

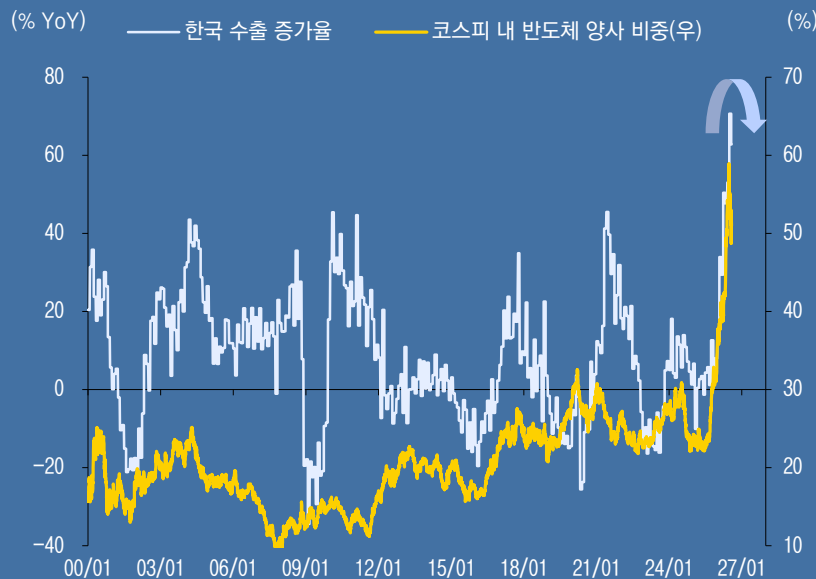
마켓 BEAT

확산의 기대감, 수급 외의 논리들



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

KEY 차트: 확산의 고민, 수출 증가율 피크 아웃



● 반도체 다음, 확산을 기대하는 시장

- 중시 급락 이후 반도체 중심의 회복일지, 순환매의 시작점일지 향후 시장 색깔에 대한 고민이 많은 시점. 당사는 수급적 환경 개선 외에도 AI 사이클의 낙수효과를 기반으로 한 매크로적 풀림 완화 시그널 확인. 단기 속락한 반도체가 적정 주가 레벨을 찾아가는 경로에서 순환매의 아이디어가 알파를 만들어낼 가능성에 주목
- 한국 증시는 역사적으로 수출 증가율 상승기에 쏠림이 가중되고 피크아웃 이후 확산이 진행되는 패턴을 반복. 현재 수출 증가율은 정점을 통과했으며, 코스피 내 반도체 양사 비중과 코스피-코스닥 상대수익률 모두 역사적 상단에서 되돌려지는 구간

● AI 투자 사이클의 낙수 효과, 실물경제에서 확인되나?

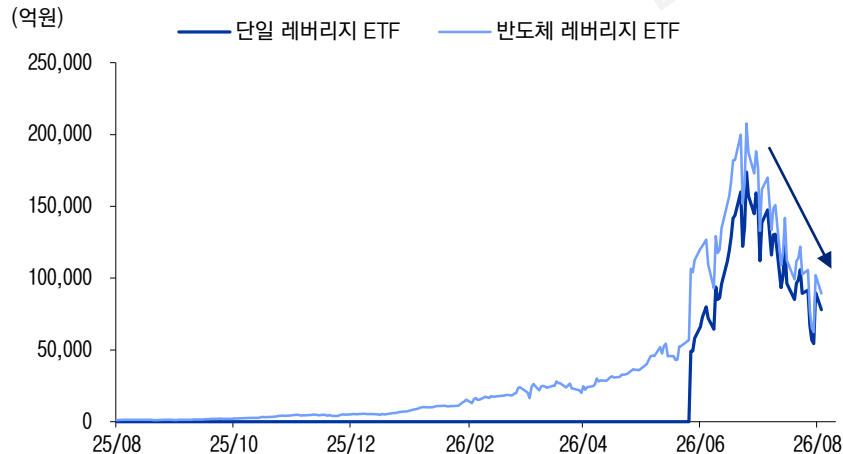
- AI 투자 사이클을 지속시키는 대부분의 자금 원천은 광고, 이커머스, B2B 솔루션 등 경기와 맞닿아있는 빅테크들의 기존 사업부. 다만 25년말까지 투입된 자금이 수혜 기업들(엔비디아, 메모리)의 마진 상승과 AI 생태계로의 재투자에 활용. 실물경제로의 낙수 효과가 상대적으로 부재
- 다만 최근 병목의 지점이 매크로 환경에 부담을 줄 수 있는 레벨까지 상승했으며 메모리, 에너지, 용수 등의 공급 확대를 위한 공격적 투자로 연결. AI 사이클 내에 갇혀있던 자금이 건설, 산업재, 소재 등을 거쳐 경기 전반으로 확산되는 양상. 해당 시그널은 기업들의 CAPEX 증가율에서부터 7월 ISM 제조업 PMI, 건들락 지표, 2분기 어닝 시즌 등에서 확인되며 순환의 논리를 매크로단에서 뒷받침하는 모습. 향후 각각의 분산된 시그널이 아닌 뚜렷한 경기 개선 방향성을 보일지 여부도 관심 필요

