

MULTI ASSET STRATEGY

2026. 6. 26.

투자의견 (3개월)			
주식	-1	0	+1
채권	-1	0	+1
현금	-1	0	+1

+1: Positive, 0: Neutral-1: Negative

투자의견 (12개월)			
주식	-1	0	+1
채권	-1	0	+1
현금	-1	0	+1

+1: Positive, 0: Neutral-1: Negative



Global Asset Allocation | 2026년 하반기 Dance Near the Door

본 자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보 제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료는 합리적인 정보를 바탕으로 작성된 것이지만, 투자권유의 적합성이나 완전성을 보장하지 못합니다. 따라서 투자 판단의 최종 책임은 투자자 본인에게 있으며, 본 자료는 어떠한 경우라도 법적 책임소재의 증빙으로 사용될 수 없습니다.

삼성증권

REPORT CONTENTS

01	글로벌 자산 배분	05p
02	글로벌 경제	31p
03	글로벌 주식	42p
	글로벌 주식	43p
	한국 주식	49p
	미국 주식	56p
	중국 주식	63p
	유럽 주식	70p
	일본 주식	76p
04	글로벌 채권	83p
	한국 국채	86p
	미국 국채	89p
	한국 크레딧	90p
05	대체투자	93p
	원유	95p
	금	97p
	PE/VC	100p
	사모 대출	101p
	인프라	102p
	부동산	103p

2026년 Global Asset Allocation 의견 (최근 변경 '26년 6월 22일)

		향후 3개월			향후 12개월			핵심 투자 아이디어
		-1	0	+1	-1	0	+1	
Global Asset Allocation	주식	□	□	■	□	□	■	AI 투자 지출이 주도하는 성장과 위험 선호 지속 위험자산 선호 속 투자 위축 지속 단기는 위험관리 필요하나 중기는 기회 손실 고려
	채권	□	■	□	□	■	□	
	현금	■	□	□	■	□	□	
주식 	미국	○	●	○	○	○	●	이익 성장을 기반으로 AI 리더십 지속 비중 축소, 주도주에 집중투자 편더멘털 리바운드와 차이나 AI Bottlenecks 수급 변동성을 이익 모멘텀이 상쇄할 것 물가 상승 우려 둔화에 따른 가계 소비 회복
	유로존	●	○	○	●	○	○	
	중국	○	●	○	○	●	○	
	한국	○	○	●	○	○	●	
	일본	Not rated			Not rated			
	주식 비중 내 상대 선호도 (Not Rated는 배분 대상 지역에 미포함)							
채권 	한국 국채	● ← ●	○	○	●	○	○	유례없는 경제 환경, 채권 투자 위축 불가피 당장은 상하방 리스크 모두 제한적 단기 금리 상승에 따른 크레딧 채권 수요 감소
	미국 국채	○	○	●	○	○	●	
	한국 크레딧	● → ●	○	○	○	●	○	
	채권 비중 내 상대 선호도							
대체 투자 	원유	● ← ●	○	○	●	○	○	해협 정상화와 원유 공급 주체 확대로 하방 압력 4분기 물가 하락과 함께 긴축 우려 완화 예상 엑시트 활동 회복세이나 지속되는 메가딜 편중 현상 직접 대출 집중 → ABF, 특수 상황 등 자금 유입 확대 위험 대비 높은 조정 수익률, AIDC 중심 성장 모멘텀 부실 자산 정리 집중, 밸류에드/대출 전략 확대 전망
	금	○	●	○	○	●	○	
	PE/VC	Not rated			Not rated			
	사모 대출	Not rated			Not rated			
	인프라	Not rated			Not rated			
	부동산	Not rated			Not rated			
	배분 대상 자산군에 미포함 (개별 시장에 대한 투자 의견)							

+1: Positive, 0: Neutral -1: Negative

■ 기존 의견 ■ 현재 의견

Contributor

글로벌 자산 배분/지정학 분석

유승민 이사

strategist.you@samsung.com



글로벌/미국 경제

허진욱 이사 (Macro Head)

james_huh@samsung.com



글로벌/한국 주식 전략

양일우 팀장/수석연구위원

iw.yang@samsung.com



미국 주식 전략

박혜란 선임연구원

hyerani.park@samsung.com



중국 주식 전략

전종규 수석연구위원/이사

juhn21@samsung.com



유럽 주식 전략/유럽 경제

양지성 선임연구원

jisung.yang@samsung.com



한국 주식 전략

권범석 선임연구원

beomseok.kwon@samsung.com



일본 주식

이창희 수석연구위원

changhe01.lee@samsung.com



일본 경제

구민정 선임연구원

mj.gu@samsung.com



국채/선진 채권

김지만 수석연구위원

jjiman8.kim@samsung.com



크레딧/해외 채권

김은기 팀장/수석연구위원

creditbond.kim@samsung.com



대체투자

이경자 팀장/수석연구위원

kyungja.lee@samsung.com



중국 경제

김종호 선임연구원

jongho.keum@samsung.com



원자재 전략

박주란 선임연구원

juran.park@samsung.com



PART



글로벌 자산 배분

Dance Near the Door

Executive Summary

유승민 이사 strategist.you@samsung.com

☀ 핵심 아이디어

'26년 하반기에도 위험 선호 포트폴리오 전략이 유효하다고 판단. 주요국 성장세가 대체로 잠재 수준에 수렴하는 가운데, AI 투자 지출 강화가 성장을 견인하며 주식·상품 등 위험자산 수요를 지지할 것. 유가 상승에 따른 인플레이 압력이 내년 1분기경까지 잔존할 수 있으나, 하반기 중 유로존·아시아 주요국이 금리 인상에 나서는 반면 연준은 동결 또는 인하 기조를 유지할 전망. 달러 기축성과 압도적 미국 금융시장 규모를 감안하면 역외 긴축에도 연준 완화가 지속되는 한 글로벌 위험 선호 환경은 우호적이라고 평가하며, 하반기 자산 배분은 '주식 확대 - 채권 축소 - 현금 중립' 의견을 유지

하반기 최대 변수는 AI 투자 버블 논쟁이나, 정점 통과를 우려하기에는 시기상조. 현재는 기술 혁신 사이클상 대규모 인프라가 투자되는 '구축 기간' 후반으로 판단되며, 버블 판단 5대 기준 중 '하이퍼스케일러 실적, 자금 조달 여건' 등은 아직 견조한 반면 '순환 생태계 심화와 밸류에이션 재평가 둔화' 등은 주시가 필요한 영역. 다만, 글로벌 금융 투자 사이클은 하반기까지 Expansion 국면이 지속되겠으나 내년 이후 Downturn 진입 가능성을 배제하기 어려움. 따라서 주식 비중을 확대하되 인플레이·변동성 위험을 고려해 점차 위험 중립적 포트폴리오로 이동하고, 내년에는 위험관리를 병행할 필요가 있다고 판단

주식은 '22년 10월 이후 S&P500 강세장이 44개월째 지속되며 111% 상승했으나, 과거 14차례 사례 대비 기간·상승 폭 모두 중하위권으로 이례적 수준은 아님. 다만 높은 밸류에이션 부담과 얇은 재평가 안전 마진을 감안하면 향후 수익률은 멀티플 확장이 아닌 이익 성장에서 비롯되어야 하며, 추가 멀티플 의존은 비대칭적 하방위험을 내포. 이익 성장 기대는 유효하나 실적 서프라이즈 여부에 민감해질 것. 지역별로는 한국 확대, 미국·중국 중립, 유로존 축소 의견을 유지하며, IT·금융·소재·산업재·유틸리티를 선호하는 바벨 전략을 제시

채권은 유가발 인플레이 영향 완화와 관세 기저 효과 소멸로 잠재 인플레이 우려가 점차 진정되겠으나, r^* (실질 중립 금리) 상향에 따른 '저금리→중금리' 레짐 전환이 중기 불확실성으로 남아 미 국채 10년물은 4.0~4.6% 박스권 등락이 유력. 상품은 금 중립, 원유 축소로, 금은 신흥국 구조적 수요가 대기하나 연준 인하 지연으로 상승이 제한되고 원유는 호르무즈 정상화를 가정해 하향 조정. 환율은 원화 약세가 펀더멘털이 아닌 자금 흐름에 기인해 하반기 정상화를 전망. 한편 11월 美 중간선거를 앞두고 불확실성 우려가 있으나, 트럼프 행정부는 경제·외교의 안정을 추구할 것으로 봄

상반기 자산시장 review

2026년 상반기는 위험자산(주식·원자재) 강세, 안전자산(채권) 소외의 전형적 risk-on 국면

- ▶ 단순한 '동반 상승' 국면이 아니라 자산·지역 선택이 성과를 좌우한 고분산 장세 기록
- ▶ 한국 대형주·신흥주식·원자재의 선전에 비해 미국 주식과 채권은 상대적으로 소외된 '주도권의 한국·신흥·실물 이동'이 핵심 특징
- ▶ 성과 최상위와 최하위 자산간 수익률 격차(dispersion)의 극대화

주요 자산 가격의 연간 성과 추이

'21		'22		'23		'24		'25		'26 (5월 말 기준)	
글로벌부동산	31.3	글로벌원자재	16.1	국내소형주	27.6	미국주식	23.3	국내대형주	75.6	국내대형주	101.1
글로벌원자재	27.1	현금(원화)	1.4	미국주식	24.2	글로벌인프라	9.9	국내소형주	36.5	글로벌원자재	25.0
미국주식	26.9	국내회사채*	-2.6	국내대형주	18.7	미국HY	7.7	신흥주식	30.6	신흥주식	24.8
글로벌인프라	19.9	글로벌인프라	-6.6	선진주식	15.0	신흥국채권	6.2	선진주식	27.9	국내소형주	16.1
선진주식	8.8	미국HY	-11.9	미국HY	13.8	글로벌원자재	5.4	미국주식	16.4	미국주식	10.7
국내소형주	6.8	미국국채	-12.5	신흥국채권	10.8	국내회사채*	5.2	글로벌원자재	15.8	글로벌인프라	10.6
미국HY	4.5	국내국공채*	-15.0	글로벌부동산	9.6	신흥주식	5.1	글로벌인프라	14.1	글로벌부동산	9.6
국내대형주	3.6	미국회사채	-15.8	미국회사채	8.5	현금(원화)	3.6	신흥국채권	13.9	선진주식	7.8
현금(원화)	0.7	선진주식	-16.8	국내국공채*	7.6	미국회사채	2.1	미국HY	8.8	미국HY	1.8
국내회사채*	-0.2	신흥국채권	-18.4	국내회사채*	7.4	글로벌부동산	1.6	미국회사채	7.8	신흥국채권	1.8
미국회사채	-1.0	미국주식	-19.4	신흥주식	7.0	선진주식	1.1	글로벌부동산	7.2	현금(원화)	0.9
신흥국채권	-2.1	신흥주식	-22.4	글로벌인프라	4.5	미국국채	0.6	미국국채	6.3	미국회사채	0.7
미국국채	-2.3	글로벌부동산	-24.5	미국국채	4.1	국내국공채*	-7.2	국내회사채*	2.7	미국국채	0.0
신흥주식	-4.6	국내대형주	-24.9	현금(원화)	3.8	국내대형주	-9.6	현금(원화)	2.6	국내회사채*	-0.5
국내국공채*	-11.4	국내소형주	-34.3	글로벌원자재	-7.9	국내소형주	-21.7	국내국공채*	0.3	국내국공채*	-9.8

참고: * Total Return 기준, 해외 자산은 달러화 기준, 해외 주식은 MSCI 지수 기준, 국내 대형주는 KOSPI, 국내 소형주는 KOSDAQ
 자료: Bloomberg, 삼성증권

하반기 매크로 환경, 위험 선호 포트폴리오 전략 유효

각국 잠재 수준 내외의 성장유지, 미국의 견고한 고용 지표 vs. 인플레이션 불확실성 잠복, 미국 외 일부 중앙은행의 긴축 사이클 시작

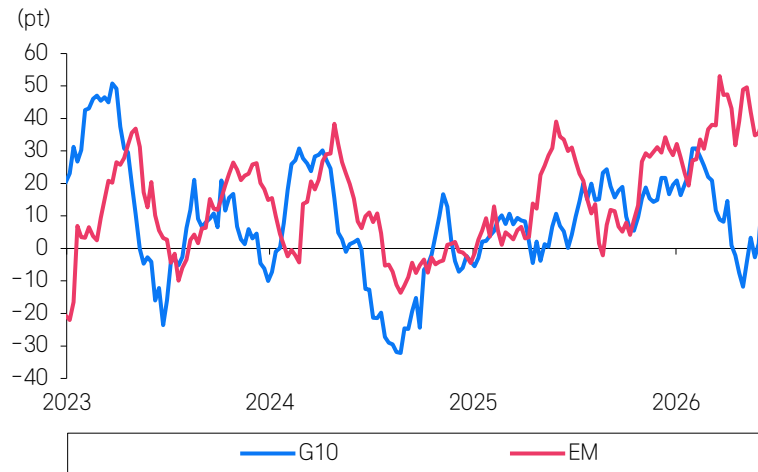
▶ 이란전쟁으로 인해 성장전망 다소 후퇴했으나 유로존을 제외하고 대체로 잠재 수준에 수렴하는 성장세 유지 (다음 페이지 이하 참고)

- AI 투자 지출이 강화되면서 (편중에 대한 논란에도 불구하고) 성장을 견인하고 주식, 상품 등 위험자산에 대한 수요를 지지할 것

▶ 유가 상승으로 인플레이션 압력이 내년 1분기경까지 지속될 수 있으나, 미국과 미국 이외 지역 중앙은행 정책 당분간 차별화 예상

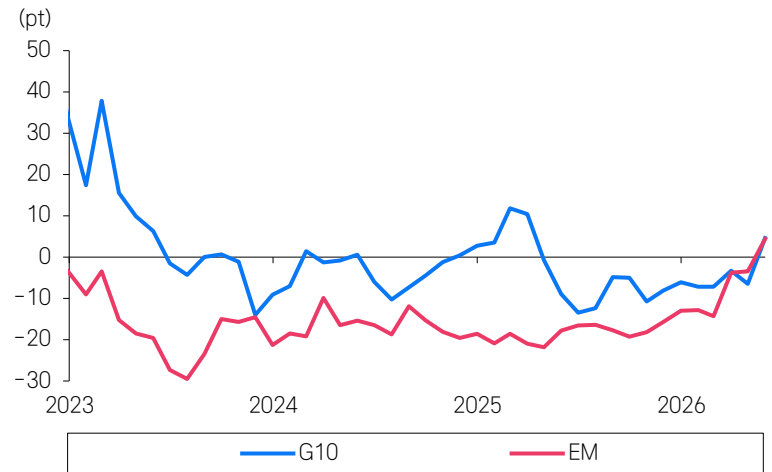
- 하반기 중 유로존, 아시아 주요국의 금리 인상 사이클 개시하나, 연준이 금리 인하 또는 동결 기조 유지한다면 위험 선호 유지에 무리 없음

Citi Economic Surprise 지수, 성장 전망은 대체로 견고



자료: Bloomberg, 삼성증권

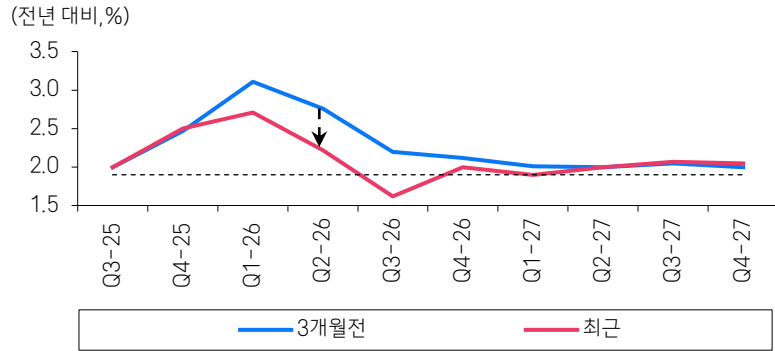
Citi Inflation Surprise 지수, 물가 우려는 잠복



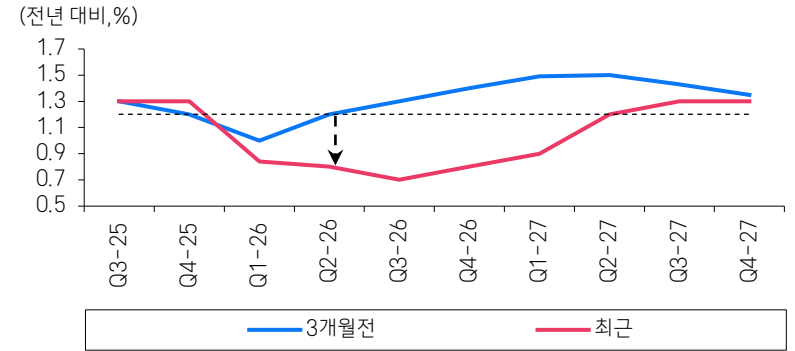
자료: Bloomberg, 삼성증권

주요국 경제 성장 전망 컨센서스: 전쟁 이후 기대 다소 후퇴, 다만 지역별 편차

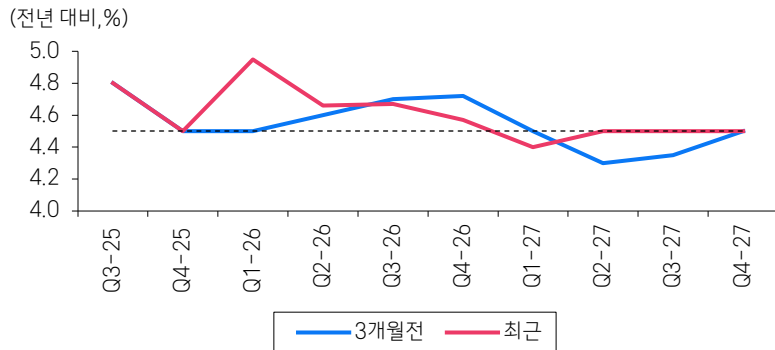
미국 실질 성장률 전망 변화 vs. 잠재 성장률(연간, 점선)



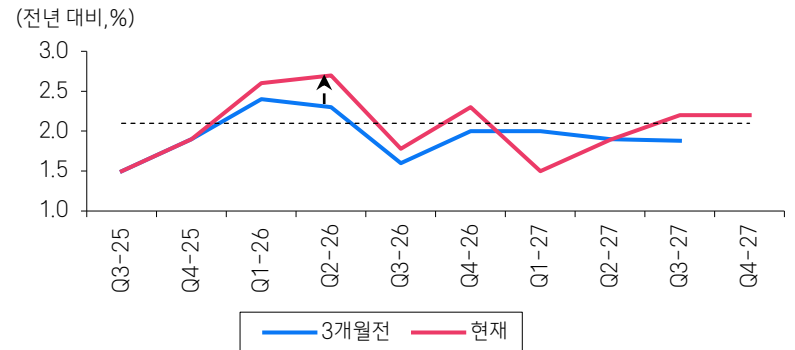
유로존 실질 성장률 전망 변화 vs. 잠재 성장률(연간, 점선)



중국 실질 성장률 전망 변화 vs. 잠재 성장률(연간, 점선)



한국 실질 성장률 전망 변화 vs. 잠재 성장률(연간, 점선)

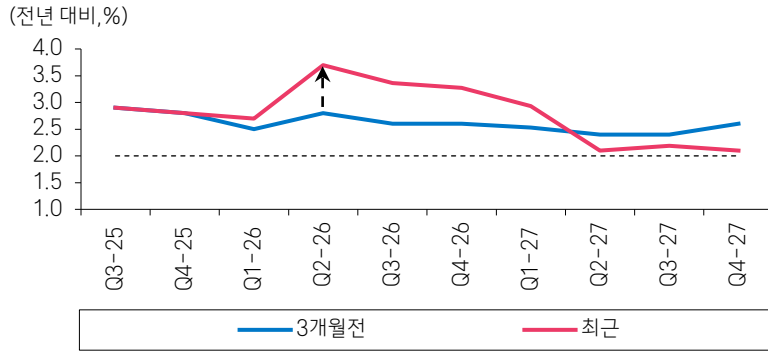


자료: Bloomberg, 삼성증권

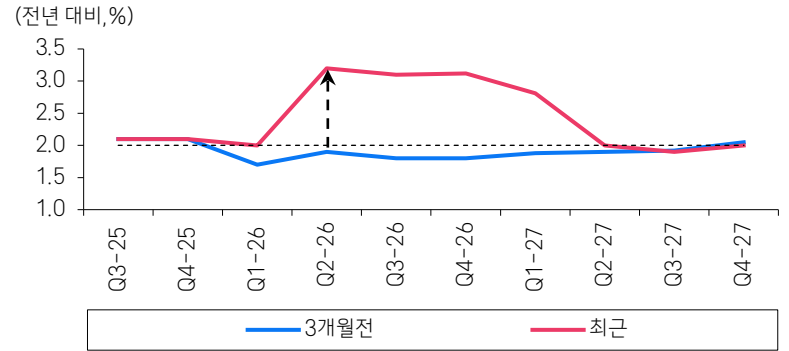
자료: Bloomberg, 삼성증권

주요국 인플레이션 전망 컨센서스: 전쟁 여파 지속 기간이 관건

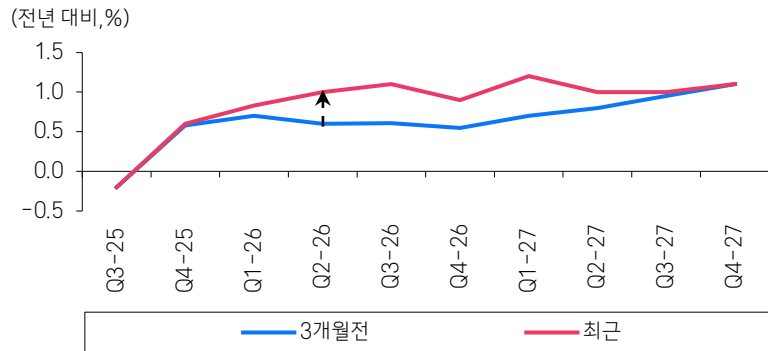
미국 CPI 전망 변화 vs. 2% (연간, 점선)



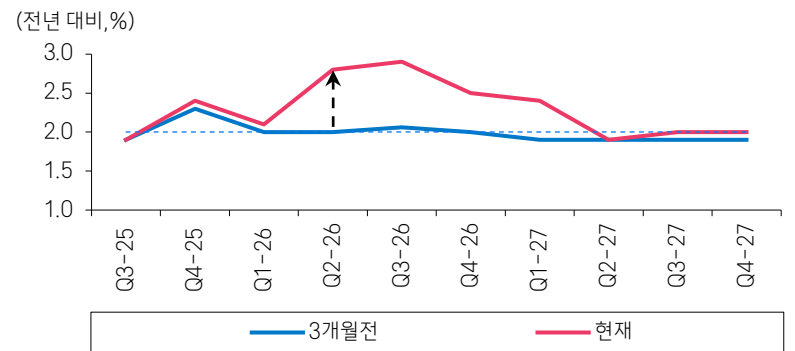
유로존 CPI 전망 변화 vs. 2% (연간, 점선)



중국 CPI 전망 변화 vs. 0% (연간, 점선)



한국 CPI 전망 변화 vs. 2% (연간, 점선)



자료: Bloomberg, 삼성증권

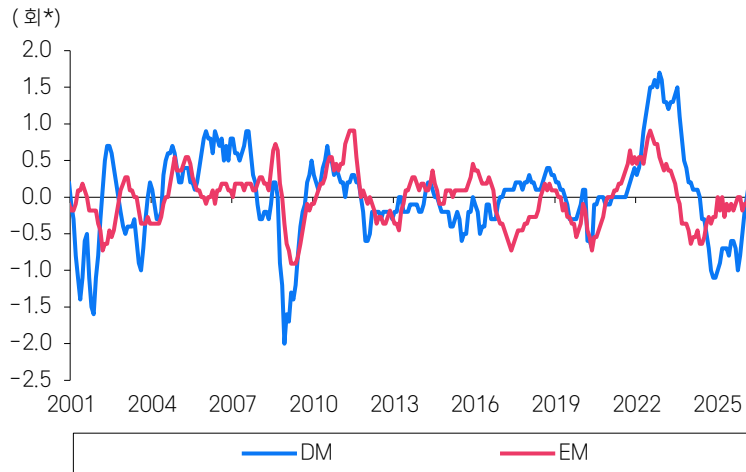
자료: Bloomberg, 삼성증권

미국 외 중앙은행 금리 인상 개시 연준 긴축 가능성 낮아 제한적 영향

하반기 중 美 이외 중앙은행(ECB, BOJ, BOK)은 금리 인상 vs. 연준은 완화 스탠스(동결 or 인하) 지속 전망

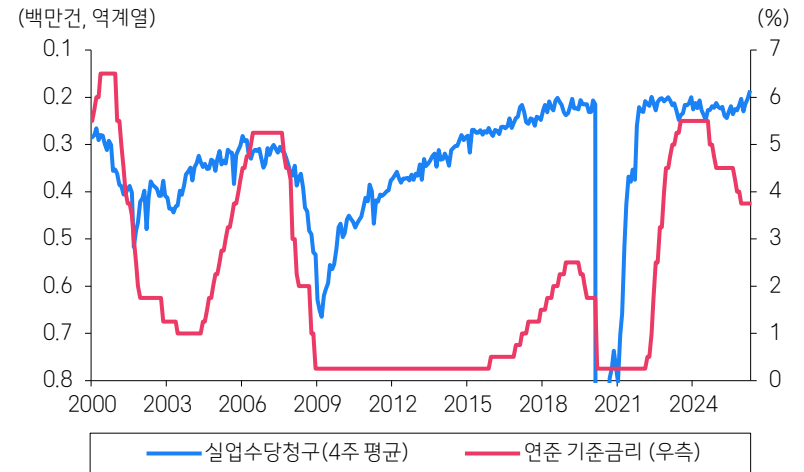
- ▶ 최근 경험한 정책 디커플링은 공급 충격(원자재) 기인한 방어적 긴축, 이후 성장이 꺾이면서 수개월 내 전면 반전된 정책 실기로 평가
 - 이번과 유사 사례는 '08.7월 ECB가 유가·식료품발 헤드라인 인플레이를 명분으로 정책금리 4.25%로 인상(vs. 연준은 '07.9월 이후 인하 지속)
 - '11년에도 ECB는 4·7월 두 차례 인상(→1.50%)을 단행한 반면 연준은 제로금리+QE2 국면 지속
- ▶ 이번도 '美는 수요 측 약화 기반 완화 vs. 美 이외 지역은 공급 충격(중동전 유가) 기반 방어적 긴축'이라는 비대칭이 본질
 - 역외 긴축에도 불구하고 연준 완화 지속 시는 달러 기축성, 압도적 美 금융시장 규모 때문에 글로벌 위험 선호에 기본적으로 우호적
 - 다만 당사 경제팀은 내년까지 금리 인하 사이클을 지지하나, 최근 견고한 고용시장 상황이 일시적인지 지속적인지 여부 관건

전세계 중앙은행 금리 인상-인하 추이, 3개월 rolling 평균



자료: Bloomberg, 삼성증권

미국 고용 데이터와 연준 기준 금리



자료: Bloomberg, 삼성증권

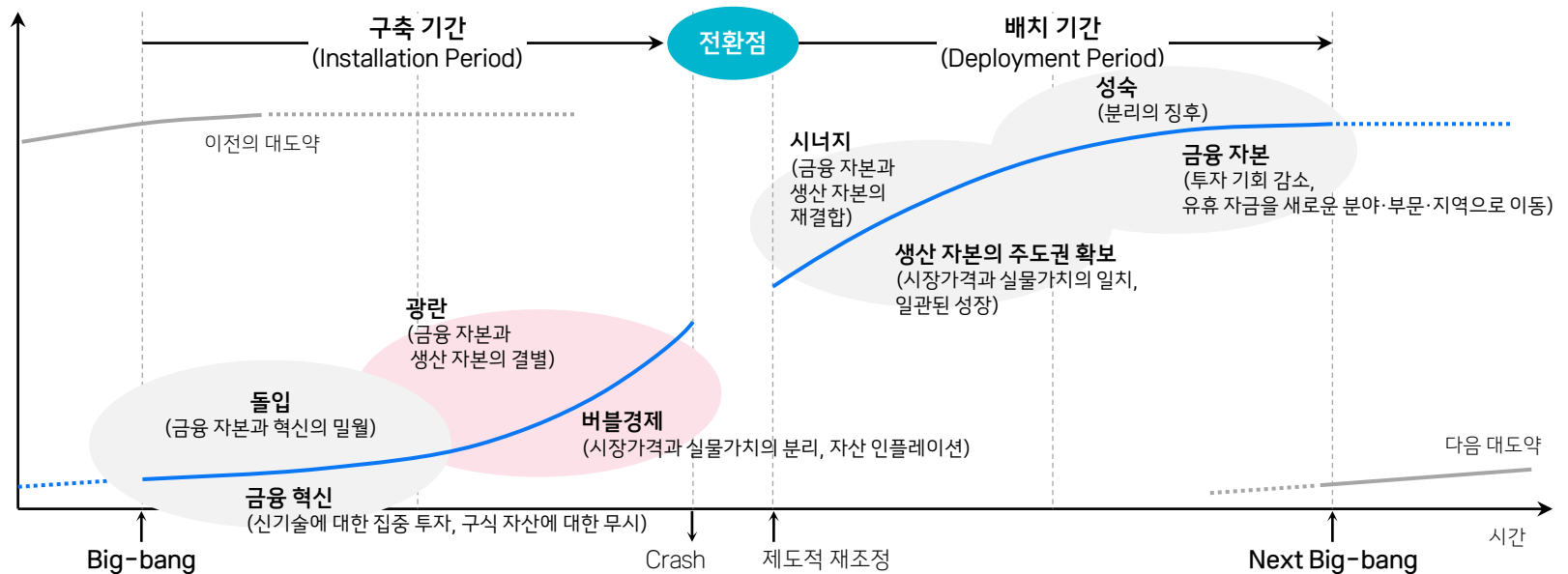
더 중요한 변수, AI 투자 버블 논쟁...아직 정점 통과 우려는 시기상조

▶ 현재는 기술 혁신 사이클 중 대규모 인프라가 투자되는 '구축 기간 (Installation Period)'의 후반기로 가고 있다고 판단됨

- 기술에 헌신적인 생산 자본은 혁신의 지속을 선택하겠지만, 자산증식이 목적인 금융 자본은 조건이 악화되면 이탈할 것
- 따라서 향후 AI 투자 버블의 붕괴 가능성을 주시해야 함. 다만, 이는 혁신의 종단이 아니라 금융시장의 탐욕을 덜어내는 과정

기술 혁신의 확산 과정에서 금융 자본과 생산 자본 간의 반복되는 관계 순환 (2.5일 발간 'AI 버블 대비서/유승민' 참고)

기술 혁신의 확산 수준



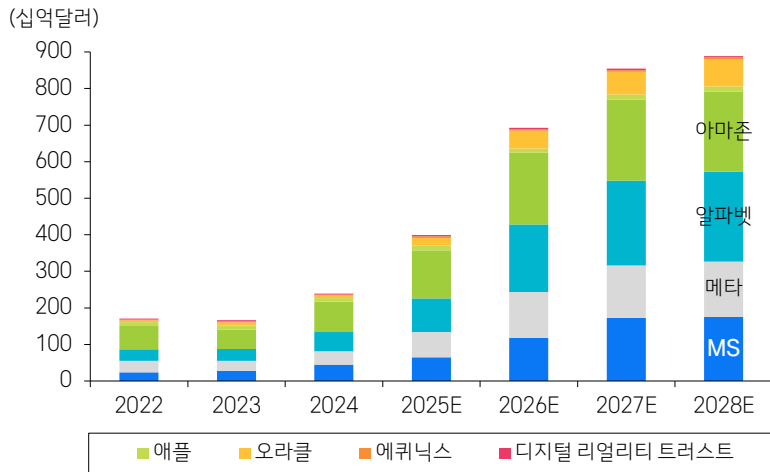
자료: Technological Revolutions and Financial Capital: The Dynamics of Bubbles and Golden Age, 삼성증권 재정리

(AI 버블 판단 기준.1) 하이퍼스케일러들의 실적 부진과 투자조정 ▶ 아직 없음

기업의 이익 증가세, 금융시장의 유동성과 금리 여건 등 자금 조달 환경이 유지되어야 AI 투자 지속 가능할 것

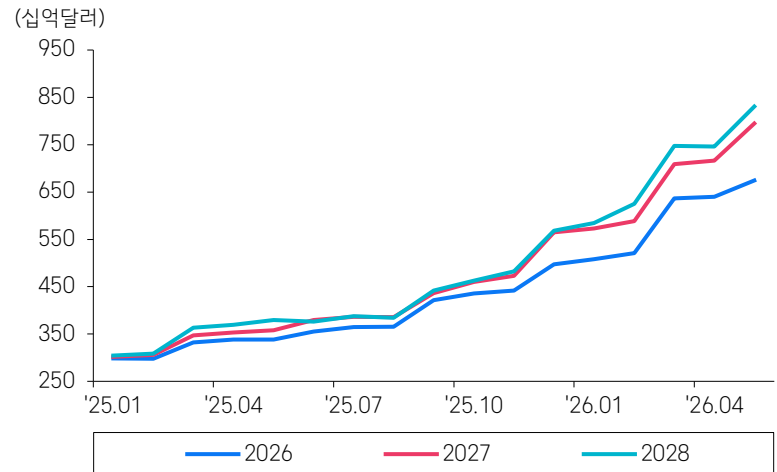
- ▶ 현재는 공급을 초과하는 GPU 수요와 가격 상승 때문에 경쟁적 투자, 다만 GPU 가격 하락 시 대 규모 투자 계획의 조정 가능성
- ▶ 또한 과도한 D램 투자를 축소할 수 있는 SW 개발, 대안 등 제시될 경우도 변수
- ▶ 그러나 아직까지는 하이퍼스케일러들의 투자 지출 계획은 '28년까지 지속 확대 중

주요 하이퍼스케일러들의 AI 관련 CAPEX 지출 계획



참고: 2026. 6. 기준
자료: LSEG, 삼성증권

주요 하이퍼스케일러들의 AI 관련 CAPEX 지출 계획 변화 추이



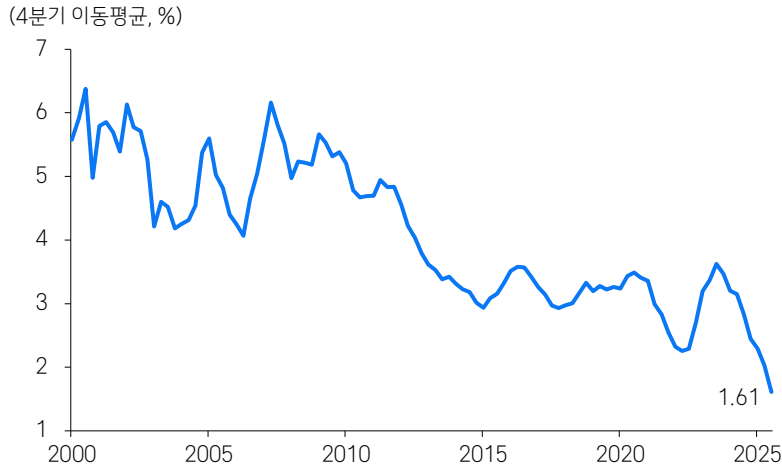
참고: 2026. 6. 기준
자료: LSEG, 삼성증권

(AI 버블 판단 기준.2) 산업 내 기업들의 자금 조달 조건 악화 ▶ 아직

아직까지는 AI 관련 투자에 대한 부채 의존도가 위협적이라고 보기는 어려움

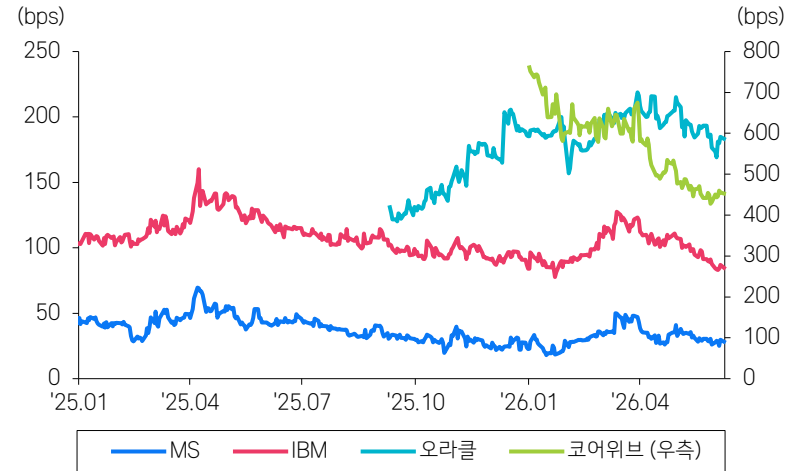
- ▶ 점차 하이퍼스케일러들의 Free Cash Flow가 자본지출을 따라가지 못하고 있어 외부 조달 의존도 높아질 전망
 - 최근 10년간 3% 내외에서 등락하던 주요 빅테크 기업들의 총자산 대비 잉여 현금 비율이 1분기 말 현재 사상 최저치인 1.6%까지 하락
- ▶ 기업들은 점차 다른 자금 조달원(회사채, 리스 계약 또는 대출을 통한 부채 금융 등)에 대한 의존을 높이고 있음
 - 이는 투자자들이 비용을 장기간에 걸쳐 분산하고 만기를 데이터 센터의 긴 경제적 수명과 일치시킬 수 있게 함.
- ▶ 다만 공모 시장에서 자금 조달이 점차 충분하지 않고 조건도 나빠지며 사모신용에 대한 의존도 높아지고 있는 상황

주요 하이퍼스케일러의 잉여 현금/총자산 비율



참고: * 메타, 알파벳, 아마존, M/S, 오라클 합산
자료: FactSet, 삼성증권

주요 하이퍼스케일러와 신규 상장 AI기업의 회사채 스프레드



참고: 코어위브는 나스닥에 '25.3월 상장
자료: LSEG, 삼성증권

(AI 버블 판단 기준.3) 대규모 주식 공급 ▶ 아직은 제한적 우려

역사적으로 투자버블의 붕괴를 예고한 신호는 대규모 IPO 및 내부자 매도와 통화 긴축이었음

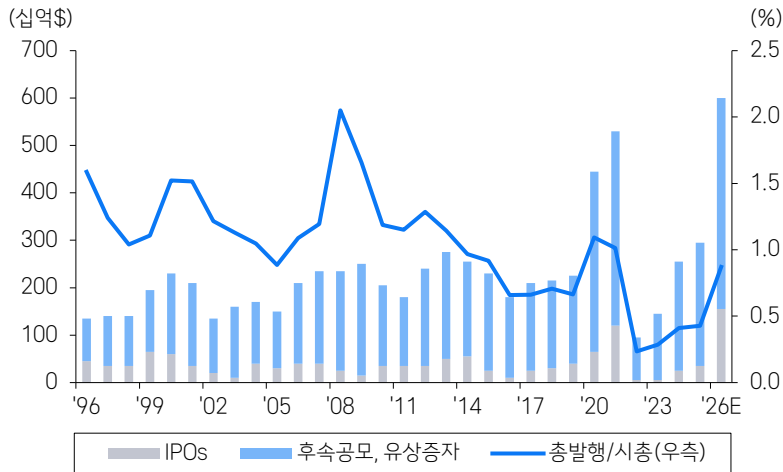
▶ 과거 테크버블 붕괴는 내부자 매도와 닷컴 열풍의 종식 사이에 인과관계가 있음 입증 (Dotcom Mania, 2001 NBER)

