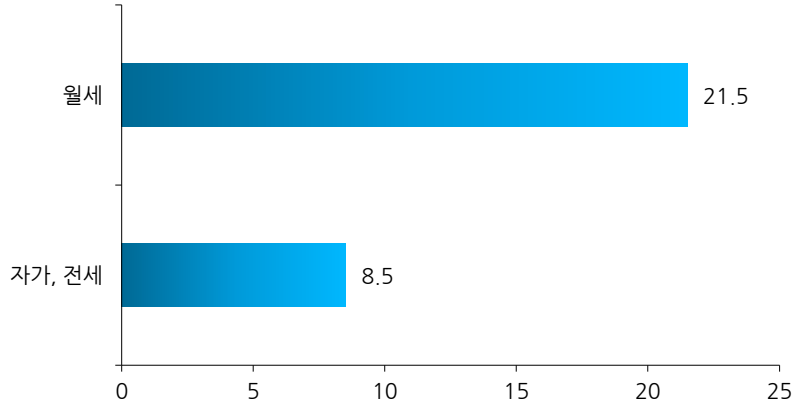
부동산 정책에 따른 피해

논란의 부동산 정책과 월세 부담

- 주택 임대차 시장에서 월세 비율은 2020년 40%대에서 최근 62.6%로 급격히 높아짐.
- 2023년 가계 동향 조사에 다르면 전체 소비에서 주거비가 차지하는 비율에서 월세와 전세/자가 간 격차가 큼(자가, 전세 8.5% vs. 월세 21.5%).
- 소득 하위 20%(1분위)는 전체 지출의 19.7%를 주거비로 지출함. 반면 상위 20%(5분위)는 주거비 비중은 8.5%임.
- 전세 사기와 임차 수요자의 선호 변화 등 요인과 함께 전세/매매를 제한하는 부동산 정책도 이러한 현상을 가속화시킬 수 있음.

월세 확대로 인한 무주택 가계들의 지출 부담 확대

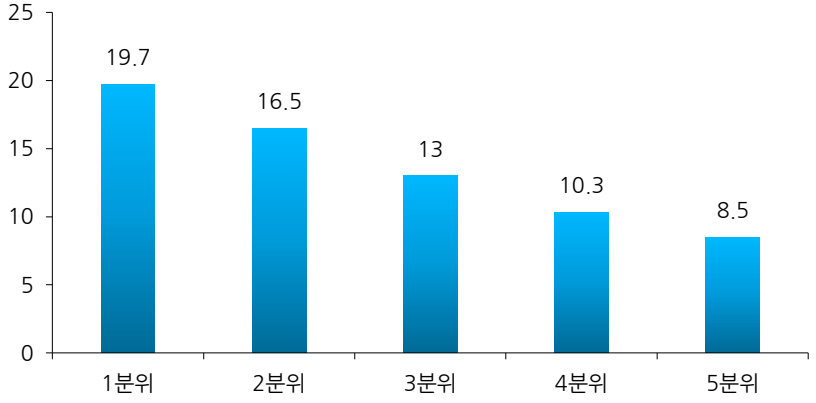
(%, 총 지출 대비 주거비 비율)



주: 2023년 기준, 자료: 국가데이터처, 유진투자증권

소득 수준이 낮을 수록 월세 상승에 따른 부담이 확대될 여지가 높아

(소득 분위별 지출 대비 주거비 비율,%)



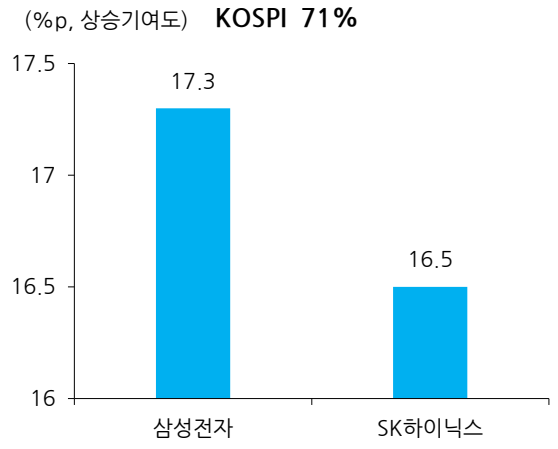
주: 2023년 기준, 자료: 국가데이터처, 유진투자증권

아시아 주가 상승도 AI와 반도체에 편중

주가 변동성이 커질 수밖에 없는 이유

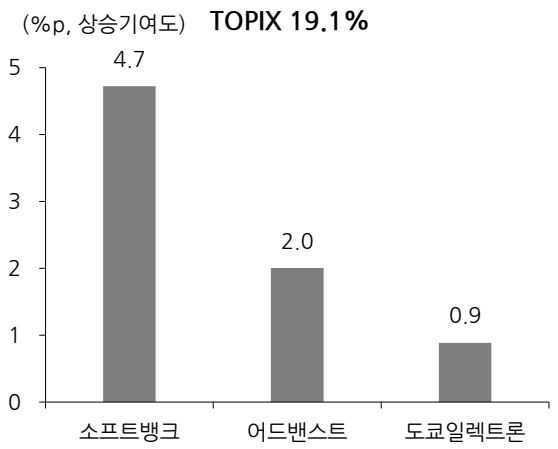
- 국내 KOSPI는 연초 이후 올해 10월말까지 71% 상승함. 이 과정에서 삼성전자와 SK하이닉스가 각각 17.3%p, 16.5%p를 기여했음. 두 종목 상승 기여율이 44%임.
- 반도체 두 기업이 없었다면 KOSPI는 3,300pt대에 머물렀을 것임.
- 일본증시에서는 소프트뱅크, 어드밴스트, 도쿄일렉트론 세 종목이 일본 주가 상승의 40%를 차지.
- 홍콩증시에서도 5개 업체들이 주가 상승의 49%를 기여함.
- 대만은 단연 TSMC가 전체 주가지수 상승의 64%를 기여했음.

