

글로벌 전략

Volatility Navigator (변동성 항해자)



TABLE OF CONTENTS

01	고성장은 고위험과 변동성을 수반	05
02	금리 인상은 끝이 아닌 차별화 신호	11
03	불편한(?) 강세장	23
04	변동성과 함께 가야 한다	33

SUMMARY

변동성 바다를 안전하게 항해하는 방법은 중심에서 벗어나지 않는 것 밖에 없다. 금융시장에서 반도체 만의 좁고, 폭발적인 주가 상승 때문에 후유증 우려가 적지 않다. 그러나 무모해 보이는 AI 설비 투자 경쟁 이면에는 기업들이 위험을 회피하지 않겠다는 야성이 본질이다. 코로나19 이전 저성장/저물가 국면과는 다른, 설비투자 중심의 고성장과 고물가 국면이 예상된다. 기존 M7 시대가 저무는 대신, 반도체/산업재/금융 등 투자 사이클 산업이 부상하고 있다는데 주목할 필요가 있다.

최근 금융시장 변동성이 높은 배경에는 통화정책이 긴축으로 전환되고 있다는 점도 이유다. 그러나 미국/이란 간 종전으로 위협적인 긴축 가능성은 낮다. 대신 성장이 있는 국가들과 그렇지 않은 국가들 간 차이가 드러날 전망이다. AI 투자가 활발한 미국 경제 덕분에 미국 달러는 예상보다 강할 것으로 보인다(연말 엔달러 165엔, 유로달러 1.10 달러 예상). 외국인 매도가 원화 가치 하락의 주범으로 보이나, 초양극화와 투자 부진이 더 본질적인 이유다. 원달러는 SK하이닉스 ADR 상장을 계기로 안정을 찾을 것으로 보이나, 그래도 높은 수준을 유지할 전망이다(연말 원달러 1,510~1,520원).

주식시장은 변동성 높은 국면이 예상되나, 상승장이 끝났다고 보기는 어렵다. 닷컴 버블이 형성되었던 과정을 복기해 보면, 95~96년 실적 중심에서, 97~98년 쓸림, 99~00년 밸류에이션 상승으로 이어졌다. 현재 증시는 실적 중심에서 밸류에이션 상승으로 넘어가는 과정에서 나타나는 쓸림 국면으로 보인다. 쓸림은 불편하나 성장이 시라는 좁은 범위에 국한된 현실을 반영한다.

주식시장 상황은 복잡하다. 그럴수록 대응은 단순할 필요가 있다. 인플레이 압력이 높은 국면에서는 미국보다 한국, 코스닥보다 코스피 우위 국면이 이어질 가능성이 높다. 또한 성장과 기업이익이 좁은 범위 내에서만 형성되다 보니, 기존 주도주를 넘어서는 대안이 뚜렷하지 않다. 반도체/IT하드웨어 등 기존 주도주들이 높은 변동성에도 불구하고, 회복력이 가장 양호하다. 대안이라면 투자 사이클과 관련된 산업들 가운데 반도체 소부장, 2차전지, 금융에 대한 관심이 유효해 보인다.

01

고성장은 고위험과 변동성을 수반

빅테크 기업들의 자금 수요 증가, 버블 논란에도 불구하고, 기업들이 위험을 감수 중
CAPEX 슈퍼 사이클에 의한 고성장, 고물가 예상, 투자 급증으로 기존 M7시대 저물어

새로운 질서는 설비투자 중심

구분	1980-2019 구(舊) 패러다임	→	포스트 코로나 신(新) 패러다임
통화·금리	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 저물가·디스인플레이션 / 제로금리(ZIRP) ▪ 채권·주식 동반강세 60/40 황금기 		<ul style="list-style-type: none"> ▪ 인플레 재점화 / 역대급 금리인상 (→5.5%) ▪ 채권 역대급 손실 60/40 전략 붕괴
재정·정부	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 작은 정부·감세·규제완화·민영화 ▪ 기업 EPS 직접 견인 (법인세 인하) 		<ul style="list-style-type: none"> ▪ 국가 개입 부활·산업정책(CHIPS·IRA) ▪ 정부부채 GDP 100% 이상 고착화
지정학·안보	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 냉전 종식 → 평화·세계화 ▪ 글로벌 공급망 최적화 		<ul style="list-style-type: none"> ▪ 미·중 패권경쟁·군비경쟁 재개 ▪ Reshoring
산업 구조	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 자본경량 인터넷·플랫폼 독점 ▪ 고마진·고ROE 기업 주도 		<ul style="list-style-type: none"> ▪ 자본집약 AI 데이터센터· ▪ 올드 이코노미 부활, CAPEX 슈퍼사이클
주가 동인	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 저금리 → 할인율 하락 → PER 멀티플 확장 ▪ QE·유동성 랠리, TINA (There is no Alternative) 		<ul style="list-style-type: none"> ▪ 금리 정상화 → 멀티플보다 실적 ▪ FOMO (Fear of Missing Out)

폭발적인 자금 수요 증가

내 돈 (IPO/증자)이나 남의 돈(부채, 회사채) 가리지 않는다

- 그동안 현금부자 빅테크 기업들이 회사채 발행 및 증자에 큰 손으로 등극함.
- 현금흐름이 (+)인 알파벳은 100년 만기 회사채 발행과 더불어 증자도 단행함. 엔비디아도 26/6월 중순 250억 달러 규모의 회사채를 발행함.
- Space X는 IPO 직후(6/12일) 200억 달러 규모의 회사채 발행을 준비 중임.

2026년 상반기 빅테크들의 자금조달

기업명	조달 형태	규모 (추정)	진행 시점	주요 목적 및 특징
아마존 (Amazon)	회사채 발행	\$570억	2026년 상반기 누적	캐나다 달러 및 유로화 등 글로벌 통화 발행
알파벳 (Alphabet)	회사채 발행 & 증자	\$520억+	2026년 5~6월	2126년 만기인 100년 초장기 채권 발행 및 최초의 엔화 표시 채권 발행. 신주 인수 방식 증자
메타 (Meta)	회사채 발행	\$250억 ~ \$300억	2026년 상반기	자사 최대 규모 단일 회사채 조달.
엔비디아 (Nvidia)	회사채 발행	\$250억	2026년 6월 중순	5년 만의 채권시장 진입. 초기 \$200억 계획이었으나 \$850억 수요가 몰려 증액 발행
오라클 (Oracle)	회사채 발행	\$180억 ~ \$250억	2026년 상반기	매출 규모 대비 공격적인 차입.
스페이스X (SpaceX)	IPO 완결 & 채권 발행	IPO 직후 채권 \$200억+ 발행 계획	6월 12일 IPO 완료 6월 말 채권 발행 논의	역대 최대 규모 IPO 직후 기존 대환을 위해 투자등급 달러화 회사채 발행 준비

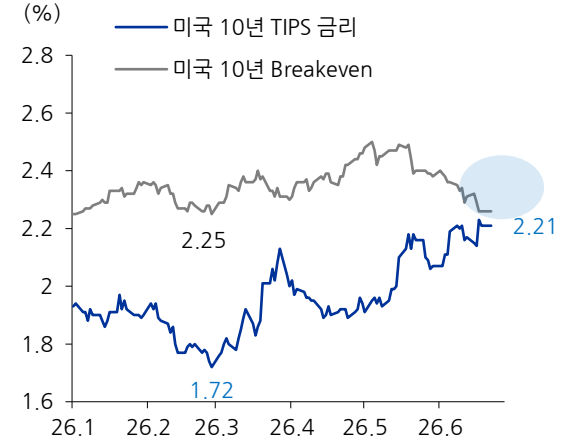
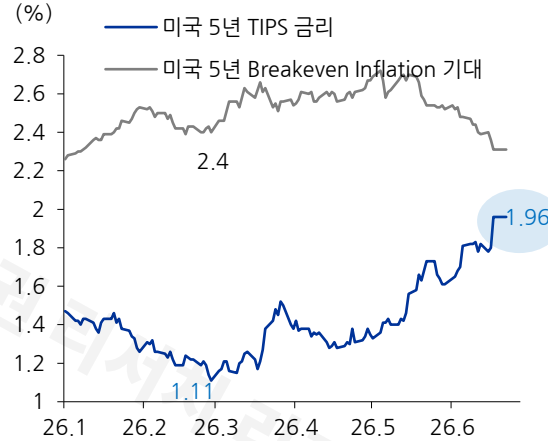
자료: 유진투자증권

본질은 기업들의 위험 감수 (Risk Taking) 신호

대출과 실질 성장 기대는 높아져

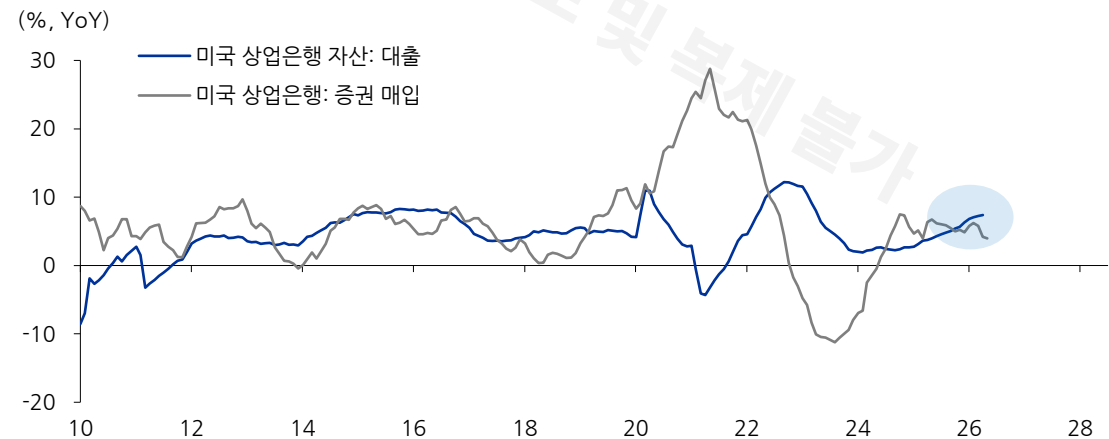
- 자금 수요 증가 이면에는 자금조달을 통한 투자, 즉 위험선호도 증가를 의미하기도 함.
- 2026/3월 미국과 이란 간 전쟁 이후 미국 5년 및 10년 실질 성장 기대는 꾸준히 상승함. 종전 이후 인플레 기대가 진정됨에도 불구하고, 실질 성장 기대는 26/3월 1%대에서 2%초반대까지 상승함.
- 미국 금융기관들의 대출 증가율도 확대됨 (26/5월 +8.1%yoY). 반면 증권 매입, 즉 국채 매입 증가율은 둔화되고 있음(26/5월 +4.0%yoY).
- 미국 금융기관들이 증권 매입을 통한 안정적인 수익보다 대출을 통해 보다 높은 위험을 감수하고 있음.

26/3월 이란 전쟁 이후 인플레보다 실질 성장 기대 높아져



자료: Refinitiv, 유진투자증권

미국 금융기관들의 대출 확대, 증권 매입(국채 등)은 둔화



자료: Refinitiv, 유진투자증권

위험은 무차별적 AI 투자 경쟁의 한계



M I C R O S O F T

Satya Nadella

CEO, Microsoft

"AI 거인들이
경제 전체를
잠식해선 안 된다"

MSFT 나델라, AI 산업 재편 선언

WSJ | 2026.06.21 | Exclusive Interview

AI 권력 집중 비판

①

OpenAI·Anthropic·Google 소수 기업의 AI 가치 독점 구조 비판. "일자리가 사라진다, 위험하다고 하면서 데이터센터에 모든 자원을 쓰겠다고 할 수 없다." 소수 모델의 세계 독식 불용 선언.

저비용·저가 모델 전략

②

Copilot Cowork 출시, DeepSeek 호스팅 검토로 AI 가격 인하 주도. 사용자가 다양한 모델을 선택·전환하는 개방형 생태계 구축 → OpenAI·Anthropic 가격 전쟁 압박.

"사회적 허가" 획득 선언

③

AI는 비용 절감·감원 도구가 아닌 인적자본 재편 파트너여야 한다. "내러티브 만으론 안 된다 — 직접 실천(walk the walk)해야 사회적 신뢰를 얻는다."