- 당시 벤처 캐피털리스트와 엔젤 투자자들이 (의무적인 '락업' 기간이 만료되자마자) IPO를 통해 일반 대중에게 덤핑 매도

▶ 다만 올해 예정된 IPO, 유상증자 등은 사상 최고치 수준이나 시가총액 대비로는 2000년의 절반 수준에 그침

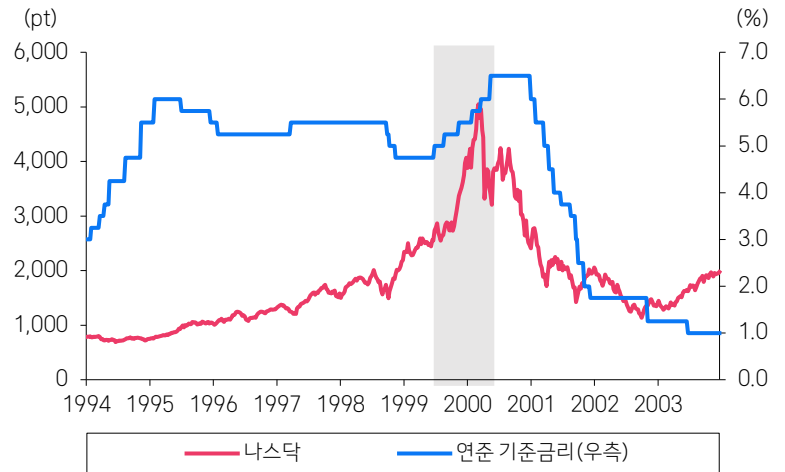
▶ 전술한 바와 같이 미 이외 지역의 긴축이 시작되고 있으나, 연준은 동결 또는 인하 기대가 여전히 우위

미국 연간 IPO, 유상증자 등 주식 공급 추이



참고: '26년은 추정치
자료: Sibilis Research, Blake Millard, 삼성증권

2000년 테크 버블 붕괴 이후 연준 기준금리와 나스닥



자료: Bloomberg, 삼성증권

(AI 버블 판단 기준.4) 순환 생태계의 심화에 따른 위험 ▶ 의심 증가

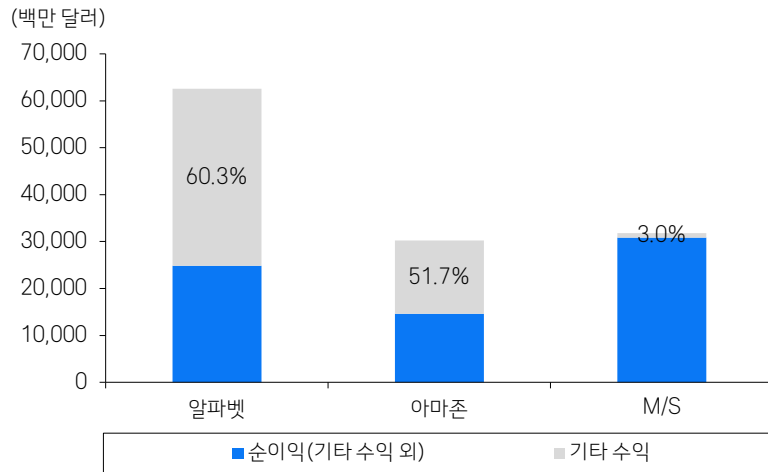
AI 전체 생태계는 극도로 순환적, 일부 추정에 따르면 AI 매출의 85%가 자본 지출(Capex)의 재투자에서 비롯됨

▶ 26.1분기 하이퍼스케일러들의 수익 성장은 비상장 기업에 대한 지분 투자에서 비롯된 이례적으로 큰 기여에 힘입어 가속화

- 알파벳과 아마존은 2026년 1분기에 총 530억 달러의 '기타 수익'을 기록, 이는 두 회사의 1분기 수익의 약 60%에 달함
- 이 530억 달러의 '기타 수익' 중 490억 달러는 명백히 비상장 기업의 지분 투자에서 비롯된 것
- 5대 하이퍼스케일러 전체로 보면 '26. 1분기 총 순이익 1,550억 달러 중 34%를 '기타 수익'이 차지 (10년래 최고 비중이며 전년 대비 급증)

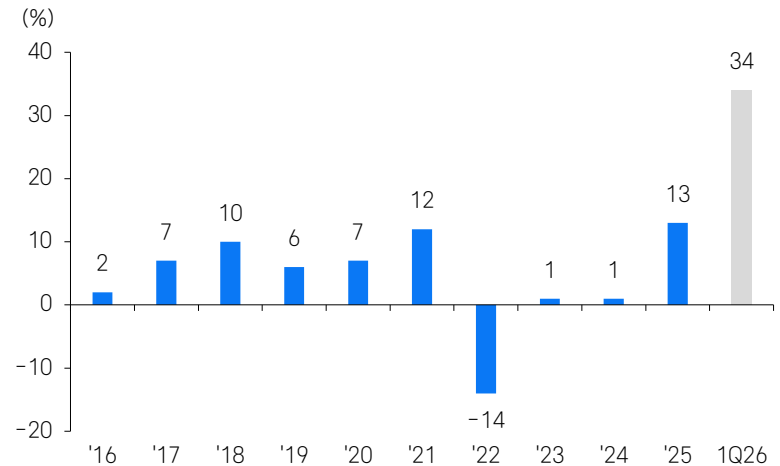
▶ AI 투자 지속 가능성 위해서 ① 매출 큰 비중이 생태계 외부에서 창출, ② 기업과 소비자가 AI 효율성 향상에 대해 기꺼이 비용 지불

3대 하이퍼스케일러의 순이익 중 '기타 수익'이 차지하는 비중



참고: '26년 1분기 기준
자료: FT, 삼성증권

주요 하이퍼스케일러의 순이익 중 '기타 수익'의 비중 추이



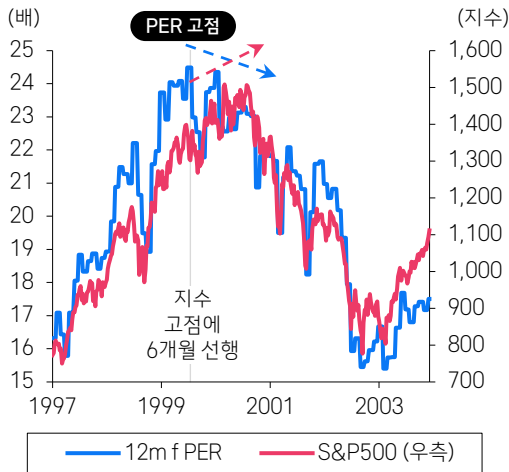
참고: 아마존, 구글, 메타, M/S, 오라클의 합산
자료: FT, 삼성증권

(AI 버블 판단 기준.5) 금융시장의 밸류에이션 고평가 부여 중단 ▶ 진행 중(?)

주요 버블 국면에서 밸류에이션 de-rating은 가장 선행하는 현상 (지난 2월 발간 'AI 버블 대비서' 참고)

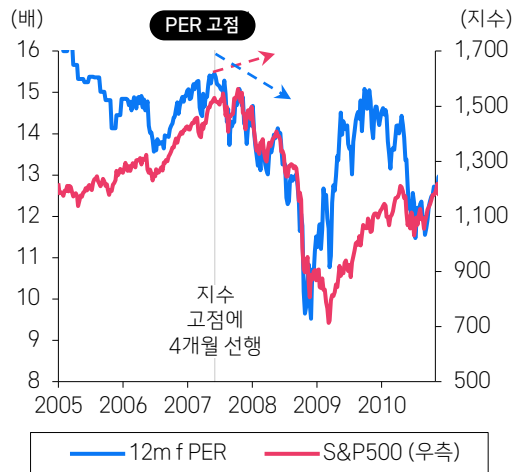
- ▶ 하이퍼스케일러들은 AI 투자 대부분을 충당할 충분한 현금 흐름을 보유하고 있으며, 자금 조달 조건(채권 스프레드)도 견전
- ▶ 펀더멘털 (ex. 수익성), 자금시장(ex. 금리, 유동성), 기타(수요, 정책 등)의 변화는 금융시장에서 단초 발견 가능
 - 과거 주요 버블 고점에서는 밸류에이션(≠미래 성장에 대한 프리미엄)이 후퇴하는 것이 주가 하락 반전, 기업 실적 둔화, 경기후퇴 등에 선행함
- ▶ 아직까지는 주요 테크 기업들이 이익 상향 주도하며 주가 상승의 논리 제공하고 있으나 밸류에이션 확장 둔화는 지속 관찰 필요
 - 최근 주식시장 랠리에도 밸류에이션 확장이 둔한 것이 금융 자본의 시각 변화인지 급속한 이익 성장에 따른 기술적 이유 때문인지 불분명

2000년 IT 버블 붕괴 전후 S&P500과 PER 변화



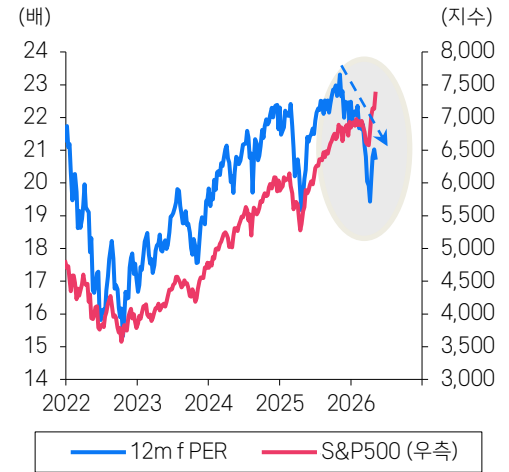
자료: Bloomberg, 삼성증권

2008년 GFC 전후 S&P500과 PER 변화



자료: Bloomberg, 삼성증권

최근 S&P500과 PER 변화



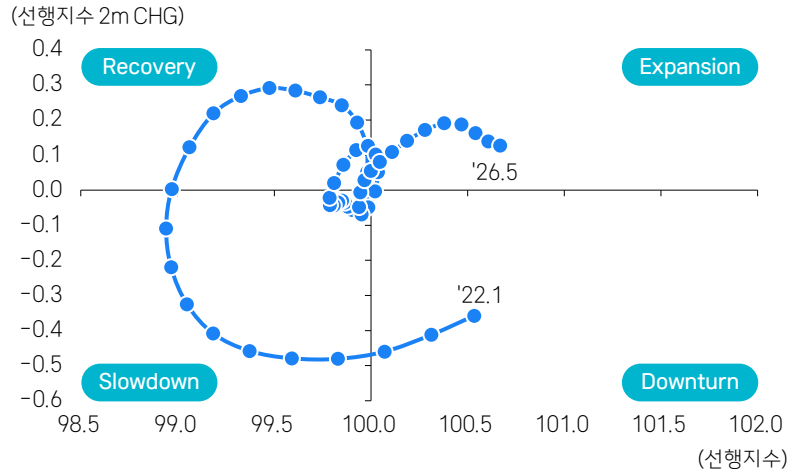
자료: Bloomberg, 삼성증권

자산 배분: 하반기 위험 선호 전략 유지

글로벌 금융 투자 사이클은 '26년 하반기 Expansion 사이클 지속 예상, 그러나 내년 이후는 Downturn으로 진입 가능성

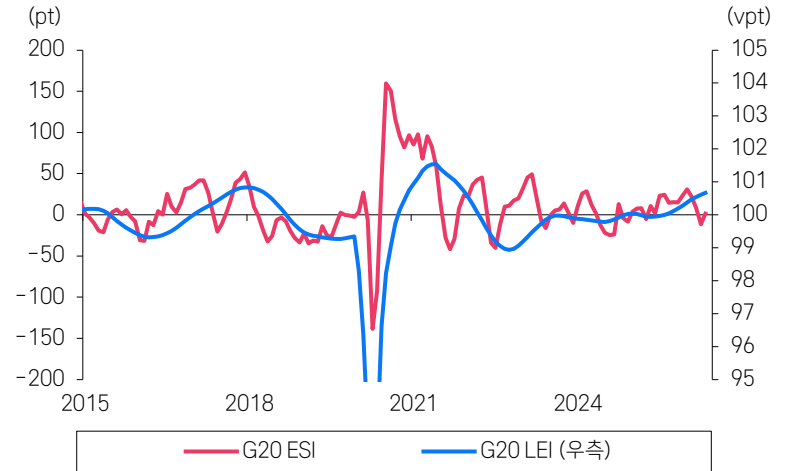
- ▶ '26년 하반기는 '주식 확대 - 채권 축소 - 현금 중립' 의견 유지
- ▶ 주식의 경우 (인플레 및 변동성) 위험을 고려하여 점차 위험 중립적 포트폴리오 전략으로 이동 필요
- ▶ 채권은 하반기 중에도 박스권 등락 예상 (인플레 압력 잔존, 각국의 재정 주도 투자 확대 등 제약 조건)
- ▶ 상품시장은 하반기 금 중립, 원유 축소(하향 조정), 12개월 금 중립-원유 축소 의견 유지

G20 경기선행 지수에 의한 글로벌 금융 투자 사이클 구분 및 추이



참고: 월간 데이터 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

G20 경기선행 지수 vs G20 Economic Surprise Index



자료: Bloomberg, 삼성증권

자산 배분: 다만 위험관리도 병행할 필요 (Dance Near the Door)

美 경기는 소비지출을 중심으로 확장 국면 중, 다만 고용, 소득 지표의 둔화 압력 커지는 후기 사이클 징후도 있음

▶ NBER 기준으로 美 경기는 코로나-19로 인한 초단기 침체('20년 3~4월) 이후 현재까지 74개월째 경기 확장 국면

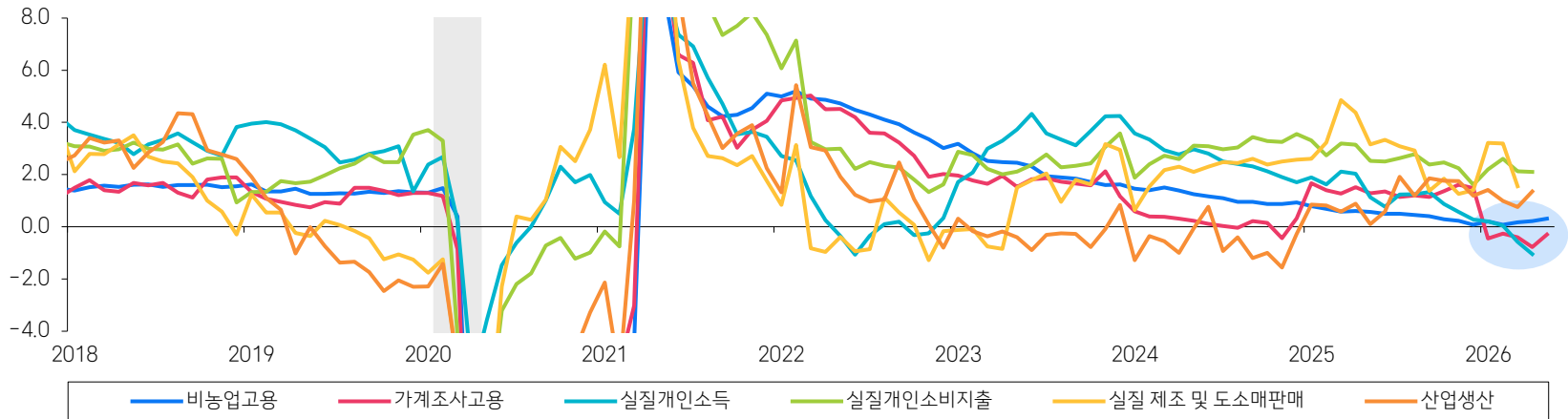
- 이번 경기 확장은 '26년 6월 현재 74개월 째 (2차 대전 이후 평균 64개월, 최장 기간은 글로벌 금융위기 이후 '09년 6월~'20년 2월 중 128개월)

▶ 美 경기는 AI 투자가 산업 활동을 뒷받침하고 있으나 고용, 소득 측면에서는 확장 감속 구간에 진입 가능성

- 금리 인하 여력을 가지고 있는 연준의 통화정책 가동이 예상돼 경기침체 진입 가능성은 낮음
- 그러나 경기 둔화 시 자산시장의 위험 선호 위축 불가피, 이 가능성 고려하여 내년은 위험관리도 병행할 필요

NBER BCDC(경기판정위원회) 6대 월간 동행지표 추이

(전년 대비, %)



참고: 실질 제조 및 도소매 판매는 3월, 실질 개인 소득, 실질 개인 소비, 산업 생산은 4월이 최근 데이터, 음영은 미국 경기 침체기
자료: FRED, 삼성증권

자산 배분: 투자 사이클 Expansion vs. Downturn

G20 경기선행 지수에 의한 글로벌 금융 투자 사이클 vs. 국면별 자산 수익률 (달러 기준)

평균 수익률	글로벌 주식 (S&P500)	구리	WTI	금	美 HY	美 회사채	美 국채	美 달러
Recovery	2.12%	2.71%	2.78%	0.88%	1.59%	0.22%	0.21%	-0.17%
Expansion	1.69%	2.53%	2.47%	1.13%	0.65%	0.17%	0.15%	-0.14%
Downturn	-0.54%	-0.21%	1.65%	0.52%	0.09%	0.39%	0.40%	0.22%
Slowdown	-1.08%	-1.33%	-1.47%	1.18%	0.10%	0.50%	0.55%	0.23%

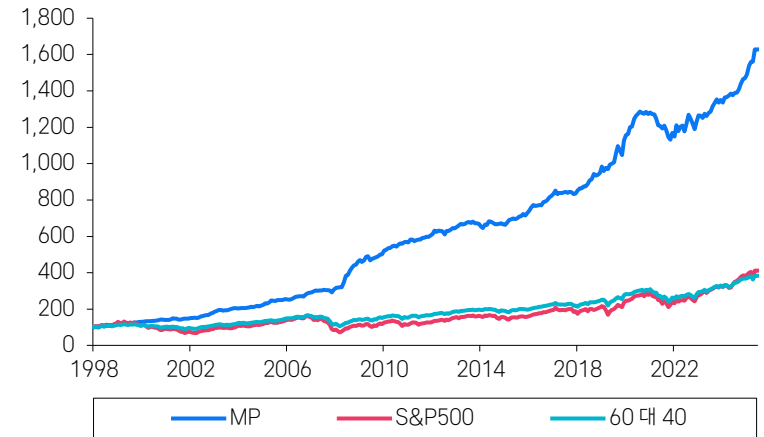
G20 경기선행 지수에 의한 글로벌 금융 투자 사이클 vs. 최적 자산 배분 비중

구분	Expansion	Downturn	Slowdown	Recovery
글로벌 주식	35%	0%	0%	45%
구리	10%	0%	0%	10%
WTI	8%	7%	0%	10%
금	5%	5%	15%	5%
HY	12%	0%	0%	20%
IG	10%	40%	30%	5%
국채	5%	45%	45%	5%
현금	15%	3%	10%	0%
	100%	100%	100%	100%

참고: 월간 데이터 기준
 자료: Bloomberg, 삼성증권

국면별 최적 자산 배분 비중에 의한 모델 포트폴리오 성과

(98년 말=100, 지수)



참고: 전월 데이터 기준 차월 포트폴리오 재배분 투자 기준
 자료: Bloomberg, 삼성증권

주식: S&P500 4년 차 강세장, 이례적이지 않으나...

이번 사례는 1928년 이후 S&P500 지수의 14차례 주요 강세장 사례들과 비교 시 이번 랠리는 아직 중하위권 규모

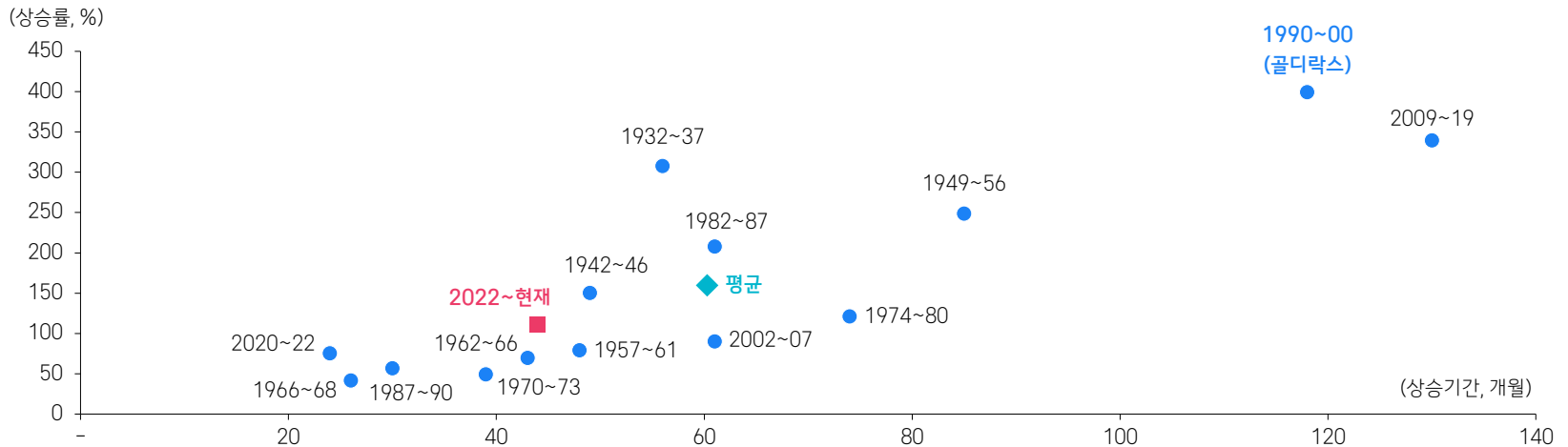
▶ S&P500 지수의 과거 14차례 강세장 평균 60개월간 약 160% 상승

- 2009~19년 사례는 130개월간 340% 상승, 1990~2000년 경우 118개월간 399% 상승

▶ 2022년 10월부터 시작된 美 주식시장 강세장 44개월 째 지속되며 111% 상승 (5월 말 기준)

- 이번 사이클은 상승 기간 기준 역대 10위, 상승 폭은 8위에 아직 머물고 있음

S&P500 역사적 강세장 사례와 이번 사이클 비교



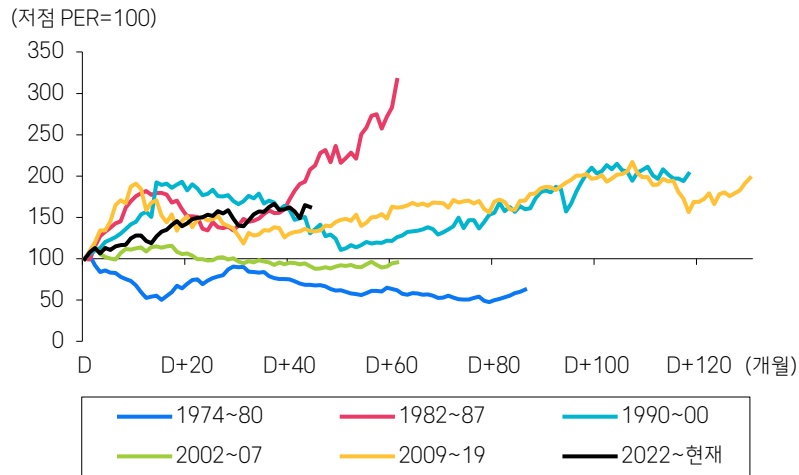
자료: Bloomberg, 삼성증권

주식 : 밸류에이션 부담, 과거 대비 크고 재평가 유인도 작음

이번 주식 강세장은 AI 주도 메가캡의 이익 기대에 집중, 밸류에이션 재평가의 매크로 안전 마진이 과거보다 얇음

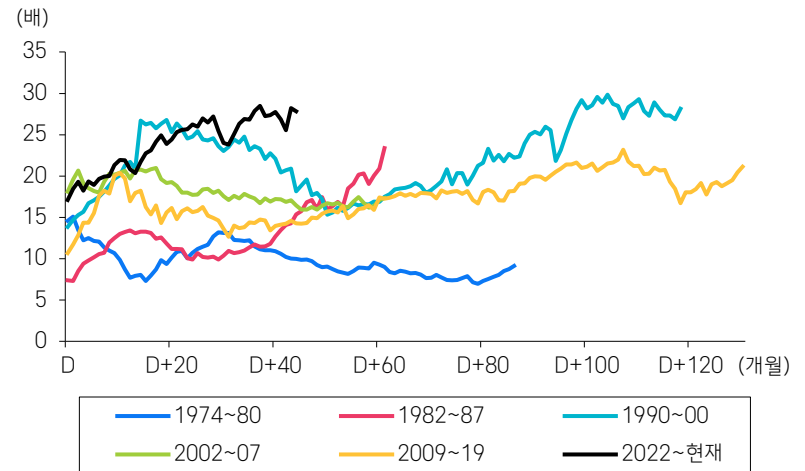
- ▶ (1974~80년) 이익(명목)이 멀티플 축소를 상쇄하며 지수를 끌어올린 전형적 스태그플레이션 패턴 (금리·인플레이 레짐이 제약)
- ▶ (1982~87년, 2009~19년) 강한 밸류 재평가가 있었으며, '금리 하락 + 낮은 출발 밸류에이션'이 배경
- ▶ (2002~07년) 이번과 유사하게 높은 밸류로 출발해 소폭 de-rating, 지수 상승을 이익(금융·에너지·신용 사이클)이 전담
 - 이번도 향후 주식 수익률은 밸류 재평가가 아닌 이익 성장에서 나올 수 있으며, 오히려 추가 멀티플 확장에 기대는 비대칭적 하방 위험을 내포

S&P 500 역사적 강세장 사례 (시작 시점 밸류에이션 대비 재평가 수준 비교)



참고: Trailing PER 기준 (과거 데이터 확보 한계로 사례 비교 위해 trailing 사용)
 자료: Bloomberg, 삼성증권

S&P 500 역사적 강세장 사례 (절대 밸류에이션의 상대 비교)

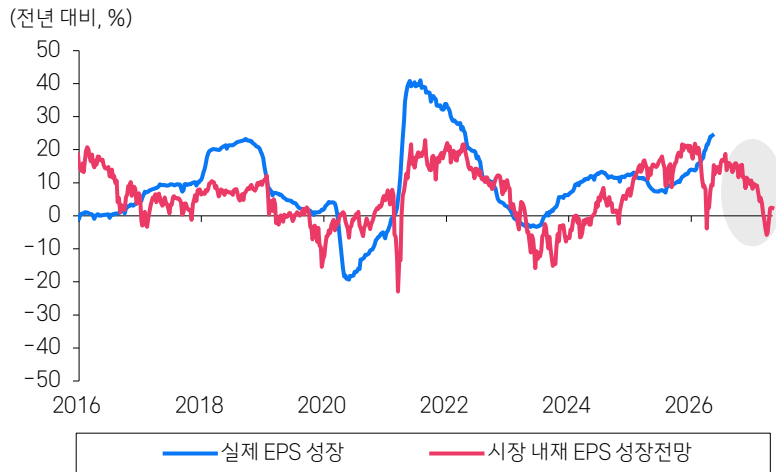


참고: Trailing PER 기준 (과거 데이터 확보 한계로 사례 비교 위해 trailing 사용)
 자료: Bloomberg, 삼성증권

주식: 실적 성장 기대 유효, 다만 서프라이즈에 예민해질 것

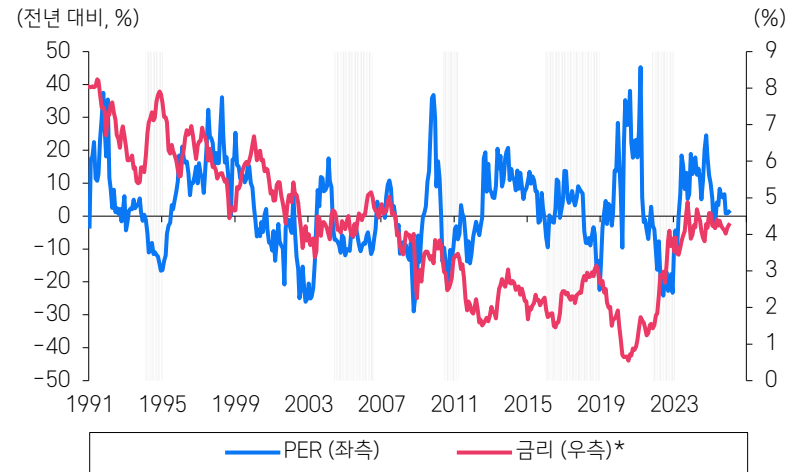
- ▶ 주기 모델에 의한 '시장 내재 이익 성장 전망*'에 의할 경우 하반기 S&P500의 '실적 증가율 둔화'를 시사
 - Earning Yield는 세 가지 요인(금리, ERP, 성장률)의 합성. 현재 EY가 역사적 평균과 벗어나 있으면 이는 EPS 기대치 변화를 의미*
- ▶ 다만 강력한 AI 투자에 의한 기업 이익(EPS) 증가 사이클이어서 주기적 정량 모델은 한계를 보일 수 있음
 - 상반기는 시장내재 이익성장 전망에 비해 높은 '이익개선세' 유지와 더불어 '서프라이즈'가 지속되며 주식시장 랠리
 - 즉 하반기도 실적 서프라이즈 계속되면 주식시장의 강력한 랠리 지속 vs. 서프라이즈는 없으나 이익개선세 지속은 상승 제한
- ▶ 주식시장은 매크로가 기업 실적 개선을 지지하나, 높은 장기 금리 수준 지속이 밸류에이션을 억압

모델*로 측정한 시장 내재 EPS 성장 전망 vs. 실제 (S&P500)



참고: * 금리 조정 Earning Yield의 현재 수준과 장기 평균과 차이를 통해 시장 내재 EPS 성장 추정
 자료: Bloomberg, 삼성증권

기업 이익 성장 불구 밸류에이션이 후퇴하는 배경은 금리 상승



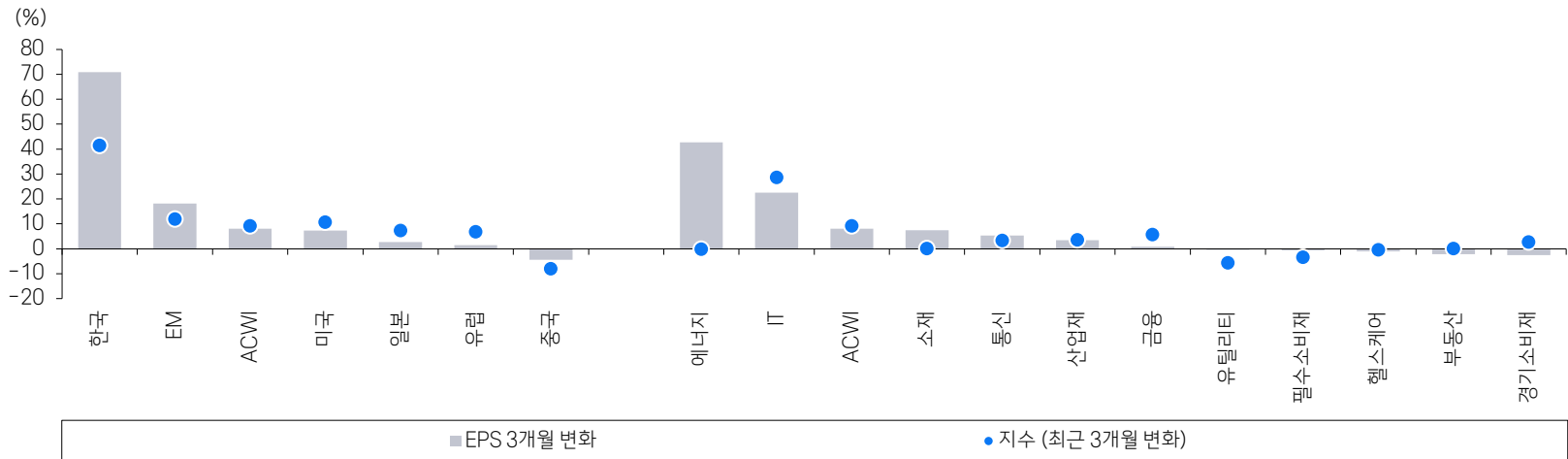
참고: S&P500 12개월 예상 PER 기준, * 금리는 미 국채 10년물
 자료: LSEG, 삼성증권

주식: 한국 확대 vs. 미국, 중국 증립, 유로존 축소

글로벌 경제 성장 전망이 훼손되지 않는 가운데 아직까지는 인플레이 압력에 따른 제한적 위험 프리미엄 상승

- ▶ 주식 비중 확대 유지, 지역별로는 하반기 중 한국 확대 – 미국, 중국 증립 – 유럽 축소 의견 유지
- ▶ Long 'IT, 소재, 통신, 산업재, 금융' vs. Short '헬스케어, 경기 소비재'
- ▶ 바벨 포트폴리오 전략은 IT, 금융, 소재, 산업재, 유틸리티 등 선호

주요 지역 및 글로벌 업종의 EPS 전망 vs. 지수 변화



참고: MSCI 지수(\$) 기준, 글로벌 업종은 AC World 지수 기준(\$)
 자료: LSEG, Bloomberg, 삼성증권

채권: 잠재적 인플레이션 우려 점차 완화될 전망

이란전쟁 영향으로 인한 원유시장 불안정이 상반기 중 최대 변수

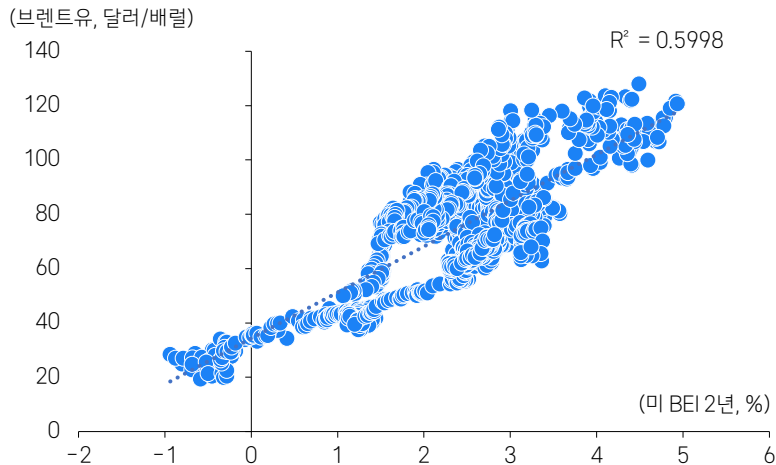
▶美 BEI 2년은 2.6%로 배럴당 유가 70달러에 부합하는 수준이며, BEI 10년은 2.36%로 대체로 안정적 (6.10일 현재)

- 이는 이란전쟁이 단기전이라는 예상이 반영된 것이나, 시장의 전망이 어긋날 경우 금리 상승 압력 본격화 예상
- 2022년 러-우 전쟁 당시 브렌트유는 120달러를 상회했으며, BEI는 현재보다 100bps 더 높았음

▶전현직 연준 의장들의 발언처럼 전쟁에 의한 에너지 가격 상승으로 인한 인플레이 영향의 범위와 지속 기간 판단이 어려운 상황이었음

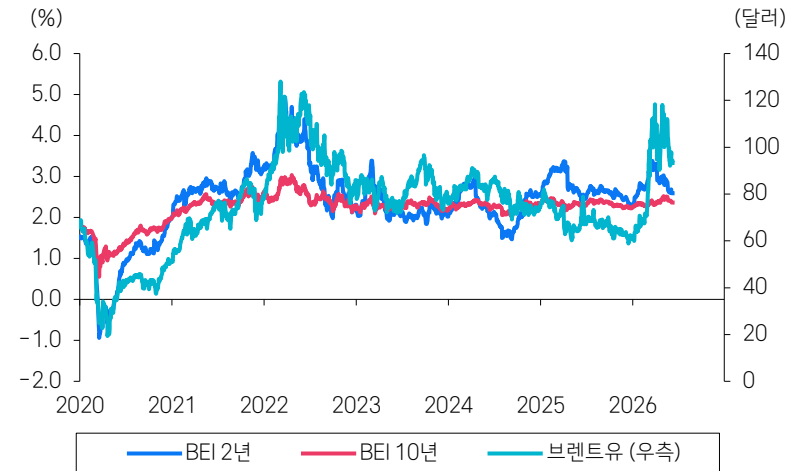
- 하반기 중에는 원유에 의한 인플레이 영향 완화될 전망 & 美 관세영향에 따른 기저 효과도 사라짐

美 BEI 2년 vs. 브렌트유 가격



자료: Bloomberg, 삼성증권

美 BEI 2년, 10년 vs. 브렌트유 가격



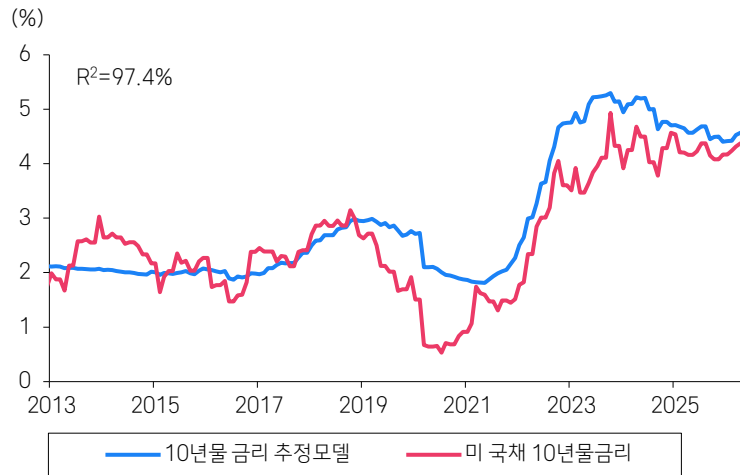
참고: VIX는미 주식, MOVE는미 채권, CVIX는선진국 외환, OVX는 원유ETF의 변동성 지수
자료: Bloomberg, 삼성증권

