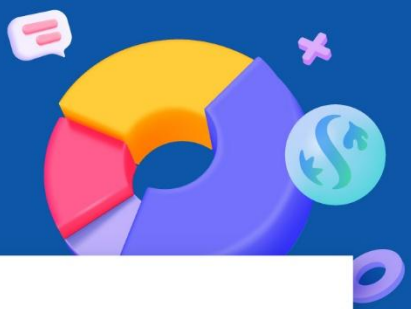
Shinhan

신한생각



Top down

2027년 경제 및 금융시장 전망

원자재: 공급 복원 이후 원자재 가격 차별화

리츠: 리츠, 금리보다 성장

디지털 자산: 비트코인 반감기 사이클과 투자 대상 선별

국내시황 Weekly

신한 M.R.I: 숨겨진 AI 투심 회복의 카드, BAAJA법

채권전략

연말까지 주목해야 할 변수들

Bottom up

기업 분석

한국전력 (015760/매수) 예상보다 무거웠던 비용의 무게

한국가스공사 (036460/매수)

해외사업 호조와 미수금 부담의 공존

달바글로벌 (483650/매수) 1% 아쉬움, 하지만 주가는 더 아쉬움

클래시스 (214150/매수) 깊어지는 성장통

디바이스 (187870/Not Rated)

디스플레이 실적 확인, 반도체 성장 시작

해외기업 분석

ASE테크놀로지 (ASX.US) 첨단 패키징에 CPO 모멘텀 가세

베스타스 (VWS.DC) 4분기 성과 확인 필요한 구간

해외 주식 및 ETF 추천 종목

[주식] 스페이스X, 마이크론, ASE 테크놀로지, 타워세미컨덕터, 크라우드스트라이크, 블룸에너지, 쇼피파이, 애로우헤드, 건도적층판
[ETF] 대만 ETF

국내 주식 추천 종목

[MP] 반도체, 필수소비재, 통신서비스↑ VS 운송, IT가전, 조선↓
[중소형주] 휴젤, 에스엠, 카카오게임즈, 선익시스템, 디바이스, 풍산, 아세아시멘트, 지투지바이오

KOSPI	KOSDAQ	KOSPI200선물	원/달러 환율	국고 3년 금리
5,342.92 (-0.60%)	696.80 (-1.18%)	827.50 (-1.08%)	1,330.50 (-7.00원)	3.729 (+9.6bp)

신한투자증권

신한 리서치 투자정보
본 자료는 당사 리서치본부에서 공표한 자료의 요약본 입니다.
자세한 내용은 당사 홈페이지에서 확인하실 수 있습니다.

원자재 공급 복원 이후 원자재 가격 차별화

Economist
하건형
☎ (02) 3772-1946
✉ keonhyeong.ha@shinhan.com

문서현
☎ (02) 3772-2640
✉ seoh.moon@shinhan.com

가용 물량 복원과 재고 흡수 속도가 가격 차별화 결정

2027년 원자재 시장은 2026년 위축된 가용 공급이 복원되는 국면이다. 2026년 충격은 생산 감소보다 호르무즈 물류 병목과 관세 등 교역 정책이 가용 물량을 줄인 결과였다. 2027년에는 중동 생산과 기존 교역 경로가 회복되지만 실수요는 충격 이전 수준 복귀에 그치고 공급원 다변화도 제한적이다. 가격은 가용 물량, 재고 복원과 비축의 흡수 속도, 정책 및 금융 여건에 따라 품목별로 차별화된다.

원유: 공급 복원에 하락 압력, 금: 실질금리에 상단 제한

국제유가는 중동 생산 정상화와 비중동 증산으로 2027년 1분기부터 공급 우위로 전환된다. 소진된 재고 5.1억배럴의 복원 수요가 하락 속도를 늦춰 WTI는 1분기 92달러에서 4분기 76달러로 점진적 하락하며 연평균 83달러를 예상한다. 경유는 재고 부족으로 정상화가 늦다. 금은 실질금리 고점권과 달러화 가치 지지로 3,800~5,000달러 박스권이 기본 경로다. 중앙은행과 ETF 매입이 가격 하단을 지지하고 실질금리 하락이나 재정 및 달러 신뢰 약화 시 상승 탄력이 커진다.

산업금속: 가용재고 부족 지속, 곡물: 재고 복원이 하방 지지

구리는 AI 데이터센터 직접 수요가 공사 정점 이후 둔화되고 송배전 투자가 추가 수요를 결정한다. 정련 초과 공급이 2027년 37만톤으로 늘어 가격 상단을 제한하나 정광 부족과 관세에 따른 미국 외 가용 재고 부족이 가격 상승을 지지한다. 옥수수는 요소 가격 급등에 따른 생산 감소와 수출국 재고 축소로 재고 복원 수요가 커진다. 브라질 공급 확대 시 상승 압력은 완화되나 비료 및 물류 차질이 장기화될 경우 가격 상방이 재차 부각될 수 있다.

주요 상품 가격 연간 밴드와 분기별 전망치

상품명	6M 밴드	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27	2026	2027
WTI 가격	70~130 달러/배럴	92	84	80	76	88	83
구리	13,000~18,000 달러/톤	15,000	15,800	16,200	16,200	13,700	15,800
금	3,800~5,000 달러/온스	4,200	4,400	4,600	4,800	4,420	4,500
옥수수	340~540 센트/부쉘	450	430	450	470	450	450

자료: 신한투자증권

교역 경로 재편과 재고 복원

생산보다 물류 병목에 가용 물량 축소

생산 감소보다 물류 병목이 공급 제약 주도. 재고 총량보다 실제 가용 물량 중요

2026년 원자재 공급 충격은 생산 감소보다 물류 병목이 주도했다. 호르무즈 통항 제한은 원유와 비료의 해상 운송을 동시에 제약했다. 중동 원유 생산 차질은 5월 1,090만배럴/일로 정점을 기록한 뒤 9월 480만배럴/일로 줄었지만, 수출 경로가 막힌 물량은 바다 위에 묶였다. 구리는 미국 정련 구리 관세 논의가 차익거래를 자극해 재고가 미국으로 쏠렸다. 세계 총량보다 실제로 쓸 수 있는 가용 물량이 더 크게 줄어든 것이 이번 충격의 특징이다.

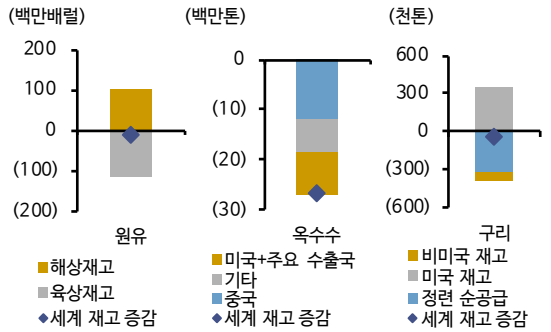
원유는 9월 한 달 세계 관측 재고가 1,000만배럴 줄어 총량 감소는 크지 않았다. 그러나 육상 재고가 1.1억배럴 감소한 반면 해상 재고는 1.0억배럴 늘었다. 정제설비가 바로 쓸 수 있는 육상 재고가 줄고 운송 중이거나 대기 중인 물량이 늘었다는 의미다. 해상 재고 증가는 우회 항로와 선적 대기가 길어진 결과로, 가용 물량 측면에서는 재고 감소와 같은 효과를 낸다. 총량 기준 재고 지표만으로는 실제 수급 압박을 과소평가할 수 있다.

수요 감소, 재고 인출로 공급 충격 흡수. 2027년 재고 복원에도 공급 잉여 잔존

구리도 마찬가지다. 2026년 세계 재고는 3.8만톤 줄어 총량 변화는 작았다. 하지만 정련 순공급이 2025년 42만톤에서 2026년 10만톤으로 급감한 가운데 미국 재고는 34만톤 늘고 비미국 가시재고는 6만톤 줄었다. 미국 밖에서 쓸 수 있는 물량이 줄어든 셈이다. 옥수수는 2026/27 기말재고가 2,670만톤 감소한다. 중국(-1,200만톤)뿐 아니라 미국 등 주요 수출국(-830만톤) 재고도 줄었다.

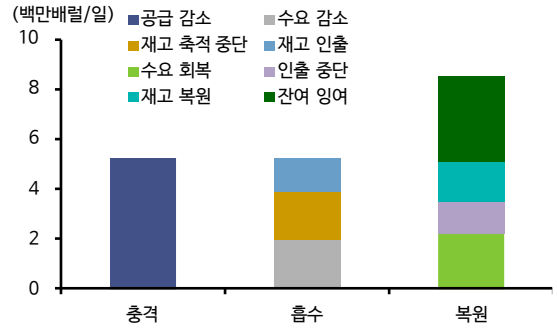
충격은 수요 감소와 재고 인출로 흡수됐다. 원유 공급 감소 520만배럴/일 가운데 200만배럴/일은 수요 감소, 190만배럴/일은 재고 축적 중단, 130만배럴/일은 재고 인출이 메웠다. 그 결과 2월 말 이후 세계 관측 재고는 5.1억배럴 줄었다. 2027년에는 공급 증분 850만배럴/일 가운데 수요 회복(220만배럴/일)과 인출 중단·재고 복원(290만배럴/일)을 제외해도 340만배럴/일의 잉여가 남는다. 공급 증가분의 1/3만 재고 복원이 흡수하는 셈이다.

주요 원자재 세계 총량과 가용 물량



자료: EIA, LSEG, 신한투자증권

원유 공급 충격 흡수와 향후 복원 수요



자료: EIA, LSEG, 신한투자증권

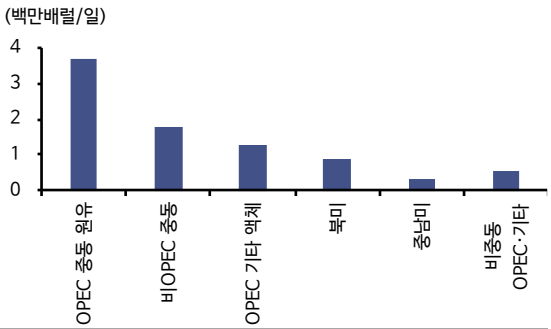
공급 확대는 기존 경로 복원에 의존. 공급원 다변화는 제한

기존 경로 복원에 의존. 중동·아시아 공급 편중에 지정학 취약성 잔존

2027년 공급 확대는 새로운 공급원보다 기존 경로 복원에 의존한다. 원유는 2027년 공급 증분 846만배럴/일 가운데 OPEC 중동 원유(371만배럴/일)와 비 OPEC 중동(177만배럴/일)이 548만배럴/일을 차지한다. 중동 NGL을 포함하면 65~80%다. 북미(86만배럴/일)와 중남미(34만배럴/일) 증산에도 중동 생산 비중은 2026년 21.2%에서 2027년 24.5%로 다시 높아진다.

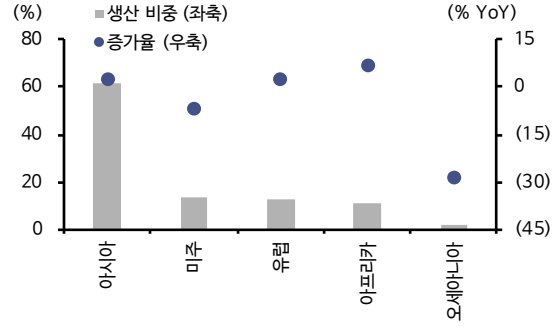
구리는 세계 정련 생산의 62%가 아시아에 집중돼 있다. 2026년 1~7월 인도(+22%)는 늘었지만 미주(-6.3%)와 오세아니아(-28.2%)는 줄었다. 인도와 인도네시아 증설은 기존 수출 정광을 국내에서 정련하는 구조여서 정광 공급원 다변화로 이어지기 어렵다.

원유 2027년 공급 증분 구성



자료: EIA, LSEG, 신한투자증권

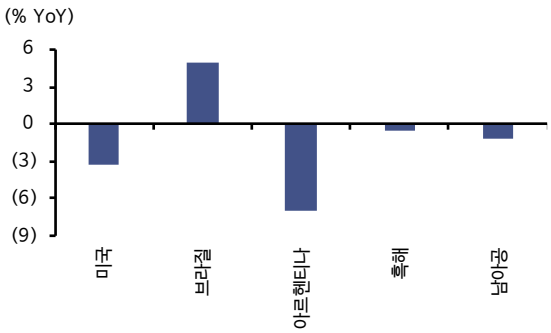
주요국 구리 정련 생산 비중과 증가율



자료: LSEG, 신한투자증권

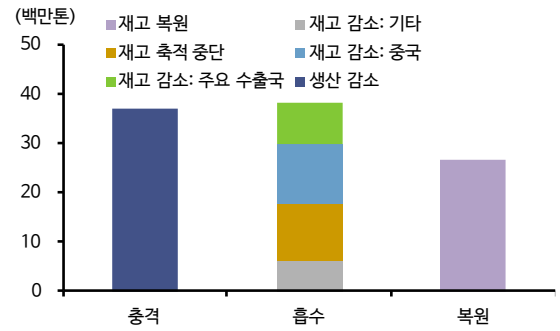
옥수수는 브라질이 대체 공급원으로 부상한다. 브라질 수출은 2026/27년 500만톤 늘어 세계 수출의 20%를 차지할 전망이다. 그러나 아르헨티나(-700만톤)와 미국(-330만톤) 감소를 일부 상쇄하는 데 그친다. 흑해와 남아공 수출도 줄면서 세계 교역은 2억 1,600만톤에서 2억 1,070만톤으로 축소된다. 공급 경로가 복원돼도 특정 지역 의존이 커지는 만큼 지정학 충격 재발 시 취약성은 남는다.

옥수수 2026/27 수출 변화



자료: Bloomberg, 신한투자증권

옥수수 공급 충격 흡수와 향후 복원 수요



자료: USDA, 신한투자증권 / 주: 주요 수출국은 미국 등 국가

실수요 회복 한계. 재고 복원 및 비축 속도가 수급 변수

실수요,
원유·곡물 회복 제한.
전력망·AI 투자에
구리 수요 우위

2027년 수요의 핵심 변수는 실수요가 아니라 재고 수요다. 실수요는 충격 이전 수준을 되찾는 데 그친다. 2025년을 100으로 보면 석유 수요는 2026년 97.5~98.1에서 2027년 99.4~100.2로 회복된다(IEA, EIA 기준). IEA 기준으로는 2027년에도 2025년 수준을 소폭 밑돈다. 옥수수 소비는 2026/27 수급연도 기준 100.1로 정체다. 고유가와 비료비 부담이 수송과 사료 수요를 누르면서 소비 회복은 충격 이전 수준 복귀에 머문다.

실수요가 의미 있게 늘어나는 품목은 구리뿐이다. 2027년 구리 정련 소비는 2,931만톤으로 2025년 대비 약 4% 증가한다. 2026년 증가 폭(42만톤)보다 큰 72만톤이 늘어나며, 소비 증가율도 1.4%에서 2.5%로 높아진다. 전력망과 데이터 센터 투자가 증가를 이끈다. 소비 경기의 영향을 받는 원유, 옥수수와 달리 구리는 투자 수요가 실수요를 지지하는 구조다.

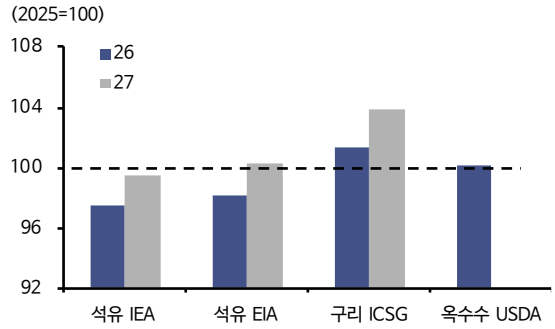
재고 수요가 수급 핵심.

원유 공급 잉여 흡수,
옥수수 공급 부족 심화

따라서 재고 복원과 비축 속도가 수급의 추가 변수다. 연간 소비 대비로 보면 원유는 실수요 증가 2.1%, 재고 복원 수요 1.5%에 공급 잉여가 4.7%다. 9월 말까지 소진된 5.1억배럴에 4분기 추가 인출분을 더해 1년간 복원한다고 가정해도 잉여의 1/3만 흡수된다. 나머지는 각국의 전략 비축 확대와 산유국 감산 대응이 해소해야 한다. 어느 쪽도 충분하지 않으면 잉여는 가격 하락으로 조정된다. 원유에서 재고 수요는 잉여를 줄이는 완충 역할이다.

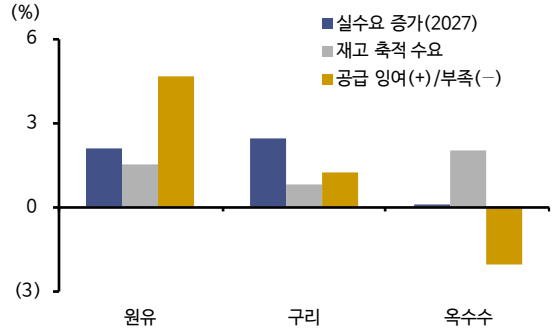
구리는 실수요 증가 2.5%에 재고 수요 0.8%가 더해진다. 미국 관세 결정을 앞둔 COMEX 재고 축적이 대표적이다. 2025년 말 대비 8월 말까지 24만톤이 늘었다. 관세 결정 이후 재고 이동이 멈추면 이 수요는 빠르게 약해질 수 있다. 옥수수는 실수요 증가가 0.1%에 불과하나 재고 복원 수요가 2.0%에 달해 공급 부족 2.0%를 만든다. 옥수수에서 재고 수요는 부족을 만드는 원인이다. 소비 외 수요의 중요성이 커진 만큼 품목별 재고 위치와 복원 속도를 함께 봐야 한다.

주요 원자재 실수요



자료: IEA, EIA, ICSG, USDA, 신한투자증권

주요 원자재 실수요와 재고 수요, 수급 환경



자료: EIA, 신한투자증권

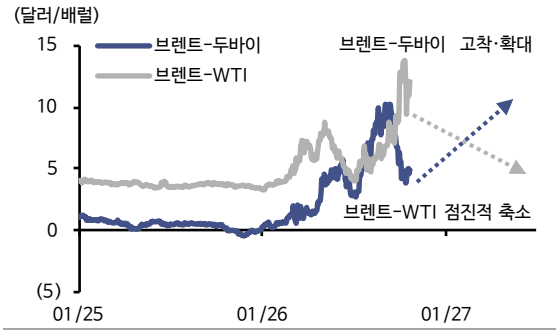
공급 복원에도 유종, 지역 간 가격 격차 잔존

공급 복원에도 유종, 지역별 가격 격차 지속
벤치마크, 프리미엄 점검

공급이 복원돼도 유종 간, 지역 간 가격 격차는 남는다. 걸프 중질유 수출 복귀로 두바이유가 약세다. 브렌트-두바이 스프레드는 2026년 1월 평균 0.4달러에서 9월 초 10.3달러까지 확대된 뒤 10월 하순 4.9달러로 낮아졌다. 사우디가 11월 아시아향 공식판매가격(OSP)을 2020년 6월 이후 최대 할인 폭을 제시했다. 브렌트-WTI 격차는 10월 중순 13.8달러까지 벌어졌다. 해상 위험이 완화되면 WTI 상대 강세로 격차는 점진 축소될 전망이다.

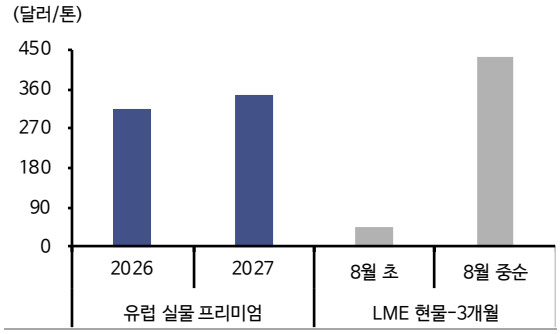
구리는 2027년 유럽 인도 프리미엄이 톤당 347달러로 2026년(315달러)에 이어 다시 높아지며 사상 최고를 기록했다. LME 현물-3개월 가격차도 8월 초 45달러에서 8월 중순 434달러로 급등하며 미국 밖 현물 부족을 드러냈다.

원유 유종 간 스프레드



자료: Bloomberg, 신한투자증권

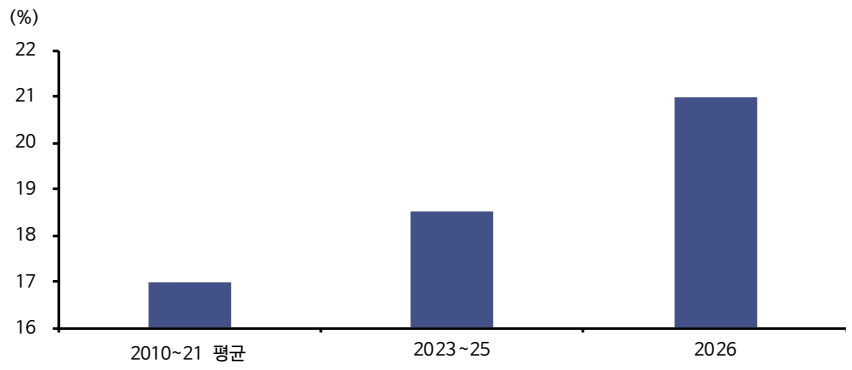
구리 지역과 현물 프리미엄



자료: EIA, LSEG, 신한투자증권

옥수수는 질소비용이 옥수수 수입의 21%로 2010~2021년 평균(17%)과 2023~2025년(18.5%)을 웃돈다. 공급 회복에도 지역과 투입비용 차이는 지속된다. 미국 정련 구리 관세, OPEC+ 2027년 쿼터, 우회 송유관 가동이 격차를 바꿀 촉매다. 2027년에는 벤치마크 가격과 프리미엄을 함께 봐야 한다.

옥수수 질소비용/수입



자료: USDA, 신한투자증권

재고, 정책, 금융여건에 따라 원자재 가격 경로 차별화

유가 공급 복원 속 하락.
금은 실질금리,
구리·곡물은 수급이 관건

종합하면 2027년 원자재 시장은 2026년에 위축된 가용 공급이 복원되는 구간이다. 2026년에는 물류 병목과 교역 정책, 지역 편중과 투입비용 상승이 가용 공급을 줄였고, 충격은 재고 인출과 수요 감소로 흡수됐다. 2027년에는 중동과 기존 생산거점이 회복되지만 실수요는 충격 이전 수준으로 돌아가는 데 그치고 공급원 다변화도 제한적이다. 늘어난 공급은 재고 복원과 신규 비축, OPEC+ 대응, 관세와 물류 정상화를 거쳐 흡수된다. 가격은 가용 물량, 재고 비축의 흡수 속도, 정책·금융 여건 순으로 결정된다.

원유는 중동 생산 정상화로 공급 복원이 수요 회복을 웃돌며 하락 압력을 받는다. 다만 재고 복원과 신규 비축, OPEC+ 대응이 잉여를 조정해 하락 속도를 늦추고, 경유는 제품 재고 정상화가 늦어 원유보다 가격 하락이 더디다. 금은 높은 실질금리와 달러가 보유 기회비용을 높인다. 중앙은행과 ETF 매입이 하단을 지지하나 매입 강도는 가격과 유동성에 달려 있다. 기본 경로는 상단이 제한된 박스권이며, 실질금리 하락이나 재정·달러 신뢰 약화 시 상승한다.

구리는 AI 데이터센터 직접 수요 둔화와 정련 잉여 확대 속에 정광 부족이 이어진다. 정련 잉여는 가격 상단을 누르나 광산 차질과 지역 물량 부족은 상방 위험이다. 옥수수는 브라질 증가분이 미국과 아르헨티나 수출 감소를 일부 상쇄하는 가운데 재고 복원 수요와 질소비용이 하방을 지지한다. 2026년 공급 충격과 K자형 수요에 이어, 2027년에는 공급 복원 속도 차이가 가격 차별화를 만든다.

공급 복원 이후 재고, 정책, 금융여건이 원자재 가격 경로를 차별화

총괄

2026년: 가용 공급 위축	2027년: 공급 복원	잉여 흡수·정책대응	가격 경로의 차별화
물류 병목 · 교역 정책 지역 편중 · 투입비용 상승 재고 인출 · 수요 감소로 흡수	중동 · 기존 생산거점 회복 실수요는 충격 이전 수준 복귀 공급원 다변화는 제한적	기존 재고 복원 + 신규 비축 OPEC+ · 관세 · 물류 정상화 실질금리 · 달러는 금의 핵심 축	원유: 공급 회복이 하락 압력 금속곡물: 병목 · 재고가 변수 금: 금융 여건에 조건부 강세

가격의 핵심 결정 요인: 가용 물량 → 재고비축의 흡수 속도 → 정책 · 금융 여건

품목별 가격 전망

원유	금	구리	옥수수
핵심 동인	핵심 동인	핵심 동인	핵심 동인
공급 복원 〉수요회복 중동 생산 정상화 공급 잉여 확대	**높은 실질 금리·달러** 금 보유 기회비용 부담 선물 포지션 변화	**수요·공급 단계의 괴리** AI 데이터센터 직접수요 둔화 정련 잉여·정광 부족 상존	**수출 공급 여력 제약** 미국·아르헨티나 수출 감소 브라질 증가분이 일부 상쇄
상쇄·변동 요인	상쇄·변동 요인	상쇄·변동 요인	상쇄·변동 요인
재고 · 산유국 대응 재고복원 · 신규비축 OPEC+ 대응 속도가 잉여 조정	**중앙은행·ETF 매입** 하단을 지지하는 완충 요인 매입 강도는 가격·유동성 의존	**전력망·광산 회복이 변수** 송배전 투자 → 추가수요 광산 차질 → 정련 잉여 축소	**재고 복원·질소비용 부담** 소진 재고의 복원 수요 비료 가격·작황·수출이 변수
원유 하락·경유는 지연	**기본: 상단 제한 박스권**	**정련 잉여 vs. 공급 제약**	**하방 지지·작황에 따라 변동**
복원 지연시 하락 속도 둔화 재품 재고 정상화는 후행	장기 실질 금리 하락 or 재정·달러 신뢰 약화시 상승	정련 잉여는 가격 상단 부담 광산·지역 물량 부족은 상방 위험	브라질 공급·단수 개선 시 완화 비료·물류 차질 시 상승 위험

자료: 신한투자증권

원자재별 가격 전망

원유: 지정학 프리미엄은 즉각, 수급 정상화는 지연

호르무즈 통항 회복, 중동 생산 차질 축소. 공급 복원 본격화

원유는 2027년 공급 복원이 수요 회복을 웃도는 대표 품목이다. 중동 생산 차질은 5월 1,090만배럴/일에서 9월 480만배럴/일로 축소됐다. 호위 수송으로 호르무즈 원유 통과량도 8할 수준을 회복했다. EIA는 2027년 2분기 말 중동 생산이 대부분 정상화될 것으로 가정한다. OPEC 중동 생산은 2026년 2분기 1,189만배럴/일에서 4분기 1,557만배럴/일, 2027년 3분기 1,945만배럴/일로 늘어 전쟁 전(2,003만배럴/일)에 근접할 전망이다.

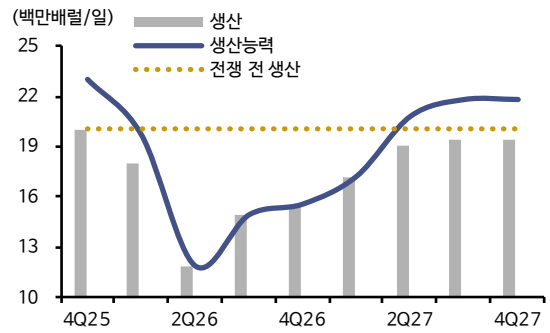
OPEC 여유능력 회복 + 비중동 증산, → 공급 확대, 유가 하방 압력 우세

생산능력 회복은 생산보다 빠르다. OPEC 중동 생산능력은 2027년 3분기 2,180만배럴/일로 생산을 235만배럴/일 웃돈다. 2026년 내내 바닥이었던 여유능력이 다시 쌓인다는 의미다. 여유능력 회복은 공급 차질 재발 시 완충 역할을 하는 동시에 유가 상단을 제한한다. 여유능력이 쌓일수록 지정학 프리미엄도 낮아진다. OPEC+ 2027년 쿼터와 기준선 조정이 여유능력을 얼마나 시장에 풀지 결정한다.

비중동 공급도 늘어난다. 비OPEC·비중동 생산은 2024년 4분기 대비 2027년 4분기 508만배럴/일 증가한다. 미국(208만배럴/일), 브라질(120만배럴/일), 가이아나(61만배럴/일), 카자흐스탄(43만배럴/일), 캐나다(32만배럴/일)가 증산을 이끈다. 2027년 세계 생산은 1억 950만배럴/일로 2026년보다 846만배럴/일 늘어난다. 중동 복원과 비중동 증산이 겹치며 공급 측 하락 압력이 커진다.

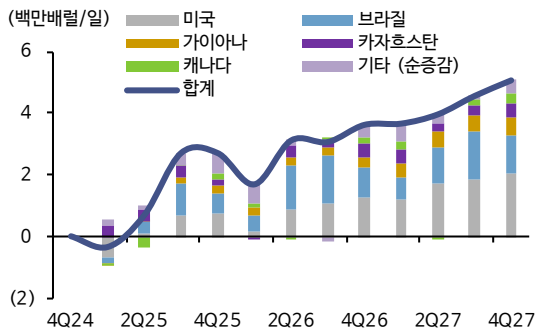
수요 측 불확실성은 크다. 2027년 4분기 세계 수요 전망은 OPEC 1억 1,000만배럴/일, IEA 1억 610만배럴/일로 기관 간 약 400만배럴/일 차이가 난다. EIA 기준 2027년 공급 잉여는 약 500만배럴/일이며, 이 중 재고 복원 몫은 약 160만배럴/일이다. OPEC은 수요 회복을 가장 낙관적으로, IEA는 보수적으로 본다. 수요 회복 강도에 따라 잉여 규모가 달라진다. 나머지 잉여 해소는 각국의 추가 비축과 OPEC+ 대응에 달려 있다.