✓ AI 경쟁으로 인한 수익성 압박·가격전쟁 리스크

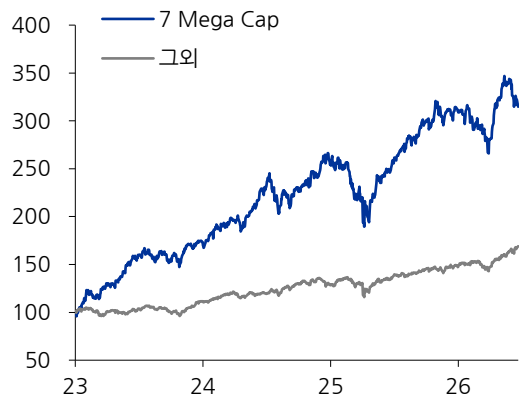
저물어가는 M7의 시대

치열한 경쟁의 산물, M7 비중과 밸류에이션 하락

- 미국과 이란 전쟁 직후 강했던 Mag7 주가는 5월 이후 재차 약해짐. M7 시가총액 비중은 사실상 2025년 이후 정체 국면 (26/6월 33.2%)
- 반면 M7 이외 S&P 493 주가는 계속 고점을 경신 중임. 2026년 M7 주가는 -2.9% 하락함. 반면 S&P 493 주가는 14.1% 상승함.
- 빅테크 기업과 그외 기업들 간 PER 격차도 25/4월 해방의 날과 26/3월 이란 전쟁을 제외하면 가장 낮아짐.

26/5월 이후 M7 주가 하락

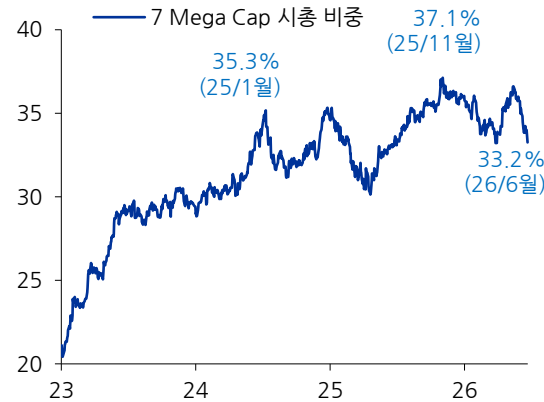
(2023.1.1=100)



자료: Refinitiv, 유진투자증권

M7 시가총액 비중 정체

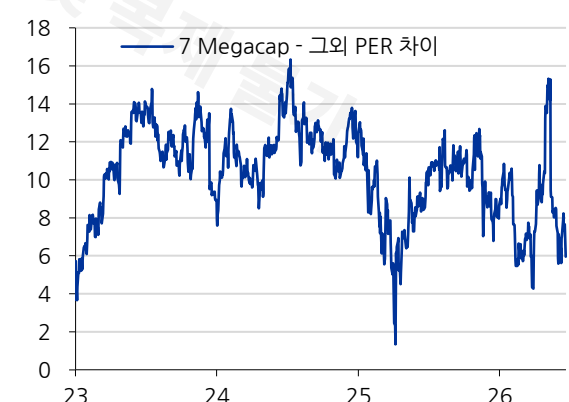
(%)



자료: Refinitiv, 유진투자증권

Mag7과 그외 기업들 간 PER 차이 축소

(Trailing PER, 배)



자료: Refinitiv, 유진투자증권

02

금리 인상은 끝이 아닌 차별화 신호

유럽/일본 등에 비해 미국 금리인상 충격은 제한적일 전망, 미국 달러 강세 예상

국내 수출에서 투자로 성장 동력 전환 필요, 원달러 1,500원대 유지 전망

AI 투자는 디플레보다 인플레에 가까워

종전에도, 미국 물가 부담이 사라지지 않을 전망

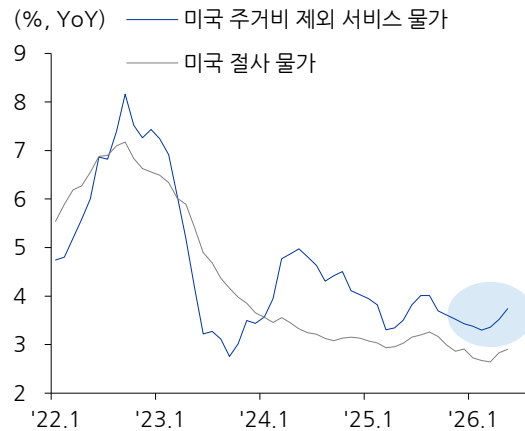
- 미국과 이란 간 종전으로 에너지 가격 상승에 의한 인플레 압력은 더 높아지지는 않을 것으로 예상됨.
- 그러나 26/3월 미국/이란 간 전쟁 이전 미국 서비스 물가 등 전반적인 물가는 상승 중임. 연준 목표 2%를 크게 상회하고 있음 (26/5월 +3.7%yoy).
- 더군다나 AI 데이터센터에 많은 자본과 에너지가 투입됨. AI 투자가 늘어날수록 물가 상승 압력도 커질 전망 (미국 반도체 생산자 물가 +25.4%).

미/이란 전쟁 종전, 에너지 물가는 점차 안정



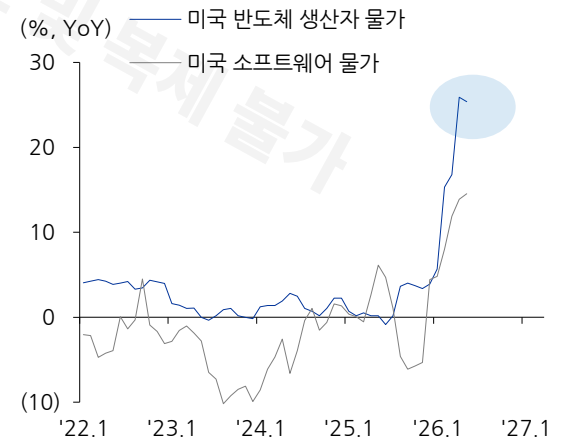
자료: Refinitiv, 유진투자증권

미국 서비스 물가는 서서히 상승



자료: Refinitiv, 유진투자증권

AI 물가는 고공행진



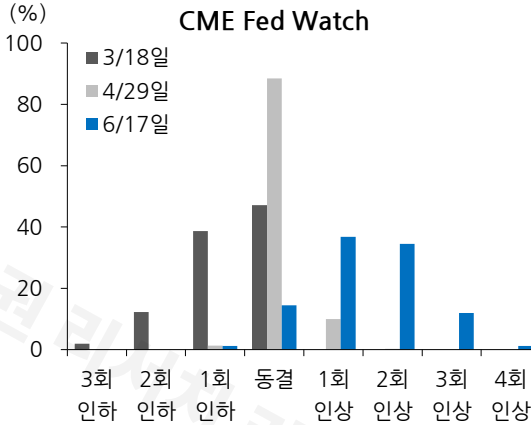
자료: Refinitiv, 유진투자증권

금리를 동결한 Fed vs. 금리를 인상한 ECB와 BOJ

엇갈리는 추후 금리인상 전망

- 지난 6.17일 FOMC회의는 매파적이었음. 미국 연준은 기준금리를 3.5~3.75%로 4회 연속 동결했음.
- 하지만 케빈 워시 연준 의장은 고용보다 물가 안정을 강조했음. 점도표 상으로도 올해 1~2회 금리인상 기대가 크게 높아졌음.
- ECB와 BOJ의 경우, 금리인상 후 추가 인상 기대가 약해 짐. 반면 미국은 동결 결정 이후 추가 인상 기대가 지속됨.

올해 연말까지 1~2회 인상 전망 강화



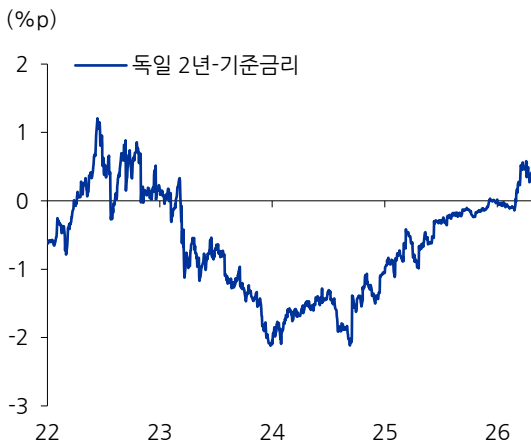
자료: CME Fed Watch, 유진투자증권

미국, 1회 금리인상 기대를 반영



자료: Refinitiv, 유진투자증권

ECB 인상 이후 오히려 추가 인상 기대 진정



자료: Refinitiv, 유진투자증권

BOJ, 향후 1~2회로 추가 인상 기대 주춤해져



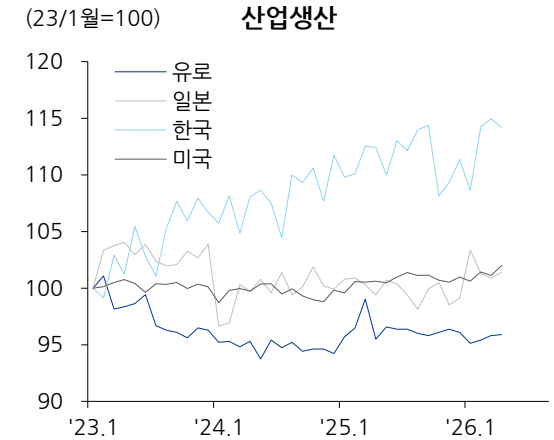
자료: Refinitiv, 유진투자증권

뜨거운 미국 vs. 차가운 유럽

유럽 경제와 유로화가 강해지기 어려울 전망

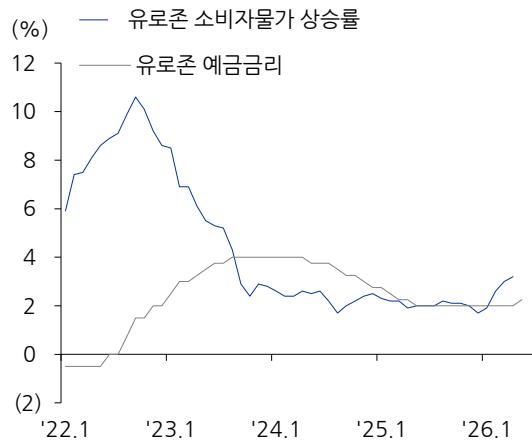
- ECB는 26/6월 주요국 가운데 이란 전쟁 후 처음으로 금리를 인상함 (6월 수신금리 2% → 2.25%).
- 그럼에도 불구하고, 유럽 경제는 약함. 추가 금리인상도, 유로화 가치 상승도 어려워 보임.
- 미국/이란 전쟁 이후 유로존 기업과 소비심리는 더 악화됨.
- 고질적으로 유로존 국가들의 실업률이 높은 상황에서 에너지 비용 상승으로 생산 경쟁력이 약화됨.
- ECB의 추가 금리인상 가능성에도, 유로달러는 2026년 말 1.10달러대까지 하락할 가능성이 있음.