채권: Regime change (저금리→중금리)가 중기 불확실성

3대 요인에 의한 r^* (실질 중립 금리) 상향 재설정에 따라 향후 장기적으로는 국채 금리 장기 레벨 상향 예상

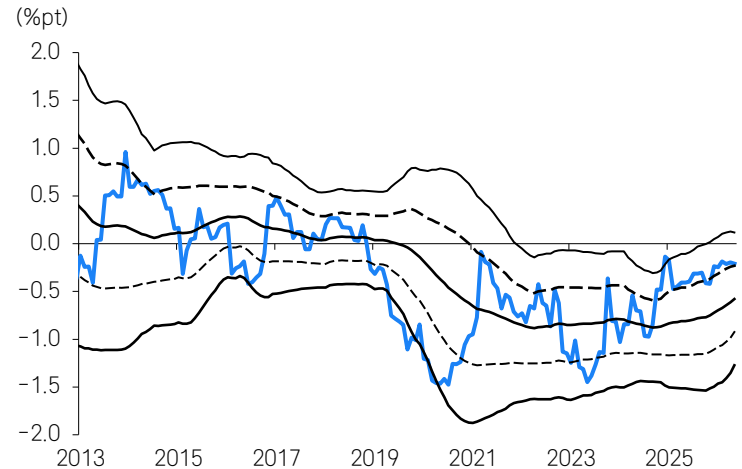
- ▶공급 주도 인플레이션의 상시화 : 과거 수요 주도 인플레는 금리 인상으로 대응 가능 vs. 공급 인플레는 통화정책의 효과성 현저히 저하
- ▶Fiscal dominance의 귀환: 안보, 국방, 산업정책, 기후대응 등 구조적 재정 확대 압력이 중앙은행의 독립적 긴축 여력을 제약
- ▶글로벌 조정의 붕괴: 과거 Fed의 통화정책은 사실상 글로벌 기준 → 향후는 주요국 중앙은행의 정책 비동조화가 심화
- ▶다만, 이상을 감안하더라도 하반기 중 美 국채 10년물 금리는 기술적으로 4.0~4.6% 박스권내 등락 가능성 유력

Wicksellian 방정식에 의한 美 국채 10년물 금리 추정 vs. 실제치



자료: Bloomberg, 삼성증권

美 국채 10년물 금리 실제치 - 모델 추정치



참고: 밴드는 표준편차±1, 2
자료: Bloomberg, 삼성증권

상품: 금 증립, 원유 축소

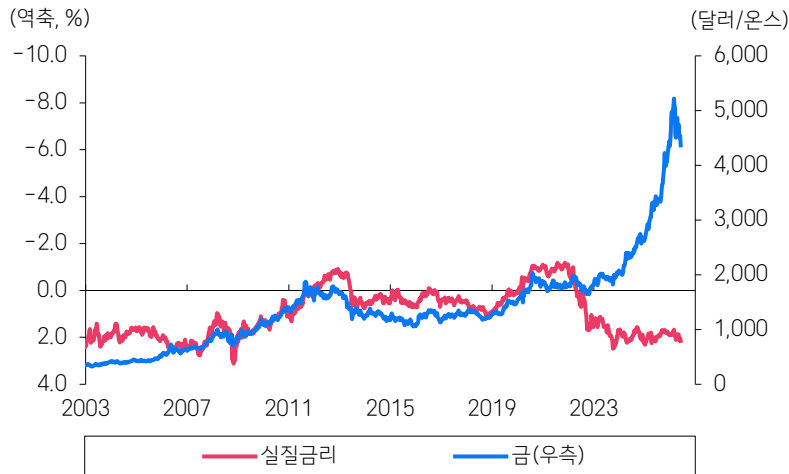
▶실질금리와 과도한 괴리를 보이던 금 가격이 상반기 중 기술적 조정 양상, 다만 중장기 지경학적 수요 우위 환경은 유효

- 美 노동시장 호조세로 연준의 금리 인하 가능성과 시점이 후퇴 및 지연됨에 따라 당분간 금가격은 상승이 제한될 전망
- 다만 중국 등 주요 신흥국 중앙은행의 금 보유 비중 확대는 구조적 수요로 대기 중 (금, 하반기와 12개월 모두 증립)

▶상반기 중 원유시장은 구조적인 공급 우위 환경에서 지정학적 위험이 일시적인 변동성 요인으로 작동

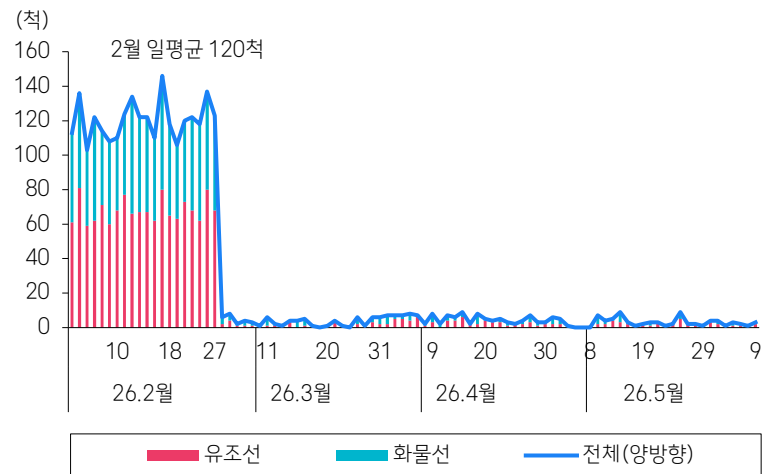
- 아랍 걸프지역 원유 생산, 정유 인프라의 훼손이 없다면 호르무즈 해협 봉쇄로 인한 공급망 교란은 단기적 영향에 그칠 것
- 이란전쟁 불확실성의 '최종' 해소 여부가 관건이나, 호르무즈 정상화를 기본 시나리오로 가정 (원유, 하반기 비중 축소로 하향 조정)

미국 실질금리 vs. 금 가격 추이



참고: 실질금리는 Tips 10년물 기준 리세션 국면
 자료: Bloomberg, 삼성증권

호르무즈 해협 통과 상선 수 추이



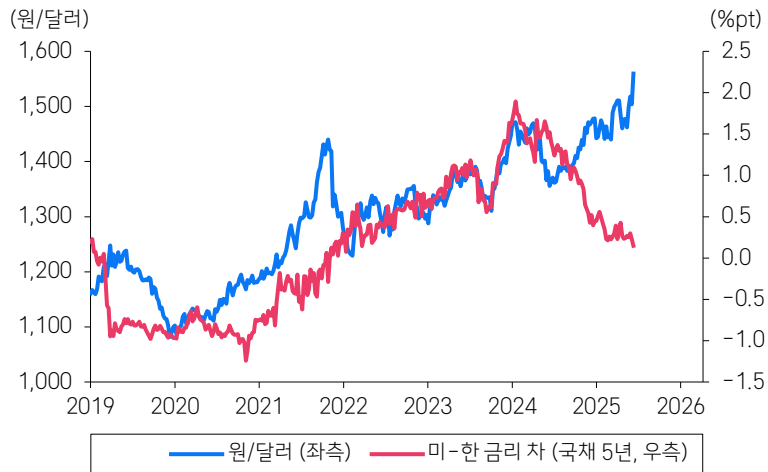
참고: 유령 선박은 미포함
 자료: Bloomberg, 삼성증권

FX: 원/달러 펀더멘털과 괴리 심화, 하반기 중 정상화 예상

수출 호조, 한국 주식시장의 초강세, 한국 상대 금리 상승, 달러 지수 약세 불구 상반기 중 원/달러 환율 17년 만에 최대폭 상승

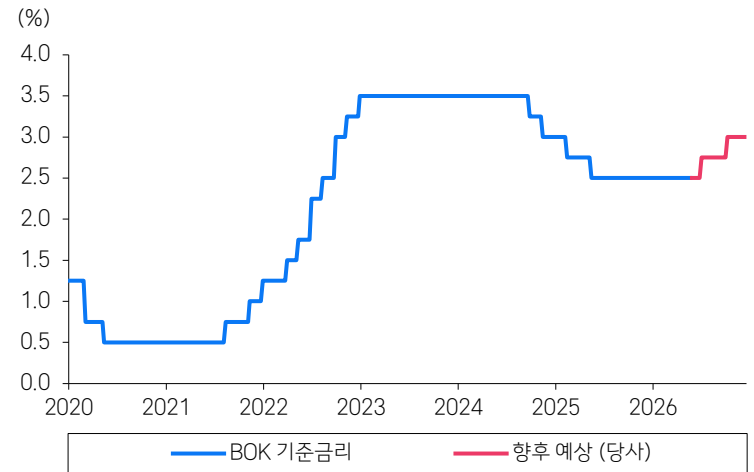
- ▶ 원/달러 환율 1998년 외환위기, 2008년 금융위기 수준까지 상승했으나 한국 대외 건전성은 매우 견고
- ▶ 국내 거시경제여건도 양호한 가운데 수입 물가 상승으로 BOK 하반기 중 2차례 기준 금리 인상 (7, 10월)
- ▶ 원화 약세의 배경이 펀더멘털이 아닌 자금 흐름(외국인 주식 매도 등)에 기인했다는 점에서 하반기 중 정상화 예상
- ▶ 당사에서는 연말 기준 원/달러 환율을 1,380원으로 예상

미국-한국 국채 금리 차 vs. 원/달러 환율



자료: Bloomberg, 삼성증권

한국은행 기준 금리 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

기타 변수: 美 중간선거 앞두고 트럼프는 안정 추구 예상

역대 중간선거는 현직 대통령의 무덤, 국가 비상 상황 경우에만 현직 대통령이 연방의회의 의석 수를 늘림

▶ 1846년 이래 43번의 중간선거 중 집권당 (대통령) 이 의석을 추가해 승리한 사례는 단 3번에 불과 (국가 비상 상황 시)

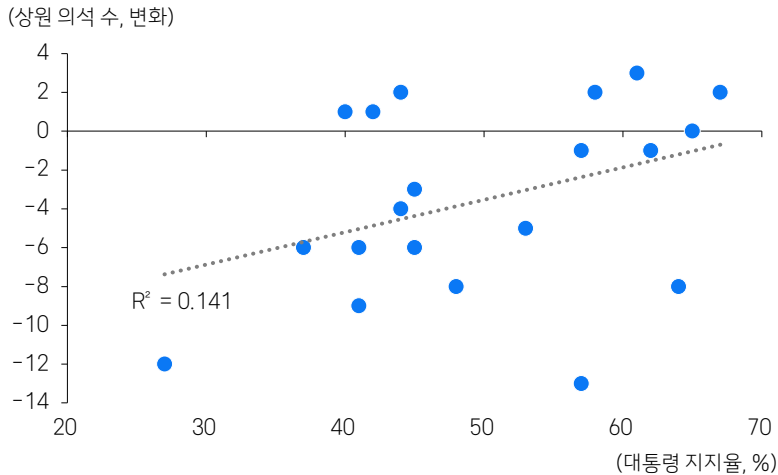
- 1934년 루스벨트(민주): 대공황 극복 / 1998년 클린턴(민주): 탄핵 역풍·경제 호황 / 2002년 조지 W. 부시(공화): 9·11 테러 이후 단결

▶ 다만 현직 대통령의 지지율에 따라서 선거 결과는 어느 정도 일관성 보임

- 선거 승리 위해 트럼프 업적 수립과 부각. 경제 및 외교 관계 등에서 안정 추구 예상

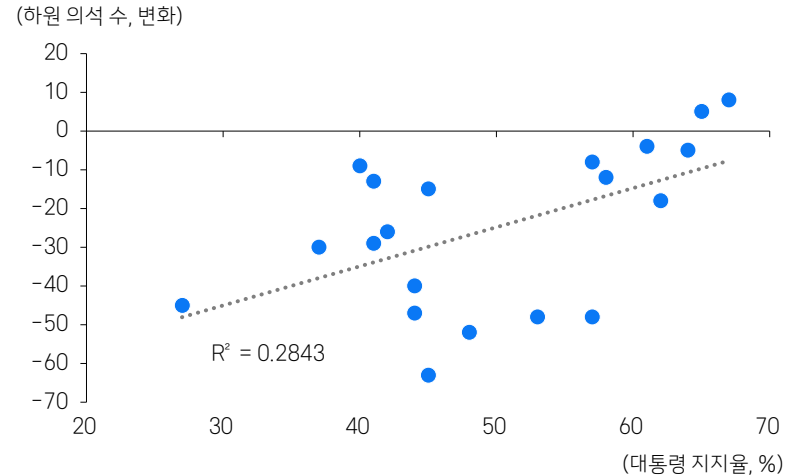
▶ 과거 단순 통계는 중간 선거 전에 주식시장은 불확실성으로 부진 → 이후 회복 패턴 (다만 양원을 야당에서 지배할 경우 성과 다소 부진)

대통령 지지율과 중간선거 이후 '상원' 의석 수 변화의 상관관계



참고: 대통령 지지율은 중간선거 직전 10월 2주 평균(갤럽 기준), 1946~2022년
자료: UC Santa Barbara, 삼성증권

대통령 지지율과 중간선거 이후 '하원' 의석 수 변화의 상관관계



참고: 대통령 지지율은 중간선거 직전 10월 2주 평균(갤럽 기준), 1946~2022년
자료: UC Santa Barbara, 삼성증권

분기별 주식/채권/환율 전망

구분	현재*	2026년 3분기		2026년(하반기)	
주식 (pt)		하단	상단	하단	상단
S&P500	7,357	7,200	7,650	7,200	8,150
	현재 대비(%)	(2.14)	3.98	(2.14)	10.77
Eurostoxx50	6,268	6,000	6,700	5,800	7,000
	현재 대비(%)	(4.27)	6.90	(7.46)	11.69
상해종합	4,120	3,800	4,500	3,600	4,500
	현재 대비(%)	(7.77)	9.22	(12.63)	9.22
KOSPI	8,930	8,400	12,600	8,400	12,600
	현재 대비(%)	(5.94)	41.09	(5.94)	41.09
TOPIX	4,016	3,850	4,300	3,650	4,550
	현재 대비(%)	(4.14)	7.06	(9.12)	13.28
채권 (%)		하단	상단	하단	상단
미 국채 10년물 금리	4.39	4.20	4.60	3.70	4.70
	현재 대비(%pt)	(0.19)	0.21	(0.69)	0.31
한 국채 10년물 금리	4.17	3.80	4.30	3.30	4.30
	현재 대비(%pt)	(0.37)	0.13	(0.87)	0.13
환율 (기말)					
원/달러	1,543	1,480		1,380	
	현재 대비(%)	(4.09)		(10.57)	
달러/유로	1.14	1.16		1.17	
	현재 대비(%)	2.02		2.90	
엔/달러	162	158		153	
	현재 대비(%)	(2.34)		(5.43)	
위안/달러	6.8	6.8		6.8	
	현재 대비(%)	(0.02)		(0.76)	

참고: * 26년 6월 25일 기준 종가
 자료: Bloomberg, 삼성증권 전망

PART



글로벌 경제

Great Resilience: Fiscal Dominance and Wealth Effect

☀ 핵심 아이디어

미-이란 간 종전 합의 도출 이후 WTI 기준 유가가 70달러 초반까지 하락했고, 미 10년물 국채 금리도 4.50% 아래로 하락 안정세 전환. 이는 주로 기대 인플레이션의 둔화를 반영한 것이나, Fed 금리 인상에 대한 우려 완화도 일부 반영되기 시작. 이러한 가운데 당사는 하반기부터 주요 선진국·신흥국 대부분이 잠재 수준 이상의 성장률과 물가 목표에 근접한 인플레이션을 달성하면서, 글로벌 경제의 골디락스 국면 재진입 전망. 미국의 경우도 4Q부터 인플레이션 정상화가 가속화되고 내년 상반기 중 관세 및 유가 급등 효과도 대부분 사라질 것으로 예상되면서 중립 수준을 향한 금리 인하 기조 재개될 전망

글로벌 경제의 골디락스 전망하에서 올해와 내년 한국 성장률의 대폭 상향 조정에 주목. 상반기 예상을 크게 상회한 1Q GDP 서프라이즈는 반도체가 주도하는 수출 호조가 설비 투자와 건설 투자(설비 투자용 건물 투자) 등을 통해 내수로 trickle-down 되기 시작했음을 보여주며, 수출 기업들의 대규모 상여금 지급, 국내 증시 급등의 wealth effect 등이 가시화되면서 하반기 내수 모멘텀의 회복 예상. 한편, 금융시장 관점에서 당사는 향후 한국은행의 4회 인상(올해 7월 이후 내년 2Q까지 분기별 1회씩 인상)을 전망하며, 이는 경상수지 흑자 폭증과 증권 투자 적자 축소와 더불어, 미국-한국 금리 차 축소를 통해 달러 대비 원화 강제 압력으로 작용할 것

Fed 통화정책의 경우 6월 Fed 경제 전망 수정에서 가장 hawkish했던 부분은 올해와 내년 4Q 핵심 PCE 인플레이션의 전망치가 각각 3.3%와 2.5%로, 당사 예상(각각 3.0%와 2.2%)를 크게 상회하는 점. 이는 FOMC 참여자들이 이번 인플레이션 상승의 지속 가능성을 보다 크게 우려하고 있음을 시사. 금리 인상 리스크가 이전보다 높아진 것으로 판단하나, 여전히 향후 Fed의 추가 2회 인하(올 12월과 내년 3월, terminal rate 3.25%) 전망을 유지. 주요 배경은 1) 미-이란 종전 합의 도출 이후 WTI 기준 국제 유가가 빠르게 하락하고 있으며(7월평균 75달러, 8월 이후 70달러 미만으로 완전 정상화 전망), 2) 관세와 에너지 가격 상승 효과 소멸로 올해 12월부터 내년 3월 사이에 미국 headline과 core의 전년 대비 상승률이 약 -0.8~-1.0%pts 급락할 것으로 예상하기 때문. 여기에 Fed 지도부 포함 올해 voting 멤버 과반수가 동결을 지지하는 것으로 판단되며, 지난 '24년과 25년과 같이 올 7~8월 고용 지표의 하방 리스크(계절 조정 과정에서의 반복적 통계 오류 포함)가 상존하는 점을 종합적으로 고려할 때 금리 인상의 threshold는 여전히 높은 것으로 판단

2026년 하반기부터 글로벌 경제는 골디락스 국면에 재진입할 것

▶ 주요 선진국과 신흥국 대부분에서 잠재 수준 혹은 이를 상회하는 성장률과 물가 목표에 근접하는 인플레이션 달성 예상

- 2026년 글로벌 경제는 전년 대비 3.1% 성장으로 잠재 수준에 부합, 미국은 잠재 수준(2.0%)을 소폭 상회하는 2.2% 성장 전망

▶ 인플레이션 정상화로 주요국 중앙은행은 독립적 통화정책 기조를 장기간 유지할 것

- 미국을 제외한 주요국 대부분이 이미 물가 목표를 달성하고 추세적인 유가 하락세 나타나는 상황에서, 4Q부터 미국 인플레이션 정상화가 가속화되고 내년 상반기 중 관세 및 유가 급등 효과도 대부분 사라질 것으로 예상되면서 중립 수준을 향한 금리 인하 기조 재개될 전망(올 12월과 내년 3월)

글로벌 및 주요국 경제성장률과 인플레이션 전망

(%)	경제성장률			잠재 성장률	Headline CPI (US PCE)			현재 금리	최종 금리	중립 금리
	2025	2026	2027		2025	2026	2027			
미국	2.1	2.2	2.2	2.0	2.9	3.5	2.1	3.75	3.25	3.00~3.50
유로존	1.4	0.9	1.3	1.2	2.1	2.9	2.2	2.25	2.50	1.75~2.25
일본	1.2	0.7	1.0	0.8	3.2	2.0	2.1	1.00	1.50	1.25~1.50
중국	5.0	4.7	4.6	4.5	0.0	1.0	1.0	1.40	1.40	-
한국	1.1	3.2	2.6	1.9	2.1	2.7	2.3	2.50	3.50	2.25~2.75
선진국	1.9	1.6	1.8	-	2.7	3.2	2.1	-	-	-
신흥국	4.4	4.1	4.4	-	5.1	5.6	4.7	-	-	-
글로벌	3.3	3.1	3.3	3.1	3.9	4.4	3.6	-	-	-

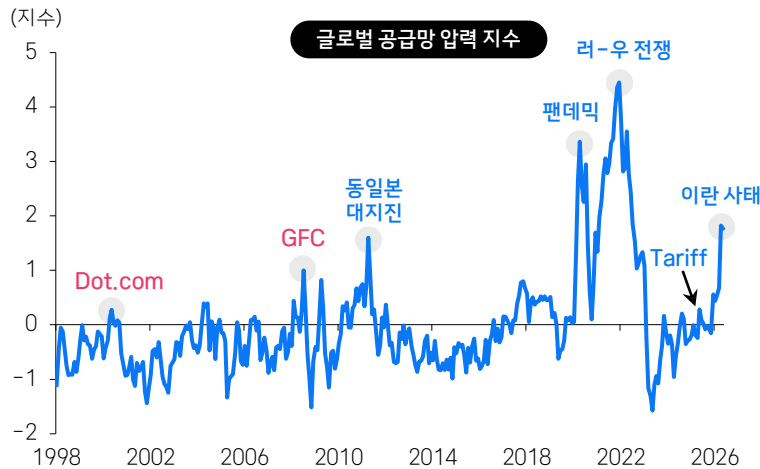
자료: IMF, Bloomberg, 삼성증권 추정

'도덕적 해이'가 없는 대형 공급 충격의 반복, 재정정책이 경기 부양의 전면에 나섬

▶ 공급발 경기 충격 반복되면서 경기 충격의 대응 주체가 된 재정정책

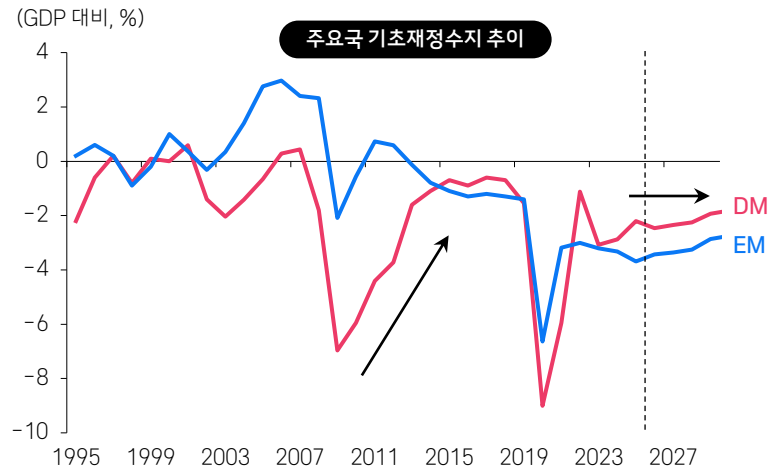
- 팬데믹 이전 글로벌 경기 충격이 주로 수요 측 요인에 기인했던 것과는 달리, 이후 경기 충격은 대체로 지정학 불확실성과 같은 공급 측 요인에 기인
- 공급 측 경기 충격은 상대적으로 통화 긴축의 효과가 제한적이며, "도덕적 해이"라는 걸림돌 없이 재정 투입의 명분이 확보된다는 것이 특징
- 그에 따라 경기 부양을 통화정책에만 의존했던 2010년대와는 대조
- 적어도 향후 수년간 주요국들은 확장적 재정정책과 중립적 통화정책을 주된 policy mix로 유지할 전망

팬데믹 이후의 글로벌 경제 충격은 모두 공급 충격



자료: FRB, 삼성증권

No Fiscal Exit: 주요국 모두 재정 확대 기조를 장기간 유지



자료: IMF, 삼성증권

Macro Regime 변화는 최적 포트폴리오 구성(60/40)의 다변화를 요구

▶ 이처럼 매크로 환경이 변화하면서 채권을 통한 분산 투자 신뢰도 하락

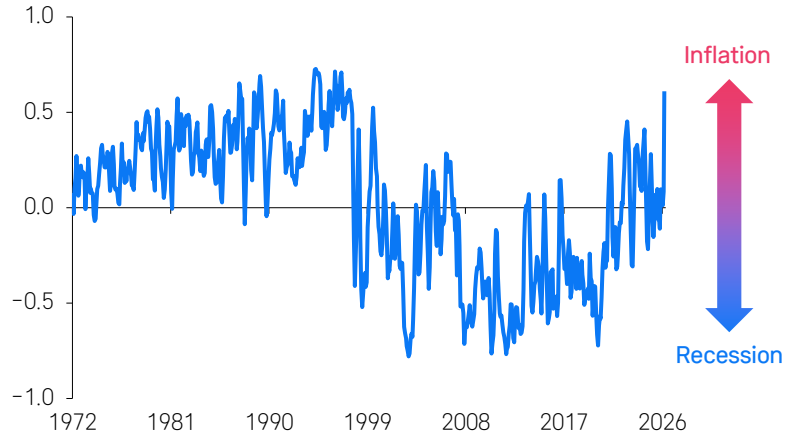
- 수요발 경기 둔화 국면에서는 완화적 통화정책으로 채권 가격이 상승하면서 위험자산(주식)의 손실을 완화할 수 있으나, 지정학 불확실성 등 공급 측 요인에서 비롯된 경기 충격은 재정적자 및 국채 발행 확대로 이어져, 금리 상승(채권 가격의 하락)을 유발함
- 실제로 주식·채권 상관관계수, 30년 만에 (+) 전환. 이는 주식·채권의 동반 하락 위험이 높아지면서 채권을 통한 분산 투자 효과가 낮아졌음을 의미

▶ 전통적 60/40 포트폴리오 전략의 유효성 약화, 자산군 다변화 불가피

- 실제로 2022년 이후 현재까지, 신규 매크로 국면에서 전통적인 60/40 포트폴리오의 수익률은 6.7%로, 과거 팬데믹 이전(2012~2022년의 11.1% 대비 하락. 반면, 변동성은 7.9%에서 11.6%로 오히려 확대. 채권의 헷지 기능 공백을 보완할 수 있는, 포트폴리오 다변화 요구 상승

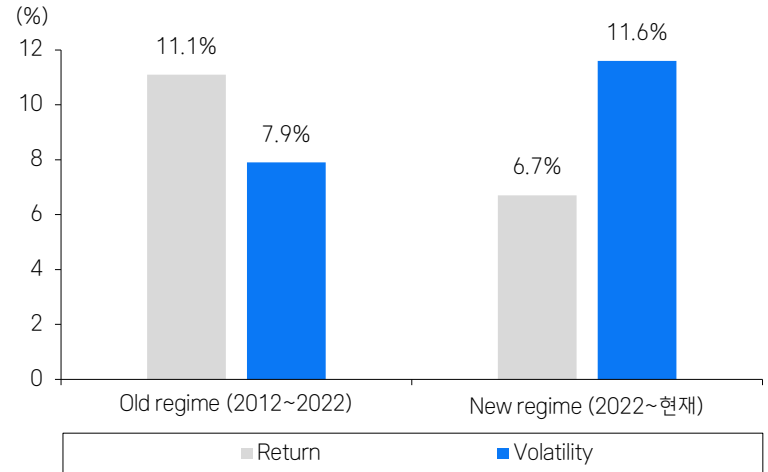
주식과 채권의 상관관계가 30년 만에 (+)로 전환

(상관계수, 3M-rolling)



참고: S&P500과 미국 10년물 국채 가격의 1개월 이동 평균 상관관계수
자료: Bloomberg, 삼성증권

전통 60/40 포트폴리오의 Risk/Return 변화



자료: Morningstar, 삼성증권

인플레이션 고착화를 우려하지 않는 4가지 차이점



A Longer Pause, Not a Hike: 여전히 Fed 금리 인하를 예상하는 이유

▶ 6월 Fed 수정 경제 전망에서 핵심 인플레이션 전망 대폭 상향; 높아진 금리 인상 리스크

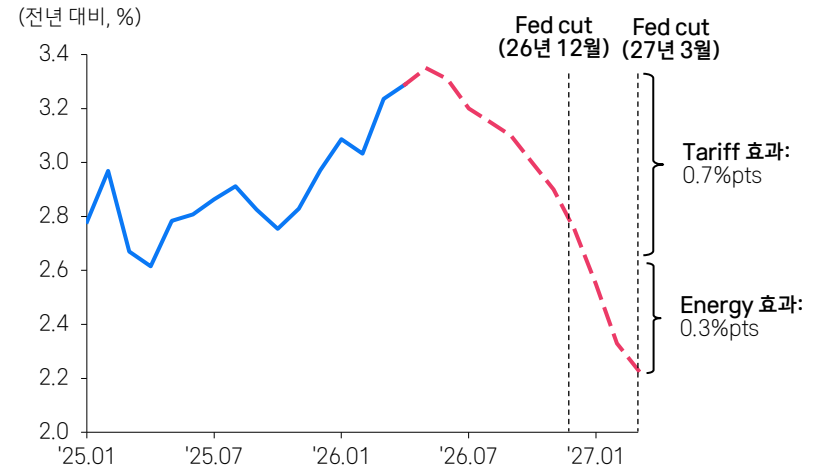
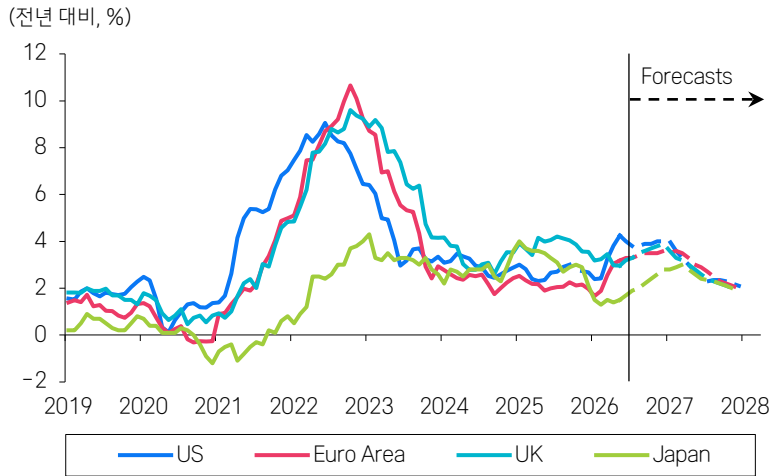
- 6월 FRB 경제 전망에서 올해와 내년 4Q 핵심 PCE 인플레이션 전망치가 각각 3.3%와 2.5%로 상향되면서, 당사 예상(3.0%와 2.2%)을 크게 상회
- 이는 FOMC 참여자들이 이번 인플레이션 상승의 지속 가능성에 보다 우려하고 있음을 시사

▶ 그럼에도 당사는 Fed의 추가 2회 인하(올해 12월과 내년 3월, terminal rate 3.25%) 전망 유지

- 주요 배경은 1) 미-이란의 종전 합의 도출 이후 WTI 기준 국제 유가가 빠르게 하락하고 있으며, 2) 관세와 에너지 가격 상승 효과의 소멸로 올 12월~내년 3월 사이 headline 및 core 물가상승률이 약 -0.8~-1.0%pts 급락할 것으로 예상하기 때문
- Fed 지도부 포함 올해 voting 멤버 과반수가 동결을 지지하고, 올 7~8월 고용 지표의 하방 리스크 상존하는 점도 인상의 threshold를 높이는 요인

주요국 헤드라인 물가는 '22년보다 훨씬 낮은 수준에서 고점 형성

올 4Q 이후 미국 핵심 인플레이션의 정상화가 가속화될 것



자료: IMF, CEIC, 삼성증권

자료: Bureau of Economic Analysis, 삼성증권

2026, 2027년 한국 경제 전망

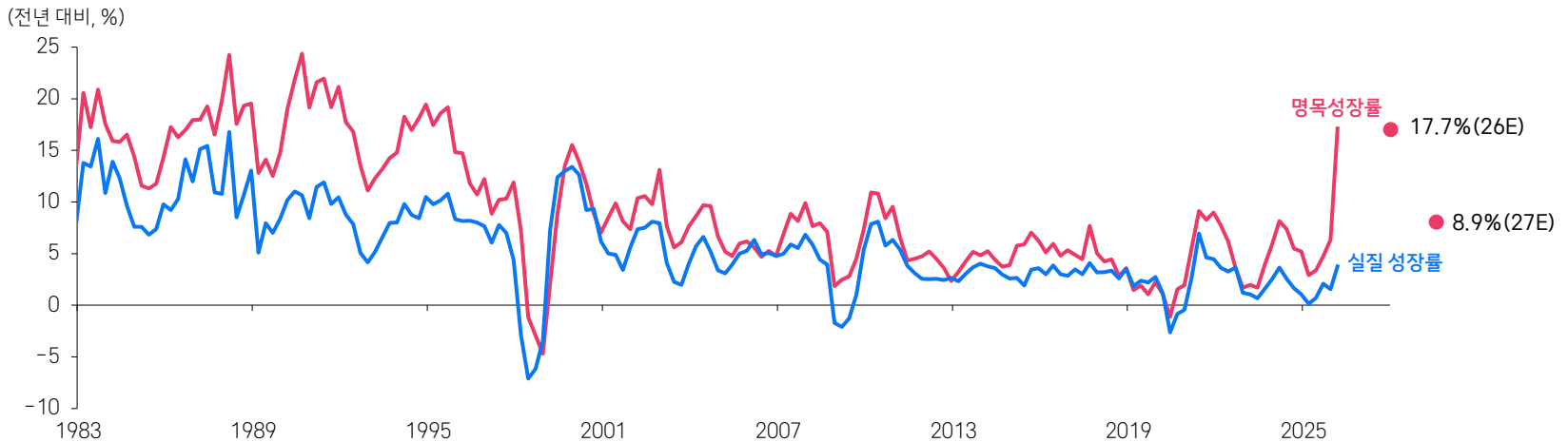
- 1 반도체 가격 급등으로 명목 경제성장률 서프라이즈 지속
- 2 수출이 설비 및 건설 투자를 통해 내수로 Trickle-down 시작
- 3 국내 증시 급등 지속 및 상여금 지급 등에 따른 Wealth effect 본격화
- 4 법인세 및 소득세 급증으로 국채 발행 없는 확대재정 여력 대폭 강화
- 5 원화 약세 및 한류 확대에 따른 외국인 인바운드 소비 증가

한국 경제: 반도체 가격 급등으로 명목과 실질 성장률 간 괴리 급격히 확대

▶ 반도체 가격 급등에 따라 명목 성장률 서프라이즈 지속 전망

- 반도체 계약 단가의 급등 속도가 반영되지 못하면서, 명목·실질 성장률 간 괴리가 사상 최대 수준으로 확대
- 당사는 올해 명목 성장률이 17.7%로 1994년 이후 최고치를 기록할 것으로 예상하며, 2027년에도 8.9% 전망

실질 성장률은 반도체 가격 급등을 반영하지 못함. 올해 한국 명목 성장률 1994년 이후 최고



자료: 한국은행, 삼성증권

추세적인 코스피 상승과 명목 소득의 개선은 시차를 두고 소비 가속화로 이어질 것

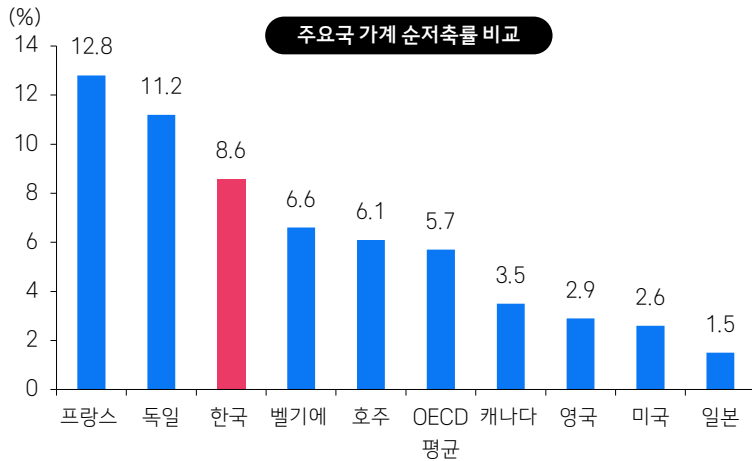
▶ 높은 가계 저축률은 높은 잠재 소비 여력을 의미

- 한국의 가계 순저축률은 8.6%로 OECD 평균(5.7%) 및 미국(2.6%)·일본(1.5%) 등 주요국 수준을 크게 상회
- 가계 저축률이 1%ppts 낮아질 때마다 약 15조원의 추가 소비 여력이 발생하는 것으로 추정

▶ 명목 소비 증가율, 향후 2년간 연평균 7% 내외로 가속

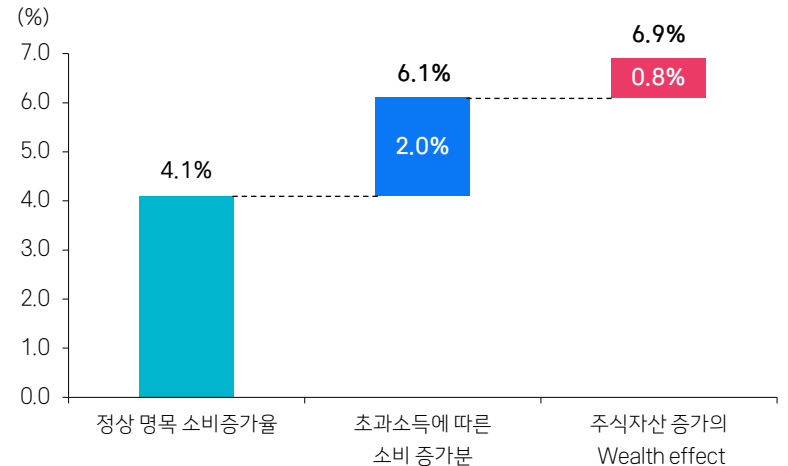
- 국내 증시 호조 지속 및 상여금 지급 등에 따른 wealth effect가 본격화됨에 따라, 당사는 정상 명목 소비 증가율 4.1%에 초과소득 효과(+2.0%ppts)·자산효과(+0.8%ppts)가 더해져 향후 2년간 국내 소비 증가 속도가 연평균 최대 7% 내외까지 가속화될 것으로 예상

한국 가계 저축률 1%포인트 하락 시 추가 소비 15조원 증가



자료: OECD, 삼성증권

향후 2년 간 명목 소비 증가율이 연평균 7% 내외 수준까지 가속화



자료: 삼성증권 추정

원화: 경상수지 흑자 폭증과 증권 투자 적자 축소로 극단적 저평가 국면 완화될 것

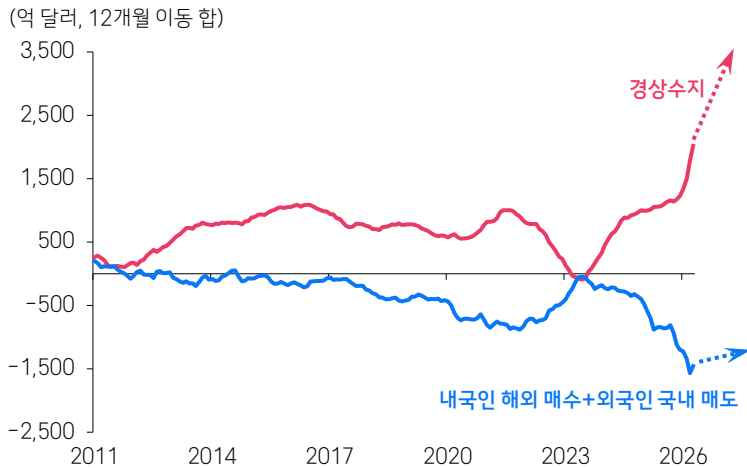
▶ 경상수지 흑자 폭증과 내국인 해외 매수·외국인 국내 매도발 증권 투자 적자 축소; 수급 양방향 개선으로 원화 저평가 해소

