The Strategy

LS Edge Investment Strategy | 투자코멘트 | 2026. 3. 18

추세 검증 구간, 이전보다 보수적 뷰

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

기대했던 리플레이션 보다는, 스태그플레이션 우려가...

지금은 추세 검증 구간이다. 관건은 향후, 이전과 같은 강세장으로의 돌아갈 수 있을지에 대한 부분이다. 당사는 올해 1월 리플레이션에 대한 기대를 가져왔었다. 그런데 최근의 그림은 리플레이션 보다는 스태그플레이션 내러티브가 강화되는 흐름이다. 기존에 리플레이션에 대한 기대의 근거는, ① AI가 견인하는 성장, ② 그 성장의 온기 확산, ③ 유동성 정책을 통한 성장 지원이었다.

그런데 그 기대의 끈을 이어가기 어려워 보이는 모습들이 나타나고 있다. ① 지정학적 리스크 부각, ② 인플레이션 우려, ③ AI Disruption, ④ AI Peak-out 우려 등이 그 원인이다. 지정학적 리스크는, 그 자체의 불확실성 보다 유가 상승과 금리 인하 기대 후퇴가 더 걱정스러운 부분이다. 이미 재화 인플레이션의 반등이 나타나고 있는 시점에서, 금리 인하 기대를 더 후퇴하게 하고, 금리와 마찬가지로 유가 역시 대표적인 비용 변수로서 작용한다. AI Disruption은, 최근 사모신용에 대한 문제로 부각되고 있다. 고용 시장 잠식에 대한 우려도 함께 대두되지만, 사모신용에서의 유동성 문제가 더 시급해 보인다. 한편 AI Peak-out 우려도 여전하다. AI 관련 투자는 여전히 강하고, 이번 주 NVIDIA는 GTC에서 강한 성장 자신감을 보이고 있다. 그러나 AI 투자를 주도하는 하이퍼스케일러가, 어디까지 더 투자할 수 있을지가 걱정이다. 이는 한국의 반도체 이익과도 맞물리는 문제다.

기본 시나리오는 박스권 흐름. 추세 복귀를 위해서는?

기본적인 시나리오는 그럼에도 불구하고 박스권 흐름을 전망한다. 기대할 수 있는 요인은, ① OBBB 세금 환급, ② 이미 방어적인 수급, ③ 한국의 개인 수급, 이를 뒷받침하는 ④ 증시 활성화 정책 등이다. 그러나 세금 환급은 일회성이며, 규모도 그리 크지 않다. 수급도 매크로 환경에 의해 급변할 수 있고, 한국 주식시장으로의 개인 수급도 가파르게 여력이 소진되고 있다. 증시 활성화 정책도 주가를 견인하기 보다는 하방 지지 요인인 것으로 평가한다.

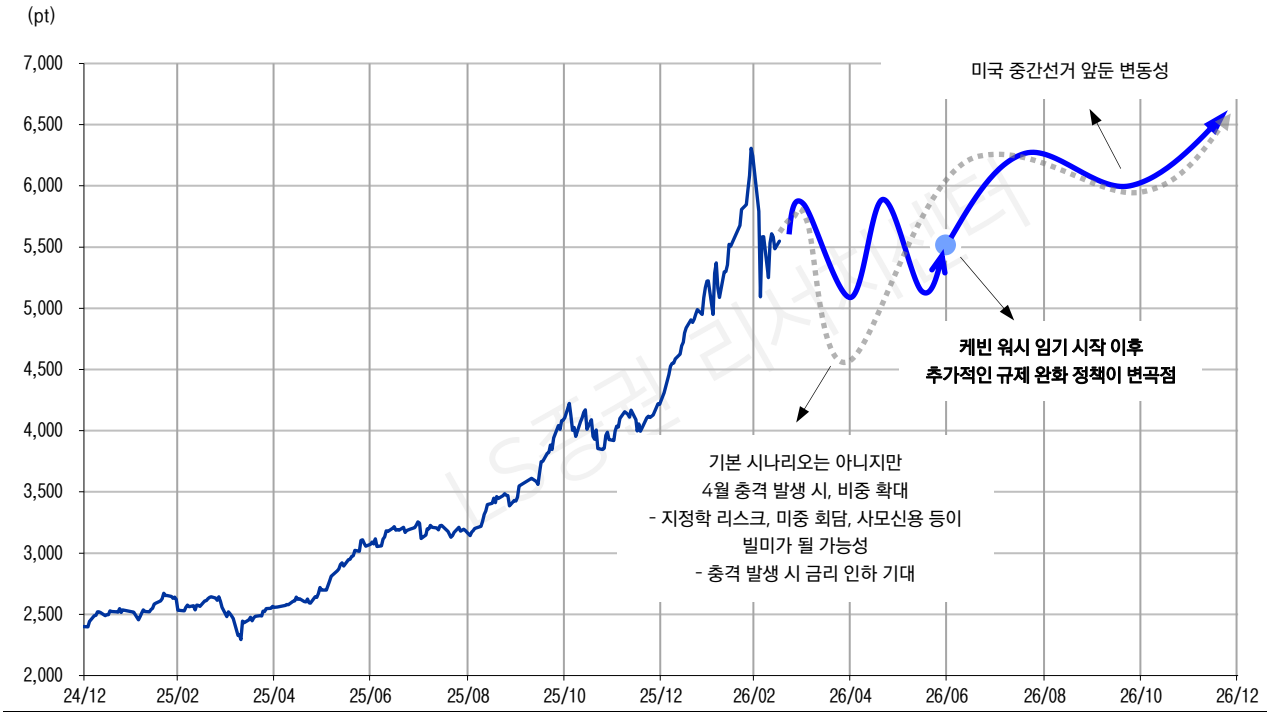
근본적인 추세 전환을 위해서는, 유동성 정책이나 AI를 통한 수요 창출을 핵심 변수라 평가한다. 유동성 정책 측면에서는 연준의 금리 인하가 쉽진 않아 보인다. 케빈 워시와 베센트, 트럼프가 밀어붙일 수 있는 정책을 기대하고 있다. 워시의 임기가 시작된 이후에 추가적인 금융 규제 완화를 기대하고 있는데, 워시의 인준 절차는 파월에 대한 수사로 인해 강한 반대에 직면하고 있다. 한편 AI의 수요 창출과 관련해서도, NVIDIA는 추론을 강조하고 있으나, 아직은 뚜렷하지 않다. B2C가 핵심인데, 아직 B2B에서도 시간이 필요하다.

향후 전망과 대응 전략은?

향후 KOSPI 박스권 흐름을 기본 시나리오로 제시한다. 케빈 워시가 임기를 시작할 것으로 예상되는 6월 전후를 기대감을 가지고 갈 시점이라 판단한다. 이에 따라 5월까지는 KOSPI 5,000 ~ 6,000pt 내 박스권, 6월 이후 재차 상승 추세복귀를 전망한다. 한편, 기본 시나리오는 아니지만 4월 전후 주가 충격이 발생한다면, 이는 비중 확대의 기회가 될 것으로 기대한다. 금융 시장의 충격이 발생하면, 연준의 금리 인하를 비롯한 유동성 보강 정책의 빌미가 될 수 있기 때문이다. 충격 발생 후보군은 AI Disruption에서 촉발된 사모신용 문제, 중동 지정학적 리스크, 미중 회담 등이 될 수 있다.

KOSPI 뷰와 주요 변수

그림1 KOSPI 뷰: 6 월이 변곡점



자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

표1 LS 가 생각하는 주요 하방 변수

No.	변수	주요 내용	기간
1	**지정학 리스크**	유가 상승 → 인플레 자극 → 금리 인하 기대 후퇴 우려의 연쇄 작용. 호르무즈 해협 통행과 유가가 핵심	중단기
2	**인플레이션**	유가 뿐만 아니라 Chip-flation, 원자재 가격 상승 등. 재화 인플레 반등 우려	중기
3	**AI Disruption**	SaaS 중심의 AI 의 사업 모델 훼손 우려 등에서 촉발된 사모신용 이슈, 인력 대체에 따른 실업 및 소비 수요 등	중기
4	**AI Peak-out**	하이퍼스케일러의 투자 여력과 반도체 이익 증가율 Peak-out	장기

자료: LS증권 리서치센터

표2 시장 방어 또는 상승 기대 요인

No.	변수	주요 내용	기간
1	**OBBB 세금 환급**	OBBB 를 기반으로 세금 환급 증가. 가계 재정 및 소비 일부 개선 가능	단기
2	**방어적 수급**	S&P500 선물 투기적 포지션, 헷지 거래 확대 등. 매크로 변수에 따라 달라질 수는 있으나 단기적 방어 요인	
3	**한국 개인 수급**	한국 주식시장으로의 개인 자금 유입 증가. 타 자산에서의 자금 이동 본격화 시 장기 이슈화 가능	중장기
4	**증시 활성화 정책**	상법 개정 및 중복상장 방지 등. 현 시점의 정책은 코스닥 중심. 기 진행된 변화만으로도 하단 레벨 상향 요인	중장기
5	**미 통화정책**	추가적인 규제 완화 및 스테이블코인 편입 등을 통해 유동성 확대 정책	장기
6	**AI 수요 창출**	AI 수익화 등을 기반으로 AI 투자 정당화 및 가속화 요인	장기

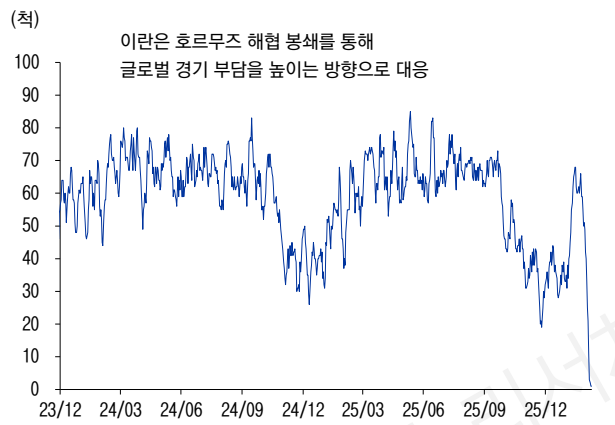
자료: LS증권 리서치센터

지정학 리스크와 인플레이션

그림2 이란 에너지 인프라: 지난 주 미국이 타격한 하르그 섬, 이란 원유 수출의 90%를 차지하는 터미널

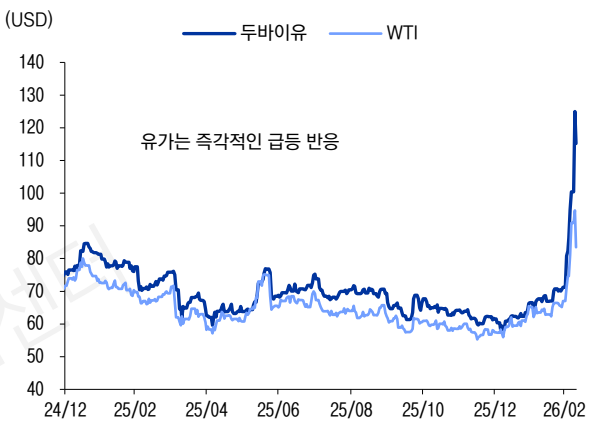
자료: GeoPolitical Futures, LS증권 리서치센터

그림1 호르무즈 해협 통행량



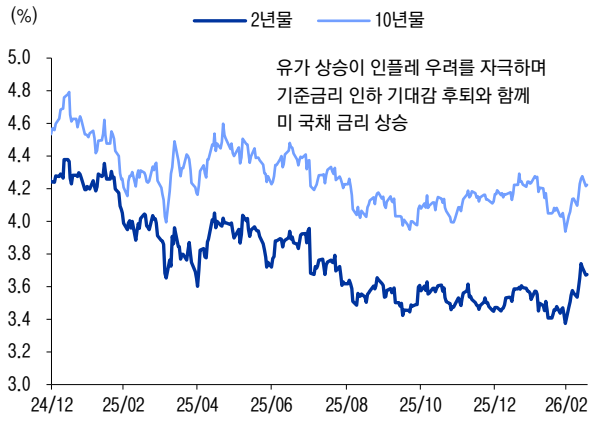
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림2 유가 추이