유로존 생산은 23년초 보다 감소



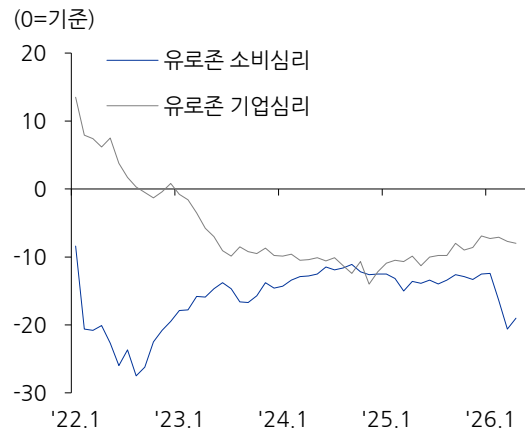
자료: Refinitiv, 유진투자증권

주요국 가운데 전쟁 후 첫 유로존 금리인상



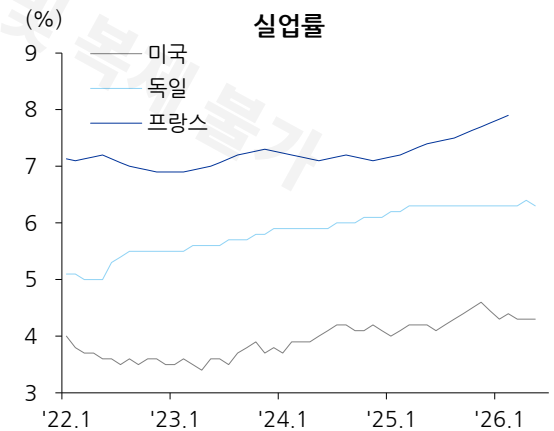
자료: Refinitiv, 유진투자증권

유로존 소비와 기업심리 부진



자료: Refinitiv, 유진투자증권

미국에 비해 유럽 실업률 높아



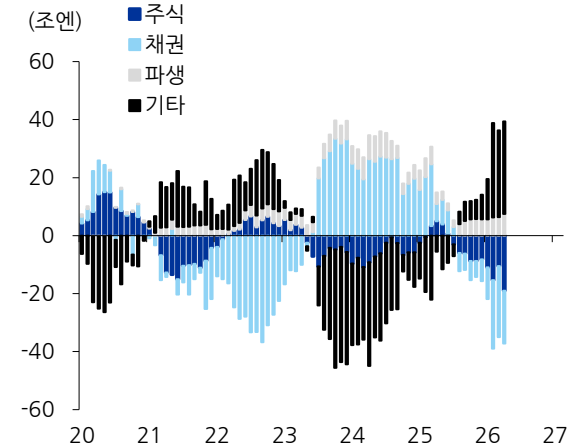
자료: Refinitiv, 유진투자증권

일본, 금리인상에도 미지근

너무 더딘 금리 인상, 인상하거나 말거나

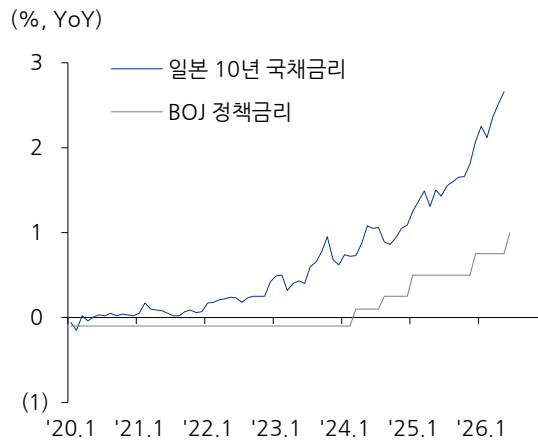
- 일본중앙은행도 26/6월 기준금리를 25bp 인상함(1%). 95/9월 이후 31년 만에 최고임.
- 그러나 이번 6월 금리인상 결정이 만장일치가 아니었음(8:1).
- 일본중앙은행의 자산 축소 계획도 27/4월 부터 축소하겠다고 밝힘.
- BOJ의 긴축에도 일본 금융기관들의 해외 대출이 줄어들지 않고 있음. 일본 자금 유출이 지속됨.
- 2026년 연말 엔달러는 164~165엔대까지 상승할 것으로 예상함.

일본 주식, 채권 자금 유출 우위



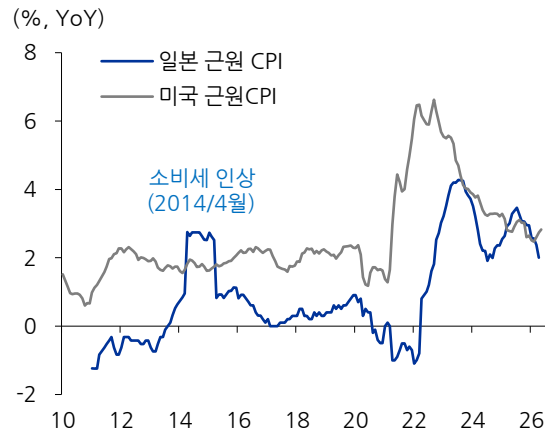
자료: Refinitiv, 유진투자증권

BOJ 금리인상 불구, 인상 속도는 더뎠



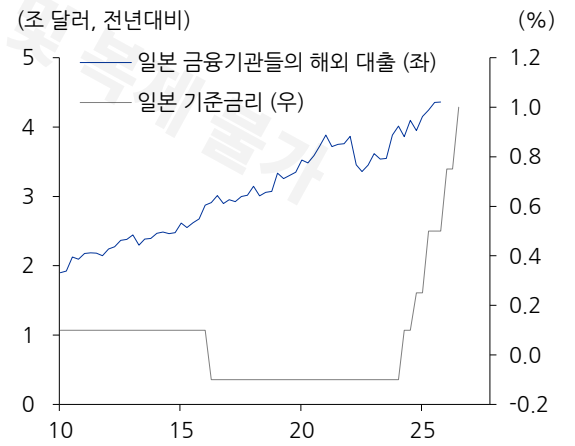
자료: Refinitiv, 유진투자증권

일본 물가 상승률은 미국보다 낮아



자료: Refinitiv, 유진투자증권

금리인상에도, 일본 금융기관 해외 대출 증가



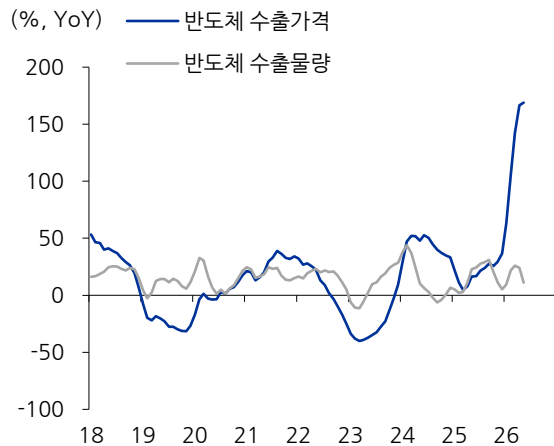
자료: Refinitiv, 유진투자증권

국내 수출, 그들 만의 호황

반도체 공급 부족에 의한 수출 급증, 체감은 떨어져

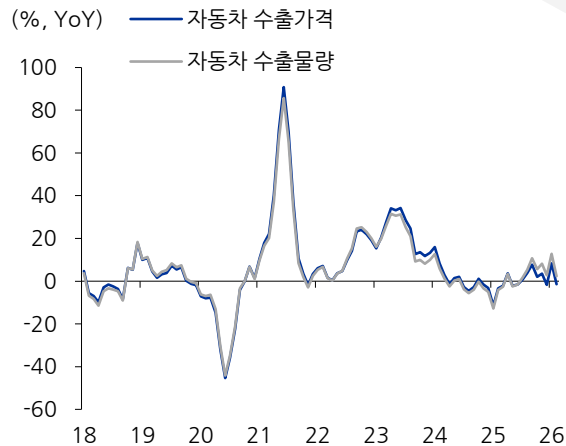
- 반도체 가격과 물량을 나누어 보면 수출 가격 인상 효과가 절대적임 (26/5월 반도체 수출 가격 +169%yoy).
- 반면 반도체 수출 물량 증가세는 높지 않음(26/5월 +11%yoy). 반도체 수출 호조는 아직 수요보다 공급 부족에 기인함.
- 반도체를 제외하면 자동차 등 다른 업종들의 수출은 개선되고 있지만, 반도체에 대비 차이가 큼.
- 상대적으로 배터리 수출은 가격이나 물량 측면에서 점차 개선되는 중임. 주목할 필요가 있음.

반도체 수출 가격 급등, 물량과의 괴리 발생



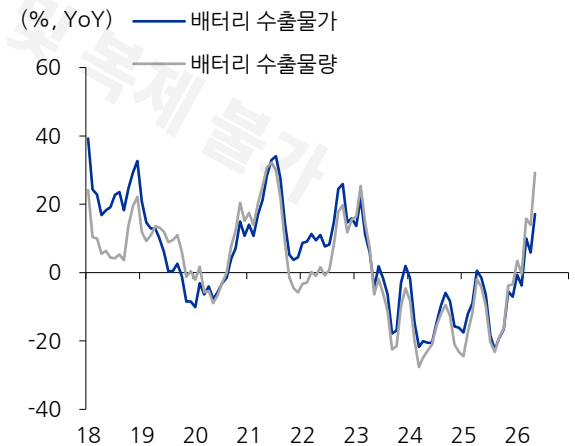
자료: Refinitiv, 유진투자증권

자동차 수출 물량, 가격 모두 둔화



자료: Refinitiv, 유진투자증권

배터리 수출 물가와 물량 증가



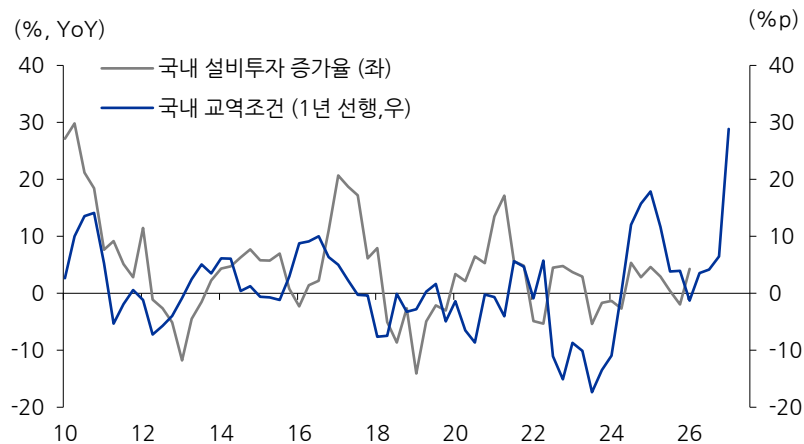
자료: Refinitiv, 유진투자증권

3Q 이후 반도체 소부장을 중심으로 투자 확대 기대

가격 효과에서 물량 확대로 점차 전환될 전망

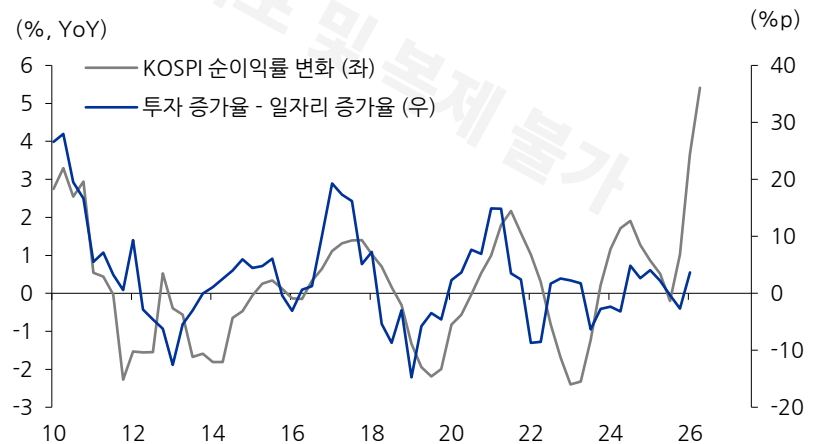
- 반도체 가격에 의한 제한된 수출 개선이라는 한계에도, 시차를 감안하면 2026년 하반기 점차 투자는 늘어날 것으로 예상됨.
- 과거 교역조건과 설비투자 간 1년 정도 시차가 있음. 2026년 3분기 이후 반도체 투자는 점차 개선될 것으로 보임.
- 국내 기업 이익률도 역대급임. 투자 확대 가능성이 높음. 2026년 국내 성장률은 3.3~3.4%대까지 상향될 전망.

교역조건을 감안하면 26년 3Q 투자 점차 확대 가능성



자료: Refinitiv, 유진투자증권

코스피 기업이익률이 높아, 점차 투자도 늘어날 것으로 예상



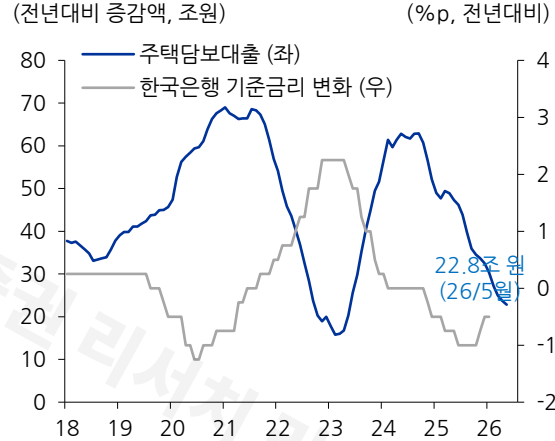
자료: Refinitiv, 유진투자증권

국내 중소기업과 신용대출 점차 증가

부동산 제외 대출은 확대일로

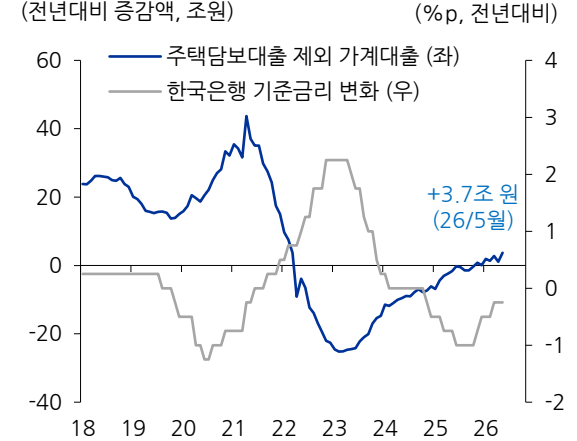
- 고용 부진에도 기업과 가계 자금 조달은 점차 개선되고 있음.
- 주택담보대출은 감소하고 있음(전년대비 22.8조 원). 그러나 주택담보대출을 제외한 가계 대출, 즉 신용대출은 점차 증가세로 반전됨(26/5월 +3.7조 원).
- 기업대출은 더 활발해지고 있음. 대기업과 중소기업 대출 증가 속도는 점차 가팔라지고 있음(26/5월 대기업 +24.8조 원, 중소기업 +36.9조 원).
- 기업들의 대출 확대는 2026년 하반기 투자 확대 가능성을 높일 것으로 예상함.