- 당사가 추정한 원화 실질 실효환율(REER) 추이는 이미 원화가 -2 표준편차를 하회하는 극단적 저평가 국면에 있음을 보여줌

▶ 미국-한국 금리 차 축소 역시 달러 대비 원화 강세 압력으로 작용 전망

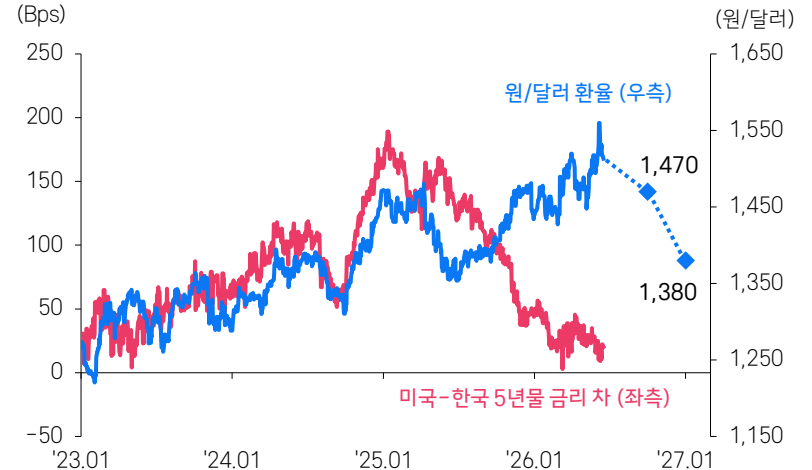
- 당사는 기본 시나리오하에서 향후 Fed의 2차례 추가 금리 인하를 예상하는 반면, 한국은행의 4회 인상을 전망
- 내년 2Q 중 양국 간 금리 차 역전 전망하에서 반도체 수출 호조, 외환시장 수급 여건 개선 등을 종합적으로 감안할 때 당사는 원화 강세 압력이 높아지고 있다고 판단하며, 올 3Q 1,470원에 이어 연말 원/달러 환율 전망을 1,380원으로 유지

'26년 하반기 이후 외환 시장 수급 여건은 상당히 개선될 것



자료: Bloomberg, 삼성증권

원/달러 환율 전망: 올해 말 1,380원 유지



자료: Bloomberg, 삼성증권

PART



글로벌 주식



3M	-1	0	+1
12M	-1	0	+1

+1: Positive, 0: Neutral, -1: Negative (전월은 회색)

양일우 팀장/수석연구위원 iw.yang@samsung.com

☀ 핵심 아이디어

하반기에도 글로벌 주식시장은 양호한 상승세를 지속할 수 있을 것으로 전망

핵심 변수는 1) 미국 물가 안정화 여부, 2) 이익 전망치 상향 조정 속도 및 업종별 적정 밸류에이션, 3) 미국 중간 선거 어젠다가 될 전망

시장이 연준의 다음 행보를 금리 인상으로 예상한다는 점은 주식시장에게는 기회 요인이라고 판단. 당사 매크로팀에 따르면, 관세 효과 소멸과 유가 안정화는 각각 전년 대비 미국 소비자 물가 70bps, 30bps 하락 요인이 될 것으로 전망. 이로 인해 미국 소비자 물가는 2022년 이후의 안정화 추세를 지속할 가능성이 높다고 판단. 만약, 단기적인 유가 압력으로 인해 미 연준이 기준 금리를 한 차례 정도 인상한다고 하더라도 장기 물가 상승 기대감이 조성되지 않는다면, 주가 상승세에 장애 요인이 되기는 어려울 것으로 전망. 지난 3년 이상 글로벌 증시는 기준 금리가 현재보다 높은 환경에서도 매년 전년 대비 20% 이상의 상승세를 보여 왔음. 이는 현재 수준의 기준 금리가 기업 이익 증가세를 제약할 수 있는 수준이 아닐 수 있음을 의미

글로벌 기업들의 12개월 예상 EPS는 전월 대비 2% 이상 상승세를 지속하고 있음. 특히 IT 업종의 비중이 높은 국가일수록 이익 전망치 상승 속도가 높은 현상이 지속되고 있음. 예를 들어, 일본 증시에서 Kioxia Holdings의 이익 전망치 상향 조정은 6월 한 달 간 Nikkei 225 전체 순이익 전망치 4.4%p 상향 조정에 기여. 글로벌 빅테크 개별 기업들의 이익 퀄리티에 대한 우려가 발생할 수는 있겠으나, 글로벌 유동성 확장세에 문제가 없다면 우려는 전체 글로벌 증시 전반의 의미 있는 조정 요인이기보다는 이익의 기업 간 이동(예를 들어 하드웨어에서 소프트웨어 혹은 비상장 시 기업)으로 해석하는 것이 타당하다고 판단

AI로 인한 생산성 개선만 나타나고 있다면, 관건은 밸류에이션 프리미엄을 어느 업종에 적용할 것인가에 대한 문제. 글로벌 IT 소프트웨어 기업들의 밸류에이션은 1년 전까지만 해도 다른 업종 대비 상당한 프리미엄에 거래되었으나, 이제는 그 프리미엄을 대부분 반납. 시장은 해당 시가총액을 하드웨어 기업에 부여하는 것을 주저하고 있으나, '범용 지능의 소재(commodity)화'를 시장이 받아들일 경우, 반도체 등 IT 하드웨어 기업들의 밸류에이션 리레이팅 나타날 가능성 있다고 판단

한편, 미국 중간 선거 결과의 윤곽이 드러나는 시점에 정책 불확실성이 높아질 수 있다는 점에서 4분기는 변동성이 높은 시기가 될 것으로 예상. AI 테마에 투자와 이익이 과도하게 집중된 것은 사실이기 때문에 이를 정책적으로 해소하려는 움직임이 나타날 경우, 업종 배분 전략에 영향을 미칠 가능성도 있을 것

기준 금리 인상이 컨센서스라는 것은 글로벌 증시에는 기회 요인

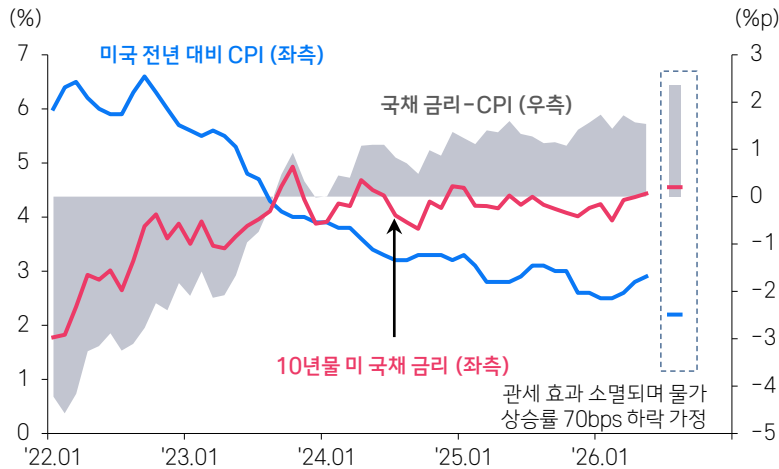
▶ 2022년 이후 물가안정 추세 유지될 전망

- 당사 매크로팀에 따르면, 하반기 미국 소비자 물가는 관세 효과 소멸되며 70bps가량 하락할 전망 (유가안정 시 추가 30bps 하락)

▶ 미국 기준 금리 한두 차례 인상이 글로벌 증시 상승을 제한하기 어려울 것

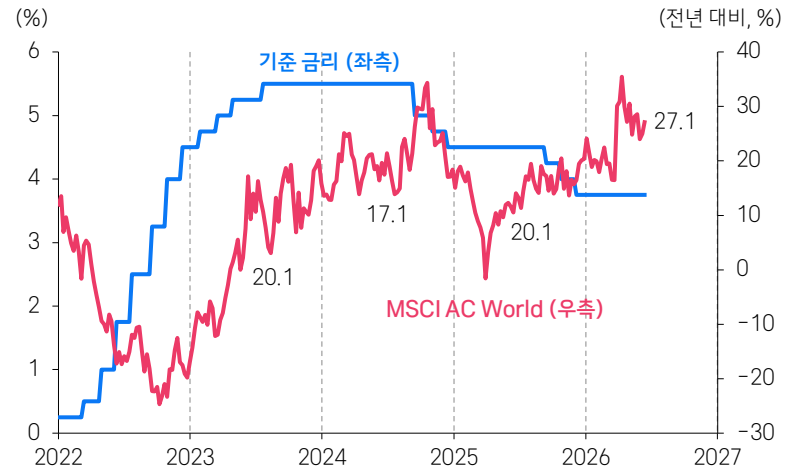
- 과거 3년 간 더 높은 기준 금리 환경에서도 글로벌 증시 20% 이상의 상승세 지속

미국 소비자 물가와 10년 만기 국채 금리



자료: Bloomberg, 삼성증권

미국 기준 금리와 글로벌 증시 연간 수익률

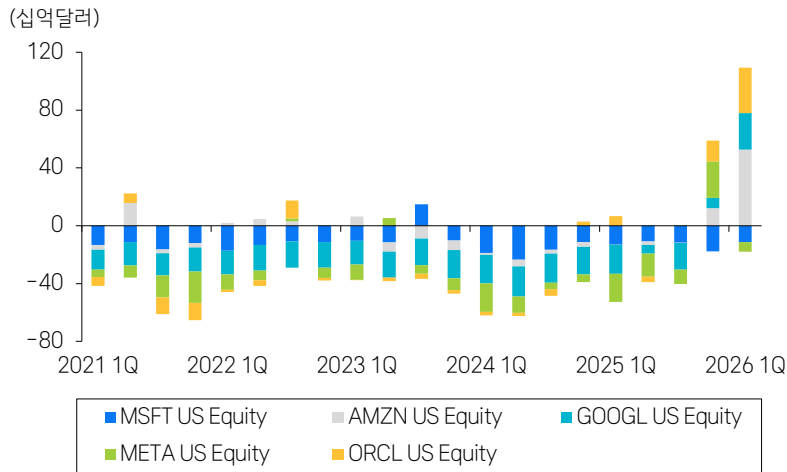


자료: LSEG, 삼성증권

신용 관련 부담 징후도 아직은 없다고 판단

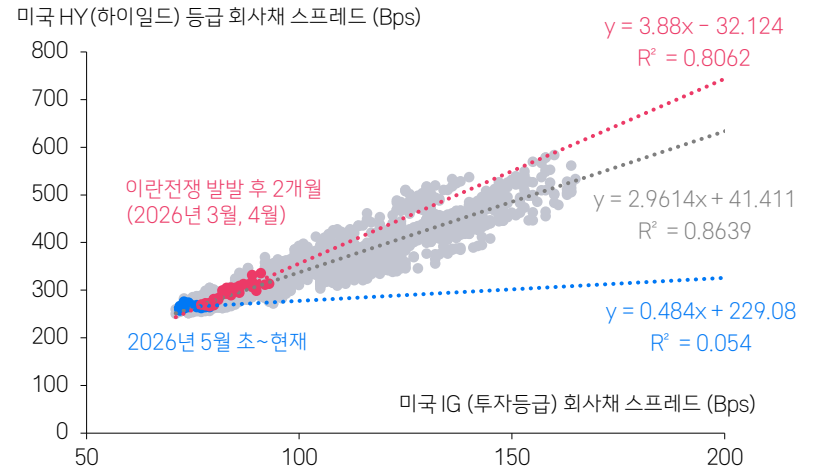
- ▶ 미국 빅테크 기업들은 차입을 통한 자금 조달을 확대하고 있으나,
- ▶ 미국 하이일드 등급 회사채 스프레드도 아직은 안정적 수준
 - 2026년 5월 초 이후에는 투자 등급 채권 스프레드의 변화 대비 하이일드 채권 스프레드의 변화폭이 크지 않음
 - 아직은 빅테크 기업들의 자금 조달이 하위 기업들의 자금 조달에 큰 영향을 미치지 않고 있다는 뜻

주요 빅테크 기업 재무 활동 현금흐름



자료: Bloomberg, 삼성증권

미국 회사채 스프레드 (2013년 초~현재)

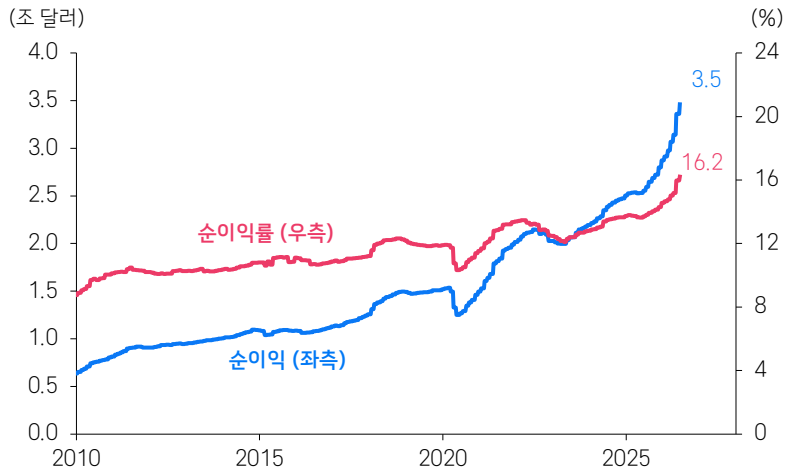


참고: 팬데믹 기간 (2020년 2월 말~2020년 7월 말) 제외
자료: Bloomberg, 삼성증권

기업 이익이 양호해 순부채 비율이 오히려 하락하는 국면

- ▶ S&P500 기업의 순이익률 전망치는 16.2%로 사상 최대 수준
- ▶ 차입의 증가에도 불구하고, 순부채 비율은 오히려 하락하는 추세
 - 이익 증가로 인해 자기자본도 함께 증가하기 때문

S&P500 기업 순이익과 순이익률



자료: LSEG, 삼성증권

S&P500 기업 순부채 비율



참고: 비금융기업대상
자료: LSEG, 삼성증권

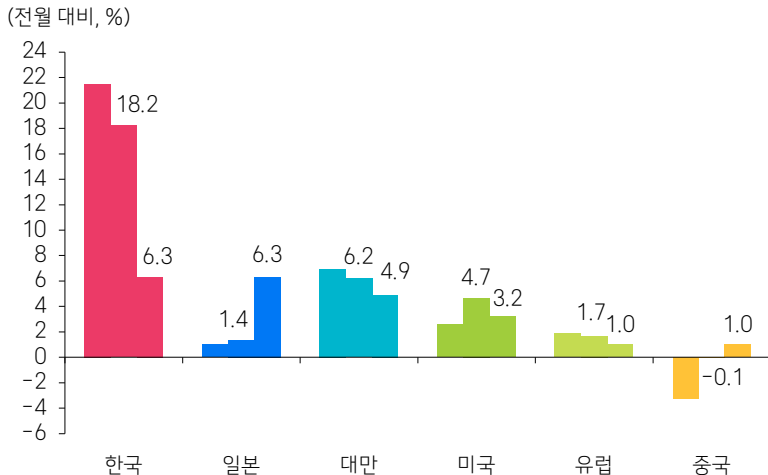
글로벌 증시 이익 모멘텀 높은 수준 유지

▶ IT 업종 비중 높은 국가들의 이익 모멘텀 강세 유지

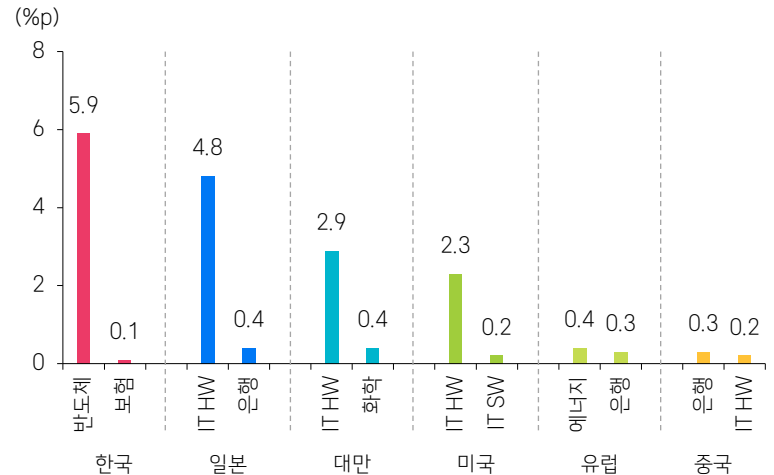
- 일본 증시에서 Kioxia Holdings의 이익 전망치 상향 조정은 6월 한 달 간 Nikkei 225 전체 순이익 전망치 4.4%p 상향 조정에 기여
- 한국은 인건비 증가 등이 반영 되며 지난 수개월에 비해 이익 모멘텀 둔화되었으나, 2분기 실적 시즌을 계기로 상향 조정 폭 확대 전망

▶ 일본, 대만, 유럽, 중국 등에서는 은행이 이익 모멘텀을 견인

주요국 증시 전월 대비 12개월 EPS (4, 5, 6월)



6월 업종별 증시 순이익 상향 조정 기여도



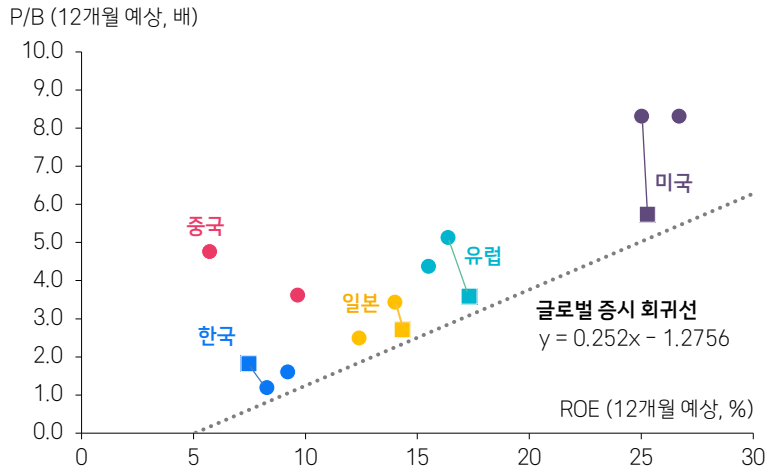
참고: 6월 19일 기준, 한국 KOSPI 200, 미국 S&P 500, 유럽 MSCI 유럽, 일본 Nikkei 225, 대만 가관 지수, 중국 CSI 300 흑자 기업 대상
 자료: LSEG, Quantwise, 삼성증권

참고: 오른쪽 차트의 합계가 왼쪽 차트의 6월 수치를 설명. 차이는 기타 업종
 자료: LSEG, Quantwise, 삼성증권

IT 소프트웨어 대비 반도체의 밸류에이션 강세 전망

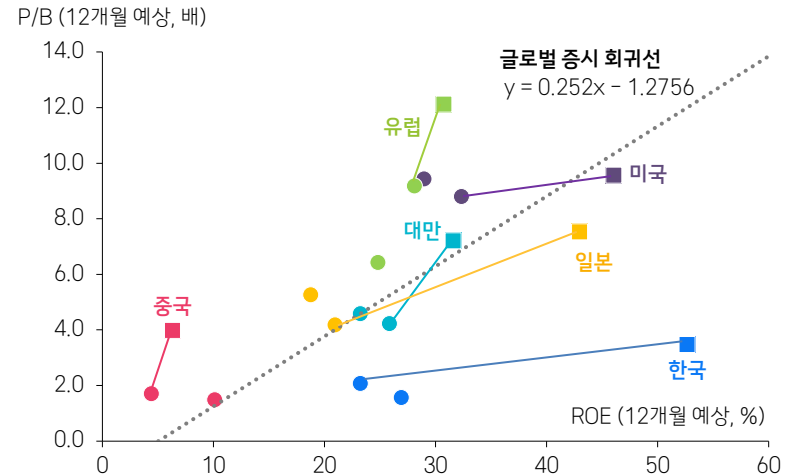
- ▶ 지난 2년 동안 소프트웨어 업종은 밸류에이션이 하락하며 그동안 누리던 밸류에이션 프리미엄 상당 부문 소멸
- ▶ 지난 1년 동안 실적 전망치가 크게 개선된 반도체 업종 밸류에이션이 관건
 - 소프트웨어 기업들이 누리던 밸류에이션 프리미엄을 누리게 될 가능성 높다고 판단
 - AI의 발전을 '범용 지능의 소재(commodity)화'로 받아들일지 관심

소프트웨어와 서비스 업종 밸류에이션



참고: 네모는 2026년 6월 19일, 동그라미는 1년과 2년 전
자료: Quantwise, 삼성증권

반도체 업종 밸류에이션



참고: 네모는 2026년 6월 19일, 동그라미는 1년과 2년 전
자료: Quantwise, 삼성증권

한국 주식시장 Outlook

3M	-1	0	+1
12M	-1	0	+1

+1: Positive, 0: Neutral, -1: Negative (전월은 회색)

양일우 팀장/수석연구위원 iw.yang@samsung.com
권범석 선임연구위원 beomseok.kwon@samsung.com

☀ 핵심 아이디어

하반기에도 한국 증시 강세를 전망. 3분기까지는 반도체 등 AI 밸류체인 연관 업종이 강세를 지속할 것으로 예상되고, 4분기는 내수 업종까지도 온기가 확산될 수 있을 것으로 전망

한국 증시 하반기 핵심 변수로서 1) 기업 이익 전망치 추가상향 조정 가능성, 2) 정상화된 밸류에이션 수준, 3) 수급으로 인한 변동성 추가 확대 여부 제시

2026년 예상 영업이익의 73%를 차지하는 반도체 업종의 하반기 이익 전망치 추가상향 조정 가능성 높다고 판단하는데, 현재 수준의 영업이익 컨센서스는 하반기 내내 반도체 가격이 상승하지 않아도 달성 가능한 수준이라고 판단하기 때문. 반면, 글로벌 유동성에 기반한 수요가 지수함수 형태로 증가하고 있어 실제 반도체 가격은 시장 예상 대비 강세를 지속할 가능성이 높다고 판단. 한편, 향후 한국의 명목 GDP가 향후 12개월 동안 전년 대비 10% 이상 성장할 가능성이 높아지면서, 금융 및 내수 업종의 이익 전망치 역시 상향 조정될 가능성이 높다고 판단

하반기의 또다른 주요 이슈는 정상화된 밸류에이션 수준에 대한 논쟁이 될 것. KOSPI의 (이하 LSEG 컨센서스 기준) 12개월 예상 ROE는 23.3%로 S&P500의 23%를 상회하기 시작. 이에 비해 KOSPI는 여전히 P/B 2배 수준에 거래되고 있어 미국 4.7배뿐만 아니라, 대만 4.3배에 비해 심각한 저평가 상태. 시간이 지날수록 글로벌 투자자들은 AI 밸류체인 범용으로 작용하는 메모리 산업에 심각한 디스카운트를 적용할 필요는 없다고 여길 것으로 판단

다만, 수급 요인으로 인해 높은 변동성은 감내해야 할 가능성이 높을 것. KOSPI는 2026년 4월 중순 이후 S&P500에 비해 4배 수준의 변동성을 보이고 있음. 하반기에도 높은 변동성을 보일 가능성은 매우 높다고 판단. 최근 매수 자금으로 활용되는 ETF 중 레버리지 ETF 비중이 매우 높은 수준이기 때문. 레버리지 ETF는 신용 확대와 유사한 효과를 보여줄 수 있기 때문에 높은 주가 변동성의 원인이 될 수 있음

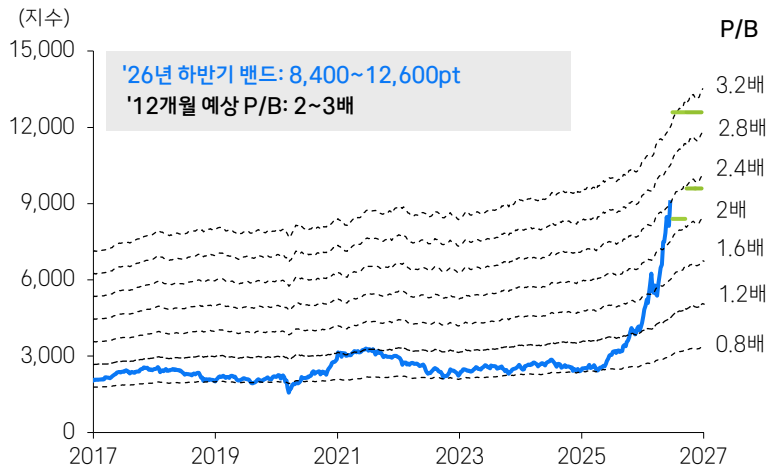
현재 23.3%인 KOSPI의 12개월 예상 ROE가 하반기 중 24%를 넘어설 것으로 예상됨에 따라, 지속 가능한 ROE (10%와 24%의 평균)를 17%로 가정하고 이에 적절한 P/B 3배를 적용한 12,600pt를 상단으로 제시. 한편, 12개월 예상 P/E 8배에 해당하는 8,400pt를 하단으로 제시. P/E 8배는 지난 20년 간 주간 기준 3주 이상 하회한 적이 없는 의미 있는 바닥으로 작용할 수 있다고 판단

하반기 KOSPI 전망: 8,400~12,600pt

▶ 남아 있는 이익 모멘텀과 밸류에이션 재평가 지속 전망

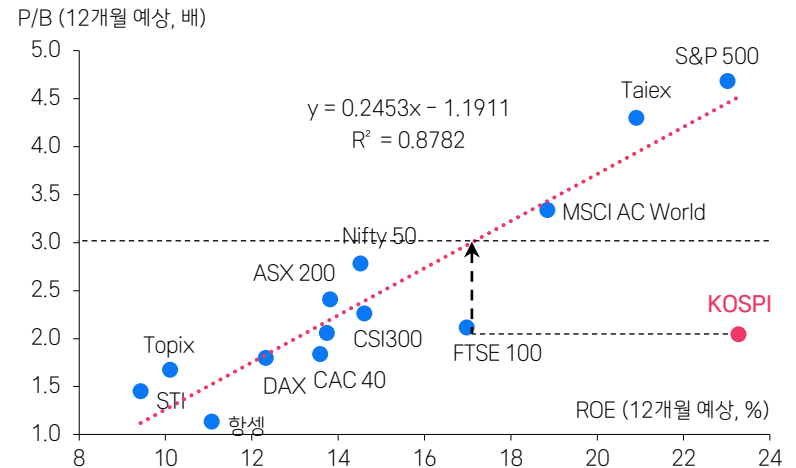
- KOSPI 12개월 예상 ROE는 23.3%로 S&P500의 23%를 상회하기 시작. KOSPI 이익 전망치 추가 상향 조정 여지 있다고 판단
- 지속 가능한 ROE 가정을 16.3%에서 17%로 상향 조정하고, 적정 P/B를 3배를 적용한 12,600pt를 연간 상단으로 제시
- 하단 8,400pt는 12개월 예상 P/E 8배 적용. 지난 20년 간 KOSPI는 주간 기준으로 P/E 8배 미 만에서 3주 연속 거래된 적이 없음

2026년 하반기 KOSPI 전망



참고: 6월 19일 12개월 예상 기준
자료: LSEG Workspace, 삼성증권

글로벌 증시 ROE와 P/B (12개월 예상)



참고: 6월 19일 기준
자료: LSEG Workspace, 삼성증권

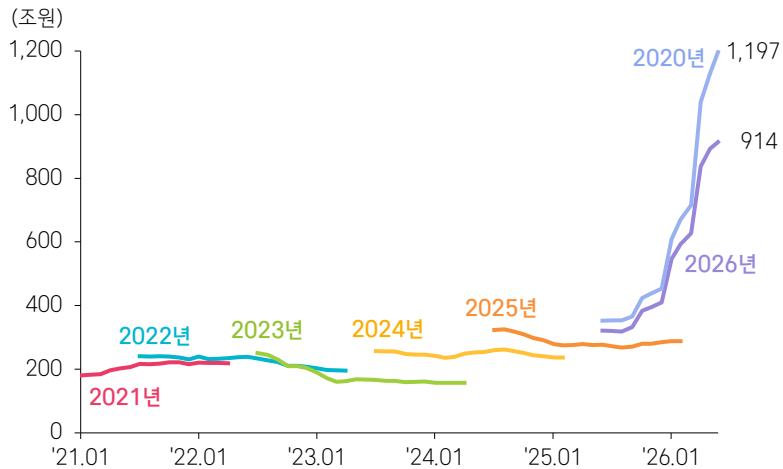
반도체 업종의 증익 기여도 여전히 높으나, 금융, 내수 업종 이익 전망치 상향 전망

▶ 2026년 영업이익 전망치 상향 조정 추세 지속

- KOSPI 200 기업의 2027년 컨센서스 영업이익은 전년 대비 31%가량 증가할 것으로 추정
- 전년 대비 증익 규모 약 283조원 중 87%인 246조원이 반도체 업종에 집중

▶ 은행, 증권 등 금융 업종의 2027년 전망치 상향 조정 여지 있다고 판단

연간 영업이익 추정치 (KOSPI 200)



참고: 6월 23일 기준
자료: Quantwise, 삼성증권

2026년 영업이익 증가 기여 업종 Top 10

순위	기업	영업이익 전망 (조원)		차이	
		2026E	2027E	(조원)	(%)
1	반도체와 반도체 장비	668.8	915.0	246.2	36.8
2	자본재	58.3	70.6	12.3	21.1
3	전자와 전기제품	5.0	9.8	4.8	97.0
4	소재	10.8	15.3	4.5	41.5
5	자동차와 부품	31.1	34.6	3.5	11.2
6	유틸리티	12.6	15.9	3.3	25.8
7	보험	10.3	13.0	2.8	27.2
8	은행	34.3	36.3	2.0	5.9
9	기술 하드웨어와 장비	2.7	4.0	1.3	49.1
10	운송	5.1	6.4	1.2	24.2

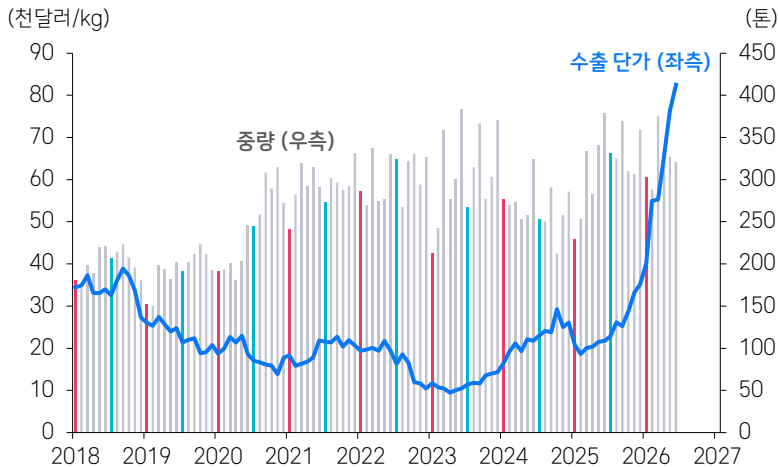
참고: 6월 23일 기준, W126 기준
자료: Quantwise, 삼성증권

유동성이 허락하는 한 AI 수요는 지수함수로 증가

▶ 반도체 업종 이익 모멘텀 하반기에도 지속 전망

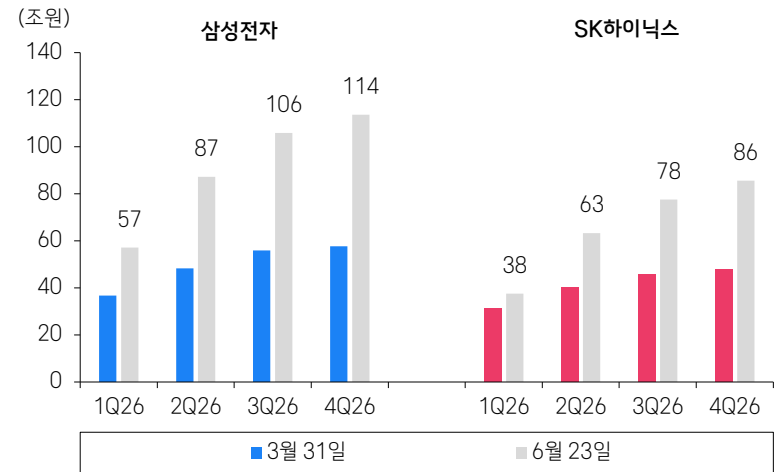
- 반도체 기업 하반기 영업이익 컨센서스는 2월 말 수준의 반도체 출하 가격이 유지되지만 해도 달성 가능한 수준이라고 판단
- 수요의 강세로 하반기 반도체 가격은 시장 예상을 지속적으로 상회할 가능성이 높다고 판단

한국 반도체 수출 단가



참고: 2026년 6월은 20일 누계×3/2
 자료: 관세청, 삼성증권

삼성전자, SK하이닉스 영업이익 컨센서스



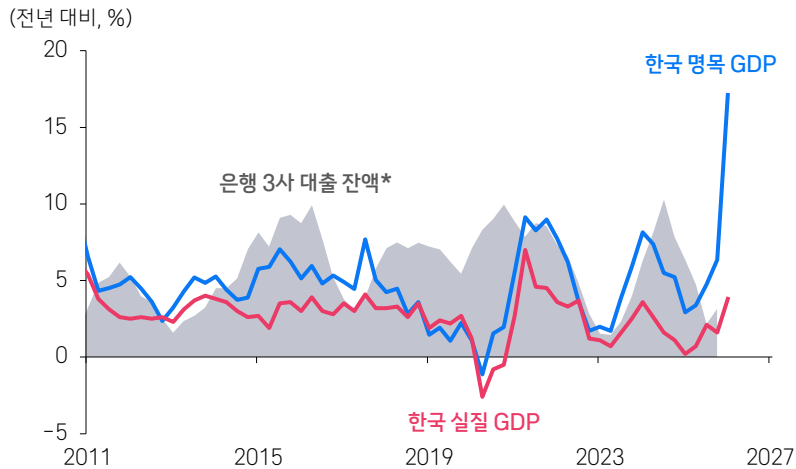
참고: 1Q26 수치는 실제치
 자료: Quantiverse, 삼성증권

기업 이익 급증에 따른 내수 개선도 기대할 만

▶실질 GDP 외에 명목 GDP도 참고해야

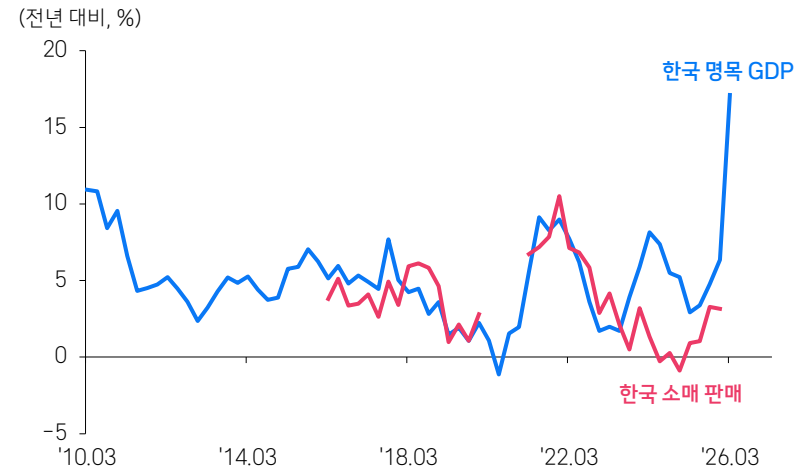
- 향후 12개월간 한국 명목 GDP는 전년 대비 10% 이상의 성장세를 보일 전망
- 이에 따라, 은행 대출 및 소매 판매 성장률도 과거보다 크게 높은 수준을 보일 가능성 있을 것

한국 GDP와 은행 대출 잔액



참고: *KB, 우리, 신한은행 합계
자료: 한국은행, 금융감독원, 삼성증권

한국 명목 GDP와 소매 판매



참고: 팬데믹 기간(2020년) 제외
자료: 한국은행, 통계청, 삼성증권

다만, 높은 변동성은 감내해야 할 것

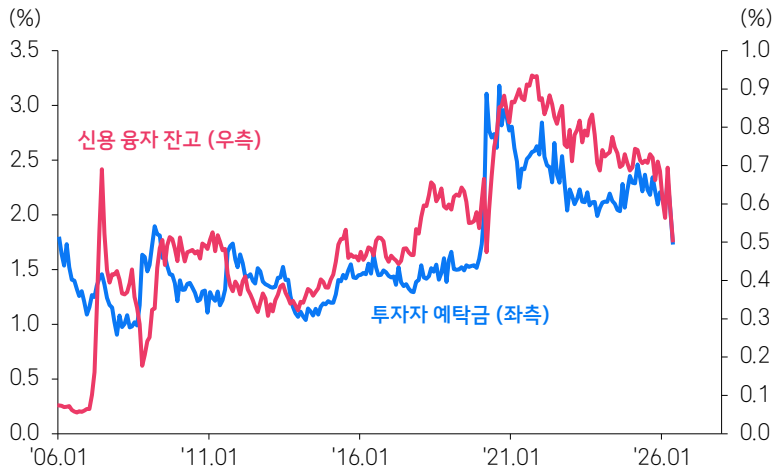
▶ 전통적인 신용 확대가 변동성 확대 요인은 아닐 것

- 투자자 예탁금과 신용 용자 잔고는 5월 말 기준 각각 132조원과 38조원으로 사상 최대지만, 시가총액 대비 비중은 오히려 하락하는 추세

▶ 반면, 레버리지 ETF 비중 확대. 이는 수급 측면에서 변동성 확대 요인

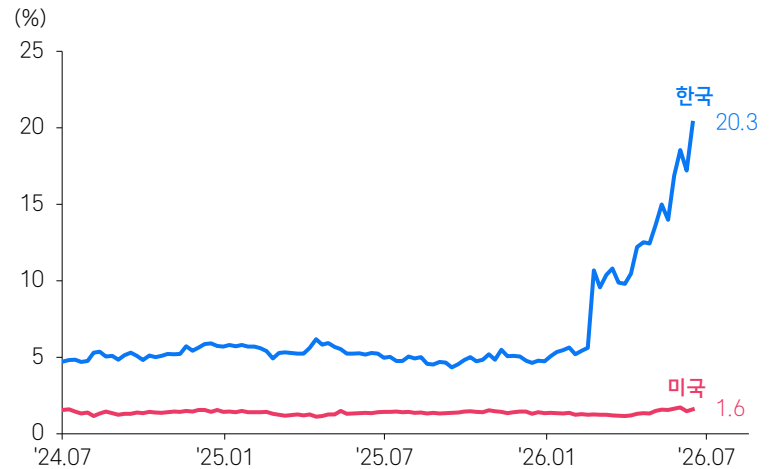
- 전체 ETF 중 레버리지 ETF 비중은 순자산 가액 기준으로 미국은 1.6% 수준이나, 한국은 20.3%로 높음
- 1) 레버리지 ETF 자금 유입으로 인한 주가 상승, 2) 차익 실현 후 레버리지 ETF 추가 매수 시 신용 창출과 유사한 효과 발생

투자자 예탁금과 신용 용자 잔고 (시가총액* 대비)



