



주요 4개 국가 시각 및 포트폴리오 전략

# 신흥국 주식시장 중장기 전망



2026.05.18

중국/신흥국전략 김경환  
Global Quant 이철현

신흥국 전략 김근아  
중국 테마 전략 김성은

해외채권 허성우

하나증권

## 목차

핵심 요약	2
<b>Part 1. 신흥국 매크로 및 주식시장 증장기 전망</b>	<b>5</b>
1) 신흥국 증장기 전망 총평	5
2) 중국: 구조적인 침체 탈출과 리플레이션 전환	11
3) 인도: 소란함, 그 너머를 봐야 할 때	15
4) 브라질: 안개를 뚫고 비상하는 브라질	20
5) 대만: AI 중심의 성장 모멘텀 지속	25
<b>Part 2. 신흥국 주식시장 증장기 전략</b>	<b>30</b>
1) 신흥국 증장기 포트폴리오 전략	30
(1) 업종 집중도와 DM 대비 이익 성장 우위의 특성을 이용한 EM 투자	30
(2) 업종 비중, 이익 성장, 밸류에이션 측면에서 EM의 업종 매력 파악	33
(3) 지수 내 업종 구조와 펀더멘털을 분리해 성장성 고려	36
2) 신흥국 국가별 주식시장 전망 및 상대 매력도 (중국/인도/브라질/대만)	40
(1) 신흥국 국가별 상대 매력도: 중국 > 대만 > 브라질 > 인도	40
(2) 중국: 성장모델 전환 이후 새로운 균형과 희귀한 강세장	41
(3) 인도: 단기 변동성 불가피. 다만, 중장기적으로 재평가 가능성은 유효	44
(4) 브라질: 원자재와 정책의 조합이 강세장을 이끌 것	45
(5) 대만: AI 공급망의 중심, 대만 증시의 구조적 강세	46

2026년 5월 18일 | Global Asset Research

## 신흥국

# 신흥국 주식시장 중장기 전망

## 주요 4개 국가 시각 및 포트폴리오 전략

### Compliance Notice

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

### Part 1. 신흥국 매크로 및 주식시장 중장기 전망

**신흥국 중장기 전망 총평** : 신흥국 주식시장은 최소 2027년까지 글로벌 CapEx 사이클의 확장과 정치/무역/투자의 구조적인 다극화, 발달러 자산 수요 증가를 반영하며 글로벌 시장을 계속 아웃퍼폼 할 것으로 전망한다. 이는 중단기 매크로와 유동성 사이클 변화를 압도하는 것으로 2025년 이후 새로운 글로벌 질서와 공급망 재편 및 달러의 구조적인 약세 압력이라는 배경하에 'AI 인프라, 에너지 안보, 국방 지출 확대'라는 세가지 메가 트렌드 강화에 기반한다. 2027년까지 신흥국 상승세의 국가별 기여도는 2026년 국가별 업종 노출도에 따른 초집중(아시아)에서 점진적인 확산(중국/인도/아세안/남미)이 진행될 것으로 예상된다.

신흥국의 성장세는 2027년까지 아시아와 아세안 중심의 높은 성장률이 유효하지만, 중동사태 이후 고유가와 재정 악화로 인해 아세안, 중동, 중남미 성장률의 추가 하향 여지가 상존한다. 신흥국 성장세는 제조업과 IT 노출도, 에너지 산업 구조 등에 따라 양극화 국면이 유지될 전망이며, 주식시장의 성장성과 수급 역시 아시아(중국/한국/대만)와 특정 국가(브라질)의 기여도가 계속 높게 유지될 것이다. 우리는 2027년까지 신흥국 주식시장의 강세 배경으로 ①달러의 구조적인 약세, ②신흥 아시아의 고성장, ③중국의 정상화 등 세 가지를 제시한다. 또한, 비중 상위 4개국(중국/인도/브라질/대만)의 상세 전망도 제시했다.

**중국**은 최소 2027년까지 성장 모델 전환 후유증이 계속 완화되면서 하향 안정화되고 내수경기 관련 중장기 비관론이 축소되면서 장기금리-환율-주가가 완만하게 '레벨-업'될 전망이다. 중국 경제는 질적 성장 기조 하에 최근 6-7년간 탈(脫) 부동산 후유증(공급자-지방정부-가계)과 산업 고도화 시도를 반영하며 급격한 디레버리징과 디플레이션 압력 및 성장률 급락을 경험했다. 그러나, 2025년 이후 강력한 재정정책과 자산가격 부양이 재개되고, 산업 및 생산력 고도화 성과가 점차 반영되면서 2022년 이후 시작된 성장률과 장기금리 하락세의 감속, 기업과 가계의 투자심리 회복, 물가와 주가의 장기 저점 구축을 확인했다.

특히, 중국의 가격 신호(물가/명목GDP/이익)는 2023년-2025년 '광범위한 하락'에서 2026년과 2027년에 '구조적인 안정과 상승 확산'으로 전환될 것이다. 정책 관점에서 시주석의 4연임이 결정되는 15차 5개년 계획(2026-2030년) 초기 2년간 정부는 4.5%-5%대 성장률 목표를 유지하면서 확장형 재정-통화 정책 조합과 내수 확대 전략을 병행할 것이다.

중국/신흥국전략 김경환 khstyle11@hanafn.com  
 신흥국 전략 김근아 geunak@hanafn.com  
 해외채권 허성우 deanheo@hanafn.com  
 Global Quant 이철현 lch2678@hanafn.com  
 중국 테마 전략 김정은 seongeun@hanafn.com

**인도**는 트럼프발 관세 충격에도 불구하고 내수 중심의 경제 구조와 정부의 단기 경기 부양책에 힘입어 견조한 성장세를 유지했다. 그러나 2026년 이후 대외 충격의 성격이 통상 불확실성에서 원유발 충격으로 전환되면서, 내수 기반의 방어력만으로는 경제 전반의 부담을 완전히 상쇄하기 어려운 국면에 진입했다. 원유 수입 의존도가 높은 구조상 고유가는 물가·경상수지·환율 전반에 부담 요인으로 작용하고 있으며, 이는 펀더멘털 약화 우려와 투자심리 위축으로 이어지고 있다. 특히 증시는 고유가와 루피화 약세가 외국인 자금 유입을 지연시키고 있어 당분간 증시 상단은 제한될 것으로 전망된다. 다만 향후 유가가 안정될 경우 물가와 환율 부담이 완화되며 민간소비를 중심으로 한 내수 모멘텀이 재차 부각될 것이다. 여기에 최근 정부의 정책축도 단기 경기 부양에서 제조업 육성과 인프라 확충을 통한 중장기 성장 기반 강화로 이동하고 있어, 인도 경제는 내수와 투자 회복을 바탕으로 견조한 성장세가 지속될 전망이다. 장기적으로는 이러한 내수 회복과 정책 모멘텀을 바탕으로 소비재와 인프라 관련 업종의 상대적 매력도가 부각될 수 있다.

**브라질**은 글로벌 인플레이션 경계감이 상존함에도 불구하고 2026년 주요국 중 유일하게 금리 인하를 단행했다. 타 국가 대비 중립금리와의 격차가 커 통화 완화 여력이 상대적으로 충분하기 때문이다. 다만, 고유가에 따른 물가 상방 리스크와 성장을 하방 리스크가 공존하고 있어 향후 금리 경로에 신중한 스탠스를 유지할 전망이다. 헤알화와 주식의 강세 흐름은 당분간 이어질 전망이다. 2022년 러-우 전쟁 사례를 참고하면 헤알화 고점은 향후 원자재 가격의 피크아웃 시점에 따라 결정될 것으로 판단한다. 주식시장은 하반기 본격적인 인하 기대감과 더불어 원자재 수출 호조에 따른 경상수지 개선, 여전히 높은 실질금리가 지수 상승을 견인하고 있다. 수출 증가율 반등 시점이 지수 상승과 강력한 동행성을 보였다는 점을 감안할 때, 추가 상승 여력은 충분하다. 다만, 10월 대선 변동성 확대 요인은 경계한다.

**대만**은 지정학적 긴장과 에너지 리스크에도 불구하고, AI 공급망 전반을 아우르는 '풀스택 제조 생태계'의 독보적 경쟁력을 바탕으로 2027년까지 차별화된 성장 모멘텀을 이어갈 전망이다. 반도체 중심의 수출 호황이 실물 경기 확장과 기업 이익 증가로 이어지는 선순환 구조에 진입하며 2026년 GDP 1조 달러 돌파가 예상되나, IT 산업과 전통 산업 간의 격차가 벌어지는 'K자형' 양극화와 전력 수급 불안정은 중장기적 과제로 남아 있다. 증시 측면에서는 글로벌 빅테크의 CapEx 확대에 따른 실적 성장세가 뒷받침되는 가운데, 단일 종목 투자 한도 완화와 풍부한 시중 유동성이 하방 경직성을 강화하며 AI 밸류체인 전반의 상승을 이끌 것이다. 결과적으로 대만은 양안 리스크라는 상시적 변수 속에서도 대체 불가능한 전략적 자산으로서의 가치를 증명하며, AI 슈퍼사이클의 최대 수혜국으로서 견고한 강세 흐름을 지속할 것으로 전망된다.

## Part 2. 신흥국 주식시장 전망 및 중장기 전략

### (1) 신흥국 중장기 포트폴리오 전략

EM의 DM 대비 상대적 매력은 외형 성장이 아닌 EPS 성장의 우위에서 찾을 수 있다. 매출액 성장은 DM이 소폭 앞서지만, 마진 정상화와 주도 업종의 폭발적 실적 탄력성 덕분에 EPS 성장은 EM이 우위에 있다. EM은 상위 3개 업종이 시가총액의 절반 가량을 차지할 만큼 업종 집중도가 높아, 시장 전체를 매수하는 접근보다 이익 개선이 빠른 업종을 선별하는 것이 핵심이다. DM 대비 EM의 구조적 초과 비중 업종인 반도체, IT 하드웨어, 소재는 2025~2027년 EPS 성장률과 PEG 밸류에이션 양 측면에서 모두 우위를 보인다. Brinson Attribution을 변형한 성장 분해 결과, EM의 DM 대비 EPS 성장 우위는 업종 구성 효과(+9.4%p)보다 업종 내 효과(+30.2%p)가 약 3배 이상 크다. 이는 EM의 성장 우위가 고성장 업종의 비중이 높기 때문만이 아니라, 같은 업종 내에서도 EM 기업들의 펀더멘털이 구조적으로 우수하다는 것을 의미한다.

우리는 Within-sector effect와 PEG 밸류에이션을 기준으로 IT 하드웨어, 소재, 반도체, 자본재, 경기소비재 유통, 통신서비스를 Overweight 업종으로 선정하고, Active Budget 12%를 배분하여 포트폴리오를 구성했다. 업종 Overweight의 결과는 국가 배분으로 직결되어 대만(+4.4%p)과 한국(+1.9%p)의 비중이 확대되고, 중국·인도·브라질은 축소된다. 이는 EM 내 국가 비중 변화가 지역적 판단이 아닌 주도 업종의 국가별 노출도에 의해 결정됨을 보여 주며, 업종 중심 전략이 곧 EM 포트폴리오의 핵심 전달 경로임을 시사한다.

### (2) 신흥국 국가별 주식시장 전망 및 상대 매력도 (중국/인도/브라질/대만)

상세 전망 대상인 4개국 중국, 인도, 브라질, 대만 중에서 2027년말까지 매크로/정책/실적 전망에 기반한 국가별 상대 매력도는 중국 > 대만 > 브라질 > 인도 순으로 평가한다. 2026년 하반기 기준 중국, 대만, 브라질 투자 의견은 '비중확대'를 제시하며, 인도는 단기 투자 의견은 '중립'이나 중장기 투자 의견은 여전히 '비중확대'를 제시한다. 한편, 신흥국 자산 배분 관점에서 대한민국의 선호도는 대만보다 우위이며 중국과 동일한 위치이다.

도표 1. 하나증권 신흥국 국가별 투자 포인트 및 주식시장 중장기 투자이견 (~2027년)

국가	투자 의견	시장 전망	핵심 성장 동력 & 구조적 변화	리스크 및 변동성 요인	주요 지표 및 특이사항
중국	비중확대	실적 강세장 진입	강력한 재정정책 및 자산가격 부양 재개, 산업 고도화 성과 가시화	탈 부동산 후유증 지속, 내수 및 수출 불균형	15차 5개년 계획(26-30년) 초기 4.5~5% 성장 목표 유지
인도	중립 (2026년) 장기 비중확대	중장기 재평가	제조업 육성 및 인프라 확충을 통한 중장기 성장 기반 강화	원유발 충격(고유가), 루피화 약세에 따른 외국인 자금 유입 지연	원유 수입 의존도가 높은 구조로 인한 물가환율 부담
브라질	비중확대	강세 사이클 지속	주요국 중 유일한 금리 인하 단행, 원자재 수출 호조에 따른 경상수지 개선	고유가에 따른 물가 상방 리스크, 10월 대선 변동성	타국 대비 높은 중립금리 격차로 통화 완화 여력 충분
대만	비중확대	구조적 강세 유지	AI 공급망 '폴스택 제조 생태계'의 독보적 경쟁력, 글로벌 빅테크 CapEx 확대 수혜	양안 리스크, IT-전통 산업 간 양극화, 전력 수급 불안정	2026년 GDP 1조 달러 돌파 예상, 단일 종목 투자 한도 완화

자료: 하나증권

# Part 1. 신중국 매크로 및 주식시장 증장기 전망

## 1) 신중국 증장기 전망 총평

신중국 주식시장은 2027년까지 글로벌 시장을 아웃퍼폼 할 전망

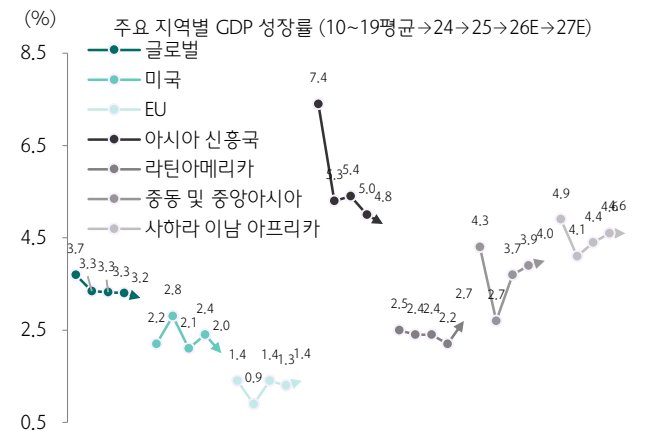
신중국 주식시장은 최소 2027년까지 글로벌 CapEx 사이클의 확장과 정치/무역/투자의 구조적인 다극화, 발달러 자산 수요 증가를 반영하며 글로벌 시장을 계속 아웃퍼폼 할 것으로 전망한다. 이는 중단기 매크로와 유동성 사이클 변화를 압도하는 것으로 2025년 이후 새로운 글로벌 질서와 공급망 재편 및 달러의 구조적인 약세 압력이라는 배경 하에 2027년까지 AI 인프라, 에너지 안보, 국방 지출 확대라는 세가지 메가 트렌드 강화에 기반한다. 2027년까지 신중국 상승세의 국가별 기여도는 2026년 국가별 업종 노출도에 따른 초집중(신흥 아시아)에서 2027년 점진적인 확산(중국/인도/아세안/남미) 과정이 진행될 것으로 예상된다.

2027년까지 신중국 주식시장의 강세 배경:

- ①달러의 구조적인 약세,
- ②신흥 아시아 고성장,
- ③중국의 정상화 세가지를 제시

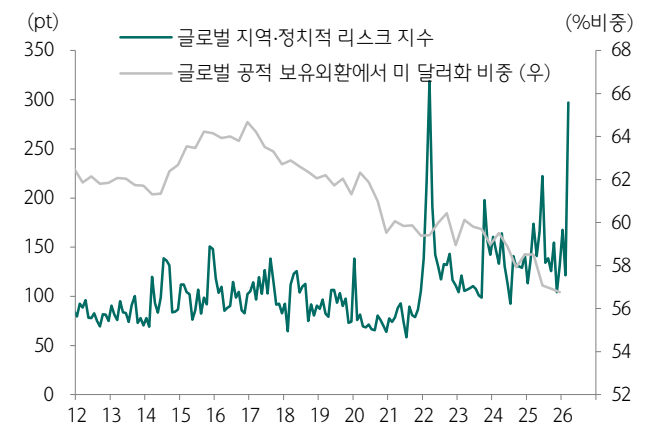
신중국 성장세는 2027년까지 아시아와 아세안 중심의 높은 성장률이 유효하지만, 중동사태 이후 고유가와 재정 악화로 인해 아세안, 중동, 중남미 성장률의 추가 하향 여지가 높다. 신중국 성장세는 제조업과 IT 노출도, 에너지 산업 구조 등에 따라 양극화 국면이 유지될 전망이다. 주식시장의 성장성과 수급 역시 아시아(중국/한국/대만)와 특정 국가(브라질)의 기여도가 계속 높게 유지될 전망이다. 우리는 2027년까지 신중국 주식시장의 강세 배경으로 ①달러의 구조적인 약세, ②신흥 아시아의 고성장, ③중국의 정상화 등 세가지를 제시한다.

도표 2. 주요 지역별 GDP 성장률 추이와 2026-2027년 전망



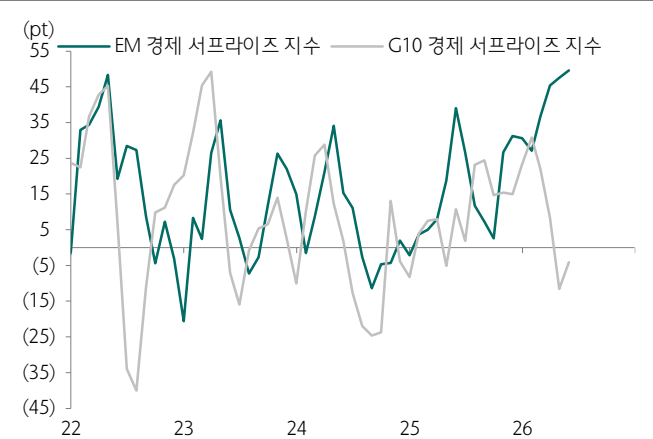
자료: IMF, Wind, 하나증권

도표 3. 글로벌 지역정치적 리스크 VS 공적 보유외환에서 달러 비중



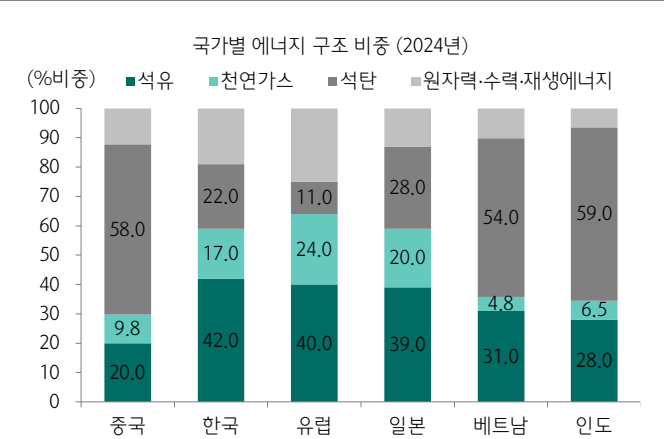
자료: Wind, 하나증권

도표 4. 경제 서프라이즈 지수 : EM VS G10



자료: Wind, 하나증권

도표 5. 국가별 에너지 구조 비중 (2024년)



자료: Haver, 하나증권

### (1) 미 달러의 중장기 약세 흐름을 지지하는 요인

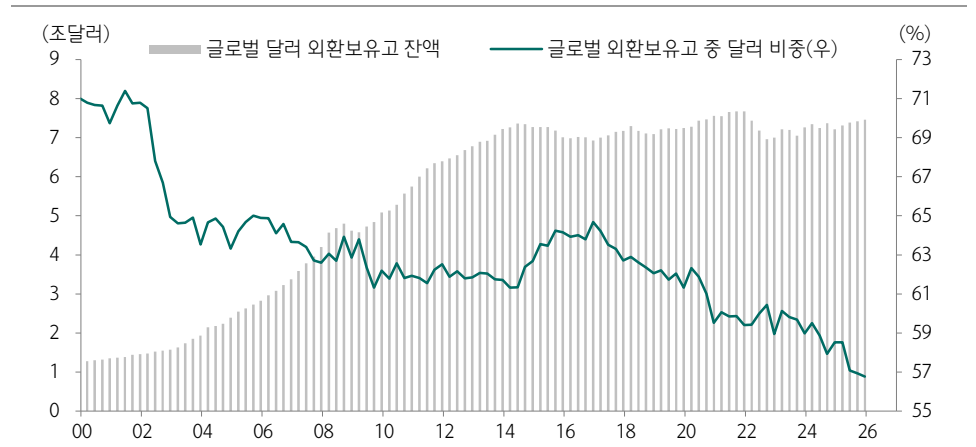
지정학적 리스크,  
미·중 갈등 심화가  
글로벌 외환보유고 다변화  
수요 자극

지속적으로 확대되는 지정학적 리스크는 글로벌 각국의 외환보유고 다변화 수요를 자극하는 요인으로 작용한다. 미국 중심의 단극 체제, 자유무역 확대, 낮은 물가 등 환경은 지정학 분열과 공급망 재편, 국가 신뢰도와 재정적자 확대에 전환되었다. 실제로 글로벌 외환보유고 내 미 달러 비중은 2025년 말 기준 약 57% 수준까지 낮아진 것으로 추정된다. 국제결제통화로서 달러의 지위는 유효하나, 안전통화로서의 독점적 위상은 약화되는 흐름이 예상된다.

달러의 안전통화로서의  
독점적 위상은 점진적으로 약화

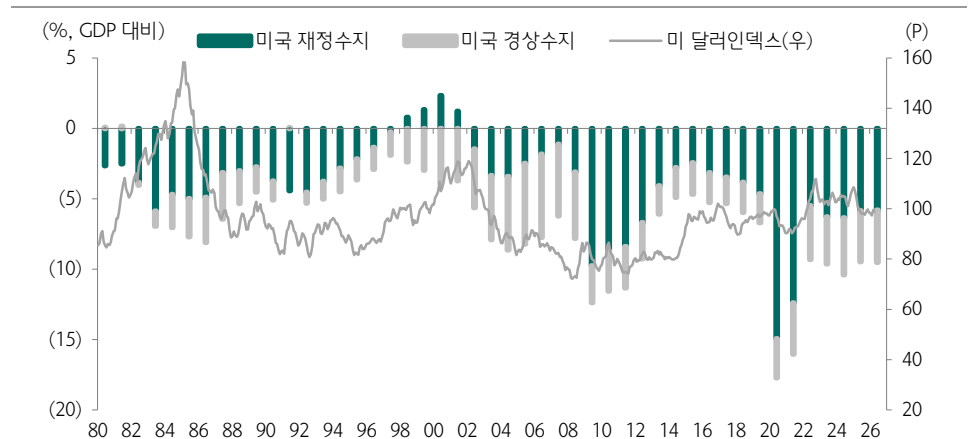
금리 측면에서도 달러 약세를 지지하는 환경이 형성되고 있다. 2026년 말 미국과 유로존 기준금리에 대한 금리선물시장의 전망은 미·유럽 간 금리 차 축소 가능성을 반영하고 있다. 특히 중동 갈등이 장기화되지 않는다면 공급충격에 따른 물가 상승 압력은 일시적일 가능성이 높고, 이에 따라 미 연준(Fed)의 연내 금리 인하 기대 역시 확대될 수 있다. 반면 유로존은 ECB의 금리 인하 사이클 종료 가능성과 에너지발 인플레이션 압력으로 인해 상대적으로 긴축적인 통화정책 기조가 유지될 가능성이 존재한다. 여기에 미국의 구조적인 쌍둥이적자 역시 중장기적인 달러 약세 요인으로 작용할 전망이다. 트럼프 행정부의 관세 정책 강화와 미국의 원유 순수출 확대는 일부 경상수지 개선 효과를 가져올 수 있으나, 대규모 재정지출 확대와 전쟁 관련 비용 증가로 재정수지 악화 압력이 지속될 가능성이 높다. 이에 쌍둥이적자 구조는 지속될 전망이며, 달러화의 구조적 약세 압력을 높이는 배경이 될 것이다.

도표 6. 글로벌 달러 외환보유고 잔액 및 비중



자료: Thomson Reuters, 하나증권

도표 7. 미국 재정수지 VS 경상수지 VS 달러 인덱스



자료: Thomson Reuters, 하나증권

## (2) 'AI 인프라, 에너지 안보, 국방' 3대 확장 트렌드에 올라탄 신흥 아시아

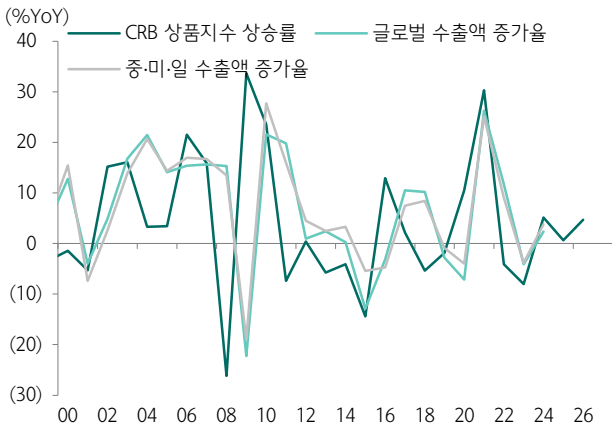
아시아 제조업과 자본재 사이클에 대한 재평가는 최소 2027년까지 신흥국 주식시장 강세의 견인차가 될 전망이다

2026년 이후 글로벌 CapEx 사이클과 제조업 회복이 가속화되는 가운데, 주요국의 AI 인프라 투자는 계속 상향되고 있으며 중동 사태 이후 국방과 에너지 관련 투자 역시 구조적으로 더 확대될 가능성이 높다. 금번 CapEx 사이클은 과거 대비 자원/소재/부품에 더 '소모적인' 인 사이클이며 아시아 제조업과 자본재 사이클에 대한 재평가는 최소 2027년까지 신흥국 주식시장 강세의 견인차가 될 전망이다.

AI 인프라, 에너지 안보, 국방 지출 확대라는 3대 메가 트렌드

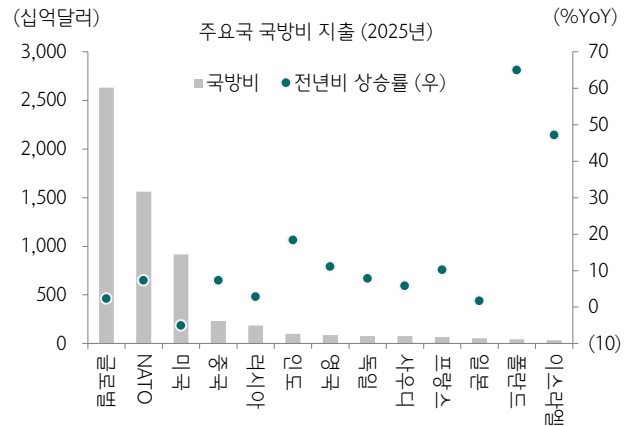
특히, AI 인프라, 에너지 안보, 국방 지출 확대라는 3대 메가 트렌드가 자본재 수출 비중이 평균 35%에 육박하는 한국, 중국, 일본, 태국 등 국가의 새로운 CapEx 사이클과 수출 확장을 주도하면서 2009년 이후 가장 강력한 자본재 사이클을 촉발할 전망이다. 최소 2027년까지 주요 지역의 데이터센터, 전력망, 반도체, 방산 투자 확대가 동시 다발적으로 진행되면서 신흥국 주식시장의 상위 국가 편중이 더욱 강해질 전망이다. 특히, 중국 수출과 주식시장의 구조는 제조업 회복, 원자재 가격 상승, 글로벌 공급망 재편과 자원 비축, AI 인프라 및 에너지 투자 등에 특화되어 있다는 점에서 영향력이 다시 확대될 것으로 전망한다.

도표 8. CRB 상품지수 상승률 VS 글로벌 및 중미일 수출액 증가율



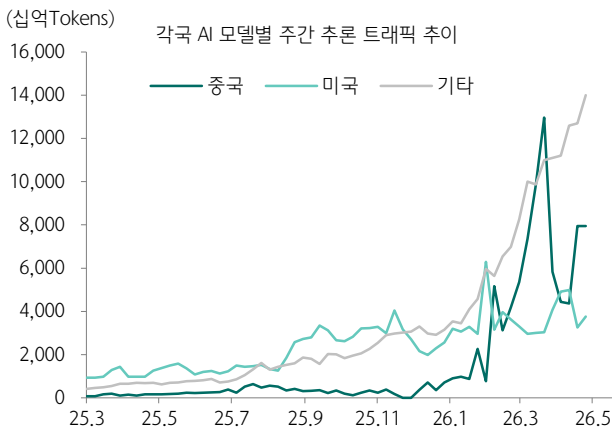
주 : 2024년 기준  
자료: Wind, 하나증권

도표 9. 주요국 국방비 지출과 전년대비 상승률 (2025년)



자료: Haver, 하나증권

도표 10. 각국 AI 모델별 주간 추론 트래픽 추이



자료: Openrouter, 하나증권

도표 11. 국가별 GDP 대비 원유 소비 및 수입 VS 중동 원유의존도

	원유 소비/GDP	원유 수입/GDP	중동 원유의존도
미국	1.90%	-0.10%	9.20%
EU	1.60%	1.60%	5.80%
일본	2.40%	2.40%	95.10%
중국	<b>2.60%</b>	<b>1.90%</b>	<b>45.50%</b>
인도	4.20%	3.60%	46.50%
한국	4.50%	4.50%	71.30%
멕시코	2.90%	-0.10%	-
브라질	3.50%	-1.10%	22.00%
러시아	5.20%	-10.80%	-
베트남	4.40%	3.30%	-

주 : 2024년 기준 / 자료: Wind, 하나증권

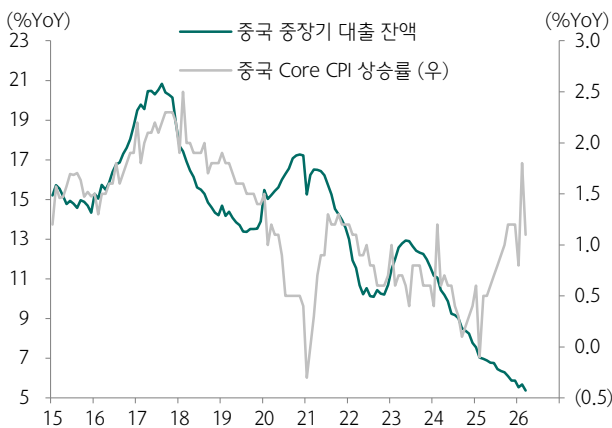
### (3) 중국의 귀환과 신흥국 주식시장 영향력 정상화

중국의 정상화와 주식시장 영향력 확대는 최소 2027년까지 국가별 '제로섬 게임'이 아닌 신흥국 주식시장 상승에 플러스 요인이 될 것

팬데믹 이후 중국 주식시장은 구조적인 내수 침체와 시스템 취약성으로 인해 신흥국 주식시장에서 중국 배제 전략과 외국인 자금 이탈이 반복적으로 발생했다. 중국 주식시장은 2026년부터 2027년까지 매크로 정상화(물가/ROE/환율) 및 취약성 만회(규제완화/미중관계/개방)와 더불어 글로벌 질서 재편에 유리한 산업 구조가 계속 부각될 전망이다. 중국의 정상화와 주식시장 영향력 확대는 최소 2027년까지 국가별 '제로섬 게임'이 아닌 신흥국 주식시장 상승에 플러스 요인이 될 것으로 평가한다.

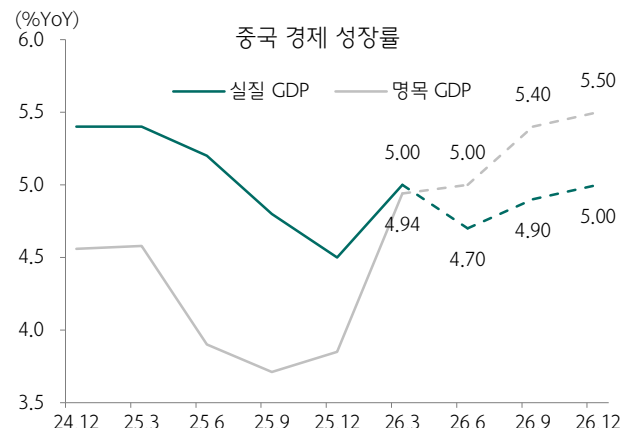
2026년과 2027년 중국은 디레버리징과 디플레이션 국면을 약 5년만에 탈피, 성장 모델 전환 이후 첫번째 균형 국면이 예상된다. 공급과 수요, 수출과 내수의 불균형은 계속 개선되고 장기금리, 위안화, 주가 하단이 상향될 것이다. 2027년까지 평균 5%대 성장률이 유지되고, 수출은 구조적인 호황-내수는 구조적인 침체 탈출이 예상된다. 2026년 중화권 증시(중국/홍콩)는 성장 모델 전환 및 디플레이션 탈출 이후 첫 균형 국면에서 본격적인 실적 장세가 전개될 전망이다. 이는 2027년까지 이익/수익성 턴어라운드와 신규자금 유입, 정부 정책이 견인하는 10년래 가장 탄탄한 강세장이며 신흥국 주식시장 안에서 중국 주도 업종과 대표 종목의 비중이 2020-2021년 고점으로 정상화될 것으로 예상된다.

도표 12. 중국 대출 VS 근원CPI : 디레버리징과 디플레이션 최악 통과



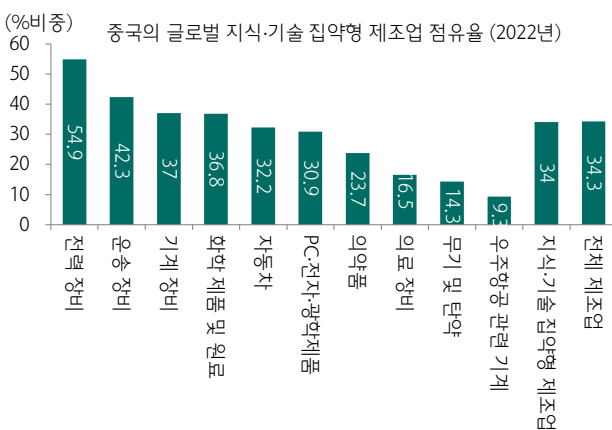
자료: Wind, 하나증권

도표 13. 중국 경제 성장률 : 실질 GDP VS 명목 GDP



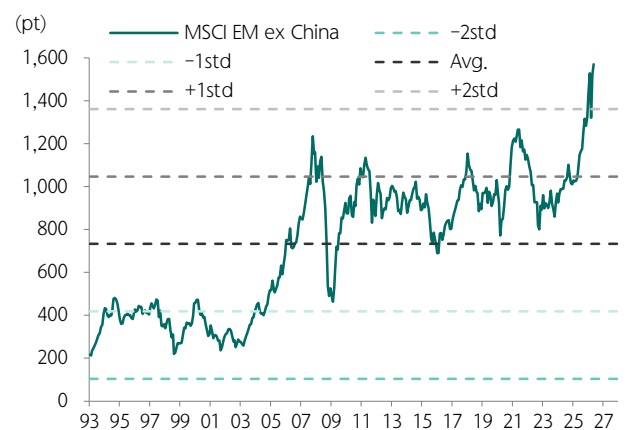
주: 2026년 2-4분기는 당사 전망치  
자료: Wind, 하나증권

도표 14. 중국의 글로벌 지식 및 기술 집약형 제조업 점유율



자료: Wind, 하나증권

도표 15. MSCI EM ex CN 추가 : 하반기 중국 비중 다시 확대 예상



자료: Bloomberg, 하나증권

### 신흥국 주식시장 2027년까지 강세장의 특징

#### 2027년말까지 신흥국 주식시장의 강세 전망의 주요 특징

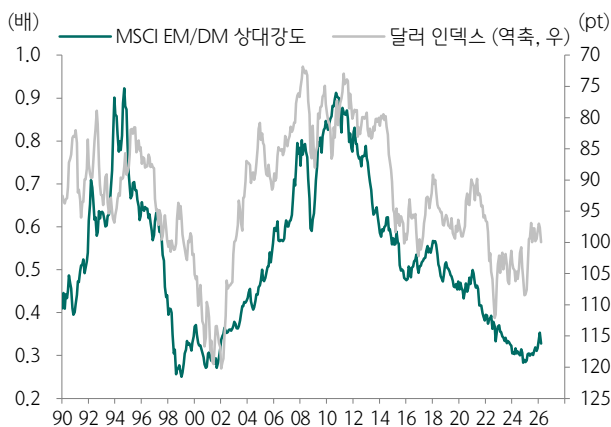
2027년말까지 신흥국 주식시장의 강세 전망의 주요 특징은 다음과 같다.

첫째, 글로벌 CapEx 사이클 확장과 달러의 제한적 약세 흐름이 지속될 경우 신흥국의 선진국 및 글로벌 대비 아웃퍼폼 구도는 큰 틀에서 계속될 전망이다. 중동 사태 이후 국방과 에너지 확대, 공급망 재편이 가속화되면서 최소 2027년 상반기까지 중국 포함 아시아 제조업 강국의 성장성이 계속 신흥국 상승을 주도할 전망이다.

둘째, 2026년 하반기부터 신흥국 주식시장에서 중국 비중은 2015년 이후 저점에서 반등을 시작, 2027년까지 중화권 증시(중국/홍콩)의 재평가와 영향력의 정상화가 예상된다.

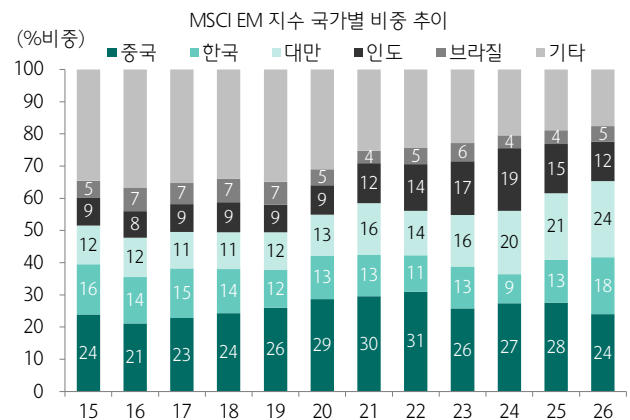
셋째, 신흥국 주식시장의 2026년 주도 업종(반도체/HW/소재)의 초(超) 집중 현상이 정점을 통과하고 2027년까지 에너지, 산업재, 유틸리티 업종의 성장세 확산에 따라 중국과 인도의 국가 비중이 점진적으로 상승할 전망이다. 다만, 2027년까지 아시아 3국의 비중은 여전히 과거 10년 평균을 크게 상회하는 60%대 이상이 유지될 것으로 예상된다.

도표 16. MSCI EM/DM 상대강도 VS 달러 인덱스 (역축)



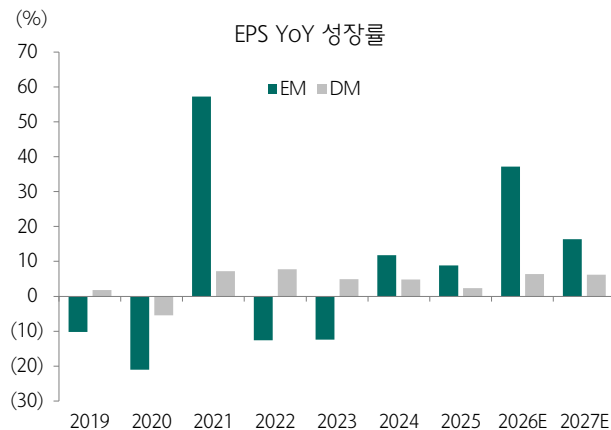
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 17. MSCI EM 지수 국가별 비중 추이



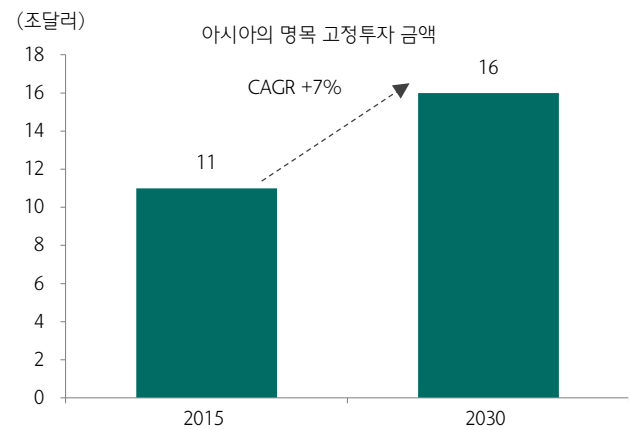
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 18. EM과 DM 시장 EPS 성장률 전망



자료: Wind, 하나증권

도표 19. 아시아의 명목 고정투자 금액 전망 (2015년 VS 2030년)



자료: 모건스탠리, Wind, 하나증권

**신흥국 주식시장 리스크 : 에너지 공급, 비달러 자산 과도한 낙관, 인플레이션**

**2027년까지 신흥국 주식시장  
관련 4대 리스크 제시**

우리는 2027년까지 신흥국 주식시장 관련 리스크 요인에 대해 다음과 같이 평가한다.

**중동 사태 이후 신흥국 재정 악화**

첫째, 중동 사태 이후 에너지 공급 충격의 장기화 가능성과 신흥국 주요 지역에 대한 광범위한 충격을 경계한다. 통상적으로 에너지 충격은 고물가 부담과 투자 사이클 억제 요인으로 작용하며, 역대 에너지 수입국 중에서 신흥국과 개발도상국의 재정 악화가 선진국 대비 더 심화된 모습을 보였다. 2027년까지 동남아, 남아시아 등 지역의 위기 확산을 경계한다.

**비달러 자산에 대한 과도한 낙관**

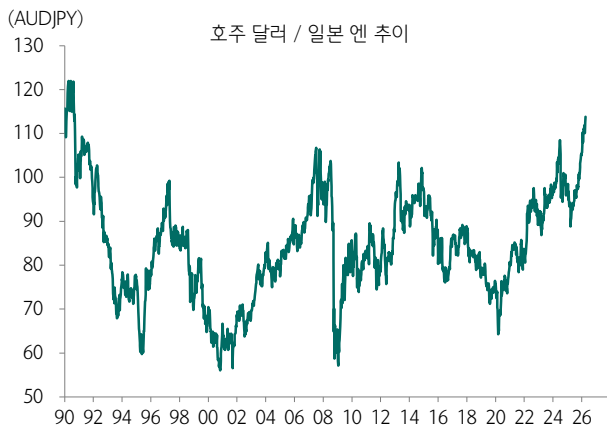
둘째, 글로벌 자산 배분 관점에서 위험 자산에 대한 쏠림 현상(호주달러/엔 상대강도 1990년 이후 최고)과 비달러 자산에 대한 낙관 역시 신흥국 주식의 취약성으로 작용할 수 있다. 미국 AI 투자와 아시아 공급망 과집중에 대한 부담도 2027년부터 커질 수 있다.

**중국의 인플레이션 수출  
(2027년)**

셋째, 2027년까지 중국 물가 정상화와 수출 가격 상승이 글로벌 에너지 고공행진과 함께 미국 등 주요 선진국으로 확산할 경우 글로벌 유동성 위축과 신흥국 주식시장 조정 압력을 확대시킬 수 있다. 우리는 중국의 인플레이션 수출을 여전히 낮은 확률(30%미만)로 평가하고 있으나 2016-2017년 중국 공급 개혁과 글로벌 수출 호황은 통화정책에 부담으로 작용했다.

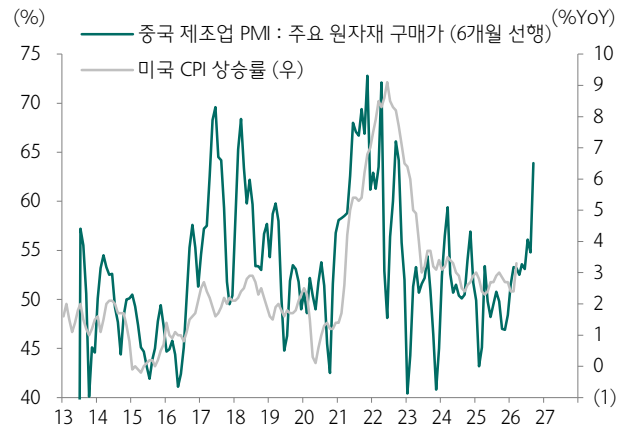
넷째, 중국 내수 침체 심화(2028년-2030년)와 인도 및 아세안 지역의 내수 비중 상위 국가의 동반 불황은 신흥국 주식시장 양극화 및 장기 리레이팅에 불리하게 작용할 수 있다.

도표 20. 호주 달러 / 일본 엔 추이



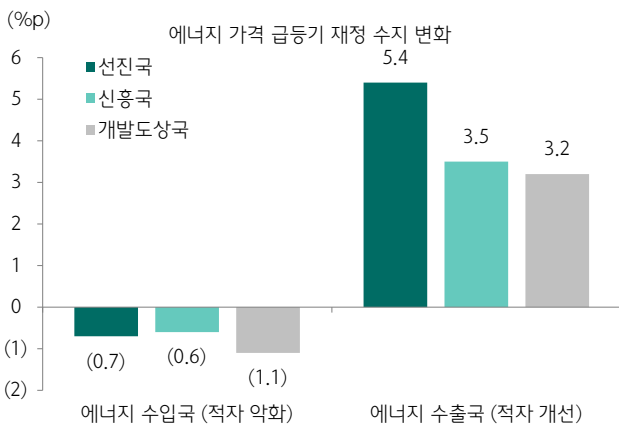
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 21. 중국 제조업 PMI 주요 원자재 구매가 VS 미국 CPI 상승률



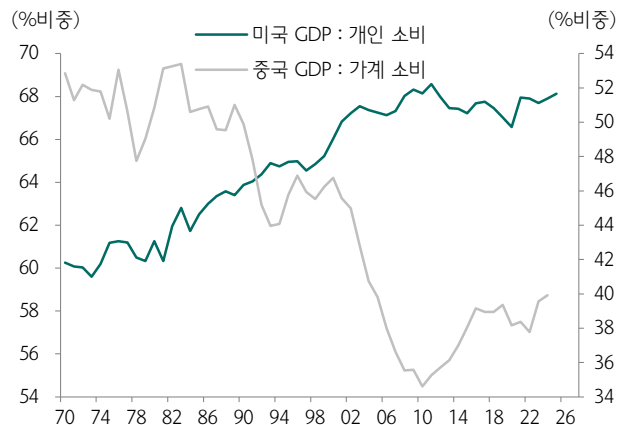
자료: Wind, 하나증권

도표 22. 에너지 가격 급등기 에너지 수입국 VS 수출국 재정 수지 변화



자료: IMF, 하나증권

도표 23. 미국 GDP 중 개인 소비 VS 중국 GDP 중 가계 소비



자료: Wind, 하나증권

## 2) 중국 : 구조적인 침체 탈출과 리플레이션 전환

### 매크로 환경 : 최소 2027년까지 장기 성장세 안정과 리플레이션 국면 전환

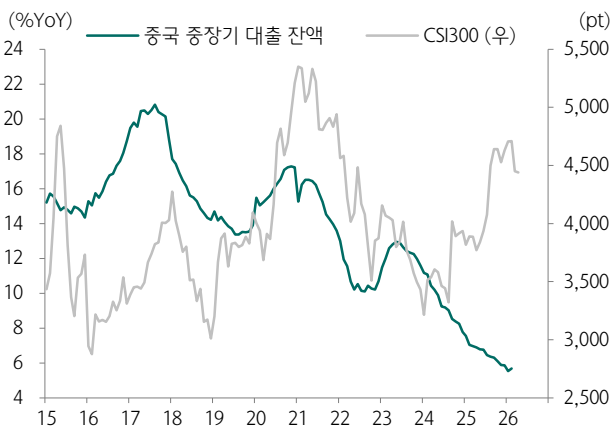
#### 중국 경제, 성장 모델 전환 이후 첫 균형 (2026년-2027년)

중국 매크로 환경은 최소 2027년까지 성장 모델 전환 후유증이 계속 완화되면서 하향 안정화되고 내수 경기 관련 중장기 비관론이 축소되면서 장기금리-환율-주가가 완만하게 '레벨업'될 전망이다. 중국 경제는 질적 성장 기조 하에 최근 6-7년간 탈(脫)부동산 후유증(공급자-지방정부-가계)과 산업 고도화 시도를 반영하며 급격한 디레버리징과 디플레이션 압력·성장을 급락을 경험했다. 여기에 팬데믹이 중첩되며 전 사회적인 투자수익률 하락과 유동성 함정으로 인해 내수는 일본식 장기 불황 우려, 금융시장은 구조적 비관론을 반영했다.

#### 수출은 구조적인 호황 유지, 내수는 구조적인 침체 탈출

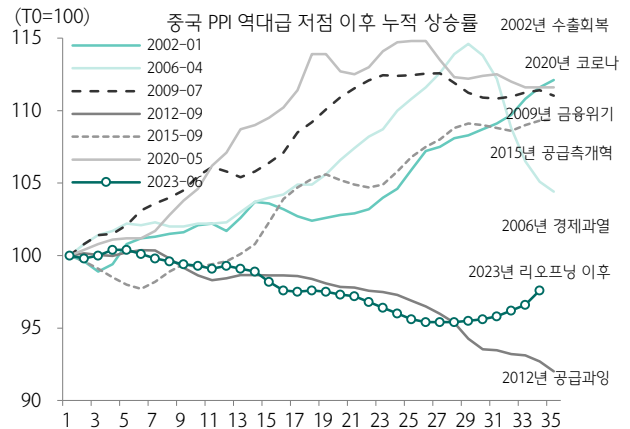
그러나, 2025년 이후 강력한 재정정책과 자산가격 부양이 재개되고, 산업 및 생산력 고도화 성과(투자-수출-이익)가 점차 반영되면서 2022년 이후 시작된 성장률과 장기금리 하락세의 감속, 기업과 가계의 투자심리 회복, 물가와 주가의 장기 저점 구축을 확인했다. 특히, 중국의 가격 신호(물가/명목GDP/이익)는 2023-2025년 '광범위한 하락'에서 2026년과 2027년에 '구조적인 안정과 상승 확산'으로 전환될 것이다. 정책 관점에서 시주석의 4연임(27년 10월)이 결정되는 15차 5개년 계획(2026-2030년) 초기 2년간 정부는 4.5%-5%대 성장률 목표를 유지하면서 확장형 재정-통화정책 조합과 내수 확대 전략을 병행할 것이다.

도표 24. 중국 중장기 대출 잔액 VS CSI 300 주가 추이



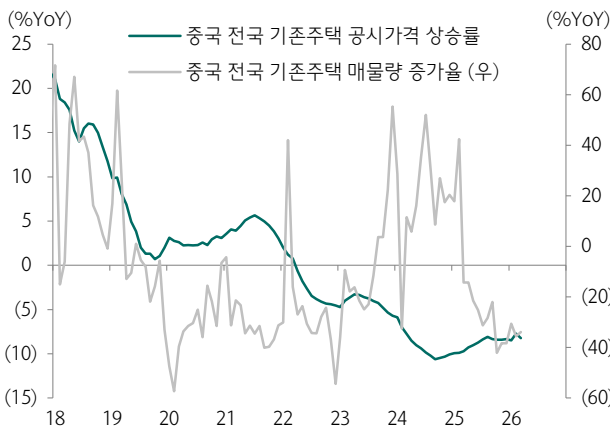
자료: Wind, 하나증권

도표 25. 중국 PPI 역대급 저점 이후 누적 상승률



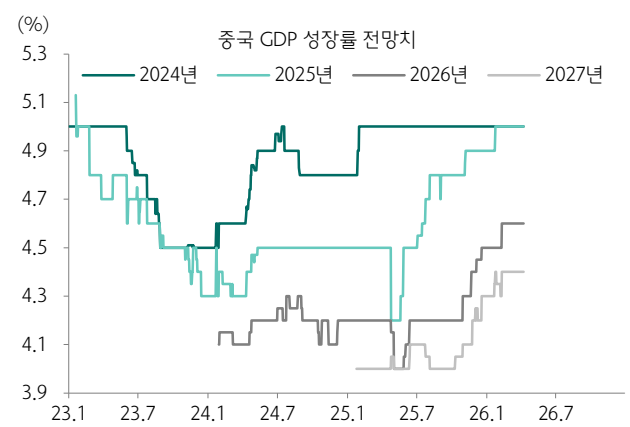
자료: Wind, 하나증권

도표 26. 중국 전국 기존주택 공시가격 상승률 VS 매출량 증가율



자료: Wind, 하나증권

도표 27. 중국 GDP 성장률 전망치 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

**26년-27년 분기 성장률 평균  
4.8%-5.2% 안정적 유지 전망**

우리는 2027년까지 중국 정부의 부양책과 실질적인 효과는 팬데믹 이후 가장 클 것으로 평가한다. 이는 중국 매크로 관련 구조적인 리스크가 낮아지는 신호에 기인하며, 구체적으로 ①물가 상승과 리플레이션 전환, ②부동산과 전통 산업의 GDP 역성장 기여도 축소, ③디레버리징 속도 감속과 장기금리 하단 구축, ④주식과 환율 가치 상승, ⑤수출 경기 호조와 미중 관계 휴전 등 국면 하에서 제시되는 정책이기 때문이다. 2026년부터 최소 2027년까지 내수 경기와 신용 사이클 장기 침체 탈출, 기업 CapEx와 인프라 투자 반등이 예상된다.

**구조적인 침체인 부동산은  
27년까지 가계-디벨로퍼-지방정부  
순으로 완만한 회복세 전환 전망**

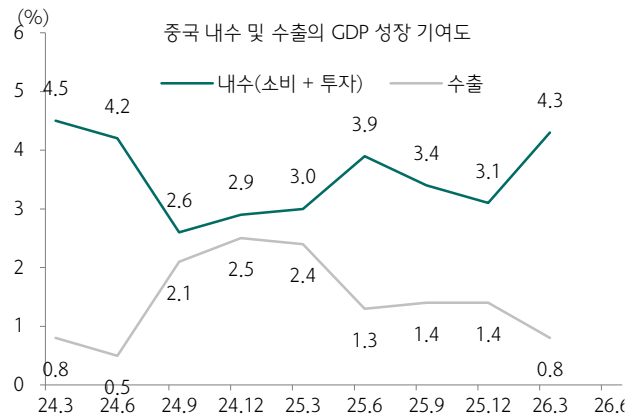
한편, 팬데믹 이후 내부적으로 가장 큰 문제였던 가계 소비(부채 감축)와 지방 정부의 고정 투자는 더 축소되기 어려우며, 2026년 하반기부터 장기 사이클의 저점을 확인하며 물가 상승에 일조할 전망이다. 2022년 이후 중국 가계의 소비 축소와 부채 상환(주택담보대출), 주택시장의 매도 압력은 2025년에 정점을 통과했으며, 2026년 소비 부양책 시행과 함께 소매 판매, CPI, 서비스 물가가 순차적으로 반등할 전망이다. 팬데믹 이후 대도시 중산층의 초과 저축 현상과 역자산 효과 역시 2025년 정점을 통과했다. 한편, 지방정부의 부채 축소와 차환 정책의 효과는 3년차인 2026년 하반기부터 신용 사이클의 하향 안정과 함께 인프라 투자 반등을 유도할 전망이다. 중국 전통 제조업과 건설 분야의 가격 신호 역시 2026년을 저점으로 낙폭을 축소할 전망이다.

도표 28. 중국 광의 재정적자율 추이



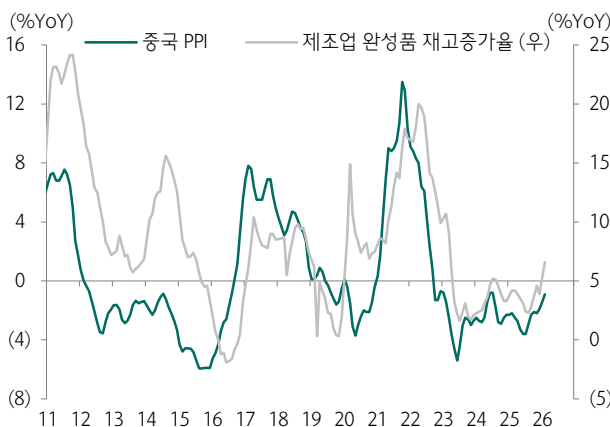
자료: Wind, 하나증권

도표 29. 중국 내수 및 수출의 GDP 성장 기여도



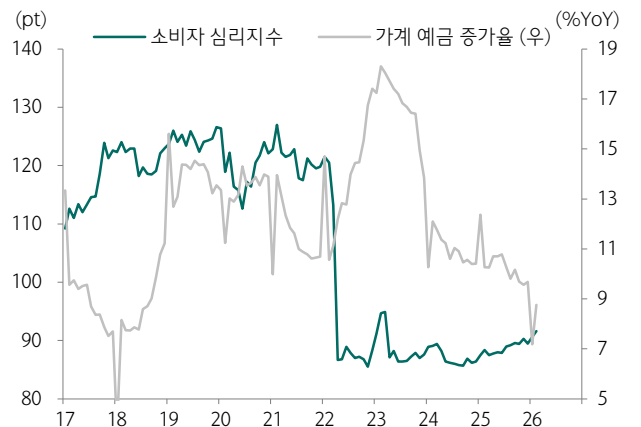
자료: Wind, 하나증권

도표 30. 중국 PPI VS 제조업 완성품 재고증가율



자료: Wind, 하나증권

도표 31. 소비자 심리지수 VS 가계 예금 증가율



자료: Wind, 하나증권

### 기술혁신과 공급망 전략 : 현대화 산업 시스템과 기술 자립 국가 안보 격상

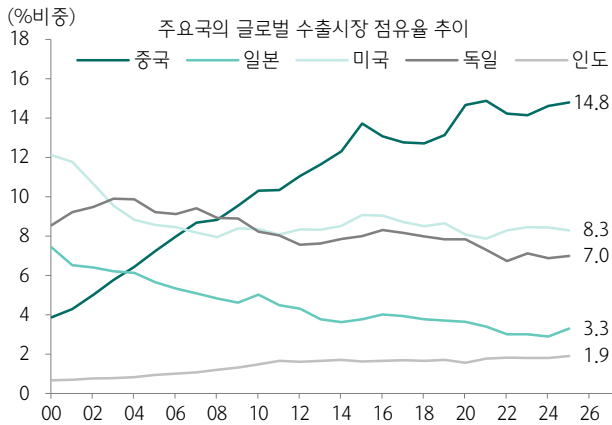
중국 15차 5개년 계획  
현대화 산업 시스템 건설  
최우선 순위로 격상

과학기술과 자립자강'을  
독립 목표로 설정,  
국가안보(경제/기술/산업)를  
핵심 목표로 격상

15차 5개년 계획(2026-2030년) 기간 중국은 자체 방식에 따라 기술혁신과 공급망 관련 확실한 방향성과 지속성을 유지하며 장기 전략을 전개할 것이다. 특히, 15차 5개년 계획에서 중국의 기술과 생산 분야 정책 기조는 과거 '혁신에서 응용, 추격에서 선도'로 전환되었다.

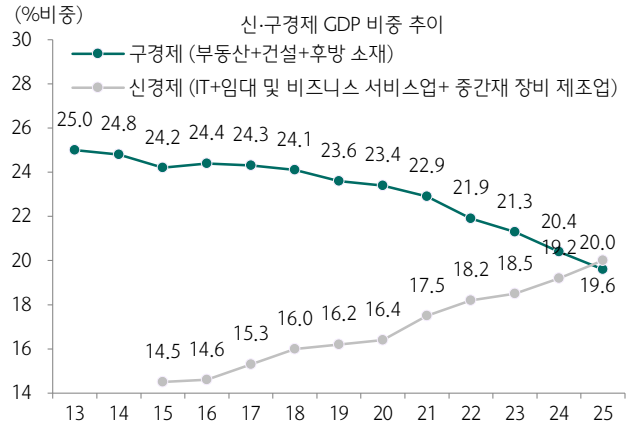
금번 15차 5개년 계획(3월 초안)에서 향후 5년간 성장 모델 전환의 안정기 돌입과 신성장 동력 육성 및 응용 확산을 선언하고, 14차 5개년 계획 대비 현대화 산업 시스템(2위), 디지털 중국(4위), 인구 발전과 민생 보장, 대외 개방과 지역 경제 발전 순위를 상향했다. 특히, 15차 5개년 계획의 핵심 목표에서 '현대화 산업 시스템 건설'을 최우선 순위로 격상하고 첨단 제조업을 성장-안보 강화의 공간으로 제시했다. 1-2년차 정책 드라이브는 ①전통 산업 관련 반내권(소모적가격 경쟁 억제)과 에너지 전략(탄소저감/전력망), ②신흥 산업(반도체/항공우주/AI응용/바이오/저공경제) 관련 기술자립 지원, ③미래 산업(로봇/핵융합/BCI/양자) 관련 국가 프로젝트 투자 확대 및 자본시장 연계 지원 강화가 예상된다. 특히, 2027년 10월부터 당 서기 4연임 목표로 하는 관점에서 15차 계획의 산업 정책은 14차 5개년의 '혁신-생산성-추격' 전략에서 '선도-융합-생태계' 구축 하에 상장기업의 수익성 제고와 고도화 성과 도출에 초점이 맞춰지면서 실질적인 정책 효과가 주식시장에 반영되는 시기가 예상된다.

도표 32. 주요국 글로벌 수출시장 점유율 추이



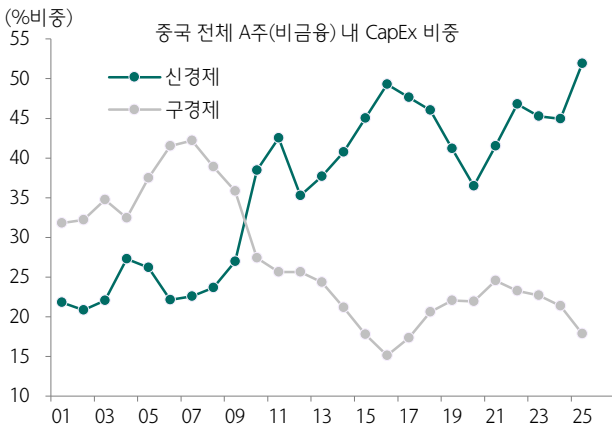
자료: Wind, 하나증권

도표 33. 신경제 VS 구경제 GDP 비중 추이



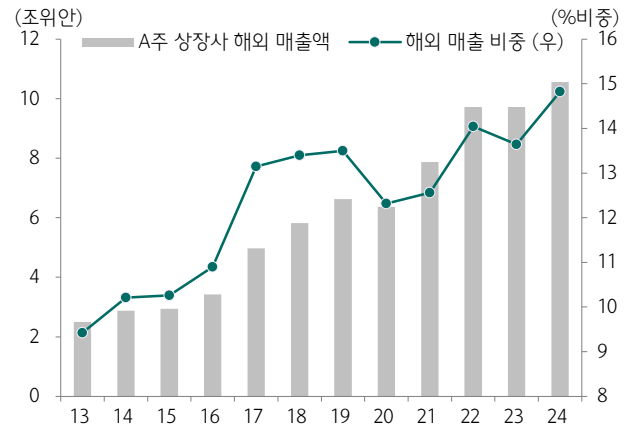
자료: Wind, 하나증권

도표 34. 중국 전체 A주 내 CapEx 비중 : 신경제 VS 구경제



자료: Wind, 하나증권

도표 35. A주 상장사 해외 매출액 VS 해외 매출 비중



자료: Wind, 하나증권

2026년 중국 빅테크와  
첨단 제조 분야가 견인하는  
새로운 CapEx 사이클 반등,  
15차 5개년 계획(2026-2030년)  
관련 투자 낙관

글로벌 공급망 재구축과  
대규모 AI 투자 확산,  
중국 5개년 계획 투자와 선도기업  
IPO 폭발 이후 테크-첨단제조  
기업 투자가 견인차

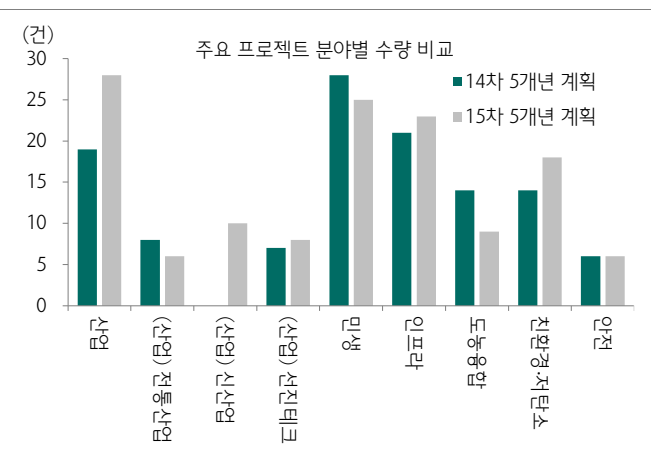
중국 기술혁신과 공급망 전략의 구체적인 실행은 향후 대대적인 규제 완화, 자본시장 활용  
법의 변화(IPO), 지방 맞춤형 정책 촉진 등이 예상되며, 특히 대규모 IPO 승인을 주목한다.  
2025년 이후 중화권 IPO 시장은 강력한 반등 사이클에 진입했다. 금번 사이클은 역대 중국  
IPO 호황과 비교할 때 단순 시황과 거시적인 정책 변화를 넘어 더 구조적이고 다층적이며,  
정밀하게 계산되어 있다. 금번 IPO 사이클이 특별한 이유는 정부의 확실한 의도 하에 테크  
와 선진제조 분야 선두 혹은 스타트업에 집중되고 있다. 우선, 육성 분야 IPO를 국가 장기  
전략인 '기술자립과 산업 고도화'를 위한 핵심 수단으로 선택했다. 중앙 정부의 재정 방향성  
변화(민생/서비스)와 지방 재정 한계(탈부동산)로 인해 직접 보조금과 은행 지원을 축소하  
고, 민간 규제 완화와 IPO 활성화 등으로 방향을 잡았다. 구조적인 틀은 정부가 설정하고  
민영 기업과 시장 자금(기관/외인)이 주도한다. 또한 홍콩과 본토 테크 보드(과창판/창업판)  
활용법을 극대화하고 있다. 이미 검증된 본토 우량 기업의 해외 발행 혹은 유망 스타트업  
상장을 홍콩으로 적극 권장하고 '패스트 트랙'을 도입했다. 동시에 중국 내 보험사 및 연기  
금 등 장기 자금을 홍콩 투자를 유도하며 유동성을 지원한다. 본토는 2025년 핵심 기술 산  
업(반도체/우주항공/신소재 등) 지원을 위해 '그린 채널'(일정 50% 단축)을 운영하고, 수익  
성이 없는 AI, 상업우주, 바이오, 반도체 등 분야 스타트업의 상장 기회를 열었다. 2027년까  
지 중국 IPO 분야는 기존 AI, 반도체, 친환경, 자율주행, 로봇 등 신흥 산업 분야를 핵심으  
로, 15차 5개년 계획에서 미래산업 혹은 국가 기간 산업으로 격상된 항공우주, 양자, 바이  
오, 핵융합, BCI 등 분야의 대표 기업이 가세하는 방향이 예상된다.

도표 36. 15차 5개년 계획 중점 육성 분야 목록

산업	중점 분야 목록
미래제조	원자급/바이오/마이크로/나노/유연/레이저/초극한/네트워크/생태/그린 제조, 소환 재제조, 3D프린팅, 차세대 산업용 마더머신, 핵심 기반 부품 제조, 산업용S/W, 첨단궤도 교통장비, 첨단 항공장비, 스마트 정밀 기기 및 검측 장비, <b>휴머노이드 로봇/Embodied AI</b> , 산업용/마이크로/군집/특수 로봇
미래정보	범용 인공지능(대규모 모델 등), 컴퓨팅 칩, 첨단 컴퓨팅, AI 단말기, <b>양자</b> , 광자 정보, 고단계 자율주행, <b>차세대 이동통신(6G)</b> , 메타버스, 차세대 인터넷(Web 3.0 등), 블록체인, 지능형 사물인터넷(AIoT), 제3세대 제4세대 반도체
미래소재	첨단 철강 소재, 첨단 비철금속 소재, 첨단 화학 소재, 첨단 무기 비금속 소재, 고성능 섬유 복합 소재, 희토류 기능 소재, 첨단 반도체 소재, 신형 디스플레이 소재, 신형 에너지 소재, 차세대 생물 의용 소재, 스마트 생체모방 소재, 메타 소재, 초전도 소재, 그래핀 소재, 나노 소재, 바이오 기반 소재
미래 에너지	<b>청정 수소, 첨단 핵에너지(제어 핵융합 등)</b> , 태양광 발전(부유식 광발전 시스템 등), 풍력 발전(해상 풍력 등), 지열 에너지, 해양 에너지, 바이오매스 에너지, 신형 ESS(전고체 배터리 등), 탄소 포집·활용 및 저장(CCUS), 첨단 전력망(지능형 마이크로그리드 등), 효율 에너지 절약 장비
미래공간	저고도 경제/범용 항공, 상업용 우주 산업, 심우주/심지/극지/심해 탐사 및 개발
미래건강	세포 및 유전자 치료, <b>BCI</b> , 합성바이오(바이오 육종 등), 신형 의약품, 유원 이식 기기(능동 이식형 의료기기), 첨단 의학/스마트 재질(스마트 건강 노후 등)/신형 모니터링 및 생체 유지/차세대 진단 검사/효율 치료 장비

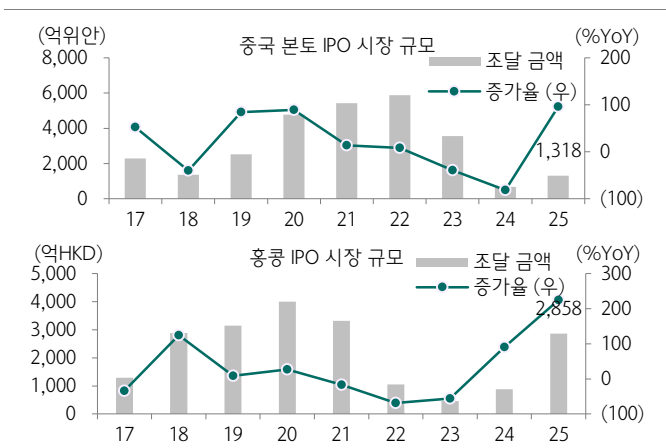
자료: 하나증권

도표 37. 14차 VS 15차 5개년 계획 주요 프로젝트 분야별 수량 비교



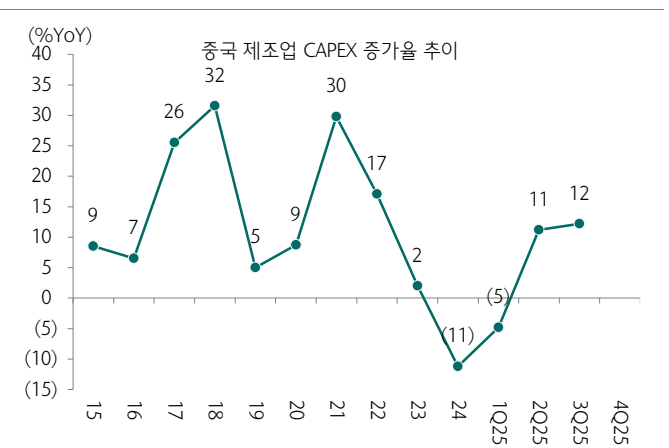
자료: Wind, 하나증권

도표 38. 중국 본토 VS 홍콩 IPO 시장 규모



자료: Wind, 하나증권

도표 39. 중국 제조업 CapEX 증가율 추이



자료: Wind, 하나증권

### 3) 인도: 소란함, 그 너머를 봐야 할 때

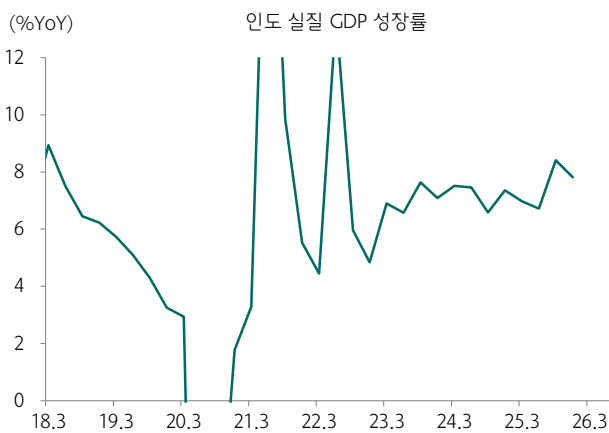
#### 매크로 환경 : 대외 불확실성에도 불구하고 내수 부양으로 견조한 성장세 지속

미국 관세로 대외 불확실성 크게 확대됐지만, 내수 부양으로 경기 하방 압력 방어에 성공

2025년 인도 경제는 트럼프 행정부의 상호관세로 대외 불확실성이 크게 확대된 상황에서도 견조한 성장 흐름을 유지했다. IEEPA 기반 25% 관세와 러시아산 원유 수입으로 인한 25% 징벌관세로 헤드라인 기준 대미 관세율은 50%까지 상승했으나, 관세 영향이 본격화된 FY2026년 2/4분기와 3/4분기 실질 GDP 성장률은 각각 YoY +8.4%, +7.8%를 기록하며 높은 성장세를 나타냈다.

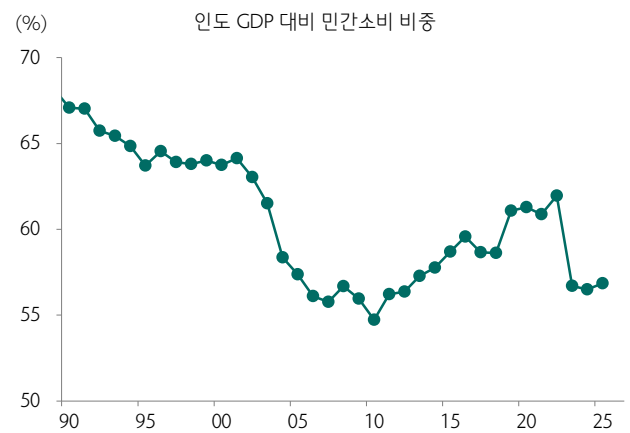
그 배경에는 인도의 내수 중심 경제 구조가 자리하고 있다. 인도는 GDP 대비 민간소비 비중이 높은 대표적인 내수 국가로, 외부 수요 둔화나 통상 마찰 충격의 전이가 상대적으로 제한적이다. 정부 역시 이러한 구조를 고려해 내수 부양에 집중하는 정책을 추진했다. 기준금리를 누적 100bp 인하하는 한편 과세표준 구간 조정과 소득세 면제 기준 상향 등 통화·재정 정책을 병행하며 적극적인 경기 방어에 나섰다. 특히, 하반기 축제 시즌을 앞둔 9월 소비심리 개선과 민간소비 회복을 직접적으로 뒷받침한 핵심 조치로 평가되는 GST 인하를 단행해 체감물가를 낮추고 가계 구매력을 높이는 데 주력했다. 그 결과 민간소비가 성장의 중심축 역할을 수행했고, 이에 연동된 제조업과 서비스업도 견조한 흐름을 이어가며 인도 경제의 성장 모멘텀을 뒷받침했다.

도표 40. 인도 실질 GDP 성장률 추이



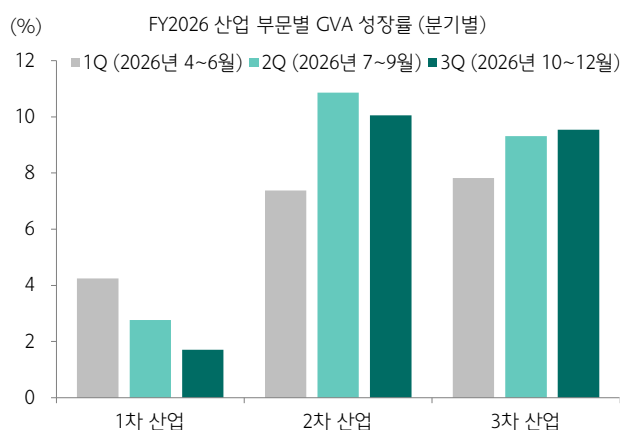
자료: CEC, 하나증권

도표 41. 인도 GDP 대비 민간소비 비중



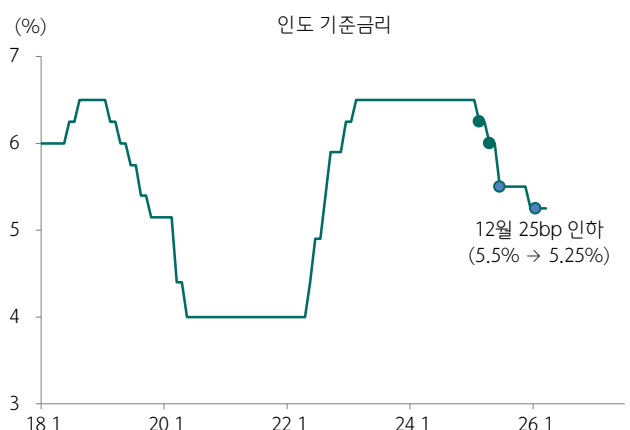
자료: CEC, 하나증권

도표 42. 인도 산업 부문별 GVA 성장률



자료: CEC, 하나증권

도표 43. 인도 기준금리



자료: CEC, 하나증권

**매크로 환경 : 고유가로 인한 충격 불가피하지만, 하반기 성장 탄력 강화 전망**

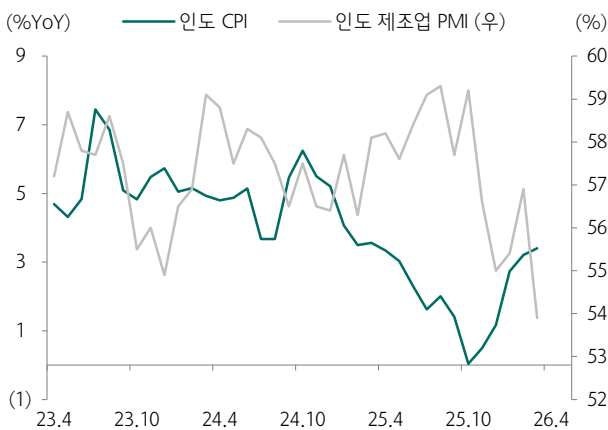
다만, 원유 수입의존도 높은  
구조적 특성상 고유가 지속될 경우  
실물경제와 금융시장 전반  
충격은 불가피할 것으로 전망

다만, 2026년 들어 인도 경제를 둘러싼 대외 충격의 성격은 통상 불확실성에서 원유발 충격으로 전환됐다. 관세로 인한 수출 충격은 내수 수요로 일부 완충할 수 있으나, 미국-이란 전쟁에 따른 국제유가 급등은 원유 순수입국인 인도에 인플레이션 압력, 경상수지 악화, 루피 약세 우려를 동시에 높이며 거시경제 전반의 부담으로 작용했다. 실제로 3월 제조업 PMI는 53.9로 전월 56.9에서 큰 폭 둔화됐고, 서비스업 PMI도 57.5로 14개월래 최저치를 기록했는데, 이는 고유가와 지정학 리스크가 기업 활동과 수요 심리에 부담을 주기 시작했음을 시사한다. 또한, 3월 헤드라인 CPI 역시 YoY +3.4%로 전월 +3.2% 대비 상승했다. 소매물가에는 아직 고유가 충격이 완전히 전가되지는 않았지만, 도매물가(WPI)가 YoY +3.88%로 전월 +2.1% 대비 크게 상승했다는 점은 원가 부담이 높아지고 있음을 보여주며, 향후 시차를 두고 소매물가에도 상방 압력으로 작용할 가능성을 시사한다. 종전이 이뤄지더라도 유가가 정상화되기까지는 수개월이 소요될 가능성이 높다는 게 다수 의견인 만큼, 상반기 중에는 고유가의 여파가 실물경제와 금융시장 전반에 걸쳐 이어질 것으로 예상된다.

반면, 유가가 점차 안정되는  
국면에서는 성장축이 다시  
내수소비와 투자로 이동할 가능성

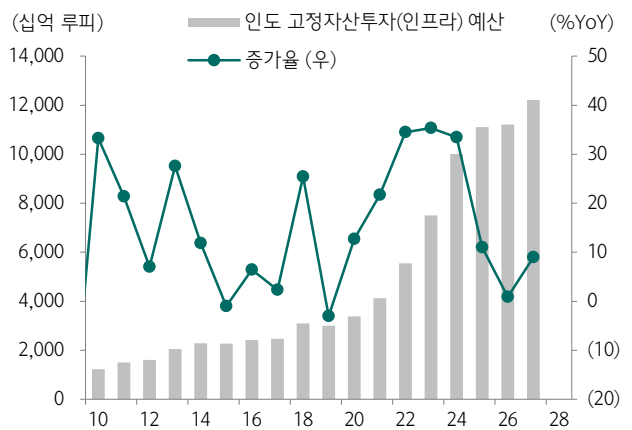
반면, 유가가 점차 안정되는 국면에서는 인도 경제의 성장축이 다시 내수 소비와 투자로 이동할 가능성이 높다. 최근 민간소비 관련 주요 지표들이 전반적으로 견조한 흐름을 이어가고 있다는 점은 내수의 기초 체력이 여전히 유효함을 시사한다. 또한 정부는 FY2027 예산 안에서 자본지출을 전년 대비 8.5% 확대하며 인프라 중심의 성장 전략을 재확인했고, 기업 친화적 환경 조성 및 제조업 육성 정책을 통해 민간투자 활성화 의지도 분명히 했다. 이에 따라 정부의 자본지출 확대 기조가 유지되는 가운데 대외 불확실성 완화와 함께 민간투자가 개선될 경우, 인도 경제의 성장 탄력은 하반기로 갈수록 한층 강화될 여지가 있다는 판단이다.

도표 44. 인도 헤드라인 CPI 및 제조업 PMI



자료: PPAC, KITA, 하나증권

도표 45. 인도 인프라 예산



자료: CEC, 하나증권

**기술 혁신과 공급망 전략 : 단기 경기부양을 넘어 다시 경제 고성장 기조에 집중**

인도의 정책 기조는 단기 경기부양에서 고성장 지속으로 이동

7대 전략 산업 중심으로 산업 고도화 추진할 전망

특히 바이오, 전자, 반도체는 향후 증장기 성장 경로 좌우할 핵심 산업으로 판단됨

인도 정부의 2025년 정책 기조가 확대된 대외 불확실성에 대응하기 위한 단기 경기 부양에 초점이 맞춰졌다면, 2026년은 다시 경제의 고성장 기조 지속에 방점이 찍혔다. 정부는 7대 전략 산업을 중심으로 제조 규모 확대와 산업 고도화를 추진하는 한편, 다양한 세제 혜택을 제공하기로 했다. 이 가운데 바이오·전자·반도체는 고부가 제조 전환과 공급망 자립이라는 기존 정책 목표와도 직결되고, 밸류체인 전반으로의 파급효과가 크다는 점에서 증장기 성장 경로를 좌우할 핵심 산업으로 판단된다.

우선 바이오는 인도가 이미 비교우위를 보유한 분야로, 제네릭 의약품과 백신을 중심으로 한 대량 생산 역량이 핵심 강점이다. 다만 그간 원가 경쟁력을 기반으로 한 생산기지 성격이 강했고, 바이오시밀러나 고부가 신약 등에서는 경쟁력이 상대적으로 제한적이었다. 이번 예산안은 이러한 한계를 인식한 가운데 고부가 의약품 개발 역량을 강화해 단순 생산기지에서 벗어나 글로벌 바이오 허브로 도약하겠다는 방향성을 담고 있다. 이에 따라 향후 5년간 1,000억 루피를 투입하고, NIPER 3곳 신설과 100개 이상 공인 임상시험 기관 네트워크 구축도 추진할 예정이다.

전자 분야에서는 정책의 무게중심이 보다 분명하게 이동했다. 그간 인도 정부의 전자 제조 정책은 P니를 통해 완제품 조립·수출 확대에 주력해왔으나, 이번 예산안은 정책 초점이 부품 국산화로 전환되고 있음을 시사했다. 2025년 4월 도입된 ECMS는 전자부품의 국내 생산 확대와 수입 의존도 축소를 목표로 한 인센티브 제도로, 기업들의 신청이 예상보다 빠르게 확대되자 정부는 인센티브 한도를 기존 약 2,300억 루피에서 4,000억 루피로 증액했다. 이는 전자부품 분야의 투자 수요가 예상보다 강하다는 점을 보여주며, 향후 부품 현지 조달률 상승, 무역수지 개선, 고용 확대 등으로 이어질 가능성이 높다. 반도체 분야에서는 2022년 추진된 ISM 1.0의 연장선에서 ISM 2.0이 제시됐다. 장비·소재의 국내 생산 기반을 확대하는 한편, 반도체 설계 역량 강화와 숙련 인력 양성을 통해 공급망 전반의 자립도 제고를 목표로 하고 있다.

도표 46. 인도 FY2027년 예산안 : 7대 전략 산업 부흥 계획

산업	세부 내용
제약바이오	<ul style="list-style-type: none"> <li>향후 5년간 1,000억 루피 투자해 인도를 글로벌 바이오 제조 허브로 육성</li> <li>국립제약교육연구소(NIPER) 3곳을 신규 설립</li> <li>100개 이상 공인 임상시험 기관 네트워크 구축</li> </ul>
반도체	<ul style="list-style-type: none"> <li>인도 반도체 미션(ISM) 2.0을 출범해 장비·소재의 국내 생산 역량을 확충</li> <li>연구·교육(훈련)센터를 중심으로 기술 개발과 숙련 인력 양성 추진</li> </ul>
전자	<ul style="list-style-type: none"> <li>전자 부품 제조 지원 예산 4,000억 루피로 증액</li> </ul>
희토류	<ul style="list-style-type: none"> <li>희토류 자원이 풍부한 오디샤, 케랄라, 안드라프라데시, 타밀나두 주를 지원하기 위해 희토류 전용 회랑을 설립하여 채굴, 가공, 연구 및 제조를 촉진</li> </ul>
화학	<ul style="list-style-type: none"> <li>주(州)정부 주도로 전용 화학단지(Cheical Park) 3곳 조성</li> </ul>
자본재	<ul style="list-style-type: none"> <li>2개 지역에 디지털 및 자동화 기반의 하이테크 단지(tool room) 조성해 고정밀 부품을 설계·시험·제조하고 대량 생산을 통해 비용을 절감하는 체계를 구축</li> <li>건설 및 인프라 장비 역량 강화 지원책 도입해 고부가첨단 기술 기반 장비의 국내 제조 확대</li> <li>향후 5년간 1,000억 루피 투입해 글로벌 경쟁력 갖춘 컨테이너 제조 생태계 조성</li> </ul>
섬유	<ul style="list-style-type: none"> <li>천연섬유·인조섬유·신소재 섬유의 자국 내 제조를 추진하고, 전통 섬유 클러스터의 현대화(기술 고도화, 설비 지원 등) 추진</li> </ul>

자료: 하나증권

**기술 혁신과 공급망 전략 : 단순 조립기지에서 고도화된 제조 허브로의 도약**

인도는 탈중국 공급망 재편 과정에서 분명한 수혜 국가

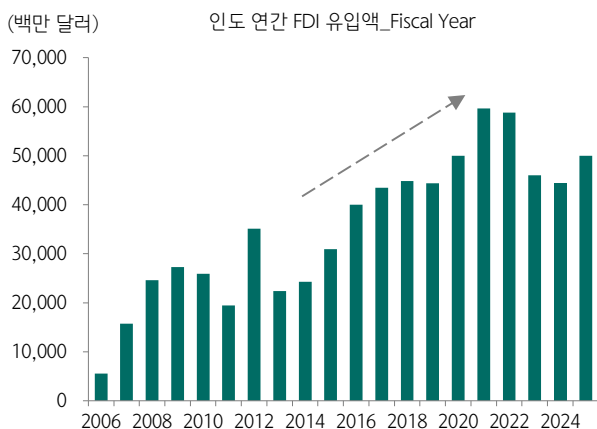
인도는 글로벌 탈중국 공급망 재편 과정에서 대표적인 대체 생산기지로 부상하며 기회를 확보해왔다. 미·중 갈등 심화와 팬데믹 이후 글로벌 기업들이 특정 국가에 대한 생산 의존도를 낮추려는 움직임을 본격화하면서, 인도는 거대한 내수시장과 풍부한 노동력을 바탕으로 새로운 생산거점으로 주목받기 시작했다. 여기에 정부의 PLI(생산연계 인센티브)와 Make in India 정책 등 적극적인 제조업 육성 정책들을 개진하며 글로벌 기업 유치를 추진했다. 그 결과 가장 많은 정책 지원이 이뤄진 전자 분야에서는 애플을 비롯한 글로벌 기업들이 인도 내 생산 비중을 확대하기 시작했고, 인도는 주요 전자기기 수출국으로 빠르게 부상했다. 또한 반도체, 데이터센터, 전자부품 등 전략 산업 전반에서도 투자 유치와 생산기반 확충이 병행되며, 인도는 단순 조립기지를 넘어 보다 고도화된 제조 허브로의 전환을 시도하고 있다.

최근 단순 조립기지를 넘어 보다 고도화된 제조 허브로의 전환을 시도하는 중

다만, 글로벌 공급망 재편이 미국 주도 하에 전개되는 과정에서 미국발 통상 불확실성 확대는 부담 요인이지만, 최근 공급망과 수출시장 기반을 다변화해 대응하고 있음

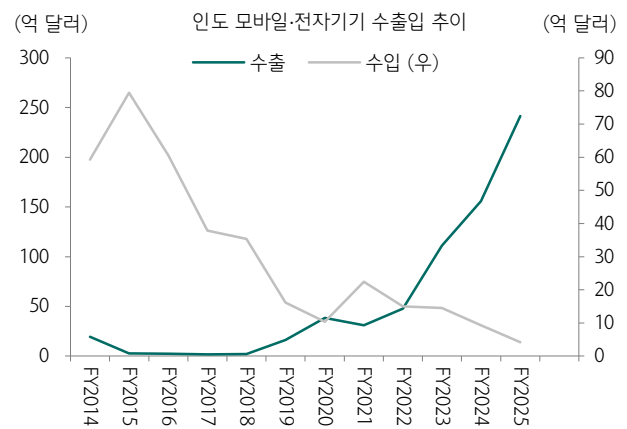
다만, 탈중국 공급망 재편이 미국 주도 하에 전개되는 과정에서 최근 미국발 통상정책 불확실성 역시 함께 확대되고 있다는 점은 분명한 부담 요인으로 작용하고 있다. 인도가 누리는 공급망 이전 수요가 미국의 정책 방향 변화에 따라 영향을 받을 수 있다는 우려가 커지고 있기 때문이다. 이에 구조적 기회를 지속적으로 확보하기 위해서는 특정 국가에 대한 의존도를 높이기보다 공급망과 수출시장 기반을 보다 다변화할 필요가 있는데, 최근 인도가 EU를 비롯한 다양한 국가와의 협력 확대를 추진하고 있는 것은 미국 중심의 통상 불확실성에 대한 노출도를 낮추고, 공급망과 수출시장 기반을 보다 다변화하기 위한 전략적 대응으로 해석된다. 실제로 인도와 EU는 2026년 1월 27일 약 20년간 이어져 온 FTA 협상을 마무리했는데, 이는 미국발 통상 불확실성이 확대되는 국면에서 교역 및 공급망 기반을 넓히기 위한 조치로 평가된다. 결국 인도의 공급망 전략은 단순한 중국 대체 생산기지에 머무르기보다, 복수의 교역 파트너를 기반으로 제조 경쟁력과 대외 복원력을 동시에 강화하는 방향으로 진화하고 있다고 판단된다.

도표 47. 인도 연간 FDI 유입액 추이



자료: CIBC, 하나증권

도표 48. 인도 모바일·전자기기 수출입 추이



자료: CIBC, 하나증권

**대내외 리스크 시나리오 : ①고유가 ②관세 ③민간투자 지연 ④물가 상방 압력**

대외 리스크는 크게

- 1)고유가의 장기화
- 2)미국 관세 카드 복귀

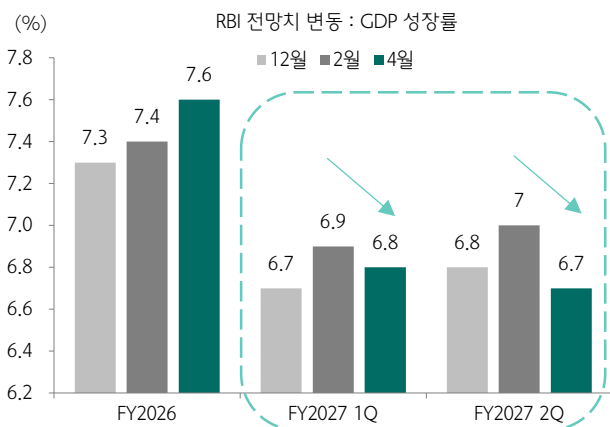
향후 인도 경제의 대외 리스크는 크게 1)고유가의 예상외 장기화 가능성과 2)미국 관세 카드 복귀로 나눌 수 있다. 미국-이란 간 2주간 휴전 합의 첫날부터 잡음이 생기며 국제유가 변동성이 확대된 바 있듯이 휴전 합의는 어디까지나 한시적 성격이 강하다. 지정학적 긴장이 완전히 해소된 것은 아니라는 점에서 유가가 전쟁 이전 수준으로 빠르게 정상화될 것이라고 단정하기는 어렵다. 인도중앙은행(RBI) 역시 최근 통화정책회의에서 중동발 충격을 반영해 FY2027 성장률 전망치를 6.9%로, 평균 물가상승률은 4.6%로 전망하는 한편 유가가 기준 가정보다 10% 높아질 경우 물가와 성장에 추가 부담이 발생할 수 있다고 경고한 바 있다. 또 다른 대외 리스크는 미국의 관세 카드가 다시 전면에 부상할 가능성이다. 미국 무역대표부(USTR)는 3월 11일 인도를 포함한 16개 교역상대국을 대상으로 제조업 분야의 구조적 과잉생산 및 과잉설비와 관련한 Section 301 조사를 개시했고, 이에 대한 공식 의견 제출 절차도 4월 중 진행되고 있다. 미국이 향후 조사 결과를 바탕으로 추가 관세나 다른 형태의 통상 압박에 나설 경우 또 다른 불확실성에 직면할 수 있다.

대내 리스크는

- 1)민간투자 회복 지연과
- 2)기후에 의한 식품물가 상승

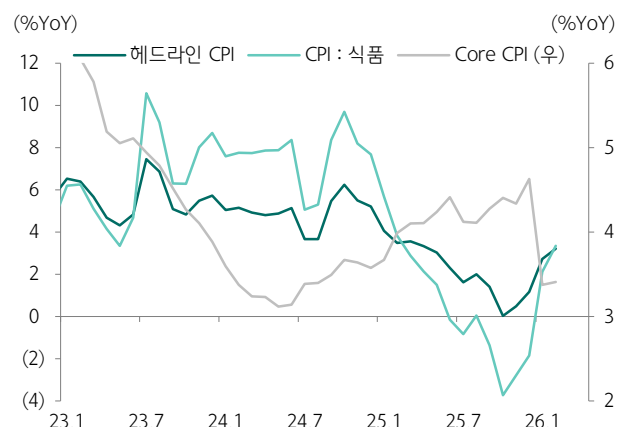
대내 리스크로는 우선 앞서 언급한 대외 불확실성에 따른 민간투자 회복 지연 가능성이 있다. 기업 입장에서는 유가와 환율, 금융시장 여건을 둘러싼 불확실성이 큰 상황에서 신규 설비투자나 자금조달 결정을 보수적으로 가져갈 유인이 높다. 정부가 자본지출을 확대하며 경기 하방을 방어하고 있으나, 경기 회복 국면에서 민간투자가 기대만큼 뒤따르지 않을 경우 하반기 성장 탄력은 예상보다 약해질 수 있다. 또한 물가 상방 압력, 특히 기후 변수에 따른 식품물가 상승 가능성도 주요 경계 요인이다. 인도는 식품물가의 움직임이 민간소비에 미치는 영향이 큰 구조다. 농업 생산은 크게 카리프와 라비 작물로 나뉘는데, 이 가운데 카리프 작물은 여름철 몬순 강수에 대한 의존도가 높다. 올해는 엘니뇨 전환에 따른 고온과 강수 불확실성이 우려되는 만큼 작황 둔화 가능성을 배제하기 어렵고, 이는 농산물 가격 상승으로 이어져 가계의 실질 구매력을 훼손할 수 있다. 결국 식품물가가 다시 불안해질 경우 민간소비 회복 흐름 역시 예상보다 완만해질 가능성이 있기 때문에 고유가에 따른 물가 부담 외에도 기후 변화가 농산물 가격과 공급 여건을 흔들 수 있다는 점은 함께 경계할 필요가 있다.

도표 49. 인도 실질 GDP 성장률 전망치 변동



자료: CEIC, 하나증권

도표 50. 인도 CPI 상승률 추이



자료: CEIC, 하나증권

## 4) 브라질: 안개를 뚫고 비상하는 브라질

### 매크로 환경: 인하 사이클은 계속된다

브라질은  
올해 주요국 중 유일하게  
금리 인하를 단행한 국가

브라질은 올해 주요국 중 유일하게 금리 인하를 단행한 국가이다. 15%에 달하는 고금리를 9개월 간 동결 후 IPCA 물가가 중앙은행(BCB)의 물가 목표치 4.5%를 하회하기 시작하면서 올해 3월부터 인하 사이클에 진입했다. 최근 예상치 못한 중동 전쟁으로 인한 에너지 공급 차질로 주요국 인플레이션 경계감이 확산됨에 따라 글로벌 중앙은행은 재차 매파적 기조로 돌아서기 시작했다. 3월 첫 인하를 단행한 브라질도 예외가 아니다. Focus Survey에 따르면, 올해 말까지 기준금리와 IPCA 물가 전망치 모두 유의미하게 상향 조정되고 있다.

OECD는 브라질 성장률과 물가를  
소폭 하향 조정. G20 국가 중  
물가 전망치가 하향 조정된 국가는  
브라질과 사우디가 유일

한편, OECD는 경제전망을 통해 올해 브라질 성장률과 헤드라인 물가를 각각 1.5%, 4.1%로 12월 대비 0.2%p, 0.1%p 하향 조정했다. G20 국가 중 물가 전망치가 하향 조정된 국가는 브라질과 사우디아라비아가 유일하다. 물가 압력이 제한적일 것으로 보는 이유는 ① 원자재 수출 국가인 브라질의 헤알화가 달러 대비 상대적으로 강세를 띄면서 수입 물가 상승분을 일부 상쇄할 수 있으며 ② 10월 대선을 앞두고 정부의 연료 가격 안정화 정책과 보조금 지급으로 고유가에 따른 물가 압력을 일부 상쇄할 수 있을 것으로 판단했다. 물론 정부의 대응은 원유 순수출국으로서 세수 증대 효과를 상쇄해 재정예 부담을 줄 수 있다.

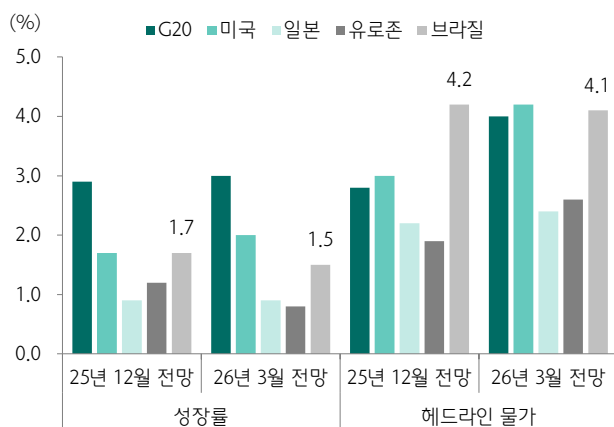
가계 소비 지출에서  
에너지 비중이 G20 국가 중  
가장 높음

성장률 하방 리스크도 점검할 필요가 있다. 브라질의 경우 가계 소비 지출에서 에너지가 차지하는 비중이 12%로 G20 국가 중 가장 높다. 즉, 유가 충격이 일시적이지 않다면 가계의 실질 소득이 줄어들며, 기업의 생산 비용이 늘어나 공급 충격이 경제 전반의 수요 침체를 유발시켜 디플레이션 압력으로 작용할 수 있다. 단, 아직까지는 징후가 포착되지 않고 있다.

BCB는 상반기에는  
신중한 스탠스 취할 전망.  
하반기부터 공격적인  
인하 단행할 것으로 예상

현 시점에서 중앙은행(BCB)은 당분간 신중한 스탠스를 취할 수 밖에 없는 환경이다. 원자재 가격 상승에 따른 세수 증대에도 에너지 충격이 실물 경제에 미치는 영향을 파악할 시간이 필요하기 때문이다. 실물 경기 둔화 시그널이 나타나기 시작하는 시점부터 공격적으로 금리 인하를 단행할 것이라는 판단이다. 물가를 차감한 실질금리는 10% 내외, BCB의 중립금리 추정치는 5% 내외로 통화 완화 여력은 충분하다.

도표 51. 브라질 성장률과 헤드라인 물가 각각 1.5%, 4.1%로 하향



자료: OECD, 하나증권

도표 52. 중립 금리는 5% 내외로 금리 추가 조정 여력은 충분



자료: BCB, 하나증권

### 매크로 환경 : 러-우 전쟁과의 공통점과 차이점

현재의 매크로 환경은  
2022년 러-우 전쟁과  
유사한 점이 많음

현재의 매크로 환경은 2022년 러-우 전쟁과 유사한 점이 많다. ① 두 전쟁 모두 2월 말에 발생했으며 ② 이 과정에서 브라질 헤알화가 주요 통화 중 가장 큰 폭으로 상승했으며 ③ 전쟁 당해 연도 말에 브라질 대선이라는 정치 이벤트가 있었다는 공통점이 있다. 하지만 ‘통화정책’이라는 차이가 존재한다. 2022년에는 브라질이 미국보다 선제적으로 긴축 사이클에 진입했지만, 올해는 미국보다 후행적으로 완화 사이클에 진입했다는 차이점이 있다.

2022년 러-우 전쟁 당시  
원자재 고점 부근에서  
헤알화 약세 전환

과거 사례를 복기해보면 2022년 3분기 대선 직전까지 브라질 헤알화와 멕시코 페소는 달러 강세장 속에서도 상승한 유일한 주요 통화들이었다. 당시 강세를 이끈 핵심 동력은 원자재 가격 상승에 따른 수출 호조와 미 연준보다 앞서 단행된 BCBI의 금리 인상에 따른 대외 금리차 확대였다. 유가 급등의 여파가 원자재 시장 전반으로 전이되는 데에는 일정 시간이 소요되었다. 러-우 전쟁 직후 유가는 13일 만에 고점을 기록했으나, 원자재 가격 지수는 106일 후에야 정점에 도달했다. 달러-헤알 환율 역시 원자재 가격 고점 부근에서 강세 흐름을 되돌렸던 경험이 있다.

브라질은 원유 순수출국  
유가 상승은 헤알화 강세 요인

Goldman의 무역 조건(GSTOT) 지수를 기반으로 분석해보면, 브라질 헤알화는 원자재 가격이 10% 상승할 때 약 0.05% 평가 절상되는 뚜렷한 양(+)의 상관관계를 보였다. 남미 최대 산유국이자 순수출국인 브라질 입장에서 유가 상승은 분명한 강세 요인이다.

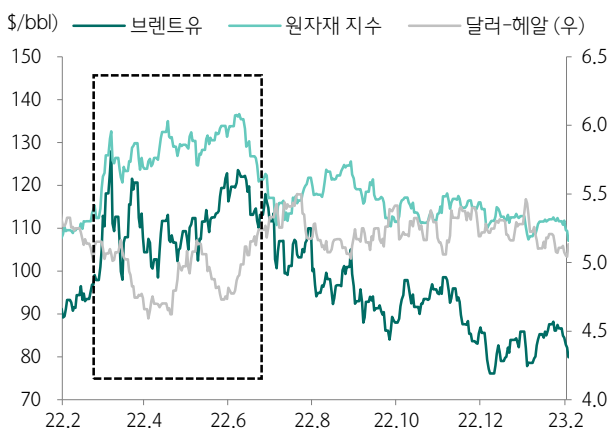
하지만 유가 상승이 호재로만  
작용하는 것은 아님.  
물가 상승에 따른  
내수 위축도 고려할 필요

하지만 유가 상승이 반드시 호재로만 작용하는 것은 아니다. 가계 소비에서 에너지 지출 비중이 타 국가 대비 압도적으로 높은 브라질의 특성상, 물가 상승에 따른 내수 소비 위축은 유가 상승의 수혜를 일부 상쇄한다. 또한 룰라 행정부의 연료 세금 감면 및 보조금 지급 정책은 재정 우려를 부각시키며 헤알화 강세폭을 제한하는 요인이 될 전망이다. 결국 향후 관건은 원자재 가격의 고점 형성 시기가 될 것이다.

10월 대선은 환율과 금리 변동성  
요인으로 작용할 전망

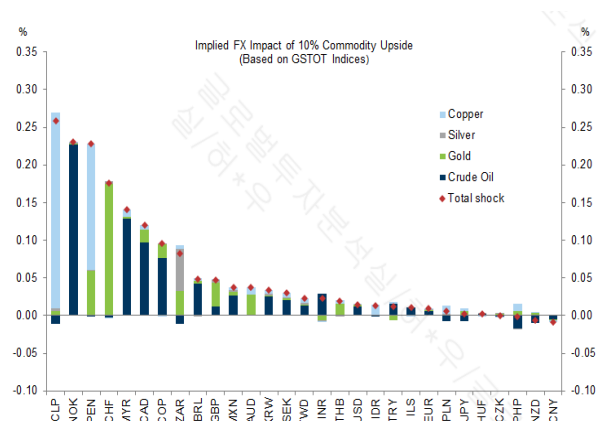
중동 불확실성이 상반기 내 완화된다면, 주목해야 할 다음 변수는 10월 대선이다. 2022년 4분기 달러 약세장 속에서도 헤알화는 주요국 대비 가장 낮은 수익률을 기록했다. 당시 유가와 원자재 하락도 환율에 영향을 미쳤으나, 대선 불확실성이 환율 하락에 주요 요인으로 작용했다. 당분간 헤알화 강세 기조는 유지될 것으로 보이나, 4분기 정치적 노이즈가 원자재 발 환율 강세 동력을 잠식할 가능성을 염두해 둔 신중한 접근이 필요하다는 판단이다.

도표 53. 2022년 러우 전쟁: 헤알화는 원자재 고점 부근에서 약세 전환



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 54. 유가 상승은 분명한 헤알화 강세 요인



자료: Goldman Sachs, 하나증권

**기술혁신과 공급망 전략 : 에너지 공급망의 재편**

**브라질은 비(非) OPEC 공급 성장을 주도하는 핵심 국가**

최근 이란의 호르무즈 해협 봉쇄로 글로벌 석유 공급망의 약 20%가 차단되면서, 글로벌 에너지 위기는 비(非) OPEC 국가들의 생산 역량이 안보의 핵심임을 재확인시켰다. 브라질은 아르헨티나와 함께 비(非) OPEC 공급 성장을 주도하는 핵심 국가로, 지속적인 생산 확대를 통해 글로벌 에너지 안보의 '스윙 프로듀서' 역할을 수행하고 있다.

**브라질 원유 생산량은 역대 최고치 호르무즈 해협 봉쇄 지속될수록 브라질산 원유 수요 높아질 전망**

지난 10년간 브라질의 에너지 생산량은 가파른 우상향 곡선을 그리고 있다. 2026년 2월 기준, 원유 일일 생산량은 410만 배럴에 육박하며 역대 최고치를 경신했으며, 전년 동기 대비 16% 증가했다. 호르무즈 해협의 물리적 봉쇄가 해제되더라도 정상화까지 상당한 시일이 소요되는 만큼, 브라질산 원유에 대한 수요는 높아질 전망이다.

**미국은 원유 순수출국임에도 브라질산 원유 수요가 높음**

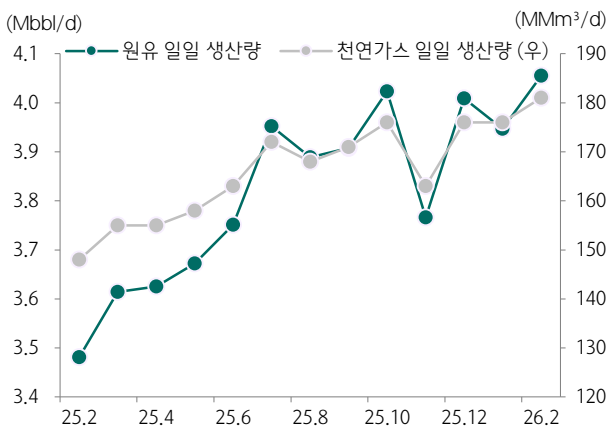
원유 수입의 약 40%를 중동에 의존하던 중국은 지정학적 리스크 회피를 위해 브라질산 수입 비중을 공격적으로 늘리고 있다. 여기에 미국의 베네수엘라 제재 영향으로 중국 내 석유 공급망의 약 2%가 차질을 빚으면서, 브라질은 중국의 매력적인 대체 공급망으로 부상했다. 미국은 2019년 이후 원유 순수출국으로 전환했음에도 불구하고, 정제소에 적합한 브라질의 저유황 경질유 및 중질유에 대한 수요는 여전히 강력하다. 미 에너지정보청(EIA)에 따르면, 브라질산 원유 수입량은 일일 23.6만 배럴을 기록하며 YoY +20% 급증했다.

**반면, 천연가스 대규모 생산에도 화석 연료를 순수입하고 있는 이유는 인프라 병목 현상 때문**

천연가스의 경우 아르헨티나에 이어 남미 두 번째 생산국임에도 불구하고, 여전히 화석 연료를 순수입하고 있는 이유는 인프라 병목 현상 때문이다. 가스관/시설 부족으로 인해 생산량의 40~50%를 다시 유전에 재주입하고 있다. 실제 가용한 물량은 절반 수준에 불과해 부족분을 수입에 의존하는 실정이다. 인프라 부족과 비효율적 유통 구조로 인해 브라질 내수 가스 가격은 미국 대비 3~6배 높게 형성되어 있다. 이는 과거 페트로브라스의 질소 비료 사업 실패에서 보듯, 에너지 집약 산업의 경쟁력을 저해하는 결정적 요인이다.

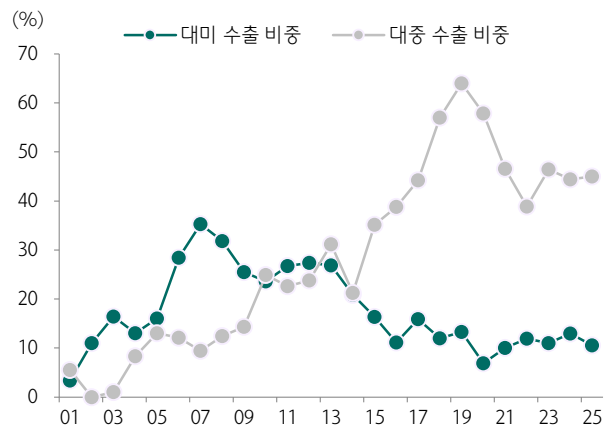
브라질의 산업 경쟁력 제고를 위해서는 가스 인프라 확충과 제도적 비용 절감이 필수적이다. 과거 보우소나루 정부가 '신규 가스법'을 통해 민영화와 시장 경쟁을 유도했다면, 현 룰라 정부는 국영 기업을 통한 공공 주도의 공급망 안정을 검토하고 있어 정책 기조의 변화가 예상된다. 결국 브라질이 글로벌 에너지 허브로서 입지를 굳히기 위해서는, 석유 증산의 이익을 가스 인프라 현대화로 연결해 내수 산업의 원가 절감을 실현할 수 있을지가 향후 관전 포인트가 될 것이다.

**도표 55. 원유와 천연가스 모두 생산량이 꾸준히 늘어나는 중**



자료: Comex Stat, 하나증권

**도표 56. 미국과 중국의 브라질산 원유 수요는 더욱 증가할 전망**



자료: Comex Stat, 하나증권

### 기술혁신과 공급망 전략 : 물류에서 이커머스로

인프라 낙후 현상을 극복하기 위해  
‘물류 혁신’에 박차를 가하고 있음

브라질은 대한민국의 약 88배에 달하는 국토를 보유하고 있으나, 도로와 철도 등 물리적 인프라 낙후로 인해 물류 효율성 문제에 직면해 왔다. 인프라 개선에 시간과 비용이 소요되는 상황에서, 브라질은 하드웨어의 한계를 극복하기 위해 ‘소프트웨어 중심의 기술 혁신’을 생존 전략으로 삼고 디지털 전환에 박차를 가하고 있다.

독자적인 플랫폼 구축해 배송  
속도를 획기적으로 높이고 있음

혁신의 선도에는 물류 최적화 플랫폼과 테크 스타트업이 있다. Bunge(벡터)나 Cargill(카르구에로)와 같은 글로벌 대형 트레이딩 기업들은 독자적인 플랫폼을 구축해 트럭 기사 섭외부터 서류 작업까지 디지털화하고 있다. Frete.com이나 Loggi 같은 유니콘 기업들은 판매자와 기사를 실시간으로 연결해 배송 속도를 획기적으로 높이고 있다.

단순히 연결을 넘어 안전과 보안 분야에서도 AI와 센서 기술이 적극 활용되고 있다. 또한 라스트마일(Last-mile)의 한계를 극복하고자 iFood와 Natura는 드론 배송을 도입해 1시간 거리를 6분으로 단축했으며, 빈민가에는 구글과 협업한 ‘가상 주소’를 부여하고 지역 주민을 배달원으로 고용하는 등 사회적 혁신도 병행하고 있다.

물류 혁신으로 이커머스 시장 성장  
BCB의 결제 시스템 Pix(픽스)  
이용량은 신용카드를 상회

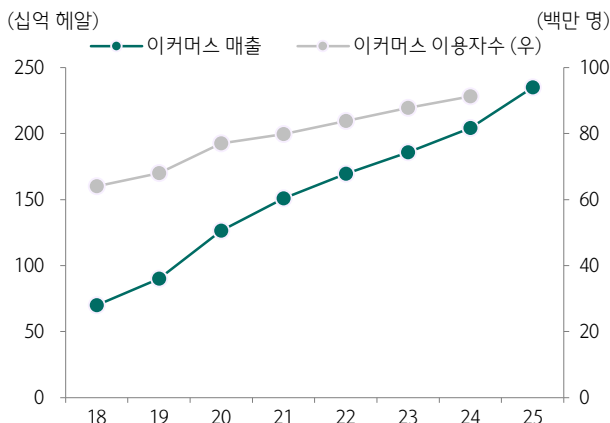
물류 혁신으로 인해 브라질 이커머스 시장이 폭발적으로 성장했다. 2018년 698억 헤알이었던 시장 규모는 2025년 2,345억 헤알로 약 2.3배 급등했으며, 이용자 수와 주문 건수 모두 두 배 이상 늘어났다. 물류 기술 투자에 대한 수익성(ROI)이 증명된 셈이다.

브라질 중앙은행(BCB)의 실시간 결제 시스템인 Pix(픽스)는 출시 5년 만에 신용카드를 제치고 이커머스 시장의 주류 결제 수단으로 자리 잡았다. 단순히 빠른 결제를 넘어, 신용카드의 최대 장점이었던 할부 기능을 지원하기 시작하면서 카드 사용자들을 빠르게 흡수했다. 2025년 연간 결제 시스템의 42%를 점유했으며, 2026년 현재 45%까지 확대될 것으로 예상된다.

물리적 인프라 결핍을  
최첨단 IT 기술로 보완.  
브라질의 디지털 공급망  
효율성 가속화될 전망

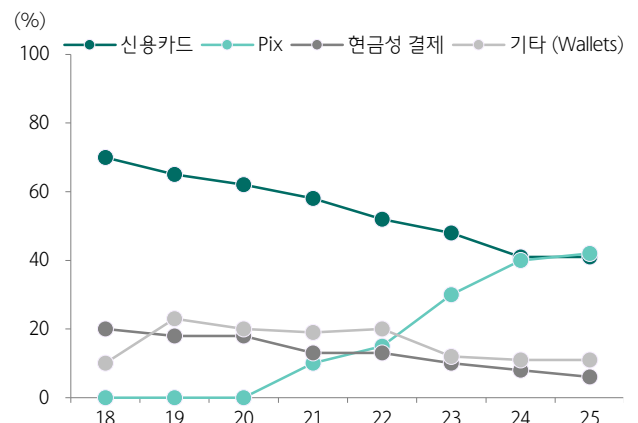
결론적으로 브라질 물류 산업은 물리적 인프라의 결핍을 AI, 드론, 가상 주소 등 최첨단 IT 기술로 보완하는 ‘역발상 혁신’의 장이 되었다. 대형 전통 기업과 테크 스타트업의 협력 모델은 물류 비용을 절감하고 산업 경쟁력을 제고하는 핵심 동력이 되고 있으며, 향후 고속 인터넷망의 확산과 함께 브라질의 디지털 공급망 효율성은 더욱 가속화될 전망이다.

도표 57. 물류 혁신으로 매출과 이용자 수 모두 큰 폭으로 증가



자료: Associacao Brasileira de Comercio, 하나증권

도표 58. 중앙은행 결제 시스템 Pix 이용량은 신용카드를 상회하기 시작



자료: BCB, 하나증권

### 대내외 리스크 시나리오: 주식과 채권의 명암(明暗)

중동 전쟁 장기화 여부가 중요  
고유가 고착화되면서 인플레이션  
경계감 고조되는 중

현 시점에서 가장 주목할 대외 리스크는 중동 전쟁의 장기화 여부이다. 시장 초기에 형성되었던 조기 종결 기대감과 달리, 최근 투자자들이 장기화 가능성을 반영하기 시작하면서 유가가 재차 반등하는 모습이다. 특히 두바이유(\$130/bbl)와 오만유(\$160/bbl) 등 주요 벤치마크 유가들이 WTI와 브렌트유보다 가파르게 상승하며 글로벌 인플레이션 경계감을 고조시키고 있으며, 이는 위험자산 전반에 부담으로 작용하고 있다.

고유가 국면은 브라질 주식시장에  
우호적인 환경을 조성

역설적으로 고유가 국면은 브라질 주식시장에 우호적인 환경을 조성하고 있다. 원유는 브라질의 주력 수출 품목으로, 2025년 기준 전체 수출액의 12.8%를 차지하는 핵심 동력이다. 글로벌 자금이 석유 노출도가 높은 시장을 탐색할 때 브라질은 최적의 투자처가 된다. MSCI 브라질 지수 내 에너지 섹터 비중은 약 17%로 신흥국 중 두 번째로 높다. 이러한 배경 덕분에 지난 3월 한달 간 브라질 증시로 89억 헤알 규모의 외국인 자금이 유입되었다.

MSCI 브라질 지수 내 에너지  
섹터 비중이 높음

채권시장은 다른 접근 필요  
인플레이션 전망치 높아진 가운데  
금리 반등 리스크 경계할 필요

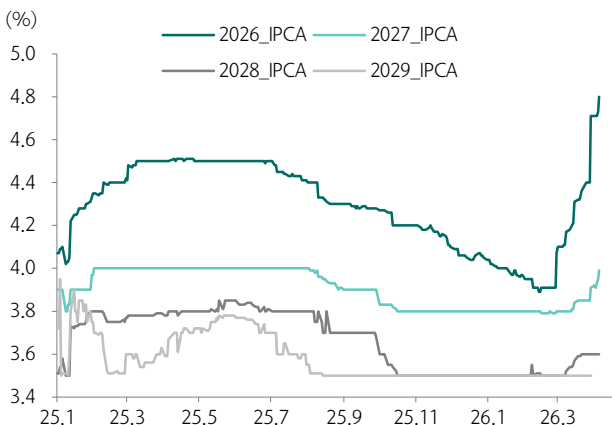
반면, 채권시장은 주식시장과는 다른 접근이 필요하다. 최근 브라질 경제지표는 금리 반등 경계심을 높이고 있다. 2월 말 이후 장기물(10년) 금리가 전쟁 직전 수준까지 회복된 국가는 주요국 중 중국을 제외하면 브라질이 유일하다. 한편, 단기물(2년) 금리 역시 고점 대비 하락폭이 절반 수준에 못 미치며 주요국 중 가장 가파른 커브 변화를 보이고 있다. 올해 말인플레이션 전망치가 5주 연속 상향 조정되며 4.8%를 기록했고, 기준금리 예상 중간값도 13.00%까지 높아진 영향이다.

물가와 성장을 상방 리스크 모두  
커진 가운데 장기물 금리 반등  
리스크는 유효

장기물 금리는 큰 틀에서 물가와 성장률과 동행한다. 중동발 공급 쇼크로 인해 IPCA 물가가 중앙은행 목표 상단(4.5%)을 재차 돌파할 가능성이 커졌다. 또한, GDP 선행지표인 경제활동지수가 2개월 연속 상승하며 1분기 성장률이 견조할 것으로 예상됨에 따라, 장기물 금리 반등 리스크는 유효하다고 판단한다.

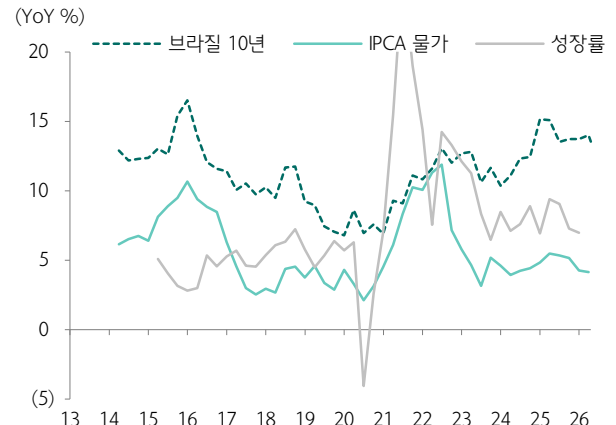
현 시점에서는 듀레이션을 짧게 가져가면서 원자재 강세에 따른 환차익과 매력적인 이자수익에 집중하는 보수적인 접근을 권고한다.

도표 59. 올해 말까지 IPCA 인플레이션은 4.8%까지 상향 조정



자료: BCB, 하나증권

도표 60. 장기물 금리는 큰 틀에서 물가, 성장률과 동행



자료: Bloomberg, 하나증권

## 5) 대만: AI 중심의 성장 모멘텀 지속

### 매크로 환경 : AI 중심의 차별적인 성장 모멘텀

대만, AI 중심의 구조적 호황  
27년까지 성장 모멘텀 지속 전망

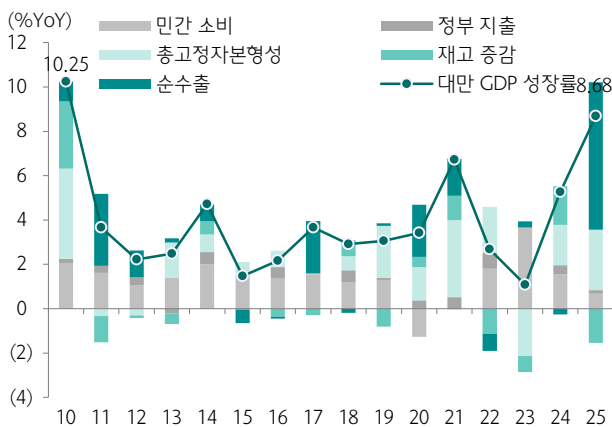
‘실물 경기 확장-기업 이익 증가-  
자본시장 재평가’의 선순환 구조

26년 성장률 목표 7%대 유지  
GDP 1조 달러 돌파 전망

핵심 성장 동력: CapEx 확대,  
수출 경쟁력 강화

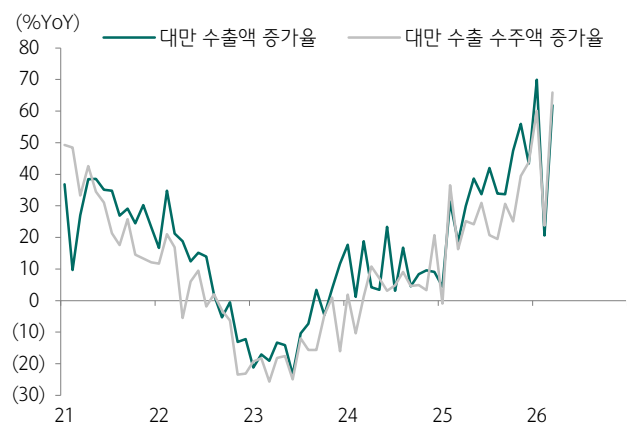
지정학적 긴장과 에너지 가격 상승으로 글로벌 성장 둔화 우려가 확대되고 있으나, 대만은 AI 중심의 구조적 호황에 힘입어 2027년까지 차별적인 성장 모멘텀을 유지할 전망이다. 2026년 3월 수출은 전년 대비 61.8% 증가했고, 수출 수주 역시 65.9% 늘어남에 시장 예상(+41.8%)을 크게 상회했다. 이는 대만 무역이 견조한 흐름을 유지하는 가운데, AI 중심의 강력한 상승 사이클이 지속되고 있음을 시사한다. 대만 경제는 현재 ‘실물 경기 확장-기업 이익 증가-자본시장 재평가’로 이어지는 선순환 구조에 진입했다. 2025년 실질 GDP 성장률은 8.63%로 10년 내 최고치를 기록했으며, 4분기는 연말 비수기라는 통념을 깨고 12.68%에 달하는 강한 확장세를 보였다. 이는 AI 및 반도체 수요 급증에 따른 서버·고성능 컴퓨팅 수출 증가, 그리고 관세 불확실성에 대응한 선주문 확대가 복합적으로 작용한 결과다. 정부는 2026년 성장률을 7.71%로 제시하며, 높은 기저에도 불구하고 7%대 성장을 유지할 것으로 전망하고 있다. 이에 따라 상품 수출은 7,831억 달러(YoY +22.2%)에 이를 것으로 예상되며, GDP는 사상 처음으로 1조 달러를 돌파할 전망이다. 향후에도 AI 관련 CapEx 확대가 지속되며 반도체 중심의 수출 경쟁력이 강화될 것이다. 특히 고부가가치 제품 비중 확대와 생산능력 증설이 추가적인 성장 동력으로 작용할 전망이다.

도표 61. 대만 GDP 성장률: 수출 성장이 대만 경제 성장 견인



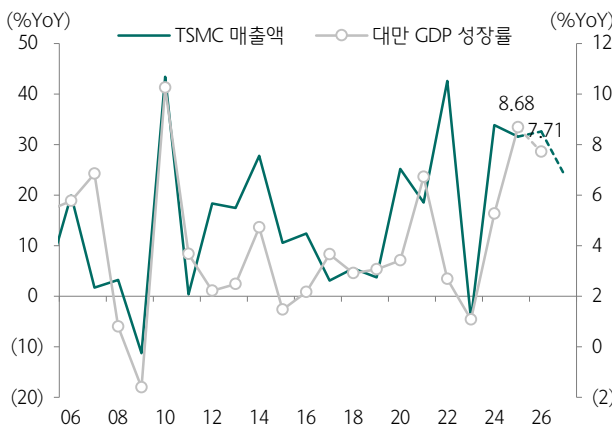
자료: Wind 하나증권

도표 62. 지정학적 리스크에도 불구하고, 대만 수출은 견조한 흐름



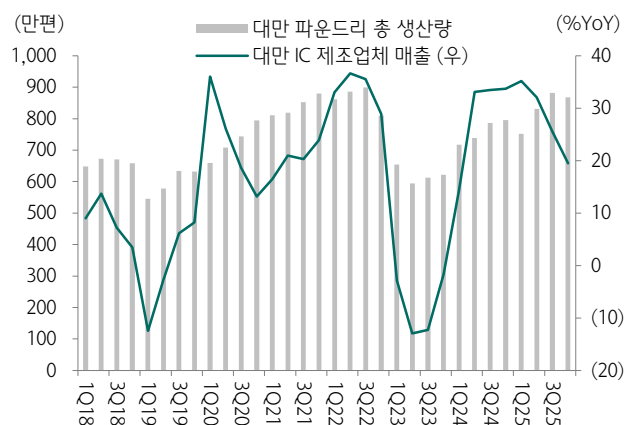
자료: Wind 하나증권

도표 63. 대만 GDP 성장률은 TSMC 이익 성장과 동행



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 64. 대만 파운드리 생산량, 증가세 지속



자료: Wind 하나증권

**매크로 환경 : 구조적 양극화 국면 지속**

AI·반도체 중심 압도적 수출 성장,  
전통 제조업 및 내수 산업은 둔화

산업 간 격차 심화와  
'K자형' 경제 구조

반도체 및 IT 전자산업은 현재 대만 경제의 핵심 성장축으로 자리잡고 있다. 전체 노동력의 약 12%에 불과한 IT·전자 제조업 종사자들이 2025년 전체 수출의 약 75%(2016년 48%)를 창출하고 있다는 점은, 대만 경제가 AI·반도체 중심의 구조적 성장 국면에 진입했음을 보여 준다. 반면 전통 제조업과 내수 산업은 상대적으로 성장 둔화 흐름이 이어지며, 대만 경제는 산업별 격차가 확대되는 'K자형' 구조가 점차 뚜렷해지고 있다.

특히 AI·반도체 중심의 수출 호황이 경제 전반으로 확산되지 못하면서, 고소득 IT 업종과 전통 제조·서비스업 간 임금 및 소비 여력 격차가 확대되는 양상이다. 전통 산업 종사자의 임금 상승률과 고용 안정성은 점차 약화되고 있으며, 이는 내수 경기에도 부담 요인으로 작용하고 있다. 실제로 2025년 연간 소매판매 증가율은 YoY -0.2%를 기록하며 9년간 이어진 성장세가 종료됐고, 주택 가격 상승률 역시 4분기 기준 YoY -4%로 2016년 이후 최대 낙폭을 기록했다.

실질적인 가계 구매력 개선이  
제한적

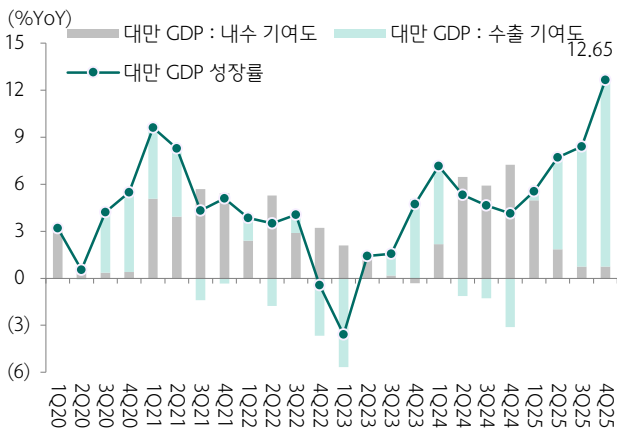
대만 당국은 이에 대응하기 위해 최저임금 추가 인상과 사회주택 공급 확대 정책을 추진하고 있으나, 대만 CBC의 2.00% 금리 동결 기조와 GDP 대비 14~15% 수준의 대규모 경상 흑자는 풍부한 유동성을 유지시키며 주택 가격의 구조적 하방 압력을 제한하는 요인으로 작용하고 있다. 단기적으로는 규제 강화와 실수요 둔화로 가격 조정이 나타나고 있으나, 중장기적으로는 주거 비용이 빠르게 안정되기 어려운 환경이라는 판단이다.

중장기적 불균형의 고착화 우려

단기적인 영향은 적으나,  
중장기적으로 경제 및 사회  
불균형 초래

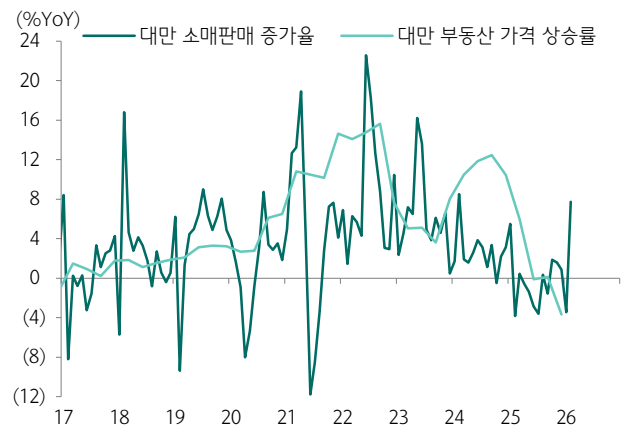
결과적으로 산업 양극화가 단기적으로 GDP 성장률에 직접적인 부담을 주지는 않더라도, 중장기적으로는 경제 및 사회적 불균형 요인으로 작용할 가능성이 존재한다. 특히 2026~2027년에도 대만의 K자형 구조는 완화보다 고착화에 가까운 흐름을 보일 전망이다. 소매판매는 최저임금 인상 효과가 점진적으로 반영되며 2026년 0.5~1.5%, 2027년 1.5~2.5% 수준으로 완만한 회복세가 예상되지만, 반도체와 전통 산업 간 임금 격차는 오히려 확대될 가능성이 높다. 주택 가격 역시 일부 반등 가능성은 존재하나, 실질 구매력 측면에서 가계의 체감 개선 폭은 제한적일 것으로 전망된다.

도표 65. 대만 경제 구조적 이분화로 'K자형' 흐름



자료: Wind 하나증권

도표 66. 대만 산업 간 격차, 내수 경기에도 부정적인 영향



자료: Wind 하나증권

### 기술혁신과 공급망 전략 : '폴스택 시 제조 생태계' 구축

#### 대만의 폴스택 시 제조 생태계와 클러스터 경쟁력

대만은 시 서버·파운드리·첨단 패키징·ASIC·네트워크 등 시 공급망 전반을 아우르는 '폴스택 시 제조 생태계'를 구축하고 있다. 특히 지역별 산업 클러스터를 중심으로 전문화된 노동력과 공급업체 네트워크가 집적되어 있다는 점은 대만 제조업 경쟁력의 핵심 기반으로 평가된다. 이러한 클러스터 구조는 설계·생산·패키징·조립까지 이어지는 공급망 효율성을 극대화하며, 고객사의 수요 변화에 대한 빠른 대응 능력을 가능하게 하고 있다.

#### 첨단 반도체 생산 거점으로서의 전략적 위상

지정학적 리스크에도 불구하고 대만 기업들의 절반 이상은 여전히 대만을 최우선 생산 및 사업 거점으로 유지하고 있다. 특히 전 세계 첨단 반도체(10nm 이하)의 90% 이상이 대만에서 생산되고 있다는 점은 대만 공급망의 전략적 중요성을 보여준다. 또한 특정 지역에 전력·공업용수·폐수처리 시설 등 반도체 특화 인프라를 집중적으로 구축함으로써 운영 효율성과 비용 경쟁력을 동시에 확보하고 있다. 다만 최근에는 지진 등 자연재해에 따른 지리적 리스크 분산과 글로벌 고객사의 공급망 다변화 요구에 대응하기 위해 미국·일본·독일 등으로 생산 거점을 확대하는 움직임도 병행되고 있다. 대표적으로 TSMC는 미국, 일본, 독일 등으로 생산기지를 다변화하고 있으나, 최첨단 공정(2nm 이하)의 연구개발(R&D)과 핵심 생산은 여전히 대만 본토 클러스터에 집중하고 있다. 또한 TSMC의 해외 진출 과정에서 대만 소재·기판·장비·패키징 업체들이 동반 진출하는 구조가 형성되며, 대만 공급망의 글로벌 영향력 역시 확대되는 양상이다.

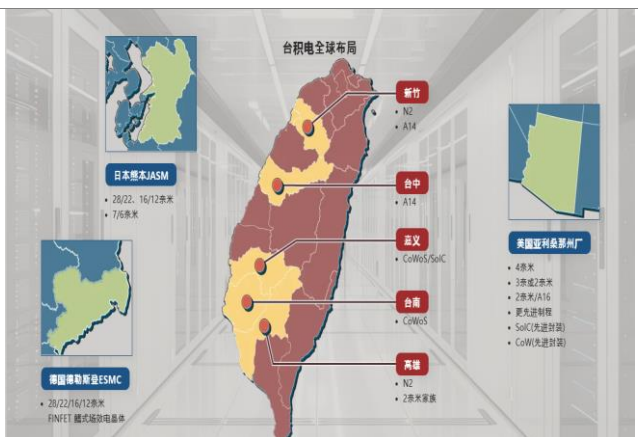
#### TSMC 중심의 글로벌 공급망 확장 및 글로벌 영향력 확대

#### 미·중 갈등에 따른 공급망 재편과 반사이익

공급망 측면에서는 미·중 무역갈등과 관세 장벽이 글로벌 분업 구조 재편을 가속화하고 있다. 특히 '탈중국화' 흐름 속에서 미국계 고객사들은 시 서버·저궤도 위성 등 전략 산업을 중심으로 비(非)중국 생산 비중을 확대하고 있으며, 이에 따라 대만 PCB 및 전자부품 업체들이 대체 수요를 빠르게 흡수하고 있다. 현재 대만산 PCB의 대미 수출 관세율은 약 15% 수준으로, 중국산(약 45%) 대비 뚜렷한 가격 경쟁력을 확보하고 있다. 이에 힘입어 대만은 2025년 기준 미국의 최대 PCB 수입국으로 부상한 것으로 파악된다. 다만 미국 현지 생산 확대는 투자수익률과 고객사와의 협상 조건 등을 고려해야 한다는 점에서, 단기적으로는 여전히 아시아 제조 기반의 경쟁력이 우위에 있다는 평가가 우세하다.

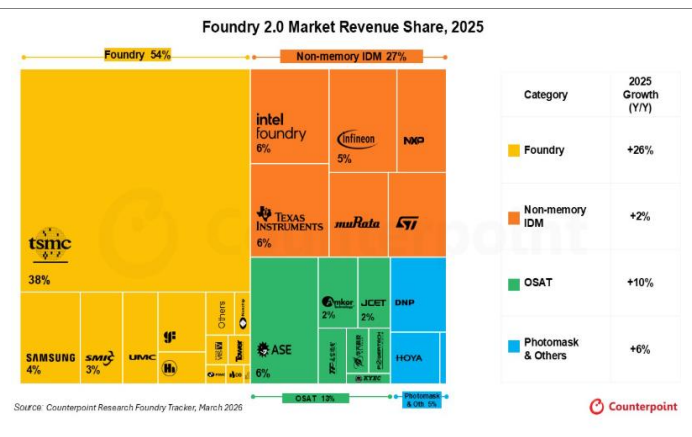
#### 대만의 가격 협상력 확대 가능

도표 67. TSMC 배치도 : 대만을 중심으로 해외 시장으로 확장



자료: 대만경제일보, 하나증권

도표 68. 2025년 글로벌 Foundry 2.0 시장내 TSMC 점유율 38%



자료: Counterpoint, 하나증권

### 기술혁신과 공급망 전략 : AI 산업 고도화의 최대 수혜

글로벌 빅테크 투자 확대에 따른  
구조적 수혜 (최소 3년 이상)

수요 측면에서도 우호적인 환경이 지속되고 있다. Microsoft, Amazon, Alphabet, Meta 등 미국 4대 빅테크 기업들이 2026년 CAPEX를 일제히 상향 조정하고, 2027년 추가 확대 가능성까지 시사하면서 글로벌 AI 인프라 투자 경쟁은 장기화되는 흐름이다. 이에 따라 대만 공급망은 최소 향후 3년 이상 구조적인 수혜 구간에 진입할 가능성이 높다는 판단이다.

미세 공정 및 첨단 패키징 기술의  
압도적 우위로 기술 장벽 강화

기술혁신 측면에서도 대만 기업들은 AI 산업 고도화의 핵심 수혜를 받고 있다. TSMC는 3nm 및 차세대 2nm 공정에서 글로벌 선도 지위를 유지하고 있으며, CoWoS를 포함한 첨단 패키징 분야에서도 사실상 독점적인 경쟁력을 확보하고 있다. 최근 AI 반도체 경쟁의 핵심이 단순 미세공정에서 전력 효율·발열 제어·첨단 패키징 기술로 이동하고 있다는 점에서, 대만 기업들의 기술 장벽은 더욱 강화되는 추세다.

국가 전략적 지원을 통한  
기술 지배력 강화

아울러 대만 정부 역시 반도체 및 AI 산업을 국가 전략산업으로 지정하고 R&D 투자 확대와 인재 양성 정책을 지속하고 있다. 이에 따라 대만은 AI 슈퍼사이클 장기화 과정에서 기술혁신 역량과 공급망 지배력을 동시에 강화해 나갈 가능성이 높을 것으로 전망된다.

도표 69. 글로벌 테크 공급망 부문별 매출 및 EM·DM 시장 점유율 분석

부문	총 매출	EM 비중	DM 비중	주요 기업
팹리스/설계 서비스	2,170 억 달러	1%	99%	EM: Alchip, Aspeed DM: NVIDIA, AMD, Broadcom
파운드리	900 억 달러	100%	0%	EM: TSMC
반도체 장비	1,010 억 달러	2%	98%	EM: 한미반도체, ASMPT DM: ASML, AMAT, TEL
메모리 반도체	2,480 억 달러	90%	10%	EM: SK 하이닉스, 삼성전자 DM: 마이크론
후공정	260 억 달러	75%	25%	EM: ASE, King Yuan DM: 앰코(Amkor)
기술 부품	1,430 억 달러	23%	77%	EM: 이노라이트 DM: 코히런트, 루멘텀, 암페놀
ODM 및 조립	3,520 억 달러	82%	18%	EM: 폭스콘, 칸타, 위스트론 DM: 플렉스, 자빌
하드웨어 브랜드	1,390 억 달러	1%	99%	EM: 기가바이트 DM: 델, 슈퍼마이크로, HPE
하이퍼스케일러 (클라우드/플랫폼)	1.651 조 달러	20%	80%	EM: 텐센트, 알리바바 DM: 구글, MS, 아마존, 메타

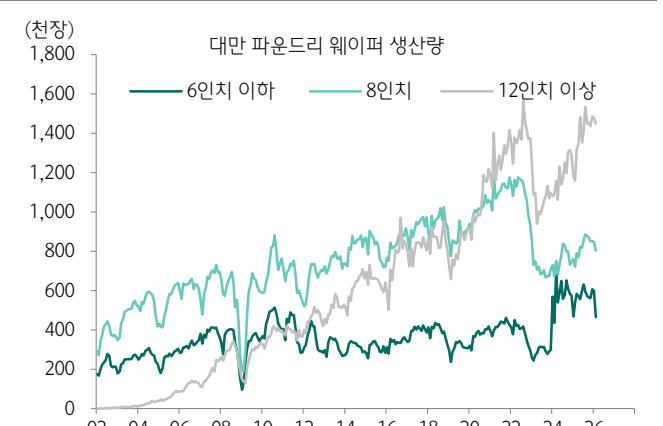
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 70. 빅테크의 AI 지출 규모, 2026년 7,250억 달러에 달할 전망



자료: Statista, 하나증권

도표 71. 대만 파운드리 웨이퍼 생산량 상승세 지속



자료: Wind, 하나증권

**대내외 리스크 시나리오 : ①전력, ②인력, ③양안관계 주목**

**대만의 에너지 안보 위기와 전력 수급 리스크**

AI 산업 성장과 함께 대만의 전력 안정성 문제가 핵심 리스크로 부상하고 있다. 대만은 2025년 5월 원전 가동을 전면 중단하면서 에너지의 95% 이상을 수입 가스·석탄·석유에 의존하는 구조가 됐다. 최근 호르무즈 해협 봉쇄 영향으로 에너지 비축 감소와 물가 상승 압력이 동시에 나타나고 있으며, 에너지 안보 우려도 확대되고 있다. 특히 TSMC는 대만 전체 전력 사용량의 약 9%를 소비할 정도로 전력 의존도가 높고, AI 반도체 수요 증가에 따라 전력 사용 비중이 2030년에는 약 30% 수준까지 확대될 것으로 전망된다.

**TSMC, 전체 전력의 9% 소비 높은 전력 의존도**

**재생에너지 확대 기조, 원전 재가동이 국가적 과제로 부상**

이러한 상황에서 라이칭더 총통은 2026년 3월 재생에너지 확대 기조를 유지하되, 원전 재가동 가능성도 함께 검토하는 포괄적 에너지 전략을 제시했다. AI·반도체 산업의 폭발적인 전력 수요와 지정학적 에너지 안보 리스크가 맞물리면서, 사실상 원전 재도입 논의가 빠르게 부상하는 분위기다. 다만 실제 정책 실행과 신규 전력 인프라 확충까지는 상당한 시간이 필요해 향후 전력 수급 안정성과 물가 충격에 대한 지속적인 모니터링이 요구된다.

**구조적 인력 부족과 숙련공 확보에서 어려움 존재**

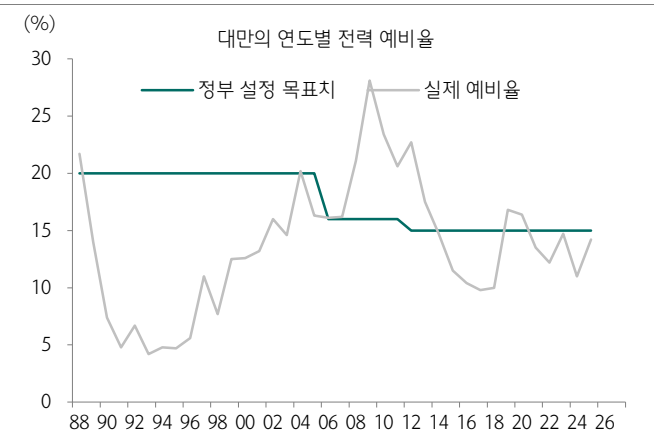
한편 대만은 저출산과 고령화에 따른 구조적 인력 부족 문제에도 직면해 있다. 생산가능인구 감소와 산업 인력의 고령화가 동시에 진행되면서 산업 고도화와 첨단 제조 경쟁력 유지에 부담으로 작용하고 있다. 이에 따라 대만 정부와 기업들은 인도 등 해외 이주 노동자 도입 확대를 추진하고 있으나, 중장기적으로는 숙련 인력 확보가 핵심 과제로 남아 있다. 특히 반도체 후공정(OSAT) 분야를 중심으로 전문 인력 부족 현상이 심화되며 향후 성장 제약 요인으로 지목된다.

**해외 노동자 도입 등 추진**

**양안관계 및 지정학적 공급망 우려**

마지막으로 중국과의 양안관계 역시 대만 산업 전반의 핵심 리스크로 꼽힌다. 미·중 전략 경쟁 심화와 군사적 긴장 고조가 지속되는 가운데, 중국의 군사훈련 확대와 공급망 압박 가능성은 대만 반도체 산업의 생산·물류 안정성에 대한 우려를 높이고 있다. 특히 글로벌 기업들은 지정학적 충돌 가능성을 고려해 공급망 다변화와 생산기지 분산 전략을 강화하고 있으며, 이는 장기적으로 대만의 투자 매력도와 산업 경쟁력에도 영향을 미칠 수 있다.

도표 72. 대만 전력 비준율: 6% 이하로 떨어지면 전력 수급 경보 발령



자료: 대만전력공사, 하나증권

도표 73. 반도체 및 전자 부품 부문의 구인난은 타 업종보다 훨씬 심각

항목	2015년	2025년 (추정)	변동폭
전체 대졸자 수	약 30만 명	약 22만 명	-27%
이공계(STEM) 졸업자	약 11만 명	약 8.5만 명	-23%
반도체 산업 필요 인력	약 1.5만 명	약 3.2만 명	113%

자료: 대만 교육부 통계처, 대만 경제부, 하나증권

## Part 2. 신흥국 주식시장 중장기 전략

### 1) 신흥국 중장기 포트폴리오 전략

#### (1) 업종 집중도와 DM 대비 이익 성장 우위의 특성을 이용한 EM 투자

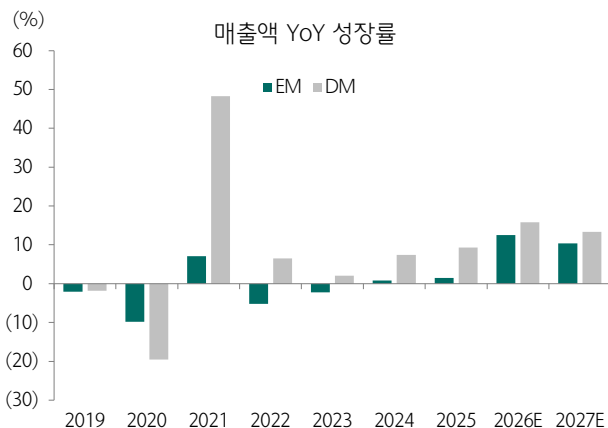
EM은 DM 대비 이익 개선이 더 빨리 일어나는 시장

향후 2년간의 신흥국 주식의 상대적 매력은 외형 성장보다 이익 성장의 우위에서 찾을 수 있다. 매출액 성장은 선진국(DM)이 신흥국(EM)을 능가할 것으로 예상되지만, EPS 성장은 EM이 우위에 있을 것으로 예상되기 때문이다. 이는 마진 정상화와 주도 업종의 폭발적인 이익 성장에서 발생하는 실적 탄력성 덕분이다. 현재 EM은 이익 개선이 빠르게 반영되는 시장이다.

EM의 이익 성장 우위를 이용한 업종 선별이 핵심

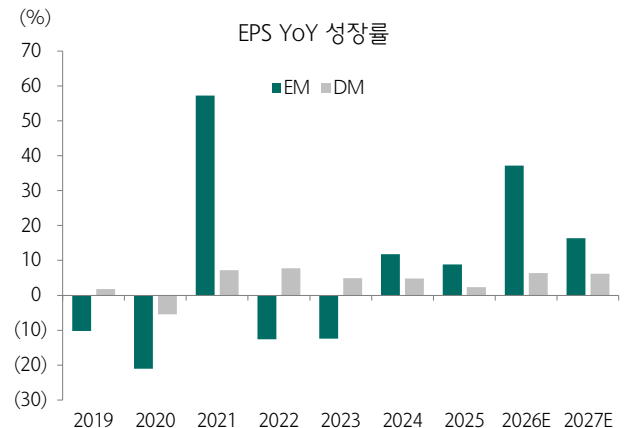
이에 따른 EM 포트폴리오 전략에도 직접적인 함의가 있다. DM 대비 외형 성장의 우위가 높지 않을 것으로 예상되는 국면에서 업종 익스포저를 전반적으로 광범위하게 가져가는 것은 좋은 접근법이 아니라는 점에 주목한다. 그렇기에 EM의 이익 성장 우위를 이용한 업종 선별을 포트폴리오 구성의 핵심 논리로 제시한다. 이렇듯 현 시점의 EM 투자는 시장 전체를 사는 것보다 이익이 빠르게 개선되는 업종을 선택해야 한다.

도표 74. 향후 매출액 성장률은 DM이 EM을 소폭 상회하나,



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 75. 이익 성장률은 EM이 더 우위



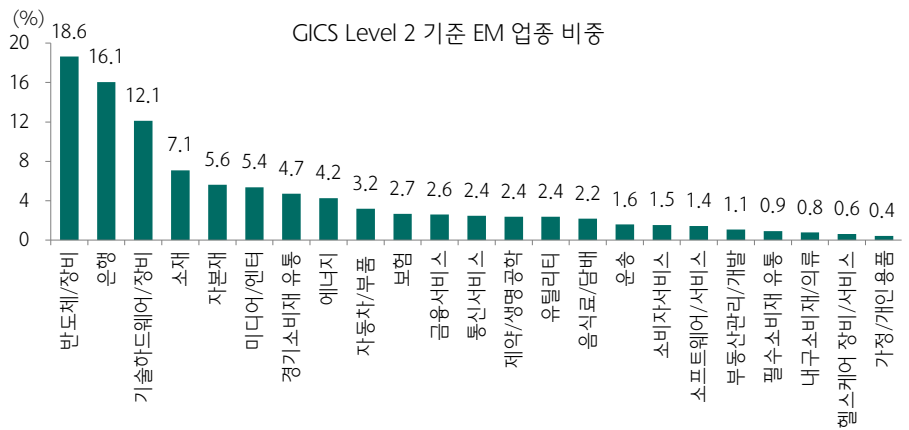
자료: Bloomberg, 하나증권

업종 집중도가 높은 EM 시장

EM의 또 다른 특징은 업종 집중도가 높다는 것이다. EM은 현재 반도체, 은행, 소프트웨어, 소재 등 소수 업종이 큰 비중을 차지하고 있다. 특히, 상위 3개 업종의 비중이 거의 절반가량을 차지하고 상위 5개 업종의 비중은 약 60%에 이른다. 이는 EM이 구조적으로 소수 업종 주도의 시장임을 보여준다. 또한, 이러한 특징은 DM과 비교할 때 더욱 두드러지는데, DM의 상위 3개 업종 비중은 약 30%, 5개 업종은 42%로 업종 분산 측면에서 분명한 차이가 있다. 그렇기에 업종 분산이 낮은 EM은 업종 선택의 성패가 지수 성과에 미치는 영향이 상대적으로 더 클 수밖에 없다.

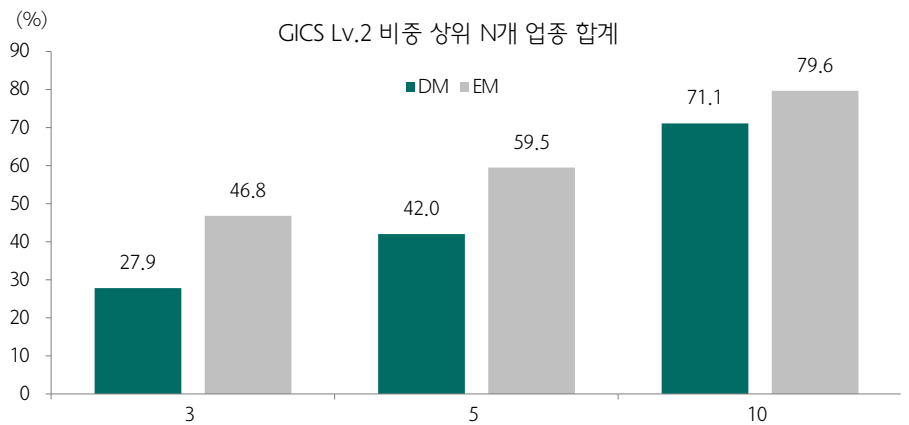
업종 선택이 성과를 좌우

도표 76. EM은 반도체, 은행, IT 하드웨어 등의 소수 업종이 큰 비중을 차지



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 77. DM 대비 EM은 업종 분산이 떨어지는 특징 존재



자료: Bloomberg, 하나증권

**EM의 국가 비중은  
업종 구도 중심으로 재편**

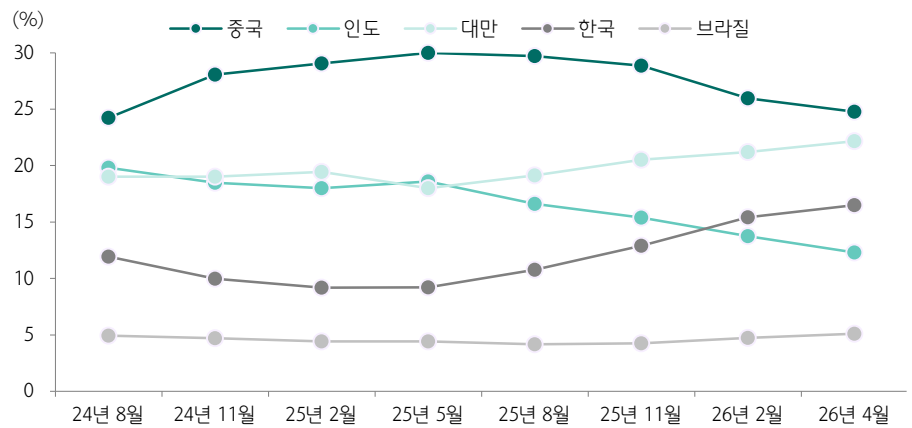
또한, EM 내 주요 국가 비중의 변화는 단순한 지역 분산이 아니라 업종 구도의 변화와 밀접한 관련이 있다. 최근 지수 내 국가의 구도 역시 업종 중심으로 재편되고 있기 때문이다. EM 비중의 약 80%를 차지하고 있는 중국, 인도, 대만, 한국, 브라질의 비중 변화를 살펴보면, 중국과 인도는 최근 비중이 하락했고 대만, 한국, 브라질은 비중이 상승했다.

대만과 한국의 경우 시의 구조적 투자 흐름에 따라 IT 및 수출 제조업의 이익이 매우 빠른 속도로 성장하는 데서 기인했고, 브라질은 소재 업종의 비중이 높은 동시에 최근 원자재 가격 상승 추세가 결합된 결과로 해석된다. 중국은 전반적 매크로 부진에 따라 EM 내 비중이 하락했음에도, 절대 비중이 매우 크기 때문에 거시 경제의 개선 여부가 신흥국 전반에 미치는 영향이 크다. 또한, 비중이 점차 낮아지는 인도는 장기 성장 서사가 유효하더라도 단기적으로는 지수 내 상대 비중과 업종 구조 측면에서 재평가가 필요한 시점이다.

**EM 내 상대 강세 또한  
업종 주도 기반**

이렇듯 EM 내 국가의 증시는 최근 몇 개의 주도 업종에 의해 구성 비중이 크게 영향을 받는 국면이며, EM 내 상대 강세를 이끄는 직접적인 요인이다. 즉, EM 투자는 국가를 독립적으로 바라보기보다는 각 국가가 어떤 업종을 얼마나 포함하고 있느냐가 중요하다.

도표 78. EM 내 국가 비중 변화



자료: Bloomberg, 하나증권

**EM 포트폴리오 전략은  
단순 지역 배분 관점보다  
업종별 이익 전망 우위로 판단**

같은 신흥국 내에서도 대만과 한국은 IT 및 하드웨어, 인도는 내수와 금융, 브라질은 소재를 비롯한 원자재, 중국은 소비, 인터넷, 제조업 전반이 혼재되어 있다. 이러한 특성이 EM을 “많은 국가로 분산된 시장”으로 접근하기보다 “소수 업종에 노출 방식이 다양한 시장”으로 접근해야 할 이유가 된다. 따라서, EM 포트폴리오 전략은 단순히 지역 배분 관점에서 국가의 익스포저를 결정하기보다 어떤 업종의 이익 전망이 낙관적인지 판단하는 것이 중요하며, EM을 선진국 대비 우위가 기대되는 업종을 가장 효율적으로 담고 있는 국가의 조합으로 보아야 한다.

이러한 관점에서 EM 상위 5개 국가를 중심으로 중장기적 이익 성장이 우수할 것으로 예상되는 업종 포트폴리오를 제시하고자 한다.

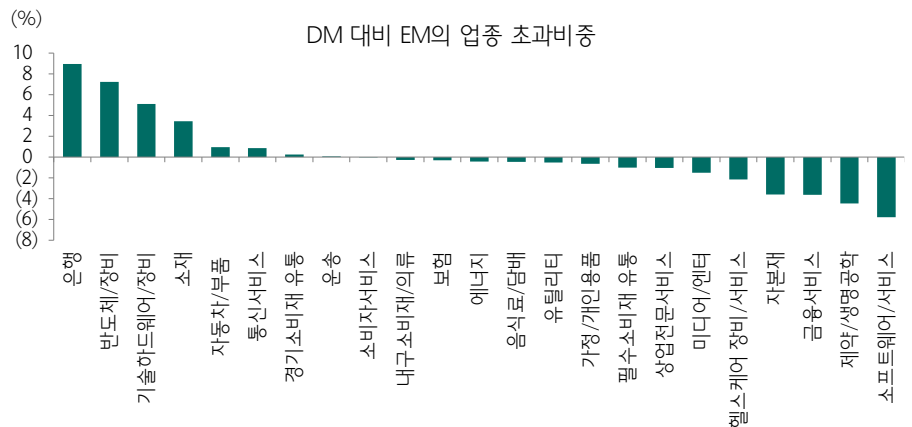
## (2) 업종 비중, 이익 성장, 밸류에이션 측면에서 EM의 업종 매력 파악

EM 투자는 특정 업종에 대한 구조적 베팅이므로 광범위한 분산보다는 업종 선별로 접근

이번에는 EM 투자의 핵심은 업종 선별에 있다는 판단에 따라 DM과의 비교, 이익 성장, 밸류에이션을 살펴봄에 비중 확대(Overweight) 업종을 탐색한다. [도표 79]는 DM 대비 EM의 업종 구조 차이를 보여주며, 은행, 반도체, IT 하드웨어, 소재에서 비중이 높고, 반면 소프트웨어, 제약바이오, 금융서비스, 자본재 등은 DM 대비 비중이 낮다. 이는 EM 투자가 단순히 DM 대비 성장률이 높은 국가에 투자하는 것이 아닌 특정 업종에 대한 구조적 베팅임을 의미한다.

또한, 포트폴리오 구성에서도 이러한 차이가 중요한 시사점을 주는데, EM 내에서 광범위하게 분산하는 전략보다는 EM의 구조적 초과 비중 업종 중에서도 실적과 밸류에이션이 뒷받침되는 업종을 선별하여 우위를 누리는 접근이 유효하다는 것이다.

도표 79. EM 투자는 특정 업종에 대한 구조적 베팅



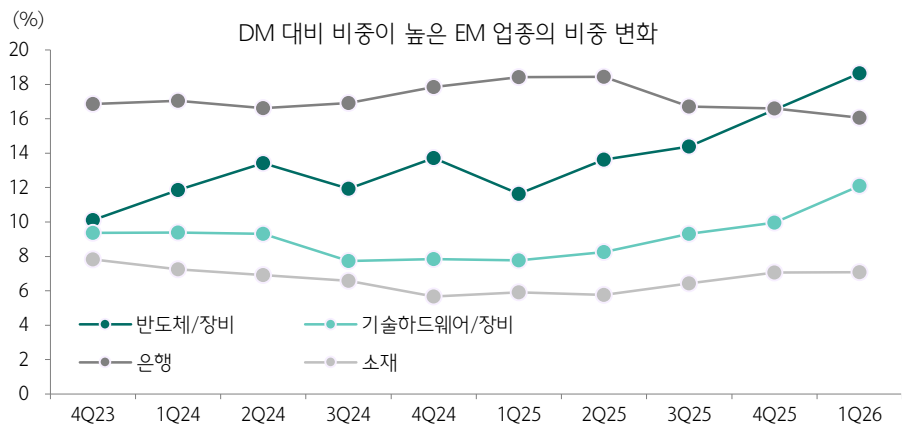
자료: Bloomberg, 하나증권

EM 내 업종 비중 변화는 업황에 따른 변화의 방향성 반영

최근 구조적 업종 차이는 더 선명해지고 있다. DM 대비 비중이 높은 업종 중에서도 반도체는 강력한 실적 상승을 기반으로 비중 상승이 두드러지며 현재 EM 내 핵심 업종으로 부상하고 있기 때문이다. 또한, IT 하드웨어 비중 역시 완만하게 상승하고 있어, EM은 점점 하드웨어 중심의 테크 업종에 더 민감한 구조로 변하고 있다. 은행은 안정적인 비중을 유지하고 있고, 소재는 과거 비중 축소 이후 시클리컬 회복 구간에서 비중도 다시 완만하게 상승하고 있다.

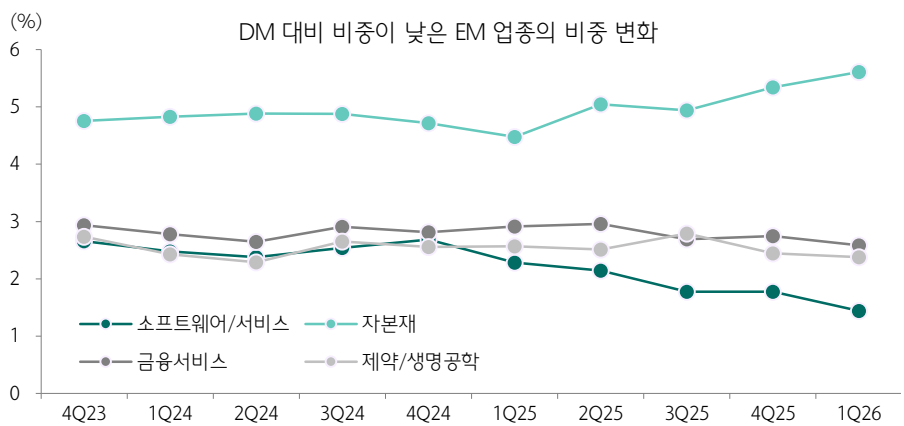
반면, 소프트웨어는 비중 축소가 지속되고 있는데, DM 대비 경쟁 우위가 떨어지는 점과 더불어 DM 대비 비중이 낮은 업종들 중 하나다. 최근 시가 소프트웨어 기업의 비즈니스 모델을 파괴할 것이라는 두려움이 DM뿐 아니라 EM에도 업종センチ먼트에 큰 영향을 주고 있는 것으로 보인다. 마찬가지로 제약·바이오와 금융서비스는 EM 내에서도 비중이 낮고, 반면 자본재는 시 인프라 투자에 힘입어 비중이 꾸준히 상승하고 있어 향후 EM 내 역할이 기대된다. 이렇듯 업종 비중 변화 흐름은 업황에 따른 변화의 방향성을 반영한다.

도표 80. EM은 점점 하드웨어 중심의 테크 업종에 더 민감한 구조로 변화 중



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 81. 저비중 업종에서도 업황에 따라 비중 변화에서 선명한 차이 관찰

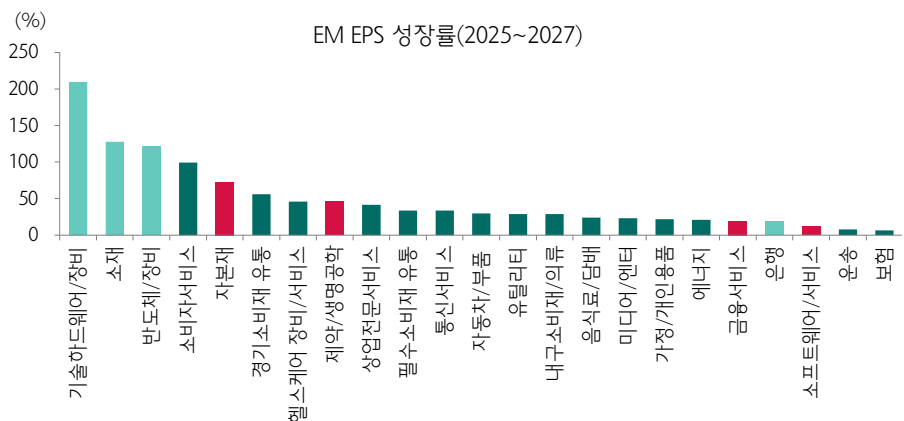


자료: Bloomberg, 하나증권

이익 성장과 밸류에이션으로  
선호 업종 선별

이익 성장과 밸류에이션을 고려하면 선호 업종을 더욱 좁힐 수 있다. 2025~2027년 EPS 성장률을 보면 IT 하드웨어, 소재, 반도체 순으로 높인데, 이 세 업종은 DM 대비 초과 비중을 기록하고 있는 업종이다. 또한, DM 대비 비중은 낮지만 계속해서 우상향하며 시의 구조적인 수혜를 받고 있는 자본재의 높은 성장성도 눈여겨볼 만하다.

도표 82. EM 내 구성 비중이 큰 업종의 이익 성장이 가파름



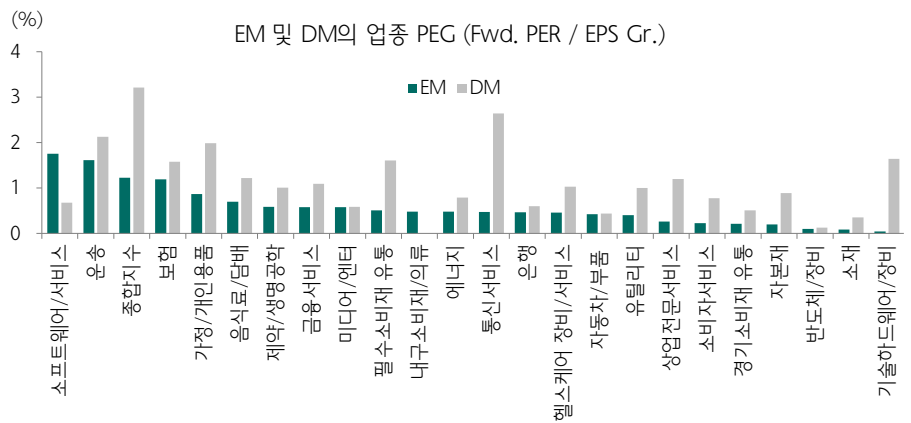
주: 하늘색은 DM 대비 비중이 높은 업종, 빨간색은 낮은 업종  
자료: Bloomberg, 하나증권

EM의 밸류에이션 매력도 점검  
 전반적으로 DM 대비로도  
 이익 성장 업종도  
 밸류에이션이 낮음

밸류에이션 측면에서 살펴보면 EM 업종 대부분은 DM 대비 저렴하며 이는 [도표 83]의 성장 조정 밸류에이션 지표인 PEG 차트에서 확인할 수 있다. EM 내 밸류에이션 매력도를 나타낸 [도표 84]는 2010년부터 각 업종의 밸류에이션을 DM 대비 및 EM 절대 기준의 두 가지 시계열 내에서의 상대적 Z-Score를 기록한 것이다. 차트의 좌측 하단에 있는 업종들이 두 가지 기준에서 모두 밸류에이션 매력이 있는 업종이다.

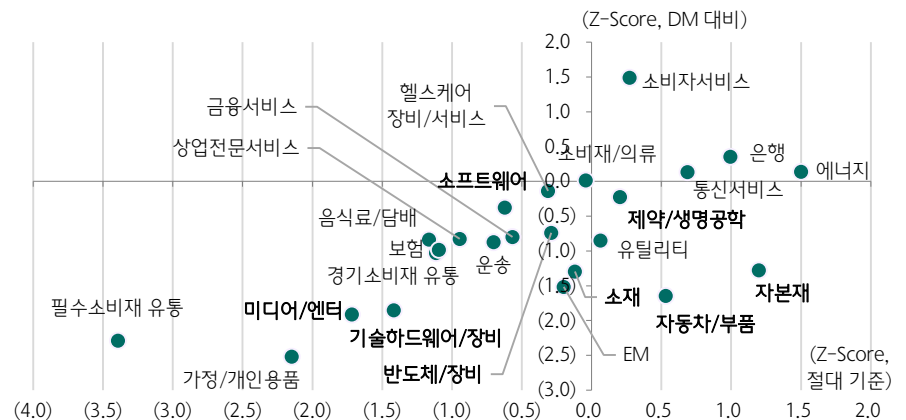
EM 내 비중이 가장 크고 이익 성장도 두드러지는 반도체, IT 하드웨어, 소재 업종은 DM 대비로도 절대 기준으로도 밸류에이션이 낮다. 자본재는 최근 두드러진 상승으로 절대 기준 밸류에이션이 높지만, DM 대비 밸류에이션은 여전히 낮은 모습이다. 이는 향후 실적 개선이 지속될 경우 밸류에이션 리레이팅 여지도 존재해 여전히 잠재력이 있는 업종으로 판단한다. 소프트웨어 업종은 대표적인 EM의 비선호 업종으로 유일하게 DM 대비 PEG 밸류에이션이 높지만, 최근 크게 하락한 덕분에 DM 대비로도 절대 기준으로도 밸류에이션이 중립 수준이 위치하고 있다.

도표 83. DM 대비 전반적으로 저렴한 EM 업종의 PEG 밸류에이션



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 84. '10~현재 EM 밸류에이션 맵 (DM 대비 EM 및 EM 절대 기준, Z-Score)



자료: Bloomberg, 하나증권

(3) 지수 내 업종 구조와 펀더멘털을 분리해 성장성 고려

EM의 이익 성장을  
Composition effect와  
Within-sector effect로 분해

EM 지수의 DM 지수 대비 높은 이익 성장은 두 가지로 분리해 생각할 수 있다. 하나는 성장이 높은 업종에 비중이 더 많이 실려 있기 때문이고, 다른 하나는 같은 업종이라도 EM기업들이 DM보다 빠르게 성장하고 있기 때문이다. 전자를 Composition effect(업종 구성 효과), 후자를 Within-sector effect(업종 내 효과)라고 하며, 이는 EM의 DM 대비 성장을 차이를 수식으로 분해하여 설명할 수 있다.

Composition effect는 벤치마크를 추종하기만 해도 얻어지는 효과로, 이 값이 크면 고성장 업종에 구조적으로 더 많이 노출되어 있다는 의미이다. 그리고 Within-sector effect가 크면 같은 업종에서도 EM 기업들이 DM 대비 펀더멘털이 우수하다는 의미로, 이것이 EM 투자자의 구조적 알파를 뒷받침하며 Active Overweight의 강한 근거가 된다. 이를 계산하기 위해 Brinson Performance Attribution의 논리를 일부 변형해 [도표 85]에 EM의 EPS 성장률 우위를 분해하는 식을 작성했다.

도표 85. Brinson Performance Attribution을 일부 변형한 EM의 EPS 성장률 우위 분해식

$$\begin{aligned}
 &G_{EM} - G_{DM} \\
 &= \sum_s (w_{EM,s} \times g_{EM,s}) - \sum_s (w_{DM,s} \times g_{DM,s}) \\
 &= \sum_s ((w_{EM,s} - w_{DM,s}) \times g_{DM,s}) + \sum_s (w_{EM,s} \times (g_{EM,s} - g_{DM,s}))
 \end{aligned}$$

Composition effect

Within-sector effect

$G_{EM}$ : EM의 EPS 성장률

$G_{DM}$ : DM의 EPS 성장률

$w_{EM,s}$ : EM 내 업종 s의 비중

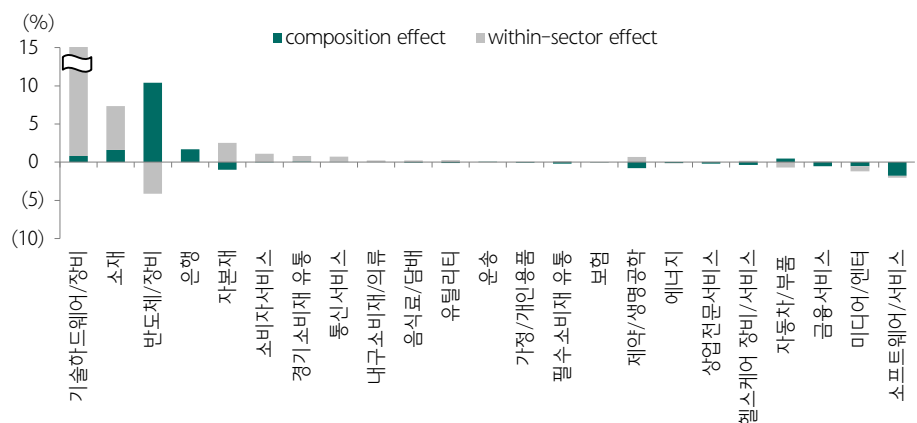
$w_{DM,s}$ : DM 내 업종 s의 비중

$g_{EM,s}$ : EM 내 업종 s의 EPS 성장률

$g_{DM,s}$ : DM 내 업종 s의 EPS 성장률

자료: 하나증권

도표 86. DM과 비교한 EM의 업종 성과 분해, Within-sector effect 우위가 업종 알파의 핵심



자료: Bloomberg, 하나증권

EM의 이익 성장 우위는  
 업종 비중보다  
 실제 성장성에서 비롯

[도표 85]의 식에 따라 2025~2027년 EPS 성장을 기준으로 계산된 EM의 Composition effect는 +9.4%p이며, Within-sector effect는 +30.2%p이다. Within-sector effect가 Composition effect보다 약 3배 이상 우수해, 이는 EM의 이익 성장 우위는 업종 구성보다는 업종 내 기업들의 실제 성장성에서 비롯된다는 의미이다. 이를 소재 업종으로 예로 들면, EM은 DM 대비 소재의 비중이 크기 때문에 성장성이 높아 보이는 것이 아니라, 같은 소재 업종 내에서도 EM 기업이 DM 기업보다 이익이 빠르게 성장하고 있다는 것이다.

이러한 성장 분해 프레임을 통해 위에서 언급한 EM의 높은 업종 집중도 또한 다시 확인할 수 있는데, IT 하드웨어의 Within-sector effect가 +23.49%p로 최대 기여를 하면서 EM의 대부분을 차지하고 있다. 반도체 업종도 EM Composition effect의 최대 기여 업종으로 +10.4%이다. 이는 EM 포트폴리오의 구조적 취약점으로 볼 수 있으며, 포트폴리오의 리스크 관리 시 가장 유의해야 하는 부분이다.

소재, 자본재, 통신서비스, 경기소비재 유통 등도 DM 대비 성장성이 우수해 Within-sector effect에 기여하고 있는 반면, 소프트웨어, 미디어·엔터, 자동차·부품, 반도체 업종은 DM 대비 이익 성장이 부진한 업종이다.

반도체 업종은 Within-sector effect에서 부진하나, DM 대비 비중이 커 EM의 성장에 기여하는 측면이 크고, 반대로 자본재 업종은 DM 대비 비중이 작지만, 성장성이 우수해 EM의 성장에 기여하고 있다. 둘 모두에서 음의 기여로 성장을 저해하는 **소프트웨어와 미디어·엔터 업종**은 가장 유력한 비중 축소(Underweight) 후보라고 할 수 있다.

도표 87. EM의 DM 대비 업종 순위 및 성장 기여도 분해

업종	DM 비중 (%)	EM 비중 (%)	비중 Gap (%p)	DM EPS 성장(%)	EM EPS 성장(%)	성장 Gap (%p)	composition effect (A)	within-sector effect (B)	EM 성장 기여도 (A+B, %p)
기술하드웨어·장비	7.0	12.1	5.1	15.6	209.6	193.92	0.80	23.49	<b>24.28</b>
소재	3.7	7.1	3.4	46.2	127.7	81.45	1.59	5.77	<b>7.35</b>
반도체·장비	11.4	18.6	7.2	144.1	121.8	-22.26	10.41	-4.15	<b>6.26</b>
은행	7.1	16.1	8.9	18.7	18.7	-0.02	1.67	0.00	1.67
자본재	9.2	5.6	-3.6	27.1	72.4	45.25	-0.98	2.54	1.56
소비자서비스	1.5	1.5	0.0	25.8	99.3	73.55	-0.01	1.11	1.10
경기소비재 유통	4.5	4.7	0.2	41.4	55.9	14.58	0.10	0.69	0.79
통신서비스	1.6	2.4	0.9	5.1	33.4	28.29	0.04	0.69	0.74
내구소비재·의류	1.1	0.8	-0.3	-1.6	28.6	30.17	0.00	0.24	0.24
음식료·담배	2.7	2.2	-0.5	13.4	23.9	10.43	-0.07	0.23	0.16
유틸리티	2.9	2.4	-0.5	17.7	28.6	10.93	-0.10	0.26	0.16
운송	1.5	1.6	0.1	8.3	7.6	-0.71	0.01	-0.01	-0.01
가정·개인용품	1.1	0.4	-0.7	9.1	21.6	12.54	-0.06	0.05	-0.01
필수소비재 유통	1.9	0.9	-1.0	17.6	33.8	16.13	-0.18	0.14	-0.04
보험	3.0	2.7	-0.3	7.4	6.5	-0.85	-0.02	-0.02	-0.05
제약·생명공학	6.9	2.4	-4.5	17.1	45.6	28.53	-0.76	0.68	-0.09
에너지	4.7	4.2	-0.4	21.3	20.8	-0.51	-0.09	-0.02	-0.12
산업전문서비스	1.1	0.1	-1.1	16.4	41.2	24.83	-0.18	0.01	-0.16
헬스케어 장비·서비스	2.8	0.6	-2.2	16.4	45.6	29.27	-0.36	0.18	-0.18
자동차·부품	2.2	3.2	0.9	51.6	29.7	-21.90	0.49	-0.69	-0.20
금융서비스	6.2	2.6	-3.6	15.0	19.0	3.99	-0.55	0.10	-0.44
미디어·엔터	6.9	5.4	-1.5	35.3	23.1	-12.18	-0.54	-0.65	<b>-1.19</b>
소프트웨어·서비스	7.2	1.4	-5.8	30.8	11.8	-18.98	-1.79	-0.27	<b>-2.06</b>
합계							<b>9.43</b>	<b>30.34</b>	<b>39.76</b>

자료: Bloomberg, 하나증권

Within-sector effect가 크고  
 밸류에이션 매력도가  
 높은 업종을 선별해  
 Active Budget에 따라 배분

단순 이익성장률을 넘어서는 위 분석들을 종합하면 EM Overweight 업종은 Within-sector effect가 크면서 밸류에이션 매력도가 높은(PEG 등) 업종으로 선별할 수 있고, IT 하드웨어, 소재, 자본재, 소비자서비스, 경기소비재 유통, 통신서비스가 이에 해당한다.

다만, 반도체는 DM 대비 성장 우위가 낮지만, 여전히 절대 기준으로 EM 내의 비중과 성장성이 크고, 이에 따른 Composition effect의 대부분을 차지하고 있다. 이는 EM 내 구조적으로 반도체 비중이 크기 때문에 업종의 강한 실적 사이클이 EM 전체에 더 크게 반영되고 있다고 해석하여 추가적인 Overweight 업종으로 선정한다.

이에 따라, Within-sector effect와 PEG에 업종 점수를 매겨 Overweight 업종들의 EM 내 기존 비중에 추가 비중(Active Budget 12%)을 더해 새로운 EM 포트폴리오를 구성했다.

도표 88. Within-sector effect와 PEG를 기준으로 배분한 업종 비중 (Active Budget = 12%)

업종	Within-sector effect	PEG	EM 내 원 비중 (%)	Overweight (%p)	최종 비중 (%p)
반도체·장비	-4.15	0.10	18.64	4.87	23.51
기술하드웨어·장비	23.49	0.04	11.87	3.10	14.97
자본재	2.54	0.20	5.15	1.34	6.49
은행	0.00	0.46	9.11	-3.13	5.98
경기소비재 유통	0.69	0.21	4.02	1.05	5.07
소재	5.77	0.09	3.78	0.99	4.77
미디어·엔터	-0.65	0.58	5.32	-1.83	3.49
자동차·부품	-0.69	0.42	3.15	-1.08	2.07
에너지	-0.02	0.48	3.08	-1.06	2.02
소비자서비스	1.11	0.23	1.42	0.37	1.79
제약·생명공학	0.68	0.59	2.33	-0.80	1.53
보험	-0.02	1.19	2.29	-0.79	1.50
금융서비스	0.10	0.58	2.22	-0.76	1.46
통신서비스	0.69	0.47	1.06	0.28	1.34
유틸리티	0.26	0.40	1.72	-0.59	1.13
음식료·담배	0.23	0.70	1.57	-0.54	1.03
소프트웨어·서비스	-0.27	1.75	1.37	-0.47	0.90
운송	-0.01	1.61	0.97	-0.33	0.64
내구소비재·의류	0.24	0.48	0.72	-0.25	0.47
헬스케어 장비·서비스	0.18	0.46	0.39	-0.14	0.26
가정·개인용품	0.05	0.87	0.37	-0.13	0.24
필수소비재 유통	0.14	0.51	0.26	-0.09	0.17
상업전문서비스	0.01	0.26	0.05	-0.02	0.03

주: EM 상위 5개국 외 국가 및 부동산 업종의 비중 고정  
 자료: Bloomberg, 하나증권

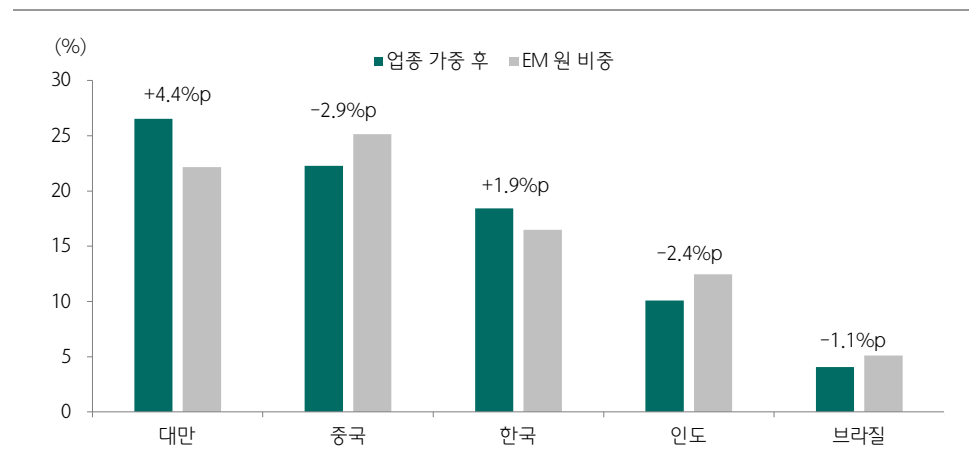
업종 배분이 국가 배분으로 연결  
IT하드웨어, 반도체, 자본재 등의  
Overweight이  
대만과 한국의 비중 확대를 유도

업종 배분 이후 국가 구성의 변화는 탑다운 (Top-down) 판단이 Within-sector effect와 밸류에이션 매력에 따라 국가 비중이 재배분된 구조이다. IT 하드웨어, 반도체, 자본재 등에서의 Overweight이 대만과 한국의 비중 확대를 유도했으며, EM의 핵심 알파가 하드웨어 중심의 테크 업종에 있다는 점이 국가 배분 측면에서도 다시 확인된다.

반면, 중국, 인도, 브라질의 비중은 축소되었는데, 이는 이들 국가에 대한 부정적인 판단 때문이라기보다 비중을 줄인 업종들의 국가 노출도가 크게 작용한 결과다. 중국은 하드웨어 중심의 테크 익스포저가 대만과 한국 대비 낮고, 인도는 금융과 내수 업종의 노출도가 상대적으로 높은 점이 반영되어 비중 축소가 발생했다. 브라질은 소재 업종의 일부 수혜가 반영되었지만, EM 주도 업종과의 정합성이 상대적으로 낮아 소폭 비중이 하락했다.

EM 포트폴리오에서 업종 배분은 국가 배분으로 연결되며, 특히 업종 집중도가 높은 신중국 시장에서는 이 효과가 더욱 크게 나타난다. 따라서 업종 중심 전략에 따른 국가 비중 변화는 EM 포트폴리오 전략의 핵심 전달 경로로 이해할 수 있다.

도표 89. 업종 Overweight 후의 국가 비중 변화



자료: Bloomberg, 하나증권

## 2) 신흥국 국가별 주식시장 전망 및 상대 매력도

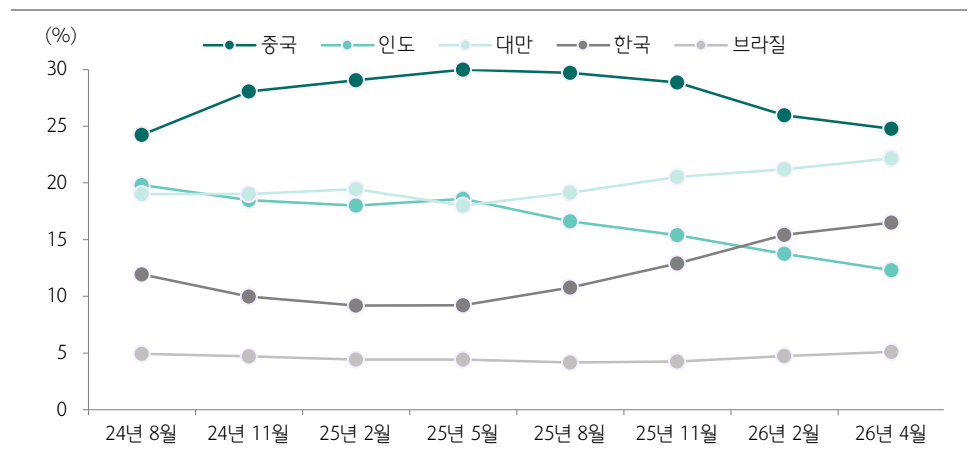
### (1) 국가별 상대 매력도

2027년말까지 국가별 우선 순위  
는 중국 > 대만 > 브라질 > 인도

자산배분 관점에서 대한민국의  
선호도는 대만 보다 우위

2027년까지 신흥국 상승세의 국가별 기여도는 2026년 국가별 업종 노출도에 따른 소수 집중(신흥 아시아)에서 2027년 점진적인 확산(중국/인도/아세안/남미) 과정이 진행될 것으로 예상된다. 상세 전망 대상인 4개국인 중국, 인도, 브라질, 대만 중에서 2027년말까지 매크로/정책/실적 전망에 기반한 국가별 상대 매력도는 중국 > 대만 > 브라질 > 인도 순으로 평가한다. 2026년 하반기 기준 중국, 대만, 브라질 투자 의견은 비중확대를 제시하며, 인도는 단기 투자 의견은 '중립'이나 중장기 투자 의견은 여전히 '비중확대'를 제시한다. 한편, 신흥국 자산 배분 관점에서 대한민국의 선호도는 대만 보다 우위이며 중국과 동일한 위치이다.

도표 90. 신흥국 주식시장 국가별 비중 변화 (2024년 8월-2026년 4월)



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 91. 하나증권 신흥국 국가별 투자 포인트 및 중장기 투자이견(~2027년)

국가	투자 의견	시장 전망	핵심 성장 동력 & 구조적 변화	리스크 및 변동성 요인	주요 지표 및 특이사항
중국	비중확대	실적 강세장 진입	강력한 재정정책 및 자산가격 부양 재개, 산업 고도화 성과 가시화	탈 부동산 후유증 지속, 내수 및 수출 불균형	15차 5개년 계획(26-30년) 초기 4.5~5% 성장 목표 유지
인도	중립 (2026년) 장기 비중확대	중장기 재평가	제조업 육성 및 인프라 확충을 통한 중장기 성장 기반 강화	원유발 충격(고유가), 루피화 약세에 따른 외국인 자금 유입 지연	원유 수입 의존도가 높은 구조로 인한 물가환율 부담
브라질	비중확대	강세 사이클 지속	주요국 중 유일한 금리 인하 단행, 원자재 수출 호조에 따른 경상수지 개선	고유가에 따른 물가 상방 리스크, 10월 대선 변동성	타국 대비 높은 중립금리 격차로 통화 완화 여력 충분
대만	비중확대	구조적 강세 유지	AI 공급망 '풀스택 제조 생태계'의 독보적 경쟁력, 글로벌 빅테크 CapEx 확대 수혜	양안 리스크, IT-전통 산업 간 양극화, 전력 수급 불안정	2026년 GDP 1조 달러 돌파 예상, 단일 종목 투자 한도 완화

자료: 하나증권

## (2) 중국 주식시장: 성장모델 전환 이후 새로운 균형과 희귀한 강세장

### 2027년까지 역대 가장 차별화된 강세장과 구조적인 기회

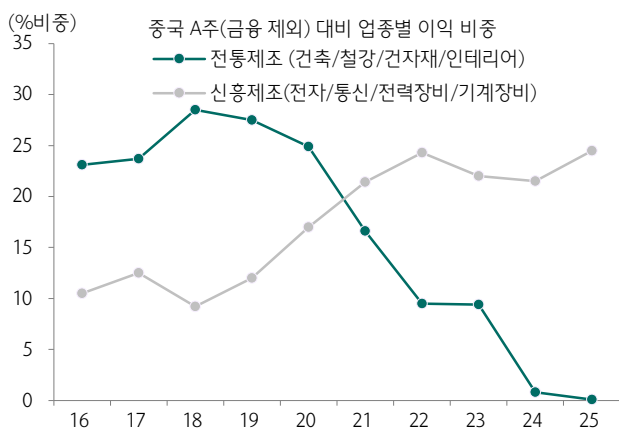
큰 틀에서 중국의 2026년-2027년이 단순히 물가-재고-실적 사이클의 반등뿐만 아니라, ① 경제 체질 개선 후유증 완충(신용/부동산/디플레이션), ②자산시장 장기 침체 탈출(장기금리/환율/주식비중), ③15차 5개년 계획과 산업 고도화 성과, ④중시 시가총액 및 수급 구조 변화 등 측면에서 역대 가장 차별화된 강세장과 구조적인 기회를 제공할 것이다.

2027년까지 중국 주식 투자의 내러티브는 경제 체질 개선과 성장모델 전환의 증시 투영, 공급 축소와 신규 CapEx가 견인하는 가격 반등이 핵심이다. 2027년까지 중국 수출 및 해외 실적과 테크 및 첨단 제조가 성장성을 제공하고, 내수는 공급 축소로 시작해 장기 침체 주체의 회복이 점차 확산될 것이다. 금번 강세장 사이클은 4-5년간 골격을 구축했으며(디레버리징/점유율/박리다매), 향후 2년간 이익과 CapEx가 견인하는 실적 장세로 채워질 전망이다. 대외적으로 글로벌 질서 변화와 공급망 재건, AI 혁명과 주요국 재정 확장, 비(非)달러 자산 수요가 중국 증시에 유리하게 작용할 전망이다.

### 27년까지 중국 주식 투자 핵심은 경제 체질 개선과 성장모델 전환의 증시 투영, 공급 축소와 신규 CapEx가 견인하는 가격 반등이 핵심

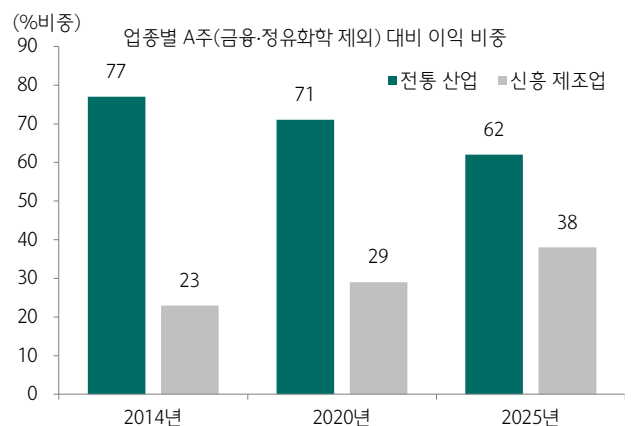
2025년 이후 중국 증시는 내부 체질 개선(탈부동산/제조업 고도화)과 대외 경쟁력(해외 진출+수출호조+AI/테크) 상승을 반영하기 시작했다. 상장기업의 이익 구조는 신흥 제조업 중심으로 빠르게 재편, 테크와 첨단제조 관련 업종의 매출과 순이익 비중이 2020년 각 10%에서 2025년 각 20%와 25%까지 급등했다. '수출-해외진출-테크/AI-친환경' 연결고리를 가진 신흥 제조업의 순이익 비중은 2025년 38%까지 상승했다. 중국 제조업의 글로벌 비중이 30%를 상회하며 수출 경쟁력이 입증되면서, 글로벌 공급망 재구축과 AI 확장이 중국 수출과 제조업을 더 키우는 구조가 되고 있다. 중국 수출 밸류체인은 베타(글로벌 수요)와 알파 요인(공급 경쟁력)을 확보, 2026년에도 수출과 해외 매출은 지속 상승이 예상된다. 한편, 내수 업종의 경우 2027년까지 가계-지방정부-디벨로퍼 순으로 회복을 시작하고, 가계의 디레버리징 충격이 점차 해소되면서 소비 회복의 발판이 마련될 전망이다. 경제 비관론과 증시 할인 축소, 장기 성장률과 이익 전망 상향, 위안화 평가절상 사이클이 기회 요인이다.

도표 92. 중국 전통제조 VS 신흥제조 A주 대비 업종별 이익 비중



자료: Wind, 하나증권

도표 93. 전통산업 VS 신흥제조업의 A주 대비 이익 비중 변화



주: 신흥 제조업은 전자, PC, 미디어, 통신, 전력장비, 기계장비, 방산, 제약바이오 등 포함. 금융 및 정유화학을 제외한 나머지 산업은 전통 산업으로 분류  
자료: Wind, 하나증권

**시진핑 4연임(2027년 10월)과  
주식시장 부양**

시진핑 주식 4연임(2027년)과 15차 5개년 계획 관점에서도 주식시장 부양 필요성은 매우 높다. 중국 증시는 역대 5개년 계획 전환기에 1-2년 단위의 강세장을 보인 바 있으나 금번 사이클의 경우 단순 정책-경기 진작 혹은 직접금융 육성 등의 목적을 압도한다. 금번 사이클은 ①정치적 목적, ②성장 모델 전환과 내수 부양, ③가계 탈부동산·자산관리 수요, ④주식시장 활용법의 구조적인 변화(정부/기관/육성), ⑤기술자립·공급망 고도화 성과 투영 등에 따라 역대 가장 복합적인 당위성을 구축한 ‘구조적인 강세장’이 펼쳐질 수 있다.

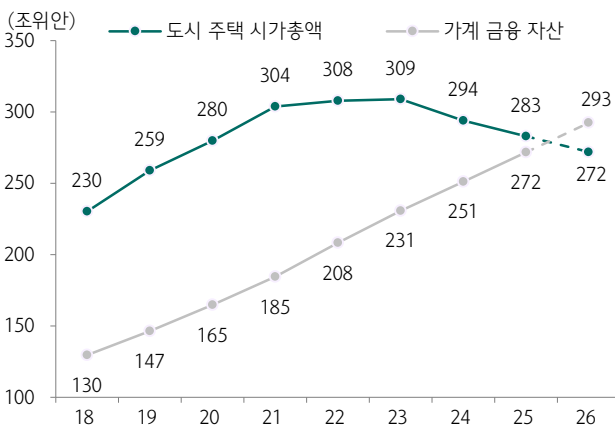
**금번 주식 부양은 정치적인 목적,  
성장 모델 전환과 내수 부양,  
가계 탈부동산 이후 자산관리 수요  
등 측면에서 증장기 구상의 일환**

실제로 3기 지도부의 주식시장 활용법은 2024년 4/4분기 이후 구조적으로 달라진 모습을 입증하고 있다. 2025년 이후 전방위 증시 부양책을 통한 유동성 함정 및 디플레이션 탈출 시도(통화량/물가 선행), 가계 측면에서 ETF/신용/사모펀드 투자 촉진과 규제 완화, 유통시장 관점에서 장기자금 투자 촉진(보험사/연기금)과 국유기업 주주환원 강화, 발행시장 관점에서 홍콩(H주/회사채)과 본토 과장판 등 ‘패스트 트랙’ 도입을 통한 민영기업의 자금조달 지원 등 과거 대비 복합적이며 구체적이다.

**2027년까지 리플레이션과 실적  
회복 사이클과 맞물려 역대 가장  
복합적인 정책 당위성을 가진  
‘구조적인 강세장’을 전망**

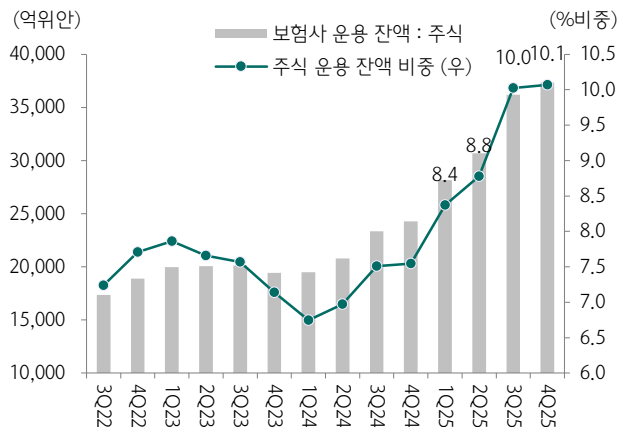
2025년 기준 중국 가계 재산성 소득과 가처분 소득 비율은 10년래 최저치까지 하락했고, 가계 자산 소득의 비율은 8%로 미국(24%)은 물론 주요국 중 최하위권에 위치한다. 15차 5개년 계획에서는 단순 소비 증가를 축진이 아닌 증장기 시스템 구축을 강조하고 있는데, 고용 안정 정책과 함께 주식시장 부양이 소비 촉진의 양대 축이 될 것으로 판단한다.

**도표 94. 중국 도시 주택 시가총액 VS 가계 금융 자산: 26년 역전 전망**



자료: Wind, 하나증권

**도표 95. 중국 증시 최대 기관인 보험사 주식 비중: 25년부터 급상승**



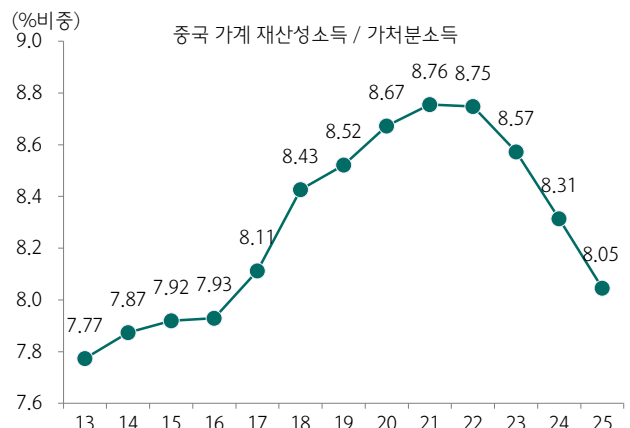
자료: Wind, 하나증권

**도표 96. 중국 CSI300 주가는 역대 5개년 계획 전환기에 강세장 시현**



자료: Wind, 하나증권

**도표 97. 중국 가계 재산성소득 / 가처분소득 추이**



자료: Wind, 하나증권

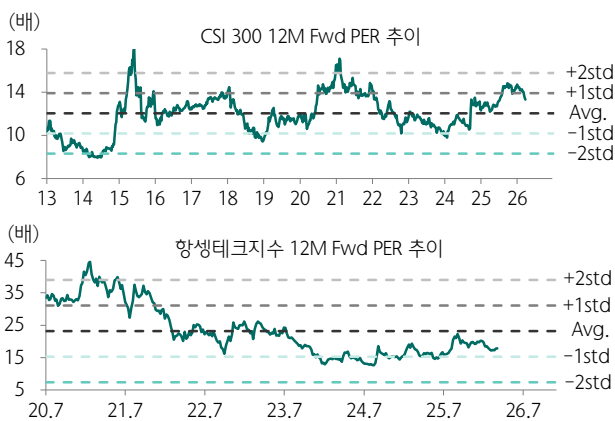
27년까지 '리플레이션-이익-내수' 선순환이 주도하는 2016-2017년 이후 가장 긴 실적 강세를 전망

한편, 2026년 상반기 대외 불확실성 확대(AI 불안+중동 충격)에도 불구하고, 2026년 중국의 리플레이션과 2027년까지 중국 주식시장의 실적 장세 전환 경로 전망은 유효하다. 2026년 상반기 중국 성장주와 홍콩 증시 부진은 2025년 초과 유동성과 신뢰 회복이 주도한 1차 강세장에서 하반기 실적이 주도하는 2차 강세장 전환 과정이라고 평가한다. 2026년 장기 침체 사이클 반등(물가/재고/신용)과 부동산-가계 충격 정점 통과, 내수 경기 상저하고 패턴과 산업 호재(실적/CapEx) 전망은 여전히 유효하다. 2026년 중국은 대외 불확실성에 유리한 낮은 자세(정책 여력과 편입 비중)와 단단한 하체(내구성과 사이클 회복)로 비유할 수 있다.

구조적인 신규 로컬 자금 유입, 중국 수뇌부의 주식시장 부양 정책이 동반 견인하는 강세장 기대

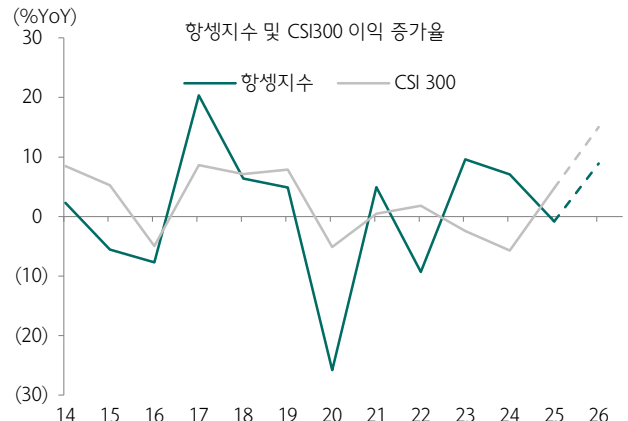
장기적으로 실적 강세장을 지지하는 방향성인 ①5년 만의 리플레이션과 이익/ROE 반등(물가+반내권), ②부동산의 경제 후유증 축소와 실적 구조의 고도화(첨단제조/테크/AI/친환경/해외), ③15차 5개년 계획 1년 차 모멘텀과 신흥 산업의 IPO-CapEx 사이클 재개, ④가계 자산의 대규모 리밸런싱과 정부 주식 활용법 변화와 재평가 등이 전혀 달라지지 않았다고 평가한다. 특히, 중장기적으로 중국 증시의 수급을 낙관하는 근거에는 거시적인 관점에서 가계의 탈(脫) 부동산-예금과 구조적인 주식 투자 확대가 배경이라면(2026년 도시 주택 시총과 금융자산 역전), 실제 투자 관점에서는 중국 보험사/연기금 등이 주도하는 구조적인 투자 확대 역시 강세장을 지지하는 한 축이 될 것으로 전망한다.

도표 98. CSI300 및 항셱테크지수 12M fwd PER 추이



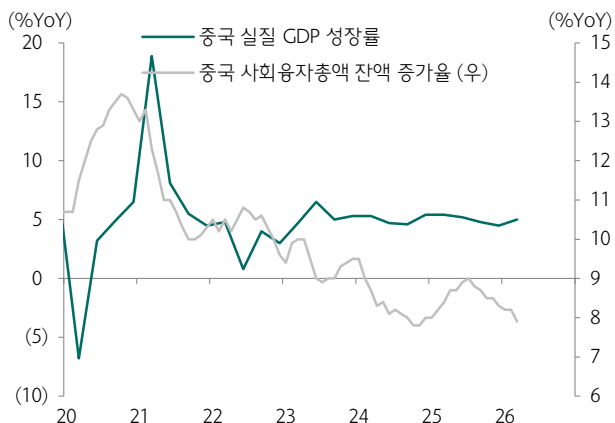
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 99. 항셱지수 및 CSI300 이익 증가율



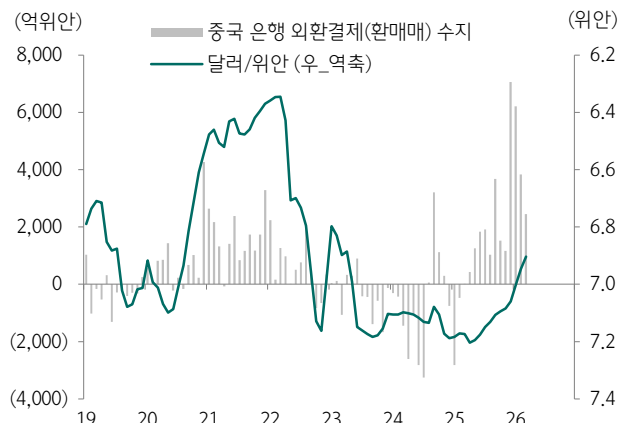
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 100. 중국 실질 GDP 성장률 VS 사회용자총액 잔액 증가율



자료: Wind, 하나증권

도표 101. 중국 은행 외환결제 수치 VS 달러/위안



자료: Wind, 하나증권

**(3) 인도 주식시장: 단기 변동성 불가피. 다만, 중장기적으로 재평가 가능성은 유효**

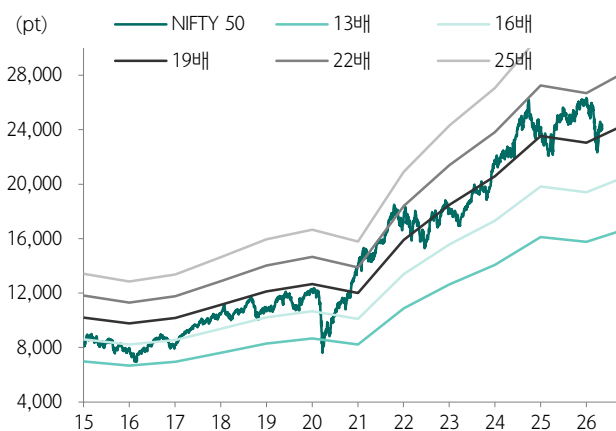
인도 증시는 외국인 자금  
순유출 이어지며 반등폭 제한

단기적으로는 대외 변수,  
특히 유가 상승, 환율 약세에 따른  
외국인 복귀 지연되면서  
변동성 장세 불가피할 전망이다

다만, 중장기적으로 대외 불확실성  
완화될 경우 탄탄한 내수 기반으로  
견조한 성장세 이어갈 전망,  
증시 재평가 가능성 유효 판단

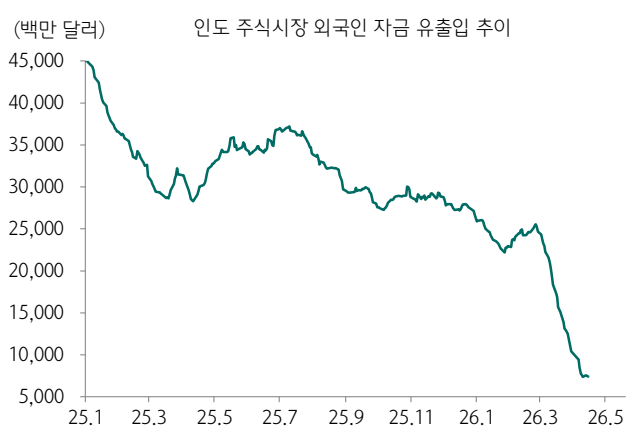
연초 이후 인도 증시는 로컬 기관과 개인 투자자들의 자금 유입이 하방을 지지했음에도 불구하고, 외국인 투자자들의 순유출이 이어지며 반등 폭이 제한되는 흐름을 보이고 있다. 2025년부터 이어진 트럼프발 관세 불확실성이 다소 완화되기 시작하면서 외국인 자금 이탈 역시 점진적으로 진정되는 듯했으나, 이후 미국-이란 전쟁에 따른 국제유가 급등과 루피 약세 우려가 다시 부각되며 수급 여건은 재차 악화됐다. 특히 3월 한 달에만 지난해 연간 순유출액의 약 70%에 달하는 127억 달러 규모의 외국인 자금이 유출됐다. 단기적으로는 원유 공급이 정상화되기까지 유가와 환율 변동성이 완전히 해소되기 어려운 만큼, 외국인 수급 복귀도 제한되면서 박스권 내 변동성 장세가 이어질 가능성이 높다. 반면 중장기적으로는 유가와 환율이 점차 안정됨에 따라 인도 증시가 다시 내수와 투자 모멘텀을 반영하는 국면으로 복귀할 가능성이 높다. 경제성장률에 대한 하방 압력이 높아진 것은 사실이나, 이는 인도만의 문제가 아니라 글로벌 전반에 공통적으로 작용하는 변수이며, FY2027 성장률 전망치는 FY2026년 7.6% 대비 소폭 하향 조정됐지만, 여전히 글로벌 주요국 대비 견조한 성장세를 유지할 것으로 예상된다. 결국 단기적으로는 대외 변수에 따른 변동성이 불가피하나, 중장기적으로는 상대적으로 견조한 성장률과 탄탄한 내수 기반을 바탕으로 인도 증시의 재평가 가능성은 여전히 유효하다는 판단이다.

도표 102. 인도 NIFTY50 지수 12MF PER 밴드



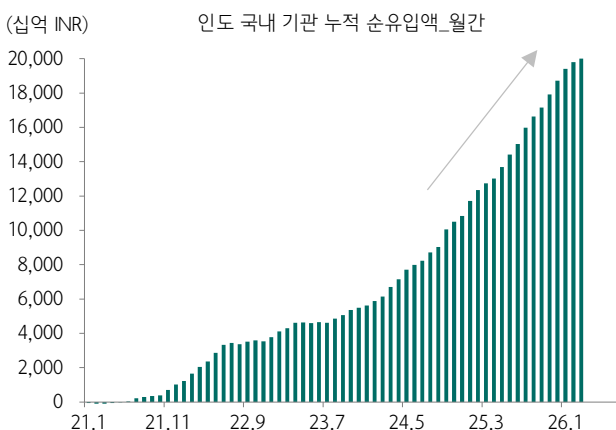
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 103. 인도 증시 외국인 자금 유출입 추이



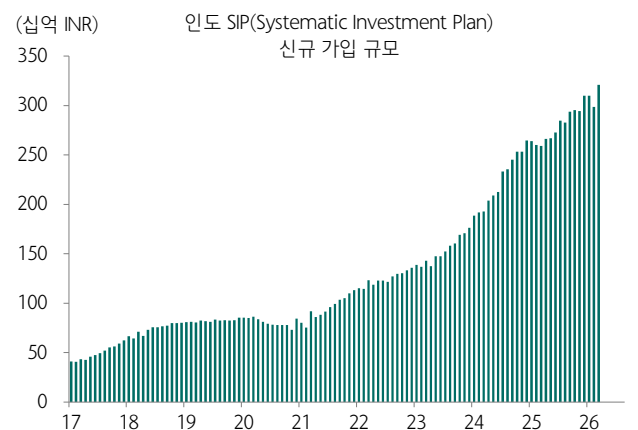
자료: CEIC, 하나증권

도표 104. 인도 로컬 기관 투자자 순유입액 추이



자료: CEIC, 하나증권

도표 105. 인도 로컬 개인 투자자 자금 순유입액 추이



자료: CEIC, 하나증권

#### (4) 브라질 주식시장: 원자재와 정책의 조합이 강세장을 이끌 것

올해 브라질 보베스파 지수는 MSCI EM과 ACWI 지수를 큰 폭으로 아웃퍼폼

중동 전쟁 이후 글로벌 증시 변동성이 확대된 가운데, 브라질 주식시장이 의외의 안정성을 보이며 주목받고 있다. 올해 브라질 보베스파(Bovespa) 지수는 누적 20% 이상 상승하며, 동기간 MSCI 신흥국(EM) 지수와 ACWI 지수를 압도적으로 아웃퍼폼했다. 특히 중동 전쟁 이후 브라질과 대만은 신흥국 중 유일하게 상승세를 유지했다.

지수 상승을 견인한 재료

- 1) 금리 인하 기대감
- 2) 원자재 수출 호조
- 3) 매력적인 실질금리

브라질 증시의 첫 번째 동력은 금리 인하 기대감이다. 브라질 중앙은행(BCB)은 지난 3월 통화정책회의에서 주요국 중 유일하게 25bp 인하를 단행했다. 인플레이션 경계감이 상존하고 있음에도 불구하고 이미 고금리 유지 기조가 내수 수요를 억제하고 있어 금리 인하를 통한 경기 부양이 필요한 상황이다. 이러한 기대감은 작년년부터 금리에 민감한 금융과 부동산 섹터의 강세를 견인하고 있다.

글로벌 자금의 꾸준한 유입 또한 핵심 동력이다. 달러-헤알 환율은 올해 누적 10% 절상, 중동 전쟁 직후로 봐도 달러 강세장 속에서도 3% 절상되었다. 원자재 수출 호조에 따른 경상수지 개선 기대감과 타 신흥국 대비 월등히 높은 9% 수준의 실질금리가 매력적인 캐리 트레이드 환경을 조성했기 때문이다. 브라질 수출 증가율은 2025년 2월 -3.3%을 기점으로 반등 사이클에 진입하며 펀더멘털을 뒷받침하고 있다.

브라질 강세장 당분간 지속될 것

- 1) 수출 우호적인 환경과
- 2) 하반기 본격적인 인하 사이클

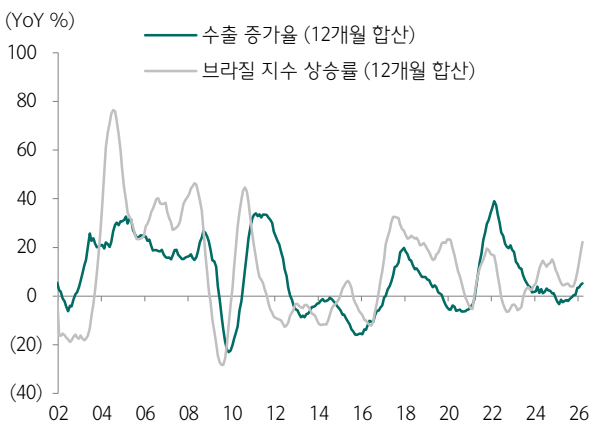
브라질의 강세장은 당분간 지속될 전망이다. 중동 불확실성이 완화되면 하반기 중앙은행의 금리 인하 사이클이 본격화될 수 있고, 이번 리스크를 계기로 글로벌 에너지 및 원자재 수입 다원화 수요가 늘어나며 브라질 수출에 우호적인 환경이 조성될 것이기 때문이다. 역사적으로 보베스파 지수는 수출 증가율이 저점을 타진한 후 반등하는 시점에 강력한 동행성을 보였으며, 현재가 바로 그 반등의 초입 단계로 판단된다.

단, 대선은 변동성 요인

야당 집권 가능성은 주식시장 호재

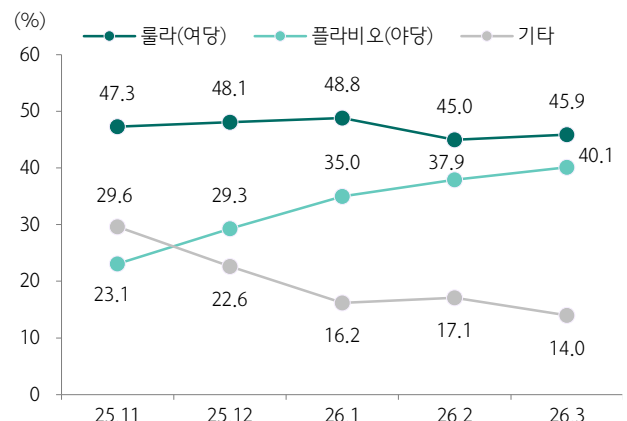
4분기 예정된 브라질 대선은 변동성 요인이다. 긍정적인 점은 현 정권의 포퓰리즘 정책에 대한 피로감이 누적되면서, 보우소나루 전 대통령의 아들인 플라비우 의원이 야권 후보로 부상하며 우파 정권으로의 표심 이동 가능성이 커지고 있다는 점이다. 최근 플라비우의 지지율은 40%대까지 상승하며 룰라 대통령과 접전을 벌이고 있다. 시장 친화적인 야당의 집권 가능성은 향후 주식시장에 추가적인 호재로 작용할 가능성이 높다.

도표 106. 수출 증가율 반등은 브라질 지수 상승을 견인



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 107. 야당 집권 기대감은 주식시장에 호재로 작용할 가능성



자료: AtlasIntel, 하나증권

**(5) 대만 주식시장: AI 공급망의 중심, 대만 증시의 구조적 강세**

대만, 반도체 공급망 핵심 지위  
세계 6위 시장으로 부상

대만 증시 상승 논리가  
AI 기대감에서 실적 장세로 이동

AI 밸류체인의 공급 명목은  
대만 테크기업들의 실적 개선 요인

대만 강세 흐름 지속될 가능성 큼  
1) 'TSMC 조항' (투자 한도 상향)  
2) 가계 및 기관 가용 자금의  
증시 유입 확대 등 주목

양안 리스크에도 불구하고,  
대체 불가능한 기술력으로  
글로벌 핵심 공급망 지위 유지

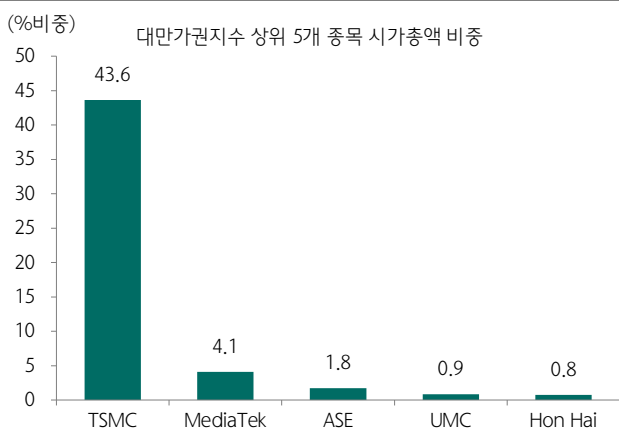
AI 산업과 함께 P, Q 동반 성장

지속되는 미·중 갈등, 관세 리스크, 중동 지역의 지정학적 긴장 등 대외 불확실성에도 불구하고, 대만은 글로벌 반도체 공급망 내 핵심 지위를 기반으로 상대적인 안전자산 역할을 수행하고 있다. 특히 AI 산업 성장에 따른 구조적 수혜가 부각되며 대만 증시는 지난 4월 시가총액 규모에서 캐나다를 제치고 세계 6위 시장으로 부상했다. 지난해에는 AI 산업에 대한 기대감이 증시 상승을 견인했다면, 올해는 실질적인 GDP 성장률 개선과 기업 실적 성장세가 이를 뒷받침하고 있다는 점에서 상승 동력이 더욱 강화되고 있다. 또한 시장의 매수세는 단순히 TSMC에 집중되는 것이 아니라, 폭스콘, 미디어텍 등 AI 공급망 전반으로 확산되는 양상을 보이고 있다. 이는 AI 투자 확대가 GPU 중심에서 벗어나 수동소자, 기판, 소재, 메모리 등 밸류체인 전반에 걸쳐 연쇄적인 공급 병목 현상을 유발하고 있기 때문이다. 결과적으로 관련 부품의 가격 상승과 공급 타이팅 현상이 장기화되는 구조가 형성되고 있으며, 이는 대만 IT·반도체 기업들의 실적 개선으로 이어지고 있다.

중장기적으로 AI 산업 성장세가 지속되는 한, 대만 증시의 강세 흐름이 지속될 가능성이 크다. 특히 정책 및 유동성 측면에서도 우호적인 환경이 조성되고 있다. 우선 대만 금융당국은 대만 주식형 펀드 및 액티브 ETF의 단일 종목 투자 한도를 기존 10%에서 25%로 상향 조정했다. TSMC의 시장 비중이 이미 40%를 상회하는 상황에서, 현실과 괴리된 규제를 완화함으로써 기관 자금의 유입 확대와 시장 유동성 개선 효과가 기대된다. 아울러 대만 내 통화지표 측면에서도 긍정적인 신호가 나타나고 있다. M1B와 M2 증가율이 골든크로스를 형성한 가운데, 특히 M1B 증가율이 큰 폭으로 확대되며 시중 유동성이 빠르게 증가하고 있다. 이는 기업 실적 호조로 가계 및 기관의 가용 자금이 확대된 결과로 해석되며, 해당 자금이 예금보다는 반도체 및 AI 자산으로 유입될 가능성이 높다. 이에 대만 증시는 풍부한 유동성을 기반으로 높은 하방 경직성을 유지할 것으로 전망된다.

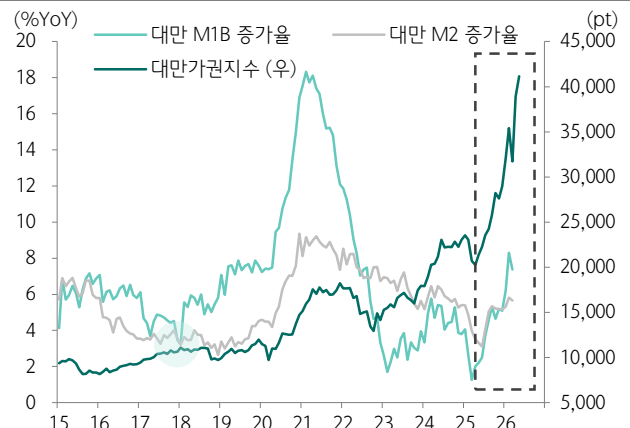
대만 증시는 상시적인 양안 리스크에 노출되어 있으나, 역설적으로 미국과 서방 국가들이 대만 반도체 공급망을 핵심 전략자산으로 인식하고 있다는 점도 중장기적인 안정성을 높이는 요인으로 작용할 것이다. 글로벌 주요 고객사들은 첨단 반도체 생산 역량과 공급망 효율성 측면에서 대만을 단기간 내 대체하기 어려운 상황이다. 이러한 높은 공급망 의존도는 대만 기업들의 협상력 및 가격 결정력을 강화시키는 효과를 만들며, 향후 AI 산업 성장 국면에서 가격(P)과 물량(Q)의 동반 성장을 가능하게 하는 핵심 기반이 될 전망이다.

도표 108. 대만가권지수 중 상위 5개 비중(테크주) 51% 상회



자료: Factset, 하나증권

도표 109. M1B-M2 증가율 골든크로스 형성, 하방 경직성 강화



자료: Wind, 하나증권