주택담보대출 감소



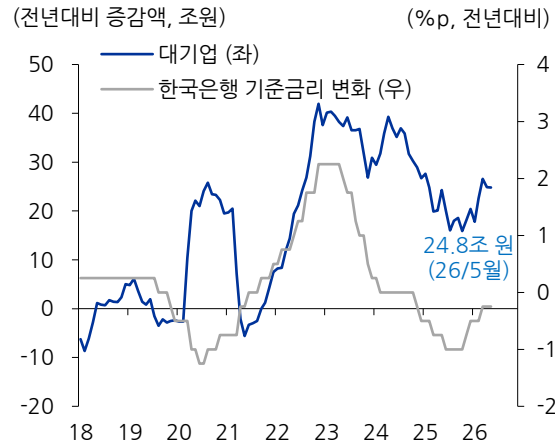
자료: Refinitiv, 유진투자증권

신용대출은 점차 개선



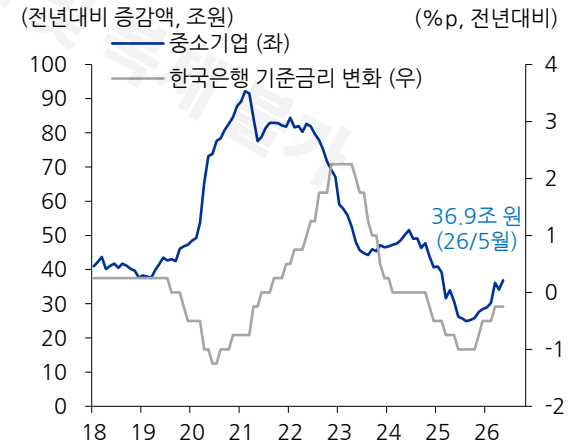
자료: Refinitiv, 유진투자증권

대기업 대출 증가



자료: Refinitiv, 유진투자증권

중소기업 대출도 증가



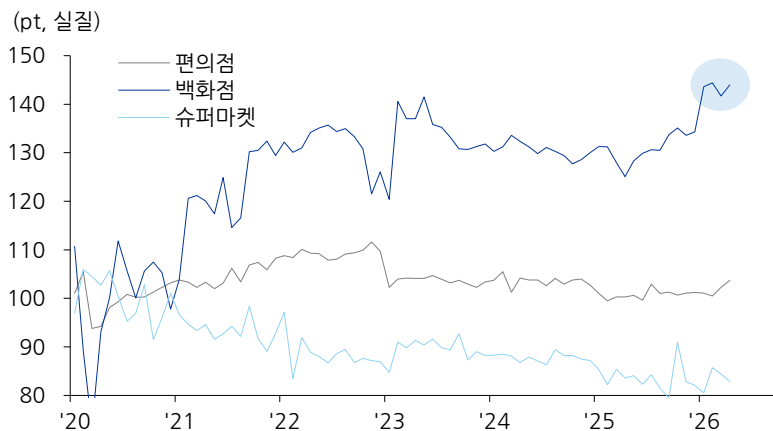
자료: Refinitiv, 유진투자증권

그러나 소비는 별로 아름답지 않은 K자형

더 극명한 양극화

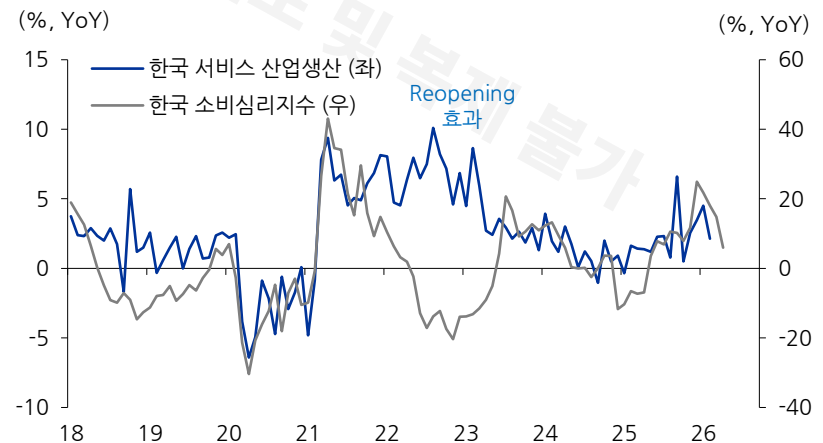
- 국내 백화점 소비는 활발함. 26/4월 기준 백화점 명목 판매는 +15.9%yoy, 실질 기준으로도 15% 이상 증가함.
- 반면 슈퍼마켓과 편의점은 20~21년 코로나19 당시 이후 정체 중이거나, 오히려 감소함 (슈퍼마켓 -0.7%yoy, 편의점 +3%yoy).
- 실제 국내 소비심리와 서비스업은 코스피 급등에도 불구하고, 개선 속도가 미미함.

백화점 소비만 호조



자료: Refinitiv, 유진투자증권

소비심리와 서비스업은 코로나19 직전 수준



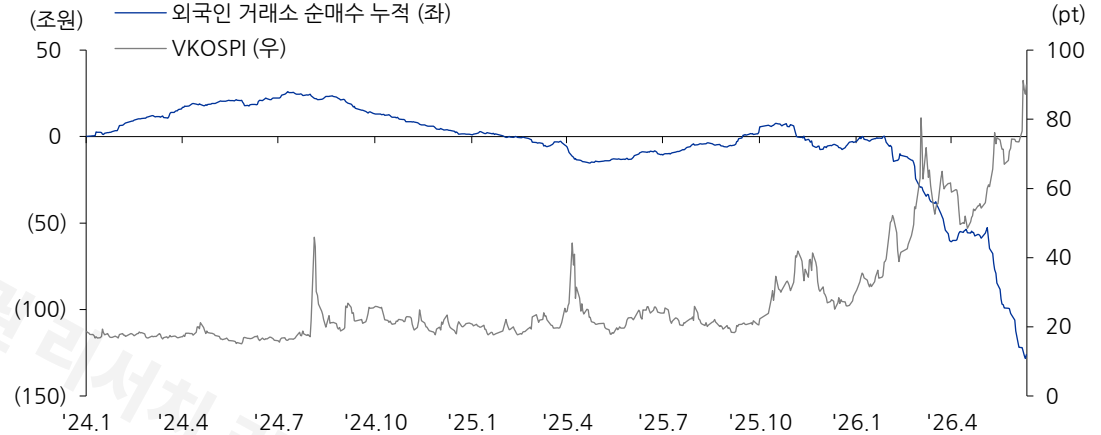
자료: Refinitiv, 유진투자증권

증시 변동성만큼 투자 부진이 원화가치 회복의 걸림돌

너무 가파른 주가 상승의 그림자

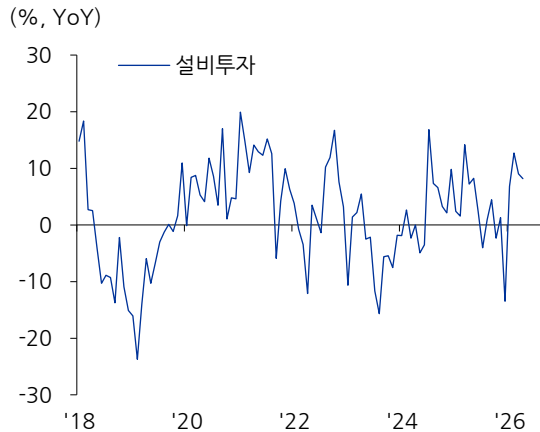
- 올해 국내 경상흑자는 +3,080억 달러를 넘을 듯
- 반면 증권투자 자금은 25년 대비 2~3배 유출됨 (-2,160억 달러). 직접투자 자금도 유출 규모가 2025년의 2배로 확대됨(-520억 달러).
- 수출로 벌어들인 달러가 국내로 유입되지 않고 있음. 여기에 국내 증시 변동성 확대를 피하기 위한 외국인 투자자들의 매도 압력이 계속 확대됨.
- 2026년 말 원달러 전망치는 당초 1,430~40원에서 1,510~1,520원으로 상향함.

내국인들의 해외 투자 둔화



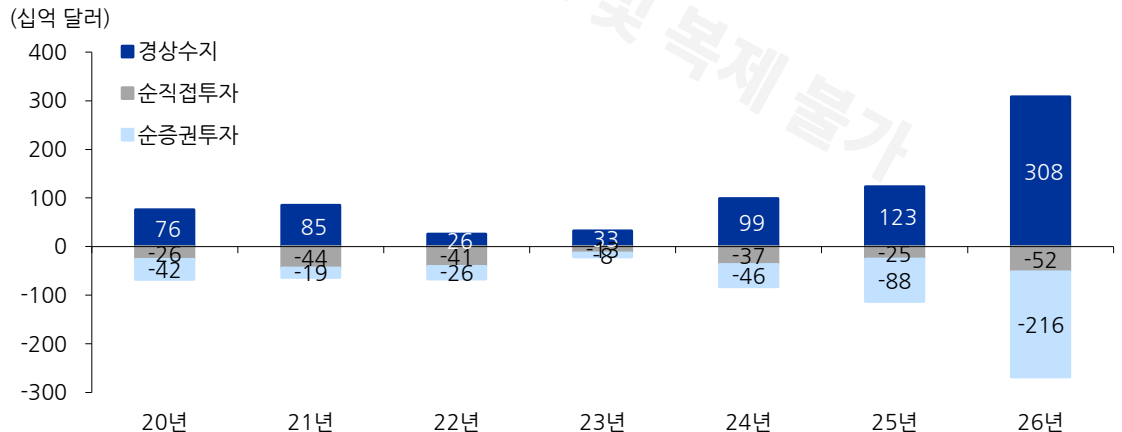
자료: Refinitiv, 유진투자증권

국내 설비투자, 반도체 호황에도 늘지 못해



자료: Refinitiv, 유진투자증권

경상흑자 급증, 그러나 증권투자 유출도 급증



자료: Refinitiv, 유진투자증권

일본 증시에서 외국인 투자자들은 매수 우위

일본 엔화보다 더 약한 원화 가치

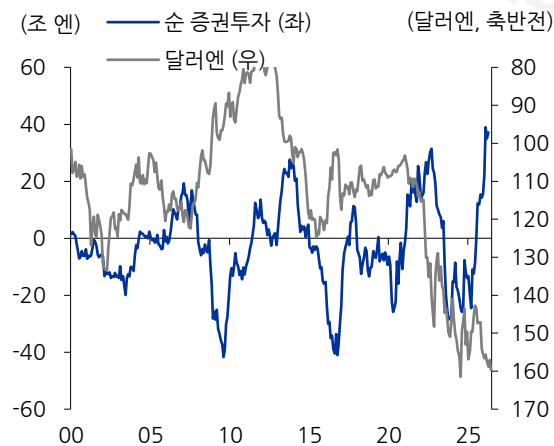
- 국내 원화 가치 하락 속도가 일본 엔화 보다 가파른 것은 의아함.
- 일본도 국내와 마찬가지로 직접투자 자금 유출이 지속됨. 반면 증권 투자자금은 순수입임. 즉 **일본 주가 상승 과정에서 외국인 투자자들은 순매수임.**
- 외국인 투자자들이 매매패턴 차이는 변동성 때문으로 풀이됨. 6월 코스피 하루 등락률이 4~5%인데 비해 일본 증시 등락률은 1.2~1.5%임.