참고: *KOSPI, KOSDAQ 합계 기준
자료: 금융투자협회, Quantwise, 삼성증권

전체 ETF 중 레버리지 ETF 비중



참고: 순자산가액(NAV) 기준
자료: EPFR, 삼성증권

Premium Picks - 한국

	종목명	코드	주가 (원)		시가총액 (조원)	Valuation (배, %)				
			현재가	목표가		P/E	P/B	EPS 증가율	ROE	배당수익률
IT	삼성전자	005930 KS	358,500	500,000	2095.9	6.8	2.7	635.2	39.2	1.5
	SK하이닉스	000660 KS	2,917,000	3,500,000	2079.0	8.0	4.2	447.1	53.1	0.3
	삼성전기	009150 KS	1,997,000	1,000,000	149.2	88.7	12.8	86.8	14.4	0.1
경기소비재	현대차	005380 KS	503,000	900,000	103.0	12.1	1.0	-1.7	8.5	2.4
	에이피알	278470 KS	381,000	510,000	14.3	22.8	13.4	91.2	58.5	1.6
	신세계	004170 KS	741,000	565,000	7.0	17.4	1.3	251.3	7.5	0.8
금융	한국금융지주	071050 KS	214,000	320,000	11.9	5.0	0.9	26.6	17.3	5.2
산업재	두산에너지빌리티	034020 KS	87,800	160,000	56.2	137.0	6.6	35.7	4.8	0.0
	효성중공업	298040 KS	3,280,000	4,300,000	30.6	31.3	8.5	63.4	27.1	0.4
	삼성E&A	028050 KS	43,200	64,000	8.5	11.1	1.5	17.0	13.6	2.1

참고: '26년 6월 25일 종가 기준
자료: Quantwise, 삼성증권

미국 주식시장 Outlook

3M	-1	0	+1
12M	-1	0	+1

+1: Positive, 0: Neutral, -1: Negative (전월은 회색)

박혜란 선임연구원 hyerani.park@samsung.com

☀ 핵심 아이디어

하반기 S&P 500 지수 밴드 7,200 ~ 8,150pt 전망. 'AI, 경기, 실적' 등 3개 요소를 바탕으로 주식시장의 추세 상승은 지속될 것. 비록 금리 인하 기대는 크게 후퇴하였지만, 증시 추세를 반전시킬 매크로 환경의 하방 위험은 크지 않음. 올해 S&P 500 연간 EPS 성장률은 전년 대비 +24.5% 상승하고, 이익 상승의 50%를 IT 업종이 기여. 특히 엔비디아를 제외한 반도체와 H/W 저장장치가 전체 이익 상승의 25%를 견인해, 메모리 반도체의 이익 모멘텀은 압도적. 하반기에도 메모리 반도체를 중심으로 한 AI 리더십은 지속될 전망

AI Capex 사이클의 지속 가능성에 대한 논쟁은 향후 변수. 경쟁적으로 Capex를 늘리고 있는 주요 하이퍼스케일러들의 Capex 증가율은 '27년까지 매출 증가율을 상회. 즉 돈을 버는 속도보다 쓰는 속도가 빠르다는 것. 문제는 Capex 투자를 하기 위해 현금이 고갈된 하이퍼스케일러들이 회사채 발행은 물론 유상증자를 단행하며 자금을 조달하고 있어 ROI 우려가 지속됨이 불가피. Capex 지속성에 대한 신뢰 또한 훼손될 위험 잠재. 향후 메모리 반도체의 이익과 주가 모멘텀이 지속되기 위해선 Capex 속도에 대한 신뢰도 유지가 관건

한편, AI 기업들의 자금 조달 경쟁은 주식 공모시장으로도 확대되고 있음. 하반기 스페이스X에 이어 오픈 AI, 앤스로픽이 상장할 예정. 스페이스X와 오픈 AI, 앤스로픽의 합산 기업 가치는 4조 달러가 넘고, 이들이 IPO를 통해 조달하는 자금은 무려 2,000억 달러에 이를 것으로 추정. 과거 IPO가 집중되던 시기 주식시장의 정점이었던 경험들이 이번 대형 IPO와 맞물려 시장의 우려를 자극. 그러나 펀더멘털 없이 테마와 유행성에 의존해 무분별하게 상장했던 과거 대표적인 사례들('90년대 후반, '21년)과 현재 국면은 본질적으로 다르다고 판단. 이보다 중요한 주식시장 시사점은 오픈AI와 앤스로픽이 상장함으로써 주식시장의 AI 투자 지형도가 바뀐다는 것

1) 프론티어 AI 모델 개발사이자 독보적인 해자를 보유한 기업들이 상장함으로써 AI pure play가 가능해짐. 대안이었던 빅테크들의 프리미엄 지위는 상대적으로 약화될 수 있음. 2) AI 모델 성과와 이용자 수, 이로부터 창출되는 매출 등 AI 모델 기업 간 경쟁이 본격화되고 주가 또한 차별화될 것. 3) 장단기 밸류에이션 멀티플의 우위 구도가 변화할 수 있음. 리스크 요인도 존재. 오픈AI와 앤스로픽의 상장으로 현재 AI 기업들을 둘러싼 순환 구조의 위험이 부각될 수 있음

하반기 S&P 500: 7,200 ~ 8,150pt

▶ 강세장 후반기, 상승 연장을 결정하는 핵심 동력은 실적

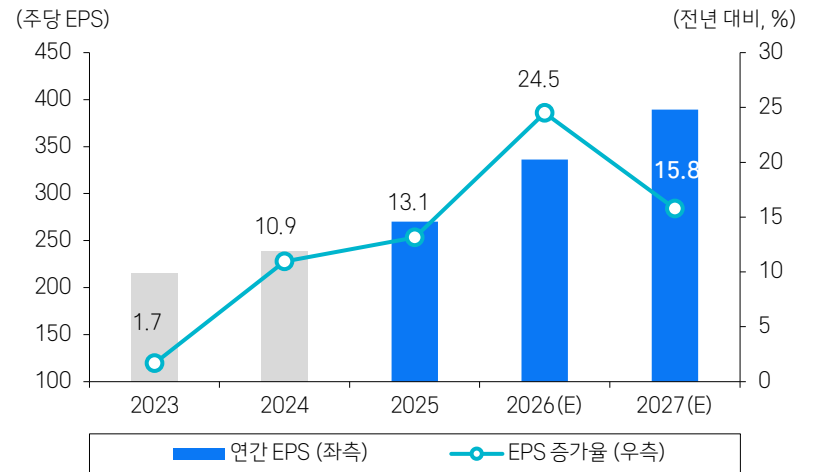
- 견고한 경기와 금리 인하 기대 후퇴로 인해 시장 금리의 하락 압력은 제한적 ▷ P/E 멀티플 확장 기대하기 어려움
- 올해 S&P 500 연간 EPS 성장률은 전년 대비 +24.5% 상승 전망 (12m fwd EPS 기준 연말까지 +8.2%)
: IT(yoy +49%)가 이익 성장을 50% 주도

S&P 500 지수 밴드 추정 근거

		12MF P/E (배)								
		10년 평균		현재	연말 타겟	1SD		2SD		
		18	19.5	20	20.5	21	21.5	23	24	
12MF EPS (주당 달러)	현재	360	6,480	7,020	7,200	7,380	7,560	7,740	8,280	8,640
		365	6,570	7,118	7,300	7,483	7,665	7,848	8,395	8,760
		370	6,660	7,215	7,400	7,585	7,770	7,955	8,510	8,880
		375	6,750	7,313	7,500	7,688	7,875	8,063	8,625	9,000
		380	6,840	7,410	7,600	7,790	7,980	8,170	8,740	9,120
		385	6,930	7,508	7,700	7,893	8,085	8,278	8,855	9,240
	연말 타겟	390	7,020	7,605	7,800	7,995	8,190	8,385	8,970	9,360

자료: Factset, 삼성증권

올해 S&P 500 이익은 +24.5% 증가



참고: EPS 기준
자료: Factset, 삼성증권

시장 리더십은 시에 '돈을 쓰는 기업'에서 시로 '돈을 버는 기업'으로 이동

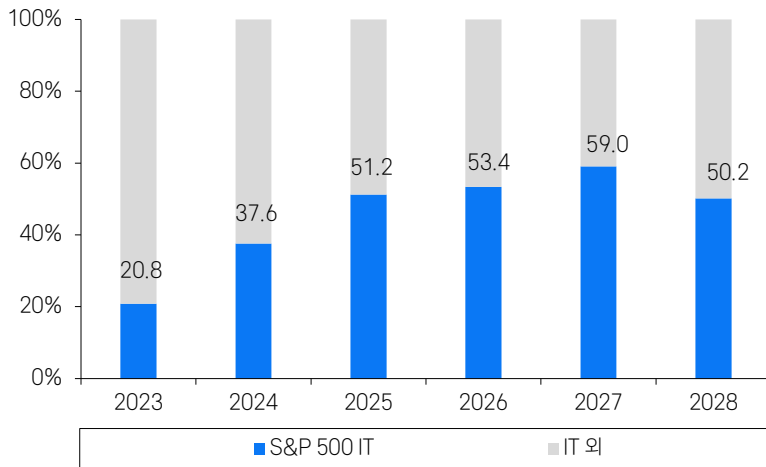
▶ AI의 주식시장 리더십을 단순 쏠림으로만 해석하기에는 구조적인 변화를 과소평가

- S&P 500 이익 성장의 IT 기여도는 23년 `20.8%에서 `27년 59%까지 증가

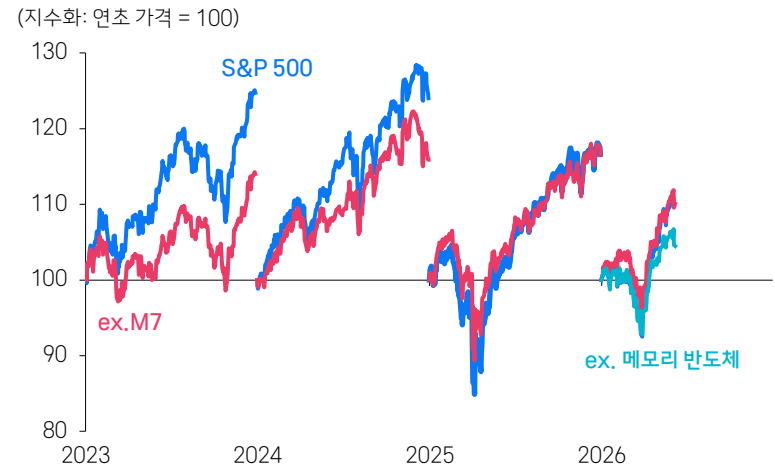
▶ AI 리더십 지속되지만 주도 테마는 교체

- ROI에 대한 불확실성으로 `23-24년 시장을 주도했던 빅테크의 시장 주도력은 약화
- 데이터센터 확장 수요와 공급 부족으로 인해 실적이 폭발적으로 증가하는 메모리 반도체로 시장의 시선은 이동

S&P 500 이익 성장의 IT 기여도는 `27년까지 증가



주식시장의 AI 리더십 교체는 이미 진행



자료: Factset, 삼성증권

참고: Netincome 기준, 연간 이익 증가율 기여도를 백분율로 표시
자료: Factset, 삼성증권

하반기에도 메모리 반도체 리더십은 지속

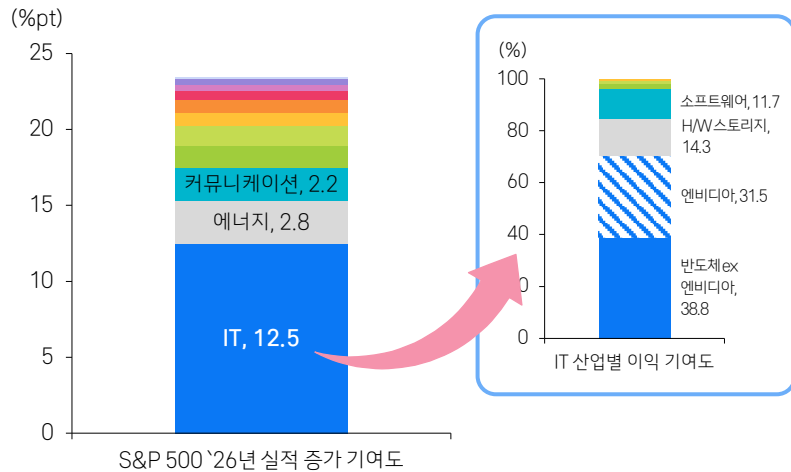
▶ 올해 전체 이익 성장의 25%를 메모리 반도체/저장장치가 견인

- 엔비디아를 제외한 반도체/저장장치 실적의 S&P 500 이익 성장 기여도는 25%에 달함
- 올해 메모리 반도체의 이익 성장률은 엔비디아를 능가하며 폭발적인 성장을 지속할 전망

▶ 상승 강도는 상반기보다 완만해질 수 있지만 모멘텀은 유효

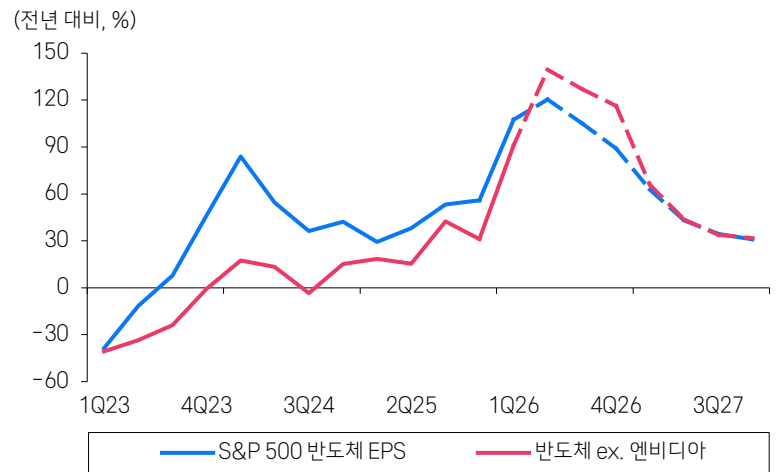
- 메모리 반도체 기업들의 이익 증가율은 2분기를 정점으로 감소
- 하지만 적어도 올해까지 그 속도는 매우 완만해, 절대 수준을 보면 여전히 전년 대비 90~100% 증가할 전망

올해 전체 이익 성장의 25%를 메모리 반도체/저장장치가 견인



참고: Netincome 기준, IT업종의 연간 이익 증가율의 산업별 기여도를 백분율로 표시
 자료: Factset, 삼성증권

반도체 ex. 엔비디아 기업들의 이익 증가율은 엔비디아를 상회



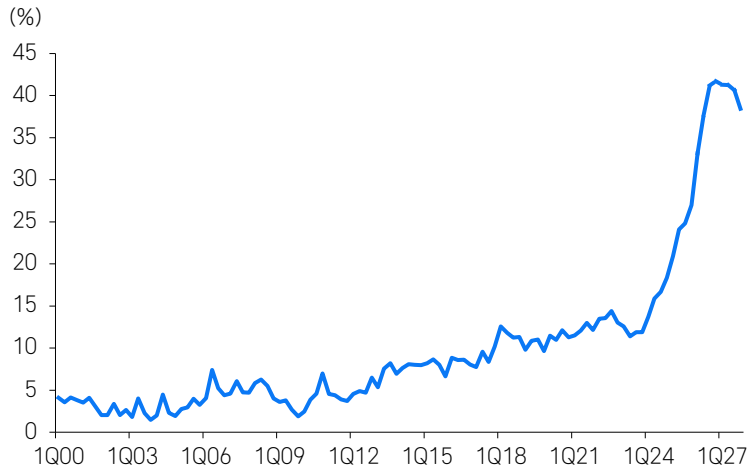
자료: Factset, 삼성증권

AI capex 사이클의 지속 가능성에 대한 논쟁

▶ 하반기 반도체 기업들이 실적 가시성과 전망 상향 여부는 AI Capex 속도에 대한 신뢰가 관건

- 내년까지 주요 하이퍼스케일러들의 CAPEX 증가 속도는 매출 증가 속도를 상회. 즉 돈을 버는 속도보다 돈을 쓰는 속도가 빠름을 의미
- CAPEX 필요성에도 불구하고 시장은 회사채 발행, 유상증자 등 차입을 통한 CAPEX 투자의 지속성에 대한 우려
- 현재 주요 하이퍼스케일러들의 CAPEX 증가율은 3분기까지 증가하는 흐름이지만 지출 전망 흔들릴 경우, 반도체 기업 실적 전망은 물론 주가 흔들림 커질 위험 잠재

주요 하이퍼스케일러* 매출 대비 CAPEX



참고: * 마이크로소프트, 메타, 아마존, 알파벳, 오라클, 점선은 분기 추정치
 자료: Factset, 삼성증권

주요 하이퍼스케일러*의 유상증자 계획 및 현황

	현황	규모
알파벳	6.2일 확정	850억달러
오라클	FY2027 계획	400억달러(기존에 발표한 ATM 200억달러 지분 프로그램 포함)
메타	수백억달러 유상증자 검토 언론 보도 (메타는 부인)	-
아마존	-	-
마이크로소프트	-	-

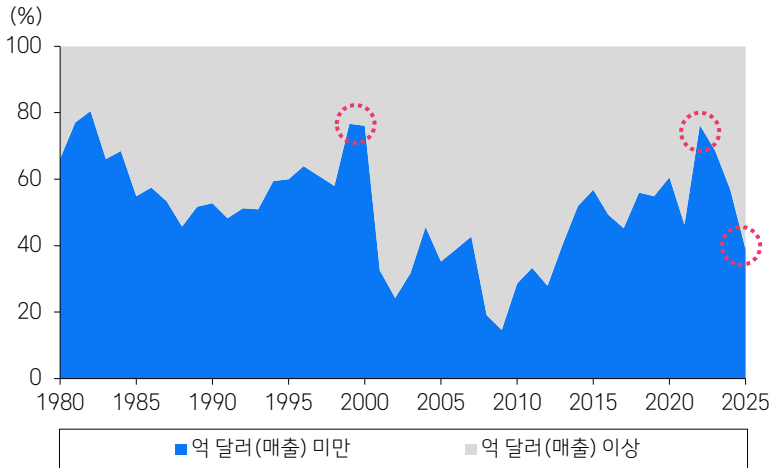
참고: * 마이크로소프트, 메타, 아마존, 알파벳, 오라클
 자료: 기업 공시, 언론 보도, 삼성증권

대형 IPO와 주식시장 시사점 ① 시장 정점 우려는 과도

▶ 시장 정점 우려는 과도하나 투자/자금 조달 경쟁과 기업 가치 고평가 우려는 시험대

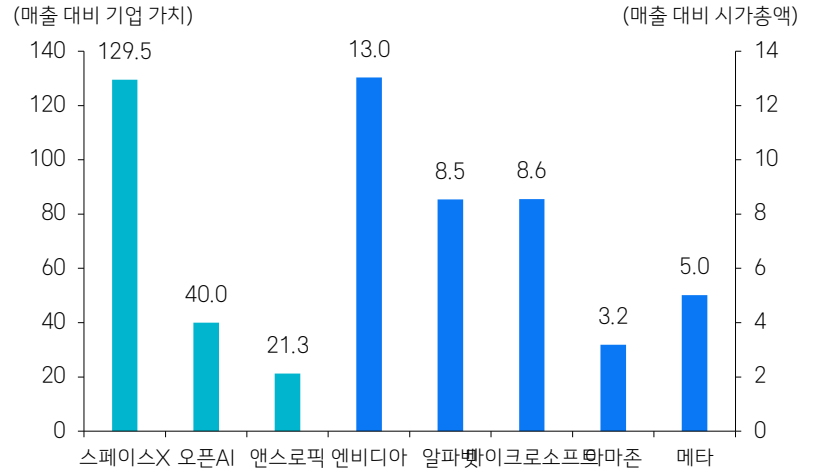
- 막대한 유동성 흡수 우려에도 불구하고 90년대 후반 닷컴 버블, 21년 유동성 환경과는 다른 펀더멘털
- 다만, 하이퍼스케일러를 비롯한 AI 리딩 기업들의 capex 투자와 자금 조달 경쟁은 향후 주가 변동성을 높이는 요인

'90년대 후반, '21년 신규 상장사 80%가 매출 1억 달러 미만



참고: 매출은 2024년 달러 기준 환산, LTM sales, 1980~2025년
 자료: J.Ritter (site.warrington.ufl.edu), 삼성증권

대형 IPO 3사의 밸류에이션은 고평가



참고: 스페이스X, 오픈AI, 앤스로픽 26년 매출은 run-rate 기준
 자료: 스페이스X, 오픈AI, 언론 보도, 삼성증권

대형 IPO와 주식시장 시사점 ② AI 기업 투자 지형의 변화

1 AI pure play: 우회 투자처였던 빅테크 프리미엄 지위 약화

2 AI 투자 계층 정교화: AI 프론티어 모델 기업 간 경쟁 본격화

3 장단기 멀티플 우위 구도 변화 가능성

- 단기: AI 수요 확대가 곧 매출로 이어지는 순수 모델 기업에 더 높은 프리미엄
- 장기: 빅테크의 AI 풀 스택 수직 통합에 따른 비용 효율화와 매출 다변화에 높은 프리미엄

4 리스크: 순환 금융 구조의 위험성 부각

- 빅테크와 오픈AI, 앤스로픽간 상호 투자/매출 구조라는 취약성

중국 주식시장 Outlook

3M	-1	0	+1
12M	-1	0	+1

+1: Positive, 0: Neutral, -1: Negative (전월은 회색)

전종규 수석연구위원/이사 juh21@samsung.com
 금종호 선임연구위원 jongho.keum@samsung.com

☀ 핵심 아이디어

3분기 중국 투자 전략으로 '차이나 본토, 테크 선호' 유지. 하반기 중국 주식시장은 완만한 지수 상승 구간에 위치할 것으로 전망. 중국 증시의 기회 요인으로 ① 펀더멘털 리바운드, ② 정부 정책 모멘텀, ③ AI 테크 사이클 주목. 향후 6개월 상해지수와 홍콩H의 지수 밴드는 각각 3,800~ 4,500pt와 8,000~ 12,000pt 설정. 하반기 중국 주식시장의 흐름은 본토와 테크주가 주도하는 디커플링 장세가 이어질 것. 이는 실적 모멘텀과 유동성 유입에서 발생하는 괴리. 올해 EPS 증가율 전망은 CSI300(+20.3%)>상해(+17.2%)>홍콩H(4.9%) 순이며 상반기 외국인 순매수 또한 테크주로의 쏠림 현상 강화

올해 중국의 견고한 수출 증가(올해 15% 증가 전망)세가 경제성장을 지지할 것으로 판단. 연초 예상보다 높은 수출 부양 효과로 인해 올해와 내년 중국 성장율은 각각 4.7%, 4.6%로 상향 조정. 내수의 경우 상반기는 리오프닝 이후 최악의 수치를 기록하였으나 하반기는 2% 내외의 완만한 회복을 예상하고 장기 침체에 빠진 중국 주택 경기는 향후 1년에 걸쳐 바닥을 타진할 것. 하반기 부동산 지표 중에서 1급지의 가격과 주요 도시의 판매 데이터 주목

하반기 핵심 이슈로 (1) PPI 인플레이션, (2) 차이나 AI Bottlenecks, (3) 차이나 인바운드 제시. 상반기 중국 PPI는 42개월 만에 (+)로 전환, 가격 회복은 Up-stream과 기업 이익의 상승에 기여하는 중요한 변화인데, 하반기 국제 유가가 안정화되는 국면에서도 PPI는 +2.0~3.0% 수준을 기록할 것. 지난해 초 딥시크 모멘트가 시작된 이후 중국의 산업 패러다임은 빠른 속도로 AI 생태계 확장으로 전환 중. 하반기에는 중국 AI 핵심 밸류체인에 해당되는 반도체(CXMT)와 휴머노이드(유니트리)의 상장이 예고된 상황. 하반기에도 차이나 인바운드 증가와 관련 밸류체인의 실적 모멘텀 예상. 중국 인바운드 붐을 이끄는 동력은 한일령과 위안화 초강세. 우리는 올해 차이나 인바운드 증가율 30%와 소비 지출이 크게 증가하는 빅사이클이 이어질 것으로 예상

차이나 포트폴리오 키워드는 『① P(가격 회복) Play, ② 병목(Bottlenecks), ③ 상용화(Monetization)』 중국의 PPI 회복은 에너지, 소재, 친환경 밸류체인의 실적 회복을 견인할 것. 더불어 15.5 경제규획의 적극적인 첨단 제조 육성 정책과 미-중 미니 데탕트는 차이나 테크의 긍정적인 요인. 치열한 글로벌 AI 경쟁에서 실적 고성장의 기회를 얻고 있는 AI Bottleneck 밸류체인(반도체, 소재, 전력망)과 본격적인 상용화 단계에 진입한 로보틱스, 자율주행, 우주항공/바이오투 최우선 섹터로 제시. 하반기 차이나 AI 테크주의 공격적인 IPO 사이클도 차이나 테크주의 상승 모멘텀을 지지할 것

1 투자의견

- 점진적인 지수 상승(Slow bull market), 본토 증시·차이나 테크 선호
- **상해밴드: 3,800~4,500pt / 홍콩H 8,000~12,000pt**
* 지수 상단 12개월 Forward P/E 상해종합 15.8배, 홍콩H 11.6배 (Bloomberg)

2 정부 정책/편더멘털

- 매크로 점검: 완만한 편더멘털 회복 구간, 수출 호조세 속에 하반기 내수 바닥 통과 전망
- 정부 정책 조합: (1) 통화완화 (2) 재정확대: 산업/데이터센터, 전력망, (3) 공급개혁 3.0 전망
* 하반기 부동산 지표 바닥타진. 핵심지표는 1급지 가격과 주요도시 판매 데이터

3 유동성 점검

- 본토 증시 머니 무브, 가계 자산의 자본시장 이동 관심: 가계 예금 172조 위안 규모
- 지정학적 리스크 완화 시 홍콩 증시 유동성 유입 가능

4 포트폴리오 전략

- P(가격 회복) Play: 에너지·소재·친환경 밸류체인
- AI Bottlenecks: 반도체(신규 상장 예정 CXMT, YMTC), 차이나 반도체 ETF, 전력망
- AI+ Usage: 휴머노이드, 자율주행, 바이오, 우주항공

자료: 삼성증권

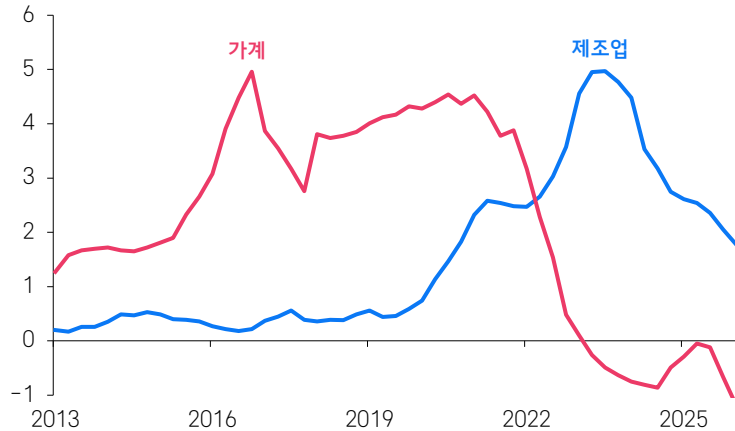
매크로, 2026년 4.7% 성장 전망

▶ 양호한 수출이 성장 견인; 내수는 주택시장 침체와 공급 과잉으로 부진

- '26년 수출 15% 증가 예상. 1) 수출 경쟁력의 제고 지속, 2) 지역별 다변화, 3) 중간재 수출의 확대 등 요인에 비롯
- 주택 건설이 중국 GDP에서 차지하는 비중은 축소; 다만, 여전히 하강국면 지속 중
- 주택시장 부진 지속은 가계의 부채 조정을 통해 소비에 부정적인 영향을 미치고, 지방정부의 재정 여력을 축소시켜 내수 부진을 장기화
- 이구환신의 기저 효과 겹치며 '26년 소매 판매는 1.2% 기록 예상. 고정 자산 투자는 주택 투자 감소에 -2.0% 전망
- 산업 공급 과잉을 감안하면 디플레이션 압력 지속될 것. 한편, 생산자 물가는 기저 효과와 공급 측 물가 압력, 반내권화 이어지며 2% 내외 예상

중국 부문별 대출 증가 추이: 가계 부채 축소 vs. 제조업 대출 증가

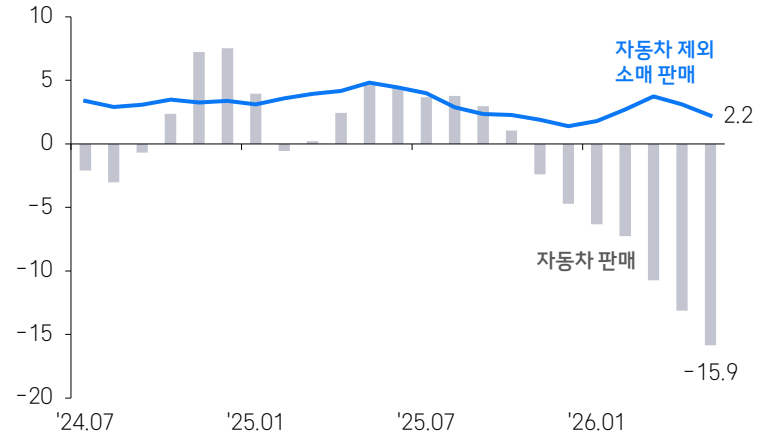
(전년 대비, 조 위안)



참고: 가계는 모기지 대출, 제조업은 공업기업 중장기 대출 기준
 자료: 중국인민은행, 삼성증권

중국 소매 판매, 자동차 제외하면 그나마 양호

(전년 대비, %)



참고: 3개월 이동평균
 자료: 중국 국가통계국, 삼성증권

PPI 인플레이션, P의 파동

▶ 상반기 PPI 리플레이션 → 하반기 Mild 인플레이션

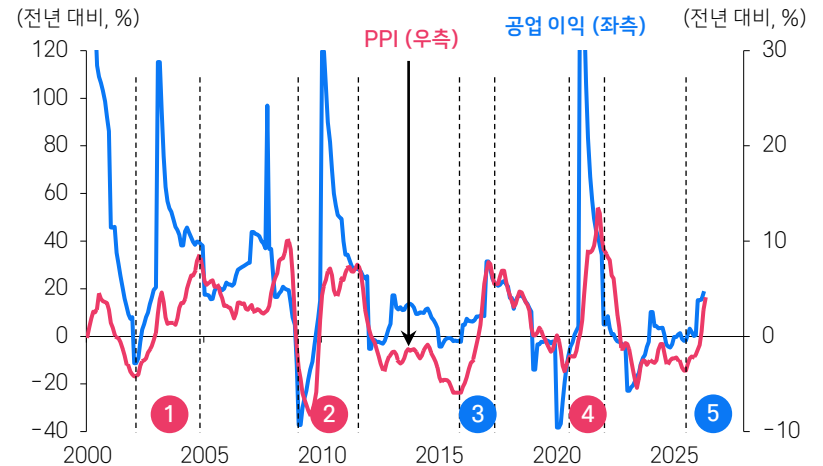
- 이란전쟁, 고유가 영향은 점차 소멸될 전망이다이나 42개월간의 장기 디플레이션의 기저 효과 감안시 하반기 PPI +2~3% 전망
- PPI 안정화 요인은 1) 정부의 가격 안정정책(Anti-involution), 2) 부동산 지표 바닥 타진, 3) 수출과 테크 일부 수요 회복
정부는 철강, 석화, 조선 등 업종의 조정과 낙후 시설 퇴출, 생산 능력 조정, 가격 관리 등을 언급하며 공급 조정("반내권화") 의지를 나타냄
- PPI 인플레이션 효과: Up-stream과 기업 이익 회복, 상반기 공기업 이익 급증(+18.5%)은 이를 반영한 것

PPI 인플레이션 구간 분석

구분	모멘텀	핵심요인/기간	PPI변화/ 기업이익변화
I	Demand	• 제조업, 부동산 Boom/ • '02년 2월 ~ '03년 3월	• '8.8% 포인트 • 126.8% 포인트
II	Demand	• 4조 위안 부양 패키지/ • '09년 7월 ~ '11년 7월	• 15.7% 포인트 • 157.0% 포인트
III	Supply	• 시진핑 공급 측 개혁/ • '15년 8월 ~ '17년 2월	• 13.7% 포인트 • 35.8% 포인트
IV	Demand	• 팬데믹, 공급 정상화/ • '00년 5월 ~ '21년 10월	• 17.2% 포인트 • 217.2% 포인트
	평균	• 18개월	• 13.9% • 134.2% 포인트
V	Supply	• 반내권화와 이란 사태/ • '25년 6월 ~ '26년 2Q 현재	• 6.4% 포인트 • 41.1% 포인트

자료: CEIC, 삼성증권

PPI와 기업 이익 강한 (+) 상관관계



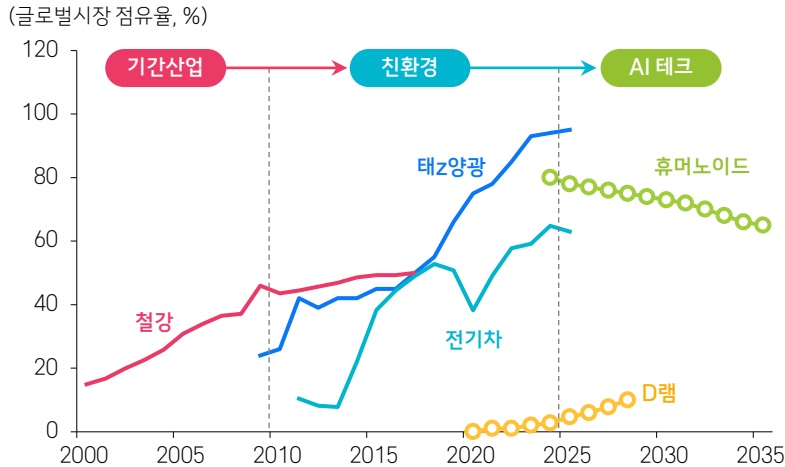
참고: '26년 5월 기준
자료: CEIC, 삼성증권

차이나 AI 사이클, Breaking the AI Bottlenecks

▶ AI 포화경제 시작

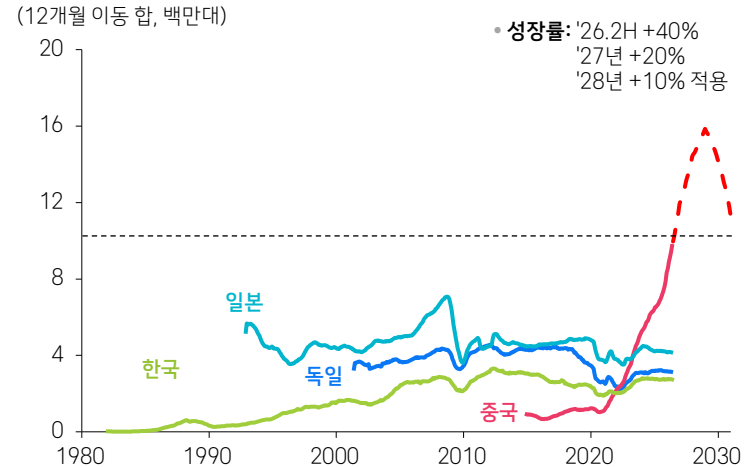
- 상반기 글로벌 핵심 테마는 AI 병목현상: I) AI 수요 폭증 → II) Capex의 경쟁적 확대 → III) AI 병목현상(Bottlenecks)
- 차이나 AI 포화경제 시작: '25년 딥시크 모멘트 + <15.5 산업 고도화 정책>, AI 혁신 생태계 확장 가속
산업화 초기('80~00년), 기초 제조업 붐 → 산업화 중기('01~20년), 제조 업그레이드(친환경/내수 붐) → 산업화 후기('21~ 35년) AI 포화 경제
- 글로벌 공급망 재편 가속: 차이나 테크의 약진/ 전기차 글로벌 파동은 휴머노이드·자율주행·바이오·우주항공 등으로 확산

중국 전략산업 글로벌 시장 점유율 변화, AI 포화 경제 시작점



자료: CEIC, Bloomberg, IDC, 삼성증권 정리

중국 자동차 수출 1천만 대 돌파 전망, 글로벌 지각 변동 예고



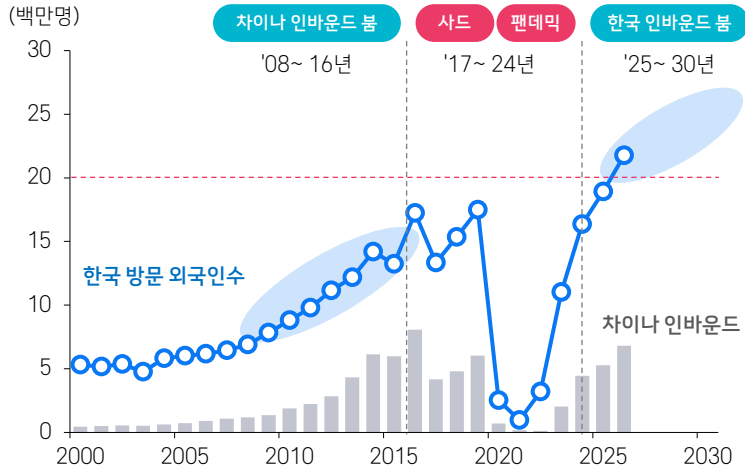
참고: 25년 말 기준
자료: CEIC, 삼성증권 추정

차이나 인바운드 붐, Dual drivers

▶ 한일령과 위안화 강세의 큰 바람

- 반가운 유커의 귀환: 상반기(1~4월) 한국의 중국 방문객 30.5% 증가, 팬데믹 이후 최고의 증가세 기록
- 하반기, 차이나 인바운드 호황 확대 전망: 1) 한일령 반사 효과, 2) 단체여행 비자면제 프로그램, 3) 위안화 초강세 동력
- 중-일 정치적 갈등 발발 이후 올 상반기 일본 방문 중국 여행객 55.1% 급감, 원화 대비 중국 위안화 환율 전년 동기 대비 18.6% 강세 시현
- '26년 차이나 인바운드 효과는 방문객 증가(=전년 대비 +30%), 구매력 확대(=1인당 소비 지출 5~10% 증가)로 116억 달러 초과 전망
→ 수혜 업종은 한국 유통(백화점), K뷰티(화장품/헬스케어), 문화 콘텐츠로 확산 예상

사상 최고의 한국의 인바운드 붐



자료: 한국관광공사, CEIC, 삼성증권

차이나 인바운드 경제효과 추산

'26년 차이나 소비지출 규모 116억 달러 이상

소비지출 규모 = ① 방문객수(Q) * ② 1인당 소비지출 규모(P)

① 방문객수 = 6.8백만 명

'25년 차이나 인바운드(5.3백만 명) * 30% 증가(상반기 증가율)

* 17년 한한령 사례: 일본 차이나 인바운드 '16년 6.3백만명 →

'17년 7.4백만명 → '18년 8.4백만명

② 1인당 소비지출 = 1,700달러

'25년 1인당 소비지출 1,620달러 * 5% 증가

* 최근 1년 원화 대비 위안화 18.6% 절상

참고: '25년말 기준

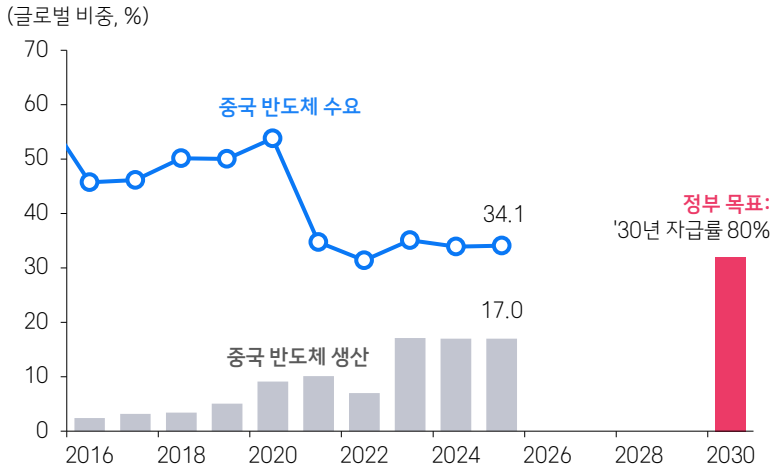
자료: CEIC, 삼성증권 추정

3분기 포트폴리오 전략

▶ 하반기 키워드는 『① P(가격), ② B(Bottleneck), ③ M(Monetization)』

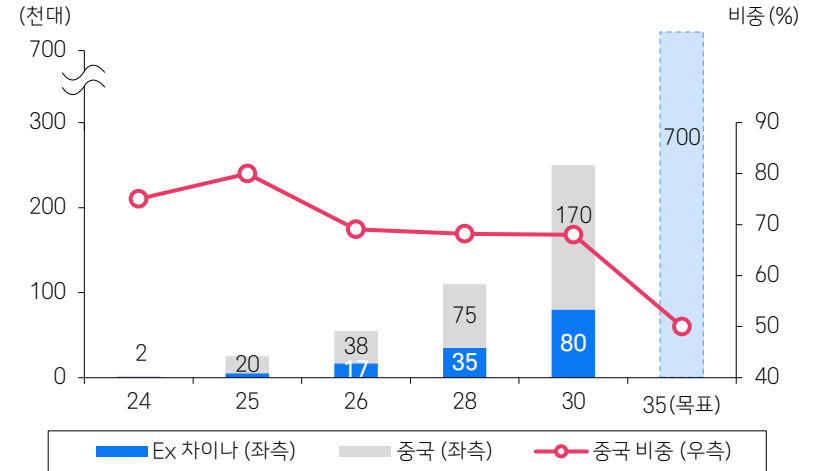
- 상반기에 이어 하반기 온건한 PPI 인플레이션은 에너지, 소재, 친환경 밸류체인의 실적 모멘텀 기여
- 중국의 AI Bottleneck 핵심 밸류체인은 반도체/소재/전력망, 특히 중국 반도체 국산화의 핵심인 CXMT, YMTC IPO 예정
- 피지컬 AI 상용화는 중국 밸류체인이 상당부분 선점, 하드웨어와 가격 경쟁력을 기반으로 휴머노이드/자율주행 시장 빠르게 확대 : 휴머노이드, 유니트리 상장으로 본격적인 피지컬 AI 대표기업의 모멘텀 발현 전망

중국 반도체 후발주자, '30년 반도체 자급률 80% 제시



자료: WSTS, 언론 보도, 삼성증권

중국이 주도하는 휴머노이드 상용화, 대표 기업 데뷔 러시



자료: Counterpoint, 글로벌IB, 삼성증권 추정

유럽 주식시장 Outlook

3M	-1	0	+1
12M	-1	0	+1

+1: Positive, 0: Neutral, -1: Negative (전월은 회색)

양지성 선임연구원 jisung.yang@samsung.com

☀ 핵심 아이디어

2026년 하반기 Eurostoxx50 밴드를 5,800~7,000p로 제시. 유럽 증시는 글로벌 위험자산 호조 지속되는 가운데 완만한 상승을 보일 전망이다.