OPEC 중동 생산 및 생산능력



자료: EIA, LSEG, 신한투자증권

비OPEC, 비중동 생산 증분

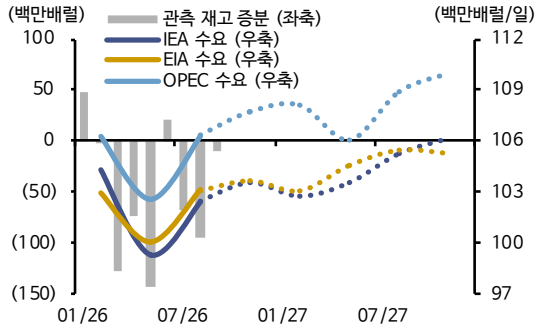


자료: EIA, LSEG, 신한투자증권

공급 우위 전환에도 재고 복원이 하락 완충. WTI 83달러 전망

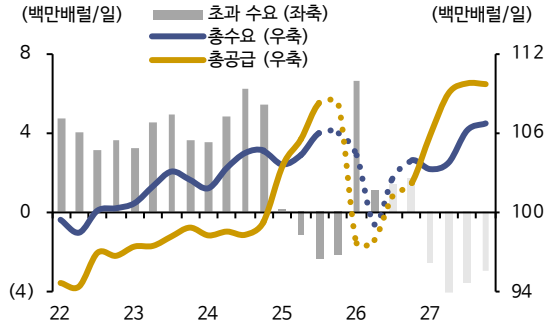
세계 원유는 2027년 1분기부터 공급 우위로 전환된다. 유가 하방 압력이 커지지만 재고 축적 수요가 하락 속도를 늦춘다. IEA 기준 세계 관측 재고 감소 폭은 8월 9,500만배럴에서 9월 1,000만배럴로 줄어 재고 인출은 마무리 국면이다. 재고 복원이 집중되는 상반기에는 80달러대 등락에 무게를 둔다. WTI는 1분기 92달러에서 2분기 84달러, 3분기 80달러, 4분기 76달러로 낮아지며 연평균 83달러(2026년 87.6달러)를 예상한다. 미국과 이란 간 대규모 군사 충돌이 재개되면 유가는 다시 공급 차질 프리미엄을 반영할 수 있다.

세계 원유 수요와 관측 재고 증감



자료: EIA,IEA,OPEC, 신한투자증권

세계 원유 수급과 WTI 가격

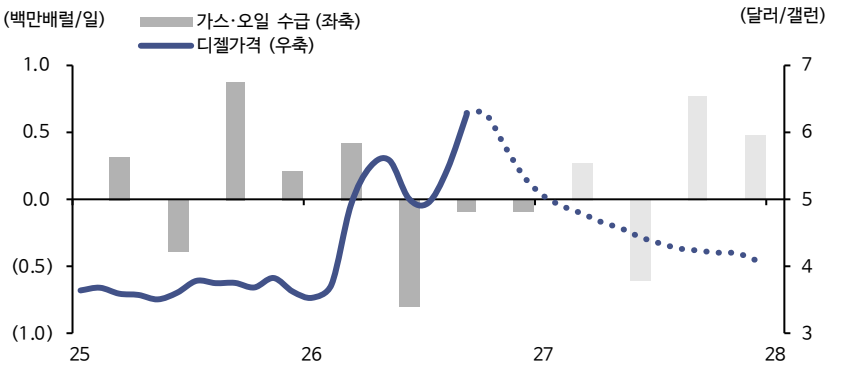


자료: Bloomberg, EIA, 신한투자증권

중간유분 재고 부족에 디젤 가격 정상화 지연. 연료비 하락 체감도 제한

제품 가격 정상화는 원유보다 늦다. 9월 뉴욕항 디젤의 WTI 대비 크랙은 배럴당 111달러로 급등했다. 중간유분 재고가 부족한 상태에서 가스오일 수급은 2027년 2분기 61만배럴/일 부족이 이어지다 3분기 77만배럴/일 공급 우위로 전환된다. 1분기 수급이 일시 개선돼도 2026년 소진 재고를 먼저 보충해야 하는 만큼 실제 재고 정상화는 하반기에 가능하다. EIA에 따르면 미국 디젤 가격은 9월 갤런당 6.29달러에서 2027년 말 4.11달러로 낮아질 전망이다. 디젤 크랙 강세는 정제 마진을 높여 정유사 가동률 확대 요인이 된다. 원유 가격이 하락해도 소비자가 체감하는 연료 가격 하락은 더디게 나타날 수 있다.

세계 가스오일 수급과 디젤 가격



자료: EIA, 신한투자증권

귀금속: 지정학보다 실질금리가 좌우한 금 가격

실질금리 상승, 금 하락. 중앙은행 등 실물 수요 하단 지지

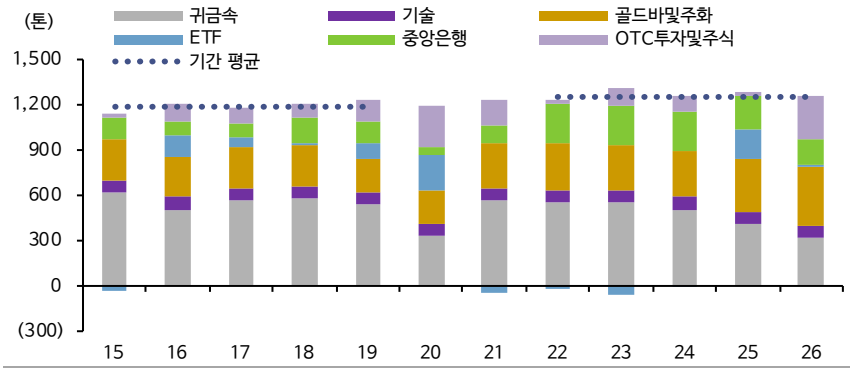
금은 2026년 지정학 충격에도 하락했다. 중동 전쟁과 유가 급등으로 안전자산 수요가 커졌지만 금 가격은 3월 초 고점(5,298달러) 대비 22% 하락한 온스당 4,130달러대에 머물러 있다. 7월 중순에는 3,993달러까지 밀리기도 했다. 중동 지정학 불확실성지수는 3월 급등 이후 높은 수준을 유지했으나 금 가격을 끌어올리지 못했다. 가격 향방을 가른 것은 지정학이 아니라 실질금리였다.

미국 10년 실질금리는 2026년 초 대비 1%p 가까이 올랐다. 유가 충격이 물가 상방 위험을 키우며 주요국의 긴축 기조가 길어졌고, 금 보유의 기회비용이 커졌다. 투자 수요가 먼저 반응했다. ETF는 2026년 1분기 62톤 순매입에서 2분기 45톤 순매도로 돌아섰다. 금리에 민감한 금융 수요가 이탈하며 가격 조정을 주도했다. 최근 약해졌던 실질금리와 금 가격의 역관계가 다시 강해진 것이다.

지정학 충격이 금 가격을 밀어 올리려면 금리 하락이 동반돼야 한다. 2026년에는 유가 충격이 물가 기대를 자극하면서 오히려 금리를 끌어올렸다. 지정학 위험이 안전자산 수요를 만들어도 실질금리 상승이 그 효과를 상쇄한 것이다. 2026년 하반기 전망에서 금 가격의 본격 상승 조건으로 긴축 프라이싱 완화를 제시한 것도 같은 맥락이다. 2027년에도 금의 방향은 지정학보다 실질금리와 달러가 결정할 가능성이 높다. 지정학 위험은 금리 하락 국면에서 상승 탄력을 키우는 요인으로 보는 것이 적절하다.

반면 실물 수요는 견조하다. 골드바·주화 수요는 1분기 477톤으로 2013년 2분기 이후 최대를 기록했고, 2분기에도 307톤을 유지했다. 중앙은행은 상반기 345톤을 사들였다. 2분기 매입은 289톤으로 2022~2025년 분기 평균(254톤)을 웃돌았다. 외환보유 다변화 수요가 가격 하락 국면에서도 꾸준히 유입되며 중장기 수요 기반을 보여준다. 실물 수요가 가격 하단을 지지하나 반등에는 금리 부담이 작용한다.

세계 부문별 금 보유 순증 규모



자료: Bloomberg, 신한투자증권

금 가격 기본 박스권 3,800~5,000달러. 실질금리 하락, 달러 신뢰 약화 시 상승

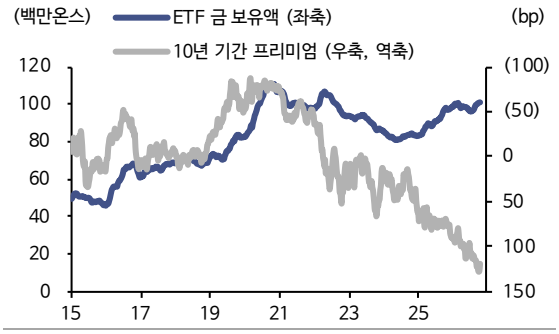
2027년에도 금 가격의 상단은 실질금리가 제한한다. 주요국은 유가 충격 이후 물가 상방 위험에 대응해 긴축 기조를 길게 가져가고 있다. 이 상태에서 물가가 둔화되면 기대인플레이션이 명목금리보다 빠르게 낮아져 실질금리는 오히려 높아진다. 금 보유의 기회비용 부담이 이어지는 구조다. 2026년 금 가격이 지정학 충격에도 3월 고점 대비 22% 하락한 것도 실질금리 상승 때문이었다. 미국 10년 실질금리가 2.9%대 고점권에 머무는 한 금 가격의 본격적인 재상승은 어렵다.

다만 하단은 견고하다. 중앙은행은 상반기 345톤을 사들였고, 2분기 매입(289톤)은 2022~25년 분기 평균을 웃돌았다. 2분기 순매도로 돌아섰던 ETF도 3분기 이후 다시 유입되며 금 보유량이 1억 120만온스로 늘었다. 2020년 고점(1억 1,110만온스)에는 못 미쳐 추가 유입 여력도 남아 있다. 가격 하단은 실물 수요가 지지하되, 반등의 강도는 금리와 유동성 환경이 좌우한다.

선진국 재정 우려도 금 수요를 뒷받침한다. 미국·독일·일본 10년 기간 프리미엄 가중평균은 1월 90bp에서 10월 초 127bp로 높아지며 2015년 이후 최고치를 기록했다. 기간 프리미엄 상승은 국채의 안전자산 기능을 약화시킨다. 2024년 이후 기간 프리미엄이 오르는 동안 ETF 금 보유도 함께 늘어난 이유다. 재정 적자 확대가 이어지는 한 채권 대체 자산으로서 금의 역할은 유효하다. 법정 화폐에 대한 신뢰가 약해질수록 금의 상승 탄력은 커진다.

기본 경로는 실질금리 고점권과 달러 지지 속 3,800~5,000달러 박스권이다. 성장 둔화형 금리 인하로 실질금리가 하락하면 4,000~6,000달러로 상단이 열린다. 미국 재정과 달러 신뢰 충격으로 달러와 국채가 동반 약세를 보이면 7,000달러까지 급등할 수 있다. 반면 실질금리 추가 상승과 강달러, 포지션 청산이 겹치면 3,500~4,500달러로 낮아진다. 시나리오를 가르는 변수는 미국 성장 둔화 속도와 재정·달러 신뢰다. 지정학 충격은 금리 하락이 동반될 때 상승 탄력을 키운다.

ETF 금 보유액과 금 가격



자료: LSEG, 신한투자증권

실질금리 시나리오 별 금 가격



자료: LSEG, 신한투자증권

산업금속: AI 수요 모멘텀 약화에도 수급 개선 제한

산업금속, 신경제가 구리 수요 증가 견인. AI 건설 둔화 이후 전력망 투자 확대가 관건

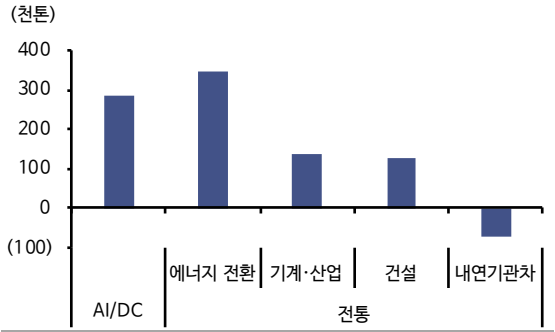
구리 수요 증분의 중심은 전통 수요가 아니다. 연간 증분은 에너지 전환 35만톤, AI·데이터센터 29만톤으로 기계·산업(14만톤)과 건설(13만톤)을 웃돌고, 내연기관차는 7만톤 줄어든다. 에너지 전환과 AI·데이터센터 증분(63만톤)이 전통 수요 순증(19만톤)의 3배를 넘는다. 2027년 구리 정련 소비는 72만톤(2.5%) 늘어나며, 증가분의 상당 부분을 신경제 수요가 채운다. 전통 수요가 둔화돼도 전체 수요 증가가 유지되는 이유다.

기관별 AI·데이터센터 구리 수요는 2027년 103만~130만톤으로 세계 정련 소비의 3.5~4.4%다. 2028년에는 최대 160만톤으로 늘어 비중이 5.3%까지 높아진다. 다만 추정 범위의 차이가 크다. 전력망을 제외한 BNEF(2028년 57만톤)와 발전·송배전을 포함한 S&P(138만톤)의 차이는 전력망 투자가 구리 수요의 핵심 변수임을 보여준다. 트라피구라는 하이퍼스케일러 계획이 전량 집행되면 2028년 수요가 250만~300만톤에 이를 수 있다고 본다.

AI 직접 수요는 공사 정점 이후 둔화된다. 미국 데이터센터 건설투자는 8월 연율 850억달러로 2024년 평균의 2.4배다. 데이터센터 구리 수요는 전력 설비와 배선에 집중되며, 모건스탠리는 약 75%가 배전·케이블에서 발생하는 것으로 추정한다. 데이터센터 건설은 2027년 1분기를 기점으로 증가세가 점진적으로 둔화될 전망이다. 증가 폭이 이미 커진 만큼 기저 부담도 크다. 2026년 대비 건설 수요의 모멘텀은 약해진다.

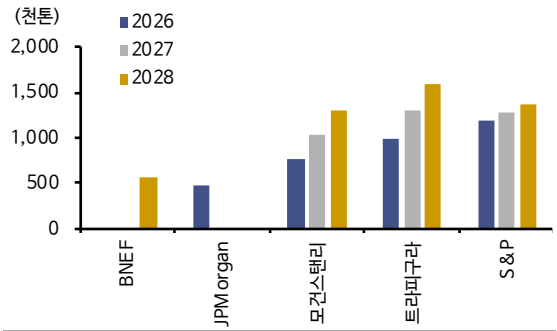
추가 수요는 송배전 투자가 결정한다. 미국 전력망 건설투자는 2024년 대비 15% 증가에 그쳐 데이터센터 공사의 빠른 증가와 대조적이다. 송배전 설비투자 계획은 확대되고 있지만 인허가와 변압기 등 장비 조달 병목이 집행 속도를 제약한다. 송배전 투자는 건물 공사와 시차를 두고 확대되는 만큼 전력망 발주와 집행 속도가 2027년 하반기 이후 구리 추가 수요를 좌우한다. AI 직접 수요의 둔화를 전력망 수요가 얼마나 메우는지가 2027년 구리 수요의 관건이다.

세계 구리 수요의 부문별 증감



자료: Bloomberg, 신한투자증권

AI 데이터센터 공사 물량의 구리 환산 수요



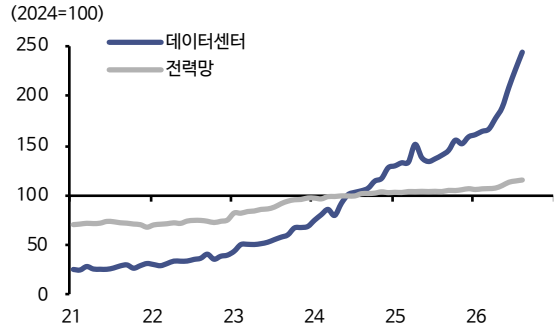
자료: 각 사, 신한투자증권 / 주: BNEF 추정은 전력망 제외

정련 잉여 확대
→ 가격 상단 제약

정광 부족·재고 편중
→ 하단 지지

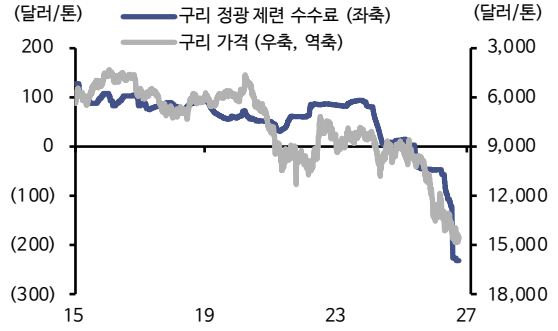
공급 측에서는 정광 부족이 심화된다. 정광 현물 제련 수수료(TC)는 톤당 -232.5 달러로 마이너스 폭이 커졌다. 광산 차질 속에 제련소가 웃돈을 주고 원료를 확보하는 상황이다. 정광 부족은 제련 마진을 줄이는 동시에 정련 공급 우려를 키워 톤당 14,500달러대 구리 가격을 지지한다. 2025년 이후 TC 하락과 구리 가격 상승이 함께 진행된 배경이다. 연말 2027년 TC 벤치마크 협상이 정련 공급의 첫 확인 지표다.

미국 데이터센터 및 전력망 건설투자



자료: Bloomberg, 신한투자증권

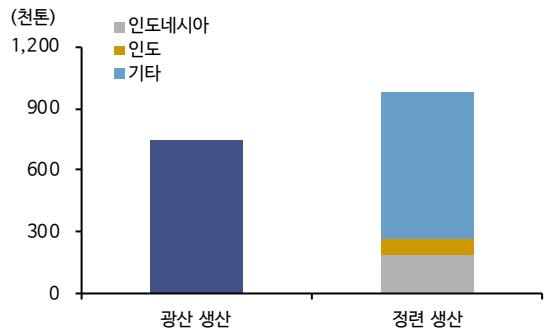
구리 정광 제련 수수료와 구리 가격



자료: Bloomberg, 신한투자증권

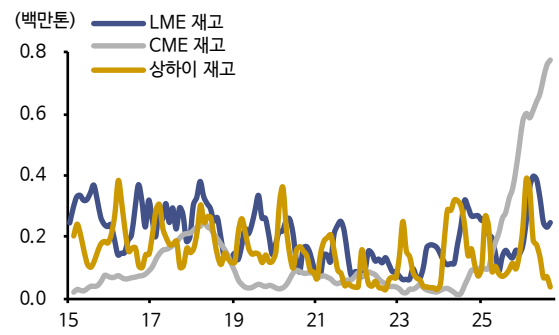
ICSG는 정련 잉여가 2026년 10만톤에서 2027년 37만톤으로 확대될 것으로 본다. 다만 정련 증분 98만톤 가운데 확인된 증설은 인도네시아와 인도 27만톤에 그치고, 광산 증분(75만톤)도 정련 증분에 못 미친다. 신규 제련소는 기존 수출 정광을 국내에서 정련하는 구조여서 세계 정광 부족을 해소하지 못한다. 관세를 앞두고 COMEX 재고는 78만톤으로 쌓였고, 2025년 말 대비 비미국 가시재고는 6만톤 줄었다. 미국에 쌓인 재고는 관세 결정 전까지 시장에 다시 나오기 어렵다. 정련 잉여가 상단을 누르나 광산 차질과 지역 물량 부족이 상방 위험이다.

2027년 구리 공급 증분



자료: EIA, LSEG, 신한투자증권

COMEX, LME, SHFE 구리 재고



자료: Bloomberg, 신한투자증권

곡물: 수출국 재고 감소와 비료비 부담에 하방 지지

곡물, 비료비 상승에 생산 부담 확대. 주요 수출국 재고 감소로 가격 하단 지지

곡물은 수출국 재고 감소와 비료비 부담이 가격을 지지한다. 호르무즈 봉쇄 이후 8주간 요소 가격이 56% 급등하면서 옥수수 수입 대비 질소비용 비중은 2026년 21%로 2010~2021년 평균(17%)을 크게 웃돌았다. 비료 투입이 줄며 2026/2027 세계 옥수수 생산은 감소했다. 세계 기말재고는 2,670만톤 줄어든 2억 8,040만톤이며, 이 중 59%를 중국이 보유한다. 비료비 상승은 2027년 파종 면적과 단수에도 부담 요인이다.

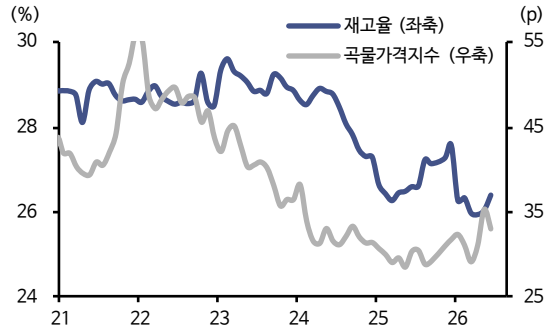
중국 재고는 수출 시장에 나오지 않는다. 실제 교역 여력을 결정하는 것은 미국 등 주요 수출국 재고다. 주요 수출국 재고는 830만톤 줄어 전년 대비 10% 감소한다. 세계 교역도 2억1,600만톤에서 2억1,070만톤으로 축소된다. 소진 재고를 2025/26년 수준으로 되돌리려면 연간 소비 2% 가량의 재고(2,670만톤) 복원이 필요하다. 실수요가 정체된 가운데 재고 복원 수요가 수급을 결정하는 구조다.

기상 여건은 혼재돼 있다. 강한 엘니뇨 출현 구간에서 미국과 아르헨티나 등 주요 경작지 작황은 양호하다. 반면 브라질은 2기작 파종 지연을 경계해야 한다. 2기작은 대두 수확 이후 파종되는 만큼 대두 수확이 늦어지면 파종 적기를 놓칠 위험이 커진다. 2026/2027 세계 수출 증가분(500만톤)을 브라질이 담당하는 만큼 1분기 파종과 3분기 수확이 가격 변동성을 키울 수 있다. 하반기 라니냐 전환 여부도 남미 작황의 변수다.

재고 복원, 브라질 작황이 수급 변수. 옥수수 완만한 상승 전망

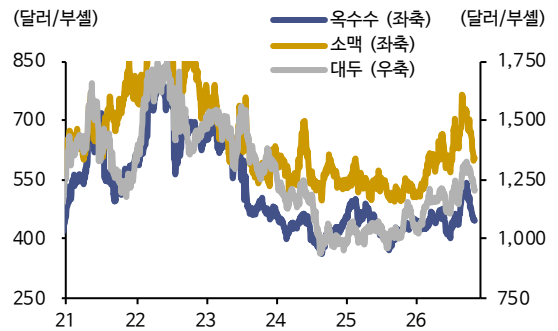
세계 곡물 소비 대비 재고 비율은 2025년 저점에서 반등했다. 재고율 반등은 가격 급등을 제한하는 요인이다. 다만 라니냐 구간이었던 2021~2023년보다는 여전히 낮아 재고 완충이 충분하지 않다. 곡물 가격도 2025년 하반기 이후 완만한 상승세로 돌아섰고, 특히 소맥은 2026년 들어 상승 폭이 커졌다. 비료비가 생산비에 전가되는 만큼 옥수수 가격은 급등보다 완만한 상승에 무게를 둔다. 브라질 공급과 단수 개선 시 상승 압력은 완화되나, 비료와 물류 차질이 재발하면 상승 위험이 커진다.

세계 곡물 재고율과 곡물가격지수



자료: USDA, 신한투자증권

주요 곡물 가격



자료: Bloomberg, 신한투자증권

리츠 리츠, 금리보다 성장

REITs Analyst
김선미
☎ (02) 3772-1514
✉ sunmi.kim@shinhan.com

김도연
☎ (02) 3772-3501
✉ doyeon.k@shinhan.com

성장의 차별화는 지속

고금리 장기화로 인한 배당 스프레드 축소 및 자산가치 할인율 확대가 예상됨에 따라 2027년에도 배당 성장이 중요해질 전망이다. 1) 상대적으로 낮은 금리 민감도(호텔,주거) 2) 구조적인 수요 증가로 비용 증가분을 임대료에 전가(헬스케어), 3) 신규자산 매입 통한 FFO 성장(산업물류)이 가능한 섹터의 주가 차별화가 예상된다. 반면 1) 타이트해진 금융조건(오피스) 및 2) 신규개발 속도 지연(DC)으로 밸류에이션 할인이 예상되는 섹터의 주가 회복력은 다소 약할 전망이다.

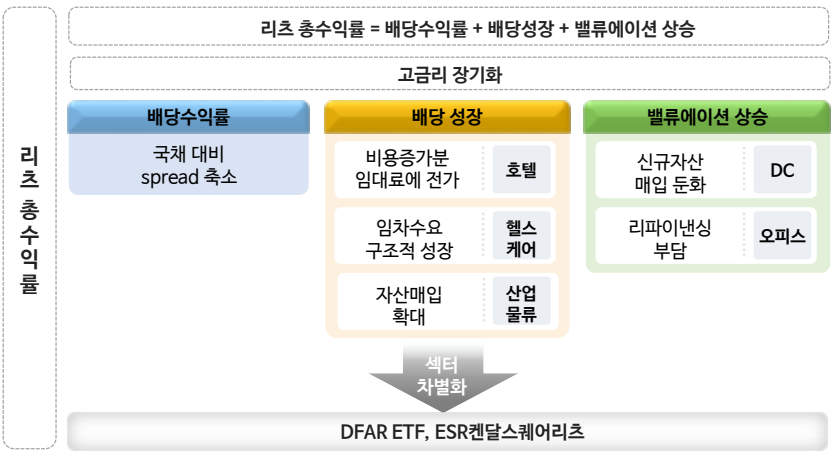
상반기에는 섹터별 주가 차별화의 흐름이 강하겠으나, 하반기로 갈수록 1) 누적된 미집행 투자자금의 상장 리츠 시장 유입, 2) 풍부한 가용현금 및 양호한 자금조달 능력을 활용한 저평가 자산매입 확대, 3) 공급 축소에 따른 자산가치 재평가 가능성이 반영되며 상장 리츠 전반적인 주가 회복이 기대된다.

국내 리츠는 1) 상대적으로 높은 금리 민감도에 더해 2) 2027년부터 가시화될 오피스 시장 공급 증가, 3) 리츠들의 제한적인 신규자산 매입 자금 영향으로 미국 리츠 대비 투자매력이 약할 전망이다. 자체적으로 배당 성장여력 만들어가는 리츠들 위주로 안정적인 주가 흐름이 예상된다.

성장을 담은 두 가지 선택

국가별, 섹터별 주가 차별화 전망에 기반, 미국 대표 액티브 리츠 ETF인 DFAR (Dimensional US Real Estate) ETF를 지속 추천한다. 국내 리츠는 자본 재활용과 임대료 인상으로 2027년에도 배당성장을 이어갈 ESR켄달스퀘어리츠를 추천한다.

글로벌 리츠 투자 전략



자료: 신한투자증권

I. 리뷰 - 명확했던 차별화의 흐름

금리 기대의 전환, 엇갈린 리츠 성과

금융비용 전가력이 가른 섹터별 수익률

고금리 기조로 전환되며 국가별, 섹터별 리츠 주가 차별화 확대

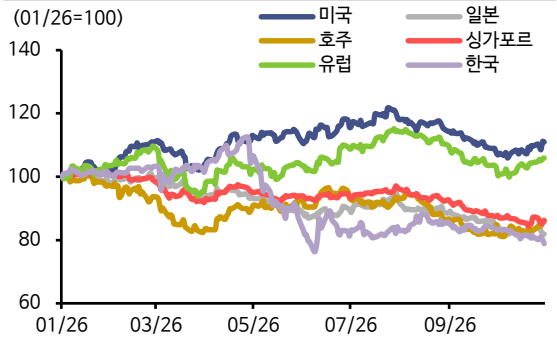
2026년 글로벌 상장리츠 시장은 지역별, 섹터별 주가 차별화가 뚜렷하게 나타났다. 연초에는 금리 인하 기대와 밸류에이션 회복에 힘입어 주요국 리츠 주가가 동반 상승했으나, 3월 중동발 지정학적 리스크가 확대되면서 상승 흐름에 제동이 걸렸다. 에너지 가격 상승에 따른 인플레이션 압력으로 주요국의 통화정책 전망이 긴축 방향으로 전환된 가운데, 국가별 에너지 의존도와 금리 상승의 파급효과 차이가 주가 격차를 확대했다.

미국 리츠는 상대적으로 양호한 성과를 유지한 반면, 유럽은 에너지 가격과 금리 상승 부담, 일본은 통화정책 정상화에 따른 장기금리 상승으로 부진했다. 한국 리츠의 경우 금리 및 차환 부담에 더해 제이알글로벌리츠의 기업회생 신청이 상장 리츠 전반에 대한 신뢰 훼손으로 이어지면서 주가 하락폭이 확대됐다. 개별 리츠의 유동성 문제가 국내 리츠의 구조적 한계(특정 자산에의 높은 의존도, 더딘 신규자산 편입 속도, 상대적으로 짧은 차입만기 등)를 부각시키면서 업종 전반의 위험관리 역량과 배당 안정성에 대한 우려로 확산된 것이다.

구조적 성장 섹터, 밸류에이션 프리미엄 정당화하며 강세 지속

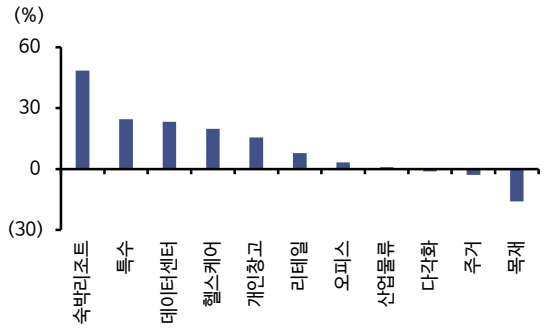
섹터별로도 차별화가 뚜렷했다. 미국에서는 호텔·리조트, 데이터센터, 헬스케어 리츠가 높은 수익률을 기록했다. 호텔은 상대적으로 영업실적 개선, 데이터센터는 AI 인프라 투자 확대 및 신규 데이터센터 건설 지연에 따른 기존 자산 수익률 확대, 헬스케어는 구조적 임대수요 증가가 주가 상승을 뒷받침했다. 반면 주거용은 신규 공급 부담과 임대료 성장 둔화로 부진했고, 오피스와 산업물류 역시 상대적으로 제한적인 성과를 기록했다. 유럽에서는 산업·물류 자산이 상대적으로 선방한 반면 주거용과 호텔은 큰 폭으로 하락했다. 결국 2026년은 연초 금리 인하 기대에 기반한 동반 상승에서 벗어나, 지정학적 충격에 따른 국가별 금리·경기 여건과 개별 부동산의 실적 성장 차이가 주가에 반영된 해였다.

국가별 상장 리츠 주가 흐름



자료: Bloomberg, 신한투자증권
주: 10/30일 기준

미국 상장 리츠 섹터별 연초이래 주가 수익률



자료: Bloomberg, 신한투자증권
주: 10/30일 기준

금융비용 전가력이 섹터 투자선호도를 결정

2026년 수익률 상위 리츠 ETF에서는 세 가지 특징이 확인된다. 데이터센터와 호텔 등 단기 임대료 조정이 가능한 자산에 투자하는 ETF가 강세를 보였으며, 액티브 ETF의 상위권 비중도 높아졌다는 점이다. 이는 금리 상승 부담과 부동산 업황 차별화가 심화되면서 특정 섹터에 대한 선별적 투자와 적극적인 포트폴리오 조정의 중요성이 높아진 결과로 해석된다.

국가별 개별 리츠의 주가 성과에서도 유사한 흐름이 확인된다. 금리 상승에 따른 비용 부담이 확대되는 가운데, 단기 임대차 구조를 통해 비용 증가분을 임대료에 빠르게 전가할 수 있는 호텔 리츠의 주가가 전반적으로 양호했다. 이와 함께 AI 인프라 투자 확대에 따른 데이터센터, 고령화 및 의료서비스 수요 증가에 따른 헬스케어 리츠가 강세를 보였다.

2026년 주가 성과 상위 ETF

ETF명	벤치마크	주요 투자리츠	시총 (백만달러)	YTD (%)
iShares U.S. Digital Infrastructure &Real Estate ETF	S&P Data Center, Tower REIT & Communications Equipment Index	Equinix, Digital Realty, American Tower, SBA Comm (+통신장비주 Credo 등)	507.1	34.1
Global X Data Center & Digital Infrastructure ETF	Solactive Data Center REITs & Digital Infrastructure Index	Equinix, Digital Realty, American Tower, Crown Castle, NEXTDC	1,961.1	25.3
Nuveen Short-Term REIT ETF	Dow Jones U.S. Select Short-Term REIT Index	Host Hotels, Ryman Hospitality 등 단기임대형 (호텔·주거·셀프스토리지·MH)	31.2	10.8
iShares Core U.S. REIT ETF	FTSE Nareit Equity REITs (40 Act Capped)	Welltower, Prologis, Equinix 등 대형 리츠	4,214.7	9.6
iShares Select U.S. REIT ETF	Cohen & Steers Realty Majors Portfolio Index	Welltower, Prologis, Equinix, American Tower, Digital Realty	1,936.7	9.3
First Trust S&P REIT Index Fund	S&P United States REIT Index	Welltower, Prologis, Equinix 등 대형 리츠	197.1	9.3
Invesco Active U.S. Real Estate Fund	액티브	대형 리츠 중심	56.2	9.2
JPMorgan BetaBuilders MSCI US REIT ETF	MSCI US REIT Index	Welltower, Prologis, Equinix 등 대형 리츠	1,257.2	8.8
Cohen & Steers Real Estate Active ETF	액티브	Welltower, Digital Realty, Equinix, Crown Castle, Prologis	655.5	8.1
ALPS Active REIT ETF	액티브	대형 리츠 중심	54.4	8.1

자료: Bloomberg, 신한투자증권

II. 전망 - 2027년에도 성장의 차별화는 지속

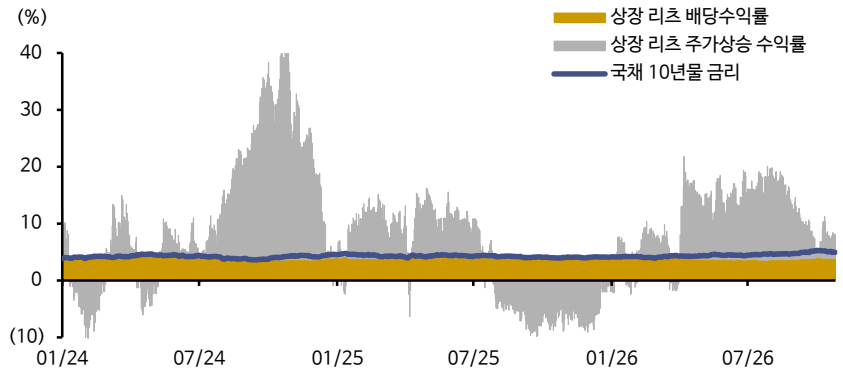
자산가격보다 배당 성장의 가치가 중요

2027년에도 이어질
주가 차별화.
'배당 성장'이 중요한 시점

2027년에도 글로벌 상장리츠 시장의 차별화된 흐름은 이어질 전망이다. 공급 충격을 초래한 지정학적 갈등은 연말·연초를 정점으로 점진적으로 완화될 것으로 예상되나, 물가 안정 속도가 더디게 진행되면서 고금리 환경은 장기화될 가능성이 높다. 이에 따라 2027년에도 금리 하락에 따른 밸류에이션 회복보다는 개별 리츠의 배당 성장성이 투자성과를 결정하는 핵심 요인으로 작용할 전망이다.

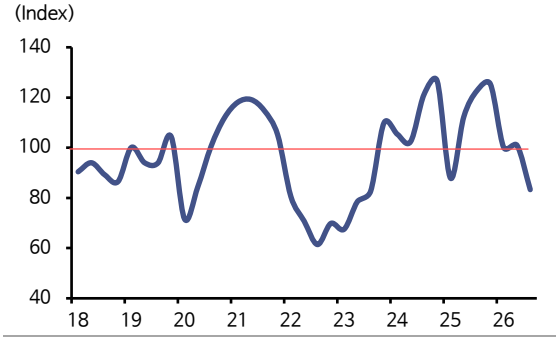
리츠의 총수익률은 배당수익률, 배당 성장률, 밸류에이션 변화로 구분된다. 현재 미국, 유럽 리츠의 국채금리 대비 배당수익률 스프레드는 마이너스 국면이다. 국채 대비 낮아진 배당수익률의 매력을 보완하기 위해서는 배당 성장과 밸류에이션 개선이 뒷받침되어야 한다. 그러나 높아진 금리와 보수적으로 전환된 금융기관의 대출 태도를 고려하면 단기간 내 시장 전반의 밸류에이션 개선을 기대하기는 쉽지 않다. 실제로 미국 오피스 부동산 감정평가액과 실거래가 차이는 3Q24 이래로 꾸준히 축소되다 2Q26 다시 큰 폭으로 확대됐다.

미국 상장 리츠 총수익률과 국채 금리



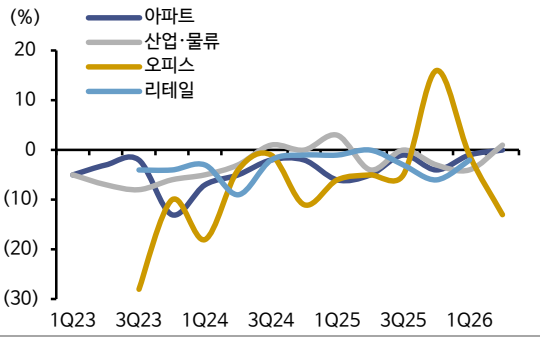
자료: Bloomberg, 신한투자증권

미국 상업용 부동산 금융 협회 투자심리 서베이



자료: CREFC, 신한투자증권

미국 상업용 부동산 감정평가액 - 실거래가 차이



자료: NCREIF, 신한투자증권

금융기관 조건 강화에 선별적 투자경향 강화 예상

27년은 헬스케어, 물류 → 데이터센터, 오피스

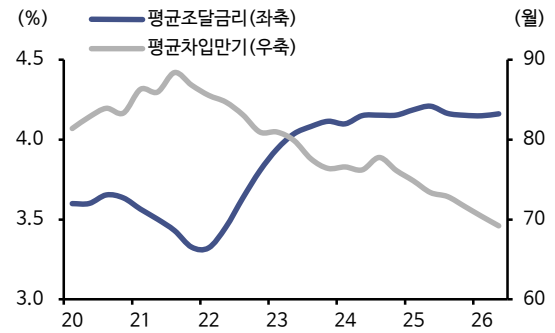
리츠의 배당 성장성은 1) 금융비용 포함 운용비용 효율적 관리, 2) 늘어난 비용 상승분을 임대료로 전가, 3) 신규자산 편입을 통한 이익 확대로 강화 가능하다.

상장 리츠는 차입만기가 길고 고정금리 대출 비중이 높아 상대적으로 금융비용 타격이 적다. 그러나 고금리 기조가 장기화되며 리츠의 차입만기가 과거 대비 짧아졌다. 2021년말 기준 89개월에 달했던 미국 상장 리츠 평균 잔존 차입만기는 2Q26 현재 70개월로 단축됐으며, 평균 조달금리도 4.2%까지 상승했다.

이에 따라 2027년에는 섹터뿐 아니라 개별 리츠의 재무구조와 보유자산의 수익성을 더욱 세밀하게 평가하는 선별적 투자 경향이 강화될 전망이다. 특히 2027년 차입만기 도래 비중, 차환에 따른 금융비용 증가 규모, 이를 상쇄할 수 있는 임대료 상승 여력 등이 주요 투자 판단 기준이 될 것으로 예상된다. 임대료 인상 여력은 임차인의 임대료 부담능력, 신규 공급 축소에 따른 임대인 협상력 강화, 기존 자산 잔가치 변화 여부에 따라 달라질 전망이다.

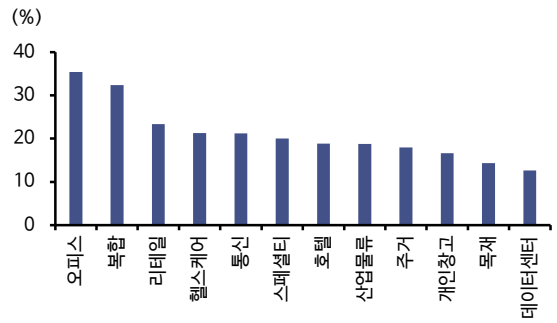
2026년에는 데이터센터, 시니어하우징, 호텔, 리테일 리츠에 대한 투자선호도가 높았다. 2027년에는 시니어하우징, 산업물류의 선호도는 유지되는 반면 데이터센터, 오피스 투자에는 보다 강화된 기준이 필요할 전망이다.

미국 상장 리츠 평균 조달금리



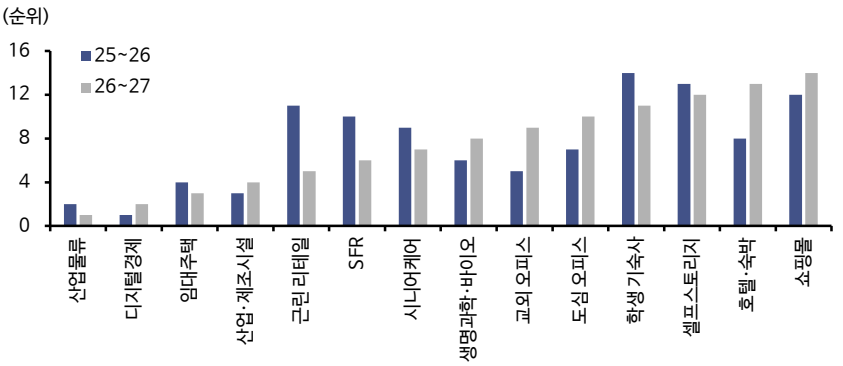
자료: NAREIT, 신한투자증권

미국 상장 리츠 섹터별 순영업수익 대비 금융비용



자료: NAREIT, 신한투자증권

미국 상업용 부동산 섹터별 투자선호 순위



자료: Deloitte, 신한투자증권

구조적 성장과 높은 구매력의 만남, 헬스케어 리츠 고성장 지속 전망

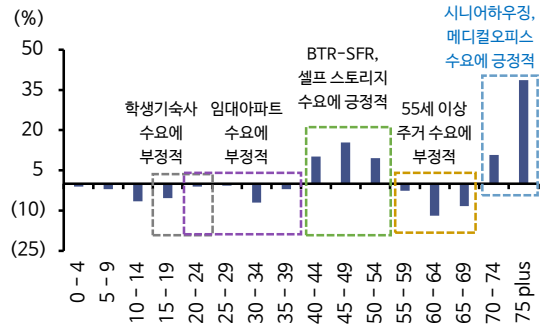
헬스케어 리츠,
업황 호전 수익화 가능한
운용형 시니어하우징 선호

헬스케어 리츠는 2027년에도 상대적으로 높은 투자매력을 유지할 전망이다. 고령화 시대 임대수요 성장이 견조하며, 잠재수요들의 높은 구매력으로 임대료 인상 여력도 기대할 수 있기 때문이다. 2026년 헬스케어 리츠의 전년대비 NOI 성장률 15%, 동일자산 NOI(순임대수익) 성장률 6%대로 최상위 수준을 기록했다.

헬스케어 리츠는 보유 자산과 수익구조에 따라 실적과 주가가 차별화될 수 있다. 시니어하우징 운영형은 운영역량에 따라 수익의 상승 여력이 커진다. 입주율 상승과 이용료 인상이 실적에 직접 반영되고, 외형 확대에 따른 고정비 분산 효과도 기대할 수 있기 때문이다. 반면 약정 임대료를 수취하는 시니어하우징 장기임대형은 업황 개선과 수요 증가가 주로 임대료 회수 안정성을 높이는 데 기여하며, 임대수익의 증가 폭은 계약상 인상 조건에 제한된다.

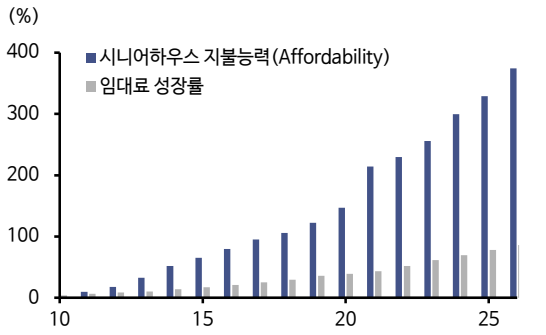
메디컬오피스 역시 장기 임대계약을 기반으로 안정적인 수익을 확보하지만 성장 탄력은 상대적으로 낮으며, 병원·요양시설 임대형은 운영사의 재무건전성과 임대료 지급능력도 중요하다. 같은 헬스케어 리츠여도 고령화 수혜의 크기와 이익 반영 속도에 따라 리츠별 성장 기대와 주가 평가는 달라질 전망이다.

미국 연령대별 인구 증가 전망(2026~2036년)



자료: MetLife Investment Management, Moody's, 신한투자증권

시니어하우스 잠재수요 지불능력 및 임대료 추이



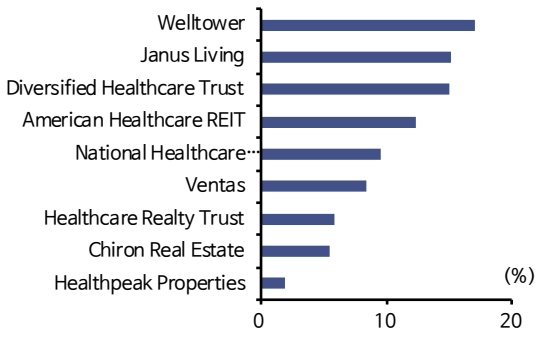
자료: Welltower, 신한투자증권
주: 각각 2008년 대비 성장률

주요 헬스케어 리츠 구조

세부분야	대표 리츠	수익구조와 수요
시니어하우징 운영형	Welltower, Ventas SHOP/SHO 부문	입주자가 내는 주거·돌봄 비용에서 운영비 차감한 이익에 노출
시니어하우징 임대형	여러 헬스케어 리츠 트리플넷 부문	운영사에 건물 장기 임대 후 임대료 수취
전문요양시설 (SNF)	Omega, CareTrust 등	운영사의 의료비 지급 체계 의존도 높음
외래진료시설·메디컬오피스	Healthcare Realty의 외래진료	병원·의사그룹 등에 장기 임대

자료: 각 사, 신한투자증권

헬스케어 리츠 SSNOI 성장률



자료: NAREIT, Factset, 신한투자증권

산업물류, 공급 축소 및 리츠 자산매입 재개로 임대수익 상승 여력 높아

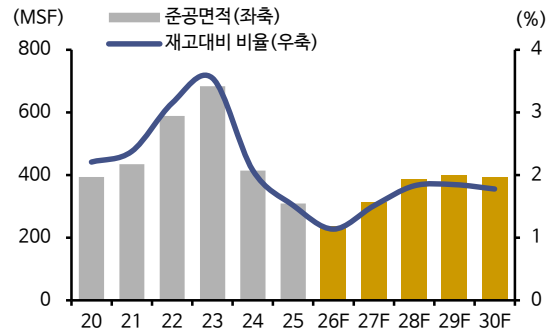
자산매입 재개, 임대수익 성장 확인되며 실물자산 대비 저평가 축소 예상

실물 부동산 시장에서 투자선호도가 높았던 산업물류 자산은 상장리츠 시장에서 상대적으로 부진한 성과를 기록했다(미국 산업물류 리츠, 연초대비 +4.7% 상승 vs. 전체 리츠 +13.0%). 전자상거래와 첨단 제조업 확대에 따른 구조적 수요 성장에도 불구하고, 과거 대규모 신규 공급에 따른 임대료 성장 둔화, 장기 임대차 구조에 따른 단기 가격 전가력의 제약, 신규자산 매입 축소에 따른 외형 성장 제한 등이 복합적으로 작용하며 섹터 NOI 성장세가 둔화된 결과다.

2027년에는 산업물류 리츠의 NOI 성장률이 다시 회복할 것으로 기대한다. 1) 신규공급 부담 완화가 지속되는 가운데 2) 순흡수면적 개선되고 있어 3) 임대료 상승 여력이 확대될 전망이다. 이에 더해 4) 상대적으로 건전한 재무구조(2Q26 기준 LTV 26.8%)를 활용한 신규자산 편입 확대도 추가적인 성장 동력이 될 수 있다. 실제로 NAREIT에 따르면 산업물류 리츠의 순자산매입 규모는 2Q26 플러스로 전환됐으며 개발자산 파이프라인 역시 3Q25를 저점으로 확대되는 추세다.

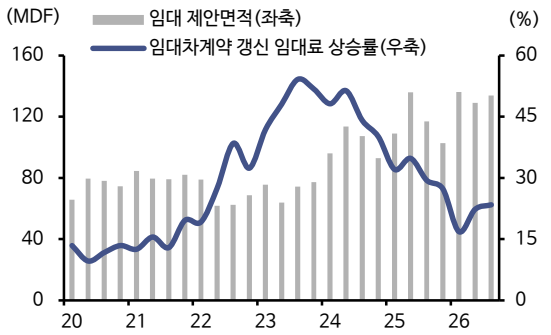
다만 금리 상승이 자산 투자수익률과 거래시장 회복을 제약할 수 있다는 점에서, 신규자산 편입 기대에 따른 선제적인 밸류에이션 개선보다는 실제 NOI 성장과 배당 증가가 확인되는 과정에서의 점진적인 주가 회복을 예상한다.

산업물류 신규공급 전망



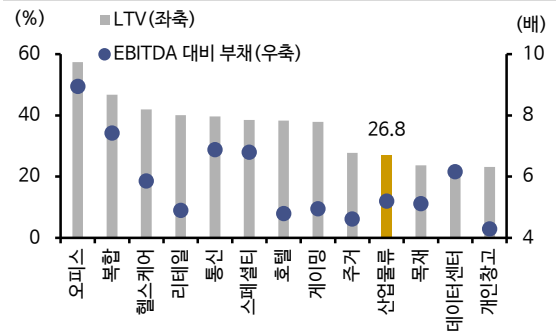
자료: Yardi Matrix, 신한투자증권

Prologis 임대 파이프라인 및 임대료 상승률



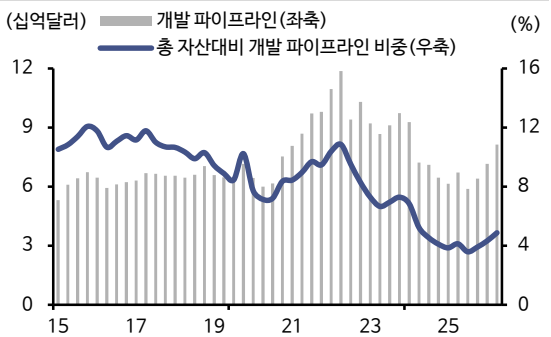
자료: Prologis, 신한투자증권

미국 상장 리츠 섹터별 부채 비율 현황



자료: NAREIT, 신한투자증권

미국 산업물류 리츠 개발 파이프라인



자료: NAREIT, 신한투자증권

데이터센터, 높아진 기대 실적으로 검증받는 국면

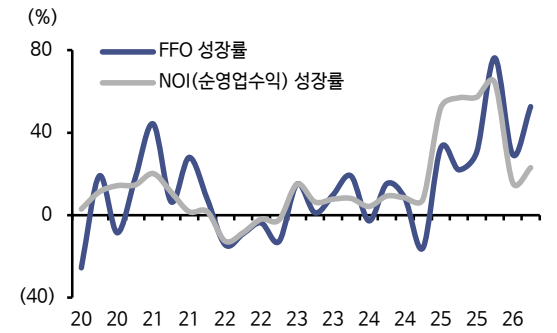
P/FFO 30배의 벨류에이션 정당화하기엔 부담스러운 조달환경

데이터센터 리츠는 2027년 다소 높은 변동성을 보일 것으로 예상한다. 데이터센터 주요 투자포인트가 되어온, 견조한 임대수요와 재계약 임대료 상승, 기계약 물량의 가동을 기반으로 한 실적 고성장과 신규공급 제약에 따른 기존 자산의 희소가치 상승 기대는 2027년에도 유효할 전망이다.

다만 주요 AI 기업의 자금조달 지속 가능성, 시장 기대에 못 미칠 수 있는 워크로드 수요, AI 인프라 투자수익률 불확실성 등의 우려는 리츠 밸류에이션 상단을 제한할 가능성이 높다. 데이터센터 리츠는 10월 현재 P/FFO 30~40배 수준으로 거래되고 있다. 이러한 밸류에이션 프리미엄을 정당화하려면 주당 현금흐름 증가를 통한 배당 성장성 강화가 필요하다. 그러나 전력·인허가 병목에 따른 신규 자산의 가동 지연이 실적 성장을 제약할 수 있고, 대규모 선행투자가 필요한 사업 특성상 금리와 자본조달 여건에도 민감하다는 점은 부담이다.

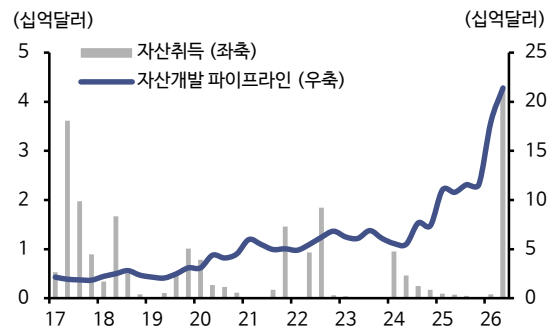
AFIRE가 상업용 부동산 투자자를 대상으로 실시한 설문에서도 데이터센터는 2027년 유망 투자 섹터이자 투자 위험이 높은 섹터로 동시에 선정됐다. 향후에는 수요 확보 능력뿐 아니라 이를 실제 수익으로 전환하는 실행력과 자본조달 효율성이 데이터센터 리츠의 투자 성과를 가르는 핵심 변수가 될 전망이다.

데이터센터 리츠 FFO 및 NOI 성장률



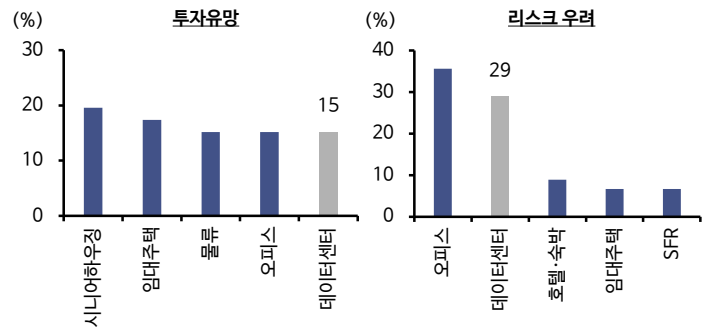
자료: NAREIT, 신한투자증권

데이터센터 신규자산 매입 및 개발 파이프라인



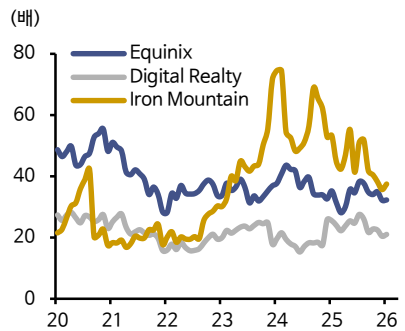
자료: NAREIT, 신한투자증권

투자자 서베이: 투자 유망, 리스크 우려 섹터



자료: AFIRE, 신한투자증권

주요 데이터센터 리츠 P/FFO 평가



자료: Bloomberg, 신한투자증권

오피스 자산가치 회복 기대 축소, 밸류에이션 회복을 제한

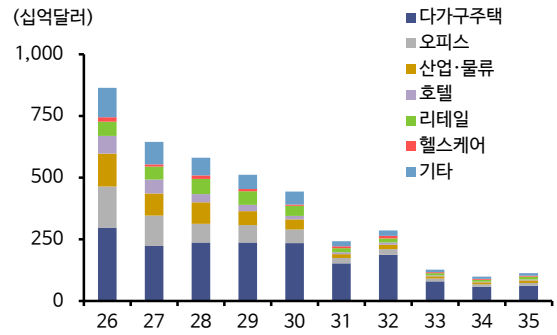
오피스, 대출조건 강화가 신규공급 축소 효과를 약화

상업용 부동산 섹터 중 신규 공급 축소 폭이 가장 가파른 오피스는 임대지표 개선에도 불구하고 금리 상승으로 자산가치 회복 기대가 다시 약화될 전망이다.

오피스 시장의 회복 기대감은 높아지고 있었다. 미국 오피스 자산 부채만기 부담은 2024년을 정점으로 축소되고 있으며(27F -26.4% YoY), 오피스 신규 공급 역시 급감(3Q누적 -47% YoY)하고 있기 때문이다. 3Q26 미국 오피스 공실률은 18.2%로 여전히 높은 수준이나, 우량 오피스에 임차수요가 집중되면서 상장 오피스 리츠의 임대율과 동일자산 NOI 성장률은 동시에 회복되는 모습을 보였다.

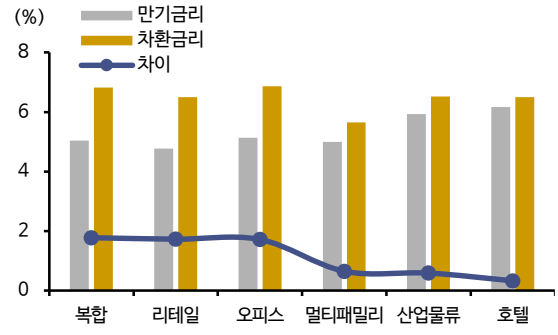
그러나 금리 상승과 함께 대출 조건이 다시 타이트해짐에 따라 1) 차환 과정에서의 대출 가능금액 축소와 추가 자기자본 투입 부담 확대, 2) 금융비용 상승 부담(2Q26 기준 신규, 만기도래 차입금리 차이 1.7%p), 3) 상대적으로 높은 NOI 대비 금융비용 비중(오피스 리츠 기준 35%)으로 인해 오피스 리츠의 자산가치 타격 우려가 다시 높아질 가능성이 있다. 보유자산의 임대실적이 개선되더라도 금리 상승에 따른 자산가치 조정 압력이 지속된다면 리츠 밸류에이션 회복 역시 제한될 전망이다. 오피스 리츠는 차입만기 구조, 기존 임차계약 조건, 신규 임차인 확보 위한 CapEx 부담 등 세부조건에 따라 선별적인 접근이 필요하다.

섹터별 부채만기 도래 현황



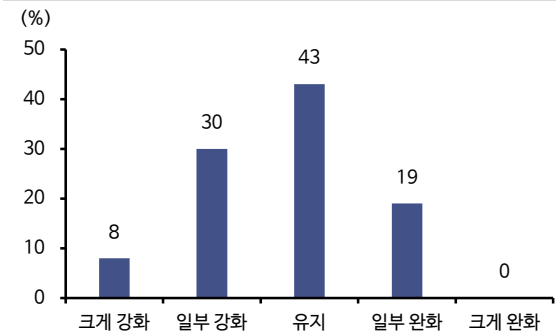
자료: CRE Finance Council, 신한투자증권

섹터별 차환 이자율 비교



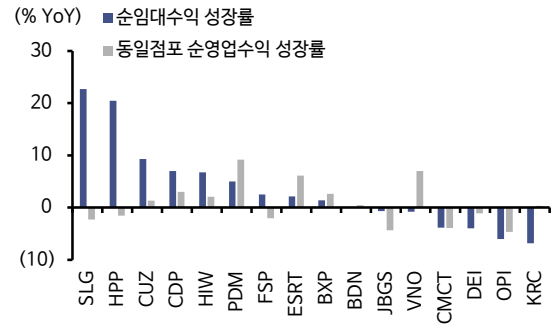
자료: CRED iQ, 신한투자증권

상업용 부동산 대출 조건 전망 서베이



자료: CREFC, 신한투자증권

2026년 오피스 리츠 순영업수익 성장률 비교



자료: Bloomberg, 신한투자증권

그럼에도, 리츠 '비중확대' 유지하는 이유

고금리 기조 장기화에도 상장 리츠에 대한 비중확대 의견은 유효하다. 주식시장 불확실성이 확대되는 국면에서 안정적인 임대수익을 보유한 상장 리츠로 투자자금이 유입된다는 일반적인 기대를 넘어, 1) 섹터 다변화 및 유동성 확보 측면에서 상업용 부동산 투자자금 내 상장 리츠의 비중이 높아질 가능성이 높고, 2) 상장리츠의 상대적으로 양호한 자금조달 능력은 금리 상승기 저평가 자산 매입 기회 확보에 유리하며, 3) 이후 금리 안정화 시 리츠 자산가치 재평가 가능성이 높기 때문이다.

1) 사모부동산 미집행 투자자금 유입 가능성

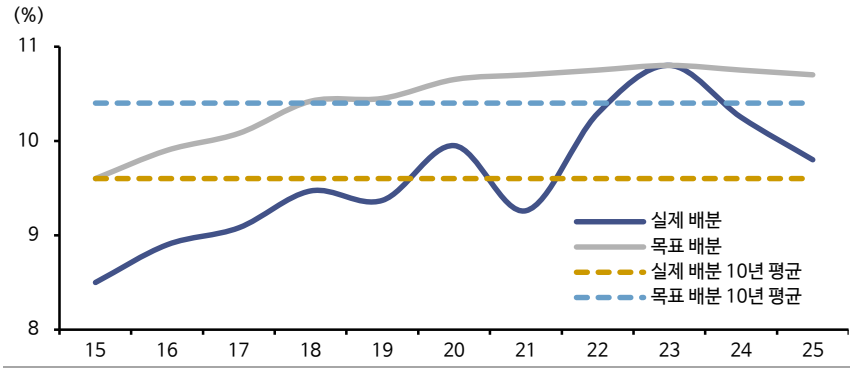
섹터 차별화가 심화된다면 상장 리츠의 편입 비중은 높아질 수 밖에

상장리츠는 주식시장에 상장되어 있지만, 기관투자자들에게는 실물 부동산 투자의 대체재이자 유동성 보완 수단으로 활용된다(기관투자자 87%가 부동산 투자자산 배분 내에서 리츠를 운용).

글로벌 기관투자자들의 부동산 투자비중은 여전히 목표 수준을 하회하고 있다. Hodes Weill과 Cornell University가 전 세계 26개국 166개 기관투자자를 대상으로 조사한 결과, 2025년 부동산 투자 목표 배분비중은 10.7%였으나 실제 배분비중은 9.8%에 그쳤다. 주식 등 타 자산의 상대적 강세와 주요국의 긴축 기조, 보수적인 투자 집행 및 기존 투자자산의 자본 회수 지연 등이 원인으로 작용했다.

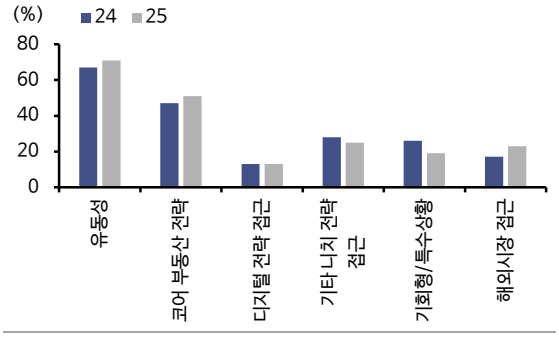
누적된 미집행 투자자금(Dry Powder)과 부동산 투자비중의 목표 대비 부족분, 주식시장 변동성 확대 가능성 등을 고려하면 2027년에는 상업용 부동산 투자가 확대될 가능성이 높다. 특히 이 과정에서 상장 리츠로의 자금 유입이 기대된다. 실물자산 직접투자만으로는 확보하기 어려운 성장 섹터에 대한 접근성과 높은 유동성을 동시에 제공한다는 점에서, 상장리츠는 기관투자자들의 부동산 포트폴리오 다변화를 위한 유효한 투자수단이기 때문이다(2Q26 미국 상업용 부동산 투자자금 내 멀티패밀리/산업물류/오피스/리테일 비중 83% vs. 상장 리츠 내 해당섹터 비중 40%, 헬스케어+데이터센터 34%). 부동산 섹터별 자산성장률이 명확하게 차별화되는 현 시점에서 상장 리츠의 투자우위는 높아질 전망이다.

부동산 투자비중 계획 대비 실제 투자 집행 비중



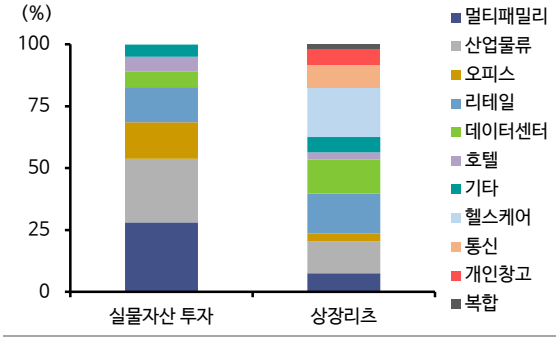
자료: HODES WEILL & Associates, 신한투자증권

상장 리츠 투자 목적



자료: TREPP, 신한투자증권

실물자산 vs. REITs 섹터별 비중



자료: CBRE, NAREIT, 신한투자증권

2) 고금리 장기화, 우량자산 편입 기회로 활용 가능

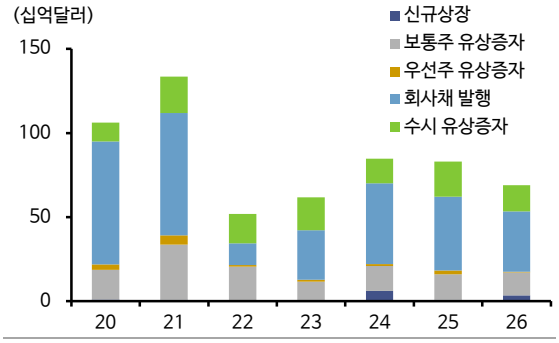
상장 리츠, 25년 저점으로 자산순매입 규모 확대 전환

금리 추가 인상 가능성 및 그에 따른 금융기관 대출태도 위축 국면에서 리츠의 상대적으로 양호한 자본조달 여력은 리츠의 저평가된 우량자산 매입 기회 확대로 연결될 가능성이 높다.

금리 상승에도 리츠의 자본시장 접근성은 유지되고 있다. 리츠는 차입 여건과 주가의 자산가치 대비 평가 수준에 따라 부채와 자기자본 조달 비중을 조정하며 시장 변화에 대응할 수 있다. 개별 건물의 감정가와 LTV에 의존하는 담보대출보다 조달 경로가 다양해 투자기회에도 탄력적으로 대응할 수 있다는 강점이 있다.

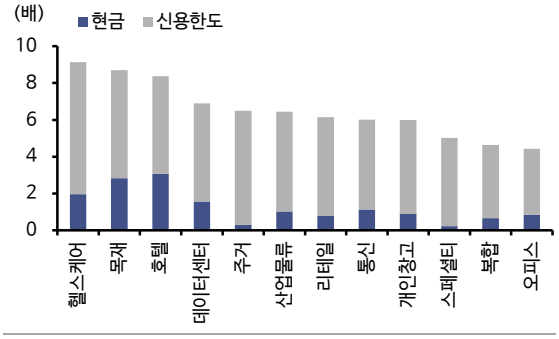
자산 순매입 확대와 함께 총 보유자산 대비 FFO 비율이 개선되고 있다는 점은 리츠의 자산투자 확대가 이익 창출력 강화로 이어지고 있음을 시사한다. 이러한 자산 투자 전략은 향후 리츠의 배당 성장성을 높이는 데 기여할 전망이다.

미국 상장 리츠 자본조달 내역



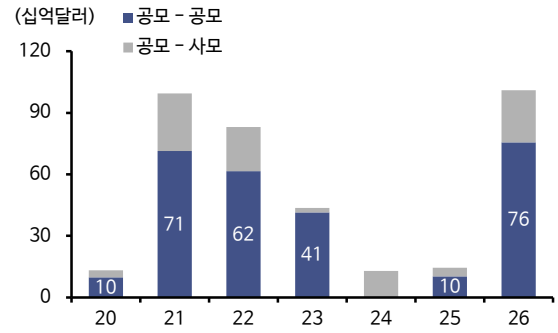
자료: NAREIT, 신한투자증권
주: 2026년은 상반기 누적 수치

미국 상장 리츠 섹터별 이자비용 대비 가용현금



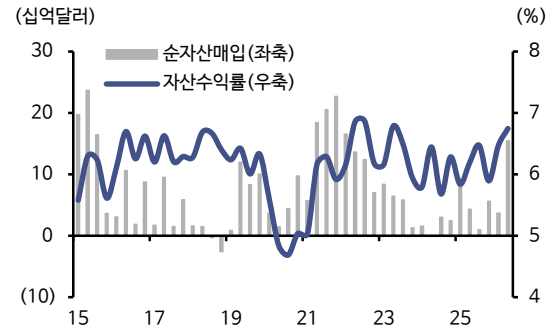
자료: NAREIT, 신한투자증권

상장 리츠 M&A 추이



자료: NAREIT, 신한투자증권 / 주: 2026년은 3Q 누적 수치

미국 상장 리츠 순자산매입 및 자산수익률



자료: NAREIT, 신한투자증권 / 주: 자산수익률 = FFO/보유자산

3) 공급 축소 효과 기대는 유효

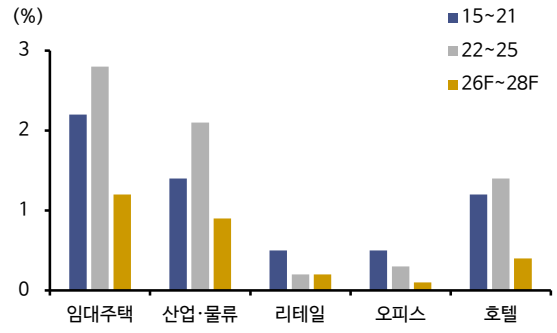
전쟁으로 오히려 신규공급 축소 전망은 강화
금리 안정화시 가격회복 기대 일시에 반영될 가능성

신규공급 축소에 따른 리츠 보유자산 자산가치 재평가 가능성 또한 열려있다는 판단이다. 금리 및 건설원가 상승, 투자자금 축소로 인해 2023~2025년 급격하게 위축됐던 신규건설 투자로 인해 상업용 부동산은 2026년부터 신규공급 축소 효과가 가시화된다. CBRE 조사에 의하면 2026~28년 미국 상업용 부동산 주요 섹터 재고자산 성장률은 2022~25년 대비 50% 이상 급감한다.

섹터별 공실률 축소, 기존자산 임대료 상승으로 인한 자산수익률 개선에도 금리 상승으로 인한 할인율 확대로 자산가치 회복은 더딘 상황이나, 이후 금리 안정화 시 자산가격 반등 가능성은 높다. 상장 리츠는 실물자산 대비 자산가격의 변화 가능성을 선행해서 반영한다. 실물 부동산의 가격 회복은 금리 안정과 거래량 증가, 실거래가격 확인을 거쳐 점진적으로 진행되겠으나, 상장 리츠는 자산가격 상승 기대감을 일시에 반영할 가능성이 높다.

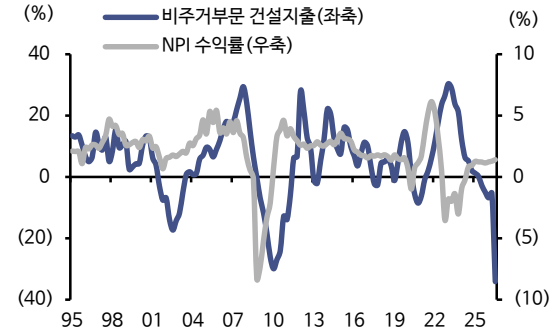
실제로 2026년 연초 금리 인하 기대가 높았던 시기에는 주요국 상장 리츠 지수가 모두 두 자릿수 수익률을 기록한 바 있다. 단기적으로는 배당 성장성이 투자 성과를 좌우하겠으나, 중장기적으로는 금리 안정화와 공급 축소가 맞물리며 자산가치 재평가에 따른 추가적인 주가 상승도 기대할 수 있다는 판단이다.

미국 상업용 부동산 재고 증가율



자료: CoStar, CBRE, 신한투자증권

미국 비주거용 부문 건설지출 및 CRE 분기 수익률



자료: FRED, NCREIF, 신한투자증권

국내 리츠, 양극화 지속 전망

구조적 한계 속 배당 성장 리츠 선별 필요

고금리 환경에서 국내 상장 리츠 투자매력 제한적

국내 리츠는 2027년에도 다소 더딘 흐름을 보일 것으로 예상한다. 상대적으로 짧은 차입만기 및 적은 투자자산 수로 인해 금리 민감도가 높아 배당 안정성에 대한 신뢰가 낮을 수 있기 때문이다.

국내 상장 리츠의 저평가 매력을 지지했던 오피스 시장의 신규공급 증가 가능성도 국내 리츠 투자의 부담이 될 전망이다. 2028년부터 시작되는 CBD 오피스 공급 확대(2026~2027년 평균 약 60만㎡ vs. 28년 약 120만㎡)는 보유자산 가격 상승을 제한함과 동시에 신규자산 편입 속도를 늦추는 요인이 될 가능성이 높다.

배당 성장성보다는 배당 안정성에 집중 예상

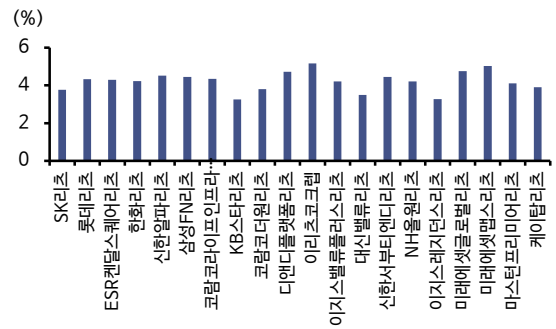
이에 국내 상장 리츠는 2027년에도 신규자산 매입을 통한 배당 성장성 강화보다 1) 자금조달 다변화를 통한 금융비용 절감, 2) 자산가치 하락 자산 매각(주로 해외 투자자산 리츠), 3) 일부 제한적인 규모의 자본 재투자를 통한 배당 안정성 강화에 운용역량을 집중할 것으로 예상한다.

국내 리츠는 구조적인 한계 –높은 배당으로 인한 낮은 유보자금, 상대적으로 짧은 차입구조, 유상증자 통한 자산편입이 초래하는 높은 주가 변동성, 얇은 투자자 기반 등 – 에 더해 제이알글로벌리츠 유동성 리스크 사태로 인해 투자자 관심이 낮아진 상태다. 2027년에도 일부 리츠들은 임대료 갱신 인상(신한알파리츠, ESR켄달스퀘어리츠) 및 자산매각 통한 특별배당 지급(신한서부티엔디리츠, 신한알파리츠)을 통해 배당 성장을 이어가겠으나, 국내 상장 리츠에 대한 투자자 시각을 바꾸기는 녹록지 않을 것으로 보인다.

현재 정부는 국내 상장 리츠 활성화를 위해 1) 공모리츠 배당소득 분리과세 개선, 2) 상장 리츠 유상증자 절차 개선, 3) 프로젝트 리츠 확대 등을 추진하고 있으나, 구조적 문제 해결을 위한 구체적 제도 개선에는 장기간이 소요될 전망이다.

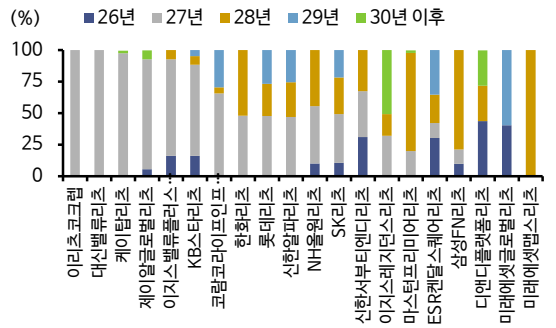
이에 2027년에도 국내 리츠보다는 미국 리츠의 투자매력이 높을 전망이며, 국내 리츠는 자체적으로 배당 성장여력을 만들어가는 리츠들만이 상대적으로 안정적인 주가 흐름을 이어갈 것으로 예상한다.

국내 상장 리츠 평균 조달금리



자료: 각 사, 신한투자증권

국내 상장 리츠 연도별 차입금 만기 도래 규모



자료: 각 사, 신한투자증권

국내 주요 리츠 2026~2027년 부동산 매입/매각 내역

구분	기업명	자산	거래금액 (억원)	거래일
매입	롯데리츠	L7 홍대	2,650.0	2026.01.21
	한화리츠	오렌지센터	3,500.0	2026.06.05
	삼성FN리츠	삼성생명 잠실빌딩(FN타워)	2,079.0	2026.03.17
		에이원타워 당산	1,630.0	2026.08.13
	코람코라이프인프라	현대차 성내 판매사옥 외 10개	5,230.1	2026.05.14
		안양물류센터	2,700.0	2026.10.29
	이지스밸류플러스	청휘빌딩	1,627.2	2026.07.15
	이지스레지던스	Chauncey Square	440.4	2026.04.03
매각	롯데리츠	롯데마트 구리점 부설주차장	130.0	2026.07
	NH올원리츠	에이원타워 당산	1,630.0	2026.08.13
	NH프라임리츠	서울스퀘어	550.8	2026.02.27
	디앤디플랫폼	세미콜론문래	6,148.0	2026.07.30
	코람코더원리츠	하나증권빌딩(여의도)	8,112.0	2026.06.09
	신한서부티엔디	나인트리 동대문	810.0	2026.04.17
	미래에셋글로벌리츠	미 FedEx Tampa 물류센터	771.4	2026.10.27
	마스턴프리미어리츠	프랑스 아마존 Caen·Perpignan	-	2026.10.28
	SK리츠	주유소 1개	-	2026.07.30
	코람코라이프인프라	주유소 13개	938.6	2026
	신한알파리츠	GS서초타워	-	2027.01
	이지스밸류플러스	태평로빌딩	-	-
		이수화학사옥	-	2026 하반기
	제이알글로벌리츠	뉴욕 맨해튼 오피스 지분 49.9%	-	-
	SK리츠	보유 주유소(잔여)	-	-
	ESR켄달스퀘어리츠	보유 물류센터 1~2개	-	-

자료: 각 사, 신한투자증권

상장 리츠 관련 주요 정책

정책·제도	주요 내용	현재 단계	상장 리츠에 미치는 영향
공모리츠 배당소득 분리과세 개선·연장	투자한도 5,000만원, 세율 9.9%(지방세 포함) 유지. 3년 의무보유 폐지, 전용계좌를 통한 자동 적용, 적용기한 연장 추진	정부 세제개편안·입법 추진 단계. 확정 시행과 구분 필요	세제 이용 편의 개선 및 개인투자자 유입 기대. 현재 가장 직접적인 수요 지원책
상장 리츠 유상증자 절차 개선	발행가격 확정까지 오래 걸리는 구조를 개선하고, 조달기간·주가 불확실성을 줄이자는 논의	업계·국회 개선 요구 단계. 구체적 시행안은 미확인	증자 할인·조달 부족·브리지 차입 부담 축소. 장기적으로 성장성과 주당배당에 중요
배당액 확정 후 배당기준일 설정	투자자가 받을 배당액을 확인한 뒤 투자할 수 있도록 결산일과 배당기준일 분리	일부 리츠 시행 중	배당 예측 가능성 개선. 배당 재원 자체를 늘리는 정책 아님
외부감사인 지정제도 합리화	지정감사 주기를 '사업연도 수'보다 실제 경과연수에 맞추도록 개선 요청	한국리츠협회가 금융위원회에 건의	반기·분기 결산 리츠의 과도하게 잦은 감사인 교체와 비용 부담 완화
상장 리츠 공매도 대상 제외	리츠의 유동성·배당상품 특성을 고려해 공매도 대상에서 제외해 달라는 요청	협회 건의 단계. 정부 수용·시행 미확인	수급 부담 완화 기대는 있지만, 실적·자산가치 개선 효과와는 별개
프로젝트 리츠 제도 및 활용 확대	개발 초기 단계부터 리츠 활용, PFV의 프로젝트리츠 전환 여건 개선 등	제도시행 중·관련 지침 보완	장기적으로 상장 리츠의 편입자산 공급원 확대. 개발위험 관리가 전제

자료: 신한투자증권

III. Top Picks

2027년 상저하고(上低下高) 전망. DFAR ETF, ESR켄달스퀘어 추천

상반기에는 섹터별 차별화, 하반기 전반적 회복 기대

글로벌 리츠에 대해 투자의견 '비중확대'를 유지한다. 1) 섹터 다변화 및 유동성 확보 측면에서 상업용 부동산 투자자금 내 상장 리츠의 비중이 높아질 가능성이 높고, 2) 상장 리츠의 상대적으로 양호한 자금조달 능력은 금리 상승기 저평가 자산 매입 기회 확보에 유리하며, 3) 이후 금리 안정화 시 리츠 자산가치 재평가 가능성이 높기 때문이다. 다만 주가는 공급충격을 초래한 지정학적 갈등이 안정화되는 하반기로 갈수록 회복력이 강할 전망이다.

2027년에도 글로벌 상장리츠 시장의 차별화된 흐름을 예상한다. 고금리 기조가 장기화되는 가운데, 축소된 배당 스프레드와 밸류에이션 부담을 실질적인 배당 성장으로 상쇄할 수 있는 섹터의 투자매력이 높을 전망이다. 헬스케어와 산업물류 등 신규공급 축소와 구조적 임대수요 확대가 기대되는 섹터의 선호가 지속되는 반면, 데이터센터는 대규모 개발투자 자금조달 부담과 높아진 밸류에이션, 오피스는 차환비용 증가와 자산가치 회복 지연 가능성에 주의할 필요가 있다. 2027년에는 섹터별 투자매력뿐 아니라 개별 리츠의 재무구조와 보유자산의 수익성을 보다 세밀하게 평가하는 선별적 투자 경향이 강화될 전망이다.

국가별로는 국내보다 미국 리츠의 투자매력이 높다는 판단이다. 2027년부터 가시화될 오피스 시장 공급 증가 전망, 리츠들의 제한적인 신규자산 매입 자금 등을 고려했을 때, 국내 리츠는 자체적으로 배당 성장여력을 만들어가는 리츠들만이 안정적인 주가 흐름을 이어갈 수 있을 전망이다.

배당 성장 지속 예상되는 미국 DFAR ETF, ESR켄달스퀘어리츠 선호

리츠 ETF로는 대표 액티브 리츠 ETF인 Dimensional US Real Estate ETF (DFAR)를 지속 추천한다. DFAR ETF는 통합 펀드 기준 약 84억달러 규모의 자산을 운용하는 리츠 ETF로서 헬스케어, 데이터센터, 산업물류 등의 성장 리츠에 비중있게 투자하고 있다. 최근 11개월 분배금 기준 수익률은 3.4%, 연초대비 총 수익률은 13.2%를 기록 중이다.

국내 상장 리츠 중에서는 적극적인 자본 재활용(Capital Recycling)에 더해 2027년 임대료 인상 효과로 배당성장을 이어갈 ESR켄달스퀘어리츠를 선호한다.

디지털 자산 비트코인 반감기 사이클과 투자 대상 선별

Digital Assets
박성제
☎ (02) 3772-2328
✉ parksj0321@shinhan.com

4년 주기설과 기관 수급 변화

비트코인은 반감기를 중심으로 4년 주기의 가격 사이클을 형성했다. 반감기 이후 17~18개월에 고점이 나타났으며 기존 주기상 2027년은 다음 반감기 이전의 회복기에 해당한다. 다만 현물 ETF 출시 이후 기관 수요가 확대되면서 신규 발행량보다 자금 유입과 기존 보유자의 매도가 가격 방향에 미치는 영향이 커졌다. 2026년 최대낙폭은 과거 대비 낮은 -53.1%를 기록했으나 아직 확정치는 아니라는 점도 중요하다.

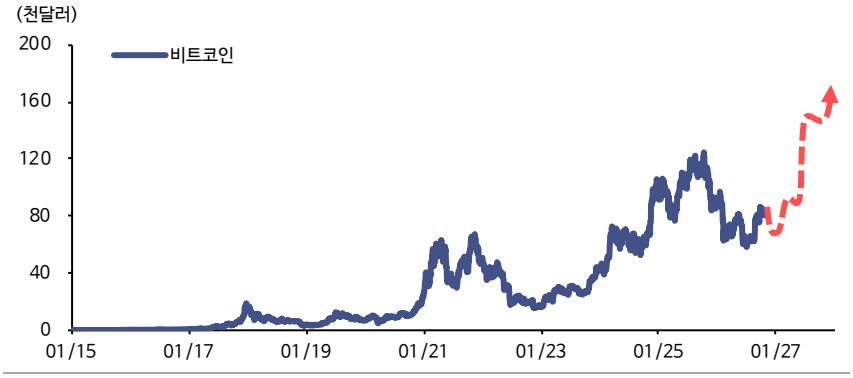
실현시가총액과 MVRV를 통한 가격 전망

2027년 비트코인 기본 예상 가격범위는 7.5~15.5만달러로 제시한다. 하단은 현물 ETF 및 활성 투자자의 평균 취득원가를 고려했다. 상단은 실현시가총액의 최근 증가 속도와 2025년 상승기 평균 증가 속도를 적용한 1.24~1.39조달러에 MVRV 2.05~2.25배를 적용해 산출했다. 연중 고점은 12.5~15.5만달러로 예상하며, 기관 수급과 실질금리 변화가 상승 강도를 결정할 전망이다.

가격 상승과 산업 성장에 대한 투자 대상 선별

비트코인 직접투자는 기초자산 가격 상승에 가장 직접적으로 노출된다. ETH와 주요 알트코인은 높은 베타를 보유하지만 변동성과 토큰 공급 위험도 크다. 디지털 자산 관련 기업은 수익구조에 따라 선별적 접근이 필요하다. Strategy와 MARA는 BTC 가격과 자본·채굴 비용에, Coinbase와 Robinhood는 거래·금융시장 활동에, Circle과 Visa는 스테이블코인 발행 및 결제 인프라 확대에 각각 영향을 받는다. 투자 목적과 추가 위험을 고려한 투자 대상 선별이 유효할 전망이다.

2027년 비트코인 가격 시나리오 요약



자료: Bloomberg, 신한투자증권

비트코인 반감기 사이클과 투자 대상 선별

비트코인 2027년 가격 전망

반감기와 4년 주기: 반복과 변형

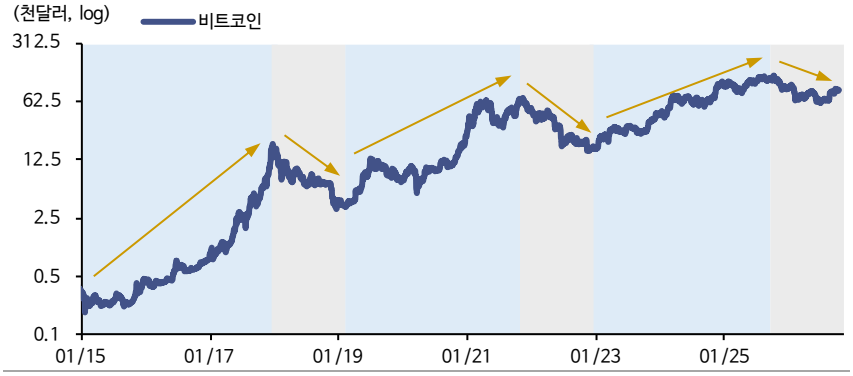
과거 주기상 2027년은 회복기. 기관 수급 확대로 전고점 돌파 시기 단축 가능성

비트코인은 4년마다 채굴 보상이 절반으로 감소하는 반감기를 거친다. 총발행량이 2,100만개로 제한된 가운데 신규 공급이 단계적으로 줄어드는 구조다. 2016년 7월, 2020년 5월, 2024년 4월 반감기 이후 각각 2017년 12월, 2021년 11월, 2025년 10월에 가격 고점이 형성됐다. 반감기부터 고점까지 소요 기간은 17~18개월로 유사했다.

반감기는 공급 증가율의 변화를 통해 투자 수요가 가격에 미치는 영향을 확대한다. 이에 따라 비트코인은 4년을 주기로 상승기와 하락기를 갖게 된다. 반감기 1년전부터 비트코인 가격은 공급 축소를 가격에 반영하는데, 해당 회복기인 2019년에는 약세장 저점 대비 이후 고점까지 4배, 2023년에는 2.9배 상승했다. 시장 규모가 커지면서 회복기 상승배율은 축소됐으며, 동일한 4년 주기를 적용하더라도 가격 상승의 강도에는 차이가 나타났다.

기존 주기를 적용하면 2027년은 2028년 반감기 이전의 회복기에 해당한다. 다음 사이클의 잠재적 고점은 반감기로부터 17~18개월 후인 2029년 3~4분기로 추정된다. 다만 과거 세 차례의 사이클 고점 형성 시기를 향후 주기에 그대로 적용하기에는 표본 수가 제한적이다. 특히 2024년 3월에 현물 ETF를 통한 신규 수요가 유입되면서 향후 가격 경로에 변화가 생길 수 있다. 그렇기 때문에 투자자로서 신규 공급 감소와 함께 기관 수급의 변화에 주목해야 한다.

2015년 이후 비트코인 가격 흐름



자료: Bloomberg, 신한투자증권
주: 회색 음영은 사이클 상 하락 연도, 파란색 음영은 사이클 상 상승 연도

2025년 정책 모멘텀과 2026년 조정

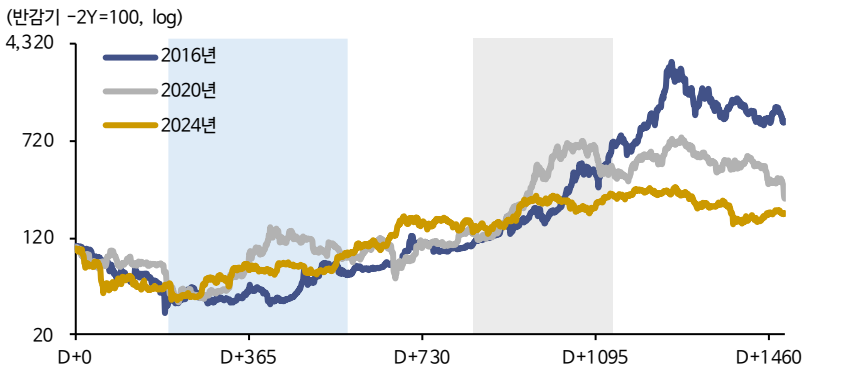
ETF와 정책 기대가 상승 견인. 2026년 조정폭은 과거 약세장 대비 축소

2025년 비트코인 상승에는 현물 ETF를 통한 수요 확대와 미국의 디지털 자산 제도화 기대가 함께 작용했다. 비트코인은 2025년 7월 CLARITY Act의 미국 하원 통과 이후 규제 불확실성 완화 기대가 확대됐다. 해당 사이클의 고점은 2025년 10월 6일이었으며 종가는 12.6만달러를 기록했다. 정책 모멘텀과 투자 접근성 개선이 새로운 상승 모멘텀을 제공했다.

이후 2026년에는 조정이 진행됐다. 종가 기준 2025년 10월 고점에서 2026년 6월 30일 5.9만달러까지 하락하며 최대낙폭 -53.1%를 기록했다. 같은 기준에서 2018년 최대낙폭은 -83.4%, 2022년에는 -76.6%였다. 2026년의 최대낙폭은 과거 약세장보다 작지만 사이클이 완료되지 않은 만큼 최종 최대낙폭은 커질 가능성이 존재한다.

2026년 조정에서는 비트코인의 종가가 전체 시장의 실현가격 아래로 내려가지 않았다는 점도 특징이다. 실현가격은 온체인 투자자의 평균 취득원가를 나타내며 과거 약세장에서는 가격이 해당 수준을 하회하는 구간이 발생했다. 다만 최대낙폭 축소만으로 구조적 변동성 하락을 장담하기는 힘들다. 가격 변화와 함께 ETF 순유출 규모, 레버리지 청산 및 기존 보유자의 손실 실현을 추가로 확인할 필요가 있다.

2025년 비트코인은 평소 사이클과 유사한 시기에 고점 형성



자료: Bloomberg, 신한투자증권
주: 파란색 음영은 반감기 시기, 회색 음영은 고점 형성 시기

현물 ETF와 기관 수급 구조 변화

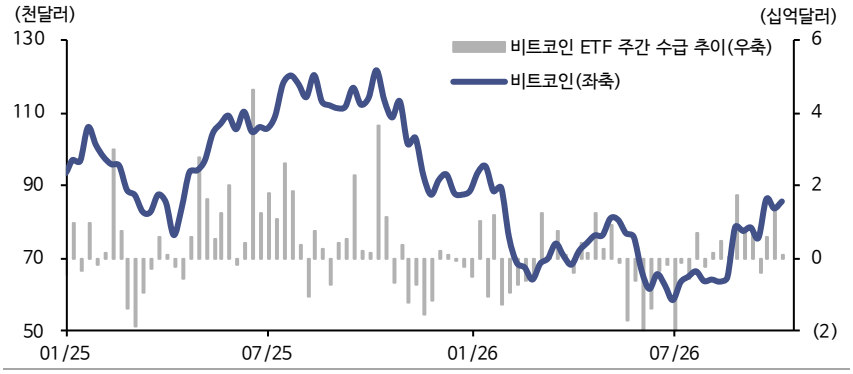
개인 중심에서 기관 중심으로 투자자 구성 변화. 신규 발행량보다 실제 자금 유입의 중요성 확대

비트코인 시장의 투자자 구성은 현물 ETF 도입 이후 빠르게 변화하고 있다. 과거 개인투자자와 가상자산 거래소를 중심으로 형성됐던 수요가 증권계좌 기반 기관·개인자금과 기업 재무자산 보유로 확장됐다. 2025년 말 미국 현물 비트코인 ETP와 비트코인 1,000개 이상을 보유한 상장기업의 합산 보유량은 전체 유통량의 12%에 이른다.

2024년 반감기 이후 비트코인의 신규 발행량은 하루 450개로 감소했다. 반감기를 통한 공급 증가율 둔화는 지속되고 있으나, 단기간 ETF 순매수 및 순매도 규모가 신규 발행량을 크게 상회할 수 있다. 기존 보유자의 차익실현과 기업의 신규 매입 역시 가격에 영향을 미친다. 향후 비트코인 수급을 판단할 때 신규 발행량과 기관 순유입을 함께 고려해야 한다.

기관 참여 확대는 시장의 투자 수요 기반을 넓히는 동시에 전통 금융시장의 금리와 유동성 변화에 대한 노출을 확대한다. ETF를 통한 보유는 투자 접근성을 개선하지만 시장 변동성이 확대되는 구간에는 자금 유출 경로로도 작용한다. 따라서 2027년 전고점 돌파를 위해서 ETF 순유입의 재개와 지속성, 기존 보유자의 매도 규모 및 상장기업의 비트코인 매입 흐름을 살펴봐야 한다.

미국 현물 BTC ETF 주간 순유입과 BTC 가격



자료: LSEG, 신한투자증권

고금리 환경과 비트코인 상승의 조건

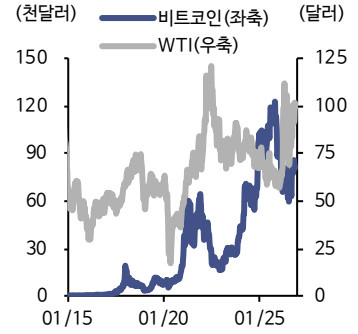
고금리·고유가는 상승 제약 요인. 정책 개선과 기관 수급 확대가 추가 상승의 핵심

비트코인을 화폐가치 희석에 대응하는 투자자산으로 바라보는 시각이 확대되고 있다. 8~9월에는 높은 금리 환경에도 금과 비트코인이 함께 상승한 구간이 관측됐다. 이는 재정 부담과 장기 화폐 가치에 대한 우려가 수요에 반영될 가능성을 보여준다.

고금리와 고유가 환경은 위험자산 투자에 부담으로 작용한다. 비트코인은 가치저장 수요와 유동성 선호의 영향을 동시에 받기 때문에 금과의 상관관계가 상승하는 구간에서도 주식시장과 함께 조정받을 수 있다.

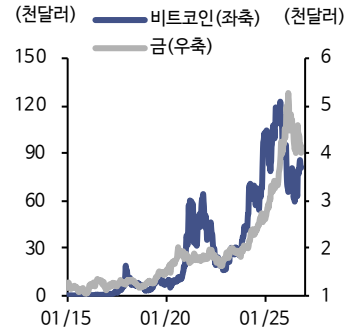
2027년 상승 조건은 정책 환경과 기관 수급, 거시경제 여건 회복에 있다. CLARITY Act 등 제도적 불확실성 완화는 시장 접근성을 높이는 요인이며, 현물 ETF 순유입과 기업의 매수는 기존 보유자의 매도를 흡수할 수 있다. 유가 안정과 실질금리 하락이 병행된다면 추가 상승에 우호적이다. 반면 고유가가 장기화되고 달러 강세가 지속되는 경우에는 비트코인의 상단 도달 시점이 지연될 가능성도 있다.

비트코인-유가 흐름



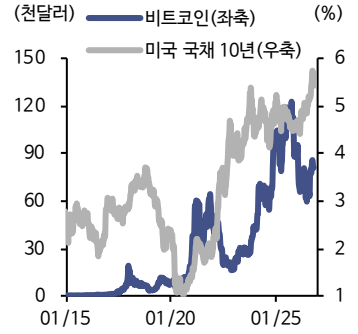
자료: Bloomberg, 신한투자증권

비트코인-금 흐름



자료: Bloomberg, 신한투자증권

비트코인-미국 국채 흐름



자료: Bloomberg, 신한투자증권

8~9월 지속된 비트코인-금의 높은 상관계수는 10월 들어 하락



자료: Bloomberg, 신한투자증권

하단 지지력과 투자자 평균 취득원가

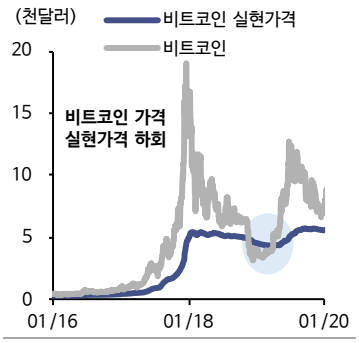
ETF와 활성 투자자의 평균 취득원가를 고려해 7.5만달러를 주요 하단으로 설정

2027년 비트코인 가격 하단은 온체인 투자자의 취득원가와 현물 ETF 평균 취득원가를 중심으로 추정했다. 2026년 10월 중순 미국 현물 ETF 평균 취득원가는 8.2만달러, 활성 투자자 평균 취득원가는 7.8만달러 수준이다. 해당 가격대는 기존 매수자의 손익분기점과 신규 수요가 중첩되는 구간으로 단기 지지력을 평가하는 근거가 된다.

비트코인은 2026년 조정 이후 ETF 평균 취득원가 부근에서 반등하는 모습을 보였다. 취득원가 집중 구간이 이탈되면 손실 상태로 전환된 보유자의 매도와 ETF 환매가 겹칠 수 있다. 이에 따라 평균 취득원가보다 다소 낮으면서 단기 투자자의 평균 취득원가에 해당하는 7.5만달러를 2027년의 비트코인 가격 하단으로 설정했다.

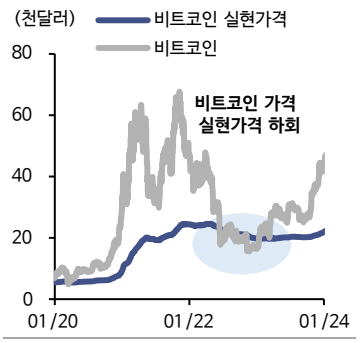
상단으로는 8.8~10만달러에 기존 투자자의 매도 물량이 집중되어 있다. 10만달러 회복 이후에도 직전 고점인 12.5만달러까지 추가적인 매물 소화가 필요하다. 반대로 7.5만달러를 하회하고 현물 ETF 순유출이 확대되면 기본 전망의 하단 지지력은 약화된다.

2018년 약세장 비트코인 흐름



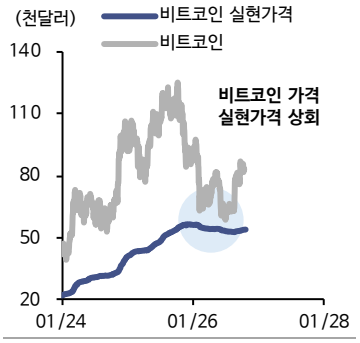
자료: Bloomberg, 신한투자증권

2022년 약세장 비트코인 흐름



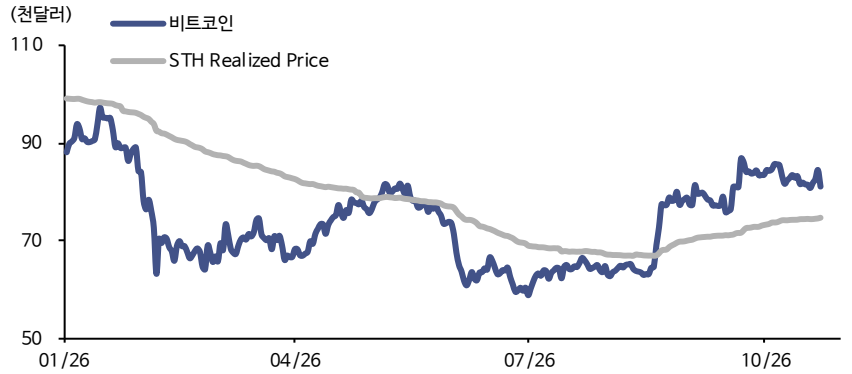
자료: Bloomberg, 신한투자증권

2026년 약세장 비트코인 흐름



자료: Bloomberg, 신한투자증권

단기 투자자의 평균 취득원가인 STH Realized Price는 7.5만달러



자료: Bloomberg, 신한투자증권

실현시가총액 증가율을 활용한 실현가격 추정

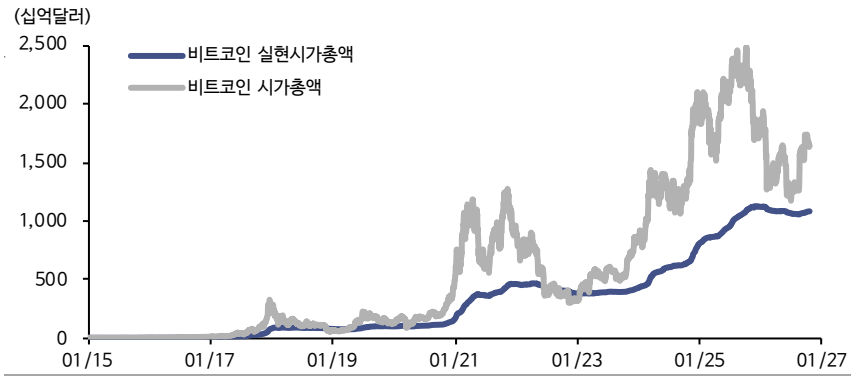
실현시가총액 증가 속도를 반영해 2027년 실현가격 6.1~6.8만달러 추정

가격 상단은 실현시가총액과 MVRV를 활용해 추정했다. 실현시가총액은 각 비트코인이 마지막으로 온체인 이동했을 때의 가격으로 평가한 총액이다. 비트코인이 과거보다 높은 가격에서 이전되면 해당 물량의 평가 기준이 상향 조정되며, 신규 발행 물량도 발행 시점의 가격으로 반영된다. 따라서 실현시가총액 증가액은 기존 보유자의 순실현손익과 신규 발행의 영향을 포함한다.

2026년 10월말 기준 실현시가총액은 1.08조달러다. 최근 30일 증가액은 135억달러이며 2025년 연간 증가액 3,090억달러의 월평균은 258억달러였다. 이는 조정기와 상승기 사이의 취득원가 상향 조정 속도 차이를 보여준다. 2027년 전망에서는 두 구간에서의 증가율을 기준으로 향후 12개월 동안의 실현시가총액 증가액을 추정했다.

최근 30일의 실현시가총액 증가 속도가 유지되는 경우 누적 증가액은 1,620억달러이며, 2025년 월평균 증가 속도가 회복되는 경우에는 3,090억달러가 증가될 예정이다. 기준 실현시가총액 대비 각각 15%, 29% 증가하며 2027년 실현시가총액은 1.24~1.39조달러로 예상된다. 예상 유통량 2,030만개를 적용하면 실현가격은 6.1~6.8만달러다.

비트코인 실현시가총액 추이



자료: CryptoExponentials, 신한투자증권

MVRV와 2027년 비트코인 예상 가격

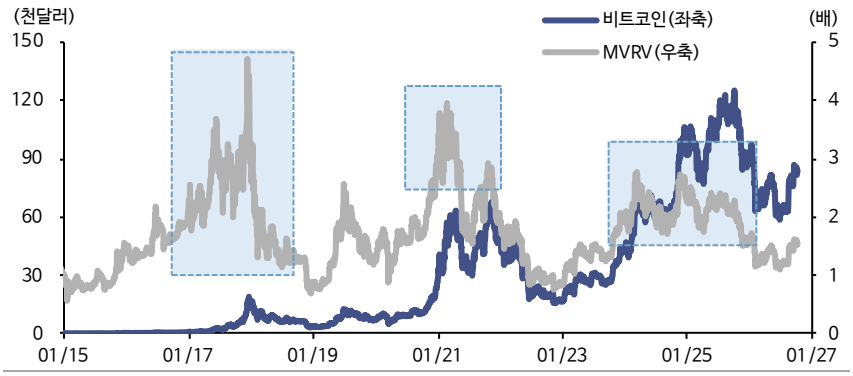
실현가격과 MVRV를 활용해 2027년 가격범위 7.5~15.5만달러 제시

MVRV는 비트코인의 시가총액을 실현시가총액으로 나눈 지표다. 2017년과 2021년 상승기에는 MVRV가 각각 4.7배, 4.0배까지 상승했으나 2025년 연간 최고치는 2.5배, 가격 고점 당시에는 2.3배 수준이었다. 시장 규모 확대에 따라 고점 밸류에이션이 축소되는 흐름이 나타났다.

2027년 기본 시나리오에서는 과거 고점보다 낮은 MVRV 2.05~2.25배를 적용했다. 앞서 산출한 실현가격 6.1~6.8만달러에 MVRV 2.05~2.25배를 적용하면 2027년 예상 연중 고점은 12.5~15.5만달러로 계산된다.

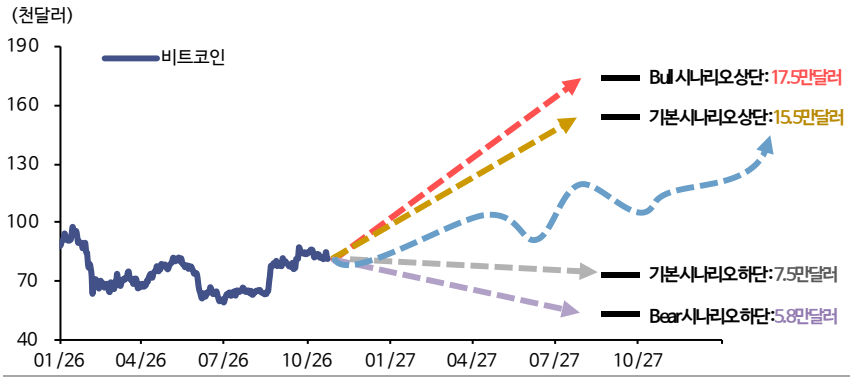
이를 바탕으로 2027년 기본 예상 거래범위는 7.5~15.5만달러로 제시한다. 실현시가총액 증가가 2025년 평균을 상회하고 MVRV가 확대되는 경우에는 15~17.5만달러의 낙관적 연중 고점이 가능하다. 반대로 고금리 지속과 ETF 순유출이 동반될 경우 보수적인 거래범위는 5.8~10.5만달러다.

2015~2026년 비트코인 MVRV 추이와 사이클 고점



자료: Bloomberg, CryptoExponentials, 신한투자증권

시나리오별 2027년 비트코인 상단/하단 전망



자료: Bloomberg, 신한투자증권

디지털 자산 투자 가이드

직접투자와 알트코인: 베타와 유동성

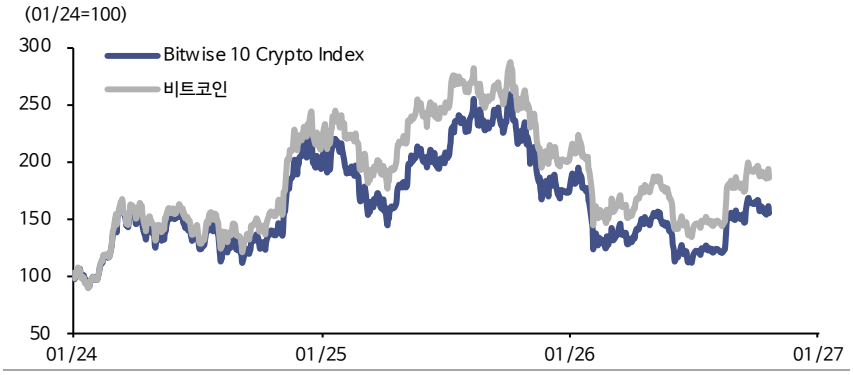
알트코인은 높은 베타와 변동성 보유. 토큰 공급 확대에 따른 선별적 투자 필요

비트코인에 직접 투자하는 경우 투자 성과는 기초자산 가격 변화에 가장 직접적으로 연동된다. 현물 ETF 확대와 기관의 자산배분은 비트코인의 투자 수요 기반을 넓히고 있다. 반면 이더리움은 스테이블코인·DeFi·토큰화에 활용되는 온체인 금융 인프라로서 네트워크 활동과 토큰 가치 포착의 변화가 중요하다. 동일한 디지털 자산 시장에 속하더라도 비트코인과 이더리움의 투자 근거가 다르다는 점에 주목해야 한다.

2025년 이후 데이터들을 분석해보면 BTC 대비 베타가 ETH 1.36, SOL 1.45, XRP 1.40으로 계산된다. 연환산 변동성 역시 BTC 43.7%, ETH 69.6%, SOL 77.5%, XRP 75.7%로 차이가 나타났다. 높은 베타는 비트코인 상승기에 상대수익률 확대 가능성을 높이지만 조정기에는 손실 위험도 커진다.

알트코인 시장의 투자 대상 확대도 선별의 필요성을 높이는 요인이다. 신규 토큰 발행이 빠르게 늘어나는 가운데 자금은 비트코인과 유동성이 높은 주요 자산에 집중되는 모습이다. 따라서 알트코인 강세장의 지속성을 평가할 때에는 BTC 도미넌스, ETH/BTC 상대가격, 스테이블코인 공급 증가와 실제 현물 거래대금을 함께 확인해야 한다.

상위 10개 코인 vs. 비트코인 변동성 비교



자료: Bloomberg, 신한투자증권

관련 기업 선별과 최종 투자전략

비트코인 가격과 디지털 자산 산업 성장에 대한 노출 구분. 기업별 수익 구조에 따른 선별 필요

디지털 자산 관련 기업은 비트코인 가격에 대한 직접적 노출과 기업 고유의 자본구조·운영 위험이 결합된 투자 수단이다. 트레저리 기업의 대표적인 예시인 Strategy는 비트코인 보유량 확대와 자본시장 조달을 활용한 투자 구조로 주당 보유량과 순자산가치 대비 프리미엄이 중요하다. 마이닝 기업 중 하나인 MARA는 비트코인 채굴과 보유를 결합한 사업으로 채굴 난이도, 해시레이트, 전력비와 설비투자 부담이 수익성을 결정한다. 두 기업 모두 비트코인 상승 시 추가 민감도를 기대할 수 있지만 투자위험의 성격은 상이하다.

디지털 자산 금융시장 성장에 대한 투자는 Coinbase와 Robinhood를 통해 접근할 수 있다. Coinbase는 거래, 커스터디, 스테이블코인 및 온체인 금융 인프라에 노출되어 디지털 자산 거래 활성화의 직접성이 높다. Robinhood는 주식·옵션·디지털 자산을 결합한 리테일 금융 플랫폼으로 디지털 자산 사업 성장과 기존 금융상품의 실적 변화가 함께 반영된다. 거래대금, 고객자산 및 서비스 매출의 변화를 통해 기업들을 평가할 수 있다.

스테이블코인 시장 확대와 결제 인프라 변화에는 Circle과 Visa가 관련된다. Circle은 USDC 유통량과 준비자산 수익률에 민감하며, Visa는 기존 결제망의 스테이블코인 정산·활용 확대에 간접적으로 노출된다. 따라서 2027년 투자전략은 BTC 직접투자를 기본적인 가격 노출 수단으로 평가하고, 높은 베타가 필요한 경우 알트코인과 트레저리·채굴기업을 선별하는 방식이 적절하다. 디지털 자산 거래 활성화와 스테이블코인 채택에 대한 전망은 관련 기업의 실적과 밸류에이션을 통해 별도로 평가할 필요가 있다.

디지털 자산 기업 세부 분류

구분	기업
거래소·Crypto 금융	Coinbase(COIN), Galaxy Digital(GLXY)
리테일 브로커리지	Robinhood(HOOD), Interactive Brokers(IBKR)
스테이블코인 발행	Circle(CRCL)
결제·스테이블코인 활용	Visa(V), Mastercard(MA), PayPal(PYPL), Block(XYZ)
토큰화·RWA	Securitize(SECZ), Figure(FIGR), Nasdaq(NDAQ)
BTC 트레저리	Strategy(MSTR), Twenty One Capital(XXI), Strive(ASST)
알트코인 트레저리	BitMine(BMNR), Sharplink(SBET)
Bitcoin 마이닝	MARA(MARA), Riot(RIOT), CleanSpark(CLSK), Hut 8(HUT)
마이닝 하드웨어	Canaan(CAN), Bitdeer(BTDR)
마이닝 → AI 전환	IREN(IREN), TeraWulf(WULF), Cipher Mining Inc.(CIFR)

자료: 신한투자증권

신한 Market Review & Insight

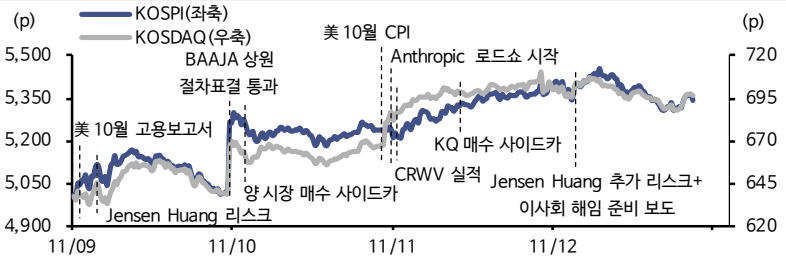
2026년 11월 13일

: 숨겨진 AI 투심 회복의 카드, BAAJA법

Market Analyst
강진혁
☎ (02) 3772-2329
✉ kjinhyeok@shinhan.com

주간 Review | CPI·금리 등 Macro를 압도한 Bottom-up 이슈들

- 주간 S&P500 +2.9%, NASDAQ +3.2%, KOSPI +5.6%, KOSDAQ +8.1%
- 美 10월 고용·CPI 서프라이즈+연준 Waller·Logan 매파 발언 속 12월 인상 유력
- VIX 30p 접근 후 17p대로 진정, Fear&Greed 극단적 공포 이탈 등 위험선호 회복
- CRWV 인프라 프리미엄 재계약+부채 가중 차입비용 하락 등 언급에 우려 진정
- 1~10일 반도체 수출(+331.2% YoY), Anthropic 조달 목표 상향(기업가치 1.5T$)
  →가벼워진 수급 상황(예탁금 85조원·신용잔고 20조원) 속 호재에 민감하게 반응
- 중간선거 여파 지나가는 가운데 BAAJA 상원 절차표결 통과도 불확실성 해소 기여
- NVDA, Jensen Huang 리스크+이사회 해임 준비설에↓. AMD·AVGO 반사 이익



자료: LSEG, 신한투자증권

차주 Preview | 노이즈로 얼룩진 Nvidia, 실적 타개 여부 주목

- KOSPI 선행 PBR 1배 내외. 다수 악재 소화하며 7월 저가 부근 재차 바닥 테스트
- Waller·Logan 매파 발언 후 12월 인상 기대 90% 상회. 10월 PPI·동행지표 확인
- BAAJA법 상원 표결 가능성→진행 상황에 따라 AI 데이터센터 투심 개선 주목
- Anthropic 상장은 AI 수요를 확인할 이벤트. 상장 전후 수급 발 변동성에는 유의

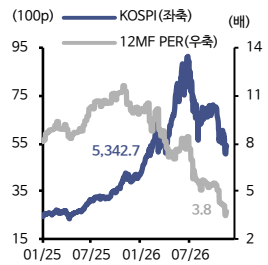
→국내 AI 인프라 투심 영향+삼성SDS·LG CNS 등 파트너십 보유 SI사 재평가 요인

- CEO 리스크 등 노이즈로 얼룩진 Nvidia(MTD -18.8%), 실적으로 증명 필요

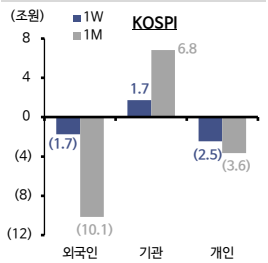
일자	이벤트	포인트
11월 13일	미국 10월 생산자물가지수(PPI)	美 중간선거 후 유가 진정 흐름 보이는 가운데 PPI 발표
11월 14일	Obesity Week 2026(~17일)	차세대 비만치료제 기술 주목. 韓 디앤디파마텍 등 참여
11월 16일	중국 10월 동행지표	견조한 생산에도 여전히 부진한 소비·투자 등 내수 회복 여부
11월 17일	미국 10월 소매판매	지난달 유가 상승 효과 제외 시 둔화됐던 소비 상승세
	미국 10월 산업생산	반도체 생산 호조 속 제조업 전반으로의 확산 가능성 점검
11월 18일	미국 10월 FOMC 의사록	인플레 상방 위협 관련 연준 평가 및 추가 긴축 의지 확인
	APEC 정상회의(~19일)	美中 정상회담 무역·AI 등 논의 예정. 北美 회담 여부 주목
11월 19일	Anthropic IPO 추진	역대 최대 규모 IPO 전망 속 1.5조$로 조달 목표 상향 검토
주중	NVDA·HD(17), PANW(18), WMT(19) 실적	NVDA 실적 통한 AI 사이클 지속성 점검. 소비재 실적 확인

자료: 신한투자증권

KOSPI 주가 및 PER 추이



KOSPI 수급주체별 수급 동향



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

Market Insight: 숨겨진 AI 투심 회복의 카드, BAAJA법

BAAJA가 무엇이고 어느 단계까지 왔나?

전력 공급 확대와 전기 요금 부담 완화를 위한 법안인 BAAJA는 현재 상원에서 절차 진행 중

BAAJA(Bipartisan American Affordability and Jobs Act of 2026, 초당적 부담완화·일자리법)는 ① 미국 에너지·전력 인프라 인허가를 간소화하고, ② 기존 인허가 안정성을 확보해 투자 불확실성을 축소하며 ③ 데이터센터 등 대규모 전력 수요 사업자가 유발하는 인프라 비용을 부담하도록 하는 초당적 법안이다. 9월 30일 발의된 후 11월 7일 대체 수정안이 공개되면서 구체적인 입법 절차에 진입했다.

현재 상원에서 절차가 진행 중이다. 11월 9일 심의 개시를 위한 필리버스터 종결 표결에서 73대25, 10일 심의 개시 동의에서 62대21로 통과했다. 4월 27일에 이미 하원에서 통과된 H.R.2347에 BAAJA 대체 수정안(S.5653)을 삽입하는 방식으로 처리되고 있다. 남은 절차는 수정안과 법안 본문에 대한 심의 및 표결이다. 공동 발의자인 Sheldon Whitehouse 의원은 다음 주에 최종 표결을 추진할 것이라고 밝혔지만 상원 통과 이후에도 하원의 재승인과 대통령 서명이 필요하다.

BAAJA법 관련 핵심 세부 내용 정리

구분	세부 내용
데이터센터 전력 인프라 비용 부담	· **전 규모 신규 데이터센터 발전·저장·송배전 증분비용을 시설 소유자·운영자가 부담** · 데이터센터 계약 조기 종료에도 미회수 비용을 회수할 수 있도록 계약 조건 설계 → 비용부담 기준 확대(20MW 이상 → 전 규모)로 네오클라우드 등에 비용 상승 가능성
데이터센터 송전요금 및 접속 조건 개편	· **FERC가 사업자의 기존 망 이용료와 추가 송전비용을 함께 부과하도록 요금정책 개정** · 주 규제당국도 별도 요금을 적용하거나 신규 발전원 확보를 전력 공급 조건으로 설정 → 빅테크 CapEx 부담 증가 속 일반 시민들에게는 전력 비용 부담 완화
기존 송전망 개량 절차 간소화	· 기존 송전선로 부지 내 전선 교체 등 일부 사업을 **연방 환경·역사보존 심사 대상에서 제외** → 전력기기 교체 수요 확대로 작용 전망
광역 송전망 인허가 및 비용 배분	· 개편일정 요건을 충족하는 230kV 이상 송전설비에 대해 **FERC 보완적 인허가 권한 확대** · 신규 송전망 비용은 신뢰도 개선 등 실질적 편익을 받는 수요자에게 배분
연방 인허가 제도 개정	· NEPA 관련 **인허가의 제소 기한**을 원칙적으로 인허가 공개 후 6년→150일로 **단축** · 11월 6일 이후 유효한 연방 인허가 확보 프로젝트 대상 **차기 행정부의 임의 중단 금지** → 데이터센터 사업자 불확실성 완화 기대

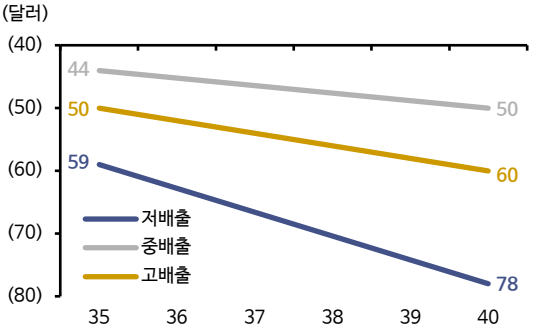
자료: US Senate, 신한투자증권

BAAJA법 입법 타임라인

일정	진행 상황
9월 30일	상원의 BAAJA(S.5653) 발의
11월 3일	美 중간선거 실시(민주당의 상하원 장악)
11월 9일	BAAJA 수정안을 담은 법안(H.R.2347)의 상원 절차표결 통과
11월 10일	본회의 심의 개시 동의안 가결
12월 10일	ERCOT 데이터센터 영향 및 접속 프로젝트 검증 보고서 공개
12월 11일	연방정부 임시예산 만료 시한
이후	법안 심의, 수정안 논의, 상원 최종 표결
이후	하원 통과 및 대통령 서명 필요

자료: 신한투자증권

BAAJA법 실행에 따른 가구당 전기요금 절감액



자료: Rhodium Group, 신한투자증권

BAAJA 통과는 주식시장에 어떤 의미가 있나?

① 데이터센터 사업자의 사업 중단 불확실성 완화

② 신규 인허가 간소화로 인프라 업체 수혜 가능성

③ 대형 사업자보다 중소 사업자 부담·진입장벽↑

최근 AI 투자 우려가 자본 제약에서 수용성 제약(인허가 불확실성 등)으로 확산됐다는 점에서 정책적 병목 완화는 AI 투심에 긍정적인 요인이다.

① 기존 인허가의 안정성 확보는 기추진 중인 프로젝트의 정책 리스크를 낮춘다. 적법하게 발급(11/6 이후)된 연방 인허가의 임의 철회·중단을 제한하고, 관련된 제소 기한 단축(6년→150일)하는 등 사업 중단 가능성을 줄이는 방향이다. 이는 이미 계획된 인프라 투자→실제 착공·매출로 이어지는 과정의 불확실성을 낮춘다.

② 신규 인허가 절차 간소화는 전력 인프라 공급을 확대할 수 있다. Rhodium Group은 법안 도입 시 향후 15년간 광역 송전망 건설 속도가 과거 10년 평균 대비 167~262% 증가할 수 있다고 추정했다. 전력망 증설에 필요한 인허가 및 소송 리스크가 낮아지면 인프라 투자 계획과 장비 발주 가시성도 함께 개선된다.

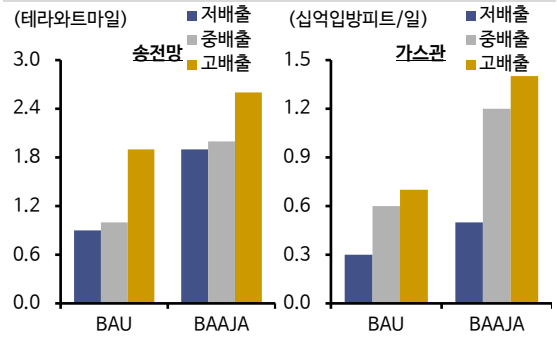
③ 데이터센터 사업자별 차별화 요인이다. 수정안은 비용회수 하한 적용 범위를 당초 '20MW 이상'→'전 규모'로 확대하면서 중소형 네오클라우드와 디벨로퍼의 부담이 커질 수 있다. 대형 사업자에 대한 비용부담은 이미 일부에서 제도화되고 있다(AEP Ohio, Duke Energy 등). 즉, BAAJA는 대형 사업자에 새로운 부담을 부과하기보다 기존 지역별 비용회수 원칙을 연방으로 확대하는 성격이 강하다.

BAAJA법이 실제 AI 인프라 병목을 얼마나 해소할 수 있는가

구분	BAAJA 영향	세부 내용
송전선 건설 및 인허가	개선 가능	FERC의 보완적 인허가 권한과 기존 선로 개량 절차 간소화
연간 송전망 건설 지연	부분적 개선 가능	연방 인허가, 송전망 계획 및 소송 지연 완화 vs 부지 확보와 실제 공사기간까지 해결하지는 못함
발전 프로젝트의 인허가	부분적 개선 가능	NEPA·CWA·ESA 등 연방 환경심사 절차 개선 vs 주정부 인허가와 개별 프로젝트 요건은 남음
지역 주민 반대 및 주정부 규제	직접 해결 제한	연방 차원의 인허가 개혁이 지역 주민의 반대나 주정부 규제권을 전부 없애지는 못함
전력기기 쇼티지	직접 해결 불가	송전망 투자 확대는 수요 촉진 vs 제조사 생산능력·납기는 별개
데이터센터 수익성 및 투자 회수	직접 해결 불가	전력망 접근성과 비용구조는 개선 vs AI 서비스 수익화와 투자수익률을 보장하지 않음

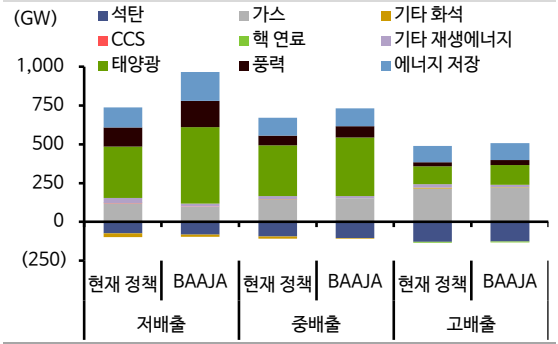
자료: 신한투자증권

BAAJA법 시행시 송전망·가스관 신규 건설 속도↑



자료: Rhodium Group, 신한투자증권

BAAJA법 시행시 청정에너지 발전 설비 규모 확대



자료: Rhodium Group, 신한투자증권

BAAJA 통과 가능성 및 시기는?

다음 주 상원 표결→하원 동의→대통령 서명 필요

:상원 표결 이후 하원 지도부 수용 여부 + 연말 입법 협상 과정 주시

BAAJA는 상원 심의 개시 절차를 통과하며 입법 가능성을 구체화했지만, 연내 최종 입법까지는 정치적 변수가 남아 있다. 상원에서 73대25의 초당적 지지를 확인한 점은 긍정적이나 이를 법안 내용에 대한 최종 지지로 해석하기는 어렵다.

차기 하원의장으로 유력한 Hakeem Jeffries 등 민주당 일부 의원은 환경보호 및 원주민 권리 관련 조항에 대한 수정을 요구하고 있고, 공화당 내에서도 송전망 건설 과정의 사유재산권 보호 문제가 쟁점화 됐다. 특히 데이터센터 비용 부담 조항은 중소형 사업자 반발과 전력망 투자 위축 가능성도 고려해야 한다.

Reuters는 다음 주 상원에서 BAAJA 최종 표결 가능성을 제시했다. 다만, 상원을 통과하더라도 기존 하원 통과 법안인 H.R.2347을 BAAJA 내용으로 대체한 방식이기 때문에 하원은 수정된 법안에 대해 다시 의결해야 한다. 하원이 수정안을 그대로 수용하면 대통령 서명으로 이어지나, 환경보호·비용부담을 둘러싼 이견이 발생하면 양원 간 추가 협상과 재표결이 필요하다. 따라서 상원 통과 이후 11월 하순~12월 초 하원의 신속한 수용 여부가 연내 입법의 핵심 변수가 될 전망이다.

12월 10일 예정된 Texas ERCOT(전력신뢰도위원회)의 데이터센터 전력망 영향 보고서와 17일 PUCT(공익위원회) 논의도 변수다. 데이터센터의 실제 사업성 및 전력망 비용부담 문제가 부각되면 법 조항에 대한 추가 논의가 발생할 수 있고, 이를 토대로 입법 절차를 지연시키는 명분으로도 작용할 수 있다. 12월 11일은 연방정부 임시예산이 만료되는 시한으로, 의회는 정부 셧다운 방지를 위한 예산 협상, NDAA(국방수권법) 등 연말 주요 입법을 함께 처리해야 한다. 이 과정에서 BAAJA가 연말 입법 패키지에 포함될 가능성도 거론되지만, 별도 정책 법안인 만큼 자동으로 예산안이나 NDAA에 편입되는 것은 아니다.

결국 연내 통과 가능성은 상원 표결 이후 하원의 수정 요구와 연말 의사일정에 달려 있다. 연내 처리 무산시 새 의회에서 재발의와 협상을 거쳐야 하며, 민주당 주도의 의회에서는 환경보호와 데이터센터 비용부담 조항이 다시 쟁점화될 수 있다. 다음 주 상원 표결 이후 하원 지도부의 수용 여부와 연말 입법 협상 과정(12월 초)을 함께 주시할 필요가 있다.

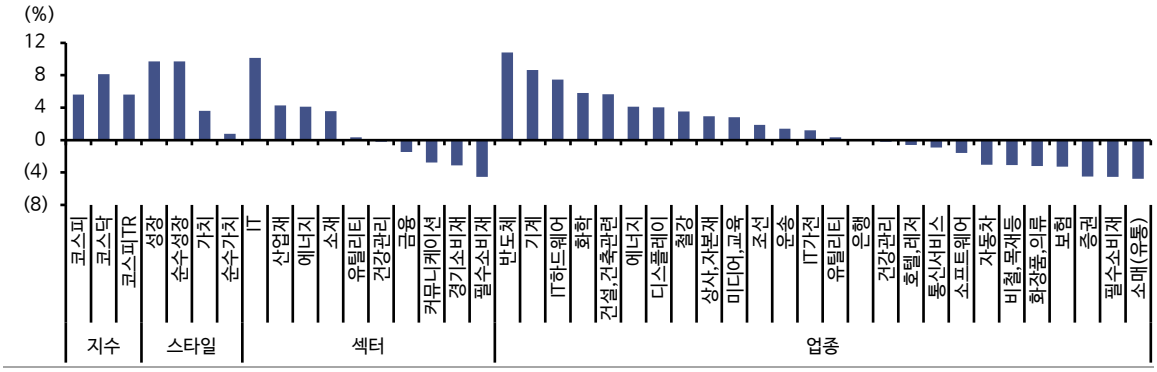
시계열에 따른 BAAJA법 통과 시나리오 및 실현 가능성

시나리오 A. 연내 신속 처리 (11월 하순~12월 초)	시나리오 B. 예산 협상에 밀려 연내 처리 지연 (11월 하순~12월 말)	시나리오 C. 차기 의회로 이월 (2027년 1월 이후)
·내주 BAAJA 상원 최종 표결 통과 ·하원이 상원 수정안 수용 ·내년 1/3 전까지 대통령 서명	·상원 통과 후 하원 민주당 수정 요구 ·ERCOT 보고서에서 DC 실현 가능성 및 전력망 비용 문제 부각 ·12/11 연방정부 임시예산 협상이 우선순위로 부상 → BAAJA는 연말 패키지에서 빠지거나 추가 협상 대상	·상원 통과 후 하원 이견 해소 실패 ·의사 일정(1/3) 내 양원 합의 실패 ·제120대 의회에서 법안을 새로 발의 및 민주당 의석 우위 下 협상 재개

자료: 신한투자증권

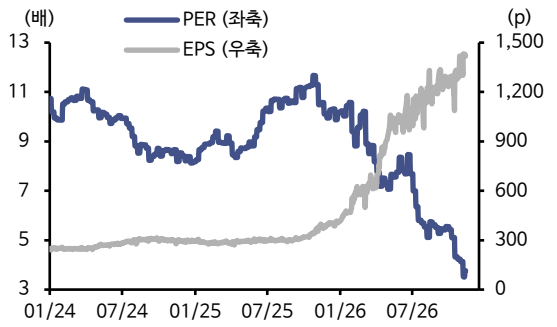
Weekly Snapshot

국내 주식시장 지수, 스타일, 섹터, 업종별 성과(11/9~12)



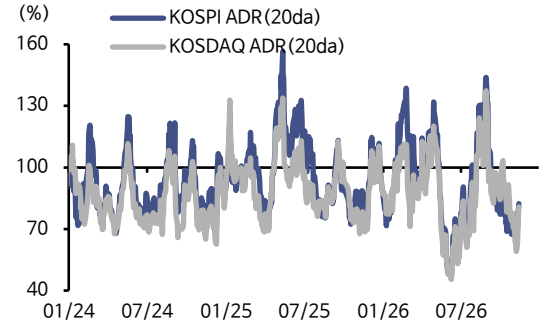
자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

KOSPI 12개월 선행 PER 및 EPS 추이



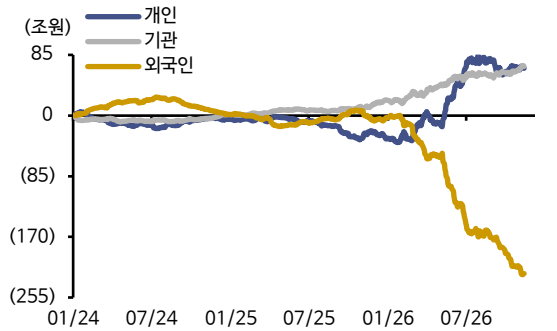
자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

주간 상승·하락 종목 비율(ADR)



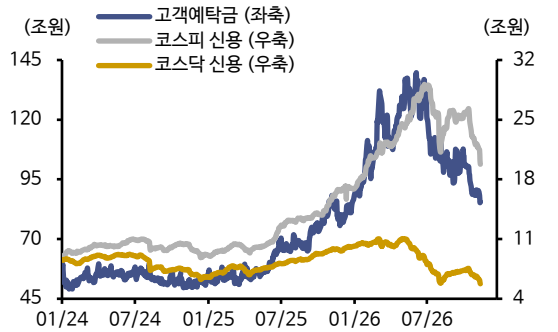
자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

KOSPI 투자주체별 누적 순매수대금



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

고객예탁금 및 신용잔고 추이



자료: 에프앤가이드, 신한투자증권

Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 강진혁).
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

채권전략

2026년 11월 13일

연말까지 주목해야 할 변수들



Fixed Income Strategist

김찬희

☎ (02) 3772-1537

✉ chee@shinhan.com

고다영

☎ (02) 3772-2638

✉ dazero12@shinhan.com

[이슈] 연말까지 주목해야 할 변수들

선제적으로 누그러진 긴축 경계와 지정학적 불확실성 완화 기대, 극단에서 개선될 위험선호 심리, 약화될 외국인 선물 수급 유입 모멘텀을 고려하면 국고채 금리는 단기 바닥을 확인할 가능성이 높다는 판단이다. 내년 초로 가면서 IT 업종 중심의 대규모 성과급 지급 및 정부의 재정집행이 수요 측 물가 상승 압력을 자극할 우려가 잔존한다. 공급망 차질에 따른 인플레이션 압력 역시 내년 1분기까지 추가로 반영될 부분이 남아있다.

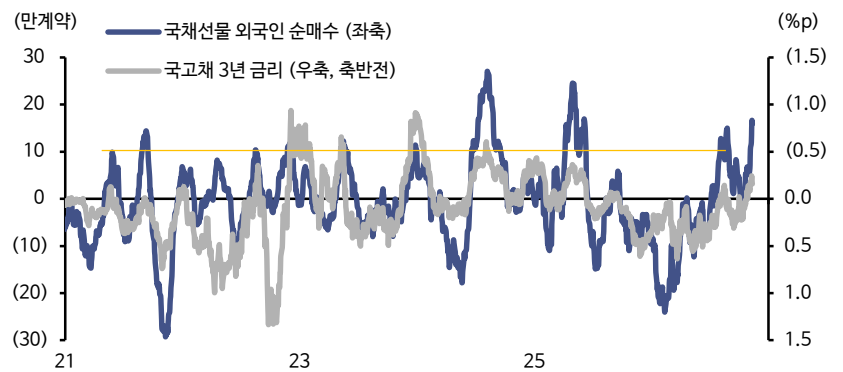
연말까지 국고채 금리는 바닥을 확인하고 반등하는 경로를 그릴 것으로 예상한다. 이미 낮아진 레벨에서의 추격 매수보다는 내년 1분기까지 금리 반등 구간을 활용한 듀레이션 확대 시점에 대한 고민이 필요하다.

[주간 전략] 높아진 긴축 경계 반영. 위험선호 심리 연동

[해외] 미국 국채 금리는 보합권 등락을 예상한다. 월러 이사의 발언으로 12월 FOMC에서 빅스텝 우려가 형성되며 2년 금리는 10월 하순 수준으로 다시 올라왔다. 10월 FOMC에서 리사 쿡, 베스 해맥 위원이 금리 동결에 반대표를 행사한 가운데 차주 발표될 의사록은 영향력이 제한될 전망이다. 12월 FOMC까지 시간이 남은 상황에서 긴축 경계를 선반영한 가운데 주식시장 흐름에 따른 위험선호 심리에 연동될 전망이다. 미국 국채 10년 금리 5.00~5.20% 밴드를 제시한다.

[국내] 국고채 금리 역시 보합권 내 등락이 예상된다. 11월 말 금통위를 앞두고 주요 경제지표 발표가 부재한 주간이다. 이에 대외 금리와 국내 주식시장 흐름에 따른 안전자산 선호 심리에 연동되겠다. 국고채 3년 3.60~3.80%, 10년 금리 3.80~4.00% 밴드를 제시한다.

국채선물 외국인 순매수와 국고채 3년 금리



자료: 인포맥스, 신한투자증권

[이슈] 연말까지 주목해야 할 변수들

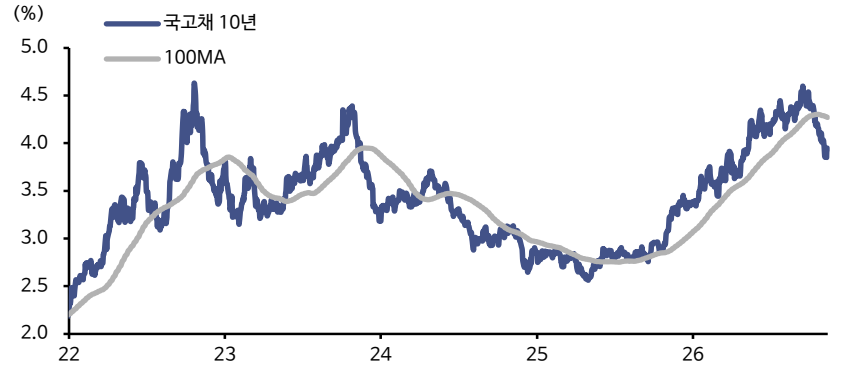
11월에도 이어진 국고채 랠리

상당 폭 금리 되돌림 전개된 국면

10월에 이어 11월에도 국고채 랠리는 지속됐다. 국고채 10년 금리는 10월 40bp, 11월 중순까지 6bp 추가로 하락했고, 30년 금리도 각각 40bp, 11bp 내리며 플랫 압력이 이어졌다. 미국 중간선거 결과가 강력한 블루웨이브로 귀결된 이후 병목 완화에 대한 기대, 주식시장 급락에 따른 안전자산 선호가 맞물렸다.

10~11월의 가파른 하락으로 국고채 금리는 1분기 GDP 발표 시점인 4월 말 수준까지 되돌려졌다. 이미 상당 폭 되돌림이 전개돼 연말까지의 금리 경로에 대한 판단이 어려운 상황이다. 연말까지 주목해서 봐야할 변수들을 중심으로 단기적인 금리 경로를 가늠해보려고 한다.

국고채 10년 금리



자료: 인포맥스, 신한투자증권

통화정책, 지정학적 불확실성, 위험선호 심리, 외국인 수급 고려

1) 통화정책(11월 금통위)과 2) 지정학적 불확실성, 3) 위험선호 심리, 4) 외국인 수급을 연말까지 국고채 금리를 좌우할 주요 변수로 판단한다.

11월 금통위 6개월 후 점도표 주시

1) 11월 금통위는 10월 이후 빠르게 완화된 통화정책 전망을 재확인할 이벤트다. 향후 통화정책 기대를 반영하는 단기금리 기대경로는 9월 말 이후 35bp 속락해 약 1.5회의 금리 인상 기대를 되돌렸다. 금번 회의에서 기준금리 결정과 더불어 6개월 후 점도표가 공개되는데 시기적으로 금통위원들이 예상하는 최종금리로 해석될 가능성이 높다.

10월 금통위 의사록에서 위원별 의견을 종합해보면 여전히 추가 인상에 무게가 실려 있었음을 알 수 있다. 6명 중 4명은 추가 인상 또는 긴축의 시기·속도·폭을 명시했고, 1명은 추가 긴축의 필요성과 취약 부문에 대한 고려를 함께 강조했다. 다른 한 명은 추가 인상 여부와 시기를 신중하게 판단하자는 입장이었다. 따라서 추가 인상을 전제로 시기를 고민한 위원이 4~5명, 1명의 위원은 추가 긴축 필요성을 저울질하는 입장이었다.

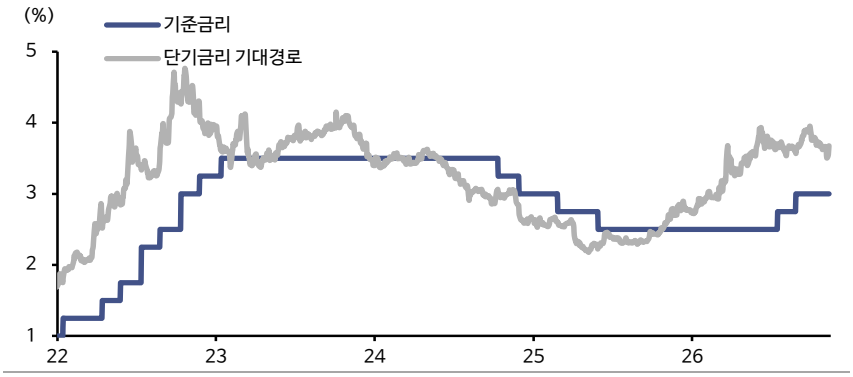
11월 금통위 추가 강세 재료 작용 가능성 제한적

점도표 중간값은 3.50%로 무게 중심 이동

이미 긴축 경계가 상당 부분 되돌려진만큼 11월 금통위 회의가 추가적인 강세 모멘텀을 제공할 가능성은 제한적이다. 기준금리 결정 자체는 시장의 지배적인 예상과 달리 10월에 이어 다시 한 번 동결할 가능성도 배제하기 어렵다. 기본적으로 주가가 한은의 직접적인 정책 고려 변수는 아니지만 주가 하락 폭이 10월 금통위 이후 추가로 확대돼 금융여건의 긴축과 소비심리 위축을 고려할 필요성이 생겼다.

다만 추가 강세 모멘텀을 제공하기 위해서는 기대보다 더 완화적인 신호가 필요하다. 8월 점도표는 3.00%에 5개, 3.25%에 10개, 3.50%에 6개가 분포해 중간값이 이미 3.25%였다. 8월 금통위 이후 상향된 성장률 및 물가 전망을 고려하면 점도표 중간값은 3.50%로 무게 중심이 옮겨질 가능성이 높다.

기준금리와 단기금리 기대경로



자료: 인포맥스, 신한투자증권

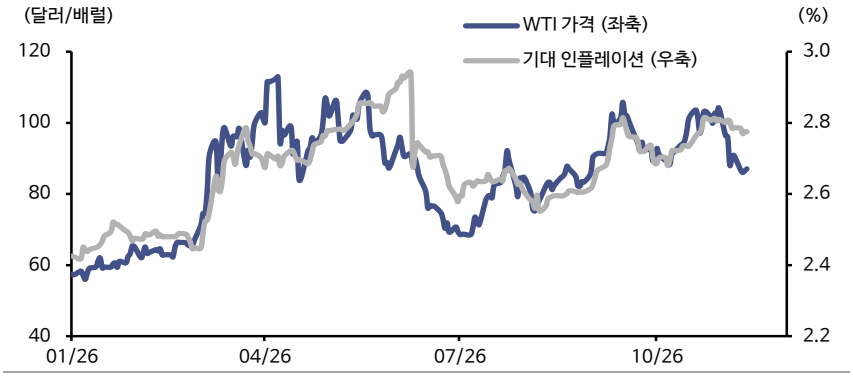
10월 이후 금리 결정변수 유가보다 물가 전이 수준으로 이동

2) 지정학적 위험 완화도 70~80%는 가격에 반영된 변수이다. 미국과 이란의 협상 기대로 WTI 가격은 배럴당 80달러대 중후반으로 내려왔다. 현수준에서 협상 기대가 유지되는 것만으로 국고채 금리가 추가로 하락하기는 어렵다. 중동 정세 안정에 러-우 전쟁의 긴장 완화까지 더해져 WTI 가격이 70달러대로 하락해야 추가적인 강세 모멘텀을 기대할 수 있다.

10월 이후 유가와 국고채 금리의 상관관계가 눈에 띄게 낮아졌는데 이는 금리 결정변수가 유가 자체보다 물가로의 전이 수준으로 넘어갔다고 이해할 수 있다. 금리에 반영된 기대 인플레이션 역시 10월 이후 하방경직적인 흐름을 보여 위와 같은 논리를 뒷받침한다.

지정학적 긴장 완화는 다른 한편으로 위험선호 회복 경로로도 영향을 미친다. 서프라이즈 수준의 지정학적 긴장 완화는 단기적으로 금리 하락 재료로 반영될 여지가 있으나 위험선회 회복 경로까지 고려하면 일방적인 채권 강세 재료로 평가하기엔 한계가 있다.

WTI 가격과 기대 인플레이션, 국고채 10년 금리



자료: 인포맥스, 신한투자증권

안전자산 선호 심리의 국고채 강세 동력 축소

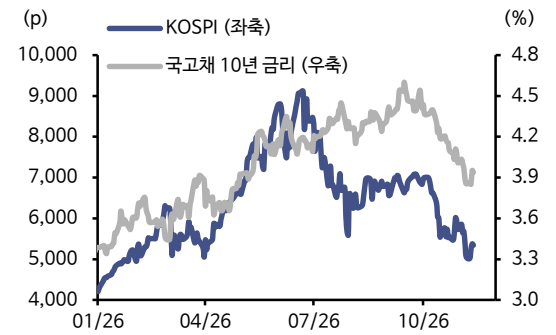
3) 하반기 가파른 주가 조정은 안전자산 선호를 강화하고 채권으로의 자금 이동 압력을 높이고 있다. 다만 단기적인 주가 급락은 AI Capex 둔화 가능성을 앞서 반영한 만큼 추가적인 하락을 정당화할 새로운 근거가 필요한 구간으로 판단한다. 실제적인 투자 계획의 축소 및 지연 여부 그리고 이에 따른 반도체 수요 둔화 확인이 필요한 구간이다. 단기적으로는 주가의 추가 급락보다 낙폭 되돌림 가능성에 무게를 두며 주가의 하방 우려가 완화되는 것만으로도 국고채 강세 동력은 줄어들 수 있다.

12월 FOMC 앞둔 경계 심리가 외국인 매수세 제약

4) 마지막으로 수급이다. 최근 국고채 강세는 수급 측면에서 외국인 국채선물 매수가 큰 역할을 했다. 50영업일 누적 기준 외국인의 국채선물 순매수 규모는 2025년 이후 가장 큰 15.9만계약에 달하고 2020년 이후 10만계약 이상 순매수 규모에 도달한 이후 단기적인 유입 모멘텀이 소진된 경우가 빈번했다.

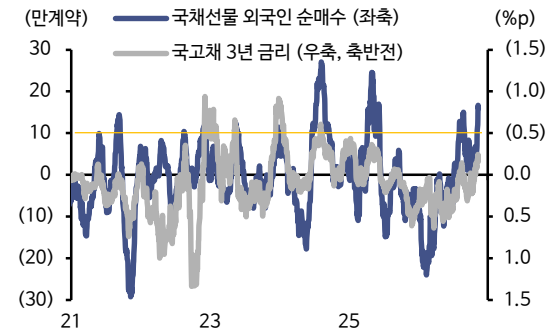
미국 10월 소비자물가 발표 이후 대외 긴축 경계가 재차 부각됐고 내년 초까지는 비용발 인플레이션 압력이 전이되는 구간으로 대외 금리 안정을 기대하기 어렵다. 12월 FOMC 회의를 앞둔 경계 심리가 외국인의 매수세를 제약할 요인으로 자리하겠다.

KOSPI와 국고채 10년 금리



자료: 인포맥스, 신한투자증권

국채선물 외국인 순매수와 국고채 3년 금리



자료: 인포맥스, 신한투자증권 / 주: 2개월 누적, 2개월 변화폭

금리 바닥 확인 후 점진적 반등 예상

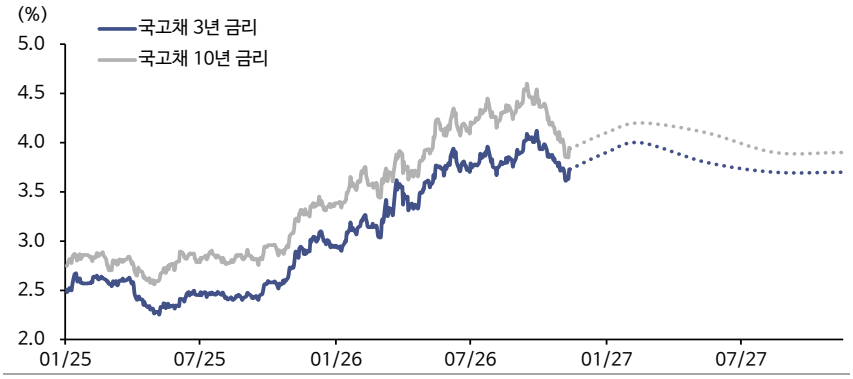
국고채 금리 단기 바닥 확인 가능성 → 이후 반등

선제적으로 완화된 긴축 경계와 70% 이상 반영된 지정학적 불확실성 완화 기대, 극단에서 개선될 위험선호 심리, 약화될 외국인 선물 수급 유입 모멘텀을 고려하면 국고채 금리는 단기 바닥을 확인할 가능성이 높다는 판단이다. 11월 금통위 회의 자체는 최종금리 불확실성을 완화하는 관점에서 긍정적으로 해석될 여지가 있지만 이미 시장금리에 상당 부분 반영돼있다.

내년 초로 가면서 IT 업종 중심의 대규모 성과급 지급 및 정부의 재정집행이 수요 측 물가 상승 압력을 자극할 우려가 잔존한다. 공급망 차질에 따른 인플레이션 압력 역시 내년 1분기까지 추가로 반영될 부분이 남아있다.

연말까지 국고채 금리는 바닥을 확인하고 반등하는 경로를 그릴 것으로 예상한다. 이미 낮아진 레벨에서의 추격 매수보다는 내년 1분기까지 금리 반등 구간을 활용한 듀레이션 확대 시점에 대한 고민이 필요하다.

국고채 금리 전망



자료: 인포맥스, 신한투자증권

[채권시장 동향] 긴축 경계와 주식시장 반등

(해외) 10월 CPI, 월러 이사 발언에 단기물 금리 급등

유가와 기술주 반등하며 약세 압력 가중

[해외] 미국 국채 2년과 10년 금리는 각각 36.8bp, 27.2bp 상승해 베어 플랫 전개됐다. 유가 및 필라델피아 반도체지수가 반등한 가운데 10월 소비자물가, 월러 연준 이사의 발언을 소화하며 금리 상승 압력이 가중됐다. 10월 CPI와 근원 CPI는 전월대비 각각 0.4%, 0.3% 올라(전년동월대비는 작년 10월 셧다운 여파로 데이터 부재) 예상치(0.3%, 0.2%)를 상회했다. 또한 월러 이사가 10월 근원 CPI가 전월대비 0.3% 이상을 기록할 시 12월 FOMC에서 50bp 인상도 고려해야 한다고 발언한 후 단기물을 중심으로 큰 약세를 보였다.

비미국은 미국 금리에 대체로 연동됐으나 일본은 전주 부진했던 주식시장 영향으로 상대적 강세 마감했다. 프랑스는 11월 초 하원에서 2027년 예산안 내 세입 부문을 부결한 이후 11월 20일 상원 본회의 법안 심의 개시를 앞두고 있다. 브라질은 대선에서 룰라 대통령이 당선된 이후 재정 우려 잔존한 가운데 전주 통화정책회의에서 기준금리 동결 결정으로 하방경직적 금리 흐름을 유지했다.

(국내) 대내외 주식시장 반등, 금리에 연동

[국내] 국고채 3년과 10년 금리는 각각 7.1bp, 6.5bp 상승했다. 대내외 주식시장 반등 및 금리 상승에 연동되며 단기물 중심으로 약세를 보였다. 금주 외국인이 3년, 10년 국채선물을 각각 1.29만계약, 0.55만계약 순매수(전주는 각각 2.95만계약, 1.06만계약)하며 약세를 일부 제약했다.

[주간 전략] 높아진 긴축 경계 반영. 위험선호 심리에 연동

(해외) 미국 국채 10년 5.00~5.20%

[해외] 미국 국채 금리는 보합권 등락을 예상한다. 월러 이사의 발언으로 12월 FOMC에서 빅스텝 우려가 형성되며 2년 금리는 10월 하순 수준으로 다시 올라왔다. 10월 FOMC에서 리사 쿡, 베스 해맥 위원이 금리 동결에 반대표를 행사한 가운데 차주 발표될 의사록은 영향력이 제한될 전망이다. 12월 FOMC까지 시간이 남은 상황에서 긴축 경계를 선반영한 가운데 주식시장 흐름에 따른 위험선호 심리에 연동될 전망이다. 미국 국채 10년 금리 5.00~5.20% 밴드를 제시한다.

(국내)
국고채 3년
3.60~3.80%
국고채 10년
3.80~4.00%

[국내] 국고채 금리 역시 보합권 내 등락이 예상된다. 11월 말 금통위를 앞두고 주요 경제지표 발표가 부재한 주간이다. 이에 대외 금리와 국내 주식시장 흐름에 따른 안전자산 선호 심리에 연동되겠다. 국고채 3년 3.60~3.80%, 10년 금리 3.80~4.00% 밴드를 제시한다.

주간 금리 예상

금리 및 스프레드 (%, bp)	11월 12일	예상 범위
국고채 3년	3.73	3.60~3.80
국고채 10년	3.94	3.80~4.00
국고채 10년-3년	20.9	20~30
미국 국채 10년	5.13	5.00~5.20

자료: 신한투자증권

Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 김찬희, 고다영).
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

한국전력 (015760)

예상보다 무거웠던 비용의 무게

2026년 11월 13일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	40,000 원 (유지)
✓ 상승여력	30.5%	✓ 현재주가 (11 월 12 일)	30,650 원

신한생각 이익 모멘텀 부재, 정책 변화에 주목

11월 초 SMP가 140원/kWh대를 기록하며 4분기 적자 전환 가능성 확대. 단기 실적 개선은 제한적이나 연내 추진 중인 산업용 지역별 차등요금과 LMP 도입, 정부의 전력망 투자 지원 등 여건을 개선할 정책 변화에 주목

3Q26 Reivew: 전반적인 비용 증가로 컨센서스 하회

3분기 영업이익 1조 6,441억원(-70.9%, 이하 YoY)으로 시장 기대치(2조 4,143억원) 하회. LNG 가격 상승폭 대비 SMP 상승폭이 제한적인 가운데 기타영업비용의 증가가 수익성을 압박. 월성 1호기 해체비용 재산정에 따른 원전복구충당부채 조정액 증가와 온실가스 배출원가 증가가 주요 원인

주요 원자재 가격 및 원달러 환율 상승에 따라 연료비는 6조 8,838억원(+25.1%)으로 전년대비 증가. 구입전력비는 10조 3,028억원(+11.4%) 기록. 기저발전원 발전량 비중이 89.0%(+1.7%p)로 상승했으나 SMP 상승에 더해 RPS 비용의 증가로 구입전력비 증가에 영향. 발전 자회사의 원전 이용률은 82.7%(+4.8%p)으로, 석탄 이용률은 71.2%(+0.5%p)으로 상승

Valuation & Risk: 실적은 부담, 낮은 밸류에이션은 지지 요인

연간 영업이익 추정치 하향(26F -16.5%, 27F -13.0%)으로 12개월 선행 BPS도 80,021원(-1,802원)으로 하향. BPS 감소폭이 제한적이기에 투자의견 매수, 목표주가 4만원 유지. 목표 PBR(주가순자산비율)은 0.5배이며 현재 주가는 12개월 선행 PBR 0.38배 수준. 낮은 밸류에이션이 하방을 지지하겠으나, 주가 재평가를 위해서는 에너지 가격 안정과 요금·정산체계 개선을 통한 수익성 회복이 필요

12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	93,398.9	97,429.3	97,035.3	98,165.7	99,589.6
영업이익 (십억원)	8,364.7	13,490.6	6,310.1	3,567.7	8,387.4
순이익 (십억원)	3,491.7	8,544.9	3,017.7	1,170.1	4,777.6
ROE (%)	9.2	19.4	6.1	2.3	8.9
배당수익률 (%)	1.1	3.3	2.0	2.6	3.3
PER (배)	3.7	3.5	6.5	16.8	4.1
PBR (배)	0.3	0.6	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA (배)	6.5	5.8	6.8	7.8	6.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[유틸리티]
한승훈 연구원
✉ snghun.han@shinhan.com

Revision	
실적추정치	하향
Valuation	유지

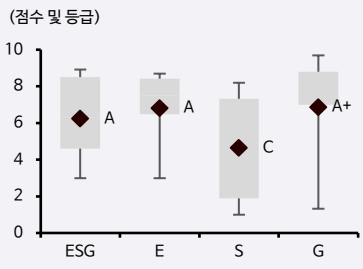
시가총액	19,676.2 십억원
발행주식수(유동비율)	642.0 백만주(44.9%)
52 주 최고가/최저가	67,900 원/27,850 원
일평균 거래액 (60 일)	45,730 백만원
외국인 지분율	20.3%
주요주주 (%)	
한국산업은행 외 1 인	51.1
국민연금공단	6.9

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	7.4	(13.5)	(35.7)	(34.1)
상대	28.3	6.5	(50.0)	(46.8)

주가



ESG 컨센서스



한국가스공사 (036460)

해외사업 호조와 미수금 부담의 공존

2026년 11월 13일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	46,000 원 (유지)
✓ 상승여력	20.1%	✓ 현재주가 (11 월 12 일)	38,300 원

[유틸리티]
한승훈 연구원
✉ snghun.han@shinhan.com

신한생 에너지 가격의 양면성

해외사업 수익성 개선으로 실적 성장세 지속. 원료비 미수금은 2개 분기 연속 증가하며 재무 부담 확대. 해외사업의 이익 기여 확대는 긍정적이나 미수금 회수 가시성이 확보되기 전까지 주가 상승여력은 제한적일 전망

3Q26 Review: 해외사업이 이끈 서프라이즈

3분기 연결 영업이익은 5,878억원(+51.1%, 이하 YoY)으로 시장 기대치(4,333억원)와 신한 추정치(5,255억원)를 모두 상회. 가스 판매량은 611만톤(-5.4%)으로 감소하며 별도 영업이익은 2,653억원(-10.1%)으로 감소. 도시가스용(+6.7%) 증가에도 발전용(-14.3%) 판매량 감소 영향

해외사업 영업이익은 4,099억원(+288.9%)으로 이익 기여 확대가 두드러짐. 특히 캐나다 LNG 영업이익은 2,454억원으로 생산 및 판매 확대에 힘입어 증익을 주도. 호주 GLNG도 판매가격 개선으로 638억원(흑자전환) 기록. 모잠비크 Coral FLNG는 판매단가 상승과 함께 434억원(+20.2%), 호주 Prelude는 정기 대수선에도 377억원(+14.2%)을 달성

Valuation & Risk: 실적 개선에도 미수금 부담 확대

투자의견 매수, 목표주가 4.6만원 유지. 3분기 말 기준 원료비 미수금은 14.6조원(+4,669억원 QoQ)으로 2개 분기 연속 증가. 해외사업 증익과 함께 국내 원료비 미수금 부담은 지속. 연결 차입금도 33.6조원(+3,304억원 QoQ)으로 증가하고 부채비율은 354%(+9%p QoQ)로 상승. 미수금 누적은 이자부담을 확대하고 주주환원은 제약하는 요인. 향후 해외사업의 이익 성장뿐 아니라 미수금 축소에 따른 재무구조 개선 여부가 핵심

12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	38,388.7	35,727.3	37,914.9	41,535.1	39,181.6
영업이익 (십억원)	3,003.4	2,101.2	2,845.6	2,506.2	2,650.2
순이익 (십억원)	1,146.7	133.0	1,516.6	1,336.3	1,416.6
ROE (%)	11.2	1.2	13.2	10.4	10.1
배당수익률 (%)	4.2	2.9	3.9	3.9	3.9
PER (배)	2.8	27.3	2.3	2.6	2.5
PBR (배)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
EV/EBITDA (배)	8.5	9.6	8.0	8.9	8.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

Revision	
실적추정치	유지
Valuation	유지

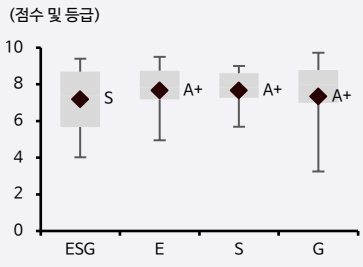
시가총액	3,535.6 십억원
발행주식수(유동비율)	92.3 백만주(46.9%)
52 주 최고가/최저가	45,600 원/31,700 원
일평균 거래액 (60 일)	5,283 백만원
외국인 지분율	14.0%
주요주주 (%)	
대한민국정부(기획재정부) 외 1 인	46.6
국민연금공단	5.6

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	6.2	4.5	(10.6)	(0.3)
상대	27.0	28.7	(30.6)	(19.5)

주가



ESG 컨센서스



달바글로벌 (483650)

1% 아쉬움, 하지만 주가는 더 아쉬움

2026년 11월 13일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	290,000 원 (하향)
✓ 상승여력	130.9%	✓ 현재주가 (11 월 12 일)	125,600 원

신한생각 우려는 알겠는데, 그래도 너무 심한 주가 하락

국내외 호실적에도 불구하고, 전일 주가 급락한 이유는 전사 매출 성장률의 둔화와 순이익 가정치 하향 가능성 증가 때문으로 보임. 물류비 부담과 원화 강세에 따른 환효과 소멸 등으로 타 유사 기업들이 마진율 하락을 면치 못하는 상황에서 마진율 상승은 긍정적. 하지만 소비재 산업 특성상 매출 성장률이 낮아지는 건 단기 투자 심리를 악화시킬 수 있다 판단

3Q26 Review: 마진율 개선은 좋지만, 기대에 못미친 성장률

3Q26 연결매출 1,556억원, 영업이익 334억원으로 전년동기대비(이하 동일) 각각 36%, 101% 성장. 매출 성장률이 당사 기대 수준(+58%)을 하회. 영업이익은 당사 추정 영업이익에 부합했으나 영업외비용 급증으로 순이익이 5% 성장하는 데 그쳐 2026년 순이익 추정치 하향 불가피. 지역별 매출 증감률은 한국 -4%, 해외 +59%로 해외 매출(매출 비중 75%) 강세

주요 지역별 매출 성장률은 일본 +34%, 러시아 +30%, 북미 +31%, 유럽 +162%, 아세안 +55%, 중국 +134%로 예상보다 북미 성장률이 급격히 둔화된 점은 아쉬움. 북미 내 아마존 매출 성장률은 25%, 오프라인 매출 성장률 8%로 두 채널 모두 전기 성장률 대비 둔화된 것으로 파악. 4Q26에도 수익성 개선은 전기 추세를 유지할 것으로 기대. 광고비 지출은 전년 수준 유지. 예상보다 제품의 확장이 다채롭지 못한게 매출 성장률 둔화의 원인일 수 있으나 현시점 기준 느리지만 수요 우상향 확인

Valuation & Risk: 목표주가 하향, 그래도 많이 빠진 주가

2027년 순이익 추정치 유지. 업종 밸류에이션 하향세 감안해 목표 멀티플은 24배에서 20배(12개월 선행EPS 기준)로 조정하여 목표주가 6% 하향

12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	309.1	519.7	744.9	1,174.1	1,847.7
영업이익 (십억원)	59.8	101.5	174.3	279.3	443.4
순이익 (십억원)	15.4	79.1	122.5	199.6	325.7
ROE (%)	26.2	52.6	52.1	59.7	64.0
배당수익률 (%)	-	1.8	2.7	4.1	5.6
PER (배)	0.0	22.4	14.9	9.2	5.6
PBR (배)	0.0	9.2	6.7	4.6	2.9
EV/EBITDA (배)	(0.8)	16.5	9.5	5.7	3.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[화장품]

박현진 연구위원
✉ hpark@shinhan.com

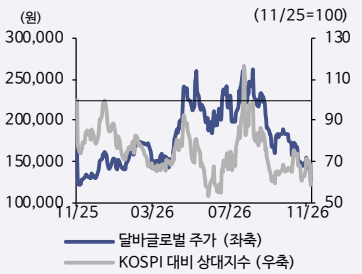
권채윤 연구원
✉ chaeyun.k@shinhan.com

Revision	
실적추정치	유지
Valuation	하향

시가총액	1,574.7 십억원
발행주식수(유동비율)	12.5 백만주(72.2%)
52 주 최고가/최저가	265,000 원/125,600 원
일평균 거래액 (60 일)	22,732 백만원
외국인 지분율	44.9%
주요주주 (%)	
반성연 외 6 인	21.1
국민연금공단	8.5

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(26.8)	(52.1)	(0.6)	(18.0)
상대	(12.6)	(41.0)	(22.7)	(33.9)

주가



클래시스 (214150)

깊어지는 성장통

2026년 11월 13일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	35,000 원 (하향)
✓ 상승여력	45.2%	✓ 현재주가 (11 월 12 일)	24,100 원

신한생각 성장 방향 유효하나, 실적 회복 확인이 우선

해외 비중 확대(23년 64.7% → 3Q26 77.7%), HIFU 매출 비중(22년 85% → 3Q26 누적 52%) 낮아지며 지역·제품 다변화 진전. 다만 국내 제품 교체주기에 신제품 마케팅 지연과 해외 사업 재편 부담 겹치며 성장통 심화. 중국 진출 기대와 함께 국내·남미·일본 사업 정상화 속도 점검 필요

3Q26 Re: 제품 출시 사이클과 해외 사업구조 재편 부담 중첩

3Q26P 매출액 830억원(YoY flat, 이하동일), 영업이익 270억원(-28.2%), OPM 32.5%로 컨센서스 대폭 하회. 국내 의료기기 매출(-35.9%)은 주력 제품 판매둔화와 신제품 마케팅 지연으로 약세 지속. 남미 166억원(QoQ -22.3%) 기록. 월드컵 영향 소멸 이후 영업 정상화 기대했으나, 2Q 인수 직후 진행한 프로모션 효과 축소와 계절적 비수기로 회복 지연. 고원가 재고 판매와 직영법인 운영 비용 부담 가중돼 OPM 32.5%(-12.8%p) 기록

4Q 국내·남미 B2C 마케팅 확대에 따른 매출 반등 예상하나, 두 지역 합산 약 50억원 광고집행 예정으로 비용부담 지속. 26F 연간 매출 3,777억원으로 하향된 회사 가이던스(4,300-4,600억원) 하회 예상. 4Q 중국 볼뉴머 허가 기대와 27F 신규 슈링크·팁 및 해외 신제품 순차 출시가 성장 동력

Valuation & Risk: 목표주가 35,000원으로 하향

투자의견 '매수' 유지, 목표주가 35,000원 하향(-43.5%). 국내 판매둔화와 남미 사업 정상화 지연을 반영해 26F/27F 이익 추정치 21.1%/24.9% 하향. 수익성과 실적 가시성 저하를 반영해 Target PER 17.1배로 하향 조정. 중국 진출과 신제품 출시는 유효한 성장 모멘텀이나, 국내 매출 회복과 남미·일본 사업 정상화가 분기 실적으로 확인돼야 신뢰도 회복 가능할 전망

12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	242.9	336.8	377.7	468.6	566.2
영업이익 (십억원)	122.4	170.6	145.2	189.7	240.6
순이익 (십억원)	97.9	131.9	87.8	144.2	182.9
ROE (%)	26.5	26.2	15.6	23.4	25.6
배당수익률 (%)	0.5	1.8	4.1	4.1	4.1
PER (배)	31.4	27.1	17.9	10.9	8.6
PBR (배)	6.9	6.5	2.7	2.4	2.0
EV/EBITDA (배)	23.6	18.6	9.6	7.2	5.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[의료기기]

김지영 연구원
✉ jiy.kim@shinhan.com

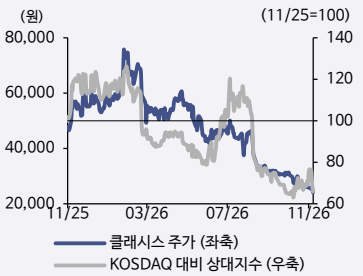
최승환 CFA 연구위원
✉ hani86@shinhan.com

Revision	
실적추정치	하향
Valuation	하향

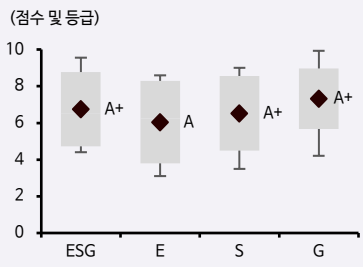
시가총액	1,572.2 십억원
발행주식수(유동비율)	65.2 백만주(40.4%)
52 주 최고가/최저가	75,600 원/24,100 원
일평균 거래액 (60 일)	7,075 백만원
외국인 지분율	67.9%
주요주주 (%)	
BCPE Centur Investments, LP 외 1 인	49.1
정성재	9.9

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(18.4)	(45.0)	(55.7)	(58.9)
상대	(0.6)	(32.1)	(42.3)	(44.2)

주가



ESG 컨센서스



디바이스 (187870)

디스플레이 실적 확인, 반도체 성장 시작

2026년 11월 13일

✓ 투자판단	Not Rated	✓ 목표주가	-
✓ 상승여력	-	✓ 현재주가 (11월 12일)	10,600원

신한생각 실적보다 더 좋아진 2027년 가시성

3Q26은 디스플레이 장비 매출이 인식되며 당사 추정치를 크게 상회. 4Q26은 반대로 디스플레이 매출 공백으로 둔화 예상. 다만 반도체 출하 확대와 1,016억원까지 증가한 수주잔고를 감안하면 실적의 중심은 2027년. 반도체 업황 개선을 반영해 2027~28년 추정치를 상향했으며, 향후 SWC 양산 및 고객사 투자계획 구체화 시 추가 상향 가능

3Q26 Review: 디스플레이 매출 서프라이즈

3Q26 매출액 329억원(-16.1% 이하 YoY), 영업이익 97억원(-26.9%, OPM 29.6%) 기록. 당사 추정치를 대폭 상회. 기존에는 디스플레이 장비 매출이 4Q26에 인식될 것으로 예상했으나, Tianma향 6G 장비 잔여 물량이 3Q26에 인식되며 실적이 예상보다 크게 증가. 반도체 매출도 하반기 출하 확대에 힘입어 견조한 흐름 지속

4Q26 매출액 180억원(-33.4%), 영업이익 43억원(+65.1%, OPM 23.7%) 전망. 3Q에 디스플레이 매출이 선반영된 만큼 4Q 매출 공백 예상. 반면 반도체는 하반기 들어 출하 물량이 지속 증가하고 있어 견조한 흐름 지속

Valuation & Risk: 저평가 구간, 추가 상향 여력 유효

현재 추정치는 2027년 SWC 1대만 반영한 보수적 가정. SWC는 메모리향 최종 테스트가 진행 중이며 파운드리향 장비도 2027년 투입 준비 중. 양산 Qual 통과 및 초도 공급 대수가 구체화될 경우 2027~28년 반도체 실적 추가 상향 가능. 2027F PER 4.0배, PBR 0.7배에 불과해 중장기 성장성과 추가 실적 상향 가능성을 감안하면 밸류에이션 부담도 제한적인 수준

12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	47.2	84.1	105.3	145.0	175.0
영업이익 (십억원)	4.2	17.3	34.0	42.5	51.5
순이익 (십억원)	7.8	16.9	29.0	35.1	42.5
ROE (%)	5.5	11.1	16.9	17.9	18.8
배당수익률 (%)	1.7	4.7	5.5	5.9	7.4
PER (배)	10.8	5.8	4.8	4.0	3.3
PBR (배)	0.6	0.6	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA (배)	4.3	1.9	1.5	0.7	(0.0)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[혁신성장]

김유민 선임연구원
✉ yumin.kim@shinhan.com

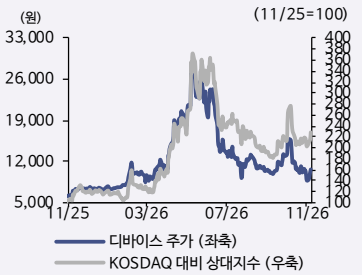
최승환 연구위원, CFA
✉ hani86@shinhan.com

Revision	
실적추정치	-
Valuation	-

시가총액	146.9 십억원
발행주식수(유동비율)	13.9 백만주(63.7%)
52주 최고가/최저가	28,100원/6,160원
일평균 거래액 (60일)	1,697 백만원
외국인 지분율	4.5%
주요주주 (%)	
최봉진 외 10인	34.1
미래에셋자산운용	6.2

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(32.4)	(19.3)	72.1	43.0
상대	(17.6)	(0.5)	123.9	94.1

주가



ASE 테크놀로지 (ASX.US)

첨단 패키징에 CPO 모멘텀 가세

2026년 11월 12일

✓ 투자판단	★★★★☆	✓ 목표주가 (LSEG, 컨센서스)	54.9 달러
✓ 상승여력	45.3%	✓ 현재주가 (11월 11일)	37.8 달러

[해외기업분석]
최원석 연구위원
✉ ws.choi@shinhan.com

신한생각 첨단 패키징 생태계 확장의 구조적 수혜 기대

글로벌 1위 OSAT 업체. AI 투자 방향은 인프라 효율 개선으로 무게 중심 이동. 반도체 고도화와 칩렛 확산으로 첨단 패키징 부가가치는 구조적 상승 국면. 동사 사업 영역도 기존 조립·테스트 중심에서 첨단 패키징 핵심 제조공정으로 고부가 중심 사업 믹스 개선 중. 중장기 투자 매력 부각

10월 매출 재차 최고치 경신. 첨단 패키징 수요 호조 지속

3Q26 호실적에 이어 10월 연결 매출 886.2억TWD(+47.1% YoY)로 4개월 연속 사상 최대치 경신. 특히 반도체 패키징·테스트(ATM) 매출 568.4억TWD(+57.7% YoY)로 전사 매출 비중 64.1%까지 상승. 예상을 상회하는 AI GPU·ASIC용 첨단 패키징(LEAP) 수요와 신규 생산능력의 조기 가동이 성장 견인. 회사는 4Q26 연결 매출 +6~8%, ATM +11~13% QoQ 전망. 10월 매출 수준 유지 시 가이던스 달성 가능. 3Q26 ATM GPM은 30.6%(+3.3%p QoQ)로 상승했으며 4Q 추가 1~2%p 개선 전망. 고부가 제품 확대와 높은 가동률에 따른 이익 성장 가속 기대

27년에도 외형 성장과 수익성 개선 동반. CoWoS·CPO가 신성장 동력

27년 LEAP 매출은 26년 40억 달러이상에서 약 80억 달러로 두 배 확대 전망. 기존 On-Substrate 패키징 성장이 주도하는 가운데, CoWoS 전공정(Full-process) 매출이 3억달러에서 10억달러 이상으로 급증 예상. 4Q26 양산에 진입하는 CPO 역시 27년 5억달러 이상 신규 매출 기여 기대. AI 칩 대형화와 ASIC 확산으로 첨단 패키징 공급 병목이 지속되면서 ASE의 공정 영역 및 고객 기반 확대. 고부가 서비스 비중 상승으로 기존 ATM GPM의 상단이었던 30%가 새로운 수익성 기준으로 자리 잡을 가능성

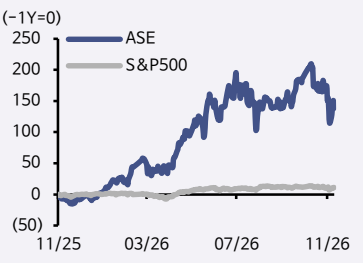
12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (억TWD)	5,954	6,454	8,692	11,272	13,433
영업이익 (억TWD)	392	508	1,105	1,896	2,486
영업이익률 (%)	6.6	7.9	12.7	16.8	18.5
EPS (TWD)	7.5	8.9	20.9	33.8	44.6
PER (배)	21.5	28.2	28.0	17.3	13.1
ROE (%)	10.1	11.2	21.6	28.3	30.3
PBR (배)	2.2	3.2	6.0	4.9	4.0
EV/EBITDA (배)	8.6	11.0	15.3	9.9	7.6

자료: Factset, 신한투자증권

S&P500 지수 (pt)	7,619.4
시가총액 (십억달러)	84.2
발행주식수 (백만주)	4,375.0
유동주식비율 (%)	100
52주 최고가 (달러)	47.9
52주 최저가 (달러)	13.3
주요주주 (%)	
Jason C.S.Chang	21.4
Microelectronics International	15.4

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(18.5)	(2.1)	152.5	134.9
상대	(16.1)	(0.7)	141.2	123.6

주가



베스타스 (VWS.DC)

4분기 성과 확인 필요한 구간

2026년 11월 12일

✓ 투자판단	★★★☆☆	✓ 목표주가 (LSEG, 컨센서스)	221.1 크로네
✓ 상승여력	15.7%	✓ 현재주가 (11월 11일)	191.1 크로네

[글로벌 에너지]
함형도 수석연구원
✉ hd.ham@shinhan.com

신한생각 중장기 성장성 유효하나 단기 성과 확인 필요

27년에 대한 낙관적인 전망을 유지하나, 수주 반등 필요. 4분기 성과 확인 전까지 명확한 주가 상승 모멘텀 부재. 시간 필요한 구간으로 판단

3Q26 Re. 일회성 비용 반영에도 지켜낸 수익성, 실망스러운 수주

글로벌 1위 풍력터빈 제조업체인 베스타스의 3분기 실적은 매출액 57억유로(+6% YoY, 이하 YoY), Adj-OPM +8.5%(+0.7%p), EPS 0.33유로(+10%)로 컨센대비 각각 -6%, -0.2%p, -16% 기록

[터빈] 매출액 47억유로(+5%), Adj-OPM +8.8%(+0.7%p) 기록. 터빈 판매량 4.4GW(3Q25 4.4GW), ASP +6% 기록. 해상 풍력터빈 판매량이 964MW(3Q25 544MW)로 3개 분기 연속 전체 판매량의 20% 이상 차지. 건설 중이던 독일 해상풍력 프로젝트에서 블레이드 파손 사건 발생하며 일회성 비용 반영. 손실 규모는 공개되지 않았으며, 4분기까지 비용 반영이 이어질 것. 다만, 설계 결함은 아닌 일회성 이벤트로 확인돼 27년 해상 풍력터빈 흑자전환 목표는 유지. 수주는 3Q26 3.4GW, YTD 11.2GW(25년 3Q 4.6, 누적 9.8GW) 기록. 2개 분기 연속 해상풍력 수주 0을 기록

[서비스] 매출액 10억유로(+13%), Adj-OPM +16.5%(-0.5%p) 기록. 중장기 25% 수익성 목표를 유지 중이며, 27년부터 정상화 단계 진입

밸류에이션은 다운사이클 저점을 반영한 수준

과거 연간 터빈 수주 중 4분기 집중도는 40% 수준 기록. 26년 연간 수주 반등 기대감 유효. 27년 PER은 과거 풍력산업 다운사이클 저점 수준. 수주 확인되면 밸류에이션 리레이팅 이뤄질 것으로 기대

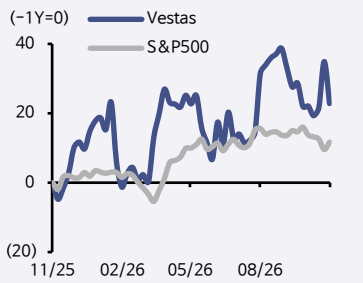
12월 결산	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (백만유로)	17,295	18,822	21,217	22,744	23,758
영업이익 (백만유로)	794	1,015	1,691	2,130	2,350
영업이익률 (%)	4.6	5.4	8.0	9.4	9.9
EPS (유로)	0.49	0.77	1.26	1.61	1.81
PER (배)	26.3	29.8	19.5	15.7	13.9
ROE (%)	15.2	21.0	30.1	31.3	29.1
PBR (배)	3.7	5.9	5.6	4.6	3.8
EV/EBITDA (배)	7.5	10.5	8.1	7.0	6.3

자료: Bloomberg, 신한투자증권

S&P500 지수 (pt)	7,520.9
시가총액 (십억유로)	25.4
발행주식수 (백만주)	990.4
유동주식비율 (%)	99.9
52주 최고가 (크로네)	220.2
52주 최저가 (크로네)	147.1
주요주주 (%)	
BlackRock Institutional Trust Company	8.7
Capital Research Global Investors	5.1

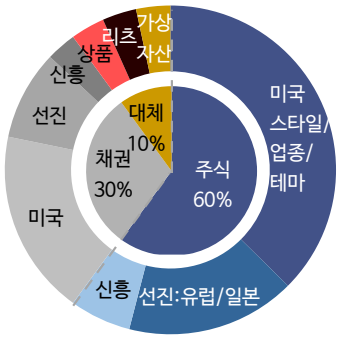
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	0.7	7.9	19.8	10.2
상대	4.4	10.9	9.7	0.3

주가

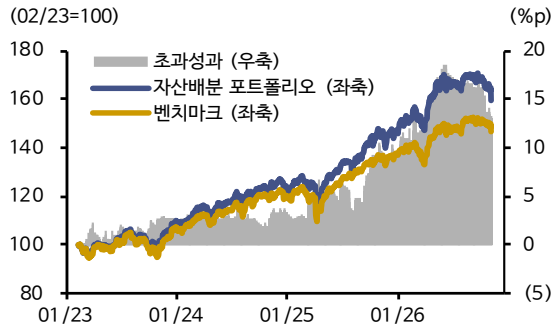


포트폴리오 신한 리서치 포트폴리오: ① 자산배분형

포트폴리오: 글로벌 자산배분 포트폴리오 분해



자산배분 포트폴리오 성과 추이



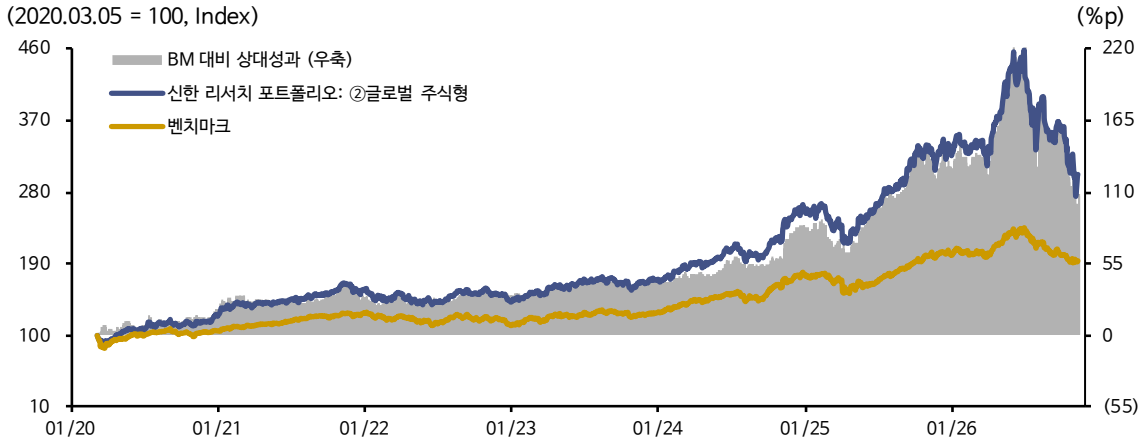
종목명	비중			티커	수익률 (%)		
	조정비	SAA	TAA		1M	3M	편입후
주식	60.0	60.0	0.0		(4.2)	(4.3)	30.4
선진	50.0	54.0	(4.0)				
미국	36.5	36.0	0.5				
S&P500 ETF	29.5	29.0	0.5	SPY.US	(5.4)	(4.8)	77.4
스타일&업종	7.0	0.0	7.0				
반도체지수 ETF	2.0	0.0	2.0	SOXX.US	(32.9)	(25.4)	110.5
헬스케어 ETF	2.0	0.0	2.0	XLV.US	10.5	12.6	0.0
홈빌더 ETF	1.0	0.0	1.0	ITB.US	15.2	(1.6)	0.0
리테일 ETF	1.0	0.0	1.0	XRT.US	9.8	(0.4)	0.0
사이버보안 ETF	1.0	0.0	1.0	CIBR.US	(14.1)	(6.7)	0.1
기타 선진	13.5	18.0	(4.5)				
유럽 ETF	9.0	10.9	(1.9)	FEZ.US	(1.2)	(7.5)	51.9
일본 ETF	4.5	3.6	0.9	EWJ.US	(11.1)	(7.3)	(4.3)
기타 선진	0.0	3.5	(3.5)				
신흥	10.0	6.0	4.0				
중국	4.0	1.9	2.1				
ChiNext ETF	1.0	0.0	1.0	159915.SZ	(18.1)	(27.4)	(32.1)
A50 ETF	2.0	1.9	0.1	2823.HK	(5.3)	(11.1)	19.7
Star50 ETF	1.0	0.0	1.0	588000.SS	(16.0)	(24.0)	(21.4)
기타 신흥국	6.0	4.1	1.9				
한국 ETF	0.7	0.7	0.0	EWY.US	(31.2)	(22.2)	107.6
신흥국 ETF	2.3	2.3	0.0	EEM.US	(15.5)	(11.7)	34.8
대만 ETF	1.0	0.0	1.0	EWT.US	(27.2)	(15.6)	(9.4)
비중국EM ETF	1.0	0.0	1.0	EMXC.US	(19.3)	(12.8)	(15.4)
라틴 ETF	1.0	0.0	1.0	ILF.US	(15.8)	(9.1)	(12.5)
인도 ETF	0.0	1.1	(1.1)	INDA.US	7.4	(0.6)	0.0

종목명	비중			티커	수익률 (%)		
	조정비	SAA	TAA		1M	3M	편입후
채권	28.8	30.0	(1.2)		1.3	(0.7)	(1.7)
미국 국채	11.5	12.0	(0.5)				
국채 단기	2.9	3.0	(0.1)	SCHO.US	0.7	(0.2)	(0.6)
국채 중기	5.5	5.7	(0.2)	VGIT.US	2.3	(1.1)	(2.2)
국채 장기	1.7	1.8	(0.1)	VGLT.US	5.8	(1.3)	(18.8)
물가채	1.4	1.5	(0.1)	TIP.US	2.2	(0.7)	(1.9)
미국 크레딧	5.8	6.0	(0.2)				
MBS	2.9	3.0	(0.1)	MBB.US	3.4	(1.3)	(3.0)
IG 단기	0.2	0.2	(0.0)	VCSH.US	1.0	(0.9)	2.5
IG 중기	1.4	1.4	(0.1)	VCIT.US	2.4	(2.0)	(0.0)
IG 장기	0.7	0.7	(0.0)	VCLT.US	4.0	(2.4)	(11.5)
HY 단기	0.1	0.2	(0.0)	SJNK.US	(0.3)	(3.0)	(3.4)
HY 중기	0.4	0.5	(0.0)	HYG.US	0.4	(2.8)	1.6
비미국	11.5	12.0	(0.5)				
전체	1.2	1.2	(0.0)	IAGG.US	1.7	(0.4)	2.7
선진	8.6	9.0	(0.4)	BNDX.US	1.6	(0.9)	(1.9)
신흥	1.7	1.8	(0.1)	EMLC.US	(0.2)	(3.7)	(1.2)
대체	11.2	10.0	1.2		0.2	1.8	18.9
상품	5.2	4.0	1.2				
금	1.5	1.0	0.5	GLD.US	(1.1)	(3.6)	114.6
원유	2.0	2.0	0.0	USO.US	2.9	29.0	116.7
산업금속	0.8	0.5	0.3	DBB.US	(2.7)	(4.6)	17.5
농산물	0.9	0.5	0.4	DBA.US	(8.1)	(5.3)	30.5
리츠	4.0	4.0	0.0				
물류/산업	1.0	1.0	0.0	INDS.US	8.9	(3.3)	(3.2)
미국 부동산	1.0	1.0	0.0	VNQ.US	7.9	(2.7)	6.2
미국 부동산액티브	2.0	2.0	0.0	DFAR.US	8.0	(2.7)	(0.5)
디지털 자산	2.0	2.0	0.0				
비트코인	2.0	2.0	0.0	BITO.US	(11.5)	15.5	(12.7)

주: 수익률은 11월 5일 종가 기준

포트폴리오 신한 리서치 포트폴리오: ② 글로벌 주식형

포트폴리오 성과



종목/테마		1D	편입 후
미국/선진			
일라이 릴리	LLY.US	0.3	134.1
블룸에너지	BE.US	13.0	73.0
샌디스크	SNDK.US	13.7	6.2
마이크로소프트	MSFT.US	(2.3)	5.0
레볼루션메디슨	RVMD.US	(6.4)	(10.0)
애플	AAPL.US	2.0	8.6
크라우드스트라이크	CRWD.US	1.5	(9.1)
ASML	ASML.US	1.8	(15.7)
ASE테크놀로지	ASX.US	6.6	(17.5)
애브비	ABBV.US	0.4	4.0
쇼피파이	SHOP.US	1.8	(10.8)
아스트라제네카	AZN.US	0.1	7.7
AMD	AMD.US	7.3	22.2
마이크론	MU.US	11.9	14.5
아마존	AMZN.US	(1.7)	25.8
파이브빌로우	FIVE.US	(1.1)	4.2
로얄캐리비안크루즈	RCL.US	(1.4)	3.8
엘프뷰티	ELF.US	(0.0)	9.6
GE 에어로스페이스	GE.US	1.4	8.1
인튜이티브 서지컬	ISRG.US	(0.1)	(1.6)
로켓랩	RKLB.US	5.5	
ATI	ATI.US	2.6	

종목/테마		1D	편입 후
중국/신흥			
ETF			
단기채 (CNY)	511360.SS	(0.0)	1.6
단기채 (USD)	SHV.US	0.0	(0.3)
과창판 AI 반도체 ETF	588200.SH	4.1	(25.9)
S&P500 ETF	SPY.US	1.3	(1.4)
나스닥100 ETF	QQQM.US	2.3	(8.3)
MSCI대만 ETF	EWT.US	5.8	(12.6)
신재생/친환경 ETF	ICLN.US	0.9	(0.6)
차이나 인터넷 ETF	KWEB.US	(1.6)	(3.7)

편입: 로켓랩(RKLB.US), ATI(ATI.US)/ 편출: 엔비디아(NVDA.US)

주: 수익률은 11월 11일 기준

포트폴리오 신한 리서치 포트폴리오: 월간 Top Picks

스페이스X (SPCX.US) | 앤트로픽 상장과 15차 스타십 시험 비행 모멘텀

- 앤트로픽은 스페이스X AI 컴퓨팅 분야 최대 고객. IPO 신청서에서 29년까지 계약은 최대 1,205억달러
- 15차 시험 비행에서 1단과 2단을 로봇팔로 잡는 캐치타워 메카질라 테스트 진행. 재사용성 검증

마이크론 (MU.US) | 메모리 업황 강세 재확인

- 판가 주도 성장, DRAM(B/G+5%, ASP+19%), NAND(B/G+10%, ASP+30%). SSD 주도의 NAND 믹스개선 효과
- 3~5년 SCA 고객사가 26개로 10건 늘어나며 장기 계약 확대, 2030년까지 매출 35% 이상이 다년계약 기반

ASE 테크놀로지 (ASX.US) | AI 첨단 패키징 공급 부족에 CPO 모멘텀까지 가세

- TSMC의 CoWoS 생산능력 부족에 따른 외주 확대의 핵심 수혜. 엔비디아 AI 반도체 패키징 공급망의 주요 업체
- 첨단 패키징+테스트(LEAP) 매출 2026년 기존 목표 35억달러 상회. 2027년 추가로 2배 성장 목표

타워세미컨덕터 (TSEM.US) | 광학 내러티브를 숫자로 입증하는 CPO 핵심 병목 팹

- 2Q26 실적 사상 최고치. 특히 SiPho 매출 런레이트 2Q25 1.8억달러에서 2Q26 6.8억달러로 급증
- 27F SiPho 계약 매출 13억달러와 선급금 2.9억달러 확보. 28년 목표 매출 36억달러, 순이익 12억달러로 상향

크라우드스트라이크 (CRWD.US) | 빈번해지는 보안 위험, 사이버보안 AI 동행이 가속될 필요

- 최근 보안주 전반의 조정은 산업 리스크에서 기인하지 않고 고밸류에이션 조정이기에 실적 발표 후 회복을 기대
- 프론티어급 모델이 과거 대비 훨씬 짧은 시간 안에 종합 공격을 할 수 있게 되어 AI 전용 제품의 수요 급상승

블룸에너지 (BE.US) | 10GW로 가는 길목, 연간 현금흐름과 실적 방향성에 주목

- 3분기 호실적 기록했으며, 구매약정을 통해 장기 실적 가시성도 확보. 다만 투자금 확대로 OCF 적자 전환
- 단기 주가 변동성 확대에도 연간 FCF 흑자 유지, 27년 실적 방향성에 주목할 필요. 에너지 최선호주 유지

쇼피파이 (SHOP.US) | 높아진 기대치를 충족할 3분기 실적. AI는 위협이 아닌 순풍

- 검색·소셜·마켓플레이스·AI 에이전트로 소비자 발견 채널이 쪼개질수록 쇼피파이 사용 유인 증가
- 메타의 AI 에이전트 Muse의 결제 파트너로 참여. 노출이 아니라 거래에서 수익. 어느 AI 인터페이스가 이기든 수혜

애로우헤드 (ARWR.US) | RNA, 비만에서 뇌질환으로 확장

- RNA 기반 약물, 알츠하이머 치료제로 초기 임상에서 가능성 확인. 뇌질환 관련 호재 주가 반영 기대감
- 올해 초 비만약 임상 1/2a상 양호한 데이터 공개한 가운데 4분기 개선된 효능 입증시 투심 반등 전망

건도적층판 (1888.HK) | CCL 쇼티지 지속. 10월에도 가격 인상 단행. 올해들어 8번째

- PCB 핵심 소재인 동박적층판(CCL) 쇼티지 지속. 10월 기준 연내 8번째 가격 인상. 내년 상반기까지 공급 제약 지속
- 글로벌 3위 CCL 사업자. 수직계열화 강점 앞세워 AI용 CCL 소재 후발주자에서 고부가 시장 공격적 진출

대만 ETF (EWT.US) | 8월 이후 두드러지는 대만 증시 차별적 강세. AI 투자 패러다임 전환 수혜

- 대만 증시는 파운드리부터 첨단 패키징, 고성능 기판/소재, 네트워킹, 서버 ODM까지 AI 인프라 전반에 걸친 수혜
- 대만 AI 밸류체인 기업들은 2027~2028년 신규 설비 가동과 고부가 제품 비중 확대로 이익 레버리지 사이클 지속

Compliance Notice

- 본 자료는 리서치센터 해외주식팀의 의견을 반영하여 주식과 ETF 등으로 구성한 글로벌 포트폴리오이며 장기투자의견과 상이하거나, 투자의견이 변경될 수 있습니다.
- 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자 판단에 참고가 되는 정보 제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종 결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 포트폴리오 변경은 주가 수익률 변화와 변동 상황 발생 시 진행하고 있으며 비중 및 편·출입은 상승과 하락에 따른 조정으로 투자 권유나 매도를 의미하지 않습니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자 참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 편입 이후 15% 이상 하락할 경우 Stop Loss 규정에 의해 포트폴리오에서 제외합니다.
- 글로벌 포트폴리오의 벤치마크(BM)는 MSCI AC World Index(70%) + Bloomberg Barclays World Bond Index(30%)입니다.
- 상기 종목 정보는 FnGuide, Bloomberg 및 WIND(중국, 홍콩)의 정보와 컨센서스 및 각 ETF 운용사 제공 자료를 인용했습니다.
- 주가(각국 통화 기준)는 각 시장의 직전거래일 기준 종가입니다. (단, 미국 및 유럽 주식, 해외 상장 ETF의 주가는 전전거래일 종가 기준)
- 수익률은 편입일의 종가 대비 직전거래일 종가를 원화로 환산해 계산한 수치입니다. (단, 미국 및 유럽 주식, 해외 상장 ETF는 전전거래일 종가 기준)
- 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 상기 회사(애플, 페이스북, 넷플릭스, 테슬라, 아마존, 엔비디아, AMD, 구글, 마이크론테크놀로지)를 기초자산으로 ELS가 발행된 상태입니다. 기타의 종목은 회사와의 이해관계가 발생하지 않으며 회사 정책에 따라 추가 변경도 가능합니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 본 자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 임의로 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

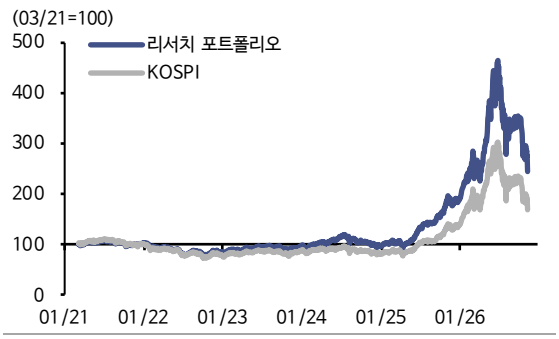
포트폴리오 신한 리서치 포트폴리오: ③ 국내주식형

11월 신한 리서치 포트폴리오

섹터	업종	코드	종목명	업종 비중	제안 비중	차이	종목 비중	전일 차이
에너지				2.1	2.0	(0.1)		
	에너지	A010950	S-Oil	2.1	2.0	(0.1)	2.0	0.0
소재				3.0	1.5	(1.5)		
	화학	A051910	LG화학	1.6	1.0	(0.6)	1.0	0.0
	철강	A005490	POSCO홀딩스	0.8	0.5	(0.3)	0.5	0.0
산업재				12.2	9.1	(3.1)		
	건설,건축관련	A028050	삼성E&A	1.2	2.1	0.9	2.1	0.0
	기계	A010120	LS ELECTRIC	2.8	2.0	(0.8)	2.0	1.0
	조선	A329180	HD현대중공업	2.4	1.0	(1.4)	1.0	0.0
	상사,자본재	A012450	한화에어로스페이스	4.2	4.0	(0.2)	1.6	0.0
		A402340	SK스퀘어				2.4	0.7
경기관련소비재				6.1	6.1	(0.0)		
	자동차	A005380	현대차	3.9	4.0	0.1	2.0	0.0
		A000270	기아				1.0	0.0
		A012330	현대모비스				1.0	0.0
	화장품,의류,완구	A090430	아모레퍼시픽	1.4	1.5	0.1	1.5	0.0
	미디어,교육	A352820	하이브	0.3	0.6	0.3	0.6	0.0
필수소비재				1.4	4.0	2.6		
	필수소비재	A033780	KT&G	1.4	4.0	2.6	3.0	(2.0)
		A003230	삼양식품				1.0	(4.0)
의료				4.3	3.5	(0.8)		
	건강관리	A196170	알테오젠	4.3	3.5	(0.8)	0.5	(0.5)
		A207940	삼성바이오로직스				3.0	0.0
금융				9.1	8.5	(0.6)		
	은행	A105560	KB금융	4.8	4.5	(0.3)	2.5	0.0
		A316140	우리금융지주				2.0	0.0
	증권	A138040	메리츠금융지주	1.7	2.0	0.3	2.0	0.0
	보험	A032830	삼성생명	2.6	2.0	(0.6)	2.0	1.0
IT				60.0	61.5	1.5		
	소프트웨어	A035420	NAVER	2.6	2.0	(0.6)	2.0	0.0
	IT하드웨어	A009150	삼성전기	2.1	2.5	0.4	2.5	2.0
	반도체	A005930	삼성전자	51.7	54.5	2.8	28.8	1.4
		A000660	SK하이닉스				22.9	2.3
		A104830	원익머트리얼즈				2.8	0.1
	IT가전	A006400	삼성SDI	3.4	2.0	(1.4)	2.0	0.0
	디스플레이	A034220	LG디스플레이	0.1	0.5	0.4	0.5	0.0
통신서비스				0.9	3.0	2.1		
	통신서비스	A030200	KT	0.9	3.0	2.1	3.0	(2.0)
유틸리티				0.8	0.8	(0.0)		
	유틸리티	A018670	SK가스	0.8	0.8	(0.0)	0.8	0.0

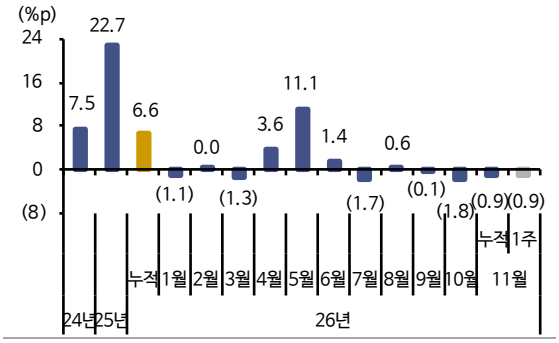
자료: 에프앤가이드, 신한투자증권 / 주: 업종 분류는 에프앤가이드 WI26 기준, 11월 9일 종가 기준으로 작성

KOSPI와 신한 리서치 포트폴리오 성과 추이



자료: 신한투자증권

신한 리서치 포트폴리오 상대수익률



자료: 신한투자증권

Compliance Notice

- 본 자료는 리서치본부의 포트폴리오이며 장기투자의견과 상이하거나, 투자의견이 변경될 수 있습니다.
- 당 자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, **투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자 판단에 참고가 되는 정보 제공을 목적**으로 하고 있습니다. 따라서 **종목의 선택이나 투자의 최종 결정은 투자자 자신의 판단**으로 하시기 바랍니다.
- 포트폴리오 변경은 주가 수익률 변화와 변동 상황 발생 시 진행하고 있으며 **비중 및 편·출입은 상승과 하락에 따른 조정으로 투자 권유나 매도를 의미하지 않습니다**.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자 참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 상기 회사 NAVER, SK하이닉스, 삼성전자, 우리금융지주, 현대차를 기초자산으로 ELS가 발행된 상태입니다.
- 당사는 상기 회사 삼성바이오로직스의 주권의 모집 주선, 인수 관련 계약을 체결하고 해당 업무를 수행하고 있거나, 최근 40일 이내에 주권의 모집 주선, 인수 관련 업무를 수행한 사실이 있습니다.
- 당사는 상기 회사 알테오젠과 상당한 이해관계가 있다고 인정되는 금융투자사임을 고지합니다.
- 당사는 상기 회사 기아, 메리츠금융지주를 기초자산으로 한 주식선물의 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- 당사는 상기 회사 기아, 메리츠금융지주를 기초자산으로 한 주식옵션의 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- 당사는 상기 회사 KT&G, 삼성E&A의 자사주 취득/처분 위탁투자중개업자임을 고지합니다.
- 본 조사분석자료의 작성과 관련하여 당사의 조사분석 담당자 이동헌은 상기 회사 한화에어로스페이스의 기업설명회에 해당회사 비용으로 참석한 사실이 있음을 고지합니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

추천 종목 중소형주

휴젤 (145020) KDQ

주가 (원)	196,400
추천일	26년 11월 6일
수익률	4.7%
상대수익	2.1%p

- 미국 직판 전환 과도기 3Q 실적 저점 통과. 4Q26부터 미국 매출인식 정상화 및 ASP 상승
- 미국 외 빅마켓인 브라질/중국/유럽 내 견조한 인마켓 수요 확인. 화장품 채널 확장
- 27F PER 12.5배로 밴드 하단에 위치해 밸류에이션 매력적. 탑라인 성장에 주목

에스엠 (041510) KDQ

주가 (원)	77,400
추천일	26년 11월 6일
수익률	-2.1%
상대수익	-4.8%p

- 27년 확실한 증익 코스닥 엔터주
- 주력 IP(에스파, NCT 등) + 성장 IP(라이즈, 하투하, 신인 데뷔 등) + 레거시 IP(소녀시대)의 조화
- PER 12배로 저평가 매력 부각

카카오게임즈 (293490) KDQ

주가 (원)	11,900
추천일	26년 11월 6일
수익률	-6.2%
상대수익	-8.9%p

- <도깨비의세계> 양대마켓 매출 최상위권 유지. 라이트한 BM으로 다양한 연령층 확보
- 27년 1월 <오딘Q> 출시 예정. 탄탄한 팬덤과 글로벌 원빌드 플레이로 장기 흥행 기대
- <도깨비의세계 글로벌>, <크로노 오디세이>를 비롯 27년 신작들의 성과 따라 이익 추정치 상향

선익시스템 (171090) KDQ

주가 (원)	71,300
추천일	26년 10월 13일
수익률	-8.2%
상대수익	9.7%p

- 3Q OLEDoS, 4Q 8.6G OLED, OLEDoS 증착기 매출 발생으로 하반기 턴어라운드 극대화
- Meta의 Muse 출시로 AI Agent 시장 AI글라스로 확장. OLEDoS 증착기 TAM 확대 기대
- 중화권 OLEDoS 패널사 증설 지속, Tandem·RGB 등 OLEDoS 기술 고도화에 대응 가능

디바이스 (187870) KDQ

주가 (원)	10,600
추천일	26년 10월 2일
수익률	-19.8%
상대수익	2.4%p

- 디스플레이(OLED FOUP, 세정장비) 호황으로 증가된 수주 하반기 본격 반영 전망
- 국내 메모리 고객사 내 공급 지위 강화로 반도체 매출 비중 26년 40% -> 28년 51% 확대 추정
- SWC 평가 진행중으로, 양산 진입시 기존 FOUP 대비 높은 ASP와 시장 확대 가능성 보유

풍산 (103140) KSP

주가 (원)	52,900
추천일	26년 9월 18일
수익률	-32.3%
상대수익	-17.0%p

- 3분기 중에 있었던 구리 가격 상승이 상반기에 이어 추가적인 신동 부문 실적 개선 이끌 것
- 반도체·AI 인프라용 판재·봉선 판매 확대와 수출 다변화가 구조적 물량 성장을 더해주는 구간
- 2Q 방산은 수락시험·중동 선적 지연으로 부진했지만 계약 소멸이 아닌 이연 성격

아세아시멘트 (183190)	KSP
주가 (원)	8,990
추천일	26년 9월 7일
수익률	-16.7%
상대수익	-2.3%p

- 주택착공물량 증가 전환에 따른 시멘트 출하량 턴어라운드 기대
- 메가프로젝트 발 토목공사 고려 시 실적 추가 업사이드 기대 가능
- 출하량 증가 시 원가 부담 가격으로 전가 시도 예상

지투지바이오 (456160)	KDQ
주가 (원)	36,100
추천일	26년 7월 8일
수익률	1.7%
상대수익	17.9%p

- InnoLAMP 지속형 비만치료제 플랫폼 개발사
- 베링거, 유럽 제약사와 비만치료제 공동개발 연내 본계약 체결 및 추가 공동개발사 확장 기대
- 도네페질 1개월 제형 임상 1상에서 검증 완료. 플랫폼의 비만치료제 확대 가능성 높다고 판단

Compliance Notice

- 본 자료는 리서치본부의 포트폴리오이며 장기투자의견과 상이하거나, 투자의견이 변경될 수 있습니다.
- 당 자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자 판단에 참고가 되는 정보 제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종 결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 포트폴리오 변경은 주가 수익률 변화와 변동 상황 발생 시 진행하고 있으며 비중 및 편·출입은 상승과 하락에 따른 조정으로 투자 권유나 매도를 의미하지 않습니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자 참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 편입 이후 15% 이상 하락할 경우 Stop Loss 규정에 의해 포트폴리오에서 제외합니다.
- 국내 포트폴리오의 벤치마크(BM)는 KOSDAQ(100%)입니다.
- 중소형주 추천 종목은 추천일 직전거래일 종가 기준 시가총액 3조원 미만의 종목입니다.
- 주가는 직전거래일 종가 기준이며, 일부 종목 정보는 FnGuide를 참고하였습니다.
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 본 자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 임의로 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

[편출]

- 현대백화점(수익률 -2.3%, 상대수익 -5.0%p)

주요 경제지표 발표 및 이벤트 일정

월	화	수	목	금
11/9	11/10	11/11	11/12	11/13
	미 10월 소비자물가 일 9월 경상수지	한 10월 실업률	일 10월 생산자물가	미 10월 기존주택매매 10월 생산자물가 한 10월 수출입물가 유 9월 무역수지
11/16	11/17	11/18	11/19	11/20
일 3Q GDP 속보치 중 10월 소매판매 10월 산업생산 유 9월 산업생산	미 10월 소매판매 10월 수출입물가	미 NAHB 주택시장지수 일 10월 수출입	미 10월 FOMC 의사록 일 9월 핵심기계수주	미 10월 경기선행지수 한 10월 생산자물가 일 10월 소비자물가 중 11월 1·5년 대출우대금리 유 11월 소비자기대
11/23	11/24	11/25	11/26	11/27
미 11월 S&P 글로벌 PMI 유 11월 S&P 글로벌 PMI	미 11월 소비자신뢰 한 11월 소비자심리	미 10월 핵심 PCE 디플레이터 10월 신규주택매매	한 11월 금융통화위원회	
11/30	12/1	12/2	12/3	12/4
	한 11월 수출입 11월 S&P 글로벌 PMI 일 10월 실업률	미 11월 ISM 제조업지수 10월 JOLTs 보고서 한 11월 소비자물가 일 11월 소비자기대 유 10월 실업률	유 10월 생산자물가	미 11월 ISM 서비스업지수 유 10월 소매판매
12/7	12/8	12/9	12/10	12/11
	미 11월 소비자신용 10월 수출입 한 10월 경상수지 일 10월 경상수지 중 11월 수출입	일 11월 생산자물가 중 11월 생산자물기	미 11월 기존주택매매 12월 FOMC 기준금리 11월 소비자물가	

자료: Marketpoint, 언론 자료, 신한투자증권

신한아이 화면번호 안내



[주식/시황 정보]

0100	1054	1058	1059
주식종합	지수추이	주요 거래지표	증시자금 추이
1110	1503	1863	3101
현재가종합	업종별시세	주가등락률 상하위	시황티커
4050			
파워차트			

[선물]

2000	2450	4101
지수선물 현재가	상품선물옵션 현재가	KOSPI 선물/옵션 분봉

[수급 정보]

1200(당일)/1203(일자별)	1205	1306	1314
투자주체별 순매수 금액	업종별 투자주체	실시간 외국계 매매종목	외국인/기관 (장중) 매매현황 추정
1407	1457	1670	1881
투자주체별 매도/매수 상위 종목	투자자별 프로그램매매	종목별/일별 대차거래 내역	공매도 일간/누적 상위종목
4540			
장중 투자주체별 매매 추이 (Light)			

[환율/금리/원자재]

3204	3213	3214
환율 동향	원자재 동향	국내외 금리

[국내 포트폴리오/리서치 정보]

3150	3154
신한아이 리서치	리서치 종목 시세

Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 ◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% ◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% ◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 ◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 ◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2026년 11월 11일 기준)

매수 (매수)	96.77%	Trading BUY (중립)	0.72%	중립 (중립)	2.51%	축소 (매도)	0.00%

메모

메모