반도체 두 업체가 KOSPI 상승 44% 기여



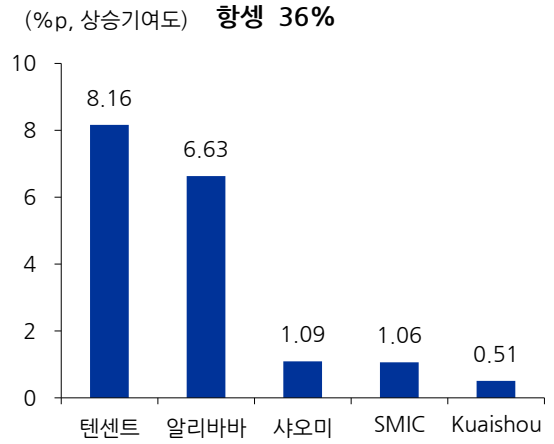
자료: Refinitiv, 유진투자증권

일본 Tech 세 업체, 일본 주가 상승 40% 기여



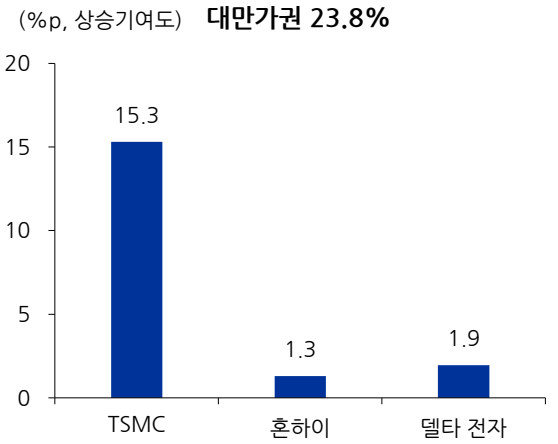
자료: Refinitiv, 유진투자증권

중국 5개업체가 홍콩 주가 49% 기여가능성



자료: Refinitiv, 유진투자증권

대만 TSMC가 대만주가 64% 기여



자료: Refinitiv, 유진투자증권

03

외국인 투자가들은 환율 방탄이 아니다

원화가치 하락은 내수 공동화 우려를 반영, 최근 외국인 투자가들의 국내 주식 매도 이유

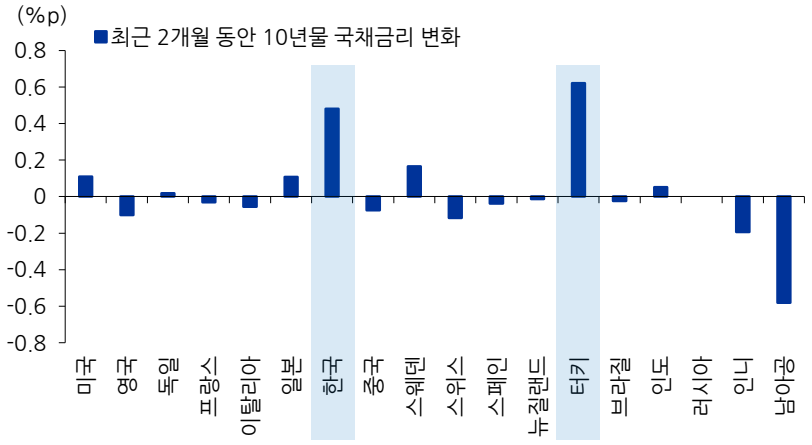
하지만 미국과의 금리 및 향후 정책 차이를 감안하면 최근 엔화/원화 약세는 다소 과도

두드러진 한국 자산의 약세

두드러진 원화와 국내 채권 가격의 하락

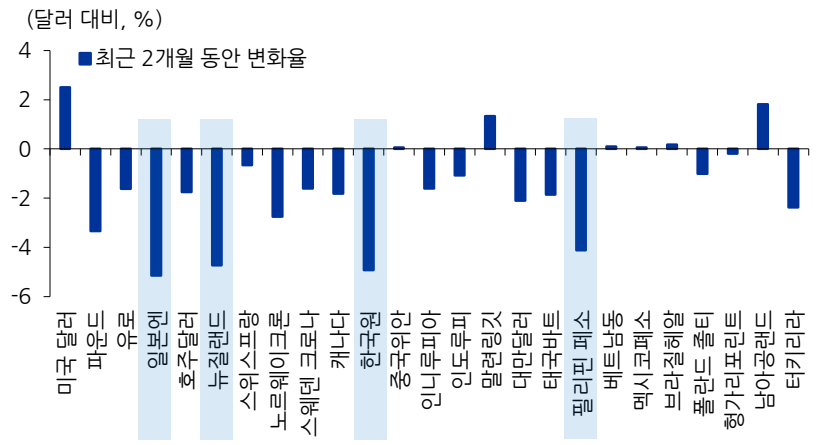
- 최근 2개월 동안 주요국 가운데 10년 국채금리 기준으로는 한국과 터키 국채금리가 가장 큰 폭으로 상승함(10년 국고채 금리 48bp).
- 통화가치 측면에서도 달러, 말레이시아 링깃, 남아공 랜드 가치가 상승함.
- 동 기간 동안 일본엔(-5.1%), 한국원화(-4.9%), 뉴질랜드달러(-4.7%), 필리핀페소(-4.1%) 가치가 상대적으로 크게 하락함.

최근 두 달 동안 한국과 터키 국채금리 급등



주: 9/17일 이후 기준, 자료: Refinitiv, 유진투자증권

최근 두 달 동안 한국원화, 일본엔화, 뉴질랜드달러, 필리핀 페소 약세



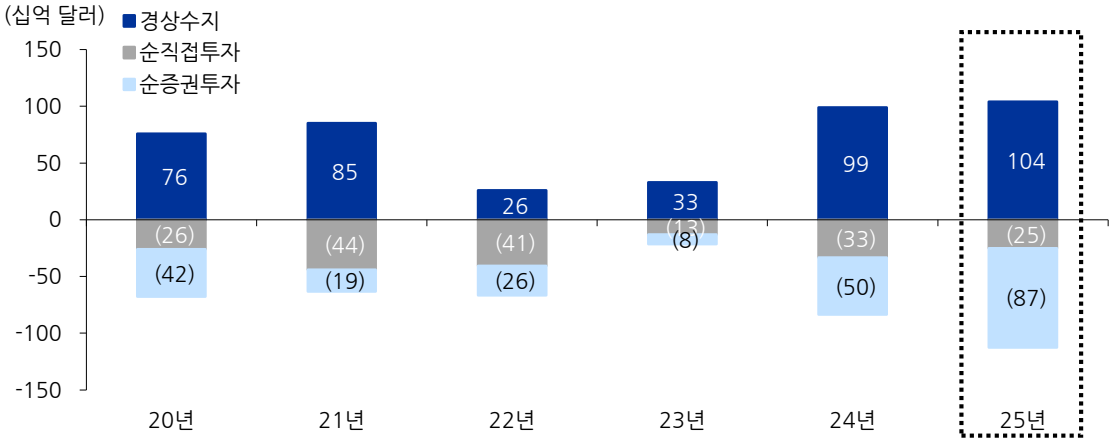
주: 9/17일 이후 기준, 자료: Refinitiv, 유진투자증권

기정사실화된 국내 자금 유출

New Normal이 된 1,400원대

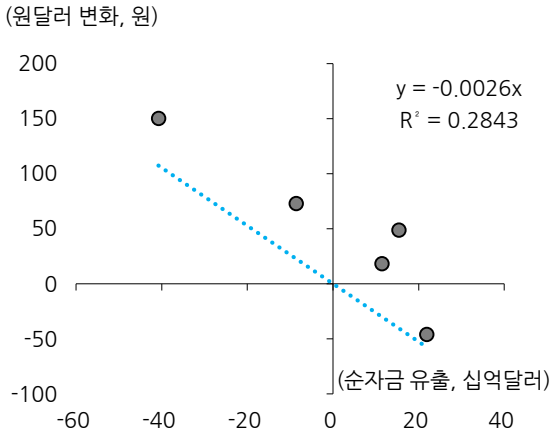
- 10/29일 한미 관세 협상 타결(연 200억 달러 상한)로 한시름 놓았음. 그러나 2025년 이후 경상흑자 규모보다 자금 유출(직접투자+증권투자) 규모가 더 많아졌음.
- 2020년 이후 자금 순 유출과 원달러 변화의 관계를 보면, 연 200억 달러 자금 유출은 평균 50원 환율 상승을 의미함.
- 원달러 1,400원대가 저평가된 것으로 보기는 어려움. 현 국면에서 적정 원달러 수준은 1,420~30원대로 추정함.

2022년 미국의 긴축 국면을 제외하면, 2025년 경상흑자보다 자금유출 규모가 본격 확대



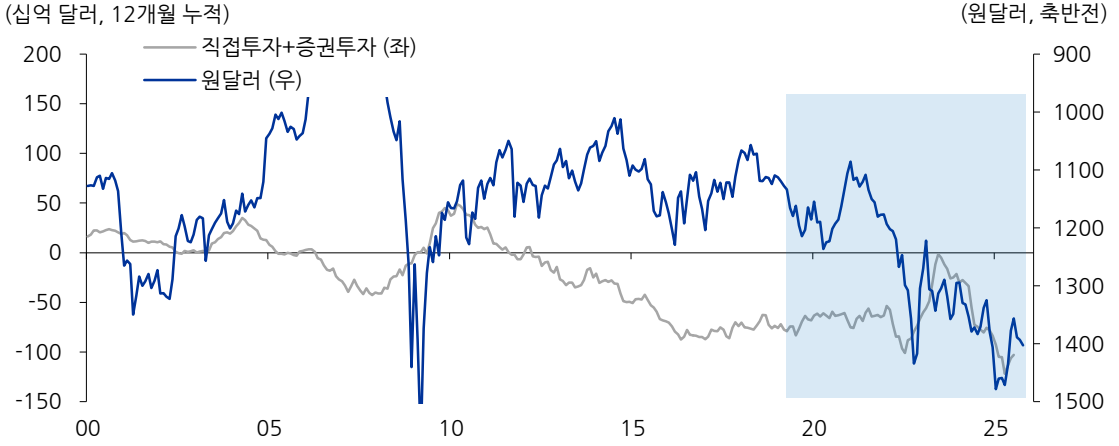
주: 2025년은 1~8월까지의 연율, 자료: Refinitiv, 유진투자증권

연 200억 달러 자금 유출은 50원 환율 상승



자료: Refinitiv, 유진투자증권

2022~23년 이후 원달러를 결정하는 것은 자본 유출입, 현재 원달러는 심한 저평가는 아닌 듯



자료: Refinitiv, 유진투자증권

원화가치 하락은 외국인 투자가들에게 부담

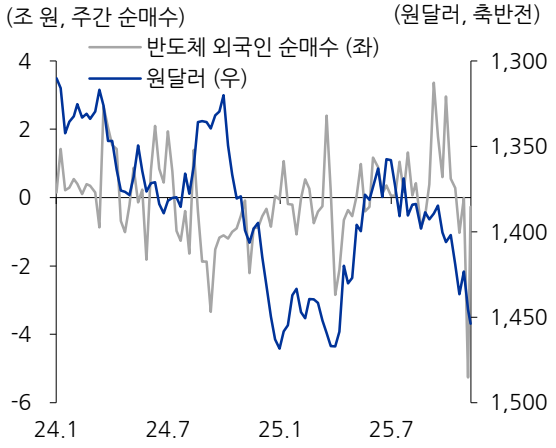
반도체는 이익 전망에 민감, 그외 업종은 여전히 환율 영향권

- 원달러와 반도체 업종에 대한 외국인 순매수 간 관련성은 낮음.
- 그러나 반도체 이외 다른 업종에 대한 외국인 순매수와 원달러 간 관련성은 꽤 높음.
- 반도체 업종에 대한 외국인 순매수는 환율보다 반도체 이익 전망 변화에 더 영향을 받음.
- 10월 중순 이후 외국인 매도에는 반도체 이익 상향추세가 둔화된 영향이 반영되었을 가능성이 있음.

2024년 이후 달라진 환율과 주가 간 관계

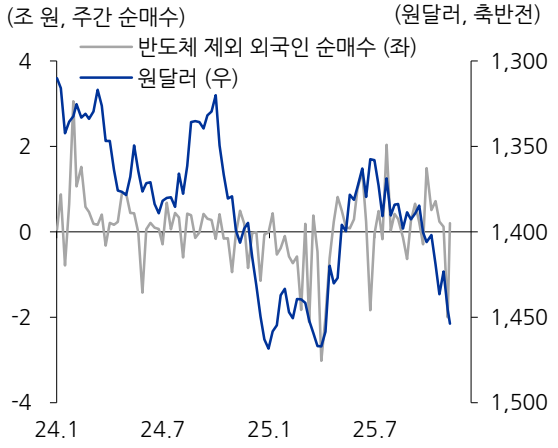
자료: Refinitiv, 유진투자증권

반도체 외국인 순매수와 환율 관련 낮아



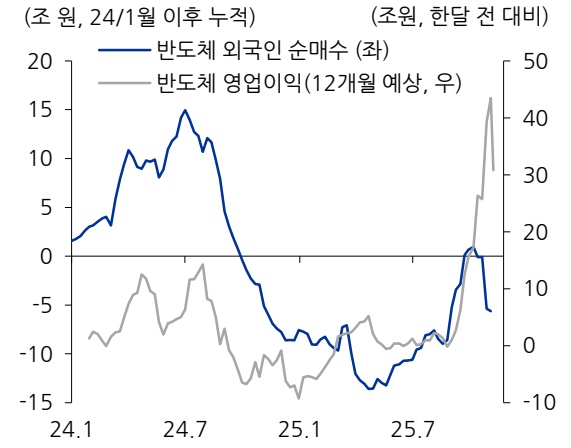
자료: Refinitiv, 유진투자증권

반도체 이외 산업과 환율 간 관계는 유지



자료: Refinitiv, 유진투자증권

외국인은 반도체 이익 전망에 더 초점



자료: Refinitiv, 유진투자증권

수입물가發 인플레는 2026년 통화정책에 영향

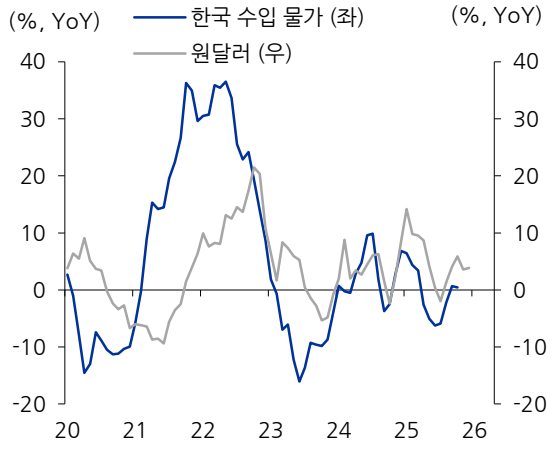
원화가치 하락 국면에서 한국은행의 정책 여지는 줄어들 수밖에 없어

- 원화가치 하락은 해외 투자에 따른 자금 유출, 국내 금리 상승은 통화정책 기대 약화 등 이유가 있음.
- 그러나 원화가치 하락은 수입물가를 높여, 추가 금리인하 여지를 축소시킴. 원화가치 하락 국면에서 물가와 금리는 상승 압력을 받게 됨.
- 국내 채권가격과 통화가치가 동시에 약함. 내수의 실질 구매력 하락 가능성을 반영하는 것임.
- 11월 중순 이후 불거진 중일 분쟁 등 외국인 관광객 수요에 좌우될 수밖에 없을 전망.

중일 분쟁을 계기로 호텔레저 업종 주가 반등

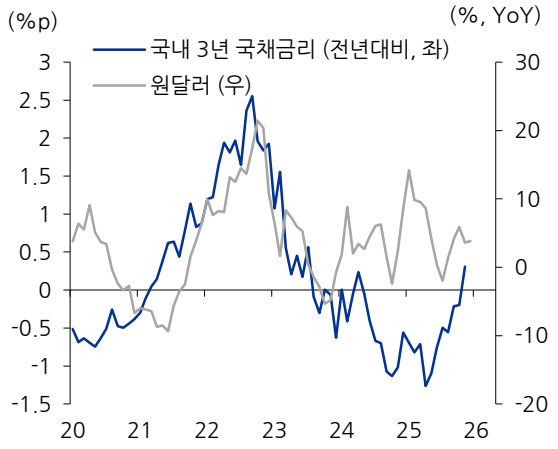
자료: Refinitiv, 유진투자증권

원화 약세는 국내 수입물가 상승 요인



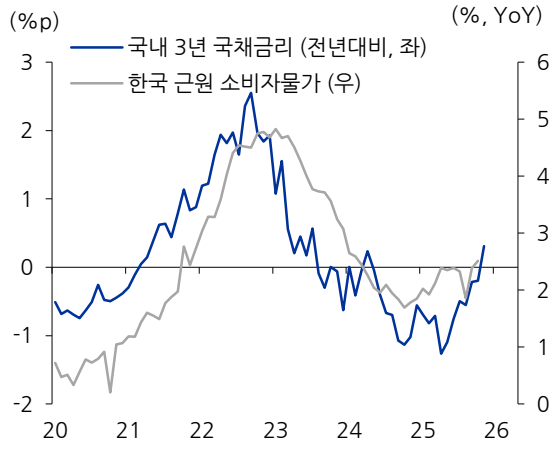
자료: Refinitiv, 유진투자증권

원화 약세는 금리 상승 요인이기도 해



자료: Refinitiv, 유진투자증권

물가 상승 압력을 반영한 금리



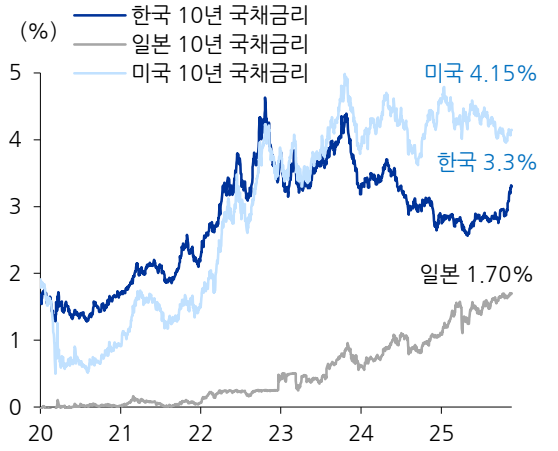
자료: Refinitiv, 유진투자증권

최근 엔화와 원화가치 하락은 과도

금리 차이로 보면 아시아 통화 약세가 심해지지는 않을 전망

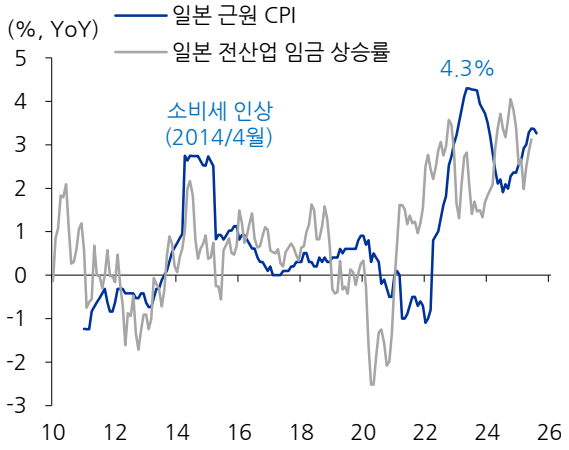
- 최근 엔저 배경은 다카이치 총리의 재정정책 영향임(경기 부양 대책 규모, 당초 17조엔 → 20.3조엔).
- 일본 물가와 임금 상승률은 3%대를 넘어섬. 일본중앙은행의 금리인상 싸이클은 다시 재개될 전망.
- 미국-일본 금리 차이와 엔달러 간, 미국-한국 금리 차이와 원달러 간 관계가 약해짐.
- 하지만 미국과의 금리 차이가 감소함. 엔화와 원화가치가 추가로 급락할 가능성은 낮아 보임.

미국에 비해 상승 중인 한국, 일본 장기금리



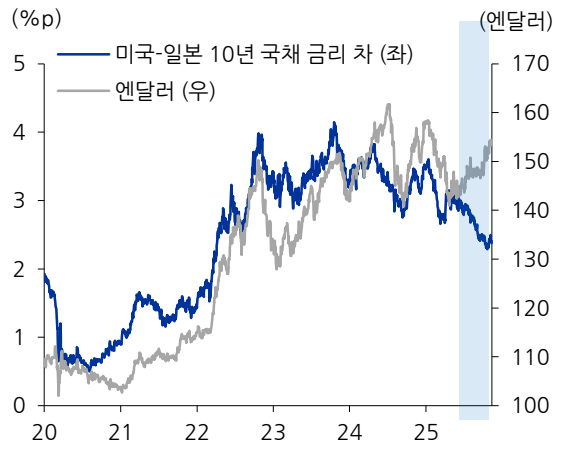
자료: Refinitiv, 유진투자증권

물가와 임금 상승률이 3%를 상회



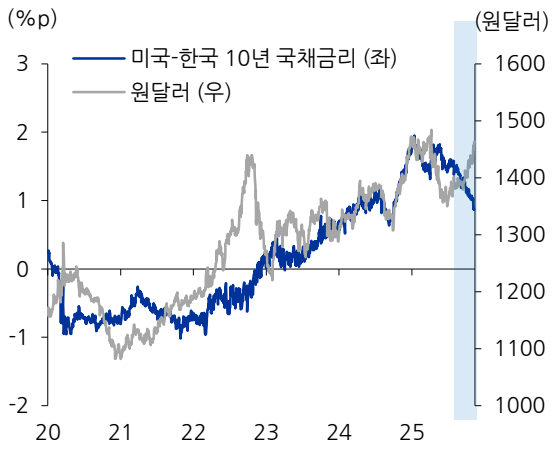
자료: Refinitiv, 유진투자증권

미국-일본 금리 차이와 엔달러 관계 약해져



자료: Refinitiv, 유진투자증권

미국-한국 금리 차이와 원달러간 관계도 약해져



자료: Refinitiv, 유진투자증권

04

Re-Rating으로 가는 길

국내 주식시장은 급등 후 숨고르기 국면, 그러나 ETF 자금 유입은 긍정적

주가 재평가를 위해서는 투자 회복이 필요, 반도체/IT하드웨어/건강관리 등 관심

상승 추세 속 휴식 국면

쏠림 후 변동성 확대 예상

- 2025년 한해 KOSPI 70%대 상승은 닷컴버블이 한창이던 1999년 +82% 상승 이후 최대 폭임.
- 25/10월 KOSPI 19.9% 상승도 지난 1980년 이후 월간 상승률로는 9위에 달하는 매우 이례적인 상승임.
- 2026년 경제 및 실적과 AI 기대가 지속됨에 따라 추가 상승 예상, 그러나 변동성은 이전보다 높아진 형태가 될 전망.
- 코스피는 98/2월 277pt에서 562pt까지 상승 후 99년 20%대 하락을 두번, 10%대 조정도 나타났음. 그만큼 주가 변동성 확대에 대비할 필요가 있음.

1998년 코스피 급등 이후 99~00년 동안 10~15% 조정을 동반

자료: Refinitiv, 유진투자증권

지난 45년 동안 KOSPI 월간 상승률 상위 사례

순위	시기	KOSPI 상승률 (%)	1개월 후 (%)	그 다음달 (%)	그 다음달 (%)
1	1998년 1월	48.4	-1.8	-12.3	-12.4
2	1998년 12월	24.5	1.6	-9.0	19.0
3	1998년 10월	24.0	17.4	24.5	1.6
4	2001년 1월	22.5	-6.4	-9.5	10.3
5	1988년 1월	22.3	-4.6	7.2	-1.0
6	1987년 3월	21.8	-11.5	7.1	7.2
7	1999년 4월	21.6	-2.2	20.0	9.8
8	1999년 6월	20.0	9.8	-3.3	-10.8
9	2025년 10월	19.9	-4.4		
10	2001년 11월	19.7	7.7	7.8	9.6
11	1999년 11월	19.6	3.2	-8.2	-12.2
12	1981년 6월	19.2	-1.8	-5.4	-5.5
13	1999년 3월	19.0	21.6	-2.2	20.0
14	1991년 7월	19.0	-4.3	2.7	-1.3
15	1992년 10월	18.7	8.7	2.3	0.2

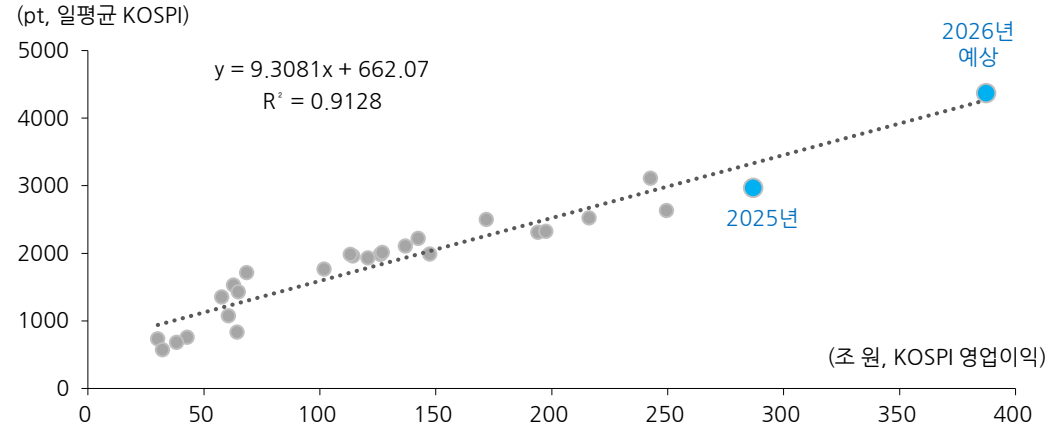
자료: Refinitiv, 유진투자증권

2025년 기업 이익 수준으로는 주가 상승 탄력 둔화 가능성

25년과 26년 실적 전망 사이 균형 필요

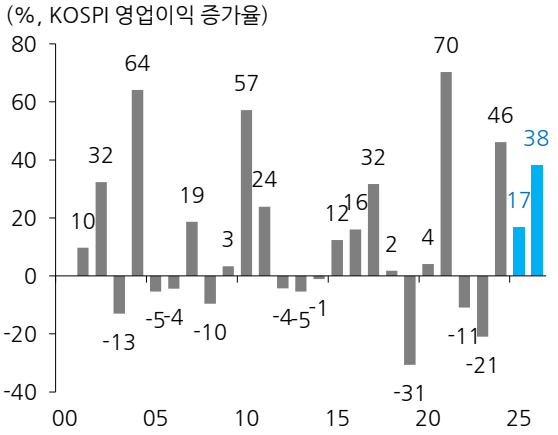
- 2026년 KOSPI 영업이익 증가율 컨센서스는 38%임. 보통 국내 기업이익이 반도체 중심으로 늘어날 때 40% 이상 늘어나는 경우도 있음.
- 영업이익(25년 286조원, 26년 390조원 가정)과 일평균 KOSPI간 상관관계를 보면, 2026년 적정 KOSPI는 4,150~4,650pt로 추정됨. 기업이익이 50% 증가하면 5,000pt도 가능해 보임.
- 그러나, 지난 10월 코스피 상승세는 과도함. 올해 이익 기준으로 올해 상단은 3,600~3,700pt대임.

KOSPI 영업이익 증가 기대



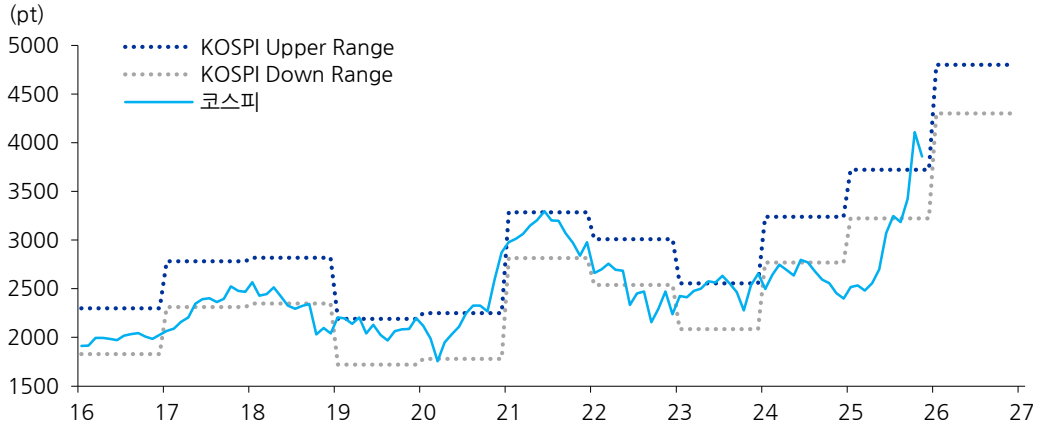
자료: Quantiwise, 유진투자증권

KOSPI 영업이익 30~40% 기대, 과하지 않아



자료: Quantiwise, 유진투자증권

2025년 KOSPI 영업이익 기준 3,600~3,700pt, 내년 이익 기준 4,150~4,650pt 적정



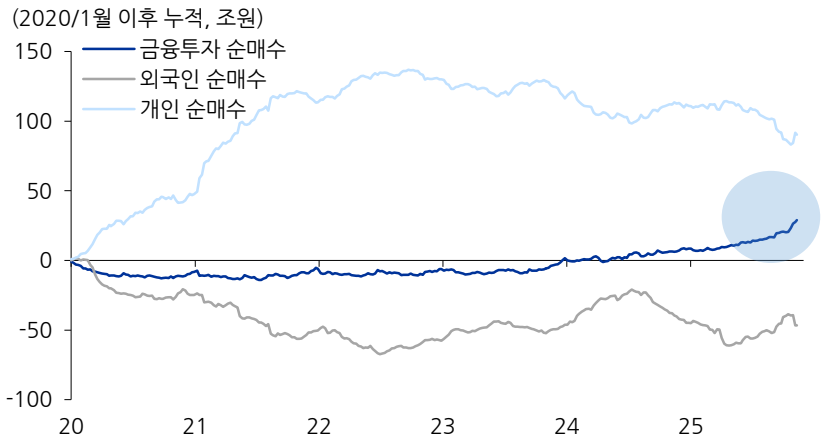
자료: Quantiwise, 유진투자증권

외국인 투자가 없어도 괜찮다

2024년 이후 국내 주식시장 핵심 매수 주체는 금융투자/ETF 자금

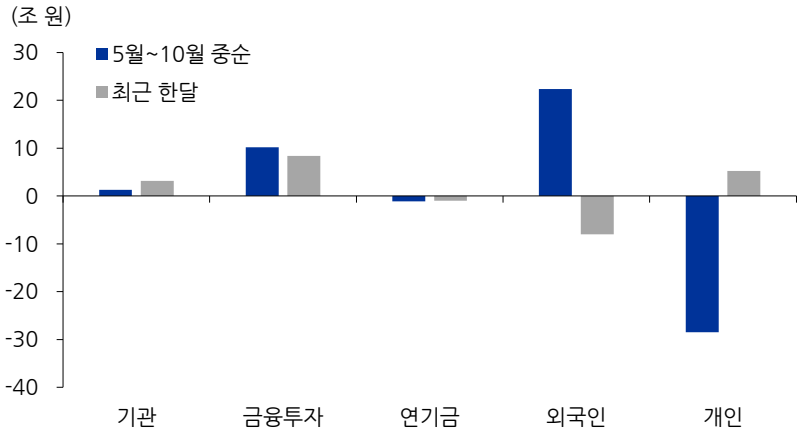
- 2020년 이후 누적 순매수 기준으로 보면 개인 투자가들은 2022~23년 이후 매도우위임. 외국인 투자가들도 코로나19 이후로는 매도우위에 더 가까움.
- 반면 기관 가운데 금융투자의 순매수가 2024년 이후 지속적으로 이어짐.
- 지난 5월 이후 10월 중순, 즉 코스피가 2,500pt대에서 3,800pt대까지 주식시장을 주도한 것은 외국인임.
- 그러나 이후 금융투자와 개인 투자가들이 순매수를 보이고 있음. 올해 꾸준히 국내 주식시장에 자금을 유입시키고 있는 것은 금융투자, 즉 ETF 자금임.

최근 국내 주가 상승을 견인한 것은 금융투자, 즉 ETF 자금



자료: Refinitiv, 유진투자증권

10월 중순 이후 금융투자와 개인 순매수



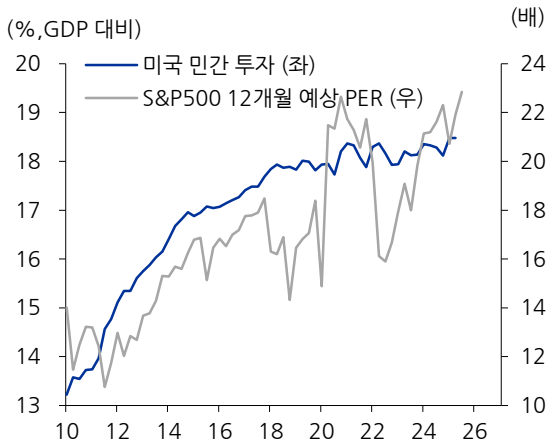
자료: Refinitiv, 유진투자증권

진짜 Re-Rating을 위해서는 투자가 필요

투자 확대 국면에서 PER 상승

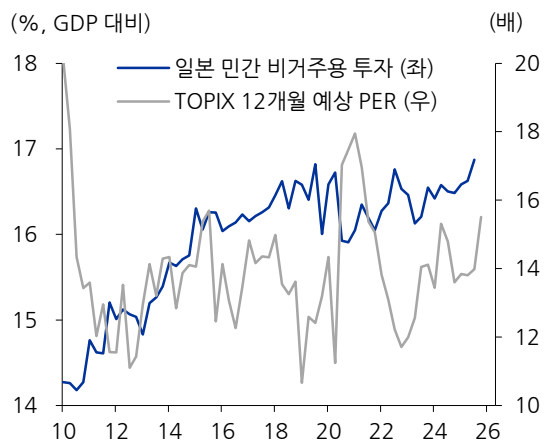
- 주가 Re-Rating을 위해서는 자사주 소각 및 배당 분리 과세 등 정책도 중요함. 여기서 더 필요한 것은 투자 확대임.
- 미국, 일본, 대만 등 주요국 주식시장의 PER과 GDP 대비 투자 비중을 보면, 투자 확대로 성장성이 높아질 때 PER이 높아짐.
- 국내 주식시장의 PER은 점차 높아지고 있음. 그러나 보다 제대로 높아지기 위해서는 투자 확대가 필요함

미국



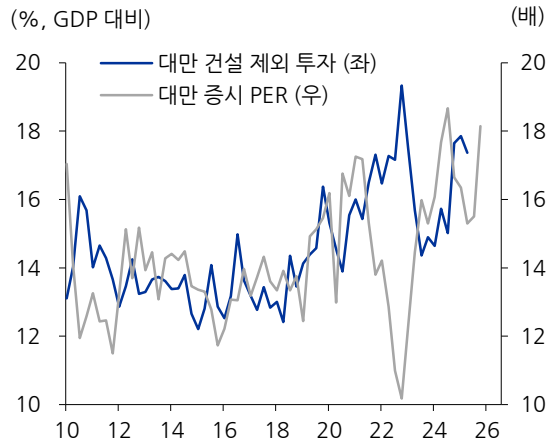
자료: Refinitiv, 유진투자증권

일본



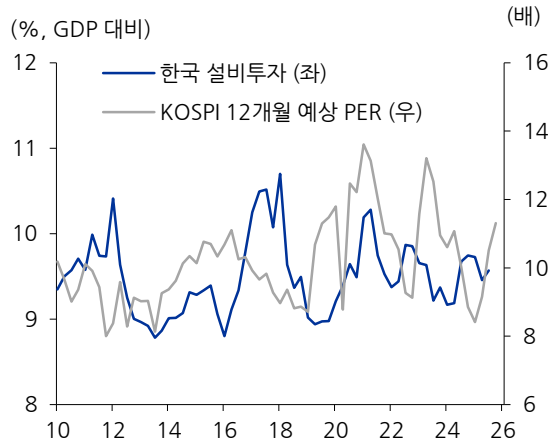
자료: Refinitiv, 유진투자증권

대만



자료: Refinitiv, 유진투자증권

한국



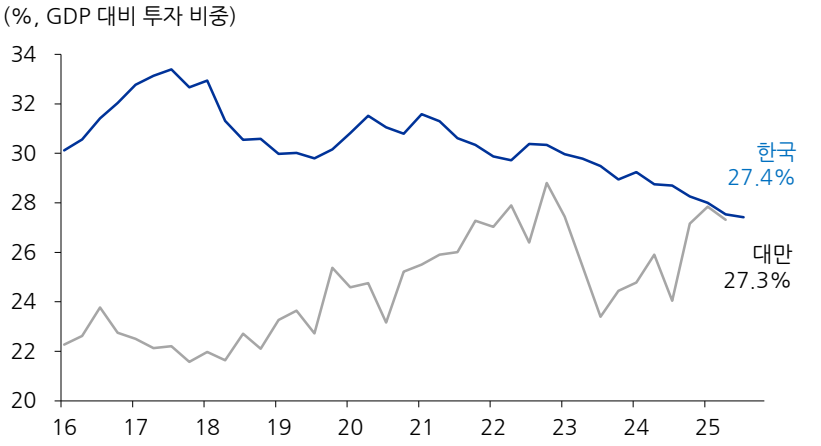
자료: Refinitiv, 유진투자증권

다행히 2026년 투자 확대 가능성은 존재

기계수주 주문 개선 조짐

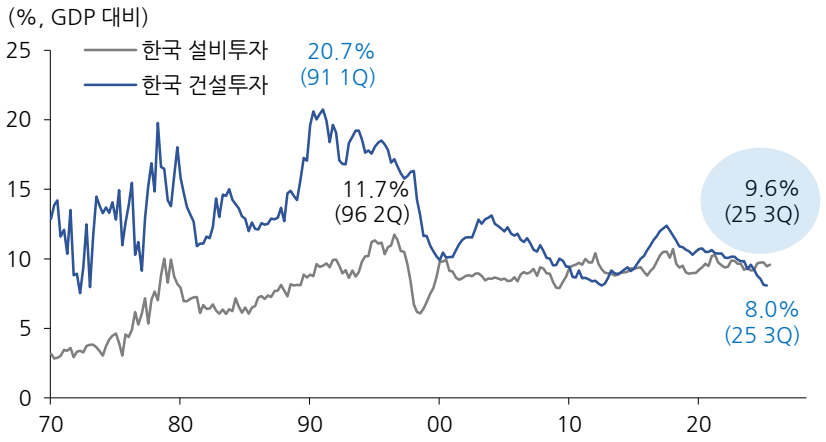
- 중장기적으로 대만 GDP 대비 투자 비중은 꾸준히 확대됨. 반면 국내 투자 비중은 2017~18년 이후 축소됨.
- 그동안 국내 투자를 주도해온 건설 투자가 축소된 영향이 큼.
- 관건은 설비투자 확대 여부임. 다행히 투자에 선행하는 기계수주가 개선되고 있음. 아직은 해외 수주(수출) 영향이 크나, 2026년에는 국내 수주도 늘어날 것으로 예상됨.

중장기적으로 대만 투자 비중은 확대, 한국 투자 비중은 축소



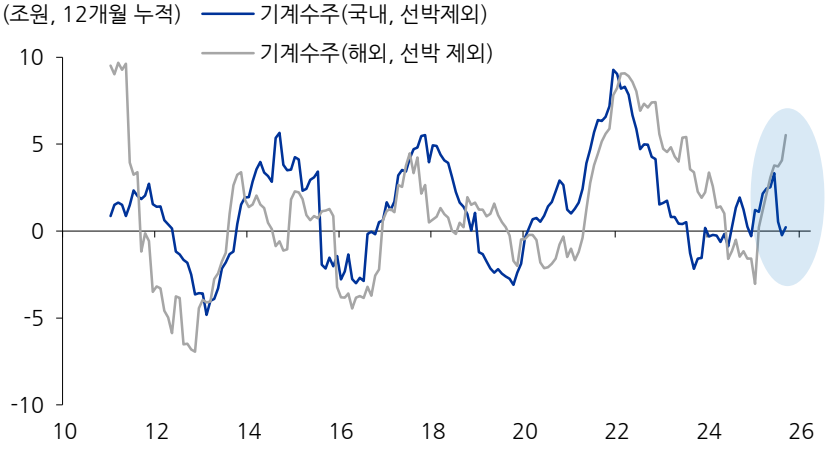
자료: Refinitiv, 유진투자증권

국내 투자에서 건설 투자 비중은 축소, 설비투자 비중은 유지



자료: Refinitiv, 유진투자증권

투자에 선행하는 기계수주 개선, 국내 기계수주 증가가 필요



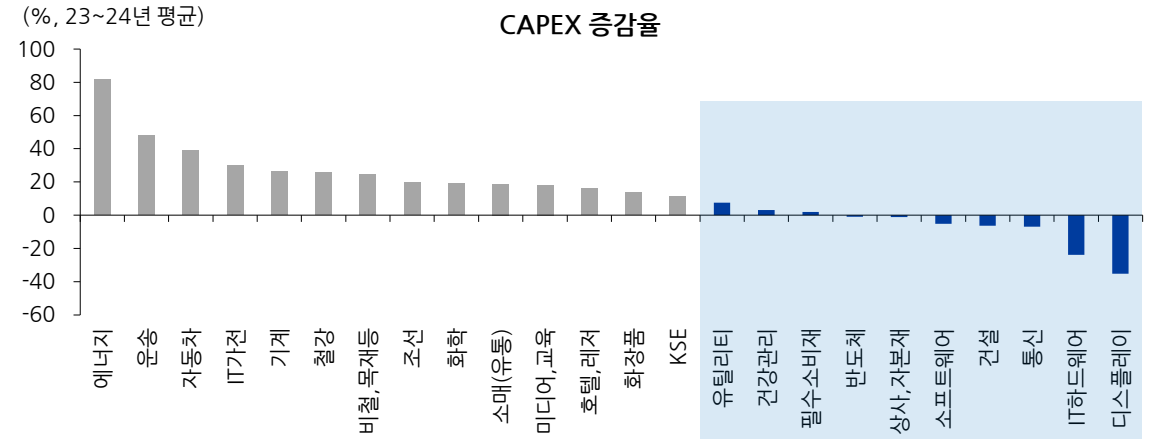
자료: Refinitiv, 유진투자증권

투자 확대 가능성이 있는 업종

그동안 투자를 늘리지 않은 산업

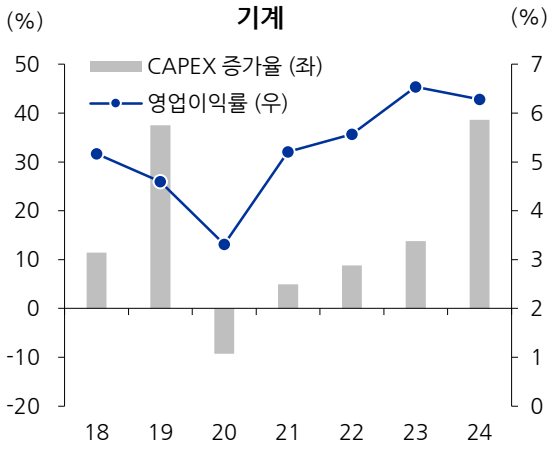
- 2023~24년 국내 산업들 가운데 투자를 늘린 업종은 에너지, 운송, 자동차, IT가전, 기계 등임.
- 이 중 기계, 조선, 화장품 등 업종은 투자를 늘려도, 영업이익률이 높아짐. 그만큼 업황이 좋다는 의미임.
- 반면, 투자를 축소함에 따라 영업이익률이 개선되거나, 점차 안정을 찾는 산업들에 주목할 필요가 있음. 반도체, IT하드웨어, 디스플레이, 소프트웨어, 건강관리 유틸리티 등임.
- 철강, 화학, 에너지 산업은 영업이익률 하락으로 점차 투자를 줄이는 구조조정이 임박한 산업으로 볼 수 있음.

23~24년 Tech, 통신, 건설, 소프트웨어, 상사자본재, 반도체, 건강관리, 유틸리티 투자 감소



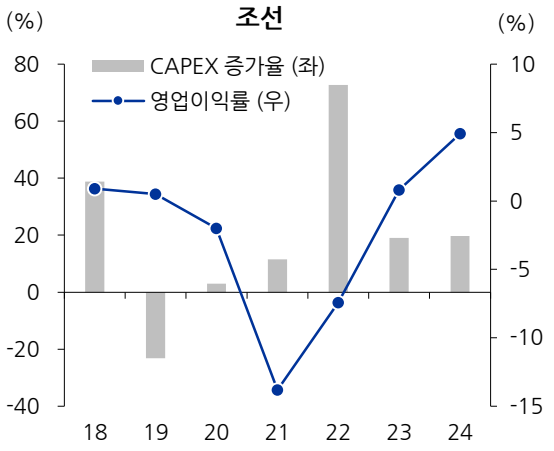
자료: Quantiwise, 유진투자증권

투자를 늘려도 이익률이 높아지는 기계



자료: Quantiwise, 유진투자증권

투자를 늘려도 이익률이 높아지는 조선



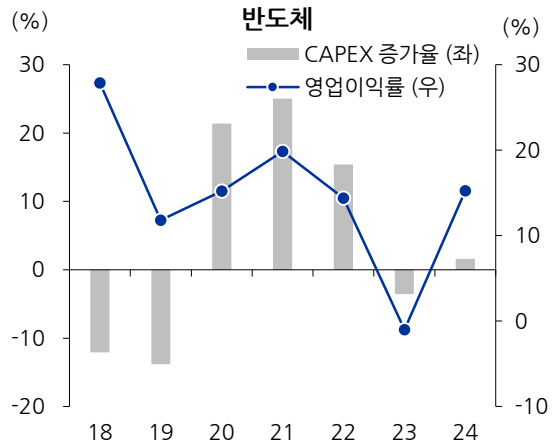
자료: Quantiwise, 유진투자증권

반도체/소부장/건강관리

CAPEX 축소/둔화 이후 이익률 안정

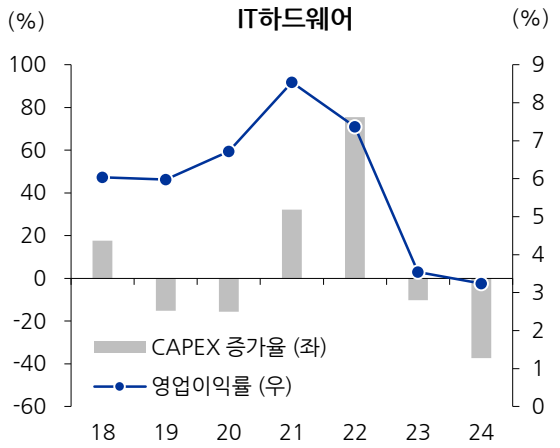
- 반도체, IT하드웨어, 디스플레이 등 Tech 업종의 설비투자는 지난 2년 동안 감소함. 반면 동종 산업의 영업이익률은 개선됨.
- 업황 개선 시 공급 부족이 심화될 가능성이 높음.
- 건강관리 업종도 투자 증가율이 둔화되면서, 영업이익률이 안정을 찾아가고 있어, 반전 가능성이 있음.

반도체 23~24년 설비투자 거의 없어



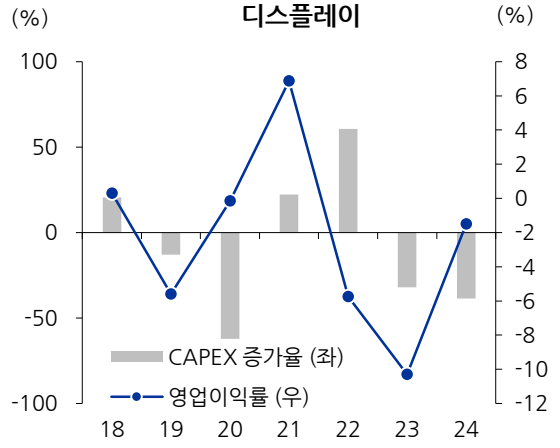
자료: Quantiwise, 유진투자증권

IT 하드웨어 지난 2년간 설비투자 감소



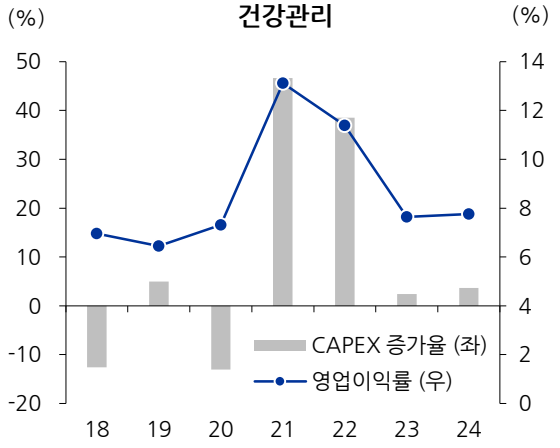
자료: Quantiwise, 유진투자증권

디스플레이, 지난 2년간 설비투자 감소



자료: Quantiwise, 유진투자증권

건강관리, 투자 둔화와 함께 이익률 안정화



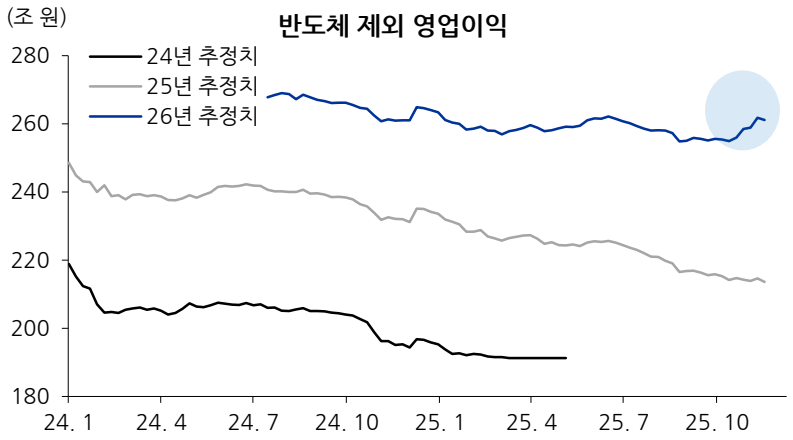
자료: Quantiwise, 유진투자증권

반도체와 그외 업종 간 이익 격차 축소 조짐

반도체 vs. 非 반도체

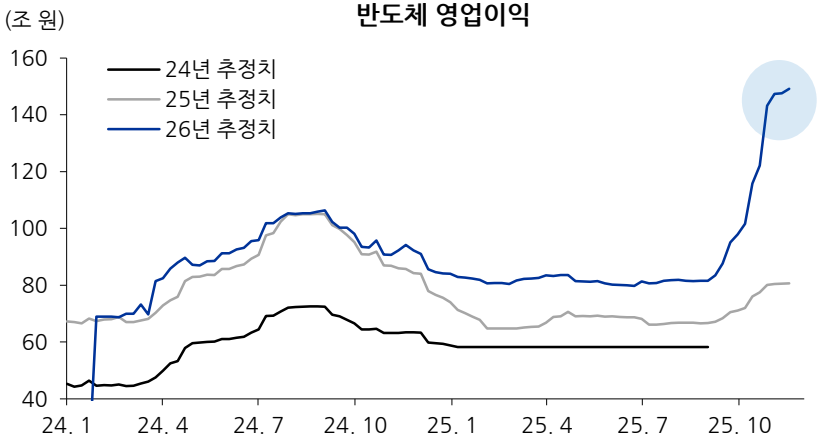
- 국내 기업이익에서 반도체가 차지하는 영향력은 막강함.
- 그러나 반도체와 그외 업종 간 이익 추정치 상향 격차가 다소 축소됨.
- 10월 이후 반도체 이외 업종의 2026년 영업이익 추정치가 소폭 개선됨.
- 최근 한달 추정치 변화로 보면 상사자본재, 자동차, 유틸리티, 조선, 에너지, 증권 업종의 2026년 실적 전망이 상향됨.

반도체 이외 이익 전망 상향



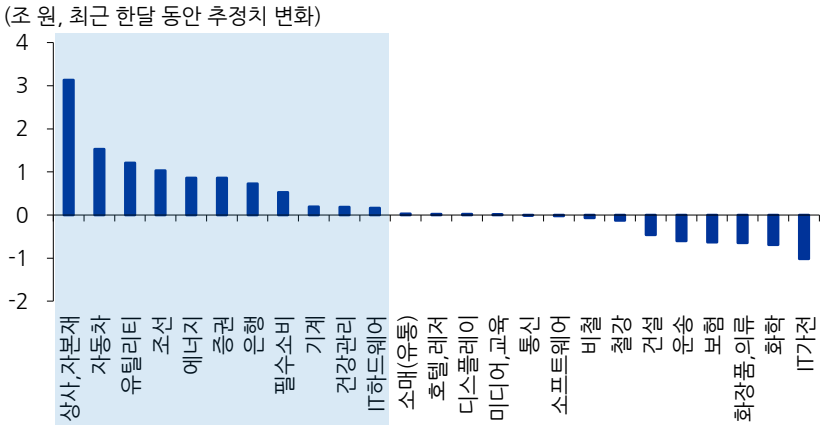
자료: Quantiwise, 유진투자증권

반도체 이익 추정치 상향 지속



자료: Quantiwise, 유진투자증권

반도체를 제외하면 상사자본재/자동차/유틸리티/에너지 이익 개선



자료: Quantiwise, 유진투자증권

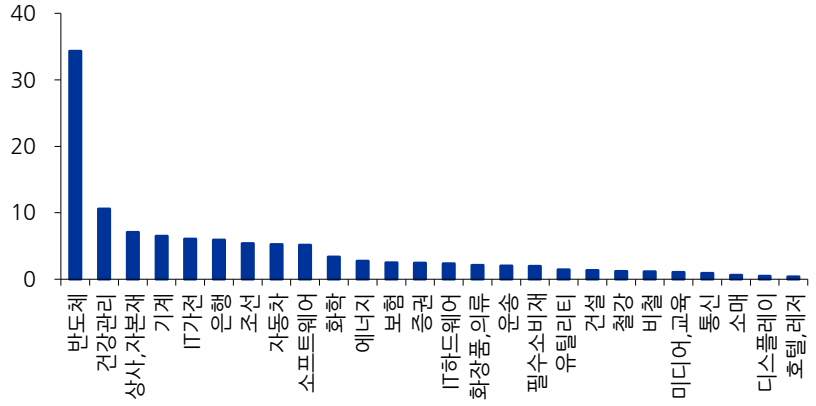
ETF 자금 유입에 따른 주가지수를 추종한다면...

반도체 다음은 건강관리와 은행 등

- 국내 주식시장에서 시가총액 비중으로 보면 반도체가 압도적(35.1%)임. 그 다음으로는 건강관리, 상사자본재, 기계, IT가전(배터리), 은행 순임.
- 반도체 업종에 대해 이견은 없음. 다음 순위에 있는 건강관리/상사자본재/기계/배터리 업종에도 관심이 필요해 보임.
- 코스피 4천 돌파 이후 반도체를 제외하면 은행/건강관리 업종이 비중이 가장 많이 높아졌음.

시가총액 비중, 반도체/건강관리/상사자본재/기계 순

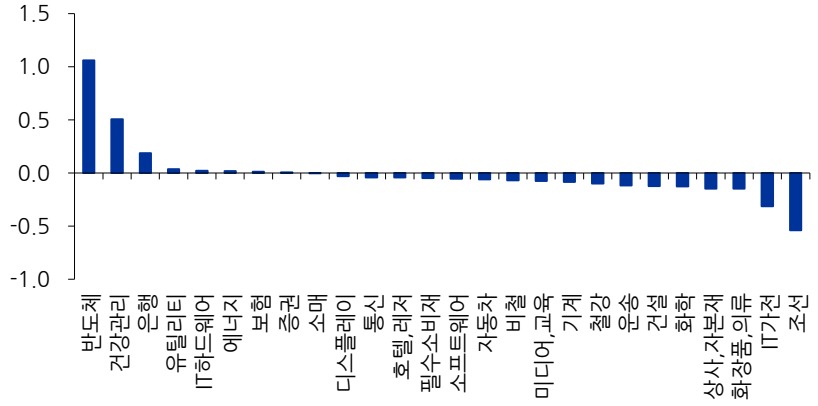
(코스피 시가총액 대비 비중, %)



자료: Quantiwise, 유진투자증권

코스피 4천선 돌파 이후에도 강한 반도체, 은행, 건강관리, 유틸리티

(10/24일 이후 시가총액 비중 변화, %)



자료: Quantiwise, 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다 . 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. . 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다