2월 이후 유럽 증시를 압박했던 중동 발 스태그플레이션 우려는 점차 해소될 것. 미국-이란 간 협상 진전에 맞춰 유럽 심리 지표는 빠르게 반등했으며, 실물 경기 지표 또한 잠재 수준에 근접해가는 흐름으로 추정됨. 호르무즈 해협 정상화에 걸리는 시간(6~8주 내외 추정) 감안하면 유로존 경제는 3Q 얇은 둔화를 거쳐 4Q에 정상화될 가능성이 높음. 당사는 2026년 유로존 성장률이 0.9%를 기록한 뒤 2027년에 1.3%로 반등할 것으로 전망하고 있음

인플레이션 우려 또한 3Q 이후 점차 해소될 가능성이 높아짐. 인플레이션의 선행 지표인 유로존 투입 비용 지수는 6월 들어 하락했는데, 이는 유로존 소비자 물가가 9~10월 중 정점을 형성한 뒤 둔화될 가능성이 높아지고 있음을 시사. 중동 전쟁 재개 등 추가 공급 충격이 아니라면 4분기부터 dovish ECB도 기대할 수 있음. 당사 ECB 기본 전망은 9월 추가 인상 이후 동결이나, 인플레이션 둔화가 보다 빠르게 확인된다면 9월 인상이 필요 없을 수도 있음

유럽 매크로 여건 개선을 감안하면, 이란전쟁 이후 언더퍼폼했던 유럽 증시는 단기 아웃퍼폼 가능성이 높아짐. 그러나 유럽 증시를 중장기 관점에서 비중 확대할 근거는 뚜렷하지 않음. 유럽 증시와 여타 주요 증시 간 이익 전망 격차는 지속적으로 확대되는 흐름이며 유럽 내 주요 테마 및 산업은 글로벌 주도주의 하위 호환에 그치고 있음. 주요국 증시와의 이익 격차 축소, 유럽 내 고성장 테마 부상, 소비재 수요 회복 등이 확인되기 전까지는 유럽 비중 축소 유지해야

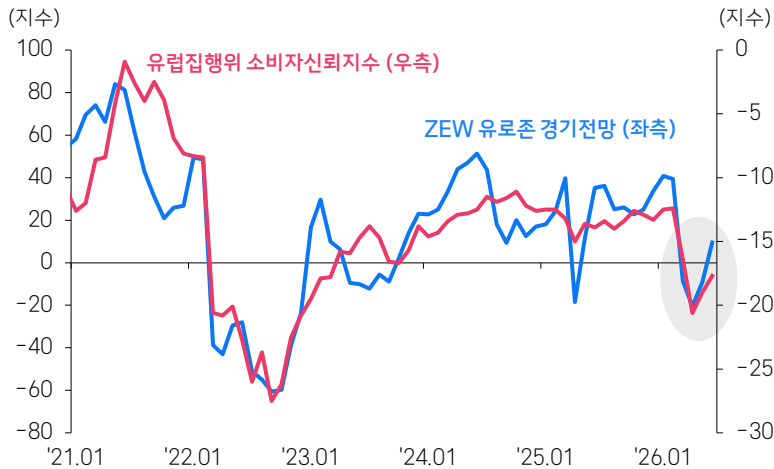
AI Capex boom에서 유럽은 전방위적 호황이 아닌, 선택적 호황을 누릴 전망이다. 광범위한 경기 호황 인식이 형성되기 전까지는 Capex 수혜를 누릴 수 있는 bottleneck supplier와 가격 모멘텀이 뒷받침되는 주도주에 집중 투자해야. 유럽 내에서는 AI/반도체 + 전력 인프라 + 에너지 비중 확대를 추천

유럽 경제, 일시적 둔화 이후 4Q 정상화 전망

▶ 미-이란 협상 이후 유럽 경기 회복세 나타나기 시작

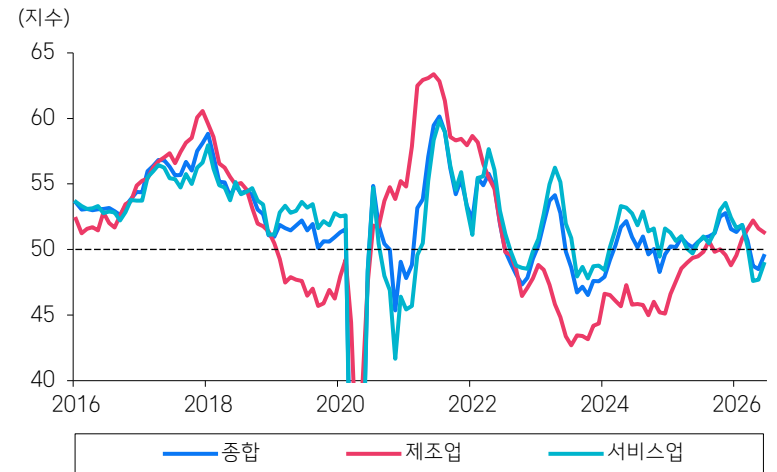
- 중동 전쟁 협상 진전과 함께 심리지표 및 서베이 기반 데이터에서 유의미한 반등 나타나기 시작
 - 6월 유로존 ZEW 지수와 소비자신뢰 지수 모두 4월 저점으로부터 큰 폭 반등
 - 6월 유로존 종합 PMI 역시 중립 수준(50)에 근접한 49.5까지 회복
- 호르무즈 해협 정상화에 6~8주 소요된다는 점 감안하면, 유로존 경제는 4Q에 잠재 수준 궤적으로 복귀할 것

유럽 심리 지표, 미국-이란 협상 진전에 맞춰 반등



자료: 유럽집행위, Leibniz Centre for European Economic Research

유로존 PMI: 일시적 둔화 이후 중립 수준까지 회복



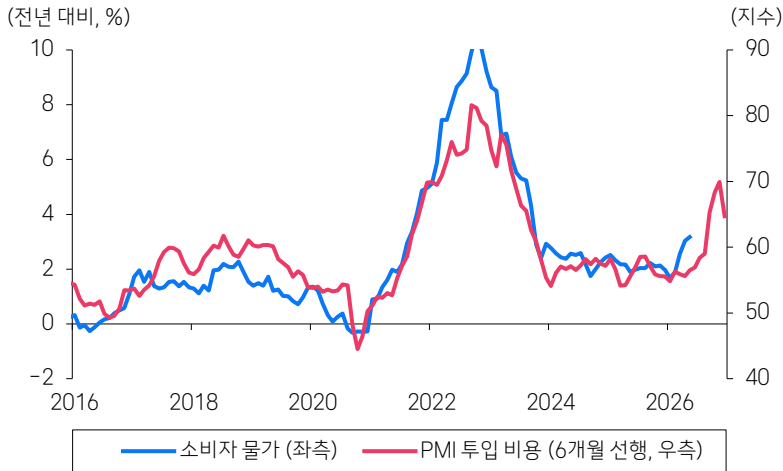
자료: S&P Global, 삼성증권

4분기 이후 dovish ECB 기대

▶ 유로존 투입 비용 낮아지기 시작, 소비자 물가는 9~10월 중 피크아웃 예상

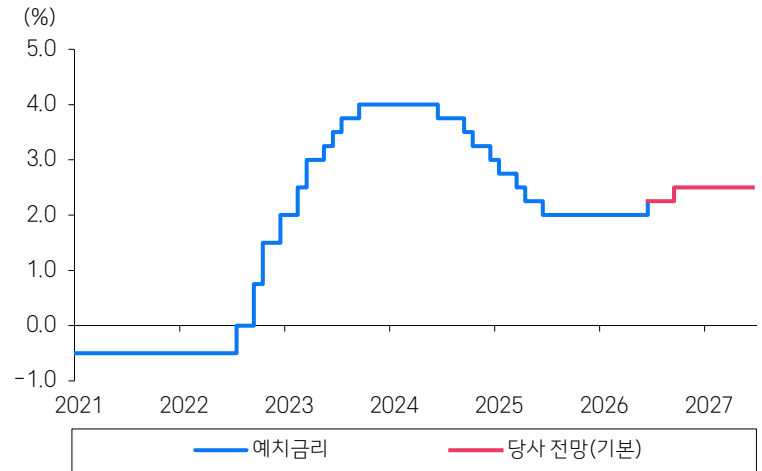
- 중동 전쟁 이후 급등했던 투입 비용 지수는 전쟁 이후 처음으로 전월 대비 하락을 기록
 - 종합 PMI 투입 비용 지수는 유로존 소비자 물가 궤적을 6개월 선행하는 중요 지표
 - 종합 투입 비용 지수는 6월 64.7로 5월(69.9) 대비 큰 폭으로 낮아짐. 1달 변화에 불과해 추세를 장담하긴 어려우나 주목할 변화
- 최근의 국제 유가 하락, 미-이란 간 협상 진전을 고려하면 최근의 추세가 이어질 가능성이 있음
- 유로존 소비자 물가는 9~10월 중 정점을 형성한 뒤 둔화될 것으로 예상. 4분기부터 dovish ECB 기대할 수 있음

유럽 소비자 물가(HICP), 9~10월 정점을 형성한 뒤 둔화 전망



자료: Eurostat, S&P Global, 삼성증권

ECB 금리 전망: 9월 인상 후 등결



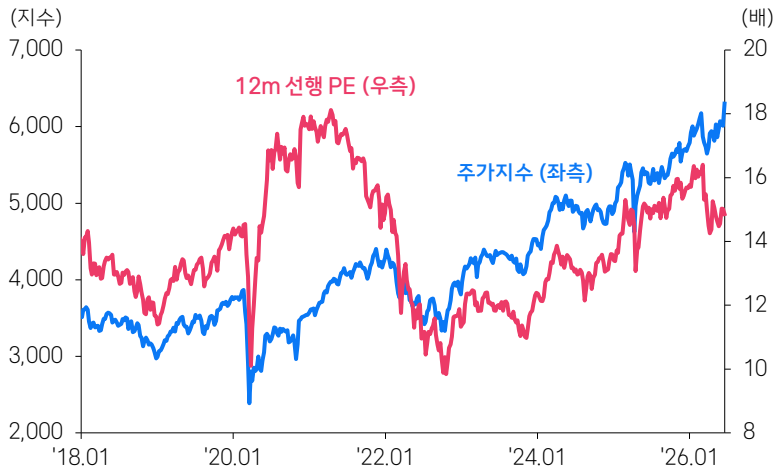
자료: European Central Bank, 삼성증권

하반기 Eurostoxx50 5,800 ~ 7,000p 전망

▶ 유럽 지수 투자 매력은 제한적

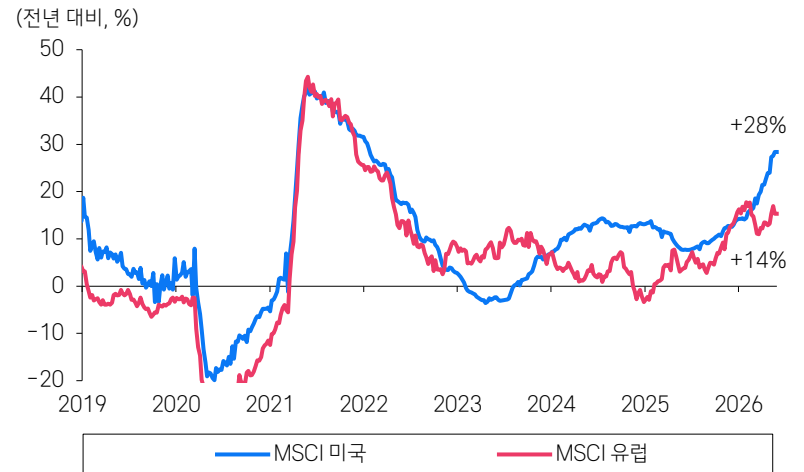
- 유럽 증시의 완만한 상승을 전망. 글로벌 capex boom, 경기 호조세 확산 속에서 유럽 증시도 간접 수혜를 받을 것
- 그러나 유럽 증시와 여타 주요 증시 간 이익 전망 격차는 지속적으로 확대되는 흐름. 지수 투자자는 유럽 비중 축소해야
 - 주요국 증시와의 이익 격차 축소, 유럽 내 고성장 테마 부상, 소비재 수요 회복 등이 나타나기 전까지는 유럽을 비중 확대하기 어려움

Eurostoxx50 주가지수 vs 12m 선행 PE



자료: Bloomberg, 삼성증권

MSCI 미국 vs 유럽 이익 전망: 2월 이후 격차 확대



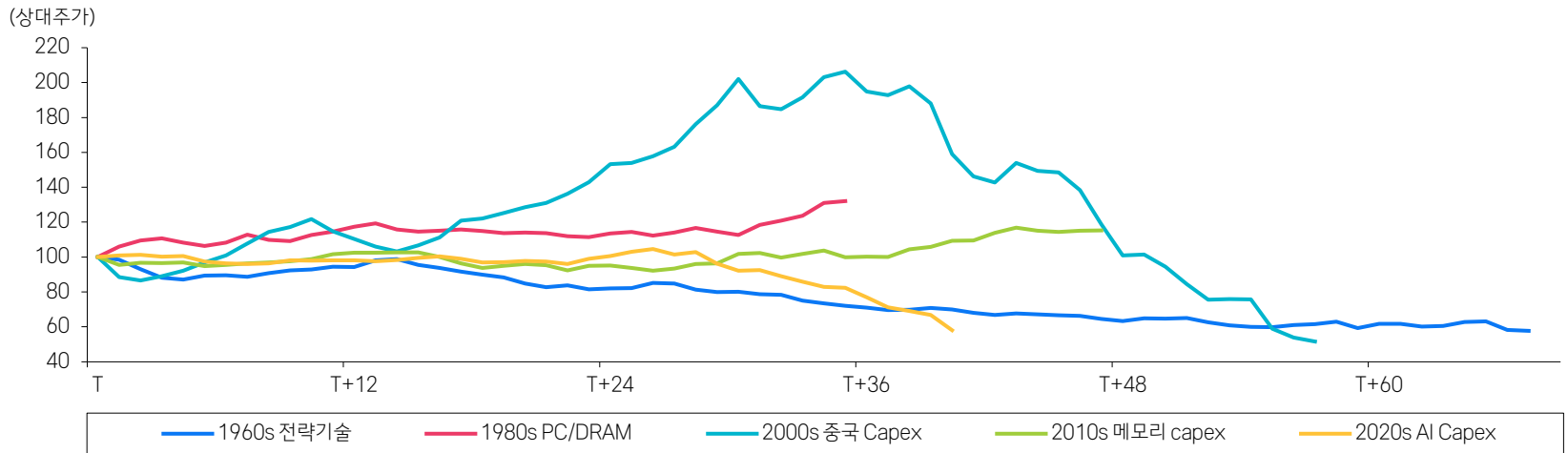
참고: 12m fwd EPS 기준
자료: Refinitiv, 삼성증권

과거 Capex boom 후반부 유럽 증시 성과는 일관적이지 않음

▶ Capex boom 후반부에 오히려 언더퍼폼이 가속화된 경우도 있음

- 과거 글로벌 Capex boom 사례에서 유럽 증시의 상대 성과 꺾이는 상이
 - 유럽 증시의 상대성과는 해당 사이클 유럽의 수혜 정도, Capex를 주도한 주도국 증시의 과열 해소 양상(완만한 둔화 vs 단기 급락) 등에 크게 영향
 - 이는 미국과 아시아가 주도하는 현 AI 사이클에서 다음과 같은 결론으로 이어짐
 - 1) 단기 유럽 증시 상대성과는 유럽 기업들의 퍼포먼스보다 유럽 외 지역 주가(특히 미국과 아시아)의 조정 여부에 달림
 - 2) 중기 유럽 증시 상대성과는 현 AI capex가 일부 병목 업체들뿐 아니라 유럽 전반으로 확산될 수 있는지 여부에 달림
- 현재 당사는 미국, 한국 주도 흐름이 연장될 것으로 전망하고 있음

과거 주요 capex boom 구간 유럽 증시의 상대 성과*



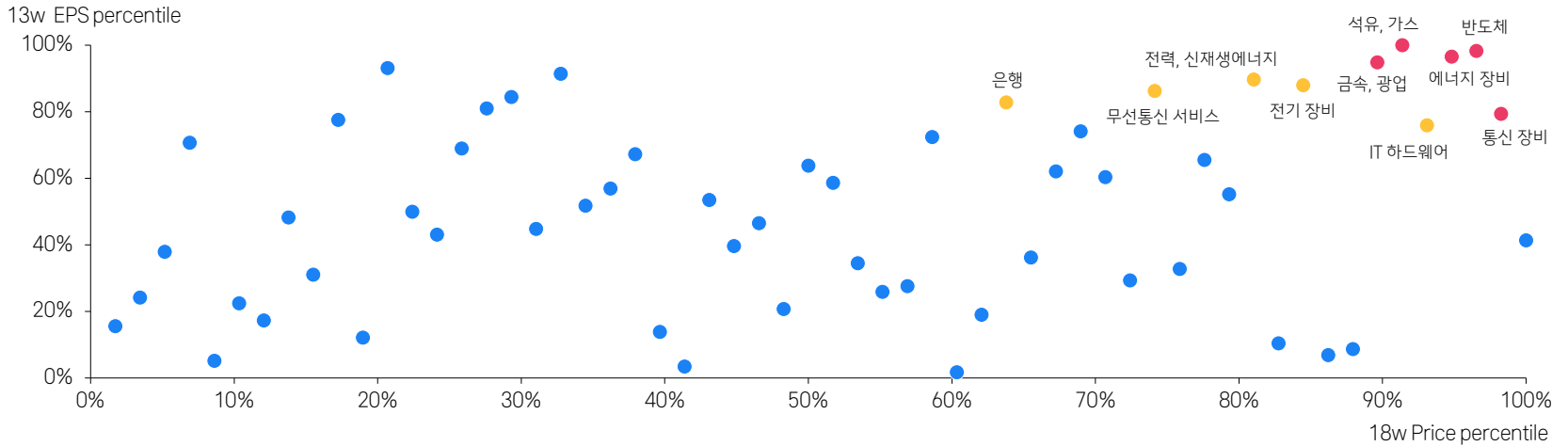
참고: * 각구간 capex 주도 증시대비 유럽 증시 성과
 자료: 삼성증권

포트폴리오 전략: AI/반도체 + 전력 인프라 + 에너지

▶ 주도주에 집중 투자

- AI Capex발 유럽 경기 호황을 전망하기에는 시기상조. 아직까지는 유럽 bottleneck supplier 아웃퍼폼 연장에 무게
- 광범위한 호황 인식 형성되기 전까지는 유럽 증시 비중 축소, 유로존 주식 내에서는 주도주 집중 투자를 추천
- 유럽 내 주도군은 AI/반도체 + 전력 인프라 + 에너지: 세부 산업 접근 어려울 경우 IT + 에너지로 접근하는 것이 대안
 - 이하 차트는 백분위 기반으로 주도 산업/기업을 표시한 것: 우측 상단에 가까울수록 리더십 우위

유럽 주도주: AI/반도체 + 전력 + 에너지



자료: 삼성증권

일본 주식시장 Outlook

3M	Not rated
12M	Not rated

+1: Positive, 0: Neutral, -1: Negative (전월은 회색)

이창희 수석연구위원 Changhe01.lee@samsung.com
구민정 선임연구위원 mj.gu@samsung.com

☀ 핵심 아이디어

TOPIX 지수 '26년 3분기 3,850 ~ 4,300pt, 연말 기준 4,550pt 로 전망치 상향. 현재 12개월 선행 P/E 밸류에이션은 17.5배로 지난달 대비 밸류에이션 상승. 미국-이란 전쟁 일단락됨에 따라, TOPIX 지수 12개월 선행 EPS 추정치 상승 및 자민당의 정책 추진력 강화에 따른 밸류에이션 리레이팅 구간으로 하반기에도 TOPIX 지수 상승 예상

매크로 관점에서, 하반기에도 인플레이션 압력은 지속될 전망. 상반기 소비자 물가 둔화는 상당 부분 정책 효과에 기인한 것으로, 정책 요인 제외 시 구조적인 물가 압력은 견고하게 유지. 타이트한 노동시장에 따른 임금 상승세가 서비스 중심으로 물가에 상방 압력으로 작용하는 가운데, 상반기 엔화 약세와 글로벌 에너지 가격 상승으로 특히 2Q 들어 수입 물가 및 생산자 물가 상승 폭 크게 확대. 한편, 이러한 비용 부담은 기업의 가격 전가를 통해 소비자 물가로 전이될 가능성이 높아 하반기 주요 물가 상방 리스크 요인으로 작용할 전망. 다만, 임금 상승 모멘텀이 유지되는 가운데 이란 사태 이후 급락했던 소비 심리가 중등 지정학 불확실성 완화로 하반기 들어 안정될 것으로 예상하며, 그에 따라 하반기에도 가계소비 회복 흐름 지속될 것. 통화정책의 경우, 여전히 실질 정책 금리가 (-)인 점과, 중등 지정학 불확실성 완화로 성장률 하방 및 물가 상방 리스크 축소된 점을 감안해 BOJ의 다음 금리 인상 시점을 기존 '27년 1월에서 올 12월로 수정. 다만, Fed 금리 인하에 대한 금융시장 기대 지연 등을 종합적으로 고려할 때 달러 대비 엔화 약세 국면은 연말까지 좀 더 이어질 것으로 예상

이에 따라 '26년 말 기준 기업 실적 추정치 상향 지속 가능성 높으며, 현재 일본은 '05년 9월 11일 총선(우정민영화 법안 참의원 부결 후)에서 고이즈미 내각의 자민당 압승(단독 296석, 2/3에 근접) 당시 정책 안정성 및 구조개혁에 대한 기대감으로 주식시장 밸류에이션 리레이팅이 진행된 시기와 유사한 국면. 미국-이란 전쟁 일단락 됨에 따라 12개월 선행 P/E 18.2배(고이즈미 총리 우정해산 당시 1년간 평균)에서 밸류에이션 등락 전망. 이와 같은 매크로 환경 고려 시 선호 업종은 1) AI 관련: AI 투자 확대에 의한 메모리 업황 개선, 2) 은행주: 금리 인상 수혜, 3) 소비자: 실질 임금 상승에 따른 가계소비 회복. 각 선호 업종에서 향후 12mf P/E 기준 밸류에이션 매력 및 어닝 모멘텀 보유한 AI 관련(도쿄일렉트론), 은행주(미쓰비시UFJ, 미쓰이스미토모, 미즈호), 소비자(패스트리테일링) 기업 관심

7월 TOPIX 지수, 변동성에도 양호한 흐름 전망

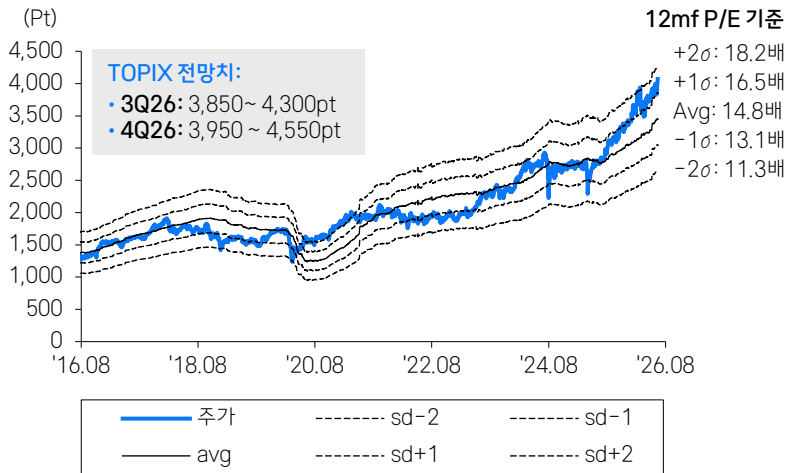
▶ TOPIX 지수 '26년 7월 3,850 ~ 4,300pt, 연말 기준 4,550pt 으로 전망치 상향

- 현재 TOPIX 지수는 12개월 선행 P/E 기준 17.5배로 +SD1과+2SD 사이 구간에 위치. 미국-이란전쟁 일단락됨에 따라 밸류에이션 상승. 그럼에도 TOPIX 지수 12개월 선행 EPS 추정치 상승 및 자민당 정책 추진력 강화에 따른 멀티플 리레이팅으로 TOPIX 지수 상승 여력 존재

▶ 현재는 '05년 고이즈미 총리 우정해산 총선 당시와 유사한 국면

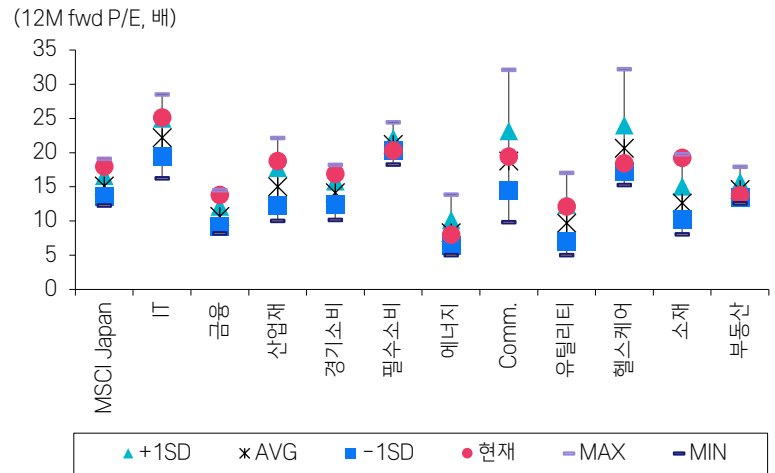
- '05년 8월 8일 우정민영화 법안 참의원 부결 후 고이즈미 총리 즉시 중의원 해산. '05년 9월 11일 총선에서 자민당 압승(단독 296석, 2/3에 근접)
- 당시 정책 안정성 및 구조개혁에 대한 기대감으로 주식시장 밸류에이션 리레이팅 진행. 현재도 유사한 상황으로 미국-이란전쟁 일단락될 경우, 12개월 선행 P/E 18.2배(고이즈미 총리 우정해산 당시 1년간 평균)에서 등락 전망

TOPIX 지수 12개월 선행 P/E 밸류에이션 및 지수 전망



자료: Bloomberg, 삼성증권

MSCI Japan 업종별 12개월 선행 P/E 밸류에이션



자료: Bloomberg, 삼성증권

하반기에도 인플레이션 압력 지속될 전망

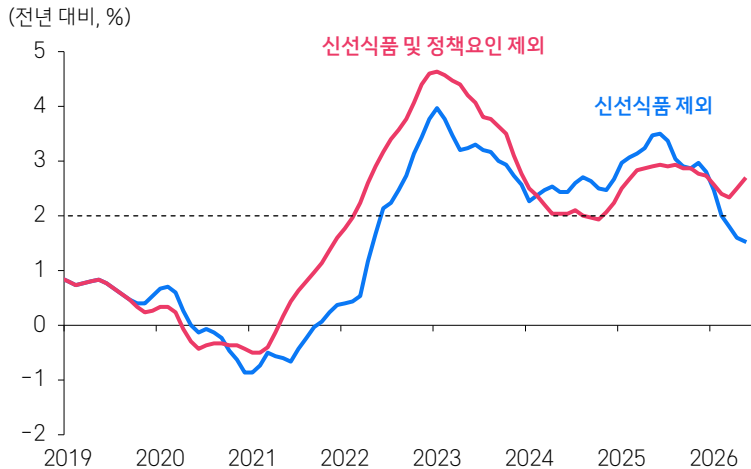
▶ 상반기 소비자 물가 둔화는 상당 부분 정책효과에 기인

- 5월 핵심 소비자 물가는 1.4%(신선식품 제외, 이하 전년 대비)까지 낮아졌으나, 전기·가스 보조금과 같은 정부 정책효과가 상당 부분 반영된 결과
- 그에 따라 상반기 BOJ의 정책요인 제외 소비자 물가는 공식 집계치를 지속적으로 상회하며, 구조적인 물가 압력이 견고하게 유지되고 있음을 시사

▶ 수입 물가 및 생산자 물가 상승 폭 확대, 하반기 주요 물가상방 리스크 요인; 다만, 소비 회복세는 지속 예상

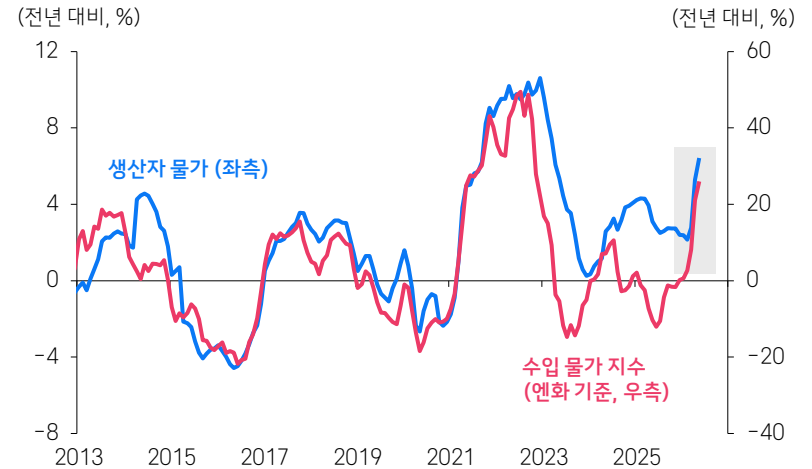
- 상반기 엔화 약세와 글로벌 에너지 가격 상승으로 2Q 들어 수입 물가 및 생산자 물가 상승 폭 확대된 가운데, 이러한 비용 부담이 기업 가격 전가를 통해 소비자 물가로 전이될 가능성이 높다고 판단되며, 이는 하반기 물가의 주요 상방 리스크 요인
- 다만, 그럼에도 하반기 가계소비 회복 추세 지속을 전망하는 배경은 임금 상승 모멘텀이 유지되는 가운데 이란 사태 이후 급격히 악화되었던 소비 심리가 하반기 들어 안정될 것으로 예상하기 때문

상반기 headline 소비자 물가 둔화는 상당 부분 정책 효과에서 비롯



참고: 3개월평균
자료: BOJ, 삼성증권

일본 생산자 물가 및 수입 물가 상승세, 소비자 물가로의 전이 가능성



자료: 일본 통계국, 삼성증권

BOJ 하반기 정책금리 추가 1회 인상 전망

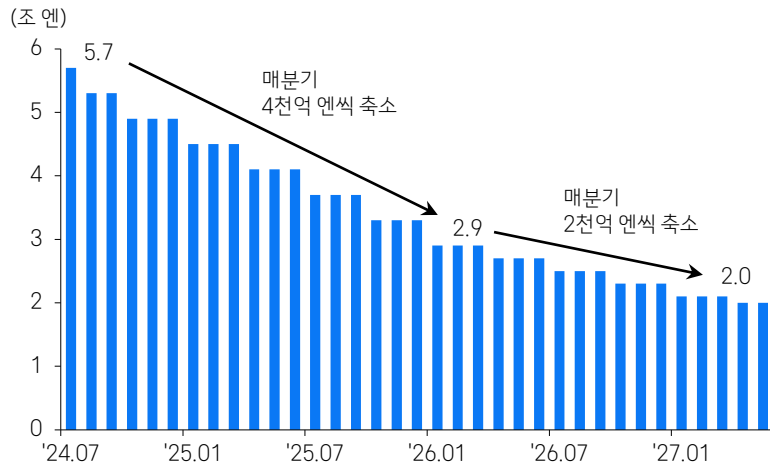
▶ 6월 금융정책 결정회의에서 정책금리 0.75% → 1.0%로 인상; 반면, '27년 4월부터 국채 매입 축소는 중단

- BOJ, 당사 및 시장 예상대로 정책금리 1.0%로 인상한 반면, 국채 매입 축소는 '27년 4월 이후 중단하고 매입 규모를 매월 2.0조 엔으로 유지 예정
- 지난 3일 우에다 총재는 대외 불확실성이 높더라도 물가 상방 리스크가 크다면 인상이 필요하며, 특히 유가 상승의 가격 전가 속도가 과거보다 빠르고 범위가 넓어지고 있다고 발언

▶ 다음 BOJ 인상 시점 을 12월로 수정; 다만, 주요국 통화 대비 엔화 약세 국면 좀 더 유지될 전망

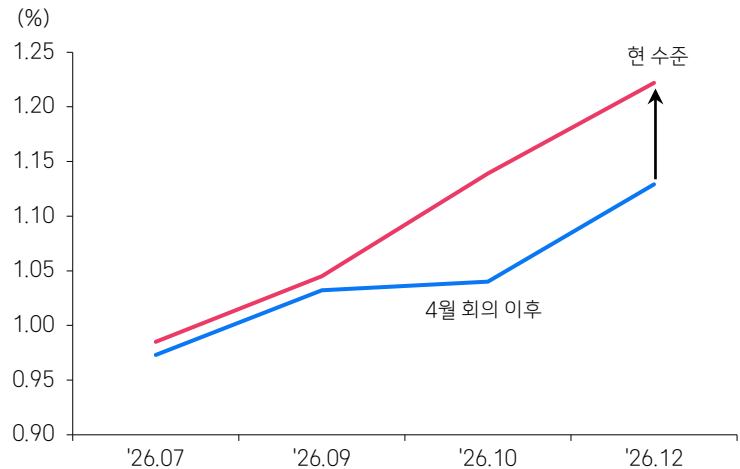
- 실질 정책금리가 여전히 (-)고, 중동 지정학적 불확실성 완화로 성장률 하방 리스크 및 물가 상방 리스크가 낮아진 점 등 고려할 때 다음 인상 시점을 내년 1월에서 을 12월로 조정. 다만, 금융시장의 Fed 금리 인하 기대 지연되고 있는 점 등 감안 시 달러 대비 엔화 약세 국면은 연말까지 이어질 전망

BOJ, 2027년 4월부터 월간 국채 매입 축소 중단



자료: BOJ, 삼성증권

단기 금융시장의 '26년 BOJ 정책금리 경로 전망



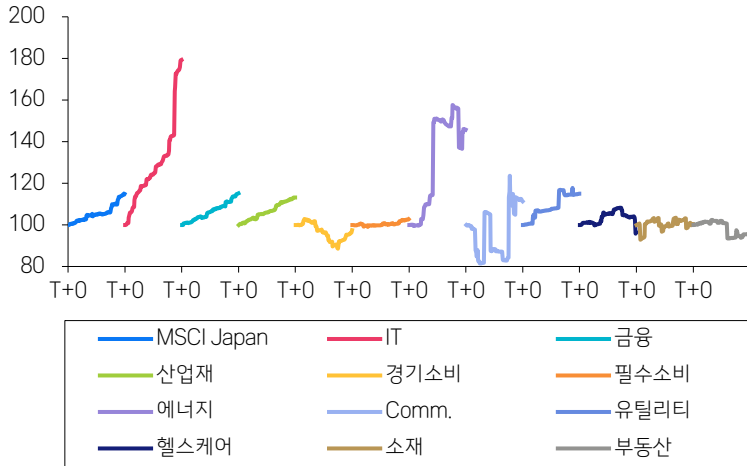
참고: 6월 23일 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

IT 섹터를 중심으로 주요 섹터 이익 추정치는 상향

▶ MSCI Japan 12개월 선행 EPS 전망치 상향 지속

- IT 섹터 MSCI Japan 12개월 선행 EPS 전망치는 6개월 전 대비 약 80% 상승하며, 상향 추세 지속
- 순이익 증가 기여도를 업종별로 보면, IT 46%, 산업재 16.6%, 경기소비재 16.5%, 금융 16.5%
- IT(반도체, AI인프라 등) 중심으로 산업재, 경기소비재, 금융 등 주요 업종에서 실적 상향