순환을 고민하는 시장

● 순환의 근거, 수급 외 이유들도 존재한다

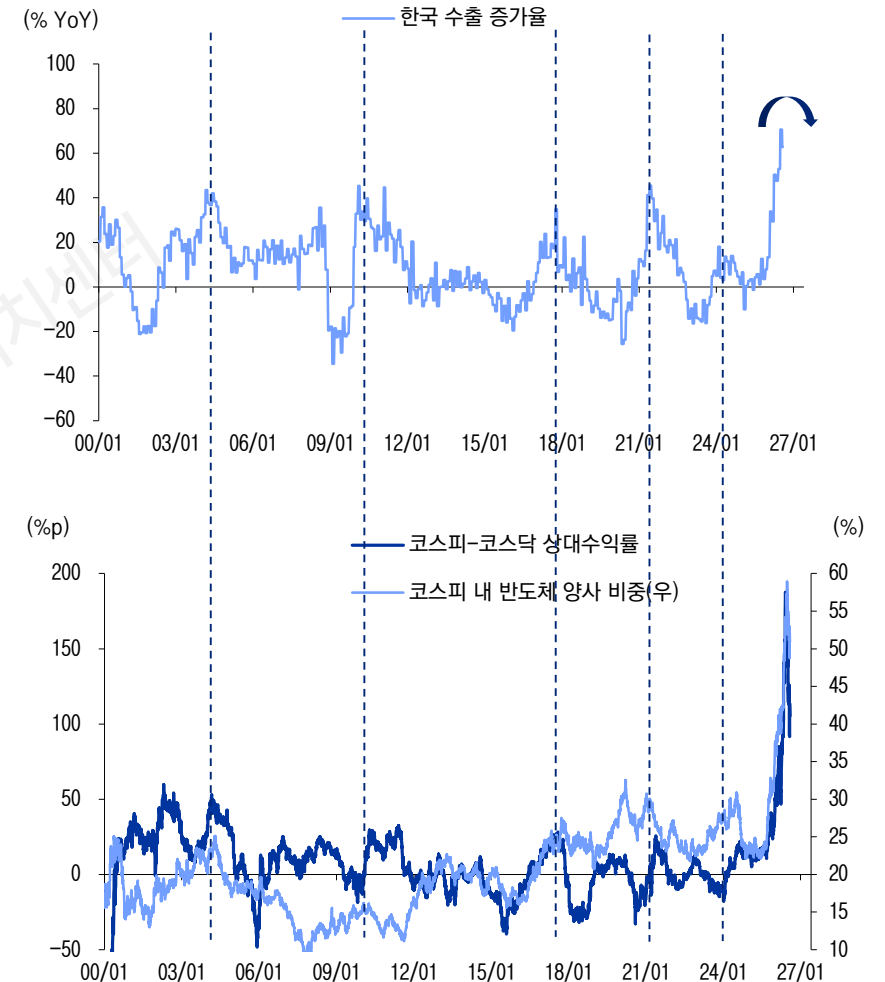
- 증시 급락 이후 반도체 중심의 회복일지, 순환매의 시작점일지, 향후 시장의 색깔에 대한 고민이 많은 시점
- 금번 자료에서는 시장에 산재한 확산의 시그널들을 포착. 단기 속락한 반도체가 적정 주가 레벨을 찾아가는 경로에서 순환매의 아이디어가 알파를 만들어낼 가능성이 높다는 결론
- 한국 증시는 역사적으로 수출 증가율 상승기 쓸림이 가중되고 피크아웃 이후 확산이 진행되는 패턴 반복. 이는 코스피-코스닥 간의 쓸림에서도 확인
- 또한 당사는 수급적 환경 개선 외에도 AI 사이클의 낙수효과를 기반으로 한 매크로적 쓸림 완화의 시그널도 확인

레버리지 ETF AUM 추이



자료: LS증권 리서치센터

수출증가율 피크 아웃, 쓸림 완화의 시작점



AI 투자 사이클 내 자금, 실물 경제로 복귀하나?