일본 직접투자 자금은 2010년 이후 유출



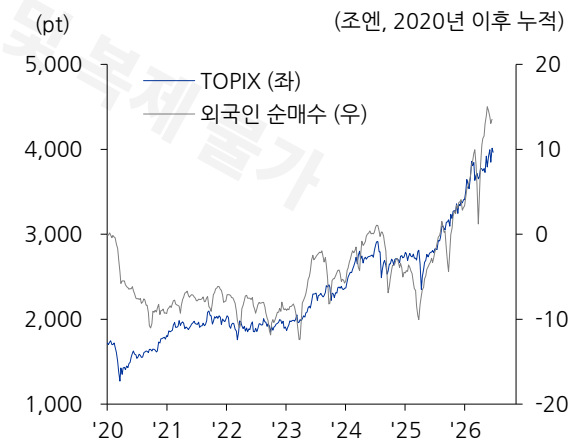
자료: Refinitiv, 유진투자증권

그래도 증권투자 자금은 순수입



자료: Refinitiv, 유진투자증권

일본 주가 상승 과정에서 외국인 순매수



자료: Refinitiv, 유진투자증권

그나마 SK하이닉스의 ADR 발행 기대는 긍정적

7월 원화가치 하락 압력은 진정될 가능성

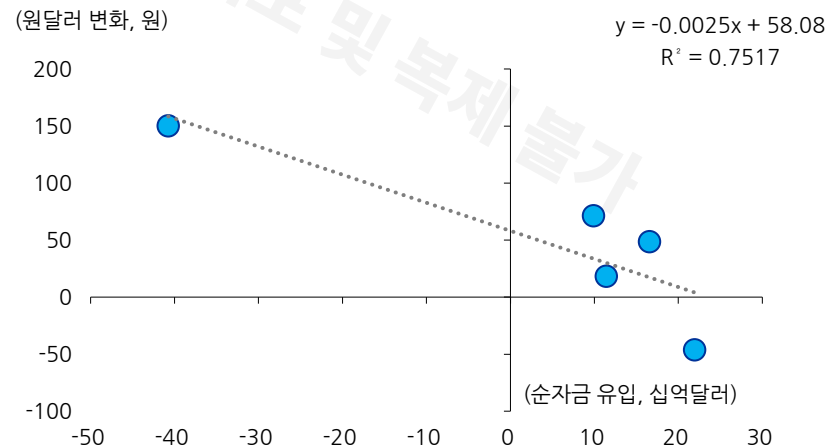
- 전반적으로 국내 증시 변동성 확대는 원화가치에는 썩 긍정적이지 못함. 그러나 7월 예정된 SK하이닉스의 ADR 발행은 원화가치에 긍정적일 전망.
- SK하이닉스는 이번 ADR 발행을 통해 290억 달러를 해외에서 조달할 계획임. 용인 반도체 클러스터, 청주 패키징 공장 설비 도입 등에 사용될 예정임.
- 직접투자로 290억 달러가 국내에 유입되면, 단순 회귀 분석상 40~50원 정도 원달러 하락 요인이 발생할 수 있음.

SK하이닉스의 ADR 발행 계획

항목	공시 확정 내용	특징 및 비고
공모 자금 규모	총 45조 4,534억 원 (약 290억 달러)	
발행 주식 수	보통주 1,779만 주 (전체 주식의 약 2.5%)	제3자 배정, 신주를 발행해 해외 예탁기관(씨티은행)에 맡긴 뒤 ADR 전환
원주 전환 비율	1 ADR = 0.1주 (원주 전환 비율 1대 10)	1 ADR당 공모가 25만 5,500원으로 산정
나스닥 상장일	2026년 7월 10일 (목표)	내달 초 상장 및 거래 개시를 목표로 속도전
핵심 주관사	BoA, 씨티그룹, 골드만삭스, J.P. 모건	-

자료: 유진투자증권

290억 달러 유입은 대략 40~50원 원달러 하락 요인



자료: Refinitiv, 유진투자증권

03

불편한 (?) 강세장

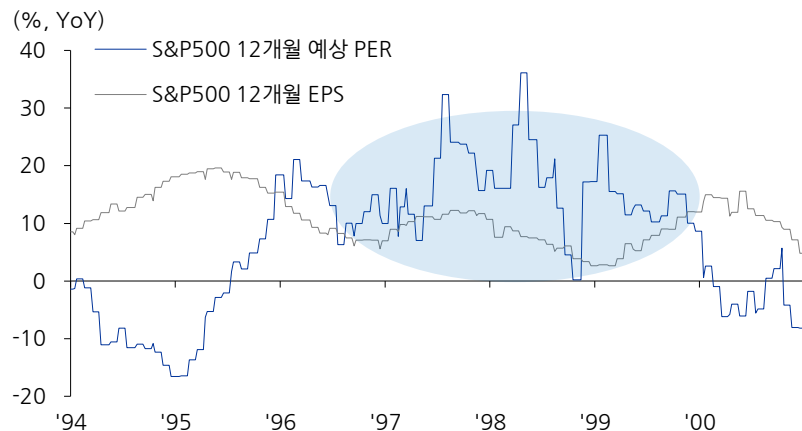
95~00년 버블은 실적 랠리에서 쏠림, 이후 밸류에이션 상승으로 이어짐
아직 실적 중심 랠리임. 그러나 변동성 확대에 따른 조정이 빈번할 전망

닷컴버블 당시 실적에서 밸류에이션 상승으로 이어져

95~96년 실적 중심, 97~98년 이후 밸류에이션 중심으로 전환

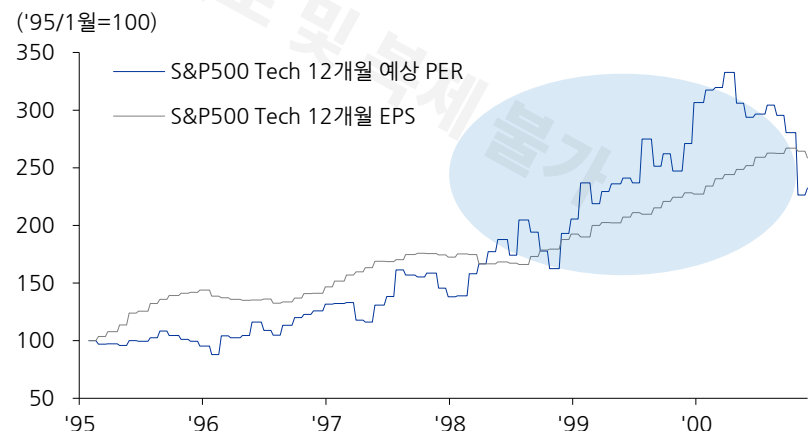
- 95~00년 닷컴버블 국면을 보면, 95~96년까지는 밸류에이션보다 기업실적 중심으로 주가가 상승함.
- 97~98년 이후 주로 Tech 업종을 중심으로 실적보다 밸류에이션 중심으로 주가가 상승함.
- 투자자들의 투자 광풍 및 버블은 기업실적 보다 밸류에이션 상승을 통해 형성되었음.

닷컴버블 이전 95~96년, 실적과 밸류에이션이 동반 상승



자료: Refinitiv, 유진투자증권

닷컴버블 당시 97~98년 이후 Tech 업종, 실적보다 밸류에이션 급등



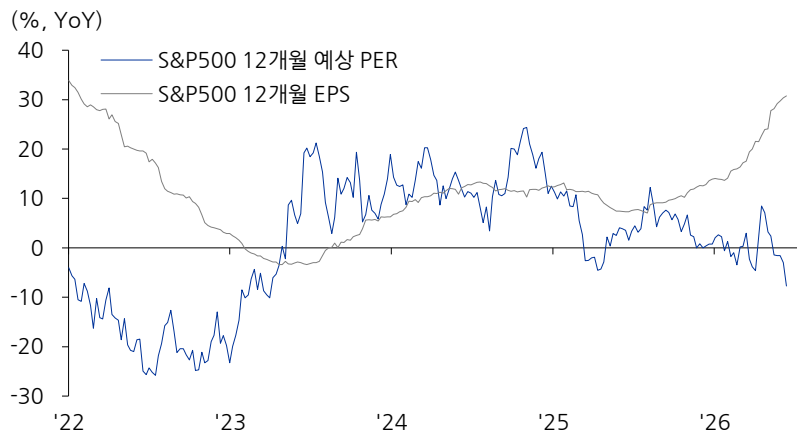
자료: Refinitiv, 유진투자증권

현재 글로벌 주식시장 랠리는 실적 중심

99~00년과의 비교가 가능하나, 내용은 달라

- 23~23년은 기업실적과 밸류에이션이 동반 상승함. 오히려 Tech 업종은 2024년 이후 밸류에이션보다 기업실적이 더 가파르게 늘어남.
- AI 버블 논란에도 불구하고, 높은 금리 속에 밸류에이션 상향은 거의 나타나지 않고 있음.
- 99~00년과 지금을 흔히 비교함. 그러나 아직 주식시장 상승 구조는 상당히 다름.

2025년 이후 실적 상승, 반면 밸류에이션은 오히려 하락



자료: Refinitiv, 유진투자증권

Tech 업종 실적 증가, 그러나 밸류에이션은 정체



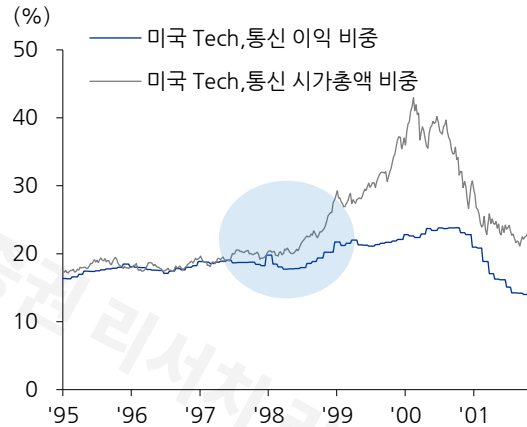
자료: Refinitiv, 유진투자증권

주가 쓸림은 전환기에 나타나는 현상

소수 Tech에 대한 편중

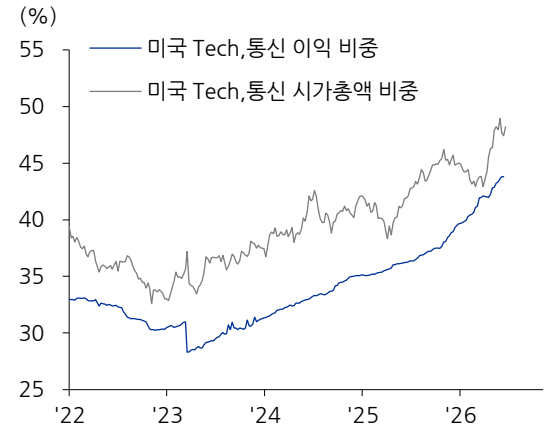
- 97~98년 이후 미국 Tech 및 통신 업종 시가총액 비중은 이익 비중에 비해 가파르게 상승함.
- 동 국면에서 미국 기업들의 상승 종목 비중도 감소함.
- 반면 2026년 현재 미국 Tech 업종 비중이 높지만, 이익 비중과 비교할 때 차이가 크지 않음.
- 닷컴버블 당시에 비해 심각하지는 않으나, 상승 종목 수도 점차 감소하고 있음.

97~98년 이후 미국 Tech 시총 비중 급증



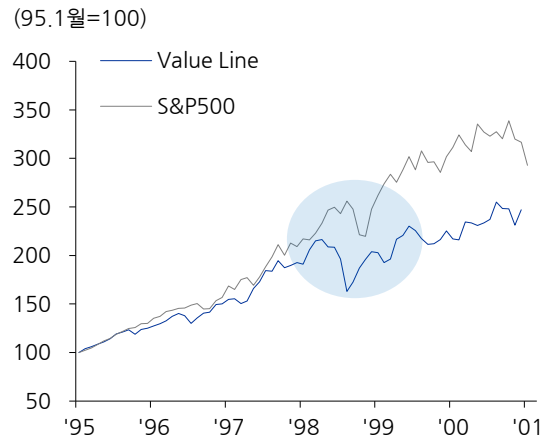
자료: Refinitiv, 유진투자증권

26년 아직 이익 비중과 시가총액 비중 유사



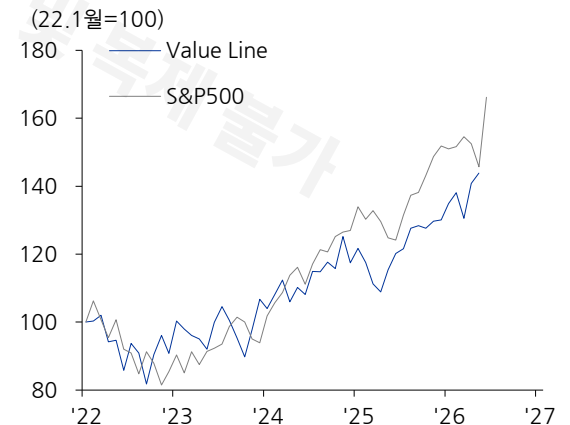
자료: Refinitiv, 유진투자증권

98~99년 이후 상승 종목 수 감소



주: Value line은 상장기업 1700개의 평균 주가 상승
자료: Refinitiv, 유진투자증권

25~26년 이후 상승 종목 수 서서히 둔화



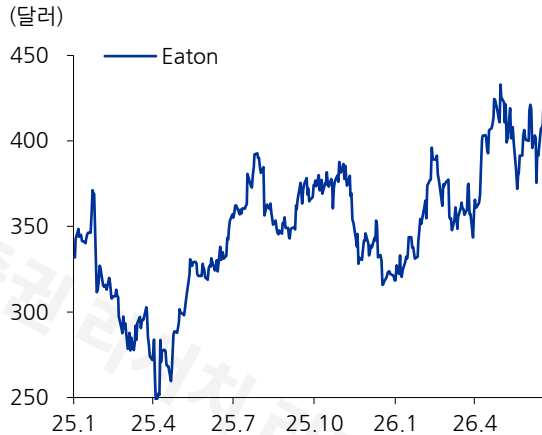
주: Value line은 상장기업 1700개의 평균 주가 상승
자료: Refinitiv, 유진투자증권

반도체 쏠림의 이유

AI 인프라 중 밸류에이션 매력이 높아

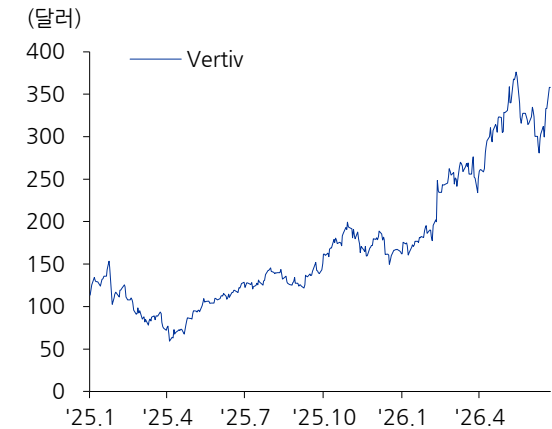
- 미국 증시에서 고공행진 중인 산업은 Tech, 산업재 (건설), 유틸리티, 은행임.
- Tech 내에서는 반도체, 산업재와 유틸리티 업종 중에서는 주로 송전, 전력기기, 그리드 관련 기업들임.
- 문제는 메모리 반도체를 제외한 다른 AI 인프라 관련 업체들의 밸류에이션이 싸지 않다는 점임.
- GE Vernova 12개월 예상 PER은 55배에 달함. Caterpillar 역시 36배에 육박함. 반면 샌디스크 PER은 11.8배, 마이크론은 10.8배에 불과함.
- AI Agent 및 추론과정에서 반도체 수요와 그에 따른 이익 증가 기대가 주요 요인이나, 낮은 밸류에이션 때문에 더더욱 반도체에 몰렸던 것으로 판단함.

그리드 송전 업체 Eaton



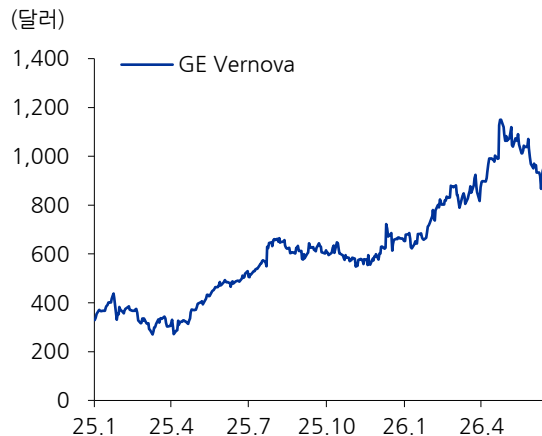
자료: Refinitiv, 유진투자증권

송전 업체 Vertiv



자료: Refinitiv, 유진투자증권

GE Vernova



자료: Refinitiv, 유진투자증권

반도체를 제외하면 AI 밸류체인 싸지 않아

		(PER 배)	
		26년초	26/6월
그리드 송전	Eaton	23.1	29.2
	Quanta Services	33.3	46.2
	Hubbell	21.8	25.4
	Vertiv	28.4	43.7
재생에너지	Nextera	20.1	20.6
	Enphase Energy	15.1	24.2
	First Solar	11.3	12.6
AI 그리드 SW	GE Vernova	48.0	55.2
	Solaredge Tech	125.7	73.5
건설	캐터필러	25.3	35.9
	홀디포	23.8	21.7
	Comfort System	29.2	40.8
전력건설	Emcor	21.3	26.9
	Gererac	17.6	27.8
	Cummins	19.1	22.6
	반도체	샌디스크	12.5
	마이크론	7.4	10.8

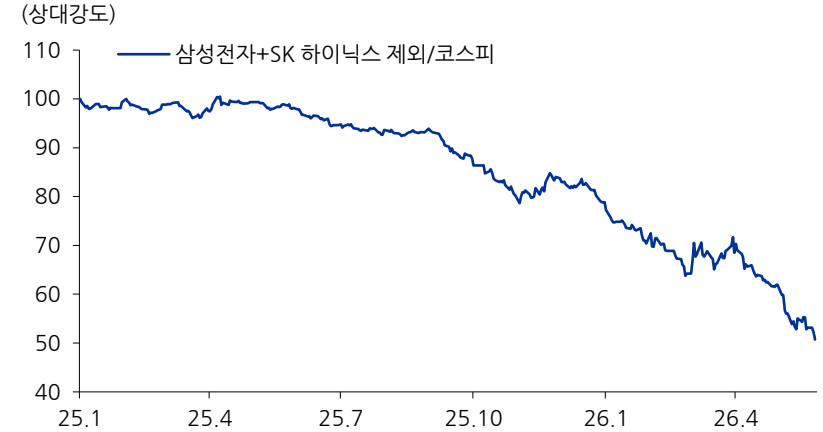
자료: Refinitiv, 유진투자증권

쏟림이 반드시 증시 고점 신호는 아니다

쏟림 자체는 강세장 중후반부에 발생

- 주식시장 강세장 중후반부에 기존 주도주 쏟림은 나타나곤 했음. 99~00 년에도 대형주, 반도체주 강세는 상당 기간 이어졌음.
- 오히려 쏟림이 급격히 풀리는 과정에서 주식시장이 약세장으로 진입함.
- 지난해 10월 이후 국내 주식시장에서도 반도체와 그외 산업들 간 주가 격차가 크게 나타나고 있음.

반도체 이외 산업들의 부진 더 심해져



자료: Refinitiv, 유진투자증권

강세장에서 미국 대형주 쏟림은 이상하지 않아



자료: Refinitiv, 유진투자증권

닷컴버블 국면과 비교할 만한 반도체주 강세



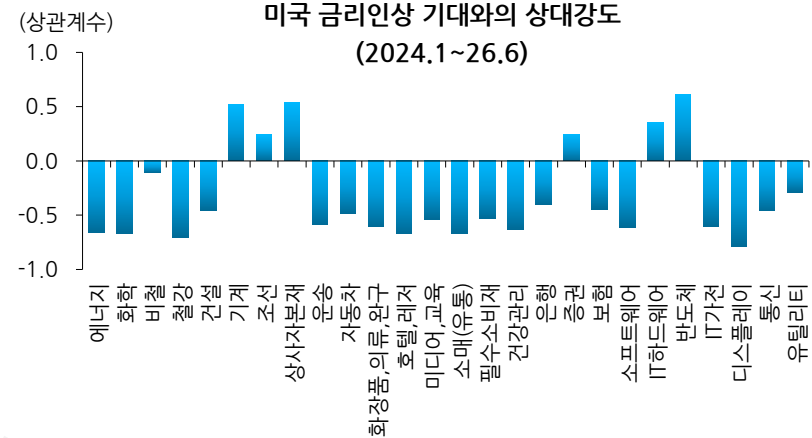
자료: Refinitiv, 유진투자증권

코스닥보다 코스피

금리인상 기대 국면에서는 코스피와 투자 사이클 우위

- 금리인상 우려에도 미국이나 한국 기업들의 이익 추정치 상향 기대가 이어지고 있음. 데이터센터 투자와 관련 기업들의 실적 기대는 유효함.
- S&P500보다 코스피, 코스닥 대비 코스피 우위 국면은 이어질 전망.
- 국내 주식시장에서는 금리인상 기대가 이어지는 국면에서 주로 **산업재** (상사자본재, 조선, 기계)와 **Tech**(반도체와 IT하드웨어), 그리고 **증권업** 종이가 상대적으로 강세를 보여 왔음.

금리인상 기대가 있을 때는 산업재, 반도체, IT하드웨어 강세



자료: Quantiwise, 유진투자증권

미국 금리인상 기대에도, 코스피의 강세 지속



자료: Quantiwise, 유진투자증권

금리인상 기대 국면, 코스피가 코스닥보다 강세



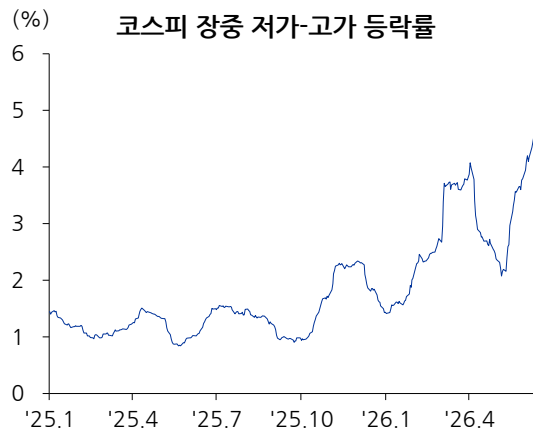
자료: Quantiwise, 유진투자증권

고베타 업종들의 피로

변동성에 익숙해져야

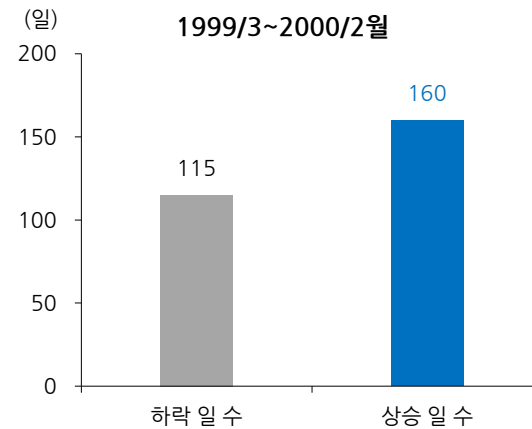
- 변동성과 주가가 함께 올랐던 사례가 있음. 99~00년 나스닥과 코스피가 대표적인 사례임.
- 닷컴버블 정점 전 1년(1999.3~2000.2) 동안 나스닥은 +105% 올랐지만, 262 거래일 가운데 115일(44%)이 하락함. -2% 이상 급락도 31일(12%)이었음. 9일에 한 번 꼴로 거친 조정이 반복됨.
- 최근 국내 증시 강세 업종들의 변동성도 매우 높음. 그러나 불안하다고 저베타 업종의 매력이 높다고 보기도 어려움.

코스피 하루 4~5%대 높은 변동



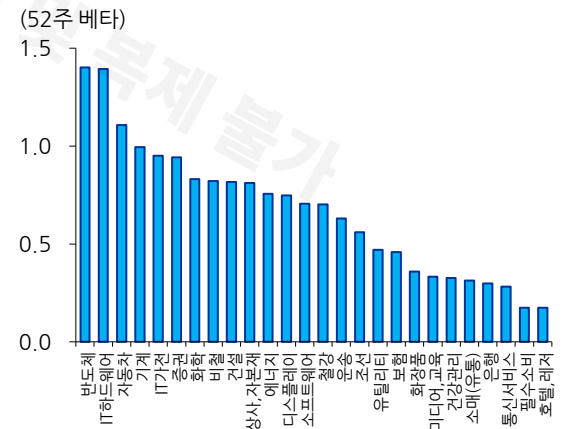
자료: Refinitiv, 유진투자증권

99년 나스닥 +105%, 40% 이상 기간 하락



자료: Refinitiv, 유진투자증권

주가 강세 업종들이 변동성도 높아



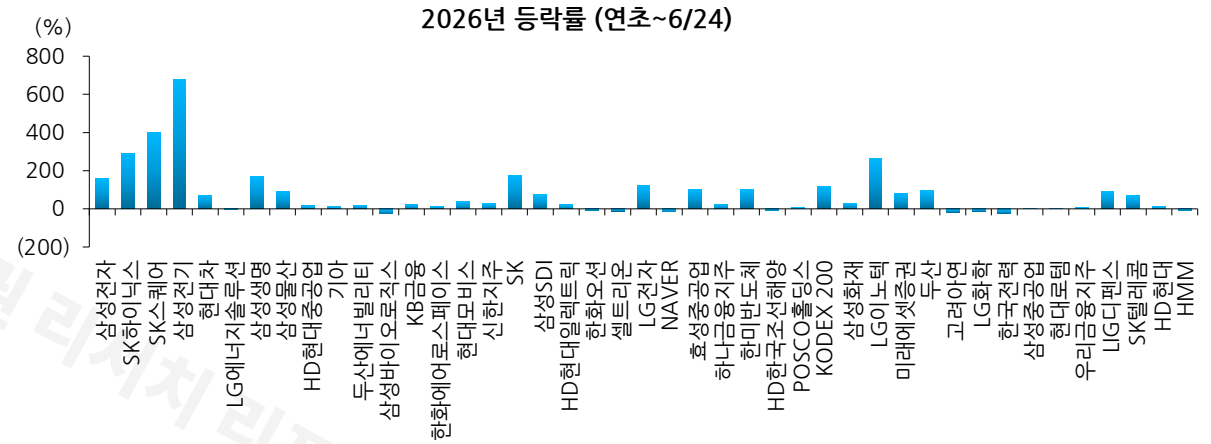
자료: Refinitiv, 유진투자증권

그래도 대안을 찾기 어려워

강한 자가 승자

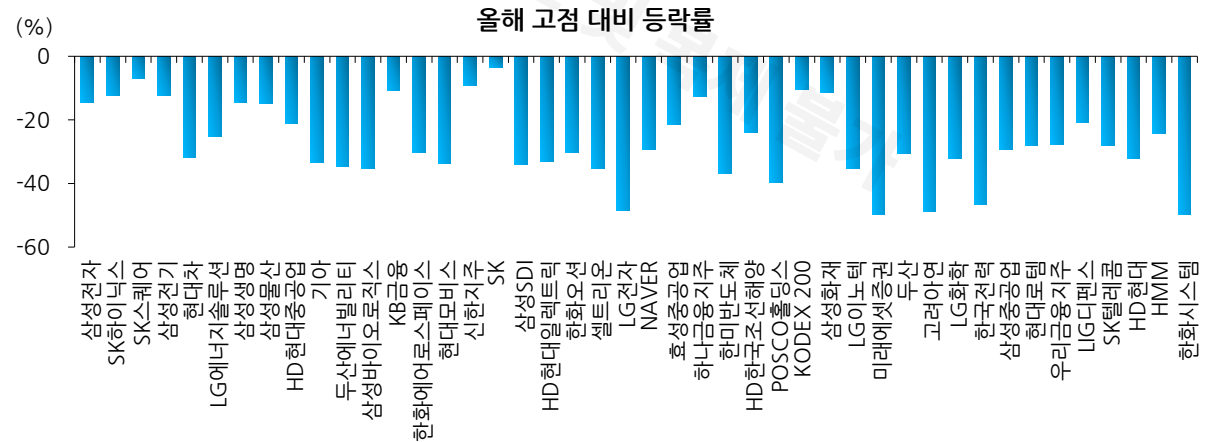
- 2026년 1~6/23일까지 시가총액 40위 종목들 가운데 수익률이 가장 높은 업체는 삼성전기(680%), LG이노텍(265%), SK스퀘어(397%), SK하이닉스(292%), 삼성전자(158%) 순임.
- 반면 삼성바이오 (-25%), 셀트리온(-11%), NAVER (-16.5%), 한국전력 (-23%), 고려아연 (-17.6%)는 부진했음.
- 주목할 점은 6/23일 급락에 따른 최근 고점 대비 등락률을 비교하더라도, 올해 주가가 강했던 업종들의 주가 하락 폭이 상대적으로 크지 않다는 점임.
- 올해 강했다가 최근 약해진 기업들은 미래에셋증권(-49.7%), 한화시스템(-49.7%), LG전자(-48.5%), 삼성SDI(-34%), 한미반도체(-37%) 등.

올해 주가 급등한 삼성전기, LG이노텍, SK스퀘어, SK하이닉스, 삼성전자



자료: Quantiwise, 유진투자증권

올해 주가가 많이 올랐던 기업들의 주가가 최근 주가 조정 국면에서도 잘 견뎌



자료: Quantiwise, 유진투자증권

편집상의 공백페이지입니다

유진투자증권 리서치 리포트 재배포 및 복제 불가

04

변동성과 함께 가야 한다

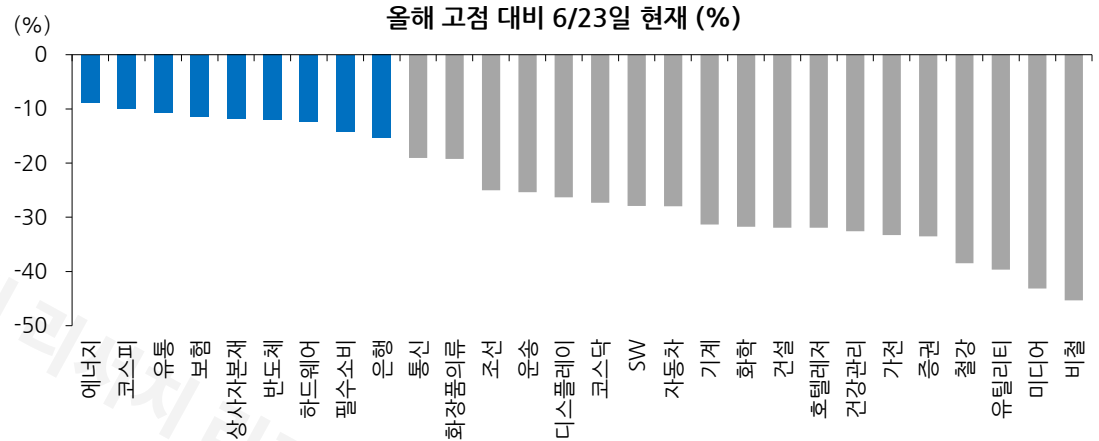
최근 변동성이 높아지는 국면에서도 기존 주도주이외 대안이 뚜렷하지 않아 상대적으로 투자 사이클 (소부장, 2차전지, 금융)에 대한 기대는 유효

SI 밸류체인 내에서 찾아야

반도체/하드웨어 외 다른 업종이 더 불안

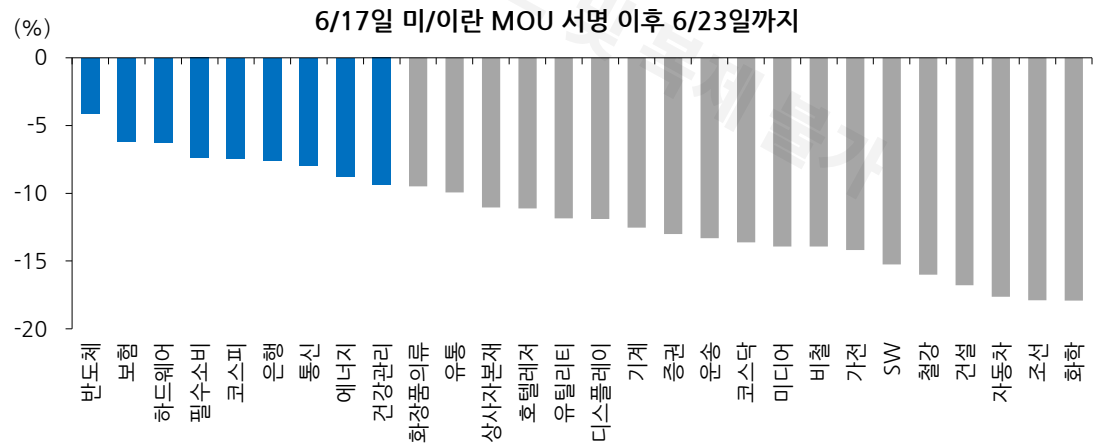
- 6/23일 코스피 급락(-9.99%)에도, 5~6월 고점 대비 기준으로 반도체/IT하드웨어 업종 하락 폭은 상대적으로 덜 함.
- 코스닥을 비롯한 자동차/기계/건설/증권/유틸리티 업종은 고점 대비 30% 가까이 하락함.
- 그나마 베타가 상대적으로 낮으면서도, 금리/인플레이션 국면에서 강한 보험/은행 업종과 고가 소비 및 외국인 관광객 수혜가 예상되는 유통/필수소비 업종 주가가 양호함.
- 미국과 이란 간 종전 양해각서 서명 이후 기준으로 반도체, 보험, 하드웨어 등 업종이 코스피보다 양호했음.
- 종전 기대에도 조선, 화학, 건설, 운송 등 업종 주가가 그다지 강하게 회복하지 못함.

반도체 업종이 불안해도, 다른 업종보다는 양호



자료: Quantiwise, 유진투자증권

변동성 확대 국면에서도 상대적으로 반도체/IT하드웨어 우위



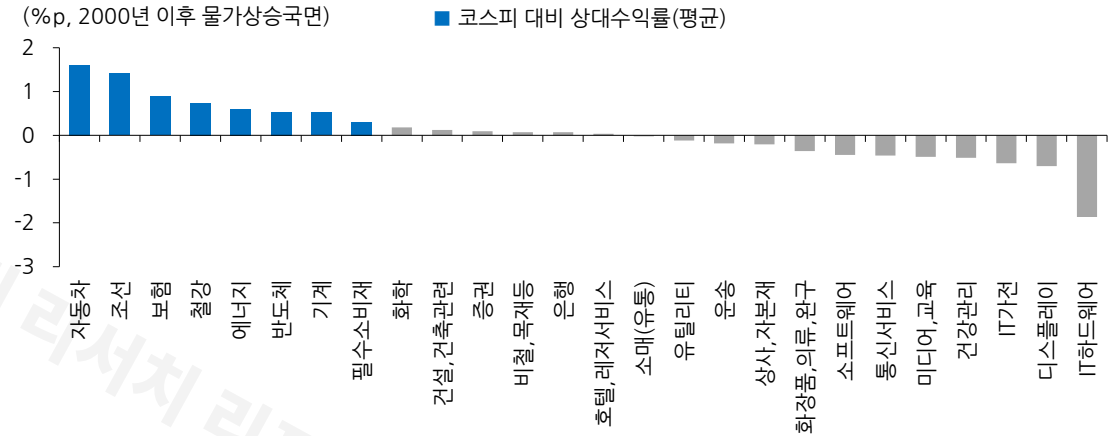
자료: Quantiwise, 유진투자증권

인플레이 Play에 집중

소재/산업재/반도체

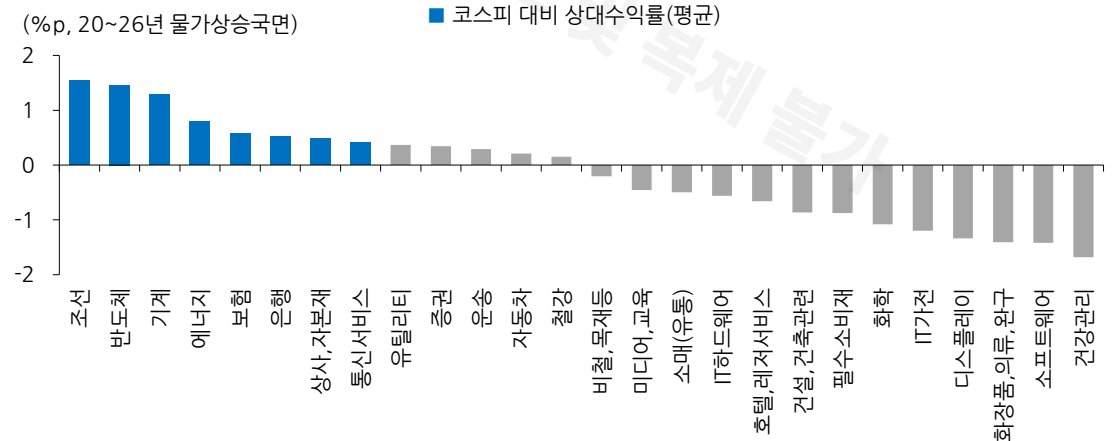
- 데이터센터 투자와 유가 등에 가려져 있지만, 현재 주식시장 흐름은 인플레이를 반영함.
- 2000년 이후 미국 물가 상승률이 높아지는 국면에서 자동차, 조선, 보험, 철강, 에너지, 반도체, 기계, 필수소비 업종이 강했음.
- 코로나19 이후에는 조선, 반도체, 기계, 에너지, 보험, 은행, 상사자본재 등 업종이 강했음.
- 2026년 하반기 미국 물가 상승률이 주춤해진 이후 제약바이오, 소프트웨어, 호텔레저, 미디어, 통신 등에 관심

2000년 이후 미국 물가 상승 국면에서 자동차, 조선, 보험, 철강, 에너지, 반도체 강세



자료: Quantiwise, 유진투자증권

코로나19 이후 조선, 반도체, 기계, 에너지, 보험, 은행, 상사자본재 강세



자료: Quantiwise, 유진투자증권

미국에서도 Tech 업종 아니면 산업재와 금융주

산업재와 금융주

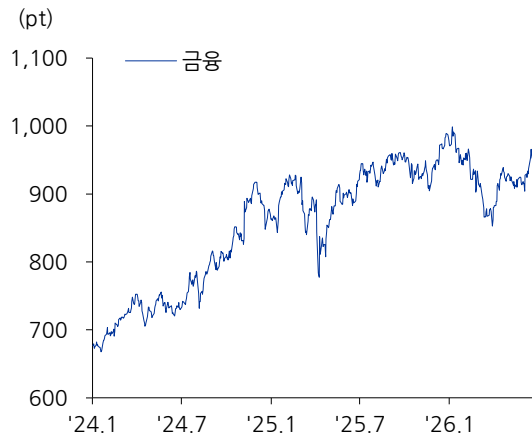
- 미국 증시도 상승 종목 수가 감소 중이나, 국내 증시보다는 상대적으로 양호함.
- 미국 반도체 등 Tech 업종 외에는 산업재 (건설, 송전)과 금융주가 강함.
- 금융주 가운데 시티그룹, 골드만삭스 주가는 연중 고점을 경신 중임.

미국 산업재 주가 고공행진



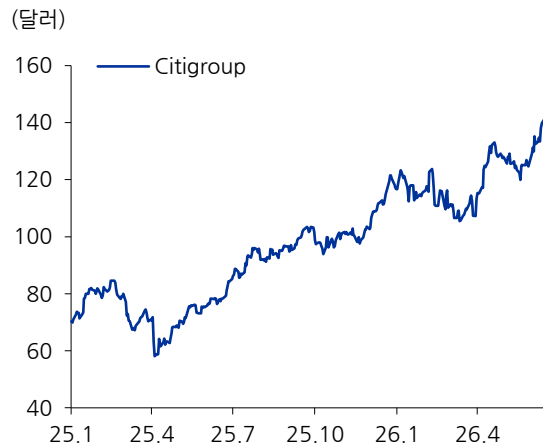
자료: Refinitiv, 유진투자증권

미국에서도 금융주 상대적으로 강세



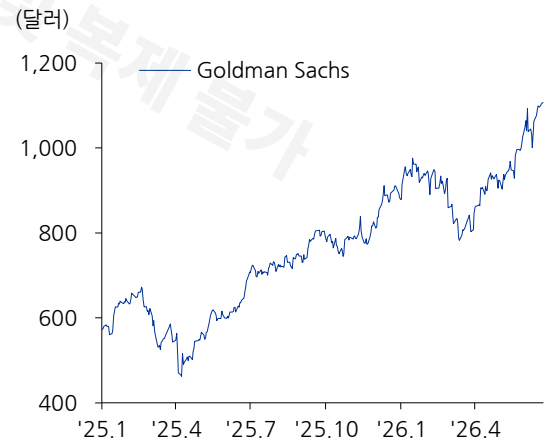
자료: Refinitiv, 유진투자증권

미국 시티그룹 주가 고점 경신



자료: Refinitiv, 유진투자증권

미국 골드만삭스 주가 고점 경신



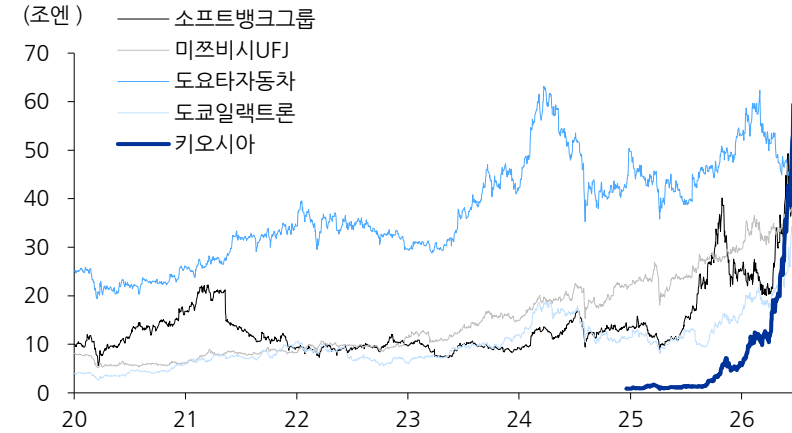
자료: Refinitiv, 유진투자증권

유럽과 일본에서도 반도체, 전력 아니면 금융

반도체/전력/금융주 강세 현상은 공통적

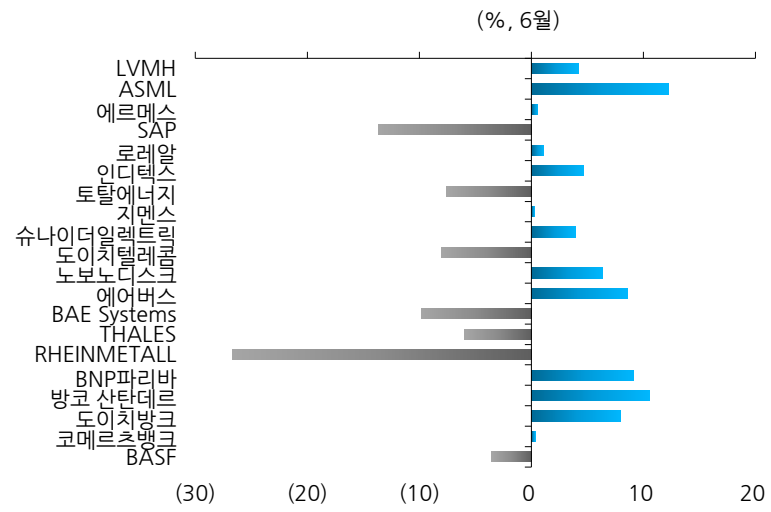
- 국내와 미국 증시에서만 쓸림이 나타난 것은 아님.
- 6월 유럽 주요기업들 가운데 ASML, 은행, 슈나이더일렉트릭 등 업체들 주가가 올랐음.
- 일본 증시에서는 낸드메모리 업체인 키오시아 시가총액이 도요타 자동차를 넘어선 가운데 6월 들어 도쿄일렉트론, 리쿠르트, 은행주들 주가가 강세를 보임.

도요타 시가총액을 넘어선 키오시아



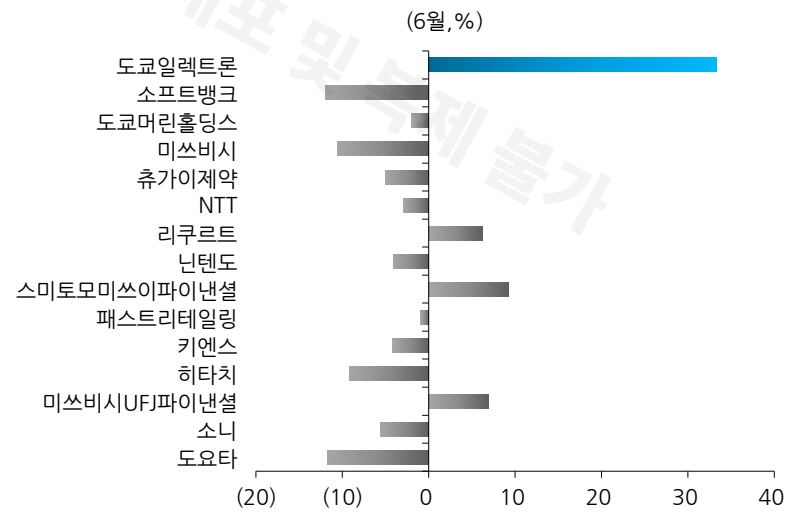
자료: Refinitiv, 유진투자증권

유럽증시에서도 ASML, 전력, 은행주 강세



자료: Refinitiv, 유진투자증권

일본증시에서도 반도체장비, 은행주 강세



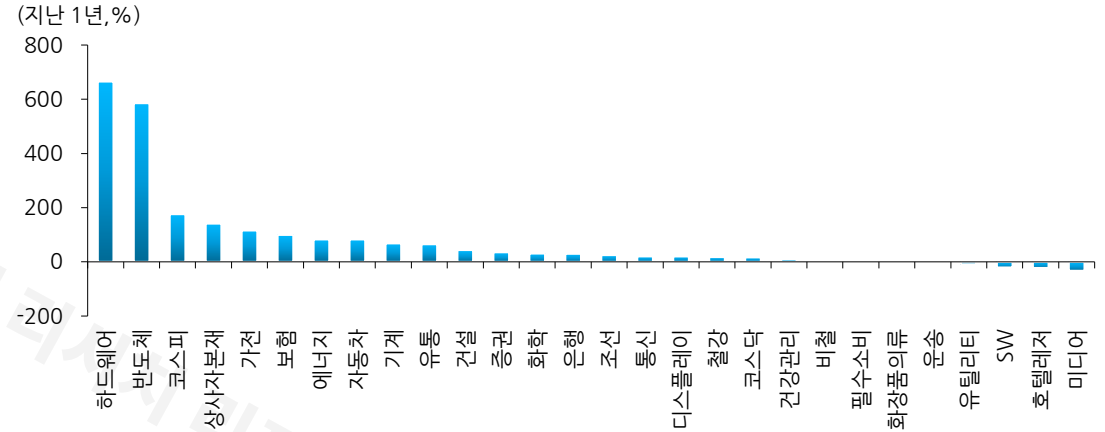
자료: Refinitiv, 유진투자증권

대형주 가운데 약 20%는 전년 대비 (-) 수익률

업종과 기업들 간 편차

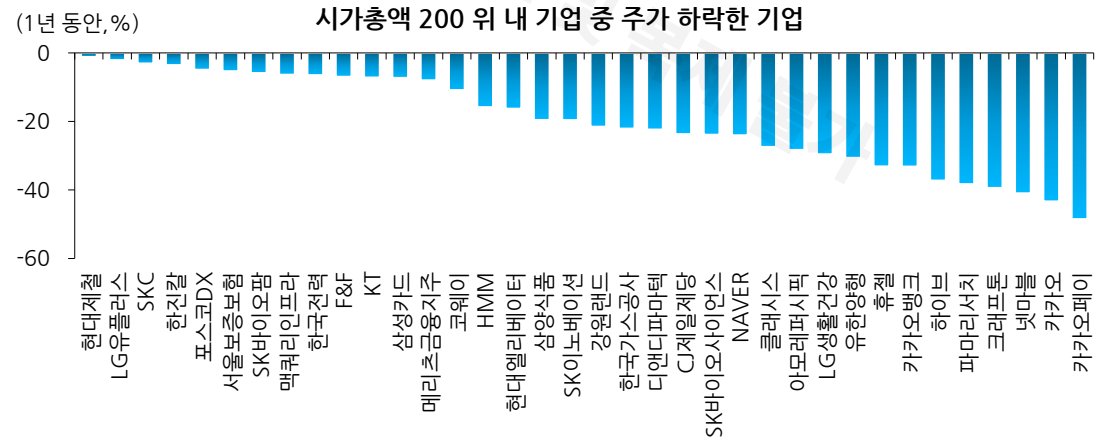
- 국내 증시 내 업종, 기업들 간 편차가 크게 확대됨.
- 지난 1년 동안 주가가 아예 하락한 업종은 유틸리티(-8.8%), 소프트웨어(-20.7%), 호텔레저(-22.5%), 미디어엔터(-33%)임.
- IT하드웨어, 반도체, 지주 등 SI 관련 업종을 제외한 업종들 가운데서는 IT가전, 보험, 에너지, 자동차, 기계, 유통 업종 주가가 그나마 강했음.
- 시가총액 상위 200위 내 기업들 가운데서도 지난 1년 동안 주가가 하락한 업체들이 38개, 즉 19%를 차지함. 알테오젠, 현대로템, 현대제철, SK, LG유플러스 등이 그러함.
- 한전(-6.5%), 메리츠금융지주 (-8%) 삼양식품 (-19.5%), NAVER (-24%), 하이브(-37.4%), 카카오 (-43%) 등 급락한 기업들도 존재함.

지난 1년 동안 주가가 하락한 업종: 소프트웨어, 호텔레저, 미디어



자료: Quantiwise, 유진투자증권

시가총액 200위 내 기업들 가운데 지난 1년간 주가가 하락한 기업



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 저작물로서 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.

유진투자증권 리서치 리포트 재배포 및 복제 불가