MSCI Japan 12개월 선행 EPS 추이



참고: 6개월 전 기준 지수화
자료: Bloomberg, 삼성증권

MSCI Japan 순이익 증가 기여 업종 순위

순위	업종	순이익 전망 (조 엔)		차이 (조 엔)	비중 (%)
		2025	2026E		
1	IT	4.6	8.5	3.9	46.0
2	산업재	11.0	12.4	1.4	16.6
3	경기소비	7.6	9.0	1.4	16.5
4	금융	10.7	12.1	1.4	16.5
5	원자재	1.4	2.0	0.7	7.8
6	유틸리티	0.3	0.8	0.5	6.1
7	에너지	0.6	1.0	0.3	4.0
8	필수소비	1.8	1.9	0.2	2.2
9	부동산	1.4	1.4	0.1	0.7
10	헬스케어	3.2	3.2	0.0	0.4

자료: Bloomberg, 삼성증권

일본 정부, AI를 위한 투자 계획 구체화

▶ 일본 정부, 2040년까지 피지컬 AI 분야에 10.5조 엔 투자 추진

- 다카이치 내각의 성장전략 차원에서 최근 AI 포함 17개 전략 분야에 대해 정부와 민간 합산 총 약 370조 엔(약 3천 500조원) 투자 계획 발표
- 이 중 피지컬 AI를 핵심 과제로 선정, 제조·건설·물류 등 인력 부족이 심한 산업의 생산성 제고를 목표로 2040년까지 10.5조 엔(99.6조원) 투자
- 또한, AI 확산에 필수적인 통신 인프라-차세대 무선통신, 광통신, 해저케이블 등 분야에도 총 29조 엔(약 275조원)을 투자, AI 기반 시설 구축 예정

다카이치 내각의 17개 성장전략 분야 개괄

성장전략분야(17개)	주요 내용
1 AI·반도체	AI기본계획, 신뢰성평가, 행정 AI, 반도체 기술 개발
2 조선	조선 재생 로드맵(가칭), 대규모 생산 능력 확충, 중요물자 지정
3 양자	양자컴퓨터·센싱 연구 확대
4 합성생물학, 바이오	재생의료 생산장비·인재 양성
5 항공·우주	드론~로켓 공급망 강화, 달 착륙, 우주기금 확대
6 디지털·사이버 보안	사이버 보안, 허위정보 대응
7 콘텐츠	글로벌 플랫폼·IP 해외 확산
8 푸드테크	스마트농업·식물공장
9 자원·에너지안보·GX	원전·재생에너지·배터리·송전망
10 방재·국토강건화	인프라 노후화·지진 대비
11 신약개발·첨단 의료	신약 생태계·첨단 치료·CDMO
12 핵융합에너지	2030년대 실증 목표
13 소재(중요 광물·부품 소재)	레이메탈·영구자석·재활용
14 항만 물류	사이버·디지털 항만
15 방위산업	듀얼유스·동맹국 SCM
16 정보통신	차세대 광전 네트워크, 해저케이블
17 해양	자율 무인 탐사기(AUV), 레어어스, 북극 연구

자료: 일본 내각부, 삼성증권 정리

6월 성장전략회의에서 논의된 AI 투자 전략 세부: 피지컬 AI 중심의 밸류체인 강화



자료: 일본 경제산업성, 삼성증권 정리

AI, 금리 인상 관련 업종 선호

▶ 향후 일본 매크로 전망에 따른

1) AI 관련 주, 2) 은행주, 3) 소비자재

- 1) AI 관련: AI 투자 반도체 메모리
- 2) 은행주: 금리 인상 수혜 업종
- 3) 소비자재: 가계소비 회복

▶ 각 선호 업종에서 향후 12mf P/E 기준 밸류에이션 매력 및 어닝 모멘텀 보유한 종목 관심

- AI 관련 (도쿄일렉트론)
- 은행주 (3대 메가뱅크)
- 소비자재 (패스트리테일링)

MSCI Japan sector snapshot

산업그룹 (GICS2)	가격모멘텀수익률 (%)		실적모멘텀EPS변화율 (%)				밸류에이션 (배)				배당수익률 (%)
	1개월	3개월	1개월	3개월	1FY (전년 대비)	2FY (전년 대비)	P/E	Z-score	P/B	Z-score	
에너지	-9.0	-10.4	4.5	18.7	28.5	-6.1	9.0	0.2	0.9	1.4	3.2
소재	-5.5	-2.9	-6.6	-5.2	54.3	9.1	15.5	1.7	1.4	2.1	2.1
산업재	-5.2	-1.8	0.2	5.2	10.9	-5.2	10.1	17.7	1.3	2.0	1.8
자본재	-6.8	-4.7	-0.0	5.3	13.7	10.1	18.3	1.2	2.2	1.6	1.9
사업서비스	9.6	44.3	6.9	14.1	17.9	18.0	22.0	-0.4	3.7	1.8	0.6
운송	-3.8	-9.3	0.8	1.8	-7.7	4.7	10.8	-0.4	0.8	-1.2	2.7
임의소비재	0.1	-1.3	0.8	-3.2	35.4	19.3	14.4	1.1	1.3	0.5	2.3
자동차	0.3	-8.9	0.5	-6.3	38.8	22.5	10.6	0.9	0.9	-0.2	3.5
내구소비재	-1.9	8.6	1.3	2.3	30.0	12.5	16.8	0.6	2.0	0.8	1.4
소비자서비스	-1.6	-21.4	-0.8	-6.4	5.2	10.0	27.0	-1.4	3.1	-1.7	0.8
임의재 유통	3.6	8.8	-0.7	4.7	34.6	19.1	35.8	-0.3	4.2	0.2	0.9
필수소비재	-5.5	-5.0	-0.2	1.0	19.9	10.8	18.5	-2.0	1.9	-0.4	2.8
필수재 유통	-4.9	-18.2	-6.0	-3.2	-0.3	9.9	22.5	-0.9	1.7	-1.2	2.2
음식료, 담배	-5.3	3.9	0.9	1.4	16.1	11.0	17.1	1.0	2.0	1.6	3.1
생활용품	-6.1	-7.8	1.2	2.6	93.9	11.1	19.4	-1.8	2.0	-1.5	2.6
헬스케어	-5.7	-9.2	0.3	0.1	10.2	16.1	19.7	-1.4	2.1	-1.3	2.6
의료장비	-4.0	-0.8	-2.5	-1.5	16.3	14.8	25.7	-0.2	4.0	0.3	1.4
제약	-6.5	-12.9	0.6	-0.1	8.3	16.6	17.8	-1.5	1.7	-1.3	3.2
금융	3.2	15.7	3.0	8.9	6.1	9.2	12.9	1.8	1.4	2.3	3.0
은행	4.8	16.8	3.3	9.5	11.9	11.0	13.5	1.9	1.4	2.4	2.7
금융서비스	5.1	12.0	3.9	12.9	0.4	-1.7	11.9	0.7	1.3	2.4	3.5
보험	-1.5	14.9	2.0	5.9	-2.5	10.6	12.2	1.4	1.3	1.7	3.5
IT	19.4	42.2	23.9	51.3	91.6	21.3	20.7	-0.6	4.4	3.5	1.1
소프트웨어	-2.3	-5.7	-1.2	1.5	-5.2	12.8	18.9	-1.3	2.7	-0.3	1.6
IT하드웨어	20.4	54.4	1.4	5.0	10.8	16.7	30.7	4.4	2.9	4.6	1.1
반도체	23.2	47.7	38.6	98.2	228.0	24.2	17.5	-1.4	7.5	2.1	1.1
커뮤니케이션	9.9	20.7	1.0	-0.9	-52.5	8.4	23.3	1.8	2.1	0.9	1.8
통신	13.7	38.5	3.2	0.8	-60.0	5.6	24.6	2.9	2.1	2.0	1.6
미디어, 엔터	-0.4	-14.0	-3.4	-4.0	0.4	16.1	20.0	-1.0	2.4	-0.8	2.4
유틸리티	-3.5	-6.6	1.7	1.2	-24.3	5.0	11.9	1.5	0.8	1.2	2.7
부동산	-5.5	-22.3	-1.2	-1.2	-0.4	8.6	13.3	-1.0	1.3	-0.0	2.8
리츠	-3.2	-16.4	1.1	5.2	1.2	2.7	23.5	-1.3	1.4	-0.4	3.9
부동산개발	-5.6	-22.7	-1.3	-1.4	-0.5	8.8	13.0	-0.2	1.3	0.1	2.7

자료: LSEG Workspace, 삼성증권

PART



글로벌 채권



3M	-1	0	+1
12M	-1	0	+1

+1: Positive, 0: Neutral, -1: Negative (전월은 회색)

김은기 팀장/수석연구위원 creditbond.kim@samsung.com
김지만 수석연구위원 jiman8.kim@samsung.com

☀ 핵심 아이디어

한국의 경기 여건은 유레가 없을 정도로 전개되고 있는 상황. 반도체를 중심으로 수출이 급증함에 따라 하우스뷰 기준으로 '26년 수출 전망은 +45%YoY로 상향되었으며, 성장률과 물가 전망 또한 추가로 높아짐. ('26년, '27년 성장률 전망은 각각 3.2%, 2.6%, CPI 상승률 전망은 각각 2.7%, 2.3% 제시) 이란-미국 전쟁 이슈가 지난 3개월 이상 이어지며 물가 전망이 높아졌고, 기대 인플레이션 관리가 필요한 여건. 한은은 기대 인플레이션 안착을 위해 7월 기준 금리 인상을 시작으로 연내 2차례(7·10월, 연말 3.0%) 인상이 나설 것으로 예상. 금리 레벨 측면에서 현재 국고 10년은 이미 4.2% 이상에서 거래 중. '22~'23년의 금리 급등 시기와 비교할 수 있는 상황인데, 당시 10년물 금리가 4.6%대(4.63%)까지 상승한 바 있으나 기간은 매우 짧았음(4.2~4.4% 범위 내 32일, 4.4~4.6% 범위 내 2일, 4.6% 이상 1일). 다만 수출 경기 호조가 장기화될 가능성이 높아졌고, 그 과정에서 통화정책 기대 변화와 수급 여건에 따라 금리의 상방 압력도 장기화될 수 있음. 8월 확인하게 될 예산안은 채권시장에 호재로 작용할 수 있으나 확인 시점까지 아직 시일이 많이 남음(2026년 3Q 예상 범위: 국고채 3년 3.50~3.90%, 국고채 10년 3.80~4.30%)

미국은 통화정책 모멘텀이 약하고 금리의 상·하방 재료가 뚜렷하지 않은 상황. 6월 FOMC에 대해 매파적이라는 평가가 많지만 당사는 관세-에너지 가격 상승효과 소멸로 연말~내년 초 인플레이션 둔화 예상. 이에 따라 당사는 미국의 기준 금리 인하 사이클이 좀 더 이어질 것으로 판단. 단, Fed의 추가 인하 시점은 올해 12월 정도로 예상하며('26.12월+'27.3월 추가 2회 인하 전망 유지), 미 10년물은 성장·물가의 상하방 리스크가 혼재된 가운데 기존보다 높아진 박스권 흐름이 예상 (2026년 3Q 예상 범위: 미국채 10년 4.20~4.60%)

올해 상반기 초 국채 금리 상승으로 크레딧 채권이 약세를 보였으나, 금리 인상을 반영하지 않은 낮은 단기 금리와 4회 이상 금리를 선반영한 채권 금리의 차이로 인해 2년물 위주로 크레딧 채권 수요를 이끌었음. 그러나 올해 하반기 기준 금리 인상이 본격화된 후 내년 상반기까지 금리 인상이 이어지면서 금리 인상을 반영하지 않았던 단기 금리의 상승으로 크레딧 채권 수요는 약해질 전망이다. 기준 금리 인하 시 낮은 단기 조달 금리로 인해 유입세가 확대된 레포 펀드가 반대로 금리 인상으로 레포 펀드 환매에 따른 여전채 약세가 크레딧 채권 수요의 약세를 이끌 전망. 특히, 연말 단기 자금 유출과 올해 증권사 위주로 발행이 크게 증가한 CP(전단채 포함) 발행량을 감안할 때 연말 단기자금시장 불안 요인도 크레딧 수요를 약세시키는 요인으로 작용할 전망. 과거 기준 금리 인상 초반에는 크레딧 채권 수요가 약했지만, 금리 인상 후반기에는 높은 절대금리로 인한 투자 매력 부각으로 크레딧 채권 수요는 증가할 전망. 따라서 올해 하반기까지는 기준 금리 인상으로 크레딧 채권 수요가 약할 수 있지만, 내년 상반기에는 금리 인상 후반부에 진입하면서 크레딧 채권 수요가 회복될 때까지 기다림의 여유가 필요할 것으로 판단됨

한국 및 미국 채권시장 요인 분석

- ▶ 한국: 성장과 물가 전망 모두 상향 조정 추세. 금통위는 하반기 중 2차례 인상을 통해 기대 인플레이션 제어에 나설 전망
- ▶ 미국: 경기 이슈가 부각되기 어렵고, 통화정책 모멘텀 당분간 낮을 것으로 예상. 기존보다 높아진 박스권 예상

한국 및 미국 채권시장 요인 분석

구분	한국	미국
펀더멘털	(경제 houseview) '26년과 '27년 한국 성장률을 각각 3.2%, 2.6% 전망 '26년과 '27년 CPI 상승률은 각각 2.7%, 2.3% 전망	6월 FOMC 결과, Fed는 핵심 PCE 인플레이션의 올해와 내년 4Q 전망치를 각각 3.3%와 2.5%로 제시(당사 예상 3.0%와 2.2%를 크게 상회) 현재까지는 미국 성장률에 큰 이상 징후는 없는 상황
통화정책	한국 기준 금리는 올해 7월·10월 각각 25bp씩 인상(연말 3.0%) 예상 성장과 물가 전망을 감안, terminal rate은 3.5%로 열어둘 필요 ('27년 상반기 추가 2차례 인상 예상)	미국 기준 금리에 대해 당사는 여전히 향후 추가 2회 인하('26.12+'27.3) 전망 유지 관세 및 에너지 가격 상승 효과 소멸로 올해 12월부터 내년 3월 사이에 미국 headline과 core의 전년 대비 상승률이 약 -0.8~-1.0%pts 하락한다는 예상임
수급	WGBI 매입 대상인 2~30년 국채의 월평균 순매수는 '24년 3.2조원, '25년 7.5조원, '26년 9.2조원으로 늘었다고 볼 수 있으나 전체 원화채로 범위를 넓혀보면 만기도래하는 채권에 대한 재투자자가 미흡한 편이며 이는 통화정책과 채권시장 여건에 따른 것으로 판단 '기금'의 매수세 확대에 주목(4월 4.9조원 순매수 기록한 후 5월 0.8조원으로 크게 줄었으나 6월 중 4.9조원 이상 증가) 법인세 증가에 따라 8월 발표될 '27년 예산안에서 국채 발행은 크게 감소할 가능성이 있음. 명확한 추정에는 다양한 가정이 필요하지만 재정지출 증가율 10% 수준으로 고려해도 순발행은 28조원 수준 예상	미국의 재정문제는 현재 진행형. 대법원의 IEEPA 관세 위법 판결로 환급을 진행 중인 상황으로 미국 세수가 기존 예상에 못 미칠 가능성이 높아졌음 한편, TIC통계상 해외 수요 기반 약화 징후는 약함
금리 레벨	'22~'23년 기준 금리 3.5%, 국고 3년 4.55%, 국고 10년 4.63%까지 상승한 바 있음. (6/11일 종가 국고 3년 3.90%, 10년 4.30%까지 상승한 이후 6/22일 현재 국고 3년 3.81%, 10년 4.20%에서 거래중)	미 국채 10년물은 중동 전쟁 이슈 이후 기존 박스권(4.0~4.5%) 상방 돌파가 빈번 통화정책 모멘텀 당분간 낮을 것으로 예상되고, 경기 이슈도 당분간 부각되기 어려워서 높아진 박스권 흐름 예상

자료: 삼성증권

한국 국채: 한국 기준 금리 인상기 정리

▶ **최종 금리(=terminal rate) 수준에 따라 채권 금리 고점 시기도 다르게 나타나는 특징**

- 유형① 첫 인상 전 국채 금리 고점: 2002년, 2010~11년 사례
- 유형② 기준 금리 인상 초기 국채 금리 고점: 2017~18년 사례
- 유형③ 기준 금리 인상 후기 국채 금리 고점: 2005~08년, 2021~23년 사례

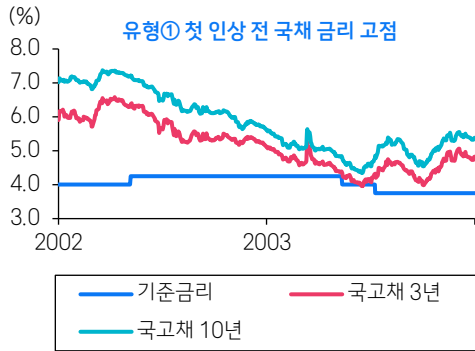
한국 기준 금리 인상기 정리

	기준 금리 인상기간	기준 금리 변동	인상 폭 (bp)	인상 횟수	채권 금리 고점 시기	첫 인상시점 spread (3년)	첫 인상시점 spread (10년)	3년물 고점	3년물 고점 시점	10년물 고점	10년물 고점 시점
1	2002.05 (1회)	4.00 →4.25	25	1	유형① 첫 인상 전	234	322	6.58% (02.04.09)	인상 전 28일	7.37% (02.03.19)	인상 전 49일
2	2005.10 ~2008.08	3.25 →5.25	200	8	유형③ 기준 금리 인상 후기	139	193	6.17% (08.07.14)	진행 중 98%	6.20% (08.07.03)	진행 중 97%
3	2010.07 ~2011.06	2.00 →3.25	125	5	유형① 첫 인상 전	194	294	4.31% (10.01.28)	인상 전 162일	5.39% (10.01.18)	인상 전 172일
4	2017.11 ~2018.11	1.25 →1.75	50	2	유형② 기준 금리 인상 초기	82.5	122.7	2.32% (18.02.20)	진행 중 22%	2.81% (18.05.15)	진행 중 45%
5	2021.08 ~2023.01	0.50 →3.50	300	10	유형③ 기준 금리 인상 후기	89.8	142.8	4.55% (22.09.26)	진행 중 78%	4.63% (22.10.21)	진행 중 83%
6	(예상) 2026.07 ~2027.05	2.50 →3.50	100	4	현재 진행 중						

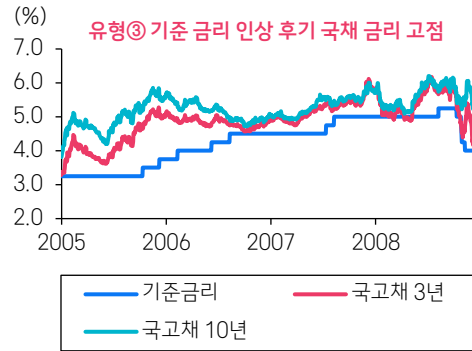
자료:Infomax, 삼성증권

한국 국채: 한국 기준 금리 인상기 정리

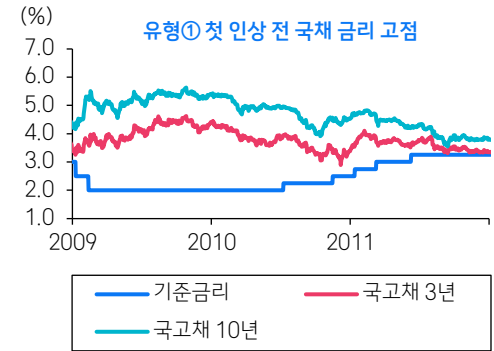
2002년 기준 금리 인상



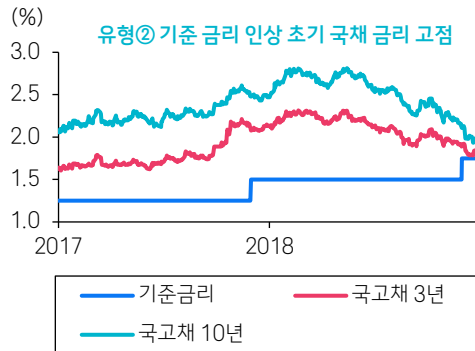
2005~08년 기준 금리 인상



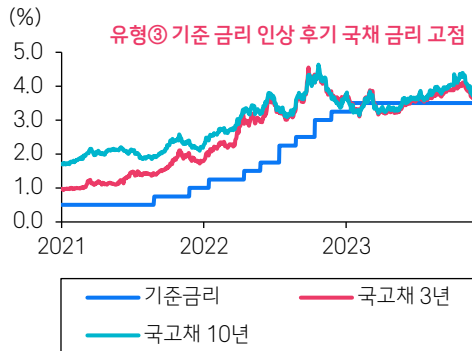
2010~11년 기준 금리 인상



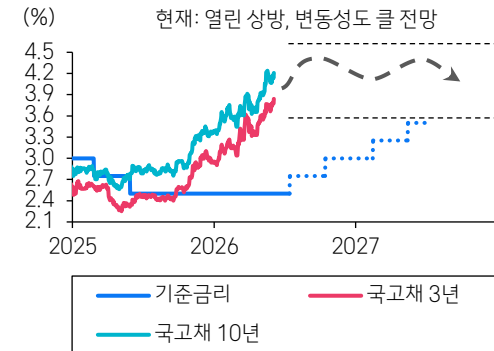
2017~18년 기준 금리 인상



2021~23년 기준 금리 인상



현재: 7월, 기준 금리 인상 시작 예상



자료: 금융투자협회, 삼성증권

자료: 금융투자협회, 삼성증권

자료: 금융투자협회, 삼성증권

한국 국채: 성장과 물가의 상방 요인 지속

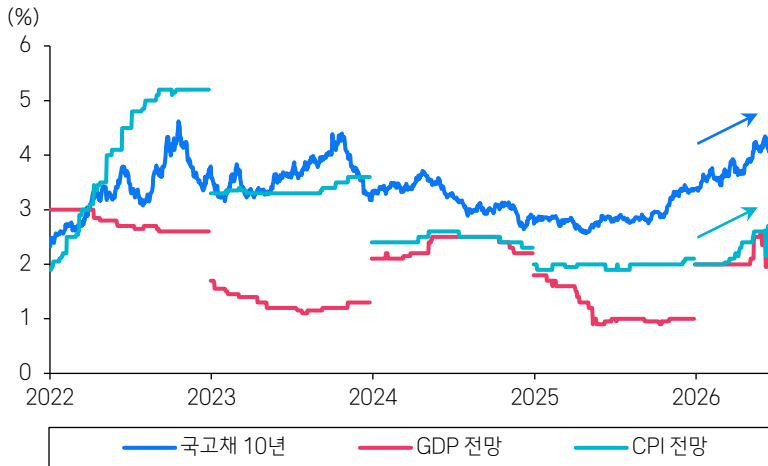
▶ 반도체 중심으로 수출이 급증하면서 '26년 수출 전망은 +45%로 상향. '26년과 '27년 한국 성장률을 각각 3.2%와 2.6% 전망치 제시(houseview)

- '26년과 '27년 CPI 상승률은 각각 2.7%, 2.3% 전망. 최근 국제 유가 하락하고 있으나 소매 유가에는 석유 최고가격제 영향으로 변화 미미
- 시장 컨센서스 또한 성장과 물가 상향 조정이 이어지고 있음(현재 각각 2.6%, 2.7%, Bloomberg)

▶ 성장 여건이 통화정책을 제약하지 않는 가운데, 금통위는 기대 인플레이션 상승에 대응해 7월 기준 금리 인상을 단행할 것으로 예상

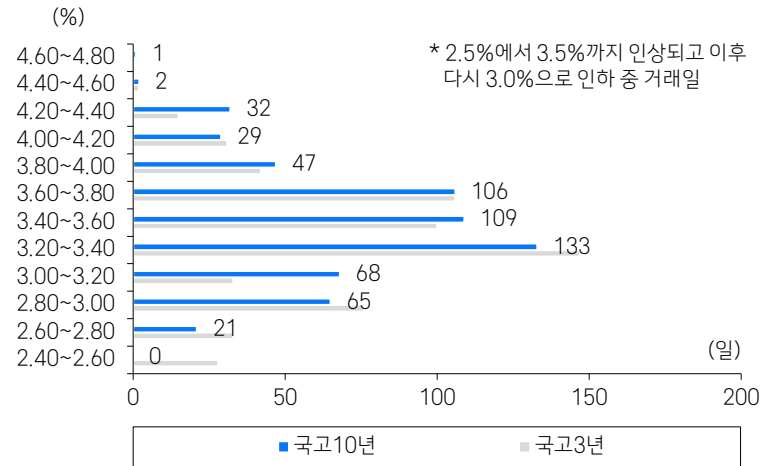
- 시장의 기대는 이미 큰 폭의 기준 금리 인상을 반영하고 있어, 금리 고점이 더 높아질 여지는 제한적이나 변동성은 클 것으로 예상

성장과 물가 전망이 함께 높아지면서 금리에도 상승 압력 이어지는 국면



자료: 금융투자협회, Bloomberg, 삼성증권

지난 금리 사이클, 레벨별 금리가 머문 기간(일) '22.8~25.2



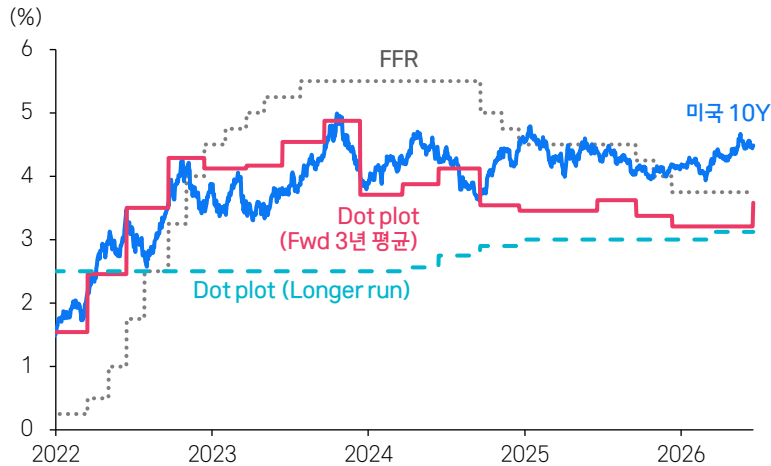
자료: 금융투자협회, 삼성증권

미국 국채: 당장은 상하방 리스크 모두 제한적

▶ 미국 기준 금리: 당사는 여전히 향후 추가 2회 인하('26.12+'27.3월) 전망 유지

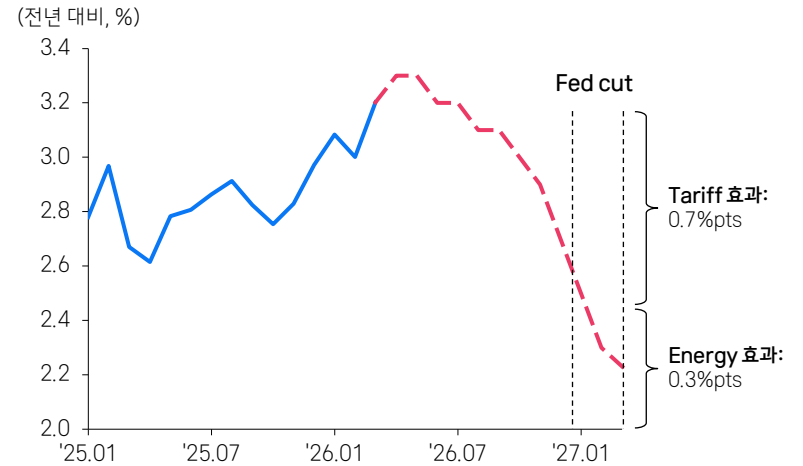
- 관세 및 에너지 가격 상승 효과 소멸로 올해 12월부터 내년 3월 사이에 미국 headline과 core의 전년 대비 상승률이 약 -0.8~-1.0%pts 하락
- 이를 감안, 금리 인상의 threshold는 여전히 높은 상황으로 판단
- 단 추가 인하 시점은 빨라야 12월로 예상되고, 경기 이슈도 당분간 부각되기 어려워서 높아진 박스권 흐름 예상

미국 FFR, 점도표 변화 및 미국 10년물 금리 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

미국 핵심 PCE 예상 경로



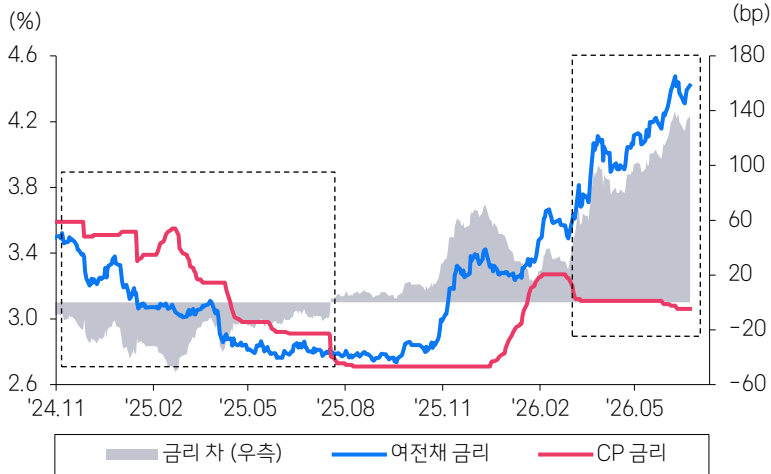
자료: 삼성증권

기준 금리 인상에 따른 단기 금리 상승 부담으로 크레딧 채권 수요 약세

▶ 금리 인상 선반영 차이로 확대된 채권과 단기 금리 차이로 발생한 크레딧 수요가 향후 금리 인상에 따른 단기 금리 상승으로 감소할 전망

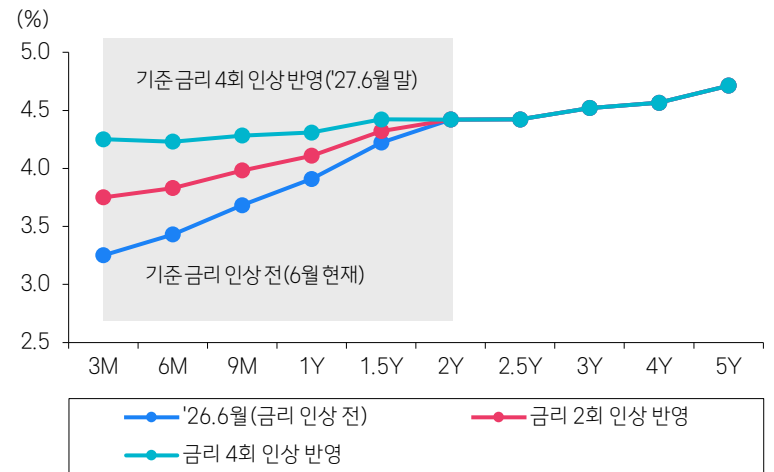
- 향후 금리 인상을 선반영하는 채권 금리와 달리 단기 금리는 기준 금리가 인상될 때 상승하는 특징으로 최근 단기/채권 금리 차이가 크게 확대됨
- 금리 인상을 반영하지 않은 단기 금리 대비 금리 인상을 4회 이상을 선반영한 채권 금리로 인해 최근 2년물 크레딧 채권 수요가 크게 증가했음
- 올해 7/10월 및 내년 상반기에 2회 기준 금리 인상이 현실화될 우려가 커지면서, 향후 단기 금리 상승에 따른 크레딧 채권 수요가 감소할 전망

CP금리와 여전채(2년물) 금리 차 확대로 최근 4~5월 여전채 캐리 수요 증가



참고: 여전채 금리(AA-등급, 2년물) 및 CP(3개월, A1등급)
 자료: Infomax

금리 인상에 따른 단기 금리 상승으로 2년 이하 구간에서 수익률 평탄화 전망

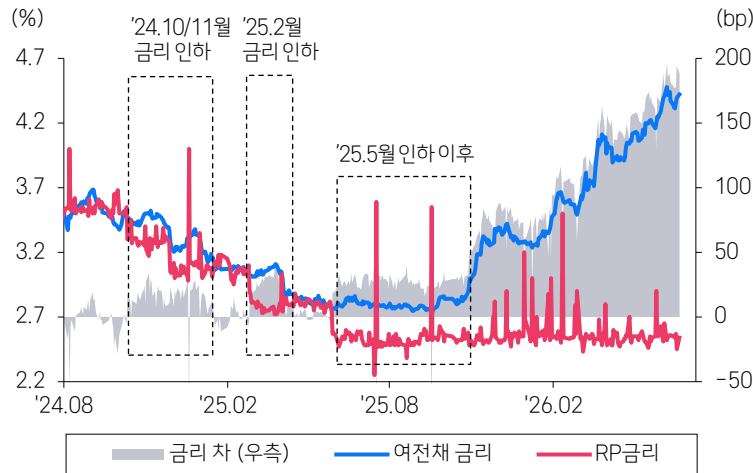


참고: 만기별 여전채 수익률 곡선(AA-등급), 올해 말 2회 인상, 내년 말 4회 인상
 자료: Infomax

단기 금리 상승으로 레포 펀드 환매에 따른 단기 여전채 매도 압력

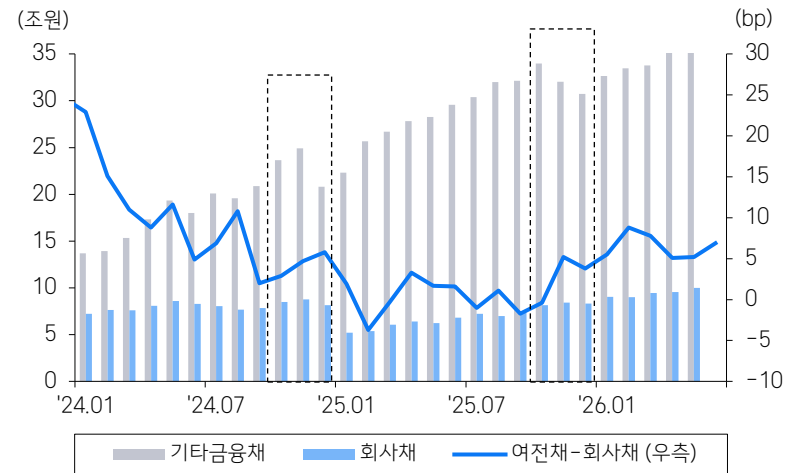
- ▶ 금리 인하 시기에 큰 폭으로 유입됐던 레포 펀드가 향후 금리 인상 우려로 레포 펀드 환매에 따른 단기 여전채 매도 압력으로 크레딧 약세
 - 금리 인하 시기에 단기 조달 금리 하락과 보유 채권 평가 이익으로 큰 폭으로 유입됐던 레포 펀드가 여전채 위주로 매수하면서 여전채 강세를 유발
 - 향후 기준 금리 인상이 현실화되면서 단기 조달 금리 상승으로 레포 펀드 환매에 따른 보유 여전채 매도 압력으로 여전채 약세 우려가 커짐
 - 결국, 기준 금리 인상에 따른 단기 금리 상승이 레포 펀드 환매로 인한 단기 여전채 매도 압력을 가중시키면서 크레딧 스프레드 확대 우려가 지속

금리 인하 시 단기 금리 하락으로 레포 펀드 유입 → 금리 인상 시 유출 우려



참고: 여전채 금리(AA-등급, 2년물) 및 RP 금리
 자료: Infomax

레포펀드 환매에 따른 여전채 매도로 향후 크레딧 스프레드 확대 우려



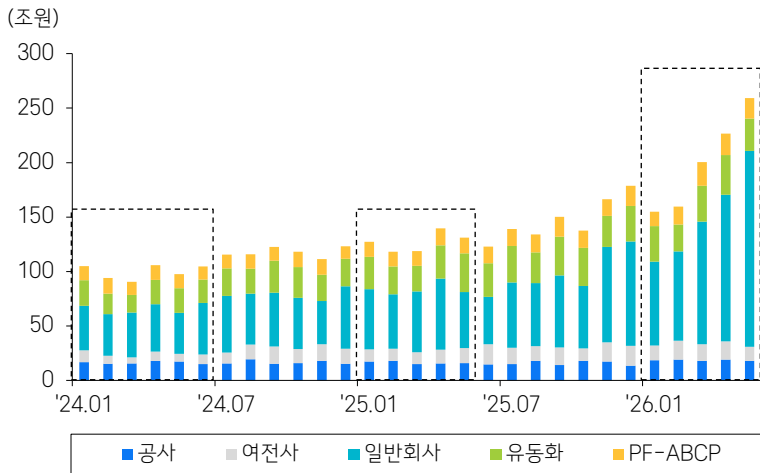
참고: 기타금융채(여전채) 및 회사채 기관간Repo 매입증권 잔량(월말)
 자료: Infomax

연말 단기 금리 상승에 따른 단기 금융시장 우려가 크레딧 스프레드 확대를 야기

▶ 금리 인상에 따른 단기 금리 상승이 연말 단기자금 유출과 CP 발행 증가와 맞물려 단기 금융시장 우려가 크레딧 스프레드 확대를 야기

- 매년 연말 MMF 등 단기자금 유출 심화에 따른 단기 금융상품 수요 둔화가 CP 등 단기 금리 상승을 야기하면서 크레딧 스프레드를 확대시킴
- 특히 올해 연말은 금리 인상으로 단기 금리 상승과 증권사 등 일반 회사 위주로 CP 발행이 급증하면서 단기자금시장의 수급 불안 우려가 커짐
- 금리 인상 초기 채권 금리 상승뿐만 아니라, 단기 금리 상승 → 레포 펀드 환매 → 연말 단기 금융시장 불안으로 크레딧 약세 압력이 지속될 전망

올해 상반기 증권사 등 일반기업 위주로 CP(전단체 포함) 발행이 크게 증가



참고: 발행 주체 및 기초자산별 CP(전단체 포함) 월별 발행량
 자료: Infomax

과거 단기 금융시장에서 CP 금리 급등이 크레딧 스프레드 확대를 야기



참고: CP-CD 스프레드(3개월물), 크레딧 스프레드(회사채 AA-, 3년물)
 자료: Infomax

PART



대체투자

Commodity Outlook

원유				금			
3M	-1	0	+1	3M	-1	0	+1
12M	-1	0	+1	12M	-1	0	+1

+1: Positive, 0: Neutral, -1: Negative (전월은 회색)

박주란 선임연구원 juran.park@samsung.com

☀ 핵심 아이디어

미국-이란 전쟁이 양해각서 체결로 106일 만에 종료. 유가상방 리스크 해소와 함께 인플레이 우려가 완화되며 하반기 원유 비중 축소와 금 중립 의견 제시