● 구독 플랫폼, AI CAPEX, 반도체를 거쳐 다시 실물경제로?

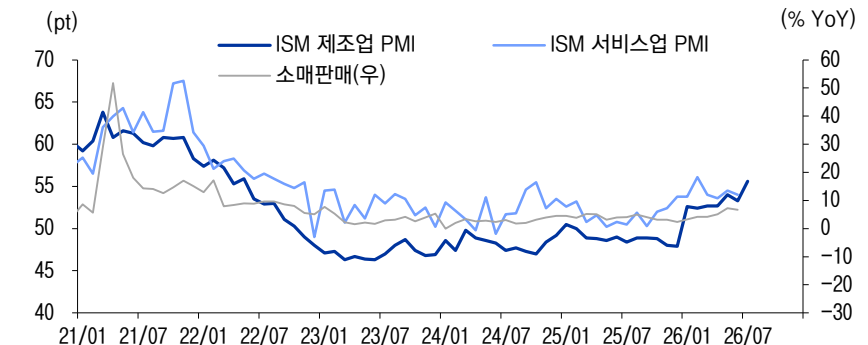
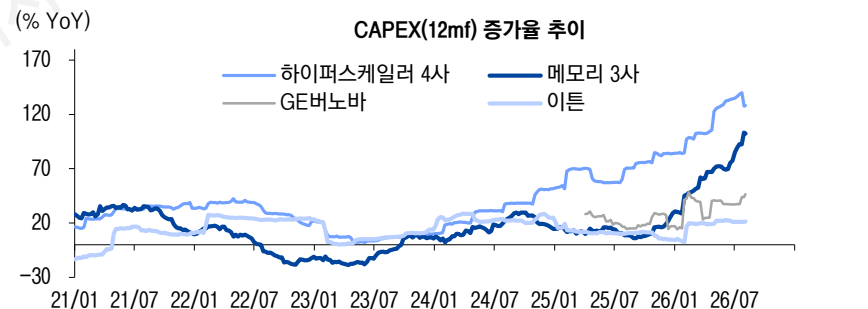
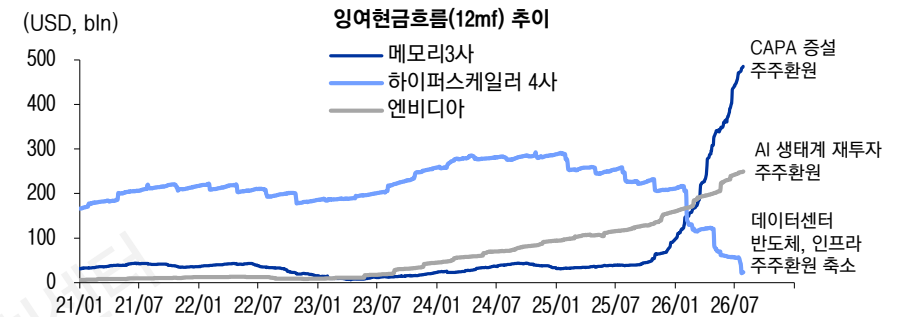
- 현 AI 투자 자금의 대부분은 경기와 맞닿아있는 빅테크들의 기존 사업부에서 창출되고 있음. 빅테크들이 만들어낸 플랫폼과 구독 생태계가 실물경제에서 자금을 흡수하고 이를 AI 인프라 투자에 투입하는 과정
- 초기 수혜를 받았던 엔비디아의 경우 공급 쇼트지와 함께 마진을 끌어올렸고 창출된 현금을 AI 생태계에 재투자(오라클, 오픈AI 등). 즉 25년말까지는 경제로 순환되는 구조보다 AI 사이클 내에 머물며 경기 낙수 효과 미미했을 가능성
- 다만 병목의 지점이 메모리로 확산되며 본격적인 공급 케퍼 증설이 시작되었고 에너지, 용수 등 사회 인프라의 병목도 AI 사이클에 갇혀있던 자금을 건설, 산업재, 소재 등 경기 전반으로 확산

하이퍼스케일러 4사 매출 비중, 자금의 원천은 소비와 기업투자

	매출 비중 (%)	2025 매출 (USD mln)	2026E 매출 (USD,mln)
메타			
광고	98.9	198,759	251,156
기타	1.1	2,207	2,424
아마존			
온라인 매장	36.1	269,287	293,065
써드파티 셀러	23.8	172,162	192,793
AWS	20.1	128,725	174,526
구독료	6.9	49,619	55,452
광고	10.2	68,635	83,643
물리적 매장	3.0	22,561	23,508
알파벳			
구글 서비스	81.8	342,721	390,004
구글 클라우드	18.2	58,705	105,924
마이크로소프트			
비즈니스 생산성 솔루션	42.2	120,810	139,996
클라우드	41.4	106,265	137,791
개인 컴퓨팅	16.5	54,649	54,052