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림3 미 국채 금리 추이



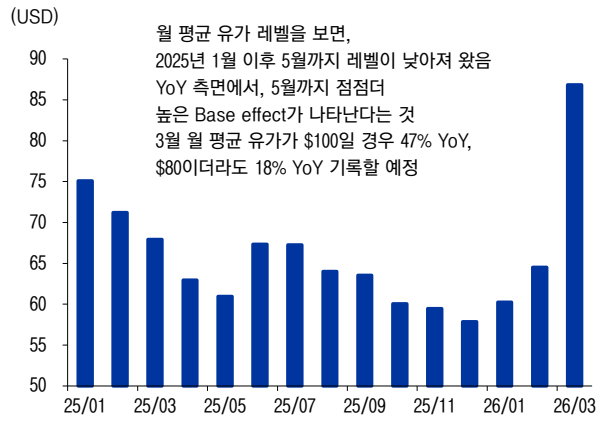
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림4 FedWatch: 금리 인하 기대는 크게 후퇴

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425
2026-03-18		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	99.2%	0.0%	0.0%
2026-04-29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.9%	93.0%	0.0%	0.0%
2026-06-17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%	24.7%	73.8%	0.0%	0.0%
2026-07-29	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	6.2%	34.7%	58.8%	0.0%	0.0%
2026-09-16	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	8.2%	36.4%	54.6%	0.0%	0.0%
2026-10-28	0.0%	0.0%	0.1%	1.4%	10.7%	38.0%	49.8%	0.0%	0.0%
2026-12-09	0.0%	0.0%	0.5%	4.5%	19.9%	42.0%	33.1%	0.0%	0.0%
2027-01-27	0.0%	0.0%	0.5%	4.1%	18.1%	39.4%	34.1%	3.8%	0.0%
2027-03-17	0.0%	0.1%	1.0%	6.1%	21.2%	38.6%	29.7%	3.2%	0.0%
2027-04-28	0.0%	0.1%	0.9%	5.7%	19.9%	37.2%	30.5%	5.5%	0.3%
2027-06-09	0.0%	0.3%	1.9%	8.8%	23.7%	35.7%	25.0%	4.4%	0.2%
2027-07-28	0.0%	0.2%	1.8%	8.2%	22.5%	34.8%	25.9%	6.0%	0.5%
2027-09-15	0.1%	0.5%	2.7%	10.2%	24.2%	33.5%	23.1%	5.2%	0.5%
2027-10-27	0.1%	0.5%	2.7%	10.2%	24.2%	33.5%	23.1%	5.2%	0.5%
2027-12-08	0.4%	2.5%	9.4%	22.7%	32.5%	24.2%	7.2%	1.0%	0.1%

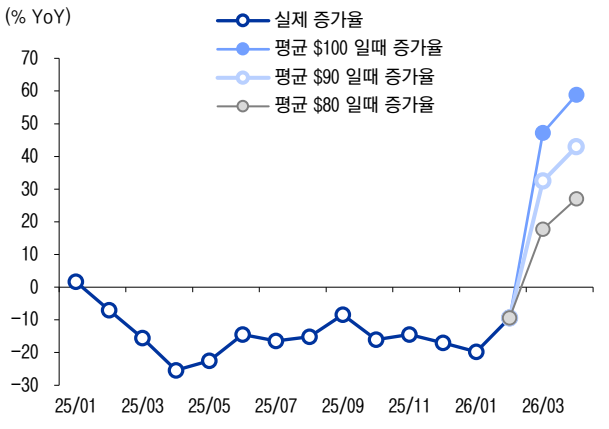
자료: FedWatch, LS증권 리서치센터

그림5 월별 평균 유가(WTI 기준)



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림6 평균 유가 레벨 별 3-4 월 증가율(YoY)

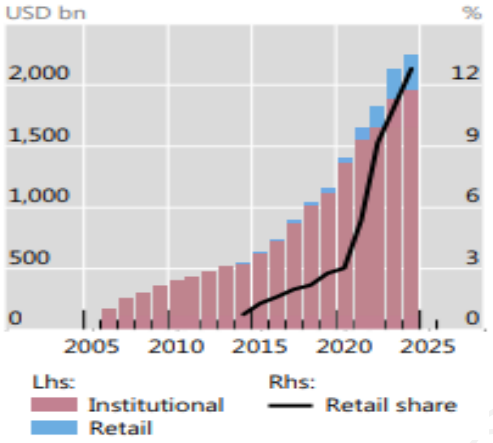


자료: FedWatch, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

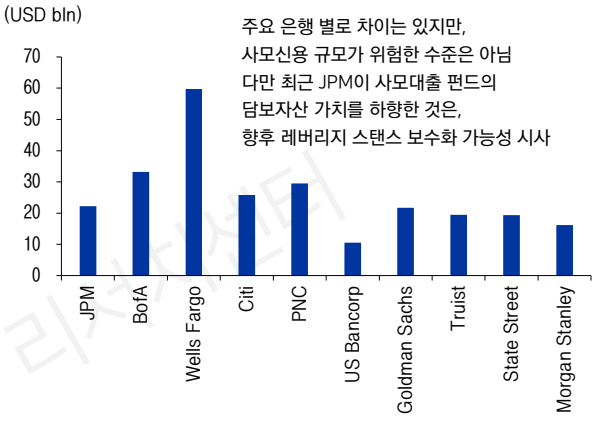
AI 혁신에서 시작된 사모신용 문제

그림7 리테일 머니 유입과 사모대출 AUM 확대



자료: BIS, LS증권 리서치센터

그림8 미 금융기관 별 사모 신용 Exposure



참고: 2025년 6월 기준
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

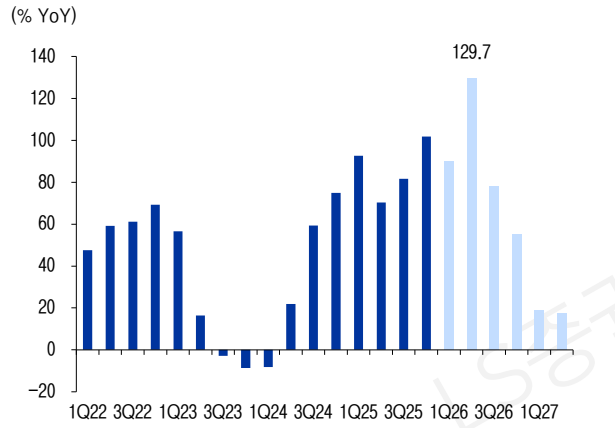
표3 최근 리테일 펀드 환매 요청 확대 사례
: 사모 대출 시장에서 리테일 중심의 펀드 환매 요청 확대 흐름
: 기관 자금의 우량 자산 선별 투자를 통해 해결 가능성 높지만, 다소 시간이 필요한 문제

구분	BCRED	HLEND	OBDC II	CCLFX
운용사	Blackstone	HPS(BlackRock)	Blue Owl	Cliffwater
상장	비상장 BDC	비상장 BDC	비상장 BDC	Interval Fund
만기	Evergreen(Open-end)	Evergreen	Finite-life	Evergreen
AUM	$82B	$26B	$1.6B	$32.5B
최근 환매 요청/ NAV 대비	7.9%	9.3%		14%
규모	$3.8B	$1.2B		$4.5B
대응현황 (Gating 여부)	미적용(100% 수용)	게이팅 실행(5%캡)	구조 변경	7%까지만 환매
	한도를 5%→7%로 일시 상향. 운용사/임직원이 4억 달러 직접 수혈하여 환매 대응 (Ad-Hoc, 일시조치)	환매 요청이 NAV의 5% Cap을 넘어서며 Gating 발동, 규약상 분기 5%에 해당하는 $0.6B만 실행, 잔여 물량(4.3%)이 다음분기로 이월됨 (Pro-rata)	합병안('25.11월) 철회 → ('26.2월) 자산 매각 (기관투자자 컨소시엄이 인수, NAV $0.6B, Par 수준), 환매 중단 → 단계적 청산 (최근 NAV 약 30% 수준의 자본 환급)	규정상 분기별 환매 NAV의 5% 제한, 운용사 재량으로 7%까지 상향 가능 7% 이상 이연함 *NAV의 10% Secondary 매각 시도를 통한 유동성 관리 ('26.3월, $1B)

자료: 언론취합 등, LS증권 리서치센터

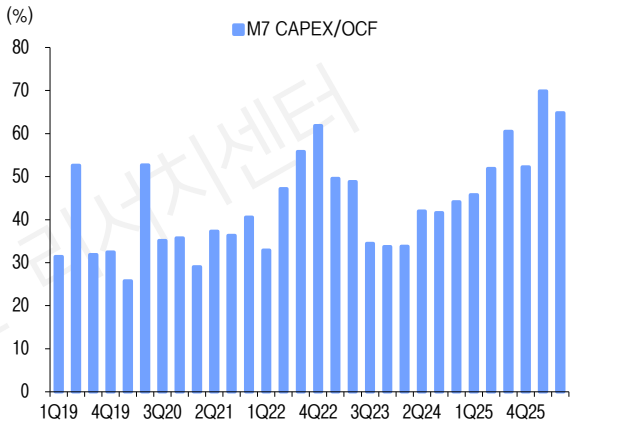
AI 투자 여력과 한국 반도체

그림9 M7 CAPEX 증가율



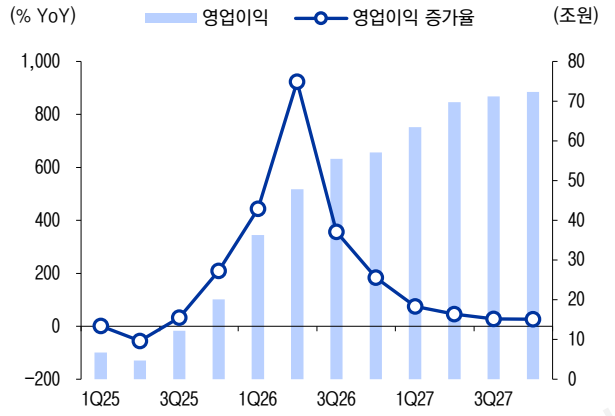
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림10 M7 의 OCF 대비 CAPEX



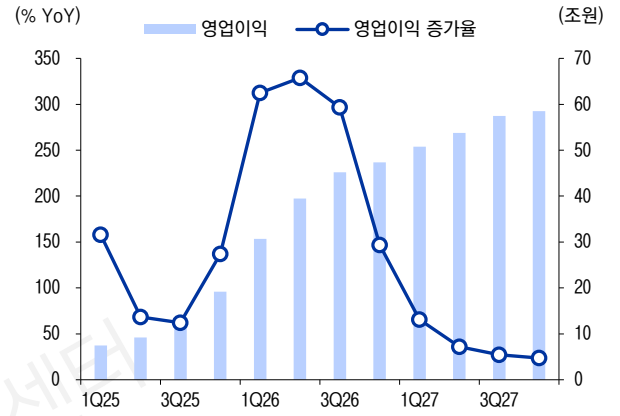
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림11 삼성전자 분기 영업이익 추이



자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

그림12 SK 하이닉스 분기 영업이익 추이

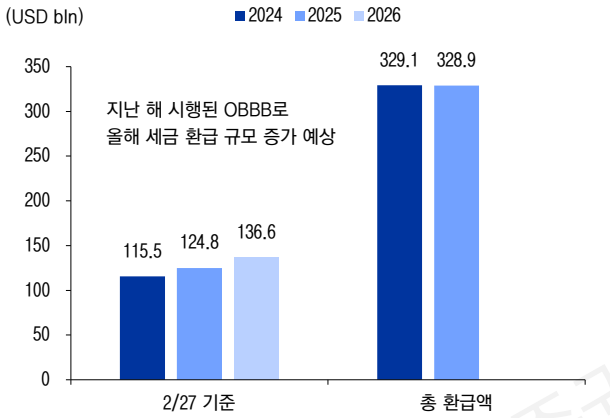


자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

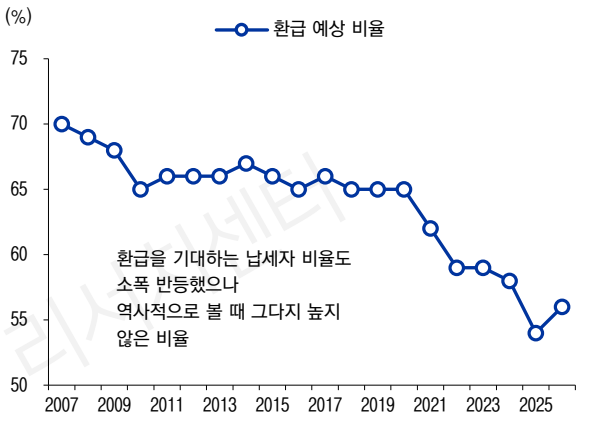
단기 방어 요인 ①. OBBB 환급 효과

그림13 연도별 세금 환급 규모



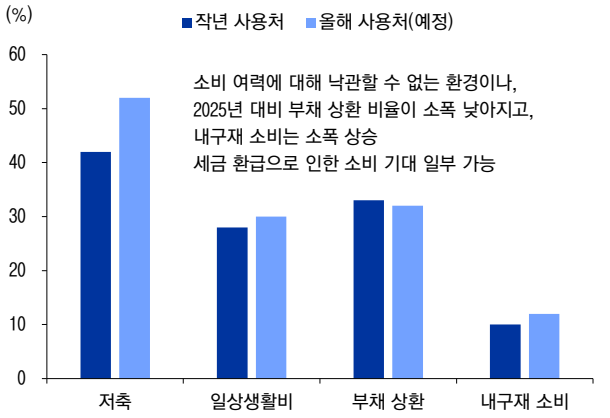
자료: Tax Foundation, LS증권 리서치센터

그림14 연도별 세금 환급을 기대하는 응답자 비율



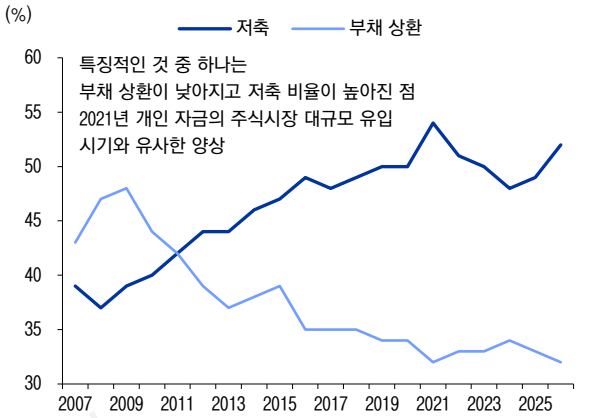
자료: NRF, LS증권 리서치센터

그림15 환급액 사용처: 2025 년과 2026 년(예정)



자료: NRF, LS증권 리서치센터

그림16 연도별 사용처 비중 추이

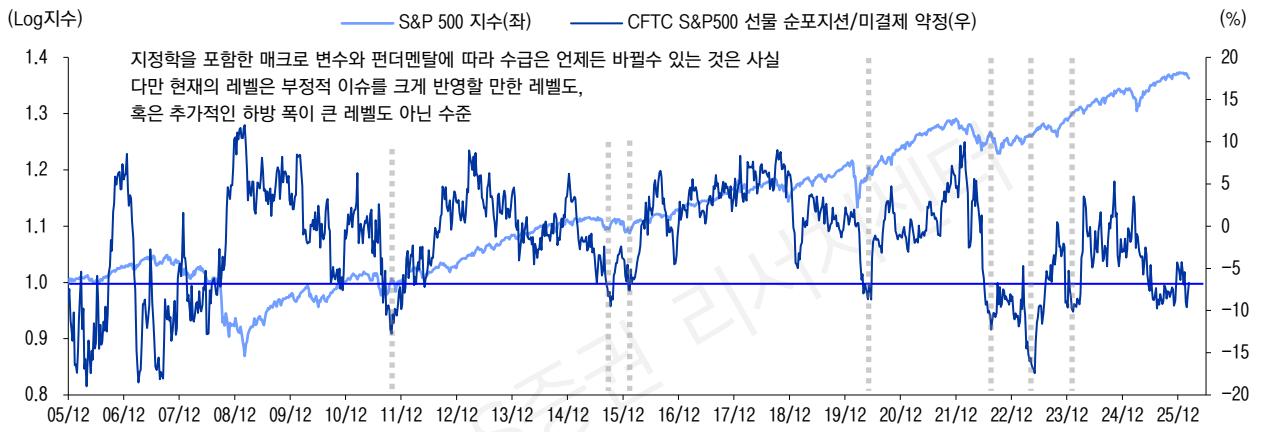


자료: NRF, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

단기 방어 요인 ②. 방어적 수급

그림17 S&P 500 선물 투기적 포지션 추이



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

중기 방어 요인 ③. 한국 개인 수급

그림18 한국 증시로의 개인 자금 누적 유입액

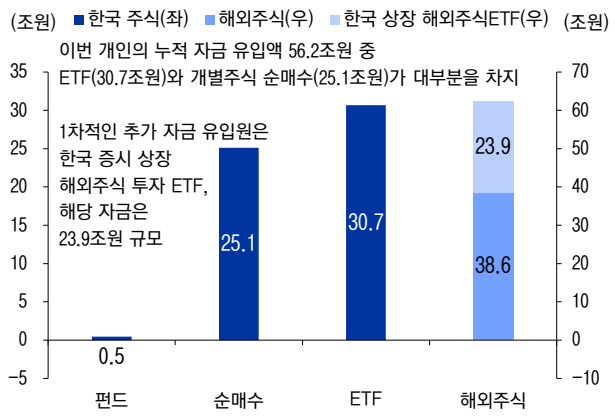
자료: FnGuide, Bloomberg, LSEG, LS증권 리서치센터

그림19 개인 유동성 대비 주식 투자 금액 비율

자료: FnGuide, Bloomberg, LSEG, LS증권 리서치센터

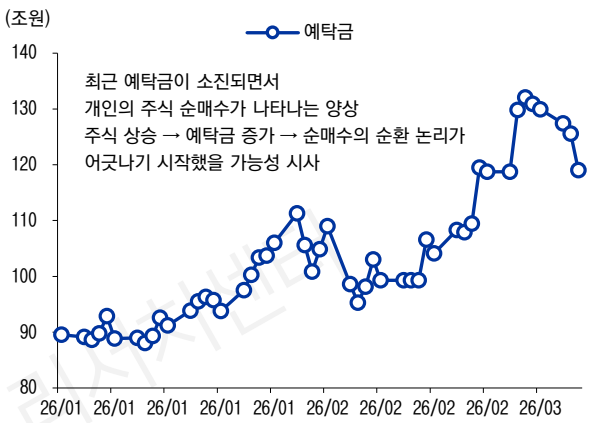
LS증권 리서치센터

그림20 이번 사이클에서의 개인 투자
: 국내주식 56.2 조 + 해외 62.5 조원



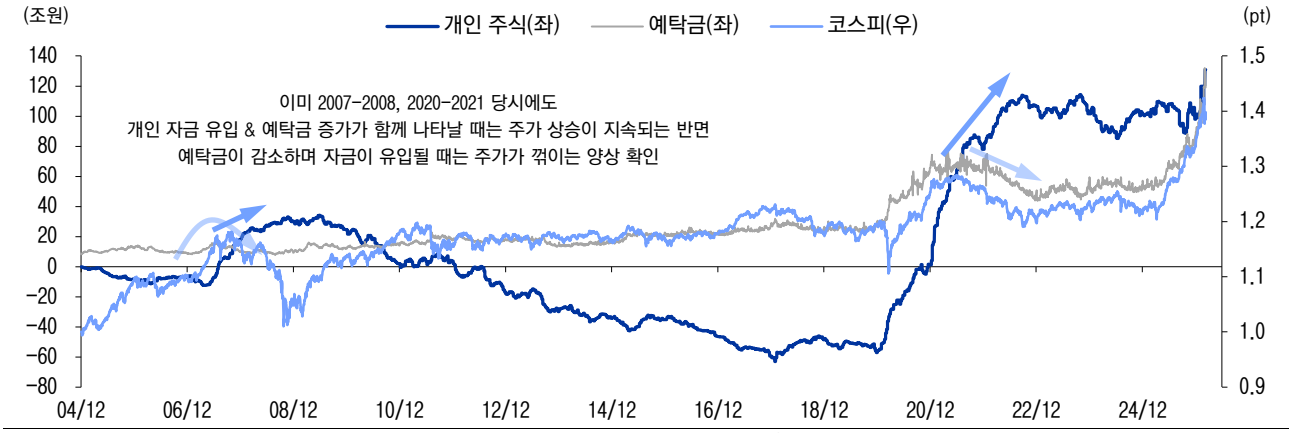
자료: FnGuide, Bloomberg, LSEG, LS증권 리서치센터

그림21 2026 년 예탁금 추이



자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

그림22 KOSPI 와 개인 자금 유입, 그리고 예탁금



자료: FnGuide, Bloomberg, LSEG, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

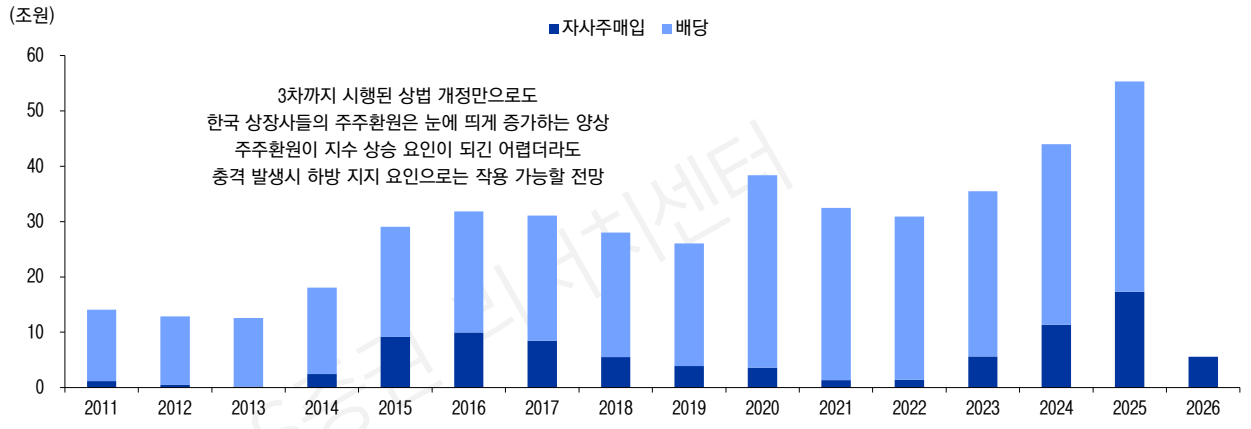
장기 방어 요인: 증시 활성화 정책

그림23 1~3 차 상법 개정 내용

구분	주요 내용	개정 전	개정 후	시행시기
1차 개정상법 (2025.7.22 공포)	이사 충실의무 확대	-	이사의 충실의무 대상이 주주까지 확대	2025.07.22
	사외이사 → 독립이사 명칭 변경	사외이사	독립이사	2026.07.23
	독립이사 구성비율 증가	이사 총 수의 1/4 이상 의무 선임	이사 총 수의 1/3 이상 의무 선임 *대규모상장회사는 3명 이상의 이사를 독립이사로 선임하고, 이사 총수의 과반수를 독립이사로 구성해야 함	2026.07.23 *2027.07.22까지 요건 구비(부칙제2조)
	감사위원 선임·해임시 3%룰 강화	사외이사가 아닌 감사위원 선임·해임시 최대주주 및 특수관계인 합산 지분 3% 룰 적용	모든 감사위원 선임·해임시 최대주주 및 특수관계인 합산 지분 3%룰 적용	2026.07.23
	전자주주총회 도입	-	대규모 상장회사 전자주주총회 개최 병행 의무화	2027.01.01
2차 개정상법 (2025.9.9 공포)	대규모 상장회사 집중투표제도 배제 금지	집중투표제도 정관상 배제 가능	대규모 상장회사 집중투표제도 정관으로 배제 금지	2026.09.10 *시행 후 최초 이사선임 주주총회부터 적용(부칙제2조)
	감사위원 분리선출 인원 증가	의무 1인	의무 2인	2026.09.10
3차 개정상법 (2026.3.6 공포)	자기주식 소각 의무화	-	취득일로부터 1년 이내 소각 *시행일 전 취득한 기존 자기주식은 1년 6개월 이내	2026.03.06 *기존 자기주식 소각 2027.09.06
	예외적 보유·처분을 위한 자기주식 보유·처분계획 및 주주총회 승인 의무화	-	주주비례·균등 처분, 임직원 보상, 우리사주제도 실시, 법령에 따른 활용, 정관에 따른 경영상 목적의 경우, 매년 주주총회 승인 후 보유·처분	2026.03.06
	자기주식의 권리 제한	의결권 제한만 규정 이사회 결의로 교환·상환사채 발행 허용	자기주식의 의결권 및 자익권(배당·신주인수권 등), 교환·상환사채 활용, 질권설정, 합병·분할시 신주배정 등 금지 명문화	2026.03.06

자료: 법무부, LS증권 리서치센터

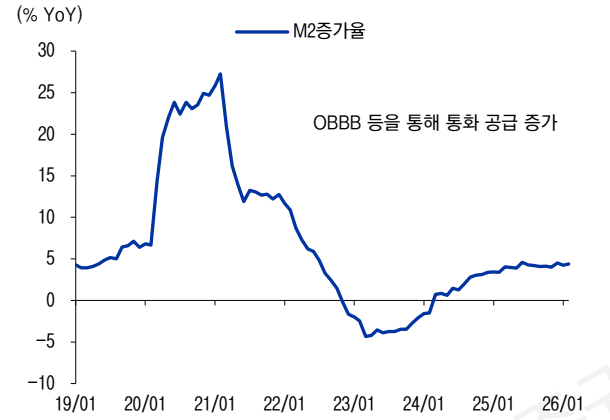
그림24 한국 연도별 주주환원 추이



참고: 자사주매입은 체결일 기준이며, 배당은 결산 기준
자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

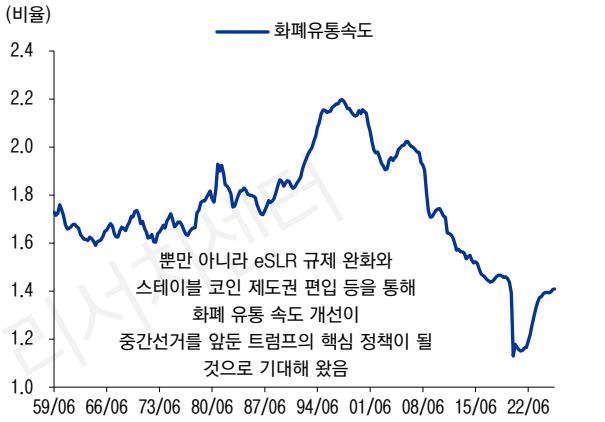
핵심 변수: 유동성 정책

그림25 미국 M2 증가율 추이



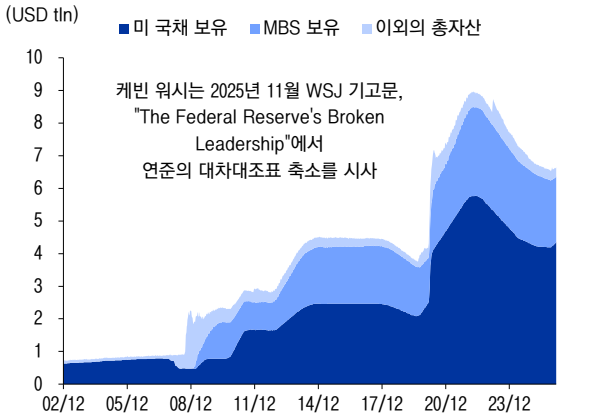
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림26 미국 화폐 유통속도



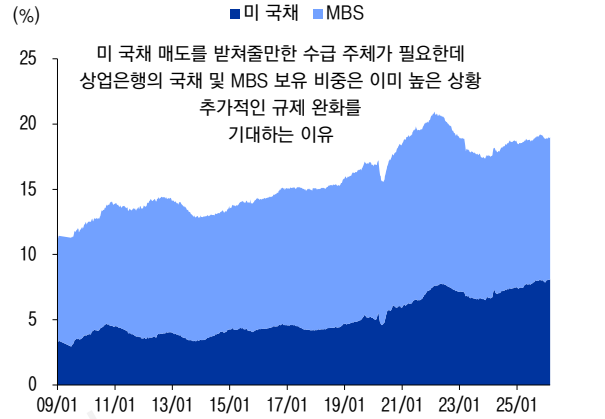
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림27 연준 총자산과 미 국채 및 MBS 보유 금액



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

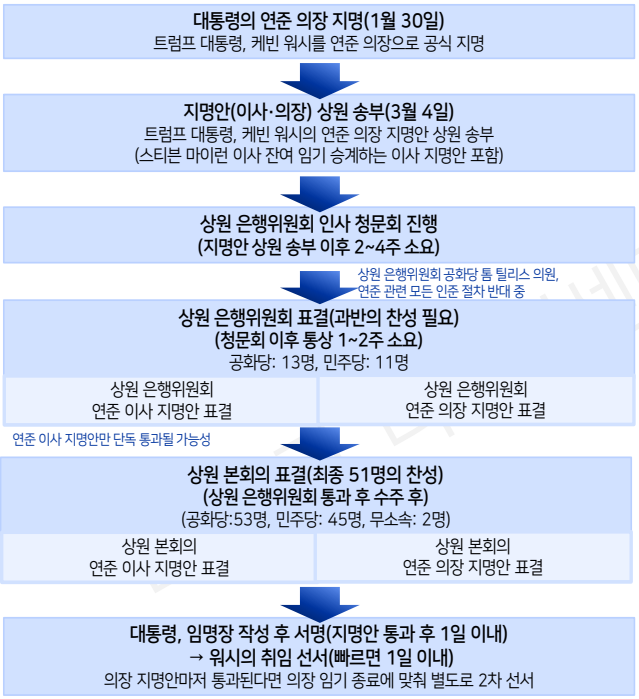
그림28 미 상업은행, 총자산 대비 미국채 및 MBS 보유 비중



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

그림29 **미국 연준 의장 지명 절차: 케빈 워시가 연준 의장으로 임기를 시작하기 위해서는 아직 여러 절차가 필요**
화폐유통속도 가속화를 위한 정책의 핵심 인물이 될 것으로 기대했는데, 시기가 지연되고 있는 상황

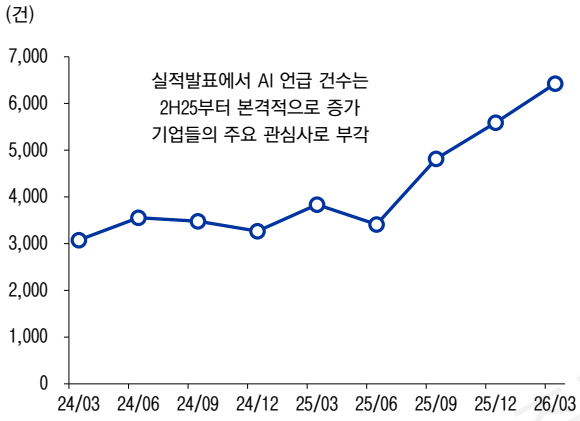


자료: LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

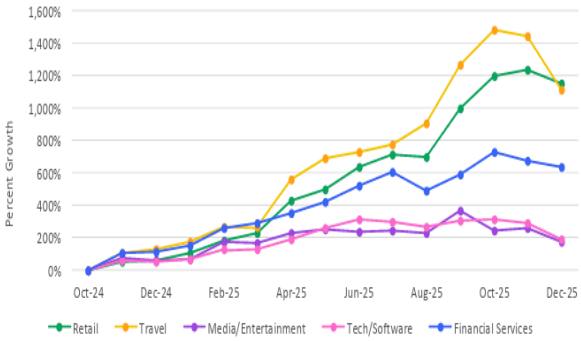
AI 수요 활성화

그림30 S&P 500 내 실적발표에서 AI 언급한 건수



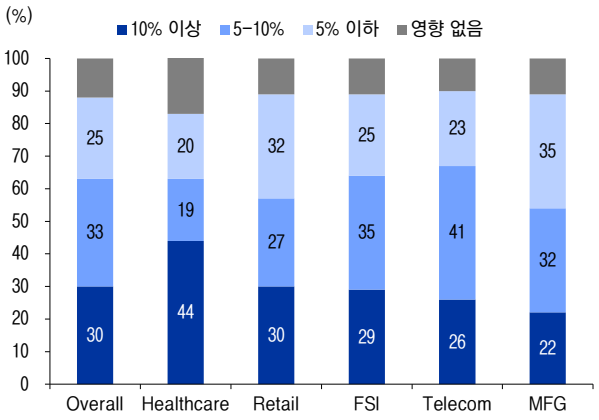
자료: NVIDIA, LS증권 리서치센터

그림31 AI를 통한 고객 유입 증가율



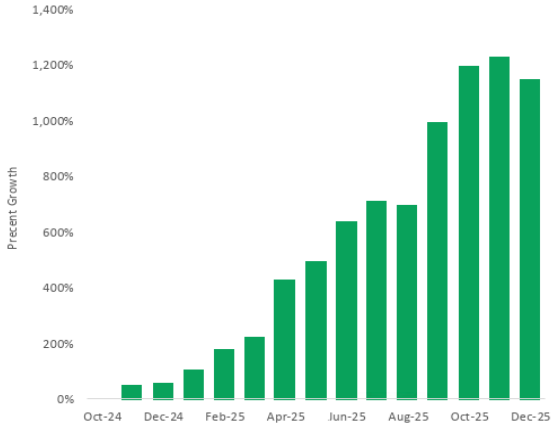
자료: Adobe, LS증권 리서치센터

그림32 NVIDIA의 설문 결과: AI 도입으로 인한 매출 증가 폭



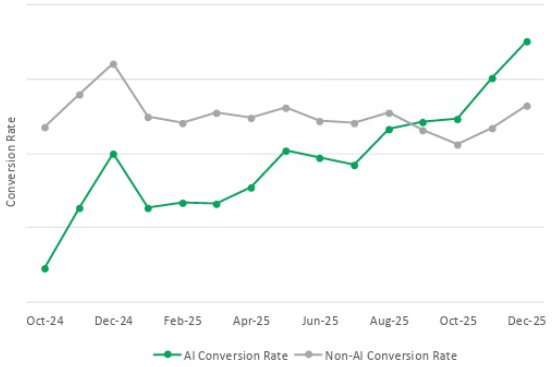
자료: NVIDIA, LS증권 리서치센터

그림33 온라인 쇼핑의 AI 기반 고객 유입 증가율 추이



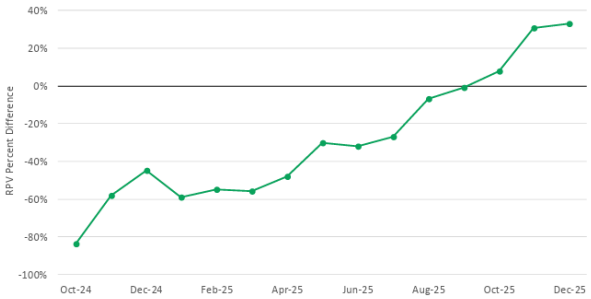
자료: Adobe, LS증권 리서치센터

그림34 AI 기반 유입 고객의 전환율



자료: Adobe, LS증권 리서치센터

그림35 AI 기반 유입 고객 당 매출 vs. Non-AI 기반 유입 고객



자료: Adobe, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

Compliance Notice

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

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 제 3 자에게 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.