원유(WTI) 시장은 하반기 60~80달러/배럴 등락 전망. 6월 이슬라마바드 합의 서명 직후 페르시아만 내에 억류된 재고의 시장 유입과 공급 정상화 기대감을 선제적으로 반영하여 일차적인 조정이 마무리. 7~8월은 공급 정상화 여부를 실질적으로 검증하는 구간으로써, 균형에 해당하는 65~72달러/배럴까지 점진적인 하향 안정화가 이뤄질 전망. 해협 개방과 함께 부진했던 동북아 원유 현물 수요가 반등할 수 있겠으나, 1) 중국의 원유 구매가 선별적 저가 매수 행태를 보이고, 2) 이란산 원유 제재가 조기에 해제되며 시장의 시선이 빠르게 공급 확대로 이동하고 있다는 점에서 상방 압력은 제한적. 걸프 산유국 생산량이 상당분 회복되는 9월, 성수기 계절성의 소멸과 함께 공급 과잉 경계감을 반영하여 추가 약세를 예상

원유 시장은 호르무즈 해협이라는 Chokepoint의 무기화를 겪으며 공급 주체가 대폭 증가. 비축유 재보충 수요는 18~24개월에 걸쳐 분산되는 반면, 전쟁 이전과 비교해서 원유 공급에는 1) OPEC+의 추가 증산, 2) UAE 쿼터 제한 해소, 3) 제재국 원유의 세계 시장 편입(이란, 베네수엘라), 4) 비OPEC+ 증산이 추가적인 물량으로 더해지는 상황. '27년 원유 시장은 공급 과잉과 함께 상당한 하방 압력에 놓일 것이 예상됨에 따라 12개월 의견도 비중 축소 제시

금 현물 등락 범위로 하반기 4,000~5,000달러/t oz 제시. 종전으로 인해 유가가 급등분을 반납하며 물가 급등 우려가 완화된 점은 긍정적. 그러나, 3분기 케빈 워시 신임 연준 의장을 맞이하여 매파적 통화정책에 대한 경계감이 지속되는 가운데, 미국 경기 호조세는 달러 강세 압력을 통하여 금에 부담 요인으로 작용 중. 4분기 에너지 가격 하락과 지난해 부과된 관세가 물가에 미치는 상방 압력의 소멸을 반영해 물가의 하향 안정 추세가 가시화되기 전까지는 보수적 접근이 요구. 다만, 이후에는 시장이 반영하고 있는 과도한 긴축 우려가 되돌려짐에 따라 반등 탄력 강화를 예상하여 3개월 중립 의견을 유지

중기적으로 4,300달러/t oz 이하 구간에서는 인민은행을 주축으로 하는 신흥국 중앙은행의 저가 매수세가 지속적으로 확인. 1분기 중 금을 매각한 중앙은행들의 경우에도 전쟁, 통화 약세 방어와 같은 개별 국가의 특수 상황에 기반하고 있어 추세적 매도로 발전될 가능성은 낮은 것으로 판단. 지정학적 불안이 소강상태에 이르며 이들 국가의 매도세가 약화되는 한편, 경제 블록화와 분절화로 중앙은행의 구조적 매입 수요는 지속될 것. 12개월 중립 의견 제시

원유: 하락 추세, 방향성이 아닌 속도의 문제

해협 개방과 함께 유가 상방 위험 해소. 공급 정상화 진행되는 가운데 매수세 회복 시점이 변수

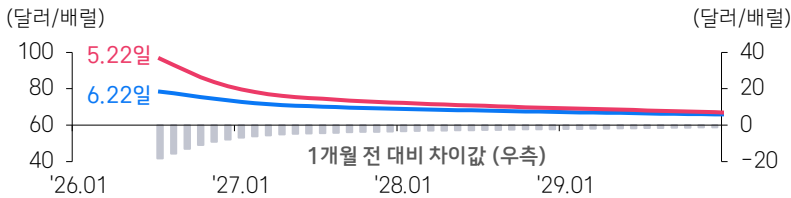
▶ 6월 MOU 서명 이후 유가는 공급 정상화 기대감을 선제적으로 반영하며 조정. 타이트했던 수급 여건 완화되며 백워데이션 축소

- 60일 간 호르무즈 해협 무상 통과(제 5항), 이란산 원유 수출 제재 한시적 면제(제 10항)로 페르시아 만에 억류된 재고 방출

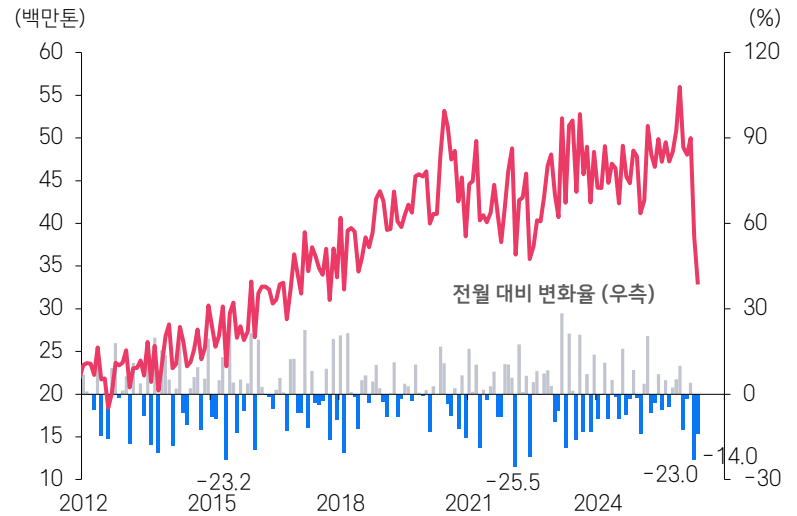
▶ 걸프 주요 산유국(사우디, UAE)의 공급이 회복되는 1~2개월간 동북아 원유 수입 회복 강도가 유가 하단을 좌우

- 중국 원유 수입량은 3월 1,182만 bpd → 5월 782만 bpd로 급감하며 봉쇄 기간 동안 유가 상방을 억제
- 충분한 재고 상황을 감안하면 적극적 매수세보다는 70달러/배럴 이하 구간 에서야 국유 정유사부터 점진적인 매수 이뤄질 것

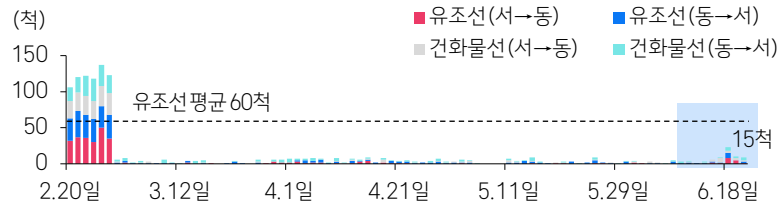
WTI 선물 곡선 변화



중국 원유 수입량



호르무즈 해협 통행량 추이



참고: '26년 6.22일 기준, 항법장치를 끈 선박 등으로 인해 실제보다 많을 수 있음
 자료: Bloomberg, 삼성증권

자료: 중국 해관총서, 삼성증권

원유: 4분기부터 본격 반영될 공급과잉 경계감

역사적인 공급 차질을 겪으며 원유 시장 공급자가 확대. 증산카드 많아진 반면, 비축 수요는 분산

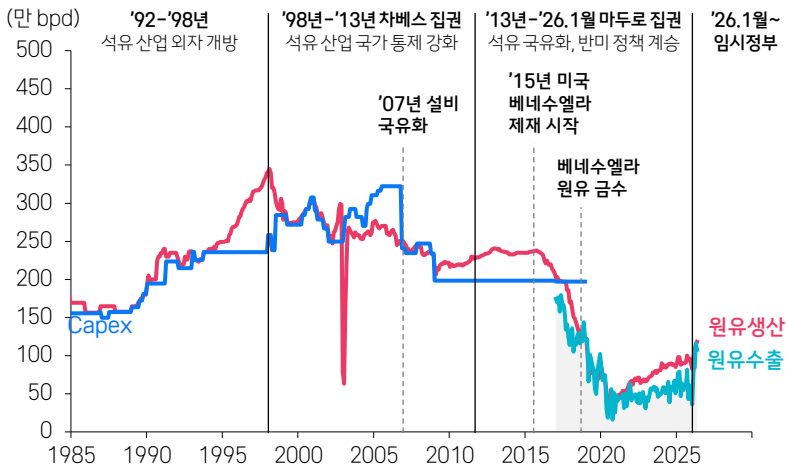
▶ **걸프 산유국 원유 생산 정상화가 완료되는 9월부터 내년 공급 과잉 가능성을 선반영하면서 낙폭 확대 예상**

- 전쟁 이전 원유 시장은 OPEC+가 자발적 감산 2단계 해제(220만 bpd)를 조기에 완료하며 공급 우위였던 상황
- 생산 회복 외 ① OPEC+ 증산, ② UAE 쿼터 제한 해소분, ③ 제재국 원유(이란, 베네수엘라), ④ 비OPEC+ 증산이 신규 공급으로 유입

▶ **美 에너지부는 3월 IEA 1.72억 비상 방출을 발표하여 7월 경 방출을 종료. 대여한 원유 1배럴당 1.25배럴 상환 받을 계획**

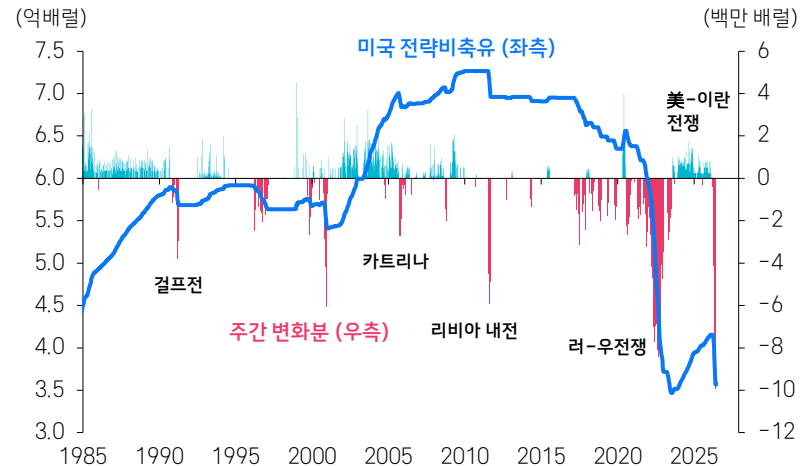
- 직전 러-우 전쟁 비축유 방출 선례 감안 시 비축유 재매입은 18~24개월 이상 장기 분산. 글로벌 추가 수요 42~56만 bpd로 제한

베네수엘라 원유 기술적 생산 용량과 생산, 수출 추이



자료: OPEC, Bloomberg, 삼성증권

미국 정부의 EIA 비상 전략 비축유 방출



자료: DOE, 삼성증권

금: 힘겨운 약세장 탈출, 긴축 우려 진화가 필요조건

물가 하향 안정세 확인 전인 3분기, 연준의 매파적 통화정책에 대한 경계는 하방 요인으로 작용

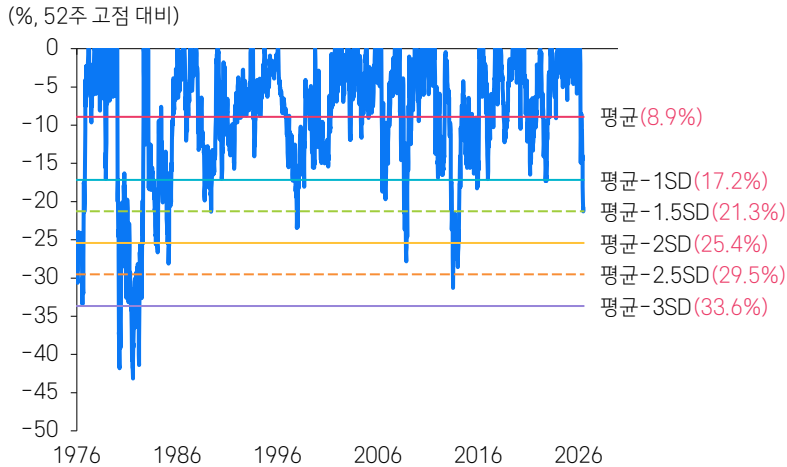
▶ 상반기 금은 고점 대비 25% 하락하며 약세장 진입. 중앙은행의 긴축 우려가 심화되며 4,000달러/t oz 사수전 돌입

- 단, 역사적으로 평균 -2SD 이상의 조정은 본격적인 Fed의 긴축 전환으로 이행되지 않는 한 추가 낙폭이 제한적이었던 자리

▶ 4월부터 종전을 선 반영하여 기대 인플레이션은 하락 중이나, 시장은 연내 예상 금리 인상 횟수를 1.5회까지 높여 반영 중

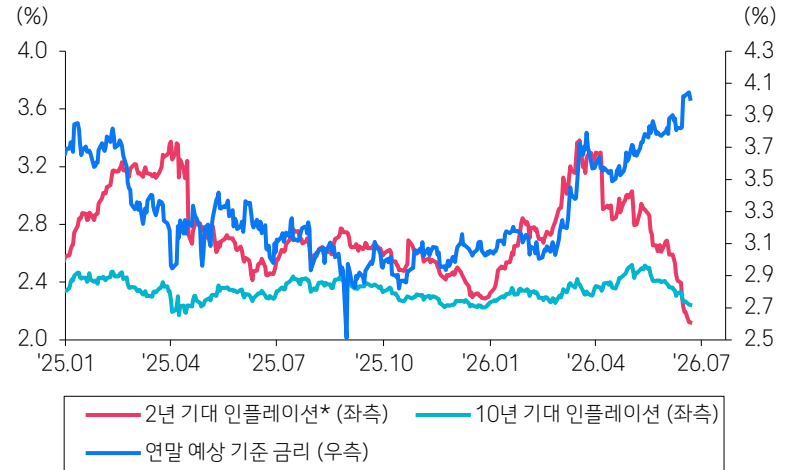
- 5월 고용 지표 서프라이즈에 이어, 종전 이전 상황이 작용하였을 6월 FOMC에서 매파적인 점도표가 확인된 여파
- 1) 유가 하락이 신속하고, 2) 미국 경기가 지나치게 과열되지 않는다면, 4분기 물가 하향세 확인 이후 과도한 긴축 우려가 되돌려지며 반등 예상

금 최대 손실률 (Maximum Drawdown, MDD)



자료: Bloomberg, 삼성증권

미국 기대 인플레이션과 금리 선물시장에 반영된 예상 기준 금리



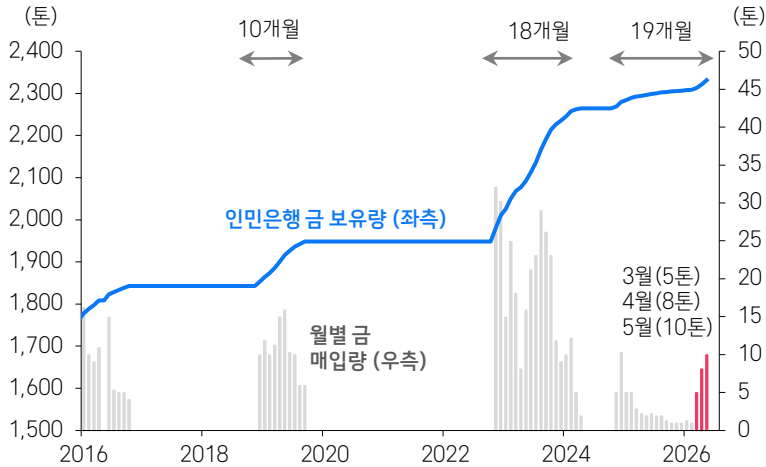
참고: * Breakeven 2, 10Y
 자료: Bloomberg, 삼성증권

금: 중앙은행, 장기 축적과 전술적 매도의 사이에서

1분기 중앙은행 금 순매도, 4월에는 재차 순매수 전환. 구조적인 외환보유고 다변화 수요는 지속될 전망

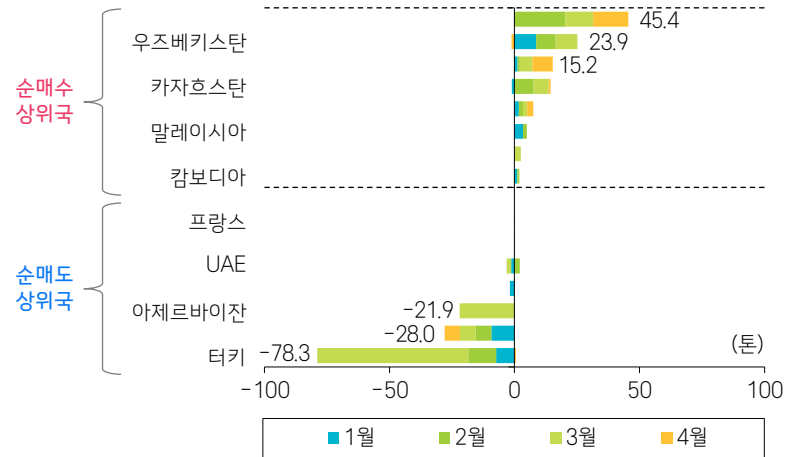
- ▶ 연초 이후 금 매도 국가는 전시상황(러시아, UAE, 벨라루스), 통화 가치 방어(튀르키예) 등 개별 국가의 특수한 상황이 존재
- ▶ 반면 중국, 폴란드, 우즈베키스탄은 저가 매수에 나서며 금 보유를 확대
 - '26년 2월 기준 전세계 중앙은행 준비 자산에서 금이 차지하는 비중은 27%까지 상승하며 미국 국채 20%를 추월
 - 중국 인민은행이 준비 자산에서 금을 보유하고 있는 비중은 9%로 EM 중앙은행 평균 보유 비중인 15%에 현저히 미달하는 상황
 - 중장기 포트폴리오 다각화 차원에서 긍정적인 시각을 유지. 4,000~4,300달러/온스 구간에서 Buy the dip 전략 유효

중국 인민은행 금 보유량과 월별 금 매입량



자료: 중국 인민은행, 삼성증권

국가 별 순매수, 순매도 상위국 ('26년 1-4월, 1-8위)



자료: World Gold Council, IMF, World Bank, 세인트루이스 Fed, 삼성증권

대체 투자 Outlook

3M	Not rated
12M	Not rated

+1: Positive, 0: Neutral, -1: Negative (전월은 회색)

이경자 팀장/수석연구위원 kyungja.lee@samsung.com

☀ 핵심 아이디어

대체투자에서 분배금 가뭄과 고금리 장기화로 투자자의 관점은 Gross IRR보다 DPI로 전환, 현금흐름 창출력이 최대의 고려 요인이 될 전망. 따라서 대체투자 전략으로는 현금흐름에 기반한 인프라와 사모 대출에 대한 선호도는 지속될 전망이며 이를 결합한 인프라 사모 대출의 영향력 확대 전망. 주식시장의 성과가 대체투자를 크게 상회하나 소수 산업에 의존도 심화, 전통 자산과 상관관계가 낮은 대체투자로 포트폴리오 분산 필요

PE 시장은 2025년 딜 거래액과 엑시트 실적은 강한 반등을 보였으나 메가딜 편중 현상 심화, 중소 딜은 거래 침체와 엑시트 부진 장기화로 극단적 양극화. 미국은 테크 위주의 거래, 단 그간 주도 섹터였던 소프트웨어에서 AI로 전환 뚜렷. 유럽은 방위 산업이 PE시장 활성화의 주역으로 부상. 공개 시장과 사모 시장의 밸류에이션 격차 확대로 PE 신규 투자의 매력도는 높아졌으나 메가딜은 상장주식보다 밸류에이션 부담이 더욱 커진 상황. 수십년간 PE의 수익 추구 방식이었던 멀티플 확장 효과 소멸, 장기 고금리로 기업의 운영 가치 개선과 DPI(분배금 비율) 중시 경향이 커질 전망

사모 대출(PD) 시장은 2024년부터 시작된 스프레드 축소, 크레딧 시장 우려 등으로 자금 모집액의 절대액은 둔화. 70% 이상을 차지했던 직접 대출 집중에서 분산 현상 뚜렷. 직접 대출은 소프트웨어, 특히 2021~2022년 고가 매입 딜의 평가액 하락이 진행될 가능성. 그러나 BDC들은 대출 만기 연장에 성공하며 시간 벌기 중. 직접 대출의 시스템 리스크 가능성은 제한적, 직접 대출도 여타 시장처럼 부도율 상승은 불가피하나 꾸준한 유동성 유입과 유연한 계약 구조 내재. 은행 규제와 다양한 대출 솔루션의 장점으로 사모 대출 성장성은 유효. 단, 직접 대출 집중에서 ABF/메자닌/부실 채권/특수 상황 등으로 분산 가속화

인프라 시장은 타 자산과 다르게 인플레이션 압력 시 EBITDA가 비례 성장해 저성장 및 고물가 시기에 압도적 성과. 금리 영향력은 밸류에이션에만 부정적 영향. 가치 창출 방식도 멀티플 확장 구조보다 실제 현금흐름과 EBITDA 성장에 근거하므로 비교적 높은 예측 가능성. 시범으로 데이터센터 및 유틸리티는 투자에 있어 슈퍼 사이클, 특히 대규모 capex를 요구하는 데이터센터와 미드스트림은 대출 전략 수요 증가. 인프라 대출은 동급 채권 대비 높은 스프레드로 우수한 위험 조정 수익률. 최근 스프레드는 재반등

부동산 시장은 금리 압력이 높아짐에 따라 극적 시장 반전 기대보다 부실 자산 정리에 초점을 맞춰야 하는 시기. 사모펀드/디벨로퍼/실수요(Owner user) 목적 거래로 LP 구성 변화 예상. 부동산 접근 전략은 Capital gain보다 배당 및 NAV 할인을 축소의 전략으로 전환 예상. 낮은 LTV 등 대출 구조의 중요성이 커질 것

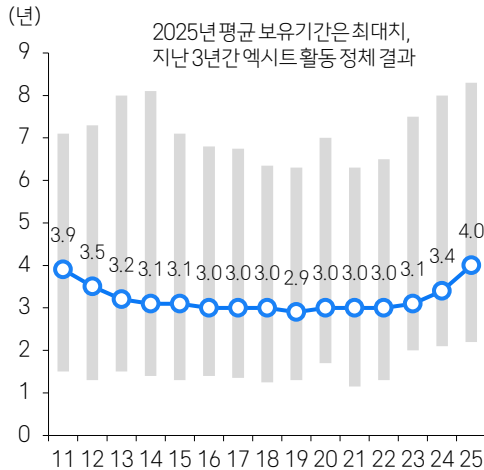
PE: 풍요 속의 빈곤, 메가딜 시대

PE는 2025년, 역사상 두번째로 거래액이 1조 달러를 돌파(2021년 1.3조 달러로 고점)했으나 AI 섹터의 메가딜 영향, 미들마켓은 저조

▶ PE는 상장 주식 대비 비유동성의 할인으로 밸류에이션이 낮아야 하는 것이 일반적, 공개 시장보다 싸게 인수해 수익을 창출하는 PE 방식의 주요 원천

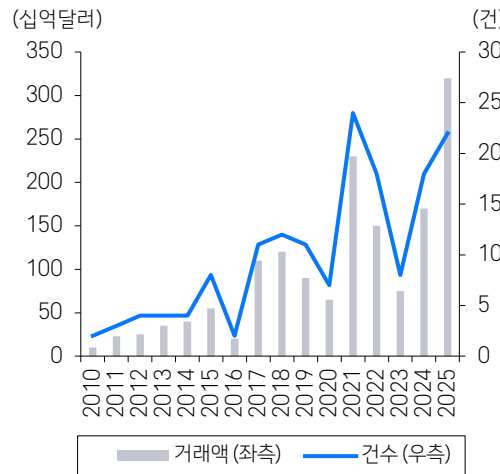
- 그러나 5억 달러 이상 대형 딜의 멀티플 평균은 15.8배로 바이아웃 중앙값을 크게 상회. PE가 싸게 사기 어려워지며 수익 추구가 어려워짐
- 엑시트 활동은 회복되었으나 메가딜 편중으로 전반적인 엑시트 지연. 바이아웃 펀드의 2025년 기준 평균 보유 기간은 4년으로 최고치
- 메가딜의 엑시트까지의 기간도 10년 이상이 소요되기도 해 PE 시장 전반의 엑시트 병목은 LP들의 DPI에 부정적 영향

미국 바이아웃 펀드의 평균 보유 기간- 고풍화



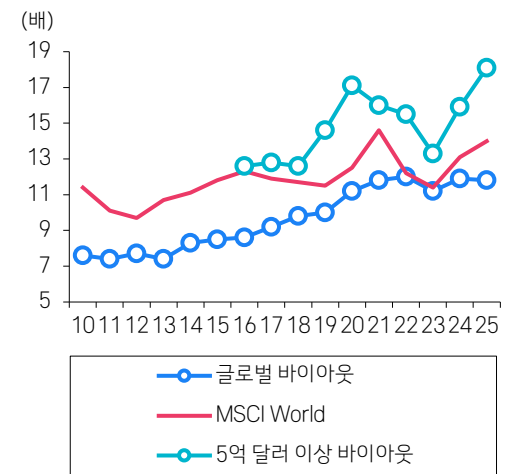
자료: Pitchbook, 삼성증권

미국 PE/VC 메가딜



참고: 50억 달러 이상 규모 딜 기준
자료: Pitchbook, 삼성증권

바이아웃 딜과 주식시장 EV/EBITDA 멀티플



참고: 바이아웃 펀드는 인수가/EBITDA, MSCI World는 12MFW 기준
자료: Bloomberg, MSCI, Pitchbook, 삼성증권

PD: Spread widening

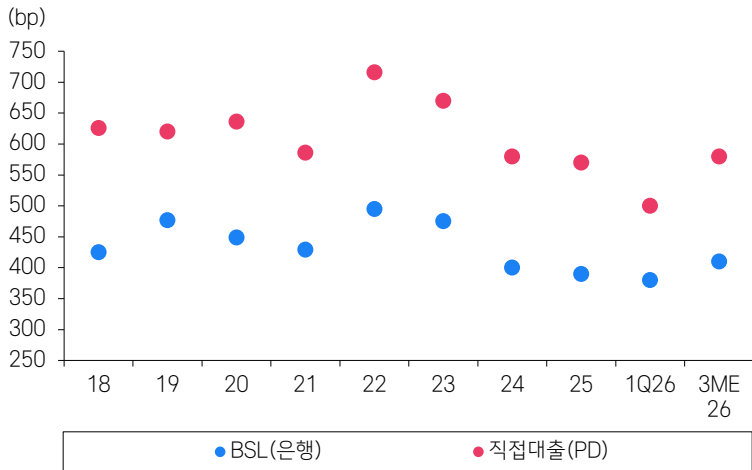
▶비상장BDC의 환매 요청은 2분기 더욱 증가했으나 2분기가 정점이 될 전망, 환매액은 1분기가 정점. 이후 NAV의 5% 환매 한도를 준수하기 때문

- 신규 대출 스프레드 확대 시작. 3~5월 스프레드는 25~50bp 확대, BSL 대비 직접 대출 스프레드도 170bp로 상승. 대주에게 유리한 조건 증가

▶상위 BDC의 레버리지는 스트레스 테스트하에서도 임계값(규제 기준 2배) 미만인 1.39배(3월 0.85배)까지 상승에 그침 (Fitch)

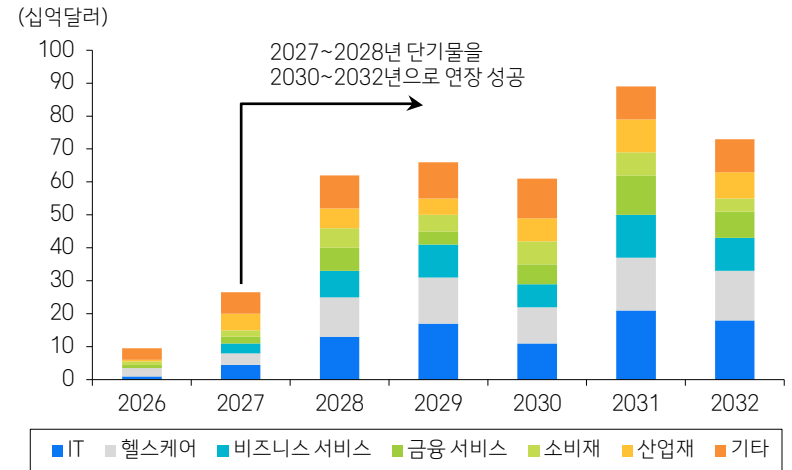
- 최근 BDC들은 단기 만기 비중을 낮추고 장기 만기물을 높이며 채권 만기 연장에 성공, 2031~2032년 만기 비중 급증하며 리파이낸싱 리스크 완
- 환매 압력이 여전하지만 최근 오크트리 OSC는 환매 요청률이 1분기의 8.5%에서 2분기 4.5%로 하락, 업계 변별 시작, 시장 재편 중

직접 대출과 BSL 스프레드 비교 (SOFR 대비)



참고: 직접 대출은 선순위, 유니트랜치 대출, BSL은 B- 신용등급 차주에게 제공된 대출 기준
자료: LSEG

BDC가 투자한 대출 자산 만기 연도별 비중



참고: 2026년 4월 기준, 공정 가치 기준 비중; 주식 및 CLO 보유분 제외
자료: Preqin, Pitchbook

인프라: 위험 대비 높은 조정 수익률

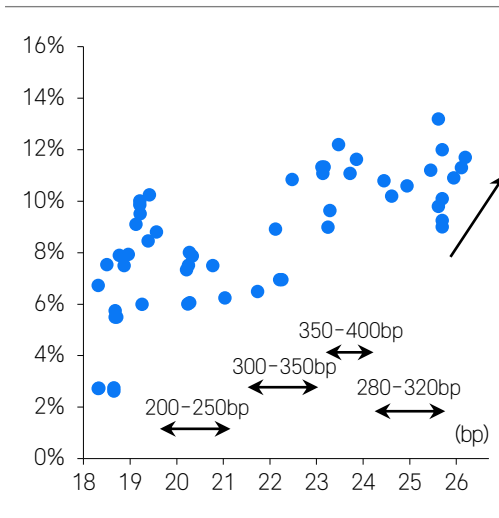
- ▶인프라는 인플레이션 수혜, 금리 피해가 동시에 존재하나, 금리 피해를 인플레이션 수혜가 일부 상쇄해 높은 방어력을 보임
 - 이는 타 자산별 높은 위험 조정수익률을 보이는 요인
- ▶인프라 선순위 사모 대출의 스프레드는 100bp 내외로 낮은 변동성
 - 높은 회수율과 높은 현금흐름 가시성이 반영
- ▶AI데이터센터와 전력 수요 증가로 인프라는 대체투자 전 분야 중 가장 고성장하는 전략

인플레이션 및 GDP가 인프라 EBITDA에 미치는 영향

거시 변수	Coefficient	Standard error	T-stat	P-value
인플레이션	0.289	0.112	2.583	0.012
실질 GDP 성장률	0.394	0.107	3.662	0.001
금리	(0.195)	0.105	(1.861)	0.067

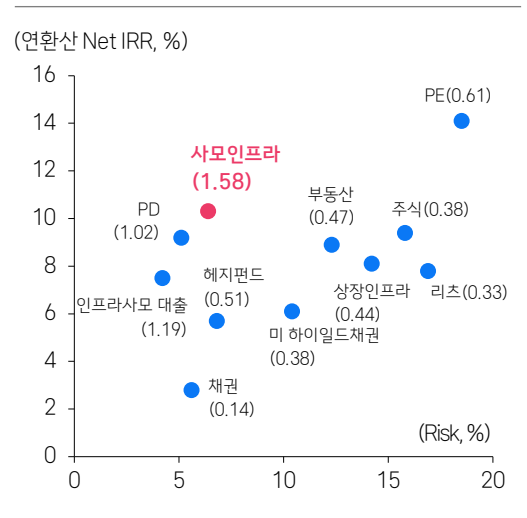
자료: Macquarie Asset Management, 삼성증권

인프라 사모 대출 실행 금리 사례



참고: 주요 인프라 사모 대출 펀드 사례를 기준으로 작성
 자료: 삼성증권

바이아웃 딜과 주식시장 EV/EBITDA 멀티플



참고: 사모인프라지수: Cambridgeassoc. infraindex, 상장인프라: DJ Brookfield global infra index, 글로벌 주식: MSCI index, PE: Cambridge assoc. PE index, 부동산: Cambridge Assoc. PE index, PD: Cliffwater direct lending index, 인프라사모 대출: EDHEC Infradebt index, 글로벌 채권: Bloomberg global aggregate, 미국 하이일드: ICE BofA Global HY Index, 헤지펀드: HFRI Composite Index, 글로벌 리츠: S&P 리츠 지수
 자료: KKR, Hamilton Lane, CAIS, Preain, EDHEC

부동산: 구조조정 시기

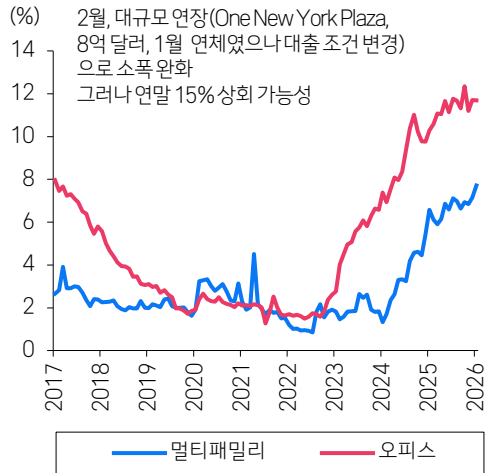
▶글로벌 CRE (상업용 부동산)의 대출 부실

- 하반기 부실 자산 처분이 증가하며 밸류에이션 하락이 야기되었으나 시장 저점 확인의 계기
- CMBS 부실의 이유는 운영 부실이 아닌, 리파이낸싱 리스크에 기인. 자산의 임대료 수취는 원활하나 과거 공격적 금융 구조가 대출 부실화를 야기
- 과거 부동산 주요 투자자는 해외 기관, 보험사 및 연기금 등 전형적 기관이었으나 최근 매수 주체는 PE/디벨로퍼/실수요(Owner user) 목적으로 전환

▶금리 압력이 다시 심화되며 부동산 투자는 Capital gain보다 배당 및 NAV할인을 축소로 전환. 밸류에드 및 대출 전략이 크게 확대될 전망

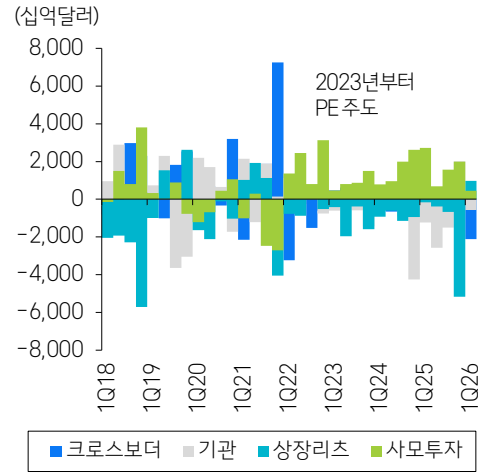
- 대출 전략은 고금리 시기 압박이 심해진 오피스를 좋은 담보 위주로 선별해 구조화하는 방식으로 진화 예상

CMBS 연체율 추이



참고: 30일 이상
자료: Trepp, 삼성증권

미국 오피스 시장 자금 유출입



자료: MSCIRCA, 삼성증권

PE의 부실 부동산 전용 펀드 조성

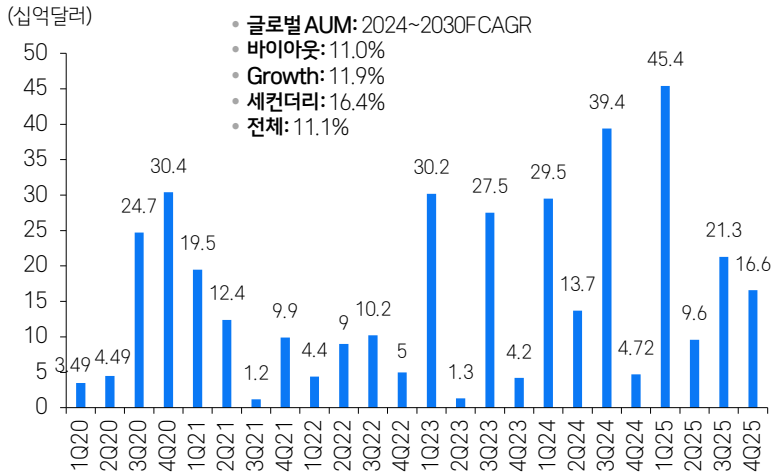
펀드명	운용사	규모 (달러)	설립 연도
BSREP (Brookfield Strategic Real Estate Partners) V	브룩필드	160억	2025
AREOF (Ares US Opportunistic Real Estate Fund) IV	아레스	33억	2024
ROX (KKR Opportunistic Real Estate Credit Fund) II	KKR	8.5억	2025

자료: 각사, 삼성증권

엑시트 다양화, 세컨더리의 호황

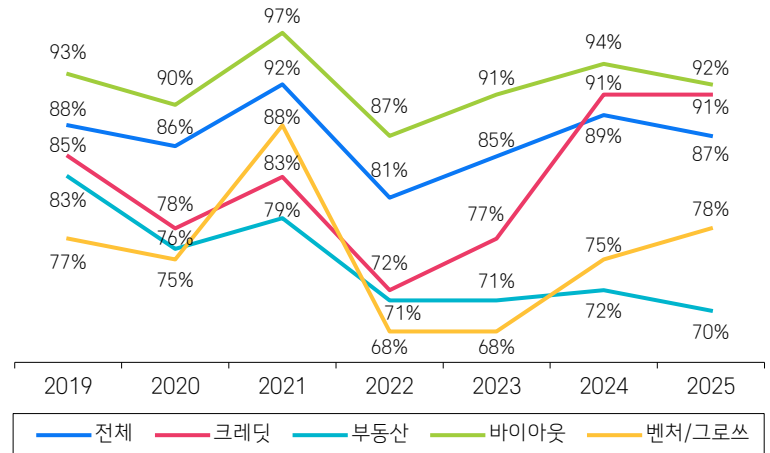
- ▶ PE 시장에서 전통적 엑시트 방식은 ① IPO, ② 전략적 투자자에게 매각, ③ 2차 바이아웃이었으나 모두 어려워지며 엑시트 방식 진화
 - 대표적인 것이 세컨더리. PE 전반의 자금 조달은 둔화세이나 세컨더리 전략에는 자금 유입 속도 가팔라져
- ▶ 세컨더리 거래량은 2025년 48% 증가하며 구조적 성장 단계 진입. 선택적 유동화의 장점을 갖는 CV는 엑시트 금액의 10% 비중에 불과하나 급성장
 - 세컨더리 시장 내 NAV 할인율은 통상 5~20%대이나 PE의 경우, 우량 자산은 프리미엄 거래 사례도 증가
 - 세컨더리 시장에서 최근 크레딧(PD) 전략 비중도 증가하고 있음이 특징적. 전략 구분을 막론하고 세컨더리는 대안에서 주류로 부상

PE 세컨더리 자금 조달액



자료: Pitchbook, 삼성증권

세컨더리 시장 내 NAV추이



자료: Jefferies

Compliance Notice

- 당사는 2026년 6월 25일 현재 삼성전자, 삼성전기, 삼성E&A와(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2026년 6월 25일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2026년 6월 25일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)

Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA