LS증권

| 리서치센터 투자전략실 | 주식전략 | 2026. 2. 10 |

버블논란 뒤데내야 할 소음

Part Ⅰ 버블로 가는 길, 체력 비축이 필요
Part Ⅱ 추가 Upside와 주도주
Part Ⅲ 버블과 생산성 사이, AI 리스크

리서치센터장
Chief Strategist 신중호
jh.shin@ls-sec.co.kr

퀀트/전략
Strategist 정다운
dw.jung@ls-sec.co.kr

Market
Analyst 황산해
sh.hwang@ls-sec.co.kr

LS증권 **리서치센터**입니다.

한국 증시의 가파른 상승이 놀라울 정도입니다. 작년 연말부터는 FOMO에 의한 과열 양상도 확인되고 있습니다. 시장의 내러티브도 개인의 순매수, 풍부한 예탁금, 반도체 중심의 이익 성장 기대, 한국 증시의 재평가로 집중되어 있습니다.
그러나 주가는 직선으로 움직이지 않습니다. 모두가 기대하는 AI 성장과 확장, 더 나아가 AI버블을 위해서는 견뎌내야 할 소음(Capex 모멘텀 둔화, 높은 금리 레벨)이 있습니다. 더 많이 상승하기 위해 오히려 과열이 식혀지는 시간도 필요합니다.

Part Ⅰ **버블로 가는 길, 체력 비축이 필요**에서는 버블지표 점검으로 시작합니다. 여러 과열 지표들이 출현했지만, 중요한 것은 실물과의 연계성에 있습니다. 현 시점에서 챙겨봐야 할 버블 지표를 소개합니다. 이어서 경제와 주식시장이 더 확장하기 위해 필요한 것은 무엇인지 고민합니다. 이 시점에 왜 차기연준의장은 '케빈워시'가 지명되었을까? 미국 부채와 상업은행 자산에서 의미를 찾아봤습니다. 계속 오르기만 할 것 같은 시장이지만, AI Capex 모멘텀 둔화와 여전히 높은 금리 레벨 등 견뎌내야 할 소음도 있습니다.

Part Ⅱ **추가 Upside와 주도주**에서는 당사 KOSPI 밴드를 4,500 ~ 5,800pt로 상향 제시하며, 개인의 주식 매수 여력과 그 의미, 그리고 업종 전략을 다루었습니다. 개인의 주식 매수 여력은 여전히 풍부하며 이는 하방 경직성을 높이는 요인이 될 것으로 기대합니다. 한편 업종 전략으로는 여전히 주도주를 낙관하고 있습니다. 시장의 추세가 꺾이는 마지막까지 주도주 추세도 이어지기 때문입니다. 추가적으로 KOSDAQ 관심 종목을 제시합니다. 결국 숫자로 설명할 수 있는 종목이 높아진 KOSDAQ의 관심으로 인한 수혜를 가장 크게 가져갈 것으로 전망합니다.

Part Ⅲ **버블과 생산성 사이, AI 리스크**에서는 낙관론 이면의 리스크에 대해 점검했습니다. 당장의 붕괴를 예견하는 것은 아닙니다. 그러나 가파른 AI 확산이 수익성과 버블 우려를 잠재우는 것처럼, 관련 리스크도 예상치 못한 속도로 확장될 수 있습니다. 확산과 생산성 사이의 시차에서 변화가 만들어내는 마찰음에 귀를 기울여야 합니다. AI 사이클의 크랙으로 AI Disruption(대체/파괴) Risk가 가시화된 소프트웨어 산업을 주목합니다. 더해 ①클라우드 비용 전가 흐름, ②AI-flation 가능성, ③AI 발 노동시장 충격 등의 리스크 요인들을 모니터링할 필요가 있습니다.

감사합니다.

Contents

버블논란 견뎌내야 할 소음

Part I 04 버블로 가는 길, 체력 비축이 필요
버블 체크, 체력 체크, 소음 체크

Part II 21 추가 Upside와 주도주
KOSPI 지수 밴드 4,500 ~ 5,800pt 제시

Part III 37 버블과 생산성 사이, AI 리스크
잠재 AI 리스크 점검

Part I

버블로 가는 길, 체력 비축이 필요

버블 체크, 체력 체크, 소음 체크

- 과열과 버블논란 : 버블인디케이터 점검
- 베센트와 케빈 워시의 공급 중시 경제학
- 소음: 모멘텀 둔화 시기와 높은 금리레벨

과열과 버블

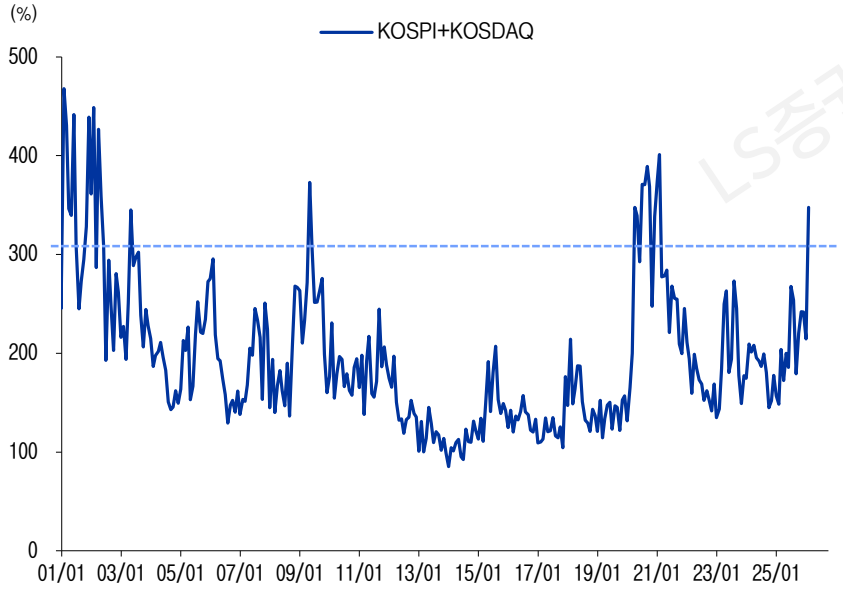
싫지만 고민해봐야 하는 차트 : 국내시장 회전율은 과열을 나타내고 있다

- 국내 주식시장의 회전율이 양시장 합쳐서 300%를 넘어갔음. 글로벌 증시의 등락에 아랑곳 하지 않고 국내 수급의 힘(고객예탁금 100조원 등)으로 수직 상승한 시장
- 지난해 120%, 올해만 30%를 넘기고 있는 삼성전자, 컨센서스 순이익 140조원으로 여전히 PER 7배 초반. 그래서 계속 상승하기만 하는 걸까?
- 회전율의 급등과 조바심은 분명 과거의 데이터를 곱씹게 함. 결론, 아무리 강세장이라도 사이클(쉼표)는 있다

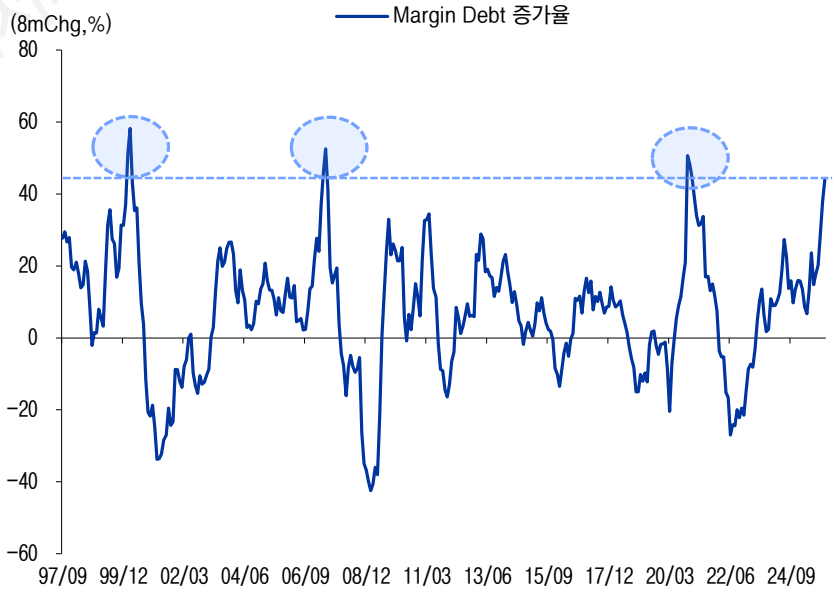
미국의 '빚' 투자로 보면 현재 시장은 버블?

- 미국 마진 어카운트 내 대출금 증가율(Margin Debt 증가율)은 시장의 과열(버블)을 측정하는 보조 지표 중 하나. 25년 12월 현재 Margin Debt 증가율 44%(8M Chg)
- 현 수준보다 높은 증가율은 IT버블, 금융위기, 코로나 시기. 그렇다면 지금은 버블?

국내 주식 시장 회전율



미국 시장 '빚투' 증가율



주: 회전율=(시장 전체 거래량/시장 전체 상장주식수)*100
자료: Quantwise, FINRA, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

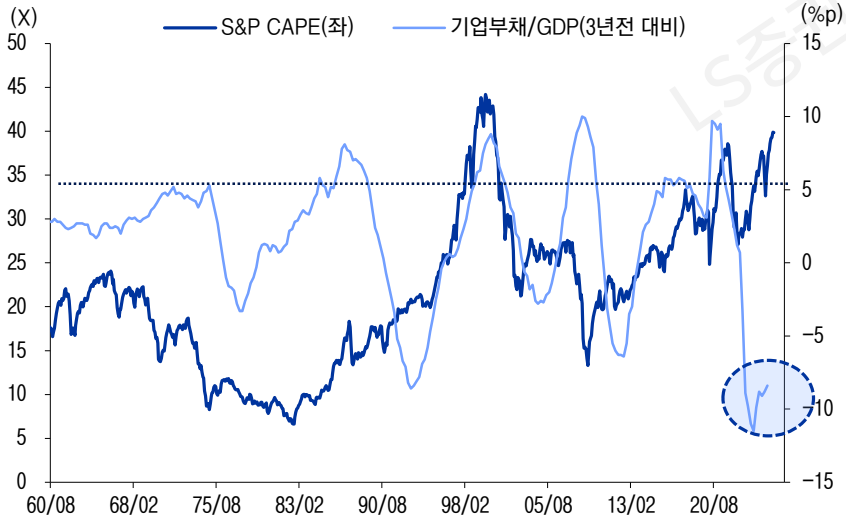
버블 인디케이터 : Not yet

밸류 만으로는 버블 아님

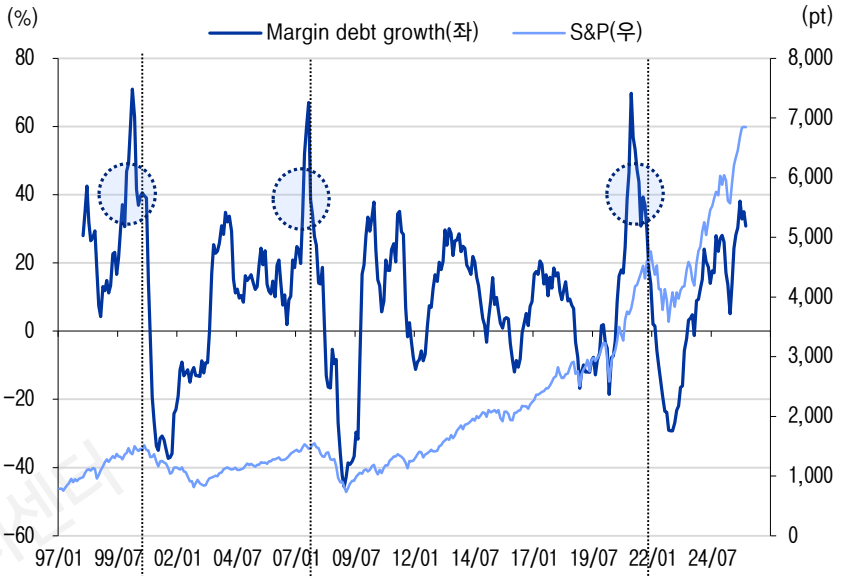
- 흔히 버블을 판단할 때 주식시장 자체만 놓고 보는 경우가 많음. 밸류에이션과 회전율, 신용증가율 등
- 중요한 것은 실물에서의 부채증가율도 함께 소위 '버블' 수준에 올라서야 함

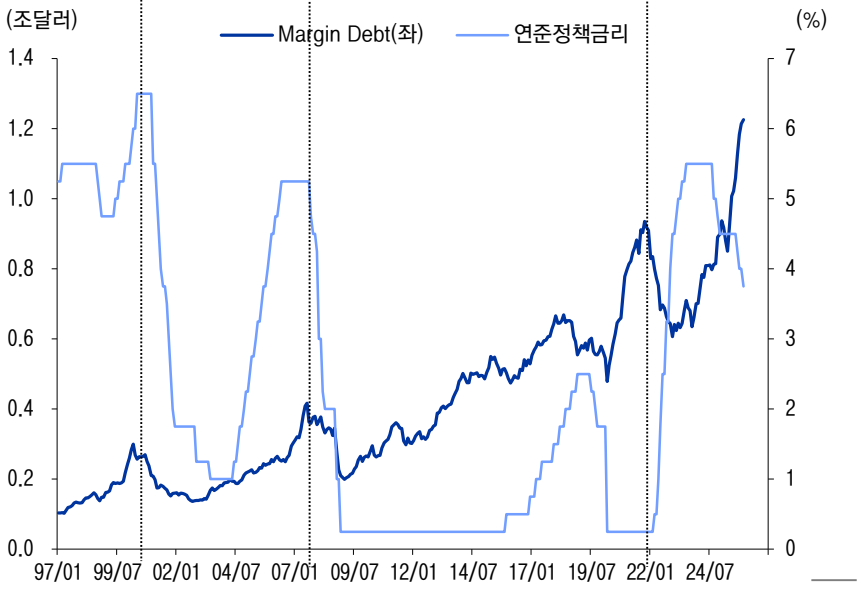
'버블 붕괴', 경제속도 보다 빠른 부채증가, 투기 과열 그리고 긴축

- 주식시장 밸류 레벨은 버블붕괴 마다 모두 상이. 다만 조건은 있음
  1) 기업부채/GDP 증가속도가 가파를 것(통상 3년전 대비 5%p)
  2) 마진 뎁 증가율이 전년대비 40% 이상일 것
  3) 동시에 연준의 긴축이 진행되어 왔거나, 긴축이 시작 되었을 것



자료: FRB, Bloomberg, LS증권 리서치센터





LS증권 리서치센터

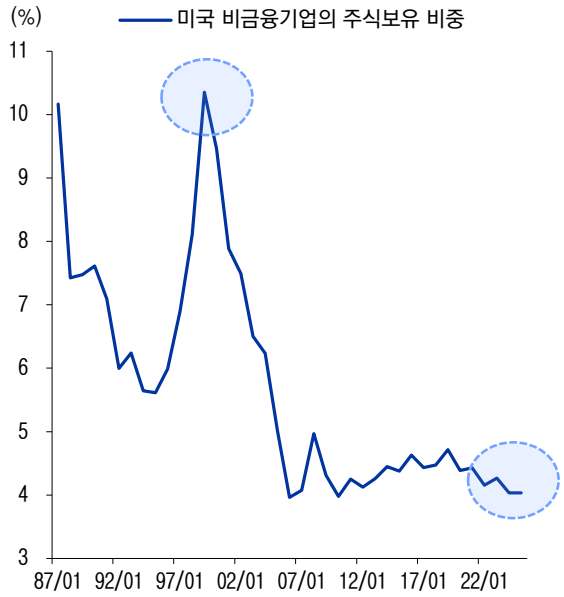
버블 붕괴: 금융시스템과 실물경제의 불안한 얽힘이 문제

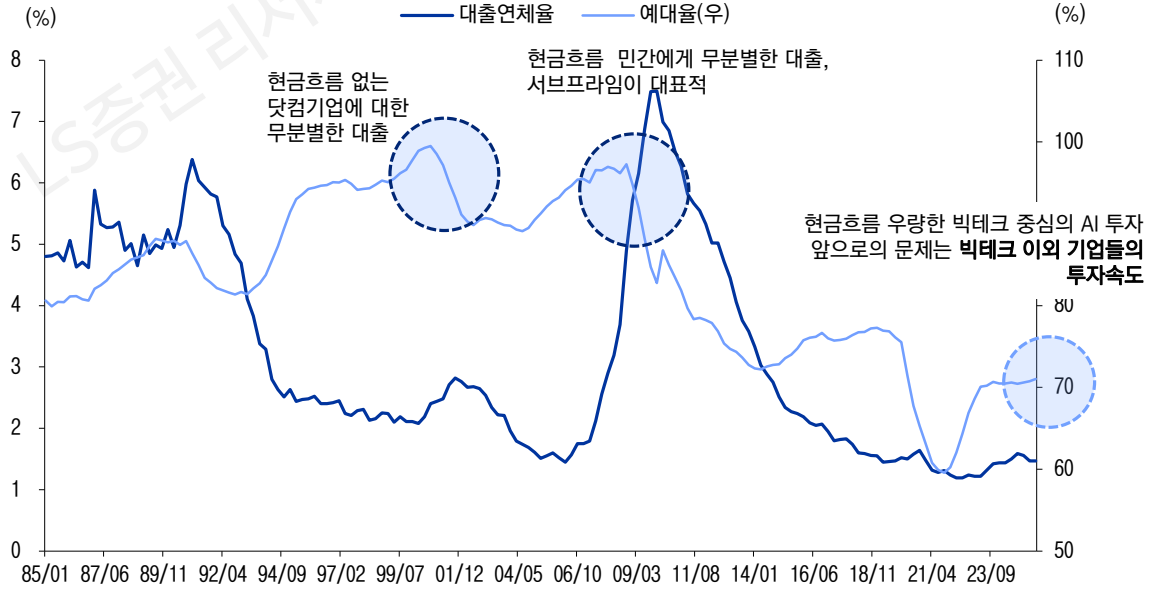
AI 순환 경제와 거품 붕괴 우려?

- 마이크로소프트의 OpenAI 투자, 엔비디아와 코어위브 등 빅테크 기업들의 AI 스타트업 투자와 클라우드 매출로 이어지는 순환출자 구조에 대한 우려
- 닷컴 버블 당시 벤더 파이낸싱*과 비슷하다는 지적. 그러나 현재 미국 비금융 기업의 주식비중은 4% 수준에 불과. 이 수치가 10%를 넘어가야 위험신호

과거 버블 붕괴 원인은 높은 예대율과 무지성 대출

- 자금대여 측면에선 은행들의 역마진과 대출성장률 둔화, 차주 입장에선 금리비용 상승과 연체율 증가에 의한 대출회수 과정의 악순환 이로 인한 경제 전반의 신용창출 하락과 경제성장률 급락이 버블붕과와 경기침체
- IT버블(닷컴기업), 금융위기(서브프라임 대출) 처럼 현금흐름이 수반되지 않는 민간에의 레버리지 속도와 레벨이 중요





*벤더파이낸싱 : 물건 판매자가 구매자에게 구매대금을 대출해주는 외상판매 금융 서비스
자료: FRB, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

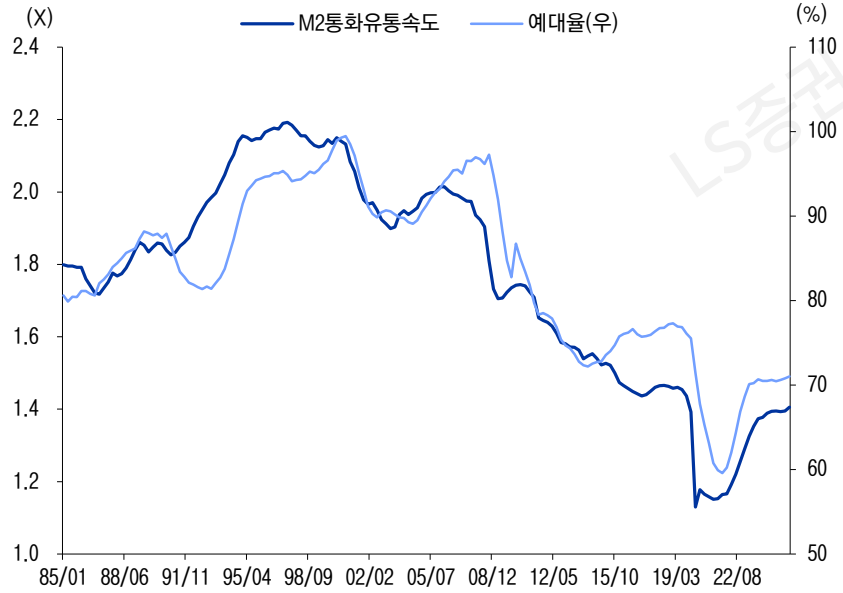
트럼프 행정부: 낮은 예대율 문제 → 민간의 부채활성화 필요

● 돈의 '양'에서 '속도'로의 전환

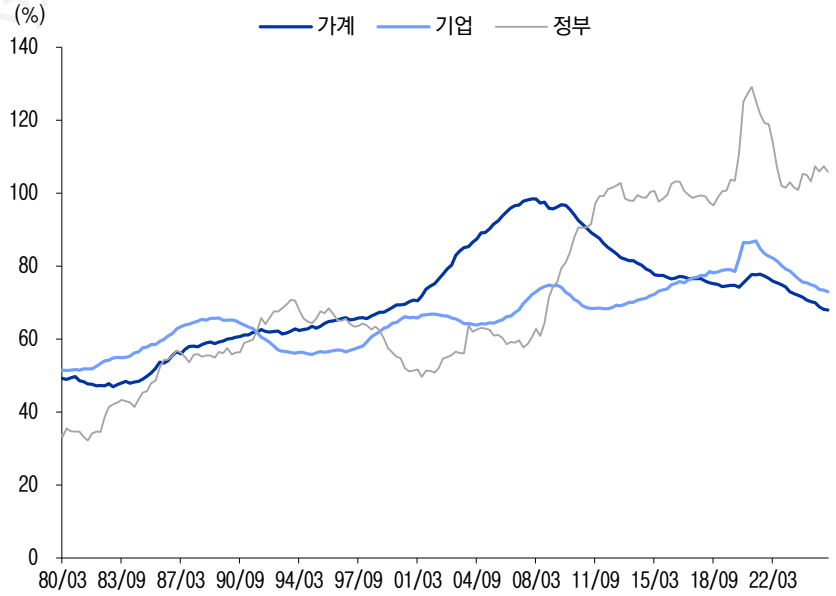
- 금융위기 이후 자본비율 규제 등 안정된 금융시스템. 현 시점에서의 트럼프 2기 노림수는 예대율을 올려 통화유통속도(유동성 확대)를 올리는 것
- 미국 정부의 부채비율은 106%(2Q25 기준) 코로나 레벨(130%)에서 안정되었지만, 금융위기 이후 기조적으로 높아진 레벨
- 글로벌리 확장재정 이슈가 상존한 상황에서 정부부채 확대는 금리상승에 의한 구축효과 발생 가능성. 민간의 부채비율은 가계와 기업 각각 68%, 73%
- 미국 민간 주체들은 부채비율이 건전. 미국 민간의 부채가 증가하는 그림이 바로 트럼프 행정부가 원하는 것

→ 금융규제 완화와 기준금리 인하를 통해 민간으로의 대출 활성화 필요

미국 통화유통속도와 상업은행 예대율



미국 경제주체별 GDP대비 부채비율



자료: FRB, BIS, LS증권 리서치센터

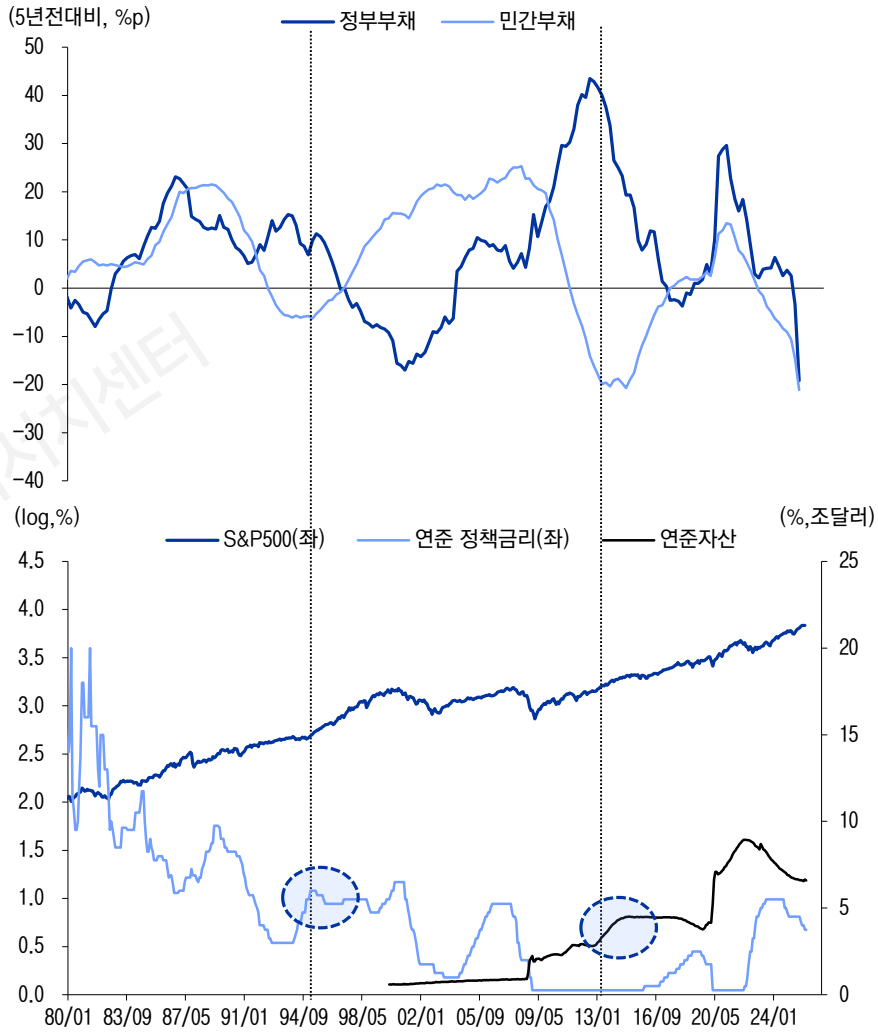
LS증권 리서치센터

과거의 경험 : 민간의 Credit 확대와 정부부채 축소

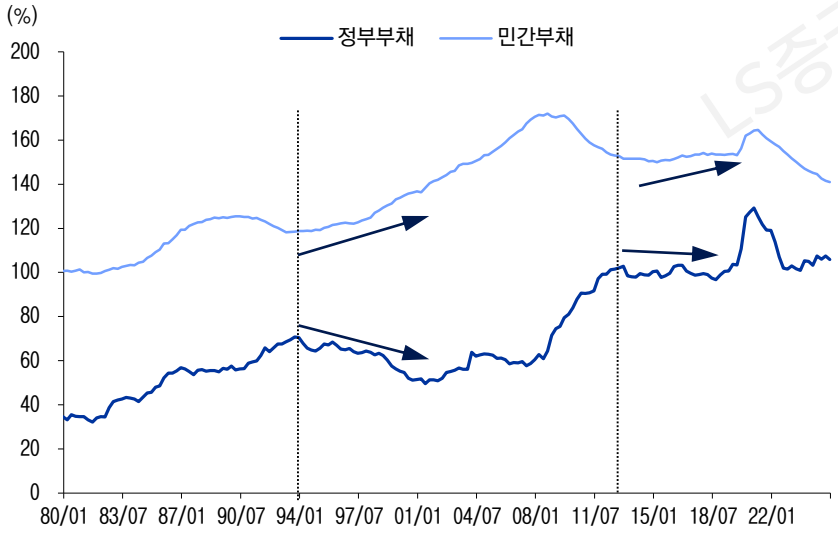
● 생산성도 버블도 결국은 민간의 레버리지에서 비롯

- 만약 금리 인하와 생산성을 위한 규제 완화로 민간의 부채가 늘어나면? 1990년대 중반 그리고 2010년대 정부부채 위기에서 민간의 부채가 늘어나면서 다시 주식시장 장기 추세 상승 가능할 것
- 통화정책 측면에서 기준금리 인하와 QE라는 연준의 지원사격이 있었음

- 관건은 어떻게 민간의 부채를 늘릴 것인가?



미국 경제주체별 GDP대비 부채비율



자료: BIS, FRB, Bloomberg, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

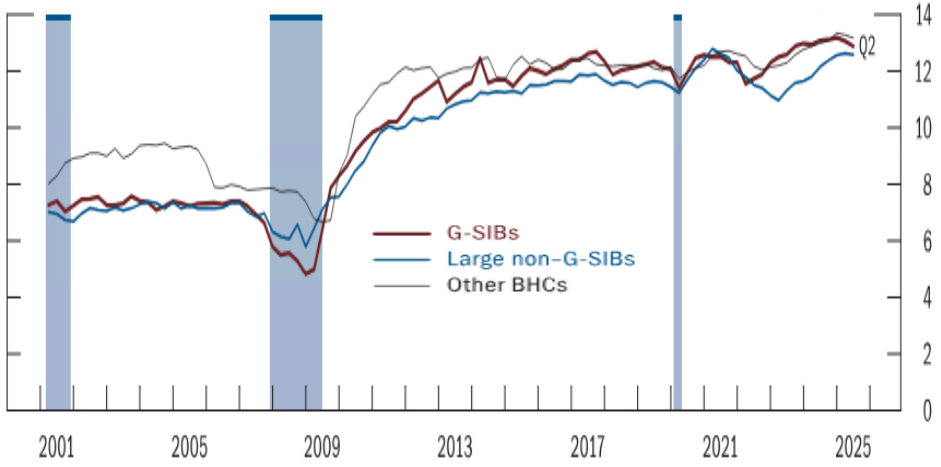
공급 중시 경제학(생산성, 규제완화)

● 베센트와 워시의 조합 : 판을 깔아 준다

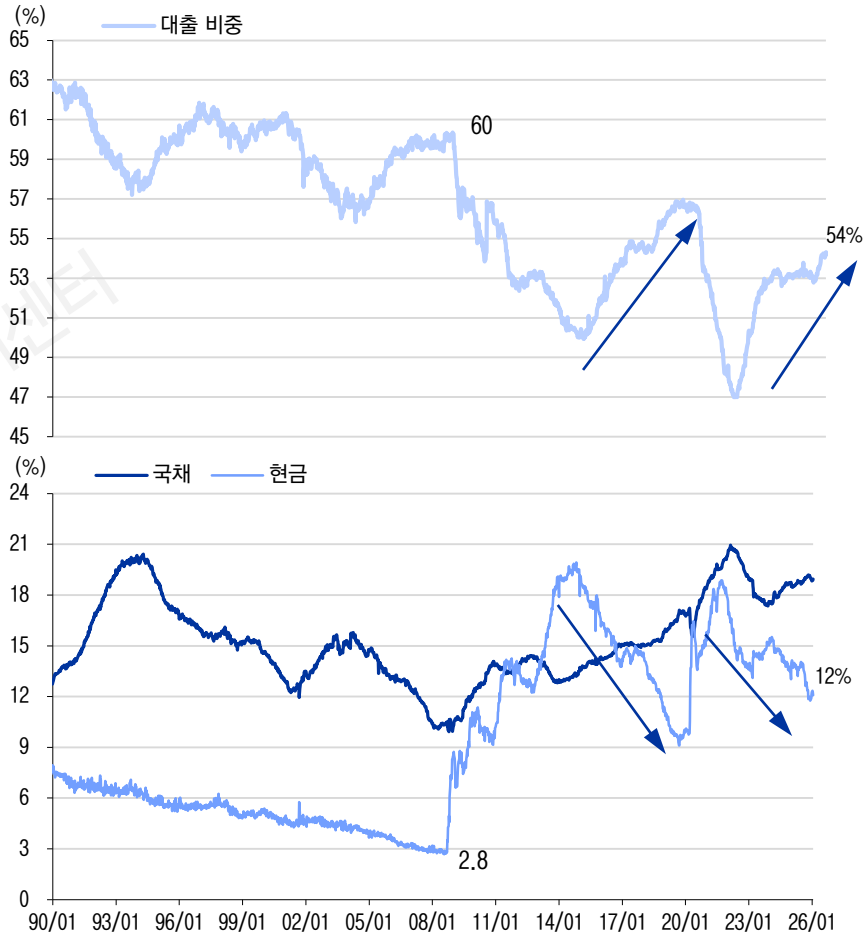
- 베센트의 자본규제 완화: 바젤 III 엔드게임(대형은행의 자기자본을 16~20% 늘리려던 계획 철회)의 무력화와 SLR 규제완화. 26년 1분기 중 더 완화된 자본비율 규제안 예정
- 케빈 워시의 '공급 중시 경제학' : 금리를 내려 기업들이 투자를 하게 만들되, 늘어난 생산력이 인플레이션을 상쇄하게 할 것. 규제를 과감히 풀고 AI와 로봇을 도입해 미국의 생산성을 높이면 물건이 흔해져 가격은 자연스럽게 떨어진다는 논리

- 26년 1월 현재 미국 상업은행 자산은 24조 달러, 대출은 54%(13.4조 달러). 현금 비중은 12%(2.98조 달러), 국채 보유 비중은 19%(4.7조 달러)

금융위기 이후 높아진 미 금융권 자본비율



미국 상업은행들의 대출과 국채, 현금 비중 추이



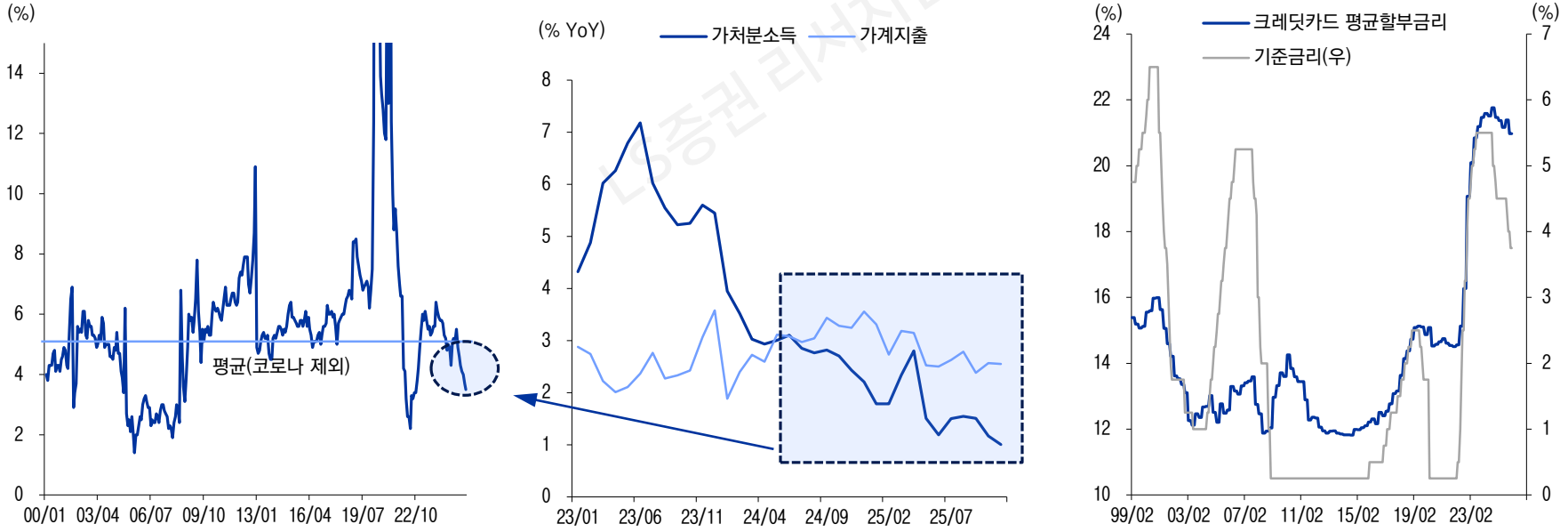
자료: FRB, LS증권 리서치센터

가계의 지출 여력을 높여라

● 트럼프가 신용카드 이자율 상한제를 언급한 이유

- 미국 가처분 소득대비 저축률은 25년 11월 현재 3.5%. 장기평균(코로나 구간 제외) 5% 하회. 24년 초 6%에서 급격하게 떨어진 이유는 가계지출이 가처분 소득을 지속 상회하기 때문. 소비 유지를 위해 미국인들은 저축률을 낮춰왔던 것
- 26년 초 취임 1주년을 앞두고 신용카드 이자율 10% 상한제를 쟁점화한 이유: 실질 가계 지출 여력 확대, 크레딧카드 할부금리 하락으로 '돈'의 유통을 노린 것
- 금융권의 반발이 예상되어 현실화 가능성이 낮지만, 높은 기준금리로 인한 20%의 고공권 신용카드 할부금리는 소비억제 요인
- 기준금리 인하로 인한 가계 지출 유도가 필요한 시점

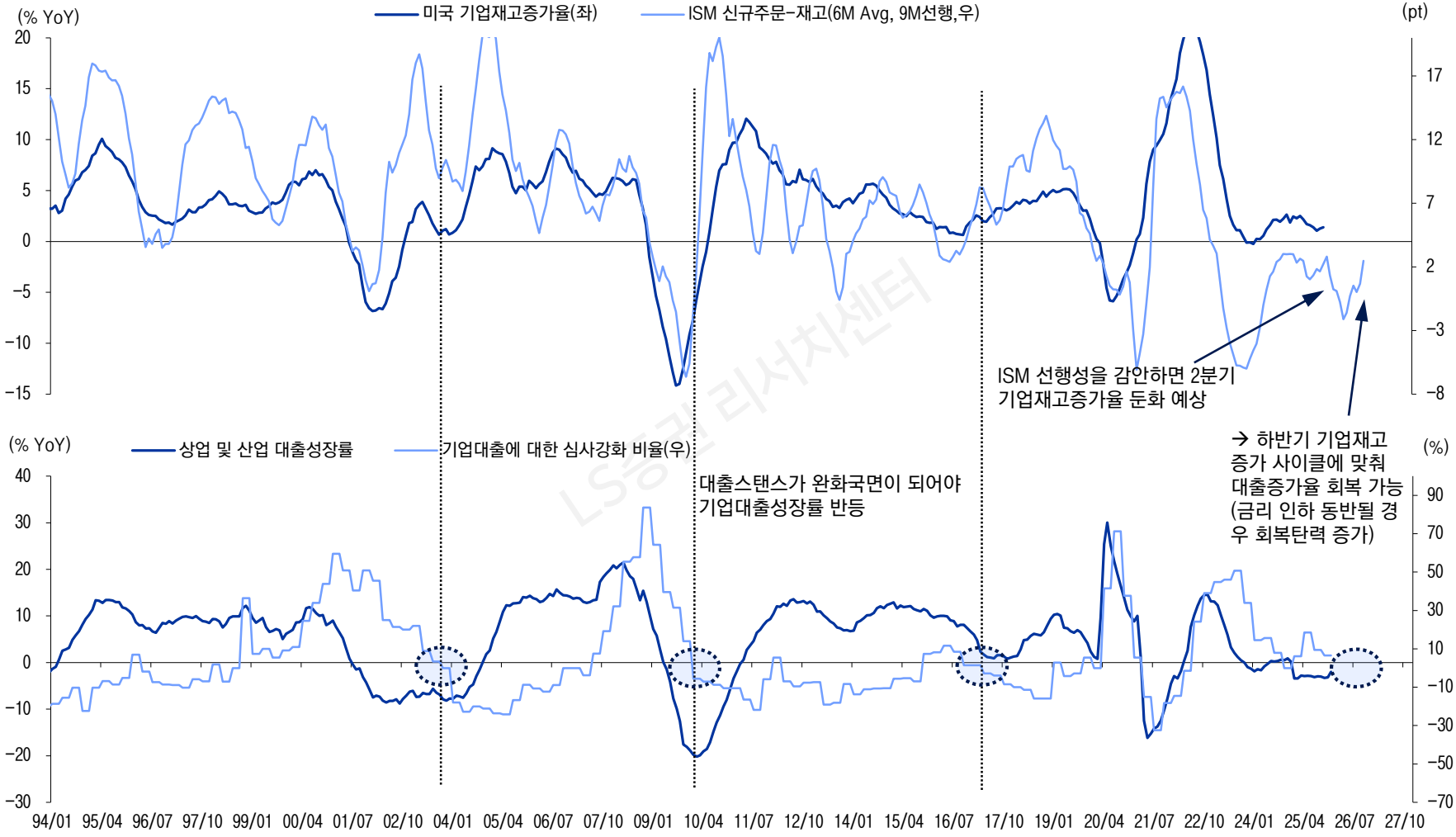
미국 가처분 소득 대비 저축률



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

기업 대출 : 경기전망과 은행 대출스탠스 중요

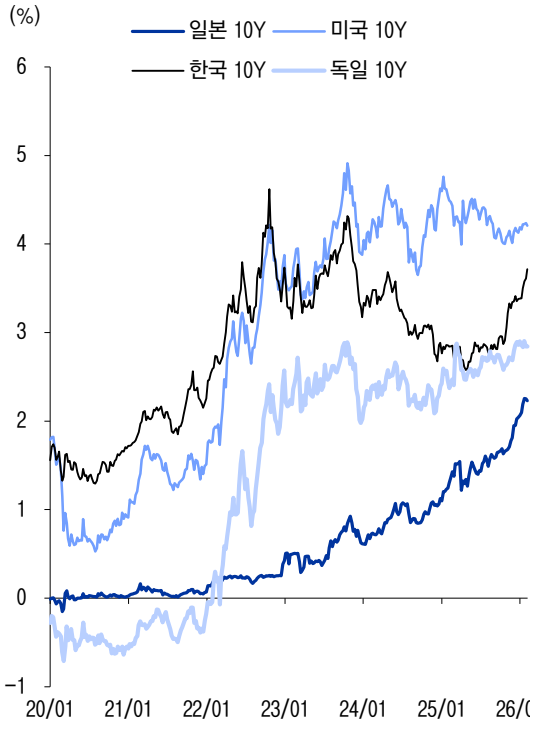


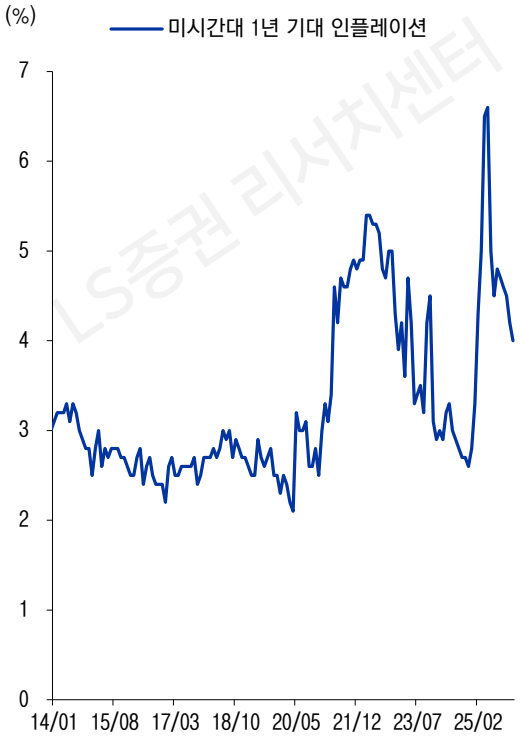
자료: FRB, Bloomberg, LS증권 리서치센터

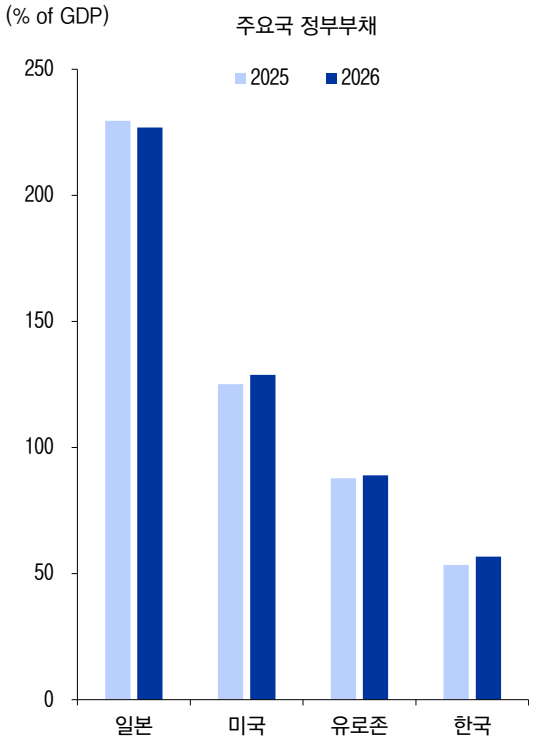
단기에 금리인하 기대는 어렵다

● 여전히 높은 기대인플레와 연준 의장 교체기 관망세

- 단기에 금리안정이 유지되기 위해서는 우선적으로 물가안정이 필요. 그러나 여전히 높은 기대인플레는 FOMC 위원들에게 금리인하 명분을 제공해주지 못함
- 더불어 일본의 중의원 선거, 한국의 지방선거, 미국의 중간선거, 유럽의 방위비 지출 등 정치아젠다로 인한 재정확대 이슈가 상존한 상황
- 현재 시장의 금리인하 시점은 파월 연준의장 임기 종료 이후 6월로 미뤄둔 상태







자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

케빈 워시 스탠스 확인

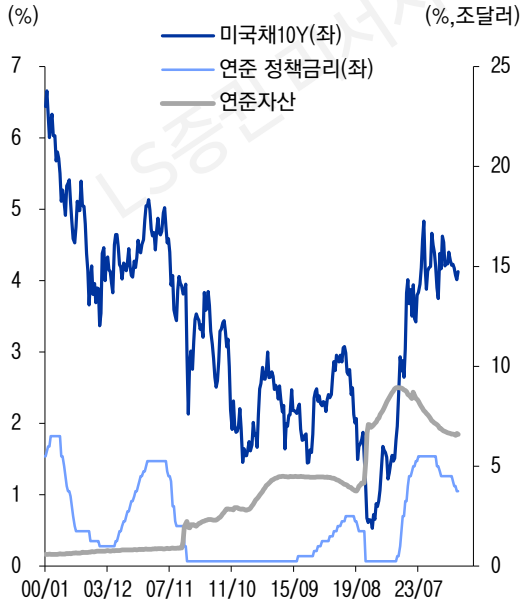
인사 청문회까지의 깜깜이 시간

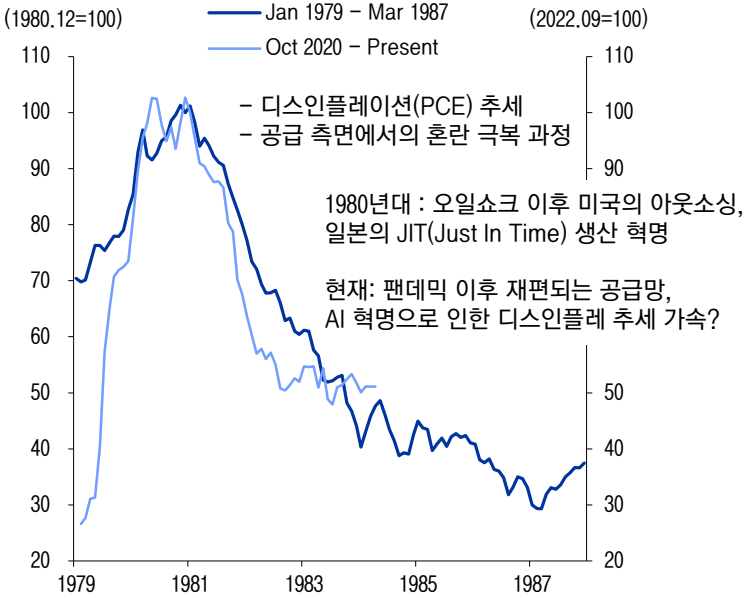
- 연준 의장 후보자의 지명부터 청문회, 인준까지 소요되는 기간은 평균 83일. 다만, 정해진 것은 아님.
- 평균 기간을 고려하면 케빈 워시의 인사청문회 및 인준 일정은 3월 중 상원 은행위원회에서 청문회 개최, 4월 중 상원 전체 투표 진행. 인준 시 26년 5월 15일 부터 공식 업무 시작. 다만, 공화당 톰 틸리스 상원의원, 연준 개보수 비용 관련 법무부 조사 마무리까지 인준 저지 밝힌 상태. 늘어질 수 있음

인사청문회에서의 케빈 워시 그리고 이후 해결해야 할 이슈

- 인사청문회: 지명된 연준의장으로 첫 통화정책 가이드라인을 제시. 연준자산의 왜곡효과와 금리인하 스탠스의 조합, 연준의 독립성 테스트
- 기본 입장: 기대인플레가 꺾여야 금리를 내린다. 생산성이 인플레를 통제한다
- 순서에 대한 시장의 고민 : QT를 통해 연준의 대차대조표 축소 → 인플레 기대 제거 → 금리인하. 양적 긴축 과정에서 유발될 수 있는 금리상승 이슈

의장	지명	청문회	인준	기간
앨런 그린스펀	87.06.02	87.07.21	87.08.03	62일
벤 버냉키	05.10.24	05.11.15	06.01.31	99일
재닛 옐런	13.10.09	13.11.14	14.01.06	89일
제롬 파월	17.11.02	17.11.28	18.01.23	82일





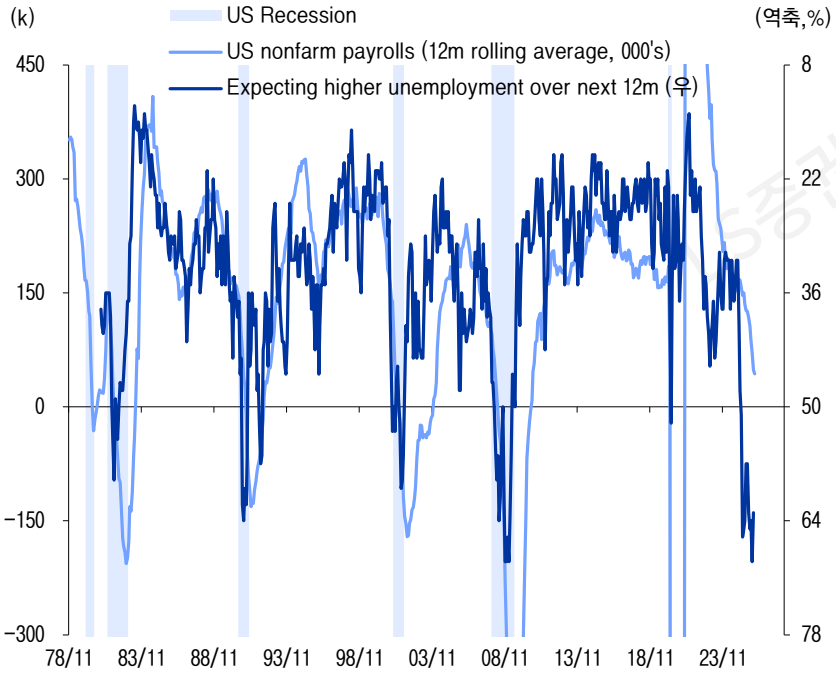
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

고용시장은 지속적으로 금리인하 명분을 제공할 것

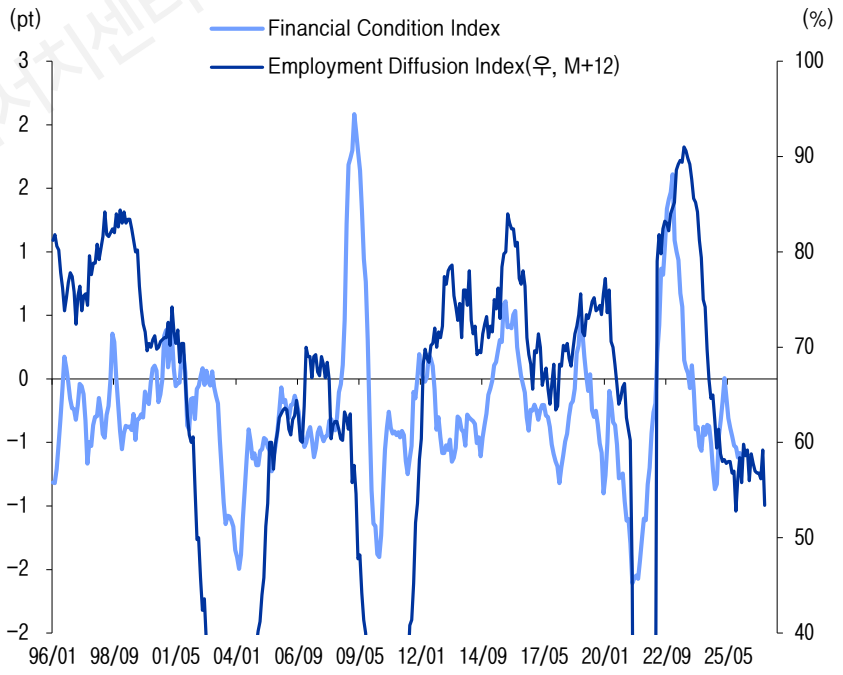
● 고용시장 둔화는 연준을 움직일 강력한 무기

- 미국 실업률 4.4%(26년 1월 기준), 다만 추가 악화 가능성이 매우 높은 상황. AI 투자가 고용 없이 진행 중
- 미시건 서베이. 향후 12개월 내 실업전망치, 과거 리세션 수준까지 악화된 상태
- 고용 확산지수(전체 산업 중 고용이 늘어난 산업 비중)로 보면 Financial Condition Index(금융상황지수)는 하반기까지 지속적 완화 시그널링. 금리인상 리스크는 제거

고용 시장 악화 시그널



시장이 금리인하 가능성을 계속 Pricing할 수 있는 이유



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

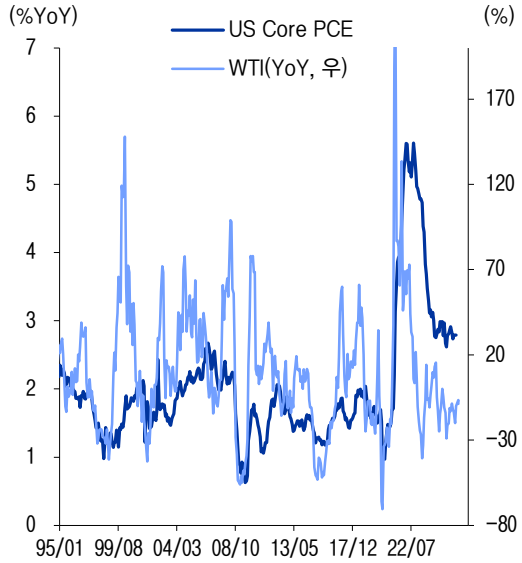
예상치 못한 유가급락은 금리인하를 당길 수 있는 변수

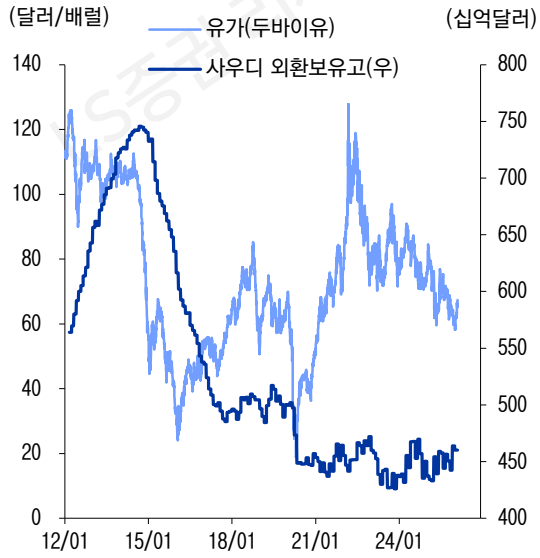
● 3개월 내 WTI 60달러 이후로 하락한다면, 상반기 금리인하 가능성

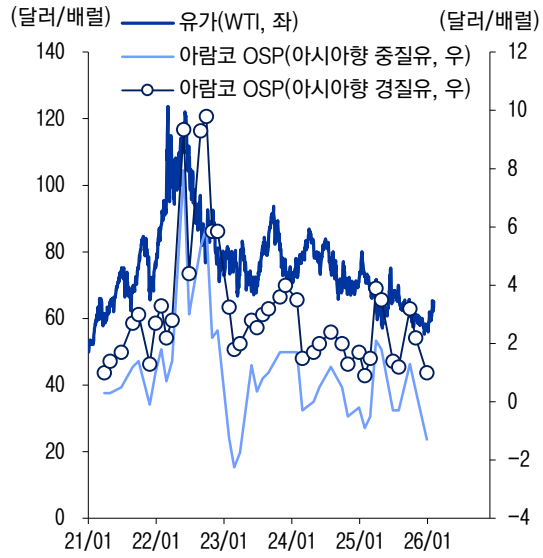
- 여전히 유가는 미국 물가의 중요한 변수. 현 60달러 중반의 유가가 유지될 경우 지난 1분기 WTI 평균 유가레벨이 70달러 선이었음을 감안하면 2~3월 유가의 YoY 는 -6~-8%. 다만 4월 이후 전년 유가 기저효과로 평균 6%의 증가효과 발생. 4월 이후에도 (-) 충격이 있으려면 60달러 이하로 하락 필요. 만약 2분기 평균 유가가 55달러 이면 물가 하락효과는 평균 -10%

● 사우디와 트럼프의 의도치 않은 협력?

- 물가를 끌어내리고 싶은 트럼프와 점유율을 늘리고 싶은 사우디. 지난 해 12월 미 국무부의 NSS(국가안보전략)에서 이제 중동지역은 무역 파트너십의 공간으로 재규정
- 사우디는 미국의 강력한 이란 압박 정책을 지지. 지난 3년간 유가 하락에도 사우디의 외환보유고는 안정적. 판매 가격을 낮추는 국제유가 하락에도 서방의 대러 제재가 사우디의 석유공급 점유율을 확대시켰기 때문
- 사우디는 OSP(공식판매가격) 조정을 통해 점유율을 점차 회복 시도할 수 있음. 2025년 4월부터 석유 생산 정상화 즉, 감산 철회 가능성 농후







자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

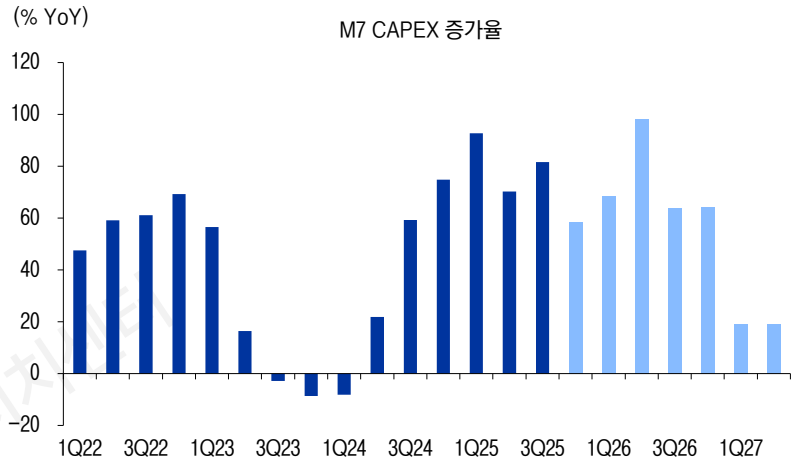
당장은 금리의 불확실성 속 견뎌내야 할 소음

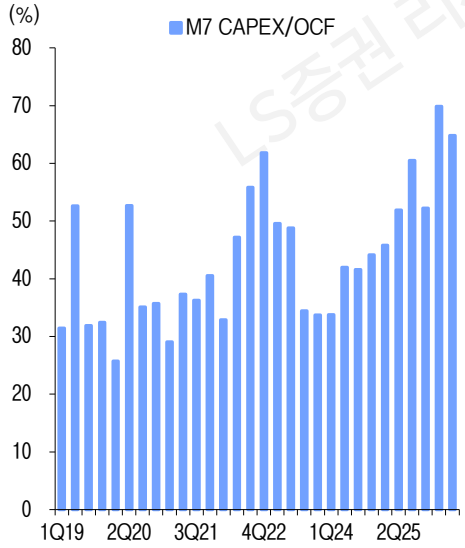
버블은 아니지만 모멘텀 둔화 : M7 CAPEX 증가율과 반도체 판매

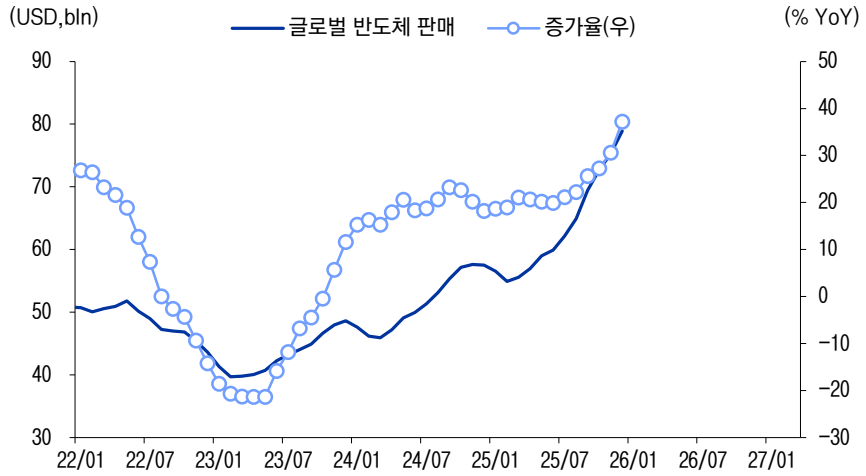
- 2월 들어 선 주식시장, 변동성이 높아진 이유: 성장의 둔화 리스크
- 마소, 구글, 아마존 등 주요 빅테크의 CAPEX 가이던스는 모두 시장 예상을 상회. 그러나 왜 주가는 변동?

1) CAPEX 증가율의 Peak out. 성장과 성장률의 차이. 글로벌 반도체 판매와 증가율은 결국 CAPEX 증가율의 함수. 국내 반도체 양사 역시 이 흐름에서 벗어나지 못할 가능성 제기

2) 수익화에 대한 우려. CAPEX/OCF 70%를 상회하는 시점에서 추가 CAPEX 비용상승. AI 생산성 채택과 확산을 위한 빅테크 외 업체들의 투자증가가 잇따라야 함

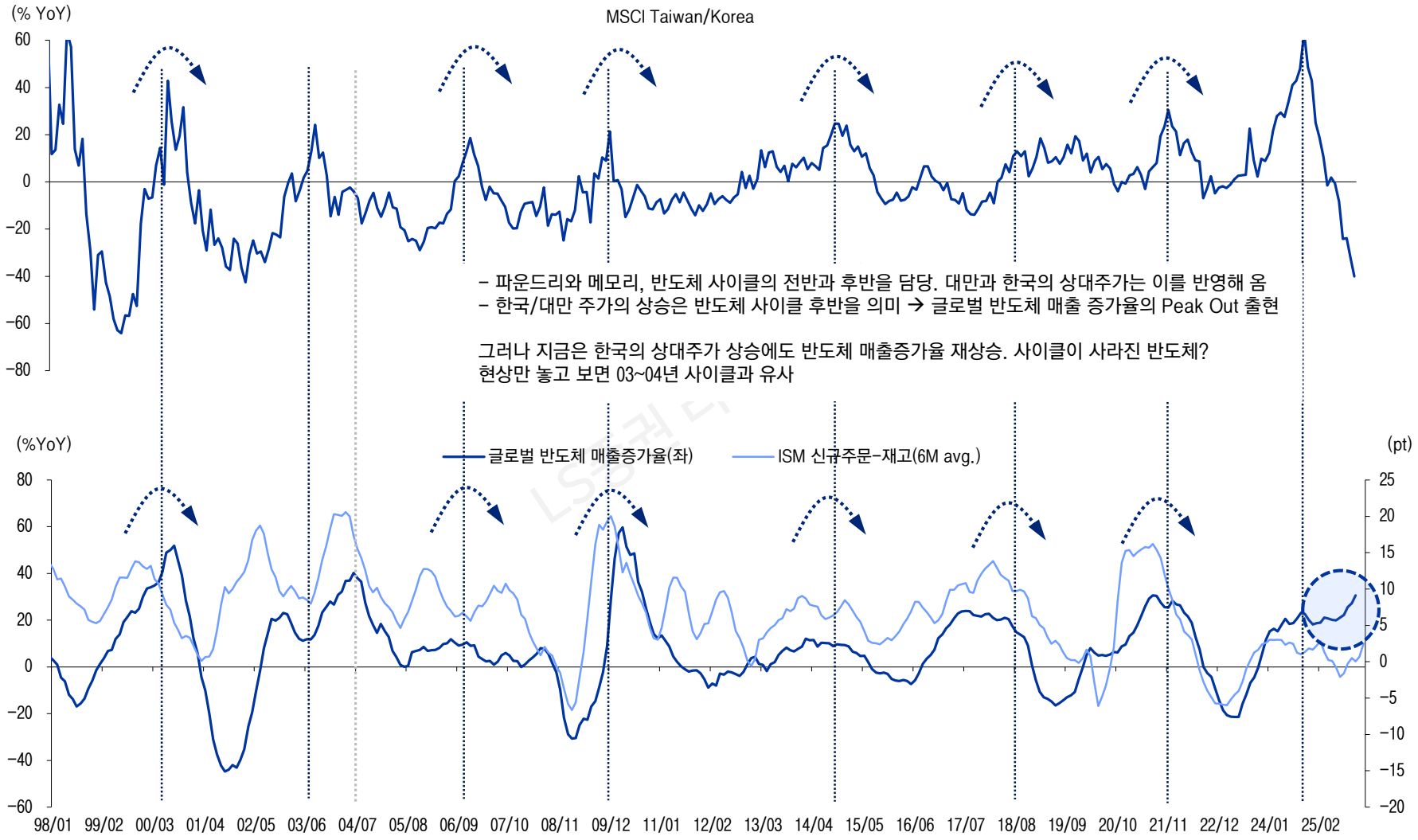






자료: Bloomberg, SIA(미국 반도체 산업 협회), LS증권 리서치센터

사이클이 사라진 반도체?



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

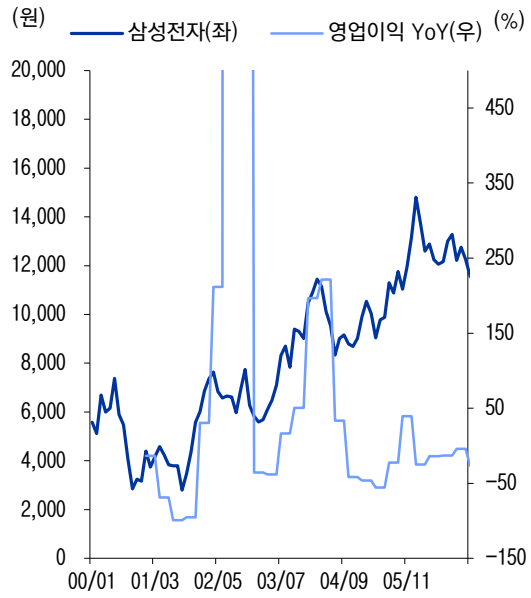
증가율 둔화에 반응했던 주가의 경험은 경계 요인

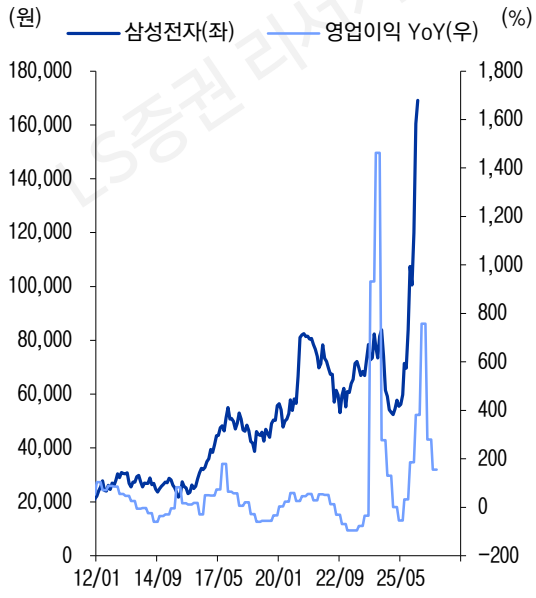
● 강한 회복력 그러나 모멘텀 둔화에 반응했던 주가

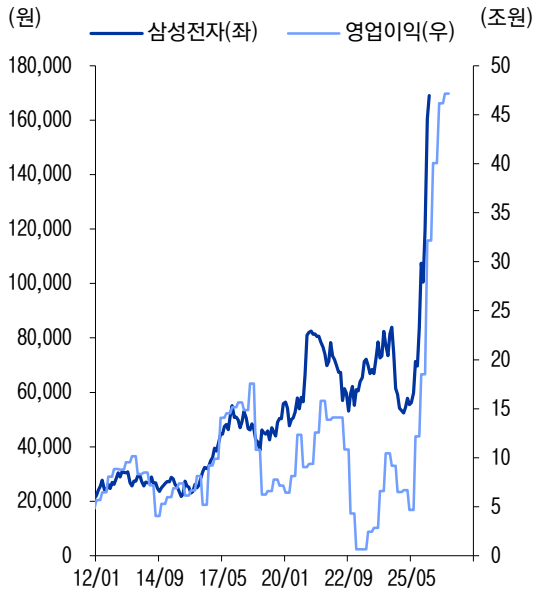
- 여전히 반도체 2사의 시장주도력은 존재. 다만, 주도업종이어도 기간과 가격조정은 항상 내재되어 있음
- 이전 반도체 사이클에서 벗어났던 03~04년 구간에서도 이익증가율의 둔화는 가격과 기간조정으로 발생

● 삼성전자 영업이익 YoY 2Q 고점

- 삼성전자를 기준으로 영업이익의 증가율 모멘텀은 올해는 2분기 Peak out. 컨센서스 기준 1Q 32.2조원 → 2Q 40.1조원 → 3Q 46.2조원 → 4Q 47.1조원
- YoY를 기준으로 1Q 381%→ 2Q 757% → 3Q 279% → 4Q 155%. 단순 기저효과에 의한 등락률로 치부할 수도 있음
- 다만, 높아진 이익레벨을 반영해 온 주가와 앞서 빅테크 CAPEX YoY의 둔화 시점을 감안하면 폭발력 있는 상승보다 기간과 매크로 변수에 의한 조정 가능성은 염두에 둬야할 것







자료: Quantwise, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

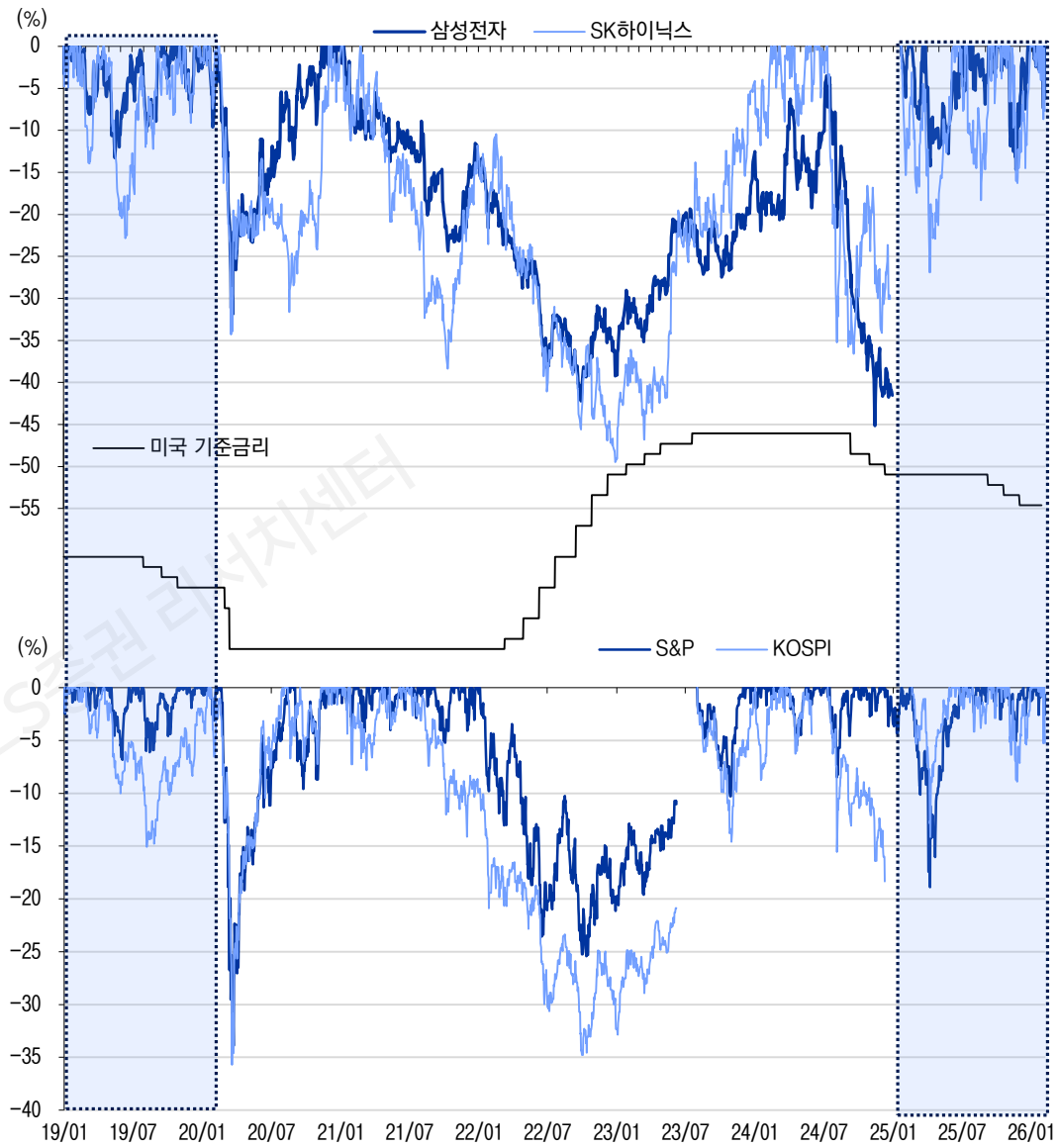
반도체와 지수 MDD

삼성전자와 SK하이닉스의 MDD

- 경기국면과 사이클에 따라 편차가 심함
- 이번 경기국면이 어떤 국면과 유사할지 가늠하기 어려우나 단기적으로 금리인상과 인하보다는 동결 이후 인하 국면으로 가정
- 19년~20년 코로나 이전, 25년 이후로 한정
- 삼성전자의 MDD는 10~15%, SK하이닉스는 15~20%
- 1월 종가 기준으로 삼성전자와 SK하이닉스의 MDD는 각각 7.4%, 8.7%

S&P와 KOSPI MDD

- 긴축사이클 이후 24년~, S&P와 KOSPI MDD 10~15%
- 25년 트럼프의 해방의 날(관세 이슈)과 중국 딥시크 당시 10% 이상 하락한 구간은 KOSPI 기준 3거래일
- KOSPI MDD 10%(4,760pt), 15%(4,500pt)



자료: Quantwise, Bloomberg, LS증권 리서치센터

Part II

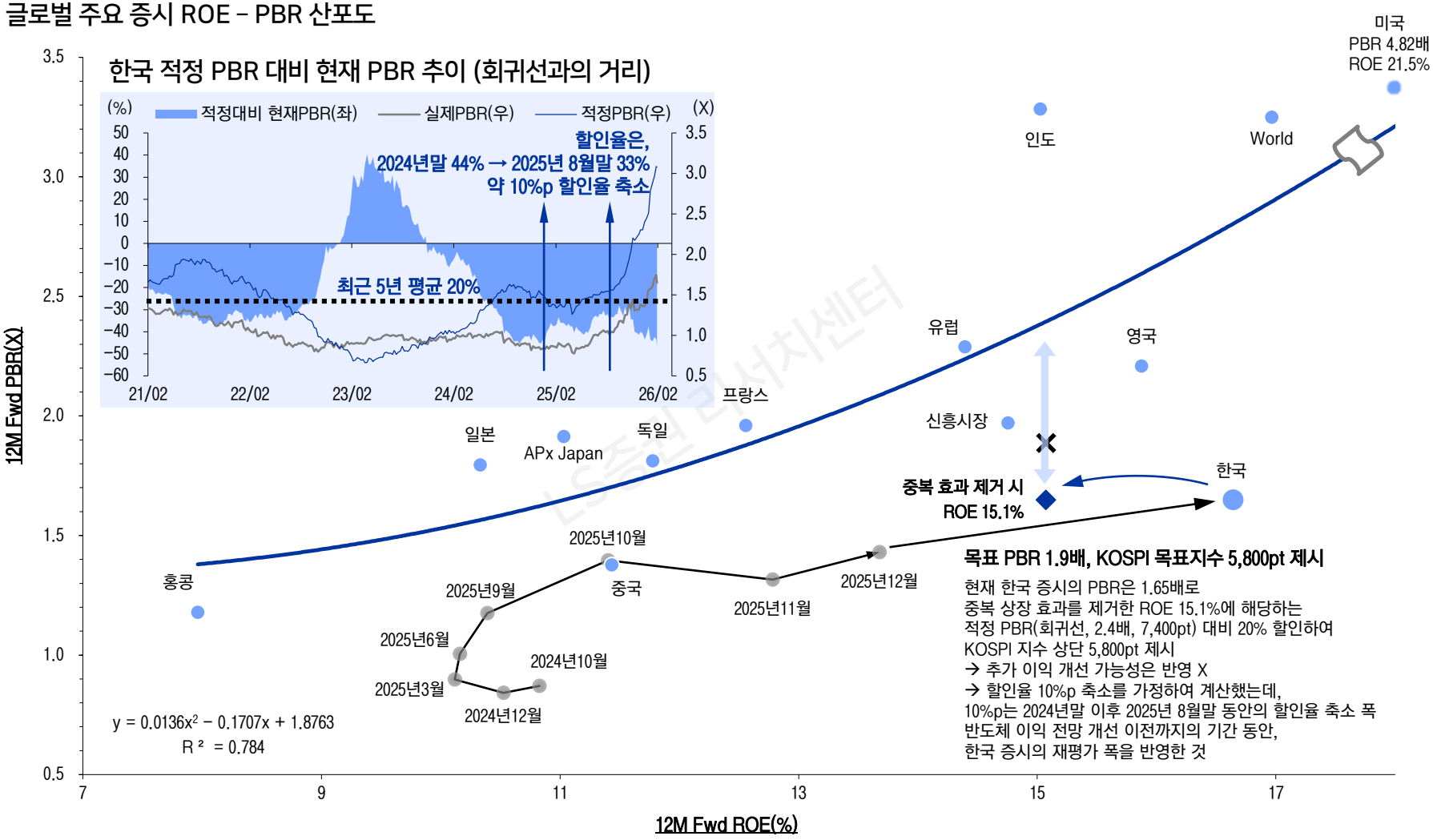
추가 Upside와 주도주

개인 수급이 상승 논리는 아니지만…

- KOSPI 지수 밴드 4,500 ~ 5,800pt 제시
- 개인 자금, 주식시장으로의 이동
- 아직 충분한 추가 매수 여력
- 개인 수급 ≠ 상승 논리. 외국인 수급의 향방이 중요
- 업종 전략: 여전히 주도주 (+ 코스닥 관심종목)

KOSPI 추가 실적 상향으로 상단 5,800pt로 상향

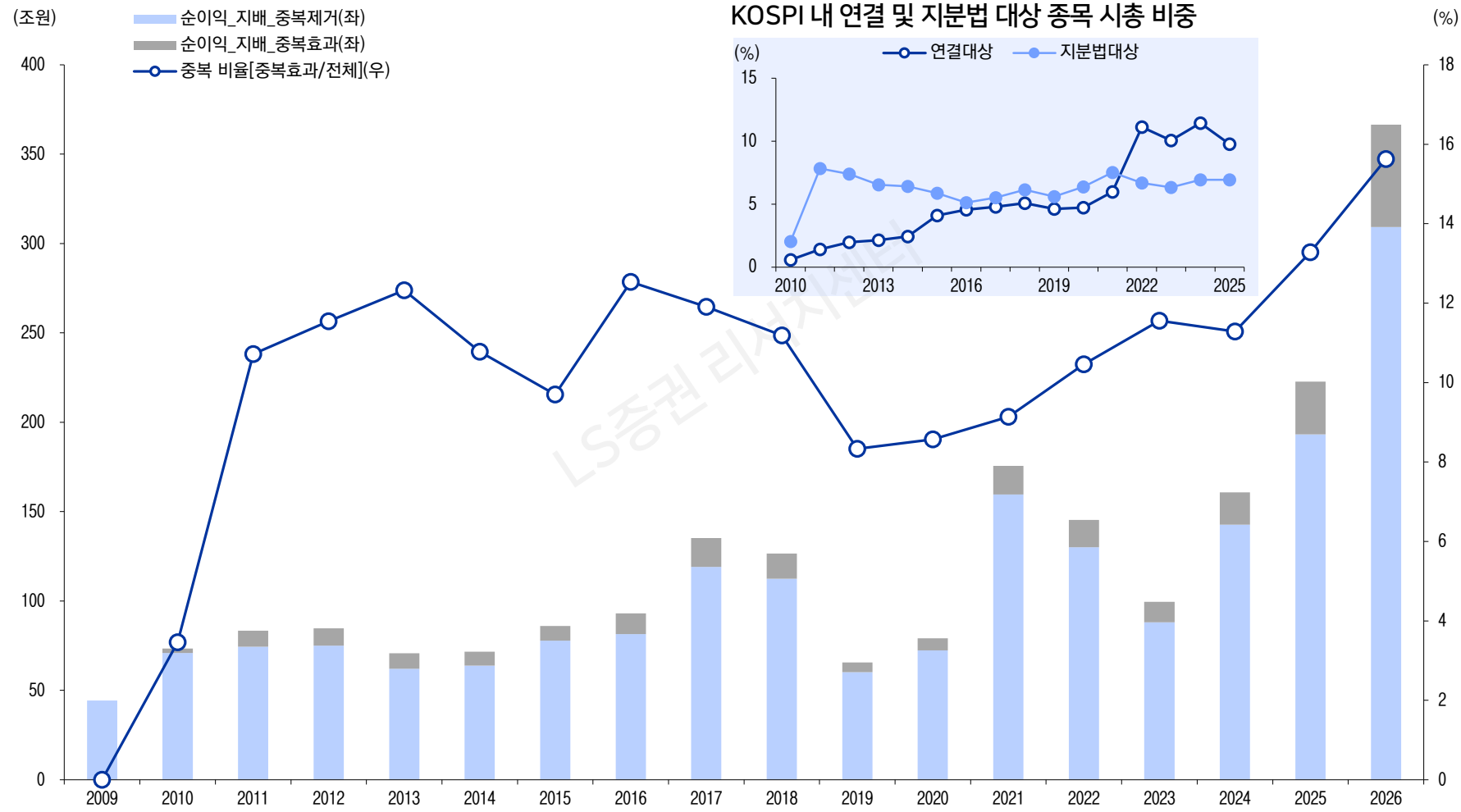
글로벌 주요 증시 ROE – PBR 산포도



자료: LSEG, LS증권 리서치센터

2026 KOSPI 중복상장 효과: 순이익 16%

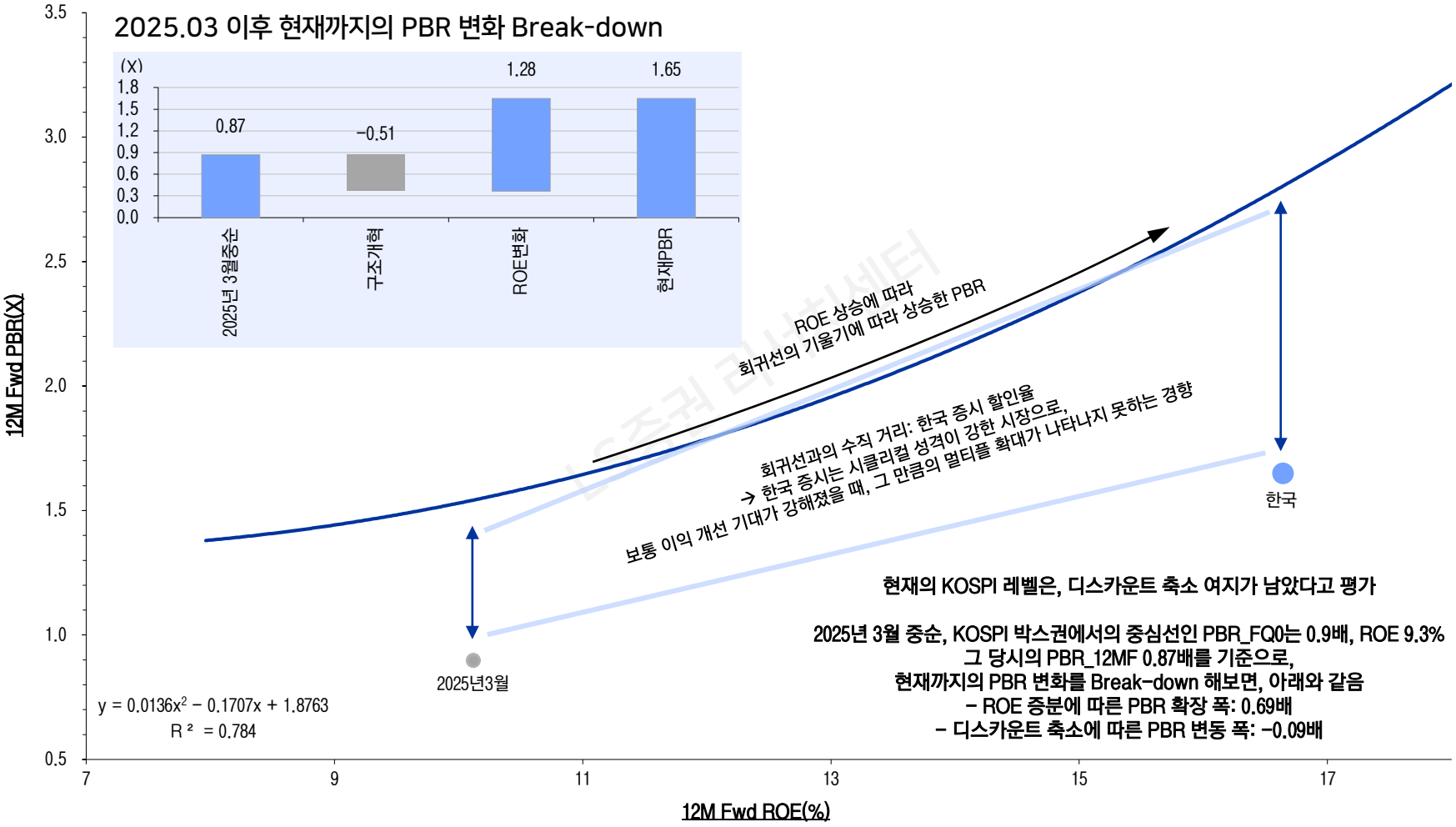
KOSPI 순이익 내 중복 상장 효과



자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

시클리컬 성격으로, 오히려 확대 된 할인율

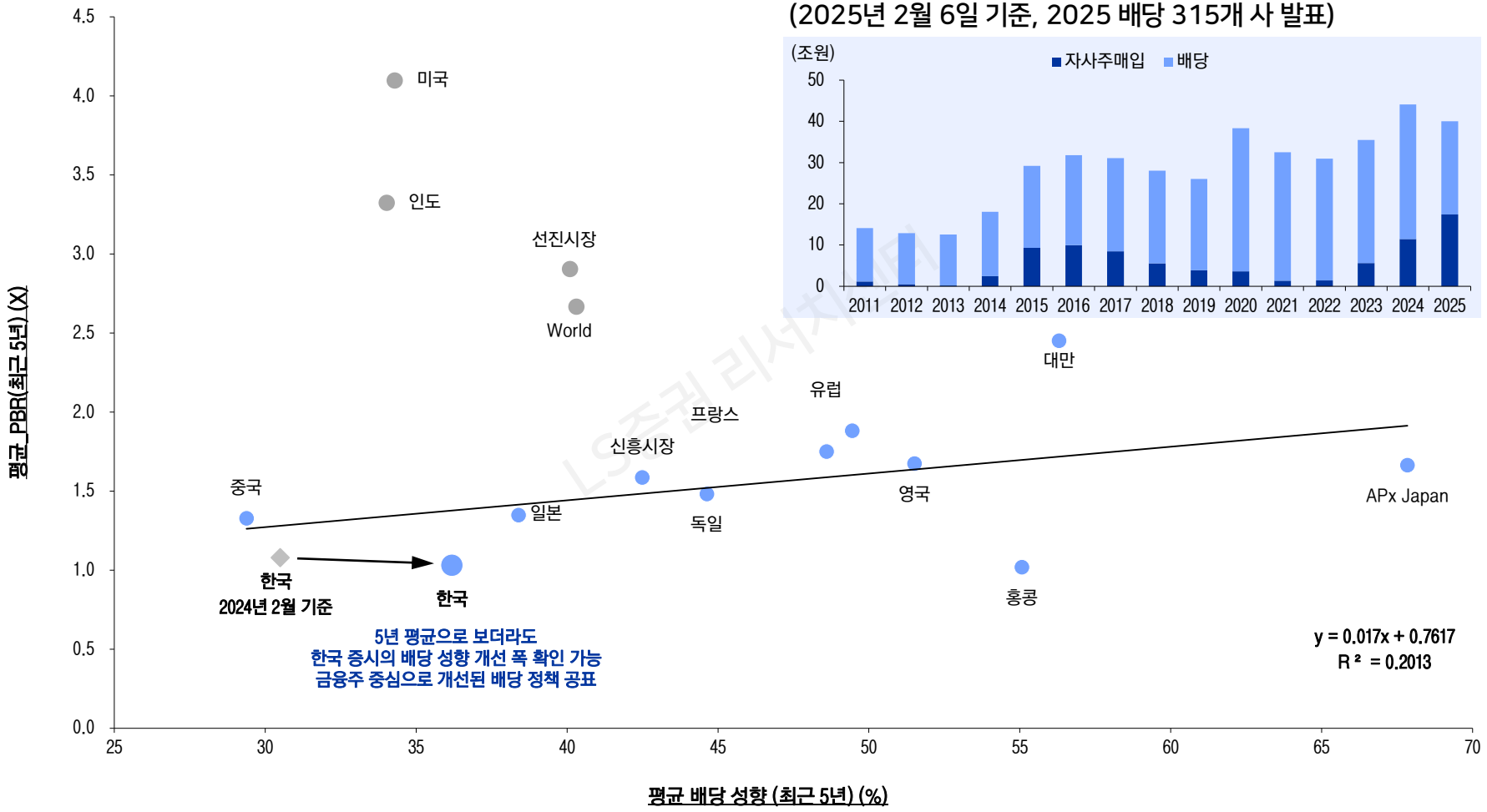
한국 증시의 ROE – PBR 산포도 상의 이동



자료: FnGuide, LSEG, LS증권 리서치센터

추가 개선이 있어야 하겠으나, 이미 달라진 것도 분명

글로벌 주요 증시 배당성향 – PBR 산포도 (최근5년 기준)

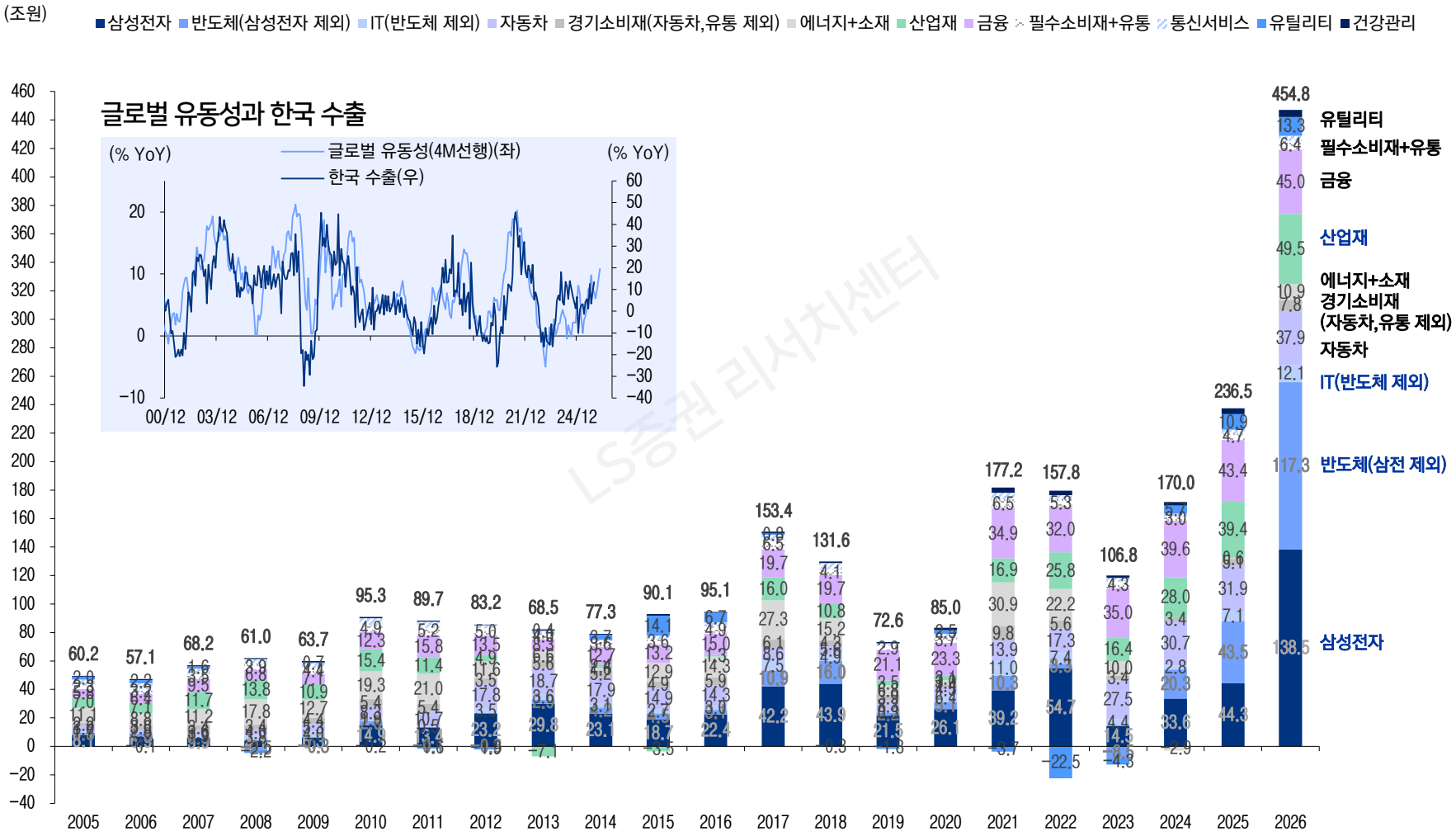


한국 연도별 배당 및 자사주매입 규모 추이
(2025년 2월 6일 기준, 2025 배당 315개 사 발표)

자료: LSEG, FnGuide, LS증권 리서치센터

낙관적인 이익 전망, 2026년 반도체 주도의 200조 이상 증익 기대

KOSPI 연도별 순이익: 업종별 Break-down



자료: Bloomberg, FnGuide, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

KOSPI PER × 이익 증가율 Matrix: 4,500 ~ 5,800pt

● 2026년 2월 6일 종가인 KOSPI 5,089.1pt는 PER_12MF 8.8배 수준

- 현재 2026년 KOSPI의 순이익 증가율은 93%, 2027년은 13.7%로 12개월 선행 순이익 증가율 컨센서스는 78% 수준
- 가파르게 상승한 이익 전망치로 인해, KOSPI 지수는 5,000pt를 넘어서며 기염을 토하고 있으나, PER_12MF 밸류는 8.8배로 2011년 이후 평균치(10.1배)에서 -1 표준편차에 위치
- 다만 이익 전망치가 현재 상황에서 10% 하향 조정된다면, 12개월 선행 순이익 증가율은 60%로 하락

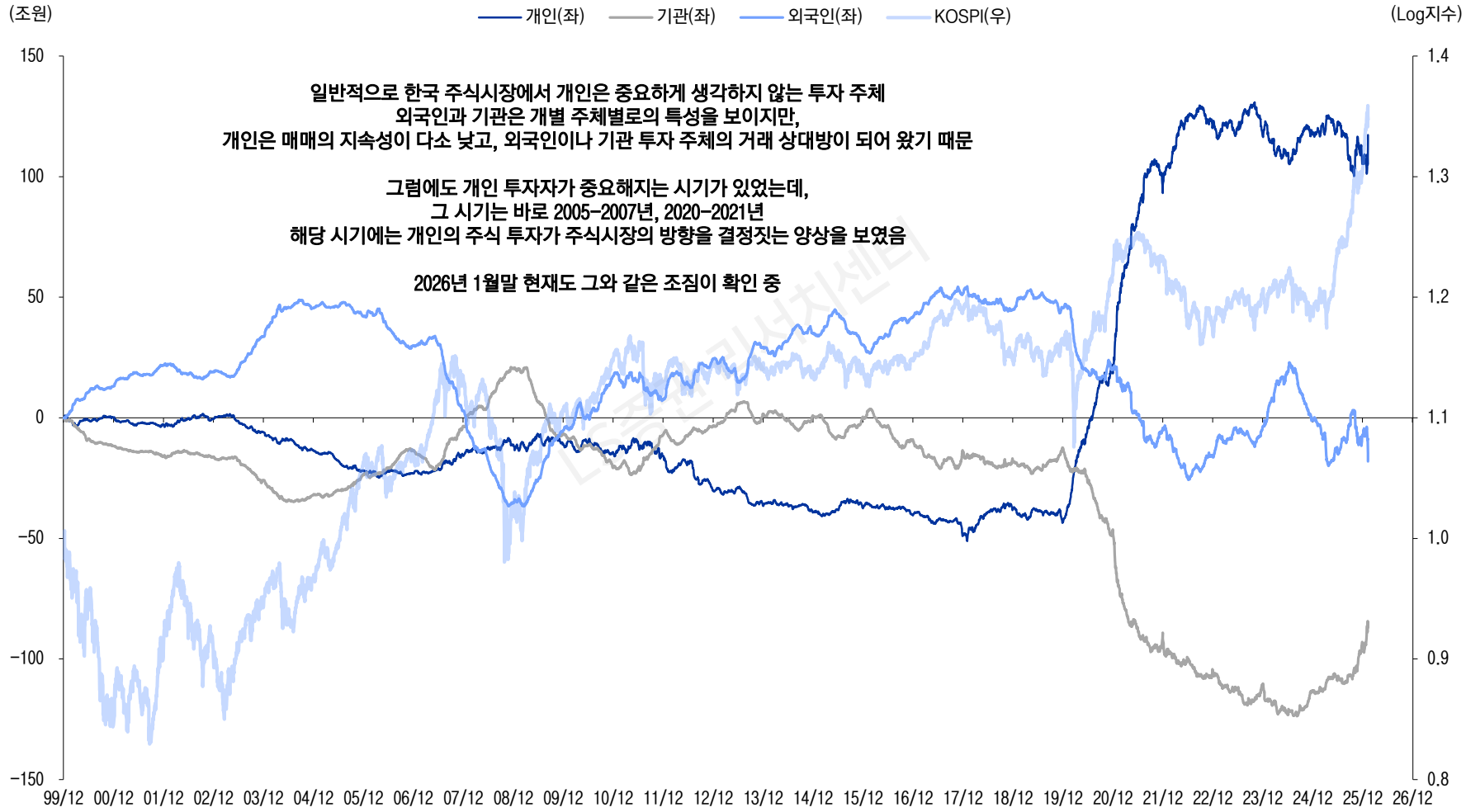
KOSPI PER_12MF과 이익 증가율_12MF Matrix

구분		PER_12MF 멀티플 (배)										
		7.5	8.0	8.5	8.8 (현재)	9.0	9.5	10.1 (장기 평균)	10.5	11.0	11.5	12.0
이익 증가율 (12MF)	60%	3,889	4,148	4,407	*4,563*	4,667	4,926	5,237	5,444	5,704	*5,963*	6,222
	65%	4,011	4,278	*4,545*	4,706	4,813	5,080	5,401	5,615	*5,882*	6,150	6,417
	70%	4,133	*4,408*	4,684	4,849	4,959	5,235	5,565	*5,786*	6,061	6,337	6,612
	75%	*4,254*	*4,538*	4,822	4,992	5,105	5,389	*5,729*	5,956	6,240	6,523	6,807
	78% (현재)	4,328	4,616	4,905	5,078	5,193	5,482	*5,828*	6,059	6,347	6,636	6,924
	80%	4,376	4,668	4,960	5,135	5,251	5,543	*5,893*	6,127	6,418	6,710	7,002
	85%	4,498	4,798	5,098	5,278	5,398	*5,698*	6,057	6,297	6,597	6,897	7,197
	90%	4,620	4,928	5,236	5,421	5,544	*5,852*	6,222	6,468	6,776	7,084	7,392
	95%	4,742	5,058	5,374	5,564	*5,690*	6,006	6,386	6,639	6,955	7,271	7,587

자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

다시 한번 나타난 개인 투자자들의 과열 양상

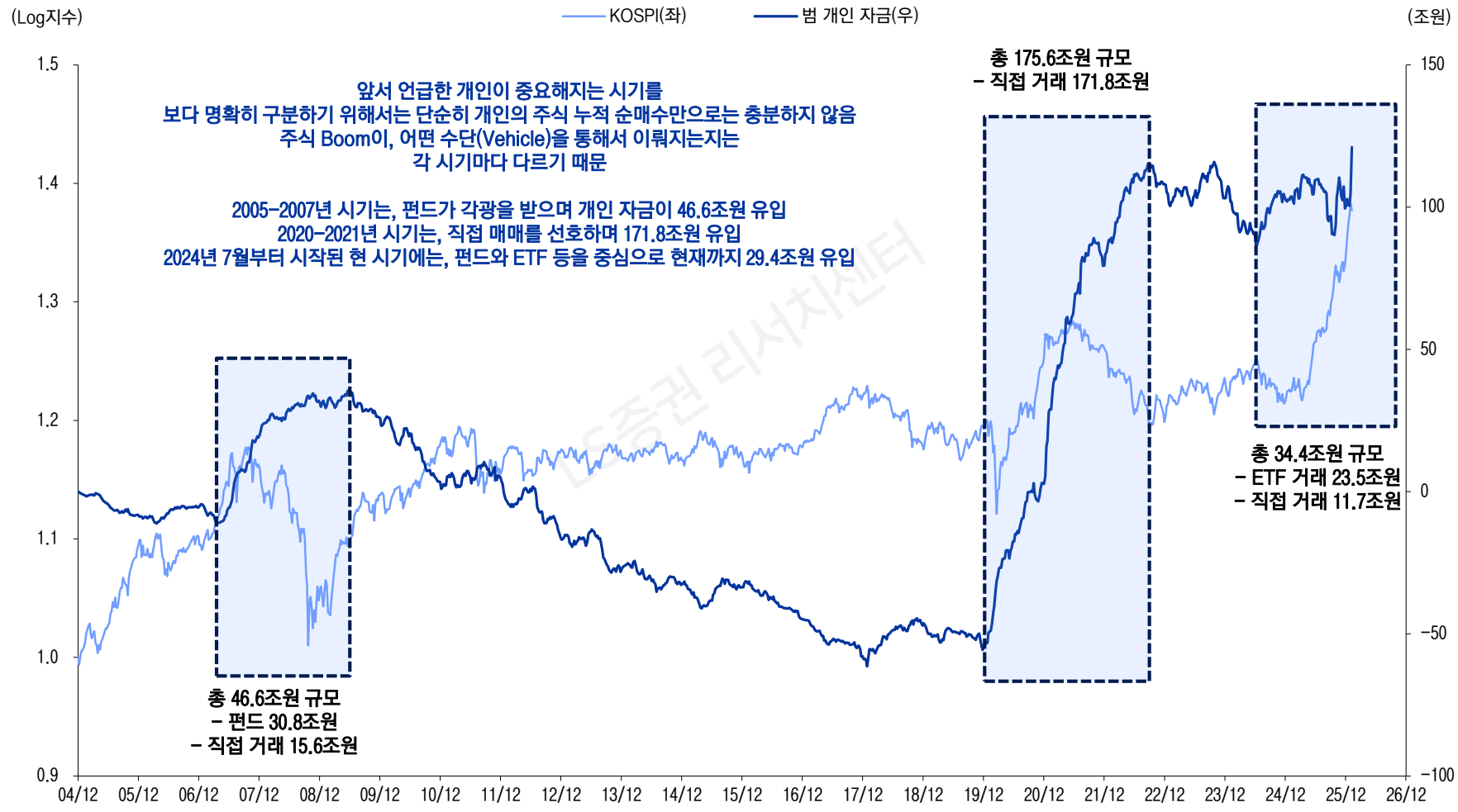
KOSPI와 투자 주체별 누적 순매수 추이



자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

다양한 Vehicle을 통해 유입되는 개인 자금

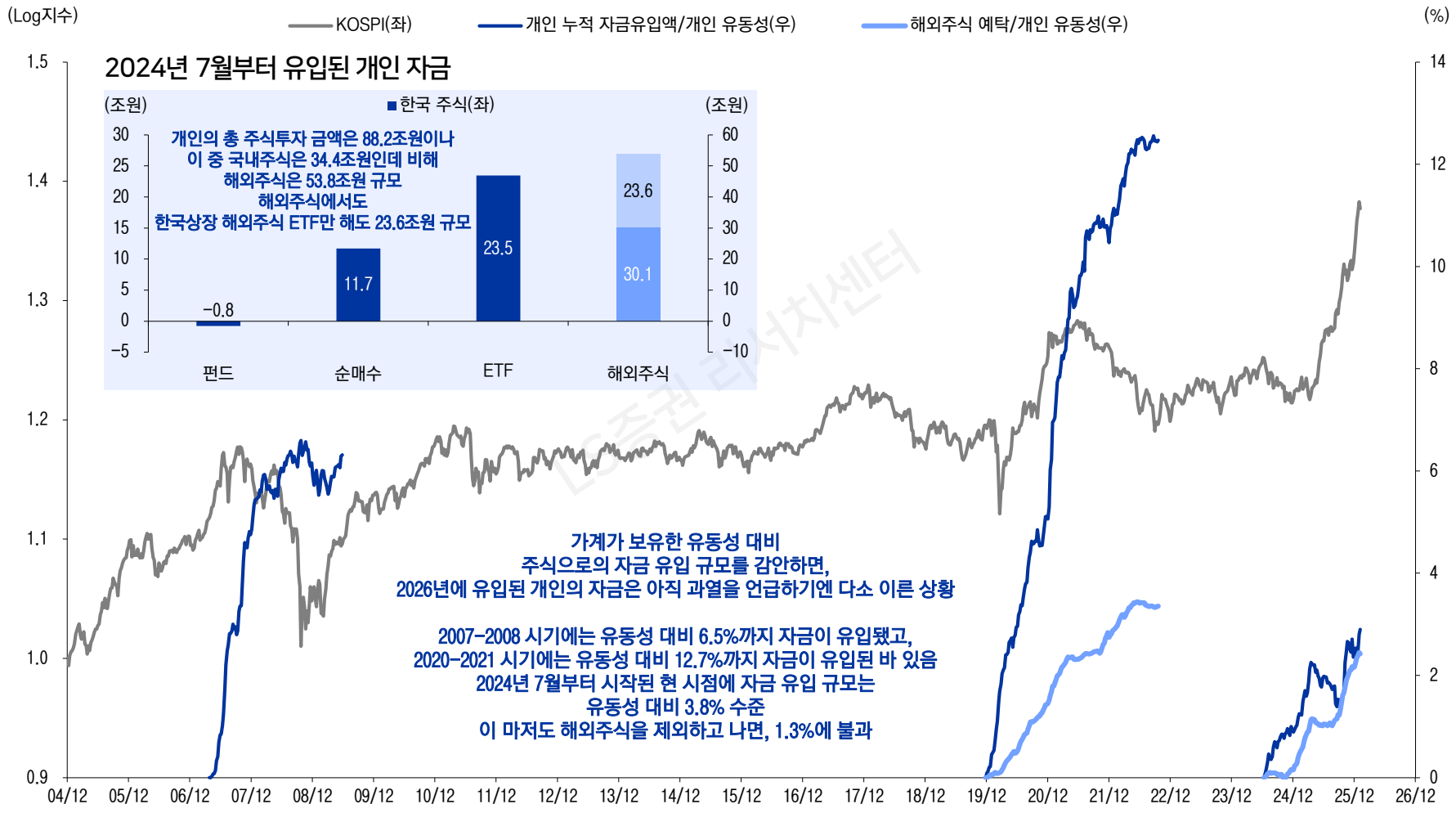
주식시장을 향한 개인들의 누적 자금 추이



자료: FnGuide, Bloomberg, LSEG, LS증권 리서치센터

개인의 수급 여력을 고민해 보면, 아직 자금 여력은 충분해 보인다

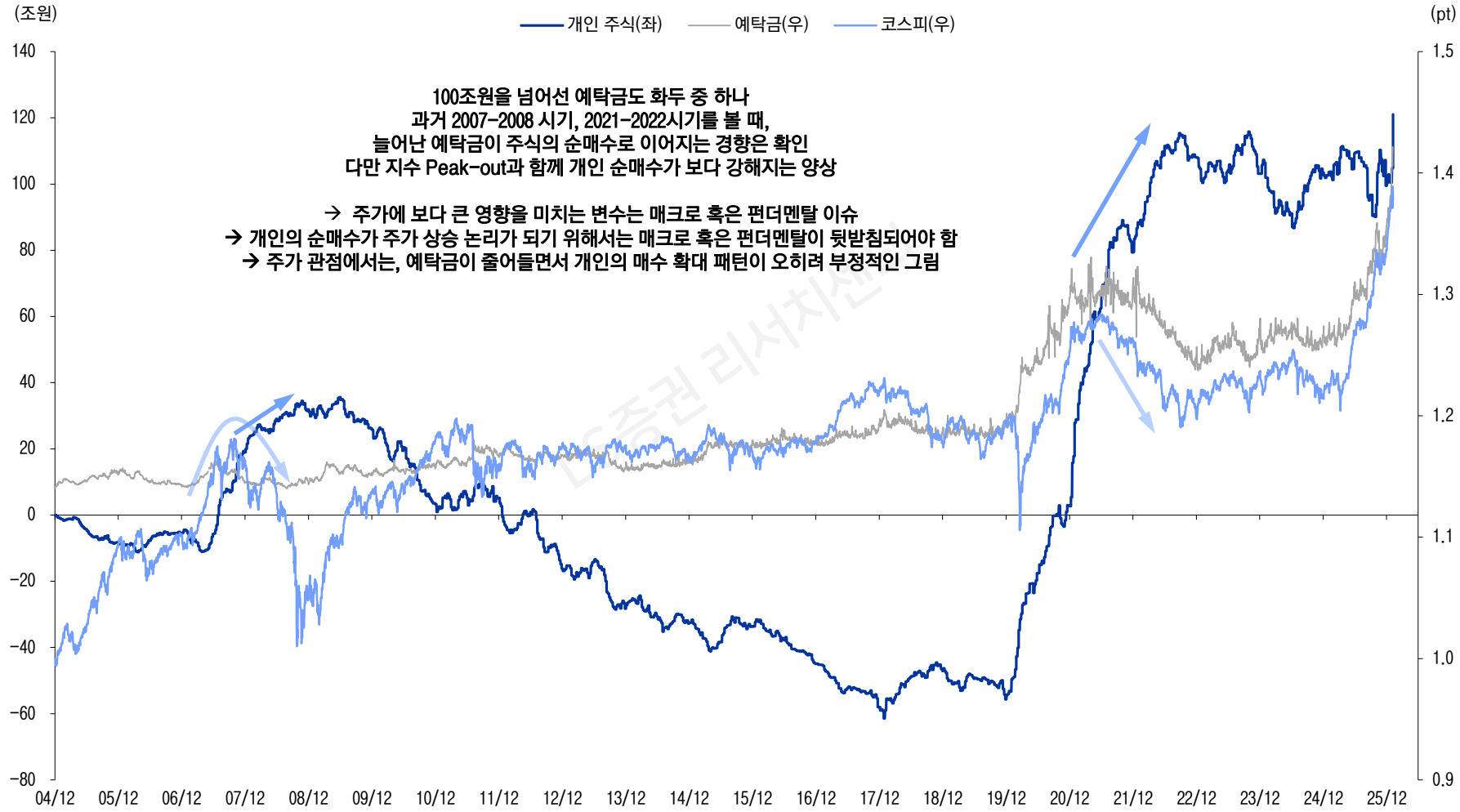
개인 유동성 대비 누적 자금 유입액 규모



자료: FnGuide, Bloomberg, LSEG, LS증권 리서치센터

예탁금은, 개인 순매수 여력으로 이어지나, 시장 논리는 아니다

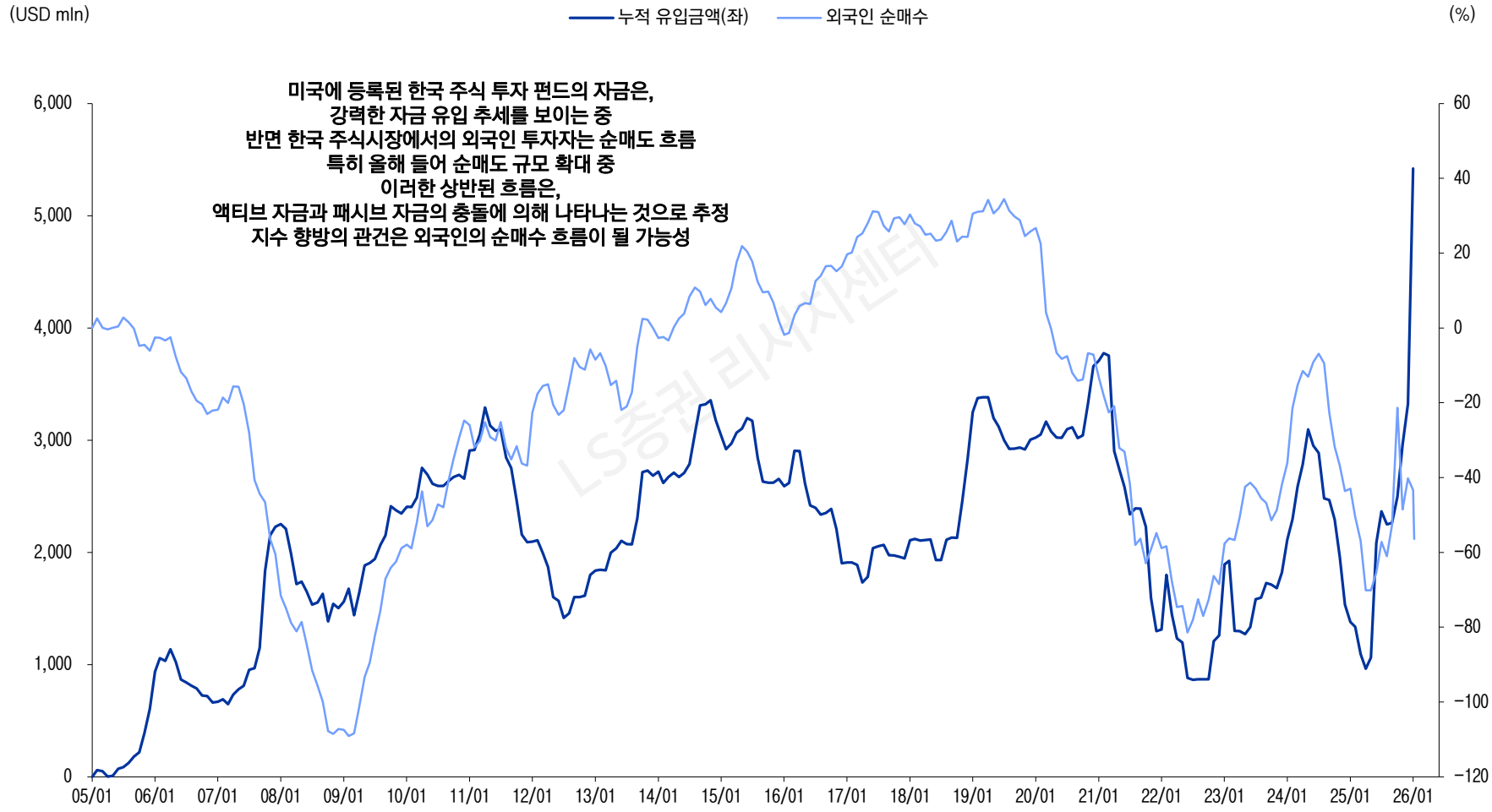
한국 증시에서의 개인 누적 순매수와 예탁금 추이



자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

외국인, 액티브와 패시브의 충돌 가능성

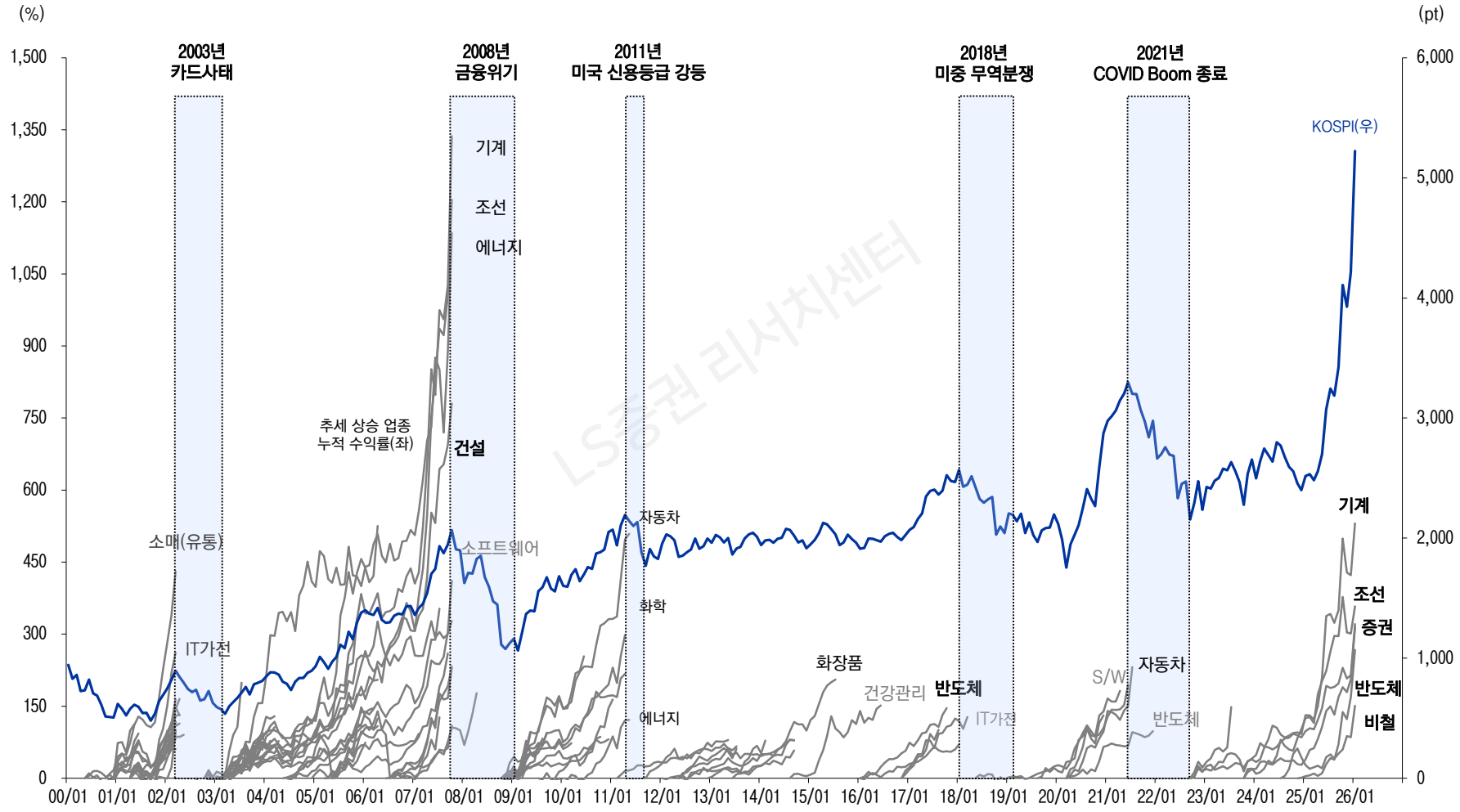
해외로부터의 자금 유입: 한국 외 펀드의 누적 자금 유입과 외국인 지분율



자료: LSEG, FnGuide, LS증권 리서치센터

주도주, 상승 추세의 마지막까지 강하다

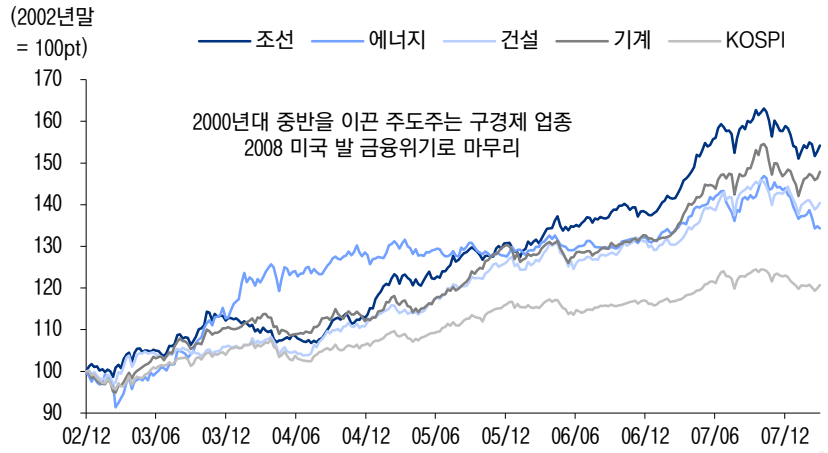
한국 증시에서의 주도주 추이



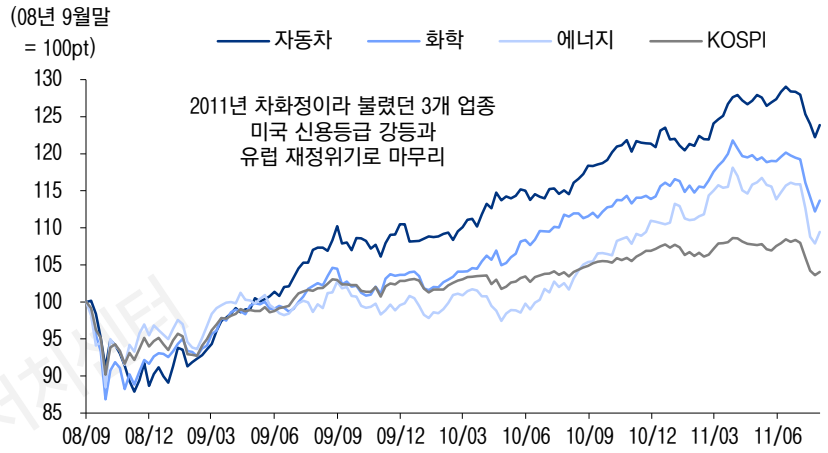
자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

주도주, 지수보다 오래 가는 경향

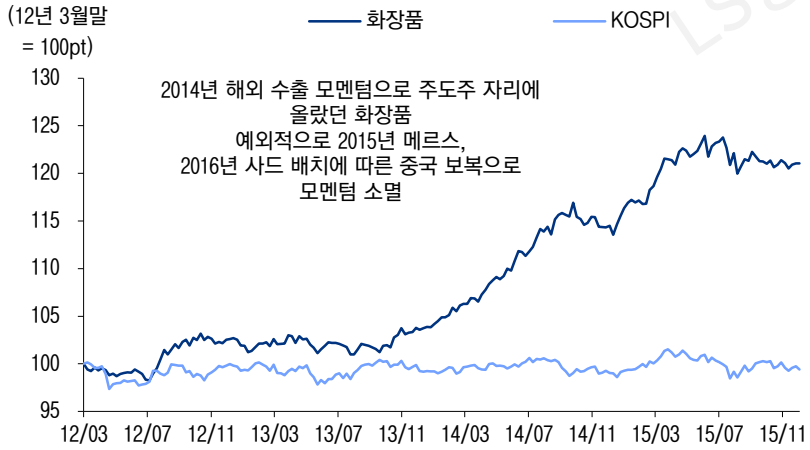
2005-2007 주도주: 구경제 업종



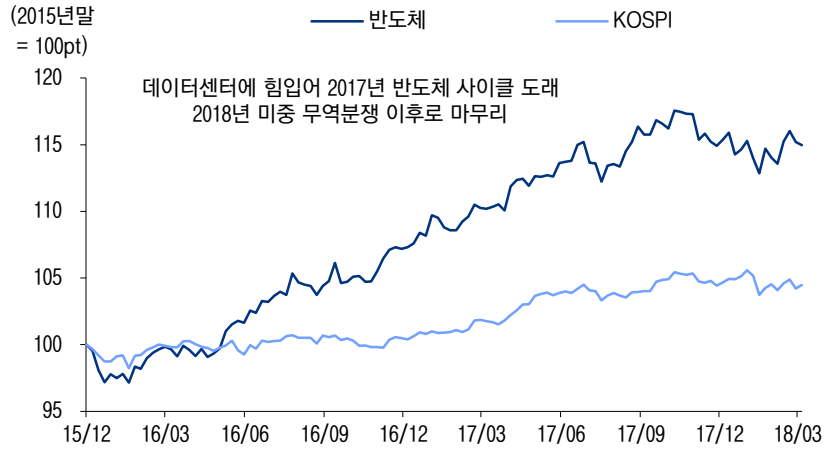
2011 주도주: 자동차, 화학, 정유



2014 주도주: 화장품



2017 주도주: 반도체



자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

초과수익 추구 + 정부 정책 ⇒ 코스닥 반등 가능성

KOSDAQ 대비 KOSPI 초과 수익률 (Rolling 1y)

자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

KOSDAQ 150 관심종목

2005-2007 주도주: 구경제 업종

No.	코드	종목	업종	시가총액	주가	52주 고/저가 대비		FCF	영업이익 컨센서스 변화율				PER		PBR	ROE	
						고가대비	저가대비	최근 4개 분기	2025년	2026년	1Q26	2Q26	12MF	최근	FQ0	12MF	최근
				2026.2.6	2026.2.6	수익률	수익률	Rolling기준						4개분기			4Q합산
				(십억)	(원)	(%)	(%)	추이	(1M,%)	(1M,%)	(1M,%)	(1M,%)	(X)	(X)	(X)	(%)	(%)
1	A042000	카페24	소프트웨어	833.1	34,350	-49.3	123.9		-	-	n/a	n/a	18.8	22.4	3.21	16.1	16.3
2	A068760	셀트리온제약	건강관리	2,974.7	68,100	-7.1	49.3		n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	78.3	7.07	n/a	8.8
3	A240810	원익IPS	반도체	5,340.3	108,800	-14.5	242.2		1.4	3.6	21.3	24.1	35.1	67.6	5.66	13.6	8.8
4	A166090	하나머티리얼즈	반도체	1,204.5	60,900	-2.7	112.3		-0.1	-1.0	12.1	0.7	21.0	36.2	2.75	11.5	8.5
5	A005290	동진쎄미켐	반도체	2,642.7	51,400	-22.8	129.7		-	-	n/a	n/a	16.7	24.9	2.54	13.6	10.8
6	A200130	콜마비앤에이치	건강관리	406.5	13,820	-25.8	57.3		n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	24.7	0.98	n/a	4.1
7	A006730	서부T&D	호텔,레저서비스	1,147.9	17,680	-12.2	148.4		8.1	12.5	-7.9	4.6	24.5	17.1	1.12	4.4	7.4
8	A031980	피에스케이홀딩스	반도체	1,492.1	69,200	-26.0	117.9		0.5	10.8	-8.7	18.6	14.2	13.1	3.08	17.8	26.2
9	A211050	인카금융서비스	보험	653.7	13,270	0.0	198.3		-	-	n/a	n/a	n/a	9.9	3.23	n/a	40.7
10	A214150	클래시스	건강관리	4,362.7	66,600	-17.1	76.5		-0.2	1.1	2.8	2.7	23.7	37.0	8.37	28.4	27.4
11	A194480	데브시스터즈	소프트웨어	451.2	37,200	-42.6	104.0		-38.2	-16.8	n/a	n/a	13.2	22.8	2.30	17.8	11.6
12	A086450	동국제약	건강관리	789.3	17,450	-5.5	36.9		-	-	-	-	9.9	13.0	1.21	11.6	10.0
13	A095340	ISC	반도체	3,465.7	163,500	0.0	156.7		1.2	9.6	6.9	6.8	38.9	61.7	6.51	14.2	9.0
14	A086900	메디톡스	건강관리	922.5	126,400	-31.4	59.0		-	-	-	-	23.5	42.9	1.91	8.1	4.8
15	A058470	리노공업	반도체	7,293.5	95,700	0.0	123.1		0.3	0.2	1.1	0.8	41.1	48.4	10.5	22.2	23.6
16	A064760	티씨케이	반도체	2,342.1	209,500	-23.7	180.7		-2.9	-2.6	-6.2	-4.3	24.0	34.9	4.63	15.3	14.2
17	A218410	RFHIC	IT하드웨어	1,221.8	46,100	-25.3	245.1		-0.8	15.6	25.0	22.5	32.8	42.9	3.63	10.6	5.0
18	A376300	디어유	소프트웨어	974.5	41,050	-45.6	111.6		-0.5	-1.2	5.8	12.7	23.1	n/a	4.85	19.2	n/a
19	A237690	에스티팜	건강관리	3,037.3	146,700	0.0	73.8		2.4	1.9	0.6	21.8	43.7	80.3	5.45	11.9	7.1
20	A079370	제우스	반도체	558.6	18,010	-16.9	66.7		n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	43.5	1.65	n/a	3.9

자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

Part III

버블과 생산성 사이, AI 리스크

잠재 AI 리스크 점검

- 생산성 강세론자 케빈 워시의 그림이 흔들린다
- 균열의 발견, AI Disruption Risk
- 침투 완료, 클라우드 비용 전가 시작
- 데이터센터에서 시작되는 AI-flation
- AI 확산에 뒤쳐진 노동 전환 속도

버블과 생산성 사이, 넘어야 하는 AI 리스크

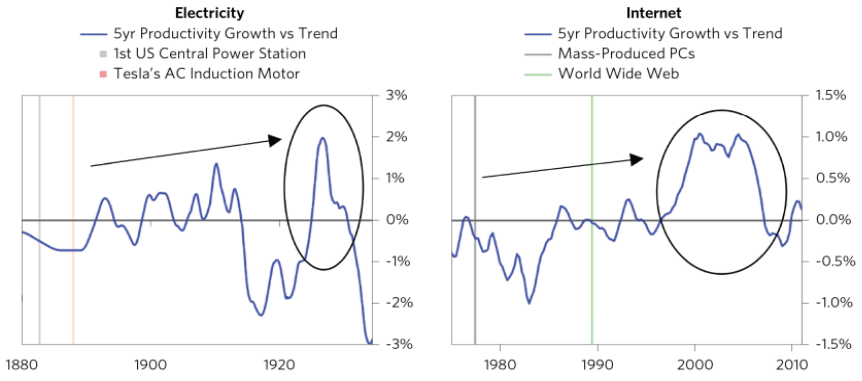
● 본격적 AI 확산, 가시화되는 리스크

- AI 인프라는 매년 2~3조달러 투입되며 빠르게 규모 확장
- 생산성 혁명을 기대하며 민간, 기업, 정부의 AI 활용도 급격히 증가. 그러나 급격한 경제 구조 변화는 예상치 못한 리스크도 동반
- 경쟁의 과열, 인프라 비용의 전가, 공급망 병목과 인플레, 그리고 고용

● 닷컴버블과는 다르다? 결국은 물가, 금리, 경쟁, 비용, 디폴트

- 닷컴 버블처럼 금리 인상 이후 디폴트를 당장 얘기하는 것은 아님. 그러나 신기술 경쟁 비용 압박과 신기술이 만드는 제약적 환경은 고려할 필요
- 견고한 AI 기업들의 이익은 닷컴 버블과 현 AI 사이클을 구분
- 투자의 주체가 견고하기에 대내외 매크로 변화에도 붕괴는 없다는 논리
- 그러나 AI의 급격한 확산으로 크랙(S.W)이 발견되었고 크랙을 압박하는 요인(경쟁 심화+클라우드 비용전가)의 강도도 점진적으로 강해질 환경

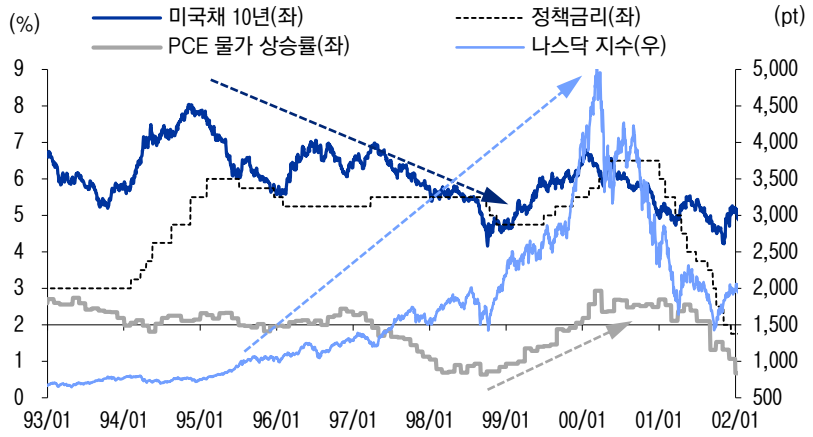
기술 도입 → 확산 → 생산성 구현의 시차(전기와 인터넷)



확산과 생산성간의 시차, 넘어야 할 산

투자	확산	생산성
1. 비용 전가와 경쟁: 클라우드 비용 인상, 경쟁 심화		**신규 AI 수익, 인프라 비용 하락 생산성 기반 성장**
2. 공급 쇼티지와 물가: AI Infra Driven Inflation		**인프라 대중화 공급 증가로 가격 안정화**
3. 노동 시장의 변화: 생산성 혁신 선반영 인력 조정		**신규 기술 관련 고용 물가 하락으로 실질 임금 상승**

닷컴 버블, 물가와 시장 과열을 잡기 위한 선제 인상, 그리고 디폴트



자료: Bloomberg, Bridgewater, LS증권 리서치센터

생산성 강세론자 케빈 워시의 그림이 흔들린다

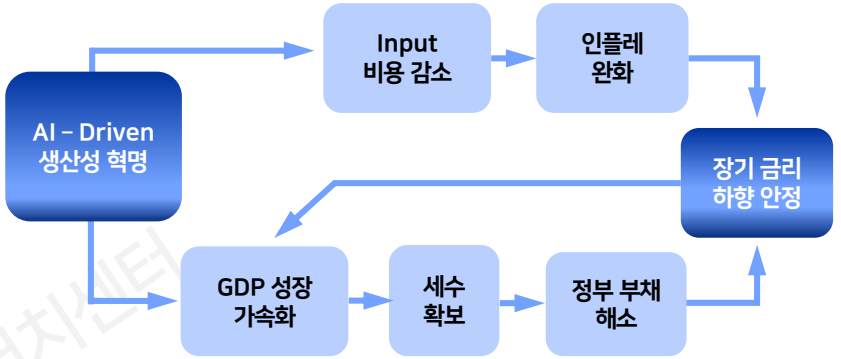
AI 생산성을 기대하는 케빈 워시

- 차기 연준 의장으로 지명된 케빈 워시 전 이사는 대표적인 AI 생산성 강세론자. 1년내 가시화 될 AI 생산성 기반으로 물가 자극 없이 금리를 낮출 수 있다는 구상
- 정반대의 포지션인 제퍼슨 연준 부의장. 궁극적으로 AI가 생산 능력을 향상시키더라도 통화정책 조치가 없다면 AI 관련 활동에 따른 일시적 수요 급증이 인플레를 상승시킬 수 있다 발언(26.02.06). 최근 데이터센터 건설 붐을 예시로 제시

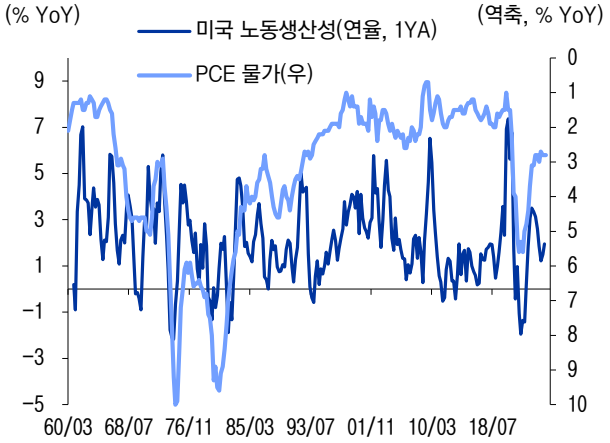
AI 생산성-물가 관련 흥미로운 연구, 인지를 못해야 성공한다?

- BIS의 AI-경제 요소 분석(2024)에서는 장단기적으로 경제 전체의 생산을 증가시키나, AI 생산성 기대심리가 높다면 단기적으로 물가, 금리가 자극될 가능성 제기

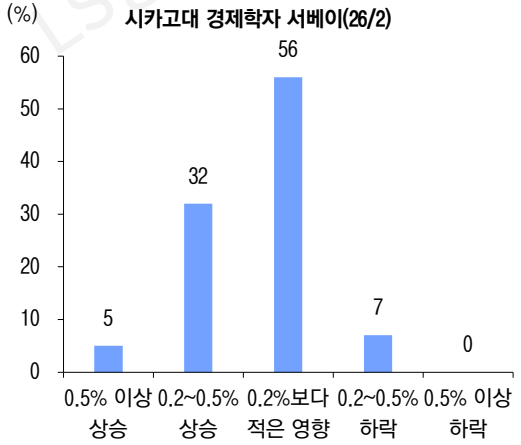
AI 생산성 혁명과 저물가, 저금리, 고성장



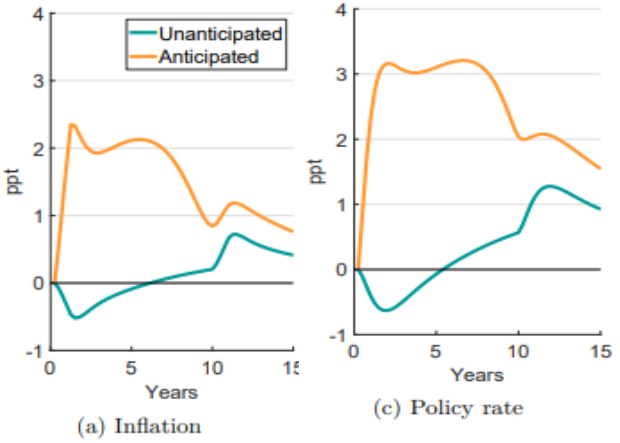
생산성 혁명의 물가 컨트롤



AI 붐이 r*(실질중립금리)에 미칠 영향



AI 생산성을 인지하면 물가, 금리↑,BIS(2024)



자료: Bloomberg, BIS(*The impact of artificial intelligence on output and inflation, 2024*), LS증권 리서치센터

균열의 발견, AI Disruption Risk

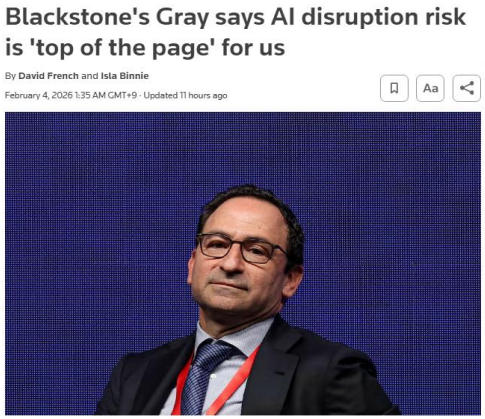
AI Disruption Risk(AI 파괴/대체 리스크)

- AI Disruption Risk는 AI의 급격한 도입에 따라 기존 시장 질서, 사업모델, 고용 구조 및 사회적 시스템의 불확실성 및 손실 리스크를 통칭
- Blackstone은 AI Disruption Risk를 기업 평가 첫 페이지에 게재. 25년 하반기부터 AI가 산업 전체를 무너뜨릴 잠재력을 보유함을 경고
- S.W 급락 사태에서 리스크 경계 확산. 센티 측면에서 관련 기업 압박 중

시장을 흔들 연쇄 디폴트?

- 금번 S.W 급락사태는 디폴트에 대한 우려까지 확산. KRR, 블랙스톤 등 사모펀드들까지 급락. KKR 등은 S.W분야 투자가 전체 포트에서 차지하는 비중은 7% 수준에 불과하다 해명
- 그럼에도 시장 우려 남아있는 이유. ①S.W 위축 기반 AI 인프라 가치 재평가 가능성, ②S.W 디폴트 유발 구조적 환경 유지 or 심화

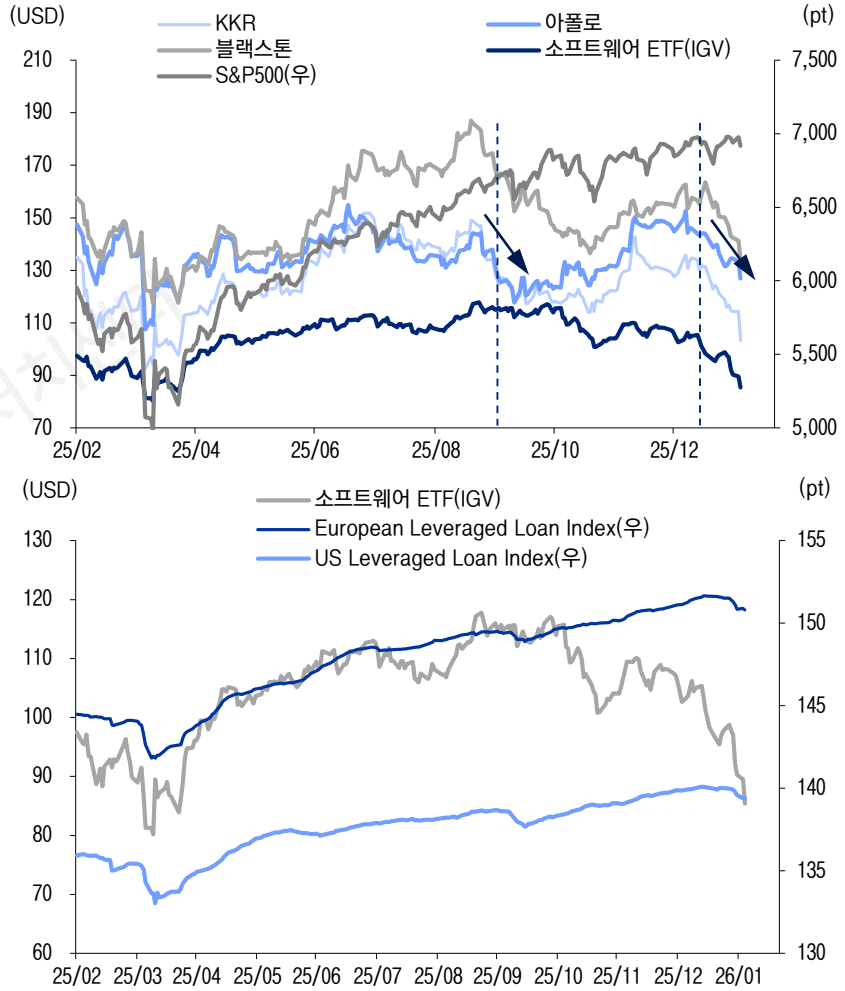
'AI 전환 리스크'를 고려하기 시작한 운용사들


Blackstone's Gray says AI disruption risk is 'top of the page' for us

By David French and Isla Binnie

February 4, 2026 1:35 AM GMT+9 · Updated 11 hours ago

앤트로픽-S.W 쇼크, 무형 자산의 가치 재평가 우려?



자료: Reuter, Bloomberg, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

창조적 파괴자 앤트로픽

Killer App 또는 App Killer

- 컨텐츠가 아닌 결과(Outcome)을 산출하는 AI Agent의 등장
- 특히 이번 S.W 쇼크의 중심이었던 앤트로픽 클로드 코워크(Cowork)는 기존 클로드 코드(Code)와 달리 반복적 행정 업무를 베이스로 비개발자의 생산성 개선을 타겟. S.W단에서는 개발 분야에서 어플리케이션 전반의 위협
- 바이브 코딩+AI 강화학습+MCP(모델 컨텍스트 프로토콜)의 접합으로 솔루션 도출에서 행동을 위한 코딩, 그리고 실제 실행까지 연결

AI 확산의 지형변화, 채팅에서 생태계 구축으로

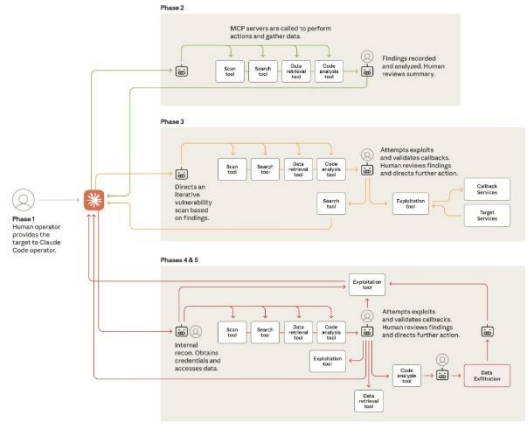
- AI Agent 시장도 앤트로픽을 중심으로 재편. M/S 상 Open AI가 압도적이나 앤트로픽은 기업 고객 베이스로 빠른 침투 중
- 지출 비중으로는 17%에 불과하나 실제 침투는 OAI를 넘어선다는 평가

목적만(Phase 1) 입력하면 자동 수행(Phase 2,3,4…)

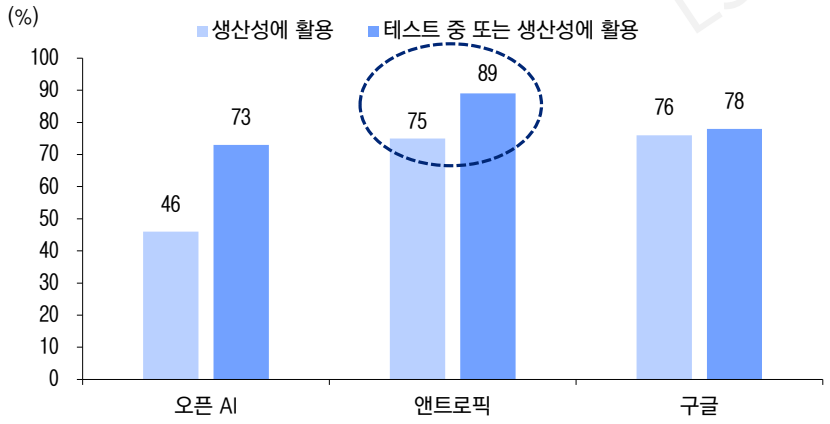
25년 9월, Claude를 이용한
중국의 사이버 스파이 작전

인간 운영자 10~20%
중요 승인지점에만 개입

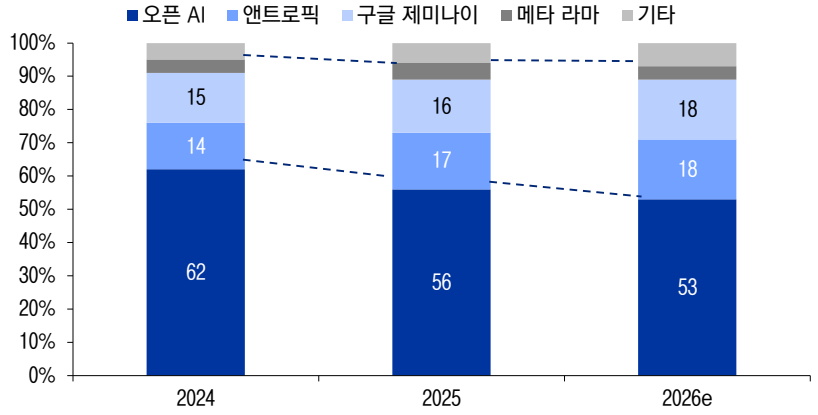
80~90% 작전 독립적 수행



기업들의 AI Agent 활용 비중



기업들의 AI Agent 지출 비중 변화



자료: AI매터스, Andreessen Horowitz, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

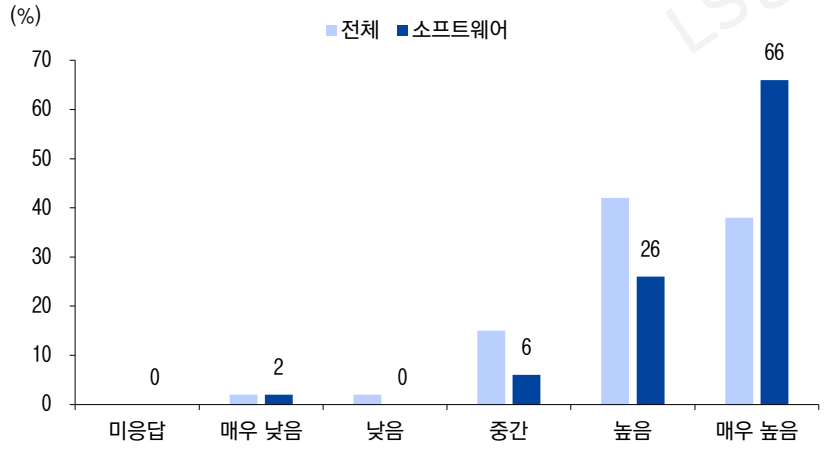
마지막 카드를 꺼내야 하는 소프트웨어

● 살아남기 쉽지 않다, 마지막 카드는 보안, 데이터, 현금

- AI Agent들의 경쟁 속, 레거시 소프트웨어 업체들의 가치이자 기술적 해자인 무형자산의 재평가 불가피
- 이미 상당부분 대체 진행중인 App 개발 부문과 새로운 표적으로 떠오른 App 부문의 연간 IT 지출은 6천~7천억달러에 달하는 규모
- 마지막 카드는 보안과 데이터라는 거버넌스적 해자와 당장은 견고한 막대한 현금흐름. 다만 M/S 경쟁에 따른 탑라인 불확실성과 투자, 비용에 따른 바텀라인 압박에 따른 리레이팅은 불가피

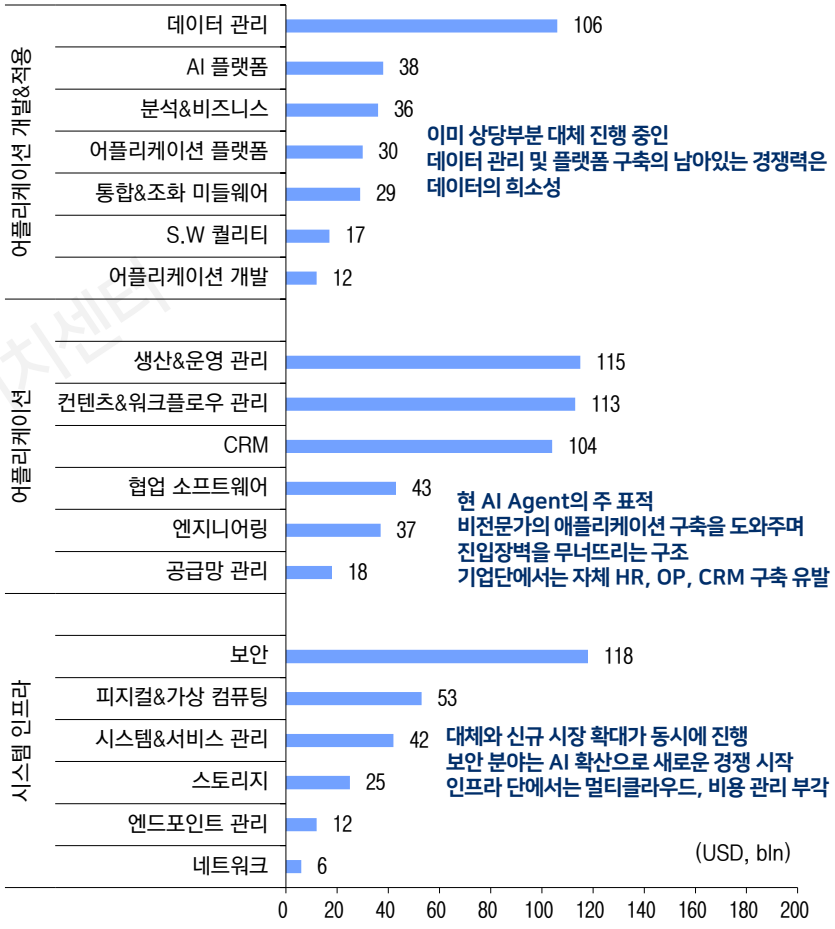
- 지속적으로 핵심 사업 변경해온 IBM이 현 S.W기업이 벤치마킹해야 할 선례. IBM은 계산기, PC, DRAM, 슈퍼컴퓨터, IT 컨설팅에 이어 19년 340억달러로 레드햇(하이브리드클라우드)을 인수. 클라우드 3강 체제의 수혜 업종으로 등극

산업이 마주하고 있는 AI Disruption Risk는? - Survey



자료: Bloomberg, IDC, LS증권 리서치센터

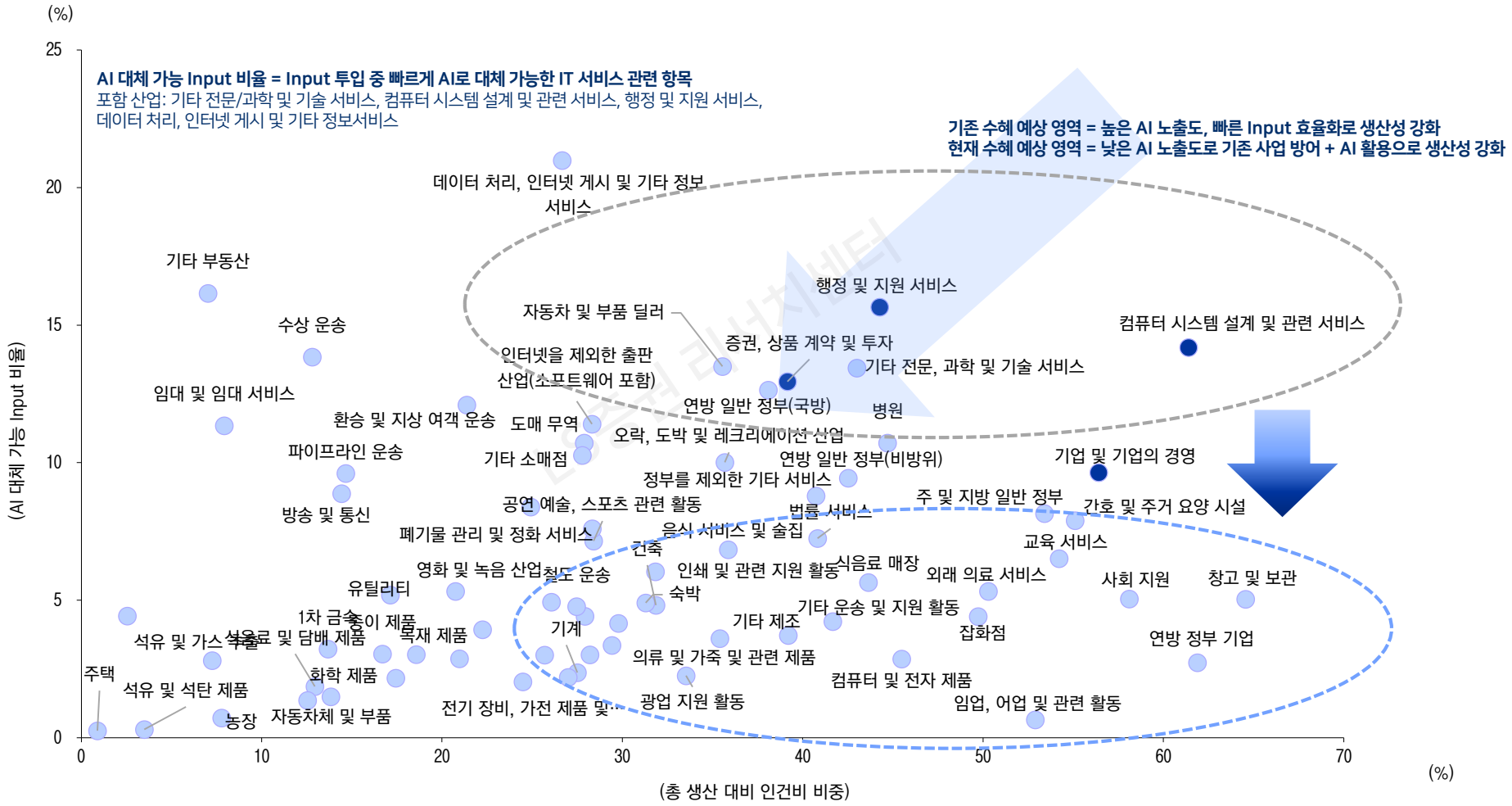
기업들의 카테고리별 S.W 지출



LS증권 리서치센터

AI 수혜의 착각, 기술에서 멀어질 수록 매력적

산업별 AI 대체가능 Input과 인건비 비율 - GDP 투입산출 항목 계산



자료: BEA, LS증권 리서치센터

AI Disruption Risk 안전 구역은 한국?

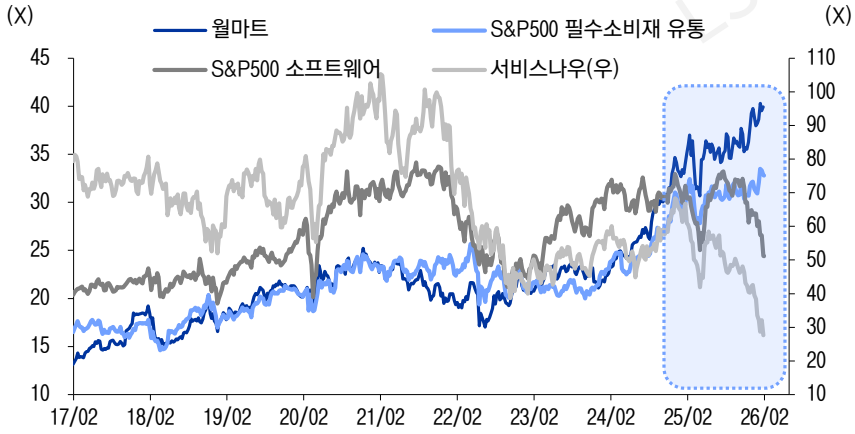
● Tech Developer가 아닌 Tech Adopter

- AI로 흔들리는 무형자산과 별개로 유형자산 기반 산업의 매력도 재평가
- ①AI대체가 불가능하다는 점과 ②신기술 적용자로써 실제 생산성 수혜 영역, 그리고 ③AI 산업의 경쟁으로 기술 도입 비용↓가능성
- 최근 리레이팅 중인 월마트와 캐터필러가 대표적 Tech Adopter 사례
- WMT는 세일즈, 유통, 재고관리, 생산까지 자동화 및 AI 기술 적용
- CAT은 농기계에서 현재 우주, AI 기술 활용한 자동화 장비 개발
- 데이터센터 기반 클라우드를 비롯, 생산, 자본재, 소재, 레저 등. 과거 IT 기술 없이도 사업 영위가 가능했던 영역을 주목할 필요

● 한국, 일본의 재평가?

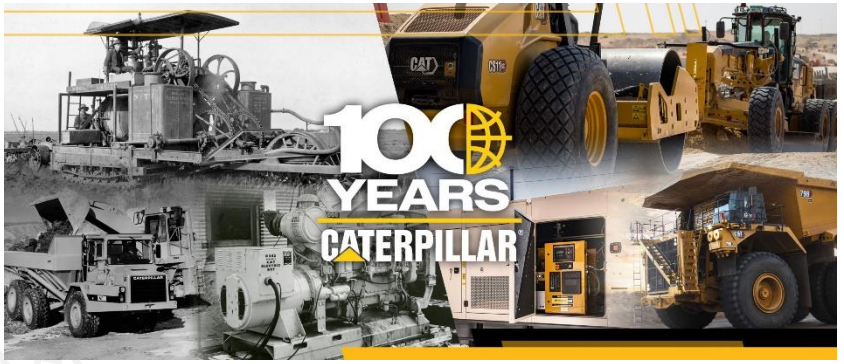
- 제조업 베이스의 한국은 고부가 가치 무형자산 베이스의 서방국가들 대비 낮은 마진으로 저평가. 그러나 현 AI Disruption 리스크에서 재조명될 제조(반도체, 자동차, 방산, 조선, 건설)와 레저(엔터, 호텔)

소프트웨어와 리테일러들의 리레이팅 – PER(12mf)

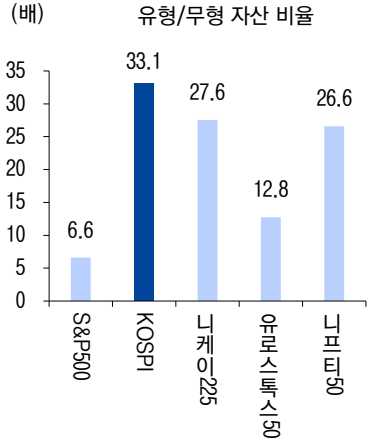


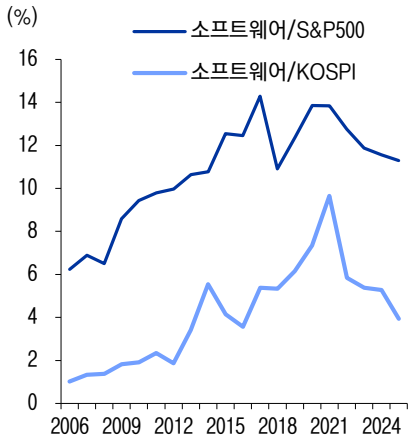
자료: 캐터필러, Bloomberg, LS증권 리서치센터

Tech Adopter의 대표적 예시 캐터필러



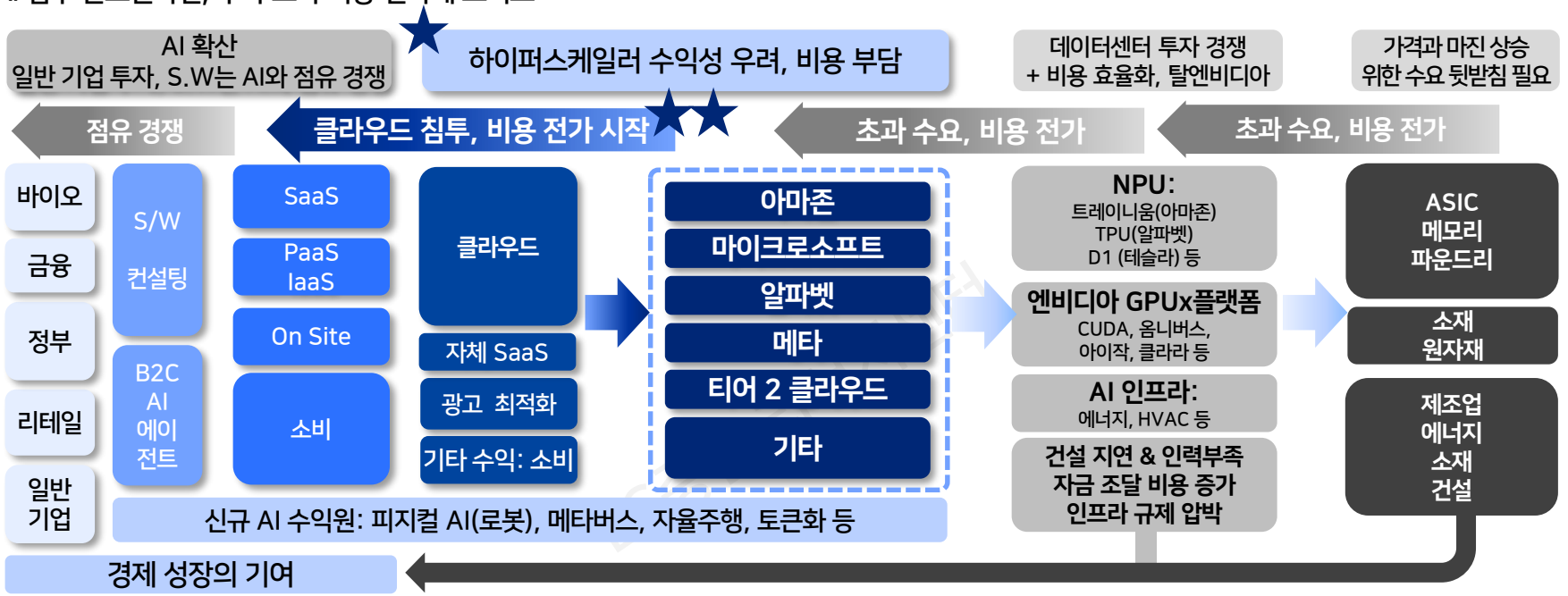
한국 시장의 재평가?, 높은 유형자산 비율로 안정적



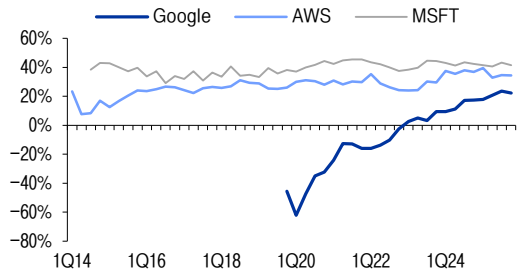


AI 리스크 요인 ①: AI 밸류체인의 재조명, 비용 전가 구조

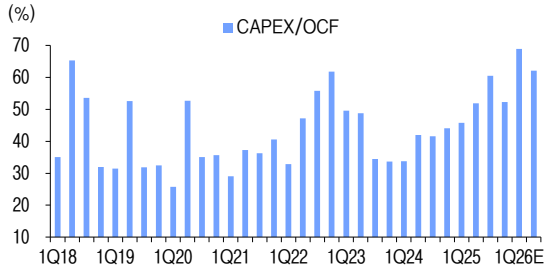
AI 침투 완료된다면, 투자 보다 비용 전가에 포커스



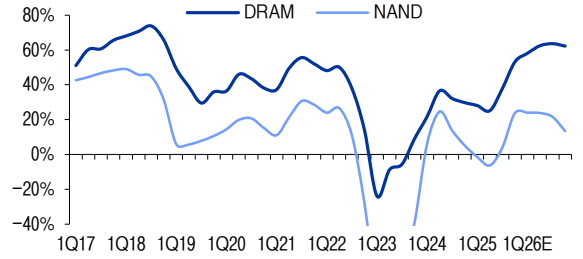
클라우드 OPM 추이



하이퍼스케일러 CAPEX/OCF



삼성전자 메모리 OPM 추이



자료: LS증권 리서치센터

AI 리스크 요인 ①: 클라우드 비용 전가 시작

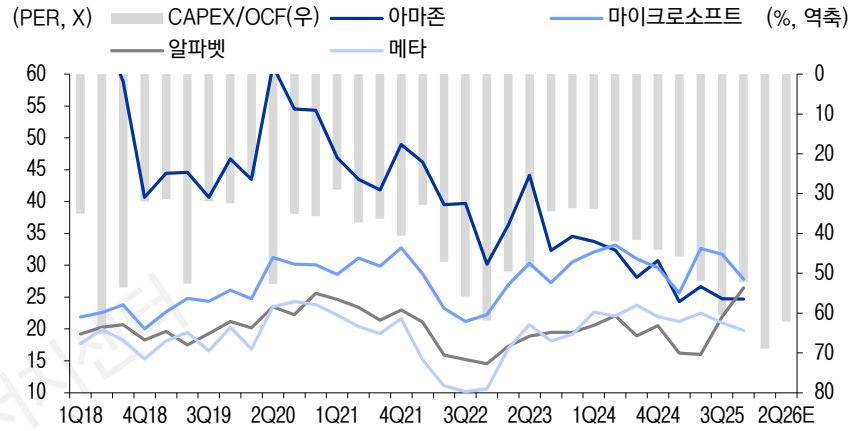
● 침투 완료, 이제는 비용 전가 구간

- 하이퍼스케일러의 CAPEX 상향이 더 이상 호재가 아니게 된 배경은 결국 비용 대비 수익성에 대한 우려. CAPEX/OCF 비율이 60%에 육박
- 그럼에도 4Q25 어닝시즌에서 CAPEX 전망치를 50~100%가량 상향
- 신규 AI 수익 루트 부재, 비우호적 자금조달 환경에서 돌파구는 클라우드 사업부. AI의 확산과 S.W기업 경쟁은 클라우드의 가격 협상력을 강화

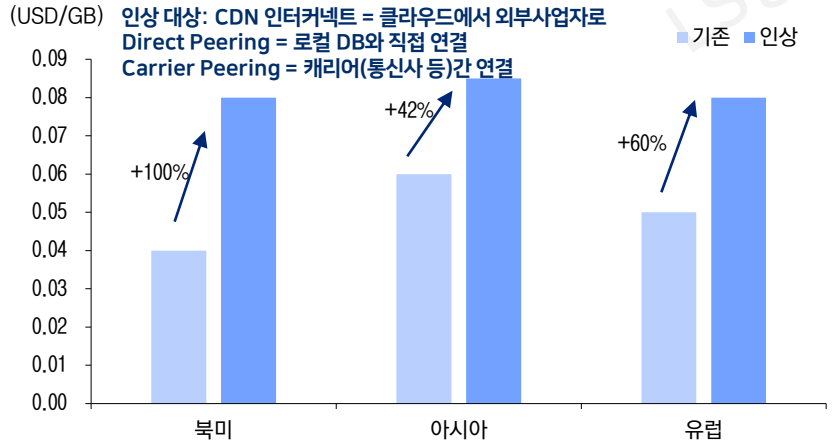
● 알파벳의 클라우드 데이터 전송비 인상, AWS-마이크로소프트도

- 1월말 알파벳은 주요 클라우드 서비스 요금인 Egress(데이터 송출 요금)을 대륙별로 40~100% 가량 인상
- 1월초 AWS는 고성능 EC2 용량 블록 요금을 15%가량 상향 조정
- MS는 작년 자사 클라우드 수요를 지탱하는 SaaS 제품군 가격 인상

비용 전가가 필요했던 하이퍼스케일러들



알파벳 CDN IC Egress(데이터 전송) 요금 인상(26.05.01 적용)



자료: GCS, Bloomberg, LS증권 리서치센터

서열 정리 끝난 클라우드, 격변의 LLM

기술	핵심 플랫폼	주요 플레이어 수
운영 시스템	윈도우, Mac	2
웹브라우저	크롬, 엣지, 사파리	3
검색엔진	구글	1
스마트폰	안드로이드, 아이폰	2
클라우드 인프라	AWS, Azure, GCP(구글)	3
LLM	ChatGPT, 제미나이, Claude, LLAMA, Copilot, Grok, DeepSeek, Nova, Qwen, Mistral, Duoubao…	10+

LS증권 리서치센터

AI 리스크 요인 ①: 쇼크를 만들 복잡한 클라우드 비용 구조

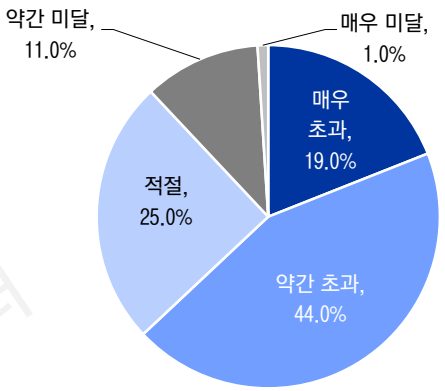
● 상상을 초월하는 비용 전가 루트

- 일반적으로 인지하는 클라우드 비용은 컴퓨팅(성능 이용)과 스토리지(저장)
- 그러 실제 활용 시 부가 서비스 비용이 30~40%에 육박하며 기업들은 클라우드 예산 초과를 호소. 컴퓨팅에서도 고성능 캐파를 블록식으로 선점하는 시스템에 별도 과금(AWS)
- 그 중 데이터의 통행료에 해당하는 Egress 비용이 핵심. EU는 해당 비용을 활용한 반독점 행위를 경계하며 Data Act을 시행하기도

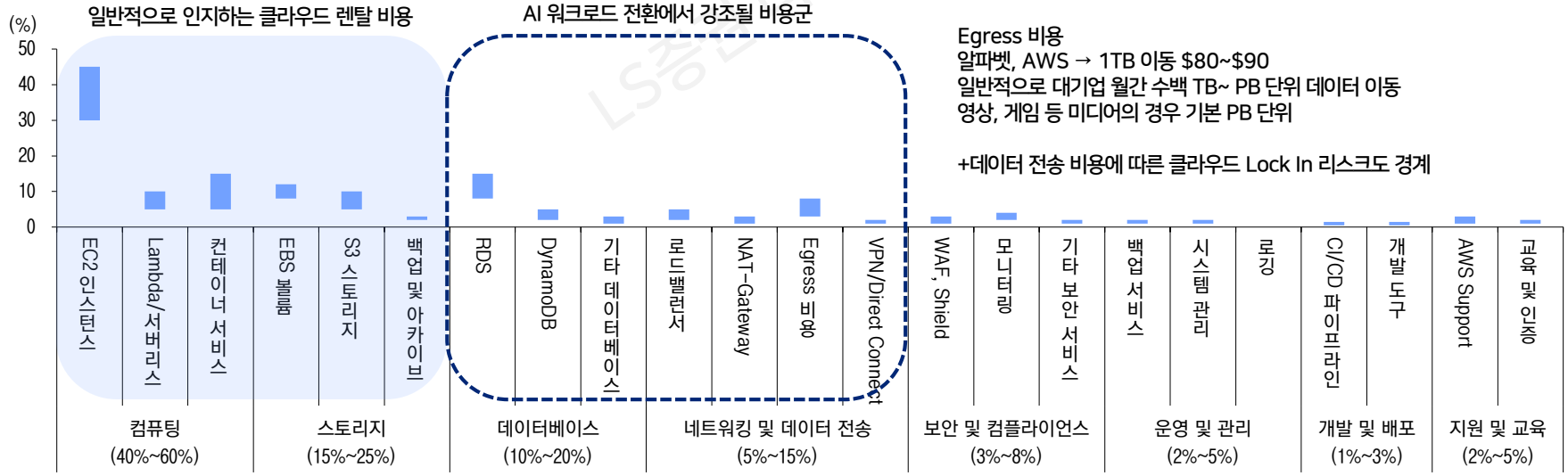
● AI 워크로드 전환, 클라우드 비용 지형변화

- 특히 AI 확산으로 워크로드에 사용되는 데이터도 동반 상승
- s/w, AI Agent 활용 위해서 외부로 나와야 하는 클라우드 축적 데이터

63%의 기업이 클라우드 이용 비용이 기존 예산을 초과(일본 조사)



클라우드 사용 비용 구성(AWS)



Egress 비용
알파벳, AWS → 1TB 이동 $80~$90
일반적으로 대기업 월간 수백 TB~ PB 단위 데이터 이동
영상, 게임 등 미디어의 경우 기본 PB 단위

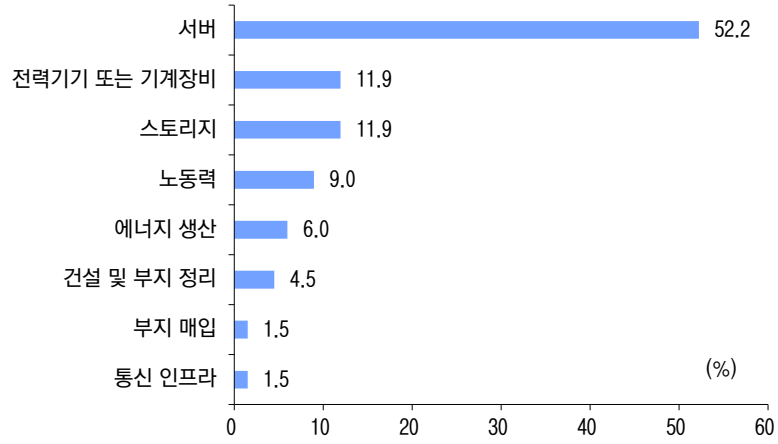
+데이터 전송 비용에 따른 클라우드 Lock In 리스크도 경계

주: 클라우드 비용구성은 AWS 내부 헬프 AI 문의 내용, 사업 형태에 따라 변동 가능
자료: WASABI AI, AWS, LS증권 리서치센터

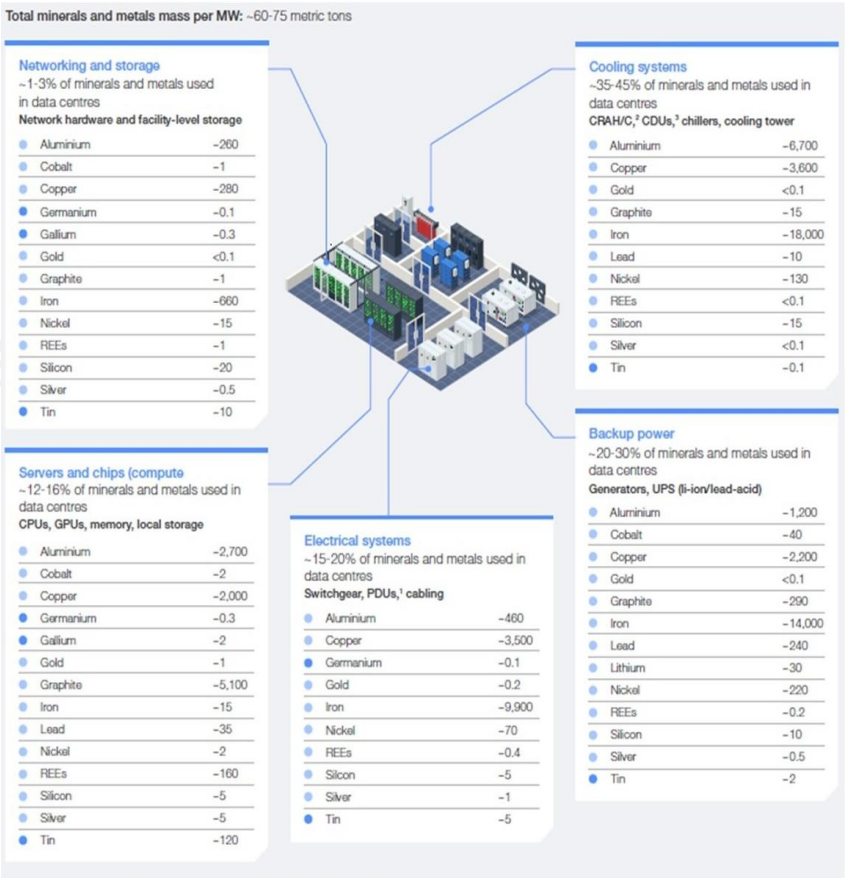
LS증권리서치센터

AI 리스크 요인 ②: 데이터센터에서 시작되는 AI-flation

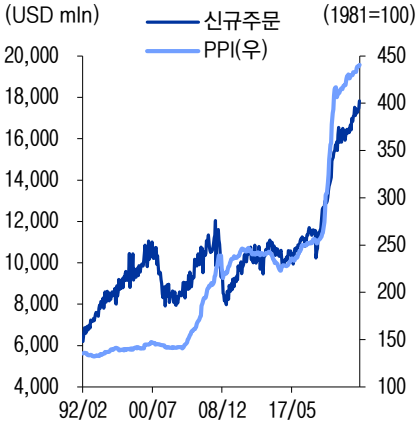
카테고리별 데이터센터 CAPEX 투입 비중



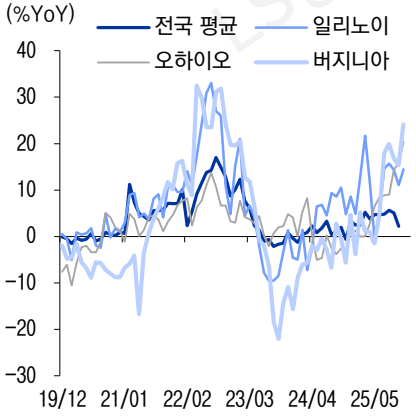
원자재 - 인프라 투자와 함께 파생: 구리, 알루미늄, 철, 흑연



전력기기 가격과 신규주문



데이터센서 집중 지역 상업용 전기가격



자료: Mckinsey, WEF, Bloomberg, LS증권 리서치센터

AI 리스크 요인 ②: 원자재의 인플레 파생 효과

뻔하지만 치명적인 공식, 원자재-인플레

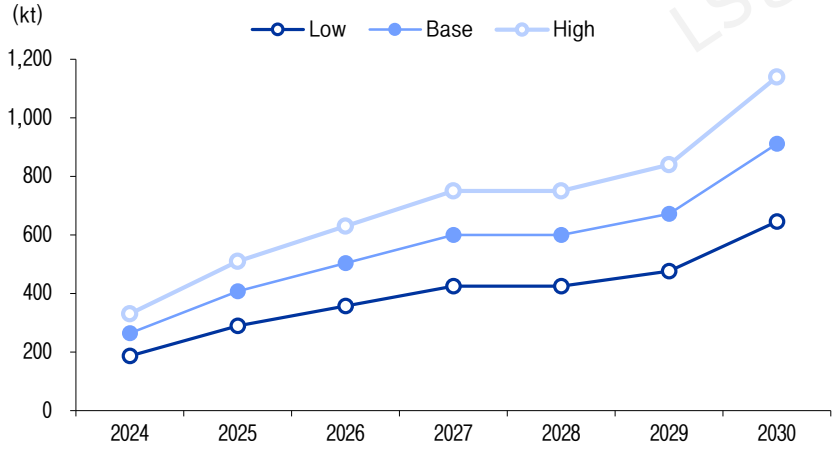
- 데이터센터 내, 외부 인프라를 위해 사용되는 산업 금속. 실 수요 및 전략적 재고 축적에 따른 가격 상승은 직,간접적으로 인플레를 자극
- 마이크로소프트 시카고 데이터센터는 80MW 용량을 위해 2,100톤의 구리가 사용. 약 12톤/MW의 단가 추정 가능(DC 내부 인프라 Only)

원자재의 간접적 효과 + 높은 Domar Weight

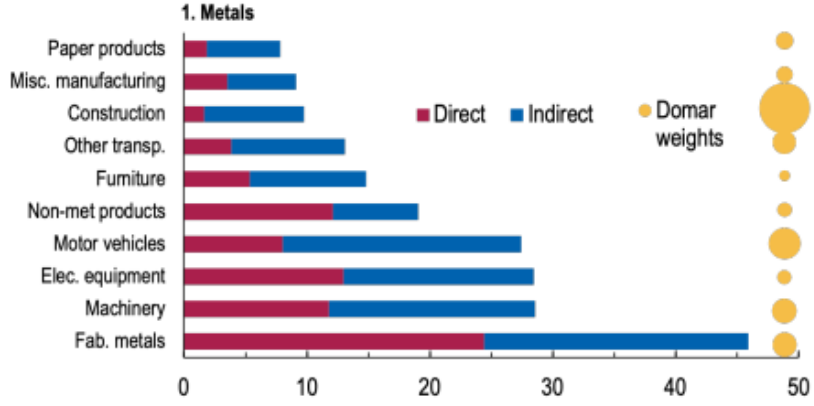
- IMF는 금속 가격의 파생 효과는 높은 직간접적 투입비중과 해당 제품들의 높은 Domar Weight(경제적 파급효과)에 있음을 설명

CPI를 1~3개월 가량 선행하는 산업 금속 가격 변화

데이터 센터 관련 구리 수요 전망



금속의 직간접적 파생 효과 – 투입비용 비중

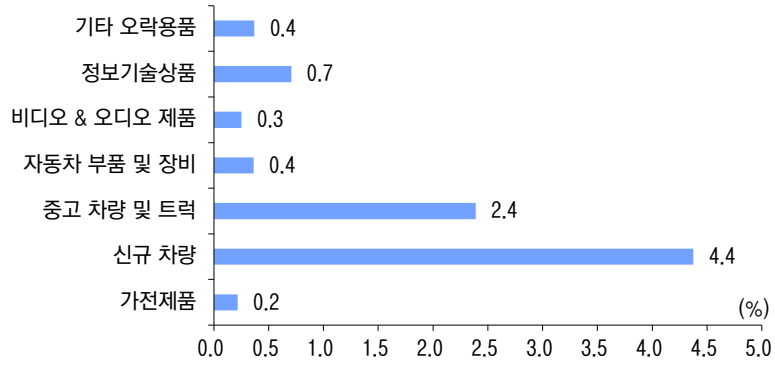


자료: Mckinsey, Bloomberg, IMF, LS증권 리서치센터

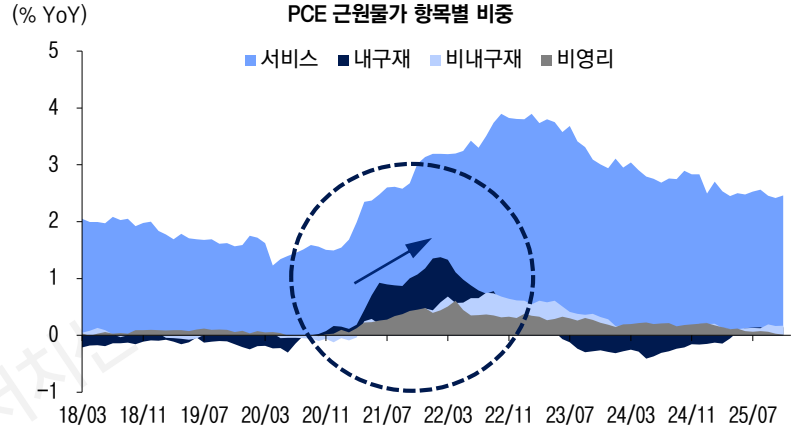
LS증권 리서치센터

AI 리스크 요인 ②: Chip-flation의 가능성

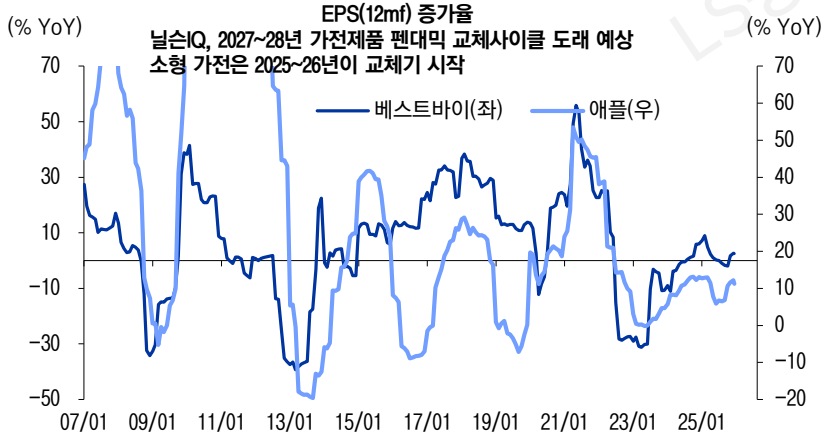
반도체의 직접적 영향력은 낮음 - 영향 상품군들 CPI 비중



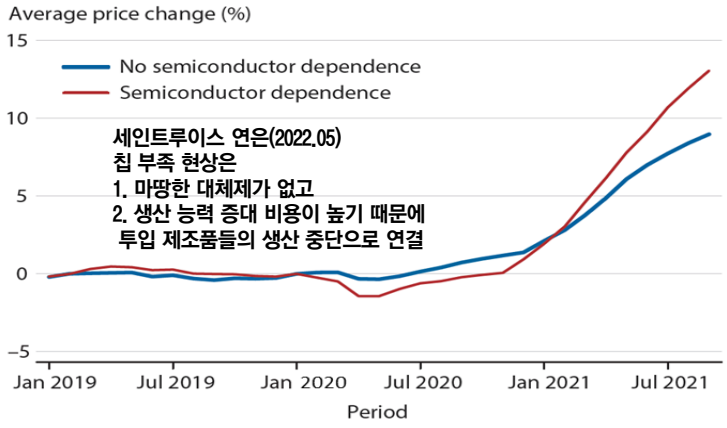
과거 사례, 반도체는 비용보다 대체제가 없다는 것이 연쇄 병목 유발



설상가상 스마트폰(3.8년) 교체 사이클 도래, 정점은 27~28년



제조업 부문 가격변동, 반도체 투입 제품 전체의 40% 차지



자료: FRB of St Louis, Bloomberg, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

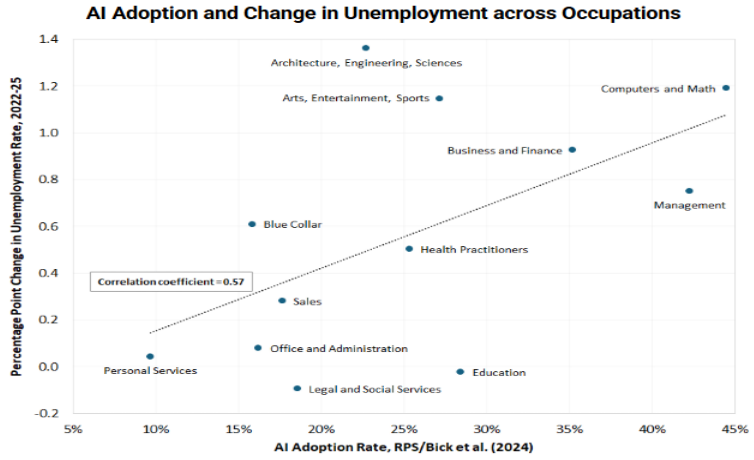
AI 리스크 요인 ③: AI 확산에 뒤쳐진 노동 전환 속도

● 기술 진보를 따라오지 못하는 노동 전환 속도

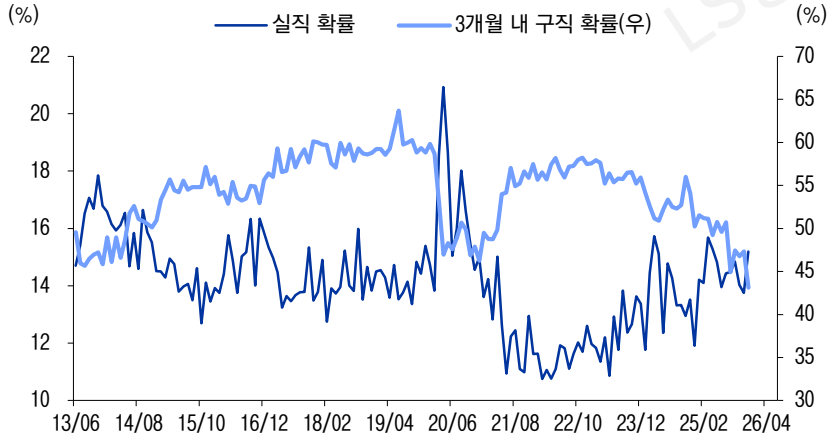
- 2026년 급격한 AI 일자리 대체 따른 노동시장 충격에 대한 경계심 고조
- 25년부터 테크 기업들을 시작으로 일반 산업까지 대규모 인력 최적화 계획을 발표. 반면 AI로 인해 발생하는 신규 직업은 아직 뚜렷하지 않음
- 더해 일부 기업들은 AI 생산성을 확인하기 전, 이를 고려한 선제적 감원 및 고용 축소를 단행하기도(블룸버그, 2/3)
- 챌린저 감원 보고서는 25년 7월부터 공식적으로 감원 사유에 AI를 추가
- 최근 7개월간 AI 관련 감원 비중은 3년 평균(3%), 1년 평균(4%)을 상회

- 세인트 루이스 연은은 22년부터 AI 보급률과 실업률은 상관관계 확인. AI 노출이 높은 직업(컴퓨터, 수학) 일 수록 높은 상관관계성이 포착. Brookings는 중간층 직무의 재배치 속도가 감당이 안되는 수준이라 평가, NBER은 AI 관련 고용 증가 데이터는 거의 없다고 강조

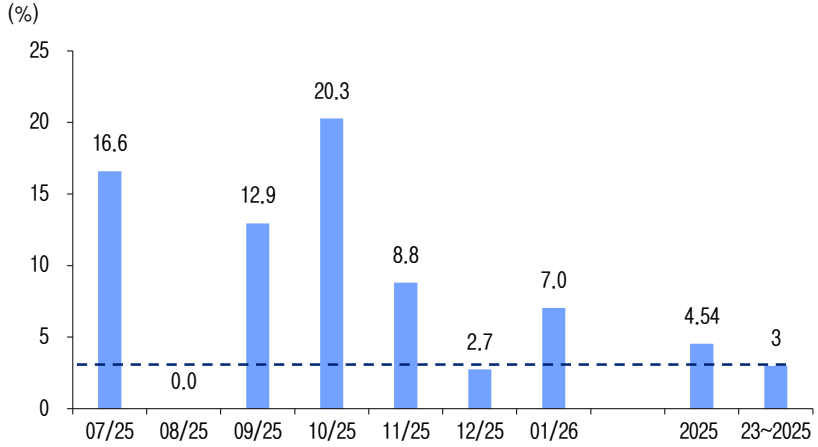
세인트 루이스 연은, AI 적용과 직업별 실업률 관계(2022~25)



높은 실직과 낮은 구직, AI와 대내외 불확실성으로 노동시장 경직



CG&C 감원 보고서, 감원 사유 AI 비중



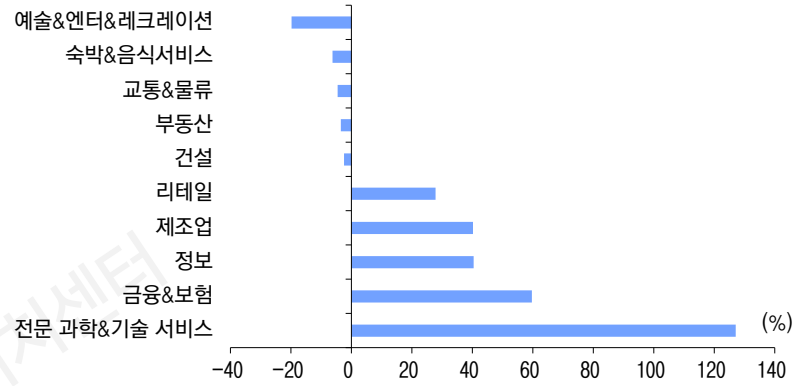
자료: Bloomberg, FRB of St Louis, CG&C, LS증권 리서치센터

AI 리스크 요인 ③: AI 고용 위축의 지뢰는 학자금 대출로

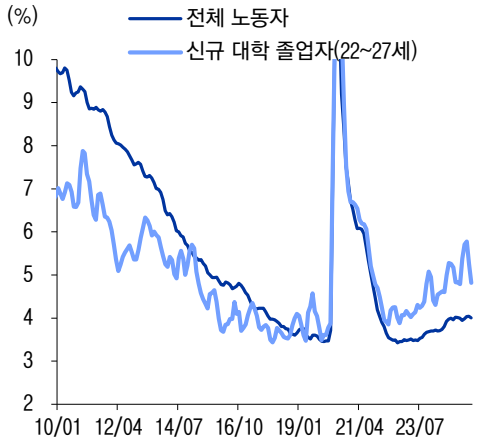
● 급격한 AI 확산이 건드릴 수 있는 지뢰

- 올 5월 트럼프 정부는 학자금 대출에 대한 추심 재개를 발표
- '20년 이후 중단되었던 추심이 재개되며 학자금 대출 연체 비율이 13% 대로 급증하며 여타 가계부채들의 비율을 크게 상회
- FICO(신용점수 제공사)는 '09년 이후 신용점수가 가장 빠르게 하락하고 있고 Gen Z 세대가 이를 주도하고 있다고 경고. 더해 해당 연령대의 신용카드 사용량도 급증하는 추세
- AI로 인한 고용 피해 역시 신규 대학 졸업자들이 가장 큰 피해를 보고 있는 상황. 이는 특히 전문과학, 컴퓨터, 금융 등에서 강하게 포착

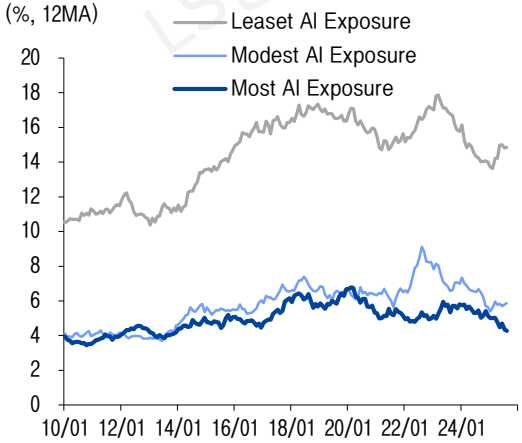
산업별 신규 졸업생 실업자수 변화 22년 vs 25년



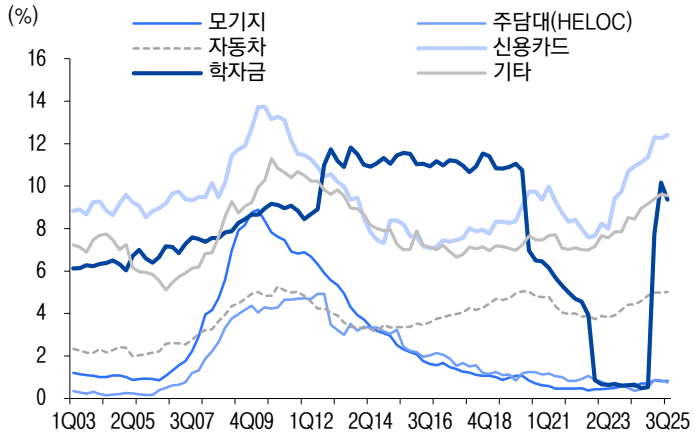
신규 대학 졸업자 실업률의 이질적 상승



20-24세, 구직율



가계부채 구성별 +90 연체 비율



자료: Bloomberg, FRB of Dallas,, FRB of Newyork LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 신중호, 정다운, 황산해).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.