

2027년 주식시장 전망과 전략

그라운드 제로 (Ground Zero)

김용구 Strategist
02 3770 3521
yg.kim@yuantakorea.com

신현용 Quant Analyst
02 3770 3634
hyunyong.shin@yuantakorea.com

이재원 Market Analyst
02 3770 5719
jaewon2.lee@yuantakorea.com

김세빈 Research Assistant
02 3770 3646
sebin2.kim@yuantakorea.com



2027년
주식시장 전망과 전략

그라운드 제로 (Ground Zero)



김용구

Strategist

02 3770 3521
yg.kim@yuantakorea.com



신현용

Quant Analyst

02 3770 3634
hyunyong.shin@yuantakorea.com



이재원

Market Analyst

02 3770 5719
jaewon2.lee@yuantakorea.com



김세빈

Research Assistant

02 3770 3646
sebin2.kim@yuantakorea.com

CONTENTS

PART 1	주식시장 전망과 전략	7
PART 2	2027년, Blue Wave와 함께할 미래	67
PART 3	Quant 전략: 사이클 하락기 투자 지침서	87
PART 4	포트폴리오/주도주 전략	111

SUMMARY

2027년 주식시장 전망과 전략

2027년 KOSPI는 AI/반도체 대표주 실적 추가 도약과 점진적 멀티플/수급 정상화 과정에 발맞춘 지수 6,000~10,000Pt 밴드 내 상저하고식 주가흐름 전개를 예상. 분기별로는 '26년 4Q 및 '27년 1Q 중 6,000~7,500Pt, 2Q 6,500~8,000Pt, 3Q 7,500~9,000Pt, 4Q 8,500~10,000Pt의 등락 경로를 상정. Best 시나리오에 따른 경우 지수 상단은 12,000Pt선까지 추가 도약이 가능하며, Worst 시나리오를 상정하더라도 지수 6천Pt선의 하방 지지력은 공고한 것으로 평가. KOSDAQ은 Base 시나리오下 1,200Pt선, Best 시나리오下 1,550Pt선을 전망. '27년 상반기까진 KOSDAQ, 하반기 KOSPI 상대우위 가능성에 초점

한국증시 내부 낙관주의가 실종. 1) 해외 투자자들은 한국 수출/실적 쿼터점프 행렬을 그 지속 가능성이 결여된 잠시 잠깐의 해프닝 정도로 평가절하하며 중립이하 수급 대응을 반복 중에 있고, 2) 국내 기관 투자자 상당수는 삼성전자 3분기 영업이익 100조원대 달성에도 답이 없는 시장에 크게 낙담하며 방향성 없는 단기 개별주 매매로 수익률 생존 게임으로 표류하는 모습이며, 3) WM/리테일 투자자들 역시 '국장 탈출은 지능 순'이란 조소를 다시 뇌까리며 국내증시에 등 돌리기 시작. 단, 연꽃은 구정물 위에서 피어오르며, 가장 낮은 곳에서 출발하면 크게 높이는 못가더라도 언제나 충분한 거리와 기회를 확보할 수 있었음을 상기할 필요가 있는 시점

1) '27년 미국 추세 이하 경제성장과 하반기 Core PCE 물가 2%선 목표 근접으로 실제 최대 2회 이하로 제한될 '27년 말까지의 연준 금리인상(12월 마지막 인상을 Base 시나리오로 설정), 2) '27년 고물가/고인축/고금리 리스크 정점통과와 미 10년 국채금리 Fair Value 4.8~5.0%권으로의 회귀, 3) 시장금리 하향 안정화에 따른 주요 빅테크/하이퍼스케일러 Capex 슈퍼 사이클 지속 가능성에 대한 의구심 완화, 4) Big 5 하이퍼스케일러 외연/매출 확대가 자극하는 관련 밸류체인 멀티플 정상화, 5) 80%대 LTA가 담보하는 한국 AI/반도체 대표주의 폭발적 실적 성장세 등이 '27년 KOSPI의 상반기 8천Pt선 탈환기, 하반기 1만Pt선 도전기를 견인할 전망. 업황/실적 전망 가시성이 높고 환율 민감도가 낮은 AI/반도체 밸류체인은 현 컨센서스 이상으로, 이와 상반된 비AI/반도체는 컨센서스 이하로 실적 전망 경로를 재설정. Base 시나리오(AI/반도체 밸류체인 +10% 상향조정, 비AI/반도체 -10% 하향조정)에 따른 경우, '27년 KOSPI 실제 영업이익은 1,410조원, 지배주주순이익은 1,160조원 동반 1천조원 시대 진입이 가능할 전망

고민은 반도체 주도 세계 2위 실적 모멘텀을 불신하며 역사적 Rock-bottom 멀티플에도 투매공세를 지속 중인 외국인 투자가 시각. 이는, 1) 반도체 주도 한국 중장기 실적 전망을 딱히 신뢰하지 않거나, 2) AI Play 측면에선 실적 모멘텀과 무관하게 한국보단 대만 반도체가 훨씬 더 편하며, 3) 극단적 수급 부침과 변동성을 지닌 한국시장을 중국, 프랑스, 독일, 인도 이상으로 끌고가는 것이 달갑지 않다는 글로벌 자산배분 투자자측 부정적 인식의 발로에 해당

외국인 투자가 반도체 원투펀치 시각선회를 위해선, 1) 고물가/고인축/고금리 리스크 정점통과, 2) 하이퍼스케일러 매출/외연 확대(Capex 슈퍼 사이클 지속 전망의 신뢰도/가시성 개선), 3) 시장 눈높이 이상의 실적 성장세 증명(LTA 유효성 확인으로 현 실적 쿼터점프 전망이 단가 상승에만 기댄 일시적 해프닝이 아님을 증명), 4) 생산 Capa 조기 증설과 수율 개선(단가 부진시 탄력적 물량 증대로 실적 보전이 가능할 수 있음을 증명), 5) 미국 빅테크 수준의 적극적 주주환원 작업 등이 요구. '27년 상반기까진 중립이하 반도체 원투펀치 주가/멀티플/외국인 수급 환경으로, KOSPI P/E 상단은 -2.5SD권(6배, 환산 지수대 8,000Pt) 내외로 제한이 불가피. '27년 하반기 외국인 투자가 반도체 원투펀치 점진적 시각변화가 가세하며, KOSPI P/E 상단은 -2.0SD권(7.3배, 환산 지수대 10,000Pt)로 부분 정상화가 가능할 전망

고물가/고인축/고금리 리스크 해지를 고민 중인 2027년 시장 투자자의 포트폴리오/주도주 전략 측면 관심은 세가지 방향으로 분화돼 나타날 전망. 1) 시장금리 Bear-Flattening 또는 직후 Bull-Steeptening 전환 국면 당시 KOSPI 대비 초과성과 확보가 가능했던 실적 모멘텀 및 가격 전가력 보유주 육식 가리기, 2) AI/반도체 밸류체인은 미국 Big 5 하이퍼스케일러 매출 증가율과 밀접한 주가 상관성을 보였던 낙폭과대 실적주, 비AI/반도체 밸류체인은 '27년 최악(Worst 실적 추정치)이 '26년 최선(Best 실적 추정치)을 앞서는 실적 불확실성 무풍지대 이원화 압축대응, 3) KOSDAQ 셀렉트 지수 편입 예상 중소형 실적주 길목 지키기가 이에 해당. 관련 맥락에 부합하는 '27년 주도 업종대안은 반도체, IT가전(2차전지), IT하드웨어, 조선, 기계, 화학, 바이오. '27년 유안타증권 Top Picks론 삼성전자, SK하이닉스, 삼성전기, KB금융, 두산에너지빌리티, 삼성SDI, 셀트리온, LS ELECTRIC, S-Oil, LIG디펜스엔에어로스페이스, 현대건설, HD현대마린솔루션, 대덕전자, 인텔리안테크, 토모큐브를 제시

SUMMARY

2027년, Blue Wave와 함께할 미래

2026년 중간선거에서 민주당의 양원 장악 가능성이 높아지면서 시장의 관심도 선거 결과보다 Blue Wave 이후 정책 변화의 강도로 이동. 이미 법제화된 정책을 되돌리기보다는 하원의 예산·조사권과 상원의 인사·인준권을 통해 신규 감세와 추가 재정확대에 제동을 거는 것이 우선적인 변화

Blue Wave와 함께할 2027년 금융시장의 핵심은 재정적자 축소보다 추가 확대 가능성의 제한. OBBBA를 통해 중장기 적자 확대 경로가 이미 형성된 만큼 기존 재정을 되돌리기는 어렵지만, 추가 재정확대 제약은 장기금리 상방 압력을 낮추는 요인. 반면 예산안·부채한도 협상 과정의 정치적 교착은 채권시장 변동성 확대 요인. 높은 주택가격과 모기지 금리로 생활비 부담도 이어지는 가운데, 민주당의 대응은 금리 인하보다 주택 공급 확대와 전력·의료 등 개별 비용 부담 완화에 집중될 전망. 관세는 IEEPA 무효화 이후에도 다른 법적 수단을 통해 유지될 수 있어 물가와 기업 비용의 상방 변수로 잔존.

산업정책에서는 대중국 첨단기술 통제와 AI 투자 확대의 큰 방향이 유지되는 가운데, 데이터센터 증설로 전력 병목이 더욱 부각될 전망. Blue Wave의 영향은 AI 수요 자체보다 전력 공급 방식에서 나타날 가능성. 풍력·태양광은 정책 기대가 재부각될 수 있는 반면, 송전망·전력기기·ESS는 전력수요 확대에 따른 구조적 투자 수요가 지속되는 영역.

과거 금리 인상기에도 중간선거 이후 미국 위험선호는 회복됐지만 국내 증시의 반등 강도는 차별화. 따라서 2027년 전략은 정치 이벤트보다 장기금리와 이익 경로에 초점을 둘 필요. AI 반도체와 전력 인프라 등 구조적 수요 변화 지속될 테마를 중심으로 대응하고, 신재생은 Blue Wave에 따른 정책 수혜 옵션으로 접근하는 전략이 유효

'27년 Quant 전략: 사이클 하락기 투자 지침서

[사이클 점검] '26년 강세장의 동력은 이익 성장. 12MF 영업이익 추정치는 +198.9% 상향되며 '01년 이후 최대 연간 상향 조정폭을 기록. 다만, 7월 이후 상향 속도는 둔화되었으며 지수 또한 제한적인 회복세를 지속. '26년의 가파른 성장은 '27년 기저 부담으로 작용하며 YoY 이익 성장률(이익 사이클) 지표의 하락은 예정된 수순. 사이클 상승기 대비 하락기 지수의 성과는 부진한 경향이 지속. 다만, '05년 이후 5차례 이익 사이클 하락기 중 지수가 하락한 케이스는 3번, 그 외 2번은 완만한 상승세 지속. 가파른 성장 이후 이익의 레벨 보전 여부가 사이클 하락기 지수 성과에 핵심적으로 작용. 현재 KOSPI 내 반도체 업종의 이익 비중이 약 80%에 달하는 만큼 '27년 증시의 향방은 반도체 기업의 이익 방어력에 좌우될 전망

[반도체 점검] 과거 반도체 이익 사이클 정점에서의 컨센서스는 언제나 낙관적이었던 경향. 다만, 시장은 추정치를 액면 그대로 받아들이지 않으며 이익(E) 성장률이 주가(P) 상승률을 추월. 이에 따라, 이익 성장기 P/E는 하락하고 성장 정점 구간의 P/E는 최하단에 위치하며 “고PER에 사서 저PER에 팔아라”라는 격언이 성립. 현재의 역사적 하단 수준의 P/E 역시 가파른 성장 이후 사이클 지속성을 의심하는 시장의 사전 투표 결과로, 추정치 대비 약 -57.0%의 감익이 주가에 반영된 상태. 다만, 선반영된 할인율은 이후 주가 낙폭을 제한하는 완충 장치로 작용하며, 이익 레벨 보전 시 할인의 해소가 나타나는 것으로 확인. 하락 리스크는 제한적인 반면 할인 해소에 따른 주가 상승 여력이 높은 상황으로, 보유의 위험보다 미보유의 기회비용이 압도적으로 높은 것으로 판단

['27년 Quant 전략] 이익 사이클이 정점을 기록하고 하락기에 진입하는 국면, 주도 업종의 이익 및 주가 모멘텀이 둔화되며 시장의 시선이 분산. 이에 따라, 업종 전반에 종목이 분포된 스타일 전략의 성과 확대. 그 중 리비전과 YoY 상위 스타일이 사이클 하락기 가장 안정적인 성과를 기록. 두 스타일의 핵심 공통 변수인 12MF 추정치는 FY1과 FY2의 기간 가중으로 산출되어 성장 경로가 견고할수록 가파른 위상향을 지속. 즉, 성장 경로는 두 스타일에 편입될 종목을 사전에 식별하는 선행 지표로 기능. 최종적으로, '26~'28년 성장 경로와 리비전, YoY 사이클 스코어 상위 업종 및 종목을 스크리닝

PART 1

주식시장 전망과 전략



김용구

Strategist

02 3770 3521
yg.kim@yuantakorea.com



1) 2027년 KOSPI 전망: 6,000~10,000Pt

- 2027년 KOSPI는 AI/반도체 대표주 실적 추가 도약과 점진적 멀티플/수급 정상화 과정에 발맞춘 지수 6,000~10,000Pt 밴드 내 상저하교식 주가흐름 전개를 예상
- 분기별로는 '26년 4Q 및 '27년 1Q 중 6,000~7,500Pt, 2Q 6,500~8,000Pt, 3Q 7,500~9,000Pt, 4Q 8,500~10,000Pt의 등락 경로를 상정
- 지수 상단은 '27년 KOSPI 예상 순이익 1,160조원(AI/반도체 949.3조원, 비AI/반도체 210.1조원 반영), Target P/E 7.3배(+1.0 σ , 10/8일 현재 5.11배)로 산출
- 지수 하단은 '27년 KOSPI 예상 순이익 960조원(AI/반도체 776.7조원, 비AI/반도체 186.7조원 반영), Target P/E 5.1배(-1.0 σ)를 고려해 산출
- Best 시나리오에 따를 경우 지수 상단은 12,000Pt선까지 추가 도약이 가능하며, Worst 시나리오를 상정하더라도 지수 6천Pt선의 하방 지지력은 공고한 것으로 평가

'27년 순이익 및 P/E 시나리오별 KOSPI Target 추정

구분	'27년 예상 순이익 (컨센서스 보유 기업, 조원)	Target P/E (배)	Target KOSPI (상단 기준, 지수)
Best Case	1,270 (AI/반도체 밸류체인은 현 컨센서스 대비 +20% 상향조정, 비AI/반도체 밸류체인은 현 컨센서스를 준용)	8.5 (+2.0 σ)	12,000
Base Case	1,160 (AI/반도체 밸류체인은 현 컨센서스 대비 +10% 상향조정, 비AI/반도체 밸류체인은 -10% 하향조정)	7.3 (+1.0 σ)	10,000
Worst Case	960 (AI/반도체 밸류체인은 현 컨센서스 대비 -10% 하향조정, 비AI/반도체 밸류체인은 -20% 하향조정)	5.1 (-1.0 σ)	6,000

참고: AI/반도체 밸류체인은 W26 업종 분류 기준상 반도체, IT하드웨어, IT가전, 기계
자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터



2027년 KOSPI Target 추정

'27년 KOSPI Target 추정 모델

KOSPI 12개월 선행 P/E (배, 10/8일 현재 5.11배)

'27년 KOSPI 순이익 (조원)	구분 (KOSPI 순이익 변화 시나리오)	8.5 (+2.0σ)	7.9 (+1.5σ)	7.3 (+1.0σ)	6.8 (+0.5σ)	6.2 (20주 MA)	5.7 (-0.5σ)	5.1 (-1.0σ)
	1,315.7(현 컨센서스 대비 +20% 상향조정)	12,881	12,077	11,273	10,469	9,666	8,862	8,058
	1,260.9(현 컨센서스 대비 +15% 상향조정, Best 시나리오 상응 수준)	12,371	11,601	10,830	10,060	9,290	8,519	7,749
	1,206.1(현 컨센서스 대비 +10% 상향조정)	11,861	11,124	10,387	9,650	8,914	8,177	7,440
	1,151.2(현 컨센서스 대비 +5% 상향조정)	11,351	10,648	9,944	9,241	8,538	7,834	7,131
	1,096.4(10/8일 현재 Quantiwise 컨센서스, Base 시나리오 상응 수준)	10,841	10,171	9,501	8,832	8,162	7,492	6,822
	1,041.6(현 컨센서스 대비 -5% 하향조정)	10,331	9,695	9,058	8,422	7,786	7,149	6,513
	986.8(현 컨센서스 대비 -10% 하향조정)	9,821	9,218	8,616	8,013	7,410	6,807	6,204
	932.0(현 컨센서스 대비 -15% 하향조정, Worst 시나리오 상응 수준)	9,311	8,742	8,173	7,603	7,034	6,464	5,895

자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 유안타증권 리서치센터



2027년 KOSDAQ 전망: Base 시나리오下 1,200Pt, Best 시나리오下 1,550Pt

- 2027년 KOSDAQ 지수 상단 Target은 Base 시나리오下 1,200Pt선, Best 시나리오下 1,550Pt선을 전망
- KOSDAQ 시장은 실적 전망의 가시성/신뢰도 제약으로 전통적 펀더멘털 기반 인덱스 전망의 실효성이 불분명. 이에 KOSDAQ 지수 경로는 KOSPI와의 절대적 주가 상관성에 주목해, KOSPI와의 통계적 연동 방식으로 지수 경로를 판단
- Base Case론 KOSPI Base Case 상단 Target 10,000Pt 기준, KOSDAQ/KOSPI 3년 Z-Score 상대강도 괴리차 -2.0σ 내외 수준으로의 안착 가능성을 상정
- Best Case론 KOSPI Base Case 상단 Target 10,000Pt 기준, KOSDAQ/KOSPI 3년 Z-Score 상대강도 괴리차의 -1.5σ 수준으로의 추가 개선을 전제
- 1) '27년 국내증시 점진적 정상화, 2) 하반기 KOSDAQ 셀렉트 지수 출범, 3) 연기금/국민성장펀드 시장 참여 확대 등이 KOSDAQ 시장의 추가 도약을 견인할 것

KQ/KS 상대강도 Z-Score 3Y Rolling 추이: $-1.5 \sim -2.5\sigma$ 밴드 내 KQ/KS 상대강도의 등락이 반복



자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

'27년 KOSPI Base Case 상단 10,000Pt 기준 KQ/KS 상대강도 괴리별 KOSDAQ 시장 상단 Target

구분	KQ/KS 상대강도 Z-Score	KOSDAQ 상단 Target (KOSPI 상단 10,000Pt 가정시)
Best Case	-1.5	1,550
Base Case	-2.0	1,200
Worst Case	-2.5	850

자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터



낙관주의가 설 자리를 잃은 한국증시. 그래도 연꽃은 구정물 위에서 피어오른다

- 한국증시 내부 낙관주의가 실종. 1) 해외 투자자들은 한국 수출/실적 쿼터점프 행렬을 그 지속 가능성이 결여된 잠시 잠깐의 해프닝 정도로 평가절하하며 중립이하 수급 대응을 반복 중에 있고, 2) 국내 기관 투자자 상당수는 삼성전자 3분기 영업이익 100조원대 달성에도 답이 없는 시장에 크게 낙담하며 방향성 없는 단기 개별주 매매로 수익률 생존 게임으로 표류하는 모습이며, 3) WM/리테일 투자자들 역시 '국장 탈출은 지능 순'이란 조소를 다시 뇌까리며 국내증시에 등 돌리기 시작
- 이는, 1) '20년 코로나 팬데믹 이래로의 국내외 순환적 노이즈 빈발 환경과 트럼프 2기 출범 이후 해당 노이즈의 추세적 위기(쇼크)로의 파장 확산, 2) 관련 불확실성이 자극하는 고물가/고금리/고금리 리스크의 연쇄 심화, 3) 이의 후폭풍 성격의 AI/반도체 Capex 슈퍼 사이클 관련 중장기적 회의론, 4) 상기 악순환의 연결고리에서 가장 취약한 지점이 바로 한국증시일 수밖에 없다는 대내외 인식 등의 복합작용 결과
- 단, 연꽃은 구정물 위에서 피어오르며, 가장 낮은 곳에서 출발하면 크게 높이는 못가더라도 언제나 충분한 거리와 기회를 확보할 수 있었음을 상기할 필요가 있는 시점

2020년 팬데믹 이후 국내외 투자환경 변화를 촉발했던 국내외 주요 순환적 충격

구분	주요 순환적 충격
2020년	코로나19 팬데믹, 글로벌 경제 섯다운
2021년	공급망 차질(Shortage), Meme 주식 투기 광풍
2022년	하이퍼 인플레이션, 공격적 통화 긴축, 러시아-우크라이나 전쟁, 영국 부채연계투자(LDI) 사태
2023년	미국 지방은행 부실화(SVB 사태), 크레디트 스위스(CS) 파산
2024년	AI 쏠림 현상에 대한 우려 확산, 여름철 위험 회피(De-risking), 엔 캐리 트레이드 청산 리스크 부각, 윤석열 비상계엄
2025년	트럼프 관세/통상 리스크 전면화(해방의 날), 중국 딥시크(DeepSeek) 쇼크, 통화 가치 하락 공포(Debasement-trading), 윤석열 탄핵 선고(이재명 취임)
2026년	미국-이스라엘-이란 전쟁, 오일/물류 쇼크, AI 수익화 우려 및 소프트웨어 산업 혼란, 사모신용(Private Credit) 스트레스, AI 포지션 청산 및 한국 레버리지 ETF 변동성 충격
2027년(?)	미국 민주-공화 양당간 정치/정책 갈등 심화, 중동 지정학적 불확실성 지속(Trilemma), 러시아-우크라이나 전쟁 장기화와 유로존으로의 파장 확산, 미중 통상마찰 리스크 재점화 가능성, AI 종말론 논쟁 등

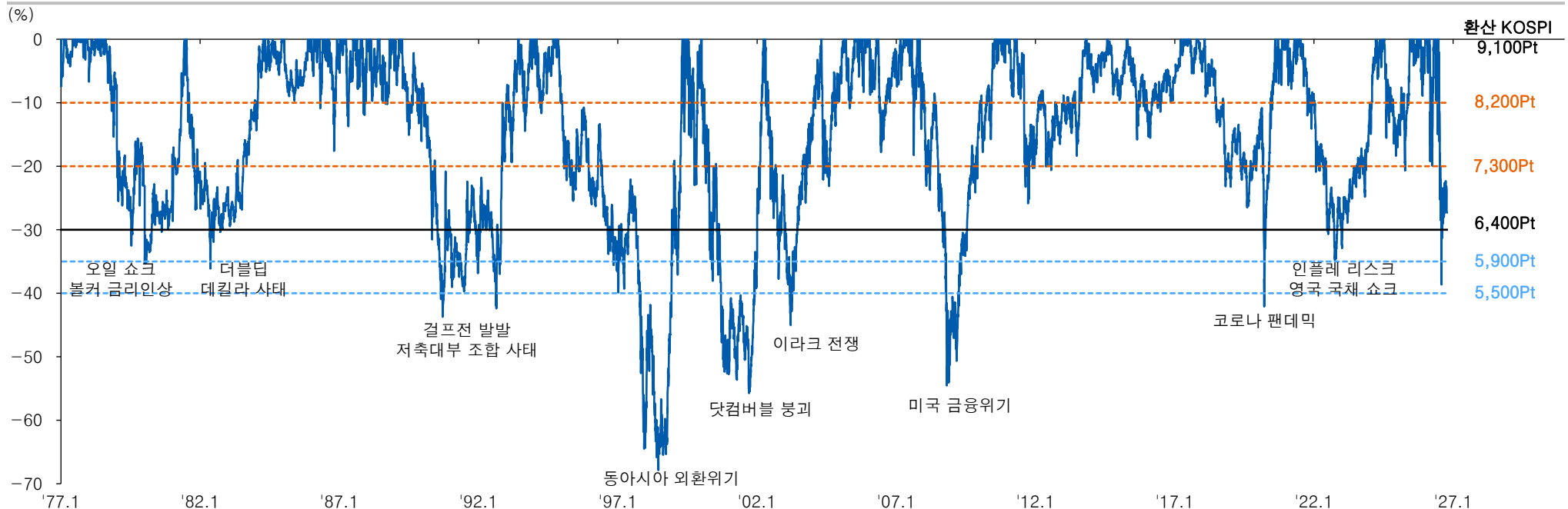
자료: 유안타증권 리서치센터



크게 높이는 못가도 가장 낮은 곳에서 시작하는 Ground Zero 위 '27년 한국증시

- '27년 잠복 불확실성에 대한 적극적 사주경계 여지를 감안하더라도 KOSPI 6천Pt선 부근에서의 절대적 하방 지지력은 확보한 것으로 평가
- 이미 KOSPI는 7월 패닉을 거치며 최근 2년 고점 대비 하락률(MDD) -35%(KOSPI 5,900Pt선) ~ -40%(5,500Pt선) 구간에서 중장기/역사적 진바닥을 통과했고, 8~9월 부침을 반복하며 MDD -30%(6,400Pt선) 부근에서 잠복 불확실성의 극한에 맞서는 견고한 하방 지지력을 확인
- 국내외 정치/정책/지정학적 불확실성과 고물가/고금리/고금리 리스크 등이 단기간 내 AI 기술혁명과 Capex 슈퍼 사이클의 괴멸적 상황변화를 자극해 '97년 동아시아 외환위기, '00년 닷컴버블 붕괴, '08년 미국 금융위기 수준의 시스템 리스크로 확산되는 것이 아니라면, 최악의 경우에서도 KOSPI 6천Pt선 부근 하방 지지력은 유효
- 목표 지점의 높이는 상황 변화 따라 크게 달라지더라도, 'Ground Zero'(핵무기 등의 폭발 원점) 수준의 가장 낮은 주가/멀티플/수급 환경 위에서 다시 시작되는 '27년 주식시장이라는 사실이 투자전략 측면 기회와 가능성을 역설

KOSPI 최근 2년 고점 대비 최대 하락률(MDD, Maximum Drawdown)



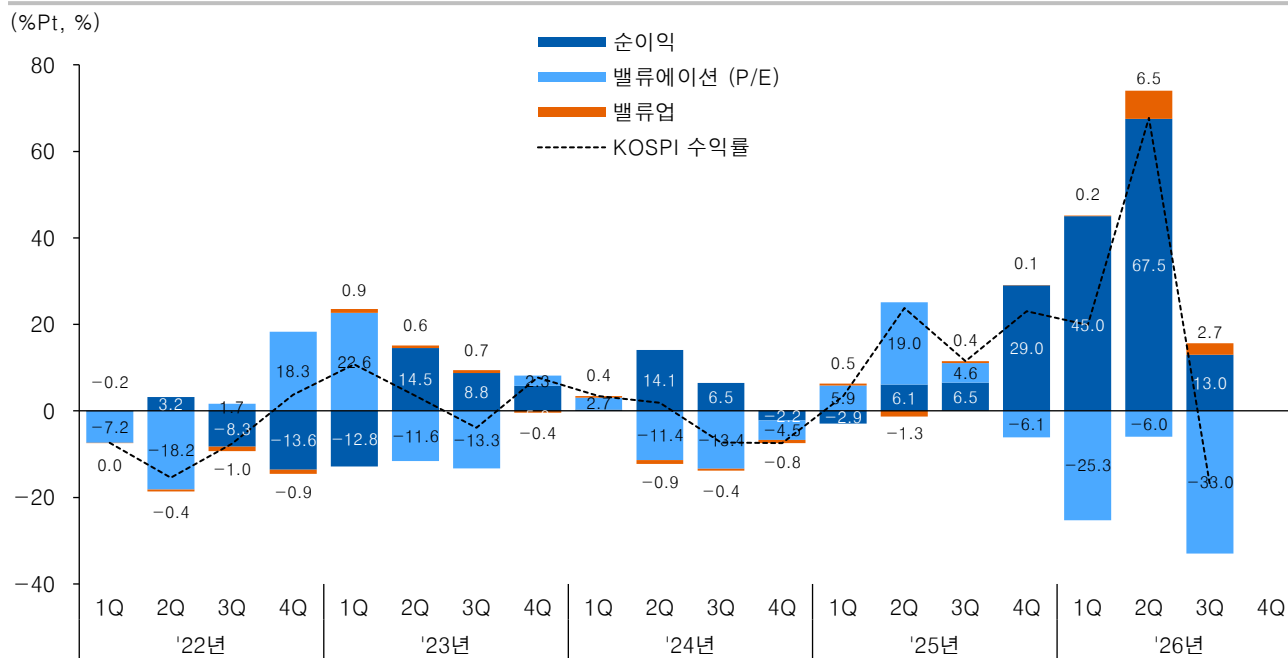
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



'27년 상반기 KOSPI 기대 수익률 +25% VS 기대 손실율 -5%

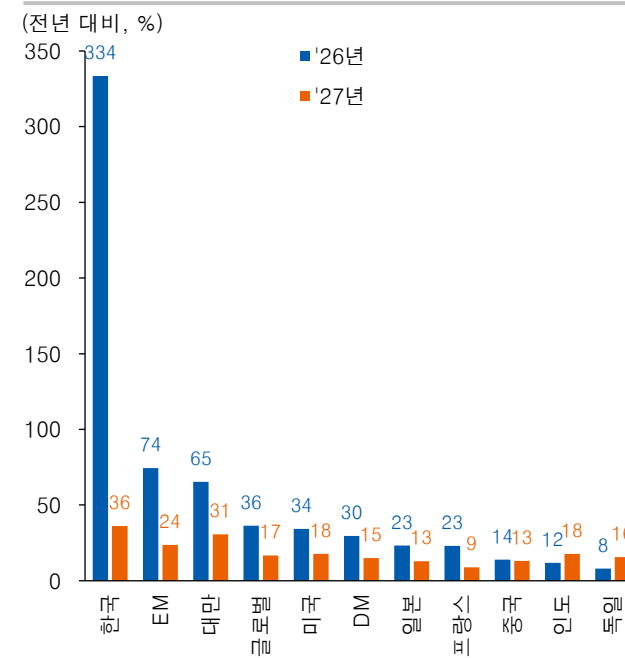
- '27년 상반기까지의 KOSPI 기대 수익률(Up-side Potential, 전망 상단 8,000Pt선)은 최소 +25%, 기대 손실율(Down-side Risk, 전망 하단 6,000Pt선)은 최대 -5% 내외로 상반될 전망. Bear-Mind 지속으로 -5% 손실 축소/방어가 가능할지는 몰라도, Bull-Mind 방향선회 없이는 +25%의 기회비용이 발생할 것이란 의미
- 1) '27년 추세 이하의 경제성장과 하반기 Core PCE 물가 2%선 목표 근접으로 실제 최대 2회 이하로 제한될 '27년 말까지의 연준 금리인상(12월 마지막 인상을 Base 시나리오로 설정), 2) '27년 고물가/고금리 리스크 정점통과와 미 10년 국채금리 Fair Value 4.8~5.0%권으로의 회귀, 3) 시장금리 하향 안정화에 따른 주요 빅테크/하이퍼스케일러 Capex 슈퍼 사이클 지속 가능성에 대한 의구심 완화, 4) Big 5 하이퍼스케일러 외연/매출 확대가 자극하는 관련 밸류체인 멀티플 정상화, 5) 80%대 LTA가 담보하는 한국 AI/반도체 대표주의 폭발적 실적 성장세 등이 '27년 KOSPI의 상반기 8천Pt선 탈환기, 하반기 1만Pt선 도전기를 견인할 전망

분기별 KOSPI 수익률 기여도 분해



자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

MSCI Index 기준 주요 국가별 순이익 증가율



참고: 10/9일 증가 기준 현재

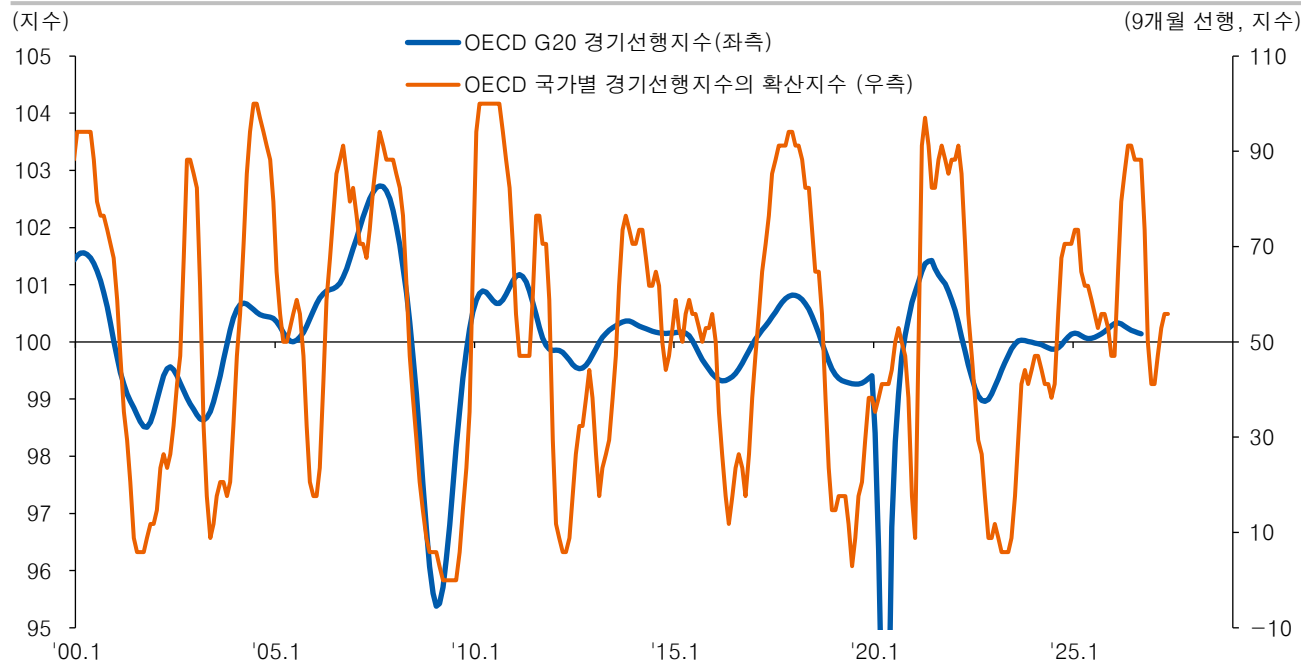
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



'27년 글로벌 매크로 환경: Quasi-Goldilocks에서 Immaculate-Goldilocks로 가는 길

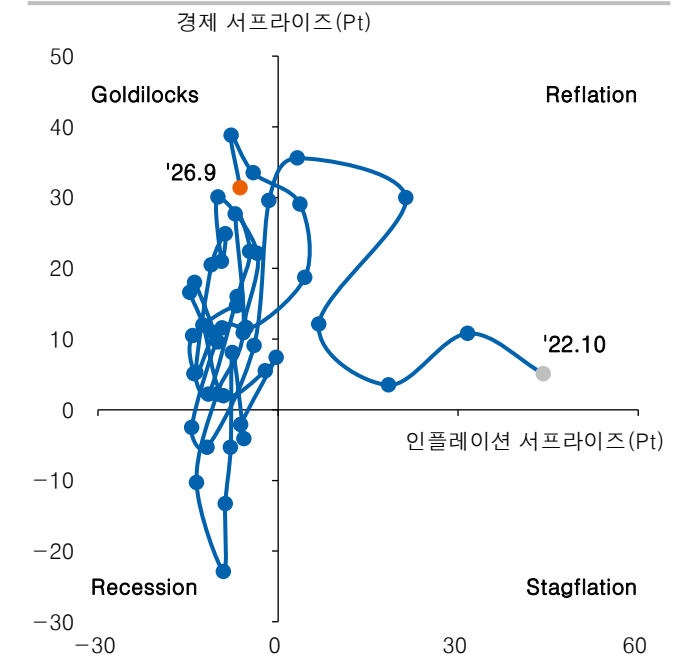
- '27년 글로벌 매크로 환경은 '26년 4Q ~ 상반기 Quasi-Goldilocks(준골디락스) 비탈길을 지나 하반기 Immaculate-Goldilocks(완벽한 골디락스)에 안착할 전망
- OECD 글로벌(G20) 경기선행지수에 9개월여 선행하는 국가별 경기선행지수의 확산지수로 보면, 국내외 실물경기 환경은 '26년 말까진 현 고물가/고긴축/고금리 리스크로 잠시간 주춤해지다 '27년부터는 재차 상승세에 나설 개연성이 높음을 시사
- 글로벌 및 주요국 매크로 환경을 Citi Economic Surprise(Y축)와 Inflation Surprise(X축) Index를 활용해 투자전략 관점하 4사 분면 형태로 재정의. '26년 글로벌 매크로 환경은 1분기 Immaculate-Goldilocks, 2분기 Reflation, 3분기 및 4분기 현재 Quasi-Goldilocks 경로로 변화
- '27년 AI/반도체 Capex 슈퍼 사이클이 실물경기 순향을 뒷받침하는 바, Recession/Stagflation 현실화와는 여전히 절대적 격차를 확보. 고물가/고긴축/고금리 불확실성 변화가 Goldilocks/Reflation 사이에 자리한 '27년 매크로 환경을 좌우할 것이나, 고물가/고긴축/고금리 피크아웃이라면 Goldilocks 가능성이 크게 앞섬

OECD G20 및 미국 경기선행지수와 국가별 경기선행지수의 확산지수(3분기 선행)



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

글로벌 매크로 4사 분면



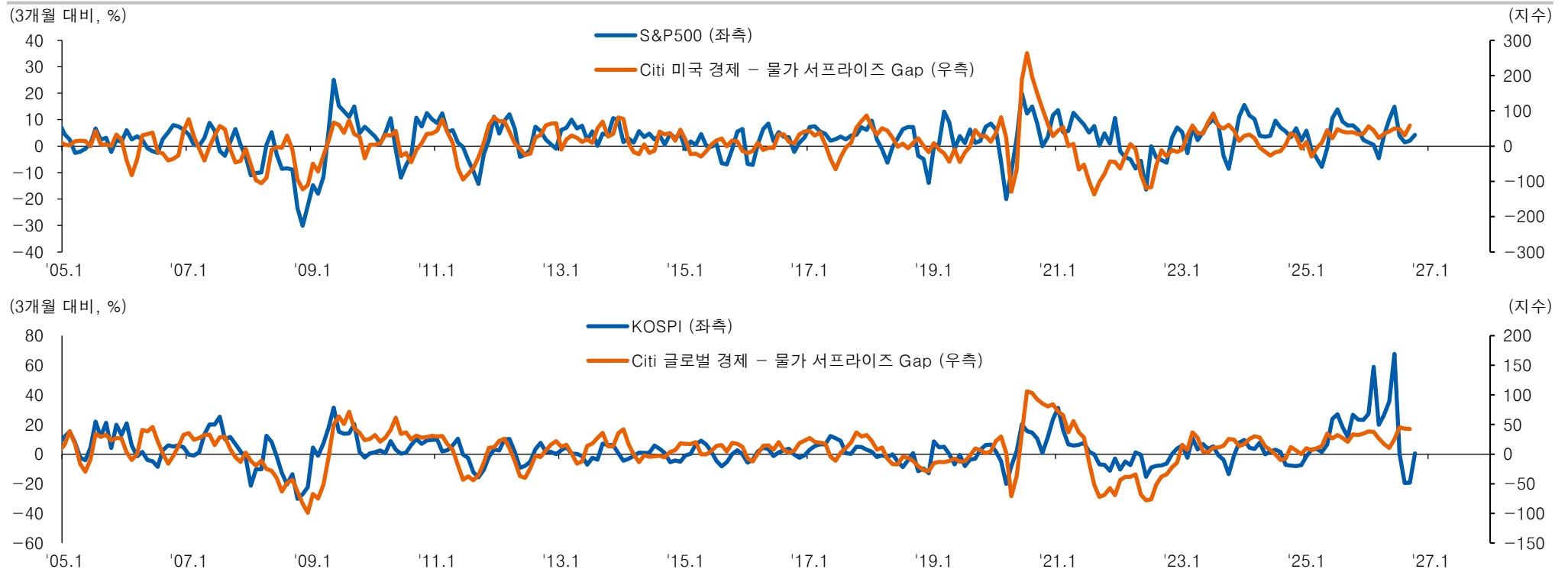
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



'27년에도 CESI - CISI Gap은 양(+)의 상승세가 이어지며 국내외 증시 상승을 견인할 것

- '27년에도 Citi Economic Surprise - Inflation Surprise Index Gap은 양(+)의 상승세 지속을 전망. Goldilocks가 아닌 Reflation 국면에서도 증시 상승은 가능
- 국내외 증시 인덱스 경로는 Citi Economic Surprise(CESI)와 Inflation Surprise Index(CISI)간 Gap으로 측정되는 글로벌/국가별 경기 - 물가 모멘텀 변화에 편승
- '27년 미국 경제는 추세 수준 또는 추세 이하 성장이 불가피. 한국 AI/반도체 수출은 파죽지세 행렬을 이어갈 것이나, 비AI/반도체 수출은 힘로 진입 가능성 염두 필요
- 단, 고물가/고인축/고금리 리스크 환경은 '27년 상반기 중 정점통과가 가능할 전망. '27년 상반기까지의 연준 금리인상 우려는 하반기부터 금리인하 기대로 변모할 것

(上) S&P500과 Citi 미국 Economic - Inflation Surprise Index Gap, (下) KOSPI와 Citi 글로벌 Economic - Inflation Surprise Index Gap



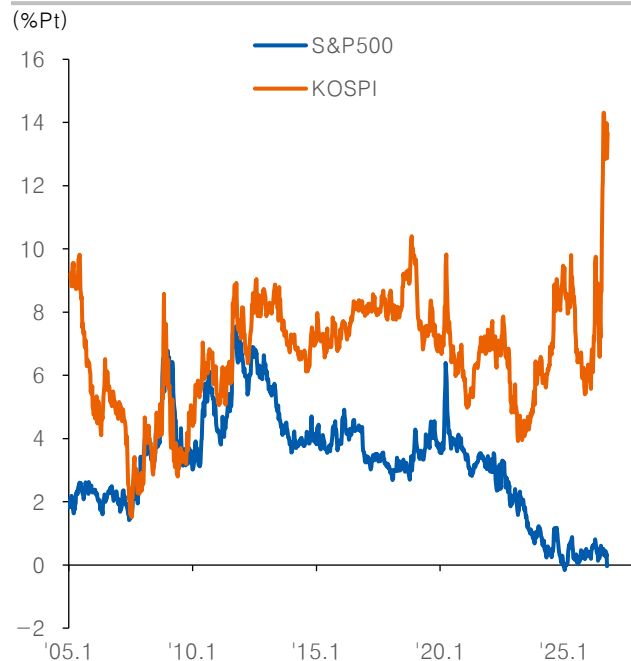
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



일드갭/ERP 역사적 저점 수준 하락은 Bear가 아닌 Bull-Mind 전환의 강력한 시그널

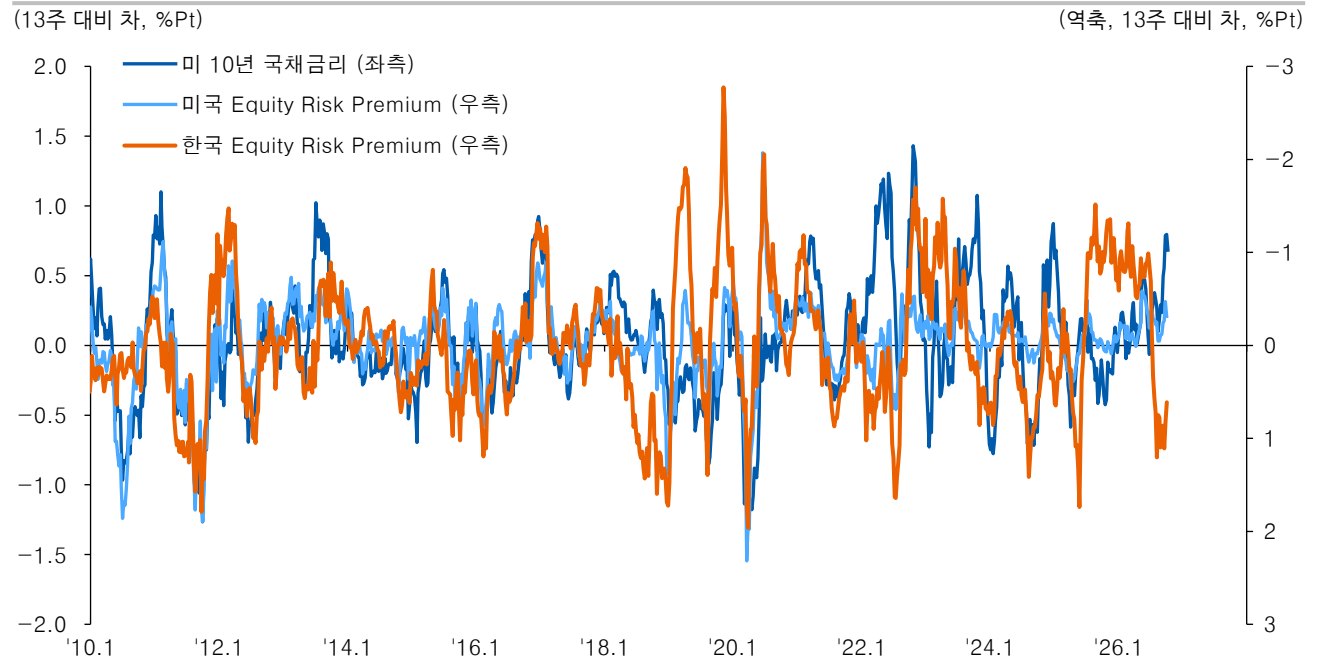
- S&P500 Earnings Yield Gap(일드갭, 12개월 선행 P/E의 역수 - 미 10년 국채금리)은 10/8일 현재 -0.006%Pt에 불과(KOSPI는 +13.7%Pt로 사상 최고 수준)
- 미 10년 국채금리와 절대적 역의 상관성을 갖는 미국증시 Equity Risk Premium은 ASR 추정치 기준 현재 1.38%로 2000년 이후 사상 최저 수준으로 하락
- 지표 그 자체로만 보면 자산배분 관점하 미 국채 투자 대비 증시 투자의 기대 수익률이 미미하거나 되려 손실이 날 수 있는 'Death of Equity' 구간에 진입했다는 방증
- 단, 이는 고물가/고인축/고금리 리스크 극단적 과대평가(오버슈팅)와 국내외 AI/반도체 업황 전망과 주가/멀티플에 대한 총체적 과소평가(언더슈팅) 현상의 결합 영향
- 투자전략 견지에선 일드갭/ERP가 절대적으로 높을 때 증시 버블 붕괴를 경계해야할 시점이 되고, 절대적으로 낮을 때가 바로 Bull-Mind로 전환을 서둘러야 하는 시점

S&P500과 KOSPI 일드갭(Earnings Yield Gap)



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

MSCI AC World 내 주요 국가별 이익 기여도와 시가총액 비중



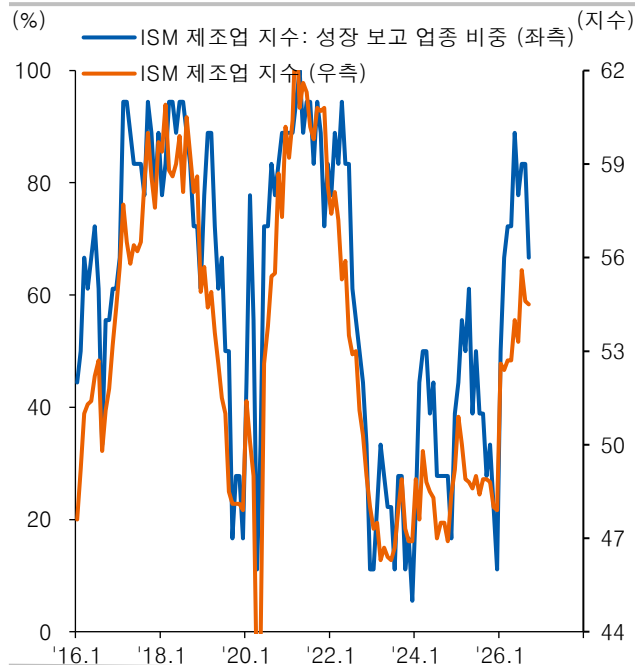
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



'27년 상반기 고물가/고인축/고금리 리스크의 피크아웃 전환 가능성에 무게

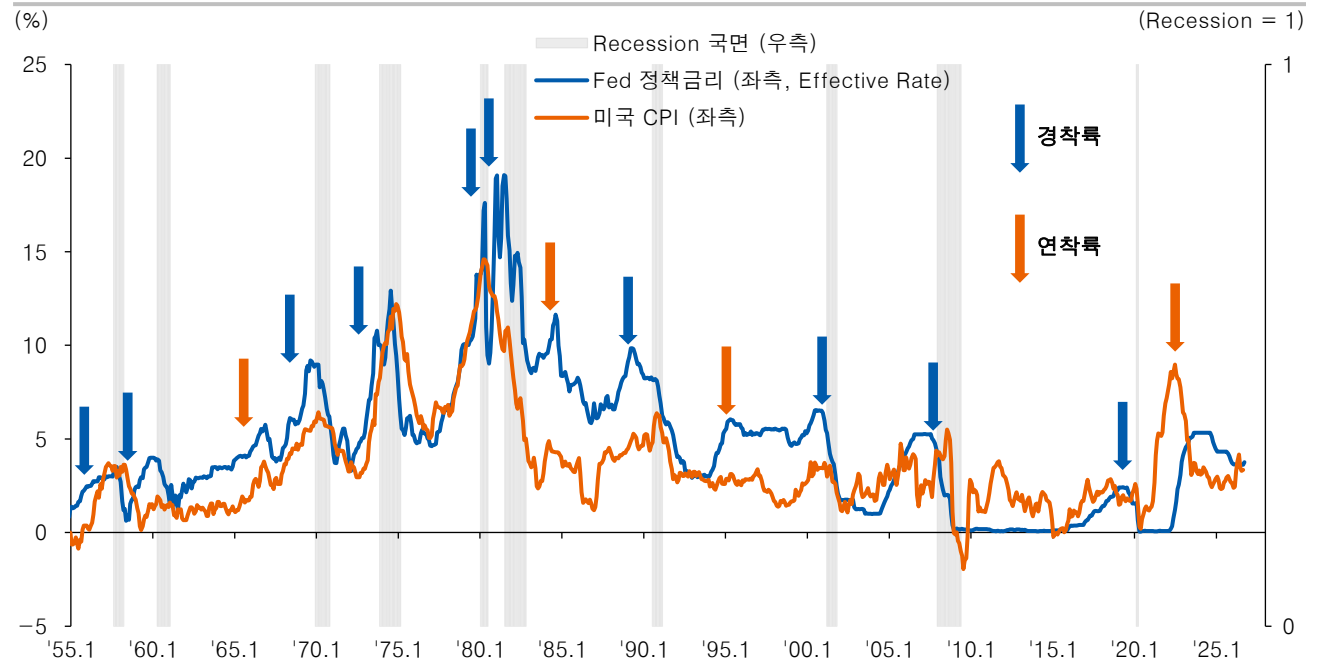
- '27년 말까지 총 3회 이상의 연준 금리인상을 상정 중인 현 시장 눈높이와 달리, 실제 금리인상은 최대 2회 이하(12월 마지막 인상이 Base 시나리오)로 한정될 전망
- '27년 상반기 고물가/고인축/고금리 리스크 정점통과는 하반기 미 10년 국채금리 4.8~5.0%권 회귀를 통해 AI/반도체 및 국내증시 극단적 과소평가 해소를 자극할 것
- 1) 관세 부과 파장은 관세/통상 마찰 리스크 재점화가 아니라면 점진적으로 희석될 공산이 크고, 2) WTI 유가는 중간선거 승리 이후 민주당측 트럼프 견제 강화와 사태 봉합 노력 확대 등으로 현 93~114\$(+1SD~+2SD) 사이 구간에서 '27년 72~93\$(평균~+1SD) 밴드 수준으로 차츰 누그러질 개연성이 높음
- 3) 고용시장 질적/양적 둔화로 환기되는 추세 이하의 경제성장 전망과 주거비의 추세적 하락으로 Core PCE 물가는 '27년 하반기 중 2% 연준 물가목표 수준에 근접할 공산이 크고, 4) 2차 세계대전 이후 인플레이 파이팅 성격 연준 금리인상이 실제 경기 안정화에 성공했던 것은 총 14회 중 단 4번에 불과했다는 경험칙을 신뢰하기 때문

ISM 제조업 지수와 ISM 제조업 Survey 성장 보고 업종 비중 변화



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

2차 세계대전 이후 연준 금리인상 사이클 관련 경기 경착륙 및 연착륙 유도 Case Study



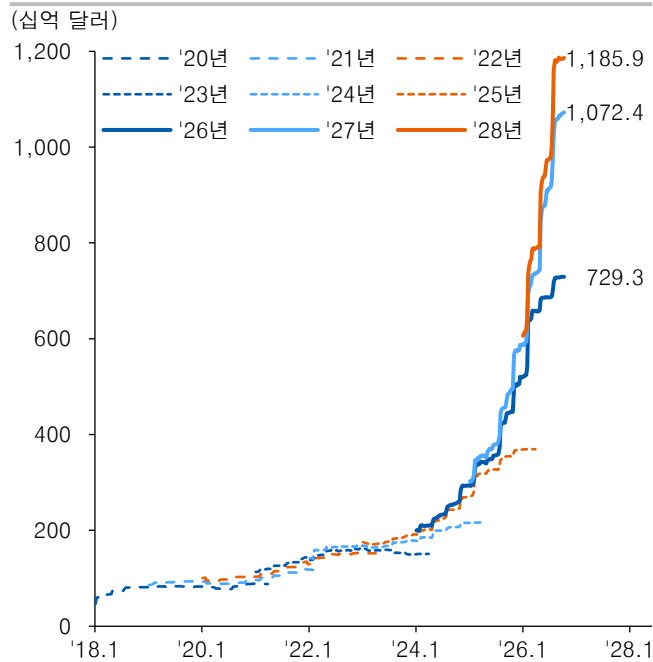
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



'27년 하반기 국내외 AI/반도체 업황 전망 및 주가/멀티플 과소평가 국면 탈피에 초점

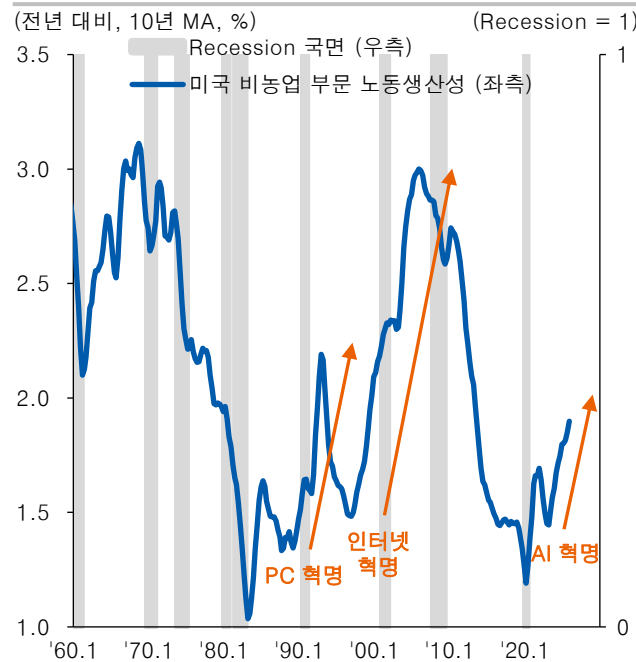
- '27년 주요 빅테크/하이퍼스케일러측 Capex 투자 경쟁은 AI 기술혁명의 최종 승자가 가려지기 전까진 당분간 사생결단 형태로 지속될 공산이 크고, 경영전략 초점은 Capex 부담 완충을 위해 AI Agent META 'Muse', OpenAI 'dots' 등의 신규 서비스 및 신사업 영역 진출을 통한 공세적 외연/매출 확장에 집중될 전망
- '27년 상반기 고물가/고금리 리스크 정점통과와 빅테크/하이퍼스케일러 외연확대간 결합은 시장 투자가측 Capex 폭증에 따른 재무부담 및 차입제약 심화 우려를 희석시키고 장래 이익 회수/전환의 기대감을 높여 하반기 국내외 AI/반도체 밸류체인 대표주 멀티플 점진적 정상화 행렬에 일조할 것으로 판단
- '27년 삼성전자/SK하이닉스를 위시한 한국 AI/반도체 밸류체인의 주가/멀티플 하방 역시 상기 환경 변화에 따라 조건반사적으로 상승해갈 개연성이 높음. 단, '26년 상반기 전고점 수준까지의 주가/수급 정상화는 시장금리 하향 안정화와 빅테크 외연확대 외에 현 실적 슈퍼 사이클 전망의 가시성/신뢰도 개선 이후의 과제에 해당
- '27년 상반기 중엔 반도체 소부장, IT하드웨어, IT가전(ESS), 기계(전력장비 등)로 우회, 하반기 중 다시 삼성전자/SK하이닉스 원투펀치 성공법 대응에 집중할 필요

미국 Big 5 하이퍼스케일러의 연도별 Capex 변화 추이



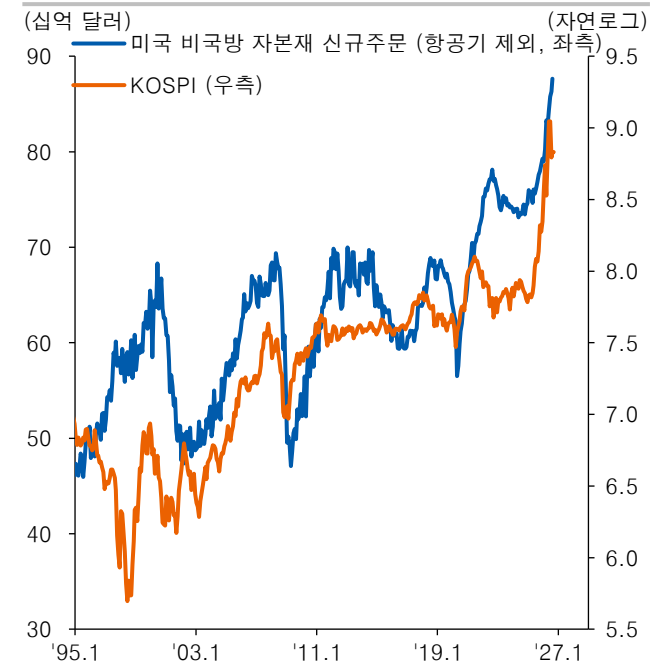
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

미국 비농업 부문 노동생산성과 Recession 국면



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

미국 비국방 자본재 신규주문(항공기 제외)과 KOSPI



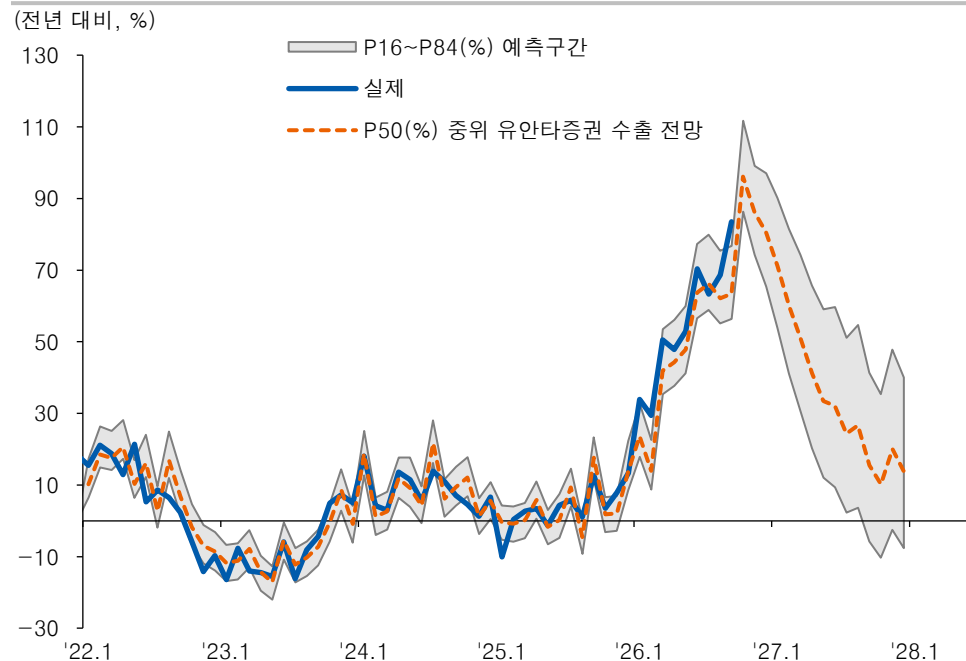
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



AI/반도체 초호황이 한국 수출 '26년 1조\$ 돌파, '27년 1.5조\$ 도전기를 견인

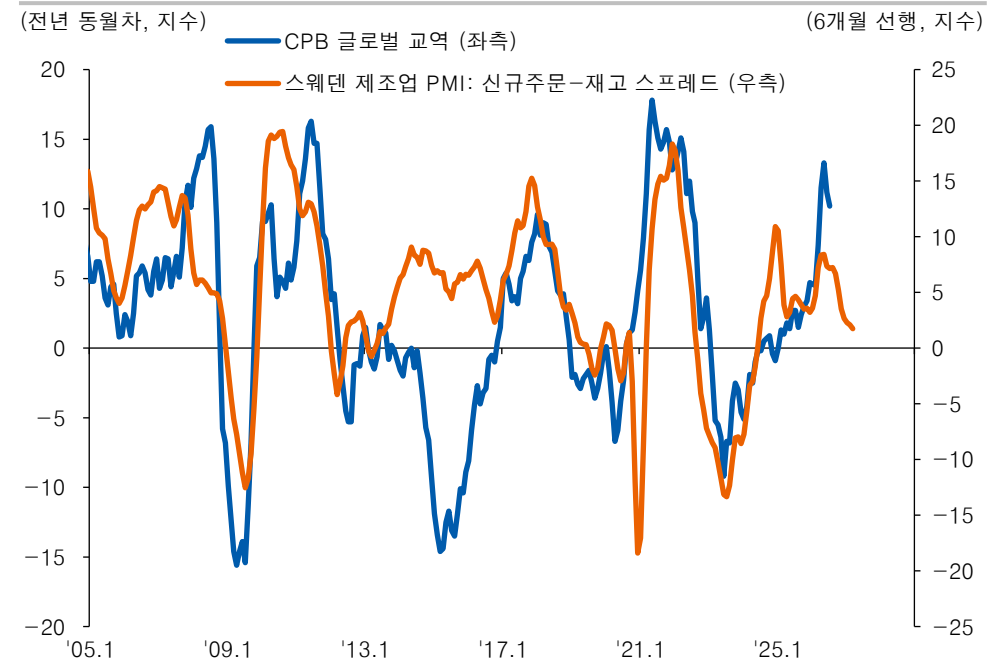
- 한국 수출의 기념비적 상승세는 '26년에 연이어 '27년에도 흔들림없이 지속될 것. '26년이 수출 1조\$ 돌파의 원년이였다면, '27년은 1.5조\$ 도전기의 시작점에 해당
- 유안타증권(Economist 김호정)은 '27년 한국 수출액 15,162억\$로 전년 대비 +29.6% 추가 도약할 것으로 전망('26년 수출액 11,698억\$, 전년 대비 +64.9% 예상)
- AI/반도체와 비AI/반도체간 'K자 형' 수출/실적 양극화 현상은 최근 스웨덴 제조업 PMI 신규주문-재고 Gap이 암시하는 대로 '27년에 보다 극심해질 소지가 다분
- 한국 비반도체 예상 수출은 '26년 6,564억\$(1~9월 누적 4,741억\$), 전년 대비 +22.5%에서 '27년 7,355억\$, 전년 대비 +12.1% 추가 성장 가능성이 유력시
- 반도체는 '26년 5,104억\$(1~9월 누적 3,404억\$), 전년 대비 +194.2%에서 '27년 7,470억\$, 전년 대비 +46.3% 쿼텀점프하며 비반도체 수출 규모를 추월할 전망

유안타증권 한국 수출 전망: '27년 수출액 15,162억, 전년 대비 +29.6% 예상



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

CPB 글로벌 교역과 스웨덴 제조업 PMI 신규주문-재고 스프레드(글로벌 무역환경 2분기 선행 Proxy)



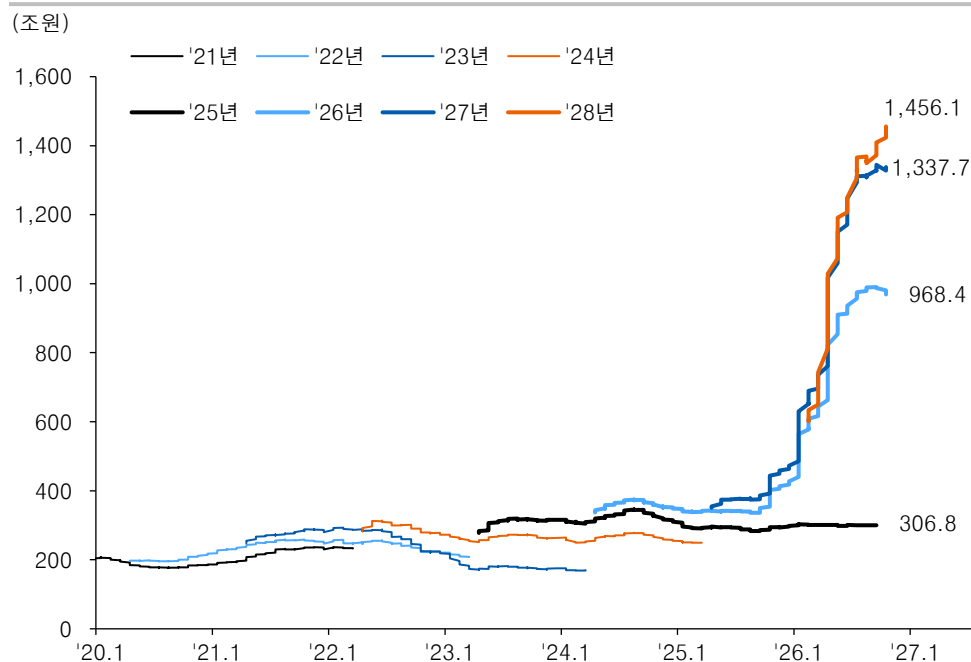
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



'27년 KOSPI 영업이익(1,410조원), 순이익(1,160조원) 동반 1천 조원 시대 개막을 예상

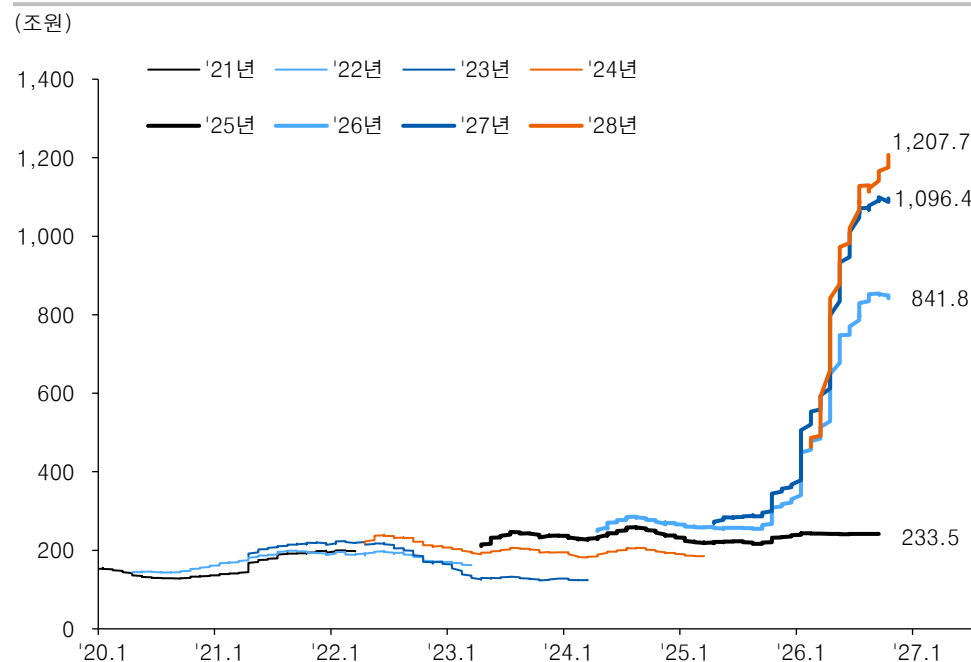
- 10/8일 현재 '27년 KOSPI 영업이익 컨센서스는 1,337.7조원(전년 대비 +38.1%, AI/반도체 밸류체인 1,049조원, 비AI/반도체 289조원), 순이익 컨센서스는 1,096.4조원(전년 대비 +30.3%). 현재 시장은 '27년 KOSPI 영업이익과 지배주주순이익의 동반 1,000조원 시대 개막 가능성에 초점
- '28년 KOSPI 영업이익 컨센서스는 1,456.1조원(전년 대비 +10.1%), 순이익 추정치는 1,207.7조원(전년 대비 +8.8%)으로 실적 성장세 장기 추세화 가능성에 무게
- 업황/실적 전망 가시성이 높고 환율 민감도가 낮은 AI/반도체 밸류체인은 현 컨센서스 이상으로, 이와 상반된 비AI/반도체는 컨센서스 이하로 실적 전망 경로를 재설정
- 1) Best 시나리오(AI/반도체 밸류체인 +20% 상향조정, 비AI/반도체 현 컨센서스 준용): '27년 KOSPI 수정 영업이익은 1,550조원, 지배주주순이익은 1,270조원
2) Base 시나리오(AI/반도체 밸류체인 +10% 상향조정, 비AI/반도체 -10% 하향조정): '27년 KOSPI 수정 영업이익은 1,410조원, 지배주주순이익은 1,160조원
3) Worst 시나리오(AI/반도체 밸류체인 -10% 하향조정, 비AI/반도체 -20% 하향조정): '27년 KOSPI 수정 영업이익은 1,180조원, 지배주주순이익은 960조원

연도별 KOSPI 영업이익 컨센서스 변화 추이(10/8일 기준)



자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

연도별 KOSPI 순이익 컨센서스 변화 추이(10/8일 기준)



자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터



고민은 반도체 주도 세계 2위 한국증시 실적 모멘텀을 불신하는 글로벌 투자가 시각

- 10/9일 현재 MSCI Korea의 글로벌(MSCI AC World) 증시 내 시가총액 비중(시가총액 2.7조\$, 편입비)은 2.6%로 세계 6위에 해당하나, 12개월 예상 순이익은 0.55조\$로 DM국 미국 3.46조\$ 다음이자 일본 0.35조\$, 영국 0.26조\$, EM국 중국 0.24조\$, 대만 0.19조\$ 모두를 넘어서는 세계 2위에 자리
- MSCI AC World 지수 내 한국 이익 기여도(8.6%)와 시가총액 비중(2.6%)간 Gap은 현재 +5.9%Pt로 글로벌 증시 내 최대폭 저평가. 시장 컨센서스에 따를 경우 글로벌 증시 내 한국 이익 기여도는 '26년 말 7.6%(NI 0.42조\$)에서 '27년 말 8.8%(0.57조\$), '28년 말 8.1%(0.60조\$)로 상승 추세가 중기적으로 지속될 전망
- MSCI Korea 12개월 선행 P/B(현 1.56배)는 EM 대비 6월 초 +8.7% 고평가에서 현재 -19.0% 저평가 전환했고, DM 대비론 -55.8% 극단적 침체 수준 저평가
- 이는, 1) 반도체 주도 한국 중장기 실적 전망을 딱히 신뢰하지 않거나, 2) AI Play측면에선 실적 모멘텀과 무관하게 한국보단 대만 반도체가 훨씬 더 편하며, 3) 극단적 수급 부침과 변동성을 지닌 한국시장을 중국, 프랑스, 독일, 인도 이상으로 끌고가는 것이 달갑지 않다는 글로벌 자산배분 투자가측 부정적 인식의 발로에 해당

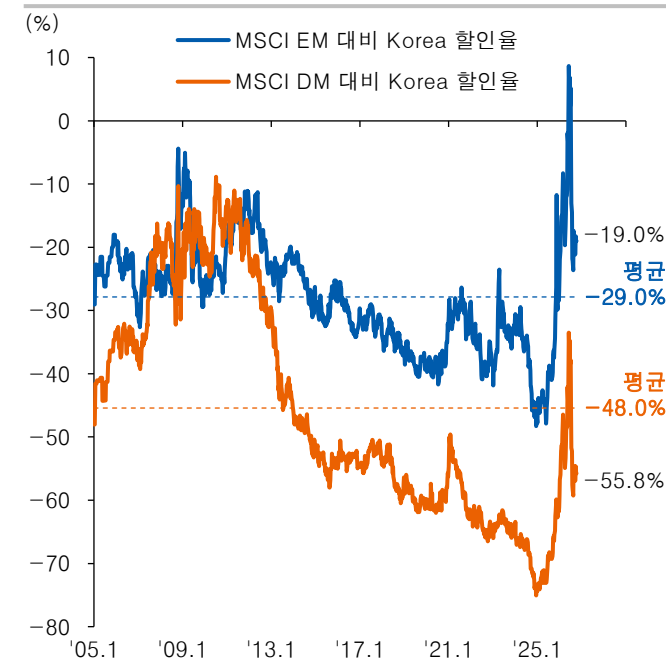
MSCI AC World 지수 내 Top 15 국가별 이익 기여도와 시가총액 비중

구분		시장	시가총액 (조 달러)	편입비 (B, %)	12개월 예상 순이익 (조 달러)	이익 기여도 (A, %)	Gap (A - B, %Pt)
1	미국	DM	65.9	64.5	3.5	54.4	-10.1
2	일본	DM	5.2	5.1	0.3	5.4	0.3
3	대만	EM	3.5	3.4	0.2	3.1	-0.4
4	영국	DM	3.1	3.0	0.3	4.0	1.0
5	캐나다	DM	3.0	2.9	0.2	3.0	0.1
6	한국	EM	2.7	2.6	0.5	8.6	5.9
7	중국	EM	2.4	2.4	0.2	3.8	1.4
8	스위스	DM	2.0	2.0	0.1	1.9	-0.1
9	프랑스	DM	2.0	2.0	0.2	2.4	0.4
10	독일	DM	1.9	1.8	0.1	2.1	0.3
11	호주	DM	1.4	1.3	0.1	1.2	-0.1
12	인도	EM	1.3	1.3	0.1	1.1	-0.2
13	네덜란드	DM	1.2	1.2	0.1	1.0	-0.3
14	스페인	DM	0.9	0.8	0.1	1.1	0.2
15	이탈리아	DM	0.7	0.7	0.1	0.9	0.2

참고: 10/9일 종가 기준 현재

자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

MSCI Korea 지수의 EM 및 DM 대비 P/B 멀티플 할인율



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



국내증시 멀티플 정상화는 외국인 삼성전자/SK하이닉스 시각 변화 이후 과제에 해당

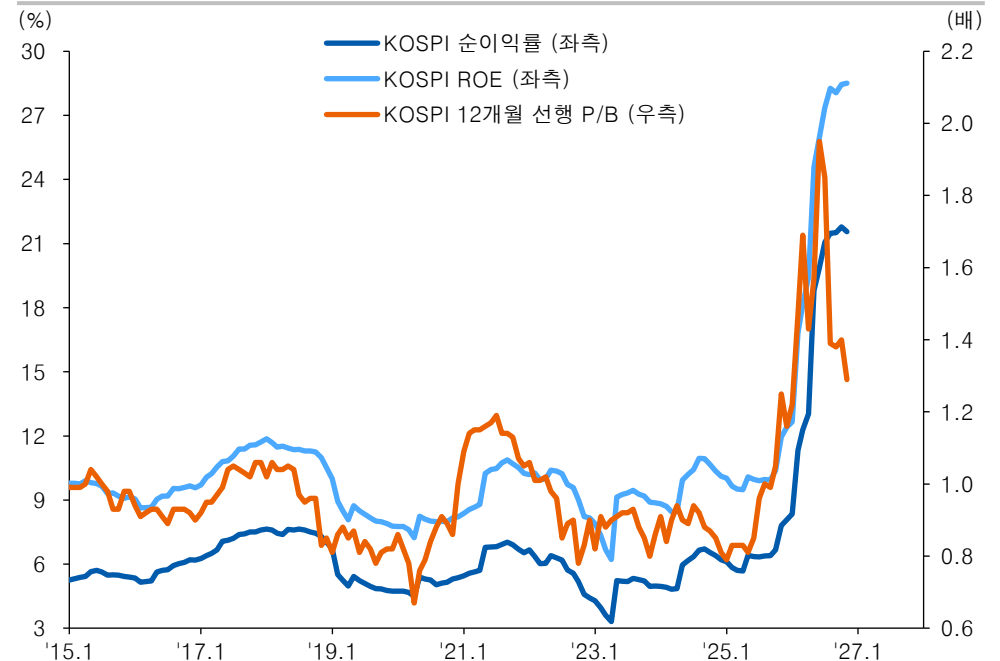
- I/B/E/S 집계 KOSPI 12개월 선행 P/E는 5.6배(-3SD권)로 사상 최저 수준 속락. P/B 역시 Fair Value 2.0배를 가리키는 ROE/순이익률을 무시하고 1.3배로 침체
- 국내증시 주가/멀티플/수급 정상화의 선결과제는 글로벌 투자가측 삼성전자/SK하이닉스 부정적 인식 변화 여부
- 외국인 투자가 반도체 원투펀치 시각선회를 위해선, 1) 고물가/고인축/고금리 리스크 정점통과, 2) 하이퍼스케일러 매출/외연 확대(Capex 슈퍼 사이클 지속 전망의 신뢰도/가시성 개선), 3) 시장 눈높이 이상의 실적 성장세 증명(LTA 유효성 확인으로 현 실적 쿼텀점프 전망이 단가 상승에만 기댄 일시적 해프닝이 아님을 증명), 4) 생산 Capa 조기 증설과 수율 개선(단가 부진시 탄력적 물량 증대로 실적 보전이 가능할 수 있음을 증명), 5) 미국 빅테크 수준의 적극적 주주환원 작업 등이 필요
- '27년 상반기까진 중립이하 반도체 원투펀치 주가/멀티플/외국인 수급 환경으로, KOSPI P/E 상단은 -2.5SD권(6.6배, 환산 지수대 8,000Pt) 내외로 제한이 불가피. '27년 하반기 외국인 투자가 반도체 원투펀치 점진적 시각변화가 가세하며, KOSPI P/E 상단은 -2.0SD권(7.3배, 환산 지수대 10,000Pt)로 부분 정상화에 나설 전망

I/B/E/S 집계 KOSPI 12개월 선행 P/E: 10월 초 현재 5.6배로 -3SD권 극단적 저평가



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

KOSPI 12개월 선행 순이익률(21.6%), ROE(28.5%), P/B(1.3배)



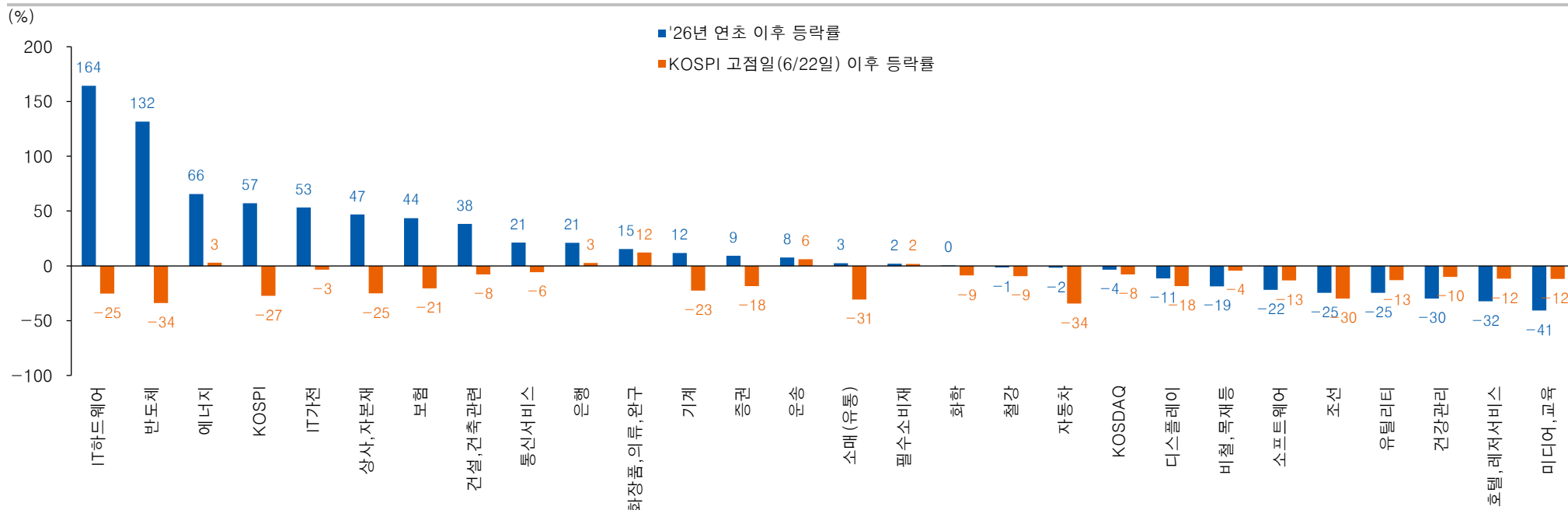
자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터



'27년 포트폴리오 주도 전략대안: 반도체, IT가전, IT하드웨어, 조선, 기계, 화학, 바이오

- 고물가/고인축/고금리 리스크 헤지를 고민 중인 2027년 시장 투자자의 포트폴리오/주도주 전략 측면 관심은 세가지 방향으로 분화돼 나타날 전망
- 1) 시장금리 Bear-Flattening 또는 직후 Bull-Steepening 전환 국면 당시 KOSPI 대비 초과성과 확보가 가능했던 실적 모멘텀 및 가격 전가력 보유주 옥석 가리기, 2) AI/반도체 밸류체인은 미국 Big 5 하이퍼스케일러 매출 증가율과 밀접한 주가 상관성을 보였던 낙폭과대 실적주, 비AI/반도체 밸류체인은 '27년 최악(Worst 실적 추정치)이 '26년 최선(Best 실적 추정치)을 앞서는 실적 불확실성 무풍지대 이원화 압축대응, 3) KOSDAQ 셀렉트 지수 편입 예상 중소형 실적주 길목 지키기
- 관련 맥락에 부합하는 '27년 주도 업종대안은 반도체, IT가전(2차전지), IT하드웨어, 조선, 기계, 화학, 바이오
- '27년 유안타증권 Top Picks론 삼성전자, SK하이닉스, 삼성전기, KB금융, 두산에너지빌리티, 삼성SDI, 셀트리온, LS ELECTRIC, S-Oil, LIG디펜스엔에어로스페이스, 현대건설, HD현대마린솔루션, 대덕전자, 인텔리안테크, 토모큐브를 제시

WI26 주요 업종별 '26년 연초 이후 및 KOSPI 고점일('26년 6/22일) 이후 주가 등락률



참고: 10/8일 종가 기준 현재

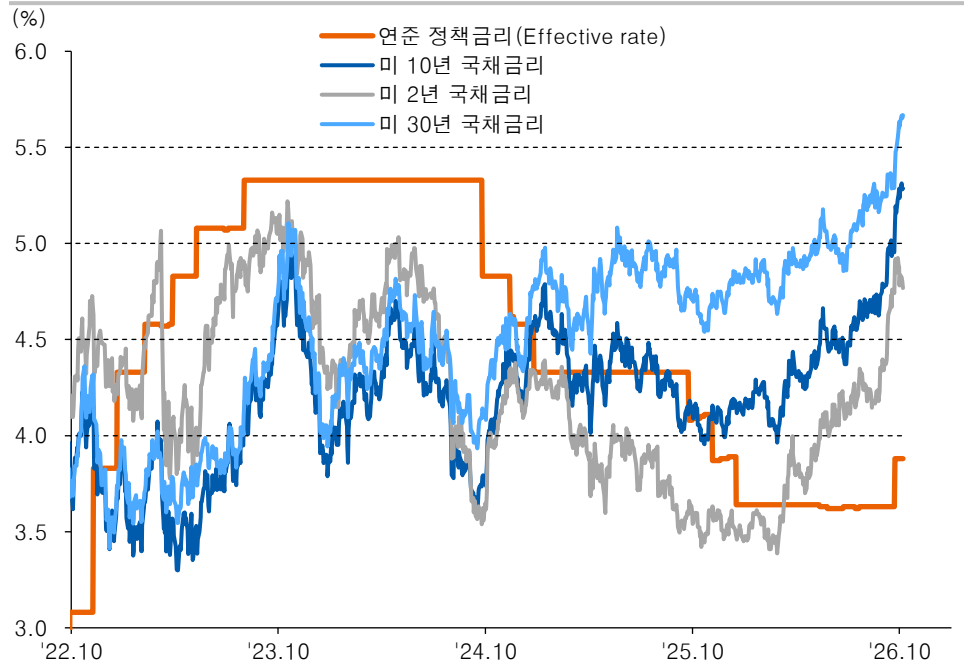
자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터



2) '27년 전략 초점: ① 고물가/고긴축/고금리 리스크 정점통과

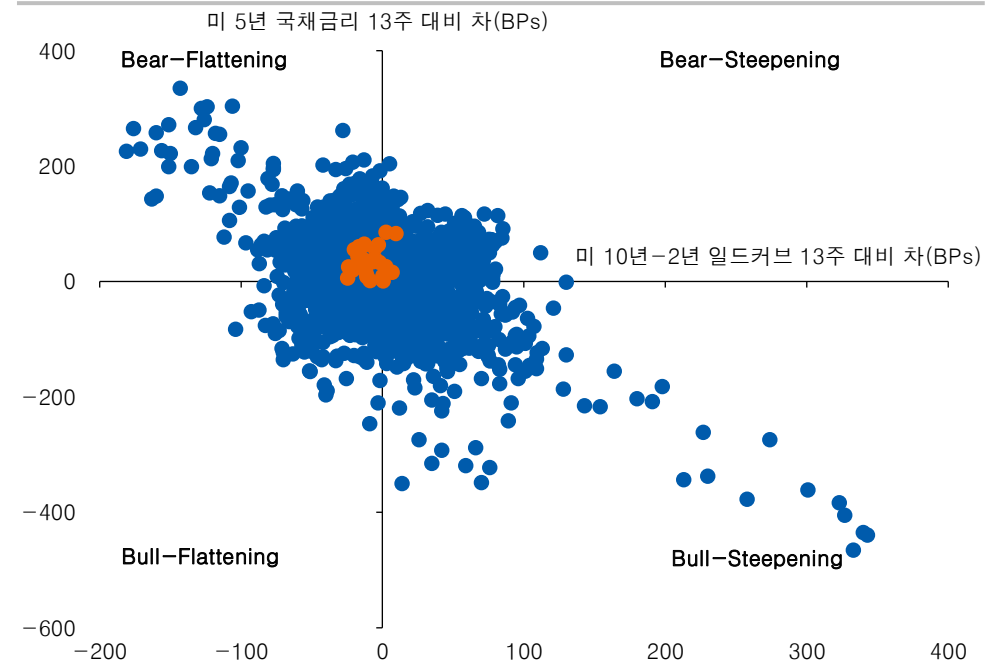
- '25년 '해방의 날' 관세 쇼크에 '26년 2/28일 이란 전쟁 발발 충격이 가세함에 따라 국내외 자산시장 내 고물가/고긴축/고금리 리스크가 극대화
- 2/28일 이후 미 2년 국채금리(10/7일 현재 4.77%)는 +138.1BP, 10년 국채금리(현재 5.29%)는 +132.1BP, 30년 국채금리(현재 5.67%)는 +103.5BP 상승
- 10Y-2Y 장단기 금리 스프레드(일드커브)는 2/27일 +57.7BP에서 현재 51.8BP로 -5.9BP 하락함에 따라 Bear-Flattening 금리 기조가 고착화
- 1) AI Capex 투자 Boom이 견인하는 성장률 눈높이 상향 및 자금수요 확대 관련 수요충격, 2) 트럼프 정치/정책/지정학적 불확실성에 기인한 관세 및 상품/에너지 물가 상승의 공급충격, 3) 케빈 워시 연준에 대한 시장 투자가측 정책 신뢰도 약화, 4) 미국 적자재정 및 국채공급 리스크 심화 등의 복합작용 결과

연준 정책금리와 미국 2년, 10년, 30년 국채금리



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

미국 시장금리(일드커브) 환경 4사 분면: 2월 말 이란 전쟁 발발 이후 Bear-Flattening 기류가 고착화



참고: 주황색 표기는 3월 이후부터 10월 초 현재까지의 금리 환경 변화

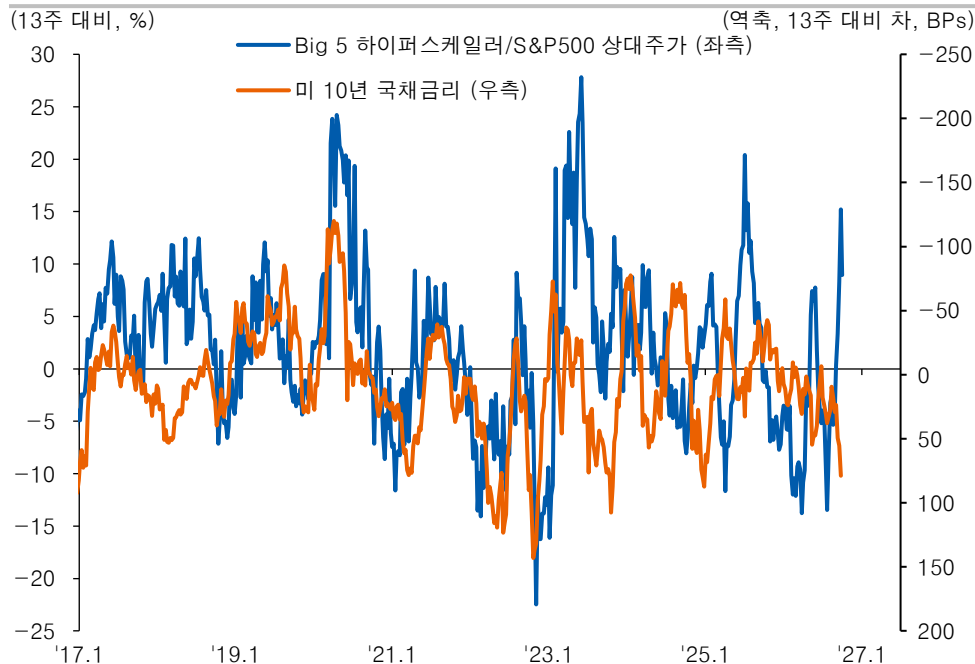
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



고물가/고인축/고금리 리스크 과대평가가 AI/반도체 업황, 실적, 주가 과소평가를 야기

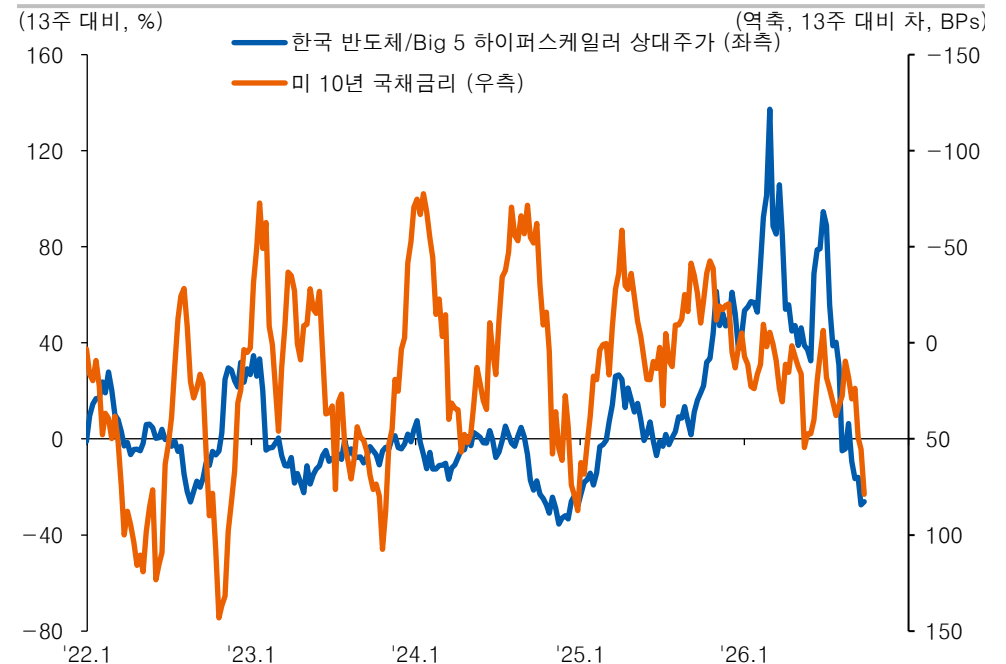
- 고물가/고인축/고금리 리스크의 극단적 과대평가(오버슈팅) 환경은 국내외 AI/반도체 업황 전망과 주가/멀티플/수급 여건에 대한 총체적 과소평가(언더슈팅)로 반영
- '15년 이후 시장(S&P500)을 장기간에 걸쳐 압도했던 Big 5 하이퍼스케일러는 5/15일 미 10년 국채금리 전통적 상방 임계선 4.5%선 상향돌파 이후 상대열위 전환
- 이는 고물가/고인축/고금리 리스크 심화에 따른 주요 빅테크/하이퍼스케일러측 AI Capex 슈퍼 사이클의 지속 가능성 및 자금조달 제약 관련 의구심 확대 등의 영향
- 고물가/고인축/고금리 환경에 크게 민감한 중간/자본재적 특색과 초고변동성 한국증시 소속이란 점이 미국 주요 하이퍼스케일러 대비 한국 반도체 추가 부진을 자극
- 미국 AI 대표주는 상대적으로 물가/금리 둔감 최종재/소비재/서비스 성격이 짙으나, 한국 관련주는 물가/금리 초민감 중간재/자본재/제조업 성격이 우세하기 때문

미국 Big 5 하이퍼스케일러/S&P500 상대주가와 10년 국채금리



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

한국 반도체/미국 Big 5 하이퍼스케일러 상대주가와 10년 국채금리



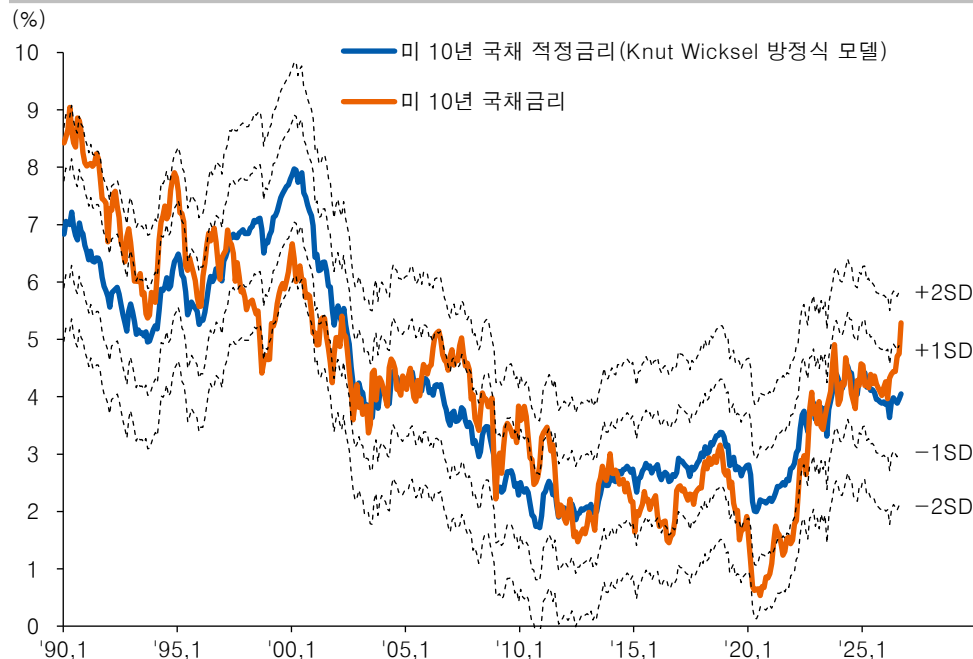
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



미 10년 국채금리 적정 수준은 4.8~5.0%. '27년 Fair Value 구간 진입을 예상

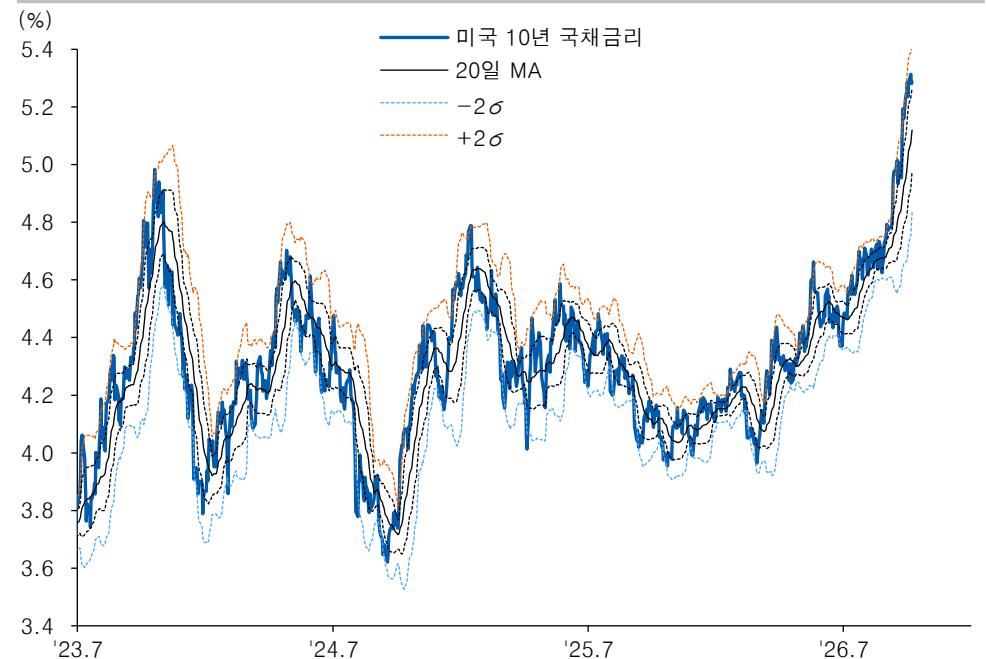
- 미 10년 국채금리 Fair Value는 4.8~5.0%. 하단 4.8%는 20일 MA 기준 -2σ 선 상응 레벨, 상단 5.0%는 Knut Wicksell 방정식 모델 $+1SD$ 임계 수준에 해당
- '26년 시장금리 상승 압력은 4Q 중 $+2\sigma(5.4\%)$ 권에서 제동이 걸리고, '27년 고물가/고인축/고금리 리스크 정점통과로 Fair Value권(4.8~5.0%) 진입이 가능할 전망
- 통상 미 10년 국채금리는 $-2\sigma(4.8\%) \sim +2\sigma(5.4\%)$ 밴드를 순환. 트레이딩 관점하 시장금리 '26년 상승 압력은 5.4%선, '27년 하락 압력은 4.8% 내외에서 제동
- Knut Wicksell 방정식 모델 $[\alpha + \beta \times (\text{CBO 잠재 GDP 성장률} + \text{Cleveland 연준 10년 기대 인플레이션}) + \varepsilon]$ 로 도출한 미 10년 국채 적정 금리 수준은 4.1~5.0%
- 1) 트럼프 정치/지정학적 불확실성에 기인한 일시적 공급충격 성격의 상품/에너지 주도 현 인플레이션 압력, 2) AI Capex 투자 Boom 관련 성장률 눈높이 상향 및 자금수요 확대(회사채 발행 증가), 3) 미국 연방정부 부채 및 재정적자 확대(국채 발행 증가) 등을 추가 반영할 경우, 모델값 $+1SD$ 에 해당하는 5.0%를 상단으로 채택

크누트 빅셀 방정식 모델을 활용한 미 10년 국채 적정금리와 현 시장금리



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

미 10년 국채금리: '26년 상승 압력은 $+2\sigma$ 권(5.4%), '27년 하락 압력은 -2σ 권(4.8%)에서 제동 예상



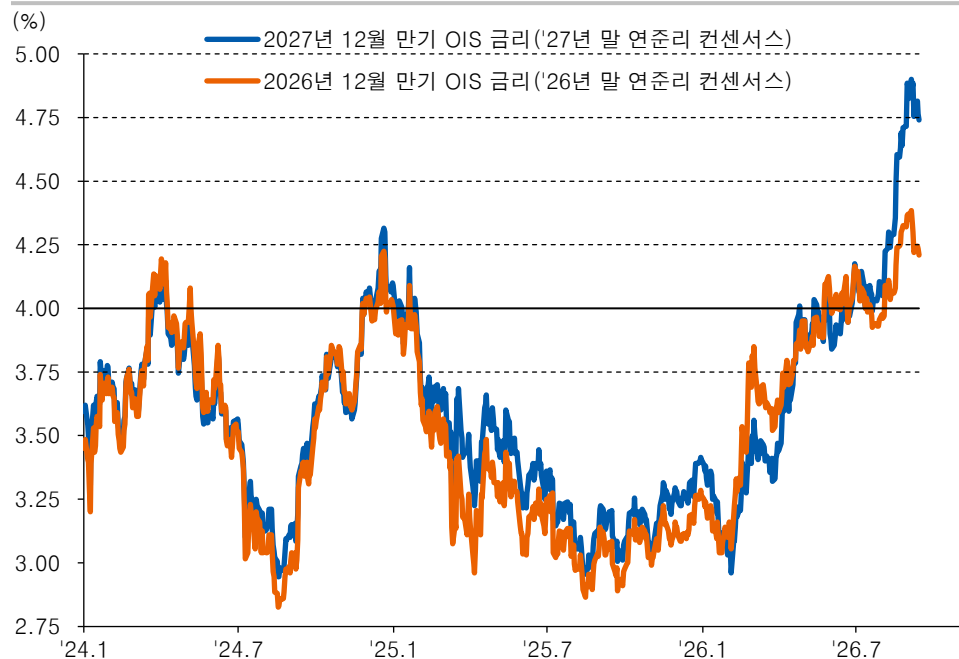
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



연준 금리인상은 '27년 말까지 최대 2회(50BP) 이하 수준으로 제한될 전망

- '27년 말까지 총 3회 이상의 연준 금리인상을 기정사실화 중인 현 시장 컨센서스와 달리, 유안타증권은 실제 연준 금리인상이 최대 2회 이하로 제한될 것으로 판단
- 10/7일 현재 시장은 '26년 1회('26년 12월 만기 OIS 금리 4.21%), '27년 추가 2회('27년 12월 만기 OIS 금리 4.74%)의 75BP 연준 금리인상 가능성을 상정. CME FedWatch 컨센서스에 따를 경우, 시장은 '26년 12월(9일, 확률 98.0%), '27년 3월(17일, 확률 89.2%), 6월(9일, 확률 91.9%) 3회 금리인상 실시를 예상
- 연준의 Balanced-approach Shortfalls Rule[적정 정책금리 = 장기 실질 정책금리 + 향후 1년 Core PCE 전망 + 0.5(향후 1년 Core PCE 전망 - 장기 물가 목표) + 2Min{(장기 실업률 전망 - 현 실업률), 0}] 정책금리 모델값 경로가 피크아웃 전환할 때, 실제 연준 금리인상 사이클이 일단락됐던 그간의 경험칙을 주목
- 9월 FOMC 경제전망과 점도표를 대입해보면, 동 모델값 경로는 '26년 12월부 피크아웃 전환. 금리인상 압박이 12월 FOMC 직전후 1~2회로 제한됨을 암시하는 대목

'26년 및 '27년 12월 만기 OIS 금리(채권시장 내 각 연말 연준 정책금리 컨센서스 변화를 반영)



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

연준 정책금리와 연준의 Balanced-approach Shortfalls Rule 정책금리 모델값 변화 추이



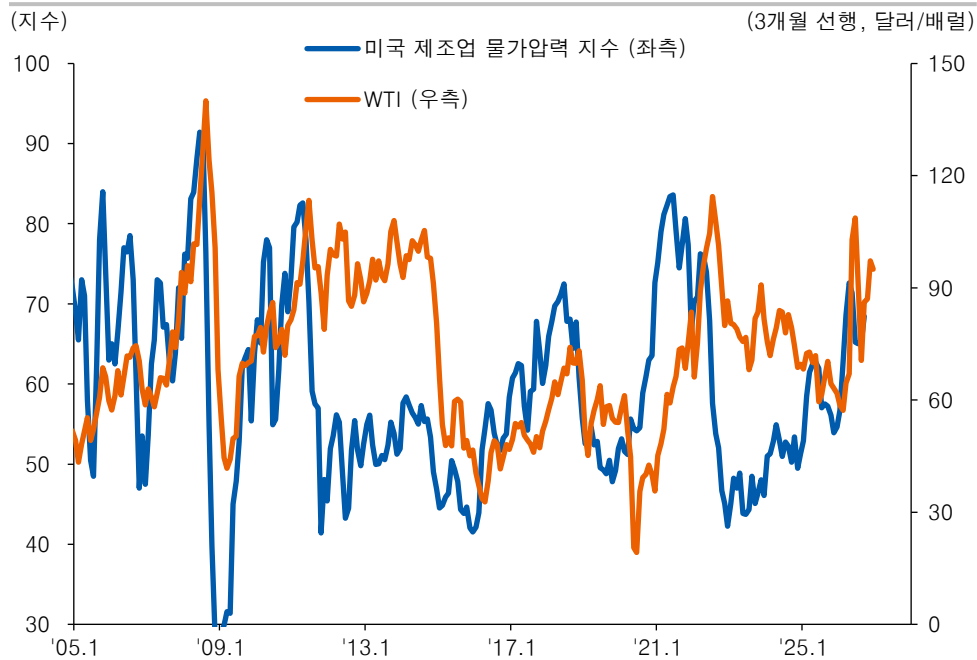
참고: [Monetary Policy Report June 2025](#). 26년 말 이후 연준 정책금리 예상은 9월 점도표에 의거
자료: Fed, LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



트럼프發 상품/에너지 인플레 충격이 물가/긴축/금리 전망을 뒤흔드는 교란요인

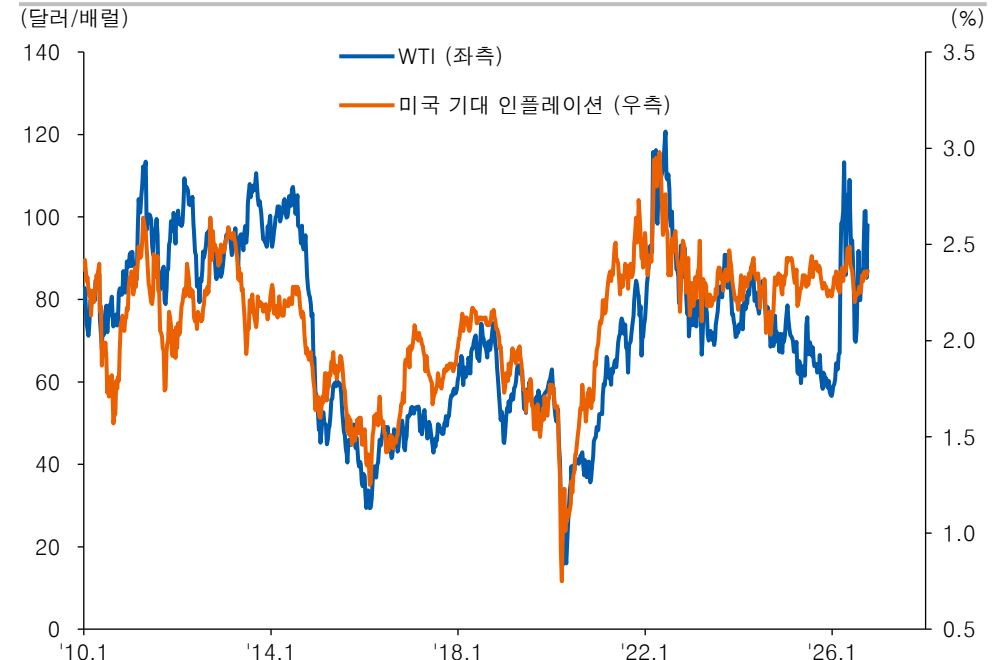
- 최근 물가/긴축/금리 전망 경로를 뒤흔드는 최대 교란요인은 트럼프 정치/정책/지정학적 불확실성에 기인한 상품/에너지 주도 인플레이션 압력
- 10/6일 뉴욕 연준 분석에 따르면 트럼프 관세 부과가 올 2월 기준 비석유 관련 67개 소비재 물가를 전년 대비 +2.9%Pt 상승시킨 것으로 평가
- WTI 유가는 미국 제조업 물가압력 지수 변화에 3개월 가량 선행. 이란 전쟁 관련 3월과 7월 국제유가 100\$선 돌파 파장이 현재 고물가/고긴축/고금리 리스크로 확산
- 최근 중동 리스크 재격화와 마디 지수대 100\$선에 다가선 국제유가 등을 고려할 경우, 인플레 파이팅 성격의 12월 FOMC 추가 금리인상 가능성이 농후한 것이 사실
- 단, 관세 부과 파장은 관세/통상 마찰 리스크 재점화가 아니라면 점진적으로 희석될 공산이 크고, 국제유가는 중간선거 승리 이후 민주당측 트럼프 견제 강화와 사태 봉합 노력 확대 등으로 현 93~114\$(+1SD~+2SD) 사이 구간에서 '27년 72~93\$(평균~+1SD) 밴드 수준으로 차츰 누그러질 것으로 전망

미국 제조업 물가압력 지수와 WTI 국제유가



참고: 미국 제조업 물가압력 지수는 ISM 제조업 지수 내 공급자 인도 지수와 가격 지불 지수의 평균으로 산출
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

WTI 국제유가와 미국 기대 인플레이션(10년 TIPS 내재 BEI)



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



고용시장 질적/양적 둔화 추세 지속으로 연준 금리인상의 당위성과 시급성은 약화

- 고용시장 질적/양적 둔화 추세 지속으로 연준 금리인상의 당위성과 시급성은 시시각각 약화될 것으로 전망
- 트럼프 정치/정책/지정학 불확실성을 반영한 상품/에너지 주도 인플레이션을 잡기 위해 12월 FOMC 추가 금리인상이 불가피한 것은 사실이나, 현재 시장이 반영 중인 '27년 말까지 총 3회 이상의 금리인상이 가능할 만큼 태평성대 실물경기 환경이 아닐 수 있다는 의미
- 1) 비농업 신규고용 감소 추세가 지속되고 있고, 2) 임금 상승률과 핵심/서비스 물가에 6개월여 선행하는 일자리/실업자 수 비중(Vacancy Rate)은 9월 이후 임계선 1배 이하로 하락할 개연성이 높으며, 3) 시간당 임금 상승률 역시 9월 전년 대비 +3.0%로 추가 감소하며 장래 소득/소비 동반 감소 가능성을 시사하는 한편, 4) AI 생산성 혁신과 노동시장 질적/양적 부진간 결합은 노동비용의 추세적 하락을 경유해 핵심 물가 환경 전반의 추세적 하향 안정화를 자극할 소지가 다분

미국 비농업 신규고용



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

미국 일자리/실업자 수 비율과 임금 상승률: 9월 이후 1배선 이탈



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

미국 단위당 노동비용과 Core CPI



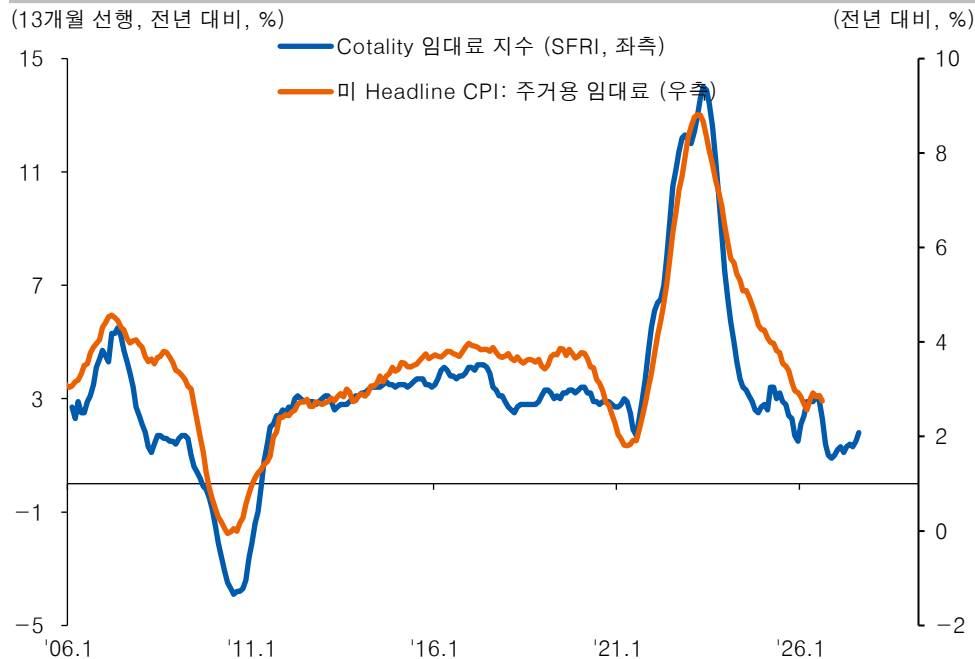
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



트럼프 불확실성 재격화가 아니라면, Core PCE는 '27년 하반기 중 2% 목표에 다가설 것

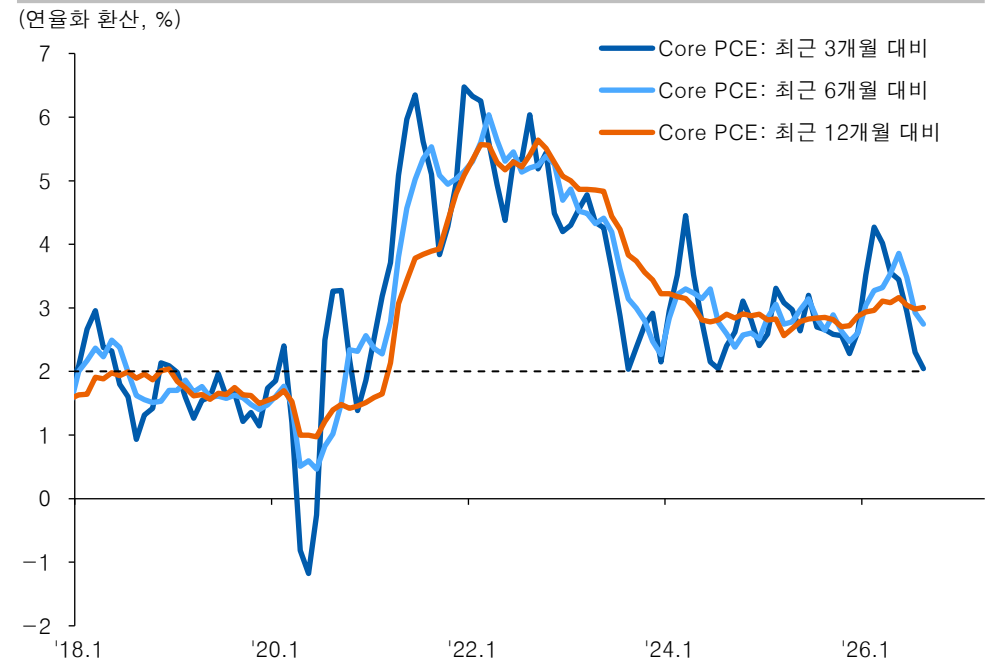
- 트럼프 정치/정책/지정학적 불확실성의 재격화가 아니라면, Core PCE 물가는 '27년 하반기 중 연준의 2% 목표 수준에 근접할 것으로 판단
- Core CPI/PCE 디플레이터의 40% 가량을 차지하는 최중요 항목은 주거비. 1) 고물가/고인축/고금리 환경 장기 고착화, 2) 이민자 단속/통제 강화에 따른 캘리포니아, 텍사스 등지의 주택수요 급감, 3) 풍수해 타격이 컸던 플로리다 등지의 주택가격 급락 영향 등이 주택경기 총체적 부진을 경유해 주거비의 추세적 하락으로 반영될 전망
- 실제, 주거 관련 물가에 13개월여 선행하는 Cotality 임대료 지수(SFRI)는 상기 환경 변화를 반영하며 주거비 Disinflation이 '27년 상반기까지 지속될 것임을 시사
- Core PCE 전년 대비 상승률은 3월 이후 6개월 연속 3%선을 상회. Cleveland 연준 추정대로라면 9월 3.0%, 10월 3.1%로 당분간 3% 이상 고물가 압력이 불가피. 단, 이에 선행하는 최근 6개월 대비(연율화 환산) 상승률은 지난 5월 피크아웃 전환 이후 8월 현재 2.7%까지 낮아졌고, 3개월 대비론 8월부 2.0% 목표 지점에 도달

미국 Cotality 임대 지수와 Headline CPI 내 주거용 임대료



자료: Cotality, LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

Core PCE 물가: 최근 3개월, 6개월, 12개월 대비 증감률



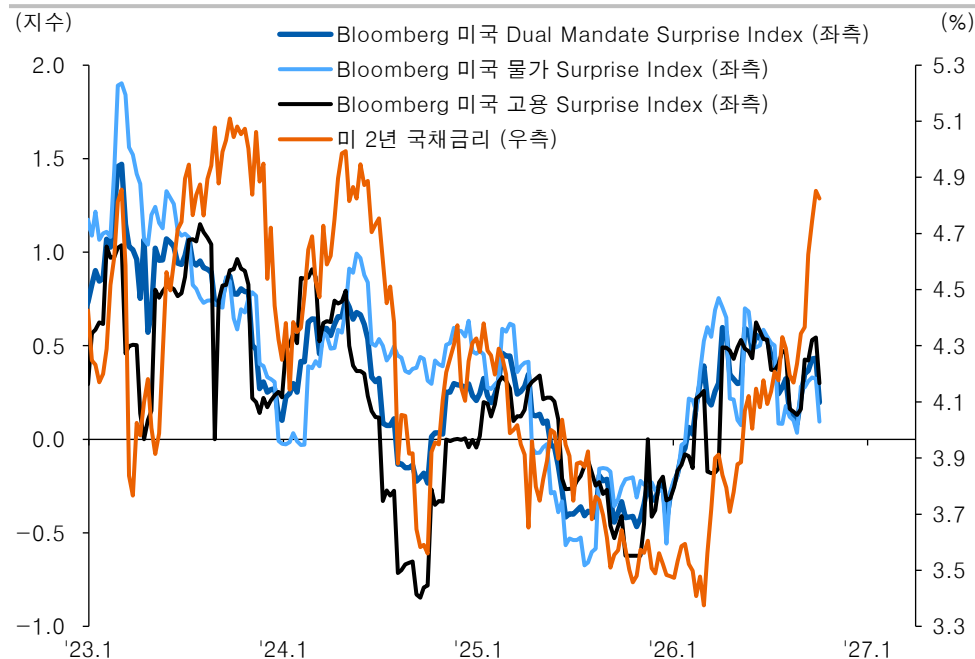
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



연준의 인플레이션 파이팅은 장기전보단 단기전 성격으로 한정

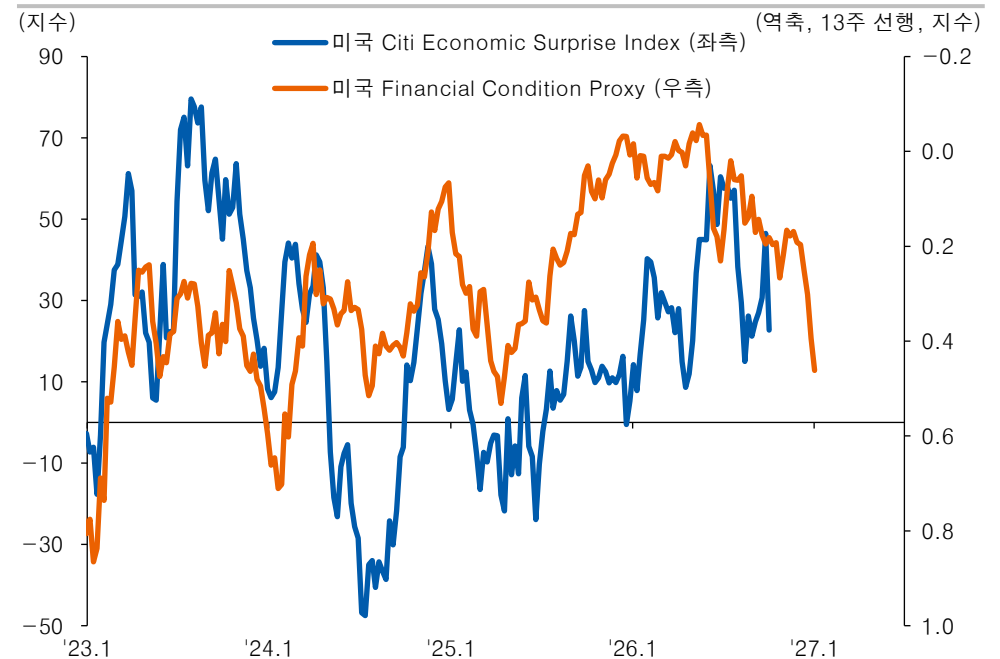
- 연준의 인플레이션 파이팅은 장기전('27년 말까지 3회 이상 금리인상)보단 단기전(최대 2회 이하, 12월 마지막 인상을 Base 시나리오로 설정) 성격으로 한정될 전망
- 당분간 연준 정책 우선순위는 경기보단 물가가 앞서 설정되는 바, '26년 12월 및 '27년 1분기까진 물가 통제 성격의 추가 금리인상 논의 및 시장 내용은 불가피
- Bloomberg 미국 고용/물가 Surprise Index는 8월 이후 재차 반락 전환. 연준은 매크로 서프라이즈 둔화에선 외통수 성격의 금리인상보단 금리동결 대응으로 실물경기 여건을 주시하며 통화정책의 유연성을 확보하는 것이 절대적으로 유리. 물가 제어를 위한 연준 금리인상 행렬이 마냥 길어지기 어려운 이유
- 미국 Citi Economic Surprise Index에 3개월여 선행하는 Financial Condition Proxy는 지난 4월부 피크아웃 전환하며 추후 경기 모멘텀 지속 약화 가능성을 시사. 고관세/고물가/고금리/강달러 등 금융통화 환경 전반의 사전적 긴축 대응으로 말미암아, 연준의 고강도 금리인상 없이도 물가 통제가 능히 가능할 수 있다는 의미

Bloomberg Dual Mandate(물가/고용) Surprise 지수와 미 2년 국채금리



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

미국 Citi Economic Surprise 지수(경기 모멘텀)와 3개월 선행 Financial Condition Proxy



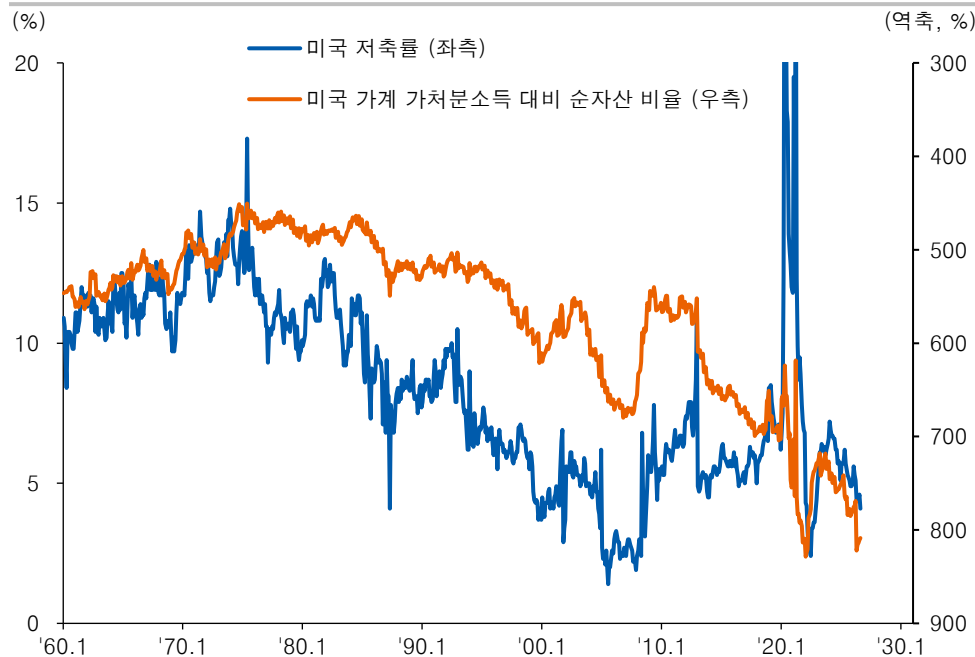
참고: 미국 Financial Condition Proxy는 미 10년 국채금리, 하이일드 회사채 금리, 달러화 지수 등을 표준화해 산출
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



늦어도 '27년 상반기 중 고물가/고인축/고금리 리스크 피크아웃 전환이 가능할 전망

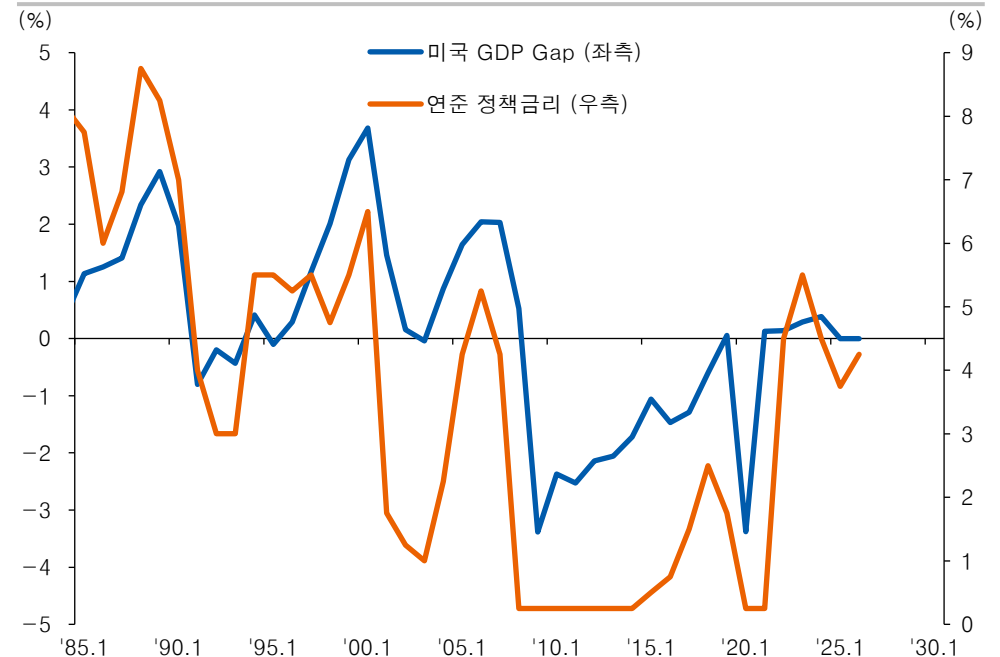
- 추세(잠재 GDP 성장률) 이하의 성장률 환경에선 금리인상 사이클 추세화는 무리. 늦어도 '27년 상반기 중 고물가/고인축/고금리 리스크 피크아웃 전환이 가능할 전망
- 미국은 소비 주도의 경제구조. 가처분소득 대비 순자산 비율(Wealth Effect)은 올 2분기 중 그 정점을 통과했고, 이에 개인/가계는 저축률을 낮춰 소비 확대에 대응
- 단, 저축률 역시 역사적 저점 수준까지 하락한 현 상황에서, 시장이 상정 중인 '27년 말 3회 이상의 금리인상은 물가 통제를 넘어 경기 부담을 한껏 자극할 소지가 다분
- IMF 추정 '26년 미국 GDP Gap은 -0.001Pt 로 '20년 이후 최초 음(-) 전환 가능성이 유력시. 추세 이하의 성장 우려는 '27년 이후에도 지속될 변수가 아닌 상수
- 과거 산출갭 마이너스 구간에서 연준 금리인상 사이클이 장기 추세화에 나섰던 경험은 전무

미국 저축률과 가처분소득 대비 순자산 비율



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

IMF 추정 미국 GDP Gap(산출갭)과 연준 정책금리



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



장기금리 하향 안정화 이슈로 한껏 다급해진 스캇 베센트엔 맞서지 않는 편이 유리

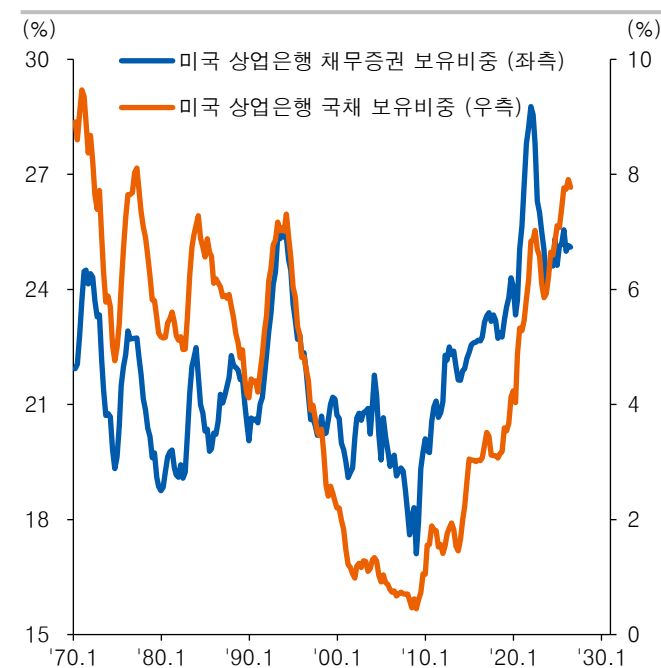
- 공수표를 남발 중인 것처럼 보이는 스캇 베센트 재무장관일 것이나, 연준 통화정책도 그러하듯이 사생결단의 재무부 재정정책엔 맞서지 않는 편이 유리
- 스캇 베센트는 장기금리 하향 안정화를 위한 고강도 정책대응을 공언(9/9~11/4일, 60억\$ 이상 바이백 확대, TGA 활용 장기채 매입 등) 중이나 시장의 평가는 냉담
- 연방정부 채무는 이미 40조\$를 넘어섰고, 국채금리는 상승세가 지속. 재정적자와 지급이자가 나날이 늘어나는 바, 국채공급 역시 지속 증가할 소지가 다분한 것이 사실
- 단, 재무부는 시장금리 하향 안정화를 위한 많은 정책수단을 지니고 있고, 히든카드이자 게임 체인저로서 상업은행 국채 매입/보유 확대 옵션 역시 활용 가능성이 높음
- 2Q 말 기준 상업은행 총자산 대비 채무증권 보유비중은 25.1%로 '21년 말 28.8%에 크게 미달하며, 국채 보유비중은 7.8%에 불과해 매입 확대 여지가 상존

미 재무부의 시장금리 하향 안정화를 위한 정책수단

경로	수단	목적
국채 공급 및 듀레이션 관리	국채 발행, 바이백, TGA 현금 관리	미 국채 공급 규모와 만기 구성을 조정하는 동시에, 스트레스가 발생한 부문에 재무부가 유동성을 지원
공식 유동성 안전판	FIMA Repo, SRF, 연준 증권대여 및 달러 스왑라인	강제 매도, 자금조달 스트레스 및 시장 기능 저하를 완화
규제 및 시장구조 정책	자본/유동성 규제 개혁	금융 시스템이 미 국채를 보유/조달/중개할 수 있는 능력과 효율성을 높임
	미 국채/HQLA 취급 방식 조정	
	중앙청산, Repo 네팅, 증거금 및 달러 규정	
정책 시그널링 및 기대 관리	예상 재정적자, 차입 및 향후 국채 공급 변화에 대한 신호	실제 정책 시행 전이라도 향후 국채 공급/수요/시장개입에 대한 기대를 변화시켜 국채 가격에 간접적으로 영향

자료: 미국 재무부, 유안타증권 리서치센터

미국 상업은행 채무증권 및 국채 보유비중



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



장기금리 하락을 위한 재무부측 히든카드는 상업은행 국채 매입/보유 확대 방안

- 상업은행 및 예금 취급기관의 대규모 국채 매입/보유 확대 방안은 정치적 잡음이나 경제적 파장 제한된 채 장기금리 하향 안정화를 가능케하는 ‘Stealth QE’에 해당
- 연준(중앙은행) QE시, 1) 연준이 비은행으로부터 채권을 매입하면 지급준비금과 신규 예금(신용창출)이 동시에 생겨나지만, 2) 시중은행으로부터 국채를 사들이면 준비금만 생겨날 뿐 신용창출 효과는 전무. 실제 연준 QE 당시 연준 B/S와 준비금은 급증했지만, 시중 유동성 증가는 이에 크게 미치지 못했음을 상기
- 반면, 시중은행의 국채 매입/보유 확대는 신규 예금 창출로 직결되는 바, 경제 전체의 통화승수가 상승하고 시중 달러 유동성 역시 증가하며 자산시장에 긍정적 영향
- 당장은 못미더운 스캇 베센트 재정정책일 것이나, 상업은행 국채 매입/보유 확대 카드로 장기금리 하향 안정화와 국내외 증시 순향을 동시에 꺾을 수 있다 보는 이유

국채 신규/추가 매입 전후 상업은행 B/S 변화

〈국채 매입 이전〉

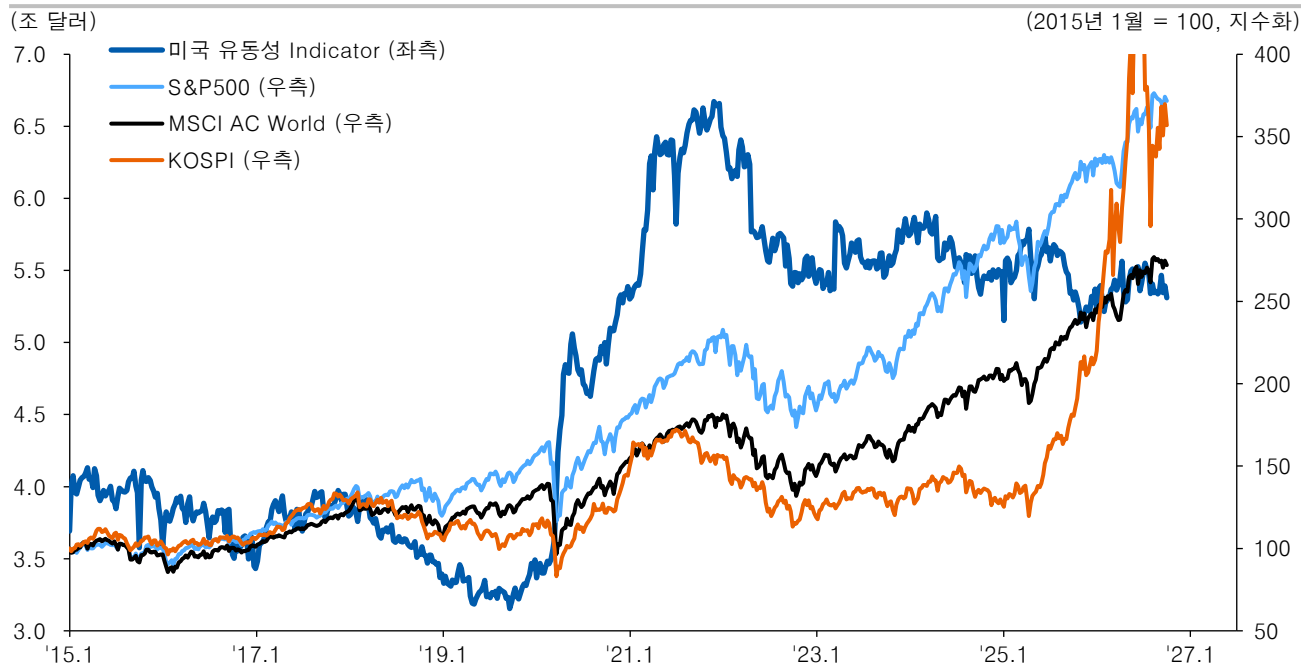
자산		부채+자본	
대출	600	예금	700
지급준비금	50	기타 부채	200
유가증권	350	자본금	100
1,000		1,000	

〈국채 매입 이후〉

자산		부채+자본	
대출	600	예금	700
지급준비금	50	기타 부채	200
유가증권	350	자본금	100
신규 국채	100	신규 예금	100
1,100		1,100	

자료: 유안타증권 리서치센터

미국 유동성 Indicator와 국내외 증시



참고: 미국 유동성 Indicator는 연준 총자산에서 RRP(역레포 잔고)와 TGA를 차감해 산출

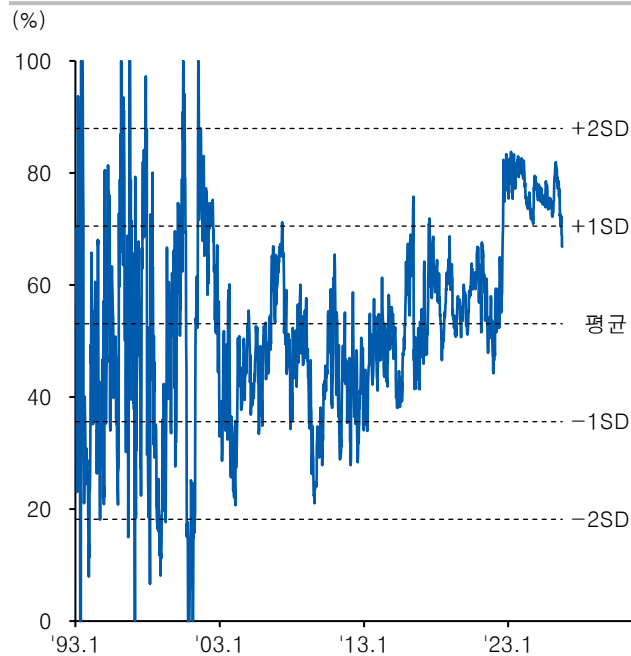
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



장기금리 상승에 폴 베팅했던 채권 자경단의 수급 방향선회 가능성을 염두

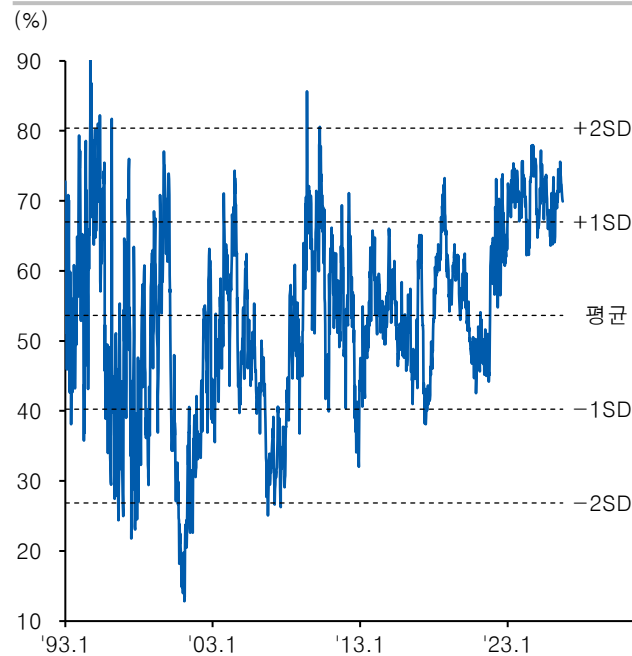
- 1) '27년 하반기 중 2% 목표에 다가설 Core PCE 물가 환경, 2) '27년 말까지 최대 2회 이하로 제한될 연준 금리인상, 3) 재무부측 장기금리 하향 안정화를 위한 고강도 정책 릴레이 등은 채권 자경단측 국채선물 Short Squeeze 방향선회와 함께 장기금리의 점진적 하향 안정화를 자극할 개연성이 높은 것으로 평가
- 10/6일 현재 미 국채선물 투기적(Non-Commercial) 거래 중 매도 포지션 비중은, 2년물 66.9%, 10년물 69.9%, 장기물(T-Bonds) 66.5%로 통계 및 트레이딩 관련 상방 임계 구간에 해당하는 +1SD ~ +2SD 사이에서 단기 부침을 반복. 시장금리 상승(국채선물 Short)에 폴 베팅했던 채권 자경단의 눈치 싸움이 본격화된 것
- 이는 장기금리 상승 요인이 이미 현 금리 레벨에 상당수준 선반영됐거나, 추가로 반영될 수 있는 여지가 이후 대단히 제한적일 수 있음을 시사하는 대목

미 2년 국채선물 투기적 거래 중 매도 포지션: 10/6일 현재 66.9%



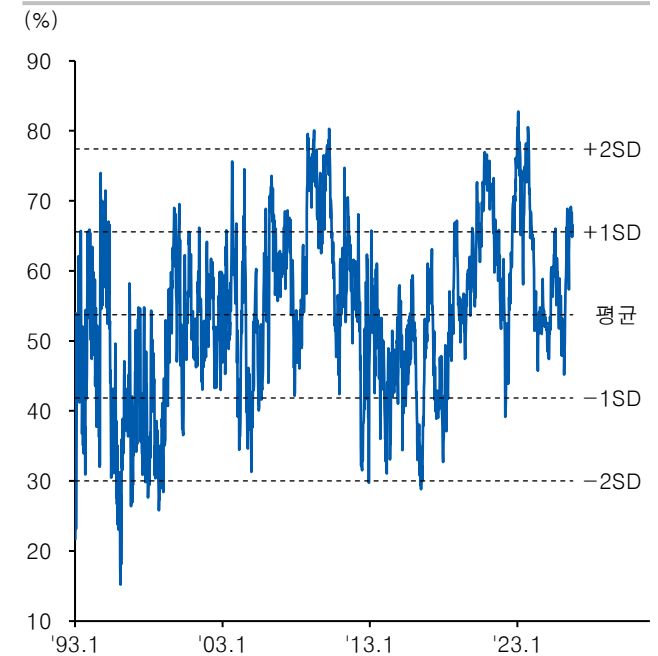
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

미 10년 국채선물 투기적 거래 중 매도 포지션: 현재 69.9%



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

미 15~25년 국채선물 투기적 거래 중 매도 포지션: 현재 66.5%



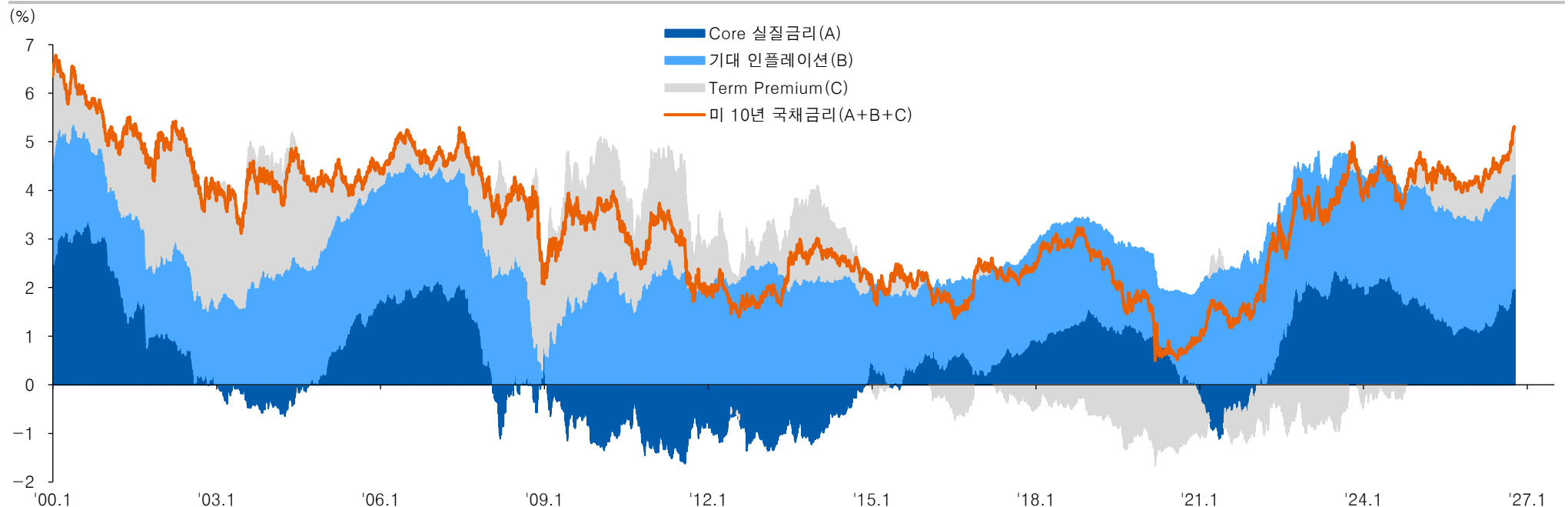
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



10년 국채금리 5.3% = Core 실질금리 2.0% + 기대 인플레이션 2.4% + 기간 프리미엄 0.9%

- 10/7일 현재 미 10년 국채금리(명목금리) 5.29% = Core 실질금리(또는 실질 단기금리) 1.98% + 기대 인플레이션 2.36% + Term Premium 0.95%로 구성
- 최근 시장금리 상승은 상대적으로 Core 실질금리 상승에 기인한 바가 큼. 1) AI Capex 슈퍼 사이클 주도 성장률 눈높이 상향 및 자금수요 확대, 2) 트럼프 불확실성에 기인한 관세 및 상품/에너지 주도 물가 상승, 3) '27년 말까지 총 3회 이상의 고강도 금리인상 우려, 4) 미국 적자재정 및 국채공급 리스크 심화 등의 복합작용 결과
- 현 장기금리 속등은 절대 기여도 측면에선 기대 인플레이션 영향이 지배적인 것이 사실. 단, 최근 국제유가 부침은 단기 기대 인플레이션 변화에만 영향을 미칠 뿐, 장기 기대 인플레이션 관련 영향은 미미. 고유가/고물가로 고긴축/고금리 리스크와 함께 장래 경기/수요 둔화 우려가 동반 상승한데 따른 결과
- Term Premium은 트럼프 2기 행정부 출범 이후 추세적으로 상승. 경기침체 또는 트럼프 레임덕 현실화가 아닌 이상, 신축적 하향 안정화 가능성은 지극히 희박

미 10년 국채금리(명목금리)의 요인별 분해: 10/7일 현재 명목금리 5.29% = Core 실질금리 1.98% + 기대 인플레이션(BEI) 2.36% + NY Fed 10년 국채금리 내재 Term Premium 0.95%



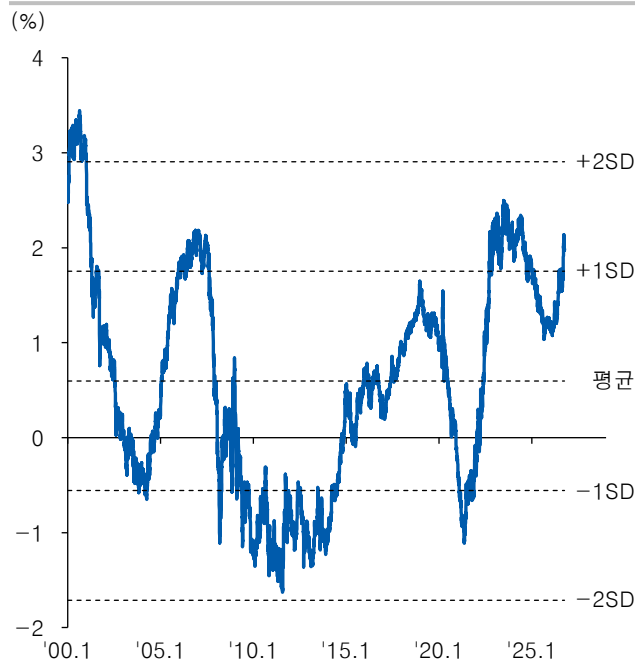
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



'27년 Core 실질금리 50BP 하락이 미 10년 국채금리 4.8~5.0% 구간 진입을 견인

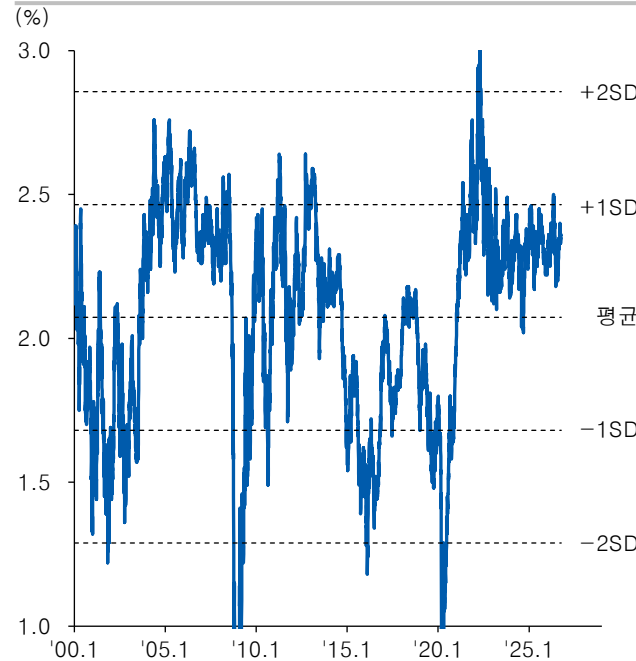
- 장기 기대 인플레이션과 Term Premium의 추가 하락 여지는 일정 수준 이하로 한정. 결국, 장기금리 하향 안정화는 Core 실질금리(실질 단기금리) 변화가 좌우할 것
- '26년에 이어 '27년에도 AI Capex 슈퍼 사이클 주도 경제/실적 성장률 눈높이 상향조정과 주요 빅테크/하이퍼스케일러측 회사채 발행 확대는 흔들림 없이 지속
- 1) '27년 하반기 중 2% 목표에 다가설 Core PCE 물가, 2) '27년 말까지 최대 2회 이하로 제한될 연준 금리인상, 3) 중간선거 승리 이후 민주당측 트럼프 불확실성 제동 강화 및 트럼프 국정 리더십 약화 가능성, 4) 재무부측 장기금리 하향 안정화를 위한 고강도 정책 릴레이, 5) 채권 자경단측 국채선물 Short Squeeze 방향선회 등이 '27년 Core 실질금리 50BP 가량의 추가 하락을 견인할 전망
- '27년 고물가/고긴축/고금리 리스크 정점통과가 Core 실질금리 하락을 경유해 미 10년 국채금리 Fair Value 4.8~5.0% 구간 진입이 가능할 것으로 판단하는 이유

미 10년 국채금리 내재 Core 실질금리(실질 단기금리)



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

미 10년 국채금리 내재 기대 인플레이션(BEI)



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

미 10년 국채금리 내재 Term Premium(NY Fed)



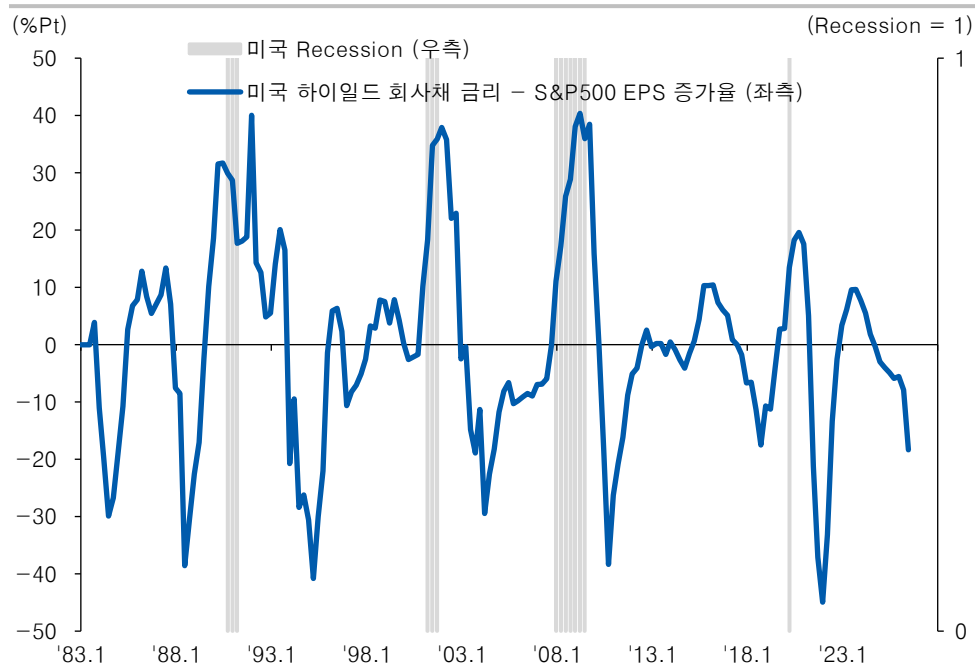
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



'27년 고물가/고인축/고금리 리스크 정점통과로 AI Capex 슈퍼 사이클은 가일층 강화

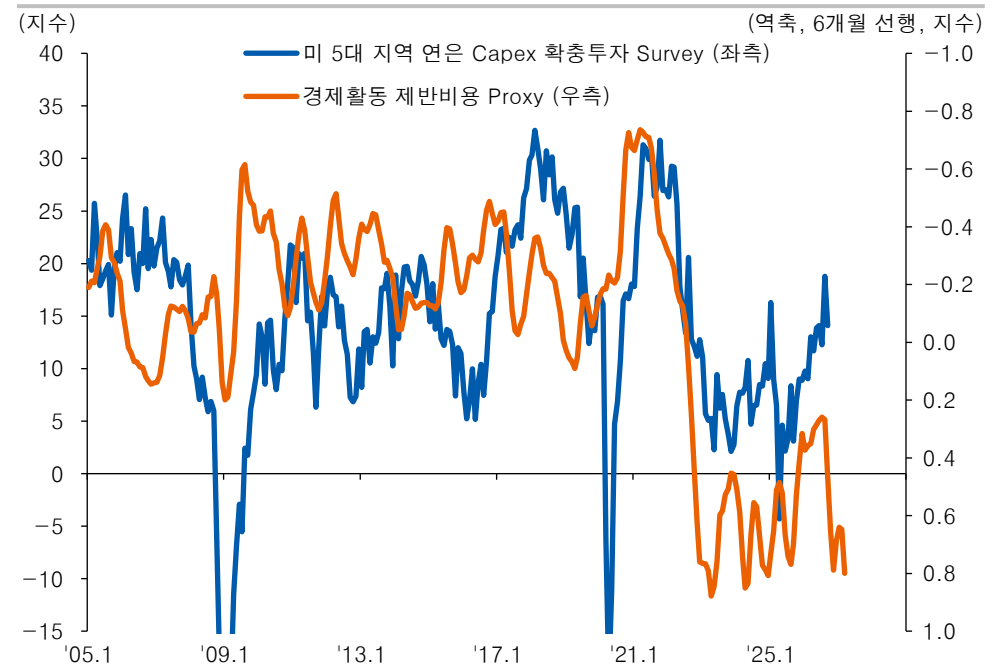
- 명목금리와 Core 실질금리(실질 단기금리) 동반 속등에도 불구하고, 이를 압도하는 기업이익 성장세가 AI/반도체 밸류체인 주도하 한미 증시 공히 지속($Growth > Rate$)
- '26년 고물가/고인축/고금리 리스크의 극단적 과대평가(오버슈팅)에서 비롯된 국내외 AI/반도체 업황 전망과 주가/멀티플/수급 환경의 총체적 과소평가(언더슈팅) 국면을 '27년 비관론이 아닌 낙관론의 시작점으로 역이용할 필요
- 고물가/고인축/고금리 리스크 심화에도 아랑곳하지 않고, 글로벌 AI/반도체 Capex 투자 확대가 국내외 실물경기 및 기업이익 환경 전반의 초호황 사이클을 주도
- '27년 고물가/고인축/고금리 리스크 피크아웃 전환이 가세할 경우, 현 AI/반도체 Capex 슈퍼 사이클은 추가 도약에 나설 소지가 다분한 것으로 판단

미국 Recession 국면과 하이일드 회사채 금리 - S&P500 12개월 Trailing EPS 증가율 Gap



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

5대 지역 연은 Capex 확충투자 Survey와 경제활동 제반비용 Proxy



참고: 지역 연은 Capex/확충투자 Survey는 뉴욕, 델러스, 필라델피아, 리치몬드, 캔자스시티 연준 관련 데이터의 평균. 경제활동 제반비용 Proxy는 미 10년 국채금리, 하이일드 회사채 금리, 국제유가, 달러화 지수 등을 표준화해 산출

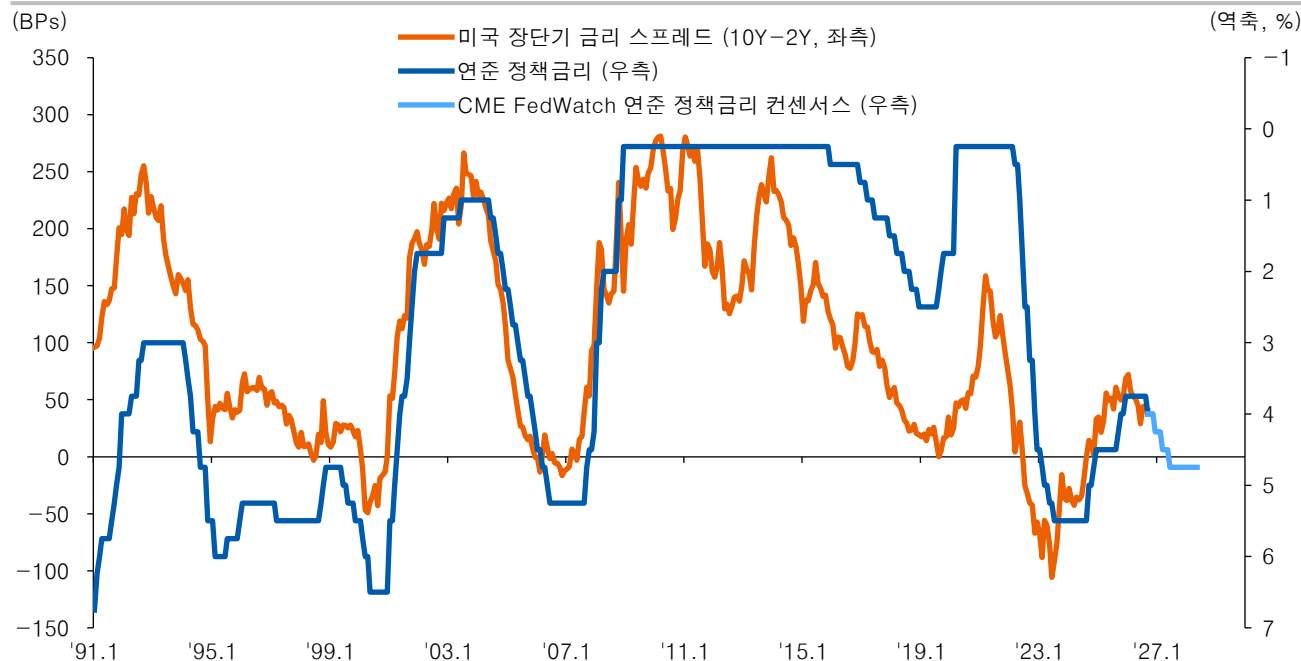
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



시장금리 성격은 '27년 상반기 Bear-Flattening에서 하반기 Bull-Steepening으로 변모

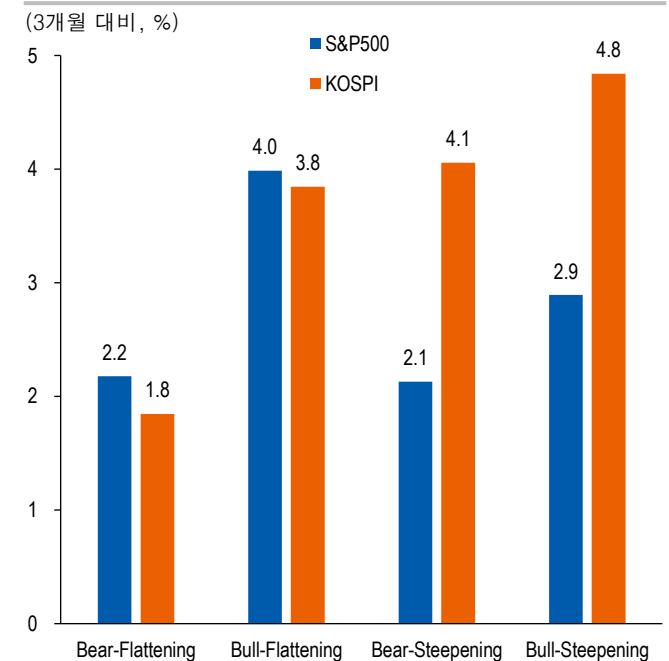
- 국내외 시장금리 장단기 스프레드(일드커브) 환경은 연준 정책금리 변화에 연동. 현재 시장은 '27년 말까지 총 3회 이상의 고강도 연준 금리인상을 기정사실화하고 있는 바, 현 고물가/고인축/고금리 불확실성 정점통과가 확인되는 '27년 상반기까진 Bear-Flattening 시장금리 환경이 불가피
- '27년 하반기 중 2% 목표에 다가설 Core PCE 물가 환경과 추세(잠재 GDP) 이하의 성장률 환경간 결합으로, 연준 금리인상 우려는 지워지고 보험성 금리인하 실시에 대한 요구는 가일층 확대될 개연성이 높음. '27년 하반기 Bull-Steepening 시장금리 환경으로의 완전한 성격 변화를 예상하는 이유
- '27년 상반기까지의 Bear-Flattening 금리 환경하에선 금리 리스크 헤지와 가격 전가력을 겸비한 전략대안 옥석 가리기가 중요. '27년 상저하고 지수 전망의 완성과 인덱스 베타 플레이의 전면화는 하반기 Bull-Steepening 기류 변화 이후의 과제에 해당

미국 10Y-2Y 장단기 금리 스프레드(일드커브)와 연준 정책금리



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

1980년 이후 시장금리 국면별 S&P500 및 KOSPI 3개월 투자성과



참고: NBER 기준 미국 경기침체 당시 투자성과는 제외

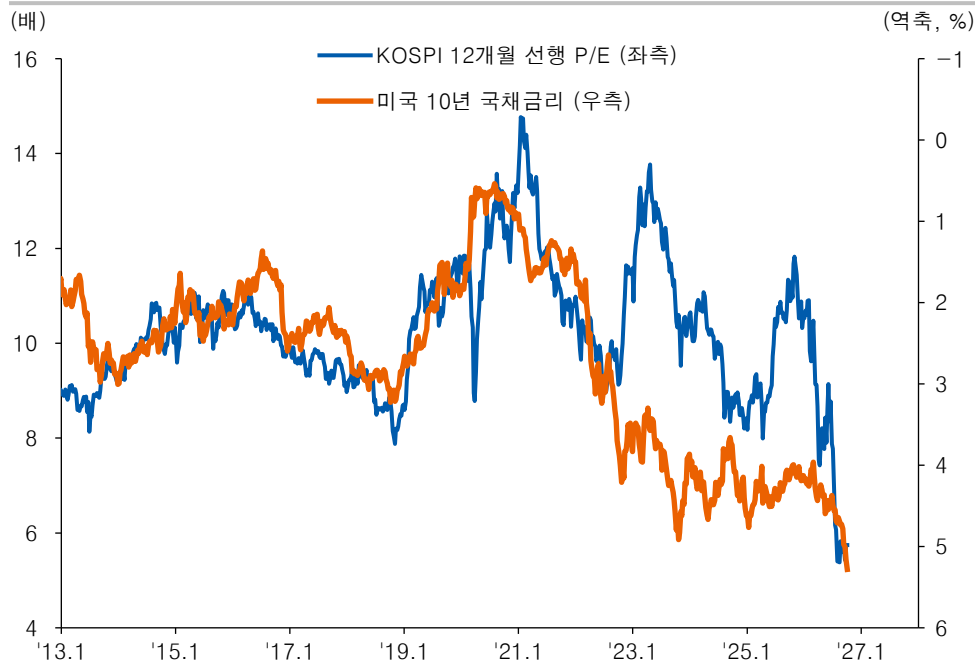
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



시장금리 환경 성격 변화에 발맞춰 국내증시 주가/멀티플/수급 정상화 과정이 전개

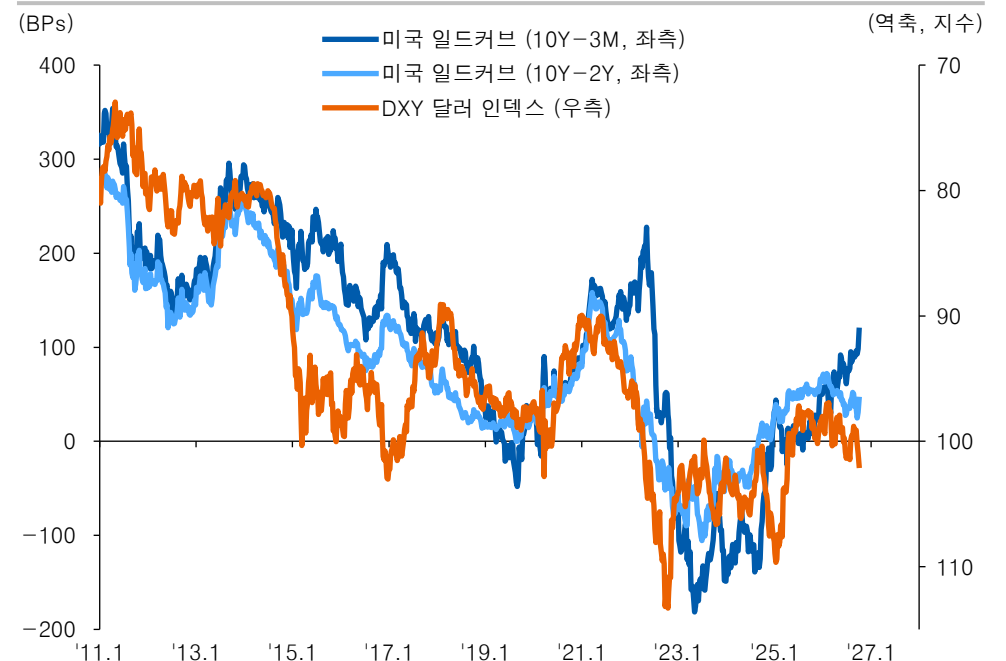
- 반도체 원투펀치와 함께 과소평가의 극단까지 내몰린 국내증시 주가/멀티플/수급 역시 시장금리 환경 성격 변화 과정에 발맞춰 점진적 상황변화에 나설 것으로 판단
- 고물가/고인축/고금리 리스크가 Bear-Flattening 시장금리 환경으로 반영되는 '27년 상반기까진, 국내증시 및 주요 전략대안 주가/멀티플/(외국인)수급 정상화 과정은 대단히 더디고 무디며 지극히 선별적인 형태로 전개될 소지가 다분
- '27년 상반기 투자전략 초점은 시장보단 업종/종목 선별, KOSPI 대형주보단 KOSDAQ 중소형 실적주에 집중하는 것이 유리할 것
- '27년 하반기 고물가/고인축/고금리 불확실성 피크아웃 전환과 Bull-Steepening으로의 시장금리 성격 변화는 국내증시 및 주요 전략대안 주가/멀티플/수급 환경의 점진적 평균회귀 가능성을 역설. AI/반도체 밸류체인 대표주 주도 KOSPI 1만Pt선 안착 가능성에 무게를 두는 이유

미 10년 국채금리와 KOSPI 12개월 선행 P/E



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

'26년 12월 만기 미국 OIS(Overnight Inflation Swap) 금리와 DXY(달러화) 인덱스



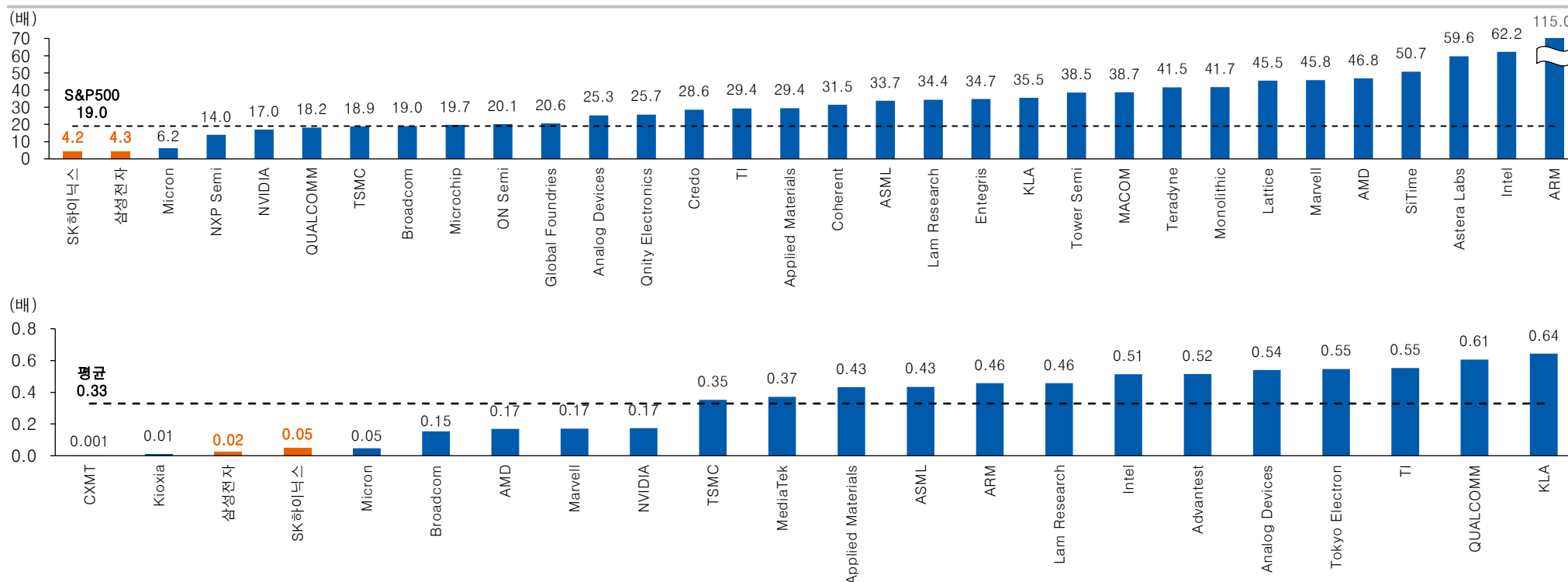
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



2) '27년 전략 초점: ② AI/반도체 밸류체인 극단적 과소평가 현상의 원인과 전망

- '26년에 제기된 딜레마이자 '27년에 풀어야할 핵심 과제 중 하나는 바로 국내외 AI/반도체 밸류체인 대표주들의 업황 전망 및 주가/멀티플 관련 극단적 과소평가 현상
- 필라델피아 반도체 지수 12개월 예상 P/E는 10월 초 현재 21.2배로 S&P500 19.0배와 대동소이하며, Micron/NVIDIA/TSMC 등 대표주 P/E는 시장 평균을 하회
- PEG 렌즈의 신봉자 피터 린치는 PEG 0.5 이하를 실적 성장성 대비 극단적 주가/멀티플 저평가 국면으로 규정한 바 있으나, 시가총액 1천억\$ 이상 국내외 AI/반도체 대표주 대부분이 0.5 이하 수준에서 거래(키옥시아 0.01, 삼성전자 0.02, SK하이닉스 0.05, Micron 0.05, AMD 0.17, NVIDIA 0.17, TSMC 0.35 등)

(上) 필라델피아 반도체 지수 편입 기업의 12개월 예상 P/E, (下) 시가총액 1,000억\$ 이상 글로벌 반도체 기업 PEG(PER ÷ EPS 성장률)



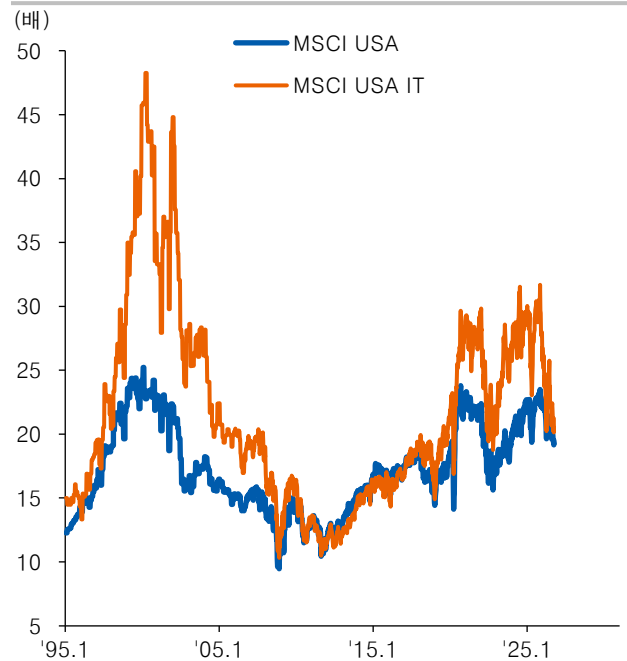
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



AI/반도체 총체적 과소평가는 고물가/고인축/고금리 리스크 극단적 과대평가에서 비롯

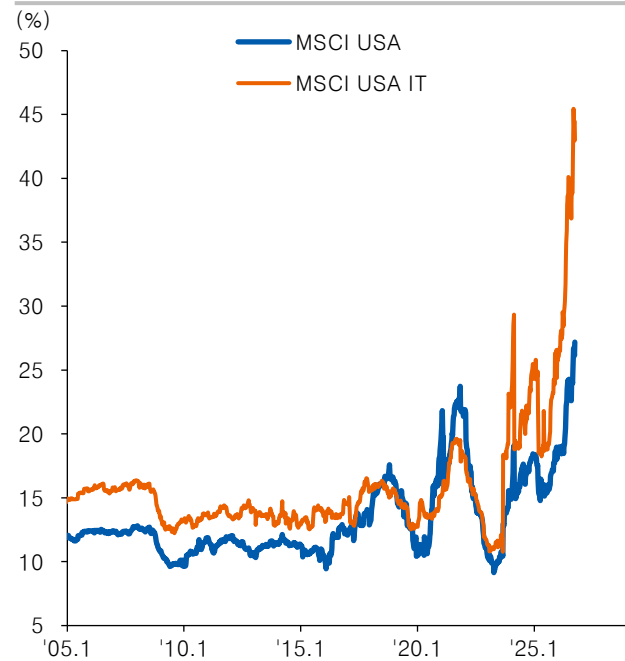
- 국내외 AI/반도체 밸류체인 대표주 총체적 과소평가 현상은 본질적으로 (고유가)고물가/고인축/고금리 리스크 심화에서 기인한 바가 큼
- 1) 고물가/고인축/고금리 리스크 심화에 따른 AI Capex 슈퍼 사이클의 지속 및 추세화 가능성에 대한 의구심 확대
- 2) 미국 AI Capex 슈퍼 사이클 감속 전환(AI 종말론) 우려와 중국 AI/반도체 밸류체인 Catch-up 관련 불확실성 잠복
- 3) 고물가/고인축/고금리 환경 장기화에 기인한 주요 빅테크/하이퍼스케일러 자금조달 제약 및 부채(부외부채) 리스크 심화 우려
- 4) 주요 빅테크/하이퍼스케일러측 현 Capex 규모 대비 과부족 매출 여건과 과소추정 감가상각비(감모상각비) 부담이 제한하는 중장기 실적 전망의 신뢰도와 가시성

미국(MSCI USA) 시장 및 IT 섹터 12개월 예상 P/E



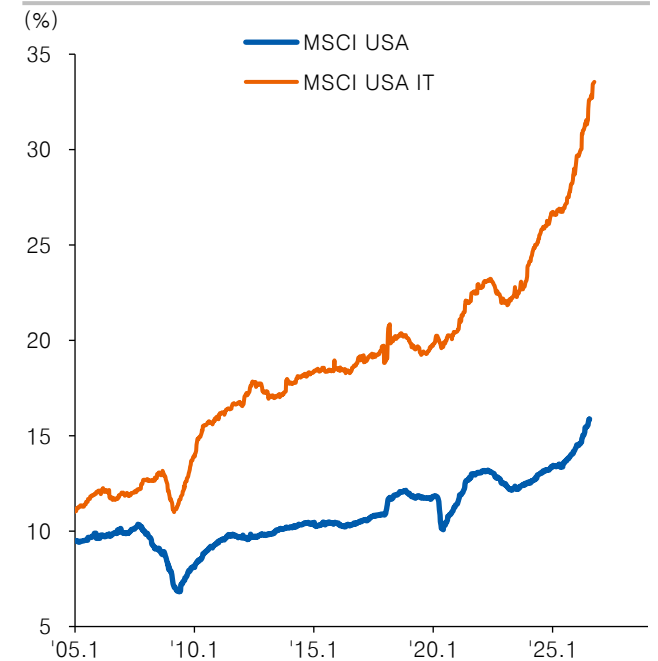
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

미국(MSCI USA) 시장 및 IT 섹터 장기 EPS 성장률 전망치



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

미국(MSCI USA) 시장 및 IT 섹터 12개월 예상 순이익률(EPS/SPS)



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



금리 초민감 중간/자본재 및 초고변동성 한국증시란 점이 한국 반도체를 추가 제약

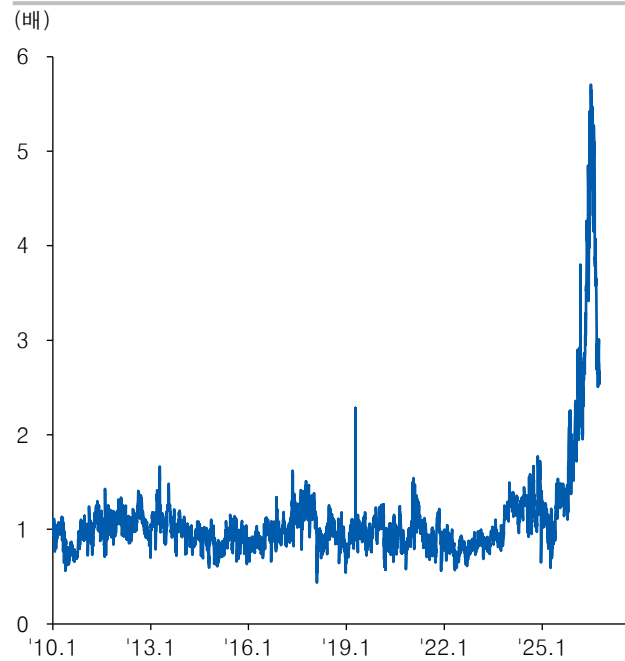
- 고물가/고인축/고금리 환경에 크게 민감한 중간/자본재적 특색과 초고변동성 및 하이 베타 마켓 한국증시 소속이란 사실이 한국 반도체 추가/멀티플/수급을 추가 제약
- 글로벌 AI Capex 투자 사이클에 연동한다는 점은 같지만, 미국 AI/반도체 밸류체인 대표주는 상대적으로 물가/금리 둔감 최종재/소비재/서비스 성격이 짙은데 반해, 한국 관련주는 물가/금리 초민감 중간재/자본재/제조업 성격이 우세
- 10월 초 현재 KOSPI 전체 대비 시가총액 및 '26년 말 예상 영업이익 비중은 삼성전자 28.9%/38.9%, SK하이닉스 24.1%/26.9%, WI26 반도체 56.5%/71.1%. 실적 펀더멘탈만 보고 한국 반도체 대표주를 개별적으로 늘리면 한국증시(베타) 전체에 대한 민감도 역시 총체적으로 상승할 수 밖에 없는 구조인 것
- 한국 AI/반도체 대표주의 폭발적 실적 성장성과 Rock-bottom 멀티플을 주목하지만, 초고변동성 한국증시와는 당분간 거리를 두겠다는 것이 외국인 투자가 지배논리

하이퍼스케일러/S&P500 및 한국 반도체/하이퍼스케일러 상대주가



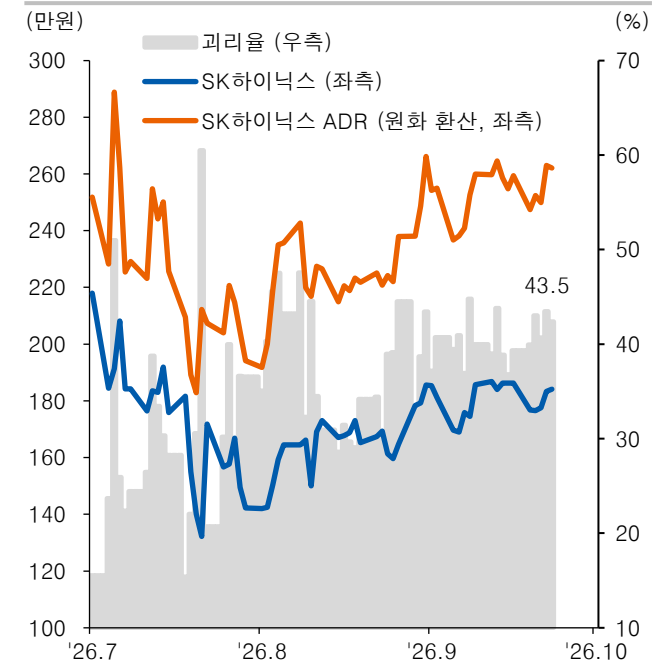
참고: 미국 Big 5 하이퍼스케일러는 Microsoft, Google, Amazon, Meta, Oracle
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

VKOSPI/VIX 상대지수(배율): 10월 초 현재 2.7배 수준



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

SK하이닉스 보통주 대비 ADR 주가 괴리율은 +43.5% 수준



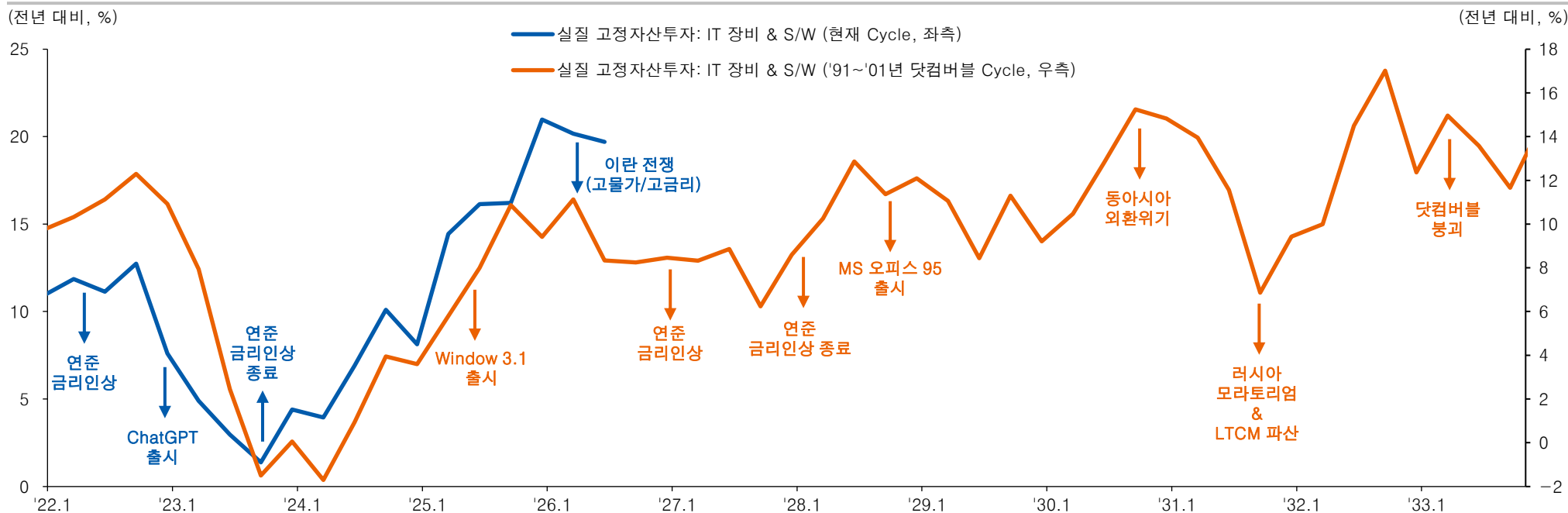
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



Tech Boom & Bust 사이클은 기술 혁신, 정책 지원, 돌출 시스템 리스크 삼중주로 전개

- 권력과 위세는 채 10년을 못가는 게 인간사 이치일 것이나(權不十年), Tech 산업혁명과 Capex 슈퍼 사이클은 기술 혁신과 정책 지원이 지속되고 매크로 위기를 피할 수 있다면 최소 10년 이상 유지되는데 큰 문제가 없다는 것이 세상사 상례에 해당
- 통상 Tech Boom & Bust(흥망성쇠) 사이클은 산업/기술 혁신, 재정/통화 정책 지원, 돌출 시스템 리스크의 삼중주 과정으로 전개
- '91~'01년 닷컴버블 사이클 역시 인터넷/통신/소프트웨어/미디어 기술발전과 재정/통화 정책 지원으로 추세적 성장을 구가하다 시스템 리스크 돌출과 함께 일단락
- 흥미로운 점은 1990년대 닷컴버블 당시와 현 AI/반도체 기술혁명 과정과의 IT 장비 및 S/W 관련 실질 고정자산투자(Capex) 경로의 절대적 유사성

미국 IT 장비 및 S/W 관련 실질 고정자산투자: Tech Boom & Bust Cycle은 산업/기술 혁신과 정책(재정/통화) 지원으로 도약하다 미증유의 시스템 리스크 돌출 이후 추락하는 형태로 전개



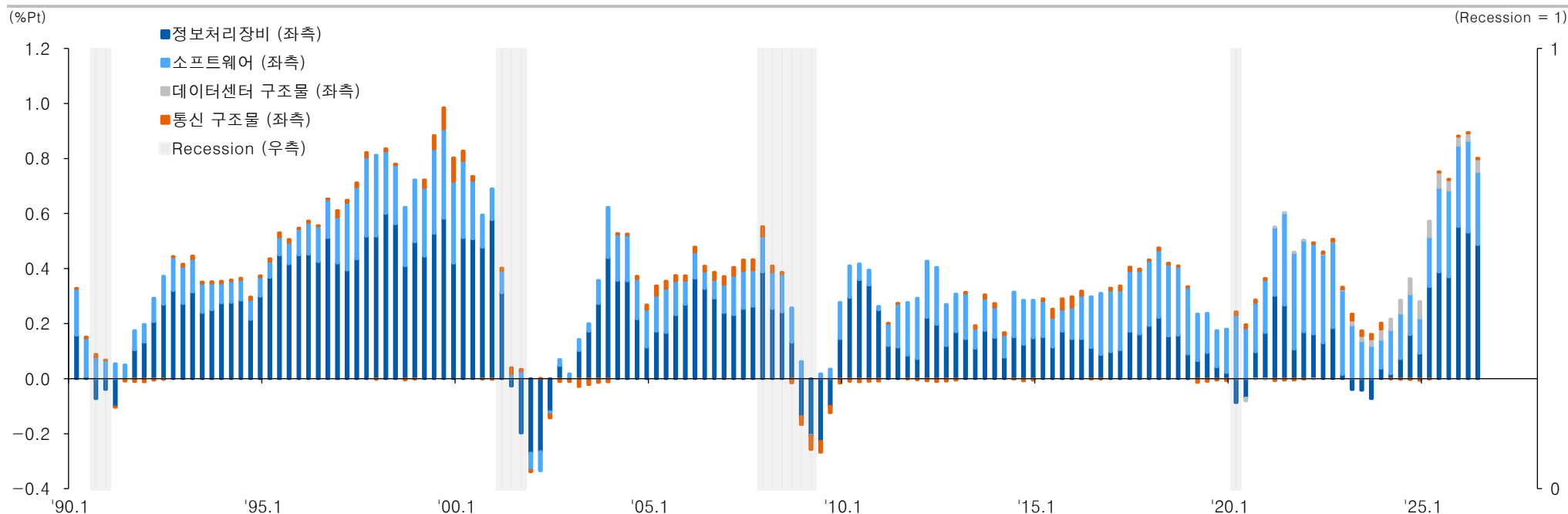
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



닷컴버블 붕괴 경로가 반복되더라도, AI/반도체 기술혁명은 최소 5년 이상 지속

- 2000년대 초반 닷컴버블 붕괴 당시 경로를 고스란히 따른다 할지라도, 현 AI/반도체 Capex 슈퍼 사이클은 최소 5년 이상 지속되는데 큰 무리가 없을 것으로 판단
- 미국 IT 지출 관련 실질 GDP 성장률 기여도는 '26년 1Q 말 현재 0.8%Pt를 기록하며 2000년대 이후 최고 레벨 및 1990년대 닷컴버블 사이클 당시 수준으로 상승
- 1) 현 AI/반도체 기술발전 속도는 1990년대 닷컴버블 당시보다 훨씬 더 빠르고, 2) 그 파급효과 역시 인터넷/통신 혁명 당시를 압도하는 인류사적 최대 산업혁명으로 기록될 공산이 크고, 3) 현 AI Capex 투자 경쟁은 80년대 미소간 군비/우주 경쟁을 방불케하는 미중간 사생결단의 각축전으로 치달고 있는 바, 재정/통화 정책 지원은 매크로 및 금융시장 부침과 무관하게 중장기적으로 추세화될 소지가 다분하며, 4) 단기간 내 매크로 파국 현실화 여지는 지극히 희박한 수준으로 제한되는 상황

미국 IT 지출 항목별 실질 GDP 성장률 기여도: '91~'01년 닷컴버블 사이클 당시보다 현 AI/반도체 기술혁명 과정 Capex 규모가 보다 더 크고 빠름



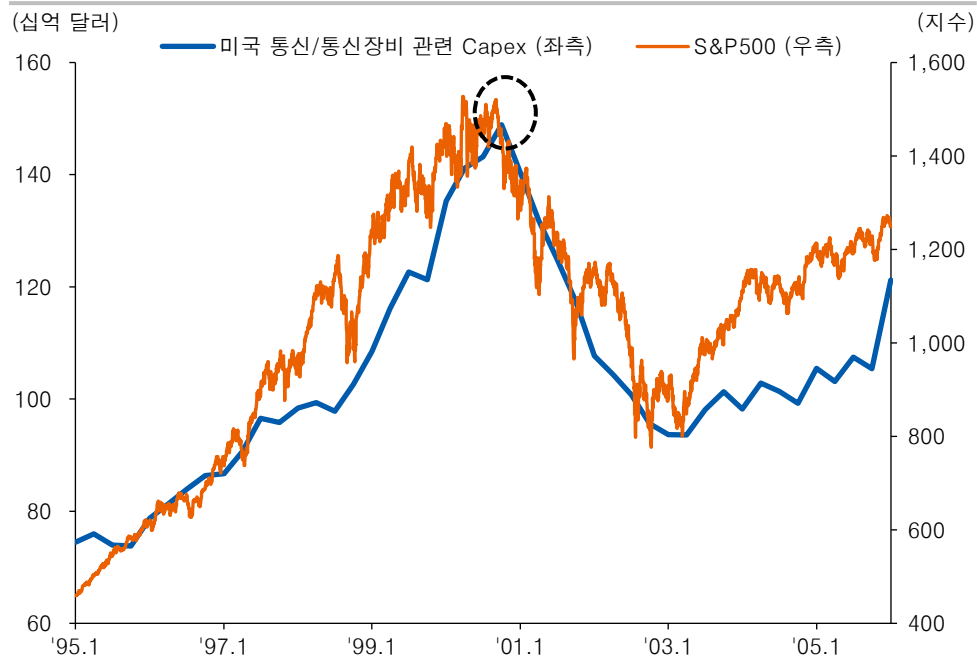
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



닷컴버블 붕괴 Case Study: 잉여현금흐름 급감이 Capex/주가 폭락의 선행 시그널

- 고물가/고인축/고금리 리스크에 기인한 빅테크/하이퍼스케일러 자금조달 제약 및 부채 리스크 심화 우려가 AI/반도체 극단적 과소평가 현상의 또 다른 한 축을 구성
- 2000년 1Q 닷컴버블 붕괴는 당시 인터넷/통신 혁명의 주도주였던 미국 통신/통신장비 대표주 Capex 재원이 되는 잉여현금흐름 피크아웃 전환이 그 전조로 기능
- S&P500 통신 서비스 12개월 Trailing CPS(주당 순현금흐름 또는 잉여현금흐름)는 '97년 4Q 피크아웃했고 주가 및 Capex는 이보다 뒤늦은 '00년 1분기부터 폭락
- 이후 미국 통신 업종 CPS '21년 3Q 바텀아웃 전환은 '22년 4Q 주가/Capex 바닥통과를 암시하는 신호탄으로 작용

미국 통신/통신장비 Capex와 S&P500: Capex는 주가 변화에 동행 또는 후행



참고: 통신/통신장비 관련 Capex는 고정자산투자 내 Communication과 Communication equipment의 합으로 측정
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

S&P500 통신 서비스 업종 12개월 Trailing CPS(주당 잉여현금흐름)와 S&P500



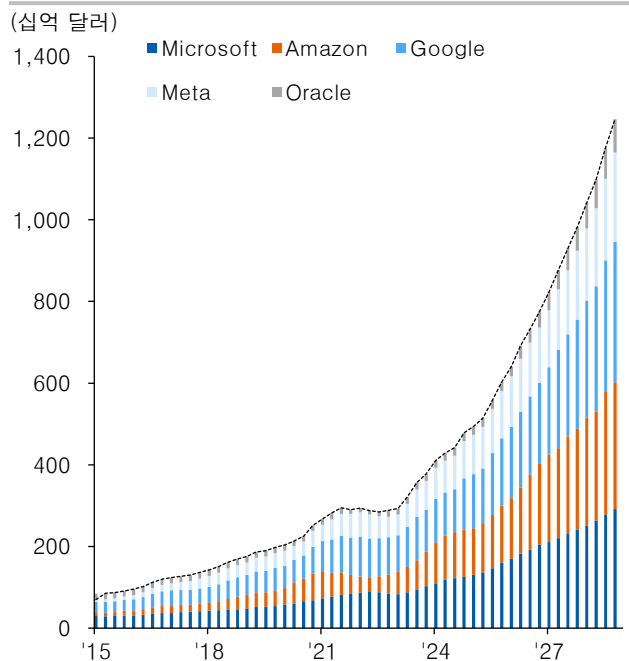
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



미국 Big 5 하이퍼스케일러 FCF는 Capex 폭증으로 '26년 음(-) 전환이 유력시

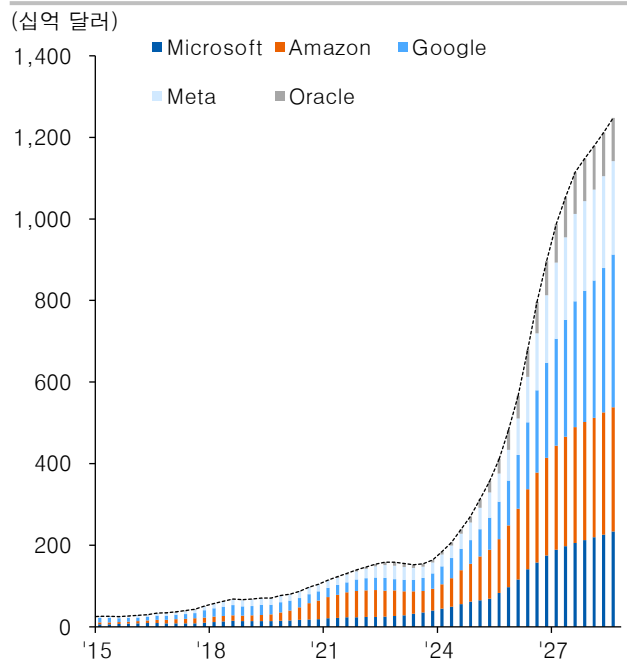
- 미국 Big 5 하이퍼스케일러 Capex는 '25년 말 4,115억\$에서 '26년 말(E) 8,052억\$, '27년 말(E) 11,196억\$의 파죽지세 형태로 지속 증가할 것으로 전망
- Big 5 하이퍼스케일러 잉여현금흐름은 AI Capex 폭증 영향을 반영하며 '24년 피크아웃 전환 이후 '26년 음(-) 전환이 유력시되는 상황
- FCF 급감이 Capex/주가 붕괴의 가장 강력한 선행 시그널이었던 닷컴버블 붕괴 당시의 학습효과가 현재 AI Capex 슈퍼 사이클 장기 추세화에 대한 의구심으로 확산
- 단, 1) AI Capex 폭증으로 잉여현금흐름이 급감하고 있다는 점은 닷컴버블 붕괴 당시와 유사한 모습이나, 2) 영업현금흐름이 미약했던 당시 인터넷/통신/소프트웨어 대표주와는 달리 현 빅테크/하이퍼스케일러 영업현금흐름은 폭발적 상승세가 지속되고 있고, 3) 당시와는 정반대로 차입제약과 신용부담은 미미한 수준으로 한정

미국 Big 5 하이퍼스케일러 영업현금흐름(Operating Cash Flow)



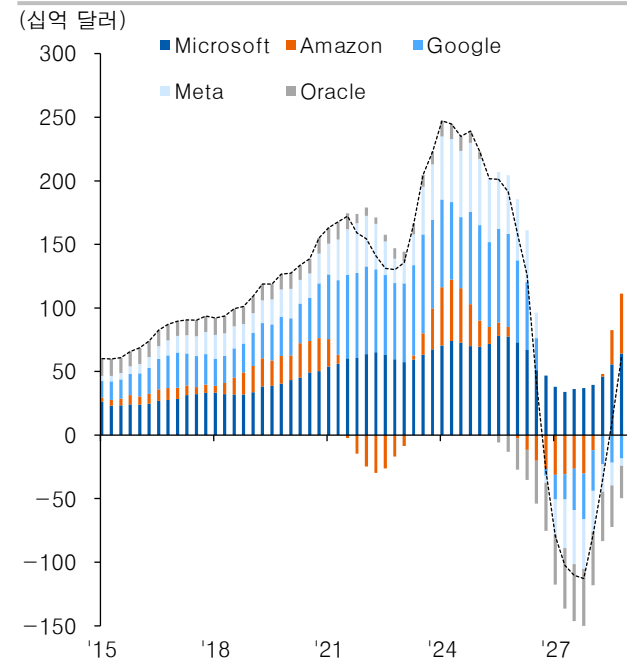
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

미국 Big 5 하이퍼스케일러 Capex(투자현금흐름)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

미국 Big 5 하이퍼스케일러 잉여현금흐름(Free Cash Flow)



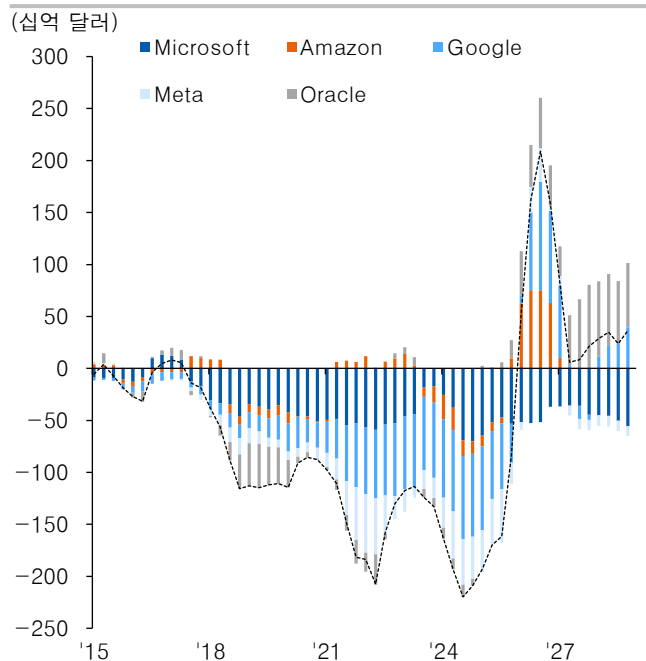
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



OCF 폭발적 성장과 Capex 대비 소규모 자금조달이 닷컴버블 당시와의 극명한 차이점

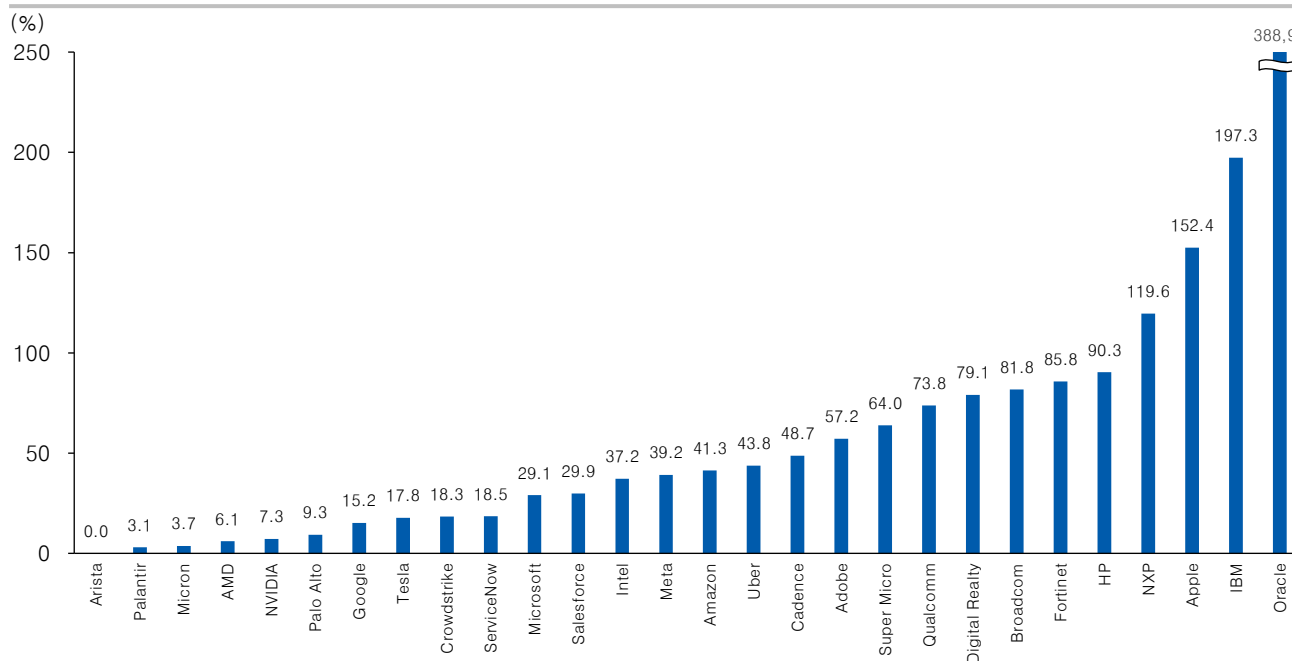
- 영업현금흐름의 폭발적 증가와 Capex 대비 미미한 수준으로 한정된 자금조달은 닷컴버블 붕괴의 말로와 AI Capex 슈퍼 사이클 경로가 극명히 다를 수 있음을 역설
- 닷컴버블 당시 Capex는 내부 현금흐름(OCF 또는 FCF)이 아닌 Debt(채권발행 등 외부차입)/Equity(IPO, 유상증자) Financing을 통한 외부 조달자금에 전적으로 의존. 내부 현금흐름, Debt Financing, Equity Financing 순으로 실제 자본조달 비용이 상승하는 바, Capex 지속 가능성은 사상누각으로 제한될 수 밖에 없었음
- '25년 상반기 이전까지의 주요 빅테크/하이퍼스케일러 AI Capex 투자는 Equity Financing과 Debt Financing 없이 내부 자생적 현금흐름만으로 전개
- '25년 하반기부터 Oracle(부채비율 389%), Amazon(41%), Meta(39%) 중심으로 Debt Financing이 가세하기 시작했으나, 여전히 그 규모는 OCF/FCF 대비 미미한 수준으로 한정되고, 고물가/고인축/고금리 리스크 심화에도 불구하고 자금조달 제약은 전무한 상황이며 신용위기로의 전염 가능성 역시 기우 수준으로 제한

미국 Big 5 하이퍼스케일러 재무현금흐름(Financing Cash Flow)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

미국 AI(하이퍼스케일 및 반도체) 대표주 부채비율



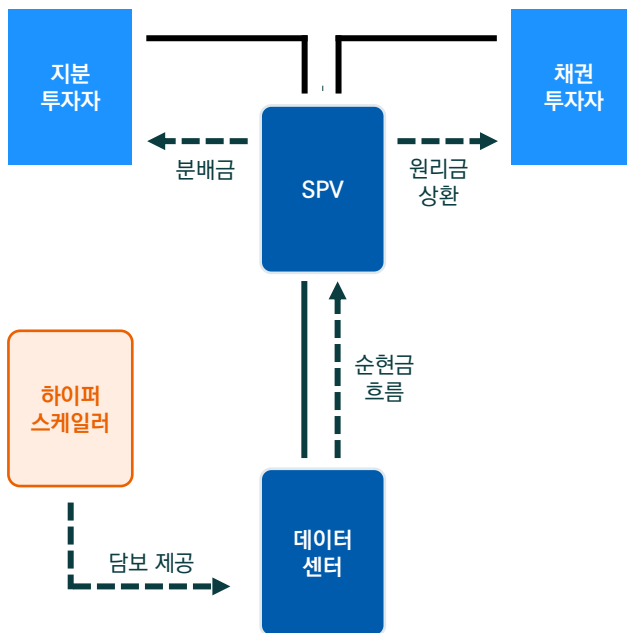
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



하이퍼스케일러 부외부채 리스크는 일각의 우려와 달리 통제가능 수준으로 한정

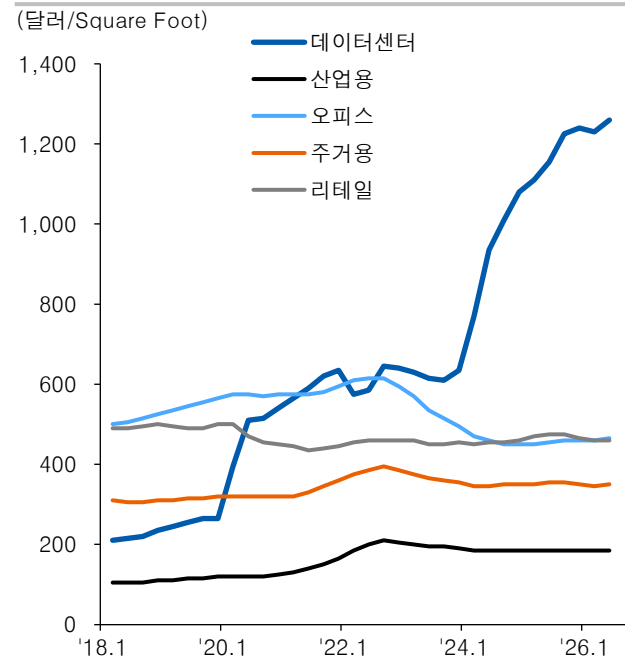
- 주요 빅테크/하이퍼스케일러 부외부채 문제 역시 시장 일각의 우려와 달리 통제가능한 수준에서 안정적으로 관리될 소지가 다분한 것으로 평가
- 부외부채 문제는 SPV 스폰서가 불분명하고, 고정 현금흐름 창출이 제한됨에 따라 원리금 상환이 어려워지며, SPV 발행채권의 시장성이 제한될 때 리스크/쇼크로 비화
- 단, 1) 현 하이퍼스케일러 부외부채는 데이터센터 구축을 위해 설립된 SPV 장부부채가 대부분이고, 2) 데이터센터 임차 70% 이상을 하이퍼스케일러가 점유하고 있는 바, 임대료 수입을 통한 SPV 채권자 대상 원리금 상환에 큰 문제가 없는 상황이며, 3) 데이터센터 지가 상승으로 SPV 장부가치 역시 비약적으로 상승하고 있음을 주목
- 실제, '26년 2Q 말 기준 순자산 대비 부외부채는 META 35.2%, Alphabet 21.8%, Microsoft 15.1%, Amazon 9.9%로 일각의 우려와 달리 미미한 수준으로 한정

SPV와 데이터센터 실질적 통제권은 빅테크/하이퍼스케일러가 보유



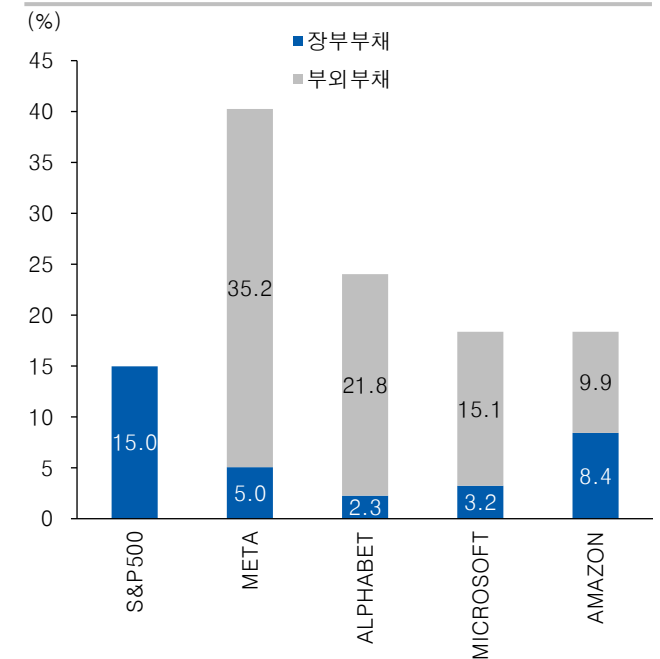
자료: 유안타증권 리서치센터

용도별 부동산 가치: 데이터센터 용도 부동산 가치가 급등



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

부외부채 반영 하이퍼스케일러 부채비율(Debt-to-Equity Ratio)



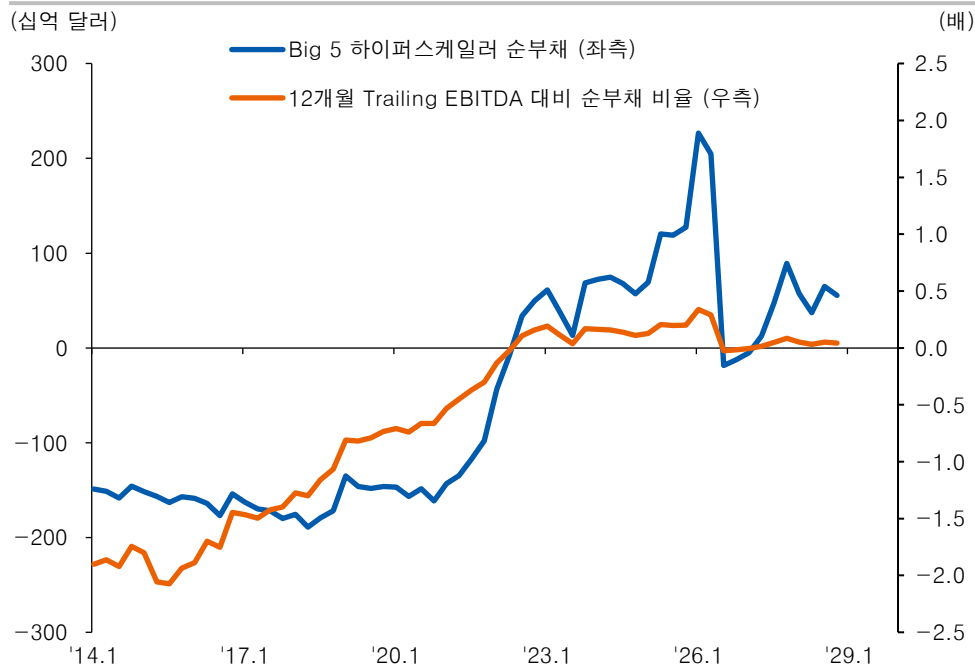
자료: Factset, 유안타증권 리서치센터



하이퍼스케일러 부채 리스크와 자금조달 제약 우려는 한껏 과장된 일시적 노이즈에 불과

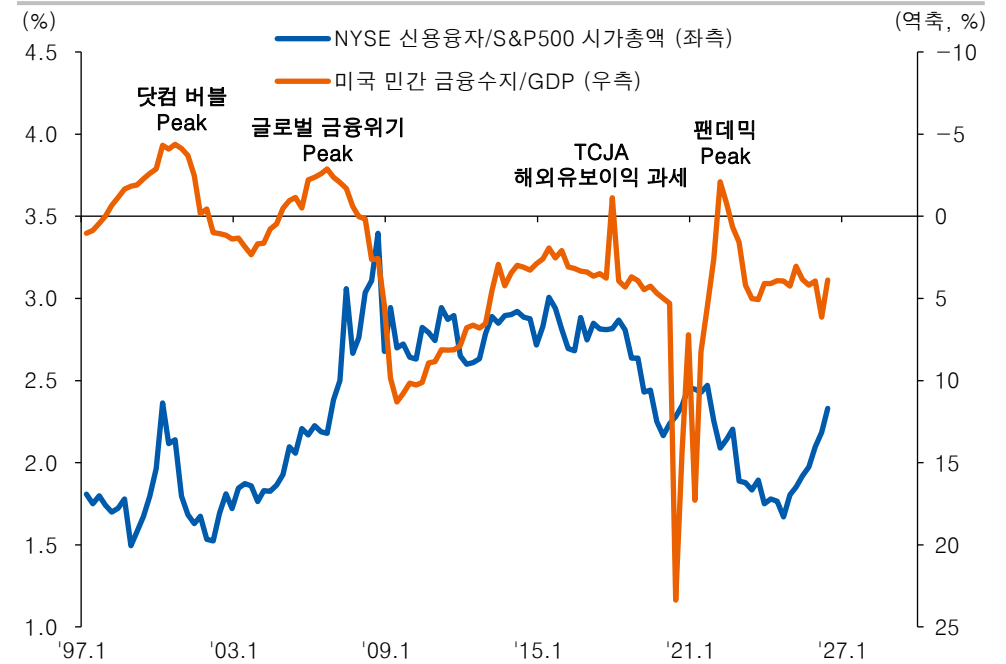
- 결론적으로 빅테크/하이퍼스케일러 부채 리스크와 자금조달 제약 우려는 고물가/고인축/고금리 불확실성 심화에 기인한 침소봉대격으로 과장된 일시적 노이즈로 판단
- Big 5 하이퍼스케일러 순부채는 '26년 2Q 말 현재 2,047억\$까지 급증했으나 EBITDA 역시 7,059억\$로 폭증하며 순부채/EBITDA 비율은 29.0% 수준으로 한정
- 하이퍼스케일러 AI Capex 폭증으로 잉여현금흐름이 타격 받은 것은 사실이나, 2Q 말 현재 영업현금흐름을 통한 장부 내외 부채 상환 기간은 6년 미만에 불과
- Big 5 하이퍼스케일러 Debt/Equity Financing 지속 및 자금조달 제약 심화 여부는 민간 유동성 환경과 경제 체력 보유 여부에 따라 판가름 날 공산이 크나, 1) 미국 신용융자/시가총액 비중은 현재 2.3%로 '08년 금융위기 당시 3.4%를 밑돌고 있고, 2) 민간 금융수지/GDP 상대비율 역시 현재 +3.9%(순대출)로 -3%(순차입)선 이하의 과거 위기 국면과는 크게 상반되며, 3) '27년 고물가/고인축/고금리 리스크 피크아웃 전환에 발맞춰 자금조달 여건은 추가 개선될 소지가 다분한 것으로 평가

미국 Big 5 하이퍼스케일러 순부채액(Net Debt) 및 순부채/EBITDA 상대비율



참고: '26년 3Q 이후는 Bloomberg 컨센서스
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

NYSE Margin Debt/S&P500 시가총액 및 미국 민간 금융수지/명목 GDP 상대비율



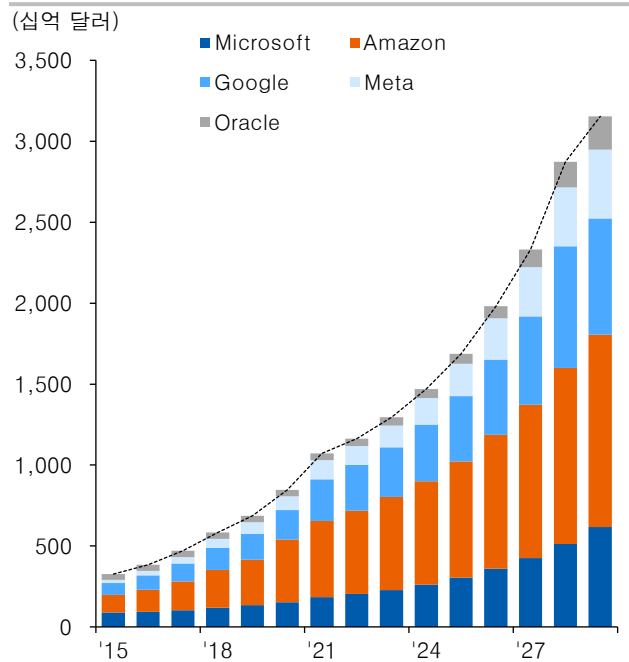
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



Capex 폭증 대비 매출액 과부족과 감가상각비 과소추정 문제를 경계변수로 설정

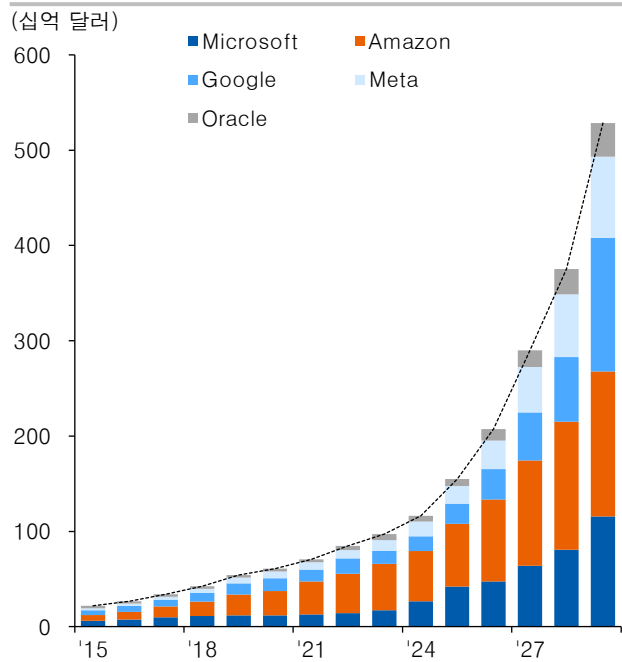
- '27년 시장 투자자들이 주목해야하는 경계변수는 하이퍼스케일러 Capex 폭증 대비 매출액 과부족 환경과 감가상각비 과소추정에 기인한 실적 불확실성 심화 가능성
- 현 시장 Big 5 하이퍼스케일러 Capex/감가상각비 컨센서스는 '26년 8,052억\$/2,073억\$, '27년 1조 1,196억\$/2,899억\$, '28년 1조 2,361억\$/3,751억\$
- 1) '27년 1.1조\$ Capex를 통해 20%의 ROIC 전제 아래 50%의 EBITDA 마진을 확보하기 위해선 3.9조\$ 매출이 요구되나 현 컨센서스는 2.3조\$ 남짓에 불과
- 2) ROIC가 현 시장 컨센서스의 ¼인 5%대로 낮아지면 필요 매출액은 2.6조\$로 현 컨센서스에 보다 가까워질 것이나, 투자자본 이익창출 효율성 급감 환경에선 실제 감가상각비는 가속상각으로 인해 컨센서스 이상으로 폭증할 공산이 크고, 실적 불확실성 역시 비례적으로 상승하는 바, 시장 투자자의 냉담한 주가/수급 대응은 불가피

Big 5 하이퍼스케일러 매출액 변화 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

Big 5 하이퍼스케일러 감가상각비(감모상각비 포함) 변화 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

Big 5 하이퍼스케일러 Capex를 고려한 적정 매출액 추정

구분	금액 (조 달러)
'27년 Big 5 하이퍼스케일러 Capex	1.1
Gross Capital Stock(총자본스톡)	8.5
Net Capital Stock(순자본스톡)	4.2
1) EBIT(세전 ROIC 5% 가정)	0.2
1) EBIT(세전 ROIC 20% 가정)	0.8
2) EBITDA(세전 ROIC 5% 가정)	1.3
2) EBITDA(세전 ROIC 20% 가정)	1.9
3) 매출액(세전 ROIC 5% & EBITDA 마진 30% 가정)	4.4
3) 매출액(세전 ROIC 5% & EBITDA 마진 50% 가정)	2.6
3) 매출액(세전 ROIC 20% & EBITDA 마진 30% 가정)	6.5
3) 매출액(세전 ROIC 20% & EBITDA 마진 50% 가정)	3.9

참고: 감가상각비(감모상각비 포함) 13% 가정

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



'27년 빅테크 매출/외연 확대가 반도체 대표주 멀티플 점진적 정상화를 견인

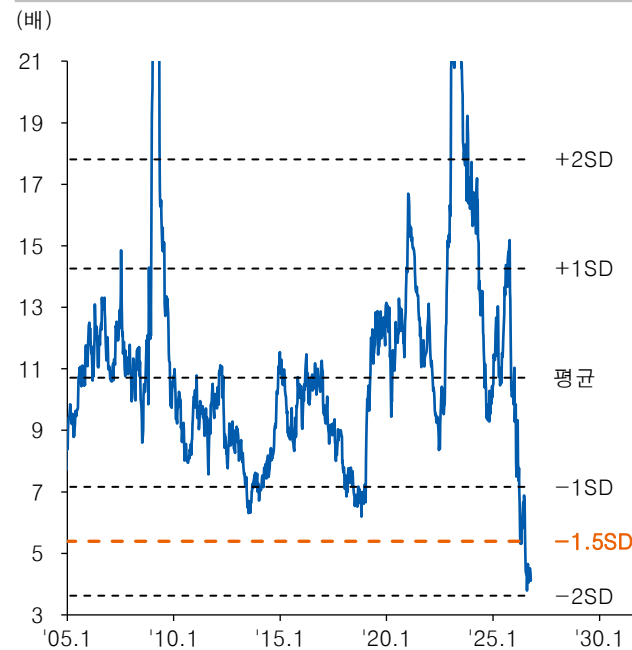
- 결국, 1) Capex 투자 경쟁은 AI 기술혁명의 최종 승자가 가려지기 전까진 당분간 사생결단 형태로 지속될 공산이 크고, 2) 기업 스스로가 ROIC를 크게 낮춰 잡는다는 것은 비현실적 가정 또는 지극히 사후적 결과에 해당하는 바, 3) '27년 주요 빅테크/하이퍼스케일러 경영 전략 초점은 이익률(EBITDA 마진) 추가 증대보단 AI Agent META 'Muse', OpenAI 'dots' 등의 신규 서비스 및 신사업 영역 진출을 통한 공세적 외연/매출 확장에 집중될 개연성이 높음
- AI 빅테크/하이퍼스케일러 외연확대는 마진율 부침에도 불구하고, Capex 폭증 부담을 완충하고 이익 회수/전환의 가능성을 높여 멀티플 추가 개선에 일조할 것으로 판단
- 현재 필라델피아 반도체 지수 12개월 예상 P/E는 역사적 평균에 준하는 21.3배. 하이퍼스케일러 매출확장 시도가 +0.5SD권(26.1배)까지의 밸류 정상화를 견인할 것
- 하이퍼스케일러 Capex 이익 회수의 가시성 개선과 멀티플 정상화는 극단적 Rock-bottom으로 내몰린 한국 반도체 주가/멀티플/수급의 평균회귀 방향선회를 지지

필라델피아 반도체 12개월 선행 P/E: 현 21.3배 → '27년 26.1배



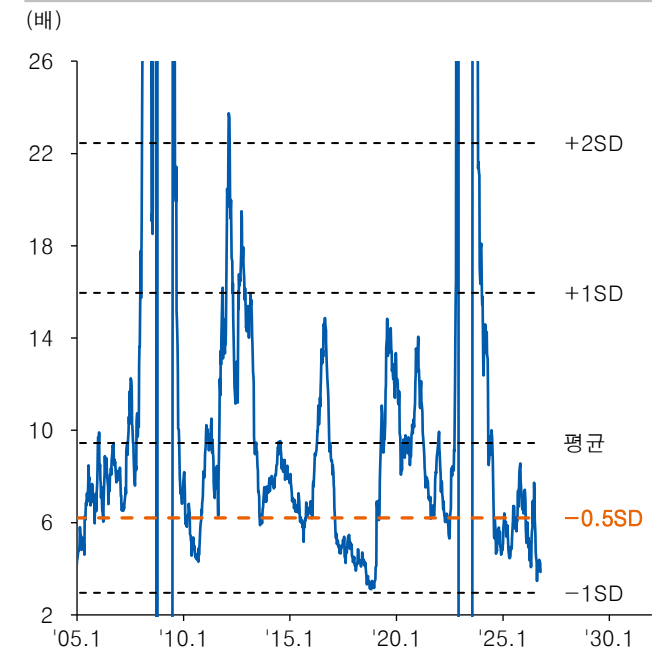
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

삼성전자 12개월 선행 P/E: 현 4.3배 → '27년 5.4배(-1.5SD)



자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

SK하이닉스 12개월 선행 P/E: 현 4.3배 → '27년 6.2배(-0.5SD)



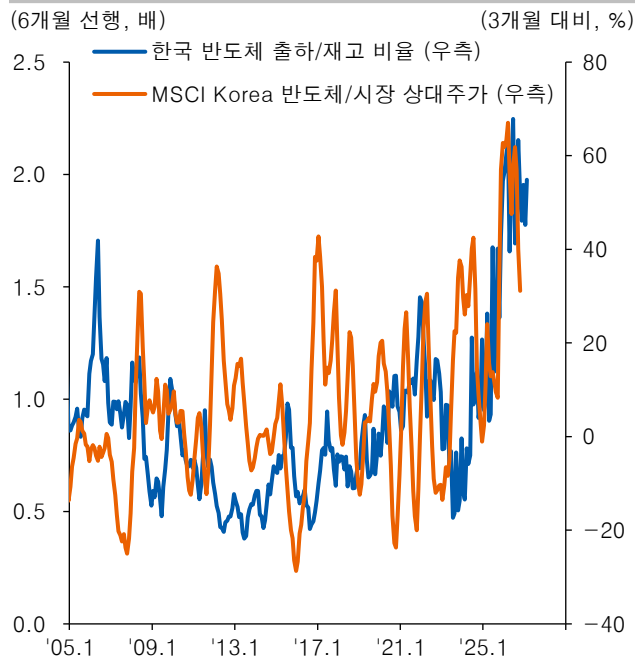
자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터



'26년에 연이어 '27년에도 반도체 수출/실적 슈퍼 사이클은 지속될 전망

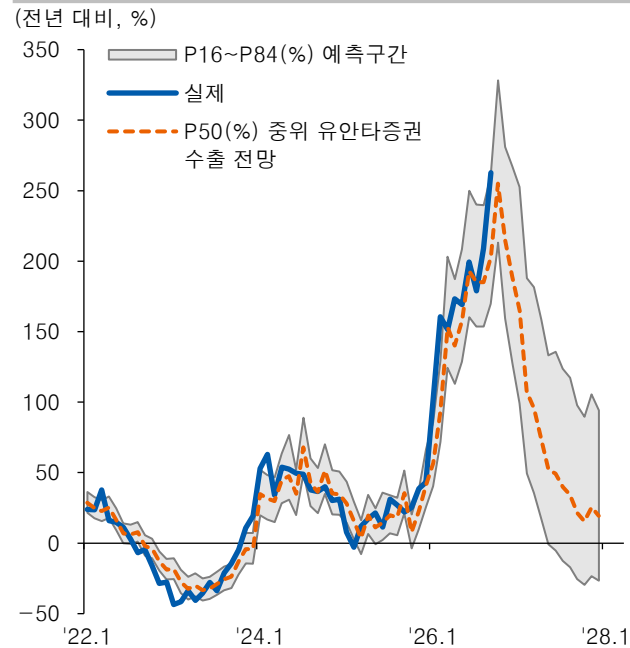
- 유안타증권은 '27년 한국 반도체 수출액 7,470억\$로 전년 대비 +46.3%의 추가 도약이 가능할 것으로 전망('26년 5,104억\$, 전년 대비 +194.2% 예상)
- 한국 반도체/시장 상대주가 경로에 6개월여 선행하는 반도체 출하/재고 비율은 8월 말 현재 2.0배
- 1) 단기 부침에도 불구하고 여전히 출하량이 재고를 2배 앞서는 반도체 수출/실적 초호황 사이클은 굳건한 상황이고, 2) 현 한국 반도체 주가/멀티플/수급 환경의 극단적 과소평가 현상은 펀더멘탈이 아닌 철저히センチ멘탈(수급/심리) 변화에 기인한 바가 크며, 3) 수출 지속 호조시 얼어붙었던 투심도 점진적 해빙전환에 나설 것임을 역설
- 학습과 추론이 결합된 Agentic AI 단계에선 고성능 GPU와 함께 AI 워크로드 전반을 제어하는 AI CPU가 필요. GPU가 고도화될 수록 HBM은 산술급수적으로('26년 수출 단가 폭증 & 물량 정체/감소) 증가하나, CPU 역할론이 커질 수록 DDR5를 위시한 범용 반도체는 기하급수적으로('27년 수출 단가 추가 상승 & 물량 증가) 증가

한국 반도체 출하/재고 비율과 반도체/시장 상대주가



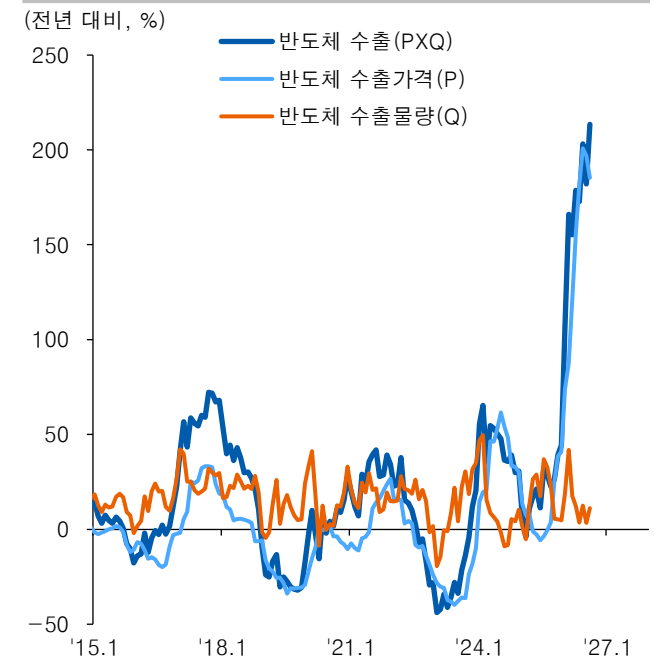
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

유안타증권 한국 반도체 수출 전망: '26년 +194.2%, '27년 +46.3%



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

한국 반도체 수출: 단가 상승 주도의 호황, 물량 증대는 히트카드



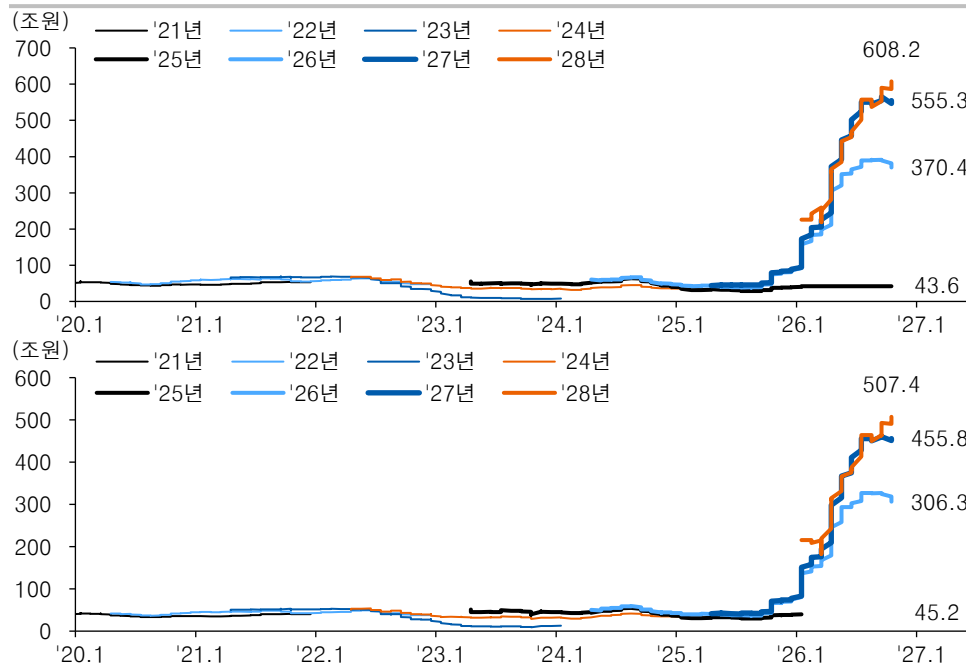
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



추락천사 반도체 원투펀치: 주가/멀티플/수급 추락에도 실적 고공비행은 지속

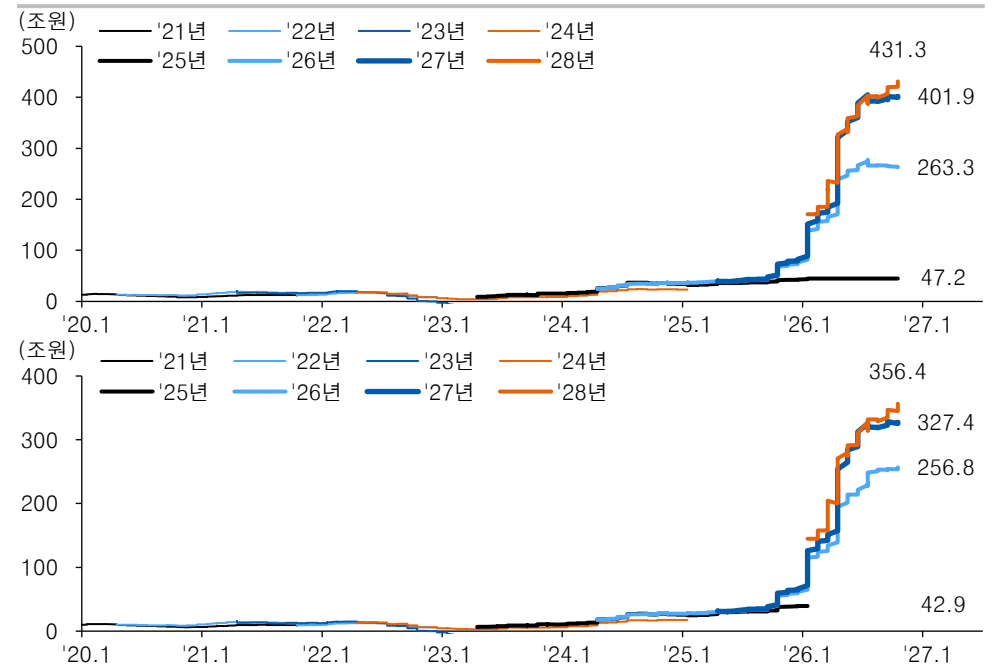
- 삼성전자/SK하이닉스를 위시한 한국 AI/반도체 밸류체인 주가/밸류에이션/수급 모두 곤두박질쳤지만, 실적 펀더멘탈은 '27년에도 고공비행 흐름이 지속될 전망
- 10/8일 현 컨센서스 기준 삼성전자 영업이익은 '26년 370.4조원(1~3Q 누적 254.1조원 + 4Q(E) 116.1조원)에서 '27년 555.3조원(최근 컨센서스 1개월 평균 540.4조원, Best 632.4조원) 추가 도약 이후 '28년 608.2조원(1개월 평균 572.1조원, Best 767.8조원)의 실적 절대 고원지대 안착에 나설 것으로 평가
- SK하이닉스 영업이익은 '26년 263.3조원(1~2Q 누적 98.2조원, 3Q(E) 77.1조원, 4Q(E) 88.0조원)에서 '27년 401.9조원(최근 컨센서스 1개월 평균 398.0조원, Best 454.1조원) 추가 도약 이후 '28년 431.3조원(1개월 평균 421.9조원, Best 599.2조원)의 400조원대 이익 체력 구간 안착에 나선다는 시각이 우세

연도별 삼성전자 영업이익(상)과 순이익(하) 컨센서스 변화 추이(10/8일 현재)



자료: 에프앤가이드 Dataguide, 유안타증권 리서치센터

연도별 SK하이닉스 영업이익(상)과 순이익(하) 컨센서스 변화 추이(10/8일 현재)



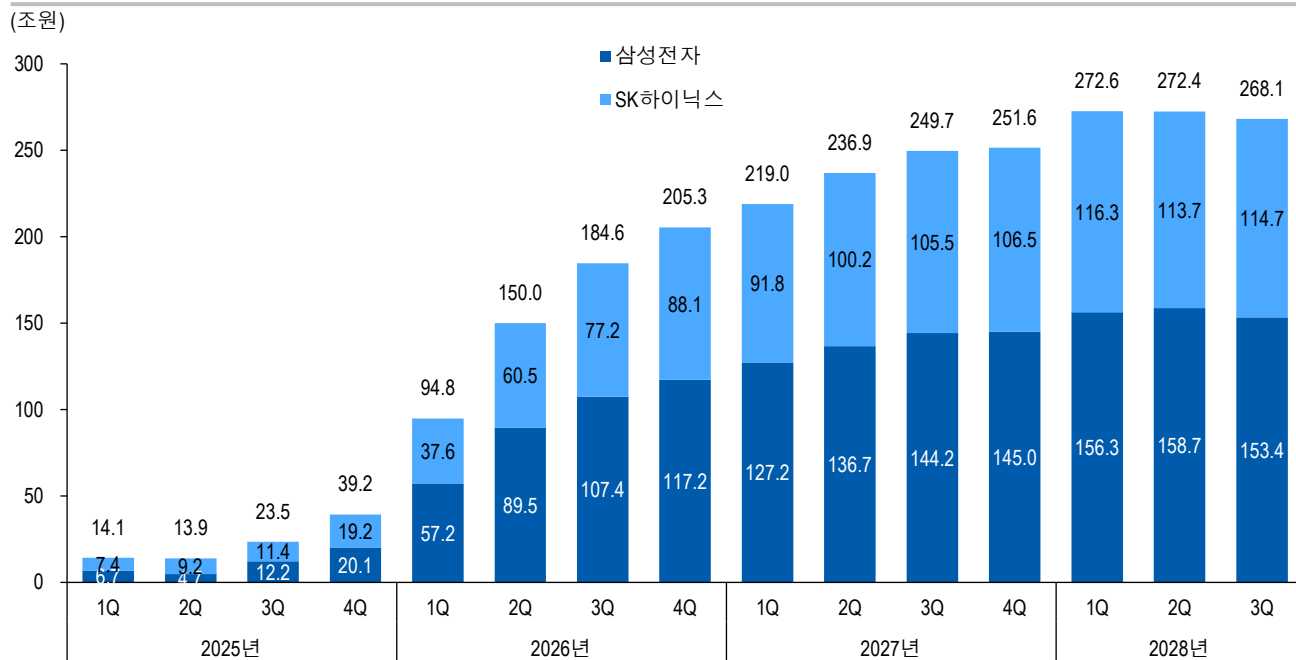
자료: 에프앤가이드 Dataguide, 유안타증권 리서치센터



LTA로 계약기간은 장기화, 가격하락 위험은 제한, 실적 전망 가시성과 신뢰도는 상승

- LTA(Long Term Agreement)가 반도체 공급관계의 주류로 자리매김. 1) 고객사 수요 전망이 공장 구축력을 지닌 구매 약정/의무로 전환되고, 2) 계약기간은 최소 5년 이상 및 롤링 연장 등으로 장기화됐으며, 3) 가격 하한선(Floor) 설정으로 공급자가 최악의 상황에서도 가격하락 위험을 헤지할 수 있는 안전장치가 확보됨에 따라, 4) 과거 극심했던 반도체 업황 변동성은 중장기적으로 안정화될 공산이 크고, 5) 현 업황 및 실적 전망의 가시성과 신뢰도는 가일층 상승
- 당사 반도체 애널리스트(백길현)에 따르면, 삼성전자/SK하이닉스 공히 공급 CAPA 70% 가량이 강력한 패널티를 지닌 5년 이상의 LTA로 묶인 것으로 평가
- 현 실적 전망대로라면 삼성전자는 '26년 3Q부터, SK하이닉스는 '27년 2Q부터 기념비적 분기 영업이익 100조원 시대 진입이 가능할 전망
- 현 Best 실적 전망에 따를 경우 '27년 글로벌 상장사 영업이익 Top 3는 삼성전자(632.4조원), Nvidia(590.9조원), SK하이닉스(454.1조원) 순으로 형성될 공산이 큼

삼성전자, SK하이닉스 분기별 영업이익 변화 추이



자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

Micron 전략적 고객 계약(SCA) 주요 내용(3Q 실적 발표)

구분	세부 내용
계약 성격	다년 의무구매 계약(물량 미인수 시에도 대금 지급 의무)
체결 계약	누적 26건, 2030년까지 매출의 35% 이상
가격 구조	계약 매출의 3/4은 가격 틀 확정, 나머지 1/4은 시장가격 기준 주기적 협상
계약 기간	'31년까지 이어지는 계약. 기존 2건도 '31년까지 1년 연장
신규 협상	현재 시장 상황을 반영해 더 높은 가격으로 진행
고객 약정액	320억 달러(대부분 현금 예치금)
잔여 의무액	약 1,500억\$(가격 틀이 확정된 계약만 반영)
수익성	하한가에서도 과거 사이클 고점을 웃도는 이익률 예상, 실제 매출은 잔여 이행 의무를 크게 상회할 전망

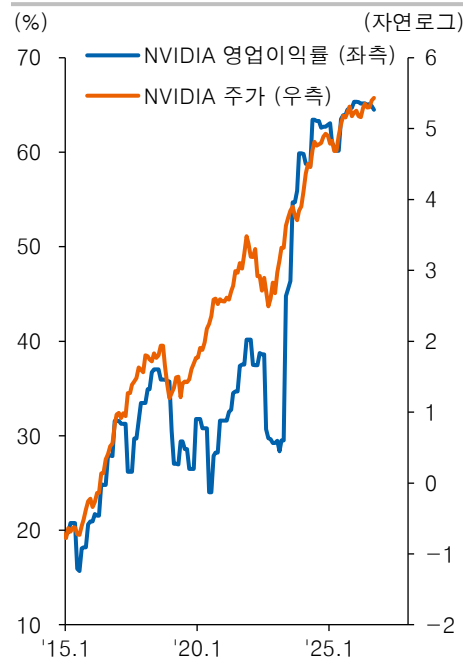
자료: Micron, 유안타증권 리서치센터



영업이익률 고원지대에선 低 PER 매수 & 高 PER 매도가 Winning Strategy

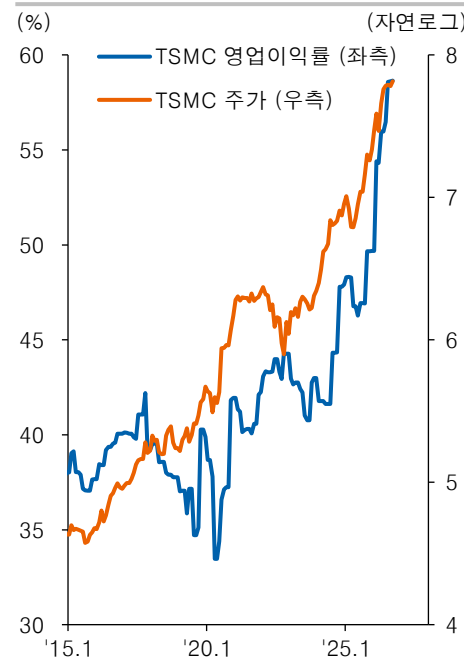
- 국내외 Tech/반도체 대표주 주가와 밸류에이션 경로는 영업이익률 변화에 연동. 1) 영업이익률이 정체/하락하거나 절대/상대적으로 낮은 레벨에선 高 PER 매수 & 低 PER 매도, 2) 영업이익률이 추세적으로 상승하거나 절대/상대적으로 높은 레벨에선 低 PER 매수 & 高 PER 매도 대응이 시장을 이기는 반도체 투자전략
- AI 혁명의 아이콘 NVIDIA 역시, 1) 영업이익률 30% 이하에서 등락을 반복하며 PC용 GPU가 주력이던 시절엔 高 PER 매수 & 低 PER 매도 대응이 유리했으나, 2) AI 가속기용 GPU가 주력 수익원으로 자리잡으며 영업이익률 30% 이상으로 쿼터점프가 줄짓는 상황에선 低 PER 매수 & 高 PER 매도가 Winning Strategy로 기능
- 2000년 이후 영업이익률 5~20% 구간에서 주기적(Cyclical) 부침을 반복했던 삼성전자는 '26년 50%선 돌파 이후 '27년 말 60%선 안착에 도전할 전망. 영업이익률 -5~40% 구간에서 롤러코스터식 등락을 반복했던 SK하이닉스 역시 '26년 70%선 안착 이후 '27년 80%선까지의 추세적(Secular) 도약에 나설 전망

NVIDIA 12개월 선행 영업이익률과 주가



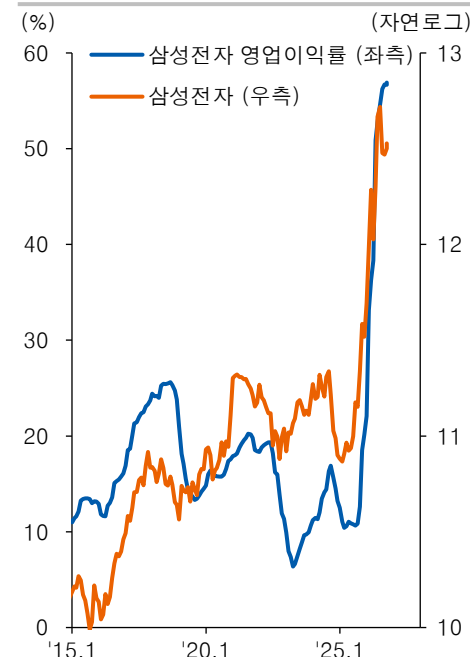
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

TSMC 12개월 선행 영업이익률과 주가



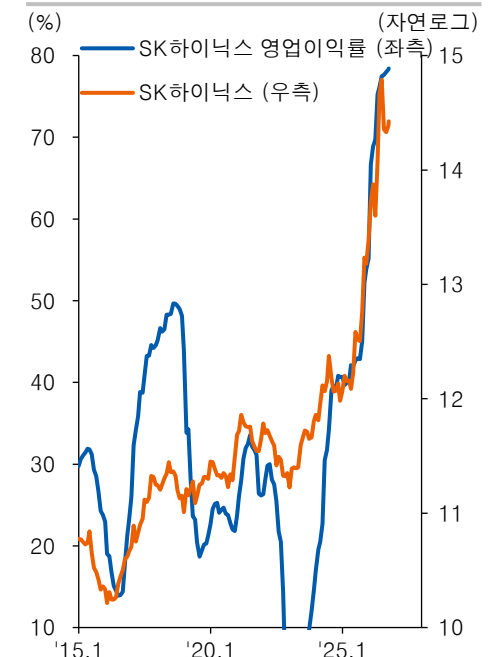
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

삼성전자 12개월 선행 영업이익률과 주가



자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

SK하이닉스 12개월 선행 영업이익률과 주가



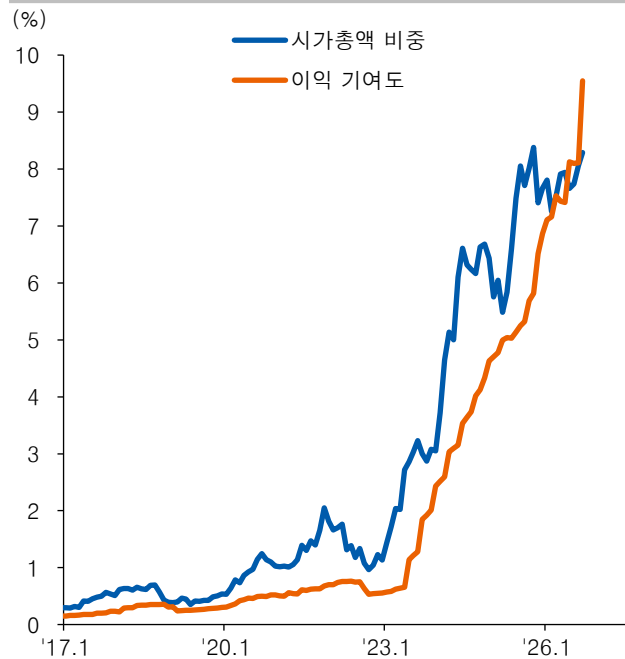
자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터



KOSPI 내 전자/닉스 편입비 '27년 상반기 57% 내외로 제한, 하반기 60%선 돌파 예상

- 국내외 AI/반도체 밸류체인 대표주 주가 경로 및 주요 BM 내 편입비 환경은 실적 모멘텀(이익 기여도) 변화가 결정
- KOSPI 지수 내 삼성전자 시가총액 비중은 '26년 2Q 말 29.0%에서 3Q 말 현재 28.8%로 감소. SK하이닉스 시가총액 비중 역시 2Q 말 28.1%에서 3Q 말 현재 23.8%로 급감. 이에 양사 합산 시가총액 비중은 2Q 말 57.1%에서 3Q 말 현재 52.6%로 하락
- KOSPI 지수 내 삼성전자 예상 순이익 비중은 '26년 3Q 45.2%, 4Q 44.3%, '27년 연간 43.7%. SK하이닉스 순이익 비중은 '26년 3Q 31.4%, 4Q 37.0%, '27년 연간 31.6%. 양사 합산 순이익 기여도는 '26년 3Q 76.6%, 4Q 81.3%, '27년 연간 75.2%(SK스퀘어측 SK하이닉스 지분법 이익 더블 카운팅 영향 배제)
- '26년 3Q 시장 패닉과 레버리지 ETF 수급 쇼크 트라우마를 고려할 경우, 반도체 원투펀치 편입비 상단은 '27년 상반기까진 2Q 고점인 57% 내외 수준으로 한정될 것. 고물가/고인축/고금리 리스크 피크아웃과 하이퍼스케일러 외연확장에 기인한 멀티플 정상화가 가세하는 하반기부터 편입비 60%선 돌파를 재차 모색할 가능성이 높음

S&P500 대비 NVIDIA 시가총액 및 이익(12개월 예상 순이익) 비중



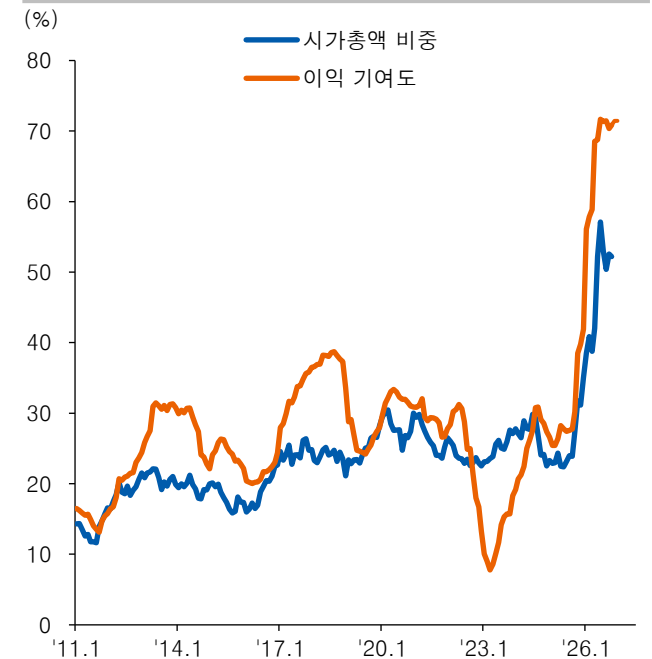
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

대만 가권 지수 대비 TSMC 시가총액 및 이익 비중



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

KOSPI 대비 삼성전자/SK하이닉스 합산 시가총액 및 이익 비중



참고: 26년 3Q 이후는 현 시장 컨센서스를 준용

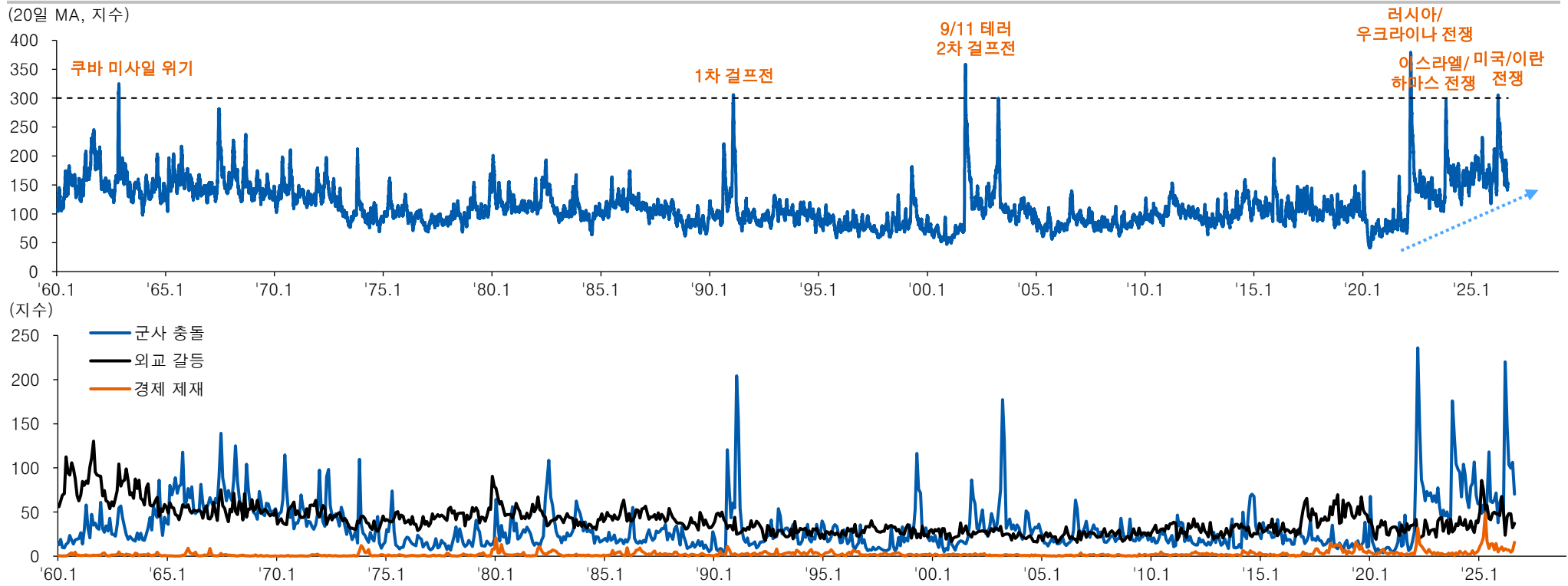
자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터



2) '27년 전략 초점: ③ 악재(정치/지정학 리스크) 총량 보존의 법칙

- '27년 정치/지정학적 불확실성 추가 심화 여지를 경계
- 1) 미국 민주/공화 양당간 정치/정책 갈등 격화, 2) 중동 지정학 리스크 환경 지리멸렬 양상 지속, 3) 관세/통상 마찰 리스크 재점화(중국과 유로존/캐나다 등 그간 미국에 수세로 일관했던 주요국들의 연대 반격 가능성), 4) 러우 전쟁 장기화 및 유로존으로의 관련 파장 확대 등
- 마테오 이아코비엘로가 고안한 AI-GPR 지수로 보면, 과거 10년(Decade) 사이 한번 있을까 말까했던 지수 300Pt 이상의 충격은 2020년대 이후 총 3번, 200Pt 이상의 충격은 트럼프 2기 행정부 출범 이후로만 총 2회 발생('25년 '해방의 날'과 '26년 이란 전쟁 발발)

글로벌 지정학 리스크(Geopolitical risk, GPR): (上) AI-GPR 지수(AI 기반 글로벌 지정학 리스크 지수), (下) AI-GPR 지수 구성 항목별(군사 충돌, 외교 갈등, 경제 제재) 지수



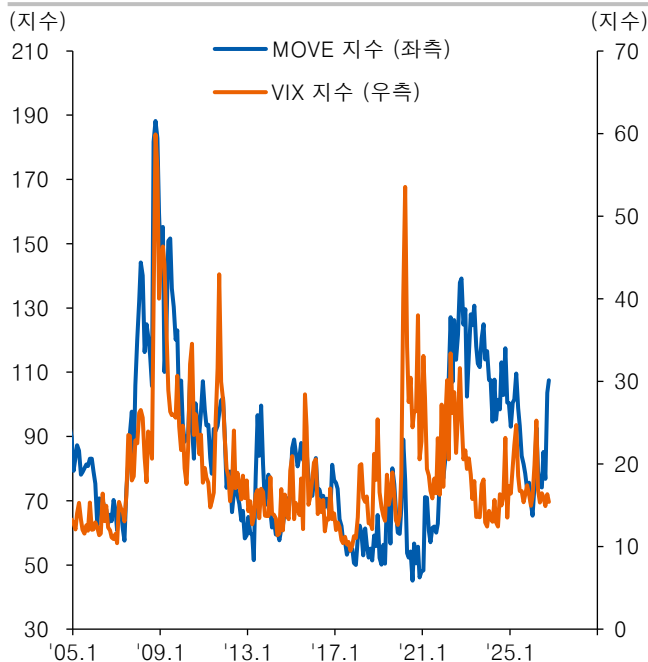
참고: AI-GPR 지수는 일자별 모든 신문 기사에 대해 LLM에 할당된 지정학 위험 점수를 관련 기사 수로 정규화해 측정

자료: <https://www.matteoiacoviello.com>, 유안타증권 리서치센터

메가톤급 단일 쇼크 주도에서 산발적 복수 노이즈 가세 형태로 지정학 리스크 성격 변화

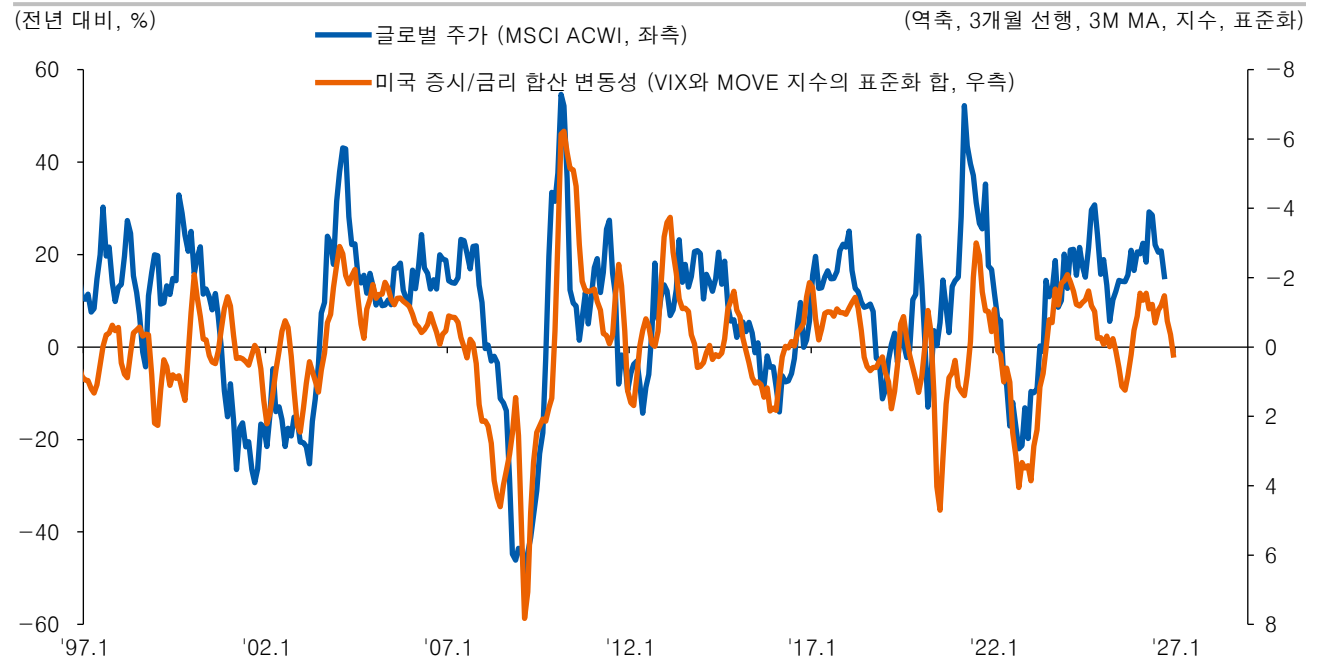
- '25~'26년(트럼프 집권 2기 전반부) 사이 기간에선 메가톤급 단일 쇼크가 글로벌 정치/지정학적 불확실성 환경을 주도했던데 반해, '27~'28년(트럼프 임기 후반부) 과정에선 복수의 산발적 노이즈가 한데 쌓이고 뒤엎기는 형태로 자산시장 내 악재 총량 보존의 법칙은 고스란히 유지될 개연성이 높음
- 통상적으로 국내외 증시 인덱스 경로는 미국 증시(VIX 지수)/금리(MOVE 지수) 합산 변동성 변화에 3개월 가량 후행
- '25년 관세 쇼크와 '26년 이란 전쟁에서 비롯된 고유가/고물가 환경은 고인축/고금리 리스크를 자극하는 공급충격에 해당하는 바, VIX보단 MOVE의 상승세가 컸음
- '27년 고물가/고인축/고금리 리스크 정점통과로 금리 변동성 역시 피크아웃 전환을 꾀할 공산이 크나(MOVE 지수 하락), 글로벌 정치/지정학 관련 복수의 산발적 노이즈 가세로 증시 변동성 바텀아웃 전환은 불가피(VIX 지수 상승). '27년 증시/금리 변동성의 총량이 '26년과 크게 달라지기 어려울 것이라 판단하는 이유

미국 증시 변동성(VIX 지수)과 금리 변동성(MOVE 지수)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

글로벌 주가와 미국 증시/금리 합산 변동성



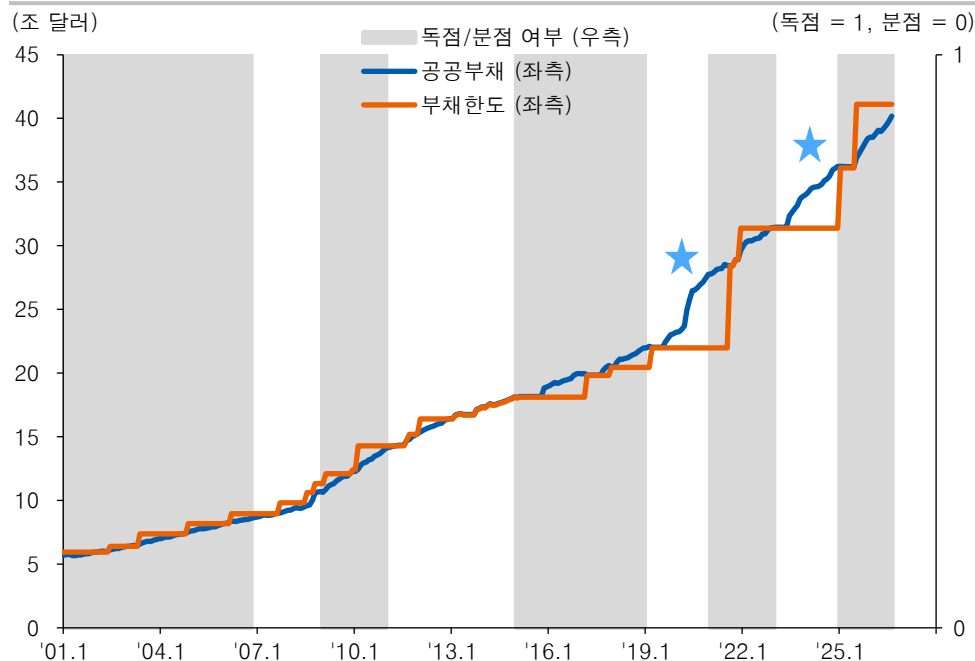
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



미국 권력기구 분점 전환. 내부 정치/정책 불확실성 심화가 '27년 시장의 노이즈를 양산

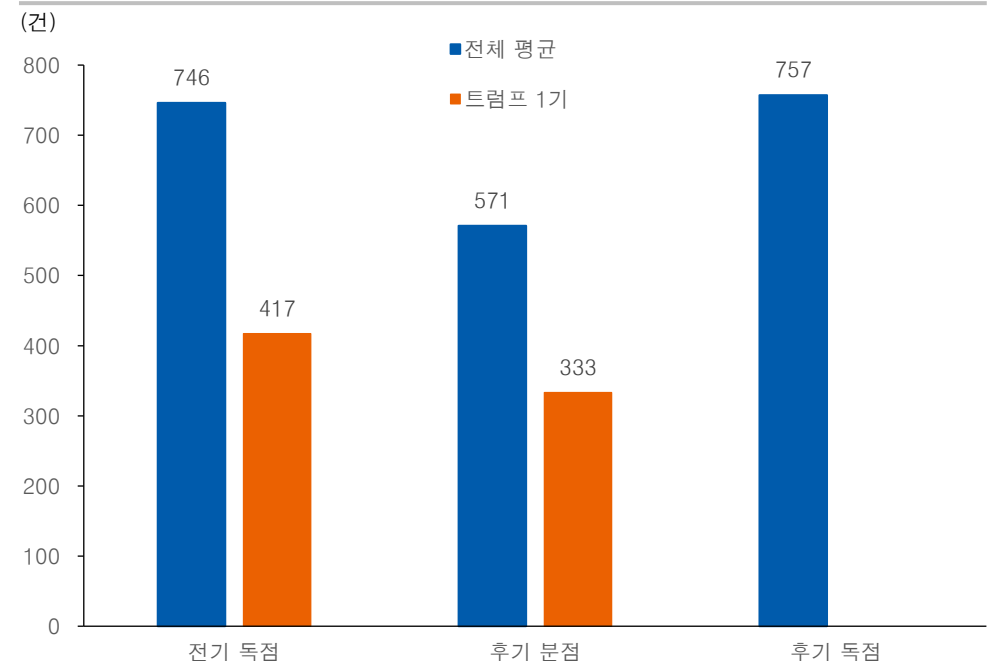
- 11/3일 미국 중간선거는 민주당 압승 가능성이 유력시(현재 RealClearPolitics 여론조사 종합 결과 민주당 상원 53석(공화당 47석), 하원 234석(공화당 201석) 예상. 과거 권력기구 분점의 국내외 증시 영향은 대체로 불분명했으나, 미국 내부 정치/정책 불확실성 심화로 '27년 국내외 자산시장 내 잡음은 확대될 소지가 다분
- 1950년 이후 중간선거 관련 전체 사례 분석 결과는 백악관/상원/하원 권력기구 독점시 S&P500 투자 성과가 상대적으로 양호했다는 것이나, 트럼프 집권 1기 당시엔 분점(민주당 하원 장악) 전환이 트럼프 정치/정책/지정학적 불확실성 완화 기대로 반영됨에 따라 글로벌 자산시장에 보다 긍정적으로 작용했던 것으로 그 결과가 상반
- 2028년 대선 승리가 절실한 민주당측 반격이 거세질 전망. 1) 회기 내 예산안 통과가 지연되는 바, 정부 섯다운 리스크는 주기적으로 반복될 공산이 크고, 2) 부채한도 협상 역시 난항이 불가피하며, 3) 전기 공화당 입법안을 되돌리고 트럼프 정치 폭주에 제동을 가하기 위한 민주당측 수정 법안 발의가 대폭 확대될 개연성이 높음

연방정부 채무와 부채한도: 권력기구 분점시



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

미 의회 처리 법안 수: 전기 독점에서 후기 분점 전환시 정치 불확실성 확대에 의회 처리 법안 수가 급감



자료: 미 의회 도서관, 유안타증권 리서치센터

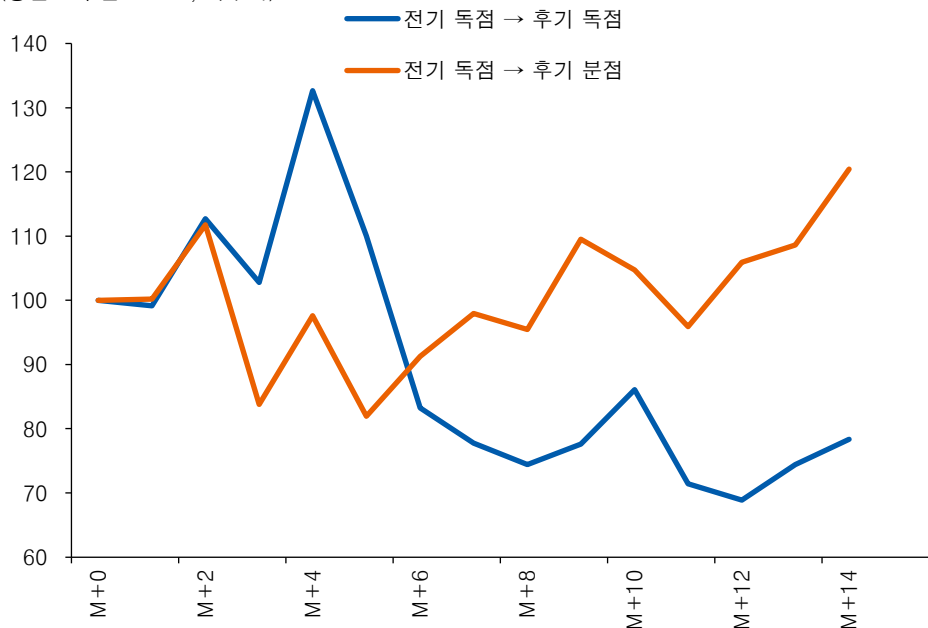


공화당 입법안 되돌림과 트럼프 폭주 제동을 위한 민주당측 반격 확대가 명약관화

- 의회 리더십 장악 이후 민주당측 정치/정책적 반격은 크게 네가지 방향으로 분화돼 나타날 개연성이 높음
- 1) 트럼프 일방주의 노선의 궤도 수정: 현 친이스라엘/반이란(시아파) 기조에서 중립/균형 추구로, 현 친러시아 또는 방관자적 입장에서 친우크라이나(유로존) 방향선회를 통한 적극 개입으로 중동 및 우크라이나 사태 봉합에 주력
- 2) 대중국 관계 설정: 대만/남중국해 대상 지정학적 야욕 억제 기조는 강화. 트럼프 행정명령을 무력화시키는 반대 법안 발의를 통해 무역/관세 리스크 해빙전환에 초점
- 3) '25년 만료 오바마케어 확장 보조금의 연장: 확장 보조금 연장안은 하원 통과 후 상원 계류 중인 상황. 민주당 상원 장악시 법안 처리가 급물살을 탈 개연성이 높음
- 4) 화석에서 신재생으로의 에너지 주도권 재전환: 데이터센터 전력난 확대로 신재생 에너지 및 원자력을 통한 발전원 다변화 논의가 확대될 소지가 다분

미국 경제 정책 불확실성: 전기 독점에서 후기 분점으로 정치 리더십 변화시 정치/정책 불확실성이 확대

(중간선거 월 = 100, 지수화)



참고: 1985년 이후 전 기간/사례 평균

자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

공화당 입법안을 되돌리고 트럼프 정치 폭주에 제동을 가하기 위한 민주당측 반격 확대 가능성을 염두

구분	세부 내용
중동 리스크	친이스라엘, 반이란(시아파) 협상 기조에서 중립 기조로의 균형 전환을 통한 사태 봉합에 방점
러시아/우크라이나 전쟁	러시아/우크라이나 중립에서 우크라이나(유로존) 친화적 기조로 선회
대중국 관계 설정	대중국 무역/관세 리스크는 경감, 대만/남중국해 대상 지정학적 야욕 차단에 주력
오바마케어(건강보험)	2025년 만료됐던 오바마케어 확장 보조금 연장 추진
에너지 정책 우선순위	탄소 에너지 중심에서 탈탄소(신재생) 에너지 주도로의 재전환 추구

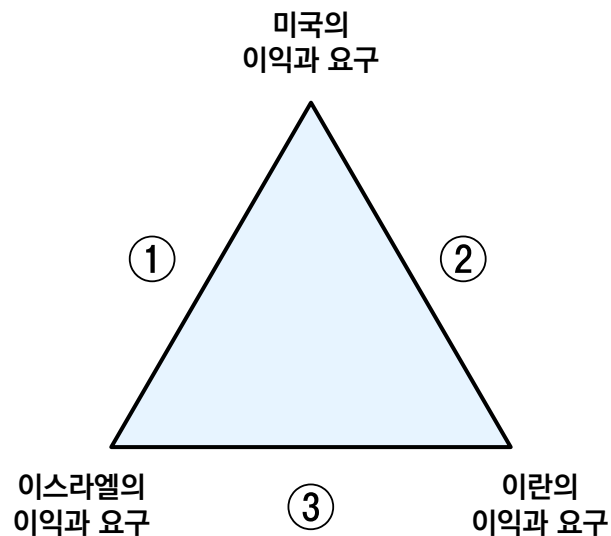
자료: 언론 종합, 유안타증권 리서치센터



중동 지정학적 불확실성의 Impossible Trinity(Trilemma)

- 과거 중동 사태 대부분은 이성적 미국(또는 이스라엘)과 비이성적 이슬람 세력간 양자대결 구도였으나, 이번 전쟁은 비이성/비정상적 미국/이스라엘/이란 삼주체간 다자대결 형태로 전개되고 있다는 점이 특색. 삼주체 모두가 만족할 최선책 도출이 단기간 내 구조적으로 어려운 이유(The Impossible Trinity or Trilemma)
- ① (미국 + 이스라엘) VS 이란: 미국/이스라엘이 적극적 무력 개입으로 이란의 정권 교체 및 완전한 비핵화를 합의할 경우, 이란은 체제 수호를 위해 결사항전에 돌입
- ② (미국 + 이란) VS 이스라엘: 미국/이란이 체제 보장을 대가로 핵/미사일 협상을 합의할 경우, 핵/미사일 프로그램의 영구적 해체가 아니고선 이를 수용하기 어려운 이스라엘은 미국과의 협의 없이 대이란 독자/강경 대응에 나설 소지가 다분
- ③ (이스라엘 + 이란) VS 미국: 예멘 후티 반군 등이 이란에 가세하는 형태로 이스라엘/이란간 강대강 정면충돌로 사태가 악화. 미국의 대중동 통제력 약화가 불가피

The Impossible Trinity or Trilemma: 불가능한 삼위일체



자료: 유안타증권 리서치센터

미국/이스라엘/이란 삼주체간 The Impossible Trinity(Trilemma)

구분	양자간 합의/결정 사항	반대편의 반발
① (미국 + 이스라엘) VS 이란	미국/이스라엘이 적극적 무력 개입으로 이란의 정권 교체 및 완전한 비핵화 유도를 합의	이란은 체제 수호를 위해 결사항전에 돌입. 글로벌 경제 및 금융시장 파국 현실화 시나리오
② (미국 + 이란) VS 이스라엘	미국/이란이 현 체제 보장 및 호르무즈 해협 주둔권 인정을 대가로 핵/미사일 프로그램 통제를 합의	이스라엘은 이란 정권 교체 없이 관련 합의 수용 불가. 미국 배제후 대이란 독자 행동에 나설 가능성도 상존
③ (이스라엘 + 이란) VS 미국	이스라엘/이란의 무력 충돌 양상이 국지전 또는 원격전에서 대규모 전면전 성격으로 비화	걸프 지역 에너지 시설 타격과 호르무즈 해협 봉쇄로 유가/물가/금리 속등이 우려. 경제/정치적 부담 증가를 이유로 미국은 결사반대

자료: 유안타증권 리서치센터



Impossible Trinity를 고려한 2027년 중동 리스크 관련 투자전략 시나리오

- Impossible Trinity 관점하 2027년 중동 지정학적 불확실성 관련 세가지 투자전략 시나리오를 설정
- 1) Best Case(확률 20%): 미국은 이란 핵/미사일 프로그램 포기과 경제/정치적 안정을, 이란은 체제 보장과 호르무즈 해협 문지기 역할을, 이스라엘은 이란의 완전한 비핵화와 중동 패권을 확보. WTI는 역사적 평균인 72\$ 이하로의 즉각적 하향 안정화가 국내외 Goldilocks 매크로 환경과 증시 추가 도약을 견인
- 2) Base Case(확률 70%): TACO 기대와 FACO 우려의 반복. 최선책 도출은 요원한 가운데, 미국은 최악(미국/이스라엘 합동 종말작전 전개)과 차악(이스라엘/이란 강대강 무력 충돌 전면화) 시나리오 동시 통제에 주력. 유가/물가/금리 Higher for Longer와 WTI 중심선 93\$(+1SD권, 평균 ~ +2SD) 내외의 등락 과정이 불가피
- 3) Worst Case(확률 10%): 대규모 전면전 발발 및 매크로 충격이 가속화. WTI는 초기 114\$(+2SD권) 이상으로 상승하다 경기침체발 수요 둔화 이후 피크아웃 전환

WTI 국제유가(10/7일 현재 96.2\$)



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

미국/이스라엘/이란 삼주체간 The Impossible Trinity(Trilemma)를 고려한 세가지 투자전략 시나리오

구분	세부 조건	특징 및 한계	투자 환경
Best Case (확률 20%)	미국은 이란 핵/미사일 포기과 경제/정치적 안정을, 이란은 체제 보장과 호르무즈 해협 문지기 역할을, 이스라엘은 이란의 완전한 비핵화와 중동 평화를 확보	삼자간 이해 관계 조율을 위해선 상당한 시간과 노력이 요구. UN 및 중국/러시아/인도 등의 중재 필요	사태 완전 봉합시 72\$(역사적 평균) 이하로의 즉각적 하향 안정화가 국내외 Goldilocks 매크로 환경과 증시 추가 도약을 견인
Base Case (확률 70%)	미국은 화전양면술로 The Impossible Trinity상 ①(미국/이스라엘 이란 종말작전 합의, 최악), ③(이스라엘/이란간 대규모 전면전 발발, 차악) 시나리오를 동시 통제에 집중하며, 중장기적으로 체제 보장 카드로 이란을, 완전한 비핵화 카드로 이스라엘 설득에 주력	TACO와 FACO의 반복. 유가/물가/금리 Higher for Longer가 시장의 계속된 교란요인으로 작용	WTI 72~114\$(평균 ~ +2SD) 구간 등락과 유가/물가/금리 Higher for Longer 고착화
Worst Case (확률 10%)	미국의 협상/중재 실패로 The Impossible Trinity상 ①(미국/이스라엘 이란 종말작전 합의, 최악), ③(이스라엘/이란간 대규모 전면전 발발, 차악)의 파국 시나리오가 현실화	전면전 발발로 글로벌 경기침체가 현실화. 경기침체 양상은 초기 Stagflation(물가 상승 속도 > 경기 침체 속도)에서 이후 Recession(물가 상승 속도 < 경기 침체 속도) 성격으로 변모	114\$(+2SD권) 이상으로 추가 상승 이후 경기침체 전면화에 따른 수요 급감 우려를 반영하며 피크아웃 전환에 나설

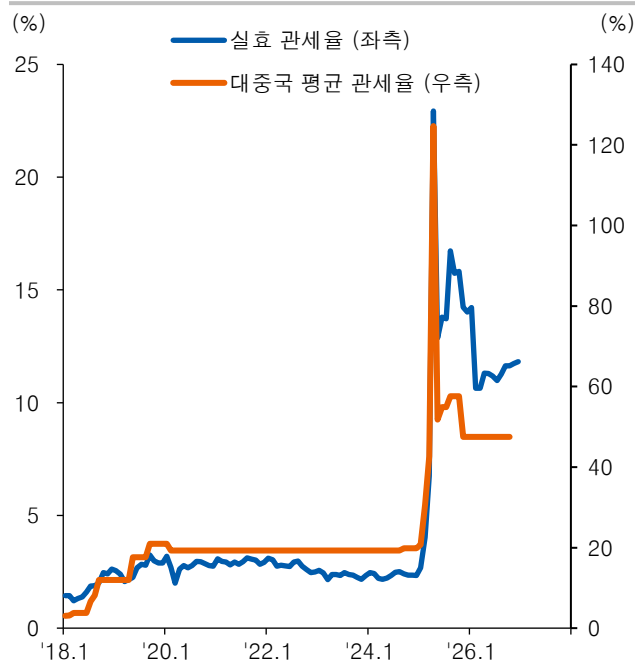
자료: 유안타증권 리서치센터



'27~'28년 미중 통상마찰 리스크 재점화 가능성을 경계

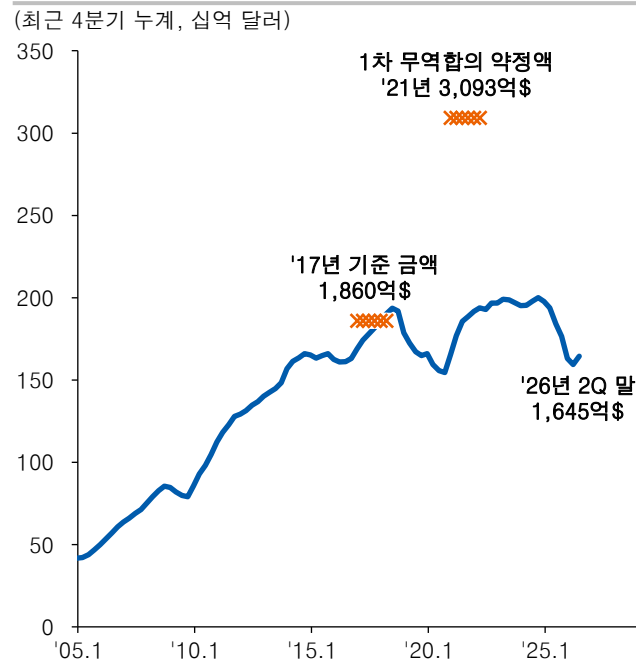
- '25년 '해방의 날' 관세 난타전 이후 '26년 어정쩡한 휴전을 이어오던 미중 양국간 '27~'28년(중간선거 ~ 대선) 사이 관세/통상 마찰 리스크 재점화 가능성을 우려
- 9/25일 미중 정상회담에서 시진핑은 관세 휴전 만료일을 '28년 말까지 연장할 것을 요구했으나, 트럼프는 기존 11/10일에서 '27년 1/10일의 2개월 연장만을 승인
- 중국은 '시간은 우리 편'이란 인식 아래 트럼프 잔여 임기까지 그럭저럭 휴전으로 버티다 미국 차기 행정부에서 자국에 유리한 쪽으로 상황변화를 꾀하겠다는 심산
- 트럼프(공화당)는 '28년 대선 승리를 위해서라도 코로나 팬데믹으로 유아무야됐던 '20년 1차 무역합의(대중국 상품/서비스 수출을 '17년 기준액 1,860억\$에서 '21년 목표액 3,093억\$로 증가 합의) 준수 압박에 매진할 것이며, 이에 더해 추가 구매 확약과 징벌적 페널티가 더해진 2차 무역합의 체결을 요구할 개연성이 높음
- 문제는 디플레이션 내수경기 절대부진과 유동성 함정에 빠진 재정/통화 정책 모멘텀 등으로, 중국이 한층 더 강해질 미국측 요구에 부응할 가능성이 희박하는 사실

미국 관세율: 10월 현재 전체 평균 11.8%, 대중국 평균 47.5%



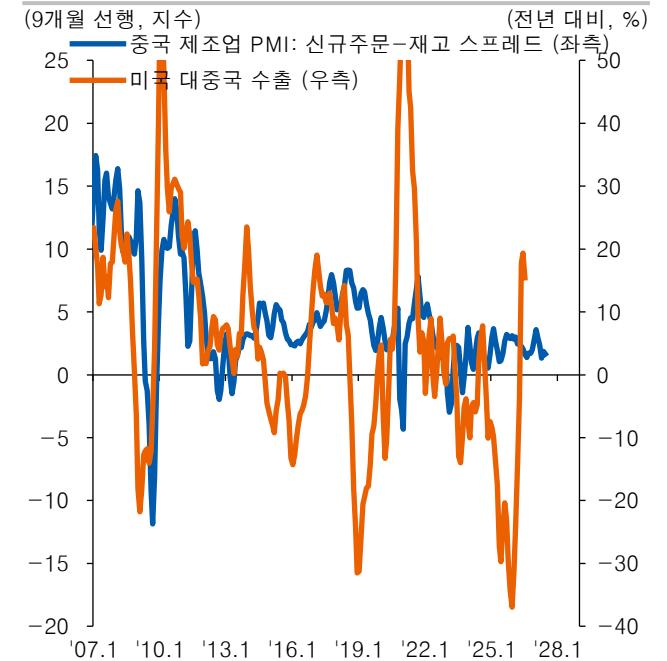
자료: The Budget Lab at Yale, 유안타증권 리서치센터

미국 상품/서비스 대중국 수출액: 1차 무역합의 약정액에 대폭 미달



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

중국 제조업 PMI 신규주문-재고 스프레드와 미국 대중국 수출



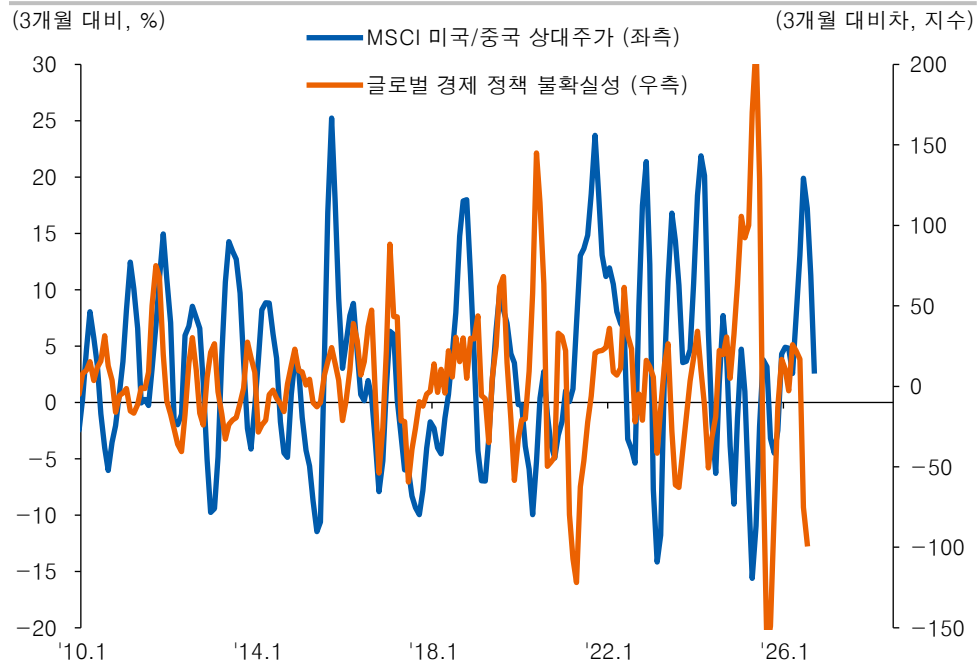
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



'27년 미중 관세/통상 리스크는 전면전(Shock)보단 국지전(Noise) 성격이 우세

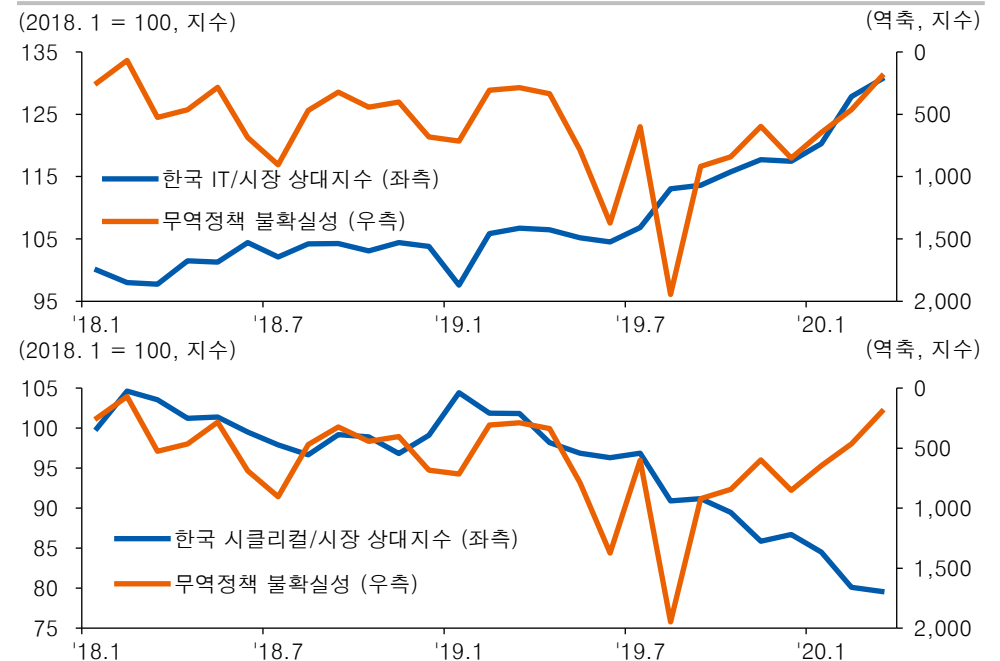
- '27년 미중 관세/통상 마찰 리스크의 성격이 강대강의 정면충돌(쇼크) 양상보단 반복적인 국지전(노이즈) 형태를 띠 개연성이 높은 것으로 판단
- 냉온탕을 쉴 새 없이 오가는 양국일 것이나, 워싱턴과 베이징은 상당 수준의 정치/경제적 이해관계를 공유하고 있는 것으로 평가. 여전히 미국은 대중국 AI 반도체 우회 수출은 용인하는 모습이고, 중국의 대미 희토류 수출 라인 역시 정상 작동 중인 상황
- '27년 1/10일 관세 휴전 만료일 이전에 열릴 11월 APEC(중국)과 12월 G20(미국) 정상회담이 '27년 G2 관세/통상 마찰 리스크 향배를 좌우하는 분수령이 될 전망
- 미중 관세/통상 마찰 리스크 재점화가 자극하는 글로벌 경제/정책 불확실성 확대의 국내외 증시 영향은 대부분 피해자(중국/EM/소재 및 산업재 등 시클리컬, China Macro Play)보단 가해자(미국/DM/AI 반도체 밸류체인 대표주, US Macro Play)측과 밀접한 상관성을 갖는 투자대안의 절대/상대 우위 형태로 발현

MSCI 미국/중국 상대주가와 글로벌 경제정책 불확실성



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

MSCI Korea IT/시장(上) 및 시클리컬/시장(下) 상대주가와 글로벌 무역정책 불확실성



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



PART 2

2027년, Blue Wave와 함께할 미래



이재원

Market Analyst

02 3770 5719

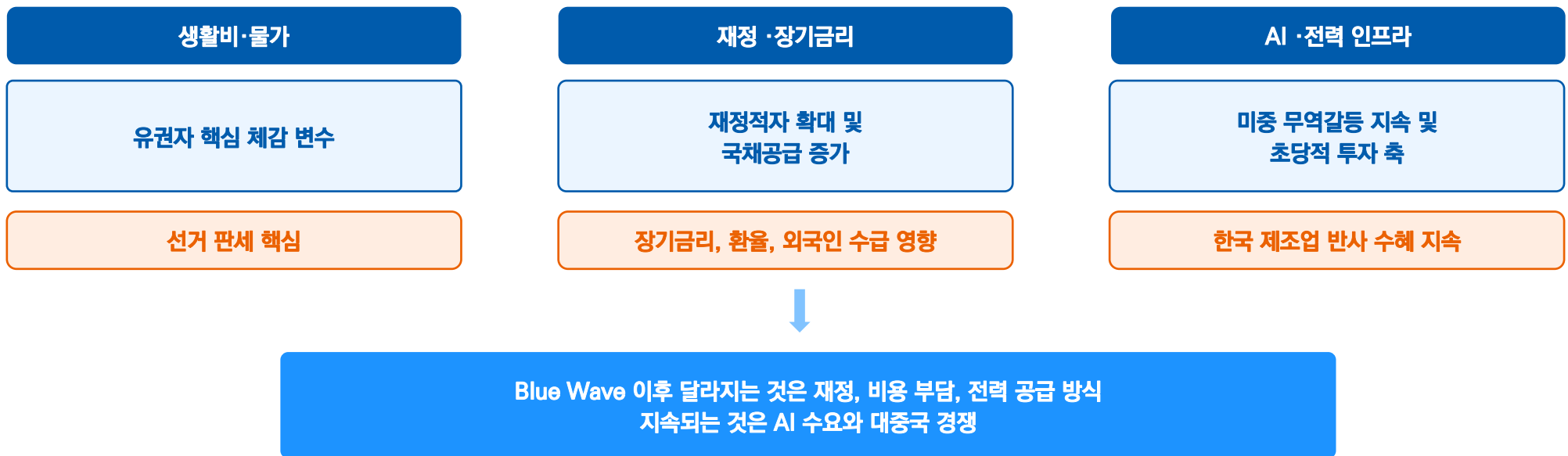
jaewon2.lee@yuantakorea.com



중간선거 전 핵심은 생활비·금리·AI

- 지난 자료의 핵심은 중간선거 결과 자체보다 선거가 생활비, 장기금리, AI 인프라 투자에 어떤 영향을 주는지. 유권자의 관심은 생활비와 물가에 집중됐고 재정적자 확대는 국채 공급과 장기금리를 통해 주식시장 부담으로 연결
- 그럼에도 불구하고 1) 중간선거 종료 자체가 불확실성 해소로 작용하며 주식시장에 우호적 영향일 것이며 2) 민주당의 의석 탈환은 추가 재정적자 확대 우려를 낮춰 장기금리 안정화에 도움이 될 것이라는 점 강조. AI, 전력 인프라 등 미중 기술 경쟁 속 초당적 필요성 높은 테마는 선거 영향이 제한적인 구조적인 투자 축

선거 결과보다 금융 여건과 AI 인프라 지속성의 문제

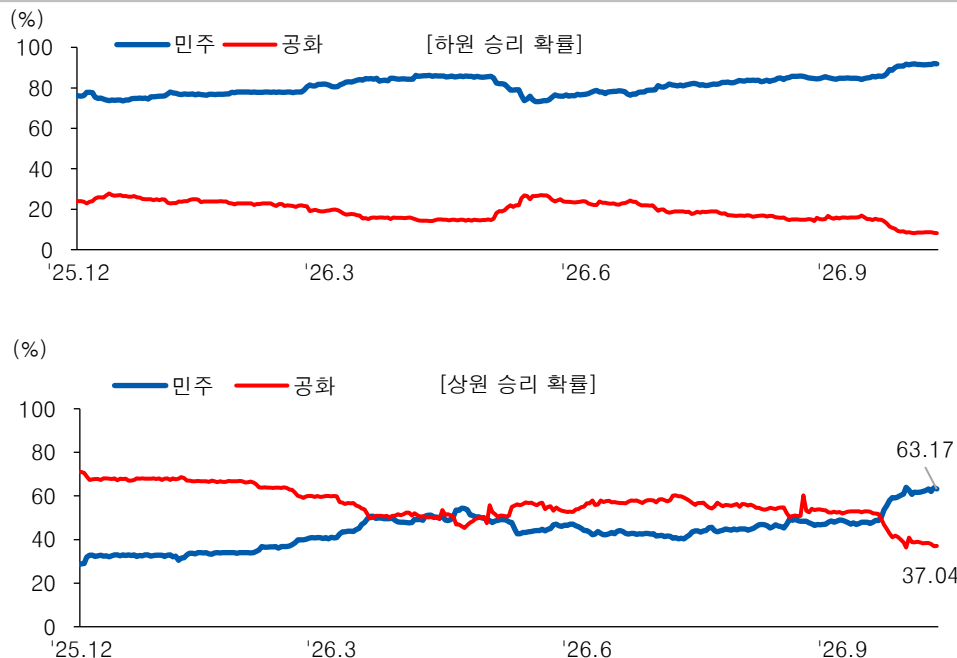




윤곽이 보이는 중간선거 : 하원 탈환은 기본, 상원까지 탈환할 가능성이 유력

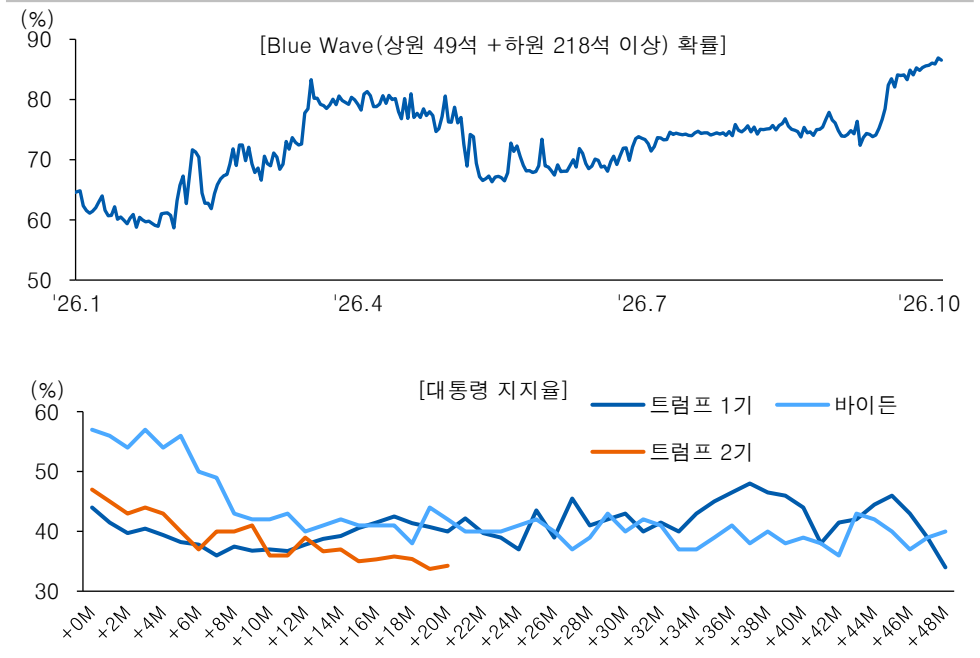
- 민주당의 하원 탈환 가능성은 9월 초부터 이미 90% 안팎을 유지하며 시장 컨센서스로 자리잡은 상황. 하원 장악 확률은 추가 상승 여력보다는 결과가 뒤집힐 위험을 확인해야 하는 구간. 한달도 안남은 현 상황에서 사실상 불가능 하다는 판단
- 반면 상원은 9월 초까지만 해도 민주·공화파 접전이었으나 9월 중순 데드크로스. 이후 현재 민주당 상원 승리확률 63%-공화당 37%로 격차 심화. 선거를 한 달 앞둔 현재 시장의 질문은 더 이상 '민주당이 하원을 가져가느냐'가 아니라 Blue Wave 달성 가능성과 그것이 '트럼프 2기 후반부의 정책 제약 범위를 얼마나 넓히느냐'로 이동. 상원이 남은 선거기간의 핵심 변수

승기는 확실한 하원과 매우 위험해진 상원



자료: Kalshi, 유안타증권 리서치센터

민주당 상원원 전체 탈환(Blue Wave)가능성과 트럼프 대통령 지지율 추이



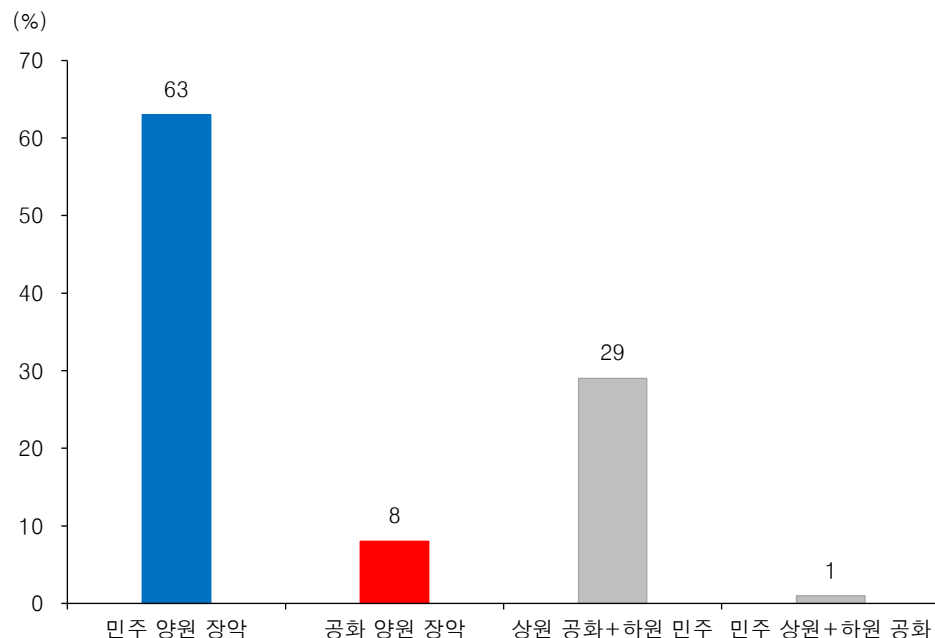
자료: Kalshi, 갤럽, 유안타증권 리서치센터



‘민주당 스윙’이 기본 시나리오, 시장은 ‘공화당 상원 방어’에 더 민감할 전망

- 민주당의 양원 장악 확률은 63%로 가장 기본 시나리오. 따라서 현재 시장의 컨센서스는 민주당이 하원 뿐 아니라 상원까지 확보하는 Blue Wave. 반면 가장 현실적인 대안 시나리오는 민주당이 하원만 탈환하고 공화당이 상원을 지켜내는 분점정부
- 두 시나리오의 차이는 재정정책보단 인사, 규제 영역에서 더 크게 나타날 가능성. 민주당이 하원만 가져가도 추가 감세와 대규모 재정확대는 제약되지만, 공화당이 상원을 지킬 경우 연준, 금융규제기관 등 주요 인준과 트럼프 행정부의 규제정책 추진력은 상대적으로 유지될 전망
- 시장 관점에서 가장 큰 서프라이즈는 확률이 8%에 불과한 공화당 양원 유지. 이 경우 현재 반영된 2027년 추가 재정확장 제약 기대가 흔들리며 장기금리와 달러에 상방 압력 재부각될 가능성. 위험자산에 비우호적 변수

2026년 중간선거 이후 의회 구성 확률 : Blue Wave를 기본 시나리오로 상정



자료: Kalshi, 유안타증권 리서치센터

의회 구성 시나리오별 장기물 금리 및 달러, 주식시장 영향 분석

시나리오	장기물 금리	달러	주식 및 업종 영향	컨센서스 대비
민주당 양원 장악 Blue Wave	하방 요인	하방 요인	재정적자 확대정책 제약↑ 조사 및 규제 리스크↑	부합
상원 공화+하원 민주당	중립~하방 요인	중립~하방 요인	기본 시나리오: 분점정부	부합~하회
공화당 양원 장악	상방 요인	상방 요인	추가 감세 및 재정 적자 확대 우려 재부각	서프라이즈
민주당 상원+하원 공화	혼재	혼재	인사 제약↑ / 재정 영향 제한	확률 현저히 낮음

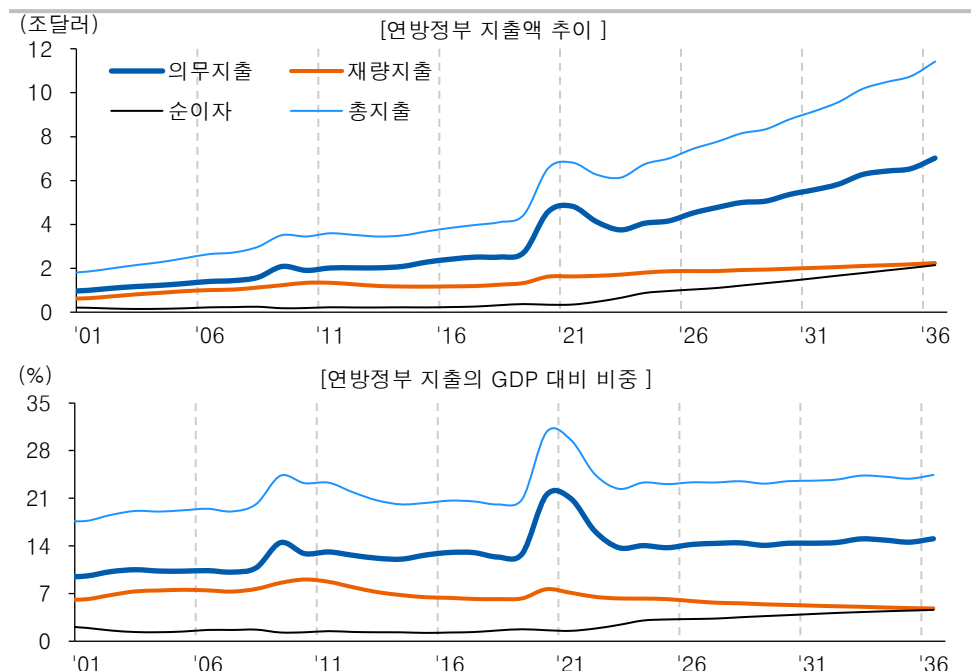
자료: 유안타증권 리서치센터



Blue Wave 첫 번째 변화 : 정책 폐기보다 예산 · 조사권 강화

- 연방정부 지출 구조는 장기적으로 의무지출과 순이자 비중이 확대되는 반면, 매년 의회의 세출협상을 거치는 재량지출 비중은 축소. 미국 의회예산처(CBO) 기준 GDP 대비 재량지출 비중은 2000년 6.1%에서 2026년 5.9%, 2036년(추정치) 4.8%로 점차 축소
- 민주당이 하원을 탈환하더라도 기존 법률에 기반한 지출과 이미 시행된 정책을 단기간에 되돌리기 어려움. 변화의 초점은 정책 폐기가 아닌 신규 감세, 추가 재정 지출 제약과 연례 예산 협상력 강화에 가까움
- 동시에 하원 다수당 확보 시 상임위원회 주도권과 조사 및 소환 권한 확보. 재정 측면에서는 추가 확장 여력을 제한하고, 정책 측면에서는 행정부의 집행 속도와 정치적 비용을 높이는 형태의 견제가 현실적. Blue Wave(하원 탈환)의 핵심은 '트럼프 정책 원상복구'가 아닌 추가 재정책대를 막고 정책 집행을 마찰비용을 높이는 데 있음

연방정부 지출의 대부분은 하원 교체만으로 되돌리기 어려운 영역



자료: CBO(미 국회예산국), 유안타증권 리서치센터 / 주: 26년 이후 데이터는 CBO 추정치

민주당 하원 장악 시 달라지는 정책 수단

정책 수단	하원 탈환 효과	시장 의미
세출·예산	협상력 크게 확대	추가 재정확대 제약 → 국채 공급 부담 완화
신규 감세	하원 통과 난항	재정 적자 추가 확대 우려 완화 → 장기금리 하방 요인
청문회·조사	즉시 강화	행정부 정책 집행 부담 ↑
소환장·자료요구	위원회 권한 강화	규제·정부계약·AI 등 조사 확대 가능
기존 법률 폐기	하원 단독 불가	기존 정책 급반전 가능성은 낮음
관세·행정조치	직접 철회 제한적	정책 방향보다 집행 견제가 현실적

자료: 유안타증권 리서치센터



Blue Wave 두 번째 변화 : 인준권 통한 행정부 인사 견제

- 상원 다수당 탈환이 가져올 가장 직접적인 변화는 대통령 지명직에 대한 인준권. 연준 이사와 의장/부의장 뿐 아니라 SEC·FDIC·OCC 등 금융감독기관의 주요 인선도 상원 동의 필요. 민주당이 상원을 장악할 경우 트럼프 2기 후반 금융 및 규제정책의 대통령 인사 경로 제약
- 현재 이사회 구성은 워시, 제퍼슨, 보우먼, 바, 쿡, 파월, 월러. 7명 가운데 트럼프 지명 인사는 워시-보우먼-월러 3명. 파월 후임이 트럼프 지명자로 인준될 경우 4:3으로 이사회 과반 확보 가능. 반대로 27년 1월 민주당이 상원을 장악하면 후임 인준 저지 가능. 파월 후임 인선이 중간선거 이후 연준 지배구조의 핵심 분기점
- 다만 대통령이 연준을 직접 통제할 수 있는 것은 아님. 대법원은 26년 6월 연준 이사의 독립성을 인정하며 쿡 이사 해임을 즉시 허용해 달라는 정부 요청을 기각. FOMC 투표권 12명 중 5명도 대통령과 상원이 임명하지 않는 지역연은 총재. 상원 탈환 여부의 영향은 단기 금리결정보다 이사회 과반과 금융규제 방향성에서 더 크게 나타날 전망

2027년 이후 연준 주요 인사 이벤트

시점	이벤트	의미
2026.11~12	선거 후 현 의회 잔여 회기(공화당 상원)	현 공화당 상원에서 인준 가능
2027.1.3	새 의회 개원	상원 다수당 변경 시 인준 구도 변화
2027.9	제퍼슨 부의장 임기 종료	부의장 재지명·교체 시 인준 필요
2028.1	파월 이사 임기 종료	후임 인준 시 이사회 과반 변화 가능
2029.6	보우먼 감독부의장 임기 종료	금융규제 방향과 직결
2030.1	월러 이사 임기 종료	신규 이사 인선
2030.5	워시 의장 임기 종료	차기 의장 인준

자료: LSEG Workspace, 미 의회에산처, 유안타증권 리서치센터

상원 다수당에 따라 달라지는 정책 수단

상원 다수당 시나리오	민주당	공화당
파월 후임	트럼프 지명자 인준 저지 가능	트럼프 지명자 인준 용이
연준 이사회 과반	3:(3+파월) 구조 유지 가능	트럼프 지명 4:3 가능
제퍼슨 부의장 후임	트럼프 인선 제약	인준 용이
금융감독기관 인선	규제완화 지속 위한 인선 제약	규제완화 지속 용이
통화정책	직접 통제 제한	직접 통제 제한
핵심 시장 영향	금융규제 완화 속도 ↓	규제완화 및 친정부 인선 지속

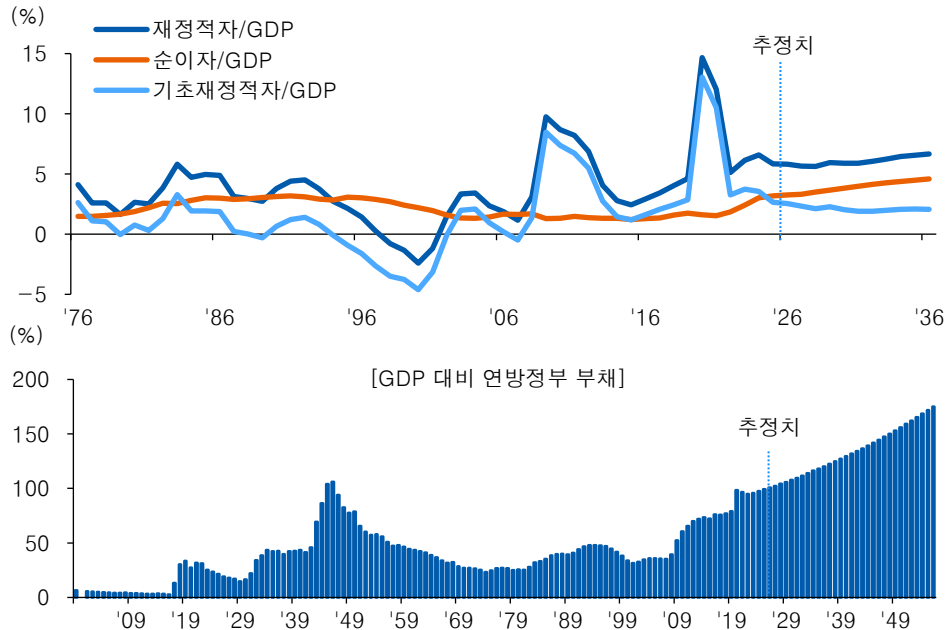
자료: 미 의회에산처 추정, 유안타증권 리서치센터



금리) 재정적자 확대? 선거가 바꾸는 것은 '추가 확대'의 의지

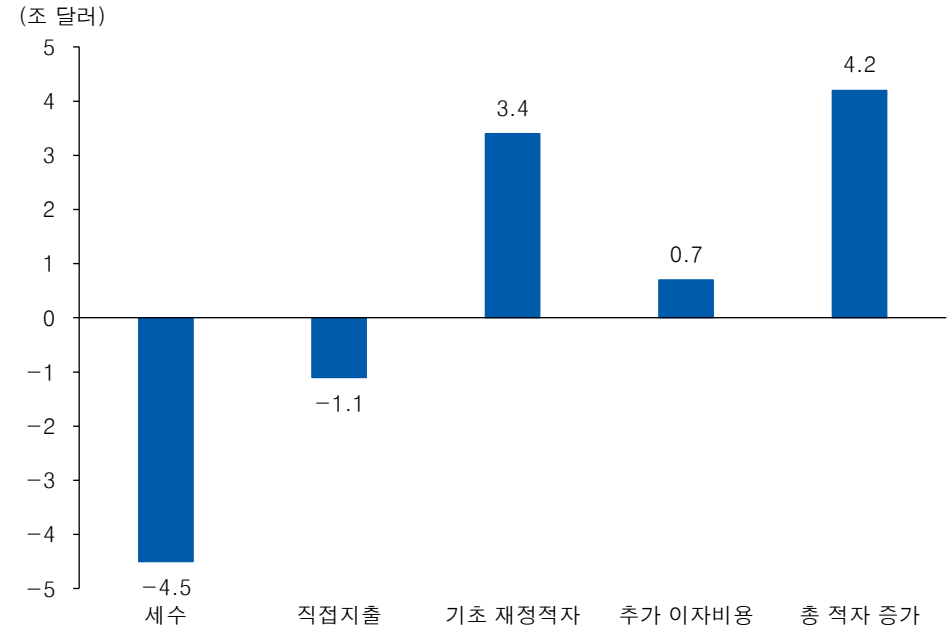
- 미국 의회예산처는 2025년 통과된 재정법안 OBBBA(One Big Beautiful Bill Act)이 2025~2034년 누적 연방적자를 약 4.2조 달러 더 늘릴 것으로 추정. 경기변화 효과를 빼고 계산하면 직접적인 재정적자 확대 약 3.4조 달러에 추가 이자 약 0.7조 달러로 총 약 4.1조 달러 규모. 이 법안 때문에 2034년 국내총생산 대비 연방정부 부채가 약 117%에서 126% 수준으로 높아질 것으로 추정
- 즉, 중간선거 전에 이미 큰 규모의 재정책확대가 법으로 확정. 민주당이 이긴다고 기존 대규모 재정적자가 갑자기 사라지지는 않는다는 것. 다만, 국채 공급 및 장기금리 부담 완화에 긍정적인 부분은 앞으로 새로운 대규모 감세·재정 지출이 추가될 가능성이 낮아진다는 점

연방정부 재정 적자는 확대되는 중



자료: LSEG Workspace, 미 의회예산처, 유안타증권 리서치센터

OBBBA 통과 이후 2025~2034년 누적 효과 : 결국 재정적자는 증가



자료: 미 의회예산처 추정, 유안타증권 리서치센터



금리) 선거 이후에도 재정 협상 일정은 2028년까지 이어질 예정

- 미국 재정정책 불확실성은 트럼프 집권기 들어 과거 정부 대비 확대. 특히 2기 들어 감세, 관세, 재정적자 등 정책 변수가 동시에 부각되며 높은 수준 지속
- 선거 종료가 재정 불확실성의 종료를 의미하지는 않음. FY27 예산안 → 2027년 부채한도 → 2028년 X-Date로 이어지는 재정 협상 일정 대기
- 민주당 의회 장악은 추가 재정책대 제약 측면에서 금리에 우호적이거나, 협상 과정의 정치적 교착은 단기 금리 변동성 확대 요인
- 중기 : Blue Wave → 추가 재정책대 제약 → 금리에 우호적
단기 : 예산 및 부채한도 협상 존재 → 정치적 교착 가능성 → 변동성 확대

트럼프 2기 들어 대폭 확대된 재정정책 불확실성

(pt, 3개월 이동평균)



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

선거 종료 이후 '예산안 → 부채한도 → X-Date'로 이어지는 연속 이벤트 타임라인



자료: 유안타증권 리서치센터



금리) 재정 제약은 금리에 우호적, 정치적 교착은 채권 변동성 확대 요인

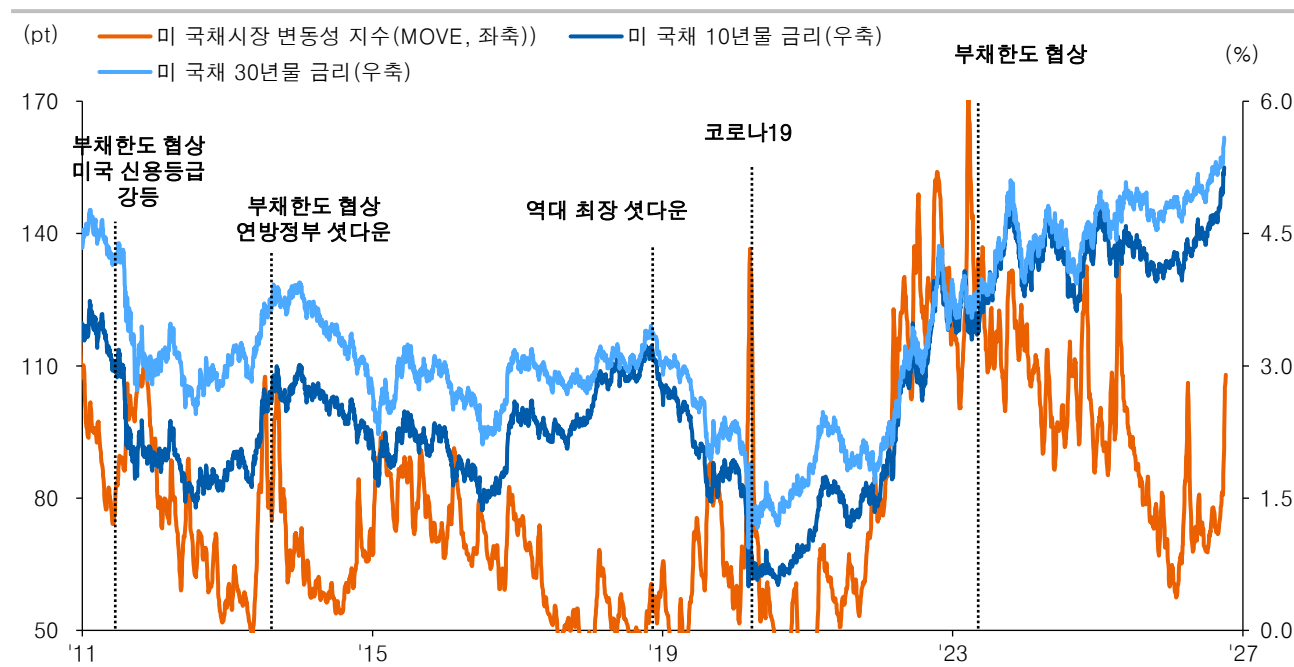
- 민주당 의회 장악은 추가 감세, 재정지출 확대를 제약해 중장기적으로 국채 공급과 기간프리미엄 부담을 낮추는 요인. 다만 재정협상 과정의 정치적 교착까지 금리에 우호적인 것은 아님
- 과거 부채한도 및 섣다운 협상 국면에서는 협상 결렬 우려가 높아질수록 미 국채 변동성 (MOVE) 지수가 상승하는 모습 반복. 재정 건정성 기대와 별개로 단기적으로 국채시장 유동성 및 정책 불확실성이 변동성 확대 야기할 것
- 따라서 선거 이후 채권시장의 핵심은 '민주당 승리 = 금리 하락'의 단순 구도로 해석하기 보다 재정책대 제한과 재정협상 리스크를 구분할 필요. 협상 진전 시 금리 하방, 교착 심화 시 변동성 확대 가능. 재정 제약이 장기금리 속도를 빠르게 낮춘다면 주식시장에 우호적

재정정책 경로와 채권시장 영향은 구분할 필요

구분	재정 영향	채권시장 영향
추가 감세 제한	적자 확대 제약	금리 하방
추가 지출 제한	국채 공급 증가 제약	금리 하방
예산 협상 장기화	정책 불확실성 ↑	MOVE 상승
부채한도 협상 교착	유동성·지급 리스크 ↑	단기 변동성 확대
합의 도출	불확실성 완화	변동성 정상화

자료: 유안타증권 리서치센터

재정 협상 국면마다 미 국채 변동성은 확대되어 왔음



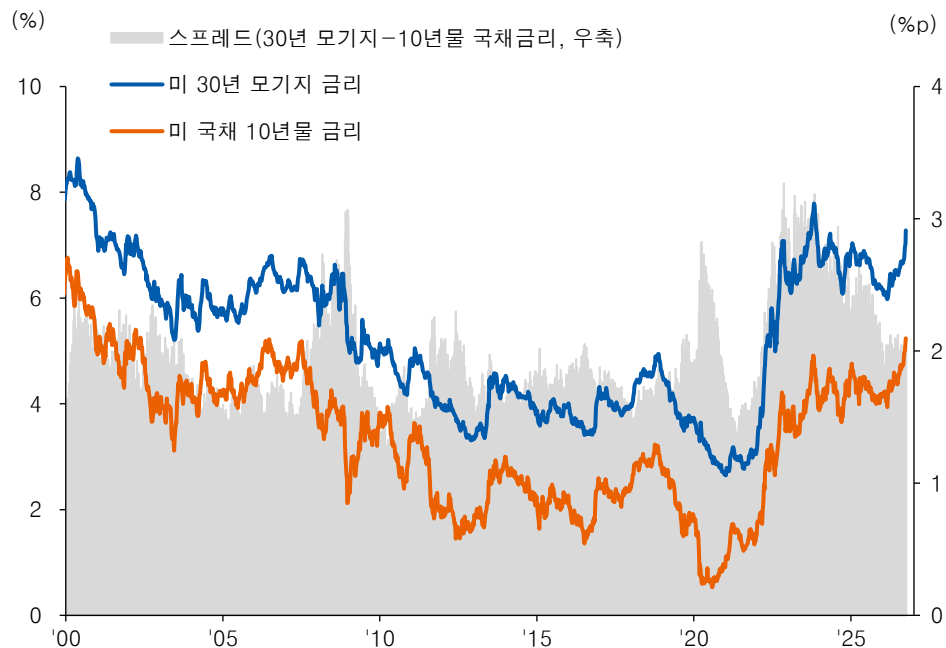
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



생활비) 물가 안정을 위해 노력할 의회, 주거비 부담은 잔존

- 민주당 의회는 트럼프 지지율 하락 원인인 고물가(생활비)를 해결하기 위해 노력할 것. 물가 상승률이 둔화되더라도 가계가 체감하는 부담이 바로 낮아지는 것은 아님. 주택, 자동차 등 주요 지출은 이미 높아진 상황에 대출금리까지 더해져 체감 부담은 장기간 유지될 전망
- 특히 주택시장에서는 기준금리보다 미 국채 10년물 금리와 연동되는 모기지 금리가 중요. 장기금리 하락이 제한될 경우, 연준의 금리 인하만으로 주거비 부담이 빠르게 완화되기 어려운 구조. 월 원리금 상환액 2,500억달러로 고정할 경우 21년 1월 대출 가능액 수준 대비 26년 10월 대출 가능액 41.1% 감소
- 따라서 선거 이후 재정책대 제약이 장기금리 안정으로 이어지는지가 중요. 유가, 트럼프 감세, AI 회사채 발행 등 다양한 원인이 함께 작동 중인 변수. 물가 안정만으로는 부족하며 장기금리 하락이 실제 대출금리 하락으로 연결된다면 가계 구매력 개선으로 연결

미 국채 10년물 금리 Vs 30년 고정 모기지 금리



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

같은 월 상환액 기준 대출 가능액 vs 신규주택 중위 판매가격 추이



자료: FRED, 유안타증권 리서치센터



생활비) 민주당, 금리보다 '비용 부담의 주체'를 변경하여 생활비 통제

- 민주당의 생활비 대응은 단순 현금 지원보다 주택, 에너지 공급 확대와 가계 비용 부담 완화를 병행하는 방향. 감세, 보조금 등 재정지원 확대는 단기적으로 가계 부담을 낮추더라도 재정적자와 수요를 통해 장기금리 하락을 제한할 가능성
- 주택 공급과 전력망, ESS 투자는 공급 제약을 완화한다는 점에서 중장기 물가 안정과 관련 설비투자 확대를 동시에 기대할 수 있는 영역
- 선거 이후 민주당의 생활비 통제 노력은 정책별 재정 부담과 비용 전가 주체, 그리고 실제 투자 집행 방향에 맞춰질 전망. 관세는 여전히 수입물가와 기업 비용의 상방 변수로 잔존

주요 정책별 민주당 방향 및 향후 전망

정책	민주당 방향	거시 경로 전망
주택	공급 확대 + 임대·주택구매 지원	공급 ↑ + 재정지원
에너지	신재생·전력망·ESS 확대	전력 공급 ↑
데이터센터	계통비용 사업자 부담 강화	가계 → 기업으로 비용 이전
헬스케어	지원 축소 방어·비용 완화	가계 부담 ↓ / 재정 부담 ↑
보육	비용 지원 확대	가처분소득 ↑ / 재정 부담 ↑

자료: 유안타증권 리서치센터

민주당 정책 경로별 금리 및 주식시장 영향

정책경로	장기 금리 영향	주식시장 영향	
		긍정	부정
현금·보조금 확대	상방	소비재·헬스케어	장기채 금리 및 고밸류 부담
주택 공급 확대	중립~하방	건설·건자재	-
전력망·ESS 투자	단기 재정 ↑ / 중장기 공급 ↑	전력기기·ESS	-
데이터센터 비용 전가 제한	중립	전력효율·냉각	유틸리티, 데이터센터 비용 부담
기존 지원 예산 삭감 방어	제한적	신재생·헬스케어	-

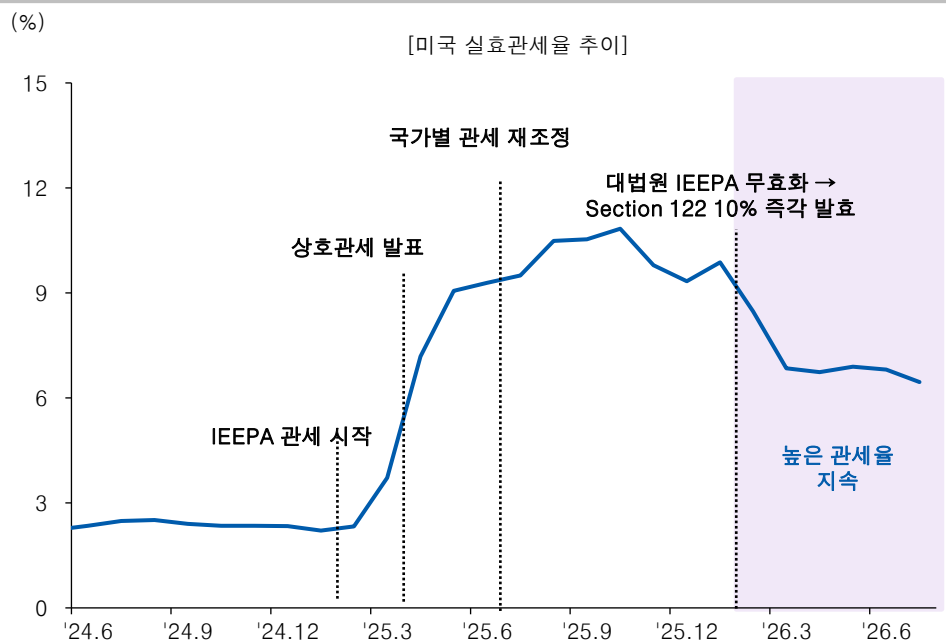
자료: 유안타증권 리서치센터



관세) 대법원의 무효 판결, Blue Wave에도 직접 통제는 어려움

- 대법원의 IEEPA 관세 무효화 이후에도 미국의 관세정책은 빠르게 대체 법적 수단으로 재편. Section 122 종료 이후에는 Section 301, 232조 중심의 국가 및 품목별 관세가 핵심 수단으로 잔존 중인 상황
- 실제 실효관세율도 25년 고점 대비 낮아졌지만 트럼프 2기 이전 수준으로는 복귀하지 않은 상황. 법적 근거가 바뀌었을 뿐 관세 자체가 정상화된 것은 아님
- 특히 301·232조는 행정부 재량이 상대적으로 큰 영역. 민주당이 의회를 장악하더라도 기존 관세를 단기간에 일괄 철회하기는 어려움. 조사·청문회와 일부 입법을 통한 견제가 현실적인 견제 수단. 따라서 중간선거 이후에도 관세는 생활비와 기업 원가의 상방 요인으로 남을 전망. 시장에서는 전체 관세율보다 국가 및 품목별 관세 노출도 차이에 대한 선별 대응이 중요. 관세 부담이 유지되는 만큼 소비재 및 수입 의존 업종의 비용 압력은 지속될 전망

IEEPA 무효화 이후에도 미국 실효관세율 여전히 높은 수준 유지 중



자료: USTR, 유안타증권 리서치센터

관세 부과 수단별 민주당 의회 개입 가능성 점검

법적 근거	현재 상태	적용 성격	의회 개입 여지	선거 이후 의미
IEEPA	대법원 무효화	광범위 국가별 관세	해당 없음	기존 상호·펜타닐 관세의 핵심 근거 소멸
Section 122	7/24 종료	150일 한시 수입부과금	높음	의회 연장 없이는 장기 유지 어려움
Section 301	확대 적용 중	불공정 무역행위·국가별 관세	제한적	행정부 주도로 국가 및 품목별 관세 유지 가능
Section 232	유지	국가안보 목적 품목별 관세	제한적	철강·알루미늄 등 전략산업 관세 지속 가능

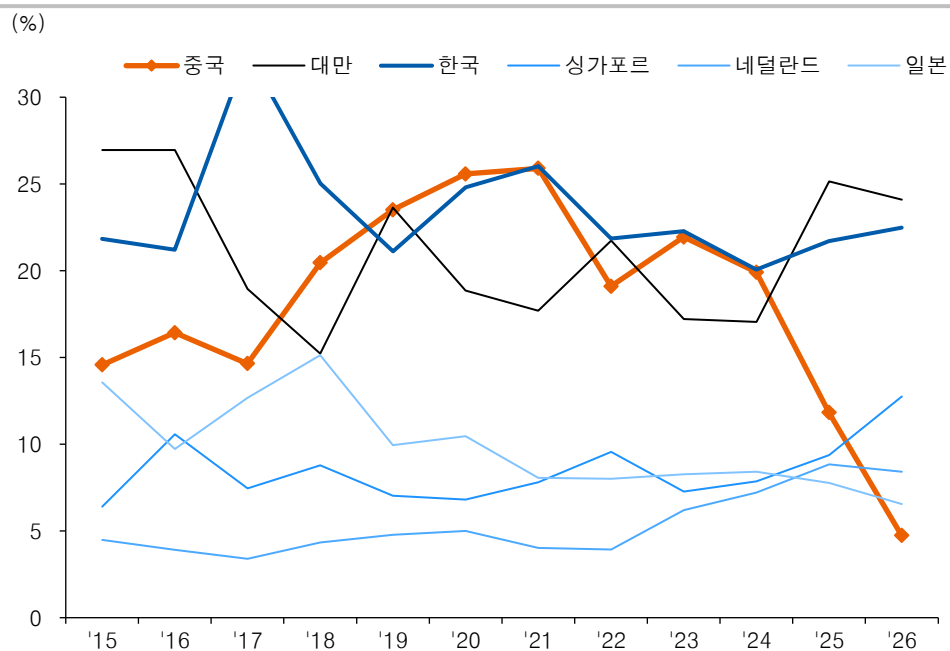
자료: 유안타증권 리서치센터



Blue Wave에도 대중국 첨단기술 통제는 지속

- 미국의 반도체 장비(HS8486) 수출에서 중국 비중은 21년 25.9%에서 25년 11.8%, 26년 4.7%까지 하락. 같은 기간 대만 및 한국향 비중은 높은 수준을 유지하며 반도체 장비 수요처의 재편 확인
- 대중국 반도체 규제는 첨단 AI 칩뿐 아니라 제조장비와 중국 내 첨단공정 증설까지 포괄. 25년에는 중국 내 외국계 팹의 미국산 장비 반입도 기존 포괄 허용에서 개별 허가 체계로 전환. 다만 모든 대중국 판매가 차단되는 구조는 아님. 일부 AI 칩은 2026년부터 조건부·건별 심사가 허용되는 등 기존 설비 운영과 제한적 판매는 병존
- 따라서 중간선거 이후에도 정책의 핵심은 전면 해제 여부보다 규제 범위와 허가 강도. 대중국 첨단기술 통제는 양당 모두에서 규제 강화 요구가 이어지는 영역으로, 미국 중심 AI·반도체 공급망 재편은 구조적 변수로 판단. 대중국 규제 지속된다면 AI 수요와 투자 사이클 지속되는 한 국내 반도체 우호적 흐름 이어질 전망

미국산 반도체 장비 수출 중 중국 비중



자료: 무역협회, 유안타증권 리서치센터

대중국 반도체 통제, 세부 강도 달라도 방향성은 유지

정책 영역	현재 정책 방향	민주당 의회 영향
첨단 AI 반도체	고성능 제품 중심 허가제 유지	규제 완화보다 적용 범위와 조건 논쟁
반도체 제조장비	첨단 공정용 장비 수출 제한	양당 모두 추가 통제 요구 존재
중국 내 외국계 팹	기존 설비 운영은 허용, 증설·업그레이드는 제한	허가 조건 강화 가능
기업·최종사용자 규제	Entity List, 최종용도 심사 지속	의회 차원의 견제 강도 높음
기존 규제 완화	일부 품목 건별 허가	전면 완화 가능성 제한적

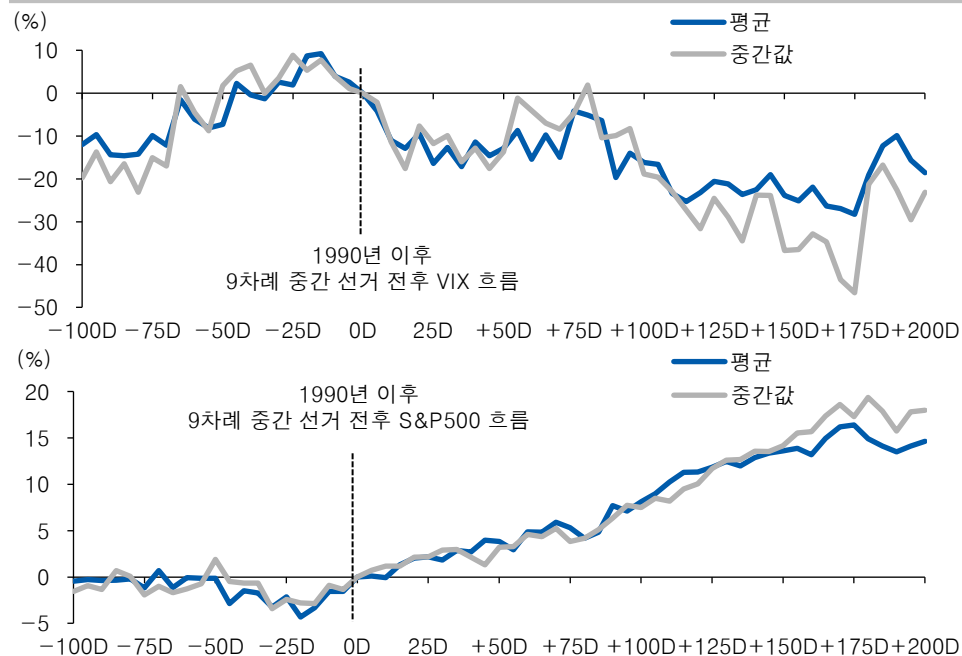
자료: 유안타증권 리서치센터



주식시장) 정책과 별개로, 중간선거 종료는 위험선호에 우호적

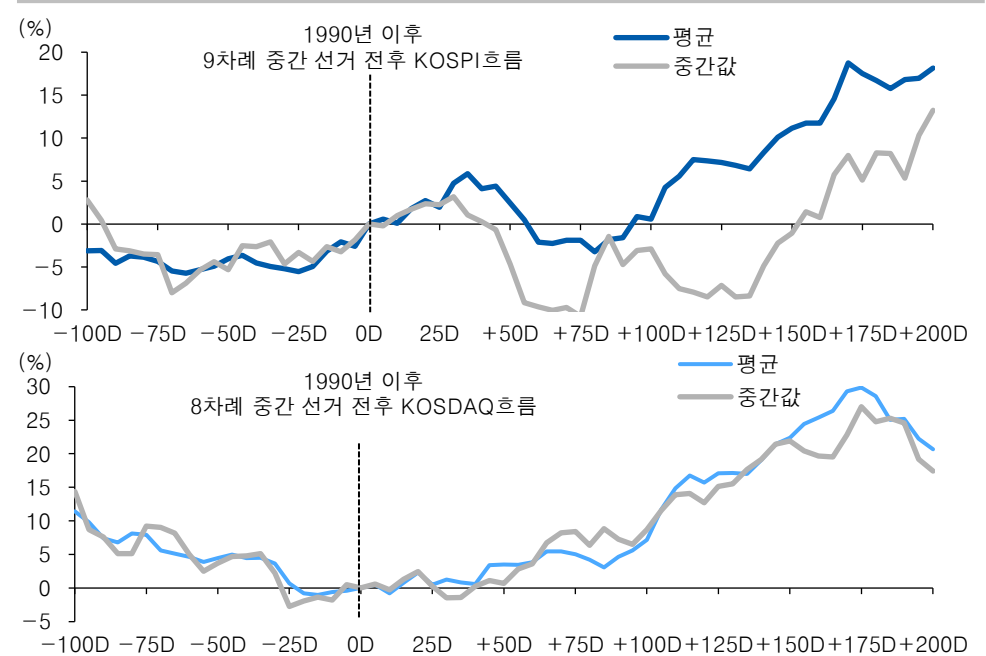
- 1990년 이후 9차례 중간선거에서 중간선거일 100일 이전 S&P500 평균 수익률은 +1.7%. 선거 후 200일 평균 수익률은 18.2%, 300일 평균 수익률은 21.4%였고 9번 중 6번 상승. 불확실성 완화에 따른 단기 상승 확률은 더 높았는데, 선거 후 15일 평균 수익률은 1.8%, 9번 중 7번 상승.
- 중간선거라는 불확실성 해소는 한국 주식시장에도 우호적. KOSPI 1990년 이후 9차례 중간선거 200일 이후 평균수익률 +18.2%
- 즉 어느 당이 이겼는지보다 선거가 끝나 정치·정책 불확실성이 줄어드는 효과가 주식시장에 반영

중간선거 전후 VIX, S&P500 수익률 : 불확실성 완화 기대



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

중간선거 전후 KOSPI·KOSDAQ 수익률 : 불확실성 완화 기대



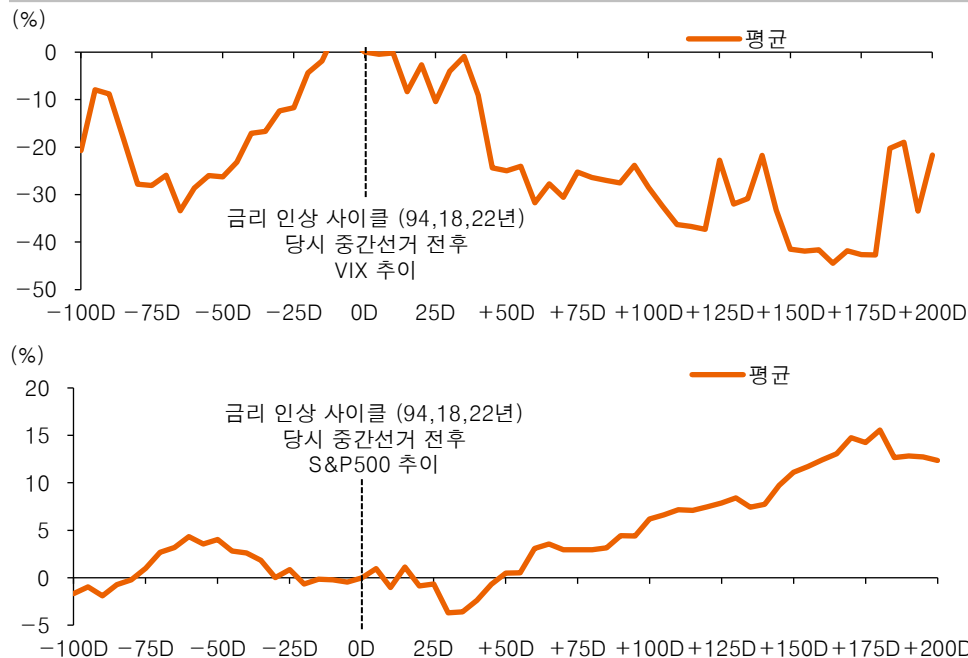
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터



주식시장) 금리 인상기에도 중간선거 이후 위험선호 회복

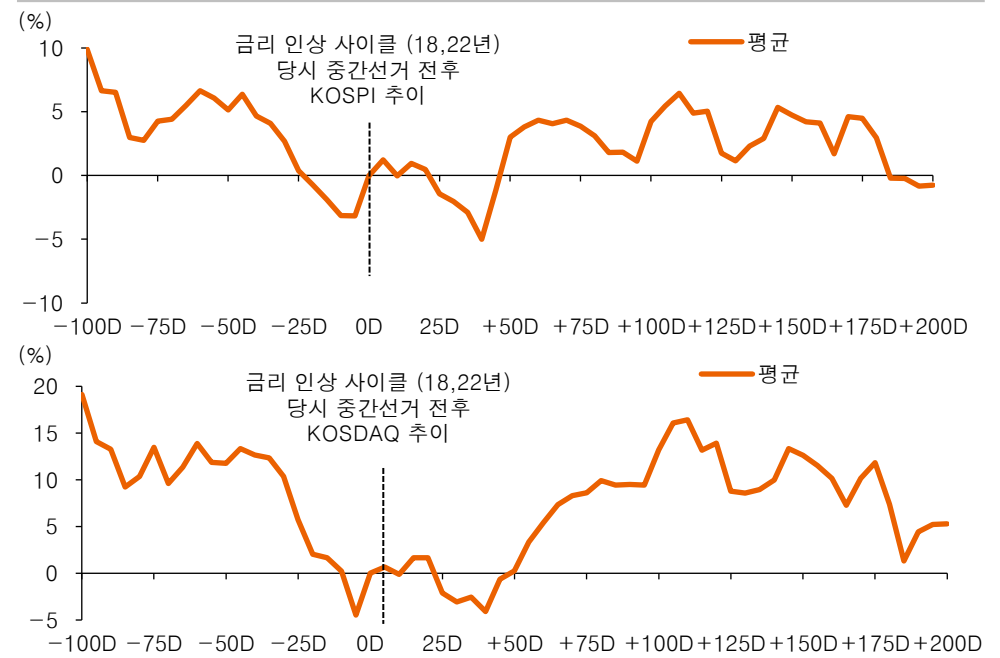
- 다만 선거 이후 상승의 지속성은 정치적 불확실성 해소보다 통화정책 환경에 좌우. 금리 인상기에는 초기 반등 이후 상승 탄력이 둔화. 금리 인상 사이클이 중간선거와 겹쳤던 1994, 2018, 2022년의 경우 중간선거 이후 미국 주식시장은 상승하고, VIX는 하락. 정치 불확실성 해소 자체는 위험 자산 선호심리 회복에 우호적으로 작용
- KOSPI, KOSDAQ의 금리 인상 기간(2018년, 2022년) 수익률 역시 회복 추세 보였으나 반등폭은 전체 중간선거 기간 대비 제한적. 금리 인상 자체가 선거 이후 지수 반등을 막지는 않았음. 다만 표본이 두차례에 불과한 만큼, 이번 중간선거 이후에는 장기금리와 이익 모멘텀의 우호적 흐름이 더 중요할 전망

금리 인상기 중간선거 전후 VIX, S&P500 수익률



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

금리 인상기 중간선거 전후 KOSPI·KOSDAQ 수익률



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

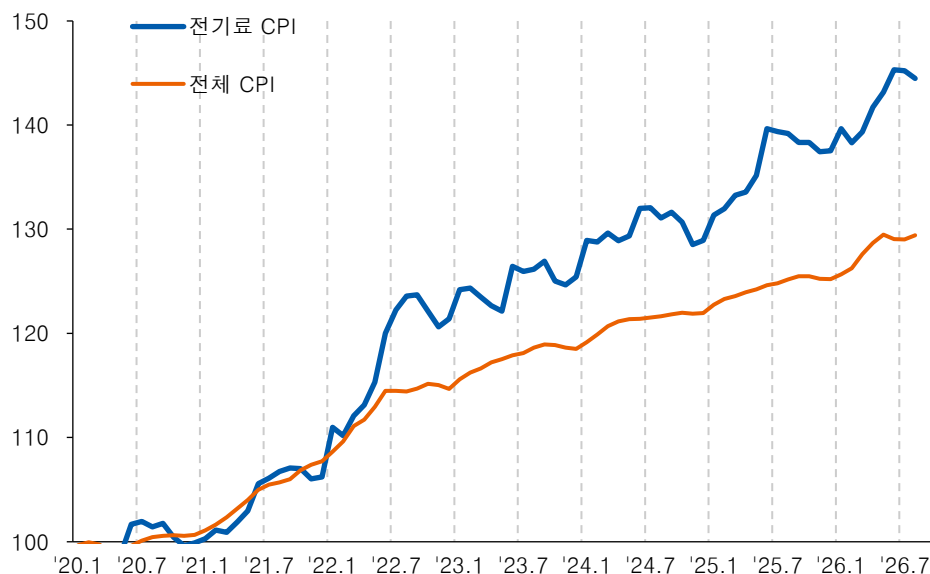


핵심테마 ① 전력 : AI 투자 확대, 전력비 부담과 공급 병목으로 연결

- 미국 가정용 전기료는 2020년 대비 약 +44.5% 상승, 같은 기간 전체 CPI 상승폭(+29.4%)을 약 15%p 상회. 물가 둔화 이후에도 가계가 체감하는 전력비 부담은 높은 수준
- 동시에 PJM 용량가격(향후 전력 부족에 대비해 발전 설비를 미리 확보하는 비용)은 24년 28.9달러/MW에서 25 269.9 달러로 급등, 이후에도 300달러선 유지. 전력수요 증가 대비 발전설비 및 전력망 확충이 더딘 상황 반영
- 데이터센터 증설은 전력수요 확대 요인 중 하나지만 발전소 폐쇄, 계통 제약, 신규 발전 지연 등 공급측 병목도 함께 작용. 결국 AI 투자 확대는 전력 확보 비용과 가계 전기료 문제로 연결. 향후 정책 초점도 AI 투자 제한보다 전력 인프라 확충과 비용 부담 주체로 이동할 전망

가계 전기료 부담은 여전히 높은 수준

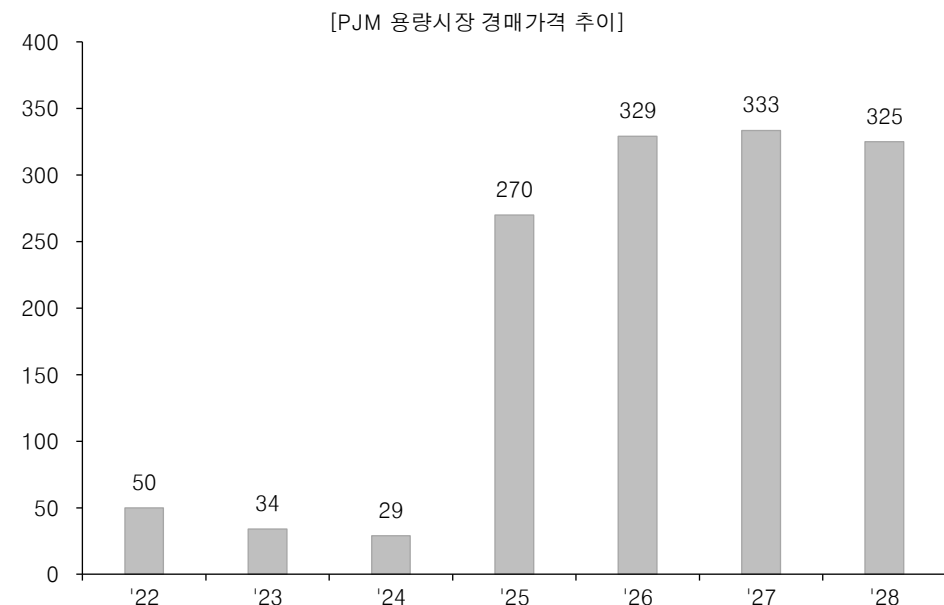
(2020/01/01=100)



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

전력 수요는 빠르게 증가하고 미래 전력 확보 비용도 증가

(달러/MW-Day)



자료: PJM, 유안타증권 리서치센터



핵심테마 ② 신재생 : Blue Wave가 바꾸는 것은 AI 수요보다 전력 공급 방식

- 신재생에너지 주가는 정권 및 의회 구도와 세제 지원 정책 변화에 높은 민감도. 바이든 집권 이후 태양광을 중심으로 강한 재평가가 나타난 반면 이후 금리 상승과 정책 불확실성 속 상대성과는 크게 축소되어온 바 있음
- OBBBA 이후 정책 비대칭도 확대. 풍력&태양광은 28년부터 48E 세액공제가 사실상 종료되는 반면, ESS와 기타 친환경 에너지는 2033년까지 최대 30% 공제 유지
- Blue Wave가 현실화되더라도 트럼프 대통령의 거부권을 감안하면 세액공제의 즉각적인 복원 가능성은 제한적. 다만 2027년 예산 및 세제 협상에서 종료 일정 연장과 지원 재개 논의가 다시 부상할 가능성. 따라서 시장은 실제 법 개정보다 먼저 2028년 이후의 프로젝트 경제성 개선 가능성을 반영할 수 있음. 정책 옵션가치 측면에서는 태양광·풍력의 업사이드가 상대적으로 큰 구간이라는 판단

OBBBA 이후 풍력 및 태양광에만 발라진 세액공제 종료



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

Blue Wave로 인한 변화는 친환경에 가혹했던 환경의 정상화

전력원·인프라	현행 정책	Blue Wave 시 변화 가능성	핵심 포인트
태양광·풍력	2027년 이후 세액공제 조기 종료	높음	세액공제 복원·종료 연장 논의
전력망	증설 필요성 확대	높음	민주당 공식 어젠다에 '투자 확대' 명시
ESS	48E 조기 종료 예외	중간	전력망 투자와 함께 지원 확대 가능
데이터센터	전력수요 급증	중간	전력비의 가계 전가 제한 강화 가능
원전	지원 기조 유지	낮음	양당 모두 필요성 인정, 집행 방식 차이

자료: 유안타증권 리서치센터



2027년 Blue Wave 핵심은 재정 제약과 산업별 정책 조정

- Blue Wave가 기본 시나리오로 자리 잡은 만큼 2027년 시장의 관심은 선거 결과 자체보다 민주당 의회가 재정·산업정책의 추진 여력을 얼마나 제한할지에 집중. 민주당 의회는 추가 감세와 재정확대의 제약 요인. 장기금리 상방 압력을 낮출 수 있다는 점에서 성장주, 위험자산에 상대적으로 우호적인 환경
- 산업정책은 전면 전환보다 우선순위 조정에 가까움. AI·전력수요 확대는 지속되는 가운데, 태양광·풍력의 정책 기대가 되살아날 가능성
- 반면 전력망·전력기기·ESS, 대중국 공급망 재편은 정당 간 정책 차이가 크지 않은 영역. 2027년에는 정치 이벤트보다 정책 지속성이 높은 업종 중심의 접근이 유효

Blue Wave 이후 2027년 정책 경로

민주당 상하원 탈환 이후 2027년 시나리오



중간선거 종료 = 불확실성 해소. 재정 + 금리 + 산업 정책의 조합 변화

2027년 Blue Wave 시나리오에 따른 자산별 핵심 변수 및 시사점

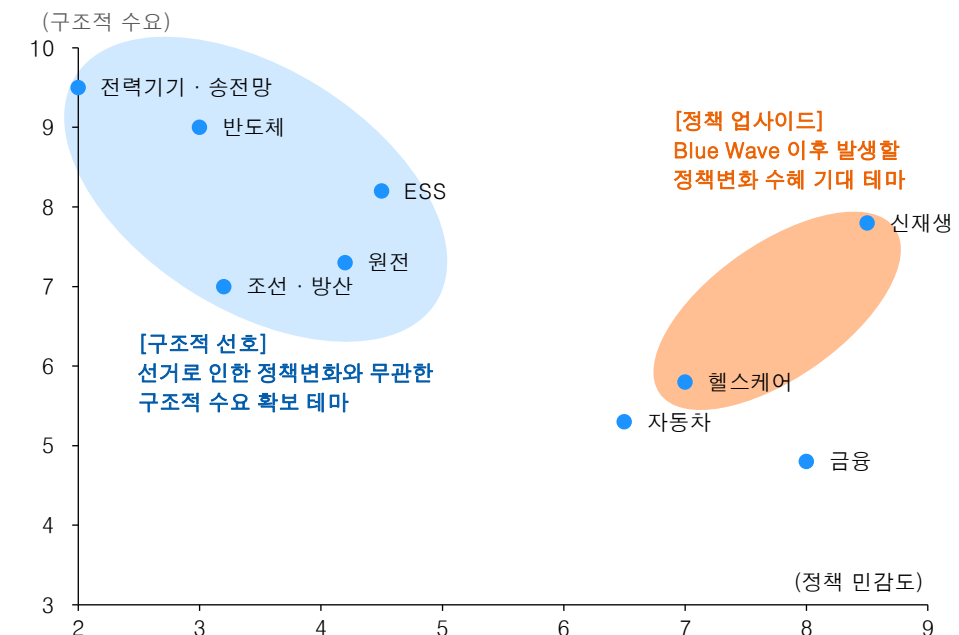
구분	2027년 핵심 변수	시사점
금리	추가 재정확대 제약 여부	재정 부담 완화 시 장기금리 상방 압력 완화
주식시장	장기금리 안정 여부	할인율 부담 완화 시 성장주에 상대적으로 우호적
에너지	전력 공급 확대 방식	전력수요 증가는 공통. 선거 결과에 따라 전원 구성의 차이
산업재	전력망 투자 확대	전력망, 전력기기, ESS는 정당과 무관하게 투자 수요 지속
신재생	세액공제 종료 일정 재논의	Blue Wave 시 태양광, 풍력의 정책 기대 재부각 가능
관세·중국	대중국 견제 지속 여부	의회 구도와 무관하게 공급망 재편 및 첨단기술 통제 지속 가능



2027년 Blue Wave 업종 선택의 핵심은 정책 수혜와 구조적 수요의 지속성

- 2027년 Blue Wave 업종 전략은 선거 결과에 따른 단순 수혜주 구분보다 정책 변화와 무관하게 수요가 유지되는 영역을 우선할 필요
- AI·데이터센터 전력수요 확대와 송전망 부족은 정당과 무관한 구조적 변수. 전력기기·송전망·ESS는 정책보다 투자 수요의 지속성이 중요
- 반도체 역시 대중국 규제는 이어지지만, 업황의 방향을 결정하는 핵심은 AI 수요와 메모리 투자 사이클. 정책 변수는 상대적으로 2차 요인
- 반면 신재생과 금융은 의회 구도에 따른 정책 민감도가 높은 영역. 2027년에는 구조적 수요와 정책 옵션을 구분한 접근이 필요

업종별 정책 민감도 및 구조적 수요



자료: 유안타증권 리서치센터 / 주: 1~10점 사이 상대 점수 책정

업종별 2027년 변수 및 투자포인트

업종	정책 민감도	2027년 핵심 변수	투자 포인트
반도체	낮음	AI 수요 지속, 대중국 규제	정책보다 AI 투자와 메모리 업황이 핵심
전력기기·전력망	낮음	전력망 증설	데이터센터 및 제조업 전력수요로 투자 지속
ESS	중간	전력망 투자·세액공제	전력망 보강과 함께 수요 확대
원전	중간	인허가·금융 집행 속도	방향성보다 발주·집행 시점이 변수
신재생	높음	45Y·48E 종료 일정 변화	Blue Wave 시 정책 기대 재부각
금융	높음	규제·인사·금리	정책 변화와 금리 방향에 민감

자료: 유안타증권 리서치센터



2027년 Blue Wave 시대에서 살아남기 : 금리 · AI 반도체 · 전력 인프라

- Blue Wave는 2027년 시장의 기본 전제에 가까워진 만큼 선거 결과 자체보다 재정·금리와 산업별 정책 강도가 실제로 얼마나 달라지는지가 중요. 재정확대 제약은 장기금리 부담을 완화할 수 있지만, 이미 법제화된 적자 구조를 되돌리는 변화는 아님. 금리의 절대 수준보다 추가 상승 압력의 완화 여부에 주목
- 산업에서는 정치 변화보다 구조적 수요가 우선. AI 반도체와 전력 인프라는 선거 결과와 무관하게 수요가 이어지는 반면, 신재생은 Blue Wave가 추가 업사이드를 만드는 영역
- 결국 2027년 전략은 정책 수혜주를 추종하기보다 이익 가시성과 구조적 수요가 높은 업종을 중심으로 압축할 필요. 선거가 바꾸는 것은 정책의 강도, 시장을 움직이는 것은 결국 금리와 이익

2027년 Blue Wave 시대 투자전략 핵심 3축

전략축	2027년 판단	시사점
금리	Blue Wave는 추가 재정확대의 제약 요인. 다만 이미 확대된 재정적자 자체가 빠르게 줄어드는 것은 아님	장기금리 상방압력 완화 확인 시 위험자산 비중 확대
AI	Blue Wave에도 대중국 규제와 AI 투자, 메모리 수요의 방향성은 유지	정책보다 이익과 공급이 핵심 반도체 Core 전략 유지해야 하는 이유
전력	Blue Wave와 무관하게 데이터센터발 전력수요 확대는 구조적 변수	전력망, 전력기기, ESS 등 AI 인프라 투자 수요 지속
+@ 신재생 : Blue Wave → 세액공제 종료 일정 재논의 → 28년 이후 관련 프로젝트 경제성 개선 기대		

PART 3

사이클 하락기 투자 지침서



신현용

Quant Analyst

02 3770 3634

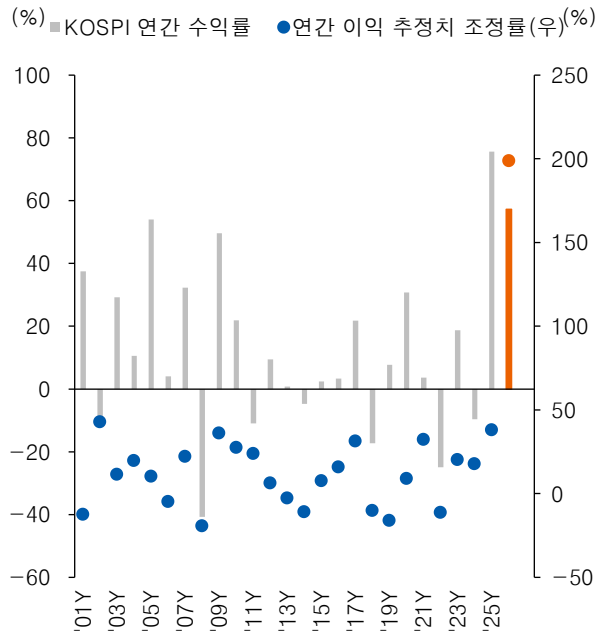
hyunyong.shin@yuantakorea.com



[사이클 점검] 가파른 상승의 후유증

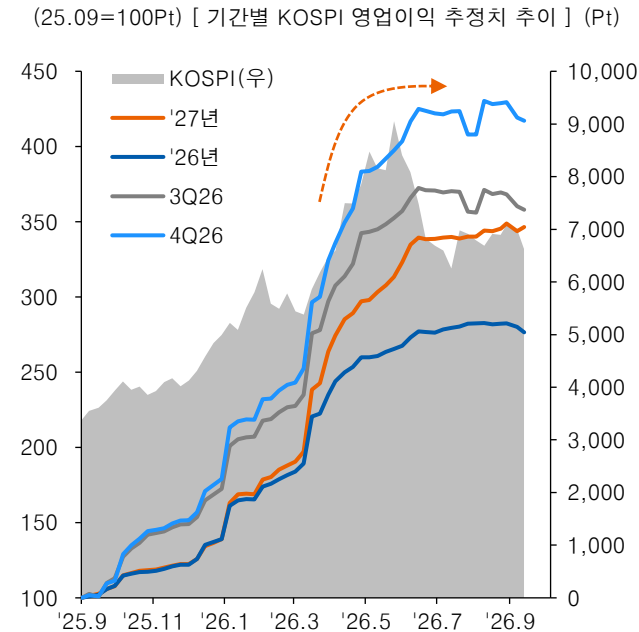
- '25년에 이어 '26년에도 KOSPI는 기록적인 상승세를 시현. 상승의 주된 동력은 멀티플 확장보다 이익 추정치의 가파른 상향. 12MF 영업이익 추정치는 +198.9% 조정되며 '01년 이후 최대 상향 폭을 기록
- 다만 이익 추정치의 상향 속도는 7월 이후 둔화되기 시작했으며, 같은 시기 증시 낙폭 또한 확대. 이후 상반기 대비 뚜렷하게 둔화된 연간 추정치('26년, '27년) 조정률과 지수의 제한적인 회복세가 나타나고 있는 상황
- 이익 추정치의 둔화로 YoY 성장률은 2분기 피크를 형성. '26년 가파르게 확대된 이익은 '27년 높은 기저 부담으로 작용하며 '27년 YoY 증감률은 가파른 하락세가 나타날 것으로 예상

역대 최대 수준의 이익 성장이 견인한 '26년의 강세장



자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터
주: 12MF 영업이익 추정치 기준 연간 조정률

이익 트렌드는 상반기 가파른 상승 이후 둔화되는 흐름



자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

2분기 정점을 지난 YoY 증감률, '27년 기저 부담 확대로 하락 지속



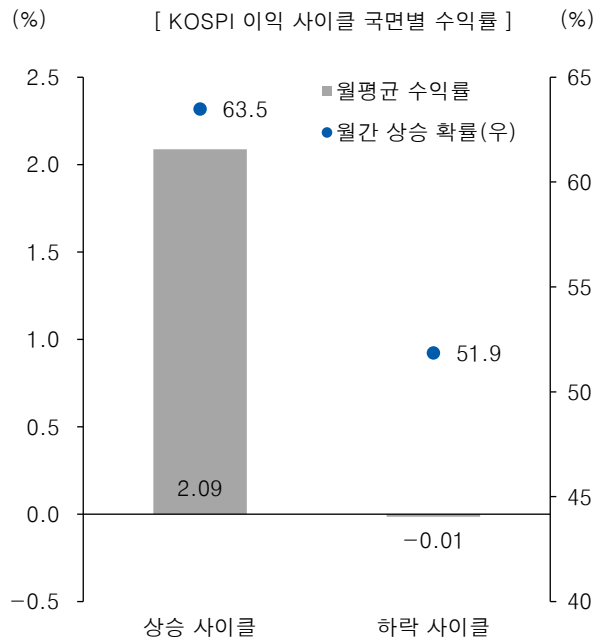
자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터



[사이클 점검] 예정된 사이클 하락기에 대한 공포

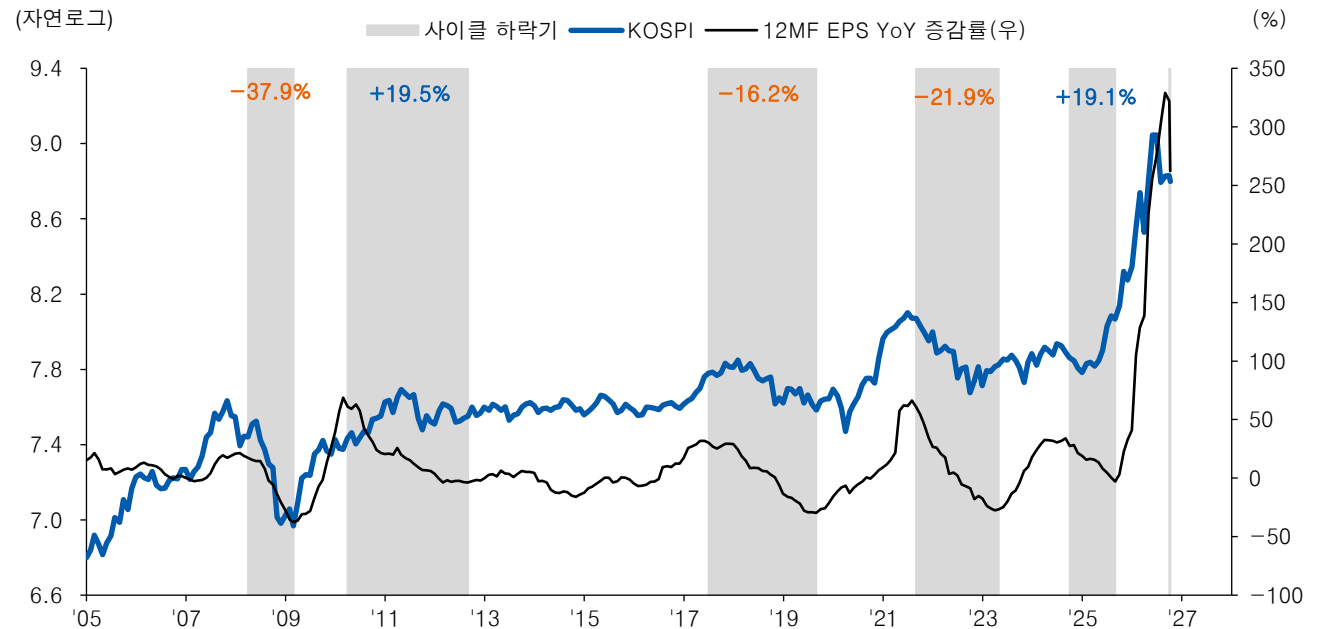
- KOSPI 지수의 성과는 이익 사이클(12MF EPS YoY 증감률) 방향에 따라 차별화. 사이클 상승기 월평균 수익률은 +2.09%, 월간 상승 확률은 63.5%를 기록한 반면, 하락기 월평균 수익률은 -0.01%, 월간 상승확률 51.9%로 사이클 방향에 따라 증시 분위기는 극명하게 갈리는 모습
- '05년 이후 가파른 이익 성장 후 나타난 5차례 하락기 중 지수가 하락한 사례는 총 3번(-37.9%, -16.2%, -21.9%). 그 외 2번의 경우 각각 +19.5%, +19.1% 상승하며 성장률 둔화 속에서도 강세를 지속
- 이익 사이클 하락기 주가 모멘텀이 약해지는 경향이 있으나, 성장률 둔화가 곧 하락장을 의미하지 않았음을 시사. 하락 사이클의 성격을 구분하는 것이 '27년 전략의 핵심

사이클 국면별 증시 흐름은 극명, 예정된 사이클 하락기에 대한 공포



자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

KOSPI와 이익 사이클 동행성은 뚜렷. '05년 이후, 가파른 이익 사이클 상승 후 맞이한 하락기 5번 중 3번 주가 부진



자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

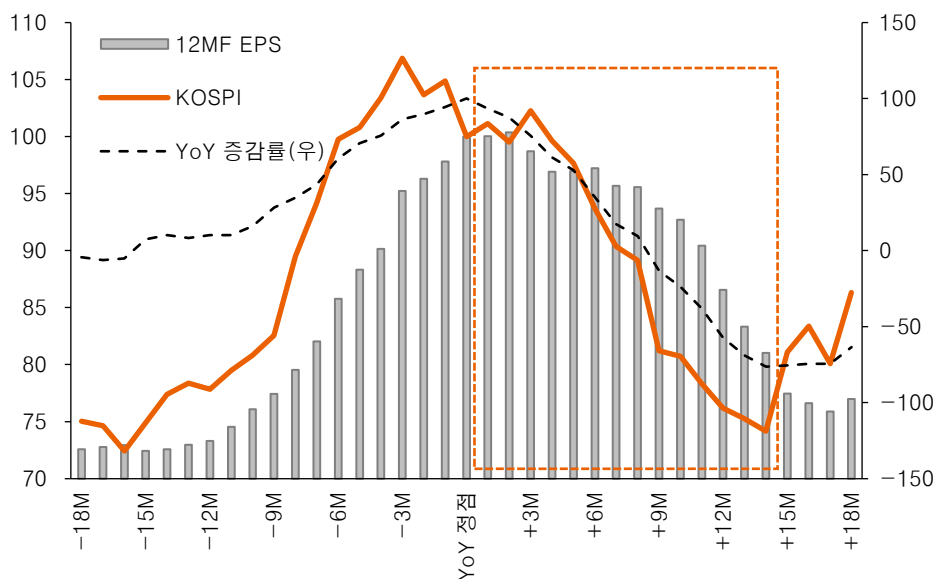


[사이클 점검] 하락 사이클의 두 얼굴

- 사이클 하락 국면 KOSPI 지수가 동반 하락한 케이스와 강세가 지속된 케이스로 구분. 하락 케이스의 경우 YoY 증감률 정점 통과 이후 이익의 레벨(12MF EPS 기준)이 하락하는 감익이 동반되었으며, 지수는 YoY 정점 부근에서 고점을 형성한 뒤 이익 사이클과 함께 하락
- 반면, 상승 케이스의 경우 YoY 증감률이 하락하는 반면, 이익의 레벨은 보전 및 확장. 성장을 둔화에도 이익의 규모가 유지되는 경우 지수는 완만한 상승세를 지속
- 결국 중요한 것은 YoY 하락 자체가 아니라 그 원인. 높은 기저에 의한 산술적 성장을 하락인지, 증시에 충격을 가할 만큼의 실질적 감익이 동반되는지가 핵심. **가파른 성장기를 거친 뒤 이익 경로의 안정성이 확보된 경우 주가는 사이클 하락기를 무사히 통과**

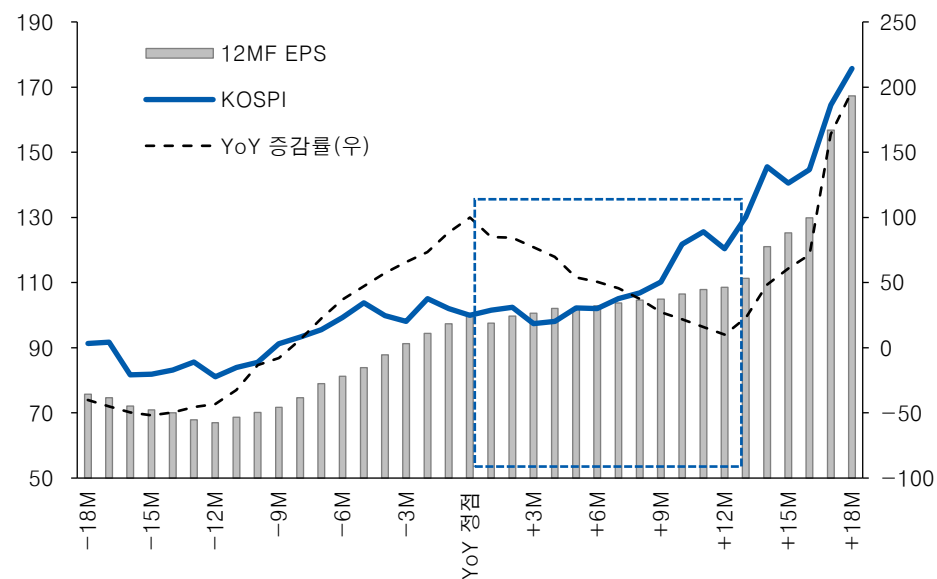
YoY 정점 이후 이익의 하락이 동반되며 KOSPI 또한 하락세를 시현. 이후 신규 사이클 진입에 따라 반등

(YoY 정점 = 100Pt) [사이클 하락기 KOSPI **하락** 케이스]



YoY 정점 이후 이익의 레벨이 보전되는 경우 사이클 하락에도 지수는 완만한 상승세 시현

(YoY 정점 = 100Pt) [사이클 하락기 KOSPI **상승** 케이스]

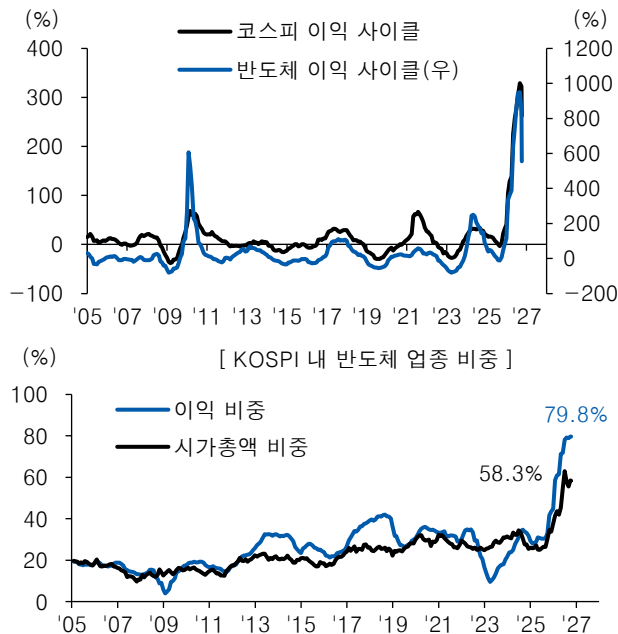




[사이클 점검] '27년 KOSPI의 향방도 반도체가 결정

- KOSPI의 이익 사이클은 반도체 업종의 이익 사이클과 동행. '00년 이후 반도체의 KOSPI 내 평균 시가총액 비중은 20.8%, 이익(12MF 순이익 기준) 비중은 22.7%로 장기간 지수에 가장 큰 영향을 미친 업종
- 현재 반도체 업종의 영향력은 역대 최대 수준. 시가총액 비중은 지난해말 35.6%에서 최근 58.3%, 이익 비중은 43.9%에서 79.8%까지 확대. 사실상 반도체 업종이 KOSPI 이익 추정치의 80% 가까이 차지하고 있는 상황으로, '27년 KOSPI의 이익과 지수 방향성은 반도체 업종의 이익과 주가에 크게 좌우될 전망
- 반도체 업종의 경우 과거 하락기 5번 중 3번 하락(-5.9%, -9.7%, -16.4%), 2번 상승(+20.6%, +1.6%)을 기록하였으며, KOSPI와 마찬가지로 가파른 성장 뒤 이익의 안정성 확보가 YoY 정점 이후 주가 흐름을 결정

KOSPI 내 반도체 업종 비중, 시가총액 및 이익 모두 역대 최대

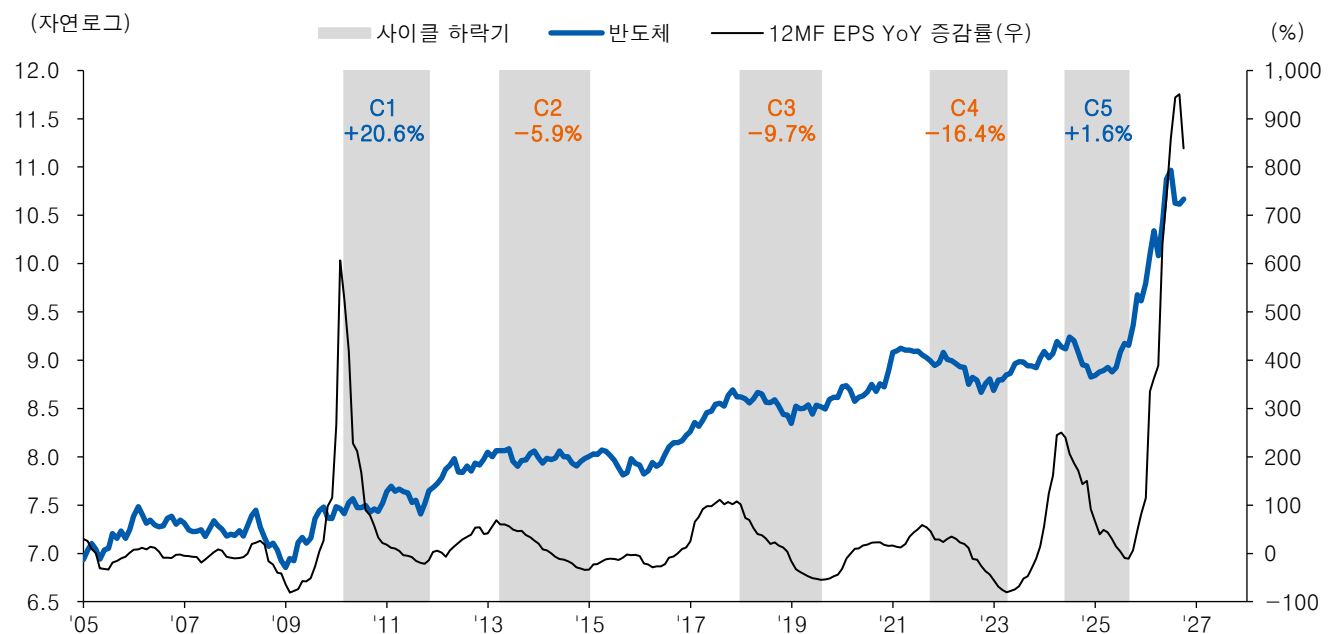


자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

주1) W26 업종 기준

주2) 12MF 순이익 기준 이익 비중

반도체 또한 주가와 이익 사이클의 동행성이 뚜렷. YoY 증감률 정점 이후 이익의 안정성에 따라 성과 차별화

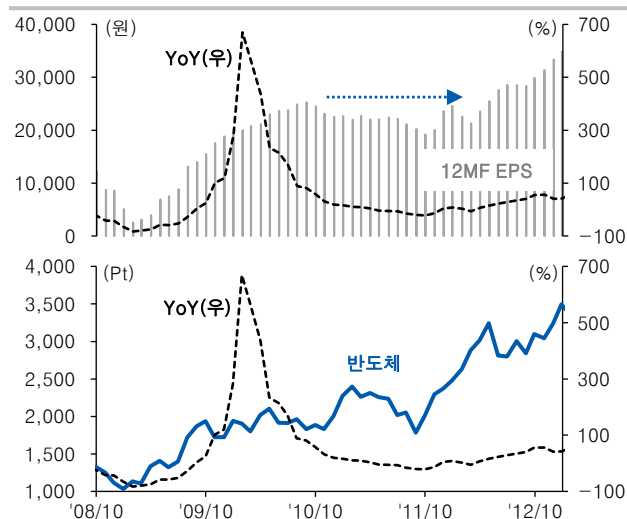


자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

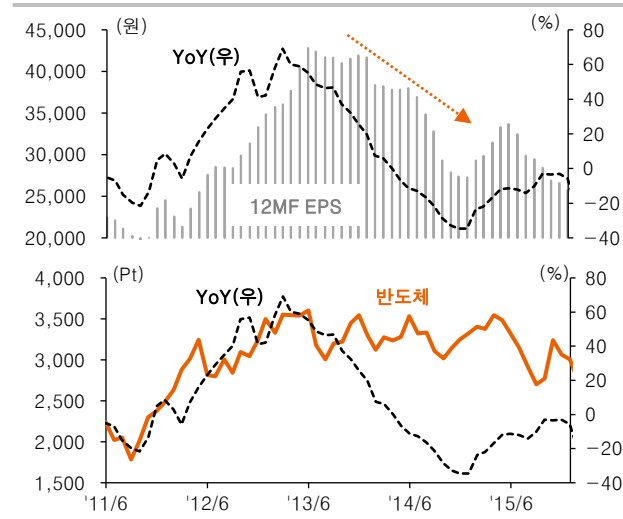


참고: 반도체 하락 사이클, YoY 증감률 정점 이후 이익 레벨에 따라 주가 흐름 차별화

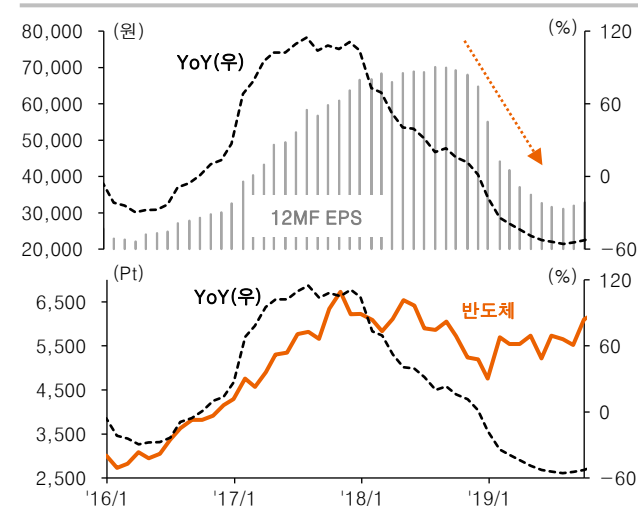
C1: '09~'10 금융위기 후 회복 (+20.6%)



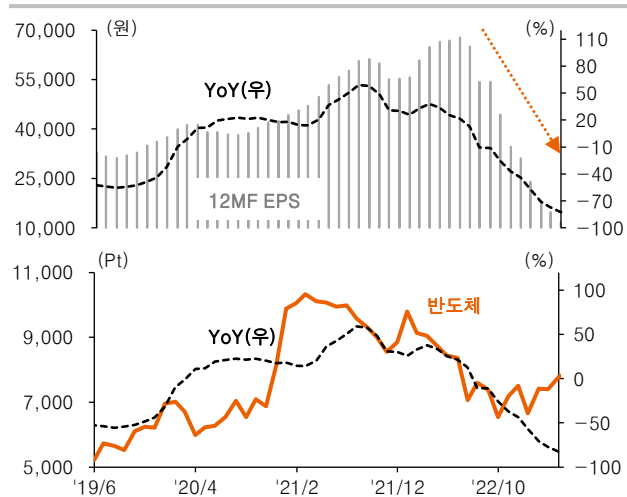
C2: '11~'13 모바일 수요 확산 (-5.9%)



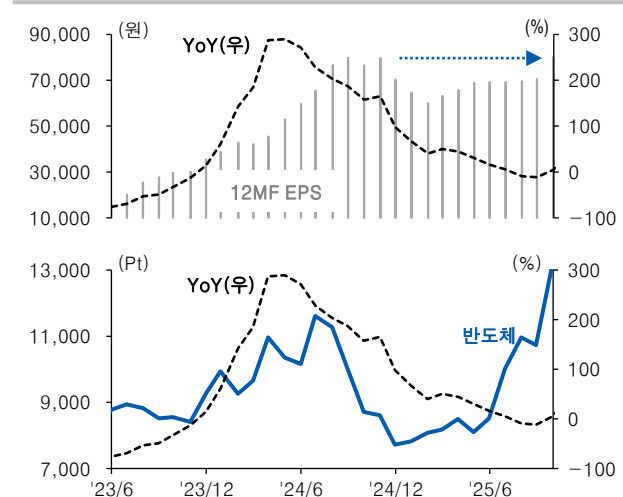
C3: '16~'17 메모리 반도체 슈퍼 사이클 (-9.7%)



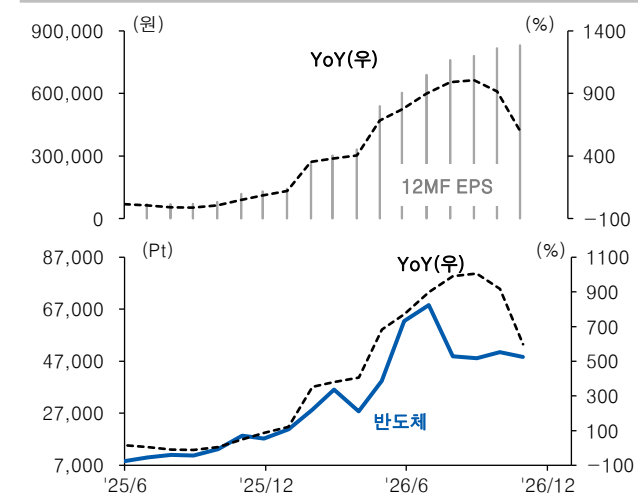
C4: '19~'21 코로나 회복 및 비대면 수혜 (-16.4%)



C5: '23~'24 AI/HBM 1차 사이클 (+1.6%)



C6(현재): '25~ AI 슈퍼 사이클

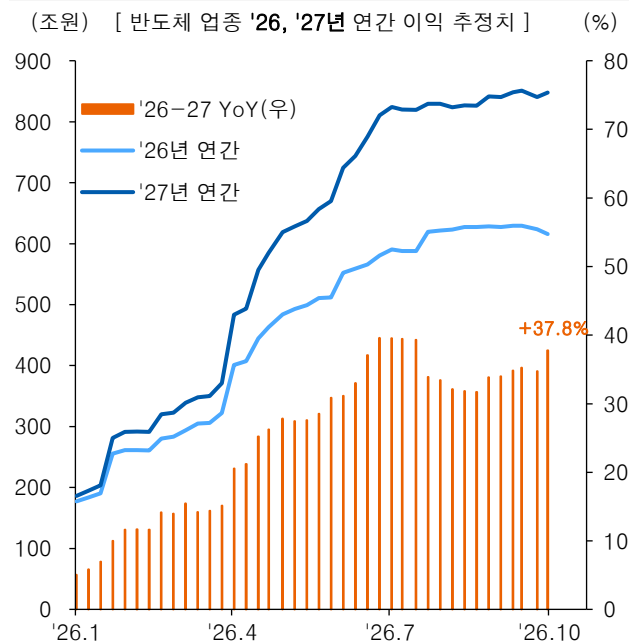




[반도체 점검] 정점의 컨센서스는 언제나 낙관적이었다

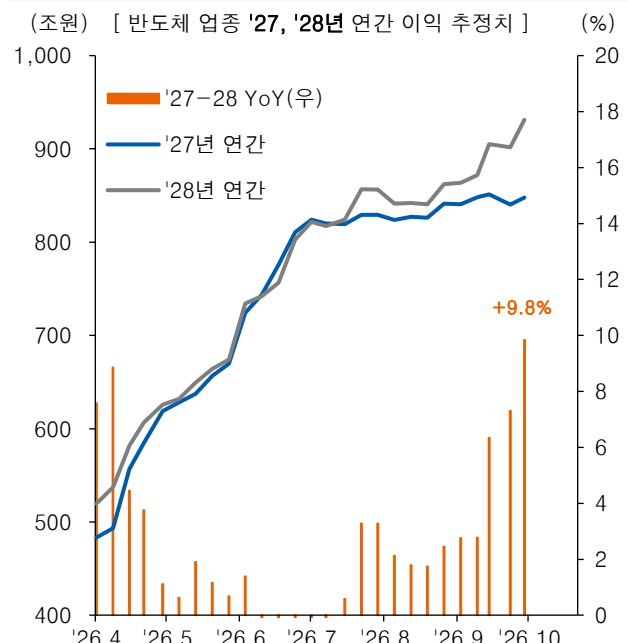
- 현재 반도체 업종은 장기간 계단식 성장이 기대되는 상황. 연간 순이익 기준 '26년 약 615.5조원, '27년 847.9조원, '28년 931.3조원으로 추정되고 있으며, '27년 +37.8%, '28년 +9.8%의 성장 경로를 형성
- 과거 5차례 이익 사이클 정점 시기, C3의 FY2 → FY3 구간 제외 시 모든 구간 현재와 같은 계단식 성장 경로를 형성. 그러나 실제 이익의 레벨이 12개월 이상 유지된 사례는 C1과 C5 2번에 불과하며, 그 외 사례들의 경우 -21.9% ~ -78.9% 수준의 감익과 주가 하락이 동반
- 정점 당시의 낙관적인 컨센서스만으로 이후 이익의 지속성을 판단하기는 제한적이며 현재의 장기 성장 경로 역시 실적과 추정치의 변화를 통해 검증할 필요

'26년 → '27년 YoY 약 +35.3% 성장이 나타날 것으로 추정된 상황



자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터
주: 순이익 추정치 기준

'27년 → '28년 또한 이익 확대 추정되며 계단식 성장 경로 형성



자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터
주: 순이익 추정치 기준

단, 사이클 고점 당시 형성된 성장경로의 신뢰도는 낮음

사이클	사이클 정점 시점 추정 성장 경로		하락기 12MF EPS 증감률	하락기 주가
	FY1→FY2	FY2→FY3		
C1	+6.3%	+5.0%	+7.3%	+20.6%
C2	+11.5%	+11.0%	-21.9%	-5.9%
C3	+20.4%	-1.0%	-51.6%	-9.7%
C4	+40.0%	+11.1%	-78.9%	-16.4%
C5	+37.7%	+10.6%	+31.0%	+1.6%
C6 (진행중)	+37.8%	+9.8%	-	-

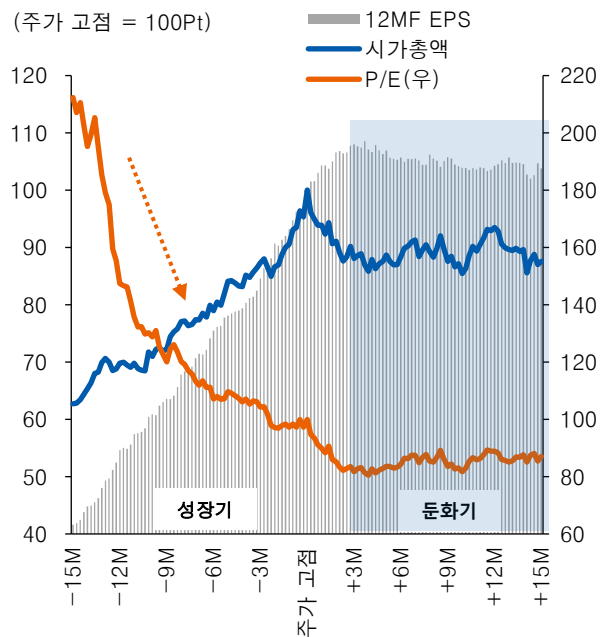
자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터



[반도체 점검] 시장의 추정치를 대변하는 밸류에이션, 고PER에 사서 저PER에 팔아라

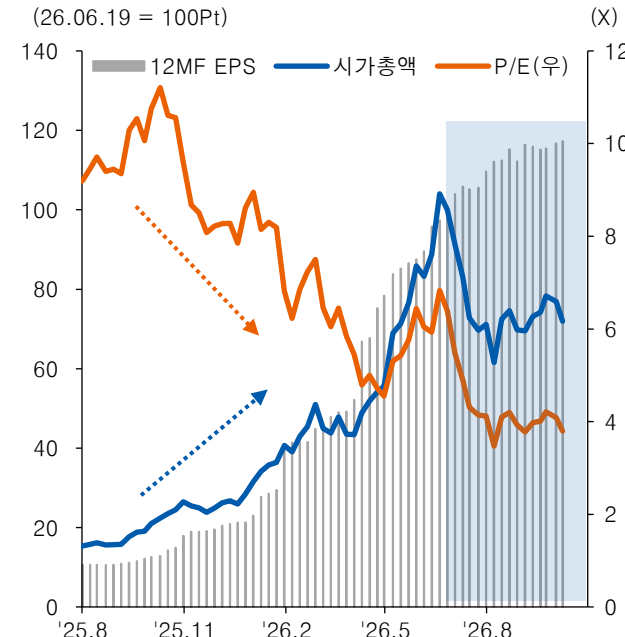
- 반도체 업종의 경우 대표적인 사이클 산업으로, 이익 저점에서는 다가올 회복을, 성장 정점에서는 다가올 감익을 주가에 선반영하는 경향. 그 결과 성장 초입에서의 P/E가 가장 높고, 상승기에는 이익이 주가를 추월하며 P/E가 하락하는 패턴이 반복. “고PER에 사서 저PER에 팔아라”라는 격언이 성립해온 배경
- 올해 역시 가파른 이익 성장과 추정치 상향에도 성장 둔화 및 감익기에 대한 경계가 상승폭을 제한하였으며, 그 결과 반도체 업종의 P/E는 역사적 하단 수준까지 하락. 그러나 역대 최저 밸류에이션에 위치하고 있음에도, 성장세가 둔화되며 저평가 매력에 기반한 매수세는 부재. 시장이 현재 P/E의 분모, 즉 이익 추정치를 액면 그대로 받아들이지 않고 있음을 시사
- 결국 반도체 업종의 P/E는 밸류에이션 지표이기 이전에 향후 이익 경로에 대한 시장의 사전 투표에 가까우며, 낮은 P/E는 저평가 신호가 아닌 시장이 예상하는 감익의 깊이를 나타내는 지표로써 역할

반도체 강세 국면 주가 상승과 P/E 하락이 동반



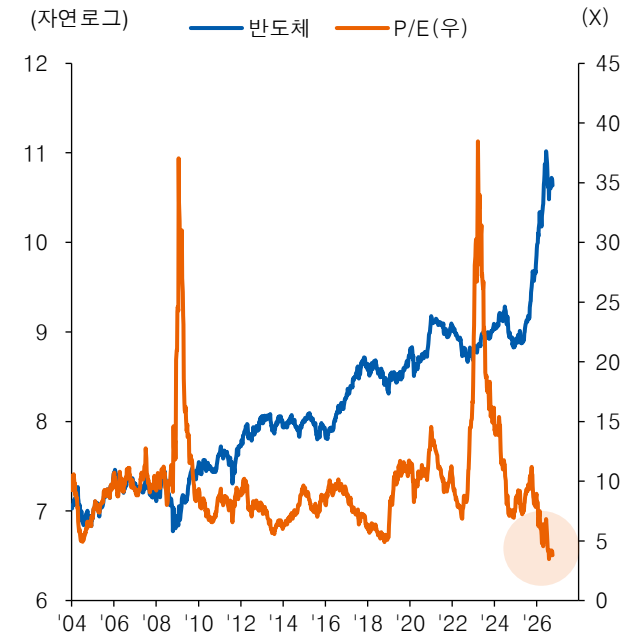
자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

‘26년에도 이익(E) 증가가 주가(P) 상승을 앞서며 P/E 하락



자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

역사적 최저 수준의 P/E에도 이익 안정성에 대한 우려로 주가 부진

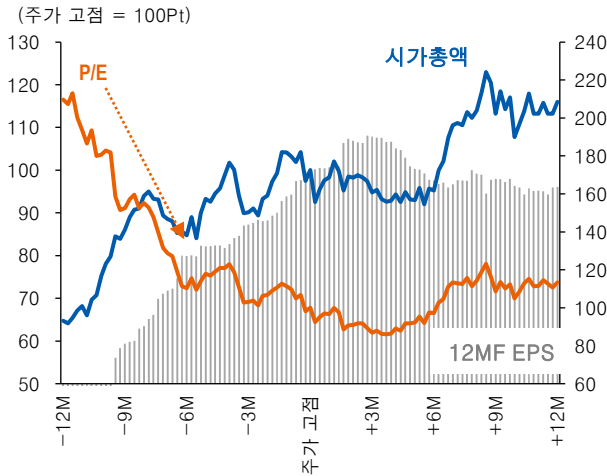


자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

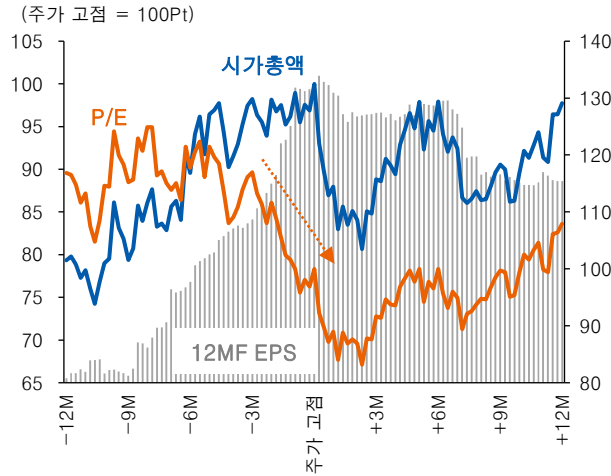


참고: 반도체 사이클 상승기, 이익 증가와 함께 반복된 P/E의 하락

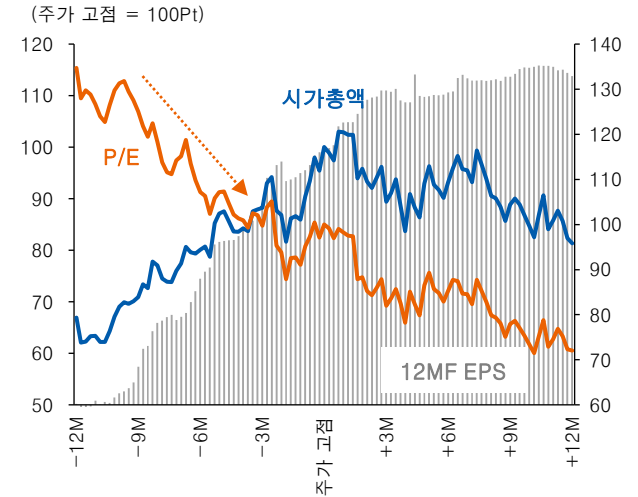
C1: '09~'10 금융위기 후 회복



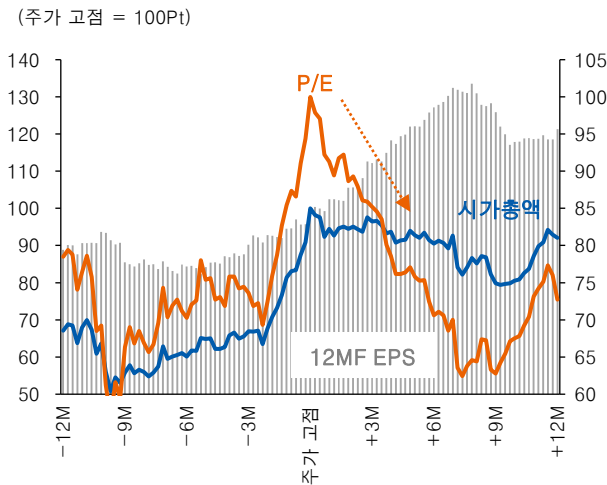
C2: '11~'13 모바일 수요 확산



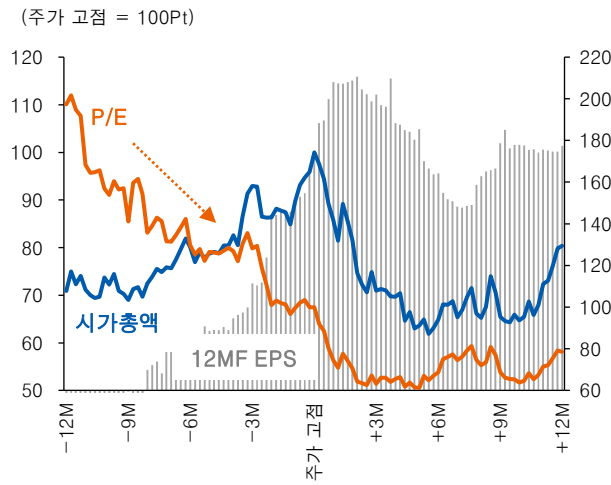
C3: '16~'17 메모리 반도체 슈퍼 사이클



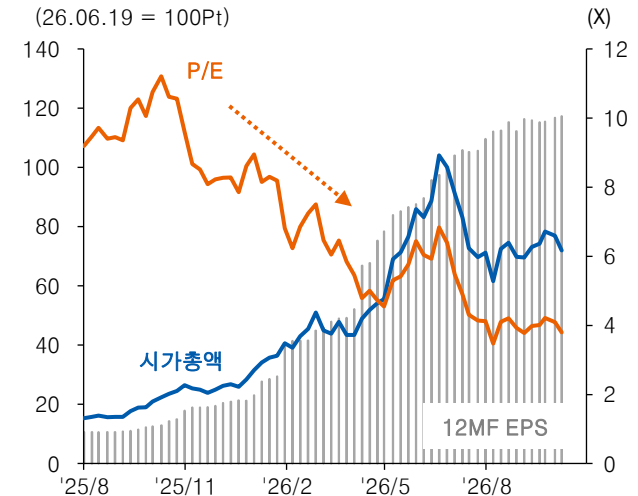
C4: '19~'21 코로나 회복 및 비대면 수혜



C5: '23~'24 AI/HBM 1차 사이클



C6(현재): '25~ AI 슈퍼 사이클



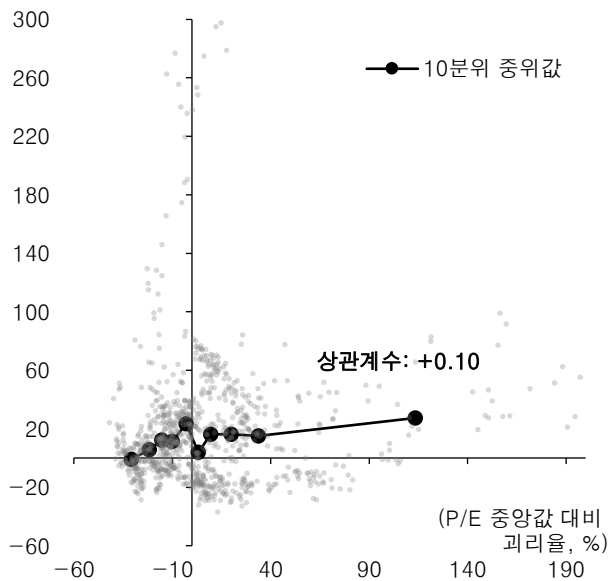


[반도체 점검] 저 P/E의 해소, 주가(P) 상승보다 이익(E)의 하향

- 앞서 확인한 “시장의 사전 투표”의 정확도를 검증. 성장 정점에서 낮아진 P/E가 저평가라면 이후 주가(P)의 상승이, 시장의 의견과 같이 감익의 예고일 경우 이익 추정치(E)가 하향. P/E 중앙값 대비 괴리율(+프리미엄, -할인)과 이후 12개월 P와 E의 경로를 비교
- P/E 중앙값 대비 괴리율과 이후 12개월 수익률의 관계를 살펴보면 상관계수(Spearman 순위상관 기준)는 약 +0.10 수준으로 사실상 무관. 즉 “P/E가 낮다”는 사실이 이후 주가 상승으로 연결되지 못하는 모습. 반면, 이후 12개월 이익 추정치 조정률과의 상관계수는 +0.49로 뚜렷한 정의 상관관계를 형성. 할인폭이 큰 구간일수록 이후 추정치 하향이, 반대로 프리미엄 구간에서는 상향이 나타나는 경향
- 시장은 밸류에이션을 통해 향후 이익 경로를 선제적으로 반영해왔으며, 밸류에이션에 기반한 이익 경로 추정의 정확도가 더욱 높았음을 의미. 결국, 저P/E 구간에서 밸류에이션의 정상화는 주가(P)의 상승이 아닌 추정치(E)의 하향으로 진행되었으며 밸류에이션 리레이팅은 감익기에 발생함을 의미

고/저평가 수준의 P/E는 이후 주가 흐름에 대한 영향력은 제한적

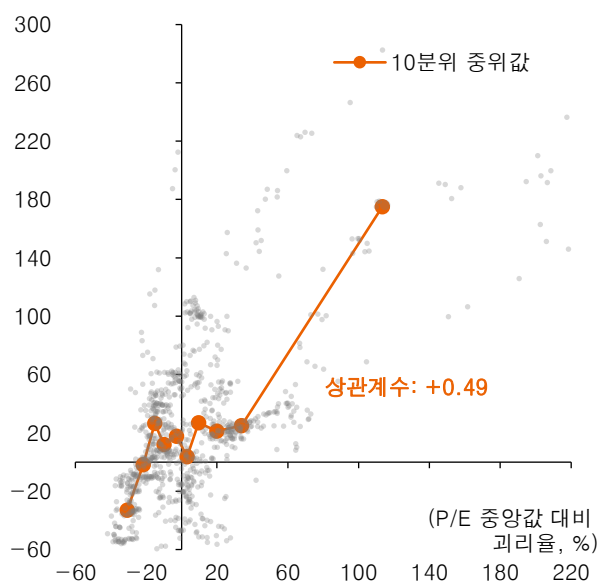
(12M 주가, %)[P/E 위치와 이후 주가 12개월 흐름]



자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터
주1) 상대 P/E = '04년 이후 누적 P/E 중앙값 대비 현재 P/E 괴리율
주2) Spearman 순위상관 기준

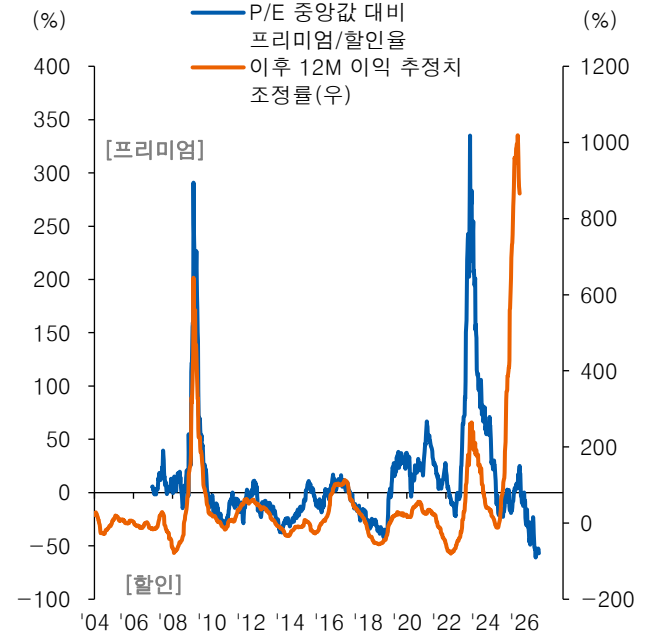
P/E가 저평가 구간일수록 이익 추정치 하향 조정이 가파르게 진행

(12M 리비전, %) [P/E 위치와 이후 12개월 리비전]



자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터
주: 12MF 순이익 12개월 조정률 기준

저P/E 구간 P의 확대가 아닌 E의 축소로 인한 P/E 회복이 반복



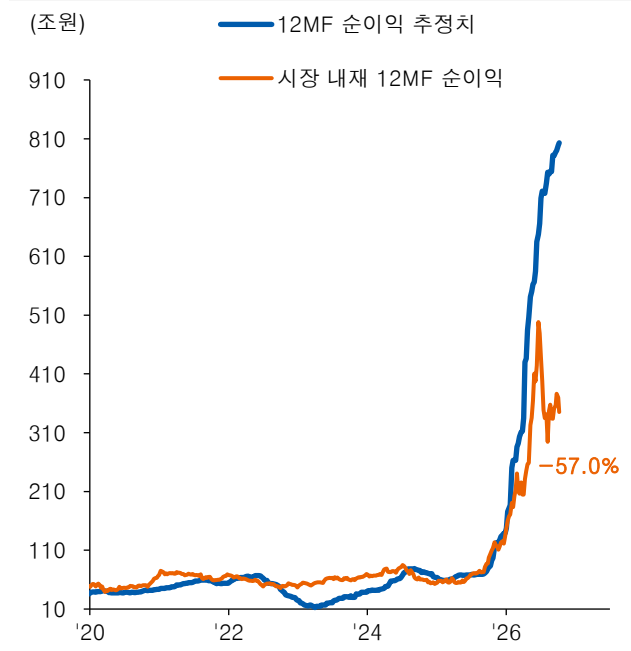
자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터



[반도체 점검] 선반영된 감익기, 사이클 하락이 두렵지 않은 이유

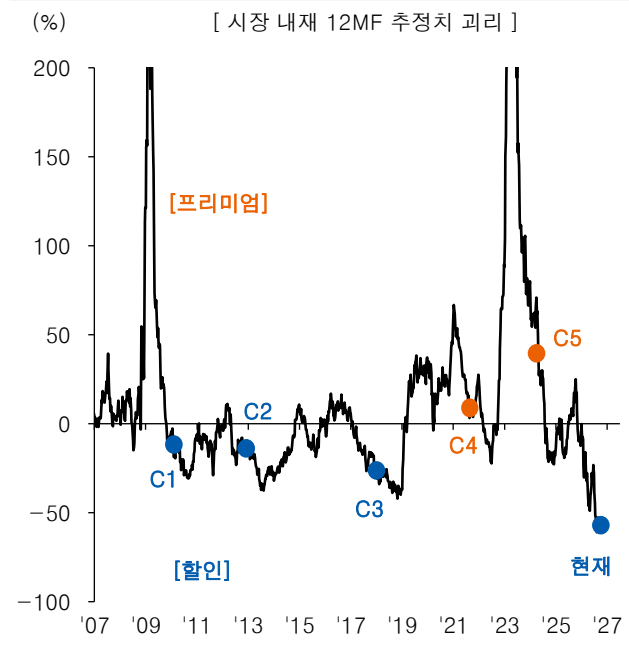
- 현시점 P/E 중앙값(8.8배)을 기준으로 환산한 시장 내재 12MF 순이익은 추정치 대비 약 -57.0%로 역대 최대 할인율을 기록. 시장은 현재 추정치의 절반 이상의 감익이 나타날 것으로 투표를 마친 상태
- 할인율이 높을수록 감익기에 대한 비용이 선제적으로 주가에 반영되었음을 의미하며, 이익 성장 정점 시점 형성된 할인율은 이후 낙폭을 제한하는 완충 장치로 작용함을 확인. 이익 레벨이 유지된 C1과 C5를 비교해보면, 할인 구간에 위치한 C1은 이익 레벨 보전에 따라 할인율이 해소되며 주가는 +20.6% 상승. 반면, 프리미엄 구간에 위치한 C5는 약 +1.6%로 상승폭이 제한. 감익이 나타난 사이클(C2, C3, C4)의 경우 할인/프리미엄에 따라 낙폭 이후 회복세가 차별화
- 현재 역대 최대 할인 구간에 위치한 만큼 증시 쇼크 수준의 감익 현실화를 가정하더라도 하락 리스크는 제한적. 이익의 지속성이 확인될 경우 할인 축소만으로 주가가 상승할 수 있는 구조. 사이클 하락기 초입인 현재 보유의 위험보다 미보유의 기회비용이 압도적으로 큰 시점으로 판단

시장 내재 12MF 순이익은 추정치 대비 -53.7% 수준



자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터
주: 12MF 순이익 기준

현재 쇼크 수준의 감익기가 선반영. 역대 최대 수준의 할인율을 기록



자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

높은 할인폭은 이후 감익기 주가 완충 장치로 작용

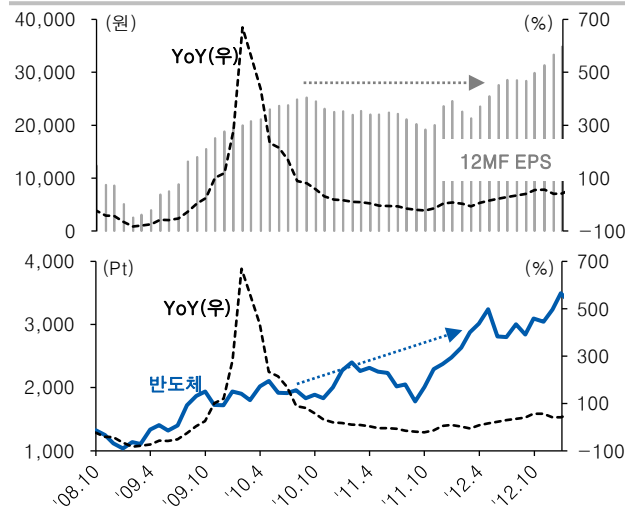
사이클	12MF 이익 추정치 괴리 (%)	하락기 감익율(%)	하락기 수익률(%)	하락기 최대 낙폭(%)
C1	-12.2	-0.0	+20.6	-5.4
C2	-13.3	-22.3	-5.9	-15.0
C3	-27.6	-53.3	-9.7	-24.0
C4	+4.5	-78.6	-16.4	-27.7
C5	+39.0	-0.0	+1.6	-26.7
C6 (진행중)	-57.0	-	-	-41.5

자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터
주: 12MF 순이익 기준

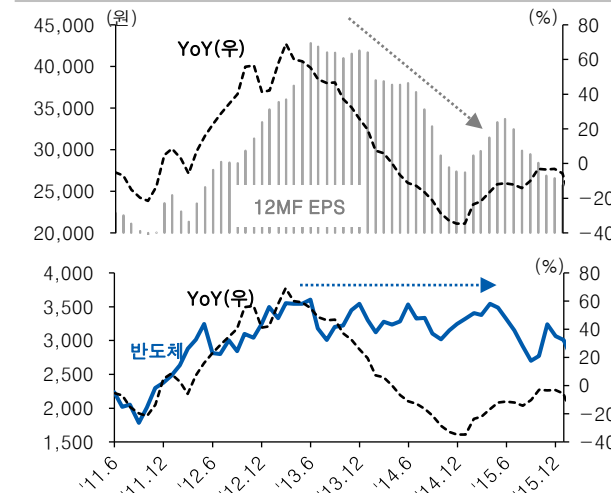


참고: 반도체 사이클 하락기, 출발점의 프리미엄/할인에 따라 성과 차별화

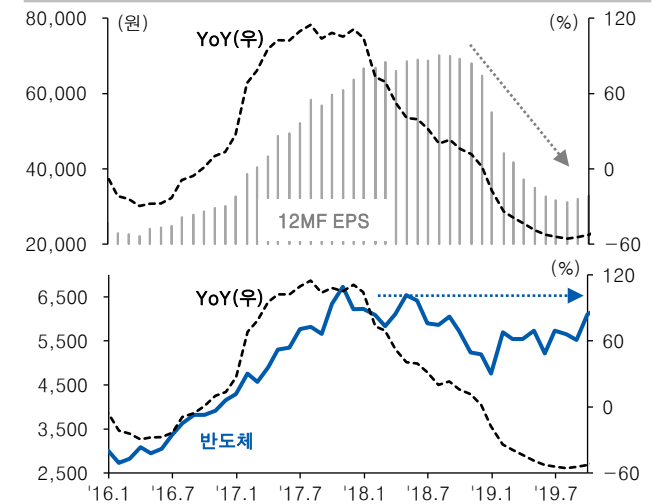
C1: 일시적 이익 레벨 훼손에도 주가는 견조 (할인: -12.2%)



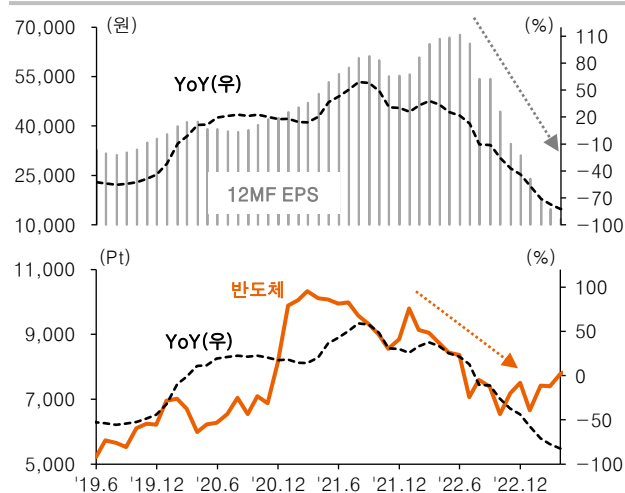
C2: 감익기 장기화에도 주가는 약보합 수준 (할인: -13.3%)



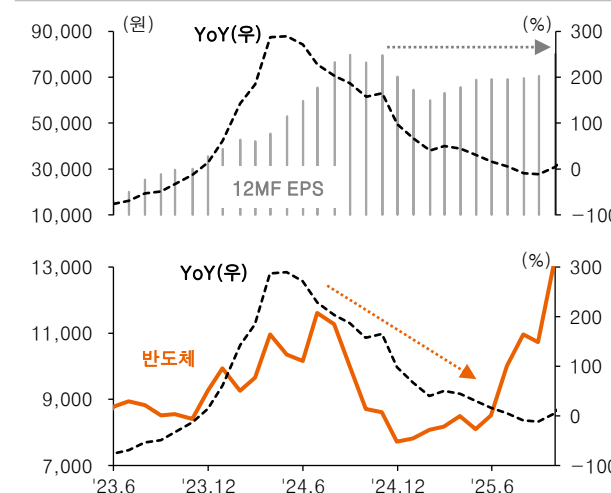
C3: 감익기 장기화에도 주가는 약보합 수준 (할인: -27.7%)



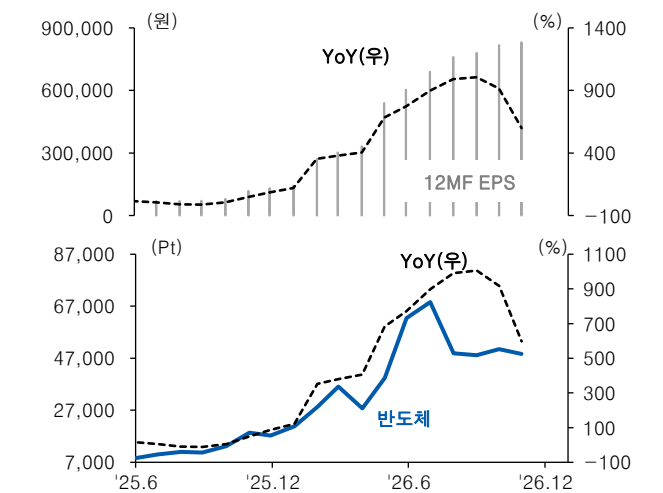
C4: 감익기 진입과 함께 주가 낙폭 확대 (프리미엄: +4.5%)



C5: 단기적 이익 훼손 흐름에도 낙폭 확대 (프리미엄: +39.0%)



C6(현재): 역대 최대 수준의 할인율을 기록 중 (할인 -52.4%)

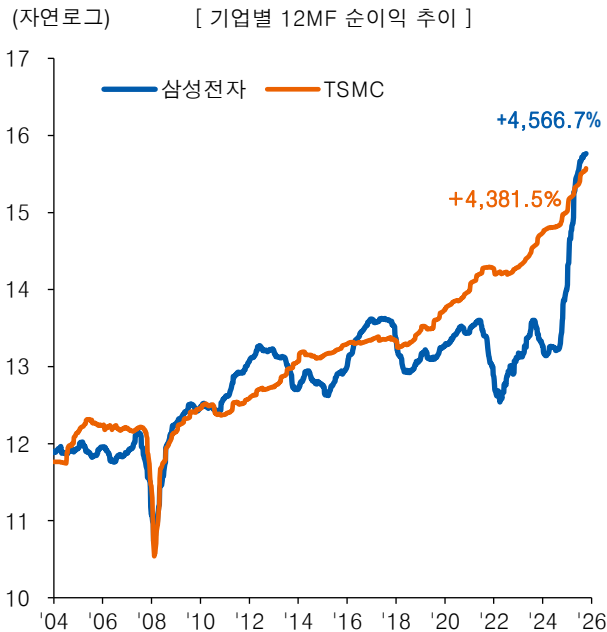




[반도체 점검] 달라질 반도체 밸류에이션 문법

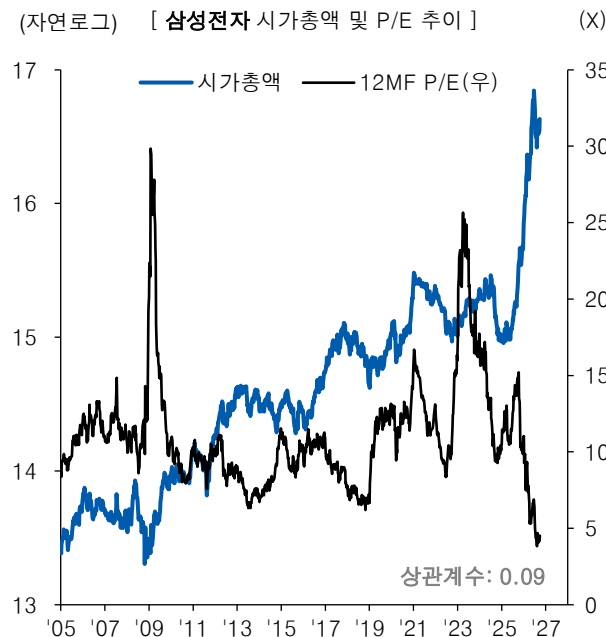
- 한편, HBM의 수주형 사업으로의 전환, 범용 DRAM 및 낸드의 장기공급계약(LTA) 확산 등 일시적 호황이 아닌 산업 구조 자체의 변화가 기대되는 상황. 또한, 메모리 공급의 구조적 제약과 하이퍼 스케일러의 다년 투자 계획이 수요 가시성을 제공하며 시장은 감익기 없는 사이클의 장기화를 예상
- 이러한 기대가 실현된 선례는 TSMC로, 삼성전자는 이익 등락을 반복한 반면 TSMC는 성장기에 확보된 이익 레벨이 침체기에도 보전되며 계단식 성장을 지속. 이익 성장 안정성의 차이는 밸류에이션 문법의 차이로 직결. 삼성전자의 주가와 P/E의 상관계수는 +0.09로 사실상 무관한 반면 TSMC는 상관계수 +0.81로 주가와 밸류에이션 지표가 동행
- 국내 반도체 기업이 사이클 장기화와 이익 성장의 안정성을 입증한다면, 주가 상승과 P/E 확장이 동반되는 밸류에이션 문법의 전환이 본격화될 것으로 예상. 이 경우 현재의 역사적 하단 수준의 P/E는 밸류에이션 체계 전환 이전의 마지막 할인 구간으로 평가될 여지

삼성전자와 TSMC는 장기 이익 성장 경로의 안정성이 차별화



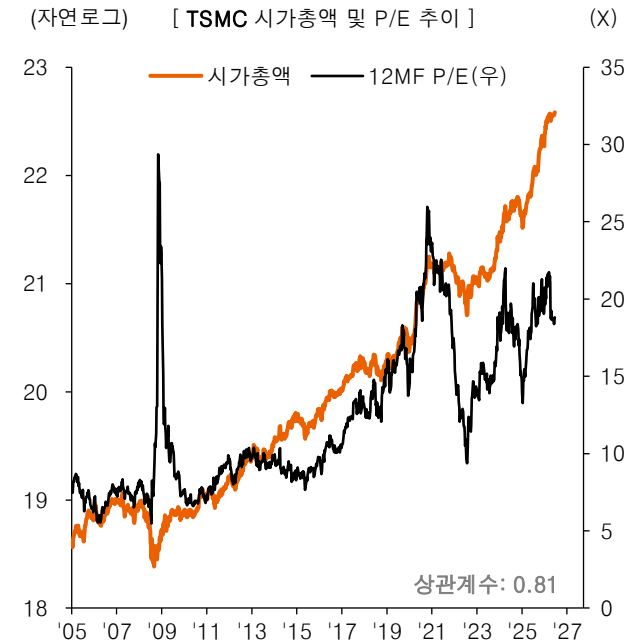
자료: FnGuide Quantwise, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터
주: 12MF 순이익 기준 '05년 이후 성장률

사실상 무용지물에 가까웠던 삼성전자의 밸류에이션(P/E) 문법



자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

이익 안정성에 대한 신뢰도를 기반으로 밸류에이션 문법 정상화 기대



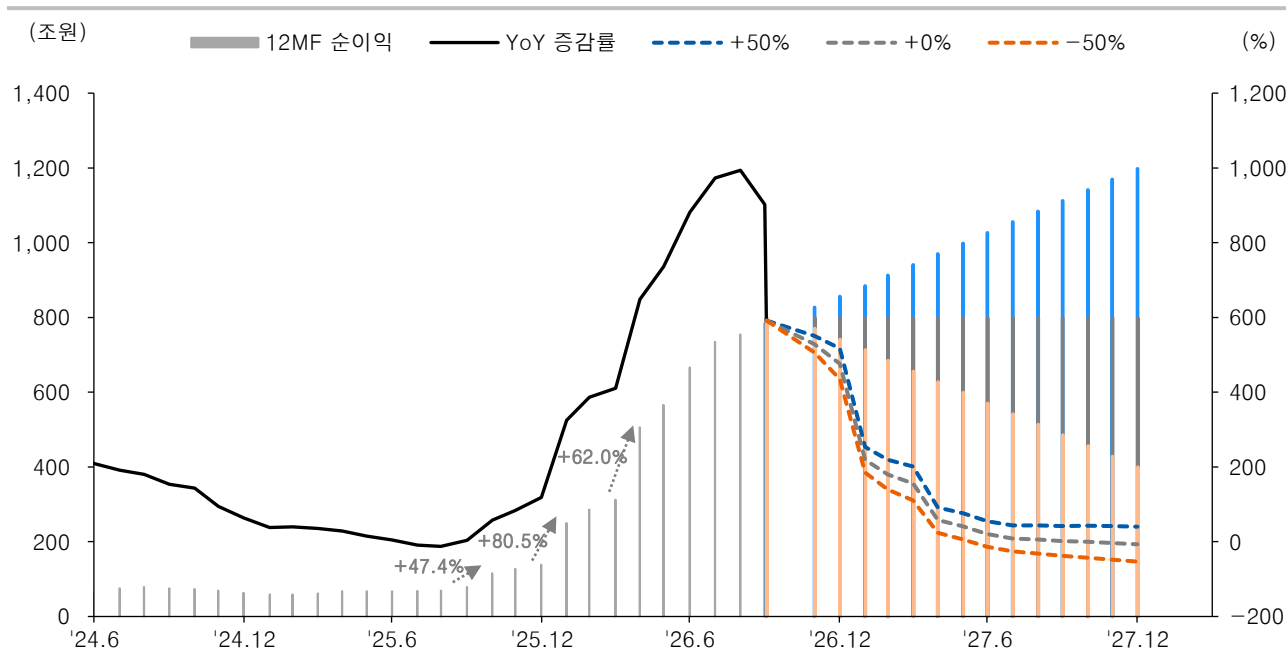
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터



[반도체 점검] 기저의 달력, '27년 상반기 확인될 신규 사이클 진입 여부

- '26년 가파르게 확대된 이익은 '27년 YoY의 기저로 작용. 향후 12MF 순이익이 '27년 말까지 +50% 상향되는 경로를 가정하더라도 YoY 증감률의 하락세 자체는 피할 수 없는 구조. 반대로 -50% 하향 경로와 비교해도 증감률의 궤적은 유사. 이익의 레벨과 무관하게 산술적으로 사이클 지표의 하락이 예정된 상황
- 이익 추정치 조정률 또한 정점을 통과한 만큼 단기적으로 성장률의 하락 방향을 역전시킬 동력은 제한적. 이익 레벨의 보전 및 확대가 확인되더라도 사이클 지표의 하락이 이를 가리는 구간이 지속되며 제한적인 회복세가 장기화될 것으로 예상
- 다만, 3개월 이익 조정률은 '26년 3월 말 기준 +125.2%를 기록한 이후 둔화됨에 따라 '27년 4월을 기점으로 YoY 증감률 하락세는 둔화될 것으로 예상. **기저 부담이 축소되는 '27년 4월 이후, 실적시즌을 통해 확인되는 이익의 안정성과 새로운 성장 동력은 신규 사이클 진입으로 해석될 가능성이 높은 것으로 평가**

'27년 기저가 점차 확대됨에 따라 이익의 레벨과 무관하게 YoY 증감률은 하락세를 지속



자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

'27년 4월 이후 기저 부담은 점차 완화되는 흐름



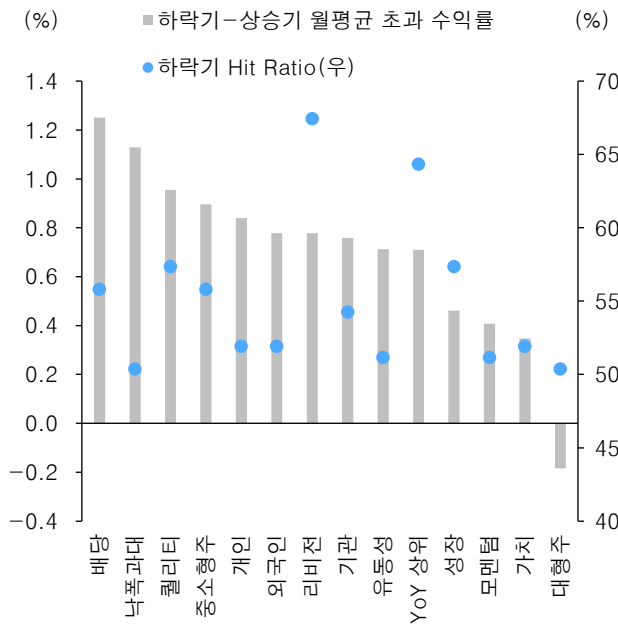
자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터
주: 12MF 순이익 기준



['27년 Quant 전략] 국면의 전환, 스타일 전략에 주목

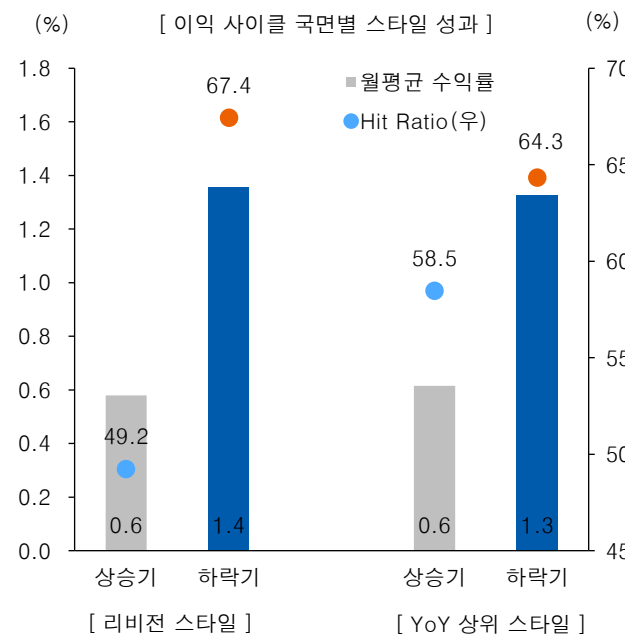
- KOSPI 이익 사이클 상승기, 사이클 상승을 주도하는 업종 및 종목에 시선이 집중. 이에 따라 업종 전반에 종목이 분포된 스타일 전략의 성과는 부진. 반면, 이익 사이클 하락기 진입에 따라 주도 업종의 이익 및 주가 모멘텀 둔화가 나타되며 시장의 시선이 분산
- 사이클 상승기 대비 하락기 성과가 가장 크게 확대되는 스타일은 배당, 낙폭과대, 퀄리티 등. 다만, 해당 스타일의 Hit Ratio는 모두 60% 미만으로 불안정한 모습. 리비전(이익 추정치 조정률 상위)과 YoY 상위(12MF YoY 확대 상위) 스타일의 경우 각 67.4%, 64.3%의 Hit Ratio를 기록하며 사이클 하락기 안정적인 성과를 기록
- 반도체 업종 중심의 가파른 상승세를 그리던 KOSPI의 이익 사이클이 하락세로 접어들며 국면은 전환. 이익 사이클 하락기가 예정된 만큼 다시금 스타일 전략에 주목해야할 시기이며 리비전 및 YoY 상위 스타일이 강세를 나타낼 것으로 전망

이익 사이클 하락기, 시선이 분산되며 스타일 전략 성과 개선



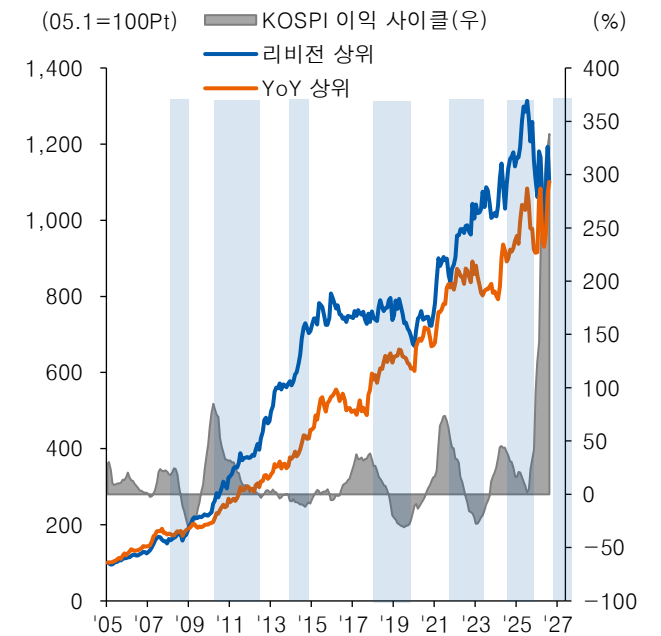
자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

리비전, YoY 상위 스타일이 가장 안정적인 성과



자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

이익 사이클 국면 전환에 따른 리비전 및 YoY 스타일 강세 전망



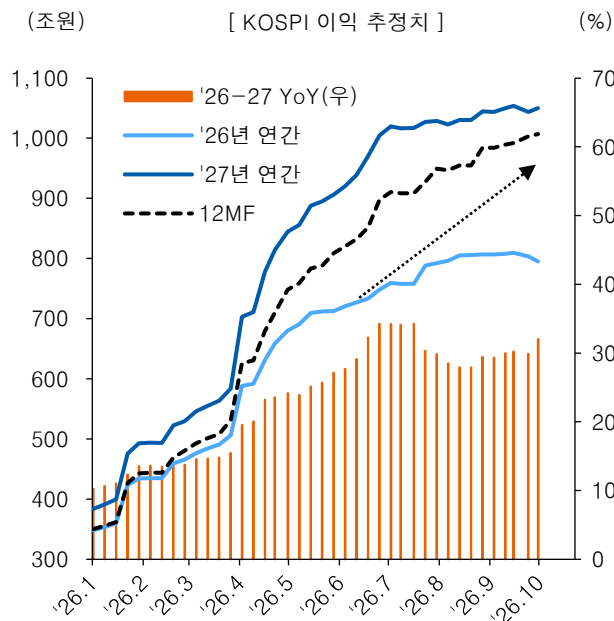
자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터
주: 사이클 하락기 음영처리



['27년 Quant 전략] 12MF 추정치 리비전 분해

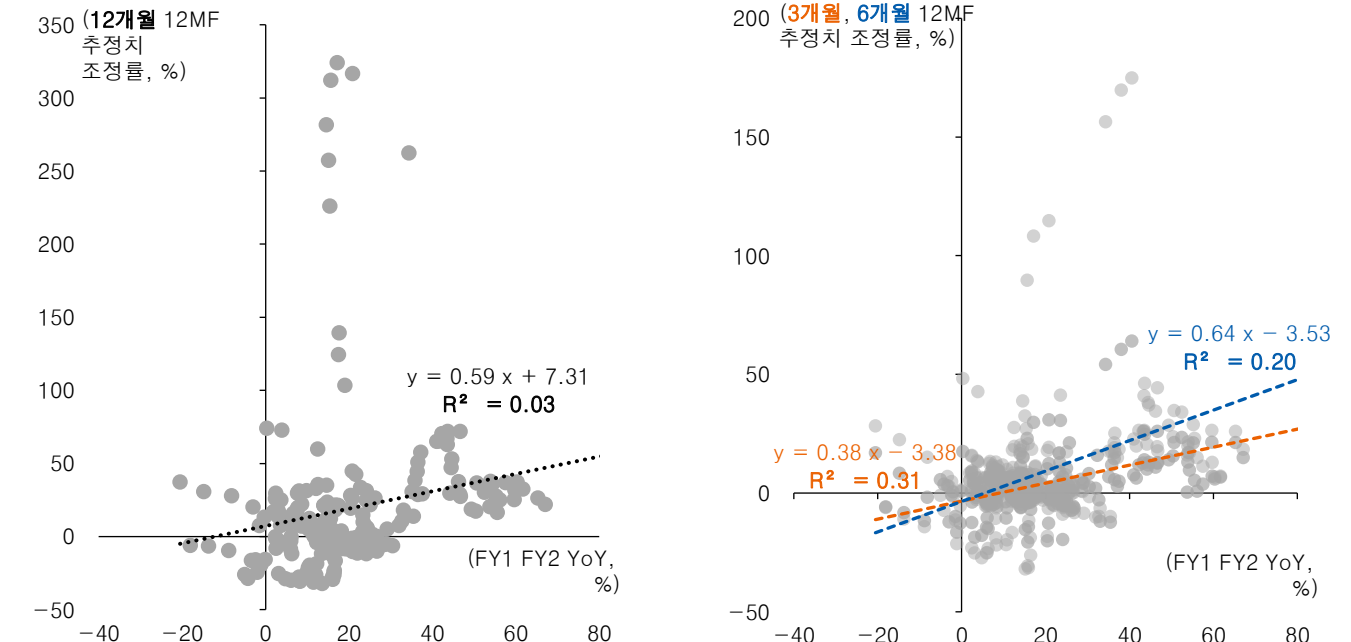
- 리비전 및 YoY 상위 스타일의 공통 핵심 변수인 12MF 추정치를 활용, 두 스타일에 편입될 가능성이 높은 종목의 선제적 판단이 가능. 12MF 추정치는 FY1과 FY2의 기간 가중으로 계산되며, 시간 경과에 따라 차년도의 가중치가 확대. 이에 따라, FY1 → FY2 성장 경로가 견조할수록 12MF 추정치의 상향 조정이 지속되는 구조. 즉, 성장 경로가 견고한 종목의 경우 추가 추정치 상향 없이도 12MF 리비전의 우상향이 지속될 가능성이 높음
- FY1 FY2 YoY 성장경로와 이후 12개월 조정률의 관계는 사실상 무관(R^2 0.03). 앞서 확인했듯 추정치의 장기 성장 경로에 대한 신뢰도는 낮음. 반면, 단기 성장 경로에 대한 설명력은 뚜렷하게 확대(6개월 R^2 0.20, 3개월 R^2 0.31). 전반적인 성장 경로가 수정되기 전 단기 구간에서는 기간 가중의 롤포워드 효과가 지배적이며, 현재의 성장 경로가 약 3~6개월 기간의 리비전 방향을 유의미하게 예고
- 월간 리밸런싱으로 운용되는 스타일 전략 특성상 장기 경로의 적중이 아닌 단기 리비전의 방향이 중요. 이에 따라, 현 시점 '26년 → '27년 → '28년 성장 경로가 견고한 종목은 리비전 및 YoY 상위 스타일에 편입될 가능성이 높은 선행 후보군에 해당

12MF는 FY1과 FY2의 기간 가중으로 산출



자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터
주: KOSPI 연간 및 12MF 순이익 추정치 기준

FY1 FY2 YoY는 단기 리비전 경로를 유의미하게 예고. 성장 경로가 견고한 종목은 리비전/YoY 상위 스타일에 편입될 가능성이 높은 후보군



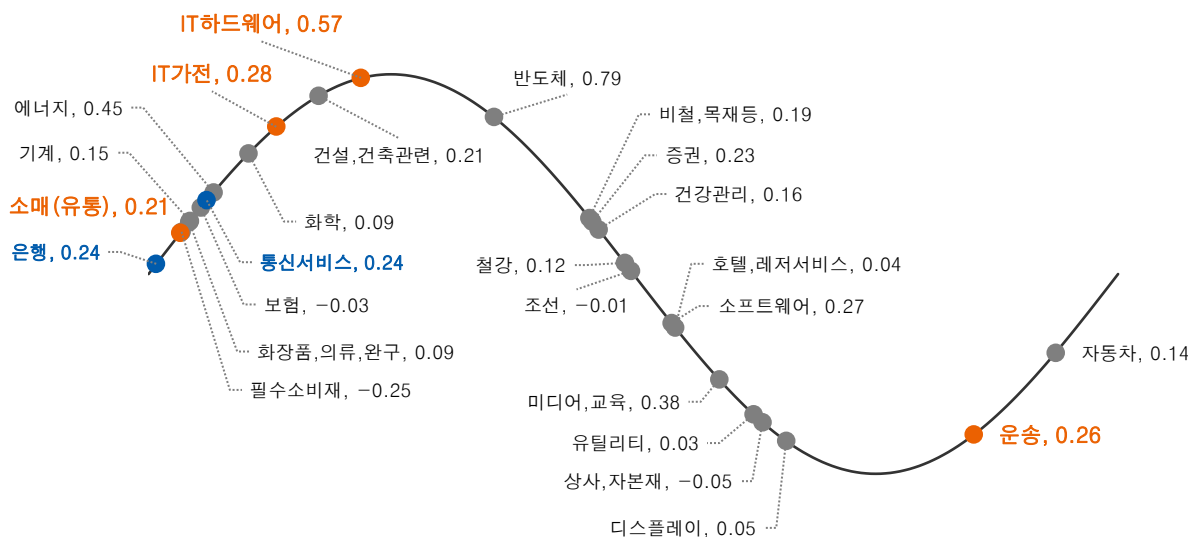
자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터
주: KOSPI FY1, FY2, 12MF 추정치 기준



['27년 Quant 전략] 반도체의 뒤를 이어갈 사이클

- 업종별 12MF 순이익 YoY의 과거 레벨과 최근 경로를 기준으로 표준화한 뒤 하나의 사이클 곡선 위에 배치(상승기 → 둔화기 → 하락기 → 회복기). 또한, 이익 사이클과 주가의 상관성을 고려, 이익 사이클이 실제 주가로 전달되는 강도를 확인. 예컨대, 반도체 업종의 경우 상관계수 0.79로 전 업종 중 주가와 이익 사이클의 동행성이 가장 높은 업종
- 1) 사이클 곡선의 회복 및 상승 국면에 위치하며 2) 이익 개선이 주가로 연결되는 업종(상관계수 0.20 이상)은 은행, 소매(유통), 통신서비스, 에너지, IT가전, 건설/건축관련, IT하드웨어, 운송 등. 그 중 '26 → '28년 성장 경로가 상위권에 속한 업종은 **소매(유통), IT가전, IT하드웨어, 운송** 등으로 반도체 업종의 이익 사이클 둔화 국면 시장의 분산된 시선이 향할 수 있는 후보군에 해당. 은행 및 통신서비스 업종의 경우 우호적인 사이클 위치하며, 주가와 사이클의 동행성이 확인되지만 '26 → '28 성장 경로 하위권에 위치하며 차선후 업종으로 제시

표준화 이익 사이클 곡선. 1) 사이클 회복 ~ 상승 국면에 위치, 2) 사이클과 주가가 동행, 3) '26→'28년 성장경로가 건조한 업종



업종별 '26→'27, '27→'28 성장 경로

업종	'26→'27 (%)	'27→'28 (%)	업종	'26→'27 (%)	'27→'28 (%)
디스플레이	682.2	28.9	호텔, 레저 서비스	20.6	18.3
IT가전	185.8	50.3	소프트웨어	17.9	15.1
화학	135.1	53.1	화장품, 의류, 완구	17.2	6.1
IT하드웨어	67.0	41.3	건강관리	16.6	19.5
철강	40.8	18.7	필수소비재	12.4	6.7
반도체	37.5	9.9	자동차	10.4	9.5
보험	35.9	-15.0	조선	9.6	15.5
유틸리티	34.8	19.6	통신서비스	7.6	7.7
미디어, 교육	33.9	14.0	은행	5.2	5.0
기계	31.8	26.7	건설, 건축관련	-4.1	11.2
소매(유통)	31.5	14.9	비철, 목재 등	-4.1	7.2
운송	25.8	5.6	에너지	-9.4	7.6
상사, 자본재	23.1	12.6	증권	-18.3	4.7

자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터
주: 연간 순이익 추정치 기준



['27년 Quant 전략] 사이클 하락기 투자전략 – 시선의 분산, 견고한 성장 경로에 주목

- '27년 이익 사이클의 하락은 높은 기저에 따라 산술적으로 예정된 수준이나, 역대 최대 할인율로 -50% 이상의 감익이 주가에 반영된 상태. 감익의 도래에도 주가 낙폭은 제한적, 이익 레벨 보전 시 할인 해소 가능성이 높은 비대칭 구조. 또한, 상반기 기저 부담이 완화되는 '27년 4월 이후 실적시즌을 통한 이익 확대 확인이 신규 사이클 진입의 분기점
- 사이클 하락기 진입에 따라 반도체에 집중됐던 시선은 분산, 리비전 및 YoY 상위 스타일이 유효한 국면으로 전환. 이에 1) 리비전 - 12MF 순이익의 상향 조정이 진행중이며, 2) YoY 상위 - '26 → '27 → '28년 성장 경로가 견고하며 이익 사이클의 우상향이 지속되고 있는 종목을 스크리닝

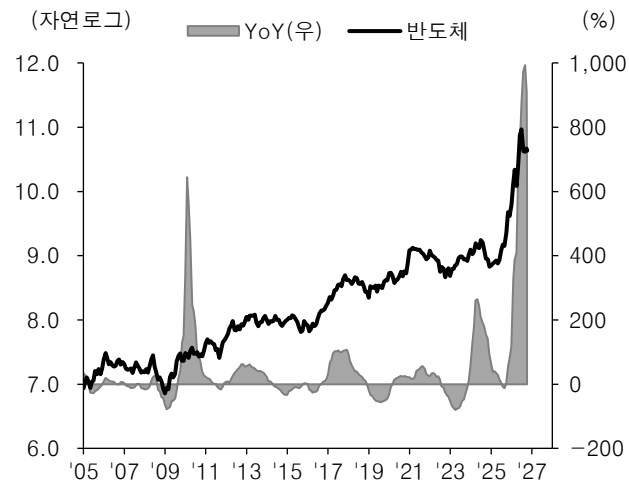
1) 1개월 12MF 순이익 조정률, 2) '26 → '27 및 '27 → '28 성장률, 3) 3개월 YoY 사이클 증감 스코어 상위 25개 종목

종목명	업종	시가총액 (억원)	12MF 순이익(억원, %)			연간 순이익 추정치(억원, %)					3M YoY 사이클 변화 (%p)
			-1M 기준	최근	조정률	'26년	'27년	'28년	'26 → '27	'27 → '28	
삼성전기	IT하드웨어	1,154,765	25,960	28,945	11.5	16,066	31,521	48,613	96.2	54.2	92.7
두산에너빌리티	기계	499,638	5,056	5,653	11.8	3,391	6,105	8,553	80.1	40.1	11.9
삼성SDI	IT가전	458,532	13,325	13,825	3.8	9,800	14,630	22,660	49.3	54.9	128.2
LS ELECTRIC	기계	293,250	7,236	7,379	2.0	5,399	7,775	10,296	44.0	32.4	32.4
포스코퓨처엠	화학	171,755	598	725	21.3	335	803	1,450	139.9	80.6	38.2
현대건설	건설,건축관련	120,042	6,229	6,399	2.7	5,116	6,655	8,217	30.1	23.5	4.7
대한항공	운송	113,044	11,452	12,704	10.9	4,319	14,381	16,868	233.0	17.3	36.2
LS	기계	83,460	7,460	7,763	4.1	6,689	7,978	9,541	19.3	19.6	25.9
이수페타시스	반도체	92,129	3,889	3,993	2.7	2,757	4,240	5,233	53.8	23.4	16.0
한화솔루션	에너지	80,961	5,895	6,294	6.8	4,310	6,691	8,180	55.2	22.3	120.3
하이브	미디어,교육	70,652	3,407	3,519	3.3	1,818	3,859	4,433	112.2	14.9	3.3
심텍	IT하드웨어	66,501	2,973	3,153	6.1	1,962	3,392	4,527	72.9	33.5	62.2
대한전선	기계	55,074	1,538	1,488	-3.3	723	1,641	2,216	127.0	35.0	16.3
HPSP	반도체	53,166	1,552	1,648	6.2	1,202	1,737	2,120	44.6	22.0	37.4
한전기술	유틸리티	47,011	768	822	7.0	572	872	1,325	52.6	51.9	24.7
피에스케이홀딩스	반도체	45,173	1,773	1,921	8.3	1,430	2,019	2,352	41.2	16.5	53.2
OCI홀딩스	화학	43,688	2,950	3,037	3.0	1,770	3,290	3,862	85.9	17.4	78.8
티에스이	반도체	34,401	1,750	1,798	2.8	1,437	1,870	2,274	30.1	21.6	85.4
솔브레인	반도체	32,009	2,071	2,113	2.0	1,702	2,195	2,792	29.0	27.2	28.8
한화비전	IT하드웨어	24,765	2,202	2,235	1.5	1,914	2,299	3,150	20.1	37.1	78.6
세아베스틸지주	철강	16,783	1,316	1,375	4.5	1,026	1,445	1,696	40.9	17.4	30.1
코스메카코리아	화장품,의류,완구	11,898	853	905	6.2	752	936	1,110	24.4	18.6	20.6
샘씨엔에스	반도체	11,002	441	451	2.4	358	470	581	31.1	23.7	8.5
해성디에스	반도체	11,220	1,060	1,107	4.4	820	1,164	1,402	42.0	20.4	30.7
SFA	기계	11,257	1,120	1,155	3.1	830	1,220	1,427	47.0	16.9	11.9

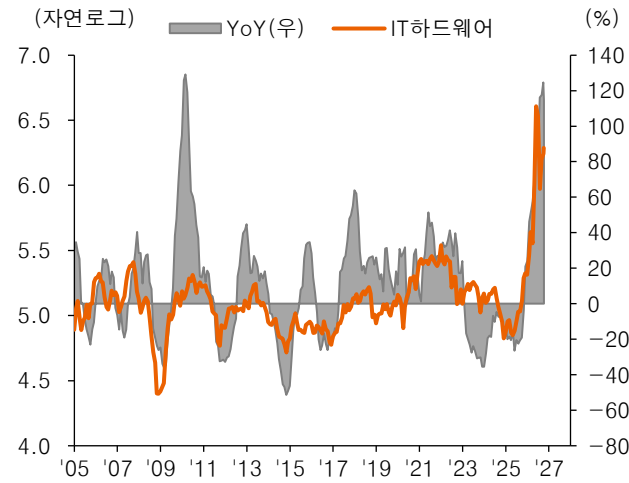


참고: WI26 업종 기준 주가 및 이익 사이클 추이

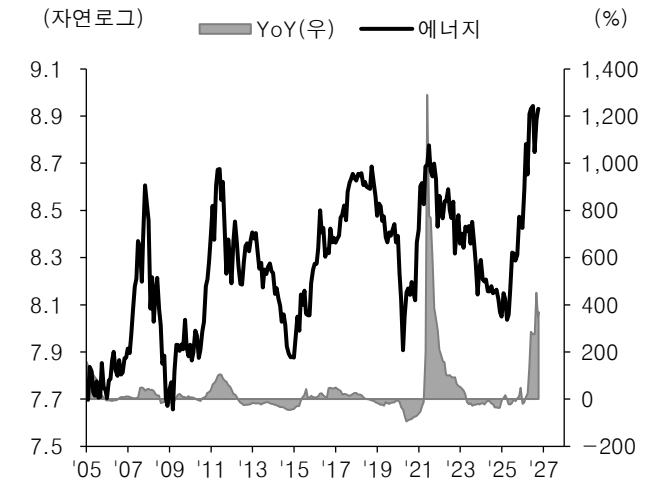
반도체: +0.79



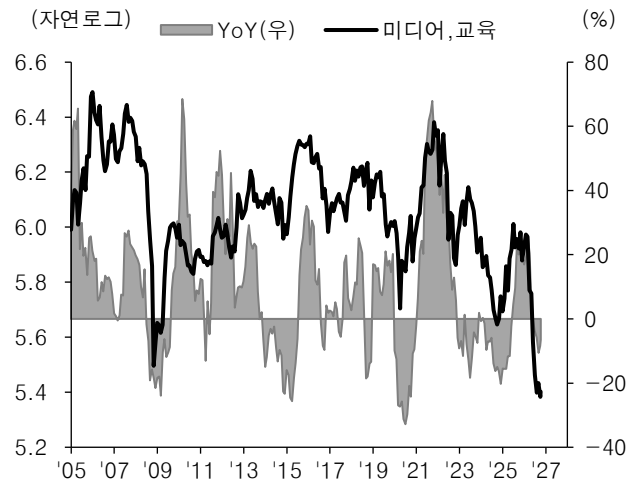
IT하드웨어: +0.57



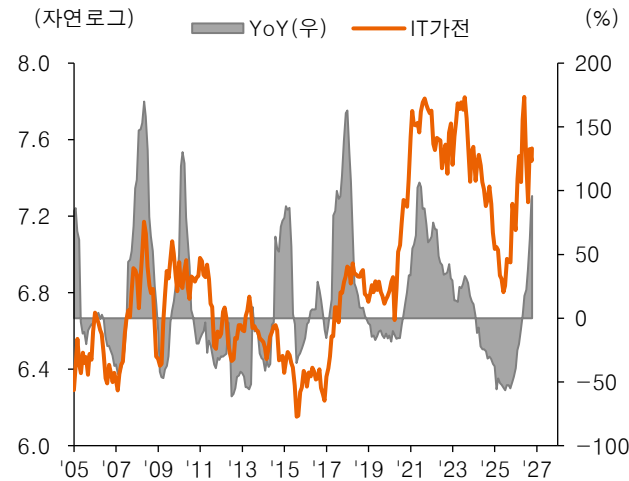
에너지: +0.45



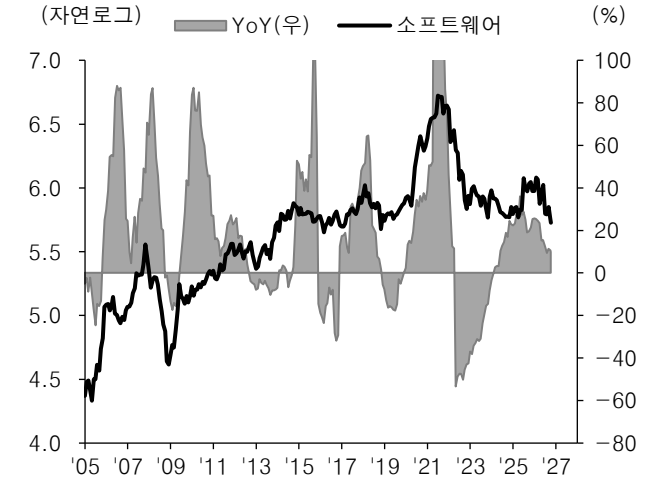
미디어, 교육: +0.38



IT가전: +0.28



소프트웨어: +0.27

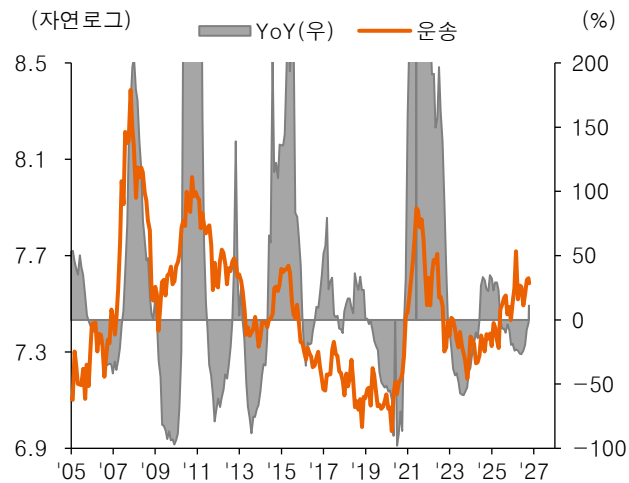


자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

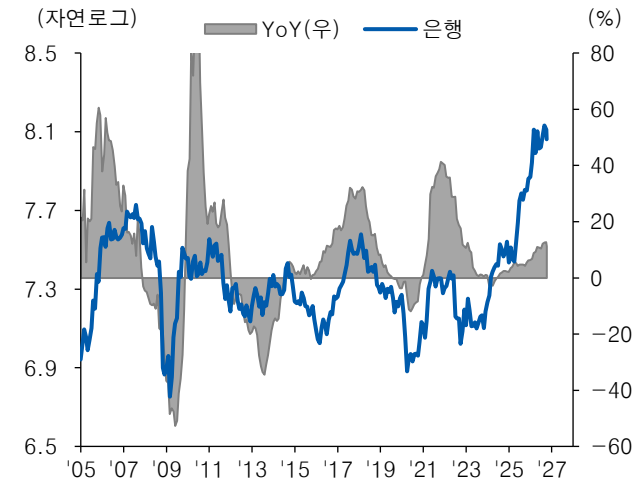


참고: WI26 업종 기준 주가 및 이익 사이클 추이

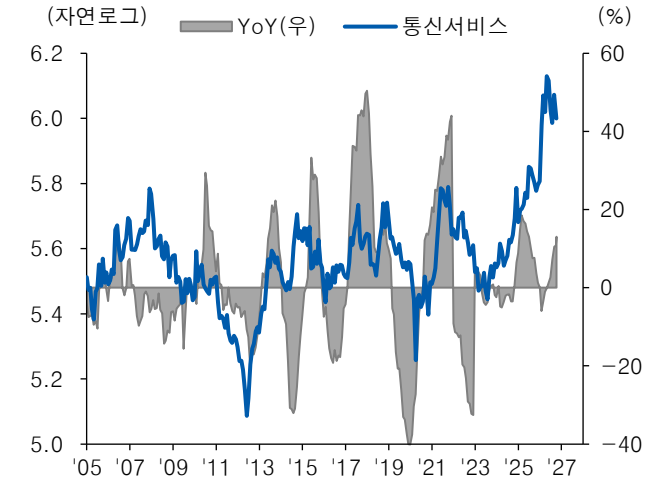
운송: +0.26



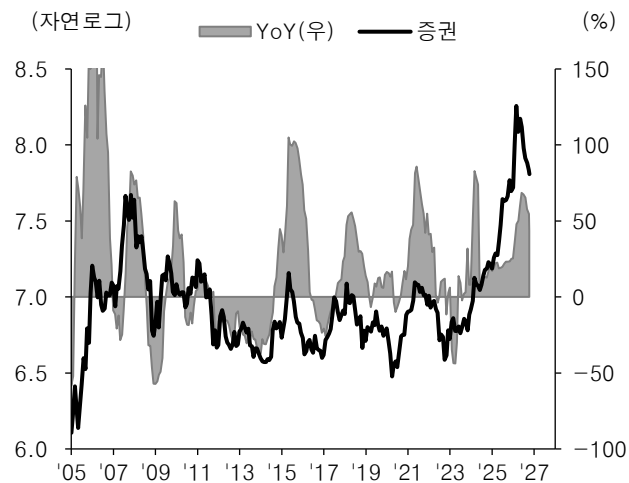
은행: +0.24



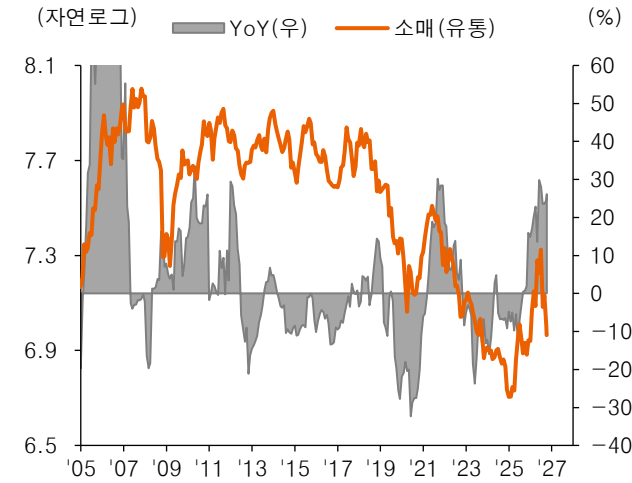
통신서비스: +0.24



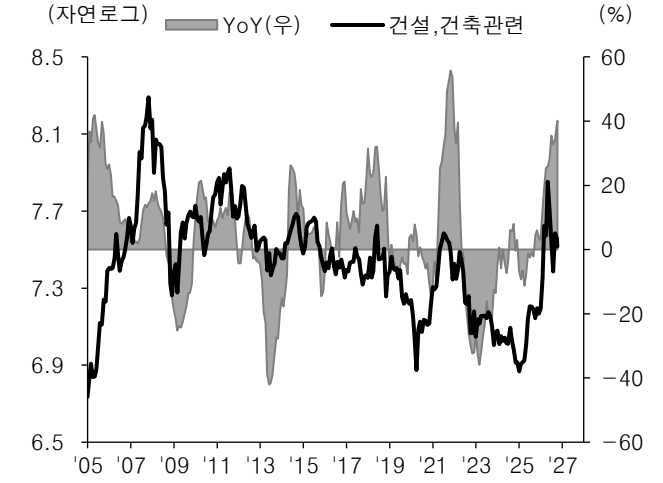
증권: +0.23



소매(유통): +0.21



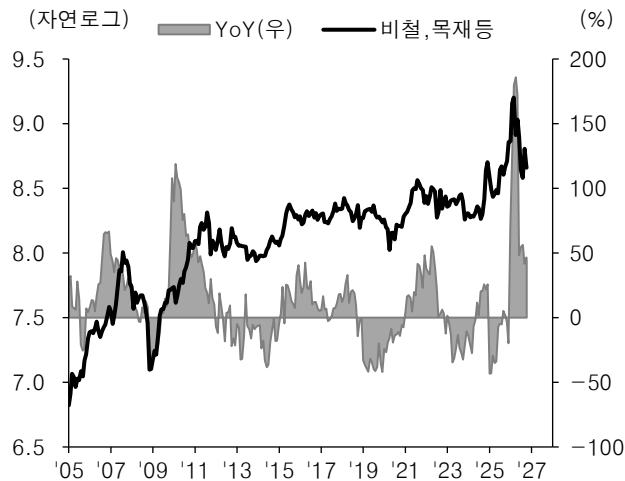
건설, 건축관련: +0.21



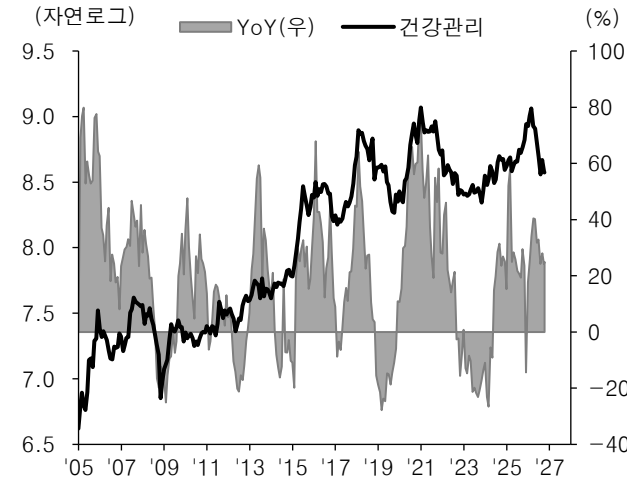


참고: WI26 업종 기준 주가 및 이익 사이클 추이

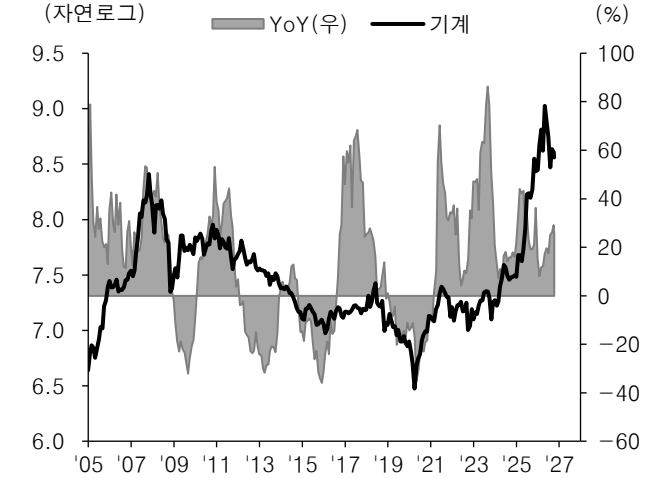
비철,목재 등: +0.19



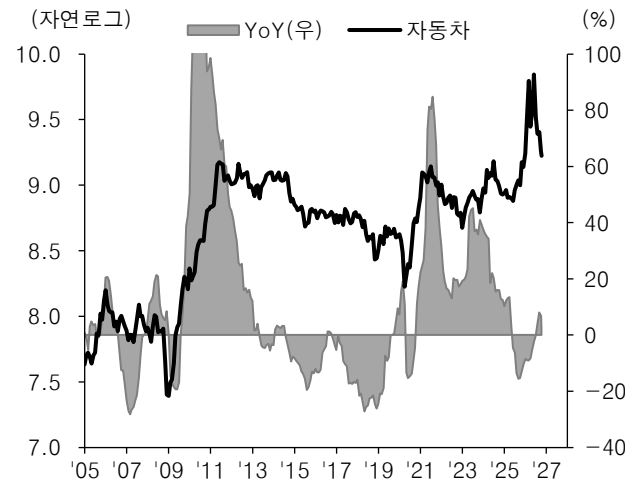
건강관리: +0.16



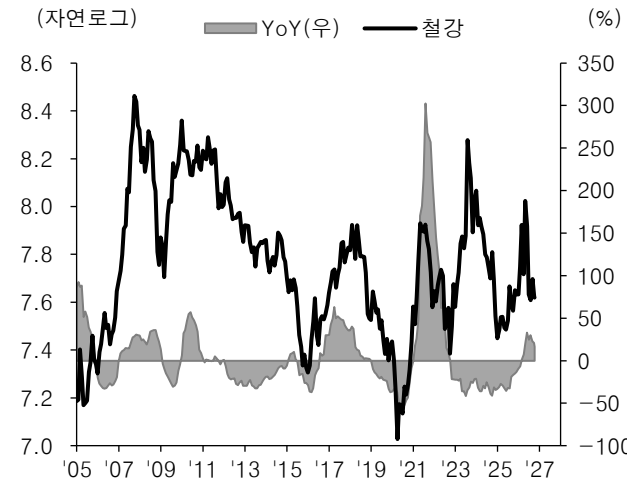
기계: +0.16



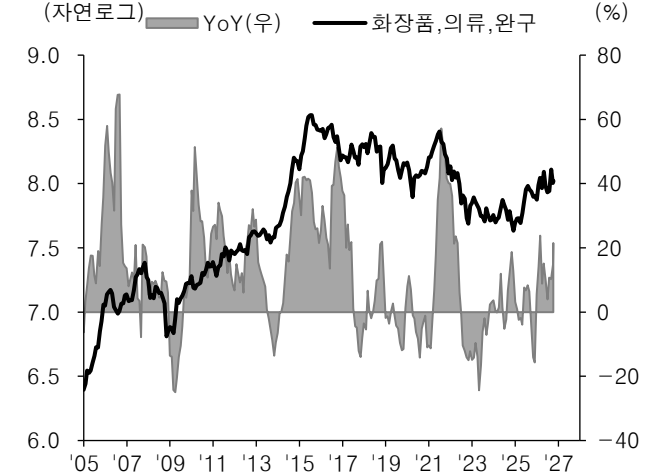
자동차: +0.14



철강: +0.12



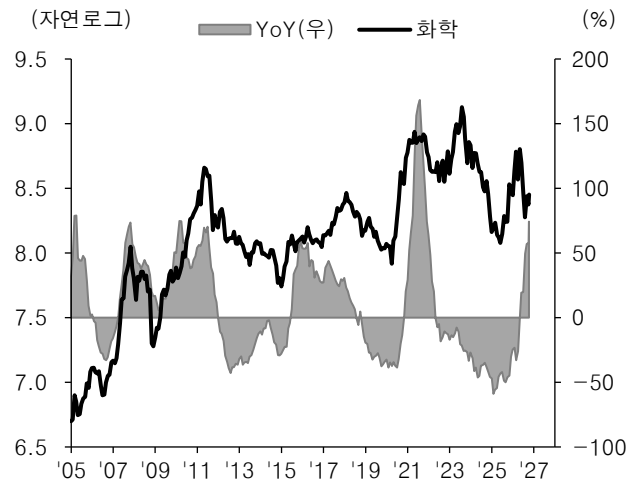
화장품, 의류, 완구: +0.09



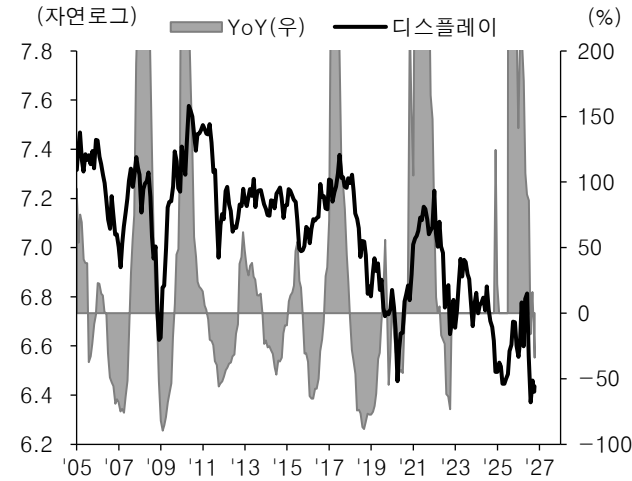


참고: WI26 업종 기준 주가 및 이익 사이클 추이

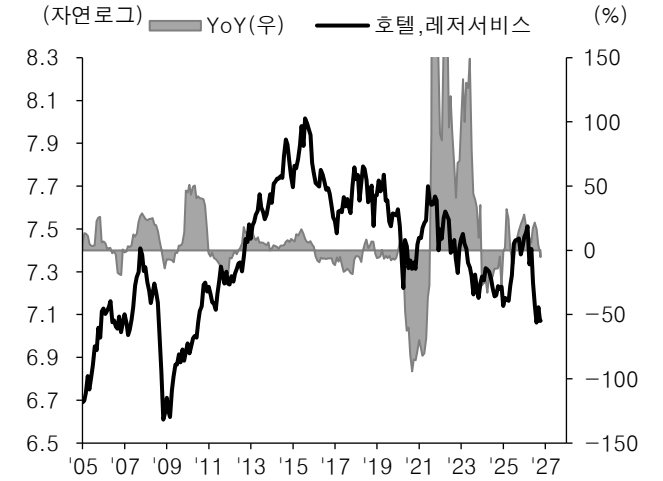
화학: +0.09



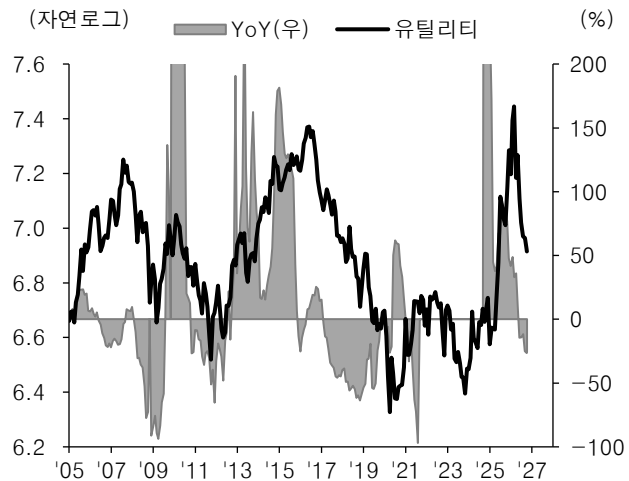
디스플레이: +0.05



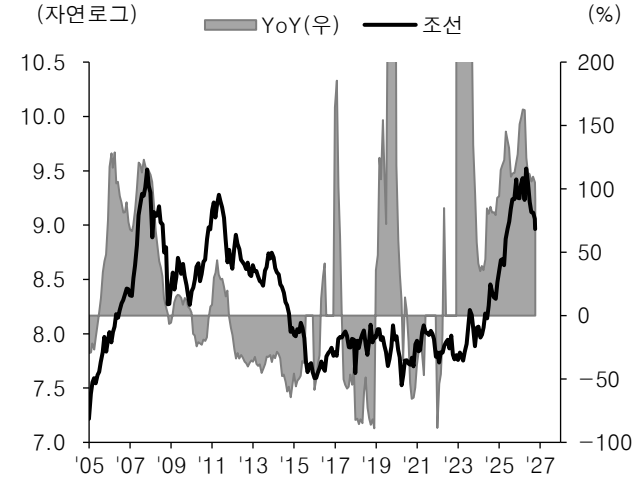
호텔, 레저서비스: +0.04



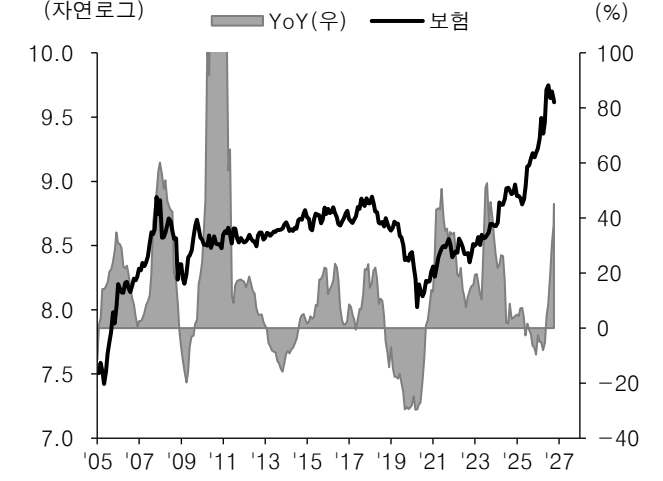
유틸리티: +0.03



조선: -0.01



보험: -0.03

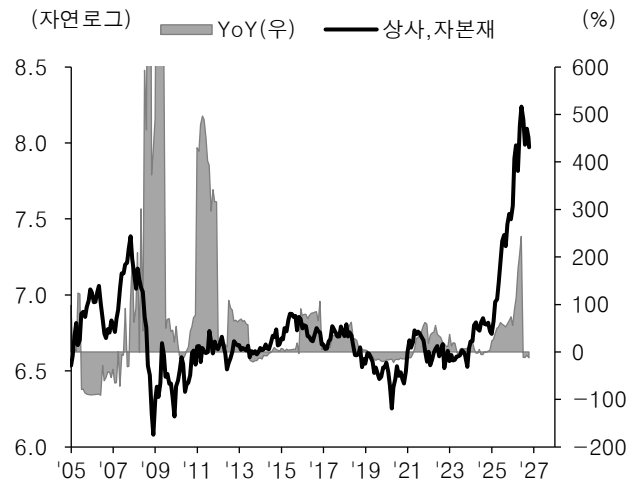


자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터



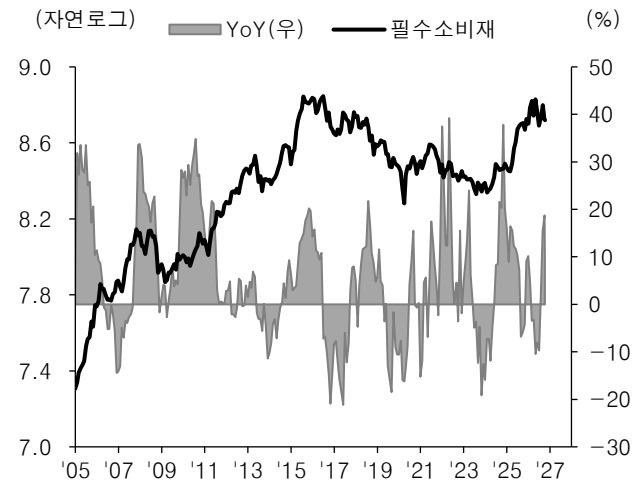
참고: WI26 업종 기준 주가 및 이익 사이클 추이

상사, 자본재: -0.05



자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

필수소비재: -0.25





PART 4

포트폴리오/주도주 전략



김용구

Strategist

02 3770 3521
yg.kim@yuantakorea.com



Ground Zero 위에서 바라 본 2027년 포트폴리오/주도주 전략

- 2027년 국내증시 포트폴리오/주도주 전략 초점은, 1) 미국 시장금리 Bear-Flattening 또는 직전 Bear-Flattening에서 직후 Bull-Steepening 전환 국면 당시 KOSPI 대비 초과성과 확보가 가능했던 실적 모멘텀 및 가격 전가력 견비 투자대안 옥석 가리기, 2) AI/반도체 밸류체인은 미국 Big 5 하이퍼스케일러 매출 증가율과 밀접한 주가 상관성을 보였던 낙폭과대 실적주 및 비AI/반도체 밸류체인은 '27년 최악(Worst 실적 추정치)이 '26년 최선(Best 실적 추정치)을 앞서는 실적 불확실성 무풍지대 압축대응, 3) '27년 출범 예정 KOSDAQ 셀렉트 지수 편입 예상 실적주 길목 지키기 과정으로 삼분화될 전망
- WI26 업종 기준 관련 맥락에 부합하는 '27년 전략대안은 반도체, IT가전(2차전지), IT하드웨어, 조선, 기계, 화학, 바이오

2027년 포트폴리오/주도주 전략 관련 업종대안 판단 Dashboard

구분	전략 의견 (S 전략/Q 권트)	Macro Leading Indicator	Price Performance	Earnings			Valuation		Position	
				EPS change	EPS growth	EPS revision ratio	P/E	P/B	외국인	기관
에너지		+	+	+	+	+	+	-	+	-
화학	S	+	+	+	+	-	-	+	+	-
비철,목재등		+	-	-	+	-	-	-	+	-
철강		+	-	-	+	-	-	+	+	-
건설,건축관련		+	-	+	-	+	-	-	+	-
기계	S	+	-	-	+	-	-	-	+	-
조선	S	+	-	+	+	-	+	-	-	-
상사,자본재		+	-	-	+	+	-	-	-	-
운송	Q	+	+	+	+	+	+	+	-	-
자동차		+	-	-	+	-	+	+	-	+
화장품,의류,완구		+	+	-	+	+	+	+	-	-
호텔,레저서비스		+	-	-	+	-	+	+	+	+
미디어,교육		-	-	-	+	-	+	+	+	+
소매(유통)	Q	+	-	-	+	-	+	+	-	+
필수소비재		-	+	-	+	-	+	+	-	-
건강관리	S	-	+	-	+	-	+	+	+	-
은행		+	-	-	+	-	-	-	+	-
증권		+	-	-	-	-	+	-	-	+
보험		-	-	+	+	+	-	+	+	-
소프트웨어		-	-	-	+	-	+	+	-	-
IT하드웨어	S/Q	+	+	+	+	+	-	-	+	+
반도체	S/Q	+	-	+	+	+	+	-	+	+
IT가전	S/Q	+	+	-	+	-	-	-	+	-
디스플레이		+	+	-	+	-	+	+	+	+
통신서비스		-	-	+	+	-	-	-	+	-
유틸리티		-	-	-	+	-	+	-	-	+

참고: 전략의견은 표에 제시된 데이터의 단순 합산이 아닌, 정성적 판단과 섹터 애널리스트 투자 의견을 종합적으로 고려한 결과임. 업종 구분은 WI26에 의거하며, 정량적 평가 기준은 다음과 같음

[Macro] OECD 경기선행지수가 회복 및 확장 국면을 가리킬 때는 경기민감업종에 긍정적, 둔화 및 침체 국면을 가리킬 때는 경기방어업종에 긍정적 [Price] 최근 1, 3개월 상대수익률이 시장 대비 높으면 긍정적

[Earnings] 1) EPS change - 최근 1, 3개월 EPS 추정치 변화율, 2) EPS growth - 향후 12개월 EPS 증가율 전망, 3) EPS revision ratio - 최근 1, 3개월 EPS 이익수정비율

[Valuation] PER, PBR 각각의 최근 10년 평균 대비 현재 수준 [Position] 시가총액 대비 외국인과 기관의 최근 3개월 대비 1개월 순매수강도 개선 여부

자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터



1) 고물가/고인축/고금리 리스크 헤지: ① Bear-Flattening 국면 Winner 업종대안 판단

- '26년 4Q ~ '27년 1Q(또는 상반기) 중 고물가/고인축/고금리 리스크 헤지를 고민 중인 시장 투자자의 이목은, 1) 2005년 이후 미국 시장금리 Bear-Flattening 국면 내 KOSPI 대비 초과성과 확보가 가능했고, 2) '26년 3~4Q 및 '27년 연간 실적 모멘텀과, 3) 주당 매출 성장률(SPS%) < 주당 순이익 성장률(EPS%) ≤ 주당 순현금 증가율(CPS%)로 환기되는 가격 전가력 모두를 겸비한 반도체, IT가전(2차전지), 화학, 조선, 철강 등의 업종대안에 집중될 전망

2005년 이후 미국 시장금리 Bear-Flattening 국면 내 KOSPI 대비 초과성과 확보가 가능했던 '26년 및 '27년 실적 모멘텀 보유 업종대안 판단

구분	Bear-Flattening 국면 전체 평균 (%)		'26년 3Q 영업이익 (%)		'26년 4Q 영업이익 (%)		'26년 연간 영업이익 (%)		'27년 연간 영업이익 (%)		가격 전가력 (%)		
	상대 수익률	Hit ratio	전년 대비	1개월 변화율	전년 대비	1개월 변화율	전년 대비	1개월 변화율	전년 대비	1개월 변화율	SPS	EPS	CPS
조선	0.8	53.3	165.6	5.1	61.6	3.6	86.9	3.2	8.4	3.3	6.9	9.6	6.9
IT하드웨어	0.7	44.0	70.8	-6.0	101.6	-0.7	115.6	-3.4	77.1	0.7	16.7	67.2	46.0
철강	0.6	52.0	19.9	-2.4	5,174.2	-2.7	53.5	-2.0	35.9	-0.6	4.5	41.0	13.5
화장품, 의류, 완구	0.6	57.3	-11.4	0.9	-5.2	0.8	-11.3	0.8	17.4	0.9	13.0	17.6	18.1
반도체	0.5	48.0	711.6	-4.3	453.4	-3.8	635.1	-3.0	49.0	0.9	38.4	36.9	34.8
보험	0.4	49.3	-14.4	0.7	66.6	27.9	6.4	0.2	35.2	1.8	-	37.6	-
화학	0.3	50.7	흑전	-3.2	흑전	-3.6	647.4	2.2	71.3	2.6	7.1	132.6	23.6
IT가전	0.2	53.3	410.0	3.0	흑전	-1.8	흑전	-0.6	79.4	-0.8	12.7	185.0	37.1
에너지	0.2	54.7	155.3	6.6	409.3	3.3	598.7	5.2	-22.5	4.1	-7.4	-13.1	-14.3
필수소비재	0.1	52.0	-32.0	-4.7	-8.6	-4.2	-24.7	-14.0	11.4	-13.1	6.6	14.1	8.5
비철, 목재등	0.1	56.0	18.3	0.5	0.1	-0.6	30.2	1.4	-10.2	-1.9	4.7	-4.2	2.2
은행	0.0	52.0	10.0	-1.9	3.8	-2.9	9.8	-0.4	5.6	-0.6	1.6	5.5	12.3
기계	0.0	49.3	29.2	1.6	75.5	2.8	51.1	1.1	24.9	0.1	12.8	36.1	30.9
건설, 건축관련	-0.2	53.3	8.7	20.1	흑전	18.1	44.9	19.5	23.2	20.2	9.9	-3.6	-2.2
소매(유통)	-0.2	52.0	29.5	-2.4	45.0	-1.2	32.8	-1.0	16.9	-0.7	4.3	31.5	4.3
건강관리	-0.4	48.0	19.3	-1.1	114.6	-2.2	57.8	0.4	22.1	-1.1	17.1	24.6	17.8
자동차	-0.5	50.7	8.2	-5.2	25.3	-5.4	-5.0	-3.9	11.8	-5.0	5.4	11.1	9.9
증권	-0.6	37.3	-25.0	-16.3	-12.3	-4.8	19.6	-2.4	-19.7	-2.0	-4.5	-17.3	-
운송	-0.7	44.0	73.8	-1.8	33.1	-6.5	13.7	-3.2	24.4	2.5	-1.3	24.0	9.3
상사, 자본재	-0.7	45.3	-12.0	-2.8	11.3	-3.4	-4.0	-3.5	19.4	-4.3	7.9	25.3	13.6
호텔, 레저서비스	-0.8	49.3	5.4	-5.1	32.3	-5.5	3.0	-2.6	16.8	-2.0	7.1	20.8	11.8
소프트웨어	-0.9	48.0	-1.3	-4.3	-2.3	-2.0	10.3	-1.0	16.1	2.6	11.3	21.3	14.9
통신서비스	-0.9	41.3	83.6	-0.5	88.4	1.2	18.1	0.3	6.7	0.2	2.7	7.9	-0.2
유틸리티	-1.2	52.0	-51.1	-7.2	-48.1	-2.9	-32.5	-1.5	30.0	-1.7	1.5	34.9	10.1
미디어, 교육	-1.7	42.7	31.5	-2.9	3.5	-2.7	8.9	-1.1	25.9	-0.5	2.8	19.6	7.8
디스플레이	-1.7	36.0	-30.9	-19.9	35.0	-12.9	-4.2	-14.1	51.2	-8.9	4.1	683.5	17.9

참고: 10/8일 종가 기준. 시장 및 업종 구분은 KOSPI W26에 의거. 2005년 이후 해당 국면별 시장 대비 상대 수익률의 월 평균값

자료: LSEG Workspace, 에프앤가이드 Quantiwise, 유안타증권 리서치센터



Bear-Flattening 국면 Winner 실적 모멘텀 보유 종목대안 판단

- 관련 논의를 실적 컨센서스 보유 전체 종목군으로 확장해, 1) 2005년 이후 미국 시장금리 Bear-Flattening 국면 내 KOSPI 대비 초과성과 확보가 가능했고, 2) '26년 3~4Q 및 '27년 연간 실적 모멘텀과, 3) 주당 매출 성장률(SPS%) < 주당 순이익 성장률(EPS%) ≤ 주당 순현금 증가율(CPS%)의 가격 전가력 겸비 종목대안을 도출
- 이수페타시스, 셀트리온, 삼양식품, 삼성전기, LS ELECTRIC, 대덕전자, 한국콜마, 한화엔진, ISC, 코스맥스, 한미반도체, LS, 세아베스틸지주 등이 해당

2005년 이후 미국 시장금리 Bear-Flattening 국면 내 KOSPI 대비 초과성과 확보가 가능했던 '26년 및 '27년 실적 모멘텀 보유 종목대안 판단

구분	Bear-Flattening 국면 전체 평균 (%)		'26년 3Q 영업이익 (%)		'26년 4Q 영업이익 (%)		'26년 연간 영업이익 (%)		'27년 연간 영업이익 (%)		가격 전가력 (%)		
	상대 수익률	Hit ratio	전년 대비	1개월 변화율	전년 대비	1개월 변화율	전년 대비	1개월 변화율	전년 대비	1개월 변화율	SPS	EPS	CPS
이수페타시스	5.6	54.3	64.9	1.8	90.2	3.3	70.1	1.1	52.0	3.2	40.2	53.8	52.3
셀트리온	5.5	55.7	69.1	0.1	23.0	-0.3	59.3	0.3	23.3	1.3	17.3	19.6	16.5
삼양식품	5.4	52.9	42.9	-0.3	36.1	-1.7	39.3	-0.5	22.7	0.1	20.9	20.5	21.0
삼성전기	3.7	52.9	146.8	7.6	185.2	8.2	124.0	5.1	96.5	7.8	28.6	96.2	70.8
LS ELECTRIC	2.9	52.9	88.8	1.2	73.3	-0.4	69.1	0.1	43.8	0.0	22.4	44.0	35.6
대덕전자	2.8	51.4	213.3	0.0	173.7	0.2	465.6	0.4	47.7	0.8	25.5	43.3	40.2
한국콜마	2.5	52.9	58.3	0.3	42.3	3.2	45.6	0.9	19.7	1.5	13.1	22.8	16.7
한화엔진	1.9	50.0	123.4	-0.4	48.2	-2.1	70.8	-2.2	74.2	4.0	45.1	62.3	53.4
ISC	1.7	52.9	58.1	0.0	38.9	0.0	72.1	0.4	38.4	0.0	28.4	34.6	35.0
코스맥스	1.6	51.4	75.7	11.1	61.0	5.8	36.5	4.1	24.8	5.8	17.9	25.0	18.2
한미반도체	1.5	54.3	90.4	0.0	347.3	0.0	52.0	0.0	47.0	0.0	37.1	48.2	46.8
아모레퍼시픽	1.4	51.4	27.8	-0.8	151.4	5.8	45.9	1.1	17.1	2.2	10.1	16.5	8.1
LS	1.1	54.3	96.0	-0.1	89.6	0.0	91.7	2.5	12.3	2.6	7.1	19.6	16.5
팬오션	0.9	54.3	47.2	4.3	31.3	3.9	40.3	2.1	2.2	3.5	0.0	6.9	6.5
세아베스틸지주	0.8	51.4	47.7	1.4	315.7	6.2	70.5	1.7	37.0	2.0	8.2	40.9	22.0

참고: 10/8일 종가 기준. 2005년 이후 해당 국면별 시장 대비 상대 수익률의 월 평균값. 계량적 분석을 통해 선정된 종목들로 당사 대표 투자 의견과 상이할 수 있음

자료: LSEG Workspace, 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터



② 직전 Bear-Flattening에서 직후 Bull-Steepening 전환 당시 Winner 업종대안 판단

- '26년 4Q ~ '27년 1Q(또는 상반기) 중 시장 투자자의 추가적 관심은, 1) '05년 이후 미국 시장금리 직전 Bear-Flattening에서 직후 Bull-Steepening 전환 국면 당시 KOSPI 대비 초과성과 확보가 가능했고, 2) '26년 3~4Q 및 '27년 연간 실적 모멘텀과, 3) 주당 매출 성장률(SPS%) < 주당 순이익 성장률(EPS%) ≤ 주당 순현금 증가율(CPS%)의 가격 전가력 모두를 갖춘 전략대안 판단에 집중될 전망
- Bear-Flattening 이후 시장금리 환경 성격 변화 과정에선 철강, 기계, 은행, 통신, 바이오 등으로 시장의 이목이 추가 확산됐음을 염두에 둘 필요

2005년 이후 미국 시장금리 환경이 직전 Bear-Flattening에서 직후 Bull-Steepening으로의 국면 전환 당시 KOSPI 대비 초과성과 확보가 가능했던 '26년 및 '27년 실적 모멘텀 보유 업종대안 판단

구분	Bear-F → Bull-S 국면 전환 당시 전체 평균 (%)		'26년 3Q 영업이익 (%)		'26년 4Q 영업이익 (%)		'26년 연간 영업이익 (%)		'27년 연간 영업이익 (%)		가격 전가력 (%)		
	상대 수익률	Hit ratio	전년 대비	1개월 변화율	전년 대비	1개월 변화율	전년 대비	1개월 변화율	전년 대비	1개월 변화율	SPS	EPS	CPS
건강관리	5.6	75.0	19.3	-1.1	114.6	-2.2	57.8	0.4	22.1	-1.1	17.1	24.6	17.8
필수소비재	2.6	75.0	-32.0	-4.7	-8.6	-4.2	-24.7	-14.0	11.4	-13.1	6.6	14.1	8.5
보험	2.0	75.0	-14.4	0.7	66.6	27.9	6.4	0.2	35.2	1.8	-	37.6	-
건설, 건축관련	2.0	87.5	8.7	20.1	흑전	18.1	44.9	19.5	23.2	20.2	9.9	-3.6	-2.2
철강	1.9	50.0	19.9	-2.4	5,174.2	-2.7	53.5	-2.0	35.9	-0.6	4.5	41.0	13.5
통신서비스	1.6	50.0	83.6	-0.5	88.4	1.2	18.1	0.3	6.7	0.2	2.7	7.9	-0.2
비철, 목재등	1.4	62.5	18.3	0.5	0.1	-0.6	30.2	1.4	-10.2	-1.9	4.7	-4.2	2.2
조선	1.2	37.5	165.6	5.1	61.6	3.6	86.9	3.2	8.4	3.3	6.9	9.6	6.9
은행	1.1	50.0	10.0	-1.9	3.8	-2.9	9.8	-0.4	5.6	-0.6	1.6	5.5	12.3
호텔, 레저서비스	0.9	50.0	5.4	-5.1	32.3	-5.5	3.0	-2.6	16.8	-2.0	7.1	20.8	11.8
화장품, 의류, 완구	0.8	50.0	-11.4	0.9	-5.2	0.8	-11.3	0.8	17.4	0.9	13.0	17.6	18.1
기계	0.5	50.0	29.2	1.6	75.5	2.8	51.1	1.1	24.9	0.1	12.8	36.1	30.9
운송	0.5	37.5	73.8	-1.8	33.1	-6.5	13.7	-3.2	24.4	2.5	-1.3	24.0	9.3
소프트웨어	0.0	50.0	-1.3	-4.3	-2.3	-2.0	10.3	-1.0	16.1	2.6	11.3	21.3	14.9
유틸리티	0.0	37.5	-51.1	-7.2	-48.1	-2.9	-32.5	-1.5	30.0	-1.7	1.5	34.9	10.1
소매(유통)	0.0	25.0	29.5	-2.4	45.0	-1.2	32.8	-1.0	16.9	-0.7	4.3	31.5	4.3
화학	-0.1	25.0	흑전	-3.2	흑전	-3.6	647.4	2.2	71.3	2.6	7.1	132.6	23.6
자동차	-0.2	62.5	8.2	-5.2	25.3	-5.4	-5.0	-3.9	11.8	-5.0	5.4	11.1	9.9
미디어, 교육	-0.5	62.5	31.5	-2.9	3.5	-2.7	8.9	-1.1	25.9	-0.5	2.8	19.6	7.8
디스플레이	-0.7	37.5	-30.9	-19.9	35.0	-12.9	-4.2	-14.1	51.2	-8.9	4.1	683.5	17.9
IT하드웨어	-1.2	62.5	70.8	-6.0	101.6	-0.7	115.6	-3.4	77.1	0.7	16.7	67.2	46.0
IT가전	-1.3	50.0	410.0	3.0	흑전	-1.8	흑전	-0.6	79.4	-0.8	12.7	185.0	37.1
상사, 자본재	-1.3	50.0	-12.0	-2.8	11.3	-3.4	-4.0	-3.5	19.4	-4.3	7.9	25.3	13.6
에너지	-1.9	25.0	155.3	6.6	409.3	3.3	598.7	5.2	-22.5	4.1	-7.4	-13.1	-14.3
반도체	-2.4	12.5	711.6	-4.3	453.4	-3.8	635.1	-3.0	49.0	0.9	38.4	36.9	34.8
증권	-2.5	37.5	-25.0	-16.3	-12.3	-4.8	19.6	-2.4	-19.7	-2.0	-4.5	-17.3	-

참고: 10/8일 종가 기준. 시장 및 업종 구분은 KOSPI W26에 의거. 2005년 이후 해당 국면별 시장 대비 상대 수익률의 월 평균값

자료: LSEG Workspace, 에프앤가이드 Quantiwise, 유안타증권 리서치센터



직전 Bear-Flattening에서 직후 Bull-Steepening 전환 당시 Winner 종목대안 판단

- 관련 논의를 실적 컨센서스 보유 전체 종목군으로 확장해, 1) '05년 이후 미국 시장금리 직전 Bear-Flattening에서 직후 Bull-Steepening 전환 국면 당시 KOSPI 대비 초과성과 확보가 가능했고, 2) '26년 3~4Q 및 '27년 연간 실적 모멘텀과, 3) SPS% < EPS% ≤ CPS% 가격 전가력 모두를 갖춘 종목대안을 추가 스크리닝
- 한솔케미칼, 대덕전자, 셀트리온, 파마리서치, 심텍, 한국콜마, 코스맥스, LS, 파두, 한온시스템, 한화시스템, 산일전기 등이 관련 맥락에 부합하는 종목대안에 해당

2005년 이후 미국 시장금리 환경이 직전 Bear-Flattening에서 직후 Bull-Steepening으로의 국면 전환 당시 KOSPI 대비 초과성과 확보가 가능했던 '26년 및 '27년 실적 모멘텀 보유 종목대안 판단

구분	Bear-F → Bull-S 국면 전환 당시 전체 평균 (%)		'26년 3Q 영업이익 (%)		'26년 4Q 영업이익 (%)		'26년 연간 영업이익 (%)		'27년 연간 영업이익 (%)		가격 전가력 (%)		
	상대 수익률	Hit ratio	전년 대비	1개월 변화율	전년 대비	1개월 변화율	전년 대비	1개월 변화율	전년 대비	1개월 변화율	SPS	EPS	CPS
한솔케미칼	5.6	62.5	7.5	-1.4	98.9	-3.5	15.5	-0.9	26.1	0.8	17.5	23.5	18.9
대덕전자	3.6	87.5	213.3	0.0	173.7	0.2	465.6	0.4	47.7	0.8	25.5	43.3	40.2
셀트리온	3.5	62.5	69.1	0.1	23.0	-0.3	59.3	0.3	23.3	1.3	17.3	19.6	16.5
파마리서치	2.5	62.5	18.9	0.4	45.1	0.9	27.2	0.4	25.1	0.8	22.0	22.9	22.6
심텍	2.3	75.0	588.5	2.8	840.4	1.4	2,076.0	1.4	69.8	2.4	18.8	69.8	47.4
한국콜마	2.2	62.5	58.3	0.3	42.3	3.2	45.6	0.9	19.7	1.5	13.1	22.8	16.7
코스맥스	2.1	62.5	75.7	11.1	61.0	5.8	36.5	4.1	24.8	5.8	17.9	25.0	18.2
LS	2.0	62.5	96.0	-0.1	89.6	0.0	91.7	2.5	12.3	2.6	7.1	19.6	16.5
파두	1.9	62.5	흑전	5.1	흑전	9.1	흑전	5.6	144.0	4.4	88.2	271.7	244.5
한온시스템	1.7	50.0	15.7	1.3	30.7	1.6	59.2	0.8	15.7	0.1	4.2	17.8	2.1
한화시스템	1.4	75.0	26.3	3.1	942.5	-5.1	112.0	2.3	78.5	0.1	11.9	207.0	103.7
산일전기	1.0	62.5	55.2	-2.3	34.7	1.3	42.1	-0.6	33.4	0.1	29.3	30.7	31.3

참고: 10/8일 종가 기준, 2005년 이후 해당 국면별 시장 대비 상대 수익률의 월 평균값. 계량적 분석을 통해 선정된 종목들로 당사 대표 투자 의견과 상이할 수 있음

자료: LSEG Workspace, 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터



③ Bull-Steepening 국면 내 Winner 업종대안 판단

- '27년 상반기 고물가/고인축/고금리 리스크 피크아웃 전환 이후 하반기 Bull-Steepening 시장금리 환경 성격 변화 과정의 Winner 전략대안 미리보기 작업을 병행
- 1) 2005년 이후 글로벌 매크로 Goldilocks(+CESI & -CISI의 2분면) 및 미국 시장금리 환경 Bull-Steepening 국면 내 KOSPI 대비 초과성과 확보가 가능했고,
2) '26년 3~4Q 및 '27년 실적 모멘텀과, 3) SPS% < EPS% or CPS%의 가격 전가력을 겸비한 삼중 교집합적 업종대안은 반도체, 화학, 기계 등 세가지

2005년 이후 미국 시장금리 Bull-Steepening 국면 및 글로벌 매크로 Goldilocks 국면 내 KOSPI 대비 초과성과 확보가 가능했던 '26년 및 '27년 실적 모멘텀 보유 업종대안 판단

구분	Bull-Steepening 국면 전체 평균 (%)		Goldilocks 국면 전체 평균 (%)		'26년 3Q 영업이익 (%)		'26년 4Q 영업이익 (%)		'26년 연간 영업이익 (%)		'27년 연간 영업이익 (%)		가격 전가력 (%)		
	상대 수익률	Hit ratio	상대 수익률	Hit ratio	전년 대비	1개월 변화율	전년 대비	1개월 변화율	전년 대비	1개월 변화율	전년 대비	1개월 변화율	SPS	EPS	CPS
기계	1.1	54.0	1.2	56.6	29.2	1.6	75.5	2.8	51.1	1.1	24.9	0.1	12.8	36.1	30.9
건강관리	1.1	56.0	-0.4	46.5	19.3	-1.1	114.6	-2.2	57.8	0.4	22.1	-1.1	17.1	24.6	17.8
반도체	0.9	54.0	1.2	55.6	711.6	-4.3	453.4	-3.8	635.1	-3.0	49.0	0.9	38.4	36.9	34.8
IT가전	0.8	50.0	-0.1	42.4	410.0	3.0	흑전	-1.8	흑전	-0.6	79.4	-0.8	12.7	185.0	37.1
소프트웨어	0.5	60.0	-0.8	49.5	-1.3	-4.3	-2.3	-2.0	10.3	-1.0	16.1	2.6	11.3	21.3	14.9
화학	0.5	46.0	0.7	48.5	흑전	-3.2	흑전	-3.6	647.4	2.2	71.3	2.6	7.1	132.6	23.6
조선	0.5	46.0	1.2	51.5	165.6	5.1	61.6	3.6	86.9	3.2	8.4	3.3	6.9	9.6	6.9
상사, 자본재	0.1	56.0	0.2	52.5	-12.0	-2.8	11.3	-3.4	-4.0	-3.5	19.4	-4.3	7.9	25.3	13.6
운송	-0.2	42.0	-0.3	42.4	73.8	-1.8	33.1	-6.5	13.7	-3.2	24.4	2.5	-1.3	24.0	9.3
건설, 건축관련	-0.3	48.0	-0.3	44.4	8.7	20.1	흑전	18.1	44.9	19.5	23.2	20.2	9.9	-3.6	-2.2
증권	-0.3	46.0	0.3	44.4	-25.0	-16.3	-12.3	-4.8	19.6	-2.4	-19.7	-2.0	-4.5	-17.3	-
보험	-0.5	44.0	-0.5	45.5	-14.4	0.7	66.6	27.9	6.4	0.2	35.2	1.8	-	37.6	-
필수소비재	-0.6	48.0	-1.4	41.4	-32.0	-4.7	-8.6	-4.2	-24.7	-14.0	11.4	-13.1	6.6	14.1	8.5
에너지	-0.7	40.0	0.0	46.5	155.3	6.6	409.3	3.3	598.7	5.2	-22.5	4.1	-7.4	-13.1	-14.3
미디어, 교육	-1.0	40.0	-2.0	37.4	31.5	-2.9	3.5	-2.7	8.9	-1.1	25.9	-0.5	2.8	19.6	7.8
통신서비스	-1.0	38.0	-1.6	35.4	83.6	-0.5	88.4	1.2	18.1	0.3	6.7	0.2	2.7	7.9	-0.2
화장품, 의류, 완구	-1.0	38.0	-1.2	41.4	-11.4	0.9	-5.2	0.8	-11.3	0.8	17.4	0.9	13.0	17.6	18.1
자동차	-1.1	42.0	0.2	47.5	8.2	-5.2	25.3	-5.4	-5.0	-3.9	11.8	-5.0	5.4	11.1	9.9
호텔, 레저서비스	-1.2	44.0	-1.4	39.4	5.4	-5.1	32.3	-5.5	3.0	-2.6	16.8	-2.0	7.1	20.8	11.8
IT하드웨어	-1.2	46.0	0.0	49.5	70.8	-6.0	101.6	-0.7	115.6	-3.4	77.1	0.7	16.7	67.2	46.0
디스플레이	-1.2	46.0	-1.1	40.4	-30.9	-19.9	35.0	-12.9	-4.2	-14.1	51.2	-8.9	4.1	683.5	17.9
비철, 목재등	-1.2	40.0	0.1	48.5	18.3	0.5	0.1	-0.6	30.2	1.4	-10.2	-1.9	4.7	-4.2	2.2
소매(유통)	-1.3	38.0	-1.5	40.4	29.5	-2.4	45.0	-1.2	32.8	-1.0	16.9	-0.7	4.3	31.5	4.3
철강	-1.4	34.0	-0.6	44.4	19.9	-2.4	5,174.2	-2.7	53.5	-2.0	35.9	-0.6	4.5	41.0	13.5
유틸리티	-1.5	36.0	-1.3	38.4	-51.1	-7.2	-48.1	-2.9	-32.5	-1.5	30.0	-1.7	1.5	34.9	10.1
은행	-2.0	30.0	0.1	47.5	10.0	-1.9	3.8	-2.9	9.8	-0.4	5.6	-0.6	1.6	5.5	12.3

참고: 10/8일 종가 기준. 시장 및 업종 구분은 KOSPI W26에 의거. 2005년 이후 해당 국면별 시장 대비 상대 수익률의 월 평균값

자료: LSEG Workspace, 에프앤가이드 Quantiwise, 유안타증권 리서치센터



Bull-Steepening 국면 내 Winner 종목대안 판단

- 1) 2005년 이후 글로벌 매크로 Goldilocks(+CESI & -CISI의 2분면) 및 미국 시장금리 환경 Bull-Steepening 국면 내 KOSPI 대비 초과성과 확보가 가능했고,
2) '26년 3~4Q 및 '27년 실적 모멘텀과, 3) SPS% < EPS% or CPS%의 가격 전가력을 겸비한 삼중 교집합적 종목대안을 추가 선별
- 삼성전자, 삼성전기, 두산에너지빌리티, 셀트리온, HD한국조선해양, 현대건설, 에이피알, 이수페타시스 등이 관련 맥락에 부합하는 Winner적 종목대안에 해당

2005년 이후 미국 시장금리 Bull-Steepening 국면 및 글로벌 매크로 Goldilocks 국면 내 KOSPI 대비 초과성과 확보가 가능했던 '26년 및 '27년 실적 모멘텀 보유 종목대안 판단

구분	Bull-Steepening 국면 전체 평균 (%)		Goldilocks 국면 전체 평균 (%)		'26년 3Q 영업이익 (%)		'26년 4Q 영업이익 (%)		'26년 연간 영업이익 (%)		'27년 연간 영업이익 (%)		가격 전가력 (%)		
	상대 수익률	Hit ratio	상대 수익률	Hit ratio	전년 대비	1개월 변화율	전년 대비	1개월 변화율	전년 대비	1개월 변화율	전년 대비	1개월 변화율	SPS	EPS	CPS
두산에너지빌리티	3.3	42.0	3.8	48.4	81.2	0.1	55.6	-0.9	48.0	-0.1	45.0	0.8	11.9	80.2	35.0
두산	2.3	46.0	3.8	52.6	102.4	3.7	90.3	-2.3	69.9	-0.4	40.2	1.0	27.5	65.1	38.0
티씨케이	2.2	44.0	3.3	47.4	46.0	1.8	95.5	2.8	48.0	0.6	35.5	1.0	25.1	30.2	27.4
한화솔루션	2.1	44.0	2.8	48.4	흑전	0.5	흑전	1.2	흑전	2.0	45.6	1.2	-2.7	40.6	11.4
현대건설	2.0	44.0	1.1	48.4	107.0	0.8	78.4	1.2	33.1	0.0	31.2	1.1	5.8	30.1	20.9
한화시스템	1.8	56.0	0.4	47.4	26.3	3.1	942.5	-5.1	112.0	2.3	78.5	0.1	11.9	207.0	103.7
삼성전기	1.7	56.0	1.9	56.8	146.8	7.6	185.2	8.2	124.0	5.1	96.5	7.8	28.6	96.2	70.8
에이피알	1.5	48.0	0.7	44.2	105.3	0.6	77.3	0.8	109.8	0.0	40.2	0.0	37.6	40.0	37.8
이수페타시스	1.3	42.0	2.6	45.3	64.9	1.8	90.2	3.3	70.1	1.1	52.0	3.2	40.2	53.8	52.3
HD한국조선해양	1.1	46.0	1.5	46.3	49.7	-0.6	60.3	0.4	58.6	0.6	19.2	0.3	9.0	18.8	15.5
한솔케미칼	1.1	50.0	0.9	48.4	7.5	-1.4	98.9	-3.5	15.5	-0.9	26.1	0.8	17.5	23.5	18.9
삼성전자	0.8	50.0	0.8	54.7	771.3	-4.6	478.5	-5.1	749.5	-5.0	49.9	0.1	34.1	49.1	43.6
한전기술	0.8	50.0	1.3	46.3	229.6	1.8	13.5	-1.5	77.3	-2.7	52.6	1.1	29.7	52.6	37.9
두산테스나	0.7	54.0	0.7	44.2	63.9	-1.3	3.1	1.6	흑전	-2.2	192.3	6.0	46.0	180.8	56.3
셀트리온	0.3	44.0	1.8	50.5	69.1	0.1	23.0	-0.3	59.3	0.3	23.3	1.3	17.3	19.6	16.5

참고: 10/8일 종가 기준, 2005년 이후 해당 국면별 시장 대비 상대 수익률의 월 평균값. 계량적 분석을 통해 선정된 종목들로 당사 대표 투자 의견과 상이할 수 있음

자료: LSEG Workspace, 에프앤가이드 Quantiwise, 유안타증권 리서치센터



2) AI/반도체 및 비AI/반도체 압축대응: ① 하이퍼스케일러 매출 민감 AI/반도체 밸류체인

- WI26 업종 분류 기준 반도체, IT가전, IT하드웨어, 기계(전력장비, 원전 등)를 AI/반도체 밸류체인으로 재설정
- '27년 주요 빅테크/하이퍼스케일러 경영전략 초점은 Capex 부담을 완충하기 위해, 이익률 추가 증대보단 AI Agent META 'Muse', OpenAI 'dots' 등 신규 서비스 및 신사업 영역 진출을 통한 공세적 외연/매출 확장에 집중될 개연성이 높음
- 한국 AI/반도체 밸류체인 내 Big 5 하이퍼스케일러 매출 증가율과 높은 주가 상관성을 보였던 '26~'27년 실적 모멘텀 보유 낙폭과대주를 추가 알파대안으로 활용

AI/반도체 밸류체인 내 Big 5 하이퍼스케일러 매출 민감 낙폭과대 실적 모멘텀 보유 종목대안 판단

구분	KOSPI 고점일 (6/22일) 이후 주가 낙폭 (%)	Big 5 하이퍼스케일러 매출 증가율과 주가 상관성			'26년 연간 영업이익 (%)		'27년 연간 영업이익 (%)	
		주가 민감도 (%Pt)	상관계수		전년 대비	1개월 변화율	전년 대비	1개월 변화율
			'23년 이후	'25년 이후				
SK스퀘어	-46.7	50.6	0.79	0.85	465.0	3.1	23.6	2.3
SK하이닉스	-42.4	41.6	0.77	0.82	457.9	-0.7	52.6	1.6
효성중공업	-35.0	31.9	0.83	0.86	49.7	-1.0	39.8	-0.3
브이엠	-34.7	32.3	0.82	0.88	275.4	0.4	46.7	-1.6
삼성전기	-30.6	41.3	0.65	0.72	124.0	5.1	96.5	7.8
인텔리안테크	-30.5	14.1	0.73	0.90	207.6	0.3	54.3	0.5
싸이맥스	-28.0	12.3	0.75	0.85	53.7	0.0	27.3	0.0
엠케이전자	-26.9	12.2	0.65	0.79	702.9	166.8	53.1	120.2
엘티씨	-26.6	19.0	0.76	0.88	147.6	0.0	60.1	0.0
삼성전자	-25.9	22.8	0.76	0.87	749.5	-5.0	49.9	0.1
코미코	-23.5	13.3	0.78	0.85	8.1	0.0	35.8	1.9
해성디에스	-23.2	15.6	0.74	0.84	122.0	0.2	45.1	1.3
원익IPS	-22.5	30.4	0.79	0.89	139.8	-1.3	53.3	-0.9
LS ELECTRIC	-20.2	17.5	0.63	0.55	69.1	0.1	43.8	0.0
피에스케이	-19.5	27.0	0.72	0.81	114.4	2.0	22.6	-0.5
에이디테크놀로지	-17.9	12.3	0.68	0.89	233.3	0.0	223.2	0.0
두산에너빌리티	-17.2	21.9	0.71	0.61	48.0	-0.1	45.0	0.8
성호전자	-12.2	206.1	0.73	0.84	443.0	-6.1	163.7	0.4
두산테스나	-12.2	23.4	0.73	0.81	흑전	-2.2	192.3	6.0
테스	-10.5	26.7	0.80	0.85	79.4	-2.1	35.9	-1.9

참고: 10/8일 종가 기준. 상관계수는 분기별 Big 5 하이퍼스케일러 합산 매출의 전년 동기 대비 증가율과 종목별 분기 평균 주가의 전년 동기 대비 등락률 간 상관계수이며, 민감도는 매출 증가율 1%p 변화에 대응하는 주가 등락률 변화

계량적 분석을 통해 선정된 종목들로 당사 대표 투자 의견과 상이할 수 있음

자료: Bloomberg, 에프앤가이드 Quantiwise, 유안타증권 리서치센터



② '26년 최선(Best 실적)보다 '27년 최악(Worst 실적)이 앞서는 비AI/반도체 밸류체인

- WI26 업종 분류 기준 반도체, IT가전, IT하드웨어, 기계(전력장비, 원전 등)의 AI/반도체 제외 업종을 비AI/반도체 밸류체인으로 설정
- 비AI/반도체 밸류체인 접근 전략 초점은 잠복 수출/실적 불확실성 해지 가능성에 집중할 필요. 최악의 경우에도 흔들림 없는 실적 성장이 가능한 안전지대를 찾는 것
- '26년 최선(Best 실적 추정치)보다 '27년 최악(Worst 실적 추정치)이 크게 앞서는 '26~'27년 실적 모멘텀 보유 업종대안 압축대응으로 포트폴리오 알파를 추가 보완

비AI/반도체 밸류체인 내 '27년 영업이익 Worst 추정치가 '26년 영업이익 Best 추정치를 상회하는 실적 모멘텀 보유 종목대안 판단

구분	'26년 영업이익 Best 추정치 (억원)	'27년 영업이익 Worst 추정치 (억원)	'26년 연간 영업이익 (%)		'27년 연간 영업이익 (%)		12개월 선행 밸류에이션 (배)	
			전년 대비	1개월 변화율	전년 대비	1개월 변화율	P/E	P/B
한화에어로스페이스	48,930	51,450	50.5	0.0	22.7	-0.3	16.7	3.2
삼성물산	39,782	41,850	15.1	-0.6	16.2	0.0	15.9	0.7
셀트리온	19,721	20,401	59.3	0.3	23.3	1.3	22.9	2.0
코웨이	10,404	11,424	15.3	0.0	16.8	0.0	8.7	1.5
에이피알	8,210	9,120	109.8	0.0	40.2	0.0	17.7	10.3
삼양식품	7,397	8,163	39.3	-0.5	22.7	0.1	13.4	3.8
아모레퍼시픽	5,112	5,300	45.9	1.1	17.1	2.2	22.0	1.6
LIG디펜스엔에어로스페이스	4,875	5,424	40.4	0.0	39.0	-0.6	27.8	6.4
OCI홀딩스	3,950	4,350	흑전	-0.4	60.0	-0.7	14.4	1.0
한국콜마	3,639	3,930	45.6	0.9	19.7	1.5	13.8	2.6
하이브	3,273	3,976	476.0	-0.2	71.1	-0.7	20.1	1.9
한화시스템	3,120	3,429	112.0	2.3	78.5	0.1	37.7	2.4
파마리서치	2,857	2,960	27.2	0.4	25.1	0.8	13.2	3.3
한화엔진	2,393	2,962	70.8	-2.2	74.2	4.0	11.9	3.4
한솔케미칼	1,884	2,093	15.5	-0.9	26.1	0.8	15.1	2.2

참고: 10/8일 종가 기준, 계량적 분석을 통해 선정된 종목들로 당사 대표 투자 의견과 상이할 수 있음

자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터



3) '27년 출시 예정 KOSDAQ 셀렉트 지수 편입 예상 실적주 길목 지키기

- '26년 제기됐던 KOSDAQ 승강형 세그먼트 도입 및 중소형 성장주 시장 활성화 관련 정책 논의는 '27년 가칭 KOSDAQ 셀렉트 지수 출시로 구체화될 예정
- 1) KOSDAQ 시장을 셀렉트/일반/관리군의 3단계 세그먼트로 구분하고, 2) 셀렉트 지수 진입 기준을 안정성 외에 혁신성·성장성까지 다원화하며, 3) 세그먼트 기반 지수/ETF 출시로 기관/외국인 투자자 유입 확대를 꾀한다는 복안
- 그간의 정부 정책 방향성과 Nasdaq Global Select 지수 구성 방법론을 결합해 KOSDAQ 셀렉트 (예상)지수 구성 방법론과 편입 예상 종목군을 도출
- 1) 공통 기준으로 유동시가총액 및 12개월 일평균 거래대금 상위 25% 이상, 주가 5,000원 이상, 유동주식비율 35% 이상 기준을 모두 충족하고, 2) 재무 기준으로는 ① 최근 3개년도 연속 흑자 및 세전 순이익 합계 상위 10%이며 그 중 최근 2개년도 비중이 50% 이상, ② 시가총액·3개년 영업활동 현금흐름·직전 4개 분기 매출 각각 상위 10%, ③ 시가총액 상위 5% 및 매출 상위 10%, ④ 시가총액 상위 20% 및 총자산·총자본 상위 10% 중 하나 이상을 충족하는 84개 최유력 후보군을 도출

정부 정책 방향성과 NASDAQ Global Select 지수 구성 방법론을 결합해 2027년 출시 예정 KOSDAQ 셀렉트 (예상)지수 구성 방법론을 도출

기준		NASDAQ Global Select 지수 편입 요건	KOSDAQ 셀렉트 지수 (예상)	
			편입 요건	최소 기준
공통 기준 (유동성 및 거버넌스)		유통주식 시가총액 1.1억 달러 or 1억 달러(자기자본 1.1억 달러 이상 시) 이상	유동시가총액 상위 25% 이상	약 1,000억원
		주가 4달러 이상	주가 5,000원 이상	-
		다음 중 1개 조건 이상 만족: 1) 주주 550명 이상 + 12개월 평균 거래량 월 110만 주 이상 2) 주주 2,200명 이상 3) 100주 이상 보유 주주 450명 이상	12개월 일평균 거래대금 상위 25% 이상	약 45억원
		유통주식수 125만 주 이상	유동주식비율 35% 이상	-
재무건전성 (① ~ ④ 중 1개 이상 충족 필요)	① 이익	최근 3개년도 세전이익 합계 1,100만 달러 이상, 3년 모두 흑자	최근 3개년도 세전이익 합계 상위 10%, 3년 모두 흑자	약 800억원
		최근 2개년도 세전이익 각각 220만 달러 이상	최근 2개년도 세전이익 비중이 최근 3개년도 대비 50% 이상	약 400억원
	② 시가총액 + 현금흐름 + 매출	12개월 평균 시가총액 5.5억 달러 이상	12개월 평균 시가총액 상위 10%	약 6,000억원
		최근 3개년도 현금흐름 합계 2,750만 달러 이상, 3년 모두 양수	최근 3개년도 영업활동 현금흐름 합계 상위 10%, 3년 모두 양수	약 1,000억원
		직전 연도 매출 1.1억 달러 이상	최근 4개 분기 합산 매출 상위 10%	약 4,500억원
	③ 시가총액 + 매출	12개월 평균 시가총액 8.5억 달러 이상	12개월 평균 시가총액 상위 5%	약 1.2조원
		직전 연도 매출 9,000만 달러 이상	최근 4개 분기 합산 매출 상위 10%	약 4,500억원
	④ 자산 + 자본	시가총액 1.6억 달러 이상	연평균 시가총액 상위 20%	약 3,000억원
		총자산 8,000만 달러 이상	총자산 상위 10%	약 6,500억원
		자기자본 5,500만 달러 이상	총자본 상위 10%	약 3,500억원

자료: NASDAQ, 유안타증권 리서치센터



KOSDAQ 셀렉트 지수 편입 가능 종목대안 판단

- '27년 KOSDAQ 셀렉트 지수 편입 가능 최유력 후보군 가운데, '27년 실적 모멘텀을 보유한 종목대안을 KOSDAQ 중소형 시장 팔목상대의 선봉장으로 활용할 필요
- 주성엔지니어링, HPSP, 파마리서치, 심텍, 티씨케이, 실리콘투, 피에스케이홀딩스, 성호전자, 티에스이, 파크시스템스, 두산테스나, 씨젠, 코미코, 하나머티리얼즈, 코스메카코리아, 성광벤드, 태광 등이 관련 맥락에 부합하는 KOSDAQ 셀렉트 지수 길목 지키기 관련 종목대안에 해당

KOSDAQ 셀렉트 지수 편입 예상 최유력 후보군 가운데 '27년 연간 실적 모멘텀 보유 종목대안 스크리닝

구분	12개월 평균 시가총액 (억원)	유동주식비율 (%)	12개월 일평균 거래대금 (억원)	재무지표 (억원)					'27년 연간 영업이익 (%)	
				3개년 합산 세전이익	3개년 합산 영업활동 현금흐름	직전 4개 분기 합산 매출액	총자산	총자본	전년 대비	1개월 변화율
주성엔지니어링	61,061.3	67.0	2,973.1	2,134.0	1,948.8	2,258.2	8,664.4	5,919.5	243.4	2.2
HPSP	38,728.5	78.0	1,849.6	3,124.0	2,504.1	1,627.9	4,070.2	3,134.6	54.6	3.8
파마리서치	36,227.4	65.0	548.3	4,330.3	3,862.3	6,035.8	11,071.8	7,536.7	25.1	0.8
심텍	34,670.1	69.0	821.8	-3,465.0	-4,532.7	17,031.3	18,401.2	6,490.3	69.8	2.4
티씨케이	26,862.9	47.0	206.1	2,573.5	1,495.1	3,405.6	6,049.3	5,514.5	35.5	1.0
실리콘투	25,946.9	56.0	386.0	4,135.3	427.9	13,544.8	9,644.6	6,889.0	27.8	0.4
피에스케이홀딩스	24,395.1	35.0	284.6	2,730.9	1,805.0	2,172.6	6,429.1	5,373.8	50.5	4.7
성호전자	21,006.0	48.0	845.4	1,533.8	498.1	2,670.0	13,593.4	4,133.1	163.7	0.4
티에스이	19,730.3	39.0	232.7	997.5	809.1	5,677.0	7,882.6	4,739.2	28.7	2.1
파크시스템스	18,467.5	66.0	123.0	1,156.0	905.0	1,948.0	4,739.1	3,403.1	38.3	4.2
두산테스나	18,407.9	60.0	383.5	761.8	5,770.0	3,264.3	7,322.1	4,511.0	192.3	6.0
씨젠	14,313.7	65.0	93.7	456.0	3,296.6	5,092.7	12,660.9	10,389.8	24.1	0.4
코미코	13,516.2	54.0	179.9	2,566.7	2,190.2	6,561.7	12,840.0	2,867.0	35.8	1.9
하나머티리얼즈	11,995.7	53.0	142.3	1,321.8	1,884.2	3,342.5	8,625.7	6,131.7	31.6	0.7
카카오게임즈	10,525.4	66.0	46.4	-6,487.3	1,077.4	3,843.0	27,565.5	13,231.6	흑전	8.3
코스메카코리아	9,584.1	60.0	111.6	1,915.8	1,664.8	7,720.5	7,346.7	2,738.1	22.6	2.5
성광벤드	8,534.7	65.0	89.4	1,468.7	1,019.3	2,471.3	6,002.5	5,620.4	43.8	6.1
서부T&D	8,150.7	49.0	99.8	3,822.7	2,183.5	3,045.0	32,247.0	10,645.0	18.2	2.1
태광	7,708.8	52.0	107.8	2,146.7	1,329.4	3,280.4	8,507.5	7,065.8	96.8	12.7
엠케이전자	4,149.1	66.0	202.5	-536.7	-3,186.5	17,652.8	26,794.4	4,155.3	53.1	120.2

참고: 10/8일 종가 기준 현재. 계량적 분석을 통해 선정된 종목들로 당사 대표 투자 의견과 상이할 수 있음

자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터



Appendix: KOSDAQ 셀렉트 지수 예상 종목(84개) 미리보기 (1)

구분	12개월 평균 시가총액 (억원)	유동주식비율 (%)	12개월 일평균 거래대금 (억원)	재무지표 (억원)				
				3개년 합산 지배순이익	3개년 합산 영업활동 현금흐름	직전 4개 분기 합산 매출액	총자산	총자본
알테오젠	193,647.6	80.0	2,015.5	1,957.8	1,694.1	2,540.1	7,399.1	5,364.7
에코프로	161,276.7	74.0	2,437.5	-3,667.3	9,088.1	33,142.6	114,390.1	22,291.9
에코프로비엠	159,811.0	55.0	1,146.2	663.8	9,054.7	23,041.5	54,313.8	17,952.0
리노공업	67,438.9	74.0	947.9	4,846.4	3,999.7	4,245.6	8,568.7	7,767.6
HLB	63,189.5	90.0	498.1	-5,625.9	-3,185.3	974.7	9,079.8	3,442.7
주성엔지니어링	61,061.3	67.0	2,973.1	2,134.0	1,948.8	2,258.2	8,664.4	5,919.5
원익IPS	57,336.8	66.0	1,357.2	1,027.2	2,225.7	9,248.0	14,934.8	10,735.6
이오테크닉스	51,169.9	69.0	603.5	2,107.1	1,872.3	4,447.2	8,313.7	7,482.0
ISC	38,935.7	51.0	512.8	1,537.4	1,147.6	2,780.5	6,529.1	5,821.4
HPSP	38,728.5	78.0	1,849.6	3,124.0	2,504.1	1,627.9	4,070.2	3,134.6
파마리서치	36,227.4	65.0	548.3	4,330.3	3,862.3	6,035.8	11,071.8	7,536.7
심텍	34,670.1	69.0	821.8	-3,465.0	-4,532.7	17,031.3	18,401.2	6,490.3
클래시스	32,024.4	40.0	177.0	3,904.1	3,313.7	3,691.1	7,747.5	5,495.3
피에스케이	30,964.0	67.0	545.2	2,558.2	1,795.4	5,708.7	7,507.1	6,149.1
휴젤	30,671.7	44.0	164.1	4,952.0	4,168.2	4,795.7	11,920.1	10,552.1
유진테크	29,960.5	62.0	337.0	1,628.8	1,756.7	3,862.3	6,812.1	5,435.0
솔브레인	28,880.3	53.0	232.8	4,418.7	6,303.1	10,608.6	15,999.3	11,493.5
필터비스	28,233.3	55.0	409.2	908.1	509.6	7,680.6	12,804.7	10,460.5
서진시스템	27,765.8	74.0	888.2	128.7	-1,106.4	12,168.4	30,356.6	9,865.0
티씨케이	26,862.9	47.0	206.1	2,573.5	1,495.1	3,405.6	6,049.3	5,514.5
에스티팜	26,553.4	62.0	227.0	1,248.2	1,247.4	3,864.6	8,480.3	6,294.8
실리콘투	25,946.9	56.0	386.0	4,135.3	427.9	13,544.8	9,644.6	6,889.0
동진세미캠	25,065.2	65.0	390.8	4,474.6	5,328.1	12,841.0	22,560.2	12,253.3
하나마이크론	24,852.6	74.0	828.7	919.6	2,990.1	20,733.0	24,356.7	5,525.1
피에스케이홀딩스	24,395.1	35.0	284.6	2,730.9	1,805.0	2,172.6	6,429.1	5,373.8
셀트리온제약	22,749.2	45.0	65.8	1,056.8	1,517.8	5,779.9	7,791.8	4,492.0
제주반도체	22,474.7	86.0	2,135.0	880.0	183.8	6,731.3	7,310.5	4,469.0
비에이치아이	22,082.2	68.0	392.2	793.5	1,959.8	10,466.1	11,000.0	2,019.1

참고: 10/8일 종가 기준 현재. 계량적 분석을 통해 선정된 종목들로 당사 대표 투자 의견과 상이할 수 있음

자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터



Appendix: KOSDAQ 셀렉트 지수 예상 종목(84개) 미리보기 (2)

구분	12개월 평균 시가총액 (억원)	유동주식비율 (%)	12개월 일평균 거래대금 (억원)	재무지표 (억원)				
				3개년 합산 지배순이익	3개년 합산 영업활동 현금흐름	직전 4개 분기 합산 매출액	총자산	총자본
원익홀딩스	21,829.4	50.0	471.4	60.0	3,518.8	5,880.1	20,589.7	10,289.3
테스	21,781.4	62.0	547.5	1,178.7	1,415.6	4,054.7	5,659.4	4,676.3
성호전자	21,006.0	48.0	845.4	1,533.8	498.1	2,670.0	13,593.4	4,133.1
에스엠	20,401.1	58.0	128.8	5,127.0	4,435.3	12,693.4	20,091.2	10,318.7
JYP Ent.	19,882.8	77.0	162.8	5,151.8	3,648.7	8,343.7	8,753.0	6,485.7
티에스이	19,730.3	39.0	232.7	997.5	809.1	5,677.0	7,882.6	4,739.2
파크시스템스	18,467.5	66.0	123.0	1,156.0	905.0	1,948.0	4,739.1	3,403.1
두산테스나	18,407.9	60.0	383.5	761.8	5,770.0	3,264.3	7,322.1	4,511.0
비츠로셀	15,527.8	62.0	214.8	1,807.8	1,621.6	2,770.7	4,269.7	3,588.4
씨젠	14,313.7	65.0	93.7	456.0	3,296.6	5,092.7	12,660.9	10,389.8
에스앤에스텍	14,230.8	77.0	223.8	1,136.4	1,084.9	2,532.6	4,170.1	3,354.4
하림지주	13,667.8	42.0	195.7	10,026.9	29,254.4	143,459.6	196,695.3	36,201.0
코미코	13,516.2	54.0	179.9	2,566.7	2,190.2	6,561.7	12,840.0	2,867.0
HK이노엔	13,029.9	53.0	86.8	2,082.2	3,509.1	10,786.1	20,224.9	13,507.1
신성셀타테크	12,972.6	67.0	89.0	724.9	514.0	10,409.2	10,919.9	2,681.1
차바이오텍	12,465.6	63.0	79.0	-1,429.9	-1,105.6	13,113.5	28,589.8	4,157.0
하나머티리얼즈	11,995.7	53.0	142.3	1,321.8	1,884.2	3,342.5	8,625.7	6,131.7
삼표시멘트	11,759.3	31.0	692.6	1,620.4	3,401.4	6,963.9	13,973.6	7,803.1
카카오게임즈	10,525.4	66.0	46.4	-6,487.3	1,077.4	3,843.0	27,565.5	13,231.6
피엔티	9,767.2	82.0	97.2	3,566.2	42.3	6,986.6	20,036.0	7,358.7
와이지엔터테인먼트	9,684.6	72.0	105.9	1,972.4	1,845.5	6,197.2	8,438.1	5,205.8
코스메카코리아	9,584.1	60.0	111.6	1,915.8	1,664.8	7,720.5	7,346.7	2,738.1
덕산네오룩스	9,557.8	55.0	86.1	1,599.3	1,693.4	3,929.0	7,790.7	4,880.7
아이티센글로벌	9,275.6	75.0	164.3	3,112.8	2,352.6	115,481.8	15,259.6	1,644.5
동국제약	9,154.8	56.0	105.3	2,381.6	1,866.4	9,796.0	11,176.6	6,966.3
엔캠	8,861.9	92.0	151.8	-6,712.5	385.6	3,669.3	10,616.3	4,347.2
성광벤드	8,534.7	65.0	89.4	1,468.7	1,019.3	2,471.3	6,002.5	5,620.4
에스에이엠티	8,439.8	48.0	118.1	1,874.1	-1,186.0	64,500.6	23,241.2	8,332.7

참고: 10/8일 종가 기준 현재. 계량적 분석을 통해 선정된 종목들로 당사 대표 투자 의견과 상이할 수 있음

자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터



Appendix: KOSDAQ 셀렉트 지수 예상 종목(84개) 미리보기 (3)

구분	12개월 평균 시가총액 (억원)	유동주식비율 (%)	12개월 일평균 거래대금 (억원)	재무지표 (억원)				
				3개년 합산 지배순이익	3개년 합산 영업활동 현금흐름	직전 4개 분기 합산 매출액	총자산	총자본
서부T&D	8,150.7	49.0	99.8	3,822.7	2,183.5	3,045.0	32,247.0	10,645.0
SFA넥셀	8,134.5	67.0	370.2	1,421.8	592.4	2,910.5	6,896.8	5,333.7
원익QnC	8,094.6	59.0	127.0	1,502.7	2,446.4	10,074.4	16,240.1	5,342.3
제룡전기	8,085.5	67.0	180.5	2,492.0	2,023.9	1,837.8	2,834.2	2,477.6
GST	7,732.8	73.0	138.9	1,639.8	1,434.5	3,925.1	4,240.7	3,225.9
태광	7,708.8	52.0	107.8	2,146.7	1,329.4	3,280.4	8,507.5	7,065.8
코나아이	7,293.2	60.0	67.5	1,723.8	2,052.9	3,446.8	5,881.0	2,816.0
태웅	7,287.7	46.0	143.1	629.7	1,144.5	3,707.4	8,342.0	6,178.1
이엔에프테크놀로지	7,014.1	65.0	63.6	1,033.7	2,627.1	6,987.6	7,949.1	4,825.2
위메이드	6,991.8	60.0	46.7	-22.1	-229.7	6,169.8	16,577.7	3,952.6
솔리드	6,860.5	88.0	637.0	1,429.9	1,345.7	3,167.2	6,010.2	3,751.5
동성화인텍	6,645.1	62.0	50.8	1,621.5	2,170.1	7,701.6	5,074.1	2,905.8
NHN KCP	6,616.0	51.0	171.3	1,657.0	2,025.8	13,813.9	6,989.2	3,142.3
프로텍	6,289.4	63.0	47.5	946.0	746.1	2,754.1	5,269.7	3,975.0
원텍	6,023.4	46.0	62.9	1,325.8	920.2	1,673.5	2,787.6	1,730.2
서울반도체	6,011.1	68.0	135.6	-1,316.2	2,681.9	10,529.9	11,401.6	6,470.0
지엔씨에너지	6,000.6	66.0	184.6	1,170.2	1,124.6	2,574.6	4,095.2	2,444.0
미코	5,919.0	72.0	96.8	2,182.5	1,869.4	11,846.9	26,478.5	1,840.3
성우하이텍	5,820.0	55.0	73.7	6,349.4	12,444.0	43,757.4	53,849.6	17,995.1
이녹스첨단소재	5,514.6	63.0	97.7	2,120.3	2,631.6	4,188.9	11,714.8	4,337.1
한양이엔지	5,371.7	50.0	50.7	2,477.8	2,480.7	12,552.0	9,981.7	7,061.8
우리기술투자	5,165.6	65.0	121.0	4,676.0	-86.9	725.0	10,346.3	8,535.3
와이지-원	5,159.5	69.0	143.8	966.3	1,293.8	7,681.1	15,066.5	5,021.2
삼지전자	4,996.7	38.0	76.3	3,160.6	-662.1	69,391.1	28,002.3	6,795.7
에스티아이	4,468.6	71.0	74.0	845.4	637.1	3,030.9	3,465.2	2,923.4
엠케이전자	4,149.1	66.0	202.5	-536.7	-3,186.5	17,652.8	26,794.4	4,155.3
더블유씨피	3,784.8	64.0	107.8	-1,759.7	910.5	1,354.1	19,556.1	9,027.9
비츠로테크	2,876.2	40.0	99.6	1,549.2	1,516.8	4,588.7	7,088.1	2,593.2

참고: 10/8일 종가 기준 현재. 계량적 분석을 통해 선정된 종목들로 당사 대표 투자 의견과 상이할 수 있음

자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터



2027년 섹터/업종 View (1)

업황 판단	섹터/업종	Key Idea	Top Picks
긍정	반도체 (백길현)	- 메모리 산업에 대해서는 2028년까지 장기화될 구조적 Super Squeeze에 기반해 비중확대 의견을 유지. HBM4 및 Custom 제품의 사양 파편화와 Trade Ratio의 1:5 수준의 폭등에 따른 범용 DRAM 생산능력 잠식이 모바일, 레거시 IT 수요 둔화 우려를 상쇄하며, 서버용 고사양 메모리 가격 상승세를 2028년까지 뒷받침할 전망 - 비메모리 및 파운드리/OSAT 영역에서는 복잡해진 AI 워크로드를 효율적으로 분산하고 통제하는 Multi-orchestration 환경의 본격화에 주목. AI 아키텍처가 단순 가속기 중심에서 컴퓨팅 효율을 극대화하는 형태로 진화함에 따라, 시스템의 주도권을 쥐고 연산을 통제하는 차세대 서버 CPU의 중요성이 강한 수요로 확인되며 재차 강조될 것이기 때문	삼성전자 SK하이닉스
	전기/전자 (고선영)	- 전기전자 산업은 AI 수요를 기반으로 한 공급자 우위의 수급 환경과 가격 결정력 강화, 중장기 실적 가시성 확대에 주목 - MLCC 및 기판은 판가 인상과 고부가 제품 믹스 개선을 통해 환율 부담을 상쇄하며 견조한 실적 성장세를 이어갈 전망 - 주요 기업들의 증설 효과가 1H27부터 본격 반영되는 만큼, 4Q26을 거쳐 2027년으로 갈수록 이익 성장세가 가팔라질 것으로 예상 - LTA 체결 및 고객 선수금을 기반으로 확보한 생산능력 가시성은 국내 업체들의 해외 Peer 대비 밸류에이션 할인율 축소를 뒷받침할 핵심 근거로 작용할 전망	삼성전기 대덕전자
	조선 (김용민)	- 제도적 한계로 인한 MASGA 프로젝트 관련 투자심리 조정 이후 법적진전전에 따른 리레이팅 가능 - 상선사업의 경우 견조한 신조선가 지수가 유지될 경우 캐시카우 역할을 수행할 것으로 전망 - AIDC형 엔진 및 FDC 사업가치 확장되는 초기 구간으로 판단	HD현대마린솔루션 한화엔진
	방산 (백종민)	4사 합산 실적: 27년 매출액 32.6조원(YoY +20.2%), 영업이익 5.0조원(YoY +28.6%)로 견고한 성장세 지속 - 수주 확대 흐름: EU, 미국 업체들 납기 대응 이슈 발생 중. 이란 사태 관련 재고 충원 수요 발생 전망 - 글로벌 확장성 부각: 방산 블록화 공략 위한 현지 업체와의 협력 혹은 현지 투자 진행 중. 27년 이후 구체화될 것	LIG D&A 한국항공우주
	원전 (김도엽)	- 미국 정부의 신규 대형원전 175억 달러 저금리 자금 지원 발표(2026/6/23)에 따라 2027년 미국 내 원전 진척이 본격화될 가능성이 높다고 판단 - 미국의 한국 정부에 Westinghouse 지분 투자 요청, 대미 투자 한미 원전 프레임워크(원전 8기 건설(APR1400 2기 포함))에 따라 향후 업종 전반(팀코리아)에 수혜 기대 - 구체화 이전까지는 팀코리아 단일 파이프라인보다는 Westinghouse 민간 협업 파이프라인을 보유한 종목 위주의 선별적 대응 추천	두산에너지빌리티 현대건설
	건설 (김도엽)	- 원전 본계약과 착공이 확인되면 현대건설이 커버리지 내 가장 높은 민감도를 보일 것으로 전망 - 삼성전자의 반도체 설비투자 물량 확대 기조는 2027년에도 지속될 것으로 전망하는 바, 그룹사인 삼성E&A와 삼성물산의 2027년 첨단산업/하이테크 수주 및 매출 증가 흐름이 계속될 것으로 전망	현대건설 삼성E&A 삼성물산
	전력기기 (손현정)	- 미국 전력망 투자와 AIDC 전력 수요가 지속되는 가운데, 빅테크가 전력 확보 및 전력기기 직접 발주 주체로 부상하며 신규 수요처 확대 국면 진입 - 국내 전력기기 업체들은 미국 Capa 증설효과가 27년부터 본격 출하와 기존 고수익 수주잔고 매출화까지 겹치며 이익 성장 가속화를 전망 - LS ELECTRIC은 배전반 등 짧은 납기가 메인 경쟁력. 수주에서 이익으로 전환되는 속도가 가장 빠르다는 점에서 27년 실적 가시성 확보. 기존 AC 배전에서 800VDC, SST 등 차세대 DC 전력 시스템으로 공급 영역 확대 중 - 효성중공업은 2H26부터 본격화되는 미국 댈러스 공장 증설과 고단가 초고압 변압기 출하 확대 및 SST 신규시장 진출로 이익 레버리지 예상	LS ELECTRIC 효성중공업
	정유/화학 (황규원)	- 정유: 러시아 정유설비 피격 및 이란 전쟁 여진으로, 글로벌 휘발유/등경유 부족현상 지속. 이에 더해, OSP 마이너스 구간 진입에 따른 한국 정유사 실적 효과가 9월부터 발현되며 업종 전반적으로 강세 시현 - 석화/NCC: 전쟁으로 축소했던 아시아 석화 설비 생산량이 7월부터 회복을 시작, 이에 따른 공급과잉이 불가피할 전망	S-Oil



2027년 섹터/업종 View (2)

업황 판단	섹터/업종	Key Idea	Top Picks
긍정	이차전지 (이안나)	- AIDC항 수주 2026년 연내~ 2027년까지 본격화. 수주 모멘텀 후 AIDC항 실적 반영 2027년 하반기부터 시작. 셀 사 중심 미국 내 BESS 외형성장 지속 및 2026년 4분기 BESS항 이익 BEP 이후 2027년 이익률 확대 기대 - EV도 중국 LFP 배터리 에너지밀도 추가 확대 기술 불가 선언으로 롱레인지, 고출력 프리미엄 EV항 배터리로 46시리즈 관심 높아지고 있음. 이에 2027년 46시리즈항 EV 수주 모멘텀 예상 - 다만, 셀 사의 소재 밸류체인에 대한 CR이 예상됨에 따라 소재보다는 셀 위주로의 비중 확대가 유효	LG에너지솔루션 삼성SDI
	화장품 (이승은)	- 미국·유럽 중심의 해외 진출이 남미까지 확대되며 K-뷰티 성장세 이어질 전망 - 수출과 주문 증가에 따라 ODM뿐 아니라 용기업체와 중소 협력업체까지 수혜 확산 기대	코스맥스 펄텍코리아
	유통 (이승은)	- 백화점은 외국인 관광객과 VIP 소비가 매출을 뒷받침하며 완전한 성장세 이어질 전망 - 단, 2026년 높은 성장에 따른 거저 부담으로 성장률은 한 자릿수에 그칠 가능성이 있음	현대백화점
	음식료/담배 (손현정)	- 향후 주가는 단순 순환매보다 해외 Q 성장, 원가율 개선, EPS 상향 여부에 따라 종목별 차별화가 확대될 전망 - 삼양식품은 3Q26에는 미국항 매출 이연분과 밀양2공장 가동률 상승 반영으로 연결 매출액 8,000억원 상회 가능성 존재. 분기 영업이익 환 민감도는 100억원 내외 - KT&G의 해외 생산 Capa는 카자흐스탄 신공장 가동 등에 따라 확장 국면. 해외 궤련 ASP 상승과 원가 경쟁력 개선 여부에 주목 - 롯데웰푸드는 최근 환율 하락에 따라 원재료 부담 축소 가속화가 이어질 전망	삼양식품 KT&G 롯데웰푸드
	은행 (우도형)	10월, 11월 금통위에서 기준금리 인상 시 은행 NIM 개선에 긍정적으로 판단 - 내년 금리 인상 역시 실적개선에 긍정적이며, 경기 악화로 금리 인상이 제한적이라도 경기 방어주 역할 수행에 따라 상대적 주가 역시 양호할 전망 3분기 실적은 선제적 조달로 조달금리 상승에 따른 2~4bp 가량의 NIM 하락이 예상되나, 4분기 이후 NIM은 점진적으로 개선될 전망 - 다만 금리 상승구간에 건전성에 대한 우려도 작용하는 만큼 시중은행 선호	KB금융 신한지주
	통신 (이승웅)	- 해킹 이슈에서 벗어나 무선 매출액 회복 및 비용 부담 축소로 안정적인 실적 시현 전망 - AIDC 특별법 시행 등 AIDC 구축이 본격화되며 글로벌 빅테크 중심의 테넌트 및 투자자 유치가 이어질 전망	SK텔레콤
	미디어/엔터 (이환욱)	- 디레이팅된 12개월 선행 P/E 밴드(엔터 3사 11~22배, 하이브 21~33배) 내 하단에서 바닥 다지고 점진적인 상승 전망 - 저연차 위주 이익 개선세가 27년 후반부로 갈수록 뚜렷해 질 것 - 현지화 그룹 리레이팅 요소 부각 기대	하이브
	인터넷 (이창영)	- 인터넷 광고, 쇼핑, 핀테크 등 전반적인 실적은 견조. 성장 유지. BUT 밸류에이션은 역사적 최저점 - AI DC, AI Agent 등 신사업 관련 모멘텀 유효 - 장기성장성 확인 시 밸류에이션 리레이팅 기대	NAVER



2027년 섹터/업종 View (3)

업황 판단	섹터/업종	Key Idea	Top Picks
중립	자동차 (김용민)	- 원화 상대적 강세에 따른 FY27F 연간 이익 성장 가능성 제한적 - 로보틱스 사업 관련 리레이팅 여력은 존재하나 적정가치 산정 어려울 것 - 신차효과를 통한 수익성 재고는 가능할 것이나, 차종 믹스의 절대적 개선 여력 또한 제한적	현대모비스
	우주 (백종민)	27년 누리호 5~6차 발사 및 스타쉽 상용화 추진 중, 글로벌 우주 수송 능력 확대에 따라 전반적 밸류체인 수혜 전망 27년 4분기 궤도 AI 컴퓨팅 관련 첫 발사 추진. 성공 여부에 따라 우주 산업의 TAM 확대 기대 - 국내 우주 예산 1.65조원(YoY +47%)으로 증가. 위성, 발사체 관련 예산 증가세, 국책 사업 매출 증가할 전망	인텔리안테크 에이치브이엠
	제약/바이오 (하현수)	- 국채 금리 상승으로 파이프라인 가치 할인 증가가 불가피하나 2030년 초반까지 대형 블록버스터 의약품 특허 만료 이어질 예정(약 3천억 달러 매출 규모)으로 M&A와 L/I 증가 전망 - 금리 상승으로 섹터 전반에 걸친 상승보다 개별 종목 성과가 중요해질 것이며, 상업화가 가까운 임상 후기 파이프라인이나 미충족 수요가 높은 적응증에서 성과가 중요할 것으로 예상 - 블록버스터 특허 만료에 따라 바이오시밀러와 항체 CDMO에는 긍정적인 것으로 예상	셀트리온 토모큐브
	유틸리티 (손현정)	- 유틸리티 CapEx 증가에 대한 부담 지속. 투자비의 요금 반영, 현금 회수, 부채 감소 여부가 규제 유틸리티 기업가치 재평가의 핵심 - SK가스는 3Q26 발전 이익 호조 및 주주환원 정책 기대감 존재 - 포스코인터내셔널은 인니팜 및 SENEX 등 소재 및 에너지 업스트림 성장세 이어지며 3Q26 호실적 기대	SK가스 포스코인터내셔널
	증권 (우도형)	- 대형주 쏠림으로 지수가 상승하고 있어 증시 환경은 우호적인 상황이 아닌 것으로 판단됨 - 매크로 불확실성이 존재하는 만큼, 지수 상방을 제한하는 요인으로 작용하고 있으며 증권주에 대한 투자심리는 악화된 상황 - 다만 개인투자자 회전율 및 매매비중이 역사적 저점 수준이며 향후 증시 시기총액 증가 및 회전율 상승에 따라 거래대금 증가가 예상되며 증권주 추가 역시 반등할 것으로 판단됨	키움증권
	지주 (이승웅)	- 제도적 변화, 지배구조 개선에 따른 업종 전반적인 NAV 할인을 축소보다는 펀더멘탈이 중요해지는 시점 - 자회사 실적 성장에 따른 NAV 확대 뿐만 아니라 별도 현금흐름 개선이 주주환원 확대에 이어지는 지주회사에 주목	SK
	운송 (최지운)	- 항공: 건조한 국제선 여객 수요, 원화 강세는 아웃바운드 수요와 비용 측면에서 우호적, 대한항공 중심 통합 효과도 기대 - 해운: 제한적인 선복 공급 증가와 톤마일 확대에 따른 벌크, 탱커 중심의 운임 강세 전망	대한항공 팬오션
	게임 (최지운)	- 라이브 운영 기반의 PLC 관리와 흥행 가시성 높은 신작 라인업이 관건 - 흥행 성과가 실제 이익 추정치 상향으로 연결되는 업체 중심의 선별적인 접근 권고	NC
	레저 (이환욱)	26년에 이어 27년 외국인 관광객 증가세도 견조할 것으로 전망 - 특히 내륙지역 및 MASS 중심으로 인바운드 증가함에 따라 복합리조트 및 내륙지역 중심 카지노 위주로 선별적 수혜 전망	파라다이스



2027년 Top Picks

종목명	시가총액 및 주가			Valuation (배, %)				
	시가총액 (조원)	현재가 (원)	목표주가 (원)	P/E	P/B	EPS 증가율	ROE	배당수익률
삼성전자	1,531.7	262,000	630,000	4.1	1.7	49.1	40.4	2.4
SK하이닉스	1,228.0	1,681,000	3,300,000	3.9	1.9	26.0	48.4	2.5
삼성전기	115.5	1,546,000	2,300,000	41.5	8.6	96.2	20.7	0.2
KB금융	57.7	162,800	235,000	8.7	0.9	5.8	9.9	3.3
두산에너지	50.0	78,000	149,000	88.4	5.6	80.2	6.4	0.0
삼성SDI	45.9	569,000	913,000	33.8	1.8	49.3	5.3	0.0
셀트리온	41.8	179,600	280,000	22.9	2.0	19.6	8.9	0.4
LS ELECTRIC	29.3	195,500	300,000	39.7	9.8	44.0	24.6	0.7
S-Oil	19.0	168,700	205,000	7.2	1.5	-17.2	20.2	3.6
LIG디펜스엔에어로스페이스	13.6	616,000	1,050,000	27.8	6.4	36.2	23.1	0.7
현대건설	12.0	107,800	205,000	18.9	1.3	30.1	6.7	0.9
HD현대마린솔루션	9.8	219,500	448,000	24.2	8.7	18.8	35.7	3.0
대덕전자	7.8	157,700	200,000	25.8	6.0	43.3	23.3	0.3
인텔리안테크	0.7	63,000	180,000	13.9	1.8	15.9	13.1	0.3
토모큐브	0.4	33,250	n/r	347.9	11.5	흑전	3.3	0.0

참고: 10/8일 종가 기준 현재

자료: 에프앤가이드 Quantwise, 유안타증권 리서치센터

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김용구, 신현용, 이재원, 김세빈)
- 본 조사분석자료의 작성과 관련하여 당사의 금융투자분석사 손현정은 (주)KT&G의 기업설명회 등에 (주)KT&G의 비용으로 참석한 사실이 있음을 고지합니다.
- 본 조사분석자료의 작성과 관련하여 당사의 금융투자분석사 우도형은 (주)신한지주의 기업설명회 등에 (주)신한지주의 비용으로 참석한 사실이 있음을 고지합니다.
- 본 조사분석자료의 작성과 관련하여 당사의 금융투자분석사 김도엽은 (주)현대건설의 기업설명회 등에 (주)현대건설의 비용으로 참석한 사실이 있음을 고지합니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.





2027년
주식시장 전망과 전략