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

AI 사이클 내 갇혀있던 자금이 다시 실물 경제로

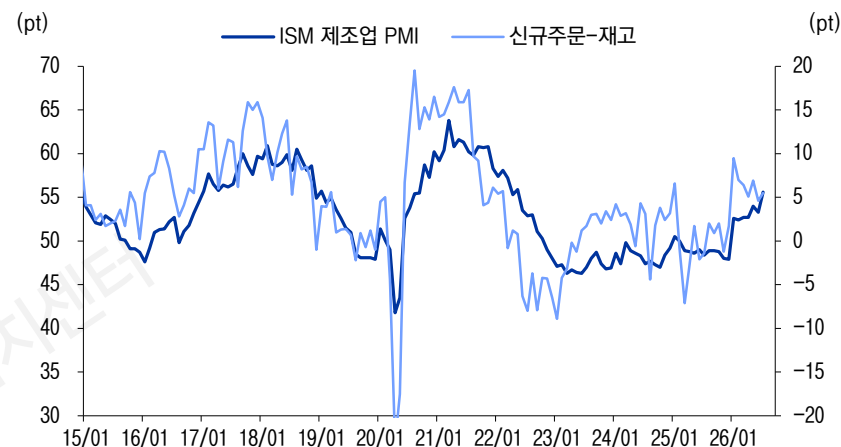


7월 ISM 제조업 PMI에서의 시그널

● 중동과 관세 불확실성에서 AI 투자 기대감으로 확실한 기조 전환

- 금번 8/3 발표된 7월 ISM 제조업 PMI는 헤드라인 55.6pt, 신규주문 56.7pt 등 확장세 유지한 가운데 컨센서스 상회
- 특징적이었던 점은 세부 산업별 구매관리자들의 코멘트 변화
- 6월 산업별 코멘트의 지배적 프레임은 리스크. 중동 분쟁에 따른 CAPEX 보수화, 높은 인플레이와 금리 레벨, 관세 정책 불확실성이 반복적으로 언급
- 반면 7월 코멘트는 AI발 수혜 가시화되며 프레임 전환. 컴퓨터·전자제품은 반도체, AI·첨단 패키징, HPC 수요를 근거로 전자 차원의 구매 규모 확대를 언급했고, 기계 부문은 AI 인프라가 실질적 가동 단계에 근접하며 데이터센터향 조달·생산이 완전 가동 국면이라고 응답

ISM 제조업 PMI



6월과 7월 ISM 제조업 PMI 산업별 코멘트

	6월	7월
컴퓨터, 전자제품	중동 분쟁에 따른 압박으로 CAPEX에 대한 보수적 접근 1)둔화되거나 여전히 높은 인플레이, 2)높은 금리 레벨, 3)관세 및 무역 정책 불확실성의 영향. 전반적 경제 성장세는 견조하나 에너지 및 필수재 비용 상승으로 소비지출 약화. 수요 가시성을 낮추고 구매자의 비용 민감도를 높이고 있음	반도체, AI, 첨단 패키징, HPC 시장 성장에 힘입어 우호적 수요 환경 실적발표에서 견조한 매출 성장과 투자 지속이 확인. 전반적 환경이 긍정적 업황 전망을 뒷받침하며, 전자차원의 구매 규모 확대 기회를 만들고 있음
기계	낙관적이나 아직 호황의 정도는 아님. 국방 및 반도체 제조 지원용 기계부문은 매우 강세. 산업, 의료 고객사들은 구매를 미루는 경향	AI 인프라 구축이 실질적 가동 단계에 근접함에 따라 데이터센터향 제품들의 조달과 생산은 완전 가동 국면. 반도체 및 커넥티비티 수요가 호황 단계. 국방 부문 역시 사상 최고치 기록 중
화학제품	이란 관련 분쟁이 모든 원자재 카테고리 영향을 미치고 있음. 특히 원유 성분 비중이 높은 품목	매우 기회주의적이고 반응적 양상. 병목이 풀리면 매입 움직임이 등장. 고객마다 상이한 재고관리
전기장비, 가전, 부품	가전 소매판매는 안정화. 최근 관세 변경이 소강 상태였던 것은 반가우나 추가 혼란은 시간 문제일 것으로 판단	가격과 리드타임 모두 둔화 조정 없이 지속적인 상승 추세만 나타나고 있음 이는 펜데믹 시기 가격 급등과 재고 사재기가 물렸다가 결국 제약이 해소되는 그림과는 상반
운송장비	동남아시아, 한국을 포함한 아태(중국 제외)에서 생산 능력 확대 관찰. 대다수 공급업체들은 전방위적 지정학 리스크 대비 위해 장기적 관점의 증설 진행 중	항공우주, 국방 수요는 수주잔고 기준으로 견조한 증가세 지속 다만 전자제품, 일부 핵심광물 등 공급이 부족한 품목 둘러싼 경쟁으로 공급망의 적기 이행 어려움 연관 산업의 수요도 견조하게 유지되고 있기에 이러한 어려움 가중 예상

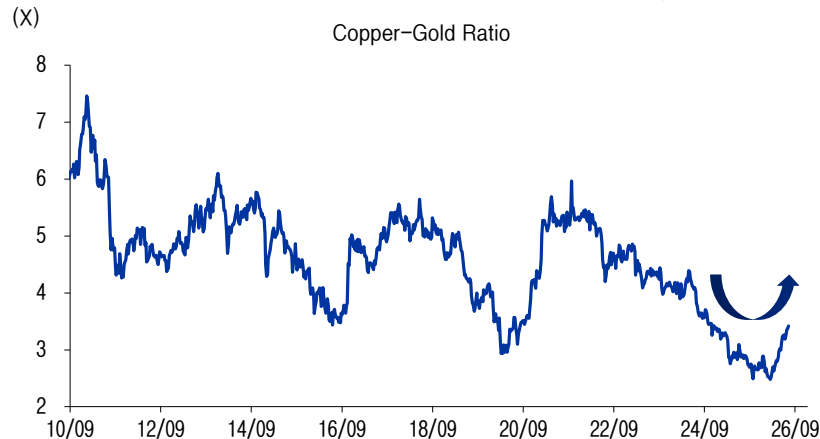
주: ISM 제조업 내 산업별 코멘트는 동일 기업 및 구매관리자가 하는 것이 아닌 ISM에서 특징적 코멘트를 선별하는 방식
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

또다른 신호, 실적 확산과 건들락 지표의 반등

● 한국과 미국 어닝 실적 시즌과 간만에 반등한 건들락 지표

- 산업 금속과 헷지자산과의 상대성을 보여주는 건들락 지표(구리-금 비율)는 4년만의 유의미한 반등세에 접어든 모습
- 구리의 경우 최근 구조적으로 타이트한 공급 여건에 더해 AI 인프라, 데이터센터, 전력 인프라 수요 확인
- 2분기 어닝시즌에서도 이익단의 확산이 확인. 건설, 전력기기 등 AI 관련주의 어닝 서프라이즈 발생. 근간이 되었던 것은 역시 AI향 수요
- 또한 섹터별 EPS 증가율 대부분의 섹터에 걸쳐 반등 흐름
- 60%가량 어닝시즌을 끝낸 미 증시의 경우에도 11개 섹터 중 10개 섹터가 전년동기 대비 EPS 증가를, 그중 8개 섹터가 두 자릿수 성장률을 기록
- 과거 IT만 상승했던 실적 대비 이제는 IT와 함께 에너지, 통신, 경기소비재, 소재 등 전방위적 성장

건들락 지표의 반등, 구리-금 비율



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

KOSPI 섹터별 EPS(12mf) YoY 증가율 변화

섹터/시점	2026-03-31	2026-06-30	2026-08-04
반도체	405.0	898.0	1004.1
에너지	22.7	259.2	302.0
비철,목재등	232.5	167.6	163.3
IT하드웨어	50.0	108.2	161.4
조선	145.2	103.6	97.6
증권	48.5	64.9	62.0
IT가전	-6.6	19.6	58.2
화장품,의류,완구	13.6	26.5	43.9
소매(유통)	25.3	44.5	40.9
기계	29.1	35.3	38.4
건강관리	57.5	44.4	36.5
화학	-24.9	15.0	33.6
보험	22.8	13.5	26.7
건설,건축관련	6.1	30.4	25.3
호텔,레저서비스	133.4	22.1	21.9
소프트웨어	11.6	17.3	16.7
필수소비재	8.1	8.8	14.9
미디어,교육	39.8	-4.4	9.3
통신서비스	-0.4	3.7	9.1
철강	-1.1	-7.4	8.3
은행	1.2	4.0	3.8
자동차	-7.4	-1.1	2.2
디스플레이	1114.8	175.8	-9.0
유틸리티	36.0	-14.8	-11.5
운송	-20.6	-21.3	-13.4
상사,자본재	150.7	-22.4	-19.4

Compliance Notice

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

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

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